

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 五粮液 (000858): 缺货持续提价成大概率, 新帅引领二次创业可期

2017年8月31日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 56.25

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

公司基本数据

总股本(万股): 379,596.67

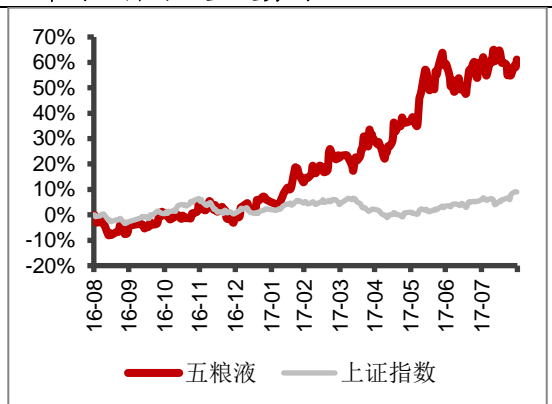
流通股本(万股): 379,596.67

流通A股市值(亿元): 2135.11

每股净资产(元): 11.96

资产负债率(%): 23.03

一年内股价与大盘走势对比



相关报告

1、顺应消费升级, 创新聚焦并进——成都春糖会调研

2、白酒探索新品类, 养生酒有望成亮点

3、聚焦高端, 强者更强: 2017年食品饮料行业年度策略报告

内容提要:

- **淡季量价齐升, 二季度业绩超预期, 盈利能力持续提升。**市场对高端白酒需求持续上升、贵州茅台缺货、公司2月份调升价格等三大因素造就五粮液量价齐升。公司聚焦高端成果显著, 运营效率不断优化。
- **库存增长率下降, 缺货或持续; 预收款项继续上升, 经销商信心持续增强, 下半年大概率提价。**公司上半年库存均处于较低水平, 缺货或成为下半年主基调。目前, 普五终端零售价明显上涨, 经销商信心的持续增强, 预计下半年提价为大概率事件。
- **税金上涨, 小幅影响现金流量, 无需过度担忧。**目前, 公司利润对消费税率的弹性大致为3, 但考虑公司业绩仍保持高速增长, 我们认为消费税率对公司业绩影响不会太大, 无需过度担心。
- **3月份新帅上任, 公司开启二次创业新征程。**公司新战略包括1) 聚焦白酒核心产业, 坚守品质、扩大产能。2) 建设多元化渠道, 改善价格形成机制, 渠道盈利能力。3) 挖掘终端需求, 理清系列酒, 打造全新大单品。4) 紧抓“一带一路”, 迈入国际国内战略性并购时代。我们对公司的战略思路高度认可, 长期看好公司未来发展。
- **风险提示:** 食品安全问题; 公司渠道改革效果不及预期; 产品出厂价调整不达预期; 经营业绩低于预期; 中国宏观经济数据不及预期; 国内外资本市场波动风险。

财务数据及盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(万元)	2,454,379	2,908,439	3,431,958	4,015,391
净利润(万元)	705,676	909,504	1,078,321	1,265,618
每股收益(元)	1.79	2.30	2.73	3.21
市盈率(倍)	31.47	24.42	20.60	17.55

注: 当前价格为2017年8月30日收盘价

**事件:**

五粮液发布中报，2017年上半年实现营业收入156.21亿元，同比增长17.85%，实现净利润51.90亿元，同比增长28.89%，扣非后归属母公司股东的净利润49.59亿元，同比增长27.71%，实现EPS1.31元。

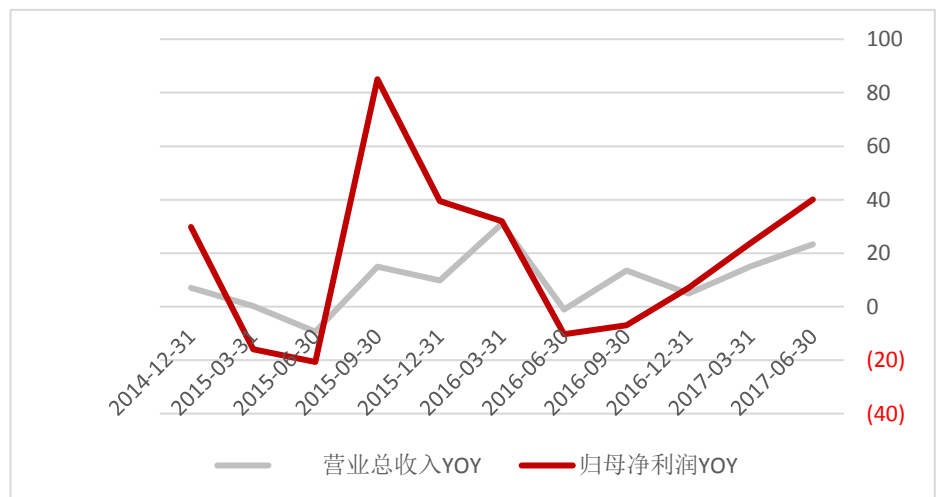
**投资要点:**

**1、淡季量价齐升，二季度业绩超预期，盈利能力继续提升**

公司二季度实现营业收入54.62亿元，同比增长23.30%；实现净利润14.51亿元，同比增长42.45%，均超一季度增速。我们认为公司淡季营收、净利润持续向好主要是由于市场对高端白酒投资与消费需求持续上升，叠加贵州茅台自年初开始缺货，部分需求转移到五粮液所致。同时，五粮液2月份调升价格(1618出厂价调整为769元/瓶、普五调整为809元/瓶)，量价齐升使二季度公司业绩超预期。

上半年公司毛利率为71.65%，同比上升1.65个百分点；二季度毛利率达73.73%，同比增3.4个百分点，环比增3.2个百分点，盈利能力持续提升。一方面，根据渠道反馈，今年五粮液的产品结构明显向普五、1618、交杯、低度等高端产品转移，聚焦高端成果显著；另一方面，公司上半年销售费用21.74亿元，同比小幅下降，但市场开发等费用小幅上升，体现了公司精细化治理的成效。

**图 1: 公司业绩持续向好**



资料来源: WIND, 国开证券研究部

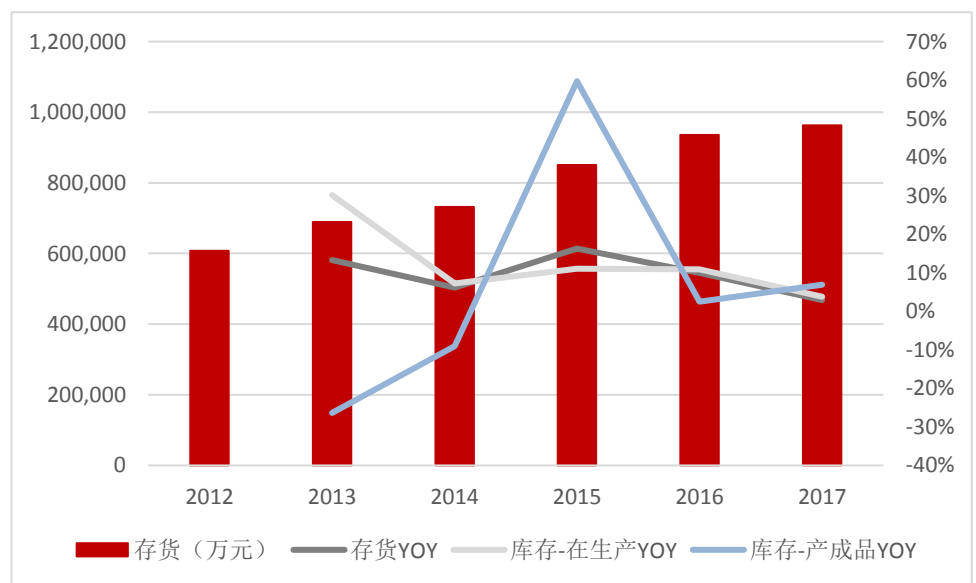
## 2、库存增长率下降，缺货或持续；预收款项继续上升，经销商信心持续增强，下半年大概率提价

公司上半年库存为96.28亿元，同比仅增长2.90%，其中在生产、产成品库存分别同比增长3.78%、6.92%，增速均处于较低水平。市场对公司高端产品需求旺盛，但公司优质基酒产量在短时间内较为固定，并不能快速满足市场需求，经过过去几年的产出调整，近两年公司库存已经进入瓶颈期。公司4月21日股东大会表示总体产能达不到市场需求，后续经销商的计划量有所缩减，部分地区减量15%-25%，缺货或将成为下半年主基调。

目前大多经销商库存不足1个月。普五终端零售价明显上涨，部分地区已经涨至1000元，较年初上涨逾30%，而五粮液出厂价仍维持739元/瓶，渠道盈利能力明显提升。上半年，公司应收票据同比仅小幅增长3.37%，而相对应的，预收账款在2016年高基数的情况下同比增长24.77%，显示出经销商信心的持续增强，同时优化了公司的销售回款模式。

我们认为，五粮液在现阶段无法解决产量供不应求的问题，但由于高端白酒持续景气，公司借机改善渠道运营、盈利能力或提升出厂价格都将是非常好的选择。若选择前者，公司将顺势优化营销网络生态，改善价格形成机制；若选择后者，则业绩或继续超预期。考虑到下半年产量受限，我们认为公司选择提升出厂价为大概率事件，下半年业绩可期。

图 2：公司库存处增长率降至低位



资料来源：WIND，国开证券研究部

### 3、税金上涨，小幅影响现金流量，无需过度担忧

上半年公司税金及附加14.29亿元，同比增加37.84%，增长幅度较大主要是由于白酒消费税调整（自2017年5月1日起执行）使公司税基提高。经过核定，上半年公司消费税率达6.53%，同比上升0.97个百分点。我们认为，公司上半年出货量超过全年计划量80%一定程度上是为了减缓税基调整带来的影响，使税率逐步上升。消费税的上升是公司上半年经营活动净流量小幅下降的主要原因，在一定程度上影响了公司盈利能力。目前，公司利润对消费税率的弹性大致为3，但考虑到公司业绩仍保持高速增长，我们认为消费税率对公司业绩影响不会太大，无需过度担心。

### 4、3月份新帅上任，公司开启二次创业新征程

今年3月，五粮液新任党委书记李曙光正式上任，在短短的五个月中，已经明确传达了经营思路并进行落实，效果初显。

1) 聚焦白酒核心产业，坚守品质、扩大产能。报告期内公司酒类业务总收入占比94.6%，较去年增加2.1个百分点，而塑料制品、印刷、玻瓶等业务均有较明显下滑。李曙光多次提出在提升全品系品质的前提下，明确再建一个十万吨原酒的生产基地，新增30万吨的原酒储存能力。

2) 建设多元化渠道，改善价格形成机制，渠道盈利能力。五粮液正在加速改变“贸易销售模式”的粗放式管理，建设五粮液专卖店+销售终端+KA类终端+线上线下一体的新零售终端。今年，公司于酒仙网推出定制产品“密鉴”、与苏宁易购合作设立首家酒类O2O体验店，推行KA7大新政，开启经销商百亿征程活动，探索和发展渠道多元化的决心可见一斑。同时，公司提出稳定出厂价，提升市场价，建立符合市场规律的价格形成机制，建立起真正的渠道信心。

3) 挖掘终端需求，理清系列酒，打造全新大单品。8月2号，李曙光在人民日报刊登署名文章《市场需求要满足更要引领》中表示要通过工艺创新和酒体创新适应新一轮消费升级的新需求，文中着重阐述对现代低度酒的理解。同时，公司“1+3+5”战略有序推进中，6月对18个品牌进行集中清退，并推出五粮红，弥补产品体系空缺，打造全新大单品。

4) 紧抓“一带一路”，迈入国际国内战略性并购时代。五粮液紧抓“一带一路”发展机遇，在国际化方面，大力实施“引进来走出去”的战略，加强五粮液品牌国际合作，制定有针对性的海外市场规划和方案实施，

未来战略性外延发展可期。

新帅上任以来，五粮液动作频繁，执行效率极高。在混改落地的背景下，新领导班子提出共商共建共享，并着手建立供应链金融生态，真正借助资本工具实现厂商利益最大化的实质。我们对公司的战略思路高度认可，长期看好公司未来发展。

### 投资建议：

公司内部新管理层求真务实、战略思路明确、执行力强，外部受益于高端白酒产能瓶颈及需求不断攀升，一批价格持续上行、渠道盈利能力不断改善，我们预计公司业绩将保持高速增长。预计公司2017-2019年实现收入290.84、343.20和401.54亿元；实现净利润90.95、107.83和126.66亿元、EPS2.30、2.73和3.21元/股，给予公司“推荐”评级。

### 风险提示

食品安全问题；公司渠道改革效果不及预期；产品出厂价调整不达预期；经营业绩低于预期；中国宏观经济数据不及预期；国内外资本市场波动风险。

**附表：三大报表情况**

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	32,241	38,809	41,683	49,840	营业收入	24,544	29,084	34,320	40,154
应收票据及账款	9,687	9,539	13,147	13,395	营业成本	7,314	7,853	9,266	10,842
预付账款	272	377	388	507	营业税金及附加	1,941	3,199	4,118	5,220
其他应收款	18.78	26.51	26.94	35.59	销售费用	4,695	4,654	5,148	5,622
存货	9,257	10,539	12,821	14,511	管理费用	2,144	2,036	2,299	2,610
<b>流动资产合计</b>	<b>51,476</b>	<b>59,290</b>	<b>68,066</b>	<b>78,288</b>	利息费用	-736	-799	-906	-1,030
长期股权投资	795	795	795	795	其他财务费用	-29.72	-11.97	-11.97	-11.97
固定资产	5,431	4,582	3,422	2,244	资产减值损失	12.20	14.72	14.72	14.72
无形资产	402	352	301	250	税前经营利润	9,204	12,139	14,390	16,888
金融资产投资	1.62	1.62	1.62	1.62	EBIT	8,601	11,327	13,472	15,845
长期待摊费用	1.20	1.20	1.20	1.20	EBITDA	9,175	12,870	15,047	17,390
其他非流动资产	7,052	5,794	4,520	3,291	扣非后净利润	6,982	9,105	10,793	12,666
<b>非流动资产合计</b>	<b>58,528</b>	<b>65,084</b>	<b>72,586</b>	<b>81,579</b>	净利润	7,057	9,095	10,783	12,656
应付票据及账款	2,499	2,736	3,055	3,140	基本每股收益 (元)	1.79	2.30	2.73	3.21
预收账款	6,299	7,229	8,024	9,434	稀释每股收益 (元)	1.79	2.30	2.73	3.21
其他应付款	1,525	1,525	1,525	1,525					
<b>流动负债合计</b>	<b>10,322</b>	<b>11,490</b>	<b>12,604</b>	<b>14,099</b>	<b>财务指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,322</b>	<b>11,490</b>	<b>12,604</b>	<b>14,099</b>	<b>成长性</b>				
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营收增长率	13.32%	18.50%	18.00%	17.00%
税后经营利润	7,030	9,105	10,793	12,666	净利润增长率	10.08%	28.88%	18.56%	17.37%
折旧与摊销	573	1,543	1,574	1,545	EBIT 增长率	13.84%	31.69%	18.93%	17.62%
资产减值损失	1.39	14.72	14.72	14.72	<b>经营效率</b>				
利息费用	-0	-799	-906	-1,030	销售毛利率	70.20%	73.00%	73.00%	73.00%
存货的减少(增加 以“-”填列)	-552	-1,282	-2,281	-1,690	销售净利率	28.75%	31.27%	31.42%	31.52%
经营活动产生的现 金流量净额	11,667	9,784	6,688	12,626	ROE	14.41%	16.78%	17.85%	18.69%
投资活动产生的现 金流量净额	-161	-310	-325	-340	ROA	14.70%	17.40%	18.56%	19.42%
筹资活动产生的现 金流量净额	-3,194	-2,908	-3,489	-4,129	<b>估值</b>				
现金及现金等价物 净增加额	8,312	6,567	2,874	8,157	PE	31.47	24.42	20.60	17.55
实体现金流量	11,041	9,624	6,532	12,479	PB	4.54	4.10	3.68	3.28
股权现金流	11,593	10,224	7,211	13,252	EV/EBITDA	21.24	15.58	12.92	10.51

资料来源：公司公告，wind，国开证券研究部，其中PE、PB计算采用2017年8月30日收盘价。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年加入国开证券研究部，负责食品饮料行业研究工作。

本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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成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收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层