

推荐 (维持)

浓香白酒翘楚，量价齐升可期

风险评级：中风险

五粮液 (000858) 深度报告

2021年9月27日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2021年9月24日

收盘价(元)	200.52
总市值(亿元)	7,783.40
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.82
ROE(TTM)	25.09%
12月最高价(元)	344.40
12月最低价(元)	192.43

股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

- 公司是我国浓香白酒翘楚，今年上半年业绩实现稳健增长。公司是我国浓香型白酒的典型代表，总部坐落于四川省宜宾市，其前身为成立于1959年的宜宾五粮液酒厂，与贵州茅台、泸州老窖一并列入高端白酒梯队。根据Brand finance发布的2020年全球烈酒品牌排行榜，公司品牌价值为208.72亿美元，同比增幅30.14%，位居全球烈酒品牌第二。随着白酒需求回暖，今年上半年公司业绩稳健增长。2021H1，公司分别实现营业收入与归母净利润367.52亿元与132.00亿元，分别同比增长19.45%与21.60%。
- 浓香高端白酒市场潜力大，头部企业有望受益。浓香型白酒是我国第一大白酒香型，在市场中占比最大。目前在我国浓香型白酒市场中，形成了以五粮液为代表的一超多强的竞争格局。去年疫情加速了行业分化，部分经营能力差、抗风险能力低的小企业在发展中被清洗淘汰，浓香型白酒的市场份额未来有望进一步向头部企业靠拢。与此同时，我国高端白酒市场近几年持续扩容。在经历行业调整期后，白酒消费结构从以政务消费为主转向以大众消费为主。叠加消费结构升级，我国高端白酒市场未来具有确定性的发展机遇。
- 多点开花，造就浓香白酒龙头。产品端，公司在夯实普五核心大单品的同时，今年将重点打造超高端产品经典五粮液，塑造价格标杆，提高公司在高端产品的市场份额。同时，公司持续发展系列酒，力争2021年系列酒营收破百亿。品牌端，公司针对此前经营的弊端，优化精简系列酒品牌矩阵，清理小品牌，品牌结构持续上移。渠道端，公司近几年多方优化渠道结构，大力发展团购渠道，引入控盘分利模式，通过数字化赋能跟踪产品实时动销。同时，公司于2020年成立新零售公司与开发数字酒证，丰富了线上渠道的消费场景。
- 公司产品量价有望齐升。量方面，2020年7月，公司正式启动12万吨生态酿酒项目（一期）。随着扩建工程稳步推进，公司产能有望持续释放。预计到十四五末，公司将实现40万吨的原酒生产能力。按照五粮液基酒优质酒得酒率为10%-15%计算，工程完工后普五产能有望超过4万吨。价方面，根据公司目前的实际发展情况，在团购渠道占比增加与产品优化升级两大因素催化下，公司产品的吨价有望进一步上行。
- 投资建议：2021年是公司“十四五”的开局之年，作为高端浓香白酒行业的龙头，公司产能扩张与产品升级稳步推进，团购渠道的发展将助力产品吨价进一步上行，公司产品的量价有提升空间。今年上半年，普五动销超市场预期。目前白酒处于销售旺季，可重点关注公司产品的动销情况。短期来看，白酒近期负面情绪基本消化，长期配置价值显现。同

时，疫情加速了行业出清，高端白酒行业整体扩容趋势不变，行业马太效应显现，公司发展有较强的确定性。预计公司2021/2022年每股收益分别为6.38元和7.48元，对应PE估值分别为31.44倍和26.82倍，维持对公司的“推荐”评级。

- **风险提示：**产品推广不及预期，团购渠道扩张不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险，宏观经济影响

目 录

1、五粮液——浓香白酒翘楚	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 公司股权结构稳定，股权激励提高多方积极性	10
1.3 产品矩阵丰富，主打高端五粮液产品	10
1.4 公司业绩稳健增长，盈利能力稳步提升	13
2、浓香高端白酒市场潜力大，数字化与团购有望成为发展趋势	14
2.1 浓香型白酒竞争格局一超多强，集中度有望提升	14
2.2 消费结构转变+消费升级，推动我国高端白酒市场持续向好	16
2.2.1 我国高端白酒市场发展强劲，未来仍具上升空间	16
2.2.2 消费结构转变+消费升级，高端白酒需求更受支撑	17
2.3 数字化转型与团购渠道有望成为白酒未来发展趋势	19
3、多点开花，造就浓香白酒龙头	20
3.1 工艺：采用传统浓香酿酒工艺，拥有 650 余年明初古窖	20
3.2 产品：优化核心大单品，推出新品补齐产品价格带	21
3.3 品牌：重塑系列酒品牌矩阵，品牌结构持续向上	24
3.4 渠道：发力团购+引入控盘分利+丰富线上场景，渠道改革持续推进	24
3.4.1 优化渠道结构，发力团购渠道	24
3.4.2 引入控盘分利模式，渠道数字化转型	25
3.4.3 成立新零售公司+开发数字酒证，丰富线上消费场景	26
4、公司产品量价有望齐升	27
5、高端浓香白酒龙头对比	28
5.1 产品对比分析	28
5.2 业绩对比分析	30
5.3 盈利能力对比分析	30
6、投资建议	31
7、风险提示	32

插图目录

图 1：2001 -2004 年茅五泸出厂价对比（元）	6
图 2：2005-2016 年飞天与普五出厂价对比（元）	8
图 3：2005-2016 年茅五营收对比（亿元）	8
图 4：2005-2016 年茅五归母净利润对比（亿元）	8
图 5：公司销售人员数量与增速	9
图 6：公司发展历程	9
图 7：公司股权结构（截至 2021 年 6 月 30 日）	10
图 8：公司各品类营收与增速（亿元，%）	12
图 9：公司各品类营收占比（亿元，%）	12
图 10：2021H1 公司各品类占比（%）	12
图 11：公司 2016-2021H1 营收及增速	13
图 12：公司 2016-2021H1 归母净利润及增速	13
图 13：公司 2016-2021H1 毛利率与净利率（%）	14
图 14：公司 2016-2021H1 期间费用率（%）	14
图 15：2020 年白酒不同香型市场份额占比（%）	14
图 16：2020 年浓香型白酒公司市场份额占比（%）	15

图 17: 2016-2020 年茅五泸营业总收入（亿元）	16
图 18: 茅五泸营收在白酒行业中的占比（%）	16
图 19: 美国高中低端烈酒占比（%）	16
图 20: 中美人均 GDP（美元）	16
图 21: 预计 2029 年我国高端白酒营收占比达 40%	17
图 22: 我国白酒消费结构（%）	18
图 23: 我国人均可支配收入逐年增加	18
图 24: 公司白酒生产工艺流程	20
图 25: 五粮液“长发升”明初古窖	21
图 26: 第八代五粮液全面升级	21
图 27: 超高端产品 501 五粮液与经典五粮液	22
图 28: 次高端系列酒产品小五粮	23
图 29: 公司渠道结构	24
图 30: 公司控盘分利模式下层层扫码	25
图 31: 五粮液数字酒证	26
图 32: 五粮液与泸州老窖产品矩阵对比	28
图 33: 2019 年高端白酒市场份额占比（%）	29
图 34: 普五与国窖 1573 出厂价对比（元）	29
图 35: 五粮液与泸州老窖营收情况	30
图 36: 五粮液与泸州老窖归母净利润情况	30
图 37: 五粮液与泸州老窖毛利率对比（%）	30
图 38: 五粮液与泸州老窖净利率对比（%）	30
图 39: 五粮液与泸州老窖期间费用率对比（%）	31

表格目录

表 1: 2020 年五粮液品牌价值位居全球烈酒品牌第二	5
表 2: 五粮液 1959-1997 年扩产项目	6
表 3: 五粮液曾四次获国家名酒称号	6
表 4: 公司产品矩阵	11
表 5: 我国 2015-2020 年中产阶层及以上群体崛起	19
表 6: 公司酿酒工艺特征	20
表 7: 501 五粮液的“限定车间、限定窖池、限定匠人”	23
表 8: 公司系列酒品牌矩阵瘦身历程	24
表 9: 公司上市以来产能扩建情况	27
表 10: 公司盈利预测简表（截至 2021 年 9 月 24 日）	32

1、五粮液——浓香白酒翘楚

公司是我国高端浓香白酒龙头。公司前身为成立于 1959 年的宜宾五粮液酒厂，是我国浓香型白酒的典型代表，与贵州茅台、泸州老窖一并列入高端白酒梯队。公司总部坐落于四川省宜宾市，文化底蕴深厚，拥有六百余年的明初老窖，是全球率先采用五种粮食酿造白酒的烈酒公司。在发展的过程中，公司曾多次荣获国家名酒称号，并入选中欧地理标志协定首批保护名录。根据 Brand finance 发布的 2020 年全球烈酒品牌排行榜，公司品牌价值为 208.72 亿美元，同比增长 30.14%，品牌价值位居全球烈酒品牌第二。

表 1：2020 年五粮液品牌价值位居全球烈酒品牌第二

排名	品牌	原产地	烈酒类型	品牌价值（亿美元）	同比增幅
1	茅台（Moutai）	中国	白酒	393.32	29.08%
2	五粮液（Wuliangye）	中国	白酒	208.72	30.14%
3	洋河（Yanghe）	中国	白酒	76.66	-15.39%
4	泸州老窖（Luzhou Laojiao）	中国	白酒	56.25	4.73%
5	杰克丹尼（Jack Daniels）	美国	威士忌	40.92	-5.60%
6	尊尼获加（Johnnie Walker）	英国	威士忌	40.36	-13.09%
7	轩尼诗（Hennessy）	法国	干邑	36.33	-6.10%
8	斯米诺（Smirnoff）	俄罗斯	伏特加	33.2	-5.06%
9	古井贡酒（Gujing Gong Jiu）	中国	白酒	33.12	22.53%
10	百加得（Bacardi）	古巴	朗姆酒	36.57	53.78%

资料来源：Brand finance，东莞证券研究所

1.1 公司发展历程

根据公司的实际发展情况，可以将公司的发展分为 4 个阶段，分别为起步期（1959-1997 年）、快速扩张期（1998-2004 年）、迷茫期（2005-2016 年）与二次创业期（2017 年至今）。

（1）起步期（1959-1997 年）：成立初期，经营初现成效

公司优化酿酒原料，积极扩建产能，曾多次获得国家名酒称号。20 世纪 50 年代初，由明朝“温德丰”糟坊发展而来的“利川永”、“长发升”与其他几家糟坊联合组建了宜宾酒厂。1959 年，酒厂正式命名为宜宾五粮液酒厂。酒厂成立后，为提升酒品质量，核心人员通过反复论证优化酿酒原料。1974 年，酒厂将五粮配方中的荞麦更换为小麦，五粮正式变为川红粮、糯米、大米、玉米和小麦，酿酒原料得以优化。产能方面，1958 年，酒厂的产酒能力约为 1141 吨。酒厂成立后，通过积极建厂扩产，产酒能力大幅提升。1979 年，酒厂在岷江北岸修建了新的生产区，产酒能力达到 4440 吨；1986 年，酒厂新建占地 22.8 万平方米的 3000 吨生产车间，全厂总产量达到 1 万吨；1992-1994 年，酒厂建成了 6000 口窖池的酿酒车间，全厂产酒能力达到 9 万多吨。随

着产能稳步扩张，五粮液酒厂的知名度与影响力不断提高。在 1952-1989 年国家举办的五次评酒会中，酒厂共四次入围。

表 2：五粮液 1959-1997 年扩产项目

时间	产能扩建项目	总产酒能力（吨）
1979 年	岷江北岸生产区	4440
1986 年	22.8 万平方米的 3000 吨车间	10000
1992-1994 年	600 口窖池酿酒车间	90000+

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

表 3：五粮液曾四次获国家名酒称号

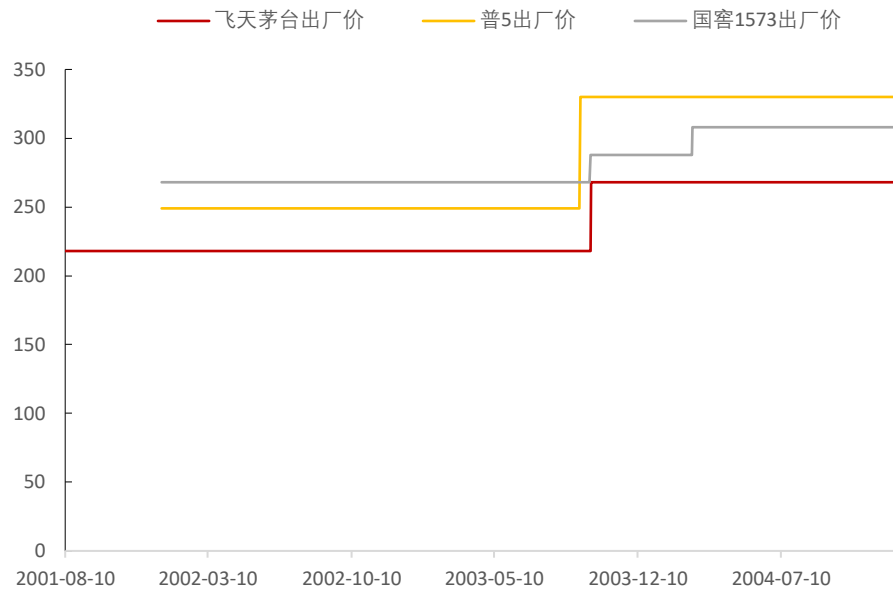
评酒会	地点	入选名酒名单
第一届（1952 年）	北京	茅台、泸州特曲、汾酒、西凤酒
第二届（1963 年）	北京	茅台、 五粮液 、泸州老窖特曲、汾酒、古井贡酒、西凤酒、董酒、全兴大曲酒
第三届（1979 年）	辽宁大连	茅台、 五粮液 、泸州老窖特曲、汾酒、古井贡酒、董酒、洋河大曲、剑南春
第四届（1984 年）	山西太原	茅台、 五粮液 、泸州老窖特曲、汾酒、古井贡酒、董酒、洋河大曲、剑南春、西凤酒、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届（1989 年）	安徽合肥	茅台、 五粮液 、泸州老窖特曲、汾酒、古井贡酒、董酒、洋河大曲、剑南春、西凤酒、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：搜狐，东莞证券研究所

（2）快速扩张期（1998-2004 年）：量价齐升，渠道革新，业绩位居行业第一

产能持续扩张，提高普五出厂价格。1998 年 4 月 27 日，公司于深圳证券交易所上市。上市后，公司持续扩建产能，不断提高原酒的生产能力。截至 2003 年末，公司的原酒生产能力已超过 20 万吨，产能远高于同期的茅台。在产能扩张的同时，公司坚定对核心大单品普五提价。2003 年 9 月，公司将普五的出厂价从 249 元/瓶提高至 330 元/瓶，提价幅度为 32.53%，高于同期飞天茅台的 218 元/瓶与国窖 1573 的 268 元/瓶。

图 1：2001 -2004 年茅五泸出厂价对比（元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

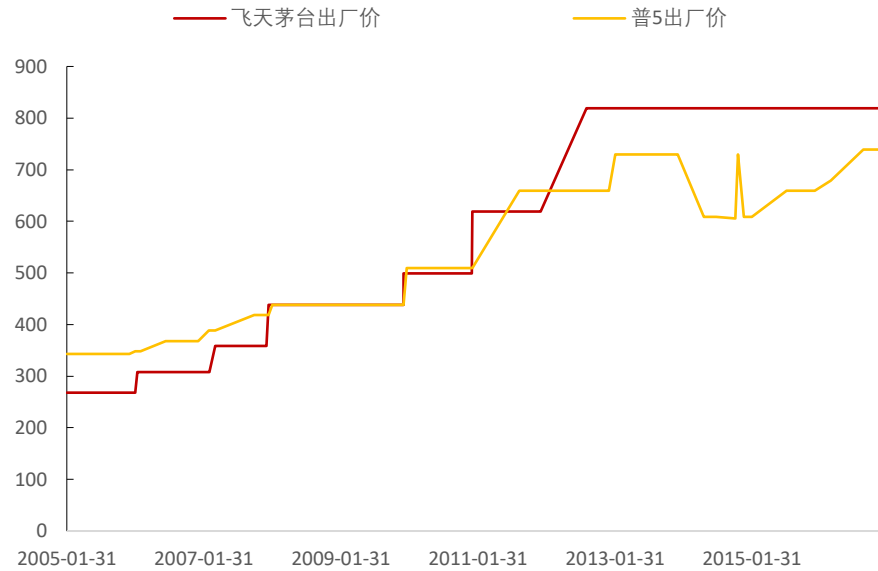
公司通过渠道革新，快速抢占国内白酒市场。在此期间，除了扩产与提价之外，公司积极进行渠道革新，抢占白酒市场份额，提升品牌的市场影响力。公司渠道革新主要体现在三方面。（1）**实行大商制的渠道管理模式。**大商制模式即公司以区域为单位，指定实力强大的经销商全权负责该地区的产品销售，并下设二级、三级经销商，形成多层级的经销模式。在此模式下，公司可以借助经销商在当地的渠道实现产品快速铺市，而公司渠道投入的成本费用相对较低。大商制模式是公司在此阶段进行市场扩张的主要手段之一。（2）**实行买断经营模式。**1994年，公司在业界首次推出买断经营模式。买断经营即商家买断五粮液旗下某一品牌的经营权，此后商家对该商品全权负责，但品牌仍为五粮液所有。在该模式下，公司通过与商家合作，可以快速拓展市场，并有效节约产品的渠道拓展成本。1994年，公司与福建邵武糖酒公司合作首次推出“五粮醇”品牌。（3）**实行OEM授权贴牌模式。**该模式下，五粮液仅对产品进行生产加工，品牌所有权归商家所有。公司实行OEM授权贴牌模式主要系浓香白酒由于生产工艺问题，优质酒率仅在10%-15%。而OEM模式可以使公司将余下的低端酒贴牌出售，快速消化公司产能并抢占市场份额。1998年，公司分别与北京新华联与湖南浏阳河合作开发了“金六福”和“浏阳河”。截至2002年，五粮液OEM模式下的子品牌已达100多个，各种规格的产品超过200种。通过渠道创新，公司快速打入国内白酒市场，品牌影响力稳步提升，业绩在此期间位居白酒行业第一。2004年，公司的营收与归母净利润分别为62.98亿元与8.28亿元。

（3）迷茫期（2005-2016年）：公司行业地位被茅台反超

公司渠道弊端显现，行业地位被茅台反超。公司在发展的过程中，渠道弊端逐步显现。大商制与买断经营模式赋予了经销商与商家过度的权利，公司在渠道中的话语权明显下降，对渠道的管控能力下滑。同时，OEM贴牌模式使公司中低价位酒的品牌杂乱，产品质量参差不齐，降低了市场对公司的品牌认可度。在此背景下，公司业绩增速放缓，归母净利润在2005年被茅台反超。2005年，公司与茅台的归母净利润分别为7.91

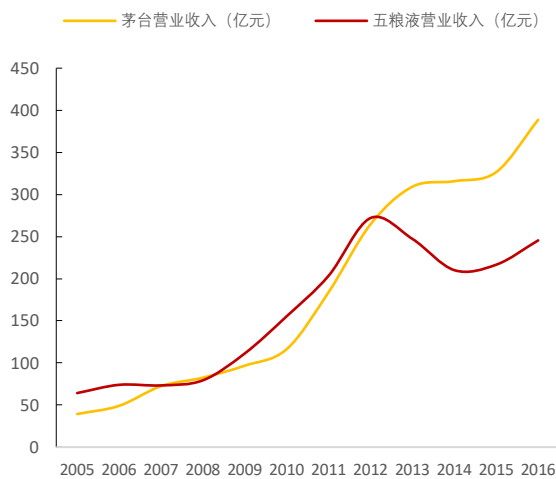
亿元与 11.19 亿元。2012-2014 年，限制三公消费政策的出台使白酒行业进入深度调整期。在此期间，普五逆势提价失败。2014 年 5 月，普五的出厂价从 729 元/瓶下降至 609 元/瓶，跌幅达 16.46%，渠道出现利润倒挂的现象。受市场环境与自身发展战略的影响，公司在行业调整期间的营收与归母净利润均有所下降。2012-2014 年，公司的营业收入从 272.01 亿元下降至 210.11 亿元，归母净利润从 99.35 亿元下降至 58.35 亿元。公司的行业地位被茅台反超。

图 2：2005-2016 年飞天与普五出厂价对比（元）



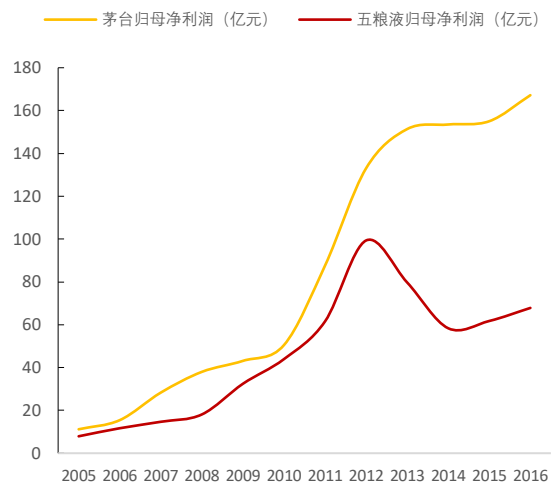
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 3：2005-2016 年茅五营收对比（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：2005-2016 年茅五归母净利润对比（亿元）

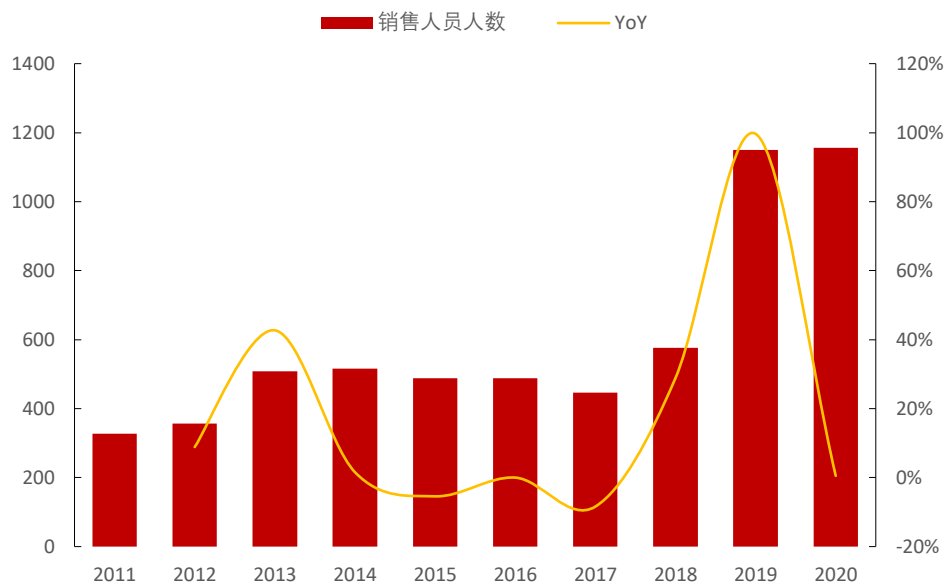


数据来源：Wind，东莞证券研究所

(4) 二次创业期（2017 年至今）：公司迎来二次创业，多方优化改革

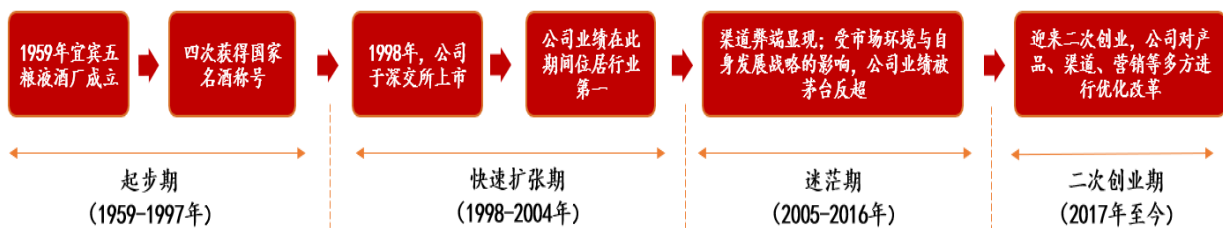
公司提出二次创业战略，多方优化改革。2017年，李曙光被任命为公司董事长后，提出二次创业战略，对公司的产品、渠道、营销等多方面进行优化改革。产品方面，公司提出“1+3”产品战略，力争在核心产品做精做细的同时，进一步打造高端与低度化的五粮液系列产品，丰富产品品类。渠道方面，公司实行“百城千县万店工程”。在大商制的基础上，公司引入小商制模式与专卖店模式，通过削弱经销商在渠道中的话语权，加强公司对渠道终端的管控力度。营销方面，2019年2月，公司对营销架构进行优化调整，将此前的7大营销中心转变为21大营销战区，并下设60个营销战区。与此同时，公司积极扩招营销人员，旨在形成全方位的营销体系。2019年，公司的销售人员为1150人，同比增长99.65%。近期，公司人事调动落地，聘任邹涛先生为公司总经理、刘明先生为总工程师。此次人事方案的调整为后续公司的发展注入了积极的活力。

图 5：公司销售人员数量与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 6：公司发展历程



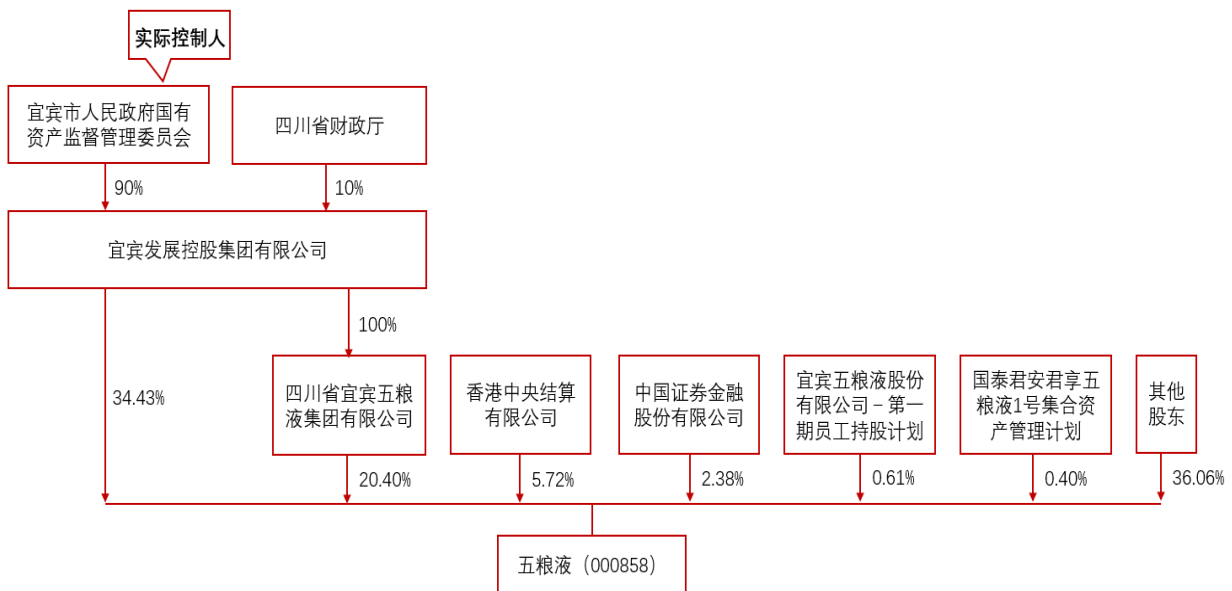
数据来源：东莞证券研究所

1.2 公司股权结构稳定，股权激励提高多方积极性

公司股权结构稳定，实际控制人为宜宾市国资委。截至 2021 年 6 月 30 日，宜宾市人民政府国有资产监督管理委员会通过宜宾发展控股集团有限公司与四川省宜宾五粮液集团有限公司间接持有公司共 49.35% 的股权，是公司的实际控制人。香港中央结算有限公司与中国证券金融股份有限公司分别持有公司 5.72% 与 2.38% 的股权。

定向增发股份，提高多方积极性。2018 年 4 月，公司向特定投资者以 21.64 元/股的价格非公开发行约 8564 万普通股，共募资 18.53 亿元。公司定增的发行对象为五粮液第一期员工持股计划、君享五粮液 1 号集合资产管理计划等不超过 10 名投资者，股票限售期为 36 个月。其中，第一期员工持股计划的激励对象为公司董事、监事、高级管理人员和其他公司员工，共计 2428 人。截至 2021 年 6 月 30 日，第一期员工持股计划共持有公司 0.61% 的股权。公司在激励员工的同时，也对优秀的经销商进行适当奖励。在公司的定增发行对象中，国泰君安君享五粮液 1 号集合资产管理计划的激励对象是 23 名公司部分优秀经销商与相关人员。截至 2021 年 6 月 30 日，国泰君安君享五粮液 1 号集合资产管理计划共持有公司 0.40% 的股份。公司通过定增，深度绑定了员工、经销商与相关人员的利益，建立了利益共享机制，可极大的调动员工与经销商的积极性，有利于公司长期健康发展。

图 7：公司股权结构（截至 2021 年 6 月 30 日）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 产品矩阵丰富，主打高端五粮液产品

公司产品矩阵丰富，实行五粮液酒“1+3”与系列酒“4+4”的品牌战略。公司在发展过程中，根据自身业务的实际情况，不断优化调整品牌结构。2017 年，公司提出二次创业后，在 1218 会议上将产品发展战略调整为五粮液酒“1+3”与系列酒“4+4”。五粮液酒定位高端品类，系列酒主打中低端品类。其中，五粮液酒“1+3”中的“1”是

公司的核心大单品八代普五；“3”分别是超高端产品 501 五粮液（明池、清池）、经典五粮液与低度五粮液。而系列酒中的“4+4”则集中打造五粮特曲、五粮春、五粮醇与尖庄四个全国性战略大单品与五粮人家、百家宴、友酒与火爆四个区域性单品。

表 4：公司产品矩阵

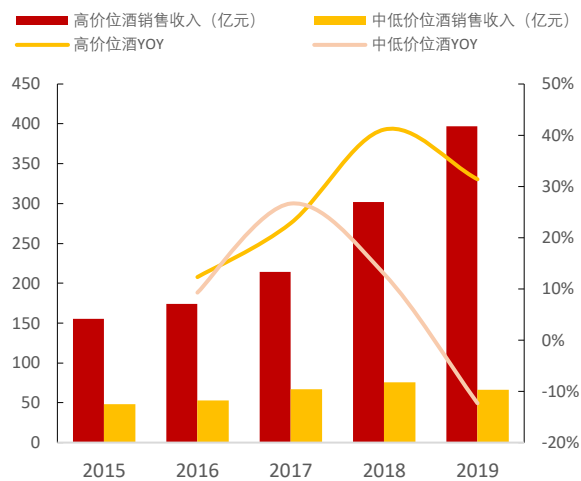
产品大类		产品定位	产品子类	零售价格（元）	图片
五粮液酒 “1+3”	“1”	高端	52 度五粮液（第八代经典）	1399	
	“3”	超高端	五粮液 501	5000+	
		超高端	经典五粮液	2899	
		高端	低度五粮液	799	
系列酒 “4+4”	4 个全国性 大单品	中低端	五粮特曲	200-350	
			五粮春	200-300	
			五粮醇	75-280	
			尖庄	50-150	
	4 个区域性 单品	中低端	五粮人家	188-258	
			百家宴	138-248	
			友酒	150-200	
			火爆	58-98	

资料来源：公司官网，京东商城，东莞证券研究所

注：京东商城价格数据为 2021/9/23

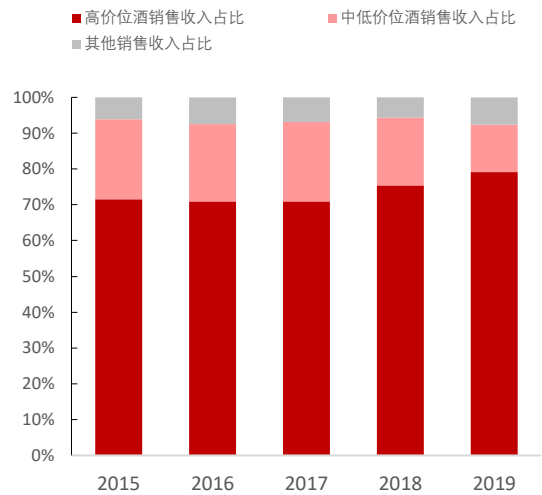
主打高端五粮液产品，系列酒 2021 年有望破百亿。公司近几年持续聚焦高端五粮液产品，以高端酒带动公司业绩增长，高端酒占比稳步增加。2015-2019 年，公司高价位酒销售收入从 155.07 亿元增加至 396.70 亿元，年均复合增速为 26.47%，营收占比从 71.60%提高至 79.15%。2020 年，公司的产品划分口径发生变化，由高价位酒与中低价位酒变为五粮液产品与系列酒产品。今年上半年，五粮液产品实现营业收入 271.38 亿元，同比增长 17.27%。在发展高端五粮液产品的同时，公司在系列酒方面坚持“做强全国性战略品牌、做大区域性重点品牌、做优总经销品牌”的发展思路，计划系列酒在 2021 年销售超百亿，并力争用五年时间将五粮春与五粮醇打造成 50 亿元大单品，将尖庄打造成 100 亿元大单品。预计到十四五末，系列酒营收将突破 200 亿元。2021H1，公司系列酒实现营收 69.64 亿元，同比增长 18.95%，系列酒营收已完成全年任务的 70%左右。

图 8：公司各品类营收与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

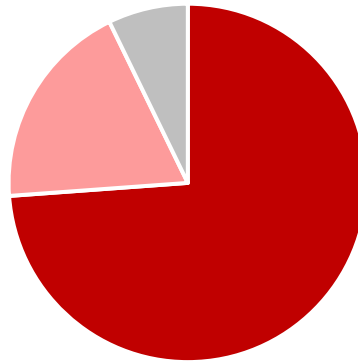
图 9：公司各品类营收占比（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 10：2021H1 公司各品类占比（%）

■ 五粮液产品 ■ 系列酒产品 ■ 其他

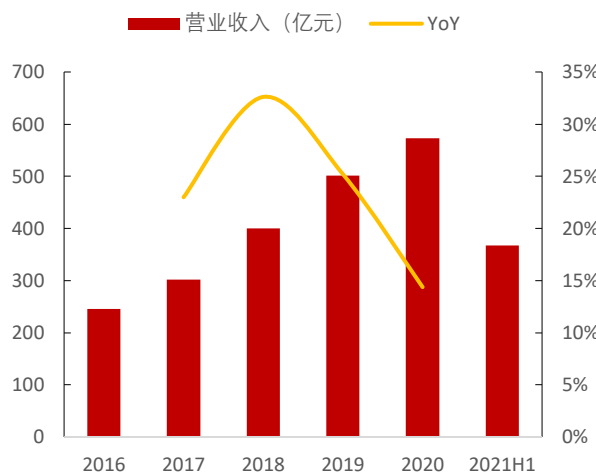


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.4 公司业绩稳健增长，盈利能力稳步提升

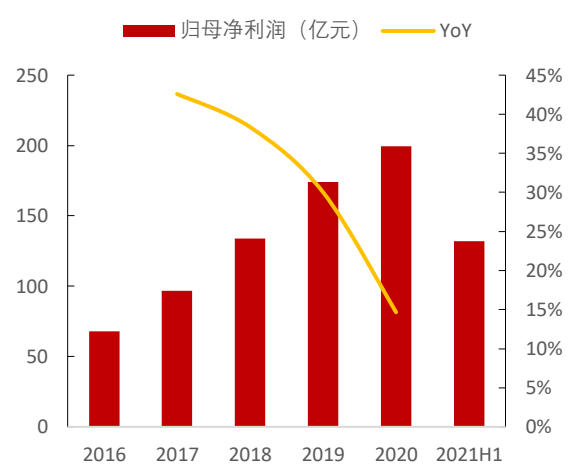
公司业绩稳健增长。公司作为高端浓香白酒龙头，近几年业绩实现稳健增长。2016-2020年，公司的营业收入从245.44亿元增加至573.21亿元，年均复合增速为23.62%；归母净利润从67.85亿元增加至199.55亿元，年均复合增速为30.96%。高端白酒受疫情影响相对有限，公司2020年营收与归母净利润实现了14.37%与14.67%的双位数增长。今年以来，白酒市场需求回暖，公司上半年实现营业收入367.52亿元，同比增长19.45%；实现归母净利润132.00亿元，同比增长21.60%。单季度看，公司Q2业绩延续了稳健增长态势。2021Q2，公司营业收入与归母净利润分别同比增长18.03%与23.04%。

图 11：公司 2016-2021H1 营收及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：公司 2016-2021H1 归母净利润及增速

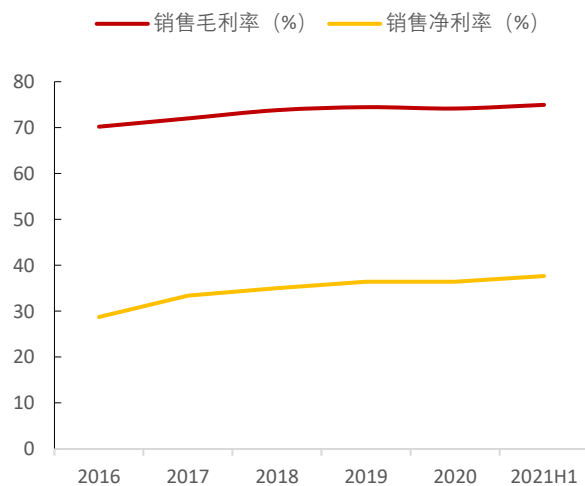


数据来源：Wind，东莞证券研究所

公司盈利能力稳步提升。自2017年二次创业以来，公司在致力于产品结构升级的同时，不断优化渠道布局并精简品牌结构，盈利能力稳中有升。2016-2020年，公司的毛利率从70.20%增加至74.16%。2021H1，公司的毛利率为74.96%，同比增加0.42个

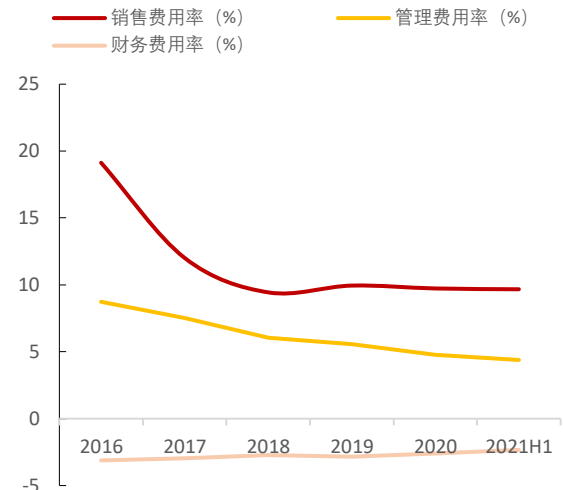
百分点。从费用端来看，公司的费用结构逐步优化。2016-2020年，公司的期间费用率从24.74%下降至11.92%。其中，销售费用率从19.13%下降至9.73%。公司的销售费用率在2019年同比增加0.51个百分点，主要系公司在2019年销售人员人数同比增长99.65%，使职工薪酬增加所致。随着公司内部管理持续改善，公司的管理费用率从2016年的8.73%减少至2020年的4.78%。今年上半年，公司的期间费用率为11.72%，同比下降0.62个百分点。在毛利率提升与费用结构优化的情况下，公司的净利率从2016年的28.75%增加至2020年的36.48%。2021H1，公司的净利率为37.67%，同比增加0.71个百分点，公司的盈利能力稳步提升。

图 13：公司 2016-2021H1 毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 14：公司 2016-2021H1 期间费用率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

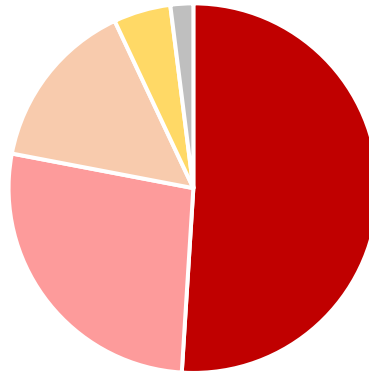
2、浓香高端白酒市场潜力大，数字化与团购有望成为发展趋势

2.1 浓香型白酒竞争格局一超多强，集中度有望提升

浓香型白酒是我国第一大白酒香型。我国白酒文化底蕴深厚、历史悠久，经过长期的发展，目前在市场中形成了以酱香型、浓香型、清香型、米香型等为代表的12大白酒香型。其中，浓香型是我国第一大白酒香型，占据了约20个省市，在市场中占比最大。根据前瞻产业研究院数据显示，2020年，我国浓香型白酒的市场份额占比为51%，酱香型与清香型白酒的市场份额分别为27%与15%。浓香型白酒在市场中具有绝对的规模优势。

图 15：2020 年白酒不同香型市场份额占比（%）

■ 浓香型 ■ 酱香型 ■ 清香型 ■ 兼香型 ■ 其他香型



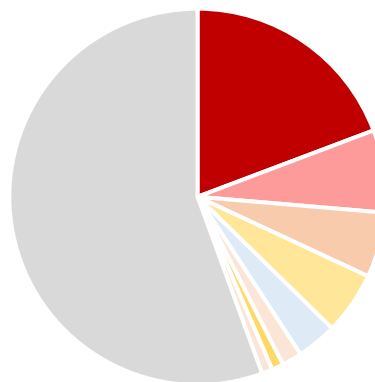
数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

注：市场份额以销售入口口径划分

我国浓香型白酒竞争格局一超多强，集中度有望进一步提升。目前在我国浓香型白酒层级中，形成了以五粮液为代表的一超多强的竞争格局。2020 年，我国浓香白酒 CR3（五粮液、泸州老窖、洋河股份）为 31.94%，其中五粮液的市场份额为 19.26%。受疫情影响，白酒部分企业利润承压，行业加速分化，部分经营能力差、抗风险能力低的小企业在发展中被清洗淘汰，浓香型白酒的市场份额未来有望进一步向头部企业靠拢。

图 16：2020 年浓香型白酒公司市场份额占比 (%)

■ 五粮液 ■ 洋河股份 ■ 泸州老窖 ■ 剑南春 ■ 古井贡酒 ■ 今世缘 ■ 水井坊 ■ 舍得酒业 ■ 其他



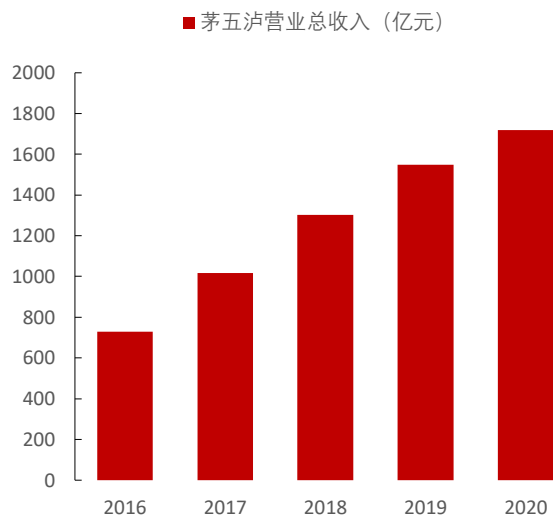
数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

2.2 消费结构转变+消费升级，推动我国高端白酒市场持续向好

2.2.1 我国高端白酒市场发展强劲，未来仍具上升空间

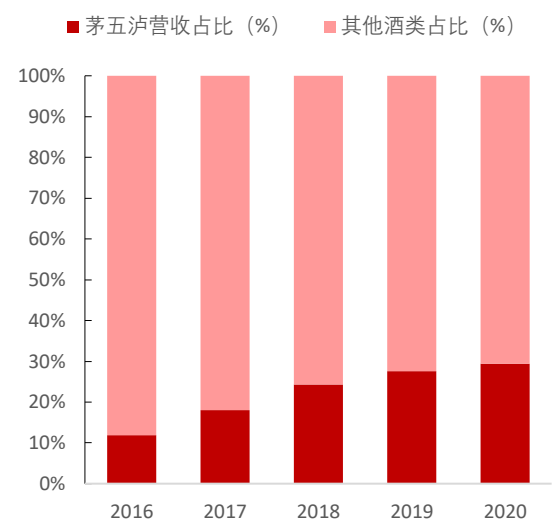
我国高端白酒市场发展强劲，营收占比持续增加。白酒行业在经历深度调整后，高端白酒的竞争优势逐步显现，表现持续向好。在我国白酒市场中，将申万行业中的贵州茅台、五粮液与泸州老窖作为高端白酒市场的衡量标准，2020年，茅五泸共实现营业收入1719.67亿元，同比增长11.10%。2016-2020年，茅五泸营业总收入从730.03亿元增长至1719.67亿元，年均复合增速为23.89%。同时，茅五泸营业总收入在白酒行业中的占比从2016年的11.92%增加至2020年的29.47%，我国高端白酒市场持续扩容。

图 17：2016-2020 年茅五泸营业总收入（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：茅五泸营收在白酒行业中的占比（%）

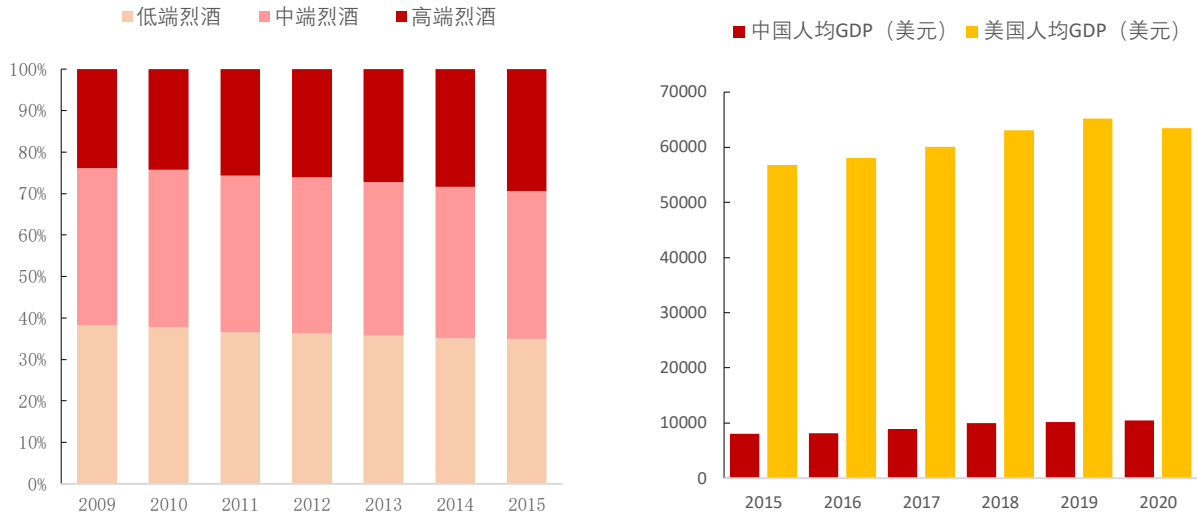


数据来源：Wind，东莞证券研究所

与发达国家相比存在一定差距，我国高端白酒市场未来仍具上升空间。根据 DISCUS 统计，2009-2015 年，美国高端烈酒营收占比从 23.87% 提高至 29.47%。2016-2020 年，我国高端白酒营业总收入在白酒行业中的占比从 11.92% 增加至 29.47%。我国高端白酒增速较快，但与美国相比仍有一定的差距。居民收入水平的提高是推动我国高端白酒发展的重要因素之一。我国目前虽为全球第二大经济体，但人均 GDP 与美国有显著的差距。2020 年，美国的人均 GDP 为 63415 美元，我国仅为 10484 美元，约与美国 20 世纪 70 年代的水平持平。随着我国经济的发展，人均 GDP 的增加将进一步带动白酒行业需求提高，我国高端白酒行业未来存在较为确定性的上升空间。2016-2020 年，我国高端白酒营业总收入占比的年均复合增速为 23.89%。在我国居民生活水平不断提高的背景下，预计高端白酒未来将保持较快增长。Euromonitor 预测，2015-2029 年，我国高端白酒营收占比将从 9% 增加至 40%，预计年均复合增速将达到 11.24%。

图 19：美国高中低端烈酒占比（%）

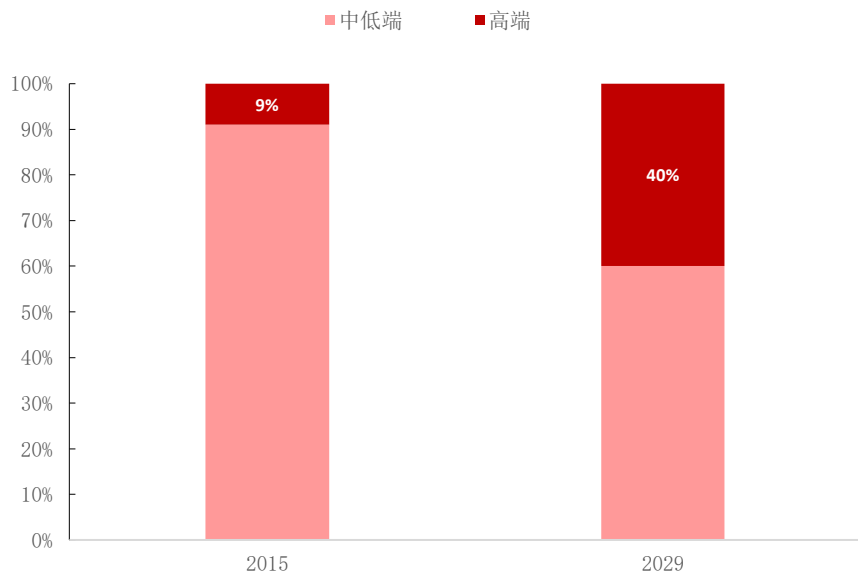
图 20：中美人均 GDP（美元）



数据来源：DISCUS，东莞证券研究所

数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 21：预计 2029 年我国高端白酒营收占比达 40%

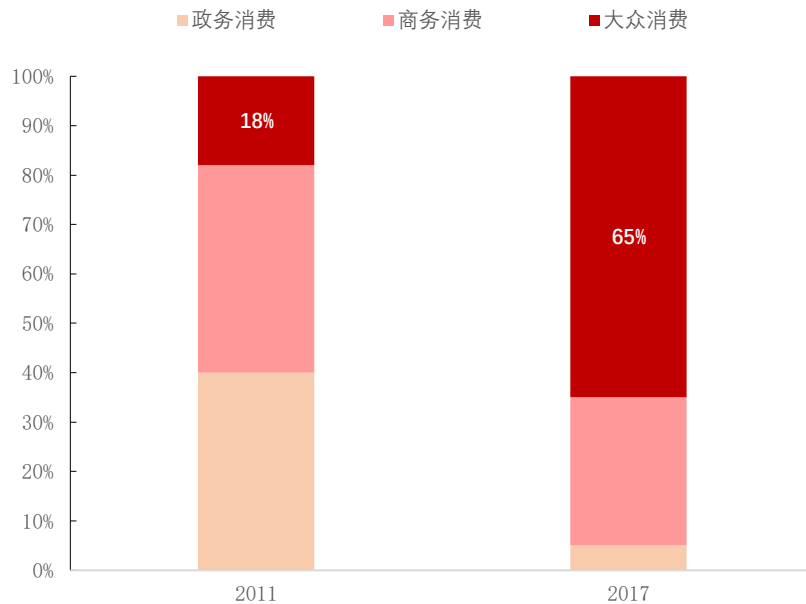


数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

2.2.2 消费结构转变+消费升级，高端白酒需求更受支撑

我国白酒消费结构转为以大众消费为主，白酒消费群体受政策影响减弱。政府出台三公政策前，我国白酒消费以政务消费与商务消费为主。在经历白酒行业深度调整期后，我国白酒消费结构发生改变，政务消费比例严重压缩，商务消费比例大幅下降。2011-2017 年，我国白酒政务消费占比从 40%降至 5%，商务消费占比从 42%降至 30%。在此背景下，我国白酒消费结构转为以大众消费为主，大众消费成为白酒行业中的坚实消费群体。2011-2017 年，我国白酒大众消费占比从 18%升至 65%。白酒消费结构的转变，使我国白酒消费在一定程度上受政策影响减弱，消费群体较此前趋于稳定，白酒消费更受支撑。

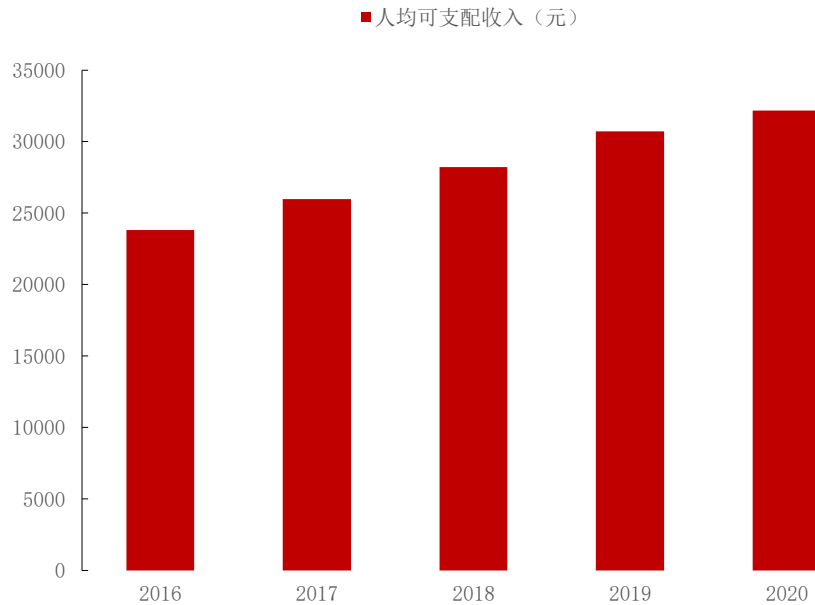
图 22：我国白酒消费结构（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

中产阶级及以上群体崛起，消费结构升级，高端白酒迎机遇。随着我国经济发展，人均可支配收入持续增加，中产阶级及以上人群不断壮大。2020年，在疫情影响下，我国人均可支配收入为32189元，仍保持4.74%的增长。2016-2020年，我国人均可支配收入从23821元增加至32189元，年均复合增速6.2%。人均收入水平的提高使我国中产阶级及以上人群占比不断提升。根据波士顿咨询数据显示，预计到2020年，我国中产阶级人群占比将从2015年的20%增加至24%；上层中产阶级占比将从2015年的14%升至23%；富裕人群占比将从2015年的3%升至6%。其中，富裕人群占比的年均复合增速为16.9%，增长最快；中产阶级与上层中产阶级人群占比的年均复合增速分别为5.8%与12.3%。中产阶级及以上人群的壮大，有望推动我国高端白酒市场进一步发展。此外，随着消费者对健康意识的不断增强，消费者日益重视对白酒品质的追求，越来越多的消费者将“少喝酒、喝好酒”作为白酒消费标准，从消费趋势看，高端白酒迎合了“少喝酒，喝好酒”的消费升级趋势，高端白酒未来有较大的发展空间。

图 23：我国人均可支配收入逐年增加



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

表 5：我国 2015-2020 年中产阶级及以上群体崛起

阶级	CAGR5	2015 年占比	2020E 占比	家庭月均可支配收入划分标准
准中产与低收入阶层	-6.20%	34%	22%	小于 5200 元
新兴中产阶级	0.40%	28%	25%	5200 元-8300 元
中产阶级	5.80%	20%	24%	8300 元-12500 元
上层中产阶级	12.30%	14%	23%	12500 元-24000 元
富裕人群	16.90%	3%	6%	大于 24000 元

资料来源：波士顿咨询，东莞证券研究所

2.3 数字化转型与团购渠道有望成为白酒未来发展趋势

数字化赋能传统经销渠道，有望成为行业未来转型方向。大部分酒企早期以传统经销渠道为主，白酒公司基本与终端消费者脱节。尤其在大商制模式下，经销商被赋予了过度的权利，存在经销商串货乱价的现象。通过数字化赋能，白酒销售从以渠道为中心转变为以消费者为中心，白酒公司可以在全产业链中追踪到产品的实时动销情况，掌握产品终端信息，进而优化渠道商的市场秩序，更好保护消费者利益。国家出台限制三公消费的政策后，我国白酒消费主体由以政务与商务消费为主转为以大众消费为主，数字化转型较好的迎合了白酒市场消费群体的变化，有望成为白酒行业的重要转型方向。

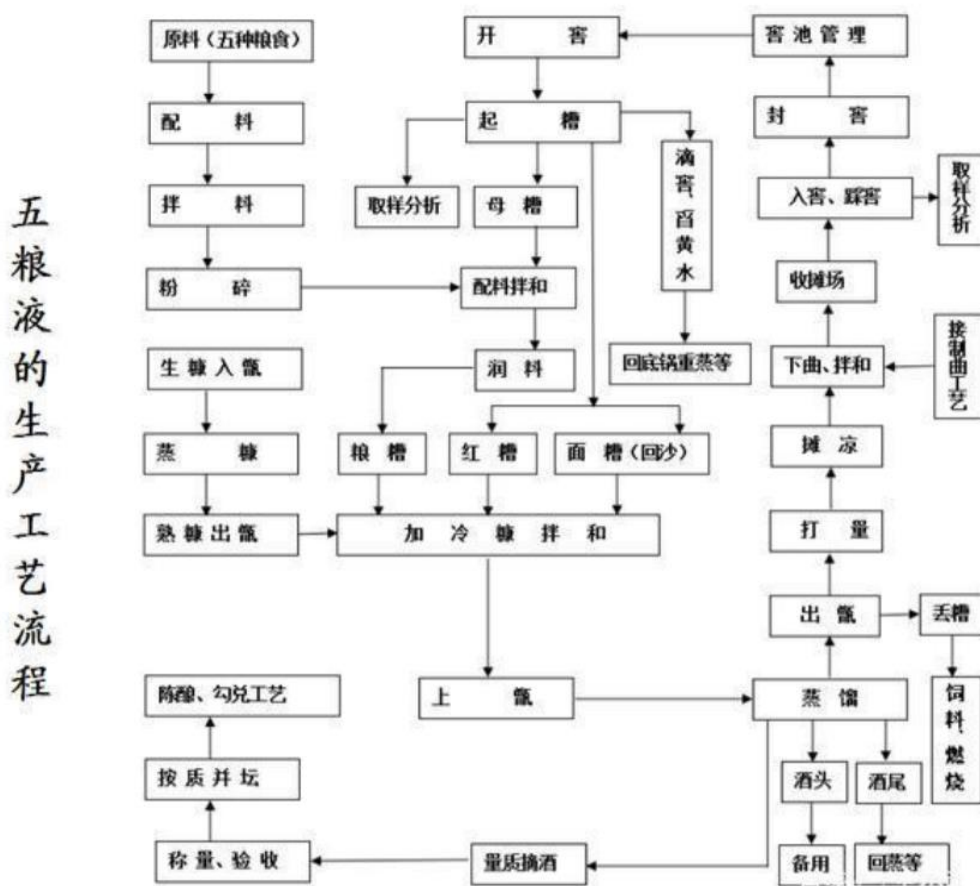
团购模式使白酒渠道结构得到优化，或逐步成为行业发展趋势。近几年陆续有公司在优化传统经销渠道的同时，加大团购渠道的发展。相较传统经销商模式而言，团购渠道的价格通常高于经销商进货价，发展团购渠道可以在一定程度上提高产品的吨价水平，进而增厚公司业绩。此外，在团购渠道下，商品直接由白酒公司销售至消费者，无需通过经销商进行转卖，增加了酒企对终端消费的把控力度。随着渠道结构的优化，团购模式或成为越来越多酒企的选择。

3、多点开花，造就浓香白酒龙头

3.1 工艺：采用传统浓香酿酒工艺，拥有 650 余年明初古窖

公司采用传统的浓香酿酒工艺。作为浓香型白酒龙头，公司采用“固态续糟、混蒸混烧、跑窖循环、分层入窖”的传统浓香酿酒工艺酿造白酒，酿酒工艺具有“一极三优六首创六精酿”的特征，被列入国家非物质文化遗产。“一极”即工艺条件极端，要求入窖酸度最高、入窖淀粉浓度最高、入窖水份最低、入窖糟醅粘性最大；“三优”即环境优势、老窖池优势、匠人匠心优势。在此基础上，公司结合六大首创的酿酒方式与精细的酿酒工艺，使酿造出的白酒具有香气悠久、味醇厚、酒味全面等特点。

图 24：公司白酒生产工艺流程



数据来源：招股说明书，东莞证券研究所

表 6：公司酿酒工艺特征

	传统工艺特点
一极	工艺条件极端：入窖酸度最高、入窖淀粉浓度最高、入窖水份最低、入窖糟醅粘性最大、操作过程不易控制、生产成本高
三优	环境优势、老窖池优势、匠人匠心优势
六首创	五粮配方、“包包”曲、沸水量水、跑窖循环、双轮底发酵、勾兑双绝
六精酿	分层入窖、分层起糟、分层蒸馏、量质摘酒、按质并坛、分级储存

资料来源：搜狐，东莞证券研究所

650 余年的明初古窖使公司白酒的品质得到保证。不同香型的白酒在酿造时侧重点有所不同。一般而言，酱香型白酒重在工艺，而浓香型白酒除工艺外，窖池至关重要。浓香型白酒在酿造中主要以泥窖作为发酵的容器，窖龄越长，微生物繁衍的族系就越全面，窖池的生态系统愈发兼容并蓄，白酒的品质随之提高。公司目前拥有 3.2 万余口窖池，以“长发升”、“利川永”为代表的部分窖池始于明朝初年，属于地穴式曲酒发酵窖，至今已有 650 多年的历史。历史悠久的窖池使公司白酒的品质得到保证。

图 25：五粮液“长发升”明初古窖



数据来源：搜狐，东莞证券研究所

3.2 产品：优化核心大单品，推出新品补齐产品价格带

优化核心大单品，八代普五全面升级。普五作为公司的核心大单品，是公司的主要创收来源。目前，普五在公司的营收占比约 70%左右。为进一步强化普五在市场中的地位，公司于 2019 年再次对普五优化升级。2019 年 6 月，在市场中流通超过 16 年的第七代五粮液停产下线，第八代五粮液正式进入市场。与七代普五相比，八代普五在口感方面更加突出了五粮液香气悠久、入口甘美、空杯留香持久等特点。同时，八代普五在防伪与包装方面亦做出了改进。八代普五的瓶盒此次升级为双重防伪，可以对产品从生产到销售的全过程进行溯源。此外，八代普五优化了开盖方式，瓶身设计亦更有质感。七代普五此前的出厂价为 789 元/瓶，而八代普五的出厂价为 889 元/瓶，较七代普五出厂价高出 100 元/瓶。八代普五的上市推动了普五层级进一步上移。

图 26：第八代五粮液全面升级



数据来源：搜狐，东莞证券研究所

打造超高端产品 501 五粮液与经典五粮液，提高五粮液价格标杆。在夯实八代普五的基础上，公司近两年相继推出超高端产品 501 五粮液与经典五粮液，进一步提高公司产品的价格标杆，增加公司在超高端白酒中的市场份额。2019 年，公司生产的“501 五粮液明池酿造”与“501 五粮液清池酿造”两款超高端产品正式推出，终端零售价定位 5000 元+，对标茅台年份酒。超高端 501 五粮液具有“限定车间、限定窖池、限定匠人”的特点，确保 501 五粮液产品全部来自 501 车间的明清古窖池，并由拥有 30 年以上酿酒经验的师傅精心酿造，打造产品核心竞争力。在聚焦高端白酒品质的同时，501 五粮液还具有稀缺性的特点。501 五粮液在市场中每年仅售 501 瓶，每一瓶都拥有独一无二的编号。继 501 五粮液之后，公司于 2020 年 9 月推出经典五粮液。经典五粮液的终端零售价为 2899 元/瓶，团购成交价 2600 元/瓶，对标飞天茅台。公司称今年将重点打造经典五粮液，并拟推出经典 20/30/50，全面布局一线、准一线、二线城市，择优布局三四线城市。经典五粮液有望在十四五末成为除普五外的另一大核心单品。目前，公司已在全国全面启动高端产品的品鉴活动，进一步提升公司在高端市场中的影响力。

图 27：超高端产品 501 五粮液与经典五粮液

501五粮液

经典五粮液



数据来源：搜狐，东莞证券研究所

表 7：501 五粮液的“限定车间、限定窖池、限定匠人”

	特点
限定车间	五粮液 501 车间，地处北纬 30 度黄金酿酒带的中国酒都宜宾——浓香之脉便是发源于此
限定窖池	每一滴 501 五粮液，都来自 501 车间的明代古窖池
限定匠人	501 五粮液必须由至少拥有 30 年以上酿酒经验的师傅领衔精心酿造

资料来源：搜狐，东莞证券研究所

推出次高端系列酒小五粮，补齐次高端产品价格带。2021 年春节前夕，公司新品小五粮上市。小五粮的产品规格为 52 度/375ml，终端零售价为 498 元/瓶，定位次高端，主要聚焦企事业单位团购。小五粮的瓶身主要借鉴了 1992 年长城牌五粮液的造型设计，含有一定的怀旧元素。从目前的产品矩阵来看，公司的产品主要以高端与中低端产品为主，次高端价格带有所缺失。小五粮的推出，可以在一定程度上补齐公司价格带，通过错位竞争的方式增加公司在次高端价格带的市场份额，巩固并强化公司在市场中的竞争优势。

图 28：次高端系列酒产品小五粮



数据来源：百度，东莞证券研究所

3.3 品牌：重塑系列酒品牌矩阵，品牌结构持续向上

系列酒品牌矩阵瘦身，品牌结构上移。公司此前依靠大商制、买断模式与 OEM 贴牌模式，快速抢占了白酒市场份额，业绩在 20 世纪 90 年代末位居行业第一。但在传统渠道模式下，经销商存在串货乱价现象，公司中低价位酒品牌杂乱，产品质量参差不齐，市场对公司品牌的认可度有所下降。针对品牌杂乱的现象，公司近几年相继出台相关文件精简系列酒品牌，清理经营能力差的小品牌，以优化品牌结构。2016 年 6 月，公司出台《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全部整改完毕；2017 年 6 月，公司出台《总经销品牌经销商准入、分级、经营与清退标准》，对在规定时间内无法完成考核要求的经销商进行集中清退；2019 年 4 月 4 日，公司出台《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》，停止与“VVV”、“五粮 PTVIP”、“东方娇子”、“壹玖壹捌 1918”四个品牌产品的合作。通过一系列的努力，公司目前系列酒的品牌清理已取得一定成效，品牌结构持续向上。在 2020 年及 2021Q1 业绩说明会中，公司表示系列酒已缩减至 38 个品牌与 360 个产品，相较 2018 年的 189 个品牌与 2269 个产品，减幅分别为 80%与 84%。

表 8：公司系列酒品牌矩阵瘦身历程

时间	公司出台的相关文件与会议	清退结果
2016 年 6 月	《系列酒品牌风险管理制度》	清退 30 多个品牌
2017 年 6 月	《总经销品牌经销商准入、分级、经营与清退标准》	清退 18 个品牌
2019 年 4 月 4 日	《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》	清退 4 个品牌、22 款产品
2019 年 4 月 8 日	《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》； 《关于清理下架和停止“五星级”、“富贵吉祥”等 25 个品牌 46 个规格产品销售的通知》	清退 31 个品牌、73 款产品
2019 年 4 月 9 日	《关于清理下架和停止同质化产品销售的通知》	清退 25 个品牌、46 款产品
2020 年 12 月 18 日	公司 1218 大会	清退 12 个品牌、577 款产品
2021 年 4 月 29 日	2020 年度及 2021 年第一季度业绩说明会	系列酒缩减至 38 个品牌与 360 个产品

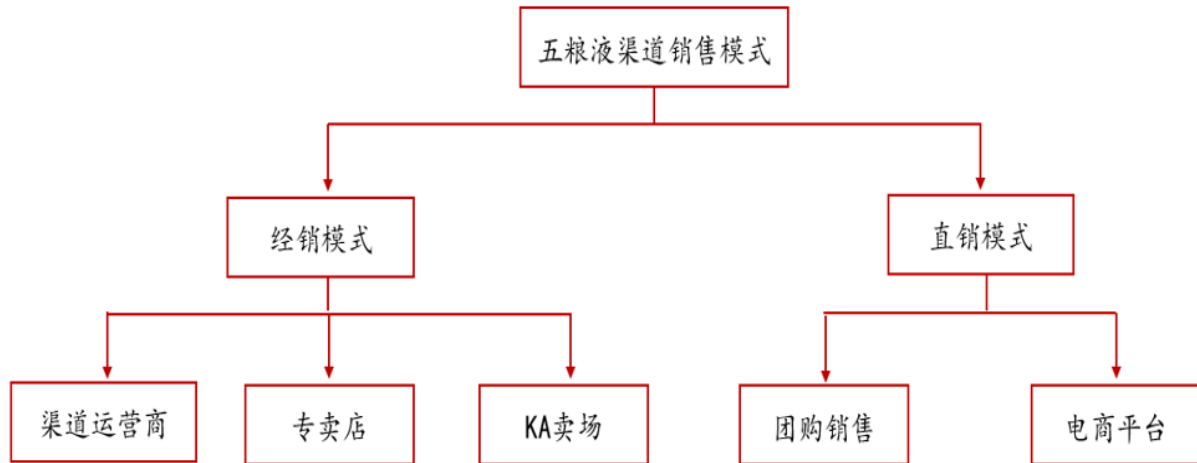
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.4 渠道：发力团购+引入控盘分利+丰富线上场景，渠道改革持续推进

3.4.1 优化渠道结构，发力团购渠道

公司的渠道销售模式分为经销模式与直销模式。公司的经销模式主要以线下销售为主，包括传统的渠道运营商模式、专卖店模式、KA 卖场等；直销模式主要包括团购模式与电商模式。其中，团购模式即公司直接面向团体消费者销售产品，电商模式则是通过天猫、京东等电商线上平台进行产品销售。

图 29：公司渠道结构



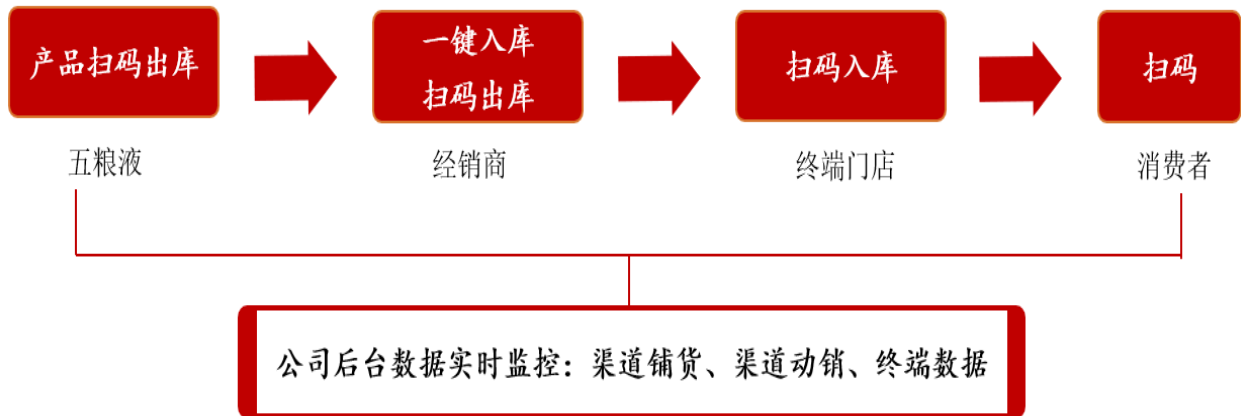
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

稳固经销渠道，发力团购渠道。团购渠道作为一种新兴渠道模式，由公司直接面向团体消费者销售产品，可以在一定程度上弥补终端零售的损失。公司近两年在稳固经销渠道的基础上，大力发展团购渠道。今年上半年，公司经销渠道稳步推进，团购渠道实现了快速发展。2021H1，经销渠道实现营业收入 271.67 亿元，同比增长 3.72%；直销渠道实现营业收入 69.35 亿元，同比增长 251.01%。直销渠道实现放量增长主要来自公司团购渠道的贡献。2020 年，公司的团购渠道占比约 20%左右。预计 2021 年公司团购占比将达到 35%。

3.4.2 引入控盘分利模式，渠道数字化转型

引入控盘分利模式，数字化赋能跟踪实时动销。在大商制模式下，渠道存在串货乱价的现象，公司基本与终端消费者脱节，对终端的掌控力度有限。为解决传统渠道的弊端，公司于 2018 年与 IBM 建立合作关系，正式宣布公司数字化转型战略全面启动，并于 2019 年开启控盘分利模式。“控盘”即公司依托数字化赋能，以价格盘、货物盘与需求盘为核心，秩序盘、渠道盘与服务盘为辅助，通过跟踪产品的发货量与成交价的数据，管理产品的量价；“分利”即依靠动销数据对产品的利润进行分配，利润分配体系更加清晰透明，中小经销商的利益亦得到有效保护。从具体运作模式来看，在控盘分利模式下，不同主体利用数字化手段层层扫码：产品出库与经销商进货需扫托盘码；经销商出库与终端进货需扫箱码；终端出库需扫盒码；消费者开瓶可扫盖内码。目前，近 5.3 万家终端已进入公司系统，基于层层扫码的方式，公司的营销半径从经销商延伸至终端门店和消费者，实现了产品从出库到经销商到终端渠道到消费者各节点数据的实时获取。公司实行控盘分利模式后，经销商打款频率从年调整为月。经销商打款频率加快可以使公司根据市场实际情况对产品的供给进行调节，灵活调整发货节奏，进而达到理顺渠道秩序的效果。

图 30：公司控盘分利模式层层扫码



数据来源：东莞证券研究所

3.4.3 成立新零售公司+开发数字酒证，丰富线上消费场景

成立新零售公司，增强品牌宣传度与渠道管控力。2020年5月27日，五粮液新零售管理有限公司成立。新零售公司致力于成为酒业第一家集品牌宣传、产品销售与消费者互动于一体的垂直生态赋能线上平台。新零售公司目前负责公司所有线上酒品的运送，是产品线上供货的源头。同时，为加强对线上渠道的管控能力，公司拟将普五的线上货源全部集中到新零售公司，以降低电商平台对产品价格的干扰。

开发数字酒证，实物酒与区块链酒证有机结合。2020年3月，公司与新浪集团合作在臻久网推出白酒数字酒证，实现五粮液实物酒与区块链加密电子提货凭证一一挂钩。公司数字酒证的开发具有三大亮点：（1）安全保真。公司结合“M2C模式”和区块链等技术，建立了实物酒从出厂到提货的原厂保证机制。用户购买后，物流配送全程上链，用户收货时可以通过扫码的方式进行原厂验证。（2）社交赠送。消费者不仅可以拥有属于自己的数字酒证，还可以将数字酒证馈赠转让，实现产品的线上社交属性。（3）投资收藏。数字酒证购买后，会随着老酒价值的增加而增加，对消费者来说具有一定的投资收藏价值。

图 31：五粮液数字酒证



数据来源：臻久网，东莞证券研究所

4、公司产品量价有望齐升

公司扩建工程稳步进行，产能持续释放。通过几十年的发展，公司形成了“十里酒城”的规模，拥有酒业中排名第一的4万吨特大型单体酿酒车间。公司自上市以来，积极进行产能布局，多次技改扩建完善产能结构。2017年，公司启动的10万吨酿酒生产技改项目一期工程已于2020年全面完工，完工后公司的纯粮固态产能达到30万吨，其中普五产能达3万吨。继2017年扩产后，公司于2020年7月启动12万吨生态酿酒项目（一期），总建筑面积约为16.58万平方米，拟建酿酒车间5栋，同时建设配套建筑与工程，总投资约为12.68亿元。该项工程预计于十四五末完成，届时公司将实现40万吨的原酒生产能力。按照五粮液基酒优质酒得酒率为10%-15%计算，普五产能有望超过4万吨。在扩大产能的同时，公司进一步增加原酒的存储能力。目前，公司30万吨的陶坛陈酿酒库一期已竣工投产，预计到十四五末，公司的原酒储存能力将从45万吨增加至100万吨。作为白酒行业产能最高的公司，随着技改项目的稳步推进，公司产能有望进一步释放。

表 9：公司上市以来产能扩建情况

项目	开始时间	完工时间	新增产能（万吨）	总产能（万吨）
第五次大规模扩建	1998-2001	1999-2002	6.95	15.95
原酒生产线改造工程及系列酒技改工程	2002	2003	6.00	21.95
10万吨酿酒生产技改项目一期工程	2017	2020	8.00	30.00

12万吨生态酿酒项目（一期）	2020	预计十四五末	预计 12.00	预计 40.00+
----------------	------	--------	----------	-----------

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司产品吨价有望进一步提高。根据公司目前的实际发展情况，催化公司产品吨价上行的因素主要有两点：团购渠道占比提高与产品结构升级。团购方面，公司团购渠道的价格高于经销商进货价。以公司的核心大单品八代普五为例，八代普五向经销商的出厂价自 2019 年 5 月以来维持在 889 元/瓶。而在团购渠道下，团购订单和新进客户按照普五 999 元/瓶的价格进货。2020 年，公司的团购渠道占比为 20%左右，预计今年团购占比将达到 35%，团购渠道占比的增加将带动公司产品吨价上行。产品方面，公司在夯实普五核心大单品的基础上，积极优化产品矩阵，推动产品结构上移。2019 年与 2021 年，公司相继推出超高端产品 501 五粮液与经典五粮液扩展超高端白酒市场，经典五粮液零售价对标飞天茅台。公司称今年在发展普五的基础上，将重点打造经典五粮液产品。在发展五粮液产品的同时，公司致力于优化系列酒结构，预计今年系列酒的营业收入将破百亿。在产品层级上移的背景下，公司产品吨价有望进一步提高。

5、高端浓香白酒龙头对比

我国高端白酒的上市公司主要有贵州茅台、五粮液与泸州老窖。其中，贵州茅台生产的白酒为酱香型白酒，五粮液与泸州老窖生产的白酒为浓香型白酒。根据 Brand finance 发布的 2020 年全球烈酒品牌排行榜，五粮液与泸州老窖的品牌价值分别为 208.72 亿美元与 56.26 亿美元，分别位居全球烈酒品牌第二与第四。在此，将高端白酒中的五粮液与泸州老窖两大浓香型白酒从产品、业绩、财务指标等方面进行对比分析。

5.1 产品对比分析

产品矩阵对比：五粮液实行“1+3”与“4+4”的品牌战略，泸州老窖聚焦 5 大核心单品。五粮液目前实施五粮液酒“1+3”与系列酒“4+4”的品牌战略。其中五粮液酒以普五为核心大单品，主打高端产品；系列酒分为四大全国性单品与四大地区性单品，主打中低端产品。与五粮液相比，泸州老窖的产品矩阵相对精简，聚焦 5 大核心单品。其中，泸州老窖中的国窖 1573 定位高端品类，与飞天茅台、普五一并列入高端白酒梯队；特曲与窖龄定位中端产品，而头曲与二曲则主要以开拓低端市场为主。

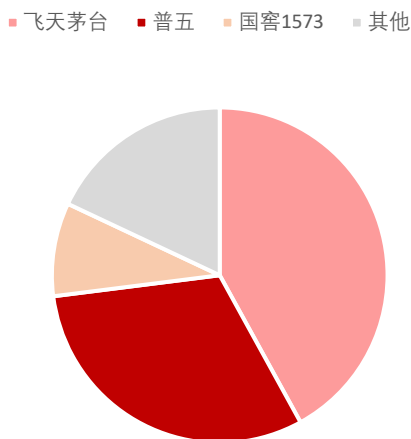
图 32：五粮液与泸州老窖产品矩阵对比



数据来源：东莞证券研究所

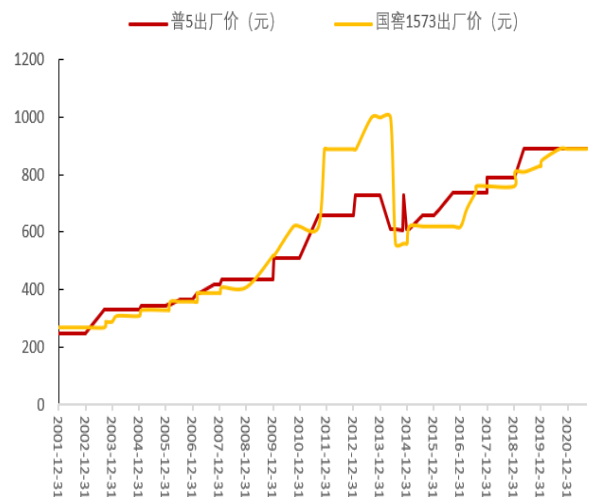
核心大单品对比：普五份额位居市场第二，出厂价与国窖 1573 基本持平。放眼我国高端白酒市场，飞天茅台、普五与国窖 1573 三大产品占据了高端白酒绝大市场份额。根据前瞻产业研究院数据显示，2019 年飞天茅台的市场份额为 42%；普五与国窖 1573 的市场份额分别为 31%与 9%，分别位居市场第二与第三。从出厂价来看，普五的出厂价在 2019 年 5 月 21 日提升至 889 元/瓶后维持稳定。国窖 1573 的出厂价在 2019 年 5 月为 810 元/瓶，此后相继在 2019 年 12 月与 2020 年 9 月提高了出厂价格。2020 年 9 月，国窖 1573 将出厂价提升至 890 元/瓶。与普五相比，国窖 1573 的出厂价每瓶高出 1 元。

图 33：2019 年高端白酒市场份额占比 (%)



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

图 34：普五与国窖 1573 出厂价对比 (元)

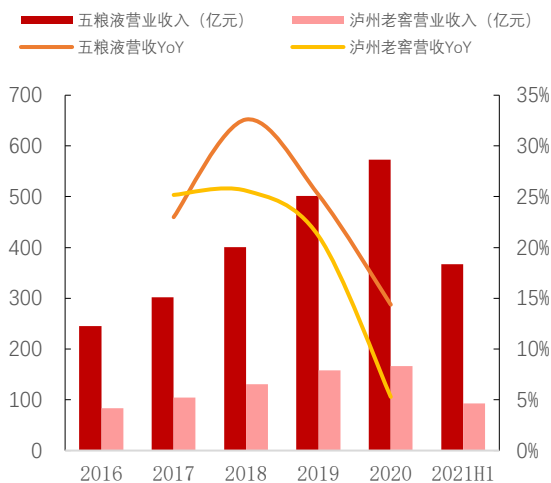


数据来源：Wind，东莞证券研究所

5.2 业绩对比分析

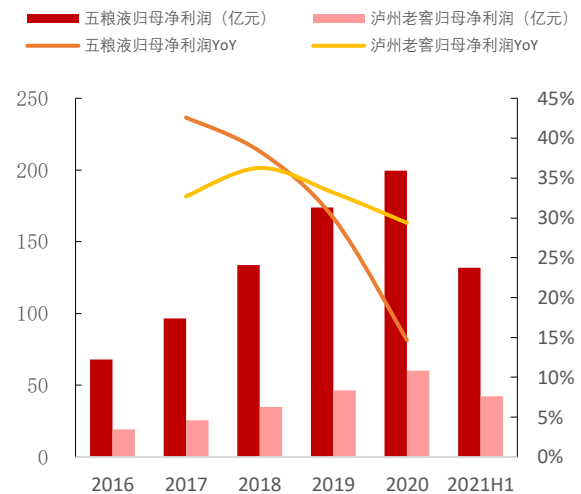
五粮液营收受疫情影响有限，泸州老窖归母净利润实现较快增长。五粮液去年受疫情影响有限，2020年营收与归母净利润仍实现了14.37%与14.67%的增长。今年以来，随着白酒市场回暖，五粮液上半年营业收入与归母净利润分别同比增长19.45%与21.60%。相比较五粮液，泸州老窖去年受疫情影响相对较大，2020年营收仅实现5.28%的个位数增长。但受益于产品结构升级，近几年泸州老窖的归母净利润增速显著高于营收增速。2020年，泸州老窖的归母净利润同比增长29.38%。基于去年的低基数，泸州老窖今年上半年业绩实现稳健增长，营业收入与归母净利润分别同比增长22.04%与31.23%。

图 35：五粮液与泸州老窖营收情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 36：五粮液与泸州老窖归母净利润情况



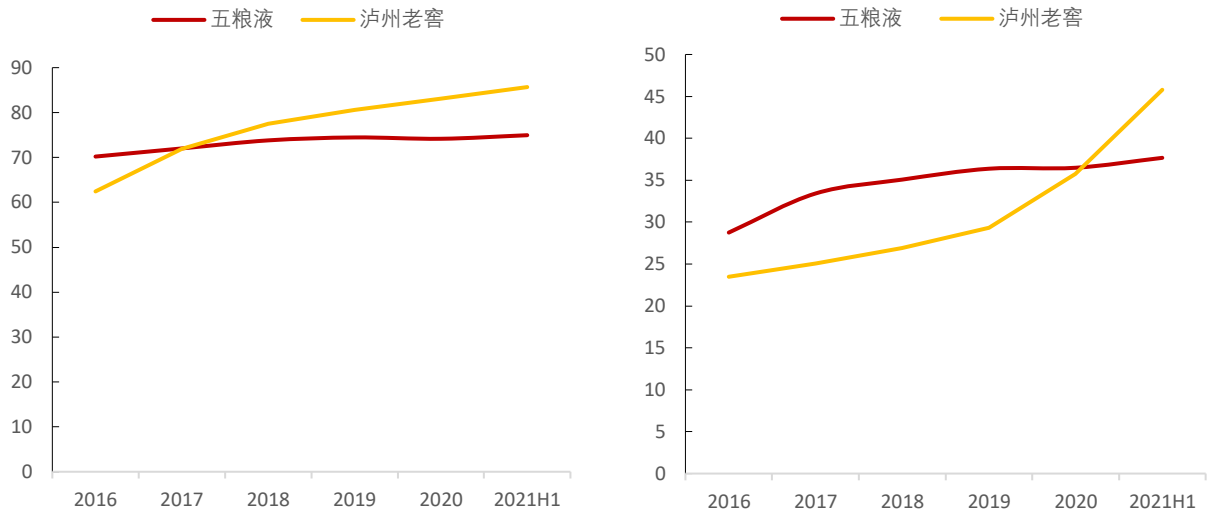
数据来源：Wind，东莞证券研究所

5.3 盈利能力对比分析

五粮液盈利能力提升速度慢于泸州老窖，费用管控能力优于泸州老窖。五粮液与泸州老窖近几年盈利能力稳步提升。2016-2020年，五粮液的毛利率从70.20%增加至74.16%，泸州老窖的毛利率从62.43%增加至83.05%。2021H1，五粮液与泸州老窖的毛利率分别为74.96%与85.67%，分别同比增长0.42与3.83个百分点。泸州老窖近几年毛利率提升速度较快，主要系公司近几年加快产品结构的升级，高端产品占比从2016年的36%提升至2020年的65%所致。费用端来看，五粮液的费用管控力度整体好于泸州老窖。2021H1，五粮液与泸州老窖的期间费用率分别为11.72%与16.44%。综合毛利率与费用率的情况，除2021H1外，五粮液的净利率均高于泸州老窖。今年上半年，泸州老窖销售费用率大幅减少，使净利率反超五粮液同期水平。2021H1，五粮液与泸州老窖的净利率分别为37.67%与45.79%。

图 37：五粮液与泸州老窖毛利率对比 (%)

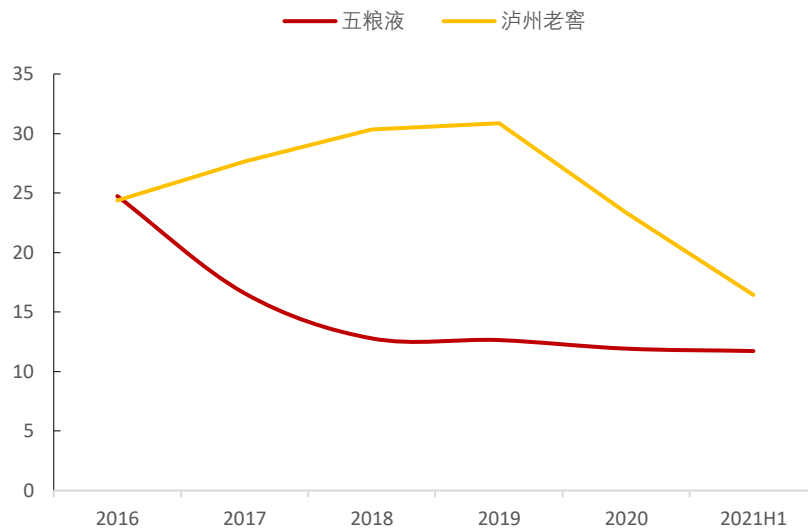
图 38：五粮液与泸州老窖净利率对比 (%)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 39：五粮液与泸州老窖期间费用率对比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

6、投资建议

高端白酒**确定性**强，公司2021年营收目标可期。高端白酒在所有酒企层级中确定性最强。随着疫情基本可控，今年以来高端白酒的竞争优势进一步显现。公司作为浓香白酒龙头，去年业绩受疫情影响相对有限，2020年营收与归母净利润增速均实现两位数增长。今年以来，受益于白酒需求回暖与高端白酒的扩容，公司2021Q1开局良好，营收与归母净利润增速分别为20.19%与21.02%，Q2业绩延续了稳健增长态势。公司2021年营业总收入实现两位数增长的目标可期。

公司量价有进一步提升的空间，维持对公司的“推荐”评级。2021年是公司“十四五”的开局之年，作为高端浓香白酒行业的龙头，公司产能扩张与产品升级稳步推进，团

购渠道的发展将助力产品吨价进一步上行，公司产品的量价有提升空间。今年上半年，普五动销超市场预期。目前白酒处于销售旺季，可重点关注公司产品的动销情况。短期来看，白酒近期负面情绪基本消化，长期配置价值显现。同时，疫情加速了行业出清，高端白酒行业整体扩容趋势不变，行业马太效应显现，公司发展有较强的确定性。预计公司2021/2022年每股收益分别为6.38元和7.48元，对应PE估值分别为31.44倍和26.82倍，维持对公司的“推荐”评级。

表 10：公司盈利预测简表（截至 2021 年 9 月 24 日）

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	57321	68499	79801	92170
营业总成本	29739	34326	39740	45582
营业成本	14812	16868	19201	21657
营业税金及附加	8092	8905	10374	11982
销售费用	5579	6733	7924	9245
管理费用	2610	3048	3471	3917
财务费用	-1486	-1400	-1430	-1450
研发费用	131	171	200	230
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	-14	-14	-16	-18
营业利润	27826	34431	40338	46889
加：营业外收入	41	40	41	43
减：营业外支出	189	171	170	165
利润总额	27678	34300	40209	46767
减：所得税	6765	8369	9811	11411
净利润	20913	25931	30398	35355
减：少数股东损益	959	1175	1377	1609
归母公司所有者的净利润	19955	24756	29021	33747
摊薄每股收益(元)	5.14	6.38	7.48	8.69
PE（倍）	39.01	31.44	26.82	23.06

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7、风险提示

- （1）产品推广不及预期。
- （2）团购渠道扩张不及预期。
- （3）行业竞争加剧。
- （4）食品安全问题。
- （5）宏观经济影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn