公司深度研究报告

五粮液 股票代码：000858.SZ

高端回暖雨露沾，内外兼修促发展

独到见解：

作为高端白酒榜眼，五粮液终端价与批发价约是飞天茅台七成，充分受益高端白酒行业回暖。随着下半年飞天茅台供货紧缺，“七成效应”及替代效应有望带动五粮液量价齐升。公司在营销及品牌方面的一系列努力将使庞大产能优势得以释放。腰部力量发力，将为公司提供长期增长动力。

目标价：45RMB

当前股价：34.83RMB

投资评级 强推

评级变动 维持

投资要点

1. 高端榜眼紧跟茅台，充分受益行业发展。

高端白酒领域茅台、五粮液双巨头格局基本稳定，五粮液终端价与一批价约是飞天茅台七成，充分受益高端白酒行业复苏。短期视角看，茅台终端销售淡季不淡，批价从年初 850-860 元攀升至 900+元，下半年控量导致明显供货缺口，茅台批价及终端价有望持续上行，五粮液价格空间将被打开，有利于社会库存出清以及价格理顺。长期视角看，随着高净值人群的增加，高端白酒市场将呈现量价齐升局面，作为高端榜眼，五粮液充分受益。

2. 好酒也怕巷子深，营销变革推动系列酒新增长。

五粮液拥有近 40 万吨白酒生产能力，其中高端白酒约 3.5 万吨/年，产品线丰富，覆盖各个价位带。近年来公司开始发力系列酒，对系列酒品牌进行肃清与整合，确立了“1+5+N”品牌战略，聚焦有竞争力品牌；推进营销改革与创新，五粮液品牌事务部以及七大营销中心的成立加大了公司对终端的掌控及市场深耕；公司率先布局电商，积极拥抱互联网。随着公司在系列酒方面的努力，腰部产品未来将成为公司另一增长极。

3.静待混改落地、外延式并购。

公司的混改方案覆盖面广、激励程度大，将经销商、员工与公司三方利益紧紧捆绑，这将极大调动管理层与经销大商的积极性，促进公司业绩的爆发性增长。定增募投项目发力线上、线下渠道，信息化建设助力公司产品结构升级，将很大程度上增强企业渠道、品牌的两大核心竞争力，巩固行业地位。近年来，公司并购意愿强烈，集团管理制度的优化与输送，将有助于公司并购协同效应的充分发挥，未来前景可期。

4.投资建议：

民间旺盛的需求导致高端白酒回暖，下半年飞天茅台供货缺口，将进一步导致茅台价格上行，为五粮液打开空间，有助于渠道理顺与库存出清。根据最新数据我们对财务预测进行微调，预计 2016-2017 年 EPS 分别为 1.90 元、2.23 元，同比增长 16.6%、17.4%。公司估值处于行业中末尾，在高端回暖趋势明显背景下，理应享受估值溢价。维持“强推”评级。

证券分析师

证券分析师：王莺

执业编号：S0360515100002
电话：021-20572539
邮箱：wangying@hcyjs.com

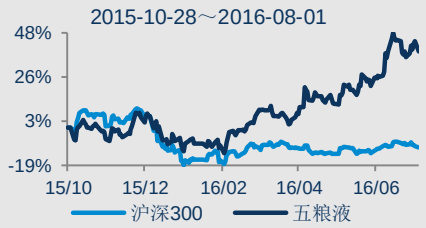
联系人：赵国防

电话：021-20572550
邮箱：zhaoguofang@hcyjs.cor

公司基本数据

总股本(万股)	379,597
流通 A 股/B 股(万股)	379,567/-
资产负债率(%)	22.4
每股净资产(元)	12.2
市盈率(倍)	19.22
市净率(倍)	3.05
12 个月内最高/最低价	37.91/21.8

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《五粮液年报点评：2015Q4 净利大增 40%，资本运作值得期待--华创王莺团队》 2016-03-28

《五粮液（000858）：季报堪称惊艳，提价助力增长》 2016-04-29

未经许可，禁止转载

5.风险提示：

销量不达预期，提价效果不达预期。

主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万)	21,659	24,690	27,213	29,539
同比增速(%)	3.1%	14.0%	10.2%	8.5%
净利润(百万)	6,176	7,215	8,460	9,732
同比增速(%)	5.8%	16.8%	15.5%	15.0%
每股盈利(元)	1.63	1.90	2.23	2.56
市盈率(倍)	20	17	15	13

资料来源：公司报表、华创证券

目 录

一、高端榜眼紧跟茅台，充分受益行业发展 5
（一）品牌层次分明，复苏分化开来 5
（二）高端榜眼紧跟茅台，短期受益高端白酒回暖，长期受益高端市场扩容增长 6
1、高端双巨头基本稳定，五粮液价格约是飞天茅台七成 6
2、短期视角：茅台批价持续上行，打开五粮液市场空间 6
3、长期视角：高端白酒仍是蓝海市场，未来将量价齐升扩容增长 8
二、好酒也怕巷子深，品牌、营销改善推动新增长 9
（一）核心优势：庞大生产能力，丰富产品线 9
1、酒王善酿酒：产能庞大生产者众 9
2、丰富产品线：高端酒是根本，系列酒有潜力 9
（二）品牌聚焦与梳理，营销变革与创新 10
1、壮士断臂，系列酒品牌梳理与聚焦 10
2、营销改革接近终端，渠道梳理深耕市场 12
3、顺势而为：拥抱互联网，积极开展电商业务 13
三、静待混改落地、外延式并购 13
（一）经销商、员工参股定增，三方利益趋同 13
（二）关注外延并购，协同效果可期 14
四、盈利预测及投资建议 15

图表目录

图表 1 白酒不同价格带主要产品分布 5
图表 2 降价后飞天茅台逆势放量 5
图表 3 调整后飞天茅台高端白酒中占比逐步提升 5
图表 4 调整后茅台营收行业占比 6
图表 5 调整后茅台利润行业占比 6
图表 6 五粮液、飞天茅台一批价与终端价格之比 6
图表 7 城镇居民人均月可支配收入/茅台零售价 7
图表 8 五粮液 16 年 Q1 营收大幅增长 7
图表 9 五粮液 16 年 Q1 净利润大幅增长 7
图表 10 新增高净值人群将增加高端白酒需求 8
图表 11 国窖 1573 按照年份酒定价 8
图表 12 五粮液产能扩张图 9
图表 13 雄厚产能奠定酒王地位 9
图表 14 主要白酒公司生产&销售人员对比 9
图表 15 五粮液 15 年营收构成 10
图表 16 五粮液 15 年利润构成 10
图表 17 五粮液拥有覆盖高中低全档次的产品线 10
图表 18 五粮液品牌梳理时间轴 11
图表 19 公司“5”品牌战略产品终端价格 11
图表 20 五粮液营销模式变迁时间轴 12
图表 21 五粮液原有营销体系示意图 13
图表 22 五粮液变革后营销体系示意图 13
图表 23 五粮液积极布局电商拥抱互联网 13
图表 24 经销商积极认购，利益捆绑紧密 14
图表 25 募投资金投向 14
图表 26 五粮液并购事项时间表 15
图表 27 永不分梨被并购后，营收大幅提升 15
图表 28 并购协同效应的逻辑图 15
图表 29 五粮液分业务盈利预测 16

一、高端榜眼紧跟茅台，充分受益行业发展

（一）品牌层次分明，复苏分化开来

目前白酒消费已经形成比较成熟的品牌认知，高端品牌主要指飞天茅台及水晶瓶五粮液，而牛栏山二锅头和老村长则是低端白酒的代表。品牌认知的形成是厂商努力和消费者不断选择的结果，随着消费习惯的形成短期内品牌呈固化状态。目前高端白酒主要有飞天茅台、普五和国窖 1573，鉴于国窖 1573 短时间内难以放量，真正能够成为飞天茅台竞争对手的主要是普五，竞争格局比较稳定。

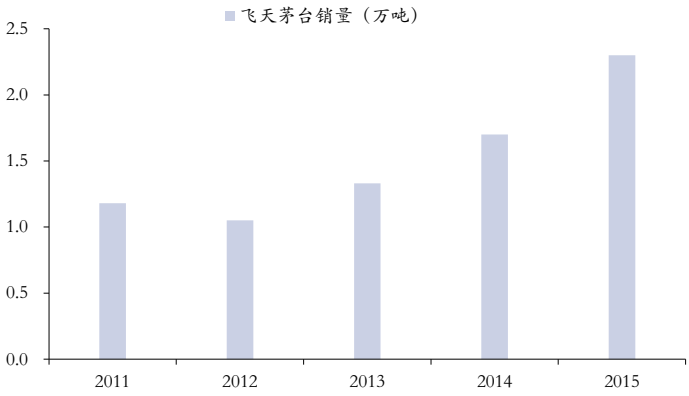
图表 1　白酒不同价格带主要产品分布

档次	价位（元/500ml）	主要产品及品牌
高端	500 元以上	茅台、五粮液、国窖 1573、梦之蓝
中高端	300-500 元	剑南春、山西汾酒、天之蓝、水井坊、郎酒
中低端	100-300 元	海之蓝、古井贡 5 年原浆、口子窖、今世缘、泸州老窖、西凤酒
低端	低于 100 元	牛栏山、劲酒、金六福、稻花香、老村长

资料来源：酒仙网、华创证券

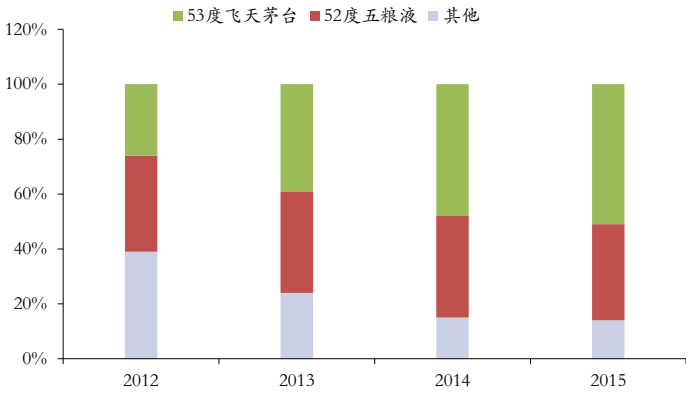
高端白酒竞争比拼的是品牌力，在此基础上的行业竞争呈现出不平等性，强势品牌市场价回落后可以切入弱品牌力市场，并抢占其份额，行业复苏呈现梯次化特征。在限制三公消费带来的行业调整中，飞天茅台凭借强大品牌力不断抢占对手市场份额，实现平稳过度。经过三年调整，飞天茅台在高端白酒领域占比大幅提升 20 个点，五粮液基本保持稳定，茅台营收与利润在整个行业中的占比也稳步提升，营收占比由 2010 年 4.8%提升至 2015 年 5.88%，利润占比由 2010 年 22.48%提升至 2015 年 30.48%。

图表 2　降价后飞天茅台逆势放量



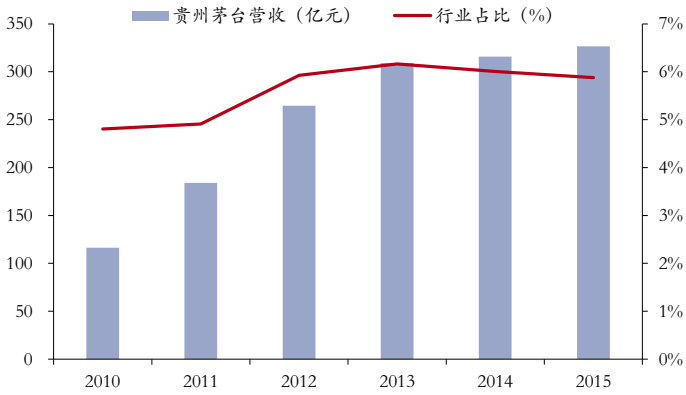
资料来源：公开资料、华创证券

图表 3　调整后飞天茅台高端白酒中占比逐步提升



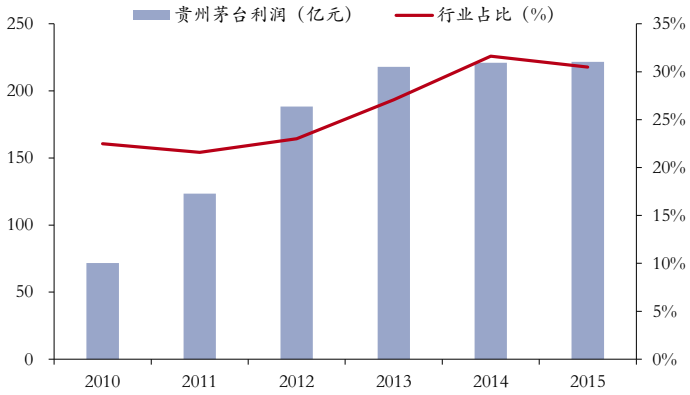
资料来源：公开资料、华创证券

图表 4　调整后茅台营收行业占比



资料来源：Wind、华创证券

图表 5　调整后茅台利润行业占比



资料来源：Wind、华创证券

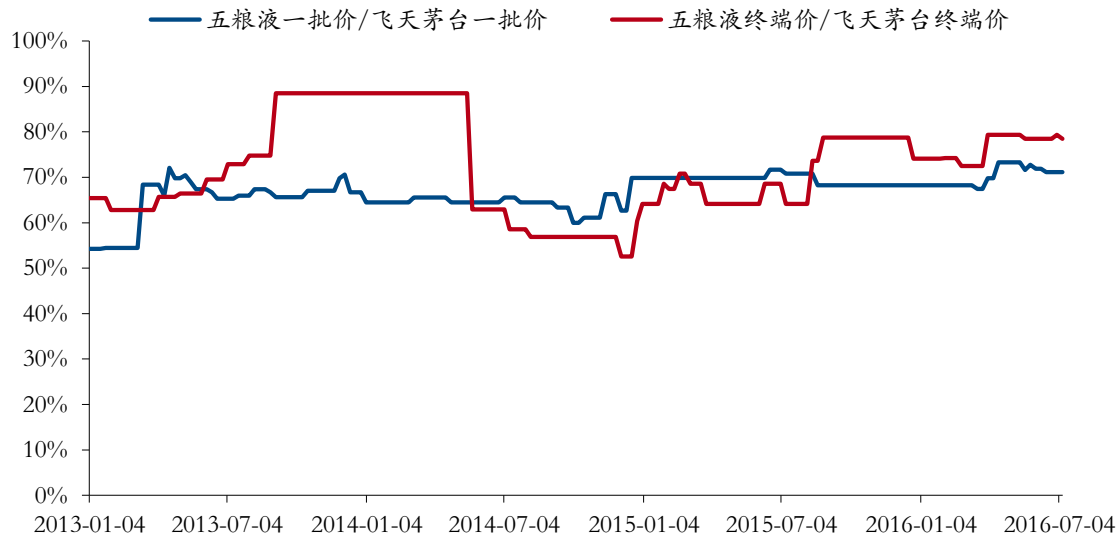
（二）高端榜眼紧跟茅台，短期受益高端白酒回暖，长期受益高端市场扩容增长

1、高端双巨头基本稳定，五粮液价格约是飞天茅台七成

根据历史数据，五粮液、飞天茅台二者一批价和终端价之间存在较为稳定的比例关系。**一批价比例关系更为稳定，在 0.65-0.72 之间**，而终端价格波动较大**在 0.6-0.9 之间**，如果忽略较为短暂的异常波动时间段，比例维持**在 0.6-0.8 之间**。根据经销商调研也证实“五粮液价格约是飞天茅台七成”的结论。同时，一个明显的趋势是终端价比例是围绕在一批价比例上下波动的。

通过以上分析发现，我们认为如果在合理“折扣”比例下，五粮液会对茅台形成替代，我们的调研结果也佐证了这一判断，在茅台需求量较为紧俏的广深市场已经开始出现五粮液对茅台的替代效应。

图表 6　五粮液、飞天茅台一批价与终端价格之比



资料来源：酒仙网、京东商城、华创证券

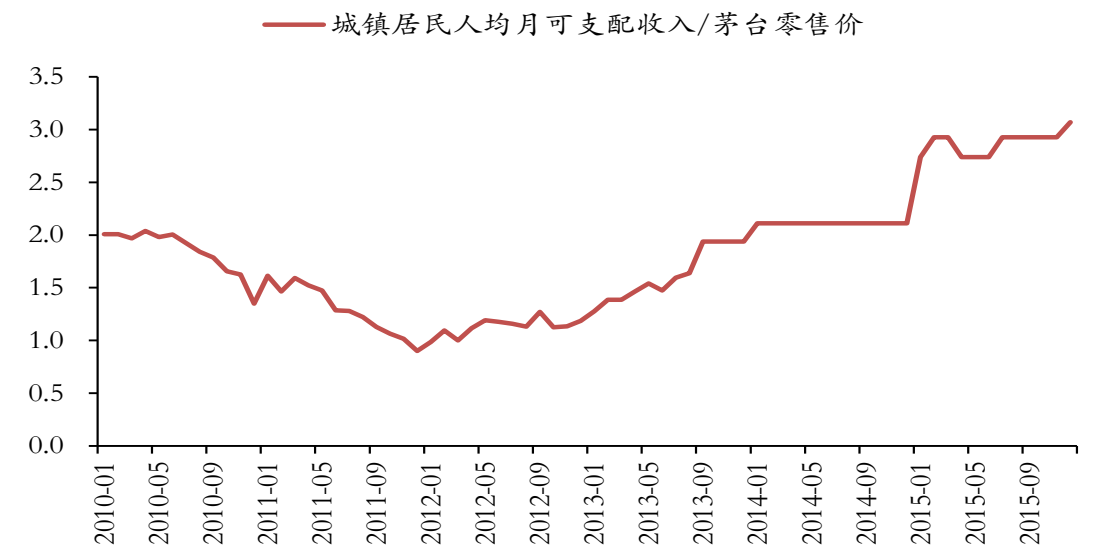
2、短期视角：茅台批价持续上行，打开五粮液市场空间

飞天茅台市场价回落后飞入寻常百姓家，在 2012 年茅台高价时期，居民人均可支配收入能买到飞天茅台的数量不足 1 瓶，

2015 年底这一数字已经接近 3 瓶。价格回落后的飞天茅台更为亲民，部分民间消费发生从无到有的改变，民间消费的崛起完成了对公务消费的替代，茅台集团董事长袁仁国公开表示茅台酒公务消费占比已降至 1%。

基础夯实的民间消费推动飞天茅台终端需求持续旺盛，表现出淡季不淡的现象，一批价从 16 年初 850-860 元上涨至 6 月份 900 元以上。另一方面，飞天茅台本身具有硬通货属性，价格上涨催生的囤货动机进一步带动了飞天茅台终端需求。李保芳书记在 16 年上半年营销工作会讲话中介绍，1H2016 茅台酒完成全年销售的 60%，下半年可供销售量仅为 8000 吨，我们预计中秋国庆以后将会出现阶段性、区域性断货现象。

图表 7　城镇居民人均月可支配收入/茅台零售价

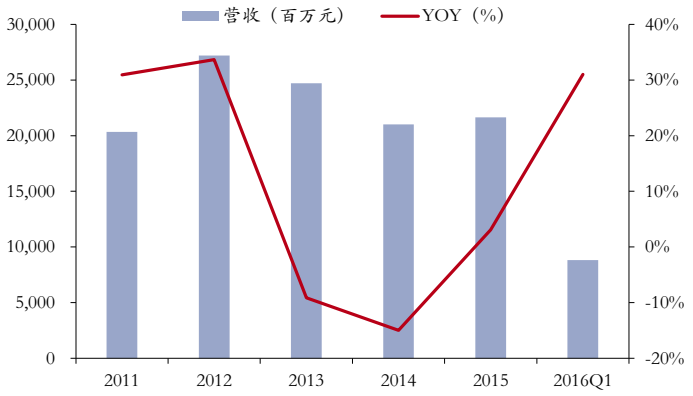


资料来源：国家统计局、Wind、华创证券

五粮液作为高端白酒榜眼充分受益行业回暖，2016Q1 营收、净利润增速分别达到 31.03%、31.91%。我们通过草根调研了解到，经销商库存估计在 8 月底消化完，由于多数经销商在提价前打款，普五拿货成本价 630 元左右，目前处于微利状态，渠道整体已实现顺价。

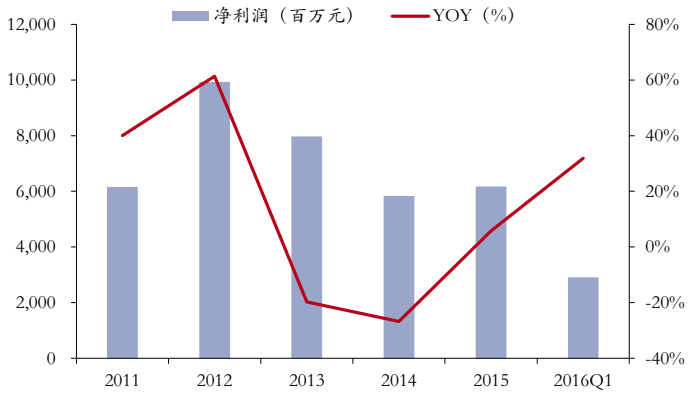
同时，我们认为随着旺季来临及下半年控货，飞天茅台一批价及终端价继续上行将成为大概率事件。根据前文分析的“七折定律”，随着飞天茅台价格持续上行，五粮液上涨空间将进一步打开，有助于公司社会库存出清及价格理顺。

图表 8　五粮液 16 年 Q1 营收大幅增长



资料来源：Wind、华创证券

图表 9　五粮液 16 年 Q1 净利润大幅增长



资料来源：Wind、华创证券

3、长期视角：高端白酒仍是蓝海市场，未来将量价齐升扩容增长

高端白酒消费群体更注重品牌与品质，品牌依赖程度高，高端白酒品牌竞争温和。高端白酒仍然是蓝海市场，持续增加的高净值收入人群为高端白酒市场扩容式增长提供基础。据波士顿咨询公司（BCG）研究，2020 年我国富裕消费者（家庭年均可支配收入 2-100 万美元）预计将达到 2.8 亿人，占中国总人口的 20%；富裕消费者消费额将增至原来的五倍，达到 3.1 万亿美元，高净值人群的增加进一步打开高端白酒消费市场。

图表 10　新增高净值人群将增加高端白酒需求

分类	定义	家庭数量中占比		在消费额中占比	
		2011 年	2020 年	2011 年	2020 年
高净值人士	家庭资产超过 100 万美元	0.1%	0.3%	3%	7%
非常富裕消费者	可支配收入在 4 万-100 万美元的城市家庭	3%	8%	9%	15%
中等富裕消费者	可支配收入在 2 万-4 万美元的城市家庭	6%	12%	14%	20%
中产阶层	可支配收入在 1.2 万-2 万美元的城市家庭	8%	14%	14%	15%
新兴中产阶层	可支配收入在 8000 美元-1.2 万美元城市家庭	12%	13%	16%	11%
低收入者	可支配收入低于 8000 美元城市家庭	22%	12%	18%	6%
农村消费者	农村居民	49%	41%	25%	25%

资料来源：金徽酒招股说明书、华创证券

图表 11　国窖 1573 按照年份酒定价

生产批次对应年份	年份	建议零售价（元/瓶）
2011 年	5	980
2010 年	6	1110
2009 年	7	1240
2008 年	8	1370
2007 年	9	1630
2006 年	10	1890
2005 年	11	2150
2004 年	12	2700
2003 年	13	3250
2002 年	14	3800
2001 年	15	4800

资料来源：公开资料、华创证券

二、好酒也怕巷子深，品牌、营销改善推动新增长

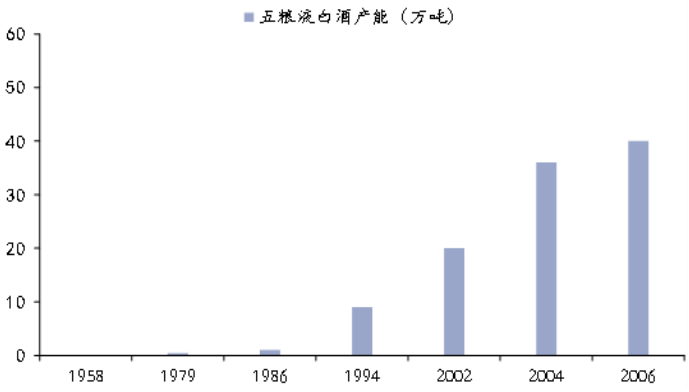
（一）核心优势：庞大生产能力，丰富产品线

1、酒王善酿酒：产能庞大生产者众

改革开放以及 80 年代白酒行业价格逐渐放开管制，在短缺经济大背景下五粮液抓住历史机遇迅速扩张产能，市场份额快速提升超越贵州茅台、山西汾酒等同行。在 1986 年公司产能 1 万吨，而在 1994-2002 年期间公司产能迅速扩大至 20 万吨，2006 年公司产能已达到 40 万吨，成为名副其实的“白酒大王”。

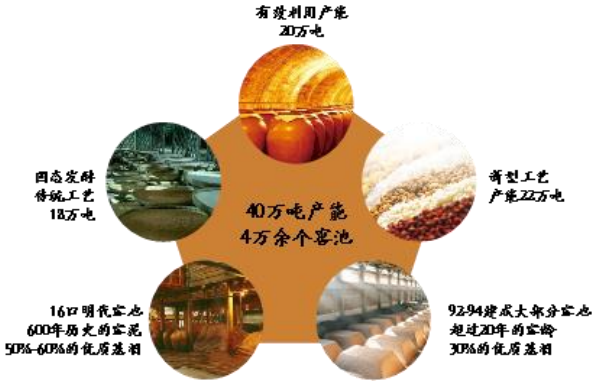
目前，五粮液拥有近 40 万吨的固态白酒产能，优质高端白酒约 3.5 万吨/年。其中，白酒固态发酵传统工艺产能为 18 万吨，包括酱香产能 3 万吨，浓香产能 15 万吨；新型工艺产能 22 万吨。高端五粮液出酒率 10%-15%，其他的基酒只能用于生产中低端系列酒。公司拥有窖池约 4 万余个，其中 16 口明代窖池内含寿命超过 600 年历史的窖泥，优质基酒出酒率在 50%-60%，其余窖池窖龄超过 20 年，多在 1992-1994 年建成。

图表 12　五粮液产能扩张图



资料来源：Wind、华创证券

图表 13　雄厚产能奠定酒王地位



资料来源：Wind、华创证券

通过对比四家主要上市公司可以发现，就总量而言五粮液生产工人数量远超同行一个重量级。大量的人员和精力投入为五粮液提供具有质量保证的优质白酒。

图表 14　主要白酒公司生产&销售人员对比

	贵州茅台			五粮液			洋河股份			泸州老窖		
	总人数	生产人数	销售人数	总人数	生产人数	销售人数	总人数	生产人数	销售人数	总人数	生产人数	销售人数
2011 年	11456	9241	394	29276	20360	327	7957	3456	1815	1815	765	168
2012 年	13717	-	-	29898	20656	356	9930	4114	2423	1862	735	386
2013 年	16800	13487	577	27074	19170	508	11668	4626	3541	1826	731	366
2014 年	17487	13801	628	26283	18318	516	12629	4948	3834	1909	736	385
2015 年	21115	17271	642	25940	18179	488	13291	5897	4088	1622	675	385

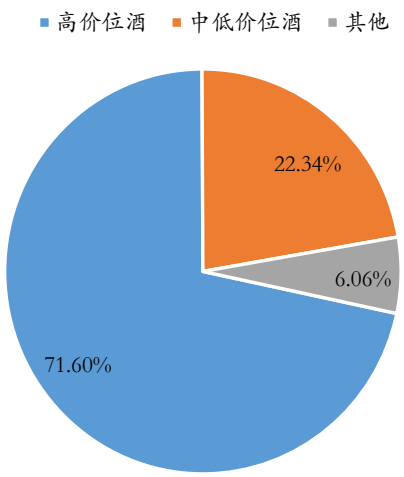
资料来源：公司公告、华创证券

2、丰富产品线：高端酒是根本，系列酒有潜力

高端白酒领域，水晶瓶五粮液作为高端榜眼品牌影响力仅次于飞天茅台，具有较高消费群众基础、市场认可度高。作为公司主打高端白酒在营收中贡献 70%以上，随着高端白酒市场回暖，短期内为公司业绩提供保证。

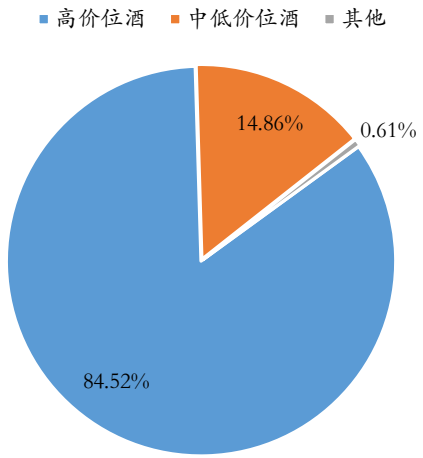
公司优质高端白酒出酒率在 10%-15%之间，其他 85%-90%的基酒只能用来制作中端系列酒。虽然目前系列酒对公司业绩贡献较低，但随着公司在系列酒营销方面不断加大力度，腰部产品发力将推动公司再次崛起。

图表 15　五粮液 15 年营收构成



资料来源：Wind、华创证券

图表 16　五粮液 15 年利润构成



资料来源：Wind、华创证券

图表 17　五粮液拥有覆盖高中低全档次的产品线

资料来源：公司官网、华创证券

（二）品牌聚焦与梳理，营销变革与创新

1、壮士断臂，系列酒品牌梳理与聚焦

多品牌战略曾为五粮液“遍地开花”迅速抢占全国市场立下汗马功劳，但过多的子品牌逐渐透支主要产品品牌影响力，品

牌控制不力成为五粮液的软肋，公司坚定了对系列酒品牌的整合肃清的决心，2016 年股东大会透露今年已经淘汰 30 个系列酒品牌。

图表 18　五粮液品牌梳理时间轴

时间	关键词	主要内容
2002 年	品牌管理	原则上不再开发新品牌，以更好的梳理经营现有品牌。
2003 年	“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。
2004 年 11 月	收缩产品线，减少中低端产品	梳理现有的核心品牌与系列品牌，打造具有竞争力和代表性的五粮液不同阶级的产品。"
2005 年 12 月	全新打造五粮液主品牌	逐渐砍掉 80 多个子品牌，整顿中低档产品线。
2010 年	重点减少五粮液系列酒的品牌个数	五粮液核心产品与系列酒销售实现完全分离，以维持五粮液核心品牌的高端定位和价格。
2014 年 10 月	“1+5+N”品牌战略	清理和整顿现有品牌，进一步完善系列酒产品定位、定价和产品诉求，以满足各类消费者的需求。
2015 年 4 月	重设五品部，整顿品牌形象	聚焦有竞争力的品牌，整理系列品牌产业线。
2016 年 6 月	"系列酒品牌风险管理制度	五品部兼具品牌管理和销售管理双重职责和职权，贴近市场，管理系列品牌。
2016 年 7 月	规范系列酒品牌宣传语"	为了维护五粮液品牌形象，要求 6 月 30 日前对全国性卖场和地方性大卖场的违规宣传包括宣传用语、价签、价格等方面整理完毕，消除五粮液系列酒品牌的产品在门头、宣传用语、价签上大搭“五粮液”的便车以混淆视听者牟利的现象。

资料来源：公开资料、华创证券

在对扰乱市场系列酒品牌进行整肃的同时，公司也对核心品牌进行了整合与聚焦。2014 年公司确定“1+5+N”品牌战略，聚焦有竞争力的品牌，2016 年 6 月更是对总经销品牌经销商准入、经营与清退标准作出了明确规定。严厉而有效举措足见公司在品牌聚焦方面的决心，经过梳理的系列产品品牌覆盖全价格带，构建全价位产品线能够满足消费者多层次产品需求。

图表 19　公司“5”品牌战略产品终端价格

白酒名称	规格	价格（元）	白酒名称	规格	价格（元）
五粮醇	50 度红淡雅 500ml	68	五粮头曲	52 度 500ml	169
	50 度蓝淡雅 500ml	98		52 度 450ml	99
	50 度金淡雅 500ml	138		45 度 500ml	99
	42 度红淡雅 500ml	68		39 度 500ml	89
	42 度蓝淡雅 500ml	97	绵柔尖庄	光瓶 50 度 500ml	29
	50 度 3D 第三代	50		金标 50 度 500ml	39
	45 度第三代 500ml	45		红标 50 度 500ml	35
五粮春	50 度 500ml	238		红标 42 度 500ml	25
	45 度 500ml	198		光瓶 50 度 225ml	18
	35 度 500ml	175		42 度 225ml	10.9
五粮特曲	52 度 500ml	229		光瓶 50 度 125ml	12
	52 度 450ml	169		42 度 125ml	8.9

资料来源：公开资料、华创证券

2、营销改革接近终端，渠道梳理深耕市场

高端品牌可以依托强大品牌力实现以坐市方式销售产品，而中低端产品的销售则更注重渠道和营销。公司起初主要依靠经销商推动产品销售，公司主要负责产品的生产以及质量保证。就公司营销策略及模式转变历程而言，公司逐渐开始加大对终端掌控以及跟消费者的直接交流。

针对市场窜货行为，五粮液逐渐调整营销结构，销售政策向大商倾斜，清肃一批对市场价格造成干扰的小经销商。厂家将货发给大经销商，小商从大经销商处拿货，五粮液经销商渠道实现从扁平化到垂直化的转变。2013 年公司设立 7 大营销中心，将品牌管理模式转变为区域管理模式，大批营销人员与经销商一起在全国范围内开展品牌宣传与推广工作，指导并配合经销商进行产品销售。2015 年公司成立了五粮液品牌管理事务部（简称五品部），主要负责产品的品牌管理和销售管理等职责，下设五个工作处和 7 大营销中心，后者负责具体执行。

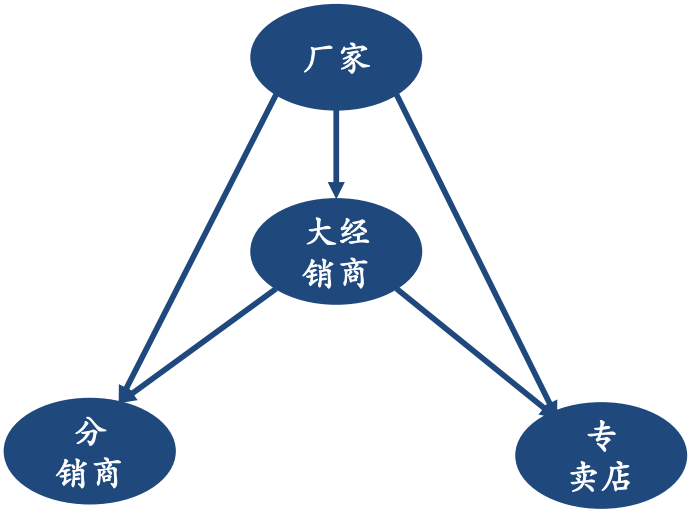
新五品部及 7 大营销中心的设立，改变了公司的营销组织架构，从之前的大商型组织架构转变为厂商与经销商密切合作型架构，有助于公司对市场的管控和品牌的推广。鉴于公司由来已久的对经销商依赖型营销模式，这种新型的厂商与经销商合作模式更有助于公司适应新的竞争环境。

图表 20　五粮液营销模式变迁时间轴

时间	关键词	主要内容
1994 年	集团营销	与省级糖酒公司的二级站共同组建专营集团公司
1995 年	直销	在各大商场、零售终端铺设专卖店
1994 年	OEM 品牌开发	由公司与经销商共同开发新品牌，产品风格、定位、价格等细节主要由经销商决定，产品的生产、灌装由公司完成。经销商拥有产品的品牌及商标的所有权，并负责产品的营销、推广。
	买断经营	
2005 年	专业化事业部	五粮液品牌事业部作为核心业务部门，负责老酒、普五、1618 等核心产品销售，组建品牌运营商顾问团，分销核心产品
		自销品牌事业部负责五粮春、五粮醇等产品销售
		总经销品牌事业部仍延续之前的 OEM 品牌开发与买断经营方式
2007 年	团购	利用公司、经销商层面的团购客户资源，从单纯依靠经销商销售转为主动介入销售环节
2010 年	区域营销中心	设立华东营销中心，统一负责华东地区的经销商管理和产品销售，提升渠道把控力、信息收集与反馈速度。
2012 年	营销中心+子公司	首先选择三个区域试行，后续逐步推广至其他区域，目的是减少销售层级
2013 年	七大营销中心	五粮液渠道从扁平化想垂直化发展，建立七大营销中心，参与市场运作与维护，加深渠道深耕
2015 年	五粮液品牌管理事务部	成立独立核算销售公司，积极推进公司五大主要品牌独立市场化运作，全面负责品牌的运作、管理和服务工作。

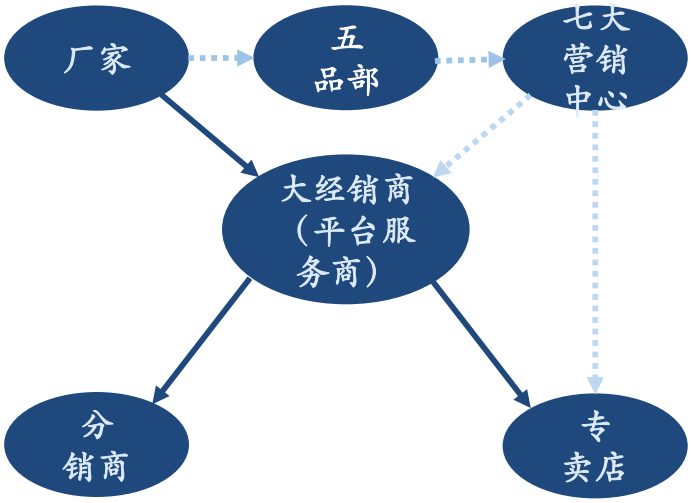
资料来源：公开资料、华创证券

图表 21　五粮液原有营销体系示意图



资料来源：公司公告、华创证券

图表 22　五粮液变革后营销体系示意图



资料来源：公司公告、华创证券

3、顺势而为：拥抱互联网，积极开展电商业务

在营销方面的短板，五粮液管理层有清醒的认识，对于创新的营销、渠道方式五粮液始终保持开放态度，公司积极开展电商业务，引领白酒行业"互联网+"潮流。公司于 2014 年 6 月与京东集团签订合作协议，五粮液开始登陆京东商城，并定制五粮液酒产品。同时，五粮液公司也纷纷与酒仙网、苏宁等电商平台进行合作，充分表现出对互联网这一新型渠道的极大热情。同时，根据 2015 年定增方案，公司募投项目之一便是搭建自己的服务型电子商务平台。

图表 23　五粮液积极布局电商拥抱互联网

时间	关键词	主要内容
2014 年 6 月	京东集团	五粮液集团与京东集团签署合作协议，五粮液登陆京东商城并推出京东定制五粮液酒产品，并制定"3 年 50 亿元"销售目标，14 年底完成 3.8 亿元核心产品销售
2015 年初	五粮液最大零售商	刘强东提出"2015 年京东将成为五粮液最大的零售商"，并宣布 2015 年试水众筹产品
2015 年 6 月	吆喝科技	五粮液借助吆喝科技的互联网平台、信息通信技术，将精准定位消费者需求
2015 年 10 月	自身电商品台	定增募投建设五粮液服务型电子商务平台，将实施 O2O 电商模式整合现有经销商网络资源
2016 年 3 月	五粮液・苏宁战略合作	双方签署战略合作协议，并宣布将在互联网零售、渠道整合、产品包销定制等方面展开深入合作，共同推进白酒行业的互联网转型和产业合作升级

资料来源：公开资料、华创证券

三、静待混改落地、外延式并购

（一）经销商、员工参股定增，三方利益趋同

公司于 2013 年开始筹划非公开发行员工持股计划，方案于 2015 年 10 月公布，主要管理层员工持股计划拟认购不超过 2200 万股，经销商拟认购不超过 1800 万股，其中不乏知名大商以个人名义认购。

员工持股计划覆盖董事、监事、高管共 11 位成员，人均可认购 400 万元以上；激励员工总数覆盖至不超过 3000 名，人均认购 15 万元左右。员工持股计划的推出将极大调动公司员工的积极性，极大提升员工主人翁意识和工作热情。君享五粮液 1 号覆盖部分优质经销商共计 38 个主体，平均每个主体可认购 1100 万元以上，经销商积极认购将自身利益与公司捆绑在一起，兼具公司股东的身份有助于提升经销商忠诚度。

图表 24　经销商积极认购，利益捆绑紧密

发行对象名称	资管计划/产品名称	涉及认购主体数量	备注
国泰君安资管计划	-	1	穿透至五粮液第 1 期员工持股计划
君享五粮液 1 号	-	38	穿透至湖南国资委、武汉国资委、朝批商贸、银基集团、怡亚通及李松涛等共计 33 名自然人
泰康资管	-	1	以泰康人寿保险股份有限公司委托其管理的保险资金以及其主动管理的企业年金计划参与认购。
华安基金	华安-青岛城投金控资产管理计划	1	穿透至青岛市国资委
	华安-上汽股权投资资产管理计划	1	穿透至上海汽车集团股份有限公司
	华安-外经贸 7 号资产管理计划	1	穿透至中国中化股份有限公司
凯联艾瑞	-	32	穿透至常州市人民政府、湖北省供销合作总社及刘慧英、朱一航等共计 30 名自然人

资料来源：华创证券

定增募投预案拟募资不超过 23.34 亿元，募投资金用于信息化建设、营销中心建设和服务型电子商务平台 3 个项目。我们认为，募投项目的实施落地有利于进一步提升公司运营效率、服务质量，符合公司长远发展利益。

图表 25　募投资金投向

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）	发力端	投资项目着力点及预计效益
信息化建设	71,530	71,530	渠道端、需求端、供给端	着力增强渠道管控力，解决串货问题；建立客户数据库，有效跟踪客户需求，转变传统生产管理模式，及时、有效促进产品结构升级。
营销中心建设	98,796	98,796	供给端、渠道端	拟建在成都，着力辐射全国消费市场，吸引精英人才。
服务型电子商务平台	65,532	63,074	渠道端	除募集资金外，还另外投入自有资金，充分重视线上建设，发力电商渠道。
合计	235,858	233,400	渠道端、需求端、供给端	线上、线下同发力+信息化建设，增强渠道、品牌两大核心竞争力。

资料来源：华创证券

（二）关注外延并购，协同效果可期

2009 年以来，公司共发生了 7 起并购，其中 13、14 年收购主营业务相关性比较高的永不分梨、五谷春酒业。

在公司宣布收购永不分梨酒业一年后，永不分梨营收实现了大幅上涨，利润也是扭亏为盈。在此基础上，更加坚定了公司优质化并购的决心，公司方面表示，“十三五”期间将优先考虑规模 10 亿以上的优质标的。16 年一季度公司账面现金超过 270 亿元，随着公司混改落地并购或再次提上日程。

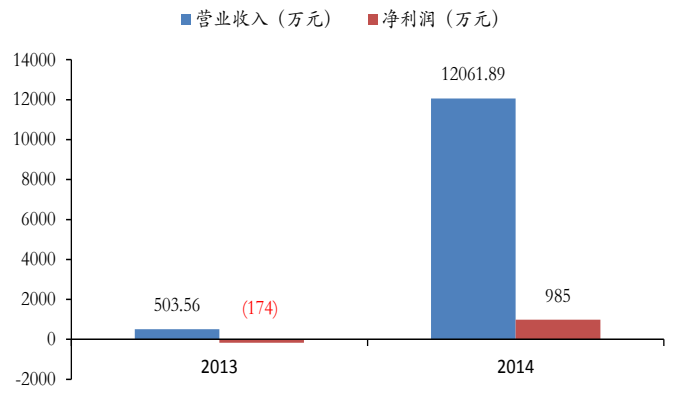
我们认为，公司并购发挥协同效应的逻辑是：一方面，借助于并购企业的渠道网络，为公司迅速地搭建更深入、更有效的营销渠道，进行更多的原酒输出，以加快全国化的步伐；另一方面，利用并购企业所在区域的优势，建立原酒产能基地，有效降低包装、运输等成本，提高产品竞争力，进而实现品牌的全国化。

图表 26　五粮液并购事项时间表

时间	并购标的	并购股权比例	标的主营业务
2009	四川省宜宾普什集团 3D 有限公司	100%	生产塑胶印刷塑胶板、塑胶文具、塑胶包装材料；包装装潢印刷等
2009	四川省宜宾普光科技有限公司	100%	生产激光镭射全息膜产品
2009	四川省宜宾普拉斯包装材料有限公司	100%	生产并销售塑胶制品、塑料原料、防伪技术产品、激光镭射全息膜产品；包装、装璜印刷产品
2009	四川省宜宾环球神州玻璃有限公司	100%	生产并销售日用玻璃制品、器皿，光学玻璃、汽车玻璃、建筑玻璃；纸箱及纸制包装品加工、销售。
2009	四川省宜宾环球格拉斯玻璃制造有限公司	100%	生产销售日用玻璃制品、玻璃工艺品、玻璃工艺瓶、玻璃器皿、精密仪器玻璃、灯具玻璃、日用化妆瓶、建筑玻璃。
2013	河北永不分梨酒业股份有限公司	2.55 亿元收购 51%股权	生产并销售白酒，主要产品有永不分梨（离）酒系列，邯酒、郭酒、邯郭酒系列等。
2014	河南五谷春酒业股份有限公司	2.55 亿元收购 51%股权	生产并销售白酒，主要产品有乌龙和金谷春系列白酒。

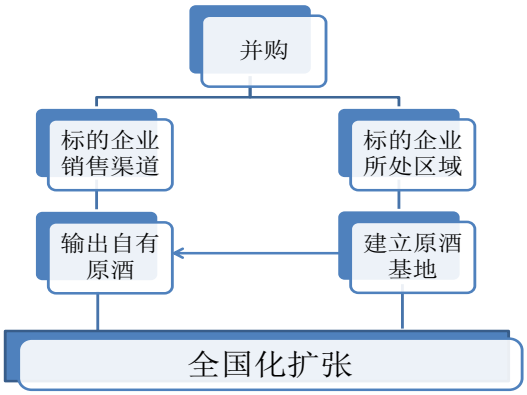
资料来源：华创证券

图表 27　永不分梨被并购后，营收大幅提升



资料来源：公司公告、华创证券

图表 28　并购协同效应的逻辑图



资料来源：Wind、华创证券

四、盈利预测及投资建议

推荐逻辑：

我们认为五粮液短期内受益于高端白酒行业回暖、业绩触底回升，长期腰部产品发力酒王或再归来。高端白酒领域回暖迹象明显，飞天茅台一批价持续上行，从年后 850-860 元上涨至目前的 900+元，淡季不淡，我们认为是基础夯实的民间消费带动高端白酒行业复苏。下半年飞天茅台供应量约 8000 吨，供给缺口明显，飞天茅台一批价及终端价势必再上涨，而作为高端领域茅台主要竞争对手，随着茅台价格上升，五粮液销售承压减少，根据经验数据的“七折”理论，一方面，飞天茅台价格上涨将打开五粮液价格上涨空间，五粮液目前一批价在 640-650 元左右，经销商处于微利状态，价格上涨将进一步促进五粮液理顺经销商渠道利润、加速社会库存出清（目前库存约 1-2 个月）；另一方面，飞天茅台供不应求导致的需求缺口，或由五粮液填补，根据调研数据目前飞天茅台销售紧俏市场已经出现此类替代效应。同时，我们也认为，作为高

端榜眼，五粮液具有强大品牌影响力，短期高端回暖及长期消费升级都能对五粮液产生利好。

从估值角度来看，贵州茅台目前 PE25 倍，为五粮液估值提升打开上升空间，目前五粮液 PE 为 19 倍（8 月 2 日数据），处于白酒行业末尾。考虑到高端白酒行业回暖以及对比国外烈酒巨头（帝亚吉欧利润增速在 5%左右，估值维持在 25 倍以上），作为高端白酒领先飞天茅台及五粮液理应享受估值溢价，上行空间巨大。调整或横盘期间均是介入良机。维持"强推"评级。

图表 29　五粮液分业务盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E
1、高价位酒				
收入（百万元）	15,507	17,523	19,100	20,628
yoy（%）		13.0%	9.0%	8.0%
成本（百万元）	2,839	3,081	3,214	3,313
毛利率（%）	81.7%	82.4%	83.2%	83.9%
2、低价位酒				
收入（百万元）	4,839	5,710	6,509	7,160
yoy（%）		18.0%	14.0%	10.0%
成本（百万元）	2,611	3,037	3,409	3,687
毛利率（%）	46.0%	46.8%	47.6%	48.5%
3、塑料制品				
收入（百万元）	1,021	1,123	1,235	1,359
yoy（%）	27.9%	10.0%	10.0%	10.0%
成本（百万元）	967	1,053	1,151	1,262
毛利率（%）	5.3%	6.3%	6.8%	7.1%
4、印刷				
收入（百万元）	53	61	68	74
yoy（%）	11.6%	15.0%	10.0%	10.0%
成本（百万元）	45	51	56	62
毛利率（%）	15.7%	16.4%	17.1%	17.1%
5、玻瓶				
收入（百万元）	34	38	42	46
yoy（%）	160.6%	10.0%	10.0%	10.0%
成本（百万元）	30	33	36	39
毛利率（%）	13.0%	13.6%	14.0%	14.0%
6、玻瓶				
收入（百万元）	205	235	259	272
yoy（%）	61.9%	15.0%	10.0%	5.0%
成本（百万元）	25	30	34	38
毛利率（%）	12.2%	12.7%	13.3%	13.9%

资料来源：Wind、华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	26,374	30,857	37,725	46,174
应收票据	8,665	8,665	8,665	8,665
应收账款	107	123	135	149
预付账款	332	371	403	428
存货	8,701	8,497	7,641	7,880
其他流动资产	418	418	418	418
流动资产合计	44,597	50,202	57,783	66,693
其他长期投资	1	1	1	1
长期股权投资	902	902	902	902
固定资产	5,348	4,765	4,246	3,784
在建工程	556	556	556	556
无形资产	412	412	412	412
其他非流动资产	730	730	730	730
非流动资产合计	7,949	7,367	6,848	6,386
资产合计	52,547	57,569	64,631	73,079
短期借款	0	0	0	0
应付票据	206	206	206	206
应付账款	1,058	1,036	921	955
预收款项	1,994	2,094	2,303	2,648
其他应付款	1,280	1,280	1,280	1,280
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	3,429	3,429	3,429	3,429
流动负债合计	7,968	8,045	8,140	8,519
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	227	227	227	227
非流动负债合计	227	227	227	227
负债合计	8,195	8,272	8,367	8,746
归属母公司所有者权益	43,329	47,650	54,059	61,869
少数股东权益	1,016	1,290	1,615	1,985
所有者权益合计	44,345	48,941	55,675	63,853
负债和股东权益	52,540	57,213	64,624	73,072

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	6,200	7,438	8,832	8,899
现金收益	6,247	7,211	7,966	8,895
存货影响	-609	204	856	-240
经营性应收影响	-1,340	-55	-44	-39
经营性应付影响	1,983	78	95	379
其他影响	-82	0	0	0
投资活动现金流	-625	0	0	-1
资本支出	-452	0	0	-1
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-173	0	0	0
融资活动现金流	-1,585	-2,033	-688	-174
借款增加	0	0	0	0
财务费用	732	861	861	869
股东融资	-2,398	-2,894	-1,594	-1,152
其他长期负债变化	81	0	0	0

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	21,659	24,690	27,213	29,539
营业成本	6,672	7,461	8,090	8,597
营业税金及附加	1,785	2,034	2,242	2,434
销售费用	3,568	4,139	4,677	4,958
管理费用	2,129	2,235	2,325	2,394
财务费用	-732	-861	-1,008	-1,235
资产减值损失	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	34	0	0	0
营业利润	8,246	9,682	11,352	13,058
营业外收入	66	0	0	0
营业外支出	25	0	0	0
利润总额	8,287	9,682	11,352	13,058
所得税	1,877	2,193	2,571	2,958
净利润	6,410	7,489	8,781	10,101
少数股东损益	234	274	321	369
归属母公司净利润	6,176	7,215	8,460	9,732
NOPLAT	5,806	6,823	8,001	9,146
EPS(摊薄)（元）	1.63	1.90	2.23	2.56

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	3.1%	14.0%	10.2%	8.5%
EBIT 增长率	1.9%	17.5%	12.0%	12.9%
归母净利润增长率	5.8%	16.8%	15.5%	15.0%
获利能力				
毛利率	69.2%	69.8%	70.3%	70.9%
净利率	29.6%	30.3%	31.9%	33.8%
ROE	14.3%	15.1%	15.6%	15.7%
ROIC	13.5%	14.5%	14.7%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	15.6%	14.5%	13.8%	12.6%
债务权益比	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
流动比率	5.60	6.20	6.99	7.67
速动比率	4.51	5.14	6.06	6.74
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转天数	2	2	2	2
应付帐款周转天数	57	50	41	40
存货周转天数	469	410	340	330
每股指标(元)				
每股收益	1.63	1.90	2.23	2.56
每股经营现金流	1.63	1.96	2.08	2.41
每股净资产	11.41	12.55	14.24	16.30
估值比率				
P/E	20	17	15	13
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	15	13	12	11

资料来源：公司报表、华创证券

农业食品组分析师介绍

华创证券首席分析师：王莺

英国布里斯托大学经济学硕士，CFA。曾任职于元大京华证券（香港）上海代表处、华泰柏瑞基金、民生证券。2015 年加入华创证券研究所。2012 年水晶球卖方分析师第五名。

华创证券助理分析师：曹岩

对外经济贸易大学经济学硕士。曾任职于中粮集团财务部。2014 年加入华创证券研究所。

华创证券助理分析师：赵国防

西南财经大学经济学硕士，2016 年加入华创证券研究所。

华创证券助理分析师：杨兆媛

南京大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
	杜飞	销售助理		dufei@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	陈艺珺	销售助理	0755-83024576	chenyijun@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售经理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东东方路 18 号 保利广场 E 栋 1201 室华创证券
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-31219530
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-31117792