

高端白酒扩容趋势确定 产品品牌渠道三剑合璧

——五粮液（000858）深度报告

分析师：刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2020年09月30日

食品饮料——酒类

证券分析师

刘瑀

022-23861670

liuyu@bhzq.com

评级：

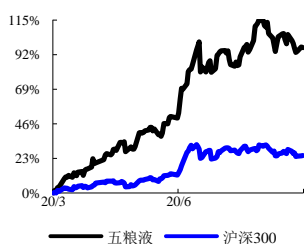
增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价：219.73

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 一代浓香王者 开启二次创业

五粮液作为白酒龙头企业和浓香型白酒的典型代表，1909年因为“集五粮之精华而成玉液”正式得名，已传承逾千载。同时，公司根据生产工艺特点开发了五粮春、五粮醇、五粮特头曲、绵柔尖庄等品类齐全、层次清晰的系列酒产品，满足了不同层次消费者的多样化需求。成立至今，经历了不同的发展阶段，2017年公司开启“二次创业”，在不断调整经营战略的进程当中逐渐夯实白酒企业龙头地位。

● 高端白酒市场扩容趋势确定

在中性假设下，尽管我国人均酒精消费量仍存在上行空间，且我国总人口上升趋势未见拐点，但人口老龄化趋势明显，因此两相结合来看，我国白酒总消费量大概率将维持稳定。尽管行业已经进入存量竞争格局，从过去几年的白酒市场消费情况来看，产品结构升级趋势明显。在各价格带中，仅高端白酒的经济价值贡献度持续性攀升。因此从过往的发展趋势来看，我们认为高端价格带是最具确定性的成长赛道。

同时，从奢侈品消费的角度看，贝恩咨询数据显示，2017年名酒占奢侈品市场份额大约为6.06%，是奢侈品市场中的重要组成部分。我国高端白酒同样具有奢侈品消费的属性，同时由于大陆地区中产阶级不断壮大，奢侈品市场的增速势如破竹。从消费趋势上来看，名酒消费必将受益于奢侈品市场的加速化扩容。综合考虑，我们保守估计高端白酒未来五年收入增速在10%以上。而五粮液作为高端白酒头部企业，必将充分受益消费市场扩容。

● 走在正确的道路上

二次创业以来，公司围绕产品、品牌、渠道三大要素不断完善。产品方面，利用窖池优势打造产品壁垒，同时加强技术创新，通过溯源管理严控生产过程，品质保障和产品供给得到进一步提升。品牌方面，公司持续完善五粮液品牌“1+3”以及系列酒四个全国性战略大单品的产品体系，实现五粮液品牌价值的强势回归。近期，经典五粮液的发布，补齐了品牌“1+3”矩阵，使五粮液核心产品体系更趋完善，等级性和辨识度进一步提升。渠道方面，公司积极实施营销组织变革，完成了从传统营销向现代营销的转型，使其达到“横向专业化，纵向扁平化”。数字化营销的落地使得营销工作的协同性和执行力得到系统性的提升。

● 投资建议

我们认为，公司二次创业以来，围绕过去经营当中产品、品牌以及营销渠道所出现的问题，统筹规划各个击破。在改革过程中，执行力强并且已形成正反馈。在方向正确的前提之下，这种正反馈会不断加强，确保公司充分受益于高端白酒市场的扩容。综上，我们长期看好公司发展，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 5.16/6.20/7.32 元，给予公司“增持”的投资评级。

● 风险提示

宏观经济发展不及预期，公司改革方向偏差，食品安全问题，疫情反复

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业收入	40,030	50,118	57,034	66,844	76,871
(+/-)%	32.6%	25.2%	13.8%	17.2%	15.0%
经营利润 (EBIT)	17,432	22,564	25,755	30,794	36,104
(+/-)%	41.2%	29.4%	14.1%	19.6%	17.2%
归母净利润	13,384	17,402	20,045	24,066	28,420
(+/-)%	38.4%	30.0%	15.2%	20.1%	18.1%
每股收益 (元)	3.45	4.48	5.16	6.20	7.32

表：三张表及主要财务指标

资产负债表						利润表 (百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	48,960	63,239	77,402	102,195	131,055	营业收入	40,030	50,118	57,034	66,844	76,871
应收账款及票据	16,262	14,778	19,689	22,634	25,638	营业成本	10,487	12,802	14,373	16,176	17,988
预付账款	221	232	287	316	350	营业税金及附加	5,908	6,984	7,881	9,368	10,712
其他应收款	872	1,249	1,324	1,574	1,819	销售费用	3,778	4,986	5,577	6,574	7,545
存货	11,795	13,680	16,061	17,832	19,818	管理费用	2,340	2,655	3,312	3,773	4,336
其他流动资产	0	0	0	0	0	研发费用	84	126	136	159	185
流动资产合计	78,110	96,627	118,213	148,001	182,130	财务费用	-1,085	-1,431	-1,758	-2,245	-2,916
长期股权投资	919	1,022	1,022	1,022	1,022	资产减值损失	11	-3	-2	-1	-1
固定资产合计	5,262	6,109	7,665	8,721	9,756	信用减值损失	0	-1	0	0	0
无形资产	413	410	480	516	557	其他收益	106	160	163	196	227
商誉	2	2	2	2	2	投资收益	101	93	122	141	159
长期待摊费用	112	92	92	92	92	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	52	165	165	165	165	资产处置收益	5	3	0	0	0
资产总计	86,094	106,397	129,059	159,807	194,881	营业利润	18,718	24,246	27,797	33,375	39,404
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	-112	-140	0	0	0
应付票据及账款	3,566	3,677	4,761	5,145	5,708	利润总额	18,607	24,106	27,797	33,375	39,404
预收账款	6,707	12,531	11,778	14,339	16,740	所得税费用	4,568	5,878	6,807	8,165	9,638
应付职工薪酬	2,769	3,595	4,011	4,483	5,008	净利润	14,039	18,228	20,990	25,210	29,767
应交税费	5,080	7,939	7,763	9,492	10,975	归属于母公司所有者的净利润	13,384	17,402	20,045	24,066	28,420
其他流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	654	826	945	1,144	1,347
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	3.45	4.48	5.16	6.20	7.32
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	20,975	30,301	31,712	37,119	42,427	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股东权益	65,119	76,096	97,347	122,688	152,454	营收增长率	32.6%	25.2%	13.8%	17.2%	15.0%
						EBIT 增长率	41.2%	29.4%	14.1%	19.6%	17.2%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润增长率	38.4%	30.0%	15.2%	20.1%	18.1%
净利润	14,039	18,228	20,990	25,210	29,767	销售毛利率	73.8%	74.5%	74.8%	75.8%	76.6%
折旧与摊销	563	490	1,499	761	862	销售净利率	35.1%	36.4%	36.8%	37.7%	38.7%
经营活动现金流净额	12,317	23,112	16,356	26,244	30,510	ROE	21.1%	23.4%	21.2%	20.3%	19.3%
投资活动现金流净额	-332	-1,616	-2,193	-1,452	-1,650	ROIC	20.2%	22.4%	20.0%	19.0%	17.9%
筹资活动现金流净额	-3,618	-7,252	0	0	0	资产负债率	24.4%	28.5%	24.6%	23.2%	21.8%
现金净变动	8,368	14,244	14,163	24,793	28,860	PE	14.76	29.67	42.63	35.51	30.07
期初现金余额	40,592	48,889	63,239	77,402	102,195	PB	3.11	6.95	9.03	7.19	5.80
期末现金余额	48,960	63,139	77,402	102,195	131,055	EV/EBITDA	8.25	19.65	28.51	23.84	19.57

目 录

1.一代浓香王者 开启二次创业	7
1.1 历史悠久的浓香型白酒典范	7
1.2 在不断调整中发展壮大	8
2.高端白酒市场扩容趋势确定	9
2.1 白酒行业步入存量竞争格局	9
2.3 人均酒精消费量或缓慢增长	11
2.4 确定性最强的成长赛道——高端白酒	13
3.走在正确的道路上	15
3.1 百年窖池构筑产品壁垒	15
3.2 优化产品结构 精简产品体系	16
3.3 营销数字化 渠道扁平化	18
4.投资建议	21
5.风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司股权结构一览.....	7
图 2: 业绩波动不改长期发展趋势 (单位: 亿元)	8
图 3: 公司四大全国性大单品.....	8
图 4: 公司高价位酒占比不断提高	8
图 5: 白酒行业产量及其变化趋势 (单位: 万千升)	10
图 6: 规模以上白酒企业数量.....	11
图 7: 规模以上白酒企业销售收入及其增速 (单位: 亿元)	11
图 8: 规模以上白酒企业利润总额及其增速 (单位: 亿元)	11
图 9: 不同收入国家对应的人均酒精消费量 (单位: 升)	12
图 10: 我国人均年可支配收入逐年增长 (单位: 元)	12
图 11: 不同地区人均酒精消费量 (单位: 升)	12
图 12: 我国人均酒精消费量 (单位: 升)	12
图 13: 2000-2019 年我国总人口 (单位: 亿人)	12
图 14: 2000-2019 年我国人口结构变化.....	12
图 15: 各价格带白酒单价变化趋势 (单位: 元/500ml)	13
图 16: 高端白酒单价变化趋势 (单位: 元/500ml)	13
图 17: 不同等级白酒销量占总销量比例变化趋势	13
图 18: 不同等级白酒销售额占总销售额比例变化趋势	13
图 19: 2017 年全球奢侈品市场品类构成	14
图 20: 中国内地奢侈品消费加速扩容 (单位: 人民币)	14
图 21: 华人奢侈品消费增速领跑全球 (单位: 亿欧元)	14
图 22: 我国中上收入人群持续增长 (单位: 亿人)	14
图 23: “一极三优六首创六精酿”传统酿造技艺	15
图 24: 公司明清酿酒作坊分布.....	15
图 25: 陈酿过程促进原酒品质提高	15
图 26: 历代经典五粮液一览	16
图 27: 五粮液品牌“1+3”	17
图 28: 公司营销体系逐步扩大.....	19
图 29: 五粮液专卖店分布	19
图 30: 五粮液平台型营销组织变革	19
图 31: 21 个营销战区 8 大核心营销战区	19
图 32: 五粮液数字化营销模型	20
图 33: 五粮液数字化营销渠道——层层扫码机制	20
图 34: 层层扫码机制下的异常违规判定	20

表 目 录

表 1: 我国白酒主要香型	9
表 2: 2019 年公司取得丰硕专利	16
表 3: 梳理系列酒产品体系的四个方面	18

1.一代浓香王者 开启二次创业

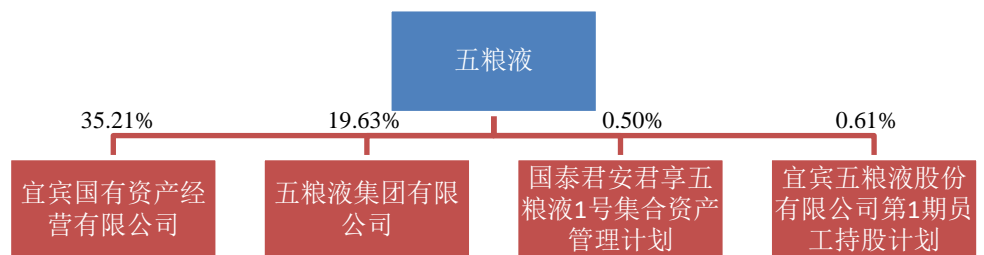
1.1 历史悠久的浓香型白酒典范

五粮液作为白酒龙头企业和浓香型白酒的典型代表，1909年因为“集五粮之精华而成玉液”正式得名，已传承逾千载。五粮液集团前身由8家古传酿酒作坊联营组建而成；1959年更为名四川省地方国营宜宾五粮液酒厂；1998年，改制为宜宾五粮液集团有限公司，宜宾五粮液股份有限公司在深交所挂牌上市。

公司主要从事白酒的生产和销售，其主要产品“五粮液酒”是我国浓香型白酒的典型代表。同时，公司根据生产工艺特点开发了五粮春、五粮醇、五粮特头曲、绵柔尖庄等品类齐全、层次清晰的系列酒产品，满足了不同层次消费者的多样化需求。从1915年荣获巴拿马万国博览会金奖至今，公司已先后获得国家名酒等上百项国内国际荣誉，公司品牌价值位列中国500最具价值品牌第19名。

公司第一大股东为宜宾市国有资产经营有限公司，实际控制人为宜宾市国资委，宜宾市国有资产经营有限公司合计持股比例达到54.84%，股权结构稳定且持股相对集中。此外，公司还曾通过非公开发行的方式推出员工持股计划以及集合资产管理计划（由部分优秀经销商认购），绑定核心人员利益，充分调动了员工积极性。

图 1：公司股权结构一览

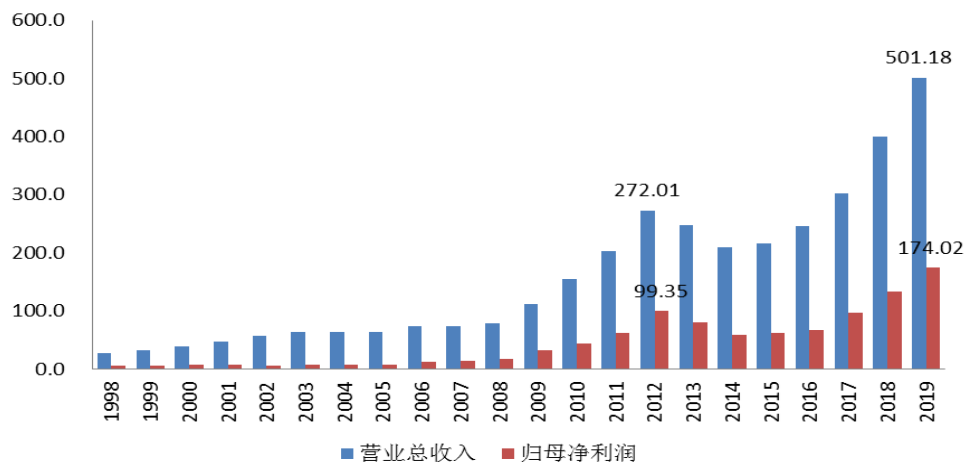


资料来源：公司公告，渤海证券

1.2 在不断调整中发展壮大

公司成立至今，经历了不同的发展阶段，在不断调整经营战略的进程当中逐渐夯实白酒企业龙头地位。1998 年上市至今，公司营业收入超 500 亿元，营收年复合增速达到 14.70%；2019 年公司实现归母净利润达到 174.02 亿元，年复合增速达到 17.85%。

图 2：业绩波动不改长期发展趋势（单位：亿元）



资料来源：Wind，渤海证券

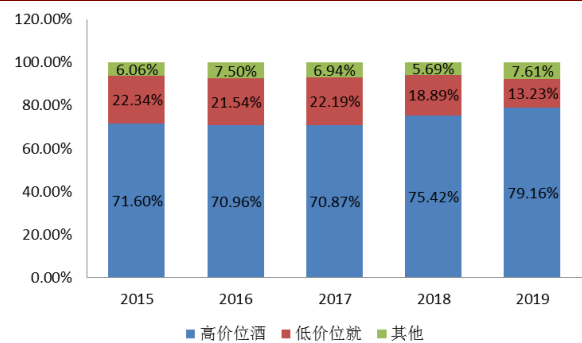
从营收构成看，公司通过优化五粮液产品体系以及梳理系列酒产品体系，使得高价位酒营收占比从 2015 年的 71.60%提高至 2019 年的 79.16%。优化五粮液产品体系方面，公司成功推出第八代经典五粮液，成功实现了产品的迭代，市场价格稳步提升；此外，针对消费者对美好生活的高层次需求，公司还打造了战略性超高端 501 五粮液。而在梳理系列酒产品体系方面，公司持续精简严重透支五粮液品牌价值的高仿产品，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性大单品，确保品牌形象层次分明。

图 3：公司四大全国性大单品



资料来源：公开资料，渤海证券

图 4：公司高价位酒占比不断提高



资料来源：Wind，渤海证券

2. 高端白酒市场扩容趋势确定

2.1 白酒行业步入存量竞争格局

白酒是以富含淀粉质的梁谷作为主要原料，经蒸煮、发酵、蒸馏而制成的含酒精饮料。白酒在我国有着悠久的酿造历史，与白兰地、威士忌、伏特加、朗姆酒和金酒并称为世界六大蒸馏酒。白酒作为我国特有的蒸馏酒，具有很强的民族、地区和文化属性，是深受消费者喜爱的含酒精饮品。

白酒中各种香味成分的种类基本相同，但其含量差别决定了白酒的不同风格。1979年，第三届全国评酒会正式将我国白酒划分为清香型、浓香型、酱香型、米香型和其他香型共5种。后经科研院所与各地白酒生产企业的持续总结，更多不同香型类别逐步确立，目前已有13种香型之多。

清香型白酒由于具备生产周期短以及成本低的工艺优势，在上世纪九十年代之前一一直处于行业主导地位。而九十年代后，随着窖泥培养等酿造技术的逐步推广以及粮食供应不足等制约因素的逐渐消除，浓香型白酒产区由四川省扩大至全国，且该香型知名品牌众多，使该品类市场份额跃居第一。酱香型白酒的推广则主要得益于贵州茅台，贵州茅台上市之后经过多年发展成为白酒行业龙头，从消费者培育、产业建设、资本投资等方面促使了酱香型白酒的发展，使酱香型成为继浓香型之后的第二大品类。

表 1: 我国白酒主要香型

白酒香型	风味特征	代表品牌
浓香型	窖香浓郁 绵甜醇厚	五粮液/剑南春
	香味协调 尾净爽口	泸州老窖/古井贡酒
酱香型	酱香突出 幽雅细腻 酒体醇厚 回味悠长 空杯留香持久	贵州茅台/郎酒/习酒
清香型	清香纯正 醇甜柔和 自然谐调 余味净爽	青花汾酒/红星
米香型	蜜香清雅 入口绵甜 落口爽净 回味怡畅	桂林三花

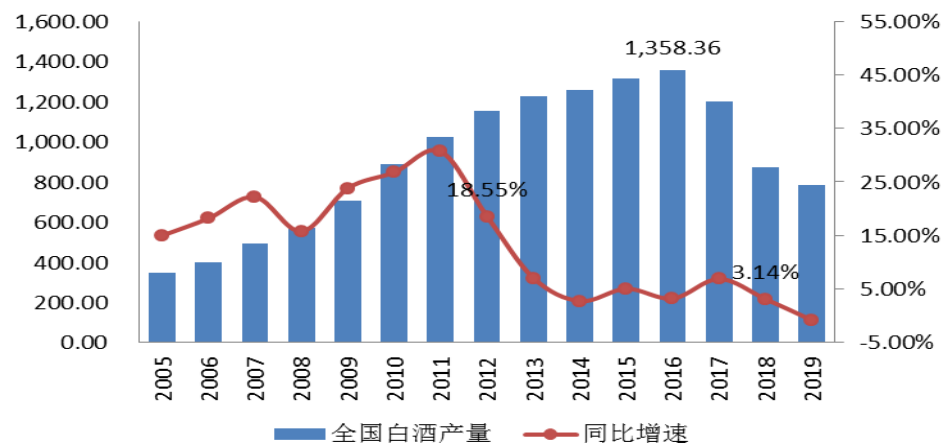
资料来源：公开资料，渤海证券

作为第一大品类的浓香型白酒，酿造周期在 2-5 个月，其品质主要取决于传统酿造工艺以及窖泥质量。而酱香型白酒整体生产流程以一年为一个生产周期，高品质酱香型白酒的品质主要取决于酿造工艺以及后期储藏时间。

二十世纪八十年代以来，随着改革开放带动国民经济快速增长，我国农业生产效率提升、酿酒所需的原材料供应保障增强，白酒产业得到持续发展。在此期间，为了应对发展中存在的各种问题，国家制定了以调控总量为基础的产业政策以及税收政策。其后由于亚洲金融危机，国内经济环境恶化白酒产量下滑，至 2004 年白酒产量下滑至 311.70 万千升。

2005 年开始，我国居民收入水平以及消费能力快速提升，政商活动增加，白酒消费需求快速扩张，行业呈现出供需两旺的格局，至 2012 年白酒产量达 1153.16 万千升，年复合增速达到 17.77%。实际上 2012 年限制三公消费的政策及举措便开始逐步落地，叠加塑化剂事件的影响，白酒行业前期所积累的产能过剩、社会库存积压等问题及风险开始暴露，行业进入调整阶段，白酒产量同比增速大幅下滑，但是规模以上白酒企业产量仍保持了正向增长，2016 年白酒产量达到 1358.36 万千升。

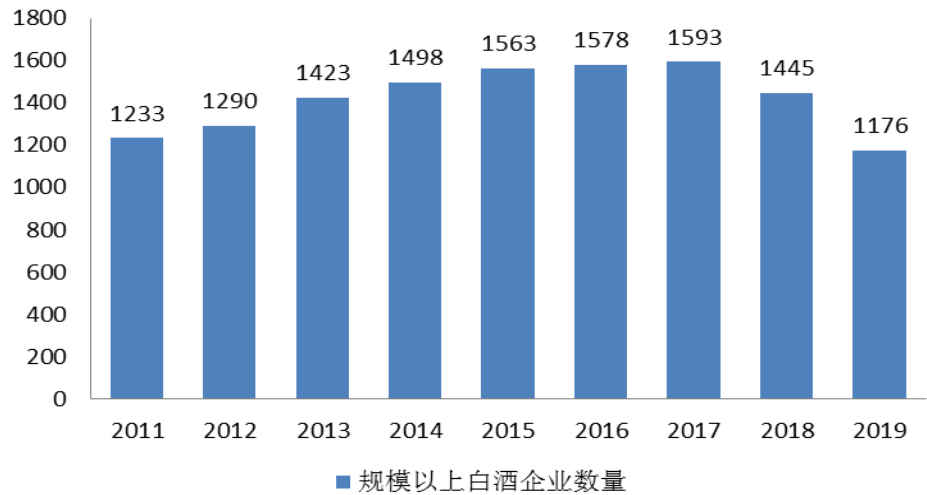
图 5：白酒行业产量及其变化趋势（单位：万千升）



资料来源：Wind，渤海证券

2016 年以后，白酒企业积极调整经营策略，淘汰落后产能、消化积压库存，行业整体产量持续下滑，但是同时也为白酒行业的分化发展奠定了基础。在消费升级驱动下，需求向个人和家庭消费转移，存量竞争格局使市场份额集中度快速提升，规模以上白酒企业数量自 2017 年见顶后开始回落，2019 年规模以上白酒企业数量仅为 1176 家，环比减少 269 家。

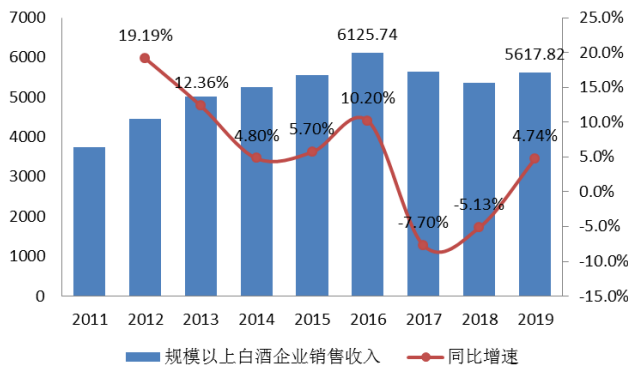
图 6: 规模以上白酒企业数量



资料来源: Wind, 渤海证券

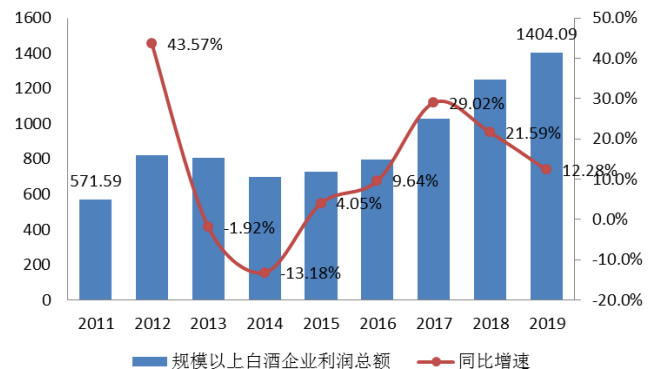
尽管 2016 年以后我国规模以上白酒企业产销量均持续下降, 但是销售收入却未出现明显下滑, 2019 年规模以上白酒企业销售收入增速同比转正, 侧面反应了以吨酒价格提升为表现的消费升级趋势明显。此外, 规模以上白酒企业利润总额自 2015 年起同比增速转正此后一路走高, 说明存量竞争格局下的行业内部呈现良性发展。

图 7: 规模以上白酒企业销售收入及其增速 (单位: 亿元)



资料来源: 渤海证券

图 8: 规模以上白酒企业利润总额及其增速 (单位: 亿元)

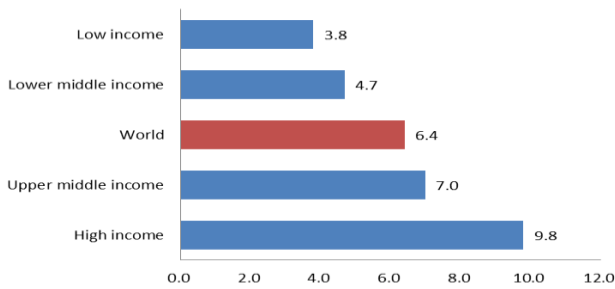


资料来源: 渤海证券

2.3 人均酒精消费量或缓慢增长

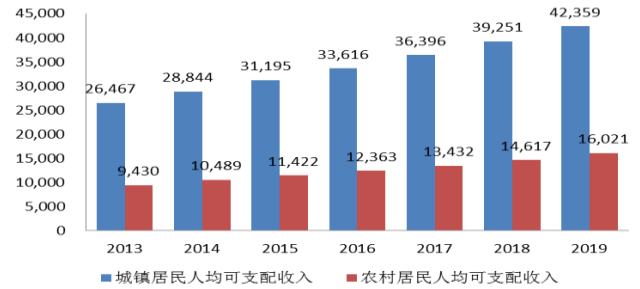
长期来看, 在相对乐观假设下我国白酒消费量仍然有上行空间。世界卫生组织数据显示, 人均酒精消费量与收入呈正相关, 高收入国家的人均酒精消费量大约为低收入国家的 2.58 倍。尽管我国经济发展面临减速换挡, 但仍将保持合理的增长水平, 人均可支配收入的不断提高或将打开酒精消费量的上涨空间。

图 9: 不同收入国家对应的人均酒精消费量(单位: 升)



资料来源: WHO, 渤海证券

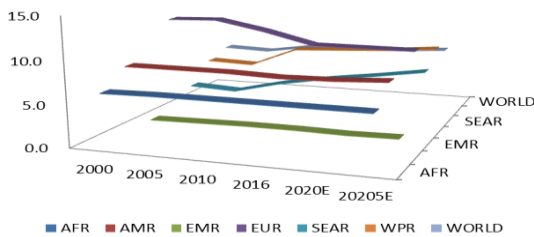
图 10: 我国人均年可支配收入逐年增长(单位: 元)



资料来源: 国家统计局, 渤海证券

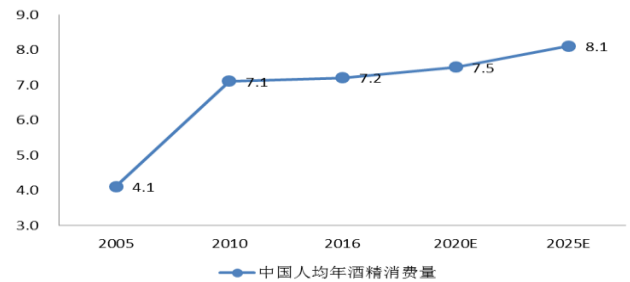
世界卫生组织指出, 人均酒精消费量在西太平洋及东南亚地区增长明显, 尤其是人口大国中国和印度。而澳大利亚和日本作为西太平洋地区的高收入国家, 人均酒精消费量或下降。世卫组织预测, 中国作为中高收入国家, 人均酒精消费量自 2005 年的 4.1 升已上升至 2016 年的 7.2 升, 2025 年这一数值或将达到 8.1 升。

图 11: 不同地区人均酒精消费量(单位: 升)



资料来源: WHO, 渤海证券

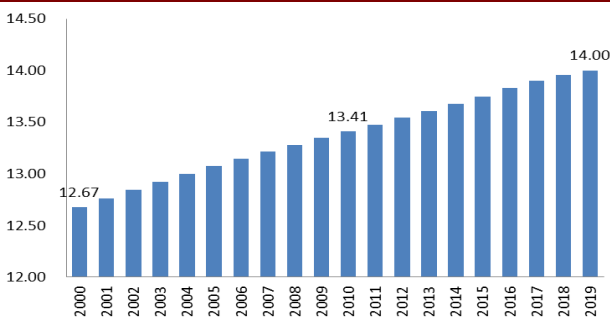
图 12: 我国人均酒精消费量(单位: 升)



资料来源: WHO, 渤海证券

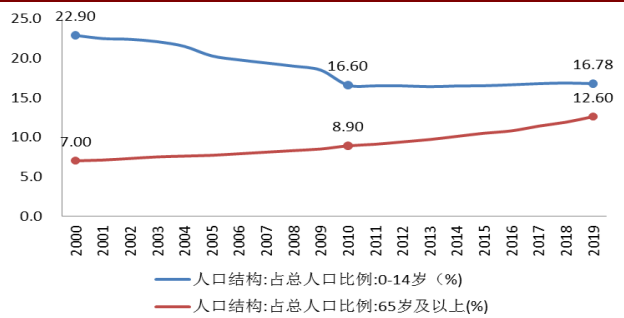
而中性假设下, 尽管我国人均酒精消费量仍存在上行空间, 且我国总人口上升趋势未见拐点, 但人口老龄化趋势明显, 我国 65 岁以上人口占总人口比例从 2000 年的 7.0% 上升至 2019 年的 12.6%。由于老龄化人口对于白酒消费的需求较弱, 因此两相结合来看, 我国白酒总消费量大概率将维持稳定。而悲观假设下, 欧睿等第三方机构预测我国白酒总消费量或会继续下降。多重维度考虑, 我们更倾向于中性假设。

图 13: 2000-2019 年我国总人口(单位: 亿人)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 14: 2000-2019 年我国人口结构变化

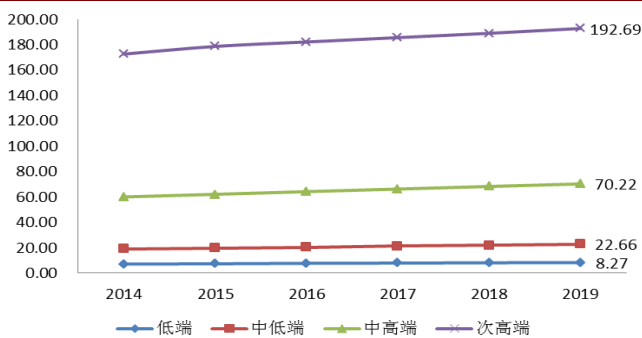


资料来源: Wind, 渤海证券

2.4 确定性最强的成长赛道——高端白酒

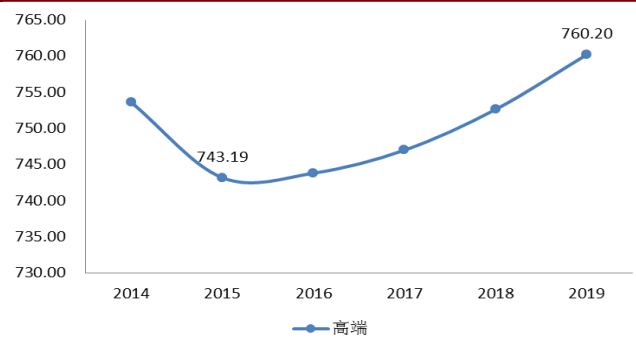
尽管从消费量来看，行业已经进入存量竞争格局，但在基于我国经济稳步发展的环境下，各价格带均有不同程度上移。同时，为了明确下文所引用的欧睿数据中对不同价格带的定义，我们根据其数据倒推出各价格带单价并且列示单价变动趋势，以便研究。由于各机构的统计口径有所差异，因此对于所引用的欧睿数据，我们仅观测其变化趋势。

图 15: 各价格带白酒单价变化趋势 (单位: 元/500ml)



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

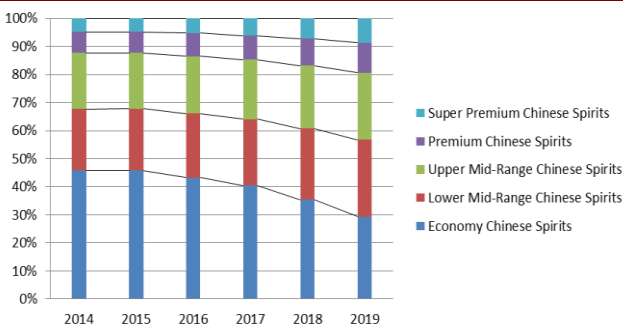
图 16: 高端白酒单价变化趋势 (单位: 元/500ml)



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

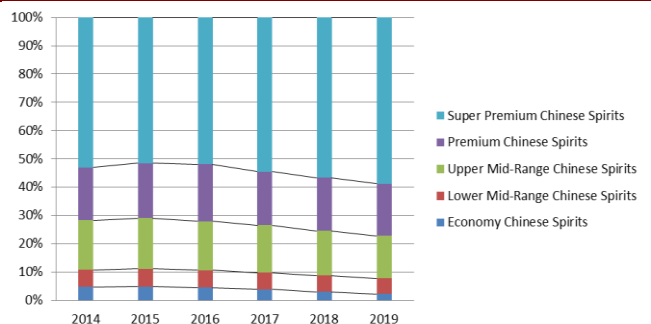
从过去几年的白酒市场消费情况来看，产品结构升级趋势明显。欧睿数据显示，2019 年低端白酒消费量占比为 29.43%，相较 2014 年下降了 16.35 个百分点。与此同时，2019 年高端白酒消费量占比为 8.65%，相较 2014 年上升了 3.81 个百分点。从消费量来看，除低端白酒占比不断下降外，其余各个等级均有不同程度提升。但是，尽管高端白酒的消费量占总消费量的比重仍不足 10%，但却贡献了 50% 以上的销售额，并且这一比例在近几年不断提升。2014 年，高端白酒销售额占总销售额比例为 52.99%，2019 年该比例上升达到 58.77%。在各价格带中，仅高端白酒的经济价值贡献度持续性攀升。

图 17: 不同等级白酒销量占总销量比例变化趋势



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

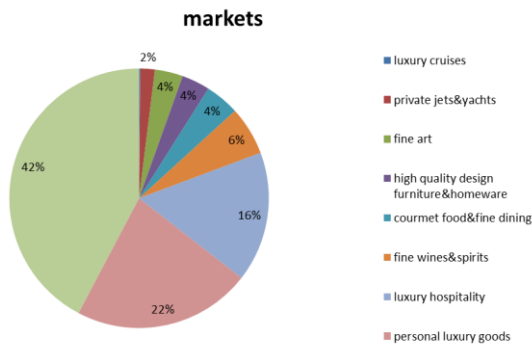
图 18: 不同等级白酒销售额占总销售额比例变化趋势



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

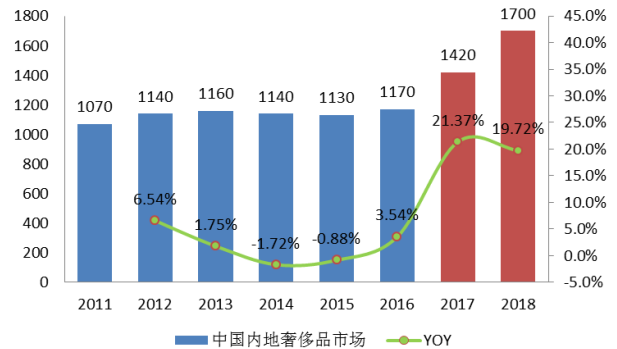
在中性假设下（即消费量存量竞争格局），从过往的发展趋势来看，我们认为高端价格带是最具确定性的成长赛道。贝恩咨询数据显示，2017 年名酒占奢侈品市场份额大约为 6.06%，是奢侈品市场中的重要组成部分。我国高端白酒同样具有奢侈品消费的属性，同时由于大陆地区中产阶级不断壮大，奢侈品市场的增速势如破竹。从消费趋势上来看，名酒消费必将受益于奢侈品市场的加速化扩容。

图 19: 2017 年全球奢侈品市场品类构成



资料来源: Bain&Company, 渤海证券

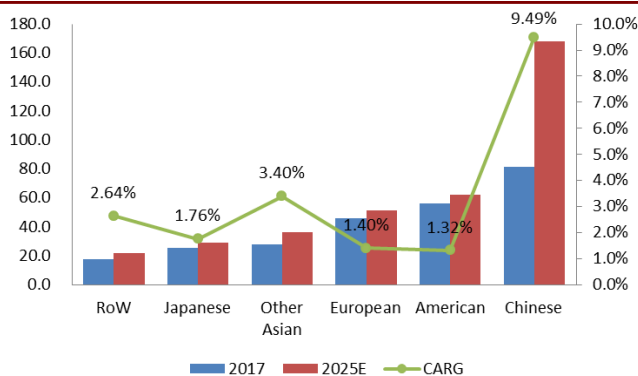
图 20: 中国内地奢侈品消费加速扩容 (单位: 人民币)



资料来源: McKinsey&Company, 渤海证券

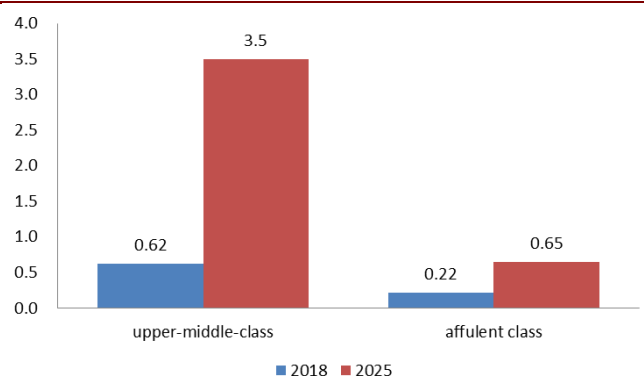
贝恩咨询预计，2017-2025 年中国在全球范围内奢侈品消费年复合增速将达到 9.49%。结合奢侈品消费加速回流的这一特征，我们认为国内名酒市场消费增速或会更胜一筹。此外，我国中上收入家庭（月家庭收入在 2600 美元至 3900 美元间）数量急剧增长，2018-2025 年年复合增长率预计为 28%，届时中上收入家庭人口将达 3.5 亿之多。而更富裕家庭（月家庭收入超过 3900 美元）的规模将是 2018 年的 3 倍，预计 2025 年这一群体人口或有望达到 6500 万人（年复合增速 17%）。综合以上数据，同时考虑未来五年城镇居民人均可支配收入增速大概率维持在 5% 左右水平，保守估计高端白酒未来五年收入增速在 10% 以上。

图 21: 华人奢侈品消费增速领跑全球 (单位: 亿欧元)



资料来源: Bain&Company, 渤海证券

图 22: 我国中上收入人群持续增长 (单位: 亿人)



资料来源: McKinsey&Company, 渤海证券

3.走在正确的道路上

3.1 百年窖池构筑产品壁垒

五粮液是浓香型白酒的典型代表，产品品质毋庸置疑。五粮液继承了传承逾千年的多粮固态酿造技艺，以明代“陈氏秘方”为基础，通过代代传承、不断创新，形成了“一极三优六首创六精酿”的独有特点，是独有的传统酿造技艺精髓，更是中国白酒传统酿造技艺的典型代表和鲜活范本。2008年，五粮液传统酿造技艺被列入国家级非物质文化遗产。

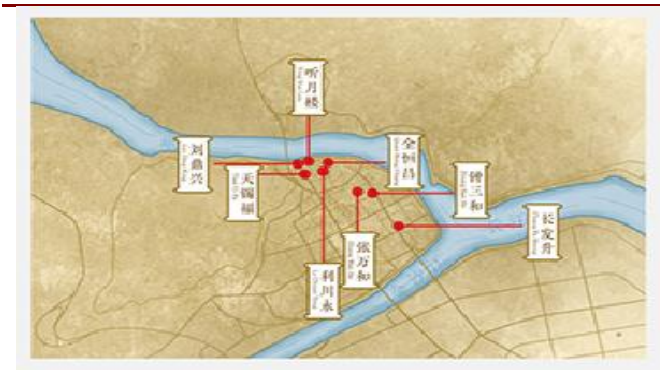
图 23：“一极三优六首创六精酿”传统酿造技艺

1极	3优	6首创	6精酿
<ul style="list-style-type: none"> • 工艺极端复杂 	<ul style="list-style-type: none"> • 环境优势 • 匠人匠心优势 • 老窖优势 	<ul style="list-style-type: none"> • 无良配方 • 包包曲 • 跑窖循环 • 沸点量水 • 双轮底发酵 • 勾兑双绝 	<ul style="list-style-type: none"> • 分层入窖 • 分层起糟 • 分层蒸馏 • 量质摘酒 • 按质并坛 • 分级存储

资料来源：公开资料，渤海证券

五粮液拥有长发升、利川永、张万和、钟三和、刘鼎兴、天赐福、听月楼、全恒昌共 8 家明清酿酒作坊。其中，最古老的明代窖池从 1368 年持续发酵至今，已达六百余年，是中国现存最早的地穴式曲酒发酵窖池。正是这些窖池，为五粮液赋予了独特的风格。窖龄越长，窖池内有益于酿酒的微生物群落越多，其赋予了五粮液独特的品质。

图 24：公司明清酿酒作坊分布



资料来源：公开资料，渤海证券

图 25：陈酿过程促进原酒品质提高



资料来源：公开资料，渤海证券

同时，在原有产品优势基础上，公司着力为消费者创造美好，加强技术创新，通过溯源管理严控生产过程，品质保障和产品供给得到进一步提升。公司以平台建设的方式强化技术创新，建成了一批高层次研究平台；以基地建设的方式强化原粮供应，大力推进以专用粮供应为核心的产品溯源管理体系建设；以体系建设的方式强化过程管控，推动全面质量管理体系高效运转，优质酒率持续提升。

表 2: 2019 年公司取得丰硕专利

类别	2019 年度申请专利	2019 年度授权专利	累计有效专利
发明	9 项	4 项	48 项
实用新型	11 项	7 项	83 项
外观设计	129 项	140 项	1485 项

资料来源：公开资料，渤海证券

3.2 优化产品结构 精简产品体系

从公司过往经营情况看，由于产品体系问题所造成的品牌力下降一度成为公司发展的桎梏。近几年来，公司着重落实“三性一度”（产品的纯正性、一致性、等级性，提高品牌的辨识度）要求，加强产品结构优化以及品牌文化推广。

核心产品方面，从 1909 年到 2019 年，五粮液已经历七代产品洗礼，在第 100 届全国糖酒商品交易会开幕前，第八代经典五粮液惊艳亮相。作为公司核心大单品的第八代经典五粮液，以致敬经典之名超越经典，秉承“精益求精”的工匠精神，对品质、包装、防伪进行了三重升级。自 2019 年以来成功推出公司核心单品第八代经典五粮液，实现了产品的成功迭代，市场价格稳步提升突破 1000 元。

图 26: 历代经典五粮液一览



资料来源：公开资料，渤海证券

产品结构方面，公司持续优化产品体系，提供品质浓香美酒。具体来看，公司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，实现五粮液品牌价值强势回归。五粮液品牌“1+3”定位高端及超高端市场，产品矩阵包括 52 度五粮液（第八代经典五粮液）、39 度五粮液、五粮液 501 以及最新发布的五粮液经典。第八代经典五粮液定位高端白酒市场，而五粮液 501 定位超高端，针对消费者对美好生活的高层次需求，依托明清窖池优势，限定车间、窖池以及匠人打造；此外，公司在今年双节前发布全新发布的经典五粮液，其外形采用代表古典审美高峰的梅瓶造型，出自不间断生产 652 年的明初古窖池群，承载了时代回忆和独特情怀。经典五粮液的发布，补齐了品牌“1+3”矩阵，使五粮液核心产品体系更趋完善，等级性和辨识度进一步提升。

图 27：五粮液品牌“1+3”



资料来源：公开资料，渤海证券

对于系列酒产品体系的梳理，公司持续秉承“向中高价位产品聚焦、向自营品牌聚焦、向核心品牌聚焦”的原则，持续精简严重透支五粮液品牌价值的高仿产品，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性大单品，确保品牌形象层次分明、价值主张各具特色及价格带衔接有序。目前，五粮浓香系列酒公司的组织、机构和人员基本实现了融合统一，组织架构基本形成，战略战术清晰明确，品牌专属跑道基本划定，品牌清理清退成效显著。尖庄、五粮醇及五粮特曲品牌升级工作已经完成，系列酒公司发展已经步入快车道。

表 3: 梳理系列酒产品体系的四个方面

序号	主要内容
1	给合作伙伴明确方向感，树立商家长期发展信心
2	给合作伙伴传递安全感，支持实力型、能力型商家，将资源向实力型、能力型商家倾斜
3	给合作伙伴传递自豪感，打造代理权稀缺性
4	给合作伙伴传递幸福感，以费用管控为核心，让平台商挣利润规模利润，让终端商挣单瓶利润

资料来源：公开资料，渤海证券

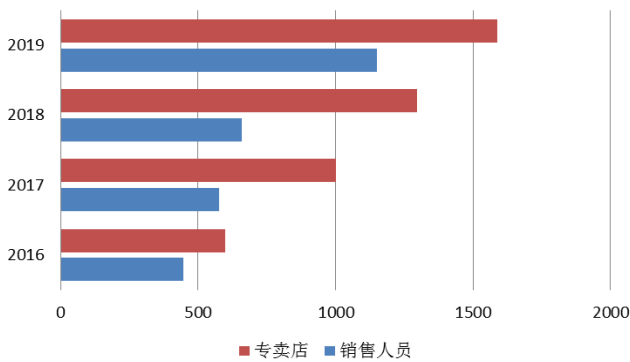
此外，公司紧扣“大国浓香 中国酒王”品牌定位，突出五粮液的窖池优势、工艺优势、配方优势，将传统与新兴媒体有效结合，统筹广告投放，通过一系列重点项目和重大事件加强品牌传播，进一步提升国际知名度和品牌影响力。

3.3 营销数字化 渠道扁平化

在产品及品牌作为保障的前提下，销售渠道则是最后一环。公司积极实施营销组织变革，完成了从传统营销向现代营销的转型，使其达到“横向专业化，纵向扁平化”。公司目前已经完成总部的品牌事业部改革、区域的扁平化改革以及系列酒公司的整合重组。2020H1，公司围绕意见领袖培育、团购企业节庆接待用酒及团购企业内购会三个方面展开了一系列配套举措，初步形成了企业直营团购客户的运营规范，推动营销团队工作转型。今年7月，五粮液新零售公司正式开业，其致力于成为集品牌宣传、产品销售、消费者互动和线上市场管理为一体的垂直型平台。

2017年，公司提出“百城千县万店”工程计划，该工程将通过在上百个大中城市、上千个重点县区建设上万家高质量的核心销售终端(包括专卖店以及社会化终端)，优化现有渠道结构，大力推进直面终端消费者的销售体系建设。2019年，公司新增五粮液专卖店 292 家，相较于 2018 年同比增长 22.55%。此外，公司扩充营销队伍、优化营销结构，夯实营销团队能力，通过公开招聘、层次选拔，补充营销人员 452 人、访销人员 500 人，系列酒公司新引进营销人员 181 人，使得营销团队得到全面优化。

图 28: 公司营销体系逐步扩大



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 29: 五粮液专卖店分布



资料来源: 公开资料, 渤海证券

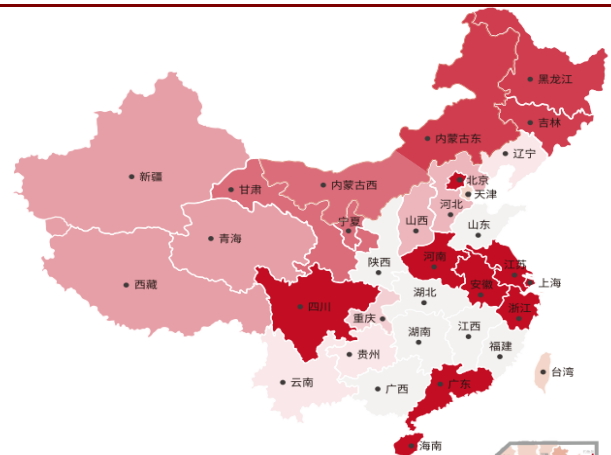
2019 年, 公司召开营销改革工作会议, 启动市场驱动的平台型营销组织变革, 五粮液品牌在国内成立 21 个营销战区 (原有 7 大营销中心) 以及 60 个营销基地; 整合原三家系列酒公司以及仙林生态酒业公司, 优化配置资源。营销改革将帮助公司更加贴近市场、终端和消费者, 实现对市场的精耕细作、高效服务。

图 30: 五粮液平台型营销组织变革



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 31: 21 个营销战区 8 大核心营销战区



资料来源: 公开资料, 渤海证券

与传统的渠道建设有所不同, 数字化营销的落地能够使得营销工作的协同性和执行力得到系统性的提升。2017 年, 公司相继和全球领先的数字化转型专家 IBM 及全球最大的管理软件公司 SAP 等合作开启数字化转型之路, 实施《数字化转型蓝图规划》, 全面提升公司数字化决策、数字化管理、数字化运营三位一体的企业核心运营能力, 助推公司向世界一流企业的目标奋进。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, 最终形成数字化的终端营销。

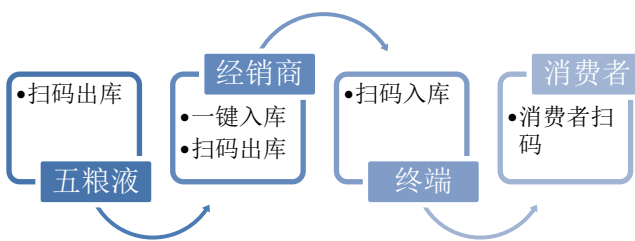
图 32: 五粮液数字化营销模型



资料来源: 公开资料, 渤海证券

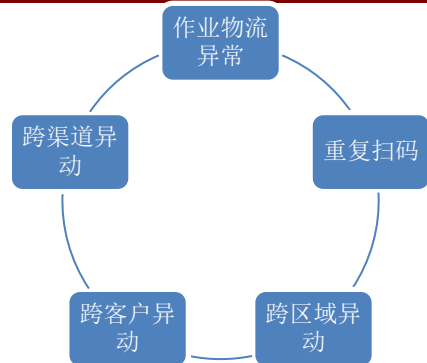
同年, 在数字化营销模型基本搭建完成以及第八代经典五粮液上市之后, 公司开始采用控盘分利营销模式。首先基于层层扫码机制, 构建稳定且透明的渠道结构, 实现对产品流通的透明高效的数字化跟踪监控以及衡量评估。此外, 以渠道衡量标准为准则, 结合层层扫码数据, 能够及时有效识别以及处理渠道异常违规情况。我们认为, 控盘分利模式提升了企业对于渠道掌控的半径, 及时了解了市场真实的供需情况, 在基于经验营销的基础之上辅以大数据来纠偏, 最终达成稳固渠道网络、拉动市场销售、改善渠道利润及净化渠道秩序的目标。

图 33: 五粮液数字化营销渠道——层层扫码机制



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 34: 层层扫码机制下的异常违规判定



资料来源: 公开资料, 渤海证券

4.投资建议

我们认为，公司二次创业以来，围绕过去经营当中产品、品牌以及营销渠道所出现的问题，统筹规划各个击破。在改革过程中，执行力强并且已形成正反馈。在方向正确的前提之下，这种正反馈会不断加强，确保公司充分受益于高端白酒市场的扩容。综上，我们长期看好公司发展，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 5.16/6.20/7.32 元，给予公司“增持”的投资评级。

5.风险提示

宏观经济发展不及预期，公司改革方向偏差，食品安全问题，疫情反复

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华
+86 10 6810 4898
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

非银金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究小组

甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062
张山峰
+86 22 2383 9136

通信行业研究

徐勇
+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

杨旭
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁
+86 22 2387 3123
马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
郭琳姗
+86 22 2383 9127
韩乾
+86 22 2383 9192

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn