

洞察趋势，把握白酒双理性机遇

——白酒行业深度报告

报告要点：

● 只有洞察趋势，才能把握性价比消费时代机遇

过去，白酒价格主要是提价逻辑和消费升级逻辑，但现在，市场消费形势发生变化，消费者当前对于性价比的需求跃升为核心需求，顺应这个变化，白酒价格逻辑正在进化为消费与价格双理性逻辑。挤压式增长逻辑仍在、市场空间仍大、消费粘性仍强，但能更好满足消费者圈层性价比、社交性价比、饮用性价比的白酒企业，无疑将更加受益。

● 白酒进入消费与价格双理性时代，性价比权重提升

根据中国酒业协会发布的《2024中国白酒市场中期研究报告》，2024年上半年，白酒市场经销商、零售商反馈市场动销最好的前三价格带分别为300-500元、100-300元、100元及以下产品，其中：

1) 300-500元次高端名酒产品价格亲民，跟500-800元产品相比具有性价比优势，也是多个省份宴请的主流价位带，双理性消费趋势下，300-500元次高端白酒市场扩容。从竞争格局看，300-500元价位带既是部分全国性名酒战略布局的重要价位带，也是区域名酒结构升级的核心价位带。

2) 根据和君咨询酒水事业部调研数据显示，2024年上半年河南、山东、河北、广东、福建等七省白酒市场100-300元价位产品的销售额增幅约为20%；同时根据酒业家数据，目前100-300元的强势区域名酒的主流大单品较多实现盈利，在利润方面优于部分全国性名酒。100-300元价位带白酒市场规模大、集中度低，是区域龙头的强势价格带；此前，100-300元并非全国性名酒布局的重点价位带，近期部分名酒厂，在做好次高端的同时，也加大对100-300元价位带的布局及重视。

3) 目前市场百元以下的产品中，光瓶酒占主导，根据中酒协数据，2024年中国光瓶酒市场规模将超过1500亿元。近些年，随着名酒大规模进入光瓶酒市场，形成全国性名酒光瓶酒、区域光瓶酒及时尚新兴品牌的光瓶酒同台竞争的格局。从消费场景看，光瓶酒以自饮为主，具有典型的快消品属性，参照啤酒等大众饮品的发展趋势，未来光瓶酒集中度有望提升。从渠道利润看，目前，100元以下的名酒光瓶大单品能实现较好的盈利，根据酒业家数据，玻汾、牛栏山系列产品、小郎酒、顺品郎等名酒光瓶酒价盘稳定、拥有较好的渠道利润。

● 回款稳健&扩产高峰已过，上市酒企分红比例有望提升

除汾酒、今世缘等少部分上市白酒企业外，大部分上市白酒企业的资本开支高峰已过，可分配的现金流迎来进一步提升空间。2023年，A股上市白酒企业的现金及现金等价物净增加额/经营活动产生的现金流量净额为17%，分红率存在可进一步提升空间；2023年，A股上市白酒企业分红率（整体法）达70%，16家上市白酒企业中，11家的分红率较2022年提升，白酒上市公司的分红意愿普遍增强。

● 投资建议

两条主线：1) 宽价位带名酒企：在理性消费背景下，消费者注重产品性价比，拥有强品牌力、以及宽价位带产品矩阵的名酒企有望受益，强品牌力白酒公司拥有扎实的消费者基础，而宽价位带产品矩阵的名酒公司，品牌势能向下辐射，有望承接兴起的性价比消费需求。推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒等。2) 势能向上的区域领先酒企：区域领先酒企是100-300元价位带的核心参与者，相较于区域内其他地产酒，势能向上的区域领先酒企消费者基础好、渠道护城河更深，有望进一步提升区域市占率；同时，区域酒企在本区域深耕多年，有望推动区域自饮宴请等消费场景的结构升级，带动核心消费价位带从100-300元向300-500元升级。推荐迎驾贡酒、今世缘、天佑德酒、金徽酒等。

● 风险提示

消费复苏不及预期风险、市场竞争加剧风险、政策调整风险。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

相关研究报告

《国元证券行业研究-白酒行业中期策略报告：复苏进行时，配置价值显》2024.06.19

《国元证券行业研究-食品饮料行业2024年度策略报告：食品饮料消费韧性较强，长期布局价值高》2023.12.04

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 单蕾
电话 021-51097188
邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

目 录

1.白酒进入消费与价格双理性时代，性价比权重提升	4
1.1 300-500 元次高端、中端及大众白酒动销领先	5
1.2 竞争格局：300-500 元次高端竞争激烈，中端、大众白酒集中度较低	6
2.白酒公司盈利能力领先，理性时代下凸显韧性	8
2.1 高端白酒企业：自饮需求韧性较强，盈利能力稳健提升	8
2.2 次高端白酒企业：去库周期下，盈利能力韧性较强	12
2.3 泛全国化扩张酒企：汾酒、古井结构升级逻辑清晰，利润率提升	13
2.4 地产酒企：深耕基地市场，结构持续升级	14
2.5 大众酒企：酒企利润率 9-10%，渠道利润率较稳健	16
3.回款稳健&扩产高峰已过，上市酒企分红比例有望提升	18
4.投资建议	19
5.风险提示	19

图表目录

图 1：中国白酒产量及增速	4
图 2：中国规上白酒企业产量、单价增速（%）	4
图 3：中国白酒经销商、零售商 2024Q1 经营指标（%）	5
图 4：中国白酒平均价格波动情况（元/瓶）	5
图 5：白酒市场畅销产品的价格段占比（%）	5
图 6：中国不同价位白酒消费场景	5
图 7：规上白酒制造企业利润率（%）	8
图 8：白酒上市公司毛利率及净利率情况	8
图 9：飞天茅台批价波动（元）	9
图 10：普五、国窖 1573 批价波动（元）	9
图 11：高端白酒企业毛利率情况（%）	9
图 12：高端白酒企业净利率情况（%）	9
图 13：茅台系列酒收入及增速	10
图 14：茅台系列酒单价及增速	10
图 15：五粮液系列酒收入及增速	11
图 16：五粮液系列酒单价及增速	11
图 17：次高端白酒企业毛利率情况（%）	12
图 18：次高端白酒企业净利率情况（%）	12
图 19：次高端白酒企业收入、单价情况	12
图 20：泛全国化扩张白酒企业毛利率情况（%）	13
图 21：泛全国化扩张白酒企业净利率情况（%）	13
图 22：泛全国化扩张白酒企业收入、单价情况	14
图 23：结构升级地产酒企毛利率情况（%）	15
图 24：结构升级地产酒企净利率情况（%）	15

图 25: 结构升级地产酒企收入、单价情况	15
图 26: 大众酒企毛利率情况 (%)	16
图 27: 大众酒企净利率情况 (%)	16
图 28: 大众酒企收入、单价情况.....	17
图 29: A 股上市白酒公司现金流情况 (亿元)	18
表 1: 次高端 300-500 元价位带核心白酒产品	6
表 2: 中端 100-300 元价位带核心白酒产品	7
表 3: 大众 100 元以下价位带核心白酒产品	8
表 4: 贵州茅台产品矩阵.....	10
表 5: 五粮液产品矩阵	11
表 6: 泸州老窖产品矩阵.....	11
表 7: 次高端上市白酒公司产品矩阵	13
表 8: 泛全国化扩张、全价位带上市白酒公司产品矩阵	14
表 9: 结构升级地产酒上市公司产品矩阵	15
表 10: 大众白酒上市公司产品矩阵.....	17
表 11: 重点公司估值表.....	19

1.白酒进入消费与价格双理性时代，性价比权重提升

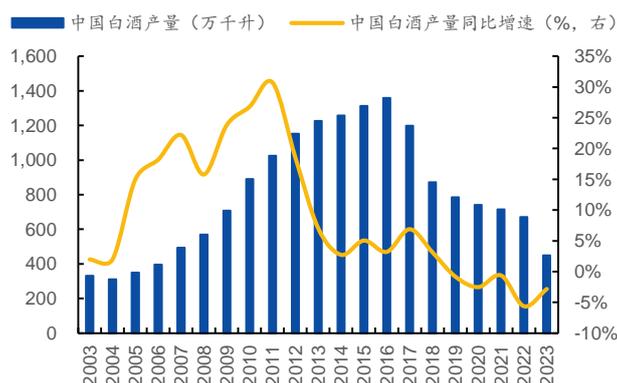
纵观 21 世纪以来，中国白酒市场的发展历史，主要可以分为 3 个阶段：

1) 黄金发展期（2003-2012 年）：量价齐升。2012 年以前，中国白酒市场凭借社交属性，乘风国内基建快速发展的浪潮，进入快速扩张期，2012 年，中国白酒产量 1153.16 万千升，2003-2012 年产量年复合增速为 18.97%。2012 年，受三公政策和塑化剂事件影响，白酒行业进入调整期。

2) 白酒持续高端化（2016-2023 年）：价增驱动增长。经过 2 年多的调整，2015 年白酒上市公司陆续恢复正增长，白酒消费需求也逐步从以政商为主向商务、自饮需求转化，在 2015 年棚改货币化等因素的影响下，白酒企业高端化加速，价增引领白酒企业增长，2016-2023 年，白酒产量、单价年复合增速分别为-0.40%、10.01%。

3) 双理性时代（2023 年至今）：2023 年在变革多元的背景下，酒类消费进入“消费理性+价格理性”的双理性时代。根据中国酒业协会发布的《2024 中国白酒市场中期研究报告》，2024 年上半年，白酒市场经销商、零售商反馈市场动销最好的前三价格带分别为 300-500 元、100-300 元、100 元及以下。

图 1：中国白酒产量及增速（规上）



资料来源：国家统计局、Wind、国元证券研究所整理

注：由于符合规上标准的企业每年有变化，因此上图同比增长并未使用两年产量的绝对值计算其增速，而是使用国家统计局公布的可比口径同比增长数据。

图 2：中国规上白酒企业产量、单价增速 (%)



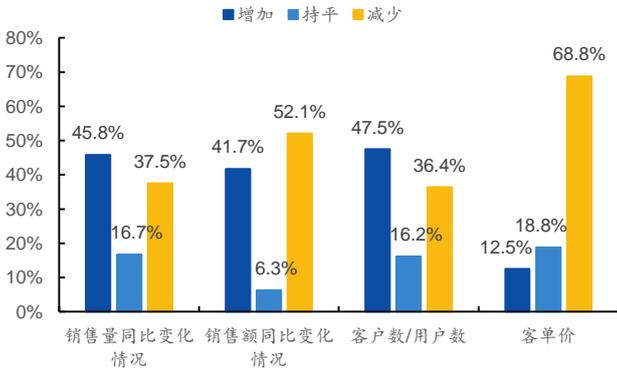
资料来源：国家统计局、Wind、中国酒业协会、国元证券研究所整理

注：规上白酒企业平均单价增速 = (1 + 规上白酒企业收入增速) / (1 + 规上白酒企业产量增速) - 1。

当前白酒销量比价格韧性更强。根据中国酒业协会公布的《2024 中国白酒市场中期研究报告》数据显示，2024 年第一季度，白酒经销商、零售商中 41.7% 的商家的销售额保持正增长，45.8% 的商家的销售量保持正增长，12.5% 的商家的客单价保持正增加，当前白酒销量比价格韧性更强。

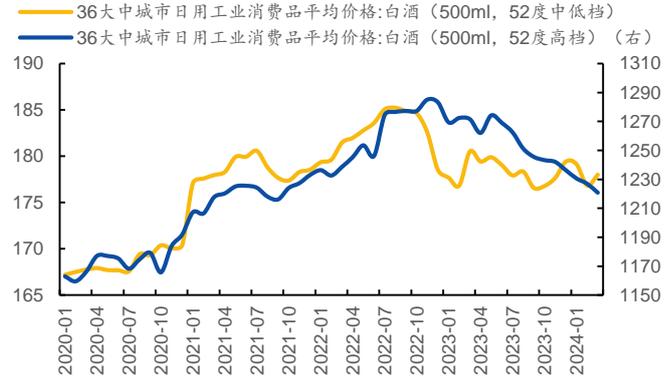
22Q4 以来白酒平均销售单价有所回落。根据发改委公布的白酒平均销售价格数据，中国高档、中低档白酒的平均价格从 2022 年四季度开始有所回落，2024 年 3 月，中国高档、中档白酒平均价格分别为 1220.85 元/500ml、178.01 元/500ml，较 2022 年的高点回落约 5.00%、3.90%，一方面是因为，在理性消费背景下，消费者更注重产品性价比，另一方面，22Q4 以来，白酒渠道库存增加使白酒市场存量竞争加剧，部分厂商通过扫码红包、宴席活动等政策让利消费者，以促进终端动销。

图 3：中国白酒经销商、零售商 2024Q1 经营指标 (%)



资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 4：中国白酒平均价格波动情况 (元/瓶)



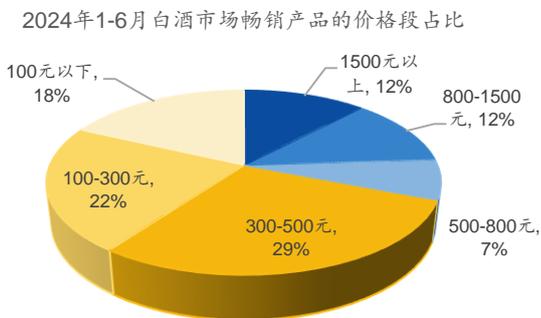
资料来源：国家发改委、Wind、国元证券研究所整理

1.1 300-500 元次高端、中端及大众白酒动销领先

根据中国酒业协会数据，2024 年上半年，300-500 元次高端、中端及大众白酒动销领先：

- 1) 高端白酒：自饮需求较稳健，收藏、金融需求有所减少；
- 2) 次高端白酒：300-500 元次高端白酒市场扩容，600-800 元次高端白酒市场短期承压；300-500 元次高端的名酒产品价格亲民，具有性价比优势，也是多个省份宴请的主流价位带，带动 300-500 元次高端白酒市场扩容；
- 3) 中端白酒：100-300 元中端白酒市场动销增长较快，根据和君咨询酒水事业部调研数据显示，2024 年上半年河南、山东、河北、广东、福建等七省白酒市场 100-300 元价位产品的销售额增幅约为 20%；根据酒业家数据，目前时点来看，100-300 元的强势区域名酒的主流大单品较多实现盈利，在利润方面优于部分全国性名酒；
- 4) 大众白酒：100 元以下大众白酒市场主要包括白酒大众礼盒（名酒系列酒、地产酒等）及光瓶酒，其中光瓶酒市场持续扩容升级，呈现“高质高价”的升级趋势，白酒企业也加速布局高线光瓶酒。

图 5：白酒市场畅销产品的价格段占比 (%)



资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 6：中国不同价位白酒消费场景



资料来源：前瞻产业研究院、国元证券研究所整理

1.2 竞争格局：300-500 元次高端竞争激烈，中端、大众白酒集中度较低

300-500 元次高端、中端及大众白酒市场竞争格局：

1) 300-500 元市场竞争格局：300-500 元市场竞争激烈，既是部分全国性名酒战略布局的重要价位带，也是区域名酒结构升级的核心价位带。

水晶剑、青花 20、红花郎引领 300-500 元价位带增长。目前，水晶剑仍稳居 300-500 元价位带第一大单品；青花 20 在 2023 年的规模接近百亿，成为汾酒目前阶段增长的重要驱动力；红花郎 2023 年销售额约为 75-80 亿元，2024 年拟冲击百亿规模；泸州老窖特曲 60 版 2022 年收入接近 20 亿元，年复合增速保持 30% 以上。

300-500 元价位带是区域名酒结构升级的核心价位带和业绩增长的重要驱动力。古 16 成为古井增速最快的产品；国缘四开是今世缘势能向上的核心大单品，引领省内结构升级。

表 1：次高端 300-500 元价位带核心白酒产品

序号	白酒品牌	白酒产品	规模	主销区
1		王茅祥邦/祥泰	-	全国销售
2		赖茅传承蓝	2023 年赖茅全系列收入超 10 亿元	全国销售
3	茅台系列	汉酱匠心传承/普	2023 年汉酱收入超 10 亿元	全国销售
4		仁酒丹青殊荣/和天下	-	全国销售
5		茅台黑金	-	全国销售
6	泸州老窖	泸州老窖 60 版特曲	2022 年 20 亿元，近 2 年保持较快增速	全国销售
7		窖龄 90	-	全国销售
8	洋河股份	M3 水晶版	-	全国销售
9	汾酒	青花 20	2023 年约为 90 亿元	全国销售
10	今世缘	四开	2022 年单品销售突破 1000 万瓶	江苏市场
11		古 20	2022 年销售口径 35-36 亿元	全国销售，江浙沪皖销量占比约 65%
12	古井贡酒	古 16	2023 年上半年安徽市场销售额约 11 亿元，是古井近 2 年增长最快的大单品	安徽市场为主
13	迎驾贡酒	洞 16	-	安徽市场为主
14	舍得酒业	品味舍得	舍得核心单品	全国销售
15	口子窖	口子窖 20 年型	-	安徽市场为主
16	水井坊	臻酿八号	2023 年销售规模超 25 亿元	全国销售
17	酒鬼	红坛酒鬼	-	湖南市场
18	老白干酒	古法 20	-	河北市场
19	珍酒	珍 15	2023 年珍酒品牌整体收入 45.83 亿元，珍 15 占珍酒收入近半	贵州省、河南省、山东省、湖南省等
20	郎酒	红花郎 15 年	2023 年红花郎销售额约为 75-80 亿元	全国销售
21	剑南春	水晶剑	2023 年剑南春集团收入 157.5 亿元，水晶剑收入占比约 80%	全国销售

资料来源：淘宝、茅台时空、酒业家、新华网、酒食汇、公司公告、界面新闻、国元证券研究所整理

2) 100-300 元市场竞争格局: 100-300 元价格带规模大、集中度低, 是区域龙头的强势价格带; 此前, 100-300 元并非全国性名酒布局的重点价位带, 近期部分名酒厂, 在做好次高端的同时, 加大对 100-300 元价位带的布局及重视。

表 2: 中端 100-300 元价位带核心白酒产品

序号	白酒品牌	白酒产品	规模	主销区
1		贵州大曲 70/80	贵州大曲 2023 年收入超 10 亿元	全国销售
2		赖茅端曲/传禧	赖茅全系列 2023 年收入超 10 亿元	全国销售
3	茅台系列	仁酒基础	-	全国销售
4		茅台王子酱香经典/金	茅台王子酒 2023 年收入超 40 亿元	全国销售
5		茅台迎宾紫	-	全国销售
6	五粮液	五粮春	2023 年收入接近 70 亿元	全国销售
7		五粮特曲	2018 年收入即超 10 亿元	全国销售
8	泸州老窖	泸州老窖特曲 (老字号)	2022 年收入接近 40 亿元	全国销售
9		窖龄 60/30	2023 年窖龄全系列收入超 10 亿元	全国销售
10	洋河股份	天之蓝	2023 年收入近 130 亿元, 海之蓝规模大于天之蓝	全国销售
11		海之蓝		全国销售
12	汾酒	巴拿马 20/10/基础	2023 年巴拿马系列收入约 11 亿元	全国销售
13		老白汾 15/10	2023 年老白汾系列收入约 74 亿元	全国销售
14	今世缘	国缘对开	公司收入体量第二大单品, 仅次于四开	江苏市场
15		国缘单开	-	江苏市场
16		国缘淡雅	公司收入体量第三大的单品	江苏市场
17	古井贡酒	古 8/5	2023 年古 8 收入约 50 亿元	华中地区为主
18	迎驾贡酒	洞 9/6	-	华东市场, 皖江沪为主
19	舍得酒业	舍之道	-	全国销售
20	口子窖	口子窖 10 年型/6 年型	-	安徽市场
21	老白干酒	五星	-	河北市场
22		冰峰	-	河北市场
23	珍酒	珍 8/5	-	黔、豫、鲁、湘等
24	郎酒	红花郎 10 年	2023 年红花郎销售额约为 75-80 亿元	全国销售

资料来源: 淘宝、茅台时空、五粮液招商部公众号、酒业家、酒道、公司公告、微酒、国元证券研究所整理

3) 100 元及以下市场竞争格局: 目前市场百元以下的产品中, 光瓶酒占主导。据中国酒业协会发布的数据, 光瓶酒行业的市场规模由 2013 年的 352 亿元增长至 2021 年的 988 亿元, 年均复合增速达 13.8%, 预计 2022 年至 2024 年保持 16% 的年复合增速, 2024 年市场规模将超过 1500 亿元。

光瓶酒竞争格局较分散, 未来集中度有望提升。 近些年, 随着名酒的大规模进入光瓶酒市场, 形成全国性名酒光瓶酒、区域光瓶酒及时尚新兴品牌的光瓶酒等产品同台竞争的格局, 代表品牌包括汾酒玻汾、郎酒顺品郎、五粮液绵柔尖庄、西凤绿脖瓶、牛栏山陈酿、红星二锅头、光良、老村长等。从消费场景看, 光瓶酒以自饮为主, 具有典型的快消品属性, 参照啤酒等大众饮品的发展趋势, 未来光瓶酒集中度有望提升, 跑出自占率领先的大单品。

表 3：大众 100 元以下价位带核心白酒产品

序号	白酒品牌	白酒产品	规模	主销区
1	五粮液	五粮醇红金装/银装/红	2019 年收入约 20 亿元	全国销售
2		尖庄高光/大光	2018 年已破 10 亿元	全国销售
3	泸州老窖	头曲	-	全国销售
4		黑盖	-	全国销售
5	汾酒	玻汾	2023 年销售额超 80 亿元	全国销售
6	口子窖	口子窖 5 年型	-	安徽市场
7	老白干酒	小青花	-	河北市场
8	牛栏山	陈酿	2023 年牛栏山品牌白酒收入 68.23 亿元	全国销售
9	红星二锅头	蓝瓶	-	全国销售
10	郎酒	顺品郎	-	全国销售
11	西凤	绿脖瓶	-	全国销售

资料来源：淘宝、微酒、云酒头条、酒业家、公司公告、国元证券研究所整理

2.白酒公司盈利能力领先，理性时代下凸显韧性

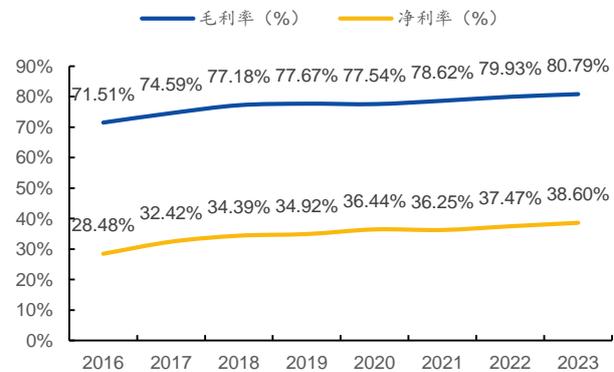
盈利能力强，净利率、ROE 表现领先。白酒上市公司盈利能力优异，2023 年，上市白酒企业平均（整体法）毛利率、净利率分别为 80.79%、38.60%，盈利能力韧性强；2023 年，上市白酒企业平均（加权算数平均）净资产收益率为 18.09%，在各行业中表现领先。

图 7：规上白酒制造企业利润率（%）



资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 8：白酒上市公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

2.1 高端白酒企业：自饮需求韧性强，盈利能力稳健提升

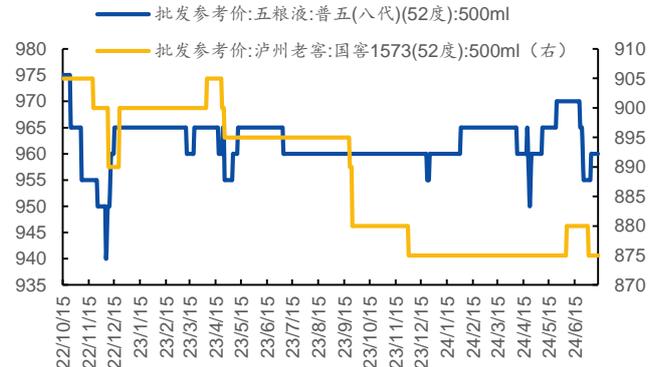
全国化高端白酒企业（茅五泸）：高端白酒自饮需求稳健，消费韧性强，同时高端白酒企业品牌力强、护城河深。茅台渠道利润丰厚、渠道管控能力强，普五、国窖 1573 虽目前批价有所倒挂，但厂商话语权较强，有望实现平稳过渡，2023 年茅五泸毛利率、净利率持续稳健。2024 年，五粮液和泸州老窖公司对大单品普五、国窖 1573 主动控量挺价，叠加终端动销表现稳健，有望逐步去化渠道库存，恢复良性渠道利润。

图 9：飞天茅台批价波动（元）



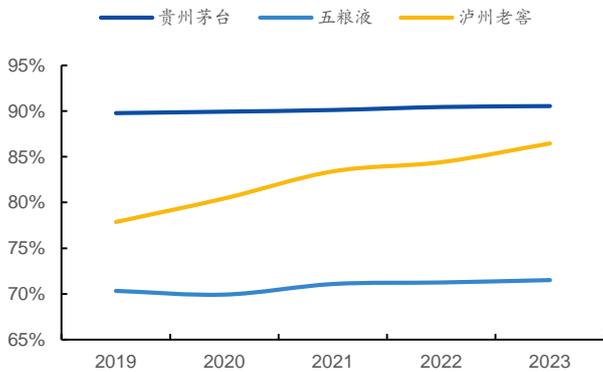
资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 10：普五、国窖 1573 批价波动（元）



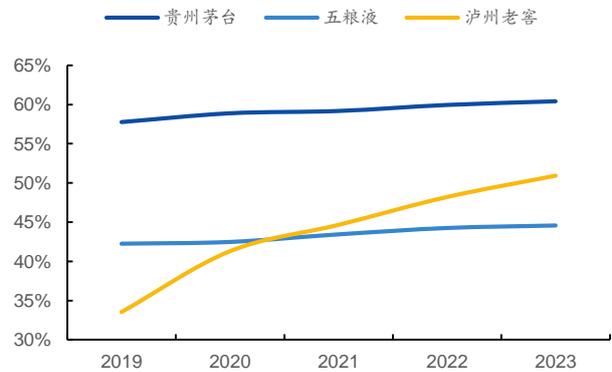
资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

图 11：高端白酒企业毛利率情况（%）



资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 12：高端白酒企业净利率情况（%）



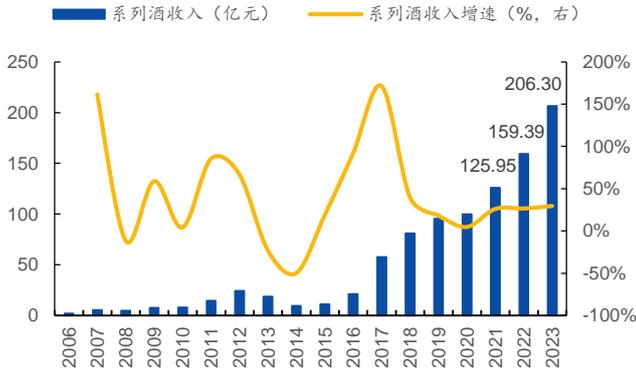
资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

1) 贵州茅台

飞天茅台定位高端，自饮需求稳健，2024 年 6 月飞天茅台批价短期有所波动，但在公司一揽子政策下，批价已企稳回升（据今日酒价数据，2024/7/12，散装飞天茅台批价已回升至 2400 元）。

茅台酱香酒包括“一曲三茅四酱”以及千元大单品茅台 1935，覆盖从中端价位带到高端价位带的白酒市场，借力茅台的品牌力，2023 年，茅台系列酒收入达 206.30 亿元，2015-2023 年收入 CAGR 为 44%，拆分量、价增速分别为 19%、21%；其中，2023 年，茅台 1935 收入超 110 亿元，占茅台系列酒的收入比例超过 50%，自 2022 年 1 月 18 日推出后，仅花 2 年时间就成长为百亿大单品，短期看 1935 批价有所倒挂（计划内出厂价 798 元/瓶，计划外出厂价 1088 元/瓶），但公司渠道护城河深，有望平稳实现过渡，2024 年 7 月 2 日，茅台 1935 已超进度完成今年各项任务，并暂停了茅台 1935 的投放，维护渠道良性发展。

图 13: 茅台系列酒收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国元证券研究所整理

图 14: 茅台系列酒单价及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国元证券研究所整理

表 4: 贵州茅台产品矩阵

序号	所属公司	白酒系列/产品	规格	批价 (元)	旗舰店到手价 (元)	淘宝经销店到手价 (元)
1	贵州茅台	飞天茅台 (当年散装)	53 度 500ml	2330	-	-
2		1935	53 度 500ml	800	1088	999
3		贵州大曲 70/80	53 度 500ml	268/175	348/208	308/200
4		华茅金奖/1862	53 度 500ml	590/819	690/1099	690/NA
5	茅台系列	祥雅/祥邦	53 度 500ml	700/455	898/598	740/489
6		祥泰	53 度 375ml	375	539	498.8
7	三茅四	赖茅一代工匠/传承蓝/传承	53 度 500ml	770/355/280/225/175	976/475/349/368/239	850/358/288/319/205
8		棕/瑞曲/传禧				
9	酱、	135bc/铂金蓝/普	51 度 500ml	590/525/310	765/589/368	NA/568/NA
10		汉酱	53 度 500ml	385	459	450
11	1935)	仁酒丹青殊荣/和天下/基础	53 度 500ml	440/410/280	479/398/341	468/358/331
12		茅台王子酱香经典/金/黑金	53 度 500ml	231/210/310	260/268/369	252/219/365
		茅台迎宾紫	53 度 500ml	165	198	193

资料来源: 淘宝、今日酒价、国元证券研究所整理

注: 批价使用今日酒价 2024 年 7 月 10 日披露价格, 旗舰店到手价使用 2024 年 7 月 10 日淘宝官方旗舰店到手价, 淘宝经销店到手价使用 2024 年 7 月 10 日到手价。

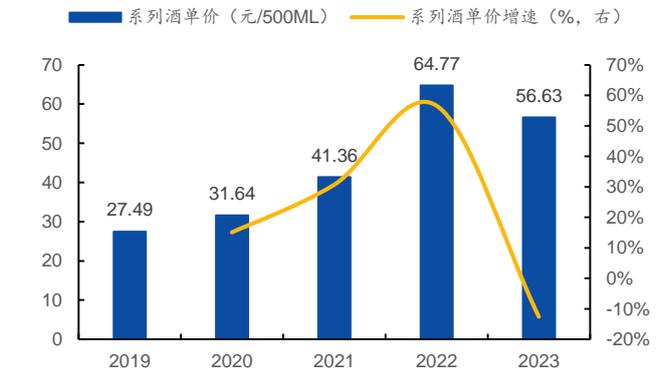
2) 五粮液

普五、1618、经典五粮液等五粮液产品是公司定位高端的大单品, 2024 年, 公司对普五产品进行控量挺价, 动销及库存维持良性, 1618、低度五粮液等成为 2024 年增长的重要驱动力, 此外公司焕新推出经典五粮液的 4 款产品, 丰富了公司 2000+元超高端价位带的布局。

五粮液系列酒主要包括五粮春、五粮醇、尖庄、五粮特曲。五粮春、五粮特曲定位中端价位带, 尖庄、五粮醇是价格在百元以下的大众白酒产品。2023 年, 公司系列酒收入 136.43 亿元, 平均单价为 56.63 元/500ML, 2019-2023 年公司系列酒收入 CAGR 为 15.65%, 其中量、价分别贡献-3.46%、+19.80%。

图 15: 五粮液系列酒收入及增速


资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

图 16: 五粮液系列酒单价及增速


资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

表 5: 五粮液产品矩阵

序号	白酒产品	规格	批价 (元)	旗舰店到手价 (元)	淘宝经销店到手价 (元)
1	经典五粮液 (交杯)	52 度 500ml	1450	1799	1480
2	八代五粮液	52 度 500ml	960	1079	1060
3	1618	52 度 500ml	960	1059	829
4	低度五粮液	39 度 500ml	710	769	729
5	五粮春	50 度 500ml	207	280	260
6	五粮醇红淡雅/银装/金装	50 度 500ml	50/68/86	53/160/156	50/120/128
7	尖庄高光/大光	50 度 500ml	30/20	73/25	68/22
8	五粮特曲	50 度 500ml	120	134	134

资料来源：淘宝、今日酒价、国元证券研究所整理

注：批价使用今日酒价 2024 年 7 月 10 日披露价格，旗舰店到手价使用 2024 年 7 月 10 日淘宝官方旗舰店到手价，淘宝经销店到手价使用 2024 年 7 月 10 日到手价。

3) 泸州老窖

高端产品：国窖系列定位高端，旗下高度国窖 1573、低度国窖 1573 销售收入各占一半。目前高度国窖 1573 批价有所倒挂，公司控量挺价，优化渠道环境；低度国窖 1573 渠道通畅健康，2024 年 7 月 2 日，公司再度将低度国窖计划内配额结算价格提高 30 元/瓶。

次高端产品：泸州老窖 60 版特曲是公司定位次高端的大单品，2022 年收入已达 20 亿元，近 2 年保持较快增长，势能向上。

中端产品：定位中端价位带的窖龄（2023 年）和老字号特曲（2022 年）收入规模分别约达 10+/40 亿元，经过前期调整，窖龄、特曲 2024 年以来恢复较好增长。

大众产品：头曲产品增长平稳，黑盖等光瓶酒目前规模尚较小。

表 6: 泸州老窖产品矩阵

序号	白酒产品	规格	批价 (元)	旗舰店零售价 (元)	经销店价格 (元)
1	国窖 1573	52 度 500ml	875	1109	1000
2	国窖低度	38 度 500ml	-	809	658

序号	白酒产品	规格	批价(元)	旗舰店零售价(元)	经销店价格(元)
3	泸州老窖 60 版特曲	52 度 500ml	420	475	463
4	泸州老窖特曲(老字号)	52 度 500ml	245	398	313
5	窖龄 90	52 度 500ml	375	550	530
6	窖龄 60	52 度 500ml	265	350	325
7	窖龄 30	52 度 500ml	180	249	309
8	头曲	52 度 500ml	80	95	80

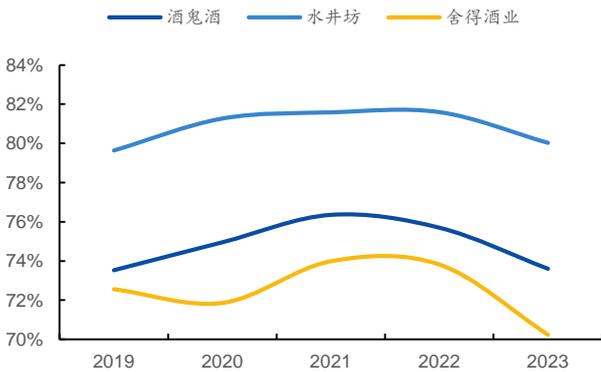
资料来源：淘宝、今日酒价、国元证券研究所整理

注：批价使用今日酒价 2024 年 7 月 10 日披露价格，旗舰店到手价使用 2024 年 7 月 10 日淘宝官方旗舰店到手价，淘宝经销店到手价使用 2024 年 7 月 10 日到手价。

2.2 次高端白酒企业：去库周期下，盈利能力韧性强

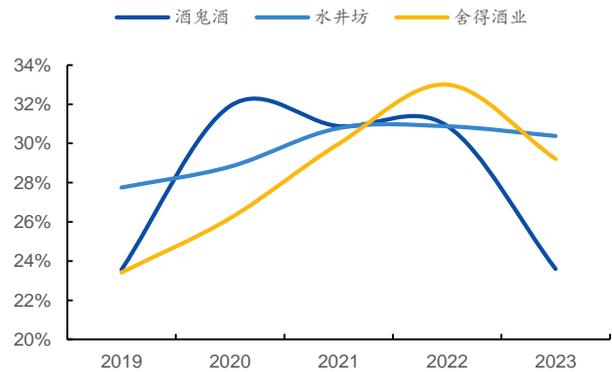
次高端白酒企业（酒鬼酒、水井坊、舍得酒业）：在商务需求慢复苏以及性价比消费背景下，次高端酒企收入增速短期有所放缓，利润率受产品结构变动、营销费用投放加大等影响略有回落，但仍实现较好的盈利水平，2023 年，酒鬼酒、水井坊、舍得酒业净利率仍分别达 23.60%、30.38%、29.22%。

图 17：次高端白酒企业毛利率情况 (%)



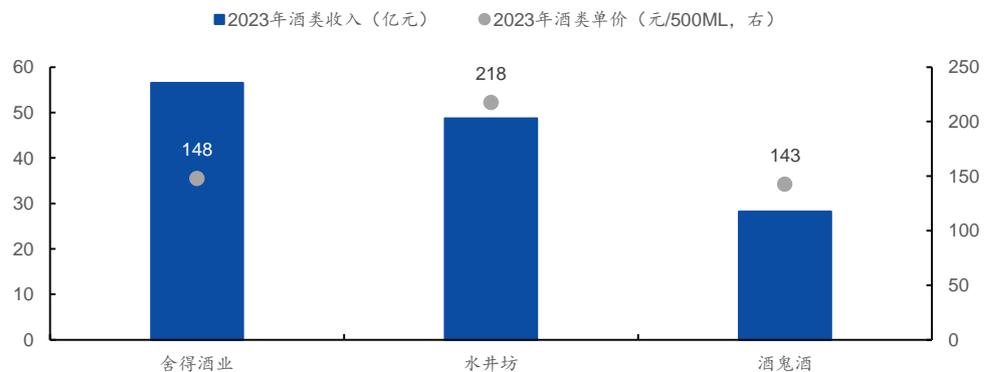
资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 18：次高端白酒企业净利率情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

图 19：次高端白酒企业收入、单价情况



资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

注：舍得酒业收入和单价中剔除了沱牌大曲。

表 7：次高端上市白酒公司产品矩阵

序号	所属公司	白酒产品	规格	批价（元）	旗舰店零售价（元）	经销店价格（元）
1	舍得酒业	智慧舍得	52 度 500ml	500	639	588
2		品味舍得	52 度 500ml	360	468	375
3		舍之道	50 度 500ml	160	238	204
4	水井坊	典藏	52 度 500ml	660	1075	749
5		新井台	52 度 500ml	510	589	485
6		臻酿八号	52 度 500ml	360	409	349
7	酒鬼	内参（甲辰版）	52 度 500ml	850	959	948
8		红坛酒鬼	52 度 500ml	420	561	445

资料来源：淘宝、今日酒价、国元证券研究所整理

注：批价使用今日酒价 2024 年 7 月 10 日披露价格，旗舰店到手价使用 2024 年 7 月 10 日淘宝官方旗舰店到手价，淘宝经销店到手价使用 2024 年 7 月 10 日到手价。

2.3 泛全国化扩张酒企：汾酒、古井结构升级逻辑清晰，利润率提升

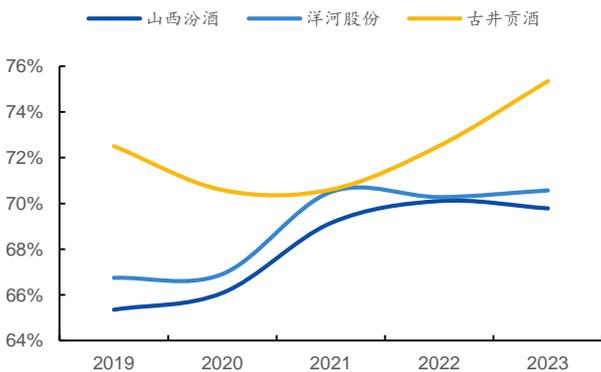
泛全国化扩张、全价位带布局酒企（山西汾酒、洋河股份、古井贡酒）：地产酒中，省区领先酒企凭借品牌、渠道等优势在全国化扩张、结构升级上领先。

a) 山西汾酒上世纪曾做了 40 年“汾老大”，旗下玻汾产品畅销全国，消费者基础强，经过 2017 年国企改革，汾酒品牌势能向上，旗下次高端大单品青花 20 引领公司增长及结构升级，公司利润率逐年提升。

b) 洋河股份自 2012 年推动全国化布局，省外扩张能力、次高端大单品打造能力得到验证，2023 年省外收入达 180.96 亿元，占比达 55.70%；以次高端大单品 M6+、M3 水晶版为主的梦系列 2023 年占公司销售比重 30%以上（超 100 亿元）。

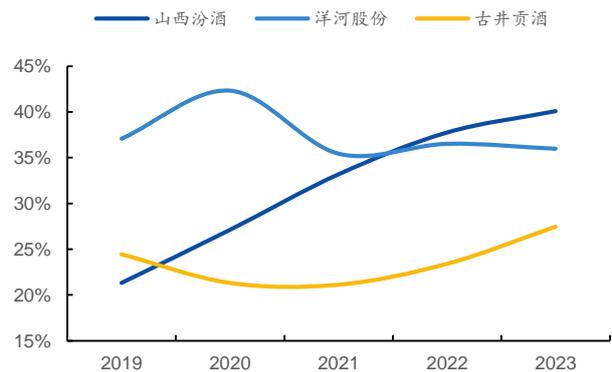
c) 古井贡酒是白酒强省安徽跑出的领先酒企，率先站稳安徽次高端高地，开启环安徽、全国化扩张，随着古 16、古 20 等放量增长，公司结构持续升级，盈利能力逐年提升。

图 20：泛全国化扩张白酒企业毛利率情况（%）

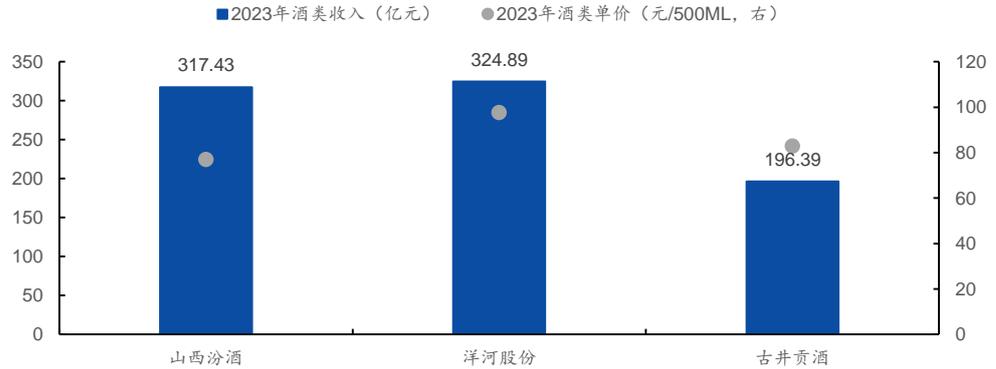


资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 21：泛全国化扩张白酒企业净利率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

图 22：泛全国化扩张白酒企业收入、单价情况


资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

表 8：泛全国化扩张、全价位带上市白酒公司产品矩阵

序号	所属公司	白酒产品	规格	批价 (元)	旗舰店零售价 (元)	经销店价格 (元)
1	洋河股份	M9	52 度 500ml	980	1699	1619
2		M6+	52 度 550ml	570	799	650
3		M3 水晶版	52 度 550ml	400	488	409
4		天之蓝	52 度 520ml	266	379	314
5		海之蓝	52 度 480ml	130	175	150
6	山西汾酒	青花 20	53 度 500ml	375	498	385
7		青花 30 (复兴版)	53 度 500ml	860	999	765
8		巴拿马基础/10/20	53 度 475ml	117/175/290	228/308/406	218/205/358
9		老白汾 10/15	53 度 475ml	118/160	189/198	148/169
10	古井贡酒	玻汾	53 度 475ml	41	51	50
11		古 20	52 度 500ml	490	640	530
12		古 16	50 度 500ml	320	390	355
13		古 8	50 度 500ml	220	320	310
14		古 5	50 度 500ml	103	141.5	130

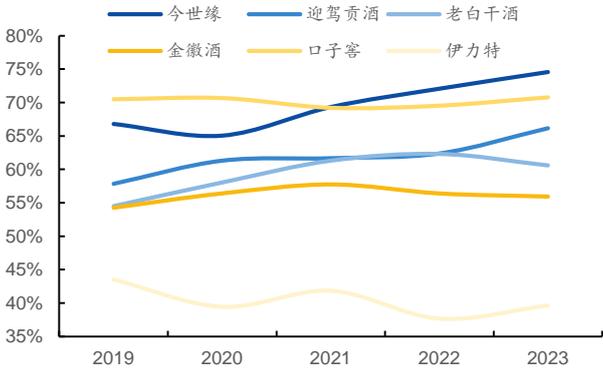
资料来源：淘宝、今日酒价、国元证券研究所整理

注：批价使用今日酒价 2024 年 7 月 10 日披露价格，旗舰店到手价使用 2024 年 7 月 10 日淘宝官方旗舰店到手价，淘宝经销店到手价使用 2024 年 7 月 10 日到手价。

2.4 地产酒企：深耕基地市场，结构持续升级

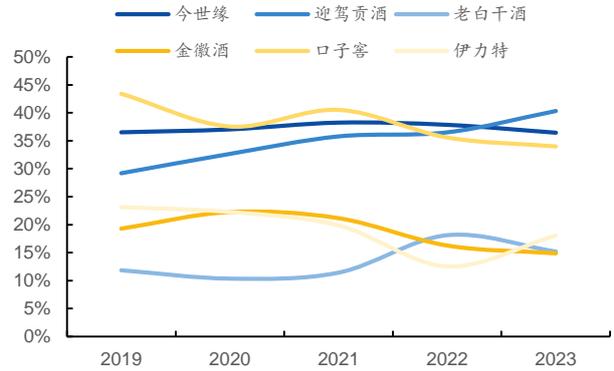
结构升级地产酒企 (今世缘、迎驾贡酒、老白干酒、金徽酒、口子窖、伊力特)：深耕基地大本营市场，推动渠道进一步下沉，在农村消费复苏好于城市、自饮宴请等消费需求复苏快于商务需求复苏的趋势下，基地市场深耕、渠道下沉能力强的强势地产酒企有望受益，并有望推动基地市场自饮宴请需求逐步升级，带动自身产品结构逐步升级。

图 23：结构升级地产酒企毛利率情况（%）



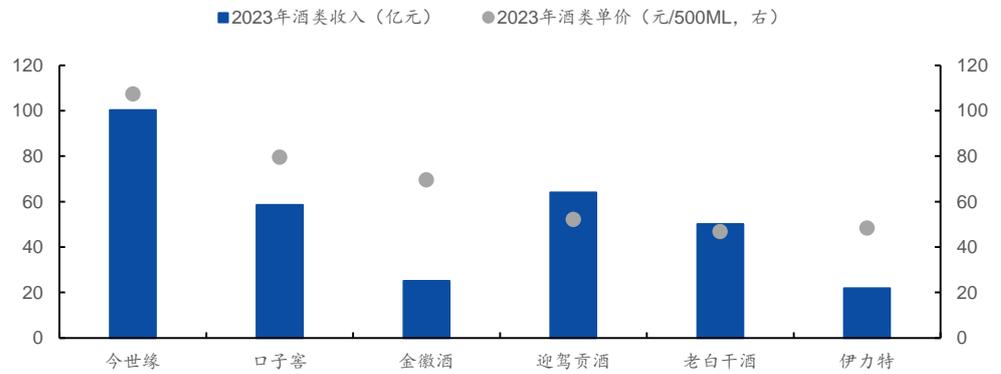
资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 24：结构升级地产酒企净利率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

图 25：结构升级地产酒企收入、单价情况



资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

表 9：结构升级地产酒上市公司产品矩阵

序号	所属公司	白酒产品	规格	批价（元）	旗舰店零售价（元）	经销店价格（元）
1	今世缘	六开	40 度 500ml	-	988	-
2		四开	42 度 500ml	-	470	430
3		对开	42 度 500ml	-	270	267
4		单开	42 度 500ml	-	190	166
5		淡雅	42 度 500ml	-	125	120
6		V3	41 度 500ml	-	699	623
7		V6	49 度 500ml	-	1039	1039
8		V9	52 度 500ml	-	2179	1941
9	迎驾贡酒	洞 16	42 度 520ml	-	368	338
10		洞 9	42 度 520ml	-	278	238
11		洞 6	42 度 520ml	-	158	158
12	口子窖	口子窖 20 年型	41 度 500ml	320	451	414

序号	所属公司	白酒产品	规格	批价(元)	旗舰店零售价(元)	经销店价格(元)
13		口子窖 10 年型	41 度 500ml	215	294	292
14		口子窖 6 年型	41 度 500ml	100	140	135
15		口子窖 5 年型	41 度 400ml	-	102	95
16		五星	67 度 500ml	280	363	358
17	老白干酒	小青花	50 度 500ml	50	53	-
18		古法 20	67 度 500ml	400	549	-
19		冰峰	67 度 750ml	128	182	155
20		柔和金徽 H9/H6/H3	50 度/46 度/45 度 500ml	-	369/248/140	-
21		金徽正能量 1/2/3 号	52 度/48 度/45 度 500ml	-	458/288/188	-
22	金徽酒	金徽 28 年/18 年	50 度/46 度 500ml	-	1100/468	-
23		世纪金徽红五星/五星/四星	50 度/52 度/42 度 500ml	-	288/187/128	-
24		金徽老窖 180/120/90	52 度 500ml	-	998/698/398	-
25		金徽老窖 180/120/90 低度	45 度/42 度/42 度 500ml	-	958/658/368	-
26	伊力特	伊力老窖西域陈香	52 度 500ml	-	258	-
27		伊力老窖 普通版	52 度 500ml	-	115	-
28		伊力小老窖	46 度 250ml	-	67	-

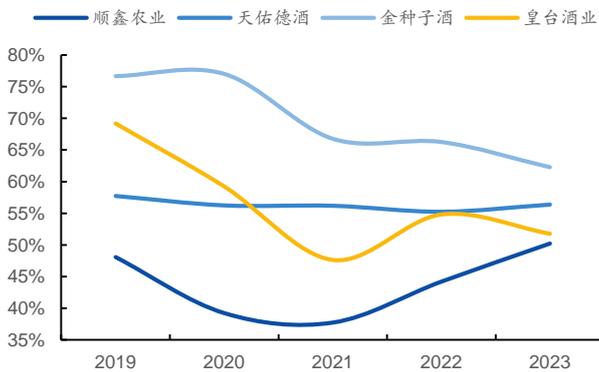
资料来源：淘宝、今日酒价、国元证券研究所整理

注：批价使用今日酒价 2024 年 7 月 10 日披露价格，旗舰店到手价使用 2024 年 7 月 10 日淘宝官方旗舰店到手价，淘宝经销店到手价使用 2024 年 7 月 10 日到手价。

2.5 大众酒企：酒企利润率 9-10%，渠道利润率较稳健

大众酒企（顺鑫农业、天佑德酒、金种子酒、皇台酒业）：牛栏山光瓶酒起家，较早实现了全国化布局；天佑德酒、金种子、皇台酒业以区域市场为主。从利润率看，大众酒企的利润率较更高价位带的酒企略低，2023 年，顺鑫农业白酒板块、天佑德酒、皇台酒业净利率分别为 9.62%、9.05%、-12.03%。从渠道利润看，目前，100 元以下的名酒光瓶大单品能实现较好的盈利，根据酒业家数据，玻汾、牛栏山系列产品、小郎酒、顺品郎等名酒光瓶酒价盘稳定、拥有较好的渠道利润。

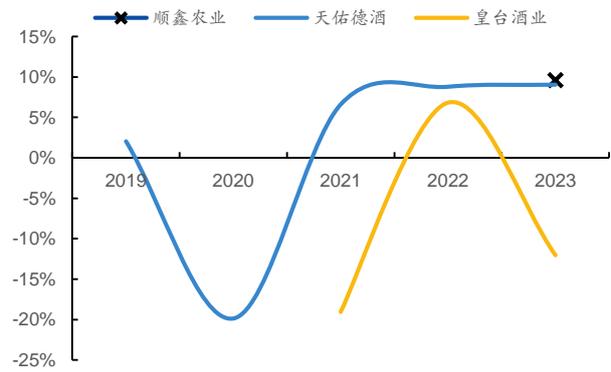
图 26：大众酒企毛利率情况 (%)



资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

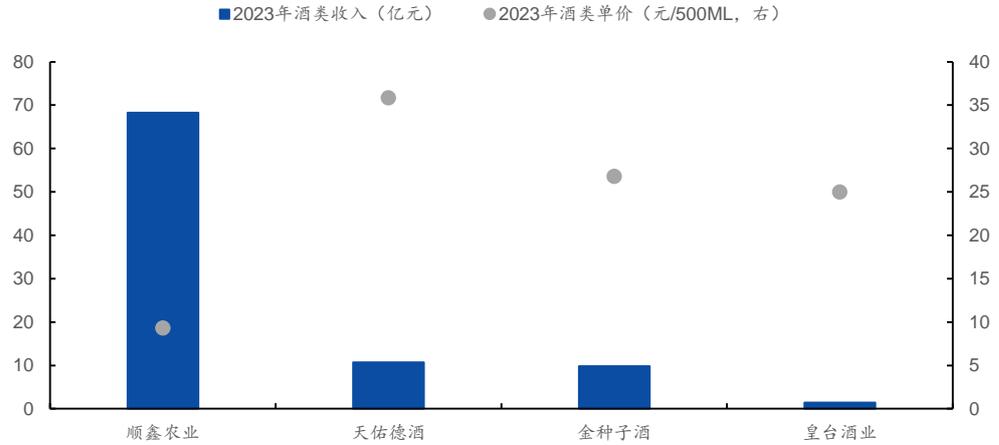
注：顺鑫农业、金种子酒使用白酒板块毛利率。

图 27：大众酒企净利率情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

注：顺鑫农业使用其白酒板块净利率，顺鑫农业 2023 年开始公布分板块利润数据，以前年份无分板块利润率，因此图中未显示以前年份数据；皇台酒业 2019、2020 年净利率受到债务重组影响，未在图中显示；金种子酒没有白酒板块拆分数据，因此未放入。

图 28：大众酒企收入、单价情况


资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

表 10：大众白酒上市公司产品矩阵

序号	所属公司	白酒产品	规格	到手价 (元)	
1	顺鑫农业	普通	52 度 500ml	150	
2		百年牛栏山	低度	36 度 400ml	140
3		北京二锅头	45 度 400ml	79	
4		牛栏山一号	牛栏山一号	53 度 500ml	42
5		牛栏山一号低度	43 度 500ml	40	
6		珍品	45 度 400ml	79	
7		金标陈酿	42.3 度 500ml	30	
8		陈酿	42 度 500ml	10	
9	国家人系列	国之德	52 度 500ml	538	
10		人之德	42 度 500ml	178	
11		家之德	-	-	
12	天佑德酒	天佑德青稞酒 (F9)	42 度 500ml	309	
13		福系列	天佑德青稞酒 (F8)	43 度 500ml	198
14		天佑德青稞酒 (F6)	42 度 500ml	168	
15		星级系列	天佑德青稞酒 (红五星)	52 度 500ml	158
16			天佑德青稞酒 (红四星)	42 度 500ml	98
17		永庆和系列	互助牌青稞酒 (永庆和祥和)	42 度 500ml	108
18	互助牌青稞酒 (永庆和喜和)		42 度 500ml	88	
19	互助牌青稞酒 (永庆和泰和)		-	-	
20	互助牌青稞酒 (永庆和嘉和)		42 度 500ml	68	
21	光瓶酒系列		互助牌青稞酒 (白青稞)	52 度 500ml	59
22		互助牌青稞酒 (互助大曲)	42 度 600ml	39	

序号	所属公司	白酒产品	规格	到手价 (元)	
23	金种子酒业	馥 20	52 度 500ml	888	
24		金种子馥合香	馥 9	50 度 500ml	368
25			馥 7	42 度 500ml	188
26		种子酒系列	头号种子酒	50 度 500ml	68
27			柔和种子酒	40 度 460ml	28
28			祥和种子酒	40 度 460ml	20
29			颍州佳酿	50 度 500ml	14
30		皇台酒业	金六鼎	52 度 500ml	208
31			皇台六鼎系列	银六鼎	52 度 500ml
32			红六鼎	52 度 500ml	168
33			普六鼎	46 度 500ml	108
34	皇台宾系列		国宾	52 度 500ml	188
35			迎宾	52 度 500ml	128
36			醉凉州	42 度 1300ml	90
37			龙马本色	42 度 500ml	68
38		老皇台	45 度 500ml	28	

资料来源：淘宝、今日酒价、国元证券研究所整理

注：到手价使用 2024 年 7 月 10 日淘宝官方旗舰店或销量高的经销商的到手价数据。

3. 回款稳健&扩产高峰已过，上市酒企分红比例有望提升

上市酒企回款稳健，资本开支高峰已过，分红比例有望提升。除汾酒、今世缘等少部分上市白酒企业外，大部分上市白酒企业的资本开支高峰已过，可分配的现金流迎来进一步提升空间。2023 年，A 股上市白酒企业的现金及现金等价物净增加额/经营活动产生的现金流量净额为 17%，分红率存在可进一步提升空间。2023 年，A 股上市白酒企业分红率（整体法）达 70%，16 家上市白酒企业中，11 家的分红率较 2022 年提升，白酒上市公司的分红意愿普遍增强。

图 29：A 股上市白酒公司现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

4. 投资建议

两条主线：

1) 宽价位带名酒企：在理性消费背景下，消费者注重产品性价比，拥有强品牌力、以及宽价位带产品矩阵的名酒企有望受益，强品牌力白酒公司拥有扎实的消费者基础，而宽价位带产品矩阵的名酒公司，品牌势能向下辐射，有望承接兴起的性价比消费需求。推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒等。

2) 势能向上的区域领先酒企：区域领先酒企是 100-300 元价位带的核心参与者，相较于区域内其他地产酒，势能向上的区域领先酒企消费者基础好、渠道护城河更深，有望进一步提升区域市占率；同时，区域酒企在本区域深耕多年，有望推动区域自饮宴请等消费场景的结构升级，带动核心消费价位带从 100-300 元向 300-500 元升级。推荐迎驾贡酒、今世缘、天佑德酒、金徽酒等。

表 11：重点公司估值表

序号	股票代码	公司名称	投资评级	归母净利润 (亿元, %)				PE 估值	
				2024E	增速	2025E	增速	2024E	2025E
1	600519.SH	贵州茅台	买入	863.34	15.52%	989.94	14.66%	20.01	17.45
2	000858.SZ	五粮液	买入	337.02	11.56%	375.31	11.36%	13.39	12.02
3	000568.SZ	泸州老窖	买入	150.63	13.71%	171.95	14.16%	10.54	9.24
4	600809.SH	山西汾酒	买入	129.36	23.93%	154.70	19.59%	15.08	12.61
5	000596.SZ	古井贡酒	买入	58.31	27.06%	72.23	23.87%	14.27	11.52
6	603369.SH	今世缘	买入	38.24	21.94%	46.33	21.16%	12.49	10.31
7	603589.SH	口子窖	买入	19.39	12.67%	21.75	12.15%	11.02	9.83
8	600779.SH	水井坊	增持	13.98	10.16%	15.82	13.22%	11.21	9.90
9	603198.SH	迎驾贡酒	买入	28.90	26.34%	35.72	23.58%	13.56	10.97
10	600559.SH	老白干酒	买入	8.71	30.86%	10.92	25.30%	17.66	14.09
11	603919.SH	金徽酒	增持	4.01	21.78%	4.86	21.37%	20.62	16.99
12	002646.SZ	天佑德酒	增持	1.11	23.35%	1.55	40.36%	36.99	26.35

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：PE 估值数据使用 2024 年 9 月 9 日收盘价计算。

5. 风险提示

消费复苏不及预期风险、市场竞争过剧风险、政策调整风险。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

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，本报告清晰准确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，特此声明。

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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）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，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

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并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

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
邮编：230000

上海

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：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027