

证券研究报告—动态报告/公司快评
食品饮料
五粮液 (000858)
买入
白酒
重大事件快评

(维持评级)

2018年06月12日

产品矩阵聚焦发展，渠道营销气象日新

证券分析师： 陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001
联系人： 郭尉 15210587234 guowei1@guosen.com.cn

事项：

近期公司召开股东大会，我们参加了会议交流，结合渠道调研情况，对公司跟踪点评如下：

点评：

■ 回顾业绩：量价齐升拉动收入，产品矩阵完善

2017年公司实现营收301.87亿元，同增22.99%，归母净利润96.74亿元，同增42.58%，18Q1实现收入138.98亿元，同增36.80%，归母净利润49.71亿元，同增38.35%。2018年收入目标增长26%，长期愿景指引十三五末收入超600亿、五粮液市场投放量3万吨。本次股东大会上亦再次表示今年营收业绩预计上一台阶，利润增长30%以上，今年量有望同比增加。2017年五粮液系列销量约1.8万吨同增约12%，提价贡献增长约15%；2018年销量计划达2万吨，目前按计划内外价格739/839元1:1匹配均价达789元，18Q1五粮液产品发货量约6000吨，回款完成全年50%，动销占全年投放量的30%左右，近期调研一批价约为820-830元左右，随着公司加强对渠道和票据政策的调整管控，不断优化供需关系，批价仍有提升空间；2017年中低价位酒收入67亿元同增26.66%，毛利率49.7%同增0.65pct。公司按照“向核心品牌、向自营品牌、向中高价位品牌聚焦”的原则突出打造全国性战略大单品和区域性重点产品，形成“4+4”的系列酒品牌矩阵，有望保持高速增长，计划系列酒全年完成百亿目标。

■ 产品推动“1+3”“4+4”聚焦发展，窖池资源有望支持高端酒比例提升

公司持续推动主力产品“1+3”、“4+4”品牌聚焦发展策略。进一步强化高端空白和系列酒次高端发展潜力，通过水晶瓶升级、包装替代持续拉高产品结构；高端化层面，借助明清窖池资源优势推广超高端产品；时尚化层面，基于公司低度优势，把低度品类进行独立定位思考和产品研发；国际化层面，与英国公司签订协议推进，以国际视野完成推进。另外，公司针对系列酒强化梳理、制定标准，完成次高端、中端、低端白酒的布局，持续重点推进“4+4”品牌聚焦策略，淘汰贡献价值低的品牌，系列酒从130个品牌梳理到49个，老品牌库存消化梳理后现有品牌的市场认知度仍有提升空间，下一步计划创新营销模式。今年系列酒计划完成百亿目标，重点品牌目标规划增长50%以上，目前发展良好，增长速度匹配规划，未来核心单品计划贡献20亿以上。

窖池资源有望支持高端酒比例提升。公司浓香型高端产品是优选工程，其中量的提升关键来自优质品率的提升，主要受3个因素影响：1. 窖池、配方和酿酒工艺的水平；2. 企业生产管理水平和；3. 操作工人的技能熟练度。公司去年5月开始生产系统改革，通过加强人员管理，激发员工生产积极性，大幅提升一线酿酒员工收入。另外合理配置资源提升优质品率，5月份改良后经过70天发酵周期预计7月份能看到成果，现在优质品率不断提升，占比20%以上的650年窖池能到60-70%的优质品率，现在整体是15%左右，未来有望提升到30-40%，会保证品质稳定的情况下提升优质品率。另外也将加大基础产能的建设，目前30万吨贮藏产品酒库、自动化包装线亦在建设。

■ 渠道营销迎来新气象，三平台强化数字化管控水平，推进百城千县万店计划

加大渠道针对性管控，促进销售体系升级。针对前期市场存在物流低效、价格无序等问题，公司计划下周开全国营销大会进行针对布局，解决价格波动的问题，力争价格短期恢复，进入长期良性稳增过程。未来拟通过四大措施强化管理：1. 精准对商家资源的配置进行调整和优化；2. 针对卖场进行有针对性的管理措施，维护好市场秩序；3. 对大客户真正落实一对一的服务，确保服务质量；4. 加强营销团队和商家团队的合作，提升市场的执行力，和天猫、阿里、易酒批等新零售渠道沟通合作，立足当前构建适应未来的销售体系和模式。

未来计划加快建设三大平台（数字化物流平台、全渠道互联网平台、大数据营销决策平台，促进营销体系升级。其中数字化物流平台拟解决目前商家管理、库存管理、市场秩序管理问题，实施三个月以来已实现自动化跟踪，进入设备监测、成本分析阶段，预计今年年底能建成。全渠道互联网平台，提供商家、终端、消费者的营销管理，通过平台及时反馈和完善企业工作，感知消费者场景和变化，建立消费者、终端、经销商大数据体系，目前已经完成调研规划设计。此外，基于前两个平台发展的精细度打造大数据营销决策平台，智能化管理促进公司营销体系转型和升级。

推进百城千县万店，定增落地激励提效。销售端进一步推进百城千县万店工程，目前已在全国 46 个重点城市建设了 7000 余家核心终端网点，17 年专卖店达千余家，预计 18 年将新增 500-600 家专卖店下沉渠道及布局空白区域，2017 年公司前五大客户占比 11%同减 2pcts。同时推出“五粮 e 店”终端模式，建设零售化、连锁化和线上线下一体化的五粮液新零售终端模式。定增 4 月落地，实现管理层及经销商利益绑定，有利于内外齐心，调动主观能动性提升运营效率和质量，盈利能力将不断优化。

■ 区域贡献度高，推动相关品牌合作集中发展

从区域经济来看，四川产业具有 42 个细分行业，其中食品饮料行业对经济的贡献度最高，当前 7200 亿规模中白酒产业销售贡献约 1/3、利润贡献约 1/2，五粮液在白酒产业中贡献超 1/3，公司在四川区域优势和竞争力明显。而四川浓香型白酒品牌资源丰富，区域品牌战略性整合趋势加强，公司对相关白酒优质品牌资源的合作上亦有考量和计划，有利于未来品牌相对集中发展，符合行业整体长期趋势。

■ 盈利预测评级

公司产品聚焦发展策略明确，系列酒高增势头强劲，近期针对渠道管控和营销体系加速改善升级。前期定增落地强化内外激励，业绩稳健增长，未来具备与优质白酒品牌合作动力。预计 2018-20 年摊薄后 EPS3.35/4.38/5.45 元，对应 24/18/15 倍 PE，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	36393	42083	46214	52987	营业收入	30187	39622	50788	63041
应收款项	11298	16246	19059	24764	营业成本	8450	10323	12822	15863
存货净额	10558	13648	16418	20779	营业税金及附加	3495	5072	6501	8069
其他流动资产	219	407	373	592	销售费用	3625	4358	5434	6619
流动资产合计	58468	72385	82064	99122	管理费用	2269	2774	3454	4287
固定资产	5293	5553	5539	5525	财务费用	(887)	(883)	(993)	(1116)
无形资产及其他	399	399	399	399	投资收益	68	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	6	0	0	0
长期股权投资	863	863	863	863	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	65431	79268	88868	105912	营业利润	13232	17979	23570	29319
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	85	80	80	80
应付款项	3768	3887	5621	6142	利润总额	13318	18059	23650	29399
其他流动负债	6989	12063	11037	16506	所得税费用	3287	4515	5913	7350
流动负债合计	10757	15950	16658	22648	少数股东损益	412	556	728	905
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	9674	12988	17010	21145
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	10757	15950	16658	22648					
少数股东权益	1340	1896	2624	3528					
股东权益	54674	63318	72210	83264					
负债和股东权益总计	65431	79268	88868	105912					

现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	9674	12988	17010	21145
资产减值准备	6	0	0	0
折旧摊销	550	80	80	14
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(887)	(883)	(993)	(1116)
营运资本变动	555	58	(2072)	66
其它	(135)	(2595)	(2102)	(3516)
经营活动现金流	9763	9648	11923	16592
资本开支	(216)	0	0	0
其它投资现金流	15	60	60	60
投资活动现金流	(201)	60	60	60
权益性融资	0	1853	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(3618)	(5871)	(7852)	(9879)
其它融资现金流	(22)	0	(0)	0
融资活动现金流	(3639)	(4018)	(7852)	(9879)
现金净变动	5923	5690	4131	6773
货币资金的期初余额	34666	36393	42083	46214
货币资金的期末余额	36393	42083	46214	52987
企业自由现金流	7243	9774	12059	16749
权益自由现金流	7908	10436	12804	17586

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	2.49	3.35	4.38	5.45
每股红利	1.30	1.74	2.28	2.83
每股净资产	13.74	15.82	17.93	20.54
ROIC	58%	69%	78%	80%
ROE	18%	21%	24%	27%
毛利率	72%	74%	75%	75%
EBIT Margin	41%	43%	45%	45%
EBITDA Margin	43%	44%	45%	45%
收入增长	23%	31%	28%	24%
净利润增长率	33%	34%	35%	35%
资产负债率	16%	20%	19%	21%
股息率	1.9%	2.6%	3.4%	4.2%
P/E	32.3	24.0	18.4	14.8
P/B	4.9	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	17.2	13.0	9.7	7.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《五粮液-000858-2017 年年报及 2018 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 量价积极提效增利》——2018-05-02
- 《五粮液-000858-2017 年三季报点评: 业绩符合预期, 内外改善带来变革》——2017-10-27
- 《五粮液-000858-2017 年中报点评: 低基数高增长, 量价齐升可期》——2017-08-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行