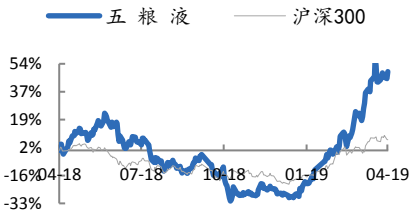
投资评级：增持(首次评级)

当前价格(元)： 104.00
合理价格区间(元)： 108～121

证券分析师

张梦甜
资格编号：S0120518060002
电话：021-68761616-8610
邮箱：zhangmt@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	21.1	48.4	85.1
相对涨幅（%）	16.0	42.8	63.0

资料来源：德邦研究

承接高端白酒需求溢出，改革红利持续释放

五 粮 液(000858)

投资要点：

- **白酒行业结构性增长，高端白酒量价齐升。**白酒行业呈挤压式增长，份额向名酒集中。2018 年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 871.20 万千升，同比增长 3.14%。茅五泸高端产品收入占比由 2012 年的 11.2%不断提升至 2018 年的 19.0%。高端白酒市场竞争格局好，呈扩容趋势，预计未来 3-5 年量价齐升；

- **茅台酒供应量偏紧、需求溢出，为五粮液改革提供了时机。**2018-20 年，53 度茅台酒的供给有限，五粮液将承接高端白酒的溢出需求。2018-20 年，预计茅台酒销量增长仅 3%，而五粮液酒销量增长 27%；此外，茅台自 18 年底进行经销商调整，砍掉了 437 家茅台酒经销商导致 19 年上半年供应量不足，批价上涨至 1900 元以上，处于量紧价高的状态，这为五粮液改革创造了良好的外部环境；当前普五与 53 度茅台零售价比值下降至 0.46 的历史低位，五粮液有提价空间；

- **五粮液改革思路清晰，红利有望持续释放。1）产品结构调整，重塑品牌高度。**公司对核心产品普五进行升级换代，提升品质及产品价格体系。新普五将于 19 年 6 月推出，出厂价预计由 789 元/瓶提升 889 元/左右，1618、低度、交杯价格也会相应提升；缩减系列酒品牌，降低对品牌的稀释力。19 年 4 月清理了 22 款系列酒产品，五粮液和系列酒品牌数努力由 800 个缩减到 45 个左右；重视高端产品及五粮液文化传播。推出超高端新品五粮液 501，限定明清窖池酿造，打造时间和稀缺概念，拉升品牌高度。**2）渠道改革推进，改善经销商利润。**推进渠道扁平化建设，加强终端掌控力。不断增加小商数量，前五大经销商占比由 2014 年的 23.9%下降至 2018 年的 10.9%。推进“百城千县万店”，重视核心终端建设；加强渠道精细化管理，导入信息化扫码系统，实施控盘分利，稳定价盘，提升经销商利润。为配合渠道改革落地，公司销售人员由 2016 年 447 人增长至 2018 年 658 人。2019 年初至今取得了初步成效，经销商信心充足，批价从 810 元上涨至 890 元，一批商毛利率近 10%，处于近几年盈利的最高水平。预计改革红利将持续释放；

- **投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。**预计公司 2019-21 年 EPS 分别为 4.33/5.30/6.40，对应 PE 分别为 24.0/19.6/16.3 倍。五粮液作为国内浓香型白酒之王，品牌力、产品力强大。茅台的量紧价高造成高端白酒需求溢出，为五粮液改革提供了良好时机。公司在以李曙光董事长带领的新任管理层引领下，在产品结构、渠道管理、组织机制等方面采取了一系列改革措施，以改善渠道利润，重塑品牌高度。2019 年初至今已取得了初步成效，看好公司改革带来的持续业绩改善，我们给予公司 2019 年 28.0 倍 PE，对应目标价为 121.2 元/股。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

股票数据

总股本(百万)	3,881.61
流通 A 股(百万)	3,881.61
52 周内股价区间(元)	110.02-47.49
总市值(百万)	396,972.05
总资产(百万)	93,909.83
每股净资产(元)	18.02

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入（百万元）	30187	40030	48453	57250	67419
（+/-）YoY（%）	23.0	32.6	21.0	18.2	17.8
净利润（百万元）	9674	13384	16789	20569	24843
（+/-）YoY（%）	42.6	38.4	25.4	22.5	20.8
全面摊薄 EPS	2.49	3.45	4.33	5.30	6.40
毛利率（%）	72.0	73.8	75.1	76.6	77.5
净资产收益率	18.1	21.1	22.8	24.0	24.8

资料来源：公司年报（2017-2018），德邦证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 高端白酒是一个好赛道 6
1.1 白酒行业商业模式及投资属性好 6
1.2 白酒行业将呈结构性增长，进一步向名酒集中 7
1.3 白酒行业具有分层竞争的特点 7
1.4 高端白酒竞争格局好，呈扩容趋势 8
1.4.1 高端白酒竞争格局好 8
1.4.2 白酒消费价格带提升明显 8
1.4.3 高端白酒呈扩容趋势 9
1.4.4 高端白酒价格仍有上涨空间 10
1.5 白酒周期性由多重因素影响 10
1.5.1 白酒周期及估值走势复盘 10
1.5.2 白酒周期由多个因素共同影响 11
1.5.3 浓香型白酒的市场份额最大 12
2. 五粮液从昔日“白酒之王”到“二次创业” 12
2.1 五粮液历史发展阶段复盘 12
2.2 与茅台差距拉大的原因 14
2.2.1 五粮液的过度多元化及 OEM 模式稀释了品牌力 14
2.2.2 不同的价格策略使两大品牌距离拉大 14
2.2.3 大商制渠道模式制约了五粮液的发展 16
3. 茅台供应偏紧，高端白酒需求溢出为五粮液提供了良好时机 16
4. 五粮液开启改革之路，红利有望持续释放 18
4.1 重视组织机制改善 20
4.1.1 新任管理层上任，提出“二次创业”等一系列改革措施 20
4.1.2 开启混改，完善公司治理架构 20
4.2 梳理产品结构，重塑品牌高度 21
4.3 推进渠道扁平化建设及精细化管理，加强终端掌控力 23
4.4 经销商利润改善明显 24
5. 盈利预测及估值 25
5.1 核心假设 25

5.2 估值 26
5.3 盈利预测及投资建议 27
6. 风险提示 28

图表目录

图 1 白酒近 6 年平均 ROE 在申万子行业中位居第二 6
图 2 白酒近 5 年平均毛利率在申万子行业中位居第二 6
图 3 白酒上市公司整体近 5 年平均预收款占比较高 6
图 4 高端白酒市场竞争格局（按销量/%） 8
图 5 高端白酒销量持续增长 8
图 6 高端白酒 CR3 经历了行业深度调整期后市占率进一步提升 8
图 7 江苏省白酒主流价格带持续上升 9
图 8 高端白酒市场呈扩容趋势（按收入计算市场份额） 9
图 9 茅台酒（53 度）零售价/全国城镇居民人均可支配收入（年） 10
图 10 白酒周期复盘 10
图 11 白酒产量变化（万千升） 12
图 12 白酒上市公司收入增长情况（亿元/%） 12
图 13 五粮液产能拓展 13
图 14 五粮液发展历程 13
图 15 五粮液 2013 年起收入被茅台反超 14
图 16 茅台 2005 年起净利润超过五粮液 14
图 17 五粮液毛利率低于茅台 14
图 18 茅台高端酒产品收入占比高于五粮液 14
图 19 茅台自 2008 年起引领高端白酒提价（出厂价） 16
图 20 53 度茅台酒销量超越五粮液（吨） 16
图 21 五粮液/茅台前五大经销商销售占比 16
图 22 五粮液一批商渠道利润 16
图 23 近两年可供销售 53 度茅台酒增长缓慢 17
图 24 高价位五粮液酒可供销售量稳步增长 17
图 25 五粮液高价位酒及茅台酒销量增长情况 17
图 26 普五/53 度茅台零售价比值降低 18
图 27 飞天茅台批价与普五批价距离拉大 18
图 28 茅台国内经销商数量 2018 年开始下降 18
图 29 白酒行业深度调整期五粮液价格倒挂 19
图 30 大股东持股情况 21

图 31 非公开定增情况 21
图 32 聚焦五粮液酒及系列酒核心产品 22
图 33 五粮液高端酒收入占比提升 23
图 34 五粮液生产人员人均工资显著提高 23
图 35 五粮液推出超高端产品 501 23
图 36 五粮液销售人员数量快速增加 24
图 37 五粮液专卖店数量快速上升 24
图 38 五粮液一批商利润改善 25
图 39 五粮液 PE（TTM）与深证综指 PE（TTM）走势 27
图 40 五粮液 PE Band 27

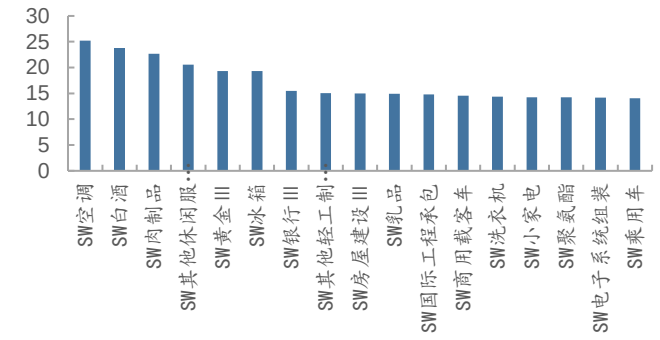
表 1 不同价格带白酒分层竞争 7
表 2 白酒周期的影响因素 11
表 3 不同香型白酒的特点 12
表 4 五粮液与茅台提价回顾 15
表 5 “补短板拉长板”战略 15
表 6 历任董事长情况分析 20
表 7 第八代经典五粮液的升级变化 22
表 8 五粮液公司加强对违约经销商的处罚 24
表 9 收入拆分 25
表 10 可比公司估值 26

1. 高端白酒是一个好赛道

1.1 白酒行业商业模式及投资属性好

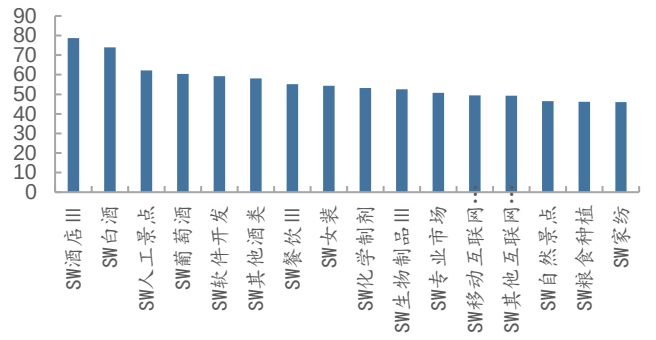
品牌名酒具备稳定的高盈利能力。白酒企业上游原材料主要为粮食作物，下游主要对接经销商及企业团购客户，基于强大的品牌力，名酒企业对上下游的议价能力强；白酒消费是文化的传承，加之名酒消费的政商占比较高，名酒企业具备较强的提价能力，毛利率、ROE 较高。申万子行业中，白酒板块近 5 年平均毛利率位居第二，近 6 年平均 ROE 位居第二。

图 1 白酒近 6 年平均 ROE 在申万子行业中位居第二



资料来源：Wind，德邦研究

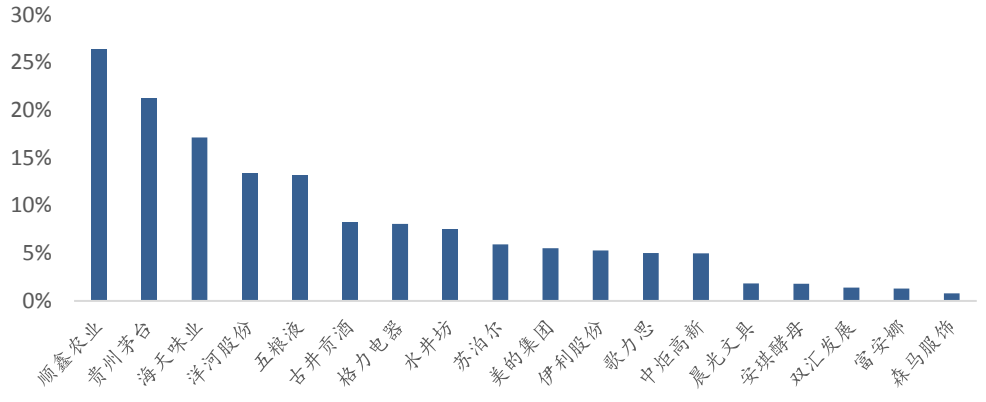
图 2 白酒近 5 年平均毛利率在申万子行业中位居第二



资料来源：Wind，德邦研究

品牌名酒企业现金流好。白酒企业对下游经销商一般采取先款后货的货款方式，因此预收款占比高，应收款占比低，现金流好。白酒行业近 5 年预收款收入占比远高于其他消费子行业。

图 3 白酒上市公司整体近 5 年平均预收款占比较高



资料来源：Wind，德邦研究

品牌名酒的基酒存货具备保值特点。受益于消费升级，白酒主流消费价格带呈不断上移的趋势，名酒产品的价格总体是向上的，存货减值的可能性较小；由于品牌名酒（尤其是高端酒）的需求稳步增长，但生产周期较长，产能扩张需要相对长的时间，并且储存年份越久的基酒勾兑出的产品越高端，因此充足的基酒储备有利于公司的长远发展。

1.2 白酒行业将呈结构性增长，进一步向名酒集中

根据国家统计局数据，2018 年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 871.20 万千升，同比增长 3.14%；销售收入 5363.83 亿元，同比增长 12.88%；利润总额为 1250.50 亿元，同比增长 29.98%。

白酒销量结构不平衡。虽然高端白酒品牌茅台、五粮液、泸州老窖的高端系列产品创造了行业 19%的收入，CR3 共计创造了行业 41%的利润，但其占行业总销量的比例非常小，CR3 的高端产品销量占比仅 0.68%。根据国家统计局公布的数据，2018 年我国白酒规模以上企业总产量 871.20 万千升。高端酒 6 万吨，次高端 4.6 万吨，中档 100 万吨，剩余的量都是 100 元/瓶以下的低档酒，可见白酒销量结构呈极度的不平衡，高端、次高端合计销量占比 1.2%，100 元/瓶以下的低端酒占据白酒行业总销量的 87%。

少喝酒、喝好酒将是行业长期发展趋势。虽然规模以上白酒企业产量、收入、利润总额保持稳步增长的态势，但行业总产能仍然是过剩，低端产能不断被淘汰，挤压式增长的竞争格局将长期存在。预计未来两年白酒行业总产量会略有下滑，但行业整体将呈结构性增长。白酒消费的品牌意识会进一步强化，行业呈现出挤压式竞争的状态。随着消费升级推动白酒消费价格带上移，以及人均可支配收入的持续增长，有品牌力的名酒未来更具竞争优势。

1.3 白酒行业具有分层竞争的特点

白酒产品有明显的价格带区分，消费者会根据不同的消费场景选择不同价格带的白酒，因此白酒行业呈现出明显的分层竞争的特点。以高端酒为例，高端白酒的政商消费占比最高，品牌与品质对于高端白酒而言是更重要的竞争要素，成本不是重要的要素，而对于低端酒而言，成本和渠道是更为重要的竞争要素。

未来 3-5 年，预计高端白酒（价格高于 600 元/瓶）收入复合增速在 15%-20%，次高端白酒（价格区间 300-600 元/瓶）收入复合增速约 20%，中端白酒（价格区间 100-300 元/瓶）收入复合增速维持在 10%，而低端白酒（价格低于 100 元/瓶）整体将呈下滑趋势，预计收入每年下滑幅度约 5%。

表 1 不同价格带白酒分层竞争

细分市场	价格区间	代表品牌和产品	规模（亿元）	销量（万千升）	CR3	需求拆分	复合增速	主要影响因素
高端	>600 元/瓶	茅台、五粮液、国窖	914	6.0	94%	商务 55%，民间 40%，政务 5%	量 10%、价格 5-10%	品牌、渠道、品质
次高端	300-600 元/瓶	剑南春、水井坊、红花郎、梦之蓝	350	4.6	40%	政商 70%，民间 30%	增长 10%-15%，价格 5%	品牌、团队、渠道、品质
中端	100-300 元/瓶	海之蓝，古井，汾酒	2300	100	6%	政商 50%，民间 50%	增长 10%	品牌、团队、渠道
低端	<100 元/瓶	金种子、牛栏山二锅头等	1800	760.4	5%	商务 10%，民间 90%	下滑 5%	品牌、团队、渠道、成本
合计			5364	871				

资料来源：德邦研究

1.4 高端白酒竞争格局好，呈扩容趋势

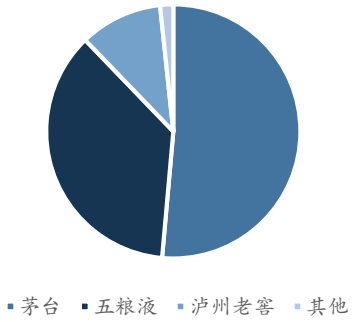
1.4.1 高端白酒竞争格局好

高端白酒参与者少，市场集中度高。我国高端白酒市场主要由 53 度茅台酒、五粮液普五和国窖 1573 组成，市场份额较为集中，竞争格局好。2018 年，高端白酒整体容量预计达 6.17 万吨，其中，茅台 3.17 万吨，五粮液 2.22 万吨，国窖 1573 约 6500 吨。按销量计算，茅台市占率 52%，CR3 占比高达 98%。

高端白酒的进入壁垒高。高端白酒对品牌和品质的要求极高。对品牌底蕴的要求，就将绝大多数白酒企业排除在外，仅有极少名酒具备进入高端白酒队列的品牌力；其次，高端白酒的产能壁垒高，拓展产能需要较长的时间。高端白酒对生产窖池的使用年限、窖藏的时间都有很高的要求，一般只有连续使用时间在几十年以上的窖池才能生产出高端酒基酒，生产出的基酒需要储存 3-5 年才能出厂销售。所以，高端白酒的产量有限且拓展产能需要一定的时间。

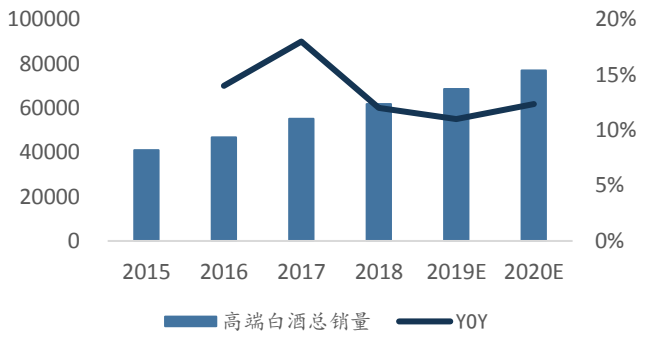
茅五泸在高端白酒市场的集中度持续提升。在经历了白酒行业 2012-15 年的深度调整期后，茅、五、泸在高端白酒市场的地位得到了进一步的加强，而同期水井等品牌因大幅减少高端酒出货量或调整价格体系逐渐退出了高端市场的竞争，茅五泸高端产品销量占比由 2012 年的 74%提升至 2018 年的 98%。

图 4 高端白酒市场竞争格局（按销量/%）



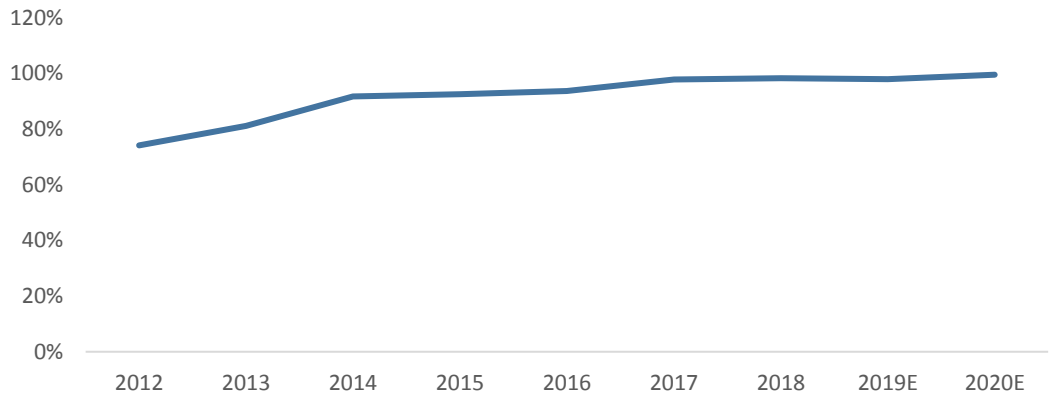
资料来源：公开资料，德邦研究

图 5 高端白酒销量持续增长



资料来源：公开资料，德邦研究

图 6 高端白酒 CR3 经历了行业深度调整期后市占率进一步提升



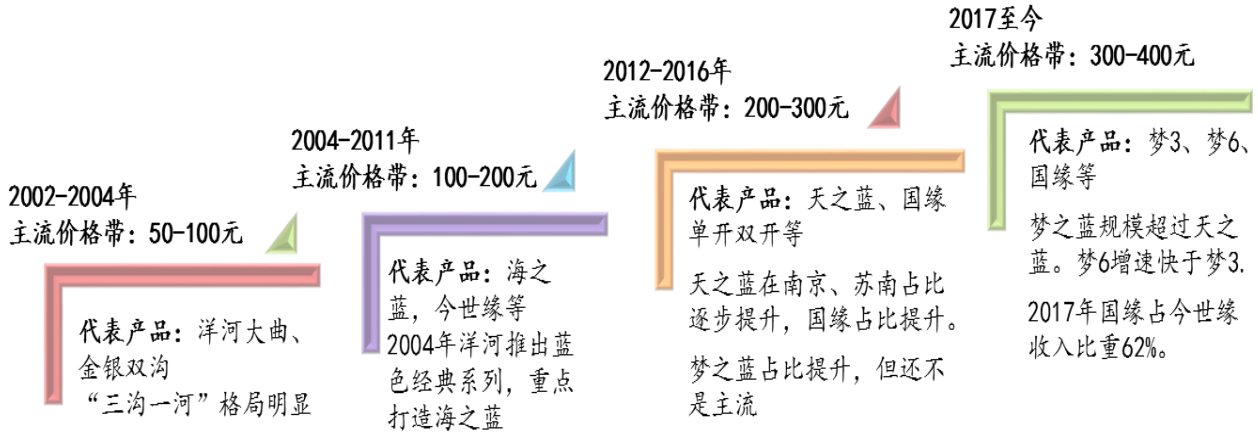
资料来源：公开资料，德邦研究

1.4.2 白酒消费价格带提升明显

各省份主流白酒消费价格带呈上移趋势。白酒行业消费升级趋势明显，各省份白酒的主流消费价格带呈持续上升的趋势。以江苏市场为例，2002-2004 年，白酒

主流价格带为 50-100 元，2018 年已经提升至 300-400 元。江苏省经济发达，主流白酒消费价格带高于大部分省份，其他省份主流价格带在不断向江苏省看齐。

图 7 江苏省白酒主流价格带持续上升



资料来源：渠道调研，德邦研究

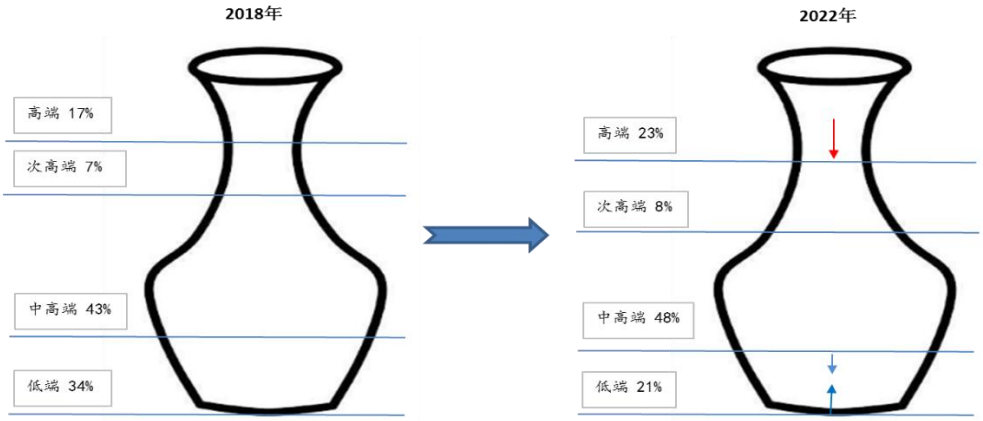
1.4.3 高端白酒呈扩容趋势

高端白酒需求有保障。白酒有较强的社交、面子属性，是社交应酬的润滑剂，尤其是极具稀缺性的高端名酒，有不可替代性。

高端白酒产能扩张加速。2008-2018 年，高端白酒供给量由 3.5 万吨提升至 6.2 万吨，年复合增长仅 6.2%。受益于品牌意识提升、消费升级及人均可支配收入的增长，高端白酒的投放增速也逐步提升。保守估计，高端白酒销量至 2020 年将提升至 7.7 万吨，2018-20 年销量复合增速达 12%。根据公司的扩产计划，53 度茅台 2018 年销量为 3.2 万吨，根据历年基酒产量推算至 2020 年可供销售量约 3.3 万吨，公司规划至 2020 年茅台酒将实现 5.6 万吨的基酒产量，对应 2024 年可供销售量将达到 4.8 万吨，销量增幅 41%；五粮液 2018 年投放量约 2.2 万吨，公司计划 2020 年投放量达到 3.0 万吨，销量增幅 36%；国窖 1573 销量 6500 吨，公司计划至 2020 年目标销量为 1.5 万吨，销量增幅 130%。

预计未来高端白酒市场规模会持续扩大，在白酒行业中的收入占比将由 2017 年的 17%提升至 2022 年的 23%。

图 8 高端白酒市场呈扩容趋势（按收入计算市场份额）

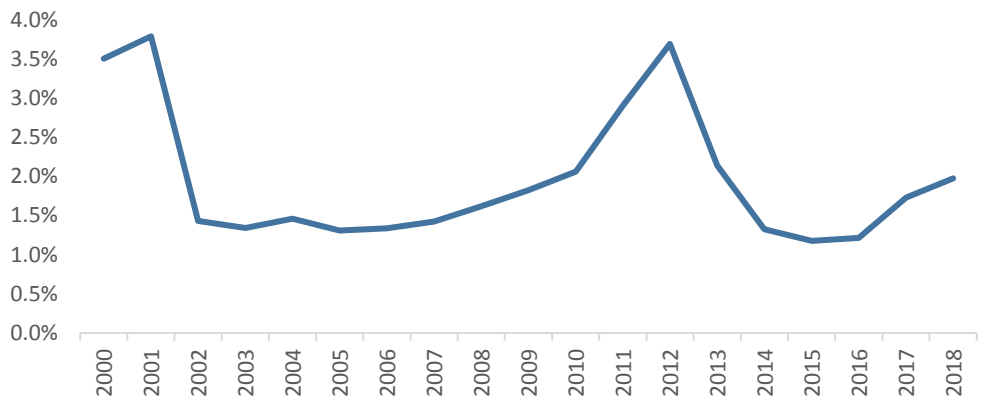


资料来源：Wind，德邦研究

1.4.4 高端白酒价格仍有上涨空间

高端白酒价格仍有上涨空间。以 53 度茅台酒为例，目前其零售价格与全国城镇居民人均可支配收入的比值仍处于历史低位。2018 年，53 度茅台酒零售价与全国城镇居民人均可支配收入的比值为 2%，2012 年时这一比值高达 3.7%，相较于居民收入的提升，茅台价格提升的幅度较小。

图 9 茅台酒（53 度）零售价/全国城镇居民人均可支配收入（年）



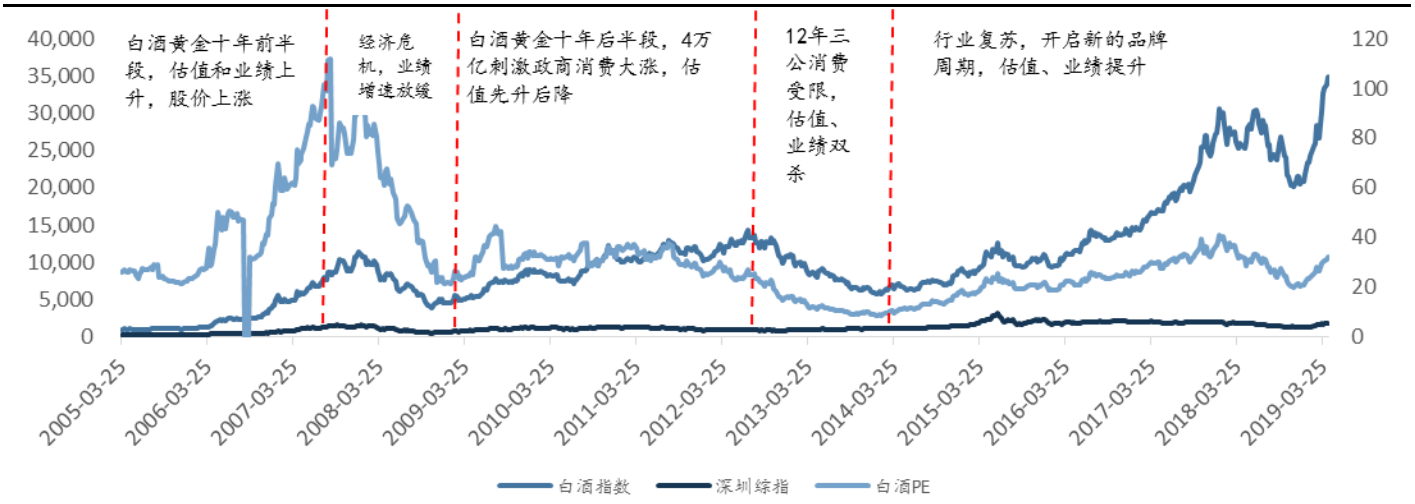
资料来源：Wind，德邦研究

1.5 白酒周期性由多重因素影响

1.5.1 白酒周期及估值走势复盘

2003-2012 年是白酒行业发展的黄金十年。前半段，估值和业绩均上升，实现戴维斯双击，白酒板块股价大幅上涨；2008 年经济危机冲击下，白酒上市公司业绩增速放缓，估值大幅下滑；2009 年，政府四万亿显著刺激了政商消费，白酒上市公司业绩受益，估值回升；2011-12 年，股价由业绩支撑，继续上涨；2012 年，三公消费受限，白酒行业受到严重冲击，特别是中高端白酒，估值大幅下滑，白酒上市公司业绩首次大部分出现负增长。2016 年，随着高端白酒提价，行业开启了新一轮的景气周期，份额进一步向名优酒集中。

图 10 白酒周期复盘



资料来源：Wind，德邦研究

1.5.2 白酒周期由多个因素共同影响

白酒行业的周期性由经济、政策、渠道库存等因素共同影响。白酒行业的每一轮下行都不是宏观经济单一因素所造成的。除了主要影响因素宏观经济外，还会受到产业政策等因素的多重打击。1990-1997 年，我国经济扩张，白酒处于景气周期。1997-2003 年，受经济危机及行业诚信影响，白酒行业经历调整，产量骤降，收入增速下滑，但收入并未出现负增长；2003-2012 年，白酒行业迎来了量价齐升的黄金十年.其中，2008 年发生经济危机对行业造成较大冲击，但在 2009 年四万亿之后，白酒行业进入了黄金十年的下半场；2012-2015 年，受三公消费限制及塑化剂事件影响，行业经历深度调整，主要表现为价格下跌，收入下滑。2015 年至今，白酒进入品牌为王的新周期。

表 2 白酒周期的影响因素

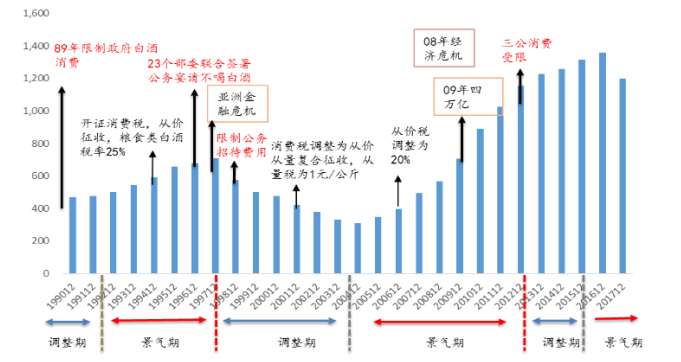
发展阶段	状况	宏观经济	产业政策	酒企情况
89 年以前	平稳发展	计划经济时代，酒企规模扩大受制于国民经济计划	重视酒质，进行了 5 次国家名酒评选，88 年名酒价格管制放开	茅台、五粮液、汾酒扩大产能；价格管制放开后，价格分化（茅五剑提价）
89-92 年	行业调整，产量增速下滑	向市场经济转变后期，货币政策收紧，对酒企资金和销售有负面影响	政务消费受限，名酒价格受到压制	酒企降价，茅台价格下降超过 50%
92-97 年	重视广告营销的酒企发展迅猛	宏观经济高增长高通胀	广告营销大行其道；行业大肆扩产	孔府家凭借一支央视广告成名，秦池酒两度成为标王
97-03 年	行业步入寒冬，产量锐减	亚洲金融危机，5 年的通货紧缩导致经济低迷	行业诚信危机；产业政策限制白酒行业发展	山西假酒事件；古井贡、泸州老窖、汾酒、洋河陷入经营困境
03-12 年	黄进十年，量价齐升	经济蓬勃发展，出口、投资拉动经济高增长	经济活跃带动政商务交往活动增加，中高价位白酒兴起	以洋河、口子窖为代表的名酒走向复兴，盘中盘，深度营销模式开始推广；茅台拓展军政渠道力保提价，取代五粮液成为新行业老大
12-15 年	深度调整期，价格下跌	国内经济从投资型向消费驱动转型，告别 GDP 高速增长时代	政府限制三公消费，各地禁酒令频出，白酒需求下降，产能过剩	12 年出现塑化剂事件；白酒价格断崖式下跌；大部分酒企收入利润增速下降甚至为负
15-至今	行业复苏分化	随着经济转型发展，居民收入和消费能力逐步提升	政务需求已降至谷底，商务消费有望改善	15 年 8 月初，高端白酒首次提价，高端白酒业绩回升

资料来源：德邦研究

白酒行业整体产量共经历了两次大的变化。1997-2003 年，受亚洲金融危机、限制公务招待费用及消费税调整（从单一从价征收改为从价从量复合征收，从量税为 1 元/公斤）影响，白酒总产量出现持续下降。2006-2014 年，投资拉动经济高增长，叠加白酒消费税率下降（从价征收的税率从 25%降至 20%）及 2009 年四万亿刺激，白酒行业总产量再次出现持续增长。目前，行业总量基本没有增长，而是呈现结构性增长，市场份额进一步向名酒集中。

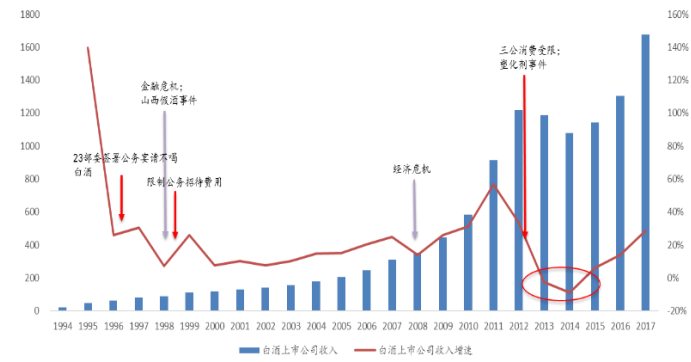
白酒上市公司收入增速与经济因素的相关性较大，但如果不叠加其他影响因素，不会出现负增长。除了 2012-2014 年外，白酒上市公司整体收入从未出现过负增长。2012 年，白酒消费特别是中高端白酒消费出现断崖式下跌，主要是受到了三公消费限制的打击。如果仅是经济因素和库存周期的影响，不会对白酒上市公司收入造成严重的冲击。

图 11 白酒产量变化（万千升）



资料来源：国家统计局，德邦研究

图 12 白酒上市公司收入增长情况（亿元/%）



资料来源：Wind，德邦研究

1.5.3 浓香型白酒的市场份额最大

白酒因原料和生产工艺的不同，形成了不同香型与风格，白酒的香型大致可分为 12 种，其中，最具代表性的是浓香、酱香和清香型。

浓香型白酒的生产周期较短，产量较大，在各白酒香型中市场规模最大，占比约 70%。

浓香型白酒的窖池是泥窖，窖泥中有丰富的微生物。浓香型白酒的发酵依赖空气、酒曲及窖泥中的微生物，所以浓香型白酒的质量与窖和糟有着密切的关系。老窖池需要不间断地发酵，固有“千年老窖万年糟”之说。新窖池在刚开始生产时由于微生物较少，优酒率较低。

表 3 不同香型白酒的特点

	代表品牌	感官	规模份额	酒曲	生产工艺特点	生产及贮存周期	发酵设备
浓香型	五粮液、泸州老窖	无色透明、芳香浓郁、绵柔甘洌、香味协调、入口甜、落口绵、尾净余长	70%	中、高温大曲	采用续糟法工艺，封窖发酵，原料经过多次发酵，有“千年老窖万年糟”之说，分级贮存。工艺主要包括制曲、拌料、摊晒、入窖、发酵、起窖、蒸馏、摘酒八个环节	酿造周期 40-60 天，酿造加贮存几个月	泥窖
酱香型	贵州茅台、郎酒、习酒	微黄透明、酱香浓郁、香而不艳、空杯余香、具有不上头的特点	15%	高温大曲	两次投料、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒、不同轮次不同类型的原酒分开贮存三年后勾调，从原料到出厂历经五年时间	酿造周期长达一年，酿造加贮存至少五年	泥底石窖
清香型	汾酒、黄鹤楼	无色透明、清香纯正、余味清爽	10%	低温大曲、麸曲	采用清蒸二次清、地缸、固态分离发酵法	10-11 个月生产周期	地缸、砖窖

资料来源：德邦研究

2. 五粮液从昔日“白酒之王”到“二次创业”

2.1 五粮液历史发展阶段复盘

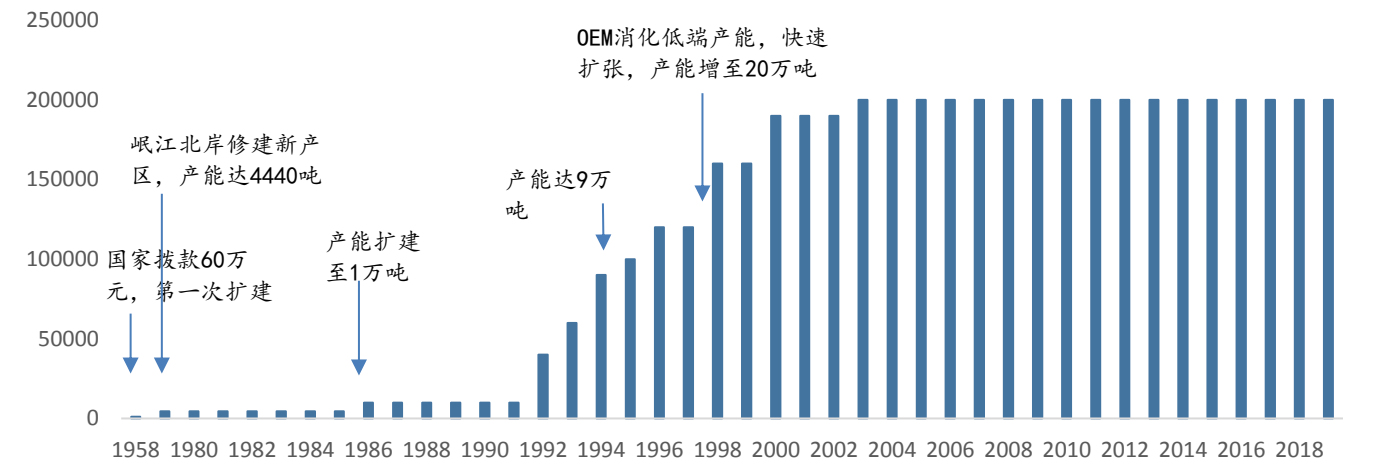
1959 年五粮液酒厂正式成立，1963 年获得国家名酒称号，一度作为中国白酒之王，2012 年之后五粮液在收入、利润、价格方面被茅台反超。回顾五粮液发展历程，大致可分为三个阶段：

把握先机提价扩产，跃居白酒之王（1985-2003）：1988 年国家放开名酒定价权，五粮液早期就意识到价格高低会影响品牌力强弱，于是率先提价。1989 年，终端价超过泸州老窖。1994 年，终端价超过汾酒。2001 年，消费税由从价征收调整为从量从价征收。五粮液首创买断模式，大力开发 OEM 产品，提高了产能利用率。公司依靠高档酒树立了品牌高度，中档酒五粮醇、五粮春等快速崛起，中档酒金六福、浏阳河等帮助公司消耗了中低端产能，五粮液发展成为国内收入规模第一的酒企。

量价齐升的十年（2003-2012）：在宏观经济快速增长的背景下，政商消费崛起，白酒行业迎来了量价齐升的黄金发展期。2007 年，唐桥上任五粮液董事长，解决了公司关联交易的问题。普五出厂价由 2003 年的 330 元/瓶提高到 2012 年 659 元/瓶，增幅 99%，销量也实现快速增长。

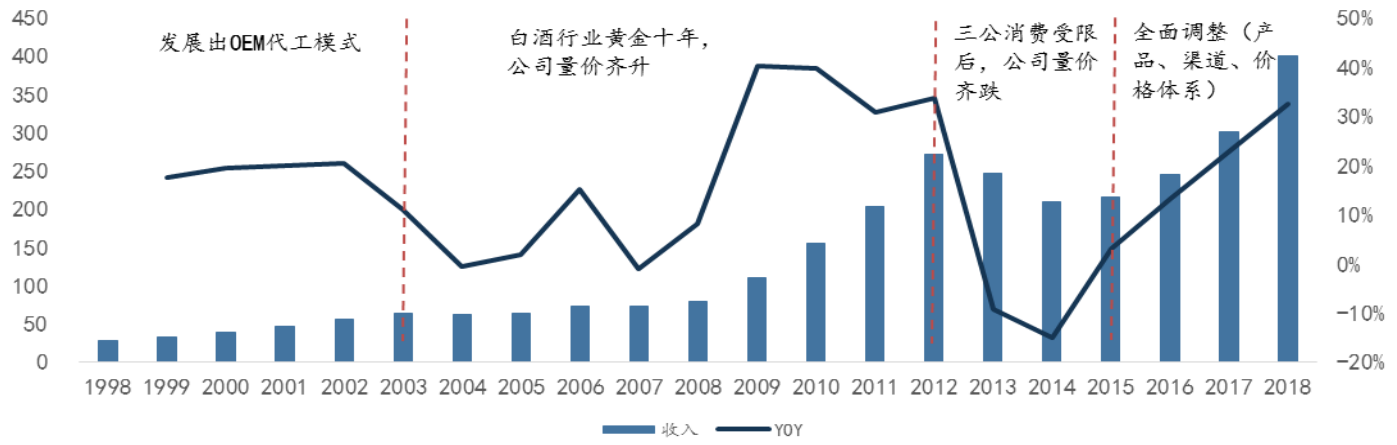
深度改革，二次创业（2012-至今）：2012-2016 年，在行业不景气周期及公司内部矛盾暴露的背景下，积极进行产品结构及渠道改革。2016 年之后，行业复苏，高端白酒价格回升。2017 年 3 月，李曙光上任，带领五粮液进行“二次创业”。渠道方面，推进百城千县万店工程，加强渠道下沉及对渠道的掌控力；产品方面，确立了普五+系列酒双轮战略，缩减中低端产品，升级高端产品；经销商利润方面，通过新品提升出厂价及批价，经销商利润回升。公司计划至 2020 年五粮液产能翻倍至三万吨以上。2019 年春节至今，公司批价大幅回升，渠道库存较低，改革初显成效。

图 13 五粮液产能拓展



资料来源：公司官网，德邦研究

图 14 五粮液发展历程

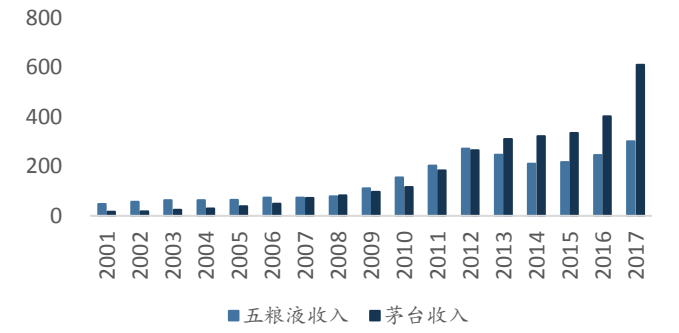


资料来源：Wind，德邦研究

2.2 与茅台差距拉大的原因

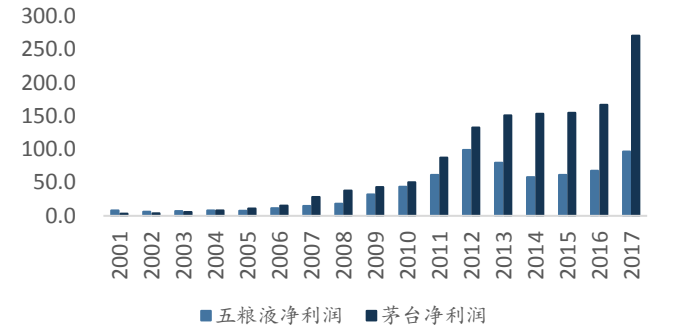
2008 年前，五粮液在收入、利润、市值、价格、产量方面均领先于茅台，在高端白酒市场占据绝对主导地位。2008 年起，茅台开始引领提价，净利润超过五粮液。2012 年三公消费受限，在后续行业深度调整时期，茅台收入超越了五粮液，并与五粮液拉开了差距。

图 15 五粮液 2013 年起收入被茅台反超



资料来源：Wind，德邦研究

图 16 茅台 2005 年起净利润超过五粮液



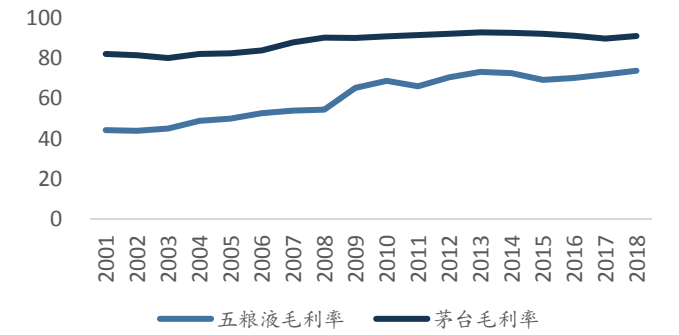
资料来源：Wind，德邦研究

2.2.1 五粮液的过度多元化及 OEM 模式稀释了品牌力

买断及 OEM 模式在一定时期解决了五粮液的低端产能问题。浓香型白酒在蒸馏摘酒时会产生不同等级的酒，其生产工艺决定了生产出优质酒的同时也会生产中低端酒。五粮液的优酒率一般在 10%-20%之间。五粮液首创了 OEM 模式，解决了五粮液低端产能的问题，助力公司规模迅速做大。

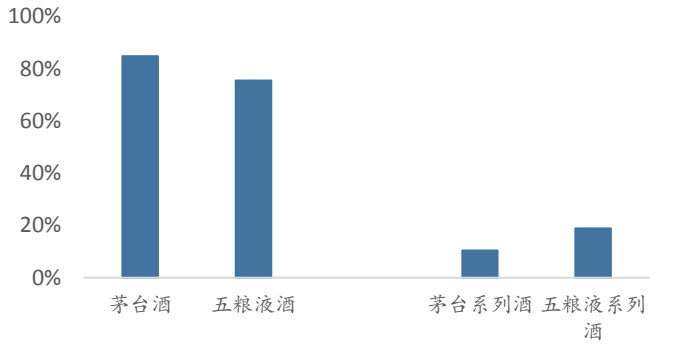
产品多而不精，削弱了五粮液的核心品牌力。五粮液高端酒收入占比 71%，高端产品以 52 度水晶瓶五粮液为主，中低端产品有五粮春、五粮醇等，除此之外，还有大量 OEM 开发品牌。大量的开发品牌在一定程度上削弱了五粮液整体的品牌力；而主要竞争对手茅台产品线则更为集中。茅台销售的产品主要集中在高端茅台酒，中低端系列酒占比不高，整体毛利率相对更高一些，比五粮液高出 18%。茅台高端酒收入占比 85%，这一比例在 2017 年之前都在 90%以上。

图 17 五粮液毛利率低于茅台



资料来源：Wind，德邦研究

图 18 茅台高端酒产品收入占比高于五粮液



资料来源：2018 年年报，德邦研究

2.2.2 不同的价格策略使两大品牌距离拉大

历史上，五粮液调价较为频繁、价格管理方面没有茅台稳扎稳打。

2008 年以前，五粮液是高端白酒的价格标杆以及提价的主导者，茅台一般跟随五粮液提价。2008 年初，茅台大幅提价至 439 元/瓶，价格首次超越五粮液，之后便成为高端白酒价格的引领者。2008-12 年，茅台逐渐从提价时间、提价幅度以及提价后价格管控上超越五粮液。

2006-16 年，五粮液提价 15 次，茅台提价 7 次。五粮液提价频繁且幅度较大，在实际管控中，价格策略落实到市场的过程又受到经销商库存、补贴政策不透明导致经销商成本有差异、公司对终端掌控力弱等影响，一度出现价格倒挂现象，经销商利润受损。

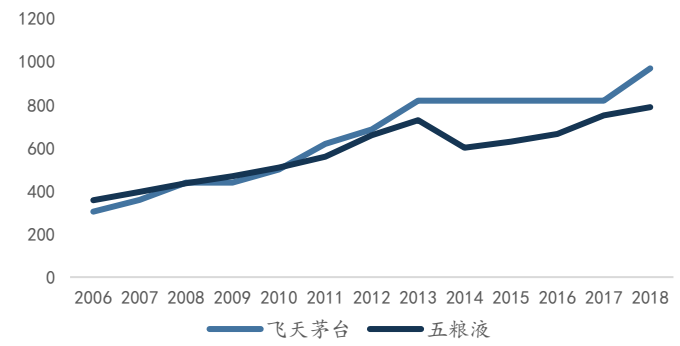
表 4 五粮液与茅台提价回顾

年份	月份	53 度茅台	五粮液普五
2006	1 月	268	338
	2 月	308	348
	7 月		368
2007	2 月	358	388
	4 月		
	10 月		418
2008	1 月	439	
	8 月		
	9 月		469
2010	1 月	499	509
	9 月		
2011	1 月	619	
	9 月		659
2012	1 月		
	9 月	819	
2013	2 月		729
	7 月		
2014	5 月		609
	7 月		
	8 月		
	10 月		576
	12 月		609
2015	6 月		
	8 月		629
2016	3 月		679
	8 月		
	9 月		
2017	12 月	969	739
2018	1 月	969	789
2019	6 月	969	889

资料来源：德邦研究

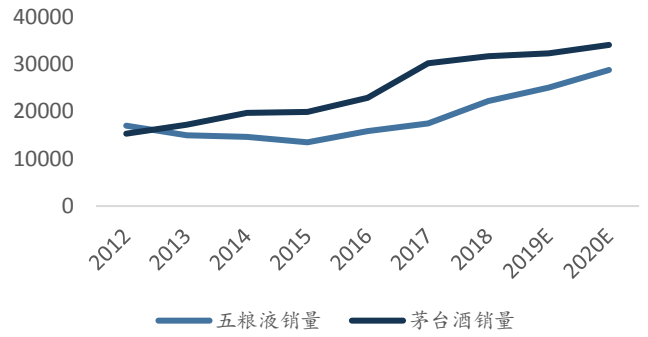
白酒行业深度调整期，茅台与五粮液拉开差距。2012 年，八项规定出台，三公消费受限后，高端白酒需求出现断崖式下跌，零售价出现下滑。五粮液为保障销量，下调了出厂价；而茅台未调低出厂价，进一步巩固了其品牌高度。茅台的零售价受冲击后下滑，随着茅台零售价的下降，其大众消费群体逐渐扩大，不断收割高端白酒市场份额，销量超越五粮液，拉大了与五粮液的差距。

图 19 茅台自 2008 年起引领高端白酒提价（出厂价）



资料来源：公开资料，德邦研究

图 20 53 度茅台酒销量超越五粮液（吨）



资料来源：德邦研究

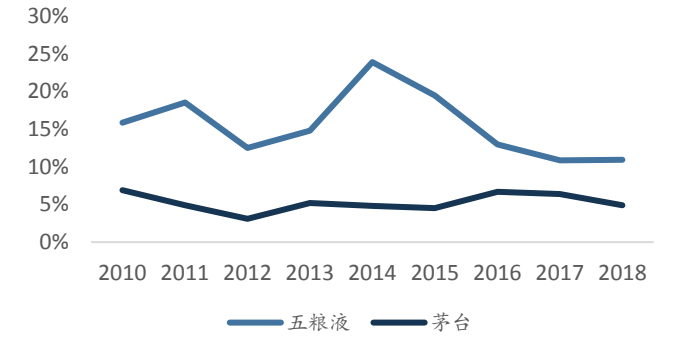
2.2.3 大商制渠道模式制约了五粮液的发展

五粮液采取"大经销商"制，而茅台采取"小商制"。五粮液前五大经销商占比一直高于茅台。2018 年，五粮液前五大经销商占比 10.9%，茅台前五大经销商占比 4.9%。

"大商制"助力五粮液发展为行业龙头，也成为限制五粮液发展的瓶颈。五粮液的"大商制"属于经销商主导的渠道模式，优点在于可以低成本快速扩张。厂家专注于生产及品牌宣传，市场开发主要由经销商负责。大经销商通常具备完善的销售网络，宣传能力强。五粮液一度成功地依靠大商模式，快速实现全国化，坐上龙头宝座；但与此同时，大经销商制也存在着一定的不足，厂家对于终端的控制力较弱，窜货现象较为明显，价格传导管控较弱。2006-16 年，五粮液提价频繁，而在实际管控中，价格策略落实到市场的过程又受到经销商库存、补贴政策不透明、公司对终端掌控力弱等影响，一度出现价格倒挂现象。五粮液的经销商在 2012-15 年行业深度调整期不赚钱，要依靠公司的补贴。

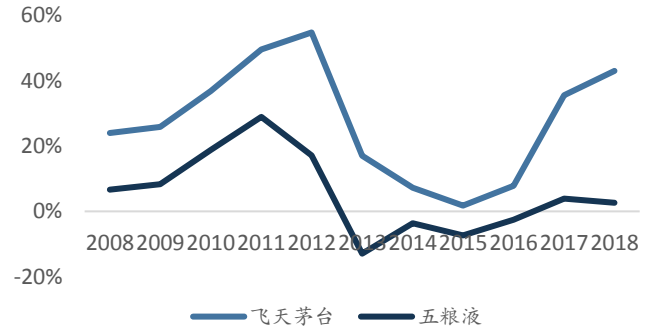
"小商制"对终端的掌控力更强。茅台的"小经销商模式"属于厂家主导的渠道模式。厂家在产业链中的地位较强势，对渠道及终端的掌控力强。小经销商虽然在资金实力、营销能力等方面不如大经销商，但不容易出现压货、窜货等扰乱市场秩序的行为，价格管控更容易。

图 21 五粮液/茅台前五大经销商销售占比



资料来源：2010-18 年年报，德邦研究

图 22 五粮液一批商渠道利润



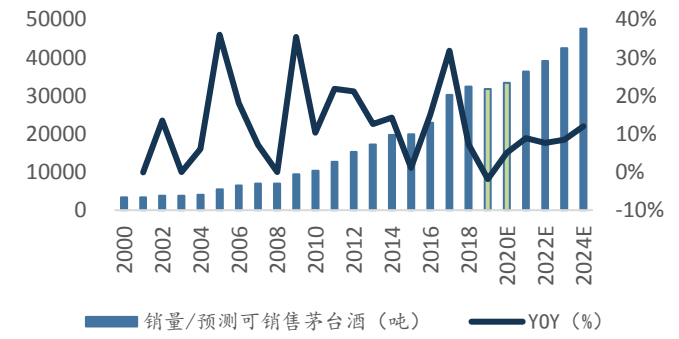
资料来源：渠道调研，德邦研究

3. 茅台供应偏紧，高端白酒需求溢出为五粮液提供了良好时机

茅台目前处于量紧价高的状态。由于茅台 2014/15 年基酒产量基本持平甚至下滑，对应的 18/19 年可供销售茅台酒的量偏紧，预计 2019 年可供出售茅台酒销量约 3.23 万吨，同比提升 2%，2020 年可供出售茅台酒销量 3.41 万吨，同比提升 6%。加之茅台自 2018 年底开始调整经销商，截至 2019Q1，共砍掉了茅台酒经销商 476 家，相应取消的量约 5000-6000 吨，导致目前茅台酒供应不足；茅台的批价上涨至 1900 元/瓶。

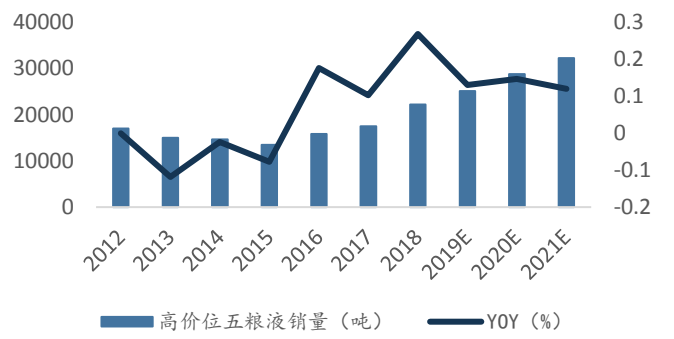
茅台酒可供销售量供应紧缺，为五粮液放量提供了时机。预计 2019-2021 年，53 度茅台酒销量复合增速 4%，五粮液高价酒销量复合增速 13%，五粮液有望承接由于茅台供应紧张溢出的高端酒需求。五粮液于 2017 年 6 月新建设十万吨生态酿酒基地，新增 30 万吨酿酒储存能力，公司提前做了产能布局，计划至 2020 年五粮液酒产能达到 3 万吨。

图 23 近两年可供销售 53 度茅台酒增长缓慢



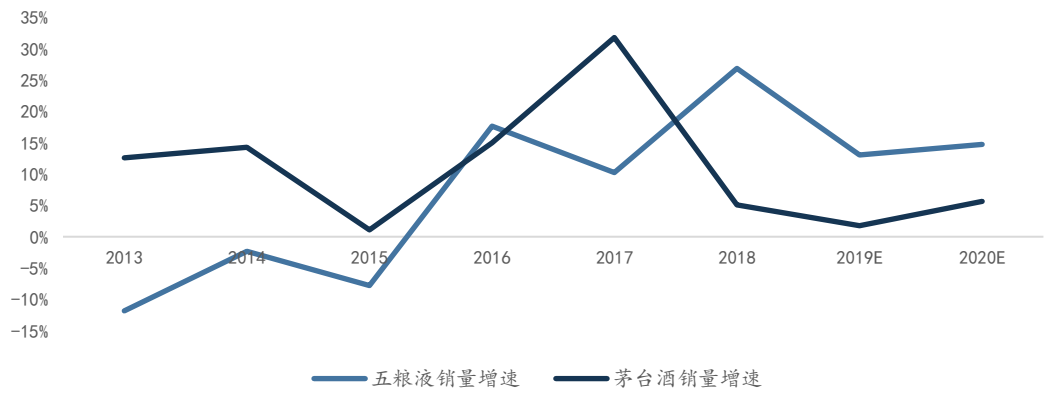
资料来源：德邦研究

图 24 高价位五粮液酒可供销售量稳步增长



资料来源：德邦研究

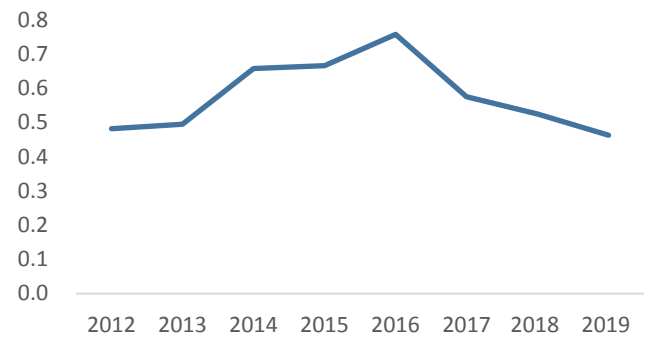
图 25 五粮液高价位酒及茅台酒销量增长情况



资料来源：德邦研究

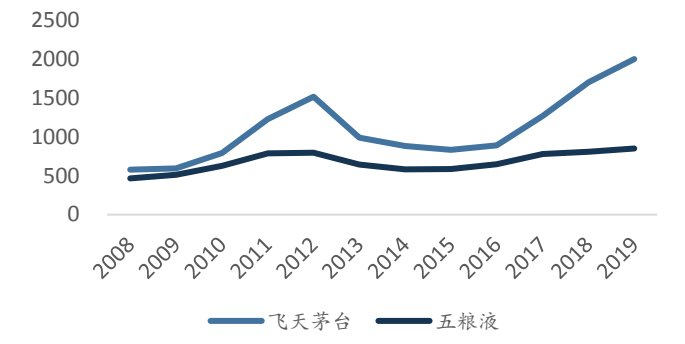
茅台与五粮液价格差距拉大，五粮液零售价具有提升空间。目前，茅台零售价和批价都和五粮液拉大了差距。2016 年，普五与 53 度茅台零售价比值为 0.76，2019 年这一比值下降至 0.46，处于历史低位，五粮液具备涨价的空间。

图 26 普五/53 度茅台零售价比值降低



资料来源：渠道调研，德邦研究

图 27 飞天茅台批价与普五批价距离拉大

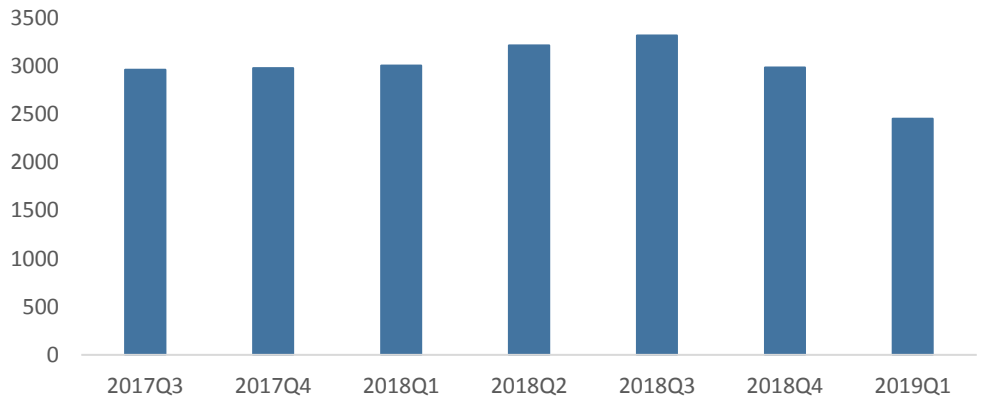


资料来源：渠道调研，德邦研究

茅台渠道调整为五粮液招商提供了时机。2018 年底，茅台进行渠道调整，砍掉了 437 家茅台酒经销商。2019 年一季度，砍掉了 39 家茅台酒经销商。茅台国内总经销商数量由 3318 家大幅减少至 2454 家。茅台的经销商调整一方面导致砍掉经销商的量因涉及渠道分配问题还未正常投放，一方面对现有经销商造成了一定的恐慌。

2017 年底，五粮液经销商数量为 1131 家（同期茅台经销商数量 2979 家），专卖店及旗舰店 612 家（同期茅台专卖店数量超 1400 家）。2018 年底，五粮液经销商数量为 1216 家，茅台经销商数量 2987 家，与茅台相比五粮液渠道方面有较大改善空间。

图 28 茅台国内经销商数量 2018 年开始下降



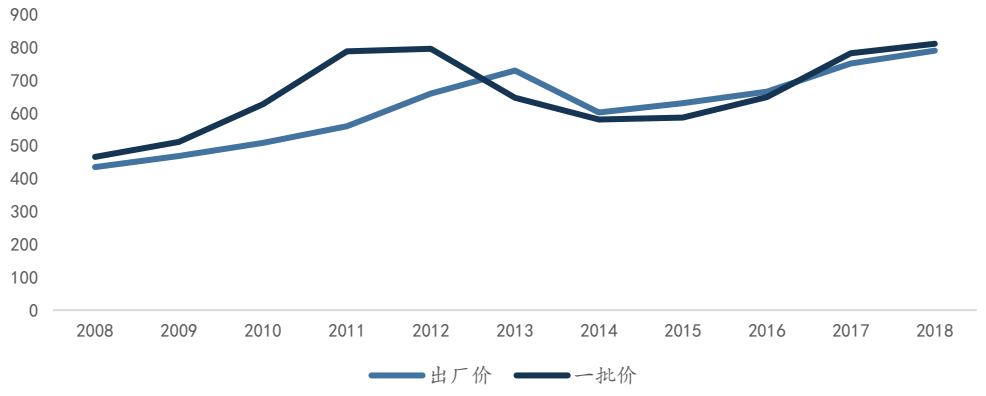
资料来源：德邦研究

4. 五粮液开启改革之路，红利有望持续释放

五粮液具备强大的品牌及产品力，但是公司短板在于公司产品辨识度低、对经销商掌控力弱，价格体系较为混乱，品牌高度被低估，管理机制待改善。

在 2012 年之后白酒行业的深度调整期中，五粮液暴露出了一些问题。由于高端白酒需求断崖式下跌，五粮液零售价大幅下滑，普五价格倒挂，经销商利益受损，部分大经销商解约，窜货现象也较为严重，渠道库存高企。大商模式下，公司对终端的掌控力弱，价格传导弱。加之低端品牌过多，稀释了公司的核心品牌力。

图 29 白酒行业深度调整期五粮液价格倒挂



资料来源：德邦研究

2017 年 5 月，新任董事长李曙光上任，首次提出了"二次创业"的战略。拟通过提升价格，处理不规范经销商，保障渠道利润；通过"百城千县万店"、"五粮 e 店"等进行渠道精细化管理，加强对终端的掌控力。

"补短板、拉长板、升级新动能"。2018 年，为实现五粮液集团 2019 年跨越千亿台阶的目标，李曙光董事长提出了"补短板、拉长板、升级新动能"的战略思路。其中，补短板包括补渠道短板（数字化赋能、控盘分利、加强渠道扁平化及终端掌控力、提高经销商盈利水平）、补组织短板（组织市场化、管理扁平化）、补系列酒短板（梳理产品结构，缩减辨识度低的产品）、及补机制短板（遵循市场价值规律、政策连续性）。拉长板为推动产品结构升级（推出升级版水晶瓶五粮液、超高端产品五粮液 501）及拉升品牌高度（借助高端新品等加强品牌传播、极致品质）。

表 5"补短板拉长板"战略

	现状	改革措施
补渠道短板	对渠道掌控力弱、对消费者培育不足	核心是控盘分利，借助数字化营销，管控好价格盘、流通盘、需求盘；推进百城千县万店工程；继续优化经销商结构
补组织短板	团队执行力有待提高	加大人才引进，从内部任命转向市场化引进；打造现代的营销体系
补系列酒短板	品牌多、辨识度低	梳理产品结构、树立大单品；向中高价位集中、向自营品牌集中、向核心品牌集中，打造更多 20 亿、50 亿级的产品；费用决策更精准；提高一线人员主动性
补机制短板	管理市场化有待加强	推出符合市场规则和渠道需求的政策，保证连续性、稳定性
拉品牌及品质长板	品牌力强、品质好	推动产品结构升级、重视高端产品，升级普五，推出明池酿造的高端五粮液新品，进一步提升五粮液的高端市场地位；品牌传播升级，讲好五粮液故事，重塑品牌价值，成立五粮液文化传播研究院，打造高端概念性产品

资料来源：德邦研究

公司改革初显成效，长期看改善空间大。公司改革方向明确，以提升渠道利润为重心加强渠道扁平化及数字化营销建设，缩减品牌数量，重点打造高端产品，我们认为这有利于产品结构改善和品牌力提升。公司 2018 年底提出了推出升级版五粮液，出厂价提升至约 889 元/瓶，2019 年初至今，经销商信心充足，动销良好，渠道库存低，普五批价由 810 元/瓶提升至 890 元/瓶。长期来看改善空间大。

4.1 重视组织机制改善

4.1.1 新任管理层上任，提出“二次创业”等一系列改革措施

王国春时期（1985-2007 年）：五粮液在质量、产量、价格、营销模式上均顺应了行业的发展，抓住改革先机，超越了竞争对手。1985 年，公司制定了“重视白酒质量，使五粮液成为驰名世界的中国名酒”的目标；1988 年国家放开名酒定价权，随后五粮液大幅提价，价格超过了老窖和汾酒等，成为高端酒首屈一指的品牌；1991-2000 年，经济处于高速成长期，市场需求爆发，五粮液多次扩产，产能由 1 万吨提升至 19 万吨。1998 年，五粮液首创买断模式，大力开发 OEM 产品，提高了产能利用率，解决了低端产能过剩的问题，扩大了销售规模。

唐桥时期（2007-2017 年）：主要解决了公司关联交易的问题，开始缩减中低端产品。

李曙光时期（2017 年至今）：2017 年 5 月，李曙光董事长首次提出了“二次创业”的战略。2018 年，提出了“补短板、拉长板、升级新动能”的战略思路。2017 年至今，公司进行了产品、渠道、营销等一系列的改革。改革坚决且力度较大，取得了较大的改善，预计改革红利将持续释放。

表 6 历任董事长情况分析

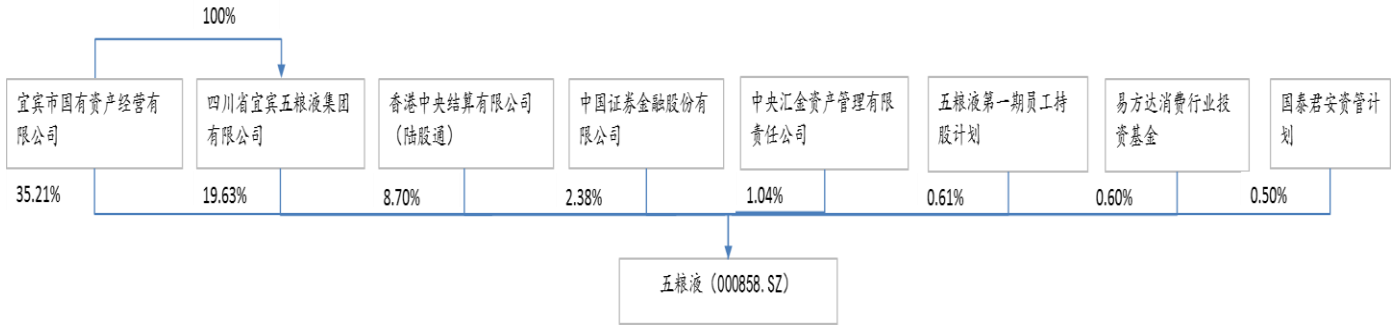
	王国春	唐桥	李曙光
任职时间	1985-2007	2007-2017	2017 至今
主要任职经历	1985-1998 年任五粮液酒厂厂长；1998-2011 年任五粮液集团董事长	1999-2007 年任宜宾市人民政府副市长，2011-2017 年任五粮液集团董事长、总裁	2012-2017 年任四川省经信委总经济师、副主任
主要业绩贡献	1）坚定提价、积极扩产，把五粮液推向浓香白酒之王的地位； 2）首创买断包销+OEM 代工的模式，实行大商制，迅速打开市场，解决了低端酒产能问题，扩大了销售，五粮液发展为营收规模第一的酒企	1）收购集团子公司，解决了公司关联交易及利益输送的问题； 2）缩减中低端产品，明确普五+系列酒双轮战略	1）继续缩减中低端冗余产品； 2）产品升级换代，重塑品牌高度； 3）提价、提高渠道利润； 4）推进渠道改革：“百城千县万店”、五粮 e 店、信息化扫码

资料来源：德邦研究

4.1.2 开启混改，完善公司治理架构

根据公司 2018 年年报，宜宾市国有资产经营有限公司合计持有上市公司 54.84%的股份。前十大股东中，陆股通占比 8.7%，其余持股较为分散。

图 30 大股东持股情况

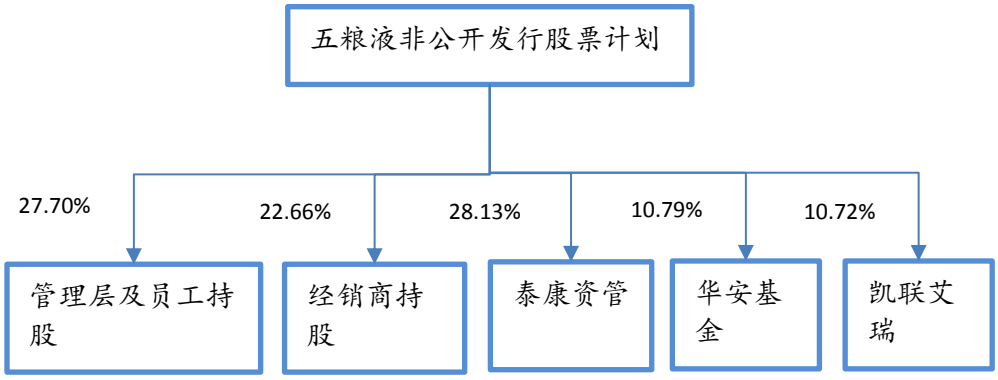


资料来源：2018 年年报，德邦研究

2018 年混改引入员工及经销商持股，公司治理架构改善，有利于激发活力。2015 年公司拟推出混改定增计划，以绑定员工及经销商利益。2018 年定增发行，募集资金主要用于建设信息化建设、营销中心和服务型电子商务平台。

此次定增，员工持股计划认购不超过 2372 万股，占总发行计划的 27.70%。经销商拟认购不超过 1941 万股，占总发行计划的 22.66%。其余为战略投资者，包括泰康资管、华安基金及凯联基金。

图 31 非公开定增情况



资料来源：公司公告，德邦研究

4.2 梳理产品结构，重塑品牌高度

重视品质，产品升级推动五粮液价值回归。公司计划于 2019 年 3 月推出第七代经典五粮液收藏版，限量提价，并于 2019 年 6 月推出第八代经典五粮液，在包装及品质上均有提升，计划出厂价提高至 889 元左右，并运用数字化扫码系统，实施控盘分利。新普五的推出也会带动 1618 及低度五粮液价格提升，预计比新普五出厂价低 20-30 元/瓶。这一举措有利于抬升公司高端产品的价格体系，从而提升公司的品牌力。为了保证新普五的价格体系顺利执行，2019 年春节后，公司减少了渠道政策费用，逐步调整为以消费者培育为导向的费用政策；为提升产品品质，公司增加生产一线技术骨干和工人的待遇激励。

表 7 第八代经典五粮液的升级变化

	升级变化
瓶盖	金色搭配磨砂红，防伪标签升级为刻印标志
品质	对原材料把控更严，坚守传统工艺
瓶标	立体拷标 LOGO
质感	外盒扁平弧形，更高透明度，更加品质感
瓶贴	驰名商标升级
外包装	丝质触感提升品质感
防伪	酒箱、酒盒、瓶盖多码关联，整体绑定，层层扫码防伪溯源
开启	开启方式更加流畅

资料来源：德邦研究

精简系列酒品牌，聚焦高端产品。在 2018 年“1218 共商共建共享”大会上，五粮液明确了梳理、精简品牌，采取五粮液与五粮系双轮驱动的战略，强化构建五粮液酒“1+3”高端品牌战略及系列酒“4+4”的品牌矩阵，按照“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，打造更多大单品，提升品牌高度。

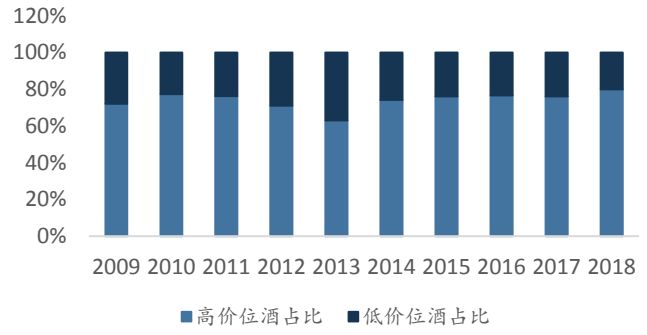
主品牌“五粮液”主要聚焦 52 度水晶瓶五粮液、1618、低度五粮液及交杯酒，“系列酒”遵照做强自营品牌、做大区域品牌、做优总经销品牌的发展思路，主要重心放在五粮春、五粮醇、五粮头特曲、尖庄 4 个全国性大单品及五粮人家、百家宴、友酒、火爆 4 个区域性单品。

图 32 聚焦五粮液酒及系列酒核心产品

资料来源：公司官网，德邦研究

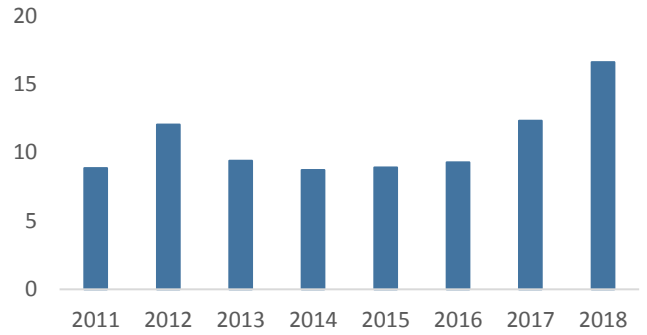
进行系列酒瘦身，提高品牌辨识度。2019 年 4 月，五粮液系列酒品牌有限公司下发通知将同质化产品从各大电商、线上渠道、商超及卖场下架，包括五粮陈、五粮国宾、五粮迎宾酒等 73 个产品。在此之前，五粮液已经清理“VVV”、“五粮液 PTVIP”、“东方娇子”、“壹玖亿捌 1918”等 4 个品牌及其旗下 22 款产品，以免过度促销等动作稀释主力产品影响力。公司将继续梳理中低端产品，保证核心产品销量，并做强五粮春、五粮醇等腰部产品。

图 33 五粮液高端酒收入占比提升



资料来源：2009-18 年年报，德邦研究

图 34 五粮液生产人员人均工资显著提高



资料来源：2011-18 年年报，德邦研究

推超高端产品，打造时间和稀缺概念，重塑品牌高度。同时，公司推出了超高端产品五粮液 501，以完成五粮液品牌价值体系的重塑，打造中国超高端白酒标杆。501 依托距今 651 年持续使用的明代古窖为发酵窖池，限定车间、限定窖池、限定匠人生产，打造高端稀缺品质。

图 35 五粮液推出超高端产品 501

资料来源：公司官网，德邦研究

4.3 推进渠道扁平化建设及精细化管理，加强终端掌控力

增加小商，加强渠道扁平化建设。五粮液过去过度依赖大商，渠道管理较为粗放。2015 年以来，五粮液积极发展小经销商，降低对大商的依赖程度，加强对终端的掌控力。新增经销商平均规模以 3-5 万吨为主，推动渠道扁平化。2017 年，公司缩减大商计划量 25%，依靠小商补量，全年新增经销商 200 多家。前五大供应商占比持续下降，由 2014 年的 23.9%下降至 2018 年的 10.9%，预计未来 CR5 有望延续下降趋势。

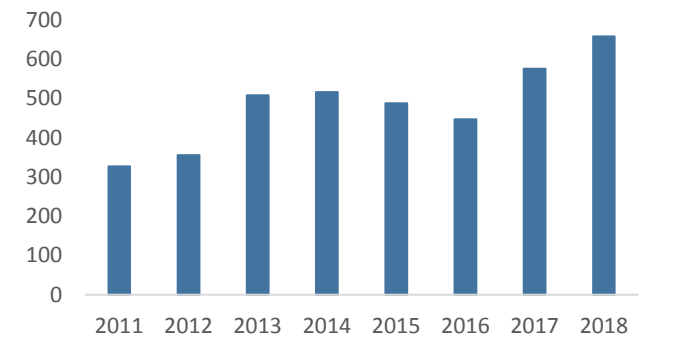
推进"百城千县万店"工程，加强对终端掌控力。公司于 2017 年运营商代表大会上首次提出"百城千县万店"工程，拟通过在上百个大中城市、上千个重点县区建设上万家核心销售终端，依托专卖店、旗舰店和社会有影响力的销售终端，加强对终端的掌控力，计划通过三年时间实现向终端和核心消费者的转移，培训经销商、终端、消费者体系。同时，增加核心客户品鉴活动以提高高净值客户回购率。2017 年，营销中心举办了约 6000 场次小型品鉴会，数量同比翻了数倍。2017 年，五粮液专卖店超过 1000 家，增加了 400 家。2018 年，五粮液专卖店数量达到 1300 家，增加了 300 家，预计 2019 年将提升至 1400-1500 家。2018 年底，终端数量达 14127 家，百城工程取得了一定的成效。

引入“控盘分利”营销模式，扭转价格倒挂，加强货物流向管控。公司 2019 年将实行控盘分利的模式。控盘指控价格盘和物流盘，分利指平衡一批商利润、分销商利润、终端利润及消费者购买价格。五粮液将辅以数字化技术（升级版 52 度水晶瓶五粮液上市后将全面采用扫码积分系统）的支持，扭转价格倒挂、经销商盈利差的问题，加强公司对货物流向、终端动销的掌控。

增加销售人员，助力公司战略落地。为了更好地配合万店工程及控盘分利政策的落地，加强终端的日常拜访维护及一些其他渠道动作的执行，公司增加销售人员数量，由 2016 年 447 人增长至 2018 年 658 人，2020 年计划增加至 1000 人。2019 年计划加强市场专职访销人员数量在原有基础上增加至 500 人，并注重营销考核和激励。销售团队的扩大将有助于公司战略更快、更精准落地。

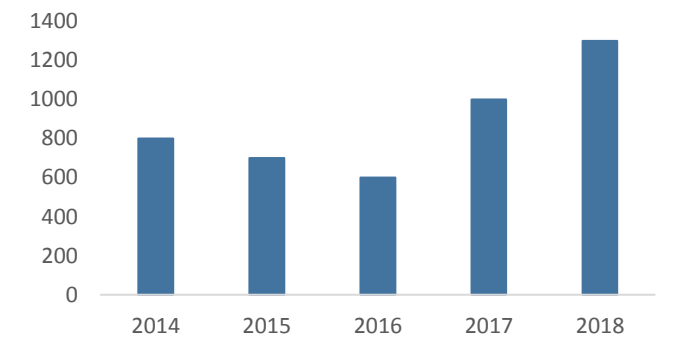
拓展新渠道，提升消费者体验。2017 年 11 月，五粮液与 1919 电商合作成立了终端门店“五粮 e 店”。“五粮 e 店”包括实体门店和 APP 两个零售系统。消费者可以在 APP 上下单，由最近的实体 e 店配送。“五粮 e 店”除销售五粮液公司产品外（占比 50%），还销售国内外其他名酒品牌。

图 36 五粮液销售人员数量快速增加



资料来源：2011-18 年年报，德邦研究

图 37 五粮液专卖店数量快速上升



资料来源：2014-18 年年报，德邦研究

加大经销商处罚力度，更好地维持价格体系。2017 年起，五粮液加大了经销商的处罚力度，目的是为了维持价格体系和市场秩序，保障绝大多数经销商的利益。2019 年春节前，五粮液加强了经销商处罚，以防止春节旺季出货量太大造成价格下降，从而保障经销商利润。

表 8 五粮液公司加强对违约经销商的处罚

时间	事项
2017 年 9 月 19 日	宜宾五粮液股份有限公司及五粮液品牌事务部下发通知，终止与重庆锦晖酒类销售有限公司等 6 家经销商或者专卖店的合同计划。
2017 年 10 月 23 日	五粮液集团对涉嫌违反合同约定并跨区域/渠道销售的 31 家经销商进行了通报，并对 36 家经销商进行了减量。
2019 年 1 月 9 日	五粮液市场部、五品部、品牌保护与售后服务管理部联合下发“1 号文件”，取消抚顺市益铭阳进出口经贸有限公司 39 度五粮液经销资格
2019 年 1 月 11 日	五粮液通过大数据的运用发现了包括东北、华北、西南等市场共有 26 家终端销售点存在违约跨区域销售行为，并及时予以处罚。

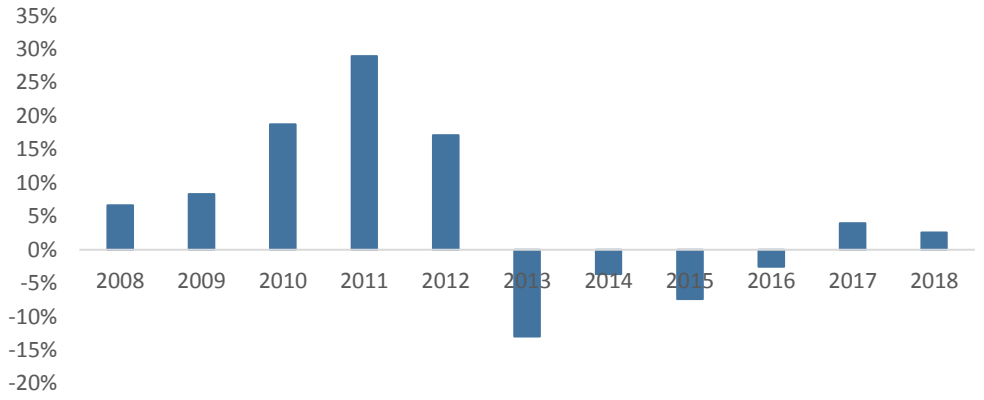
资料来源：德邦研究

4.4 经销商利润改善明显

价格倒挂，经销商利润受损是公司自 2012 年以来面临的较大问题。2012 年白酒行业受三公消费限制，高端白酒需求出现断崖式下跌。由于白酒企业对下游经销商采取先款后货的方式，2012 年高端白酒需求出现断崖式下跌，部分经销商资金链断裂，低价抛售。五粮液零售价出现大幅下滑，价格处于倒挂状态，经销商利润受损。

经销商利润改善明显。为改善经销商利润，五粮液自 2016 年起坚持提价，2017 年实现顺价销售，渠道利润有所回升。随着五粮液新产品策略的实施，19 年春节至今，经销商信心十足，对普五价格上涨预期较强，普五批价一路从 810 元上涨至近期 890 元左右，渠道库存较低。价格的提升，带动经销商利润上升。目前五粮液的经销商盈利处于近几年最高水平，加上数字化营销扫码返利一批商毛利率约 8-10%。

图 38 五粮液一批商利润改善



资料来源：德邦研究

5. 盈利预测及估值

5.1 核心假设

受益于公司产品聚焦，高价位酒销量维持较快速增长，中低价位酒保持自然增长。预计 2019-21 年五粮液高价位酒销量分别为 2.5/2.8/3.2 万吨，中低价位系列酒销量分别为 19.1/20.8/22.3 万吨；2019 年 6 月新普五提价，带动高端酒价格体系提升。受益于销量增长及价格提升，预计 2019-21 年酒类业务收入增速分别为 21.4%、18.5%、18.0%。

表 9 收入拆分

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	**24544**	**30187**	**40030**	**48453**	**57250**	**67419**
YOY	**13.3%**	**23.0%**	**32.6%**	**21.0%**	**18.2%**	**17.8%**
高价位酒（五粮液）收入	17416	21394	30189	36774	43823	52203
YOY	12%	23%	41%	22%	19%	19%
普五（969 元）	12768	15179	19622	21626	25909	29416
YOY	-	*19%*	*29%*	*10%*	*20%*	*14%*
1618（999 元）	2390	3089	5161	7828	10000	12037
YOY	-	*29%*	*67%*	*52%*	*28%*	*20%*
低度五粮液（598 元）	1651	1932	3627	4947	6824	9335
YOY	-	*17%*	*88%*	*36%*	*38%*	*37%*

交杯五粮液	232	359	593	804	1090	1416
YOY	-	55%	65%	36%	36%	30%
其他(年份、定制、纪念酒等)	376	833	1187	1569	2281	2767
YOY	-	122%	42%	32%	45%	21%
中低价位酒（系列酒）收入	5288	6698	7563	9059	10466	11871
YOY	9%	27%	13%	20%	16%	13%
其他业务收入	1839	2095	2278	2620	2961	3345
YOY	40%	14%	9%	15%	13%	13%

资料来源：德邦研究

期间费用率方面，公司进行渠道改革，加强渠道扁平化建设及对终端掌控，预计 2019 年销售费用率稳中略有上升，未来受益于公司品牌高度恢复及规模增长，呈下降趋势。受益于规模效应及组织机制改善，管理费用率维持下降趋势。

5.2 估值

白酒行业 2019 年可比公司平均 PE 估值为 24.7 倍。茅台近两年供应量偏紧以及渠道调整给五粮液带来的千载难逢的发展时机。五粮液作为浓香型白酒龙头，我们判断公司改革红利将持续释放，前期压制估值的因素逐渐消除，应享受一定的估值溢价。

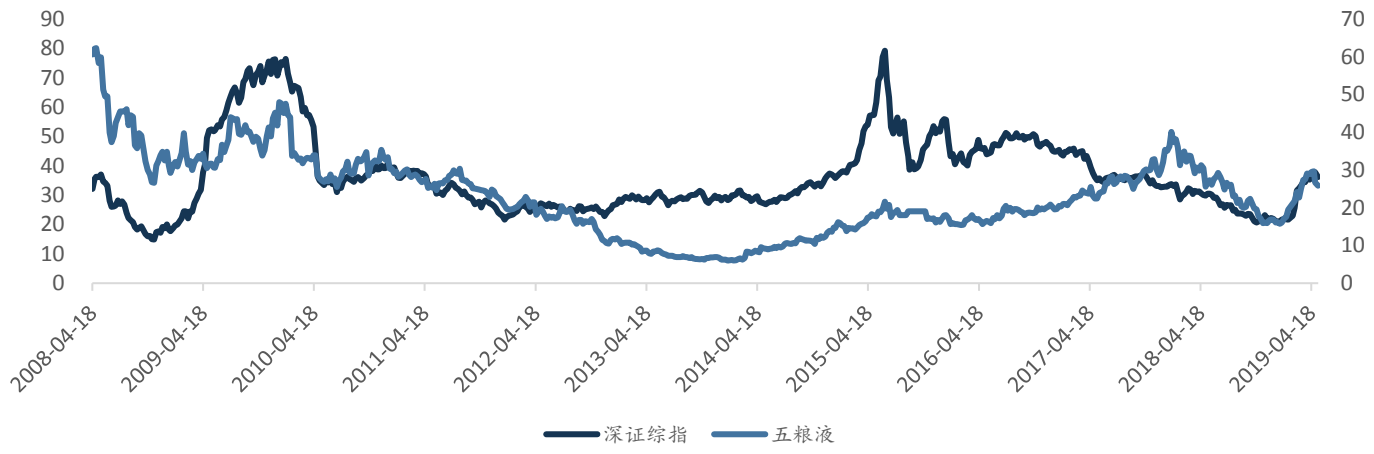
表 10 可比公司估值

公司代码	总市值	EPS			PE			PS			收入增速（%）
	亿元	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	2018
贵州茅台	11,117	28.02	34.06	40.44	23.3	26.6	22.4	14.4	12.4	10.6	26
泸州老窖	1,085	2.38	3.12	3.89	18.0	24.8	19.9	8.3	6.8	5.7	26
古井贡酒	494	3.37	4.32	5.41	16.9	23.6	18.8	5.7	4.5	3.7	25
口子窖	350	2.55	3.07	3.60	15.5	19.6	16.7	8.2	7.1	6.2	18
酒鬼酒	76	0.69	0.93	1.23	23.5	25.6	19.4	6.4	5.0	4.0	35
山西汾酒	504	1.69	2.22	2.75	21.6	27.1	21.8	5.4	4.4	3.7	47
水井坊	236	1.19	1.55	1.94	27.9	30.8	24.6	8.4	6.9	5.8	38
洋河股份	1,787	5.39	6.26	7.25	17.7	19.1	16.5	7.4	6.5	5.7	21
今世缘	333	0.92	1.16	1.45	15.8	23.9	19.1	8.9	6.9	5.5	26
平均	*1776*	*5.13*	*6.30*	*7.55*	*20.0*	*24.7*	*19.9*	*8.1*	*6.7*	*5.7*	29
五粮液	4,037	3.45	4.33	5.30	14.8	24.6	20.1	10.1	8.2	7.0	33

资料来源：WIND，德邦研究

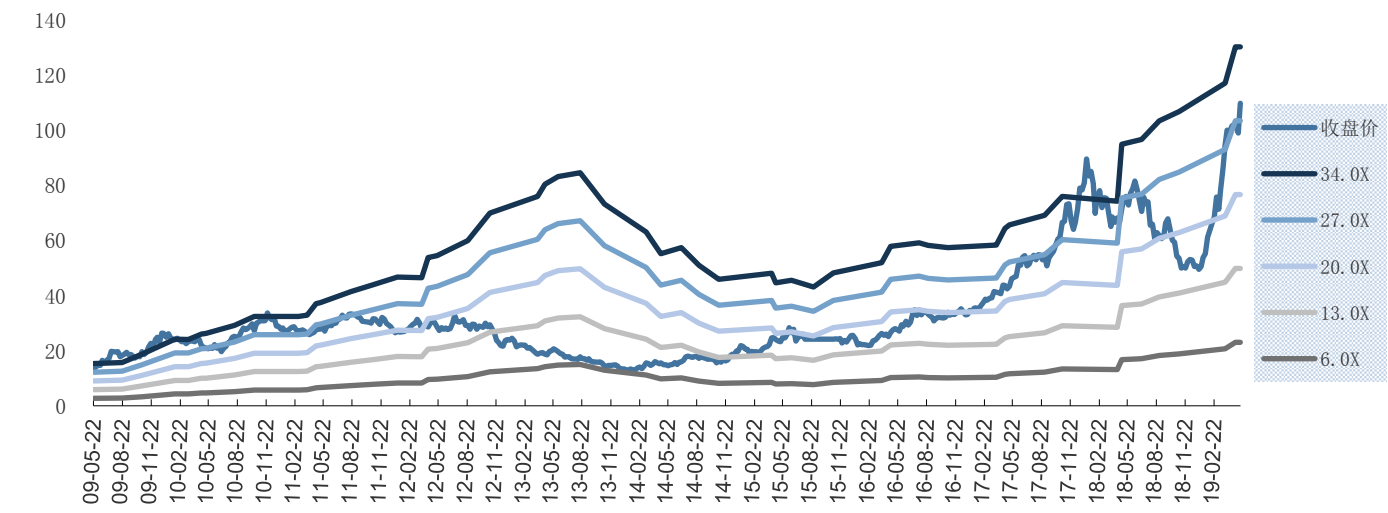
五粮液当前 PE(TTM)处于近 10 年历史估值中枢。白酒黄金十年发展期，五粮液 PE（TTM）最高达到过 60 倍以上，2009 年，经济危机冲击下，公司估值回落。2010-12 年，白酒黄金十年后期，五粮液估值跟随板块回落，业绩增长支撑股价上涨。2012 年，白酒行业受三公消费限制影响，五粮液 PE（TTM）最低下降至 6 倍。2015 年至今，行业复苏，公司 PE（TTM）回升至最高 40 倍。2018Q3，白酒上市公司业绩整体低于预期，加之市场对 19Q1 宏观经济的预期较为悲观，板块整体估值下跌，五粮液 PE（TTM）下跌至 17 倍。随着 18Q4 及 19Q1 白酒行业整体业绩超预期，以及公司终端动销的表现良好、价格体系的回升，估值回升至 26 倍左右，处于近 10 年历史估值中枢位置。

图 39 五粮液 PE（TTM）与深证综指 PE（TTM）走势



资料来源：WIND，德邦研究

图 40 五粮液 PE Band



资料来源：WIND，德邦研究

综合考虑到公司的品牌力、行业内的地位、高端白酒的竞争格局、公司改革带来持续业绩改善，以及历史估值的情况，我们给予公司 2019 年 28.0 倍 PE，对应合理股价为 121.2 元/股。

5.3 盈利预测及投资建议

预计公司 2019-21 年实现收入为 484.5/572.5/674.2 亿元，同比增速分别为 21.0%、18.2%、17.8%，归母净利润为 167.9/205.7/248.4 亿元，同比增速分别为 25.4%、22.5%、20.8%，对应 EPS 分别为 4.33/5.30/6.40，对应 PE 分别为 24.0/19.6/16.3 倍。

白酒行业景气度维持，龙头茅台近两年供给偏紧，自 18 年下半年开始至今进行渠道调整，目前处于量紧价高的状态，这为五粮液的发展及改革提供了良好时机，五粮液更有能力承接高端白酒的需求溢出。作为浓香型的龙头，五粮液品牌力强，新任管理层具有较强的战略眼光及执行力，意识到公司在产品结构、渠道管理及组织机制方面的短

板，通过缩减产品线、升级换代核心产品、推出超高端新品，拉升价格体系、重塑品牌高度，通过增加小商、引入数字化营销系统，实行分盘控利，提升经销商利润，加强对终端的掌控力。公司改革力度大且取得了初步成效，目前渠道信心充足，我们看好公司改革带来的持续业绩改善。综上，我们给予公司 2019 年 28.0 倍 PE，对应目标价为 121.2 元/股。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

6. 风险提示

第八代水晶瓶五粮液升级换代后口感不为市场接受；

产品提价效果不达预期；

经济低迷。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	3.45	4.33	5.30	6.40
每股净资产	16.36	18.96	22.09	25.84
每股经营现金流	3.17	5.16	5.34	6.44
每股股利	1.32	1.72	2.16	2.65
价值评估（倍）				
P/E	14.76	24.05	19.63	16.25
P/B	3.11	5.49	4.71	4.02
P/S	10.08	8.33	7.05	5.99
EV/EBITDA	8.25	15.22	12.02	9.52
股息率%	2.6	1.7	2.1	2.5
盈利能力指标（%）				
毛利率	73.8	75.1	76.6	77.5
净利润率	33.4	34.6	35.9	36.8
净资产收益率	21.1	22.8	24.0	24.8
资产回报率	15.5	16.6	17.5	18.0
投资回报率	81.4	119.4	137.1	154.1
盈利增长（%）				
营业收入增长率	32.6	21.0	18.2	17.8
EBIT 增长率	41.2	25.7	22.6	21.1
净利润增长率	38.4	25.4	22.5	20.8
偿债能力指标				
资产负债率%	24.4	25.1	24.4	24.0
流动比率	3.8	3.7	3.9	4.0
速动比率	3.2	3.2	3.4	3.5
现金比率	2.4	2.5	2.6	2.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	125.6	128.0	127.0	127.1
存货周转天数	389.0	402.0	397.7	399.1
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	7.6	9.4	11.7	14.5

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	13384	16789	20569	24843
少数股东损益	654	761	947	1150
非现金支出	559	532	516	542
非经营收益	-296	-133	-153	-153
营运资金变动	-1984	2095	-1151	-1365
经营活动现金流	**12317**	**20043**	**20728**	**25017**
资产	-376	-198	-195	-213
投资	8	-60	-60	-60
其他	36	80	100	100
投资活动现金流	**-332**	**-178**	**-155**	**-173**
债权募资	0	0	0	0
股权募资	1814	0	0	0
其他	-5432	-6692	-8394	-10284
融资活动现金流	**-3618**	**-6692**	**-8394**	**-10284**
现金净流量	**8368**	**13173**	**12179**	**14559**

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**40030**	**48453**	**57250**	**67419**
营业成本	10487	12052	13423	15186
毛利率%	73.8	75.1	76.6	77.5
营业税金及附加	5908	7026	8301	9776
营业税金率%	14.8	14.5	14.5	14.5
营业费用	3778	4845	5610	6540
营业费用率%	9.4	10.0	9.8	9.7
管理费用	2340	2520	2920	3236
管理费用率%	5.8	5.2	5.1	4.8
研发费用	84	93	119	137
研发费用率%	0.2	0.2	0.2	0.2
EBIT	17432	21918	26876	32545
财务费用	-1085	-1111	-1364	-1632
财务费用率%	-2.7	-2.3	-2.4	-2.4
资产减值损失	11	15	-7	8
投资收益	101	80	100	100
营业利润	**18718**	**23217**	**28480**	**34412**
营业外收支	-112	50	50	50
利润总额	**18607**	**23267**	**28530**	**34462**
EBITDA	17995	22436	27399	33079
所得税	4568	5718	7014	8469
有效所得税率%	24.6	24.6	24.6	24.6
少数股东损益	654	761	947	1150
归属母公司所有者净利润	**13384**	**16789**	**20569**	**24843**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	48960	62134	74313	88872
应收款项	16262	16990	19923	23479
存货	11795	13273	14625	16605
其它流动资产	1093	1227	1417	1651
流动资产合计	78110	93623	110277	130607
长期股权投资	919	979	1039	1099
固定资产	5262	5028	4776	4516
在建工程	352	300	257	225
无形资产	413	427	445	467
非流动资产合计	7984	7772	7555	7345
资产总计	**86094**	**101396**	**117832**	**137952**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3566	4113	4685	5263
预收账款	6707	8140	8874	10113
其它流动负债	10435	12898	14908	17503
流动负债合计	20708	25152	28466	32878
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	267	267	267	267
非流动负债合计	267	267	267	267
负债总计	**20975**	**25419**	**28733**	**33145**
实收资本	3882	3882	3882	3882
普通股股东权益	63487	73584	85758	100316
少数股东权益	1632	2393	3341	4490
负债和所有者权益合计	**86094**	**101396**	**117832**	**137952**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-5-20
资料来源：公司年报（2018），德邦证券研究所

信息披露

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。