

# 王者归来，价值复兴

## ——五粮液（000858.SZ）投资价值分析报告

### 要点

**茅五之争，未完待续。**五粮液在2000年前后是高端白酒之王，但此后逐渐被茅台紧密追赶，2013年之后，茅台在营业收入/归母净利润/出厂价/批价等核心指标上与五粮液逐年拉开差距，从此成为兼顾奢侈品属性的顶级投资品，而五粮液仍保持着头部消费品的属性。通过回顾五粮液的历史、分析现在的经营变革，我们试图回答以下两个问题：（1）回顾过往，五粮液如何丧失其金融属性；（2）展望未来，能否进一步提升品牌价值。

**十年浮沉，寻找症结。**（1）2000年左右的多元化经营战略“得不偿失”：集团层面对外投资控股的企业数量高达475家，未能持续聚焦白酒；（2）多元化产品策略透支高端品牌力：量价策略曾从属规模导向，致使产品过多，高仿产品的大量存在更是进一步使品牌价值缩水；（3）基于产品策略的渠道模式依赖大商制，经销商能力参差不齐，公司对渠道和终端的管控力不从心，串货、价盘倒挂等问题无法避免。

**对症下药，精准施策。**（1）产品提质，讲好品牌故事：浓香型白酒由老窖池发酵而成，生产工艺的稀缺性和时间价值使得产品具备讲好故事的基础，公司前瞻性的扩产助力产品提质；（2）结构升级，聚焦核心：2018年以来，进一步清理冗余品牌，聚焦核心单品，形成以第八代五粮液为核心，4+4的品牌矩阵；（3）科技赋能渠道管控：通过业务数字化，五粮液得以监控每一瓶酒的流向，加强对经销商和渠道的把控，保障控盘分利落地；（4）组织架构优化，整合成立五粮浓香系列酒公司，发挥系列酒统筹管理的协同效应。

**风物长宜放眼量，价值回归正当时。**高净值人群扩容、收入分化及金融属性促使高端白酒规模提升，品牌价值的增长使得高端白酒消费靠近奢侈品，享受更高的溢价水平。剔除物价因素，仅考虑高净值人群的扩容，我们估算2019-2025年高端白酒年需求量复合增速约为9%。从国际比较看，奢侈品估值整体水涨船高，随着品牌价值持续提升，五粮液有望附加奢侈品的金融属性，支撑其估值中枢上移，同时，盈利能力提升有望支撑当前的估值水平。

**盈利预测、估值与评级：**天时地利人和均已具备，五粮液品牌价值亟待回归考虑：（1）产品结构拔高；（2）团购渠道积极推进；（3）终端批价稳步上行；（4）渠道利润持续恢复，公司收入端具备量价起升的能力。维持公司2020-22年营收预测为567.20/657.53/752.07亿元；维持净利润预测为203.29/244.00/285.89亿元；EPS预测为5.24/6.29/7.37元，当前股价对应20-22年PE为63/52/45倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场风险、食品安全风险，经营风险导致提价节奏不及预期。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	40,030	50,118	56,720	65,753	75,207
营业收入增长率	32.61%	25.20%	13.17%	15.93%	14.38%
净利润（百万元）	13,384	17,402	20,329	24,400	28,589
净利润增长率	38.36%	30.02%	16.82%	20.02%	17.17%
EPS（元）	3.45	4.48	5.24	6.29	7.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.08%	23.42%	23.62%	24.35%	24.59%
P/E	95	73	63	52	45
P/B	20	17	15	13	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-06

### 买入（维持）

当前价：328.3元

#### 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

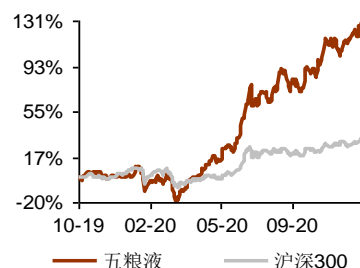
021-52523689

chenyt@ebsec.com

#### 市场数据

总股本(亿股)	38.82
总市值(亿元)	12743.32
一年最低/最高(元)	97.32/328.3
近3月换手率	28.97%

#### 股价相对走势



#### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.61	28.53	126.32
绝对	21.48	44.26	157.52

资料来源：Wind

#### 相关研报

控货挺价执行坚决、全年目标有序推进——五粮液（000858.SZ）2020年半年报点评（2020-08-28）

需求改善正当时——五粮液（000858.SZ）2019年度股东大会点评（2020-06-01）

## 投资聚焦

### 关键假设

不考虑物价因素和单个家庭年消费需求的扩大，仅考虑高净值人群的扩容，假设：(1) 高端白酒的口径为茅五泸+青花郎销量合计，根据 2019 年销量数据，茅五泸+青花郎合计销量约为 71 万吨；

(2) BCG 估算 2019 年中国上层中产/富裕人群的家庭数为 6630/1776 万户；预测 2025 年，中国上层中产/富裕人群的家庭数合计达到 1.41 亿户。

(3) 中国上层中产家庭（月可支配收入 1.2 至 2.2 万元）与富裕家庭（月可支配收入 2.2 万元以上）均有白酒消费意愿，且平均每户每年购买 2 瓶。

测算得到：2025 年中国高端白酒的潜在需求为 11.8 万吨，较 2019 年已实现销量的复合增速为 9%。若假设仅有富裕人群作为高端白酒的最终消费群体，2019-2025 年高端白酒潜在需求量的复合增速有望达到 13%。

### 我们的创新之处

我们从 2008-2019 年的 GDP 增速和 M2 增速入手，创新性地用物价增速来测算高端白酒的抗通胀能力，发现茅台受益于通胀，五粮液批价增幅与模拟物价增幅一致，均为 91%，证明其有抵御通胀的能力。我们测算高端白酒的消费人群，并推导出 2025 年高端白酒潜在市场规模，预计 2019-2025 年高端白酒潜在需求的复合增速达 9%。

我们以五粮液被茅台反超并拉开差距这一现象为报告的切入点，顺藤摸瓜，通过梳理过去 20 年五粮液发展的历程，梳理出五粮液被超越背后的两大经营症结：1、多元化战略得不偿失，公司曾广泛涉足房地产、制造业等多种行业，导致精力分散，白酒品牌多元化经营，损害了主品牌的价值；2、渠道掌控不力，大商制弊端凸显，终端掌控难、价盘混乱的问题一直未能得到良好解决。

此后，我们梳理公司改革经验，提炼出四大解决方案：1、清理冗余品牌，聚焦核心单品，形成第八代五粮液为核心，4+4 的品牌矩阵，顺应白酒高端化的趋势；2、利用窖池历史源远流长，酒质优良讲好品牌故事；3、渠道数字化赋能，提升对产业链的掌控力，推动实行控盘分利；4、顺应品牌战略变化的组织结构优化和营销体系改革。基于此，结合高端白酒行业高景气度，我们判断五粮液正处在正确的道路上，有望实现品牌复兴。最后，我们通过全球奢侈品估值横向比较的方法探索五粮液的合适价格区间。

### 股价上涨的催化因素

从行业和宏观经济的角度看，高端白酒超高的确定性给予行业在疫情影响期和经济下行期抵御风险的能力，市场对高端白酒钟爱有加，给予更高的溢价水平。从公司的角度看，五粮液具备仅次于茅台的品牌力和充足的产能储备，承接茅台之下的高端白酒需求，业绩提升确定性高，有助于承载高估值。

### 估值与目标价

相对估值方面，综合考虑五粮液在高端白酒市场的竞争优势、未来的增长动能以及消费品龙头公司的估值溢价，我们认为五粮液当前的估值水平与公司地位匹配。绝对估值方面，我们采用 FCFF/APV 两种估值方法测算得到五粮液的每股价值为 336.84 元/337.79 元。我们维持 2020/21/22 年净利润预测为 203.29/244.00/285.89 亿元，EPS 预测为 5.24/6.29/7.37 元，综合相对估值和绝对估值，我们预测五粮液内在价值位于 336.84-337.79 元。当前股价对应 20-22 年 PE 为 63/52/45 倍，维持“买入”评级。

# 目录

1、茅五之争，未完待续.....	6
2、十年浮沉，寻找症结.....	8
2.1、多元经营，多子未必多福.....	8
2.1.1、集团主导，产业横向多元.....	8
2.1.2、股份公司跟随，产品和品牌多元.....	10
2.2、渠道模式匹配产品开发，精细管控力度不够.....	10
3、对症下药，精准施策.....	14
3.1、产品提质，品牌起势.....	14
3.2、科技赋能，渠道增利.....	17
3.3、优化组织架构，系列酒统筹管理.....	22
4、风物长宜放眼量，价值回归正当时.....	24
4.1、需求端具备可持续性.....	24
4.2、盈利正改善，估值有支撑.....	25
5、估值分析与投资评级.....	28
5.1.1、盈利预测.....	28
5.1.2、相对估值.....	28
5.1.3、绝对估值.....	29
5.1.4、估值结论与投资评级.....	30
6、风险分析.....	30
7、附录.....	31

## 图目录

图 1: 五粮液/贵州茅台历年营业总收入 (亿元)	6
图 2: 五粮液/贵州茅台历年归母净利润 (亿元)	6
图 3: 飞天茅台/普五历年出厂价 (元)	6
图 4: 飞天茅台/普五历年一批价 (元)	6
图 5: 飞天茅台/普五批价同比增速与 GDP 平减指数	7
图 6: 五粮液/茅台批价比值及渠道利润之差历史走势图	8
图 7: 五粮液/茅台历年品牌价值 (亿元)	8
图 8: 1993-2019 年白酒产量 (万千升) 及同比增速 (%)	9
图 9: 五粮液/贵州茅台集团层面各类型企业行业分布	9
图 10: 五粮液/茅台股份公司层面对外控股企业按成立年份统计	9
图 11: 申万四级子行业历年 ROE 表现中位数 (2000-2019 年)	9
图 12: 五粮液主品牌销量占比 (%) 历经徘徊	10
图 13: 五粮液/茅台前五大客户销售占比 (%) 变化	11
图 14: 1998-2005 年五粮液渠道管理模式变化历程	11
图 15: 2006-2010 年五粮液渠道管理模式变化历程	12
图 16: 2006 年前后成立的三大品牌事业部	12
图 17: 2011-2016 年五粮液渠道管理模式变化历程	13
图 18: 五粮液总经销模式的利弊分析	13
图 19: 五粮液主品牌全国各区域销量占比分布 (%)	14
图 20: 2008-2018 年五粮液/茅台渠道利润率 (%)	14
图 21: 五粮液系列基础酒产能变化 (万吨)	15
图 22: 不同窖龄的优质酒出酒率	15
图 23: 五粮液主品牌+系列酒品牌的品牌矩阵和价格带分布	16
图 24: 酒企数字化经营的战略意义	18
图 25: 数字化手段的引入创新白酒行业营销理念	18
图 26: 五粮液控盘分利模式下各环节增值收益来源	19
图 27: 2019 年以来水晶瓶普五+1618+低度价盘走势 (元/件)	19
图 28: 2020 年开始五粮液渠道利润持续回升	19
图 29: 2020 年五粮液最新的渠道模式和渠道结构	20
图 30: 五粮液销售人员数大幅增加	20
图 31: 五粮液旗舰店/专卖店全国分布情况	20
图 32: 五商公司股权结构	21
图 33: 五粮液传统经销商体系与团购体系的定价模式	21
图 34: 五粮液主品牌按销量分渠道拆分 (%)	21
图 35: 五粮液数字酒证	22
图 36: 五粮液数字酒证创新亮点	22
图 37: 五粮液浓香系列酒组织架构	23
图 38: 中国高净值家庭数量 (百万) 变化趋势	24



图 39: 全国居民收入基尼系数和富豪价格指数.....	24
图 40: 不平等程度加剧增加高端消费的途径.....	24
图 41: 贵州茅台/五粮液与陆股通持股比例 (%) .....	26
图 42: 国际奢侈品公司历年估值表现 (PE-TTM, 倍) .....	26
图 43: 五粮液/茅台历年估值表现 (PE-TTM, 倍) .....	26
图 44: 贵州茅台/五粮液与国际奢侈品公司市值及 2021 年一致盈利预测估值比较 .....	26
图 45: 国际奢侈品公司 1990 年以来 (或上市后) 所有会计年度 ROE (%) .....	27
图 46: 国际奢侈品公司 1990 年以来 (或上市后) 所有会计年度毛利率 (%) .....	27
图 47: 国际奢侈品公司 2016-2019 年营收 CAGR(%) .....	27
图 48: 国际奢侈品公司 2016-2019 年净利润 CAGR(%) .....	27

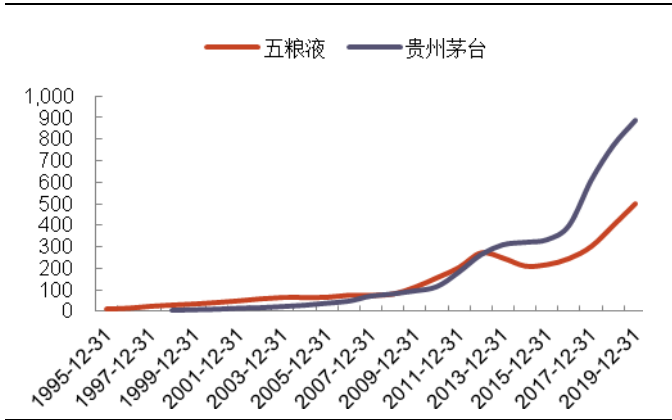
## 表目录

表 1: 中国富豪消费品 2008-2019 年价格涨幅.....	7
表 2: 五粮液产能扩张历史梳理 .....	15
表 3: 五粮液历年品牌清理历程 .....	16
表 4: 五粮液主品牌组织架构调整.....	23
表 5: 2019-2025E 高端白酒销量复合增速预计达到 9%.....	25
表 6: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级.....	28
表 7: 绝对估值核心假设表.....	29
表 8: 现金流折现及估值表.....	29
表 9: 敏感性分析表.....	29
表 10: 各类绝对估值法结果汇总表.....	30
附表 1: 五粮液品牌战略和产品体系演变历史.....	31

# 1、 茅五之争，未完待续

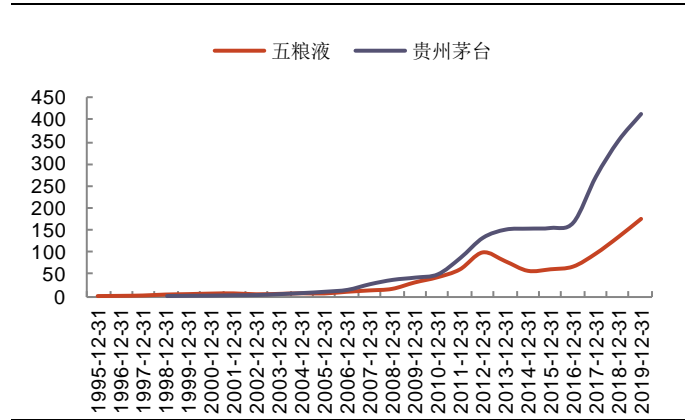
高端白酒定价权弥足珍贵。2005/2009/2012/2013年，茅台对五粮液依次实现了从归母净利润/批价/出厂价/营业总收入等核心指标的反超，进而登上中国白酒金字塔塔尖。身处塔尖，意味着手握定价权。而身处高端白酒的塔尖，意味着具备由顶级消费品向投资品甚至奢侈品转变的巨大潜力。

图 1：五粮液/贵州茅台历年营业总收入（亿元）



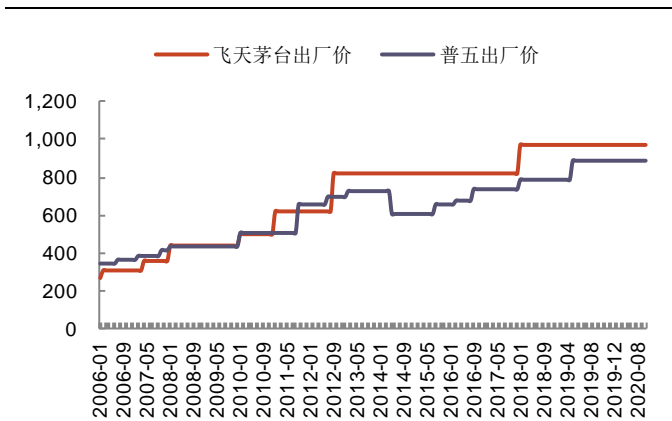
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：五粮液/贵州茅台历年归母净利润（亿元）



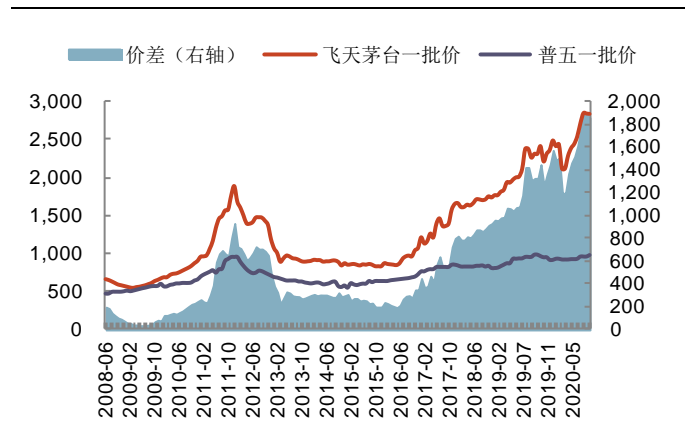
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：飞天茅台/普五历年出厂价（元）



资料来源：wind，光大证券研究所 备注：截至 2020 年 12 月 31 日

图 4：飞天茅台/普五历年一批价（元）



资料来源：wind，光大证券研究所 备注：截至 2020 年 12 月 31 日

**五粮液抵御通胀，茅台受益通胀。五粮液是顶级消费品，茅台不仅是顶级消费品更是兼顾奢侈品属性的顶级投资品，这是两者最本质的差别。**2008-2019年，飞天茅台与普五的一批价同比增速与GDP平减指数的波动基本同步，完全分享了物价水平上升的价格红利。我们通过引入GDP指数与M2指数近似估算2008-2019年中国物价增速(M2增速-GDP增速)为91%。在此期间，五粮液一批价增幅91%，与我们模拟的物价增速持平。但飞天茅台一批价增幅高达329%。横向比较来看，五粮液和茅台的批价涨幅超过同期中国富豪消费价格指数中大部分的商品和服务。茅台通过强化产品稀缺性与品牌故事，推动了自身从顶级消费品向兼顾奢侈品属性的顶级投资品转变。

图 5：飞天茅台/普五批价同比增速与 GDP 平减指数

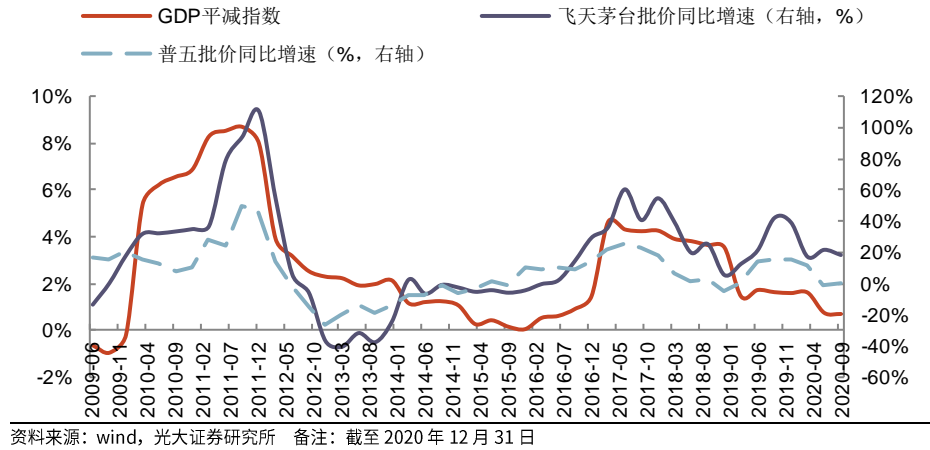


表 1：中国富豪消费品 2008-2019 年价格涨幅

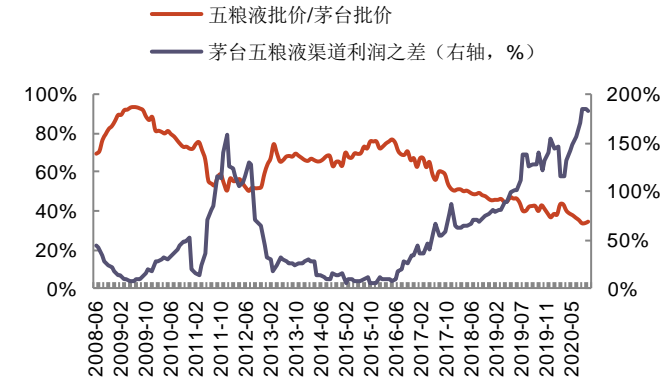
年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	增幅
GDP 指数	109.65	109.40	110.64	109.55	107.86	107.77	107.43	107.04	106.85	106.95	106.75	106.11	
M2 指数 (上年=100)	117.79	128.42	118.95	117.32	114.39	113.59	111.01	113.34	111.33	109.04	108.08	108.74	
模拟物价增速 (%)	8%	19%	8%	8%	7%	6%	4%	6%	4%	2%	1%	3%	91%
五粮液批价 (元/瓶)	482	582	640	944	693	594	560	620	710	840	795	920	91%
飞天茅台批价 (元/瓶)	560	660	890	1,875	1,175	885	860	820	1,060	1,640	1,725	2,400	329%
清华经管 EMBA (元)	326,000	380,000	450,000	450,000	560,000	560,000	560,000	560,000	560,000	560,000	560,000	738,000	126.4%
长江商学院 EMBA (元)	408,000	530,000	530,000	630,000	660,000	690,000	690,000	690,000	698,000	698,000	738,000	788,000	93.1%
路易威登 Speedy 皮包 (元)	5,800	5,600	5,800	5,750	5,900	6,200	7,250	7,250	10,500	10,500	11,200	10,900	87.9%
酒和烟:路易十三 (元)	11,860	14,980	17,580	17,580	19,058	19,058	23,288	22,988	23,288	20,600	25,888	21,800	83.8%
酒和烟:茅台 30 年 (元)	8,389	9,880	12,800	20,580	20,580	17,000	17,580	17,580	17,580	11,999	16,888	14,658	74.7%
酒和烟:李察轩尼诗 (元)	19,999	24,200	24,200	26,258	30,980	30,980	32,580	30,880	31,888	25,800	32,888	34,888	74.4%
香奈儿菱格纹皮穿链经典 (元)	22,000	22,800	23,200	37,500	37,800	37,000	38,200	29,800	33,000	33,000	34,700	38,100	73.2%
劳斯莱斯幻影加长版 (元)	7,080,000	8,200,000	9,180,000	7,800,000	7,980,000	7,980,000	7,980,000	7,980,000	7,980,000	7,980,000	12,000,000	12,000,000	69.5%
上海世茂山庄 750 平米别墅 (元)	37,500,000	37,500,000	71,250,000	73,650,000	73,000,000		45,000,000	46,000,000	56,250,000	60,120,750	61,700,000	60,810,000	62.2%
观澜湖高尔夫球会钻石卡 (元)	1,680,000	1,680,000	1,800,000	1,880,000	1,980,000	1,980,000	2,160,000	2,280,000	2,380,000	2,600,000	2,600,000	2,600,000	54.8%
皇家礼炮 21 年 礼盒装 (元)	1,001	1,182	1,280	1,408	1,538	1,538	1,538	1,480	1,608	1,588	1,588	1,430	42.9%
浙江富春山居入会费 (元)	880,000	920,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,200,000	36.4%
芝士 18 年 礼盒装 (元)	489	604	608	608	608	608	788	788	800	799	688	658	34.6%
卡地亚白金 Love 手镯 (元)	37,200	37,200	39,900	44,900	51,000	52,500	52,500	49,100	49,100	51,000	51,000	49,200	32.3%
余山国际高尔夫俱乐部会费 (元)	1,680,000	1,680,000	1,680,000	1,800,000	1,900,000	2,300,000	2,700,000	2,400,000	2,350,000	2,350,000	2,350,000	2,100,000	25.0%
杰尼亚套装 (元)	21,000	21,000	23,000	26,600	27,300	27,300	27,300	23,900	23,600	23,900	25,900	25,900	23.3%
大卫杜夫雪茄 2 号铝管装 (元)	3,500	3,400	3,400	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,980	4,500	4,145	4,200	20.0%
劳力士蚝式恒动日志手表 (元)	87,100	87,100	87,100	90,200	97,800	97,800	97,800	97,800	97,800	97,800	100,500	100,500	15.4%
万宝龙 Meisterstueck 149 (元)	6,090	6,340	6,340	6,340	6,340	6,600	6,600	6,800	7,100	7,100	7,100	6,900	13.3%
爱马仕 90 厘米方巾 (元)	3,300	3,400	3,500	3,550	3,750	3,750	3,750	3,750	3,400	3,400	3,400	3,600	9.1%
百达翡丽 Nautilus 5712/1A (元)	280,700	280,700	280,700	280,700	295,100	295,100	297,900	242,300	250,300	250,300	300,300	291,000	3.7%
奔驰 S500 加长版 4MATIC (元)	1,768,000	2,098,000	2,153,000	2,188,000	2,188,000	2,188,000	2,268,000	2,098,000	1,998,000	1,998,000	1,732,800	1,692,800	-4.3%
Johnnie Walker 蓝牌威士忌 (元)	1,501	1,621	1,678	1,678	1,678	1,818	1,818	1,798	1,199	1,199	1,199	1,299	-13.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所

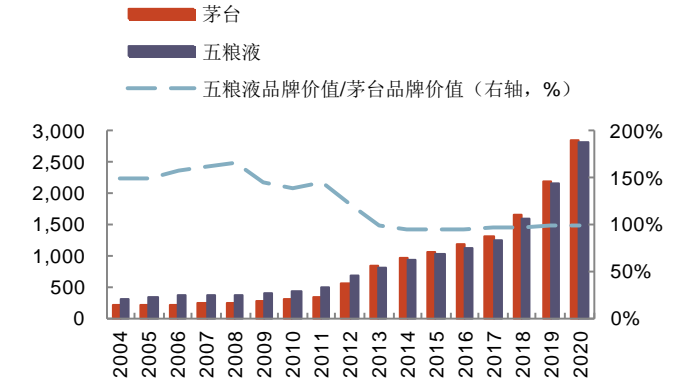
茅五品牌价值之比与批价之比出现明显错位。截至 2020 年 12 月普五批价/飞天茅台批价之比下探至 0.3 左右，处于历史最低水平。回首过往，茅台五粮液渠道利润之差在 2011 年 12 月/2020 年 7 月曾两次摸高至 160%，对应五粮液/茅台批价之比为 0.50/0.36。然而，根据《中国 500 最具价值品牌》的数据，2020 年茅台/五粮液品牌价值分别为 2855.23/2837.46 亿元。值此时点，我们关心两大命题：  
(1) 回首过往，五粮液是怎么丧失掉其产品的金融属性的？(2) 展望未来，五粮液的二次创业能否将其带上品牌价格向品牌价值的复兴之路？

图 6：五粮液/茅台批价比值及渠道利润之差历史走势图

图 7：五粮液/茅台历年品牌价值（亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所 备注：截至 2020 年 12 月 31 日



资料来源：《中国 500 最具价值品牌》，光大证券研究所

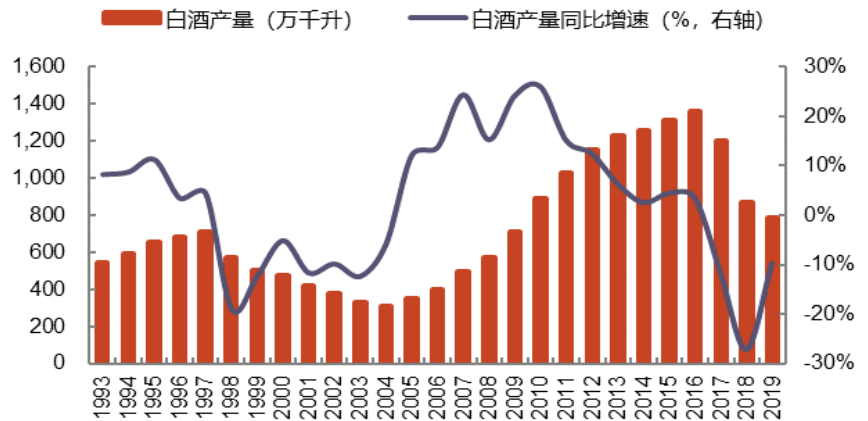
## 2、十年浮沉，寻找症结

### 2.1、多元经营，多子未必多福

#### 2.1.1、集团主导，产业横向多元

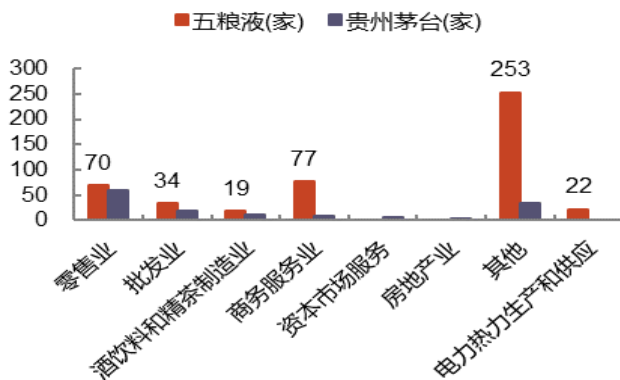
多元经营虽有合理性，但实际结果或“得不偿失”。(1) 客观来看，白酒企业生产历史悠久，A 股白酒上市公司中有 2/3 是地方国有企业，实际控制人一般均为地方政府和地方国资委。另外一方面，名酒盈利能力强，资金充裕，作为当地优质国有资产，与生俱来被赋予做大做强地方经济规模的历史使命，导致其既具备多元化经营的动机也具有多元化经营的资本。(2) 主观来看，集团公司层面考虑到 1993-2001 年期间全国白酒累计产量整体呈现收缩态势，2002/2003 年五粮液集团以进入日化/汽车零部件制造行业为标志，进行跨行业多元化。而股份公司层面，五粮液曾错判驱动高端白酒增长的核心矛盾，对量增的重视程度高于对价增的重视程度。(3) 结果来看，经过多年多元化经营实践，五粮液集团公司层面曾经对外投资控股的企业数达到 475 家，而同口径下茅台集团企业数为 143 家。股份公司层面，五粮液对外投资控股的企业数达到 42 家，同口径下茅台为 45 家，但是其中包含在全国各地设立的 32 家销售有限公司。我们认为五粮液的多元经营虽然具有合理性，但对高端白酒这一黄金赛道的价值未充分认知，以 A 股的 227 个细分子行业（按申万四级子行业分类）2000-2019 年的 ROE（扣非，整体法）中位数来看，白酒行业具备其他行业难以企及的强劲/稳定的盈利能力。

图 8: 1993-2019 年白酒产量 (万千升) 及同比增速 (%)



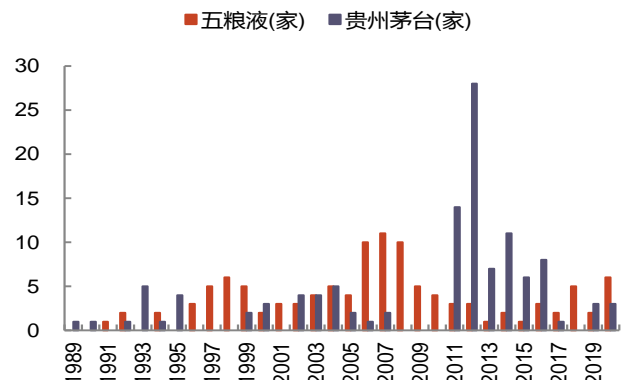
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 9: 五粮液/贵州茅台集团层面各类型企业行业分布



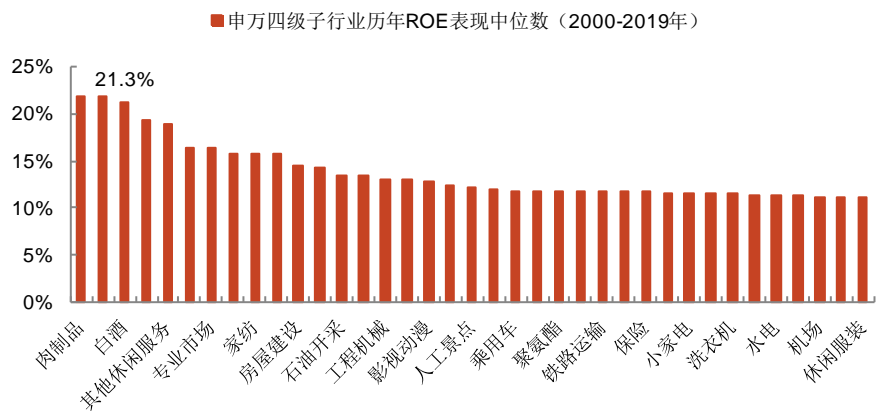
资料来源: wind, 光大证券研究所 备注: 截至 2020 年 12 月 31 日

图 10: 五粮液/茅台股份公司层面对外控股企业按成立年份统计



资料来源: wind, 光大证券研究所 备注: 截至 2020 年 12 月 31 日

图 11: 申万四级子行业历年 ROE 表现中位数 (2000-2019 年)<sup>1</sup>



资料来源: wind, 光大证券研究所

1 仅显示 ROE (%) 中位数高于 10% 的行业

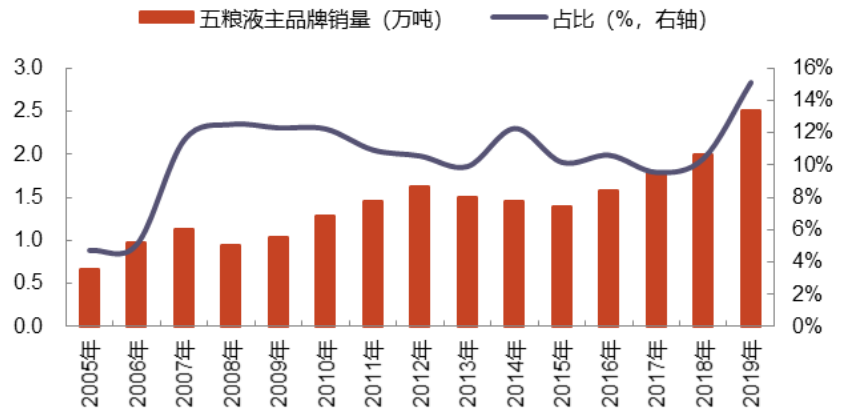
### 2.1.2、股份公司跟随，产品和品牌多元

股份公司执行多元化产品策略，量价策略曾从属规模导向。在 2017 年之前，五粮液品牌战略大致可以分为四个阶段：（1）OEM 买断模式（1998-2002 年）、（2）“1+9+8”模式（2003-2010 年）；（3）战略空白期（2011-2013 年）；（4）全价位+全产品线覆盖模式（2014-2016 年）。回顾 1998-2017 年的品牌战略演变历程，我们认为五粮液的品牌战略因时制宜、因地制宜为公司解决特定历史时期的特定历史问题提供了行动指南，但是也存在规模导向所埋下的隐患。

不管是白酒供需关系恶化背景下推行的 OEM 模式，还是在 2003-2010 年量价齐升的行业黄金期所推行的“1+9+8”模式，公司的量价策略整体从属于对规模的追求，如 2001 年末，公司产品体系达到 62 个品牌 200+规格，2002 上半年新品销量占总销量比重甚至达到 50%，2005 年进一步扩容至 70 个品牌上千余种规格，2008 年为了做团购和定制专用酒，先后开发了近百款五粮液及系列专供酒。直至 2019 年，公司仍在处理历史遗留问题，对严重透支五粮液品牌价值的 42 个品牌 129 款高仿产品进行了清退和下架处理。

辩证来看，规模导向利弊均有，行业整体景气期有利于营收总盘子的扩大，但是产品和品牌多元化遗留下的问题则是品牌定位相对模糊、产品区隔相对模糊、消费者难以进行价值判别，一旦行业转入价格驱动期，公司核心竞争力受损的潜在问题则暴露无遗。

图 12：五粮液主品牌销量占比（%）历经徘徊



资料来源：公司公告，光大证券研究所

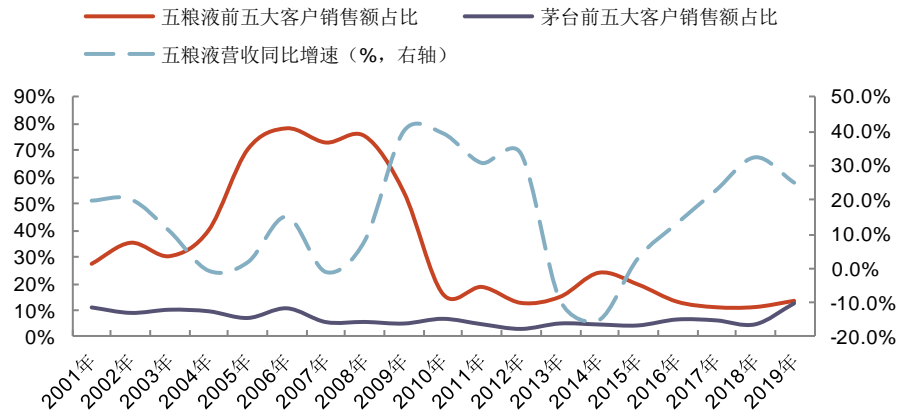
## 2.2、渠道模式匹配产品开发，精细管控力度不够

过去 20 年，五粮液总经销模式和大商制模式贯彻始终。但是，以服务公司品牌/产品策略为目标，在不同阶段公司的渠道模式和创新方向也有所差异。总结来看，1994-2005 年五粮液渠道组织模式历经三轮变革：（1）总经销买断包销期（1994-2005 年）；（2）品牌管理模式辅以团购模式探索期（2006-2010 年）；（3）区域管理模式探索期（2011-2016 年）。



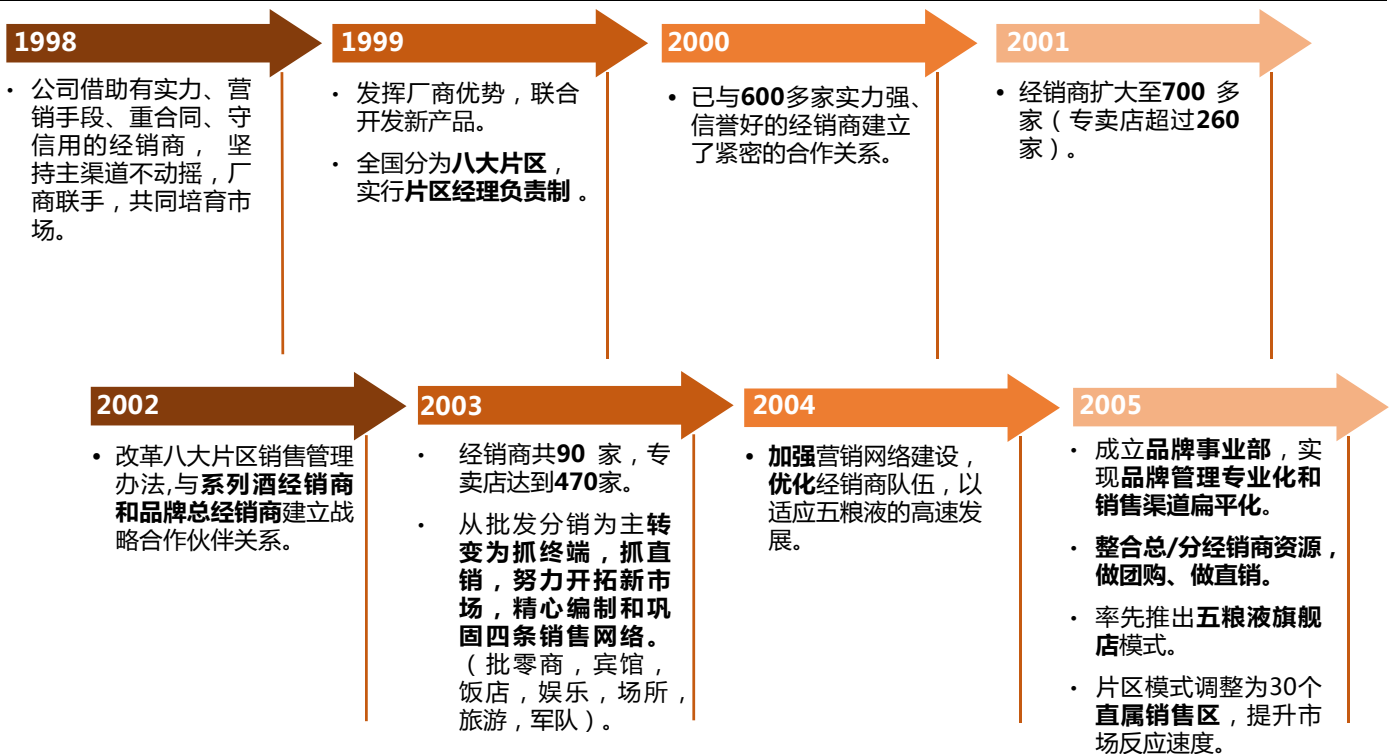
五粮液的总经销模式始于 1994 年福建省邵武糖酒副食品公司买断五粮醇品牌的全国经销权，直至 2005 年公司提出推进“1+9+8”品牌战略来承载 45 万吨商品酒的销售规模，经销商买断包销+OEM 模式帮助公司成为“白酒之王”，2005 年年末五粮液前五大客户贡献营收占比达到 70%，同期茅台为 7%。上述模式带来的两大弊端：（1）大商 OEM 品牌稀释甚至损害主品牌；（2）厂商关系仅为简单的交易型关系。随着大商数量的增加以及大商自身规模的扩大，厂家控制力快速下降，价格倒挂、区域窜货等问题必然出现。

图 13：五粮液/茅台前五大客户销售占比 (%) 变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

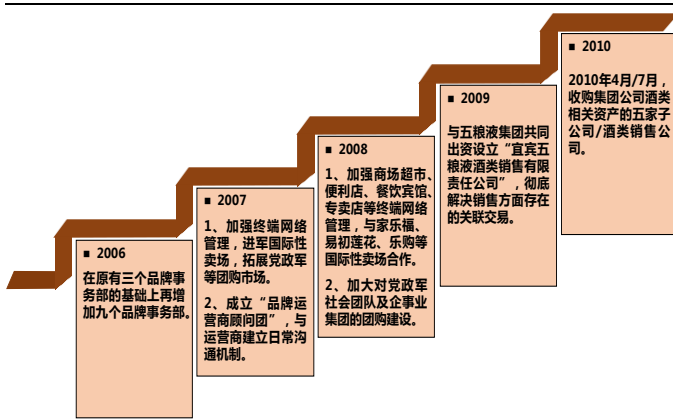
图 14：1998-2005 年五粮液渠道管理模式变化历程



资料来源：公司公告，公司证券研究所

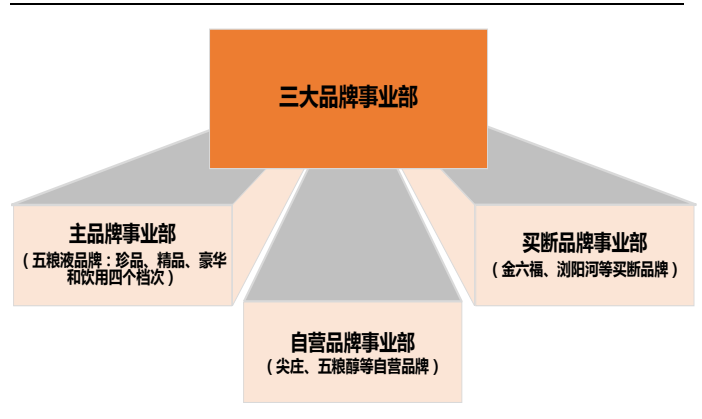
2006年开始的品牌运营模式是公司试图将厂商之间的交易型关系升级为战略联盟关系的有益探索，但依然是在品牌买断模式架构下进行的策略性调整。公司于2006年在原有五粮液主品牌事业部、自销品牌事业部、买断品牌事业部的基础上再增加了9个品牌事业部；2007年进一步组织23家龙头经销商成立“品牌运营商顾问团”，旨在不断强化渠道的抗分化能力。另外一方面，公司从2007年开始加强对直控终端以及团购渠道的重视，推动渠道扁平化，以减弱公司对经销商的依赖并通过占领意见领袖心智扩大五粮液高端品牌的形象。虽然，上述渠道改革策略具有较强的针对性，但是仍然是在品牌买断模式架构下进行的策略性调整，厂商与消费者之间的沟通距离仍然难以有效缩短，渠道的精细化管控仍受制于强势的品牌运营商。

图 15：2006-2010 年五粮液渠道管理模式变化历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 16：2006 年前后成立的三大品牌事业部

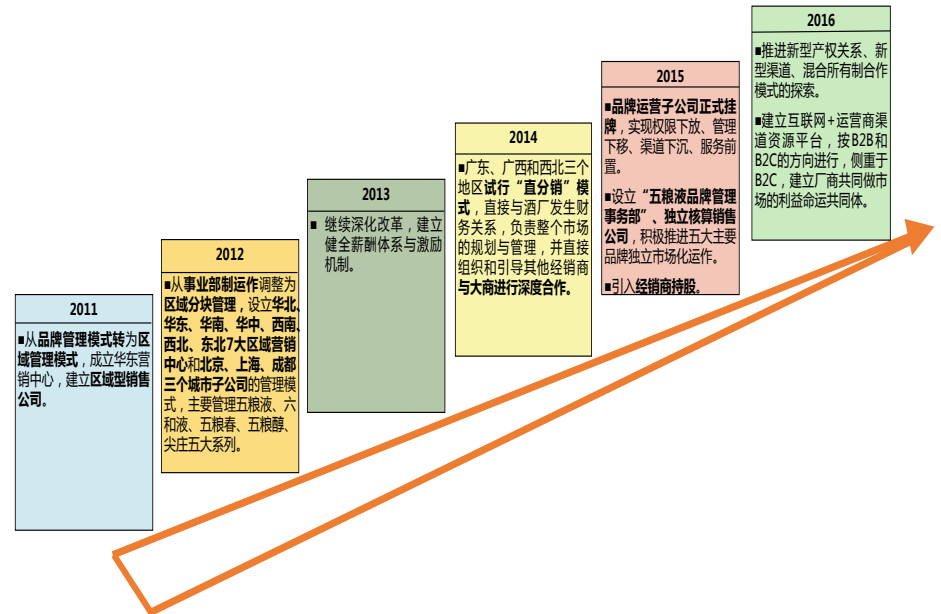


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2011-2016年推行的区域管理模式旨在提升终端快速反应能力、加大渠道下沉深度，强化区域库存管控、打造重点样本市场，但大商模式本质依然没有变化。2011年开始，五粮液成立华东营销中心，开始从品牌管理模式转为区域管理模式。2012年进一步设立华北、华东、华南、华中、西南、西北、东北7大区域销售中心和北京、上海、成都三个子公司，并通过资本的力量，吸纳捆绑当地大商资源。2013年区域型分支机构的设立为契机，推动了多年难以落地的市场化薪酬体系与激励机制。2014年开始公司则针对当时市场出现的“大商甩货、小商低价调货”的现象，在广东、广西、和西北三个地区试行“直分销模式”分别选取了广东粤强酒业、广西翠屏酒业和兰州义顺工贸有限责任公司为所辖市场区域的平台服务商<sup>2</sup>，直接与酒厂发生财务关系，负责整个市场的规划与管理，并直接组织和引导其他经销商，与大商进行深度合作。

<sup>2</sup> 核心商家转变为某一区域或渠道的平台服务商，区域内其他经销商签约成为特约经销商，从原先向公司打款进货转为向平台服务商进货销售。平台经销商并不分享渠道价差利润，盈利在于按照销量获取五粮液的返利；区域内的特约经销商向平台商进货，获取渠道价差利润。

图 17: 2011-2016 年五粮液渠道管理模式变化历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所

整体来看，在 1998-2016 年近 20 年中，五粮液渠道策略虽然有调整、优化、创新，但是公司大商<sup>3</sup>模式本质依然未有变化，大商模式下渠道管控相对粗放、品牌体系相对杂乱的问题依然伴随行业需求波动而显现。渠道利润作为厂商关系的真实写照，是公司在品牌/产品/渠道/营销/管理等各方面综合表现的结果。

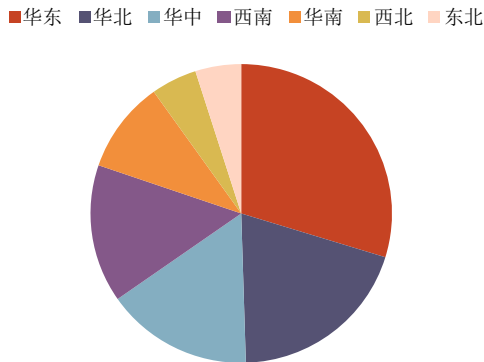
图 18: 五粮液总经销模式的利弊分析



资料来源：光大证券研究所总结

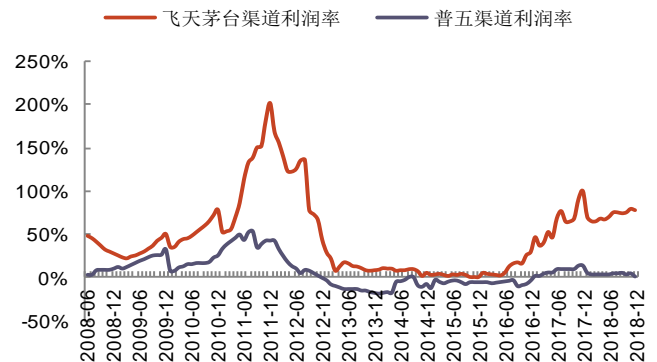
<sup>3</sup> 五粮液大商家数大致为 50-70 家

图 19: 五粮液主品牌全国各区域销量占比分布 (%)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 备注: 截至 2021 年 1 月 1 日

图 20: 2008-2018 年五粮液/茅台渠道利润率 (%)



资料来源: wind, 光大证券研究所

### 3、 对症下药，精准施策

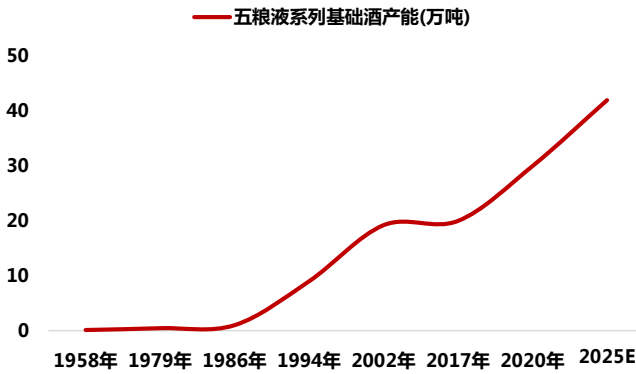
#### 3.1、 产品提质，品牌起势

以制作工艺评价，浓香型白酒同样具备讲好时间价值故事的客观基础。以茅台为代表的酱香型白酒通常以原料精、工艺复杂、生产周期长、产量低、出酒率低、具备稀缺性作为核心价值主张来迎合当下消费者对品质方面的需求。事实上，浓香型白酒的酿造工艺同样具备讲好时间价值故事的客观基础。（1）泥窖（浓香）相较石窖（酱香）和地缸（清香），最大区别在于拟黏性黄泥筑建，并且窖底和石壁糊上富含微生物的窖泥。泥窖酿酒具备泥窖生香和续糟配料两大特征，窖池连续使用时间越长，其功能微生物群落种类越多，生产出的酒越香，酒质越好。总之，“窖老者尤香”，浓香工艺具备生产资料稀缺性的特征。（2）一般而言，半年不使用窖池酿酒，微生物的生长会被抑制，因此窖池需要不间断使用，同时考虑其不可复制不可迁徙的特性，浓香工艺同样具备产地稀缺性的特征。（3）在世界酒种中，单排发酵期浓香型超过 90 天，酱香型 30 天左右，清香型/米香型 28 天左右，洋酒 7 至 15 天。浓香型白酒的单排发酵期最长，“生酸生酯（生香）”的时间长，香味成分多。浓香工艺具备生产周期蕴含时间价值的特征。（4）浓香型工艺实行分段摘酒、按质分级，按级定价。以出酒率衡量，根据摘酒的严选比例，优质浓香型白酒出酒率不超过 20%，同样具备产量稀缺的特征。

扩产先行，产品提质。五粮液拥有数万口上至明初古窖（1368 年连续使用至今达 650 年）下至几十年不等的地穴式发酵窖池。其中以“长发升”“利川永”等为代表的 156 口古窖构成了五粮液的“明清古窖池群落”，由于连续不间断酿造，其一级酒出酒率处于 50%-70%之间。从历史上看，公司一级酒出酒率大概处于 10%-20%之间。随着工艺流程的优化，2019 年一级出酒率达到 15%，并处于持续提升的趋势之中。

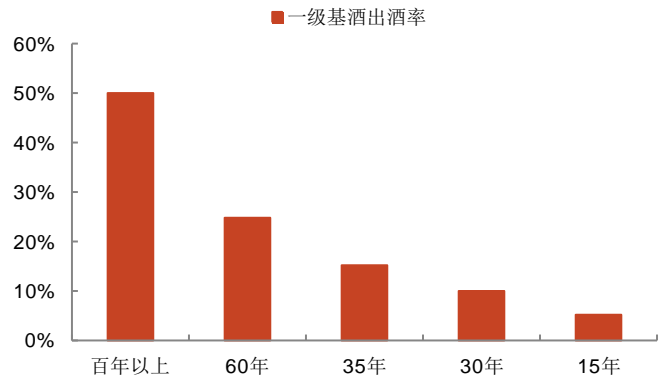
同时公司建设有世界最大的连体酿酒窖池车间，其生产资料相较同行具有稀缺性，而且又能满足未来优质白酒放量的产能要求。为了充分释放白酒的时间价值，2017年起公司规划将实现原酒存储三年后再包装投放市场，并开启新一轮产能建设周期。2019年规划继续新增12万吨纯粮固态发酵原酒产能、新增30万吨陶坛储存酒库、35万吨勾储酒库，实现原酒总储存能力达到100万吨。2020年，公司原酒产能达22万吨，并规划“十四五”期间，即2025年之前，确保原酒产能达到42万吨，陶坛储存能力突破100万吨。伴随储酒能力的提升，从基酒到包装成品酒的时间可以延长，产品的时间价值有望得到显著提升。

图 21：五粮液系列基础酒产能变化（万吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

图 22：不同窖龄的优质酒出酒率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：五粮液产能扩张历史梳理

项目	开工时间	完工时间	增加产能	项目	开工时间	完工时间	增加产能
国家拨款	1958	/	达到 1141 吨	年产五万吨制酒技改工程项目	2002	2002	新增五粮液系列酒生产能力 50000 吨
岷江北岸新建生产区	1979	/	达到 4440 吨	陈酿酒库技术改造工程	2002	2003	形成储存原酒 5.3 万吨能力
江北主厂区新建车间	1986	/	达到 10000 吨	五粮液系列酒及制曲技术改造项目	2002	2003	年新增五粮液系列酒 0.6 万吨、制曲 2 万吨能力
酒圣山下酿酒车间 8 项建设	1992	1994	新增产能 80000 吨	五粮液原酒生产线改造工程	2002	2003	形成年产五粮液原酒 3 万吨能力。
年产 2500 吨系列酒技改工程	1998	2000	新增五粮液系列酒生产能力 2500 吨	6 万吨酿酒项目配套设施改造工程	2002	2003	新增年产五粮液系列基础酒 6 万吨的生产能力
陈化车间技改工程	1998	1999	新增陈化处理一类酒能力 10000 吨	年产 3 万吨五粮液系列酒技改项目	2002	2003	形成年产 3 万吨五粮液系列酒能力
新增 1000 吨五粮液系列酒技术改造工程	1998	1999	新增本公司五粮液系列酒生产能力 1000 吨	调味酒生产线技术改造项目	2004	2004	产五粮液系列调味酒 2000 吨
年产 6000 吨系列低度酒技改工程	1998	2000	新增系列低度酒生产能力 6000 吨	6 万吨酱香型白酒陶坛陈酿酒库技改工程建设项目	2010	2011	形成储存酱香型白酒 6 万吨能力
青梅果酒技改工程	1999	2002	新增年产 1000 吨青梅果酒生产能力	拟技术改造扩建年产 10 万吨（浓香型）酿酒车间及配套项目	2012	在建	形成浓香型白酒 10 万吨的生产能力
猕猴桃果酒技改工程	2000	2002	新增年产 1000 吨猕猴桃果酒生产能力	九万吨陶坛陈酿酒库项目	2013	2016	形成 9 万吨基酒的储存能力
苹果果酒技改工程	2000	2002	新增年产 1000 吨苹果果酒生产能力	三万吨酒库技改项目	2014	2018	形成储存原酒 3 万吨能力
年产 1000 吨苹果果酒	2000	2002	新增年产 1000 吨广柑果酒生产能力	10 万吨酿酒生产技改项目一期工程	2017	在建	形成 10 万吨基酒的生产能力
5 个酿酒生产车间资产置换	2002	2002	新增年产五粮液系列基础酒 4.22 万吨的生产能力	30 万吨陶坛陈酿酒库一期工程	2017	在建	形成储存原酒 30 万吨能力

12万吨生态酿酒项目

2020

在建

新增年产五粮液系列基础酒 12万吨的生产能力

资料来源：公司公告，光大证券研究所

**推陈出新，结构升级。**2017年公司提出“向核心品牌、自营品牌、中高价位品牌聚焦”的原则。2018年至今，五粮液主品牌的纯正性、一致性、等级性持续提升，品牌辨识度大幅增强，基本形成了以第八代水晶瓶五粮液<sup>4</sup>——经典五粮液——超高端501五粮液为纵轴的高端产品战略体系。在系列酒品牌<sup>5</sup>方面，公司通过品牌清理，重塑“4（全国性单品五粮春、五粮醇、五粮头特曲、绵柔尖庄）+4（区域性单品，五粮人家、百家宴、友酒、火爆）”品牌矩阵，来确保品牌形象层次分明、价值主张各具特色、价格带衔接有序。

图 23：五粮液主品牌+系列酒品牌的品牌矩阵和价格带分布



资料来源：公司官网，光大证券研究所 备注：2021年1月5日京东零售价

表 3：五粮液历年品牌清理历程

年份	相关文件或要求	清退品牌	清退产品
2001	对一些开发不力的特别是年销售额达不到1,000万元的新品牌将限期整改	对金龙四海春、海浪四海春、逍遥醉、三杯爽、留君醉、圣酒等近10个销售不力的品牌进行清理	
2004		淘汰了80多个品牌	
2015	200元以上价位的部分品牌将成为重点清理的对象		
2016	发布《宜宾五粮液系列酒品牌营销有限公司总经销品牌经销商准入、经营与清退标准》	淘汰了30多个品牌	
2017	发布《总经销品牌经销商准入、分级、经营与清退标准》	对18个品牌进行了集中清退	清理了155款低销售产品
2018	启动“品牌管理优化项目”	清退了49个品牌	共清理了800多款产品
2019	制定并发布全新的品牌宪法《五粮液品牌产品开发及清退管理标准》，进一步规范营销渠道，对严重透支五粮液品牌价值的42个品牌129款高仿产品进行了清退和下架处理	清退了67个品牌	共清理了200多款产品
2020		清理了12种品牌	清退了577款产品

资料来源：公司公告，光大证券研究所

4五粮液主品牌分交杯、经典（普五）、1618、低度五粮液、国际版五粮液五个层面

5系列酒公司自营品牌（尖庄+五粮人家、友酒、百家宴、火爆）。系列酒总经销品牌（五粮春、五粮醇、五粮头曲）



**讲好品牌故事，放大品牌价值。**2017 年至今公司对外通过终端营销、国际化和创新宣传，对内通过人才引进、质量管控和项目扩建，来扩大品牌影响力。**终端营销：**与阿里巴巴、京东战略合作，推出“百城千县万店”计划和“五粮 e 店”新零售终端，加速消费者品牌认知；**国际化：**抢占“一带一路”先机，参与金砖四国会议等国际重大活动，紧扣“大国浓香，中国酒王”品牌定位；**传播渠道：**发起“第八代经典五粮液周年活动”等线上线下活动、建立高端商务消费圈、落地“知名品牌示范区”，打造品牌力；**人才引进、质量管控：**推出“千百十人才工程”、优化激励机制和数字化管理，以高质量人才与工艺体系支撑品牌价值；**项目扩建：**10 万吨和 12 万吨酿酒技改扩产项目，丰富了未来品牌想象空间。2019 年《中国 500 最具价值品牌》中五粮液位于第 19 名，在“三性一度”方针指导下，五粮液用自己的方式讲述着前世今生，实现品牌提升与价值重塑。

### 3.2、科技赋能，渠道增利

**数字化手段+控盘分利模式的导入，五粮液的市场秩序达到历史最好状态。**

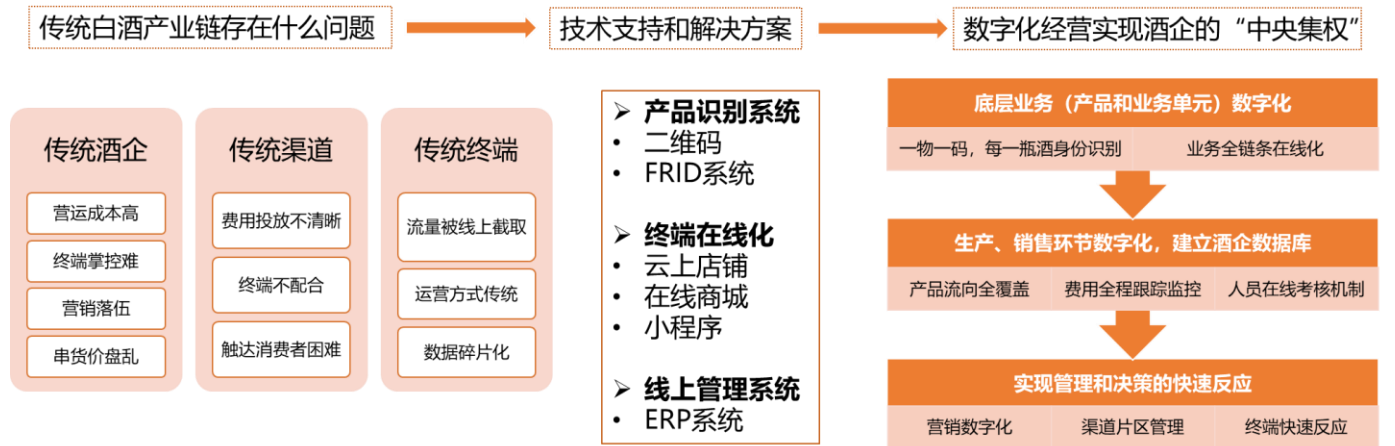
计划经济时代五粮液归属于商贸口，因此拥有各省市国营糖烟酒公司这样的核心资源，这是五粮液采取大商模式的根本因素。但成也萧何败也萧何，有利的方面在于可以借助其强大的分销体系迅速做大规模，不利的方面则在于，传统大商的市场化程度不高，精细化管控不力，难以跟上现代渠道变革的趋势。

**传统白酒产业链弊端凸显，数字化转型是大势所趋。**一直以来，相较于其他快消品行业，酒企在产品/品牌这两大竞争要素维度具有更高的壁垒，但他们往往在渠道管控、渠道创新能力的建设方面动力不足，进展滞后。传统酒企一直受制于营运成本高、终端掌控难、串货价盘乱等问题，互联网时代消费者结构和营销方式的剧变更是让酒企不知所措，能否进行数字化转型事关酒企的生死存亡。

**以底层业务数字化实现生产销售数字化。**二维码和 FRID（射频识别）技术使得对每一瓶酒进行“身份核验”成为可能，借助“一物一码”，酒企、渠道和终端的业务员通过扫码识别的方式，酒企既能够跟随产品流通的全过程，也能够掌握业务人员的操作活动；渠道和终端进行的促销活动也可以通过在线登记的方式记录费用和活动效果，实现费用的全程跟踪监控。此外，云店铺、小程序等在线销售方案帮助酒企获得私域流量，能够构建并维护属于自己的会员圈子，逐步进行精准营销推广活动。

**实现管理和决策的快速反应，有助于实现酒企的“中央集权”。**ERP 系统赋予酒企在线记录生产、销售等全环节的活动，最终目的是压缩渠道环节，实现酒企对产业链变化的快速反应，并以此制定决策。从本质上看，酒企是数据的最终拥有者和决策的制定者，在产业链上占据优势，数字化转型解决了酒企长期以来的经营痛点——终端掌控和串货等问题，使酒企能够通过数据和服务赋能渠道和终端，帮助酒企实现对全产业链的控制，有助于实现酒企的“中央集权”。

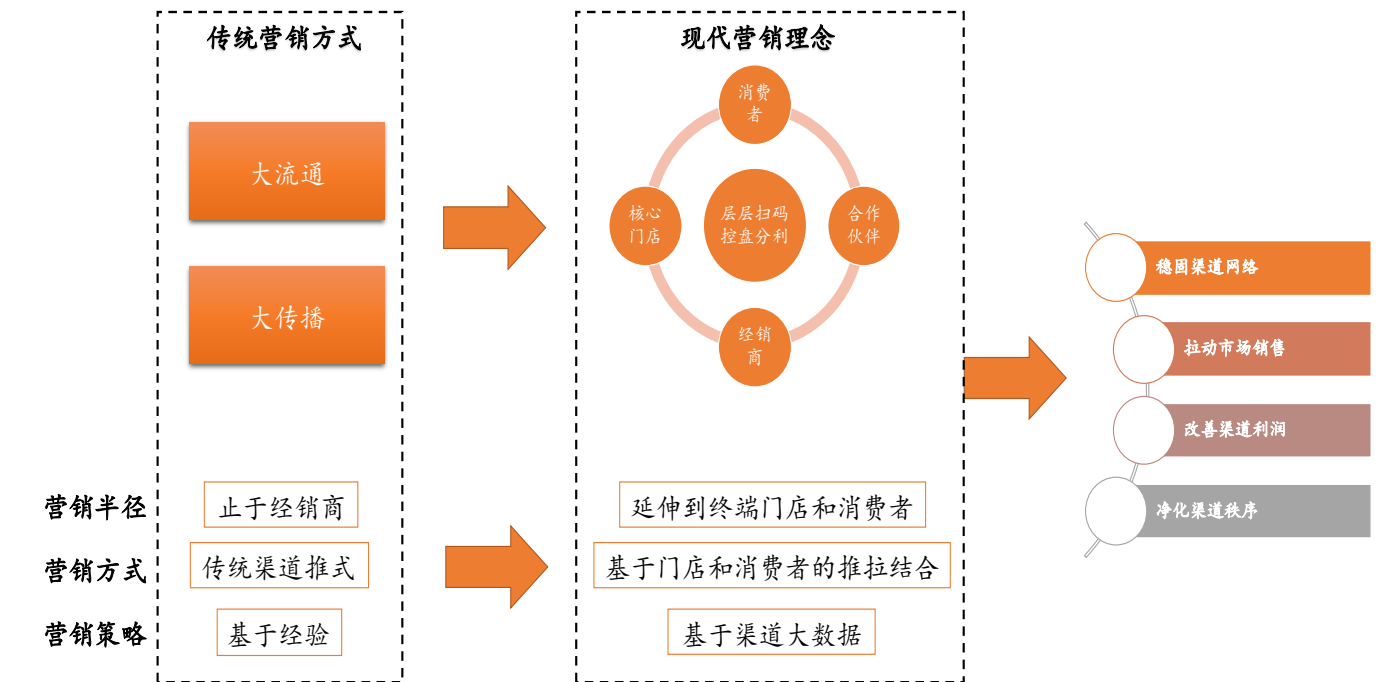
图 24：酒企数字化经营的战略意义



资料来源：光大证券研究所绘制

在此背景下，2018年五粮液与IBM建立战略合作关系，通过建设多样化前台、基于SAP C/4HANA技术的中台与后台，为2019年导入的“控盘分利”模式顺利落地提供支撑。通过数字化的改造，近5.3万家终端进入公司系统，成品酒生产、仓储、物流、终端实际动销、终端产品库存、商家打款、订单生产等重要节点的实时数据实现了实时可见。所谓控盘，指公司通过对发货量、成交价的跟踪分析来管控产品供应和价格体系；所谓分利，则是在量价平稳、渠道顺价的前提下，在厂方、经销商和终端三方之间进行利润的重新分配。

图 25：数字化手段的引入创新白酒行业营销理念



资料来源：光大证券研究所绘制

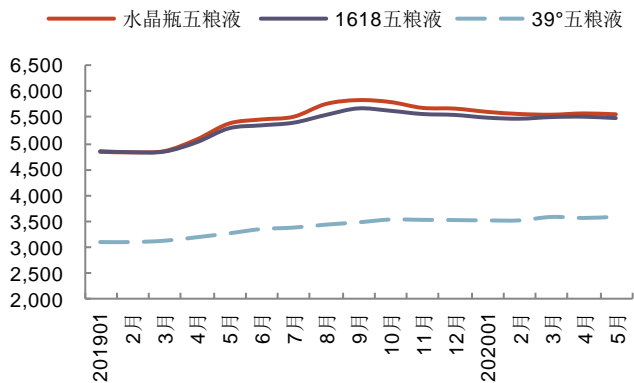
图 26：五粮液控盘分利模式下各环节增值收益来源



资料来源：光大证券研究所绘制

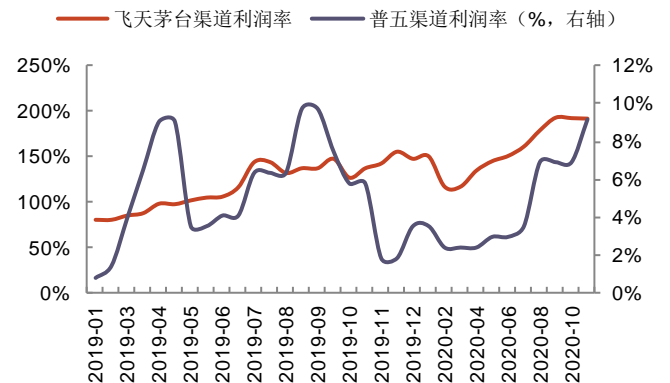
从效果来看，2019 年五粮液的市场秩序出现了前所未有的改善，与此同时，五粮液主品牌各单品价盘、以及渠道利润均出现显著改善。

图 27：2019 年以来水晶瓶普五+1618+低度价盘走势（元/件）



资料来源：中国酒类流通行业白皮书，光大证券研究所

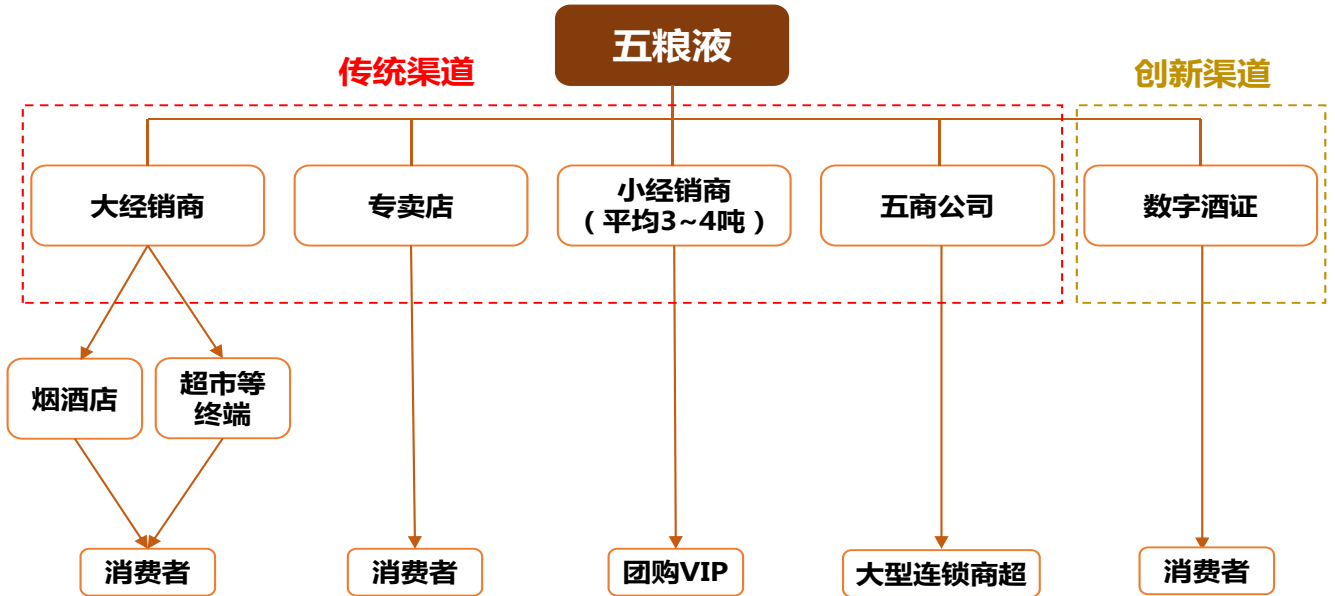
图 28：2020 年开始五粮液渠道利润持续回升



资料来源：wind，光大证券研究所 备注：截至 2020 年 12 月 31 日

**数字手段赋能渠道模式创新。**数字化手段的引入拉近了公司与消费者之间沟通的距离，支撑公司在渠道模式上进行创新。目前，五粮液的渠道已裂变为传统经销商渠道、团购直销渠道、以及创新渠道三大模式，并已形成相互独立相互促进的发展态势。

图 29：2020 年五粮液最新的渠道模式和渠道结构

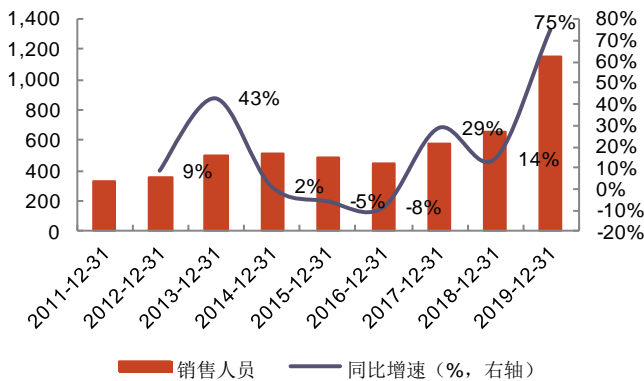


资料来源：公司公告，光大证券研究所

传统经销渠道方面，公司旨在精准施策，实现高质量增长。过去，由于缺少有效的监管和数字化的系统与终端，导致五粮液无法有效的监测货物的流向以及对于经销商的把控。现在，通过数字化的系统以及终端，五粮液可以监控每一箱酒的流向，得到准确的数据以及更好地控制经销商。截至 2019 年，公司销售人员总数增加至 1150 人，同比+75%，旨在加强核心终端维护；截至 2020 年末，五粮液旗舰店和专卖店达到 590/613 家，总数超过 1200 家，遍布全国 31 个省市。同时，渠道库存也处于 10% 以下的历史偏低水平。

另外一方面，2019 年公司主导众筹成立成都五商供应链管理有限责任公司，将有商超资源的经销商组在一起织形成类似自律联盟体。五商公司的设立旨在解决过往公司在商超渠道运营时存在的经销商资源重叠、内耗的问题，是公司优化渠道管控的又一举措。

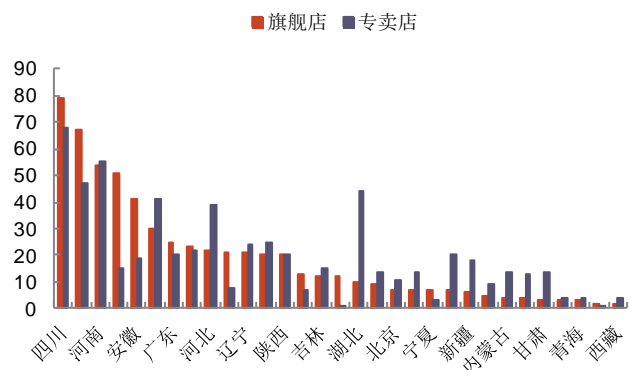
图 30：五粮液销售人员数大幅增加



资料来源：公司公告，光大证券研究所

左轴单位：人

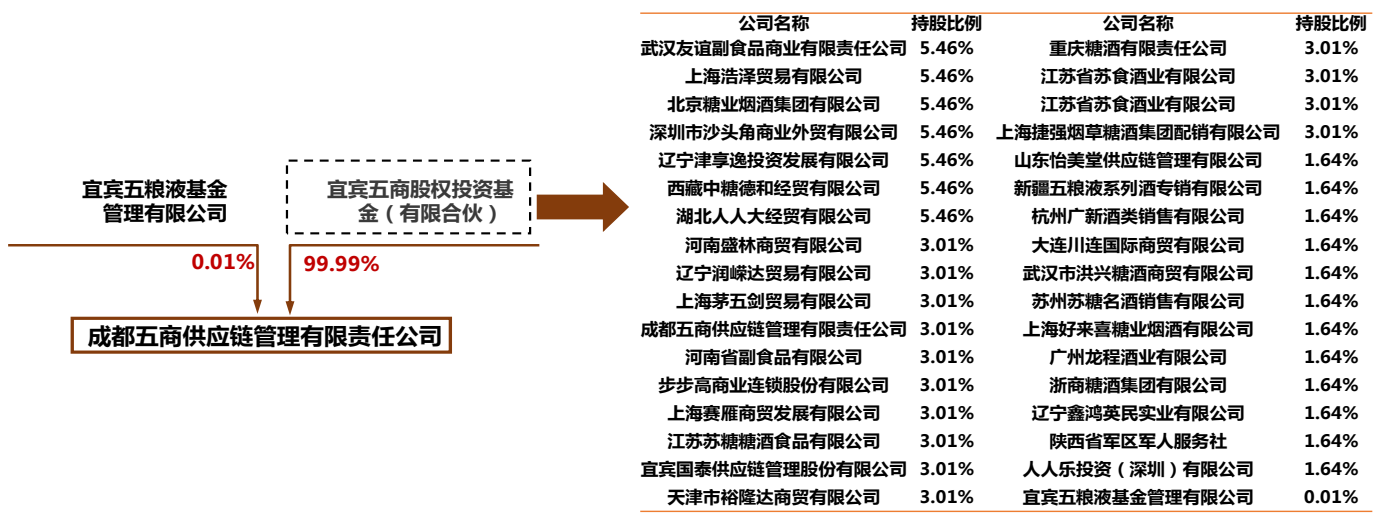
图 31：五粮液旗舰店/专卖店全国分布情况



资料来源：公司官网，光大证券研究所

单位：家

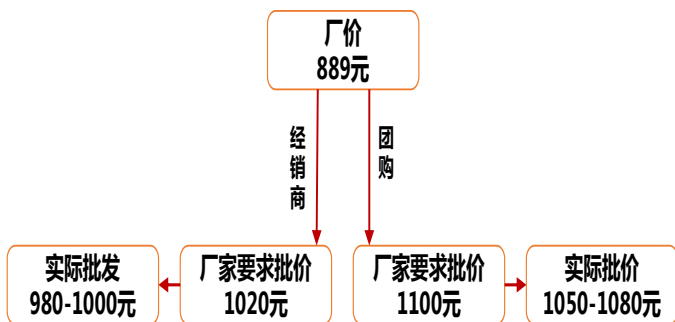
图 32: 五商公司股权结构



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 备注: 截至 2020 年 12 月 31 日

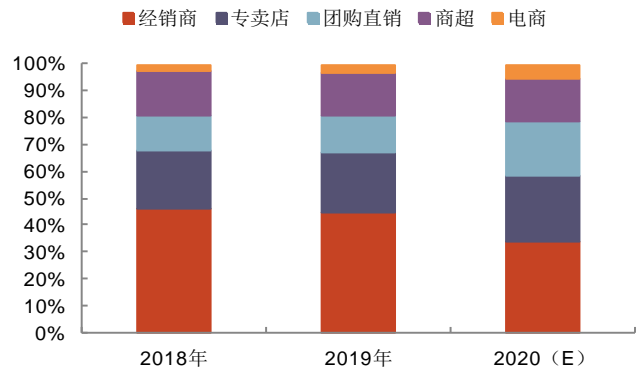
团购渠道方面, 公司旨在提供增值服务, 通过战略合作关系实现与企业客户平台化资源的共享共赢。2020 年年中, 公司正式上线新的团购体系, 团购渠道对五粮液的意义在于: (1) 升级传统渠道模式下厂商/渠道商和消费者之间简单的交易型关系, 通过服务升级获取服务溢价。(2) 结合超高端的战略单品, 满足部分消费者的个性化、定制化及收藏需求; (3) 实现平台化资源的共享和互换。公司通过专门组建的团购部, 在 21 个营销战区携手运营商共同走进超过 1000 家大型、特大型企业, 世界 500 强/中国 500 强企业覆盖率进一步提升。(4) 帮助经销商提升潜在客户的消费能级, 扩大经销商销量。在传统渠道渠道投放整体不增量的情况下<sup>6</sup>, 团购渠道有望成为 2021-2022 年销量增长的重要来源, 预计未来传统渠道: 新零售+团购的销量结构有望朝 60%:40% 的方向靠近。

图 33: 五粮液传统经销商体系与团购体系的定价模式



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 备注: 截至 2020 年 12 月 31 日

图 34: 五粮液主品牌按销量分渠道拆分 (%)

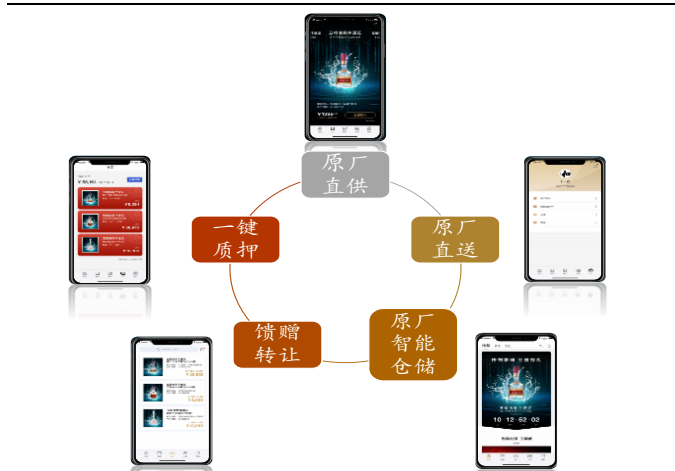


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

6 2020 年 6 月 16 日, 五粮液召开品牌营销工作视频会表示将根据渠道上精准的进销存数据, 对现有传统商家计划量进行优化调整, 主要针对经典五粮液、五粮液 1618、39 度五粮液。本次计划量优化调整, 五粮液将坚持“三不”原则: 一是调整后不增量。二是调整计划后不投放至传统渠道。三是调整后不再投入渠道政策。

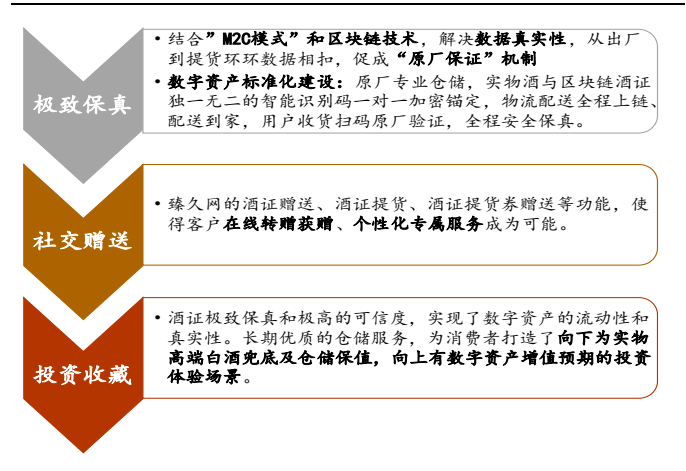
创新渠道方面，公司一改常态，为充分发掘高端白酒的时间价值做好战略铺垫。充分挖掘高端白酒的时间价值是五粮液由顶级消费品向投资品甚至奢侈品实现飞跃的必经之路。借助区块链技术在闭环内所有数据不可篡改其真实性功能，五粮液在“臻久网”创建“五粮液数字酒证”与实物酒一对一锚定，使得其具备专业仓储、一键质押、在线馈赠、便捷转让等多元服务，大幅提升五粮液高端产品的金融属性，为充分发掘其时间价值做好战略铺垫。

图 35：五粮液数字酒证



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 36：五粮液数字酒证创新亮点



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 3.3、 优化组织架构，系列酒统筹管理

品牌聚焦战略下，结构优化是必然。五粮液过去的买断+OEM 模式打碎了清晰的品牌形象，同时弱化了公司对终端市场调动的主动权。随着五粮液重回纯正性和辨识度的要求，其品牌战略也从概念性、多元化过渡到地域化和精细化。“1+3”的主品牌和“4+4”的系列酒匹配战略以及“三性一度”和“三个聚焦”原则，是公司管理下移和渠道下沉思路的体现，更是营销结构改革的初动力。2019 年五粮液提出“纵向扁平化，横向专业化”理念，由 7 个营销中心转变为 21 个营销战区，下设 60 个营销基地，构建“总部管总，战区管战”模式，同时针对系列酒成立独立品牌运营部和成长品牌运营部等职能部门，系列酒的规划改革趋于可控化和体系化。

成立系列酒新公司，注入未来发展活力。2019 年 6 月原五粮液系列酒品牌营销公司、五粮醇品牌营销公司、五粮特头曲品牌营销公司重组为五粮浓香系列酒公司，专攻五粮液系列酒营销工作，成立了 13 个职能部门，集中 15 个营销大区，以尖庄、五粮醇等自营品牌和五粮春、金六福等总经销品牌为两翼，实现年销售收入超过 100 亿元。系列酒新公司的成立，将改写过去系列酒体系分散，品牌效应大幅度落后主品牌以及营销模式固化等问题，有望实现中高端子产品的统筹管理，以有效应对未来白酒市场结构变动，赋予五粮液更多成长空间。

架构优化促进渠道的良性发展。系列酒公司的成立将有助于公司打造更加紧密的厂商合作关系。一方面，新公司成立初期，在召开动销大会的同时强化了准入和淘汰机制，品牌改革的决心赫然显现，从而提振了市场信心，进而吸引潜在优质经销商；另一方面，在数字化改革和体系化管理下，控盘分利的良性发展得以更好



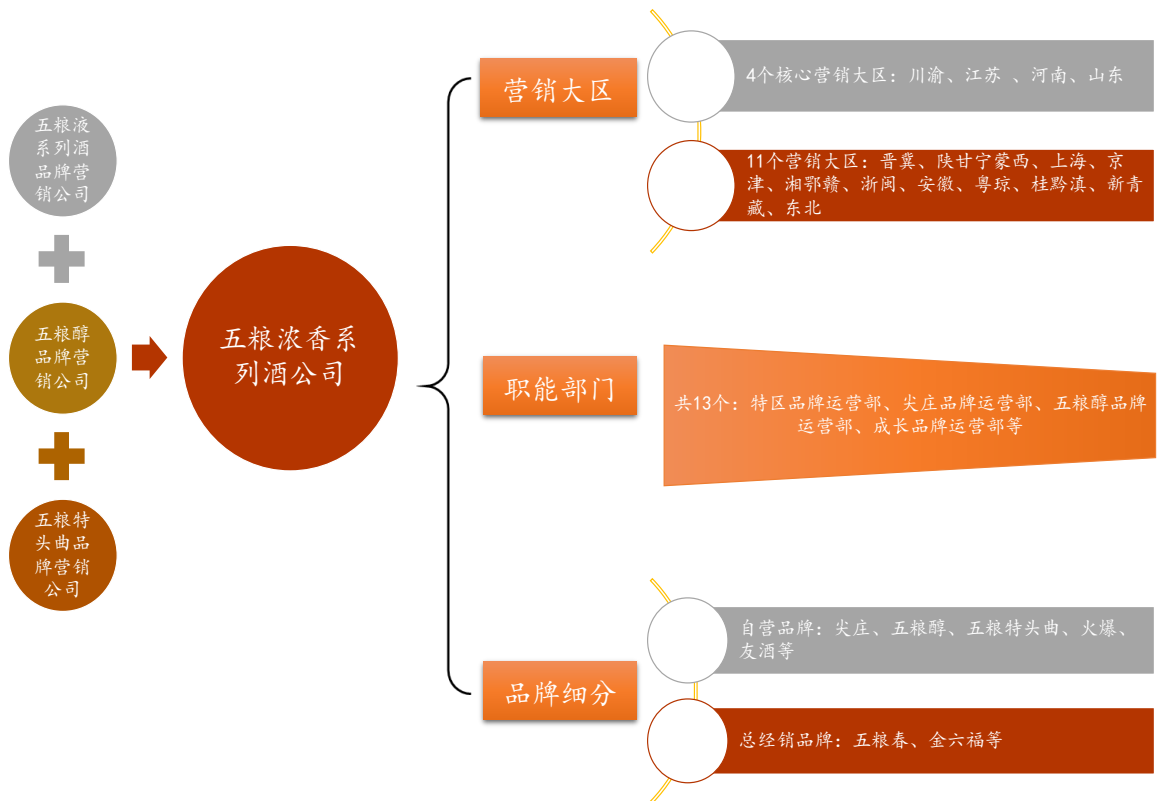
实现。2019年11月开启五粮浓香系列酒改革“第二弹”，指出要“打造系统性优势，优化价值链分配，真正形成厂商利益共同体，构建中价位第一品牌”。不到一年时间，五粮浓香系列酒完成了7万余个优质核心终端的建立。

表 4：五粮液主品牌组织架构调整

7大销售中心	21个营销战区	60个营销基地
华北	晋冀/鲁/陕/京/津	晋/冀/鲁东/鲁中/鲁西/鲁北/陕/京/津
华南	粤/闽	深圳/粤西/广州/闽
华东	苏/浙/沪/皖	苏/浙/沪/皖
华中	豫/湘/鄂赣	豫东/豫北/郑州/豫西/湘北/湘中/鄂/赣/江西
东北	黑吉蒙东/辽	黑/吉/蒙东/辽
西南	川/渝/桂黔滇	川东/川南/川北/川西/成都/渝/桂/黔/滇
西北	甘宁蒙西/新青藏	甘/宁/蒙西/新/青/藏

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 37：五粮液浓香系列酒组织架构



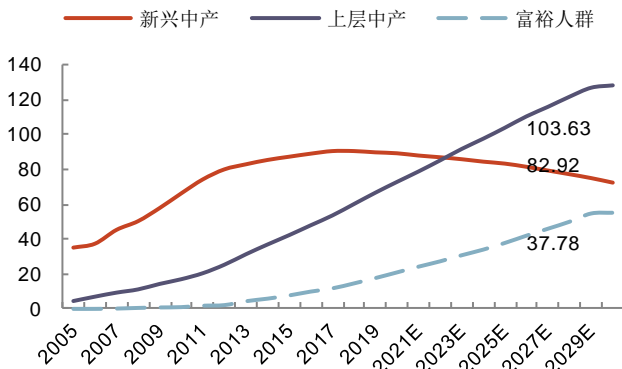
资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 4、风物长宜放眼量，价值回归正当时

### 4.1、需求端具备可持续性

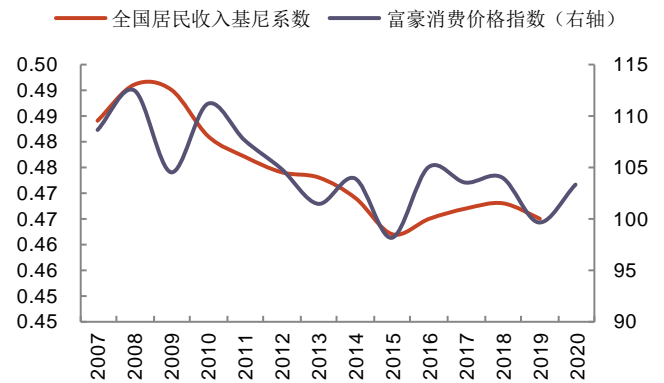
我们认为驱动高端白酒需求增长的动力主要来自于高净值人群扩容、收入分化以及不断被挖掘的金融属性。(1) 白酒消费结构由政务消费转向商务/个人消费之后，不断扩大的高净值人群是需求扩容的坚实基础；(2) 收入的分化刺激高端消费的增长。高端消费的消费者效用函数不仅仅取决于自身的偏好和产品的质量，也取决于消费者希望通过高端消费来彰显高收入的行为特征。收入不平等，而不单纯是收入水平的提高，会增加人们对奢侈品的需求。由于攀比效应的增加，此时不但高收入人群会增加高端消费，低收入人群也会增加高端消费，即使他们无法负担这种消费。(3) 依托高端白酒供给相对稀缺、易存储、能社交的特性，酒企有意无意赋予其金融属性，金融属性的导入使得高端白酒在需求端的“凡勃仑效应”表现明显。

图 38：中国高净值家庭数量（百万）变化趋势



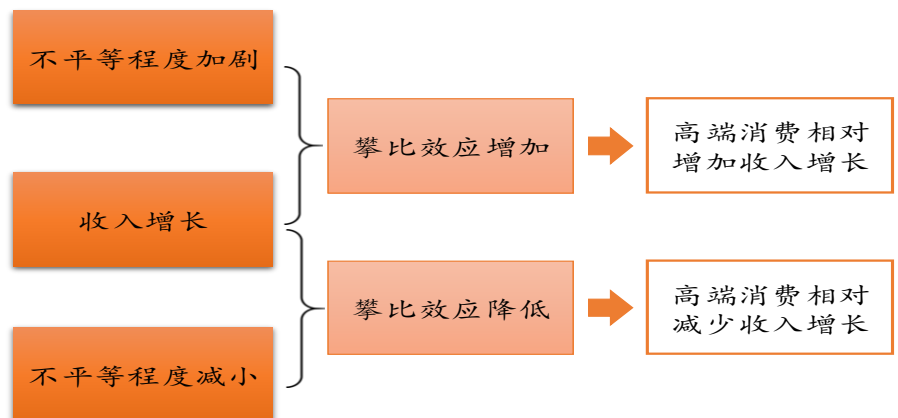
资料来源：BCG 预测，阿里研究院，光大证券研究所整理 注：新兴中产：每月可支配收入 5000-8000 元；上层中产：每月可支配收入 12000-22000 元；富裕人群：每月可支配收入 22000 元及以上

图 39：全国居民收入基尼系数和富豪价格指数



资料来源：wind，光大证券研究所

图 40：不平等程度加剧增加高端消费的途径



资料来源：光大证券研究所绘制

不考虑物价因素，仅考虑高净值人群的扩容，估算 2019-2025 年高端白酒年需求量复合增速约为 9%。剖析上述三大驱动要素，收入分化和金融属性在某种程度上取决于酒企量价策略的运作水平，属于因变量。但是，高净值人群的扩容则具有自变量属性，我们可以尝试通过测算高净值人群人均高端白酒消费量来预测未来 5 年高端白酒消费量的增长趋势。（1）根据 2019 年销量数据，茅五泸+青花郎合计销量约为 7<sup>7</sup>万吨，BCG 估算 2019 年中国上层中产（月可支配收入 1.2 至 2.2 万元）/富裕人群（月可支配收入 2.2 万元以上）的家庭数为 6630/1776 万户，假设上述家庭均有高端白酒的消费意愿，计算平均每户每年购买 2 瓶。（2）根据 BCG 预测，2025 年，中国上层中产/富裕人群的家庭数合计达到 1.41 亿户，不考虑单个家庭年消费需求的扩大，反推估算 2025 年中国高端白酒的潜在需求为 11.8 万吨，较 2019 年已实现销量的复合增速为 9%。考虑上层中产/富裕人群家庭数量在 2019-2025 年的增幅分别为 56%/113%，若假设仅有富裕人群作为高端白酒的最终消费群体，2019-2025 年高端白酒潜在需求量的复合增速有望达到 13%。

表 5：2019-2025E 高端白酒销量复合增速预计达到 9%

年份	高端酒合计销量（万吨）	中产家庭（百万户）			上层中产/富裕人群家庭高端酒平均购买量（瓶/户/年）		
		上层中产	富裕人群	上层中产+富裕人群合计	上层中产	富裕人群	上层中产+富裕人群加总的平均消费
2019 年	7.01	66.30	17.76	84.06	2.2	8.4	1.8
2025 年 E	11.8	103.63	37.78	141.42	2.3	8.4	1.8

资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算；

注：在上层中产/富裕人群家庭高端酒平均购买量测算中，我们假设高端酒销量仅由对应人群的消费带动，且假设 2025 年上层中产/富裕人群的户均消费量与 2019 年持平。

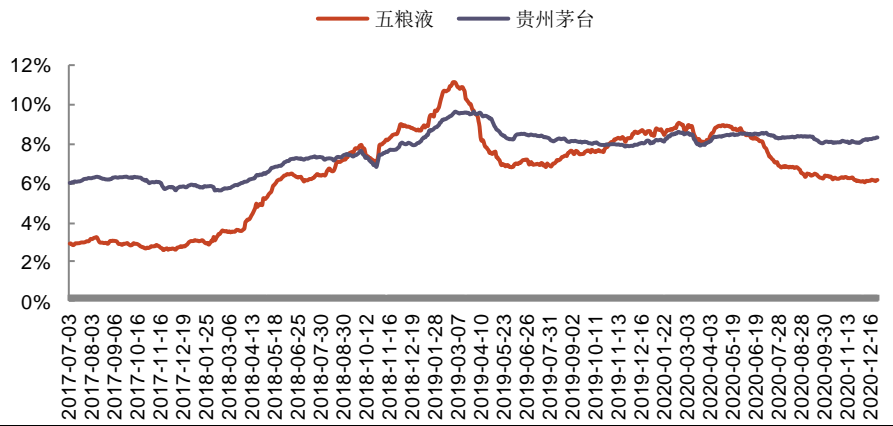
## 4.2、 盈利正改善，估值有支撑

奢侈品估值整体水涨船高。随着外资对国内资产配置力度的逐步提升，必须引入国际比较的视野来看待中国高端白酒的估值体系。2020 年，茅台/五粮液的市盈率估值创下除 2007 年最高水平。与此同时，LVMH/爱马仕/克里斯汀迪奥的市盈率估值在 2020 年末分别摸高至 62/83/45 倍，其中 LVMH/克里斯汀迪奥的估值同样达到过去 30 年以来的历史最高水平，我们认为奢侈品估值整体水涨船高与国内外充裕的流动性环境密切相关。展望 2021 年，根据彭博的一致盈利预测，贵州茅台/LVMH/五粮液/爱马仕/克里斯汀迪奥/瑞士历峰集团 2021 年动态市盈率估值分别为 44/36/45/58/29/61<sup>8</sup>倍，国内外对于大市值的奢侈品公司依然愿意赋予较高的估值溢价。

<sup>7</sup> 茅台酒/五粮液/泸州老窖/青花郎高端产品 2019 年销量分别为 3.46/2.5/0.8/0.25 万吨

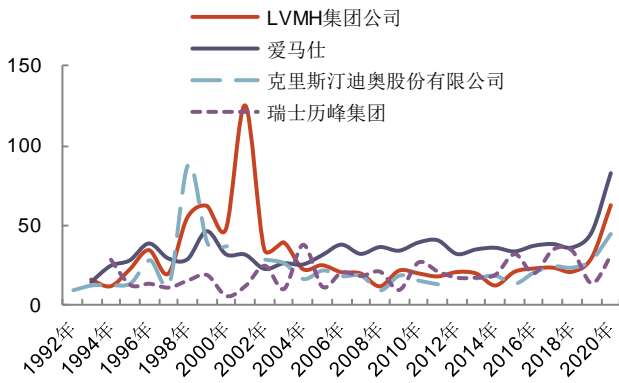
<sup>8</sup> 瑞士历峰集团 2022 年动态估值 31 倍，贵州茅台/LVMH/五粮液/爱马仕/克里斯汀迪奥/瑞士历峰集团截至 2020 年 12 月 30 日的市值为 3722.34/3187.14/1707.02/1148.25/1002.26/521.63 亿美元

图 41: 贵州茅台/五粮液与陆股通持股比例 (%)



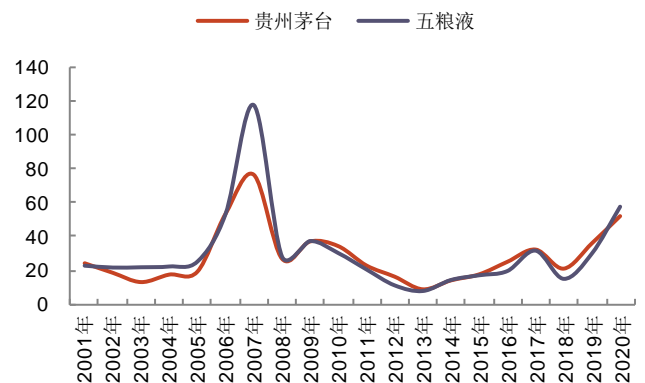
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理 备注: 截至 2020 年 12 月 31 日

图 42: 国际奢侈品公司历年估值表现 (PE-TTM, 倍)



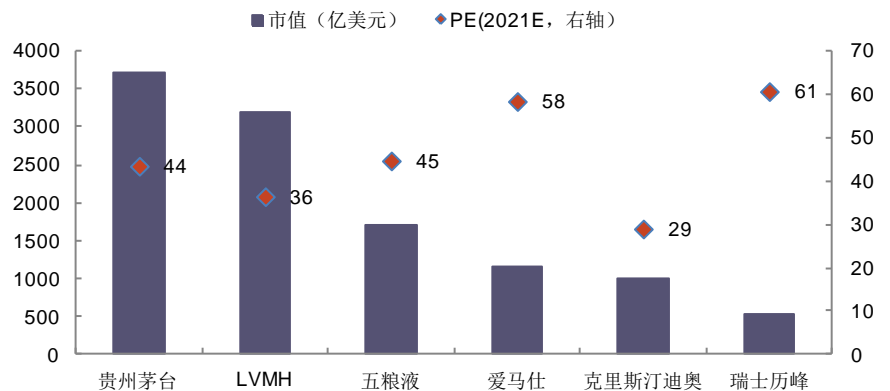
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 43: 五粮液/茅台历年估值表现 (PE-TTM, 倍)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 44: 贵州茅台/五粮液与国际奢侈品公司市值及 2021 年一致盈利预测估值比较

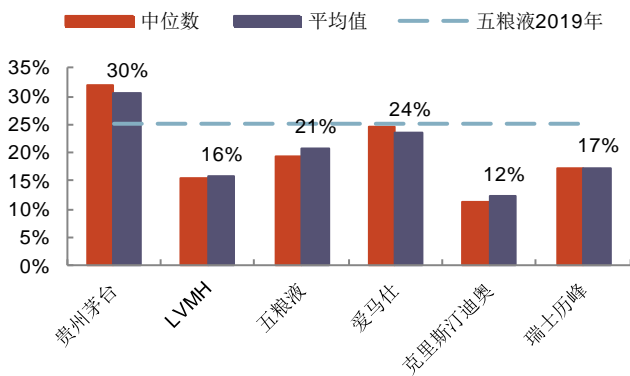


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

随着五粮液品牌价值的持续恢复，持续推升的盈利能力有望支撑五粮液当前的估值水平。中国高端白酒在财务层面的优异表现是支撑其估值水平的重要因素。

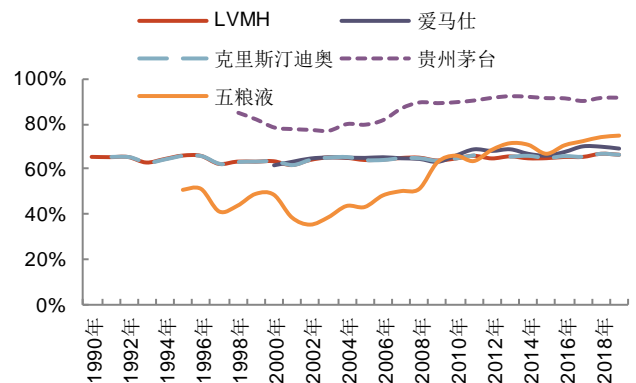
(1) 以公司上市以来所有会计年度的 ROE 数据表现来看，茅台/五粮液 ROE 平均值为 30%/21%，LVMH/爱马仕/克里斯汀迪奥/瑞士历峰的均值为 16%/24%/12%/17%。(2) 以毛利率的角度来看，LVMH/爱马仕/克里斯汀迪奥毛利率长期稳定在 65%，与中国高端白酒的毛利率水平相比差距明显。(3) 从成长能力的角度看，2016-2019 年，贵州茅台/五粮液的营收 CAGR 分别为 29%/25%，同期 LVMH/爱马仕/克里斯汀迪奥/瑞士历峰的营收 CAGR 分别为 13%/10%/10%/10%。贵州茅台/五粮液 2016-2019 年净利润 CAGR 分别为 33%/35%，同期 LVMH/爱马仕/克里斯汀迪奥/瑞士历峰的净利润 CAGR 分别为 21%/12%/18%/9%。在“向核心品牌、向自营品牌、向中高价位品牌聚焦”的战略导向下，2019 年五粮液毛利率/ROE 分别上升至 74%/25%。我们认为随着五粮液品牌价值的持续恢复，持续推升的盈利能力有望支撑五粮液当前的估值水平。

图 45: 国际奢侈品公司 1990 年以来 (或上市后) 所有会计年度 ROE (%)



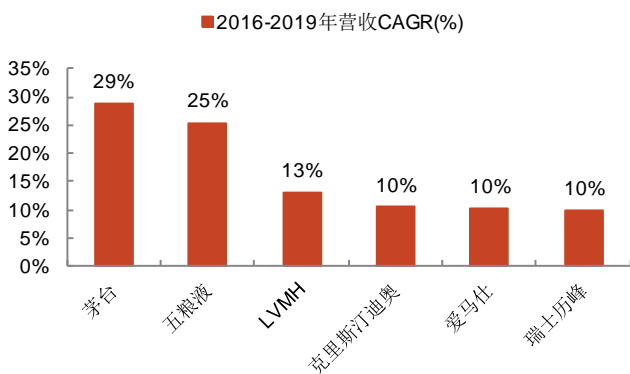
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理 备注: 统计时间为 1990 年-2019 年

图 46: 国际奢侈品公司 1990 年以来 (或上市后) 所有会计年度毛利率 (%)



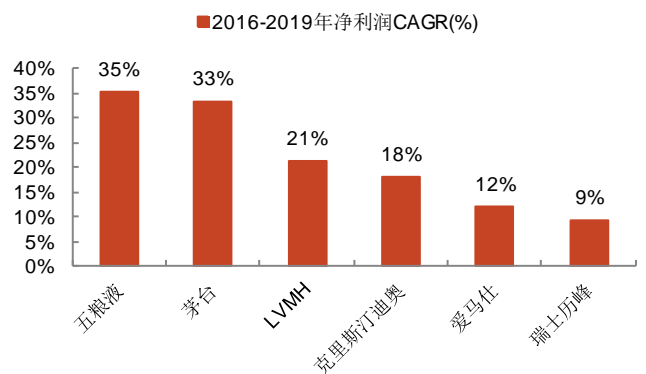
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理 备注: 截至 2019 年 12 月 31 日

图 47: 国际奢侈品公司 2016-2019 年营收 CAGR (%)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 48: 国际奢侈品公司 2016-2019 年净利润 CAGR (%)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

## 5、估值分析与投资评级

### 5.1.1、盈利预测

我们认为五粮液通过 2017 年以来在公司治理、组织架构、产能布局、产品聚焦、品牌拉升、渠道管控、营销落地等方面的深刻变革，不仅具备能够承接茅台无法满足的市场需求，同时也能够通过不断改进的渠道管控能力严控批价红线、熨平需求波动，从而实现品牌价值的复兴。我们维持公司 2020-22 年营收预测为 567.20/657.53/752.07 亿元；维持净利润预测为 203.29/244.00/285.89 亿元。

### 5.1.2、相对估值

**五粮液相对估值比较。**（1）A 股白酒公司，按市场一致盈利预测计算的 2020/2021/2022 年 PE 均值和中位数分别为 67x/52x/43x、67x/49x/41x。（2）贵州茅台作为高端白酒标杆，按市场一致盈利预测计算的 2020/2021/2022 年 PE 为 57x/48x/41x。（3）A 股白酒市值过千亿的公司，按市场一致盈利预测计算的 2020/2021/2022 年 PE 均值和中位数分别为 73x/59x/49x、61x/51x/43x。根据我们测算，五粮液 2020/2021/2022 年 EPS 为 5.24/6.29/7.37 元，当前股价对应 PE 分别为 63x/52x/45x。综合考虑五粮液在高端白酒市场的竞争优势、未来的增长动能以及消费品龙头公司的估值溢价，我们认为五粮液当前的估值水平与公司地位匹配。

表 6：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)					PE (X)				
				2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	26,380.15	2,100.00	28.02	32.80	36.81	43.69	51.15	75	64	57	48	41
002304.SZ	洋河股份	3,866.93	256.60	5.39	4.90	5.04	5.77	6.57	48	52	51	45	39
000568.SZ	泸州老窖	3,842.05	262.30	2.38	3.17	3.94	4.79	5.71	110	83	67	55	46
600809.SH	山西汾酒	3,442.54	395.00	1.69	2.23	3.20	4.12	5.19	233	177	123	96	76
000596.SZ	古井贡酒	1,212.77	285.50	3.37	4.17	4.20	5.32	6.42	85	68	68	54	44
603369.SH	今世缘	833.99	66.48	0.92	1.16	1.25	1.56	1.93	72	57	53	43	34
000860.SZ	顺鑫农业	548.54	73.95	1.30	1.09	1.10	1.50	1.90	57	68	67	49	39
000799.SZ	酒鬼酒	578.18	177.94	0.69	0.92	1.39	1.96	2.59	260	193	128	91	69
603589.SH	口子窖	447.78	74.63	2.55	2.87	2.36	2.83	3.31	29	26	32	26	23
600779.SH	水井坊	487.46	99.80	1.19	1.69	1.44	1.89	2.30	84	59	70	53	43
600702.SH	ST 舍得	293.15	87.20	1.02	1.52	1.56	1.94	2.35	85	57	56	45	37
600559.SH	老白干酒	312.97	34.88	0.54	0.45	0.38	0.49	0.58	65	78	92	71	61
603198.SH	迎驾贡酒	311.20	38.90	0.97	1.16	1.16	1.50	1.82	40	34	34	26	21
603919.SH	金徽酒	207.72	40.95	0.71	0.71	0.58	0.71	0.87	58	58	71	58	47
600197.SH	伊力特	140.78	30.10	0.97	1.02	0.72	1.13	1.41	31	29	42	27	21
市值过千亿公司平均值										89	73	59	49
市值过千亿公司中位值										66	62	51	43
平均值										74	67	52	43
中位数										59	67	49	41
000858.SZ	五粮液	12,743.32	328.30	3.45	4.48	5.24	6.29	7.37	95	73	63	52	45

资料来源：WIND，其中五粮液盈利预测数据为光大证券研究所预测，其余可比公司数据来自于 Wind 一致预期；股价截至 2021-01-06



### 5.1.3、绝对估值

- 1、长期增长率：由于五粮液已进入稳定增长阶段，故假设长期增长率为 2.5%；
- 2、β值选取：采用申万二级行业分类-白酒的行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 24.0%。

表 7：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.50%
无风险利率 Rf	3.17%
β(βlevered)	0.69
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.16%
税率	24.00%
Kd	0.00%
Ve	1251489.97
Vd	0.00
目标资本结构	0.00%
WACC	6.16%

资料来源：光大证券研究所预测

表 8：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	72744.70	5.56%
第二阶段	240545.39	18.38%
第三阶段 (终值)	995442.25	76.06%
企业价值 AEV	1308569.38	100.00%
加：非经营性净资产价值	6141.27	0.47%
减：少数股东权益 (市值)	3550.36	-0.27%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	1311160.29	100.20%
股本 (百万股)	3881.61	
每股价值 (元)	337.79	
PE (隐含)	64.50	
PE (动态)	61.10	

资料来源：光大证券研究所预测

表 9：敏感性分析表

WACC	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
5.16%	371.55	418.21	482.42	576.39	727.06
5.66%	320.57	354.21	398.49	459.45	548.65
6.16%	280.77	305.85	337.79	379.84	437.71
6.66%	248.90	268.09	291.91	322.24	362.17
7.16%	222.83	237.84	256.08	278.71	307.52

资料来源：光大证券研究所预测

表 10: 各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	337.79	222.83	—	727.06	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	336.84	221.88	—	726.10	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所预测

综上,我们采用 FCFF/APV 两种估值方法测算得到五粮液的每股价值为 337.79 元/336.84 元。

#### 5.1.4、估值结论与投资评级

**天时地利人和均已具备，五粮液品牌价值亟待回归。**我们认为五粮液通过 2017 年以来在公司治理、组织架构、产能布局、产品聚焦、品牌拉升、渠道管控、营销落地等方面的深刻变革，不仅具备能够承接茅台无法满足的市场需求，同时也能够通过不断改进的渠道管控能力严控批价红线、熨平需求波动，从而实现品牌价值的复兴。

**投资建议。**考虑：（1）产品结构拔高；（2）团购渠道积极推进；（3）终端批价稳步上行；（4）渠道利润持续恢复，公司收入端具备量价起升的能力。综合相对估值和绝对估值，我们认为公司的内在价值处于 336.84-337.79 元区间。维持公司 2020-22 年营收预测为 567.20/657.53/752.07 亿元；维持净利润预测为 203.29/244.00/285.89 亿元；EPS 预测为 5.24/6.29/7.37 元，当前股价对应 20-22 年 PE 为 63/52/45 倍，维持“买入”评级。

## 6、 风险分析

**经营风险。**宏观经济如果经济总需求下行，影响人均收入和消费意愿，公司收入增长或将放缓。

**市场风险。**高端白酒具备一定金融属性，若价格过热或流动性显著收缩，可能存在价格大幅波动的风险。

**其他风险。**如果食品安全问题出现，不仅相关公司生产经营或将受到冲击，同时亦有可能产生负面溢出效应波及至行业层面。

## 7、 附录

附表 11：五粮液品牌战略和产品体系演变历史

年份	品牌战略	产品策略
1998 年	OEM 品牌买断模式	推出新产品如“金六福、浏阳河、老作坊”
2000 年		“金六福、浏阳河、五粮春、老作坊、京酒”等新品牌，成为“五粮家族”中的新主力和效益增长源，
2001 年		2001 年末，已达 62 个品牌二百余种规格，对这些品牌进行了分类管理(如国际性品牌、全国性品牌和区域性品牌)。 (1) 五粮春、金六福、浏阳河、京酒、老作坊五大重点支持品牌 (2) 五粮神、天地春、蜀粮醇、金火爆等公司十大重点扶持品牌； (3) 对金龙四海春、海浪四海春、逍遥醉、三杯爽、留君醉、圣酒等近十个销售不力的品牌进行了清理
2002 年	重点拓展中高价位产品，将品牌开发改革为名牌开发。实施名牌战略发展思路，推进名牌工程，打造名牌产品	原则上不再开发新品牌，对现有总经销品牌按照 ABC 法分类管理，即重点支持品牌、重点扶持品牌、整改品牌和清理淘汰品牌等四类。
2003 年	“1+9+8”工程 (即 1 个世界性品牌，9 个全国性品牌，8 个区域性品牌)	实现了“五粮液”酒新老包装替换，全面提升了“五粮液”酒的品牌形象。 “1”：指普通五粮液 “9”：指 9 个全国性品牌：五粮春、五粮醇、五粮神、金六福、浏阳河、百年老店、尖庄、火爆、干一杯 “8”：指 8 个面向各大区域的区域性品牌：江南古坊（华东）、老广东（华南）、蜀粮醇（西南）、华北醇（华北）、龙晶玉液（中原）、两湖春（两湖）、亚克西（西北）、玉酒（东北）
2004 年		减少低价位酒的产销量，提高中高价位酒的产销。
2005 年		1、推进“1+9+8”品牌战略，在 70 余个品牌中打造出 18 个重点品牌来承载 45 万吨左右（商品酒）的销售规模。； 2、精心运作五粮液品牌，第一次提出了“五粮液新型品牌运营商”的概念和标准，关注五粮液主品牌的产品开发改进，新设计推出的五粮液老酒和一马当先（彩马）五粮液、人民大会堂国宴五粮液、年份酒等高价位产品； 3、在总经销品牌的运作上，提高“五粮春”、“金六福”、“浏阳河”、三大重点品牌的市场占有率。积极支持总经销品牌的包装改进换代和新品牌的开发设计，比如新开发了王者风范、丝路花雨等畅销品牌，并淘汰无市场潜力或市场开拓不力的品牌。 4、在自销品牌的运作上，有针对性地制定品牌打造方案，“五粮醇”销售额同比增长近 40%。公司已形成了 70 余个品牌，千余种规格的系列酒产品
2006 年		1、逐渐减少、消灭低价位产品的生产、销售，逐渐提高中、高价位品牌生产。“五粮液”的珍藏型、精品型、豪华型、饮用型四个层面产品中，今年侧重加强了五粮液珍藏型、精品型、豪华型的营销； 2、68 度五粮液、五粮液年份酒、60 度金奖五粮液、45 度五粮液、vip 专供酒和五粮液金玉满堂上市，实现了“五粮液”高端市场的整体扩容
2007 年	1、提高中高价位酒销量，大幅度压缩低价位酒产品销量；对低价位品牌产品实行限量提价，重点做好五粮液高端产品的市场营销工作，着力运作中高价位系列产品的推广。 2、继续加大珍品、精品、豪华五粮液高端产品的支持力度与推广力度，根据消费者的个性化需求，进一步细分、微分市场，新设计开发国宝五粮液、人民大会堂国宴五粮液。 3、“五粮春”品牌价值达 43.28 亿元，“五粮醇”品牌价值达 37.16 亿元。	
2008 年	1、实施产品结构调整，效益优先，压缩低价位酒产品销量，重点抓好高端产品市场营销工作，尤其加强五粮液老酒和 1618 两个战略单品的打造力度，五粮春、五粮醇、圣酒、老作坊等销量稳中有升； 2、公司加大对党、政、军、社会团体及企事业单位集团的团购建设。与有资源、有网络的运营商通力合作，做好团购酒和定制专用酒。先后开发近百款五粮液及系列专供酒。	
2009 年	重点打造高中价位产品，做强做大主品牌。	
2010 年	重点打造高中价位产品，做强做大主品牌。	
2011 年	品牌战略空白期	做精做强高端品牌与产品，做活做大中价位品牌与产品，做实做稳低端品牌与产品。
2012 年		2013 年的经营规划，提及：中高价位产品与高价位产品的销售并重，着力打造区域和中高价位品牌，提高销售量，同时扩大中低价位产品市场份额。
2013 年		1、巩固五粮液品牌形象，布局全价位产品线，聚焦民生价值取向，产品研发多元创新；在应对行业调整的变革中，公司进一步完善品牌建设，公司率先出击、研发推出绵柔尖庄、五粮特曲、五粮头曲、五粮液低度系列等新品，完成了全国市场全价位产品线的布局。

		2、2014年规划：积极拓展全价位全产品线系列品牌市场，做强龙头产品、做大腰部产品、做实低价位产品
2014年	持续推进落实“1+5+N”品牌战略，即打造1个世界级品牌，5个全国性品牌，N个区域性品牌。	布局全价位产品线，在保持高端核心品牌优势的同时，持续推出中低价位新产品新品牌，大举进军大众消费市场。
2015年	“1”：高端产品普五和1618 “5”：5个中低档产品——五粮春、五粮醇、头特曲、尖庄、六和液 “N”：其他区域性代表品牌	1、根据生产工艺公司开发了畅销市场的高中低价位系列酒产品，延伸了产品线； 2、2016年规划：继续优化品牌结构，加强品牌建设，同时继续强化公司全价位、全产品线品牌的打造和宣传。
2016年	“五粮液品牌：1+3+5”组合 1：以新品五粮液为核心， 3：交杯牌五粮液、五粮液1618、五粮液低度系列为战略品牌， 5：五个个性化品牌为补充，即五粮春、五粮醇、头特曲、尖庄、六和液  系列酒“5+N”品牌群：	2017年规划：拉高品牌金字塔，以品牌引领公司酒业整体发展。坚持贯彻“做精做细高端产品、做强做大腰部产品、做实做稳低价产品”的营销策略
2017年	对主品牌“五粮液”产品进行优化，构建更加清晰的“1+3”产品体系。	“向核心品牌、向自营品牌、向中高价位品牌聚焦”的原则和“做强自营品牌、做大区域品牌、做优总经销品牌”
2018年	确立了围绕52度水晶瓶五粮液打造高端化、国际化、时尚化三个维度的五粮液品牌战略。	1、五粮液主品牌“1+3”产品体系进一步确立和完善。公司对“普五”精益求精的包装升级按计划推进；开发了高端窖池系列产品，重塑高端白酒价值体系。 2、系列酒品牌“三聚焦”原则加速落地，品牌清理有序推进。系列酒按照“向中高价位产品聚焦、向自营品牌聚焦、向优势品牌聚焦”的原则，加快完善“从次高端到中端到低端”的系列酒重点品牌构建。 3、2019年规划：围绕“三性一度”（即：确保五粮液的纯正性、一致性、等级性，提高品牌的辨识度），不断优化产品结构，着力打造“1+3”“4+4”品牌战略体系
2019年	实施系列酒品牌“4+4”产品策略。  4：五粮春、五粮醇、五粮头特曲、尖庄4个全国性大单品  4：五粮人家、百家宴、友酒、火爆4个区域性的单品	1、五粮液产品体系持续优化。围绕“三性一度”的总方针，在继承和延续经典的基础上，对品质、包装、防伪进行了三重升级，推出第八代经典五粮液；依托明清老窖池优势，推出重新定义的超高端产品—501五粮液；打造以缘定晶生为代表的年轻时尚五粮液新零售模式，高标准策划低度五粮液的独立市场体系，打开更大的营销局面。按照全球化战略规划，与保乐力加等国际名酒企业签订战略合作协议，启动国际版五粮液的研发工作  2、系列酒品牌矩阵重塑持续推进。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。制定并发布全新的品牌宪法《五粮液品牌产品开发及清退管理标准》，进一步规范营销渠道，对严重透支五粮液品牌价值的42个品牌129款高仿产品进行了清退和下架处理。3、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、价格带衔接有序

资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,030	50,118	56,720	65,753	75,207
营业成本	10,487	12,802	14,092	15,568	17,219
折旧和摊销	500	438	456	541	594
税金及附加	5,908	6,984	7,827	8,942	10,153
销售费用	3,778	4,986	5,729	6,444	7,220
管理费用	2,340	2,655	2,949	3,353	3,760
研发费用	84	126	143	166	190
财务费用	-1,085	-1,431	-1,400	-1,600	-1,700
投资收益	101	93	100	100	100
营业利润	18,718	24,246	27,709	33,181	38,695
利润总额	18,607	24,106	27,579	33,031	38,565
所得税	4,568	5,878	6,619	7,927	9,256
净利润	14,039	18,228	20,960	25,103	29,309
少数股东损益	654	826	631	704	720
归属母公司净利润	13,384	17,402	20,329	24,400	28,589
EPS(按最新股本计)	3.45	4.48	5.24	6.29	7.37

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12,317	23,112	20,170	25,412	30,798
净利润	13,384	17,402	20,329	24,400	28,589
折旧摊销	500	438	456	541	594
净营运资金增加	14,027	7,521	9,187	9,820	9,122
其他	-15,594	-2,249	-9,803	-9,349	-7,508
投资活动产生现金流	-332	-1,616	-2,058	-1,525	-1,500
净资本支出	-376	-1,607	-2,100	-1,550	-1,550
长期投资变化	919	1,022	0	0	0
其他资产变化	-875	-1,032	42	25	50
融资活动现金流	-3,618	-7,252	-7,040	-8,671	-10,852
股本变化	86	0	0	0	0
债务净变化	0	0	100	0	0
无息负债变化	4,727	9,326	303	4,609	5,886
净现金流	8,368	14,244	11,072	15,216	18,446

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	73.8%	74.5%	75.2%	76.3%	77.1%
EBITDA 率	45.2%	46.3%	46.8%	48.7%	49.8%
EBIT 率	43.8%	45.3%	46.0%	47.9%	49.1%
税前净利润率	46.5%	48.1%	48.6%	50.2%	51.3%
归母净利润率	33.4%	34.7%	35.8%	37.1%	38.0%
ROA	16.3%	17.1%	17.6%	18.1%	18.2%
ROE (摊薄)	21.1%	23.4%	23.6%	24.3%	24.6%
经营性 ROIC	20.3%	23.1%	23.6%	25.2%	26.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	24%	28%	26%	25%	26%
流动比率	3.77	3.22	3.58	3.63	3.64
速动比率	3.20	2.76	3.09	3.17	3.21
归母权益/有息债务	-	-	860.81	1002.10	1162.47
有形资产/有息债务	-	-	1186.56	1380.54	1606.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	86,094	106,397	119,220	138,663	161,306
货币资金	48,960	63,239	74,311	89,528	107,974
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	127	134	142	151	158
应收票据	16,135	14,643	15,882	17,753	19,554
其他应收款 (合计)	872	1,249	0	0	0
存货	11,795	13,680	14,796	16,035	17,391
其他流动资产	-	3,450	3,450	3,450	3,450
流动资产合计	78,110	96,627	108,945	127,299	148,935
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	919	1,022	1,022	1,022	1,022
固定资产	5,261	6,108	7,515	7,703	7,999
在建工程	350	811	758	1,244	1,720
无形资产	413	410	501	540	579
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	51	165	165	165	165
非流动资产合计	7,984	9,770	10,275	11,363	12,371
总负债	20,975	30,301	30,704	35,313	41,199
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,152	3,258	3,523	3,892	4,305
应付票据	414	419	0	0	0
预收账款	6,707	12,531	12,531	13,808	17,298
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	20,708	30,035	30,435	35,044	40,931
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	267	266	266	266	266
非流动负债合计	267	266	268	268	268
股东权益	65,119	76,096	88,517	103,350	120,107
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
公积金	15,803	18,775	18,775	18,775	18,775
未分配利润	43,803	51,634	63,424	77,553	93,591
归属母公司权益	63,487	74,291	86,081	100,210	116,247
少数股东权益	1,632	1,805	2,436	3,140	3,860

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	9.44%	9.95%	10.10%	9.80%	9.60%
管理费用率	5.85%	5.30%	5.20%	5.10%	5.00%
财务费用率	-2.71%	-2.85%	-2.47%	-2.43%	-2.26%
研发费用率	0.21%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
所得税率	25%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	1.70	2.20	2.65	3.23	3.78
每股经营现金流	3.17	5.95	5.20	6.55	7.93
每股净资产	16.36	19.14	22.18	25.82	29.95
每股销售收入	10.31	12.91	14.61	16.94	19.38

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	95	73	63	52	45
PB	20.1	17.2	14.8	12.7	11.0
EV/EBITDA	71	55	48	40	34
股息率	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳