

# 降价顺应市场，公司管理持续改善

**买入 维持**

目标价格：23 元

## 事件：

五粮液于5月17日下调出厂价，调整后最新价格为：普五出厂价609元（原出厂价729元），团购价659元，零售指导价729元；1618出厂价659元，团购指导价729元，零售价809元。

对此，我们点评如下：

- **差异化返利政策致公司形成二级经销结构，虽然去库存卓有成效，但渠道进货意愿差，库存达到历史低点：**在年初的大小商差异政策下，大商成本580元左右，小商630左右，当前市场一批价590左右下，部分小商为了降低成本从大型经销商进货，从而五粮液形成了“公司-大商-小商”的经销结构。目前渠道微利运行，没有涨价预期，导致渠道进货意愿较弱，渠道也开始加速去库存，目前渠道库存已回落至不足1500吨的历史低点，渠道未形成蓄水池效应。
- **降价后，盈利情况好的小商将恢复打款，大商成本提升也助于稳定市场价：**降价后小商成本从630降低到609，部分零售价在630甚至更高的小商从厂家进货可以盈利，未来将有越来越多的小商在不亏本的情况下，开始恢复打款；且若未来取消差别定价，大商的成本也将提升至609元，大商低价甩货情况将显著降低，公司市场价格也将逐步稳定。
- **管理层今年改善明显，政策更接地气，如果旺季需求支撑价格回升，本轮渠道调整有望结束：**本次降价反应出管理层对市场规律的尊重，公司管理明显改善，管理层越来越务实，未来有可能会出台更多的刺激销售措施；公司渠道价格体系能否理顺仍需看今年旺季市场需求能否支持目前609元的统一市场成本价；但公司渠道库存已降至历史最低水平，销售体系薪酬改革、成立营销子公司将显著提升营销能力，目前终端动销良好，公司销售已步入良性循环，3Q有望恢复增长。
- **盈利预测及投资建议：**预计14-16年收入YOY为-7.7%、16.4%和16.9%；EPS分别为1.94元、2.32元和2.80元，公司调整结束只是时间问题，目前的市场分歧带来良好买入时机，给予12X14PE，目标价23元，建议买入。

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	8.65	7.26	6.02

## 食品饮料行业研究组

### 分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

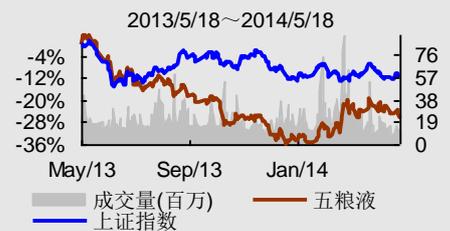
### 研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《五粮液：渠道库存已见底，营销改革蓄势待发》

2014/5/12

《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

## 1、五粮液年初实行大小商差别政策，形成二级市场结构，渠道库存健康但进货意愿差

### (1) 大小商成本差异致市场经销结构从一级变为二级

14年初执行的抓大放小导致大小商成本出现差异，公司市场结构从一级变为二级：

- ◆ 市场支持不同导致大小商成本差异，大商成本 580 元左右，小商 630 元左右：13 年 3 月经销商大会后五粮液将出厂价提高到了 729 元，打款时给予 70 元返利（将价格返回到 659 元）。糖酒会公司取消了年底返利，对经销商采取模糊的市场支持，不同经销商打款量的不同导致了不同的成本，大商的成本在 580 元左右，小商在 630 元左右；

图 1：13 年至今五粮液成本价格和返利政策演变

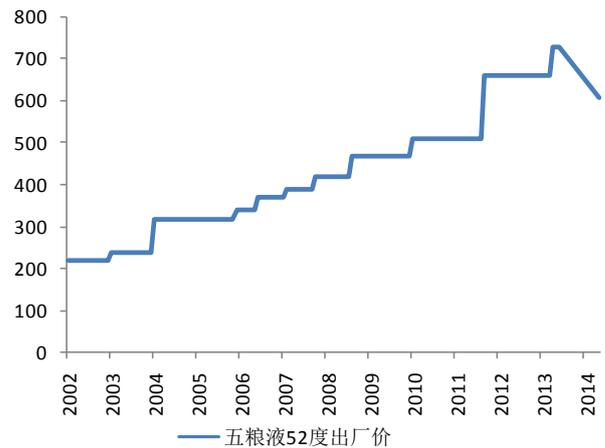
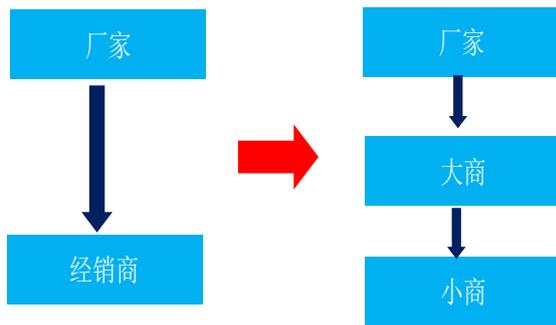
时间	出厂价	成本价格	返利政策
13 年 3 月前	659	570	公司承诺按照季度给予总计 15% 的返利（季返），并且年底根据完成计划的情况，给予 1.5-5% 的年度返利（年返）；考虑所有的返利（16.5%-20%）， <b>其实际拿货成本为 527 元-550 元。如果每瓶加上 20 元的运营成本（资金利息、人工、房租等），成本价 550-570。</b> 但是在 2013 年初，五粮液并没有执行承诺的 15% 的季返，而是只执行了 10%，因此经销商的返利变成了 11.5%-15%， <b>实际拿货成本为 560 元-583 元。</b>
13 年 3 月后	729	大商 580，小商 630	五粮液将出厂价提高到了 729 元，打款时给予 70 元返利（将价格返回到 659 元），同时 10% 的季返和 1.5%-5% 的年返政策仍然照旧。此时经销商的成本区间变成 550-575 元。加上 20 元运营成本后，大商的实际成本约 570-595 元。
14 年初	729	大商 580，小商 630	<b>模糊返利政策，实际通过市场支持变相实施。</b> 大商配合五粮液打款进货，可以拿到更多的市场支持费用，成本约在 560-590 元，小商基本没有支持，成本在 630 元左右。
2014 年 5 月	609	609	公开信息表示此价格为裸价，不包含返利及市场费用支持。

资料来源：公司调研，网络公开资料，宏源证券研究所

- ◆ 目前市场价格倒逼小商从大商进货，公司二级经销结构形成：目前市场上大批量价格为 590 元，终端价格 630 元，对于大商来说，批发不亏本，零售能赚钱，但对于小商而言，如果从厂家进货（630 元成本），无论批发还是零售都是不赚钱的（加上运营成本）。但如果小商从大商进货（成本 590），零售卖出（售价 630）是可以赚钱的。因此，市场由过去的一级结构“厂家——经销商”，变成了“厂家——大商——小商”二级结构。

图 2：五粮液市场经销结构从一级变为二级

图 3：五粮液历年出厂价变化图



资料来源：公司调研，网络公开资料，宏源证券研究所

资料来源：公司调研，网络公开资料，宏源证券研究所

## (2) 二级经销结构致渠道库存清理健康，但渠道进货意愿较差，并未形成蓄水池效应

在当前价格体系下，经销商进货意愿较差，公司渠道库存降低至历史最低水平，公司经销体系并未为公司带来蓄水池效应，但目前公司销售主要由终端拉动，库存流转较为顺畅：

- ◆ 对小商而言，今年和公司签订的计划实际已经没有约束力（大家都不打款，法不责众），大部分小商今年以来没有足额向公司打款执行计划，而是转向跟大商进货。小商看不到价格上行趋势，主观上没有囤货意愿，公司失去对小商的约束力，客观上也无法压货，导致的结果是随着终端销售的进行，小商的库存越来越低；
- ◆ 对大商而言，大部分大商仍然以批发为主，零售为辅，因此主要客户仍然是小商。由于大商的批发业务基本不赚钱，加上小商的进货意愿也不强，大商也倾向于降低库存。但大商是目前五粮液厂家的主要业绩来源，因此厂家和大商存在“压货/要政策”的博弈，博弈结果导致了目前大商以优惠价格拿货以及被压货的现状；
- ◆ 我们预计五粮液的渠道库存下降至 1500 吨以内，且主要集中在大商手中，位于历史最低水平：经销商的库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；
- ◆ 二级结构政策的负面影响是，渠道没有进货意愿，渠道库存回落到历史最低点（一个月以内）。但正面影响是，市场由过去两年的渠道推动型，重新回到终端销售的拉动型，渠道清空，销售和库存流转顺畅，渠道恢复健康：

## 2、降价有望带动小商补库存，公司销售步入良性循环

出厂价降低后，小商拿货成本降低，有望带动部分小商恢复打款：

- ◆ 降价有望使部分优秀小商恢复打款，有利于达到公司优胜劣汰经销商和渠道补库存的目标：目前小商的成本从 630 元降低到 609 元，不排除未来通过市场支持等继续降低的可能。此举使得部分零售价格在 630 甚至更高的小商，开始重新执行今年计划，从厂家进货，并且可以盈利。这将打破小商法不责众的心理预期，未来将有越来越多的小商在不亏本的情况下，开始恢复打款；

- ◆ **统一成本价降低大商低价出货动机，批发价或将有所提升：**大商目前有比较多的低成本库存（580 元），因此短期仍有小商向其进货，短期影响不大。如果未来取消差别价格，成本也恢复到 609，大商将必须努力发展零售业务，并且不再有以 590 向市场低价出货的动机；
  - ◆ **如果旺季需求可以支撑价格，五粮液的渠道调整将结束：**对市场总体来说，市场价是需求和供给决定的，如果旺季来临，需求可以支撑目前的放量节奏，由于市场成本已统一并提高到 609，市场参与者亏损销售的动机不足，市场价很有可能提升，整个渠道价格理顺，五粮液调整期结束。如果旺季需求仍然不足，五粮液只能选择要么控量保价，或者继续给予大商优惠价格，市场会回到目前的情况，调整时间会延长。
- 不管出现哪一种结果，本次政策调整都是向小商倾斜，有利于增强小商的信心，重新获得对小商的约束能力，市场有望在未来出现一波小商补库存的需求。



**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。