

后千亿时代稳中求进，营销改革稳步深入

事件

公司召开 1218 经销商大会，总结 2019 重点工作并披露 2020 规划。

2019 年集团达成千亿目标，股份公司收入规模超 500 亿；公司营销改革、数字化改革稳步推进，2019 年完成组织架构改革和数字化系统上线，2020 年数字化营销将全面落地，数据赋能提升营销过程管理水平，支撑公司高质量、可持续发展。

简评

2019 年圆满收官。营销组织、数字化改革、品牌体系各项改革取得良好成效，全年收入圆满完成目标，集团超千亿、股份公司预计超 500 亿元。

经营上公司重点改革在于三方面：1) 营销组织上，主品牌方面完成机构扁平化，原 7 大战区转变为 21 营销战区、60 基地，系列酒方面成立品牌事业部完成对系列酒、果酒、保健酒的整合；2) 数字化初试，全面上线扫码系统；3) 品牌体系上，主品牌方面顺利完成八代五粮液替换，系列酒方面继续产品品牌清理。

这些改革有效提升公司营销渠道掌控力，帮助核心产品普五批价提升、从年初 800 左右上升至当前 910-930 以上；同时数字化系统落地，公司从数据层面掌握渠道及经销商实际动销和运营能力，当前库存水平较低（10%以下）、低于行业平均 20~30% 水平。

2020 年深化改革。数字化营销变革全面落地，品牌战略持续。

在 2019 年组织变革（扁平化）、数字化落地（扫码系统上线）基础上，公司将推动数据深度运营，通过深入分析渠道及终端数据，实现：1) 强化战区细化管理能力，推动营销与组织流程再造，总部层面调控均衡、战区层面掌控商家动销数据；2) 优化商家结构，传统经销商不增量、加强扶持团购客户，重点扶持能力型服务型经销商、实现商家额度与能力匹配；3) 数据与员工、渠道考核 KPI 挂钩，2019 年公司对经销商的奖励已体现出数字化、量化的趋势，公司通报奖励 2006 名经销商，并披露 2020 年针对主品牌、系列酒品牌的自营品牌和总经销品牌相应的奖励条款，增加定量考核、弱化定性考核。

另外，产品品牌方面，公司将进一步完善品牌体系，2020 年预计将推出超高端产品 501 明池清池、新品 80 版经典五粮和 39 度五

五粮液(000858)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

执业证书编号：S1440518060003

吕睿亮

lvruiling@csc.com.cn

15116991864

执业证书编号：S1440519020001

发布日期：2019 年 12 月 23 日

当前股价：129.10 元

目标股价：166.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.13/-2.37	6.55/6.99	180.56/166.1

12 月最高/最低价 (元) 143.1/47.49

总股本 (万股) 388,160.8

流通 A 股 (万股) 379,577.09

总市值 (亿元) 5,082.97

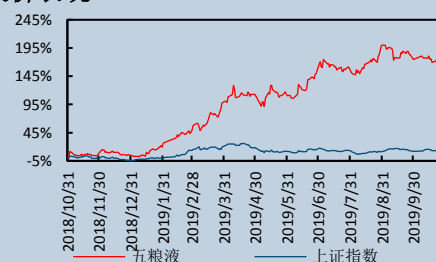
流通市值 (亿元) 4,970.56

近 3 月日均成交量 (万) 2,783.28

主要股东

宜宾市国有资产经营有限公司 35.21%

股价表现



相关研究报告

- 19.09.11 【中信建投食品饮料】五粮液(000858): 五粮浓香再出发，品牌价值待回归
- 19.09.02 【中信建投饮料制造】五粮液(000858): 改革加速显成效，未来潜力将释放

粮液。

数字化营销变革全面落地后，有助于帮助公司提升营销过程管理水平，切中当前批价管理要点，支撑产品批价稳步健康提升。

2020 年增长目标理性，工作重心在增长质量，利于品牌价值回归和公司长远发展。

公司披露 2020 年规划核心产品实现销量增长 5~8% 以上，收入增长双位数以上。可见公司明确来年工作重心在于维护批价稳定回升，量和规模目标相对理性，高质量发展的战略持续推进，有利于中长期品牌价值回归和公司长远发展。

行业结构性繁荣持续，公司后千亿时代稳中求进，改革红利释放增长空间可期。

在消费升级和龙头企业集中度提升的驱动下，白酒行业结构性繁荣预计仍将持续，高端白酒周期性有所弱化，高端白酒龙头企业优势持续扩大，仍然面临结构性发展机遇。

公司 2019 年预计实现集团公司规模千亿、股份公司规模超 500 亿，后千亿时代，公司采取“稳中求进”策略，持续深化改革，强化管控，改革红利有望持续释放：（1）产品方面，主品牌和系列酒品牌确立战略方向并稳步推进，主品牌方面，中坚力量八代五粮液顺利换代，明年将推出超高端产品 501 明池、清池，同时推出 80 版经典五粮液、39 度五粮液等拱卫核心产品，产品体系、价格带占位逐步丰富；（2）渠道方面，核心产品普五批价稳健上升，渠道信心显著增强，随着数字化赋能逐步推进，公司渠道管理水平有望继续提升，品牌价值预计激发渠道活力，改革红利释放可期。

盈利预测与投资建议

维持盈利预测，预计公司 2019~2021 年收入分别为 505.7、601.3、686.7 亿元，同比增长 26.3%、18.9%、14.2%；净利润分别为 179.1、2116.3、247.9 亿元，同比增长 33.8%、20.8%、14.6%；对应 EPS 分别为 4.61、5.57、6.39 元。公司最新股价 129.10 元，对应 2019~2021 年动态 PE 分别为 28.0、23.2、20.2 倍。

维持目标价 166 元，对应 2020 年动态 PE 约 29.8 倍。

风险提示：高端酒价格大幅波动、改革进展不及预期。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	40,030.2	50,569.1	60,131.6	68,666.7
营业收入增长率	32.6%	26.3%	18.9%	14.2%
EBITDA（百万）	18,106.0	24,185.0	29,248.2	33,440.7
EBITDA 增长率	40.4%	33.6%	20.9%	14.3%
净利润（百万）	13,384.2	17,909.5	21,631.9	24,789.0
净利润增长率	38.4%	33.8%	20.8%	14.6%
ROE	21.1%	24.7%	26.0%	25.9%
EPS（元）	3.45	4.61	5.57	6.39
P/E	38.0	28.0	23.2	20.2
P/B	8.0	7.0	6.1	5.3
EV/EBITDA	25.4	18.9	15.3	13.1

附录：1218 经销商大会概要

一、曾从钦讲话要点

职务：五粮液集团公司总经理、股份公司董事长

1、工作回顾：

19 年是公司二次创业、冲刺千亿的关键一年：跨越 1000 亿台阶、连续递增 100 亿、价格突破 1000 元、股价站稳 100 元、利润总额四川第一

（1）品牌力进一步提升：加强文化建设、加大品牌推广（冠名重大会议、节目）、加速 IP 打造：亚洲品牌 500 强位居 40 位，提升 8 位等；

（2）产品力进一步提升：五粮液升级换代（第八代包装、口味、品质提升）、系列酒结构优化（“4+4”）、生产过程可溯源；

（3）渠道力进一步提升：完善传统渠道、拓展新型渠道、规范市场秩序；

（4）数字化转型带动执行力进一步提升：组织执行力提升、团队作战力提升、市场反应力提升

2、2020 年市场营销总体思路

坚持稳中求进基调，进一步深化补短板、拉长板、升级新动能，以价格稳定提升为核心，强化品质、强化管控、强化数字化转型。

3、2020 年工作主要任务

（1）坚持三个升级：品牌/产品（打造不同价格带的产品矩阵；品质方面抓紧对于品质的管控）/渠道升级（优化经销商结构、提升经销商执行力、继续与主流电商平台合作，加强对于互联网渠道的把控）；

（2）坚持三个聚焦：聚焦体验营销创新升级、聚焦意见领袖深度培育、聚焦核心资源精准投放；

（3）坚持三个提升：提升数字化能力、提升业务协同能力、提升公关营销能力；

（4）坚持三个优化：优化培训机制、优化督导机制、优化考核机制（以真实贡献为考核基调）

二、李曙光讲话要点

职务：五粮液集团公司党委书记、董事长

1、19 年回顾

稳中有进的新发展：集团跨越千亿、股份公司突破 500 亿

2、阶段性成效与问题

营销组织变革/营销数字化管理系统/五商供应链公司（加强对于 KA/电商渠道的统一管理）/升级产品结构（8 代五粮液产品迭代，主产品“1+3”，系列酒“4+4”，总体提升稳定了五粮液的价盘）。

但是营销体系改革尚未到位：组织/团队/文化/系统数字化改革尚未到位、费用核销流程慢。

3、形势研判

稳中向好、长期向好；结构性繁荣的长周期；优势品牌、优势企业、优势产区大趋势未发生根本改变。

4、2020 年工作总基调

坚持稳中求进基调；进一步深化补短板、拉长板、升级新动能；以价格稳定提升为核心；强化品质、强化管控、强化数字化转型。

5、具体思路

- (1) 品牌建设是我们企业工作的核心；
- (2) 坚持品质至上是五粮液高质量发展的制胜法宝（新增 12 万吨纯粮固态发酵建设、新增 30 万吨陶坛储存库、35 万吨成品酒库；产能 22 万吨，储酒能力 100 万吨）；
- (3) 持续推进产品结构升级（“1+3”主品牌：8 代、501、80 版五粮液（进一步升级）、39 度五粮液；系列酒“4+4”）；
- (4) 尽快补强计划、配额和发运的短板（产品投放按月打款、按月发货，计划量与经销商能力相匹配；加大对于企业团购渠道的投放量；发运方面提升物流配送的准确性、及时性，推动总仓-经销商-终端的转变，优化分仓布局）；
- (5) 建立五粮液“预算-授权-费控-稽查”市场费用管控体系；6.坚定不移的持续推进数字化转型；7.深化控盘分利。

图表1： 五粮液深化控盘分利



资料来源：中信建投证券研究发展部

三、邹涛讲话要点

职务：五粮液集团副董事长、股份公司常务副总经理

通报表彰优秀运营商、通报 2020 年基础市场支持政策。

1、奖项设置上保持了稳定性并增设贡献奖

针对年度销售额大、合同履约率高、第七代经典五粮液和第七代收藏版经典五粮液收储金额大、系列酒品牌清退后仍在继续合作的商家，新设立了“贡献奖”酱香，并根据运营商的贡献度，设置了“特别贡献奖”、“突出贡献奖”、“优秀贡献奖”

2、商家评比上突出以定量为主定性为辅

图表2： 五粮液品牌经销商“星级奖”评比标准及奖励标准

商家类型	定量指标（权重占比 90%）				定性指标（权重占比 10%）		
运营商	2019 年销售额总分值（权重 65%）	经销商扫码出货率分值（权重 5%）	优质终端数量分值（权重 15%）	经销商终端复购率分值（权重 10%）	经销商工作配合度（权重 60%）	品牌建设（权重 20%）	价格和市场秩序管理（权重 20%）
专卖店	2019 年销售额总分值（权重 67%）	第七代收藏版经典五粮液打款分值（权重 6%）	专属产品销、高端高价酒及系列酒销售额分值（权重 19%）	专卖店扫码出货率分值（权重 3%）	门店位置及形象（权重 30%）	团购能力及品牌推广能力（权重 40%）	活动政策执行及配合（权重 30%）

资料来源：中信建投证券研究发展部

3、奖励兼顾大多数突出贡献度

（1）奖项设置及获奖家次

星级奖：774 家次、同比增长 36%；

单项奖：1112 家次，同比增长 121%；

贡献奖：120 家次，获奖总数比去年增加 868 家，增长 76%。

（2）奖励金额

星级奖，最高奖励 85 万元；

贡献奖，最高奖励 500 万元。

（3）特别说明

同时经营五粮液品牌和浓香系列酒品牌的经销商可重复获评“星级奖”、“单项奖”、“贡献奖”；

“星级奖”、“单项奖”、“贡献奖”这三大类奖项内不重复评，就高不就低；

浓香系列酒品牌运营商经营多品牌的同一商家或属于同一实际控制人的不同公司，可合并或拆分计算，以最大化经销商激励。

4、19 年五粮液浓香系列酒公司品牌运营商市场支持政策（主品牌没有，仅系列酒才有）

基础市场坚持“向自营品牌聚焦、向优势品牌聚焦、向中高价位聚焦”原则和“做强自营品牌、做大区域品牌、做优总经销品牌”的思路，激励自营品牌运营商提高合同履约率、做大销售份额，同时激励总经销品牌运营商加强市场拓展、品牌打造、提高品牌均价、跨越亿元销额台阶。

(1) 自营品牌运营商市场支持政策：按销售完成额及合同履约率两个指标进行支持。

销售完成额：

200~1000 万的运营商，给予其 2019 年销售额 2.5%的基础市场支持；

1000~2000 万的运营商，给予其 2019 年销售额 3%的基础市场支持；

2000~5000 万的运营商，给予其 2019 年销售额 3.5%的基础市场支持；

5000 万~1 亿的运营商，给予其 2019 年销售额 4%的基础市场支持；

1 亿元及以上的运营商，给予其 2019 年销售额 4.5%的基础市场支持。

合同履约率：

60~70%，奖励标准按 50%折扣计算；

70~80%，奖励标准按 60%折扣计算；

80~90%，奖励标准按 70%折扣计算；

90~100%，奖励标准按 85%折扣计算；

100%以上，奖励标准按 100%折扣计算；

(2) 总经销品牌运营支持政策：以销售完成额为基础，受合同履约率调整因子、产品均价调整值因子、商标所有权调整值影响。

销售额在 4000 万~1 亿元（小于）的运营商，给予其 2019 年销售额 2.5%的基础市场支持；

销售额在 1 亿~2 亿元（小于）的运营商，给予其 2019 年销售额 4%的基础市场支持；

销售额在 2 亿~3 亿元（小于）的运营商，给予其 2019 年销售额 4.3%的基础市场支持；

销售额在 3 亿~4 亿元（小于）的运营商，给予其 2019 年销售额 4.6%的基础市场支持；

销售额在 4 亿~5 亿元（小于）的运营商，给予其 2019 年销售额 5%的基础市场支持；

销售额在 5 亿元的运营商，给予其 2019 年销售额 5.5%的基础市场支持。

图表3： 五粮浓香系列酒品牌经销商“星级奖”评比标准

奖项名称	获奖条件
六星级运营商	1、认可五粮液企业及品牌文化、配合公司运营管理 2、评比指标 (1) 自营品牌：年度销售额 ≥ 10000 万元，合同履约率 $\geq 100\%$ 或合同履约率 $\geq 80\%$ 且销售额同比增长 (2) 总经销品牌：年度销售额 ≥ 20000 万元且合同履约率 $\geq 80\%$
五星级运营商	1、认可五粮液企业及品牌文化、配合公司运营管理 2、评比指标 (1) 自营品牌：10000>年度销售额 ≥ 5000 万元，合同履约率 $\geq 100\%$ 或合同履约率 $\geq 80\%$ 且销售额同比增长 (2) 总经销品牌：20000>年度销售额 ≥ 10000 万元且合同履约率 $\geq 80\%$
四星级运营商	1、认可五粮液企业及品牌文化、配合公司运营管理 (1) 自营品牌：5000>年度销售额 ≥ 1500 万元，合同履约率 $\geq 100\%$ 或合同履约率 $\geq 80\%$ 且销售额同比增长

奖项名称

获奖条件

(2) 总经销品牌: 10000>年度销售额≥4000 万元且合同履约率≥80%

资料来源: 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

安雅泽：执业证书编号：S1440518060003，食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士，从事食品饮料行业研究多年，2017 年新财富入围团队核心成员，2018 年 5 月加入中信建投证券研究发展部。擅长从产业角度深入研究行业，专家资源丰富，研究务实深入。

吕睿竞：执业资格证书 S1440519020001，北京大学经济学硕士，2018 年 9 月加入中信建投证券，曾就职于安信证券、埃森哲咨询。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师惠 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
金婷 jinting@csc.com.cn
夏一然 xiayiran@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859