

五粮液 (000858)

报告日期: 2022年08月04日

价值加速回归, 三大边际变化将现

——五粮液更新深度报告

✎ 分析师: 杨骥 执业证书编号: S1230522030003
✎ 分析师: 邱冠华 执业证书编号: S1230520010003
✎ 分析师: 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001
✉ zhangxiaolian@stocke.com.cn

报告导读

千元价位带持续扩容+消费升级不可逆下, 我们预计强品牌力的五粮液市占率有望持续提升, 在市场价格/渠道利润边际变化或将显现背景下, 估值提升空间大。

投资要点

□ 17-21年: 打赢三场战役, 二次改革红利释放

17年以来, 五粮液的改革看可以分为“产品和渠道”、“组织和管理”、“品牌和消费者”三场战役, 公司顺应消费升级、名酒品牌集中化的行业趋势, 从营销转型、品牌创新、数字化战略等方面开展全方位改革, 基本解决了产品体系冗乱、批价倒挂、渠道管理粗放等根本性问题; 19-20年公司改革红利逐步释放。21年公司在进一步解决历史遗留问题背景下, 批价压力始现, 但在产品结构优化、品牌推广、渠道建设升级、消费者培育增强新活力、数字化转型取得新进展、厂商关系等方面均实现突破性发展。

□ 高端酒千元价位带扩容加速, 五粮液有望实现腾飞

自17年以来白酒行业销量持续小幅下滑, 行业进入“量平价增”阶段, 在这一过程中, 受益于高净值人群不断增加+消费升级不可逆+高端酒需求刚性, 高端酒呈现持续扩容态势, 我们预计未来三年高端酒收入CAGR或达15%, 其中量/价预计年均保持大个位数增长。另外, 我们认为千元价位带正面临新变化: 在前几年高景气周期中, 新入局者进入加速推动千元价位带持续扩容, 但在当前经济新常态下, 价位带扩容速度相对减缓+消费者品牌意识持续增强+拥有强品牌壁垒酒企在行业调整阶段坚持布局中长期下, 千元价位带所容纳的品牌将逐步减少, 预计强品牌力的五粮液市占率有望实现持续提升。

□ 重点问题突破: 市场价格/渠道利润为22年边际变化重点

市场认为: 五粮液当前核心观测点为八代五粮液的批价表现以及经典五粮液的销量/批价表现; **我们认为:** 决定市场价格/渠道利润的渠道建设/产品矩阵建设为决定其中长期发展核心点, 因此当前核心观测点应为: 1) 管理层激励推进情况; 2) 八代五粮液传统渠道是否能做到只增不减, 而通过直销渠道增量推动量价齐升; 3) 经典五粮液消费者培育力度是否匹配未来潜在发展速度; 3) 专门店扩张速度; 4) 大企业直销团购增长速度等。

边际变化一: 新领导班子分工明确, 激励机制有望持续完善。 当前新领导班子已搭建完成, 管理层空前团结, 销售团队效率提升显著, 自上而下激励机制的进一步完善有望持续激发公司活力。公司“十四五”将实现2118发展目标, 22年剑指双位数增长。

边际变化二: 八代/经典有望实现协同, 文创产品或将为业绩增长点。 1) 八代五粮液将基于大数据动态优化计划配置, 剑指先价后量的“量价齐升”; 2) 重点协调经典五粮液与八代的关系, 加速纠偏下高端化速度或超预期, 同时年份系列或利于打造金融消费属性; 3) 控量八代背景下, 文化创意酒匹配渠道改革

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥176.78

单季度业绩

元/股

2Q/2021

1.00

3Q/2021

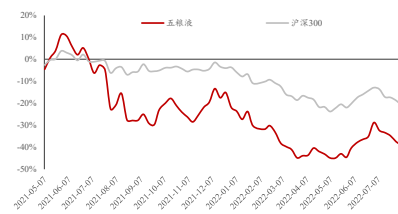
1.06

4Q/2021

1.56

1Q/2022

2.79



公司简介

五粮液是高端白酒龙头企业之一, 五粮液板块营收占比约80%, 核心产品是经典五粮液。

相关报告

《五粮液更新点评: 锚定目标, 稳中有序》(20220530)

《五粮液 21&22Q1 业绩点评: 业绩符合预期, 经营进入高质量上行通道》(20220428)

《五粮液更新报告: 管理层顺利换届, 大船将重扬帆》(20220220)

《五粮液更新报告: 低估值下边际改善可期, 推荐重点关注》(20220117)

《五粮液更新报告: 超高端及团购表现优异, 经营进入正循环》(20210630)

《五粮液: “二次创业”结硕果, 纵深改革上层楼》(20200512)

为重要业绩增长点；4) 浓香公司将坚持 4 大全国性单品战略方向，坚决控量挺价加速回归，有望实现打造系列酒 10/20/30/50 亿级的大单品目标。

边际变化三：发力 C 端提升团购占比，直销渠道构建着眼长远。公司正通过系列组合举措发力未来将越来越重要的 C 端，在经营数字化二期加速背景下，团购直销渠道/新零售互联网直销体系/专卖店智慧门店等渠道均发力开拓。未来公司将通过类似贵州茅台的“直销+非标”模式，逐步提升 C 端比例，开拓八代五粮液之外的重要增长极，从而增强千元价位带逐步扩容下的行业话语权。

□ 盈利预测及估值

预计 2022~2024 年公司收入增速为 12.2%、15.6%、18.3%；净利润增速为 15.1%、18.7%、20.8%；EPS 分别为 6.9、8.2、10.0 元/股。目前对应 2022 年估值 26 倍。考虑到公司改革红利将逐步释放，当前估值具有性价比，给予买入评级。

□ **催化剂：**白酒需求恢复超预期，批价持续上行。

□ **风险提示：**1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；2、八代五粮液批价上涨不及预期；3、消费升级不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	66209.1	74318.8	85885.2	101606.2
(+/-)	15.5%	12.2%	15.6%	18.3%
归母净利润	23394.7	26937.1	31967.4	38630.3
(+/-)	17.1%	15.1%	18.7%	20.8%
每股收益(元)	6.0	6.9	8.2	10.0
P/E	29.3	25.5	21.5	17.8

正文目录

1. 回顾 17-21 年：打赢三场战役，二次创业改革红利释放	6
1.1. 17-20 年：二次创业经历“产品和渠道”、“组织和管理”、“品牌和消费者”三场战役	6
1.1.1. 渠道改革年（17 年）：李曙光董事长于 3 月上任，拉开二次创业序幕	6
1.1.2. 内部调整年（18 年）：新一届管理层改革思路清晰，开启数字化起始年	7
1.1.3. 营销改革年（19 年）：总部专业化区域扁平化，八代五粮液实现顺价	8
1.1.4. 团购起始年（20 年）：经营进入正循环，迎来团购发展起始年	10
1.1.5. 17-20 年：经营层面及资本回报层面公司均表现优秀	13
1.2. 21 年：十四五开局年稳健收官，批价稳定推进价值回归	13
1.2.1. 品牌回归年（21 年）：历史遗留问题解决，经营表现稳健	13
1.2.2. 21 年：经营层面及资本回报层面公司表现平稳	15
2. 高端酒：千元价位带扩容速度或超预期，五粮液有望乘扩容之风腾飞	15
2.1. 量价齐升下，未来三年高端酒收入 CAGR 有望达 15%	15
2.1.1. 价：消费升级不可逆推动价升，高端单品拥有强提价能力	15
2.1.2. 量：未来三年高端酒销量 CAGR 有望保持大个位数增长	17
2.2. 价位带 β ：千元价位带迎新节奏，五粮液市占率提升空间大	18
3. 重点问题突破：市场价格/渠道利润为 22 年边际变化重点	21
3.1. 边际变化 1：新领导班子分工明确，激励机制有望持续完善	21
3.2. 边际变化 2：八代/经典有望实现协同，文创产品为利润增长点	23
3.2.1. 八代五粮液将基于大数据动态优化计划配置，剑指量价齐升	24
3.2.2. 重点协调经典五粮液与八代的关系，加速纠偏下高端化速度或超预期	25
3.2.3. 控量八代背景下，文化创意酒匹配渠道改革为重要业绩增长点	26
3.2.4. 浓香公司将坚持战略方向，坚决控量提价加速回归	27
3.3. 边际变化 3：发力 C 端提升团购占比，直销渠道构建着眼长远	28
3.3.1. 目光着眼长远，搭建以 C 端为主的直销网络为必要工作	29
3.3.2. 团购/直销多渠道发力，直销渠道占比有望持续提升	29
4. 展望未来/估值分析：强 α 为量价提升奠定基础，估值中枢有望进一步上移	31
5. 风险提示	32

图表目录

图 1: 17-20 年五粮液改革大事记.....	6
图 2: 11-19 年五粮液批价情况一览.....	7
图 3: 主品牌“1+3”矩阵示意图.....	8
图 4: 公司将原有的 7 个营销中心改为成立 21 个营销战区.....	9
图 5: 五粮液分盘控利模式示意图.....	9
图 6: 五粮液“4+4”产品结构.....	10
图 7: 18 年起五粮液系列酒吨价稳步上升.....	10
图 8: 五粮液 19 年各主要产品销量情况.....	10
图 9: 19 年五粮液八代上市与七代, 收藏版价格联动策略.....	10
图 10: 18-20 年五粮液市值变化情况一览.....	13
图 11: 18-20 年五粮液股价收益率居前 (%).....	13
图 12: 产品体系战略变化一览图.....	14
图 13: 19 年-至今五粮液市值变化情况一览.....	15
图 14: 19 年-至今五粮液股价收益率居前 (%).....	15
图 15: 15 年以来高净值人群数量不断增长.....	16
图 16: 城镇居民可支配收入保持持续正增长.....	16
图 17: 22 年 6 月社零总额当月同比增长由负转正.....	16
图 18: 21 年白酒规模以上企业收入实现超 18.60% 的增长.....	16
图 19: 预计未来 3 年高端酒销售规模 CAGR 为 15%.....	17
图 20: 五粮液市占率提升空间巨大.....	17
图 21: 中国出生人口情况一览.....	17
图 22: 在经济增速平缓状态下, 高端酒仍保持高速发展.....	17
图 23: 酱酒在快速扩张后正处于大浪淘沙过程, 品牌酒企优势尽显.....	18
图 24: 13-15 年深度调整期下贵州茅台多措并举, 为后期加速发展奠定基础.....	18
图 25: 疫情期间茅五泸高端酒批价最坚挺, 新晋千元产品批价稳定性较弱.....	19
图 26: 茅五泸收入占规模以上白酒收入比持续提升.....	19
图 27: 五粮液收入占高端酒收入比稳定.....	19
图 28: 经销商大会提出“三个上帝、六项措施、九大关系、十大体系”.....	21
图 29: 我们对产品区别于市场的四大不同认知.....	23
图 30: 经典五粮液渠道/市场/产品策略发展变化.....	25
图 31: 经典五粮液渠道此前采取“1+N+2”组织架构, 目前对商家分三个定级并采取稀缺配额制.....	26
图 32: 系列酒 4 大全国性单品发展情况一览.....	28
图 33: C 端发力叠加非标放量将打造未来第二增长极.....	28
图 34: 贵州茅台直销收入占比变化一览/五粮液传统渠道收入占比一览.....	30
图 35: “一物一码”扫码机制及数字化运营管理.....	30
图 36: 五粮液渠道利润率有望改善.....	31
图 37: 16 年至今五粮液估值/股价变化一览表.....	31
图 38: 16 年至今五粮液相较于贵州茅台/泸州老窖估值比.....	31
表 1: 五粮液大商制与渠道改革方向.....	7
表 2: 五粮液定增具体情况.....	8
表 3: 19 年五粮液渠道方面实现加速改革.....	8

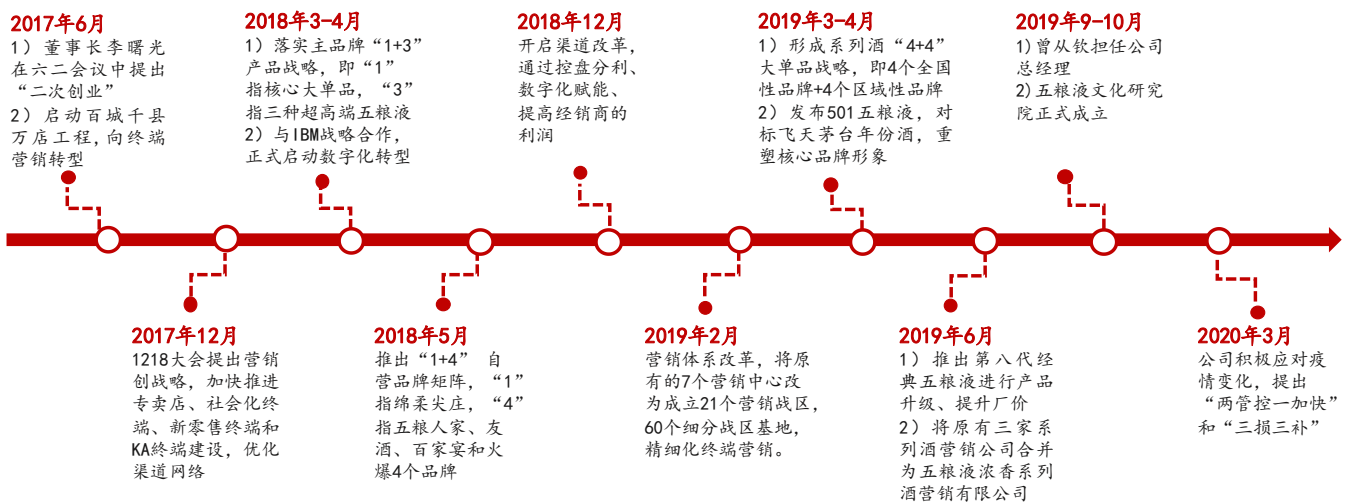
表 4: 五粮液加大产品、渠道、组织管理整治力度	9
表 5: 五粮液数字化营销转型加速	11
表 6: 20 年 6 月五粮液调量政策具体措施及影响分析	12
表 7: 21 年公司在六大方面实现突破性进展	14
表 8: 21 年高端酒收入占比同比提升约 5 个点	17
表 9: 600-800 元价位带主要参与者大多提前布局千元价位带	20
表 10: 2000 元+部分白酒单品情况一览	20
表 11: 公司主要领导履历	22
表 12: 五粮液主品牌“1+3”、浓香酒 4 大全国性单品列示一览	23
表 13: 经典五粮液营销措施梳理	26
表 14: 五粮液将打造类似贵州茅台产品丰富的自有非标矩阵	27
表 15: 横向来看, 五粮液估值相较于可比上市公司具性价比	32

1. 回顾 17-21 年：打赢三场战役，二次创业改革红利释放

1.1. 17-20 年：二次创业经历“产品和渠道”、“组织和管理”、“品牌和消费者”三场战役

17 年以来，五粮液顺应消费升级、名酒品牌集中化的行业趋势，从营销转型、品牌创新、数字化战略等方面开展全方位改革，并基本解决了产品体系冗乱、批价倒挂、渠道管理粗放等根本性问题。五粮液的改革是在负重中前行：一方面，作为体量在数百亿的企业，五粮液的改革天然具有难度，此前没有可参考的经验；另一方面，五粮液转型是带领经销商一起，而并未大量砍经销商。五粮液的营销战略和改革的落地，整体看可以分为“产品和渠道”、“组织和管理”、“品牌和消费者”三场战役。前两场战役是基础，17 年以来公司已经逐步顺利完成，改革红利逐步释放；品牌和消费者战是关键之战、决胜之战，是保证公司 5-10 年长期发展的核心竞争要素。从报表端来看，五粮液营业收入与茅台营业收入比（五粮液收入/贵州茅台收入）从 17 年的 0.52 提升至 20 年的 0.59，同时两者归母净利润差值亦从 17 年的 0.36 提升至 0.45，显示五粮液与贵州茅台业绩差距在逐步缩小。

图 1：17-20 年五粮液改革大事记



资料来源：Wind，浙商证券研究所

具体来看，17-19 年组织架构变革（新管理层的搭建成型、系列酒销售公司整合）及混改绑定各方利益为公司的改革成功奠定了基础：产品方面，公司工作围绕“三性一度”方针开展（确保五粮液的纯正性、一致性、等级性，提高品牌辨识度），并坚持五粮液“1+3”战略、系列酒“4+4”战略，五粮液主品牌通过换代升级以进一步聚焦主品牌、理顺价格体系，解决了渠道利润偏低、批价倒挂等核心问题，而系列酒则通过瘦身以解决过度消耗主品牌价值的问题，另外，在控盘分利等渠道政策辅助下，低度五粮液及 1618 批价亦实现上升，而超高端五粮液的推出则进一步拉高品牌价值；营销渠道方面，公司拉长板补短板，营销渠道改革举措密集落地，比如推出百城千县万店计划、设立战区以加强结构扁平化、控盘分利、专卖店智慧门店、积极构建新型厂商关系、加强数字化平台建设。

1.1.1. 渠道改革年（17 年）：李曙光董事长于 3 月上任，拉开二次创业序幕

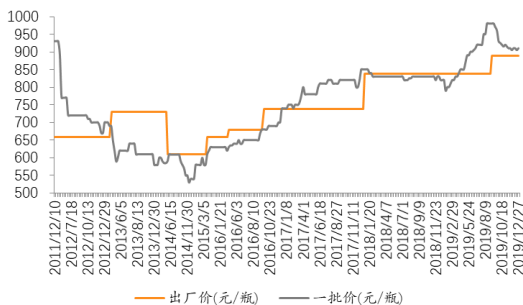
- 管理层方面：公开招聘+薪酬上移为后续改革奠定基础。** 17 年 12 月五粮液首次启动对内公开招聘（开放 20 个中层副职以上管理岗位，包括 507 车间副主任重要职位），为后续管理层改革奠定基础，另外，员工人均薪酬开始逐步上移，17-20 年人均薪酬从 14.9 万元/年提升至 22.4 万元/年（+50%）；
- 渠道方面：渠道加强精细化大商占比持续下降，引入数字化系统建立现代营销体系。** ①17 年 6 月，五粮液开始推进“百城千县万店”工程和补商计划以实现渠道精细化，同时公司营销人员及专卖店数量均不断提升，17 年五粮液新增专卖店 400 家，总量突破 1000 家；②五粮液进行“原有经销商配额优化、扩招 3-5 吨左右的小商进入经销

队伍”工作，旨在使得经销商能力与配额更为匹配、降低大商占比，18年CR5大商占比较14年下降13个百分点至11%；

3) 产品方面：八代五粮液解决价格倒挂，对系列酒开始大刀阔斧改革。

- ① 八代五粮液：在16年五粮液三次上调出厂价、联合经销商大力打击渠道窜货以维护价格体系、贵州茅台批价持续上行背景下，五粮液性价比凸显，在公司渠道政策配合下，公司于17年上半年逐步解决了前期始终存在的价格倒挂、渠道利润薄、经销商积极性不足等问题，实现顺价销售；
- ② 1618：公司于17年推出1618（价格高于普五100-200元），旨在承接消费升级后价位需求，为弥补普五量减的重要产品（17-18年市场投放量约为3000吨），但由于其品牌力不足、对低价库存未进行严格管理，后期市场接受度较为一般，价格走势弱于普五，使得其逐步成为“防御性”产品；
- ③ 系列酒：17年新任董事长李曙光明确提出五粮液与五粮系产品“双驱战略”，五粮液出台《总经销品牌经销商准入、分级、经营与清退标准》，并下发《关于严肃经销协议有效执行的通知》，对无法履行和签订经销协议的经销商按清退标准严格执行清退，按照清退标准，6月对系列酒品牌进行精简优化，集中清退了18个品牌，同年股东大会上，公司表示系列酒致力于打造四大全国性战略大单品（五粮特曲、五粮春、五粮醇、绵柔尖庄）与四大区域性品牌（五粮人家、百家宴、友酒、火爆）；
- ④ 营销方面：17年起五粮液开始注重终端及消费者培育工作，加大高空广告宣传力度，聚焦品鉴会，为经销商提供更多支持。

图 2：11-19 年五粮液批价情况一览



资料来源：公司公告，第一酒价，浙商证券研究所

表 1：五粮液大商制与渠道改革方向

	厂商合作模式	五粮液渠道改革方向
模式概况	厂家借助总代渠道资源实现较低成本快速扩张，且经销商利润由其营销能力和积极性决定，盈利空间较大	砍掉杂乱的子品牌，明确核心产品体系；控盘分利，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深入调节与管控。
渠道掌控力度	酒企对渠道管控较弱，易发生窜货问题。	渠道扁平化，下沉终端，减少区域窜货；持续推动总部横向专业化、区域纵向扁平化，实现对市场的精耕细作和快速响应。
渠道投入与利润	渠道建设投入较少。大商自行调整销售策略，依靠价差获利，渠道利润相对丰厚	展开百城千县万店工程下沉渠道，对渠道库存及价盘的管控力明显提升，淡季控量保价，聚焦提升批价，增厚渠道利润
优势	具备优质的大客户资源，中高端产品导入能力相对较强	酒企对渠道控制力得到加强；净利润上升；终端掌控能力较强，不存在与大客户之前存在利润空间博弈问题
劣势	大商OEM创造的众多子品牌开始稀释五粮液主品牌；大经销商只愿占有市场，不愿做透市场，动销不足市场库存高企	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1.2. 内部调整年（18年）：新一届管理层改革思路清晰，开启数字化起始年

- 1) 管理方面：新一届管理班子成立。管理层完成搭建：18年公司搭建了内部管理层，其中邹涛出任集团副董事长、股份公司副总经理，五粮液新一届领导班子具备战略思维，改革思路清晰，政策落地，团队各方面能力自上而下获得全方位提升。薪酬提升：公司启动内部公开招聘、不断提升员工福利薪酬（五粮液公司员工人均薪酬从14.9万/年提升至20年的22.4万/年，涨幅约50%）、完善生产端考核模式，公司优质酒出酒率大大提升；
- 2) 营销渠道方面：数字化转型开启，层层扫码加强终端掌控力。18年初起公司与IBM形成战略合作，五粮液集团正式启动数字化转型及IT规划、PMO及敏捷资源中心和百城千县万店（第一年）落地等首批数字化转型项目——19年上市的八代五粮液包装上印有多层条形码，实现经销商—终端—消费者的三层扫码机制，通过奖励增强终端信息获取能力。19年数字化转型正式启动，数字化的不断深入为推动量价齐升奠定了坚实基础；
- 3) 产品方面：公司逐步形成主品牌“1+3”产品战略；
- 4) 激励方面：薪酬调整方案落地。15年定增方案推出，18年整体薪酬调整方案落地，员工收入实现显著提升，收入与贡献直接挂钩叠加向一线员工倾斜大大提升员工工作积极性，至此管理层、员工、经销商等各方利益得到进一

步绑定（本次员工持股计划实际发行 2369.628 占公司总股本的 0.61%，覆盖员工数量达 2428 人），本轮定增的发行行为改革的落地奠定基础。

图 3：主品牌“1+3”矩阵示意图



资料来源：公司官网，京东，浙商证券研究所

表 2：五粮液定增具体情况

序号	认购对象	认购金额 (亿元)	认购数量 (万股)	占发行后总股本比例
1	国泰君安资管计划 (员工)	5.1	2,370	0.6%
2	君享五粮液1号 (经销商)	4.2	1,940	0.5%
3	中国石油天然气集团公司企业年金计划-中国工商银行	0.7	301	0.1%
4	泰康人寿保险有限责任公司-传统-普通保险产品-019L-CT001深	1.4	670	0.2%
5	泰康人寿保险有限责任公司-分红-团体分红-019L-FH001深	0.2	90	0.0%
6	泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002深	2.3	1,042	0.3%
7	泰康人寿保险有限责任公司-万能-个险万能	0.7	300	0.1%
8	泰康人寿保险有限责任公司-万能-个险万能 (乙)	0.0	6	0.0%
9	华安基金	2.0	925	0.2%
10	凯联艾瑞	2.0	918	0.2%
合计	-	18.6	8562	2.2%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1.3. 营销改革年（19年）：总部专业化区域扁平化，八代五粮液实现顺价

- 管理方面：职能部门和资源实现下沉，考核回款动销。**19年9月，曾从钦任集团公司党委副书记，股份公司党委副书记，并提名为五粮液集团公司总经理，五粮液股份公司董事长；为配合营销改革，公司也将职能部门和资源下沉到营销战区。同时，调整内部考核，同步考核回款和动销，并增加吨酒价作为重要的考核指标，逐步调整品牌和产品的布局，切实向中高价位聚焦。
- 营销渠道方面：控盘分利模式导入，营销扁平化。**19年五粮液营销策略说明会上，五粮液提出将导入“控盘分利”模式（“控盘”指是管控量盘和价盘，管控好产品的供应和价格体系，做到量价平衡，“分利”主要是指对厂方、经销商和终端三方利润的重新分配，在控盘成功、渠道顺价的基础上各层面分享利润，在价格体系、供需关系理顺的背景下，八代五粮液渠道批价由19年初的800元出头至20年初站稳900元，“控盘分利”对渠道价格体系的恢复效果显著）；另外，公司通过成立21个营销战区、成立浓香系列营销公司、成立五商供应链公司、加大经销商激励等方式实现渠道的加速改革。

表 3：19年五粮液渠道方面实现加速改革

时间	渠道改革具体措施
19/01	五粮液成立联合督导组，由邹涛挂帅，开展“雷霆行动”
19/02	公司将原有的7个营销中心改为成立21个营销战区，60个细分战区基地。营销组织扁平化有利于公司贴近市场，终端精细化营销，更加精准地对商家进行资源配置，维护好市场秩序，渠道政策得以更好地传导至终端、触及消费者，同时，公司加大营销人才的招聘力度以保证政策落实
19/06	公司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、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（邹涛总任系列酒公司董事长），强化系列酒品牌管理能力，推进系列酒统筹管理，营销改革工作已从主品牌向系列酒推进
19/06	公司加强了专卖店建设管理和电商渠道的统一管理，成立了“五商公司”（五商公司设华东、华西、华南、华北、华中5个营销大区，供应麦德龙、山姆、大润发、沃尔玛、家乐福、华润万家、步步高、人人乐、永辉超市等全国核心商超系统，覆盖超过1万家终端门店）
19/12	1218大会中，公司对渠道经销商激励加大，后续经销商信心、及动力有望持续提振；进一步构筑了全渠道互联网、大数据营销决策平台、“消费者俱乐部”微信终端等，数字化大数据赋能营销团队及渠道终端，助力渠道转型升级

资料来源：Wind，浙商证券研究所

- 市场管理：铁腕厘清市场，优化经营新环境，缝补管理漏洞，渠道管控能力加强。**改革以来，公司针对过去渠道窜货，乱价等行为采取了若干有效的措施进行整治，从管理层面主要有三方面内容：①严厉整治低价扰乱市场秩

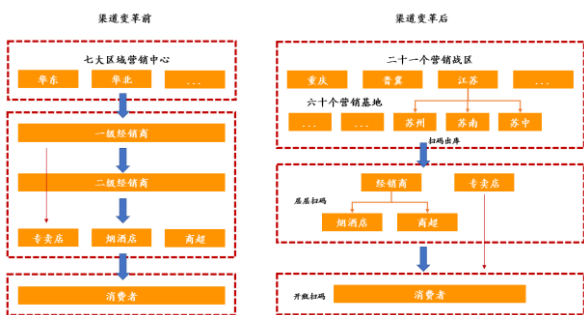
序行为：例如19年4月，公司将与11家经销商（专卖店）终止合作，责令4家运营商整改。同年7月由于窜货，低价出货等问题，公司取消4家专卖店的经销权，处罚4家经销商；②经销商管理：积极引导经销商转型，鼓励做深做透市场，打击低价窜货提高销量的行为。积极发挥各个省级地方经销商联谊会会长的作用管控窜货，解决价格和市场秩序问题；③强化专卖店管理：清退不和格经销商，新增经销商重点填补空白县级市场。专卖店运营工作围绕“两个基础、四大体系”进行。

表 4：五粮液加大产品、渠道、组织管理整治力度

	改革举措	改革效果
产品整治	<p>1) 清理系列酒，形成4+4品牌矩阵。上世纪90年代五粮液通过买断及总经销模式实现市场份额的迅速提升，但同时品牌体系混乱极大的透支了主品牌力，公司新管理层上任后加大系列酒品牌清理力度，近两年，系列酒公司按照三性一度的要求，大力清理了总经销品牌。组织方面：19年6月公司宣布将五粮液系列酒、五粮醇、五粮特三大公司合并为一家公司，并由五粮液集团副董事长李曙光出任董事长，系列酒公司的合并利于各系列酒统筹协调资源，激发发展活力，在十三五规划中，2020年系列酒收入目标为200亿元，公司将通过树立商家信心、将资源向能力型商家倾斜、打造代理权稀缺性、进一步提升系列酒品质等方式聚焦打造四大战略品牌（五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄）；</p> <p>2) 五粮液奠基，成功实现升级。2017上半年普五实现顺价销售，解决渠道价格倒挂问题；19年6月公司成功推出了出厂价889元/瓶的八代普五，较七代普五出厂价提升了近100元/瓶；</p> <p>3) 501五粮液彰显浓香稀缺性，提高品牌价。公司于2020年春节后推出定价为2000-3000元的501高端产品。</p>	<p>1) 2018年清理了49个品牌，2019年清理了67个品牌，1000余款产品后，五粮浓香系列酒公司收入增长了34.3%；</p> <p>2) 随着第七代普五停产和收藏版的发售，2019年以来五粮液批价显著提升，下半年批价一度提升至960元以上，四季度受到部分渠道经销商误读公司发货政策影响回落至920元上下，但亦站稳900元价格带；</p> <p>3) 极具稀缺性的超高端酒产品的推出利于提升公司产品价值；</p>
渠道整治	<p>1) 渠道精细化管理，提高掌控力。公司自2017年以来提出“百城千县万店”工程和补商计划，2014年以来客户集中度已显著下降；专卖店方面，2017、2018年公司分别新增超过400家、300家。2019年公司新增300家专卖店，当前共计拥有专卖店约1300家，重点填补空白县级市场。2020年公司将会同经销商，一起开发企业级团购，打造新增长点。此外，公司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；</p> <p>2) 控盘分利模式加强对渠道和终端的掌控力。实行“控盘分利”后，公司直控核心销售终端，并与消费者实现可交互；</p> <p>3) 与IBM合作，推进数字化建设。2018年起，公司与IBM形成战略合作，数字化转型正式启动；</p> <p>4) 扩大激励提振经销商动力。2019年1218经销商大会上，公司扩大了奖励金额和奖励范围。</p>	<p>1) 客户集中度已显著下降，渠道控制力增强；</p> <p>2) 在控盘分利的模式下，2019年在价格体系、供需关系理顺的背景下，经典五粮液渠道批价由2019年初的800元出头至2020年初站稳900元，“控盘分利”对渠道价格体系的恢复效果显著；</p> <p>3) 数字化改革推进利于公司加强渠道管控，提高运营效率；</p> <p>4) 后续经销商信心、及动力有望持续提振。</p>
组织管理整治	<p>1) 改革思路清晰，管理层经验丰富。2017年3月，李曙光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，2019年9月，曾从软任集团公司党委副书记，股份公司党委副书记；并提名为五粮液集团股份公司总经理，五粮液股份公司董事长。五粮液新一届领导班子具备战略思维，改革思路清晰。</p> <p>2) 建立营销战区，合并系列酒公司。2019年是公司营销改革年，从年初开始启动组织架构变革，实现了总部横向专业化、区域纵向扁平化。另外，2019年6月，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、五粮特曲头曲品牌营销公司合并为五粮浓香系列酒营销有限公司。</p> <p>3) 建立五商公司，加强了对KA渠道统一管理。公司通过五商对出货价格和节奏进行管控；</p> <p>4) 公司加大对市场的管理力度。公司针对过去渠道窜货，乱价等行为采取了若干有效的措施进行整治：严厉整治低价扰乱市场秩序行为，在加强经销商管理的同时，强化专卖店管理。</p>	<p>1) 在领导层的带领下，政策逐步落地，团队各方面能力自上而下获得全方位提升；</p> <p>2) 营销组织扁平化有利于公司贴近市场，终端精细化管理，更加精准地对商家进行资源配置，维护好市场秩序，渠道政策得以更好地传导至终端，触及消费者；另外，五粮液浓香系列酒营销公司的成立将强化系列酒品牌管理能力，推进系列酒统筹管理；</p> <p>3) 建立五商公司，加强了对KA渠道统一管理；</p> <p>4) 铁腕厘清市场，优化经营新环境，渠道管控能力加强。</p>

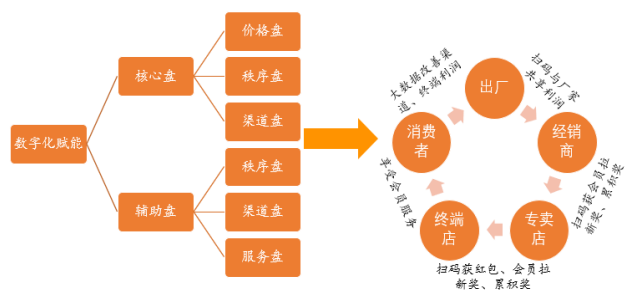
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：公司将原有的 7 个营销中心改为成立 21 个营销战区



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：五粮液分盘控利模式示意图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4) 产品方面：坚持“三性一度”和“三个聚焦”原则，八代五粮液实现顺价销售。八代五粮液顺利升级：19年3月春糖正式发布八代五粮液（出厂价较七代提升100元/瓶至889元/瓶，零售价1199元/瓶，当前零售价为1499元/瓶），5月21日起七代五粮液线下停产停货，后公司通过投放七代五粮液限量收藏版（起供货价上调至999元/瓶，零售指导价上调至1699元/瓶，占全年配额9%），通过稀缺性&收藏性兼具拉伸品牌力、清理七代普五库存、发放八代样本至21个营销战区/60个营销基地核心客户、上线五粮液俱乐部、加强线上线下营销等方式，实现了八代五粮液的成功迭代，批价亦从年初的790元（七代）提升→880元（七代）→950元（收藏版七代）→千元（8月

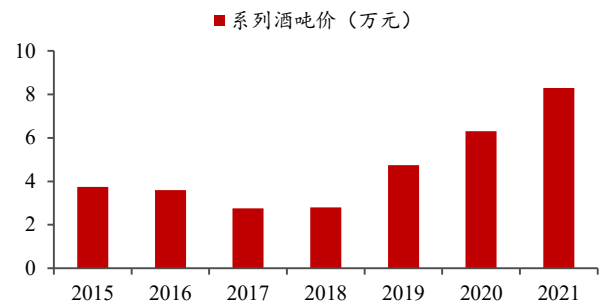
初八代), 实现顺价销售; **超高端五粮液推出:** 19年公司推出 501、501·明代&501·清代窖池重点在于拉升品牌高度, 实际销量相对有限; **系列酒加大清理力度:** 19年公司推出“品牌宪法”, 即: 1) 清理同质化高仿产品; 2) 8月底完成市场定位模糊产品清理下架; 3) 12月前分批整改完成价格不合规产品。本次活动供给下架 42 个品牌与 129 款高仿产品, 较好的维护了主品牌的品牌力。我们认为, 从 20 年五粮液的整体产品策略来看, 更有竞争性导向, 有助于五粮液的长期发展。至此, 公司基本构建了五粮液主品牌的 1+3 产品体系和系列酒四个全国性战略大单品的结构体系。

图 6: 五粮液“4+4”产品结构



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 7: 18 年起五粮液系列酒吨价稳步上升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 8: 五粮液 19 年各主要产品销量情况

品类	2019销量 (吨)	2019年销售收入 (亿元)
五粮液板块	25000	397
经典五粮液	16000	255
1618五粮液	3600	60
低度五粮液	2800	30
交杯	150	2.5
金五	600	10
其他五粮液	1850	39.5
系列酒板块	140000	66
酒类整体合计	165000	463

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 9: 19 年五粮液八代上市与七代, 收藏版价格联动策略



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5) **营销: 讲好品牌估值, 积极通过传统及新媒体渠道进行事件营销及广告推广。** 过去 20 年以来茅台通过文化营销以及稀缺性营销实现对五粮液品牌力的超越, 在大部分消费者对优质浓香型白酒的稀缺性缺乏认识的背景下, 近年来公司持续打造品牌故事以提高品牌厚度、提升价值感: 1) 传统形式: 公司积极进行事件营销和广告推广, 比如牵手大型活动, 注入品牌理念, 合作百花电影节; 合作《上新了·故宫》节目以加深品牌厚度; 2) 创新形式: 公司在注重传统媒体的同时也重视新媒体的宣传, 近年来公司加大与字节跳动, 微博、微信等平台的合作力度, 依托抖音等平台, 形成品牌内容生成与传播机制, 增加五粮液在新媒体平台上的曝光度, 使进行品牌 IP 化打造, 树立品牌形象, 营造消费氛围。

1.1.4. 团购起始年 (20 年): 经营进入正循环, 迎来团购发展起始年

五粮液深厚的历史底蕴、丰富的优质基酒、较为充足的基酒产能赋予五粮液无可比拟的先天优势, 而不断增强的品牌力及渠道力 (高端酒核心竞争力) 则推动公司发展潜力不断增强。回顾 20 年, 我们认为 20 年的调整与历次计划调整相比, 在数字化加持下, 调整更加深度精准, 商家结构更趋合理, 传统渠道配额缩减推动批价不断上移, 而创新业务带来五粮液金融属性的上移, 团购及新零售等新渠道占比提升带来终端控制力的增强。从结果来看, 双节为五粮液实施减量新政后迎来的第一个真正意义上的旺季, 因此量价表现对于五粮液未来价格走势至关重要, 20 年双节五

粮液批价能在放量的同时能坚挺在 960 元以上显示公司量价节奏已走稳，解决了以往“一放量批价就掉，一控量报表压力大”的现象，渠道信心普遍高增或将进一步支撑批价的稳中向好趋势、激发经销商进货动力以提升渠道拉力，为五粮液进入加速红利释放期奠定坚实基础。具体来看：

- 1) **管理方面：**
 - ① **数字化系统落地。**公司前期通过分盘控利模式的终端层层扫码、与 IBM 等企业进行合作等方式叠加推进数字化建设，终端掌控力得到了增强，渠道利润恢复、经营效率，营销数字化改革的持续深入对于保障市场秩序稳定、配额合理优化、赋能新老渠道、保证批价上行、配合新品上市等方面均有着重要作用；
 - ② **管理精细化度更高。**公司在 19 年全国公开招募营销人员，经过磨合，目前营销团队执行力更强，同时从营销团队每天召开晨会等事情中体现了公司管理精细化度更高；
 - ③ **更注重考核过程。**公司今年的考核更注重过程，同时对压货、窜货等问题处罚力度加大，在年终 1218 大会上将对优质商家有所奖励；
- 2) **渠道方面：发力消费者培育，团购、新零售、创新业务表现优秀。**6 月以来公司提出“三不原则（“调整后不增量”、“调整计划后不投放至传统渠道”、“调整后不再投入渠道政策”）。在持续落实“三性一度”基础上进行了渠道优化，虽然传统渠道减量 4000 吨，但公司通过团购、新零售和创新业务（数字酒证、酒交所等）等途径实现总量增，其中团购渠道的大力推进利于批价稳定、改善渠道利润，截止 9 月底，公司团购渠道销量已有 1400 吨，全年团购渠道占比超 20%：
 - ① 面对疫情，公司率先取消“开门红”以减轻经销商资金压力，并提出“两管控一加快（严格管控发货、严格管控出货，加快推进公关团购工作）”、“三损三补（零售损失团购补、线下损失线上补、老品损失新品补，全力抢抓补偿性消费机遇）”等举措以实现价稳量补。全年看，五粮液 CR5 占比由于 19 年的 13% 提升至 18% 显示大商的存在在一定程度上抵御了外部风险，经销商量减质增，渠道信心不断提升；
 - ② 20 年 3 月五粮液明确提出“加快推进公关团购工作”，6 月提出“重点构建以新零售和企业团购为核心的优质新增销售渠道”；同时，公司总部建立团购部，且每个战区建立团购组织，团购业务人员接近 300 人，大企业覆盖率达到 20%。

表 5：五粮液数字化营销转型加速

时间	数字化转型事件
2017年12月	五粮液集团公司与IBM战略合作签约仪式在成都举行，助推五粮液公司整个管理体系的数字化升级、产业转型发展、商业模式创新。
2018年4月	五粮液集团与IBM公司召开五粮液数字化转型项目启动大会，五粮液与IBM将基于“一个中心，六项能力”开展数字化转型工作，并正式启动数字化转型及IT规划、PMO及敏捷资源中心和百城千县万店（第一年）落地等首批数字化转型项目。
2018年10月	五粮液与中国工商银行达成战略合作协议，将在融资、结算、电子银行、国际业务、个人业务等多个金融领域和线上线下的商业方面进一步深化合作。
2019年5月	2019年5月，四川省委书记彭清华、五粮液董事长李曙光等一行考察德国SAP柏林数据中心，并与SAP签署战略合作协议，以酒业为核心，先后启动营销改革、ERP建设。
2019年8月	1) 五粮液集团与阿里巴巴集团达成战略合作，阿里云将支持五粮液构建数字化的零售门店和生产检测，天猫和零售通将为五粮液拓展更加高效的销售渠道和营销阵地。 2) 京东物流与五粮液全资子公司安吉物流正式签订战略合作协议，共建短链、智能的白酒供应链一体化网络，同时联手打造京东安吉云仓，实现五粮液及其经销商的仓配流程优化。
2019年10月	五粮液集团有限公司与华为签署战略合作协议，共同推动双方数字化转型进程。
2019年11月	五粮液营销组织变革已经完成，为了数字化转型的便利，将原七大营销中心变为21个营销战区，打造以市场为驱动的平台型营销组织，推动总部横向专业化、区域纵向扁平化，实现对市场的精耕细作和快速响应。
2020年3月	1) 作为五粮液与工商银行战略合作落地的成果之一，五粮液“云店”正式上线，全国1600余家专卖店全面开启“云上服务”。 2) 五粮液与新浪液战略合作签约，推出白酒区块链项目，发布臻久网“五粮液数字酒证”。
2020年7月	五粮液新零售管理有限公司在成都揭牌，新零售公司将成为五粮液“普五”线上供货渠道的源头。新零售公司将成为酒业第一家集品牌宣传平台、产品销售平台、消费者互动平台和线上市场管理平台为一体的“垂直生态赋能平台”。
2020年10月	五粮液董事会同意实施五粮液营销数字化转型第二期，预算7900万。

资料来源：新浪财经、微酒、京东、浙商证券研究所

3) **产品方面：经典五粮液推出，渠道利润稳步增长提振渠道信心。**受益于吨价提升显著（提价红利叠加渠道优化），经典五粮液推出，五粮液利润稳步增长。具体来看：

- ① **第八代五粮液**: 批价持续提升的同时实现放量, 近期公司要求批价过千, 年底批价稳定在 980-1000 元左右, 实现稳中有升;
- ② **39度五粮液及 1618**: 除第八代五粮液外, 39度五粮液及 1618 也为今年的重点产品, 收入方面: 前三季度 2.1 万吨销量中 1618、39度五粮液约占 25%, 整体表现优秀; 利润方面: 据渠道调研显示, 39度五粮液出厂价从 619 元至约 659 元, 提价贡献了部分利润;
- ③ **经典五粮液**: 公司于 8 月推出主攻意见领袖(团购渠道)、前瞻布局 2000+价位战略大单品“经典五粮液”, 核心优势核心为“天地精酿、分级精选、十年精陈”, 是五粮液“1+3”产品战略的重要抓手, 超高端五粮液通过团购渠道进行发展, 在有效贡献业绩增量的同时也将进一步拔高品牌高度、升级产品结构, 已陆续在上海、成都、广州通过发布会形式进行销售, 表现优秀;
- ④ **系列酒**: 尖庄高档光瓶酒今年预计销售口径有 30 亿, 弥补了砍掉大量条码的不足, 系列酒聚焦大单品战略成果显现, 百亿目标完成概率较大。整体来看, 截止 10 月底五粮液已实现销量超过去年有个位数增长, 完成了全年销量 5%—8% 的目标。

表 6: 20 年 6 月五粮液调量政策具体措施及影响分析

改革目的	具体措施及影响
渠道: 实施调量策略以提价	<p>2019年春节动销表现较好, 较为充足的预收款已能在一定程度上保障全年业绩, 在此基础上, 公司在淡季通过控量方式成功实现挺价, 今年公司继续延续这一策略, 在预收款蓄水池较深的基础上, 公司提出将进一步深化营销改革, 依托大数据对商家计划量进行深度优化, 预计传统渠道将减量4000吨, 调整计划将坚持“调整后不增量、调整计划不投放至传统渠道、调整后不再投入渠道促销费用”的“三不”原则, 从“客户计划量与真实有质量动销能力相匹配、对风险客户加大减量力度、充分考虑新老客户实际情况”三个维度出发进行商家计划量调整, “减量”计划的实施将利于:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 完善经销商结构, 支持实力型、能力型商家, 将资源向能力型商家倾斜; 2) 通过减量造成一定的供不应求, 以实现挺价; 3) 提升团购、新零售及创新项目渠道占比, 加强渠道管控能力; 4) 打造代理权的稀缺性。 <p>此前公司曾表示将加码团购渠道, 做好重点市场消费者培育工作的落地, 重点市场包括北京、上海、广东、江苏、安徽、河南等战区, 具体培育方式包括: 召开品鉴会、举办新生代调酒大赛等活动等。今年面对疫情冲击, 公司提出了加快团购工作、零售损失团购补, 利用核心终端和营销团队完成核心消费者培育等内容, 年初至4月, 团购订单总数已达到3000多笔, 截止9月底, 公司团购渠道销量已有1400吨, 公司规划今年五粮液销量20%将在团购实现。6月营销会议上公司表示调整的计划量将投放到新零售和团购渠道, 团购销售不占用渠道计划量, 公司将联合经销商开展公关团购工作, 开发企业级团购, 团购将成为今年渠道增量重要来源。</p>
消费者培育: 发掘新亮点以加强消费者培育	<p>今年五粮液已成立新零售管理公司, 建立了线上渠道的精准营销体系及消费者会员中心, 新零售管理公司的成立不仅仅能加强对消费者的精准营销及锁定、加强消费者培育、扩大消费群体的覆盖、挖掘新增长点, 同时新零售公司或将通过提升供货价以增厚利润。</p> <p>市场此前预期五粮液仍依托大商和渠道实现业绩增长, 对五粮液消费群体扩大的预期较小, 即随着渠道逐步饱和会遇到增长瓶颈, 而公司自 2017 年二次创业全面改革以来, 公司从“产品和渠道, 组织和管理, 品牌和消费者”三方面围绕消费群体和需求扩大展开, 诸如产品规划瞄准高端新生代消费者, 布局高端五粮液和新39度五粮液; 数字化助力渠道增加消费者触达, 实现层层扫码, 获得了“从合同到消费者”的完整数据链; 发力团购抢抓新时代消费者, 做好团购品鉴活动, 扩大消费者认知; 通过讲好公司品牌文化估值、积极进行事件及广告推广、利用新媒体等方式加快核心消费者培育进度。中长期看, 公司有望在团购和消费者转化超预期</p>
创新工具及数字化: 赋能提效	<p>数字酒证方面, 曾在股东大会上表示, 要将区块链数字酒证与五粮液的实体产品绑定, 探索消费、投资、收藏、存储等为一体的数字化消费新模式, 提高五粮液的金融属性。长远来看, 随着五粮液年份的增加及稀缺性凸显, 保真的数字酒证将拥有较大升值空间, 而五粮液收藏价值的提升将进一步提升品牌拉力, 利于批价实现稳定上移。另外, 酒交所的存在也利于保障五粮液业绩的稳定</p> <p>公司前期通过分盘控制模式的终端层层扫码、与 IBM 等企业进行合作等方式叠加推进数字化建设, 终端掌控力得到了增强, 渠道利润恢复、经营效率, 管理精细化程度均得到了持续提升。目前公司数字化架构已搭建完成, 五粮液到终端的渠道透明度达到89.6%, 再加上129个异常监控模型, 公司可以有效改善渠道秩序, 今年公司将进一步将框架精细化。营销数字化改革的持续深入对于保障市场秩序稳定、配额合理优化、赋能新老渠道、保证批价上行等方面均有着重要作用。</p>

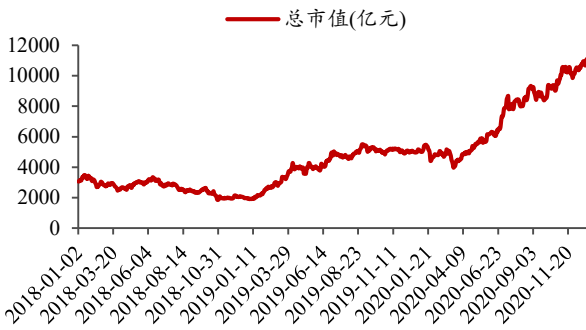
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.1.5. 17-20年：经营层面及资本回报层面公司均表现优秀

经营层面来看——五粮液已实现顺价销售，批价稳步提升，产品矩阵不断丰富，渠道利润得到增厚，核心问题逐步解决，公司业绩迅速提升；

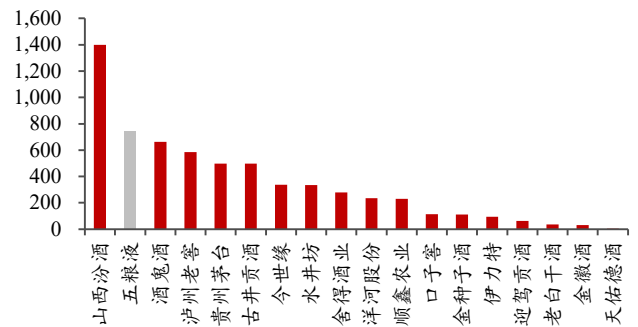
资本回报层面来看——公司市值三年增长6倍（从17年的1000亿+提升至19年的6000亿+），同时股价提升幅度达308%，绝对及相对收益均表现优秀。

图 10：18-20年五粮液市值变化情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：18-20年五粮液股价收益率居前(%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 21年：十四五开局年稳健收官，批价稳定推进价值回归

1.2.1. 品牌回归年(21年)：历史遗留问题解决，经营表现稳健

21年为五粮液价值回归年，我们认为抑制五粮液年内股价上行的关键因素为批价表现或不及预期，“不及预期”主要体现在：

- ① **经典五粮**：21年公司虽在经典五粮液渠道方面进行了改革，但因高价位酒所需匹配的市场接受度/消费者教育度仍有待提高，使得整体动销及批价表现均不及预期（全年批价平均约为1600-1800元）；
- ② **八代五粮液**：实际发货量（含往年补发量）超报表端发货量，在量升下，批价始终未突破年初市场预期的千元（四季度因经销商回笼资金放贷导致批价短暂下探至950元）；
- ③ **系列酒**：公司自16年以来清理了大量透支品牌力的低附加值系列酒贴牌产品，21年4月，系列酒已缩减至38个品牌、360个产品，成效显著，21年报表端表现稳中向好的背后，是略高的库存，市场担忧或对22年业绩造成一定压力；
- ④ 21年公司内部管理层略有变动，稳定性及部分政策的执行造成一定影响。

与此同时，21年公司在六大方面实现突破性进展：产品结构优化（五粮液产品体系持续完善/系列酒产品体系更加聚焦）、品牌推广、渠道建设升级（传统终端渠道进一步优化/新兴渠道进一步扩展/团购网络进一步完善/高地市场、重点市场进一步拓展）、消费者培育增强新活力、数字化转型取得新进展、厂商关系等方面均实现突破性发展，着眼长远。

表 7：21 年公司在六大方面实现突破性进展

六大方面	具体进展
产品结构实现新优化	1) 五粮液产品体系持续完善 ：五粮液整体实现价稳量升；经典五粮液成功导入市场；五粮液牛年纪念酒步步高升；博鳌纪念酒等国际化产品悉数亮相。 2) 系列酒产品体系更加聚焦 ：完成四大全国性品牌、区域重要品牌和部分总经销品牌的优化升级，成功推出新品五粮春、尖庄 1911、鼠年生肖酒等产品，倾力清退总经销品牌 7 个，产品 509 款，品牌、产品数量均压缩 80%。系列酒向自营品牌、中高价位品牌、优质品牌相关经销更加明显。
品牌推广实现新突破	依托五粮液核心价值、厚重文化底蕴和原粮、窖池、酿造、品质、品牌等优势，贴近不同消费圈层，从国际国内两个市场维度创新展开了不同组织形式、不同表达方式、不同内容输出的品牌推广活动。
渠道建设实现新升级	1) 传统终端渠道进一步优化 ：对五粮液品牌深入社会终端，定时、定点、信息化高质量的终端 5300 家，场景低质量终端 1600 家，终端整体质量稳步提升；系列酒终端 66.5 万家，同比+52.5%。 2) 新兴渠道进一步扩展 ：稳步推进供应链整合，全国性商超、区域性商超新兴渠道进一步拓展，新零售公司持续发挥产品形象价值展示创作功能。 3) 团购网络进一步完善 ：新人经销商走出去，拜访重点企业近3万家；近70%的企业实现团购。 4) 高地市场、重点市场进一步拓展 ：对北京、上海、广州、深圳、成都、杭州、南京、郑州等 8 个高地市场和 14 个省级重点市场进行专业拓展，实现了比较好的预期市场增长。
消费者培育增强新活力	1) 针对不同消费群体开展不同场景式、情感式、互动化培育和个性化服务 ：走进省会城市举办经典五粮液品鉴会，VIP 专属品鉴会，消费意见领袖和品牌爱好者数量不断壮大，五粮液在高端消费圈层中的口碑和品牌活跃度稳步提升。 2) 线上线下营销相结合 ：系列酒主要以活动为纽带，通过线上引流、线下扫码以及红包奖励等工作方式，促进消费者的拉新、留存和转化，消费者会员人数大幅增长，忠实消费者日益增加。
数字化转型取得新进展	1) 对内，营销数字化二期加快推进 ：基本完成营销数字化管理和服务体系建设，在门店试点运行取得初步成效，组织和系统支撑更加有力。对内建立自上而下的销售指标分解机制，全过程促进营销动作落地。 2) 对外，将传统业务、创新业务等营销过程纳入线上数字化系统 ：将庞大的业务数据实现从营收目标到积极落地的全过程覆盖，数字赋能成效初步显现，推进全渠道数字化管理提升。
厂商关系达到新高度	1) 共同顺畅沟通渠道 ：收集经销商、消费者渠道宣传、费用开放、物流合作的信息重点及时处理，及时响应技术反应的工作机制。共同提供鉴定增值服务：各大省会城市相继落成五粮液产品建设服务站，满足经销商、投资者、消费者对五粮液老酒收藏、产品鉴证日益扩大的需求。 2) 共同加强业务学习 ：组织经销商业务人员开展五粮液品牌文化、产品认知、销售技能方面的培训。共同提升素质形象：营销人员与经销商一起开展党史教育，梳理五粮液良好的厂商团队形象； 3) 共同做强代系传承 ：组织经销商开展企业文化群体，增加企业文化的认同，建立企业发展的信心，命运共同体更加稳固。

资料来源：公司公告，微酒，浙商证券研究所

我们认为：① **八代五粮液需求强劲**：21 年公司在发大量八代五粮液货的基础上仍能实现整体批价稳定在 980 元，同时及时在春节/中秋国庆放量阶段，批价仅回落至 960 元，体现需求端实际的扩容及强韧性；② **经典五粮液为后续发展蓄力**：在管理层高度重视背景下推出，21 年预计完成了 2000 吨的任务，但由于 21H2 经销商资金压力大而出现抛售现象，导致价格阶段性波动，公司及时响应，提出“411”、“1+2”、加大查处力度等政策稳定市场价格，为后续发展蓄力；③ **系列酒表现稳定**：受益于强主品牌力+SKU 逐步精简，系列酒结构持续提升，整体表现优秀。

图 12：产品体系战略变化一览表

2017 “聚焦”	2018 “革新”	2019 “清退”	2020 “完善”	2021 “巩固”	2022 “强化”
<p>聚焦“1+3”和“4+4”产品体系：</p> <ul style="list-style-type: none"> “1”做精做细经典五粮液，“3”延展的三个维度，即打造独特、稀缺、个性的高度五粮液系列，打造年轻化、时尚化、低度化的五粮液系列，和打造国际版的五粮液系列。 “4+4”的系列酒品牌矩阵 	<p>革新“1+3”和“1+4”体系：</p> <ul style="list-style-type: none"> “1+3”围绕 52 度水晶瓶五粮液打造高端化、国际化、时尚化三个维度的五粮液品牌战略。 系列酒调整为“1+4”产品体系，将尖庄作为核心战略搭单品，其余 4 款作为全国性产品重点打造 	<p>清退高仿产品，整改中仿产品：</p> <ul style="list-style-type: none"> 高仿产品坚决清退，中仿产品坚决整改”，大刀阔斧消减系列酒品牌。 对严重透支公司品牌价值的 42 个品牌、129 款产品进行了清退和下架处理，有效提升产品辨识度，维护品牌力。 	<p>完善品牌体系，经典五粮液上市：</p> <ul style="list-style-type: none"> 全年清退了 12 个品牌的 577 款产品，减少贴牌产品对品牌力的稀释。 经典五粮液正式上市，高端文化酒、纪念酒和个性化定制产品的开发顺利，系列酒公司的全国性大单品尖庄、五粮醇、五粮特曲的新品也有序推出。 	<p>发力品牌发展，推动量价齐升：</p> <ul style="list-style-type: none"> 2021 年公司清退 7 个总经销品牌，509 款产品，进一步压缩 80% 品牌、产品数量，推动产品体系量价齐升。 巩固八代普五在千元市场核心地位，推动经典五粮液在超高端市场导入，促进系列酒品牌发展，优化量价关系。 	<p>强化“1+3”体系，浓香酒品牌坚持“三个聚焦”：</p> <ul style="list-style-type: none"> “1”以八代为核心，“3”以 501 为代表的窖池系列，以经典为代表的年份系列，文创系列。 实现五粮液和浓香系列酒双轮驱动/五粮液主品牌与文化酒双轮驱动/八代五粮液与经典五粮液双轮驱动

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2.2. 21年：经营层面及资本回报层面公司表现平稳

经营层面来看——公司21年整体经营平稳，八代五粮液批价未过千叠加经典五粮液动销不及预期使得其业绩未超预期，但六大方面实现突破为后续健康发展奠定了坚实基础；

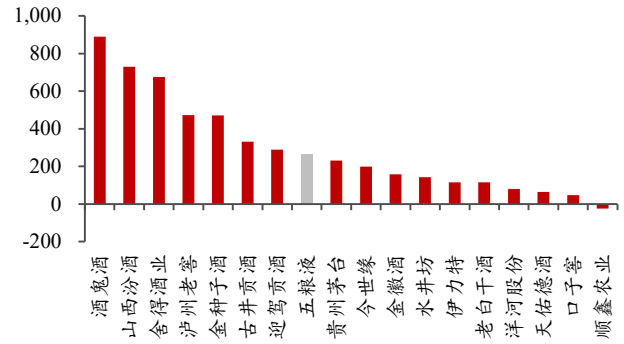
资本回报层面来看——由于此前市场对五粮液经营进入正循环预期较高（即通过阶段性严格控货挺价，阶段性适当放量方式实现渠道对提价预期的增强，进而推动量价双升），而实际批价并未在预期内破千，因此21年的资本回报未实现超预期，考虑到公司质地优秀，短期波动不改长期向上发展趋势。

图 13：19年-至今五粮液市值变化情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：19年-至今五粮液股价收益率居前（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 高端酒：千元价位带扩容速度或超预期，五粮液有望乘扩容之风腾飞

2.1. 量价齐升下，未来三年高端酒收入 CAGR 有望达 15%

考虑到高端酒量价齐升，未来三年高端酒容量 CAGR 有望达 15%。据国家统计局数据，21年白酒产业全国规模以上企业销售收入 6033.48 亿元（+18.60%）；利润 1701.94 亿元（+32.95%）；产量 715.63 万千升（-0.59%），自 17 年以来白酒行业销量持续小幅下滑，行业进入“量平价增”阶段，并在过程中存在明显的“挤压效应”和行业集中度提升，在这一过程中，受益于高净值人群不断增加+消费升级不可逆+高端酒需求刚性（社交需求、送礼需求、收藏需求），高端酒呈现持续扩容态势。我们假设：**量**——受益于消费升级，高端酒销量 20-25 年 CAGR 预计仍将保持大个位数增速继续高速发展；**价**——考虑到贵州茅台或在未来 5 年内提价/五粮液价格稳步上移打开提价空间/酱酒入局高端酒领域，高端酒均价 20-25 年 CAGR 预计将以大个位数增速增长（受经济增速放缓影响，预计 22-25 年高端酒价升效应或略减弱，但价升仍为主要驱动力）。认为：随着消费升级趋势延续，基数较高的高端酒成为扩容速度最快的价格带，未来三年收入 CAGR 或达 15%，收入占比有望从 21 年的 29% 提升至 2024 年的约 40%。

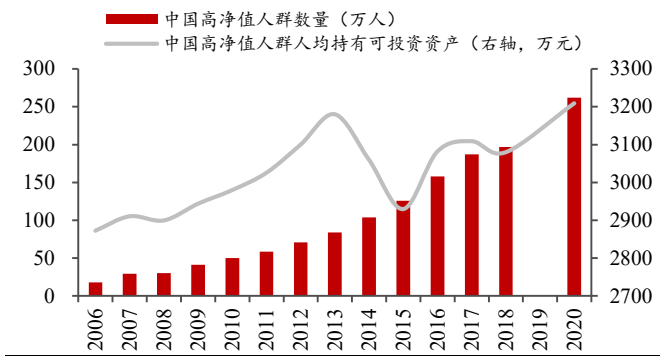
2.1.1. 价：消费升级不可逆推动价升，高端单品拥有强提价能力

三大需求赋予高端酒需求刚性，抗压性强。在一大周期熨平（库存周期减弱）、两大群体转变（大众消费承接政务消费/高端大众消费群体扩张）、三大消费属性（社交需求、送礼需求、收藏需求）及五大壁垒（历史文化壁垒、酿酒工艺壁垒、渠道壁垒、产能壁垒）下，高端酒需求端稳定性强且表现强劲，行业景气度周期波动将逐步减弱，呈现较强抗压性。

高净值人群不断增加，消费升级趋势不可逆。从消费力角度看，高净值人群的增加/消费力的增强/居民对品牌化的追求等不断推动行业结构升级。据招商私人财富报告显示，17/18/20 中国高净值人群（可投资资产超过 1000 万元人民币的个人）数量合计分别为 187/197/262 万人，而高净值人群人均持有可投资资产规模分别为 3109/3080/3209 万元，20 年高净值人群数量及人均可投资资产规模分别较 17/18 年增长 40.11%/3.22%、32.99%/4.19%；据国家统计局数据

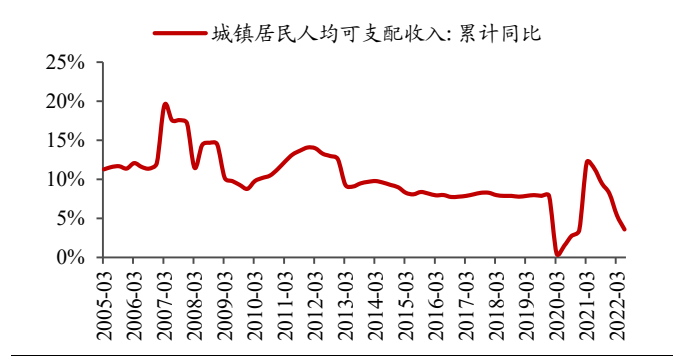
显示, 22H1 虽然受疫情影响, 城镇居民可支配收入增速始终保持累计同比正增长, 且逐季增长, 22Q1 增速为+5.40%, 当前我国高净值人群的数量/质量均不断提升, 且居民收入亦不断增长均为消费持续升级提供动力。

图 15: 15 年以来高净值人群数量不断增长



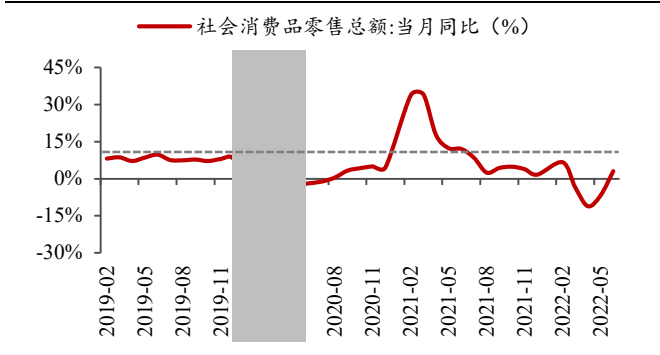
资料来源: 招商私人财富报告, 浙商证券研究所

图 16: 城镇居民可支配收入保持持续正增长



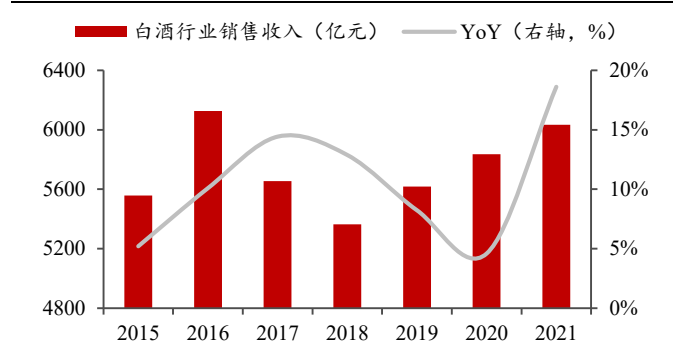
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 17: 22 年 6 月社零总额当月同比增长由负转正



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 21 年白酒规模以上企业收入实现超 18.60% 的增长

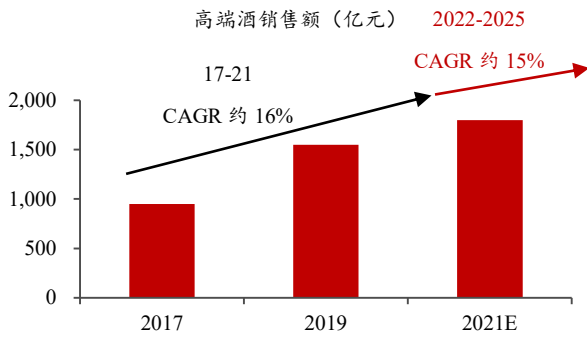


资料来源: 中国酒业协会, 浙商证券研究所

高端酒大单品拥有持续提价能力, 奠定价升为驱动力基础。 高端白酒核心大单品八代五粮液等产品由于具备强大品牌力, 且需求端价格敏感度较低&具一定刚性, 因此提价能力较其他价位带酒更强, 其可通过产品迭代更新、或顺应渠道终端价格上涨以实现提价。产品生命周期特点在高端白酒中并不凸出, 因此高端白酒的经营核心在于对渠道库存进行管控, 聚焦库存周期带来的市场波动。

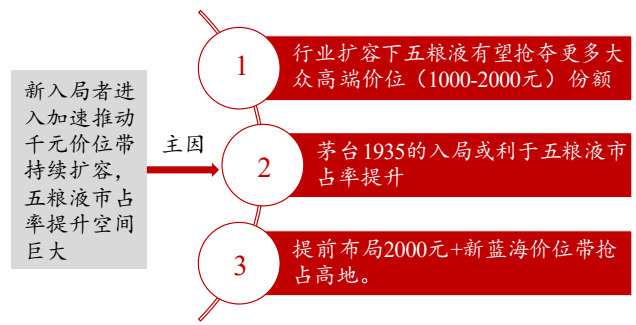
17-21 年高端酒规模 CAGR 超 15%, 价升为行业核心渠道动力。 **规模方面:** 据中国酒业协会数据显示, 17 年高端酒销售额 900-1000 亿左右, 19 年高端酒规模约 1500-1600 亿, 21 年预计规模为 1800 亿元, 17-21 年复合增速约 16%; **吨价方面:** 据波士顿咨询预测, 18-23 年, 高净值人群数量复合增速为 8%, 伴随高净值人群数量的增加以及居民可支配收入的提升, 行业消费升级趋势持续, 近三年白酒行业吨价显著提升, 由 17 年的 4.72 万元/吨提升至 21 年的 8.43 万元/吨 (17-21 年 CAGR 约为 16%), 受经济增速放缓影响, 预计 22-25 年高端酒价升增速或略减缓, 但价升仍为主要驱动力。

图 19: 预计未来 3 年高端酒销售规模 CAGR 为 15%



资料来源: 中国酒业协会, 浙商证券研究所

图 20: 五粮液市占率提升空间巨大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 8: 21 年高端酒收入占比同比提升约 5 个点

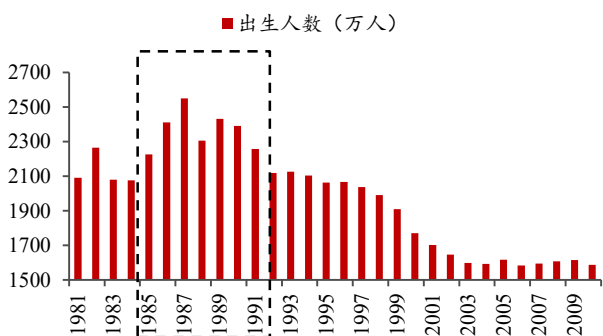
2020 年						
	市场规模 (亿元)	收入占比 (%)	量 (万吨)	均价 (元)	吨价 (元/瓶)	
800 元以上 高端	1500	26%	7	1100	2200000	
300-800 元 次高端	742	13%	11	350	700000	
100-300 元 中高端	1560	27%	49	160	320000	
0-100 元 低端	2034	35%	678	15	30000	
合计	5836		744		78415	
2021 年						
	市场规模 (亿元)	收入占比 (%)	量 (万吨)	均价 (元)	吨价 (元/瓶)	
800 元以上 高端	1803	29%	8	1155	2310000	
300-800 元 次高端	1100	18%	15	361	721000	
100-300 元 中高端	1600	26%	55	145	290000	
0-100 元 低端	1530	25%	638	12	24000	
合计	6033		716		84291	

资料来源: 中国酒业协会, 浙商证券研究所

2.1.2. 量: 未来三年高端酒销量 CAGR 有望保持大个数增长

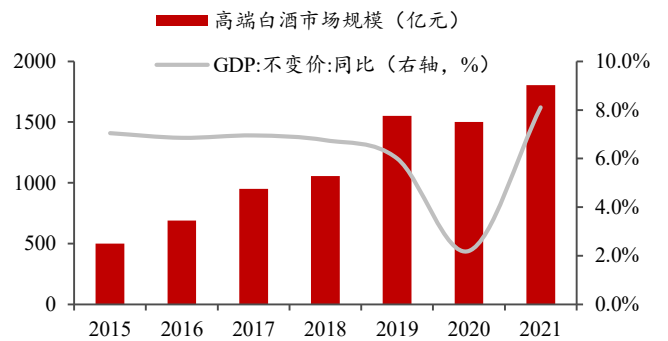
新经济增速下, 未来三年高端酒销量 CAGR 有望保持大个数增长。我们认为得益于消费升级加速+消费人群稳定, 以茅五泸为主的高端白酒市场总量从 12 年的 4.5 万吨扩容至 21 年的 8 万吨+ (高端白酒市场份额提升至 30% 左右), 在行业高景气度阶段, 众多次高端酒升级产品&酱酒产品相继布局千元价位带并实现放量, 从而进一步拓宽千元价位带总量, 预计高端酒量年均复合增速将保持大个数增长。

图 21: 中国出生人口情况一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 22: 在经济增速平缓状态下, 高端酒仍保持高速发展



资料来源: Wind, 中国酒业协会, 浙商证券研究所

2.2. 价位带 β：千元价位带迎新节奏，五粮液市占率提升空间大

新经济发展常态下，千元价位发展节奏有所变化，亦将迎来挤压式发展阶段。1)过去：在16-20年消费升级加速、全行业价升驱动加速扩容阶段，诸多次高端酒逐步上探至高端酒价位带，并实现阶段性放量，叠加酱酒热持续演绎(受益于茅台酒品牌力外溢效应+酱酒处于初期发展阶段，酱酒来近年来唯一能逃脱“品牌为王”规律，直接于千元价位带放量的品类)，千元价位带盘子不断加速变大；2)当前：21年起受疫情影响，整体经济增速逐步趋于平缓&消费受到阶段性影响，千元价位带酒正逐步进入短期洗牌阶段——即品牌仍为当前千元价位带酒企长远发展核心竞争力，在价位带扩容速度减缓+消费者品牌意识持续增强+拥有强品牌壁垒酒企在行业调整阶段坚持布局中长期下，千元价位带所容纳的品牌将逐步减少，但茅五泸等酒企市占率将得到显著提升。短期看，我们认为在疫情期间能做到中期布局的企业将加速实现回补，预计五粮液等品牌酒企高端酒将实现加速发展，并为中长期发展奠定基础。

图 23：酱酒在快速扩张后正处于大浪淘沙过程，品牌酒企优势尽显

梯队	酱酒企业	2021年收入 (亿元)	2021年收入 增速(%)	收入市占率	核心产品	核心产品价格 (元)
第一梯队	茅台酒	934.65	10.18%	49%	飞天茅台	1499-3500
	郎酒股份	>150	60.65%	>7.89%	青花郎 红花郎	1139 459
	习酒	155.8	51.26%	8.20%	窖藏1988	698
第二梯队	茅台王子酒				茅台王子酒	258
	茅台迎宾酒				茅台迎宾酒	128-158
	赖茅				赖茅	408-488
	汉酱				汉酱	368-498
国台酒业	~100	-	-5.26%	国台国标酒	529	
金沙酒业	60.66	122%	3.19%	摘要酒	859	
第三梯队	贵州珍酒	50+	250%	2.63%+	珍十五	423-469
	钓鱼台	>20	-	>1.05%	钓鱼台国宾 钓鱼台贵宾	1399 699
	丹泉酒业	10+	-	0.53%+	丹泉洞藏10 丹泉洞藏15	268 568
第四梯队	仙潭酒业	10+	-	0.53%+	紫潭	605
	武陵酒	10+	-	0.53%+	武陵上酱	2380-2390 (22年数据)

此前由茅台引发的酱酒热看似“消费热”，但实际上“渠道热”占比亦较高。

↓ 主因

1) 酱酒渠道利润高，经销商愿意卖。由于此前酱酒酒企普遍规模较小，价格透明度低使得酱酒渠道利润率较其他香型高。

+

2) 当前酱酒产能不足，经销商抢着卖。酱酒生产周期长使得核心产区产能扩张速度受限，加剧经销商曾经的抢货行为。

+

3) 酱酒随着时间推移能增值，经销商不怕买。近两年茅台投资属性爆发，越放越贵使得经销商不怕卖。

↓ 结论

当前随着酱酒产量增加，需求热的升温仍赶不上渠道库存的增加 >>
部分资金压力较大的经销商在旺季对酱酒进行抛售以换取现金流 >>
出现酱酒批价下降/库存处于高位的渠道热降温，在21Q3开始特别明显 >>
酱酒正处于洗牌过程中，品牌酱酒企业将吃到前期盘子做大后的更多的市场份额

资料来源：Wind，中国酒业协会，浙商证券研究所

图 24：13-15 年深度调整期下贵州茅台多措并举，为后期加速发展奠定基础

2013-2015 年行业深度调整期下，贵州茅台改革举措

产品端

- 1) 调整目标客群，转向民企高管、高净值人群等；
- 2) 产品结构升级，2014年首推生肖酒，成为第一非标单品；
- 3) 产品体系梳理，2015年成立酱香系列营销公司独立运作系列酒

渠道端

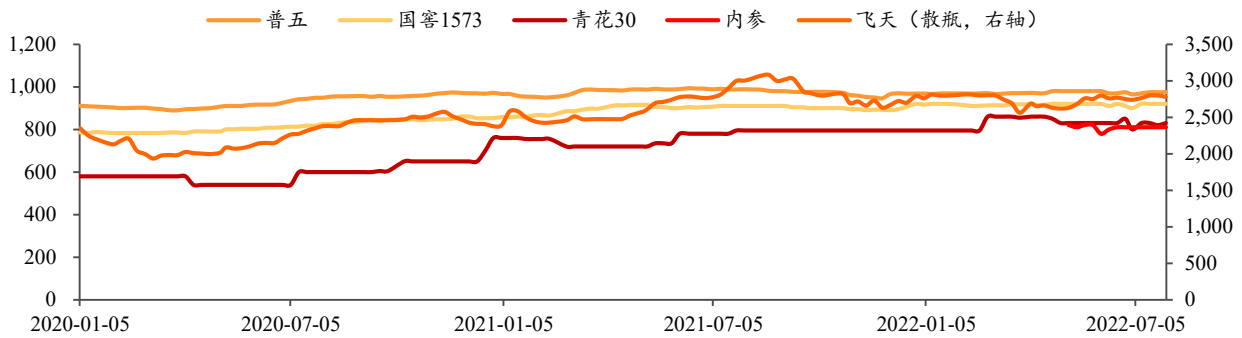
- 1) 开放经销权快速扩张经销商队伍，2017年经销数量达到高点2979家；
- 2) 渠道下沉，覆盖乡镇县一级的空白市场；
- 3) 发展团购+自营渠道，在全国31个省会城市及直辖市设立31家全资自营公司

品牌端

- 1) “133战略”，即倾力打造一个世界级核心品牌茅台，三个以华茅、王茅、赖茅为核心的战略品牌，包含汉酱、仁酒、茅台王子在内的三个重点品牌，若干区域品牌，打造茅台品牌集群；
- 2) 修订《贵州茅台酒厂集团品牌管理办法》，拉开品牌清理政治的序幕

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：疫情期间茅五泸高端酒批价最坚挺，新晋千元产品批价稳定性较弱

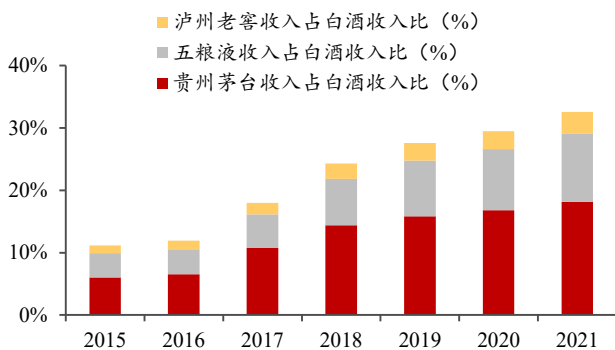


资料来源：Wind，酒业网，浙商证券研究所

千元价位带竞争格局稳定，此前新入局者众多。目前高端酒行业格局稳定，其中贵州茅台已成为独属一档的超高端品牌，由于五粮液与飞天茅台批价差距悬殊，因此五粮液批价在一定程度上决定了诸多高端及次高端酒企提价空间，而泸州老窖则采取价格跟随策略，茅五泸低位稳固。受益于消费升级，酱酒风起叠加浓香高端化造就了千元价位带参与者新版图：

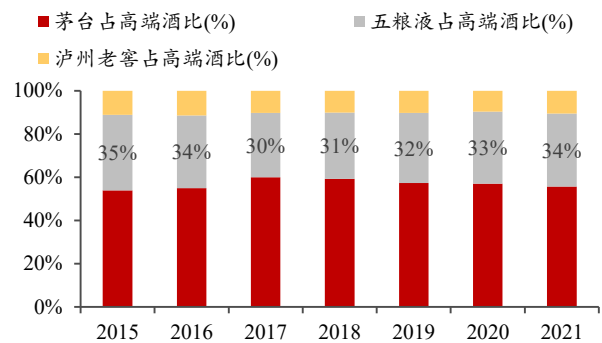
1) **老牌玩家茅五泸**：贵州茅台/五粮液/泸州老窖 18-21 年收入 CAGR 分别为 12.34%/18.26%/16.50%，五粮液凭借强品牌、强渠道，千元价位带市占率持续稳定在 60%+，成为千元价位带放量核心品牌，引领千元价位带实现持续扩容，另外，贵州茅台通过推出定价 1188 元的茅台 1935 以进一步丰富产品矩阵，提升千元价位带中市场份额。

图 26：茅五泸收入占规模以上白酒收入比持续提升



资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

图 27：五粮液收入占高端酒收入比稳定



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) **次高端/地产酒升级产品**：随着国窖 1573 批价从此前的 600+元/瓶提升至 920 元/瓶，次高端酒价位中的 600-800 元成为具有一定规模的新增价位带，M6+、古 20 等产品均相继在此价位带实现超 20 亿（销售口径）体量，当前这一价位带竞争度较 600 元以下价位带小。在这一背景下，主要酒企通过提前布局千元价位带以实现价值提升（利于次高端价位带产品放量）/放量，比如定位千元的洋河 M9 手工班、今世缘 V9、古 30、青花 30 复兴版等产品。

3) **酱香型产品**：酱酒为当前唯一能直接切入千元价位带并实现放量的品类，主因：①消费者端：贵州茅台培育的高端酱香消费者认知已形成，流行趋势无法逆转，但当前酱酒行业尚未形成稳定的竞争格局，非品牌酱酒也可以通过故事营销叠加渠道力实现放量；②经销商端：酒企规模整体较小，价格透明度低使得酱酒渠道利润率较其他香型高，渠道推力足；③厂商端：酱酒生产周期长使得核心产区产能扩张速度受限，24 年前整体呈现产能稀缺特点。当前主要千元价位带酱酒参与者为：贵州茅台、郎酒、习酒、国台、武陵酒等。

表 9：600-800 元价位带主要参与者大多提前布局千元价位带

性质	品牌	次高端产品	千元价位产品	15年	16年	17年	18年	19年	20年	21年
全国性主流次高端	剑南春	水晶剑	东方红1949	58	70	85	109	120	130	150
	洋河	M3、M6+	M9、手工班	54	63	81	107	102	102	125
	习酒	金钻、窖藏1988	窖藏15年	2	4	11	27	50	窖藏1988近58亿元	/
	汾酒	青花20	青花30（复兴版）	7	8	12	24	28	/	/
	水井坊	臻酿八号、井台	菁翠、典藏	7	10	17	25	32	27	40
	郎酒	红花郎10/15年	红运郎、青云郎、青花郎	12	13	20	35	43	红花郎18	/
	舍得	品味舍得	智慧舍得（藏品）、舍不得、天子呼、吞之乎	6	8	9	12	14	14	23.5
	泸州老窖	0版特曲、窖龄酒90	国窖1573（爱我中华）	3	5	7	10	15	特曲超10亿	/
	今世缘	国缘对开、国缘四开	国缘V6、V9	6	8	11	15	22	K系列约30亿	/
	地方次高端	金沙	摘要	珍品摘要、真实年份8年	/	/	/	/	7	12
古井		古16、古20	年三十	1.62	1.7	2.3	4.14	6.62	6.62	9.2
酒鬼		红坛、传承	内参	2	3	5	6	7	3+（红坛2+、传承1+）	/
四特		15年、国运	15年陈酿	/	/	/	/	15	/	/
其他酒企				/	/	/	/	265	/	/
合计				/	/	/	800	860	740	1000

数据来源：Wind，浙商证券研究所

新入局者进入加速推动千元价位带持续扩容，五粮液市占率提升空间巨大。① **行业扩容下五粮液有望抢夺更多大众高端价位（1000-2000 元）份额：**随着高净值人均不断增长+消费升级趋势不可逆，高端酒将迎来稳定扩容阶段，而千元价位带酒领域中，茅台酒受限于产能，泸州老窖则品牌力略弱于五粮液，酱酒仍处大浪淘沙过程，因此拥有强品牌力的五粮液或有望抢占更多市场份额。② **茅台 1935 的入局或利于五粮液市占率提升：**当前售价在 1500 元+的 1935 已实现全年 1200 吨配额，我们认为 1935 未来销量的增长将侵占 1500 元+价位酱酒市场份额，对浓香影响整体较小，同时利于进行高价位消费者培育，从而推进八代五粮液实现量价齐升。③ **提前布局 2000 元+新蓝海价位带抢占高地。**由于飞天茅台批价已与五粮液拉开近 2000 元的距离，且这之中尚未有放量单品（形象产品国窖品味规模<5 亿），随着消费升级趋势持续演绎，2000 元+价位带或将成为新蓝海，而五粮液已于 20 年 9 月提前推出定价 2899 元/瓶的经典五粮液，21 年完成 2000 吨的放量，预计十四五末经典五粮液有望实现放量超 10000 吨。

表 10：2000 元+部分白酒单品情况一览

酒企	产品	上市时间	厂家指导价（元/	产品定位及意义
茅台	新款茅台酒（珍品）	2021年12月	4599	构建以尊品、珍品、精品、经典为代表的茅台酒产品梯队，推出新款珍品茅台酒，既传承“珍酿之品”优秀品质，又寄托“百福具臻”祝愿
五粮液	经典五粮液	2020年9月	2899	继501五粮液、第八代五粮液等产品之后，五粮液“1+3”产品战略的最新成果，丰富完善五粮液产品体系，提升品牌等级性和辨识度
洋河	手工班（大师版）	2022年3月	4699	相比过去梦之蓝的家族式产品设计，梦之蓝手工班（大师）整体上有继承—经典水滴瓶的流线比例，也有创新—600年老窖泥的窖泥黑和流光金、“时光之门”的专属符号设计，特点为尊贵、稀缺、更好喝
古井贡酒	年份原浆·年三十（纪念版）	2020年12月	2099	区别于浓、清、酱等传统香型之外的一种“独特的”新香型白酒，是古井经过长达10年的科研试验、大胆创新的古香型白酒，采用泥石二窖、U型堆积、三醅生香的酿造法，其中“古井、古曲、古醅、古窖、古法”五大核心条件更是古井独有，无法被复制
汾酒	青花40中国龙	2021年7月	3199	青花汾酒40·中国龙是高端进阶版本，属于超高端产品，是汾酒开启超高端市场份额抢占的全新单品
武陵酒	上酱	2007年9月	2680	武陵上酱传承武陵酒专注高端酱酒五十年的工匠精神，经过悉心调配，比肩年份茅香，更适合商务宴请、送礼推荐
舍得	吞之乎（黑瓷描金）/舍不得	/	3180/1980	吞之乎黑瓷描金是舍得出产的款高端酱香型白酒，荣获15布鲁塞尔国际烈酒大赛大金牌奖/采用15年以上的基酒，结合舍得独有的生态酿酒技法，工艺繁琐，产量稀缺
酒鬼	内参酒（大师版）	2019年8月	2899	中国首批通过认证的真实年份酒，认证年份为十五年：产品品质得益于“洞藏一年等于窖藏三年”，溶洞内独特的微生物环境，为内参大师酒的陈酿老熟和品质升华提供了得天独厚的条件

资料来源：Wind，浙商证券研究所

21年/22Q1 高端单品仍实现高增,预计后疫情下高端酒价格带景气度将延续。我们认为在消费升级趋势不可逆下,行业结构升级趋势仍然在延续,可以从21年&22Q1 业绩中窥得:1)第一,从业绩端来看,21年/22Q1 高端位带酒企利润增速普遍高于收入增速;2)第二,从产品结构上看,高端酒价位带单品业绩延续高增态势,比如:22Q1 茅台酒保持17.4%的优秀增速;22Q1 五粮液产品增速超10%+;22Q1 泸州老窖中高端酒收入同比增长29.2%;22Q1 青花30复兴版增速领跑;21年酒鬼内参系列收入增速达80%;21年精粹+典藏21年+典藏冰雪+典藏三星堆同比增长58%。虽然22Q2 白酒行业受疫情影响明显,但高端酒由于具备较强需求刚性,因此受损度为全价位带最小,随着22Q3 回补消费显现,预计后疫情下高端酒仍将延续高景气态势。

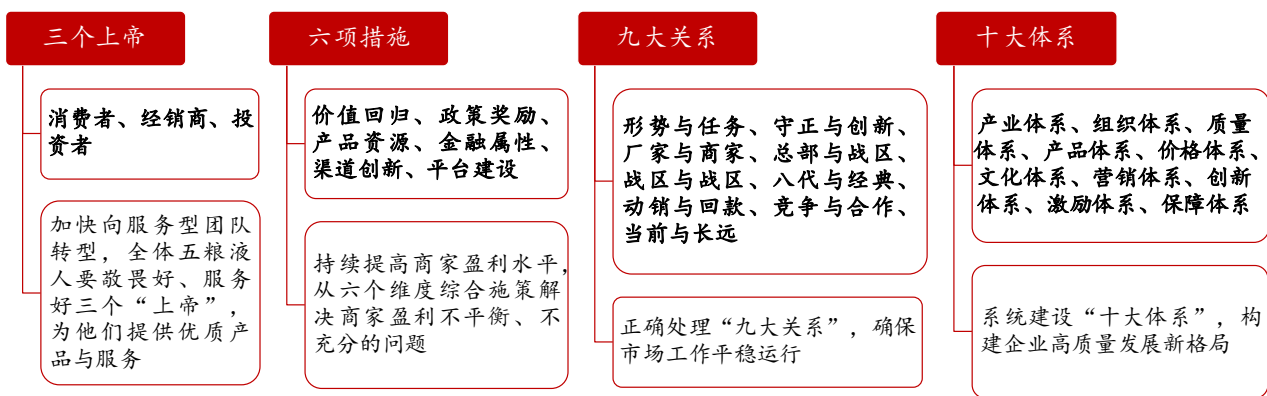
3. 重点问题突破：市场价格/渠道利润为22年边际变化重点

市场认为：五粮液当前核心观测点为八代五粮液的批价表现以及经典五粮液的销量/批价表现；

我们认为：决定市场价格/渠道利润的渠道建设/产品矩阵建设为决定其中长期发展核心点，因此当前核心观测点应为：1) 管理层激励推进情况；2) 八代五粮液传统渠道是否能做到只增不减，而通过直销渠道增量推动量价齐升；3) 经典五粮液消费者培育力度是否匹配未来潜在发展速度；3) 专门店扩张速度；4) 大企业直销团购增长速度等。

今年公司将从战术以及战略层面解决当前两大问题：市场价格问题、商家盈利问题。针对五粮液发展存在的“市场发展、商家盈利状况、体系建设、团队建设”的不平衡不充分问题，公司提出最新策略：**战略层面**，公司明确了“做强品牌、做优产品、做大市场”的战略主题和打造“生态、品质、文化、数字、阳光”五位一体高质量发展五粮液的发展路径，拥有产区、古窖池、品质、品牌、消费群体等“五大优势”，形成了生态自信、产区自信、品质自信、品牌自信、文化自信、渠道自信、资金自信、市场自信、团队自信、组织自信等“十大自信”；**战术层面**，要围绕“三个上帝、六项措施、九大关系、十大体系”下功夫：1) “三个上帝”，即要敬畏好、服务好消费者、经销商、投资者三个“上帝”；2) 统筹安排“六项措施”，持续提高商家盈利水平，坚决执行经销商计只减不增，动销确实有困难的主动调整计划，战区不能隐瞒不报。从六个维度综合施策解决商家盈利不平衡、不充分的问题；3) 正确处理“九大关系”，确保市场工作平稳运行，包括处理好厂家与商家、总部与战区、战区与战区、八代与经典、动销与回款等九大关系；4) 系统建设“十大体系”，构建企业高质量发展新格局。

图 28：经销商大会提出“三个上帝、六项措施、九大关系、十大体系”



资料来源：Wind，微酒，浙商证券研究所

3.1. 边际变化 1：新领导班子分工明确，激励机制有望持续完善

当前新领导班子搭建完成，激励体制将进一步完善。人事变动：22年2月18日，公司人事变动落地：曾从钦任五粮液集团(股份)公司党委书记&董事长；蒋文格任股份公司党委副书记&副董事长&总经理，履行股份公司总经理职责。具体来看：曾董事长主持集团&股份的全面工作，负责全面深化改革和股份公司的市场营销工作，分管深改办和

五粮液品牌事业部；蒋总经理主持股份公司经理层全面工作，侧重负责生产管理、基建项目、文旅康养、对外合作等工作，分管生产管理部、投资技改部、对外合作部；刘洋副总经理协助负责五粮液市场营销工作，协管五粮液品牌事业部，分管专卖店管理部和北京办事处；张宇副董事长分工负责浓香系列酒市场营销管理工作，分管五粮液浓香系列酒有限公司和市场管理部。**激励方面：**公司将继续推进薪酬绩效&配套体系改革，探索股权激励（市场预期有望于年内落地），利润分享，跟投等中长期激励约束机制，绑定核心团队及骨干成员利益，同时国企改革三年规划在探索，加强经销商激励（预计今年完成约定任务和消费者拓展的优秀商家将在去年的基础上增加奖励，可能包含和美贡献奖、优秀终端奖、优秀联谊会奖、优秀消费者、优秀传承人、优秀经理人等奖项），多措并举共同推动五粮液保持可持续的稳健的高质量发展。

管理层空前团结，销售团队效率提升显著。新领导班子情况：新经营班子落地后，呈现连续性、稳定性、持续性三大特点，空前团结的组织结构为后续发展奠定基础。**市场建设：**今年以来，新任董事长率领团队长期走访各省区市场一线，通过市场调研来强化市场营销、渠道建设、消费者培育、厂商关系优化等市场工作，同时通过高频的营销相关会议，达到快速解决问题、快速执行。**组织建设：**持续优化“总部管总，战区主战”模式，给一线营销团队下放财权、事权、人权、推荐权、灵机决断权五个权限，意味着战区在原有较小的政策空间下，因地制宜的拥有更多灵活话语权、费用自主投放权，但权力下放的同时亦有诸多目标要实现，激励充分。

“十四五”将实现 2118 发展目标，22 年剑指双位数增长。22 年集团/股份目标：集团公司将保持两位数以上稳健增长；股份公司继续保持高于集团的增长速度。股份公司将统筹好稳字当头经济工作总要求，确保五粮液好于行业平均水平，在第一梯队靠前增长势头，通过处理好量价、产销、供需实现高质量发展，统筹好淡旺季，保持淡季稳定增长；**公司于 21 年股东大会上提出集团/股份目标十四五目标：**五粮液集团将实现“511”发展目标，即创建世界 500 强、酒业主业销售收入过 1000 亿元、多元产业销售收入过 1000 亿元；股份公司将实现“2118”发展目标，即原酒产能达到 20 万吨、基酒储存能力达 100 万吨、销售收入突破 1000 亿元、利税总额达 800 亿元。根据公司十四五目标计算，21-24 年预计集团收入年均复合增速约为 12.62%，股份公司收入年均复合增速约为 14.73%。

表 11：公司主要领导履历

姓名	职务	背景
曾从钦	任五粮液集团(股份)公司党委书记&董事长	博士研究生。1988年7月参加工作，曾在宜宾市长宁县、市级机关、翠屏区、临港经开区工作并任职。曾任长宁县委常委、宣传部部长、常务副县长，宜宾市临港经开区投资服务局局长，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，宜宾市翠屏区委书记兼临港经开区党工委书记。2022年2月起担任五粮液集团党委书记、董事长，五粮液股份公司党委书记职务。
邹涛	五粮液集团公司党委副书记、副董事长、总经理	历任经侦总队执法指导支队（七支队）副支队长、经济犯罪举报中心副主任，第四纪检监察室副主任、第二纪检监察室主任等职务。17年调任五粮液，曾担任集团党委副书记、集团公司党委委员、副董事长，本公司党委委员、常务副总经理、董事等职务，在职期间陆续推动八代上市，整合优化系列酒，贡献突出。2022年2月升任集团总经理，负责集团多元板块业务。
蒋文格	股份公司党委副书记&副董事长&总经理	硕士研究生。1985年8月参加工作，曾先后在南充市蓬安县、顺庆区，四川省发展和改革委员会、四川省以工代赈办公室工作并任职。曾任南充市顺庆区政府副区长，四川省发展和改革委员会就业和收入分配处副处长、农村经济处副处长、农村经济处处长，四川省以工代赈办公室副主任、一级调研员等职务。2022年2月起出任五粮液副董事长兼总经理，负责集团技改基建类项目，有丰富的政企工作经验，同现任宜宾市委领导有较长工作交集。
刘洋	副总经理	本科。2001年7月参加工作，2001年7月至17年5月在眉山市工作，曾任眉山市副县级领导干部、政府驻北京经合局局长；17年5月至21年12月在宜宾市工作，任宜宾市政府驻北京联络处主任（兼任市经济合作和外事局北京分局局长）。21年12月起任公司副总经理。
张宇	副董事长、董事	博士研究生。1997年7月参加工作，曾先后在成都市教育局、青羊区政府、新都区委等单位工作，曾任区教育局党委书记、局长、党组书记，区政府党组成员、副区长、区委常委、组织部部长等职务；20年4月至12月，任集团公司党委副书记；20年12月至21年12月任公司党委副书记；21年12月起，任公司党委委员，拟任董事、副董事长，2022年5月起任公司副董事长。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 边际变化 2：八代/经典有望实现协同，文创产品为利润增长点

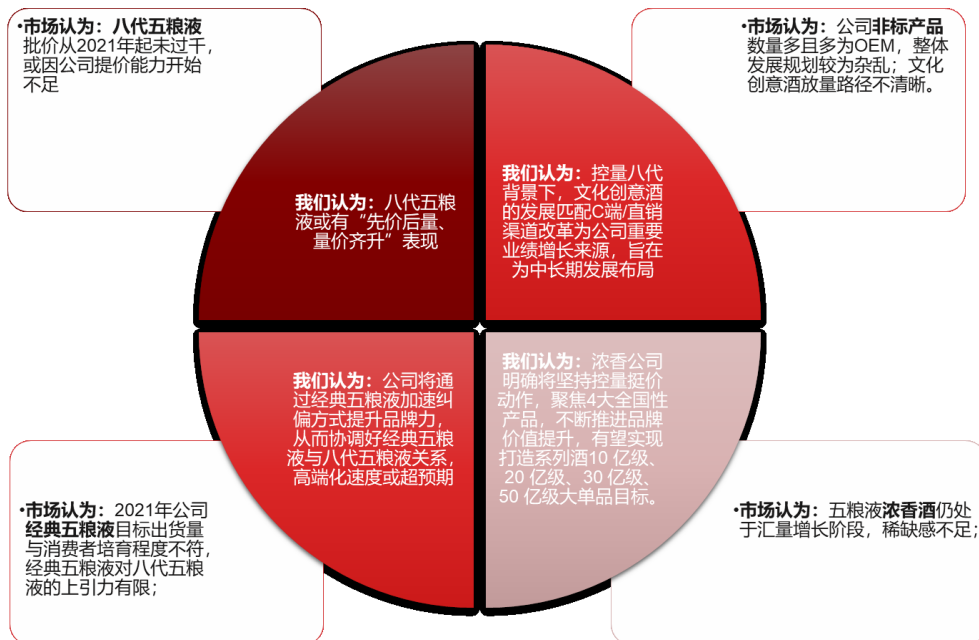
公司产品战略清晰完整，品牌价值加速回归有望推升价格上行。2022 年五粮液主品牌将进一步强化“1+3”体系（“1”主品牌以八代为核心；“3”是以 501 为代表的窖池系列，以经典为代表的年份系列，文创系列）——即以 501 为价值标杆，八代五粮液为核心大单品，经典五粮液为高端战略大单品，辅之以定制酒和文化酒；浓香酒品牌着力 4 大全国性品牌，坚持“三个聚焦”（进一步优化量价关系，夯实基础，实现规模质量双提升）。实现五粮液和浓香系列酒的双轮驱动/五粮液主品牌与文化酒的双轮驱动/八代五粮液与经典五粮液的双轮驱动，在清晰完整的产品架构下，十四五期间在经典五粮液品牌引领下，主力单品八代五粮液剑指量价齐升。近期为提升八代五粮液批价/实现经典五粮液价值回归，公司在“六项措施”中提及将优化八代五粮液经销商配额/提升经销商渠道利润/处理好八代与经典关系等。

表 12：五粮液主品牌“1+3”、浓香酒 4 大全国性单品列示一览

系列	产品	酒精度	规格	价格	图片	系列	产品	酒精度	规格	价格	图片		
主品牌 1+3	第八代五粮液	52度	500ml	1299		系列酒 4	五粮醇 醇品	50度	500ml	468			
	窖池系列	501明池	52度	500ml	5000+			醇香/金装	50度	500ml	288		
		501清池	52度	500ml	5000+			尖庄	尖庄1911	52度	500ml	468	
	年份系列	经典五粮液	52度	500ml	2899			珍品		52度	500ml	429	
	文创系列	八方来和	52度	100ml*8	5188			特曲	五粮特曲	52度	500ml	248	
		千里江山	70度	5L	128000			五粮春	五粮春	52度	500ml	298	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 29：我们对产品区别于市场的四大不同认知



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2.1. 八代五粮液将基于大数据动态优化计划配置，剑指量价齐升

市场认为：八代五粮液批价从 21 年起未过千，或因公司提价能力开始不足；

我们认为：八代五粮液或有“先价后量、量价齐升”表现。21 年因历史发货遗留问题导致八代五粮液批价未破千/22H1 因五粮液流通性好，部分经销商在疫情带来的资金压力下，通过甩卖五粮液度过难关导致批价未过千，但在量增明显背景下，批价仍稳定在 980 元体现公司需求强韧性。公司将以先价后量的“量价齐升”逻辑为基础，持续优化计划配置，优化标准计划，拓展增量计划，优化传统渠道，拓展团购渠道；统筹制定高地市场、重点市场的攻坚方案和政策支持，支持能力型经销商，夯实市场基础；进一步加强产销协同，因地制宜，因城施策，基于大数据动态优化投放节奏。具体来看——

- 1) **价：通过提升五粮液综合成本价锚定价值/推升价，价为先。**21 年 12 月五粮液计划外价格从 999 元/瓶提升为 1089 元/瓶，计划内 889 元/瓶不变，计划内外比例 3: 2，综合成本 969 元/瓶，我们认为此举旨在：① 对标茅台，尽显品牌价值加速回归；② 推升批价：在 21 年动销持续性提升基础上，经销商拿货成本提升虽短期内或影响渠道利润（渠道利润从 21 年的 80 元下降至 22 年的 10-20 元），中长期看对批价有推升作用。
- 2) **量：持续优化计划配置，实现精准投放，量提升。**公司将持续提高商家盈利水平，传统渠道不再增量，坚决执行经销商计只减不增，动销确实有困难的主动调整计划，从价值回归、政策奖励、产品资源、金融属性、渠道创新、平台建设等六个维度综合施策解决商家盈利不平衡、不充分的问题；正确处理“九大关系”，包括八代与经典、动销与回款的关系。
- 3) **市场：统筹制定高地市场、重点市场的攻坚方案和政策支持。**公司将大力建设北京高地市场，华中市场巩固地位，做强南京上海等市场，在南方市场夯实基础价值扩张，以扩张广州深圳为基础，实现高质量销售，西部市场要引领升级。
- 4) **渠道：精细化持续提升加速下沉，营销组织扁平化。**公司自 17 年起陆续从大商模式走向小商+专卖店模式、启动“百城千县万店”、成立五商供应链公司、完成品牌事业部改革，构建“总部管总，战区管战”模式、发力团购新零售，当前公司已完成从传统营销向现代终端营销转型，渠道精细化运作水平/渠道反应速度/对终端管控力等方面均实现较快提升，为量价局凑的落地奠定基础。
- 5) **渠道：基于大数据动态优化投放节奏，15 个分仓加快物流反应。**1) 公司根据大数据优化传统渠道投放量，减少问题经销商、专卖店、终端的数量。通过精准投放，保证在八代高动销基础上体现经销商、专卖店和传统渠道的八代稀缺性，提升传统渠道批价水平；2) 公司加大新零售、全国 KA 系统投放量，以及企业直销渠道拓展，满足量增预期。通过渠道结构调整倒逼传统经销商转型，推动大商向连锁品牌化转型，推动小商向直销团购转型；3) 20 年疫情后，公司在全国建设了 15 个分仓以提升应变/可动能力，并保证终端投放的及时性。
- 6) **营销：分区域抢抓宴席市场，加大消费者端投入力度的同时，加强低度五粮液消费氛围。**

当前来看：公司已顺利通过批价压力测试，高基数下动销逐步恢复正增长。22 年受疫情冲击，多省动销受到一定影响+少部分经销商为回笼资金出现抛货行为背景下，管理层执行严格控货挺价动作，使得八代五粮液批价整体稳定在 980 元左右；随着疫情好转，5 月公司恢复放货节奏，批价小幅回落至 965 元后，逐步稳定在 970-980 元；6 月得益于数字化体系建设、分仓建设和权力下放，战区总体跟去年同期的动销量持平（5 月份疫情严重的时候的宴席场次比 4 月份增长了 30%，6 月份场次环比 5 月份又增长 3.7%，具体市场来看，6 月 21 个战区 11 个增长，其中鄂赣 6 月份端午的小长假增长达 22%，安徽增速为 16%、湖南增速为 15%；江苏 1-6 月份增长 9%），预计动销的逐步恢复叠加公司淡季继续加大控货力度，批价有望于中秋国庆节前过千。

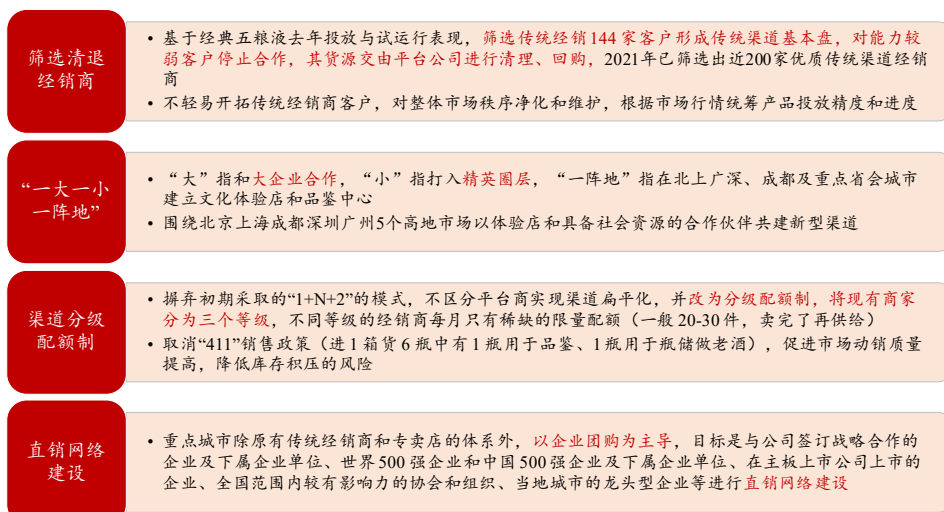
3.2.2. 重点协调经典五粮液与八代的关系，加速纠偏下高端化速度或超预期

市场认为：21年公司经典五粮液目标出货量与消费者培育程度不符，经典五粮液对八代五粮液的上引力有限；

我们认为：公司将通过经典五粮液加速纠偏方式提升品牌力，从而协调好经典五粮液与八代五粮液关系，高端化速度或超预期。目前在800-1500元价格带中，五粮液销量已占70%-75%，未来业绩驱动力主要来自价价的提升，即八代五粮液价格的抬升及超高价位产品等产品的运作，包括主品牌中的“501五粮液”、经典五粮液年份酒等非标产品

- 1) “501五粮液”为代表的窖池系列：推出旨在打造品牌稀缺感，提升品牌价值。为进一步拉伸品牌价值、提升品牌稀缺感，公司于20年4月推出“501五粮液”（每年仅限量发售501瓶）以进一步布局超高端酒价位带；
- 2) 经典五粮液为代表的年份系列：为双轮驱动的重要组成部分，未来将通过系列化加强年份认知。复盘经典五粮液发展过程：21年经典五粮液隆重上市，公司通过清晰的定位&自上而下发展团购/圈层营销以打开市场；21H1实现时间过半任务过半，但21H2出现消费者培育工作与公司目标出货量不符问题，因此全年经典五粮液销量任务并未圆满完成，同时面临库存提升、批价不稳定局面。由于经典品牌力的提升对整个五粮液起到拉升作用，因此22年公司对经典五粮液量未设KPI考核、且加速纠偏积极反应，推出一系列围绕公司价格标杆举措，争取十四五期间成为超高端人群的两大选择之一，并成为八代五粮液批价上移的牵引力：
 - ① 优化经典五粮液经销商，筛选清退经销商。通过21年一年的投放和试运行，公司已筛选出了近200家优质传统渠道经销商，并对表现能力较弱的客户停止合作（货源由平台公司进行全面回购）；坚持在选定200家传统专卖店基础上，不轻易开拓经销商客户；
 - ② 围绕“一大一小一平台”培育消费者，加强团购&直销渠道建设。“大”指和大企业合作，“小”指打入精英圈层，“一阵地”指在北上广深、成都及重点省会城市建立文化体验店和品鉴中心，具体来看：公司将围绕北京上海成都深圳广州5个高地市场以体验店和具备社会资源的合作伙伴共建新型渠道，打造圈层营销，加强大型企业团购&直供渠道建设，以直辖市和省会市为核心（重点打造33个），并以消费者培育为重点工作；
 - ③ 改变渠道运作模式，实行分级配额制优化量价策略，凸显稀缺属性。摒弃初期采取的“1+N+2”的模式，实行分级配额制：目前对现有商家类型分为三个定级，每月有稀缺配额，保证整体呈现稀缺态势。
 - ④ 未来发展方向：公司未来将推出五粮液经典10/20/30等带年份概念的经典系列产品打造金融消费属性。系列产品的推出旨在通过年份概念打造价格梯队，公司后可通过酒交所场景做期酒产品/回收老酒等方式，通过高端+年份概念打造带有金融属性的品牌认知，进而在数字酒证基础上进一步强化金融消费属性。

图 30：经典五粮液渠道/市场/产品策略发展变化



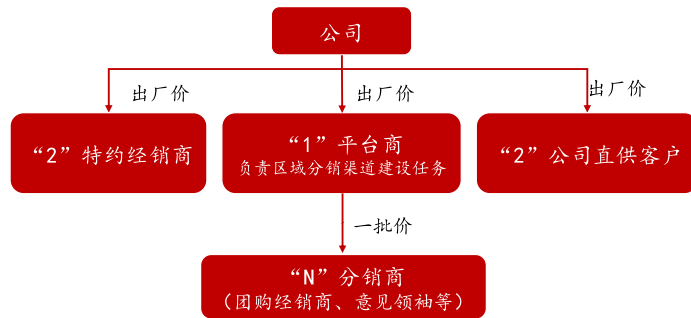
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 13：经典五粮液营销措施梳理

类别	日期	合作对象	具体内容
冠名&赞助文化节目	2020/11/8	《上新了·故宫》	五粮液携手故宫第三次“上新”，同时携手重磅推出的新品“经典五粮液”伴随节目，深度结构故宫经典文化、经典文物、经典故事
企业平台	2020/11/16	中国节能环保集团、中国轻工集团、四川省能源投资集团	签署战略合作协议后，五粮液将借助战略合作伙伴的技术优势、产业优势及平台优势，结合企业发展战略布局，持续推进供给侧结构性改革、加快高质量发展，助力宜宾建成四川省经济副中心
企业平台	2021/1/14	四川商投集团	五粮液集团与四川商投集团在成都签署战略合作协议，双方将在粮食产业、白酒产业、供应链打造、资本运营、大健康产业等方面开展全方位合作
高端赛事	2022/1/14	宾利高尔夫巡回赛	宾利汽车和五粮液的跨界合作，两者同为代代传承的百年全球品牌
冠名&赞助文化节目	2021/1/27	《酌见》	通过与嘉宾的对酌，还原了企业家的真实奋斗故事，赋予节目极强的现实意义，也再度向大众诠释了五粮液在新时代背景下的传承与创新
精英圈层	2021/10/21	高尔夫俱乐部	五粮液作为宾利 21 中国高尔夫巡回赛的冠名合作伙伴，以高端新品“经典五粮液”为媒，链接宾利中国车主及高尔夫球运动爱好者
冠名&赞助文化节目	2021/10/22	《紫禁城》	作为大型纪录片《紫禁城》独家战略合作伙伴、独家冠名单位，五粮液携手中华文明顶级 IP，带领观众体验“以城看史，以城讲国”
高端赛事&国际会议	2021/11/4	中国国际进口博览会	作为进博会核心支持企业和虹桥经济论坛钻石会员，五粮液深度融入进博会多项活动，助力本届进博会经贸往来与人文交流
冠名&赞助文化节目	2021/12/28	金鸡百花电影节	继19年携手金鸡百花电影节，五粮液作为本届电影节全程战略合作伙伴、唯一指定白酒品牌精彩亮相
高端赛事&国际会议	2022/2/18	世界博览会	五粮液以酒为媒，让世博会中国馆的闪耀时刻在冬奥之城呈现，在见证团结拼搏体育精神的同时，展示中国酒文化的精神气韵
高端赛事&国际会议	2022/4/20	博鳌亚洲论坛	五粮液作为中国浓香型白酒龙头和民族品牌典型代表，深度参与年会开幕式、论坛理事会会议、中美企业家对话会等系列重要活动

资料来源：公司公告，微酒，浙商证券研究所

图 31：经典五粮液渠道此前采取“1+N+2”组织架构，目前对商家分三个定级并采取稀缺配额制



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2.3. 控量八代背景下，文化创意酒匹配渠道改革为重要业绩增长点

市场认为：公司非标产品数量多且多为 OEM，整体发展规划较为杂乱；文化创意酒放量路径不清晰。

我们认为：控量八代背景下，文化创意酒的发展匹配 C 端/直销渠道改革为公司重要业绩增长来源，旨在为中长期发展布局。在公司渠道改革的过程中，需要构建引领品牌发展的非标产品矩阵（类似贵州茅台发展模式，旨在打造非标+直销渠道组合），公司已前瞻性的通过直销能力强、圈层营销能力强的经销商/专卖店渠道加强文化创意酒投放，当前主要产品受到渠道和消费者充分认可，动销良好，利润超出销售商家预期，今年公司将通过以下举措加大文化创意酒布局：① 通过加大优质动销良好的文化酒投放（步步高升、熊猫系列、生肖系列等文化酒）以丰富产品线，为匹配后续渠道改革做基础；② 由于当前公司有众多总经销非标产品（比如生肖酒），为落实“三性一度”、提升文化酒品牌价值，公司将“先破后立”，停止开发后，再进行基本定价。

表 14：五粮液将打造类似贵州茅台产品丰富的自有非标矩阵

五粮液非标产品						茅台非标产品						
系列	单品	酒精度	规格	终端价	图片	系列	单品	酒精度	规格	终端价	图片	
九龙坛	蓝坛	52度	1500ml	12800		年份系列	80年	52度	1500ml	201180		
	黄坛	52度	1500ml	12800			50年	52度	1500ml	28999		
	牛年	52度	500ml	1699			30年	52度	500ml	11999		
	猴年	52度	375ml	1199			15年	52度	375ml	4999		
生肖纪念	鼠年	52度	500ml	3280		生肖系列	猴年	53度	500ml	6959		
	羊年	52度	500ml	3280			鼠年	53度	500ml	4899		
	龙年	52度	500ml	3280			猪年	53度	500ml	4839		
	猴年	52度	500ml	3280			鸡年	53度	500ml	4649		
	兔年	52度	500ml	3280			狗年	53度	500ml	4529		
	猪年	52度	500ml	3280			颜色系列	金色茅台	53度	500ml	4869	
	缘定晶生	52度	500ml	2580				蓝色茅台	53度	500ml	2580	
永不分裂		40度	620ml	998		喜宴	中国红	43度	500ml	1096		

资料来源：公司官网，京东，浙商证券研究所

3.2.4. 浓香公司将坚持战略方向，坚决控量挺价加速回归

市场认为：五粮液浓香酒仍处于汇量增长阶段，稀缺感不足；

我们认为：浓香公司明确将坚持控量挺价动作，聚焦 4 大全国性产品，不断推进品牌价值提升，有望实现打造系列酒 10 亿级、20 亿级、30 亿级、50 亿级大单品目标。

- 1) **组织优化促良性发展，基础终端数量持续提升。**19 年五粮液将 7 个营销中心转为 21 个营销战区，下设 60 个营销基地，构建“总部管总，战区管战”模式的同时，五粮液浓香系列酒公司成立，专攻五粮液系列酒营销工作（成立了 13 个职能部门，集中 15 个营销大区），以尖庄、五粮醇等自有品牌以及金六福、五粮春等总经销品牌为两翼，实现年收入破百亿傲人业绩。系列酒公司的成立利于打造更为紧密的厂商关系，同时在数字化加持下，“优化价值链分配”加速，当前五粮液浓香系列已有 60 万个基础终端注册，其中核心终端同比增长 543%，形象终端同比增长 609%。
- 2) **浓香公司将坚持战略方向，坚决控量挺价加速回归，持续做大贡献。**系列酒公司将继续聚焦三性一度原则，优化渠道结构，销售从汇量式增长向结构式增长升级量，22Q1 公司四大全国性品牌销售均已实现两位数以上增长，显现需求端表现向好。①量：控制产品投放量，向市场传递产品稀缺感，在周涛总领衔的改革的两年内，已砍掉了 3000 多个条码的 80%；②价：逐步提价，推动品牌价值的回归，当前三性一度已到位（树立 4 个全国性大单品思路正确，同时已基本搭建 4 个全国性品牌的渠道体系），吨价实现稳步提升。
- 3) **着力打造系列酒 10 亿级、20 亿级、30 亿级、50 亿级的大单品。浓香公司今年将继续做好 5 大工作：**①商家结构优化，引导经销商做大做强，对部分省级平台商进项扁平化的改革；②加强样板市场建设，今年拟重点打造 47 个大区级、71 个公司级的样板市场，资源用于样板市场同比提升 60%以上；③强化终端建设，完成了 60 万个基础终端注册，其中核心终端同比增长 543%，形象终端同比增长 609%；④拓展电商和 KA 渠道，为传统渠道树立价格、氛围标杆，开发渠道的专属产品，开展名酒进民企；⑤加强消费者培育。**争取 22 年达到以下目标：**22 年浓香公司将不断夯实渠道基础，推动样板市场打造，推动销售收入继续保持两位数以上增长，力争建设终端 43.46

万家，其中核心终端 9.15 万家，不断促进五粮液浓香市场规模和价值的提升。未来要进一步加强产品动销，着力打造 10 亿级、20 亿级、30 亿级、50 亿级的大单品。

图 32：系列酒 4 大全国性单品发展情况一览



资料来源：公司官网，京东，浙商证券研究所

3.3. 边际变化 3：发力 C 端提升团购占比，直销渠道构建着眼长远

市场认为：非传统渠道中，五粮液的数字化系统以及团购渠道建设为公司重点工作，其效用主要体现在产品精准投放度提升（辅助八代五粮液控量挺价）以及八代以上高端产品量增方面；

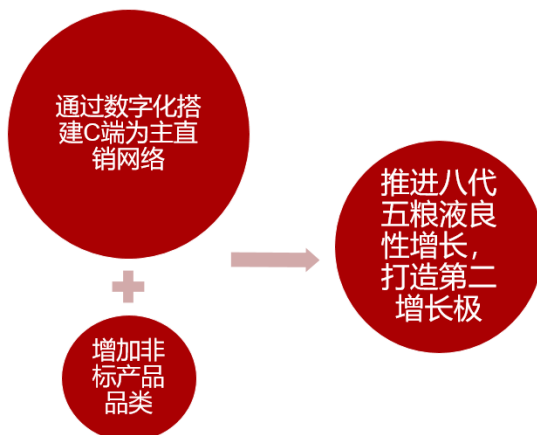
我们认为：公司正通过系列组合举措发力未来将越来越重要的 C 端以及团购渠道/专卖店等，同时数字化系统的不断升级助力渠道现代化，未来公司将通过类似贵州茅台的“直销+非标”模式，逐步提升 C 端比例，开拓八代五粮液之外的重要利润增长极，从而增强千元价位带逐步扩容下的行业话语权。

图 33：C 端发力叠加非标放量将打造未来第二增长极

数字化工具箱1：营销数字化的深化：1) 一物一码数字化技术；2) 控盘分利；
数字化工具箱2：区块链创新工具的应用。

直销渠道1：由于团购直销渠道采购量大、客户稳定性强、价格可管控，为公司核心发展方向；
直销渠道2：新零售互联网直销体系的建设利于加强线上渠道管控，构建线上宣传窗口；
直销渠道3：专卖店为重要消费者服务窗口，升级智慧门店实现引流。

非标类放量产品1：经典五粮液为代表的年份系列为双轮驱动的重要组成部分，未来将通过系列化加强年份认知；
非标类放量产品2：控量八代背景下，文化创意酒的发展匹配C端/直销渠道改革为公司重要业绩增长来源。



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3.1. 目光着眼长远，搭建以 C 端为主的直销网络为必要工作

搭建以 C 端为主的直销网络旨在促进八代五粮液及文化产品的良性增长。在千元价位带扩容过程中，考虑到在已实现对八代五粮液潜力挖掘后，单依靠八代五粮液公司规模或无法实现中长期持续提升，因此更要实现非标产品利润端的释放，而搭建以 C 端为主的直营渠道可实现：增强对八代五粮液量价的管控、承载第二增长极的非标产品的销售，因此 C 端为主直销网络的搭建为五粮液的必经之路。具体来看，基于数字化二期加速推进，公司将通过：1) 大企业直销团购的扩张；2) 专卖的数量的增加以及智慧门店 2.0 运营的打造来实现产品体系的搭建，进而实现产品力流量政策一体。

五粮液的数字化转型率先从营销数字化开启，营销数字化二期正加速推进。此前五粮液集团拥有数量庞大的子品牌，导致管理难度十分巨大，传统粗放式的渠道管理导致经销商乱价、窜货、假货等问题层出不穷；17 年起公司与 IBM 合作开启数字化转型之路，后续与阿里巴巴、华为、京东、新浪、浪潮、SAP 等国内外知名科技企业巨头达成战略合作以推进数字化建设，21 年 1218 大会上，公司再次提到营销数字化二期加快推进，基本完成营销数字化管理和服务体系建设，专卖店智慧门店试点运行初见成效，组织保障和系统支撑更加有力，数据赋能营销的成效逐步显现：

1) 营销数字化的深化：数字化重点为构建以消费者为中心的数字化运营体系，即积累用户数据库，同时解决渠道窜货及终端开箱上架率低的问题，因此：① 五粮液在八代五粮液上市时采取“一物一码数字化技术”，实现经销商—终端—消费者的三层扫码机制，用精准营销、防伪、溯源功能和消费者进行直接链接、解决窜货问题、营销问题；② 通过数字化营销思维，导入控盘分利模式（从供应链、渠道、消费者三个维度，精准调控价格盘、货物盘、需求盘三个核心盘以及秩序盘、渠道盘、服务盘三个辅助盘），即通过层层扫码实现对产品流向以及各地库存情况的掌握，从而调整发货节奏以及经销商配额合理性，加强渠道利润管控。截止 20 年，公司数字化架构已搭建完成，五粮液到终端的渠道透明度达到 89.6%，再加上 129 个异常监控模型，公司可以有效改善渠道秩序，并保证批价以及渠道利润持续提升。

2) 创新工具的运用：公司于 20 年将区块链数字酒证与五粮液的实体产品锚定，探索消费、投资、收藏、存储等为一体的数字化消费新模式，提高五粮液的金融属性。长远来看，随着五粮液年份的增加及稀缺性凸显，保真的数字酒证将拥有较大升值空间，而五粮液收藏价值的提升将进一步提升品牌拉力，利于批价实现稳定上移。另外，酒交所的存在也利于保障五粮液业绩的稳定。

3.3.2. 团购/直销多渠道发力，直销渠道占比有望持续提升

20 年疫情后，公司加速团购、直销（新零售、专卖店）等渠道建设步伐：

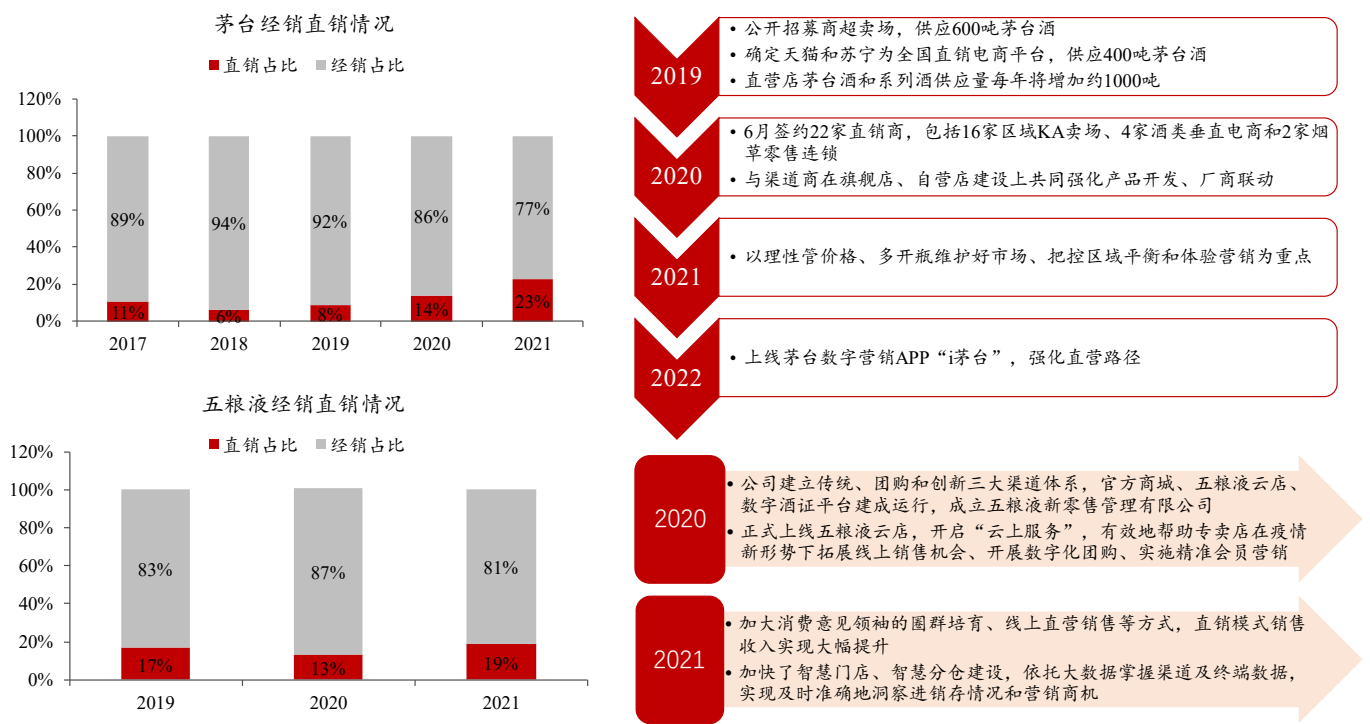
1) 由于团购直销渠道采购量大、客户稳定性强、价格可管控，为公司核心发展方向。20 年 3 月公司提出“加速推进公关团购工作”，并构建“以新零售和企业团购为核心”的新增销售渠道，调整的计划量将投放到新零售和团购渠道，团购销售不占用渠道计划量，团购已成为 20 年渠道增量重要来源—20 年末团购网络覆盖重点企业近 3 万家，其中近 70% 企业实现团购，团购占比达 20%；21 年公司总部建立团购部，每个战区建立团购组织，从组织层面进行变革，当前经销商层面团购业务人员增至接近 300 人，大企业覆盖率达 20%，复购率达 90%，团购占比预计超 20%，公司通过加大圈层营销：1) 公司层面协同战区、经销商进行世界 500 等大型企业开发；2) 各战区牵头，和经销商一起实现区域性企业集团/中小企业客户的攻坚。22H1 在领导层稳定后，公司对团购工作从规划到执行的力度进一步加大，预计真实团购比例将进一步提升；

2) 新零售互联网直销体系建设利于加强线上渠道管控，构建线上宣传窗口。20 年五粮液已成立新零售管理公司，建立了线上渠道的精准营销体系及消费者会员中心，新零售管理公司的成立不仅能加强对线上消费者的精准营销及锁定、加强消费者培育、扩大消费群体的覆盖、挖掘新增长点，同时新零售公司或将通过提升供货价以增厚利润。

3) 专卖店为重要消费者服务窗口，升级智慧门店实现引流。①**专卖店的意义：**专卖店既是公司增量的重要来源，同时也是转向做消费者服务的前沿体验的阵地，其价值不仅在于出货，还有消费者维护（意见领袖 c 段的服务感受是非常重要的）；②**专卖店发展史：**以前传统经销商渠道占 80-90%（50%以上都是大商），且专卖店亦从经销商处拿货，因此管控力较弱；17 年渠道改革之时，公司在引入小商的同时增加专卖店数量，17 年专卖店从 400+ 家增至 1000+ 家；截止 2022Q2 专卖店有 1500 家，预计未来 3 年将增加至 2500+ 家。③**智慧门店项目的建设：**7 月 8 日公告，为将专卖店打造成五粮液品牌文化传播、消费服务体验、终端销售创新的核心阵地，公司拟通过“流量赋能、

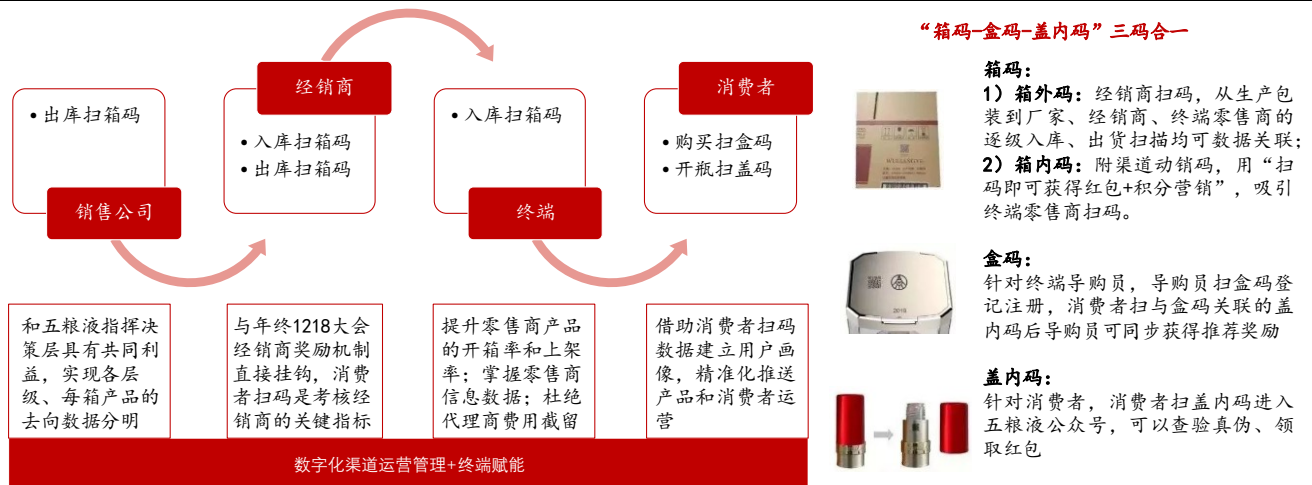
供应链赋能、运营赋能、人才赋能、工具赋能”赋能专卖店，以实现人员管理、货品供应、门店作业数字化及数据运营智能化。董事会同意公司启动智慧门店二期建设项目，预算金额 6362 万元。④当前专卖店正逐步升级智慧门店：当前公司专卖店的打法并非传统意义上的直营专卖店逻辑，很大程度上是针对传统经销商在终端进行的升级，经销商智慧门店系统升级二期正在进行，系统即将把 1500+家专卖店纳入至升级系统，下一步会采取线上&线下&第三方流量的切入，努力提升专卖店层级。另外，针对经典五粮液，坚持在选定 200 家传统专卖店基础上，不轻易开拓经销商客户化运营。⑤总结来看：近年来五粮液通过上线云店、试点智慧门店等为专卖店装配“数字芯”，并将专卖店打造成“智慧+文化”的双驱模式，持续推动专卖店的升级迭代，有助于提升服务效率，满足消费者的多元化需求。

图 34：贵州茅台直销收入占比变化一览/五粮液传统渠道收入占比一览



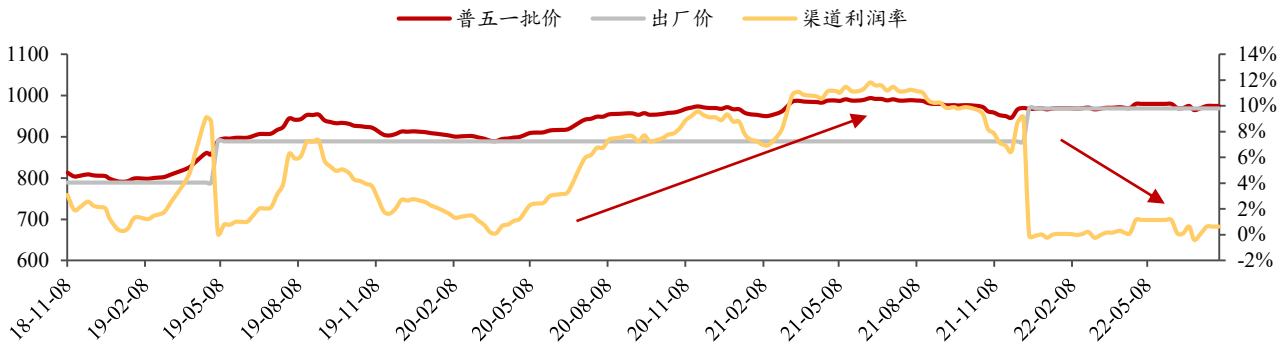
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 35：“一物一码”扫码机制及数字化运营管理



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：五粮液渠道利润率有望改善



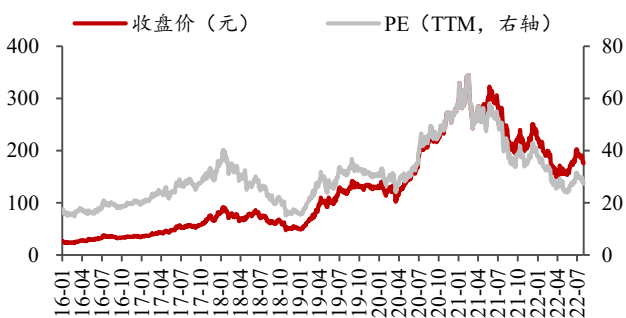
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 展望未来/估值分析：强 α 为量价提升奠定基础，估值中枢有望进一步上移

当前估值仅 26 倍倒挂高端酒属性。纵向来看，A 股可比公司白酒按我们此前所预测的 22/23/24 年 PE 均值来算分别为 33X/26X/21X，其中同属高端酒序列的贵州茅台 22/23/24 年 PE 分别为 39X/33X/28X；泸州老窖 22/23/24 年 PE 分别为 37X/27X/22X，据我们测算，五粮液 22/23/24 年 EPS 分别为 6.9/8.2/10.0 元/股，当前股价对应 PE 应为 26X/22X/18X，当前仅 26 倍的估值远低于具备高端属性酒企水平。

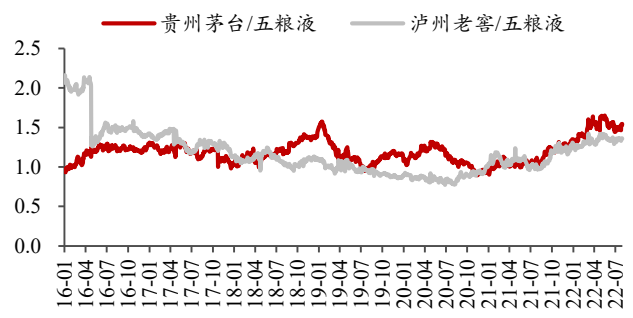
我们认为公司即将开启新高质量经营周期，未来业绩兼具成长&确定性及改革标杆地位有望推动估值中枢继续抬升。1) 前几年五粮液受三公消费政策出台、外部经济环境变动、产品量价节奏把控性偏弱等因素影响，估值波动幅度较大；目前五粮液主要消费群体稳定（政务消费占比偏低）、量价节奏趋势向好、高端产品加速布局叠加团购占比稳步提升、内部治理不断完善，预计 24 年公司收入有望达到十四五目标（突破千亿收入），业绩确定性强&成长性强或将削弱五粮液周期性；2) 考虑到五粮液或将成为酒企改革标杆、外资不断加大 A 股优质标的的布局，当前估值显著低于高端酒平均水平的五粮液估值中枢仍有较大抬升空间；

图 37：16 年至今五粮液估值/股价变化一览表



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 38：16 年至今五粮液相较于贵州茅台/泸州老窖估值比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 15：横向来看，五粮液估值相较于可比上市公司具性价比

日期	2022/8/4	收盘价	总市值	EPS	市盈率	EPS			PE		
						2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	1916.0	24068.9	45.9	41.8	49.8	58.4	67.9	38.5	32.8	28.2
000568.SZ	泸州老窖	225.8	3322.9	5.9	38.4	6.8	8.5	10.5	33.1	26.5	21.6
002304.SZ	洋河股份	169.3	2550.7	5.7	29.6	6.4	7.8	9.2	26.5	21.8	18.3
600809.SH	山西汾酒	273.8	3340.6	5.6	48.8	6.4	8.5	10.9	42.7	32.3	25.2
000799.SZ	酒鬼酒	149.4	485.4	3.5	42.3	4.2	5.7	7.3	35.3	26.1	20.5
600702.SH	舍得酒业	166.0	551.2	4.4	37.4	5.5	7.5	9.8	30.1	22.1	17.0
600779.SH	水井坊	70.2	342.7	2.4	28.8	2.8	3.5	4.3	24.7	19.8	16.3
平均值									33.0	25.9	21.0
000858.SZ	五粮液	176.8	6861.9	6.4	27.6	6.9	8.2	10.0	25.5	21.5	17.8

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 风险提示

- 1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；
- 2、八代五粮液批价上涨不及预期；
- 3、消费升级速度不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	96627	100385	121550	145817
现金	63239	60953	76731	96156
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	14778	20730	23963	26100
其它应收款	33	41	49	54
预付账款	232	297	323	356
存货	13680	16323	17968	20077
其他	4665	2040	2515	3074
非流动资产	9770	18174	17290	16337
金额资产类	0	1	1	0
长期投资	1022	935	959	972
固定资产	6108	15156	14322	13455
无形资产	410	397	384	369
在建工程	811	649	519	415
其他	1419	1037	1105	1125
资产总计	106397	118559	138840	162154
流动负债	30035	28978	33505	38346
短期借款	0	0	0	0
应付款项	3677	5088	5298	5869
预收账款	12531	11021	13761	16692
其他	13827	12870	14447	15786
非流动负债	266	271	268	269
长期借款	0	0	0	0
其他	266	271	268	269
负债合计	30301	29250	33774	38615
少数股东权益	1805	2791	3979	5361
归属母公司股东权	74291	86519	101087	118178
负债和股东权益	106397	118559	138840	162154
现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	23112	14051	24858	29780
净利润	18235	21753	26237	30506
折旧摊销	490	761	1039	1044
财务费用	(1431)	(1331)	(1483)	(1697)
投资损失	(93)	(95)	(98)	(101)
营运资金变动	7347	(4784)	866	2150
其它	(1437)	(2252)	(1703)	(2123)
投资活动现金流	(1616)	(9128)	(82)	(18)
资本支出	(1307)	(9574)	(2)	(2)
长期投资	(101)	86	(24)	(13)
其他	(208)	359	(57)	(4)
筹资活动现金流	(7252)	(7208)	(8998)	(10336)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(7252)	(7208)	(8998)	(10336)
现金净增加额	14244	(2285)	15778	19425

利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	66209	74319	85885	101606
营业成本	16319	16650	18219	20322
营业税金及附加	9790	10989	12699	15024
营业费用	6504	6912	7987	9653
管理费用	2900	4088	4552	5182
研发费用	177	199	230	272
财务费用	(1732)	(1677)	(1932)	(2216)
资产减值损失	(8)	(10)	(14)	(14)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	97	100	103	106
其他经营收益	214	220	227	234
营业利润	32570	37489	44474	53724
营业外收支	(102)	(105)	(108)	(111)
利润总额	32468	37384	44366	53612
所得税	7943	9146	10854	13116
净利润	24525	28239	33512	40497
少数股东损益	1130	1302	1545	1867
归属母公司净利润	23395	26937	31967	38630
EBITDA	31756	36854	43931	52869
EPS (最新摊薄)	6.0	6.9	8.2	10.0
主要财务比率				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	15.5%	12.2%	15.6%	18.3%
营业利润增长率	16.9%	15.1%	18.6%	20.8%
归属于母公司净利润	17.1%	15.1%	18.7%	20.8%
获利能力				
毛利率	75.4%	77.6%	78.8%	80.0%
净利率	37.0%	38.0%	39.0%	39.9%
ROE	24.7%	24.2%	24.1%	24.4%
ROIC	23.6%	23.2%	23.3%	23.6%
偿债能力				
资产负债率	25.2%	22.0%	19.1%	18.2%
净负债比率	1.1%	0.4%	0.5%	0.6%
流动比率	3.6	4.0	4.7	5.0
速动比率	3.2	3.5	4.2	4.6
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1252.9	861.2	864.7	976.6
应付账款周转率	3.7	3.4	3.8	3.7
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	6.0	6.9	8.2	10.0
每股经营现金流(最)	6.9	6.5	7.0	9.2
每股净资产(最新摊)	25.5	30.3	35.8	42.6
估值比率				
P/E	29.3	25.5	21.5	17.8
P/B	6.9	5.8	4.9	4.1
EV/EBITDA	24.7	16.3	13.2	10.6

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>