批价稳步上升，享高端量价齐升红利

方正证券研究所证券研究报告

五粮液(000858)　　公司研究

食品饮料行业　　公司跟踪报告

2017.12.14/强烈推荐(维持)

首席分析师： 薛玉虎

执业证书编号： S1220514070004

TEL： 18516569939

E-mail xueyuhu@foundersc.com

分析师： 刘洁铭

执业证书编号： S1220515070003

TEL： 02150196151

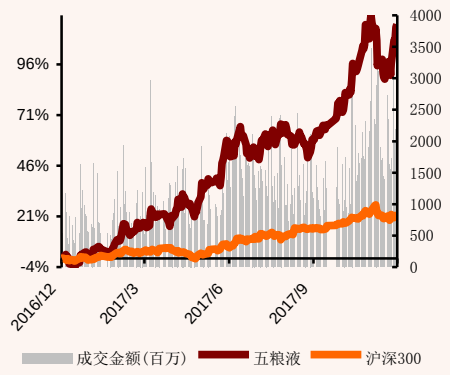
E-mail liujieming@foundersc.c

联系人： 余驰

TEL:

E-mail: yuchi@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《业绩超预期，市场需要重新认识五粮液》2017.10.27

《消费税影响尘埃落定，业绩释放进入加速期》2017.08.27

《两年华丽转身，未来已在路上》2017.07.19

请务必阅读最后特别声明与免责条款

1、批价稳步上升，提价再次展现积极效果：11 月底，五粮液将计划外价格提升至 839 元，同时供货价和终端零售价同步上调，从近期渠道反馈情况来看，五粮液批价已开始逐步上升，显示效果明显。但我们跟踪发现，从 15 年 8 月第一次提价截止到今日，五粮液价格已经从 15 年最低的 540 元上升到了目前的 840 元左右，每瓶涨了 300 元，但过程中的每一次提价都遭受了资本市场和经销商很大的非议，结果来看，五粮液公司的坚决提价都非常成功，价格稳步提升，渠道价差逐步扩大，目前终端零售价也达到了 900 多元。这背后反映，公司作为经营主导者，掌握的信息最全，同时也是每个关键时点最优的决策。价格决定档次、档次决定品牌形象，品牌形象决定未来市场，从五粮液历次提价各方的反馈来看，提价是基于长期发展的战略，只能是由公司主导。

2、各项调整平稳推进，发展潜力加速释放：去年底公司提出 17 年减量挺价，市场一片悲观，但公司借助减量策略不仅优化了经销商结构，同时通过计划外价格以及产品结构变化（加大 1618、金装五粮液等产品的供应比例）进一步实现了量和价的提升，再一次证明，公司的战略和营销调整非常成功。未来，公司坚决挺价、强化品牌、提升渠道利润、渠道下沉等各项改革措施将持续平稳推进，我们一如既往看好公司发展潜力的加速释放。

3、高端需求扩容继续拉动公司健康成长：整个白酒行业从 15 年以来发生了很大的变化，在消费升级和集中度提升背景下，高端酒增速最快，量价齐升，但目前 800 元以上只有茅台、五粮液、国窖三个品牌，未来高端酒蛋糕的扩大只有三个品牌去分享，预计茅台未来的市场价格会稳定在 1500 元左右，但供应量有限，不仅不会对五粮液、国窖形成挤压，反而会对它们形成良性拉动，高端酒持续扩容，五粮液会非常受益！

4、盈利预测与评级：预计 17-19 年 EPS2.46/3.25/4.13 元，对应 PE30/23/18 倍。在高端需求扩容以及出厂价上调背景下，预计五粮液明年仍将继续维持量价齐升的成长态势，我们判断收入端仍有望保持 20%以上的增速，利润弹性更大，维持强烈推荐评级。

5、风险提示：1）提价失败；2）淡旺需求下滑超预期。

盈利预测：

单位/百万	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	24543.79	30488.41	38344.48	46112.15
(+/-)(%)	13.32	24.22	25.77	20.26
净利润	6784.53	9347.49	12345.70	15675.06
(+/-)(%)	9.85	37.78	32.08	26.97
EPS(元)	1.79	2.46	3.25	4.13
P/E	19.29	30.33	22.97	18.09

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	54504.54	65978.03	79101.80	96204.71
现金	34665.92	47216.19	61234.78	78458.25
应收账款	107.70	150.35	168.09	176.87
其它应收款	18.78	25.06	31.52	25.27
预付账款	271.65	381.18	398.34	345.32
存货	9257.37	9979.13	10913.40	11983.76
其他	10183.12	8226.12	6355.69	5215.23
非流动资产	7669.87	6884.15	6321.04	5738.37
长期投资	795.84	671.27	671.27	671.27
固定资产	5726.01	5207.90	4659.79	4091.69
无形资产	530.02	386.98	371.97	357.42
其他	618.00	618.00	618.00	618.00
资产总计	62174.41	72862.18	85422.84	101943.08
流动负债	13687.89	14552.62	14139.48	14187.18
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2171.29	1508.47	1637.01	1576.81
其他	11516.60	13044.15	12502.47	12610.37
非流动负债	280.66	280.66	280.66	280.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	280.66	280.66	280.66	280.66
负债合计	13968.55	14833.28	14420.14	14467.84
少数股东权益	1129.13	1604.69	2232.79	3030.27
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	42327.51	51674.99	64020.70	79695.75
归属母公司股东权益	47076.73	56424.22	68769.92	84444.98
负债和股东权益	62174.41	72862.18	85422.84	101943.08

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	**11696.76**	**12234.63**	**13900.09**	**17064.98**
净利润	7056.77	9823.05	12973.80	16472.54
折旧摊销	573.44	550.08	539.61	529.16
财务费用	-0.15	0.00	0.00	0.00
投资损失	-33.43	-25.00	-30.00	-30.00
营运资金变动	4070.46	1941.51	481.67	168.28
其他	29.68	-55.00	-65.00	-75.00
投资活动现金流	-161.26	315.64	118.50	158.50
资本支出	-301.98	166.07	88.50	128.50
长期投资	104.72	124.57	0.00	0.00
其他	36.00	25.00	30.00	30.00
筹资活动现金流	-3193.93	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	15.95	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	3.50	3.50	3.50
其他	-3209.88	-3.50	-3.50	-3.50
现金净增加额	8341.57	12550.27	14018.59	17223.48

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	24543.79	30488.41	38344.48	46112.15
营业成本	7314.25	8470.66	9958.47	11510.72
营业税金及附加	1941.17	3048.84	3834.45	4611.21
营业费用	4694.55	4573.26	5674.98	6455.70
管理费用	2143.70	2591.52	2990.87	3320.07
财务费用	-765.86	-1109.31	-1180.40	-1469.63
资产减值损失	12.20	25.00	25.00	25.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	33.43	25.00	30.00	30.00
营业利润	9237.21	12913.45	17071.11	21689.07
营业外收入	118.91	100.00	110.00	120.00
营业外支出	18.72	20.00	20.00	20.00
利润总额	9337.41	12993.45	17161.11	21789.07
所得税	2280.65	3170.40	4187.31	5316.53
净利润	7056.77	9823.05	12973.80	16472.54
少数股东损益	272.23	475.56	628.10	797.48
归属母公司净利润	6784.53	9347.49	12345.70	15675.06
EBITDA	9023.56	12354.21	16425.32	20743.60
EPS（元）	1.79	2.46	3.25	4.13

主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	0.13	0.24	0.26	0.20
营业利润	0.12	0.40	0.32	0.27
归属母公司净利润	0.10	0.38	0.32	0.27
获利能力				
毛利率	0.70	0.72	0.74	0.75
净利率	0.28	0.31	0.32	0.34
ROE	0.14	0.17	0.18	0.19
ROIC	0.50	0.88	1.32	1.83
偿债能力				
资产负债率	0.22	0.20	0.17	0.14
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	3.98	4.53	5.59	6.78
速动比率	3.31	3.85	4.82	5.94
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.45	0.48	0.49
应收账款周转率	228.68	236.29	240.83	267.35
应付账款周转率	15.20	16.57	24.38	28.70
每股指标(元)				
每股收益	1.79	2.46	3.25	4.13
每股经营现金	3.08	3.22	3.66	4.50
每股净资产	12.40	14.86	18.12	22.25
估值比率				
P/E	19.29	30.33	22.97	18.09
P/B	2.78	5.02	4.12	3.36
EV/EBITDA	10.66	12.67	8.68	6.04

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，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。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com