

五粮液 (000858)

报告日期: 2020年12月01日

育新机开新局, 改革红利加速释放

——五粮液更新报告

✎ 分析师: 邱冠华 执业证书编号: S1230520010003
☎ 联系人: 杨骥、张潇倩
✉ yangji@stocke.com.cn; zhangxiaolian@stocke.com.cn

报告导读

五粮液将进入改革红利加速释放期, 经营将进入正循环通道。业绩兼备高确定性&成长性及改革标杆地位均有望推动估值中枢进一步上移。

投资要点

□ 回顾过去: 根本问题得到解决, 改革红利逐步释放

2017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, 改革红利开始释放。

□ 复盘 2020: 多维度改革层层深化, 量价齐升符合预期

今年五粮液量价调整措施与历次计划量调整相比, 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, 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, 双节五粮液批价能在放量的同时稳定在960元以上显示公司量价节奏已走稳, 渠道信心普遍高增或将进一步支撑批价稳中向好趋势, 为五粮液进入加速红利释放期奠定坚实基础。

□ 展望未来: 将享业绩高确定性&成长性、改革标杆地位双重估值溢价

区别于市场认为五粮液已进入红利加速释放期的观点, 我们认为2017-2020年为改革基础期, 接下去两年才是措施真正产生协同效用、红利迅速释放时期。千元价位带的持续扩容保证了量价提升空间, 预计批价提升幅度及产品高端化速度均或超市场预期, 同时多措并举下渠道利润的增厚为经营实现正循环奠定基础。我们认为未来五粮液业绩兼备高确定性&成长性及改革标杆地位将推动估值中枢进一步上移。

□ 盈利预测及估值

预计2020~2022年公司收入增速为15.4%、17.4%、14.7%; 净利润增速为19.3%、20.6%、16.3%; EPS分别为5.4、6.5、7.5元/股。目前对应2021年估值40倍。考虑到公司全年有望量价齐升, 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)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	50118	57854	67894	77855
(+/-)	25.2%	15.4%	17.4%	14.7%
净利润	17409	20768	25048	29124
(+/-)	30.1%	19.3%	20.6%	16.3%
每股收益(元)	4.5	5.4	6.5	7.5
P/E	57.5	48.2	40.0	34.4

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥257.99

单季度业绩

元/股

4Q/2019

1.25

1Q/2020

1.98

2Q/2020

0.81

3Q/2020

0.95



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

《五粮液三季报业绩点评报告: 业绩连续双位数增长, 改革推动高质量发展》(20201030)

《白酒行业专题报告: 批价、动销为中秋国庆旺季核心观测指标》(20200910)

《五粮液中报业绩点评报告: 稳中求进、行稳致远》(20200827)

《五粮液: 计划量调整政策出台, 量价有望持续上行》(20200630)

《五粮液: “二次创业” 结硕果, 纵深改革上层楼》(20200512)

报告撰写人: 邱冠华

联系人: 杨骥、张潇倩

正文目录

1. 回顾过去：根本问题得到解决，二次创业改革红利逐步释放	3
1.1. 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	3
1.2. 经营层面及资本回报层面公司均表现优秀	6
2. 复盘 2020：多维度改革层层深化，量价齐升符合预期	6
3. 展望未来：将享业绩高确定性&成长性、改革标杆地位双重估值溢价	9
3.1. 五粮液量价上升空间充足，批价涨幅或超市场预期	9
3.2. 渠道利润得到显著增厚，经营将进入正循环发展通道	10
3.3. 兼备确定性及高成长性，估值中枢有望进一步上移	10
4. 风险提示	11

图表目录

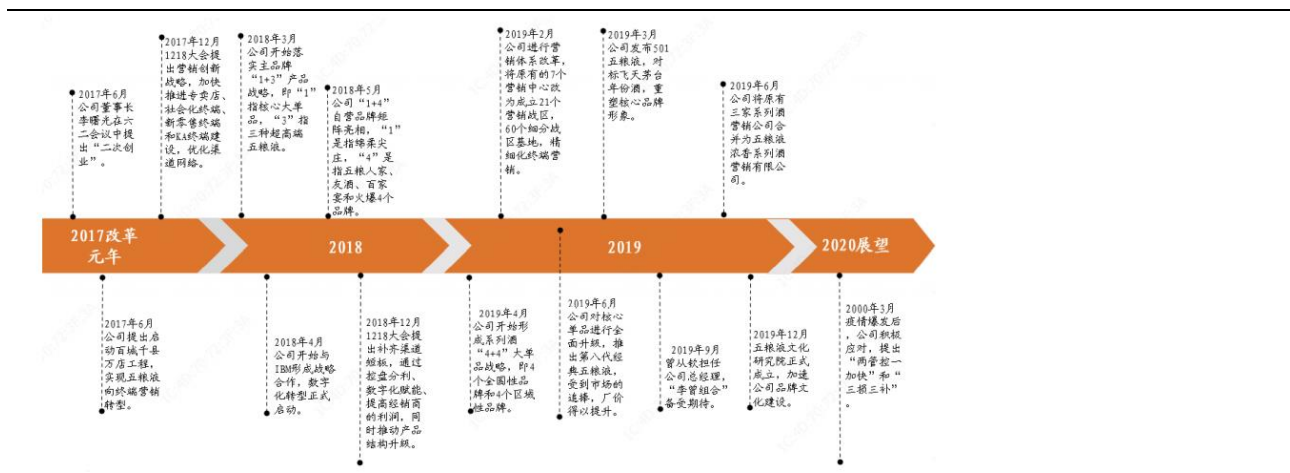
图 1：五粮液改革大事记	3
图 2：五粮液批价情况一览	4
图 3：五粮液大商制与渠道改革方向	4
图 4：五粮液分盘控利模式	4
图 5：五粮液定增具体情况	4
图 6：五粮液“4+4”产品结构	5
图 7：五粮液系列酒吨价	5
图 8：五粮液 2019 年各主要产品销量情况	5
图 9：2019 年五粮液八代上市与七代，收藏版价格联动策略	5
图 10：五商公司经销商持股情况	5
图 11：公司将原有的 7 个营销中心改为成立 21 个营销战区	5
图 12：五粮液市值变化情况一览	6
图 13：近三年的五粮液股价收益率居前（%）	6
图 14：年初至今五粮液业绩增速及投资回报率均位居行业前列	8
图 15：6 月五粮液调量政策具体措施及影响分析	8
图 16：五粮液与贵州茅台批价差不断拉开	9
图 17：五粮液经营将进入正循环发展通道	10
图 18：五粮液渠道利润率得到改善	10
图 19：经典五粮液上市	11
图 20：主要酒企估值情况一览	11
表附录：三大报表预测值	12

1. 回顾过去：根本问题得到解决，二次创业改革红利逐步释放

1.1. 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

2017 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，2017 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。今年以来公司提出加强计划、渠道、结构“三个优化”，加快机制、团队、营销“三个转型”，全面提升五粮液市场应对水平和组织应对能力，二次创业有望再上台阶。

图 1：五粮液改革大事记



资料来源：浙商证券研究所整理

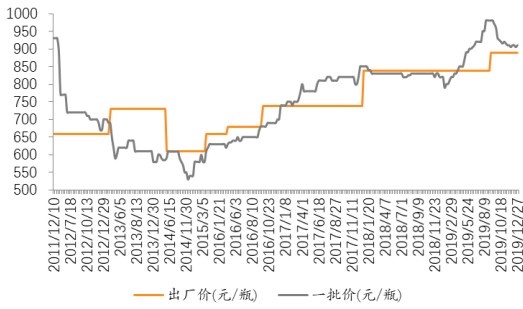
具体来看，2017-2019 年组织架构变革（新管理层的搭建成型、系列酒销售公司整合）及混改绑定各方利益为公司的改革成功奠定了基础：产品方面，公司工作围绕“三性一度”方针开展（确保五粮液的纯正性、一致性、等级性，提高品牌辨识度），并坚持五粮液“1+3”战略、系列酒“4+4”战略，五粮液主品牌通过换代升级以进一步聚焦主品牌、理顺价格体系，解决了渠道利润偏低、批价倒挂等核心问题，而系列酒则通过瘦身以解决过度消耗主品牌价值的问题，另外，在控盘分利等渠道政策辅助下，低度五粮液及 1618 批价亦实现上升，而超高端五粮液的推出则进一步拉高品牌价值；营销渠道方面，公司拉长版补短板，营销渠道改革举措密集落地，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。

【2017 年——改革伊始年】李曙光董事长于 2017 年 3 月上任，拉开了五粮液二次创业序幕

渠道方面：公司提出“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；

产品方面：在 2016 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 2017 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；

图 2：五粮液批价情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：五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
模式梳理	渠道基本由大经销商控制，酒企提供战略方向，大商负责具体运营	增加经销商数量
渠道掌控力度	渠道大商主导，渠道各类信息对酒企不透明，管理难度较大，容易发生窜货	渠道扁平化，下沉终端，减少区域窜货
渠道投入	渠道建设投入较少	加大渠道投入
渠道利润	大商自行调整销售策略，依靠价差获利，渠道利润相对丰厚	淡季控量保价，聚焦提升批价，增厚渠道利润
优势	从 0-1 过程中放量迅速，渠道积极性较高，经销商长期粘性较强	
劣势	大商主导或产生渠道混乱	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

【2018 年——内部调整年】新一届领导班子改革思路清晰，团队从上而下得到全方位提升

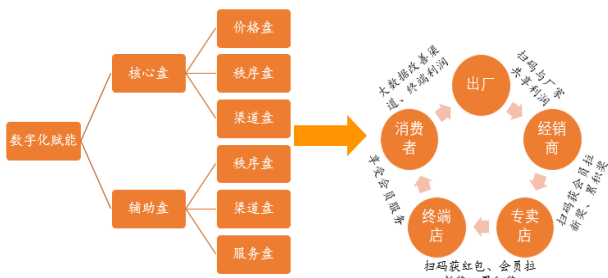
管理方面：2018 年公司搭建了内部管理层，其中邹涛出任集团副董事长、股份公司副总经理，五粮液新一届领导班子具备战略思维，改革思路清晰，政策落地，团队各方面能力自上而下获得全方位提升。另外，公司启动内部公开招聘、提升员工福利薪酬、完善生产端考核模式，公司优质酒出酒率大大提升。

产品方面：公司逐步形成主品牌“1+3”产品战略。

营销渠道方面：2018 年初起公司与 IBM 形成战略合作，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；2019 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”是指管控量盘和价盘，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 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）。

激励方面：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；15 年定增方案推出，18 年发行完成，至此管理层、员工、经销商等各方利益得到进一步绑定，本轮定增的发行行为改革的落地奠定基础。

图 4：五粮液分盘控制模式



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：五粮液定增具体情况

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	1,941	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	-	18.5	8,564	2.2%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

【2019 年：营销改革年】公司实现了总部横向专业化、区域纵向扁平化

管理方面：2019 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。

营销渠道方面：1) 2019 年 2 月，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，维护好市场次序，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；2) 2019年6月，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浓香系列酒营销有限公司（邹涛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；3) 在五粮液主导下众筹成立五商供应链公司，加强了对KA渠道的统一管理。同时，公司加强了专卖店建设管理和电商渠道的统一管理；4) 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；5) 公司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。

产品方面：2019年五粮液公司坚持“三性一度”和“三个聚焦”原则，对产品结构升级进行了升级，实现了八代经典五粮液的成功迭代，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，进一步规范了产品开发，大力开展了对透支五粮液品牌价值的产品的清理整顿。我们认为，从2020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。

图 6：五粮液“4+4”产品结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：五粮液系列酒吨价



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：五粮液 2019 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 9：2019 年五粮液八代上市与七代，收藏版价格联动策略



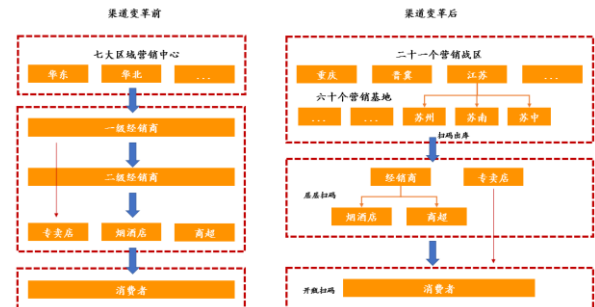
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：五商公司经销商持股情况

上海浩深贸易	上海茅五创意	新疆五粮液系列酒专销
武汉友道食品商业	江苏苏糖糖业食品	人人乐投资 (深圳)
深圳市沙头角商业外贸	江苏省苏食酒业	上海好来糖业烟酒
北京糖业烟酒集团	上海普湘商贸发展	辽宁鑫地美民实业
辽宁津泰源投资发展	重庆糖酒	陕西省军区军人服务社
湖北人人大大经贸	步步高商业连锁股份	武汉市洪兴糖酒商贸
西藏中糖德和经贸	宜宾国泰供应链管理股份	山东怡美里供应链管理
青岛鑫信成达糖酒副食品	成都五商供应链管理	浙商糖酒集团
河南盛林商贸	上海理强恒申糖酒集团配销	大连川连国际商贸
河南省副食品	天津市裕隆达商贸	苏州苏糖名酒销售
辽宁润峰达贸易	广州龙程酒业	杭州广新酒类销售

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：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

【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】

本轮改革以来，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 2019 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。

【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。

1.2. 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；

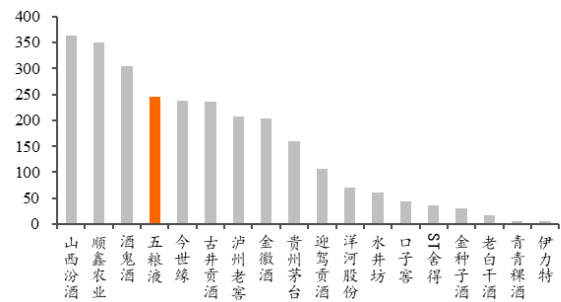
资本回报层面来看——公司市值三年增长 6 倍（从 2017 年的 1000 多亿提升至 2019 年的 6000 多亿），同时股价提升幅度达 308%，绝对及相对收益均表现优秀。

图 12：五粮液市值变化情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：近三年的五粮液股价收益率居前 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 复盘 2020：多维度改革层层深化，量价齐升符合预期

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打开。回顾今年，我们认为今年的调整与历次计划量调整相比，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，今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) 渠道方面: 面对疫情, 公司提出“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; 6月以来公司在持续落实“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, 预计团购渠道占比将超20%。渠道的优化为价升奠定基础;

2) 产品方面: 受益于吨价提升显著(提价红利叠加渠道优化), 五粮液前三季度利润同比增长16%。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, 目前批价稳定在980-1000元左右;
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 普五以上高端酒: 近期推出的主攻意见领袖的2000+价位五粮液—“经典五粮液”也将是五粮液“1+3”产品战略的重要抓手, 未来超高端五粮液将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, 今年已陆续在上海、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, 弥补了今年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, 销售口径11月25日扎帐, 预计能完成全年销量5%—8%的目标;

3) 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;

4) 消费者培育方面: 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:
① 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;
② 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;
③ 通过讲好公司品牌文化故事、积极进行事件广告推广、利用新媒体等方式加快核心消费者培育进度。

5) 批价及业绩方面:
① 批价: 在疫情爆发之初, 消费场景消失使得公司批价下降至900元以下, 五粮液通过精准施策(提出加强市场调研与分析、加强计划配额优化、加快市场费用核报、及时兑现终端积分奖励和切实加强客户服务共5项措施), 营销战区进一步加强市场精细化管理, 批价逐步回暖; 二季度公司坚持“两管控一加快”, 并推出调整配额、加大团购占比等举措, 在数字化系统加持下, 公司批价已回升至980-1000元左右, 团购价已超千元, 经销商所赚利润亦已达近100元/瓶;
② 业绩: 五粮液2020Q1-3营业收入及净利润分别同比增长14.53%、15.96%, 五粮液受益于提价红利持续释放叠加渠道结构持续优化, 吨价预计实现近10%的增幅, 出货预计超2万吨。2020Q3公司营业收入及净利润分别同比增长17.83%、15.03%, 毛利率较去年同期提升0.71个百分点至74.51%, 预计三季度公司销量及吨价均实现小幅提升(预计2020Q3发货量同比增长15%左右);

图 14：年初至今五粮液业绩增速及投资回报率均位居行业前列

排序	酒企	前三季度营业收入同比增速(%)	排序	酒企	前三季度归母净利润同比增速(%)	排序	酒企	年初至今区间涨跌幅(%)	排序	酒企	当前总市值(亿元)	排序	酒企	PE(年初)	排序	酒企	PE(11.30)
1	酒鬼酒	16.5	1	酒鬼酒	79.8	1	金徽酒	210.0	1	贵州茅台	21530.1	1	金种子酒	143.0	1	顺鑫农业	81.5
2	五粮液	14.5	2	山西汾酒	43.8	2	酒鬼酒	198.6	2	五粮液	9859.3	2	青青稞酒	99.8	2	金徽酒	79.0
3	山西汾酒	13.1	3	泸州老窖	26.9	3	山西汾酒	170.1	3	泸州老窖	2685.3	3	酒鬼酒	47.4	3	酒鬼酒	77.6
4	顺鑫农业	12.3	4	五粮液	16.0	4	泸州老窖	114.2	4	洋河股份	2682.4	4	顺鑫农业	44.8	4	山西汾酒	77.6
5	贵州茅台	10.3	5	贵州茅台	11.1	5	ST舍得	99.1	5	山西汾酒	2097.6	5	山西汾酒	41.2	5	古井贡酒	56.2
6	今世缘	2.0	6	ST舍得	2.6	6	五粮液	93.5	6	古井贡酒	1063.6	6	贵州茅台	36.3	6	五粮液	50.8
7	泸州老窖	1.1	7	今世缘	1.5	7	老白干酒	73.3	7	今世缘	609.9	7	水井坊	33.4	7	水井坊	49.6
8	古井贡酒	-1.6	8	洋河股份	0.6	8	洋河股份	65.6	8	顺鑫农业	471.0	8	五粮液	31.4	8	贵州茅台	48.3
9	金种子酒	-4.3	9	金徽酒	-2.3	9	迎驾贡酒	62.2	9	口子窖	360.0	9	古井贡酒	31.4	9	泸州老窖	47.4
10	ST舍得	-4.3	10	迎驾贡酒	-11.4	10	金种子酒	58.7	10	酒鬼酒	346.4	10	今世缘	29.0	10	老白干酒	47.0
11	金徽酒	-5.5	11	古井贡酒	-11.7	11	古井贡酒	56.8	11	水井坊	342.0	11	泸州老窖	28.0	11	今世缘	41.3
12	洋河股份	-10.4	12	老白干酒	-14.1	12	青青稞酒	51.3	12	迎驾贡酒	250.7	12	ST舍得	27.2	12	ST舍得	38.8
13	老白干酒	-11.5	13	水井坊	-21.5	13	今世缘	50.2	13	金徽酒	210.9	13	老白干酒	26.7	13	洋河股份	36.1
14	迎驾贡酒	-15.8	14	伊力特	-33.0	14	贵州茅台	46.6	14	ST舍得	200.2	14	金徽酒	26.5	14	迎驾贡酒	29.1
15	口子窖	-22.5	15	口子窖	-33.3	15	伊力特	45.0	15	老白干酒	172.2	15	洋河股份	20.3	15	伊力特	28.5
16	伊力特	-23.3	16	顺鑫农业	-34.8	16	水井坊	38.0	16	伊力特	98.9	16	口子窖	19.5	16	口子窖	27.9
17	水井坊	-26.6	17	金种子酒	-46.6	17	顺鑫农业	20.9	17	青青稞酒	72.7	17	迎驾贡酒	18.1	17	金种子酒	-27.3
18	青青稞酒	-33.9	18	青青稞酒	-333.6	18	口子窖	12.7	18	金种子酒	65.1	18	伊力特	16.0	18	青青稞酒	-130.5

资料来源：浙商证券研究所整理，注：时间截止 2020.11.30

图 15：6 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 传统渠道减量以配合提价	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提价，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： <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，以实现提价； 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。
发力团购，抢抓新时代消费者	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销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共团购工作，开发企业级团购，团购将成为今年渠道增量重要来源。
消费者培育：发掘新亮点以加强消费者培育 精准营销，成立新零售管理公司	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、挖掘新增增长点，同时新零售公司或将通过提升供货价以增厚利润。
多措并举，消费群体有望实现扩张	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
创新工具及数字化：赋能提效 创新业务将增强金融属性	数字酒证方面，曾总在股东大会上表示，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
加深营销数字化改革将实现提效	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，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、配额合理化、赋能新老渠道、保证批价上行等方面均有着重要作用。

资料来源：浙商证券研究所整理

3. 展望未来：将享业绩高确定性&成长性、改革标杆地位双重估值溢价

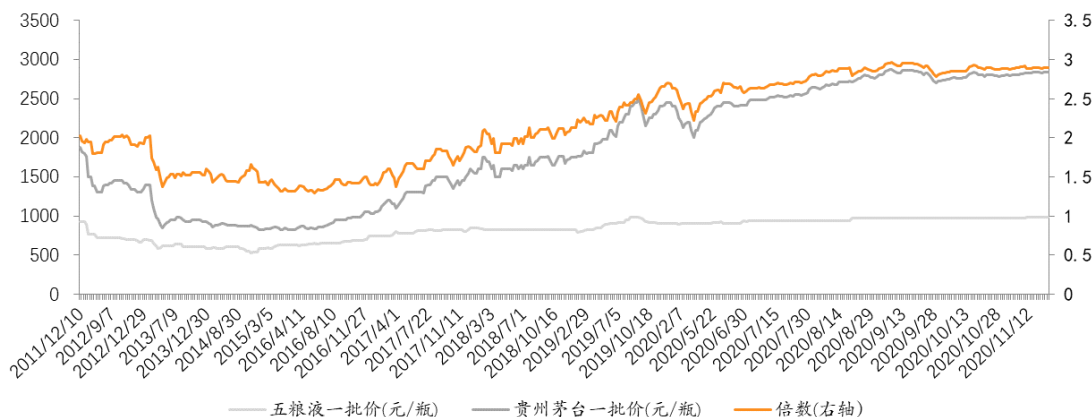
区别于市场的观点：区别于市场认为五粮液已进入改革加速期的观点，我们认为 2017-2020 年为改革基础期，接下去两年才是措施真正产生协同效用、红利迅速释放时期。千元价位带的持续扩容保证了量价提升空间，批价提升幅度及产品高端化速度均或超市场预期，同时多措并举下渠道利润的增厚为经营实现正循环奠定基础。我们认为未来五粮液业绩兼备高确定性&成长性及改革标杆地位将推动估值中枢进一步上移。

3.1. 五粮液量价上升空间充足，批价涨幅或超市场预期

量：高端酒处于快速扩容阶段，速度或超市场预期。以茅五泸为主的高端白酒市场总量从 2012 年的 4.5 万吨扩容至 2019 年的 7 万吨，总量增长 55.6%。我们认为，中国主流白酒消费人口基础稳固、中期内白酒行业消费需求不存在快速下滑的风险，高端酒需求提升具有确定性，在消费升级趋势延续背景下，预计至 2020 年高端白酒市场容量将达约 8 万吨规模，高端白酒市场份额提升至 20%，未来 3 年高端白酒容量增长有望保持 8~10% 的复合增长，超市场预期。

价：千元价位带向上空间大，五粮液批价的提升将为诸多高端及次高端酒企打开提价空间。在茅台五粮液价差已近一倍的情况下，五粮液价格上升空间大，同时在千元左右价位带统治力最强。另外，目前贵州茅台稳定在 2800 元左右的批价使得其已脱离正常白酒价格体系，成为独属一档的超高端品牌，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。

图 16：五粮液与贵州茅台批价差不断拉开



资料来源：浙商证券研究所整理

预计五粮液明年批价上涨幅度或将超预期，茅五泸格局稳定。在消费品牌意识不断增强、五粮液内部改革稳步推进的背景下，我们认为品牌力较强的五粮液批价表现或超预期，未来茅五泸将实现各自占位，格局趋于稳定：

1) 2021 年：我们预计近期公司团购出厂价或将提升，明年五粮液春节前批价将跨越千元，而后批价实现跨越式提升（预计可达 1100-1200 元），渠道利润将进一步增厚，渠道推力不断增强使得经营加速实现正循环，在这一情况下，五粮液提价预期将增强，但即使提价，公司也将赋予渠道信心的同时保证渠道利润以保持渠道推力；

2) 21-23 年：随着改革红利加速释放、贵州茅台批价始终处于高位，五粮液批价有望达到 1300-1400 元，从而独占一档，而泸州老窖批价将站上 1000 元价格以从与次高端及酱酒产品竞争中抽身，稳居高端酒阵营，最终茅五泸将在各自价位带实现稳定放量。

3.2. 渠道利润得到显著增厚，经营将进入正循环发展通道

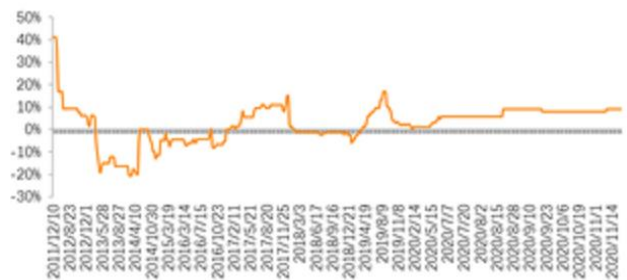
渠道利润得到显著改善开启经营正循环。2016年，五粮液三次上调经典五粮液出厂价，同时联合经销商大力打击渠道窜货、扰乱价格体系等行为，试图理顺渠道价格体系；在茅台批价持续上行背景下，2017年上半年顺利解决价格倒挂问题，实现顺价销售；2019年五粮液八代推出（出厂价提100元左右），公司通过控量、将部分七代产品转为收藏版以实现价格锚定、配合以数字化赋能等措施保证新品顺利上市，随着第七代普五停产和收藏版的发售，2019年下半年五粮液批价一度提升至960元以上，2020年批价已稳定在980元以上，不断提升的批价及渠道利润赋予经销商越来越强的信心，更多经销商愿意加大进货力度。中长期看，我们认为随着批价的上行，在保证渠道至少有80-100元以上渠道利润的基数上，五粮液或将提升出厂价以拔高品牌，在前期诸多改革措施红利释放、根本问题得到解决的背景下，五粮液有望开启经营正循环之路。

图 17：五粮液经营将进入正循环发展通道



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：五粮液渠道利润率得到改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3. 兼备确定性及高成长性，估值中枢有望进一步上移

产品梯队清晰，高端酒通过团购渠道运作叠加团购占比提升将继续带动公司产品结构，五粮液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位的提升，即八代五粮液价格的抬升及高端新品的推出——五粮液今年在原有八代五粮液、生肖酒、年份酒基础上推出了两大高端新品：1) “501 五粮液”。今年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，由于当前千元价格带的八代五粮液与2800+元的飞天茅台在品牌力、终端价格方面仍存在较大差距，通过现有单品完成品牌及价格的超越存在较大难度，因此公司通过推出限量版超高端产品来拉近与茅台的品牌距离；2) 经典五粮液。公司于9月推出定位放量的经典五粮液，主要通过团购渠道进行运作以精准聚焦目标客户群体，我们认为在五粮液团购渠道占比不断提升的背景下，经典五粮液或实现放量，未来五粮液高端酒渠道拉力将更强。另外，明年五粮液预计将继续布局八代五粮液价位带以上的高端&超高端酒领域以进一步提升高价位产品市场份额。

五粮液经营愈加稳健，未来业绩兼具成长&确定性&改革标杆地位有望推动估值中枢继续抬升。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）、量价节奏走顺、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，业绩确定性强&成长性强或将削弱五粮液周期性，同时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，五粮液估值中枢仍有抬升空间。

图 19：经典五粮液上市



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：主要酒企估值情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 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	2019	2020E	2021E	2022E
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
归属母公司股东权益	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	2019	2020E	2021E	2022E
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	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	50118	57854	67894	77855
营业成本	12802	14224	16134	18089
营业税金及附加	6984	8062	9461	10850
营业费用	4986	4918	5431	6228
管理费用	2655	3182	3598	3971
研发费用	126	146	171	196
财务费用	(1431)	(1331)	(1483)	(1697)
资产减值损失	(3)	8	8	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	93	95	98	101
其他经营收益	162	167	172	178
营业利润	24253	28909	34842	40492
营业外收支	(140)	(144)	(148)	(153)
利润总额	24113	28765	34694	40339
所得税	5878	7012	8457	9833
净利润	18235	21753	26237	30506
少数股东损益	826	985	1189	1382
归属母公司净利润	17409	20768	25048	29124
EBITDA	23654	28594	34700	40086
EPS (最新摊薄)	4.5	5.4	6.5	7.5
主要财务比率				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	25.2%	15.4%	17.4%	14.7%
营业利润增长率	29.6%	19.2%	20.5%	16.2%
归属于母公司净利润	30.1%	19.3%	20.6%	16.3%
获利能力				
毛利率	74.5%	75.4%	76.2%	76.8%
净利率	36.4%	37.6%	38.6%	39.2%
ROE	24.7%	25.1%	25.8%	25.5%
ROIC	23.6%	24.3%	25.2%	25.0%
偿债能力				
资产负债率	28.5%	24.7%	24.3%	23.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	3.5	3.6	3.8
速动比率	2.8	2.9	3.1	3.3
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	382.9	364.4	350.5	358.7
应付账款周转率	4.0	3.7	3.6	3.7
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	4.5	5.4	6.5	7.5
每股经营现金流(最)	6.0	3.6	6.4	7.7
每股净资产(最新摊)	19.1	22.3	26.0	30.4
估值比率				
P/E	57.5	48.2	40.0	34.4
P/B	13.5	11.6	9.9	8.5
EV/EBITDA	19.2	33.0	26.8	22.7

资料来源：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

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>