

五粮液(000858)

深度报告

行业公司研究—食品饮料—

“二次创业”结硕果，纵深改革上层楼  
——五粮液深度报告

✍️：邱冠华 执业证书编号：S1230520010003  
✉️： [qiuguanhua@stocke.com.cn](mailto:qiuguanhua@stocke.com.cn);  
✍️：杨骥  
☎️：021-80108140  
✉️： [yangji@stocke.com.cn](mailto:yangji@stocke.com.cn)

报告导读

五粮液享受高端酒扩容红利，短期看疫后恢复较好，全年有望量价齐升超预期。中长期看好品牌价值提升。

投资要点

□ 高端白酒确定性高，成长空间或超预期

市场预期高端酒容量进入增长瓶颈期，同时疫情影响，消费升级或不及预期。而我们认为高端酒价格带增长有确定性。人口基数稳定，消费升级持续促使高端白酒消费容量释放，此外，行业马太效应加强，使得高端酒龙头进一步受益，预计未来三年容量保持8~10%复合增速稳健增长，高端酒扩容红利释放有望超预期。

□ 国企改革二次创业，消费者转化超预期

市场预期五粮液仍依托大商和渠道实现业绩增长，对五粮液消费群体扩大的预期较小，即随着渠道逐步饱和会遇到增长瓶颈；而公司自2017年二次创业全面改革以来，产品规划瞄准高端和新生代消费者，数字化助力渠道增加消费者触达，发力团购抢抓新时代消费者，中长期看，有望在团购和消费者转化超预期。

□ 2020年业绩展望，量价齐升或超预期

受疫情影响市场认为今年五粮液批价维持900—920元，上行空间不大，但是我们认为公司采取“两管控一加快”等措施积极应对，节前预收款良性，批价有望中秋节前不低于950—960元，全年有望量价齐升超预期。系列酒板块聚焦大单品、保持稳健增长。

□ 盈利预测及估值，首次覆盖增持评级

预计2019~2021年公司EPS分别为5.35、6.45、7.50元/股，同比分别增长19.3%、20.6%、16.3%。目前对应2020年估值27倍。考虑到公司全年有望量价齐升，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

□ 催化剂：白酒需求恢复超预期，批价持续上行。

□ 风险提示：海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复。经典五粮液批价上涨不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	50118.11	57854.18	67893.57	77855.09
(+/-)	25.20%	15.44%	17.35%	14.67%
净利润	17409.34	20767.67	25048.34	29123.92
(+/-)	30.07%	19.29%	20.61%	16.27%
每股收益(元)	4.49	5.35	6.45	7.50
P/E	32.62	27.34	22.67	19.50

评级

买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥141.85

单季度业绩

元/股

2Q/2019 0.74  
3Q/2019 0.83  
4Q/2019 1.25  
1Q/2020 1.98



公司简介

五粮液是高端白酒龙头企业之一，五粮液板块营收占比约80%，核心产品是经典五粮液。

相关报告

《白酒业：疫情消退后还有暖春吗？》2020.02.03  
《国企抗疫，谁拔头筹？》2020.02.21  
《一季度消化影响，白酒可积极布局》2020.04.26

报告撰写人：邱冠华

数据支持人：杨骥

证券研究报告

## 正文目录

<b>1. 高端增长确定性高，五粮液享受红利</b>	<b>4</b>
1.1. 消费人数稳定，消费升级驱动扩容	4
1.2. 疫情影响有限，酒企渠道应对积极	6
<b>2. 国企改革二次创业，正值开花结果时</b>	<b>8</b>
2.1. 2019 年报：营收净利双增，改革新动能凸显	8
2.2. 产品与渠道：强化改革逻辑，争夺价位制高点	9
2.2.1. 产品端：八代五粮液筑基，争夺价位制高点	9
1) 高端酒聚焦 1+3 产品矩阵	9
2) 八代经典五粮液成功换代	10
3) 系列酒延续 4+4 单品战略	11
2.2.2. 渠道端：百千万工程为本，铺陈团购新渠道	12
1) 经销商配额匹配真实需求	12
2) 数字化建设助力渠道下沉	13
3) 扩大激励提振经销商动力	14
2.3. 组织与管理：推进组织变革、纠查漏补缝隙	14
1) 新掌舵者：改革思路清晰，管理层经验丰富	14
2) 组织架构：建立营销战区，合并系列酒公司	14
3) 市场管理：铁腕厘清市场，优化经营新环境	15
2.4. 品牌与消费者：重塑品牌形象，创新抢夺消费者	16
2.4.1. 品质为本，塑造优秀品牌内核	16
2.4.2. 多维发力，品牌建设亮点频现	16
2.4.3. 发力团购，抢抓新时代消费者	17
<b>3. 一代中国白酒之王，积极改革再腾飞</b>	<b>18</b>
3.1. 一代中国酒王，对接时代新动力	18
3.2. 夯实市场基础，量价齐升再腾飞	18
3.2.1. 量价关系：掌握定价主动权，灵活调节量价关系	18
3.2.2. 营销模式：茅台延续营销模式，五粮液前瞻性凸显	19
3.2.3. 管理模式：茅台大念稳字诀，五粮液加速红利释放	19
<b>4. 2020 业绩可期，双轮驱动再填活力</b>	<b>20</b>
4.1. 盈利预测：全年可看量价齐升，收入利润双位增长	20
4.2. 估值分析：受益板块估值提升，横向对比仍有空间	21
<b>5. 风险分析</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 中国出生人口 .....	4
图 2: 高端白酒细分容量 .....	4
图 3: 白酒各价格带容量 .....	5
图 4: 白酒行业吨价持续提升 .....	5
图 5: 白酒库存周期 .....	5
图 6: 疫情对高端酒产生的影响机理 .....	7
图 7: 疫情期间“两管控”五粮液发货规则 .....	7
图 8: 宴席预定礼 .....	7
图 9: 宴席活动政策 .....	7
图 10: 五粮液改革大事记 .....	8
图 11: 公司白酒业务分产品拆分 .....	9
图 12: 公司白酒业务分区域拆分 .....	9
图 13: 五粮液产品规划与茅台高端白酒产品结构对比 .....	10
图 14: 第七、第八代经典五粮液对比 .....	10
图 15: 2019 年五粮液八代上市与七代, 收藏版价格联动策略 .....	10
图 16: 第八代经典五粮液特点 .....	10
图 17: 经典五粮液出厂价与批价关系 .....	11
图 18: 五粮液系列酒产品结构 .....	12
图 19: 系列酒吨价(万元/吨) .....	12
图 20: 2020 年尖庄系列战略新品 .....	12
图 21: 2020 年五粮醇系列战略新品 .....	12
图 22: 五粮液前 5 大客户集中度持续下降 .....	13
图 23: 五粮液专卖店 .....	13
图 24: 五粮液销售人员数量 .....	15
图 25: 五商公司经销商持股情况 .....	15
图 26: 五粮液的品质“1366” .....	16
图 27: 五粮液品牌活动 .....	17
图 28: 五粮液品鉴会 .....	17
图 29: 五粮液全球文化巡展 .....	17
图 30: 茅五量价策略, 营销模式对比图 .....	20
图 31: 白酒板块估值 .....	21
图 32: 茅五泸估值 .....	22
图 33: 茅五 PE 差(茅台-五粮液) .....	22
图 34: 白酒板块估值对比 .....	22
表 1: 库存周期特点 .....	6
表 2: 五粮液大商制与渠道改革方向 .....	13
表 3: 渠道改革三大要点 .....	14
表 4: 五粮液 7 大营销中心变 21 个营销战区 .....	14
表 5: 公司细分业务盈利预测 .....	21
表附录: 三大报表预测值 .....	24

## 1. 高端增长确定性高，五粮液享受红利

据国家统计局数据，2017年以来白酒行业销量持续小幅下滑，行业进入“量平价增”阶段，并在过程中存在明显的“挤压效应”和行业集中度提升。其中，高端白酒价格带量价齐升，竞争格局稳定，是白酒板块确定性最高的价格带。从量的方面看，中短期高端白酒消费人口数量稳固、我们预计未来三年高端白酒市场总量仍能保持8%~10%的稳健增长，仍是白酒行业中最具确定性的细分板块之一。从价的方面来看，消费升级持续推动高端酒均价持续提升。我们对比一线名酒，我们认为五粮液在量价关系、营销模式、及管理模式下整体策略竞争导向更强，逐步缩小和茅台的差距。

### 1.1. 消费人数稳定，消费升级驱动扩容

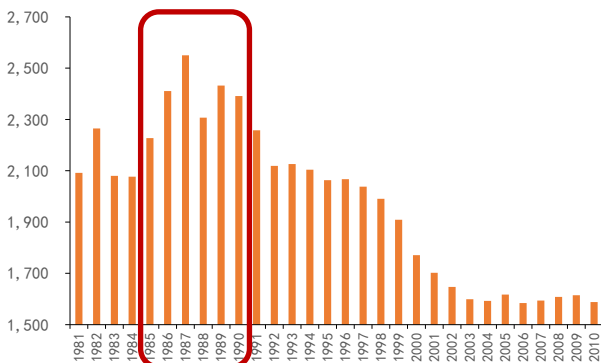
据国家统计局数据，2017年以来中国白酒行业产量进入下滑通道，2017/18/19年中国白酒产量分别为1198/871/786万千升，同比分别下滑12%/27%/10%，市场对白酒行业需求端可持续性产生担忧，我们认为，中国主流白酒消费人口基础稳固、中期内白酒行业消费需求不存在快速下滑的风险。

**核心消费群体数量稳定，产量下滑主要系结构调整。**白酒核心消费人群数量是中期影响白酒消费需求的主要因素。中国白酒消费核心人群以35岁以上为主，据统计局数据，1985~1990年出生人口区间为2227~2550万人，出生人口基数保持相对高位且稳定，白酒需求有保障。我们认为白酒产量数据下滑主要系低端盒装酒下滑的结构性调整，白酒需求基础依然稳固，预计白酒行业未来将呈现量平价增的趋势。

**消费升级持续，行业马太效应驱动高端酒扩容。**据中国酒业协会，2019年规模以上白酒企业完成销售额5618亿，我们预计其中高端酒（700元以上）约1500—1600亿，次高端（300-700元）700亿，中高端（100-300元）约1500亿，低端酒（100元以下）1900亿左右。2017年高端酒销售额900-1000亿左右，2017-2019年复合增速超20%。根据波士顿咨询预测，2018-2023年，高净值人群数量复合增速为8%，伴随高净值人群数量的增加以及居民可支配收入的提升，行业消费升级趋势持续，近三年白酒行业吨价显著提升，由2017年的4.72万元/吨提升至2019年的7.15万元/吨。此外，伴随行业发展步入成熟期，行业马太效应加强，市场份额向优势企业，优势品牌集中。高端酒茅五泸在白酒行业品牌优势显著，充分享受行业集中度提升红利，高端酒持续扩容。

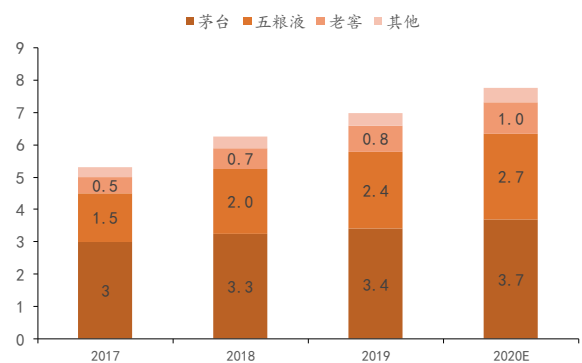
**未来三年高端白酒容量有望实现8-10%复合增速。**以茅五泸为主的高端白酒市场总量从2012年的4.5万吨扩容至2019年的7万吨，总量增长55.6%。人口基数稳定，消费升级持续促使消费容量释放，此外，新周期下，行业马太效应显现，使得高端酒进一步受益。综合来看，市场预期高端酒容量进入增长瓶颈期，同时疫情影响，消费升级或不及预期。而我们认为，高端酒需求提升具有确定性，预计至2020年高端白酒市场容量将达约8万吨规模，高端白酒市场份额提升至20%，未来3年高端白酒容量增长有望保持8-10%的复合增长，超市场预期。

图 1：中国出生人口



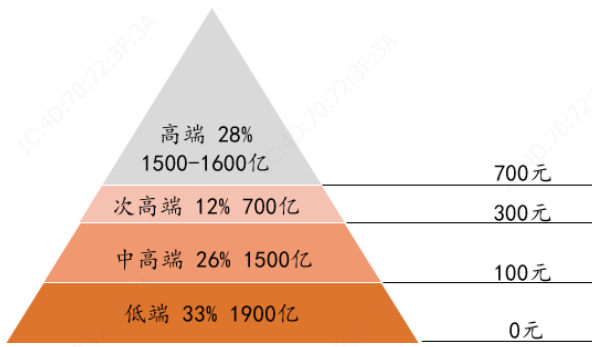
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 2：高端白酒细分容量



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 3：白酒各价格带容量



资料来源：浙商证券研究所整理

图 4：白酒行业吨价持续提升

年份	规模以上企业数	亏损企业数	产量 (万千升)	销售收入 (亿元)	本年累计利润总额 (亿元)	吨酒价格 (万元)
2017	1593	128	1198.06	5654.42	1028.48	4.72
2018	1445	183	871.2	5363.83	1250.5	6.16
2019	1176	131	785.95	5617.82	1404.09	7.15

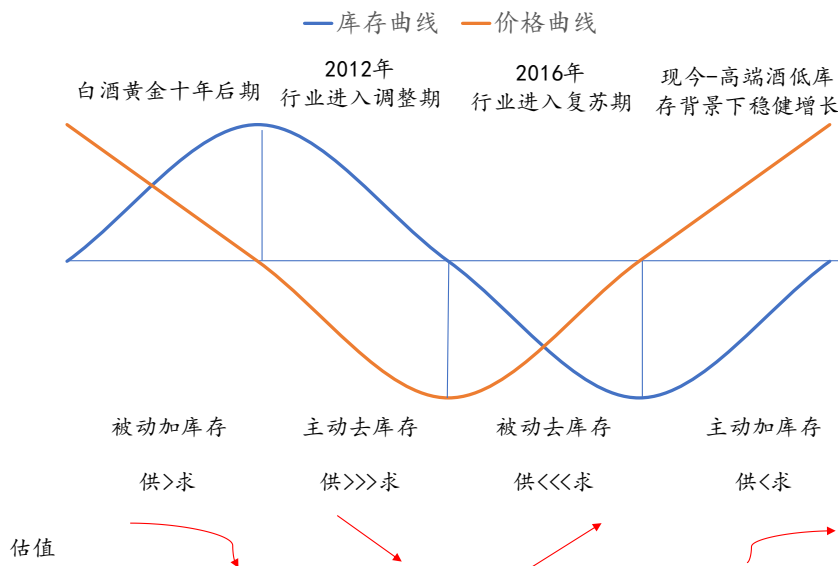
资料来源：中国酒业协会，浙商证券研究所

**大单品可持续提价，聚焦库存管控。** 高端白酒核心大单品飞天茅台、经典五粮液、国窖 1573 由于具备强大品牌力，故可以通过产品迭代更新、或顺应渠道终端价格上涨以实现提价。产品生命周期特点在高端白酒中并不凸出，因此高端白酒的经营核心在于对渠道库存进行管控，聚焦库存周期带来的市场波动。

**白酒库存周期形成过程：**

- 1) 行业调整初期（如 2012 年限制三公消费），终端需求下降带来渠道库存恶化、产品批价下行、渠道盈利能力受损，经销商的进货意愿减弱、酒企加大信用政策刺激经销商进货，酒企三表走弱。
- 2) 行业调整末期（2016 年以来进入复苏期），酒企主动控货降低渠道库存压力，供需关系优化产品批价上行，经销商盈利能力开始修复。经销商库存消化完毕之后，酒企逐步减少信用政策并且经销商回归到正常备货状态，酒企三表持续改善。
- 3) 目前高端白酒动销良性、渠道库存处于较低水平，为后续主动加库存提供了空间。

图 5：白酒库存周期



资料来源：浙商证券研究所整理

**表 1：库存周期特点**

阶段	供求关系	库存水平	酒企报表	估值水平
被动加库存	供>求	合理但逐步走高	酒企压货能力减弱，批价呈现压力，酒企加大信用政策，短期报表层面影响尚不明显	业绩尚可但报表质量走弱，估值水平逐步走弱
主动去库存	供>>>求	高且急需下降	批价走弱，经销商盈利能力受损，显著减少进货，酒企报表利润严重受损	业绩显著不及预期，业绩估值双杀
被动去库存	供<<<求	低且仍在下降	酒企尚未大规模压货，报表层面利润尚未释放	市场预期渐起，估值水平提前修复
主动加库存	供<求	低但企稳上升	酒企向渠道放货，现金流显著改善，利润持续释放	业绩兑现，逐步消化估值

资料来源：浙商证券研究所整理

## 1.2. 疫情影响有限，酒企渠道应对积极

### 短期来看：

2020 年春节期间出现肺炎疫情，虽然短期白酒行业由于消费场景消失、终端动销将受到显著冲击，但高端酒由于商务消费占比较高，相对恢复速度更快、此外酒企和渠道承接能力强，因此预计疫情对高端酒影响相对而言较小。

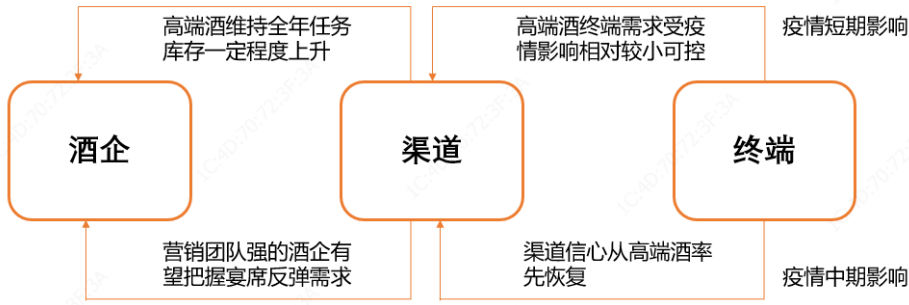
### 中期来看：

**茅五自然动销比例大，预计渠道信心恢复从茅五开始。**基于茅台、五粮液的硬通货属性和大流通性，我们预计在疫情影响逐步退出后，白酒行业渠道信心恢复从茅五开始，其中对于渠道商来说由于五粮液相较茅台更易进货，因此五粮液在消费逐步恢复过程中更加受益(前提是五粮液在后续淡季批价保持基本稳定，给渠道上提供较好的进货意愿，目前经典五粮液批价与厂价差距不大，稳价是大概率事件)；

**宴席需求率先复苏，五粮液有望在抢夺更多份额。**预计疫情结束后白酒宴席需求将大概率出现报复性反弹，五粮液在 2020 年已强化五粮液 1618、低度五粮液的宴席定位(例如购买 3 件及以上 39 度五粮液且用于举办宴席(桌数不少于 5 桌)，即可获得 1 瓶宴席定制收藏酒)，有望通过数字化和积极、有实力的营销团队配合终端政策在宴席需求补偿性反弹的过程中占据先机，有望在高端宴席需求补偿性反弹过程中抢夺到更多份额。

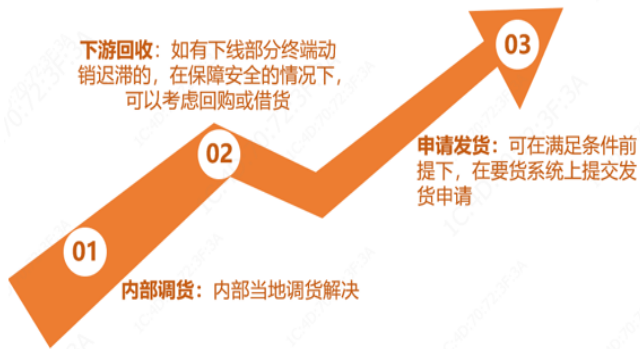
**“两管控一加快”积极应对疫情影响。**面对疫情冲击，五粮液积极务实，出台了一系列稳批价、控库存举措。公司定位工作重心为“两管控一加快”，即严格管控发货、严格管控出货，加快推进公关团购工作；同时为经销商减负减压，抢抓补偿性消费机遇，创新营销工作“三损三补”(“零售损失团购补、线下损失线上补、老品损失新品补”)；公司还通过延续“按月打款、按月发货”政策、严控承兑汇票使用、推进数字化转型等措施，助力经销商度过难关，并为下一阶段的营销开展打下良好基础。

图 6：疫情对高端酒产生的影响机理



资料来源：浙商证券研究所整理

图 7：疫情期间“两管控”五粮液发货规则



年度合同量 A	客户库存 B	发货申请 C
A < 3000件	B ≤ 20件	运营商C ≤ 50件 (单次) 专卖店C ≤ 20件 (单次)
3000件 ≤ A ≤ 10000件	B ≤ 50件	C ≤ 100件 (单次)
A ≥ 10000件	B ≤ 100件	C ≤ 200件 (单次)

资料来源：浙商证券研究所整理

图 8：宴席预定礼



宴席预订礼：五粮液宴席礼包B  
(50ml五粮液1618小1瓶+中支五粮液  
香烟1包+川红红茶4g茶叶2罐)

资料来源：浙商证券研究所整理

图 9：宴席活动政策

宴席成功开展有奖：

活动期间消费者购买3件及以上39度五粮液且用于举办宴席（桌数不少于5桌），即可获得1瓶宴席定制收藏酒。



宴席回馈抽奖：

成功开展宴席的消费者将有机会抽取华为电子产品礼包。



华为耳机 华为手机 华为手表

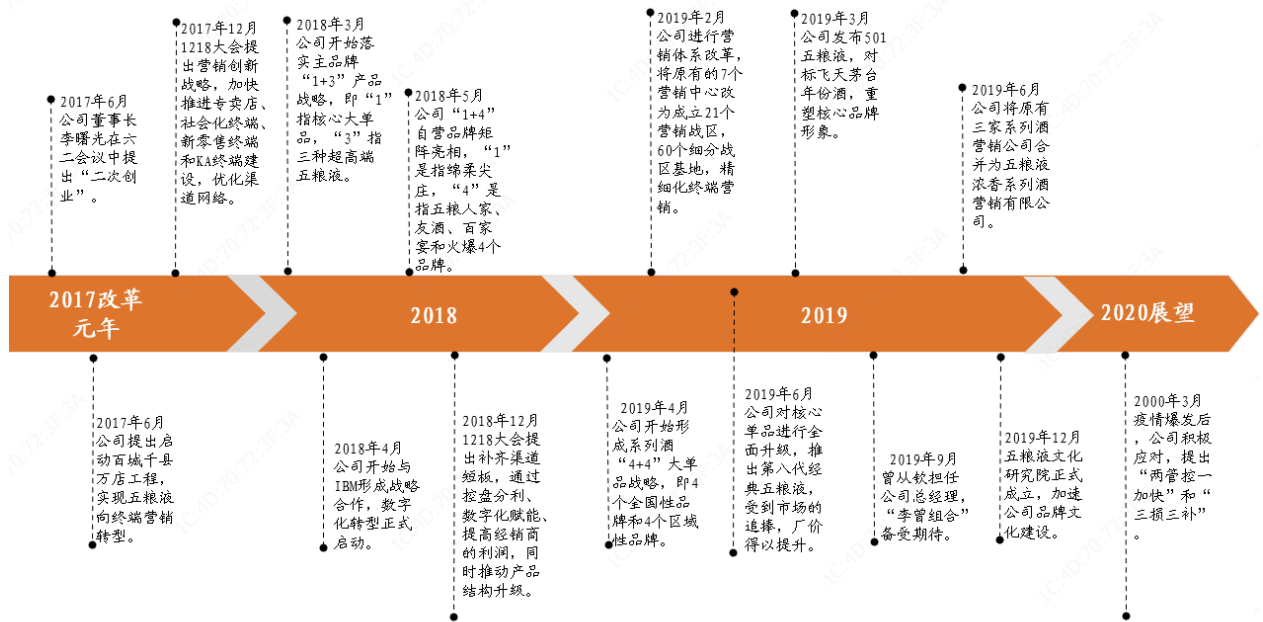
注：宴席真实开展并放联单现场核实审核通过后，享受如上政

资料来源：浙商证券研究所整理

## 2. 国企改革二次创业，正值开花结果时

2017年以来，五粮液顺应消费升级、名酒品牌集中化的行业趋势，从营销转型，品牌创新，数字化战略等方面开展全方位的改革。五粮液的改革是在**负重中前行**：一方面，作为体量在数百亿的企业，五粮液的改革天然具有难度，此前没有可参考的经验；另一方面，五粮液转型是带领经销商一起，而并未大量砍经销商。五粮液的营销战略和改革的落地，整体看可以分为“产品和渠道”、“组织和管理”、“品牌和消费者”三场战役。前两场战役是基础，2017年以来公司已经逐步顺利完成；品牌和消费者战是关键之战、决胜之战，是保证公司5-10年长期发展的核心竞争要素。今年以来公司提出加强计划、渠道、结构“三个优化”，加快机制、团队、营销“三个转型”，全面提升五粮液市场应对水平和组织应对能力，二次创业有望再上台阶。

图 10：五粮液改革大事记



资料来源：酒说，微酒，浙商证券研究所

### 2.1. 2019 年报：营收净利双增，改革新动能凸显

2019年是公司开始二次创业的第三年，至此为止公司逐步完成产品与渠道，组织与管理的改革。2019年公司完成八代成功换代，渠道利润增厚，厂商关系改善，渠道管控能力加强。从业绩表现看，公司2019年，五粮液实现营收501亿元，同比增长25%，2020Q1实现营收202亿元，同比增长15%。全年实现量价齐升：1)量：五粮液1618预计约60亿、低度五粮液约30亿；对应五粮液板块投放量约2.5万吨，同比增长约17%。1)价：2019年经典五粮液整体配额为15,000吨，其中第七代经典五粮液配额约为8,400吨、约为整体配额的56%，收藏版五粮液配额约为1,350吨、约为整体配额的9%，第八代普五配额为5,250吨、约为整体配额的35%，因此2019年经典五粮液吨价约为 $789 \times 56\% + 859 \times 9\% + 889 \times 35\% = 830$ 元，较2018年吨价789元提升幅度约为5.2%。



图 11：公司白酒业务分产品拆分

品类	2019销量 (吨)	2019年销售收入 (亿元)
五粮液板块	25000	397
经典五粮液	16000	255
1618五粮液	3600	60
低度五粮液	2800	30
交杯	150	2.5
金五	600	10
其他五粮液	1850	39.5
系列酒板块	140000	66
酒类整体合计	165000	463

资料来源：浙商证券研究所整理

图 12：公司白酒业务分区域拆分

五粮液板块2019年销量区域拆分					
营销战区	区域/渠道	2019年销量 (吨)	区域/渠道	2019年销量 (吨)	
	营销战区	江苏	3000	上海	800
四川		2500	湖南	650	
河南		2100	辽宁	600	
浙江		1800	重庆	550	
广东		1250	黑龙江	500	
山东		1200	甘肃	500	
陕西		1050	贵州	500	
鄂赣		1000	福建	500	
晋冀		950	天津	450	
安徽		950	新疆	300	
北京		850			
战区小计			22000		
KA渠道 (五商公司)			2000		
电商与新零售		1000			
总计		25000			

资料来源：浙商证券研究所整理

## 2.2. 产品与渠道：强化改革逻辑，争夺价位制高点

### 2.2.1. 产品端：八代五粮液筑基，争夺价位制高点

#### 1) 高端酒聚焦 1+3 产品矩阵

**高端酒聚焦 1+3 产品矩阵，更具竞争导向。**2019 年高端酒在公司产品结构中占比约 86%。2018 年以来公司逐步形成主品牌“1+3”产品战略，2020 年将进一步聚焦。2019 年 1218 大会提出“1+3”“1”指核心大单品—第八代经典五粮液，“3”分别是超高端五粮液—501 五粮液、80 版五粮液、39 度五粮液。我们认为，从 2020 年五粮液的整体产品策略来看，更有竞争性导向，有助于五粮液的长期发展。

**501 五粮液彰显浓香稀缺性，拔高品牌价值。**2019 年 3 月公司发布 501 五粮液，对标飞天茅台及年份酒。501 五粮液通过“限定车间、限定窖池、限定匠人”的三限定原则，进一步聚焦白酒品质保障的核心要素，确保每一滴 501 五粮液都来自 501 车间的明清古窖池，并由至少拥有 30 年以上酿酒经验的老师傅精心酿造。同时“501 五粮液”每年仅限量发售 501 瓶，每一瓶都拥有唯一编号，极具稀缺性，体量较小，核心目的是设立形象产品，拉动五粮液品牌形象、打开价格上限。当前千元价格带的经典五粮液与 2400 元+的飞天茅台在品牌力、终端价格方面仍存在较大差距，通过现有单品完成品牌及价格的超越存在较大难度，因此公司通过树立超高端产品来拉近与茅台的品牌距离。

**39 度抢占低度市场，培育新一代核心消费者。**低度五粮液方面，取消了原有 42 度五粮液，在保留原 39 度五粮液的基础上，拟推出新 39 度五粮液。据最新调研显示，2019 年高端白酒人群相对其他酒类，总体具有高学历、高收入、高职位的特征，且民营企业 and 外资企业占比达 54%，80、90 后的占比也越来越高。在白酒主流消费人群由 60、70 后向 80、90 后转变的过程中，理解 80、90 后的消费习惯和品牌偏好，早期影响对口味和品牌偏好至关重要。新 39 度以低度化的口感，年轻化的瓶型和外观绑定相对更年轻的新消费群体，从新一线二线城市开始导入，培育 80、90 后的高品质核心消费者，有望通过消费群体迭代，重夺高端白酒话语权，实现文化自信的重建。

图 13：五粮液产品规划与茅台高端白酒产品结构对比

	品牌		茅台		品牌		五粮液	
	产品	出厂价	市场成交价		产品	市场成交价		
5万元+	茅台80年	99900元	17~21万元		501五粮液明池(特殊号)	拍卖定价100万以上		
	茅台50年	15929元	1.7~2万元		501五粮液明池	预计5~7万元		
4000~2万元	茅台30年	8999元	1~1.2万元		501五粮液清池(产品待定)	预计1.4~2万元		
	茅台15年	3929元	4500~5000元		3000元+五粮液	3000元以上		
1000~3000元	精品茅台	2299元	2950~3000元		第八代经典五粮液	1399元(建议零售价)		
	飞天茅台	969元	2400~2550元					

资料来源：浙商证券研究所整理

## 2) 八代经典五粮液成功换代

2019年6月公司对高端五粮液产品中的核心单品经典五粮液进行升级换代，推出第八代经典五粮液（俗称“普五”）。八代经典五粮液较七代产品在口感、品质、包装、防伪等多面进行了全面升级。

图 14：第七、第八代经典五粮液对比



资料来源：微酒，浙商证券研究所

图 15：2019年五粮液八代上市与七代，收藏版价格联动策略

	5/20	6/1	7/31	8/13中秋节前1个月	9/13中秋节
经典五粮液2019年下半年价格目标推进路线图					
第八代经典五粮液		建议终端供货价：959元，建议终端零售价：1199元			
第七代经典五粮液	建议终端供货价：939元，建议终端零售价：1099元		建议终端供货价：969元，建议终端零售价：1399元		
第七代收藏版五粮液			建议终端供货价：999元，建议终端零售价：1699元，整箱最低零售价：8800元/箱		

资料来源：浙商证券研究所整理

图 16：第八代经典五粮液特点

方面	内容	具体做法
包装	瓶盒	开盒设计更便捷。扁平弧形，优雅金色，亚光反射，更加通透，水晶质感
	瓶盖	配色全新升级，双色递进
	瓶标	LOGO立体烤标，更有质感
	瓶贴	全新设计，更显清晰
防伪	瓶标	全息水转印，激光全息技术与水转印技术进行完美结合，保证全息效果在170以上高温烘烤的情况下不会失真和爆裂，极大提升防伪性能
	瓶盖、盒、箱多码关联构成的智能码管理系统	拥有瓶盖、盒、箱多码关联构成的智能码管理系统，实现产品生产、物流、仓储、销售各个环节的全过程可溯源
品质	酒质	更加凸显五粮液“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、各味谐调、恰到好处，尤以酒味全面而著称”的独特风格

资料来源：酒说，微酒，浙商证券研究所

2017上半年普五实现顺价销售，解决渠道价格倒挂问题。2017年前公司始终存在价格倒挂问题，渠道利润薄，经销商积极性不足。2016年，五粮液三次上调经典五粮液出厂价，同时联合经销商大力打击渠道窜货、扰乱价格体系等行为，试图理顺渠道价格体系。与此同时，茅台供需关系紧张，一批价及终端价格持续上行，在此背景下，700~800元

价位的普五性价比凸显，配合公司渠道政策，五粮液一批价终端价格上涨，于 2017 年上半年顺利解决价格倒挂问题，实现顺价销售。

**2019 年八代推出，通过产品换代提出厂价。**八代出厂价 889 元，较七代出厂价 789 元提升 100 元/瓶（第七代经典五粮液计划内出厂价 739 元，计划外出厂价 839 元，平均出厂价 789 元），因此提振经典五粮液的批价及终端售价是八代经典五粮液上市前的重要举措。公司三步动作保证八代推出后具备较高的市场接受度。

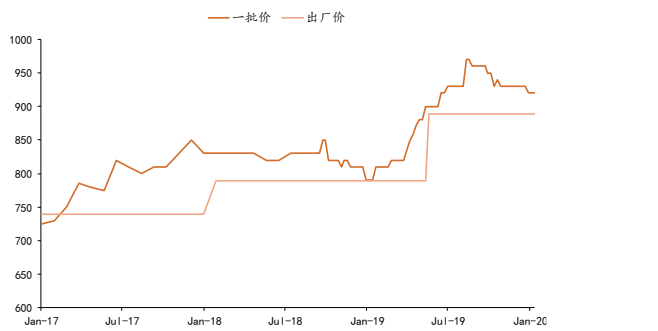
第一步，七代五粮液降低库存、控量保价：2019 年七代五粮液在春节期间动销超预期，渠道库存持续下降至约 1 个月内水平，渠道库存保持低位为新品上市提供有利条件；

第二步，七代收藏版限量发售：在 2019 年 3 月春糖期间推出第七代收藏版五粮液，建议零售价 1699 元。

第三步，第八代普五提价、控盘分利，数字化赋能。

随着第七代普五停产和收藏版的发售，2019 年以来五粮液批价显著提升，下半年批价一度提升至 960 元以上，四季度受到部分渠道经销商误读公司发货政策影响回落至 920 元上下，但亦站稳 900 元价格带。**展望 2020 年**，虽然短期有疫情扰动，但随着公司持续推进数字化“控盘分利”、核心大商稳定，预计淡季通过量价政策仍有望推动批价稳中有升。

图 17：经典五粮液出厂价与批价关系



资料来源：浙商证券研究所整理

### 3) 系列酒延续 4+4 单品战略

**系列酒瘦身，实现品牌价值回归。**五粮液系列酒一直存在品牌繁杂、贴牌冗余的历史问题。截至 2018 年底，公司各类品牌数高达 800 余个，条码数高达 3000 余个。2019 年以来，公司聚焦清理冗余的系列酒品牌，计划瘦身品牌数目要缩减到 45 个左右，条码要减少到 350 个。2019 年上半年公司共清退 42 个品牌、129 款高仿产品系列酒。五粮液系列酒瘦身有利于增强消费者辨识度，有益于五粮液品牌价值回归。

**聚焦 4+4 战略，打造大单品。**公司坚持“三性一度”（确保五粮液及系列酒产品的纯正性，保持产品包装的一致性，增强产品的等级性，提高产品的辨识度）和“三个聚焦”原则（向自有品牌聚焦，向优势品牌聚焦，向中高价位产品聚焦），进一步做强全国品牌，做大区域品牌，做优总经销品牌，真正打造和构建强大的系列酒“4+4”品牌矩阵。据 2019 年 1218 经销商大会，公司 2020 年将延续“4+4”战略，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四大战略品牌。当前系列酒中，五粮春销售额最大、约 20~30 亿。五粮醇销售收入 15 亿左右位居第二，五粮特曲和尖庄体量较小。我们看好名酒系列酒的全国化和结构提升机会，在此带动下，预计 2020 年五粮液浓香系列酒跨越百亿。

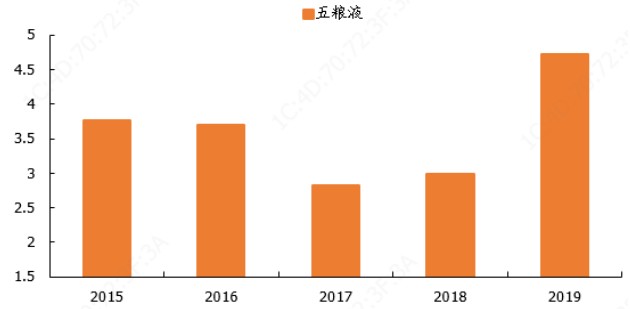
**全力推陈出新，系列酒新品相继亮相。**公司 2020 年陆续推出系列酒新品，尖庄 1911 新品以“利川永”提庄作为起点，已逐步完成全国市场的铺货；五粮醇在原产品基础上升级调整，2019 年 11 月提出将着力打造臻选和淡雅系列新品，2020 年推出战略新品香金装、香银装、香红装。特曲方面，2019 年 5 月份特曲新品升级面市，优化“五味复合”，并在营销方面以遇见新特曲、码上有礼为主题，开展五粮特曲上新扫码红包活动，建设消费者俱乐部。

图 18：五粮液系列酒产品结构



资料来源：微酒，浙商证券研究所

图 19：系列酒吨价（万元/吨）



资料来源：浙商证券研究所整理

图 20：2020 年尖庄系列战略新品



资料来源：微酒，浙商证券研究所

图 21：2020 年五粮醇系列战略新品



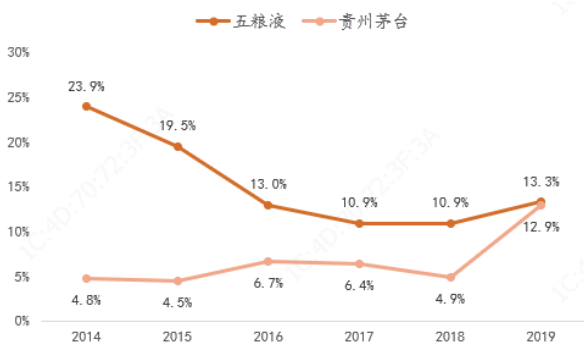
资料来源：浙商证券研究所整理

## 2.2.2. 渠道端：百千万工程为本，铺陈团购新渠道

### 1) 经销商配额匹配真实需求

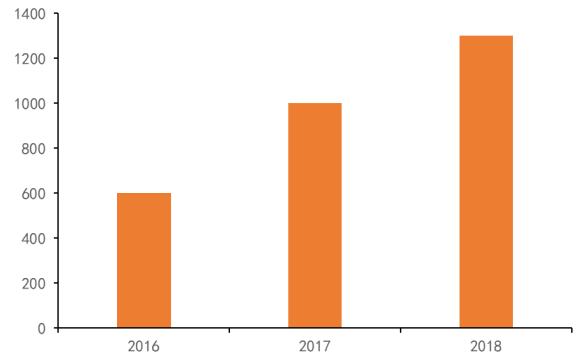
**渠道精细化管理，提高掌控力。**公司自 2017 年以来提出“百城千县万店”工程和补商计划。2014 年以来客户集中度已显著下降。2014 年前五大客户占比处于峰值为 23.90%，2015~2018 年分别为 19.45%、12.95%、10.86%、10.93%，经销商集中度明显下降，对于稳定渠道价格体系、减少区域窜货有积极作用。**专卖店方面**，2017、2018 年公司分别新增超过 400 家、300 家。2019 年公司新增 300 家专卖店，当前共计拥有专卖店约 1300 家，**重点填补空白县级市场。**专卖店运营工作围绕“两个基础、四大体系”，即围绕专卖店形象塑造工程和专卖店产品运营规划两项核心，并做好四大体系的基本保障工作，包括店长体系，数字化运营体系，云店体系，政策体系。公司利用核心终端和营销团队完成核心消费者培育，并根据消费者进行更精准服务。2020 年公司将会同经销商，一起开发企业级团购，打造新增长点。此外，公司一直以来依托核心大商发展，早已和经销商拧成一股绳，与核心大商的深度合作关系未发生变化，是未来公司渠道体系稳定的基础。

图 22：五粮液前 5 大客户集中度持续下降



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 23：五粮液专卖店



资料来源：wind，浙商证券研究所

表 2：五粮液大商制与渠道改革方向

	厂商合作模式	五粮液渠道改革
模式梳理	渠道基本由大经销商控制，酒企提供战略方向，大商负责具体运营	增加经销商数量
渠道掌控力度	渠道大商主导，渠道各类信息对酒企不透明，管理难度较大，容易发生窜货	渠道扁平化，下沉终端，减少区域窜货
渠道投入	渠道建设投入较少	加大渠道投入
渠道利润	大商自行调整销售策略，依靠价差获利，渠道利润相对丰厚	淡季控量保价，聚焦提升批价，增厚渠道利润
优势	从 0~1 过程中放量迅速，渠道积极性较高，经销商长期粘性强	
劣势	大商主导或产生渠道混乱	

资料来源：浙商证券研究所整理

## 2) 数字化建设助力渠道下沉

**控盘分利模式加强公司对渠道和终端的掌控力。**“控盘”是指管控量盘和价盘，管控好产品的供应和价格体系，做到量价平衡；“分利”主要是指对厂方、经销商和终端三方利润的重新分配，在控盘成功、渠道顺价的基础上各层面分享利润。控盘分利旨在利用数字化技术，建立公司与消费者、核心门店、经销商、合作伙伴的直接连接，**营销半径**从经销商延展到核心门店和消费者，**营销方式**从传统渠道推式转变为基于终端门店和消费者的推拉结合；把**基于经验的营销**，升级为基于渠道大数据的营销；最终达成拉动市场销售、改善渠道利润、净化渠道秩序的目标。

**操作层面上，八代五粮液从出库到经销商到终端层层扫码**，让公司获得了“从合同到消费者”的完整数据链。在酒厂、经销商和销售终端间建立起了一条可视化、一对一的合作脉络，理清经销区域和经销渠道。此前，五粮液销售体系管理范围仅限于签有合同的经销商，实行“控盘分利”后，公司直控核心销售终端，并与消费者实现可交互。在控盘分利的模式下，2019年在价格体系、供需关系理顺的背景下，经典五粮液渠道批价由2019年初的800元出头至2020年初站稳900元，“控盘分利”对渠道价格体系的恢复效果显著。

**表 3：渠道改革三大要点**

要点	细节
1	全面优化五粮液产品结构，导入控盘分利模式，改善商家盈利水平
2	加快营销数字化转型，推进“百城千县万店工程落地”，打造五粮液差异化的渠道竞争力
3	做好升级版五粮液的导入工作，升级版五粮液上市后，将全面采用扫码积分系统，实施精细化、数字化管理

资料来源：浙商证券研究所整理

**与 IBM 合作，推进数字化建设。**2018 年起，公司与 IBM 形成战略合作，数字化转型正式启动。2019 年 6 月份第八代经典五粮液上市，通过终端绑定、层层扫码等，基本实现渠道及业务模式数字化，对酒企出库、渠道经销商进库出库、终端门店进库等信息进行全渠道追踪溯源，对商家经营状态、经营网络、团队建设、团购资源有更好的了解。后续数字化管理将逐步覆盖到 1618、低度以及其他五粮液子品牌。综合上述，我们认为公司通过渠道下沉直控终端、叠加推进数字化建设，终端掌控力增强，渠道利润恢复、经营效率，管理精细化程度持续提升。

### 3) 扩大激励提振经销商动力

2019 年 1218 经销商大会上，公司扩大了奖励金额和奖励范围，在集团层面在突破千亿收入背景下，大幅奖励经销商，同时共有 2006 家合作单位荣获各类奖项，获奖家数比去年增加 868 家，增长 76%。此外，公司针对年度销售额大、合同履约率高、第七代经典五粮液和第七代收藏版经典五粮液收储金额大、系列酒品牌清退后仍在继续合作的商家，新设立了“贡献奖”奖项，获得特别贡献奖的 14 家经销单位将获得高达 500 万的现金支持（其中百川、盛林均有 2 家公司上榜）。公司对渠道经销商激励加大，后续经销商信心、及动力有望持续提振。

## 2.3. 组织与管理：推进组织变革、纠查漏补缝隙

### 1) 新掌舵者：改革思路清晰，管理层经验丰富

2017 年 3 月，李曙光出任五粮液集团董事长，并提出“二次创业”，2018 年 7 月，原集团党委副书记邹涛调任五粮液股份有限公司、负责销售工作。五粮液新一届领导班子具备战略思维，改革思路清晰，政策落地，团队各方面能力自上而下获得全方位提升。2019 年 9 月，曾从钦任集团公司党委副书记，股份公司党委副书记；并提名为五粮液集团公司总经理，五粮液股份公司董事长。

### 2) 组织架构：建立营销战区，合并系列酒公司

2019 年是公司营销改革年，从年初开始启动组织架构变革，实现了总部横向专业化、区域纵向扁平化。2019 年 2 月，公司将原有的 7 个营销中心改为成立 21 个营销战区，60 个细分战区基地。营销组织扁平化有利于公司贴近市场，终端精细化营销，更加精准地对商家进行资源配置，维护好市场次序，渠道政策得以更好地传导至终端，触及消费者。2019 年 6 月，将原有的五粮液系列酒品牌营销公司、五粮醇品牌营销公司、五粮特曲头曲品牌营销公司合并为五粮浓香系列酒营销有限公司，强化系列酒品牌管理能力，推进系列酒统筹管理。

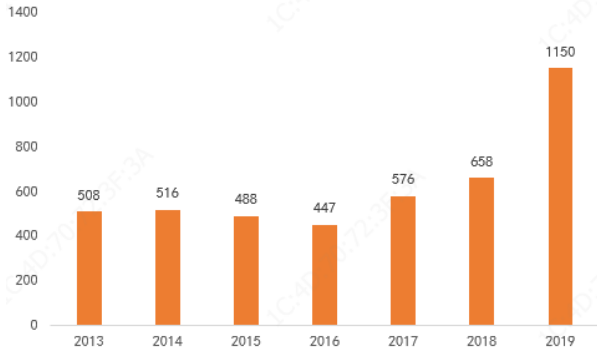
**表 4：五粮液 7 大营销中心变 21 个营销战区**

7 大营销中心	21 个营销战区
华北	晋冀战区、山东战区、陕西战区、北京战区、天津战区
华东	江苏战区、浙江战区、上海战区、安徽战区
华南	广东战区、福建战区
华中	河南战区、湖南战区、鄂赣战区
西南	四川战区、重庆战区、桂黔滇战区
西北	甘宁蒙西战区、新青藏战区
东北	黑吉蒙东战区、辽宁战区

资料来源：浙商证券研究所整理

**营销团队扩大，着力核心消费者培育。**2017 年以来，为顺应公司渠道下沉，公司销售人员数量持续增长，根据年报数据显示，五粮液股份公司销售人员数量 2016/2017/2018/2019 年分别为 447 人/576 人/658 人/1150 人。公司利用核心终端和营销团队完成核心消费者培育，并根据消费者进行更精准服务。2020 年公司将会同经销商，一起开发企业级团购，打造新增长点。

图 24：五粮液销售人员数量



资料来源：wind，浙商证券研究所

**建立五商公司，加强了对 KA 渠道统一管理。**五商公司由 30 余家大商合作入股（通过现金入股，但可以抵部分货款），实际上是体量最大经销商。五商设立之前，大经销商主要做批发与 KA。商超不易管理，容易走低价，对终端价格产生影响。公司希望主导 KA 渠道的管理，故大经销商合作成立五商，推行数字化。五商经营模式为经销商不赚差价、而是赚取服务费、差价转为股东分红。总体上，公司通过五商对出货价格和节奏进行管控。

图 25：五商公司经销商持股情况

上海浩泽贸易	上海茅五剑贸易	新疆五粮液系列酒专销	
武汉友谊副食品商业	江苏苏糖糖酒食品	人人乐投资（深圳）	
深圳市沙头角商业外贸	江苏省苏食酒业	上海好来喜糖业烟酒	
北京糖业烟酒集团	上海赛雁商贸发展	辽宁鑫鸿英民实业	
辽宁津享逸投资发展	重庆糖酒	陕西省军区军人服务社	
湖北人大经贸	步步高商业连锁股份	武汉市洪兴糖酒商贸	
西藏中糖德和经贸	宜宾国泰供应链管理股份	山东怡美堂供应链管理	
青岛鑫浩统达糖酒副食品	成都五商供应链管理	浙商糖酒集团	
河南盛林商贸	上海捷强烟草糖酒集团配销	大连川连国际商贸	持股 5.46%
河南省副食品	天津市裕隆达商贸	苏州苏糖名酒销售	持股 3.01%
辽宁润峰达贸易	广州龙程酒业	杭州广新酒类销售	持股 1.64%

资料来源：浙商证券研究所整理

### 3) 市场管理：铁腕厘清市场，优化经营新环境

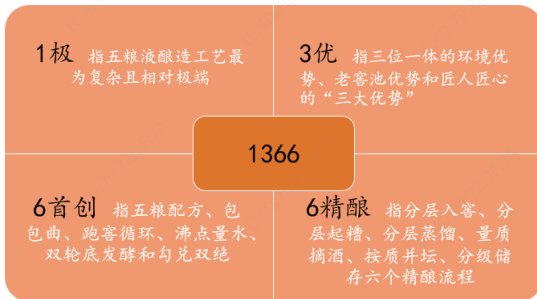
**缝补管理漏洞，渠道管控能力加强。**本轮改革以来，公司针对过去渠道窜货，乱价等行为采取了若干有效的措施进行整治，从管理层面主要有三方面内容：**1) 严厉整治低价扰乱市场秩序行为：**例如 2019 年 4 月，公司将与 11 家经销商（专卖店）终止合作，责令 4 家运营商整改。同年 7 月由于窜货，低价出货等问题，公司取消 4 家专卖店的经销权，处罚 4 家经销商。**2) 经销商管理：**积极引导经销商转型，鼓励做深做透市场，打击低价窜货提高销量的行为。积极发挥各个省级地方经销商联谊会会长的作用管控窜货，解决价格和市场秩序问题。**3) 强化专卖店管理：清退不和格经销商，**新增经销商重点填补空白县级市场。专卖店运营工作围绕“两个基础、四大体系”进行。

## 2.4. 品牌与消费者：重塑品牌形象，创新抢夺消费者

### 2.4.1. 品质为本，塑造优秀品牌内核

五粮液获得消费者认可，其根本在于优良的产品品质。五粮液的品质优势可以用“1366”来概括，使用“1”道极端复杂的工艺——酒糟入窖酸度最高、淀粉含量最高、水分最低、糟醅粘性最大，操作过程难控制，生产成本较高；依托“3”大优势（产地宜宾适宜白酒酿造的气候环境、600多年历史悠久的老窖池、代代相传技艺精湛的匠人匠心）；结合特有的五粮配方等“6”大首创，避免了口感单一，使多种口味相互协调、集杂成醇；再经过“6”层优中选优精酿工艺，分层入窖、分层蒸馏、分层起糟，量质摘酒、分段摘酒、掐头去尾，最终打造出五粮液风味全面、绵甜劲爽、回味悠长的产品特性。

图 26：五粮液的品质“1366”



资料来源：浙商证券研究所整理

### 2.4.2. 多维发力，品牌建设亮点频现

**深度挖掘公司历史，讲好品牌故事。**过去 20 年以来茅台通过文化营销以及稀缺性营销实现对五粮液品牌力的超越。大部分消费者对“巴拿马摔酒瓶”“离开茅台镇就酿不出茅台酒”，“12978 工艺”“五年储存”等有较为了解，而对优质浓香型白酒的稀缺性缺乏认识。公司拥有窖池 3.2 万余口，其中，600 年窖龄以上的 59 口，最老的明代窖池从 1368 年连续使用至今，已达 651 年。从技艺角度而言，五粮液 1336 工艺同样具备极端的复杂性。近年来公司持续打造品牌故事以提高品牌厚度，提升价值感。

**积极进行事件营销和广告推广。**牵手大型活动，注入品牌理念，合作百花电影节，共鸣创新发展；冠名“西湖情玫瑰婚典”，助力美好生活。迎合时代焦点，创新品牌推广，俄罗斯世界杯期间，公司打造“万店浓香世界杯”观赛活动，亮相国际赛事，提高国际影响力；合作《上新了·故宫》节目，600 年品牌文化与 600 年故宫历史绑定，凸显文化名酒定位。公司董事长李曙光也获得 2019 经济年度人物荣誉称号，增强公司曝光度。

**利用新媒体，形成品牌内容生成与传播。**公司既注重传统媒体也重视新媒体的宣传，近年来公司加大与字节跳动，微博微信等平台的合作力度，依托抖音等平台，形成品牌内容生成与传播机制，增加五粮液在新媒体平台上的曝光度，使进行品牌 IP 化打造，树立品牌形象，营造消费氛围。



图 27：五粮液品牌活动

时间	营销活动	内容
2019.11	第 28 届中国金鸡百花电影节	唯一指定白酒品牌，支持举办电影传媒峰会、制片人之夜、五粮液电影传媒之夜等多个系列活动，并在现场设置五粮液产品品牌展示区
2019、2020	国际西湖情五粮液玫瑰婚典	总冠名与主办方，开设五粮液喜宴，赠送礼品酒
2018.6	“万店浓香世界杯”观赛之旅	上市五粮液“万店浓香”主题产品，分 8 个批次共 5500 人组成“酒王军团”观看世界杯赛事
2018.11	《上新了·故宫》	独家冠名，与故宫开展长期战略合作，携手推出全新文创
2020.1	2019 经济年度人物颁奖	集团董事长李曙光当选“2019 经济年度人物”，被评为“中国白酒千亿黄金时代的匠心筑梦家”

资料来源：浙商证券研究所整理

### 2.4.3. 发力团购，抢抓新时代消费者

**发力团购，抓住新时代核心消费人群。**公司重视团购渠道，提出做好重点市场消费者培育工作的落地，重点市场包括北京上海广东江苏安徽河南等战区。面对疫情冲击，公司提出“两管控一加快”，即严格管控发货、严格管控出货，加快推进公关团购工作，“三损三补”——零售损失团购补、线下损失线上补、老品损失新品补。此外，公司开展多种品鉴活动培育核心消费者，例如 2017 年，五粮液成立酒王俱乐部，先后举办多场五粮液酒王之旅，将品牌文化推向全国。同年，五粮液举办了 7 场“和美盛宴·万店浓香”活动。2016 年公司组织“一带一路全球行”高端品鉴会后，2019 年成功举办全球巡回品鉴会，其他主题的高端品鉴会也陆续展开。此外 2017 年-2019 年连续举办了三届中国白酒新生代酒品调酒大赛，吸引新生代消费人群。

图 28：五粮液品鉴会



资料来源：微酒，浙商证券研究所

图 29：五粮液全球文化巡展



资料来源：微酒，浙商证券研究所

综合来看，市场预期五粮液仍依托大商和渠道实现业绩增长，对五粮液消费群体扩大的预期较小，即随着渠道逐步饱和会遇到增长瓶颈，而公司自 2017 年二次创业全面改革以来，公司从“产品和渠道，组织和管理，品牌和消费者”三方面围绕消费群体和需求扩大展开，诸如产品规划瞄准高端新生代消费者，布局高端五粮液和新 39 度五粮液。数字化助力渠道增加消费者触达，实现层层扫码，获得了“从合同到消费者”的完整数据链；发力团购抢抓新时代消费者，做好团购品鉴活动，扩大消费者认知。中长期看，公司有望在团购和消费者转化超预期。

### 3. 一代中国白酒之王，积极改革再腾飞

#### 3.1. 一代中国酒王，对接时代新动力

回溯行业历史，白酒龙头宝座几度易主，竞争格局的变化往往伴随着经济的转折点，在新的经济形势下，对接经济转型动力，对准特定时代背景下核心消费群体的酒企将成为行业龙头。

**50-80 年代，老窖完善浓香酒技艺，成为“浓香鼻祖”。**80 年代之前，白酒制作工艺发展尚未完善，泸州老窖改善了浓香型白酒技艺，1957 年，国家组织专家对泸州老窖酿造技艺查定，1959 年出版新中国第一本酿酒教科书《泸州老窖大曲酒》。此外泸州老窖持续向全国酿酒行业输出技术人才，并接纳全国各大酒企的技术人员来厂学习及交流浓香技艺，故浓香型一度被称为泸香型，泸州老窖自 1952 年起蝉联 5 届中国名酒称号，亦是中国白酒中第一个实现百万级规模的企业。

**80-90 年代，行业供不应求，汾酒凭借香型优势迅速拓产成就汾老大地位。**80 年代，全国经济逐步从市场经济向市场经济转型。市场经济体制下，居民对物质的需求快速增长，供不应求成为市场主要矛盾。清香型白酒具有生产周期短、成本低、粮耗低、出酒率高的特点，相较其他香型，汾酒在产能拓产上天然具有香型优势。在时任党委书记常贵明的推动下，汾酒产能持续扩张。1985 年，公司产能翻了一番，达到了 11500 多吨，成为全国最大的白酒生产基地。1986 年汾酒销售总量占全行业前十名的 45%。彼时汾酒被称为“汾老大”，是白酒行业第一家上市酒企。

**90-00 年代，五粮液通过抓住核心消费者以及总经销模式成为一代酒王。**上世纪 90 年代，中国白酒销售还处于糖酒公司统购包销之中，公司积极拓展现有营销渠道，首创大商模式（总代）+买断模式。总代模式即挑选实力强大的经销商，借助经销商资源实现低成本的快速扩张。买断模式以及 OEM 模式拓展了五粮液在中低端白酒的品类，实现营收的加速增长。此外，彼时我国处于改革开放后的快速发展阶段，公司通过抓住核心消费群体精准培育，迅速提高品牌力和知名度。

**03 年以来，茅台通过抓住意见领袖以及小商模式实现弯道超车。**茅台通过抓住消费意见领袖培育自己的消费群体，塑造产品的价值感。2003 年后茅台出厂价超过五粮液，2008 年始茅台终端价与五粮液拉开 100 元以上的差距，随后价差不断扩大，反映茅台品牌力对五粮液的赶超。此外，茅台采用小商模式，厂商对渠道以及终端的掌控力较强。行业调整期公司对经销商进行有效管理，减少窜货等不规范行为，严厉管控市场价格，带来批价和终端价的持续提升。

#### 3.2. 夯实市场基础，量价齐升再腾飞

**高端白酒品牌价值=品牌价格的高度\*市场的广度。**我们核心研判贵州茅台与五粮液，泸州老窖的竞争格局，从量价关系、营销模式、管理模式三方面进行对比，我们认为相较茅台而言，现阶段茅台确定性更强，动销从疫情中恢复较快，而五粮液量价调节灵活，营销方面抓住核心意见领袖和消费者，改革红利加速释放，有望缩小和茅台差距，国窖 1573 在量价调节方面采取对五粮液的跟随策略。

##### 3.2.1. 量价关系：掌握定价主动权，灵活调节量价关系

**定价机制上，五粮液厂价推动批价，茅台零售价拉动批价进而影响厂价。**茅台酒批价受零售价影响，即在茅台酒供需关系持续偏紧的大背景下，通常由消费者或投资商愿意给予的溢价先行决定市场零售价、进而决定渠道批价；而五粮液通常由批价决定零售价，即在五粮液市场供需相对平衡的背景下，由酒企根据市场供需关系主动调节发货节奏，影响批价走势，进而影响终端价格体系。

**步入基础建设年，预计茅台批价维持稳定，五粮液上涨空间较大。**目前飞天茅台批价约在 2300 元附近，与出厂价 969 元存在较大空间、渠道利润丰厚。目前公司重点关注渠道价格体系的稳定、避免批价大幅波动，叠加 2020 年茅台战略上进入基础建设年、以“稳”为主，预计短期内公司批价维持稳定。五粮液通过批价推动零售价上涨，目前与茅台终端价有较大差距，预计未来批价上涨空间较大。

**性价比凸显，控盘分利优化渠道管理，五粮液有望量价齐升。**目前经典五粮液批价约在920元附近，与出厂价889元相近、渠道利润相对较薄。受疫情影响市场认为今年五粮液批价全年维持在900—920元、上行空间不大，但是我们认为大商制模式下，虽然近年来经典五粮液渠道利润相对较薄甚至部分时期价格倒挂，但基于五粮液强品牌力带来的自然动销，渠道经销商不改长期合作意愿。目前消费端普五性价比比较高，预计后续五粮液有望加快动销，公司采取“两管控一加快”等措施积极应对，节前预收款良性，批价有望中秋节前达到950—960元，全年有望量价齐升超预期。中期看，借助“控盘分利”提高渠道批价、更可为出厂价提升提供空间。

### 3.2.2. 营销模式：茅台延续营销模式，五粮液前瞻性凸显

从营销模式上来看，从1998年开始，茅台采取围绕核心意见领袖，带动专卖店和经销商团购直销与渠道动销结合的三级启动模式。五粮液商务消费占比更高，自2017年二次创业以来营销动作在战略上更具积极性，加快数字化改革力度，深度服务渠道和消费者；强化通过品鉴酒、五品会、酒王之旅等形式主动服务五粮液意见领袖和消费者，在营销上更具前瞻性。

### 3.2.3. 管理模式：茅台大念稳字诀，五粮液加速红利释放

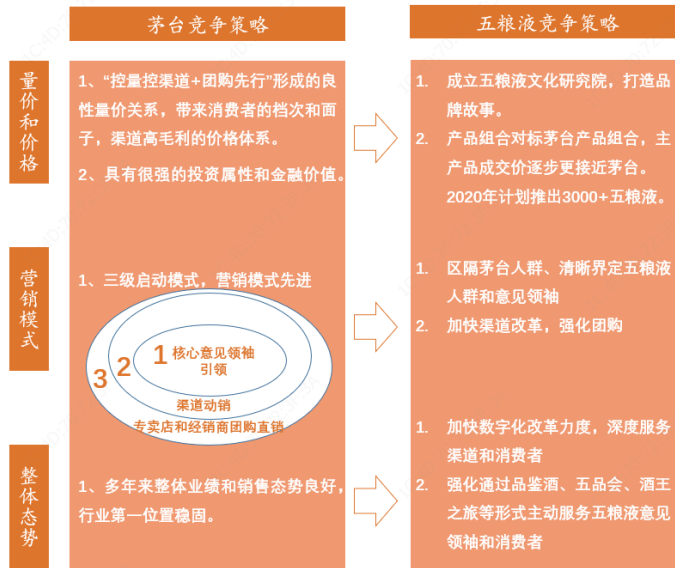
2020年茅台定调“基础建设年”，“稳”字当头夯基础谋未来。2020年茅台在营销、市场层面推出了一些改革举措，整体来看在管理模式层面仍是以稳为主。2017年以李曙光为代表的新一任管理层上任后，五粮液开启二次创业、进行了一系列深刻变革，包括：组织架构改革（新管理层上任、系列酒销售公司整合）、产品结构改革（高档聚焦1+3、完成八代经典五粮液换代，系列酒聚焦4+4）、营销改革（设立21个营销战区、开展数字化建设）、及渠道改革（推出“百城千县万店”、控盘分利、专卖店智慧门店）。管理角度看，茅台稳字当先，五粮液逐步享受改革红利。

**共商共建共享，做好厂商分工。**随着行业进入挤压式竞争时期，对厂家精细化管理要求增强。五粮液提倡共商共建共享，厂商分工，充分大商的影响力和渠道。同时发挥各个省级地方经销商联谊会会长的作用管控窜货，解决价格和市场秩序问题。

**量价关系，估值持续提升。**茅台通过“控量控渠道+团购先行”形成的良性量价关系，带来消费者的档次和面子，以及渠道高毛利的价格体系，此外具有较强的投资属性和金融价值，进一步推动了其价格的上涨。2017年以来五粮液通过推出八代新品、渠道数字化转型、控盘分利等方式梳理渠道价格体系，推动批价持续上涨，加速低质量的销售泡沫被挤出，其高质量的销售网络正在形成。此外公司对渠道信息的掌控，量价调节的能力显著提升，量价齐升带来估值的持续提升。

受疫情影响，白酒动销几乎停滞，4月以来逐步复苏，因此市场今年普遍预期五粮液批价上行空间不大。而我们认为由于今年节前预收款情况较好，且疫情发生后公司采取“两管控一加快”“三损三补”等促进动销恢复和批价回升。目前疫后高端白酒动销恢复情况超预期，我们认为五粮液全年有望量价齐升超预期。

图 30：茅五量价策略，营销模式对比图



资料来源：浙商证券研究所整理

## 4. 2020 业绩可期，双轮驱动再填活力

### 4.1. 盈利预测：全年可看量价齐升，收入利润双位增长

展望 2020 年，预计一季度经典五粮液发货占全年计划的 30%-35%左右、1618 五粮液发货 50%、低度五粮液发货 40%。若无疫情影响，预计五粮液板块一季度发货量 40%，但是今年受疫情影响，预计发货比例 35%左右。

#### 五粮液板块：

**量：**我们预计 2020 年报表层面五粮液板块发货量约为 2.5 万吨，同比增长约 17%。

**价：**展望 2020 年，预计经典五粮液发货基本以八代产品为主，预计 2020 年吨价约为 889 元，较 2019 年吨价 830 元提升幅度约为 7.1%。综合考虑部分新产品推出和涨价带来的结构升级，预计 2020 年五粮液板块吨价提升幅度约为 8%。

#### 系列酒板块：

2020 年公司对系列酒板块目标实现报表收入 100 亿元，我们认为随着系列酒冗余品牌清退、及五粮液品牌形象持续提升，四大单品尖庄，五粮醇，五粮春、特曲望打造为大单品因此预计 2020 年系列酒百亿目标有机会实现，同比增长约 30%。

综合来看，2020 年在五粮液板块及系列酒板块共同带动下，预计公司实现营收 578.5 亿元，同比增长 15.4%。毛利率方面，受益于八代经典五粮液完成换代吨价提升、产品结构升级，预计公司毛利率稳中有升。费用率方面，随着公司二次创业、渠道改革、数字化建设顺利推进，2020 年有望进入改革红利释放年，因此我们预计公司销售费用率、及管理费用率有望稳中有降。综合来看，我们预估 2020 年公司实现归母净利润 207.7 亿元，同比增长 19.3%。

**表 5：公司细分业务盈利预测**

白酒业务	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28091.97	37751.94	46301.84	53330.33	62725.95	71871.98
增长率(%)	24%	34%	23%	15%	18%	15%
毛利率(%)	76.7%	77.6%	79.9%	80.9%	81.6%	82.2%
<b>五粮液板块</b>						
营业收入(百万元)	21393.54	30189.15	39670.72	45372.99	53177.15	61177.32
增长率(%)		41%	31%	14%	17%	15%
<b>系列酒板块</b>						
营业收入(百万元)	6698.43	7562.79	6631.11	7957.34	9548.80	10694.66
增长率(%)	27%	13%	-12%	20%	20%	12%
<b>其他主营业务</b>						
其他业务收入(百万元)	51.95	274.48	956.65	1434.97	1865.46	2425.10
增长率(%)	-6%	428%	200%	50%	30%	30%
毛利率(%)	33.37%	23.37%	15.37%	15.37%	15.37%	15.37%
总营收增速(%)	22.4%	33.2%	25.2%	15.4%	17.4%	14.7%
净利润增速(%)	42.9%	39.2%	29.9%	19.3%	20.6%	16.3%

资料来源：wind，浙商证券研究所

## 4.2. 估值分析：受益板块估值提升，横向对比仍有空间

纵向来看，2015年以来，受益于周期性的弱化白酒板块估值持续提升。横向对比来看，我们对五粮液采用相对估值法。当前茅台2020/2021年对应PE为35.1/29.4倍，五粮液对应PE为27.3/22.7。结合茅台、五粮液历史PE差指标来看，目前PE差处于8.20左右，相较历史均值水平3.22偏高，五粮液有望迎来估值修复。同时，由于五粮液仍处于二次创业改革进程中，净利润增速来看，市场预计2020/2021年茅台归母净利润15.1%/19.6%，我们预计五粮液2020年利润增速19.3%/20.6%，均快于茅台。

**图 31：白酒板块估值**

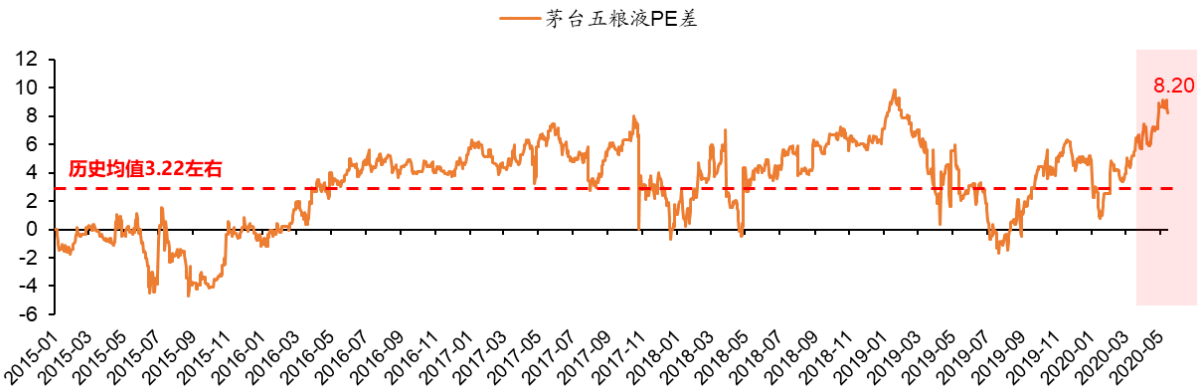

资料来源：wind，浙商证券研究所

图 32：茅五泸估值



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 33：茅五 PE 差（茅台-五粮液）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 34：白酒板块估值对比

代码	简称	股价	净利润增速			PE			总市值 (亿元)
		2020/5/13	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600519.SH	贵州茅台	1336.0	17.1	15.1	19.6	36.1	35.1	29.4	16782.2
000858.SZ	五粮液	146.0	30.0	19.3	20.6	32.6	27.3	22.7	5667.1
000568.SZ	泸州老窖	88.7	33.2	15.6	22.0	27.4	24.0	19.7	1298.6
600809.SH	山西汾酒	117.3	28.6	25.7	23.9	40.3	41.8	33.7	1022.0
002304.SZ	洋河股份	98.6	-9.0	4.9	13.3	22.6	19.0	16.8	1485.4
603369.SH	今世缘	36.4	26.7	13.8	23.5	28.2	27.2	22.0	456.6
000596.SZ	古井贡酒	149.1	23.7	11.5	22.7	32.6	32.5	26.5	654.8
603589.SH	口子窖	44.1	12.2	0.8	15.6	19.2	15.9	13.7	264.3
平均值		252.0	20.3	13.3	20.1	29.9	27.8	23.1	3453.9

资料来源：wind，浙商证券研究所

## 5. 风险分析

### 海外疫情风险

若受海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，对餐饮和消费场景造将影响白酒整体动销恢复。

### 经典五粮液批价上涨不及预期

受疫情影响，经典五粮液动销不及预期，导致批价有上涨不及预期风险。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	96626.76	100384.90	121549.71	145817.29
现金	63238.83	60953.33	76731.41	96156.35
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	14777.60	20730.36	23963.45	26099.88
其它应收款	33.37	41.22	48.65	54.36
预付账款	231.91	296.90	322.98	355.79
存货	13679.62	16323.27	17967.83	20077.36
其他	4665.44	2039.82	2515.38	3073.55
<b>非流动资产</b>	9770.21	18174.38	17290.01	16336.61
金额资产类	0.00	0.80	0.67	0.49
长期投资	1021.78	934.70	958.65	971.71
固定资产	6108.18	15156.36	14322.29	13455.39
无形资产	410.16	396.71	384.35	368.51
在建工程	810.67	648.53	518.83	415.06
其他	1419.42	1037.27	1105.21	1125.45
<b>资产总计</b>	106396.97	118559.28	138839.71	162153.90
<b>流动负债</b>	30034.60	28978.46	33505.34	38346.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	3677.16	5088.24	5297.58	5868.63
预收账款	12530.71	11020.54	13760.98	16692.04
其他	13826.73	12869.67	14446.78	15785.57
<b>非流动负债</b>	266.33	271.20	268.18	268.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	266.33	271.20	268.18	268.57
<b>负债合计</b>	30300.92	29249.66	33773.52	38614.81
少数股东权益	1805.35	2790.79	3979.36	5361.32
归属母公司股东权	74290.70	86518.83	101086.83	118177.76
<b>负债和股东权益</b>	106396.97	118559.28	138839.71	162153.90
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	23112.07	14050.69	24857.97	29779.60
净利润	18235.43	21753.11	26236.91	30505.88
折旧摊销	489.70	760.79	1038.57	1044.31
财务费用	(1430.75)	(1331.44)	(1482.64)	(1696.66)
投资损失	(92.50)	(95.28)	(98.13)	(101.08)
营运资金变动	7346.83	(4784.42)	866.11	2150.35
其它	(1436.64)	(2252.07)	(1702.86)	(2123.20)
<b>投资活动现金流</b>	(1616.40)	(9128.08)	(82.18)	(18.33)
资本支出	(1307.02)	(9573.75)	(1.85)	(1.70)
长期投资	(101.10)	86.28	(23.82)	(12.88)
其他	(208.29)	359.40	(56.52)	(3.75)
<b>筹资活动现金流</b>	(7251.65)	(7208.10)	(8997.71)	(10336.33)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(7251.65)	(7208.10)	(8997.71)	(10336.33)
<b>现金净增加额</b>	14244.02	(2285.49)	15778.08	19424.94

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	50118.11	57854.18	67893.57	77855.09
营业成本	12802.26	14224.02	16134.37	18089.05
营业税金及附加	6984.34	8062.42	9461.49	10849.71
营业费用	4985.58	4917.61	5431.49	6228.41
管理费用	2655.35	3181.98	3598.36	3970.61
研发费用	126.36	145.87	171.18	196.29
财务费用	(1430.75)	(1331.44)	(1482.64)	(1696.66)
资产减值损失	(3.02)	7.68	7.79	4.86
其他经营收益	162.49	167.37	172.39	177.56
投资净收益	92.50	95.28	98.13	101.08
<b>营业利润</b>	24252.97	28908.69	34842.05	40491.47
营业外收入	29.89	30.79	31.71	32.66
营业外支出	169.68	174.77	180.01	185.41
<b>利润总额</b>	24113.19	28764.71	34693.75	40338.72
所得税	5877.76	7011.60	8456.84	9832.84
<b>净利润</b>	18235.43	21753.11	26236.91	30505.88
少数股东损益	826.09	985.45	1188.57	1381.96
<b>归属母公司净利润</b>	17409.34	20767.67	25048.34	29123.92
EBITDA	23654.30	28594.06	34699.69	40086.37
EPS (元)	4.49	5.35	6.45	7.50
<b>主要财务比率</b>				
	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	25.20%	15.44%	17.35%	14.67%
营业利润	29.57%	19.20%	20.52%	16.21%
归属母公司净利	30.07%	19.29%	20.61%	16.27%
<b>获利能力</b>				
毛利率	74.46%	75.41%	76.24%	76.77%
净利率	36.38%	37.60%	38.64%	39.18%
ROE	24.66%	25.11%	25.77%	25.48%
ROIC	23.58%	24.33%	25.18%	24.98%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.48%	24.67%	24.33%	23.81%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.22	3.46	3.63	3.80
速动比率	2.76	2.90	3.09	3.28
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.52	0.51	0.53	0.52
应收帐款周转率	382.90	364.41	350.52	358.65
应付帐款周转率	3.99	3.72	3.57	3.70
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.49	5.35	6.45	7.50
每股经营现金	5.95	3.62	6.40	7.67
每股净资产	19.14	22.29	26.04	30.45
<b>估值比率</b>				
P/E	32.62	27.34	22.67	19.50
P/B	7.64	6.56	5.62	4.81
EV/EBITDA	19.23	17.83	14.27	11.90

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>