



食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）

liuchengqian@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

再论千元高端龙头量价策略

引言

本文主要探讨了千元价位在高集中度、弱复苏 β 下，头部参与品牌当下营销端采取的量价策略，及对核心单品批价的展望。今年五粮液对普五已经落地提价、合同缩量，淡季至今也处于控货状态，历史回顾下控量、监管等梳理渠道价格预期的举措能有实际成效，看好批价对高端估值回升的催化，持续推荐。

投资逻辑

1、千元价位格局稳固，茅五泸占主导地位。酒企想在高端价位走出小范围圈层的门槛较高，我们预计千元价位茅五泸市占 $>70\%$ 。目前高端动销呈现“旺季仍旺、淡季平稳”的特征，旺季礼赠刚需，淡季客情招待更理性，弱复苏的 β 下头部参与者的量价策略尤值关注。

2、千元龙头有节奏地控制投放是预期差所在。茅五泸对产品的投放并不盲目，对细分渠道、细分场景，配套的政策支持都有明确规划。1) 五粮液普五+1618 占千元最大份额，普五目前已落地传统渠道缩量及提价，淡季至今保持控量，1618 定位拱卫普五、多在宴席发力，两者全年预计投放平稳。2) 茅台 1935 近两年异军突起，预计今年在主题终端、传统渠道会有小幅增量，把面铺开、多在商务发力。3) 高度国窖 1573 延续价格跟随策略，更多通过推力来促动销。

3、复盘历史，酒厂把控渠道预期利于提价落地。市场对倒挂下普五提价行为多有疑虑，复盘历次提价可发现，即使在非景气周期，酒厂控量、严查等价格预期管理手段仍能有明显成效。具体而言：

1) 景气度不错的时期提价是顺势而为的举措，例如 09~11 年、16~17 年，即通过需求拉力来实现价升。

2) 在非景气时期，例如 15 年、19~20 年，公司仍然通过控量、严查窜货、渠道多元化发力等方式维系了价格预期。15 年高端动销自底部抬头，通过控量、提价重回顺价；19 年五粮液先控七代、再推限量收藏版衔接、再提价推八代，批价表现突出。反之，非景气时期若叠加相对充足的产品投放，价格表现就乏善可陈，如 21~23 年，价格倒挂后酒厂与渠道就回款、补贴等持续博弈。

4、当下五粮液渠道预期持续改善，控量去化库存、看好后续普五批价回升。普五目前的基本面呈现几个特征：库存良性、动销稳健、实际成交价坚挺。我们认为，通过五粮液的主观作为，包括通过提价、合同缩量、控量、加大对副线产品的营销力度等方式，能够在当下倒挂的环境下改善渠道对于价格的预期，对于批价提升预计会有不错的效果。此外，公司在营销实操、完善制度等细节方面也有诸多变化，我们认为可对今年普五批价回升趋势更有信心。本质上，普五当下面临的核心矛盾并不是消费端缺乏拉力，而是渠道/终端预期、情绪的梳理与引导。

投资建议：全年维度均看好批价催化下高端酒的配置价值。高端酒中茅台为锚，五粮液/泸州老窖缩小与锚的估值折价可行的路径之一就是恰当的管价管控来提升市场对千元价位格局的预期，例如 17、19、20 年。同时，高端酒本身在经营质量、业绩兑现度、分红预期上有可圈可点的优势，目前贵州茅台、五粮液、泸州老窖 24 年 PE 分别 24X/17X/16X，持续推荐。

风险提示

宏观经济下行风险、政策风险、食品安全风险。



内容目录

一、引言：关注白酒竞争格局变化对边际定价的影响.....	4
二、如何展望千元价格带的竞争格局？.....	6
2.1 千元价位格局稳固，茅五泸占主导地位.....	6
2.2 千元龙头有节奏地控制投放是预期差所在.....	7
2.3 如何看待普五传统渠道缩量、提价行为，以及未来批价展望？.....	11
2.4 投资建议：千元价位竞争格局优化利好高端酒估值合理回归.....	15
三、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：白酒行业分价位竞争格局梳理.....	4
图表 2：茅台 1935、君品习酒及青花郎批价变动情况.....	5
图表 3：2024 年至今部分酒企提价情况.....	5
图表 4：2023E 千元价位主要参与品牌/单品规模（亿元）.....	6
图表 5：当前历年原箱飞天茅台接货价及当年批价情况.....	7
图表 6：2021 年至今土拍出让金规模及同比增速.....	7
图表 7：2020 年至今规上工企利润及同比增速.....	7
图表 8：2016 年至今茅台酒&系列酒基酒产量情况.....	8
图表 9：2016 年至今茅台系列酒营收及销量.....	8
图表 10：2022 年至今 i 茅台平台茅台 1935 投放情况梳理.....	8
图表 11：主题终端通路茅台 1935 投放量敏感性测算.....	9
图表 12：考虑不同配额配比下，传统经销渠道成本测算.....	9
图表 13：2019~2022 年五粮液分渠道营收及经销商情况梳理.....	10
图表 14：五粮液 1618 及 39 度五粮液扫码活动力度较高.....	10
图表 15：国窖 1573 品牌专营模式下三级联盟体运作示意.....	11
图表 16：高端酒出厂价提升趋势趋同.....	12
图表 17：2009 年至今普五出厂价&批价复盘.....	12
图表 18：2015~2022 年五粮液销售人员数量.....	13
图表 19：2019~2020 年普五所处价格环境优于 2015 年.....	13
图表 20：2022 年起五粮液产品有所放量.....	14
图表 21：2022 年起五粮液产品价格增逻辑较弱.....	14
图表 22：2021~2023 年五粮液 1218 大会营销策略部分内容.....	14
图表 23：基于 DCF 模型的白酒估值框架.....	15



图表 24: 2016 年至今贵州茅台 PE 与美债利率变动情况.....	15
图表 25: 非标茅台酒中, 精品、生肖茅台具备不错的渠道顺价毛利.....	16
图表 26: 2016 年至今高端酒 PE-TTM 梳理.....	16
图表 27: 高端白酒盈利预测.....	17



一、引言：关注白酒竞争格局变化对边际定价的影响

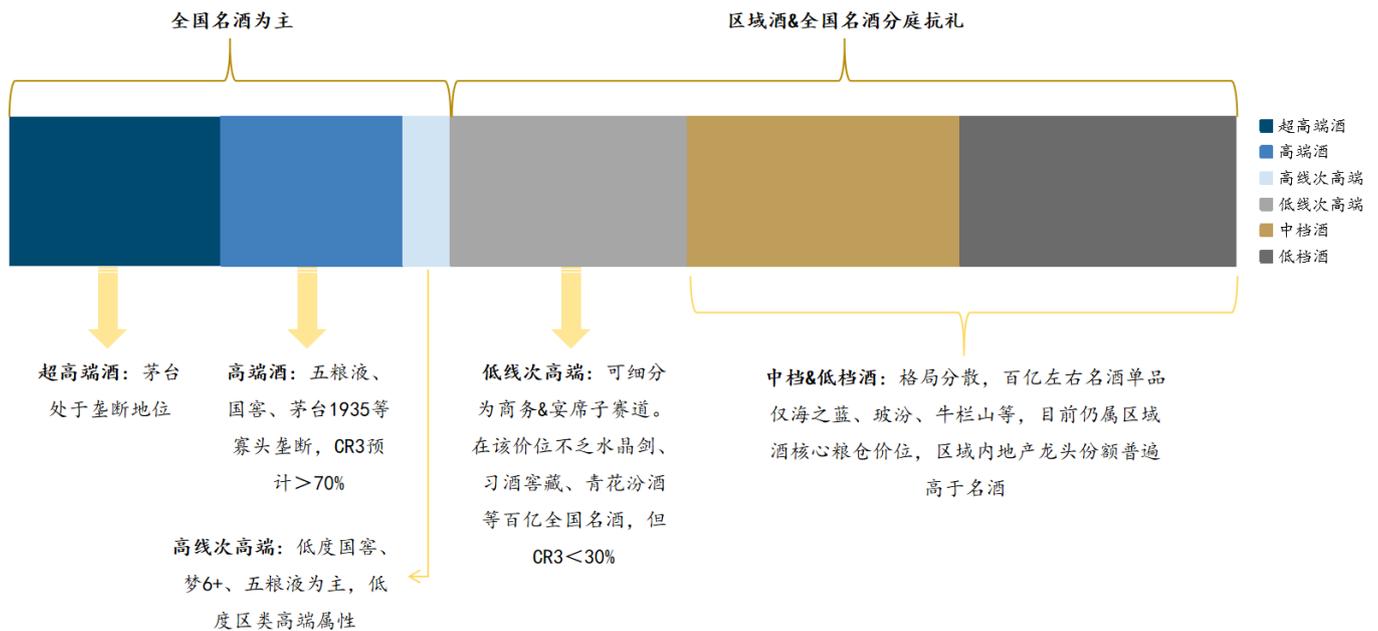
我们认为，各酒企所处赛道竞争格局的动态变化及预期波动是其边际定价的根本。自上而下，从超高端酒、高端酒到大众中低档白酒，价格带内部竞争格局逐步分散化。对于600元及以上价位的白酒，以商务、送礼等面子消费需求为主、名酒集中度处高位，高集中意味着头部品牌动态的量价策略会影响对竞争格局的预判，例如本文后续所探讨的普五量价策略对千元价位竞争格局的影响。

就低线次高端及以下价位而言，我们预计头部品牌在所处价位的市占率尚不足10%，相对分散的品牌份额意味着目前尚未有品牌能在细分赛道实现消费者心智的占领、形成强复购黏性，因此单一品牌的量价策略相对而言并不是竞争格局的决定性因素，且加码消费者培育等营销活动已成为标配。

对于该价位竞争格局的判断，我们认为首先需考虑是否享受不错的 β ，例如四川、安徽等地近年来消费升级氛围不错， β 赋能下区域内100~300元价位竞争并未剑拔弩张，差异在于各品牌对增量红利的分配。此外，香型的趋势也不容忽视，例如定位300~600元清香的青花汾酒、酱香郎酒红花郎、珍酒珍十五等均实现了不错的增长。

乘势而上是渠道的自然选择，配合目前盛行基于产区的酒类营销，我们预计消费端香型多元化的趋势仍将持续演绎。且从供给的视角出发，2017年起“酱酒热”催生下沙投产量明显提升，经历产能落地、基酒贮存的周期后，对应成品酒产能也在陆续释放，如茅台集团推出台源、习酒推出圆习酒，行业开始构建“大众酱香”概念。

图表1：白酒行业分价位竞争格局梳理

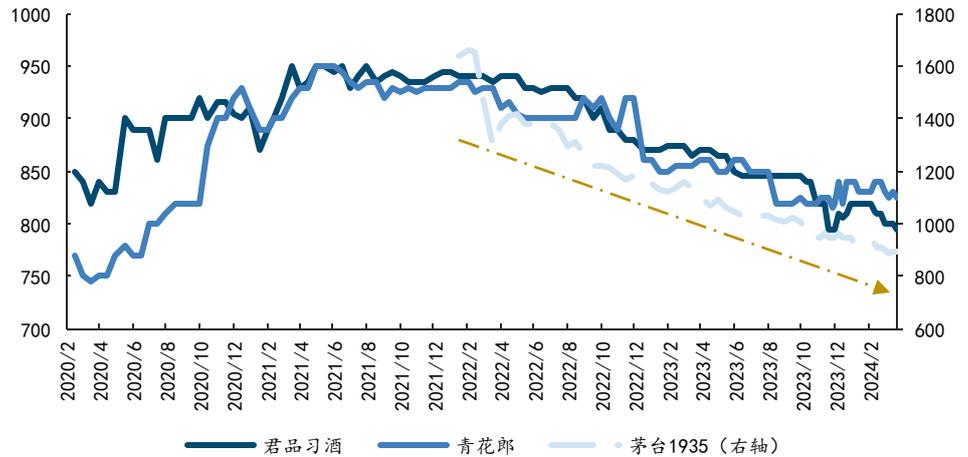


来源：各公司年报，国金证券研究所

在既定的赛道 β 下，酒企的量价策略最终会呈现至可量化的产品价格变化。例如茅台1935放量会分流部分青花郎、君品习酒的需求、并反映至价格端，即通过价格折让、产品性价比提升来吸纳对边际价格敏感较高的消费需求。具体而言，君品习酒、青花郎批价自高点约950元，回落至目前795/830元，回落幅度相对高于同处千元价位的普五、高度国窖1573，但相对应的，上述两者规模仍有所增长。



图表2: 茅台1935、君品习酒及青花郎批价变动情况 (元/瓶)



来源: 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 4 月 16 日)

因此, 若想要实现批价平稳向上, 我们认为可通过两个维度实现: 消费的拉力与酒企的推力。消费的拉力主要系消费升级下需求回暖驱动, 典型如 2016、2017 年, 该阶段行业重回右侧景气周期, 头部单品基本均实现量价齐升, 目前不少区县市场主流消费价位自 100 元向 300 元甚至更高升级, 也属于需求拉力的体现。

如果说消费的拉力是“顺势而上”, 那酒企的推力则是“青云之志”, 维持品牌调性甚至实现越阶提升的目标需要持续、长期的消费者教育。渠道精细化运营需要耗费较多人力, 因此当下全国化品牌普遍采用渠道 1+1 模式来借助渠道杠杆实现规模扩张, 在如今数字化工具的赋能下, 营销人员可将更多精力聚焦于消费端培育, 这也是酒企推行 BC 联动、扫码体系的初心。

此外, 酒企也需要践行恰当的量价策略以维持渠道价值预期的稳定。除飞天茅台、玻汾等顺价产品外, 目前行业多数产品均导入了后置模糊返利、控盘分利的价值链分配体系, 因此除了常规控量挺价的措施外, 酒企也可以践行如提价、缩减保证金/陈列/随货政策、收窄返利政策等方式来管理渠道的价格预期。

今年年初至今含五粮液、汾酒在内多个名酒产品宣布提价, 但实际批价表现仍存在分化。我们认为, 酒企通过渠道成本上移倒逼价盘往上的方式能否成功, 仍取决于上述提及的产品在细分区域、细分价位的相对竞争地位, 即需求是否具备足够韧性, 这需要审视竞品的替代效应。

图表3: 2024 年至今部分酒企提价情况

酒企	提价信息
舍得酒业	1 月 1 日起, 500ml 品味舍得 (包含第五代及庆典装) 经销商出厂价上调 20 元/瓶
五粮液	2 月 5 日起, 第八代五粮液出厂价上涨 50 元
今世缘	1) 2 月 29 日起, 停止接收第四代开系产品销售订单; 2) 3 月 1 日起, 五代国缘四开、对开、单开在四代版本基础上分别上调出厂价 20 元/瓶、10 元/瓶、8 元/瓶, 建议区域市场同步上调终端供货价、产品零售价及团购价; 3) 国缘四开严格执行配额机制, 计划内配额执行当期出厂价, 计划外配额在当期出厂价基础上, 按照上调 10 元/瓶执行
山西汾酒	3 月 15 日起, 53 度、42 度汾酒青花 20, 53 度巴拿马基础版上调出厂价, 渠道市场价格顺延上调
郎酒	4 月 1 日起, 红花郎酒·红十单瓶价格上调 20 元、红花郎酒·红十五单瓶价格上调 30 元

来源: 云酒头条, 微酒, 名酒观察, 酒业家, 国金证券研究所



二、如何展望千元价格带的竞争格局？

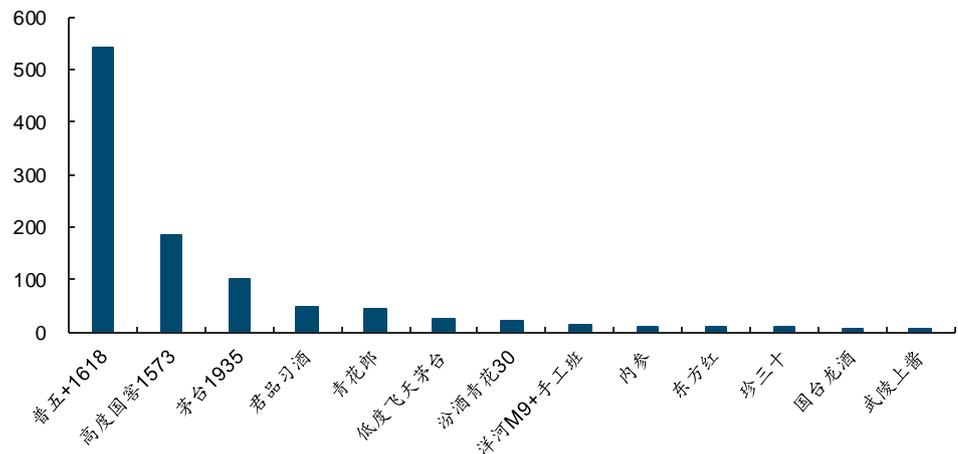
2.1 千元价位格局稳固，茅五泸占主导地位

自 2016 年行业步入景气周期，普飞、普五、国窖 1573 批价逐步上扬，因此高端酒的门槛也从 600 元逐步提升至 800 元。从 2018 年起，原箱普飞与普五的批价比突破 2，目前在 3 左右，考虑普飞与普五在较高价差下的替代效应会较弱，因此普飞以垄断地位开拓超高端价格带，而普五则领跑千元左右高端价位。

此轮周期下，千元价位的繁荣阶段在 2020-2021 年，除头部单品普五、高度国窖 1573 延续量价齐升的态势外，千元价位具备一定体量的参与者也接连涌现。例如习酒在 2019 年 7 月发布新品君品习酒，次年实现 6.5 亿销售额，至 2021 年已达 30 亿左右体量。相类似地，酒鬼酒内参 2020/2021 年营收分别同比+73%/+81%，2021 年表观营收达 10.3 亿。

因此，当时市场对高端化门槛的认知相对较弱，但通过 2022 年以来弱 β 下的动销反馈来看，在千元价位实现全国化仍只是少数品牌的机遇。2023 年我们测算下茅台、五粮液、泸州老窖在千元价位份额占比 >70%，仍占主导地位。当下不少 10-30 亿体量的单品，主要以小范围圈层营销为主，一方面发挥自身在基地市场的品牌效能，另一方面也能通过更周密的消费者服务来满足差异化的高端需求。

图表4：2023E 千元价位主要参与品牌/单品规模（亿元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

对于未来千元价位竞争格局的判断，首先从 β 层面分析是否扩容及扩容的斜率。高端酒需求主要可分为居民端需求及企业端需求，居民端需求包括高端宴席、客情礼赠、投资收藏等，而企业端需求以商务招待、客情礼赠为主。

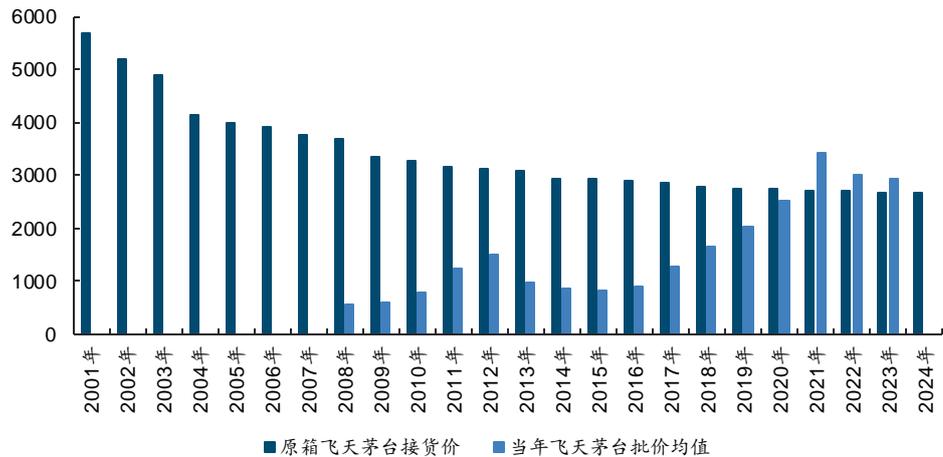
从另一个维度看，高端酒的需求也可以拆分为刚性需求与弹性需求。刚性需求的特征在于价格的不敏感性，例如从终端成交价视角看，普五的零售成交价的波动会明显弱于流通端批价的波动，即刚需属性赋予终端一定的议价权，而刚需的背后是面子消费的属性。

弹性需求的典型就是投资收藏需求。近期受渠道端 3 月飞天茅台配额陆续到货、巽风 375ml 飞天开始行权等因素的扰动，淡季飞天茅台批价持续有所回落，我们认为也与近年来需求端对飞天茅台投资需求的挤出效应相关。

通过分析历年原箱飞天茅台接货价可以发现，2024 年现货的接货价 2690 元与 2014 年老货 2950 元仅差 260 元，且 2021~2023 年当年原箱飞天茅台批价的均值都小于其目前的接货价，因此在线性外推的投资心理下，部分飞天茅台的投资需求被挤出。当然对于千元价位产品而言，本身投资收藏需求较少，因此弹性需求部分主要在于居民端&企业端的客情需求。



图表5: 当前历年原箱飞天茅台接货价及当年批价情况 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 历年原箱飞天茅台接货价数据为 24 年 4 月 10 日数据)

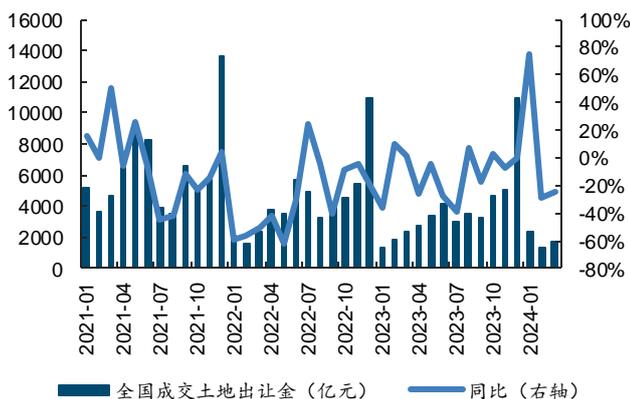
近年来呈现的“旺季仍旺、淡季平稳”的白酒动销特征, 其实隐含是淡季平稳的客情需求。从企业端的视角看, 去年春节后动销氛围超预期转淡, 已经呈现了更理性的消费情绪。换言之即使企业端, 特别是中小企业, 也在规避不必要的客情招待, 该部分会对高端酒需求有一定影响。

地产链是传统次高及以上白酒商务消费的主力, 从当下头部房企的销售情况、全国土地出让情况, 结合渠道边际反馈, 我们认为地产链尚未摆脱困境; 另一方面, 需求群体的多元化也是近年来的趋势, 例如科技产业、煤炭等资源产业的招待需求仍在向好。

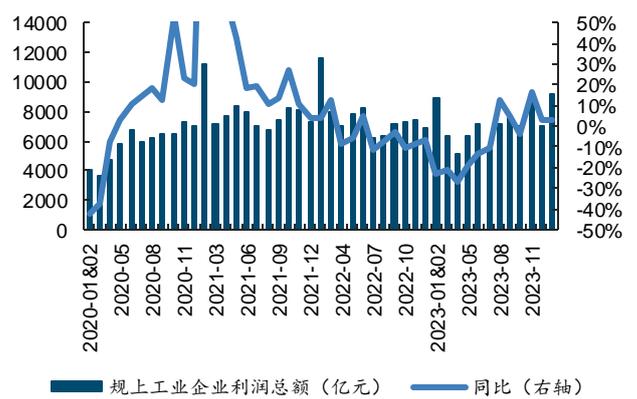
实际上, 渠道对于加库存的意愿, 以及对下游增加财务杠杆的情绪, 可视为商务需求前瞻性的拐点指标。对于居民端的招待需求而言, 预计与财富效应、收入预期等情绪相关, 也与中产阶级等需求群体的扩容速率相关, 一定程度上群体的扩容弥补了由于情绪扰动产生的缺口。

整体而言, 我们判断短期千元价位仍是弱复苏的β、仍在扩容但幅度有限, 因此头部品牌的量价策略是竞争格局的主要扰动项。

图表6: 2021 年至今土拍出让金规模及同比增速



图表7: 2020 年至今规上工业企业利润及同比增速



来源: 同花顺, 国金证券研究所

来源: 同花顺, 国金证券研究所

2.2 千元龙头有节奏地控制投放是预期差所在

1. 茅台 1935

如上所述, 对千元价位竞争格局的判断, 仍需关注五粮液、国窖 1573、茅台 1935 的量价策略。茅台 1935 自 2022 年推出以来, 是近几年来千元价位最大的竞争格局变量, 属于强势品牌对低维度价位的降维打击。

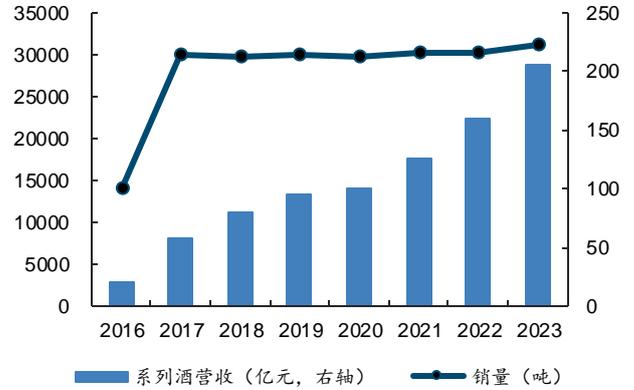
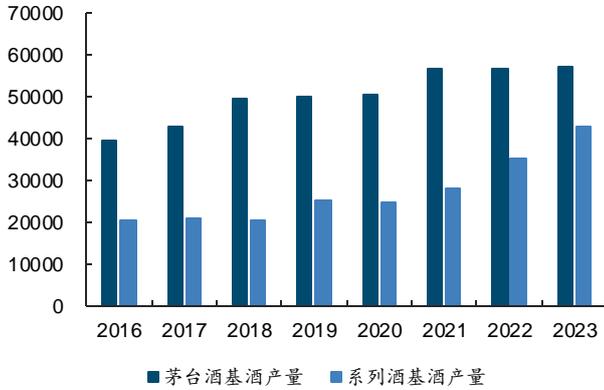
从茅台酒厂的角度出发, 目前飞天茅台已在超高端价位拥有垄断优势, 且茅台酒、系列酒



基酒产能仍在不断扩容，因此搭建梯度化的产品 SKU 架构、通过内部结构优化+扩大销量盘子来实现公司营收稳步提升是一条良径。可以看到近几年公司不断加码直销化，茅台酒内部通过飞天提价、非标加大供给等方式，吨价也在稳步提升。

图表8：2016 年至今茅台酒&系列酒基酒产量情况

图表9：2016 年至今茅台系列酒营收及销量



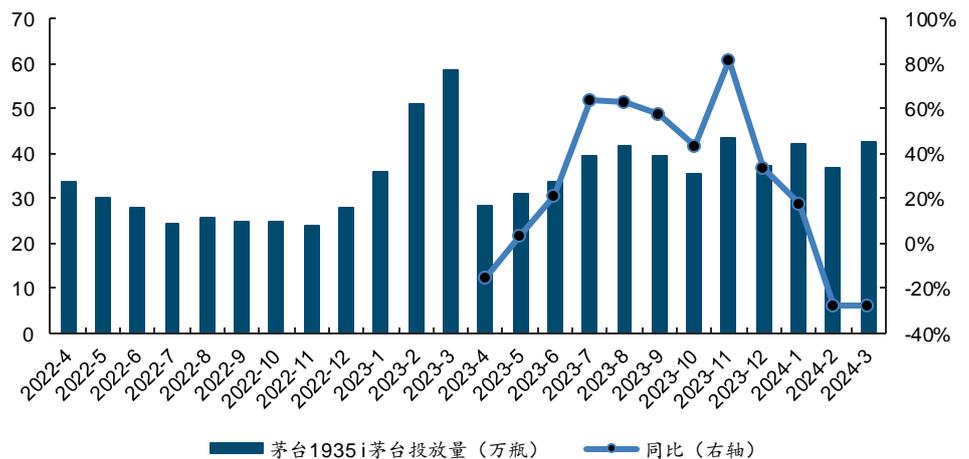
来源：公司公告，国金证券研究所（注：单位为吨）

来源：公司公告，国金证券研究所

对于酱香系列酒内部而言，丁董事长在 2022 年末的酱香公司市场工作会上提出：“2023 年茅台酱香系列酒要优化产品结构，聚力培育 5 个大单品：把茅台 1935 打造成超千元价格带超级大单品、把茅台王子酒（酱香经典）、茅台王子酒（金王子）、汉酱酒、茅台迎宾酒（紫）打造成大单品。”从结果来看，2023 年年报也披露“茅台 1935 成为营收百亿级大单品，茅台王子酒单品营收超 40 亿，汉酱、贵州大曲、赖茅单品营收分别超 10 亿，形成了千、百、十亿级大单品格局，产品矩阵全面构建”。

对于茅台 1935 的量价策略，我们从 3 个渠道来拆分：1) i 茅台。从跟踪的每日 i 茅台上茅台 1935 申购情况来看，2023 年投放量约 475 万瓶，折算约 2376 吨。假设 i 茅台通路酒厂出厂价为 1088 元（即经销商赚取 100 元配送费），扣除增值税后实现营收约 45.8 亿元。从 2024Q1 投放量看，同比去年-16%，考虑到 2023Q1 本身投放基数较高，且 2024Q1 环比 2023Q3/Q4 分别+1%/+5%，因此我们中性预期 2024 年 i 茅台上茅台 1935 投放量或同比持平。

图表10：2022 年至今 i 茅台平台茅台 1935 投放情况梳理



来源：i 茅台，国金证券研究所（注：统计口径不含小茅好运等专场投放的量）

2) “茅台酱香 万家共享”主题终端。2021 年 4 月第一家主题终端落地河南，2021 年全年共建成 2388 家，至 2022/2023 年末分别达到 3000 家+/6000 家左右，目标 2025 年达到 10000 家。主题终端对茅台 1935 的结算价为 898 元，由经销商代酒厂供货，我们预计酒厂同经销商间对应该部分配额的结算价为 798 元，即经销商赚取 100 元配送费。

此外，我们预计 2024 年主题终端数量仍会有所扩充以达成 2025 年万家的目标，若假设全年加权平均有 7000 家主题终端、月度配额 5 件，则可测算 2024 年该通路的量约 1260 吨，



对应表观约 17.8 亿。相较于 2023 年，若月度配额恒定（5 件），则增量主要源于主题终端数量的增加，粗略估算若主题终端数量增加 2000 家，则对应全年约 360 吨增量。

图表11：主题终端通路茅台 1935 投放量敏感性测算

		主题终端数量（家）				
		6000	7000	8000	9000	10000
对应全年投放量（吨）	3 件/月	648	756	864	972	1080
	5 件/月	1080	1260	1440	1620	1800
	7 件/月	1512	1764	2016	2268	2520
	10 件/月	2160	2520	2880	3240	3600
表观收入（亿元）	3 件/月	9.2	10.7	12.2	13.7	15.3
	5 件/月	15.3	17.8	20.3	22.9	25.4
	7 件/月	21.4	24.9	28.5	32.0	35.6
	10 件/月	30.5	35.6	40.7	45.8	50.8

来源：国金证券研究所（注：假设主题终端通路酒厂出厂价为 798 元，经销商赚取 100 元配送费）

3) 传统经销渠道。茅台的经销商可分为茅台酒经销商与系列酒经销商，两者存在一定重合，截至 2023 年末，报表披露国内经销商数量为 2080 家。茅台 1935 在 2022 年新推出时，考虑是系列酒品系，以系列酒经销商代理为主。2023 年逐步放开茅台酒经销商的代理权限，但也形成了 798 元/1088 元的双轨价格体系。

考虑 2023 年茅台 1935 百亿营收，根据上述对 i 茅台、主题终端的分拆，倒推 2023 年传统经销体系贡献营收约 43 亿。假设 798/1088 元配比为 4:6，不考虑 1088 元配额的费用，测算可得 2023 年传统经销渠道的投放量在 2500 吨左右。在此基础上，2024 年传统经销渠道仍有配额增量（主要为 1088 元配额），增量幅度在 20%~30%不等，考虑有部分渠道未执行增量，整体若假设增量为 20%，对应投放量增量约 500 吨。

图表12：考虑不同配额配比下，传统经销渠道成本测算

		综合成本（元/瓶）			43 亿所需量（吨）
		不考虑费投	1088 配额考虑 10%费用		
798/1088 元配额比	2:8	1030	943	2359	2576
	3:7	1001	925	2427	2627
	4:6	972	907	2499	2679
	5:5	943	889	2576	2734

来源：国金证券研究所

2. 五粮液

五粮液在千元价位的单品主要为八代五粮液（普五）和五粮液 1618，我们预计 2023 年两者投放量约 2.6 万吨、0.4 万吨，营收达 500 亿+，占千元价位份额近 50%，为该价位核心品牌。

在 2023 年 1218 共商共建共享大会上，对于量价策略公司提出“将择机适度调整第八代五粮液出厂价，同时优化投放的产品结构、渠道结构、市场结构，对第八代五粮液传统渠道要适当缩减并固化配额，优化的计划量将投向特殊规格装五粮液、文化酒等产品，以及直销渠道和国际市场”。此外，2024 年传统经销渠道普五的合约量基本为 2023 年实际达成量的 80%，且在 2 月 5 日也已落地普五提价（+50 元）。

市场会疑虑，缩量、提价、业绩平稳增长预期之间如何实现均衡。整体而言，我们认为普五单传统渠道缩量，与全社会渠道、五粮液全品系预期略有增量并不冲突，目前预计五粮液产品在公司整体营收中占比约 75%，其中还包含 1618、低度、古窖/年份/文创系列等产品，以及 KA、新零售等渠道。

首先从渠道的维度看，根据 2020 年年报，公司直销渠道主要包括团购销售&线上销售，当年实现营收 70.5 元，我们预计与公司在 2019 年对普五换代、取消价格双轨制，以流动渠



道/团购渠道打款价来进行区分有关。在 2022 年年报内，公司将专卖店调整至直销口径披露，整体直销口径实现营收 270.7 亿元，占比酒类收入约 40%。假设普五在 2023 年通过直销通路投放的占比为 40%，参考前述预计，可得被缩量的传统渠道普五的投放量约 1.56 万吨，若缩量 20%则对应约 3120 吨量。

仍从渠道的维度出发，2021 年专卖店部分营收 123.6 亿元，对应当年年末专卖店数量 1545 家，店均贡献营收约 800 万。截至 2023 年底，公司专卖店数量已超 1700 家。参考每年约 100 家的新增以及单店约 1000 万的创收，2024 年专卖店扩量预期可实现的普五量增我们预计便在 500 吨左右。考虑单店营收增长的潜力，以及 KA、新零售渠道的发力，实际可承接的量或更多。

图表13: 2019~2022 年五粮液分渠道营收及经销商情况梳理

按渠道拆分营业收入 (亿元)	2019	2020	2021	2022
经销模式			377.76	404.92
yoy				7.2%
直销模式 (含专卖店)			239.56	270.70
yoy				13.0%
直销模式 (旧口径, 团购+线上)	29.37	70.54	115.95	
倒推, 专卖店			123.61	
---经销商/专卖店数量 (家)				
五粮液经销商		1961	2054	2489
五粮浓香经销商		689	602	655
专卖店		1527	1545	1630

来源: 五粮液公司公告, 国金证券研究所

从产品的维度来看，五粮液的副线产品也会承载部分增量任务，目前存量规模较高的是五粮液 1618 及 39 度五粮液，两者在 2023 年均导入了扫码红包体系，BC 联动返利下渠道/终端推力明显提升(两者对应扫码红包金额及中奖概率加权平均可得单瓶扫码红包投入分别为 140/63 元)，今年春节上述产品也实现了不俗的动销增长。

图表14: 五粮液 1618 及 39 度五粮液扫码活动力度较高

五粮液 1618 扫码活动政策

中奖金额	中奖率
2000	2.00%
500	5.00%
200	10.00%
100	15.00%
30	66.99%

五粮液1618·五粮液核心大单品

中国的 世界的 五粮液

FROM CHINA TO THE WORLD

WULIANGYE

39度五粮液 扫码活动政策

中奖金额	中奖率
20	77.49%
50	12.00%
100	6.00%
200	3.00%
3000	1.50%

中国的 世界的 五粮液

FROM CHINA TO THE WORLD

WULIANGYE

来源: 五粮液公众号, 国金证券研究所

五粮液 1618 在发布伊始的调性定位本高于普五，直至今今年普五提价前，1618 的出厂价也高于普五，但从两者实际成交价来看非常近似。1618 与普五相比超额的渠道推力主要对



开瓶扫码有更多倚靠（BC 联动下消费者扫码赢取红包的同时终端也可以获取返利），因此在预期高开瓶的场景经销商会有不错的推力，典型如宴席场景（宴席用酒达到一定体量还有赠送大坛酒等活动）。

目前来看，1618 已经成为拱卫普五的护城河产品，考虑扫码红包后消费者实际用酒的成本会明显低于普五，但名义购买价格与普五近似仍维持了心理上的品牌调性。我们预计 2024 年 1618 仍会有明显的供给增量，当下公司也仍在持续推进空白市场的招商布局。

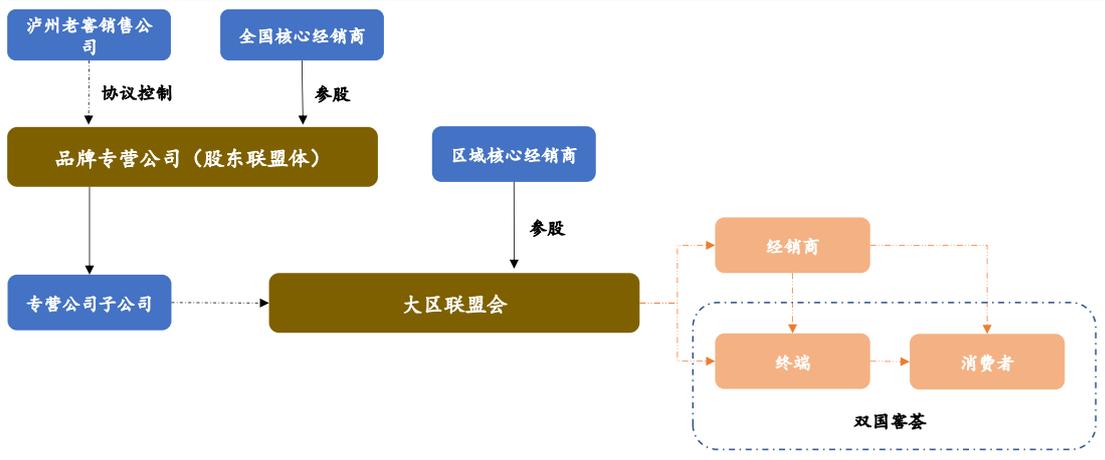
3. 国窖 1573

相比较与五粮液，国窖 1573 更多通过酒厂/渠道的消费者培育、营销推力来促进动销、实现规模提升，依托品牌专营模式下的三级联盟体运作，渠道精细化管理程度在行业内首屈一指。我们认为，目前公司的思路在于深化终端脉络，将更多的点汇聚至国窖荟的面上，例如 2023 年的春雷、秋收、挖井系列工作。

从 2024 年公司的规划来看，除了节后开展补点计划、分片区分拆招揽高质量团购商等策略，公司还提出在传统高度区域要“重新聚焦消费端、意见领袖”。因此我们认为供给层面仍会有所增量，其中高度增量或近千吨，增量不光是在高度区域，在华北低度优势区域也在破局。特别是在目前数字赋能的背景下，公司营销团队可将更多精力置于转化竞品优质客群，其中核心抓手也在于明显优于竞品的渠道/终端利润。

在价格端，我们预计公司仍会采取跟随策略，通过保持与竞品的合理价差营造性价比优势，目前高度国窖 1573 与普五批价/成交价的价差在 70 元左右，价差属于近年来较为中枢的水平，价差较窄时会削弱性价比优势。

图表15：国窖 1573 品牌专营模式下三级联盟体运作示意



来源：泸州老窖公众号，国金证券研究所

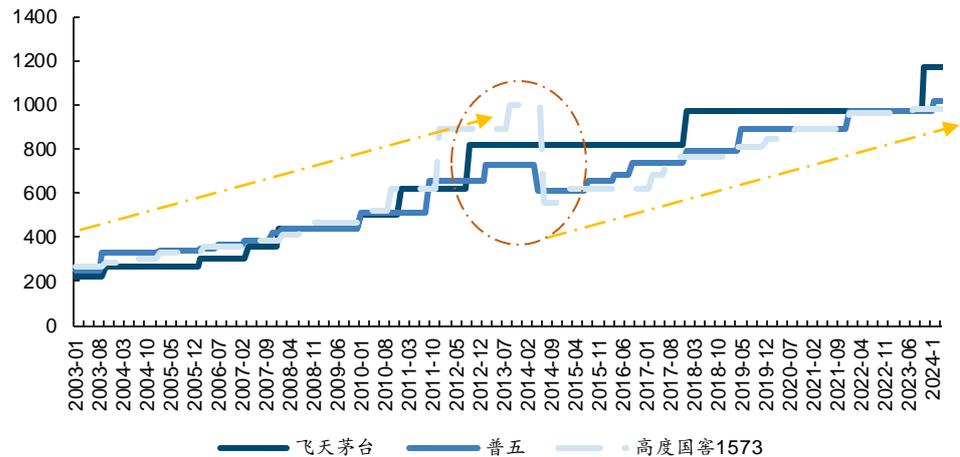
2.3 如何看待普五传统渠道缩量、提价行为，以及未来批价展望？

从高端酒的提价历史来看，提价行为具备趋同性。换言之，其余高端酒参与方会受到行业引领者价格策略的影响，例如早期的五粮液和当下的茅台，这也与高端酒面子消费属性下酒企需要维持品牌较优的调性相关。但普五、高度国窖 1573 和飞天茅台提价行为又存在明显差异，只因前两者目前处于出厂价与批价的“倒挂”阶段，而飞天茅台具有充足的顺价利润。

因此，市场对于尚未实现顺价的普五、高度国窖是否应该提价，以及提价后批价会如何演绎存在疑虑，特别是在 2023 年 8 月高度国窖 1573 结算价提至 980 元、后在 12 月将 50 元费用前置兑现的背景下。此外，前车之鉴是两者在 2013~2014 年存在先提价、后降价的行为，当时也对渠道稳定性产生影响。



图表16: 高端酒出厂价提升趋势趋同 (元/瓶)



来源: Wind, 国金证券研究所

从历史普五提价行为及批价变动的复盘来看,最理想的情况自然是顺势而为的提价,批价提升依托的是消费端认可的提升,例如:

- 1) 2009~2011年,2008年短期扰动不改白酒黄金十年景气周期趋势,在该阶段普五实现量价齐升态势,批价自2008年末490元提升至2011年末950元,同期飞天茅台/高度国窖1573批价也分别自560/440元提升至1650/890元。
- 2) 2016~2017年,对应新一轮白酒景气周期的起始,背后是居民消费的兴起,以及缺失的政务消费得到承接。在2015年普五社会库存已有所去化,2016~2017年延续了批价回升的趋势,普五批价自2015年末630元提升至2017年末790元,实现顺价销售,同期飞天茅台/高度国窖1573批价也分别自825/550元提升至1400/680元。

图表17: 2009年至今普五出厂价&批价复盘 (元/瓶)



来源: Wind, 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 数据截至2024年4月16日)

在非景气周期内,回溯来看普五的价格表现有所分化,其背后的原因在于不同阶段公司对渠道预期、投放量等把控存在差异,例如:

- 1) 2015年其实是调整期与景气期之间的衔接阶段,此时行业正处于弱复苏的起点、行业内部的库存周期驱动了价格端的表现。



复盘来看，五粮液在 2014 年中旬下调了普五的出厂价，减少渠道倒挂幅度同时缩减市场投放量，对应 2014 年公司酒类营收同比-15.5%，销量同比-21.3%。在 2014 年末的经销商大会上，公司提及要“坚持控量稳价，量价均衡”、“坚持 52 度五粮液 609 元出厂价格”，释放价格管控预期。

五粮液在 2015 年也践行了 2014 年年末提出的控量稳价措施（2015 年公司高价位酒营收同比-0.76%），年内 3 月经销商大会上宣布成立五品部，8 月也宣布普五提价至 659 元（含补贴），重回提价周期。在行业需求抬头复苏的背景下，叠加控量、提价等措施使得批价稳步提升；而考虑票据贴息、返利等策略，使得渠道在 2015 年末已实现正毛利（2015 年末时，普五批价已回升至 630 元，对比年初时约 530 元），情绪扭转。相比而言，2015 年末/年初时，飞天茅台、高度国窖 1573 批价分别为 825/840 元、550/530 元，普五批价提升明显。

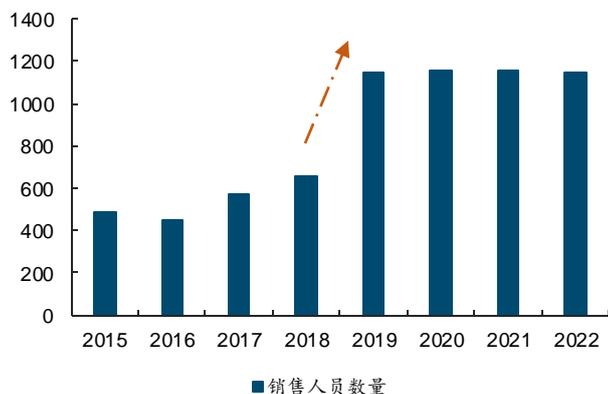
2) 2019、2020 年公司在渠道预期管理、量价管控上也可圈可点，其中 2019 年所处行业需求环境会更好，2020 年需求阶段性仍受扰动。总结下来，2019 年公司在严控窜货、提价换代、多渠道发力等层面节奏把握较优。

在渠道严控上，五粮液由邹涛总牵头，联合五品部、市场部等部门成立市场督导组，在 2019 年 1 月初就先后处罚了抚顺益铭阳经贸、多地终端，后续在 4 月也发布了第二阶段对数家经销商/专卖店、KA、终端等整治处罚，对于渠道价盘、价格预期持续梳理。整治工作八代普五上市后也持续进行，例如 8 月对两家经销商的窜货处罚。

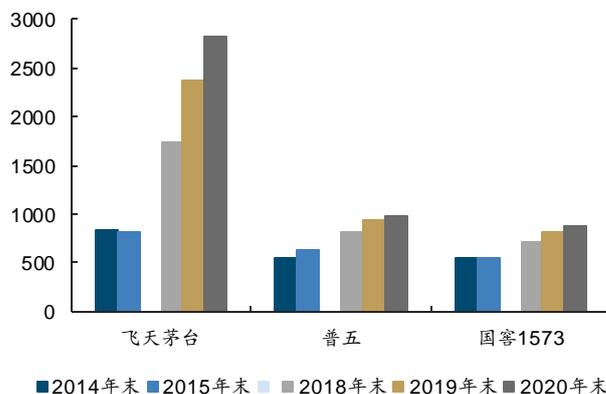
同时，公司也对七代五粮液换代陆续宣贯，路径包括七代五粮液停止打款、限量限配额推出收藏版五粮液（出厂价 859 元，高于此前七代 789 元出厂价）、推出八代五粮液（出厂价 889 元）。同时，对于配额实际供给至流通市场的节奏公司也有所把控，部分配额在 2019、2020 年有所延后发放。

此外，公司在 2019~2020 年先后成立了五商供应链公司（负责 KA 渠道，30+经销商入股）、新零售公司（负责线上渠道，股东为股份公司、集团），专卖店数量也持续增加，对应公司自 2017 年提出的“百城千县万店”工程。多渠道发力管控，叠加上述提价等措施，普五批价自 2019 年初起持续提升（2019 年是五粮液渠道顺价毛利较突出的一年），同期飞天茅台、高度国窖 1573 批价也明显提升。

图表 18: 2015~2022 年五粮液销售人员数量



图表 19: 2019~2020 年普五所处价格环境更优（元/瓶）



来源：五粮液公司公告，国金证券研究所

来源：今日酒价，国金证券研究所

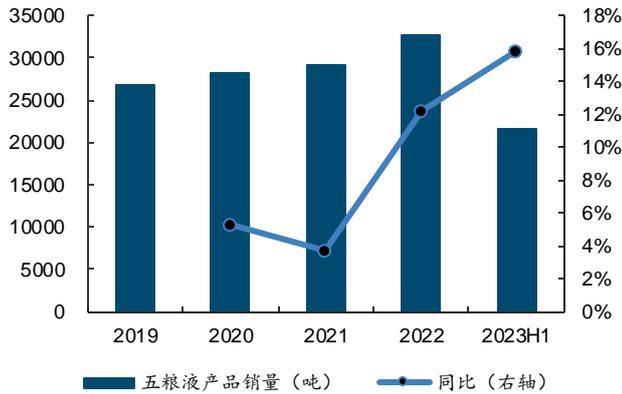
对于行业景气度一般的时期，可以发现如果没有比较强的控量措施，即使有提价行为，批价表现仍会比较平淡，例如 2021~2023 年。

2021 年普五批价表现尚可（年初/年末批价分别 955/970 元），一方面即使有部分此前年度控量的货投放，表现 2021 年五粮液品牌销量同比仅+3.8%，市场投放量尚可；其次，2021 年本身需求氛围也尚可，也有部分回补需求；此外，2021 年初飞天茅台执行“拆箱令”，五粮液如普五、经典五粮液享受部分溢出型送礼需求。2021 年即使考虑团购部分提价至 999 元且占比提升至 30%，流通渠道仍存在顺价毛利。

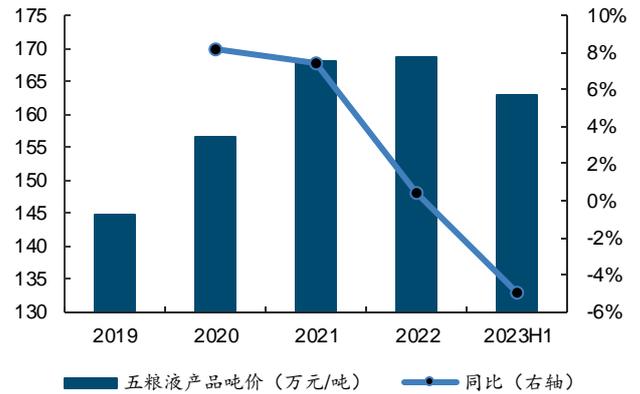
2022、2023 年整体普五的供给较为充裕，2022 年年报/2023 年半年报披露五粮液产品的销量分别+12.2%/+15.8%，增速较往年明显提升。因此，即使 2022 年开始经销商成本提升至 969 元，批价表现仍较为低迷，自 2022 年末起由名义顺价变为倒挂，渠道与酒厂就回款、补贴等进行博弈。



图表20: 2022年起五粮液产品有所放量



图表21: 2022年起五粮液产品价格增逻辑较弱



来源: 五粮液公司公告, 国金证券研究所

来源: 五粮液公司公告, 国金证券研究所

今年春糖期间的经销商大会上, 五粮液提出了“抓动销、稳价格、提费效、转作风”的营销策略, 其中抓动销的措施包括完善渠道布局、开拓空白市场等, 稳价格的措施包括市场秩序专项治理、科学把控市场投放节奏等。

公司明确的营销策略, 也已经解释了市场对于普五控量、甚至缩量背景下如何保持规模持续增长的疑惑, 即增量来源于五粮液“1+3”矩阵中的其他副线产品(除传统的文创、经典、1618等产品外, 春糖也发布了45度、68度的新品), 以及在非传统渠道的团购、专卖店等新渠道的发力。

归纳而言, 我们认为合理管控渠道对投放量的预期, 对目前处于倒挂情形下的批价回升会有不错的效果, 而渠道对于投放量的预期形成仍需要酒厂实际、持续的控量行为。五粮液淡季控量在近几年是常规的管控措施, 但持续性并不突出, 包括通过各地经销商联谊会收货管理价盘, 也存在持续性、兑付等问题, 因此对于此次控量的成效, 我们认为仍需观察持续性、落地率。

图表22: 2021~2023年五粮液1218大会营销策略部分内容

1218大会营销、量价方面部分内容

2021年1218大会	<p>坚持以高质量的市场份额提升为核心, 加快构建共生共荣的新型厂商关系, 突出文化建设和消费者培育, 强化供应链稳定, 强化渠道转型, 强化市场预期, 确保全面实现稳中有进的新发展。</p> <p>坚持供给与需求平衡, 持续提升五粮液市场地位。包括巩固第八代五粮液千元价格带大单品的市场核心地位, 发力2000+白酒市场, 实现经典五粮液的市场突破。</p> <p>坚持个性与时尚结合, 持续满足新时代消费需求。包括丰富文化定制产品体系, 改进产品研发流程, 持续培育低度消费市场, 契合新生代消费新趋势。</p> <p>坚持共享与共建并进, 持续筑牢五粮液命运共同体。包括发挥生产力、品牌力、品质力、文化力、科技创新力优势, 加快从“管理型”向“赋能型”“服务型”团队转型等。</p>
2022年1218大会	<p>坚定向市场要效益的指导思想, 经销商利润要从价差中实现、从服务中实现、从创新中实现。</p> <p>坚持第八代五粮液传统渠道不增量的总体原则, 动态调减计划配置, 固化经销商基础配额, 确保市场良性发展。</p> <p>让第八代五粮液动销质量好、紧跟五粮液步伐的经销商获取更多盈利, 有序匹配、精准限量投放高利润产品, 个性化高端高价产品根据市场拓展科学投放。</p> <p>持续优化传统经销商结构, 按照“有进有退、不退不进”的原则严格限制投机型商家进入, 坚决清退低质量商家。</p>
2023年1218大会	<p>以提升五粮液品牌价值为核心, 持续用力强化品质品牌, 消费者培育, 渠道利润推动价格加快向品牌价值合理回归。</p> <p>全力推动品质品牌建设, 全力推动消费者培育, 拓展广度, 强化深度, 提升精度; 通过抓好量价关系的统筹, 以产品为导向的市场运营, 差异化产品和文化酒开发, 老酒价值挖掘, 营销过程考核激励等, 全力推动渠道利润提升。会择机适度调整第八代五粮液的出厂价, 同时适当缩减第八代五粮液传统渠道的投放量, 以促进渠道利润提升。</p>

来源: 云酒头条, 酒业实战局, 糖酒快讯, 国金证券研究所



当下普五面临的价格环境，与往年相比也有几个特征：传统经销渠道的回款节奏明显较快，且多数落地了合同缩量。2024 年传统渠道经销商的合同普遍在 2023 年基础上缩减 20%，同时在该基础上春节回款进度较快，这也与普五落地提价相关。

因此，回款进度领先的背景下，我们预计再次补回款的时点会延后，而从往年的酒厂渠道动作复盘来看，淡季催回款容易造成阶段性控量行为戛然而止。同时，短期回款节奏较快的背景下，酒厂可以更灵活把握对发货节奏的控制，到目前为止仍处于控货状态，持续控货伴随的社会库存陆续去化，会引导渠道价格预期向上。

其次，副线产品也在逐渐起量，对业绩的支撑作用越来越强。在五粮液品牌内部，1618、39 度五粮液已经导入了扫码红包、BC 联动体系，利润驱动下推力明显增强，今年以来上述单品也呈现较强劲动销；此外，今年春节期间龙年生肖酒也一度缺货，新品 45 度、68 度产品也会贡献部分增量，且系列酒经过近几年调整动销也在加速，例如五粮春 2024 年目标有效终端要达 20 万家、动销要超过 60 亿。

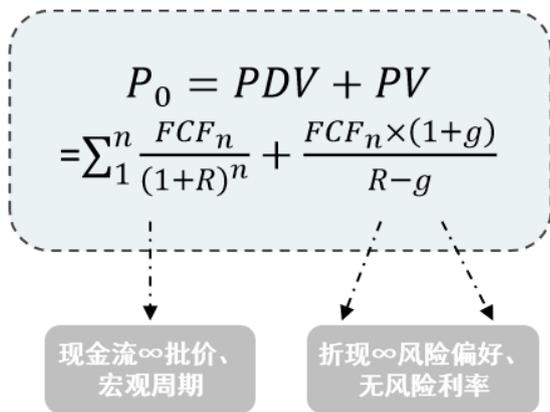
此外，公司渠道实操、制度保障等方面也有诸多细节变化，例如“强化营销系统的目标管理和全员绩效考核”、“渠道收货转码处理”等，包括伴随提价后引导渠道对实际成本的预期向上等。

整体而言，我们认为五粮液无论是缩量、提价均是契合看好今年普五批价回升的态势，普五在当下面临的核心问题并不是消费端的拉力存在明显弱化，而是渠道/终端推力、价格预期的问题。可以观察到，市场实际零售成交价的波动并未如批价波动一般，终端始终维持了稳定、不错的利差。在行业景气并未蓬勃向上的阶段也会放大头部名酒的品牌效应，对应普五走量较为顺畅。目前经销商联谊会也在逐步发挥更大的作用，包括促进市场良性价格预期的形成。此外，数字化工具的扩充可以弥补营销团队人员的差距，特别是在目前营销活动同质化的背景下。

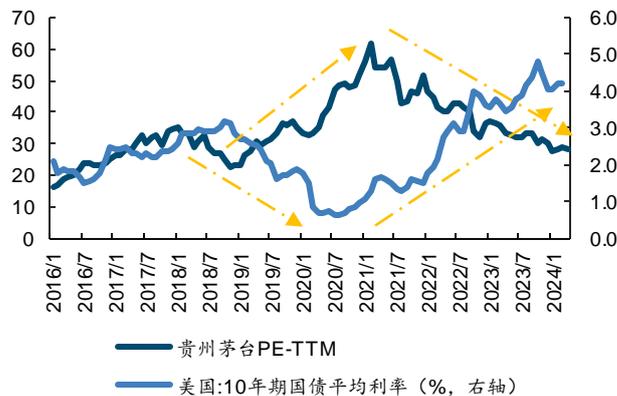
2.4 投资建议：千元价位竞争格局优化利好高端酒估值合理回归

高端酒以贵州茅台为定价锚，考虑其稳定的经营环境与业绩增速、优异的现金流，适用于基于 DCF 模型的定价框架。具体而言，茅台边际定价中的短期扰动因素在于现金流（对应批价）、折现率（美债利率等），而市场对消费情绪的预期则属于中长期的定价因素，短期变动相对较缓。

图表23：基于 DCF 模型的白酒估值框架



图表24：2016 年至今贵州茅台 PE 与美债利率变动情况



来源：国金证券研究所

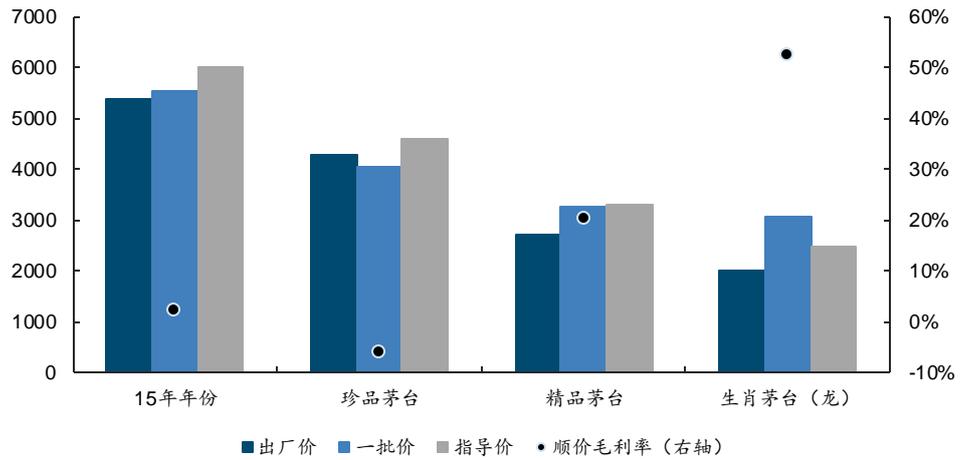
来源：同花顺，国金证券研究所（注：数据截至 2024 年 3 月）

之所以短期市场关注飞天及非标产品批价的波动，一方面是对量、价的逻辑上会更青睐于价，量的逻辑在缺乏强势β时就对应集中度提升逻辑，而价的逻辑则对应消费升级的兑现，也是树立品牌的关键；另一方面，茅台通过直接提价、直营化、非标放量等方式实现业绩平稳增长，本质还是回笼体外利润，而批价的变化对应了体外可收回利润的规模。

目前除飞天茅台有较明显的体外价差外，非标茅台中精品茅台、生肖茅台的体外利差也较高，考虑年份茅台、珍品茅台在非标茅台中占比预计较小，因此较弱的体外利差不构成对茅台酒整体体外利差规模的判断。整体而言，茅台估值处于 2016 年景气周期起始至今的低位，预期低位下我们认为对业绩持续高质量兑现下估值锚的估值回升本身可更乐观。



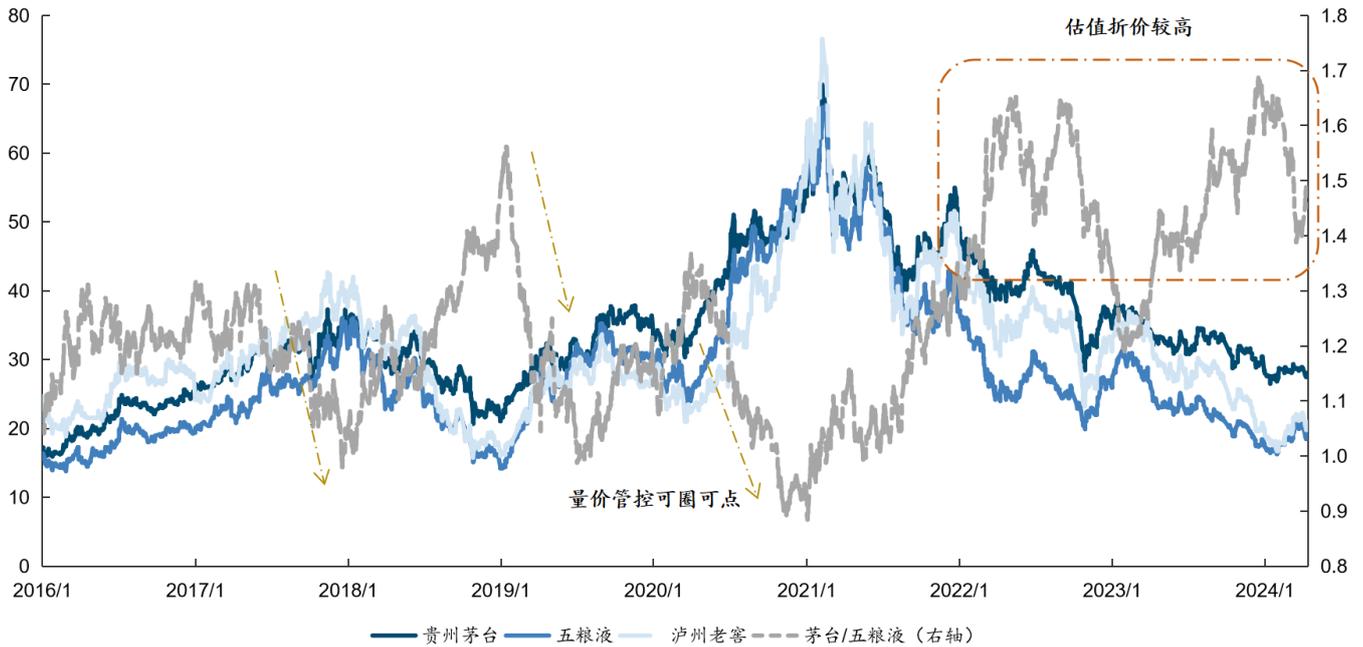
图表25: 非标茅台酒中, 精品、生肖茅台具备不错的渠道顺价毛利



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 价格单位为元/瓶, 顺价毛利率=一批价/出厂价-1, 批价数据截至 2024 年 4 月 16 日)

对于五粮液、泸州老窖而言, 近几年估值端较贵州茅台均有一定折价, 刨除茅台自身估值扰动因素外, 复盘可以发现在量价管控不错的时期, 或者市场对千元价位竞争格局预期向好的阶段, 高端酒较贵州茅台的估值折价会收窄 (例如 2017、2019、2020 年)。

图表26: 2016 年至今高端酒 PE-TTM 梳理



来源: 同花顺, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 4 月 15 日)

当下无论是对于千元价位的 β , 又或是对五粮液的价格预期, 市场的担忧仍较多, 对应仍处高位的估值折价。我们认为对于五粮液淡季量价均衡的成效可更乐观, 能观察到目前公司在营销细节处理上的提升, 以及渠道情绪的改善。渠道预期往往领先于实际的动销变动, 趋同的渠道预期回暖能逐步传导至价格端。短期临近五一、端午节点, 建议持续观察。

此外, 高端酒无论在经营质量、业绩兑现度、分红预期上均可圈可点, 也符合当下对于高质量投资的趋势。目前贵州茅台、五粮液、泸州老窖 24 年 PE 分别 24X/17X/16X, 持续推荐。


图表27: 高端白酒盈利预测

公司名称	收入 (亿元)			YOY			归母净利润 (亿元)			YOY			PE		
	23A/E	24E	25E	23E	24E	25E	23A/E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
贵州茅台	1506	1749	2016	18%	16%	15%	747	881	1027	19%	18%	16%	28	24	20
五粮液	829	926	1032	12%	12%	11%	302	341	383	13%	13%	12%	19	17	15
泸州老窖	312	375	447	24%	20%	19%	131	159	191	26%	22%	20%	20	16	14

来源: 同花顺, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 4 月 17 日, 贵州茅台已披露 2023 年年报, 对应收入/归母净利润为实际值)

三、风险提示

- 宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情况, 白酒消费亦无法避免;
- 政策风险——若政策层面限制白酒消费, 亦或消费税改革加大白酒企业税负, 则可能对行业内酒企盈利能力产生负面影响;
- 食品安全风险——若行业发生食品安全事故, 将严重损害酒类消费。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究