

# 五粮液 (000858)

证券研究报告

2017年12月13日

## 自下而上看好，国企性价比优势再创辉煌

### 1、人才战略执公司转型牛耳，改革进入快车道

12月7日，中层干部公开竞聘，人才战略启动实施。目标清晰，节奏明快。梳理公司今年以来的改革路径，战略思路清晰，执行迅速。从4月提出“二次创业”，到6月明确人才是二次创业的关键，再到12月全集团内涵盖生产、营销等多业务线条的内部竞聘。通过人才激励的到位，推动和完善公司改革的细则，并执行落地。

### 2、时代背景只争朝夕，从汾酒看改革巨大潜力

汾酒半年改革交出华丽成绩单，改革弹性巨大。今年2月汾酒集团签订经营业绩责任书，正式拉开汾酒改革序幕，至今年三季报，收入同比增长42.8%，扣非后净利润同比增长78.7%，净利率增长了3.8个百分点。国企改革的主线之一就是业务型改革，通过内部激励机制改变来激发公司活力，达到业绩提升。相同的时代背景，更好的起点，五粮液潜力巨大。

### 3、价格腰部优势显著，品牌先发占位

提价蓄力中，价格带格局逐渐成型。结合市场反馈，竞品表现，公司经营态度，看高明年提价概率。行业市场化趋势下，品牌优势占据先机。名酒加速份额提升，价格带抢占实现五粮液腰部优势。高端白酒三大品牌茅台、五粮液、国窖分别占据1000元以上，800-1000元、800元的价位区间。各自形成价格带之后，形成差异化竞争。伴随着消费升级和消费基础的变革，高端白酒的大众消费成为核心增量。消费品的28法则提示我们需求基数扩大，80%的份额被20%的公司拿走，五粮液就是这20%。

### 4、增长看点

1、十三五规划提出高要求，品牌聚焦优化发力。按照公司目标，将公司业务拆分，我们预计高价位酒未来三年将保持25-30%，中低价位酒保持20-25%的增速。2、结合历史水平、提价预期、产品结构优化三个方面，毛利率仍有提升空间。3、改革节奏明快坚定不移，激活人员积极性，渠道执行力改善，经营优化，费用率仍有改善空间。4、多年布局海外市场，受益一带一路，海外空间大。

**盈利预测:**预计公司17-19年净利润分别为90、126、170亿元，同比增速32%、40%、35%。考虑公司品牌地位、产品带腰部优势、以及改革进程加快，业绩弹性较大，给予公司18年29倍市盈率，目标价96元，33.5%空间。

**风险提示:**食品安全风险、改革不达预期风险、终端需求下降风险

#### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	71.90元
目标价格	96元

#### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,795.97
流通A股股本(百万股)	3,795.75
A股总市值(百万元)	272,930.01
流通A股市值(百万元)	272,914.49
每股净资产(元)	13.34
资产负债率(%)	21.53
一年内最高/最低(元)	76.76/33.65

#### 作者

刘鹏 分析师  
 SAC执业证书编号: S1110516070001  
 liupeng1@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源: 贝格数据

#### 相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,659.29	24,543.79	30,057.86	38,328.04	48,543.61
增长率(%)	3.08	13.32	22.47	27.51	26.65
EBITDA(百万元)	8,098.23	8,998.40	11,995.34	16,743.40	22,490.98
净利润(百万元)	6,176.12	6,784.53	9,002.73	12,622.60	16,987.39
增长率(%)	5.85	9.85	32.69	40.21	34.58
EPS(元/股)	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48
市盈率(P/E)	44.17	40.21	30.30	21.61	16.06
市净率(P/B)	6.30	5.79	5.25	4.67	4.06
市销率(P/S)	12.59	11.11	9.08	7.12	5.62
EV/EBITDA	9.57	10.74	20.04	14.01	10.34

资料来源: wind, 天风证券研究所



## 内容目录

1. 人才战略执公司转型牛耳，改革进入快车道	4
1.1. 中层干部公开竞聘，人才战略启动实施	4
1.2. 激励层面提升空间较大	4
2. 价格腰部优势显著，品牌先发占位	6
2.1. 提价蓄力中，价格带格局逐渐成型	6
2.2. 行业市场化趋势下，品牌优势占据先机	7
3. 时代背景只争朝夕，从汾酒看改革潜力	8
4. 核心增长点	9
4.1. 十三五规划提出高要求，品牌聚焦优化发力	9
4.2. 毛利率仍有提升空间	12
4.3. 费用率仍有改善空间	12
4.4. 受益一带一路历史机遇，拥抱广阔海外市场	13
5. 盈利预测	15
6. 风险提示	15

## 图表目录

图 1：2017Q3 公司股权结构	5
图 2：52 度水晶五粮液（普五）	6
图 3：五粮液 1618	6
图 4：2016/12-2017/12 百度搜索指数年度平均值	8
图 5：双十一天猫淘宝平台食品行业销售额排名	8
图 6：汾酒改革市值表现	8
图 7：酒类业务增速及收入结构	10
图 8：2016 年各业务收入占比	10
图 9：2016 年各业务毛利润占比	10
图 10：公司品牌战略	10
图 11：公司 2012A-2017Q3 毛利率净利率	12
图 12：期间费用率横向比较	13
图 13：销售费用率横向比较	13
图 14：带路沿线国家主要饮酒国家酒水消费量（按纯酒精消费量折算）	14
表 1：五粮液改革大事记	4
表 2：2016 年董监高持股比例	5
表 3：普五提价表	6
表 4：国窖 1573 年内提价举措	6

表 5: 高端及次高端白酒品类优势明显, 中低端竞争激烈 .....	7
表 6: 五粮液、汾酒、洋河横向比较 .....	8
表 7: 汾酒改革事件表 .....	9
表 8: 产品分类 .....	11
表 9: 五粮液海外品牌营销经验 .....	14

## 1. 人才战略执公司转型牛耳，改革进入快车道

### 1.1. 中层干部公开竞聘，人才战略启动实施

12月7日，五粮液在官方网站发布了一则《关于开展公司内部公开竞聘中层管理职位的公告》(简称“《公告》”)。公告称为进一步加强公司中层管理人员队伍建设，优化公司中层管理人员队伍结构，促进公司中层管理人员选拔渠道多样化、人才来源多元化。公开对五粮液集团、股份公司范围内的在册在岗人员进行内部选拔，其中包括：系列酒公司总经理、盈泰光电公司总经理、圣山集团公司总经理等3个中层正职管理职位，五粮醇、系列酒等2个副总经理，507、511、513、521、523这5个生产车间的8个副主任等多个中层副职管理职位进行公司内部公开竞聘。

**目标清晰，节奏明快。**梳理公司今年以来的改革路径，战略思路清晰，执行迅速。从4月提出“二次创业”，到6月明确人才是二次创业的关键，再到12月全集团内涵盖生产、营销等多业务线条的内部竞聘。通过人才激励的到位，推动和完善公司改革的细则，并执行落地。

表 1：五粮液改革大事记

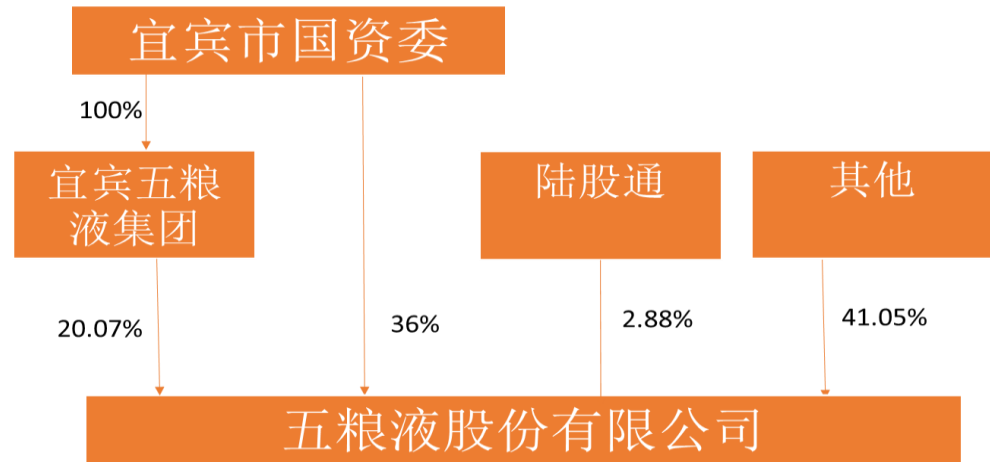
事件	主要内容	时间
主要领导人事调整	五粮液集团公司召开干部大会，宣布市委、市政府关于五粮液集团公司主要领导调整的决定。李曙光同志任五粮液集团有限公司党委书记、董事长、五粮液股份有限公司党委书记。	2017年3月
二次创业动员大会	集团召开各单位党政负责人参加大讨论动员会，认真学习五粮液党委17号文件《关于开展“对标先进、二次创业、再铸辉煌、我们怎么干？”》	2017年4月
运营商大会	李曙光围绕战略、形势、市场、营销四个方面布局五粮液的工作，明确跨越式发展；建立符合市场规律的价格形成机制；大力实施“百城千县万店”工程。	2017年6月
人才座谈会	提出人才是五粮液实现二次创业宏伟目标的关键。	2017年6月
承办低度酒论坛	集团公司承办了低度白酒发展高峰论坛，对低度酒品类进行了战略性占位。	2017年7月
五粮液 e 店开业	“五粮 e 店”包括实体门店和 APP 两个零售系统。消费者可以在“五粮 e 店” app 下单，由附近的实体 e 店进行配送。五粮 e 店将基于大数据运用，建立起基于消费者、经销商、销售人员、终端门店的大数据信息管理系统，并整合第三方供应链管理、信息化技术、零售运营经验等优势资源提供配套服务，实现对营销过程的精细化管理。第一批 6 家五粮 e 店，已在北京、上海、广州、成都、郑州、宜宾六座城市同步投入运营测试。	2017年11月
内部竞聘	对五粮液集团、股份公司范围内的在册在岗人员进行内部选拔，对系列酒公司总经理、盈泰光电公司总经理、圣山集团公司总经理等3个中层正职管理职位，五粮醇、系列酒等2个副总经理，以及507车间副主任等多个中层副职管理职位进行公司内部公开竞聘。	2017年12月

资料来源：公司公告，云酒头条，天风证券研究所

### 1.2. 激励层面提升空间较大

**激励提升空间大，国资绝对控股。**截止 2017 年 3 季报，公司实际控制人宜宾市国资委通过直接和间接持有公司股份合计占比 56.07%。另外，公司 2016 年年报披露董监高累计持股数量仅为 28 万股，占公司总股份数不到万分之一，公司整体激励水平提升空间较大。

图 1：2017Q3 公司股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：2016 年董监高持股比例

职务	期末持股数(股)	期末参考持股市值(元)
党委副书记,董事,总经理,总工程师	98,191	3,385,626
党委副书记,董事长	51,800	1,786,064
党委委员,副总经理,董事会秘书	58,478	2,016,321
党委委员,副总经理	20,000	689,600
党委委员,副总经理	11,501	396,554
党委委员,纪委书记,监事会主席	10,000	344,800
党委委员,副总经理	9,100	313,768
党委委员,副总经理,财务总监	0	0
党委书记,董事	20,000	689,600
职工监事	0	0
独立董事	0	0
监事	2,000	68,960
<b>合计</b>	<b>281,070</b>	
<b>占公司总股份比重</b>	<b>0.007%</b>	

资料来源：wind，天风证券研究所

**定增引入员工持股，经销商持股，优化多方利益。**公司 2016 年 12 月公布增发预案修订稿，2017 年 5 月证监会审核通过，2017 年 11 月由于股票发行涉及程序性等相关事项需进一步沟通与落实，公司预计无法在发行有效期内完成发行工作，经公司申请，中国证监会于 2017 年 11 月重新核发通过批文。从定增预案透露的信息来看，员工持股计划认购不超过 2200 万股，认购金额不超过 5.1 亿元。经销商认购不超过 1800 万股。优化多方利益，有利于盘活员工经营积极性，捆绑重点经销商利益，增强渠道执行力。

## 2. 价格腰部优势显著，品牌先发占位

### 2.1. 提价蓄力中，价格带格局逐渐成型

名酒加速份额提升，价格带抢占实现五粮液腰部优势。高端白酒三大品牌茅台、五粮液、国窖分别占据 1000 元以上，800-1000 元、800 元的价位区间。各自形成价格带之后，形成差异化竞争。同时在茅台之后的价格定位也成为了五粮液的优势之一，高端茅台终端价格的上涨以及供应短缺造成的部分高档白酒需求外溢，五粮液受益部分茅台供给不足的外溢需求。

图 2：52 度水晶五粮液（普五）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 3：五粮液 1618



资料来源：公司官网，天风证券研究所

结合市场反馈，竞品表现，公司经营态度，看高明年提价概率。公司核心单品普五 17 年的提价举措并不多，仅在 2 月份提高了一次出厂价。但随着茅台一批价和终端价的上升，市场自发跟随反馈，带动白酒行业公司端，市场端相继涨价，五粮液的批价和终端价随之上升，部分地区终端价站稳千元。竞品国窖 1573 年内多次提价，次高端价位梦之蓝、水井坊、舍得、剑南春也选在 11、12 月淡季提高价格，行业集体提价使五粮液在出厂价格方面处于一个蓄力的状态。依照公司 2017 年 11 月 6 日发布的机构投资者调研纪要，对于明年是否涨价，公司主要视市场情况来定。综合上述市场反馈、同业表现、公司经营态度三个方面，我们认为明年五粮液提价可能性较大。

表 3：普五提价表

计划内出厂价	计划外出厂价（商超供货价）	变动时间
739	839（809）	2017-2
679		2016-8
609		2012

资料来源：糖酒快讯，天风证券研究所

表 4：国窖 1573 年内提价举措

出厂价（计划内）	（计划外）	团购价	终端价	
680				2017-3
740	810	810	899	2017-7
760	810	820	899	2017-8
			969	2017-10

资料来源：糖酒快讯，天风证券研究所

## 2.2. 行业市场化趋势下，品牌优势占据先机

**市场化趋势成为行业性特征，产品性价比重要性凸显。**自 12 年限制三公消费、禁酒令、塑化剂事件导致行业深度调整之后，16 年行业层面呈现结构性复苏。高端、次高端白酒品牌得益于行业的深度调整，供给充分出清，名酒加速份额获取。中低端白酒在的行业调整期，需求端受影响较小，存量供给退出较少，加上部分性价比比较低的地产高端白酒转向中低端市场谋求生存，加剧了中低端市场的竞争。从 16 年以来的行业复苏过程中上市公司业绩表现，我们可以清晰发现高端、低端的差异，是本轮行业结构复苏的重要特征，产品力和品牌内涵塑造的性价比重要性凸显。

表 5：高端及次高端白酒品类优势明显，中低端竞争激烈

证券简称	营业总收入同比增长率%2016A	2017Q1	2017H1	2017Q3
300 元以上				
贵州茅台	20.1	35.7	36.1	61.6
样本				
五粮液	13.3	15.1	17.8	24.2
山西汾酒	6.7	48.3	41.2	42.8
泸州老窖	20.3	20.3	19.4	23.0
洋河股份	7.0	10.9	13.1	15.1
沱牌舍得	26.4	0.0	12.7	13.1
水井坊	37.6	32.8	70.6	85.2
<b>平均值</b>	<b>18.8</b>	<b>23.3</b>	<b>30.1</b>	<b>37.8</b>
300 元以下				
酒鬼酒	8.9	8.6	27.3	27.0
样本				
伊力特	3.4	8.7	1.1	8.3
古井贡酒	14.5	17.9	20.5	18.6
青青稞酒	5.4	-11.7	-7.7	-9.2
金种子酒	-16.9	-27.1	-24.5	-20.0
迎驾贡酒	3.8	4.4	3.4	2.1
今世缘	5.3	20.7	17.2	16.1
口子窖	9.5	16.3	17.8	16.3
金徽酒	8.0	3.9	6.8	1.6
<b>平均值</b>	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>	<b>6.9</b>	<b>6.8</b>

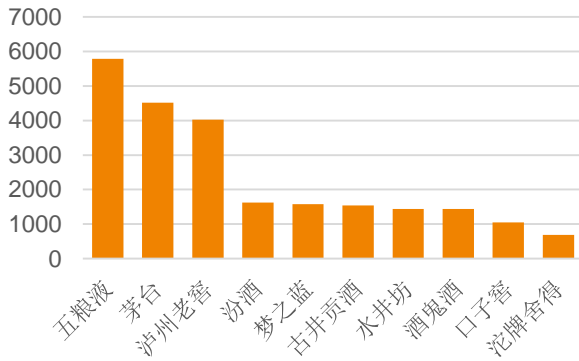
资料来源：wind，天风证券研究所

**非市场性因素正在逐步减少，消费品属性强化。**公务员工作时间全面禁酒在全国越来越多的省市地区实施，大众消费在终端消费的占比不断提升，市场化趋势愈发明显。伴随着消费升级和消费基础的变革，高端白酒的大众消费成为核心增量。消费品的 28 法则提示我们需求基数扩大，80%的份额被 20%的公司拿走，拥有强大品牌认知和消费者基础的五粮液就是这 20%。

**五粮液多年来在全国范围内积累的品牌优势，占据先机。**2016-2017 百度关键词指数，白酒品牌中五粮液排名第 1，双十一天猫淘宝平台酒水销量五粮液排名第 2，从主动搜索和

个人消费者购买两个层面，体现了五粮液在消费者心中的强势品牌地位。

图 4：2016/12-2017/12 百度搜索指数年度平均值



资料来源：百度指数，天风证券研究所

图 5：双十一天猫淘宝平台食品行业销售额排名



资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

### 3. 时代背景只争朝夕，从汾酒看改革潜力

**汾酒半年改革交出华丽成绩单，改革弹性巨大。**今年 2 月汾酒集团签订经营业绩责任书，正式拉开汾酒改革序幕，至今年三季报，收入同比增长 42.8%，预收账款同比增加 81.37%，前三季度经营性现金流增速超过收入增速。扣非后净利润同比增长 78.7%。17 年前三季度净利率达 17.76%，同比 16 年前三季度的 13.96%，增长了 3.8 个百分点。

**汾酒改革后的市场表现亮眼。**汾酒是行业最新的国改样本，今年 6 月销售公司人事改革之后，市场迅速给出了积极反应。并在公司后续业绩报告公布后，改革逻辑得到业绩验证，公司股价不断创新高。

图 6：汾酒改革市值表现



资料来源：wind，天风证券研究所

**国企改革的主线之一就是业务型改革，通过内部激励机制改变来激发公司活力，达到业绩提升。**老式国企机制带来的动力不足主要的影响有利润率偏低和渠道执行力不足。我们将改革在前的洋河和汾酒、五粮液进行横向对比发现。民营机制的洋河股份虽然毛利率仅为 62%，比五粮液的低 9 个百分点，但是公司净利率为 33%和五粮液相当，五粮液的经营提升空间充足。经历半年改革的汾酒，今年 3 前季度净利率同比增长 3.8 个百分点。

表 6：五粮液、汾酒、洋河横向比较

2017 前三季度	五粮液	山西汾酒	洋河股份
-----------	-----	------	------



收入 (亿元)	219	48	168
毛利率 (%)	71.11	69.39	62.25
净利率 (%)	33.06	17.76	33.02
机制	国有	国有	民营
国资持股比例 (%)	56	70	34

资料来源: wind, 天风证券研究所

**相同的时代背景, 更好的起点, 五粮液潜力巨大。**提出整体目标, 人才战略为核心驱动因素, 股权激励, 晋升机制优化为重要手段, 激发公司各业务线条活力, 把握行业深度调整后, 集中度提升时代机遇, 利用名酒先发优势加速份额夺取。五粮液路径和举措非常清晰, 汾酒就是改革逻辑验证的领先指标, 深厚行业地位的五粮液具备更好的起点, 改革潜力巨大。

表 7: 汾酒改革事件表

事件	主要内容	时间
山西省国资工作会议	召开国有资产监督管理委员会, 山西的国企改革步伐明显加快。在省委、省政府直接领导下大力推动的, 从顶层设计的《指导意见》到多个配套文件, 从目标责任书改革的突破口, 到国企改革全面部署安排, 再到“21 项重点工作”, 既是补考, 也是赶考, 力度之大, 前所未有。	2017 年 2 月 9
提出集团改革目标	汾酒集团签订 2017-2019 年任期经营业绩目标责任书, 汾酒混改大幕正式拉开! 集团 2017、18、19 年酒类收入增长目标为 30%、30%、20%; 酒类三年利润增长目标为每年 25%。与此同时, 省国资委向汾酒集团董事会下放八项权利。	2017 年 2 月 23
销售公司人事改革	汾酒集团实施重大人事改革, 集体解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人等副处级领导干部职务, 改为组阁聘任的用人机制。董事长常建伟表示, 这只是汾酒销售公司实施的组阁制人事制度的第一步。接下来还会深如到科级, 逐步往下。	2017 年 6 月 5
产品新政	暂停所有个性化品牌合同签订, 削减 160 个产品规格。	2017 年 6 月 13
竹叶青混改	下发执行竹叶青酒营销公司混合所有制改革, 白酒产业布局组织机构优化项目方案, 优化业务板块组织体系实施意见等 10 项子方案。	2017 年 7 月 7

资料来源: 公司公告, 山西日报, 天风证券研究所

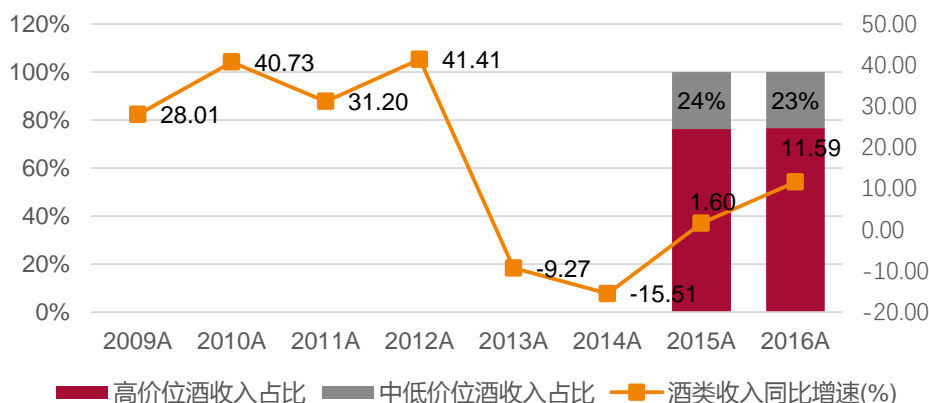
## 4. 核心增长点

### 4.1. 十三五规划提出高要求, 品牌聚焦优化发力

**集团十三五计划, 定下高目标。**集团十三五规划到 2020 年集团收入达到 1000 亿元, 公司收入达到 500 亿元, 对应 17-20 年年复合增长率 19.5%。系列酒目标收入达到 100 亿元。公司 2016 年高价位白酒收入 174 亿元, 中低价位酒收入 52 亿元。按照公司十三五收入增长目

标,我们将公司业务拆分,预计高价位酒未来三年将保持 25-30%,中低价位酒保持 20-25% 的增速。

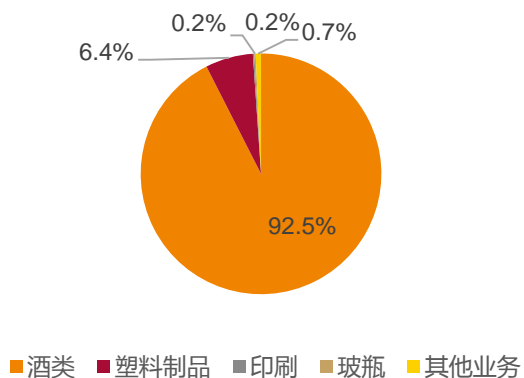
图 7: 酒类业务增速及收入结构



资料来源: wind, 天风证券研究所

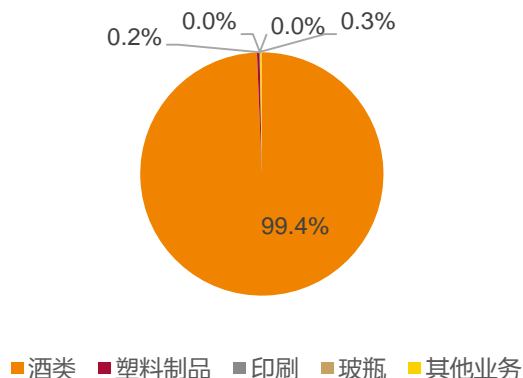
**收入结构:2016 年收入结构 7 成高价位酒, 2 成中低价位酒。**公司主营业务是酒类生产、销售,同时业务涵盖精密塑胶制品、大中小高精尖注射和冲压模具现代制造产业,以及生物工程为发展产业,药业工业、印刷业、电子器件产业、物流运输和相关的服务业。从 2016 年各业务收入贡献可知,公司 92.5%收入来自于酒类业务,即旗下五粮液及系列酒业务。2016 年各业务贡献毛利润来看,99.4%的毛利来自于酒类业务。

图 8: 2016 年各业务收入占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

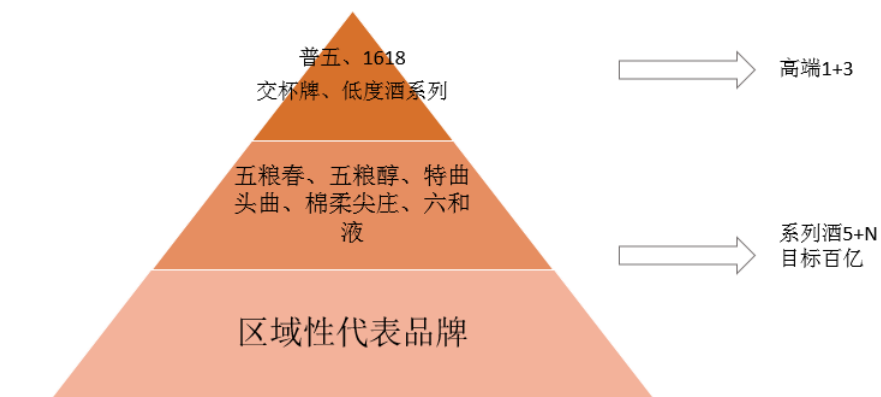
图 9: 2016 年各业务毛利润占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

**产品结构: 高端 1+3, 中低端系列酒 5+N。**公司高价位酒统计口径: 指酒类产品(500ml/瓶)销售含税价格在 120 元及以上的主要产品。2013 年推出绵柔尖庄、五粮特曲、头曲系列以及五粮液低度系列产品,加上先前已有的五粮春、五粮醇品牌,公司完成了全价位、全产品线布局。2014 年,公司聚焦力量打造“1+5+N”的品牌体系,后续细化成高端 1+3,中低端系列酒 5+N。

图 10: 公司品牌战略



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：产品分类

	产品	终端价（元）	产品展示
高价位酒	五粮液 52°（普五）	900-1000	
	五粮液 1618	900-1000	
	五粮头（特）曲	200-300	
中低价位酒	五粮春	180-260	
	五粮醇	50-170	
	五粮神	50-140	

绵柔尖庄

30

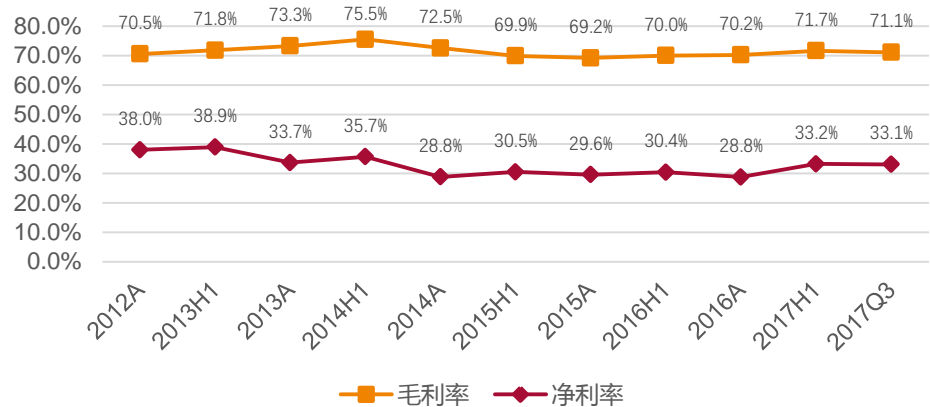


资料来源：公司官网、京东，天风证券研究所

## 4.2. 毛利率仍有提升空间

从历史角度看，公司盈利能力仍有优化空间。回顾历史数据，公司毛利率水平和历史高点仍有差距。公司目前毛利率水平在 71%左右，历史高点达到过 75%。净利润率方面，当前公司净利润率为 33%，与历史高点 38-39%相比仍有优化空间。

图 11：公司 2012A-2017Q3 毛利率净利润率



资料来源：wind，天风证券研究所

提价趋势结合产品结构优化，毛利率有望进一步上升。一方面结合市场反馈，竞品表现，公司经营态度，看高普五明年提价概率。公司核心单品普五 17 年的提价举措并不多，仅在 2 月份提高了一次出厂价。但随着茅台一批价和终端价的上升，市场自发跟随反馈，带动白酒行业公司端，市场端相继涨价，五粮液的批价和终端价随之上升，部分地区终端价站稳千元。竞品国窖 1573 年内多次提价，次高端价位梦之蓝、水井坊、舍得、剑南春也选在在 11、12 月淡季提高价格，行业集体提价使五粮液在出厂价格方面处于一个蓄力的状态。另一方面，公司加速对系列酒进行梳理、分组、淘汰低毛利、销售不畅产品，优化产品结构，提升公司毛利率水平。

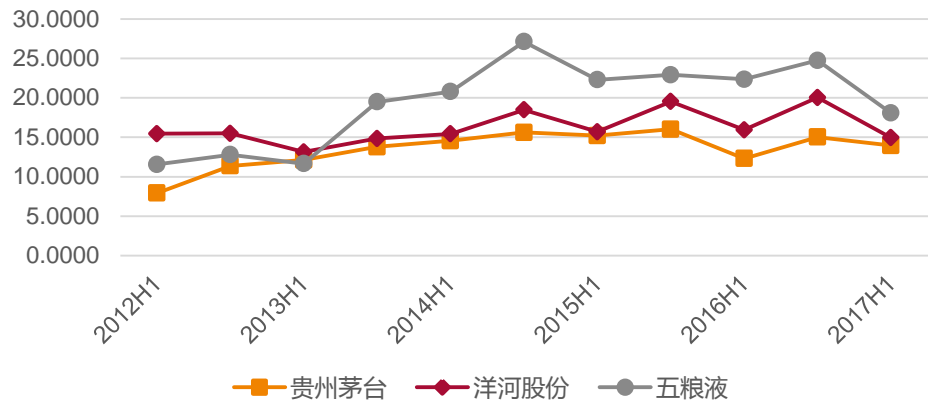
## 4.3. 费用率仍有改善空间

经营优化，费用率仍有改善空间。横向对比茅台、五粮液、洋河的期间费用率。五粮液的期间费用率从 13 年下班年开始一路走，一度上升到 25%以上，相较于 2012 年费用率水平高上升一倍。剧烈的费用率变化引起我们的重视，将期间费用率拆分后我们发现弹性最大的部分是销售费用率。

经营优化是控制销售费用率的重要手段。品牌力较强的公司可以依靠品牌号召力是产品自然动销，因此品牌力越强的企业，其销售费用率一般会更低。在三公消费被限制之前，五粮液的销售费用率曾低于洋河股份。但是当终端环境发生改变时，民营体制的严格和股份，通过加强对终端的把控，较好的控制了销售费用率，但是五粮液在这个过程中销售费用率

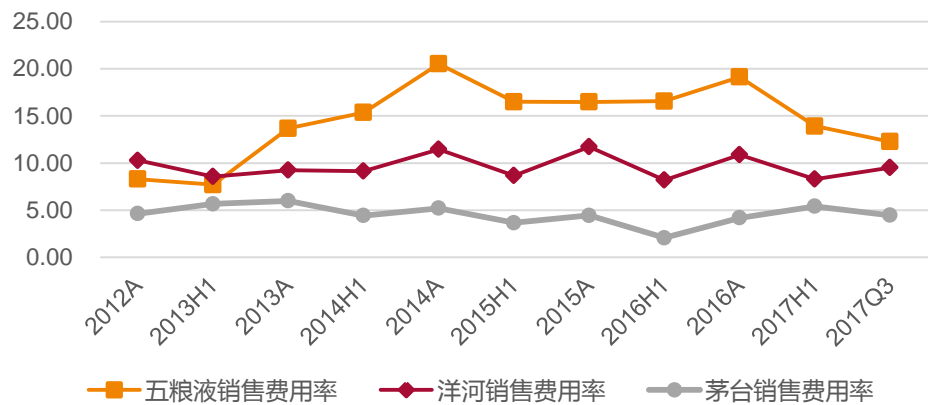
逐步攀升。我们认为通过内部经营的优化，结合五粮液的品牌力，公司费用率仍有改善空间。

图 12：期间费用率横向比较



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：销售费用率横向比较



资料来源：wind，天风证券研究所

**改革节奏明快坚定不移，激活经营效率，弹性巨大。**从新董事长上任，确定二次创业战略，明确人才是二次创业关键因素，到人员竞聘上岗改革实质性举措接连落地，在 3 个季度内接连完成。提出整体目标，人才战略为核心驱动因素，股权激励，晋升机制优化为重要手段，激发公司各业务线条活力，把握行业深度调整后，集中度提升时代机遇，利用名酒先发优势加速份额夺取。五粮液路径和举措非常清晰。

**激活人员积极性，渠道执行力改善。**伴随产品价格的增长，渠道盈利能力逐步改善，经销商重新回到五粮液或新加入五粮液体系的意愿提升。经销商规模和数量的增加对企业的渠道执行力提出了更高的要求。公司通过内部人员激励，外部重点经销商加入定增计划，捆绑经销商利益，提升渠道执行力。

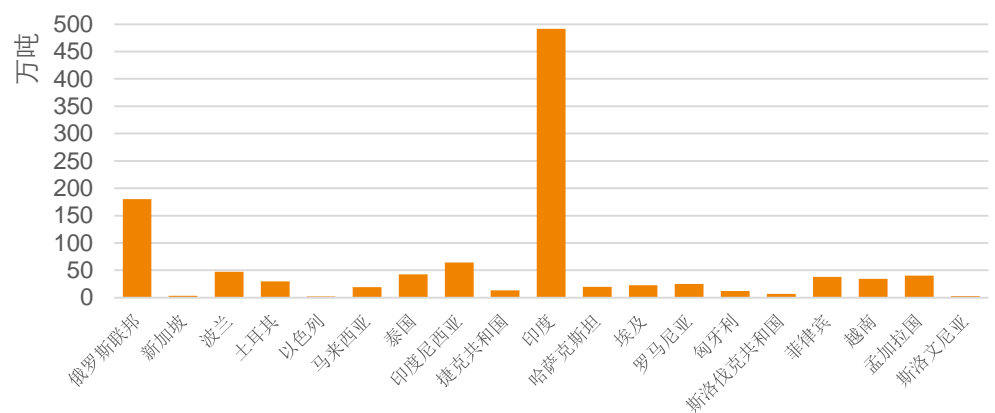
自下而上的改革举措坚定不移，提升公司内部控制以及渠道执行力，在行业结构性复苏的背景之下，抓住自上而下的行业性机会，公司在收入规模扩大、毛利提升和费用控制方面的提升空间依然可观，改革释放弹性大。

#### 4.4. 受益一带一路历史机遇，拥抱广阔海外市场

**积极参与一带一路，做中国故事走出去的参与者和受益者。**李曙光董事长表示，五粮液将借助“一带一路”东风，走进每一个沿线国家，努力推荐、宣传中国白酒文化和中国文化，积极开展经贸交流与产业投资合作。紧抓“一带一路”倡议的历史机遇，以酒为媒，形成合力，助力五粮液海外市场拓展，推动民族文化和中国白酒产业“走出去”。目前公司已进入新加坡的机场免税、船供免税、餐饮零售和团购等多个渠道。在哈萨克斯坦、以色列、捷克等“一带一路”沿线国家大力传播中国白酒文化和品牌，开展产业、投资等务实合作。

**一带一路参与国家，酒类市场广阔。**饮酒量排名在前 20 位的国家，按 40 度酒精度折算消费规模达到 2750 万吨/年，是国内白酒产量的 2 倍。受益程度主要考虑两点：1、外在的推动力，对高档白酒概念的认知，将会随着带着资本、产业走出去的中国人一起走向海外，成为海外人民对中国白酒的基本印象，这个利好只有一线名酒能享受到。2、公司内部推动力，白酒在海外作为舶来品，被海外民众所记住的注定只有作为代表的少数。国际交流活动中经常出现，现在或曾经有一定规模出口业务，渠道开发、管理上有更多张力的白酒品牌将会抢占国外消费者对白酒的认知。

图 14：带路沿线国家主要饮酒国家酒水消费量（按纯酒精消费量折算）



资料来源：WHO，一带一路网，天风证券研究所

**布局海外市场多年，产品、品牌、渠道综合实力不断提升。**公司从 2007 年开始海外布局，通过中国出口商品交易会、国际投资贸易洽谈会等与国外渠道商接触，寻求国际贸易机会。10 年过去，公司在海外市场取得了一些成就。站在新的起点上，公司总结经验，优化布局，结合中国酒业协会提出的白酒国际化面临的课题，有针对性地三个方面发力：1 对接好海外市场的政策及法律法规；2 建立中国白酒的技术标准体系，要简单明了地向海外消费者传递清楚；3 要依托中华文化推动白酒走出去。

**产品生产方面，融入国际标准体系：**目前公司正加快推进地理标志“五粮液”申报“中国-欧盟 100+100 地理标志”互认互保步伐，加快五粮液乃至中国白酒国际化进程。

**渠道方面，多元合作拓展业务：**五粮液通过开设海外旗舰店、与 DFS 环球免税集团开展合作，与美国百富门集团等合作，加速海外渠道布局。目前，五粮液与全球 29 个国家和地区的 90 多名经销商建立了直接合作关系，五粮液及系列酒产品已进入英国、美国、法国、荷兰和西班牙在内的全球 40 多个国家和地区。

**品牌营销，持续发力。**五粮液多年来在世界各地持续不断的营销活动，将中国白酒推向世界。在高端合作领域，五粮液分别与杭州 G20 峰会、长安俱乐部、欧美同学会、年度中国青年领袖评选深入合作，通过各种文化活动与专场巡展。

表 9：五粮液海外品牌营销经验

海外品牌营销事件	时间
欧美市场投放广告，塑造品牌形象、展示中国名酒风采	2008 年

中国香港旗舰店开业	2010 年
登陆美国纽约时报广场“中国屏	2011 年
参展第九届韩国首尔国际酒类展览会，举行“世界名酒五粮液，相约首尔”品鉴会	2011 年
受邀参加威尔士亲王查尔斯王子殿下的 65 岁寿宴，并在英国国会举行“五粮液品鉴会暨赠酒仪式”	2013 年
携手英国爱乐乐团、在澳大利亚举办高端品鉴会、受邀参展意大利米兰世博会	2015 年
组织开展了“耀世之旅”全球文化巡展活动	2016 年
受邀参展哈萨克斯坦阿斯塔纳世博会	2017 年

资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 5. 盈利预测

预计公司 17-19 年净利润分别为 90、126、170 亿元，同比增速 32%、40%、35%。考虑公司品牌地位、产品带腰部优势、以及改革进程加快，业绩弹性较大，给予公司 18 年 29 倍市盈率，目标价 96 元，33.5%空间。

## 6. 风险提示

食品安全风险、改革不达预期风险、终端需求下降风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	26,374.19	34,665.92	33,133.66	39,574.63	42,289.35
应收账款	126.39	126.49	216.20	219.70	315.52
预付账款	332.13	271.65	467.29	427.51	657.75
存货	8,700.85	9,257.37	10,674.89	14,126.04	16,995.99
其他	9,063.85	10,183.12	10,952.44	17,459.21	17,995.21
<b>流动资产合计</b>	<b>44,597.41</b>	<b>54,504.54</b>	<b>55,444.48</b>	<b>71,807.09</b>	<b>78,253.82</b>
长期股权投资	902.01	794.64	794.64	794.64	794.64
固定资产	5,347.63	5,431.46	5,276.01	5,069.89	4,833.38
在建工程	554.77	292.88	175.73	105.44	63.26
无形资产	411.69	402.45	389.58	376.71	363.84
其他	733.13	748.43	662.34	635.47	609.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,949.22</b>	<b>7,669.87</b>	<b>7,298.29</b>	<b>6,982.15</b>	<b>6,664.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>52,546.63</b>	<b>62,174.41</b>	<b>62,742.77</b>	<b>78,789.24</b>	<b>84,918.79</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,338.17	3,695.92	1,812.38	5,185.79	3,915.97
其他	5,629.45	9,991.97	7,308.90	12,974.91	10,932.60
<b>流动负债合计</b>	<b>7,967.62</b>	<b>13,687.89</b>	<b>9,121.28</b>	<b>18,160.70</b>	<b>14,848.56</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	233.86	280.66	221.79	245.44	249.30
<b>非流动负债合计</b>	<b>233.86</b>	<b>280.66</b>	<b>221.79</b>	<b>245.44</b>	<b>249.30</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,201.47</b>	<b>13,968.55</b>	<b>9,343.07</b>	<b>18,406.14</b>	<b>15,097.86</b>
少数股东权益	1,016.24	1,129.13	1,478.25	1,969.90	2,637.25
股本	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97
资本公积	953.20	953.26	953.26	953.26	953.26
留存收益	39,532.95	43,280.76	48,125.48	54,617.24	63,387.72
其他	(953.20)	(953.26)	(953.26)	(953.26)	(953.26)
<b>股东权益合计</b>	<b>44,345.16</b>	<b>48,205.86</b>	<b>53,399.70</b>	<b>60,383.10</b>	<b>69,820.93</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>52,546.63</b>	<b>62,174.41</b>	<b>62,742.77</b>	<b>78,789.24</b>	<b>84,918.79</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	6,410.48	7,056.77	9,002.73	12,622.60	16,987.39
折旧摊销	618.62	573.44	286.14	289.68	291.80
财务费用	(0.10)	(0.15)	(783.09)	(817.97)	(920.97)
投资损失	(34.14)	(33.43)	(17.47)	(17.94)	(17.23)
营运资金变动	(369.09)	3,870.10	(6,995.12)	(832.78)	(7,020.17)
其它	65.30	230.03	366.23	490.99	662.08
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,691.07</b>	<b>11,696.76</b>	<b>1,859.43</b>	<b>11,734.58</b>	<b>9,982.90</b>
资本支出	368.41	185.58	58.87	(23.65)	(3.86)
长期投资	34.14	(107.37)	0.00	0.00	0.00
其他	(796.72)	(239.48)	(75.62)	42.91	31.62
<b>投资活动现金流</b>	<b>(394.17)</b>	<b>(161.26)</b>	<b>(16.75)</b>	<b>19.26</b>	<b>27.76</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	732.11	765.92	783.09	817.97	920.97
其他	(3,087.02)	(3,959.84)	(4,158.02)	(6,130.84)	(8,216.90)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,354.91)</b>	<b>(3,193.93)</b>	<b>(3,374.93)</b>	<b>(5,312.87)</b>	<b>(7,295.93)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>3,941.98</b>	<b>8,341.57</b>	<b>(1,532.25)</b>	<b>6,440.97</b>	<b>2,714.72</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>21,659.29</b>	<b>24,543.79</b>	<b>30,057.86</b>	<b>38,328.04</b>	<b>48,543.61</b>
营业成本	6,671.96	7,314.25	8,343.74	10,107.73	12,539.70
营业税金及附加	1,784.68	1,941.17	2,371.56	3,071.20	3,853.06
营业费用	3,568.06	4,694.55	5,049.72	5,557.57	6,067.95
管理费用	2,128.81	2,143.70	2,606.02	3,142.90	3,883.49
财务费用	(732.11)	(765.86)	(783.09)	(817.97)	(920.97)
资产减值损失	25.80	12.20	12.20	12.20	12.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	17.11	(0.66)	(5.26)
投资净收益	34.14	33.43	17.47	17.94	17.23
其他	(68.29)	(66.86)	(69.16)	(34.56)	(23.93)
<b>营业利润</b>	<b>8,246.24</b>	<b>9,237.21</b>	<b>12,492.29</b>	<b>17,271.69</b>	<b>23,120.15</b>
营业外收入	66.16	118.91	16.87	17.34	17.00
营业外支出	24.90	18.72	40.02	27.88	28.87
<b>利润总额</b>	<b>8,287.49</b>	<b>9,337.41</b>	<b>12,469.14</b>	<b>17,261.15</b>	<b>23,108.28</b>
所得税	1,877.01	2,280.65	3,117.29	4,146.91	5,453.56
<b>净利润</b>	<b>6,410.48</b>	<b>7,056.77</b>	<b>9,351.86</b>	<b>13,114.25</b>	<b>17,654.73</b>
少数股东损益	234.37	272.23	349.12	491.65	667.34
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,176.12</b>	<b>6,784.53</b>	<b>9,002.73</b>	<b>12,622.60</b>	<b>16,987.39</b>
每股收益(元)	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.08%	13.32%	22.47%	27.51%	26.65%
营业利润	2.66%	12.02%	35.24%	38.26%	33.86%
归属于母公司净利润	5.85%	9.85%	32.69%	40.21%	34.58%
<b>获利能力</b>					
毛利率	69.20%	70.20%	72.24%	73.63%	74.17%
净利率	28.51%	27.64%	29.95%	32.93%	34.99%
ROE	14.25%	14.41%	17.34%	21.61%	25.28%
ROIC	33.41%	37.13%	68.64%	63.81%	84.13%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.61%	22.47%	14.89%	23.36%	17.78%
净负债率	-36.77%	-37.70%	-38.76%	-39.40%	-30.32%
流动比率	5.60	3.98	6.08	3.95	5.27
速动比率	4.51	3.31	4.91	3.18	4.13
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	161.10	194.12	175.42	175.86	181.40
存货周转率	2.58	2.73	3.02	3.09	3.12
总资产周转率	0.44	0.43	0.48	0.54	0.59
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48
每股经营现金流	1.76	3.08	0.49	3.09	2.63
每股净资产	11.41	12.40	13.68	15.39	17.70
<b>估值比率</b>					
市盈率	44.17	40.21	30.30	21.61	16.06
市净率	6.30	5.79	5.25	4.67	4.06
EV/EBITDA	9.57	10.74	20.04	14.01	10.34
EV/EBIT	10.31	11.40	20.53	14.25	10.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com