

# “醉”牛白酒之 首推五粮液

## 核心观点:

- **看好五粮液在行业调整期的品牌张力**  
强势品牌竞争力需满足三大基本条件：(1) 产品拥有高品质溢价；(2) 具备广泛的群众基础；(3) 符合消费者的习惯性偏好。纵观整个浓香型白酒品类，我们认为，五粮液正在逐一满足以上三要素，充分发挥自身在原有高档商务社交市场优势的同时，正积极转型深入迈进大众消费领域，稳步提升提升自身市场占有率，以期能在行业转型过程中抓住机遇，以龙头之势重获未来新一轮增长，值得投资者期待。根据最新的草根调研数据，虽然高档白酒消费的市场蛋糕整体在缩小，但茅台、五粮液在这一价格带的产品市场份额却在持续加大。
- **为更好地契合大众消费趋势，公司营销体系正在发生重大转型，由传统的“坐商”向更为市场化的“行商”转变，未来发展空间巨大**  
五粮液转型之四大看点：(1) 力保价量平衡，调低普五出厂价至 609 元/瓶，理顺价格体系基础上积极构建以核心商家为主的直分销体系；(2) 积极布局“全价区覆盖”产品线，初步确立了以“1+5+N”为主的 品牌新格局；(3) 继续推进“走出去”战略，以深度区域化为主线，依托五粮液品牌及渠道势能进行渗透式并购整合扩张；(4) 梳理经销商渠道的同时开始重视新型渠道（如电商）的构建等等。我们此前曾预计，在新的价量平衡点位置，公司面临的 最大难题是在动销恢复后如何有效改善各级经销商的合理利润空间。从目前情况来看，虽然调整的最终效果显现仍需时日，但是趋势正在逐步向好。特别在普五出厂价格下调后，各级经销商的经营情况都获得明显改善，且已经有部分优秀的经销商开始实现盈利。
- **多因素促估值提升预期**  
我们认为，一旦深港通紧随沪港通其后推出，那么五粮液作为当中的稀缺标的，将有望提升估值修复空间预期；未来国企改革亦将成为催化剂。现在正是战略配置期，给予公司 2014/15 年 EPS 为 1.91/2.11 元，对应 PE 为 10/9 倍。维持 7 月 7 日开始将五粮液作为白酒行业首推品种和 2 月 17 日以来强烈推荐白酒板块 50% 空间修复行情观点，“推荐”评级。

## 主要财务指标

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	24,718.59	22,651.37	24,849.85	27,691.71
营业收入增长率	-9.13%	-8.36%	9.71%	11.44%
EBITDA	11,155.72	9,785.40	10,685.15	12,111.94
归母净利润(百万元)	7,972.81	7,242.66	7,999.41	9,064.27
归母净利润增长率	-19.75%	-9.16%	10.45%	13.31%
摊薄 EPS(元)	2.10	1.91	2.11	2.39

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 五粮液 (000858.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

董俊峰(首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

李琰

☎: 010-83571374

✉: liyan\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513060001

特此鸣谢: 岳思铭 010-66568238

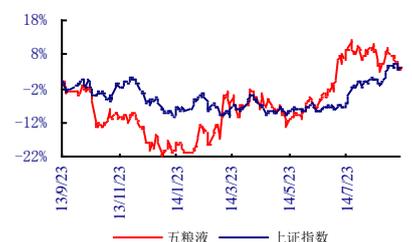
(yuesiming@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间 2014.09.19

A 股收盘价(元)	18.68
A 股一年内最高价(元)	20.35
A 股一年内最低价(元)	14.33
上证指数	2329.45
市净率	1.96
总股本(万股)	379596.67
实际流通 A 股(万股)	379556.47
流通 A 股市值(亿元)	709.01

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

1. 五粮液 (000858.SZ): 期待旺季业绩回升, 估值有望持续修复 20140828
2. 五粮液 (000858.SZ): 战略转变持续推进, 估值修复空间凸显 20140709
3. 五粮液 (000858): 再次出手跨区域并购, 估值变化趋势全反映 20140708
4. 五粮液 (000858.SZ): 调升到白酒首推品种, 估值变化趋势全反应 20140707

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

#### 1、强势的品牌竞争实力

根据最新的草根调研数据，虽然高档白酒消费的市场蛋糕整体在缩小，但茅台、五粮液在这一价格带的产品市场份额却在持续加大至 80% 以上；

2、原有营销体系包括产品策略、渠道策略等调整已经完成，由传统的“坐商”向更为市场化的“行商”转变，未来发展空间巨大；

3、主要预测数据：（1）公司主营收入假设：我们预计 2014/15/16 年公司实现酒类业务收入为 220.33、243.95、273.48 亿元，增速分别为-7.16%、10.72%、12.10%；（2）毛利率假设：我们预计公司 2014~2016 年酒类业务毛利率在 70%-71%。

### 我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司业绩成长性和弹性不足。

我们认为，五粮液的营销体系转型已具备四大看点：（1）力保价量平衡，调低普五出厂价至 609 元/瓶，并在理顺价格体系的基础上积极构建了以核心商家为主的直分销体系；（2）积极布局“全价区覆盖”产品线，初步确立了以“1+5+N”为主的品牌新格局；（3）继续推进“走出去”战略，以深度区域化为主线，依托五粮液品牌及渠道势能进行渗透式扩张；（4）梳理经销商渠道的同时开始重视新型渠道（如电商）的构建等等。我们此前曾预计，在新的价量平衡点位置，公司面临的重大难题是在动销恢复后如何有效改善各级经销商的合理利润空间。从目前情况来看，虽然调整的最终效果显现仍需时日，但是趋势正在逐步向好。特别在普五出厂价格下调后，各级经销商的经营情况都获得明显改善，且已经有部分优秀的经销商开始实现盈利；

我们认为，沪港通开通，白酒作为 A 股消费独有板块具备很强的吸引力，以“茅五洋”为代表的一线白酒蓝筹股已经具备国际估值比较优势，一旦深港通紧随沪港通其后推出，那么五粮液作为当中的稀缺标的，将有望提升估值修复空间预期；未来国企改革亦将成为催化剂。

### 估值与投资建议:

给予公司 2014/15 年 EPS 为 1.91/2.11 元，对应 PE 为 10/9 倍。考虑到公司近一年来的估值变化趋势，维持五粮液为白酒行业首推品种，“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂:

整合收购事件；深港通及国企改革等题材因素超预期；定期报告超预期。

### 主要风险因素:

产品线布局及主品牌市场推广未达预期；竞争加剧导致市场份额下降；行业格局突变；食品安全问题等。

## 目 录

一、白酒行业：多方向关注超额收益投资机会.....	3
(一) 关于白酒行业的核心观点.....	3
1、短期基本面暂难见底.....	3
2、分化中寻找表现优秀的公司.....	3
3、维持板块全年估值修复超额收益预期.....	3
4、关注国企改革等题材性投资机会.....	3
(二) 白酒行业景气度维持低位.....	4
二、五粮液：论行业调整下的品牌+渠道优势.....	6
(一) 五粮液：论白酒行业调整下的品牌竞争力.....	6
条件一：产品的高品质溢价.....	6
条件二：具备广泛的群众基础.....	7
条件三：符合消费者习惯偏好.....	8
(二) 强势品牌下的营销体系调整.....	8
三、外延式增长：新品与原有产品共振.....	12
四、公司具备估值提升空间.....	13
(一) 深港通稀缺标的.....	13
(二) 估值水平有望归常态.....	13
五、附录.....	15

## 一、白酒行业：多方向关注超额收益投资机会

### （一）关于白酒行业的核心观点

#### 1、短期基本面暂难见底

白酒行业基本面仍难言见底。我们认为，2014 年白酒行业仍将维持深入调整态势，在一线名酒逐步恢复并逐级传导的过程中，二线酒企即便能勉强稳住收入，净利润也很难立即止跌回升。至于三线白酒，预计分化将会越来越明显。因此，我们对行业整体判断仍维持谨慎，基本面暂时还未出现见底反转的信号。

#### 2、分化中寻找表现优秀的公司

回归到白酒产业的根本属性进行分析，目前已表现出的白酒行业经营数据的分化并非偶然，未来可能还将得以强化。总体来说，酒企的业绩表现主要与其品牌的强势程度以及营销策略的调整速度相关。我们认为，从行业角度分析，即使最坏情况发生，仍然会有表现优秀的公司。虽然白酒行业具有弱周期性，但经过仔细研究各主要白酒企业的内部新动作，相信在新的竞争环境下，一线和少数区域龙头酒企将会在行业景气度低迷的不利之时逐步放缓跌势，率先得以恢复。

#### 3、维持板块全年估值修复超额收益预期

虽然目前板块基本面暂时难言见底，至少现在各品种的估值水平仍处于历史估值底部区域。因此，我们继续 7 月初来全市场策略角度推荐观点：**调升五粮液为白酒行业首推**（详见此前 4 篇公司及行业报告），后续市场表现符合判断。考虑到现阶段行业已进入消费旺季，对酒类，特别是高端白酒的销售拉动目前已经启动，部分地区以茅台、五粮液为代表的品种销量大幅提升，民间消费的采购热情已然开始展现，特别是商超渠道的采购量已现供不应求，预计包括商超、烟酒行等终端渠道的出货高峰将会持续一段时间，期待终端销售超预期带来板块估值修复（实际上，我们早在 2 月 17 日《白酒行业：估值修复最大行情望到来 中期基本面仍需较为谨慎》开始从策略角度提出“看好白酒板块最高 50% 空间（从底部开始）之估值修复行情”超前观点）。

#### 4、关注国企改革等题材性投资机会

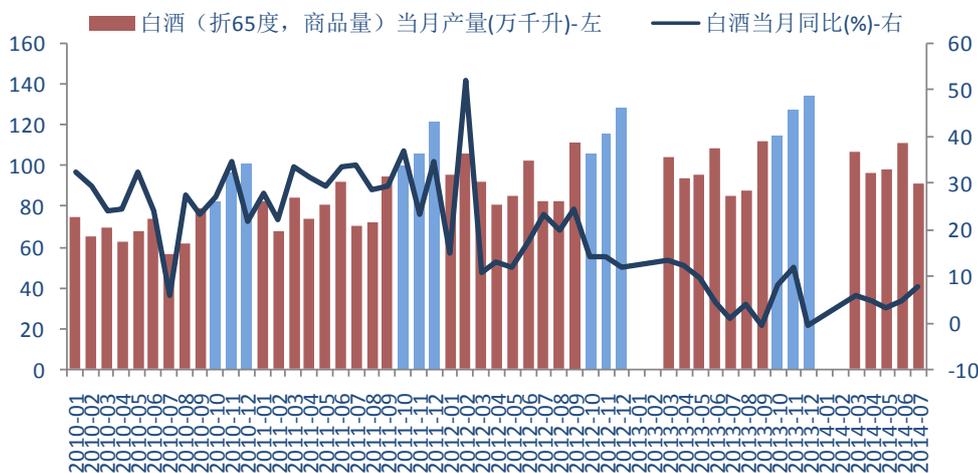
除了 10 月份沪港通的推出可能对白酒行业估值修复行情产生新一轮推动，我们认为，国企改革也将是未来重要的行业性题材投资机会。目前白酒企业改制的主要路径有两大类：一是混合所有制改革，包括股东整合、引入战投以及民营资本直接入股。目前已经涉及的上市酒企包括：沱牌舍得（已公告射洪县人民政府拟引入战略投资者对沱牌集团进行战略重组）、酒鬼酒（中粮或有望间接入股其实际控制人）、金种子酒（媒体报道复兴集团有望成为其第二大股东）；二是激励机制改革。涉及的公司主要有：贵州茅台（大股东承诺推进股权激励，改善激励机制）、五粮液（高管薪酬改革已率先启动，未来将聚焦管理体制和股权结构改革、营销体制以及多元化改革等）。我们预计，接下来白酒行业国企改革将有望提速，看好未来相关受益酒企的业绩表现。

此外，从策略角度：（1）市场对大盘前景不是确定性明确看多，因此防御类品种存在一定市场需求；（2）存在受资金流动影响的板块轮动因素；（3）存在补涨因素。因此，我们认为白酒行业仍具备良好的投资价值。

## （二）白酒行业景气度维持低位

自 2012 年底白酒行业开始步入调整以来，这一轮调整已进入第三个年头。从目前调整的结果来看，以茅五为代表的部分名酒去泡沫、去库存已经比较充分，限制“三公消费”政策对高端白酒需求的抑制也已初步见底，我们预计，未来行业有望在白酒消费旺盛的民间需求拉动下步入复苏。

图 1：我国白酒行业 2010-2014 年前 7 月单月产量及增速变动



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2014 年 1-7 月我国白酒行业实现累计产量 700.56 万千升，同比增长 7.04%。就累计产量增速水平来看，比上年同期减少 1.36 个百分点，环比基本持平。其中，7 月单月实现产量 90.50 万千升，同比增长 7.79%，比上年同期增长 6.57 个百分点，环比也提升了 3.07 个百分点。

2014 年 1-7 月，我国白酒行业累计实现主营业务收入 2817 亿元，累计同比增长 5.53%（比上年同期减少 4.88 pct.）；实现利润总额 377.84 亿元，累计同比增速为-12.96%（比上年同期下滑 15.69 pct.），盈利能力仍不甚理想。我们认为，在经历 2013 年由于宏观经济不景气以及政策等诸多因素对行业所造成的负面影响后，规模以上白酒企业的收入以及利润总额增速均呈现明显的下滑趋势。特别是利润总额增速在前期维持一定高位的情况下，于 2012 年底开始出现下滑，且下滑速度在 2013 年 5 月传统淡季期间出现明显加快，至 8 月现近两年来首次负增长后，2014 年 7 月依然维持利润总额增速为负。总体来说，白酒行业景气度仍处于低位。

图 2: 我国白酒行业收入累计值及增速变动(2000-2014 年 1-7 月)



图 3: 我国白酒行业利润总额累计值及增速 (2000-2014 年 1-7 月)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

2014 年 1-7 月白酒行业毛利率为 31.48%，延续拐点向下趋势。2014 年 1-7 月，我国白酒行业主营成本为 1930.16 亿元，同比增长 10.68%，毛利率为 31.48%，环比上月，下降 0.32 个百分点；对比去年同期，下滑 3.02 个百分点。

利润总额比率自 2013 年 3 月份出现拐点以来，始终处于 17% 以下。据我们测算，2014 年 1-7 月行业利润总额比率为 13.41%，同比下滑 2.74 个百分点，环比下滑 0.5 个百分点。考虑到目前白酒行业景气度偏低，企业在产品销售方面投入依然较大，利润总额比率短期恐难以改善。

图 4: 我国白酒行业毛利率水平变动 (2000 -2014 年前 7 月)

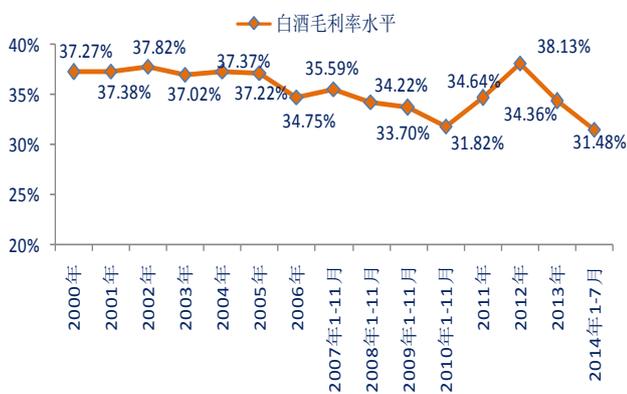


图 5: 我国白酒行业利润总额比率变动 (2000-2014 年 1-7 月)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

## 二、五粮液：论行业调整下的品牌+渠道优势

### （一）五粮液：论白酒行业调整下的品牌竞争力

我国的白酒历史源远流长，在中国酒类行业中占的比重最大，且始终代表着中国传统文化的精髓。现今，作为弱周期消费品行业，拥有着深厚底蕴和价值的白酒品牌，是支撑产品溢价的核心要素。我们认为，产品的价格与其品牌竞争力有着很强的正相关性，高价往往是由强劲的品牌力作支撑。然而，品牌的打造并非一朝一夕之事，因此，白酒行业中目前具备绝对品牌竞争实力的企业依然相当有限。

1909年，“利川永”烤酒作坊老板邓子均，采用红高粱、大米、糯米、麦子、玉米五种粮食为原料，酿造出了香味纯浓的“杂粮酒”，送给当地团练局文书杨惠泉品尝，他认为此酒色、香、味均佳，又是用五种粮食酿造而成，使人闻名领味。从此，这种杂粮酒便以五粮液享于世人，流芳至今。蜚声中外、誉满神州的四川宜宾五粮液酒厂所产的交杯牌、五粮液牌五粮液（由“荔枝绿”——宜宾元曲而来），在中国浓香型酒中独树一帜，为四川省的六朵金花之一。它以“香气悠久，滋味醇厚，进口甘美，入喉净爽，各味谐调，恰到好处”的风格享誉世界。

表 1: 公司品牌价值情况

川酒六金花	五粮液-宜宾、泸州老窖-泸州、剑南春-绵竹、全兴大曲-成都、郎酒-古蔺、沱牌曲酒-射洪
十七大名酒	茅台、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡、董酒、西凤酒、泸州老窖、全兴大曲、双钩大曲、特制黄鹤楼、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：中国银河证券研究部整理

根据 2013（第 19 届）中国 100 品牌价值榜”公布的数据显示，五粮液的品牌价值再创新高，以 701.58 亿元再次蝉联百强第三名，连续 19 年稳居该榜单食品行业第一，是名符其实的龙头企业。那么，品牌对于消费者选择的重要性到底表现在哪些方面呢？我们认为，至少应该具备如下三大条件：

#### 条件一：产品的高品质溢价

消费者之所以喜欢某种产品，是因为他们相信这一产品给他带来的利益比同类竞品更大。以白酒来说，区分各类产品间的差异无外乎包含有：酿造工艺、酿造条件、香型、地理因素、原料、制作流程等几大类。因此，从这个角度来说，**五粮液无疑是具有高度稀缺性的。**

#### ● 独有的自然生态环境使五粮液独具唯一性

宜宾属亚热带到暖湿带的立体气候，山水交错，年平均气温在 15℃-18.3℃ 间，全年降雨量高达 1200 毫米/年·平均，年平均相对湿度 81-85%，年平均日照 950-1180 小时，常年温差和昼夜温差小，湿度大，土壤丰富，有水稻土、新积土、紫色土等六大类优质土壤，非常适合种植糯、稻、玉米、小麦、高粱等作物。这些正是酿造五粮液配方中的主要原料。特别是宜宾紫色土上种植的高粱，属糯高粱种，所含淀粉大多为支链淀粉，是五粮液独有的酿酒原料。而五粮液筑窖和喷窖用的弱酸性黄粘土，粘性强，富含磷、铁、镍、钴等多种矿物质，尤其是镍、钴这两种矿物质只有五粮液培养泥中才有微弱量，其他酒厂的培养泥中都没

有。这个生态环境非常有利于酿酒微生物的生存。五粮液的生产需要 150 多种空气和土壤中的微生物参与发酵，因此，必须要有能适应 150 多种微生物共生共存的自然生态环境，而这样的环境只有在万里长江第一城的宜宾才能找到。如果缺了这些环境，五粮液的酒味就没有这么全面，这都使得五粮液更具独有性。

### ● 独有的酿造工艺使五粮液十里酒城上空形成了独有的微生物圈

五粮液的工艺技术是独有的，采用独有的“包包曲”作为空气和泥土中的微生物结合的载体，非常适合酿造五粮液的 150 多种微生物的均匀生长和繁殖，而其他白酒只利用了空气中的微生物，所以酒味不全面。而五种粮食的配方，更将不同粮食的香气和产酒的特点融合在一起，形成了“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、各味谐调、恰到好处、尤以酒味全面而著称”的风格特点，在浓香型白酒中独占鳌头。

## 条件二：具备广泛的群众基础

关于这一大条件，我们从白酒的品牌定位以及消费细分上来进行分析。

### ● 大众消费领域

在此轮行业调整之前，五粮液作为一线高端名酒的代表，其目标消费群体主要聚焦在“三公消费”以及高档商务宴请等人群上。然而，此次的行业危机迫使公司进入深入调整阶段，从消费品的根本属性出发，重回市场化轨道运作。从终端市场草根调研的结果来看，公司以五粮春、五粮醇为代表的中低端产品销售良好，且保持着增长之势。我们认为，这一数据可部分验证了五粮液在大众消费领域所展现出的品牌实力。

通过观察研究大众消费白酒的属性，我们发现，其更多地表现出一种惯性，在强调大众化的生活方式之余，品牌的选择一方面是契合了消费结构升级的基本要求；另一方面则是在消费者深层次的心理上更多地满足了虚荣心的要求。更为重要的是，大众消费需求提升，可使得企业占有更多的市场份额，从而拉大与其他同类品牌间的竞争优势。目前，这在五粮液与泸州老窖之间表现的尤为突出。

### ● 上层消费领域

应该说，以往五粮液在上层消费领域已经具有了一定优势，但是，随着原先以政府、军队为代表的主流消费人群受限，一线高档名酒不得不开始转入商务领域来寻求更大的市场。虽然和红酒的时尚、新潮、清爽、不易醉相比，白酒的粗放、强烈和传统往往面临着一些争议，但是从目标消费群体角度来看，随着 70 后人群逐渐成为社会组织结构的中流砥柱和财富的拥有者，他们的消费喜好仍然支撑着白酒的消费。作为人际交流的重要媒介，因工作应酬而饮酒仍是当前白酒消费最主要的形态。

在“禁酒令”之后，白酒消费群体的消费方式发生变化。根据调查数据显示，商务场合白酒消费的主流价位区间为 151-450 元。消费者在商务场合首选白酒价位集中在 151-300 元之间和 301-450 元之间。高收入群体中，消费价位在 600 元以上比例则占到了 37.2%，远高于低收入群体和中等收入群体。同时，从喝酒的频率来看，高、中、低收入者一周至少喝 2 次酒的比例分别为 70.2%、53% 和 36%。因此，我们认为，五粮液在将主品牌价格带降至 600 元左右之后，正好契合了在社交场合需要高频次喝酒的高收入阶层消费群体的消费需求，在这一领域

上的优势目前已表现的十分显著。

### 条件三：符合消费者习惯偏好

白酒消费是一种习惯性的消费行为。不同地域有着不同的消费习惯。在目前的中国来看，浓香型白酒的消费人群远高于酱香型消费人群。因此，导致浓香型白酒成为本轮行业调整中受影响相对较大的产品品类。我们预计，未来浓香型白酒的产业集中度将会越来越高，白酒行业将迎来真正意义上的浓香大战。

那么，纵观整个浓香型白酒品类，我们认为，五粮液正在逐一满足以上三要素，充分发挥自身在原有高档商务社交市场优势的同时，正积极转型深入迈进大众消费领域，稳步提升提升自身市场占有率，以期能在行业转型的过程中抓住机遇，以龙头之势重获未来新一轮增长。

## （二）强势品牌下的营销体系调整

五粮液营销转型之四大看点：

### 1、降价顺渠道 保价量平衡

调低产品出厂价，从根源上解决了持续困扰公司业绩的产品价格“倒挂”问题。

回顾历史，自 2001 年 12 起至今，五粮液共经历了数十次调价。除了最近的一次，价格可谓是一路上涨。调价起初是提价频、幅度小，2010 年开始大幅提价，直至 2014 年 5 月重回 609 元/瓶。

表 2：五粮液历史调价情况

	出厂价:52度五粮液:500ml (元/瓶)	调价幅度:高度五粮液 (%)
2001年12月	249	0
2003年9月	330	32.5
2005年1月	343	4
2006年1月	348	1.5
2006年7月	368	5.8
2007年2月	388	5.5
2007年10月	418	7.7
2008年1月	438	4.7
2010年1月	509	16.2
2011年9月	659	30
2013年2月	729	10.62
2014年5月	609	-16.46

资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

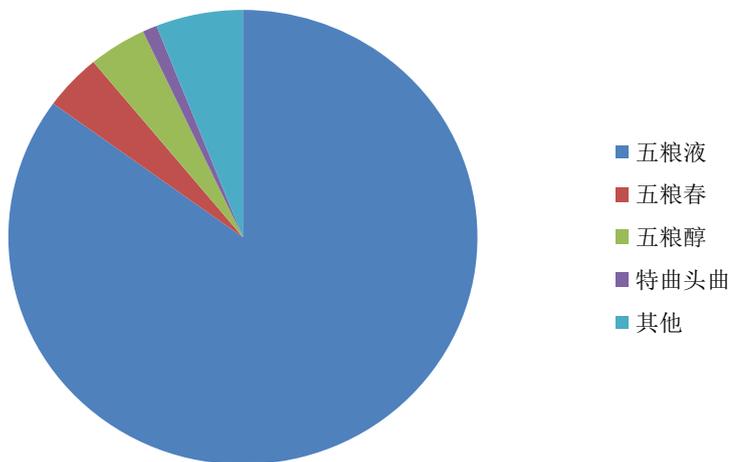
自 2013 年以来，因渠道库存较高，五粮液的核心产品普五在市场上一度出现“倒挂”现象。鉴于此，2014 年 5 月份，五粮液终于宣布调价。普五出厂价下调 120 元至 609 元，团购价 659 元，零售指导价 729 元，随后也对其他产品进行了调价。

单纯从出厂价的角度来看，2013 年公司在普五 729 元/瓶的基础上通过一系列的返利及补贴政策，实际拿货成本大经销商约在 580-590 元；而小经销商则在 620-630 元。换言之，当此前普五一批价在 600 元/瓶上下时，大经销商特别是核心经销商可基本实现盈亏平衡甚至部分略有盈余，但对小经销商而言，经营压力是显而易见的。我们认为，公司此番降价的主要目的是为了从根源上解决渠道串货等不良因素，加强价格管控，提升市场信心。最终在价格稳定透明的基础上，通过下半年旺季的快速走量抬升一批价格，使经销商回归正常打款。

## 2、积极布局“全价区覆盖”产品线

在产品结构方面，公司通过开发高价位的低度产品，以及特曲、头曲、绵柔尖庄等中低端产品，现已初步确立以“1+5+N”为主的品牌新格局。具体分析：“1”是指高端产品普五（包含 1618），发展战略是抢占市场份额，深度挖掘渠道资源；“5”是指中低档腰部产品，包括五粮春、五粮醇、特曲头曲、绵柔尖庄和六和液五大重点品牌；“N”则是特定区域市场中的区域性品牌。于今年 8 月 29 日正式推出的其核心产品系列新成员“五粮人家”酒，成功实现了五粮液“1+5+N”产品布局战略规划下的第一款区域产品的顺利上市。我们认为，此举标志着五粮液的“产品创新”战略正式部署落实，针对行业调整期设定的市场操作精细化、产品布局区域化、品牌发展亲民化的“新名酒运动”正式拉开了高速发展的序幕。

图 6：分产品收入贡献分析



资料来源：调研数据，中国银河证券研究部整理

从收入贡献来看，目前主品牌五粮液仍然是主要的收入来源，但从实际调研数据来看，普五并不是公司销售量最大的单品，因此，价格的稳定就成为稳定公司收入的核心要素。经过 2014 年以来的不断顺价调整，目前价格已经基本稳定，我们认为，随着下半年旺季终端需求的提升，预计下半年产品的单价也或将企稳且得到部分修复。如果此预期在旺季能顺利得到验证，那么五粮液整体业绩在 2015 年将复苏有望。

### 3、积极构建以核心商家为主的直分销体系

五粮液此前最为市场所担忧的就是其杂乱无序的经销商管理，长久以来的“坐商”使得公司的经销商不仅数量多、乱，而且市场运作的能力较弱。这也使得在行业的调整初期公司出现了如“串货”、“价格倒挂”等各类问题，影响了公司的业绩表现。基于对行业调整周期中长期的判断，公司在本轮调整中尽快完成对渠道的梳理，由“坐商”变为“行商”就显得尤为迫切了。因此，公司在调整经销商结构的过程中，选择积极扶植有能力的核心大商，淘汰掉缺乏市场竞争力的部分小经销商，重新构建市场化的网络体系，提高商家的服务能力、管理能力和配送能力。在一系列转变的基础上，公司的渠道重新变为“由公司直接管理核心经销商（约500家各区域中的优秀商家），其余经销商变为分销商向核心经销商拿货”的直分销体系。

同时，为保证市场运作更加积极有效，增强公司对渠道的影响力，公司提出设立华北、华东、华南、华中、西南、西北以及东北七大营销中心，并已于今年7月基本完成全国七大营销中心的布局。公司希望依托营销中心作为营销服务平台，开展深度分销，并联合部分经销商在条件成熟的情况下组建合资公司，以此来提升五粮液在各个区域的市场占有率。而前述提到的8月29日在武汉新推出的“五粮人家”酒，就是为了实践五粮液的营销体系改革而生，其业绩也将与五粮液华中区域的管理层挂钩。未来也将考虑引进部分经销商联合组建营销公司，实现混合所有制在营销体系上的实践。

图 7：五粮液遍布全球的营销网络



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

我们认为，通过营销中心自建渠道将有利于增强公司对渠道的影响力。五粮液设立全国七大营销中心，并在此基础上设立子公司，通过引入民营资本混合所有制，给予了子公司更大的市场自主权，对进一步贴近市场、增强对市场的反应能力都将起着积极的促进作用，表明了公司为强化新型厂商关系所做的努力。但是，如何通过有效的激励政策来激发各级管理团队的积极性或将是未来公司改革的重点方向之一。

#### 4、重视新型渠道（如电商）的多元化构建

我们认为，考虑到目前年轻一代新兴的消费习惯趋势，未来多元化的渠道构建是快消品行业亟待重点关注的方向之一。现阶段，五粮液在线上渠道已经与酒仙网和京东建立了战略合作关系，其中以京东为例，签订的协议是三年累计销售 50 亿元。在发展补充渠道的同时，为了减少线上渠道的低价策略对传统经销商渠道产生价格上的冲击，公司还特别推出了针对电商渠道的专属产品。预计未来在这些全新且多元化的新兴渠道中还会有更多深层次合作，比如，利用电商平台所拥有的大量消费者数据库、丰富的行业运营经验、庞大的自建物流体系以及自主研发的信息技术体系，与公司的各项业务展开深度对接，以达到促进现有产品潜力、推进新市场的开发、规范市场秩序、维护品牌形象以及共享资源等长期发展目标。

### 三、外延式增长：新品与原有产品共振

按照我们对白酒行业业绩压力将逐级传导的判断,那么接下来区域型白酒势必将面临一轮大调整。在这个过程中,除了会有一批区域强势品牌依靠有力的细分市场优势实现突围外,其余地区性品牌业绩恐将持续承压,甚至亏损。因此,我们认为,调整促使资产价格回落,白酒行业将会迎来一波并购高潮。

在上述背景下,五粮液早在调整初期便出资 2.55 亿元与和君咨询、邯郸市政府三方共同投资河北永不分梨酒业股份有限公司,作为五粮液整合的首家区域白酒企业,控股永不分梨酒业被认为是五粮液重组区域品牌、投资白酒灌装基地的第一步。进入 2014 年,五粮液继续推进“走出去”战略,以深度区域化为主线,依托五粮液品牌及渠道势能进行渗透式扩张。我们通过梳理公司今年的营销调整工作发现,“走出去”战略正依托华中市场的试点落地。

7 月 7 日,五粮液发布公告称将出资 2.55 亿投资河南五谷春酒厂 51%的股权,而五谷春酒业将采取委托生产模式,重点打造“乌龙”与“金谷春”两个品牌,借助当地强大的资源品牌,打造区域强势品牌。我们认为,这是参照此前河北模式进行的整合与重组,最终以形成各个灌装基地和区域品牌运作基地点面结合的布局。预计 2015 年公司将会继续开展并购业务以获得外延式增长。

在对外收购兼并的基础上,我们同样可以看到,原有区域品牌+新品的共振与配合。8 月 29 日,五粮液推出首款区域营销品牌“五粮人家”酒,由五粮液公司直营、华中营销中心直管、经销商直销的三级直属管理模式,重点针对湖北、湖南、河南、江西四个中部省区。至此,华中营销中心已初步形成“2+1+N”(2:指乌龙和金谷春品牌;1:指五粮人家;N:指五粮液其他品牌产品)的品牌战略格局。我们认为,这一完善的中低档产品布局可对渠道产生更为充分的渗透,将有利于五粮液在华中地区抢占市场份额。

图 8: 五粮液华中地区代表性产品



金谷春

五粮人家 (家酿) 五粮人家 (家藏)

乌龙

资料来源: 中国银河证券研究部整理

## 四、公司具备估值提升空间

### (一) 深港通稀缺标的

证监会近期已公开表态，在沪港通试点取得经验的基础上，支持深港两地交易所进一步加强合作。这意味着，**深港通有望在沪港通后推出。**

我们认为，沪港通开通，白酒作为 A 股消费独有板块具备很强的吸引力，以“茅五洋”为代表的一线白酒蓝筹股已具备国际估值比较优势，一旦深港通紧随沪港通其后推出，那么五粮液作为当中的稀缺标的，将有望提升估值修复空间预期。

### (二) 估值水平有望归常态

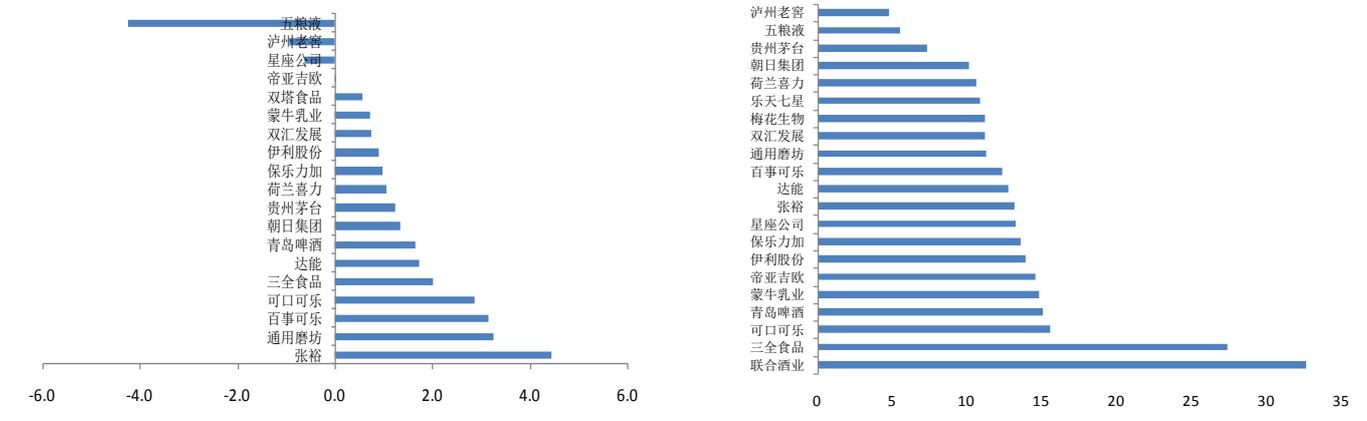
在此前多篇白酒行业报告中，我们曾判断：虽然板块基本面暂时难言见底，至少现在各品种估值水平处于历史估值底部区域，提示投资者注意把握好机会。

表 3: 全球同行估值对比: 寻找可比水平 (倍)

公司	货币	股价 (元)	市值 (百万元)	EV/EBITDA		PE			CAGR (13-15)	PEG	ROE	PB	总资产周转率
				13A	14E	13A	14E	15E					
青岛啤酒	CNY	40	57,807	20	15	28	24	21	15	1.7	14.0	3.6	1.0
青岛啤酒	HKD	57	73,085	20	15	39	30	26	24	1.2	14.0	4.2	1.0
伊利股份	CNY	28	84,883	17	14	25	21	17	23	0.9	24.0	4.9	1.5
蒙牛乳业	HKD	37	72,166	19	15	41	27	22	38	0.7	11.4	2.8	1.3
张裕	CNY	32	19,096	5	13	21	20	19	5	4.4	14.0	3.2	0.5
五粮液	CNY	19	72,807	4	6	9	11	10	-2	-4.3	17.3	1.9	0.4
贵州茅台	CNY	164	187,185	6	7	12	11	10	9	1.2	37.8	4.1	0.6
泸州老窖	CNY	18	25,675	4	5	7	10	9	-11	-0.9	27.4	2.6	0.6
三全食品	CNY	19	76,56	37	27	66	53	41	26	2.0	4.1	4.2	1.4
双汇发展	CNY	36	79,771	14	11	21	18	13	25	0.7	34.2	5.8	2.6
联合酒业	INR	2259	328,310	41	33	-22	73	43	N/A	N/A	-114.8	10.9	0.7
朝日集团	JPY	3371	1,630,168	10	10	25	21	19	16	1.3	8.2	1.8	1.0
百事可乐	USD	91	138,308	12	12	21	20	19	6	3.1	29.7	5.9	0.8
可口可乐	USD	42	184,954	17	16	22	20	19	7	2.9	24.7	5.4	0.5
通用磨坊	USD	53	32,473	12	11	18	18	17	5	3.2	24.1	4.3	0.8
星座公司	USD	86	16,581	36	13	8	20	18	-32	-0.6	50.6	3.1	0.5
荷兰喜力	EUR	59	34,485	10	11	25	20	18	19	1.0	11.6	3.0	0.6
帝亚吉欧	GBP	1830	45,988	15	15	1968	19	17	968	0.0	32.4	6.7	0.4
保乐力加	EUR	92	24,443	13	14	24	19	17	19	1.0	9.0	2.1	0.3
达能	EUR	54	35,003	12	13	22	20	18	12	1.7	9.5	3.0	0.7

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部整理

图 9: 全球龙头公司 PEG、EV/EBITDA14E (倍)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

由于前期强烈推荐茅台表现已基本反映出市场预期，因此，我们建议投资者目前需继续从估值修复的角度挖掘仍存在一定弹性空间的品种，考虑到五粮液近一年来的估值变化趋势，维持其作为白酒板块首推品种推荐。

## 五、附录

**五粮液 (000858.SZ) 财务预测表 (百万元)**

资产负债表				利润表			
	2013	2014E	2015E		2013	2014E	2015E
货币资金	25763.50	43312.08	37405.86	营业收入	24718.59	22651.37	24849.85
应收和预付款项	312.46	326.77	358.96	营业成本	6610.41	6390.55	7339.31
存货	6885.59	6228.83	8832.60	营业税金及附加	1849.03	1738.28	1882.49
其他流动资产	3980.68	1299.35	4444.23	营业费用	3382.18	2989.98	2981.98
长期股权投资	120.58	121.34	121.65	管理费用	2263.64	2265.14	2484.99
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	财务费用	-826.88	-972.90	-1170.18
固定资产和在建工程	5905.19	4622.59	4697.27	资产减值损失	5.01	3.81	4.46
无形资产和开发支出	293.64	259.50	275.79	投资净收益	4.30	3.24	3.51
其他非流动资产	867.88	517.78	656.31	公允价值变动损益	-7.07	-2.92	-3.07
资产总计	44129.50	56688.24	56792.66	其他经营损益	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	营业利润	11432.43	10236.83	11327.24
应付账款	583.99	167.84	1300.02	其他非经营损益	-185.35	-48.60	-65.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	利润总额	11247.08	10188.23	11261.43
其他负债	6526.23	14619.56	7545.69	所得税	2924.86	2649.50	2928.60
负债合计	7110.22	14787.40	8845.72	净利润	8322.22	7538.72	8332.84
归属母公司股东权益	36092.64	40678.12	46390.81	少数股东损益	349.40	296.07	333.43
少数股东权益	926.64	1222.71	1556.14	归属母公司股东净利润	7972.81	7242.66	7999.41
股东权益合计	36092.64	40678.12	46390.81	每股收益 (EPS)	2.10	1.91	2.11
负债和股东权益合计	44129.50	56688.24	56792.66				
现金流量表				财务指标			
	2013	2014E	2015E		2013	2014E	2015E
净利润	8322.22	7538.72	8332.84	毛利率	73.26%	71.79%	70.47%
折旧与摊销	681.54	633.30	634.48	销售净利率	33.67%	33.28%	33.53%
经营性现金净流量	339.38	18440.39	-4045.57	ROE	22.48%	17.99%	17.38%
投资性现金净流量	-434.02	802.20	-747.35	ROA	18.86%	13.30%	14.67%
筹资性现金净流量	-2200.14	-1694.00	-1113.30	ROIC	21.43%	16.62%	16.01%
现金流量净额	-2294.78	17548.59	-5906.23	销售收入增长率	-9.13%	-8.36%	9.71%
EBITDA	11155.72	9785.40	10685.15	营业利润增长率	-16.56%	-10.46%	10.65%
				净利润增长率	-19.75%	-9.16%	10.45%

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 我国白酒行业 2010-2014 年前 7 月单月产量及增速变动 .....	4
图 2: 我国白酒行业收入累计值及增速变动(2000-2014 年 1-7 月) .....	5
图 3: 我国白酒行业利润总额累计值及增速 (2000-2014 年 1-7 月) .....	5
图 4: 我国白酒行业毛利率水平变动 (2000 -2014 年前 7 月) .....	5
图 5: 我国白酒行业利润总额比率变动 (2000-2014 年 1-7 月) .....	5
图 6: 分产品收入贡献分析 .....	9
图 7: 五粮液遍布全球的营销网络 .....	10
图 8: 五粮液华中地区代表性产品 .....	12
图 9: 全球龙头公司 PEG、EV/EBITDA14E (倍) .....	14

## 表格目录

表 1: 公司品牌价值情况 .....	6
表 2: 五粮液历史调价情况 .....	8
表 3: 全球同行估值对比: 寻找可比水平 (倍) .....	13
五粮液 (000858.SZ) 财务预测表 (百万元) .....	15

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 中国银河证券食品饮料团队，2013 年和 2011 年新财富最佳分析师。

**董俊峰，食品饮料行业分析师(首席)。**1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

**李琰，食品饮料行业分析师。**2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

二人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn