

五粮液(000858.SZ)

主业经营稳健，改革落地将增强公司系统

竞争力

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**30.6**
 分析师 联系人
 胡彦超 范劲松
 S0740512070001
 021-20315176
 huyc@r.qlzq.com.cn fanjs@r.qlzq.com.cn
 2015年11月23日

基本状况

总股本(百万股)	3,796
流通股本(百万股)	3,796
市价(元)	25.75
市值(百万元)	97,746
流通市值(百万元)	97,746

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	24,718.	21,011.	21,827.	23,409.	25,725.
营业收入增速	-9.13%	-15.00%	3.89%	7.25%	9.89%
净利润增长率	-19.75%	-26.81%	5.20%	8.29%	11.50%
摊薄每股收益(元)	2.10	1.54	1.58	1.71	1.90
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	7.46	13.99	16.76	15.47	13.88
PEG	—	—	3.22	1.87	1.21
每股净资产(元)	9.51	10.39	11.07	12.08	13.23
每股现金流量	0.38	0.21	1.17	1.67	1.68
净资产收益率	22.09%	14.80%	14.23%	14.13%	14.38%
市净率	1.65	2.07	2.38	2.19	2.00
总股本(百股)	3,795.9	3,795.9	3,895.9	3,895.9	3,895.9

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 占公司营收近7成的支柱产品五粮液近2年半价格一直处于倒挂状态，普五的价格以及动销情况牵动着每位经销商和投资者的心。我们认为2012-2014年公司业绩的下滑主要是需求不足导致价格的倒挂，经销商亏损出局从而驱动公司销售额的不断走低，普五价格倒挂的水平反映出经销商的渠道动力，也折射出真实的供需，解决普五倒挂问题是当务之急，通过五种解决倒挂方式比较分析我们认为近1-2年倒挂难以解决，期待混改新生力量来加速破局，混改落地将成为公司近期业绩增长的引擎。
- 公司业绩弹性主要来源普五。目前公司五粮液收入占比67%，贡献的毛利润占比81.5%。是公司业绩的核心驱动力。公司价格体系以52度普通五粮液为基础，其余度数产品以作为参照来核定价格，普五的价格成为公司业绩的重要风向标。
- 我们认为普五的需求不足是导致产品倒挂的核心原因。我们认为出现一批价比出厂价便宜的核心原因是需求的相对萎缩拉低一批价，而不是公司补贴策略来驱动经销商在成本下之下甩货。出现低价甩货的行为不是公司策略的问题，而是市场的需求不好，经销商不看好后市而套现。从另一层面来讲，2014年底补贴取消后，一批价倒挂依旧存在，也说明了政策对倒挂的形成只是表象，核心还是需求的相对萎缩来推动价格重心的下移。
- 五种方式可解决倒挂。公司要解决倒挂的方式我们认为有五种方式，控制供给(1)、调整价格(2,3)以及增加需求(4,5)，我们对这五种方式各做了利弊、可行性的分析后认为，解决倒挂可行的方式是需求明确提升以及公司渠道力的强化。

- **公司未来 1-2 年可实现正增长，倒挂可缓解但难以解决。**白酒上市公司整体向好，环比增长加速。从公布的白酒上市公司第三季度季报来看，前三季度实现营收 836 亿元，同比增长 5.86%。高端白酒总体向好，全年销量有望实现 5-10% 的增长。总体来看高档白酒景气度总体在回升，我们认为此轮回升是 2014 年超跌之后的修复，行业的实质性好转仍需时日。五粮液近期动销数据可观，并且预估明年的基础好于今年，我们认为五粮液未来 1-2 年实现个位数增长的概率较大，倒挂可缓解但难以解决。
- **渠道动力不足的现状短期难以改变，国改可注入新动力来加速解决倒挂。**从公司的报表数据以及一批价格来看，普五的需求回升不强劲，一批价格依旧难以提升，缺乏利润驱动的团队动力难以释放。而摆在眼前的最大动力则来自于国企改革，通过股权激励方案重新注入动力，打破渠道微利或没利润的桎梏，从而破局倒挂的局面。
- **如能顺利解决倒挂。将激发优质经销商团队营销动力，吸引新生经销商团队来实现渠道扩充，进而巩固其主导产品在 650 元价位段的核心竞争优势以及浓香型白酒龙头的地位，在行业无明显增量的现在，强势品牌有望实现快速整合，五粮液如能把握好解决倒挂带来的行业整合机会，未来 3-5 年有望在 4000 亿的浓香型白酒市场中取得 10% 以上的市场份额；与此同时，大单品的扩张将提高产品的毛利率。届时，将开启利润新一轮的增长。**
- **公司的混改落地将强化公司系统作战能力。**我们认为公司的改革方案引入员工、经销商，有助于公司的政令合一、利益一致，激发公司经营活力。公司的混改落地将强化公司系统作战能力。公司混改所涉及的三大领域：（1）**信息化建设项目**：将有助于解决公司信息化程度与消费不匹配问题，提高管理半径，减少库存，降低管理成本。（2）**营销中心建设项目**：将有助于整合各类营销资源，增强营销管理辐射能力，提升决策速度和管理，实现公司营销组织向中心城市前移。（3）**服务型电子商务平台**：电商的运营将拉近消费者距离、增加产品曝光度和面市率、树立价格标杆。公司的混改落地将成为公司业绩加速增长的引擎。
- **我们认为制约公司增长的核心问题价格倒挂近 1-2 年难以解决，需混改来破局，破局前公司业绩大概率实现个位数增长。**公司经历了 2012-2014 年的下滑之后市场的主要利空已出清，前三季度收入出现了正增长，因公司渠道动力不足我们认为今年普五的销量增长将维持低位（我们预估报表反映增 1.5%），今年公司业绩大概率实现个位数增长，混改方案的落地将有助于倒挂问题的解决进而加速公司的增长。
- **目标价 30.6 元，维持“买入”评级。**我们预计 2015-2017 年分别实现净利润 64.71、70.02、78.09 亿元，同比增长 5.20%、8.58%、11.21%，对应 EPS 为 1.58、1.71、1.90 元。目标价 30.6 元，对应 2016 年 18 倍 PE，维持“买入”评级。

内容目录

公司介绍：普五是公司业绩主要弹性来源	- 6 -
收入结构：五粮液给公司贡献 70%收入，80%毛利率.....	- 6 -
价格体系：52 度普五主导，系列酒跟随.....	- 7 -
正增长可期，但解决一批价倒挂尚需时日	- 8 -
需求不足导致价格重心下移是形成倒挂的核心原因.....	- 8 -
解决倒挂问题的五种方式.....	- 10 -
公司经营稳健，未来 1-2 年有望实现正增长，倒挂可缓解但难以解决.....	- 11 -
国改将加速倒挂问题解决.....	- 14 -
公司改革：混改落地将强化公司综合系统实力	- 15 -
营销改革：营销中心成立拉近终端距离，电商稳步推进初显成效.....	- 15 -
混改：强化公司系统竞争力.....	- 16 -
投资建议：维持“买入”评级，目标价 30.6 元	- 18 -

图表目录

图表 1: 公司白酒收入占比 95.7%.....	- 6 -
图表 2: 五粮液毛利占比 81%.....	- 6 -
图表 3: 五粮液的系列产品以及价格带.....	- 6 -
图表 4: 五粮液相对增速缓慢.....	- 6 -
图表 5: 五粮液高端酒.....	- 7 -
图表 6: 系列酒产品及价格带.....	- 7 -
图表 7: 系列酒的增速.....	- 7 -
图表 8: 普五的价格变化.....	- 8 -
图表 9: 公司收入的变化.....	- 8 -
图表 10: 白酒营业收入增速.....	- 8 -
图表 11: 白酒净利润增速.....	- 8 -
图表 12: 2012-2014 年白酒行业利润增速回落.....	- 9 -
图表 13: 2012 年至今白酒行业毛利率创新低.....	- 9 -
图表 14: 五、泸、洋收入及利润负增长.....	- 9 -
图表 15: 2012-2014 年高端酒需求量下滑明显.....	- 10 -
图表 16: 2012-2015 年飞天茅台价格逐步回落.....	- 10 -
图表 17: 五粮液一批价跌至出厂价之下.....	- 10 -
图表 18: 解决倒挂的五种方式.....	- 11 -
图表 19: 浓香领域 CR3 占比 10.13%.....	- 11 -
图表 20: 各子行业集中度.....	- 11 -
图表 21: 白酒上市公司前三季度营收情况 (亿元).....	- 12 -
图表 22: 2015 年高端白酒全年新增销量约 4000 吨.....	- 13 -
图表 23: 泸州老窖高端白酒的市占率 (%).....	- 13 -
图表 24: 公司产品的毛利率 (%).....	- 13 -
图表 25: 酒业电商京东、天猫占 77%.....	- 13 -
图表 26: 双十一电商情况.....	- 14 -
图表 27: 酒类交易指数排名前十的品牌列表.....	- 14 -
图表 28: 高端产品营销方式及特点.....	- 14 -
图表 29: 五粮液给经销商的政策.....	- 15 -
图表 30: 五粮液价格倒挂.....	- 15 -
图表 31: 五粮液销量预测 (吨).....	- 15 -
图表 32: 营销中心维护经销商和终端, 深耕渠道.....	- 16 -
图表 33: 七大营销中心分布.....	- 16 -

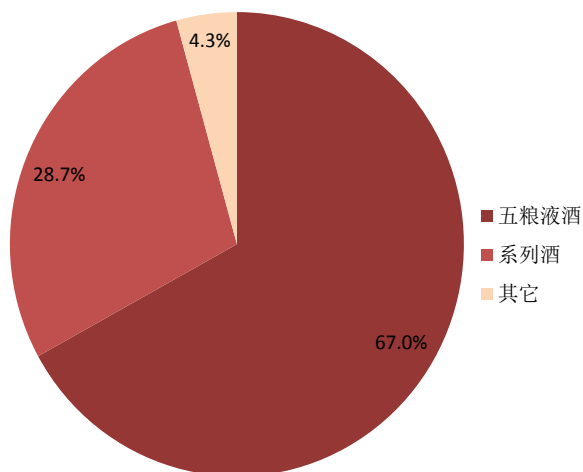
图表 34: 五粮液非公开发行业案发行对象情况	- 17 -
图表 35: 募集资金投向 (万元)	- 17 -
图表 36: 混改十年, 洋河收入增长 36 倍	- 18 -
图表 37: 混改后洋河期间费用率回落至 14.8%	- 18 -
图表 38: 五粮液销售分项预测表 (单位: 百万元)	- 19 -
图表 39: 五粮液三张报表 (单位: 百万元)	- 20 -

公司介绍：普五是公司业绩主要弹性来源

收入结构：五粮液给公司贡献 70% 收入，80% 毛利率

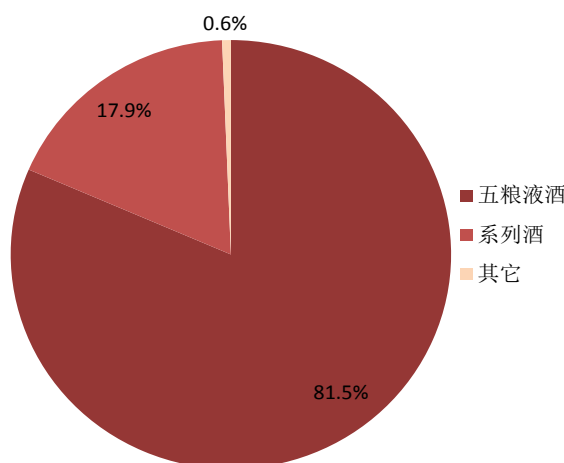
- 公司是做白酒起家，目前白酒收入占到公司收入的 95.7%。而白酒主要是五粮液（含高端、1618、普五）和系列酒（五粮春、五粮醇、六合液、尖庄等）两部分组成。目前公司五粮液收入占比 67%，贡献的毛利润占比 81.5%。是公司业绩的核心驱动力。

图表 1：公司白酒收入占比 95.7%



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：五粮液毛利占比 81%



来源：中泰证券研究所

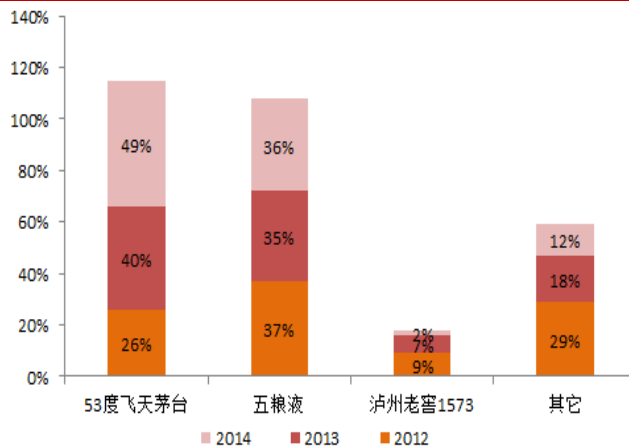
- **2012-2014 年五粮液市场份额下滑，被茅台赶超。**行业的调整期，茅台逆势扩招营销队伍，短短 2 年时间，高端市场的市场份额从 26% 做到了 49%。公司占上市公司收入的比例也从 25% 提高至 36%。茅台逆势大幅上涨成为行业竞相学习的典范，而五粮液公司业绩出现明显下滑，被茅台反超。

图表 3：五粮液的系列产品以及价格带

类别	名称	价格
高端五粮液	五粮液老酒	659
	年份酒：10 年	659
	1618	659
普通五粮液	68 度	559
	52 度	579
	52 度	659
	45 度	459
其它	39 度	479
	35 度	459
	珍品五粮液、酒神酒、金壁圣宴等	

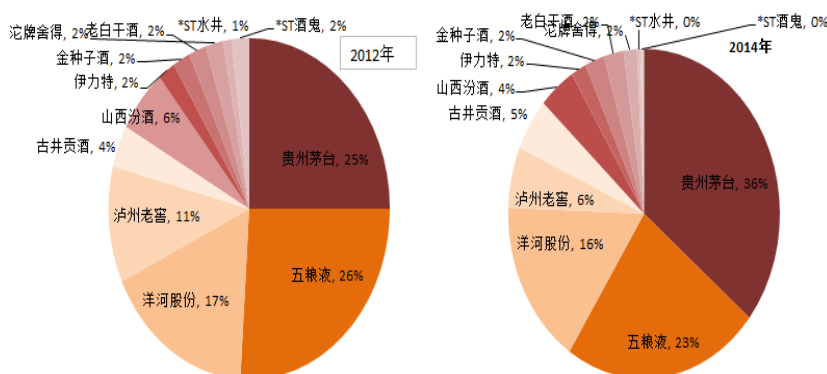
来源：京东、中泰证券研究所

图表 4：五粮液相对增速缓慢



来源：中泰证券研究所

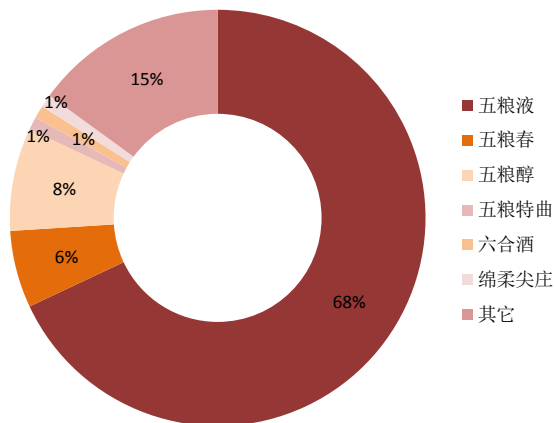
图表 5：五粮液高端酒



来源：wind、中泰证券研究所

- **公司系列酒发力，寄厚望打造创收品牌。**2014 年五粮液中低档酒收入逾 60 亿元，约占公司酒类收入的 29%。系列酒品牌中五粮春、五粮醇和经销商合作较为成功，年销量均过万吨，占系列酒收入的 4 成。2013 年 5 月公司先推出绵柔尖庄，上市一月回款 5000 万元；7 月再推五粮特曲、头曲两大系列，至 2014 年动销 8 亿元，2015 年目标实现翻倍增长，创收 16 亿元。系列酒完善了公司产品的价格带，成为公司业绩支撑的重要一环。

图表 6：系列酒产品及价格带



来源：中泰证券研究所

图表 7：系列酒的增速

中档酒战略产品，“1+5+N”中的5	
名称	价格（元/瓶）
五粮特曲	168
五粮头曲	98
五粮春	188
六合酒	158
五粮醇	69
绵柔尖庄	50

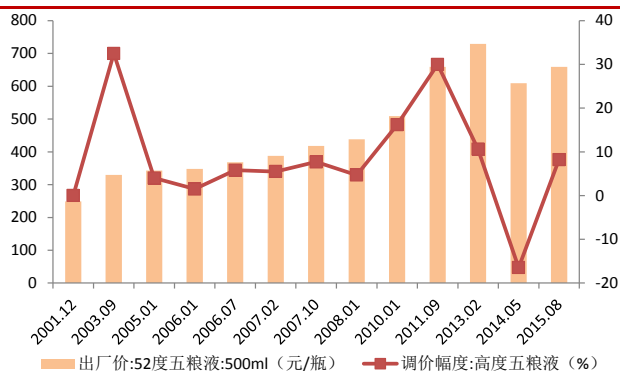
来源：京东、中泰证券研究所

价格体系：52 度普五主导，系列酒跟随

- **公司价格体系以 52 度普通五粮液为基础。**其余度数产品以作为参照来核定价格，这也就不难解释普五的价格走势与公司业绩（销售额和利润）基本一致。另一层面来讲，普五的销售收入中 52 度的五粮液占比 90%，核算出 52 度的五粮液毛利占公司毛利的 72%，52 度普五价格成为公司价格体系的核心。而系列酒一方面是因为占比相对小、品种多，贡献的毛利低，缺乏毛利占比 10%以上的大单品。价格更多的是跟随 52 度普

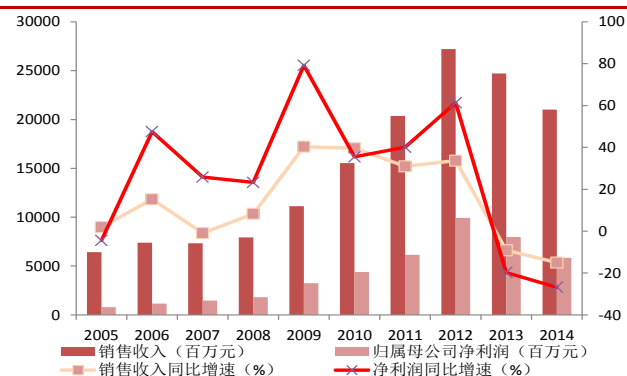
五价格而调整。

图表 8：普五的价格变化



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 9：公司收入的变化



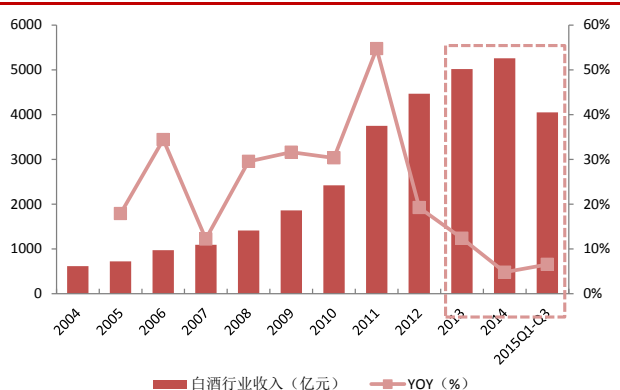
来源：公司公告、中泰证券研究所

正增长可期，但解决一批价倒挂尚需时日

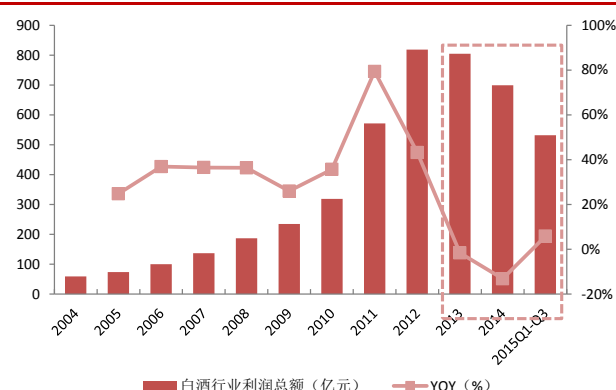
需求不足导致价格重心下移是形成倒挂的核心原因

- 我们认为出现一批价比出厂价便宜的核心原因是需求的相对萎缩拉低一批价，而不是公司补贴策略来驱动经销商在成本下之下甩货。公司曾在峰值时给予 20% 的补贴，出现一批经销商低价甩货的行为，表面上看经销商亏损，如算上公司给与的补贴经销商还是可以盈利的，出现低价甩货的行为不是公司策略的问题，而是市场的需求不好，经销商不看好后市即使套现的行为。从另一层面来讲，2014 年 11 月 21 日之后，补贴取消，一批价倒挂依旧存在，也说明了政策对倒挂的形成只是表象。核心还是需求的相对萎缩来推动价格重心的下移。从这一层面来讲，一批价更能反映市场的供需情况，定价更为真实，而非出厂价。
- 从行业的增速来看，白酒行业营业收入在 2012-2014 年出现了负增长，行业的毛利率创新低。折射出行业萎缩的现状。2015 年略有好转，销售收入和毛利率回归到了正增长。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较大，利润总额比率预计将持续震荡。但总体说来毛利率降幅收窄，利润总额比率止跌，建议持续关注。

图表 10：白酒营业收入增速

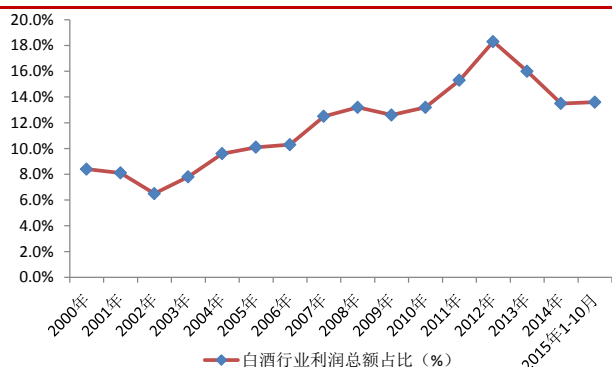


图表 11：白酒净利润增速



来源: wind、中泰证券研究所

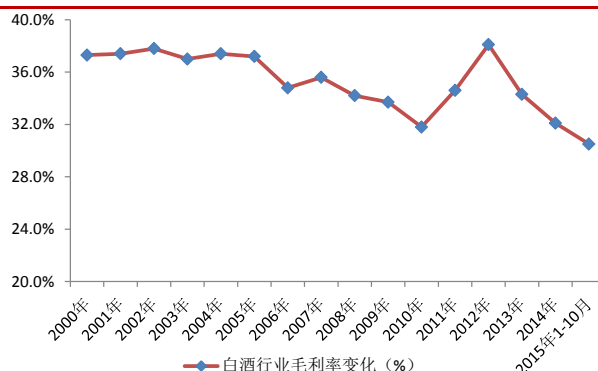
图表 12: 2012-2014 年白酒行业利润增速回落



来源: 中泰证券研究所

来源: wind、中泰证券研究所

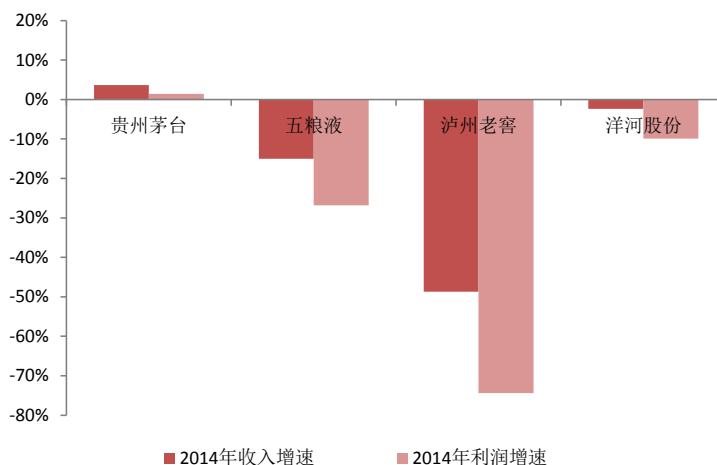
图表 13: 2012 年至今白酒行业毛利率创新低



来源: 中泰证券研究所

- 需求萎缩愈发凸显产能的过剩，驱动着价格的不断走低。2012-2014 年行业调整期，高端白酒需求大幅萎缩，500 元以上的市场由 6.5 万吨削减为 2014 年的 3.5 万吨，需求量接近腰斩。高端市场除了茅台规避了行业的风险之外，其于公司无一幸免，需求量的萎缩凸显出产能的过剩，驱动着价格的不断走低。

图表 14: 五、泸、洋收入及利润负增长

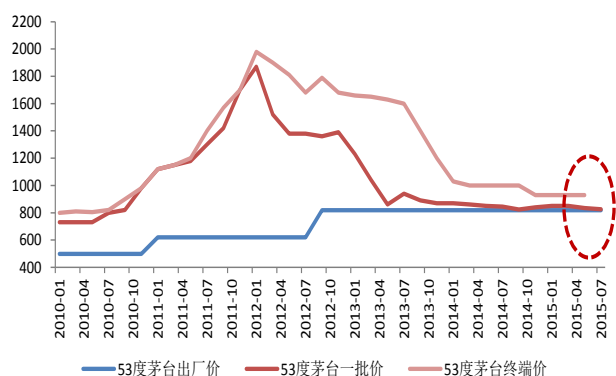


来源: 公司公告、中泰证券研究所

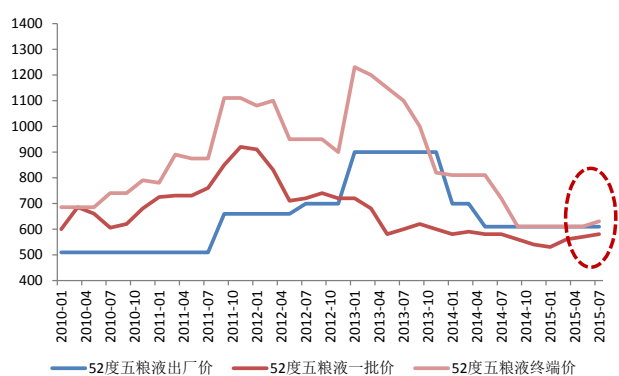
图表 15: 2012-2014 年高端酒需求量下滑明显

类别	价格带 (元/瓶)	实际终端价的主要品种		销量估算 (万吨)		
		2012年-2013Q1	2013Q2-2014Q4	2012年	2013年	2014年
超高端 高端	1000元以上	陈年茅台, 高度茅台等	陈年茅台等	1.4-1.5	0.03-0.04	0.01-0.02
	800-1000	五粮液, 1573	高度茅台等	2.4-2.5	1.6-1.7	1.7-1.8
次高端	500-800	梦之蓝M3, 水井坊, 青花30年, 剑南春, 舍得, 红花郎15	五粮液, 1573, 梦之蓝M3	2.6-2.7	1.8-1.9	1.7-1.8
次高端	300-500	红花郎10年, 天之蓝, 20年汾酒, 窖龄60年、仁酒、汉酱等	水井坊, 青花30年, 舍得, 红花郎15年, 天之蓝, 剑南春	2.8-2.9	2.2-2.3	2.1-2.2

来源: 中泰证券研究所

图表 16: 2012-2015 年飞天茅台价格逐步回落


来源: 中泰证券研究所

图表 17: 五粮液一批价跌至出厂价之下


来源: 中泰证券研究所

- 价格下跌, 经销商承压, 以至于渠道力不足, 销售额萎缩。**出厂价下跌的幅度远低于市场自有下跌的幅度, 市场价、一批价下跌的过程就是挤压经销商利润的过程, 行情不景气之际, 五粮液的终端价格低于出厂价, 更别提一批价。公司出厂价 609 的期间, 一批价到过 530, 经销商承受压力大, 经销商不断流失以至于销售能力的弱化进而导致公司销售额的走低。

解决倒挂问题的五种方式

- 解决倒挂的五种方式。**公司需要解决倒挂的方式我们认为有五种方式, 控制供给 (1)、调整价格 (2, 3) 以及增加需求 (4, 5), 我们对这五种方式各做了利弊、可行性的分析。

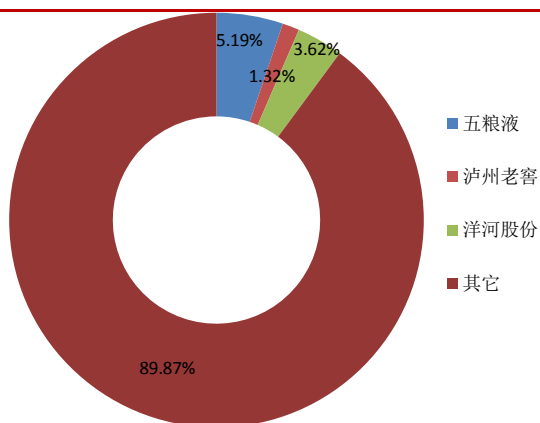
图表 18: 解决倒挂的五种方式

方式	优缺点	可行性
1, 控量保价	优点是可起到较好的效果, 缺点是部分份额的丢失, 给竞品较好的发展机会。	较小
2, 降低产品的出厂价	此法优点是见效快, 缺点是治标不治本, 造成产品品牌价值下降, 净利润损失。另外公司拥有系列中低档价格带的产品, 降价意义不大。	较小
3, 茅台提高出厂价	此法公司无法掌控	较小
4, 行业需求的回升	优点是市场进入良性, 公司应能能力加强; 缺点是被动, 周期不确定。	待进一步观察, 需要时间
5, 公司市场份额的拓展	优点是主动出击, 公司竞争能力加强, 公司应能能力加强; 缺点是挑战大。	值得期待

来源: 齐鲁证券研究所

- **解决倒挂的意义重大。**如倒挂问题解决, 对公司的业绩产生重大的影响。其一, 强化品牌价值, 巩固其主导产品在在 650 元价位段的核心竞争优势以及浓香型白酒老大的地位 (浓香型市场 4000 余亿, 行业集中度低); 其二, 稳住并吸引优质经销商团队, 为营销改制提供空间, 强化渠道力; 其三, 公司产品营销费用下滑, 系列产品价格稳定, 提升公司净利润。

图表 19: 浓香领域 CR3 占比 10.13%



来源: 中泰证券研究所

图表 20: 各子行业集中度

品类	行业集中度	主要产品
酱香型白酒	CR1=73%	茅台
清香型白酒	CR3=42%	山西汾酒、二锅头、老白干
酱油	CR1=15%	海天
啤酒	CR4=80%	华润雪花、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒

来源: wind、中国产业信息网、中国调味品协会、Euromonitor、中泰证券研究所

- **我们认为, 解决倒挂可行的方式概率较大的只有需求起来以及公司渠道力的强化。**

公司经营稳健, 未来 1-2 年有望实现正增长, 倒挂可缓解但难以解决

- **白酒上市公司整体向好, 环比增长加速。**随着行业景气度的提升, 白酒

上市公司前三季度收入同比增长 5.9%，利润同比增长 7.2%。从公布的白酒上市公司第三季度季报来看，前三季度实现营收 836 亿元，同比增长 5.86%；实现净利润 121 亿元，同比增长 7.2%。从环比的数据来看，除了金种子酒和伊力特，其余的白酒企业总体实现了正增长。单独三季度营收同比增长 8.1%，利润增速高达 16.7%，呈现加快态势。

- **高端白酒（价格 500 元以上）总体向好，全年销量有望实现 5-10% 的增长。**前三季度，贵州茅台真实营收（加上预收账款增量的 47 亿元）增长 28%；五粮液前三季度实现营业收入 151.31 亿元，同比增长 0.42%，其中三季度单季实现营业收入 39.16 亿元，同比增长 14.98%；泸州老窖的高档酒国窖 1573 发货量同比增长 160% 以上；洋河的天梦系列产品均出现正增长；总体来看高档白酒景气度总体在回升，如按照去年高档酒销量 3.5 万吨核算，今年有望做到 3.9 万吨（茅台新增消费 2500 吨，国窖 1573 新增 1000 吨，其余新增 500 吨）。

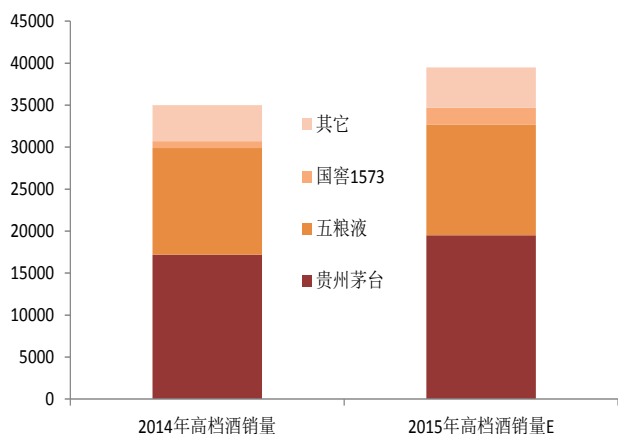
图表 21：白酒上市公司前三季度营收情况（亿元）

	营业收入(亿元)同比增长率(%)		净利润(亿元) 同比增长率(%)	
贵州茅台	231.49	6.59	121.27	6.60
五粮液	151.31	0.42	47.77	-2.39
洋河股份	136.61	11.02	44.61	12.00
泸州老窖	50.14	5.02	13.85	5.19
顺鑫农业	75.31	5.45	2.93	1.68
古井贡酒	40.14	13.77	5.01	8.74
山西汾酒	30.76	2.20	3.78	-8.10
迎驾贡酒	21.45	-0.96	3.90	13.05
口子窖	21.14	18.51	5.39	52.53
今世缘	19.12	-0.48	5.74	2.09
老白干酒	15.20	22.78	0.57	25.94
金种子酒	12.62	-18.61	0.38	-31.73
伊力特	11.59	0.60	2.29	-15.66
沱牌舍得	8.16	-20.69	0.04	-34.98
*ST水井	6.19	122.42	0.71	150.59
*ST酒鬼	4.34	60.08	0.52	165.54
*ST皇台	0.57	15.64	-0.01	85.61
合计	836.13	5.86	258.75	7.18

来源：wind、中泰证券研究所

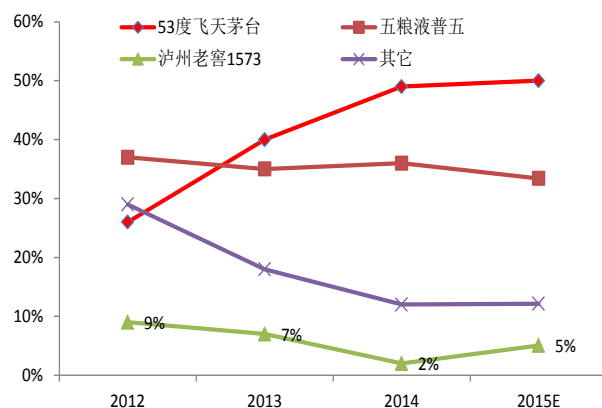
- **系列酒销售增速快于五粮液，拉低产品的毛利率。**由于 5 月份员工薪酬提升以及产品结构重心的下移（系列酒销售增速快于五粮液），公司三季度毛利率为 67.3%，较去年同期下滑 5.3 个百分点，环比下降 3.2 个百分点。三季度净利润率 34.6%，同比增长 13.2 个百分点，这主要是因为费用的大幅下降所致（取消了对经销商的补贴）。

图表 22: 2015 年高端白酒全年新增销量约 4000



来源: 中泰证券研究所

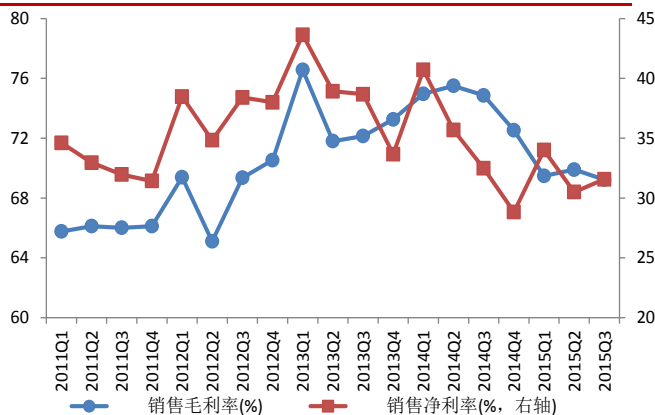
图表 23: 泸州老窖高端白酒的市占率 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

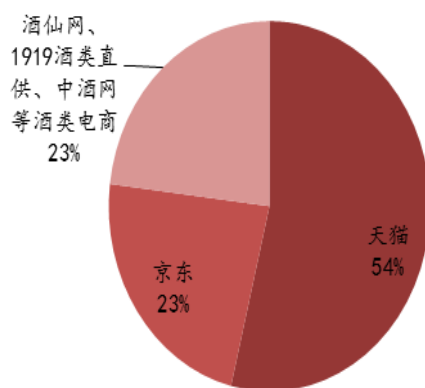
■ **双十一期间，五粮液产品畅销，彰显出优秀的品牌力和产品力。**1919 渠道 425 毫升五粮液销售突破 11 万瓶，五粮液销售第一。京东数据显示五粮液、茅台、洋河、泸州老窖、牛栏山持续热销，位列白酒热销榜 TOP10 中前五的位置。天猫平台贵州茅台和五粮液交易金额比较接近，如不考虑价格因素，我们认为五粮液在天猫的销量会多于贵州茅台。

图表 24: 公司产品的毛利率 (%)



来源: 中泰证券研究所

图表 25: 酒业电商京东、天猫占 77%



来源: 中泰证券研究所

图表 26: 双十一电商情况

白酒TOP10品牌	
排序	品牌名
1	五粮液
2	茅台
3	洋河
4	泸州老窖
5	牛栏山
6	郎酒
7	剑南春
8	汾酒
9	古井贡酒
10	习酒

来源: 酒业家、中泰证券研究所

图表 27: 酒类交易指数排名前十的品牌列表

排名	品牌名称	交易指数
1	茅台	3597258
2	五粮液	3068124
3	金沙	1396538
4	洋河	1271430
5	董酒	1254961
6	泸州老窖	1139486
7	国台	1095219
8	拉菲	934364
9	美圣世家	865266
10	郎酒	829667

来源: 中泰证券研究所, (交易指数是根据统计周期内的交易行为数, 如交易金额、支付订单数等拟合出的指数类指标)

图表 28: 高端产品营销方式及特点

高端产品营销方式及特点		主要销售区域
五粮液	1, 提供3%左右的返利以及搭配挣钱的系列酒作为营销奖励; 2, 通过广告、事件营销等多种手段进行宣传; 3, 全国1300多家专营店	北京、河北、山东、长三角、珠三角等
贵州茅台	1, 以价差来吸引营销, 产品无返利; 2, 大量广告投入; 3, 全国1600家专卖店	贵州、四川、河南、山东、北京、珠三角
泸州老窖	1, 产品货折方式让利; 2, 经销商持股专营公司, 实现经销商利益的绑定; 3, 全国800多家专卖店;	四川、东北、北京、湖南等地区
洋河股份	1, 先期通过盘中盘模式迅速占领市场。后期通过4*3模式开拓企事业单位; 2, 积极介入营销, 大量投入广告	江苏、河南、北京、湖北等地区

来源: 调研、中泰证券研究所

- 我们认为行业的回升是对去年超跌后的修复, 公司三季度的转正暂时还构不成实质性的利好, 需要一批价格配合, 公司今年产品库存低位, 价格稳步向上, 全年实现正增长概率大。在今年调整之后, 明年的基础更加好于今年, 明年依旧可以保持个位数的增长。业绩增长将缓解倒挂但因增幅有限股难以解决倒挂。

国改将加速倒挂问题解决

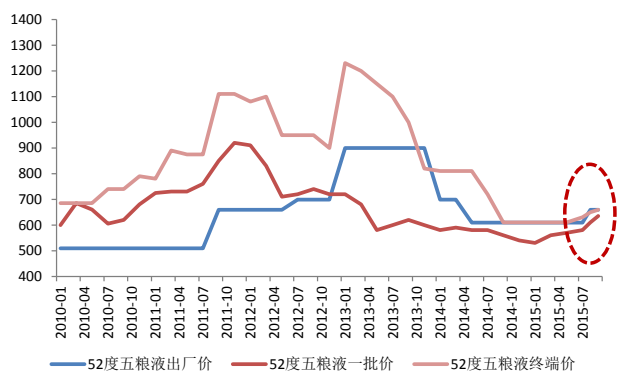
- 渠道动力不足的现状短期难以改变, 国改可注入新动力。由以上梳理我们认为解决倒挂最为可行的方式是公司产品需求的好转, 但是从公司的报表数据以及一批价格来看, 普五的需求回升不强劲, 一批价格依旧是

较好的跟踪指标。而公司在倒挂没有解决的情况之下提价 50 至 659，经销商倒挂加剧，缺乏利润驱动的团队动力难以释放，我们预估如公司不控量，近 1-2 年普五的倒挂问题依旧难以解决。而摆在眼前的最大动力则来自于国企改革，通过股权激励方案重新注入动力，打破渠道微利或没利润的桎梏，从而破局倒挂的局面。

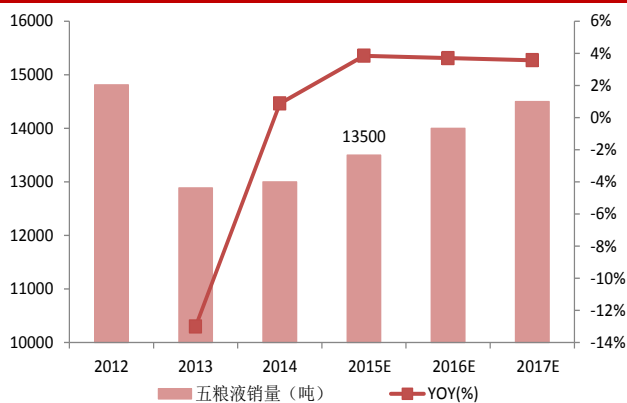
图表 29：五粮液给经销商的政策

时间	出厂价	经销商成本	政策
13年2月前	659	大商570-580元，小商659元，综合成本620-630	一季度完成全年任务的30%给予10%-15%的返利，年底按照任务完成情况和市场表现给予1%-5%的返利。
13年2月后	729		直接返利70元，然后2月份继续打款完成全年任务的30%，给予10-15%不等的返利，年底按表现给予返利。
14年年初	729	570-580元	直接给予70元返利，公司规定一批出货价不得低于609，给予相应的市场支持，并且视市场情况动态调整。
2014年5月	609	609	直接出厂价降至609，公司取消市场补贴和支持，不再给予返利，要求经销商提高出货价，在610以上。
2015年8月	659	659	提高出货价至659，不再给予返利，公司会搭配毛利率高的系列酒作为支持

来源：调研、中泰证券研究所

图表 30：五粮液价格倒挂


来源：调研、中泰证券研究所

图表 31：五粮液销量预测 (吨)


来源：中泰证券研究所

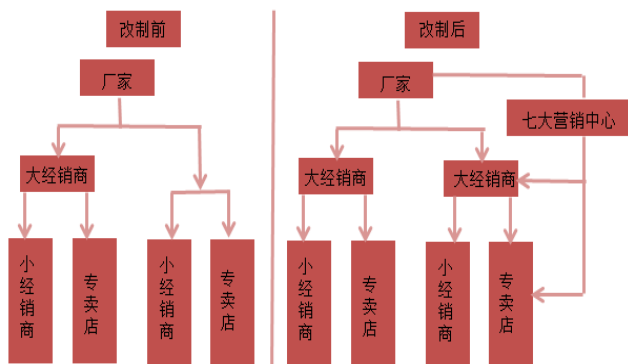
公司改革：混改落地将强化公司综合系统实力

营销改革：营销中心成立拉近终端距离，电商稳步推进初显成效

- 市场部转型五品部，加权成为管理部门。**今年年初，由原五粮液市场部重新设立五粮液品牌管理事务部，下设 5 个工作处和 7 大营销中心，分别是品牌管理处、销售管理处、督导检查处、特渠管理处、综合服务处和七大区域营销中心，全面负责五粮液的品牌运作、管理和服务工作，兼具品牌管理和销售管理双重职责和职权。五品部的成立可以对进、销、存各项数据进行动态分析，挖掘数据价值做到量价平衡。其次，五品部

的成立推动了经销商责任区域划分。由于五粮液倒挂问题，没有渠道利润推动经销商，制约了经销商责任区域划分的进程。2015年，五品部将加强对市场管理的力度，对渠道精耕以全面完成经销商责任区域划分，肃清渠道建设环境。7大营销中心成立将改变“离总部很远”的印象，拉近终端距离

图表 32：营销中心维护经销商和终端，深耕渠道



来源：中泰证券研究所

图表 33：七大营销中心分布



来源：中泰证券研究所

- **电商稳步推进，运作初显成效。**2012年以来，为拓展营销、消化库存，不少酒企将目光投向电商，五粮液拓展网络销售渠道加速。今年6月，五粮液与京东集团签署战略合作协议，京东集团成为五粮液战略级合作电商平台，双方预计，三年内，五粮液将在平台上实现50亿元的销售业绩。另一方面，五粮液给1919提供425毫升的五粮液，在双十一期间，425毫升的五粮液销售突破11万瓶；无论是和京东还是和1919的合作都体现出公司要借助于电商渠道的决心，公司电商渠道运作日渐成熟。

混改：强化公司系统竞争力

- **五粮液非公开发行股票方案敲定。**2015年10月30日，五粮液停牌三个月后正式公告非公开发行预案，拟向第1期员工持股计划定向资管计划、君享五粮液1号集合资管计划、泰康资管、华安基金、凯联投资拟筹建的私募投资基金等5名发行对象发行股票不超过1亿股、募集总额不超过23.34亿元，预计占发行后总股本约2.57%。
- **改革方案拟引入员工、经销商，今后会有更深层次的混改，有助于公司的政令合一、利益一致。**第1期员工持股计划参与人员不超过3000名员工、认购金额不超5.1亿元（其中董监高11人认购金额不超4380万元（人均出资约400万元），占计划总额8.53%，其对应资管计划认购非公开发行股票数量不超2200万股、约占发行后总股本的0.56%；君享五粮液1号由五粮液部分优秀经销商以自筹资金认购，资管计划认购非公开发行股票数量不超1800万股、金额不超4.2亿元，约占发行后总股本的0.46%。未来不排除有更深层次的混改：如引入海外投资者、经销商进入董事会等。

图表 34：五粮液非公开发行预案发行对象情况

发行对象	实际认购人	认购数量 (万股)	认购金额 (万元)	占非公开发行股票占比	占发行后公司股本比重
国泰君安员工持股1号	员工	2,200	51,348	22.0%	0.6%
君享五粮液1号	经销商	1,800	42,012	18.0%	0.5%
泰康资管	战略投资者	3,400	79,356	34.0%	0.9%
华安基金	战略投资者	1,500	35,010	15.0%	0.4%
凯联基金拟筹私募	战略投资者	1,100	25,674	11.0%	0.3%
合计		10,000	233,400	100.0%	2.6%

来源：中泰证券研究所

图表 35：募集资金投向 (万元)

序号	募集资金投资项目	投资总额
1	信息化建设	71,530
2	营销中心建设	98,796
3	服务型电子商务平台	65,532
合计		235,858

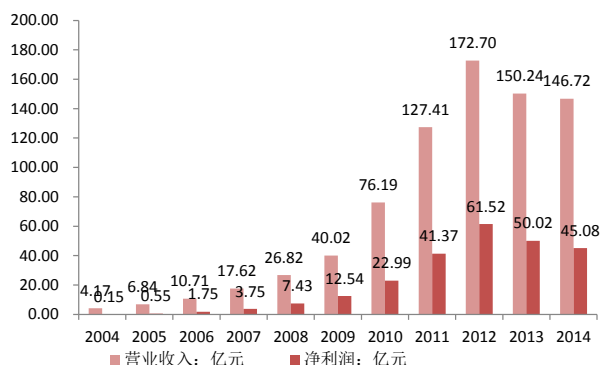
来源：中泰证券研究所

■ 资金的用途：增强公司系统作战能力

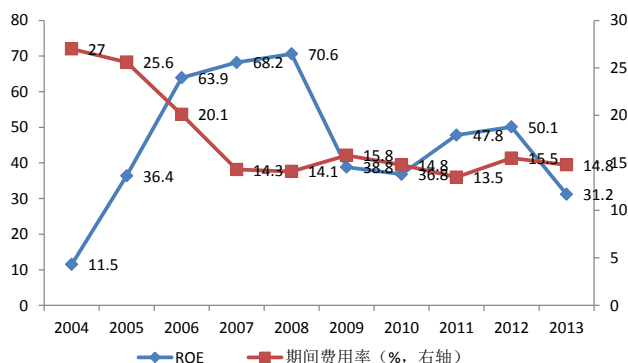
- **信息化建设项目：**该项目拟投入 7.2 亿元资金，通过五粮液内部十大运营管理系统（平台）的全面信息化，包括客户关系管理平台、供应商关系及供应链协同管理平台等，提升企业的管理半径和管理效率。我们认为，公司目前的十大管理体系，走在行业前列。在渠道信息管理和市场反应能力方面，仍有很大提升空间，作为全国化名酒品牌，本次的信息化项目建设有助于解决公司信息化程度与消费不匹配问题，提高管理半径，减少库存，降低管理成本。
- **营销中心建设项目：**该项目拟投入 9.9 亿元，通过在成都建设全国营销中心，进而整合各类营销资源，增强营销管理辐射能力，提升决策速度和管理，实现公司营销组织向中心城市前移。茅台位于贵阳、洋河位于南京，五粮液始终设在宜宾市，营销中心区位过于闭塞，无法贴近消费市场。本项目将在成都建设公司全国营销中心，建设期 2016-2018 年，各大区今后会建立分部，来提升渠道扁平化程度，是公司实现全国化品牌区域化运作和渠道深耕的必然选择。
- **服务型电子商务平台：**该项目拟投入 6.3 亿元，公司是从大的电商背景下融入进去的，在京东、天猫上管理比较松散，为了便于统一管理，加强更多的电商平台多元化的合作，让线上平台服务线下的经销商，实现消费者即时性消费，整合线上线下资源。我们认为，对于大众化白酒而言，深度分销是未来企业赢取终端消费者的核心举措，电商运营是拉近消费者距离、增加产品曝光度和面市率、树立价格标杆的重要举措，同时公司在全国拥有专卖店千余家，O2O 模式有助于将线上流量导入线下，从而达到线上订货线下送货的效果。
- **我们认为白酒行业竞争日趋精细化，后期的竞争将是系统的竞争，比的是决策应变能力、产品和品牌的综合实力、精细化管理能力、资源整合能力等。公司的混改落地将强化公司系统作战能力。**

- 同样是做白酒的公司洋河股份已经树立起了榜样。公司 2002 年剥离不良资产、清理呆账死账和精简人员完成之后，在经营上出现了 2 大重点

转变：1) 敢于承担风险，充分调动经销商的积极性。改制后，公司广告等风险性投入均由厂方承担，而与销售直接挂钩的“非风险性投入”则是双方分担，利于开拓新的经销商和调动其积极性。2) 渠道建设更贴近市场。公司采取了更向下、更扁平的销售渠道来贴近市场。洋河自改革之后 9 年收入增长 36 倍。2004 年洋河收入 4.2 亿，占行业比重 0.7%，净利润 0.1 亿；到 2013 年收入 150 亿，占行业比重达 3%，净利润 50 亿。

图表 36：混改十年，洋河收入增长 36 倍


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 37：混改后洋河期间费用率回落至 14.8%


来源：公司公告、中泰证券研究所

投资建议：维持“买入”评级，目标价 30.6 元

- **目标价 30.6 元，维持“买入”评级。**我们认为公司明年大概率实现个位数增长，混改方案的落地将有助于倒挂问题的解决和加速公司的增长。我们预计 2015-2017 年分别实现净利润 64.71、70.02、78.09 亿元，同比增长 5.20%、8.58%、11.21%，对应 EPS 为 1.58、1.71、1.90 元。目标价 30.6 元，对应 2016 年 18 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧、食品安全事件**

图表 38：五粮液销售分项预测表（单位：百万元）

高档酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销量（吨）	14812	12887	12500	12688	13068	13722
同比（%）		-13.00%	-3.00%	1.50%	3.00%	5.00%
单价（万元/吨）	123.46	125.07	112.14	112.85	113.98	116.26
同比（%）		1.30%	-10.34%	0.64%	1.00%	2.00%
单位成本（万元/吨）	17.19	12.55	12.94	12.48	12.36	12.36
同比（%）		-26.97%	3.04%	-3.50%	-1.00%	1.00%
收入（百万元）	18287.80	16117.80	14017.00	14318.31	14895.34	15952.91
同比（%）		-11.87%	-13.03%	2.15%	4.03%	7.10%
成本（百万元）	2546.24	1617.80	1617.00	1583.81	1615.01	1695.76
同比（%）		-36.46%	-0.05%	-2.05%	1.97%	5.00%
毛利（百万元）	15741.56	14500.00	12400.00	12734.50	13280.33	14257.14
毛利率	86.08%	89.96%	88.46%	88.94%	89.16%	89.37%
低档酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销量（吨）	138279	138200	106367	117004	131044	144149
同比（%）		-0.06%	-23.03%	10.00%	12.00%	10.00%
单价（万元/吨）	5.67	5.49	5.65	5.54	5.65	5.93
同比（%）		-3.17%	2.93%	-2.00%	2.00%	5.00%
单位成本（万元/吨）	3.28	2.98	3.09	2.94	2.88	2.88
同比（%）		-9.18%	3.70%	-5.00%	-2.00%	0.00%
收入（百万元）	7837.67	7584.79	6008.73	6477.41	7399.79	8546.76
同比（%）		-3.23%	-20.78%	7.80%	14.24%	15.50%
成本（百万元）	4537.67	4118.98	3287.50	3435.44	3770.74	4147.81
同比（%）		-9.23%	-20.19%	10.00%	12.00%	8.00%
毛利（百万元）	3300.00	3465.81	2721.23	3041.97	3629.06	4398.95
毛利率	42.10%	45.69%	45.29%	46.96%	49.04%	51.47%
酒类合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入（百万元）	26125.47	23702.59	20025.73	20795.72	22295.13	24499.67
同比（%）		-9.27%	-15.51%	3.85%	7.21%	9.89%
成本（百万元）	7083.91	5736.78	4904.50	5019.25	5385.75	5843.57
同比（%）		-19.02%	-14.51%	2.34%	7.30%	8.50%
毛利（百万元）	19041.56	17965.81	15121.23	15776.47	16909.38	18656.10
毛利率	72.89%	75.80%	75.51%	75.86%	75.84%	76.15%
其它	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入（百万元）	1075.58	1016.00	985.76	1032.09	1114.66	1226.12
同比（%）		-5.54%	-2.98%	4.70%	8.00%	10.00%
成本（百万元）	931.81	873.63	867.53	889.66	947.46	1029.94
毛利（百万元）	143.77	142.37	118.23	142.43	167.20	196.18
毛利率	13.37%	14.01%	11.99%	13.80%	15.00%	16.00%
合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入（百万元）	27201.05	24718.59	21011.49	21827.81	23409.79	25725.79
同比（%）		-9.13%	-15.00%	3.89%	7.25%	9.89%
成本（百万元）	8015.72	6610.41	5772.03	5908.91	6333.21	6873.52
毛利（百万元）	19185.33	18108.18	15239.46	15918.90	17076.58	18852.28
毛利率	70.53%	73.26%	72.53%	72.93%	72.95%	73.28%

来源：中泰证券研究所

图表 39：五粮液三张报表（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	27,201	24,719	21,011	21,828	23,410	25,726	货币资金	27,846	25,763	22,382	24,079	27,395	30,532
增长率	33.66%	-9.1%	-15.0%	3.9%	7.2%	9.9%	应收款项	2,701	3,724	7,512	8,933	9,319	10,337
营业成本	-8,016	-6,610	-5,772	-5,909	-6,333	-6,874	存货	6,680	6,886	8,091	9,390	10,411	11,676
%销售收入	29.5%	26.7%	27.5%	27.1%	27.1%	26.7%	其他流动资产	696	569	515	484	516	537
毛利	19,185	18,108	15,239	15,919	17,077	18,852	流动资产	37,922	36,942	38,500	42,885	47,641	53,081
%销售收入	70.5%	73.3%	72.5%	72.9%	72.9%	73.3%	%总资产	83.8%	83.7%	83.0%	84.8%	86.4%	87.7%
营业税金及附加	-2,006	-1,849	-1,517	-1,601	-1,714	-1,880	长期投资	120	121	869	869	869	869
%销售收入	7.4%	7.5%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%	固定资产	6,354	6,130	6,061	5,761	5,504	5,335
营业费用	-2,259	-3,382	-4,309	-4,475	-4,682	-5,145	%总资产	14.0%	13.9%	13.1%	11.4%	10.0%	8.8%
%销售收入	8.3%	13.7%	20.5%	20.5%	20.0%	20.0%	无形资产	366	358	476	556	640	719
管理费用	-2,009	-2,264	-2,047	-1,965	-2,171	-2,382	非流动资产	7,325	7,187	7,909	7,690	7,517	7,426
%销售收入	7.4%	9.2%	9.7%	9.0%	9.3%	9.3%	%总资产	16.2%	16.3%	17.0%	15.2%	13.6%	12.3%
息税前利润 (EBIT)	12,911	10,613	7,366	7,879	8,510	9,445	资产总计	45,248	44,130	46,409	50,575	55,158	60,507
%销售收入	47.5%	42.9%	35.1%	36.1%	36.4%	36.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	790	827	658	805	882	1,000	应付款项	8,593	2,519	2,555	2,606	2,814	3,086
%销售收入	-2.9%	-3.3%	-3.1%	-3.7%	-3.8%	-3.9%	其他流动负债	5,074	4,523	3,370	3,446	3,546	3,736
资产减值损失	-3	-5	-6	0	0	0	流动负债	13,667	7,043	5,925	6,052	6,360	6,823
公允价值变动收益	1	-7	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	14	9	10	11	其他长期负债	60	68	151	151	151	151
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	13,727	7,110	6,076	6,203	6,511	6,974
营业利润	13,702	11,432	8,032	8,693	9,402	10,455	普通股股东权益	31,157	36,093	39,430	43,137	47,057	51,546
营业利润率	50.4%	46.3%	38.2%	39.8%	40.2%	40.6%	少数股东权益	364	927	903	1,236	1,590	1,987
营业外收支	37	-185	-16	-64	-68	-58	负债股东权益合计	45,248	44,130	46,409	50,575	55,158	60,507
税前利润	13,739	11,247	8,016	8,629	9,333	10,397	比率分析						
利润率	50.5%	45.5%	38.2%	39.5%	39.9%	40.4%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-3,403	-2,925	-1,958	-2,158	-2,331	-2,588	每股指标						
所得税率	24.8%	26.0%	24.4%	25.0%	25.0%	24.9%	每股收益 (元)	2.617	2.100	1.537	1.576	1.706	1.902
净利润	10,336	8,322	6,058	6,471	7,002	7,809	每股净资产 (元)	8.208	9.508	10.387	11.072	12.078	13.231
少数股东损益	401	349	223	333	355	397	每股经营现金净流 (元)	2.305	0.384	0.209	1.171	1.668	1.682
归属于母公司的净利润	9,935	7,973	5,835	6,139	6,647	7,412	每股股利 (元)	0.800	0.700	0.600	0.650	0.700	0.750
净利率	36.5%	32.3%	27.8%	28.1%	28.4%	28.8%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	31.89%	22.09%	14.80%	14.23%	14.13%	14.38%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	21.96%	18.07%	12.57%	12.14%	12.05%	12.25%
净利润	10,336	8,322	6,058	6,471	7,002	7,809	投入资本收益率	274.55%	70.53%	32.59%	30.42%	31.32%	32.05%
少数股东损益	401	349	223	333	355	397	增长率						
非现金支出	706	682	659	598	571	536	营业总收入增长率	33.66%	-9.13%	-15.00%	3.89%	7.25%	9.89%
非经营收益	-472	-90	82	55	58	48	EBIT增长率	60.73%	-17.80%	-30.59%	6.96%	8.01%	10.98%
营运资金变动	-1,821	-7,455	-6,004	-2,562	-1,131	-1,841	净利润增长率	61.35%	-19.75%	-26.81%	5.20%	8.29%	11.50%
经营活动现金净流	9,151	1,808	1,018	4,895	6,855	6,949	总资产增长率	22.60%	-2.47%	5.17%	8.98%	9.06%	9.70%
资本开支	355	338	381	443	467	504	资产管理能力						
投资	10	12	-806	0	0	0	应收账款周转天数	1.1	1.2	1.7	3.0	2.6	2.7
其他	3	4	0	9	10	11	存货周转天数	278.1	374.5	473.5	580.0	600.0	620.0
投资活动现金净流	-341	-322	-1,187	-433	-457	-493	应付账款周转天数	22.0	36.3	38.9	50.0	48.0	50.0
股权募资	0	172	6	100	0	0	固定资产周转天数	76.5	84.0	100.4	93.0	83.0	72.3
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-2,114	-3,392	-2,995	-2,532	-2,727	-2,922	净负债/股东权益	-88.40%	-69.59%	-55.49%	-54.27%	-56.31%	-57.03%
筹资活动现金净流	-2,114	-3,219	-2,989	-2,432	-2,727	-2,922	EBIT利息保障倍数	-16.4	-12.8	-11.2	-9.8	-9.7	-9.4
现金净流量	6,696	-1,733	-3,158	2,029	3,671	3,534	资产负债率	30.34%	16.11%	13.09%	12.26%	11.80%	11.53%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。