



买入(首次)

所属行业: 食品饮料/饮料制造
当前价格(元): 211.46

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

邓周贵

资格编号: S0120521030005

邮箱: dengzg@tebon.com.cn

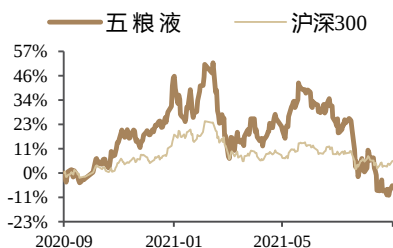
研究助理

李文华

资格编号: S0120121070024

邮箱: liwh5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.92	-24.05	-32.29
相对涨幅(%)	-6.61	-21.06	-25.69

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

五粮液(000858.SZ)深度报告: 浓香王者, 经典归来

投资要点

- 五粮液: 二次创业效果显著, 经典五粮液新征程。**2017年, 五粮液开始“二次创业”新征程, 先后完成渠道、组织、产品与品牌等变革, 实施“百千万”工程强化终端把控, 变革组织架构实现渠道下沉, 普五成功换代达到品牌提升, 数字化营销卓有成效。2016~2020年, 五粮液营收由245.44亿元增长至573.21亿元, GAGR高达23.62%; 归母净利润由67.85亿元增长至199.55亿元, GAGR高达30.96%。
- 主品牌不断升级放量, 系列酒走向正轨。**五粮液在完成品牌瘦身之后, 打造主品牌“1+3”、系列酒“4+4”产品矩阵, 实现品牌价值回归。主品牌, 公司成功实现普五换代, 厂价提升100元, 同时导入控盘分利, 进一步强化对价盘把控。普五已经成功站稳千元价位段, 持续享受高端白酒扩容红利。超高端推出经典五粮液, 提前占位2000元价位段, 同时承接茅台溢出红利。系列酒, 公司升级五粮醇、尖庄, 收回五粮春, 在次高端、高线光瓶板块强发声。
- 数字化转型实现渠道精细化, 大力开发团购等新渠道。**2017年起, 五粮液相继推进“百千万”工程等, 导入数字化管控系统, 大力打击渠道窜货乱价, 实现对渠道精细化管控。2020年, 公司开启发展团购的元年, 团购也成为检验渠道改革成效的试金石。2020H2公司团购占比提升至20%, 2021年在“总对总”、计划内外配额管控等举措下, 全年团购比例有望提升至30%以上。
- 经典五粮液纵深切入2000元新高端价位段, 打造第二增长曲线。**茅台批价持续拉升, 且严格执行100%拆箱政策, 经典五粮液作为第二大高端白酒放量空间凸显, 同时有望承接茅台需求溢出红利: 1) 经典五粮液采用10年基酒, 复刻第四代五粮液, 具备极佳饮用口感和文化沉淀; 2) 经典五粮液采取1+N+2的渠道模式, 数字化精准匹配经销商配额, 强化价盘维护; 3) 公司管理层在完成八代普五换代后, 公司对于操刀经典五粮液更具耐心、渠道操盘经验更丰富、管理团队磨合更协调, 我们预计经典五粮液十四五末有望放量至8800吨以上, GAGR达45%。
- 高端浓香龙头迈向新千亿, 给予“买入”评级。**预计2021~2023年公司实现营收689.95/793.87/905.79亿元, 实现归母净利润244.62/286.41/333.81亿元, 对应EPS 6.30/7.38/8.60元, 对应PE 33.55/28.66/24.59X。考虑到经典五粮液加速推进、团购营销提升, 以及高端名酒业绩增长确定性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 千元价位带竞争加剧; 经典五粮液推广不及预期; 团购进展不及预期; 渠道动销不及预期; 政策调控风险; 宏观经济下行风险

股票数据

总股本(百万股):	3,881.61
流通A股(百万股):	3,881.51
52周内股价区间(元):	201.23-341.11
总市值(百万元):	820,804.83
总资产(百万元):	124,593.80
每股净资产(元):	22.90

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,118	57,321	68,995	79,387	90,579
(+/-)YOY(%)	25.2%	14.4%	20.4%	15.1%	14.1%
净利润(百万元)	17,402	19,955	24,462	28,641	33,381
(+/-)YOY(%)	30.0%	14.7%	22.6%	17.1%	16.6%
全面摊薄 EPS(元)	4.48	5.14	6.30	7.38	8.60
毛利率(%)	74.5%	74.2%	75.2%	75.9%	76.6%
净资产收益率(%)	23.4%	23.3%	24.6%	25.0%	25.2%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



投资摘要

核心逻辑

经典五粮液占位 2000 元新高端价位段，最易承接茅台溢出红利。茅台批价拉升至 3000 元以上，2000 元价位段放量空间显现；同时由于茅台 100% 的拆箱政策，导致部分收藏/投资和礼赠属性难以得到满足。五粮液作为中国第二大高端白酒品牌，最有希望能承接茅台溢出红利。从产品来看，经典五粮液采用的是 10 年的基酒，饮用口感极佳，且复刻的是第四代五粮液，能极大引起消费者的共鸣。从渠道来看，五粮液在 2017~2020 年完成渠道梳理，已经形成精准化的渠道管控，经典五粮液采取 1+N+2 的渠道模式，强化对价盘的管控。从管理来看，公司管理层对操刀经典五粮液更有经验且更有耐心，在普五能实现放量的基础上，能有序实现对经典五粮液的推进。中性预期下，预计未来五年经典五粮液销量维持 45% 增速，对应十四五末经典五粮液实现销量约 8841 吨。

2021 年或是五粮液团购渠道起势之年，团购比例有望提升至 30%。五粮液过去的问题在于渠道管理相对粗放，在 2017 年经历完渠道结构、组织架构等改革后，2020 年开始大力发展团购渠道，强化对核心消费者的掌控。2021 年或是五粮液团购渠道改革收获的一年，后续我们持续看好五粮液在数字化赋能下渠道的精准调控。

估值和投资建议

综合来看，预计 2021~2023 年公司实现营收 689.95/793.87/905.79 亿元，实现归母净利润 244.62/286.41/333.81 亿元，对应 EPS 6.30/7.38/8.60 元，现价对应 2021~2023 年 PE 为 33.55/28.66/24.59X，考虑到经典五粮液的快速推进、团购渠道开拓好于预期，以及公司享受业绩增长的确切溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

与市场预期的差异之处

市场认为经典五粮液卡位 2000 元价位段，更多是战略性产品难以起量。我们认为在茅台的批价突破 3000 元之后，并且仍供不应求的情况下，2000 元价位段放量空间凸显；同时，茅台拆箱政策之下，部分茅台礼赠和收藏需求将会溢出，五粮液作为高端白酒的第二品牌，最有希望承接茅台溢出红利；其次，五粮液在梳理完渠道结构之后，在经典五粮液操刀方面更加娴熟且耐心，数字化营销系统对营销管理也有大幅提升。十四五末，经典五粮液将成为 2000 元价位段的最大单品，成为公司增长的第二曲线。

股价的催化因素

经典五粮液全国化推进好于预期；普五渠道动销好于预期；中秋、国庆白酒需求好于预期。

主要风险

千元价位带竞争加剧。首先，目前在千元价位段有 11 大单品，各大全国性和

地方性品牌纷纷布局高端赛道，后续一旦其他酒企加大在高端价位的费投，将会在一定程度上影响普五的价格增长。其次，酱香酒企纷纷试水高端价位段，例如茅系酒、青花郎、君品习酒、国台龙酒等。其中，青花郎 2020 年实现营收 42 亿元，是除茅台酒之外的主力大单品。未来如果高端酱酒持续起量，将会对高端浓香酒企形成一定的影响。

经典五粮液推广不及预期。经典五粮液定位 2000 元新高端价位段，旨在承接茅台溢出红利。2021 年，经典五粮液处于全国化铺货的元年，一旦终端需求跟不上，或者渠道管控失控，或导致经典五粮液价盘的下行。

团购进展不及预期。2021 年五粮液聚焦团购渠道的建设，全年团购指标任务在 30% 左右。一旦五粮液的渠道调控节奏把控不当，或出现团购推进不及预期。

渠道动销不及预期。高端白酒需求或低于预期，普五终端动销或不及预期。

政策调控风险。国家或加大对白酒行业的监管力度。

宏观经济下行风险。白酒需求与经济活动关联紧密，宏观经济大幅波动容易引起需求压力。

内容目录

投资摘要.....	2
核心逻辑	2
估值和投资建议	2
与市场预期的差异之处.....	2
股价的催化因素	2
主要风险	2
1. 五粮液：二次创业效果显著，经典五粮液新征程	8
1.1. 历史复盘：二次创业开新局，浓香龙头再起航	8
1.2. 股权治理：宜宾市国资控股，天府国企综改提速	9
1.3. 营收情况：主品牌占比提升，净利润持续高增	10
1.4. 产能情况：加码优质酒产能，夯实十四五基础	12
1.5. 产品结构：“1+3”产品矩阵，切入新高端价位	13
2. 构建“1+3”产品矩阵，数字化强化渠道把控	15
2.1. 产品篇：打造“1+3”产品矩阵，高端量价齐升	15
2.1.1. 产品战略：大单品战略下的再聚焦	15
2.1.2. 五粮液主品牌：千元价位段稳健放量，超高端不断提升	16
2.1.3. 系列酒品牌：五粮醇焕发新装，重新激活五粮春	18
2.1.4. 量价关系：数字化赋能控盘分利	19
2.2. 渠道篇：架构迭代，数字化赋能营销全过程	21
2.2.1. 百千万工程：建设高质量终端	21
2.2.2. 组织架构：裂变 21 个营销战区	22
2.2.3. 控盘分利：数字化实现配额精准投放	23
2.2.4. 五商公司：统一管控 KA 商超渠道	24
2.2.5. 新渠道开发：发力团购、新零售创新性业务	25
2.3. 品牌篇：讲好高端五粮液产能稀缺新故事	26
3. 成长篇：经典五粮液切入 2000 元价位段	28
3.1. 总量视角：高端白酒量增确定性高，经典五粮液发挥空间足	29
3.2. 2000 元新高端价位崛起，普五存量升级带来增量	30
3.3. 茅台酒拆箱政策下，经典五粮液潜在替换空间大	32
3.4. 经典五粮液铸就公司第二增长曲线	35
4. 盈利预测与投资建议	36

4.1. 盈利预测	36
4.2. 相对估值	37
5. 风险提示	38

图表目录

图 1: 五粮液发展历程.....	8
图 2: 五粮液股权结构.....	9
图 3: 五粮液营收维持稳步提升	10
图 4: 五粮液归母净利润持续高增.....	10
图 5: 五粮液高价位酒占比不断提升 (亿元,%)	10
图 6: 五粮液高价位酒营收维持 26% 增速.....	10
图 7: 五粮液高价位酒销量增速维持 16% 左右	11
图 8: 五粮液高价位吨价增速维持 8%-9%	11
图 9: 五粮液盈利能力不断提高	11
图 10: 五粮液系列酒吨成本快速上行	11
图 11: 五粮液销售费用率维持相对稳定.....	11
图 12: 五粮液管理费用率边际改善.....	11
图 13: 五粮液十里酒城.....	13
图 14: 五粮液“1+3”“4+4”产品矩阵.....	13
图 15: 五粮液主品牌“1+3”、系列酒“4+4”产品矩阵	14
图 16: 五粮液的渠道利润及推出八代五粮液时点.....	16
图 17: 第八代经典五粮液的价格推进图	16
图 18: 五粮液和贵州茅台的产品价格带分布 (元)	18
图 19: 第二代五粮春在品质、外观、防伪、服务四个维度进行了全面升级	19
图 20: 五粮液和贵州茅台的批价差不断走阔	20
图 21: 五粮液价格体系调整梳理 (元)	20
图 22: 2017 年五粮液启“百城千县万店”工程.....	22
图 23: 五粮液专卖店全国化布局	22
图 24: 五粮液组织架构变迁	22
图 25: 五粮液产品箱外附上“物流条形码”.....	23
图 26: 五粮液箱内附上“渠道动销码”.....	23
图 27: 宜宾五商股权投资基金股东基本是各地大商	24
图 28: 五粮液新零售管理有限公司.....	26
图 29: 茅台价格进一步拉升, 留下 2000 元价位段空白	28
图 30: 经典五粮液需求来源	28
图 31: 2008~2020 年中国高净值人群规模及增速.....	29
图 32: 我国高净值人群地域分布	29

图 33: 在 9%增速下, 高端白酒出货量增长空间测算(吨).....	29
图 34: 在 10%增速下, 高端白酒出货量增长空间测算(吨).....	29
图 35: 2020 年五粮液高端酒的销量占比.....	30
图 36: 经典五粮液复刻上世纪第四代五粮液	30
图 37: 预计经典五粮液能成功实现放量的三大基因	31
图 38: 原箱茅台和散装茅台批价差拉升至 800 元以上	32
图 39: 五粮液可比公司估值表	37
图 40: 五粮液的估值水平	37
表 1: 五粮液核心管理层工作背景	9
表 2: 五粮液历史产能扩张梳理	12
表 3: 五粮液品牌战略的变迁	15
表 4: 五粮液产品迭代梳理	16
表 5: 2017~2021 年公司提价政策梳理	20
表 6: 贵州茅台和五粮液渠道操盘方面的对比	21
表 7: 五粮液“百城千县万店”工程的 3 年战略目标	22
表 8: 五粮液 21 大营销战区划分	23
表 9: 五粮液智能码管理机制	23
表 10: 五粮液数字化渠道运营激励机制	24
表 11: 五粮液系列“名酒进名企”活动	25
表 12: 2016 年以来, 五粮液在消费者培育方面举措频频	27
表 13: 经典五粮液存量升级的空间测算	31
表 14: 2021 年以来, 茅台酒拆箱政策梳理	33
表 15: 拆箱政策下, 茅台礼赠和收藏/投资需求溢出的空间测算	34
表 16: 拆箱政策下, 茅台礼赠需求溢出的空间测算	34
表 17: 预计 2025 年经典五粮液潜在替代上限空间在 1.1 万吨左右	35
表 18: 未来五年经典五粮液贡献业绩弹性的敏感性分析	35
表 19: 五粮液营收拆分	36

1. 五粮液：二次创业效果显著，经典五粮液新征程

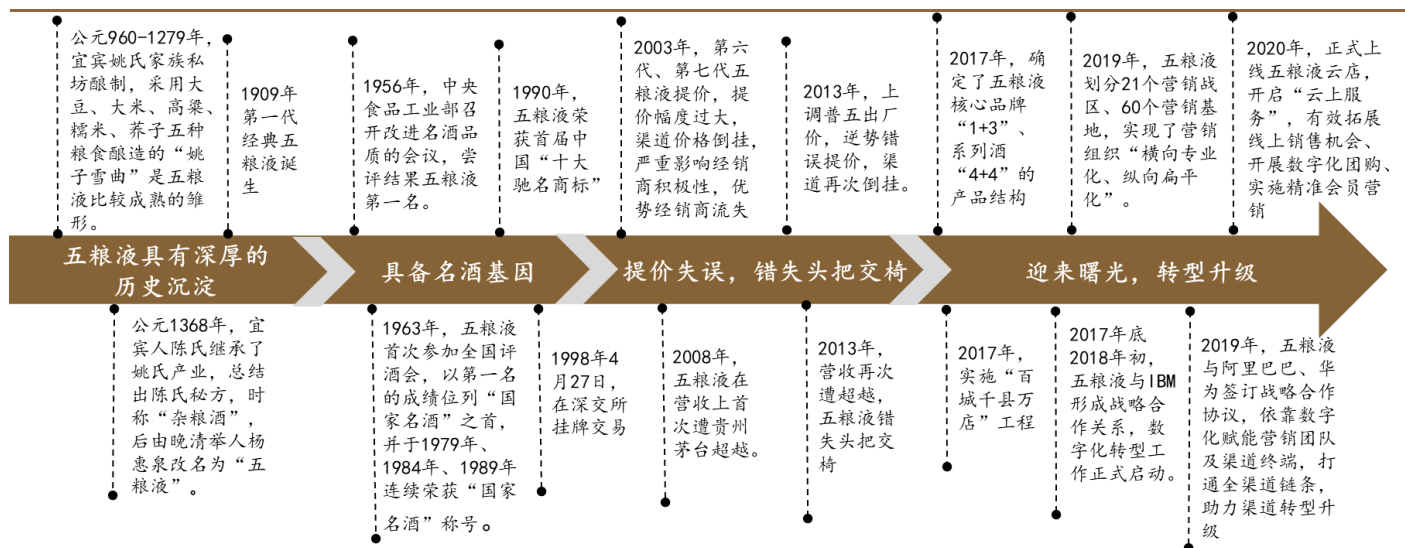
1.1. 历史复盘：二次创业开新局，浓香龙头再起航

1985~2007 年，王国春时代：OEM 模式快速扩张，奠定白酒第一品牌。1998 年，国家放开名酒定价权，五粮液抓住市场化提价契机，满足消费者多价位白酒需求，并于 1994 年通过三次提价，成功超越汾酒成为白酒第一品牌。同年，五粮液在王国春的带领下，推出贴牌类酒品五粮醇大获成功，由此开启了“OEM+大商制”快速扩张的新模式。虽然五粮液短期内完成全国化扩张，但是“品牌 OEM”下大量贴牌酒对五粮液主品牌形成一定损伤，同时大商制下公司对于渠道掌控力相对较弱。2003 年，五粮液进行了错误的产品换代策略，第七代五粮液出厂价提升 30%至 348 元/瓶，导致渠道价格倒挂，严重影响经销商积极性。2005~2006 年，茅台的净利润/出厂价相继超越五粮液。

2007~2017 年，唐桥时代：白酒行业调整阵痛期，丢失行业龙头地位。唐桥上台后针对品牌矩阵、渠道结构、公司治理等方面进行改革，首先开始推行“1+9+8”品牌战略，开始执行系列酒品牌瘦身计划。在渠道管控上，五粮液推出七大营销中心，强化对经销商的管控。在公司治理上，唐桥主导开始推进员工和经销商持股计划，着手薪酬体制改革，解决集团公司的关联交易问题等。在 2013 年白酒行业调整期，五粮液逆势提价 10%，导致渠道价格再次倒挂，同年茅台的营收超过五粮液，成为高端白酒龙头。

2017~至今，李曙光时代：拉开二次创业序幕，踏上十四五新征程。在产品方面，打造主品牌“1+3”、系列酒“4+4”的品牌矩阵，整合系列酒公司，加快系列酒快速瘦身，增强主品牌的辨识度。同时，五粮液成功实现八代普五顺利实现换代升级，推出 501 超高端产品。在渠道方面，过去渠道粗放式管理是五粮液乱价的根源，公司通过设立 21 个营销战区，推进“百城千县万店”工程，实施营销数字化改革，以及开展控盘分利模式，强化五粮液价盘的管控。经过近五年来的改革，五粮液的批价已经成功站稳千元价位段，接近完成名酒复兴的重任。

图 1：五粮液发展历程



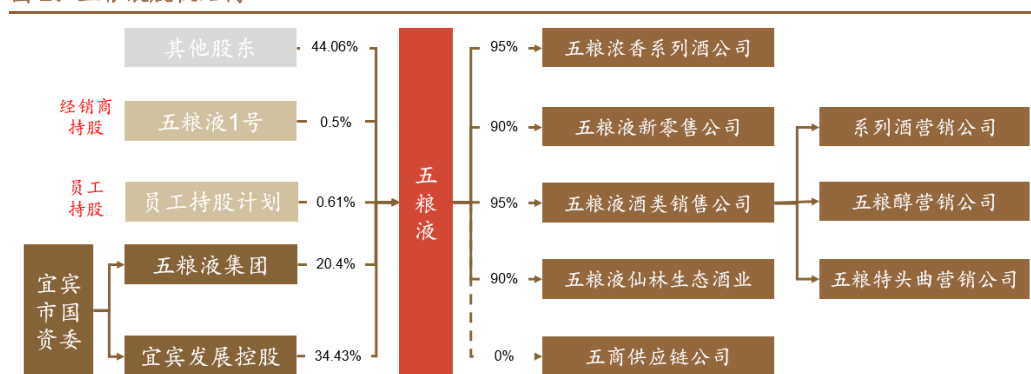
资料来源：公开资料整理，德邦研究所

1.2. 股权治理：宜宾市国资控股，天府国企综改提速

员工&经销商持股计划实现深度绑定，为“二次创业”奠定基础。宜宾市国资委是五粮液的实际控制人，合计持有公司 54.83% 股权。在公司治理方面，五粮液在 2018 年率先完成引入员工持股和经销商入股，其中员工持股计划持有 0.61%，经销商通过五粮液 1 号持股平台合计持有 0.50% 股份。公司通过员工&经销商持股计划，充分激发员工的积极性，为“二次创业”奠定机制基础。

五粮液入围“天府综改行动”名单，国企改革或再提速。根据四川省国资委，五粮液集团入选“天府综改行动¹”企业名单，后续预计在完善公司治理、混合所有制改革、强化激励约束等方面有所突破。五粮液在 2016 年率先开展员工持股计划，在“二次创业”中极大地激发了公司全体员工的积极性，为十三五完美收官奠定组织基础。在推进进度方面，四川省国企改革三年行动自 2020 年底正式实施，制定印发了方案和工作台账，每一项改革任务分别确定了完成时限，预计 2021 年底前完成 70% 改革任务，2022 年 6 月底前全面完成。展望十四五，五粮液集团大力推进创建世界五百强，加快实现酒业主业销售收入过千亿、集团利税目标过千亿，预计“天府综改行动”的出炉将助力公司营收再上一个台阶。

图 2：五粮液股权结构



资料来源：Wind，德邦研究所
注：截至 2021Q1

表 1：五粮液核心管理层工作背景

姓名	职务	年龄	薪酬 (万元)	持股数 (股)	个人简历
曾从钦	党委副书记、董事长	52	69.5		曾在宜宾市长宁县、市级机关、翠屏区任职
李曙光	党委书记、董事	58	109.53		曾在四川省机械工业厅、四川省计经委、四川省经委、四川省经贸委、四川省经济委员会、四川省经信委任职
邹涛	党委委员、董事、常务副总经理	42	101.11		曾在四川省公安厅经侦总队，四川省纪委、省监察厅工作
蒋文格	党委委员、董事	54	99.51		曾在四川省南充市蓬安县、顺庆区，四川省发改委、四川省以工代赈办公室任职
朱忠玉	党委委员、副总经理	57	100.11	11,501	1985 年起在五粮液酒厂工作
唐伯超	党委委员、副总经理	56	100.06	20,000	1987 年起在五粮液酒厂工作
唐圣云	党委委员、副总经理	58	100.29	9,100	1987 年起在五粮液酒厂工作

¹ 天府国企综合改革行动

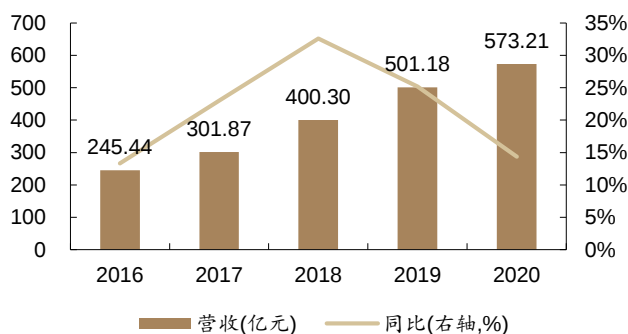
罗伟	党委委员、副总经理、财务总监	56	99.51	曾在宜宾地区财政局、宜宾市审计局、宜宾市投资集团公司、宜宾机场有限责任公司任职
赵东	党委委员、副总经理、副总工程师	56	100.53	1989 年起到五粮液酒厂工作

资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 截至 2020 年 12 月 31 日

1.3. 营收情况: 主品牌占比提升, 净利润持续高增

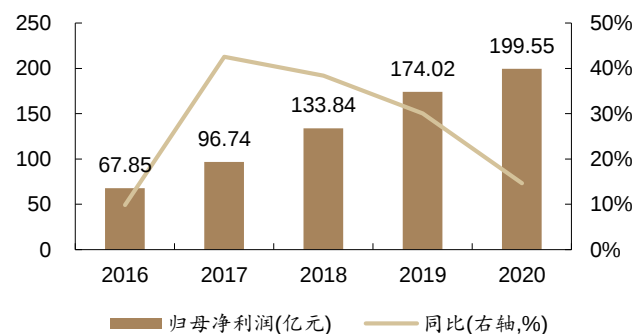
五粮液营收和归母净利润持续高增, 高价位占比不断提升。2017 年, 五粮液开启二次创业新征程, 在产品迭代换新和渠道改革的基础上, 公司营收由 2016 年的 245.44 亿元, 增长至 2020 年的 573.21 亿元, GAGR 高达 23.62%。在产品结构升级的带动下, 五粮液的归母净利润由 2016 年的 67.85 亿元增长至 2020 年 199.55 亿元, GAGR 高达 30.96%。在产品结构方面, 五粮液在 2017 年提出打造主品牌“1+3”和系列酒“4+4”的品牌矩阵, 扭转过去 OEM 模式下品牌多而杂的弊端, 深度聚焦打造五粮液大单品。折射到报表端, 2016~2020 年, 五粮液高价位酒的营收占比由 71%提升至 77%。在消费升级趋势下, 千元价位段持续扩容, 五粮液高价位酒营收维持 26%的年复合增速, 进而带动公司整体盈利能力大幅改善。从量价拆分来看, 高价位酒吨价 GAGR 约 8.65%, 销量 GAGR 高达约 16.1%。

图 3: 五粮液营收维持稳步提升



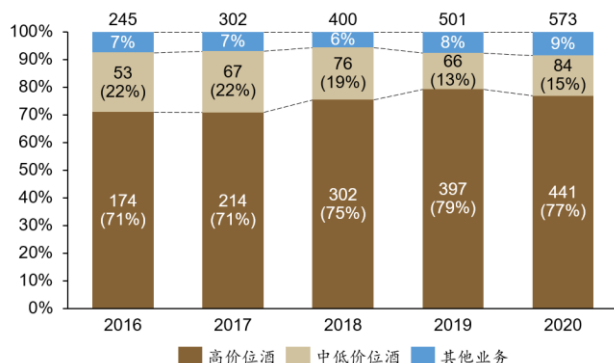
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 五粮液归母净利润持续高增



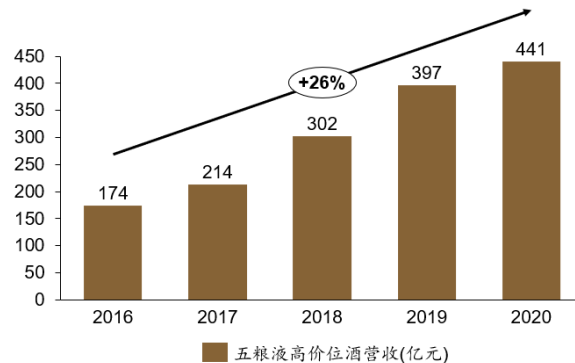
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 五粮液高价位酒占比不断提升 (亿元, %)



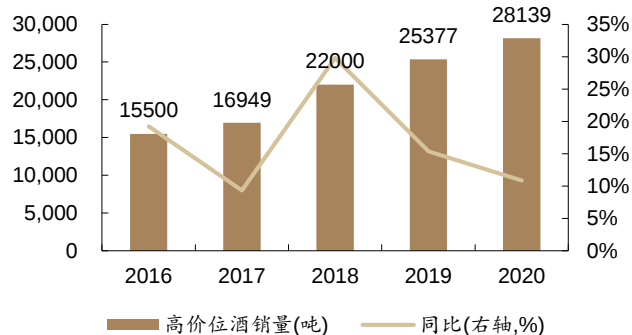
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 6: 五粮液高价位酒营收维持 26%增速



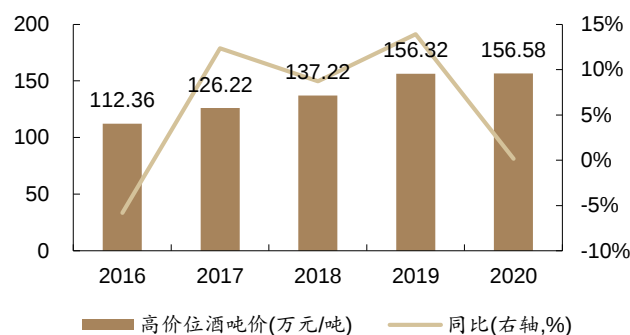
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7：五粮液高价位酒销量增速维持 16% 左右



资料来源：Wind，德邦研究所

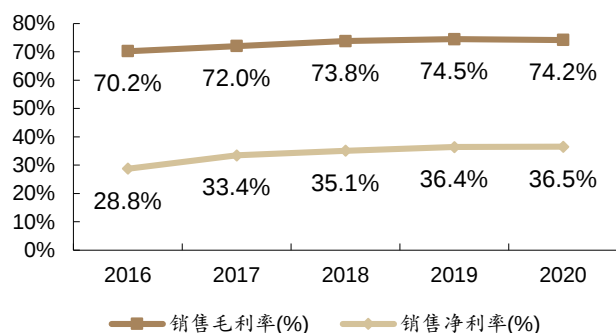
图 8：五粮液高价位吨价增速维持 8%-9%



资料来源：Wind，德邦研究所

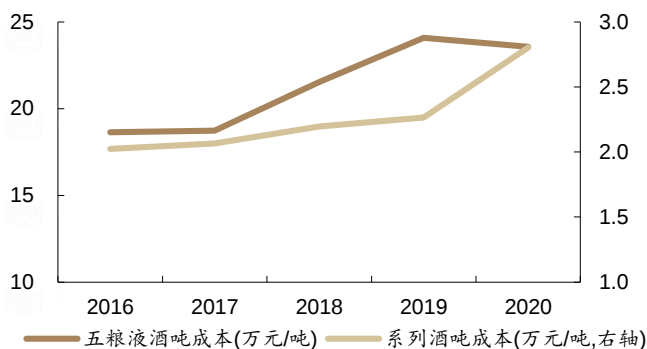
产品结构升级带动公司盈利能力大幅改善。从盈利能力来看，2016~2020 年，五粮液毛利率水平从 70.2% 提升至 74.2%，带动净利率提升 7.7pcts 至 36.5%，主要受益产品结构持续升级。从成本方面来看，五粮液的吨成本出现一定程度的上行，其中五粮液主品牌 2016~2020 年吨成本复合增速达 6% 左右，系列酒达 8.5% 左右。从费用端来看，五粮液的销售费用率快速下行，从 2016 年的 19.13% 优化至 9.73%，主要受益于公司主动削减渠道返利和规模经济效应。

图 9：五粮液盈利能力不断提高



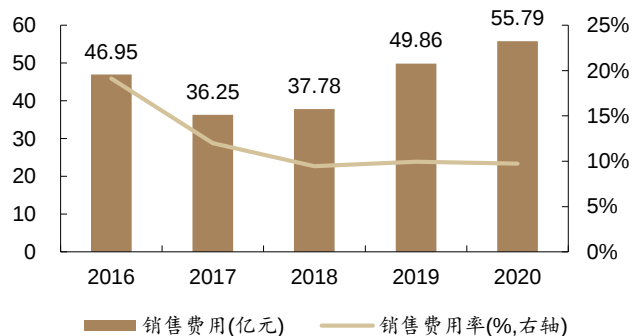
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：五粮液系列酒吨成本快速上行



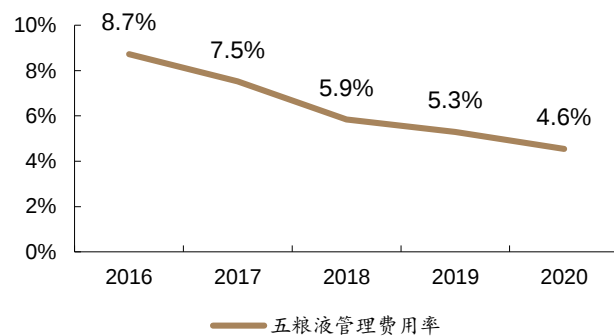
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：五粮液销售费用率维持相对稳定



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：五粮液管理费用率边际改善



资料来源：Wind，德邦研究所

1.4. 产能情况：加码优质酒产能，夯实十四五基础

十四五期间五粮液优酒率有望稳步提升，优质成品酒产能在 3.5 万吨左右。上世纪 60 年代以来的数十年间，五粮液历经五次大规模扩建，形成了气势恢宏的“十里酒城”。“千年老窖万年糟，酒好还需窖池老”，年份窖池作为浓香白酒优质产能的核心竞争优势，五粮液拥有大批连续发酵、不间断使用的窖池群。其中，始于 1368 年的五粮液古窖池群，活态酿造延续至今，不间断生产时间长达 653 年之久。五粮液最新的窖池是在 2005 年建设的，基本能够实现 10% 以上的优酒率。2020 年，根据公司公告，五粮液基酒产能在 10.38 万吨，优质酒（五粮液产品）产量在 2.6 万吨，按照成品酒/基酒约 4/3 的比例换算，预计五粮液的优酒率在 15% 左右。产能建设方面，五粮液将继续加强优质产能建设，通过增加优质产能、提高五粮液名酒率，增加优质酒产能。“十四五”期间，五粮液将要新增 12 万吨原酒，整体基酒总产能达到 22 万吨，其中 2 万吨产能预计 2023 年下半年实现投产。在优酒率方面，李曙光书记 17 年上任后在生产上进行薪酬体系改革，薪酬奖励与一级酒率挂钩后，大幅提升了生产工人积极性，保证一级酒率从 10% 稳步提升至 15% 左右，未来朝着 20% 的目标奋进。由于新建窖池的优酒率相对较低，十四五期间优质酒更多依靠 2005 年之前投产的年份窖池，预计随着优酒率的稳步提升，十四五期间优质成品酒产销量有望达到 3.5 万吨以上。

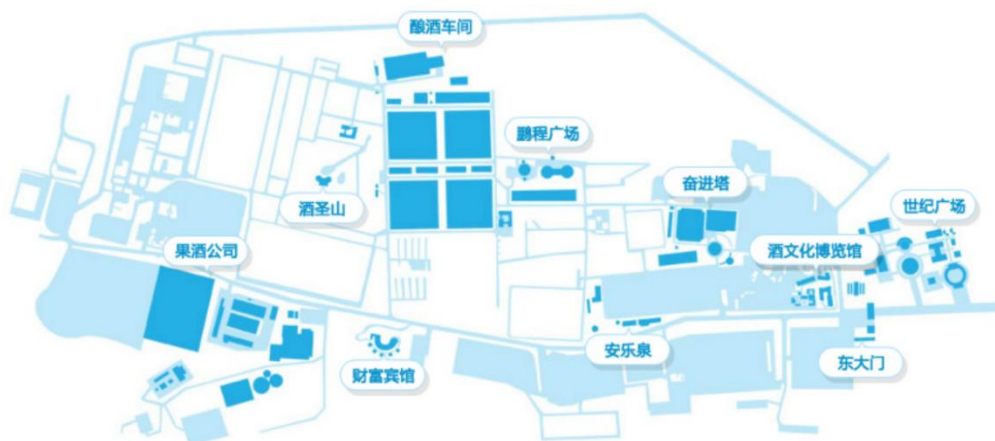
表 2：五粮液历史产能扩张梳理

时间	事件	五粮液新增产能
1958 年	建成了金沙江南岸的“跃进区”	产酒能力达到 1141 吨
1979 年	在岷江北岸修建了新的生产区	产酒能力达到 4440 吨
1986 年	新建了占地 22.8 万平方米的 3000 吨车间	总产量达到 1 万吨
1992 年-1994 年	建成了 6000 口窖池的世界最大酿酒车间	产酒能力达到 9 万多吨，1994 年完工
1995 年-2004 年	投入巨资建成了一个 4 万吨的酿酒车间	新增产能 4 万吨，2004 年完工
1998 年	年产 2500 吨系列酒技改工程	新增产能约 0.25 万吨，2000 年完工
	新建 1000 吨五粮液系列酒技术改造工程	新增产能 0.1 万吨，1999 年完工
	年产 6000 吨系列低度酒技改工程	新增产能 0.6 万吨，2000 年完工
2000 年	一万吨/年产复糟酒技改工程	蒸馏可产酒新增 1 万吨
2001 年	五粮液酒厂的 507、513、515、517、607 酿酒生产车间资产置换	新增五粮液系列基础酒 4.22 万吨，形成年产 20 万吨产能
2002 年	五万吨制酒技改工程项目	新增产能约 5 万吨，2002 年完工
2003 年	五粮液系列酒及制曲技术改造工程	新增产能约 0.6 万吨
	五粮液原酒生产线改造	新增产能约 3 万吨
	年产 3 万吨五粮液系列酒技改项目	新增产能约 3 万吨
	复糟酒、锅炉技术改造工程	新增产能约 0.4 万吨
2004 年	调味酒生产线技术改造项目	新增五粮液系列调味酒 2000 吨
2005 年	519 车间原 4.5 万吨生产线技术改造项目	新增产能约 4.5 万吨
2017 年	10 万吨酿酒生产技改项目一期工程	新增产能约 10 万，预计 2020 年逐步达产
2020 年	12 万吨生态酿酒项目（一期）	预计新增产能 12 万吨

资料来源：公司公告，德邦研究所

注：表中的产能均为成品酒产能，计划扩建产能或与实际产能存在差异

图 13: 五粮液十里酒城



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

1.5. 产品结构: “1+3” 产品矩阵, 切入新高端价位

五粮液主品牌构造“1+3”品牌矩阵, 纵深切入 2000 元价位段。2017 年, 曙光书记上台以来, 按照“三性一度”要求, 五粮液主品牌深化构建“1+3”产品矩阵, “1”就是核心大单品—第八代经典五粮液, “3”分别是超高端 501 五粮液(明池、清池)、80 版经典五粮液、低度五粮液。其中, 八代五粮液作为主品牌的塔基, 在 2019 年成功实现换代, 同时导入控盘分利模式, 肩负着站稳千元价位带的重任。经典五粮液主打 2000 元价位带, 通过团购渠道来实现圈层营销, 2021 年规划实现 2000 吨销量, 十四五末规划量 1 万吨左右, 成为推动公司盈利改善的又一增长极。501 五粮液为代表的明清窖池系列是皇冠上的明珠, 通过限定车间、限定窖池、限定匠人打造战略性超高端产品, 进一步讲述五粮液顶级浓香的故事。501 五粮液全年产销量控制在 501 瓶, 极度的稀缺性将五粮液的价格带纵深拉升至万元以上, 极大地提升五粮液的品牌高端, 主要对标的是茅台的年份系列酒。在低度酒方面, 由于价格体系问题, 之前五粮液取消了 42 度五粮液(42 度价格低于 39 度), 主推 39 度五粮液, 提前抢占年轻消费者群体, 未来有望在年轻消费群体的迭代中重夺高端白酒定价权。在 400~500 元价位段, 五粮液今年推出 375ml 小五粮瞄准政商务宴请市场, 以高端酒品牌向下收割次高端市场。

系列酒实施“4+4”品牌矩阵, 重新打造五粮春全国性大单品。2017 年, 五粮液按照“向核心品牌、向自营品牌、向中高价位品牌聚焦”的原则和“做强自营品牌、做大区域品牌、做优总经销品牌”的发展思路, 形成“4+4”的系列酒品牌矩阵, 即打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄 4 个全国性大单品, 以及五粮人家、百家宴、友酒、火爆 4 个区域性大单品。2020 年, 五粮液完成了尖庄、五粮醇、五粮特曲等主要品牌的升级上市, 同时五粮春经销权成功收回, 将五粮春的价格带拉升至 200~300 元价位段, 收割地产酒份额。五粮液系列酒将成为次高端价位带的一把尖刀, 预计十四五末将贡献 200 亿左右营收。

图 14: 五粮液“1+3”“4+4”产品矩阵



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 15：五粮液主品牌“1+3”、系列酒“4+4”产品矩阵

分类	品牌	产品	度数	规格	终端价格 (元)	产品照片
五粮液主品牌	五粮液	501	52%vol	500ml	>1万元	   
		经典五粮液	52%vol	500ml	2300	
		金装五粮液	52%vol	500ml	1200	
		第八代普五	52%vol	500ml	1100	
		五粮液·1618	52%vol	500ml	1000	
系列酒全国性 大单品	五粮春	39度五粮液	39%vol	500ml	700	   
		第一代五粮春	45%vol	500ml	228	
		第二代五粮春	52%vol	500ml	336	
		醇和三代	35%vol	500ml	45	
		红淡雅	50%vol	500ml	50	
	五粮醇	大淡雅	40%vol	500ml	110	
		五粮特曲	52%vol	500ml	165	
		尖庄	50%vol	500ml	50	
	五粮特曲	绵柔尖庄	50%vol	500ml	50	
		五粮人家	52%vol	500ml	100	
系列酒区域性 大单品	五粮人家	五粮人家	52%vol	500ml	70	   
		百家宴	52%vol	500ml	80	
		友酒	52%vol	500ml	80	
	火爆	小酒58度	58%vol	100ml	69	

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

注：各地终端价格或存在一定差异性

2. 构建“1+3”产品矩阵，数字化强化渠道把控

2017 年，五粮液启动了“二次创业”新征程，分别从产品、渠道和价格等维度进行全方位的改革。在产品端，五粮液过去存在系列酒品牌混乱、过多等问题，对五粮液主品牌形成一定的侵蚀，公司在 2017 年开始着手品牌瘦身，进行产品聚焦。在渠道端，以往五粮液采取粗放式的大经销商模式，对市场的把控力相对较弱，市场上大量出现窜货、乱价等现象，公司开始实施百千万工程进而实现渠道的纵向突破。在量价方面，五粮液过去存在“一放量就跌价，一跌价就控量”的现象，难以平衡好量价之间的关系，使得批价过去长期处于倒挂，经销商利润相对较低。针对过去的量价问题，五粮液导入控盘分利模式，通过 IBM 的数字化系统来监测渠道库存/动销，进而实现对量价的把控。

2.1. 产品篇：打造“1+3”产品矩阵，高端量价齐升

2.1.1. 产品战略：大单品战略下的再聚焦

逐步精简产品体系，聚焦大单品战略来提升品牌高度。五粮液的产品战略变迁是个不断做减法的过程，在白酒的黄金十年，公司通过 OEM 模式抢占市场份额，后续逐步收缩系列酒产品来塑造五粮液核心品牌。2003 年初，五粮液开始进行品牌瘦身，压缩系列酒品牌数量，避免系列酒的内部过度竞争，推出“1+9+8”品牌战略，聚焦打造 1 个世界性品牌、9 个全国性品牌和 8 个区域性品牌。在 2012~2014 年，白酒行业进入深度调整期，五粮液积极调整自身的品牌战略，大力清理系列酒品牌，基本形成“1+5+N”的产品矩阵。2016 年，五粮液进一步加强品牌聚焦，开始构建“1+3+5”产品矩阵。在 2017 年，公司进入“二次创业”新时期，针对过去五粮液在系列酒品牌过多，系列酒内部竞争，主品牌价值被稀释等问题，“二次创业”新时期公司进行深度调整，2017 年以来，砍掉了 189 个品牌，2000 多款产品，形成了五粮液主品牌“1+3”和系列酒“4+4”的品牌矩阵。

表 3：五粮液品牌战略的变迁

时间	品牌战略	具体的产品矩阵
2003 年	1+9+8 战略	1 是世界性品牌，五粮液；9 是全国性品牌，五粮春、五粮醇、五粮神、金六福、浏家河、百年老店、尖庄、火爆、干一杯；8 是区域性品牌，江南古坊、老广东、蜀粮醇、华北醇、龙晶玉液、两湖春、亚克西、玉酒
2014 年	1+5+N 战略	1 是高端产品普五；5 是中低档产品，五粮醇、五粮春、头特曲、绵柔尖庄、六和液；N 是区域市场品牌
2016 年	1+3+5 战略	1 是高端主品牌普五；3 是 1618、交杯酒、低度五粮液；5 是五粮春、五粮醇、特头曲、绵柔尖庄、六和液
2017 年	1+3、4+4 战略	1+3 是五粮液主品牌，1 是普五，3 是 501 五粮液、经典五粮液、低度五粮液；4+4 是系列酒品牌，4 个全国性系列酒品牌，4 个区域性系列酒品牌

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

五粮液成功打造“主品牌 1+3、系列酒 4+4”的产品矩阵。主品牌上，公司已形成以第八代五粮液为核心，同时外延至 501 五粮液、39 度五粮液和 80 版经典五粮液的“1+3”产品体系；系列酒品牌上，形成了重点发展五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性大单品百家宴、火爆、五粮人家、友酒四个区域性大单品的“4+4”产品体系。

表 4：五粮液产品迭代梳理

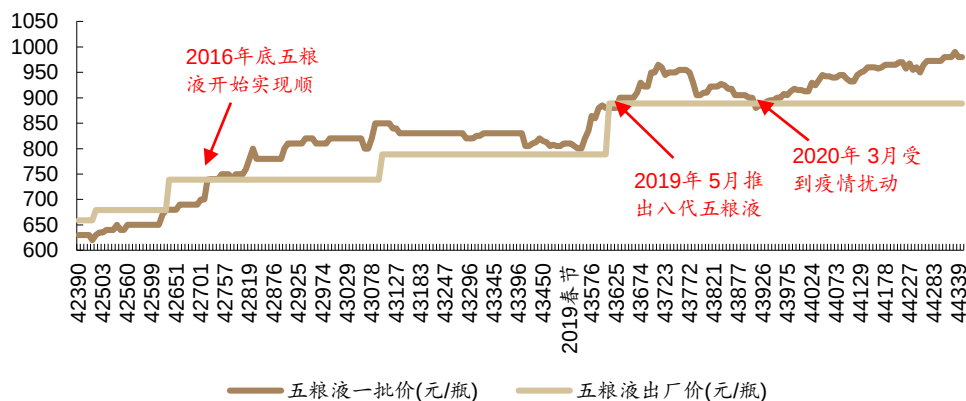
时间	五粮液主品牌	时间	五粮液系列酒
2003 年	推出第七代水晶瓶五粮液	2013 年	五粮特曲正式上市
2007 年	推出五粮液 1618	2019 年	邹涛上任五粮浓香公司董事长
2019 年 3 月	核心大单品换代升级到第八代经典五粮液	2020 年 5 月	尖庄完成换代升级，推出小庄、大光、高光、红优、精盒等系列
2019 年 3 月	推出超高端白酒 501 五粮液	2020 年 6 月	五粮醇换代升级，醇香新一代产品主要有三款，分别为红装、银装、金装
2020 年 9 月	公司推出战略性高端大单品“经典五粮液”	2020 年	五粮特曲全方位升级焕新
2021 年	推出主导政商务的小五粮	2021 年	五粮浓香公司推出尖庄 110 周年特别纪念款产品——尖庄 1911
		2021 年 6 月	发布第二代五粮春

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

2.1.2. 五粮液主品牌：千元价位段稳健放量，超高端不断提升

第八代经典五粮液成功换代升级，站稳千元价位带。2017 年之前，五粮液一度存在价格倒挂的现象，公司通过严查串货、取消渠道返利等措施来实现顺价销售。2019 年 3 月春糖期间，公司正式推出八代普五，在品质、包装与防伪上实现了三重升级，出厂价较七代/七代收藏版提升 100/20 元。五粮液在操刀普五涨价上主要按照三步走：1) 第七代经典五粮液低库存、拉价格；2) 第七代经典五粮液收藏版限量、提价；3) 第八代经典五粮液提价、渠道控盘分利及数字化赋能。在普五的渠道价差拉升至 100 元左右，公司顺势推出八代普五，进而导入控盘分利。

图 16：五粮液的渠道利润及推出八代五粮液时点



资料来源：Wind，德邦研究所

图 17：第八代经典五粮液的价格推进图



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

推出超高端 501 五粮液对标非标茅台，拉升整体品牌高度。为追求 501 五粮液的极致品质，五粮液实施“限定车间、限定窖池、限定匠人”等三大“限定”，造就了 501 五粮液的极致稀缺性。其中，限定车间：501 车间是五粮液的一号酿造车间。限定窖池：每一滴 501 五粮液，都来自 501 车间的明清古窖池。限定匠人：501 五粮液必须由至少拥有 30 年以上酿酒经验的老师傅精心酿造。501 五粮液每年限量 501 瓶，每瓶都有自身独特的编号，极致的稀缺性打造“王冠上的明珠”，主要对标茅台年份酒。

经典五粮液卡位 2000 元价位段，承接茅台溢出红利。2020 年 9 月五粮液推出战略性大单品—经典五粮液，卡位 2000 元价位段，拉升整体品牌高度。经典五粮液产自不间断生产 652 年的明初古窖池群，传承五粮液传统酿造技艺，量质摘酒、百里挑一。最后经典五粮液基酒经传统陶坛储存陈酿 10 年以上，酒体风味相较更加独特、历久弥香。在渠道建设方面，经典五粮液建立“1+N+2”模式，主要聚焦高端圈层团购消费。“1+N+2”渠道模式，“1”是指平台商，负责区域分销渠道建设任务，担当核心圈层消费培育标杆；“N”是指分销商，负责做好团购直销，由平台商统管；“2”则指特约经销商和公司企业直供客户。

经典五粮液十四五末规划量为 1 万吨，成为五粮液又一增长极。在 2000 元超高端价位段，更多的是基于收藏和礼赠需求。目前茅台整体的终端成交价格带拉升至 3000 元以上，在 2000~3000 元存在价格带空白，且在执行拆箱政策下，经典五粮液有望承接 2000 元价位段茅台溢出红利。在销量方面，经典五粮液在产能上没有较大的瓶颈，公司规划经典五粮液 2021 年投放 2000 吨，“十四五”末投放量为 1 万吨，成为利润释放的又一增长极。在价盘方面，经典五粮液出厂价在 1399 元，保证金 700 元，团购价在 2300 元左右，相较传统八代普五渠道利润更加丰厚，同时全面导入控盘分利模式，保证经典五粮液的价盘稳定。后续五粮液将择时推出经典 20、30、50 等品牌，占位 5000 元及以上的价格带。

图 18：五粮液和贵州茅台的产品价格带分布（元）

价格带	贵州茅台				五粮液			
	品类	度数	规格	终端价格	品类	度数	规格	终端价格
10000元以上	茅台年份酒	53%vol	500ml	>10000	501五粮液	52%vol	500ml	>10000
4000~10000元	茅台年份酒、生肖酒等	53%vol	500ml	4800*	经典30/50	52%vol	500ml	-
3000~4000元	飞天茅台	53%vol	500ml	3200**	经典20	52%vol	500ml	-
2000~3000元	-	53%vol	500ml	-	经典五粮液	52%vol	500ml	2300
1000~2000元	43度飞天茅台	43%vol	500ml	999	八代普五	52%vol	500ml	1200
			500ml		五粮液1618	52%vol	500ml	1099
800~1000元	-	53%vol	500ml	-	39度五粮液	39%vol	500ml	759

资料来源：渠道调研，德邦研究所

注：**是指 2021 年散飞的价格，*是指牛年生肖酒的价格

39 度五粮液抢占低度酒市场，引领白酒低度化新趋势。针对提前培育年轻消费群体，五粮液和国窖 1573 等浓香酒企纷纷提前布局，公司适时推出 39 度低度五粮液，逐步引导年轻消费者过渡到高度数消费带。低度五粮液最初是区域专销产品，由华东部分实力强劲、渠道资源充足的五粮液大商在各地销售。后续随着市场的逐步打开和消费者的逐步接受，低度五粮液也逐步形成自己的消费群体。从价格带来看，低度五粮液主要对标的是 42 度飞天茅台，同时强化对低度国窖的竞争优势。后续，五粮液或推出低度五粮液的升级版——时尚版五粮液，进一步强化年轻的品牌调性。

小五粮主打 400~500 元政商务消费场景，享受次高端白酒扩容红利。2021 年，五粮液推出 375ml 次高端的小五粮，主要聚焦企事业单位团购。过去五粮液在 300~600 元价位段一直存在产品缺位，五粮春等系列酒长期定位在 300 元及以上，没有切割到次高端政商务消费的市场份额。随着 2021 年小五粮在政商务团购渠道的逐步推广，小五粮将借助五粮液的品牌力，享受次高端价位段扩容红利。

2.1.3. 系列酒品牌：五粮醇焕发新装，重新激活五粮春

系列酒打造“4+4”产品矩阵，力争营收突破 200 亿。系列酒持续坚持“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”三个原则，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性大单品，向自营、优势、中高价位产品进行倾斜，大力推动品牌升级。在品牌精简方面，截至 2021 年 6 月，五粮液系列酒已缩减至 38 个品牌/360 个产品，相较 2018 年的 189 个品牌/2269 个产品，减幅分别为 80%/84%。在产品换代方面，2020 年，全面完成了尖庄、五粮醇、五粮特曲等主要品牌的升级上市，并成功实施了上述品牌的重点市场打造和终端分级分类建设，重新明确了各品牌发展定位、划清价格跑道，进一步夯实品牌发展基础，取得了较好的成果。按照公司规划，2021 年五粮液系列酒营收要超过 100 亿元，到“十四五”末，系列酒营收则要力争突破 200 亿元。

五粮春成功换新，配额管控下布局 200-300 元价位段。1996 年，五粮春总经销品牌推出之际主要对标剑南春，但是由于系列酒品牌内部相互倾轧，以及渠道粗放式管理，导致五粮春的价盘长期走弱。针对五粮春存在的诸多问题，2021 年 6 月 9 日五粮春成功换代升级，从产品、渠道和价格三个维度进行了全面的升级：1) 产品端，酒体度数由原来的 50 度升级为 52 度，回归浓香经典度数，同时五粮春的基酒也采取更长的坛储时间。2) 渠道端，第二代五粮春采取市场配额制，2021~2025 年几乎不增量，确保经销权稀缺性。同时，五粮春导入“一瓶一码”等数字化管控系统，强化对市场库存的把控，进一步动态优化渠道配额。3) 价格端，45 度、52 度五粮春建议零售价分别提升至 328 元/瓶、358 元/瓶，剑指中高端大单品。在战略定位上，五粮浓香公司将五粮春确立为第二大品牌，尖庄坚守

塔基，五粮醇坚守中价位，五粮特曲、成长品牌和总经销品牌为五粮春战略协同。在量价关系上，五粮春从总经销品牌回归到自营品牌，将继续在四川、甘肃、河南、江苏等优势市场执行控量挺价的政策，将五粮春拉升至 300 元左右价位带，成为系列酒新的增长极。

图 19：第二代五粮春在品质、外观、防伪、服务四个维度进行了全面升级

品质	外观	防伪	服务
二代五粮液酒体度数由原来的 50 度升级为 52 度，同时，选用了年份更老的基酒勾调，使得口感更加细腻、丰满醇厚。	新包装材质触感更好，瓶体晶莹剔透，瓶身为金属雕花烫金工艺，外盒采用非破坏性开启方式，便于终端展示。	第二代五粮春采用“一瓶一码”溯源管理系统，并运用多重防伪技术使得防伪标签不可复原、不可复制。	第二代五粮春借助一瓶一码积分兑换，赋予渠道及消费者更多权益。

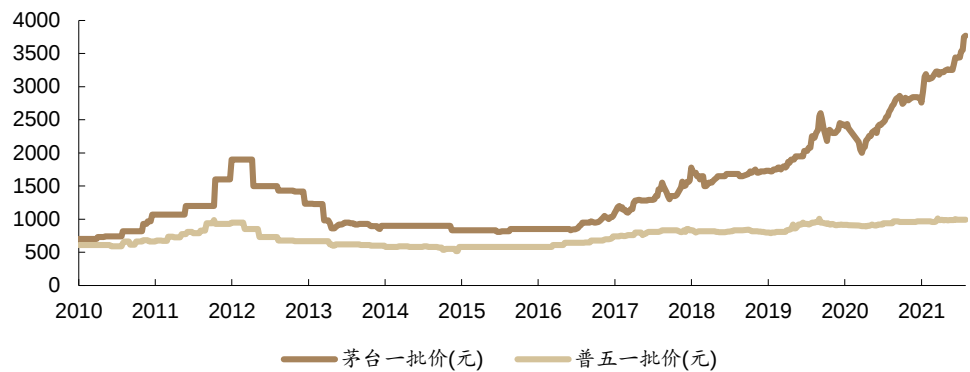
资料来源：公开资料整理，德邦研究所

2.1.4. 量价关系：数字化赋能控盘分利

五粮液极度重视量价关系，在价盘稳定的基础上实现稳定放量，未来量价齐升可期。在量价关系上，过去五粮液的批价存在量价难以兼得的弊端，主要的症结在于大商制下渠道控制力的弱化，各地大商出现甩货乱价等现象。2017 年以来“二次改革”的核心也在于重塑五粮液的量价关系，启动“百千万”工程加大终端掌控力，相继导入控盘分利模式、IBM 数字化系统，同时在全国各地成立经销商联谊会等，进而维护五粮液的价盘持续上行。数字化赋能控盘分利是指，厂家通过数字化系统获取渠道进货、出货、消费者扫码开瓶等数据，测算出渠道库存，进而实行对渠道发货节奏、配额的动态化调整，达到熨平库存周期扰动对价盘的冲击。在渠道管控方面，五粮液在 2017 年开始实施百千万工程进行下沉渠道的铺设，降低对大商的依赖度，缩短价格渠道传导的层级。在价盘维护方面，一方面五粮液基于渠道库存的测算动态调节发货节奏；另一方面，五粮液通过经销商联谊会形成区域自律机构，通过稽查、罚款、砍配额、取消经销权、建立市场秩序维护基金等方式，严厉打击经销商低价甩货、窜货、套渠道费用等乱价行为。

五粮液动态调整普五计划内外配额比例以及经典五粮液的占比，变相实现吨价的提升。五粮液在 2017~2020 年逐步完成组织管理变革、产品体系优化、渠道管控创新后，2021 年成为检验五粮液二次创业的集中兑现期。在批价方面，2021 年五粮液肩负着批价站稳 1000 元价位段的重任，进而提升白酒行业整体的价格锚。截止至 2021 年 8 月 15 日，五粮液河南批价在 980~990 之间，市场或认为高端白酒终端需求疲软，没法支撑五粮液持续提价。我们认为 21Q2 五粮液的批价稍弱于预期，主要受到以下几方面的扰动：1) 成都地区经销商改革，削减的经销商配额由其他经销商承接，直接导致五粮液在中秋国庆双节前提前放量。2) 过去酒企在量价调控上更多采取的是“淡季控量提价，旺季放量”，进而实现批价的螺旋式上升。这种量价的调控方式更多的是从供给端来实现，而非需求端的真实拉动。未来对于五粮液批价的展望：1) 五粮液提出厂价的前提是渠道价差足够大，经销商层面的利润不会出现大幅度的收缩；2) 茅台酒提价，茅台酒目前掌握高端白酒的定价权；3) 五粮液或通过灵活调控普五计划内、计划外配额比例，以及提高经典五粮液占比等方式，实现五粮液整体吨价的上行。

图 20：五粮液和贵州茅台的批价差不断走阔



资料来源：渠道调研，德邦研究所
注：批价数据截至 2021 年 7 月 30 日

图 21：五粮液价格体系调整梳理（元）

时间线	出厂价 计划内 计划外	团购指导价	终端供货价	零售指导价	价格变动	背景
2015.05	729→609				出厂价下调	高端白酒行业进入调整期
2015.08	609→659				出厂价上调	659元返30
2016.03	659→679				出厂价上调	并取消每瓶30元市场支持费用
2016.08	679→739		759	829	出厂价上调	提价控量、清理系列酒品牌、规范总经销产品
2016.12	739 739→769				计划外提价	导入价格双轨制
2017.02	739		769→809	829→899	上调终端供货价、零售指导价	五粮液1218大会“减量”20%
2017.07	739			899→969	终端指导价进行上调	
2017.11			939	969→1099	上调零售指导价	计划外和计划内打款必须1:1配比发货
2017.12	739 809→839				计划外提价至839元	计划外和计划内打款必须1:1配比发货
2019.05	789→889			1199	出厂价上调	第八代经典五粮液上市
2019.08				1199→1399	上调零售指导价	
2020.10			990		上调终端供货价	
2021.01		999			上调团购指导价	调整计划内和计划外的比例来变相提价
2021.03			1120		上调终端供货价	

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

表 5：2017~2021 年公司提价政策梳理

时间	五粮液提价信息
2017/2/14	商超渠道的 52 度新品五粮液（普五）的供货价调整为 809 元/瓶，零售价 899 元/瓶；500ml52 度五粮液 1618 建议供货价 819 元/瓶,建议零售价 919 元/瓶; 500ml39 度五粮液 1618 建议供货价 659 元/瓶,建议零售价 759 元/瓶
2017/7/17	五粮液在全国范围内对 52° 五粮液终端价进行上调，上调后价格为 969 元/瓶
2017/11	近期将新品五粮液调整零售价格到 1099 元/瓶，供货价调至 939 元，五粮液 1618 供货价涨到 969 元，零售指导价调到 1199 元
2018/11/30	全部产品价格上调 10%
2019/4/20	五粮液建议供货价达到 899 元以上，消费者成交价达到 950 元；4 月 30 日建议供货价达到 919 元以上，消费者成交价迈进 1000 元左右
2019/6	第八代经典五粮液上市，出厂价为 889 元/瓶，终端建议零售价为 1199 元/瓶。与第七代经典五粮液相比，每瓶的出厂价与终端建议零售价都上涨了 100 元
2019/8	第八代经典五粮液的终端建议零售价上调 200 元，变为 1399 元/瓶，成箱 1250 元/瓶（一箱 6 瓶）；第七代经典五粮液零售 1399 元/瓶
2020/8	第八代经典五粮液安徽市场终端一批价再次上调，将由原来的 959 元/瓶调整为 979 元/瓶，上调 20 元/瓶
2020/10/9	第八代五粮液执行 990 元的终端供货价
2021/3	供应商供给终端客户价格不能低于 1120 元/瓶，终端零售价不能低于 1200 元/瓶

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

2.2. 渠道篇：架构迭代，数字化赋能营销全过程

以往五粮液在渠道管控方面存在一定弊端，对比贵州茅台和五粮液渠道模式和操盘来看：1) 在渠道模式上，以往五粮液更多依靠大商，在部分地区存在经销商之间相互倾轧；茅台主要是以专卖店、小商为主，厂家对渠道的掌控力相对较强。3) 在量价管控上，贵州茅台重在对意见领袖、重点团购渠道的打造，量价传导相较顺畅；五粮液过去更多通过调整经销商的拿货成本来掌控价格，对需求端的重视程度不够，相对而言价盘的管控较为粗矿，效果不明显，在 2017 年导入数字化营销系统，组织架构进行相应调节，控盘分利，2020 年开始重视打造提升团购渠道，通过调控计划内外的比例来实现变相提价。

2021 年，五粮液继续发展团购渠道，成为检验渠道改革成效的试金石。五粮液作为全国化的名酒品牌，过去粗放式的渠道管理是限制其品牌力提升的主要原因，因此渠道体系调整也是五粮液“二次创业”的重点。在组织架构层面，五粮液将原有的 7 个营销中心进一步细分为 21 个营销战区，并将公司的职能部门和资源下沉到战区，缩短渠道管理的层级。在渠道建设方面，五粮液推进百城千县万店计划，推进渠道细分和下沉，强化对空白下沉市场的把控力。在渠道管控方面，五粮液在各地成立经销商联谊大会，强化对渠道窜货、乱价等行为的管控。在价盘管控方面，五粮液导入控盘分利模式，通过数字化系统对价格、货物、需求三者进行监控，实现对渠道配额的精准化投放，进而实现渠道顺价销售。在渠道结构方面，五粮液建立传统、团购和创新三大渠道体系，官方商城、五粮液云店、数字酒证平台等相继建成运行，渠道结构得到进一步优化。

表 6：贵州茅台和五粮液渠道操盘方面的对比

	贵州茅台	五粮液	五粮液未来的优化空间
渠道模式	小商制，销售层级较短	大商制，终端控制力相对较弱	开始逐步开发小商
消费场景	礼赠、高端政商务宴请、家庭消费、收藏、投资等	礼赠、商务宴请、家庭消费等	打造经典五粮液礼赠属性，培育其收藏的属性
量价管控	强化配额管理，价盘调控较为顺畅；叠加茅台增值的金融属性，培育老酒的消费氛围，打开价盘的天花板。	导入数字化控盘分利，强化对渠道库存和秩序的掌控	严格控制配额，通过计划内外比例来变相提价
营销模式	高端圈层营销，强化直销、团购的销售模式	逐步发力团购渠道	在百千万工程的基础上，重视核心消费者圈层，提升团购比例至 30%
渠道利润	渠道利润极高，进一步强化对经销商的掌控力	渠道利润较低，容易出现甩货	拉升终端成交价，做大经销商利润
消费者培育	圈层营销灌输产能稀缺的故事，强化对意见领袖的培育	过去消费者培育缺位，现在开始通过品鉴等进行圈层营销	讲好浓香高端白酒产能稀缺的故事

资料来源：德邦研究所

2.2.1. 百千万工程：建设高质量终端

推行百城千县万店工程，建设高质量终端体系。2017 年李曙光上任后，在渠道模式上，五粮液逐渐从过去倚重于大商向“大商为主+小商为辅”的模式转型，提出“百城千县万店”工程，强化终端门店的建设和把控。“百城千县万店”工程通过在上百个大中城市、上千个重点县区建设上万家高质量的核心销售终端，其中“百城”优先北上广深及各省会城市、优先传统优势市场的终端布局；“万店”主要由两部分终端组成，一部分是五粮液专卖升级而来，另一部分为新筛选的社会化终端。此外，“百城千县万店”工程将全面导入大数据应用，通过建立基于消费者、经销商、销售人员、终端门店的大数据信息管理系统，力求精细化管理社会渠道库存，强化对终端消费者的把控。

表 7：五粮液“百城千县万店”工程的 3 年战略目标

工程	时间段	核心内容
一期工程	2017.7—2018.6	完成“五粮液终端酒王俱乐部”，实现核心终端的直投直管、消费者体验、服务升级
二期工程	2018.7—2019.6	基于一期工程，完成“五粮液消费者酒王俱乐部”建设
三期工程	2019.7—2020.6	增加布点，优化网点，完成数据库体系的应用

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

强化专卖店建设，打造撬动团购市场的桥头堡。五粮液在 1995 年建立了白酒行业的第一家专卖店，2018 年开始第四代五粮液专卖店时代，专卖店模式已经成为保真、品牌形象展示、零售、团购、售后服务、消费者个性化体验的重要销售渠道之一。截至 2020 年 9 月，五粮液专卖店从 1 家成长到 1600 多家，专卖店营收突破 100 亿元，成为五粮液终端突破的重要抓手。五粮液在“百城千县万店”工程的基础上，缩短销售层级，强化对终端量价的把控。

图 22：2017 年五粮液店“百城千县万店”工程



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 23：五粮液专卖店全国化布局



资料来源：公司官网，德邦研究所

2.2.2. 组织架构：裂变 21 个营销战区

五粮液主品牌实行 21 大营销战区，系列酒成立五粮浓香公司，缩短渠道销售层级。2019 年，五粮液深化二次创业，实施营销组织变革，总部进行品牌事业部改革，区域进行扁平化和职能前置化改革。在五粮液板块，公司将过去的七大区域营销中心划分为 21 个营销战区、60 个营销基地，大幅提升公司精细化的操作。在系列酒板块，公司将原有的系列酒、特头曲、五粮醇公司整合成立新的五粮浓香系列酒公司，进而解决系列酒板块缺乏统一规划、营销模式和策略落后、品牌过多过杂等问题。

图 24：五粮液组织架构变迁



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

表 8：五粮液 21 大营销战区划分

七大区域营销中心	21 大营销战区
华北	晋冀战区、山东战区、陕西战区、北京战区、天津战区
华东	江苏战区、浙江战区、上海战区、安徽战区
华南	广东战区、福建战区
华中	河南战区、湖南战区、鄂赣战区
西南	四川战区、重庆战区、桂黔滇战区
西北	甘宁蒙西战区、新青藏战区
东北	黑吉蒙东战区、辽宁战区

资料来源：公司官网，德邦研究所

2.2.3. 控盘分利：数字化实现配额精准投放

八代五粮液成功导入控盘分利，数字化赋能渠道管控。2019 年第八代经典五粮液成功实现换代，同时将现代营销和数字化赋能相结合，全面导入“控盘分利”模式。“控盘”是指厂家控制价盘和量盘，“分利”分的是二次收益、增值收益。

“控盘分利”是通过数字化系统，建立厂家与消费者、核心门店、经销商、合作伙伴的直接连接，五粮液和 IBM 合作，以层层扫码、控盘分利的方式把半径从经销商延展到核心门店和消费者，让公司获得了“从合同到消费者”的完整数据链。在控盘分利的模式下，五粮液控制价盘和量盘，把传统渠道推式转变为基于终端门店和消费者的推拉结合；把过去基于经验的营销，升级为基于渠道大数据的营销。

控盘分利模式下，五粮液精准识别经销商的运营能力，实现配额精准化调配。

八代普五成功实现控盘分利的关键，在于瓶盖内的二维码溯源码。当消费者购买开瓶后扫描盖内码，即认定五粮液被开瓶消费，相关链条上的各个流通环节均能获利。五粮液则能通过“厂家出货/经销商入库扫码→经销商出库扫码→终端进货扫码→消费者购买并扫描盖内码”形成产品从厂到端的层层关联，从而掌控量价大盘，做出精准化的营销举措。在渠道管理上，五粮液通过“控盘分利”精准地识别商家体量和运营能力，让配额调配更加合理。

表 9：五粮液智能码管理机制

智能码	具体说明
箱码	八代普五箱码喷涂在箱体两侧，码箱一体
盒码	升级为变码，一物一码
盖内码	新增盖内码，一瓶一码，消费者扫盖内码之后，可实现溯源、防伪、加入会员等

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 25：五粮液产品箱外附上“物流条形码”

图 26：五粮液箱内附上“渠道动销码”



资料来源：公开资料整理，德邦研究所



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

表 10：五粮液数字化渠道运营激励机制

激励机制	
经销商权益	根据消费者开瓶扫码和终端进货扫码，作为经销商考核依据之一，与年终 1218 奖励机制挂钩。
专卖店权益	1) 消费者开瓶扫码和专卖店入库量与 1218 奖励机制挂钩；2) 消费者开瓶扫码和会员注册均能触发专卖店的权益累积。
终端权益	1) 消费者注册会员；2) 消费者开瓶扫盖内码；3) 终端扫箱码。
消费者权益	扫盖内码加入五粮液俱乐部，尊享会员权益。

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

2.2.4. 五商公司：统一管控 KA 商超渠道

经销商成立五商公司，五粮液统一管控 KA 商超渠道。2019 年在五粮液的支持下，30 余家供应 KA 商超的经销商众筹组建宜宾五商股权投资基金，进而组建五商供应链公司²，强化对 KA 商超渠道统一管理。KA 商超渠道获客能力较强，作为标杆市场，价格相较传统渠道有一定的溢价，但是也存在经销商之间争夺商超资源进而引发的窜货乱价行为。在五商供应链公司的模式下，五粮液直接供货给五商公司，通过模式创新来解决渠道终端的不规范。在利润方面，经销商的利润来自入股的分红和服务费，解决了经销商“左右手互搏”的问题。

图 27：宜宾五商股权投资基金股东基本是各地大商

² 成都五商供应链管理有限责任公司现以销售第八代经典五粮液为主，在全国设华东、华西、华南、华北、华中五个营销大区，供应全国核心商超系统，覆盖超过 10000 家终端门店。目前已经实现合作的渠道商超包括：麦德龙、山姆、大润发、沃尔玛、家乐福、华润万家、步步高、人人乐、永辉等。

股东	持股数	股东	持股数
武汉友谊副食品商业有限责任公司	5.46%	重庆糖酒有限责任公司	3.01%
上海浩泽贸易有限公司	5.46%	江苏省苏食酒业有限公司	3.01%
北京糖业烟酒集团有限公司	5.46%	青岛鑫浩统达糖酒副食品有限公司	3.01%
深圳市沙头角商业外贸有限公司	5.46%	上海捷强烟草糖酒集团配销有限公司	3.01%
深圳市沙头角商业外贸有限公司	5.46%	山东怡美堂供应链管理有限公司	1.64%
西藏中糖德和经贸有限公司	5.46%	新疆五粮液系列酒专销有限公司	1.64%
湖北人人大经贸有限公司	5.46%	杭州广新酒类销售有限公司	1.64%
河南盛林商贸有限公司	3.01%	大连川连国际商贸有限公司	1.64%
辽宁润嵘达贸易有限公司	3.01%	武汉市洪兴糖酒商贸有限公司	1.64%
上海茅五剑贸易有限公司	3.01%	苏州苏糖名酒销售有限公司	1.64%
成都五商供应链管理有限责任公司	3.01%	上海好来喜糖业烟酒有限公司	1.64%
河南省副食品有限公司	3.01%	广州龙程酒业有限公司	1.64%
步步高商业连锁股份有限公司	3.01%	浙商糖酒集团有限公司	1.64%
上海赛雁商贸发展有限公司	3.01%	辽宁鑫鸿英氏实业有限公司	1.64%
江苏苏糖糖酒食品有限公司	3.01%	陕西省军区军人服务社	1.64%
宜宾国泰供应链管理股份有限公司	3.01%	人人乐投资(深圳)有限公司	1.64%
天津市裕隆达商贸有限公司	3.01%	宜宾五粮液基金管理有限公司	0.01%

资料来源: Wind, 德邦研究所

2.2.5. 新渠道开发: 发力团购、新零售创新性业务

团购渠道是五粮液渠道改革的重要一环, 是圈层营销的必要路径。高端酒的消费更多依赖高净值人群的圈层营销, 团购渠道成为酒企的兵家必争之地。过去五粮液在高端化市场更多的是依靠品牌力, 对团购渠道的重视程度相对不够, 一方面由于过去在大商制模式下, 经销商没有动力去开发团购客户, 五粮液或许更多充当流量产品来撬开渠道; 另一方面, 公司管理层对团购渠道重视度不够, 且对渠道的掌控力相对较多, 无法点对点去开发潜在团购客户。2016 年以来, 五粮液举行了大量的消费者培育活动, 开始着手核心意见领袖的圈层营销。在消费者培育方面, 2019 年五粮液上线消费者俱乐部等, 通过数字化系统加强和消费者之间的粘性。在圈层营销方面, 五粮液在各地举行大量的品鉴会, 向核心消费者宣传五粮液的和美文化。

2020 年是五粮液发力团购的元年, 2021 年团购比例有望提升至 30%。公司在 2017~2019 年完成渠道和产品梳理之后, 五粮液将团购渠道的开发上升至战略层面, 2020 年 6 月正式上线团购系统, 启动了全员团购模式, 在疫情期间, 提出“三损三补”的渠道策略。在团购渠道开发上, 2020 年公司削减 20% 左右计划内普五配额, 同时 100% 满足团购渠道的订单, 进而促使传统经销商去开发团购客户。在公司层面、战区层面、基地层面, 公司的管理层都背了一定的团购指标, 形成全员上阵开发团购新气象。针对全国性的大型企业, 团购客户开发是采取股份公司总对总的模式, 后续的跟进和服务则更多由过去服务过的经销商来承担, 打造赋能型团购模式。多措并举下, 五粮液在 2020 年下半年团购占比提升至 20% 左右, 2021 年有望实现团购占比 30%, 团购占比或是检验公司消费者培育和渠道改革的试金石。

表 11: 五粮液系列“名酒进名企”活动

日期	五粮液名酒进名企
2020 年 5 月 29 日	李曙光董事长率队拜访中建一局集团
2020 年 6 月 29 日	通威集团董事局主席刘汉元一行到访五粮液集团
2020 年 7 月 21 日	集团公司党委书记、董事长李曙光率队考察上海复星集团
2020 年 8 月 12 日	李曙光董事长、曾从钦总经理会见华为副总裁马悦、郑叶来一行
2020 年 9 月 1 日	李曙光董事长率队拜访川航集团、四川能投集团
2020 年 9 月 22 日	福耀集团董事长曹德旺考察五粮液集团

2020 年 10 月 27 日	永辉超市董事长张轩松一行到访五粮液集团
2020 年 11 月 6 日	五粮液集团与川投集团签署战略合作协议
2021 年 4 月 26 日	集团公司李曙光董事长率队走访深圳同心俱乐部
2021 年 4 月 29 日	五粮液集团与中国农业银行在北京签署战略合作协议
2021 年 6 月 5 日	中植企业集团董事局主席兼首席执行官解直锟率来宜参加恒天银杏理财 2021 年度活动的会员企业家一行到五粮液考察交流
2021 年 6 月 25 日	五粮液集团与中国邮政储蓄银行签署总对总战略合作协议，双方将在金融服务、品牌推广等方面拓展合作领域、提升合作层次，实现共赢发展

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

新零售公司强化线上渠道管理，避免电商乱价对整体价盘的影响。2020 年 6 月，五粮液在宣布完“调整后不增量”、“调整计划后不投放至传统渠道”和“调整后不再投入渠道政策”三项原则后，成立新零售公司³管理线上渠道，借此强化五粮液对渠道的掌控力以及降低电商平台对五粮液批价干扰。电商渠道往往是低价营销和乱价甩货的源头，五粮液通过成立新零售公司统一管控线上渠道，更多的是打造品牌形象线上展示的窗口。

图 28：五粮液新零售管理有限公司



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

2.3. 品牌篇：讲好高端五粮液产能稀缺新故事

五粮液多次上榜全国品酒会，具备名酒基因。五粮液起源于唐代重碧酒，于宋代改良为姚子雪曲，于 1909 年正式得名五粮液。1952 年，宜宾地区利川永、长发升、张万和等 8 家古传酿酒作坊，通过公私联营的方式组建而成“中国专卖公司四川省宜宾酒厂”，在 1959 年正式命名为“宜宾五粮液酒厂”。除第一次酒厂改制没有参评之外，五粮液荣膺四届名酒品评会全国名酒。1963 年，五粮液被授予“国家名酒”称号，与古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、茅台、西凤酒、汾酒、董酒一同被业界称为“老八大名酒”。五粮液沿用“1366”的生产工艺，是享誉中外的全国性名酒企业。

³ 五粮液新零售管理有限公司：是五粮液引领行业商业模式创新、加速线上线下深度融合的战略性布局，旨在建立起线上渠道的精准营销体系；另外继续与线上零售平台、新零售连锁等进行深度合作，逐步建立运营管理标准，把新零售管理公司建设成为五粮液的宣传平台、销售平台与消费者互动平台。

五粮液需要讲好高端浓香白酒产能稀缺的故事。在消费者培育方面，过去五粮液在圈层营销上相较茅台具有一定差距，没有讲好自身高端产能稀缺的故事。茅台不断捆绑意见领袖，向消费者灌输自身 12987 的工艺，凸显高端酱酒的产能稀缺性，进而拔高品牌价值。从工艺维度上看，高端浓香白酒产能同样具有稀缺性，一是高端浓香白酒需要年份窖池，相较之下，酱香酒就没有年份窖池的瓶颈；二是高端浓香白酒的优酒率相对较低，普遍在 15%~20% 左右。因此，高端浓香白酒的产能也是稀缺的，后续五粮液需要讲好高端浓香白酒产能稀缺的故事。

表 12：2016 年以来，五粮液在消费者培育方面举措频频

时间	五粮液消费者培育动作
2016 年	开启“百年世博·荣耀绽放”之“耀世之旅”全球文化巡展活动 成为 G20 杭州峰会宴会用酒
2017 年	举办约 6000 场次小型品鉴会
2018 年	五粮液牵手奥地利施华洛世奇合力推出婚宴专属产品“五粮液·缘定晶生” 五粮液消费者俱乐部上线
2019 年	“五粮液杯”2019 中国白酒新生代酒品超级调酒大赛大师赛在宜宾举行 与中国酒业协会、浪潮集团等合作成立中国酒业大数据中心 建成欧洲、美洲、亚太三大国际营销中心和国际营销渠道
2020 年	坐落于日本东京地标的东京五粮液大酒家正式开业 全国首家“五粮液文化体验店”落户成都 民间寻宝五粮液专场活动在酒都宜宾举行 举办首届“五粮液 1218 超级粉丝节”

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

3. 成长篇：经典五粮液切入 2000 元价位段

茅台价格上行，2000 元价位段顺势形成，经典五粮液纵深切入。2020 年 3 月以来，流动性宽松背景之下，茅台价格加速上行，年初茅台酒推出严格拆箱政策，希望降低茅台酒自身的金融属性，缓解价格上行压力，但原箱茅台供需矛盾加剧，拉动散货价格继续上行，8 月上旬原箱茅台批价一度接近 4000 元/瓶，散装茅台批价也突破 3000 元/瓶，致使原箱茅台和散装茅台的批价差拉伸至 800 元以上。背后的核心原因在于茅台的供给受限，在严格拆箱政策下，茅台部分礼赠需求和收藏需求难以得到满足，加剧短期价格上行，在供给没有大幅增长的背景之下，预计散装茅台价格将长期保持在 3000 元/瓶以上。2000 元价位段性价比凸显，五粮液作为国内第二高端白酒是该价位段最有增长潜力的品牌，蓄势一年的经典五粮液于 2021 年推出市场，复刻上世纪 80 年代五粮液巅峰时期鼓形瓶，有望率先占位 2000~3000 元价位段，增强五粮液品牌的长期增长动力。

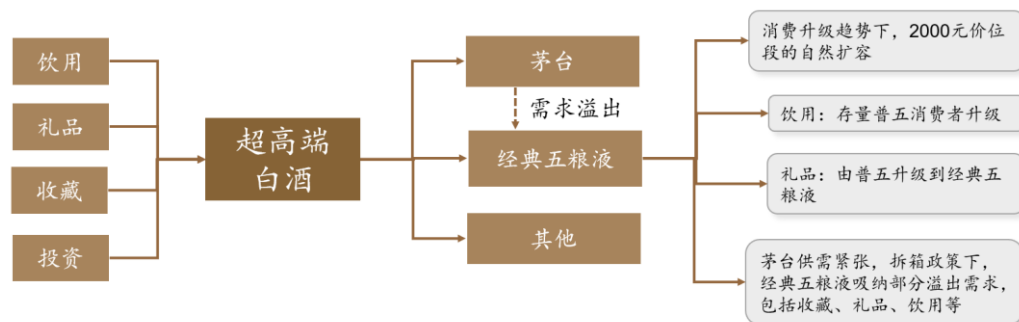
图 29：茅台价格进一步拉升，留下 2000 元价位段空白



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

经典五粮液的需求来源包括普五的消费升级以及茅台需求的溢出。从白酒的消费场景来看，主要包括饮用、礼品、收藏、投资四大类，一般白酒主要集中在饮用和礼品属性，而高端白酒品牌壁垒高，货值大，没有保质期，使得其相比于其他白酒更具有收藏和投资属性。其中属茅台地位最高，且供给稀缺，投资属性明显强于其他产品。对于经典五粮液而言，一是浓香王者五粮液提前价格站位的不二选择，二是在于承接茅台酒的溢出需求：1) 存量升级，2000 元价位段需求增加，存量普五的忠实消费者，升级到经典五粮液，原有送普五的消费者由于普五控量提价，需求量转移至经典五粮液；2) 超高端需求承接，茅台未来很长一段时间供给量无法快速放量，拆箱政策下，更加剧了原箱茅台的供给矛盾，经典五粮液有望承接茅台部分收藏和礼赠需求。

图 30：经典五粮液需求来源

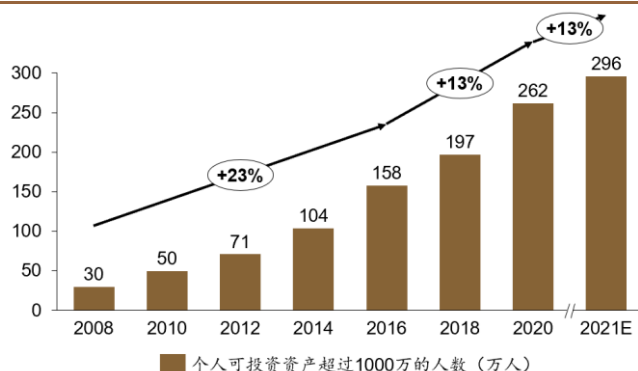


资料来源：德邦研究所

3.1. 总量视角：高端白酒量增确定性高，经典五粮液发挥空间足

高端白酒增长确定性高，未来五年市场规模年 CAGR 有望维持 15%左右。价盘上，预计高端白酒价格年复合增速维持在 5%-6%，高端白酒在居民可支配收入提升（过去三年年复合增速为 8%）&供需紧平衡（高端白酒扩产慢）的双重作用下，整体增速与经济增速相仿。量盘上，预计高端白酒需求量年复合增速维持在 9-10%。我们拆分购买力和购买主体数量进行分析，高端白酒 B 端消费主要包括政企端，消费占比约 35%，企业主体数量贡献较少，高端增量主要来源于消费升级，假设与 GDP 增速相仿，给予 6%的复合增速；C 端消费占比 65%左右，主要参考我国高净值人群增速（2017~2020 年，高净值人群规模的年复合增速高达 13%，预计五年高净值人群规模维持 10~13%左右）。综合来看，预计高端白酒需求量年复合增速维持在 9-10%，总体容量从 2020 年的 7.5 万吨扩容至 11.54~12.08 万吨，增量空间达到 4.0-4.6 万吨。参考头部酒企十四五规划，结合宏观数据验证来看，我们预计未来五年高端白酒行业收入规模有望维持 15%左右增速。预计到 2025 年，我国高端白酒市场总规模达 3000 亿元以上，增量空间达到 1500 亿元。

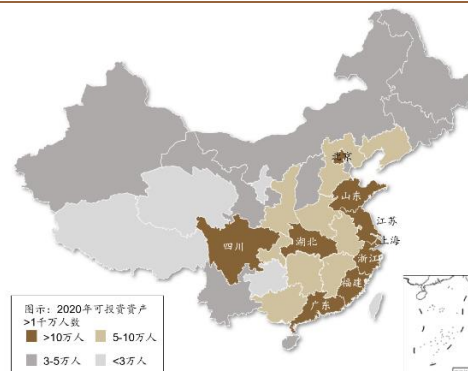
图 31：2008~2020 年中国高净值人群规模及增速



资料来源：贝恩咨询，招商银行，德邦研究所

注：高净值人群定义为可投资资产大于 1000 万元的 18 周岁以上成年人

图 32：我国高净值人群地域分布

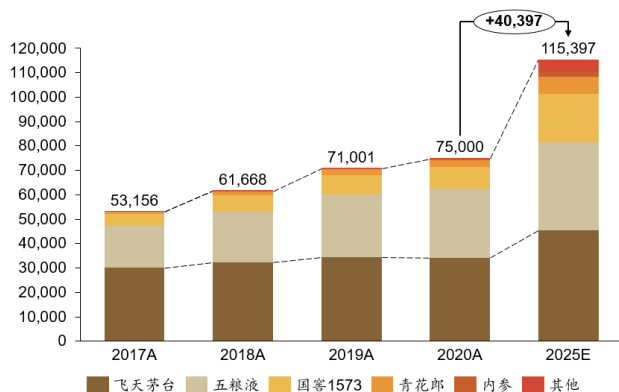


资料来源：贝恩咨询，招商银行，德邦研究所

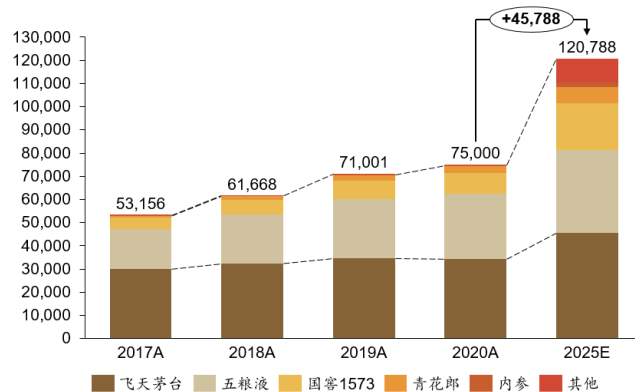
注：高净值人群定义为可投资资产大于 1000 万元的 18 周岁以上成年人

图 33：在 9%增速下，高端白酒出货量增长空间测算(吨)

图 34：在 10%增速下，高端白酒出货量增长空间测算(吨)



资料来源: Wind, 德邦研究所

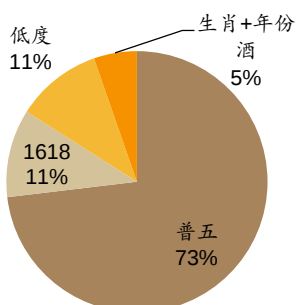


资料来源: Wind, 德邦研究所

3.2. 2000 元新高端价位崛起，普五存量升级带来增量

散装茅台批价突破 3000 元，2000 元新高端价位段性价比凸显。散装茅台批价拉升至 3000 元以上，突破 2009-2012 年白酒景气周期飞天茅台批价上沿。从白酒价格带的分析维度来看，千元价位段和 3000 元价位段遗留巨大的价格带空白，我们将 2000 元价位带定义为“新高端价位带”。过去茅台批价在 2500 元时，市场认为消费者没有动力去购买 2000 元的其他高端白酒，因此过去 2000 元价位带是个“鸡肋价格带”。目前来看，茅台的不断上涨的价格拉升了白酒价格天花板，同时也提高了消费者对于高端白酒的价格接受程度，在消费升级的大趋势下，五粮液复刻上世纪 80 版五粮液瓶型，或在一定程度上能激活 2000 元新高端价位带。

图 35：2020 年五粮液高端酒的销量占比



资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

图 36：经典五粮液复刻上世纪第四代五粮液



资料来源: 公开资料整理, 德邦研究所

经典五粮液或带动 2000 元新高端价位段崛起, 三大因素或助力全国化放量:

1) 经典五粮液将支撑 2000 元价位段的崛起。复盘白酒发展历史，一个白酒价位段的兴起往往需要有个全国性的大单品来支撑，例如水晶剑占位 400 元价位段，成为次高端王者，梦之蓝 M6+ 占位 600~800 元价位带快速放量。经典五粮液采取的是 10 年的优质基酒，且复刻的 80 版五粮液是公司上世纪巅峰时期的扛鼎之作，具备较强的产品优势和文化沉淀。从产品端来看，经典五粮液极佳的饮用口感和文化优势，未来或支撑 2000 元新高端价位带的崛起。

2) 经典五粮液 1+N+2 模式，掌控核心圈层，把握量价。经典五粮液采取控盘分利模式，率先在团购渠道进行圈层营销，公司在经历完 2019 年八代五粮液的

换代之后，对于经典五粮液的量价把控炉火纯青。在渠道端，经典五粮液采取的是 1+N+2 的模式，实现对量价和意见领袖的精准投放。在渠道利润方面，经典五粮液直面终端，侧重团购渠道，渠道利润高达 900 元左右（2300 元-1399 元），远高于普五的渠道利润，渠道推力足。

3) 公司对于操刀经典五粮液更具耐心、渠道操盘经验更丰富、管理团队磨合更协调。自 2020 年 9 月推出以来，经典五粮液就备受社会关注，在 2021 年初小范围上市，至 2021 年 5 月，五粮液公司完成了对经典五粮液的试销工作，在通过大数据分析以及和试销期经销商不断总结后，2021 年 6 月加快推进经典五粮液全方位、精细化的市场布局，并将经典五粮液的全年销售目标调整至 2000 吨。相较于以往产品，公司从渠道、品鉴、氛围营造、消费者培育等方面进行了全方位、精细化的市场布局，在中秋旺季来临之前，将在全国重点城市召开 12 场经典五粮液市场营销工作会。

基于以上三个维度，我们认为五粮液内部对于经典五粮液有目标有路径，十四五末五粮液将成为 2000 元价位段第一大单品。

图 37：预计经典五粮液能成功实现放量的三大基因

产品端	渠道端	管理层
1) 经典五粮液采取的是 10 年以上的基酒，饮用口感极好。 2) 经典五粮液复刻的是上世纪第四代五粮液，第四代五粮液是公司巅峰时期的扛鼎之作，具有较强的文化沉淀和消费者共鸣，印证了经典五粮液属于“穿越时空的经典”。	1) 经典五粮液采取 1+N+2 的渠道模式，平台商采取一批价统一出货，防止渠道利润太高时经销商能力和资源不匹配导致的随意窜货，保证经典五粮液的价盘稳定。 2) 数字化赋能经典五粮液，经销商配额基于过去数字化系统下团购资源能力的认定。	1) 公司管理层对操刀经典五粮液具有足够的耐心，在 2021H1 完成试销和大数据分析后，公司才在 618 上调全年任务至 2000 吨。 2) 公司管理层在经历完八代五粮液的成功换代之后，在渠道管控方面更加娴熟。 3) 展望十四五末，经典五粮液有望实现 1 万吨销量。

资料来源：德邦研究所

普五消费者或升级至经典五粮液，带来 2000 吨左右销量空间。五粮液八代普五作为千元价位段领头羊，消费场景主要集中于宴请和礼品，这类场景具备较强的社交属性，存在天然的升级驱动力。从饮用角度来看，经典五粮液是优中选优，完全由陶坛储存陈酿 10 年以上的基酒勾调而成，产能稀缺，品质上乘；从礼赠角度而言，经典五粮液自推出以来，公司在团购渠道大力推广经典五粮液，通过举办高端品鉴会等实现圈层引领，品牌影响力不断提升，品牌高度+价格定位合适，在茅台之下经典五粮液是高端礼品的优选。中性假设下，在 2020 年的基础上，预计 10% 左右销量的普五有望升级至经典五粮液，对应经典五粮液的销量空间在 2057 吨左右，预计归母净利润增厚 18.20 亿元，业绩弹性达 9.1%。

表 13：经典五粮液存量升级的空间测算

普五升级比例%	0%	5%	10%	15%	20%
2020 年普五的销量(吨)	20571	20571	20571	20571	20571
对应五粮液的销量空间(吨)	0	1029	2057	3086	4114

对应五粮液的利润增量(亿)	0.00	9.10	18.20	27.31	36.41
对应五粮液的利润弹性(%)	0.0%	4.6%	9.1%	13.7%	18.2%

资料来源：渠道调研，德邦研究所
注：2020 年普五的销量来自渠道调研

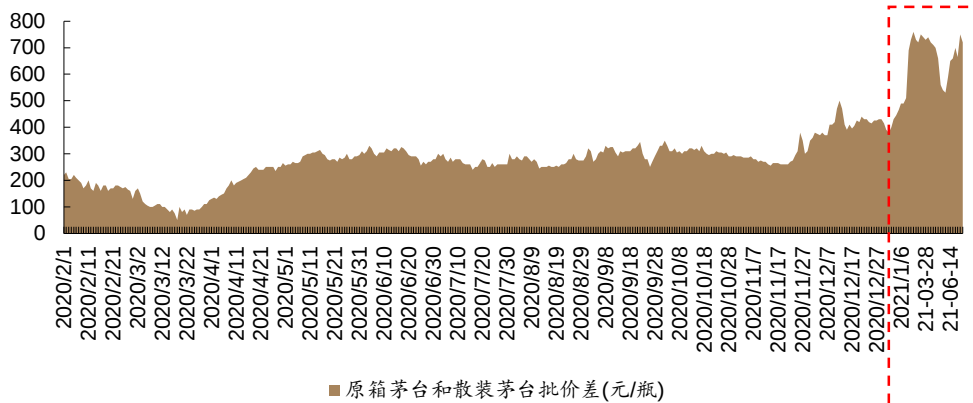
3.3. 茅台酒拆箱政策下，经典五粮液潜在替换空间大

供需错配&严格拆箱政策带来茅台批价持续上行。过去茅台酒由于稀缺性以及较强的涨价预期，导致大量社会资本涌入茅台市场，极大地放大了茅台酒的金融属性，但是也造成茅台酒的开瓶率过低、社会库存过高等问题。2021 年元旦和春节期间，茅台酒厂先后两次发布“拆箱令”政策，要求专卖店和经销商 500ml 飞天茅台 100% 开箱销售，100% 纸箱保留，进而确保茅台酒开瓶率的提升。从供需两个维度看，茅台酒作为我国高端白酒第一品牌，产能的稀缺性叠加需求的不断增长，投资收藏属性加剧供需错配，导致茅台原箱和散瓶的批价差进一步拉升至 800 元以上。

供给侧来看，茅台酒产地有限，工艺复杂，产能稀缺。从工艺上看，茅台酒由于自身独特的“12987”酿酒工艺，生产时间一年，基酒需要储藏三年，成品酒需要瓶贮一年，前后至少历时五年。同时，茅台酒以酒调酒，老酒的储能也是决定茅台酒放量的重要因素。从产地来看，茅台酒必须要在茅台镇酿造（当地特色的气候、微生物环境等，当年异地搬迁而来的珍酒口感和茅台酒差异较大），原料必须使用当地特有的红缨子高粱（耐蒸煮，种植面积有上限）。因此，由于地理环境等限制，茅台酒扩产空间有限，2020 年茅台酒产量为 5.02 万吨，到 2021 年将达到 5.6 万吨的产能，之后很长一段时间将维持稳定，按照 85% 的出酒率，对应茅台酒供给量为 4.76 万吨左右。

需求侧来看，原箱茅台酒更适于收藏与礼赠，并且存在强投资属性，需求量持续增长。从消费人群看，茅台酒由过去的“政务消费”主导向“民间消费”主导转换，C 端消费占比不断提升，伴随着高净值人群数量的增长，预计茅台酒的消费需求受到来自“基建周期”、“政治周期”的扰动会降低。茅台作为中国白酒的标杆，近年来茅台价格不断攀升，大量热钱涌入茅台酒市场，投资者囤积原箱茅台，拉开了原箱与散飞价差。此外，茅台酒具有越陈越香的特质，目前普遍认为 15 年瓶储茅台酒的口感最佳，茅台年份化定价模式成熟，进而催生千亿规模的老酒市场。大量的消费者“买新酒，喝老酒”，一定程度上加剧了当期茅台酒的供需错配。从渠道端来看，2019 年茅台开始进行扁平化渠道改革，以电商、商超为代表的渠道放量，缩短了销售层级，实现消费者触达，扩展消费者购买的广度，刺激了新中产茅台酒需求。

图 38：原箱茅台和散装茅台批价差拉升至 800 元以上



资料来源：渠道调研，德邦研究所

茅台供需矛盾凸显，拆箱降低了茅台投资属性带来的风险，同时也减少了原箱茅台的供给，基于实际拆箱比例来测算茅台酒的溢出红利。在茅台酒厂坚定执行 100%拆箱政策的背景下，原箱茅台供给缺口放大，由于散装茅台存在真伪难辨、收藏/投资属性弱、购买渠道较窄等问题，茅台部分礼赠和收藏、投资需求无法得到满足，经典五粮液品牌和定价更具优势，并且这一优势将伴随着经典五粮液的品牌高度提升而继续提高，预计经典五粮液将承接大部分原箱茅台的溢出需求。

表 14：2021 年以来，茅台酒拆箱政策梳理

时间	茅台拆箱政策
2021 年元旦	茅台发布“拆箱令”政策，要求专卖店和经销商把 80%的茅台酒按照 1499 元的价格拆箱售卖，厂家会不定期到店里检查拆箱售卖的情况以及箱子数量。
2021 年 1 月 14 日	茅台要求专卖店和经销商拆箱比例由 80%提升至 100%，500ml 飞天茅台 100%开箱销售，100%纸箱保留。
2021 年 1 月 22 日	全国各省、直辖市、自治区市场局各自成立省级专案组开始查茅台经销商囤积居奇，哄抬价格。具体内容：进货数量，销售数量，通过银行、支付平台查总账，销售流向延伸查下家销售情况和是否存在返点。
2021 年 8 月 26 日	严格执行 100%拆箱、100%库存清零以及 100%开票的“三个 100%”措施，并特别要求所有经销商和专卖店要在 40 天内完成 100%清零。

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

根据茅台酒的渠道结构，在不同开箱比例下，测算茅台酒四大场景的消费需求：1) 根据茅台酒 2020 年的销量数据，剔除海外 1527 吨的影响；2) 假设茅台的生肖酒、定制酒、年份酒以及精品酒全部属于收藏/投资需求；3) 假设商超卖场、电商渠道全部属于家庭宴请需求；4) 假设茅台集团配额内的国企团购属于商务宴请需求；5) 假设原箱茅台属于收藏/投资、礼赠需求，散装茅台属于商务/家庭宴请需求；6) 其他茅台配额拆箱之后，散装茅台划分成宴请需求，原箱茅台按照 9:1 划分为礼品、投资/收藏需求。7) 经典五粮液的出厂价 1399 元，终端成交价 2300 元，假设经典五粮液的净利率 50%。8) 根据渠道调研，正常情况下，经销商茅台拆箱率不高，在 10-30%之间，绝大部分购买原箱之后整箱收藏/送礼或者自行拆箱送礼，我们假设稳态水平下茅台酒的综合拆箱率在 50%左右。9) 目前茅台酒厂的拆箱要求是 100%，假定实际的操作中拆箱比例在 70%左右。

基于以上假设，我们按照 50%~100%不同拆箱比例下测算茅台酒送礼+收藏/投资的占比和茅台酒开瓶率，用不同拆箱率下原箱茅台供给的缺口来预测经典五粮液的替代空间。

情景一：假设原箱茅台供给缺口全部由经典五粮液承接

我们从销售量和零售额两个维度来测算茅台礼赠和收藏/投资需求溢出空间：1) 茅台礼赠和收藏/投资溢出消费量全部由经典五粮液来承接，在中性假设下，茅台酒 70%的拆箱比例，经典五粮液的潜在销量空间在 4063 吨左右，预计归母净利润增厚约 14.38 亿元，业绩弹性高达约 7.2%。2) 茅台礼赠和收藏/投资溢出的市场份额全部由经典五粮液承接，在中性假设下，茅台 70%的拆箱比例下，经典五粮液的潜在销量空间在 6712 吨左右，预计归母净利润增厚约 23.76 亿元，业绩弹性高达约 12%。

表 15：拆箱政策下，茅台礼赠和收藏/投资需求溢出的空间测算

拆箱比例	50%	60%	70%	80%	90%	100%
商务宴请%	41.7%	47.8%	54.0%	60.2%	66.4%	72.6%
收藏/投资%	19.6%	19.0%	18.4%	17.8%	17.1%	16.5%
礼品%	27.9%	22.3%	16.7%	11.2%	5.6%	0.0%
家庭宴请%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
合计%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
茅台酒开瓶率(%)	52.5%	58.7%	64.9%	71.1%	77.3%	83.5%
(礼品+收藏/投资)占比(%)	47.5%	41.3%	35.1%	28.9%	22.7%	16.5%
(礼品+收藏/投资)供给量(吨)	15576	13545	11513	9482	7451	5419
(礼品+收藏/投资)供给缺口(吨)	0	2031	4063	6094	8125	10157
五粮液的归母净利润增量(亿元)	0.00	7.19	14.38	21.57	28.76	35.95
五粮液的归母净利润弹性(亿元)	0.0%	3.6%	7.2%	10.8%	14.4%	18.0%
飞天原箱终端吨价(万元/吨)	760	760	760	760	760	760
(礼品+收藏/投资)缺口市场(亿元)	0	154	309	463	618	772
对应经典五粮液销量(吨)	0	3356	6712	10068	13424	16781
五粮液的归母净利润增量(亿元)	0.00	11.88	23.76	35.64	47.52	59.40
五粮液的归母净利润弹性(亿元)	0.0%	6.0%	11.9%	17.9%	23.8%	29.8%

资料来源：渠道调研，德邦研究所

注：表中四大消费场景的占比是测算而来，已经剔除茅台酒海外销量的影响；经典五粮液的出厂价在 1399 元/瓶，假设每吨 2000 瓶；假设经典五粮液承接茅台送礼和收藏需求；假设拆箱政策前茅台的自然拆箱率在 50%左右

情景二：假设原箱茅台中礼品供给缺口由经典五粮液承接

我们从销售量和零售额两个维度来测算原箱茅台中礼赠需求溢出空间：1) 茅台礼赠溢出消费量全部由经典五粮液来承接，在中性假设下，在茅台酒 70%的拆箱比例下，经典五粮液的潜在销量空间在 3656 吨左右，预计归母净利润增厚约 12.94 亿元，业绩弹性高达约 6.5%。2) 茅台礼赠溢出的市场份额全部由经典五粮液承接，在中性假设下，在茅台 70%的拆箱比例下，经典五粮液的潜在销量空间在 6041 吨左右，预计归母净利润增厚约 21.38 亿元，业绩弹性高达约 10.7%。

表 16：拆箱政策下，茅台礼赠需求溢出的空间测算

拆箱比例	50%	60%	70%	80%	90%	100%
商务宴请%	41.7%	47.8%	54.0%	60.2%	66.4%	72.6%
收藏/投资%	19.6%	19.0%	18.4%	17.8%	17.1%	16.5%
礼品%	27.9%	22.3%	16.7%	11.2%	5.6%	0.0%
家庭宴请%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
合计(吨)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
茅台酒开瓶率(%)	52.5%	58.7%	64.9%	71.1%	77.3%	83.5%
(礼品+收藏/投资)占比(%)	47.5%	41.3%	35.1%	28.9%	22.7%	16.5%
礼品供给量(吨)	9141	7313	5485	3656	1828	0

礼品供给缺口(吨)	0	1828	3656	5485	7313	9141
五粮液的归母净利润增量(亿元)	0.00	6.47	12.94	19.41	25.89	32.36
五粮液的归母净利润弹性(亿元)	0.0%	3.2%	6.5%	9.7%	13.0%	16.2%
飞天茅台原箱吨价(万元/吨)	760	760	760	760	760	760
礼品缺口市场(亿元)	0	139	278	417	556	695
对应经典五粮液销量(吨)	0	3020	6041	9061	12082	15102
五粮液的归母净利润增量(亿元)	0.00	10.69	21.38	32.08	42.77	53.46
五粮液的归母净利润弹性(亿元)	0.0%	5.4%	10.7%	16.1%	21.4%	26.8%

资料来源：渠道调研，德邦研究所

注：表中四大消费场景的占比是测算而来，已经剔除茅台酒海外销量的影响；经典五粮液的出厂价在 1399 元/瓶，假设每吨 2000 瓶；假设经典五粮液承接茅台送礼和收藏需求；假设拆箱政策前茅台的自然拆箱率在 50% 左右

3.4. 经典五粮液铸就公司第二增长曲线

中性假设下，预计十四五末经典五粮液销量达 8841 吨左右，GAGR 达 45%。

本文测算了经典五粮液的潜在上限空间：1) 假设 2000 元新高端价位带未来五年销量复合增速为 10%；2) 根据茅台酒 2021 年产能规划，测算 2025 年茅台酒可供销量为 4.76 万吨，茅台酒十四五期间销量增速 7.3% 左右，低于高端白酒销量增速预期，我们假设茅台溢出部分年复合增速为 8%。基于以上假设，我们预计十四五末经典五粮液的潜在销量空间在 1.1 万吨左右。

表 17：预计 2025 年经典五粮液潜在替代上限空间在 1.1 万吨左右

单位(吨)	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	GAGR
普五升级	2057	2263	2489	2738	3012	10.0%
茅台溢出	6041	6524	7046	7610	8219	8.0%
经典五粮液潜在上限	8098	8787	9535	10348	11230	8.5%

资料来源：德邦研究所

根据五粮液公司规划，2021 年经典五粮液销量目标为 2000 吨，2021 年经典五粮液投放过万吨，对应年复合增速约 50%。中性预期下，预计未来五年经典五粮液销量维持 45% 增速，对应十四五末经典五粮液有望实现销量约 8841 吨左右，对应 2000-3000 元价位段渗透率为 79% 左右，相比于普五增厚归母净利润 39 亿元以上，对应 2020 年业绩弹性达 20% 左右。

表 18：未来五年经典五粮液贡献业绩弹性的敏感性分析

未来五年经典五粮液 GAGR	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
预计经典五粮液销量(吨)	5712	6643	7683	8841	10125	11544	13107
对应渗透率(%)	50.9%	59.2%	68.4%	78.7%	90.2%	102.8%	116.7%
五粮液的归母净利润增量(亿)	25.28	29.39	34.00	39.12	44.80	51.08	58.00
五粮液的归母净利润弹性(%)	12.7%	14.7%	17.0%	19.6%	22.5%	25.6%	29.1%

资料来源：德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设：普五站稳千元价位段，经典五粮液实现全国化

从营收规划上来看，十四五末五粮液集团酒业目标实现营收破千亿，迈入世界五百强。其中，公司规划五粮液主品牌目标实现营收超 800 亿元，系列酒板块实现目标营收超 200 亿。在销量规划方面，预计十四五末五粮液主品牌实现成品酒销量 3.5 万吨，普五主品牌保持 2 万吨的销量，经典五粮液规划实现 1 万吨，其他非标定制酒等实现 5000 吨左右。从吨价方面来看，五粮液通过灵活调节计划内外配额占比来实现吨价提升，预计 2021 年计划外配额 (999 元) 达到 20%~30% 左右，整体普五的出厂价变相提升至 920~930 元左右。在系列酒板块，五粮液在 2021 年成功收回五粮春品牌，并在 2020 年完成对五粮醇、五粮特曲、尖庄的换代升级，打造系列酒全国 4+4 品牌矩阵，成为进攻次高端价价位段的尖刀。

高价位板块（主品牌）：五粮液主品牌是公司的基底，实现高端浓香白酒复兴的关键一招。五粮液在 2017~2020 年逐步梳理完普五的量价体系、渠道体系之后，开始积极大力开发团购渠道，调节计划内外比例来实现吨价提升，同时推出 2000 元价位段的经典五粮液来拔高整体的品牌高度，预计 2021~2023 年，五粮液高价位酒实现营收 527.68/602.45/687.96 亿元，同比增长 19.8%/14.2%/14.2%。

中低价位酒（系列酒）：公司成立五粮浓香公司统一管理系列酒品牌，并于 2021 年成功收回五粮春品牌，实现系列酒品牌的换代升级。五粮液系列酒过去发展较慢主要受到品牌过多、渠道粗放式管理等多方面影响，随着品牌瘦身计划的推进以及渠道结构的梳理，预计未来三年五粮液系列酒有望享受次高端的高增红利。预计 2021~2023 年，五粮液系列酒恢复式增长，预计中低价位酒实现营收 108.52/132.29/152.79 亿元，同比增长 29.6%/21.9%/15.5%。

预计 2021~2023 年五粮液实现营业收入 689.95/793.87/905.79 亿元，同比 20.4%/15.1%/14.1%，实现归母净利润 244.62/286.41/333.81 亿元，同比增长 22.6%/17.1%/16.6%，对应 EPS 为 6.30/7.38/8.60 元。

表 19：五粮液营收拆分

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	57321	68995	79387	90579
YOY (%)	14.4%	20.4%	15.1%	14.1%
毛利（百万元）	42509	51913	60229	69420
五粮液产品				
营业收入（百万元）	44061	52768	60245	68796
YOY (%)	11.1%	19.8%	14.2%	14.2%
毛利（百万元）	37429	45110	51842	59616
系列酒产品				
营业收入（百万元）	8373	10852	13229	15279
YOY (%)	26.3%	29.6%	21.9%	15.5%
毛利（百万元）	4663	6265	7796	9154
其他业务				
营业收入（百万元）	4887	5376	5913	6505

YOY (%)	28.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利 (百万元)	417	538	591	650

资料来源: Wind, 德邦研究所

4.2. 相对估值

五粮液作为高端浓香白酒龙头, 千元价位段持续稳健增长, 两千元价位段的产品快速崛起。从 PE 估值角度, 我们选取了茅台、泸州老窖等行业内可比公司, 2022 年白酒行业 PE 估值中枢约 39 倍。我们预计 2021~2023 年五粮液实现营业收入 689.95/793.87/905.79 亿元, 同比 20.4%/15.1%/14.1%, 实现归母净利润 244.62/286.41/333.81 亿元, 同比增长 22.6%/17.1%/16.6%, 对应 EPS 为 6.30/7.38/8.60 元, 现价对应 2021~2023 年 PE 为 33.55/28.66/24.59X, 考虑到经典五粮液的快速推进、团购渠道开拓好于预期, 以及公司享受业绩增长的确定性溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

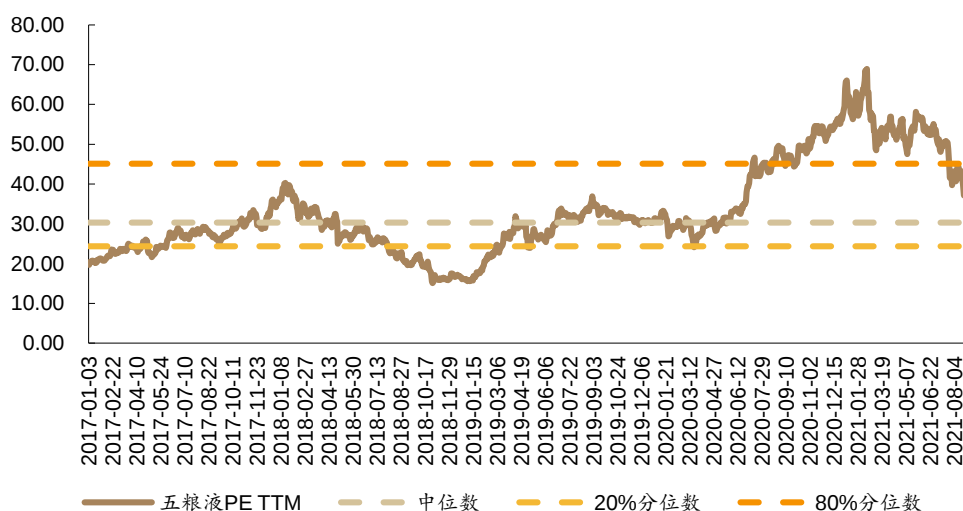
图 39: 五粮液可比公司估值表

股票代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				EPS				ROE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600519.SH	贵州茅台	20,987	1,670.67	53.75	39.33	33.85	29.42	37.17	42.48	49.35	56.78	31.4%	28.2%	27.6%	26.8%
600809.SH	山西汾酒*	3,426	280.77	106.22	64.40	46.49	35.95	3.55	4.36	6.04	7.81	31.5%	34.8%	33.0%	30.3%
000568.SZ	泸州老窖*	2,739	187.00	55.16	35.96	27.46	21.85	4.10	5.20	6.81	8.56	26.0%	28.3%	31.3%	32.9%
002304.SZ	洋河股份*	2,590	171.86	47.53	31.19	25.42	20.78	4.98	5.51	6.76	8.27	19.4%	19.6%	21.5%	23.0%
000596.SZ	古井贡酒	1,027	226.43	73.86	50.12	40.44	33.68	3.68	4.52	5.60	6.72	19.5%	18.6%	19.6%	20.1%
000799.SZ	酒鬼酒*	732	225.13	103.44	77.90	53.73	41.01	1.51	2.89	4.19	5.49	17.2%	24.3%	27.1%	27.5%
600702.SH	舍得酒业	661	196.70	49.43	51.67	36.73	27.26	1.73	3.81	5.35	7.22	17.6%	27.0%	28.3%	28.6%
600779.SH	水井坊	653	133.79	55.45	60.90	46.26	36.98	1.50	2.20	2.89	3.62	34.4%	42.0%	44.3%	43.8%
	中位数				50.89	38.59	31.55								
	均值				51.43	38.80	30.87								
000858.SZ	五粮液	8,208	211.46	56.77	33.55	28.66	24.59	5.14	6.30	7.38	8.60	23.3%	24.6%	25.0%	25.2%

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 标*公司为德邦覆盖, 采取德邦预测数据, 其余采用 Wind 一致预期; 收盘价采取 2021 年 9 月 6 日数据

图 40: 五粮液的估值水平



资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 五粮液 PE TTM 中位数在 30.34X 左右

5. 风险提示

千元价位带竞争加剧。首先，目前在千元价位段有 11 大单品，各大全国性和地方性品牌纷纷布局高端赛道，后续一旦其他酒企加大在高端价位的费投，将会在一定程度上影响五粮液千亿目标的实现。其次，酱香酒企纷纷试水高端价位段，例如茅系酒、青花郎、君品习酒、国台龙酒等。其中，青花郎 2020 年实现营收 42 亿元，是除茅台酒之外的主力大单品。未来如果高端酱酒持续起量，将会对高端浓香酒企形成一定的影响。

经典五粮液渠道不及预期。经典五粮液定位 2000 元新高端价位段，旨在承接茅台溢出红利。2021 年，经典五粮液处于全国化铺货的元年，一旦终端需求跟不上，或者渠道管控失控，或导致经典五粮液价盘的下行。

团购进展不及预期。2021 年五粮液聚焦团购渠道的建设，全年团购指标任务在 30% 左右。一旦五粮液的渠道调控节奏把控不当，或出现团购推进不及预期。

渠道动销不及预期。高端白酒需求或低于预期，普五终端动销或不及预期。

政策调控风险。国家或加大对白酒行业的监管力度。

宏观经济下行风险。白酒需求与经济活动关联紧密，宏观经济大幅波动容易引起需求压力。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	5.14	6.30	7.38	8.60
每股净资产	22.08	25.63	29.54	34.07
每股经营现金流	3.79	8.75	6.38	9.70
每股股利	2.58	3.15	3.69	4.30
价值评估(倍)				
P/E	56.77	33.55	28.66	24.59
P/B	13.22	8.25	7.16	6.21
P/S	14.32	11.90	10.34	9.06
EV/EBITDA	40.01	22.47	19.01	15.90
股息率%	1.3%	1.5%	1.7%	2.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	74.2%	75.2%	75.9%	76.6%
净利润率	34.8%	35.5%	36.1%	36.9%
净资产收益率	23.3%	24.6%	25.0%	25.2%
资产回报率	17.5%	17.0%	18.0%	17.9%
投资回报率	22.5%	23.5%	23.7%	23.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	14.4%	20.4%	15.1%	14.1%
EBIT 增长率	15.7%	23.2%	17.1%	16.7%
净利润增长率	14.7%	22.6%	17.1%	16.6%
偿债能力指标				
资产负债率	22.9%	28.6%	25.2%	25.9%
流动比率	4.0	3.1	3.5	3.4
速动比率	3.4	2.7	3.1	3.0
现金比率	2.6	2.1	2.4	2.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.3	0.6	0.4	0.5
存货周转天数	326.0	358.0	342.0	350.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	9.8	8.2	8.2	8.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	19,955	24,462	28,641	33,381
少数股东损益	959	1,175	1,376	1,603
非现金支出	517	525	552	578
非经营收益	-417	-113	-129	-148
营运资金变动	-6,315	7,915	-5,672	2,241
经营活动现金流	14,698	33,965	24,766	37,655
资产	-987	-3,303	-2,614	-2,614
投资	-735	0	0	0
其他	0	113	129	148
投资活动现金流	-1,722	-3,191	-2,485	-2,466
债权募资	0	0	0	0
股权募资	15	0	0	0
其他	-9,228	-12,231	-14,320	-16,690
融资活动现金流	-9,213	-12,231	-14,320	-16,690
现金净流量	3,763	18,543	7,961	18,498

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 06 日
资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	57,321	68,995	79,387	90,579
营业成本	14,812	17,082	19,158	21,159
毛利率%	74.2%	75.2%	75.9%	76.6%
营业税金及附加	8,092	9,740	11,208	12,788
营业税金率%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
营业费用	5,579	6,715	7,727	8,816
营业费用率%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
管理费用	2,610	3,105	3,414	3,623
管理费用率%	4.6%	4.5%	4.3%	4.0%
研发费用	131	207	238	272
研发费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
EBIT	26,097	32,146	37,643	43,922
财务费用	-1,486	-1,729	-2,024	-2,320
财务费用率%	-2.6%	-2.5%	-2.6%	-2.6%
资产减值损失	-14	0	0	0
投资收益	94	113	129	148
营业利润	27,826	34,182	40,022	46,646
营业外收支	-148	0	0	0
利润总额	27,678	34,182	40,022	46,646
EBITDA	26,608	32,671	38,195	44,499
所得税	6,765	8,546	10,005	11,661
有效所得税率%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	959	1,175	1,376	1,603
归属母公司所有者净利润	19,955	24,462	28,641	33,381

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	68,210	86,752	94,714	113,211
应收账款及应收票据	18,610	21,372	25,182	28,395
存货	13,228	16,754	17,950	20,289
其它流动资产	2,308	3,203	2,883	3,271
流动资产合计	102,356	128,081	140,729	165,166
长期股权投资	1,850	1,850	1,850	1,850
固定资产	5,867	8,458	9,679	10,874
在建工程	1,482	3,243	4,985	6,728
无形资产	434	404	373	343
非流动资产合计	11,537	15,859	18,793	21,701
资产总计	113,893	143,940	159,522	186,867
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4,147	4,844	5,398	5,981
预收账款	24	8,640	4,987	8,516
其它流动负债	21,708	27,493	29,606	33,674
流动负债合计	25,879	40,977	39,991	48,171
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	256	256	256	256
非流动负债合计	256	256	256	256
负债总计	26,135	41,233	40,247	48,427
实收资本	3,882	3,882	3,882	3,882
普通股股东权益	85,706	99,480	114,672	132,233
少数股东权益	2,052	3,227	4,603	6,207
负债和所有者权益合计	113,893	143,940	159,522	186,867

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。