

渠道库存已见底，营销改革蓄势待发

买入 维持

目标价格：23.00 元

事件：近期我们参加了五粮液 2013 年度股东大会，与集团董事长、公司董事长、总经理等高管共同交流公司经营情况与发展前景。

我们点评如下：

- **我们预计五粮液的渠道库存下降至 1500 吨以内，是历史最低水平。且动销良好，终端销售同比增长。五粮液的市场拐点已经出现，传导到报表会略微滞后：**我们从公司、经销商、终端层面都验证了目前价格的五粮液已经被市场接受，市场动销顺畅。从去年 3Q 开始去库存，目前经销商库存创多年来最低水平。库存出清后，厂家发货将正常化，终端需求将逐步体现在报表层面，我们预计今年 3Q 有望恢复正增长。
- **政府调低增长目标，避免重演去年压货保增长的死循环，公司强化市场网络建设，渠道价格顺价只是时间问题：**国资对五粮液集团 2015 年“千亿目标”已调整至 2017 年，其中集团与股份公司各要求完成 500 亿。公司今年目标是收入实现正增长，其中五粮特曲与五粮头曲等腰部产品要实现 100% 增长。公司加强核心渠道的梳理，重新建立可管控的市场网络，强化终端价格的统一的维护。我们认为在目前需求旺盛以及市场管控加强的情况下，渠道价格理顺只是时间问题；
- **营销改革步入实质性阶段，上半年将开始销售人员薪酬改革，营销子公司即将成立，五粮液的营销能力与销售积极性有望显著提升：**1) 公司于年初成立“五粮液改革领导小组”，上半年将推进公司中层和销售体系的薪酬体制改革，是公司首次对薪酬体制进行改革。目前与绩效挂钩的薪酬体制改革已率先在销售系统启动，销售经理收入可以超过高管；2) 7 个营销子公司在 7 月份前将全部设立，建立满足消费者需求的快速反应市场机制，即将成立的定制酒公司将引进民营资本。激励机制与组织架构的改善有望显著提升销售能力；
- **盈利预测及投资建议：**预计 14-16 年收入分别为 228 亿、265 亿和 310 亿，YOY 为 -7.7%、16.4% 和 16.9%；归母净利润分别为 74 亿、88 亿和 106 亿，YOY 为 -7.4%、19.1% 和 20.7%；EPS 分别为 1.94 元、2.32 元和 2.80 元，维持“买入”评级与 23 元目标价。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	27,201	24,719	22,805	26,539	31,031
增长率 (%)	33.7%	-9.1%	-7.7%	16.4%	16.9%
归母净利润(百万)	9,935	7,973	7,381	8,793	10,613
增长率 (%)	61.3%	-19.7%	7.4%	19.1%	20.7%
每股收益	2.617	2.100	1.944	2.316	2.796
市盈率	10.79	7.46	8.70	7.30	6.05

食品饮料行业研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

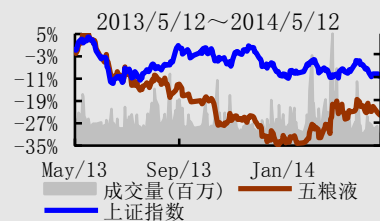
研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《食品饮料业绩总结：一线白酒复苏，食品精选细分行业》
2014/5/7
- 《加加食品：承前启后之年，大单品战略值得期待》
2014/4/29
- 《伊利股份：与腾讯战略合作，加强线上影响力》
2014/4/28
- 《好想你：转型初显效，新渠道成主要增长极》
2014/4/27
- 《食品饮料行业周报：高档酒基本面向好，回调带来买入良机》
2014/4/27

目录

一、政府调低增长目标，渠道库存历史最低，渠道顺价销售指日可待.....	3
1、终端走货强且渠道低库存，市场份额提升，3Q 有望恢复收入正增长.....	3
2、政府调低增长目标+公司强化市场网络建设，渠道价格顺价只是时间问题.....	3
3、坚持领军品牌定位，兼顾市占率与品牌形象，继续推动系列酒品牌瘦身.....	4
二、推动薪酬改革+营销子公司设立，营销改革步入实质性阶段.....	4
1、积极推进薪酬体制改革与营销子公司设立，公司销售能力有望显著提升.....	4
2、继续坚持发展定制酒，成立定制酒公司并引入民营资本，力争做好创新.....	5
3、未来有望在兼并收购与电商销售上取得实质性进展.....	5
三、盈利预测及投资建议.....	6

图表

图 1：三张财务报表摘要.....	7
-------------------	---

一、历史低库存提供安全边际，渠道顺价将提供足够弹性

1、终端走货强且渠道低库存，市场份额提升，3Q有望恢复收入正增长

目前从渠道与终端销售情况来看，已经出现良性循环。大众消费驱动终端走货良好，经销商库存创近年最低，补库存需求拉动公司销量回升，全年销量与收入有正增长的可能：

- ◆ **终端走货强，市场份额提升，预计春节销售高峰以后每年都会出现：**今年春节销售超出公司预期，以后应该是每年都会出现这样的销售高峰期。终端走货相对竞争对手都是最强的，市场份额不断提高。产品并非囤积在消费者手中，而是被正常消费掉。今年1-2月成都1919销售的水晶瓶五粮液与1618共计达7万瓶，是去年同期的3.5倍；
- ◆ **大众消费推动行业长期健康发展，完全可以承接失去的政务消费：**反腐高压的态势预计会持续，大众消费是推动公司终端销售的核心因素。饮食习惯没有改变+庞大的人口基数，大众消费市场长期存在。国外和香港没有三公，但民族品牌与民族文化也占了很大的市场；
- ◆ **我们预计五粮液的渠道库存下降至1500吨以内，是历史最低水平：**经销商的库存存在最近一年时间里大幅下降，我们预计在去年6月，库存水平最高（约6000吨），而目前是多年以来的最低库存，预计已经下降至1400吨左右；
- ◆ **渠道库存和市场需求均已见底回升，报表收入有望逐季度恢复：**春节后市场反馈来看，终端走货仍然保持顺畅，经销商在低库存状态下，积极性较好。由于一旦价格顺价，经销商有补库存的需求，全年销量未必会下降。公司目前一直在积极推动渠道建设与终端销售，力争报表收入环比逐季度改善。**今年4月商家出货情况优于去年，我们预计2Q收入环比降幅收窄，3Q有望出现收入同比正增长。**

2、政府为保增长减压+公司强化市场网络建设，渠道价格顺价只是时间问题

国资对集团的增长目标已经适时降低，同时公司不断强化市场网络建设，在需求旺盛与渠道低库存的状况下，渠道价格已经没有继续下降的空间，随着旺季来临或公司适度控量，价格将出现回升：

- ◆ **政府调低增长目标，避免重演去年压货保增长的死循环：**行业深度调整期，四川省及宜宾市已经将2015年“千亿目标”调整至2017年实现，其中集团和股份公司要求各完成500亿。2014年要力争营业收入高于2013年，实现一定增长，其中五粮特曲与五粮头曲等腰部产品要实现100%的增长目标。2014年初股份制定的目标，略高于去年，规划目标268亿（去年247亿）；
- ◆ **公司加强构建强有力的市场网络，力争早日完全理顺渠道价格体系：**要通过市场秩序梳理与计划调控来解决渠道动力不足的问题。公司已经采取措施，梳理核心渠道，强化终端价格的统一和维护。现阶段必须把强有力的市场网络构建起来，实现顺价销售的基础，让经销商赚钱。我们认为在目前需求旺盛以及市场管控加强的情况下，渠道价格理顺只是时间问题。

3、坚持领军品牌定位，兼顾市占率与品牌形象，继续推动系列酒品牌瘦身

公司坚持领军品牌的定位，兼顾市场占有率与品牌形象，在两者之间谋求一个平衡。同时公司继续推进品牌瘦身，品牌结构与形象有望继续优化：

- ◆ **领军品牌定位，服务与营销体系上更加市场化：**五粮液的工艺决定了品牌地位。从价格的回归，到达到量价平衡，都建立在不违背市场需求的基础上。公司会根据竞争对手的变化，做好市场占有率的维护，而不是价格卖的越低越好。定位还是领军品牌不会变，同时在服务和营销体系方面更加市场化；
- ◆ **公司系列酒品牌数量较多，未来会继续推动品牌瘦身：**五粮液系列酒品牌较多，其产生是有历史原因的。公司的瘦身计划一直在执行，目前也已经有所减少（13年淘汰了34个品牌）。公司认为瘦身计划需要用市场化的手段解决，品牌结构也做了一些调整，如明确的提出了战略性品牌。公司发展的主线非常清楚，品牌定位从高到低都有明确的品牌计划；
- ◆ **系列酒重点支持五大品牌，预计2-3年后完成瘦身：**13年公司提出战略性品牌与区域性品牌，使产品从高到低都有一个主流的打造计划。系列酒重点支持特曲、头曲、尖庄、五粮春与五粮醇五大品牌。预计2-3年的努力后，瘦身计划可以完成。

二、推动薪酬改革+营销子公司设立，营销改革步入实质性阶段

1、中层及销售将实行市场化薪酬体系，7月前完成营销子公司设立

公司今年在营销上的最大看点就是在内部激励机制与营销体系架构上的创新，通过薪酬体制改革激发员工骨干的潜力，设立营销子公司提升对市场的快速反应能力，未来有望取得良好的效果：

- ◆ **年初成立“五粮液改革领导小组”，上半年将推进公司中层的薪酬体制改革：**公司于年初成立“五粮液改革领导小组”，并在近期四川省有关领导到公司调研期间，就股权问题、管理层激励等做了专项汇报。今年上半年将推进公司中层的薪酬体制改革，这是五粮液第一次对薪酬体制进行改革。目前与绩效挂钩的薪酬体制改革已经率先在销售系统启动，销售经理收入可以超过高管。但高层的薪酬制度改革相对缓慢，可能还要等待更长时间；
- ◆ **改革后薪酬将追平甚至超越行业优秀水平：**目前公司的薪酬水平在业内属于较低水平，改革后将以业内一流水平为目标，薪酬与业绩挂钩，主要考核销量与费用。
- ◆ **公司人员管理稳定，近10年来基本没有骨干人员的流失：**近些年基本没有骨干人员的流失，主要依靠：1) 事业留人，去到别的酒厂也很难合适；2) 感情留人，一家三代基本都在五粮液工作；3) 待遇留人，技术特别突出的按照绩效给待遇，比有些行政的中层待遇更高；
- ◆ **7个营销子公司在7月份前将全部设立，增强对市场的快速反应能力：**7月份前7个

子公司将全部设立，子公司要贴近市场、贴近终端，建立满足消费者需求的快速反应市场机制。虽然子公司是否采用混合所有制的模式运行还未进一步探讨，但在即将成立的定制酒公司将引进民营资本；

- ◆ **品牌宣传与营销推广增加销售费用，今年销售费用率预计有所提升：**公司去年刚推出了低度五粮液系列酒，品牌有成长期，培育消费要在终端做品鉴宣传活动，会有费用投入。同时很多市场要重新梳理重新进入，建设网络与终端。如公司提出在西北五省省会与地级市人流量大的地方建大广告牌。公司会把费用投入控制在一定范围内，盈利水平要有保证，但前期让所有产品都赚钱是很难达到的。因此费用今年投入会大一点，费用率肯定高于往年。

2、继续坚持发展定制酒，成立定制酒公司并引入民营资本，力争做好创新

定制酒业务收入增长较快，且净利率较高，公司一直坚持发展。同时公司能清楚认识到行业内定制酒业务存在的不足与挑战，不断进行创新与改进：

- ◆ **坚持发展定制酒，销量与盈利能力较高，计划成立定制酒公司，并引进民营资本入股：**12年系列酒的定制酒做了3350多吨，实现销售收入7.92亿元，比常规品牌的量和盈利水平都要高得多。没有什么营销成本。公司会加大定制酒支持力度，计划成立定制酒公司，可能设立在大城市里，并引进具有快速市场反应能力的民营资本入股。未来也可能结合五粮液工业区旅游来开发定制酒，实现从进门到出门即可拿到个性化定制酒；
- ◆ **公司能够清楚认识到定制酒业务目前存在的挑战，不断加大探索与创新：**目前整个白酒行业内定制酒业务的不足主要体现在：1) 整个行业运作方法还在摸索，每个公司做法都相似，主要是打上公司或个人名称。2) 五粮液最早做定制酒，随后大中小型酒企都加入定制酒行列，造成外界认识上的误导。3) 如何实现好的创新，及时和客户交付，需更细致工作。公司已经研究了红酒、洋酒、耐用消费品及奢侈品行业的定制情况。预计今年下半年公司在定制酒上会做出一些有新意的东西。

3、未来有望在兼并收购与电商销售上取得实质性进展

公司秉承的原则是大胆的走、谨慎的摸索，有信心在行业调整过程中抓住机遇，实现弯道超车，全面做到行业老大。公司未来有望稳步推动兼并收购，并积极建设电商销售体系，有望取得实质性进展：

- ◆ **公司稳步推进五粮液酒走出四川与走出国门：**1) 公司在四五年前就已确定了区域扩张的战略，在推动产品走出宜宾走出四川方面已有举措和成果。这过程需要时间来完成，除了依靠自己的智慧和经验，也需要借助于外力和别人成熟的经验。2) 公司也在积极走向国际，去年接触了一些国际酒业巨头、英国的国际免税店、筹备在法国设立子公司等，目前有很好的合作目标；
- ◆ **公司未来有望在兼并收购上取得突破，主要围绕白酒：**中国白酒地域性强，全国有几万家酒厂，800万以上收入的有2000家，行业分散不利于行业有续竞争，过度竞争对行业带来不良影响。大方向上食品行业都是收购的潜在方向，但未来的收购预计将主要围绕白酒，最多延伸到少数上下游产业链，会谨慎稳妥的推进；

- ◆ **公司积极推进电商建设，力求搭建综合性的、有消费者数据库的服务平台，非简单的商城销售，进展值得期待：**公司一直在积极推动电商销售。公司有信息中心与市场部，利用互联网技术搭配移动技术，力求建立综合性的服务平台，并建立数据库，与消费者充分沟通并建立信任关系，而绝不是简单的官网商城销售。公司在电商方面的进展值得期待。

三、盈利预测及投资建议

预计 14-16 年收入分别为 228 亿、265 亿和 310 亿，YOY 为-7.7%、16.4%和 16.9%；归母净利润分别为 74 亿、88 亿和 106 亿，YOY 为-7.4%、19.1%和 20.7%；EPS 分别为 1.94 元、2.32 元和 2.80 元，维持“买入”评级与 23 元目标价。

图 1：三张财务报表摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表	2013	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	24,719	22,805	26,539	31,031	货币资金	25763	40759	47285	59075
YOY	-9%	-8%	16%	17%	应收和预付款项	312	231	277	336
营业成本	6,610	5,822	7,074	8,678	存货	6886	3030	3682	4517
毛利	18108	16983	19465	22353	其他流动资产	355	1	1	1
% 营业收入	73%	74%	73%	72%	长期股权投资	121	121	121	121
营业税金及附加	1849	1688	1964	2321	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	7.5%	7.4%	7.4%	7.5%	固定资产和在建工程	6105	6205	6205	6505
销售费用	3382	3421	3450	3569	无形资产和开发支出	294	268	234	206
% 营业收入	13.7%	15.0%	13.0%	11.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	2264	2235	2654	2793	资产总计	44130	51715	58083	70262
% 营业收入	9.2%	9.8%	10.0%	9.0%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-827	-798	-1057	-1276	应付和预收款项	7043	11041	8560	10020
% 营业收入	-3.3%	-3.5%	-4.0%	-4.1%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	5	0	0	0	其他负债	68	0	0	0
公允价值变动收益	-7	0	0	0	负债合计	7110	11041	8560	10020
投资收益	4	3	3	3	股本	3796	3796	3796	3796
营业利润	11432	10440	12456	14950	资本公积	953	953	953	953
% 营业收入	46.3%	45.8%	46.9%	48.2%	留存收益	31343	34548	42847	52965
营业外收支	-185	0	0	0	归属母公司股东权益	36093	39297	47596	57714
利润总额	11247	10440	12456	14950	少数股东权益	927	1377	1927	2527
% 营业收入	45.5%	45.8%	46.9%	48.2%	股东权益合计	37019	40674	49523	60241
所得税费用	2925	2610	3114	3738	负债和股东权益合计	44130	51715	58083	70261
净利润	8322	7830	9342	11212					
归属于母公司所有者的净利润	7973	7380	8792	10612	财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东损益	349	450	550	600	毛利率	73%	74%	73%	72%
					三费/销售收入	19%	21%	19%	16%
					EBIT/销售收入	43%	42%	43%	44%
					EBITDA/销售收入	45%	48%	48%	48%
					销售净利率	34%	34%	35%	36%
					ROE	22%	19%	18%	18%
					ROA	18%	14%	15%	15%
					ROIC	21%	18%	17%	17%
					销售收入增长率	-9%	-8%	16%	17%
					EBIT 增长率	-18%	-9%	18%	20%
					EBITDA 增长率	-21%	-2%	16%	18%
					净利润增长率	-19%	-6%	19%	20%
					总资产增长率	-2%	17%	12%	21%
					股东权益增长率	-83%	934%	-29%	18%
					经营现金净流增长率	-83%	934%	-29%	18%
					流动比率	5.2	4.2	6.3	6.7
					速动比率	4.3	3.9	5.9	6.2
					应收账款周转天数	0.6	0.6	0.6	0.6
现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E					
经营活动现金流净额	282	427	428	429					
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	-338	-26	-10	-310					
固定资产投资	0	-100	0	-300					
其他	0	60	0	0					
投资活动现金流净额	-321	-24	-7	-307					
债券融资	0	-68	0	0					
股权融资	172	0	0	0					
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0					
筹资成本	-827	-798	-1057	-1276					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-3219	-68	-4176	-493					
现金净流量	-2081	14995	6526	11790					

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

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。

刘洋: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 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

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
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		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
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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

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经营范围包括证券投资咨询业务。