

看好五粮液价格持续回升

——五粮液（000858）调研简报

2016年03月29日

强烈推荐/维持

五粮液

调研简报

报告摘要：

出厂价提 20 元，未来存在继续提价可能。五粮液在经销商会上宣布从 3 月 26 日起出厂价上调 20 元，提高到 679 元，并且取消了之前 30 元的厂商补贴，综合提价幅度达到 50 元。

◆公司将终端指导价格也上调到 799 元。考虑公司经销商库存、白酒行业周期以及通胀环境等因素，五粮液出厂价存在继续上升可能。

公司营销模式转变为服务消费者。2016 公司总体执行的还是控量保价的策略，提价后公司也将 2016 年末执行计划量减少 20%。构建转型精细化的营销体系是公司营销方式转变重要一步，费用投放更接地气贴近消费者。

◆公司会提高费用投放效率，引导经销商盈利模式从过去返点返利的厂商盈利转向从市场获利。公司规划 2016 年的销售费用投入金额还是比 2015 年有增长，销售费用增长也是为了配合提价。

聚焦核心产品打造强势品牌。公司品牌远期规划是到 2017 年培育 1 至 10 亿销售规模的品牌超过 10 个，年销售超过 10 亿的品牌 5 个，超过 20 亿销售的品牌 1 个。

◆五粮春、五粮醇均有望实现 20 亿以上销售规模。2016 年五粮醇计划销量达到 3 万吨，2017、2018 年五粮醇的销量达到 5 万吨，五粮醇的销量远期目标是 10 万吨。

四季度预收账款回升，但还有较大弹性。五粮液 2015 年末预收账款达到 19.93 亿元，比三季度末增长 13.37 亿元，同比 2014 年末预收账款增长 132%，但相比公司预收账款历史峰值还有较大差距。

◆经销商的渠道库存弹性还未完全释放。目前经销商整体库存水平在 20%，一季度五粮液大商打款积极性很高，预计一季度末预收账款将继续增长。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.821/2.06/2.34 元。下半年五粮液价格存在继续提升预期。我们认为公司 2016 年合理估值区间为 18X-23X PE，对应合理股价区间为 32.8 元-41.9 元，公司 6 个月目标价 36.4 元，给予公司“强烈推荐”投资评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	21,011.4	21,659.2	24,025.5	26,307.9	28,903.6
增长率(%)	-15.00%	3.08%	10.92%	9.50%	9.87%
净利润(百万元)	6,058.21	6,410.48	7,096.83	8,014.08	9,095.42
增长率(%)	-27.20%	5.81%	10.71%	12.92%	13.49%
净资产收益率(%)	14.80%	14.25%	14.07%	14.34%	14.65%
每股收益(元)	1.54	1.63	1.82	2.06	2.34
PE	18.27	17.26	15.46	13.64	11.98
PB	2.70	2.46	2.17	1.96	1.76

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

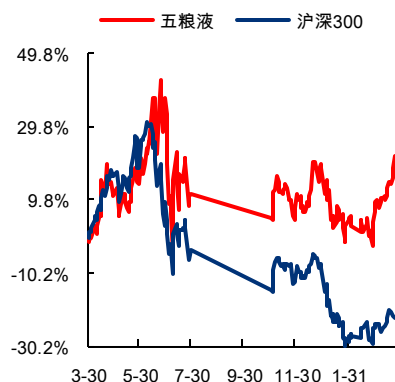
执业证书编号：

S1480512090001

交易数据

52 周股价区间(元)	28.08-23.53
总市值(亿元)	1065.91
流通市值(亿元)	1065.83
总股本/流通 A 股(万股)	379597/379567
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.35

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《五粮液（000858）：混改大幕正式拉开》2015-11-02
- 2、《五粮液（000858）：一批价回升中，看好公司改革》2015-08-28
- 3、《五粮液（000858）：上市后一季报首次收入下降》2014-04-28
- 4、《五粮液（000858）：渠道库存历史低位，批价预期反弹》2014-03-19

目 录

1. 混改方案出台推动业绩提升	3
2. 五粮液价格回升趋势确立	3
3. 梳理产品架构打造强势品牌	6
4. 营销模式转型更贴近市场终端	6
5. 渠道弹性还未完全释放	8
6. 盈利预测及估值	9

表格目录

表 1:五粮液定增发行对象情况表	3
表 2:五粮液定增募集资金投向表	3
表 3:上世纪 90 年代中期五粮液和茅台渠道价格表	5
表 4:白酒行业可比公司估值表	9
表 5: 公司盈利预测表	10

插图目录

图 1:五粮液 52 度水晶瓶历史出厂价	4
图 2:五粮液水晶瓶电商渠道终端价格趋势	4
图 3:52 度五粮液和 53 度茅台历史价格（1993 年-2008 年）	5
图 4:五粮液系列酒产品	6
图 5:五粮液和茅台前五大客户收入情况	7
图 6:五粮液和茅台前五大客户收入占比	7
图 7:2009 年公司除关联方外四大客户	7
图 8:五粮液第一大客户收入和收入占比	7
图 9:五粮液毛利率和销售费用率走势	8
图 10:五粮液季度末预收账款和预收账款/收入比例趋势	8

1. 混改方案出台推动业绩提升

五粮液于 2015 年 10 月掀起了混改所有制改革的大幕,公司将非公开发行股份 10000 万股,发行价格为 23.34 元/股。其中包括了五粮液第 1 期员工持股计划,将对公司董、监、高和员工合计发行 2200 万股。持股计划的存续期为 48 个月,员工持股计划通过资产管理计划认购上市公司非公开发行股票锁定期为 36 个月,后 12 个月为解锁期。

表 1:五粮液定增发行对象情况表

发行对象	发行股份	备注
国泰君安资产计划	2200 万股	五粮液第 1 期员工持股计划
君享五粮液 1 号	1800 万股	五粮液部分优秀经销商
泰康资管	3400 万股	大型机构投资者
华安基金	1500 万股	公募基金投资人
凯联基金	1100 万股	私募基金投资人
合计	10000 万股	

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

本次定增发行对象还包括部分优秀经销商,单一经销商的认购起点为 50 万股。剩余三个发行对象均为机构投资者。五粮液混改方案包括了公司管理层、员工、优秀经销商以及机构投资者,混改方案理顺五粮液利益机制。但本次定增没有引入有实业背景的战略投资者,但对于五粮液来说,战略投资者对公司兼并收购的帮助并不显著,五粮液本身有很强的外延并购能力。我们预计公司定增方案获得四川省国资委批准并不难,2016 年内有望完成混改。混改的落地给公司业绩增长注入内生动力。

表 2:五粮液定增募集资金投向表

募集资金投资项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
信息化建设	71530	71530
营销中心建设	98796	98796
服务型电子商务平台	65532	63074
合计	235858	233400

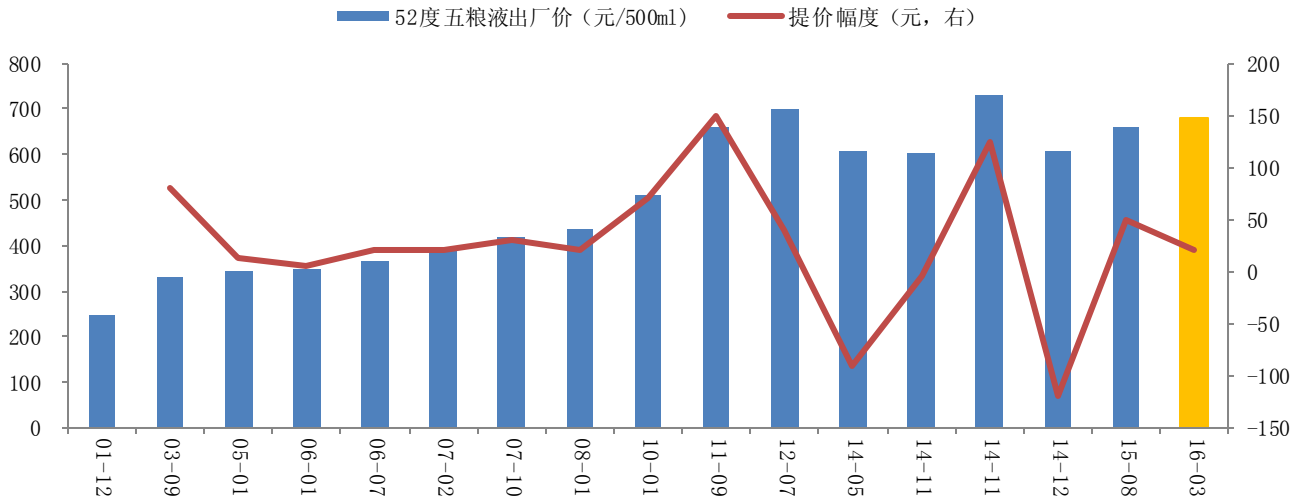
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

2. 五粮液价格回升趋势确立

公司在 3 月 21 日经销商会上宣布从 3 月 26 日起,五粮液出厂价上调 20 元,由原来的 659 元,提高到 679 元,并且取消了之前 30 元的厂商补贴,本次综合提价幅度达到 50 元。同时公司将终端指导价格上调到 799 元,终端指导价上调 70 元。公司规划

本次提价后, 流通价格有望在下半年继续提升, 达到 700 元左右。我们认为本次提价后经销商不会出现价格的倒挂, 公司将 2016 年还未执行的发货量减少 20%。

图 1: 五粮液 52 度水晶瓶历史出厂价



资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

52 度五粮液水晶瓶终端价格自 2012 年四季度开始出现快速下跌趋势, 2013 年至 2014 年出厂价和一批价格出现价格倒挂。2014 年 5 月公司将普五出厂价从 729 元下调到 609 元, 但当时渠道实际一批价格在 580 元附近, 下调后仍没能改变价格倒挂的情况。

图 2: 五粮液水晶瓶电商渠道终端价格趋势



资料来源: 1 号店, 东兴证券研究所

2014 年春节期间, 公司的渠道库存就已经下降到 15% 左右, 但价格倒挂的情况没有因为库存下降而得到趋势性改变。但 2015 年春节渠道仍然保持了相对低的库存水平, 2015 年下半年开始五粮液终端价格开始出现回升趋势。2016 年春节期间五粮液一批

价格维持在 659 元出厂价附近，但经销商通过 30 元的补贴以及返点可以保证盈利空间。

表 3: 上世纪 90 年代中期五粮液和茅台渠道价格表

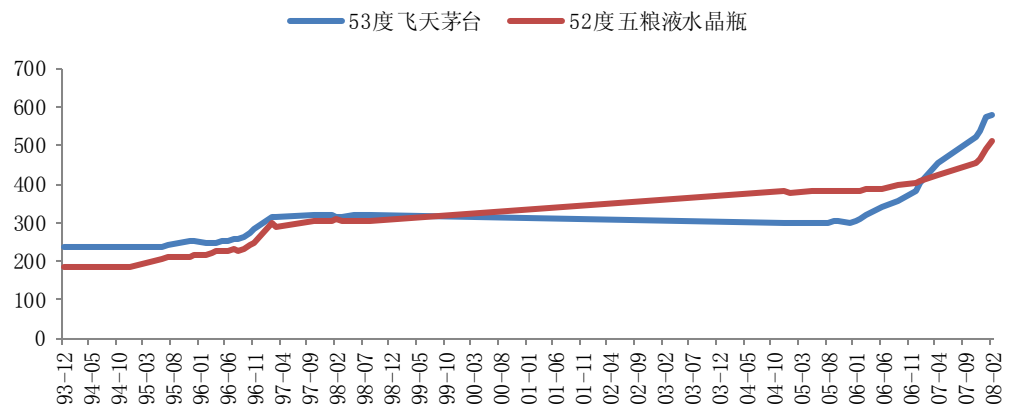
时间	贵州茅台 53 度			五粮液 52 度		
	进货价	零售价	利润空间	进货价	零售价	利润空间
1994 年 11 月	197.79	242.1	22%	139.93	175.9	26%
1996 年 7 月	210.48	256.2	22%	184.9	229.7	24%

资料来源：《中国酒》、东兴证券研究所

上世纪 90 年代中期五粮液的渠道利润也只有 30-40 元空间，但当时出厂价基数低，利润率较高。2011 年五粮液出厂价 509 元，一批渠道利润空间可以达到 780 元，而中断价格在 880-900 元。虽然目前渠道利润空间相比 2011 年已经大幅压缩，但随着提价预期的逆转，渠道利润还有释放空间。

从历史上看 52 度水晶瓶五粮液终端价格曾经领先 53 度飞天茅台，但 2007 年后五粮液价格始终处于茅台价格下方。2008 年至 2012 年，两者终端差价持续扩大。对于一线白酒来说价格是重要标杆。从五粮液和茅台各自品牌内涵价值来看，我们认为差异远小于终端价格体现。

图 3: 52 度五粮液和 53 度茅台历史价格（1993 年-2008 年）



资料来源：《中国酒》、东兴证券研究所

从更长远的视角看，白酒行业目前现在处在巨大的价格带分化，品牌分化阶段。白酒黄金 10 年周期中，高端白酒的消费模式是“从上至下”、“意见领袖”决定消费趋势。在经历过反腐后，所谓“意见领袖”模式我们认为已经不适合面向大众消费特点。

“粉丝圈”消费可能是未来高端白酒的模式。高端白酒在香型、品牌诉求、产品衍生等方面都将表现出差异化，而价格的独立走势可能是差异化的最终结果。我们认为五粮液可以拥有不同于茅台的品牌内涵，只是目前并未凸显出来，需要公司深入挖掘品牌价值。一旦五粮液找到与茅台的差异化路线，价格将走出独立趋势。

3. 梳理产品架构打造强势品牌

五粮液从 2003 年开始实施“1+9+8”的品牌策略，“1”是五粮液主品牌产品，“9”是 9 个全国性品牌，“8”是 8 个区域性品牌。早在上世纪 90 年代中期，五粮液通过经销商买断品牌的方式成功打造了“五粮醇”，随后推出的“五粮春”、“五粮神”、“金六福”、“浏阳河”和“京酒”等品牌也借助买断经营模式快速增长。

图 4:五粮液系列酒产品



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

在白酒行业黄金 10 年期间，系列品牌伴随主品牌提价得到价格支撑，运作比较顺利，公司整体收入规模被系列品牌放大。在行业遭遇拐点阶段，系列品牌运作不受公司掌控，使得公司参与市场运作程度受到限制。

公司调整了品牌战略，从 2014 年调整品牌战略到“1+5+N”的模式。“1”高端产品普五；“5”是中低档产品——五粮醇、五粮春、特曲+头曲、绵柔尖庄、六和液；“N”是区域市场区域品牌。调整品牌战略背后意义有两点：

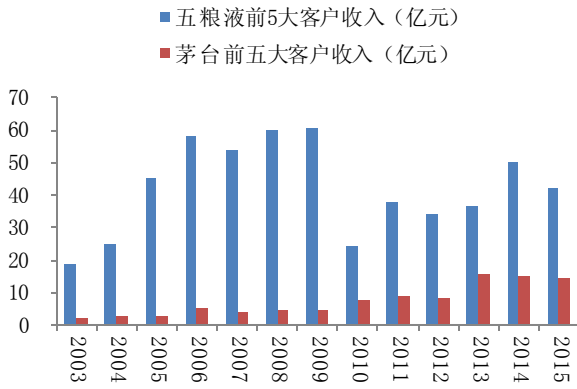
- ◆ 通过发力腰部价格带产品，在主品牌销售不佳的局面下，使得公司收入保持增长；
- ◆ 增加直销的比例，对市场和渠道掌控力提升，使得有限的费用资源有效投放。

公司品牌最新规划是要到 2017 年培育 1 至 10 亿销售规模的品牌超过 10 个，年销售超过 10 亿的品牌 5 个，超过 20 亿销售的品牌 1 个。按照公司规划，五粮春、五粮醇均有望实现 20 亿以上销售规模。2016 年五粮醇计划销量达到 3 万吨，2017、2018 年五粮醇的销量达到 5 万吨，五粮醇的销量远期目标是 10 万吨。

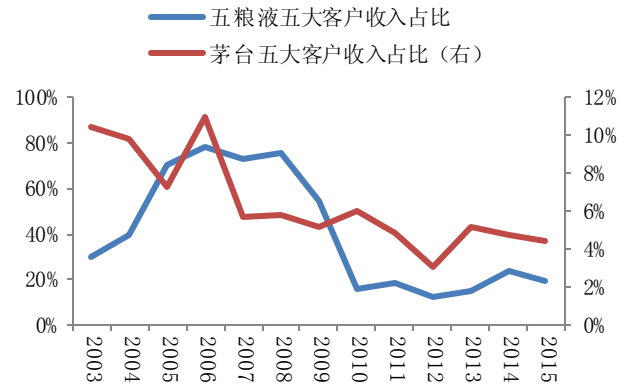
4. 营销模式转型更贴近市场终端

构建转型精细化的营销体系是公司 2016 年营销方式转变的重要一步，通过本次提价公司也在改变经销商依赖返点返利取得盈利的模式。五粮液历史上依赖大商模式快速发展，现在五粮液的营销理念已经从“坐商”向“行商”转变。进一步，让经销商的

盈利模式从向厂商端索取利润转变为向市场获取利润。

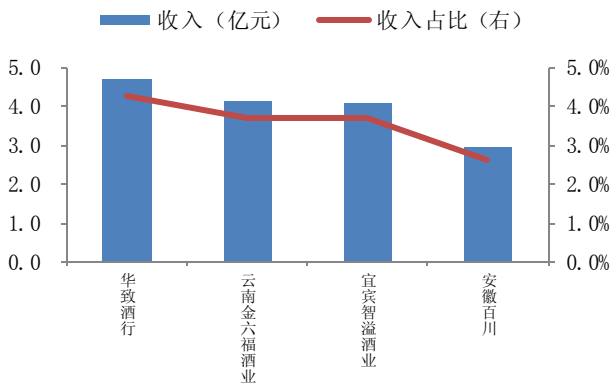
图 5: 五粮液和茅台前五大客户收入情况


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

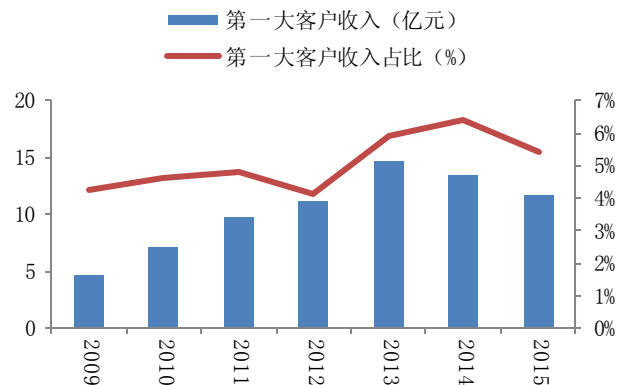
图 6: 五粮液和茅台前五大客户收入占比


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

五粮液在 2009 年设立新销售公司, 替代关联方进出口公司, 前五大客户收入占比从 50% 以上下降到 20% 以下, 但是 2010 年后公司前五大客户收入占比平均数为 18%, 同期茅台的此项数据为 5%。对比五粮液和茅台前五大客户的收入情况和收入占比可以看出, 五粮液的客户集中度更高。

图 7: 2009 年公司除关联方外四大客户


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 8: 五粮液第一大客户收入和收入占比


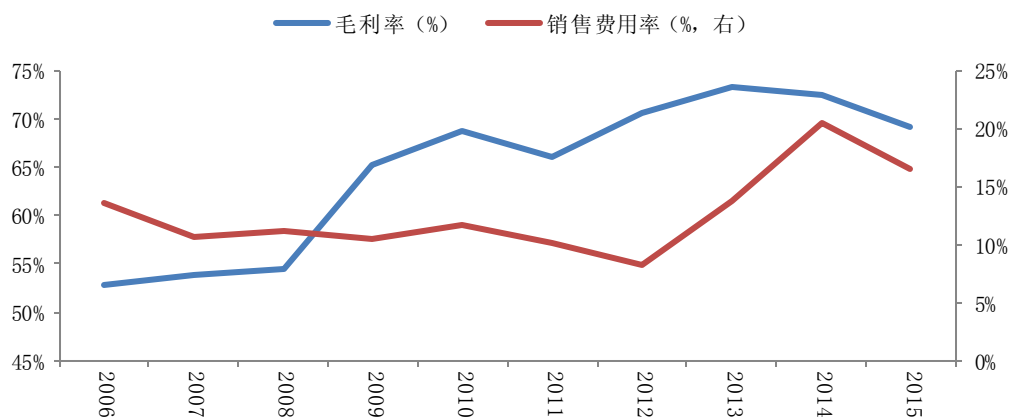
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

在白酒行业低谷阶段, 公司出台了对于经销商的扶持政策, 给经销商支持和补贴。但扶持政策没有取得预期的效果, 部分经销商将费用利润化。2015 年公司产品价格开始恢复, 公司也采取了很多配套措施, 这些措施和 2014 年还是有所不同。白酒行业已经进入新常态, 要求厂商更贴近市场贴近消费者去做营销。以前公司依赖的是经销商去对消费者服务, 而历史原因使得经销商策略依然是卖紧俏商品的思路。

公司现在要全面市场化运作思路, 编制制度笼子, 将经销商和公司营销人员都放在制度的笼子里历练。过去市场服务不到位或者出了问题, 只是对经销商有处罚, 现在对

相关营销人员也会有处罚。消费者培育会变为公司和经销商共同培育,提升市场费用的使用效率,在管理工作方面更加的精细化。只要是经销商用于市场服务的费用公司都会给予最大力度的支持。

图 9:五粮液毛利率和销售费用率走势



资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

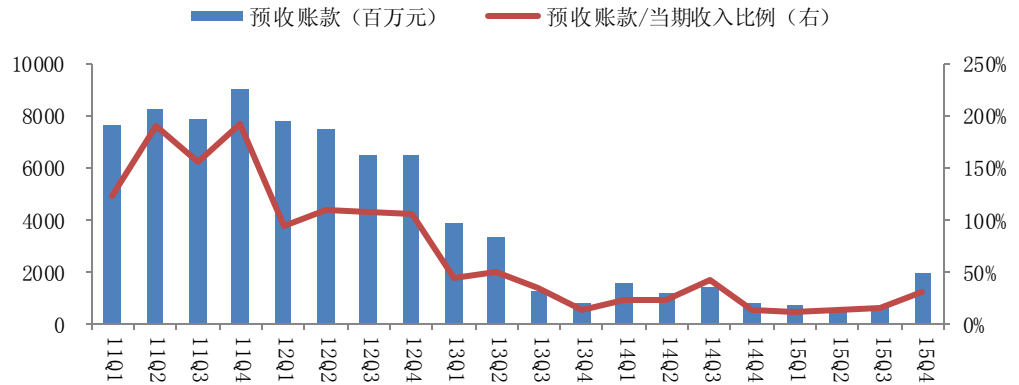
五粮液 2015 年销售费用率在连续 2 年的上升趋势后出现了下降,公司规划 2016 年的销售费用投入金额还是比 2015 年有增长。2016 年销售费用的增长也是为了配合 3 月的提价政策。

费用投放的方向看,过去高举高打的战略要调整,以后要做针对消费者的精准营销,但地面广告还是会做。落地的活动会增加品鉴会的举办次数,和商家一起通过品鉴会培育忠实消费群体。

5. 渠道弹性还未完全释放

五粮液 2015 年末预收账款达到 19.93 亿元,比三季度末增长 13.37 亿元,同比 2014 年末预收账款增长 132%,但相比公司预收账款历史峰值还有较大的差距。2015 年二季度是预收账款账面金额的低点。

图 10:五粮液季度末预收账款和预收账款/收入比例趋势



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

2016 年一季度公司大商的打款积极性很高, 部分大商已经对下半年销售备货预付款。但公司对市场库存还是有调节计划, 会根据每个区域市场的销售计划来安排发货量, 避免短期库存的上升。大商提前打款也是对五粮液价格中长期走势看好。小经销商一季度的打款积极性也比去年要好。我们认为 2016 年一季度末公司预收账款相比 2015 年末会保持继续提升的趋势。

6. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.821/2.06/2.34 元。白酒行业我们选择了 6 家拥有全国性品牌的白酒公司作为可比对象, 从 6 家白酒公司平均估值来看, 2015 年 PE 平均估值为 25.8X、2016 年 PE 平均估值为 22.5X、2017 年平均估值为 18.8X。考虑五粮液已经提价, 批价存在继续提升预期, 我们认为公司 2016 年合理估值区间为 18X-23X PE, 对应合理股价区间为 32.8 元-41.9 元, 公司 6 个月目标价 36.4 元, 给予公司“强烈推荐”投资评级。

表 4:白酒行业可比公司估值表

公司名称	EPS			PE		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
贵州茅台	12.34	13.71	15.03	20.23	18.21	16.60
泸州老窖	1.05	1.36	1.65	23.95	18.49	15.28
古井贡酒	1.31	1.51	1.74	28.44	24.60	21.37
洋河股份	3.57	3.94	4.52	19.06	17.27	15.07
山西汾酒	0.60	0.64	0.82	29.90	27.82	21.78
口子窖	0.98	1.15	1.45	33.45	28.48	22.61
平均	3.31	3.72	4.20	25.84	22.48	18.78

资料来源: 东兴证券研究所

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	38500	44597	51958	59352	67746	营业收入	21011	21659	24026	26308	28904
货币资金	22382	26374	42978	50678	59421	营业成本	5772	6672	6729	7177	7696
应收账款	123	107	592	649	713	营业税金及附加	1517	1785	1828	1992	2167
其他应收款	20	19	22	24	26	营业费用	4309	3568	4017	4355	4737
预付款项	298	332	399	471	548	管理费用	2047	2129	2311	2518	2753
存货	8091	8701	7374	6882	6325	财务费用	-658	-732	-347	-468	-550
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	6.16	25.80	1.00	2.00	0.00
非流动资产合计	7909	7949	7205	6462	5720	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	868	902	902	902	902	投资净收益	14.49	34.14	15.00	15.00	15.00
固定资产	5676.48	5347.55	5200.73	4499.13	3797.54	营业利润	8032	8246	9501	10747	12117
无形资产	422	412	371	329	288	营业外收入	59.94	66.16	50.00	30.00	30.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	76.43	24.90	25.00	20.00	20.00
资产总计	46409	52547	59163	65815	73466	利润总额	8016	8287	9526	10757	12127
流动负债合计	5925	7968	8678	9660	10885	所得税	1958	1877	2429	2743	3032
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	6058	6410	7097	8014	9095
应付账款	647	1058	645	590	633	少数股东损益	223	234	200	200	200
预收款项	858	1994	2955	4007	5163	归属母公司净利润	5835	6176	6897	7814	8895
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	8412	8497	9897	11022	12309
非流动负债合计	151	234	0	0	0	BPS (元)	1.54	1.63	1.82	2.06	2.34
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	6076	8201	8678	9660	10885	成长能力					
少数股东权益	903	1016	1216	1416	1616	营业收入增长	-15.00%	3.08%	10.92%	9.50%	9.87%
实收资本(或股	3796	3796	3796	3796	3796	营业利润增长	-29.74%	2.66%	15.22%	13.12%	12.75%
资本公积	953	953	1831	1831	1831	归属于母公司净利润	-26.81%	5.85%	11.67%	13.30%	13.84%
未分配利润	27611	30407	33511	37027	41030	获利能力					
归属母公司股东	39430	43329	49034	54504	60731	毛利率(%)	72.53%	69.20%	71.99%	72.72%	73.37%
负债和所有者权	46409	52547	59163	65815	73466	净利率(%)	28.83%	29.60%	29.54%	30.46%	31.47%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
经营活动现金流	795	6691	17034	9563	10847	偿债能力					
净利润	6058	6410	7097	8014	9095	资产负债率(%)	13%	16%	15%	15%	15%
折旧摊销	1037.18	983.08	0.00	742.76	742.76	流动比率	6.50	5.60	5.99	6.14	6.22
财务费用	-658	-732	-347	-468	-550	速动比率	5.13	4.51	5.14	5.43	5.64
应收账款减少	0	0	-485	-56	-64	营运能力					
预收帐款增加	0	0	961	1052	1156	总资产周转率	0.46	0.44	0.43	0.42	0.42
投资活动现金流	-1187	-394	414	13	15	应收账款周转率	212	188	69	42	42
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	34.14	25.40	28.21	42.60	47.29
长期股权投资减	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	14	34	15	15	15	每股收益(最新摊薄)	1.54	1.63	1.82	2.06	2.34
筹资活动现金流	-2989	-2355	-844	-1876	-2118	每股净现金流(最新	-0.89	1.04	4.37	2.03	2.30
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	10.39	11.41	12.92	14.36	16.00
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	18.27	17.26	15.46	13.64	11.98
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	2.70	2.46	2.17	1.96	1.76
现金净增加额	-3381	3942	16604	7700	8743	EV/EBITDA	10.01	9.44	6.43	5.07	3.83

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，4 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。