

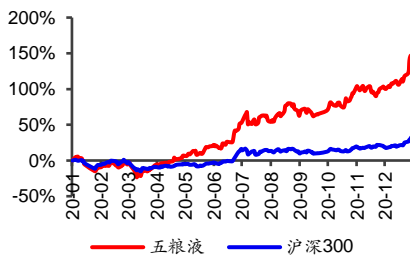


## 时来天地皆同力，量价齐升仍可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2021-01-11
收盘价（元）	317.00
近 12 个月最高/最低（元）	335.66/97.32
总股本（百万股）	3,882
流通股本（百万股）	3,796
流通股比例（%）	97.78
总市值（亿元）	12,305
流通市值（亿元）	12,033

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

### 主要观点：

**摘要：**2017 年以来，五粮液充分享受茅台价格红利，二次创业管理改革锦上添花，当前形势下，茅台仍在挺价，因此茅台红利大概率仍将持续，五粮液量价齐升仍可期。我们认为，茅台之下五粮液独一无二，中长期生意确定性凸显。

### 五粮液主品牌：竞争与演化

**高端酒行业：好生意已得以证明，在量价齐升中成长。**回顾近 20 年发展，高端酒销量复合增速略快于 GDP 复合增速，已由总量增长进入结构性增长阶段；均价复合增速显著跑赢 CPI 但略低于城镇居民人均可支配收入，消费者接受度充分；茅五份额已拉开显著差距，近两年五粮液正稳步追赶。历史已充分证明高端白酒在长周期过程中能够实现量价齐升，好生意本质稳固。

### 竞争历史：总结茅五战役，看消费者培育+品牌向上

**【回顾 2003~2009 年茅台对五粮液的超越】**核心是通过高端产品线布局与社会高端商业资源整合，实现了对当时核心意见领袖的培育；

**【回顾 2013~2016 年茅台对龙头地位的捍卫】**核心是在行业景气下行周期过程中，通过布局非标系列产品向上填补空白价格带、并减轻主力大单品的供需压力，以实现主销产品飞天茅台的价格相对稳定，及品牌形象持续上升，助茅台酒进入正向循环业务牛；

**【回顾 2017 年至今茅台五粮液的协同发展】**核心是茅台供需持续紧张致酒价持续上行为下方五粮液国窖打开价格空间，五粮液顺势抓住机遇进行产品换新升级、并通过渠道改革实现量价齐升。

**我们认为，对于品牌驱动型的高端白酒，战略层面核心在于长期紧抓核心消费者培育工作、以及产品结构向上以延续品牌拉力。**

**未来展望：高端酒量价齐升，五粮液变革红利释放。**展望未来，茅台红利将延续，量价齐升仍是主旋律；产品上，五粮液矩阵向上，品牌结构双升，五粮液借 501 五粮液对标茅台年份酒、借经典五粮液对标飞天茅台，八代普五卡位千元价格带，收割飞天茅台以下的高端白酒市场。渠道上，数字化扁平化，瞄准核心消费者进行圈层营销、团购培育，同时优化流通渠道供求关系，有望形成业务端正向循环，普五批价上行或是长期趋势。

### 五粮液系列酒：重塑产品组合

历史上，系列酒曾依靠买断经营、贴牌代工实现快速增长，但也带来了品牌驳杂、产品冗余等问题；2017 年以来，公司聚焦系列酒瘦身，过程中必然会对原有销售规模产生负面影响，短期阵痛无可避免；2019 年公司对系列酒进行组织整合目标打造大单品，系列酒产品布局上打两头带中间，目前高线光瓶酒庄已进入快速成长期，系列酒 5 年规划销售翻番，值得期待。

### 投资建议

2017 年以来，五粮液充分享受茅台价格红利，二次创业管理改革锦上添花，当前形势下，茅台仍在挺价，因此茅台红利大概率仍将持续，五粮液量价齐升仍可期。我们认为，茅台之下五粮液独一无二，中长期生意确定性凸显。此外，叠加外资持续进入、A 股市场机构化，高端白酒估值中枢长期大概率呈现上行趋势。我们预计公司 2020~2022 年收入分别为 572、649、739 亿元，同比分别+14.1%、+13.5%、+13.8%，归母净利润分别为 199、230、266 亿元，同比分别+14.3%、+15.7%、+15.5%，当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 56.9x、49.2x、42.6x，首次覆盖给予公司“买入”评级。

### 风险提示

茅台酒开瓶需求回归；普五批价、渠道利润、终端利润不及预期；经典五粮液推广不及预期；渠道改革落地进程不及预期等。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	50118	57190	64908	73882
收入同比(%)	25.2%	14.1%	13.5%	13.8%
归属母公司净利润	17402	19894	23019	26588
净利润同比(%)	30.0%	14.3%	15.7%	15.5%
毛利率(%)	74.5%	75.2%	75.8%	76.1%
ROE(%)	23.4%	21.1%	19.6%	18.5%
每股收益(元)	4.48	5.13	5.93	6.85
P/E	29.67	56.94	49.21	42.61
P/B	6.95	12.03	9.67	7.88
EV/EBITDA	19.65	40.91	34.76	29.46

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

<b>一、发展历程有起有落，五粮液高端第二品牌</b>	<b>6</b>
1.1 品牌：五粮液品牌势能强劲	6
1.2 历史：龙头更迭后二次创业	7
1.3 产品：五粮液品牌地位稳固	8
1.4 股权：国资控股下结构稳定	10
<b>二、五粮液主品牌：竞争与演化</b>	<b>12</b>
2.1 高端酒行业：好生意已得以证明，在量价齐升中成长	12
2.1.1 价的演变：显著跑赢 CPI，价增消费者接受度充分	12
2.1.2 量的演变：由总量增长进入结构性增长	13
2.1.3 份额演变：茅五拉开显著差距，五粮液稳步追赶	16
2.2 竞争历史：总结茅五战役，看消费者培育+品牌向上	17
2.2.1 2003~2012 年：茅台逆袭之战	17
2.2.2 2013 年~2016 年：茅台经典捍卫战	19
2.2.3 2017 年至今：茅台五粮液协同发展	21
2.2.4 核心消费者培育+产品结构向上塑造品牌	23
2.3 未来展望：高端酒量价齐升，五粮液变革红利释放	23
2.3.1 量价齐升仍是高端酒未来核心逻辑	23
2.3.2 组织变革整合，人事主导新时代	24
2.3.3 五粮液矩阵向上，品牌结构双升	25
2.3.4 渠道数字扁平化，核心消费者团购培育	28
2.3.4.1 渠道扁平化，强化终端掌控力	28
2.3.4.2 流通渠道减量，发力团购核心消费者培育	30
2.3.4.3 启动数字化转型，获取渠道各节点数据	31
<b>三、五粮液系列酒：重塑产品组合</b>	<b>32</b>
3.1 历史问题：买断贴牌快速成长，产品驳杂条码冗余	32
3.2 改革聚焦：系列酒瘦身聚焦，组织整合打造大单品	34
3.3 未来展望：打两头带中间，5 年规划销售翻番	35
<b>四、盈利预测及投资建议</b>	<b>37</b>
4.1 五粮液量价可展望，双位数以上复合增长	37
4.2 投资建议	38
<b>风险提示</b>	<b>38</b>
<b>财务报表与盈利预测</b>	<b>39</b>

## 图表目录

图表 1 五粮液多次获得名酒称号.....	6
图表 2 五粮液屡获大奖.....	6
图表 3 五粮液发展历程梳理.....	7
图表 4 五粮液产品结构梳理.....	8
图表 5 五粮液各产品系列营收占比梳理.....	8
图表 6 五粮液各产品系列营收增速梳理.....	8
图表 7 五粮液销量缓慢上升, 19 年下降.....	9
图表 8 五粮液均价高速增长, 复合增速约为 31.4%.....	9
图表 9 2017 年以来五粮液产品提价梳理.....	9
图表 10 销售费用率稳中下降, 管理费用率呈下降趋势.....	10
图表 11 五粮液毛利率净利率持续上升.....	10
图表 12 五粮液股权结构 (截至 2019 年末).....	10
图表 13 五粮液三大高管时代各要素梳理.....	11
图表 14 高端酒茅五国出厂价走势.....	12
图表 15 茅五国核心公司价增回顾.....	12
图表 16 茅五泸出厂价复合增速与 CPI 增速对比.....	13
图表 17 2003 年至 2020 年城镇居民收入复合增速快于高端酒提价复合增速.....	13
图表 18 2003 年至 2020 年城镇居民收入复合增速快于高端酒提价复合增速.....	14
图表 19 茅五国年销量梳理, 2009~2012 年受基建投资拉动显著.....	14
图表 20 茅台开瓶下滑, 为五粮液国窖提供需求增量.....	15
图表 21 茅台开瓶量下滑为五粮液国窖提供需求增量.....	16
图表 22 20 年间茅台销售收入份额大幅领先五粮液国窖.....	16
图表 23 飞天茅台普五出厂价走势.....	17
图表 24 茅台酒引领行业首先布局高端年份酒.....	18
图表 25 茅台酒围绕主品聚布局个性化产品定制营销推广.....	18
图表 26 2007 年飞天茅台厂价首次超越普五.....	19
图表 27 2013 年茅台股份营业收入首次超越五粮液.....	19
图表 28 茅台的“高端产品线创新战略”——产品分层战略.....	19
图表 29 2014 年开始, 茅台酒厂持续推动产品结构多元化.....	20
图表 30 产品结构调整或导致标准大单品 500ML 装 53 度飞天茅台酒供给异常紧张.....	20
图表 31 茅台一批价于 18 年末超过 11 年高点.....	21
图表 32 茅台红利带动高端及次高端细分行业扩容.....	22
图表 33 17 年以来普五批价稳步上行.....	22
图表 34 茅台开瓶下滑, 为五粮液国窖提供需求增量.....	24
图表 35 茅台渠道整合高端商业资源.....	24
图表 36 五粮液系列酒公司组织整合.....	25
图表 37 五粮液产品战略向上变化.....	25
图表 38 五粮液 1+3 产品与茅台高端系列逐步形成对标.....	26
图表 39 501 五粮液明池.....	26
图表 40 501 五粮液清池.....	26
图表 41 501 七代、八代五粮液全面升级.....	27

图表 42 普五销量及同比增速 .....	27
图表 43 五粮液板块销量拆分 (单位: 吨) .....	27
图表 44 五粮液价格分层产品战略初具雏形 .....	28
图表 45 五粮液渠道改革梳理 .....	29
图表 46 五粮液前五大销售客户集中度下降 .....	29
图表 47 五粮液专卖店数量快速增加 .....	29
图表 48 五粮液通过发力团购渠道形成业务端正向循环 .....	30
图表 49 五粮液通过数字化手段获取渠道各节点数据 .....	31
图表 50 数字化成果逐步体现, 普五一批价稳步上行 .....	32
图表 51 五粮液系列酒销量及同比增速(单位: 吨) .....	33
图表 52 五粮液系列酒均价及同比增速(单位: 元/瓶) .....	33
图表 53 五粮液系列酒品牌战略变化 .....	33
图表 54 五粮液系列酒瘦身历程 .....	34
图表 55 五粮液系列酒 4+4 产品结构 .....	35
图表 56 五粮液系列酒全国品牌 5 年规划 .....	35
图表 57 五粮液系列酒产品战略 .....	36
图表 58 公司细分业务盈利预测 .....	37
图表 59 五粮液 P/E TTM .....	38

## 一、发展历程有起有落，五粮液高端第二品牌

### 1.1 品牌：五粮液品牌势能强劲

三大名酒之一，高端产品聚焦，系列酒产品丰富。

五粮液，始于公元 1368 年，在中国浓香型酒中独树一帜。五粮液公司成立于 1997 年，拥有“五粮特曲”、“五粮头曲”、“五粮春”、“五粮醇”等众多系列。作为我国著名的名酒之一，早在 1915 年巴拿马国际博览会上，五粮液就获得名酒金奖。

五粮液单品及系列酒覆盖高端和中低档价格带，满足各场景消费需求。公司历史积淀深厚，屡获国际博览会、酒业博览会等重要奖项，续写了五粮液百年荣誉。2020 年，在中国酒业金樽奖品牌价值评比中，仅次于贵州茅台，居酒品类第 2 位，品牌价值达 1370 亿元。

“五粮液酒”是我国浓香型白酒的典型代表。公司根据生产工艺特点开发了五粮春、五粮醇、五粮特头曲、绵柔尖庄等品类齐全、层次清晰的系列酒产品。

图表 1 五粮液多次获得名酒称号

时间	称号	品牌
1963 年	八大名酒	茅台酒、 <b>五粮液</b> 、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、山西汾酒、董酒
1979 年	八大名酒	茅台酒、 <b>五粮液</b> 、山西汾酒、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984 年	老十三优名酒	茅台酒、 <b>五粮液</b> 、山西汾酒、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲酒、黄鹤楼酒、郎酒
1989 年	十七大名酒	茅台酒、山西汾酒、 <b>五粮液</b> 、洋河大曲酒、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 <b>五粮液</b> 、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲酒、黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：华安证券研究所整理

图表 2 五粮液屡获大奖

获奖年份	奖项
1915	巴拿马万国博览会金奖
1956	五粮液荣获中国食品工业部各大名酒尝评第一名
1963	五粮液获国家名酒称号
1988	五粮液被中国酒文化节组织委员会评为“中国文化名酒”
1990	五粮液荣获首届中国“十大驰名商标”
1991	五粮液在德国荣获莱比锡国际博览会金奖
1995	五粮液在巴拿马荣获第十三届国际贸易博览会金奖
1996	五粮液在美国荣获休斯顿国际白酒与饮料博览会金奖
2002	五粮液荣获巴拿马第二十届国际商展白酒类唯一金奖
2005	五粮液荣获 2005 年 CCTV 观众最喜爱的中国第一品牌

资料来源：华安证券研究所整理



## 1.2 历史：龙头更迭后二次创业

五粮液作为浓香酒代表，与飞天茅台、国窖 1573 一起，是公认的高端酒。五粮液自 2017 年宣布进行“第二次创业”以来，在产品、渠道全面改革，在聚焦核心品牌，优化产品体系、渠道扁平化、营销团队和信息化建设方面推进措施。

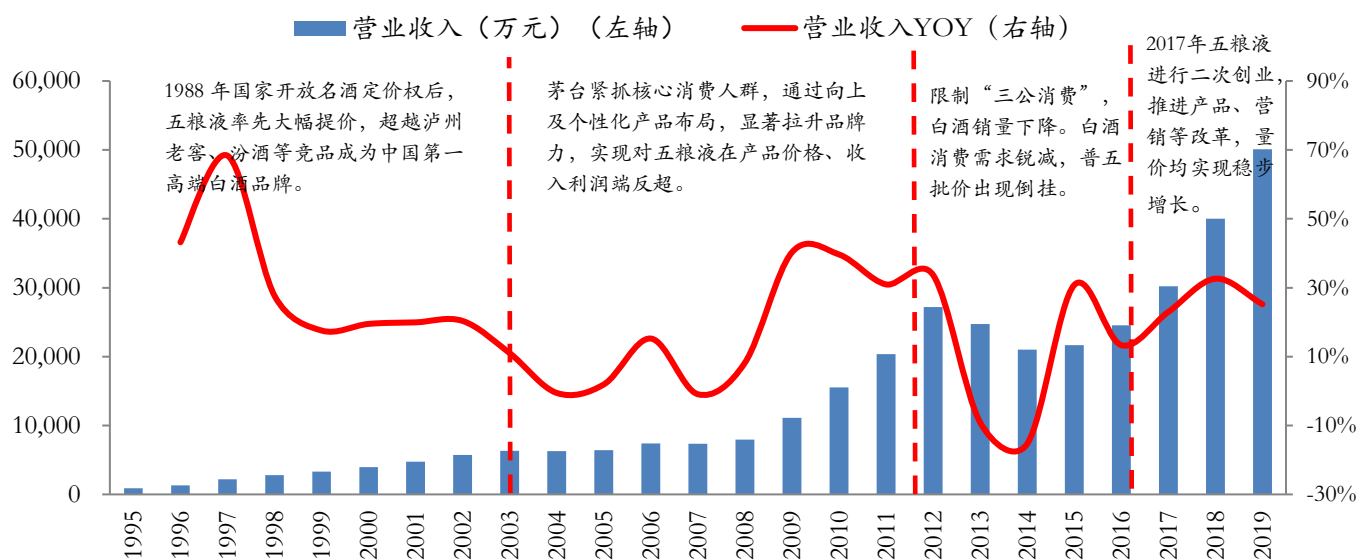
**2000 年前：清香汾老大时代，五粮液率先提价实现赶超。**1988 年国家开放名酒定价权后，五粮液率先大幅提价，超越泸州老窖、汾酒等竞品成为中国第一高端白酒品牌；90 年代初公司积极扩产，通过买断经营、OEM 的模式快速消化大量产能并实现白酒行业规模第一，但大量产品开发使得品牌价值有所稀释。

**2003~2011 年：茅台抓住党政军核心人群，实现对五粮液反超。**茅台依靠两端带动策略实现了对核心消费者培育，分为前端消费带动（年份酒推广、个性化定制）与终端消费推动（专卖店、精品酒柜、精品酒店），通过向上及个性化产品布局抓住党政军核心人群和国有大型企业消费，实现了对五粮液的反超。

**2012~2016 年：八项规定行业下滑，五粮液批价倒挂陷入压力。**2012 年底，中央的“八项规定”政策出台限制三公消费，白酒价格带天花板受到大幅压缩。高端白酒消费需求锐减，批价出现倒挂，过程中公司加大下方中低价位产品线布局。此后，公司意识到必须缩减中低端冗杂品牌及条码，故 2016 年品牌战略由“1+5+N”升级为“1+3+5”，明确普五+系列酒双轮战略。五粮液实现高端品牌与系列酒的独立运作，以新模式加强管理，以实现市场稳定的发展。

**2017 年~至今：二次创业重新起航，产品渠道组织全面调整。**2017 年 3 月，五粮液管理层换新，李曙光担任五粮液集团董事长，顺应消费升级、名酒品牌集中化的行业趋势，实行第二次创业，在产品、渠道全面改革，在聚焦核心品牌，优化产品体系、渠道扁平化、营销团队和信息化建设方面推进措施，开启五粮液新的发展周期。

图表 3 五粮液发展历程梳理



资料来源：华安证券研究所整理

### 1.3 产品：五粮液品牌地位稳固

聚焦五粮液主品牌，确立“1+3”、“4+4”品牌矩阵。五粮液是公认的川派浓香酒代表，与茅台并称“浓酱双雄”。五粮液板块主要产品包括“1”指做精做细的核心产品52度普五，“3”指对标茅台年份酒的超高端501五粮液、对标飞天茅台的经典五粮液，及针对区域市场的39度低度五粮液，此外还有五粮液1618、五粮液交杯酒、及定制产品等。系列酒“4+4”品牌矩阵中，全国单品包括五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄；区域性单品包括五粮人家、友酒、火爆等，产品全面覆盖高中低端价格带。

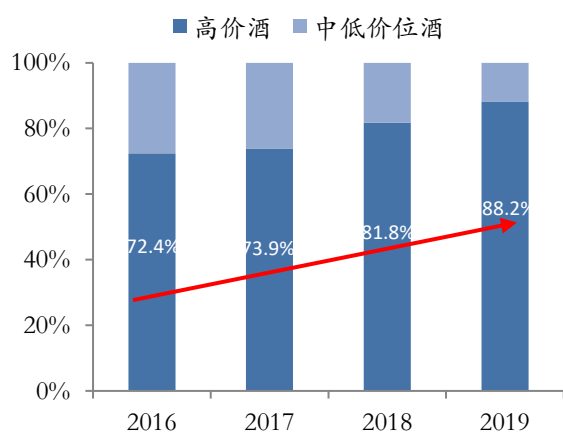
图表4 五粮液产品结构梳理

系列	产品	建议零售价
五粮液 1+3	501 五粮液·明池、清池	1 万+
	经典五粮液	2999
	第八代五粮液	1399
	五粮液 1618	1299
	五粮液 39 度	799
	五粮液交杯酒	1399
系列酒 4+4	五粮特曲	519
	五粮春	268
	五粮醇	148
	尖庄	98

资料来源：华安证券研究所整理

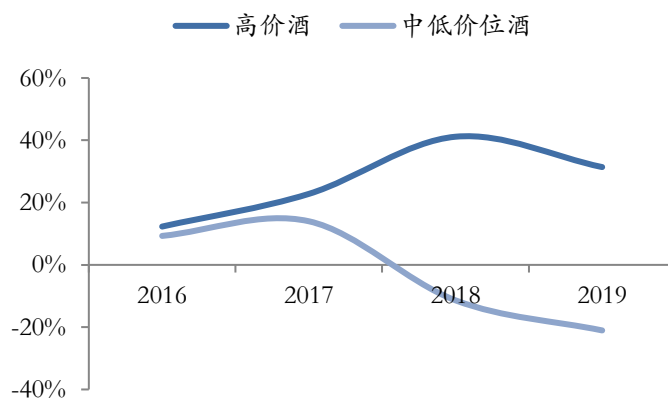
五粮液板块营收占比稳步上行。自2016年来，普五为代表的高档酒营收持续高速增长，其占白酒收入的比重由2016年的72.4%快速增至2019年的88.2%，是公司白酒收入增长核心动力。以五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄等为代表的中低档酒营收占比由2016年的27.6%下降至2019年的11.8%。

图表5 五粮液各产品系列营收占比梳理



资料来源：wind，华安证券研究所

图表6 五粮液各产品系列营收增速梳理



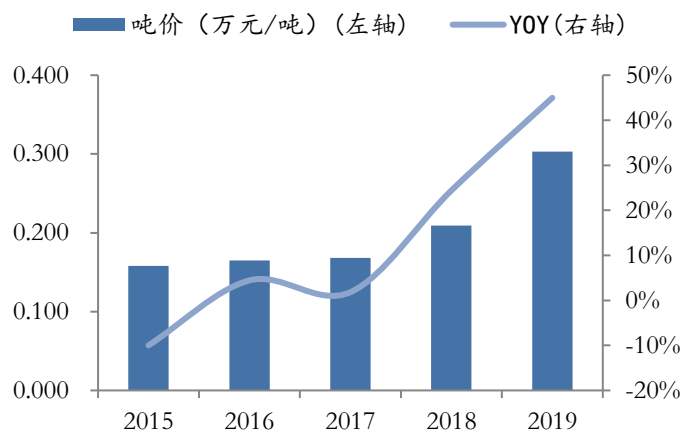
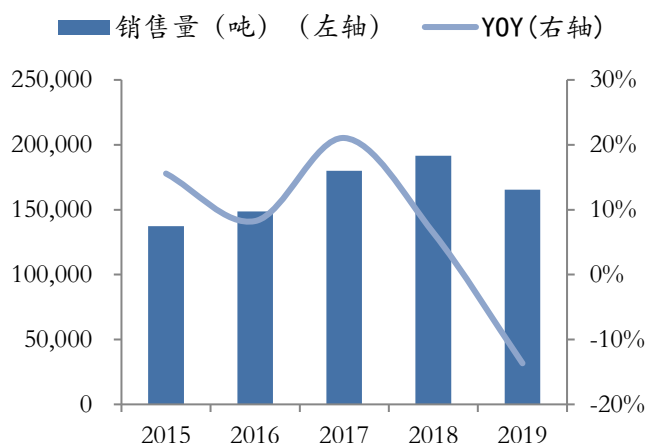
资料来源：wind，华安证券研究所



五粮液量价齐升，吨价贡献显著。高端酒扩容红利给五粮液带来销量红利，飞天茅台价格持续上行给五粮液带来价格红利，因此自 2016 年本轮白酒周期过程中，五粮液呈现量价齐升，其中吨价贡献更为显著，2019 年核心产品普五换代后，五粮液吨价加速上行，受系列酒品牌、条码清理影响，2019 年销量同比下降。

图表 7 五粮液销量缓慢上升，19 年下降

图表 8 五粮液均价高速增长，复合增速约为 31.4%



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 2017 年以来五粮液产品提价梳理

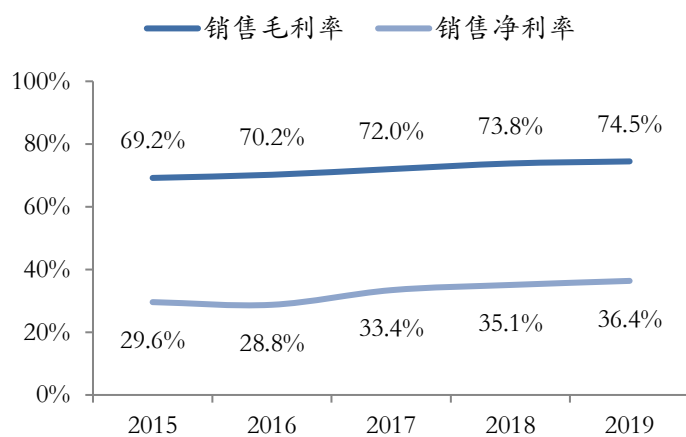
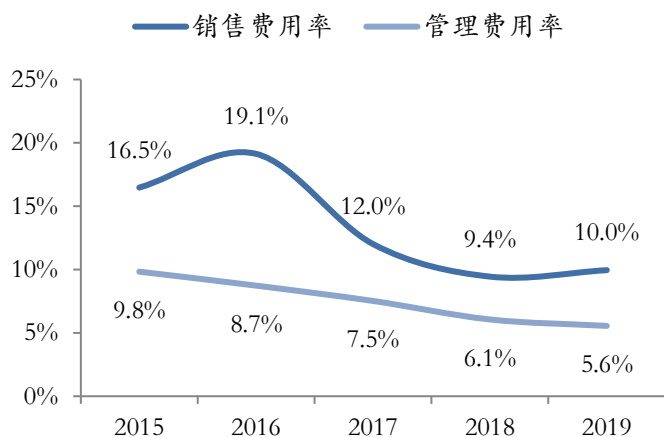
产品	调价日期	出厂价	零售价
普五	2017 年 2 月		上调至 899 元/瓶
	2017 年 7 月		上调至 969 元/瓶, 上调 70 元
	2017 年 12 月	计划外出厂价上调至 839 元/瓶	上调至 1099 元/瓶, 上调 130 元
	2019 年 3 月	收藏版五粮液上调至 859 元/瓶	
	2019 年 5 月	八代普五出厂价上调至 889 元/瓶	上调至 1199 元/瓶, 上调 100 元
1618	2019 年 7 月		上调至 1399 元/瓶, 上调 200 元
	2017 年 2 月	出厂价上调 20 元至 769 元/瓶	上调至 919 元/瓶
	2017 年 12 月		上调至 1199 元/瓶

资料来源: 华安证券研究所整理

**毛利率净利率持续上升。**随着公司二次创业推进，公司经营效率显著提升，销售费用率及管理费用率稳步下行。随着五粮液板块收入占比持续提升、及核心大单品换代提价，毛利率由 2015 年的 69.2% 提升至 2019 年的 80.6%，净利率由 2015 年的 29.6% 提升至 2019 年 29.3%。

图表 10 销售费用率稳中下降，管理费用率呈下降趋势

图表 11 五粮液毛利率净利率持续上升



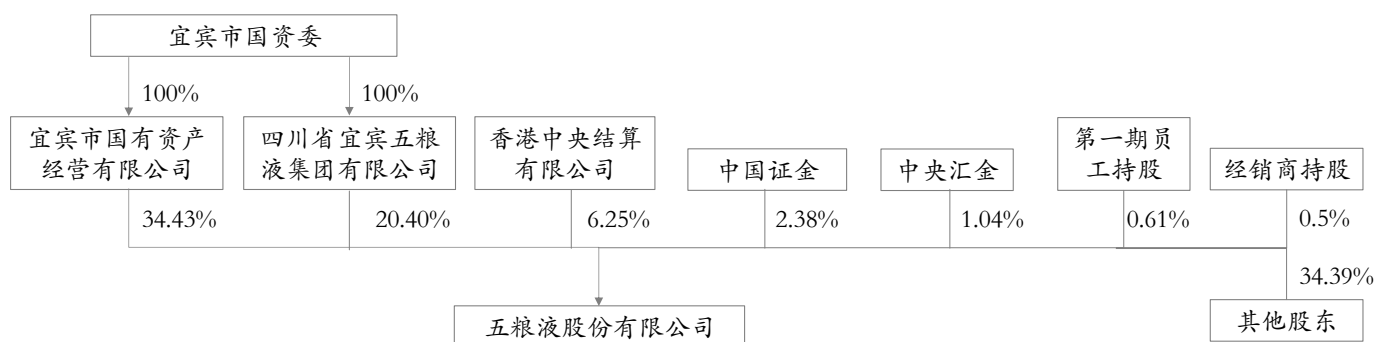
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

### 1.4 股权：国资控股下结构稳定

**国资背景下高管少量持股，结构稳定。**公司实际控制人为宜宾市国资委，公司控股股东为宜宾市国有资产经营有限公司，持股比例 34.43%；第二大股东为四川省宜宾五粮液集团，持股比例 20.40%，2018 年定增后，一期员工持股计划持股 0.61%，经销商持股 0.5%。

图表 12 五粮液股权结构（截至 2019 年末）



资料来源：wind，华安证券研究所

**定增开启员工持股。**公司于 2018 年 4 月以定向增发股份方式非公开发行股票 85,641,285 股，持股比例 0.61%。国泰君安资管计划由五粮液第 1 期员工持股计划出资认购 2370 万股，对象为公司董事、监事、高级管理人员和公司其他员工。

我们将五粮液管理层分为三个阶段，分别为 1985~2007 年的王国春时代、2007~2017 年的唐巧时代、及 2017 年至今的李曙光时代，以“行业龙头”、“逐步调整”、“二次创业”为关键词分别对应三阶段，并分别对产品战略、公司治理、渠道模式、产能扩张情况进行了梳理，详见图表 13。

**图表 13 五粮液三大高管时代各要素梳理**

	1985~2007 年	2007~2017 年	2017 年至今
<b>总括</b>	行业龙头	逐步调整	二次创业
<b>人事</b>	王国春时代	唐桥时代	李曙光时代
<b>产品战略</b>	积极提价： 1989 年出厂价超过泸州老窖，1994 年出厂价超过汾酒，1998 年出厂价超过茅台，成为价格老大	2007 年飞天茅台厂价首次超越普五，2012 年普五与飞天市场价格显著拉开；2014 年五粮液从“1+9+8”战略转变为重点打造“1+5+N”战略，三公消费限制后加强多价位、多产品布局	2017 年五粮液实行“1+3”、系列酒实行“4+4”品牌战略； 2019 年强化“1+3”产品体系，取消 42 度五粮液、品牌结构向上，基于八代普五，围绕超高端 501、高端经典五粮液、及 39 度五粮液
<b>公司治理</b>	人事制度上采用了招聘制和选举制，制定了全面计划管理、方针目标管理、全面质量管理、奖惩责任制度、上升等级等制度	解决关联交易： 2009 年，通过与集团出资设立销售公司、收购资产等方式积极解决历史遗留的集团与上市公司资产的关联交易问题	系列酒全面瘦身，计划瘦身品牌数目要缩减到 45 个左右，条码要减少到 350 个
<b>渠道模式</b>	买断经营： 1994 年推出“五粮醇”，1998 年推出“金六福”、“浏阳河”，至 2002 年下属拥有超过百个品牌，大商买断经营帮助酒厂扩容式发展	2013 年建成全国七大营销中心，组织银行走访经销商，协助解决经销商资金周转问题	2019 年 2 月公司将原来 7 大营销中心裂变为 21 个营销战区，并下设 60 个营销战区，渠道扁平化大量引入小商
<b>产能扩张</b>	分别于 1958 年、1979 年、1986 年、1992~1994 年、1995~2002 年完成五次产能大扩建，分别实现 1141 吨、4440 吨、1 万吨、9 万吨、20 万吨原酒生产能力	-	2017 年五粮液正式启动建设 10 万吨酿酒生产技术改造项目一期工程，预计 2020 年完工，2020 年 7 月五粮液公告将启动 12 万吨生态酿酒项目一期，预计十四五末实现 42 万吨原酒生产能力，普五产能超过 4 万吨

资料来源：华安证券研究所整理

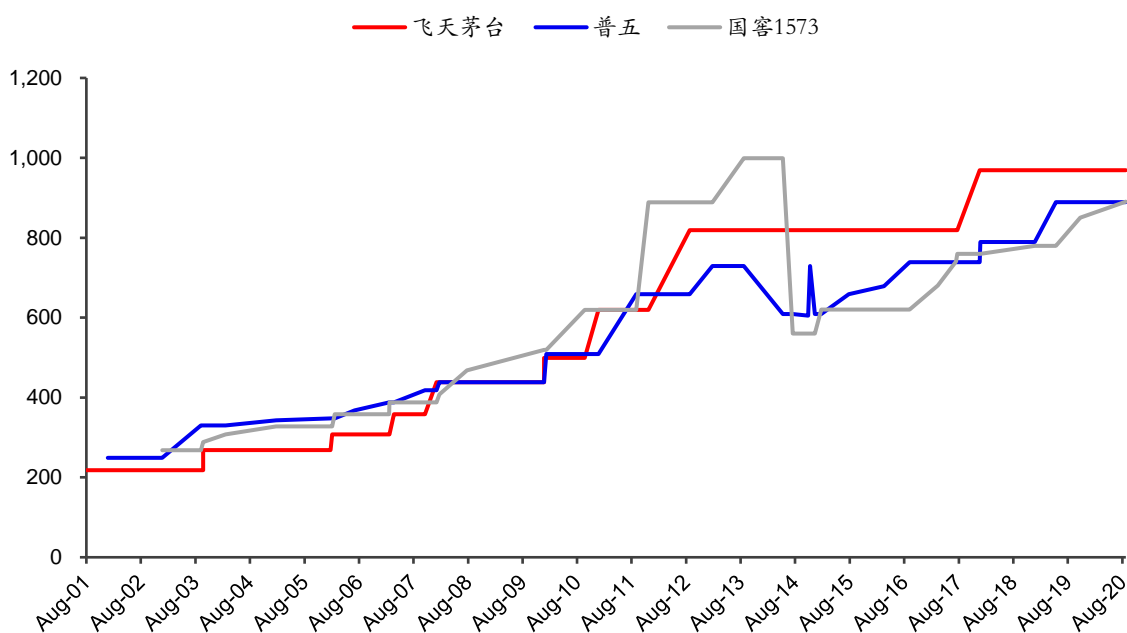
## 二、五粮液主品牌：竞争与演化

### 2.1 高端酒行业：好生意已得以证明，在量价齐升中成长

#### 2.1.1 价的演变：显著跑赢 CPI，价增消费者接受度充分

茅台酒稳步上行，出厂价领跑高端酒。回顾 2000 年至今近 20 年高端白酒茅五国出厂价走势，可见飞天茅台酒出厂价由 218 元上涨至 819 元，期间 2007 年飞天茅台实现了出厂价对普五的反超；国窖 1573 在 2013 年前出厂价始终高于五粮液，但在限制三公消费后逆市提价失败，此后国窖施行普五跟随战略，出厂价始终略低于普五。

图表 14 高端酒茅五国出厂价走势



资料来源：华安证券研究所整理

回顾历史，消费升级红利助高端酒价格增速显著跑赢 CPI。2001~2020 年，高端名酒 53 度飞天茅台、52 度经典五粮液、52 度国窖 1573 出厂价复合增速分别为 7.7%、6.9%、6.9%，显著跑赢同期中国 CPI 增幅 2.3%，享受消费升级红利明显。

图表 15 茅五国核心公司价增回顾

公司	核心产品	起始年份	起始出厂价 (元/瓶)	2015 出厂价 (元/瓶)	2020 出厂价 (元/瓶)	起始-20 年 CAGR	15-20 年 CAGR
贵州茅台	飞天茅台	2000	218	819	969	8%	3%
五粮液	普五	2001	249	609	889	7%	8%
泸州老窖	国窖 1573	2002	268	620	890	7%	7%

资料来源：wind，华安证券研究所

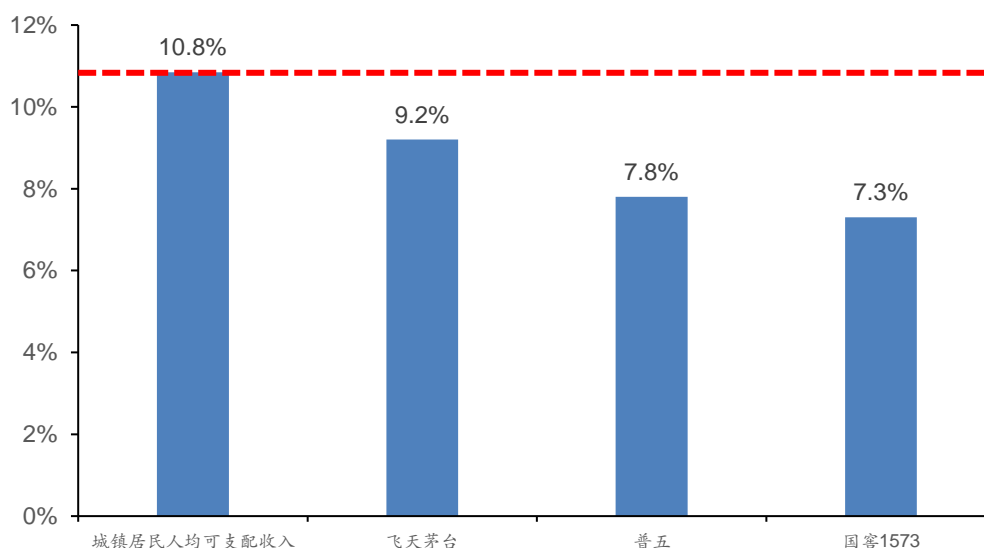
图表 16 茅五泸出厂价复合增速与 CPI 增速对比

时间段	飞天茅台	经典五粮液	国窖 1573	中国 CPI	备注
2001~2020 年	7.7%	6.9%	6.9%	2.3%	茅五泸出厂价复合增速在各阶段均跑赢中国 CPI 增速。
2010~2020 年	6.9%	7.3%	5.5%	2.6%	
2017~2020 年	5.8%	6.4%	9.4%	2.2%	

资料来源：wind，华安证券研究所

城镇居民收入增速快于高端酒提价速度，消费者接受度充分。2003 年至 2020 年见，城镇居民人均可支配收入复合增速约 10.8%，均高于茅五国同期复合增速 9.2%/7.8%/7.3%，我们认为，高端酒茅五国核心消费人群为城镇高端消费人士及商务宴请场景，该类人群实际收入增速远快于高端酒提价速度，因此消费者接受度无须担心。向后看长周期过程中，高端酒提价速度或与城镇居民收入增速仍保持相对平衡。

图表 17 2003 年至 2020 年城镇居民收入复合增速快于高端酒提价复合增速

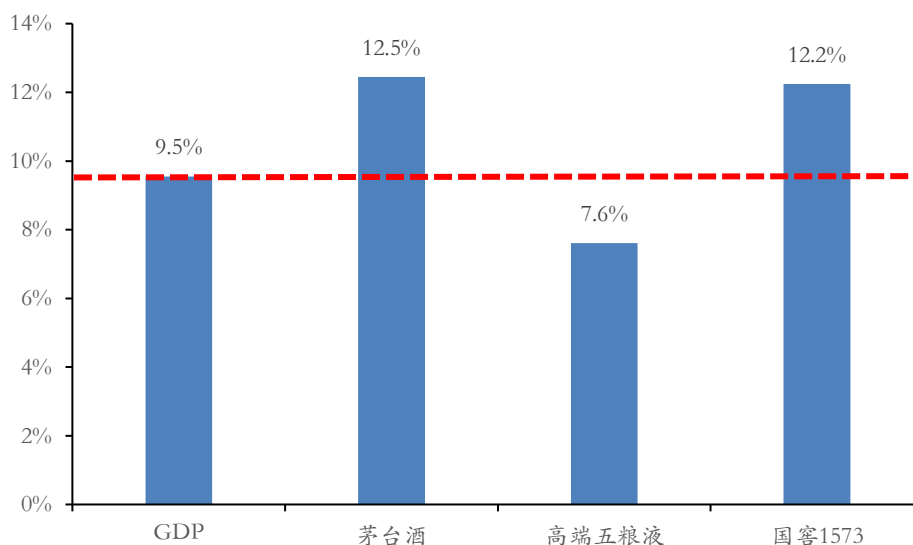


资料来源：华安证券研究所整理

### 2.1.2 量的演变：由总量增长进入结构性增长

高端酒受益于经济总量增长明显。高端酒茅五国销量由 2001 年的约 1 万吨（茅台酒、高端五粮液、销量分别约为 0.42 万吨、0.65 万吨）增长至 2019 年的约 6.8 万吨（茅台酒、高端五粮液、国窖 1573 分别实现销量约 3.5 万吨、2.4 万吨、0.9 万吨），复合增速约 10.8%，略快于同期 GDP 复合增速 9.5%，其中茅台酒、高端五粮液 20 年间销量复合增速分别为 12.5%、7.6%。我们认为，过去 20 年白酒处于总量增长阶段，高端酒受益于中国经济快速发展，因此高端酒销量增长并未明显跑赢 GDP 增速；展望未来，白酒进入消费升级结构性增长时代明确，虽 GDP 增长中枢逐步下移，但高端酒受益于消费升级，量增理应快于 GDP 增速。

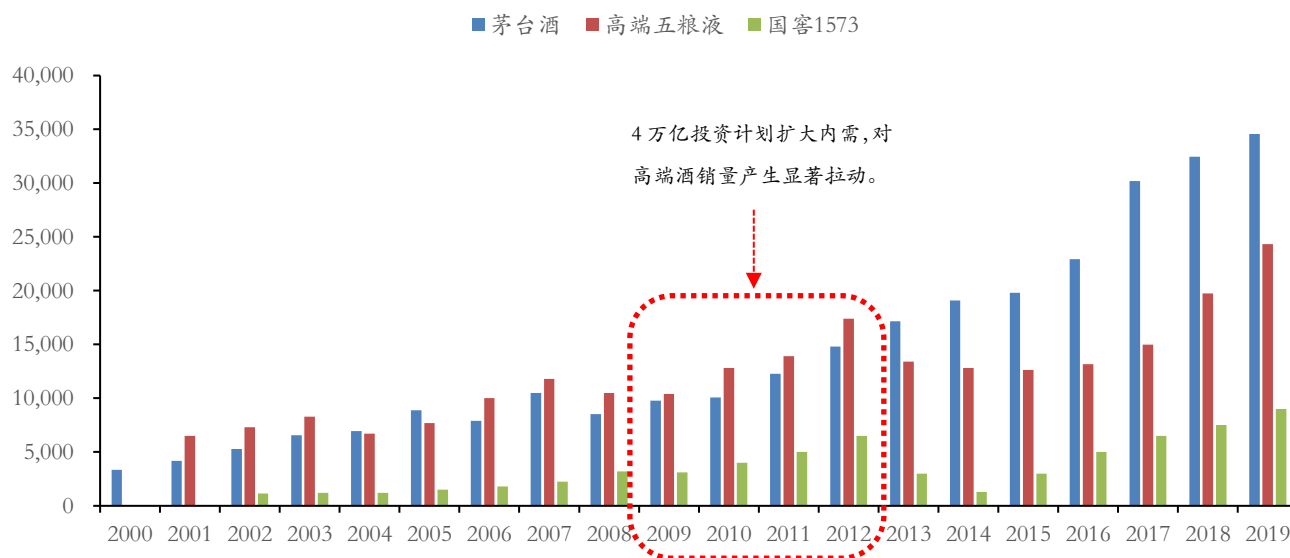
图表 18 2003 年至 2020 年城镇居民收入复合增速快于高端酒提价复合增速



资料来源：华安证券研究所整理

**基建投资曾显著拉动高端酒消费。**回顾 2009 年我国实施积极的财政政策、适度宽松的货币政策及“4 万亿”投资计划等一系列扩大内需措施，对经济产生托底的效应推动白酒需求增长。高端酒的率先回暖将带动整体板块复苏，高端酒收入增速从 08Q4 的下滑 23.3%回升至 09Q1 的增长 12.4%；受益于基建投资刺激，2009 年~2012 年高端白酒销量复合增速 18%。

图表 19 茅五国年销量梳理，2009~2012 年受基建投资拉动显著



资料来源：华安证券研究所整理



近3年茅台实际开瓶率下降，增量需求让渡五国。茅台酒的真实开瓶量始终是个黑匣子，难以获得准确的数据，根据我们对茅台经销商渠道的跟踪，我们认为，2016年以来茅台酒的真实开瓶率出现较为明显下滑：2016年茅台酒销量2.7万吨中，预计开瓶能达到约2.2万吨量级（开瓶率约8成），剩余需求以送礼为主，根据草根调研及渠道访谈，至2019年茅台销量3.4万吨中，预计开瓶下滑至约1.4万吨量级（**开瓶率约4成，开瓶量较2016年下滑约30%**），其中约1万吨为核心刚需盘。开瓶量下滑有两方面原因：

1) 茅台酒供给端增量很大程度上被新增的茅台金融属性需求（包括以黄牛为主的需求、个人囤积收藏需求）瓜分；

2) 高企的茅台酒使得部分中产消费人群（非送礼、宴请刚需人群）选用性价比更高的千元价格带产品（包括五粮液、国窖及地产酒超高端产品等）。

基于消费升级带动高端酒需求自然扩容、及茅台酒向下为五粮液国窖提供需求增量（五粮液、国窖销量基本都被开瓶消费）。我们推算，高端酒茅五国消费量由2016年的约4.1万吨增长至2019年的约5.1万吨，其中五粮液由约1.3万吨增长至约2.4万吨，增长85%，国窖由约0.5万吨增长至约0.9万吨，增长80%，大幅跑赢高端酒整体销量增速，**我们认为，核心原因是茅台开瓶的下降将部分高端酒需求下移至五粮液国窖。**

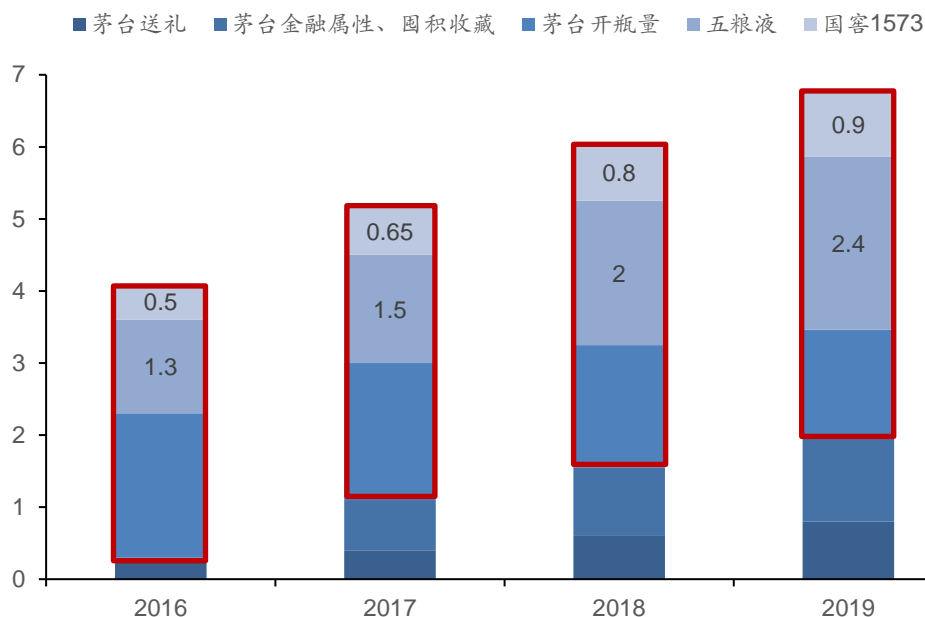
图表 20 茅台开瓶下滑，为五粮液国窖提供需求增量

		2016	2017	2018	2019
可比口径	送礼（核心刚需）	0.5	0.6	0.6	0.7
	金融属性、囤积收藏	-	0.45	0.8	1.3
调整后估计	茅台销量	2.2	1.95	1.5	1.4
	茅台总计	2.7	3.0	2.9	3.4
	YoY	14%	11%	-4%	19%
	五粮液-B	1.3	1.5	2.0	2.4
	YoY	4%	14%	32%	23%
	国窖 1573-C	0.5	0.65	0.8	0.9
	YoY	67%	30%	23.1%	12.5%
	高端消费总量=A+B+C	4	4.1	4.3	4.7
	YoY	-	2.5%	4.9%	9.3%

资料来源：华安证券研究所整理

\*茅台酒的需求拆分为估算值，主要根据产业链对茅台酒开瓶率下降的反馈进行整理，并不代表真实数据情况

图表 21 茅台开瓶量下滑为五粮液国窖提供需求增量

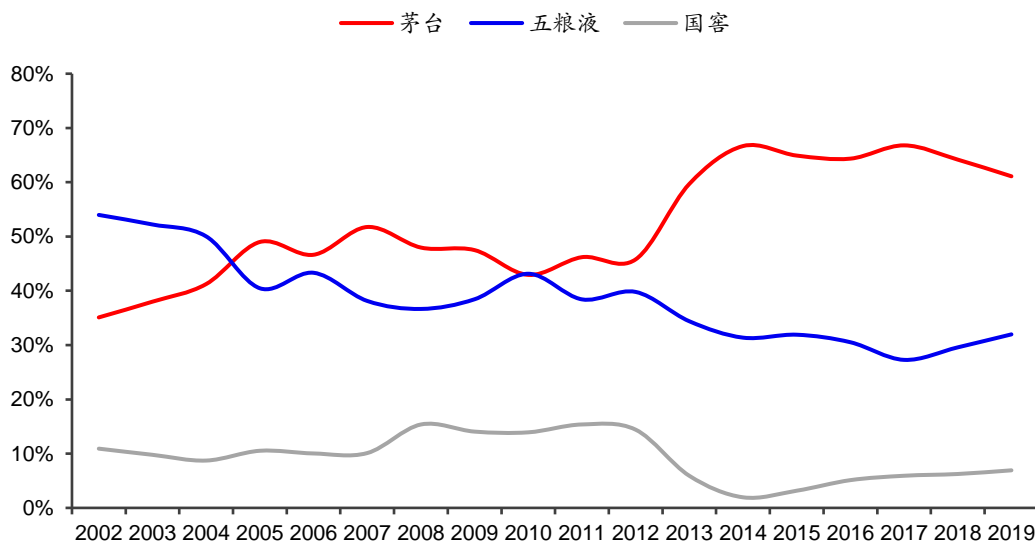


资料来源：华安证券研究所整理

### 2.1.3 份额演变：茅五拉开显著差距，五粮液稳步追赶

20年间茅台酒销售收入份额大幅领先五粮液国窖。回顾高端酒茅台、五粮液、国窖的销售收入份额走势，可分为3个阶段：1) 2002~2012年，茅台通过核心消费者培育实现在出厂价、销售收入等多方面对五粮液的超越；2) 2013~2016年，三公消费受限后，茅台通过布局非标产品，盘活了社会高端团购资源，保持收入规模稳步上行，与五粮液国窖在收入份额上拉开了显著差距；3) 2017年至今，随着五粮液管理层换届开启二次创业、国窖领先的渠道打法激发渠道活力，五粮液与国窖1573在低基数下快速成长，抢夺回部分高端酒销售份额。

图表 22 20年间茅台销售收入份额大幅领先五粮液国窖

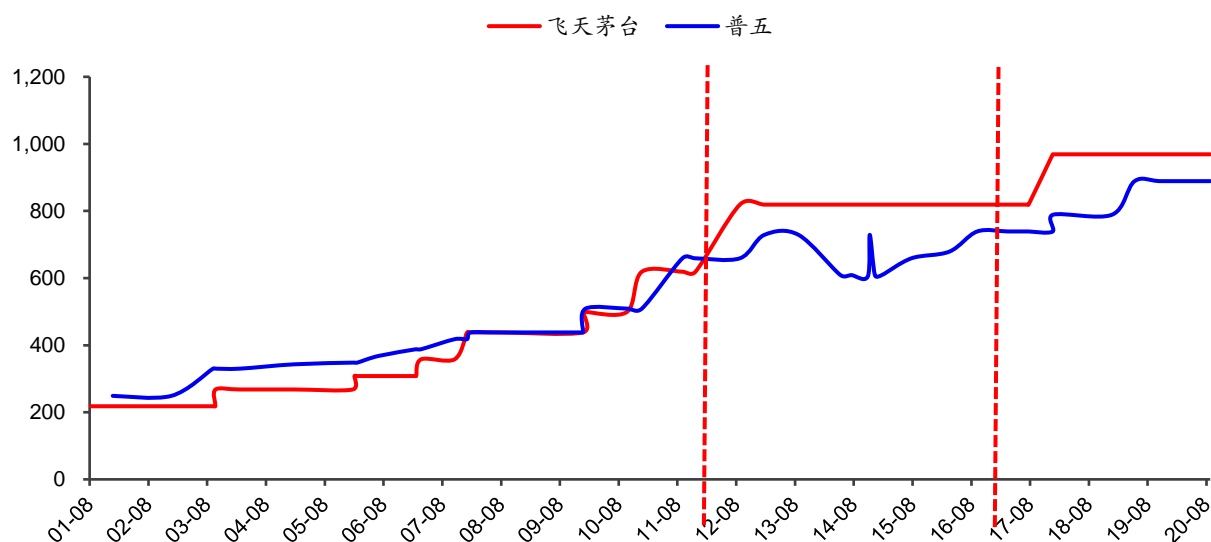


资料来源：华安证券研究所整理

## 2.2 竞争历史：总结茅五战役，看消费者培育+品牌向上

回顾高端酒品牌驱动型产品茅台酒与五粮液的 20 年战役，我们将其竞争历史分为三个阶段：1) 2003~2012 年：茅台对五粮液的逆袭之战；2) 2013~2016 年：茅台对五粮液的捍卫之战；3) 2017 年至今：茅台五粮液协同发展。

图表 23 飞天茅台普五出厂价走势



资料来源：华安证券研究所整理

### 2.2.1 2003~2012 年：茅台逆袭之战

**前端消费带动，终端消费推动。**2003~2006 年，茅台依靠两端带动策略实现了对核心消费者培育，分为前端消费带动（年份酒推广、个性化定制）与终端消费推动（专卖店、精品酒柜、精品酒店）。

**产品线：布局更高端产品及个性化定制产品。**产品线方面，茅台引领行业首先布局更高端年份酒产品线，包括茅台十五年、三十年、五十年陆续上市推广，其次，茅台围绕飞天茅台主品布局个性化产品定制营销推广，推出针对各类意见领袖圈层的个性化定制酒，打入核心意见领袖圈层。

图表 24 茅台酒引领行业首先布局高端年份酒



茅台十五年

茅台三十年

茅台五十年

资料来源：华安证券研究所整理

图表 25 茅台酒围绕主品聚布局个性化产品定制营销推广

围绕主品聚布局个性化产品定制营销推广



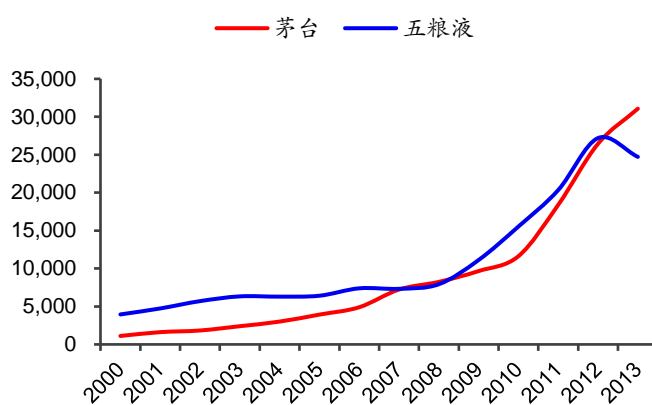
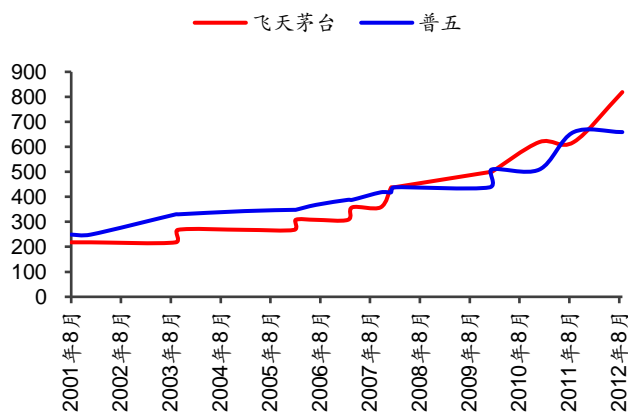
资料来源：华安证券研究所整理

**渠道端：整合社会高端商业资源。**渠道方面，茅台通过高端年份酒和个性化产品，对渠道高端资源、单位高端资源进行整合。专卖店、个性化团购客户数量大幅增加，截止 2009 年，茅台团购渠道销售占比大幅提升。其中专卖店销售占比超过 60%，部队占比约 10%；团购占比约 10%；专供占比约 5%；区域总代占比约 3%；零售及出口占比低于 10%。

茅台价格收入利润实行对五粮液全面超越。从结果看，2006年飞天茅台市场零售价超过五粮液；2007年飞天茅台厂价首次超越普五；2011年茅台销售利润首次超越五粮液；2013年茅台营业收入首次超越五粮液。我们认为，茅台通过高端产品线布局与社会高端商业资源整合，引领行业，实现了对当时核心意见领袖的培育，对茅台品牌形象实现了极大拉升。

图表 26 2007 年飞天茅台厂价首次超越普五

图表 27 2013 年茅台股份营业收入首次超越五粮液



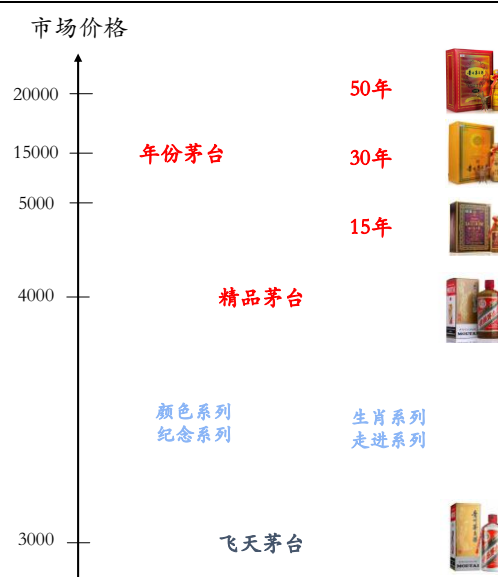
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

### 2.2.2 2013 年~2016 年：茅台经典捍卫战

茅台系产品结构向上，非标产品占比持续提升。2014年茅台开始推生肖酒，目前已经推出6款。2015年推出定制酒。2018年底推出精品茅台酒。2012年非标茅台在茅台酒收入中占比约为5%，到2018年提升至约三分之一。非标茅台已经成为公司稳定飞天茅台价格以及调节业绩的利器。2014年至2016年，通过生肖系列、精品系列等非标个性化产品，一方面填补了茅台年份酒与飞天茅台之间巨大的价格空白，另一方面盘活了社会高端团购资源，强化了高端资源的培育，成功捍卫了茅台的地位。结果上，茅台主品牌产品由少变多，五粮液主品牌产品由多变少。

图表 28 茅台的“高端产品线创新战略”——产品分层战略



资料来源：华安证券研究所整理

图表 29 2014 年开始，茅台酒厂持续推动产品结构多元化

产品	基本情况
生肖	2014 年推出第一款生肖茅台酒马年，产量逐年扩大
出口	2015 年开始拓展一带一路，增加茅台酒出口量
开发产品	容量拓展 2015 年开始，陆续推出 1.3L、1.5L、3L、6L、25L 等不同容量产品
	颜色拓展 2015 年开始，陆续推出蓝、红、黑、黄、青等不同颜色茅台
	区域专供拓展 2018 年，推出“茅台粤-粤五羊”和“茅台豫-豫鼎中原”
低度	2018 年 9 月推出低度新品“喜宴”
非 500ML53 度飞天茅台	2H16 开始，酒厂对经销商通过二批商分销的管理逐步从严，尤其标准大单品 500ML 装 53 度飞天茅台酒，但对非 500ML 装产品基本不管，故经销商非 500ML 产品占比上升，比如 50ML、100ML、200ML、375ML、475ML 等

资料来源：华安证券研究所整理

图表 30 产品结构调整或导致标准大单品 500ML 装 53 度飞天茅台酒供给异常紧张

	2016	2017	2018	2019
(单位：吨)				
可比口径预收款调整后估计销量 (A)	27,444	29,735	28,564	33,952
开发产品 (B)	2,000	4,000	3,000	2,000
低度 (C)	1,300	1,300	1,500	2,000
生肖 (D)	650	800	1,500	1,500
出口 (E)	1,706	1,942	2,022	1,700
直营 (F)	1,600	2,640	1,571	2,052
陈年 (G)	600	750	750	750
关联交易 (H)	909	1,563	1,257	1,370
新渠道 (贵州国资等, I)				6,000
国内经销商到手 53 度飞天茅台酒 (J=A-SUM(B:I))	18,679	16,740	16,964	16,580
同比	1.9%	-10.4%	1.3%	-2.3%
其中:非 500ML53 度飞天茅台酒占 J 的比例 (K)	5%	10%	15%	15%
大单品茅台酒 (L=J*(1-K))	17,745	15,066	14,419	14,093
同比	1.9%	-15.1%	-4.3%	-2.3%
囤货占大单品茅台酒的比例 (M)	5%	10%	15%	20%
囤货量(N=L*M)	887	1,507	2,163	2,819
扣除囤货后流向市场 500ML53 度飞天茅台酒 (O=L-N)	<b>16,858</b>	<b>13,560</b>	<b>12,256</b>	<b>11,274</b>
同比	<b>2%</b>	<b>-20%</b>	<b>-10%</b>	<b>-8%</b>

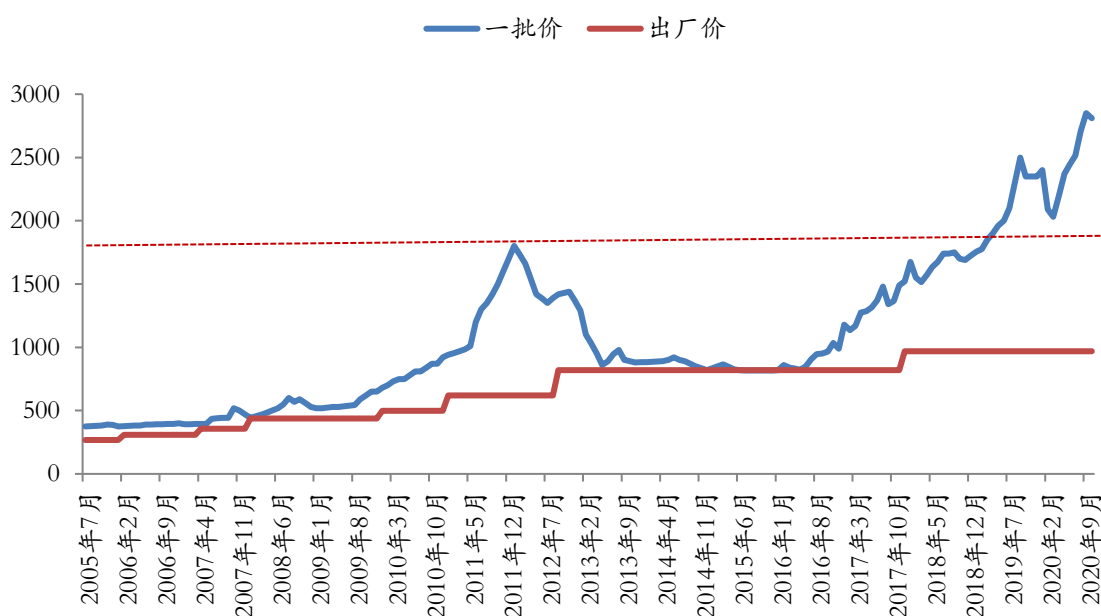
资料来源：华安证券研究所整理

\*开发产品、低度、陈年、新渠道根据历史草根调研数据估算；生肖、出口、直营、关联交易根据酒厂年报披露数据估算



产品结构向上助力稳定飞天茅台市场价格，助茅台酒进入正向循环业务牛。2013~2015 年行业深度调整过程中，大单品茅台酒批价贴近出厂价，为帮助渠道增加利润，酒厂推出众多新品，包括生肖茅台、经销商开发各颜色和各容量产品、增量出口茅台、低度等。各类新产品能满足消费者的细分需求，每类规模不大，再扣除铺市正常库存，市场实际流通规模小，容易引发投资、收藏囤集需求，推升市场价格，又进一步强化投资、囤货需求，并基本退出饮用市场。总结来看，行业调整过程中飞天茅台批价始终高于出厂价，未出现厂批倒挂；**2016~2019 年，我们估算大单品茅台酒实际市场投放量不增反降，供给短缺助推批价上升，进一步刺激囤货、投资收藏需求。茅台酒市场价格上涨后，经销商盈利和资金实力大增，囤酒能力、意愿均会强化，进一步减少流向市场的大单品茅台酒。因此，自 2016 年下半年以来，标准瓶飞天茅台在流通市场始终供不应求，飞天茅台批价快速上行，18 年末批价超过 11 年高点，助飞天茅台进入正向循环业务牛，五粮液产品由多变少茅台非标产品已成为公司稳定飞天茅台价格以及调节业绩的利器。**

图 31 茅台一批价于 18 年末超过 11 年高点

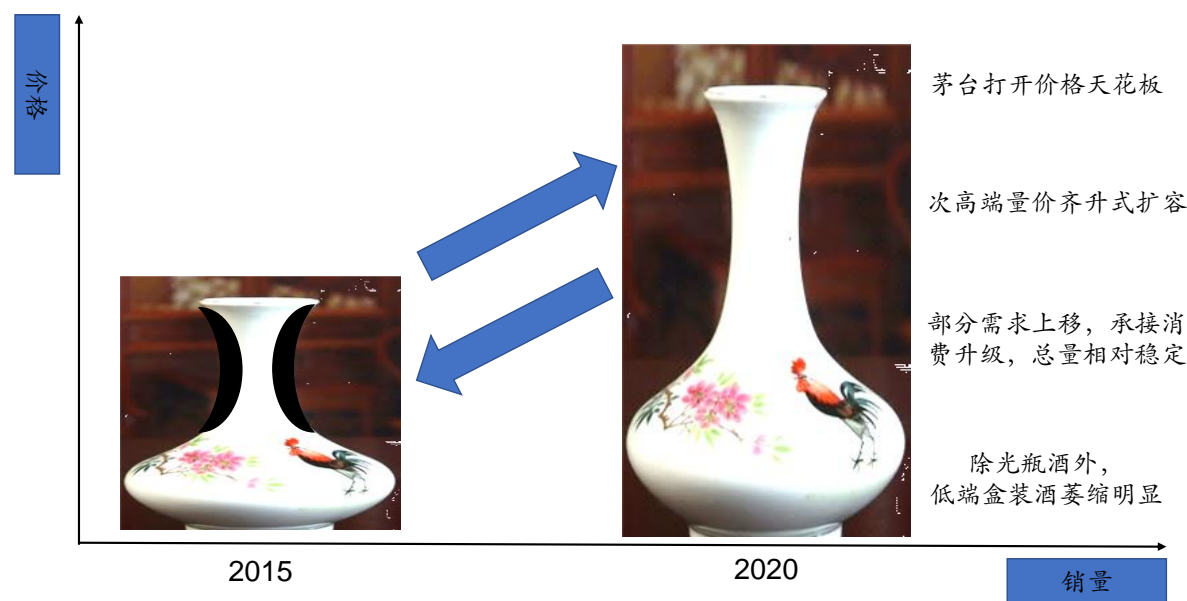


资料来源：华安证券研究所整理

### 2.2.3 2017 年至今：茅台五粮液协同发展

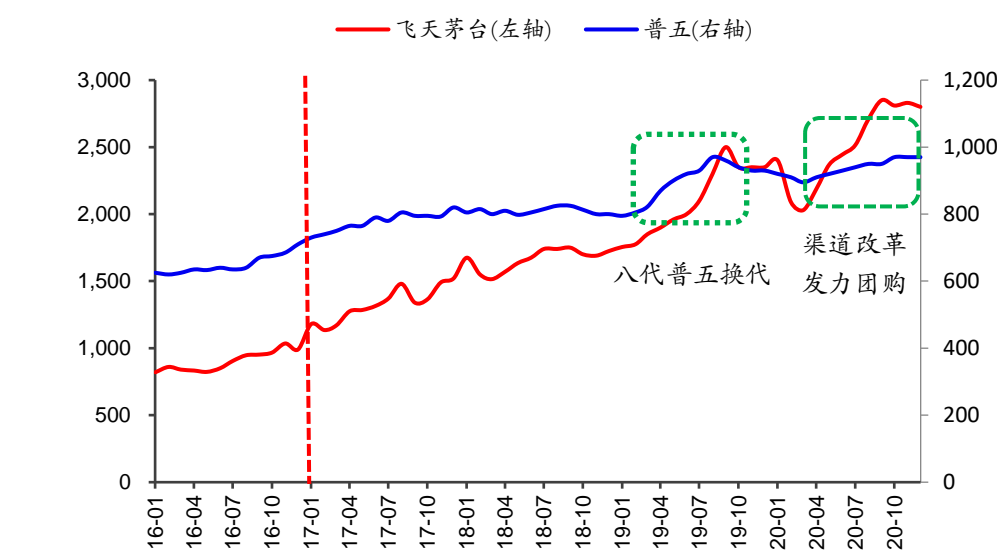
2017 年以来二次创业新周期，茅五协同发展。2016 年 2H 以来，受益于茅台酒投资收藏等多需求助力、经销商渠道占比大幅下降等因素合力推动，流通渠道供需关系持续紧张致酒价持续上行，茅台酒持续处于正向循环业务牛中，为下方五粮液国窖打开价格空间；五粮液二次创业以来，于 2019 年 5 月进行普五换代，八代普五上市推升批价，2020 年五粮液通过构建团购新渠道增量，优化流通渠道供需关系，以实现普五批价上行，与茅台实现协同发展。

图表 32 茅台红利带动高端及次高端细分行业扩容



资料来源：华安证券研究所整理

图表 33 17 年以来普五批价稳步上行



资料来源：华安证券研究所整理

## 2.2.4 核心消费者培育+产品结构向上塑造品牌

回顾 2003~2009 年茅台对五粮液的超越，背后核心是通过高端产品线布局与社会高端商业资源整合，实现了对当时核心意见领袖的培育；

回顾 2013~2016 年茅台对龙头地位的捍卫，背后核心是在行业景气下行周期过程中，通过布局非标系列产品向上填补空白价格带、并减轻主力大单品的供需压力，以实现主销产品飞天茅台的价格相对稳定，及品牌形象持续上升，助茅台酒进入正向循环业务牛。

回顾 2017 年至今茅台五粮液的协同发展，背后核心是茅台供需持续紧张致酒价持续上行为下方五粮液国窖打开价格空间，五粮液顺势抓住机遇进行产品换新升级、并通过渠道改革实现量价齐升。

我们认为，对于品牌驱动型的高端白酒，战略层面核心在于长期紧抓核心消费者培育工作、以及产品结构向上以延续品牌拉力。至此，便引申到五粮液 2017 年以来施行的“二次创业”，五粮液通过产品结构变革、渠道变革优化，正“仿照”茅台，在营销与渠道层面走上战略正确的道路。

## 2.3 未来展望：高端酒量价齐升，五粮液变革红利释放

### 2.3.1 量价齐升仍是高端酒未来核心逻辑

**量：高端酒开瓶需求增量或仍主要由五粮液、国窖瓜分**

高端酒实际开瓶需求增量或主要被五粮液与国窖瓜分。基于消费升级大趋势不变（少喝酒、喝好酒），在头部集中效应带动下，我们预计高端白酒销量将保持稳健增长。其中茅台酒销量取决于茅台供给释放节奏，我们判断茅台酒实际开瓶量相对稳定，大概率不会出现明显增长，茅台酒供给端增量对应的需求端以囤积收藏、金融属性为主，因此高端白酒实际需求增量将大部分被五粮液、及国窖瓜分（需求增量下方过程中，五粮液受益更显著）。因此我们预计高端白酒未来 3 年实际需求增量复合增速或在 5%（即茅台开瓶量+五粮液+国窖 1573 的需求复合增速约为 5%）。需注意的是，正如我们上文 2.12 中所得出的结论：“五粮液 2018~2020 年量增需求很大程度来自于茅台让渡开瓶需求”，向后看若茅台酒价格趋于稳定、真实消费者接受程度提升，未来或出现茅台开瓶需求回归的风险，当然，茅台开瓶需求回归或是长周期过程中缓慢发生，短周期内并不用担心。

再对茅台未来 3 年供应量进行估算，2022 年对应基酒为 2018 年的 4.98 万吨，按照 85% 出酒比例估算，预计 2022 年茅台酒投放量约为 4.23 万吨。依据此进行测算、结合我们在上文中对未来高端白酒量增理应快于 GDP 增速的判断，我们预计未来 3 年高端白酒茅五国销售量复合增速超过 7~9%（快于同期 GDP 复合增速），对高端白酒市场规模 3 年累计贡献 23%~30%。

**图表 34 茅台开瓶下滑，为五粮液国窖提供需求增量**

		2019	2022	CAGR
可比口径	送礼（核心刚需）	0.7	0.9	9%
预收款调	金融属性、囤积收藏	1.3	1.73	10%
整后估计				
茅台销量	开瓶量（核心刚需）	1.4	1.6	5%
	茅台总计-A	3.4	4.23	8%
	五粮液-B	2.43	3.00+	7%+
	国窖 1573-C	0.85	1.2	12%
	高端白酒销售量=A+B+C	6.68	8.43+	8%+

资料来源：华安证券研究所整理

\* 该数据测算目的为行业容量展望，五粮液、国窖 1573 估计值并非对其未来三年容量的准确判断

**价：向后推演，高端酒价增将跑赢 CPI、与收入增速保持相对平衡。**展望未来 3 年，飞天茅台有较大概率提升出厂价，下方五粮液、国窖大概率跟随，或采取小幅多提、计划外提价等方式实现提价。向后推演，预计高端酒价增将跑赢 CPI，与收入增速保持相对平衡，近年我国城镇居民人均可支配收入增速落入 8% 区间，因此我们预计高端酒价增复合增速或为 6%~8%，对高端白酒市场规模 3 年累计贡献约为 20%~25%。

**未来三年高端酒规模看 15% 复合增长中枢。**综合未来三年量、价复合增速测算，我们预计高端白酒未来 3 年累计市场规模增长约 48%~63%，复合增速约 14%~18%。

### 2.3.2 组织变革整合，人事主导新时代

**管理层换新，二次创业谋求变革。**2017 年 3 月，李曙光（2012.05—2017.03 曾任四川省经济和信息化委员会副主任）出任五粮液集团董事长，并提出“二次创业”，2018 年 7 月，原集团党委副书记邹涛调任五粮液股份有限公司、负责销售工作。五粮液新一届领导班子均具备白酒行业资深、丰富的战略、营销经验，团队各方面能力自上而下获得全方位提升。

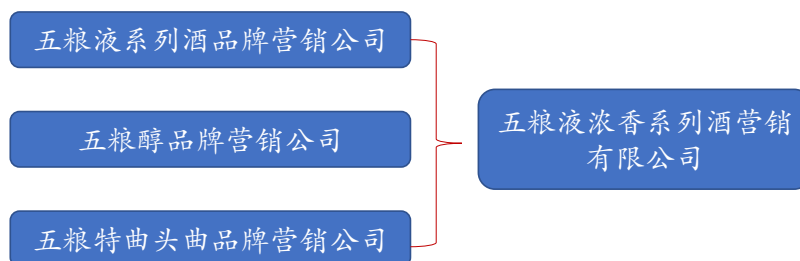
**营销中心战区化，系列酒公司整合。**2019 年，五粮液启动组织架构变革，实现了总部横向专业化、区域纵向扁平化。2019 年 2 月，五粮液将原有的 7 个营销中心改为成立 21 个营销战区，60 个细分战区基地；2019 年 6 月，五粮液将原有的五粮液系列酒品牌营销公司、五粮醇品牌营销公司、及五粮特曲头曲品牌营销公司合并为五粮液浓香系列酒营销有限公司，强化系列酒品牌管理能力，推进系列酒统筹管理。

**图表 35 茅台渠道整合高端商业资源**

7 大营销中心	21 个营销战区
华北	晋冀战区、山东战区、陕西战区、北京战区、天津战区
华东	江苏战区、浙江战区、上海战区
华南	广东战区、福建战区
华中	河南战区、湖南战区、安徽战区、鄂赣战区
西南	四川战区、重庆战区、桂黔滇战区
西北	甘宁蒙西战区、新青藏战区
东北	黑吉蒙东战区、辽宁战区

资料来源：华安证券研究所整理

图表 36 五粮液系列酒公司组织整合

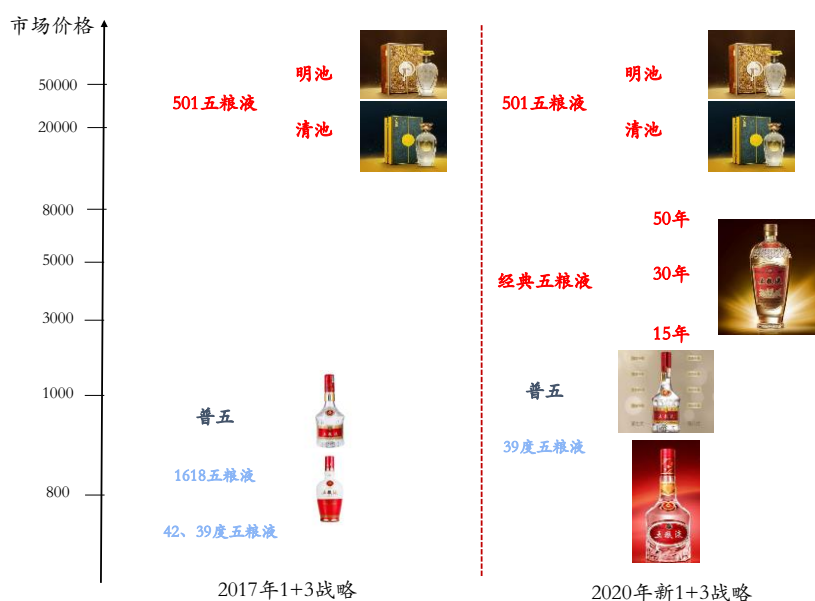


资料来源：华安证券研究所整理

### 2.3.3 五粮液矩阵向上，品牌结构双升

**五粮液产品矩阵向上，打造品牌。**2017年，公司提出五粮液“1+3”产品战略，围绕“1”普五展开，上方为501超高端产品，下方为1618及低度五粮液；2020年公司调整、并进一步聚焦“1+3”高端白酒产品战略，细分来看：“1”指核心大单品第八代经典五粮液，“3”分别是上方501五粮液、经典五粮液、及下方39度经典五粮液（1618战略重心减弱，42度五粮液取消）。虽然与茅台的价格分层产品战略有所不同（茅台有众多非标产品、及以生肖酒、颜色系列为代表的飞天茅台衍生产品），但五粮液在高端产品线上实现了产品结构上移，上方形象产品一方面有助于品牌打造，另一方面经典五粮液有助于吨价上移。

图表 37 五粮液产品战略向上变化



资料来源：华安证券研究所整理



树立超高端产品，以拉近与茅台的品牌距离。从产品对标角度，五粮液借 501 五粮液对标茅台年份酒、借经典五粮液对标飞天茅台，八代普五卡位千元价格带，收割飞天茅台以下的高端白酒市场。

图表 38 五粮液 1+3 产品与茅台高端系列逐步形成对标

品牌		茅台		五粮液	
产品	出厂价	市场成交价	产品	市场成交价	
茅台 80 年	99900 元	17~21 万	501 五粮液明池 (特殊号)	拍卖价 100 万+	
茅台 50 年	15929 元	2 万+	501 五粮液明池	5~7 万	
茅台 30 年	8999 元	1 万+	501 五粮液清池	1.4~2 万	
茅台 15 年	3929 元	5000 元+	经典五粮液 (或推出 15、30、50 年)	2999 元+	
精品茅台	2299 元	3500 元+			
飞天茅台	969 元	3000 元+			
汉酱 (茅)	600 元	900 元+	八代普五	1000 元+	

资料来源：华安证券研究所整理

**501 精神符号，定位超高端。**超高端产品方面，五粮液的核心思路是对标飞天茅台及茅台年份酒：目前五粮液拥有超高端 501 五粮液，产品方面要确保 501 这款产品的高度独立性，目标把 501 五粮液价格品质树立成五粮液系列中的超高端系列。渠道策略方面，501 全部批条实行配额制，每年千瓶体量，核心目的是设立形象产品，中长期目标拉动五粮液核心品牌形象、打开价格上限。

图表 39 501 五粮液明池



资料来源：华安证券研究所整理

图表 40 501 五粮液清池



资料来源：华安证券研究所整理

**经典五粮液商品化，完善产品体系。**八代普五尚处于千元价格带，不能满足高端消费者价格需求，用八代提升品牌价值难度较大，因此公司通过经典五粮液向上升级，以求对茅台实现跟随。9 月 23 日，经典五粮液上市，出厂价 1499 元/瓶，零售价 2999 元/瓶，团购价约 2600 元/瓶，商品化定位，有助于五粮液完善产品体系。经典五粮液亦以产定销，控制总量，通过相对稀缺保护定位与价格；营销模式方面，经典五粮液以圈层营销瞄准喝四五千酒的消费人群意见领袖，聚焦高地市场、聚焦 20% 核心意见领袖培育，此外，经典五粮液后续或推出年份酒产品 15、30、50 年 (或对应 5000 元+、8000 元+ 产品)，打造高端系列化，形成组合对 20% 的意见领袖形成公关；渠道方面，传统渠道基本不投放，聚焦团购，预计 2021 年经典五粮液有望提供 500 吨以上增量，贡献 15 亿以上收入增量，未来有望通过高端产品结构上移，形成吨价上移，经典五粮液未来三年有望实现较为显著的量价齐升。



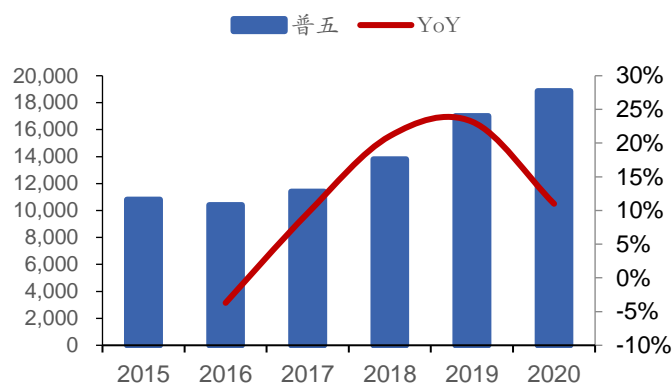
**八代普五成功换代，出厂价提升。**公司于2019年6月对高端五粮液产品中的核心单品普物语进行升级换代、推出第八代普)。八代普五较七代产品在口感、品质、包装、防伪等多面进行了全面升级。第八代经典五粮液出厂价为889元/瓶，较第七代经典五粮液出厂价789元提升100元/瓶（第七代经典五粮液计划内出厂价739元，计划外出厂价839元，平均出厂价789元）。2021年，普五团购价格或由889元提升至959元（取消原本团购70元保证金），实现变相提价至约903元，提价幅度或约为2%。

图表 41 501 七代、八代五粮液全面升级



资料来源：华安证券研究所整理

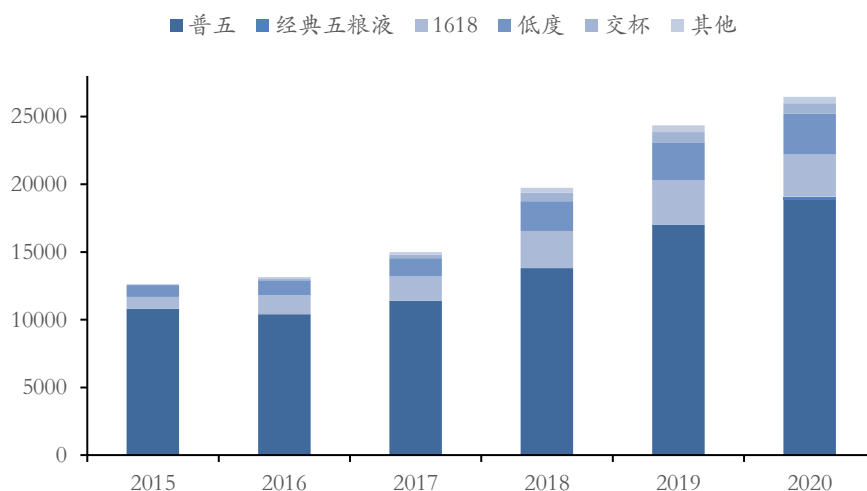
图表 42 普五销量及同比增速



资料来源：wind，华安证券研究所

**1618 定位普五下方价格带策略型产品，低度作为战略配套。**目前 1618 定位为普五八代升级后的策略性产品，实际成交价格比普五略低，目前约 3000 吨体量，作为普五核心单品价格提升后下方价格带占领的策略型产品；低度五粮液定位配套性产品，渠道依靠顺价利润和酒厂补贴实现盈利，目前约 3000 吨体量。2020 年，公司取消了五粮液 1618 和 39 度五粮液的渠道政策，只保留宴席等消费者活动支持。

图表 43 五粮液板块销量拆分 (单位：吨)



资料来源：华安证券研究所整理

**丰富普五上方产品，价格分层产品战略初具雏形。**此前，五粮液主品牌内有很多开发产品，但出厂价都低于普五，拖累了普五价格，相较茅台，飞天茅台之上有茅台年份酒、精品茅台等价格标杆产品，但五粮液普五上方仅有501五粮液，501定位过高、产销量过小，仅有品牌标识意义、价格标杆作用不足。**2017年以来，五粮液高端定制酒产品线逐步丰富，战略上，以普五做为价格底盘，开发产品出厂价都显著高于普五，从而往上延伸价格。**2017年6月，五粮液携手施华洛世奇打造创新新品“缘定晶生”，融合水晶元素，主要面向高端婚宴市场；2018年6月，五粮液在京东618首发三款收藏酒新品，一是改革开放40周年单品，二是大事件主题套装，限量生产2018套，三是“新时代·国运昌”纪念酒；2020年，推出经典五粮液，拉高品牌形象的同时，亦商品化定位有望放量。**五粮液通过丰富普五上方产品，填补此前普五与501之间价格带空白，价格分层产品战略初具雏形，培育意见领袖，提升圈层营销水平，有望为普五提供价格标杆，并稳定主销产品普五市场价格，夯实提高渠道利润。**

**图表 44 五粮液价格分层产品战略初具雏形**

系列	产品	市场价
五粮液主品牌	501 五粮液·明池、清池	1万+
	缘定晶生 天鹅款	1万
	经典五粮液（年份系列）	2999、5000+、8000+
	缘定晶生 戒指款	2500
	改革开放系列	2500
	五粮液交杯酒	1500
	五粮液生肖酒	1200~1600
	第八代五粮液	1050
	五粮液 1618	1000
	39度五粮液	799

资料来源：华安证券研究所整理

### 2.3.4 渠道数字扁平化，核心消费者团购培育

2019年以来，五粮液推动一系列渠道营销改革，包括渠道扁平化、流通渠道减量、开拓团购新渠道等，以期稳定流通渠道五粮液供求关系，目前来看效果持续显现，渠道供求关系持续改善，普五批价稳步上行。

#### 2.3.4.1 渠道扁平化，强化终端掌控力

**渠道扁平化，强化终端掌控力。**大商制是过去白酒企业快速发展过程中最主要的模式之一，酒企将区域市场开发责任移交给经销商，厂家专注于产品生产及品牌的总体宣传，不再针对每个区域市场进行深度的渠道开拓。包括五粮液的“大商制模式”、口子窖的“区域总代模式”、以水井坊为代表的“新总代模式”（经销商主导、厂家配合）、以及以伊力特为代表的“买断式模式”。2019年以来，五粮液推动一系列渠道扁平化改革，包括去大商化，逐步扶植小商并设立专卖店，终端掌控力逐步加强，渠道价格体系趋于稳定。

图表 45 五粮液渠道改革梳理

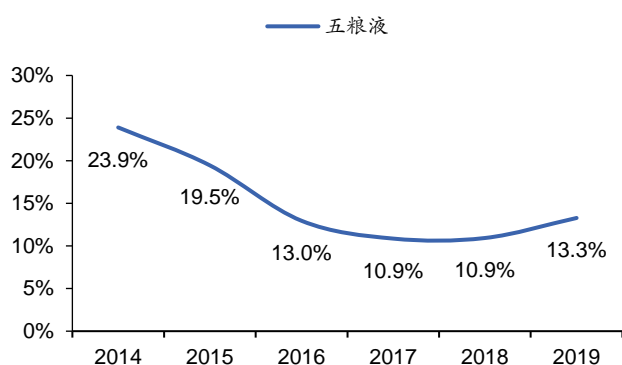
类别	传统大商制	五粮液渠道改革方向
模式梳理	渠道基本由大经销商控制，酒企提供战略方向，大商负责具体运营	去大商化，逐步扶植小商并设立专卖店
渠道掌控力度	渠道大商主导，渠道各类信息对酒企不透明，管理难度较大	渠道扁平化，终端下沉，减少区域窜货
渠道投入	酒厂对渠道建设投入较少	加大渠道投入
渠道利润	大商自行调整销售策略，依靠价差获利，渠道利润相对丰厚	淡季控量保价，聚焦提升批价，提高周转率，增厚渠道利润
优势	从 0~1 过程中放量迅速，渠道积极性较高	终端掌控力强，有利于渠道价格体系稳定
劣势	酒厂易受大商制约，大商主导或产生渠道混乱	渠道运作要求高，对公司操盘能力要求高
适用阶段	新品 0~1 铺货，追求渠道高利润	产品进入相对成熟期，更需要精耕细作

资料来源：华安证券研究所整理

**大商集中度降低，专卖店快速增加。**2018 年以来，公司持续引入小商（年度计划量低于 10 吨）、淡化大商的影响。根据公司财报数据，公司前五大客户集中度于 2014 年处于峰值水平、为 23.90%，2015~2019 年分别为 19.45%、12.95%、10.86%、10.93%、13.28%，大商集中度明显下降；2017 年起，五粮液加强专卖店建设，2017、2018、2019 年分别新增约 400、300、300 家专卖店，目前专卖店总数约 1300 家。

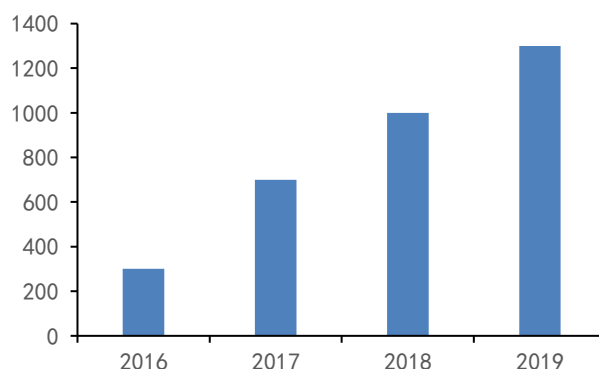
我们认为：一方面，目前五粮液大商制体系逐渐弱化，公司渠道持续扁平化，对于稳定渠道价格体系、减少区域窜货有积极作用；另一方面，五粮液一直以来依托核心大商发展，早已和经销商拧成一股绳，与核心大商的深度合作关系未发生变化，是未来公司渠道体系稳定的基础。

图表 46 五粮液前五大销售客户集中度下降



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 47 五粮液专卖店数量快速增加



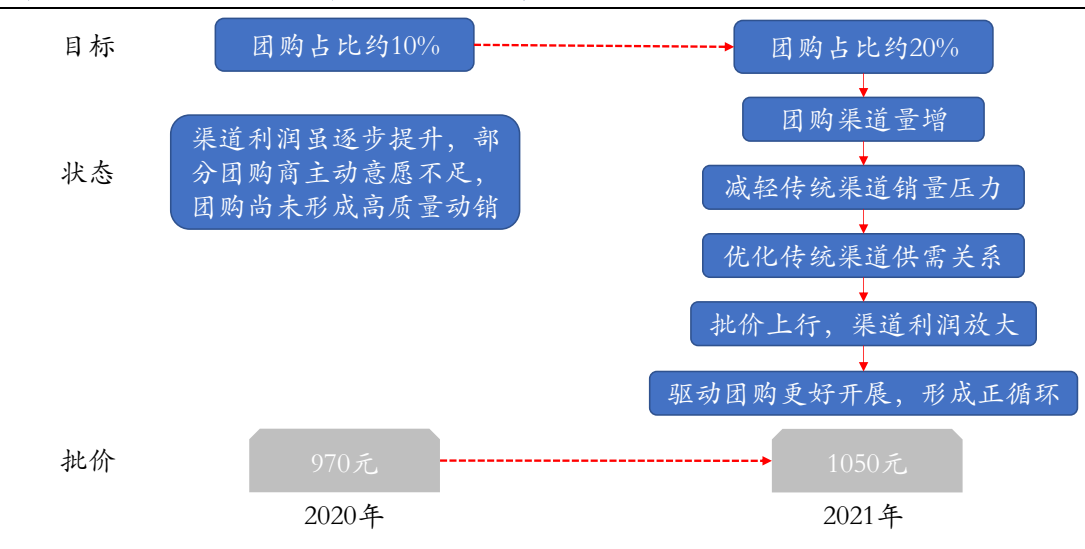
资料来源：华安证券研究所整理

### 2.3.4.2 流通渠道减量，发力团购核心消费者培育

**明确深耕团购渠道。**五粮液全国性的渠道，尚有优化空间。2020 年疫情后，五粮液提出三损三补策略：零售损失团购补；线下损失线上补；老品损失是新品补。削减传统渠道投放量约 4,000 吨，约占全年投放量 15%，通过渠道调节实现提价。公司加大团购渠道开拓力度，围绕 500 强企业核心消费人群进行重点攻关。我们认为，团购渠道是完善渠道体系的重要环节，有助于优化渠道能力及提升品牌力，通过团购，五粮液有望实现直达消费终端，培育意见领袖，模仿茅台的核心意见领袖培育模式，对市场营销方面短板进行补足。

**团购流通分立，确保价格体系互不影响。**量方面，公司对传统经销商和团购商完全分立，避免串货的可能和价格体系的扰乱。五粮液传统大商资源优势明显，但资源维护和市场运营能力有限，因此经销商帮助公司导入资源、共同参与到团购服务工作中，帮公司实现总对总的团购销售，五粮液通过团购渠道主动参与渠道运营。公司通过 14 个城市分仓直接向团购客户发货，不对传统经销商渠道体系产生影响。2020 年，五粮液团购收入占比约 10%，预计 2021 年团购占比有望提升至约 20%。

图表 48 五粮液通过发力团购渠道形成业务端正向循环



资料来源：华安证券研究所整理

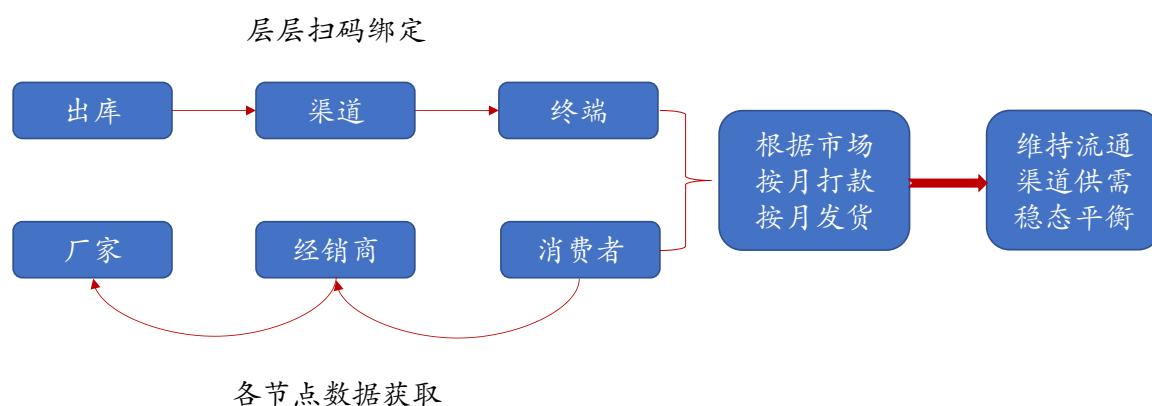
**开拓数字酒证、酒交所新渠道。**除团购渠道外，公司通过设立酒交所形成库存蓄水池，并开拓数字酒证挖掘五粮液品牌投资属性，以期拉动五粮液品牌长期品牌形象。此外，过去餐饮渠道呈现碎片化特点，今年起公司对酒店渠道进行渠道扁平化变革，加大对餐饮酒店政策支持。

### 2.3.4.3 启动数字化转型，获取渠道各节点数据

**五粮液携手 IBM，启动数字化转型。**2018 年 4 月，五粮液携手 IBM，数字化转型项目启动大会在四川宜宾举行。此次合作基于“一个中心，六项能力”开展数字化转型工作，全面打造出五粮液数字化转型的能力体系。五粮液数字化转型始于 2018 年，推动“以市场为驱动、消费者为中心”的营销数字化转型，驱动整个企业内部的变革。公司数字化的指挥中心已经落成，销售数据反馈通过 ERP 系统进行定量分析，我们认为，五粮液营销数字化转型从营销组织变革开始，建设开放灵活的营销大中台，解决了原有的信息孤岛问题，打通了业务流程间的断点。

**借助数字化工具，追踪普五销售并调节发货节奏。**八代普五产品背后导入“控盘分利”渠道模式，消费者端，八代普五通过扫盖内码获取积分的方式，推动消费者进行开瓶扫码，渠道端，通过经销商至厂家层层扫码进行绑定，以求实现对从出库到经销商到终端渠道各节点出货数据的获取。酒厂通过数字化工具追踪渠道实际动销情况后，公司将原本大商全年一次性打款的模式改为按月打款、按月发货的模式，有助于酒厂灵活调节发货节奏，实现市场流通渠道普五的供需相对紧平衡。

**图表 49 五粮液通过数字化手段获取渠道各节点数据**



资料来源：华安证券研究所整理

渠道变革成效显著，批价上行渠道利润打开。2019 年八代普五换代以来，配合渠道模式变革，普五一批价稳步上行，虽然过程中受疫情影响略有波动，但后续快速回升至 950 元上方，尤其期间经受 2020 年中秋旺季考验。

图表 50 数字化成果逐步体现，普五一批价稳步上行



资料来源：华安证券研究所整理

## 三、五粮液系列酒：重塑产品组合

### 3.1 历史问题：买断贴牌快速成长，产品驳杂条码冗余

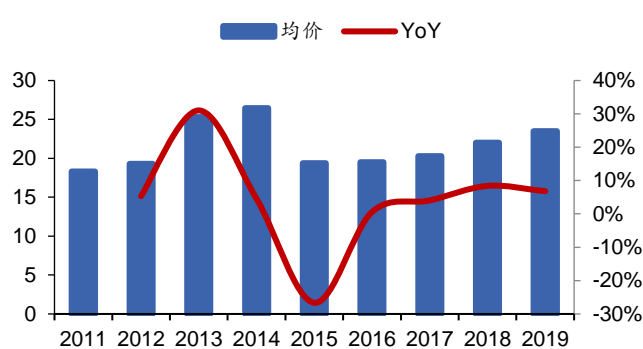
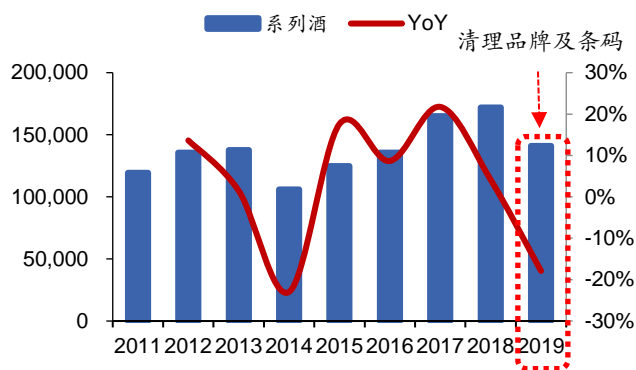
**90 年代开创买断贴牌运作。**90 年代初公司积极扩产至万吨、且此后持续扩产，由于浓香型白酒生产过程中优质酒率通常为 10%~15%，下方产生大量低端基酒产能通过买断经营、OEM 贴牌模式进行消化，并实现白酒行业规模第一，例如 1994 年福建邵武糖酒副食品公司与五粮液集团联合推出“五粮醇”，并买断五粮醇品牌的全国总经销权，成为五粮液全国第一个品牌买断经销商，当年销售额即超过 1 亿元，开启了白酒贴牌运作的热潮，1998 年五粮液与北京新华联、湖南浏阳河用贴牌代工模式联合推出“金六福”和“浏阳河”，后续 2001 年四川省宜宾市智溢酒业有限公司取得“五粮春”买断经营权；截至 2002 年，五粮液 OEM 模式子品牌超过 100 个，下属产品超 200 种，大量买断商开发产品品质参差不齐，虽然短期实现放量扩张，但对五粮液本身品牌价值有所伤害。



2014年后五年系列酒品牌条码大幅增加。2014年五粮液从“1+9+8”战略转变为重点打造“1+5+N”战略，在高端酒需求下滑期间，五粮液加大下方中低价位产品线布局，系列酒绵柔尖庄、五粮特曲、五粮头曲等产品相继上市，因此2014~2018年，五粮液系列酒销量由10.6万吨增长至17.2万吨，截至2018年底，公司各类品牌数达800余个，条码数达3000余个，系列酒销量快速增长带来了品牌驳杂、条码冗余的历史问题。

图表 51 五粮液系列酒销量及同比增速(单位：吨)

图表 52 五粮液系列酒均价及同比增速(单位：元/瓶)



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：华安证券研究所整理

图表 53 五粮液系列酒品牌战略变化

时间	品牌战略	战略细节
2014年前	1+9+8	“1”：指五粮液品牌 “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（华东区）、老广东（华南区）、蜀粮醇（西南区）、华北醇（华北区）、龙晶玉液（中原区）、两湖春（两湖区）、亚克西（西北区）、玉酒（东北区）
2014年	1+5+N	“1”：指高端产品普五和1618 “5”：指5个中低档产品——五粮春、五粮醇、头特曲、尖庄、六和液 “N”：指其他区域性代表品牌
2016年12月	1+3+5	“1”：指高端主品牌普五 “3”：指1618、交杯酒、低度五粮液 “5”：指五粮春、五粮醇、特头曲、绵柔尖庄、六和液
2017年3月	系列酒1+4	“1”：指核心战略品牌尖庄 “4”：指重点战略品牌：五粮人家、百家宴、友酒、火爆
2017年12月	系列酒4+4	“4”：指4个全国性大单品：五粮春、五粮醇、头特曲、尖庄 “4”：指4个区域性的单品：五粮人家、百家宴、友酒、火爆

资料来源：华安证券研究所整理

### 3.2 改革聚焦：系列酒瘦身聚焦，组织整合打造大单品

**系列酒瘦身，条码快速减少。**五粮液系列酒一直存在品牌繁杂、贴牌冗余的历史问题。截至 2018 年底，公司各类品牌数达 800 余个，条码数达 3000 余个，自 2019 年以来，公司聚焦清理冗余的系列酒品牌，对 3000 多个条码做减法并且聚焦，计划瘦身品牌数目要缩减到 45 个左右，条码要减少到 350 个。2019 年五粮液系列酒销量同比下降约 18%，瘦身明显。根据公司 2020 年 1218 大会公开信息，2020 年公司共计清理清退 12 种品牌的 577 款产品。当前系列酒销售收入约 70 亿中，五粮春作为经销商开发产品销售规模最大约 15 亿，五粮醇销售规模约 12 亿，五粮特曲和尖庄规模较小，系列酒中还包括其他总经销产品。

图表 54 五粮液系列酒瘦身历程

时间	清退要求	清退结果
2016 年 6 月	五粮液系列酒品牌营销公司发布《系列酒品牌风险管理制度》，要求各部门品牌运营商将全国性卖场和地方大卖场的违规宣传整理完毕	淘汰 30 多个品牌
2017 年 6 月	五粮液系列酒品牌营销公司发布《总经销品牌经销商准入、分级、经营与清退标准》，对系列酒品牌的考核型淘汰式整顿，优化系列酒经销商队伍	淘汰 18 个品牌
2017 年 8 月	从五粮液系列酒品牌营销公司获悉	1~8 月，累计梳理、清退 44 家经销商； 7-8 月，清理 155 款低销售产品
2019 年 4 月	五粮液品牌管理事务部发布《关于清理下架和停止销售“VVV”“东方娇子”等系列酒品牌的通知》，对“VVV”、“五粮 PIVIP”、“东方娇子”和“壹玖壹捌 1918”四个品牌停止合作	清理 4 个品牌、22 款产品
2019 年 4 月	五粮液系列酒品牌营销公司发布《关于宜宾系列酒品牌营销有限公司同质化产品下架的重要通知》，将所有品牌的“同质化产品”进行下架处理	清理 31 个品牌、73 款产品
2019 年 4 月	五粮液品牌管理事务部发布《关于清理下架和停止同质化产品销售的通知》，继续清理系列酒同质化产品	清理 25 个品牌、46 款产品
2019 年 11 月	五粮液举办投资者关系活动，对品牌清理问题进行了解答	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
2020 年 12 月	2020 年 1218 大会	2020 年已清理清退 12 种品牌的 577 款产品

资料来源：华安证券研究所整理

**成立五粮浓香系列酒公司，对核心系列酒进行梳理。**目前系列酒在方向和品类和管理体系上已经初步成型，下一步就是要重构系列酒及打造系列酒年轻化。公司在 2020 年将延续“4+4”战略，重点聚焦打造五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄四个全国性战略大单品，以及打造五粮人家、百家宴、友酒、火爆四个区域性品牌。

图表 55 五粮液系列酒 4+4 产品结构



资料来源：华安证券研究所整理

### 3.3 未来展望：打两头带中间，5 年规划销售翻番

**系列酒板块规划 5 年翻番。**2019 年公司实现销售口径收入近 100 亿元，同口径同比增长 55.15% (扣除已清理品牌)。2020 年公司销售收入目标达到 100 亿元以上；打造 10 亿元及以上营销大区 2 个、5 亿元及以上营销大区 3 个；建设核心终端 10 万家、形象店 1 万家。**公司规划，系列酒未来 5 年实现销售额达到 200 亿元以上**，集中优势力量打造尖庄、五粮醇、五粮春、五粮特曲四大战略品牌，力争用 5 年左右时间将尖庄品牌打造成 100 亿元级大单品和“民酒类第一品牌”；将五粮醇品牌打造成 50 亿级大单品和“中价位醇香第一品牌”；将五粮春品牌打造成 50 亿级大单品；将五粮特曲打造成 20 亿级大单品和“特曲类第一品牌”。

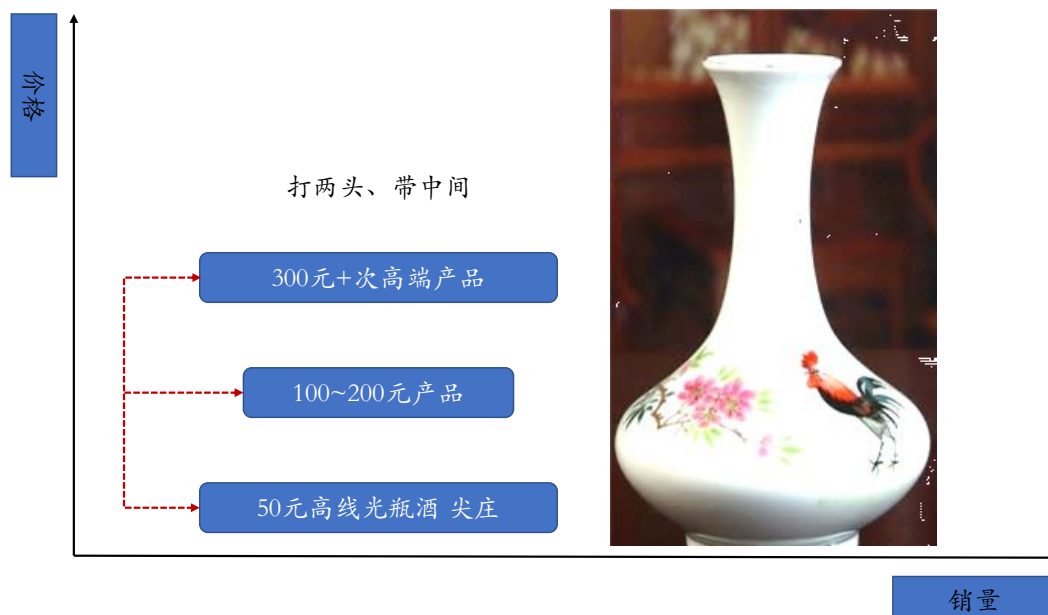
图表 56 五粮液系列酒全国品牌 5 年规划

系列酒品牌	目标定位	5 年目标规模
尖庄	民酒类第一品牌	100 亿
五粮醇	中价位醇香第一品牌	50 亿
五粮春	-	50 亿
五粮特曲	特曲类第一品牌	20 亿

资料来源：华安证券研究所整理

**系列酒打两头、带中间。**名酒系列酒产品的核心优势在于品牌与品质，产品价格带布局分为三大价格带：1) 几十元价格带的高线光瓶酒；2) 100~200 元的地方酒主力价格带；3) 300 元以上的次高端价格带。从价格带布局难易程度来看，最易于布局的是依靠品牌、品质、利润进行降维打击的高线光瓶酒，其次是品牌势能领先、部分地方酒尚未触及的次高端价格带，相对布局有难度的是 100~200 元地方酒主力价格带，容易受到地方酒强有力的阻击。因此，五粮液对于系列酒实行打两头（高线光瓶酒、次高端）、带中间（100~200 元）的产品战略。

图表 57 五粮液系列酒产品战略



资料来源：华安证券研究所整理

**高线光瓶名酒发展潜力极大。**百元以下价格带产品过去由地产酒盒装产品占据，但随着消费升级，百元以下（几十元）盒装酒难以满足消费者面子需求，此背景下，光瓶酒市场迅速扩容（目前光瓶酒市场规模约 700 亿元，未来 3~5 年有望扩容至 1200 亿元，复合增速约 11~20%），拥有品牌、品质背书的名酒光瓶酒在近年快速崛起，其中以玻汾为代表，成为 50 元高线光瓶酒代表，约 30 亿体量，此外绿瓶西凤、古井老玻贡、绵柔尖庄等均迅速发展。名酒高线光瓶酒拥有大品牌背书，可以依靠品牌力和产品形成快速动销，因此五粮液的尖庄在全国范围内拓展的很快，在区域市场河南、山东等多地招商和动销都较快，对地方低档盒装酒进行持续替代，因此后续五粮液系列酒尖庄高增长可以预期。

**名酒在次高端价格带很有机会。**除地方名酒品牌外，传统地方酒品牌向上支撑度不足，布局次高端价格带产品需要渠道打法、组织模式等一系列调整，短时间内不足以支撑传统地方酒厂布局次高端价位。相较而言，名酒在次高端价位品牌号召力强、品牌势能领先，具备布局次高端价格带产品的能力。目前五粮液系列酒在次高端产品布局尚未完成，布局完成后有望形成打两头带中间的效应。

**中间价位或适当放开条码和开发产品。**100~200 元作为地方酒企业主销产品基本盘，名酒在地方酒主力价格带 100~200 元压力较大，名酒通常难以在此价格带收割很大体量。因此五粮液系列酒后续或适当放开条码和开发产品，有利于加速系列酒发展。

## 四、盈利预测及投资建议

### 4.1 五粮液量价可展望，双位数以上复合增长

基于茅台红利在可见的未来可以持续,我们认为,未来三年五粮液量价仍可展望。若聚焦 2021 年,基于 2020 年数字酒证与五商公司(商超渠道)库存抬升、茅台酒开瓶让渡空间或边际收窄、及春节期间疫情或出现反复影响需求三方面因素, **2021 年五粮液销量增速或放缓,通过产品结构提升推升均价以实现增长:**

**量:** 2019 年五粮液销量约 2.4 万吨,按照公司对 2020 年销量 5%~8%增量的规划,预计 2020 年销量约 2.6 万吨,同增约 8%,我们预估五粮液板块 2021、2022 年销量分别为约 2.8 万吨、3.0 万吨,分别同增 7.4%、8.1%。

**价:** 2019 年普五综合出厂价约为 830 元,2020 年提高至 889 元,同增 7.1%;2021 年起计划外出厂价存提价预期,预计 2021、2022 年普五综合出厂价分别同增 6%、4%。综合考虑五粮液板块各类产品(普五、经典、1618、低度、交杯、定制等产品),预估 2020~2022 年吨价分别同增 7.8%、8.1%、7.7%。

综合五粮液量价预期,可推动五粮液主品牌未来三年销售规模复合增长约 17%。

系列酒在瘦身过程中必然会对原有销售规模产生负面影响,中短期的调整为更长周期的增长打好基础,但短期阵痛无可避免,因此我们预估 2020、2021、2022 年系列酒板块收入分别同增-5%、0%、3%,中短期内难见显著增长。

图表 58 公司细分业务盈利预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>白酒业务</b>						
营业收入(百万元)	28,092	37,752	46,302	52,067	58,092	64,271
YoY (%)	24%	34%	23%	12%	12%	11%
毛利率 (%)	76.7%	77.6%	79.3%	80.5%	81.2%	81.8%
<b>高档酒(五粮液板块)</b>						
营业收入(百万元)	21,394	30,189	39,671	45,767	51,792	57,783
YoY (%)	23%	41%	31%	15%	13%	12%
占比 (%)	76.2%	80.0%	85.7%	87.9%	89.2%	89.9%
<b>中低档酒(系列酒板块)</b>						
营业收入(百万元)	6,698	7,563	6,631	6,300	6,300	6,489
YoY (%)	27%	13%	-12%	-5%	0%	3%
占比 (%)	23.8%	20.0%	14.3%	12.1%	10.8%	10.1%

资料来源:wind,华安证券研究所

## 4.2 投资建议

2017 年以来，五粮液充分享受茅台价格红利，二次创业管理改革锦上添花，当前形势下，茅台仍在挺价，因此茅台红利大概率仍将持续，五粮液量价齐升仍可期。我们认为，茅台之下五粮液独一无二，中长期生意确定性凸显。此外，叠加外资持续进入、A 股市场机构化，高端白酒估值中枢长期大概率呈现上行趋势。我们预计公司 2020~2022 年收入分别为 572、649、739 亿元，同比分别+14.1%、+13.5%、+13.8%，归母净利润分别为 199、230、266 亿元，同比分别+14.3%、+15.7%、+15.5%，当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 56.9x、49.2x、42.6x，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 59 五粮液 P/E TTM



资料来源：wind，华安证券研究所

## 风险提示

茅台酒开瓶需求回归；普五批价、渠道利润、终端利润不及预期；经典五粮液推广不及预期；渠道改革落地进程不及预期等。



## 财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	96627	117850	146532	179963	
现金	63239	76027	100818	130032	
应收账款	134	181	195	218	
其他应收款	1249	1291	1499	1738	
预付账款	232	296	315	347	
存货	13680	16287	17526	19608	
其他流动资产	18093	23769	26179	28019	
<b>非流动资产</b>	9770	9770	9770	9770	
长期投资	1022	1022	1022	1022	
固定资产	6109	6109	6109	6109	
无形资产	410	410	410	410	
其他非流动资产	2230	2230	2230	2230	
<b>资产总计</b>	106397	127621	156302	189733	
<b>流动负债</b>	30035	30420	34990	40571	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	3258	4383	4532	5013	
其他流动负债	26777	26037	30458	35558	
<b>非流动负债</b>	266	266	266	266	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负	266	266	266	266	
<b>负债合计</b>	30301	30686	35256	40837	
少数股东权益	1805	2750	3842	5105	
股本	3882	3882	3882	3882	
资本公积	2683	2683	2683	2683	
留存收益	67726	87620	110639	137227	
归属母公司股东	74291	94184	117203	143791	
<b>负债和股东权</b>	106397	127621	156302	189733	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金</b>	23112	12819	24808	29213	
净利润	17402	19894	23019	26588	
折旧摊销	490	0	0	0	
财务费用	0	0	0	0	
投资损失	-93	-106	-120	-136	
营运资金变动	4767	-8050	680	1364	
其他经营现金	13181	29025	23568	26622	
<b>投资活动现金</b>	-1616	-31	-16	1	
资本支出	-1607	-137	-136	-136	
长期投资	-10	0	0	0	
其他投资现金	0	106	120	136	
<b>筹资活动现金</b>	-7252	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金	-7252	0	0	0	
<b>现金净增加额</b>	14244	12788	24791	29214	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	50118	57190	64908	73882	
营业成本	12802	14192	15737	17666	
营业税金及附加	6984	8007	9087	10343	
销售费用	4986	5983	6790	7729	
管理费用	2655	3031	3440	3916	
财务费用	-1431	-1573	-2006	-2553	
资产减值损失	-3	0	0	0	
公允价值变动收	0	0	0	0	
投资净收益	93	106	120	136	
<b>营业利润</b>	24246	27697	32026	36970	
营业外收入	30	30	30	30	
营业外支出	170	170	170	170	
<b>利润总额</b>	24106	27557	31886	36830	
所得税	5878	6719	7775	8980	
<b>净利润</b>	18228	20838	24112	27850	
少数股东损益	826	944	1093	1262	
<b>归属母公司净利润</b>	17402	19894	23019	26588	
EBITDA	23054	25833	29690	34042	
EPS (元)	4.48	5.13	5.93	6.85	

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	25.2%	14.1%	13.5%	13.8%
营业利润	29.5%	14.2%	15.6%	15.4%
归属于母公司净利	30.0%	14.3%	15.7%	15.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	74.5%	75.2%	75.8%	76.1%
净利率(%)	34.7%	34.7%	34.8%	35.5%
ROE(%)	23.4%	21.1%	19.6%	18.5%
ROIC(%)	22.4%	20.2%	18.5%	17.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	28.5%	24.0%	22.6%	21.5%
净负债比率(%)	39.8%	31.7%	29.1%	27.4%
流动比率	3.22	3.87	4.19	4.44
速动比率	2.75	3.33	3.68	3.94
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.45	0.42	0.39
应收账款周转率	372.76	316.01	332.30	338.74
应付账款周转率	3.93	3.24	3.47	3.52
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	4.48	5.13	5.93	6.85
每股经营现金流(最	5.95	3.30	6.39	7.53
每股净资产(最新摊	19.14	24.26	30.19	37.04
<b>估值比率</b>				
P/E	29.67	56.94	49.21	42.61
P/B	6.95	12.03	9.67	7.88
EV/EBITDA	19.65	40.91	34.76	29.46

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

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。市场基准指数为沪深 300 指数。