

五粮液三问三答：浓香酒王，再铸辉煌

——五粮液（000858）首次覆盖报告

买入（首次）

日期：2020年06月22日

报告关键要素：

浓香王者再启航，改革成效有望不断兑现。五粮液近年来针对此前存在的问题实施改革，提出“二次创业”的口号后再次扬帆启航。**短期来看**，公司疫情应对措施有力，维护价盘稳定，批价坚挺，渠道信心增强，库存良性，高端动销5月预计已恢复至七成以上，端午旺季在即有望加速恢复。**20年业绩方面**，量：公司提出“三损三补”，团购、新零售等放量；价：八代普五提价拉升吨价，营收两位数增长确定性较强。**中长期来看**，五粮液作为茅台之下高端酒第一品牌，有望优先受益于高端白酒的需求外溢，产能扩张及优品率提升也将成为其供给的有力支撑，本次疫情期间普五批价坚挺，叠加旺季当前复苏态势良好，有望长期稳定在量价齐升的良性轨道。改革持续深化、成效不断兑现，公司稳健成长可期。**估值层面**，随着公司经营不断向好，与茅台的估值差有望缩小。

投资要点：

- **五粮液如何被茅台反超？**：①**价盘稳定度较低**，调价节奏略失章法，渠道利益及信心受损，行业调整期出现批价倒挂。②**子品牌冗余稀释品牌竞争力**，买断经营和 OEM 模式在成功孵化大量品牌的同时，也造成品牌资源竞争性内耗，产品质量良莠不齐弱化了五粮液定位中高端的品牌形象，削弱其竞争力。③**依赖“大商制”**，渠道管控力较弱，公平性较差，调整期下沉不畅，未能快速实现大众消费的增长。④**集团非相关多元化战略一定程度上拖累白酒主业。**
- **“二次创业”，五粮液做对了什么？**：①**组织**：定增深度绑定员工&经销商与公司利益，为公司经营注入活力。②**品牌&产品**：发挥名酒基因优势，多渠道展示品牌文化，不断深挖品牌价值；持续完善五粮液品牌“1+3”和系列酒四个全国性战略大单品的产品体系，19年清理同质化产品，整合系列酒公司已见成效，公司将在突出核心高端品牌定位的基础上，进一步推出超高端产品（在 501 基础上布局 3000+价格带产品），拉升品牌形象。③**渠道**：平台型营销体系变革，推动渠道下沉和精细化，导入控盘分利，深化数字化改革，推动线上线下一体化，成立新零售管理公司，并发力开拓团购等新渠道，渠道掌控能力及经营效率有望不断提高。

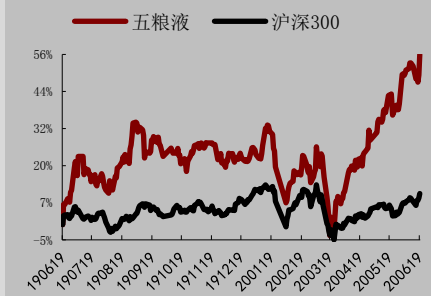
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 501.18 | 570.66 | 673.03 | 775.37 |
| 增长比率(%) | 25.20 | 13.86 | 17.94 | 15.21 |
| 净利润(亿元) | 174.02 | 203.47 | 246.48 | 291.05 |
| 增长比率(%) | 30.02 | 16.92 | 21.14 | 18.09 |
| 每股收益(元) | 4.48 | 5.24 | 6.35 | 7.50 |
| 市盈率(倍) | 36.93 | 31.59 | 26.07 | 22.08 |

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所 注：股价采用 6.19 收盘价

基础数据

| | |
|------------|---------------------|
| 行业 | 食品饮料 |
| 公司网址 | |
| 大股东/持股 | 宜宾市国有资产经营有限公司/36.0% |
| 实际控制人/持股 | |
| 总股本(百万股) | 3,881.61 |
| 流通A股(百万股) | 3,795.76 |
| 收盘价(元) | 165.57 |
| 总市值(亿元) | 6,426.78 |
| 流通A股市值(亿元) | 6,284.64 |

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年06月19日

相关研究

| | |
|---------|-----------------------|
| 分析师： | 陈雯 |
| 执业证书编号： | S0270519060001 |
| 号： | |
| 电话： | 18665372087 |
| 邮箱： | chenwen@wlzq.com.cn |
| 研究助理： | 王鹏 |
| 电话： | 15919158497 |
| 邮箱： | wangpeng1@wlzq.com.cn |

④产能：发挥窖池优势，纯粮固态发酵产能行业领先，稳健扩产+提升优品率保障高端酒供应，构建公司在高端酒市场的竞争优势。

- **五粮液的空间在哪，未来增长如何驱动？**：①一人之下，万人之上，高端酒供不应求五粮液是外溢需求的承接首选：白酒市场结构性景气的大趋势不变，疫情加速行业马太效应，市场将加速向名优酒企集中。高端酒扩容的大逻辑不变，逆周期调控+新基建有望刺激白酒需求，高端酒优先受益。高端酒市场竞争格局稳固，后来居上的难度颇大，茅台产能有限，五粮液二把手位置稳固，有望优先受益于高端酒的需求溢出。②**五粮液在产品结构、治理体系、品牌价值、科技创新、盈利能力等方面的提升与公司“二次创业”以来的改革密不可分，未来改革仍将持续深化，改革红利也将不断兑现。**2019年第八代经典五粮液面世，五粮液顺利完成产品的迭代提价，高价位酒占比继续上升，在一系列品牌、产品、渠道的优化政策下，未来公司步入量价齐升的良性轨道的底气十足。
- **盈利预测与投资建议**：我们预计公司2020-2022年营业总收入为570.7/673.0/775.4亿元，同比增长13.9%/17.9%/15.2%；归母净利润为203.5/246.5/291.1亿元，同比增长16.9%/21.1%/18.1%，对应EPS为5.24/6.35/7.50元/股，参考可比公司估值，我们给予公司**2020年35倍PE，对应目标价为183元，首次覆盖给予“买入”评级。**
- **风险因素**：1. 政策风险 2. 高端酒需求不及预期风险 3. 疫情风险 4. 改革不及预期风险

目录

| | |
|---|----|
| 1、第一问：昔日白酒王者，为何被茅台反超？ | 6 |
| 1.1 价格管控：价盘稳定度较低，调价节奏略失章法 | 8 |
| 1.2 品牌战略：五粮液子品牌冗余稀释品牌竞争力 | 10 |
| 1.3 渠道：五粮液依赖“大商制”，茅台“小商制”精细运营 | 11 |
| 1.4 战略：集团非相关多元化战略一定程度上拖累白酒主业 | 13 |
| 2、第二问：“二次创业”整装出发，五粮液做对了什么？ | 14 |
| 2.1 定增深度绑定员工&经销商，为公司经营注入活力 | 14 |
| 2.2 名酒基因，不断挖掘品牌价值 | 15 |
| 2.3 梳理产品体系，突出核心五粮液地位 | 18 |
| 2.4 渠道扁平化，数字化赋能 | 19 |
| 2.5 稳健扩产，优质酒产能优势凸显 | 24 |
| 3、第三问：五粮液的空间在哪，未来增长如何驱动？ | 26 |
| 3.1 一人之下，万人之上，高端酒供不应求五粮液是外溢需求的承接首选 | 26 |
| 3.1.1 大众消费崛起叠加消费升级，高端酒市场未来仍将扩容 | 26 |
| 3.1.2 高端酒市场内部竞争格局稳定，后来居上难度颇大，茅台产能有限 | 30 |
| 3.1.3 COVID-19 疫情加速行业集中，逆周期调节+新基建刺激白酒消费需求 | 32 |
| 3.2 改革成效不断兑现，驱动盈利能力提升 | 35 |
| 4、盈利预测 | 37 |
| 5、投资建议及风险提示 | 38 |
| 5.1 投资建议 | 38 |
| 5.2 风险因素 | 39 |
| 图表 1：五粮液被茅台反超 | 6 |
| 图表 2：2005 年五粮液归母净利被茅台反超 | 6 |
| 图表 3：2005 年五粮液市值首次被茅台反超 | 6 |
| 图表 4：2008 年茅台先于五粮液提价 | 7 |
| 图表 5：五粮液 2013 年后营收持续落后于茅台 | 7 |
| 图表 6：我国白酒行业发展历史复盘 | 7 |
| 图表 7：五粮液及茅台价格管控策略对比 | 8 |
| 图表 8：茅台及五粮液出厂价对比 | 8 |
| 图表 9：高端酒提价传导机制 | 9 |
| 图表 10：五粮液曾出现批价倒挂（单位：元/瓶） | 9 |
| 图表 11：五粮液买断经营和 OEM 模式对比 | 10 |
| 图表 12：五粮液销售费用率 04 年后反超茅台 | 11 |
| 图表 13：五粮液净利率较低 | 11 |
| 图表 14：2003 年前五粮液渠道模式 | 12 |
| 图表 15：五粮液与茅台前五大经销商收入占比 | 12 |
| 图表 16：五粮液与贵州茅台渠道发展对比 | 13 |
| 图表 17：五粮液集团多元化战略决策 | 13 |
| 图表 18：五粮液股权结构 | 14 |
| 图表 19：五粮液 2018 年非公开发行情况 | 15 |
| 图表 20：五粮液发展历程 | 16 |
| 图表 21：五粮液国内外荣誉一览 | 16 |
| 图表 22：2019 年“中国的五粮液 世界的五粮液”五粮液全球巡回品鉴会 | 17 |

| | |
|--|----|
| 图表 23: 五粮液成立文化研究院, 李曙光任研究院院长 | 17 |
| 图表 24: 五粮液产品战略沿革 | 18 |
| 图表 25: 五粮液“1+3”&系列酒“4+4”战略 | 19 |
| 图表 26: 公司销售人员、专卖店数量及其同比 | 20 |
| 图表 27: 公司专卖店分布 | 20 |
| 图表 28: 7 大营销中心裂变为 21 个营销战区 | 20 |
| 图表 29: 营销战区划分总揽地图 | 20 |
| 图表 30: 数字化营销模型 | 21 |
| 图表 31: 公司导入控盘分利模式 | 21 |
| 图表 32: 构建稳定透明的扫码机制-层层扫码 | 21 |
| 图表 33: 基于单次扫码的异常违规判定 | 21 |
| 图表 34: 数字化营销渠道激励机制 | 22 |
| 图表 35: 五粮液 2019 年共商共建共享经销商大会奖励名单 | 22 |
| 图表 36: 普五渠道价格理顺 | 23 |
| 图表 37: 智慧零售提升消费体验 | 23 |
| 图表 38: 五粮液产品酿造工艺 | 24 |
| 图表 39: 五粮液优质酒产能测算 (至 2025 年) | 25 |
| 图表 40: 1989-2019 我国白酒产量及同比增速 | 26 |
| 图表 41: 近年我国规模以上白酒企业销售收入及同比 | 26 |
| 图表 42: 规模以上酒企利润总额逐年上升 | 26 |
| 图表 43: 近年来我国白酒行业产量、收入及利润增速 | 27 |
| 图表 44: 2009-2018 年行业及上市酒企收入增速 | 27 |
| 图表 45: 各价格带白酒概况 | 27 |
| 图表 46: 大众消费承接政务消费 | 28 |
| 图表 47: 我国城镇居民人均可支配收入保持增长 | 28 |
| 图表 48: 我国高净值人群规模逐年上升 | 28 |
| 图表 49: 我国居民购买高端酒能力呈上升趋势 | 28 |
| 图表 50: 高端酒零售价格呈上升趋势 | 29 |
| 图表 51: 高端酒代表销量逐年上涨 | 29 |
| 图表 52: 近年来高端酒销量规模及占比 (折 65 度) | 29 |
| 图表 53: 2018 年各价格带白酒市场规模占比 | 29 |
| 图表 54: 历年茅台出厂价及我国男性人均可支配收入 | 30 |
| 图表 55: 我国高端酒未来需求量测算的敏感性分析 | 30 |
| 图表 56: 五粮液销量占高端酒市场总销量的 30% 左右 | 31 |
| 图表 57: 三大高端酒代表营收占比 | 31 |
| 图表 58: 2008 年我国高端白酒市场竞争格局 | 31 |
| 图表 59: 2018 年我国高端白酒市场竞争格局 | 31 |
| 图表 60: 2025 年茅台酒可供销售量预计可超 4.5 万吨 | 32 |
| 图表 61: 近年茅台酒实际销量超预测可供销售量 | 32 |
| 图表 62: 2020 年前四个月白酒产量大幅下滑 | 33 |
| 图表 63: 20Q1 白酒板块整体经营承压 | 33 |
| 图表 64: 2020Q1 白酒企业营收同比增速 (%) | 33 |
| 图表 65: 2020Q1 白酒企业归母净利润同比增速 (%) | 33 |
| 图表 66: 五粮液出台 5 大扶商细则 | 33 |
| 图表 67: 高端酒企收入及 M2 同比增速 | 34 |
| 图表 68: 高端酒企收入及固定资产投资完成额同比 | 34 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 69: 高端酒企收入同比增速及 PMI 指数 | 34 |
| 图表 70: 五粮液营业收入及同比增速 | 35 |
| 图表 71: 五粮液归母净利润及同比增速 | 35 |
| 图表 72: 五粮液毛利率及净利率走势 (%) | 35 |
| 图表 73: 五粮液期间费用及费用率 | 35 |
| 图表 74: 五粮液迭代顺畅 | 36 |
| 图表 75: 五粮液高价位酒占比上升 | 36 |
| 图表 76: 五粮液“三个优化”、“三个转型”重要部署 | 36 |
| 图表 77: 五粮液分产品盈利预测表 | 37 |
| 图表 78: 可比公司估值表 | 38 |
| 图表 79: 五粮液 PE-Band | 39 |

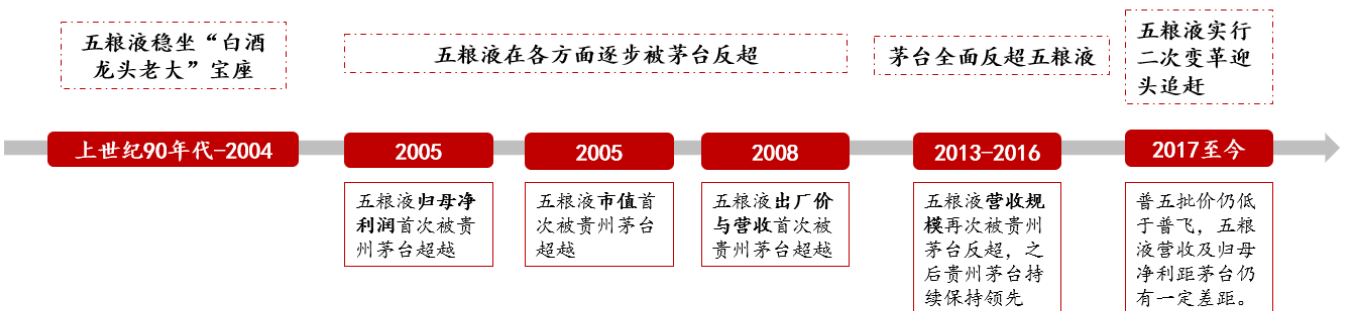
万联证券

1、第一问：昔日白酒王者，为何被茅台反超？

五粮液作为浓香白酒的领军品牌，是中国白酒历史长河中的重要代表之一。自上世纪八十年代，五粮液迎来王国春时代，1985-2007年，王国春历任五粮液酒厂厂长、五粮液集团董事长、股份公司董事长。任职期间，五粮液通过涨价（89年率先提价超越泸州老窖，94年提价超过汾酒，98年超过茅台）、扩产（86年新建车间，产能达到1万吨，92-94年持续扩产，产能达9万吨）、创新渠道（首创买断经营、OEM等模式消化产能，快速打开市场，完全国化布局）等方式坐稳中国白酒的龙头宝座，掌握行业定价权十余载。

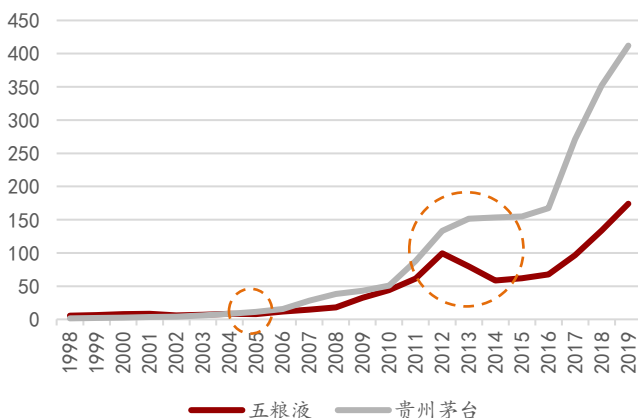
2001年贵州茅台上市后发展迅猛，多维度追赶五粮液并实现反超。茅台上市后加速产能扩张，完成渠道转型，逐步丰富渠道网络，并不断提价。2005年，五粮液归母净利润被茅台反超，此后茅台保持领先；同年，五粮液市值也首次被茅台反超。2007年，五粮液迎来唐桥时代（2007-2017），王国春时代遗留下来的一些问题逐渐浮现，2008年1月，茅台率先提高普飞出厂价22%至438元/瓶，虽然随后五粮液同样完成提价，但其价格主导的形势已被茅台扭转，当年营收规模也被茅台反超。此后几年内，二者在营收规模上交替领先，2012年后，行业进入深度调整期，五粮液营收利润双降，茅台却逆势增长。2013年贵州茅台实现营业总收入309亿元，超过同年五粮液营业总收入247亿元，至今处于领先。

图表 1：五粮液被茅台反超

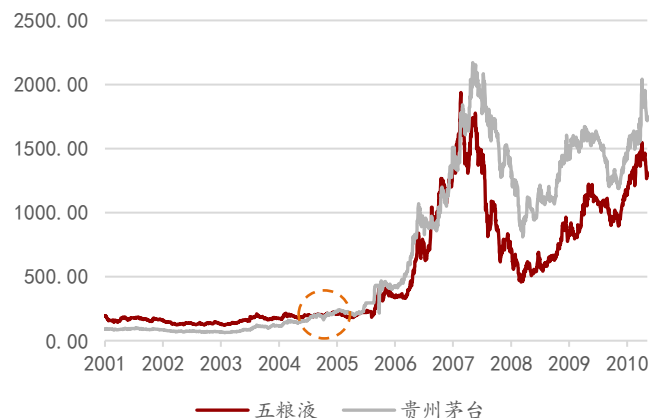


资料来源：公司公告，Wind，万联证券研究所

图表 2：2005年五粮液归母净利被茅台反超



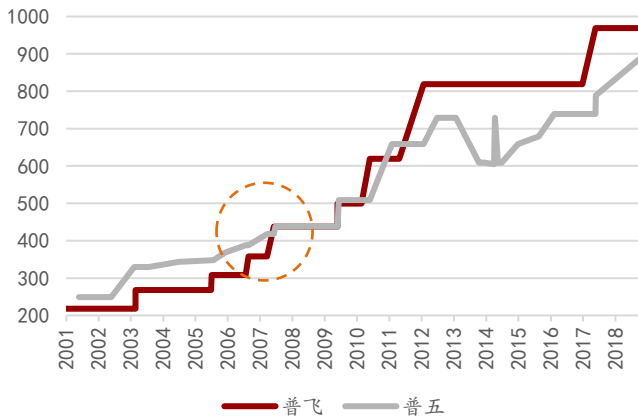
图表 3：2005年五粮液市值首次被茅台反超



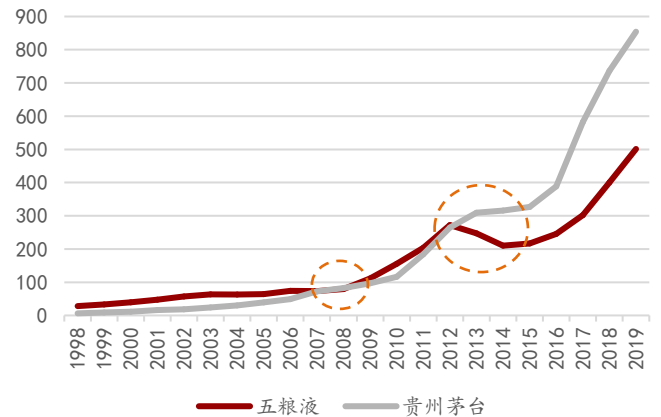
资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 2008年茅台先于五粮液提价



图表5: 五粮液2013年后营收持续落后于茅台



资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

我们认为, 讨论五粮液为何被茅台反超, 遗憾屈居中国白酒行业第二, 需要结合当时宏观以及产业的背景, 因此我们首先对我国白酒行业二十余载的发展历程进行简单的复盘。根据上文分析, 五粮液于白酒行业发展的“黄金十年”以及之后的深度调整期。我们认为, “黄金十年”时期, 茅台上市后的快速发展, 叠加五粮液前期经营模式带来的利润率较低等问题, 为茅台提供了机会; 而在行业深度调整期, 五粮液在价格管控、品牌策略以及渠道模式上的失误导致其憾失龙头宝座, 我们将在下文对以上三点逐一展开进行讨论分析。

图表6: 我国白酒行业发展历史复盘



资料来源: 万联证券研究所

1.1 价格管控：价盘稳定度较低，调价节奏略失章法

黄金十年茅台抢占优先提价权，调整期五粮液价盘不稳挫伤市场信心。黄金十年前，五粮液仍牢牢掌握着行业的定价权，茅台则是作为一个价格的跟随着。2006年起，五粮液开始频繁提价，至2007年10月累计提价20%，茅台跟随提价，较为平稳。2008年茅台先于五粮液提价，随后在提价时点上，茅台获得优先权，但五粮液在提价幅度上仍保持优势。2012年后，行业进入深度调整期，政务消费大幅缩水，此时五粮液逆势提价，但彼时需求疲软，市场预期较低，提价进入负反馈，引发渠道价格倒挂。面对“限制三公消费”的打击，五粮液实行“名酒转民酒”的战略，2014年连续调低出厂价，随后五粮液再次频繁提价，不仅影响渠道信心，也对市场的预期形成一定程度的干扰。反观茅台则是坚定“稳价”策略，不提不降，不仅夯实了其名酒地位，也增强了渠道信心，助力其全面反超五粮液。

图表7：五粮液及茅台价格管控策略对比

| | 1994-2003 | 2003-2012 | 2013-2016 |
|-------------|--------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|
| 五粮液 | 坚定提价掌握白酒高端行业定价权，但在03年出现价格策略失误，销售利益受损 | 提价频繁，被茅台抢占优先提价权 | 再次出现价格决策失误，频繁价格调整进一步挫伤五粮液市场信心，引发批价倒挂 |
| 贵州茅台 | 同样实行提价策略，紧追五粮液定价步伐 | 坚持稳健的提价策略，增强产品市场信心，成功夺取高端白酒定价权 | 坚定“稳价”策略，不提不降。 |

资料来源：万联证券研究所

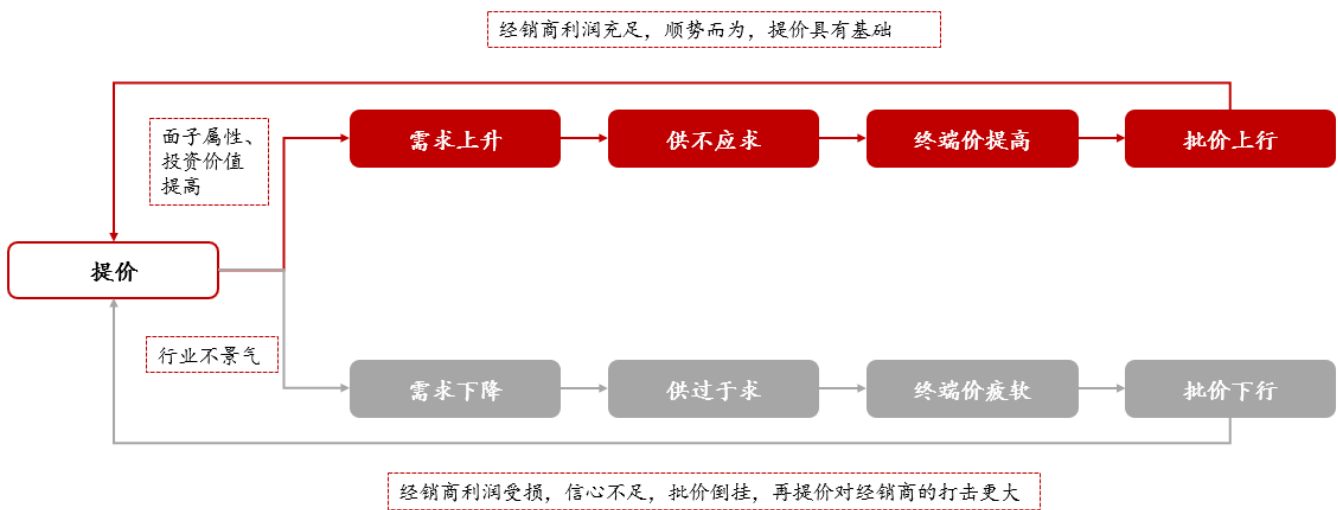
图表8：茅台及五粮液出厂价对比

| | 五粮液 | 茅台 | 对比 |
|----------|-----|-----|------------------------------|
| 2001年12月 | 249 | 218 | 五粮液掌握行业定价权，出厂价高于茅台，茅台跟随五粮液提价 |
| 2002年12月 | | | |
| 2003年9月 | 330 | 268 | |
| 2003年10月 | | | |
| 2004年12月 | | | |
| 2005年1月 | 343 | 308 | 五粮液频繁提价，茅台价格较为平稳 |
| 2006年1月 | 348 | | |
| 2006年2月 | 368 | | |
| 2007年2月 | 388 | 358 | |
| 2007年4月 | 418 | | |
| 2007年10月 | 438 | 438 | 茅台先于五粮液提价 |
| 2008年1月 | 509 | 499 | 茅台掌握优先提价权 |
| 2010年1月 | | 619 | |
| 2011年1月 | 659 | | |
| 2011年9月 | | | |
| 2012年9月 | | | |
| 2013年2月 | 729 | | |
| 2014年5月 | 609 | | |
| 2014年10月 | 576 | | |

| | | | |
|----------|-----|-----|------------|
| 2014年12月 | 609 | | 保持不变 |
| 2015年8月 | 659 | | |
| 2016年3月 | 679 | | |
| 2016年9月 | 739 | | |
| 2017年12月 | 789 | 969 | 五粮液与茅台“挺价” |
| 2019年5月 | 889 | | |

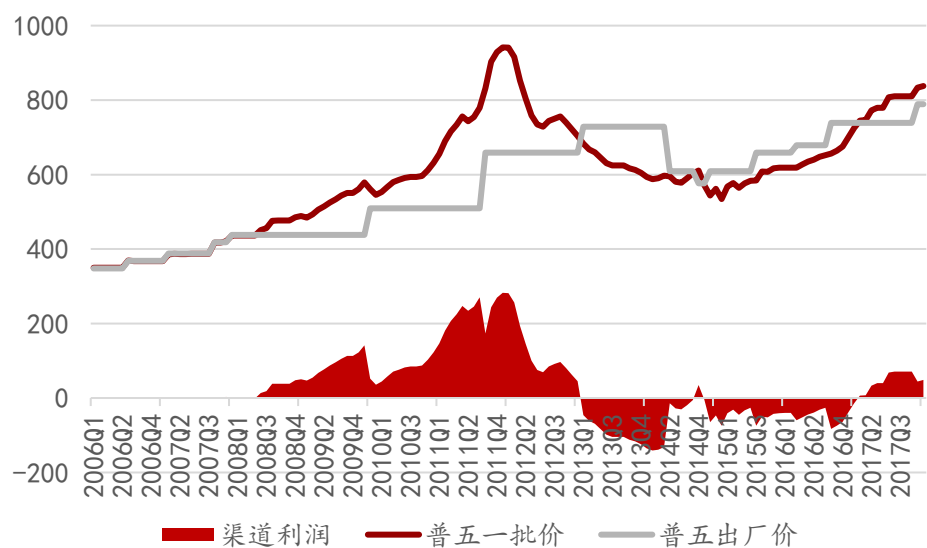
资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

图表9: 高端酒提价传导机制



资料来源: 万联证券研究所

图表10: 五粮液曾出现批价倒挂 (单位: 元/瓶)



资料来源: Wind, 渠道调研, 万联证券研究所

1.2 品牌战略：五粮液子品牌冗余稀释品牌竞争力

五粮液首创买断经营模式，由商家独家买断五粮液拥有的某一品牌的经营权，由商家全权负责市场目标的完成和推广，品牌为五粮液所有。1994 年福建邵武糖酒副食品公司与五粮液联合推出“五粮醇”，并买断五粮醇品牌全国总经销权，成为五粮液全国第一个品牌买断经销商。1996 年五粮液首创 OEM 授权贴牌模式，五粮液仅负责生产加工产品，品牌所有权仍归属商家。1998 年五粮液分别与北京新华联、湖南浏阳河联合推出“金六福”和“浏阳河”。截止 2002 年，五粮液 OEM 模式下子品牌达 100 多个，各种规格不同产品达到 200 多种。

图表11：五粮液买断经营和OEM模式对比

| | 买断经营 | OEM 模式 |
|----|--|-----------------------|
| 定义 | 由商家独家买断五粮液拥有的某一品牌的经营权，由商家全权负责市场目标的完成和推广，品牌为五粮液所有 | 经销商申请商标，五粮液只负责开发和生产产品 |
| 品牌 | 五粮醇、五粮春 | 金六福、浏阳河、京酒 |

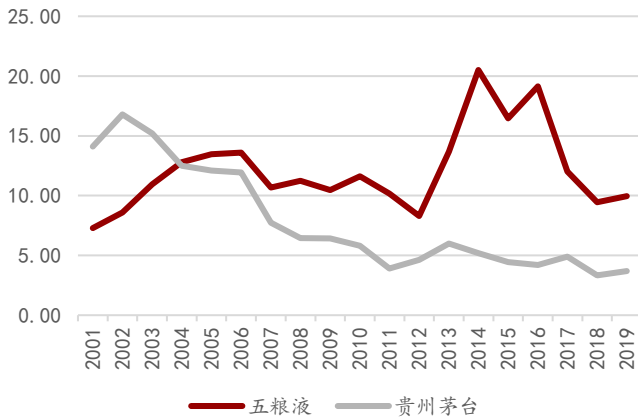
资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

买断经营和 OEM 模式在成功孵化大量品牌的同时，也造成品牌资源竞争性内耗，产品质量良莠不齐弱化了五粮液定位中高端的品牌形象，削弱其竞争力。五粮液的产品虽然延伸出百余个品牌，涵盖中高低端市场，但子品牌延伸过多的问题也初步显露：

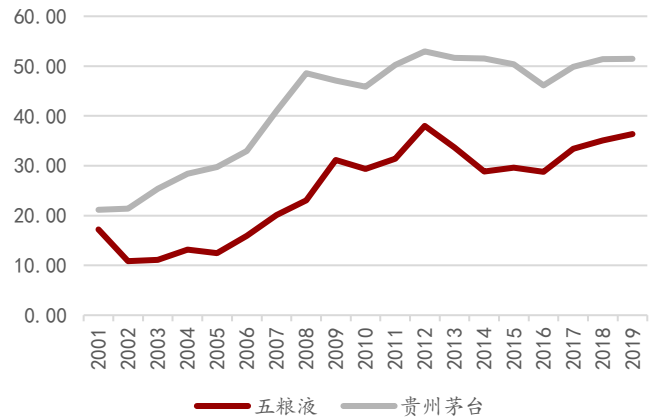
- 子品牌间差异化不足：五粮液延伸出的子品牌间风格及消费者群体间差异较小，同质化较严重。
- 子品牌或对五粮液造成压力：发展太好的子品牌或对五粮液的市场及品牌也将产生竞争压力。

贵州茅台着力打造高端品牌，深挖品牌文化内涵。反观同期，贵州茅台则是专注打造高端品牌，积极挖掘茅台品牌文化内涵。贵州茅台实行高端品牌延伸战略，致力发展利润率高、有较大发展空间的高档白酒市场。主要产品有 53、43、38、33 度“贵州茅台酒”以及 80 年、50 年、30 年、15 年“陈年茅台酒”。针对中低端市场茅台推出中高档的“茅台王子酒”和中低档的“茅台迎宾酒”等茅台酒系列产品。虽然同样也是实行多品牌战略，但茅台对于延伸子品牌定位较清晰，明确区分子品牌与主品牌差异，对于贴牌产品也有严格界定，只引用“茅台集团”标签而不对茅台品牌造成混淆，且多为浓香酒。此外，茅台进一步塑造品牌文化，主品牌发展持续发力。公司总经理袁仁国先生在 1999 年将茅台定位为文化酒，并于 2000 年提出“绿色茅台、人文茅台、科技茅台”的“三个茅台”品牌文化战略。五粮液与茅台不同的品牌战略反映到报表端则是较高的销售费用率及较低的净利率，主因相较于声名远播的主品牌，子品牌需要更大的费用投放力度进行推广，吨价也相对较低。

图表12：五粮液销售费用率04年后反超茅台



图表13：五粮液净利率较低



资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

图表2：五粮液与贵州茅台产品战略对比

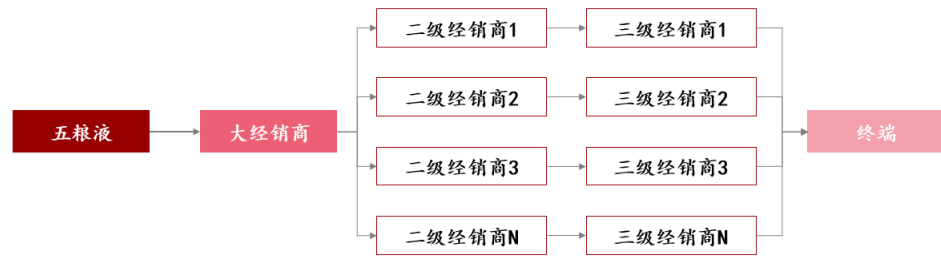
| | 五粮液 | 贵州茅台 |
|-------------|--|-------------------------------------|
| 战略 | 多品牌战略，买断经营和 OEM 贴牌授权模式 | 重点瞄准高端市场，实行高端品牌延伸策略；贴牌产品只引用“茅台集团”标签 |
| 主要产品 | 五粮醇、五粮春、浏阳河、京酒、熊猫酒、百年老店、酒之头、紫光液；高峰时期多达一百多个子品牌，涵盖中高低端市场 | 主品牌：贵州茅台酒、陈年茅台酒 系列酒：茅台王子酒、茅台迎宾酒等 |
| 影响 | 子品牌过度开发，定位模糊，主品牌与子品牌难以区分，损害五粮液主品牌形象 | 聚焦高端市场形成了较强的综合竞争力，树立良好的品牌形象 |

资料来源：公开资料，Wind，万联证券研究所

1.3 渠道：五粮液依赖“大商制”，茅台“小商制”精细运营

五粮液在 1994 年后推广大商制渠道模式，公司以区域为单位，指定实力强大的经销商全权负责该地区五粮液的销售活动，下设二级、三级经销商，由此形成多层次的经销模式；大商在地区内有较强的影响力和把控能力，五粮液凭借大商制模式降低渠道运营成本，快速大面积占领市场份额，此后五粮液长期实行“大商制”战略。步入 21 世纪后，白酒行业迎来 2003-2012 十年黄金期。2003-2008 年五粮液前五大经销商收入占比不断上升，2006 年达到顶峰 78.43%，到 2008 年仍维持在 70% 以上。五粮液践行的大商制弊端在 06 年后凸显，核心大经销商较强的定价权与主导权削弱五粮液渠道管控能力。2013 年后，行业进入深度调整期，政务消费直面冲击，大众消费成为亟需开拓的增长点。虽然 2010 年开始五粮液初步尝试渠道变革，渠道发展有所改善，对于大商的依赖程度大幅下降，但问题仍存，大经销商库存积压严重，迫于资金和存货周转压力进行低价甩卖，造成渠道价格倒挂现象，此外，大商占据更多资源，渠道下沉不畅，未能快速实现大众消费的增长。从公平性上讲，五粮液对大小经销商的返利力度不一致，政策透明度较低。

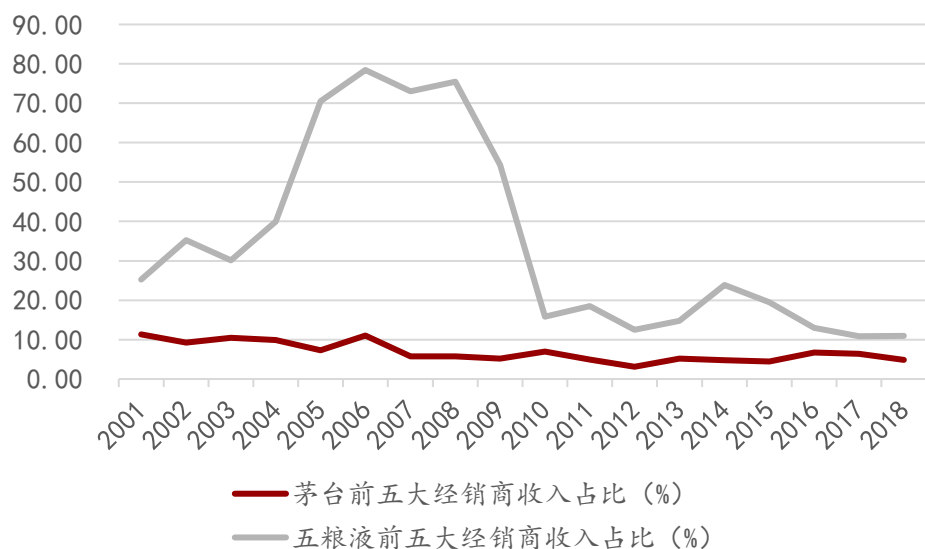
图表14：2003年前五粮液渠道模式



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

茅台前五大经销商收入占比持续低于五粮液，在十年黄金期行业环境一片大好的情况下，茅台开辟团购业务，发展“专卖店+特约经销商+区域经销商+总经销制”体系，进一步丰富渠道体系，渠道精细化的优势凸显。小商虽然更依赖于厂家的品牌力，但便于将营销渠道进行细分化管理，因此“小商”策略帮助茅台在经销商面前有更强的话语权，对于渠道有更直接的把控和更强的管理能力，更快地对市场反应的信息做出反应，迎合消费者的需求。2013年和2014年两次降低代理权门槛，推动渠道下沉，在行业深度调整期中营收及净利润皆实现逆势增长，奠定白酒行业龙头老大地位。2014年茅台股份有限公司出资2500万元与茅台集团及关联公司设立电子商务股份有限公司，意图开拓电商渠道；此后茅台继续拓展渠道，完善线上和线下的营销体系。直到2017年后五粮液才深化渠道变革并力推数字化营销，开始了迎头追赶之路。

图表15：五粮液与茅台前五大经销商收入占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表16: 五粮液与贵州茅台渠道发展对比

| | 1994-2003 年 | 2003-2012 年 | 2012-2016 年 |
|-------------|------------------------------|--|--|
| 五粮液 | 核心“大商制”，迅速大面积占领市场 | “大商制”为主，2010年后尝试渠道变革，建立七大区域营销中心 | 实行“核心经销商直销模式”，由五粮液直接管理约500家经销商的核心队伍，其余小商对接核心大商 |
| 贵州茅台 | 由“批条+生产”转为“经销商+专卖店”，以“小商制”为主 | 发展团购业务，丰富销售渠道，发展“专卖店+特约经销商+区域经销商+总经销制”体系 | 建立自营公司拓展自营规模，降低代理权门槛，并设立电子商务公司，进一步拓宽渠道 |

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

1.4 战略：集团非相关多元化战略一定程度上拖累白酒主业

五粮液在以酒业为主业的基础上，实行多元化的质量规模效益扩张。自上世纪90起，五粮液就开启了多元化发展之路，投资酒精生产、制药等行业，但投资多告失败和收效甚微。2003年起，五粮液在多元化道路上加速前进。2005年涉足日化行业；2006年携手中科院进军光电行业；2009年底五粮液进军汽车行业，与华晨汽车集团合作成立绵阳新晨动力机械有限公司，于2011年将全部股份转让。五粮液频繁涉足不擅长的领域，缺乏相关管理经验，实施非相关多元化战略，一定程度上拖累白酒主业。

图表17: 五粮液集团多元化战略决策

| 时间 | 多元化决策战略 |
|----------|--|
| 20世纪90年代 | 投产5万吨酒精生产线（失败）；投资制药集团（失败）；投资4亿元建立环球塑胶有限公司；投资安培纳斯亚洲威士忌项目亏损；收购与组建印务公司、模具制造企业、塑胶加工等企业 |
| 2002年 | 进军服务业，打造以“五粮液”命名的服装，成效微弱 |
| 2004年 | 宣布进军柴油发动机与OLED显示器 |
| 2005年 | 与香港互美国际生物化妆品公司共同合资组建互美日化有限责任公司 |
| 2006年 | 与中科院光电技术研究所合作共同建立光机电行业特色核心技术研发平台，主要从事光机电领域关键技术的研究和项目产业孵化，进军光电产业 |
| 2009年 | 投资4.2亿成立成都圣山制衣公司；与华晨集团共同投资绵阳新晨动力有限公司、绵阳新华内燃机股份有限公司，宣布进入汽车制造产业。 |

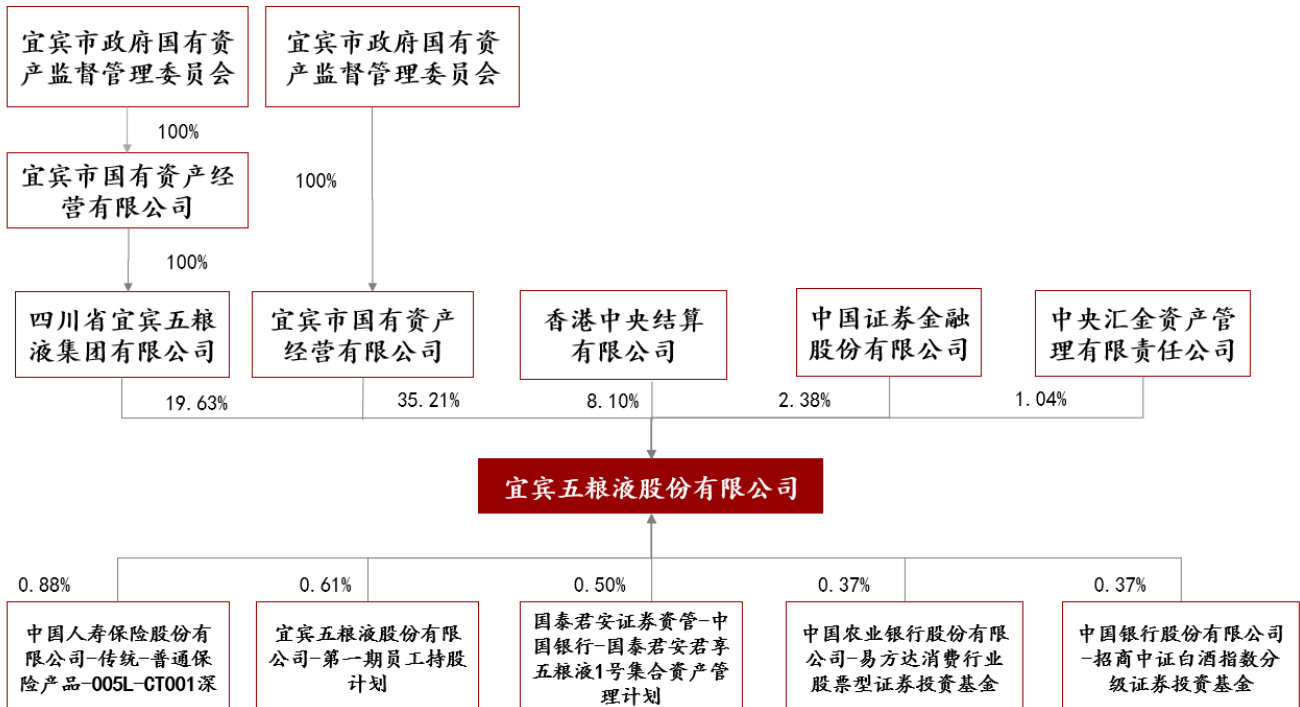
资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

2、第二问：“二次创业”整装出发，五粮液做对了什么？

2.1 定增深度绑定员工&经销商，为公司经营注入活力

2018 年混改落地，提振员工及经销商能动性。公司大股东为宜宾市国有资产经营有限公司（直接持股 35.21%），实际控制人为宜宾市国资委，通过宜宾五粮液集团及宜宾市国有资产经营有限公司合计持有公司股份 54.84%。2018 年 4 月，公司混改定增股份在深圳交易所上市，以 21.64 元/股（远低于当时股价）的价格发行 8564 万股，募集资金总额为 18.53 亿元，认购对象包括国泰君安资管计划/君享五粮液 1 号，分别由公司管理层及员工/经销商及相关人员出资。本次员工持股计划参与对象为公司董事、监事、高级管理人员和其他员工，共计 2,428 人，认购股数为 2369.63 万股，占发行后公司股本总额的 0.61%。根据 2019 年年报数据，公司参与员工持股计划的现任董事、监事、高级管理人员和党委委员（李曙光、陈林、邹涛、杨韵霞、吴国平、朱忠玉、唐伯超、唐圣云、罗伟、赵东、吴建军、彭智辅）通过国泰君安资管计划间接持有约 1,898,683 股，占本次非公开发行股票总数约 2.22%。君享五粮液 1 号的资金来源则为 23 名公司优秀经销商及其相关人员的委托资金，其中包括湖南糖酒（0.01%，占发行后公司总股本比例，下同）、北京朝批（0.01%）、宜宾智溢（0.14%）、银基贸易（0.03%）等。我们认为，本次混改定增深度绑定了管理层、普通员工以及经销商与公司的利益关系，有望调动多方的积极性，为公司经营及发展注入活力。

图表 18：五粮液股权结构



资料来源：公司公告，Wind，万联证券研究所

注：数据截至 2020 年一季度

图表 19：五粮液 2018 年非公开发行情况

| 认购对象 | 认购金额 (亿元) | 认购数量 (万股) | 认购比例 | 占发行后总股本比例 |
|-----------|-----------|-----------|---------|-----------|
| 国泰君安资管计划 | 5.13 | 2369.63 | 27.67% | 0.61% |
| 君享五粮液 1 号 | 4.20 | 1941.40 | 22.67% | 0.50% |
| 泰康资管 | 5.22 | 2410.09 | 28.14% | 0.62% |
| 华安基金 | 2.00 | 924.64 | 10.80% | 0.24% |
| 凯联艾瑞 | 1.99 | 918.37 | 10.72% | 0.24% |
| 总计 | 18.53 | 8564.13 | 100.00% | 2.21% |

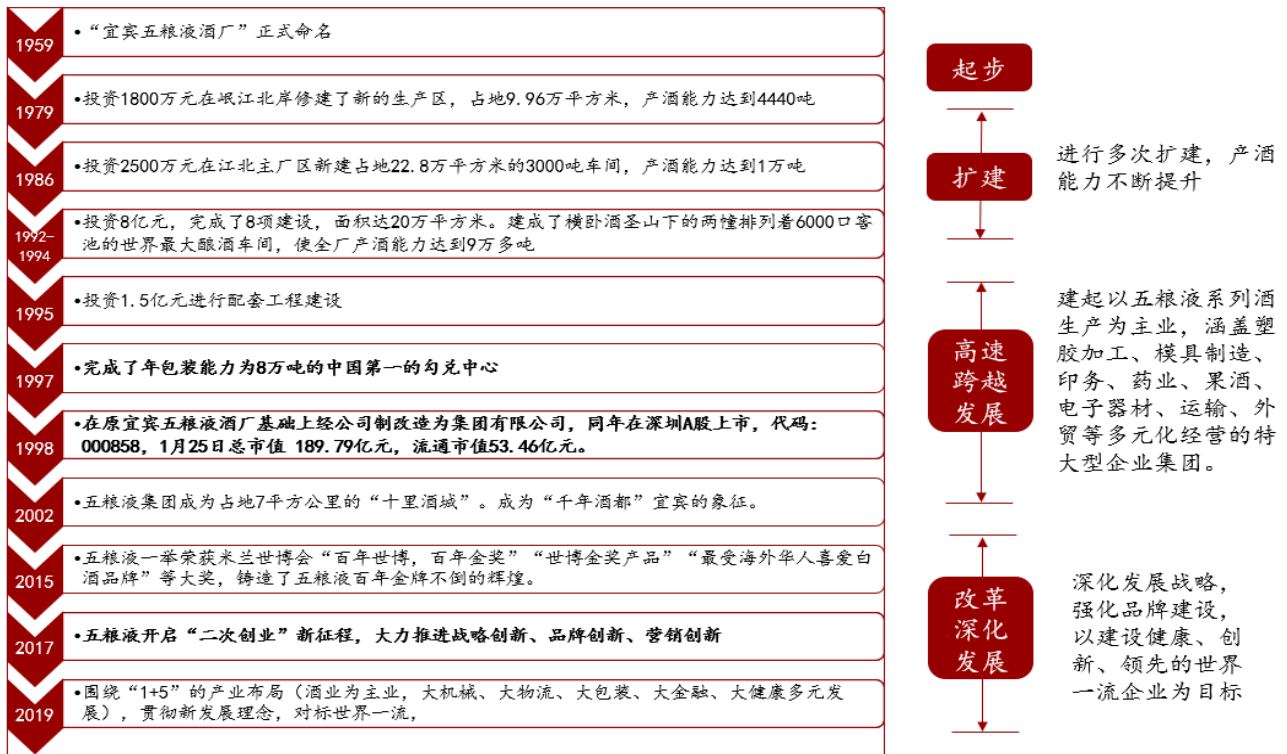
资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.2 名酒基因，不断挖掘品牌价值

历史悠久，古窖沉淀代代匠心；川酒甲天下，精华在宜宾。宜宾早在唐时便是享誉全国的酒都；明时长发升酒坊在此开土挖窖，为五粮液的传奇故事拉开了序幕。时至今日，五粮液拥有以“长发升”、“利川永”等上百口古窖构成的“明清古窖池群落”，最早的建于明初 1368 年的洪武年间。数百年间，这些明清古窖池从未间断发酵，是我国目前考古发现较早的地穴式曲酒发酵窖池，也是迄今为止世界上唯一结构保存最完整、酿酒古法技艺传承最连续、从未间断使用的酒窖。

因集五粮之精华而成玉液，晚清举人杨惠泉将其取名为“五粮液”。1952 年，宜宾地区利川永、长发升、张万和等 8 家古传酿酒作坊，通过公私合营的方式组建“中国专卖公司四川省宜宾酒厂”，在 1959 年正式命名为“四川省地方国营宜宾五粮液酒厂”，1998 年改制为“四川省宜宾五粮液集团有限公司”，现已发展成为以五粮液及其系列酒的生产经营为主，现代制造业、现代包装印务、光学玻璃、现代物流、橡胶制品等产业多元发展的现代企业集团。树立良好的品牌形象需要长时间的积累，悠久的历史和对独特酿造工艺的传承和创新为五粮液塑造高端品牌形象提供浓厚的文化底蕴，对五粮液发挥核心竞争力起着重要作用。

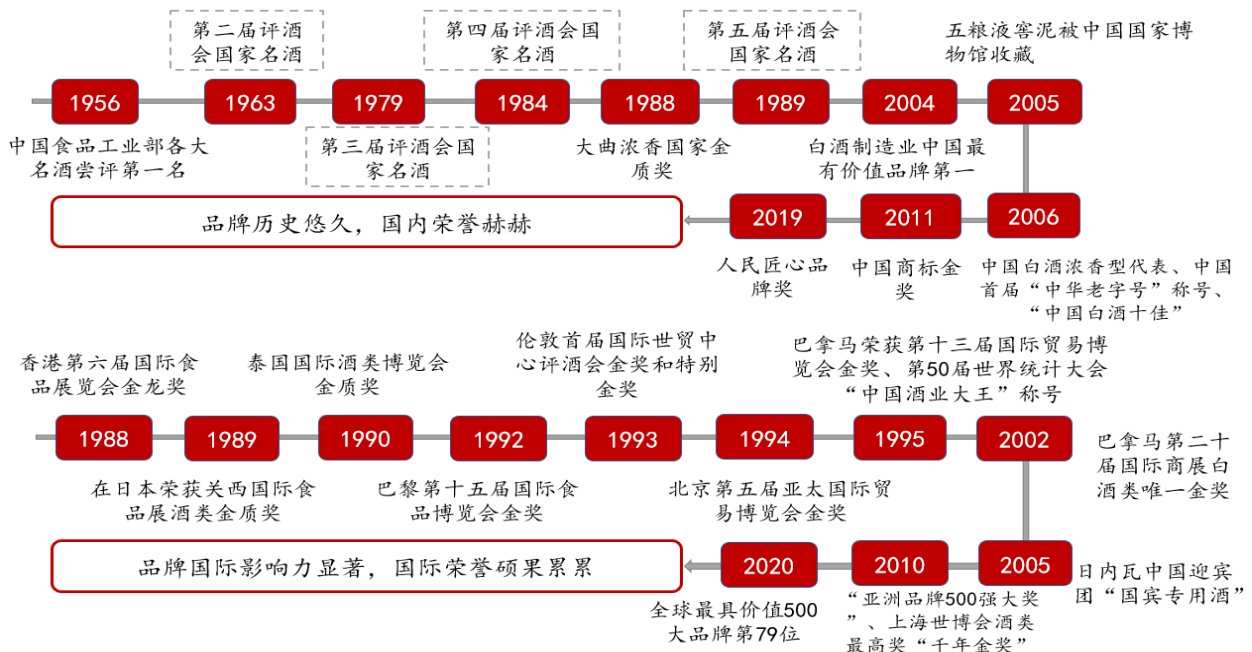
图表 20: 五粮液发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，万联证券研究所

实力雄厚，享誉国内外。除第一届国家评酒会未参选外，自1963年起，历届评酒会上五粮液均被评为“国家名酒”；2004年获得“白酒制造业中国最有价值品牌第一”；2019年获得“人民匠心品牌奖”。五粮液在国外也斩获多个奖项，品牌价值不断凸显。1993年在伦敦首届国际世贸中心评酒会获得金奖和特别奖；在2005年被评为日内瓦中国迎宾馆“国宾专用酒”；2020年在全球价值500大品牌中位列第79。

图表 21: 五粮液国内外荣誉一览



资料来源：公司官网，互联网资料整理，万联证券研究所

多渠道展示品牌文化，夯实品牌价值。多年来，五粮液一直非常重视企业形象和产品品牌的宣传活动。五粮液连续多年在 CCTV-1 的 19 点整点报时展示品牌商标；CCTV-2 著名企业歌曲展播在每晚 10 点新闻结束后播放歌颂五粮液的歌曲；五粮液在 CCTV-2 播放企业故事系列短片介绍其历史、荣誉和品牌故事。**五粮液大力的营销投入充分展示了其实力和品牌自信，使五粮液的品牌深入人心。**五粮液在体育和文化营销方面也十分成功，例如，1998 年五粮液杯名人网球邀请赛、1999 年五粮液长城世纪跳和 2018 年五粮液杯中国汽车场地越野锦标赛；**举办大众活动有力地塑造了五粮液在社会上的品牌声誉，提高了五粮液的知名度。**

品牌文化建设迈入新阶段。2016 年，与京东强强联合，在手机京东开启酒类品类的首个“超级品牌日”，五粮液成为京东酒类首个合作的超级品牌。2017 年首届五粮液文化传承论坛在五粮液集团隆重召开，以青年为主题，以文化为核心，以未来为方向，**展现了年轻一代五粮液人对于品质与匠心的坚守，彰显文化传承的力量和担当，进一步丰富和拓展五粮液文化内涵并提升品牌竞争力；**2019 年五粮液加强品牌文化推广，将传统与新兴媒体有效结合，统筹好广告投放，通过一系列重点项目和重大事件加强品牌传播，借助中国国际进口博览会等多个国际大舞台积极发声，在伦敦等地举办“中国的五粮液 世界的五粮液”五粮液全球巡回品鉴会，进一步提升国际知名度和品牌影响力。8 月，恰逢开学季，启动了《扬帆起航“锦鲤”一生——五粮液“一生酒柜”计划》活动，受益学子将在结婚、生子、生日时累计获赠 52 瓶五粮液庆祝用酒，**布局年轻化市场。**11 月，独家冠名《上新了·故宫》第二季，与大 IP 强强联合。此外，公司成立五粮液文化研究院，**秉持强化传统与时代的融合、内容与形式的融合、物质与精神的融合的“三个融合”战略思路，用独特的形式讲述五粮液品牌故事，有效地挖掘和展示五粮液的品牌文化。**

图表22：2019年“中国的五粮液 世界的五粮液”五粮液全球巡回品鉴会

图表23：五粮液成立文化研究院，李曙光任研究院院长



资料来源：酒业快讯，万联证券研究所

资料来源：佳酿网，万联证券研究所

2.3 梳理产品体系，突出核心五粮液地位

五粮液品牌重塑之路历久弥坚。五粮液在发展过程中逐渐重视前期品牌过度开发稀释品牌价值的问题，在 2015 年提出“1+5+N”品牌战略，2016 年调整为“1+3+5”战略，进一步重塑品牌形象，但受子品牌公司复杂利益连接等影响整体推进较慢。2017 年五粮液首次提出“1+3”战略，强化五粮液经典单品的核心地位；同年 12 月提出系列酒“4+4”战略。2018 年坚持落实“1+3”战略，于 4 月推出改革开放 40 周年纪念酒和新时代国运昌纪念酒，围绕独特、稀缺、个性维度提升品牌价值，随后五粮液还推出了其超高端婚宴定制产品“缘定晶生”系列，继续加码婚宴市场的开发；同时五粮液对于系列自营酒实施“1+4”战略，打造多层次品牌以满足各类大众白酒消费场景需求。2019 年五粮液坚持重塑品牌形象行动，出台“品牌宪法”并分批多渠道下架 73 款同质化产品；五粮液还将三家系列酒公司整合为一，统筹管理系列酒产品。

图表 24：五粮液产品战略沿革

| 时间 | 产品战略 | 含义 |
|--------|------------|--|
| 2003 年 | 1+9+8 | 1 个世界性品牌：五粮液 9 个全国性品牌：五粮醇、五粮春、五粮神、金六福、浏阳河、百年老店、尖庄、火爆、干一杯 8 个区域性品牌：华东（江南古坊）、华南（老广东）、西南（蜀粮醇）；华北（华北醇）、中原（龙晶玉液）、两湖（两湖春）、西北（亚克西）、东北（玉酒） |
| 2015 年 | 1+5+N | 1 个高端产品：五粮液 5 个中低档产品：五粮醇、五粮春、五粮特曲+头曲、绵柔尖庄、六合液 N：打造其他区域性代表品牌 |
| 2016 年 | 1+3+5 | 1 个核心产品：五粮液 52 度 3 个战略性单品：交杯牌五粮液、五粮液 1618、五粮液低度系列 5 个个性化品牌：五粮春、五粮醇、五粮特曲、头曲、绵柔尖庄 |
| 2017 年 | 1+3 | 1：力求做精做细核心产品 52 度新品五粮液 3：五粮液品牌核心产品体系延展的三个维度：（1）打造独特、稀缺、个性的高端五粮液系列；（2）打造年轻化、时尚化、低度化的五粮液系列；（3）打造国际版五粮液系列 |
| 2017 年 | 4+4 | 4 个全国性单品：五粮醇、五粮春、五粮头特曲、尖庄 4 个区域性单品：五粮人家、百家宴、友酒、火爆 |
| 2018 年 | 1+3 | 1：普五 3：高端版五粮液、年轻化、时尚化和低度化五粮液、国际版五粮液 |
| 2018 年 | 1+4 | 1：尖庄，覆盖 200 元以下价位全国性的核心品牌 4 个核心品牌：五粮人家、百家宴、火爆、友酒 |
| 2019 年 | 1+3 | 1：普五 3：五粮液 1618、五粮液交杯酒、低度五粮液 |
| 2019 年 | 清理同质化产品 | 出台“品牌宪法”，分批清理高仿系列酒； 下发通知将同质化产品从各大电商、线上渠道、商超及卖场下架，涉及五粮陈、五粮国宾、五粮迎宾酒、五粮国宾、五粮 PTVIP、五粮陈、五粮精酿、五粮情等 73 款单品 |
| 2019 年 | 整合系列酒公司 | 将原宜宾五粮液系列酒品牌营销有限公司、宜宾五粮醇品牌营销有限公司、宜宾五粮特头曲品牌营销有限公司整合为一家公司，统筹管理五粮液系列酒品牌 |
| 2020 年 | 1+3 | 1：做好核心大单品第八代经典五粮液 3：打造超高端 501 五粮液（明池、清池系列）、80 版经典五粮液以及 39 度经典五粮液 |
| 2020 年 | 四个全国性战略大单品 | 系列酒 4 个全国性战略大单品： 重点打造五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄等四个全国性战略大单品。 |

资料来源：公司公告，公司官网，互联网资料整理，万联证券研究所

五粮液在 2020 年将继续推进“1+3”产品战略，主推四大单品。公司集中资源打造核心重点品牌——第八代经典五粮液，巩固其所塑造的中高端品牌形象。五粮液于 19 年 3 月推出来自五粮液 501 车间的“明池酿造”及“清池酿造”的超高端产品——501 五粮液，具有**限定车间、限定窖池和限定匠人**三大特点，并限量发售，极具稀缺性。该系列产品定位超高端消费人群，激活超高端市场，借助产品独特、稀缺和个性化的特点以提升品牌辨识度，重塑高端产品价值体系，有助于缩短其与茅台的距离。此外，公司还重点打造 80 版经典五粮液、全新 39 度五粮液。2019 年系列酒公司完成整合后，**2020 年五粮液将聚焦四个全国性战略大单品，持续优化产品结构**，力求做大做强系列酒产品，按重点品牌重点打造、重点市场重点投入的基本原则，将五粮春、五粮醇打造为 20 亿元级大单品，将尖庄、五粮特曲打造为 15 亿、10 亿元级大单品，布局不同价格层次，进一步扩大系列酒在全国和区域的销售规模和市场规模，并满足消费者在不同场景下的个性化需求。五粮浓香系列酒公司于 2 月推出 70° 火爆原度小酒，瞄准追求高品质及高度数的年轻消费者。

图表 25：五粮液“1+3”&系列酒“4+4”战略



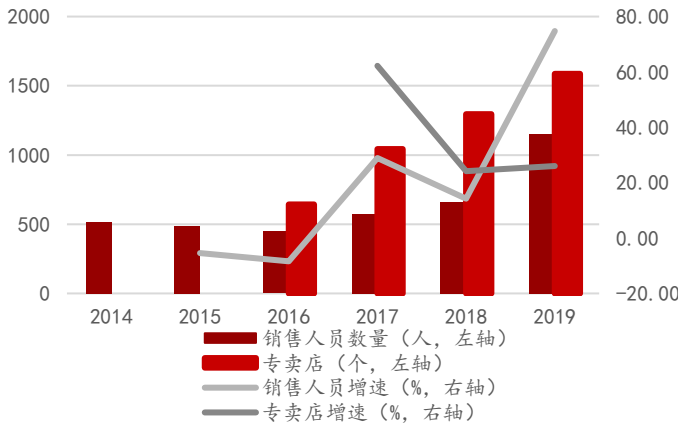
资料来源：公司公告，公司官网，互联网资料整理，万联证券研究所

2.4 渠道扁平化，数字化赋能

推动营销渠道下沉和精细化：2017 年，五粮液推进“百城千县万店”工程，计划在上百个大中城市、上千个重点县区建设上万家核心销售终端，包括依托专卖店、旗舰店和社会有影响力的销售终端；2017 年新增专卖店 400 余家，2019 年五粮液发展的专卖店数量达到 1587 家，较上年新增 292 家 (YoY+25.98%)。同时公司也在加速扩充

销售队伍，截至2019年，公司销售人员达到1150人，同比增长75%。我们认为，“百城千县万店”工程助力公司进一步推进渠道扁平化及下沉程度，叠加销售队伍的扩容，对渠道终端的掌控能力不断加强，此外，“百城千县万店”工程也是公司数字化营销转型的重要载体。

图表26：公司销售人员、专卖店数量及其同比



图表27：公司专卖店分布

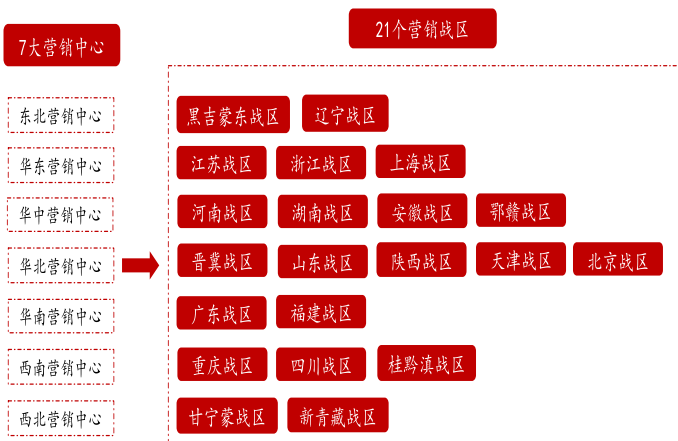


资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司官网，万联证券研究所

平台型组织营销变革，成立21个营销战区，8大核心营销战区。2019年，五粮液将七大营销中心制度转变为营销战区制，以省为基础，从市场容量、市场潜力、竞争态势三个维度着手，构建单省营销战区或多省合一的营销战区，与经销商紧密联合，在国内成立21个营销战区和60个营销基地，营销改革将帮助公司更加贴近市场、贴近终端、贴近消费者，实现对市场的精耕细作和高效服务。

图表28：7大营销中心裂变为21个营销战区



图表29：营销战区划分总揽地图



资料来源：公司公告，万联证券研究所

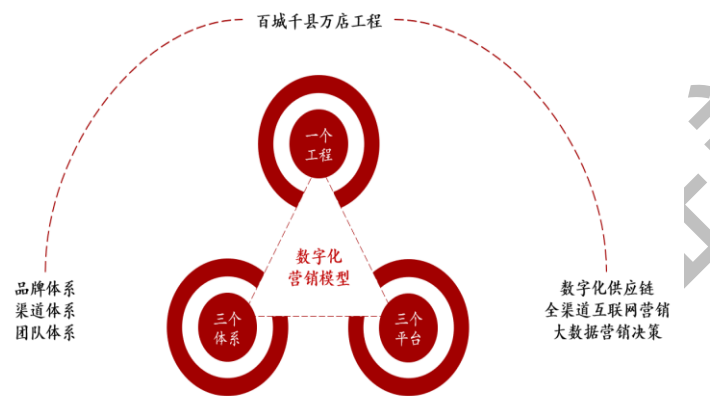
资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：底色为大红色的地区为8大核心营销战区

数字化赋能下导入控盘分利模式，加快营销数字化转型。2017年起，公司相继与IBM、SAP合作，标志着数字化转型正式启动。2019年，公司推进五粮液专卖店服务升级和五粮液核心终端体系建设，完成对国际性、全国性大卖场的产品供应链整合，最终形成数字化终端营销。同年，五粮液导入“控盘分利”模式，从供应链、渠道、消费者三个维度，对价格盘、货物盘、需求盘三个核心盘，秩序盘、渠道盘、服务盘三个辅

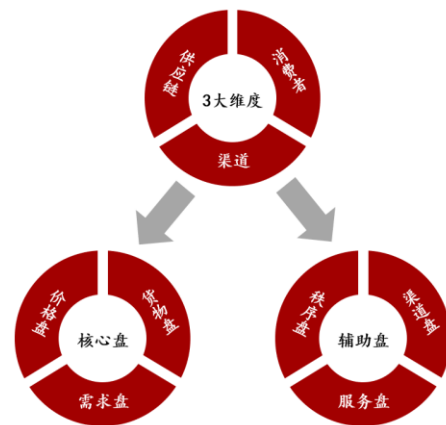
助盘进行管控，致力于严格管控渠道库存和市场价格，保证渠道各环节的合理利润。为精准识别消费者群体、渠道维护、经营决策提供大数据支撑，五粮液实现“箱码-盒码-盖内码”三码合一的货码一体化绑定，实施“商家入库扫码—商家出库扫码—终端入库扫码—消费者购买扫盖内码”的全程扫码机制，设置基于单次扫码以及扫码统计数据的异常违规处理机制，厘清经销区域和经销渠道，联结厂家、经销商和销售终端。第八代五粮液作为数字化产品，通过全程扫码机制，其营销数据反映在营销指挥中心。控盘分利模式帮助五粮液多角度实时掌握产品销售情况，及时调整销售规划以实现业绩目标，同时也有效地对货流异常情况进行监控和处理。

图表30：数字化营销模型



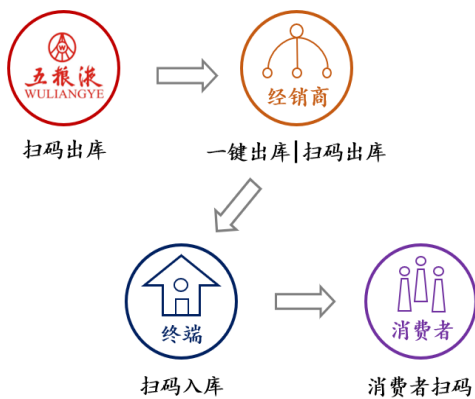
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表31：公司导入控盘分利模式



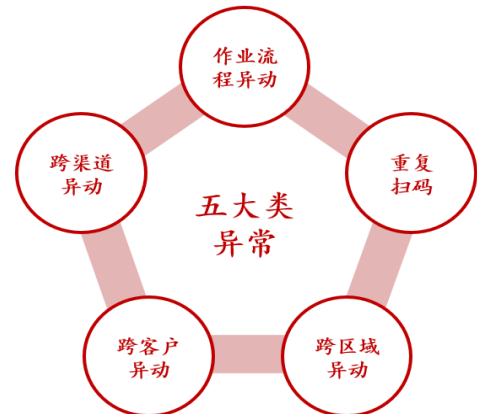
资料来源：微酒，万联证券研究所

图表32：构建稳定透明的扫码机制-层层扫码



资料来源：公司公众号，万联证券研究所

图表33：基于单次扫码的异常违规判定

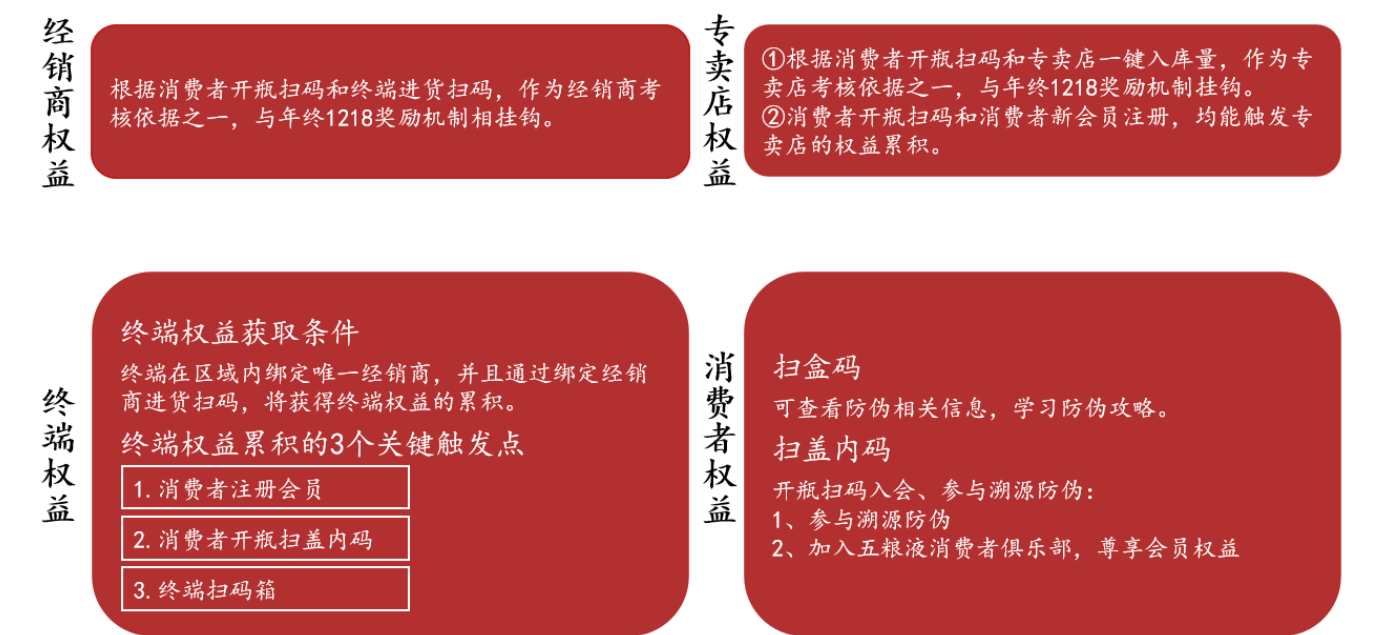


资料来源：公司公众号，万联证券研究所

为加速数字化转型，五粮液为渠道各个环节的扫码提供了激励措施。从经销商角度，公司将消费者开瓶扫码和终端进货扫码作为经销商考核依据之一，与年终 1218 奖励机制相挂钩；从消费者角度，一方面消费者可查看防伪相关信息，学习防伪攻略，另一方面可加入五粮液消费者俱乐部，享受会员权益。2019 是“控盘分利”的元年，公司也于当年经销商大会上加大了对经销商的奖励力度，星级奖获奖家数为 774 家 (YoY+36%)，单项奖获奖家数为 1112 家 (YoY+121%)，贡献奖获奖家数为 120 家 (YoY+76%)，星级奖最高奖励 85 万元，特别贡献奖最高奖励 500 万元。我们认为营销数字化转型是公司提高运营效率、增强渠道控制力、挺价控量的重要武器，渠道价

格不断理顺，经销商利润增厚，信心及动力也随之提高，有助于公司长期健康的发展。

图表 34：数字化营销渠道激励机制



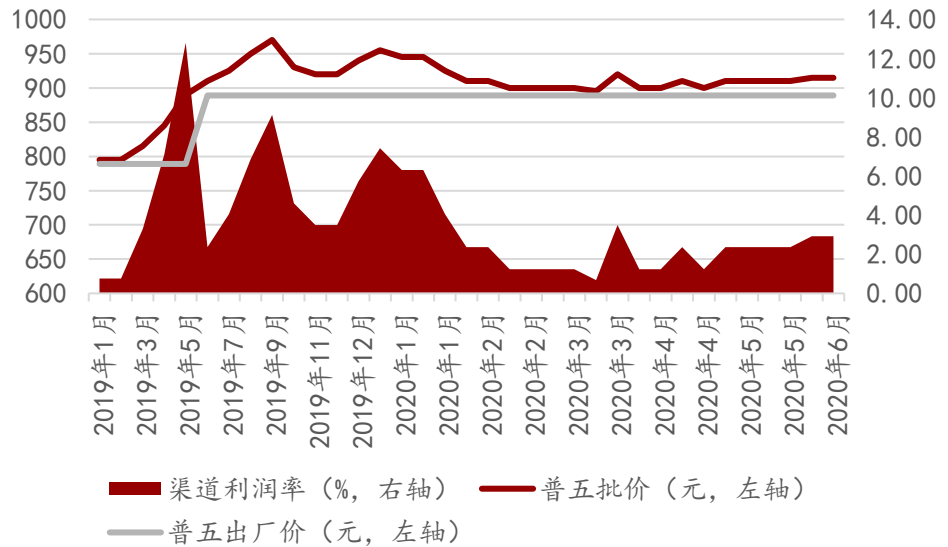
资料来源：公司公众号，万联证券研究所

图表 35：五粮液 2019 年共商共建共享经销商大会奖励名单

| 奖项大类 | 奖项小类 | 获奖家数 (小类) | 获奖家数 (大类) | YoY (大类) |
|---------------|---------------|-----------|-----------|----------|
| 星级奖 | 六星级运营商 | 40 | 774 | 36% |
| | 五星级运营商 | 58 | | |
| | 四星级运营商 | 231 | | |
| | 六星级专卖店 | 53 | | |
| | 五星级专卖店 | 84 | | |
| | 四星级专卖店 | 308 | | |
| 单项奖 | 跨越发展奖 | 145 | 1112 | 121% |
| | 品牌拓展奖 | 213 | | |
| | 市场维护奖 | 504 | | |
| | 品牌专销特别奖 (十年) | 28 | | |
| | 品牌专销特别奖 (二十年) | 73 | | |
| | 风雨同舟特别奖 (四十年) | 7 | | |
| | 风雨同舟特别奖 (三十年) | 16 | | |
| 风雨同舟特别奖 (二十年) | 126 | | | |
| 贡献奖 | 特别贡献奖 | 14 | 120 | 76% |
| | 突出贡献奖 | 29 | | |
| | 优秀贡献奖 | 77 | | |

资料来源：糖酒快讯，万联证券研究所

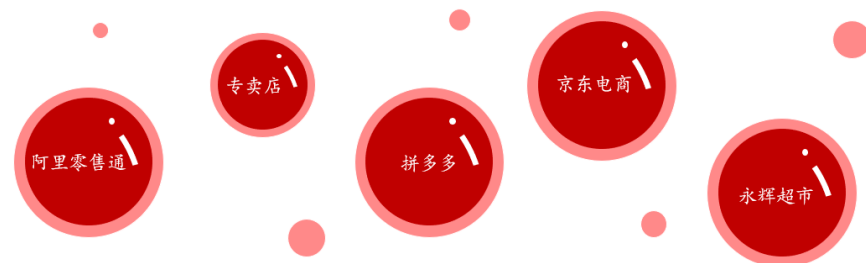
图表36：普五渠道价格理顺



资料来源：渠道调研，万联证券研究所

线上线下一体化：五粮液通过一整套数字化工程的建设，启动了智慧零售体系建设项目，正式推出“五粮云店”，全国五粮液专卖店正式开启“云上服务”，**打造线上线下一体化的营销互动场景和消费者无接触式产品配送服务，提前锁定客户消费订单和消费信息，强化市场布局。**五粮液与阿里巴巴达成战略合作，在阿里云、天猫、零售通、金融、营销数字化流程平台以及物流服务等领域开展重点合作。借助阿里的领先技术和庞大的用户数量，五粮液在“互联网+”时代积极发展新零售，加快推进数字化营销改革进程，实现营销渠道的创新，为销量增长提供动力。公司积极推行以消费者为中心的智慧零售，直接对接消费者，并开展珍品拍卖、秒杀、拼团、抽奖各项活动，为广大消费者谋福利。**2020年五粮液成立新零售公司**，加码线上渠道布局，提高营销精准度，将继续加深与线上零售平台、新零售连锁、新型电商平台、银行特殊渠道深度合作，建立运营管理标准，把新零售公司建设成五粮液品牌宣传平台、产品销售平台和消费者互动平台。

图表37：智慧零售提升消费体验



资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.5 稳健扩产，优质酒产能优势凸显

五粮液卓越的酿造工艺打造强大产品力。五粮液采用五种粮食作配方、“包包曲”作糖化发酵剂、陈年老窖作发酵设备、独特的纯粮固态发酵工艺酿造出品质完全的世界名酒五粮液，主要产品“五粮液酒”作为我国浓香白酒的典型代表享誉全球。**窖池、窖泥是浓香白酒的核心竞争力，也是浓香酒企高端化进程上的重要后盾。**公司拥有数量最多、历史最悠久、连续生产时间最长的明代古窖池群，拥有数万口上至明初古窖下至几十年不等的地穴式发酵窖池，拥有国内最大的单体酿酒生产车间。公司依托其窖池优势，打造五粮液 1618、五粮液 501 等超高端产品，提升盈利能力的同时，更进一步夯实五粮液的高端品牌形象。此外，其系列酒，如五粮春、五粮醇、五粮特/头曲及绵柔尖庄等产品的酿造工艺特点也不尽相同。

图表 38：五粮液产品酿造工艺

| 分类 | 品牌 | 酿造工艺 |
|-------------|-----------|---|
| 主 品 牌 | 普五 | 采用高粱、大米、糯米、小麦、玉米五种粮食为原料，酿造出的香味纯浓的“杂粮酒”。传承五粮液古法酿造工艺，以“包包曲”为糖化发酵剂，经过“酿造”、“陈酿”、“勾兑”而成。基酒存储期为 1 年半到 3 年。 |
| | 五粮液 1618 | 延续五粮液的酿造技术，同样采用高粱、糯米、大米、小麦和玉米五种粮食，糖化发酵剂以纯小麦制曲，发酵窖是陈年老窖，发酵期在 70 天以上，并用老熟的陈泥封窖。同时，用明代古窖池（1618 年前后的明代古窖池）发酵的酒进行勾兑得到。 |
| | 交杯牌酒 | 同样采用高粱、糯米、大米、小麦和玉米五种粮食进行酿造，但基酒存储周期比普五更长，同时采用更多的明代古窖池的基酒进行勾兑。 |
| | 五粮液 501 | 以高粱、大米、糯米、小麦、玉米五种粮食为原料，在 501 生产车间（聚集了全国规模最大的明清古窖池群落）酿造而成，由经过至少 30 年酿酒经验的匠人在指定古窖池酿出来。 |
| | 39 度五粮液 | 以高粱、大米、糯米、小麦、玉米为原料，坚守纯粮酿造发酵工艺。低度白酒与高度白酒一脉相承，成品低度酒是高度酒通过降度处理得来的，优质低度白酒是对基酒及工艺的要求很高，生产成本高，周期更长，优质低度白酒要比高度白酒多至少需要 2 年以上的陈酿时间。 |
| 系 列 酒 | 五粮春 | 以高粱、大米、糯米、小麦、玉米五种粮食为原料，以“包包曲”为糖化发酵剂，经过“酿造”、“陈酿”、“勾兑”、“检测”、“包装”精制而成，在传统的经典工艺基础上，五粮春形成了以计算机专家系统和技术专家相结合的独具特色的综合工艺技术，并将现代分析技术和现代分析仪器用于生产的全过程。（同工艺、同原料） |
| | 五粮醇 | 以小麦、大米、玉米、高粱、糯米 5 种粮食为原料，以“包包曲”为动力，经明代老窖双轮低温发酵酿制。 |
| | 五粮头曲、五粮特曲 | 采用高粱、大米、糯米、小麦、玉米五种粮食配方酿造，特曲采用品质最好酒曲，贮存期一般为三年；头曲采用次等级品质酒曲，贮存期一般为一年。 |
| | 五粮尖庄 | 采用高粱、大米、糯米、小麦、玉米五种粮食配方，以传统的酿制工艺与现代科技相结合，选用优质基酒，利用串蒸工艺进行串蒸后进行勾兑而成。 |

资料来源：酒市网，酒业家，酒业网，互联网资料整理，万联证券研究所

纯粮固态发酵产能行业领先，稳健扩产+提升优品率保障高端酒供应。首先，优质酒产能=总产能*优品率。总产能：公司拥有长发升、利川永、金恒昌、刘鼎兴、钟三和、

听月楼、张万和、天赐福八家古传酿酒作坊为代表的明清古窖池群 179 口，初步小规模发掘的明代古窖池 118 口，合计产能约 450 吨。建国后先后进行了 5 次大的扩建，1992-1994 年，投资 8 亿元，完成了 8 项建设，面积达 20 万平方米，建成了横卧酒圣山下的两幢排列着 6000 口窖池的世界最大酿酒车间，使全厂产酒能力达到 9 万多吨。截至 2019 年，公司经过近几十年的发展，已经形成了“十里酒城”规模，具备年产二十万吨以上的纯粮固态发酵白酒能力。公司规划 12 万吨纯粮固态产能将逐步达产，2020 年产能将达 22 万吨。**优品率：**优品率与窖池年龄密切相关，窖龄越久，优品率越高，百年以上的明清古窖优品率可达到 75% 以上，窖龄 10 年以下的窖池基本不具备生产五粮液及其以上产品所需原酒的能力。随着时间的推移，五粮液窖池的综合优品率也会随之提高。公司规划未来实现 30 万吨以上纯粮固态产能，根据我们测算，2025 年优质酒产能有望突破 4 万吨，届时优品率约为 13%，我们认为，优品率有望随着公司酿造工艺的提高进一步上行，产能扩张叠加优品率的提高将是公司在高端白酒市场的重要竞争优势。

100 万吨原酒总储藏能力助力提升产品力。2020 年，公司将确保 30 万吨陶坛陈酿酒库一期工程全面竣工投产，二期工程尽快开工建设。公司规划将原酒总储藏能力达到 100 万吨，原酒储存周期的延长得到保障，进而为产品力的提升奠基。

图表 39：五粮液优质酒产能测算（至 2025 年）

| 时间 | 总产能 (吨) | 新增产能 (吨) | 窖池年龄 (2020 年) | 窖池年龄 (2025 年) | 优品率 (2020) | 优品率 (2025) | 2020 优质酒产能 (吨) | 2025 优质酒产能 (吨) |
|-----------|------------|-------------|------------------|------------------|---------------|---------------|----------------------|----------------------|
| 明清以来 | 450 | 450 | 百年以上 | 百年以上 | 75% | 75% | 338 | 338 |
| 1958 | 1141 | 691 | 62 | 67 | 55% | 60% | 380 | 415 |
| 1979 | 4440 | 3299 | 41 | 46 | 30% | 35% | 990 | 1155 |
| 1986 | 10000 | 5560 | 34 | 39 | 23% | 30% | 1279 | 1668 |
| 1992-1994 | 90000 | 80000 | 26-28 | 31-33 | 18% | 22% | 14400 | 17600 |
| 2002 | 150000 | 60000 | 18 | 23 | 8% | 16% | 4800 | 9894 |
| 2003 | 210000 | 60000 | 17 | 22 | 8% | 16% | 4800 | 9600 |
| 2013 | 212000 | 2000 | 7 | 12 | 0% | 5% | 0 | 100 |
| 2020E | 220000 | 8000 | 0 | 5 | 0% | 0% | 0 | 0 |
| 总计 | | | | | 12% | 13% | 26986 | 40769 |

资料来源：公司公告，公司官网，互联网资料整理，万联证券研究所测算

注：优品率为当年优质酒测算产能/当年规划产能，优质酒产能为合计值

假设窖龄百年以上的窖池优品率约 75%，60 年以上窖池优品率约 55%-60%，45 年以上优品率 35% 以上，40 年上下的优品率约 30%，25-35 年的优品率在 20% 附近波动，20 年以上的优品率约 16%，不足 20 年的优品率约 8%，10 年以上的优品率不足 5%，10 年以下的优品率近似为 0。

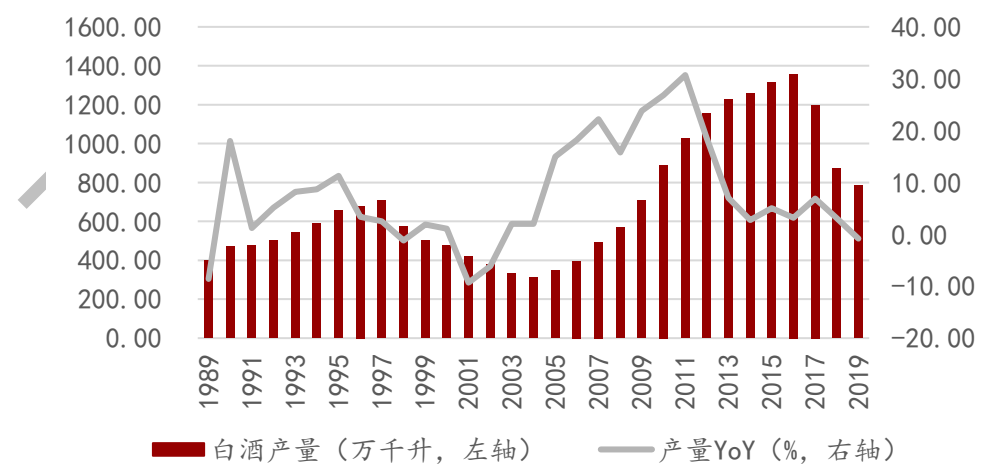
3、第三问：五粮液的空间在哪，未来增长如何驱动？

3.1 一人之下，万人之上，高端酒供不应求五粮液是外溢需求的承接首选

3.1.1 大众消费崛起叠加消费升级，高端酒市场未来仍将扩容

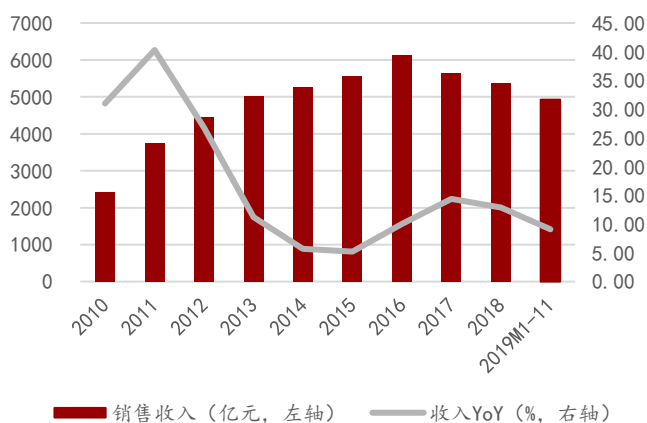
2019年我国白酒产量同比下滑，行业存量竞争时代下，仍处于结构性驱动的景气周期中。自行业度过深度调整期后，2015年开始，行业整体收入及利润增速明显回升，产量增速依旧较低，保持个位数的增长，2019年，我国白酒产量785.9万千升，同比下滑0.8%，主因此轮景气周期由大众消费崛起，消费升级带来的行业高端化、品牌化驱动，收入增长中价格因素贡献较大。此外，上市酒企收入增速快于行业整体同样可以验证上述逻辑。2018年规模以上企业实现销售收入5363.83亿元（同比+12.9%），全国名酒开始通过加快全方位市场下沉挤压中小酒企的生存空间，在龙头提价及集中度提升的驱动下，行业整体盈利能力提升，规模以上酒企利润总额快速上升，2017/2018年达到1028/1251亿元，同比增长35.79%/29.98%。2019年1-11月我国规模以上白酒企业实现销售收入4927亿元（+9.11%），实现利润总额1212亿元（+19.87%）。

图表40：1989-2019我国白酒产量及同比增速

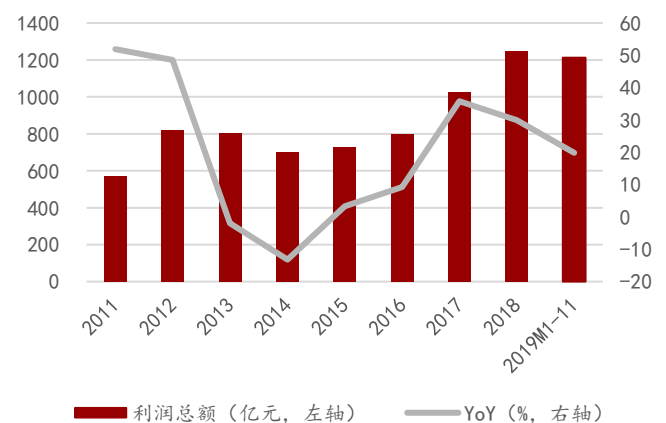


资料来源：Wind，国家统计局，万联证券研究所

图表41：近年我国规模以上白酒企业销售收入及同比



图表42：规模以上酒企利润总额逐年上升



资料来源：国家统计局，中国酒业协会，前瞻产业研究 资料来源：国家统计局，中国酒业协会，万联证券研究

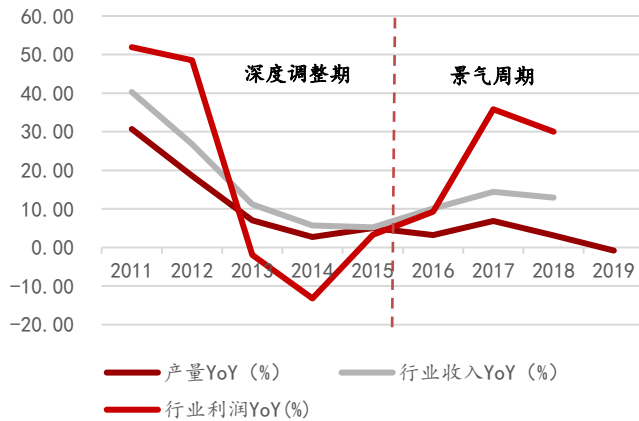
院, 万联证券研究所

注: 销售收入绝对额及同比增速皆为国家统计局及中国酒业协会公布数字, 以绝对额计算出的同比增速与公布值有差异因基数调整。

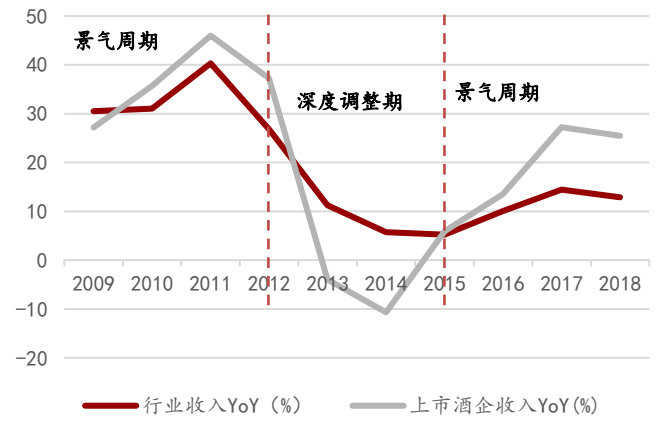
所

注: 利润总额绝对额及同比增速皆为国家统计局及中国酒业协会公布数字, 以绝对额计算出的同比增速与公布值有差异因基数调整。

图表43: 近年来我国白酒行业产量、收入及利润增速



图表44: 2009-2018年行业及上市酒企收入增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 国家统计局, 万联证券研究所

我们根据各品牌白酒的终端零售价将其分为以下四个档位, 整体来看, 高端酒产量占比极低, 不足1%, 规模占比不足20%, 具有一定的上升空间, 内部竞争格局稳定, 代表企业业绩确定性最强, 是我们心中的最优赛道。

图表45: 各价格带白酒概况

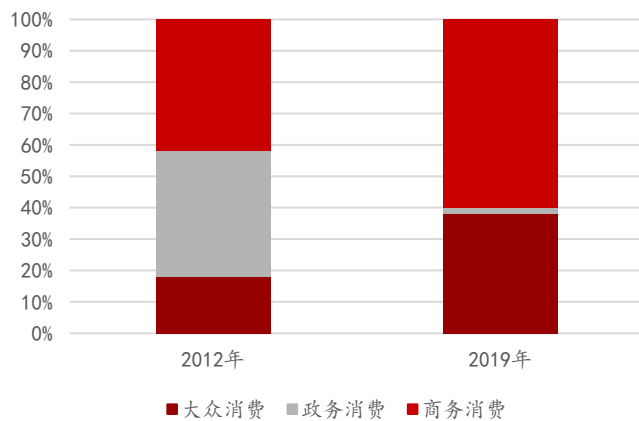
| | 价格带 | 代表酒企 | 代表产品 | 主要消费场景 | 规模特点 | 竞争格局 |
|------|----------|--------------------------|-------------------------|----------------|-------------------------|-----------------------|
| 高端酒 | 大于700元 | 贵州茅台, 五粮液, 泸州老窖 | 飞天茅台、普五、国窖1573、梦9等 | 商务宴请、礼品社交、收藏投资 | 产量占比极低, 规模占比不足20% | 寡头垄断格局稳定, CR3约95% |
| 次高端酒 | 300-700元 | 山西汾酒、剑南春、郎酒、水井坊、酒鬼酒、今世缘等 | 水晶剑、青花、红花郎、梦之蓝、国缘、臻酿八号等 | 商务宴请、自饮、礼品社交 | 产量规模占比均较低 | 垄断竞争格局, 仍不稳定, CR3约43% |
| 中端酒 | 100-300元 | 古井贡酒、口子窖等 | 古5、口子5等 | 聚会、自饮、走亲访友 | 产量占比超10%, 规模占比大, 不足40% | 完全竞争格局, 集中度低, CR3约10% |
| 低端酒 | 低于100元 | 顺鑫农业等 | 牛栏山、老村长、红星等 | 自饮、聚会 | 产量占比大超80%, 规模占比大, 不足40% | 完全竞争格局, 集中度最低, CR3约5% |

资料来源: 公司公告, 互联网资料整理, 万联证券研究所

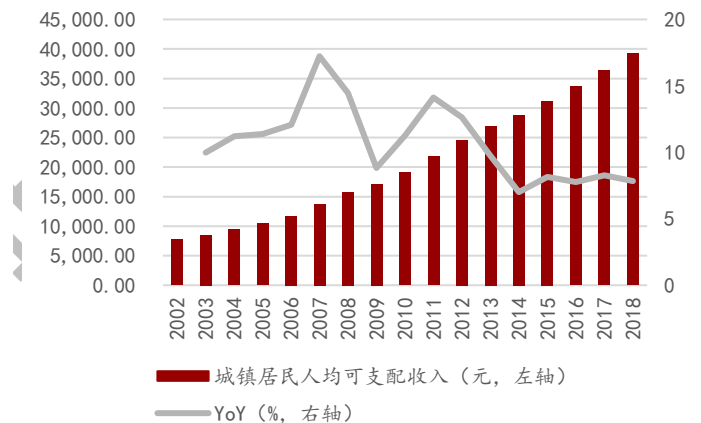
大众消费崛起, 消费升级为高端白酒需求提供有力支持, 消费者购买意愿及能力的不断提升为行业发展增添动力。2012年后, 高端白酒的政务消费逐渐退出历史舞台, 是大众消费拿起了接力棒, 发展至今, 我国高端白酒政务消费占比已从2012年的40%

萎缩到 2019 年的 2%，而大众消费则相应地增加 20pct 至 38%。高端白酒市场的核心消费驱动力已由“政商务消费”转化为“商务+大众消费”，带动行业朝着更加健康及稳定的方向发展。近年来我国城镇居民人均可支配收入持续增长，消费水平不断提高，高净值人群规模也快速上升，高端白酒在礼品社交属性、面子属性以及投资收藏属性上的优势也被进一步激活，消费者“喝好酒、喝健康酒、喝品牌酒”的诉求愈发强烈，消费者购买高端白酒的意愿提高，与此同时其购买能力也不断提升，我们采用城镇居民人均可支配收入/500ml52 度高端酒均价测算高端酒相对购买力，我们发现该比值近年来呈上升趋势。近年来高端酒量价双升，规模快速上升，但占比仍不足 20%，提升空间仍在。

图表46：大众消费承接政务消费



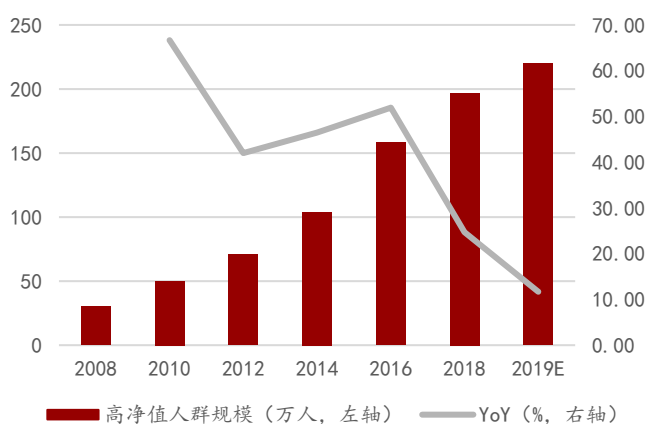
图表47：我国城镇居民人均可支配收入保持增长



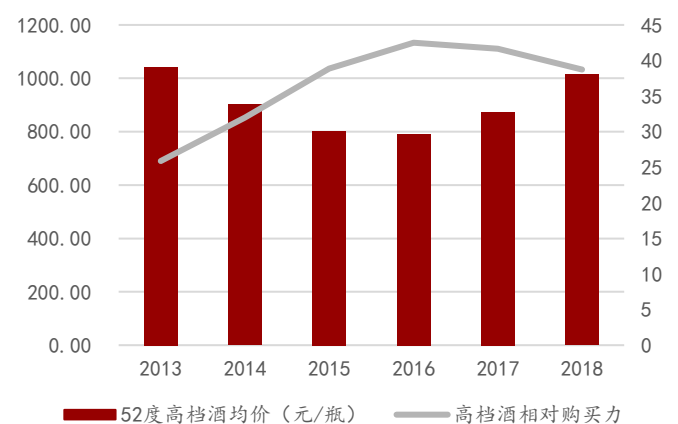
资料来源：微酒，前瞻产业研究院，万联证券研究所
注：2019年的数据截至前瞻产业研究院报告发布日期
2019年6月13日

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表48：我国高净值人群规模逐年上升



图表49：我国居民购买高端酒能力呈上升趋势



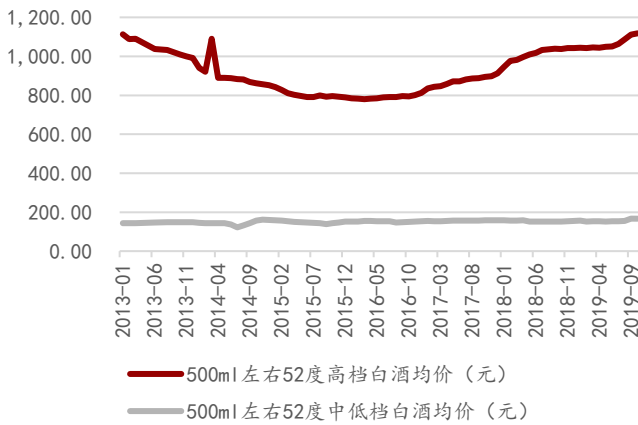
资料来源：贝恩公司，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

高端酒量价双升，规模快速上升，占比仍不足 20%。价：高端酒消费需求提高，叠加高端酒供给不足，零售价格呈上涨趋势。销量：茅五泸三家高端酒销量快速上涨。2018 年高端酒合计销量超 6 万吨，销量占比快速上升后仍较低，主因产能受限，供给不

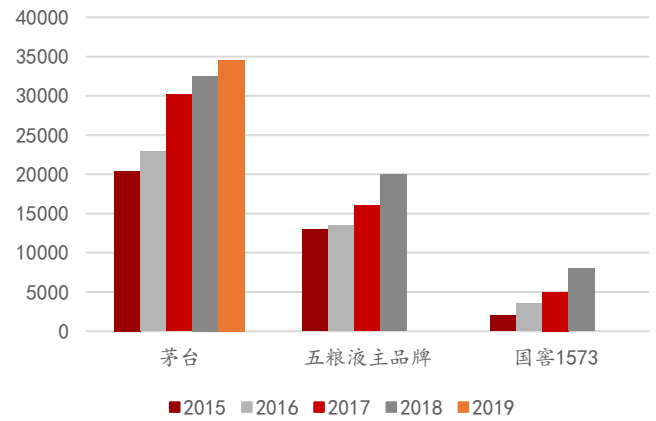
足。**规模：**我国消费者购买高端酒的意愿及能力不断增强，三大高端酒代表（飞天茅台，普五，国窖 1573）在量价双升的驱动下，营收规模快速上升，占规模以上白酒企业总营收的比例也逐年上升。2018 年高端酒整体市场规模约 1100 亿元，占比约为 18%。

图表50：高端酒零售价格呈上升趋势



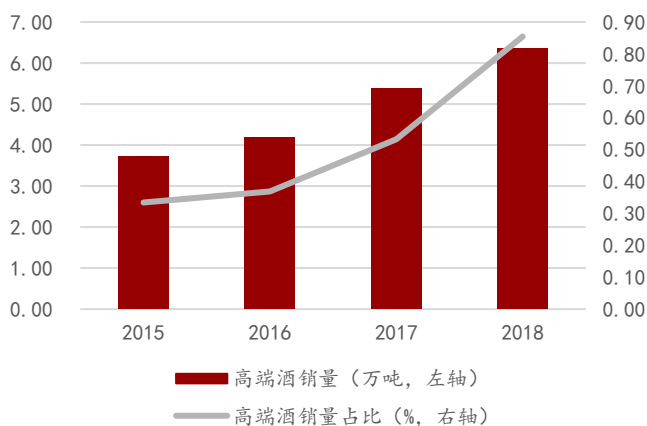
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表51：高端酒代表销量逐年上涨



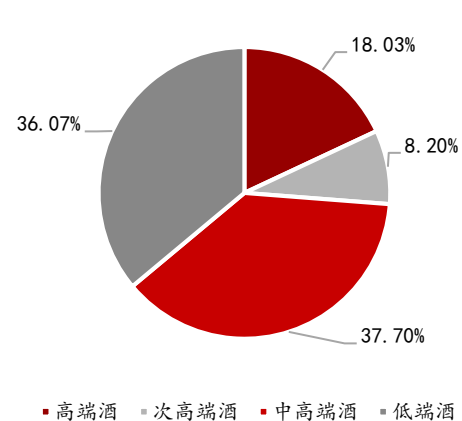
资料来源：公司公告，公开资料整理，万联证券研究所

图表52：近年来高端酒销量规模及占比（折65度）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表53：2018年各价格带白酒市场规模占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

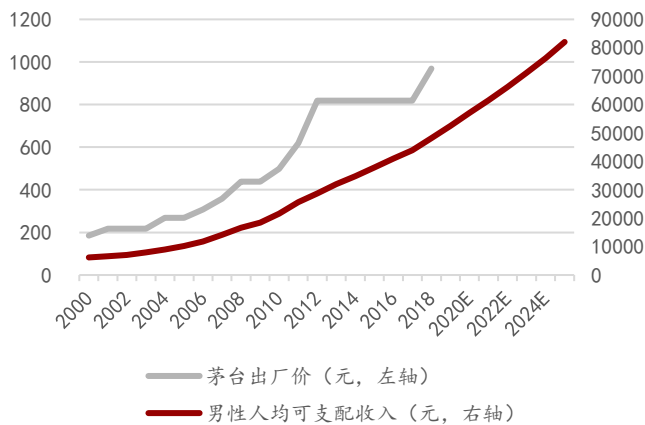
高端酒未来市场需求空间的简单测算：由于我国高端酒的市场需求与居民及家庭的收入、财富水平密切相关，我们据此从量、价两个维度来简单测算我国高端酒市场的需求空间。

量：从中产阶级家庭数量出发。高端酒的消费群体主要是中产阶级，根据 Euromonitor 测算，2018 年我国中产阶级家庭数 10258.82 万户，2025 年预计达到 11092.40 万户，2018 年高端酒销量约为 6 万吨，约为 13492.71 万瓶（按 1 吨 2124 瓶估算），假设大众消费比例为 38%，可对应估算出约每两户中产阶级家庭每年消费 1 瓶高端酒，中产阶级家庭渗透率约为 50%，该渗透率近年来持续上升，我们中性假设 2025 年该渗透率达到 100%，即每户中产阶级家庭每年消费 1 瓶高端酒，大众消费占比达到为 50%，则 2025 年我国高端白酒需求量预计为 10.4 万吨，2018-2025 年 CAGR 约为 7.4%。

价：从男性人均可支配收入出发。通过分析高端酒领导者茅台酒的出厂价与我国男性人均可支配收入，我们发现两者相关性较高，并在 2000-2012 年间较为明显，12 年茅台酒出厂价/我国男性可支配收入 CAGR 分别为 13%/14%，男性作为茅台酒的主要受众，茅台酒提价与男性可支配收入增长关联度大具备逻辑支撑。然而，近年来，茅台酒提价进程远慢于我国男性可支配收入的上升速度，2012-2018 年茅台酒出厂价/我国男性可支配收入 CAGR 分别为 3%/9%，茅台酒提价空间充足。根据 Euromonitor 预测，2025 年我国男性可支配收入为 82047.2 元，2018-2025 年 CAGR 为 7.9%。我们假设茅台酒未来的提价速度与收入增速相同，茅台酒 2025 年出厂价约为 2018 年的 1.7 倍。茅台酒的提价将为五粮液及国窖等其他高端酒打开提价空间，但预计幅度小于茅台，我们假设 2025 年高端酒的吨价为 2018 年的 1.6 倍，即 277 万元/吨。

收入规模：综上分析，我们认为高端酒的需求量仍有较大上升空间，而无法快速提高的供给量将对高端酒的价格提供支撑，供需关系偏紧的局面预计持续，茅台终端价在 2000 元左右有支撑，为普五、国窖（千元左右）向上冲击提供机会，茅台酒具备充分提价条件，同样为其他高端酒打开提价空间，2025 年高端酒的市场需求规模有望达到近 3000 亿元，CAGR 达到 15%。

图表54：历年茅台出厂价及我国男性人均可支配收入



图表55：我国高端酒未来需求量测算的敏感性分析

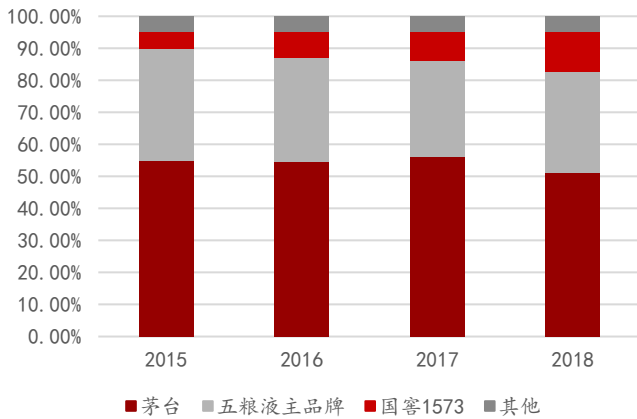
| 大众消费 | 40% | 50% | 60% |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 渗透率 (悲观, 80%) | 10.4万吨 | 8.4万吨 | 6.7万吨 |
| 渗透率 (中性, 100%) | 13.1万吨 | 10.4万吨 | 8.7万吨 |
| 渗透率 (乐观, 120%) | 15.7万吨 | 12.5万吨 | 10.4万吨 |

资料来源：Euromonitor，公司公告，万联证券研究所 资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

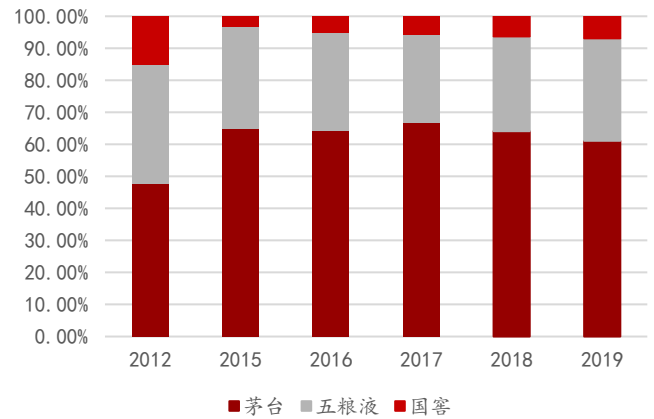
3.1.2 高端酒市场内部竞争格局稳定，后来居上难度颇大，茅台产能有限

CR3 达 93%，高端酒市场寡头垄断格局已形成，五粮液二把手位置稳固。高端酒市场集中度提升明显，前三大高端酒品牌市场份额自 2008 年的 71% 提升到 2018 年的 93%，寡头垄断的格局逐步稳定。无论是从品牌、品质还是市场份额数据上来看，五粮液都稳坐高端酒界的第二把交椅。近年来，五粮液主品牌销量及营收在高端酒市场占比呈逐年上升的趋势。高端白酒不仅代表着白酒酿造的高品质，更是消费者心里对品牌的历史、地位、以及其自身品牌定位等多要素的认同感，我们认为，短期内其他品牌跻身高端酒之列的难度很大。

图表56: 五粮液销量占高端酒市场总销量的30%左右



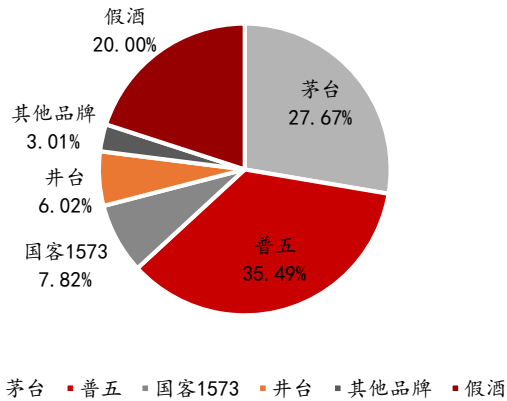
图表57: 三大高端酒代表营收占比



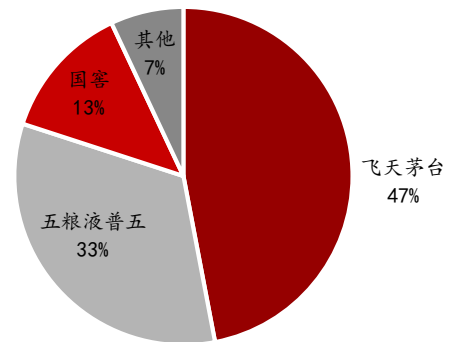
资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表58: 2008年我国高端白酒市场竞争格局



图表59: 2018年我国高端白酒市场竞争格局

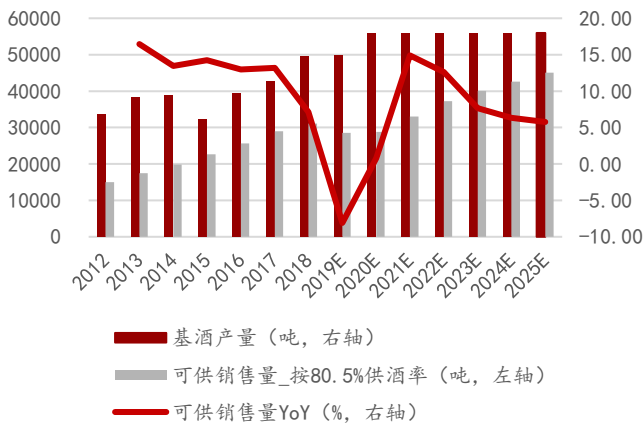


资料来源: 酒业家, 万联证券研究所

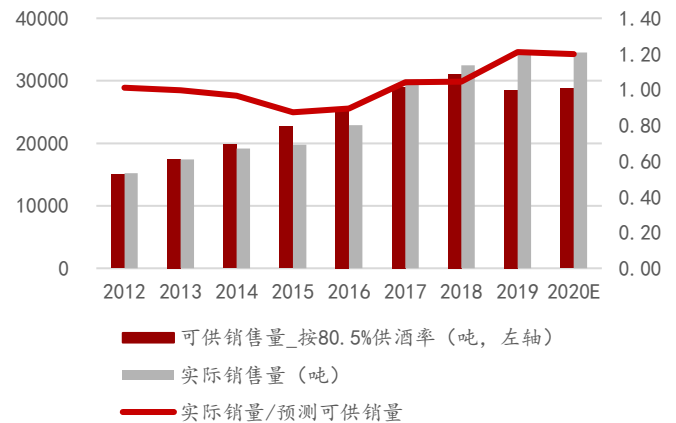
资料来源: 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

高端龙头茅台产能受限, 供需有缺口。我们根据茅台酒的酿造工艺, 提出以下两个假设来大致测算茅台酒未来的可供销售量: ①四年前基酒到当年成品酒的转化率约为80.5%, ②当年成品酒所用基酒部分来自于四年前, 部分来自于五年前, 并假设当年成品酒所用基酒中四年前和五年前的基酒占比分别为50%。以此推算, 2025年茅台酒可供销售量将超过4.5万吨。但是, 2017-2019年, 茅台酒的实际销量连续超过预测可供销售量, 2020年预计投放量同样超过预测可供销售量。假设茅台仍通过调整库存及老酒留存率等方法突破预测可供销售量的限制, 2025年茅台酒供应量或将达5万吨(采用2017-2020年实际销量/预测可供销售量平均值*2025年预测可供销售量), 高端酒需求仍有约5.4万吨的缺口, 五粮液将优先受益。

图表60：2025年茅台酒可供销售量预计可超4.5万吨



图表61：近年茅台酒实际销量超预测可供销售量



资料来源：茅台酒收藏（赵晨著），2010年新增2000吨茅台酒技改工程投资可行性研究分析（刘杰），公司公告，公开资料，万联证券研究所

资料来源：茅台酒收藏（赵晨著），2010年新增2000吨茅台酒技改工程投资可行性研究分析（刘杰），公司公告，公开资料，万联证券研究所

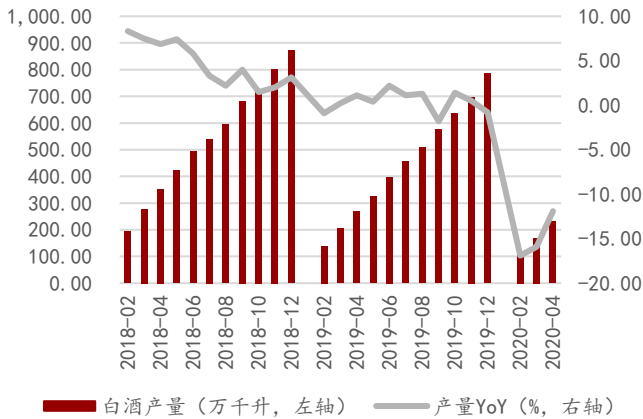
注：2020年实际销售量用2020年预计投放量代替

3.1.3 COVID-19疫情加速行业集中，逆周期调节+新基建刺激白酒消费需求

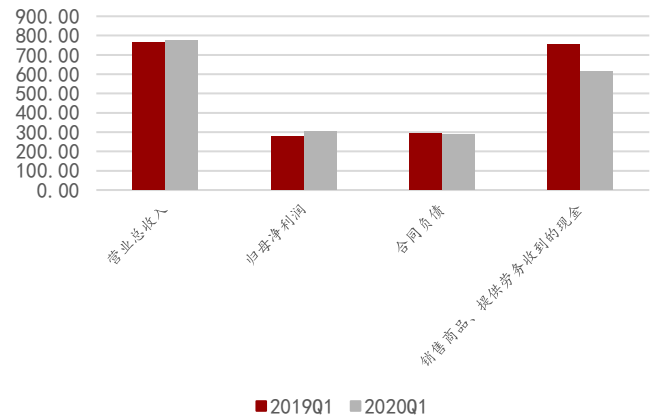
COVID-19疫情爆发，白酒板块经营承压。疫情的爆发从供需两端打击白酒板块，需求端直接打击白酒聚饮、宴请、送礼等主要消费场景，供给端直接拉长疫情防控能力较差的中小酒企的复工复产周期。2020年1-2月我国规模以上酒企白酒产量同比下降16.9%，3月/4月随着疫情逐步受控，复工复产有序推进，累计产量同比跌幅逐渐收窄。从上市公司业绩看，在龙头及个别酒企的拉动作用下，2020Q1白酒板块营业总收入及归母净利润同比微增，合同负债及现金流指标均有所下滑。

板块内业绩分化，高端龙头抗压能力凸显。从营收端看，18家上市白酒企业中，仅5家20Q1保持增长，贵州茅台/五粮液营业总收入同比增长13%/15%；从归母净利润端，同样仅5家酒企20Q1实现增长，贵州茅台/五粮液归母净利润同比增长17%/19%。节后，五粮液、贵州茅台等高端酒企便积极应对，有序推进复工复产，保障渠道信心，维护价盘稳定并积极利用机会进行消费者培育。五粮液更是在疫情后积极应对，继2月初连续召开三次专题会议研究防疫工作，在坚持年初制定的“稳中求进，一管控三强化”工作方针的基础上，进一步突出加强计划、渠道、结构“三个优化”，加快机制、团队、数字化“三个转型”的决定后，精准施策，出台5大扶商细则，不搞一刀切。一方面由于高端酒消费前置的特性，另一方面在于茅台、五粮液积极有效的防疫抗疫工作及其作为高端酒代表强大的品牌拉力，不仅业绩逆势增长，普飞及普五批价也均顺利通过疫情的压力测试。飞天茅台批价在3月下旬短暂下探2000元以下后，随着疫情防控稳中向好，快速回暖，近期基本保持在2300元以上的高位。五粮液价盘同样快速企稳回升，库存也保持在较健康的水平。

图表62：2020年前四个月白酒产量大幅下滑



图表63：2020Q1白酒板块整体经营承压

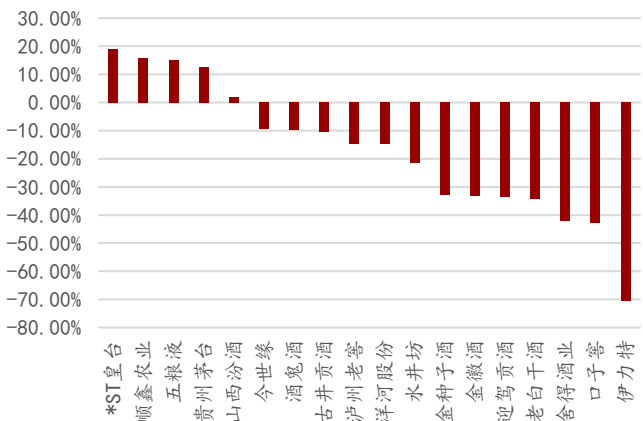


资料来源：Wind，万联证券研究所

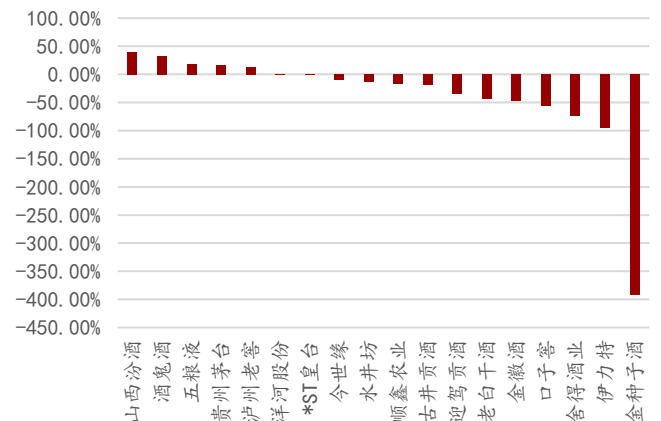
资料来源：Wind，万联证券研究所

注：合同负债即预收款指标

图表64：2020Q1白酒企业营收同比增速 (%)



图表65：2020Q1白酒企业归母净利润同比增速 (%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表66：五粮液出台5大扶商细则

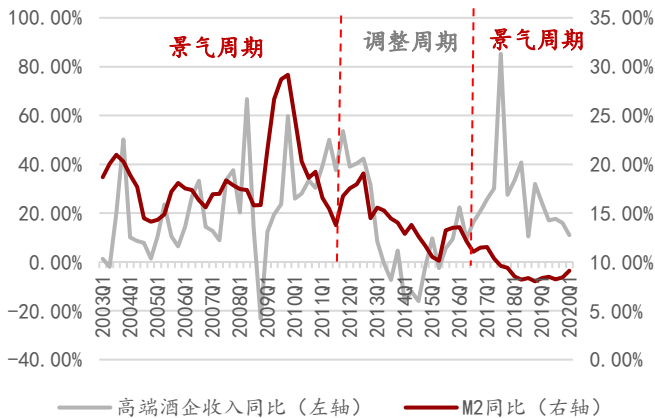
| | 细则 |
|------------------------------|-----------------------------|
| 强化配额优化、重点关注动销，市场费用精准核报 | 1. 策略实施来源于市场，将重点关注消费动销情况 |
| | 2. 经销商分类调节，不搞一刀切，精准施策优化计划配额 |
| 倾听市场心声、强化客户服务，2月底前完成终端积分奖励兑付 | 3. 2个工作日完成市场费用核报，加速经销商回笼现金流 |
| | 4. 2月底前兑现终端积分奖励，充分调动终端参与度 |
| | 5. 加强客户服务、倾听市场心声，切实解决市场问题 |

资料来源：酒业家，万联证券研究所

逆周期调控+新基建有望刺激白酒需求，高端酒优先受益。我们通过复盘高端酒发展历程可以观察到行业周期与宏观经济及企业经营情况呈现出一定的相关性，主因超半数的高端白酒消费由商务消费提供，该相关性在上一轮周期，尤其在金融危机后政

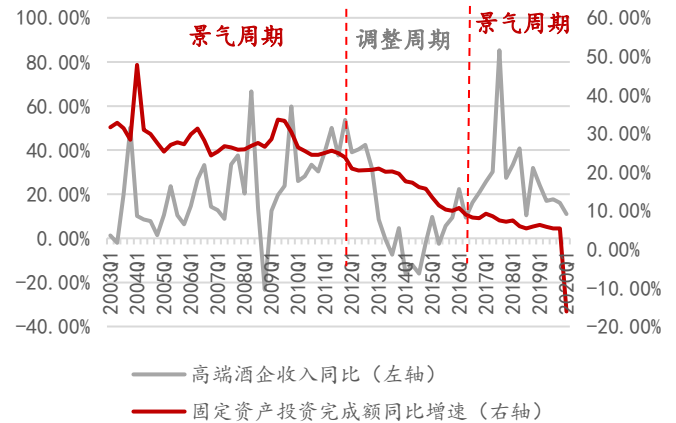
府出台“四万亿”刺激政策后尤为明显。疫情冲击下，我国经济增长承压，逆周期政策不断加码，补充市场流动性，4月固定资产投资完成额累计同比下跌10.3%，降幅环比收窄，PMI指数虽因外需不足环比下降1.2pct，但仍在荣枯线以上，随着美国、欧洲复工复产的推进，外需有望回暖。虽然，由于本轮高端酒复苏主要由大众消费崛起拉动，与M2及固资投资增速相关性减弱，但仍表现出与制造业扩张较强的相关性。此外，国家也在持续推进新基建政策，基建产业链复苏刺激白酒商务消费场景，高端名酒将优先受益。

图表67：高端酒企收入及M2同比增速



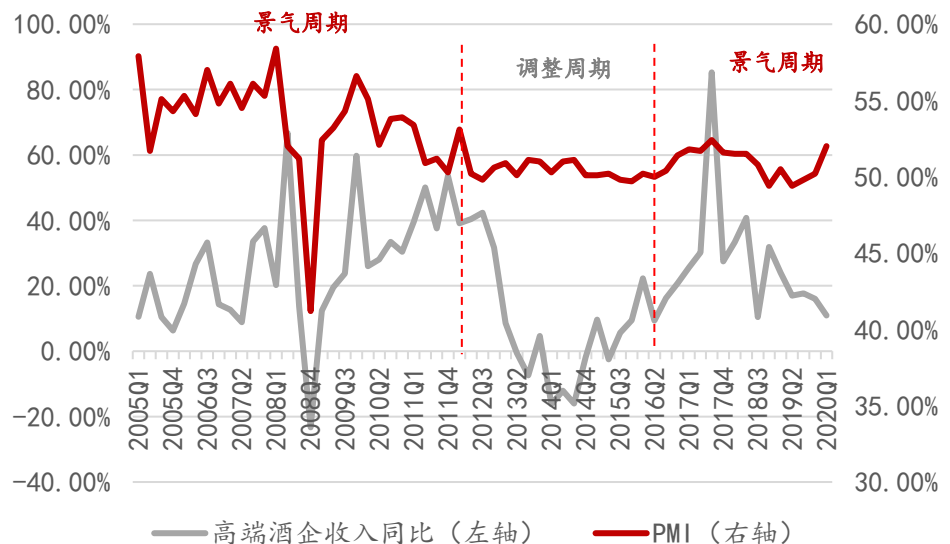
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表68：高端酒企收入及固定资产投资完成额同比



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表69：高端酒企收入同比增速及PMI指数

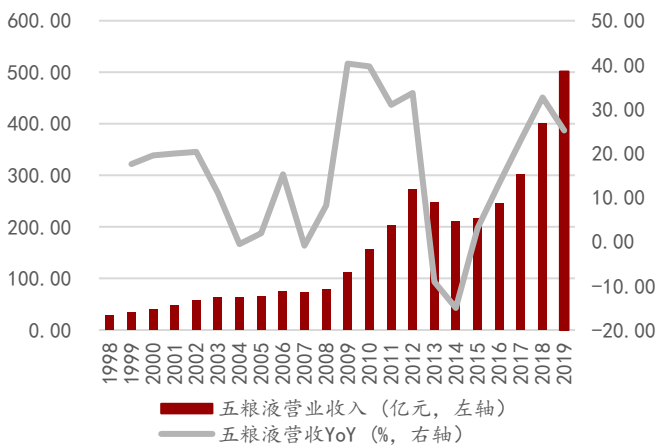


资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2 改革成效不断兑现，驱动盈利能力提升

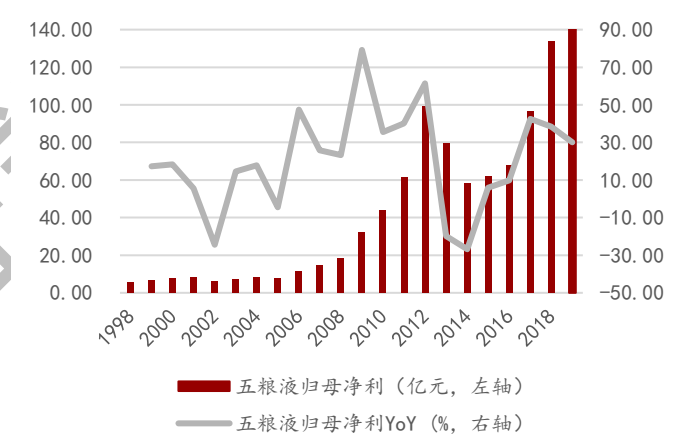
营收净利快速增长，盈利能力不断提高。自2017年步入李曙光“二次创业”时代以来，乘高端酒行业复苏之风，公司营收及归母净利润增速回升，盈利能力也不断提高。2019年公司实现营业收入501.2亿元，同比增长25.2%，归母净利润174亿元，同比增长30%。毛利率自2016年提高4.3pct至74.5%，净利率自2016年的7.6pct至36.4%。与此同时，公司销售费用率自2016年起快速下降，2019年由于产品更新换代、渠道转型等因素小幅上升至9.95%，管理费用率逐年下降至5.55%，整体来看，公司费用率呈下降趋势。

图表70：五粮液营业收入及同比增速



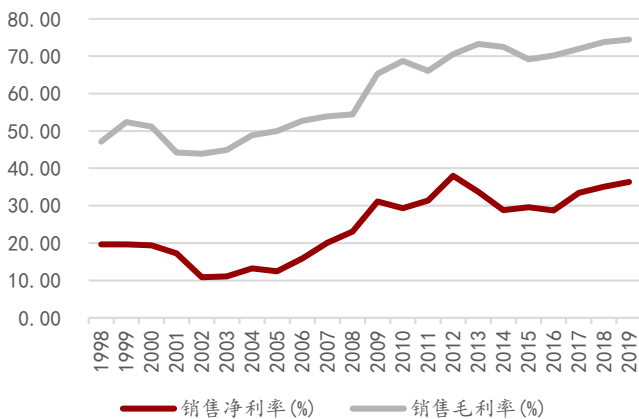
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表71：五粮液归母净利润及同比增速



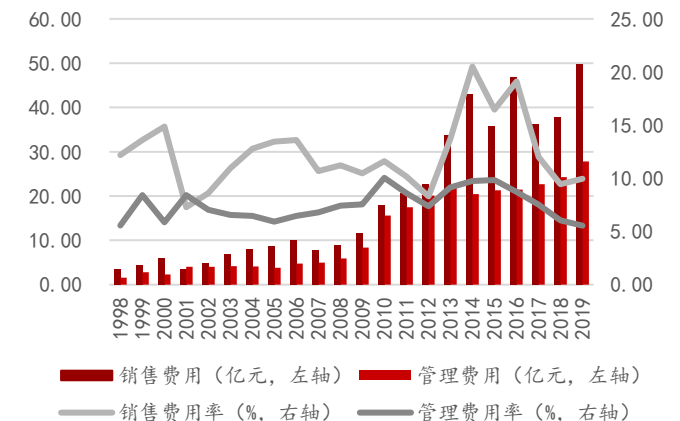
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表72：五粮液毛利率及净利率走势 (%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表73：五粮液期间费用及费用率



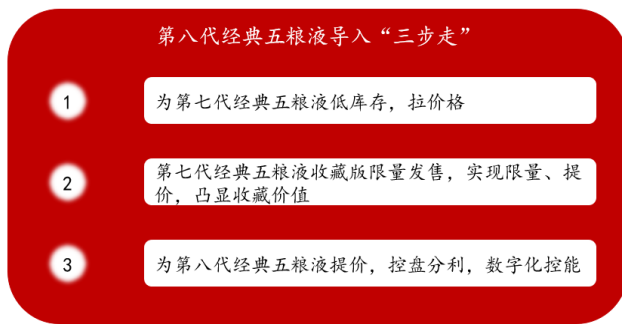
资料来源：Wind，万联证券研究所

注：管理费用含研发费用

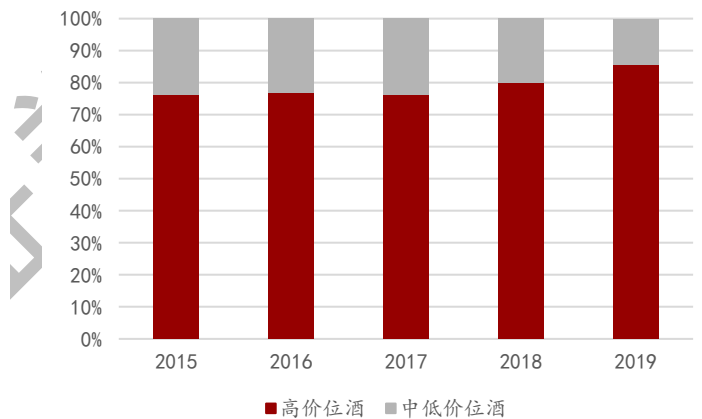
五粮液在产品结构、治理体系、品牌价值、科技创新、盈利能力等方面的提升与公司“二次创业”以来的改革密不可分，未来改革仍将持续深化，改革红利也将不断兑现。2020年是“十三五”的收官之年，公司将按照“进一步深化‘补短板、拉长板、升级新动能’的长期方针，进一步突出以价格持续提升为核心，进一步强化品质、强化管控、强化数字化转型，进一步提升核心竞争力”的经营思路，持续深化改革。公司仍将按照“三性一度”要求、“三个聚焦”原则继续优化产品体系，重点加强计划、渠

道、结构“三个优化”，提升其市场应对水平，加快机制、团队、营销“三个转型”，进一步提升其组织应对能力。援引曾从钦先生于2019年股东大会上发言，“公司的下一步任务是要建设好‘四个标杆’，即打造中国酒行业规模化领先的标杆、数字化转型的标杆、生态化发展的标杆以及文化建设的标杆，确保全年营业收入实现两位数增长。同时，五粮液要全力以赴围绕‘品牌提升、渠道创新、数字化技术赋能’三个方面，实现市场高质量销售，开展全渠道数字化运营管理，培育增长新模式。”2019年第八代经典五粮液面世，五粮液顺利完成产品的迭代提价，高价位酒占比继续上升，在一系列品牌、产品、渠道的优化政策下，未来公司步入量价齐升的良性轨道的底气十足。

图表74：五粮液迭代顺畅



图表75：五粮液高价位酒占比上升



资料来源：酒说，万联证券研究所

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

注：高价位酒指公司酒类产品（500ml/瓶）销售含税价格在120元及以上的主要产品。

图表76：五粮液“三个优化”、“三个转型”重要部署

| 分类 | 主要内容 |
|------|--|
| 三个优化 | 加强计划优化 以价格管控为重心，根据市场需求，做好计划的优化和调节。要紧密跟踪渠道终端数据，更加精准地做好渠道的配额管理和高效发运，强化渠道建设。要进一步加快分仓网络体系建设，提前推进分仓至门店、至消费者的仓储物流模式变革。 |
| | 加强渠道优化 针对当前消费新变化，进一步加强与京东、阿里巴巴、腾讯、苏宁等电商平台的深度合作，大力推进数字化新零售营销模式，促进线上线下渠道的融合和协同，切实加强KA渠道、大客户团购和社会化终端优化的工作。预判渠道经销商可能存在的资金压力，加大供应链金融支持。 |
| | 加强结构优化 适应消费者结构和消费方式的新变化，灵活抓好家庭消费和自饮消费的新需求。坚持“三性一度”总方针，进一步加强供给侧结构性优化，在保障高端品牌供给的同时，抓好大众品牌的营销。 |
| 三个转型 | 加快机制转型 进一步完善总部横向专业化、区域纵向扁平化的营销转型，深化组织变革后的业务流程再造，提升总部统筹规划能力，强化营销战区和营销基地的市场反应速度和执行效率。 |
| | 加快团队转型 围绕企业战略，不断升级企业组织架构，提升团队组织能力，为市场提供更加高效率的优质服务。进一步完善激励与考核机制，适时推动多形式的中长期激励，充分激发团队活力和市场竞争能力。 |
| | 加快数字化转型 加快智慧门店、智慧分仓建设，依托大数据，加强市场分析，特别是渠道数据、终端数据，更加及时准确地洞察进销存情况和营销商机，提高组织的快速反应能力。加快数字化营销指挥中心建设，全面推进ERP系统管理。 |

资料来源：酒业家，万联证券研究所测算

4、盈利预测

• 关键假设

(1) 高价位酒：

据2019年1218经销商大会，公司规划2020年五粮液主品牌量增5%-8%，为应对疫情影响，公司启动了“两控一加快”工作，在3月份提出了“减负减压、三损三补”的工作要求，全力抢抓补偿性消费机遇，销量目标计划不下调。截至目前，五粮液终端动销预计已恢复至7成以上水平。此外，公司不断加码团购、新零售等新渠道，根据公司目标，今年五粮液销量的20%要在团购实现，截至5月15日，团购总数已达3000多笔。此外，2019年提价仍将于今年贡献吨价及毛利率增长。我们预计2020-2022年高价位酒收入有望实现456.3/542.9/629.1亿元，同比增长15.0%/19.0%/15.9%，毛利率预计提升至84.9%/85.4%/85.7%。

(2) 中低价位酒：

2019年系列酒调整，品牌削减导致中低价位酒收入下滑，我们预计随着未来系列酒产品结构的升级及放量，有望带动中低价位酒迎来改善，稳健增长。我们预计2020-2022年中低价位酒收入有望实现75.2/83.5/91.8亿元，同比增长13.4%/11.1%/9.9%，毛利率预计提升至53.4%/54.8%/55.8%。

(3) 期间费用：

2019年销售费用率上升，主因产品迭代及渠道改革转型，今年为应对疫情影响，公司或加大费用投放力度，未来随着品牌力的提升、渠道改革的成效兑现，销售费用率有望呈稳中有降的趋势，我们预计2020-2022年销售费用率分别为10.0%/9.9%/9.5%。管理费用绝对值层面，公司近年控费效果良好，费用率层面，受益于规模效应处于下降通道，我们预计2022年管理费用率分别为5.3%/5.0%/4.6%。

图表 77：五粮液分产品盈利预测表

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (亿元) | 501.2 | 570.7 | 673.0 | 775.4 |
| yoy | 25.2% | 13.9% | 17.9% | 15.2% |
| 高价位酒收入 (亿元) | 396.7 | 456.3 | 542.9 | 629.1 |
| yoy | 31.4% | 15.0% | 19.0% | 15.9% |
| 销售量 (吨) | 25000 | 26875 | 28756 | 31201 |
| yoy | 24.0% | 7.5% | 7.0% | 8.5% |
| 吨价 (万元/吨) | 158.7 | 169.8 | 188.8 | 201.6 |
| yoy | 6.0% | 7.0% | 11.2% | 6.8% |
| 中低价位酒收入 (亿元) | 66.3 | 75.2 | 83.5 | 91.8 |
| yoy | -12.3% | 13.4% | 11.1% | 9.9% |
| 销售量 (吨) | 140411 | 147432 | 154508 | 161770 |
| yoy | -18.1% | 5.0% | 4.8% | 4.7% |
| 吨价 (万元/吨) | 4.7 | 5.1 | 5.4 | 5.7 |
| yoy | 7.1% | 8.0% | 6.0% | 5.0% |
| 高价酒毛利率 | 84.6% | 84.9% | 85.4% | 85.7% |

| | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| pct 变动 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.3 |
| 中低价酒毛利率 | 52.2% | 53.4% | 54.8% | 55.8% |
| pct 变动 | 1.4 | 1.2 | 1.4 | 1.0 |
| 综合毛利率 | 74.5% | 75.5% | 76.3% | 76.8% |
| 销售费用率 | 9.9% | 10.0% | 9.9% | 9.5% |
| 管理费用率 | 5.3% | 5.3% | 5.0% | 4.6% |

资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

注: 高价位酒指公司酒类产品 (500ml/瓶) 销售含税价格在 120 元及以上的主要产品。

5、投资建议及风险提示

5.1 投资建议

浓香王者再启航, 改革成效有望不断兑现。五粮液近年来针对此前存在的问题实施改革, 提出“二次创业”的口号后再次扬帆启航。**品牌&产品:** 发挥名酒基因优势, 多渠道展示品牌文化, 不断深挖品牌价值; 持续完善五粮液品牌“1+3”和系列酒四个全国性战略大单品的产品体系, 19年清理同质化产品, 整合系列酒公司已见成效, 公司将在突出核心高端品牌定位的基础上, 进一步推出超高端产品 (在501基础上布局3000+价格带产品), 拉升品牌形象。**渠道:** 导入控盘分利, 深化数字化改革, 成立新零售管理公司, 渠道掌控能力及经营效率有望不断提高。我们认为, **短期来看**, 公司疫情应对措施有力, 维护价盘稳定, 批价坚挺, 渠道信心增强, 库存良性, 高端动销5月预计已恢复至七成以上, 端午旺季在即有望加速恢复。**20年业绩方面, 量:** 公司提出“三损三补”, 团购、新零售等放量; **价:** 八代普五提价拉升吨价, 营收两位数增长确定性较强。**中长期来看**, 五粮液作为茅台之下高端酒第一品牌, 有望优先受益于高端白酒的需求外溢, 产能扩张及优品率提升也将成为其供给的有力支撑, 本次疫情期间普五批价坚挺, 叠加旺季当前复苏态势良好, 有望长期稳定在量价齐升的良性轨道。改革持续深化、成效不断兑现, 公司稳健成长可期。**估值层面**, 随着公司经营不断向好, 与茅台的估值差有望缩小。

我们预计公司2020-2022年营业总收入为570.7/673.0/775.4亿元, 同比增长13.9%/17.9%/15.2%; 归母净利润为203.5/246.5/291.1亿元, 同比增长16.9%/21.1%/18.1%, 对应EPS为5.24/6.35/7.50元/股, 参考可比公司估值, 我们给予公司2020年35倍PE, 对应目标价为183元, 首次覆盖给予“买入”评级。

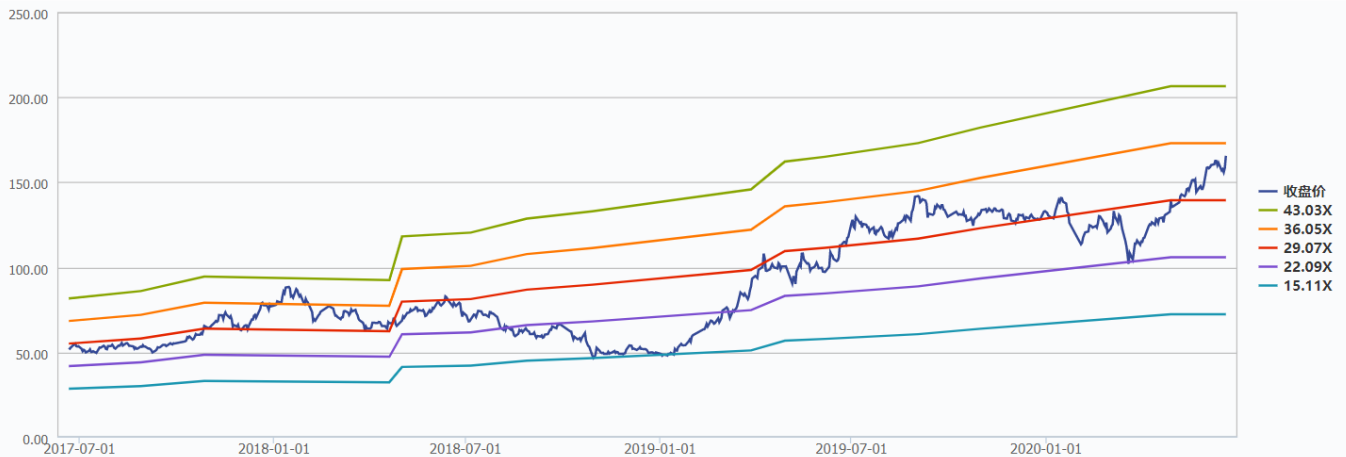
图表 78: 可比公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | | 19-22EPS | PEG |
|----------------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|----------|-----|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | PE-TTM | 2020E | 2021E | 2022E | CAGR | |
| 000858.SZ | 五粮液 | 6,427 | 4.5 | 5.2 | 6.3 | 7.5 | 34.5 | 31.6 | 26.1 | 22.1 | 18.7% | 1.7 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 18,087 | 32.8 | 36.9 | 44.1 | 50.1 | 42.0 | 39.0 | 32.7 | 28.8 | 15.1% | 2.6 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 1,346 | 3.2 | 3.6 | 4.4 | 5.3 | 27.8 | 25.3 | 20.7 | 17.3 | 18.7% | 1.4 |
| 高端酒 (不含五粮液) 平均 | | | | | | | 34.9 | 32.1 | 26.7 | 23.1 | 16.9% | 1.9 |

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 贵州茅台、五粮液 20-22 年 EPS 采用万联证券研究所预测值, 泸州老窖采用 Wind 一致预期数据, 股价采用 2020 年 6 月 19 日收盘价

图表 79：五粮液 PE-Band



资料来源：Wind，万联证券研究所

5.2 风险因素

- 1. 政策风险：**白酒消费与政策有一定相关性，限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来行业调整。此外，近期促消费政策频出，也需提示政策落地不及预期的风险。
- 2. 高端酒需求不及预期风险：**高端酒扩容是支撑公司未来成长的重要因素，提示高端酒需求不及预期的风险。
- 3. 疫情风险：**虽然目前我国疫情已经基本得到控制，但美国等国家疫情仍较为严重，若疫情出现反复，对白酒行业供需两端均有较大打击。
- 4. 改革不及预期风险：**公司改革成效的不断深化与成效的不断兑现是公司增长的一大动力，提示公司改革不及预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 96,627 | 104,779 | 124,605 | 148,970 |
| 货币资金 | 63,239 | 69,311 | 83,554 | 102,599 |
| 应收票据及应收账款 | 14,778 | 15,189 | 17,896 | 20,617 |
| 其他应收款 | 1,249 | 1,251 | 1,475 | 1,699 |
| 预付账款 | 232 | 279 | 319 | 360 |
| 存货 | 13,680 | 15,298 | 17,912 | 20,244 |
| 其他流动资产 | 3,450 | 3,450 | 3,450 | 3,450 |
| 非流动资产 | 9,770 | 11,071 | 11,359 | 13,296 |
| 长期股权投资 | 1,022 | 1,122 | 1,232 | 1,327 |
| 固定资产 | 6,109 | 6,686 | 6,432 | 7,860 |
| 在建工程 | 812 | 1,438 | 1,887 | 2,312 |
| 无形资产 | 410 | 412 | 414 | 415 |
| 其他长期资产 | 1,417 | 1,414 | 1,395 | 1,383 |
| 资产总计 | 106,397 | 115,850 | 135,965 | 162,266 |
| 流动负债 | 30,035 | 27,481 | 34,055 | 42,699 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 3,677 | 3,825 | 4,238 | 4,691 |
| 预收账款 | 12,531 | 8,560 | 12,115 | 17,834 |
| 其他流动负债 | 13,827 | 15,096 | 17,703 | 20,174 |
| 非流动负债 | 266 | 266 | 266 | 266 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 266 | 266 | 266 | 266 |
| 负债合计 | 30,301 | 27,747 | 34,322 | 42,965 |
| 股本 | 3,882 | 3,882 | 3,882 | 3,882 |
| 资本公积 | 2,683 | 2,683 | 2,683 | 2,683 |
| 留存收益 | 67,726 | 78,775 | 91,143 | 107,422 |
| 归属母公司股东权益 | 74,291 | 85,339 | 97,707 | 113,986 |
| 少数股东权益 | 1,805 | 2,764 | 3,936 | 5,315 |
| 负债和股东权益 | 106,397 | 115,850 | 135,965 | 162,266 |

现金流量表

单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 23,112 | 16,999 | 27,132 | 34,135 |
| 净利润 | 18,228 | 21,306 | 25,819 | 30,485 |
| 折旧摊销 | 490 | 315 | 316 | 317 |
| 营运资金变动 | 4,767 | -4,633 | 990 | 3,324 |
| 其它 | -373 | 11 | 7 | 10 |
| 投资活动现金流 | -1,616 | -753 | -566 | -537 |
| 资本支出 | -1,607 | -770 | -597 | -571 |
| 投资变动 | -10 | -100 | -110 | -95 |
| 其他 | 0 | 117 | 140 | 129 |
| 筹资活动现金流 | -7,252 | -10,173 | -12,324 | -14,553 |
| 银行借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -7,252 | -10,173 | -12,324 | -14,553 |
| 现金净增加额 | 14,244 | 6,073 | 14,242 | 19,045 |
| 期初现金余额 | 48,889 | 63,239 | 69,311 | 83,554 |
| 期末现金余额 | 63,139 | 69,311 | 83,554 | 102,599 |

利润表

单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 50,118 | 57,066 | 67,303 | 77,537 |
| 营业成本 | 12,802 | 13,959 | 15,946 | 18,022 |
| 营业税金及附加 | 6,984 | 7,704 | 9,086 | 10,468 |
| 销售费用 | 4,986 | 5,695 | 6,663 | 7,366 |
| 管理费用 | 2,655 | 3,025 | 3,365 | 3,567 |
| 研发费用 | 126 | 136 | 161 | 187 |
| 财务费用 | -1,431 | -1,516 | -1,908 | -2,208 |
| 资产减值损失 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 93 | 114 | 121 | 116 |
| 资产处置收益 | 3 | 5 | 6 | 6 |
| 营业利润 | 24,246 | 28,346 | 34,315 | 40,488 |
| 营业外收入 | 30 | 35 | 33 | 33 |
| 营业外支出 | 170 | 165 | 166 | 166 |
| 利润总额 | 24,106 | 28,216 | 34,182 | 40,355 |
| 所得税 | 5,878 | 6,910 | 8,362 | 9,870 |
| 净利润 | 18,228 | 21,306 | 25,819 | 30,485 |
| 少数股东损益 | 826 | 959 | 1,172 | 1,379 |
| 归属母公司净利润 | 17,402 | 20,347 | 24,648 | 29,105 |
| EBITDA | 23,054 | 26,862 | 32,398 | 38,244 |
| EPS (元) | 4.48 | 5.24 | 6.35 | 7.50 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 25.2% | 13.9% | 17.9% | 15.2% |
| 营业利润 | 29.5% | 16.9% | 21.1% | 18.0% |
| 归属于母公司净利润 | 30.0% | 16.9% | 21.1% | 18.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 74.5% | 75.5% | 76.3% | 76.8% |
| 净利率 | 36.4% | 37.3% | 38.4% | 39.3% |
| ROE | 23.4% | 23.8% | 25.2% | 25.5% |
| ROIC | 22.4% | 22.8% | 23.8% | 24.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 28.5% | 24.0% | 25.2% | 26.5% |
| 净负债比率 | -83.1% | -78.7% | -82.2% | -86.0% |
| 流动比率 | 3.22 | 3.81 | 3.66 | 3.49 |
| 速动比率 | 2.75 | 3.25 | 3.12 | 3.01 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.47 | 0.49 | 0.50 | 0.48 |
| 应收账款周转率 | 372.76 | 331.82 | 365.00 | 365.00 |
| 存货周转率 | 0.94 | 0.91 | 0.89 | 0.89 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 4.48 | 5.24 | 6.35 | 7.50 |
| 每股经营现金流 | 5.95 | 4.38 | 6.99 | 8.79 |
| 每股净资产 | 19.14 | 21.99 | 25.17 | 29.37 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 36.93 | 31.59 | 26.07 | 22.08 |
| P/B | 8.65 | 7.53 | 6.58 | 5.64 |
| EV/EBITDA | 19.65 | 21.34 | 17.26 | 14.12 |

资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场