

五粮液(000858.SZ)

1218 经销商大会启示:主业经营稳健,改革

驱动成长

 评级: **买入** 前次: 买入

 目标价(元): **30.6**

分析师 胡彦超 联系人 范劲松

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn

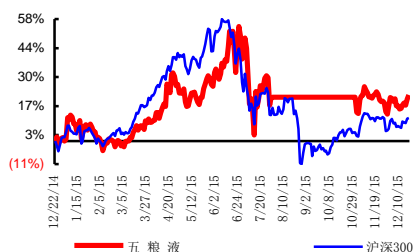
fanjs@r.qlzq.com.cn

2015 年 12 月 20 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(百万股)	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

- 结合下文投资者见面会、经销商调研以及 1218 经销商大会的核心内容,我们认为:五粮液提价至 659 短期加剧了经销商的风险,长期来看利于公司的品牌建设;公司定增的实施绑定了核心员工以及经销商的利益,有助于激发公司经营活力;混改落地也将加快信息化、营销中心和电子商务平台的建设,增强公司的系统竞争力;资本运作方面公司也明确指出未来会加大分红的比例;结合以上,我们认为公司主业经营稳健,改革落地将增强公司系统竞争力,维持买入。
- 五粮液提价至 659 短期加剧了经销商的风险,长期来看利于公司的品牌建设。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,公司提价至 659 并将一批价格稳定在 620,短期加剧了经销商的运营风险,但是长期来看,缩小了与竞品茅台的差距,对于长期的品牌运作大有裨益。
- 公司定增的实施绑定了核心员工以及经销商的利益,有助于激发公司经营活力。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。经销商的持股打破了渠道微利或没利润的桎梏,加速解决倒挂可期。
- 混改将加快信息化、营销中心和电子商务平台的建设,增强公司的系统竞争力。公司定增的资金主要用作信息化、营销中心和电子商务平台的建设。我们认为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;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;服务型电子商务平台将拉近消费者距离、增加产品曝光度和面市率、树立价格标杆;三方面的建设将增强公司的系统竞争力。

- **加大分红的比例将成为股价上涨的重要催化剂。**1217 投资者见面会上公司明确指出会加大分红，领导层持有较多的股份更是强化了我们的信心。以前政府对公司没有市值方面的考核，现在政府要求从管理资产变为管资本，公司具有做大市值的动力。我们认为公司核心领导与投资者在市值方面的诉求一致，公司也强调了要对员工和投资者负责，未来分红的比例的加大将成为股价上涨的重要催化剂
- 综上，我们认为公司主业经营稳健，短期公司净利润难有较好的表现，但改革将驱动业绩长期的成长。**在 1218 期间我们调研了五粮液的核心经销商，详细内容见下文；我们也调研宜宾市财政厅的相关负责人并了解市镇府税收情况，汇总了经销商核心产品的具体补贴政策，具体内容可电联。**
- **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 1.47、1.55、1.72 元。目标价 30.6 元，对应 2016 年 18 倍 PE，维持“买入”评级。

五粮液投资者见面会

时间/地点：2015年12月17日，四川宜宾

参会人：唐桥党委书记、刘中国董事长、副总朱思玉、副总罗伟，副总彭智辅等；

朱忠玉介绍销售情况：

行业黄金是由增长变为挤压式增长，逐步走向低迷。行业有望迎来更加健康的新周期。2015年在探索行业的发展走过了不平凡的一年。对发展的基本战略强化了。五粮液的品牌、销量大幅上涨，品牌价值已达761亿元。今年1-11月，整体销售实现了公司目标。五大品牌，五粮液、五粮液1618、低度五粮液、五粮特头曲、尖庄、五粮醇等均实现增长。今年营销机构改革完成。强化了市场持续增长。今年强调商家转型，渠道扁平，直供体系的构建。目前，量价平衡，价格稳中有升这个基本目标实现了。五粮醇、特头曲、系列酒，进入三个子公司独立运行的衔接阶段，让机制更加灵活，更加专业化，明年独立运行。打造重点区域和重点的品牌。

1，未来三年有没有更为明确的规划指标？

答：2013做的五年规划，十二个字“创新驱动，强化多元，做强酒业”。确保目标任务的完成，确保量价稳定提升。公司在浓香型、酱香型以及兼香型的白酒都在发力，明年我们的预期会更好点。1+5+N，这五个五门已经达到了增长。明年究竟能完成多少，只能说实现增长。

2，白酒行业的弱复苏，明年会比较平淡，公司是否会考虑加大混改力度？

答：在积极的探讨，目前还没有确定，在这方面公司会加大力度。按照国家的精神，我们先从二三线城市开始实施，力度肯定会加大。

3，今年的提价的问题，长期来看，非常正确的选择，经销商的盈利有怎么样的考虑？

答：市场价格在稳步提升，公司很关注市场占有率问题，公司兼顾了这两方面的考虑。市场的倒挂实际上是不不断的调整、提升的过程。三年的调整，第一年是比较恐慌的状态，第二经销商看清了什么变化，今年是第三年，企业在积极的去想办法去解决，我们改革主要在于营销的创新。今年的倒挂要少一些，当新常态之下，顺价实现经销商的模式，1218我们都会有奖励的政策，我们在这个时间会去给予奖励。

4，高档酒方面的改革，白酒还有没有量增的机会？泸州老窖对我们有没有影响？

答：只要中国的经济是稳定的，我们的肯定是逐步增长。另外消费者逐步理性，很多消费者愿意选择品牌，这是对市场的容量的判断。新常态之下，我们认为强者恒强，公司高端酒的产量，五粮液的产能能够满足这块的需求，高档酒行业每年总的销量3.5万吨，我们到了30-40%的占比，我相信明年只要认真的做市场还是有增量的。行业拉看，三公消费减少很多，但是民间消费在加大。另外，国际市场我们在开拓。我们产品的国际市场的占比不到2%，还有很大的空间的。从今年的情况来看，五粮液的社会库存到了历史的低点，腰部产品是量价齐升的格局。在婚宴市场，中国办酒席要求要风风光光。市场还是存有较好的空间的。

5，公司股权的多元化，力度够不够大，能否进一步推进？

答：加快国有改革的规定，大家非常关心的问题，中央非常审慎。今天四川省国资委召开会专门研究国改的贯彻问题，国改总提示态度积极，行动迟缓。混改，怎么混？混多大的比例？宜宾市和省政府都没有明确的答复，不能操之过急，我们必须经过层层审计。中央大的方针指明了，实施意见拿出来，还是有个过程。三中全会之后，我们有过积极的思考。五粮液发展的过程中沉淀了很多的矛盾和问题，五粮液到了非改不可得程度，问题在倒逼改革；我们对五粮液的问题也做了全面的梳理，五粮液的顶层设计是要求要改，组织结构也是需要改，五粮液的体制机制应该要改，销售模式也要改。目前五粮液的集团持有了20.07%的股份，我们要求集团减持，需要

政府的支持，宜宾市思考还不够。我们的混改，是我们自己走了一步，宜宾市要减持，这是趋势，不是你减不减的问题，条件成熟了你必须要去减。四川的国有企业，一个是长虹，一个是五粮液的管理，体制很复杂。从今年的十月份开始，四川省把五粮液和长虹下放到地方，五粮液现在归宜宾市市政府的管。我们老人（党委书记和董事长）归省政府管，新人归市政府管理，宜宾市五粮液的负责人是宜宾市市委书记，五粮液的希望是在改革方面，五粮液的发展是在创新上。真正的发展必须要创新，创新模式、提升品牌、整合资源。

6， 分红率、股息率是否会提高， 开创行业的先河？

答：加大分红的问题，这方面请你们放心。我自己持股都很多，我们要有信心，我们要退休的都很有信心。以前政府对我们的考核对市值方面没考核，现在要求从资产变为管资本。我们为什么不把市值做大呢？我们要给员工负责人，肯定会要加大分红力度。

7， 白酒调整的第四年， 行业的整合是怎么样的看法？

答：中国白酒历来基本上是离散度很高，市场的蛋糕还是很大的，去年中国白酒的产销量 1200 万吨。在几个优势的品牌，我们占得比重很小，一个行业的成熟的表现，一定要有几个垄断的企业，要不然就会产生一些过度的竞争。第二，中国的白酒连续十几年增长之后，确实有些企业活得比较好，确实产能过剩。我个人的估计目前的白酒产能至少有 1600 万吨甚至 2000 万吨的产能，起码要去掉 30-40%的产能。怎么整合呢？能否复制葡萄酒和啤酒的模式。啤酒短短的几年几千家，一下子变成前五家占了 70%以上。我认为白酒不能复制啤酒的模式。（1）白酒高税收，这一点不同于啤酒；（2）地方政府会有阻力，另外，这个行业的门槛低，地方政府阻力会比较大。（3）白酒和地方文化很比较紧密的联系，地方性的品牌，全国化的品牌对地方的竞争要弱一些。（4）白酒不像啤酒可以完全的同质化，白酒开放式的生产受到当地的气候、水质影响。同质化程度很低，地方企业的整合也会有难度。行业肯定要整合，整合的时机一定是行业比较低迷的时机，如果前十家白酒品牌，整合之后能够占到 10-20%就已经不错了，但是净利润会很集中。

唐董补充：整合资源我们一直在深入，我们的资源的整合大家非常的清楚，白酒的五大香型，具备条件最好的是五粮液。浓香型占比有 70%，五粮液作为浓香型的老大机会是最好的，我们判断现在的高端酒销售基本上见底了，行业销售 3.5 万吨。国家提出 13 五规划要求收入翻番，不是酒量翻番，而是价格上去了。现在来看我们企业没有见谷底，宜宾 200 多家企业，最后只剩下 10 家左右，才叫见底了。现在中国白酒最大的问题是去产能化我们认为十三五肯定要消灭一批，这个时候肯定是五粮液最好的时候。

8， 200 多亿现金， 怎么提高资金使用的效率？

答：我们的货币资金 200 多亿，资金的收益率，和我们绩效挂钩了。我们有我们的计划，低于一年期的定期存款，我们肯定今后要比一年期的要高，比 2-3 年的定期要低。财务问题，最近 1-2 年在考虑的问题，提高收益，我们公司采取主要的措施，改变我们存款的结构性问题。长期、短期和贴现。另外一个把分公司资金归集，和银行签订协议。提高我们和银行对价谈判的能力。第三个很多上市公司的通用做法，购买一些理财产品。考虑安全的前提下，购买一点。第四个是并购，用于实体的并购，我们也在积极的思考，提高资金收益率的方式。分红方面我们有个严格的预算，目前还没有定论，元月底才出来。

9， 公司并购方面怎么考虑的？

答：我们外出并购的意图，更多的是思考行业的角度，我们的收购的目的是拿下一个市场，像下围棋一样去有步骤的下，地方的酒厂，地方企业，我们要占有先机。回购股票的问题呢，我们是国有企业，有很多的问题不是我们能完全决定的，最终的决策权目前还不在于我们公司。

10， 互联网这块有怎么样的规划？

答：公司有专门的部门来研究推进互联网的发展，公司很快就有公司的战略。互联网是一个信息化提升公司管理效率的工具，在互联网之下，传统企业的工作必须要更强更高。才能让企业产生腾飞的翅膀。今后的创新一定要

拥抱互联网，但是拥抱不一定成功。每一个企业是不一样的，整个互联网与渠道的模式相结合。据统计，前十大互联网公司，九个没有实业的基础，我们是想获得消费者的数据，提供真正的消费者服务。

11，请教一下公司在品牌的塑造和调整方面准备以什么样的方式来缩小与竞品茅台的差距？

答：我们和竞品的差距是在缩小，我们非常在意，厂家和商家的选择要求商家直供体系。我们的要求越来越精细化。系列酒方面一定要增加我们子公司的话语权，在我们的重点品牌，重点市场要落地。我们提到过量价平衡，我们实施走出去之后，全部的量在上升，明年会有更好的预期。

12，公司在线上和线下的价格方面怎么平衡的？

答：互联网再认证这个问题，互联网不是万能的。线下和线上必须是统一的，如果线上比传统的市场要高，那绝对的影响传统的。互联网+下企业是基础的工作，线上就很简单，线下控制好了线上就很容易统一。线上难点在于保真和配送，这是在等待经营者去思考的问题。

13，公司产品品牌的提升方面有没有怎么样的规划？

答：国内外不一样的，中国的白酒广告和中国的经济发展的进展有关的，高大上，今后要做到更加的贴切市场的广告方式来提升品牌。

五粮液经销商调研纪要

时间/地点：2015年12月17日，四川宜宾

调研对象：百川商贸

1, 经销商目前的补贴政策怎么样？

答：公司目前主要是货补，搞组合，普五目前是一马当先。我们的成本大概是619，如果补贴和奖励大于40块，我们才有毛利。现在也有个不太正常的现象，以前五粮液酒度数高的比较贵，现在反过来了，现在度数高的价格反而低。

2, 今明年经销商的积极性是否会好一些？

答：很难，我们已经亏损两年多了，今年加上去年，经销商没有盈利，难以支持长期的发展，我觉得今年的签约会出现缺口。

3, 百川的成本怎么样？

答：我们前年的成本不到560元，前年我们是挣钱的。2014年我们的成本价564元，2015年第一季度580，2-3季度没有定下来。我们在今年春节期间卖了3万件，上半年销售了6万件。价格由去年1218的515-520逐步提高至今年7-8月份590。8月份之后五粮液提价至659是我们没有预期到的。590的时候，亏损个10-20元还是可以接受的，但是到了659，亏损加大我们就难受了。但是从公司层面来看，659的价格，一批价格提升至620-630是成功的。

4, 竞争对手状态怎么样？

答：我们认为茅台的一批价格明年会往下10-20元，明年的经销商日子更难过一些，茅台的承兑汇票的期限由6个月调为3个月（今年四季度做的调整），压力会加大。2015年茅台经销商的亏损问题是没有解决的。

5, 五粮液609的货物还剩多少？四季度公司业绩会不会要好一些？

答：不多了，整个市场都不多了。公司三季度出现了较大的增长，有点透支了4季度的发货，今年四季度很难达到59亿元的销售额，我觉得全年难以实现210亿元的销售额。

6, 竞品销售怎么样？经销商的日子是否好过一些？

答：五粮液本来是计划算上奖励和补贴实现顺价的，但是目前来看，管控的不行。洋河、泸州老窖、剑南春都是倒挂的，茅台没有一分钱的补贴。2013年茅台销量15200吨，2014年达到了18300吨，今年预计可以达到20000吨左右。茅台现在的策略就是抢市场，目前茅台的经销商亏损还可以接受，但是茅台的专卖店亏损较多。从现在的库存来看，五粮液的库存要低于茅台了，但是茅台在四季度出货的节奏放慢了，清理一下库存。全国来看，茅台的影响力要大一些，目前在打压五粮液，茅台前三季度销量增长了30%，而五粮液是下滑的，茅台现在我们比较担心的是它的产能是不断扩大的，而消费者的培育是需要时间的。剑南春还是挺不错的，靠金银剑南在2014年实现了30%的增长。

7, 哪个价格带的产品发展空间会比较好点？

答：100左右吧，海之蓝，古井5年原浆等。从香型来看，浓香型空间还是要好一些。

8, 怎么看待泸州老窖的特曲产品？

答：最近出了篇文章说泸州老窖已经完成了100亿元的销售额，这个有点过了，有点造势。老窖的特曲，以前是

情感塑造的典型代表，产品的竞争力还是挺不错的。张良时代的定位就是特曲+1573，但是后来战术方面特曲有些被边缘化了，我认为特曲的重新打造有难度。其一是现在的 80、90 的消费群体，对特曲的认识还不够；其二是在同样的价格带，现在的洋河和古井做的还不错，很少有经销商现在愿意和特曲去一道追忆历史，目前来看，特区相对于洋河和古井，品牌力还不够。

9，经销商的合理利润多少比较合适？

答：毛利率 10%左右，扣掉费用，净利润率 5%就不错了。

10，茅五的区域优势是？

答：对五粮液的模式有些担忧，现在五粮液和茅台，只有江苏和安徽五粮液的销量是超过了茅台的。五粮液在整个华东销售 3900 吨（占全国三分之一），其中江苏 2000 吨，上海 600 吨。茅台在江苏 800 吨，浙江 800 吨，安徽不到 300 吨。

11，五粮液的系列酒卖得怎么样？

答：五粮液的系列酒比去年要好一些，但是没有达到系列酒的顶峰时期。五粮春卖得比较好的时候卖到了 3 万吨，去年近 2 万吨。

12，怎么看待五粮液提价至 659？

答：659 这个比较轻率，对于消费者而言，宏观和经济环境不太好，消费者不大接受，已经形成了一个概念，我们现在更多的是从市场的角度来思考，近几年很难超越茅台的价格，最终是消费者买单。两个产品的价格比，从消费者最近几年的认可度来看，茅台和五粮液系数近 0.7。出台的 659，这是从自己的主观愿望出发，最终是需要消费者买单。唔觉得比较高了点，如果按照茅台终端价 900 来看，五粮液的终端价 630 左右。

13，五粮液的年份酒销售如何？

答：2013 年卖了 90 吨，2014 年卖了 300 吨，2014 年是带任务的完成的，2000 多家专卖店。今年的情况来看，和去年差不多，300 吨。系列酒目前也是倒挂的，15 年的出厂价 3599，30 年的出厂价 8290。

五粮液经销商大会主要内容

时间/地点：2015年12月18日，四川宜宾

刘中国的演讲：

一、2015年市场回顾

1, 2015年, 公司采取了“控量稳价、量价均衡”的基本策略, 率先走出五粮液价格“滞涨”的困境, 把握发展良机, 五粮液品牌销量大幅上升, 包括五粮春、五粮醇、五粮特(头)曲、老作坊、尖庄等系列产品销售稳中有升。五粮液的整体业绩表现符合白酒行业第一阵营的发展现状。

2, 5月份, 公司对原有组织架构进行了以市场为导向的调整, 各职能重新进行了组合, 各品牌运营子公司已经正式挂牌运营, 实现权限下放、管理下移、渠道下沉、服务前置, 为品牌更好地拓展市场打下了坚实基础。

8月份, 公司根据2014年1218的市场规划, 选择好时机恢复了产品价格体系, 为全行业树立了信心, 体现了名酒企业关键时刻敢于创新、敢于担当的决断精神。

3, 2015年公司信守2014年1218时的承诺, 没有出现政策与价格的朝令夕改的现象, 公司实现了全年价格稳中有升, 逐步上行的趋势, 目前, 这个趋势刚刚开始, 还很脆弱, 还需要不断地施加推力与拉力, 进一步稳固已有成果, 实现上行趋势不下滑。市场调整, 虽然取得了阶段性效果, 但目前整个调整还不能让所有运营商满意, 还有需要改进与巩固的地方。

二、2016年市场规划

2016年, 公司将以“创新、协调、绿色、开放、共享”发展理念引领五粮液十三五规划, 把“改革驱动、凸显主业、做强多元”作为公司十三五规划的主题, 促进企业转型、发展再上新台阶。公司将继续贯彻“控量稳价、量价均衡”的基本营销思路, 以“做精做细五粮液品牌, 做强做大腰部产品, 做实做稳低价位产品”为具体营销定位, 继续坚持“三个转变、四个贴近”的营销指导思想, 实现“三个确保”的营销目标, 即“确保全面完成公司目标任务, 确保实现五粮液及其系列产品量价稳中有升, 确保运营商获取合理市场回报和经营收益”。

(一) 确定2016年价格与市场支持执行路线图

1、价格路线图

2016年市场价格体系将继续延续2014年1218时的思路, 2016年52度五粮液价格将继续稳中有升。

2、市场支持政策路线图

所有的运营商应通过市场经营活动向市场要效益。2016年, 公司不会再出台市场支持政策, 费用将用于市场、品牌投入, 以拉动消费者。2016年一季度, 会有后续过渡性市场支持政策。2-4季度, 不再实行一季度市场支持力度。

(二) 从供给侧加强产品研发与品牌梳理

1、坚持工匠精神, 推进五粮液产品质量管理标准化建设。

2、旗帜鲜明地树立和打造“五粮制造”的金字品牌。

在五粮液、五粮春、五粮醇、特头曲、尖庄等产品的基础之上, 公司将在100元以下、100-200元, 200-300元, 300-400元, 400-500元, 500-600元的这些价位段, 做好品牌与产品规划, 每个价位段有1-2支全国性知名产品, 1-2支特性鲜明的地域性产品, 引入“五粮制造”与“五粮酿造”认证标志, 作为重点品牌产品扶持与打造。

3、明确五粮液总经销产品的定位, 规范与梳理其价格体系。

(三) 创新渠道建设, 与运营商一起共建平台

在有限范围、可控区域内大力推进新型产权关系、新型渠道、混合所有制合作模式的探索。

在部分地区把公司资源与运营商资源进行平台化整合。一是建立互联网+运营商渠道资源平台，按 B2B 和 B2C 的方向进行，侧重于 B2C；二是建立公司和各系列产品运营商的整合平台，按 B2B 的方向进行，真正建立厂商共同做市场的利益命运共同体。

继续推进连锁管理有限公司筹建，引入多元股权结构与市场化管管理，整合与重点支持 500 家左右的专卖店形成连锁管理与经营，适时扩大，盘活整个系统。

(四) 加快信息化建设，按全产业链模式推进智能营销与智能物流体系建设，使企业获得更大的竞争优势。全面推进从原料采集到研发、生产、储存、物流、市场、消费的产品全产业链的信息化管理。

(五) 加强产品售前、售中与售后服务体系建设

继续将市场压力全面导入公司经营各环节，解决公司内部的部门与机构服务订单能力不强的问题。全力推进新形势下的财务、法务、税务、物流、后勤支撑等系统应对举措，为后续快速、有效建立新的市场营销体系与价格体系做好基础保障。针对运营商反应强烈的进一步升级产品防伪包装，切实保护渠道商与消费者利益的诉求，公司产品研发部门已经经过多次试验与攻关，在产品防伪上从物理技术与信息技术两个层次进行了成功的升级，2016 年将启动更新的防伪技术。

(六) 继续加快实施走出去的战略。

主动走出去，与资本市场、新闻媒体、国际机构保持更加紧密的联系与合作，构建友好型企业。2015 年公司一系列走出去的基础上，进一步加快实施民族品牌借船出海，用文化传播搭建舞台，消除贸易技术壁垒，从根本上解决中国白酒走出去的问题，将中华文化与世界各国文化相互交流、融汇，将中国白酒推荐给世界各国主流生活圈。

唐桥的演讲：

宏观形势上看，“新常态”依然是未来几年的主题词。我国经济在改革转型中前行，新的增长点正在加快孕育并不断破茧蜕变，新的增长动力正在加快累积并不断迸发释放。从产业形势上看，中国白酒产业正处于转型发展的窗口期。白酒消费群体保持稳定。居民消费需求稳步提升。白酒文化属性底蕴深厚。国际市场发展前景广阔。第三，从市场形势上看，产业整合、向强势品牌集中是大势所趋。厂商必须通过 3 个创新去赢取发展。

第一， 创新模式，为顾客创造价值。

首先，要思维创新，用互联网思维与大数据思维面对市场。生产企业的组织形式必须从“产供销一体化”转变为“产供销一体化”，销售企业的渠道模式、终端拓展方式、服务模式甚至盈利模式也需要与时俱进、与时俱进。

其次，要机制创新，构建灵活的市场决策机制。公司会根据各位商家的市场网络布局、市场销售价格、竞争对手策略变化等不同情况，制定一整套既有利于灵活应对市场的决策机制。

其三，流程创新，构建快速应变的业务流程。公司将持续对产品开发流程、生产流程、营销流程等进一步梳理、优化，以快速反应、灵活应对市场的变化，最终为广大商家和顾客创造更大的价值。如推进定制酒模块化，就有效地提高了定制酒的审批、设计及生产效率。

其四，要生产改革，构建贴近市场的生产体系。2015 年公司已经推进 515 车间内部相对独立核算、517 车间试点公司化运营，并将在 2016 年全面推广生产系统的改革。其核心是划小生产单元，建立内部市场化机制，提升员工质量意识与成本意识，以进一步提升产品质量、降低生产成本，提升市场竞争力。

第二，创新战略管理，用战略统筹未来发展。

五粮液集团已确定了“创新驱动，凸显酒业，做强多元”的“十三五”发展战略，针对酒类产业确定了“创新模式，提升品牌，整合资源”的战略发展思路。希望我们的商家从“机会导向”向“战略导向”转变，从“纵向比较”向“行业对标”转变，充分整合公司自身的品牌资源、渠道资源、社会资源、人力资源，制定符合自身实际的中长期规划。从模式的角度看，公司将建立“互联网+”的营销管理模式。做到“四个提升”：一是提升品牌形象，维护核心品牌“五粮液”的高端定位；二是提升品牌份额，加强国内市场渗透，扩大国际市场销售；三是提升品牌价值，增加品牌美誉度与忠诚度；四是提升品牌内涵，强化消费者精神诉求和情感联系。

第三，创新合作，构建厂商利益共同体。

任凭经济形势如何变化，厂商合作共赢、共同发展的根本宗旨不会改变！

图表 1：五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 2：五粮液三张报表（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	长期贷款	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。