

## 穿越千年，浓香经典

### ——五粮液(000858)深度报告

买入|维持

#### 报告要点:

##### ● 投资建议

公司是中国浓香第一酒，拥有独特竞争优势，新领导班子坚持产品&渠道改革，立足第八代普五，坚持打造经典五粮液第二支柱。我们预计2022/2023/2024年公司归母净利润分别为271.25/316.14/363.79亿元，同比增长16.03%/16.55%/15.07%，对应10月30日PE分别为20/17/15倍(市值5337亿元)，维持“买入”评级。

##### ● 五粮液：中国浓香第一酒

1) 公司是中国浓香第一酒，主品牌聚焦“五粮液酒”，系列酒聚焦五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄，历史渊源可追溯到一千多年前的唐代。公司实控人为宜宾市国资委，控制公司54.83%股权。

2) 2021年，公司实现收入662.09亿元(主品牌五粮液酒收入占比74.18%)，同比+15.51%，归母净利233.77亿元，同比+17.15%；22年前三季度，公司收入557.80亿元，同比+12.19%，归母净利199.89亿元，同比+15.36%。

##### ● 打造第二支柱——经典五粮液

公司年份酒系列“经典五粮液”，目前已成功导入市场，进入全面布局阶段，通过尊享品鉴会、VIP专属品鉴会，培育消费意见领袖和消费圈层，发力2000+元价格带。对于经典五粮液，公司2022年重点强调“三个坚持不变”：坚持作为公司年份系列代表的核心战略产品打造不变、坚持作为公司除第八代五粮液之外的第二根产品支柱不变、坚持作为公司构建未来新的核心增长点不变。

##### ● 坚持产品&渠道改革，打造五位一体五粮液

2017年，李曙光董事长上任后启动“二次创业”，大力推动渠道改革、产品改革，成功建立渠道控盘分利系统、实现品牌大瘦身(系列酒聚焦五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄)；2022年，曾从钦董事长接棒，在坚持李曙光董事长改革成果的基础上，打造“生态、品质、文化、数字、阳光”五位一体的五粮液，品质方面聚焦普五、经典五粮液、文创产品，渠道方面强化数字营销、直销渠道，补强经销渠道，把握新形势机遇，22H1，公司直销渠道收入占比达41.1%。

##### ● 五粮液拥有独特竞争优势，地位稳固

1994-2012年，五粮液连续多年蝉联中国白酒第一，同时长期维持浓香白酒第一，超高端品牌地位稳固。五粮液品牌建立在独有的竞争优势之上(独有生态环境、独有明初古窖池微生物群、独有五粮配方、独有酒城上空微生物圈)，公司成功打造普五大单品，引领中国超高端白酒千元价格带，2021年，公司五粮液酒销量达到2.9万吨。

##### ● 成功应对消费场景冲击，新领导班子验证实力

以曾从钦先生、蒋文格先生为核心的新领导班子，今年2月以来，带领团队成功应对消费场景冲击，全国21个营销战略区域中，1-4月，有11个区域实现增长，1-9月，有14个区域实现动销正增长，22H1公司整体收入增长12%。

##### ● 风险提示

消费场景波动风险、竞争过剧风险、政策调整风险。

#### 附表：盈利预测

| 财务数据和估值    | 2020A    | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 57321.06 | 66209.05 | 74314.03 | 84922.53 | 96468.13 |
| 收入同比(%)    | 14.37    | 15.51    | 12.24    | 14.28    | 13.60    |
| 归母净利润(百万元) | 19954.81 | 23377.07 | 27125.24 | 31614.14 | 36379.48 |
| 归母净利润同比(%) | 14.67    | 17.15    | 16.03    | 16.55    | 15.07    |
| ROE(%)     | 23.28    | 23.60    | 23.70    | 23.86    | 23.77    |
| 每股收益(元)    | 5.14     | 6.02     | 6.99     | 8.14     | 9.37     |
| 市盈率(P/E)   | 26.75    | 22.83    | 19.68    | 16.88    | 14.67    |

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：251.0 / 137.1

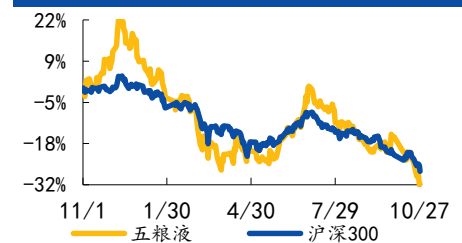
A股流通股(百万股)：3881.45

A股总股本(百万股)：3881.61

流通市值(百万元)：533698.72

总市值(百万元)：533721.10

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 邓晖  
执业证书编号 S0020522030002  
电话 021-51097188  
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊  
执业证书编号 S0020522090001  
电话 021-51097188  
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 袁帆  
电话 021-51097188  
邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

## 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1.中国浓香第一酒，世界名牌五粮液.....          | 4  |
| 1.1 浓香典范，源远流长 .....             | 4  |
| 1.2 宜宾市国资委控制 55%股权.....         | 5  |
| 1.3 龙头酒企，业绩领先 .....             | 5  |
| 2.白酒行业：挤压式增长，高端白酒扩容 .....       | 10 |
| 2.1.2025 白酒行业产值有望达 9,500 亿..... | 10 |
| 2.2 白酒行业挤压式增长，市场出清格局优化.....     | 11 |
| 2.3 高端白酒市场持续扩容.....             | 13 |
| 3.产能持续扩张，超高端有望成新引擎.....         | 15 |
| 3.1 普五批价坚挺，消费场景波动下彰显韧性.....     | 15 |
| 3.2 公司原酒产能有望 5 年翻倍 .....        | 16 |
| 3.3 经典五粮液，战略布局 2000+元价格带 .....  | 17 |
| 4.品牌护城河稳固，数字化增强渠道力 .....        | 18 |
| 4.1 品牌美誉源远流长，品牌精简重塑核心价值.....    | 18 |
| 4.2 改革见效，渠道管控能力增强.....          | 20 |
| 4.3 新旧领导班子顺利过渡.....             | 22 |
| 5.盈利预测及投资建议 .....               | 24 |
| 5.1 盈利预测.....                   | 24 |
| 5.2 投资建议.....                   | 25 |
| 6.风险提示 .....                    | 26 |

## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图 1：公司发展历程图 .....             | 4 |
| 图 2：公司股权结构（截至 2022H1） .....   | 5 |
| 图 3：公司收入、归母净利及增速 .....        | 6 |
| 图 4：公司白酒销量及增速 .....           | 6 |
| 图 5：公司白酒单价增速.....             | 6 |
| 图 6：公司各价位酒销售收入及占比情况 .....     | 7 |
| 图 7：公司主品牌及系列酒产品收入及增速 .....    | 7 |
| 图 8：公司主品牌及系列酒产品单价及增速 .....    | 7 |
| 图 9：公司主品牌及系列酒产品销量及增速 .....    | 7 |
| 图 10：公司各区域收入结构变化情况 .....      | 8 |
| 图 11：五粮液各地区经销商数量情况（主品牌） ..... | 8 |
| 图 12：公司各地区经销商数量占比变动.....      | 8 |
| 图 13：公司各地区经销商平均规模（万元） .....   | 8 |
| 图 14：公司毛利率、净利率趋势（%） .....     | 9 |
| 图 15：公司不同价位白酒毛利率（%） .....     | 9 |
| 图 16：公司主品牌及系列酒毛利率（%） .....    | 9 |

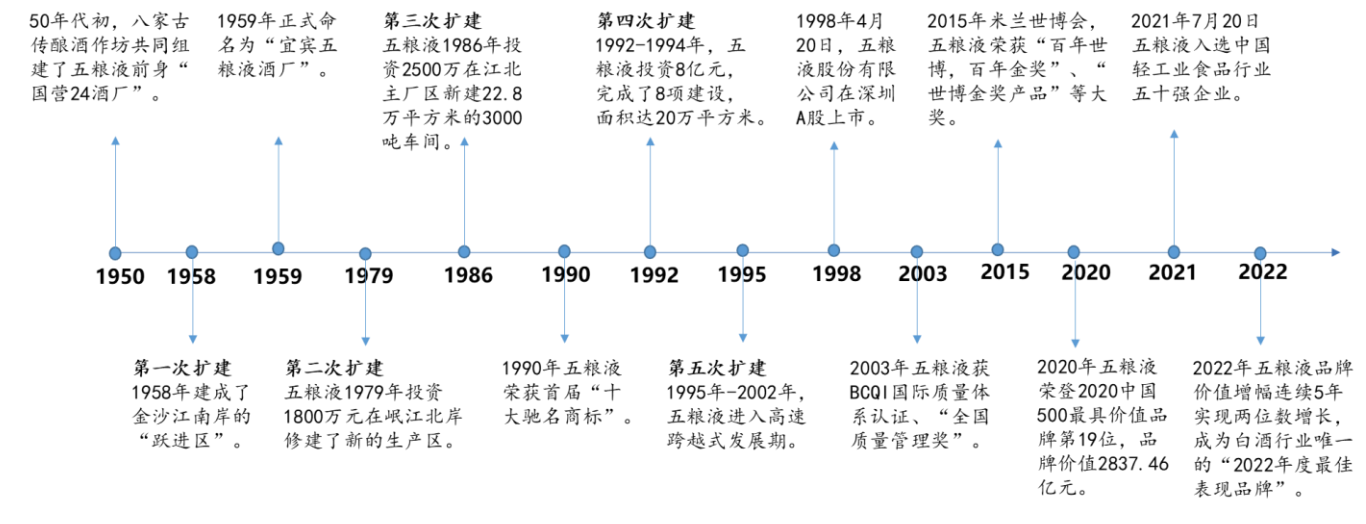
|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 17: 公司三大费用率变化情况 (%)        | 9  |
| 图 18: 五粮液 ROE 变动趋势 (%)       | 10 |
| 图 19: 公司杜邦分析指标变动             | 10 |
| 图 20: 我国白酒产量及增速              | 12 |
| 图 21: 我国白酒行业收入及增速            | 12 |
| 图 22: 我国白酒行业销量及增速            | 12 |
| 图 23: 2021 年前八大中国白酒企业市占率 (%) | 13 |
| 图 24: 中国白酒行业 CR5 趋势 (%)      | 13 |
| 图 25: 全国居民人均可支配收入            | 14 |
| 图 26: 我国高端白酒市占率变化            | 14 |
| 图 27: 不同档次白酒均价变化 (元)         | 14 |
| 图 28: 不同档次白酒均价增速变化 (%)       | 14 |
| 图 29: 近两年飞天茅台批价变化 (元)        | 15 |
| 图 30: 近两年普五与国窖 1573 批价变化 (元) | 15 |
| 图 31: 普五七代及普五八代批价变化          | 15 |
| 图 32: 2022 年中秋节前后部分名酒批价变动    | 15 |
| 图 33: 五粮液产能变动情况              | 16 |
| 图 34: 五粮液主品牌产品矩阵             | 17 |
| 图 35: 经典五粮液“1+N+2”渠道战略       | 17 |
| 图 36: 600 多年的明初古窖池           | 18 |
| 图 37: 核心单品第八代普五              | 18 |
| 图 38: 五粮液品牌战略变化图             | 20 |
| 图 39: 公司经销、直销收入及增速           | 21 |
| 图 40: 公司经销、直销毛利率             | 21 |
| 图 41: 公司前五大客户收入及增速           | 22 |
| 图 42: 公司前五大客户销售收入占总收入的比例     | 22 |
| 图 43: 五粮液渠道改革                | 22 |
| <br>                         |    |
| 表 1: “普五”八代变迁图               | 4  |
| 表 2: 公司前十大股东 (截至 2022H1)     | 5  |
| 表 3: 公司销售费用细分                | 9  |
| 表 4: 公司管理费用率拆分               | 10 |
| 表 5: 中国酒业“十四五”发展规划           | 11 |
| 表 6: 我国白酒公司主要指标 (%)          | 13 |
| 表 7: 五粮液部分重大产能提升及配套项目        | 16 |
| 表 8: 历届评酒会各品牌上榜情况            | 18 |
| 表 9: 公司主要系列及产品               | 19 |
| 表 10: 公司高管情况                 | 23 |
| 表 11: 五粮液盈利预测拆分              | 25 |
| 表 12: 可比公司估值情况               | 26 |

## 1.中国浓香第一酒，世界名牌五粮液

### 1.1 浓香典范，源远流长

**中国浓香白酒典范。**公司为我国白酒龙二，主打产品“五粮液酒”是我国浓香型第一酒。公司前身为“国营24酒厂”，于1998年4月在深交所上市。公司产品以五粮液主品牌酒为代表，并根据生产工艺特点开发了五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄等系列酒。2021年，公司主品牌五粮液产品收入为491.12亿元、占总收入比例为74.18%，销量为2.92万吨、占总销量比例为16.07%。

图 1：公司发展历程图



资料来源：公司公告、公司官网、国元证券研究所整理

**普五为公司经典产品，目前已升级至第八代。**“52度”普通五粮液是目前市面上认可度最高的五粮液品牌。“普五”的历史可追溯至1909年的第一代陶瓶五粮液，经过长期发展与提升，2019年5月，“普五”升级至第八代产品。

表 1：“普五”八代变迁图

| 第一代         | 第二代         | 第三代         | 第四代         |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 1909年~1935年 | 1934年~1958年 | 1959年~1965年 | 1966年~1998年 |
|             |             |             |             |
| 第五代         | 第六代         | 第七代         | 第八代         |
| 1989年~1998年 | 1995年~2004年 | 2003年~2019年 | 2019年至今     |
|             |             |             |             |

资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

## 1.2 宜宾市国资委控制 55%股权

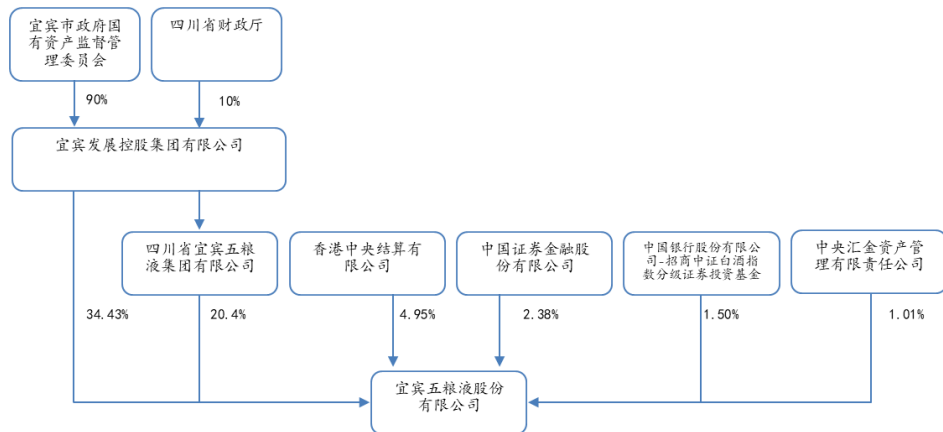
公司股权结构稳定，实际控制人为宜宾市国资委。根据公司公告，截止 2022Q3，公司实际控制人为宜宾市国资委，通过宜宾发展控股、四川省宜宾五粮液分别控制公司 34.43%、20.40%的股权，合计控制公司 54.83%的股权。

表 2：公司前十大股东（截至 2022Q3）

| 序号 | 股东名称                   | 持股数量(亿股) | 占总股本比例(%) |
|----|------------------------|----------|-----------|
| 1  | 宜宾发展控股集团有限公司           | 13.37    | 34.43%    |
| 2  | 四川省宜宾五粮液集团有限公司         | 7.92     | 20.40%    |
| 3  | 香港中央结算有限公司             | 1.92     | 4.95%     |
| 4  | 中国证券金融股份有限公司           | 0.92     | 2.38%     |
| 5  | 招商中证白酒指数证券投资基金         | 0.58     | 1.50%     |
| 6  | 中央汇金资产管理有限责任公司         | 0.39     | 1.01%     |
| 7  | 易方达蓝筹精选混合型证券投资基金       | 0.31     | 0.80%     |
| 8  | 景顺长城新兴成长混合型证券投资基金      | 0.22     | 0.57%     |
| 9  | 中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品 | 0.19     | 0.49%     |
| 10 | 易方达消费行业股票型证券投资基金       | 0.15     | 0.38%     |
| 11 | 合计                     | 25.98    | 66.91%    |

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 2：公司股权结构（截至 2022Q3）

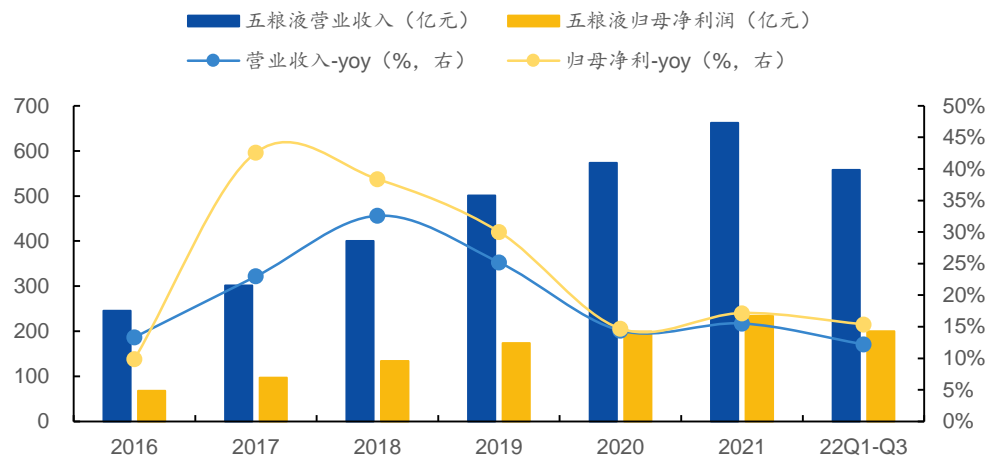


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 1.3 龙头酒企，业绩领先

近 5 年公司收入、归母净利润均保持双位数增长。2021 年公司总收入/归母净利润分别为 662.09/233.77 亿元，2016-2021 年总收入/归母净利润 CAGR 分别为 21.95%/28.07%，22 年前三季度，公司收入 557.80 亿元（+12.19%），归母净利润 199.89 亿元（+15.36%），收入、归母净利润均保持双位数增长。

图 3：公司收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

**2015-2021 年公司酒类均价持续提升。**2015-2021 年公司酒类均价由 14.81 万元/吨提升至 33.96 万元/吨，CAGR 为 14.83%，均价提升主要得益于公司产品结构优化升级，高价位酒销售占比提升，2019 年公司高价位酒销售收入占比达 86%、较 2015 年提升 10pct。

图 4：公司白酒销量及增速

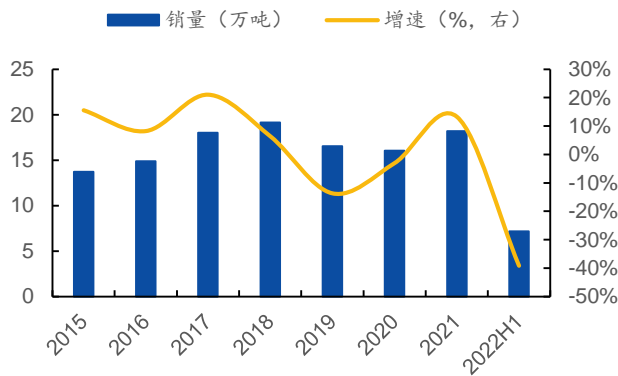
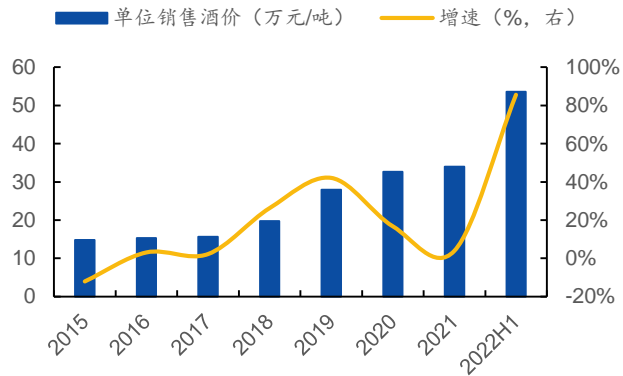


图 5：公司白酒单价增速



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：22H1 公司白酒销量大幅下降，主要由于公司执行产品聚焦战略，减少大量低注：22H1 公司白酒单价大幅提升，主要由于公司优化产品结构，大幅减少低价效 SKU，导致其他酒销量大幅下滑。

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

**2021 年五粮液/系列酒产品收入占比分别为 74.18%/19.06%。**2021 年公司主品牌五粮液产品/系列酒产品收入分别为 491.12/126.20 亿元，2019-2021 年收入 CAGR 分别为 8.29%/18.28%。主品牌五粮液旗下主要产品有第八代五粮液、经典五粮液、1618、501 五粮液等，主打高端化定位，价格均在千元左右；系列酒主要聚焦五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性战略品牌。

图 6：公司各价位酒销售收入及占比情况

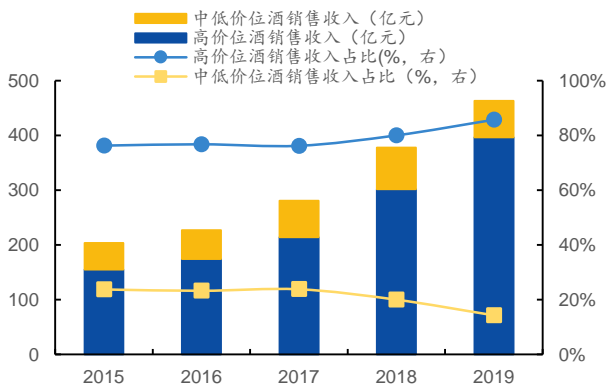
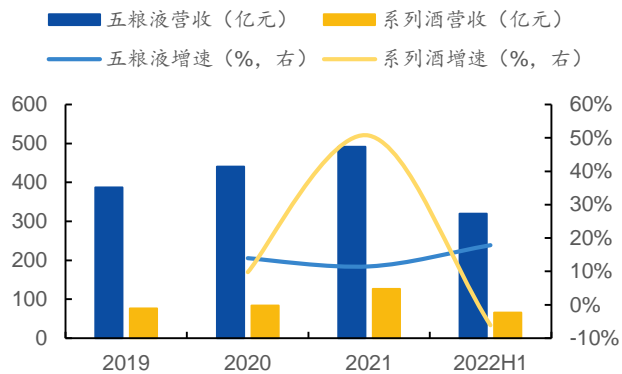


图 7：公司主品牌及系列酒产品收入及增速



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：高价位酒指含税售价在 120 元以上的产品。2020 年开始，产品分类口径变化，故此处只统计到 2019 年。

**单价提升引领增长。**拆分量价来看，2021 年，主品牌五粮液产品销量及单价分别为 2.92 万吨、168.17 万元/吨，2019-2021 年销量、单价 CAGR 分别为 3.00%、5.14%；系列酒产品销量及单价分别为 15.26 万吨、8.27 万元/吨，2019-2021 年销量、单价 CAGR 分别为 3.23%、14.58%。

图 8：公司主品牌及系列酒产品单价及增速

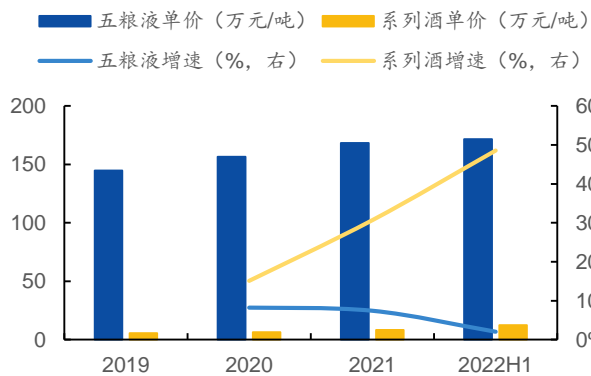
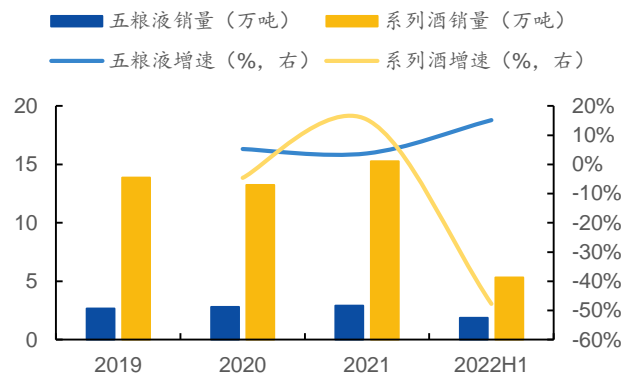


图 9：公司主品牌及系列酒产品销量及增速



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

**公司东部区域收入占比持续提升。**2021 年公司东、南、西、北、中各区域收入分别为 187.82/74.30/169.79/75.35/110.05 亿元，2019-2021 年收入 CAGR 分别为 19.90%/10.89%/3.55%/8.35%/7.99%，2021 年各地区收入占比分别为 28.37%/11.22%/25.64%/11.38%/16.62%、较 2019 年+6.63/+0.35/-4.87/-0.44/-0.82pct。东部区域领先增长，2021 年收入规模已超过西部地区，成为公司收入体量最大区域。

图 10：公司各区域收入结构变化情况

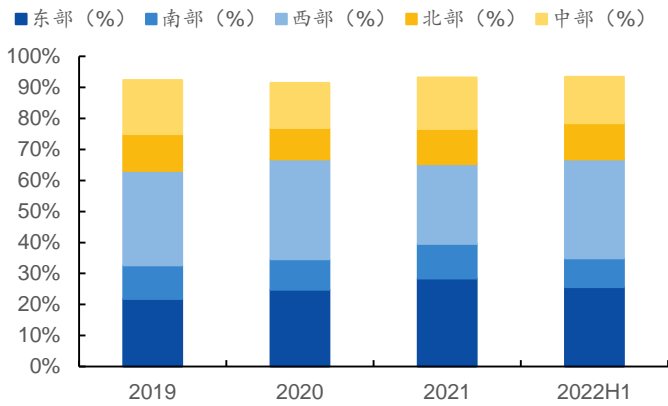
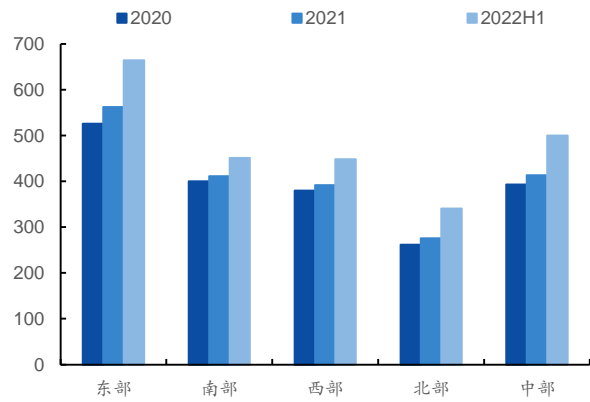


图 11：五粮液各地区经销商数量情况（主品牌）



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：五粮液各区域酒类收入占比=各区域酒类收入/公司总收入，各地区加总不等于100%，主要由于总收入中包含部分非酒类收入。  
注：五粮液系列酒没有分区域经销商数量，以上仅为五粮液主品牌各地区经销商数量。2020/2021/2022H1 五粮液系列酒经销商数据分别为 515/602/611 个。

图 12：公司各地区经销商数量占比变动

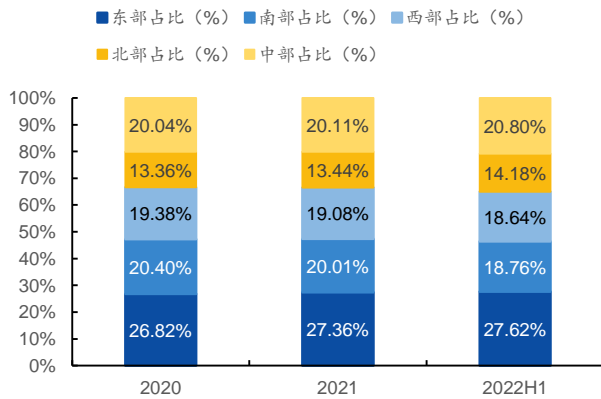
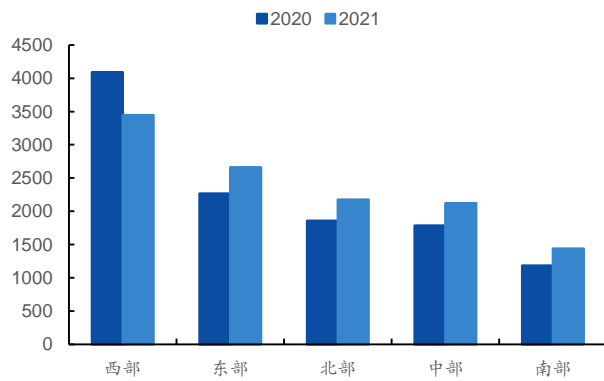


图 13：公司各地区经销商平均规模（万元）



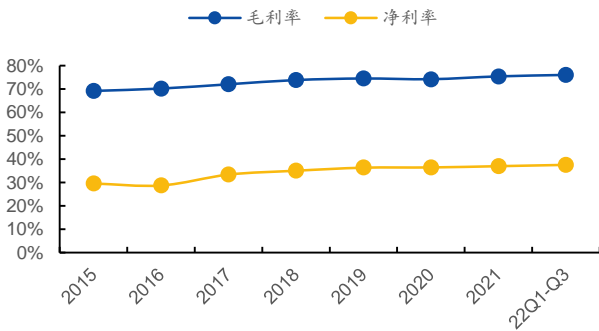
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：单个经销商规模=主品牌五粮液产品南部收入/五粮液南部经销商数量。

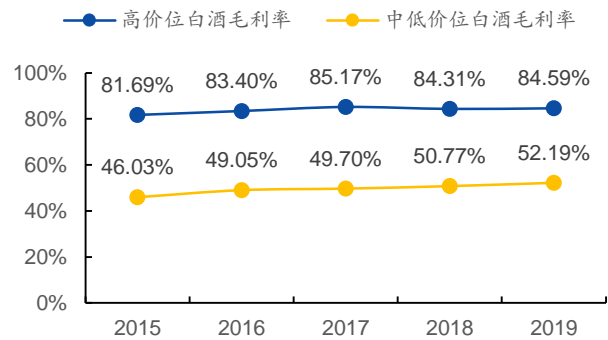
公司毛利率、净利率不断提升。2021年公司毛利率为75.35%，净利率为37.02%，近些年呈现逐年提升趋势，主要得益于公司高价位产品占比提升。

图 14: 公司毛利率、净利率趋势 (%)



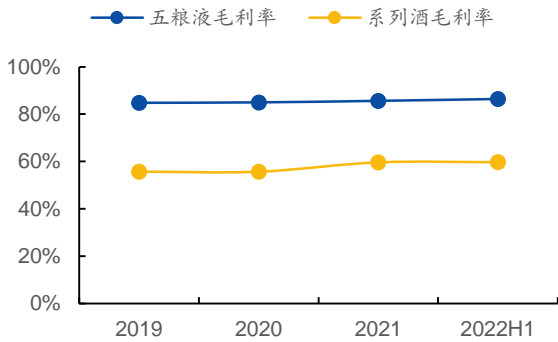
资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 15: 公司不同价位白酒毛利率 (%)



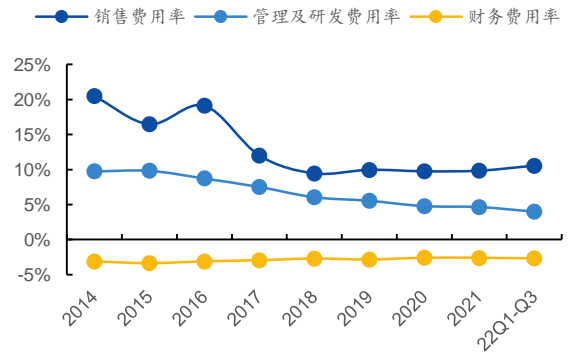
资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 16: 公司主品牌及系列酒毛利率 (%)



资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 17: 公司三大费用率变化情况 (%)



资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

2018 年以来, 公司销售费用率在 10%左右波动。2014-2018 年公司销售费用率逐年下降主要来自宣传、市场开发等费用率下降。2012 年随着白酒行业进入深度调整阶段, 公司给予经销商更多市场支持, 导致销售费用率大幅提升, 2018 年随着公司对经销商的支持恢复常态, 公司销售费用率也稳定在 10%左右波动。

表 3: 公司销售费用细分

| 序号 | 项目    | 2015   | 2016   | 2017   | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|----|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 1  | 销售综合费 | 15.01% | 17.68% | 10.83% | 8.20% | 7.97% | 7.76% | 7.56% |
| 2  | 运杂费   | 0.98%  | 0.93%  | 0.73%  | 0.76% | 0.70% | 0.45% | 0.62% |
| 3  | 差旅费   | 0.24%  | 0.22%  | 0.18%  | 0.15% | -     | -     | -     |
| 4  | 人工费用  | -      | -      | -      | -     | 0.66% | 0.82% | 0.92% |
| 5  | 其他    | 0.24%  | 0.30%  | 0.27%  | 0.33% | 0.61% | 0.69% | 0.72% |
| 6  | 合计    | 16.47% | 19.13% | 12.01% | 9.44% | 9.95% | 9.73% | 9.82% |

资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

公司管理费用率逐年下降, 主要来自规模效应带动。公司财务费用率较稳定, 在-3%左右波动。

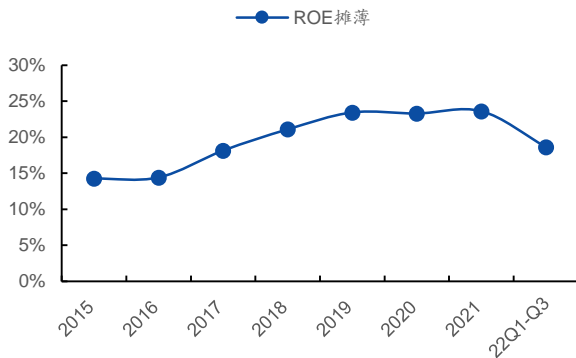
表 4：公司管理费用率拆分

| 序号 | 项目       | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|----|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1  | 公司综合费用   | 4.55% | 4.09% | 3.65% | 2.48% | 2.29% | 1.69% | 1.74% |
| 2  | 租赁费      | 1.57% | 1.38% | 1.14% | 0.87% | 0.71% | 0.63% | 0.05% |
| 3  | 商标、标识使用费 | 1.26% | 1.27% | 1.22% | 1.20% | 1.16% | 1.12% | 1.12% |
| 4  | 综合服务费    | 0.33% | 0.27% | 0.23% | 0.21% | 0.13% | 0.16% | 0.12% |
| 5  | 税金       | 0.35% | 0.03% | -     | -     | -     | -     | -     |
| 6  | 其他       | 1.78% | 1.68% | 1.27% | 1.09% | 1.00% | 0.96% | 1.35% |
| 7  | 合计       | 9.83% | 8.73% | 7.52% | 5.85% | 5.30% | 4.55% | 4.38% |

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

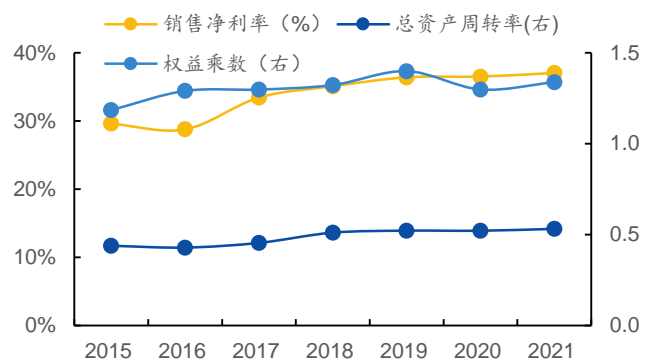
公司 ROE 持续提升。2021 年，公司 ROE 为 23.60%，较 2015 年提升 9.35pct，主要得益于净利率及总资产周转率提升。2021 年，公司净利率为 37.02%，较 2015 年提升 7.42pct，总资产周转率为 0.53，较 2015 年提升约 20%。

图 18：五粮液 ROE 变动趋势 (%)



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 19：公司杜邦分析指标变动



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

## 2. 白酒行业：挤压式增长，高端白酒扩容

### 2.1.2025 白酒行业产值有望达 9,500 亿

2025 年中国白酒产业收入规模有望达 9,500 亿元，20-25 年 CAGR 达 10.2%。2021 年，中国酒业协会发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见》指出，中国酒类产业计划在 2025 年实现酿酒总产量 6,690 万千升，较“十三五”末增长 23.9%；销售收入/利润分别达 14,180/3,340 亿元，较“十三五”末增长 69.8%/86.4%，CAGR 分别为 11.2%/13.3%。其中，白酒产业 2025 年计划产量达 800 万千升，较“十三五”末增长 8.0%；销售收入/利润分别达 9,500/2,700 亿元，较“十三五”末增长 62.8%/70.3%，CAGR 分别为 10.2%/11.2%。

**表 5：中国酒业“十四五”发展规划**

| 序号 | 对象     | 目标规划  |
|----|--------|---|
| 1  | 产业目标   | 中国酒类产业将实现酿酒总产量 6,690 万千升，销售收入达 14,180 亿元，实现利润 3,340 亿元                  |
| 2  | 产业结构   | 打造世界级产业集群   |
| 3  | 品牌培育   | 实施世界顶级酒类品牌培养计划  |
| 4  | 市场建设   | 实施酒类大商 1,510 培育计划，培育千亿级酒类大商至少一家，百亿级 5 家，50 亿级大商 10 家                    |
| 5  | 科技创新   | 培育和建设传统制造业（白酒、黄酒、露酒）先进创新中心  |
| 6  | 生态保护   | 构建酒类产业生态酿造体系，如建立健全酒业碳排放标准体系建设，形成完整的“零碳”理念和“零碳”发展模式                      |
| 7  | 知识产权   | 设立反侵权假冒伪劣工作促进委员会  |
| 8  | 原料基地建设 | 积极推行白酒、黄酒酿酒专用粮基地建设，全力推进酿酒葡萄品种研究与产区规划工作，推进啤酒原料国产化发展和研究，形成国内、国际双驱动的保障供给格局 |

资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

## 2.2 白酒行业挤压式增长，市场出清格局优化

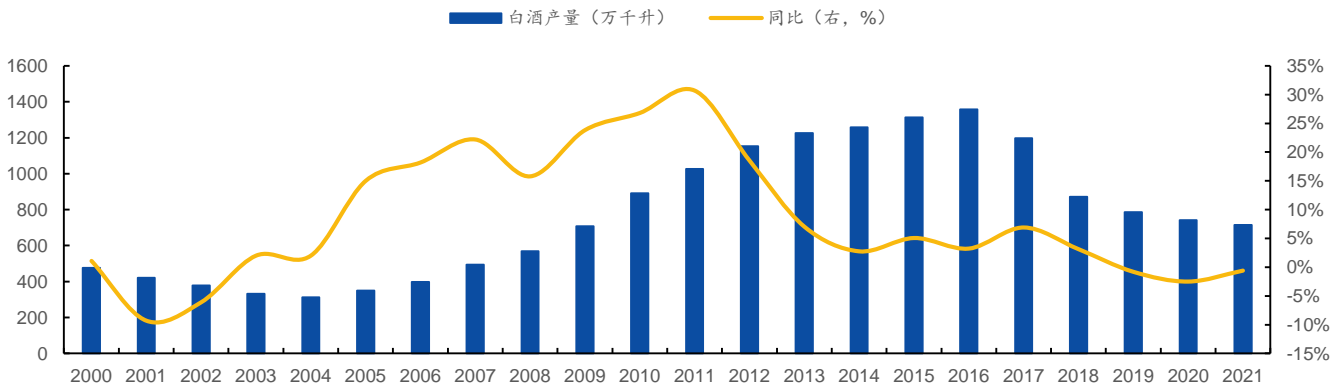
**白酒行业呈挤压式增长，价增成行业增长重要驱动。**根据中国酒业协会数据，2021 年我国白酒行业收入为 6,033 亿元，同比增长 18.60%，利润总额为 1,702 亿元，同比增长 32.95%，收入增长主要来自价格提升。

回顾 21 世纪以来我国白酒行业发展，主要可以分为 2 个阶段：

(1) 黄金发展十年（2003-2012 年）：2012 年以前，我国白酒消费具有明显的政商消费属性。随着 21 世纪以来我国基建投资力度加大（2000-2013 年我国固定资产投资额 CAGR=24%），白酒消费随之迎来黄金发展十年。根据国家统计局数据，2012 年我国规模以上白酒企业年销量达 1,126.7 万千升，2003-2012 年销量年复合增速达 17%。

(2) 2012 年后受三公消费及塑化剂影响，白酒行业进入挤压式增长阶段：根据国家统计局数据，2016-2018 年白酒行业实现低端产能出清，2019 年以来白酒产量规模基本维持稳定，2021 年全国规模以上白酒企业总产量为 716 万千升。

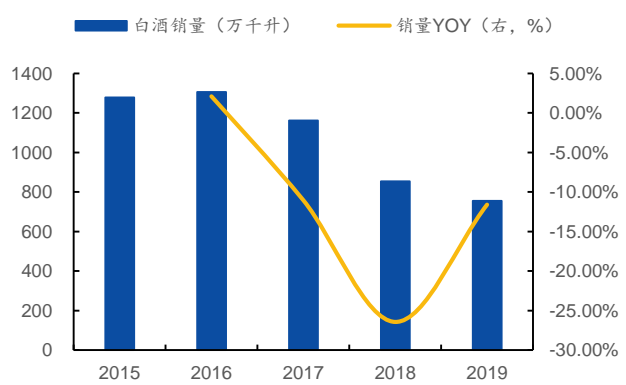
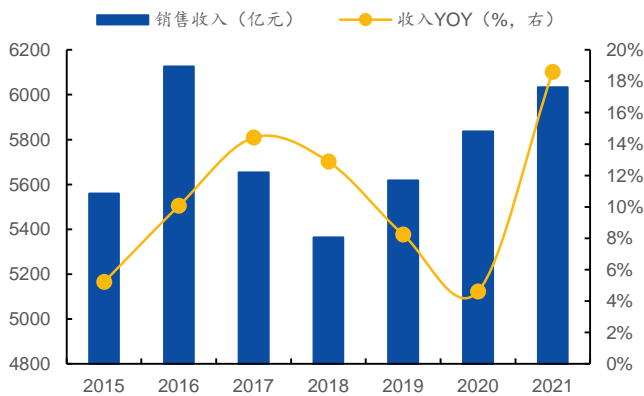
图 20：我国白酒产量及增速



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 21：我国白酒行业收入及增速

图 22：我国白酒行业销量及增速



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

**强者愈强，白酒行业集中度快速提升。**2021 年我国白酒行业 CR5 达 39.51%、较 2015 年提升 24.66pct，酒企业绩显著分化，龙头白酒企业市占率快速提升。从成长性和盈利能力来看，前十大白酒企业均远好于行业平均水平。2016-2021 年前十大白酒企业收入平均年复合增速（整体法）达 20%、高于行业平均增速 12%；同时龙头酒企凭借自身品牌及渠道优势，加速高端化进程，2021 年前十大白酒企业毛利率/净利率/ROE 均远高出行业平均水平。

图 23：2021 年前八大中国白酒企业市占率（%）

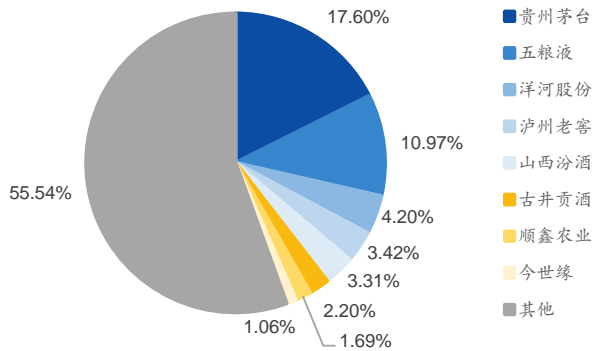
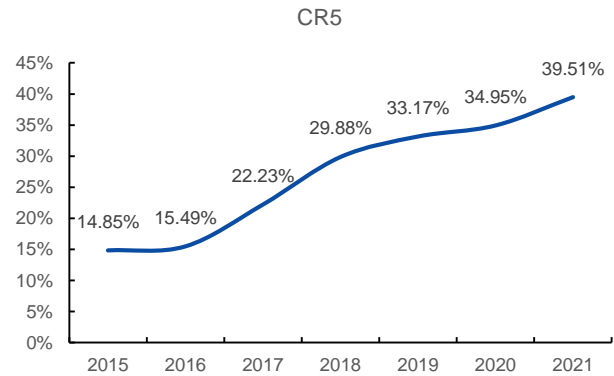


图 24：中国白酒行业 CR5 趋势（%）



资料来源：公司公告、中国酒业协会、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

表 6：我国白酒公司主要指标（%）

| 序号 | 公司名称          | 近 5 年收入年复合增速 | 近 5 年归母净利润年复合增速 | 2021 年毛利率 | 2021 年净利率 | 2021 年净资产收益率 |
|----|---------------|--------------|-----------------|-----------|-----------|--------------|
| 1  | 贵州茅台          | 22%          | 26%             | 92%       | 52%       | 30%          |
| 2  | 五粮液           | 22%          | 28%             | 75%       | 37%       | 25%          |
| 3  | 洋河股份          | 8%           | 5%              | 75%       | 30%       | 19%          |
| 4  | 泸州老窖          | 20%          | 33%             | 86%       | 38%       | 31%          |
| 5  | 山西汾酒          | 35%          | 54%             | 75%       | 27%       | 43%          |
| 6  | 古井贡酒          | 17%          | 23%             | 75%       | 18%       | 17%          |
| 7  | 顺鑫农业          | 14%          | -               | 38%       | -         | -            |
| 8  | 今世缘           | 20%          | 22%             | 75%       | 32%       | 23%          |
| 9  | 舍得酒业          | 28%          | 73%             | 78%       | 26%       | 30%          |
| 10 | 口子窖           | 12%          | 17%             | 74%       | 34%       | 22%          |
| 11 | 前十大公司平均 (整体法) | 20%          | 25%             | 81%       | 37%       | 28%          |
| 12 | 行业平均 (规模以上)   | 12%          | 25%             | -         | 28%       | -            |

资料来源：中国酒业协会、公司公告、Wind、Iifind、国元证券研究所整理

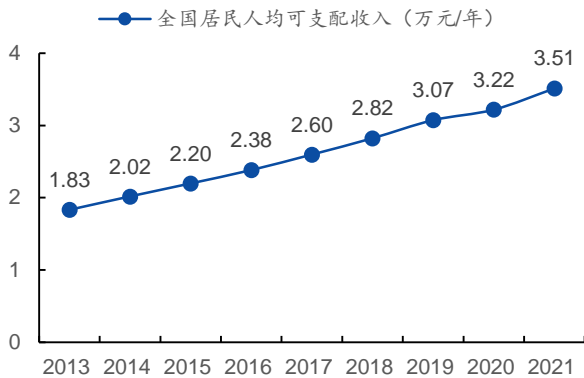
注：1) 顺鑫农业收入增速、毛利率数据为其白酒板块数据，归母净利润、净利率、ROE 为整体公司数据。2) 前十大公司平均值为整体法计算所得，行业平均数据来自中国酒业协会。

### 2.3 高端白酒市场持续扩容

人均可支配收入提高和高端白酒潜在消费人群增加，推动高端白酒市场扩容。2021 年，我国居民人均可支配收入达到 3.51 万元/年，同比增长 9.1%，2013-2021 年 CAGR 为 8.5%。随着我国人均可支配收入的提高，高端白酒潜在消费人群规模不断增长。根据招商银行与贝恩公司发布的《2021 中国私人财富报告》数据，2020 年，中国高净值人群（可投资资产超过 1,000 万元的个人）数量达到 262 万人，较 2018 年增加 65 万人，CAGR 由 2016-2018 年的 12% 升至 2018-2020 年的 15%。

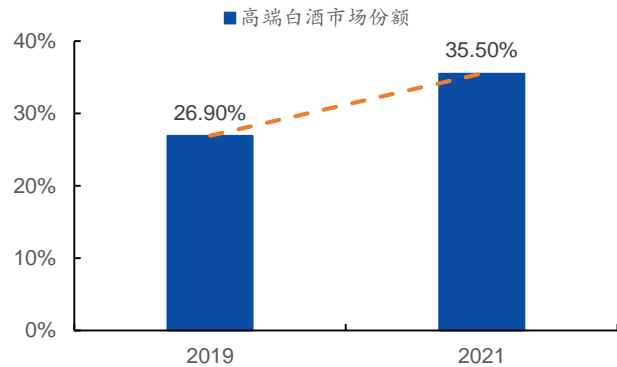
我国高端白酒销售规模不断扩大，市占率不断提高。根据弗若斯特沙利文数据，我国高端白酒的市场份额已从 2019 年的 26.9% 增至 2021 年的 35.5%；同时，高端白酒销售规模已达千亿，2029 年有望突破 1,600 亿元。

图 25：全国居民人均可支配收入



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

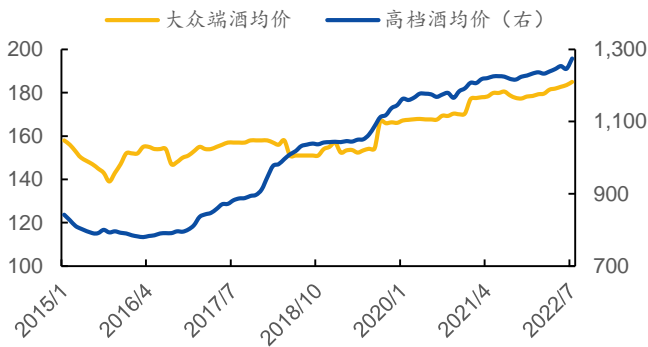
图 26：我国高端白酒市占率变化



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券研究所整理

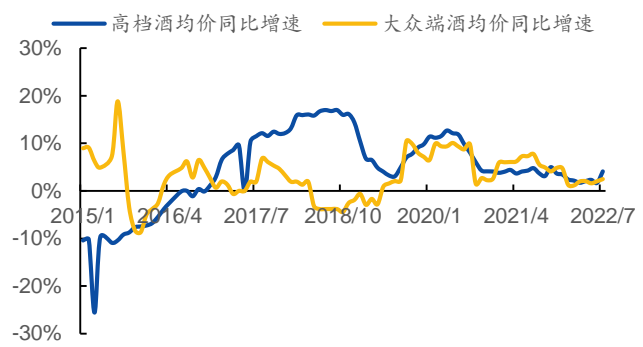
**高端白酒价格增幅高于大众端。**根据发改委数据，2015-2021 年 36 大中城市高档白酒均价和中低档白酒均价都出现了持续提升，高档白酒（500ml，52 度）均价从 2015 年的 842 元提升到了 2022 年的 1200 元以上，中低档白酒（500ml，52 度）均价从 158 元提升到了 180 元左右，高端白酒均价增幅显著高于大众端。

图 27：不同档次白酒均价变化（元）



资料来源：Wind、Iifind、国家发改委、国元证券研究所整理

图 28：不同档次白酒均价增速变化（%）

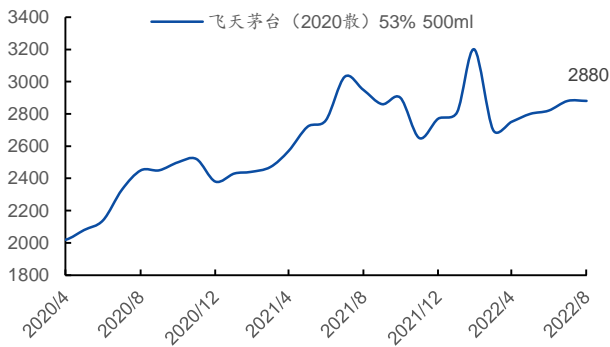


资料来源：Wind、Iifind、国家发改委、国元证券研究所整理

**高端白酒竞争格局清晰，“茅五泸”品牌壁垒强大。**“茅五泸”是高端白酒行业公认的三大玩家，根据微酒数据，2020 年三者 in 高端白酒市场的占有率分别为 57%/30%/7%，CR3 超过 90%，其品牌地位深入消费者心智。

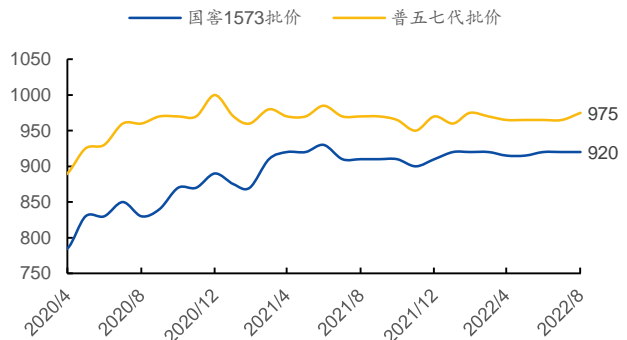
**五粮液和泸州老窖采取定价跟随战略，茅台批价上行，为五粮液和泸州老窖提价打开空间。**茅台品牌力强大，份额领先，当前 53%vol/500ml 的飞天茅台批价接近 3000 元。茅台供应相对有限和高端酒需求的不断扩容，推动茅台批价不断上行，拉高高端酒价格上限，也为五粮液和泸州老窖的提价打开空间。

图 29：近两年飞天茅台批价变化（元）



资料来源：今日酒价、国元证券研究所整理

图 30：近两年普五与国窖 1573 批价变化（元）



资料来源：今日酒价、国元证券研究所整理

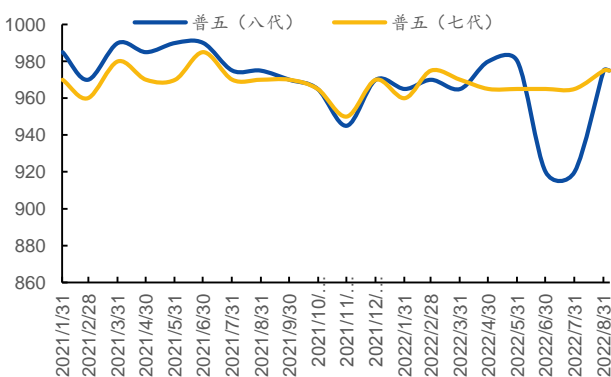
### 3. 产能持续扩张，超高端有望成新引擎

#### 3.1 普五批价坚挺，消费场景波动下彰显韧性

**消费场景扰动下普五批价坚挺。**根据今日酒价数据，2022年8月五粮液普五七代批价在975元/瓶左右，近些年来跟随茅台价格稳步提升；今年上半年在消费场景波动和淡季的影响下，普五价格依然坚挺。

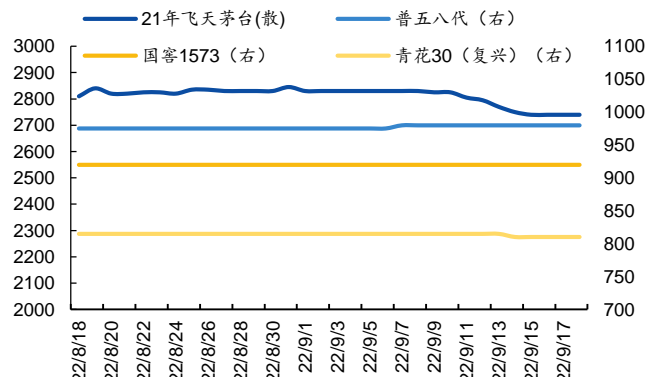
**优化渠道效率，上半年普五八代全国动销逆势增长。**2022年上半年，公司优化渠道运营效率，一方面运用数字化营销手段，精准投放出货量，并通过15个分仓建设精准响应物流反应；同时公司抢抓消费者弥补心理，阶段性分区域抢抓宴席消费者培育，持续发力新零售、KA电商以及高端团购消费等；此外公司加强战略区域主战，下放费用自主权、人事管理权、团队考核权、商家考核权、临机决策权，抢抓市场销售。根据公司公告，2022年1-4月，第八代五粮液全国销售逆势增长，已经实现全年50%左右的动销目标，在全国21个战略区域中，11个区域呈上涨趋势，两个区域实现15%以上增长，华东地区也实现同比持平。

图 31：普五七代及普五八代批价变化



资料来源：今日酒价、国元证券研究所整理

图 32：2022 年中秋节前后部分名酒批价变动

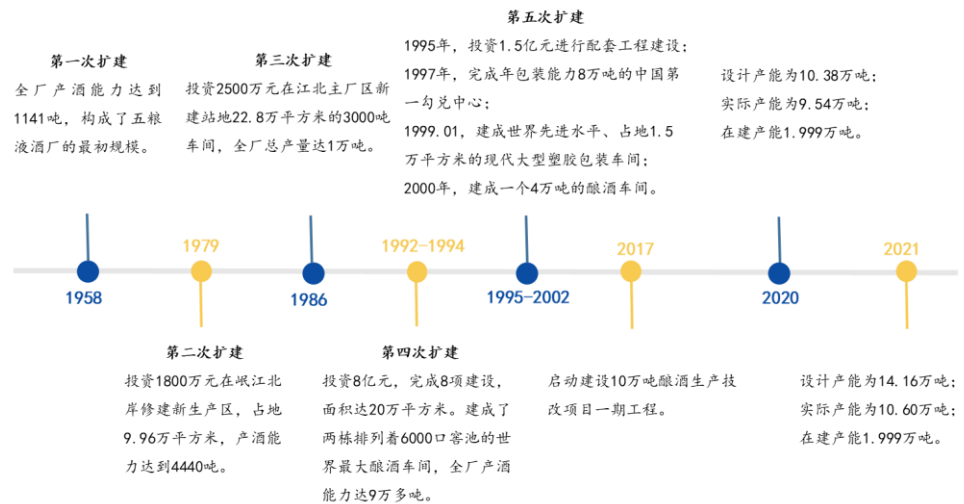


资料来源：今日酒价、国元证券研究所整理

### 3.2 公司原酒产能有望 5 年翻倍

公司目前原酒产能约 10 万吨，十四五计划达到约 20 万吨。目前公司拥有约 10 万吨浓香型白酒原酒产能，在“十四五”战略发展规划中，公司计划通过“2+2+6”总体布局，实现新增约 10 万吨原酒产能，达产后白酒总产能将达到约 20 万吨、较目前实现翻倍增长。

图 33：五粮液产能变动情况



资料来源：中国酒业协会、公司公告、国元证券研究所整理

注：2020 及 2021 年产能包括白酒、果露酒基酒。

表 7：五粮液部分重大产能提升及配套项目

| 序号 | 重大工程          | 具体内容  |
|----|---------------|---|
| 1  | “2+2+6”产能提升项目 | 1) 10 万吨生态酿酒项目（一期），将新增 2 万吨酿酒产能。<br>2) 技改挖潜扩能项目，通过对原有车间实施扩能改造，将新增 2 万吨酿酒产能。<br>3) 10 万吨生态酿酒项目（二期）。  |
| 2  | 配套产能项目        | 1) 磨粉自动化改造项目，将形成 5 万吨原粮储存、60 万吨的磨粉加工产能。<br>2) 勾储酒库项目，将新增 36 万吨原酒勾储能力。<br>3) 智能包装仓储一体化项目，将提升成品酒储存能力 3 万吨及新增包装能力 10 万吨。<br>4) 制曲车间扩能项目，将新增 10 万吨曲粉产能。 |
| 3  | 生态文化塑造        | 501 中国白酒文化阵地打造，503 明清古窖池保护打造，江北园区（中国最大规模的生态酿酒基地）打造。   |

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

### 3.3 经典五粮液，战略布局 2000+元价格带

“1+3”产品布局，公司高端白酒产品矩阵日趋完善。五粮液主品牌实施“1+3”产品布局，“1”指以第八代五粮液为代表的代际系列（占比近 70%），“3”分别是以 501 五粮液为代表的明代窖池酒系列、以经典五粮液为代表的年份酒系列以及文化定制酒系列。

图 34：五粮液主品牌产品矩阵

|      | 普五八代  | 经典五粮液   | 501 五粮液  | 五粮液 1618  |
|------|---|---|--|---|
| 产品图  |  |  |  |  |
| 产品介绍 | 五粮液独特的生产原料、生产工艺和生态环境，使五粮液酒具有了“香气悠久、味醇厚、入口甘美等独特风格。”                                | 五粮液高端战略级大单品，口感方面更加凸显五粮液的主体风格，具有陈香浓郁的风格特点。   | 501 五粮液来自 501 车间明清古窖池，由 30 年以上酿酒经验酿酒师酿造。每年限量发售 501 瓶，每一瓶都拥有限量编号，极具稀缺性。             | 五粮液 1618，运用五粮液独特的勾兑技术而成，将历史的厚重与现代科技的创新融为一体，是五粮液酿酒技艺与品质保证的极致体现。                      |
| 批价   | 980 元/瓶   | -   | -  | 975 元/瓶   |
| 零售价  | 1220 元/瓶  | 2899 元/瓶  | -  | 1229 元/瓶  |

资料来源：今日酒价、京东五粮液自营旗舰店、公司官网、国元证券研究所整理  
注：批价来自今日酒价 10 月 3 日数据，零售价来自京东五粮液自营旗舰店 10 月 3 日数据。

战略性推出高端大单品经典五粮液，布局 2000+元价格带。2020 年 9 月，公司推出高端大单品——经典五粮液，其采取经典的“鼓型瓶”设计，具有浓浓的怀旧风格。公司战略性借助经典五粮液产品，布局 2000+元价格带的白酒市场，致力于成为飞天茅台之外的另一个超高端白酒品牌。2021 年经典五粮液完成了高地及重点市场选商及前期试销工作，并于当年完成超 2000 吨销售目标。

图 35：经典五粮液“1+N+2”渠道战略



资料来源：公司公告、京东、国元证券研究所整理

## 4.品牌护城河稳固，数字化增强渠道力

### 4.1 品牌美誉源远流长，品牌精简重塑核心价值

酿酒条件得天独厚，品牌传承源远流长。五粮液诞生于素有中国“白酒之都”美誉的宜宾。宜宾温和湿润的天气、当地弱酸性的黏土以及富含 20 多种微量元素的古河道水，为酿酒微生物的生长和酒曲的发酵提供了绝佳的环境。五粮液的渊源可追溯到唐代，诗圣杜甫以诗赞“重碧酒”曰“重碧拈春酒，轻红擘荔枝”；到了明代，商人陈氏为其配制了陈氏秘方；满清时期，举人杨惠泉为其命名“五粮液”，逐步演变成今天的“中国浓香第一酒”。

图 36：600 多年的明初古窖池



资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

图 37：核心单品第八代普五



资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

**五粮液品牌价值突出。**五粮液的历史渊源可追溯到一千多年前的唐代，历经盛唐的重碧酒、北宋的姚子雪曲、明清的杂粮酒，直至今日演变发展成为“中国浓香第一酒”五粮液。五粮液在连续四届评酒会里，均入围上榜名酒品牌，特别是在 1963 唯一一届排名有先后的评酒会中，位列八大名酒之首。2020 年《中国 500 最具价值品牌》分析报告，五粮液以人民币 2837.46 亿元品牌价值，荣登“2020 年（第十七届）中国 500 最具价值品牌”榜单第 19 位。

表 8：历届评酒会各品牌上榜情况

| 序号  | 时间   | 上榜品牌  |
|-----|------|---|
| 第一届 | 1952 | 茅台酒、汾酒、西凤酒、泸州老窖   |
| 第二届 | 1963 | 五粮液、古井贡酒、泸州老窖、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、泸州老窖特曲酒                                    |
| 第三届 | 1979 | 茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲酒、董酒、泸州老窖特曲酒                                      |
| 第四届 | 1984 | 茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼、郎酒                   |
| 第五届 | 1989 | 茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒 |

资料来源：中国食品工业协会、国元证券研究所整理

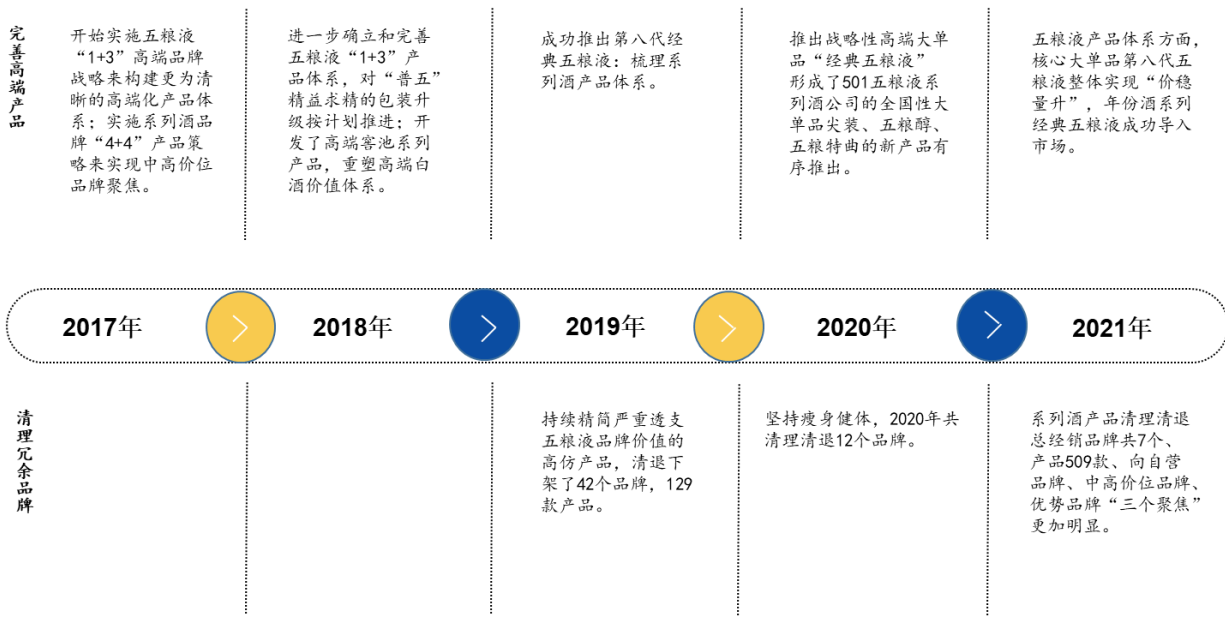
**表 9：公司主要系列及产品**

| 系列   | 名称                  | 规格                      | 价格          | 产品定位                    |
|------|---------------------|-------------------------|-------------|-------------------------|
| 五粮液  | 第八代五粮液              | 52%vol500ml             | 1499 元      | 高端、超高端核心单品              |
|      | 经典五粮液               | 52%vol500ml             | 2899 元      |                         |
|      | 五粮液 1618            | 52%vol500ml             | 1499 元      |                         |
|      | 39 度五粮液             | 39%vol500ml             | 1099 元      |                         |
| 五粮春  | 第二代五粮春浓香型白酒         | 52%vol500ml             | 388 元       | 坚守五粮液次高端核心品牌定位，壮大五粮液的腰部 |
|      | 五粮春浓香型白酒 50 度/45 度  | 50%vol500ml/45%vol500ml | 288 元/258 元 |                         |
| 五粮醇  | 醇品 50 度             | 50%vol500ml             | 468 元       | 聚焦宴席、自饮消费场景和中端消费人群      |
|      | 新款金装 201            | 50%vol500ml             | 308 元       |                         |
|      | 新款银装 201            | 50%vol500ml             | 221 元       |                         |
|      | 臻选 10               | 50%vol500ml             | 200 元       |                         |
|      | 新款红装 201            | 50%vol500ml             | 149 元       |                         |
|      | 醇香商务蓝               | 52%vol500ml             | 138 元       |                         |
|      | 50 度/40 度臻选 6       | 50%vol500ml/40%vol500ml | 118 元       |                         |
|      | 大淡雅 50 度/40 度       | 50%vol500ml/40%vol500ml | 100 元/91 元  |                         |
|      | 红淡雅银装               | 50%vol500ml             | 65 元        |                         |
|      | 二代淡雅 (151)          | 50%vol500ml             | 62 元        |                         |
| 五粮特曲 | 第三代淡雅型              | 50%vol500ml             | 58 元        | 聚焦宴席、商务团购和次高端消费人群       |
|      | 红淡雅                 | 50%vol500ml             | 58 元        |                         |
|      | 畅享                  | 50%vol500ml             | 55 元        |                         |
|      | 五粮特曲星装系列皇冠版         | 52%vol500ml             | 498 元       |                         |
| 五粮特曲 | 52 度/42 度五粮特曲精品 201 | 52%vol500ml/42%vol500ml | 439 元       | 聚焦宴席、商务团购和次高端消费人群       |
|      | 五粮特曲普特 211          | 52%vol500ml             | 398 元       |                         |
|      | 五粮特曲 52 度/42 度      | 52%vol500ml/42%vol500ml | 198 元       |                         |
| 尖庄   | 新款精盒 191            | 50%vol500ml             | 160 元       | 定位百元价位段，承担培育浓香口感的职责     |
|      | 高光                  | 52%vol500ml             | 89 元        |                         |
|      | 红优                  | 50%vol500ml             | 64 元        |                         |
|      | 大光                  | 50%vol500ml             | 54 元        |                         |
|      | 绵柔尖庄 42 度/38 度      | 42%vol500ml/38%vol500ml | 40 元        |                         |

资料来源：京东、公司公告、国元证券研究所整理（价格为 2022.6.14 日到手价）

**精简品牌，重塑价值。**2017年，公司提出“1+3”高端品牌战略，及“4+4”中高价位品牌聚焦战略，清退冗余品牌，集中力量打造核心单品。2019年以来，公司持续梳理系列酒产品体系，精简严重透支五粮液品牌价值的高仿产品，2019年清退下架了42个品牌、129款产品，2020年清退12个品牌，2021年清退7个品牌、产品509款，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性战略品牌，实现向“自营品牌、中高价位品牌、优势品牌”聚焦。

图 38：五粮液品牌战略变化图

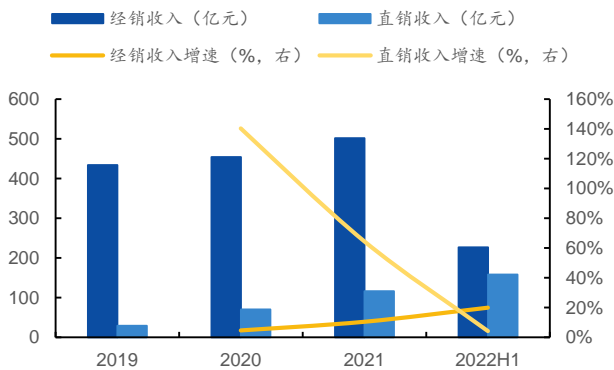


资料来源：公司年报、国元证券研究所整理

## 4.2 改革见效，渠道管控能力增强

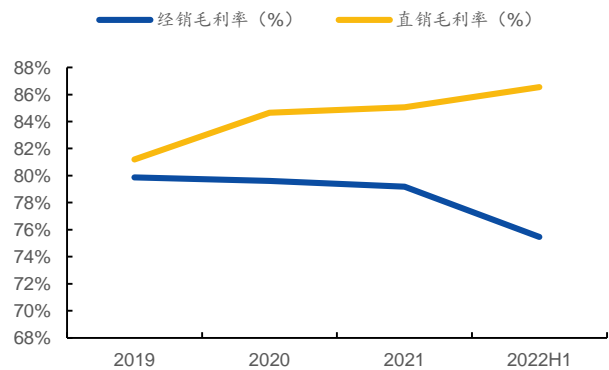
**渠道扁平化改革，开启新零售布局。**2017年，公司推进渠道扁平化改革，通过“百城千县万店”工程推动渠道向终端转型。仅2017年，公司新增专卖店400多家，总专卖店数达1000余家；“百城千县万店”工程第一阶段也已在全国46个重点城市建设了7000余家核心终端网点。此外，2017年，公司在与传统综合电商合作的基础上，上线“五粮e店”APP，并于同年在北京、上海、广州、郑州、成都、宜宾六个城市同步运营。2021年公司直销收入达115.95亿元，2019-2021年收入CAGR为98.68%，2021年直销收入占比已从2019年的6.34%提升至18.78%。

图 39: 公司经销、直销收入及增速



资料来源: 公司官网、国元证券研究所整理

图 40: 公司经销、直销毛利率



资料来源: 公司官网、国元证券研究所整理

### 2019 年公司导入控盘分利模式，提高对渠道管控能力。

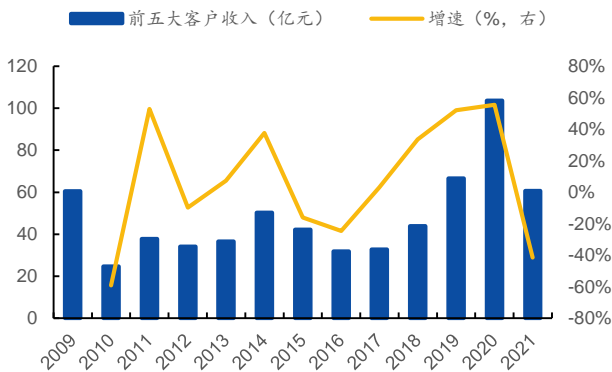
(1) 发展之初，公司采取大商制快速抢占市场。1994 年，五粮液超过山西汾酒，成为中国白酒龙一；直到 2003 年前，从收入和利润体量来看，五粮液连续多年蝉联第一大白酒企业。

(2) 虽然大商制有利于推动公司快速发展，但大商制使得公司对渠道管控能力较弱。随着白酒行业进入挤压式竞争阶段，大商制的弊端逐步显现，例如在白酒市场不景气时，经销商出现相继低价抛售的情况，以及不同区域大商批价不同，导致出现跨区域窜货等乱象，侵害公司品牌形象。

(3) 2010 年以来，公司通过营销中心区域划分（划分为七大区域）、直分销模式等措施，一定程度提高公司对渠道的管控能力。

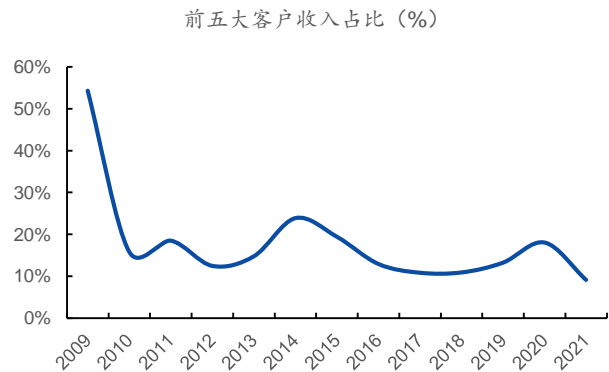
(4) 2019 年，公司上线数字化系统，导入控盘分利模式，即通过层层绑定、层层扫码，实时掌握商家进销存情况，实现对渠道销售的透明管理、渠道异常的实时监控、渠道合作的高效协同。数字化系统上线，一方面加强了公司对市场变动的感知力度；另一方面加强了对渠道的管控力度，减少了低价甩货、跨区窜货现象发生，并实现下游渠道利润的合理分配。

图 41：公司前五大客户收入及增速



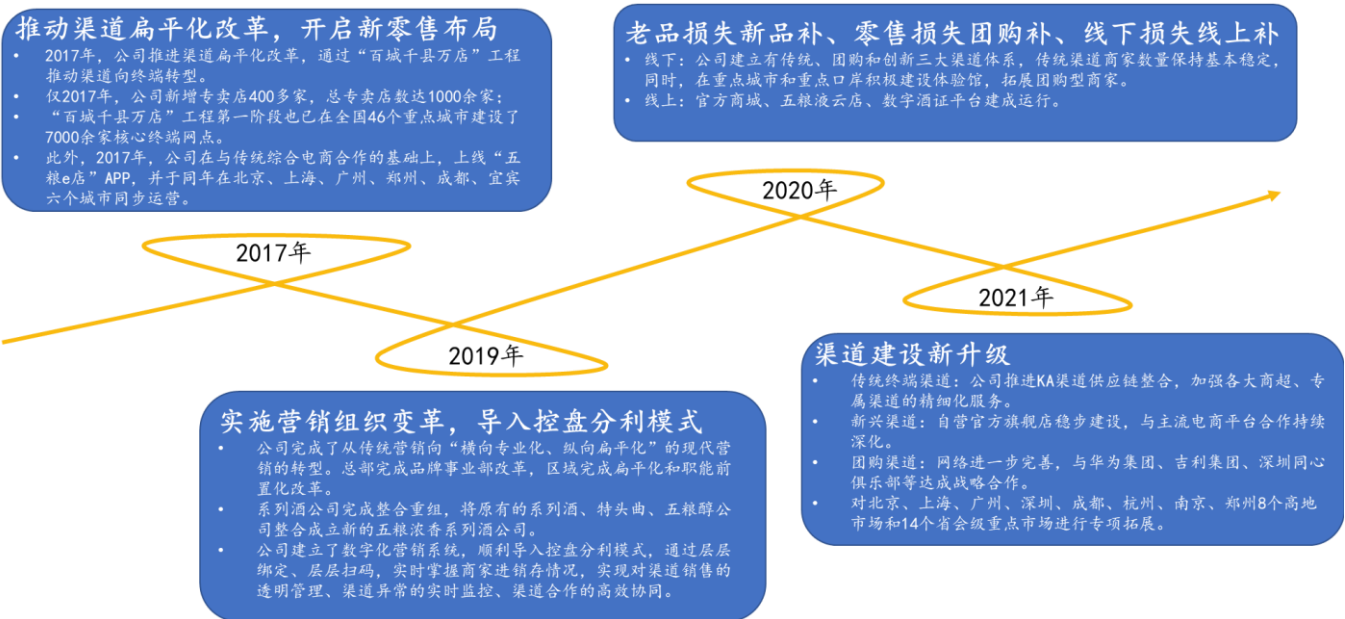
资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

图 42：公司前五大客户销售收入占总收入的比例



资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

图 43：五粮液渠道改革



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

### 4.3 新旧领导班子顺利过渡

**新旧领导班子顺利过渡。**2022年以来，公司新旧领导班子相继平稳过渡。曾从钦先生于2022年2月，接任五粮液集团党委书记、董事长，及五粮液股份公司党委书记。接任前，曾从钦先生已在公司任职2年多，自2019年起便担任五粮液集团总经理，及五粮液股份公司董事长。蒋文格先生同月接任公司总经理，张宇先生、梁鹏女士、肖浩先生也于2022年5月接任公司董事。蒋文格先生此前已多年在五粮液公司任职，2018年起便开始担任五粮液集团公司的党委委员、董事、副总经理，对公司业务熟悉、经验丰富。

**表 10：公司董事及高管情况**

| 序号 | 姓名  | 职务                               | 性别 | 年龄 | 工作经历  |
|----|-----|----------------------------------|----|----|---|
| 1  | 曾从钦 | 党委书记、<br>董事长                     | 男  | 54 | 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。现任公司党委书记，董事长，五粮液集团公司党委书记，董事长。  |
| 2  | 蒋文格 | 党委副书<br>记、副董事<br>长、总经理           | 男  | 56 | 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。现任公司党委副书记，副董事长，总经理。   |
| 3  | 张宇  | 党委委员、<br>副董事长                    | 男  | 48 | 1997年7月参加工作，1997年7月至2019年5月，在成都市教育委员会，成都市教育局，成都市青羊区委宣传部，共青团成都市青羊区委，成都市青羊区政府办，成都市青羊区西御河街道，成都市青羊区政府工作，曾任主任科员，青羊区委宣传部副部长，团区委书记，区政府政务中心主任，办事处主任，办事处党工委书记，区教育局党委书记，局长，党组书记，区政府党组成员，副区长；2019年5月至2020年4月，担任成都市新都区委常委，组织部部长，兼任区委城乡社区发展治理委员会主任，区委党校（行政学校）校长，区直属机关工作委员会书记；2020年4月至2020年12月，任四川省宜宾五粮液集团有限公司党委副书记；2020年12月至2021年12月，任本公司党委副书记；2021年12月起，任本公司党委委员；2022年5月起，任公司董事，副董事长。 |
| 4  | 蒋琳  | 党委委员、<br>公司董事、<br>副总经理、<br>董事会秘书 | 女  | 43 | 2004年7月参加工作，曾先后在重庆市政府研究室，成都市委政研室，成都市金融工作办公室，天府国际基金小镇，万创投资控股成都有限公司工作并任职。曾任成都市委政研室经济处副处长，成都市金融工作办公室资本市场处副处长，处长，天府国际基金小镇董事，总经理，万创投资控股成都有限公司副总经理等职务。兼任五粮液财务公司董事，党支部书记，五粮液基金公司董事，四川银行董事，四川联合酒类交易所股份有限公司董事。现任公司党委委员，董事，副总经理，董事会秘书。  |
| 5  | 许波  | 公司董事                             | 女  | 55 | 1983年12月参加工作，曾在宜宾地区教育局电教公司，宜宾市审计局工作并任职；曾任宜宾市审计局副科长，科长，副局长；现任宜宾发展控股集团有限公司董事，总经理，公司董事。  |
| 6  | 梁鹞  | 公司董事                             | 女  | 52 | 1986年11月参加工作，曾在珙县磷肥厂，县委组织部，城管办工作并任职。曾任宜宾市财政局办公室主任，农业科科长，宜宾凯翼汽车有限公司党委委员，财务总监，宜宾三江投资建设集团有限公司党委副书记，总经理等职。现任宜宾发展控股集团有限公司党委书记，董事长，四川长江民营经济融资担保有限公司党委书记，董事长，2022年5月起任五粮液股份公司董事。   |
| 7  | 肖浩  | 公司董事                             | 男  | 46 | 1998年7月参加工作，1998年7月至2005年12月在宜宾县喜捷镇，宜宾县委组织部工作，曾任组工办主任，县委党建办副主任等职；2005年12月至2017年7月在宜宾市委组织部工作，曾任研究室主任，市委党建办副主任，市委组织部部务委员等职；2017年7月至2020年12月在宜宾市委办工作，曾任市委办副主任，市委常委办主任，市委副秘书长等职；2020年12月至2021年12月任五粮液集团公司党委副书记，2021年12月起任五粮液股份公司党委副书记，2022年3月起任五粮液集团公司党委委员，副书记，董事，2022年5月起任五粮液股份公司董事。   |
| 8  | 罗伟  | 副总经理，财<br>务总监                    | 男  | 58 | 2014年3月起任宜宾五粮液股份有限公司副总经理，财务总监，党委委员。最近五年曾任宜宾市投资集团有限责任公司董事，副总经理，党委委员，宜宾机场有限责任公司董事，总经理，党委副书记。  |
| 9  | 李健  | 副总经理                             | 男  | 48 | 1995年10月参加工作。1995年10月至2013年2月在长宁县住房和城乡建设局工作；2013年2月至2014年9月在宜宾市教育局工作；2014年9月至2021年4月在宜宾市教育和体育局工作，历任科员，副科长，科长；2021年4月至2021年12月在四川蜀南文化旅游健康产业投资集团公司工作，任党委委员，副总经理。2021年12月起，任本公司副总经理。   |
| 10 | 刘洋  | 副总经理                             | 男  | 44 | 2001年7月参加工作。2001年7月至2017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；2017年5月至2021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）。2021年12月起，任本公司副总经理。  |

| 序号 | 姓名  | 职务   | 性别 | 年龄 | 工作经历   |
|----|-----|------|----|----|--|
| 11 | 岳松  | 副总经理 | 男  | 50 | 1990年12月至1994年12月在海军部队服役；1995年12月至2000年10月在五粮液酒厂507车间工作；2000年10月至2012年12月在五粮液集团公司党委宣传部，公司办公室，董事会办公室工作，曾任公司办公室副主任，党支部书记，董事会办公室副主任等职；2012年12月至2015年5月在五粮液股份公司505车间，523车间工作，曾任党支部书记，工会主席；2015年5月至2017年6月任四川五粮液文化旅游公司总经理，工会主席；2017年6月至今任宜宾长江源酒业公司党总支书记，董事长；2021年7月至2022年3月任五粮液集团公司总工程师；2022年3月起任五粮液股份公司副总经理。 |
| 12 | 杨韵霞 | 总工程师 | 女  | 51 | 1991年7月进入五粮液酒厂工作，先后在508车间，513车间，审计监督法律事务部，党委组织部工作。2003年12月起担任506车间党支部书记；2014年6月至2020年6月担任公司职工代表监事；2015年5月至7月担任公司党委工作部部长；2015年7月起担任公司党群工作部部长(其间：2016年3月至2018年6月挂任兴文县委副书记)；2018年6月任公司党委委员，工会主席，兼任党群工作部部长；2020年12月任集团公司党委委员，监事会主席。现任公司党委委员，总工程师。  |
| 13 | 蒋佳  | 总经济师 | 男  | 48 | 1997年7月参加工作。1993年9月至1997年7月就读于四川大学经济系经济学专业；1997年7月进入五粮液酒厂；2001年1月至2009年1月在五粮液供销公司工作，曾任销售部副经理，品牌经销商品牌事务部副经理等职；2009年1月至今在五粮液集团经营计划发展部，战略发展部先后任战略研究主管，副部长(主持工作)，部长，其间曾任五粮液保健酒公司董事长，生态酿酒公司董事长等职；2020年4月任五粮液集团公司党委委员，总经济师，2022年3月起任五粮液股份公司党委委员，总经济师。  |

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测

五粮液盈利预测的重点假设如下：

- 1) 高档白酒：**随着在建项目逐步投产，公司高档白酒产量有望保持稳健增长；同时目前高档白酒供应仍然偏紧，提价趋势有望延续。我们预计2022-2024年公司中高档白酒收入增速分别为12.02%/15.01%/13.80%。
- 2) 系列酒：**近年来公司集中打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四大全国性战略品牌，将成长品牌和总经销品牌作为战略协同，品牌结构持续优化，系列酒产品有望实现量价齐升。我们预计2022-2024年公司系列酒收入增速分别为17.52%/15.85%/16.37%。

**表 11：五粮液盈利预测拆分**

| 盈利预测        | 2019       | 2020       | 2021       | 2022E      | 2023E      | 2024E      |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 (百万元)  | 50,118.11  | 57,321.06  | 66,209.05  | 74,314.03  | 84,922.53  | 96,468.13  |
| 增速 (%)      | 25.20%     | 14.37%     | 15.51%     | 12.24%     | 14.28%     | 13.60%     |
| 毛利率 (%)     | 74.46%     | 74.16%     | 75.35%     | 75.47%     | 75.32%     | 75.83%     |
| <b>五粮液酒</b> |            |            |            |            |            |            |
| 营业收入 (百万元)  | 38,676.82  | 44,060.63  | 49,112.01  | 55,015.27  | 63,271.42  | 72,002.87  |
| 增速 (%)      |            | 13.92%     | 11.46%     | 12.02%     | 15.01%     | 13.80%     |
| 销量 (吨)      | 26,727.77  | 28,139.00  | 29,203.00  | 30,082.01  | 30,692.68  | 31,001.75  |
| 增速 (%)      |            | 5.28%      | 3.78%      | 3.01%      | 2.03%      | 1.01%      |
| 吨价 (万元/吨)   | 144.71     | 156.58     | 168.17     | 182.88     | 206.15     | 232.25     |
| 增速 (%)      |            | 8.21%      | 7.40%      | 8.75%      | 12.72%     | 12.67%     |
| 吨毛利 (万元/吨)  | 122.61     | 133.01     | 143.94     | 157.48     | 177.23     | 199.04     |
| 毛利率 (%)     | 84.73%     | 84.95%     | 85.59%     | 86.11%     | 85.97%     | 85.70%     |
| <b>系列酒</b>  |            |            |            |            |            |            |
| 营业收入 (百万元)  | 7,625.39   | 8,373.44   | 12,619.83  | 14,830.76  | 17,181.08  | 19,993.15  |
| 增速 (%)      |            | 9.81%      | 50.71%     | 17.52%     | 15.85%     | 16.37%     |
| 销量 (吨)      | 126,485.66 | 132,304.00 | 152,572.00 | 160,200.60 | 168,210.63 | 176,621.16 |
| 增速 (%)      |            | -4.60%     | 15.32%     | 5.00%      | 5.00%      | 5.00%      |
| 吨价 (万元/吨)   | 6.03       | 6.33       | 8.27       | 9.26       | 10.21      | 11.32      |
| 增速 (%)      |            | 5.00%      | 30.65%     | 11.94%     | 10.33%     | 10.83%     |
| 吨毛利 (万元/吨)  | 3.36       | 3.53       | 4.93       | 5.25       | 5.50       | 6.34       |
| 毛利率 (%)     |            | 55.68%     | 59.67%     | 56.70%     | 53.88%     | 55.97%     |
| <b>其他业务</b> |            |            |            |            |            |            |
| 营业收入 (百万元)  | 3,816.27   | 4,886.99   | 4,477.21   | 4,468.00   | 4,470.03   | 4,472.11   |
| 增速 (%)      |            | 28.06%     | -8.39%     | -0.21%     | 0.05%      | 0.05%      |
| 毛利率 (%)     | 7.81%      | 8.54%      | 7.24%      | 6.85%      | 6.89%      | 5.82%      |

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

## 5.2 投资建议

公司是中国浓香第一酒，拥有独特竞争优势，新领导班子坚持产品&渠道改革，立足第八代普五，坚持打造经典五粮液第二支柱。我们预计 2022/2023/2024 年公司归母净利分别为 271.25/316.14/363.79 亿元，同比增长 16.03%/16.55%/15.07%，对应 10 月 30 日 PE 分别为 20/17/15 倍（市值 5337 亿元），维持“买入”评级。

**表 12：可比公司估值情况**

| 序号 | 公司名称 | 总市值<br>(亿元)  |        |        | 归母净利润 (亿元) |        |        |        | PE    |       |       |
|----|------|--------------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
|    |      | (2022.10.27) | 2022E  | 增速     | 2023E      | 增速     | 2024E  | 增速     | 2022E | 2023E | 2024E |
| 1  | 五粮液  | 5,322        | 271.25 | 16.03% | 316.14     | 16.55% | 363.79 | 15.07% | 19.62 | 16.83 | 14.63 |
| 2  | 贵州茅台 | 17,599       | 623.69 | 18.89% | 730.11     | 17.06% | 848.01 | 16.15% | 28.22 | 24.10 | 20.75 |
| 3  | 泸州老窖 | 2,345        | 100.10 | 25.82% | 125.13     | 25.00% | 154.81 | 23.72% | 23.42 | 18.74 | 15.15 |
| 4  | 古井贡酒 | 1,071        | 29.47  | 28.24% | 36.48      | 23.79% | 44.87  | 23.00% | 36.34 | 29.36 | 23.87 |
| 5  | 迎驾贡酒 | 392          | 17.77  | 28.58% | 22.54      | 26.84% | 27.83  | 23.47% | 22.06 | 17.39 | 14.09 |

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：可比公司盈利预测统一使用Wind一致预期。

## 6.风险提示

消费场景波动风险、竞争过剧风险、政策调整风险。

**财务预测表**

| 资产负债表          |           |           |           |           |           |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 单位:百万元         |           |           |           |           |           |
| 会计年度           | 2020A     | 2021A     | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
| <b>流动资产</b>    | 102355.67 | 122137.73 | 138625.81 | 159526.81 | 184067.36 |
| 现金             | 68209.58  | 82335.96  | 94536.17  | 109348.00 | 127639.64 |
| 应收账款           | 41.50     | 64.19     | 85.90     | 86.64     | 101.97    |
| 其他应收款          | 36.20     | 26.29     | 338.97    | 213.86    | 274.53    |
| 预付账款           | 247.26    | 195.65    | 265.71    | 294.89    | 323.84    |
| 存货             | 13228.27  | 14015.07  | 16498.01  | 18608.24  | 20717.86  |
| 其他流动资产         | 20592.86  | 25500.57  | 26901.05  | 30975.18  | 35009.53  |
| <b>非流动资产</b>   | 11537.47  | 13483.09  | 12300.75  | 11880.32  | 11257.90  |
| 长期投资           | 1849.98   | 1911.23   | 1742.57   | 1816.69   | 1807.74   |
| 固定资产           | 5866.88   | 5610.15   | 6436.80   | 6523.68   | 6240.63   |
| 无形资产           | 433.61    | 556.40    | 556.40    | 556.40    | 556.40    |
| 其他非流动资产        | 3387.00   | 5405.31   | 3564.98   | 2983.55   | 2653.14   |
| <b>资产总计</b>    | 113893.14 | 135620.81 | 150926.56 | 171407.14 | 195325.26 |
| <b>流动负债</b>    | 25878.94  | 33615.60  | 32402.43  | 33280.90  | 34889.93  |
| 短期借款           | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 应付账款           | 3382.88   | 5403.56   | 5178.11   | 6089.27   | 6880.16   |
| 其他流动负债         | 22496.06  | 28212.04  | 27224.32  | 27191.63  | 28009.78  |
| <b>非流动负债</b>   | 255.95    | 613.33    | 436.37    | 465.29    | 480.32    |
| 长期借款           | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 其他非流动负债        | 255.95    | 613.33    | 436.37    | 465.29    | 480.32    |
| <b>负债合计</b>    | 26134.89  | 34228.93  | 32838.80  | 33746.19  | 35370.26  |
| 少数股东权益         | 2052.27   | 2323.39   | 3628.12   | 5151.09   | 6903.83   |
| 股本             | 3881.61   | 3881.61   | 3881.61   | 3881.61   | 3881.61   |
| 资本公积           | 2682.65   | 2682.65   | 2682.65   | 2682.65   | 2682.65   |
| 留存收益           | 79141.72  | 92504.24  | 107895.38 | 125945.60 | 146486.91 |
| 归属母公司股东权益      | 85705.97  | 99068.50  | 114459.64 | 132509.86 | 153051.17 |
| <b>负债和股东权益</b> | 113893.14 | 135620.81 | 150926.56 | 171407.14 | 195325.26 |

| 现金流量表          |          |           |          |          |           |
|----------------|----------|-----------|----------|----------|-----------|
| 单位:百万元         |          |           |          |          |           |
| 会计年度           | 2020A    | 2021A     | 2022E    | 2023E    | 2024E     |
| <b>经营活动现金流</b> | 14698.33 | 26774.94  | 21002.96 | 24296.53 | 29614.43  |
| 净利润            | 20913.34 | 24507.45  | 28429.97 | 33137.11 | 38132.23  |
| 折旧摊销           | 511.46   | 522.74    | 549.94   | 628.84   | 668.50    |
| 财务费用           | -1485.52 | -1731.70  | -3367.75 | -3855.80 | -4486.42  |
| 投资损失           | -93.50   | -97.35    | -95.26   | -95.66   | -95.81    |
| 营运资金变动         | -6315.41 | 1546.70   | -1007.53 | -6567.37 | -4681.32  |
| 其他经营现金流        | 1167.96  | 2027.10   | -3506.41 | 1049.41  | 77.25     |
| <b>投资活动现金流</b> | -1722.02 | -1496.85  | 178.78   | 39.57    | 18.34     |
| 资本支出           | 993.76   | 1539.13   | 0.00     | 0.00     | 0.00      |
| 长期投资           | 734.69   | 5.63      | -168.66  | 74.12    | -8.95     |
| 其他投资现金流        | 6.44     | 47.90     | 10.12    | 113.69   | 9.39      |
| <b>筹资活动现金流</b> | -9213.22 | -11269.46 | -8981.53 | -9524.27 | -11341.14 |
| 短期借款           | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00      |
| 长期借款           | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00      |
| 普通股增加          | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00      |
| 资本公积增加         | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00      |
| 其他筹资现金流        | -9213.22 | -11269.46 | -8981.53 | -9524.27 | -11341.14 |
| 现金净增加额         | 3762.96  | 14008.17  | 12200.22 | 14811.83 | 18291.63  |

| 利润表             |          |          |          |          |          |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元          |          |          |          |          |          |
| 会计年度            | 2020A    | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
| <b>营业收入</b>     | 57321.06 | 66209.05 | 74314.03 | 84922.53 | 96468.13 |
| 营业成本            | 14811.96 | 16318.78 | 18226.22 | 20962.01 | 23312.01 |
| 营业税金及附加         | 8092.35  | 9789.70  | 10991.05 | 12560.04 | 14267.00 |
| 营业费用            | 5578.92  | 6503.51  | 7394.25  | 7770.41  | 8904.01  |
| 管理费用            | 2609.53  | 2899.97  | 3411.41  | 3575.24  | 3964.84  |
| 研发费用            | 131.32   | 177.41   | 153.54   | 190.00   | 175.75   |
| 财务费用            | -1485.52 | -1731.70 | -3367.75 | -3855.80 | -4486.42 |
| 资产减值损失          | -14.11   | -7.53    | -14.00   | -11.86   | -11.85   |
| 公允价值变动收益        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益           | 93.50    | 97.35    | 95.26    | 95.66    | 95.81    |
| <b>营业利润</b>     | 27826.42 | 32552.43 | 37773.93 | 43995.93 | 50608.31 |
| 营业外收入           | 40.66    | 52.10    | 44.59    | 46.44    | 46.76    |
| 营业外支出           | 188.64   | 154.12   | 188.00   | 176.81   | 176.76   |
| <b>利润总额</b>     | 27678.45 | 32450.40 | 37630.52 | 43865.55 | 50478.32 |
| 所得税             | 6765.11  | 7942.95  | 9200.55  | 10728.44 | 12346.09 |
| <b>净利润</b>      | 20913.34 | 24507.45 | 28429.97 | 33137.11 | 38132.23 |
| 少数股东损益          | 958.53   | 1130.38  | 1304.73  | 1522.98  | 1752.74  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 19954.81 | 23377.07 | 27125.24 | 31614.14 | 36379.48 |
| EBITDA          | 26852.36 | 31343.46 | 34956.12 | 40768.97 | 46790.39 |
| EPS (元)         | 5.14     | 6.02     | 6.99     | 8.14     | 9.37     |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2020A  | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |         |        |        |        |
| 营业收入(%)         | 14.37  | 15.51   | 12.24  | 14.28  | 13.60  |
| 营业利润(%)         | 14.77  | 16.98   | 16.04  | 16.47  | 15.03  |
| 归属母公司净利润(%)     | 14.67  | 17.15   | 16.03  | 16.55  | 15.07  |
| <b>获利能力</b>     |        |         |        |        |        |
| 毛利率(%)          | 74.16  | 75.35   | 75.47  | 75.32  | 75.83  |
| 净利率(%)          | 34.81  | 35.31   | 36.50  | 37.23  | 37.71  |
| ROE(%)          | 23.28  | 23.60   | 23.70  | 23.86  | 23.77  |
| ROIC(%)         | 86.83  | 85.84   | 94.22  | 90.40  | 92.73  |
| <b>偿债能力</b>     |        |         |        |        |        |
| 资产负债率(%)        | 22.95  | 25.24   | 21.76  | 19.69  | 18.11  |
| 净负债比率(%)        | 0.00   | 1.05    | 0.55   | 0.62   | 0.64   |
| 流动比率            | 3.96   | 3.63    | 4.28   | 4.79   | 5.28   |
| 速动比率            | 3.44   | 3.21    | 3.77   | 4.23   | 4.68   |
| <b>营运能力</b>     |        |         |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.52   | 0.53    | 0.52   | 0.53   | 0.53   |
| 应收账款周转率         | 594.68 | 1093.59 | 875.79 | 867.20 | 900.58 |
| 应付账款周转率         | 4.46   | 3.71    | 3.44   | 3.72   | 3.59   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |         |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | 5.14   | 6.02    | 6.99   | 8.14   | 9.37   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 3.79   | 6.90    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 22.08  | 25.52   | 29.49  | 34.14  | 39.43  |
| <b>估值比率</b>     |        |         |        |        |        |
| P/E             | 26.75  | 22.83   | 19.68  | 16.88  | 14.67  |
| P/B             | 6.23   | 5.39    | 4.66   | 4.03   | 3.49   |
| EV/EBITDA       | 16.83  | 14.42   | 12.93  | 11.09  | 9.66   |

## 投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 |                                 | (2) 行业评级定义 |                                |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上   | 推荐         | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性         | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间    | 回避         | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上    |            |                                |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

| 合肥                                 | 上海                                    |
|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编: 230000                         | 邮编: 200135                            |
| 传真: (0551) 62207952                | 传真: (021) 68869125                    |
|                                    | 电话: (021) 51097188                    |