

## 二次创业结硕果, 浓香大王再起航

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1、高端酒赛道优异, 伴随着需求端越发稳健, 厂家&渠道更加理性, 高端酒扩容的确定性和持续性更强, 未来三年复合增速 15%以上; 当前茅台酒持续价高量缺, 公司作为千元价格带绝对龙头, 将最大程度受益于高端酒扩容和茅台酒供给不足的需求外溢, 未来两年营收复合增速 18%左右。2、二次创业以来, 公司通过品牌聚焦&发力超高端, 品牌力站上新高度; 通过增加小商、数字化赋能和发力团购, 渠道结构持续优化, 渠道掌控力实质提升, 经营正循环已然确立。3、从短期看, 21年需求复苏叠加普五团购和计划外提价, 将实现量价齐升高增长; 从长期看, 公司规划理性&经营稳健, 数字化、高端化、团购渠道等增长新动能不断涌现, 在改革红利持续释放下, 长期高质量发展可期。
- **高端酒赛道优异, 量价齐升稳健扩容。** 1、在行业挤压式增长的背景下, 份额将加速向名酒集中, 名优白酒强者恒强趋势明确; 此外, 伴随经济增长、居民收入提升和富裕群体壮大, 名优白酒需求端更加稳健增长。2、高端酒赛道最为优异, 稳健扩容确定性最强, 份额提升是长期过程; 在茅台酒批价高企、供给紧张的背景下, 公司作为千元价格带的绝对龙头, 量价运作空间充足, 是茅台酒供给不足的最大受益者, 有望尽享高端酒扩容红利。
- **名酒基因深厚, 产能行业领先。** 1、公司底蕴深厚, 历史上蝉联四届中国名酒, 并在上世纪 90 年代问鼎“中国酒业大王”, 高端酒形象深入人心, 是当之无愧的浓香大王。2、公司拥有行业最具前瞻性的产能布局, 当前纯粮固态白酒产能达 20 多万吨, 伴随着上世纪 90 年代大量扩建的主力窖池逐步迈向成熟, 优质酒率将稳步提升; 公司高端酒产能供给充足, 将充分享受高端酒扩容红利。
- **二次创业彻底变革, 势能释放价值复兴。** 新帅上任以来推动二次创业, 长期制约公司发展的难题得到有效解决, 改革红利持续释放。**品牌端:** 强化“三性一度”, 主品牌聚焦“1+3”产品系列, 顺利升级第八代普五, 超高端经典五粮液顺利布局且反馈良好, 品牌力站上新高度; 系列酒聚焦 4 个全国化大单品, 精简上千个低端 SKU。**渠道端:** 通过数字化扫码系统和导入控盘分利, 强化对于渠道掌控力; 增加小商&发力团购, 需求和渠道结构持续优化; 淡季批价稳步上行, 渠道利润大幅提升, 厂商关系愈发和谐。**看未来:** 十四五定调高质量发展, 量价提升空间充足, 蓄势而发态势良好; 超高端、数字化、团购渠道等成为增长新动能, 在改革红利持续释放下, 长期成长空间广阔。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增速 23%左右, 五粮液充分受益于高端酒扩容和茅台酒价高量缺, 量价运作空间充足, 是兼具成长性和稳健性的优质标的。给予公司 2021 年 45 倍估值, 对应目标价 295.65 元, 维持“买入”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	573.21	693.64	815.11	937.98
增长率	14.37%	21.01%	17.51%	15.07%
归属母公司净利润(亿元)	199.55	255.16	312.95	374.87
增长率	14.67%	27.87%	22.65%	19.78%
每股收益EPS(元)	5.14	6.57	8.06	9.66
净资产收益率 ROE	23.83%	25.49%	26.27%	26.47%
PE	43	34	27	23
PB	9.76	8.22	6.90	5.81

数据来源: Wind, 西南证券

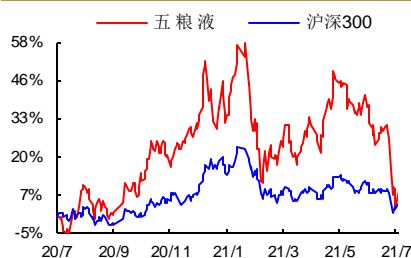
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 王书龙  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 夏霖  
电话: 021-58351959  
邮箱: xialj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	38.82
流通 A 股(亿股)	38.81
52 周内股价区间(元)	205.94-344.4
总市值(亿元)	9,100.43
总资产(亿元)	1,202.23
每股净资产(元)	24.48

### 相关研究

1. 五粮液(000858): 超高端与团购超预期, 坚定看好未来发展 (2021-06-22)
2. 五粮液(000858): 量价齐升, 业绩稳健增长 (2021-04-28)
3. 五粮液(000858): 团购发力+管理优化, 稳健增长 (2020-10-31)
4. 五粮液(000858): 提价和运营能力提升带动业绩稳健增长 (2020-08-28)

## 投资要件

### 关键假设

1) 受益于千元价格带快速扩容和茅台酒价高量缺, 高端五粮液量价运作空间充足, 预计 2021-2023 年五粮液产品销量分别同比增长 14%、10%、8%, 吨价分别提升 7%、8%、8%, 毛利率为 86%、87%、88%;

2) 2021 年消费信心和消费场景稳步复苏, 叠加系列酒整顿进展顺利, 较低基数下系列酒有望快速增长, 预计 2021-2023 年系列酒产品销量分别同比增长 14%、10%、5%, 吨价分别提升收入 3.5%、3%、3%, 毛利率分别为 57%、58%、59%;

3) 体量扩大带来显著规模效应, 管理和销售效率持续改善, 费用率将边际递减。

### 我们区别于市场的观点

市场认为: 当前酱香酒热度有增无减, 浓香酒未来市场份额会受到明显挤压, 且青花郎、国台 15 年、金沙摘要等均定位千元价格带且增速较快, 与五粮液在价位上直接竞争, 公司未来竞争压力会持续加大。

我们认可市场对于酱香热持续发酵, 青花郎、国台 15 年等千元酱酒会和五粮液正面交锋的判断, 但我们认为酱香酒未来 3-5 年以冲击次高端价格带为主, 对于高端酒冲击相对有限, 五粮液稳健增长条件充分: 1) 预计未来 3-5 年高端酒依旧能保持双位数的扩容速度, 增量市场为主的背景下, 高端酒间的竞争仍较为良性; 2) 值得重视的是, 站稳高端并实现放量需要广泛而深远的品牌影响力, 除茅台酒外的其余酱酒无论是品牌影响力或历史沉淀都远逊于五粮液, 短期内难以对五粮液构成实质挑战; 3) 从历史来看, 五粮液最大的竞争对手始终是茅台酒, 自 2018 年以来, 在茅台酒销量增速大幅放缓的背景下, 五粮液批价和销量表现十分亮眼, 是茅台酒需求外溢的最大受益者, 未来这一趋势仍有望延续, 再叠加五粮液改革红利持续释放, 有能力实现长期稳健增长。

### 股价上涨的催化因素

1) 大单品普五提价; 2) 普五批价站稳千元以上; 3) 超高端经典五粮液动销超预期。

### 盈利预测与评级

预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增长 23% 左右, 对应 EPS 分别为 6.57 元、8.06 元、9.66 元。公司是兼具成长性和稳健性的优质标的, 给予目标价 295.65 元, 维持“买入”评级。

### 投资风险

- 1) 经济大幅下滑风险;
- 2) 市场开拓或不及预期。

## 目 录

<b>1 名酒基因始终如一，二次创业扬帆起航</b>	<b>1</b>
1.1 国有控股，管理层锐意进取	1
1.2 业绩靓丽增长，结构持续优化	2
<b>2 升级与分化为主旋律，名优白酒强者恒强</b>	<b>4</b>
2.1 行业呈挤压式增长，升级与分化为主旋律	4
2.2 高端酒赛道优异，份额提升是长期过程	7
2.3 中端酒有限扩容，低端酒承压明显	10
<b>3 变革之前：核心优势突出，短板客观存在</b>	<b>12</b>
3.1 先天优势：品牌&产能优势突出，浓香王者根基深厚	12
3.2 历史问题：贴牌模式&大商制弊端凸显，改革缓慢憾失龙头	15
<b>4 全方位深度变革，浓香大王再起航</b>	<b>17</b>
4.1 管理层锐意进取，开启二次创业新征程	17
4.2 创新品牌文化推广，产品线深度聚焦	20
4.3 营销改革持续深化，渠道力脱胎换骨	23
<b>5 行稳致远，十四五更上一层楼</b>	<b>26</b>
5.1 实力全方位提升，2020年表现出色	26
5.2 坚定高质量发展，十四五行稳致远	27
<b>6 盈利预测与估值</b>	<b>29</b>
6.1 盈利预测	29
6.2 绝对估值	30
6.3 相对估值	31
<b>7 风险提示</b>	<b>31</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司 2020 年主营业务结构.....	2
图 3: 公司 2020 年收入分区域情况.....	2
图 4: 公司 2012 年以来营收及增速.....	3
图 5: 公司 2012 年以来归母净利润及增速.....	3
图 6: 公司 2014 年以来毛利率、销售费用率、管理费用率.....	3
图 7: 公司 2014 年以来销售净利率和权益净利率.....	3
图 8: 2006 年以来规模以上酒企营收及增速.....	4
图 9: 2006 年以来规模以上酒企利润总额及增速.....	4
图 10: 我国规模以上白酒产量及增速.....	5
图 11: 我国规模以上白酒企业数量及增速.....	5
图 12: 2011 年以来城镇居民人均可支配收入及增速.....	5
图 13: 2012 年、2020 年名优白酒消费结构.....	5
图 14: 2009 年以来城镇化率和第三产业占比.....	6
图 15: 2012 年、2022 年各财富阶层人群占比.....	6
图 16: 上市酒企、白酒行业营收及占比情况.....	6
图 17: 上市酒企、白酒行业利润及占比情况.....	6
图 18: 除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率.....	7
图 19: 除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速.....	7
图 20: 2006 年以来高端酒收入及增速.....	7
图 21: 2008 年以来“茅五泸”一批价(元).....	7
图 22: 2006 年以来高端酒销量及增速.....	8
图 23: 2008 年以来“茅五泸”出厂价(元).....	8
图 24: 2013 年以来我国高净人群数量(万人).....	8
图 25: 2009 年以来城镇居民年收入/高端酒批价.....	8
图 26: 2006 年以来高端酒收入及市占率情况.....	9
图 27: 2006 年以来高端酒销量及市占率情况.....	9
图 28: 2020 年高端酒竞争格局(销量口径).....	10
图 29: 2015 年以来高端、次高端代表酒企销售费用率.....	10
图 30: 2020H1 各档次白酒营收及利润增速.....	10
图 31: 2013-2014 年部分高端、次高端代表企业营收增速.....	10
图 32: 白酒价格带消费升级情况.....	11
图 33: 五粮液发展历史.....	12
图 34: 五粮液持之以恒进行品牌宣传和形象塑造.....	14
图 35: 1998-2012 年“茅五泸”销售费用(亿元).....	14
图 36: 五粮液“1366”工艺特点.....	14
图 37: 650 余年的“长发升”老窖池.....	14
图 38: 五粮液贴牌产品过多过杂.....	16
图 39: 五粮液、贵州茅台前五大客户销售收入占比.....	16

图 40: 2008 年以来茅台、五粮液出厂价.....	16
图 41: 五粮液历史上两次激进提价.....	16
图 42: 五粮液历史上的品牌策略.....	17
图 43: 五粮液、贵州茅台营收及归母净利润 (亿元).....	17
图 44: 五粮液“千百十人才工程”.....	19
图 45: 股份公司人均薪酬及增速.....	19
图 46: 五粮液高管列队欢迎各地运营商.....	20
图 47: 二次创业以来五粮液坚持顺价销售.....	20
图 48: 五粮液创新品牌宣传方式.....	20
图 49: 五粮液“1+3”产品矩阵.....	21
图 50: 高端五粮液产品收入及增速.....	21
图 51: 历代经典五粮液.....	21
图 52: 第八代五粮液全方位升级.....	21
图 53: 501 五粮液·明池酿造.....	22
图 54: 经典五粮液上市.....	22
图 55: 系列酒“4+4”产品矩阵.....	23
图 56: 公司渠道结构示意图.....	24
图 57: 公司销售人员数量及增速.....	24
图 58: 普五一批价和出厂价之差 (元).....	25
图 59: 五粮液扫码系统全流程.....	25
图 60: 公司渠道力全方位提升.....	26
图 61: 公司 2021 年营销工作部署.....	27

## 表 目 录

表 1: 公司部分高管履历 .....	2
表 2: 高端酒品牌情况 .....	9
表 3: 各档次白酒量价空间测算 .....	11
表 4: 四届全国评酒大会获奖名单 .....	12
表 5: 五粮液历史上斩获荣誉无数 .....	13
表 6: 五粮液历史产能扩建情况 .....	15
表 7: 本轮改革全面彻底的内部、外部因素 .....	17
表 8: 二次创业以来公司召开的重要会议及相关部署 .....	18
表 9: 公司非公开发行股票方案 .....	18
表 10: 二次创业以来公司清退低端 SKU 情况 .....	23
表 11: “补短板、拉长版、升级新动能”策略实施情况 .....	26
表 12: 分业务收入及毛利率情况 .....	29
表 13: 绝对估值假设条件 .....	30
表 14: FCFE 估值结果 .....	30
表 15: 可比公司估值 .....	31
附表: 财务预测与估值 .....	32

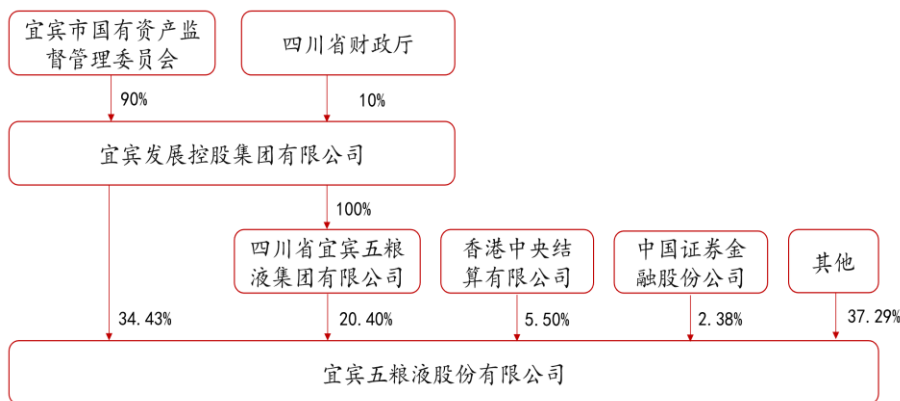
# 1 名酒基因始终如一，二次创业扬帆起航

五粮液是驰名中外的高端酒品牌，也是我国浓香型白酒的典型代表，公司历史悠久底蕴深厚，曾蝉联四届中国名酒，名酒基因始终如一。上世纪八九十年代，公司通过管理提效、产能扩建、坚决提价和渠道创新等正确战略的执行，品牌高度和综合实力实现跃升，树立起牢固的高端酒品牌形象，并跃升为一代“中国酒业大王”。然而金无足赤、白璧微瑕，系列酒贴牌模式和依赖大商造成产品线混乱和渠道掌控力弱等问题，改革缓慢憾失行业龙头。2017年新帅开启“二次创业”新征程，公司在体制机制、产品、渠道等方面进行大刀阔斧的改革，近年来深度变革落地有声，全面向好的趋势已经确立，浓香王者价值复兴正当时。

## 1.1 国有控股，管理层锐意进取

公司为国有控股企业，股权结构稳定，宜宾国资委通过宜宾发展控股集团有限公司间接持有本公司 49.35% 的股份，是公司的实际控制人。2018 年 4 月，公司定增方案顺利落地，其中管理层合计认购 175 万股，其余员工合计认购 2194 万股，高管团队和业务骨干股权激励充分，长期发展动力十足。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

**领导班子锐意进取，深入改革持续推进。**2017 年五粮液集团公司进行人事调整，李曙光出任集团公司党委书记、董事长，成为五粮液新一代掌舵人。李曙光董事长在四川省经信委任职多年，对于企业发展的战略规划和宏观政策有着独到的视角与见解。与此同时，曾从钦、邹涛、蒋文格等多位高管相继履新，管理团队更加年轻化，全新的管理团队给公司带来新思路、新视野，为持续深入的变革奠定基础。

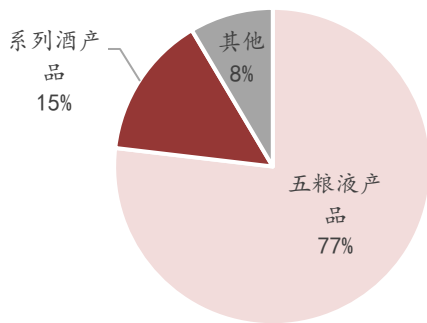
**表 1: 公司部分高管履历**

姓名	年龄	现任职务	任期起始日期	过往履历
李曙光	58	集团公司党委书记, 董事长 股份公司党委书记	2017 年 4 月	曾任泸州市人民政府市长助理、四川省政府国有企业监事会主席, 四川省经济和信息化委员会总经济师、党组副书记、副主任。
曾从钦	52	股份公司董事长 股份公司党委副书记	2019 年 9 月	曾任长宁县县委常委、宣传部部长、常务副县长, 宜宾市发改委党组书记、主任兼市物价局局长, 市能源局局长, 翠屏区委书记。
邹涛	43	党委委员, 副董事长 股份公司总经理	2018 年 7 月	曾任四川省纪委第四纪检监察室副主任、第二纪检监察室主任。
蒋文格	54	股份公司党委委员 集团公司副总经理	2019 年 5 月	曾任顺庆区政府副区长, 省发改委就业和收入分配处副处长、农村经济处处长, 四川省以工代赈办公室副主任、一级调研员。

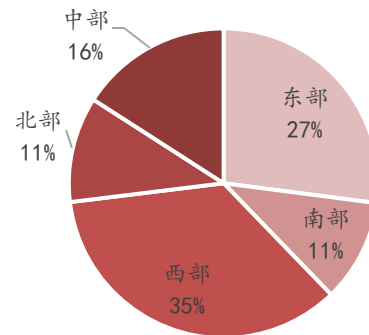
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 1.2 业绩靓丽增长, 结构持续优化

**主营业务结构:** 公司主营业务包括高端五粮液、系列酒和其他, 2020 年收入占比分别为 77%、15%、8%。五粮液主品牌包括普五、经典五粮液、1618、低度五粮液等高端酒, 受益于消费升级和改革红利释放, 五粮液产品量价齐升稳健增长, 是公司未来增长的核心驱动力。系列酒主要包括五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄等众多品牌。从区域分布来看, 东部、南部、西部、北部、中部收入占比分别为 27%、11%、35%、11%、16%, 其中占比最大的东部和西部 2020 年收入增速分别为 30%、21%, 疫情冲击下依旧实现靓丽增长。

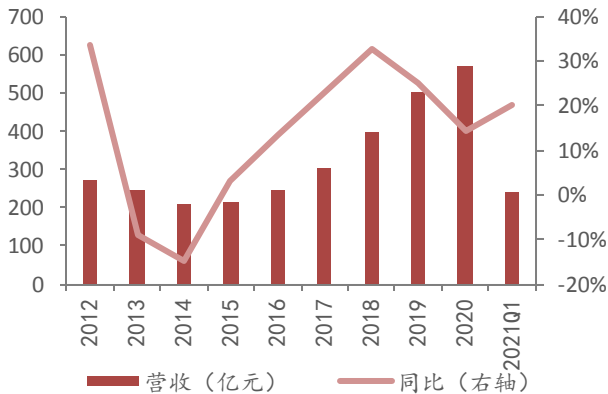
**图 2: 公司 2020 年主营业务结构**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理。

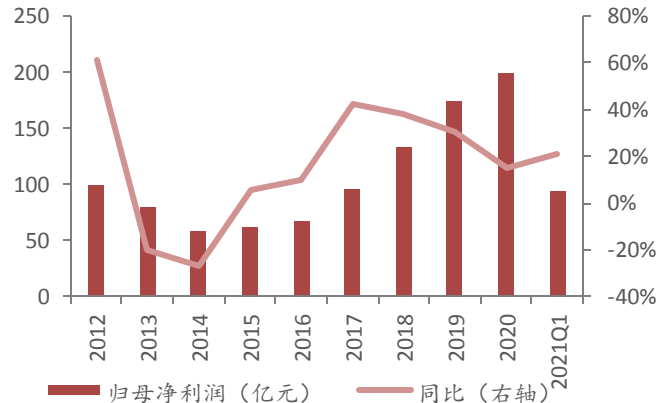
**图 3: 公司 2020 年收入分区域情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**业绩情况:** 2012 年开始的“限制三公消费”和“反腐”政策对白酒消费产生较大冲击, 公司进入三年深度调整, 营收和利润表现低迷。伴随着大众消费崛起和渠道补库存, 公司收入端于 2016 年开始恢复较快增长, 在消费升级和改革红利释放的共同驱动下, 2016-2020 年公司营收增速为 23.6%; 从利润端看, 受益于结构优化和直接提价, 同期归母净利润复合增速达 30.9%, 利润增速显著快于营收增速, 盈利能力稳步提升。伴随疫情得到有效控制, 餐饮需求和消费信心稳步复苏, 2021Q1 收入同比+20%, 归母净利润同比+21%, 延续高质量增长。

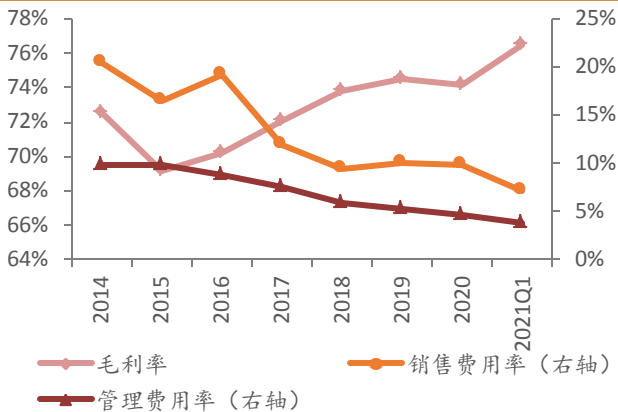
**图 4：公司 2012 年以来营收及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

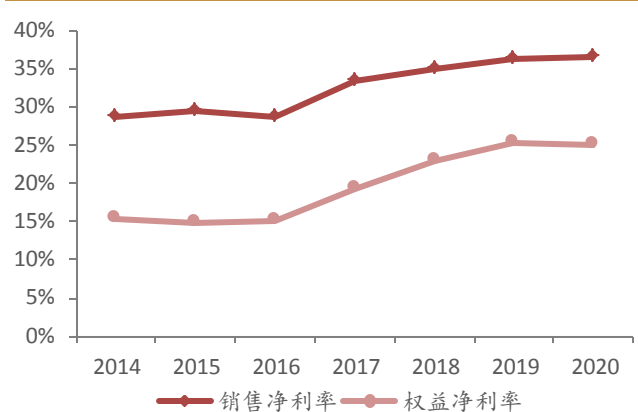
**图 5：公司 2012 年以来归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**盈利能力情况：**受益于产品结构升级和直接提价，公司毛利率由 2015 年的 69.2% 提升至 2021Q1 年为 76.4%，随着高端五粮液占比提升叠加系列酒结构升级，整体毛利率有望进一步提升。从费用率看，依托强大的品牌力叠加普五顺价后渠道返利减少，公司销售费用率从 2014 年的 20.5% 下降至 2021Q1 的 7.1%。此外，伴随着公司体量增大规模效应凸显，管理费用率自 2014 年的 9.7% 大幅下降至 2021Q1 为 3.9%。在毛利率提升与费用率下降的共同驱动下，公司净利率由 2014 年的 28.8% 提升至 2020 年的 36.5%，盈利能力大幅提升；此外，净利率提升带动公司权益净利率稳步向上，长期投资价值凸显。

**图 6：公司 2014 年以来毛利率、销售费用率、管理费用率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：公司 2014 年以来销售净利率和权益净利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

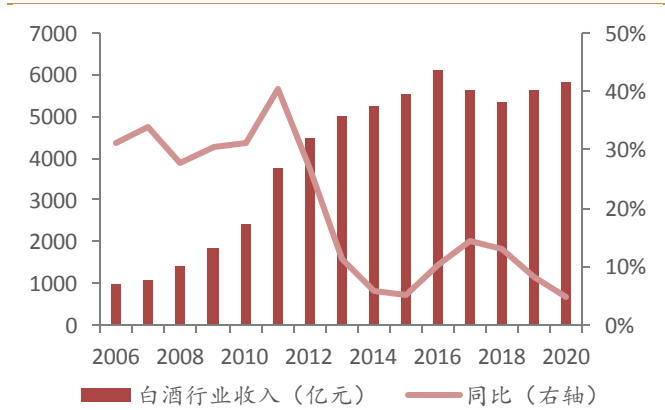
## 2 升级与分化为主旋律，名优白酒强者恒强

### 2.1 行业呈挤压式增长，升级与分化为主旋律

#### 2.1.1 行业呈挤压式增长，居民品牌和健康意识崛起

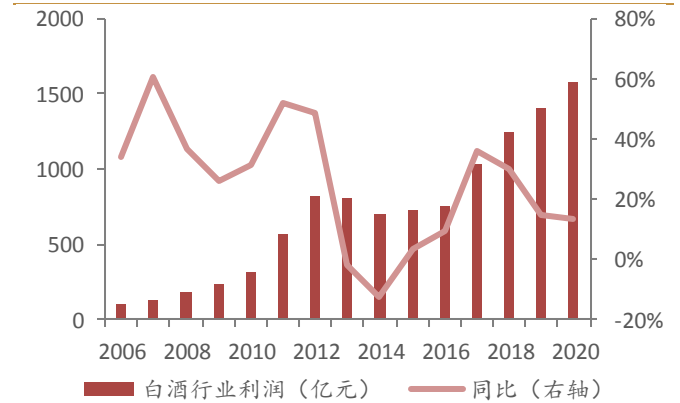
行业呈挤压式增长，结构升级态势明显。2002-2012年是白酒行业量价齐升的黄金十年，在此期间营收、利润均保持双位数以上高增长，2013-2015年因“限制三公消费”和“反腐”政策冲击，行业进入三年深度调整。2016年前后渠道库存清理较为理想，行业弱复苏，挤压式增长明显，随着居民收入提升和大众消费崛起，名酒白酒带动行业增长；从利润端看，受益于产品结构升级和名优白酒直接提价，行业利润增速显著高于营收增速，盈利能力持续增强。

图 8：2006 年以来规模以上酒企营收及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理。注：同比增速为规模以上酒企可比口径计算

图 9：2006 年以来规模以上酒企利润总额及增速

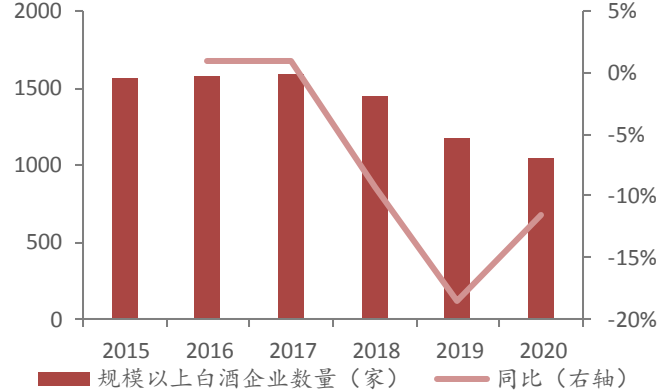


数据来源：国家统计局，西南证券整理。注：同比增速为规模以上酒企可比口径计算

**白酒产量见顶回落，业内竞争占据主导。**白酒行业经过 2002-2012 黄金十年期，规模得以快速扩容，在居民品牌和健康意识快速崛起的背景下，“少喝酒，喝好酒”成为全社会共识，伴随“限制三公消费”、“反腐”及“严查酒驾”等，白酒消费更加理性，规模以上白酒企业产销量见顶回落，其中 2020 年规模以上白酒产量(可比口径)为 741 万吨，同比-2.5%。规模以上白酒企业数量由 2015 年的 1563 家减少至 2020 年为 1040 家，行业已转变为存量市场，业内竞争占据主导，且竞争态势愈发激烈。

**图 10：我国规模以上白酒产量及增速**

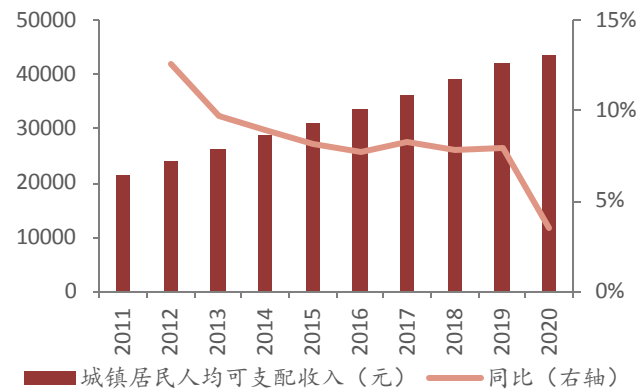

数据来源：国家统计局，西南证券整理

**图 11：我国规模以上白酒企业数量及增速**


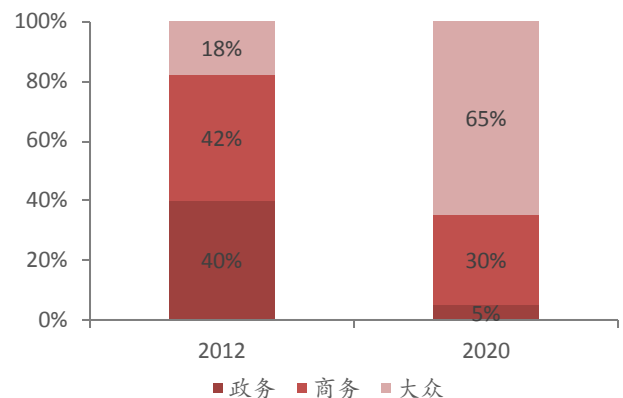
数据来源：国家统计局，西南证券整理

### 2.1.2 受益于消费升级，名优白酒需求稳健增长，周期弱化

收入稳步提升，大众消费崛起。2015-2019 年城镇居民人均可支配收入保持 7% 左右高速增长，收入提升带动居民消费能力不断增强，消费升级步伐显著加快。与此同时，2016 年白酒复苏以来，大众消费崛起成为行业发展的核心驱动力，当前大众消费占比达 65%，而政务消费占比缩减至不超过 5%，名优白酒消费结构更加健康，未来增长基本面更加牢固。

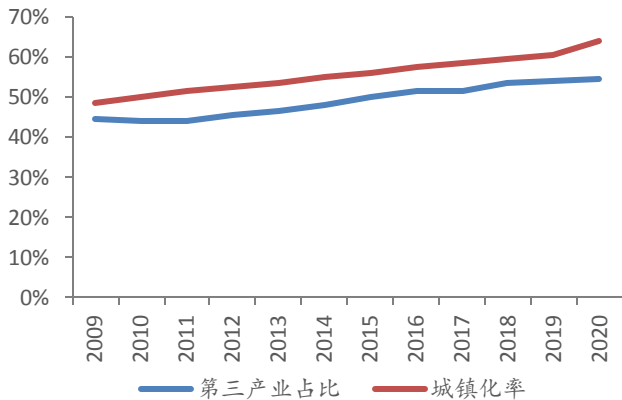
**图 12：2011 年以来城镇居民人均可支配收入及增速**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

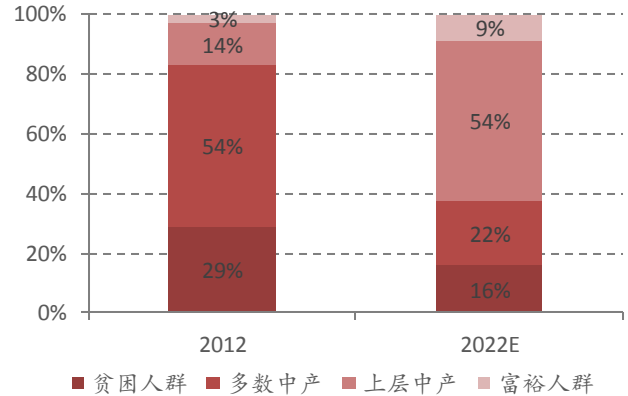
**图 13：2012 年、2020 年名优白酒消费结构**


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

经济波动减小+富裕群体壮大，名优白酒需求更加稳健增长。我国城镇化率在过去十年稳步提升，2020 年城镇化率达到 63.9%，但相比欧美平均 80% 以上的城镇化率还有很大提升空间，长期向上趋势不改。此外，随着经济转向高质量发展，第三产业占比稳步提升，更多高收入岗位涌现，驱动中产及富裕群体持续壮大，预计 2022 年富裕人群和上层中产所占比例相较于 2012 年均较大幅度提升。随着经济高质量发展叠加产业结构多元化，富裕人群数量持续壮大，经济波动明显减弱。历经 2018 年中美贸易战和 2020 年疫情冲击两次压力测试，名优白酒承压后均能较快恢复增长，稳健向上越发明显。

**图 14：2009 年以来城镇化率和第三产业占比**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

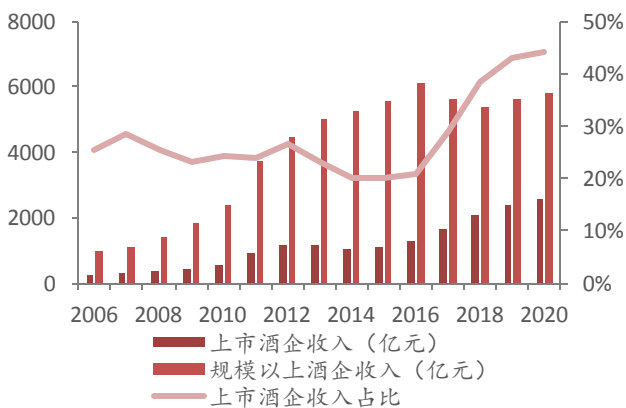
**图 15：2012 年、2022 年各财富阶层人群占比**


数据来源：麦肯锡，中国产业信息网，西南证券整理

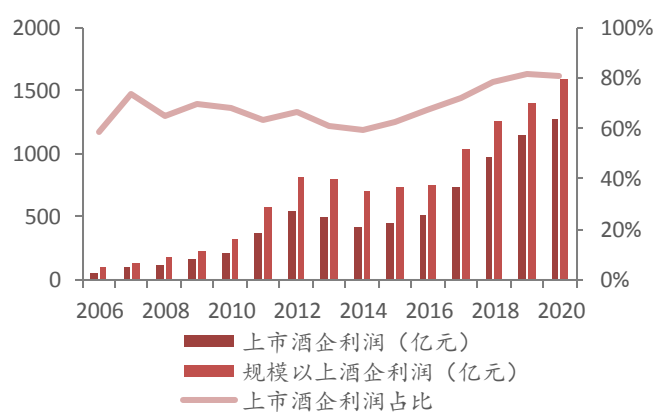
**供需两端齐发力，名酒周期性明显弱化。**需求端：随着我国经济结构多元化，经济波动幅度减小，中产、富裕人群数量和财富量已经十分可观，需求端更加稳健。**供给端：1) 厂家角度：**当前各大酒企均强化对渠道的掌控力，通过运用数字化扫码系统，增加终端渠道管控人员，配额制精准发货等措施确保渠道库存良性。**2) 经销商角度：**现在白酒需求端整体理性，经销商依靠囤货获得暴利已不现实，从而不具备大规模囤货的动机。供需两端共同发力之下，过往因渠道库存带来的杠杆效应减弱，名酒周期性明显弱化。

### 2.1.3 行业分化有所加剧，名优白酒强者恒强

**结构性繁荣特征明显，名优白酒市占率快速提升。**本轮白酒复苏以来，“弱增长，强分化”的结构性繁荣特征十分明显。在此背景下，名优白酒品牌和渠道优势越发明显，市场份额加速向名优白酒集中。白酒上市公司（多为名优白酒）的收入和利润市占率分别从 2015 年的 20%、62% 提升至 2020 年的 44%、81%。特别是自 2017 年以来，在居民消费升级步伐显著加快的背景下，名优白酒迎来爆发式增长，上市公司份额占比快速提升。

**图 16：上市酒企、白酒行业营收及占比情况**


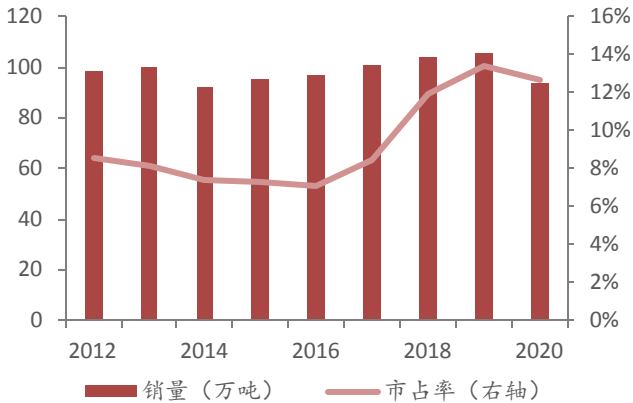
数据来源：国家统计局，西南证券整理

**图 17：上市酒企、白酒行业利润及占比情况**


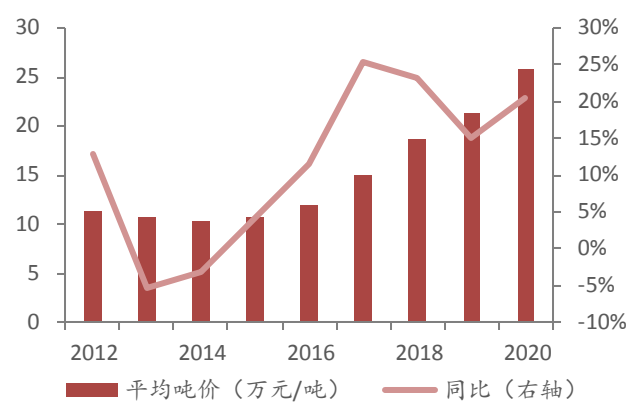
数据来源：国家统计局，西南证券整理

**名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。**2020 年上市酒企销量（不含顺鑫）市占率仅为 12.7%（剔除顺鑫原因主要系其产品多为低端酒且在上市酒企销量占比超 40%，剔除之后能够更好反映销量和吨价发展趋势），名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔；上

市酒企（不含顺鑫）销量由 2015 年的 95.1 万吨提升至 2019 年为 105.5 万吨，年均复合增速仅为 3.4%，2020 年由于疫情冲击，上市酒企销量仅为 93.8 万吨；与此同时，受益于直接提价和产品结构升级，平均吨价由 2015 年的 10.8 万元/吨稳步提升至 2020 年为 25.8 万元/吨，年均复合增速达 19%。

**图 18：除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

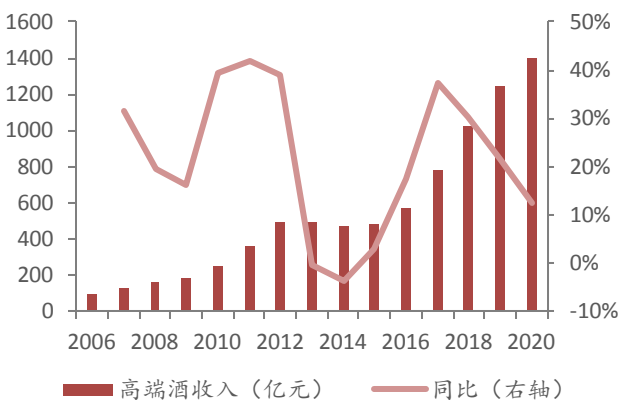
**图 19：除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

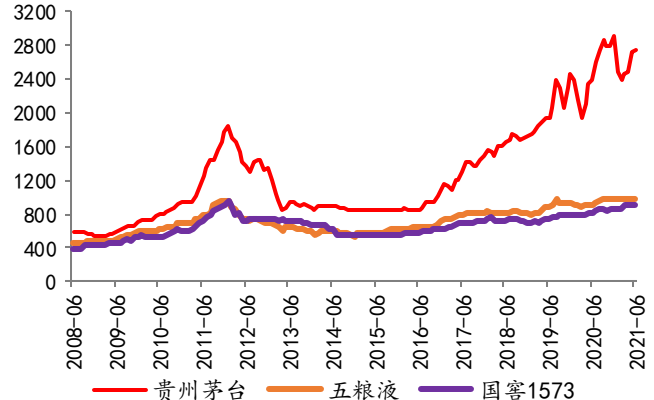
## 2.2 高端酒赛道优异，份额提升是长期过程

### 2.2.1 高端酒成长性优异，份额提升是长期过程

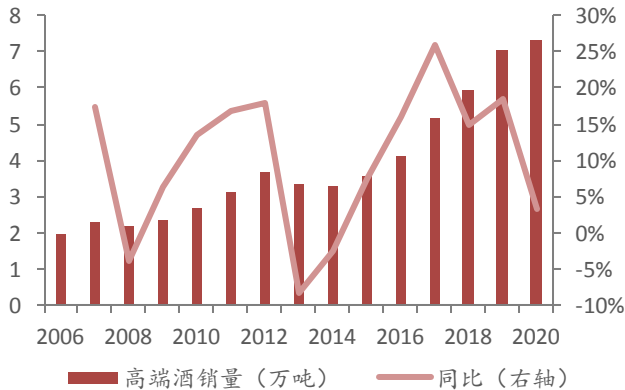
**高端酒成长性优异，量价齐升稳步扩容。**伴随着中国经济高速发展和高收入群体快速壮大，消费升级如火如荼，占据白酒消费金字塔顶端的高端酒充分受益于消费升级和份额集中，除三年深度调整期外，高端酒收入和批价整体向上趋势明确。进一步拆分量价关系来看，除三年深度调整期以外，其余时间高端酒销量整体保持正增长，其中 2015-2020 年高端酒销量复合增速 15.5%；从价的角度看，高端酒具有全行业最强大的提价能力，从 2015 年-2020 年，茅台、五粮液、国窖批价和出厂价均有大幅提升，量价齐升稳步扩容趋势明确。

**图 20：2006 年以来高端酒收入及增速**


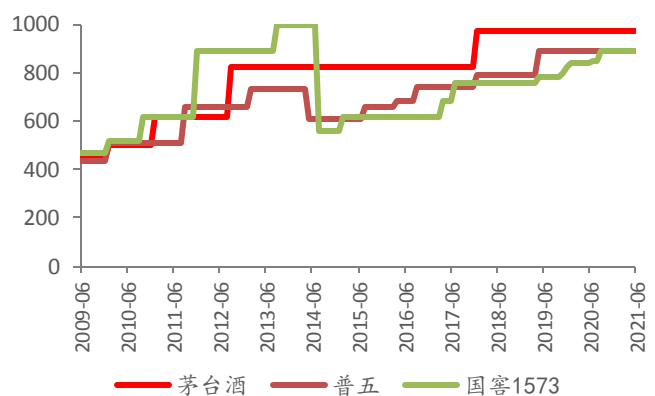
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 21：2008 年以来“茅五泸”一批价（元）**


数据来源：渠道调研，西南证券整理

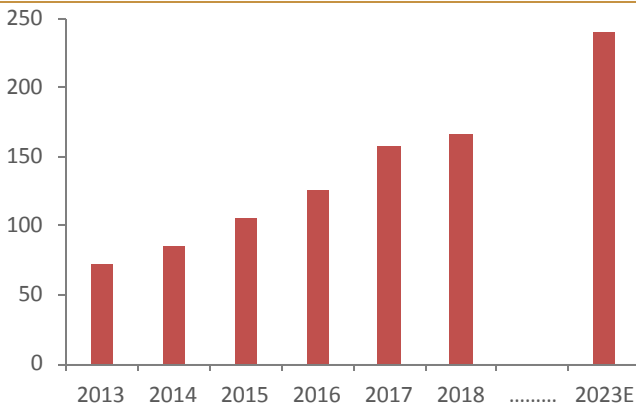
**图 22：2006 年以来高端酒销量及增速**


数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

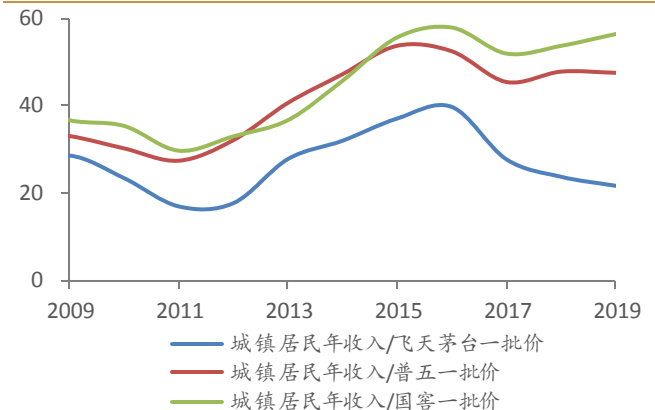
**图 23：2008 年以来“茅五泸”出厂价 (元)**


数据来源：渠道调研，西南证券整理

**受益于居民收入提升，千元价格带扩容基础扎实。**伴随中国经济稳步向上发展，高净值人群和中产阶级数量快速壮大，高端酒主力消费的高净值人群数量预计在 2023 年达到 241 万人，相比 2018 年累计增幅达 44.3%；与此同时，日益壮大的中产阶级也成为高端酒的长尾消费人群。从购买力的角度来看，对于开瓶率较高且售价处于千元关口的五粮液和国窖，最近 10 年乃至 20 年来，居民实际购买力整体提升趋势明确，千元价格带扩容基础扎实。

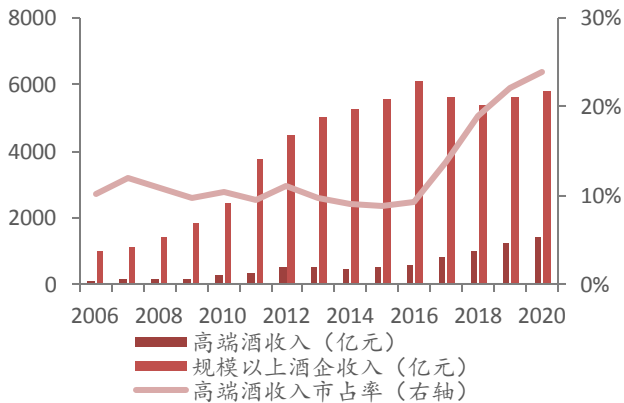
**图 24：2013 年以来我国高净人群数量 (万人)**


数据来源：波士顿咨询，中国产业信息网，西南证券整理

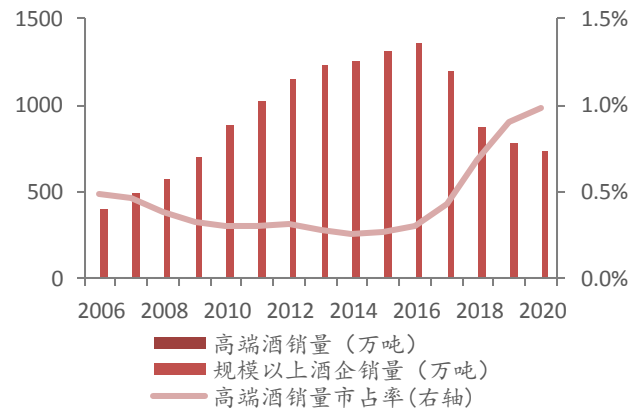
**图 25：2009 年以来城镇居民年收入/高端酒批价**


数据来源：国家统计局，渠道调研，西南证券整理

**高端酒销量占比低，份额提升是长期过程。**自 2016 年白酒行业全面复苏以来，消费升级驱动高端酒份额快速提升，营收占比从 2016 年的 9.3% 提升至 2019 年为 22.1%。从销量来看，高端酒销量占比从 2016 年的 0.3% 提升至 2020 年为 1.0%；尽管高端酒销量占比快速提升，但当前占全行业销量比重仅 1%，提升空间依旧广阔。高端酒是白酒消费升级的最终方向，代表着极致的口感体验和精神享受，在“少喝酒、喝好酒”的逐步成为社会共识的基础上，全行业 700 多万吨的销量提供了数量庞大的基础消费者，高端酒份额稳步提升是长期过程。

**图 26：2006 年以来高端酒收入及市占率情况**


数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

**图 27：2006 年以来高端酒销量及市占率情况**


数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

### 2.2.2 品牌壁垒极高，竞争格局清晰

**高端酒壁垒极高，强大品牌背书不可或缺。**茅台、五粮液、泸州老窖均多次蝉联中国名酒，历史上都曾一度引领白酒行业发展潮流，品牌积淀和消费者认知深厚，是高端酒细分赛道的成熟品牌。国窖 1573 创立于 2000 年，是高端酒中的后来者，泸州老窖运用最优质的基酒，历经 20 年持续不断倾注资源培育，方可取得 7% 左右的市场份额，站稳高端并实现放量的难度可见一斑。在高端酒稳步扩容之下，兼具品牌力和差异化产品特色的青 30·复兴版、青花郎、酒鬼内参等借机向高端发力，且近几年增长迅猛，但是目前体量还非常小，尚不足以对三大成熟品牌产生实质冲击。

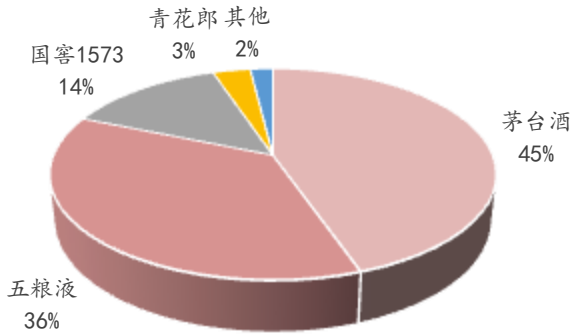
**表 2：高端酒品牌情况**

品牌分类	品牌名称	2020 年体量 (亿元)	2020 年增速	立足高端的品牌积淀
成熟品牌	茅台酒	848	12%	五届中国名酒，酱香代表，“国酒茅台”深入人心
	五粮液	441	14%	四届中国名酒，浓香代表，一代“中国酒业大王”
	国窖 1573	108	25%	五届中国名酒，浓香代表，“浓香鼻祖，酒中泰斗”
新兴品牌	青花郎	42	32%	受益于茅台需求外溢，定位“中国两大酱香白酒之一”
	酒鬼内参	5.7	73%	主打差异化的馥郁香型，黄永玉大师在文化界大力宣传
	青 30·复兴版	—	—	五届中国名酒，清香代表，“汾老大”地位举足轻重

数据来源：公司公告，西南证券整理

**高端酒格局清晰，差异化竞争明显。**高端酒壁垒极高，竞争格局最为清晰，其中茅台、五粮液、国窖三家占据 95% 的市场份额。销售费用率可用作衡量企业所处竞争激烈程度的参考指标，茅台、五粮液得益于极高的品牌影响力，近年来销售费用率稳步下降，强者恒强趋势明确；与之形成鲜明对比的是，次高端代表酒企销售费用率居高不下，竞争愈发激烈。

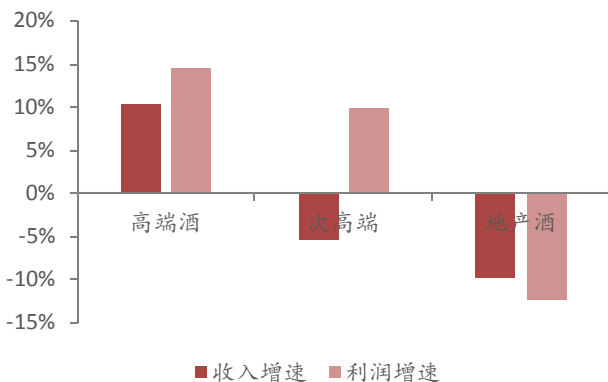
图 28：2020 年高端酒竞争格局（销量口径）



数据来源：公司公告，西南证券整理

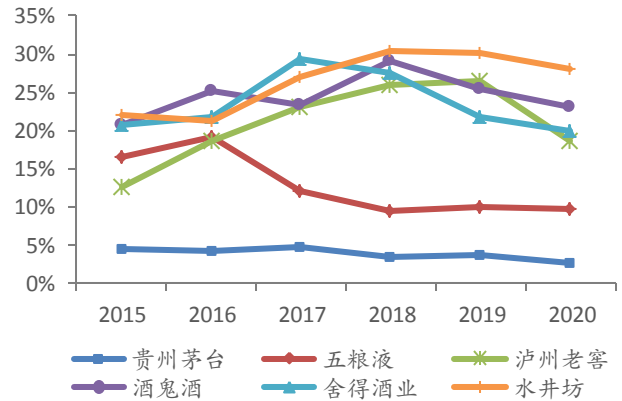
以价为先良性竞争，业绩确定性最强。高端酒商业模式最优，业绩增长确定性最强。从消费属性看，高端酒消费人群实力雄厚、品牌忠诚度高，需求端更加稳健，2020H1 高端酒营收和利润的表现显著优于次高端和区域龙头。从竞争模式来看，高端酒是以价为先的良性竞争，即便 2020 年疫情冲击导致业绩压力增大，五粮液和国窖均选择控量挺价的方式良性竞争。从市场地位来看，在遇到巨大外部冲击下，高端酒可以向下挤压次高端和地产酒来缓冲需求下降。

图 30：2020H1 各档次白酒营收及利润增速



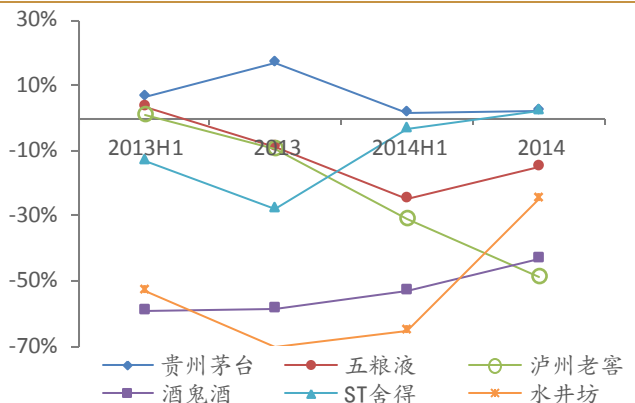
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：2015 年以来高端、次高端代表酒企销售费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：2013-2014 年部分高端、次高端代表企业营收增速

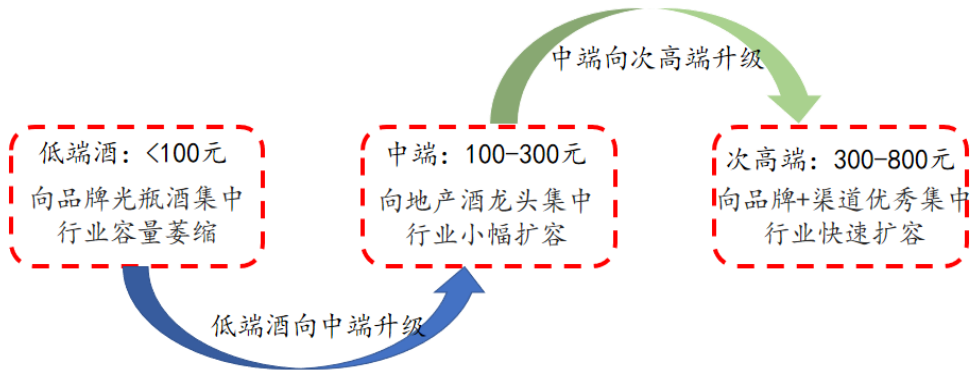


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.3 中端酒有限扩容，低端酒承压明显

中端白酒有限扩容，份额加速集中。从消费升级的角度来看，一方面，部分中端白酒消费会向着次高端价格带升级；另一方面，中端白酒也会承接来自百元以下价格带的消费升级，二者共同决定了中端白酒的增长情况。随着更多的省份白酒主流价格带上移到 150-300 元之间，整体来看中端白酒量价将保持缓慢提升，扩容空间相对有限。目前中端酒主要被地产龙头和全国名酒中端产品所占据，竞争格局较为分散。在行业竞争加剧的背景下，地产酒龙头和全国名酒将依托品牌和渠道优势加速挤占中小酒企市场份额。

图 32：白酒价格带消费升级情况



数据来源：西南证券

**低端酒销量萎缩，品质光瓶酒受到追捧。**伴随居民品质意识的快速提升和饮酒逐步趋于理性，低端酒产量和销量快速下滑，我国规模以上酒企产量从 2016 年的 1300 多万吨下降至 2020 年仅为 700 多万吨，特别是品质较低的液态法白酒销量大幅下降，逐渐被消费者抛弃，市场份额快速向具有充足优质产能的名酒集中。与此形成鲜明对比的是，光瓶酒呈现出逆势扩容态势，当前低端酒消费朝着品质化、品牌化、光瓶化的趋势发展，具有前瞻性产能布局、产品力突出的酒企能够脱颖而出。

在消费升级驱动之下，各个档次的白酒价格中枢稳步上移。其中高端稳健扩容，预计未来三年年均销量增长约 10%，单价提升约 8%，营收复合增速 18% 左右；次高端将继续快速扩容，预计未来三年年均销量增长约 15%，单价提升约 5%，营收复合增速约 20% 左右。此外中端酒量价小幅提升，整体有限扩容；低端酒量跌价升，市场容量萎缩。

表 3：各档次白酒量价空间测算

	2019 年	2024E	年均复合增速	累计增长空间
<b>高端白酒（800 元以上）</b>				
销量（万吨）	6.7	10.8	10%	
单价（万元/吨）	185	271.8	8%	
销售额（亿元）	1241	2935	18.8%	136.5%
<b>次高端白酒（300-800 元）</b>				
销量（万吨）	7.8	15.7	15%	
单价（万元/吨）	63.8	81.4	5%	
销售额（亿元）	500	1278	20.8%	156.0%
<b>中端白酒（100-300 元）</b>				
销量（万吨）	95	105	2%	
单价（万元/吨）	20	22	2%	
销售额（亿元）	1900	2310	4.0%	21.6%
<b>低端白酒（100 元以下）</b>				
销量（万吨）	670	520	-5%	
单价（万元/吨）	3	3.3	2%	

	2019年	2024E	年均复合增速	累计增长空间
销售额 (亿元)	2010	1716	-3.1%	-14.6%
<b>合计</b>				
销量 (万吨)	790	652	-3.7%	-17.5%
销售额 (亿元)	5650	8239	7.8%	45.8%

数据来源：国家统计局，渠道调研，西南证券整理

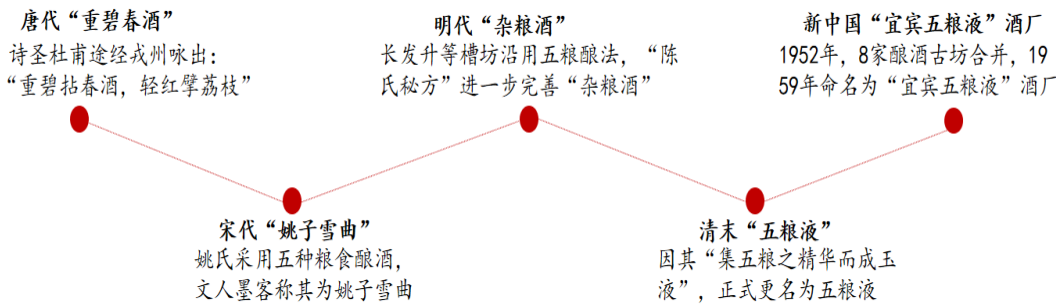
### 3 变革之前：核心优势突出，短板客观存在

#### 3.1 先天优势：品牌&产能优势突出，浓香王者根基深厚

##### 3.1.1 名酒基因深厚，高端酒形象深入人心

五粮文化传承千年，历史悠久底蕴深厚。五粮液历史悠久，最早可追溯至唐代的“重碧春酒”；发展至宋代，姚氏私坊运用五种粮食酿酒，文人雅士称其为姚子雪曲，大文豪黄庭坚评价其“清而不薄，厚而不浊，甘而不哏，辛而不螫”；传至明代，宜宾的“温德丰”、“长发升”等槽坊沿用姚子雪曲酿法，采用五种粮食酿制“杂粮酒”，其中陈氏刻苦专研后独创“陈氏秘方”，使“杂粮酒”风味更趋完美；再到1909年因“集五粮之精华而成玉液”而更名为五粮液。历史传承逾千年，底蕴深厚历久弥新。

图 33：五粮液发展历史



数据来源：五粮液官网，西南证券整理

名酒基因深厚，一代酒业大王。在1952年首届全国评酒大会期间，公司因正处于改制阶段而未能参选。在1963年召开的第二届全国评酒大会上，五粮液一鸣惊人，在八大名酒中评分位列榜首，一时间“五粮液”的名声传遍大江南北。公司在随后的三届全国评酒大会均榜上有名，深厚的名酒基因由此奠定。自1988年放开名酒价格管制以来，五粮液通过增效扩产、坚决提价和渠道创新等正确战略地执行，在营收、价格上先后超越其他老名酒，一举登上白酒之王的宝座，并凭借突出的品质和强大的综合实力斩获无数荣誉。

表 4：四届全国评酒大会获奖名单

时间	评选结果	获奖品牌
1963年	八大名酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979年	八大名酒	五粮液、茅台酒、汾酒、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984年	十三大名酒	五粮液、茅台酒、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、

时间	评选结果	获奖品牌
		双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989年	十七大名酒	<b>五粮液</b> 、茅台酒、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、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

数据来源：中国酒业协会，酒业家，西南证券整理

**表 5：五粮液历史上斩获荣誉无数**

评奖时间	获奖内容
1956年	荣获中国食品工业部各大名酒品尝第一名
1988年	被中国酒文化节组织委员会评为“中国文化名酒”
1990年	荣获国家质量管理奖
1991年	在德国荣获莱比锡国际博览会金奖
1992年	在法国荣获巴黎第十五届国际食品博览会金奖
1995年	在香港国际统计大会上被评为“中国酒业大王”
2000年	在法国荣获巴黎名酒名茶博览会最高荣誉奖
2006年	荣获“1996—2005年荣列全国市场同类产品销售额第一名”
2010年	在2010中国最有价值品牌评价中,品牌价值526.16亿元,居全国白酒制造业第一位

数据来源：公司官网，西南证券整理

**提价抢占先机，高端酒地位牢固。**品牌高度是名优白酒最核心的竞争力，而价格是品牌力最直观的体现。在1988年国家放开名酒价格管控之初，五粮液的售价在全国各大名酒中仅处于中等水平，在1989年和1998年行业需求受到外部冲击之际，五粮液通过逆势提价和坚决稳价，90年代末市场售价已跃居各大名酒之首，实现了品牌力跃迁和高端酒占位，并取得了行业的定价权，高端品牌形象深入人心。

- **率先提价：**在1988年国家放开名酒价格管制以来，以茅台、五粮液为代表的名酒市场售价一路水涨船高；从1989年开始，由于国内出现明显的通货膨胀，国家在宏观上实施紧缩的货币政策，并禁止公款宴请消费名酒，名酒纷纷降价。五粮液凭借银行的600万元贷款支持，在1989年率先提价，随后于1994年再次提价，与茅台酒一并成为百元高价酒，品牌力实现跃迁，一举树立高端品牌形象。
- **坚决稳价：**在1997年亚洲金融危机期间，政商务消费快速下降，行业需求十分低迷；紧接着1998年出现震惊全国的山西朔州假酒案，白酒消费更是雪上加霜。在此背景下，名酒纷纷大幅降价，而五粮液采取全力稳价措施，价格下降幅度显著低于其他名酒，品牌力和价格体系经受住了考验，从而牢固确立高端酒地位并取得行业定价权。

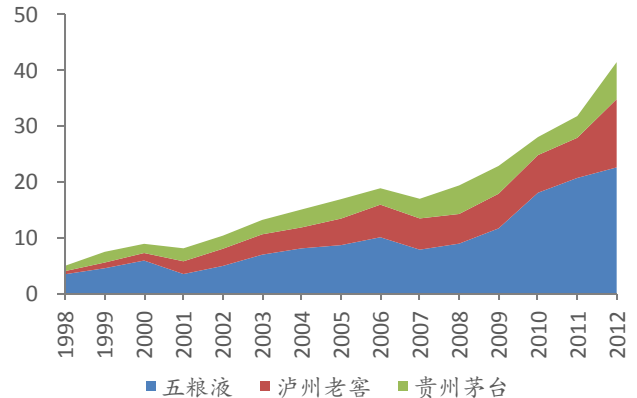
**品牌定位极高，长年累月进行品牌建设。**从品牌定位来看，五粮液定位“中国的世界的五粮液”，致力于将五粮液打造为代表中国、走向世界的靓丽名片。从营销宣传来看，五粮液始终注重品牌宣传和消费氛围培育，从上世纪90年代开始，五粮液用于品牌宣传、形象塑造和消费者培育的销售费用远远领先于其他品牌，长年累月的巨额费用投入在消费者心目中构建起实力雄厚的“酒业大王”形象。

图 34：五粮液持之以恒进行品牌宣传和形象塑造



数据来源：百度，西南证券整理

图 35：1998-2012 年“茅五泸”销售费用（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

### 3.1.2 酿造环境得天独厚，产能布局行业领先

公司依托得天独厚的环境优势、历史传承的匠人匠心优势，无可复制的老窖池优势，产酒品质十分突出，构建起强大的品质和产能护城河。

- **环境优势：**五粮液地处“中国白酒金三角”核心区域，酿造环境得天独厚，“万里长江第一城”的宜宾无论是水源、气候、原料、土壤等都完美符合浓香型白酒的酿造要求，是公认的浓香型白酒最佳生产地之一。
- **匠人匠心优势：**从“陈氏秘方”提升杂粮酒品质，再到邓子均进一步完善酿造工艺，五粮液的酿造技艺在薪火传承中不断创新，具有“一极、三优、六首创、六精酿”的鲜明特点。与此同时，五粮液是酒界顶尖专家和专业人才聚集的地方，拥有 5 名中国酿酒大师，极端复杂工艺和优秀酿酒大师共同锻造出五粮液的至臻品质。
- **窖池优势：**白酒行业素有“千年老窖万年糟，酒好全凭窖池老”的说法，窖龄越长，窖池富集的微生物群落越多，因而老窖池是酿造顶尖浓香酒的必备条件。五粮液拥有长发生、利永川等 8 家明清酿酒作坊，连续发酵百年以上的老窖池有上百口之多。其中最古老的明代窖池从 1368 年持续发酵至今，历史沉淀已达 650 余年。

图 36：五粮液“1366”工艺特点



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 37：650 余年的“长发生”老窖池



数据来源：公司官网，西南证券整理

**产能布局一马当先，静候时间兑现价值。**本轮白酒复苏以来，随着消费者对白酒认知的成熟和辨别力的提升，品质突出的优质酒越发受到消费者青睐，具有优质产能的酒企能够抢占发展先机。对于浓香型白酒企业而言，高端酒产量主要依赖于窖池的数量和窖龄。从1958年首次扩产到21世纪初期，五粮液共进行了5次大规模产能扩建，当前公司拥有窖池3.2万余口，具有年产4万吨级的酿酒车间，拥有年产20多万吨商品酒能力和60万吨原酒储存能力。五粮液有着全行业最具前瞻性的产能布局，浓香酒产能规模稳居行业第一。伴随着主力窖池迈入成熟期，高端酒产能端供给充足，有望尽享高端酒扩容红利。

**表 6：五粮液历史产能扩建情况**

扩产启动时间	扩产情况	累计固态商品酒产能
1958年	国家拨款60万元进行产能扩建，全厂累计产能达到1141吨	1141吨
1979年	投资1800万元进行产能扩建，新增产能3000多吨	4440吨
1986年	投资2500万元在江北主厂区进行产能扩建	10000吨
1992-1994年	投资8亿元，新建设酒厂面积达20万平方米，新增产能约8万吨。	90000多吨
1998-2003年	通过多次扩建，新增系列基础酒产能约11万吨，固态总产能20万吨。	约200000吨
2017年	启动10万吨酿酒生产技改项目一期工程（在建）	约200000吨
2020年	投资12.68亿元，启动12万吨生态酿酒项目（一期）	200000吨以上
2024年	—————	300000吨以上

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

### 3.2 历史问题：贴牌模式&大商制弊端凸显，改革缓慢憾失龙头

**缘起：贴牌模式&大商制，实现低成本快速扩张。**公司在上世纪90年代创新推出买断经营和品牌OEM模式，一方面利用大商的分销网络和客情资源实现低成本快速扩张，另一方面贴牌产品贡献营收增量，公司也因此成为一代“中国酒业大王”。在当时看来，五粮液选择贴牌生产和大商制模式有其内在的合理性：1) 浓香酒由于工艺问题，仅有10%-15%可做高端酒，五粮液40万吨产能（其中固态产能20万吨）需要全国化的市场方可消化；2) 当时大商制是主流的渠道模式，借助大商资源可以实现低成本快速扩张；3) 当时居民品牌意识较为淡薄，公司亦将规模和销量作为主要增长目标。

然而，伴随着居民品牌意识崛起，聚焦大单品和渠道精细运作成为行业趋势，过往贴牌模式和过分依赖大商制的弊端日益凸显；再加之公司价格策略出现失误，改革力度欠缺，憾失行业龙头地位，具体来看：

**1) 贴牌产品杂乱无章，极大稀释主品牌形象。**五粮液创立OEM模式以来，代理商更多从自身利益出发，开发出大量低廉的买断品牌，这些低端产品缺少系统的品牌规划，恶性抢占渠道资源，同质化竞争严重；而且众多产品与高端五粮液外观相似，使得主品牌辨识度大大降低，拖累了五粮液的高端形象；与此同时，部分优秀的系列酒子品牌也被杂牌产品所侵蚀，这些数量众多的“超生”子品牌，严重稀释五粮液的品牌价值。

**2) 渠道掌控能力薄弱，大商制弊端日益凸显。**公司采用的大商制模式尽管有着低成本快速扩张的优势，但是伴随着白酒进入买方市场，过分依赖大商制的弊端暴露无遗。具体来看，五粮液将市场开发和销售政策等授权给总经销商全权负责，与终端消费者距离较远，无法及时掌握市场变化并作出反应；其次，公司无法有效管控经销商和价格体系，特别是行业

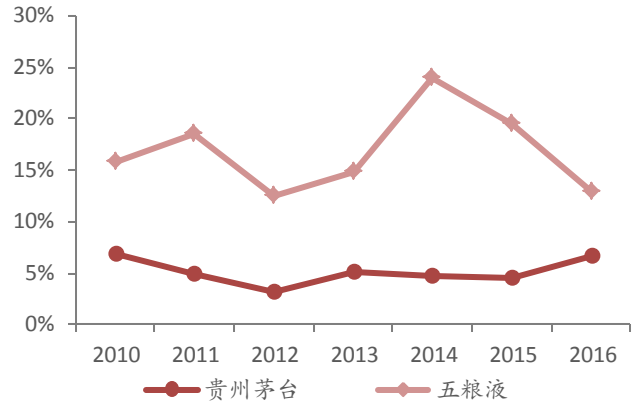
景气度下行时，大商追求高周转而低价甩货现象频发，厂商间呈现明显的博弈关系；最后，公司对大商依赖程度较高，大商议价能力较强，导致大小商返利等政策差异较大，小商积极性受到打击。

图 38：五粮液贴牌产品过多过杂



数据来源：搜狐网，西南证券整理

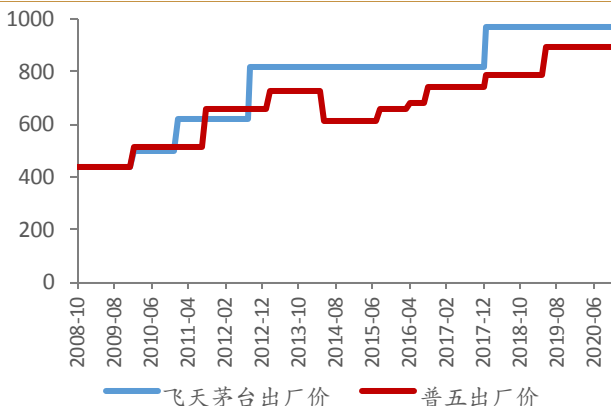
图 39：五粮液、贵州茅台前五大客户销售收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

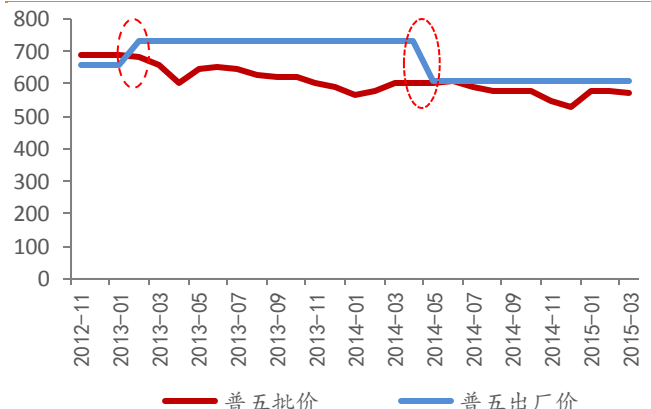
3) 价格策略阶段性失误，打击经销商忠诚度和信心。从出厂价调整节奏来看，五粮液调价比茅台酒更加频繁，容易造成经销商预期和库存管理节奏混乱。除此之外，五粮液在历史上出现两次明显的价格策略失误：①2003年9月，经典普五从第六代向第七代升级，公司借产品换代之际顺势提价，第七代出厂价升至348元/瓶，第六代出厂价升至318元/瓶，接近当时市场售价。由于提价过快且准备不足，终端售价并未跟随上行，导致经销商普遍亏损，信心受到打击，部分优质经销商向茅台、国窖转移。②2013年2月，公司将普五出厂价由659元升至729元，旨在通过提价来提振经销商信心，并避免价格长期低于茅台损害品牌形象。但不幸的是，2013年开始的调整是需求端出现根本反转，提价不仅无法提振信心，反而会导致渠道负循环，加速批价下行，公司后续迫于压力只得大幅降价，对品牌力造成负面影响。

图 40：2008 年以来茅台、五粮液出厂价



数据来源：渠道调研，西南证券整理

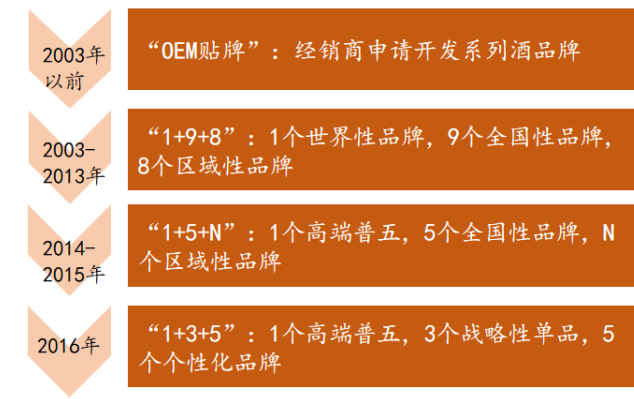
图 41：五粮液历史上两次激进提价



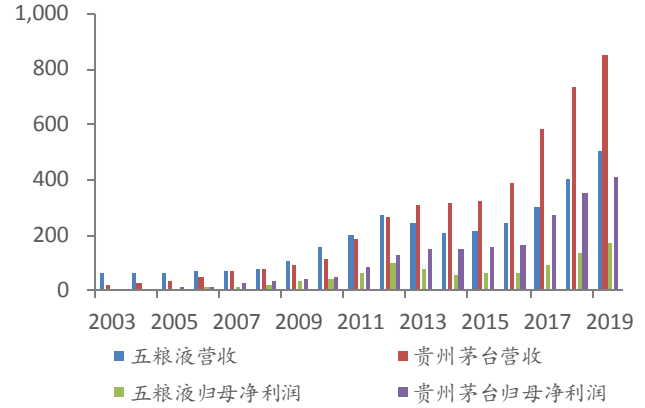
数据来源：渠道调研，西南证券整理

4) 改革进度缓慢，憾失行业龙头。伴随着居民品牌意识持续崛起，贴牌模式和大商制导致品牌泛滥，价格体系难管控的弊端日益凸显。针对这样的问题，公司在 2003 年就确立“1+9+8”产品矩阵，并加大对渠道串货的处罚力度。然而清退贴牌产品涉及的利益纷繁复

杂，且公司已对大商形成实质性依赖，因而过往改革并未触及本质，品牌繁杂、渠道掌控力差的问题没有得到根本解决。在这样的背景下，贵州茅台通过培育大单品、维护核心意见领袖、发展小商掌控渠道等措施的执行，净利润和营收先后超越五粮液，五粮液憾失行业龙头。

**图 42：五粮液历史上的品牌策略**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 43：五粮液、贵州茅台营收及归母净利润（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 全方位深度变革，浓香大王再起航

### 4.1 管理层锐意进取，开启二次创业新征程

内外因素共振，全面改革条件充分。从外部来看，白酒行业进入挤压式增长，过往追求销量和规模的策略已不顺应潮流；与此同时，2017年初的五粮液面对着“前有标兵、后有追兵”的激烈竞争，泸州老窖、山西汾酒等老名酒也相继开启深度改革，行业进入高手过招时代，五粮液深度变革势在必行。从公司内部来看，集团公司和股份公司人事结构调整到位，多位履新的高管给公司带来新视野和新思路；此外公司通过对高管进行股权激励，提升员工薪酬等一系列措施，改革获得管理层和员工的普遍支持，因而能够顺利推动且取得良好成效。

**表 7：本轮改革全面彻底的内部、外部因素**

内外因素	具体因素
外部因素	1、行业进入挤压式增长，过往侧重于追求规模和销量的策略已经不适应时代潮流
	2、五粮液面对着“前有标兵、后有追兵”的局面，深度变革释放活力是必由之路
	3、山西汾酒、泸州老窖等酒企均在进行改革，行业进入高手过招时代，彻底变革成为共识
内部因素	1、李曙光担任五粮液集团公司董事长，给公司带来新思路、新视野，奠定本轮改革基础
	2、内部人事调整持续推进，提拔较多年富力强的“少壮派”，干部年轻化趋势明显
	3、对高管进行股权激励，且大幅提升一线员工的薪资待遇，改革获得内部普遍支持

数据来源：公司公告，西南证券整理

新帅上任带来曙光，深度变革落地有声。2017年3月，李曙光接任唐桥成为五粮液集团新一代掌舵人。新帅李曙光上任伊始就提出“二次创业”，随即在品牌、产品、渠道、体制机制等方面开启全方位深度变革，在2018年进一步提出“补短板、拉长板、升级新动能”的战略规划。本轮改革力度之大、范围之广史无前例，一系列重磅改革成果落地有声，很大

程度上解决了长期困扰公司的品牌和渠道问题，浓香大王实现了从“量变”到“质变”的实质跨越。

**表 8：二次创业以来公司召开的重要会议及相关部署**

年份	部分重要会议	规划及相关战略举措
2017 年 6 月	运营商代表工作会	首次提出“二次创业”，开展“百城千县万店”工程向终端营销转型，制定十三五期间集团营收破千亿的战略目标，明确从传统营销向现代营销过渡。
2017 年 12 月	1218 经销商大会	<b>围绕二次创业，重点打造提升“四力”</b> ，品牌力：聚焦“1+3”产品矩阵；渠道力：向终端营销转型；生产力：扩产提质，计划十三五投放 3 万吨高端酒；执行力：抓好人才队伍建设。
2018 年 6 月	2017 年度股东大会	<b>“一个工程，三个体系，三个平台”</b> 。即围绕“百城千县万店”工程，做好产品（品牌）、渠道和团队三大体系，建好数字化物流，全渠道互联网数字化以及战略营销决策三大平台。
2018 年 12 月	1218 经销商大会	工作总体思路是 <b>补短板、拉长板、升级新动能</b> ，补齐渠道、组织、系列酒和机制四大短板，在品质和品牌两个方面持续拉成长板，进一步升级新动能，坚定推进高端化和数字化。
2019 年 5 月	2018 年度股东大会	构建“以消费者驱动、以平台模式运营、以数字化支撑的营销体系”， <b>按照公司全新的品牌宪法对大小标进行清理</b> ，对公司理顺价格，规范渠道有很好的促进作用。
2019 年 12 月	1218 经销商大会	2020 年要围绕稳中求进的工作总基调，进一步深化 <b>“补短板、拉长板、升级新动能”</b> 的长期方针，强化品质、强化管控、强化数字化转型。
2020 年 2 月	疫情专题会议	<b>坚持“稳中求进，一管控三强化”</b> 工作方针，结合当前形势，突出加强计划、渠道、结构“三个优化”，加快机制、团队、数字化“三个转型”，全年营收两位数以上增长目标不变。
2020 年 12 月	1218 经销商大会	2021 年营销目标 <b>坚持以高质量的市场份额提升为核心</b> ，全面构建新型厂商命运共同体，“强化品牌文化建设、强化高地市场和重点市场的升级建设、强化数字化营销全流程再造，继续保持行业平均先进水平的发展速度，确保企业发展运行在合理区间。
2021 年 6 月	2020 年度股东大会	<b>明确 511 发展目标，即十四五末集团公司成为 500 强，酒业主业销售过千亿，集团利税总额过千亿</b> ；产品端强化“1+3”产品体系，发力超高端；加强营销体系规划和团队建设，运用数字化系统赋能渠道；提升产能建设，进一步提高优质酒率。

数据来源：公司公告，微酒，酒业家，西南证券整理

**混改落地展宏图，调动管理层&渠道积极性。**在管理层的积极推动下，历时两年多的非公开发行股票方案于 2018 年 4 月顺利实施。在本次增发中，管理层团队合计认购 175 万股，其余公司员工合计认购 2194 万股，管理层和员工合计持股占比为 27.7%；经销商及相关人员合计认购 1941 万股，占比为 22.7%；外部战略投资者合计认购 4253 万股，占比 49.6%。本次定增计划意义非凡：首先，定增进一步优化了五粮液的股权结构；其次，定增能够充分调动公司高管和业务骨干的经营积极性；最后，定增实现了公司和经销商利益的深度绑定，经销商的积极性和发展信心得到进一步强化。

**表 9：公司非公开发行股票方案**

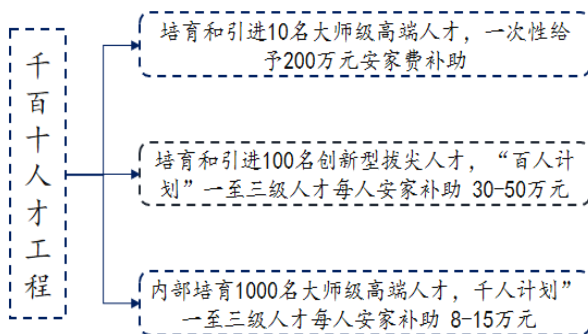
认购主体	具体认购对象	认购数量（万股）	占发行后总股本比例
国泰君安资管计划	公司董事、监事、高级管理人员	175	0.05%
	员工持股计划（其他）	2194	0.56%
君享五粮液 1 号	宜宾智溢酒业	539	0.14%
	银基贸易发展	108	0.03%
	北京朝批商贸	54	0.01%
	湖南糖酒副食	54	0.01%

认购主体	具体认购对象	认购数量 (万股)	占发行后总股本比例
	其他经销商及相关人员	1186	0.31%
其他战略投资者	中石油企业年金计划	301	0.08%
	泰康人寿保险	2109	0.54%
	华安基金	925	0.26%
	凯联艾瑞	918	0.26%
总计	-----	8564	2.21%

数据来源：公司公告，西南证券整理

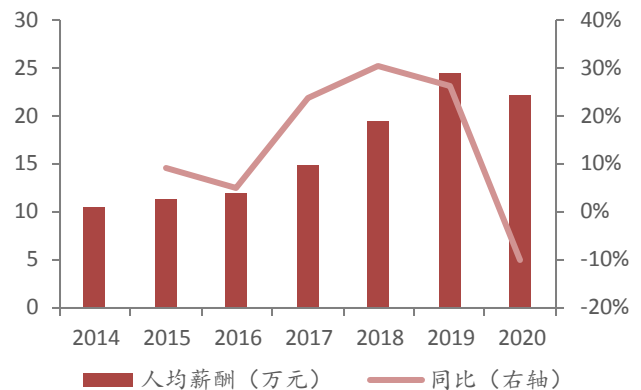
**重视人才队伍建设，大幅提升员工薪酬。**二次创业以来，公司将人才队伍建设提升到新的战略高度，制定了系统化的人才建设方案。集团公司党委书记、董事长李曙光亲自推动“千百十人才工程”，通过内部培养和外部引进相结合的方式，志在打造行业最顶尖、最优秀的人才队伍，为公司长远发展奠定坚实的人才保障。此外，针对存在的营销短板，公司于2019年面向社会公开招聘一批具有丰富市场运作经验的营销业务人员。针对一线员工，公司通过薪酬决议方案，近几年员工平均薪酬大幅上涨，生产积极性显著提升。

图 44：五粮液“千百十人才工程”



数据来源：搜狐网，西南证券整理

图 45：股份公司人均薪酬及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

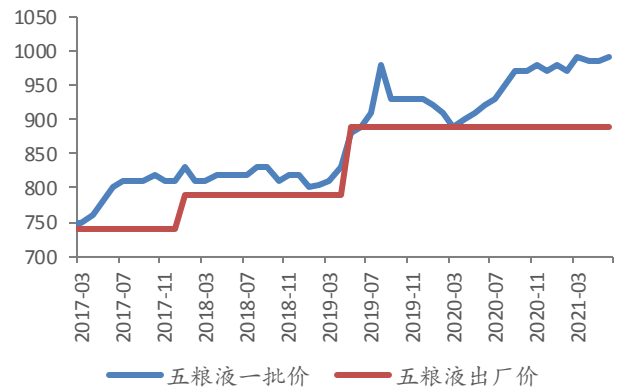
**高度重视经销商利益，构建新型厂商关系。**2017年6月，五粮液召开了主题为“共商、共建、共享”的全国运营商代表工作会。新帅李曙光会上表示，公司将稳定出厂价并逐步提高批价，让经销商实现合理利润，构建以“共商、共建、共享”为核心的新型厂商关系。本次大会标志着五粮液对经销商和终端的理念发生巨大转变，公司更加注重经销商和终端的利益，极大提振经销商的信心。3年多来，五粮液始终贯彻落实“顺价销售，让经销商赚钱”的庄严承诺，疫情冲击下也坚持以价为先，充分保障经销商利益。

图 46: 五粮液高管列队欢迎各地运营商



数据来源: 搜狐网, 西南证券整理

图 47: 二次创业以来五粮液坚持顺价销售



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4.2 创新品牌文化推广, 产品线深度聚焦

**创新品牌文化推广, 塑造酒业大王新形象。**公司紧扣“大国浓香、中国酒王”的品牌定位, 有效运用新兴媒体, 在品牌宣传上推陈出新。近年来, 公司成立“五粮液文化研究院”传播五粮文化, 与施华洛世奇联名推出“缘定晶生”彰显时尚新形象, 打造《上新了·故宫》、《酌见》等热门 IP 增强宣传感染力, 成立五粮液消费者俱乐部提升消费者体验等。在一系列创新营销协同发力下, 公司深厚的文化底蕴和品牌内涵得以更好传播, 品牌影响力更上一层楼, 更好地呈现“酒业大王新气象”。

图 48: 五粮液创新品牌宣传方式

### 创新品牌宣传方式

 <p>成立五粮液文化研究院, 深层次挖掘五粮液文化精神内涵, 进一步讲好品牌故事</p>	 <p>与施华洛世奇联名推出“缘定晶生”系列产品, 塑造国际化、年轻化、时尚化的品牌新形象</p>	 <p>打造《上新了·故宫》文化IP, 用年轻人更喜闻乐见的方式来表达五粮液的文化和底蕴</p>	 <p>成立消费者俱乐部, 加强品牌宣传和消费者, 提供一系列增值服务, 以此提升消费者体验</p>
--	--	---	--

数据来源: 五粮液官方微信公众号, 西南证券整理

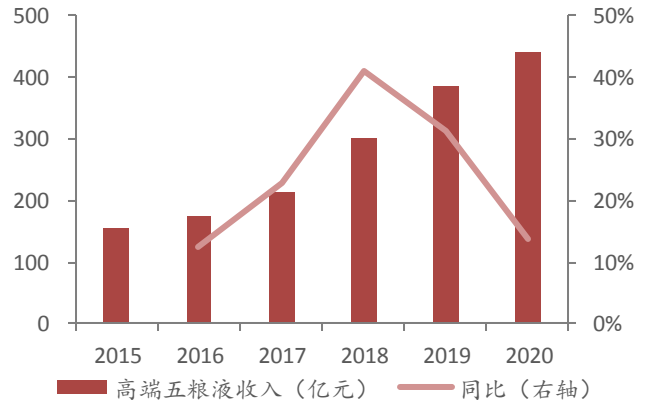
**主品牌坚定“1+3”战略, 稳健增长前景可期。**公司主品牌聚焦“1+3”产品体系, 其中“1”指的是核心大单品第八代经典五粮液; “3”指的是超高端的 501 五粮液, 经典五粮液、低度五粮液。公司主品牌矩阵清晰, 一方面, 强化第八代普五超级大单品的核心基础定位; 另一方面, 推出主打“稀缺性、高端化、个性化、低端化”的非标产品来延展核心产品体系, 进一步树立高端品牌形象, 满足消费者差异化需求。在“1+3”战略下, 公司高价位酒持续快速增长, 发展势头良好。

图 49：五粮液“1+3”产品矩阵



数据来源：京东商城，西南证券整理

图 50：高端五粮液产品收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

**核心大单品成功换代，提价顺利品牌拉升。**2019年6月，第八代经典五粮液正式上市，相较于第七代五粮液，第八代五粮液在包装、防伪、扫码、品质等方面进行全方位升级，提价也得到消费者和经销商的普遍接受。本次产品升级换代可谓大获成功，不仅提升了普五的品牌高度，也赢得了消费者和经销商的一致认可，亦侧面反映出管理层经营风格越发稳健。

- **准备工作充分，经营风格稳健。**在八代五粮液上市之前，公司对第七代控货挺价，并推出第七代收藏版五粮液，市场零售价 1699 元，为第八代价盘拉升奠定基础。与此同时，公司做好供应链准备，提前进行渠道对接，邀请高端客户品鉴，加大宣传投入，通过线上+线下协同发力造势，大量细致完备的准备工作为第八代顺利升级打下坚实基础，亦反映出管理层经营风格越发稳健。
- **提价顺利，品牌力拉升。**第八代普五出厂价为 889 元/瓶，相较于第七代提价 100 元/瓶，第八代的全方位升级获得市场的高度认可，当前终端售价顺利突破 1100 元大关，批价也由 2019 年初的 800 元左右升至当前 1000 元左右。第八代五粮液成功升级助推价盘和品牌力拉升，并大幅改善渠道利润水平。

图 51：历代经典五粮液



数据来源：五粮液官方微信公众号，西南证券整理

图 52：第八代五粮液全方位升级



数据来源：五粮液官方微信公众号，西南证券整理

**超高端产品布局落地，品牌高度持续拉升。**在核心大单品第八代普五市场反馈良好，价盘稳步提升之际，公司在 2000 元以上超高端价格带进行积极布局。2019 年 3 月，公司推出战略性超高端产品“501 五粮液·明池酿造”和“501 五粮液·清池酿造”，以“限定车间、限定窖池、限定匠人”来强调其稀缺性和高品质。在 2020 年 9 月，公司推出意在打造为大单品的超高端复刻版“经典五粮液”，市场零售定价 2899 元/瓶，经典五粮液“梅瓶”的设计完美结合了经典元素和现代工艺，以此唤起 60、70 后内心深处的情感和记忆。

**差异化需求方兴未艾，超高端产品潜力可期。**经典五粮液在定价上比肩飞天茅台，力求拉开与其他千元价格带竞品的差距，以此进一步拔高品牌力，并对普五大单品产生正向反馈。经典五粮液未来潜力可期，主要基于：1) 普五超级大单品普及后差异化需求显著，培育价位更高的非标产品时机成熟，主打“天地精酿、分级精选、十年精陈”的经典五粮液品质突出且更具稀缺性，迎合五粮液忠实爱好者的进一步升级诉求。2) 当前茅台酒价格居高不下且普遍缺货，叠加开箱政策影响，经典五粮液将受益于茅台酒供给不足带来的需求外溢。3) 公司大力投入资源培育，先后召开上海、广州、成都高规格发布会，密集开展高端圈层营销，并冠名《上新了·故宫》第三季、《酌见》两大重量级 IP，品牌宣传效果良好。

图 53：501 五粮液·明池酿造



数据来源：五粮液官方微信公众号，西南证券整理

图 54：经典五粮液上市



数据来源：五粮液官方微信公众号，西南证券整理

**系列酒 SKU 做减法，打造全国性大单品。**二次创业以来，公司按照“向核心品牌聚焦、向自营品牌聚焦、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”的发展思路，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，四大单品形象层次分明、价值主张各具特色、价格带衔接有序。与此同时，自二次创业以来，公司持续精简系列酒 SKU，特别是销量较低、定位重合、包装与主品牌高度相似的系列酒都被纳入清退范围，有效缓解了过去长期存在的品牌过多过杂、恶性竞争严重、缺乏统一规划等问题。从 2017 年至今，每年都有数百款低端产品被清退，系列酒产品矩阵得以深度聚焦。

**图 55：系列酒“4+4”产品矩阵**


数据来源：京东商城，西南证券整理

**表 10：二次创业以来公司清退低端 SKU 情况**

年份	相关文件/项目	清退品牌
2017 年	颁布《总经销品牌经销商准入、分级、经营与清退标准》	对 18 个品牌进行集中清退，清退了 44 家经销商，清理了 155 款低销产品
2018 年	启动“品牌优化管理项目”	清退了 49 个品牌、800 余款产品
2019 年	颁布《“五粮液”品牌产品开发及清退管理标准》	清退了 67 个品牌、200 余款产品
2020 年	——	清退了 12 个品牌、577 款产品

数据来源：公司公告，微酒，西南证券整理

**整合组织架构，做强做优系列酒。**系列酒公司坚持“三性一度”要求和“三个聚焦”原则，多管齐下推动系列酒价值回归。1) **组织架构**：将原系列酒板块的三家公司整合为全新的系列酒公司，由新公司统筹管理系列酒品牌，股份公司常务副总经理邹涛出任系列酒公司董事长，此次组织架构的调整彰显公司做强做优系列酒的坚定决心。2) **费用投放**：引导商家重点聚焦打造核心终端，理顺价值链分配体系，增强系列酒渠道推力。3) **内部考核**：坚持用数据说话，以结果论英雄，通过引进、轮岗、淘汰一批等系列组合拳，提高营销团队战斗力。公司通过对系列酒在组织架构、产品规划、资源投放等方面提质增效，力争未来打造出 10 亿、20 亿、50 亿级的大单品，实现系列酒做强做优。

### 4.3 营销改革持续深化，渠道力脱胎换骨

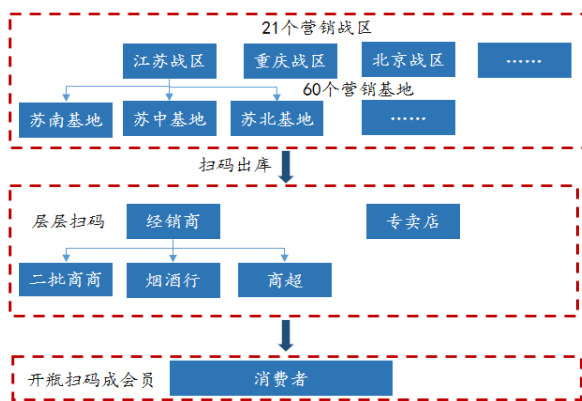
**营销改革持续落地，渠道力实质提升。**二次创业以来，一系列渠道改革措施相继落地，包括推出“百城千县万店”计划，改营销中心为战区来推动渠道下沉；运用数字化扫码系统和导入控盘分利，提升渠道掌控力和增厚经销商利润；发力团购渠道和新零售渠道降低对大商的依赖。三年多来，重大改革措施渐次落地，有效解决了长期困扰公司的市场运作粗放、大商串货乱价、渠道利益分配不平衡和市场反应慢等突出问题，渠道力实现质的飞跃，助力公司进入经营正循环，未来量价齐升前景可期。

## 1) 推进渠道扁平化和精细化

**推进“百城千县万店”计划，营销人员大幅增加。**2017年6月以来，公司推动百城千县万店计划，即在上百个大中城市、上千个重点县区建设包括专卖店、旗舰店和社会有影响力的上万家核心销售终端，旨在建设高质量终端体系、更好地服务消费者，推动公司由传统营销向现代终端营销转型，仅2017年就在全国46个重点城市建设了7000余家核心终端网点。与此同时，公司增加营销人员数量推进渠道下沉，仅2019年公司就通过公开招聘、层次选拔，补充营销人员452人、访销人员500人，系列酒公司新引进营销人员181人，营销团队的年龄结构和专业素质得到全面优化，掌握市场、贴近消费、服务商家的能力大幅提升。

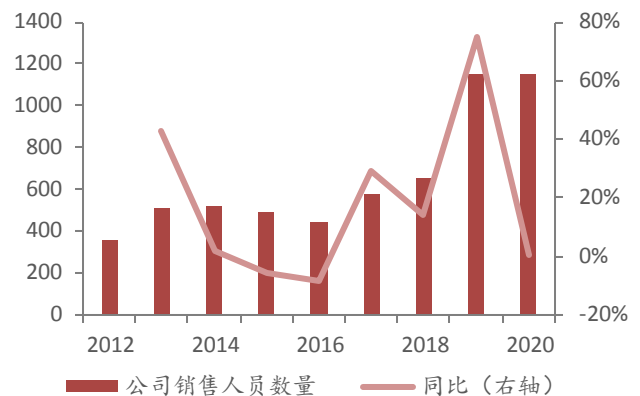
**实施营销组织变革，提升市场反应速度。**公司围绕补短板目标，将华东、华中等7大营销中心进一步划分为21个营销战区、60个营销基地，以此推动区域纵向扁平化和营销职能前置化。改营销中心为战区将大幅削减管理层级，将职能部门和资源下沉到营销战区，基本实现总部直管到省，从而更加贴近终端、贴近市场、贴近消费者，大幅提升公司的反应速度和渠道的精细化运作水平。

图 56：公司渠道结构示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 57：公司销售人员数量及增速



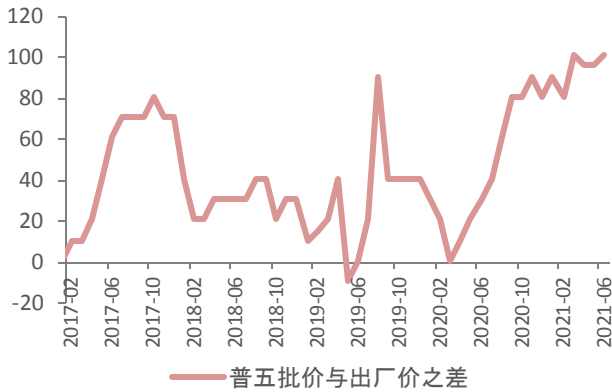
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2) 提升渠道掌控力，经销商信心得到强化

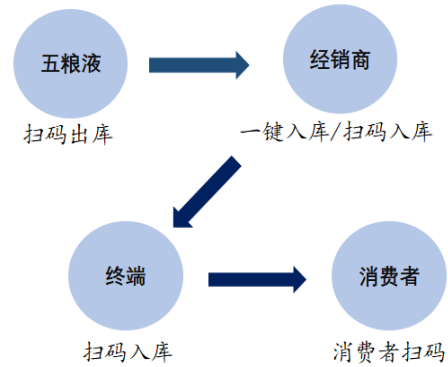
**数字化赋能渠道，渠道掌控力实质提升。**二次创业以来，公司自上而下地推动数字化建设，早在2017年就与IBM建立深度合作，开启数字化体系建设。在2019年第八代普五上新之际，数字化扫码系统正式面向市场，通过层层绑定、层层扫码，公司可以在营销中心大屏上实时掌握商家进货、动销、库存情况，实现动销的实时掌握和渠道异常的实时监控。第八代五粮液上市一年多来，扫码系统落地效果良好，渠道透明度达到80%以上，大商串货乱价行为大幅减少，渠道掌控力实质提升。

**经销商积极性大幅提升，控盘分利优化利润分配。**2020年疫情冲击下，公司坚持以价为先，推动批价从年初890元提升至年底980元左右，经销商利润从每瓶20元升至100元，渠道利润大幅改善，渠道推力和经销商信心显著提升。在公司充分认识到保障渠道利润的重要性之后，有望彻底改变过往厂商博弈的问题，进一步释放渠道势能，从而加速经营正循环。与此同时，过去五粮液存在渠道利润分配不平衡、不精准、大小商区别对待的突出弊端，在2019年第八代五粮液扫码系统上线之际，公司顺势导入控盘分利体系。控盘分利可简单概括为“三维六控”：即利用数字化，从供应链、渠道、消费者三个维度；从价格盘、货物盘、

需求盘三个核心盘，秩序盘、渠道盘、服务盘三个辅助盘进行管控。通过对渠道动销数据和服务情况的收集，以真实的动销数据作为利润分配基础，建立清晰透明的利润分配体系，兼顾大小经销商利益。

**图 58：普五一批价和出厂价之差（元）**


数据来源：渠道调研，西南证券整理

**图 59：五粮液扫码系统全流程**


数据来源：五粮液官方微信公众号，西南证券整理

### 3) 渠道结构持续优化，团购渠道表现亮眼

**团购渠道贡献增量，占比有望进一步提升。**在 2019 年 1218 经销商上，公司提出 2020 年传统渠道整体不增量，打造企业级团购等新的增长点。在 2020 年突如其来的新冠疫情冲击下，公司顺势提出零售渠道损失由团购渠道补充的策略。团购渠道不仅可以充分借助经销商杠杆开发新的增长点，还可以进一步培育核心意见领袖，提升品牌影响力。1) 在公司层面，集团董事长李曙光亲自率队拜访了复星集团、中信银行、四川能投等数十家大型企业机构，助力团购渠道开拓。2) 在经销商层面，公司根据经销商团购完成情况确定下一年配额，并派驻业务员和经销商协同开发团购市场。2020 年公司团购渠道表现亮眼，21 个营销战区销售人员协同经销商共同走进大型、特大型企业超过 5000 家，团购渠道占比由年初约 10% 提升至 20% 左右，2021 年有望进一步提升至 30%；且考虑到 2021 年团购打款价从 889 元升至 999 元，将进一步提升吨价和毛利率，由此贡献业绩弹性。

**优化渠道体系，多点开花增量可期。**在疫情冲击下，公司顺势推出五粮液“云店”小程序，消费者可运用微信云店小程序搜索附近位置的五粮液专卖店，并享受到专卖店提供的专属一对一、差异化、全渠道的服务关怀。2020 年 2 月，五粮液与京东启动全方位“白酒供应链数字化”项目，加快推进五粮液分仓网络体系建设，推进分仓至门店、至消费者的仓储物流模式变革。2020 年 7 月，公司进一步成立五粮液新零售管理公司，志在打造首家“垂直生态赋能平台”，并深化与永辉超市、苏宁易购的合作。未来公司在商超渠道、电商渠道、专卖店渠道均有较大提升空间，多点开花增量可期。

总结来看，自二次创业以来，新管理层以补渠道短板为目标，重磅改革措施持续落地，很大程度上解决了过去渠道存在的长期棘手难题，渠道力实现质的飞跃。具体来看：1) 公司销售组织架构更加扁平化，渠道运作精细化程度显著提升；2) 通过数字化扫码系统和控盘分利，公司对于渠道大商的掌控力大幅增强，渠道利润和经销商信心大幅提升；3) 通过发力团购和新零售渠道，降低传统大商渠道占比，以此更好地优化渠道结构，提升整体抗风险能力。公司渠道改革思路清晰，执行落地效果良好，长期发展动力十足。

**图 60：公司渠道力全方位提升**

过往渠道存在的问题	当前恰当解决之方法
① 大商甩货乱价难遏制	层层扫码，精准配额，密切监控渠道异常
② 渠道利润分配不平衡	导入控盘分利，以透明数据确定利润分配
③ 难以甄别优质经销商	监测真实动销能力，培育优质服务型经销商
④ 对市场变化反应缓慢	变营销中心为战区，推动职能前置，增加销售人员数量
⑤ 渠道利润薄信心不足	厂家主动控量挺价，实现顺价销售，保障渠道利润合理
⑥ 传统大商渠道占比高	传统渠道原则上不增量，发力团购和新零售渠道

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 5 行稳致远，十四五更上一层楼

### 5.1 实力全方位提升，2020 年表现出色

二次创业以来，围绕高质量发展目标，公司重磅改革措施渐次落地。2017 年李曙光董事长提出“二次创业”战略方向，2018 年进一步细化为“补短板、拉长板、升级新动能”的长期发展策略，管理层毫不避讳的总结出过去存在“渠道、组织、机制、系列酒”四大短板；五粮液在弥补四大短板的基础上，要进一步拉升“品牌、品质”两大长板；在升级新动能方面，公司将“高端化、数字化、发力团购”作为未来发展的方向。历经全面彻底的变革，过去存在的四大短板得到显著改善；品牌、品质优势进一步放大；团购渠道贡献增量、超高端推广顺利、数字化运营提升效率，增长新动能不断涌现。可以看出，管理层对于公司和行业发展认识极其深刻，改革思路系统而全面，具体执行落地有声，公司综合竞争力全方位提升。

**表 11：“补短板、拉长版、升级新动能”策略实施情况**

系统改革	具体内容	具体措施	取得成效或好处
补短板	渠道短板	运用数字化扫码系统，层层扫码，密切监控渠道异常 导入控盘分利模式，控量挺价实现顺价销售，提升渠道利润	渠道串货乱价大幅减少 渠道推力和经销商信心大幅提升
	组织短板	将 7 大营销中心转变为 21 个营销战区，推动组织扁平化和职能前置化 大幅增加一线营销人员数量，招募专业化销售团队	组织更加专业化、市场化、扁平化 终端服务和市场响应速度显著提升
	机制短板	匹配渠道需求的政策机制，筛选优质经销商和终端 价格和市场政策更加具备连续性和稳定性，坚定经销商和市场信心	疫情期间严格控货为渠道解压 推动经营风格越发稳健
	系列酒短板	按照“三性一度”和“三个聚焦”原则，精简低端 SKU 超千个 三家系列酒公司整合为全新的五粮浓香系列酒公司	产品辨识度大大提升 有利于资源聚焦，做强做优大单品
拉长板	品牌长板	顺利升级第八代普五，推出 501 五粮液、经典五粮液拉升品牌高度 成立五粮液文化研究院、成立五粮液消费者俱乐部等	高端酒形象得到进一步强化 深挖品牌内涵，讲好品牌故事
	品质长板	完成 30 万吨陶坛酿酒库一期工程，原酒储存三年后再包装投放市场 建设 100 万亩酿酒专用粮基地，构建产品全生命周期质量体系	第八代品质升级，获得市场认可 供应链更透明，产品品质更有保障

系统改革	具体内容	具体措施	取得成效或好处
升级新动能	数字化赋能	2020年3月, 五粮云店正式上线, 打通线上线下一体化销售与华为、阿里巴巴签署战略合作协议, 建设领先的数字化企业管理体系	产品购买更方便、消费者服务更优 建成领先的数字化企业管理体系
	团购新渠道	集团董事长李曙光亲自率队拜访中信银行等数十家大型企业机构 根据经销商团购完情况确定来年配额, 派驻业务员协同开发团购市场	全年完成走进大型企业超5000家 团购占比从10%提升至20%;
	高端新产品	推出501五粮液明池酿造和清池酿造, 进一步讲好稀缺性故事 升级推出复刻版经典五粮液布局超高端, 市场零售价2899元/每瓶	突出稀缺性、拔高品牌高度 经典五粮液销售规划和动销超预期

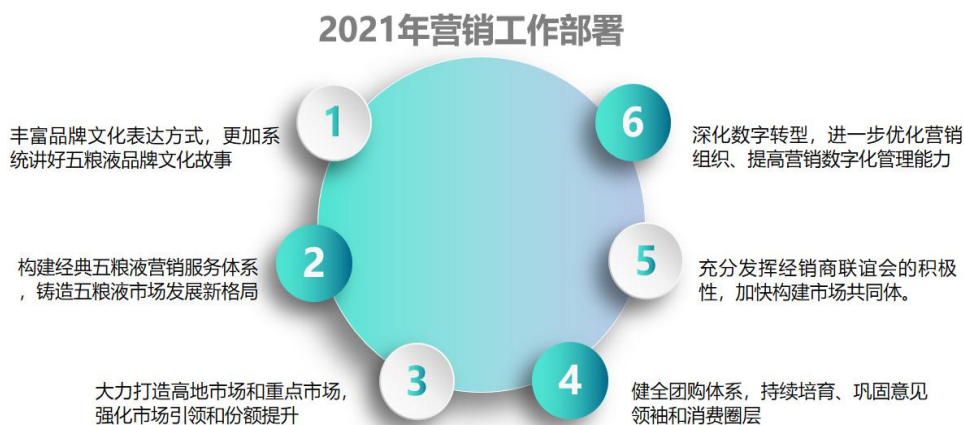
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**2020年表现出色, 蓄势待发态势良好。**2020年以来的新冠疫情对终端动销、消费信心造成较大冲击, 即便在外部环境复杂多变的背景下, 2020年公司依旧圆满完成两位数增长目标, 且在品牌、渠道、数字化等多方面取得突出成效。具体来看: 1) 品牌: 推出经典五粮液发力超高端, 进一步提升品牌高度; 系列酒继续精简低端SKU, 重新理顺价格体系; 2) 批价: 五粮液一批价从2020年3月的890元升至2020年12月的980元左右, 即便在中秋、国庆旺季放量的情况下批价依旧坚挺, 批价表现超市场预期; 3) 扫码系统: 从市场来看, 历经一年多的推广和完善, 数字化扫码系统落地良好, 渠道透明度大幅提升, 串货乱价情况明显减少。4) 团购: 2020年团购渠道占比提升明显, 团购渠道贡献可观的业绩增量, 并有效助推批价上行, 公司计划将2021年团购渠道占比提升至30%左右。5) 渠道利润: 经销商单瓶普五销售利润从2020年初仅20元逐步提升至当前100元左右, 渠道信心和推力显著增强。

## 5.2 坚定高质量发展, 十四五行稳致远

2021年是十四五开局之年, 公司贯彻高质量发展目标, 收入目标双位数增长, 确保企业发展运行在稳健合理区间。截止二季度, 公司顺利实现时间过半、业绩过半, 各项指标表现良好。2021年五粮液的营销方针是坚持以高质量的市场份额提升为核心, 在全面构建新型厂商命运共同体的基础上, 强化品牌文化建设的创新突破、强化高地市场和重点市场的升级建设、强化基于数字化的营销全流程再造, 全年营销工作部署到位, 确保实现高质量增长目标。

图 61: 公司 2021 年营销工作部署



数据来源: 微酒, 西南证券整理

**超高端与团购超预期，2021年看点多多。**2017年开启二次创业征程以来，在管理层大刀阔斧的改革下，公司全方向向好趋势明确；2021年公司将以高质量的市场份额提升为核心，十四五开局之年看点多多：

**1) 量价关系：**在数字化赋能的基础上，公司能够较好监测动销和库存，渠道掌控力实质提升；公司对大商控量&发力团购，推动渠道结构持续优化，量价平衡游刃有余；在此基础上，普五批价从2020年3月的890元稳步提升至当前1000元左右，当前消费升级趋势明确，终端需求旺盛&渠道库存低位，批价稳步上升基础扎实，21H2大概率站稳千元大关。

**2) 团购渠道：**2020年团购渠道表现亮眼，公司2021年进一步发力团购渠道，年初总部成立团购部，300人高规格团队专攻团购渠道。截至目前，公司对核心企业覆盖率达到20%，复购率达到90%，2021年规划团购占比从去年20%提升至30%，目前团购整体任务完成过半，部分优秀战区已经完成全年团购任务，全年高质量团购目标有望顺利完成。

**3) 超高端产品：**超高端经典五粮液2021年规划销量2000吨，上半年推广顺利，回款超过一半。2021年6月开始经典五粮液全面布局，开启对经销商、终端和团购的全面布局，加大力度开展品鉴会进行氛围塑造，参与重大活动和《灼见》提升品牌力，进一步开发经典30/50系列，并推出多种规格产品进行补充，以此完善经典五粮液产品矩阵。

**行稳致远，十四五定调高质量发展。**十四五是五粮液新一轮高质量发展的重要窗口期和战略机遇期，主要基于：1) 从宏观层面来看，国家构建国际国内双循环的新发展格局，推进成渝地区双城经济圈建设等重大举措，更加有利于发展、扩大内需和消费升级；2) 从行业层面来看，优质产能仍供不应求，名优酒企量价空间依然较大，市场份额持续向“优势产区、优势企业、优势品牌”集中的趋势不变；3) 从公司层面来看，五粮液在市场、渠道、品牌、产品等领域已经形成方向性、格局性向好的基本态势，蓄势而发的势头良好。

在此基础上，公司明确十四五期“511”发展目标，即集团公司成为世界500强，酒业主业销售过千亿，集团利税过千亿；从当前来看，普五大单品量价空间充足，超高端产品和团购渠道贡献可观增量，叠加改革红利不断释放，十四五目标规划有望提前完成。为实现以上目标，公司将在如下三个方面持续发力：

- **优化产品结构：**强化主品牌“1+3”产品体系，十四五期间八代普五投放量不减少，确保在千元价位的主导地位；重点发力超高端经典五粮液，预计十四五末年投放量达1万吨。系列酒聚焦4个全国化战略大单品，推动系列酒价值回归，全面构筑五粮液主品牌、系列酒、个性化产品三大品牌板块。
- **提升优质酒产量：**一是加强优质产能建设，新增12万吨原酒，原酒储存能力突破100万吨；二是通过工艺创新、装备完善和发酵机理研究的创新，进一步提高优质酒率。公司双管齐下提高优质酒产量，确保高端酒的充足供应，实现再造一个五粮液目标。
- **深化营销改革：**一是强化营销体系规划和团队建设，大力打造高地市场和重点市场，构建圈层营销体系；二是数字化赋能渠道，大力推进战区网格化管理，提升数字化运营能力，持续提升市场掌控能力和市场反应能力；三是巩固传统渠道，开发团购渠道，创新跨界合作新渠道，持续提升渠道利润和商家盈利能力。

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

#### 关键假设：

1) 受益于千元价格带快速扩容和茅台酒价高量缺，高端五粮液量价运作空间充足，预计 2021-2023 年五粮液产品销量分别同比增长 14%、10%、8%，吨价分别提升 7%、8%、8%，毛利率为 86%、87%、88%；

2) 2021 年消费信心和消费场景稳步复苏，叠加系列酒整顿进展顺利，较低基数下系列酒有望快速增长，预计 2021-2023 年系列酒产品销量分别同比增长 14%、10%、5%，吨价分别提升收入 3.5%、3%、3%，毛利率分别为 57%、58%、59%；

3) 体量扩大带来显著规模效应，管理和销售效率持续改善，费用率将边际递减。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入 (亿元)	501	573	694	815	938
	yoy		14.4%	21.0%	17.5%	15.1%
	营业成本 (亿元)	128	148	170	189	205
	毛利率	74.5%	74.2%	75.4%	76.8%	78.1%
五粮液产品	收入 (亿元)	387	441	537	638	745
	yoy		13.9%	22.0%	18.8%	16.6%
	销量 (吨)	26728	28139	32078	35286	38109
	yoy		5.3%	14.0%	10.0%	8.0%
	吨价 (万元/吨)	144.7	156.6	167.5	180.9	195.4
	yoy		8.2%	7%	8.0%	8.0%
	成本	59	66	75	83	89
	yoy		12.3%	13.5%	10.3%	7.7%
	毛利率	84.7%	84.9%	86.0%	87.0%	88.0%
系列酒产品	收入	76	84	99	112	121
	yoy		9.8%	18%	13%	8%
	销量 (吨)	138683	132304	150827	165909	174205
	yoy		-4.6%	14.0%	10.0%	5.0%
	吨价 (万元/吨)	0.05	0.06	0.07	0.07	0.07
	yoy		15.1%	3.5%	3.0%	3.0%
	成本	34	37	42	47	50
	yoy		9.9%	14.5%	10.7%	5.6%
	毛利率	55.7%	55.7%	57%	58%	59%
非酒类业务	收入 (亿元)	38	49	57	65	72

分业务情况	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
yoy		28.1%	17.4%	12.7%	11.7%
成本 (亿元)	35	45	52	59	66
毛利率	7.8%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 694 亿元 (+21%)、815 亿元 (+18%)、938 亿元 (+15%)，归母净利润分别为 255 亿元 (+28%)、313 亿元 (+23%)、375 亿元 (+20%)，EPS 分别为 6.57 元、8.06 元、9.66 元，对应 PE 分别为 34 倍、27 倍、23 倍。公司兼具稳健性和成长性，超高端和团购渠道增长新动能不断涌现，伴随着改革红利持续释放，中长期发展逻辑不断强化。给予公司 2021 年 45 倍 PE，对应目标价 295.65 元，维持“买入”评级。

## 6.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 2.8%；
- 2) 预测过渡期 6 年，年化增速 15%；
- 3) 税率：保持 25% 稳定税率。

表 13：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	6
永续期增长率	2.8%
无风险利率 Rf	3.0%
市场组合报酬率 Rm	8.2%
有效税率 Tx	25%
过渡期增长率	15%
$\beta$ 系数	1.10
债务资本成本 Kd	0%
债务资本比重 Wd	0%
股权资本成本 Ke	8.72%
WACC	8.72%

数据来源：西南证券

表 14：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (亿元)
核心企业价值	10119.18
净债务价值	(1104.28)
股票价值	11223.46
每股价值	289.14

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 289.14 元。

## 6.3 相对估值

五粮液是一代“中国酒业大王”，高端酒地位稳固，兼顾品牌力和未来发展空间，选取贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒作为可比估值对象，这三家公司 2021-2023 年平均 PE 分别为 47 倍、37 倍、30 倍。

相较于贵州茅台，公司产能供给和产品提价所受到的制约因素更小，量价掌控能力更强，潜在收入和业绩弹性更大。相较于泸州老窖和山西汾酒，公司是千元价格带的绝对龙头，品牌力和市场地位更为突出，超高端产品布局领先，未来增长确定性和持续性更强。综上，公司兼具稳健性和成长性，超高端和团购渠道增长新动能不断涌现，叠加改革红利持续释放，中长期发展逻辑不断强化。给予公司 2021 年 45 倍 PE，对应目标价 295.65 元，维持“买入”评级。

表 15：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
600519.SH	贵州茅台	21091	1678.99	37.17	42.8	49.91	57.37	45	39	34	29
000568.SZ	泸州老窖	2506	171.10	4.10	5.16	6.43	7.97	42	33	27	21
600808.SH	山西汾酒	3490	286.00	3.53	4.11	5.58	7.27	81	70	51	39
平均值								56	47	37	30
000568.SZ	五粮液	8569	220.75	5.14	6.57	8.06	9.66	43	34	27	23

数据来源：Wind，西南证券整理

## 7 风险提示

- 1) 经济大幅下滑风险；
- 2) 市场开拓或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	573.21	693.64	815.11	937.98	净利润	209.13	265.79	325.99	390.49
营业成本	148.12	170.23	189.18	205.02	折旧与摊销	5.11	7.07	7.36	7.49
营业税金及附加	80.92	97.93	115.07	132.42	财务费用	-14.86	-26.36	-33.03	-41.17
销售费用	55.79	67.28	76.21	84.91	资产减值损失	-0.14	0.00	0.00	0.00
管理费用	26.10	31.39	34.74	38.46	经营营运资本变动	-49.52	-2.17	13.20	11.53
财务费用	-14.86	-26.36	-33.03	-41.17	其他	-2.75	-0.82	-0.30	-0.30
资产减值损失	-0.14	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>146.98</b>	<b>243.51</b>	<b>313.22</b>	<b>368.04</b>
投资收益	0.94	0.30	0.30	0.30	资本支出	-4.45	-2.00	-1.00	-1.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12.77	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-17.22</b>	<b>-2.00</b>	<b>-1.00</b>	<b>-1.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>278.26</b>	<b>353.48</b>	<b>433.23</b>	<b>518.65</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.48	-1.44	-1.46	-1.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>276.78</b>	<b>352.04</b>	<b>431.77</b>	<b>517.20</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	67.65	86.25	105.78	126.71	支付股利	-85.40	-100.77	-127.58	-156.47
净利润	209.13	265.79	325.99	390.49	其他	-6.74	26.66	33.23	41.37
少数股东损益	9.59	10.63	13.04	15.62	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-92.13</b>	<b>-74.11</b>	<b>-94.35</b>	<b>-115.11</b>
归属母公司股东净利润	199.55	255.16	312.95	374.87	<b>现金流量净额</b>	<b>37.63</b>	<b>167.40</b>	<b>217.87</b>	<b>251.83</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	682.10	849.49	1067.36	1319.19	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	188.93	268.33	306.73	343.29	销售收入增长率	14.37%	21.01%	17.51%	15.07%
存货	132.28	221.30	236.47	246.02	营业利润增长率	14.77%	27.03%	22.56%	19.72%
其他流动资产	20.24	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	14.73%	27.09%	22.65%	19.78%
长期股权投资	18.50	18.50	18.50	18.50	EBITDA 增长率	15.22%	24.45%	21.96%	18.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	73.47	68.68	62.59	56.48	毛利率	74.16%	75.46%	76.79%	78.14%
无形资产和开发支出	4.35	4.20	4.05	3.89	三费率	11.69%	10.42%	9.56%	8.76%
其他非流动资产	19.05	19.23	19.41	19.58	净利率	36.48%	38.32%	39.99%	41.63%
<b>资产总计</b>	<b>1138.93</b>	<b>1449.72</b>	<b>1715.10</b>	<b>2006.96</b>	ROE	23.83%	25.49%	26.27%	26.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.36%	18.33%	19.01%	19.46%
应付和预收款项	133.42	359.23	420.99	474.44	ROIC	150.63%	156.43%	205.84%	281.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.85%	48.18%	50.00%	51.70%
其他负债	127.93	47.89	53.10	57.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>261.35</b>	<b>407.12</b>	<b>474.09</b>	<b>531.94</b>	总资产周转率	0.52	0.54	0.52	0.50
股本	38.82	38.82	38.82	38.82	固定资产周转率	9.57	11.66	13.80	17.10
资本公积	26.83	26.83	26.83	26.83	应收账款周转率	651.58	838.73	644.81	694.13
留存收益	791.42	945.80	1131.17	1349.57	存货周转率	1.10	0.96	0.83	0.85
归属母公司股东权益	857.06	1011.45	1196.82	1415.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.33%	—	—	—
少数股东权益	20.52	31.15	44.19	59.81	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>877.58</b>	<b>1042.60</b>	<b>1241.01</b>	<b>1475.02</b>	资产负债率	22.95%	28.08%	27.64%	26.50%
负债和股东权益合计	1138.93	1449.72	1715.10	2006.96	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.96	3.31	3.42	3.61
					速动比率	3.44	2.77	2.92	3.14
					股利支付率	42.79%	39.49%	40.77%	41.74%
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	268.52	334.19	407.57	484.97	<b>每股指标</b>				
PE	42.94	33.58	27.38	22.86	每股收益	5.14	6.57	8.06	9.66
PB	9.76	8.22	6.90	5.81	每股净资产	22.61	26.86	31.97	38.00
PS	14.95	12.35	10.51	9.14	每股经营现金	3.79	6.27	8.07	9.48
EV/EBITDA	29.30	23.04	18.36	14.91	每股股利	2.20	2.60	3.29	4.03
股息率	1.00%	1.18%	1.49%	1.83%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yx@swsc.com.cn