二次创业关键时期，产品、渠道、体制全面提升

——五粮液（000858）

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ **行业持续景气，高端白酒扩容，五粮液市场份额有望提升**

1、酒企加强主动管理、大众消费承接行业消费趋势，行业高景气度将维持；

2、高端白酒扩容，五粮液市场份额有望提升。五粮液有望承接茅台供给不足带来的高端白酒需求转移，据我们测算五粮液市场份额有望从 2017 年的 30.6%提升至 2020 年的 34.5%。

❖ **五粮液：产品、渠道、体制全面提升**

2019 年将是关键时间点

1、升级普五，持续提升品牌价值；2、以产品为载体，导入控盘分利模式，改善渠道盈利；3、继续加快数字化转型；

产品：高端酒结构升级，系列酒冲击百亿

1、大单品控量挺价将持续；2、升级高端白酒产品结构；3、五粮液系列酒冲击百亿。

渠道：渠道深度下沉，公司渠道控制力增强

1、调整经销商结构，重启小商模式；2、“百城千县万店”工程：渠道终端化；

3、“五粮 e 店”上线，打造新零售试验田。

体制：定增、人才计划充分激活企业活力

1、通过深度绑定员工、经销商以及战略投资者，公司一方面与员工实行利益共享，另一方面与优秀经销商绑定利益，有利于巩固、强化渠道。

2、2017 年 8 月 1 日公司发布“千百十人才计划”，完善人才引进和培养体系。

❖ **基于以上，首次覆盖给予五粮液「增持」的投资评级**

我们预估公司 2018 年、2019 年以及 2020 年营业收入分别为 400.2、489.1 以及 581.1 亿元，同比增速分别为 32.58%、22.2%以及 18.8%，净利润分别为 131.9、164.8 以及 205.0 亿元，EPS 分别为 3.4、4.2 以及 5.3 元/股，对应 PE 分别为 15.9、12.7 以及 10.2 倍。

❖ **风险提示：**宏观经济影响，导致白酒行业景气度下降；食品安全风险；公司渠道拓展风险。

盈利预测与估值

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	**30186.78**	**40023.00**	**48914.13**	**58114.21**
+/-%	*22.99%*	*32.58%*	*22.22%*	*18.81%*
归属母公司股东净利润(百万)	**9636.32**	**13188.29**	**16477.09**	**20504.45**
+/-%	*42.03%*	*36.86%*	*24.94%*	*24.44%*
EPS(元)	2.48	3.40	4.24	5.3
PE	21.76	15.90	12.72	10.22

资料来源：2017 年年度报告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	零售与消费/食品饮料
报告时间	2018/12/14
前收盘价	54.01 元
公司评级	增持评级

分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、高端白酒扩容，五粮液市场份额有望提升 5
1.1 酒企加强主动管理、大众消费承接行业趋势，高景气度将持续 5
1.2 高端白酒扩容，五粮液市场份额有望提升 7
1.2.1 茅台未来 3 年供给缺口持续扩大，五粮液市场份额有望提升 8
二、五粮液：产品、渠道、体制全面提升 9
2.1 2019 年将是关键时间点 11
2.1.1 升级普五，持续提升品牌价值 11
2.1.2 导入控盘分利模式，改善渠道盈利 11
2.1.3 加快数字化转型 11
2.2 产品：高端酒结构升级，系列酒冲击百亿 11
2.2.1 大单品控量挺价将持续 12
2.2.2 升级高端白酒产品结构 13
2.2.3 五粮液系列酒冲击百亿 13
2.3 渠道：渠道深度下沉，公司渠道控制力增强 14
2.3.1 调整经销商结构，重启小商模式 14
2.3.2 “百城千县万店”工程：渠道终端化 16
2.3.3 “五粮 e 店”上线，打造新零售试验田 18
2.4 体制：定增、人才计划充分激活企业活力 19
2.5 经营效率：体制改革、产品升级、渠道下沉，逐渐缩小差距 21
三、投资建议 22
四、风险提示 24

图表目录

图 1: 贵州茅台预收账款逐渐下行 6
图 2: 五粮液预收账款略有下行 6
图 3: 2017 年以来茅台与五粮液终端价上涨 6
图 4: 2017 年以来茅台与五粮液一批价上涨 6
图 5: 2017 年以来银基集团并未大量囤积存货 6
图 6: 2017 年以来银基集团并未大量囤积存货 6
图 7: 居民人均可支配收入持续增长 7
图 8: 中产及以上阶层增加使得消费持续升级 7
图 9: 富裕人群、上层中产阶层财富快速增长 7
图 10: 茅台供给受限 8
图 11: 茅台供给受限 8
图 12: 预计至 2020 年五粮液市场份额达到 34.5% 8
图 13: 2018 年前三季度营收同比增长 33.1% 9
图 14: 2018 年前三季度净利润同比增长 36.3% 9
图 15: 公司收入以酒类为主 9
图 16: 公司酒类收入以普五为主 9
图 17: 五粮液主要产品结构 10
图 18: 五粮液主要历程 10
图 19: 五粮液逐渐顺价销售 10
图 20: 公司调整后的战略 12
图 21: 公司控量挺价政策效果优异 12
图 22: 公司非普五的其他高端白酒将持续增长 13
图 23: 升级高端白酒产品结构 13
图 24: 中国白酒市场销量以低度酒为主 13
图 25: 低度酒主要省份的白酒市场规模 13
图 26: 系列酒营收将超百亿 14
图 27: 设立新的部门独立运营、自负盈亏 14
图 28: 五粮液较为依赖大商 15
图 29: 五粮液较为依赖大商 15
图 30: 五粮液经销模式 15
图 31: 小商模式的茅台发展优秀 15
图 32: 茅台逐渐成为定价主导 15
图 33: 五粮液经销商远少于茅台 16
图 34: 五粮液“百城千县万店”工程的 3 年战略目标 17
图 35: 公司将大力拓展专卖店渠道 17
图 36: 2017 年公司销售人员大幅增长 17
图 37: “五粮 E 店”APP 界面 18
图 38: O2O 零售平台 1919 持续高增长 18
图 39: O2O 平台较垂直电商拥有成本优势 18
图 40: O2O 平台较垂直电商拥有成本优势 18
图 41: 公司定增后股权结构图 20
图 42: 五粮液募投项目资金用途 20

图 43：公司人才计划激励措施.....20
图 44：五粮液销售费用率较高（单位：%）.....21
图 45：五粮液管理费用率（单位：%）.....21
图 46：五粮液毛利率持续提升（单位：%）.....21
图 47：五粮液净利率仍有差距（单位：%）.....21
图 48：五粮液正逐渐缩小差距.....21
图 49：酒类盈利预测（单位：百万元）.....22
图 50：分产品盈利预测（单位：百万元）.....23
图 51：白酒行业公司估值比较.....23

一、高端白酒扩容，五粮液市场份额有望提升

1.1 酒企加强主动管理、大众消费承接行业趋势，高景气度将持续

上一轮白酒牛市始于 2009 年，由一线白酒品牌茅台、五粮液、泸州老窖率先启动，带动白酒板块逐步复苏。同时受益于一线白酒提价，拉高价格带，让出中间价格带，使得二线白酒代表洋河、汾酒在 2010 年开始受益。当时体量较小的三线白酒代表酒鬼、沱牌在 2011 年下半年开始业绩快速上涨，但价格快速提升带来的白酒市场受政策影响开始收缩，而当时白酒价格已经处于相对高位，定位基本没有考虑大众消费的承受能力，导致整体白酒行业进入较长时间的内部消化时期。

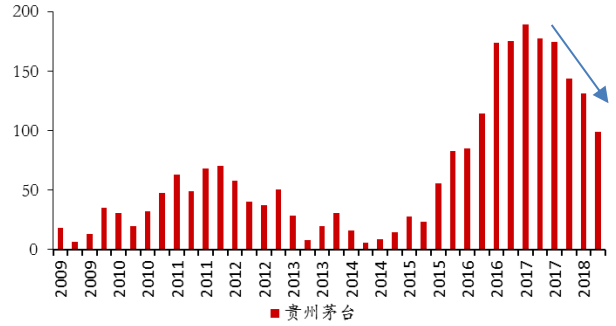
白酒的需求主要由政务、商务、个人三部分组成。根据糖酒快讯数据显示，2012 年之前工作、政务、商务应酬消费占比达到 60%以上，占需求主导。随着 2012-2016 年行业的内部消化，大众需求逐步承接三公消费，使得白酒筑底企稳。

我们结合上游酒企管理情况以及下游渠道库存情况，能较好理解此轮白酒行情与以往的不同。

1、酒企加强主动管理，价格趋于稳定。以贵州茅台为例，公司借助发改委指引，严厉打击渠道囤货，在当前供给受限状态下，依旧均匀向市场放货，以避免价格虚高问题等问题对行业的长期损害。

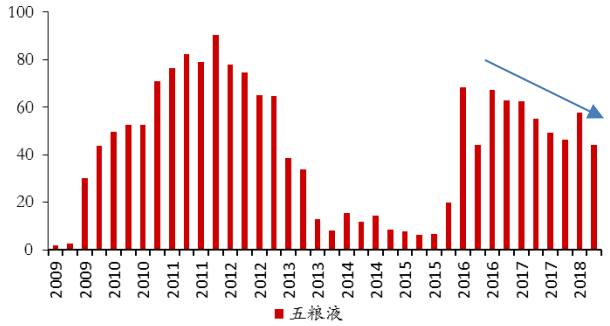
2、库存情况处于良性状态。在 2009-2016 年，企业预收款与批发价是正向关系，进入 2017 年以来，企业预收款已经开始与批发价成为反向关系——即预收款下行，批发价上行。我们认为这是受到高端酒企主动经营调控，严格控制经销商囤货的结果。参考渠道库存，也更加印证了我们这一观点，银基集团为经销多种名酒的渠道商，在 2017 年之前厂商预收款和渠道库存的反向关系，即预收款越少，则库存越多，但 2017 年以后预收款逐渐减少，但库存并未大量增加，库存周转率逐渐提升。

图 1： 贵州茅台预收账款逐渐下行



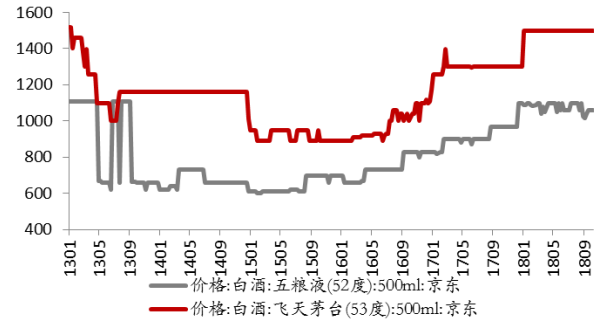
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2： 五粮液预收账款略有下行



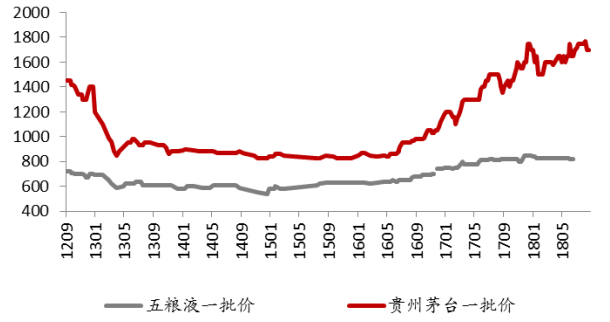
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3： 2017 年以来茅台与五粮液终端价上涨



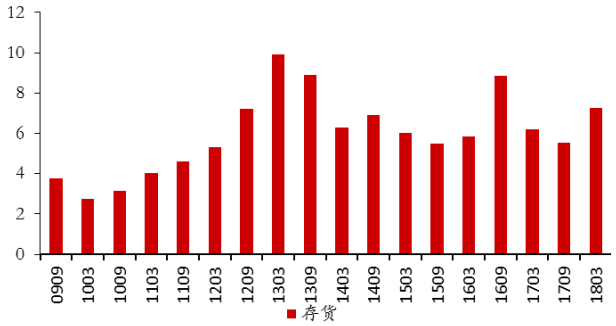
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 2017 年以来茅台与五粮液一批价上涨



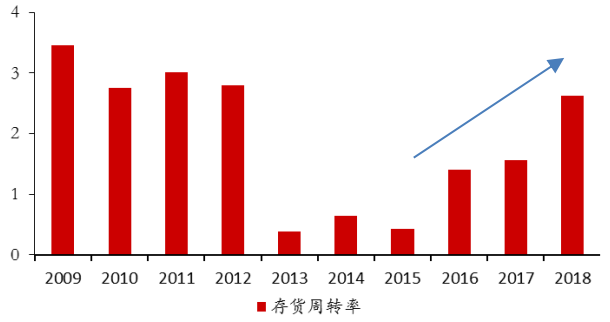
资料来源：川财证券研究所

图 5： 2017 年以来银基集团并未大量囤积存货



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 2017 年以来银基集团并未大量囤积存货



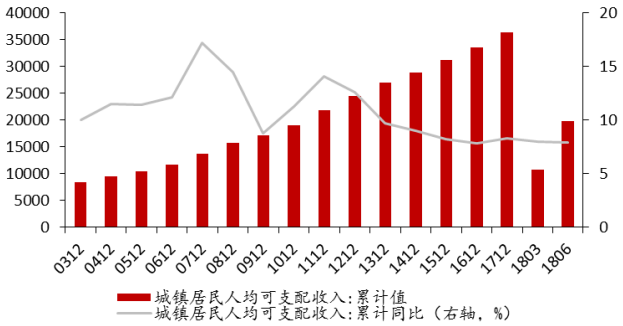
资料来源：Wind，川财证券研究所

注：银基集团为财年数据，2018 是指 2017 年 3 月至 2018 年 3 月

3、大众需求崛起。2017 年我国城镇居民人均收入 3.64 万元，过去 5 年复合增速 8.18%，整体收入增长快于通胀，居民的实际购买力仍处于提升趋势中。根据波士顿咨询数据显示，未来中国富裕阶级和上层中产阶级将逐渐崛起，2015-2020 年的财富复合增速有望达到 16.9%以及 12.3%。家庭月均可

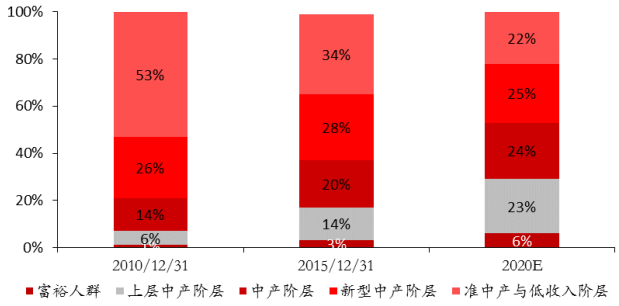
支配收入在 1.25 万元以上的家庭属于消费高端、次高端白酒的重要人群，大众需求能够较好的承接当前白酒的消费趋势。

图 7： 居民人均可支配收入持续增长



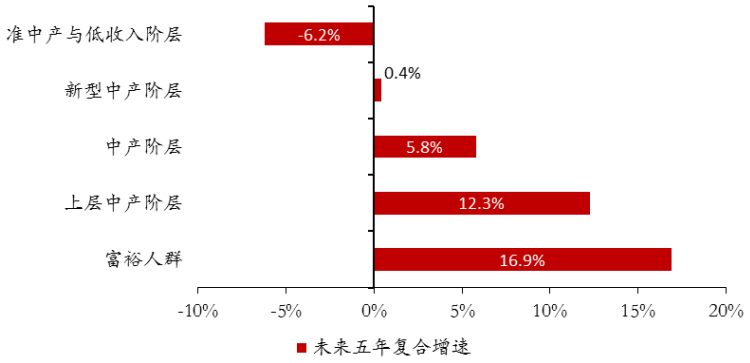
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8： 中产及以上阶层增加使得消费持续升级



资料来源：BCG，川财证券研究所

图 9： 富裕人群、上层中产阶层财富快速增长



资料来源：BCG，川财证券研究所

1.2 高端白酒扩容，五粮液市场份额有望提升

2012 年高端白酒市场[1]容量约为 3.75 万吨，预计其中 60%都为大众及商务消费，2018 年高端白酒市场市场容量预计为 5.65 万吨，预计其中 80%都为大众及商务消费，其中茅台约为 3.00 万吨，五粮液约为 1.90 万吨，泸州老窖为 0.75 万吨，则高端白酒大众及商务需求过去 6 年复合增速为 12.33%，假设高端白酒市场每年以 10%左右的复合增速增长，则至 2022 年高端白酒整体容量约为 8.27 万吨。

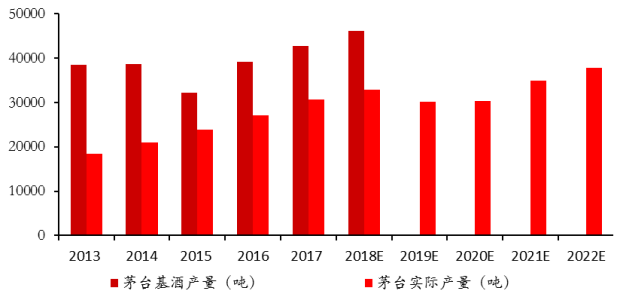
[1] 只计算贵州茅台、五粮液普五、泸州老窖 1573 三大核心产品

1.2.1 茅台未来 3 年供给缺口持续扩大，五粮液市场份额有望提升

在茅台供需矛盾短期无法缓解的背景下，五粮液有望承接部分茅台未能覆盖的高端白酒需求。由于茅台酒的生产受气候变化、粮食供应、水资源状态，以及茅台镇本地特殊的地理、微生物环境等综合因素限制，不可能无限扩产，当前茅台酒的需求缺口会在一段时间内持续。假设未来茅台需求量每年以 10%左右的复合增速增长，则 2018、2019、2020 年终端真实需求在 3.38 万吨、3.71 万吨和 4.09 万吨。以 2013-2017 年茅台基酒产量，按照 85%的折算比例来测算茅台产量，预计 2018-2020 年茅台实际产量为 3.28、3.01、3.04 万吨，2018-2020 年的茅台供给缺口约为 961、7004、10501 吨。

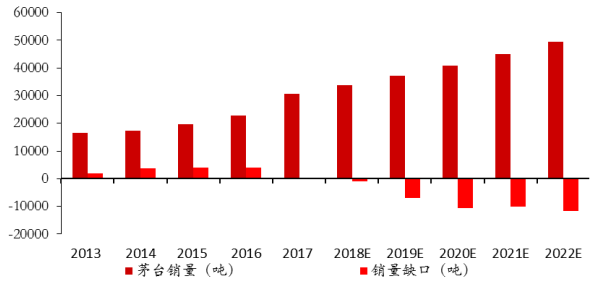
茅台未来 3 年供给缺口持续扩大，五粮液市场份额有望提升。五粮液将有望承接茅台供给不足带来的高端白酒需求转移，据我们测算五粮液市场份额有望从 2017 年的 30.6%提升至 2020 年的 34.5%。

图 10： 茅台供给受限



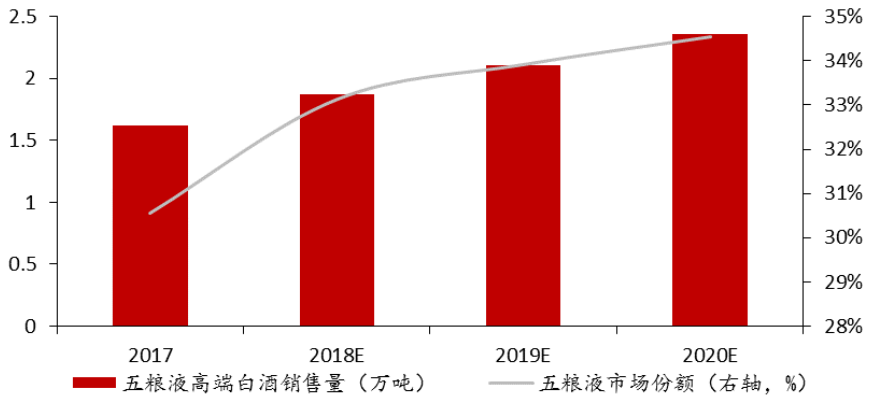
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 11： 茅台供给受限



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 12： 预计至 2020 年五粮液市场份额达到 34.5%

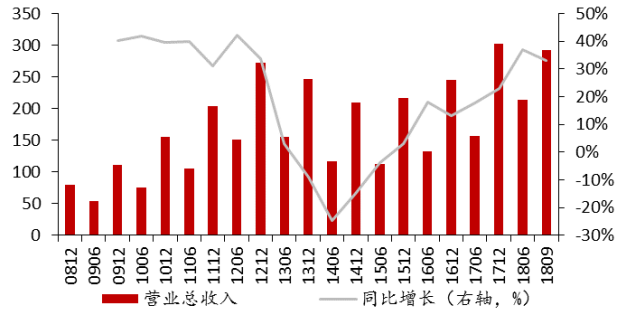


资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、五粮液：产品、渠道、体制全面提升

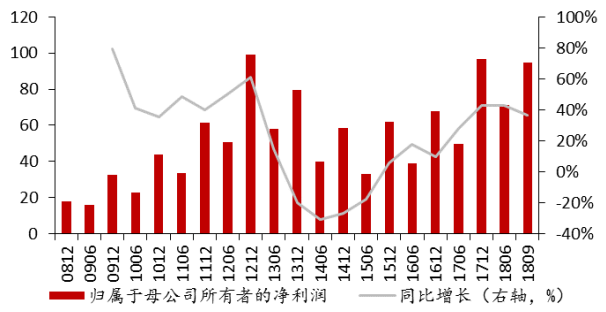
五粮液前身为由 8 家酿酒作坊在 20 世纪 50 年代初联合组建的“中国专卖公司四川省宜宾酒厂”，公司 1959 年正式命名为“宜宾五粮液酒厂”，白酒行业经历几轮调整，行业集中度持续提升，五粮液持续为行业领导者。2015 年以来新一届领导班子在公司管理、战略、品牌、营销以及渠道上深度治理改革，绑定管理层、经销商与公司的利益，梳理品牌架构，解决五粮液价格倒挂的问题，使得经销商积极性大幅提高，同时产品销量持续增长，公司业绩表现优异。2017 年五粮液第二十一届 1218 经销商大会上，公司领导明确提出：2018 年收入同比增速超过 30%，目标指引为 400 亿元，其中系列酒突破 100 亿，华中市场突破 100 亿，五粮液品牌投放量将达 2 万吨。“十三五”规划集团收入达到千亿，酒业贡献收入为 600 亿元，其中五粮液为 400 亿元、系列酒为 200 亿元。

图 13： 2018 年前三季度营收同比增长 33.1%



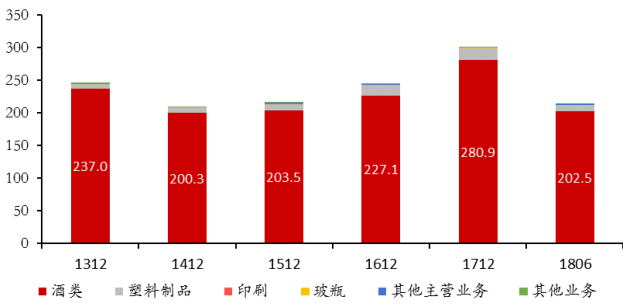
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14： 2018 年前三季度净利润同比增长 36.3%



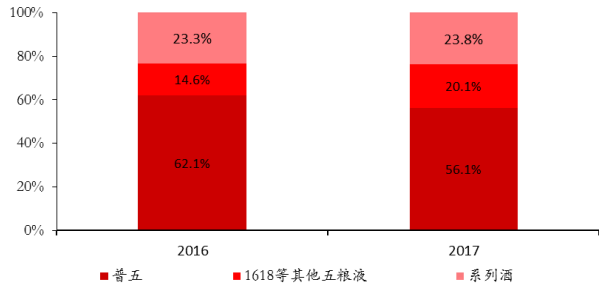
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15： 公司收入以酒类为主



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16： 公司酒类收入以普五为主



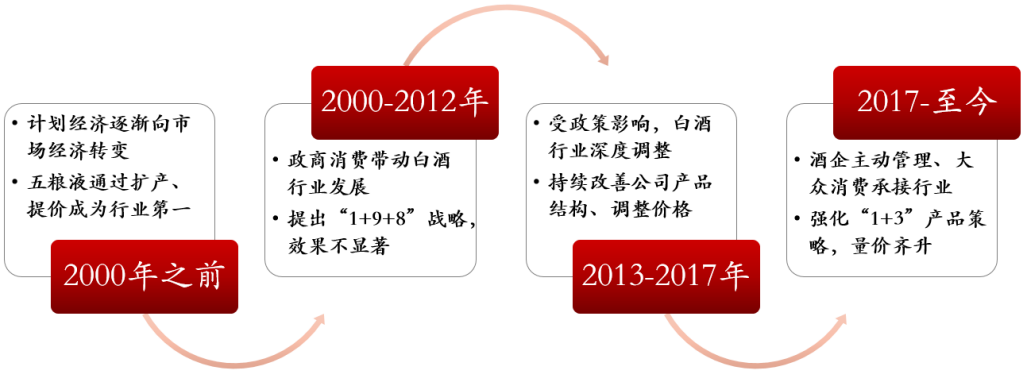
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17： 五粮液主要产品结构

品牌系列	产品名称	价格（元/500ml）
五粮液	52度五粮液交杯酒	1399
	52度1618	1175
	52度普五	1082
	39度五粮液低度酒	694
	35度五粮液低度酒	639
五粮春	45度五粮春	248
	50度五粮春	298
五粮特头曲	52度五粮特曲精品	498
	52度五粮特曲	400
	52度五粮头曲	275
五粮醇	五粮醇臻选10	300
	五粮醇臻选6	210
	50度金淡雅	188
	50度红淡雅	87
	50度3D第三代	56
	42度五粮醇优醇	48
绵柔尖庄	50度红标	39

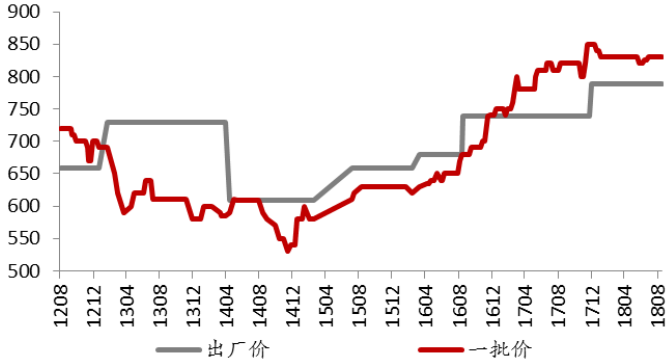
资料来源：京东商城，“五粮e店”APP，川财证券研究所

图 18： 五粮液主要历程



资料来源：公司官网，糖烟酒周刊，徽酒，川财证券研究所

图 19： 五粮液逐渐顺价销售



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.1 2019 年将是关键时间点

公司于 11 月 22 日召开以“激发渠道活力，实现品牌升级”的五粮液七大营销中心经销商大会。经销商大会上核心传达出三大信号，1、升级普五，持续提升品牌价值；2、以产品为载体，导入控盘分利模式，改善渠道盈利；3、继续加快数字化转型。

2.1.1 升级普五，持续提升品牌价值

升级版的普五预计将于 2019 年 6 月前择机上市，上市后老版普五也将停产，这将带来两方面提升，1、升级版普五即将上市的信息，已在市场上造成了“看涨”预期，五粮液有望凭此抢占春节销售旺季，据糖酒快讯报道，五粮液部分大商于 11 月底发出涨价函，主要内容为公司系列产品自 2018 年 11 月 30 日起价格上调 10%-25%；2、升级版普五全面采用扫码积分系统，实施精细化、数字化的管理，公司渠道力进一步下沉，直接接触消费者，为未来精细化、数字化服务消费者提供坚实基础。

2.1.2 导入控盘分利模式，改善渠道盈利

以产品为载体，公司计划全面导入“控盘分利”模式。控盘分利主要是指价格盘和物流盘的控制，而分利指的是经销商利润、分销商利润、终端利润和消费者感知价进行合理分配，实现经销商和终端利润的提升，使得各个渠道积极性进一步增强。2019 年公司要求经销商明确区域及渠道划分，如果是团购型运营商和专卖店，只能按合同约定面对消费者（包括单位和个人），不允许对其他终端批发分销。

2.1.3 加快数字化转型

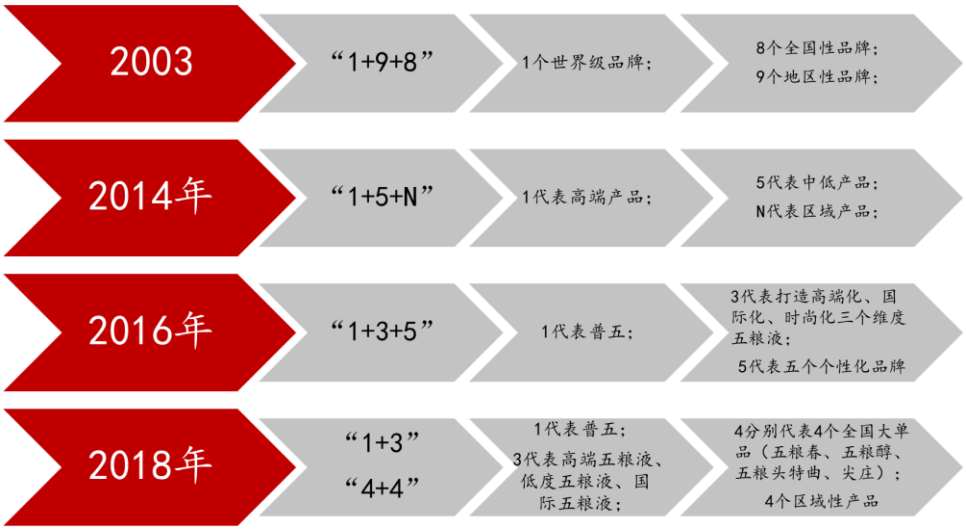
2019 年公司将继续加快营销数字化转型，推进“百城千县万店”工程落地，打造五粮液差异化的渠道竞争力。公司重点工作是建设基础数字化平台，发力终端营销，实现终端门店网络的赋能化、渠道业务的自动化、渠道秩序的规范化、渠道评估的标准化、业务决策的数据化五大目的。

2.2 产品：高端酒结构升级，系列酒冲击百亿

公司自 2013 年以来面对消费环境的变化，积极进行品牌结构调整，于 2014 年提出“1+5+N”战略，从单一市场向多价位与区域个性化结合转变。2016 年公司进一步提出“1+3+5”战略，确立高端白酒产品结构“五粮液+五粮系”。在 2018 年 3 月 19 日的成都春季糖酒会上，公司针对五粮系作出进一步的明确和深化，提出“4+4”品牌战略，争取做大做强系列酒。2018 年 11

月 22 日，五粮液“1+3”战略产品体系进一步确立。

图 20： 公司调整后的战略

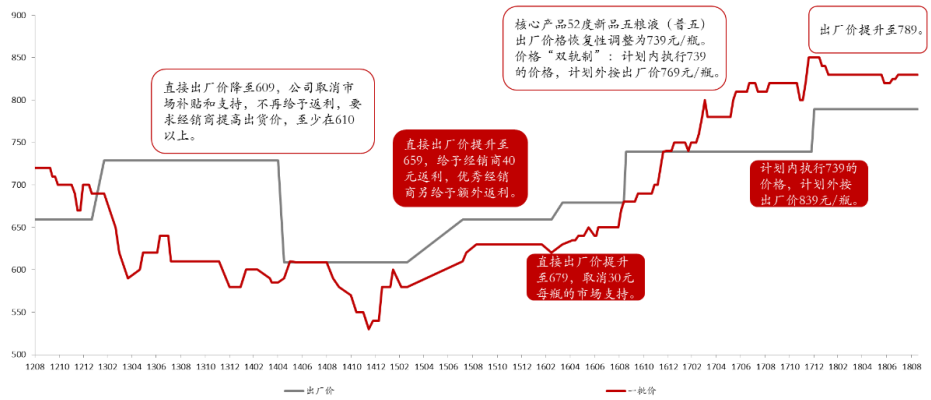


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2.1 大单品控量挺价将持续

主动进行控量挺价使得公司核心产品普五逐渐顺价。公司在 2017 年白酒行业开始复苏的环境下，减少 25%的计划内供应量，并与经销商签订价格合同，约定至 2018 年 12 月，计划内 739、计划外暂定 839，计划内和计划外的量由之前的 9：1 变为 1：1。公司通过此举提升出厂价，使得批价和终端价上升，普五逐渐实现顺价销售。在整体高端酒持续扩容的背景下，公司高端白酒销量仍有较大的提升空间，同时由于普五决定公司整体价格体系，我们预计控量挺价政策将持续。

图 21： 公司控量挺价政策效果优异

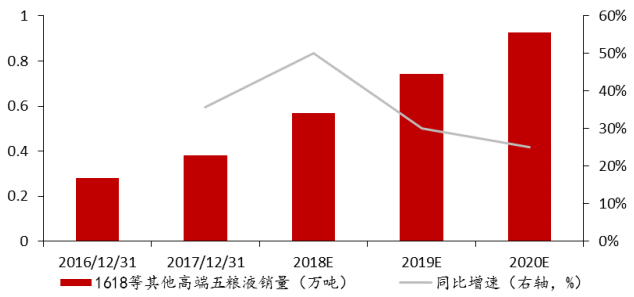


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2.2 升级高端白酒产品结构

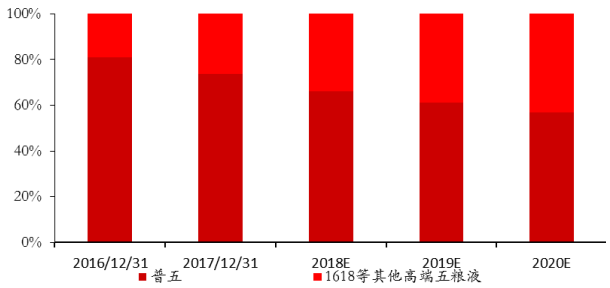
公司加大力度控制 52 度五粮液水晶瓶发货量，同时增加 1618 及低度五粮液发货量，公司已开始逐渐升级高端白酒结构。根据公司 1218 大会披露，公司高端产品群将以普五为支撑产品，以五粮液 1618 和交杯为升级产品，以低度酒为重要补充产品，优化产品结构。

图 22： 公司非普五的其他高端白酒将持续增长



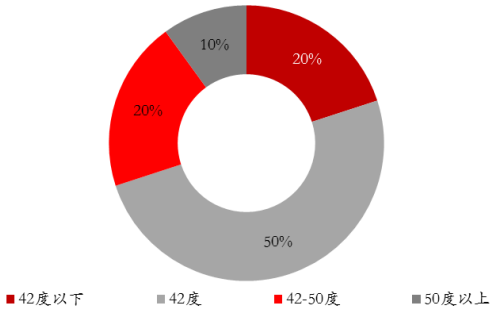
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23： 升级高端白酒产品结构



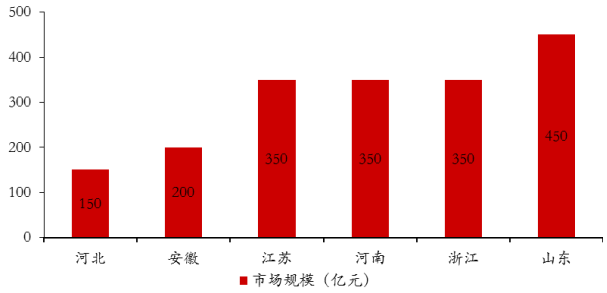
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 24： 中国白酒市场销量以低度酒为主



资料来源：中国酒业协会，川财证券研究所

图 25： 低度酒主要省份的白酒市场规模



资料来源：微酒，川财证券研究所

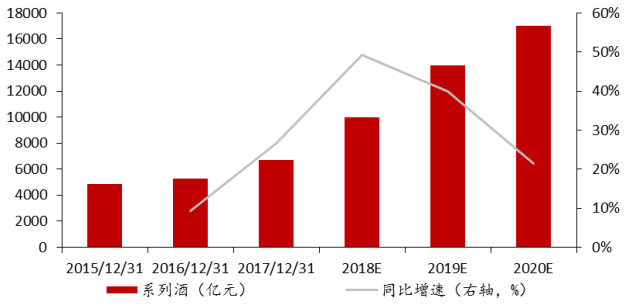
2.2.3 五粮液系列酒冲击百亿

过去公司系列酒有上百个品牌、上千个 SKU，2018 将梳理到 40 个品牌，着重打造五粮醇、五粮春、特曲、尖庄等品牌，争取培育出一个 20 亿级品牌、两到三个 10 亿级品牌、5-10 个过亿级品牌。五粮液的系列酒品牌可分为两类：1、总经销品牌，如五粮春、五粮醇、金六福等；2、自营品牌，如绵柔尖庄、五粮人家、友酒等。公司先后成立三家系列酒子公司用于系列酒的品

牌管理经营，子公司采用独立经营、独立核算、自负盈亏的模式运营。

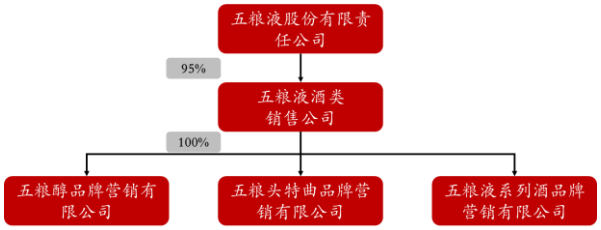
受益于公司在品牌、渠道、营销上的推动，2018 年系列酒有望冲击百亿。1、渠道上做深做透终端渠道。2017 年公司已完成建设核心终端 7000 家，2018 年有望建设达到 10000 家以上；2、市场管理转为直接经营主体。五粮液系列酒公司成立于 2015 年 10 月，前身是五粮液股份公司销售部，主要负责区域经销商开发、市场规划、经销商管理等，自身并不进行产品销售。转变为直接经营主体意味着公司权限下放、管理下移和渠道下沉，五粮系的渠道与营销将逐渐精细化。

图 26： 系列酒营收将超百亿



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27： 设立新的部门独立运营、自负盈亏



资料来源：公司公告，川财证券研究所

注：五粮特头曲公司：负责五粮特曲和头曲品牌的运营；五粮醇公司：责五粮醇品牌的运营；五粮液系列酒公司：负责除五粮醇、五粮特头曲以外的所有系列酒品牌

2.3 渠道：渠道深度下沉，公司渠道控制力增强

2.3.1 调整经销商结构，重启小商模式

公司在 1995-2006 年的白酒牛市中依靠自身的总代开发模式，经验成果遥遥领先行业，之后 2013 年行业进入深度调整，公司为应对行业风险，2013 年下半年开始调整经销商结构，采取“抓大放小”策略，再次实施直分销模式，重点扶持核心经销商，联合经销商一起运作和维护市场，深耕渠道，同时使一批没有营销能力和窜货乱价的小经销商逐步退出。

当行业逐步走出底部，公司重新开始扶持小商。由于大商通常没有动力进行渠道下沉，同时厂家对终端的掌控力度不足，会导致厂家的经销政策被大商掣肘，公司与地方小商进行渠道精耕，一方面使渠道有效下沉，另一方面小商也易于与厂家合作、管控。截至 2018 年 10 月，公司经销商总数量约为 1131 家，同期茅台的经销商总数量约为 3550 家，从经销商分布来看五粮液

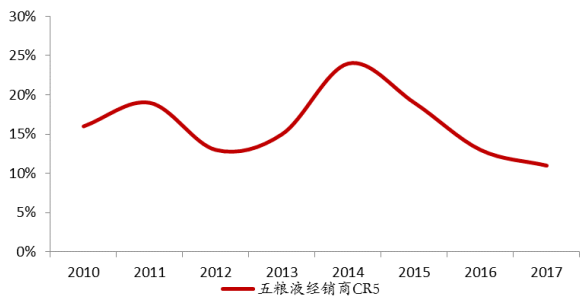
主要集中在优势区域，茅台分布相对均衡。

图 28： 五粮液较为依赖大商

小商模式：贵州茅台
1、公司历年前五大经销商占比小于10%
2、公司对大小经销商的经销政策支持一致
3、公司一般是开拓新经销商，给小经销商增量
大商模式：五粮液
1、2016年CR5为12.95%，2017年为10.86%
2、公司年底返利对大小经销商区别对待
3、行业调整期，依赖大经销商抗压

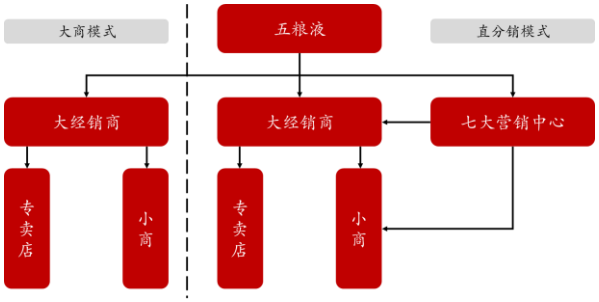
资料来源：公司公告，微酒，川财证券研究所

图 29： 五粮液较为依赖大商



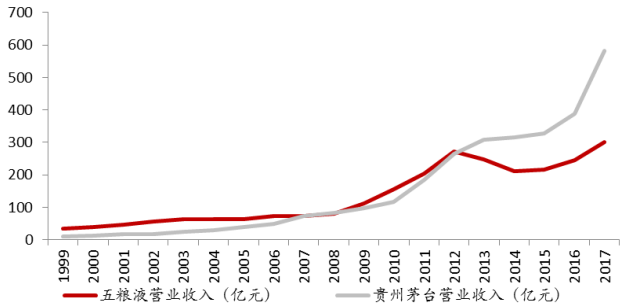
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 30： 五粮液经销模式



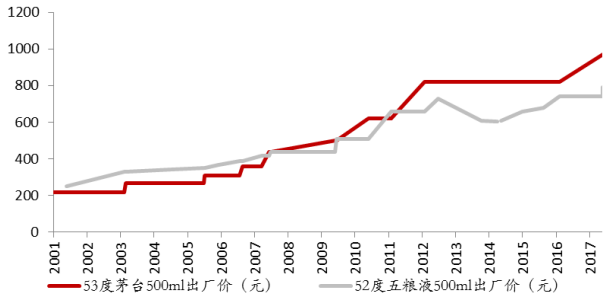
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 31： 小商模式的茅台发展优秀



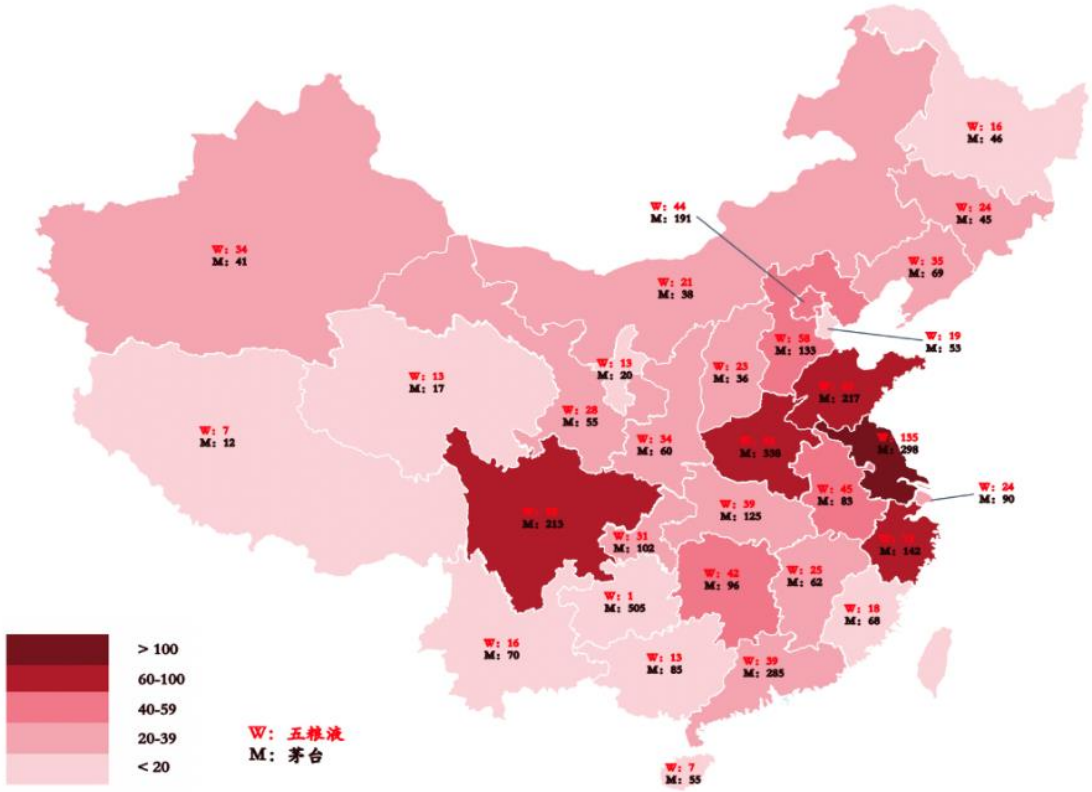
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32： 茅台逐渐成为定价主导



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 33： 五粮液经销商远少于茅台



资料来源：五粮液官网，茅台官网，川财证券研究所

2.3.2 “百城千县万店”工程：渠道终端化

随着酒企加强主动管理、以及大众消费提升，带动高端白酒市场回暖，公司在这一背景下提出“百城千县万店”工程建设，即在数百个大中城市、数千个重点县区建立上万个高质量的零售终端，推进渠道终端化、服务营销精准化，力争对全国地级市和百万人口大县、20 万以上人口的城市全覆盖，保证核心县区至少一家专卖店。工程建设将坚持“两个优先”的原则，优先完成北上广深及各省会城市、优先完成传统五粮液品牌优势区域的终端布局，然后再逐步从区域向全国推进高质量终端体系的建设。目前华东地区主要的县基本布局完成，华东拓展目标百亿，深耕县级市场对公司高端白酒扩容及渠道继续下沉打下坚实基础。

图 34： 五粮液“百城千县万店”工程的 3 年战略目标

工程工期	时间段	核心内容
一期工程	2017.7—2018.6	完成“五粮液终端酒王俱乐部”，实现核心终端的直投直管、消费者体验、服务升级
二期工程	2018.7—2019.6	基于一期工程，完成“五粮液消费者酒王俱乐部”建设
三期工程	2019.7—2020.6	增加布点，优化网点，完成数据库体系的应用

资料来源：公司经销商宣讲会，川财证券研究所

公司专卖店定位基本盘和核心盘，未来专卖店体系将成为公司品牌渠道的核心渠道之一，预期三年后的专卖店核心功能将从过去的“终端展示宣传+销售”升为“终端销售+展示宣传+数据应用”。

目前公司发展策略主要为：

1、门店业态多样化：在原有专卖店体系的基础上新增专柜，形成全新的五粮液专卖店业态，其中包括旗舰店、标准店和专柜；

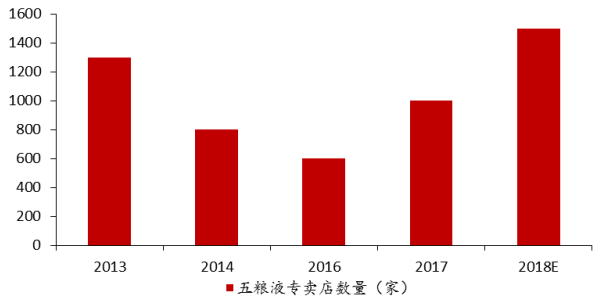
2、专卖店经销产品将按照红、蓝、黄三种属性加以分类，红色产品为新品五粮液 52 度，蓝色产品为专卖店专属产品，黄色产品为公司其他核心产品，并明确经销商的各自任务量，配套相应推广方式与考核办法；

3、专卖店全品项产品将逐步实现由公司统一供应和配送的目标；

4、专卖店客户将和公司签订一份属地化的全品项零售渠道代理合同，根据专卖店等级的不同，签订相应的任务量指标；

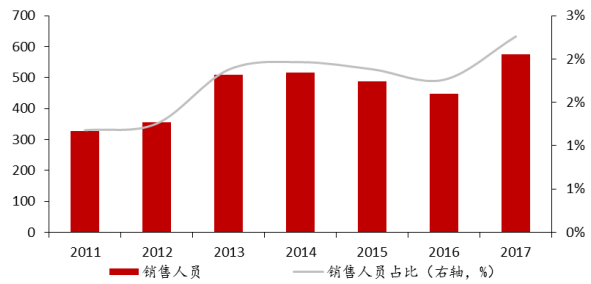
5、增加专卖店团购直销人员，助力专卖店客户销售力量和服务能力、提升盈利能力，同时培育核心消费群，物色消费顾问，协同公司开展公关活动等工作增强专卖店的销售能力。

图 35： 公司将大力拓展专卖店渠道



资料来源：证券时报网，佳酿网，川财证券研究所

图 36： 2017 年公司销售人员大幅增长

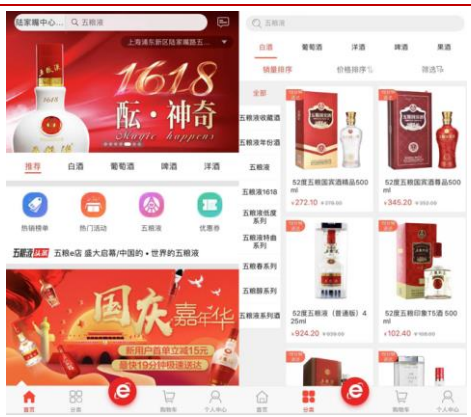


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.3.3 “五粮 e 店”上线，打造新零售试验田

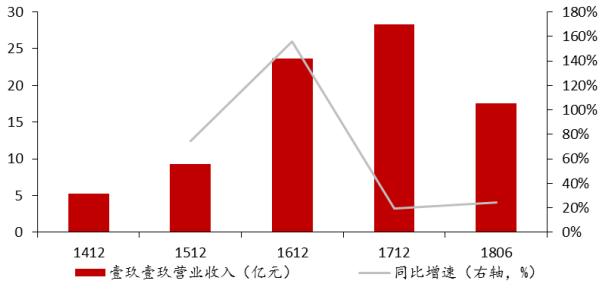
2017 年 11 月五粮液宣布“五粮 e 店”上线。消费者可以在“五粮 e 店” APP 下单，由附近的实体“五粮 e 店”进行配送。五粮 e 店将基于大数据建立起基于消费者、经销商、销售人员、终端门店的大数据信息管理系统，并整合第三方供应链管理、信息化技术、零售运营经验等优势资源提供配套服务。“五粮 e 店 APP”集产品销售、产品展示、品牌推广与消费者互动等功能为一体，能够实现人脸识别、自动贩卖等智能服务。目前“五粮 e 店”处于上线初期，未来有望成为公司“百城千县万店”工程的有力支撑。

图 37： “五粮 e 店”APP 界面



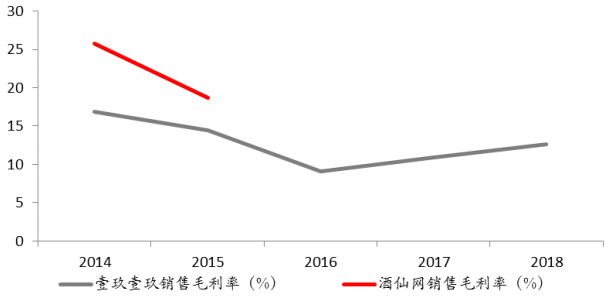
资料来源：五粮 e 店，川财证券研究所

图 38： O2O 零售平台 1919 持续高增长



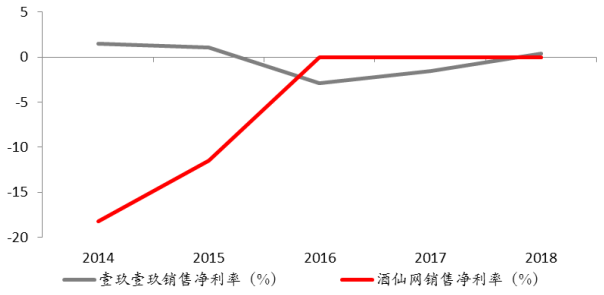
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 39： O2O 平台较垂直电商拥有成本优势



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 40： O2O 平台较垂直电商拥有成本优势



资料来源：Wind，川财证券研究所

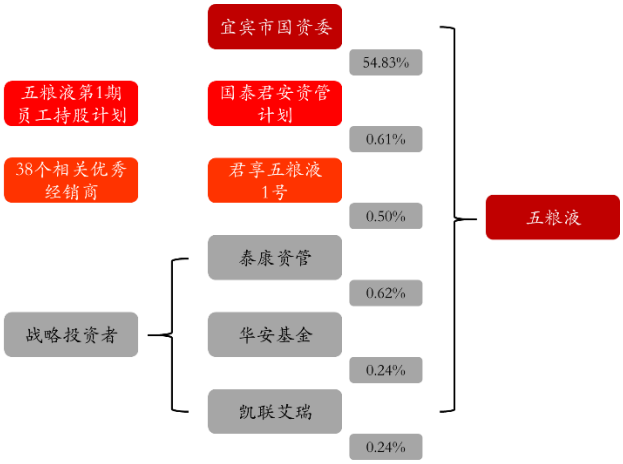
2.4 体制：定增、人才计划充分激活企业活力

当前中国各大名优白酒企业大多文化底蕴深厚，成立时间较早，通常国资占比较高，体制相对僵化。随白酒行业发展，市场化趋势更加明显，为了从白酒行业激烈的竞争中胜出，混改是有效的提升经营效率方法。目前白酒行业中已有多家公司进行了混改，上市公司中混改方案已经完成的有洋河股份、老白干和沱牌舍得。酒企混改引入的资本主要来自员工、经销商、战略投资者和财务投资者，其目的是提高员工积极性、加强与维护销售渠道、充分提升公司经营效率。

2015 年 10 月公司计划实施员工持股计划，2017 年 5 月定增方案获得证监会批文，并已于 2018 年 4 月发行。拟非公开发行不超过 8567 万股新股，其中管理层的员工持股计划拟认购不超过 2373 万股，按照认购上限计算，员工持股比例约 0.61%；经销商的资产管理计划拟认购不超过 1941 万股，按照认购上限计算，持股比例约 0.5%；战略投资者，包括泰康资管、华安基金、凯联艾瑞，分别拟认购 2410 万股、925 万股、918 万股，按照认购上限，持股比例分别为 0.62%、0.24%、0.24%。通过深度绑定员工、经销商以及战略投资者，公司一方面与员工实行利益共享，另一方面与优秀经销商绑定利益，有利于巩固、强化渠道。

非公开增发募集资金为 18.54 亿元，将全部用于信息化建设、营销中心建设、服务型电子商务平台，用以配合目前五粮液在产品、渠道、经营上的变化。信息化建设提升公司的运营管理效率，营销中心建设使公司全国性营销总部向中心城市转移，使得营销与渠道进一步下沉、精细化，服务型电子商务平台为公司对白酒电商模式的探索，为未来战略及渠道转型蓄势。

图 41： 公司定增后股权结构图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 42： 五粮液募投项目资金用途

募集资金投资项目	投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）	建设期（年）
信息化建设	71,530	71,530	3
营销中心建设	98,796	50,793	4
服务型电子商务平台	65,532	63,074	3
合计	**235,858**	**185,397**	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2017 年 8 月公司发布“千百十人才计划”，完善人才引进和培养体系。此次人才建设将遵循突出高端、分类施策、创新机制三大基本原则进行，公司将培养和引进 10 名大师级高端人才，利用顶尖核心人才实现在酿酒及科技创新、营销、金融、资本运营等领域的跨越式突破；培育和引进 100 名创新型拔尖人才，聚焦战略管理、品牌管理、营销管理、企业管理、专业技术等领域；并在内部培育 1000 名优秀骨干人才。为引进和激励内部人才，公司对引进人才给予 8-200 万不等的安家激励，对在岗人员给予 3-200 万元不等的奖金激励。

图 43： 公司人才计划激励措施

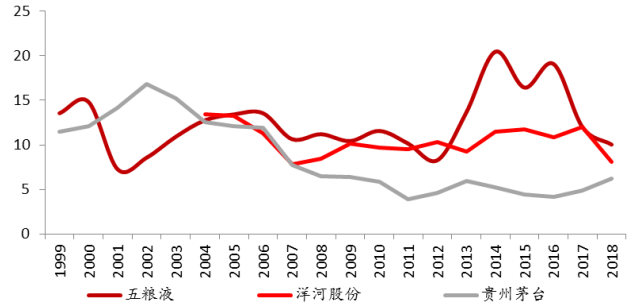
人才类型	级别	引进人才安家激励（万元）	在职人才奖金激励（万元）
十人计划	-	200	200
百人计划	i	50	80
	ii	40	50
	iii	30	30
千人计划	i	15	15
	ii	10	8
	iii	8	3

资料来源：微酒，川财证券研究所

2.5 经营效率：体制改革、产品升级、渠道下沉，逐渐缩小差距

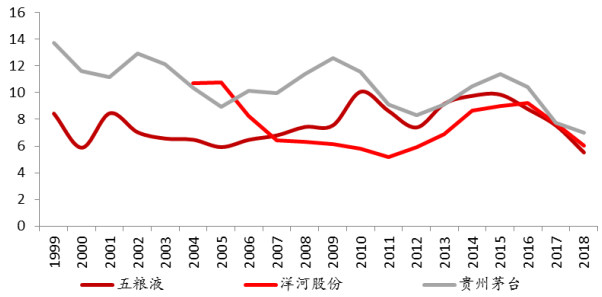
在当前顺价、体制改革持续推进的背景下，公司、经销商、员工能充分分享公司利益，未来随着五粮液产品结构优化，渠道持续下沉，营销精细化，公司会逐渐缩小与贵州茅台的差距。

图 44： 五粮液销售费用率较高（单位：%）



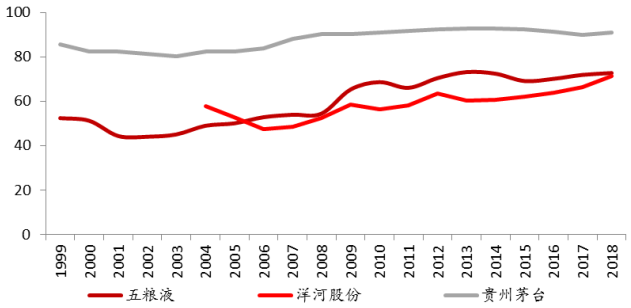
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 45： 五粮液管理费用率（单位：%）



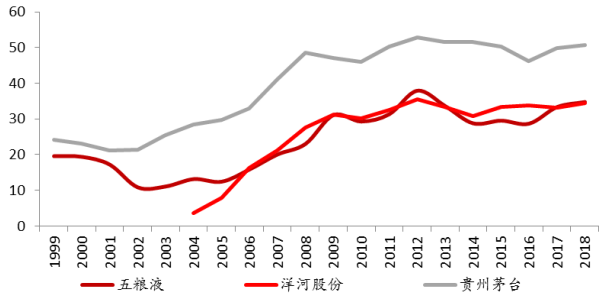
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 46： 五粮液毛利率持续提升（单位：%）



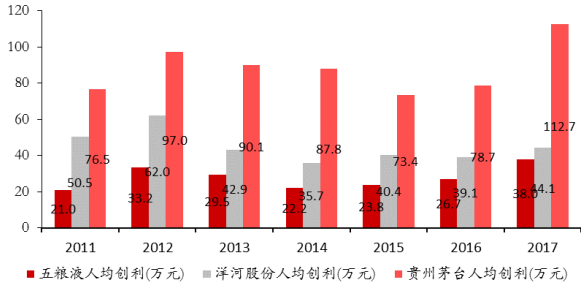
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 47： 五粮液净利率仍有差距（单位：%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 48： 五粮液正逐渐缩小差距



资料来源：Wind，川财证券研究所

三、投资建议

我们预估公司 2018 年、2019 年以及 2020 年营业收入分别为 400.2、489.1 以及 581.1 亿元，同比增速分别为 32.58%、22.2%以及 18.8%，净利润分别为 131.9、164.8 以及 205.0 亿元，EPS 分别为 3.4、4.2 以及 5.3 元/股，对应 PE 分别为 15.9、12.7 以及 10.2 倍。

首次覆盖给予五粮液「增持」的投资评级，基于：

1、行业持续驱动，高端白酒扩容，五粮液市场份额有望提升；

2、五粮液：产品、渠道、体制全面提升。1）产品：高端酒结构升级，系列酒冲击百亿；2）渠道：渠道深度下沉，公司渠道控制力增强；3）体制：定增、人才计划充分激活企业活力；

3、体制改革、产品升级、渠道下沉，公司逐渐缩小与茅台差距。

图 49：酒类盈利预测（单位：百万元）

酒类详细拆分		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
普五拆分	量（万吨）	1.24	1.24	1.30	1.37	1.44
	增速		0.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	价/瓶（名义）	665.00	700.00	791.00	814.73	855.47
	增速		5.26%	13.00%	3.00%	5.00%
	吨价（万元）	133.00	148.68	168.01	173.05	181.70
	销售收入（百万）	14095.73	15757.54	18696.32	20220.07	22292.63
1618等其他高端五粮液	量（万吨）	0.28	0.38	0.53	0.69	0.86
	增速		35.71%	40.00%	30.00%	25.00%
	价/瓶（名义）	694.00	819.00	925.47	953.23	1000.90
	增速		18.01%	13.00%	3.00%	5.00%
	吨价（万元）	138.80	173.96	196.57	202.47	212.59
	销售收入（百万）	3321.71	5649.84	8938.05	11968.04	15708.06
高端酒整体	销量（万吨）	1.52	1.62	1.83	2.06	2.30
	增速		7%	13%	12%	12%
	销售收入（百万）	17416.08	21393.54	27634.37	32188.11	38000.69
	增速		22.84%	29.17%	16.48%	18.06%
	毛利率	83.40%	85.60%	87.38%	87.84%	88.49%
系列酒	销售收入（百万）	5,288.45	6,698.43	10,000.00	14,000.00	17,000.00
	增速		26.66%	49.29%	40.00%	21.43%
	毛利率	49.05%	50.00%	51.00%	52.00%	53.00%
酒类合计	销售收入（百万）	22704.53	28091.97	37634.37	46188.11	55000.69
	增速	11.59%	23.73%	33.97%	22.73%	19.08%
	毛利率	75.40%	76.71%	77.71%	76.98%	77.52%

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 50：分产品盈利预测（单位：百万元）

		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
酒类	收入	22,704.53	28,091.97	37,634.37	46,188.11	55,000.69
	毛利率(%)	75.40	76.71	77.71	76.98	77.52
	同比	11.59%	23.73%	33.97%	22.73%	19.08%
塑料制品	收入	1,571.86	1,794.38	2,063.54	2,373.07	2,729.03
	毛利率(%)	3.74	7.52	5.00	5.00	5.00
	同比	53.96%	14.16%	15.00%	15.00%	15.00%
印刷	收入	46.30	40.85	42.89	45.04	47.29
	毛利率(%)	16.74	13.72	22.00	23.00	24.00
	同比	-13.41%	-11.77%	5.00%	5.00%	5.00%
玻瓶	收入	46.56	64.38	77.25	92.70	111.24
	毛利率(%)	11.71	6.11	10.00	10.00	10.00
	同比	35.31%	38.26%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入	174.54	195.20	204.96	215.21	225.97
	毛利率(%)	21.78	21.92	20.00	20.00	20.00
	同比	-14.68%	11.84%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	24543.79	30186.77	40023.00	48914.13	58114.21
	毛利率(%)	70.20	72.01	73.48	73.06	73.72
	同比	13.32%	22.99%	32.58%	22.22%	18.81%

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 51：白酒行业公司估值比较

日期	2018/12/14	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	（元）	（亿元）	18E	19E	20E	18E	19E	20E
600519.SH	贵州茅台	601.8	7,559.2	27.5	32.3	38.0	21.9	18.6	15.8
002304.SZ	洋河股份	102.2	1,540.4	5.5	6.6	7.8	18.5	15.4	13.0
600809.SH	山西汾酒	38.4	332.7	1.7	2.3	3.0	22.1	16.7	13.0
000596.SZ	古井贡酒	59.8	273.7	3.3	4.1	5.0	18.1	14.5	11.9
603589.SH	口子窖	37.0	222.0	2.4	2.9	3.4	15.5	12.8	10.8
603369.SH	今世缘	16.1	201.8	0.9	1.2	1.4	17.1	13.7	11.2
600779.SH	水井坊	33.4	162.9	1.3	1.8	2.4	26.2	18.5	14.0
603198.SH	迎驾贡酒	15.3	122.0	0.9	1.1	1.2	16.2	14.1	12.5
600559.SH	老白干酒	14.3	95.5	0.7	1.0	1.4	21.0	14.4	10.6
600702.SH	舍得酒业	25.7	86.8	1.1	1.7	2.3	22.4	15.0	11.0
600197.SH	伊力特	14.4	63.5	1.0	1.3	1.6	14.0	11.3	9.2
603919.SH	金徽酒	13.3	48.3	0.8	0.9	1.1	16.6	14.3	12.2
000799.SZ	酒鬼酒	17.8	57.8	0.8	1.1	1.5	22.0	15.8	11.9
			平均值				19.4	15.0	12.1
000858.SZ	五粮液	54.0	2,096.5	3.4	4.2	5.3	15.9	12.9	10.2

资料来源：Wind，川财证券研究所

四、风险提示

宏观经济影响，导致白酒行业景气度下降；

食品安全风险；

公司渠道拓展风险。

报表预测

利润表（人民币，百万）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	24543.79	30186.78	40023.00	48914.13	58114.21
减:营业成本	7314.25	8450.09	10614.73	13179.39	15272.86
营业税金及附加	1941.17	3494.70	4633.43	5662.74	6727.83
营业费用	4694.55	3625.40	4802.76	5380.55	5811.42
管理费用	2143.70	2269.02	2401.38	2690.28	2905.71
财务费用	-765.86	-890.51	-765.95	-908.16	-1112.47
资产减值损失	12.20	5.63	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	33.43	68.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	9237.21	13300.66	18336.65	22909.32	28508.86
加:其他非经营损益	100.20	17.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	9337.41	13317.81	18336.65	22909.32	28508.86
减:所得税	2280.65	3269.25	4584.16	5727.33	7127.22
净利润	7056.77	10048.57	13752.49	17181.99	21381.65
减:少数股东损益	272.23	412.25	564.20	704.90	877.19
归属母公司股东净利润	6784.53	9636.32	13188.29	16477.09	20504.45

资产负债表（人民币，百万）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	32241.46	36393.24	31690.97	49033.98	49852.51
应收和预付款项	9977.23	11516.96	18604.90	18223.77	25503.45
存货	9257.37	10557.80	15309.50	16807.67	20411.13
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	794.64	862.85	862.85	862.85	862.85
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5726.01	5566.29	4145.03	2723.77	1302.52
无形资产和开发支出	404.07	400.98	349.18	297.38	245.58
其他非流动资产	127.15	132.93	67.06	1.20	1.20
资产总计	58527.93	65431.05	71029.49	87950.63	98179.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	10322.07	10756.73	7750.09	13920.27	10770.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	10322.07	10756.73	7750.09	13920.27	10770.16
股本	3795.97	3795.97	3795.97	3795.97	3795.97
资本公积	953.26	953.26	953.26	953.26	953.26
留存收益	42327.51	48584.86	56625.73	66671.79	79173.32
归属母公司股东权益	47076.73	53334.08	61374.96	71421.01	83922.54
少数股东权益	1129.13	1340.24	1904.45	2609.35	3486.54
股东权益合计	48205.86	54674.33	63279.40	74030.36	87409.08
负债和股东权益合计	58527.93	65431.05	71029.49	87950.63	98179.24

现金流量表（人民币，百万）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	11667.04	9762.97	-320.81	22865.89	7708.98
投资性现金净流量	-161.26	-200.88	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-3193.93	-3639.24	-4381.46	-5522.88	-6890.45
现金流量净额	8312.01	5922.68	-4702.27	17343.01	818.53

财务分析和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
毛利率	70.20%	72.01%	73.48%	73.06%	73.72%
销售净利率	28.75%	33.29%	34.36%	35.13%	36.79%
ROE	14.41%	18.07%	21.49%	23.07%	24.43%
ROA	14.70%	19.00%	24.74%	25.02%	27.90%
ROIC	30.90%	57.81%	70.92%	51.59%	80.63%
成长能力					
销售收入增长率	13.32%	22.99%	32.58%	22.22%	18.81%
净利润增长率	10.08%	42.40%	36.86%	24.94%	24.44%
资本结构					
资产负债率	17.64%	16.44%	10.91%	15.83%	10.97%
流动比率	4.99	5.44	8.47	6.04	8.89
速动比率	4.09	4.45	6.49	4.83	7.00
经营效率					
总资产周转率	41.94%	46.14%	56.35%	55.62%	59.19%
存货周转率	0.77	0.79	0.80	0.69	0.78
业绩和估值					
EPS	1.75	2.48	3.40	4.24	5.28
BPS	12.13	13.74	15.81	18.40	21.62
PE	30.90	21.76	15.90	12.72	10.22
PB	4.45	3.93	3.42	2.94	2.50

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857