click here: http://www.hibor.com.cn

3Q 开始控量去库存，底部仍需等待

买入 维持

目标价格：暂无

事件：

公司发布三季报，前三季度收入 191.66 亿，YoY -9.28%，归母净利润 71.04 亿，YoY -8.95%，EPS 1.871 元。

对此，我们点评如下：

- **3Q 停止压货促进渠道去库存，单季度实际收入下降 64%：** 公司 3Q 单季度收入 36 亿，同比下降 40%，预收款环比减少 21 亿至 13.1 亿，实际收入约 19 亿，YoY-64%，销售商品收到的现金也同比减少 69%至 23.27 亿。根据经销商调研结果，3Q 以来部分经销商已停止打款，五粮液也没有能力进行压货，渠道开始去库存。中低端产品（五粮醇、五粮春、绵柔尖庄）仍然实现了正增长，新品（头曲、特曲、低度五粮液）采取区域招商模式，目前招商情况较好，但尚未起量；
- **产品结构降级+费用投放加大，单季度净利润大幅下降 52.4%：** 五粮液酒销量下滑导致产品结构降级，3Q 单季度毛利率同比下降 6.3 个百分点至 73.6%。公司去库存、推新品加大费用投放，并将 10%的提价部分作为市场费用返还给经销商，销售费用率提升 3.4 个百分点，管理费用率提升 3.9 个百分点。3Q 净利率下降 9.3 个百分点，使得单季度净利润大幅下滑 52.4%；
- **经销商库存仍较高，报表改善需等待渠道去库存：** 3Q 业绩下滑符合我们预期，3Q 开始公司才真正进入渠道去库存阶段，这一过程相比茅台晚了两个季度。根据草根调研，目前经销商的普五库存仍然较高（普遍超过一个季度），因此报表的回升仍需要等待。7 月下旬公司在腰部产品推出新品，包括五粮液特曲（300-360 元）、头曲（200-260 元），以及低度五粮液等，目前在地级市以下分区域招商，但销量仅数百吨，市场仍需培育。
- **盈利预测及投资建议：** 预计 13-15 年收入分别为 242.8 亿、272.7 亿和 307.0 亿，YOY-11%、12%和 13%；归母净利润分别为 89.7 亿、102.2 亿和 114.7 亿，YOY-10%，14%和 12%；EPS 分别为 2.36 元、2.69 元和 3.02 元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	20,351	27,201	24,275	27,269	30,703
增长率（%）	30.9%	33.7%	-10.8%	12.3%	12.6%
归母净利润(百万)	6,157	9,935	8,967	10,217	11,470
增长率（%）	40.1%	61.3%	-9.7%	13.9%	12.3%
每股收益	1.622	2.617	2.362	2.691	3.022
市盈率	20.22	6.68	7.40	6.49	5.78

食品饮料行业

分析师：

苏青青（S1180512060001）

电话：021-51782237

Email：suqingqing@hysec.com

研究助理：

陈嵩昆

电话：021-51782231

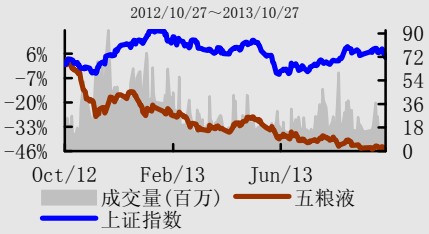
Email：chensongkun@hysec.com

刘洋

电话：021-51782230

Email：liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《顺鑫农业：白酒逆势增长，业绩弹性释放》 2013/10/25

《汤臣倍健：3Q 快速增长，未来受益行业整顿》 2013/10/24

《克明面业：淡季促销拖累业绩，4Q 高增长可期》 2013/10/24

《加加食品：植物油收入下滑拖累业绩》 2013/10/24

《山西汾酒：下滑短期见底，估值具吸引力》 2013/10/21

click here: http://www.hibor.com.cn

主要财务指标和经营情况

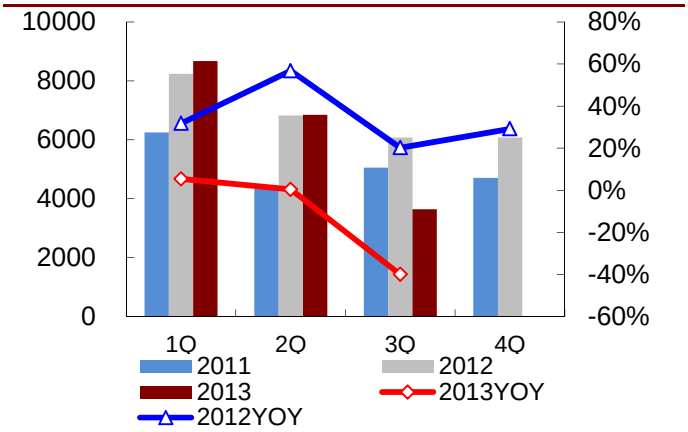
图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	6819	6077	6074	8676	6844	3646	-40%	-47%	控量去库存，考虑预收账款以后实际收入下降 64%
-营业成本	40%	20%	25%	23%	34%	26%	6.3	-7.8	
=毛利	60%	80%	75%	77%	66%	74%	-6.3	7.8	五粮液酒销量下滑导致产品结构降级
-营业税金及附加	7%	7%	7%	7%	7%	7%	0.1	-0.3	
-销售费用	11%	6%	11%	6%	10%	10%	3.4	-0.3	加大费用投放与对经销商的返利支持
-管理费用	6%	8%	10%	7%	7%	12%	3.9	4.5	收入下降对管理费用的摊薄不足
-财务费用	-4%	-4%	-3%	-3%	-3%	-5%	-1.5	-1.7	利息收入减少
-资产减值损失	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0	0.1	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+营业外收支	0.2%	-0.1%	0.3%	-2.3%	-0.3%	0.3%	0.3	0.5	
=利润总额	40.4%	61.9%	49.8%	57.9%	43.8%	50.1%	-11.8	6.3	
-所得税费用	10.0%	14.6%	13.2%	14.2%	10.9%	12.5%	-2.1	1.6	
-少数股东损益	1.2%	1.9%	1.5%	1.8%	1.3%	1.6%	-0.3	0.3	
=归属于母公司所有者净利润	29.3%	45.3%	35.1%	41.8%	31.6%	36.0%	-9.3	4.4	产品结构降级+费用投放加大

资料来源：Wind，宏源证券研究所

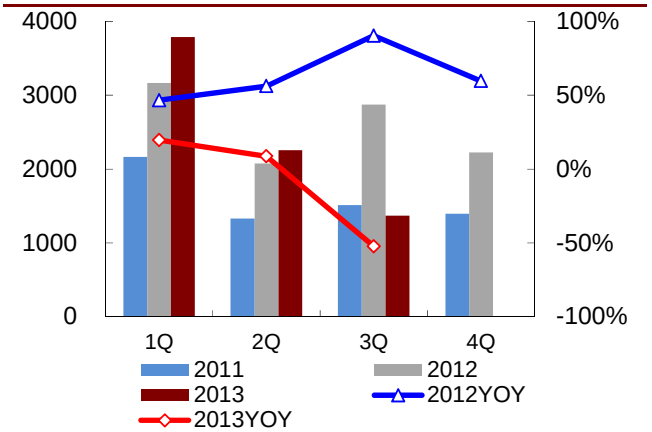
click here: http://www.hibor.com.cn

图 2：分季度收入及同比变化图（百万元）



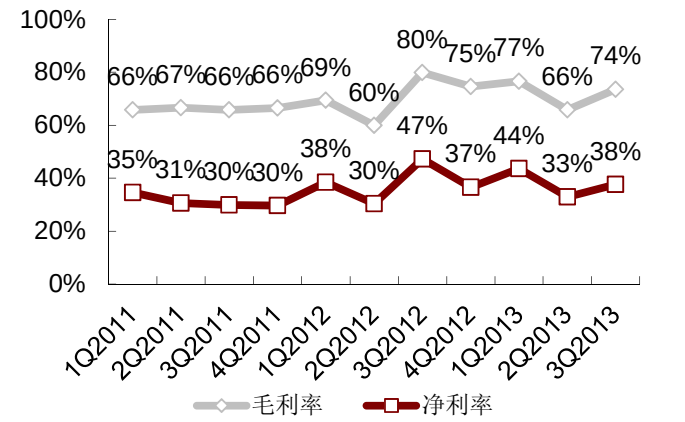
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：分季度净利润及同比变化图（百万元）



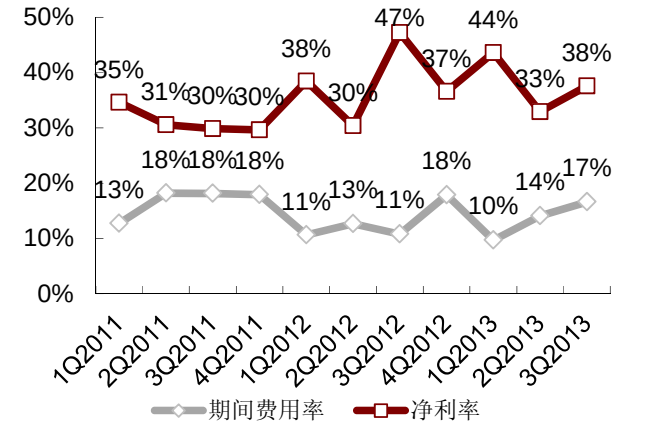
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 4：分季度毛利率与净利率关系图



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 5：分季度期间费用率与净利率关系图



资料来源：Wind，宏源证券研究所

click here: http://www.hibor.com.cn

图 6: 分产品收入预测

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
高价位酒							
销量（吨）	9800	12915	15400	17000	11900	13090	14399
YOY	3.2%	31.8%	19.2%	10.4%	-30%	10%	10%
吨酒价格（万/吨)	74	84	92	119	142	142	142
YOY	17.8%	14.6%	8.4%	29.5%	20%	0%	0%
吨酒成本（万/吨）	29.29	11.95	14.07	15.32	15.32	15.78	16.25
YOY	40.9%	-59.2%	17.7%	8.9%	0%	3%	3%
销售收入（百万元）	7217	10902	14098	20153	16929	18622	20484
YoY	21.6%	51.1%	29.3%	43.0%	-16.0%	10.0%	10.0%
销售成本（百万元）	2871	1543	2167	2605	1823	2066	2341
毛利（百万元）	4346	9359	11931	17548	15105	16556	18143
毛利率	60.2%	85.8%	84.6%	87.1%	89.2%	88.9%	88.6%
低价位酒							
销量（吨）	74700	91585	117200	146500	153825	176899	203434
YOY	12.7%	22.6%	28.0%	25.0%	5%	15%	15%
吨酒价格（万/吨)	3.73	3.47	3.73	4.08	4.08	4.28	4.49
YOY	31.7%	-7.0%	7.6%	9.2%	0%	5%	5%
吨酒成本（万/吨）	1.41	2.22	2.65	3.06	2.65	2.78	2.92
YOY	-40.2%	56.8%	19.6%	15.3%	-13.3%	5.0%	5.0%
销售收入（百万元）	2789	3179	4377	5972	6271	7572	9143
YoY	48.4%	14.0%	37.7%	36.5%	5.0%	20.8%	20.8%
销售成本（百万元）	1055	2029	3107	4479	4076	4922	5943
毛利（百万元）	1733	1149	1270	1493	2195	2650	3200
毛利率	62.2%	36.2%	29.0%	25.0%	35.0%	35.0%	35.0%
主营业务收入	10005	14081	18474	26125	23200	26194	29627
其他业务收入	1124	1460	1876	1076	1076	1076	1076
YoY	859%	30%	28%	-43%	0%	0%	0%
业务总收入	11129	15541	20351	27201	24275	27269	30703
YoY	40.3%	39.6%	30.9%	33.7%	-10.8%	12.3%	12.6%
主营业务成本	3926	3573	5274	7084	5899	6988	8284
其他业务成本	-65	1291	1622	932	932	932	932
YoY	-185%	-2074%	26%	-43%	0.0%	0.0%	0.0%
业务总成本	3861	4863	6895	8016	6831	7919	9216
毛利率	65.3%	68.7%	66.1%	70.5%	71.9%	71.0%	70.0%

资料来源：Wind，宏源证券研究所

click here: http://www.hibor.com.cn

图 7：三张财务报表分析摘要

财务报表预测（单位：百万元）

利润表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**27,201**	**24,275**	**27,269**	**30,703**
YOY	34%	-11%	12%	13%
营业成本	8,016	6,831	7,919	9,216
毛利	19185	17444	19350	21487
% 营业收入	*71%*	*72%*	*71%*	*70%*
营业税金及附加	2006	1724	1936	2180
% 营业收入	*7.4%*	*7.1%*	*7.1%*	*7.1%*
销售费用	2259	1966	2209	2487
% 营业收入	*8.3%*	*8.1%*	*8.1%*	*8.1%*
管理费用	2009	1942	2045	2241
% 营业收入	*7.4%*	*8.0%*	*7.5%*	*7.3%*
财务费用	-790	-842	-1083	-1329
% 营业收入	*-2.9%*	*-3.5%*	*-4.0%*	*-4.3%*
资产减值损失	3	0	1	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资收益	3	-3	3	3
营业利润	13702	12651	14245	15911
% 营业收入	*50.4%*	*52.1%*	*52.2%*	*51.8%*
营业外收支	37	-200	0	0
利润总额	13739	12451	14245	15911
% 营业收入	*50.5%*	*51.3%*	*52.2%*	*51.8%*
所得税费用	3403	3084	3528	3941
净利润	10336	9367	10717	11970
归属于母公司所有者的净利润	9935	8967	10217	11470
少数股东损益	401	400	500	500

现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428
取得投资收益收回现金	0	-3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	-355	-239	-110	-10
固定资产投资	0	-100	-100	0
其他	0	72	0	0
投资活动现金流净额	-341	-243	-107	-7
债券融资	0	-58	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-790	-842	-1083	-1329
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-2114	-380	-3416	-4176
现金净流量	6295	4005	8527	7854

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	27846	31850	40378	48231
应收和预付款项	365	315	360	414
存货	6680	5989	6943	8079
其他流动资产	418	1	1	1
长期股权投资	120	120	120	120
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	6353	6453	6553	6553
无形资产和开发支出	290	264	242	213
其他非流动资产	0	1	1	1
资产总计	45248	48272	56566	65526
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	13667	10800	12554	10036
长期借款	0	0	0	0
其他负债	58	0	0	0
负债合计	13727	10800	12554	10036
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	26407	31958	37999	48976
归属母公司股东权益	31157	36707	42748	53725
少数股东权益	364	764	1264	1764
股东权益合计	31521	37472	44013	55489
负债和股东权益合计	45248	48272	56566	65526

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	71%	72%	71%	70%
三费/销售收入	13%	13%	12%	11%
EBIT/销售收入	47%	49%	48%	47%
EBITDA/销售收入	49%	50%	50%	49%
销售净利率	38%	39%	39%	39%
ROE	32%	24%	24%	21%
ROA	22%	19%	18%	18%
ROIC	31%	24%	22%	20%
销售收入增长率	34%	-11%	12%	13%
EBIT 增长率	61%	-9%	11%	11%
EBITDA 增长率	52%	-8%	11%	11%
净利润增长率	62%	-9%	14%	12%
总资产增长率	23%	7%	17%	16%
股东权益增长率	-8%	-47%	160%	0%
经营现金净流增长率	-8%	-47%	160%	0%
流动比率	2.8	3.9	4.0	6.0
速动比率	2.3	3.3	3.5	5.2
应收账款周转天数	1.3	1.3	1.3	1.3

资料来源：Wind，宏源证券研究所

click here: http://www.hibor.com.cn

作者简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师，上海交通大学材料学硕士，曾任职于国金证券，2010 年新财富团队成员，2011 年加盟宏源证券研究所，2012 年获新财富最佳分析师第四名，水晶球公募类第五、非公募第三名。

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，曾任职于国金证券，2012 年加盟宏源证券研究所，2012 年新财富团队成员，水晶球团队成员。

机构销售团队

公募	北京片区	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚　曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴　蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵　越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周　迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵　佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李　岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱　隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。