

爱建证券有限责任公司

财富管理研究所

分析师: 张志鹏

TEL: 021-32229888-25311

E-mail: zhangzhipeng@ajzq.com

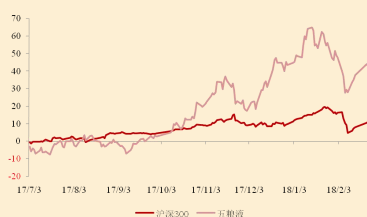
执业编号: S0820510120010

联系人: 余前广

TEL: 021-32229888-32211

E-mail: yuqianguang@ajzq.com

评级: 推荐
(首次)



数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	-11.92	45.35	96.92
相对表现	-5.8	36.96	80.26

基础数据

收盘价 (2018-2-23)	79.64
目标价 (未来 6 个月)	96.6
52 周内最高价	93.18
52 周内最低价	38.12
总市值 (百万元)	302,310.79
流通市值 (百万元)	302,293.60
总股本 (百万股)	3,795.97
A 股 (百万股)	3,795.97
其中: 流通股 (百万股)	3,795.75
其中: 限售股 (百万股)	0.22

数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

相关报告:

公司深度报告●食品饮料行业

2018 年 2 月 26 日 星期一

五粮液的“护城河”

投资要点:

□ 白酒兼具社交属性、情感属性、成瘾性, 高端品已属“时间的朋友”, 不同香型具有相应的消费者黏性, 将具备长期的生命力。白酒行业经历了扩容式增长的黄金时代, 正迈入挤压式增长的白银时代, 总体产销增速趋缓, 竞争格局相对清晰, 市场份额进一步向名优酒企集中。这一轮回暖复苏, 自高端酒企业绩率先企稳回升。从消费升级、社交文化、供求关系等方面预判, 高端名优酒企具备较长期的投资价值。

□ 五粮液属浓香第一酒, 是世纪之交的“中国白酒大王”, 产品品质优秀, 具备强大的品牌力, 占领海内外消费者心智, 有较强的定价权; 开拓创新意识强, 渠道建设广泛有力, 资产负债率、销售毛利率、净利率、ROE 在行业中表现出色, 体现出较强的可持续盈利能力, 具备较宽厚的护城河。管理层视野开阔、目标明确、执行力强, 员工及经销商持股等激励方案加快推进, 产品线结构有序优化, “百城千县万店”工程高效落实, 借力“一带一路”拓展国际市场, 二次创业新征程不断取得阶段性成果, 中长期竞争优势有望强化。

□ 按白酒行业发展趋势, 综合公司规划目标、市场实际表现等考虑, 预计五粮液 2017/2018/2019 年营业收入分别为 301.42/381.72/496.28 亿元, 同比增长 22.81%/26.64%/30.01%; 归母净利润分别为 81.47/104.64/136.94 亿元, 同比增长 20.08%/28.44%/30.88%; EPS 分别为 2.15/2.76/3.61 元, 当前股价对应的 PE 分别为 37.04/28.86/22.06 倍。基于五粮液的“护城河”、行业地位、业务布局, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

□ 风险提示: 白酒行业监管政策发生变化; 高端酒需求不及预期; 食品安全事件; 其他系统性风险。

表格 1 公司业绩预测简表

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	24,543.79	30,142.23	38,172.12	49,627.58
增长率 (%)	13.32	22.81	26.64	30.01
归属母公司股东净利润	6,784.53	8,147.03	10,463.70	13,694.44
增长率 (%)	9.85	20.08	28.44	30.88
每股收益 (EPS)	1.79	2.15	2.76	3.61
净资产收益率 (ROE)	14.41%	14.57%	16.24%	18.93%
市盈率 (P/E)	39.74	37.04	28.86	22.06
市净率 (P/B)	5.73	5.41	4.69	4.18

数据来源: 爱建证券财富管理研究所

目录

1、白酒行业的中长期投资价值.....	5
1.1 高端白酒的产品属性.....	5
1.2 白酒行业从黄金时代进入白银时代.....	7
1.3 市场份额将继续向名优酒企集中.....	9
2、五粮液：浓香第一酒.....	12
2.1 世纪之交的“中国白酒大王”.....	12
2.2 开启二次创业新征程.....	15
2.3 品牌力.....	19
2.4 产品线.....	21
2.5 渠道建设.....	23
3、五粮液的“护城河”.....	27
3.1 巴菲特对“护城河”的论述.....	27
3.2 五粮液的“护城河”在哪里.....	28
4、盈利预测及估值.....	31
风险提示.....	34

图表目录

图表 1	一瓶 1971 年红旗牌五粮液拍出 98 万元天价.....	5
图表 2	白酒的三种属性.....	6
图表 3	白酒行业与全部 A 股上市公司 ROE 比较.....	7
图表 4	近 30 年来我国白酒产量变化（万吨）.....	8
图表 5	白酒制造业销售增长率变化情况（2000 年以来）.....	8
图表 6	高端白酒出厂价总体呈上涨趋势.....	9
图表 7	白酒消费结构的变化.....	9
图表 8	近年来前 6 家上市酒企营收、利润占白酒行业的比例稳中有升.....	10
图表 9	我国高净值人群数量保持较高速增长（万人）.....	11
图表 10	“茅五泸”上市以来营业收入比较（万元）.....	13
图表 11	“茅五泸”上市以来扣非后归母净利润比较（万元）.....	13
图表 12	五粮液 2016 年营收构成.....	14
图表 13	五粮液 VS 白酒行业 资产负债率/销售净利率比较.....	15
图表 14	五粮液 2017 年营收、净利润增速逐季加快.....	19
图表 15	“五粮液”品牌价值逐年稳健攀升（2011—2017 年）.....	20
图表 16	QFII 持有五粮液股份情况.....	21
图表 17	陆股通持有五粮液股份情况.....	21
图表 18	五粮液近年来高/中低价位酒的收入及毛利率情况.....	23
图表 19	五粮液渠道建设布局.....	24
图表 20	五粮液近年来产销率情况.....	25
图表 21	“护城河”的主要来源.....	27
图表 22	“五粮液”品牌价值（2017 年）.....	28
图表 23	五粮液全国经销商网络.....	29
图表 24	五粮液上市以来分红情况.....	30
图表 25	五粮液近年来 ROE、毛利率、净利率情况.....	31
图表 26	五粮液近年来销售费用率、管理费用率情况.....	32
图表 27	五粮液历史 PE Band.....	33
图表 28	五粮液历史 PB Band.....	34

表格目录

表格 1	公司业绩预测简表.....	1
表格 2	我国主要白酒品牌对应香型.....	6
表格 3	近年来白酒行业重要并购事件.....	10
表格 4	A 股白酒行业头部企业市值比较.....	12
表格 5	主要股东及持股比例.....	15
表格 6	五粮液二次创业大事记.....	16
表格 7	非公开发行股票认购方案.....	18
表格 8	我国历届名酒评比情况.....	19

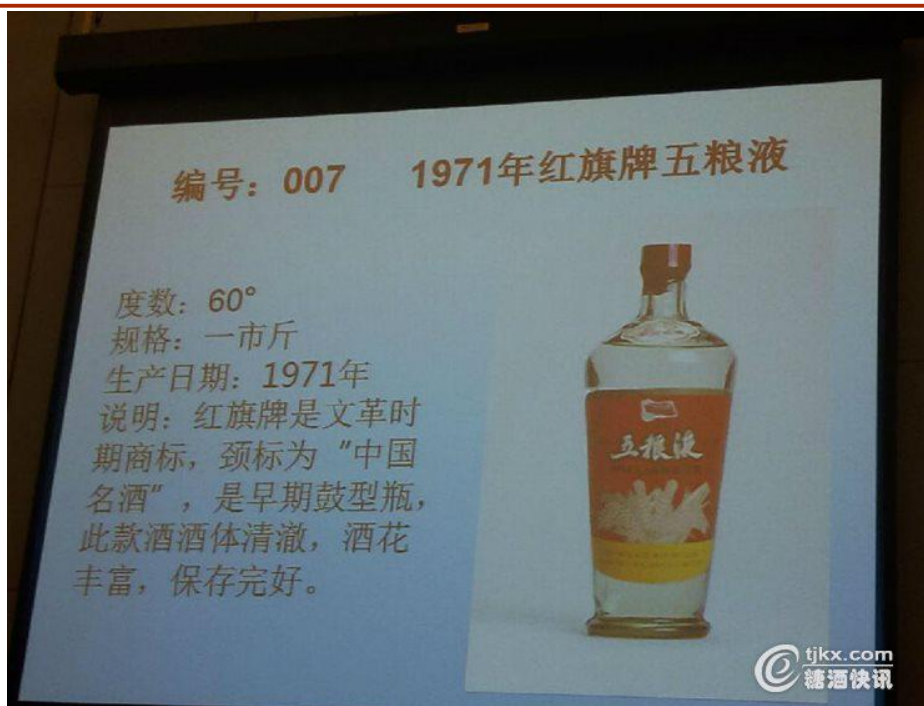
表格 9	五粮液主要产品线及价格带情况.....	22
表格 10	五粮液以“一带一路”为契机积极拓展国际市场（2017 年）.....	26
表格 11	公司各业务盈利预测（单位：百万元）.....	32
表格 12	可比上市公司估值对比.....	33
表格 13	公司盈利预测（单位：百万元）.....	35

1、白酒行业的中长期投资价值

1.1 高端白酒的产品属性

产品保质期长，属“时间的朋友”，库存不随时间减值反而增值。和一般商品不同，“酒是陈的香”，高端白酒可存放年限长，老酒价格往往比刚上市的新酒更贵，库存商品可以制作年份酒，有些（如茅台、五粮液）甚至具有收藏价值，在这个意义上，高端白酒兼具消费品和投资品的属性。2016年12月26日，在“五粮液耀世之旅全球文化巡展收藏酒及当代书画名家作品拍卖会”上，一瓶1971年的红旗牌五粮液拍出98万元的天价。由此可见一斑。

图表 1 一瓶 1971 年红旗牌五粮液拍出 98 万元天价



数据来源：糖酒快讯，爱建证券财富管理研究所。

白酒不同香型，代表着消费者特定的口味偏好，具备较强的黏性。基于酿造工艺（如窖池）等区别，我国白酒主要划分为酱香、浓香、清香、凤香、馥郁香、米香、老白干香等香型。和独特的自然环境（气候、水源、土壤）、文化渊源、酿酒原料、发酵工具等相适应，白酒生产带有较强的地域性，川南黔北是我国最重要的白酒产区，被称为“中国酒心”，茅台（遵义）、五粮液（宜宾）、泸州老窖（泸州）等均聚集于此“中国白酒金三角”（属地球同纬度上最适合酿造优质纯正蒸馏酒的生态区）。就香型而言，浓香型白酒的市场份额占全国白酒总量的70%以上；同时，这一赛道也是最拥挤的，四川派（五粮液、泸州老窖、剑南春

等)和江淮派(洋河、古井等)商业竞争激烈。

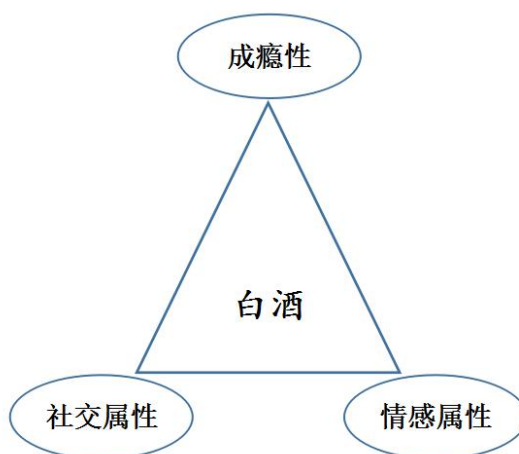
表格 2 我国主要白酒品牌对应香型

主要香型	白酒品牌
酱香型	贵州茅台、郎酒、习酒
浓香型	五粮液、泸州老窖、洋河、剑南春、古井贡酒、水井坊
清香型	山西汾酒、黄鹤楼酒
凤香型	西凤酒
馥郁香型	酒鬼酒
米香型	桂林三花酒
老白干香型	衡水老白干

数据来源：根据公开资料整理，爱建证券财富管理研究所。

白酒的社交属性、情感属性和成瘾性。中国酿酒历史可追溯至三千年前(商周时代)，酒文化源远流长、博大精深，从文艺创作、聚会娱乐到饮食烹饪、养生保健等各方面，在中国人生活中都占有重要位置。社交属性方面，自古就有“无酒不成席”“酒逢知己千杯少”之说，特别是在政务、商务、节日、婚庆等重要社交场合，中国人的“面子文化”使得饮用高端白酒成为身份标识和阶层象征。情感属性方面，高兴时喝酒叫“以酒助兴”，忧愁时喝酒叫“借酒浇愁”；热闹时喝酒，所谓“我有旨酒，以燕乐嘉宾之心”；寂寞时喝酒，所谓“举杯邀明月，对影成三人”。成瘾性方面，长期饮用者对酒会形成生理依赖和心瘾，在这个意义上，白酒具备“软性瘾品”特征。这些属性决定了饮用白酒将是一个长期的消费现象。

图表 2 白酒的三种属性

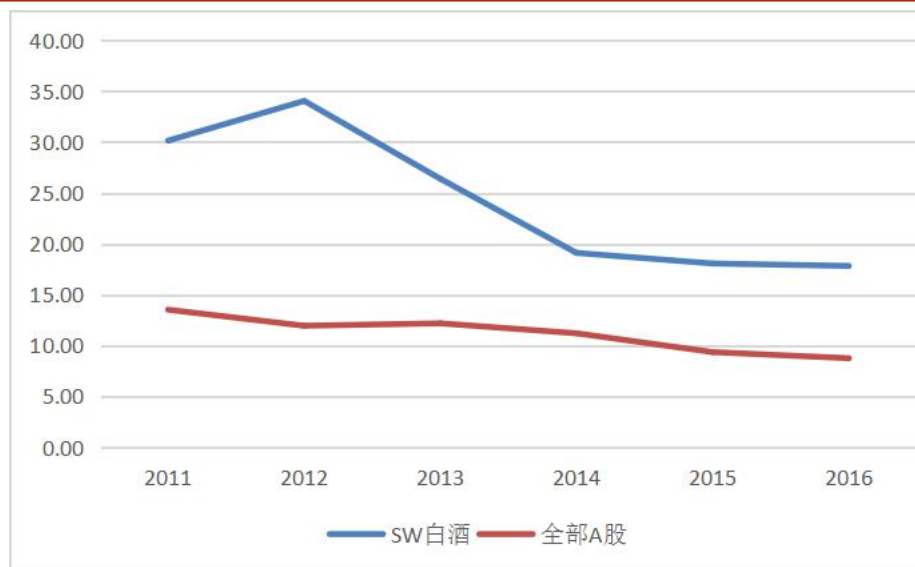


数据来源：爱建证券财富管理研究所。

1.2 白酒行业从黄金时代进入白银时代

白酒行业商业模式较简单清晰，酿造工艺成熟，毛利率高，具备较高的投资价值。仅就二级市场来看，从投资回报率角度考虑，白酒行业的 ROE 长期居于申万所有三级子行业的前列，是值得投资者长期高度关注的赛道。

图表 3 白酒行业与全部 A 股上市公司 ROE 比较



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

白酒行业属传统行业和民族品牌，是我国食品工业的重要组成部分。白酒行业利润和税收高，因而和地方政府关系密切，大多数白酒企业是地方国企，有些名优酒企在当地经济中扮演着重要角色。公务消费一直占白酒销量的重要比例，因而，白酒行业发展受政策（如限酒令、消费税）影响较明显，呈现出一定的周期性波动；同时，一些酒企也藉此调整经营战略，市场格局和行业地位重新洗牌。

改革开放以来，白酒行业保持着较高速发展，一度出现县乡酒厂遍地开花的局面。1988 年白酒放开定价权以后，以五粮液为首的名酒企业开始提价，但名优白酒依然供不应求，茅台、五粮液、汾酒等名酒企纷纷开启产能扩张进程，秦池、孔府家等“广告酒”成为一时风景。受亚洲金融危机影响，我国市场消费疲软，很多酒企滑入破产边缘，叠加“山西朔州假酒案”负面影响，白酒行业一路下行至 2002 年左右。

2003—2012 年被业内称为白酒行业“黄金十年”，起于 4 万亿投资后政商消费大幅增长，止于 2012 年限制三公消费和塑化剂事件。这十年里，白酒行业产量年复合增长率达 14% 左右，“茅五泸”等高端白酒提价频繁，产品线稳步提升。

2013 年起，高端白酒市场价格一路下滑，各大酒企发力腰部产品，产品结构向

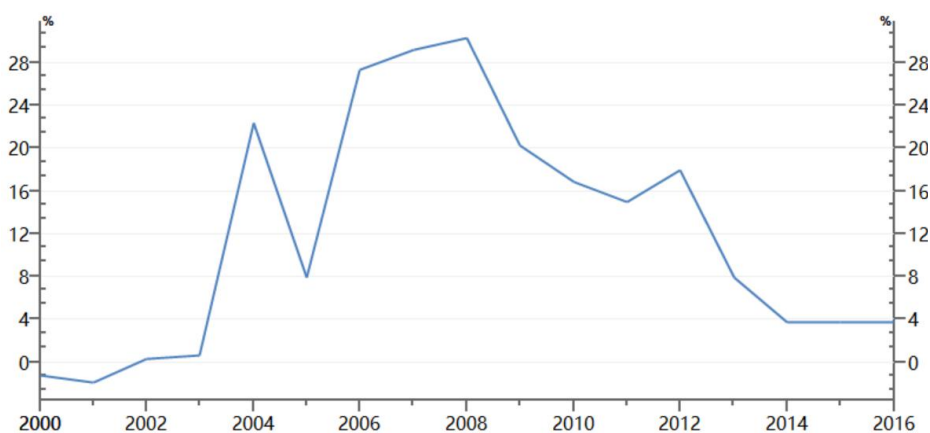
中低端延伸，渠道建设的重要性愈加凸显。2015年8月，高端白酒迎来首次提价，预示着新一轮复苏开启。白酒行业产量仍然保持总体增长，但增速已掉入个位数区间。从消费结构看，三公消费受抑制，商务消费、个人消费（如亲朋宴请）所占比重正逐步攀升。结合我国人口结构、城镇化水平、人均烈酒消费量、年轻群体酒水消费习惯等多方面因素考量，我国白酒行业已进入“白银时代”。这一阶段，市场容量趋向饱和，行业竞争将更为激烈，白酒行业由扩容式增长转变为挤压式增长，行业集中度将进一步提升。

图表 4 近 30 年来我国白酒产量变化（万吨）



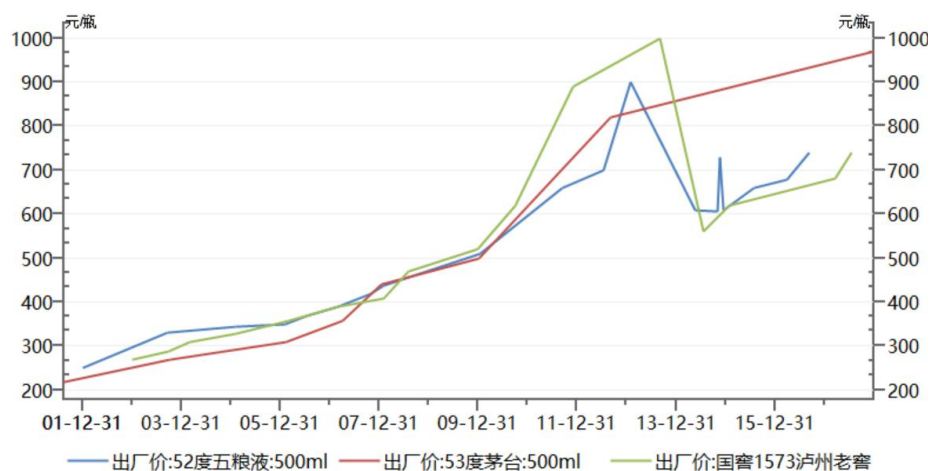
数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

图表 5 白酒制造业销售增长率变化情况（2000 年以来）



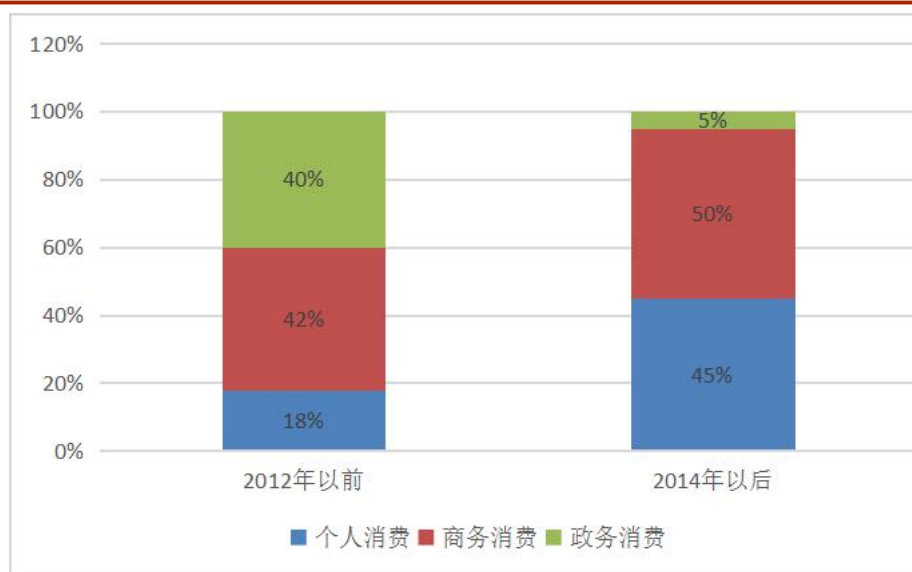
数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

图表 6 高端白酒出厂价总体呈上涨趋势



数据来源: Wind、爱建证券财富管理研究所。

图表 7 白酒消费结构的变化

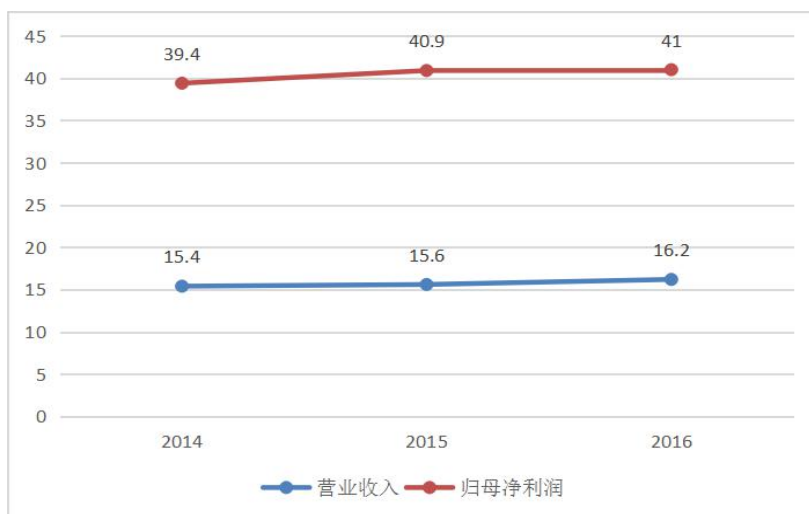


数据来源: 百度《2018 酒类行业大数据》、爱建证券财富管理研究所。

1.3 市场份额将继续向名优酒企集中

就这一轮复苏来看,具备更强产品、品牌、渠道优势的名优酒企业绩率先企稳回升,市场份额稳健扩展,体现在营收、利润所占行业份额逐渐攀升(以贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒等前6家上市白酒企业为例)。与此同时,区域性弱品牌酒企生存环境恶化,白酒行业并购整合事件屡见不鲜,具备更雄厚资金实力的名优酒企主动收购外省酒企,“以点带面”整合区域市场资源。

图表 8 近年来前 6 家上市酒企营收、利润占白酒行业的比例稳中有升



数据来源：Wind、中国酒业协会、爱建证券财富管理研究所。

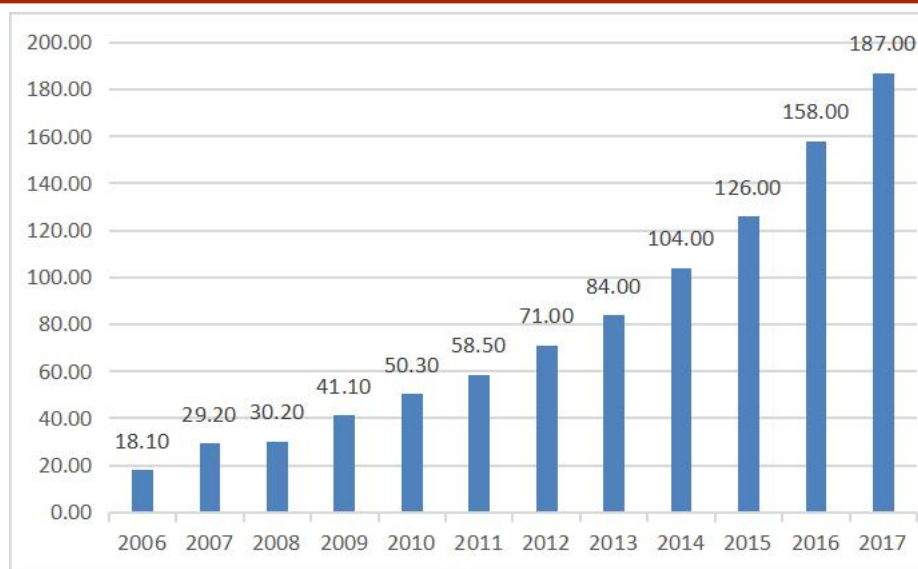
表格 3 近年来白酒行业重要并购事件

时间	事件
2015 年	青青稞酒 1.44 亿元收购中酒网 90.55%股权
	天洋集团 38 亿元收购沱牌舍得集团
2016 年	劲酒 1.7 亿元收购贵州台轩酒业 95%股权
	古井贡酒 8.16 亿元收购黄鹤楼酒业 51%股权
	洋河股份 1.9 亿元全资收购贵州贵酒
2017 年	老白干酒 13.99 亿元收购丰联酒业 100%股权

数据来源：公司公告、爱建证券财富管理研究所。

移动互联网、新媒体、微信的迅猛崛起，网购电商、移动支付、物流快递的快速发展，使得品牌力、渠道力更强的名优酒企在更大范围内占领消费者心智，消费者购买白酒行为更加方便、迅捷。伴随着居民可支配收入的提升、中产阶层的壮大、高净值人群的增长，基于高端白酒带有标识身份、阶层的“面子酒”等特性，预判未来一个阶段的白酒消费将进一步从“有酒喝”向“喝好酒”演化，消费升级趋势将使得市场份额进一步向高端名优酒企集中。

图表 9 我国高净值人群数量保持较高速增长（万人）



数据来源：Wind、招商银行、爱建证券财富管理研究所。高净值人士，指可投资资产超过 1 千万人民币的个人。

从需求端考虑，日渐壮大的中高收入阶层对代表生活品质、标识身份“面子”的高端白酒的需求仍将保持一定增速；从供给端考虑，茅台、五粮液等名优酒企对基酒储存、灌装出厂均有较严格的年限把控，以保证市售白酒的品质、口感，进而维护其口碑、品牌。基于上述判断，在未来一个阶段，以茅台（酱香型典范）、五粮液（浓香型典范）为代表的高端白酒企业，在产品、品牌、渠道方面具备较宽厚的护城河，切合消费升级趋势，产品创新能力、渠道拓展能力、抗周期防风险能力更强，或将收割更多市场份额，盈利持续稳健增长的确定性较强，值得投资者长期高度关注。

2、五粮液：浓香第一酒

四川省宜宾五粮液集团有限公司是全球知名的以白酒生产为主的特大型集团公司，前身为 8 家酿酒作坊在 20 世纪 50 年代初联合组建的“中国专卖公司四川省宜宾酒厂”，1959 年正式命名为“宜宾五粮液酒厂”，1998 年改制为“四川省宜宾五粮液集团有限公司”。目前，集团公司已发展成为以酒业为核心主业、多元化发展的产业格局。2016 年，集团公司总资产 956.28 亿元，营业总收入 703.08 亿元、利润总额 100.29 亿元、利税总额 157.5 亿元，出口创汇 2.16 亿美元；荣列中国企业 500 强第 208 位、中国制造业企业 500 强第 98 位。其中，股份公司实现营业总收入 245.44 亿元、利润总额 93.37 亿元。2017 年末，五粮液（000858.SZ）总市值位居 A 股白酒行业第 2 位、浓香型白酒序列第 1 位。

表格 4 A 股白酒行业头部企业市值比较

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 [2017-12-29] 亿元	归母净利润 [2017 三季] 亿元	主单品香 型
600519	贵州茅台	2001-08-27	8762	199.84	酱香型
000858	五粮液	1998-04-27	3032	69.65	浓香型
002304	洋河股份	2009-11-06	1733	55.82	浓香型
000568	泸州老窖	1994-05-09	967	19.97	浓香型
600809	山西汾酒	1994-01-06	493	8.06	清香型
000596	古井贡酒	1996-09-27	296	7.97	浓香型

数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

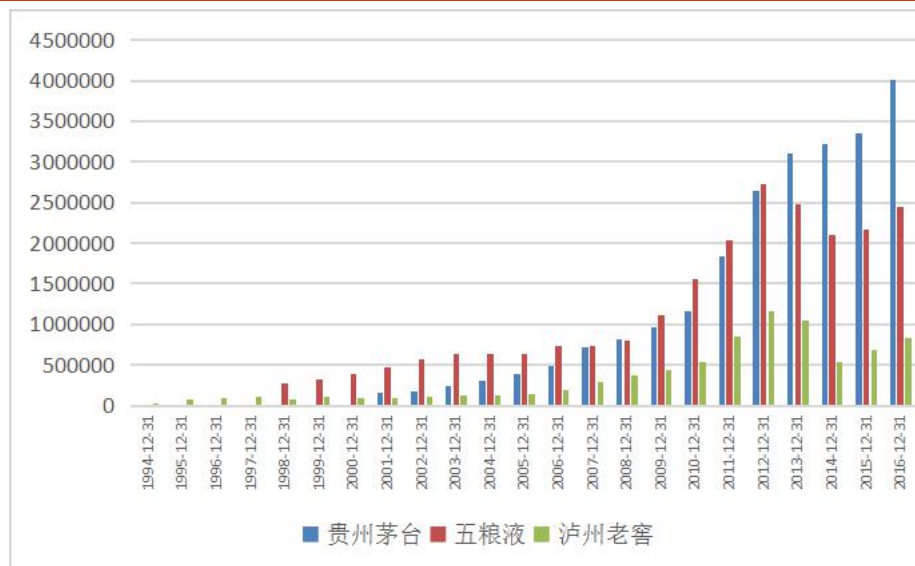
2.1 世纪之交的“中国白酒大王”

作为“浓香第一酒”，五粮液在中国白酒史上有着特殊而重要的地位。1988 年白酒定价权放开后，五粮液率先大幅提价，一举超越泸州老窖、汾酒等竞品，成为中国第一高端白酒品牌。亚洲金融危机后，白酒行业步入深度调整期，五粮液首创买断模式并大力开发 OEM 产品，高档酒快速建立品牌，中档酒五粮春、五粮醇等迅速崛起，中低档酒形成金六福、浏阳河二龙戏珠格局，成为全国第一大酒企。2005 年，五粮液营业收入达 64.2 亿元，远超竞争对手茅台，成为全球规模最大的白酒生产基地、全国营收第一的白酒公司。

五粮液积极进行业务模式创新，堪称白酒行业改革发展的排头兵。1995 年，五粮液在业内首创白酒专卖店销售模式，推出了中国第一家白酒专卖店，成为中国白酒行业里程碑式的事件。五粮液作为国内最早构建专卖连锁体系的高端名酒品牌，高峰时达上千家的全国专卖店网络对树立品牌形象、实现顺价销售起到了积极作用。1999 年，五粮液集团确立“厂商一家、实现双赢”的经营思想，大力

整合社会经销商资源，率先推行“总经销商模式”，有力推动了整个白酒行业的发展。

图表 10 “茅五泸”上市以来营业收入比较（万元）



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

图表 11 “茅五泸”上市以来扣非后归母净利润比较（万元）

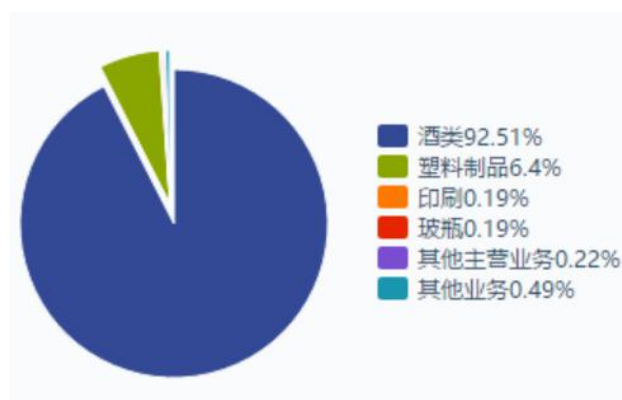


数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

2012 年下半年，受限制三公消费、塑化剂事件等影响，五粮液营收体量开始落后于贵州茅台，自此失去白酒行业龙头地位，进入“前有标兵、后有追兵”的竞争

格局。应该看到，五粮液从地方性企业发展为世界知名大企业、从地方性品牌到享誉全球的世界品牌，在激烈的市场竞争中不断发展，主要从事白酒生产和销售，主营业务未发生变化（2016年酒类业务营收占比92.51%）。公司主要产品为五粮液酒，是我国浓香型白酒的典型代表，根据生产工艺，公司开发了畅销市场的高中低价位系列酒产品，与时俱进延伸产品链。公司主导产品“五粮液”是白酒行业为数不多的、长年畅销的大单品，远销数十个国家和地区，在中外消费者中享有很高的声誉。

图表 12 五粮液 2016 年营收构成



数据来源：公司公告、爱建证券财富管理研究所。

数据显示，五粮液资产负债率长年低于白酒行业平均水平，证明其长期偿债能力强，资产对负债的保障程度高，这与其经营稳健、管理有序、现金流充沛有较大关系。五粮液近十年来的销售净利率也优于白酒行业均值，这与其强大的品牌力、宽阔的渠道建设在互联网、移动互联网时代加速释放效能有较大关系，显示出五粮液较优秀且可持续的盈利能力，折射出消费升级的长期趋向。

图表 13 五粮液 VS 白酒行业 资产负债率/销售净利率比较



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

2.2 开启二次创业新征程

截至 2017 年三季报，五粮液的总股本数为 37.96 亿股，宜宾市国有资产经营有限公司、四川省宜宾五粮液集团有限公司这两个国有法人持有五粮液 56.07% 的股份，其中宜宾市国有资产经营有限公司持股比例最大，持有 36% 的股份。宜宾市国有资产监督管理委员会是五粮液的实际控制人。

表格 5 主要股东及持股比例

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
宜宾市国有资产经营有限公司	国有法人	36.00%	1,366,548,020
四川省宜宾五粮液集团有限公司	国有法人	20.07%	761,823,343
香港中央结算有限公司	境外法人	2.88%	109,492,682
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	1.06%	40,192,100
中国证券金融股份有限公司	其他	0.71%	26,942,316

数据来源：公司 2017 年三季报、爱建证券财富管理研究所。

2017 年 3 月，公司管理层发生重要调整，李曙光同志（原四川省经济和信息化委员会副主任、党组成员）担任五粮液集团有限公司党委书记、董事长、五粮液股份有限公司党委书记。近一年来，五粮液集团围绕“做强主业，做优多元，做大平台”发展战略，从产品结构、市场营销、激励机制、供应链管理等多方面着力，奋力开启二次创业新征程。

12 月 18 日，2017 中国国际名酒文化节暨五粮液第二十一届 1218 共商共建共享

大会隆重举行。会上，公司领导明确提出：（1）2018 年收入指引 400 亿元（其中：系列酒突破 100 亿，华中市场突破 100 亿），同比增速超过 30%，五粮液品牌投放量将达 2 万吨；（2）“十三五”规划集团收入达到千亿，酒业贡献 600 亿元（其中：五粮液 400 亿元、系列酒 200 亿元）。

表格 6 五粮液二次创业大事记

时间	事件	主要内容	工作目标
2017 年 4 月	二次创业动员大会	召集各单位党政负责人参加“对标先进、二次创业、再铸辉煌、我们怎么干？”大讨论动员会	五粮液将通过战略创新、品牌创新、营销创新，实现追赶型、跨越式发展，来力争重新回归品牌、市场和市值的龙头地位。
2017 年 6 月	运营商代表工作会	围绕战略聚焦、分析形势、营销突破等方面，布局五粮液下一阶段工作，明确跨越式发展；建立符合市场规律的价格形成机制；大力实施“百城千县万店”工程。	在新形势下，围绕五粮液发展，进一步构建以“共商 共建 共享”为核心的新型厂商关系
2017 年 6 月	人才座谈会	提出“人才是五粮液实现二次创业宏伟目标的关键”，落实“人才强企战略”。	强化人才培养教育、建立动态人才库、拓宽人才晋升通道等举措，逐步改善人才待遇。实施“千百十”人才计划，形成人才梯队队伍。
2017 年 7 月	承办低度白酒发展高峰论坛	抓住白酒供给侧结构性改革、消费升级大趋势，破解白酒年轻化、国际化课题。	加快开发低度化、时尚化、新生态产品，对低度酒品类进行战略性占位。
2017 年 11 月	五粮 e 店开业	“五粮 e 店”线上线下一体化连锁新零售终端，在北京、上海、广州、成都、郑州、宜宾六城六店同步启动运营测试，与之配套的“五粮 e 店 APP”同步上线。	建设更加体系化、信息化、智能化的新型智能零售终端，并依托于大数据等新技术应用布局未来，系统性地构建核心运营体系、核心终端体系和消费者会员体系，在关键环节、领域实现对目标消费者的精准服务。
2017 年 11 月	与中国物流签署战略合作协议	将安吉物流打造成全国最大的以白酒物流为重点的综合性物流服务商，助推安吉物流由企业物流向第三方及第四方物流转型、由区域性物流向全国性物	全面加强从业务层面到资本层面的合作，并通过创新合作模式、深化合作领域，共同打造大平台、大物流，实现优势互补、强强联合。

流升级。			
2017年12月	内部竞聘	五粮液集团、股份公司范围内的在册在岗人员进行内部选拔,对多个中层正、副职管理职位进行公司内部公开竞聘。	抓好人才队伍建设,增强公司凝聚力执行力。
2017年12月	2017中国国际名酒文化节暨五粮液第二十一届1218共商共建共享大会	介绍五粮液集团2017年经营情况,重点就集团战略规划的大思路进行了总体解读,对集团2018年计划目标和重点工作进行了安排。系统总结公司2017年营销工作。	“十三五”期间,集团确定了“做强主业、做优多元、做大平台”的战略核心。2018年,公司营销工作将紧紧围绕“让运营商获取合理利润”和“扩大五粮液产品的市场份额”两大目标展开,巩固和提升五粮液在浓香型白酒行业的品牌地位、品质管理和消费者认知等方面的领导地位。
2017年12月	与IBM签署战略合作协议	借助IBM领先的云计算、大数据、区块链、人工智能等技术,在酒类及大机械、大包装、大物流、大健康、大金融、人工智能等领域开展深入合作。	加快与IBM等全球大企业的战略合作,促进企业数字化转型,并将在大健康领域引进包括Watson在内的人工智能技术,推动五粮液尽快成长为具有国际竞争力的世界一流企业。
2018年1月	与中国中化集团正式签署战略合作协议	就订单农业基地布局、品种优选、技术服务、品牌推广等深入开展合作。	规划以宜宾为核心、四川为主体,三年内建成百万亩酿酒专用高粱、稻谷、糯米、玉米、小麦生产基地,实现酿酒专用粮食的自给率达到80%以上,其中红粮自给率力争达到100%。
2018年1月	与江苏农垦集团签订战略合作协议	全面推进公司100万亩酿酒专用粮基地建设	携手苏垦集团,引进其在农业方面的专业优势,加快五粮液酿酒专用粮供应链的改革进程,为五粮液“二次创业”提供强有力的支撑。
2018年1月	新品五粮液重点营销策略执行会	在北京、南京、成都、沈阳、郑州、西安、广州等地分别召开,强化重点营销策略的落地执行,实现有质量的供给与销售,推动品牌价值、经销商盈利的“双提升”。	进一步深化营销改革,提升科学决策水平,打造具有强大执行力的营销团队,全力落实好新品五粮液重点营销策略的各项举措,厂商齐心协力实现品牌价值和经销商盈利水平的双提升。

数据来源：公司官网、糖酒快讯、爱建证券财富管理研究所。

特别值得一提的是，2017年11月，公司收到中国证监会《关于核准宜宾五粮液股份有限公司非公开发行股票的批复》。根据公司有关公告，本次非公开发行价格为21.64元/股，股票数量为不超过85,673,285股。公司将藉此推进管理层员工和经销商持股，一方面，通过员工持股，实现员工与公司利益紧密绑定，有利于建立完善员工与股东的利益共享机制，进一步增强员工凝聚力和战斗力；另一方面，引入优秀经销商持股，实现经销商与公司利益紧密绑定，优秀经销商同时是公司股东，进一步增强经销商的忠诚度、执行力和渠道的黏性；同时，还将引入战略投资者，改善股权结构，完善公司治理，深化国有企业改革，形成更加科学、有效的决策体系。

白酒行业大多数是国有企业，截止目前，上市白酒企业实施员工持股计划的仅有老白干、五粮液两家。从认购方案比较，五粮液对管理层激励力度较大，额度是老白干方案的1倍以上，员工也积极参与，预计将有效激发管理层、员工二次创业、再铸辉煌的积极性。

表格 7 非公开发行股票认购方案

认购对象	认购股数 (万股)	认购金额 (亿元)	备注
泰康资产管理有限责任公司	2410	5.1	
国泰君安员工持股1号	2373	4.2	管理层员工持股
国泰君安君享五粮液1号集合 资产管理计划	1941	5.2	经销商持股
华安基金管理有限公司	925	2.0	
嘉兴凯联艾瑞投资合伙企业 (有限合伙)	918	2.0	

数据来源：公司公告、爱建证券财富管理研究所。

从实际效果看，新任管理层推出的一系列举措取得了可喜的阶段性成果，体现在：2017年1-11月五粮液集团公司实现销售收入732.8亿元，同比增长10.9%；实现利润总额134.5亿元，同比增长42.6%。股份公司前三季度实现营收219.8亿元，同比增长24.2%；实现利润总额97.0亿元，同比增长38.0%，收入、利润以及增长幅度都是近五年的最好水平。

资本市场对五粮液深化改革、二次创业的实际成效也予以充分肯定。反映在二级市场上，2017年，五粮液（000858）股价大涨130+%，涨幅在19家上市白酒企业中居于第二位，总市值位居四川省上市公司第一位。

图表 14 五粮液 2017 年营收、净利润增速逐季加快



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

2.3 品牌力

品牌对白酒特别是高端酒有着十分重要的意义。百度《2018 酒类行业大数据》显示，在白酒、葡萄酒、洋酒、啤酒四种酒类中，网友搜索白酒相关品牌词占比高达 90%，充分印证了业内“白酒行业品牌至上”的观点。数据显示：白酒当仁不让以 53% 的关注需求占比，成为了最受消费者关注的品类，并且在关注增长速度上也是最快的。口感上，消费者最喜欢的品类是浓香型，关注度占 57%。

白酒品牌是讲历史传承的，消费者对此也有心理惯性、路径依赖。建国以来，我国共举办过 5 次名酒评比，五粮液四次上榜，其品质、风味、口感受到历届评委的一致赞誉，在白酒行业有很高的声誉地位。从白酒行业后续几十年发展看，这几次名酒评比基本上框定了白酒企业所处圈层，不在名酒之列的白酒冲刺高端酒阵营基本无望，因其很难占领消费者（特别是高阶人群）的心智和认知。

表格 8 我国历届名酒评比情况

年份	主办单位	名酒	备注
1963	国家轻工业部	茅台、五粮液、古井贡酒、泸州老窖、全兴大曲、西凤酒、汾酒、董酒	老八酒
1979	国家轻工业部	茅台、五粮液、汾酒、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖	八大名酒
1984	中国食品工业协会	茅台、五粮液、汾酒、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤	老十三优名酒

1989	中国食品工业协会	酒、泸州老窖、全兴大曲、双沟大曲、黄鹤楼酒、郎酒	十七大名酒
		茅台、五粮液、汾酒、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖、全兴大曲、双沟大曲、黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒	

数据来源：根据公开资料整理，爱建证券财富管理研究所。

五粮液充分发挥品牌优势，积极主动适应市场需求，不断开发完善产品线，不断创新营销渠道，营收、利润取得了快速增长，特别是在白酒行业的“黄金十年”。这也促成了五粮液强品牌的正反馈，进而奠定其“浓香第一酒”的行业地位。五粮液先后被评为“2002年全国用户满意企业”、“中国保护消费者权益信用单位（2007）”、“中国十大最受尊敬企业（2008）”、“全国顾客最佳满意十大品牌（2010）”、“中国商标金奖（2011）”。

根据“中国品牌价值100强”榜单，2017年，五粮液品牌价值达875.69亿元，连续22年稳居中国食品制造业第一。无形资产的不断累积和稳健增长，使公司及主导产品具有强大的影响力和突出的品牌号召力，长期处于白酒行业领先地位，为促进公司可持续健康发展注入深厚的内生动力。

图表 15 “五粮液”品牌价值逐年稳健攀升（2011—2017年）



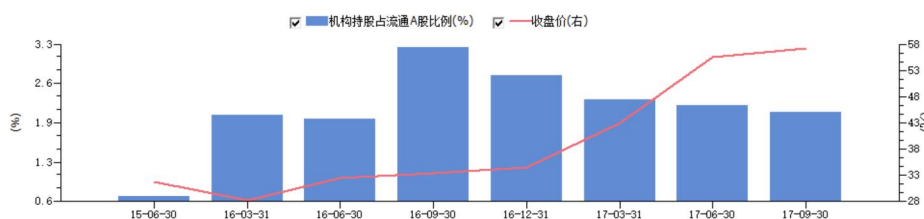
数据来源：根据历年“中国品牌价值100强”有关资料整理，爱建证券财富管理研究所。

此外，五粮液还在国际上荣获一系列殊荣，可谓驰名海外，比如，1992年在美国荣获纽约国际白酒与饮料博览会金奖，1994年在日本荣获东京国际名酒博览会特别金奖，1995年在香港国际统计大会上被评为“中国酒业大王”，1999年

在智利荣获国际食品博览会特别金奖，2000年在法国荣获巴黎名酒名茶博览会最高荣誉奖，2002年荣获巴拿马第二十八届国际商展白酒类唯一金奖，2006年荣获“世界市场中国（食品）十大年度品牌”，2010年荣获“亚洲品牌500强大奖”，等等。这些荣誉奠定了五粮液在国际酒业的地位，提升了五粮液的国际知名度，“中国的五粮液 世界的五粮液”具有较好的群众基础，进一步加深了海外消费者对五粮液的良好认知。

体现在资本市场上，海外投资者对中国白酒这一赛道的投资主要集中在贵州茅台、五粮液等头部酒企，根据有关调研，这也反映了海外对中国白酒（特别是高端酒）的“认知圈”。2016年后，外资出现在五粮液十大流通股东之列。从QFII等机构投资者持仓情况看，其长年持有较多五粮液股份，这是注重基本面研究的海外机构投资者对五粮液公司质地的高度认可。伴随着陆港通的正式启动，在19家上市白酒企业中，北上资金也较青睐五粮液，这从一个侧面反映了五粮液在海内外的品牌传播力。

图表 16 QFII 持有五粮液股份情况



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

图表 17 陆港通持有五粮液股份情况



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

2.4 产品线

五粮液的产品线是与浓香型白酒生产工艺、不同阶段市场需求相适应的。由于浓

香型白酒生产模式为高中低档白酒一次出产，每次产酒优品率约 15% 左右，这种酿造技术为五粮液留下大量不适宜勾兑的低端基酒。上世纪 90 年代，在买断包销成功推行的基础上，五粮液创造性推出 OEM 贴牌模式，将低端基酒出售给其他酒厂作为其基酒贴牌出售，以最大程度发挥基酒产能效用。包括金六福酒、浏阳河酒、京酒等贴牌产品如雨后春笋般涌现，掀起了五粮液 OEM 热潮。OEM 模式对五粮液当时消化低端基酒产能、丰富低端酒阵营、提升基本盘起到了有力的推动作用。

此后，伴随着白酒行业的周期性调整，五粮液进一步加强分类管理、优化产品结构，从 2003 年“1+9+8”产品战略，到 2014 年“1+5+N”产品结构，再到 2016 年“1+3+5”产品矩阵，背后是五粮液不断浓缩产品结构、不断聚焦主力单品的经营方略。2007 年及此后，五粮液 1618 等多款高端白酒上市，进一步满足多元化的市场需求。2013 年，五粮液推出中价位战略单品、低度酒系列，旨在精准化获取年轻消费者等目标群体，有效拓展国际市场。产品线和价格带是相匹配的，五粮液产品的终端价格从 30 元—1000+ 元不等，全面覆盖高端、次高端、中端及低端酒等细分市场，以满足不同层次人群的酒类消费需求。

表格 9 五粮液主要产品线及价格带情况

单品	终端价（元/500ml）	备注
五粮液交杯酒（52 度）	1399	高端
五粮液 1618（52 度）	1299	
五粮液（52 度普五）	1099	
低度五粮液（39 度）	699	次高端
友酒（52 度）	418	
五粮春（45 度）	190	
五粮特曲（52 度）	189	中端
六和液（52 度）	179	
五粮头曲（52 度）	99	
五粮醇（50 度）	69	中低端
绵柔尖庄（50 度）	29	

数据来源：京东、爱建证券财富管理研究所。

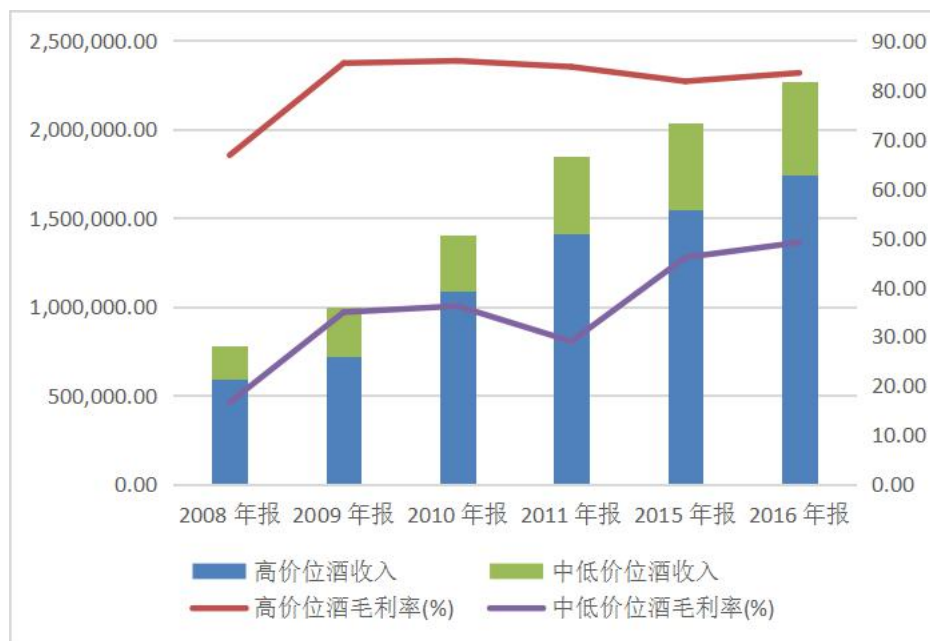
公司主要产品“五粮液”酒是我国浓香型白酒的典范代表。“五粮液”酒以高粱、大米、糯米、小麦和玉米五种粮食为原料，以“包包曲”为发酵动力，经陈年老窖发酵，长年陈酿，精心勾调而成，素以“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、各味谐调、恰到好处、酒味全面”的独特风格闻名于世。公司独有的自然生态环境、649 年明代古窖、五种粮食配方、古传秘方工艺、中庸和谐酒质、“十里酒城”宏大规模等六大优势，造就“五粮液”成为当今酒类产品中出类拔萃的珍品，长期处于中国优质高端白酒领军品牌地位，赢得国内外广大消费者的青睐和赞誉。

品质是白酒产品的核心竞争力。公司质量管理体系完善，从原料到生产全过程均

有完备的控制体系，并持续不断强化全员、全过程、全方位的食品质量安全管控，坚持以绣花功夫、工匠精神抓好产品生产，确保产品出厂合格率达 100%。坚持秉承五粮液传统酿造工艺，通过优化酿酒车间的激励机制、加强传统酿造工艺的技能培训及企业文化建设等方式，不断提升优质品率。公司是白酒行业内唯一三度荣膺“全国质量管理奖”、国内首家荣获“全球卓越绩效奖”的酒类企业。

白酒行业素有“高端酒树品牌、赚利润，低端酒抢市场、稳生产”的产品经营策略。从五粮液近年财报来看，高价位酒（按公司口径，指售价在 120 元以上的白酒）占公司酒类营收比例稳定在 75% 左右，其毛利率在 80—85% 左右；中低价位酒营收比例在 25% 左右，毛利率在 45% 左右。高价位酒与中低价位酒的毛利率差距悬殊。据此，公司领导提出，二次创业新阶段，要强化核心品牌高端定位，突出产品品质、定价、创新等多维度的品牌管理，着力提升核心品牌竞争力；系列酒要精减产品，优化结构，重点打造一批 10 亿级以上的大单品。

图表 18 五粮液近年来高/中低价位酒的收入及毛利率情况



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所。2012、2013、2014 年报缺省有关细分数据。

2.5 渠道建设

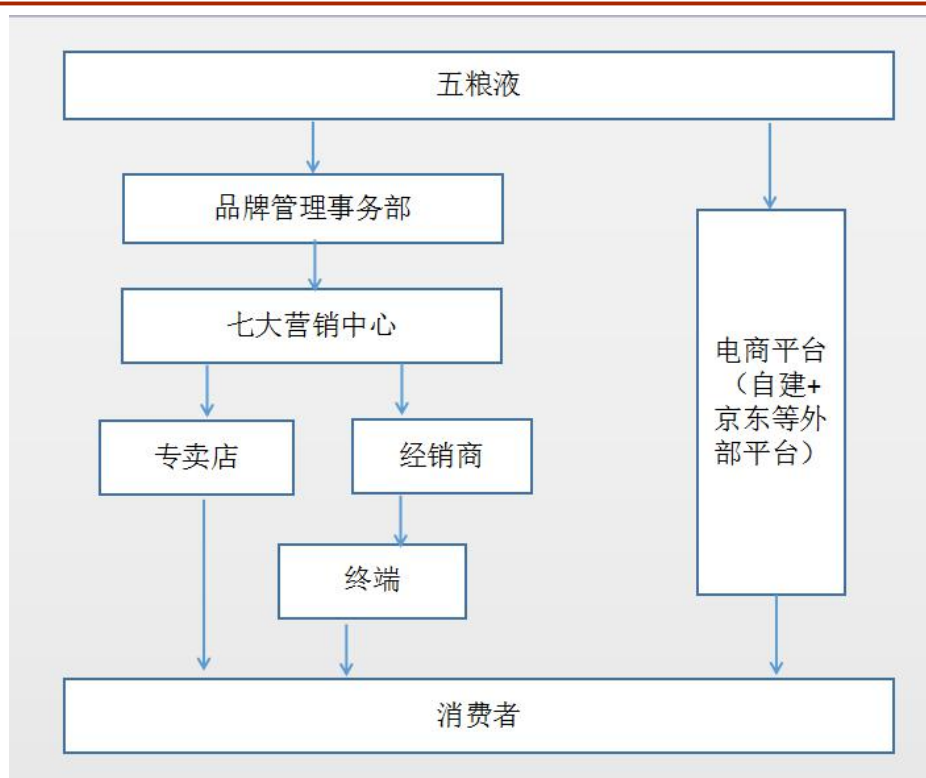
对全国性白酒企业而言，渠道建设的重要性怎么强调都不为过。五粮液作为较早迈出全国化步伐的酒企，其在市场营销、渠道构建方面有很多创新性的探索和实践（如在业内首创白酒专卖店销售模式），在白酒行业内具有较大的影响。

五粮液的渠道布局是和市场供求关系、目标消费群体相适应的。2007 年，五粮液着力开发面向企事业单位的团购渠道，并于次年成立 Vip 团购部，推进渠道扁平化实践。2010 年，成立华东营销中心，深耕大华东区域市场。2013 年，完成营销改革，设立华北、华东、华南、华中、西南、西北、东北七大营销中心。2014

年，探索直分销模式，营销渠道实行“分类、分级”原则，从全国经销商中筛选构建核心商家队伍。2015 年，成立五粮液品牌管理事务部，兼具品牌推广和市场营销双重职能，对区域渠道精耕细作，加强市场管控力度。

在互联网、移动互联网高速发展的时代背景下，五粮液积极与各大头部电商平台进行战略合作。2014 年 6 月，与京东签订战略合作协议，为其量身定做 1618 白酒。2016 年，与苏宁签署三年合作协议，同年五月，与唯品会也达成战略合作。五粮液还自建了电商平台“五品库”，将线上渠道与线下渠道有机整合起来，增加在各平台宣传推广的投入，加大市场支持力度。

图表 19 五粮液渠道建设布局



数据来源：根据公开资料整理，爱建证券财富管理研究所。

过去一个阶段，五粮液出厂价、一批价倒挂，大幅压缩了渠道利润，部分经销商甚至退出市场，这给销售端带来负面影响。2016 年，在市场需求显著回暖、高端白酒价格上涨的背景下，五粮液实现一批价 720 元、出厂价 679 元，已厘清价格倒挂问题，实现顺价销售。这对巩固和提升经销商积极性是有效的。公司领导进一步提出，二次创业新阶段，要共同努力稳定出厂价、提升市场价，建立符合市场规律的价格形成机制，让经销商都能更好地赚钱，建立起真正的渠道信心。能否做到，需要进一步观察。如真能落地，则将对五粮液的销售放量形成正面作用力。

图表 20 五粮液近年来产销率情况



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

五粮液现阶段正在大力推进“百城千县万店”工程，目标在于改变“贸易销售模式”的粗放管理，形成核心终端的深度运营，形成末端优势。“百城千县万店”工程将依托专卖店、旗舰店和社会有影响力的销售终端，整合资金资源，在上百个大中城市、上千个重点县区启动上万家核心销售终端的建设。2017年11月19日，“五粮e店”线上线下一体化连锁新零售终端，在北京、上海、广州、成都、郑州、宜宾六城六店同步启动运营测试，与之配套的“五粮e店APP”同步上线。作为“百城千县万店”工程创新试点项目，“五粮e店”旨在建设更加体系化、信息化、智能化的新型智能零售终端，并依托于大数据等新技术应用布局未来，系统性地构建核心运营体系、核心终端体系和消费者会员体系，在关键环节、领域实现对目标消费者的精准服务。2018年2月2日，公司领导在与投资者公开互动时提出，2月将完成1000个终端俱乐部、1000个专卖店的建设，6月份将完成10000个终端的基础建设。预判未来一个阶段，公司将通过“五粮液专卖店（旗舰店）+社会有影响力的销售终端+KA类终端+线上线下一体的新零售终端”的形式，优化渠道布局，逐步构建产品核心营销渠道，形成核心终端的深度运营和精细化管理，完成向终端营销的转型。

五粮液还积极抢抓国家“一带一路”战略机遇，实施沿线重点开发，进一步加大国际化发展的开拓力度。在国内白酒市场增速放缓的大背景下，“一带一路”倡议的深入推进，给包括五粮液在内的名优酒企拓展新消费市场提供了重大契机。一方面，积极适应世界市场对烈性酒的消费需求，在保持“五粮酿造”品质的前提下，精心研发低度五粮液，努力在世界范围内、在广大年轻消费群体中推广五粮液。另一方面，大力实施“引进来 走出去”战略，加强五粮液品牌国际合作，布局三大海外营销中心，制定有针对性的海外市场规划和渠道建设方案，强化国际国内顶级酒业的战略性并购。

表格 10 五粮液以“一带一路”为契机积极拓展国际市场（2017 年）

时间	事件	备注
5 月	来自格鲁吉亚、吉尔吉斯斯坦、摩尔多瓦、蒙古、波兰和土耳其等 6 个“一带一路”沿线国家的行业高管名流来访。	白酒行业响应丝绸之路经济带首次推出的访问型活动，首站选在五粮液。
6 月	借台阿斯塔纳世博会，考察开拓哈萨克斯坦市场。	哈萨克斯坦人均年饮酒量约为 5 公升，市场潜力较大，而其中进口酒占有很大比重，这给五粮液的进入提供了巨大市场空间。
8 月	五粮液酒品鉴推介会在以色列特拉维夫举行	展出了 39 度五粮液，并以 39 度五粮液作为基酒调配适合海外消费者口感需求和国际潮流的鸡尾酒。 专程考察了以色列最大的酒业集团公司 Tempo，并与 Tempo 酒业集团达成初步合作意向。
8 月	考察调研捷克酒类消费市场	作为世界上人均啤酒消费量最多的国家，捷克的酒类消费市场潜力较大。
9 月	五粮液与施华洛世奇在奥地利 Watterns 举行战略合作签约仪式	欧洲是烈性酒的主要产区和消费区，也是五粮液最为看重的国际市场。
9 月	“一带一路”华商考察团参观调研五粮液	考察团由来自美国、迪拜、波兰等 18 个国家约 50 位知名华商组成。
11 月	考察新加坡市场，会见部分经销商代表。	新加坡是与五粮液最早建立贸易关系并被高度重视的国际市场。五粮液产品已进入新加坡的机场免税、船供免税、餐饮零售和团购等多个渠道。
12 月	帝亚吉欧、保乐力加、百富门、富邑等世界名酒品牌相聚五粮液，共同成立“一带一路”国际名酒联盟。	坚持“共商共建共享”原则，积极通过各种交流方式，弘扬酒类文化，拓展市场空间，促进国际酒业共同发展。

数据来源：公司官网、爱建证券财富管理研究所。

3、五粮液的“护城河”

3.1 巴菲特对“护城河”的论述

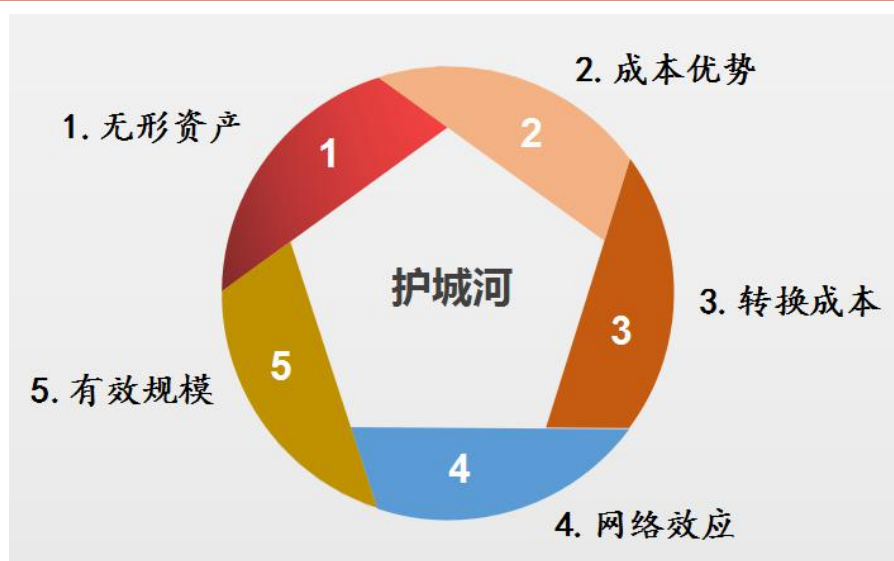
“护城河”这一概念在巴菲特投资思想中居于十分重要的地位。根据巴菲特有关论述，“护城河”指的是能够帮助公司抵御外来竞争，并且在未来持续产生超额收益的可持续竞争优势。

“护城河”主要有 5 个来源：

- 1、无形资产（包括品牌、专利，或政府牌照。如可口可乐、星巴克、宝马）；
- 2、成本优势（有能力以更低的成本提供产品或服务，扩展市场份额。如 Costco 好市多超市）；
- 3、转换成本（在同类产品中进行转换，顾客会因此遭受不便或产生费用支出。如苹果公司）；
- 4、网络效应（某一特定产品或服务的价值随着越来越多新老用户的使用而增加。如腾讯公司）；
- 5、有效规模（一个规模有限的市场只能容纳若干家公司有效率地提供服务。如机场）。

公司藉上述护城河，构筑可持续、差异化的竞争优势，进而在未来较长时间内维持较高的资本回报率——盈余不断提升，向股东回报现金，内在价值实现复合式增长。

图表 21 “护城河”的主要来源



数据来源：根据巴菲特有关论述整理，爱建证券财富管理研究所。

3.2 五粮液的“护城河”在哪里

五粮液作为一家白酒企业，营收规模由小到大，市场份额总体扩张，行业地位有目共睹，在中长期的商业竞争中取得并保持了相对优势，应该说是有其“护城河”的。五粮液的“护城河”主要在于品牌。

品牌是无形资产的重要方面，通过影响消费者和经销商的黏性，进而传导到企业的盈利上。一方面，对消费品而言，品牌的知名度、美誉度，品牌在多大范围内、多长时间里占领消费者心智，很大程度上决定了消费者及潜在客户的购买行为及复购率，进而影响到企业的营收和利润。

全国规模以上白酒企业大数在 1500 家左右，其中有资格跻身高端酒行列的、特别是成为顶级白酒典范的，屈指可数。高端酒必须经历时间的洗礼，是大众消费者用长期购买行为投票选出来的，属历史赋能。高端酒对白酒品质有很高的要求，与之相关联的是特定自然环境、特定酿造工艺，消费者饮用后无不适应反应，历史上无瑕疵、无负面事件。某种程度上，因其生产条件的苛刻，高端酒带有一定的稀缺性，物以稀为贵更使得其具有“面子酒”的特征，具备较强的定价权和溢价能力。

从国外烈酒发展路径来看，最终占据消费者（特别是高阶人群）心智的高端白酒品牌是极为有限的，考虑到不同香型对消费者的黏性，应不超过 5 个，其中：酱香型代表大概率属贵州茅台，山西汾酒大概率代表清香型白酒，浓香型白酒主要是五粮液、泸州老窖等头部企业。从各方面数据来看，五粮液稳居浓香型白酒第一品牌，受到广大消费者的普遍认可。应该看到，和酿造技术、发酵工艺（如古窖池）相关联，白酒行业是讲血统、重渊源的，在生产端体现出很强的地理附着性。在五粮液这一品牌已经深入人心的背景下，只要公司经营管理不出现重大失误，至少在浓香型这一赛道上的中长期竞争优势是可以预期的。

图表 22 “五粮液”品牌价值（2017 年）



数据来源：公司官网，爱建证券财富管理研究所。

另一方面，品牌对渠道也有很强的吸引力和黏性。“酒香也怕巷子深”。随着人口迁移的常态化高频次化、交通基础设施的跨越式发展、新零售的快速崛起，渠道建设对白酒营销的重要性越来越凸显。随着市场竞争的深入，经销商层面也呈现出“极化”现象，区域大商掌握着越来越多的动销资源和终端影响力。出于自身利益考量，在同等条件下，经销商往往青睐那些知名度高、货品周转快、渠道利润率高的品类、品牌。这进一步增强了销售端对品牌的黏性，提升了消费者的可及性和购买概率，形成有利于强品牌的正反馈。

图表 23 五粮液全国经销商网络



数据来源：公司官网，爱建证券财富管理研究所。

寻找有护城河的上市公司，目标在于获得中长期的、可持续的、较可观的投资回报。截止 2017 年末，五粮液（000858）上市 19 年来，归母净利润增长约 16 倍，股价涨幅将近 46 倍。其中有 14 年向股东分红派息（现金），累计现金分红 193.4 亿元，分红率 28.68%，特别是近两年股利支付率高达 50%左右。这在整个资本市场上都是十分出彩的。过去十数年的市场表现已经证明，五粮液（000858）给了长期投资者十分丰厚的财务回报。即便是在过去估值较高时点买入，五粮液长期优良的业绩依然可以消化较高的估值，投资者依然可以获得较好的超额收益。基于“护城河”视角的理性分析，我们进一步认为，五粮液将继续保持中长期的竞争优势，值得投资者长期持有、相伴成长。

图表 24 五粮液上市以来分红情况



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

4、盈利预测及估值

综合 2017 年 6 月运营商代表工作会、1218 共商共建共享大会等信息判断，五粮液公司 2017 年收入有望突破 300 亿元，2018 年收入指引 400 亿元（其中：系列酒突破 100 亿），同比增速超过 30%，五粮液品牌投放量将达 2 万吨（2017 年投放量预计 1.7 万吨，量增 17% 左右）；“十三五”规划（至 2020 年）集团收入达到千亿，酒业贡献 600 亿元（其中：五粮液 400 亿元、系列酒 200 亿元）。2020 年五粮液投放量有望超过 3 万吨。

价格方面，公司 2018 年继续实行双轨制，计划内外比例将由 9:1 调整到 1:1，目前普五计划内/外出厂价分别为 739 元/839 元，这样一来，相当于涨价 5.3%。据最新消息，五粮液系列酒价格调整幅度为 6%—7%。考虑到茅台涨价、供需缺口，五粮液将直接承接高端白酒外溢需求，不排除五粮液 2018 年继续提价的可能性。

依据当前白酒行业景气度及高端酒发展趋势，结合产品结构优化（价格带上移）、提价预期，参考近年最高水平，预判公司未来一个阶段毛利率、净利率还有一定的优化提升空间。

图表 25 五粮液近年来 ROE、毛利率、净利率情况

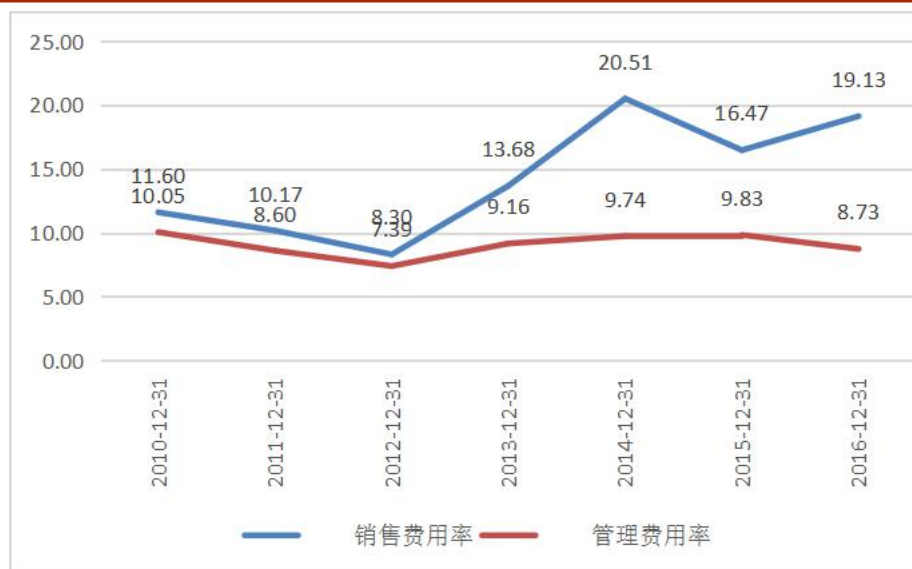


数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

费用率方面，预判随着“百城千县万店”工程的深入实施、新零售营销能效的逐渐释放，消费者对五粮液的品牌认知和购买体验将有效提升，销售费用率存在进

一步下降的空间。预判随着公司与 IBM 战略合作的深入推进，管理层员工激励更加给力，公司将进一步提升内部管理运营效率，强化预算管理，加强成本管控，稳步降低费用率。

图表 26 五粮液近年来销售费用率、管理费用率情况



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

基于上述综合考虑，预计五粮液 2017/2018/2019 年营业总收入分别为 301.42/381.72/496.28 亿元，同比增长 22.81%/26.64%/30.01%；归母净利润分别为 81.47/104.64/136.94 亿元，同比增长 20.08%/28.44%/30.88%。

表格 11 公司各业务盈利预测（单位：百万元）

项目（亿元）	2016	2017E	2018E	2019E
高价位酒				
收入	17,416.08	21,595.90	27,643.83	36,213.25
增长 (%)	12	24	28	31
成本	2,890.34	3,709.19	4,491.81	5,693.12
毛利率 (%)	83.4	82.8	83.8	84.3
中低价位酒				
收入	5,288.45	6,081.72	7,176.43	8,755.24
增长 (%)	9	15	18	22
成本	2,694.58	3,101.68	3,656.39	4,465.17
毛利率 (%)	49.05	49	49.05	49
其他业务				
收入	1,839.26	2,464.61	3,351.86	4,659.09

增长 (%)	40	34	36	39
成本	1,729.33	2,292.08	3,150.75	4,332.96
毛利率 (%)	6	7	6	7

数据来源：爱建证券财富管理研究所

我们选取了白酒行业可比上市公司与五粮液进行对比，预计五粮液 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 2.15/2.76/3.61 元，当前股价对应的 PE 分别为 37.04/28.86/22.06 倍。基于五粮液的“护城河”、在白酒（特别是浓香型白酒这一赛道）的行业地位、未来一个阶段的业务布局、管理层的执行力，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表格 12 可比上市公司估值对比

股票代码	股票名称	股价（前复权）	Wind 一致性预测 EPS			PE (TTM)		
		2018/2/23	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
000858	五粮液	79.64	2.15	2.76	3.61	37.04	28.86	22.06
600519	贵州茅台	742.48	20.35	27.05	33.37	36.49	27.45	22.25
000568	泸州老窖	61.86	1.78	2.35	3.01	34.75	26.32	20.55
002304	洋河股份	130.80	4.51	5.47	6.57	29	23.91	19.91
600809	山西汾酒	57.93	1.14	1.73	2.36	50.82	33.49	24.55

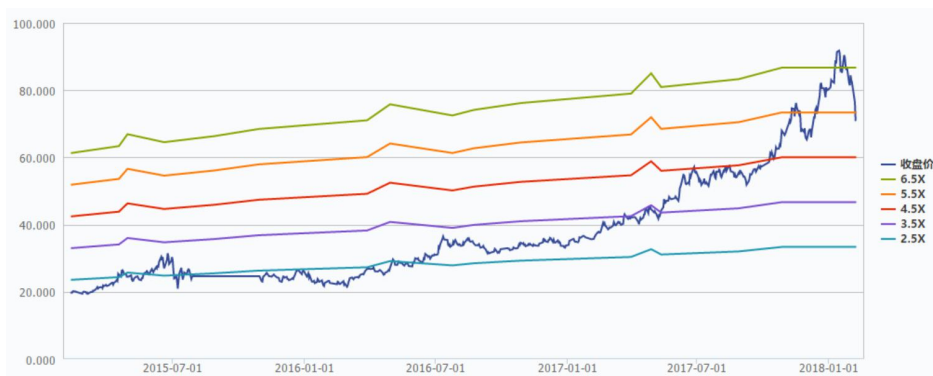
数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

图表 27 五粮液历史 PE Band



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

图表 28 五粮液历史 PB Band



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所。

风险提示

- 白酒行业监管政策发生变化
- 高端酒需求不及预期
- 食品安全事件
- 其他系统性风险

表格 13 公司盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	44,597.41	54,504.54	63,578.00	76,678.11	90,566.59	营业总收入	21,659.29	24,543.79	30,142.23	38,172.12	49,627.58
货币资金	26,374.19	34,665.92	42,879.88	52,751.75	64,830.66	营业成本	6,671.96	7,314.25	9,102.95	11,298.95	14,491.25
应收和预付款项	9,123.86	9,977.23	10,791.37	12,311.29	13,198.91	营业税金及附加	1,784.68	1,941.17	2,348.06	2,973.58	3,865.95
存货	8,700.85	9,257.37	9,906.74	11,615.06	12,537.03	营业费用	3,568.06	4,694.55	5,637.42	7,139.22	9,281.70
其他流动资产	398.51	604.02	0.00	0.00	0.00	管理费用	2,128.81	2,143.70	2,598.90	3,300.25	4,300.79
非流动资产	7,949.22	7,669.87	6,956.44	7,057.17	7,159.60	财务费用	(732.11)	(765.86)	(829.81)	(1,033.28)	(1,280.22)
长期投资	902.01	794.64	794.64	794.68	794.64	资产减值损失	25.80	12.20	14.72	14.72	14.72
固定资产	5,347.63	5,431.46	5,389.55	5,485.19	5,590.19	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	411.69	402.45	411.90	411.90	411.90	投资净收益	34.14	33.43	33.78	33.78	33.78
其他长期资产	1,287.89	1,041.32	360.35	365.40	362.87	营业利润	8,246.24	9,237.21	11,303.78	14,512.46	18,987.16
资产总计	52,546.63	62,174.41	70,534.44	83,735.28	97,726.20	营业外收入	66.16	118.91	54.42	54.42	54.42
流动负债	7,967.62	13,687.89	12,844.13	17,069.88	22,593.15	营业外支出	24.90	18.72	(6.67)	(6.67)	(6.67)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	8,287.49	9,337.41	11,351.52	14,560.20	19,034.91
应付和预收款项	4,538.17	10,322.07	12,844.13	17,069.88	22,593.15	所得税	1,877.01	2,280.65	2,820.99	3,623.16	4,741.84
其他流动负债	3,429.45	3,365.82	0.00	0.00	0.00	净利润	6,410.48	7,056.77	8,530.53	10,937.04	14,293.07
非流动负债	233.86	280.66	320.57	375.16	422.39	少数股东损益	234.37	272.23	315.94	405.78	531.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	6,176.12	6,784.53	8,147.03	10,463.70	13,694.44
其他	233.86	280.66	320.57	375.16	422.39	EBITDA	8,174.27	9,174.70	11,056.12	14,076.34	18,285.10
负债合计	8,201.47	13,968.55	13,164.70	17,445.04	23,015.54	EPS (元)	1.63	1.79	2.15	2.76	3.61
股本	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,878.00	3,878.00	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
资本公积	953.20	953.26	953.26	2,725.00	2,725.00	成长能力 (%)					
留存收益	38,579.75	42,327.51	51,175.45	57,836.39	65,725.74	营业收入增长	3.08	13.32	22.81	26.64	30.01
归属母公司股东权益	43,328.92	47,076.73	55,924.67	64,439.39	72,328.74	营业利润增长	2.66	12.02	22.37	28.39	30.83
少数股东权益	1,016.24	1,129.13	1,445.07	1,850.85	2,381.92	归属母公司净利润	5.85	9.85	20.08	28.44	30.88
负债和股东权益	52,546.63	62,174.41	70,534.44	83,735.28	97,726.20	获利能力 (%)					
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	毛利率	69.20	70.20	69.80	70.40	70.80
经营活动现金流	6,691.07	11,696.76	10,774.45	13,195.96	16,532.99	净利率	28.51	27.64	28.08	28.47	28.66
净利润	6,410.48	7,056.77	8,530.53	10,937.04	14,293.07	ROE	14.25	14.41	14.57	16.24	18.93
折旧摊销	618.62	573.44	590.00	605.00	586.00	ROIC	33.41	37.13	46.69	48.07	55.12
财务费用	(0.10)	(0.15)	(0.15)	(0.15)	(0.15)	偿债能力					
投资损失	(34.14)	(33.43)	(33.78)	(33.78)	(33.78)	资产负债率 (%)	15.61	22.47	18.66	20.83	23.55
营运资金变动	(369.09)	3,870.10	3,833.24	3,914.27	3,862.79	净负债比率	-0.60	-0.70	-0.70	-0.80	-0.80
其他	65.30	230.03	(2,145.39)	(2,226.42)	(2,174.94)	流动比率	5.60	3.98	4.95	4.49	4.01
投资活动现金流	(394.17)	(161.26)	75.38	90.40	83.04	速动比率	4.51	3.31	4.18	3.81	3.45
资本支出	(395.22)	(307.34)	(82.05)	(97.07)	(89.71)	营运能力					
长期投资	1.04	5.35	6.67	6.67	6.67	总资产周转率	0.44	0.43	0.43	0.46	0.51
其他	0.00	140.73	150.76	180.80	166.08	应收账款周转率	188.42	228.68	237.14	249.36	251.76
筹资活动现金流	(2,354.91)	(3,193.93)	(2,635.87)	(3,414.49)	(4,537.13)	存货周转率	0.77	0.79	0.81	0.80	0.82
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.63	1.79	2.15	2.76	3.61
股权融资	59.00	15.95	0.00	1,854.00	0.00	每股净资产	11.41	12.40	14.73	16.98	19.05
其他	(2,413.91)	(3,209.88)	(2,635.87)	(5,268.49)	(4,537.13)	每股经营现金流	1.76	3.08	2.84	3.48	4.36
现金净增加额	3,941.98	8,341.57	8,213.96	9,871.87	12,078.90	估值比率					
						P/E	43.65	39.74	37.04	28.86	22.06
						P/B	6.22	5.73	5.41	4.69	4.18
						EV/EBITDA	30.22	26.02	23.62	18.35	13.50

数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

注册证券分析师简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在~5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在~5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券财富管理研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com