跟踪报告

行业公司研究—食品饮料行业—

证券研究报告

五粮液（000858） 报告日期：2019 年 06 月 30 日

计划量调整政策出台，量价有望持续上行
——五粮液跟踪报告

：邱冠华 执业证书编号：S1230520010003
：qiuguanhua@stocke.com.cn

：杨骥
：021-80108140
：yangji@stocke.com.cn

报告导读

五粮液享受高端酒扩容红利，短期看疫后恢复情况较好，计划量调整政策出台推升批价，五粮液将通过团购、新零售及创新业务等方式提升销量，销量或超预期，量价将持续上行，中长期看好品牌价值提升。

投资要点

- **高端酒量价齐升，成长空间较大**

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。而我们认为在人口基数稳定及消费升级持续的背景下，高端酒吨价有望持续提升，同时高端酒将受益于行业马太效应加强，高端酒扩容红利释放有望超预期。

- **五粮液二次创业，改革红利逐步释放**

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，改革红利逐步释放，品牌和消费者战为当下的关键之战，今年以来公司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。

- **减量政策推动批价上行，销量或超预期**

此前市场预期五粮液批价上涨空间较小，而减量政策推动批价上涨印证了我们先前价或超预期的看法，且在数字化加持下，本轮调整将更加精准，商家结构更趋合理。目前市场担忧全年销量提升幅度受限，我们认为在批价提升的基础上，五粮液将通过团购、新零售及创新业务（数字酒证、酒交所等）等方式提升销量，全年销量或超预期。

- **盈利预测及估值**

预计 2020~2022 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 31 倍。考虑到公司全年有望量价齐升，当前估值具有性价比，给予买入评级。

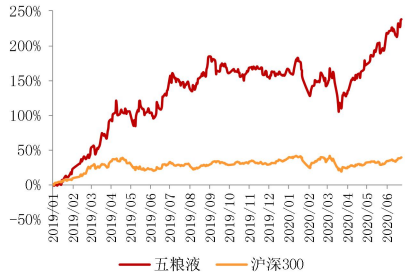
- **风险提示：**1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；2、经典五粮液批价上涨不及预期。

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	18235.43	21753.11	26236.91	30505.88
(+/-)	30.07%	19.29%	20.61%	16.27%
每股收益（元）	4.49	5.35	6.45	7.50
P/E	37.35	31.31	25.96	22.32

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	￥167.50

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

《五粮液："二次创业"结硕果，纵深改革上层楼》2020.05.12

《白酒业：疫情消退后还有暖春吗？》2020.02.03

《酒企抗疫，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

联系人：杨骥

正文目录

1. 高端酒量价齐升，成长空间较大.....3
1.1. 价：消费升级推动均价提升.....3
1.2. 量：高端酒需求提升确定性强.....4
2. 五粮液二次创业，改革红利逐步释放.....5
3. 减量政策推动批价上行，销量或超预期.....6
3.1. 优化计划量分配以实现价挺.....6
3.2. 发掘新亮点以加强消费者培育.....7
3.3. 创新工具及数字化赋能提效.....8
4. 风险提示.....9

图表目录

图 1：白酒各价格带容量.....3
图 2：白酒行业吨价持续提升.....3
图 3：主要酒企高端酒产品收入 17-19 年 CAGR 达 27.6% （单位：亿元）.....3
图 4：2017-2019 年茅五泸收入 CAGR 为 23.6%，均价 CAGR 为 27.1%.....4
图 5：2017-2019 年五粮液批价涨幅为 23%.....4
图 6：2017-2019 年贵州茅天批价涨幅为 119%.....4
图 7：2017 年以来中国白酒行业产量进入下滑通道.....5
图 8：中国出生人口.....5
图 9：高端白酒细分容量.....5
图 10：2017 年以来五粮液改革措施及成效.....6
图 11：公司通过多种途径来加强消费者培育.....8
图 12：酒交所股东结构图.....8

表附录：三大报表预测值.....10

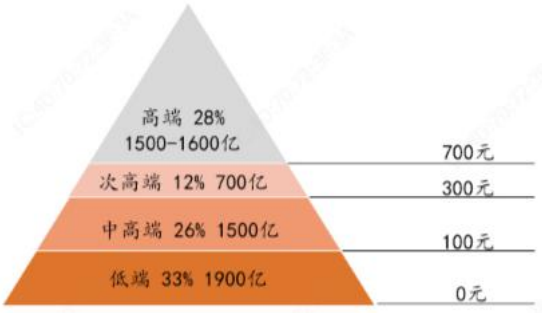
1. 高端酒量价齐升，成长空间较大

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、及管理模式上整体策略竞争导向更强，逐步缩小和茅台的差距。

1.1. 价：消费升级推动均价提升

消费升级持续，白酒均价显著提升。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。

图 1：白酒各价格带容量



资料来源：浙商证券研究所整理

图 2：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

图 3：主要酒企高端酒产品收入 17-19 年 CAGR 达 27.6% （单位：亿元）

	2017	2018	2019	2017-2019年CAGR
贵州茅台（茅台酒）	523.9	654.9	758.0	20.3%
五粮液（高价位酒）	213.9	301.9	396.7	36.2%
泸州老窖（高价位酒）	46.5	63.8	86.0	36.0%
酒鬼酒（内参）	1.76	2.44	3.31	37.1%
山西汾酒（青花系列）	13.4	22.5	31.2	52.6%
今世缘（特A+系列）	12.93	18.45	27.16	44.9%
水井坊（高端酒）	19.24	27.26	34.07	33.1%
口子窖（口子10年及以上）	8.5	12.9	13.6	26.6%
古井贡酒（古8、古16、古26）	16.7	28.5	45.5	64.9%
总计	856.9	1132.5	1395.6	27.6%

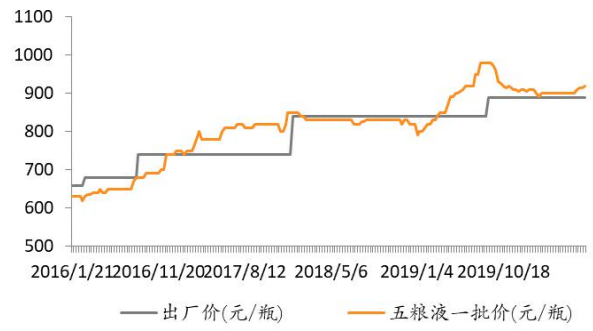
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 4：2017-2019 年茅五泸收入 CAGR 为 23.6%，均价 CAGR 为 27.1%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
贵州茅台（亿元）	315.7	326.5	388.4	581.7	735.6	853.4
YOY(%)	2.1%	3.4%	18.9%	49.8%	26.5%	16.0%
销量YOY(%)	-4.0%	13.9%	34.3%	62.7%	3.5%	3.9%
均价YOY(%)	6.4%	-9.2%	-11.4%	-8.0%	22.1%	11.7%
五粮液（亿元）	200.3	203.5	227.1	280.9	377.5	463.0
YOY(%)	-15.5%	1.6%	11.6%	23.7%	34.4%	22.6%
销量YOY(%)	-21.3%	15.6%	8.3%	21.0%	6.4%	-13.7%
均价YOY(%)	7.4%	-12.1%	3.1%	2.2%	26.3%	42.1%
泸州老窖（亿元）	50.1	65.7	80.7	101.1	128.6	156.2
YOY(%)	-50.7%	31.3%	22.9%	25.3%	27.2%	21.4%
销量YOY(%)	-13.3%	0.4%	-5.8%	-13.9%	-5.0%	-2.6%
均价YOY(%)	-43.1%	30.7%	30.5%	45.5%	33.8%	24.6%
高端酒企均价（亿元/万吨）	17.0	16.8	19.1	24.4	31.0	39.5
YOY(%)	3.7%	-1.5%	13.8%	28.0%	26.9%	27.3%
高端酒企总收入（亿元）	566.0	595.7	696.2	963.7	1,241.8	1,472.6
YOY(%)	-12.6%	5.2%	16.9%	38.4%	28.8%	18.6%
白酒规模以上公司总收入（亿元）	5,259.0	5,558.9	6,125.7	5,654.4	5,364.8	5,617.8
高端酒收入占比（亿元）	10.8%	10.7%	11.4%	17.0%	23.1%	26.2%

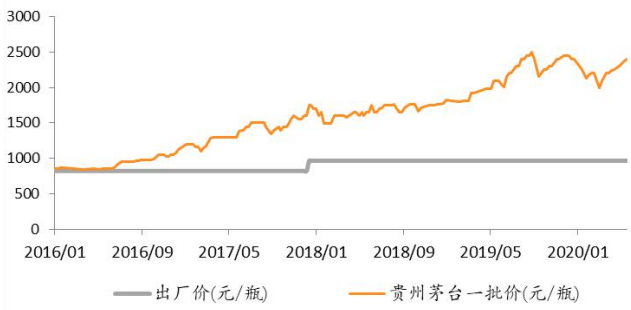
资料来源：wind，浙商证券研究所，注：酒企收入均为白酒业务收入

图 5：2017-2019 年五粮液批价涨幅为 23%



资料来源：浙商证券研究所整理

图 6：2017-2019 年贵州茅天批价涨幅为 119%



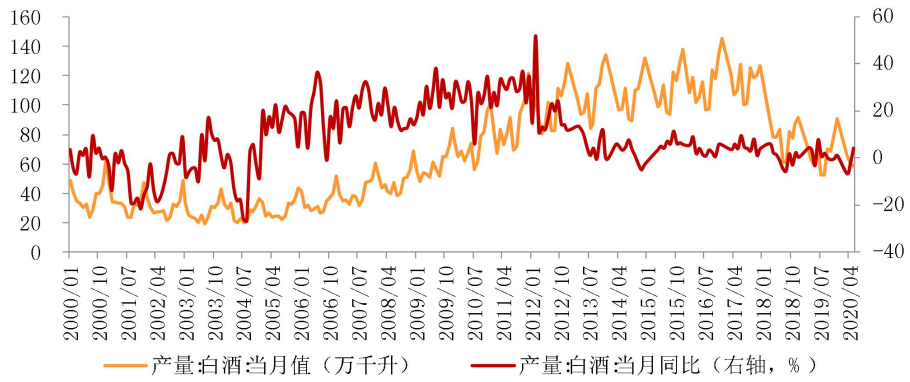
资料来源：浙商证券研究所整理

1.2. 量：高端酒需求提升确定性强

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。

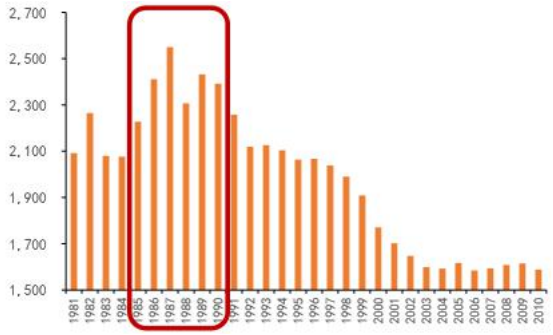
未来三年高端白酒容量有望实现 8-10%复合增速。以茅五泸为主的高端白酒市场总量从 2012 年的 4.5 万吨扩容至 2019 年的 7 万吨，总量增长 55.6%。人口基数稳定，消费升级持续促使消费容量释放，此外，新周期下，此外，伴随行业发展步入成熟期，行业马太效应加强，市场份额向优势企业，优势品牌集中。高端酒茅五泸在白酒行业品牌优势显著，充分享受行业集中度提升红利。综合来看，市场预期高端酒容量进入增长瓶颈期，同时疫情影响，消费升级或不及预期。而我们认为，中国主流白酒消费人口基础稳固、中期内白酒行业消费需求不存在快速下滑的风险，高端酒需求提升具有确定性，预计至 2020 年高端白酒市场容量将达约 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 7：2017 年以来中国白酒行业产量进入下滑通道



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 8：中国出生人口



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 9：高端白酒细分容量

资料来源：wind，浙商证券研究所

2. 五粮液二次创业，改革红利逐步释放

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，改革红利逐步释放；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 10：2017 年以来五粮液改革措施及成效

	改革举措	改革效果
产品方面	1）**清理系列酒，形成4+4品牌矩阵。**上世纪90年代五粮液通过买断及总经销商模式实现市场份额的迅速提升，但同时品牌体系混乱极大的透支了主品牌力，公司新管理层上任后加大系列酒品牌清理力度，近两年，系列酒公司按照三性一度的要求，大力清理了总经销品牌。组织方面：19年6月公司宣布将五粮液系列酒、五粮醇、五粮特三大公司合并为一家公司，并由五粮液集团副董事长邹涛出任董事长，系列酒公司的合并利于各系列酒统筹协调资源，激发发展活力，在十三五规划中，2020年系列酒收入目标为200亿元，公司将通过树立商家信心、将资源向能力型商家倾斜、打造代理权稀缺性、进一步提升系列酒品质等方式聚焦打造四大战略品牌（五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄）； 2）**五粮液奠基，成功实现升级。**2017 上半年普五实现顺价销售，解决渠道价格倒挂问题；19年6月公司成功推出了出厂价位889元/瓶的八代普五，较七代普五出厂价提升了近100元/瓶； 3）**501五粮液彰显浓香稀缺性，拔高品牌价。**公司于2020年春节后推出定价为2000-3000元的501高端产品。	1）2018年清理了49个品牌，2019年清理了67个品牌、1000余款产品后，五粮浓香系列酒公司收入增长了34.3%； 2）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； 3）极具稀缺性的超高端酒产品的推出利于提升公司品牌价值；
渠道方面	1）**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；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。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； 2）**控盘分利模式加强公司对渠道和终端的掌控力。**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； 3）**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； 4）**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。	1）客户集中度已显著下降，渠道控制力增强； 2）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； 3）数字化改革推进利于公司加强渠道管控，提高运营效率； 4）后续经销商信心、及动力有望持续提振。
组织与管理方面	1）**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，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。五粮液新一届领导班子具备战略思维，改革思路清晰。 2）**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。另外，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。 3）**建立五商公司，加强了对 KA 渠道统一管理。**公司通过五商对出货价格和节奏进行管控； 4）**公司加大对市场的管理力度。**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：严厉整治低价扰乱市场秩序行为，在加强经销商管理的同时，强化专卖店管理 。	1）在领导层的带领下，政策逐步落地，团队各方面能力自上而下获得全方位提升； 2）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；另外，五粮液浓香系列酒营销公司的成立将强化系列酒品牌管理能力，推进系列酒统筹管理； 3）建立五商公司，加强了对 KA 渠道统一管理； 4）铁腕厘清市场，优化经营新环境，渠道管控能力加强。
品牌与消费者方面	1）**品质为本。**公司通过优异的产品品质来塑造优秀品牌内核 ； 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；积极进行事件营销和广告推广；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； 3）**发力团购。**抢抓新时代消费者。	公司品牌力得到有效提升，消费群体扩大，吸引了新生代消费人群。

资料来源：浙商证券研究所整理

3. 减量政策推动批价上行，销量或超预期

高端白酒品牌价值=品牌价格的高度*市场的广度，我们认为当下高端酒的核心竞争力在于较强的品牌力及渠道力，而近期五粮液召开的营销会议正是从以上两方面入手，提出了三减三加策略以进一步增强市场竞争力：传统渠道减，创新渠道加，渠道费用减，团购战略加，传统模式减，精细化营销加。五粮液此次优化渠道减量约 4000 吨，但仍可以通过团购、新零售和创新业务（数字酒证、酒交所等）保证全年业绩，且在数字化加持下，调整更加深度精准，商家结构更趋合理。我们认为本轮调整与历次计划量调整相比，此次调整计划更为彻底，效果将更加明显。传统渠道配额缩减将带来批价上涨，而创新业务带来五粮液金融属性的上移、团购及新零售等新渠道占比提升带来终端控制力的增强及消费群体的扩大均将为提价后销量实现上行奠定基础，五粮液销量或超预期，发展势头强劲。

3.1. 优化计划量分配以实现价挺

1） **传统渠道减量有望实现挺价。**2019 年春节动销表现较好，较为充足的预收款已能在一定程度上保障全年业绩，在此基础上，公司在淡季通过控量方式成功实现挺价，今年公司继续延续这一策略，在预收款蓄水池较深的

基础上，公司提出将进一步深化营销改革，依托大数据对商家计划量进行深度优化，预计传统渠道将减量4000吨，调整计划将坚持“调整后不增量、调整计划不投放至传统渠道、调整后不再投入渠道促销费用”的“三不”原则，从“客户计划量与真实有质量动销能力相匹配、对风险客户加大减量力度、充分考虑新老客户实际情况”三个维度出发进行商家计划量调整，“减量”计划的实施将利于：1）完善经销商结构，支持实力型、能力型商家，将资源向能力型商家倾斜；2）通过减量造成一定的供不应求，以实现挺价；3）提升团购、新零售及创新项目渠道占比，加强渠道管控能力；4）打造代理权的稀缺性。

2） **价先于量升，销量或超预期。**区别于茅台酒批价受零售价影响，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，本轮调整中五粮液通过减量实现批价的提升，批价有望中秋节前达到950元，另外，参考2019年普五八代升级中的先挺价后放量的举措，预计后期公司会在价稳的基础上通过团购、新零售等渠道增加供给，业绩目标完成概率大，销量或超预期。

3.2. 发掘新亮点以加强消费者培育

1） **发力团购，抢抓新时代消费者。**此前公司曾表示将加码团购渠道，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，具体培育方式包括：召开品鉴会、举办新生代调酒大赛等活动等，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；2017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。今年面对疫情冲击，公司提出了加快团购工作、零售损失团购补，利用核心终端和营销团队完成核心消费者培育等内容，年初至4月，团购订单总数已达到3000多笔，同时公司规划今年五粮液销量20%将在团购实现，近期营销会议上公司表示调整的计划量将投放到新零售和团购渠道，团购销售不占用渠道计划量，公司将联合经销商开展公关团购工作，开发企业级团购，团购将成为今年渠道增量重要来源。

2） **精准营销，成立新零售管理公司。**近期五粮液已成立新零售管理公司，建立了线上渠道的精准营销体系及消费者会员中心，新零售管理公司的成立不仅能加强对消费者的精准营销及锁定、加强消费者培育、扩大消费群体的覆盖、挖掘新增长点，同时新零售公司或将通过提升供货价以增厚利润。

3） **多措并举，消费群体有望实现扩张。**市场此前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；通过讲好公司品牌文化估值、积极进行事件及广告推广、利用新媒体等方式加快核心消费者培育进度。中长期看，公司有望在团购和消费者转化超预期。

图 11：公司通过多种途径来加强消费者培育

标号	事件
1	6月20日，五粮液在线上开展“香逢端午 祈佑安康”主题活动，并联合同仁堂推出了限量版“端午礼盒”回馈大众，对长期支持、厚爱五粮液品牌的消费者表达一份健康关爱以及节日祝福。 这份包装精美的“祈佑安康礼”端午礼盒是五粮液特意联合百年老字号“同仁堂”依据端午节习俗定制而成，仅作为礼品赠送，内有一瓶50ml的第七代经典五粮液和5个颜色各异的中药香囊。
2	五粮浓香酒“一瓶一码”系统全面导入，多码绑定，扫码入库、出库、终端扫码进货、消费者开瓶扫码全过程可视化，此举对营销管控将带来硬核支撑。此外，终端和消费者通过扫码都可获得红包，对进货与消费购买欲望无疑也是较大的一次提升。微酒记者获悉， 目前，在内蒙古巴彦淖尔、河北石家庄等地陆续有消费者购买消费尖庄新品获得了“1911元”红包。
3	4月22日，第22届（2020）中国国际西湖情五粮液玫瑰婚典湖上云直播发布会在G20峰会接待过各国元首的宝石舫上举行。02助力美好生活，彰显疫后正能量值得注意的是，去年的中国国际西湖情玫瑰婚典，五粮液是作为总冠名和主办单位首次参与其中，而今年的再次牵手意味着什么。五粮液连续冠名西湖玫瑰婚典，在帮助其培育消费者、打造市场氛围的同时，也进一步助力了五粮液在婚宴市场的发力。
4	1月15日，“第四届深圳社会组织年度盛典暨中国公益领袖鹏城对话”活动在深圳举行。五粮液携第八代经典五粮液等近十款代表产品亮相，展现中国浓香型白酒典型代表的深厚底蕴和独特魅力。本届活动以盛典和对话相结合的创新方式，团结社会组织、服务社会建设、创新社会文化、丰富社会价值、促进社会和谐，吸引了全国数千名社会组织和企业代表齐聚一堂，交流分享“先行示范区”和粤港澳大湾区建设经验，共同探讨展望“双区”未来发展。
5	1月4日，素有“中国酒业大王”之称的五粮液先拔头筹，跻身冬季铁人三项世界杯赛指定赞助商之列。

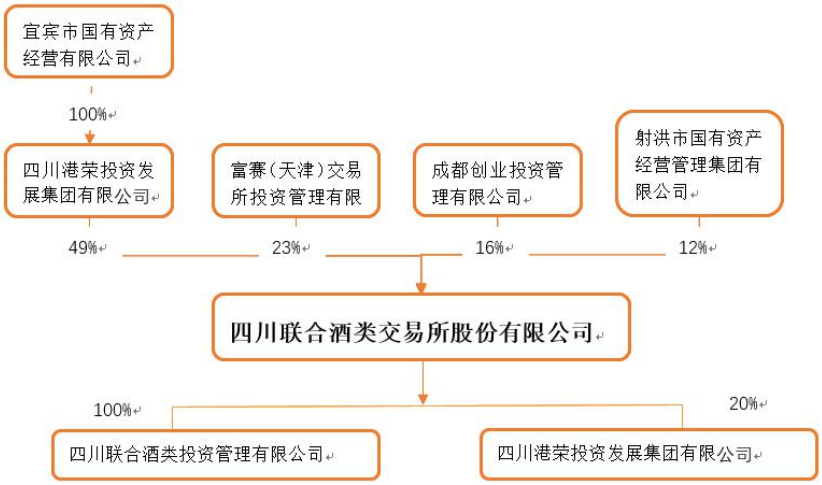
资料来源：新浪财经，酒业家，微酒，浙商证券研究所

3.3. 创新工具及数字化赋能提效

1） **创新业务将增强金融属性。**数字酒证方面，曾总在股东大会上表示，要将区块链数字酒证与五粮液的实体产品锚定，探索消费、投资、收藏、存储等为一体的数字化消费新模式，提高五粮液的金融属性。长远来看，随着五粮液年份的增加及稀缺性凸显，保真的数字酒证将拥有较大升值空间，而五粮液收藏价值的提升将进一步提升品牌拉力，利于批价实现稳定上移。另外，酒交所的存在也利于保障五粮液业绩的稳定。

2） **加深营销数字化改革将实现提效。**公司前期通过分盘控利模式的终端层层扫码、与 IBM 等企业进行合作等方式叠加推进数字化建设，终端掌控力得到了增强，渠道利润恢复、经营效率，管理精细化程度均得到了持续提升。目前公司数字化架构已搭建完成，五粮液到终端的渠道透明度达到 89.6%，再加上 129 个异常监控模型，公司可以有效改善渠道秩序，今年公司将进一步将框架精细化。营销数字化改革的持续深入对于保障市场秩序稳定、配额合理优化、赋能新老渠道、保证批价上行等方面均有着重要作用。

图 12：酒交所股东结构图



资料来源：wind，浙商证券研究所

4. 风险提示

1、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；
2、经典五粮液批价上涨不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	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
应收账项	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
非流动资产	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
资产总计	106396.97	118559.28	138839.71	162153.90
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	106396.97	118559.28	138839.71	162153.90

现金流量表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	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)
投资活动现金流	(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)
筹资活动现金流	(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)
现金净增加额	14244.02	(2285.49)	15778.08	19424.94

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	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
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	92.50	95.28	98.13	101.08
其他经营收益	162.49	167.37	172.39	177.56
营业利润	24252.97	28908.69	34842.05	40491.47
营业外收支	(139.79)	(143.98)	(148.30)	(152.75)
利润总额	24113.19	28764.71	34693.75	40338.72
所得税	5877.76	7011.60	8456.84	9832.84
净利润	18235.43	21753.11	26236.91	30505.88
少数股东损益	826.09	985.45	1188.57	1381.96
归属母公司净利润	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

主要财务比率

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	25.20%	15.44%	17.35%	14.67%
营业利润增长率	29.57%	19.20%	20.52%	16.21%
归属于母公司净利润	30.07%	19.29%	20.61%	16.27%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.51	0.53	0.52
应收账款周转率	382.90	364.41	350.52	358.65
应付账款周转率	3.99	3.72	3.57	3.70
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	4.49	5.35	6.45	7.50
每股经营现金流(最	5.95	3.62	6.40	7.67
每股净资产(最新摊	19.14	22.29	26.04	30.45
估值比率				
P/E	37.35	31.31	25.96	22.32
P/B	8.75	7.51	6.43	5.50
EV/EBITDA	19.23	20.70	16.64	13.95

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“本公司”）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