

核心产品量价齐升, 改革红利逐步释放

2018年06月27日

【投资要点】

- ◆ **五粮液量价齐升, 有望承接高端名酒需求。**2017年, 白酒行业产销增速开始回升, 市场亦逐步往高端品牌及名优精品集中。十三五末, 五粮液的市场投放量将达3万吨, 有望承接市场对高端名酒不断溢出的需求。同时, 今年公司调整了五粮液计划内外比例, 变相提高出厂价至789元, 相对去年实际提高5%。
- ◆ **改革红利释放, 支持公司全产品线高速增长。**2017年3月, 李曙光总担任五粮液集团董事长后, 大刀阔斧开展改革。到2018年6月, 公司首次提出“133”体系, 将过去一年的改革逐步系统化和体系化, 同时也进入了二次创业的第二阶段。公司积极开展百城千县万店工程, 并对产品渠道和团队体系进行全面改革, 使公司整个销售体系高效运营, 从而使全产品线高速增长。

【投资建议】

- ◆ 我们认为, 公司五粮液产品在未来较长一段时间内供不应求, 而系列酒的销售也将不断取得突破。上调五粮液盈利预测, 预计五粮液2018/2019/2020年营业收入分别为390.90/510.14/654.28亿元, 归母净利润分别为126.00/166.39/215.03亿元, EPS分别为3.25/4.29/5.54元, 对应PE分别为25.10/19.01/14.71倍, 给予18年30倍PE, 6个月目标价: 97.50元, 上调评级至“买入”。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	30186.78	39090.41	51013.70	65427.54
增长率(%)	22.99	29.50	30.50	28.25
EBITDA(百万元)	13051.60	17735.29	23542.94	30421.68
归母净利润(百万元)	9673.72	12599.63	16638.94	21503.34
增长率(%)	42.58	30.25	32.06	29.24
EPS(元/股)	2.49	3.25	4.29	5.54
市盈率(P/E)	32.69	25.10	19.01	14.71
市净率(P/B)	5.93	5.18	4.35	3.54
EV/EBITDA	21.12	15.15	10.95	7.96

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 五粮液产能扩张不及预期; 系列酒销售不及预期; 宏观经济大幅下滑; 国家相关政策风险。

买入 (上调)

目标价: 97.50元

东方财富证券研究所

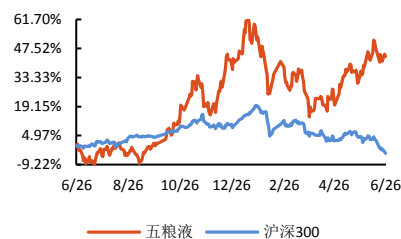
证券分析师: 陈博

证书编号: S1160517120001

联系人: 沈旸

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值(百万元)	316273.42
流通市值(百万元)	309279.41
52周最高/最低(元)	93.18/50.65
52周最高/最低(PE)	40.27/25.01
52周最高/最低(PB)	6.62/4.15
52周涨幅(%)	43.60
52周换手率(%)	193.69

相关研究

《渠道建设稳步推进, 助力公司长远发展》

2018.05.02

《双轮驱动, 五粮液望量价齐升》

2017.12.08

《中报业绩超预期, 未来有望持续向好》

2017.09.01

正文目录

1. 受益高端名酒强劲复苏	4
1.1. 白酒行业全面回暖	4
1.1.1. 终端消费结构趋于合理	4
1.1.2. 社会年龄结构提升	5
1.1.3. 高净值人群增长推升高端消费	5
1.1.4. 市场规模及行业集中度提升	6
1.2. 大国浓香，中国酒王	7
1.2.1. 历史积淀深厚	7
1.2.2. 产品定位高端	7
1.2.3. 承接高端白酒产能缺口	8
1.2.4. 内生外延提升产量	9
2. 二次创业，改革红利有望释放	11
2.1. 构建“133”体系	11
2.1.1. 百城千县万店工程	12
2.2.2. 产品体系	12
2.2.3. 渠道体系	13
2.2.4. 团队体系	15
2.2.5. 三个平台加强管理和决策	16
3. 未来看点及思考	17
4. 盈利预测	18
4.1. 关键假设	18
4.2. 盈利预测	18
5. 估值和投资建议	19
5.1. 相对估值	19
5.2. 绝对估值	20
5.3. 投资建议	20
6. 风险提示	21

图表目录

图表 1: 全国白酒产量	4
图表 2: 全国白酒（折 65 度）销量	4
图表 3: 白酒（折 65 度）产销率	4
图表 4: 白酒终端消费情况	4
图表 5: 我国各年龄段人口比例	5
图表 6: 国内高净值人群（万人）	5
图表 7: 全国白酒制造业主营业务收入（亿元）	6
图表 8: 全国白酒吨价（元/吨）	6
图表 9: 2015 年白酒行业 CR10	6
图表 10: 2017 年白酒行业 CR10	6
图表 11: 五粮液营业总收入（亿元）	7
图表 12: 五粮液归母净利润（亿元）	7
图表 13: 2018 年品牌价值位列全国 20 位	8
图表 14: 52 度水晶瓶五粮液价格定位	8
图表 15: 2017 年五粮液收入结构	8

图表 16: 2017 年五粮液酒类产品收入结构.....	8
图表 17: 飞天茅台产销量情况 1 (吨).....	9
图表 18: 茅台产销量情况 2 (吨).....	9
图表 19: 优质酒率影响因素.....	10
图表 20: 五粮液二次创业进程.....	11
图表 21: 五粮液“133”体系.....	11
图表 22: 五粮 e 店 1.....	12
图表 23: 五粮 e 店 2.....	12
图表 24: 五粮液产品体系.....	13
图表 25: 五粮液渠道体系.....	13
图表 26: 五粮液各省经销商数.....	14
图表 27: 茅台各省经销商数.....	14
图表 28: 五粮液经销商总数.....	14
图表 29: 五粮液前五大客户销售额占比.....	14
图表 30: 五粮液三价情况.....	15
图表 31: 五粮液费用率情况.....	15
图表 32: 五粮液千百十人才工程.....	15
图表 33: 五粮液非公开发行股票计划.....	15
图表 34: 盈利预测关键财务数据.....	18
图表 35: 同行业估值比较.....	19
图表 36: 历史 PE (TTM) 区间.....	19
图表 37: 历史 PB 区间.....	19
图表 38: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设.....	20

1. 受益高端名酒强劲复苏

2017年，白酒行业产销增速开始企稳回升，市场亦逐步往高端品牌及名优精品集中。作为高端白酒的代表，飞天茅台近几年进入产量瓶颈期。五粮液作为国内第二大的高端白酒企业和浓香型白酒的代表，将不断承接市场对高端名酒溢出的需求。

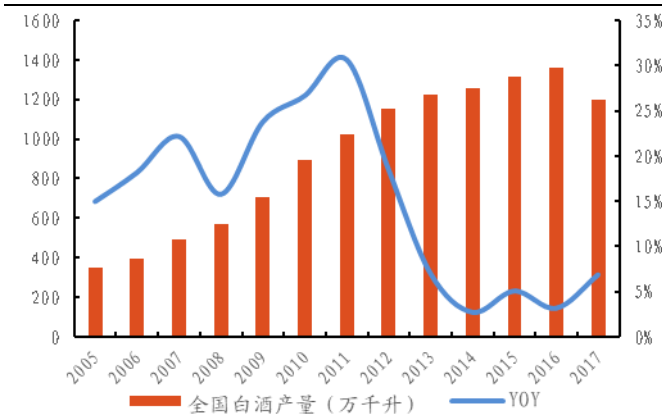
1.1. 白酒行业全面回暖

1.1.1. 终端消费结构趋于合理

终端消费结构趋于合理是白酒行业回暖的大前提。2002-2012年，白酒行业蓬勃发展，产量CAGR始终保持在20%以上，被称为黄金十年。但与此同时，白酒的消费结构非常不合理。2012年政务、商务及个人消费比例约为40%、50%、10%，政务消费占比过高。2012年之后，国家开始严控三公消费，白酒产销增速快速下滑，产量增速从2011年的30.7%快速下滑至2014年的2.8%，行业陷入前所未有的困境。

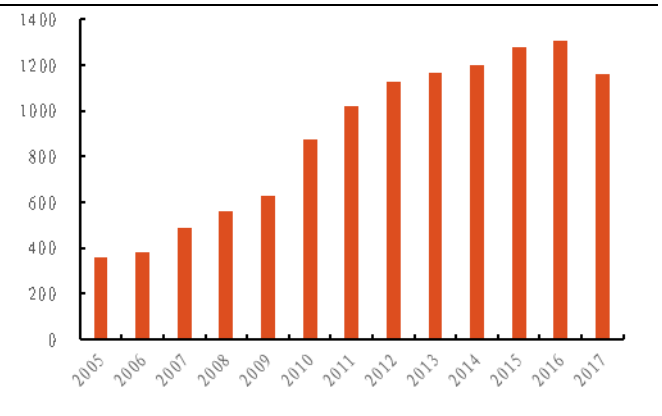
对白酒来说，不论什么时点，个人消费的增长空间都远远大于政务消费。在2013年至2016年的四年中，各白酒企业开始积极转型。到2016年，个人消费取代了政务消费的地位，约占总消费量的45%。政务消费仅仅为5%左右。

图表 1: 全国白酒产量



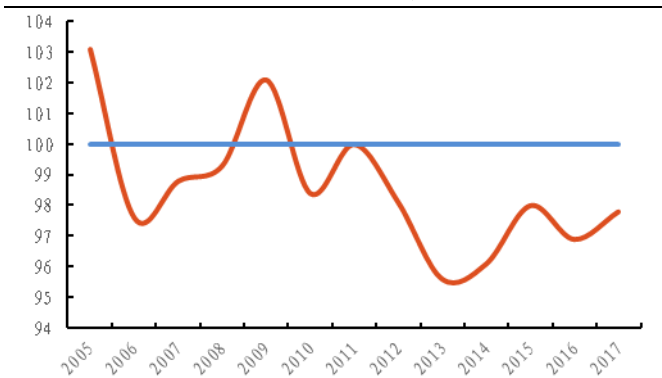
资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 2: 全国白酒（折 65 度）销量



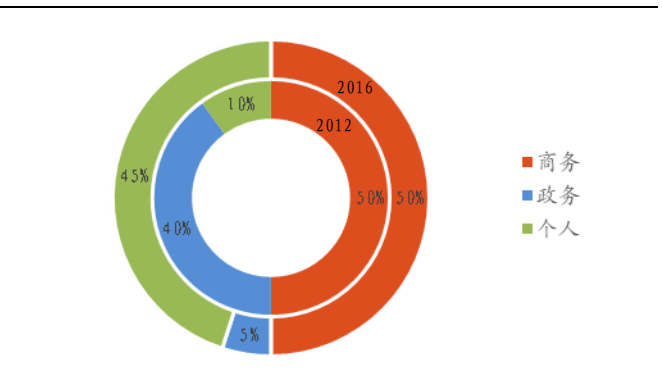
资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 3: 白酒（折 65 度）产销率



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 4: 白酒终端消费情况

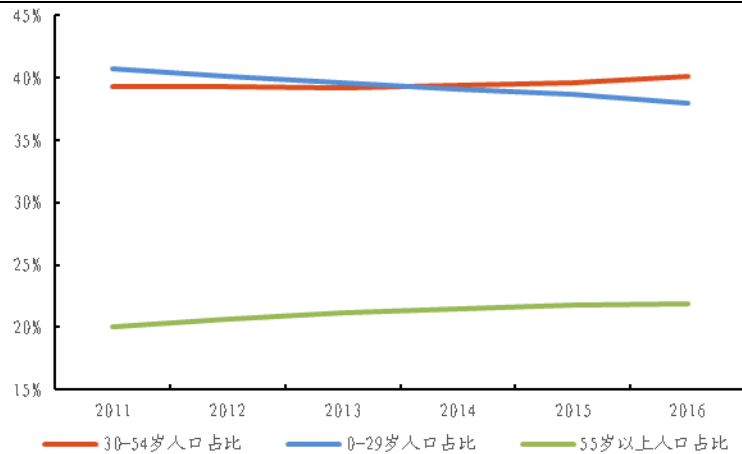


资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

1.1.2. 社会年龄结构提升

社会年龄结构不断提升是白酒消费提升的基本盘。按照联合国标准，我国在 2002 年进入了老龄化社会，近几年老龄化有加速趋势。我国 30-54 岁人口占比从 2011 年的 39.25%，上升至 2016 年的 40.16%，提升 0.91 个 pct，55 岁以上人口从 19.99% 上升至 21.85%，上升 1.86 个 pct。白酒消费者的年龄结构偏高，30 岁以上人口是白酒消费的主力军，总人口比例从 2011 年开始合计提高了 2.77 个 pct。

图表 5：我国各年龄段人口比例

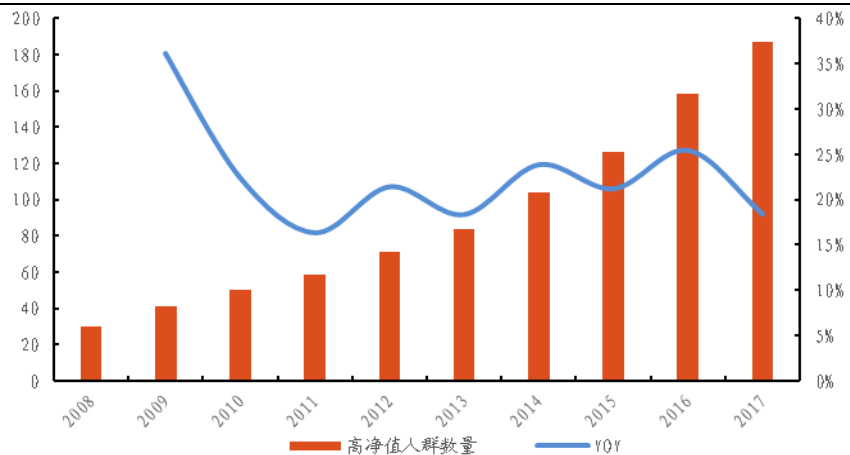


资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

1.1.3. 高净值人群增长推升高端消费

高净值人群增长推升白酒高端消费提升。国内高净值人群（可投资资产超过 1000 万元的个人）近年来依旧维持着高速增长态势，目前约为 187 万人，近三年均复合增速为 21.60%。随着消费升级，人们对美好生活的不断向往，国内高净值人群更愿意在商务及个人消费时饮用名酒，特别是茅台、五粮液、国窖 1573 等高端名酒。高端酒行业潜力巨大。

图表 6：国内高净值人群（万人）



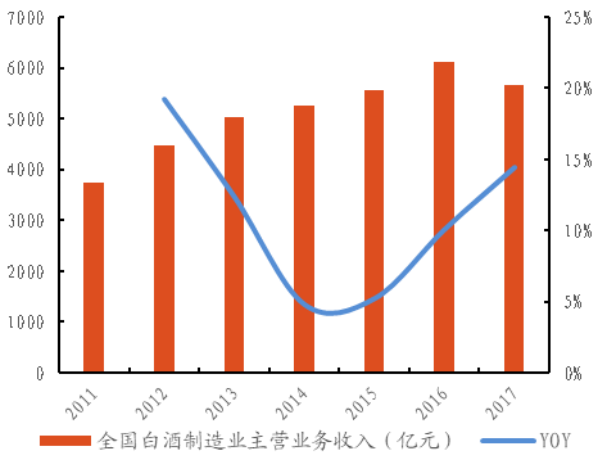
资料来源：招商银行，东方财富证券研究所

*高净值人群：可投资资产超过 1000 万元的个人

1.1.4. 市场规模及行业集中度提升

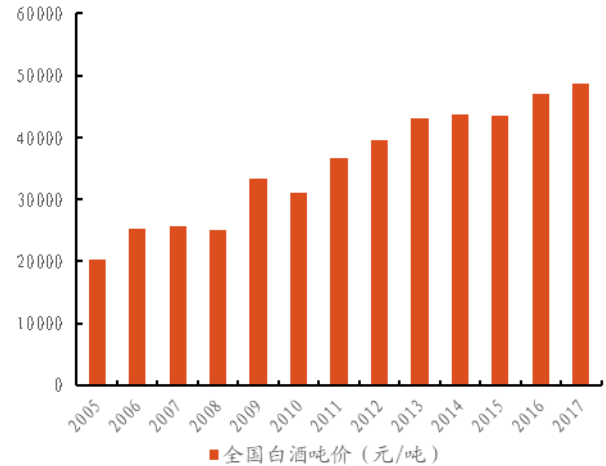
2017年，白酒行业的市场规模快速提升，全国白酒制造业主营业务收入5654亿元，同比增长14.42%，利润1028.48亿元，同比增长35.79%。同时，行业目前倡导“少喝酒，喝好酒”。国内白酒企业不断引导产品结构升级，吨价稳步提升，目前为4.87万元/吨，较十年前大幅提升90.98%。

图表 7: 全国白酒制造业主营业务收入 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

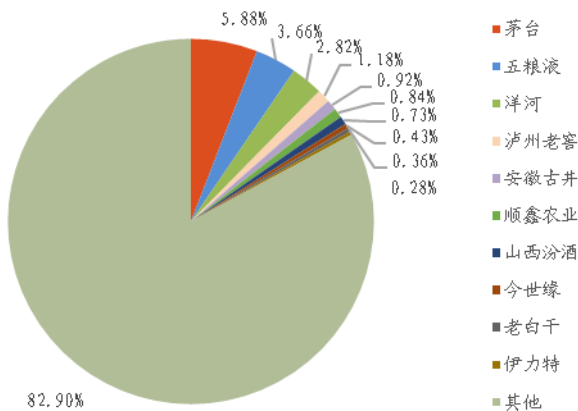
图表 8: 全国白酒吨价 (元/吨)



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所测算

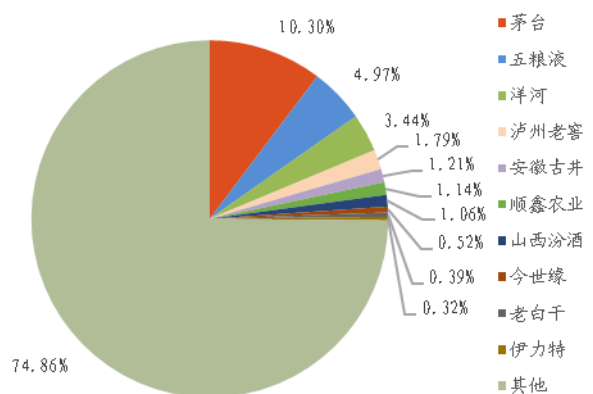
高端名酒引领了本次的行业回暖，行业逐步往高端名酒集中。以茅台、五粮液为代表的高端名酒增速远高于行业平均，以营收记，贵州茅台市占率从2015年的5.88%提升至2017年的10.30%，五粮液从3.66%提升至4.97%。而整体CR10也从2015年的17.10%提升至25.14%，大幅提升8.04pct。

图表 9: 2015年白酒行业CR10



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 10: 2017年白酒行业CR10



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

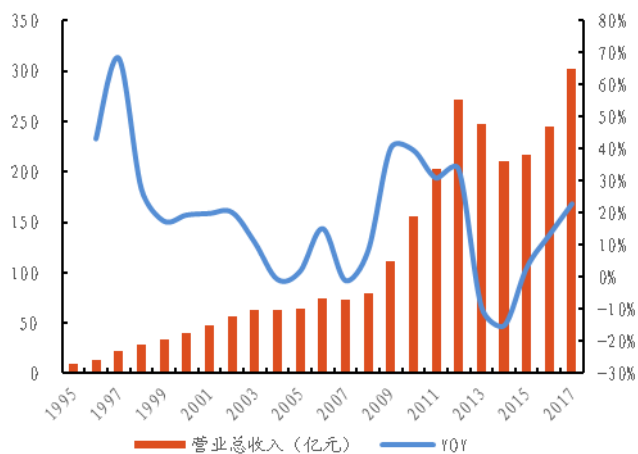
1.2. 大国浓香，中国酒王

1.2.1. 历史积淀深厚

宜宾五粮液股份有限公司主要从事五粮液及其系列酒的生产与销售。五粮液酒起源于宋代，最初被称为“姚子雪曲”或“杂粮酒”，到清末，宜宾当地团练杨惠泉将其更名为“五粮液”。解放后，五粮液酒传人邓子均将五粮液秘方上交国家。随后宜宾当地8家古传酿酒作坊联合组建宜宾五粮液酒厂，98年改制为宜宾五粮液集团有限公司。同年，宜宾五粮液股份有限公司上市。

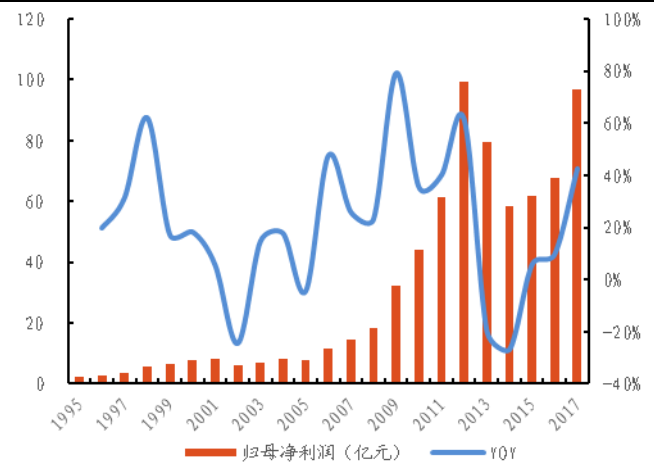
目前的五粮液由高粱、大米、糯米、小麦、玉米酿造而成，酿造周期在浓香型白酒中较长，约70天。五粮液酒“清澈透明、香气悠久、味醇厚、入口甘绵、入喉净爽、各味谐调、不上头”，是我国浓香型白酒的代表，共在各地的博览会上获得过39次金奖。

图表 11: 五粮液营业总收入 (亿元)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 12: 五粮液归母净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2.2. 产品定位高端

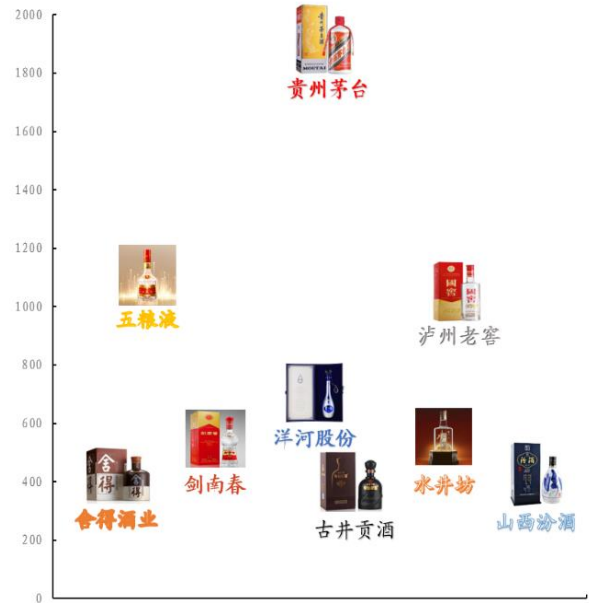
五粮液酒定位高端，目前终端建议价为1099元，烟酒店零售价一般为900元左右，处于飞天茅台和国窖1573之间。公司五粮液系列包括：普五、1618、交杯牌和低度五粮液等。由于浓香型白酒的工艺因素，生产五粮液过程中一定会生产出一部分系列酒。2017年，在五粮液酒类收入中，五粮液产品约占公司酒类营收的75%，系列酒约占25%。目前，系列酒的SKU已从100多个精简至49个，主要品牌包括五粮醇、五粮春、五粮头特曲、绵柔尖庄、五粮人家等。

图表 13：2018 年品牌价值位列全国 20 位



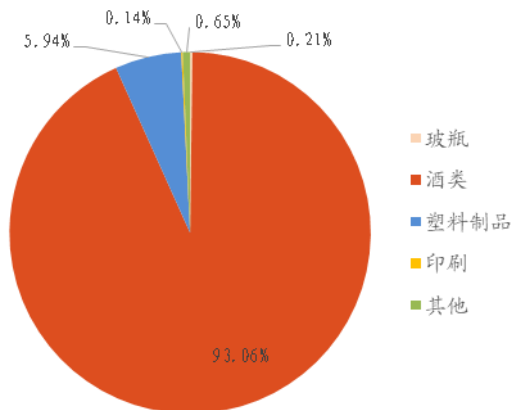
资料来源：东方财富证券研究所

图表 14：52 度水晶瓶五粮液价格定位



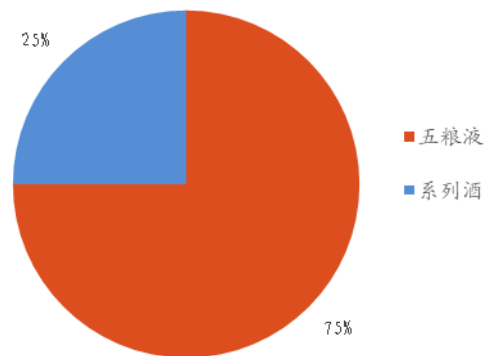
资料来源：东方财富证券研究所

图表 15：2017 年五粮液收入结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 16：2017 年五粮液酒类收入结构

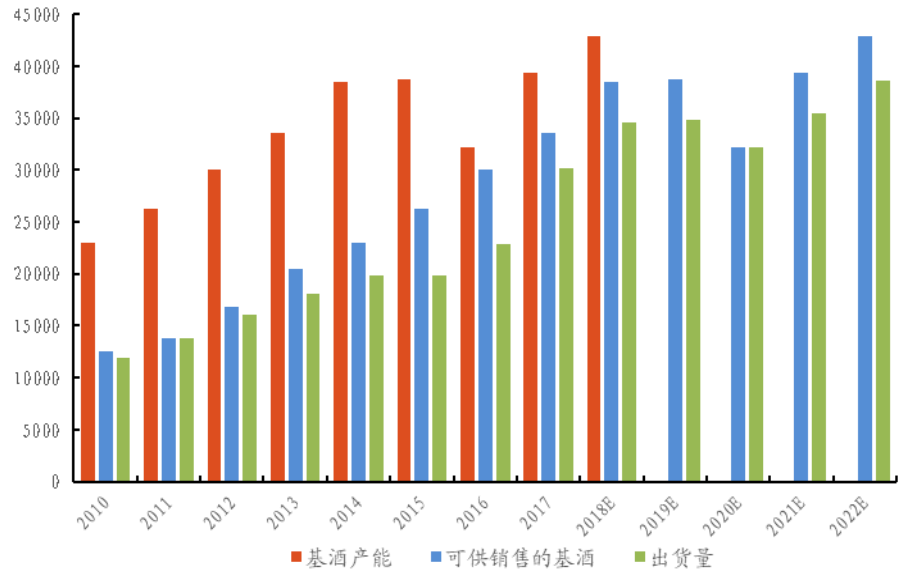


资料来源：东方财富证券研究所

1.2.3. 承接高端白酒产能缺口

作为高端名酒代表的飞天茅台近几年将面临产能瓶颈。茅台的产能会受五年前基酒产量的影响，短期内无法大幅提升，因此茅台酒长期处于供不应求的状态。我们预估 2018-2021 年，飞天茅台的出货量将在 32000 吨-35000 吨徘徊，在目前高端名酒需求大幅提升的情形下，飞天茅台的产能缺口将持续扩大。五粮液作为国内第二大的白酒企业和浓香型白酒的代表，享有较高的知名度和美誉度，有望承接市场对高端名酒不断溢出的需求。

图表 17: 飞天茅台产销量情况 1 (吨)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 18: 茅台产销量情况 2 (吨)

	基酒产能	出货量	可供销售基酒	出货比例
2010	26284	11967	12540	95%
2011	30026	13848	13839	100%
2012	33600	16040	16865	95%
2013	38423	18045	20431	88%
2014	38745	19813	23000	86%
2015	32180	19798	26284	75%
2016	39313	22918	30026	76%
2017	42828	30205	33600	90%
2018E		34581	38423	90%
2019E		34871	38745	90%
2020E		32180	32180	100%
2021E		35382	39313	90%
2022E		38545	42828	90%

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

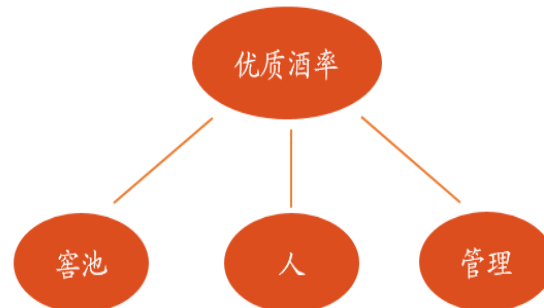
1.2.4. 内生外延提升产量

2017 年, 五粮液市场投放量约为 1.7 万吨, 18 年 2 万吨, 近几年产量可进一步提升, 预计到“十三五”末五粮液的市場投放量可达 3 万吨。我们在调研中了解到, 公司将通过内生和外延两种方式提升五粮液的产量。

在内生增长方面, 公司通过提升优质酒率使五粮液产量获得提升。影响窖池优质酒率的因素主要包括窖池、人和管理三个方面。公司拥有数万口几十年以上的地穴式发酵窖池, 其中 300-600 年的古窖池 156 个。随着窖龄的增加, 窖池的优质酒率会不断提升, 一般 20 年窖龄的窖池有 5%-10% 的优质酒率, 而 600 年窖池优质酒率可达 60%-70%。公司作为国内主要的白酒生产企业, 海量窖池是其提升产能的基本条件。在人的方面, 酿酒是一门技艺, 同一个窖池、同一批粮食、同一个时间段, 不同小组酿出的优质酒率可能大不相同, 优异的

小组可以达到 50%，而公司平均优质酒率为 15%左右。管理方面，合理的生产管理可提升公司的资源利用率，也可提升生产一线员工的积极性，能够使得公司整体的优质酒率稳步提高。

图表 19：优质酒率影响因素



资料来源：东方财富证券研究所

公司拟通过加强人员培训，提升生产一线员工的操作水平，并且通过加强生产管理，进行生产系统改革，优化奖惩机制，激发员工生产积极性。今年公司一线生产工人的平均工资已提升了约 20%。现如今，公司的优质酒率在 15%左右，预计未来有望获得持续提升。

在外延增产方面，公司通过技改工程来提升整体的实际产能。17 年，公司五粮液+系列酒实际产量 18 万吨，普五投放量约 1.7 万吨，预计今年普五投放量将实现约 2 万吨。目前，公司已启动建设 10 万吨酿酒生产技改项目一期工程及 30 万吨陶坛陈酿酒库一期工程，可确保“十三五”末五粮液的市場投放量达 3 万吨。

2. 二次创业，改革红利有望释放

2017年3月，四川省经信委副主任李曙光走马上任，担任五粮液集团董事长。上任伊始便表示，公司须“二次创业，再铸辉煌”，大刀阔斧开展改革。2017年6月，公司提出百城千县万店战略和人才强企战略，11月与1919合作开业六家五粮e店，12月与IBM签署战略合作协议。同时，2017年9月，四川省政府印发《关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的意见》，争取在2020年培养营收1000亿白酒企业1家，公司与省政府形成合力。到2018年6月，公司首次提出“133”体系，将过去一年的改革逐步系统化和体系化，同时也进入了二次创业的第二阶段。

图表 20：五粮液二次创业进程

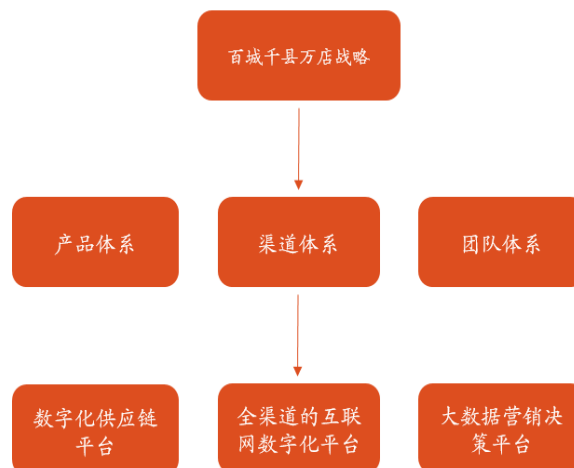


资料来源：东方财富证券研究所

2.1. 构建“133”体系

2018年6月，公司在2017年度股东大会上首次提出了“133”体系，将改革逐步系统化和体系化。“133”体系即一个工程，三个体系，三个平台。一个工程是百城千县万店工程，公司将在上百个大中城市、上千个重点区县建设上万家核心销售终端。同时，公司将优化产品体系、渠道体系、团队体系，建立起数字化供应链平台、全渠道互联网数字化平台和大数据营销决策平台，使公司整个销售体系高效运营，进而促进公司全产品线高速增长。

图表 21：五粮液“133”体系



资料来源：东方财富证券研究所

2.1.1. 百城千县万店工程

终端建设进展顺利。在百城千县万店战略上，公司聚焦终端门店，包括达到公司标准的五粮液专卖店及达标的社会化零售终端，以此使运营渠道趋于扁平化，实现公司的终端营销。专卖店方面，截至 2017 年底，五粮液专卖店新增 400 多家，达 1000 家以上，而核心终端网点方面，17 年底公司已在全国 46 个重点城市建设了 7000 余家核心网点。按目前进度，2018 年 6 月份，公司就将完成 1 万个终端的基础建设。

图表 22: 五粮 e 店 1



资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

图表 23: 五粮 e 店 2



资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

积极尝试新零售模式。2017 年 11 月，五粮液与 1919 合作，于北京、上海、广州、成都、郑州、宜宾六地同时开业“五粮 e 店”，探索建设零售化、连锁化和线上线下一体化的五粮液新零售模式。五粮 e 店由五粮液负责运营，是升级化的五粮液旗舰店，是五粮液推动公司门店与大数据和互联网深度融合的样板店，是五粮液的智慧体验中心。五粮 e 店包括实体门店和五粮 e 店 APP 两个零售系统。消费者可在 APP 上下单，由附近的五粮 e 店实体门店进行配送。此外，五粮 e 店除销售五粮液公司的产品外，还将销售国内外其他高端品牌红酒、啤酒，自身产品占比约 50%。

通过终端门店的建设，公司加强了产品的陈列和展示，不断塑造公司高端品质化的品牌形象，同时也加强了核心消费者的培育，从而有效巩固自身市场地位。

2.2.2. 产品体系

五粮液突出普五，打造“1+3”体系。2017 年，公司便对主品牌“五粮液”进行了产品体系的优化，着力构建“1+3”产品体系，即重点发展 52 度水晶瓶五粮液，同时打造高端化、国际化、低度时尚化三个维度的产品，在凸显五粮液的高端定位的同时，兼顾国际和时尚化的消费群体。

系列酒梳理品牌，确立“4+4”体系。系列酒方面，过去公司品牌繁多杂乱，辨识度不足，公司目前将系列酒品牌从 130 个梳理到 49 个。公司按照“向核心品牌、向自营品牌、向中高价位品牌聚焦”的原则和“做强自营品牌、做

大区域品牌、做优总经销品牌”的发展思路，确立了“4+4”的系列酒产品体系，即五粮春、五粮醇、五粮头特曲、绵柔尖庄 4 个全国性大单品，及五粮人家、百家宴、友酒、火爆 4 个区域性单品。产品辨识度和管理效率大幅提升。

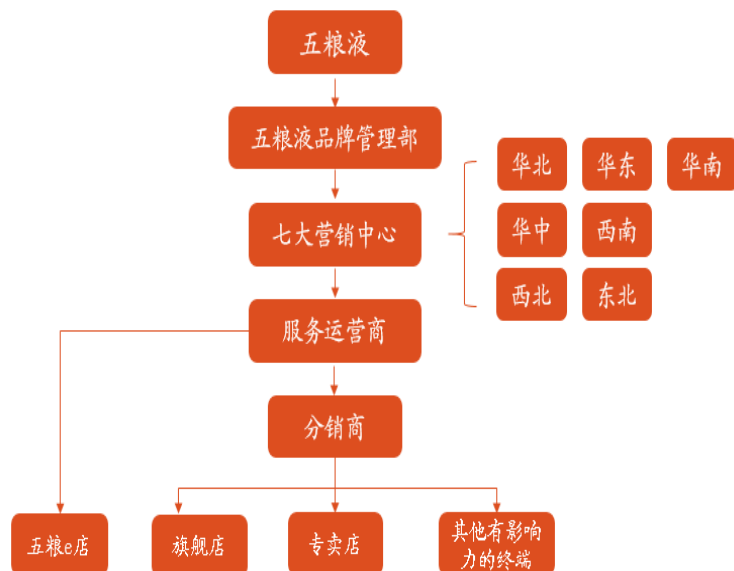
图表 24：五粮液产品体系



资料来源：东方财富证券研究所

2.2.3. 渠道体系

图表 25：五粮液渠道体系

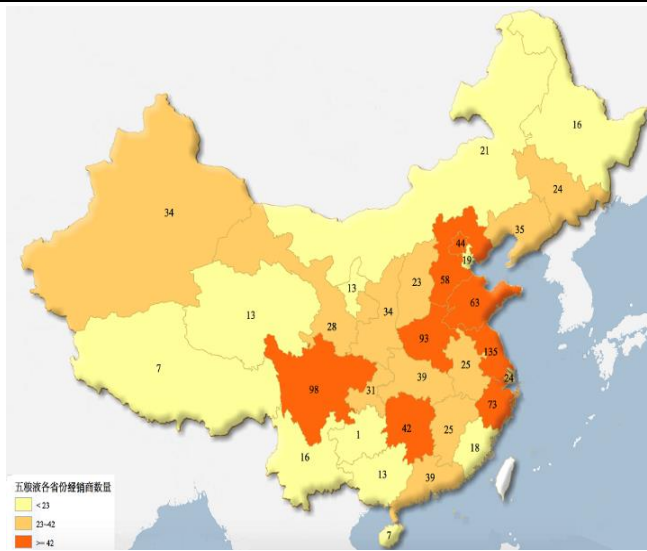


资料来源：东方财富证券研究所

渠道逐步趋于扁平化。过去，五粮液以大商制为主，大商在历史上给予五粮液巨大帮助，使得五粮液能够在白酒行业的起步期实现全国的快速拓展。而

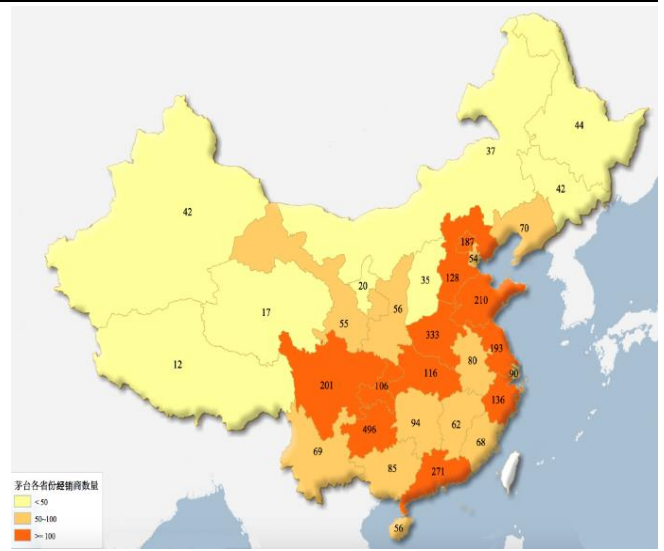
新的时代，在渠道下沉和渠道多样化浪潮下，大商并不具备特殊的优势。从公司管理角度来说，大商过多也将不利于公司的经销商管控。目前，公司在各地区拥有很多大型的服务运营商。与同为高端名酒的茅台相比，五粮液在全国的经销商数约为茅台的 1/3。2017 年，公司在全国范围内积极发展小商，逐步探索渠道扁平化。根据公司年报，公司经销商数增加 234 家，至 1101 家，前五大客户销售额占比为 10.86%，连续第三年下滑。

图表 26: 五粮液各省经销商数



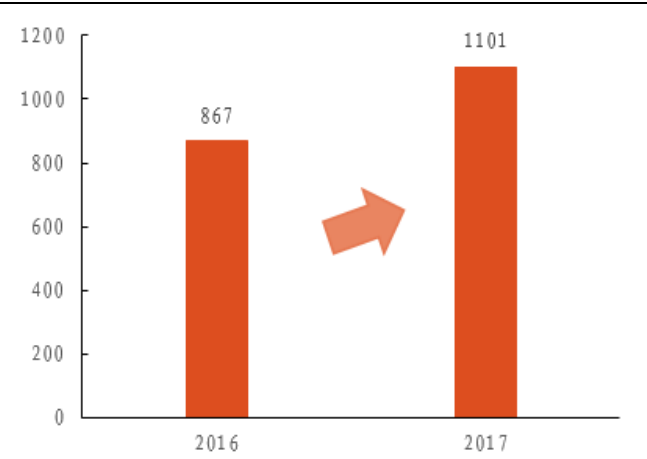
资料来源: 五粮液官网, 东方财富证券研究所

图表 27: 茅台各省经销商数



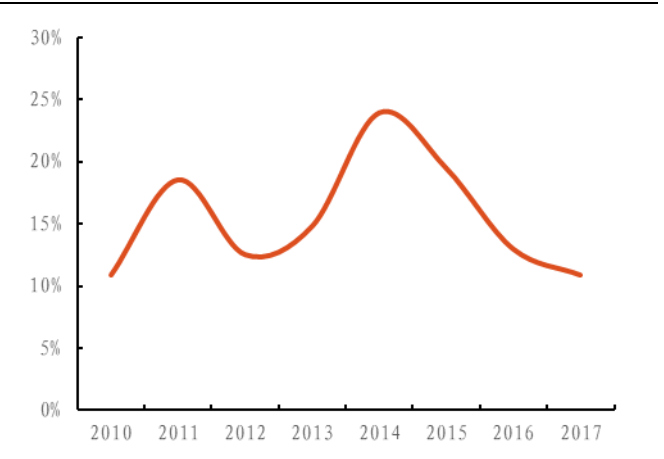
资料来源: 茅台官网, 东方财富证券研究所

图表 28: 五粮液经销商总数



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

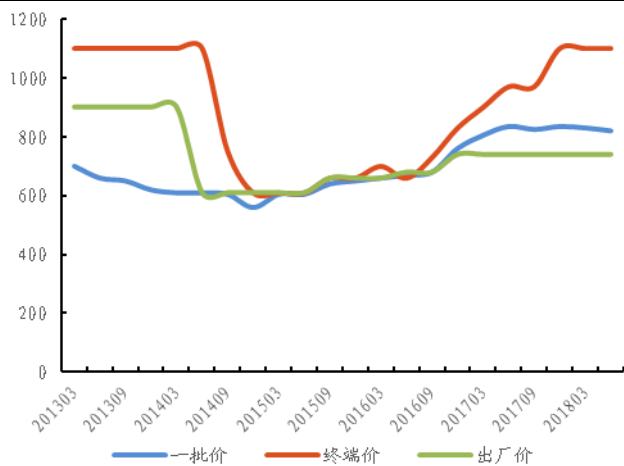
图表 29: 五粮液前五大客户销售额占比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

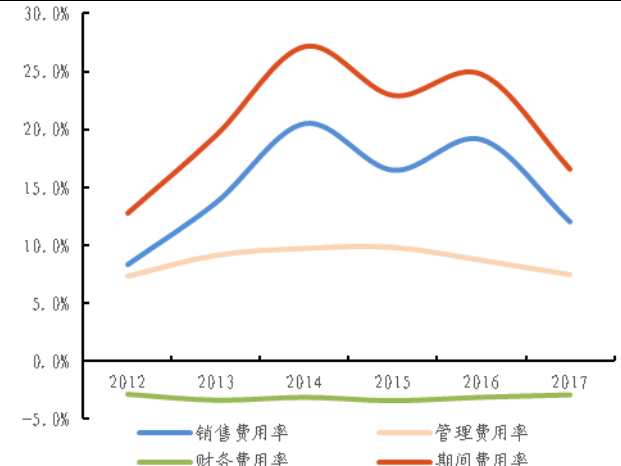
渠道价格理顺，普五出厂价变相提升。2013 年，受到限制三公消费影响，行业遇到寒潮，五粮液也在这段时间出现了出厂价与一批价倒挂的状态。2016 年 9 月之后，行业逐步回暖，五粮液的一批价也开始高于出厂价，实现顺价销售。顺价销售保证了经销商的利润，公司无须给经销商大量补贴，销售费用率因此大幅下降。同时，价格的理顺为公司未来的提价奠定基础。目前公司的终端建议价为 1099，烟酒店终端价为 900 左右，一批价 820。计划内出货价格为 739，计划外出货价格为 839。2018 年，公司调整五粮液计划内外比例改为 1:1，原计划内外比例为 9:1，变相提高出厂价至 789 元，实际提高了约 5%。

图表 30：五粮液三价情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 31：五粮液费用率情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2.2.4. 团队体系

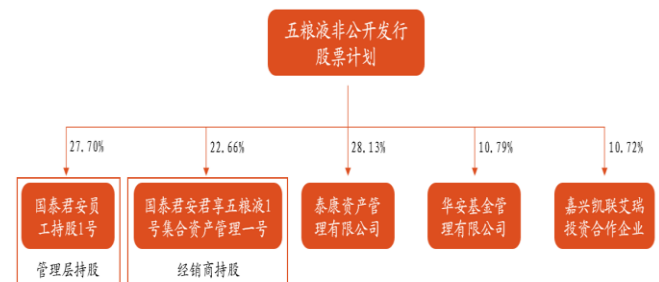
千百十人才工程，深化激励机制。2017年8月，公司发布“千百十人才计划”。由五粮液集团董事长李曙光总担任该工程领导小组组长。此次人才工程将围绕“突出高端、分类施策、创新机制”三大基本原则开展。争取引进和培养一批能够代表国际、国内一流水平、具有领军才能和团队组织能力的高层次人才。在引进激励方面，公司对高端引进人才给予8-200万不等的安家激励，在岗位激励方面，对在职优秀员工给予3-200万元不等的奖金激励。同时，2018年公司的一线酿酒工人提升平均工资约20%。公司不断的激励有望带来改革动力提升，加强团队的凝聚力。

图表 32：五粮液千百十人才工程

人才类型	引进人才安家激励（万元）	在职人才奖金激励（万元）
十人计划	200	200
百人计划	50	80
	40	50
	30	30
千人计划	15	15
	10	8
	8	3

资料来源：微酒传媒，东方财富证券研究所

图表 33：五粮液非公开发行股票计划



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

定增绑定核心员工及经销商。2015年底，五粮液公布了非公开发行股票预案，经过长达2年半的等待，到2018年4月，该定增顺利落地。本次非公开发行股票数量为8564万股，发行价格21.64元/股，共计募集资金总额18.53亿元，募集资金净额18.15亿元。其中员工持股计划认购5.1亿，经销商认购

4.2 亿。定增完成后，公司高管、核心员工、核心经销商的利益将与公司紧密联系在一起，预计将极大程度的调动起相关人员的生产、管理、销售积极性，同时也能更好地维护市场秩序。

2.2.5. 三个平台加强管理和决策

三个平台即是建立在对商品从出厂到商家出货再到消费者消费的自动化跟踪基础上的数字化供应链平台，全渠道互联网平台和大数据营销决策平台。数字化供应链平台的打造旨在解决公司的经销商管理、库存管理和市场秩序管理，加强公司对价格体系的管控，预计年底就将基本完成。全渠道互联网平台和大数据营销决策平台，可以更好的使公司感知整个营销过程中团队执行力的问题，反馈给公司。同时，公司也能及时感知消费者的消费场景，建立和加强消费者沟通，最终公司将建立起消费者大数据，从而加强公司营销决策能力。后两个平台虽然还需要一定的建设周期，但其最终的建立将极大提振公司的营销管理和决策能力。

3. 未来看点及思考

在五粮液 2017 年股东大会上，五粮液集团董事长李曙光李总表示，五粮液会在关键重点问题加大改革，不会半途而废。未来五粮液不会片面追求数量扩张，会追寻高质量增长。针对目前改革过程中遇到的一些问题，公司表示会加强经销商管理和培训，坚决维护好市场秩序。公司将更加精准的进行资源投放，对客户一对一支持，维护服务质量，强化执行力。同时，将加强和天猫、阿里、1919 等平台的沟通，力争市场价格提升。

公司对国际化低度化产品和系列酒有一定布局。五粮液的低度化产品将迎合年轻时尚化消费者，未来不会是一两个产品，将是一系列产品。系列酒方面，公司系列酒将承接大众消费的升级需求，18 年目标百亿，同比增长 50%。目前系列酒的核心单品均获得了超过 50% 的增长。我们认为，公司五粮春和五粮醇有望成为 20 亿级单品，五粮特头曲有望成为 10 亿级单品。

2018 年 6 月 23 日，据酒业家消息，五粮液酒类销售有限公司下发了《关于暂缓接受 52 度新品五粮液订单的通知》。通知称，从 6 月 23 日起暂缓接受 500mL 装 52 度新品五粮液酒订单，具体恢复接受订单的时间待定。目前渠道反馈，普五订单已超过了全年计划量。发货量方面，2018Q1 五粮液发货约 6000 吨，6 月初发货量超 10000 吨，我们预计，在下半年的白酒旺季，五粮液货源将趋于紧张，终端价格和渠道利润亦将上升。

在股东大会上，公司反馈已有并购目标。未来白酒行业的品牌整合是大趋势。四川省白酒资源丰富，以五粮液、泸州老窖、郎酒、剑南春、沱牌曲酒、全兴大曲六朵金花尤为知名。公司如并购其它知名品牌，抑或实现彻底的香型拓展，抑或加强腰部产品实力，将进一步提升竞争力。

4. 盈利预测

我们认为，五粮液酒在未来较长一段时间内供不应求，在公司生产体系改革下，五粮液有望量价齐升。同时，凭借公司二次创业渠道改革的不断推进，系列酒销售也将不断取得突破。三个平台的建立更是将支撑五粮液未来的长期增长。

4.1. 关键假设

各业务营收增速：五粮液方面，预计十三五末，公司优质酒率逐步提升和技改项目投产，五粮液市场投放量达到3万吨，叠加公司出厂价的提升，将确保公司业绩高速增长。预计18年，公司五粮液出厂价提升5%，19、20年提升3%。同时预计公司优质酒率年均提升1%。合计五粮液18/19/20增速为24%/27%/27%。系列酒方面，公司系列酒将承接大众消费升级需求，全年整体目标增长50%，目前，约占系列酒总营收20%的核心单品均获得了超过50%的增长。另外，预计未来三年系列酒年均提价5%。合计五粮液系列酒18/19/20增速为55%/45%/35%。预计其他业务年均增速2%。

4.2. 盈利预测

我们上调五粮液盈利预测，预计五粮液2018/2019/2020年营业收入分别为390.90/510.14/654.28亿元，归母净利润分别为126.00/166.39/215.03亿元，EPS分别为3.25/4.29/5.54元，对应PE分别为25.10/19.01/14.71倍。

图表 34：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	30186.78	39090.41	51013.70	65427.54
增长率（%）	22.99	29.50	30.50	28.25
EBITDA（百万元）	13051.60	17735.29	23542.94	30421.68
归母净利润（百万元）	9673.72	12599.63	16638.94	21503.34
增长率（%）	42.58	30.25	32.06	29.24
EPS（元/股）	2.49	3.25	4.29	5.54
市盈率（P/E）	32.69	25.10	19.01	14.71
市净率（P/B）	5.93	5.18	4.35	3.54
EV/EBITDA	21.12	15.15	10.95	7.96

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5. 估值和投资建议

5.1. 相对估值

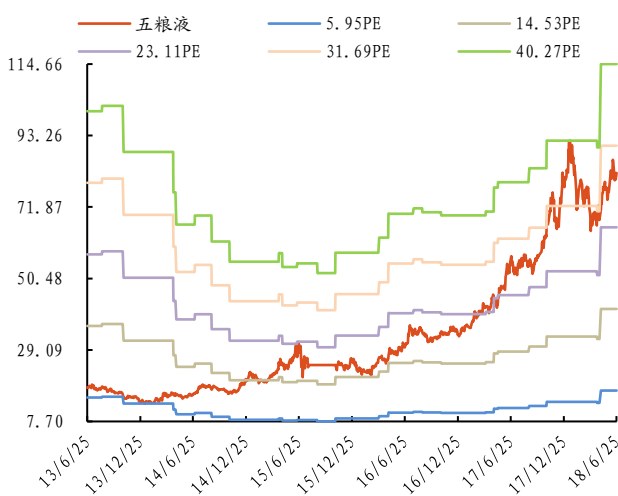
图表 35：同行业估值比较

股票代码	简称	市值(亿元)	一致预期 PE (倍)			
			TTM	2018	2019	2020
600519.SH	贵州茅台	9482	32.18	25.82	20.97	17.51
002304.SZ	洋河股份	2085	28.33	25.15	20.38	17.00
000568.SZ	泸州老窖	948	31.89	26.72	20.52	16.18
600809.SH	山西汾酒	546	46.03	34.78	25.47	19.58
000596.SZ	古井贡酒	469	35.46	30.73	23.80	18.38
603589.SH	口子窖	385	31.13	26.03	20.75	17.29
603369.SH	今世缘	301	29.59	26.57	21.54	18.01
600779.SH	水井坊	272	68.25	41.08	27.24	19.81
	平均		37.86	29.61	22.58	17.97
000858.SZ	五粮液	3163	28.62	25.10	19.01	14.71

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

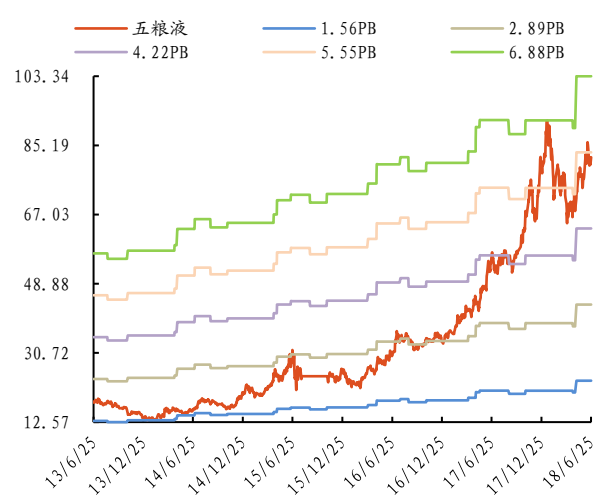
我们选取国内白酒企业中对高端次高端白酒有较多布局的公司做对比。我们认为，公司产品力和品牌力较强，随“133”体系的推进，公司的增长潜力有望释放，未来估值倍数具有提升空间。

图表 36：历史 PE (TTM) 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 37：历史 PB 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5.2. 绝对估值

图表 38: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
行业 Beta	0.91	股票 Beta	0.94
无风险利率 Rf	3.60%	TV 增长率	3.50%
市场收益 Rm	10.45%	实际税率	24.60%
风险溢价	6.85%	WACC	10.03%
资产贴现率 Ka	9.85%	股票价值	323463.42 百万
债务利率 Kd	5.50%	每股价值	83.33 元

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

5.3. 投资建议

未来三年, 公司全业务收入和盈利能力将保持高速增长, 持续看好公司发展。给予 18 年 30 倍 PE, 6 个月目标价: 97.50 元, 上调评级至“买入”。

6. 风险提示

五粮液产能扩张不及预期；
系列酒销售不及预期；
宏观经济大幅下滑；
国家相关政策风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	63279.70	74265.08	91568.52	115240.33
货币资金	40591.80	47670.21	58423.22	74263.76
应收及预付	11516.96	13979.36	17297.40	20858.22
存货	10557.80	12002.38	15234.76	19505.21
其他流动资产	613.14	613.14	613.14	613.14
非流动资产	7642.93	7612.83	7570.25	7516.53
长期股权投资	862.85	862.85	862.85	862.85
固定资产	5292.58	5217.57	5119.43	5005.72
在建工程	271.65	362.11	452.66	543.18
无形资产	532.71	487.17	452.18	421.65
其他长期资产	683.12	683.12	683.12	683.12
资产总计	70922.63	81877.91	99138.77	122756.85
流动负债	15968.03	18550.56	23166.14	29002.13
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	15968.03	18550.56	23166.14	29002.13
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	280.27	280.27	280.27	280.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	280.27	280.27	280.27	280.27
负债合计	16248.30	18830.84	23446.42	29282.40
股本	3795.97	3795.97	3795.97	3795.97
资本公积	953.26	953.26	953.26	953.26
留存收益	48584.86	56249.74	67953.92	84522.50
归属母公司股东权益	53334.08	60998.96	72703.14	89271.72
少数股东权益	1340.24	2048.12	2989.22	4202.74
负债和股东权益	70922.63	81877.91	99138.77	122756.85

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	30186.78	39090.41	51013.70	65427.54
营业成本	8450.09	10150.00	12920.00	16526.00
营业税金及附加	3494.70	4525.46	5905.81	7574.49
销售费用	3625.40	4671.30	6045.12	7687.74
管理费用	2269.02	2697.24	3315.89	3958.37
财务费用	-890.51	-446.51	-333.69	-292.12
资产减值损失	5.63	3.91	5.71	4.18
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	68.21	66.62	67.15	66.97
资产处置收益	3.66	2.44	2.84	2.71
其他收益	70.22	66.81	67.95	67.57
营业利润	13374.54	17624.88	23292.80	30106.14
营业外收入	45.13	53.23	51.48	51.01
营业外支出	27.98	28.89	28.59	28.69
利润总额	13391.69	17649.22	23315.69	30128.46
所得税	3305.72	4341.71	5735.66	7411.60
净利润	10085.97	13307.51	17580.03	22716.86
少数股东损益	412.25	707.88	941.10	1213.52
归属母公司净利润	9673.72	12599.63	16638.94	21503.34
EBITDA	13051.60	17735.29	23542.94	30421.68

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	9766.18	12424.69	16116.08	21217.61
净利润	10085.97	13307.51	17580.03	22716.86
折旧摊销	550.41	532.59	560.94	585.34
营运资金变动	-741.96	-1328.35	-1940.55	-1999.47
其它	-128.25	-87.05	-84.34	-85.11
投资活动现金流	-200.88	-411.53	-428.31	-442.32
资本支出	-200.88	-478.15	-495.46	-509.29
投资变动	0.00	66.62	67.15	66.97
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-3639.24	-4934.76	-4934.76	-4934.76
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-3639.24	-4934.76	-4934.76	-4934.76
现金净增加额	5926.05	7078.40	10753.01	15840.54
期初现金余额	34665.92	40591.80	47670.21	58423.22
期末现金余额	40591.80	47670.21	58423.22	74263.76

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)				
营业收入增长	22.99	29.50	30.50	28.25
营业利润增长	44.79	31.78	32.16	29.25
归属母公司净利润增长	42.58	30.25	32.06	29.24
获利能力 (%)				
毛利率	72.01	74.03	74.67	74.74
净利率	32.05	32.23	32.62	32.87
ROE	18.14	20.66	22.89	24.09
ROIC	15.44	17.56	19.53	20.61
偿债能力				
资产负债率 (%)	22.91	23.00	23.65	23.85
净负债比率	-0.74	-0.76	-0.77	-0.79
流动比率	3.96	4.00	3.95	3.97
速动比率	3.30	3.36	3.30	3.30
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.51	0.56	0.59
应收账款周转率	277.87	300.00	313.04	327.27
存货周转率	0.85	0.85	0.85	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	2.49	3.25	4.29	5.54
每股经营现金流	2.57	3.27	4.25	5.59
每股净资产	14.05	16.07	19.15	23.52
估值比率				
P/E	32.69	25.10	19.01	14.71
P/B	5.93	5.18	4.35	3.54
EV/EBITDA	21.12	15.15	10.95	7.96

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。