五 粮 液(000858)/饮料制造 改革步伐全面推进，业绩迎来加速增长

评级：买入(维持)

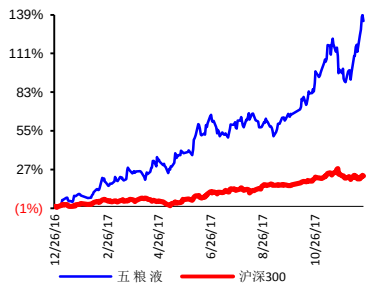
市场价格：91.37

分析师：范劲松
执业证书编号：S0740517030001
电话：021-20315733
Email：fanjs@r.qlzq.com.cn
联系人：龚小乐
Email：gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,796
流通股本(百万股)	3,796
市价(元)	91.37
市值(百万元)	346,819
流通市值(百万元)	346,819

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 主业经营稳健，改革落地将增强公司系统竞争力

2 五粮液-量价乘积最大，增长动力多极

3 高端白酒扩容的最大受益者

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	21,659.29	24,543.79	29,844.97	38,902.53	48,661.10
增长率 yoy%	3.08%	13.32%	21.60%	30.35%	25.08%
净利润	6,176.12	6,784.53	9,065.15	12,445.20	15,952.15
增长率 yoy%	5.85%	9.85%	33.61%	37.29%	28.18%
每股收益（元）	1.63	1.79	2.34	3.21	4.11
每股现金流量	1.76	3.08	1.42	3.02	3.89
净资产收益率	14.25%	14.41%	16.77%	20.00%	21.70%
P/E	16.77	19.29	18.46	13.45	10.49
PEG	2.87	1.96	0.55	0.36	0.37
P/B	2.39	2.78	3.10	2.69	2.28
备注：					

投资要点

- **核心观点：在白酒行业景气周期上行阶段，我们认为新管理层变革决心坚定，大刀阔斧进行“二次创业”是最有效体现，公司已步入新的成长周期，我们认为公司各方面经营政策均出现革新，如深化五粮液高端定位，精简系列酒品牌坚持聚焦策略，大力推进“百千万”工程，渠道精耕细作提升终端掌控力，稳定出厂价基础上稳步抬升终端价等。我们认为茅台提价利于普五放量增长，2018 年公司有望迎来业绩与估值的戴维斯双升，五粮液这艘巨轮在优秀船长的掌舵下即将长风破浪，目前方才扬帆起航，布局正当其时，重申“买入”评级。**
- **改革将为十三五千亿目标保驾护航。**在经历了“失去的十年”之后，公司从 2015 年开始对机制、品牌、渠道等各个层面进行了循序渐进的改革，新管理层上任后加速了改革进程并将其推向了深水区：**1）机制层面，**改善机制、提高激励是改革的根基，公司大力引进优秀人才以加强团队建设，改革薪酬体系以提高内部员工激励，推行经销商持股以提高外部渠道激励；**2）品牌层面，**公司重心从产品梳理布局转向品牌优化提升，为强化品牌高端形象，公司一方面坚持五粮液高端定位不动摇，未来向高端化、年轻化和国际化延伸，另一方面精简优化、做大做强系列酒，重点打造腰部单品，实现五粮液与五粮系的双轮驱动；**3）渠道层面，**公司加大渠道下沉力度，推动从贸易向终端模式转型，一方面大力推进“百千万”工程，加快专卖店与社会化终端建设，另一方面积极拓展电商渠道，利用知名平台与自身平台“五粮 e 店”提升终端控制力。
- **公司业绩增长将由提价驱动向放量驱动转变。**价格方面，提价是公司过去业绩增长的主要动能，2016 年公司成功解决价格倒挂问题，后续工作重心为稳定出厂价的基础上进一步提升终端价，我们预计 2018 年普五通过调整计划内外比例其均价仍有 5%上提空间，茅台价格持续上行亦为其提升出厂价提供良好发展环境。销量方面，公司将经销商盈利与终端建设放至史无前例的高度，而彻底顺价销售则为未来公司放量打下扎实基础。根据公司规划，2018 年和 2020 年五粮液投放量将分别达到 2 万吨和 3 万吨，意味着未来销量增长将成为公司发展的主要驱动力，茅台供需偏紧亦为普五放量提供有利条件。
- **估值对标茅台，新周期理应享受更高估值。**与茅台相比公司长期存在估值折价，我们认为这主要与二者经营策略方面的差距有关。目前公司各方面均在积极调整，价格体系理顺后渠道进入正循环，加大精简产品线力度进

一步提升整体品牌力，渠道精细化工作亦在加快推进。我们认为在管理层不懈努力下公司与茅台的经营差距正在逐步缩小，抑制估值的因素基本得到消除，两者估值折价有望得到修复。结合公司规划情况，我们预计 2018 年公司收入增速有望加速至 30%，产品结构上移和降本增效背景下净利润增速料将更快。我们认为公司已进入新的成长周期，未来加速增长期理应享受更高估值，未来估值有望修复至 35 倍。

- **投资建议：重申“买入”评级。**我们认为公司经营机制的改革将是五粮液成功“二次创业”的关键驱动力，公司正在实现激励改善、品牌提升、渠道下沉的加速变革，公司将坚实地朝着十三五既定目标迈进。我们认为，公司经营的改善正逐渐向业绩表现与投资者情绪传导，进而带动公司实现业绩与估值的双升。我们预计 2017-19 年公司分别实现营业收入 298.45/389.03/486.61 亿元，同比增长 21.60%、30.35%、25.08%，实现净利润 90.65/124.45/159.52 亿元，同比增长 33.61%、37.29%、28.18%，对应 EPS 分别为 2.34/3.21/4.11 元。参考可比公司的估值水平，我们给予 2018 年 35xPE，重申“买入”评级。
- **风险提示：打压三公消费力度继续加大、高端酒动销不及预期、食品安全事件**

内容目录

改革：改革将为十三五千亿目标保驾护航 - 4 -
引言：从"失去的十年"开始说起 - 4 -
改革梳理：机制改善、品牌提升、渠道下沉，曙光新政下公司加速变革 - 5 -
增长驱动力：公司业绩增长将由提价驱动向放量驱动转变 - 9 -
价：价格体系充分理顺，未来仍有提价空间 - 9 -
量：量价进入正循环，放量将成为业绩全新增长动能 - 11 -
估值空间：估值折价有望加速修复，新成长要用新眼光对待 - 12 -
估值折价：与茅台相比存在折价，经营差距缩小折价修复可期 - 12 -
估值展望：公司进入新的成长周期，估值理应看高一线 - 13 -
投资建议：重申"买入"评级 - 14 -
盈利预测 - 14 -
相对估值法 - 15 -
投资建议 - 15 -
风险提示 - 16 -

图表目录

图表 1：2005-2014 年五粮液营收被茅台反超 - 4 -
图表 2：2005-2014 年五粮液净利被茅台拉开差距 - 4 -
图表 3：2015 年以来五粮液的部分改革举措 - 5 -
图表 4：公司非公开发行股票计划认购情况 - 6 -
图表 5：公司打造"1+3+5"产品矩阵 - 6 -
图表 6：公司产品价格带分布图 - 7 -
图表 7：公司产品体系日益齐备、品牌结构逐渐优化 - 7 -
图表 8：公司渠道模式结构图 - 8 -
图表 9： 公司渠道下沉持续推进、终端控制力逐渐加强 - 8 -
图表 10：2006 年以来普五出厂价变化趋势 - 9 -
图表 11：公司业绩走势与普五价格走势基本一致 - 9 -
图表 12：2016 年普五实现顺价销售 - 10 -
图表 13：2016 年以来飞天茅台一批价大幅上涨 - 10 -
图表 14：未来 3 年茅台酒供应总体偏紧（单位：吨） - 10 -
图表 15：量价正循环有助于带动销量增长 - 11 -
图表 17：未来 3 年公司高端酒预测投放量 - 11 -
图表 18：五粮液相对茅台存在估值折价 - 12 -
图表 19：2000 年以来高端酒提价史 - 13 -

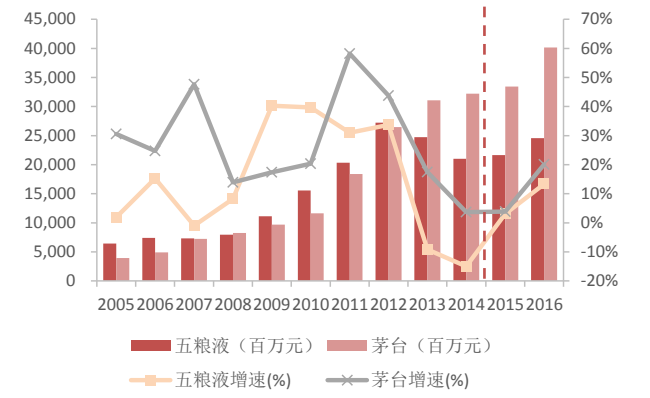
图表 20：未来 3 年公司收入拆分预测 ..... - 13 -
图表 21：高端与次高端白酒业绩表现 ..... - 14 -
图表 22：五粮液收入分项预测表（单位：百万元） ..... - 15 -
图表 23：可比公司估值表 ..... - 15 -
图表 24：五粮液财务预测三张表 （单位：百万元） ..... - 16 -

改革：改革将为十三五千亿目标保驾护航

引言：从“失去的十年”开始说起

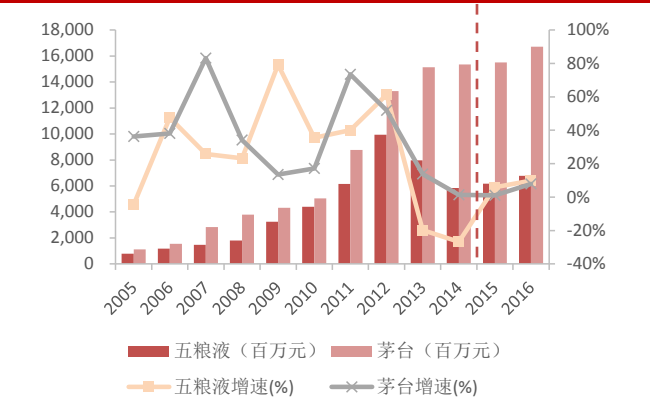
■ **以史为鉴，从财务数据看“失去的十年”。**2005 年-2014 年是五粮液“失去的十年”，不仅被茅台酒反超，而且白酒第二的位置随时都有可能不保。十年间，五粮液营收端 CAGR 为 13%，而竞品茅台和泸州老窖分别为 24%和 17%，公司利润端 CAGR 为 23%，而茅台和老窖分别为 30%和 41%。尤其是 2013 年后，公司利润的大幅萎缩引起了广大投资者对公司发展的严重质疑，两年多时间的价格倒挂逼走了一些经销商力量，渠道销售五粮液的动力明显不足。我们不禁要问，在行业高速发展的黄金十年期间，是什么因素导致公司放慢了脚步？又是什么差异导致公司被茅台取代而让出了行业第一的宝座？

图表 1：2005-2014 年五粮液营收被茅台反超



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：2005-2014 年五粮液净利被茅台拉开差距



来源：wind、中泰证券研究所

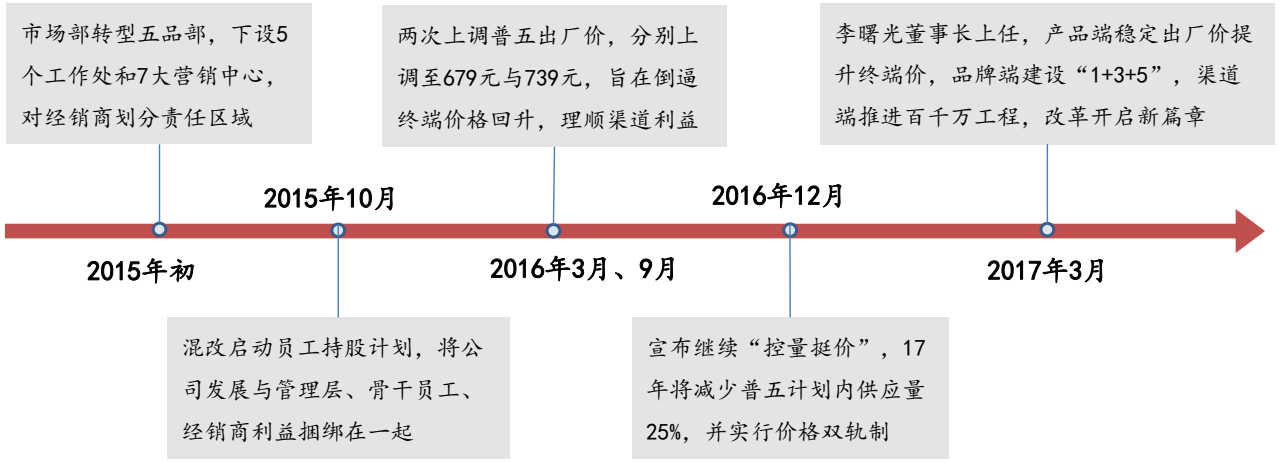
■ **改革是公司重生的源动力。**为了解答上述问题，我们决定先从财务报表中寻找答案。从图 1、图 2 可以看到，在经历了“消失的十年”以后，公司业绩从 2015 年开始奋起直追，2015、2016 年营收和净利增速均与茅台几乎持平。那么答案似乎已经浮现了出来，**那就是五粮液以 2015 年为分水岭发生了一些基本面的变化，其变化路径实际上就是公司开始作出了一系列经营政策的改革。**我们通过梳理公司近两年经营策略的改革，尤其是新管理层上任以来作出的调整，探究公司如何通过改革成功

实现了重生。

改革梳理：机制改善、品牌提升、渠道下沉，曙光新政下公司加速变革

- **改革浪潮暗流涌动，曙光新政将其推向深水区。**沿着上述思路，我们梳理了 2015 年以来公司经营策略方面的改革动作。我们发现，公司对机制、品牌、渠道等各个层面进行了循序渐进的改革，而新管理层上任以来提出“二次创业”，进一步加快了改革进程。**我们认为，本轮改革所要解决的重点问题之一就是激励问题，**这是因为五粮液本身品牌力足够强大且优异，阻碍公司发展的最大问题是经销商激励问题。本轮改革之前，公司不够重视经销商感受，经常通过提价挤占经销商的利润空间，打压了渠道积极性与忠诚度，这种机制下一旦行业陷入调整经销商就会因利润不足而消极应对甚至退出，这也解释了 2013-2014 年行业调整期间公司业绩为何显著低迷。因此，本轮改革无论是员工持股、渠道下沉还是量价策略调整都将渠道利益摆到了史无前例的高度。进一步地，我们分别从机制、品牌、渠道等维度对改革进行系统性梳理，重点分析新管理层上任后的改革举措。

图表 3：2015 年以来五粮液的部分改革举措



来源：中泰证券研究所

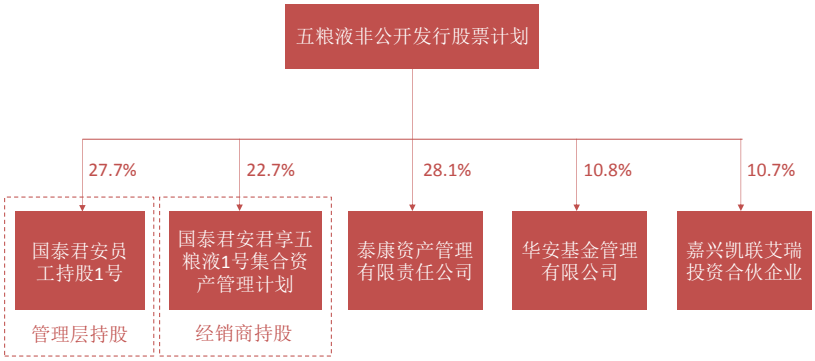
- **机制：**我们认为解决激励问题的出发点在于机制的改善，下面从三个方向来分析公司改革的举措和有效性。
- **1）积极引进先进人才，有助完善人才梯队。**自 2017 年公司实施“百千万”工程以来，陆续收到众多国外内人才推荐信，目前已引进部分高端金融人才、优秀营销及管理人员，我们认为及时梳理并启动人才引进工作对于未来发展至关重要，特别是营销相对粗放的白酒行业，人才显得更为稀缺，精细化营销大趋势下充分人才储备将有助公司实现更好发展。

  2）改革薪酬体系，将显著提升员工经营活力。2017 年公司对员工薪酬进行全面改革，将贡献与收入密切挂钩，强调向生产一线、营销一线倾斜，我们认为合理的薪酬制度是公司市场化改革的良好体现，亦有助于公司全方位健康持续发展，未来员工经营动力有望持续提升。

  3）推行员工持股，提高经销商激励。5 月公司混改方案顺利落地，公告显示管理层认购不超 2373 万股（占比 28%），经销商认购不超过 1941

万股（占比 23%），我们认为此次员工持股计划将管理层、经销商与公司利益进行有效绑定，有助于激发员工动力，深化经销商忠诚度，强化经销商积极性，进而强化公司经营治理与渠道销售能力。

图表 4：公司非公开发行股票计划认购情况



来源：中泰证券研究所

- **品牌：从产品布局到品牌提升，高端酒深化、系列酒优化是关键。**品牌建设是公司十三五规划的核心内容，其目标是巩固和强化五粮液的高端形象，其手段则是高端酒深化、系列酒优化。过去几年，公司盲目被动调价导致产品定位不清晰，且大量低价值小品牌的存在影响了公司高端形象，这都对公司的品牌形象造成一定损害。2013 年以来公司开始对品牌进行梳理，2013 年公司推出了定位于中价位的“五粮特曲”和“五粮头曲”以及五粮液低度系列，2014 年提出“1+5+N”的品牌战略，2016 年又进一步升级为“1+3+5”产品矩阵，旨在持续优化品牌结构，打造齐备的品牌体系。**我们认为，公司在 2016 年完成了产品的布局工作，即建设了全价位、全产品线的产品体系，梳理出“五粮液+五粮系”的产品品牌结构，进入 2017 年，公司品牌建设的重心将由品牌布局转移到品牌提升上来，从“产品打造”思维上升到“品牌打造”思维。**具体而言，对五粮液和五粮系将沿着不同的思路进行品牌建设：

图表 5：公司打造“1+3+5”产品矩阵

来源：京东商城、中泰证券研究所

- **五粮液：坚持五粮液的高端定位不动摇。**对于五粮液产品，公司将坚持“1+3”的产品策略，其中“1”代表占比七成的核心产品 52 度五粮液（普五），“3”不再局限于具体产品，而是代表五粮液品牌延伸的三个方

向：第一是针对高端客户强调独特和稀缺的高端系列，第二是针对年轻客户的定位年轻和时尚的低度系列，第三是针对全球客户的全新国际版系列。此举有助于打造五粮液的品牌合力，丰富五粮液品牌内涵，满足不同层面消费者需求，培育核心消费群体。

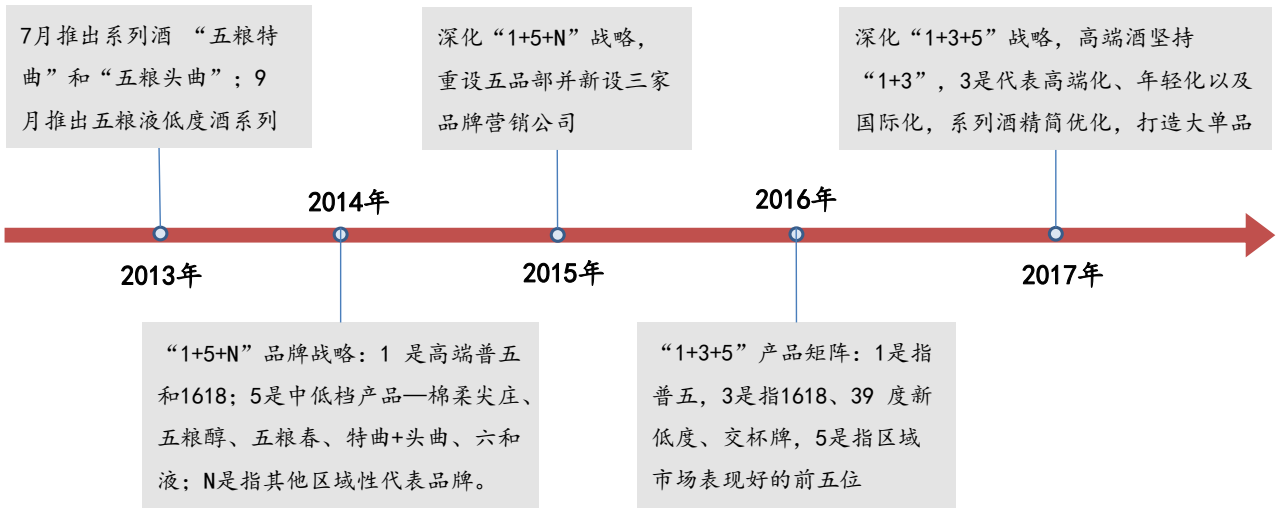
- **五粮系：精简优化、做大做强。**对于五粮系产品，公司目标为五粮系与五粮液收入比例达到 1:1，实现五粮液与五粮系的双轮驱动。一方面，聚焦中高价位品牌、自营品牌与优势品牌，重点打造 20 亿级、50 亿级乃至 100 亿级的腰部大单品；另一方面，坚决淘汰定位不清晰、利润贡献低的小品牌，2018 年规划从上千个品牌梳理到 40 个左右，目前已初步进行了优胜劣汰工作。考虑到公司系列酒布局时间较早，市场基础好于一般竞品，我们认为在行业景气度回升阶段具备品牌优势的系列酒有望充分受益消费升级实现快速发展。

图表 6：公司产品价格带分布图

定位	品牌	产品	价格（元/500ml）
高端	普五	52度五粮液	1099
	1618	52度1618	1199
		39度1618	699
	交杯	52度交杯牌	1099
	低度	35度五粮液	589
		39度五粮液	699
中低端	五粮醇	50度金淡雅	168
		50度盛世经典	178
		50度红淡雅	79
		42度优醇	59
	五粮春	50度五粮春	268
		45度五粮春	198
	头曲	52度头曲	159
	特曲	52度特曲	228
	绵柔尖庄	52度尖庄	25
	六和液	52度六和液	268

来源：京东商城、中泰证券研究所

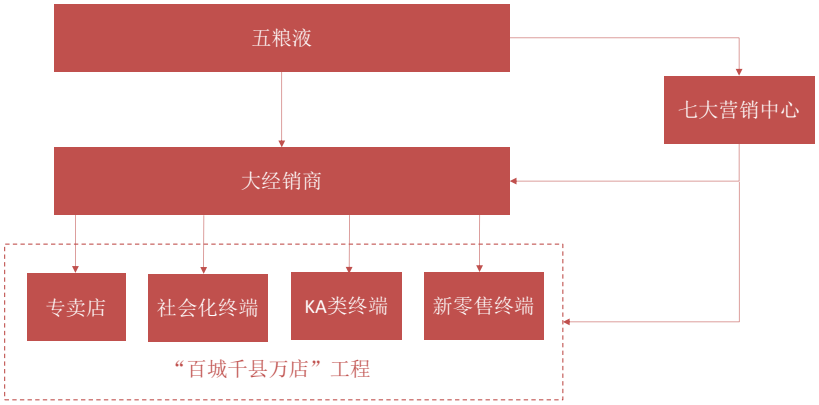
图表 7：公司产品体系日益齐备、品牌结构逐渐优化



来源：中泰证券研究所

- **渠道：从贸易走向终端，多种方式提升终端控制力。**渠道矛盾是公司改革的痛点所在，我们认为提升终端控制力是公司渠道改革的主要目标。过去公司渠道模式以大商制为主，资源倾斜大商影响公司对终端的控制。公司于 2013 年设立七大营销中心，负责经销商和终端的维护工作，拉近终端距离，进而于 2015 年重设五品部，全面负责五粮液的品牌运作、管理和服务工作，并对经销商责任区域进行划分。新管理层上任后，进一步加大了渠道改革力度，推动从贸易销售模式向终端销售模式转型，为此，公司主要通过以下方式进行精细化渠道建设：

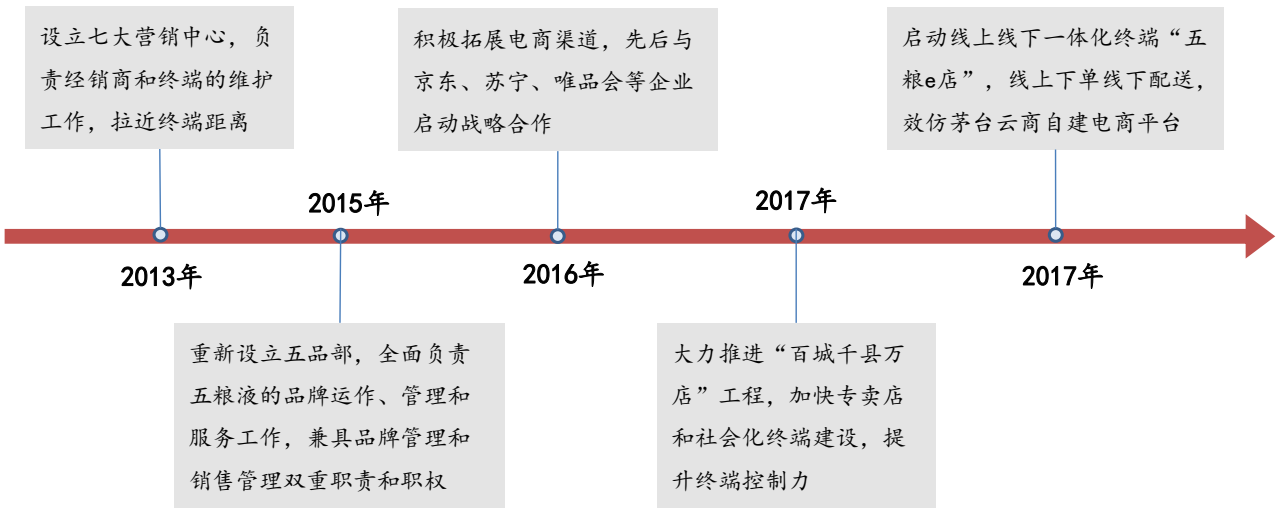
图表 8：公司渠道模式结构图



来源：公司年报、中泰证券研究所

- **1）大力推进“百城千县万店”工程。**公司将在全国上百个大中城市、上千个重点县建设上万家核心销售终端，打通与消费者的“最后一公里”。**一方面加大专卖店布局，**专卖店是公司“百千万”战略的核心终端，公司从去年大力开展建设工作，目前已超 1000 家，预计明年继续增加 400-500 家；**另一方面公司加快社会化终端建设，**打造有影响力的社会化终端，明年将布局 8000 家终端会员。同时公司将扩大营销团队，根据万家终端店规划，未来销售人员将从目前的 540 人增至 1000 人，形成核心终端的深度运营和精细化管理。
- **2）积极拓展电商渠道。**公司加强与京东、苏宁、阿里巴巴等知名互联网企业的深度合作关系，利用互联网平台提升品牌影响力。公司 2014 年以来先后与京东、苏宁、唯品会等签署战略合作协议，不仅可以直接拉动线上销量增长，还能提升品牌影响力，拉近与消费者的距离。
- **3）创新拓展终端营销模式。**今年 11 月，公司线上线下一体化新零售终端“五粮 e 店”在全国六城六店同步启动，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，最快 19 分钟就能送达。首批“五粮 e 店”测试一旦完成，有望快速启动全国布局。公司能够凭借其建立起基于消费者、经销商与终端门店的大数据系统，进一步增强对终端的控制能力。

图表 9： 公司渠道下沉持续推进、终端控制力逐渐加强

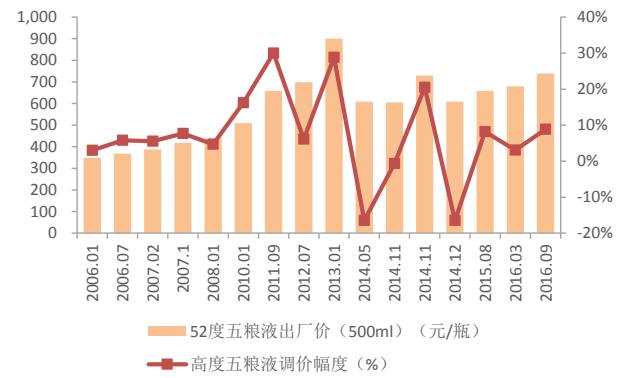


来源：中泰证券研究所

增长驱动力：公司业绩增长将由提价驱动向放量驱动转变

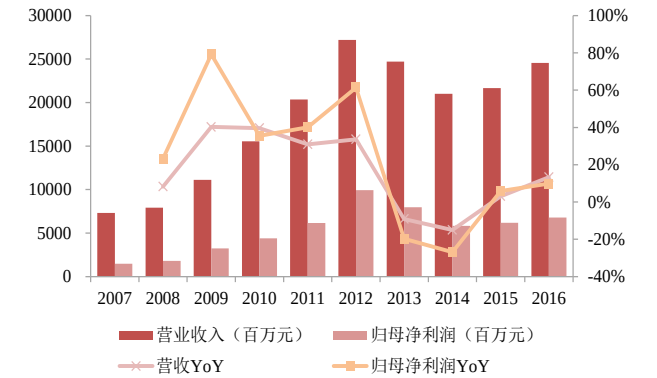
■ **公司业绩增长逻辑将由提价向放量转变。**公司价格体系以 52 度普通五粮液为基础，在这种价格体系下，五粮液价格变动对公司业绩走势具有显著影响，而这实际是价格倒挂的背景下销量增长不明显所致。随着需求回暖以及价格倒挂的解决，公司将稳定出厂价，而把重心放在提高市场价上来，从而推动渠道进入正向循环，同时将加大五粮液投放力度。在这种量价策略的共同作用下，未来公司高档酒有望迎来放量，销量增长将取代价格提升成为公司下一步业绩增长的主要贡献力量。

图表 10：2006 年以来普五出厂价变化趋势



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 11：公司业绩走势与普五价格走势基本一致

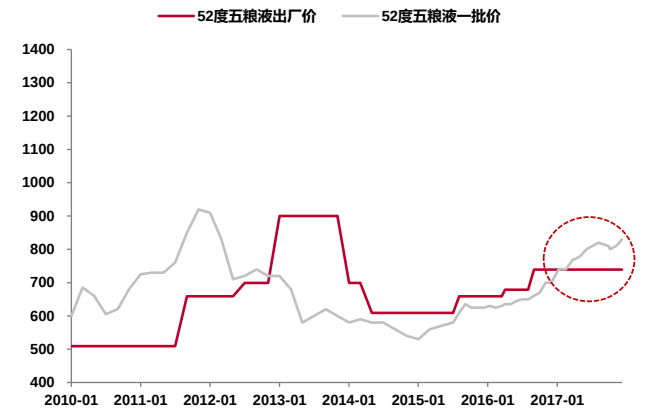


来源：wind、中泰证券研究所

价：价格体系充分理顺，未来仍有提价空间

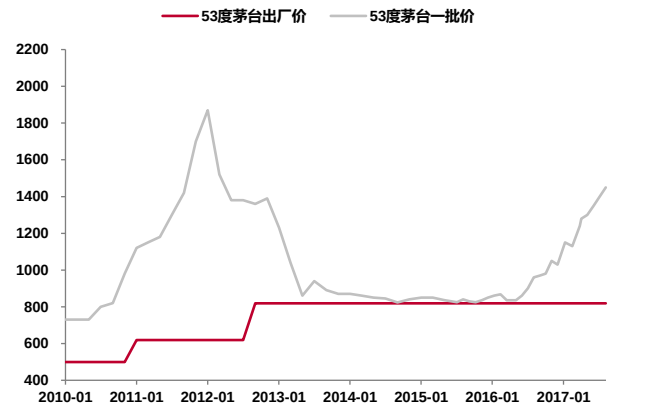
■ **普五彻底解决价格倒挂实现顺价销售。**长期以来，价格倒挂是摆在公司面前最严峻的问题，价格倒挂下经销商积极性不高、动力不足，长期对公司销量增长形成限制。这一现象自 2016 年得到解决，随着行业回暖以及龙头茅台的不断提价，公司核心产品普五批价稳步上升，渠道逐渐进入顺价销售。进入 2017 年，公司在控制发货量的基础上已进行多次提价，近期再次上调终端价格 130 元/瓶至 1099 元/瓶，相较于年初的 829 元/瓶已累计提价 270 元/瓶，价格体系得到充分理顺。

图表 12：2016 年普五实现顺价销售



来源：wind、中泰证券研究所

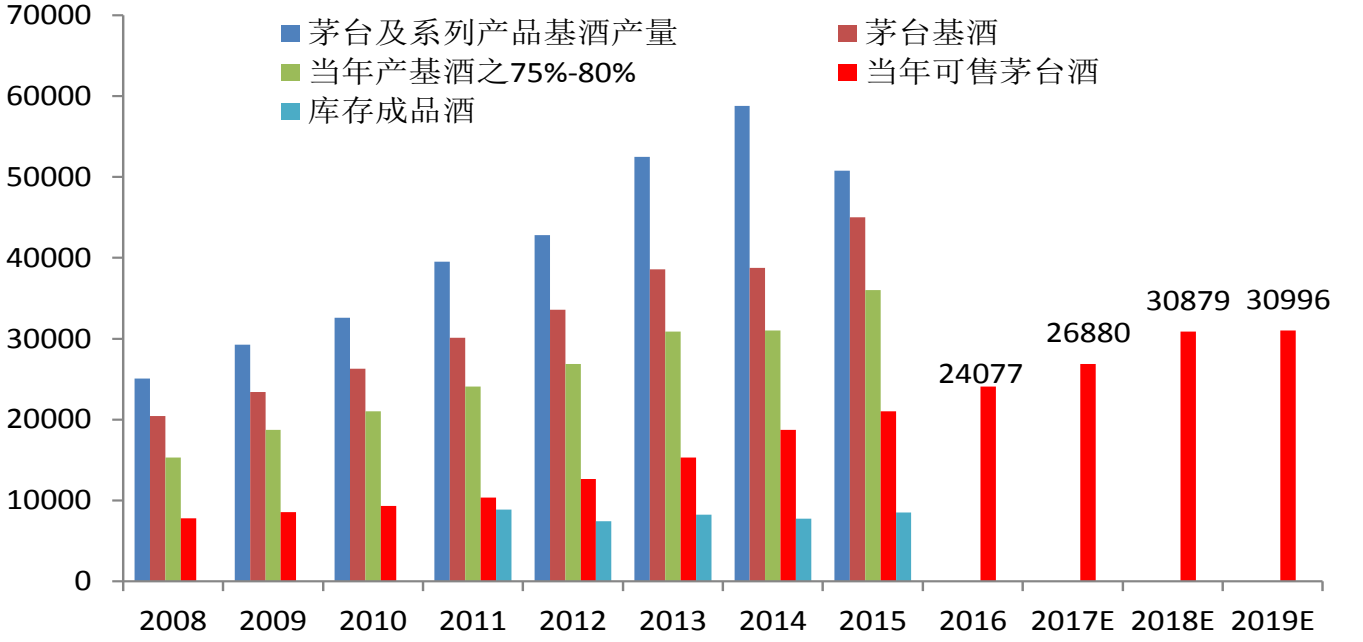
图表 13：2016 年以来飞天茅台一批价大幅上涨



来源：wind、中泰证券研究所

- **计划外比重提升，未来价格还有提升空间。**我们认为公司出厂均价、出厂价以及批价均存在上行空间：
- **1）出厂均价方面：**公司明年价格将继续推行双轨制，但将对计划内外比例作出调整，将由目前约 9:1 调整至 1：1，这将带动出厂均价上行。当前普五计划内价格 739 元，计划外 839 元，以此计算出厂均价将由 749 元提升至 789 元，涨幅约为 5.3%。
- **2）出厂价方面：**结合茅台供需格局和渠道价差情况，我们认为未来茅台有望率先提高出厂价以改善供需偏紧局面，五粮液在确保渠道利润理顺并不断优化的基础上，具备跟随上调出厂价的基础。
- **3）一批价方面：**以当前普五出厂价 739 元/瓶计算，若实现公司预期渠道利润 15%的目标，批价应达到 850 元/瓶，当前普五一批价在 820-830 元，距离既定目标还有一定空间，我们预计后续一批价有望进一步走高，保障渠道盈利水平。

图表 14：未来 3 年茅台酒供应总体偏紧（单位：吨）

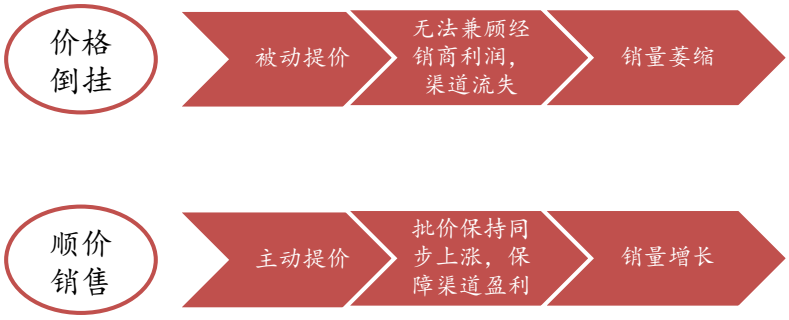


来源：中泰证券研究所

量：量价进入正循环，放量将成为业绩全新增长动能

- **顺价销售的实现将有助于量价进入正循环。**我们认为，实现顺价销售将从直接和间接两个层面带动销量增长：**1）直接层面：渠道盈利进入正循环，经销商积极性回升。**普五价格持续上涨能够有效提振经销商信心与动力，从现实情况来看经销商打款积极，且客户回流现象明显，经销商积极性恢复有助于直接助推销量增长；**2）间接层面：缩小与茅台差距，巩固高端白酒地位。**目前飞天茅台零售价已突破 1500 元/瓶，公司紧跟茅台涨价步伐，价格向龙头看齐有助于巩固公司高端品牌形象，从而间接驱动销量增长。

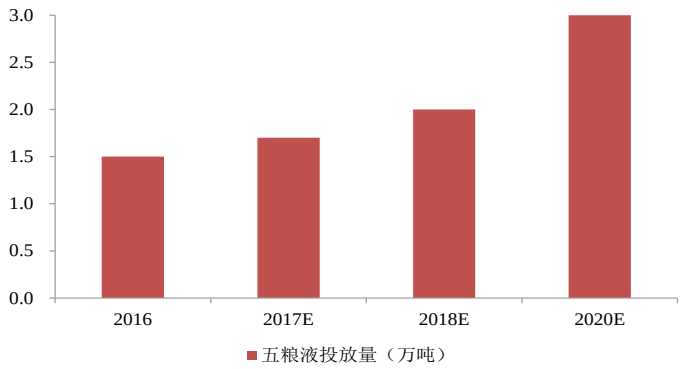
图表 15：量价正循环有助于带动销量增长



来源：中泰证券研究所

- **放量将成为公司完成十三五目标的主旋律。**从公司的实际投放来看，2016 年五粮液投放量约为 1.5 万吨，预计 2017 年将达到 1.7 万吨左右，增量主要来自新增经销商配额。根据 1218 经销商大会反馈情况，2018 年五粮液投放量将超过 2 万吨，2020 年有望突破 3 万吨，放量计划成为公司完成十三五目标的主旋律。我们认为未来公司将改善过去几年发货量增速较慢的不利局面，业绩增长主要动力有望从依靠提价向依靠放量转变，而未来茅台供给不足将是普五放量增长的良好时机。

图表 16：未来 3 年公司高端酒预测投放量



来源：1218 经销商大会、中泰证券研究所

估值空间：估值折价有望加速修复，新成长要用新眼光对待

估值折价：与茅台相比存在折价，经营差距缩小折价修复可期

- **公司与茅台相比存在估值折价。**估值是决定股价的另一重要因素，纵向来看，五粮液当前估值对应 18 年 EPS 约为 25 倍，位于历史相对低点；横向来看，近年来茅台与五粮液的估值比大部分时间内大于 1，峰值甚至接近于 2，反映了五粮液相对于茅台长期存在估值折价，我们希望探究其折价背后的原因，并结合公司近来基本面的变化给予公司以合理的估值。

图表 17：五粮液相对茅台存在估值折价

来源：wind、中泰证券研究所

- **估值折价主要与经营差距有关。**估值高低反映了市场对于公司经营发展前景的预期，通过回顾近十年来两者的估值水平与经营状况，我们认为，估值差异主要与两家公司过去经营策略方面所表现出的差异有关：
- **阶段一：2010 年之前，五粮液估值高于茅台。**五粮液底蕴深厚，曾经依靠提价、扩产以及总代模式等方面建立的优势，历史上长期占据着白酒行业龙头的宝座。凭借正确而有前瞻性的经营策略，公司也被资本市场给予了较高的估值，始终力压茅台占据领先地位。
- **阶段二：2010 年至今，五粮液估值低于茅台。**在经历长期辉煌之后，昔日的改革先驱在经营策略方面犯下了一些失误，这通过对比五粮液与茅台的提价史即可见一斑。2008 年以前，五粮液一直占据提价主导地位，提价时间和价格一直领先于茅台。而在 2008 年初，茅台率先大幅提价至 439 元/瓶，并从此开始成为业内提价主导者。2012 年初，茅台再次提价至 819 元/瓶，并从此开始价格也完成了对五粮液的超越，五粮液则从变为追随者开始被动提价，但被动提价的同时无法兼顾渠道利润，从此进入长期的价格倒挂状态。经营策略的差距传导到业绩层面的结果是公司营收被茅台超过，利润差距也被茅台越拉越大，进一步地，公司在估值层面也让出了领先位置，从而开始了漫长的估值折价。进入 2015 年以来，正如前文所分析的，公司“二次创业”将机制、品牌、渠道等方面的改革推向了深水区，我们认为公司与茅台的经营差距将逐渐缩小，五粮液估值折价有望加速修复。

图表 18：2000 年以来高端酒提价史

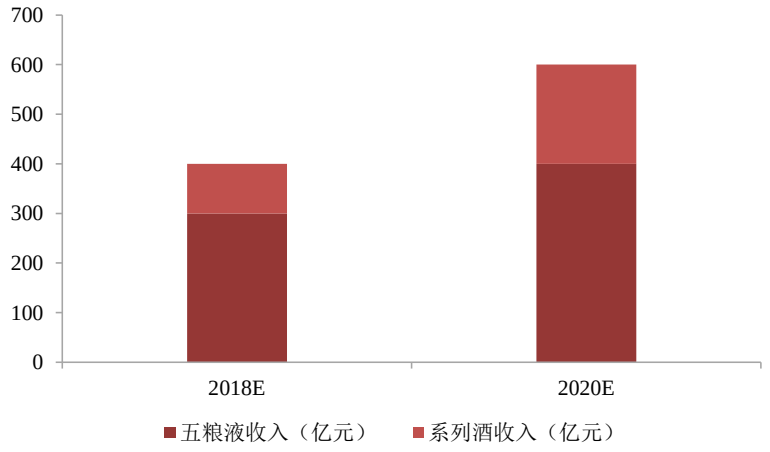
年份	茅台提价时点	每瓶提价（元/瓶）	53度茅台出厂价（元/瓶）	五粮液提价时点	每瓶提价（元/瓶）	52度五粮液出厂价（元/瓶）	泸州老窖提价时点	每瓶提价（元/瓶）	1573出厂价（元/瓶）	提价主导者
2001年	8月	40	218	年初	40	249	—	—	—	五粮液
2002年	—	—	218	—	—	249	年初	40	268	五粮液
2003年	10月	50	268	9月	81	330	10月	20	288	五粮液
2004年	—	—	268	—	—	330	2月末	20	308	五粮液
2005年	—	—	268	1月	13	343	1月	20	328	五粮液
2006年	2月	40	308	1月、7月	25	368	2月末	30	358	五粮液
2007年	3月	50	358	2月、10月	50	418	3月	30	388	五粮液
2008年	1月初	81	439	1月末	20	438	1月、8月	80	468	茅台
2009年	1月初	60	499	—	—	438	1月底	51	519	茅台
2010年	1月初	64	563	1月中旬	71	509	9月底	100	619	茅台
2011年	1月初	56	619	9月	150	659	11月底	270	889	茅台
2012年	1月初	200	819	7月	40	699	—	—	889	茅台
2013年	—	—	819	1月	201	900	8月	110	999	五粮液
2014年	—	—	819	5月	-291	609	7月	-439	560	—
2015年	—	—	819	8月	50	659	1月	60	620	国窖
2016年	—	—	819	3月、9月	80	739	—	—	620	五粮液
2017年	—	—	819	—	—	739	3月	60	740	国窖

来源：公司公告、糖酒快讯、中泰证券研究所

估值展望：公司进入新的成长周期，估值理应看高一线

- **当前估值水平对应公司未来成长性偏低。**随着公司经营改善与外部行业景气度上行，公司将进入加速成长轨道，反映在业绩层面，我们预计公司 2018 年收入和净利润增速均有望实现突破 30%，我们认为公司被低估，未来估值具备良好提升空间。
- **收入端：2018 年公司收入增速有望达到 30%，十三五目标亦有望提前实现。**近期公司召开投资者交流，2017 年 1-11 月五粮液集团实现销售收入 732.8 亿元，同比增长 10.9%，实现利润总额 134.5 亿元，同比增长 42.6%，预计全年收入将突破 800 亿元，利润总额突破 140 亿元。根据十三五规划，十三五末（2020 年）集团收入目标 1000 亿元，酒业收入将占 2/3，其中五粮液贡献 400 亿元，系列酒贡献 200 亿元，即 2020 年公司收入有望突破 600 亿元，基于当前良好发展势头，我们认为既定目标有望提前实现。落实到公司层面，根据未来量价策略情况我们预计 2018 年公司收入有望达到 400 亿元，增速超过 30%。

图表 19：未来 3 年公司收入拆分预测



来源：公司年报、中泰证券研究所

- **利润端：未来利润增速有望持续快于收入端，当前估值尚未反映其高成长性。**我们认为 2018 年公司利润增速将高于收入增速：一方面，公司出厂均价仍存在上行空间，正如上文分析，2018 年公司产品出厂均价有望提升约 5.3%，且出厂价同样存在上调基础；另一方面，公司积极推进降本增效，全面预算管理不断进行，受益于费用管控与收入增长的规模效应，公司费用率有望稳中有降。我们认为公司已进入新的成长周期，当前股价对应明年 EPS 的估值水平仍处于较低状态，未来估值有望加速修复至 30 倍。

图表 20：高端与次高端白酒业绩表现

证券简称	2016营收（亿元）	同比（%）	2016归母净利润（亿元）	同比（%）	2017H1营收（亿元）	同比（%）	2017H1归母净利润（亿元）	同比（%）
水井坊	11.8	37.6	2.2	155.5	8.4	70.6	1.1	25.7
山西汾酒	44.0	6.7	6.1	16.2	34.2	41.2	6.0	67.6
贵州茅台	388.6	19.0	167.2	7.8	241.9	33.1	112.5	27.8
酒鬼酒	6.5	8.9	1.1	22.6	3.7	27.3	0.8	113.6
古井贡酒	60.2	14.5	8.3	15.9	36.7	20.5	5.5	27.3
泸州老窖	83.0	20.3	19.3	30.9	51.2	19.4	14.7	32.7
五粮液	245.4	13.3	67.8	9.9	156.2	17.8	49.7	27.9
口子窖	28.3	9.5	7.8	29.4	17.5	17.8	5.3	29.9
今世缘	25.5	5.3	7.5	10.1	18.0	17.2	6.5	22.3
洋河股份	171.8	7.0	58.3	8.6	115.3	13.1	39.1	14.1
沱牌舍得	14.6	26.4	0.8	1025.1	8.8	12.7	0.6	169.0
金徽酒	12.8	8.0	2.2	33.8	7.2	6.8	1.4	23.9
顺鑫农业	112.0	16.2	4.1	9.6	65.5	4.5	2.4	6.0
迎驾贡酒	30.4	3.8	6.8	28.8	15.6	3.4	3.3	(0.3)
伊力特	16.9	3.4	2.8	(1.8)	8.3	1.1	1.6	17.4

来源：wind、中泰证券研究

投资建议：重申“买入”评级

盈利预测

- 依据当前白酒行业景气度和未来茅台供需格局，我们认为未来 3 年五粮液具备量价齐升的基础，系列酒（中低档酒）持续发力背景下亦有望实现良好增长。**1）高档酒：**我们预计公司 2017-19 年量分别增长 10%/20%/20%，价分别增长 12%/10%/5%，对应收入分别增长 23.20%/32.00%/26.00%。**2）中低档酒：**我们预计公司 2017-19 年量分别增长 18%/25%/20%，价分别增长 2%/5%/5%，对应收入分别增长 20.36%/31.25%/26.00%。

图表 21：五粮液收入分项预测表（单位：百万元）

高档酒	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销量（吨）	17400	13900	12900	15000	15500	17050	20460	24552
同比（%）		-20.11%	-7.19%	16.28%	3.33%	10.00%	20.00%	20.00%
单价（万元/吨）	105.10	115.96	108.66	103.38	112.36	125.85	138.43	145.35
同比（%）		10.33%	-6.29%	-4.86%	8.69%	12.00%	10.00%	5.00%
单位成本（万元/吨）	14.63	11.64	12.53	18.93	18.65	18.65	18.83	19.02
同比（%）		-20.46%	7.70%	-0.50%	-0.50%	1.00%	1.00%	1.00%
收入（百万元）	18287.80	16117.80	14017.00	15507.12	17416.08	21456.61	28322.73	35686.63
同比（%）		-11.87%	-13.03%	10.63%	12.31%	23.20%	32.00%	26.00%
成本（百万元）	2546.24	1617.80	1617.00	2839.09	2890.33	3179.36	3853.39	4670.31
同比（%）		-36.46%	-0.05%	75.58%	1.80%	10.00%	21.20%	21.20%
毛利（百万元）	15741.56	14500.00	12400.00	12668.03	14525.75	18277.25	24469.34	31016.33
毛利率	86.08%	89.96%	88.46%	81.69%	83.40%	85.18%	86.39%	86.91%
中低档酒	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
销量（吨）	135691	137187	105967	122373	133207	157184	196480	235776
同比（%）		1.10%	-22.76%	15.48%	8.85%	18.00%	25.00%	20.00%
单价（万元/吨）	5.78	5.53	5.67	3.95	3.97	4.05	4.25	4.46
同比（%）		-4.28%	2.56%	-30.27%	0.40%	2.00%	5.00%	5.00%
单位成本（万元/吨）	3.34	3.00	3.10	2.13	2.02	2.04	2.06	2.08
同比（%）		-10.22%	3.33%	-31.22%	-5.21%	1.00%	1.00%	1.00%
收入（百万元）	7837.67	7584.79	6008.73	4838.77	5288.45	6365.18	8354.30	10526.41
同比（%）		-3.23%	-20.78%	-19.47%	9.29%	20.36%	31.25%	26.00%
成本（百万元）	4537.67	4118.98	3287.50	2611.40	2694.58	3211.40	4054.39	4913.92
同比（%）		-9.23%	-20.19%	-20.57%	3.19%	19.18%	26.25%	21.20%
毛利（百万元）	3300.00	3465.81	2721.23	2227.37	2593.87	3153.78	4299.90	5612.49
毛利率	42.10%	45.69%	45.29%	46.03%	49.05%	49.55%	51.47%	53.32%

来源：中泰证券研究所

相对估值法

- 对比行业内可比公司贵州茅台、泸州老窖、洋河股份等估值水平，基于公司未来 3 年业绩增长的高弹性，我们认为公司对应 2018 年的合理 PE 为 35 倍。

图表 22：可比公司估值表

		EPS			PE		
公司	股价	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
贵州茅台	682.92	13.31	20.64	27.05	24.73	33.09	25.25
泸州老窖	66.12	1.38	1.67	2.36	23.23	39.59	28.02
洋河股份	117.25	3.87	4.59	5.48	17.81	25.54	21.40
山西汾酒	56.14	0.70	1.20	1.70	35.14	46.78	33.02
均值					25.23	36.25	26.92

来源：Wind、中泰证券研究所

投资建议

- **重申“买入”评级。**我们认为公司经营机制的改革将是五粮液成功“二次创业”的关键驱动力，公司正在实现激励改善、品牌提升、渠道下沉的加速变革，公司将坚实地朝着十三五既定目标迈进。我们认为，公司经营的改善正逐渐向业绩表现与投资者情绪传导，进而带动公司实现业绩与估值的双升。我们预计 2017-19 年公司分别实现营业收入 298.45/389.03/486.61 亿元，同比增长 21.60%、30.35%、25.08%，实现净利润 90.65/124.45/159.52 亿元，同比增长 33.61%、37.29%、28.18%，对应 EPS 分别为 2.34/3.21/4.11 元。参考可比公司的估值水平，我们给予 2018 年 35xPE，重申“买入”评级。

风险提示

- **打压三公消费力度继续加大。**尽管公务消费占比逐年走低，但未来不排除进一步加强限制公务人员用酒的可能。从体制内继续肃清酒风，进而影响商务消费与民间消费。
- **高端酒动销不及预期。**高端酒格局相对稳固，公司具备品牌优势，但价格涨得过快或者投放量增加过多均会对供需格局产生影响，消费升级驱动的高端酒动销存在不达预期的可能。
- **食品安全事件。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性影响行业发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

图表 23：五粮液财务预测三张表 （单位：百万元）

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**21,011**	**21,659**	**24,544**	**29,845**	**38,903**	**48,661**
增长率	*-15.00%*	*3.1%*	*13.3%*	*21.6%*	*30.3%*	*25.1%*
营业成本	-5,772	-6,672	-7,314	-8,272	-9,978	-11,861
% 销售收入	*27.5%*	*30.8%*	*29.8%*	*27.7%*	*25.6%*	*24.4%*
毛利	15,239	14,987	17,230	21,573	28,925	36,800
% 销售收入	*72.5%*	*69.2%*	*70.2%*	*72.3%*	*74.4%*	*75.6%*
营业税金及附加	-1,517	-1,785	-1,941	-3,432	-4,863	-6,083
% 销售收入	*7.2%*	*8.2%*	*7.9%*	*11.5%*	*12.5%*	*12.5%*
营业费用	-4,309	-3,568	-4,695	-4,477	-5,446	-6,813
% 销售收入	*20.5%*	*16.5%*	*19.1%*	*15.0%*	*14.0%*	*14.0%*
管理费用	-2,047	-2,129	-2,144	-2,089	-2,529	-3,163
% 销售收入	*9.7%*	*9.8%*	*8.7%*	*7.0%*	*6.5%*	*6.5%*
息税前利润（EBIT）	7,366	7,506	8,450	11,575	16,087	20,742
% 销售收入	*35.1%*	*34.7%*	*34.4%*	*38.8%*	*41.4%*	*42.6%*
财务费用	658	732	766	956	1,142	1,373
% 销售收入	*-3.1%*	*-3.4%*	*-3.1%*	*-3.2%*	*-2.9%*	*-2.8%*
资产减值损失	-6	-26	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	34	33	31	32	32
% 税前利润	*0.2%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.1%*
营业利润	8,032	8,246	9,237	12,561	17,261	22,147
营业利润率	*38.2%*	*38.1%*	*37.6%*	*42.1%*	*44.4%*	*45.5%*
营业外收支	-16	41	100	61	71	72
税前利润	**8,016**	**8,287**	**9,337**	**12,622**	**17,332**	**22,219**
利润率	*38.2%*	*38.3%*	*38.0%*	*42.3%*	*44.6%*	*45.7%*
所得税	-1,958	-1,877	-2,281	-3,082	-4,233	-5,426
所得税率	*24.4%*	*22.6%*	*24.4%*	*24.4%*	*24.4%*	*24.4%*
净利润	6,058	6,410	7,057	9,540	13,100	16,793
少数股东损益	223	234	272	475	654	841
归属于母公司的净利润	**5,835**	**6,176**	**6,785**	**9,065**	**12,445**	**15,952**
净利率	*27.8%*	*28.5%*	*27.6%*	*30.4%*	*32.0%*	*32.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	6,058	6,410	7,057	9,540	13,100	16,793
少数股东损益	0	0	0	475	654	841
非现金支出	659	642	575	571	595	623
非经营收益	82	-169	-5	-92	-103	-104
营运资金变动	-6,004	-192	4,070	-4,490	-1,874	-2,206
经营活动现金净流	**795**	**6,691**	**11,697**	**6,003**	**12,372**	**15,946**
资本开支	381	394	302	180	155	132
投资	-806	0	105	0	0	0
其他	0	0	36	31	32	32
投资活动现金净流	**-1,187**	**-394**	**-161**	**-150**	**-123**	**-100**
股权募资	6	59	16	1,783	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-2,995	-2,414	-3,210	0	-3,882	-4,270
筹资活动现金净流	**-2,989**	**-2,355**	**-3,194**	**1,783**	**-3,882**	**-4,270**
现金净流量	**-3,381**	**3,942**	**8,342**	**7,637**	**8,368**	**11,577**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	22,382	26,374	34,666	41,828	49,541	60,277
应收款项	7,512	8,792	9,706	11,716	15,398	19,205
存货	8,091	8,701	9,257	10,336	12,409	14,743
其他流动资产	515	731	876	966	1,029	1,103
流动资产	38,500	44,597	54,505	64,846	78,377	95,327
% 总资产	*83.0%*	*84.9%*	*87.7%*	*89.8%*	*91.8%*	*93.6%*
长期投资	869	903	796	796	796	796
固定资产	6,061	5,904	5,726	5,421	5,055	4,644
% 总资产	*13.1%*	*11.2%*	*9.2%*	*7.5%*	*5.9%*	*4.6%*
无形资产	476	502	530	506	502	494
非流动资产	7,909	7,949	7,670	7,341	6,971	6,552
% 总资产	*17.0%*	*15.1%*	*12.3%*	*10.2%*	*8.2%*	*6.4%*
资产总计	**46,409**	**52,547**	**62,174**	**72,187**	**85,348**	**101,880**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,555	4,538	10,322	8,160	11,190	14,141
其他流动负债	3,370	3,429	3,366	8,099	9,400	10,846
流动负债	5,925	7,968	13,688	16,259	20,590	24,987
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	151	234	281	281	281	281
负债	**6,076**	**8,201**	**13,969**	**16,540**	**20,871**	**25,267**
普通股股东权益	39,430	43,329	47,077	54,043	62,219	73,513
少数股东权益	903	1,016	1,129	1,604	2,258	3,099
负债股东权益合计	**46,409**	**52,547**	**62,174**	**72,187**	**85,348**	**101,880**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	1.537	1.627	1.787	2.335	3.206	4.110
每股净资产(元)	10.387	11.414	12.402	13.923	16.029	18.939
每股经营现金净流(元)	0.209	1.763	3.081	1.424	3.019	3.892
每股股利(元)	0.600	0.800	0.900	1.000	1.100	1.200
回报率						
净资产收益率	14.80%	14.25%	14.41%	16.77%	20.00%	21.70%
总资产收益率	12.57%	11.75%	10.91%	12.56%	14.58%	15.66%
投入资本收益率	32.59%	34.02%	50.11%	67.17%	85.99%	100.88%
增长率						
营业总收入增长率	-15.00%	3.08%	13.32%	21.60%	30.35%	25.08%
EBIT增长率	-30.59%	1.89%	12.58%	36.98%	38.99%	28.93%
净利润增长率	-26.81%	5.85%	9.85%	33.61%	37.29%	28.18%
总资产增长率	5.32%	13.23%	18.32%	16.10%	18.23%	19.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	473.5	459.3	448.1	456.1	454.0	453.7
应付账款周转天数	38.9	46.6	80.6	62.3	65.8	67.1
固定资产周转天数	100.4	92.9	80.1	64.8	47.2	35.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.49%	-59.47%	-71.91%	-75.17%	-76.84%	-78.68%
EBIT利息保障倍数	-11.2	-10.3	-11.0	-12.1	-14.1	-15.1
资产负债率	13.09%	15.61%	22.47%	22.91%	24.45%	24.80%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。