

# 五粮液 (000858)

证券研究报告

2024年10月12日

## 浓香龙头厚积薄发，产品矩阵焕新放量

**砥砺前行数十载，二次创业新征程。**回顾五粮液历史征程，上个世纪末公司凭借“OEM+大商”模式实现快速扩张，后续历经白酒黄金十年迎来高速发展，同时逐步解决该模式带来的品牌力稀释等问题，17年公司提出二次创业，产品渠道改革焕发新生机。①从产品端来看，公司逐步完善高端价位带布局，实现代际系列灵活放量；②从渠道端来看，高毛利直销渠道占比持续提升，公司通过数字化实现C端赋能，加快专卖店转型升级，大力开发团购&新零售渠道；③从市场端来看，公司通过营销组织变革实现“横向专业化，纵向扁平化”，西部基地市场稳定输出，东部中部区域仍在快速扩张；④从财务端来看，公司毛利率低于主要竞对，盈利能力仍有较大提升空间，同时销售收现彰显业绩稳定性。

**高端白酒持续扩容，消费升级趋势延续。**长期来看，以高净值人群为主要消费群体的高端酒市场基础稳固，根据前瞻产业研究院，预计15-23年高端白酒市场规模CAGR约18%，23年高端白酒市场规模约1889亿元，千元价格带规模约1000亿。其中普五在千元价格带龙头地位稳定，市占率约50%，凭借强大品牌力&渠道力支撑价盘良性运作。

**控量挺价推升普五价值，多层次放量保障业绩稳增。**我们认为，未来公司业绩主要具备以下增长点：①茅台提价打开价格空间，普五夯实千元霸主地位。24年2月普五跟随普飞小幅提价的同时，坚定全年控量保价策略（减量20%）&新增季度激励，从而实现增厚渠道利润&推动普五价值回归，同时公司凭借强品牌力凸显在千元价位的质价比，今年以来展现较强的动销能力；②多元产品矩阵成形，1618&低度逐步放量。24年五粮液明确将新增计划量向1618、低度五粮液、45度五粮液等产品倾斜，同时推出经典五粮液全系产品，意味着公司将从核心大单品聚焦放量转换至多元产品矩阵推动增长，通过差异化定位&成立核心产品运营专班&加大新品营销投入，实现对国窖等竞品的阻击和未来新成长曲线的构建；③注重终端营销动销，持续强化C端建设。公司定调24年为“营销执行年”，费用投入&渠道构建&市场营销瞄准终端消费群体，提振宏观经济增速放缓下的需求，加速终端动销以保障流通体系良性运作。

**盈利预测：**目前公司估值水平处于历史相对低位，公司分红比例持续提升，我们预计未来投资回报率可观。我们预计24-26年公司分别实现营收926/1023/1126亿元（同比增长11%/10%/10%），分别实现归母净利润339/376/416亿元（同比增长12%/11%/11%），对应PE为17X/15X/14X。考虑到以普五为核心的产品矩阵势能强劲，我们看好公司未来发展，通过可比估值法给予24年21X PE，目标价183元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**白酒市场需求疲软；食品安全风险；1618及低度五粮液增长不及预期；股价异动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,968.64	83,272.07	92,614.21	102,282.70	112,617.20
增长率(%)	11.72	12.58	11.22	10.44	10.10
EBITDA(百万元)	35,752.74	40,044.19	44,532.01	49,556.06	54,743.86
归属母公司净利润(百万元)	26,690.66	30,210.59	33,851.49	37,631.96	41,649.27
增长率(%)	14.17	13.19	12.05	11.17	10.68
EPS(元/股)	6.88	7.78	8.72	9.69	10.73
市盈率(P/E)	21.76	19.23	17.16	15.44	13.95
市净率(P/B)	5.09	4.48	4.06	3.67	3.32
市销率(P/S)	7.85	6.98	6.27	5.68	5.16
EV/EBITDA	17.02	10.70	10.25	8.83	7.77

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	149.65元
目标价格	183元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,881.61
流通A股股本(百万股)	3,881.53
A股总市值(百万元)	580,882.64
流通A股市值(百万元)	580,870.35
每股净资产(元)	33.62
资产负债率(%)	27.92
一年内最高/最低(元)	178.76/106.33

### 作者

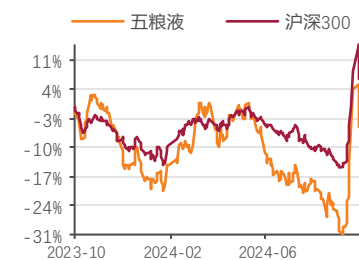
**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**张潇倩** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524060003  
zhangxiaojian@tfzq.com

**何宇航** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523090002  
heyuhang@tfzq.com

**马咏怡** 联系人  
mayongyi@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《五粮液-半年报点评:业绩符合预期,现金流&预收表现优秀》2024-09-02
- 《五粮液-年报点评报告:量驱动业绩增长,分红率提升至60%》2024-05-03
- 《五粮液-公司点评:小幅提价稳固经销商信心,稳中求进助推业绩增长》2024-02-03

## 内容目录

1. 砥砺前行数十载，二次创业新征程.....	4
1.1. 浓香龙头几经沉浮，二次创业激活势能.....	4
1.2. 主品牌量价齐升，系列酒结构优化.....	4
1.3. 直销模式多元发展，数字化加码渠道管理.....	7
1.4. 深化营销区域改革，东中西部持续扩张.....	10
1.5. 盈利水平具备提升空间，现金流动彰显稳定性.....	13
2. 高端白酒持续扩容，消费升级趋势延续.....	14
3. 控量挺价推升普五价值，多层次放量支撑业绩稳定性.....	16
3.1. 茅台提价打开价格空间，普五夯实千元霸主地位.....	16
3.2. 多元产品矩阵成形，1618&低度逐步放量.....	18
3.2.1. 代际系列：1618 定位宴席高速增长，低度五粮液迎合新兴趋势.....	18
3.2.2. 经典五粮液：年份系列全系亮相，瞄准超高端市场.....	21
3.2.3. 文化酒：打入文创细分市场，完善和美价值体系.....	22
3.2.4. 系列酒：大众价位带性价比凸显，五粮春持续高速增长.....	23
3.3. 注重终端营销动销，持续强化 C 端建设.....	23
4. 投资建议及盈利预测.....	25
5. 风险提示.....	28

## 图表目录

图 1：五粮液历史复盘及业绩表现图.....	4
图 2：2017-2024H1 公司酒类毛利率.....	6
图 3：2017-2024H1 公司酒类销量（吨）及吨价（万元/吨）.....	6
图 4：五粮液主品牌和系列酒营收（亿元）及同比增速.....	6
图 5：五粮液主品牌和系列酒收入占比.....	6
图 6：五粮液主品牌和系列酒毛利率.....	6
图 7：五粮液主品牌和系列酒销量及吨价.....	6
图 8：五粮液直销占比迅速提升.....	7
图 9：五粮液专卖店持续升级&拓展.....	8
图 10：五粮液新零售公司“垂直生态赋能平台”.....	9
图 11：五粮液控盘分利模式.....	9
图 12：五粮液营销组织变革过程.....	10
图 13：五粮液各区域营收（亿元）及同比增速.....	10
图 14：五粮液各区域毛利率变化（单位：%）.....	10
图 15：五粮液各区域经销商数量.....	11
图 16：五粮液各区域经销商平均规模（万元/家）.....	11
图 17：2023 年河南 TOP30 酒企中香型类别占比.....	12

图 18: 2023 年河南 TOP30 酒企中香型销售数据	12
图 19: 2014-24H1 公司营业收入 (亿元) 及同比增速	13
图 20: 2014-24H1 公司归母净利 (亿元) 及同比增速	13
图 21: 2013-24H1 茅五泸销售毛利率 (单位: %)	13
图 22: 2013-24H1 茅五泸销售净利率 (单位: %)	13
图 23: 2013-24H1 茅五泸销售费用率 (单位: %)	14
图 24: 2013-24H1 茅五泸管理费用率 (单位: %)	14
图 25: 2014-24H1 公司销售收现 (亿元) 及其占营收比重 (%)	14
图 26: 2015-2026E 高端白酒市场规模及其比重	15
图 27: 2020-2024 年茅五泸销量及吨价数据	15
图 28: 高端酒需求取决于宏观经济&高净值人群	15
图 29: 2023 年千元价格带单品规模 (亿元)	16
图 30: 宏观经济指标与千元白酒价格同向波动	16
图 31: 茅五泸提价历史复盘	17
图 32: 茅五泸出厂价、批价及渠道利润对比	17
图 33: 2016-2025E 低度酒市场规模 (亿元) 及其同比增速	19
图 34: 五粮液代际系列定位及竞品	21
图 35: 年份酒市场格局及五粮液年份系列举措	22
图 36: 2024 年五粮液股东大会定调 2024 年为“营销执行年”	23
图 37: 2018-2023 年五粮液销售人员及其比重	24
图 38: 2019-2023 年五粮液人均销售人工费用及其比重	24
图 39: 2015-2023 年五粮液现金分红总额 (亿元) 和现金分红比例	25
图 40: 五粮液-贵州茅台估值差 (PE-TTM)	26
图 41: 近三年、五年、十年五粮液市盈率分位数 (截至 2024 年 9 月 2 日)	26
表 1: 五粮液品牌矩阵演变过程	5
表 2: 五粮液产品矩阵 (截至 2024 年 7 月 30 日)	5
表 3: 五粮液市场管控措施	7
表 4: 五粮液“百亿华东”建设工作部署安排	11
表 5: 2022 年主流浓香品牌在山东销售情况	12
表 6: 五粮液低度白酒发展历程	19
表 7: 主要高端低度酒对比图 (价格仅供参考)	19
表 8: 1618 和 39 度五粮液扫码红包和宴席活动	20
表 9: 2024 年五粮液市场营销活动	24
表 10: 酒企年度现金分红比例(已宣告)及股息率	25
表 11: 五粮液盈利预测表	27
表 12: 可比公司估值	28

## 1. 砥砺前行数十载，二次创业新征程

### 1.1. 浓香龙头几经沉浮，二次创业激活势能

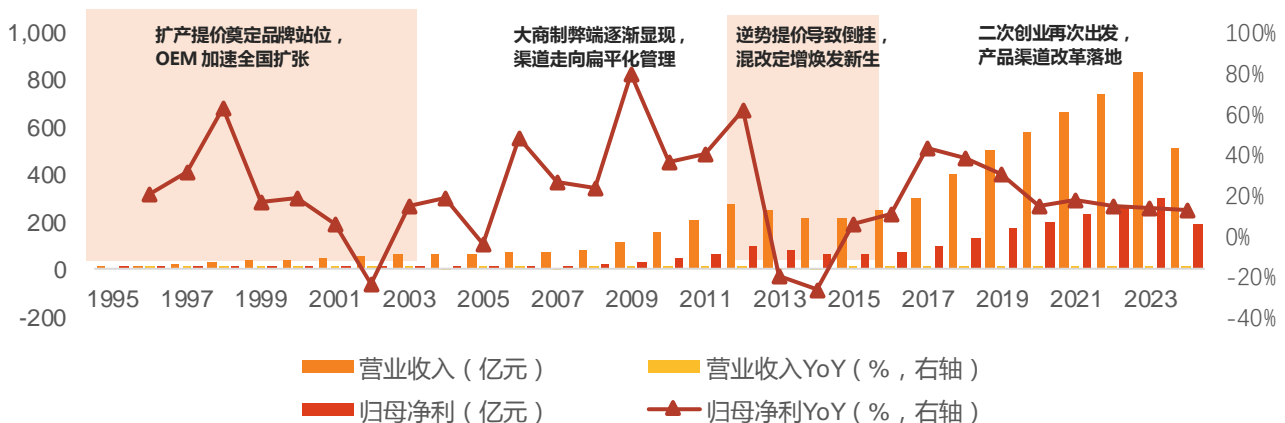
**1989-2003：扩产提价奠定品牌站位，OEM 加速全国扩张。**1988 年，国家放开白酒价格限制，五粮液顺应趋势多次提价，出厂价依次超过泸州老窖、汾酒和茅台，奠定了其高端名酒的地位。1994 年，已具备品牌价值基础的五粮液采用“OEM+大经销商”模式以实现快速扩张，即授权经销商开发贴牌产品并推广，以此消耗掉过剩产能，开拓全国市场。截至 2002 年，五粮液已经孵化出上百个产品系列，上千个子品牌，也为后续品牌价值稀释埋下隐患。

**2003-2012：大商制弊端逐渐显现，渠道走向扁平化管理。**2001 年中国加入 WTO 后，受政商务需求驱动的白酒行业进入高速发展时期，但该期间五粮液未能化解大商制带来的弊端，导致其对市场掌控力薄弱，并难以对市场变化快速响应（2005-2008 年五大经销商销售占比超 70%），同时 OEM 模式带来的大量子品牌也稀释了五粮液的品牌价值。2007 年唐桥上任后对五粮液进行了一系列改革：①在组织架构方面，部署七大营销中心，在总部设立销售部、营销督察部等多个部门；②在产品方面，实现品牌瘦身计划，同时上市新品，拓宽产品价格带；③在渠道建设方面，积极引入小商，减轻对大经销商的依赖。

**2012-2015：逆势提价导致倒挂，混改定增焕发新生。**2013 年受到塑化剂事件和“八项规定”影响，白酒行业步入深度调整期。五粮液在此情况下逆势提价 10%，出现严重的价格倒挂与窜货问题。同时公司积极改革，一方面持续精简产品线，另一方面建立 7 大区域营销中心，实现渠道扁平化管理，同时推出混改定增方案，释放内部发展活力。

**2016 至今：二次创业再次出发，产品渠道改革落地。**2016 年白酒行业回暖，2017 年李曙光董事长上任提出“二次创业”，落地一系列改革措施：①在产品方面，确认了以主品牌“1+3”系列酒“4+4”为核心的产品矩阵，焕新上市八代五粮液，加速打造 1618 和低度五粮液；②在渠道方面，实施“百城千县万店”工程，建立多样化厂商交流平台，发力团购渠道，成立五商供应链公司；③在组织方面，提出“总部抓总，战区主战”，实现权力下放和扁平化变革。

图 1：五粮液历史复盘及业绩表现图



资料来源：wind 等，天风证券研究所

### 1.2. 主品牌量价齐升，系列酒结构优化

**完善高价位带产品线，代际系列灵活放量。**目前五粮液逐步打造以普五为核心的富有弹性的产品矩阵，形成主品牌“1+3”，系列酒“4+4”的清晰系列结构。从五粮液主品牌方面来看，八代普五持续巩固核心大单品地位，通过控量提价和固化配额实现价值回归；经典五粮液定位超高端战略级大单品，定价高于普五，着重提升品牌价值；文化创意酒旨在满足高端消费的定制化和个性化需求；501 五粮液定位浓香白酒价值标杆，严格执行申购审批制。此外，公司蓄势打造 1618 和低度五粮液，以代替普五放量。从系列酒方面来看，

公司持续打造五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄四款大单品，形成高弹性且可聚焦发力的全价格带产品矩阵。

表 1：五粮液品牌矩阵演变过程

时间	品牌策略	具体内容
2003 年	“1+9+8” “品牌矩阵”	“1” 指世界性品牌五粮液，“9” 指 9 个全国性品牌，“8” 指 8 个区域性品牌
2014 年	“1+5+N” 品牌矩阵	“1” 指高端产品普五，“5” 指中低档产品（五粮醇、五粮春、绵柔尖庄、头曲特曲和六和液），“N” 指区域市场的区域品牌
2016 年	“1+3+5” 品牌矩阵	“1” 指高端产品普五，“3” 指 1618、交杯牌、低度五粮液，“5” 指五粮醇、五粮春、五粮特曲、五粮头曲、绵柔尖庄
2017 年	“1+3” “4+4” 品牌矩阵	“1+3” 围绕 52 度水晶瓶五粮液打造高端化、国际化、时尚化三个维度的五粮液品牌策略，“4+4” 指四个全国性大单品（五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄）与四个区域性单品（五粮人家、百家宴、友酒、火爆）
2020 年	系列酒全新升级上市	公司持续按照“三性一度”原则，进一步优化完善五粮液产品体系，形成了 501 五粮液、经典五粮液、第八代五粮液、五粮液 1618、低度五粮液为主的产品体系。系列酒持续坚持“做强全国性战略品牌、做大区域性重点品牌、做优总经销品牌”三个聚焦原则。
2023 年	完善“1+3”产品矩阵	巩固提升八代经典五粮液千元价格带核心大单品，经典五粮液针对性推出限量定制产品，树立 501 五粮液价格标杆，加大超高端个性文化酒产品开发，提升紫气东来、生肖酒、五粮液老酒的影响力。
2024 年	优化“1+3”产品体系	上市焕新升级版 45 度和 68 度五粮液，“1+3”产品体系更新为：以八代普五为代表的代际系列，以 501 五粮液为代表的古窖系列，以经典五粮液为代表的年份系列，以生肖造型酒为代表的文化定制系列。

资料来源：第一财经网、糖酒快讯公众号等、天风证券研究所

表 2：五粮液产品矩阵（截至 2024 年 7 月 30 日）

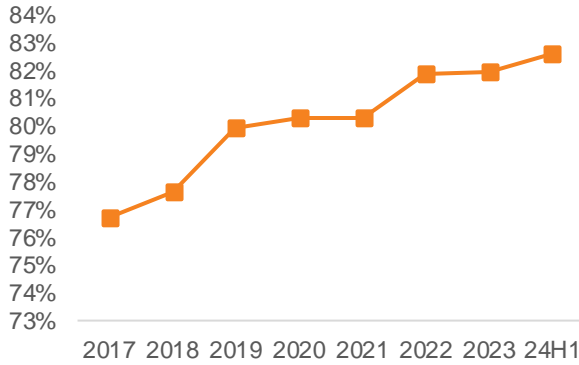
品系	定位	核心产品	度数 (%vol)	电商终端价 (元 /500ML)	产品形象
五粮液产品	超高端	501 五粮液·明池酿造	52	-	
	高端	五粮液 68 度	68	1999( 建议零售价 )	
		经典五粮液	52	1899	
		第八代五粮液	52	1079	
		五粮液 1618	52	1059	
		五粮液 45 度	45	1199( 建议零售价 )	
系列酒产品	次高端	五粮液 39 度	39	749	
		第二代五粮春	52	299	
		五粮特曲	52	199	
	大众端	五粮醇	50	66	
		尖庄·高光	52	69.5	

资料来源：公司官网，京东，天风证券研究所

**品牌清理改善产品结构，价升引领毛利持续提升。**2017 年二次创业以来，公司酒类毛利率持续提升，2023 年已达 81.92%，较 2017 年提升 5.2 个百分点，主要受益于五粮液主品牌量价齐升，产品吨价呈现上升趋势。从价的角度来看，①2017-2023 年酒类吨价和毛利率出现两次较高提升，分别为 2019 年（毛利率+2.36pcts，吨价+42%）和 2022 年（毛利率+1.59pcts，吨价+56%），前者主要系 2019 年普五更新迭代，出厂价提升 100 元（从 789

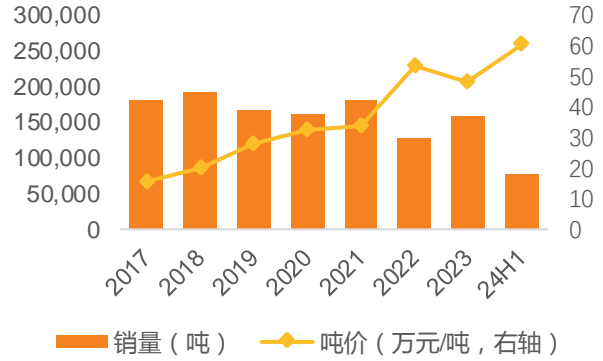
元提至 889 元), 后者主要系公司精简产品矩阵, 系列酒削减部分低档品牌, 整体产品结构得以优化改善; ②2023 年酒类吨价同比减少 9.57%至 48.05 万元/吨, 主要系 1618 和低度五粮液放量&高价位酒仍处于培育阶段。从量的角度来看, 受品牌清理的影响, 2022 年酒类销量下降 30%, 2023 年公司酒类销量在低基数基础上同比增长 25.12%至 15.9 万吨。

图 2: 2017-2024H1 公司酒类毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 2017-2024H1 公司酒类销量 (吨) 及吨价 (万元/吨)

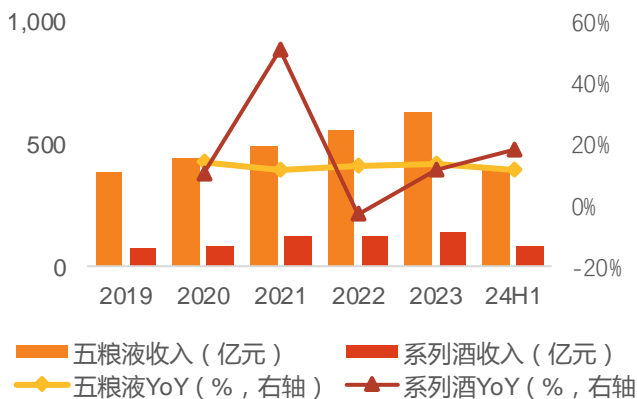


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**系列酒结构优化吨价上行, 主品牌稳定量价齐升。**2019-2023 年期间五粮液主品牌/系列酒品牌营收 CAGR 分别为 12.88%/15.65%, 2023 年收入占比分别为 82.2%/17.8%, 前者以普五为核心增速长期保持稳定, 后者持续精简冗余品牌&进行结构优化, 增速虽有波动但整体品牌日益完善, 后续势能充沛。从价的角度来看, 2020-2023 年期间五粮液主品牌/系列酒品牌吨价 CAGR 分别为 1.24%/21.41%, 2023 年毛利率分别为 86.64%/60.16%, 较 2020 年提升 1.69/4.47pcts, 可见系列酒通过内部优化实现盈利能力的较高成长; 从量的角度来看, 2020-2023 年期间五粮液主品牌/系列酒品牌销量 CAGR 分别为 11.17%/-3.08%, 前者通过量价齐升推动公司业绩稳定增长。

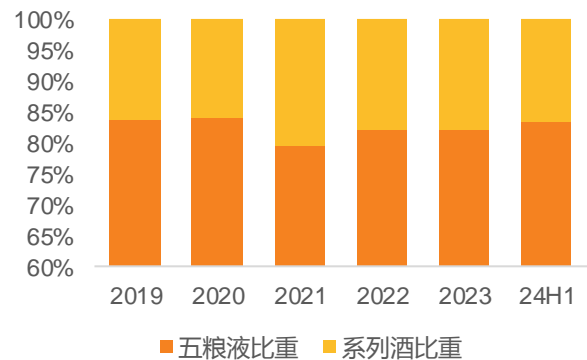
我们认为, 2023 年主品牌/系列酒吨价下滑主要系低度五粮液/尖庄放量, 由此出现主品牌吨价下滑而毛利率微升的情况, 因此 23 年五粮液吨价下滑不能简单被认为盈利能力&价格站位不稳定, 而是因为公司内部产品策略向更加多元化转变, 这将有利于公司长期业绩弹性的构建。

图 4: 五粮液主品牌和系列酒营收 (亿元) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

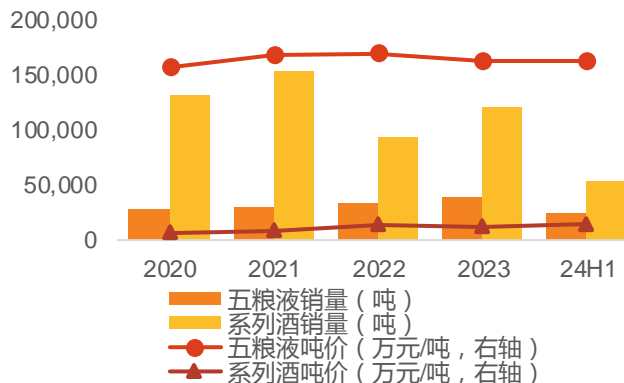
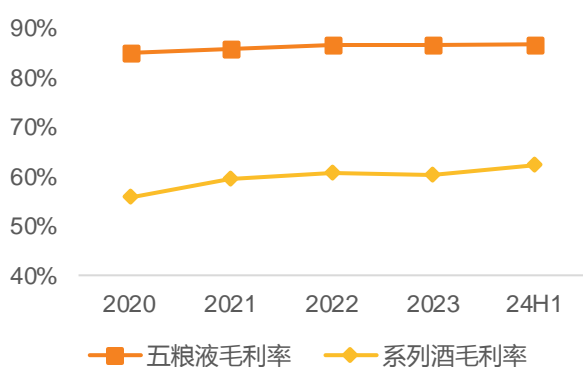
图 5: 五粮液主品牌和系列酒收入占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 五粮液主品牌和系列酒毛利率

图 7: 五粮液主品牌和系列酒销量及吨价



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 直销模式多元发展，数字化加码渠道管理

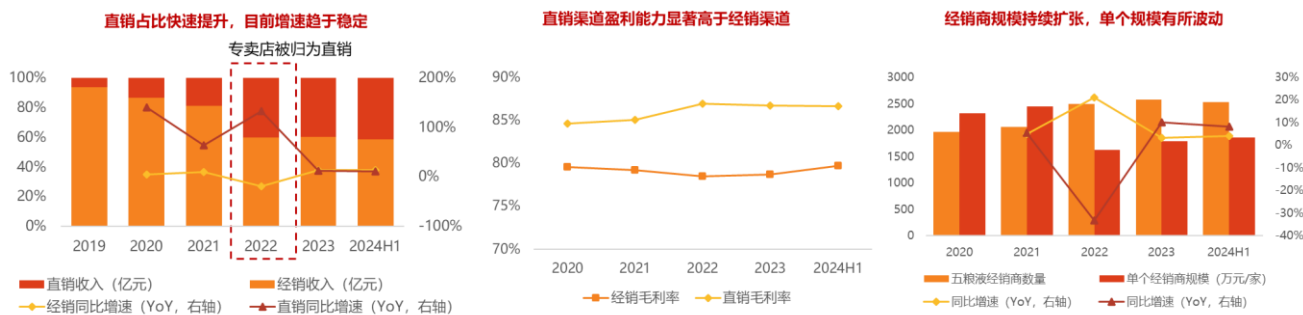
**渠道结构：直销渠道占比提升，市场管控能力加强。**2023 年公司传统经销模式/直销模式收入分别为 459.85/304.62 亿元(同比+13.56%/12.53%)，占比分别为 60.15%/39.85%(较 2019 年-33.5/+33.5pcts)，经销收入占比下滑主要系公司近年加强终端管理，发力团购渠道。2023 年五粮液经销商数量达到 2570 家(同比+3.25%)，单个经销商规模为 1789 万元/家(同比+9.99%)，公司通过严查窜货行为、协调经销商利益和数字化监督，对经销商进行有效管理，从而维护市场秩序和价格稳定，提升经销商整体质量。

表 3：五粮液市场管控措施

时间	改革举措	改革成效
2017 年 9 月	终止与六家专卖店或经销商的合同计划	剔除运营能力不匹配、导致市场秩序混乱的经销商，加强市场管控、理清市场秩序
2019 年 1 月	开展雷霆行动以肃清经销商违规销售行为	净化市场环境，保障合法经营经销商的利益，不仅切实保证了五粮液春节动销的旺盛需求与市场稳定，更有利于五粮液的持续健康发展
2019 年 6 月	联合众多经销商成立五商供应链公司	加强了对 KA 渠道的统一管理，抑制恶性竞争，维护市场秩序
2020 年 3 月	确定“两管控一加快”的工作重心，严格管控发货、严格管控出货	进一步加强了精细化管理和从严治市场，确保在本渠道内销售不低价不乱价
2022 年 11 月	扣除京东市场支持费用 365 万元	捍卫价格体系，保证核心产品价格刚性
2023 年	实施“五码合一”并应用于 39 度五粮液、五粮液 1618	加速终端动销，进一步维护市场秩序
2024 年 3 月	持续清查电商平台店铺销售假冒产品的行为，官方公布五粮液产品电商销售渠道并不定期更新	增强了电商销售渠道透明度，进一步规范了电子商务体系、完善了防伪体系，确保为消费者提供优质的产品和服务

资料来源：酒说公众号等，天风证券研究所

图 8：五粮液直销占比迅速提升



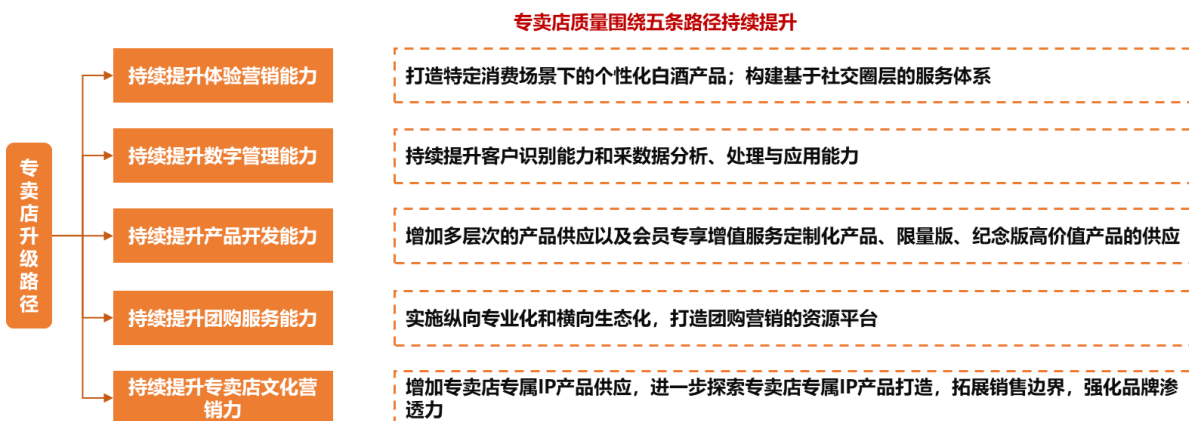
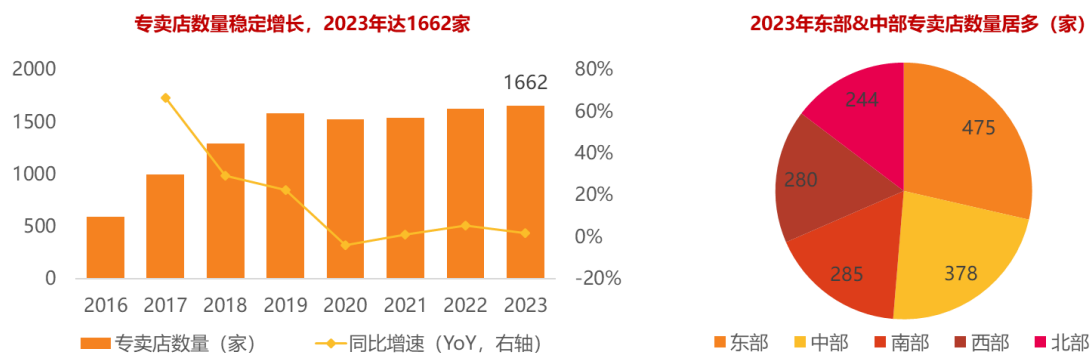
经销模式：包括传统渠道运营商模式、KA 卖场等，主要在线下销售。  
 直销模式：包括团购销售模式，直接面向团体消费者销售产品；专卖店模式，直接面向零售终端和团体消费者；线上销售模式，通过天猫、京东等电商平台销售产品。  
 专卖店21年及以前被归为经销模式。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

◆ **直销——专卖店渠道：专卖店转型升级，渠道精细化程度提高。**2017年6月公司提出“百城千县万店”工程（万店由两部分终端组成，一部分是按要求优化升级的五粮液专卖店，另一部分是按标准筛选出的社会化终端），通过增加终端数量、导入大数据应用、升级消费服务等手段促进渠道的精细化管理，从而实现①打通到达消费者的“最后一公里”；②激活专卖店体系，强化主渠道力量；③增强对市场价格的话语权与掌控力。其中作为高端酒品牌形象和市场动销的重要窗口，专卖店已成为企业打假保真、品牌形象展示、零售、团购、售后服务、消费者个性体验等诸多功能为一体的渠道之一。

在数量上，专卖店从2017年的1000家增长到2023年的1600多家，覆盖全国300余座城市；在质量上，2019年公司利用大数据全面升级五粮液专卖店，推进“云店”平台建设，打造线上线下一体化的营销互动场景和消费者无接触式产品配送服务，提前锁定客户消费订单和消费信息。2023年公司对核心终端、专卖店进行形象提升，启动智慧门店建设，在核心城市、重点区域和高端酒店布局五代专卖店、高端体验馆和品牌专区。

图 9：五粮液专卖店持续升级&拓展

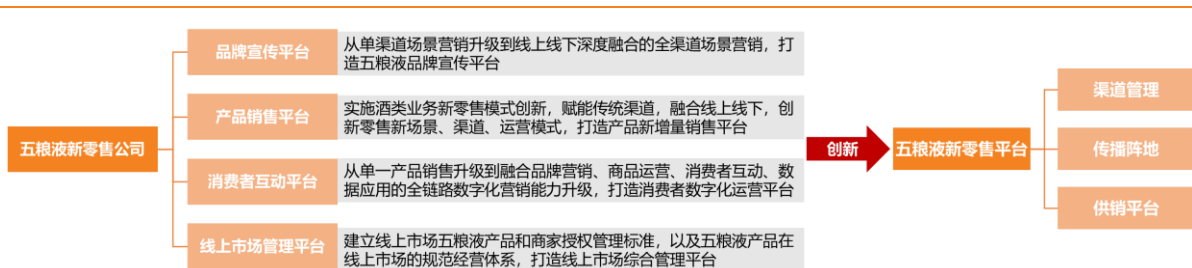




资料来源：公司公告，酒说公众号，酒道说酒公众号等，天风证券研究所

- ◆ **直销——团购渠道：大力开发团购渠道，弥补传统渠道弊端。**五粮液重点发展团购渠道的原因一是团购价高于传统渠道，二是可以加强对渠道的管控、方便公司控制渠道进行挺价。2020 年初公司实施“三损三补”的营销策略，全面启动团购工作，会同经销商一起开发企业级团购，打造新的增长点：①建立专业团购组织，总部建立团购部，战区建立团购组织，2021 年 6 月从事团购工作的团队达 300 人；②大型企业的覆盖面持续增加，同年 6 月达到 20%；③企业客户复购率显著上升。2021 年公司与华为集团、吉利集团、深圳同心俱乐部等达成战略合作，构建以龙头企业为引领、服务于全国上万家企业的团购网络；2022 年，公司全年开展 5 万余次企业走访；2023 年公司继续围绕“一大一高一阵地”团购建设思路，持续加深与大型企业、特大型企业单位的友好关系。
- ◆ **直销——新零售渠道：发展新零售渠道，促进线上线下融合发展。**2020 年，四川五粮液新零售管理有限公司在成都成立，致力于打造集品牌宣传平台、产品销售平台、消费者互动平台和线上市场管理平台为一体的“垂直生态赋能平台”。公司以互联网思维开展消费者运营，建立精准营销体系及消费者会员中心，探索多维合作体系，构建运营管理标准。2022 年，“五粮液新零售平台”上线，在原有平台的基础上升级产品体系，主销五粮液高价值产品（与传统渠道不产生竞争），主要瞄准具有消费端资源的企业用户，使用户能够通过传播推广等方式，将私域流量多次变现。

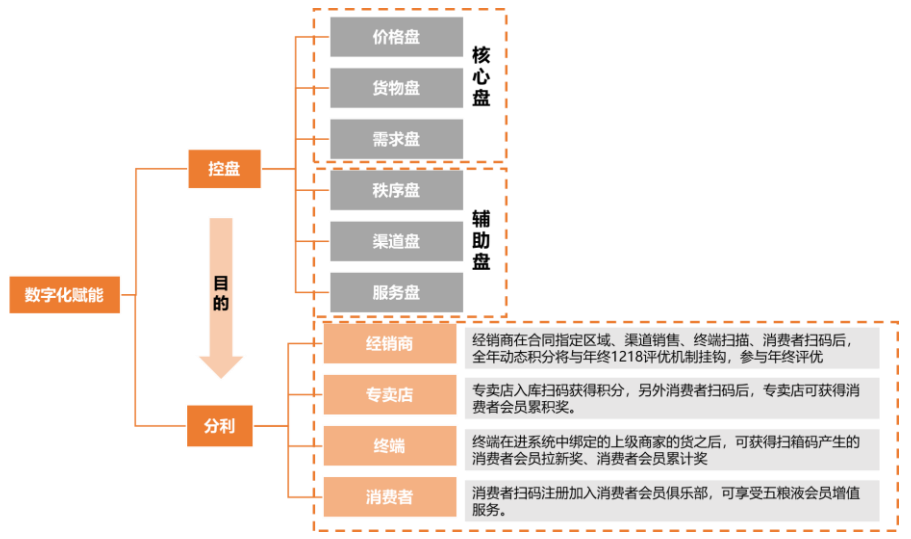
图 10：五粮液新零售公司“垂直生态赋能平台”



资料来源：微酒公众号，天风证券研究所

**大数据体系：数字化深度发展，提高控盘分利能力。**公司通过数字化建设，主要在以下几个方面强化渠道管理：①**客户画像**：2017 年，五粮液和 IBM 在酒业领域的应用开展数字化转型工作，利用大数据和云计算实现消费者精准分析和画像；②**控盘分利**：2019 年，五粮液通过数字化系统全面实行“控盘分利”模式，通过“商家入库扫码—商家出库扫码—终端入库扫码—消费者购买扫盖码”这一溯源体系掌控大盘，提高渠道的进销存监控；③**产品保真**：2020 年，五粮液推进“五粮液数字酒证”项目，依托区块链记录覆盖出厂、仓储、物流运输三大环节，通过将五粮液实体酒与数字酒证进行一一对应的加密锚定，酒的流通信息得以查验，实现了保真模式的完整闭环，有效提高了渠道的质量监控。

图 11：五粮液控盘分利模式

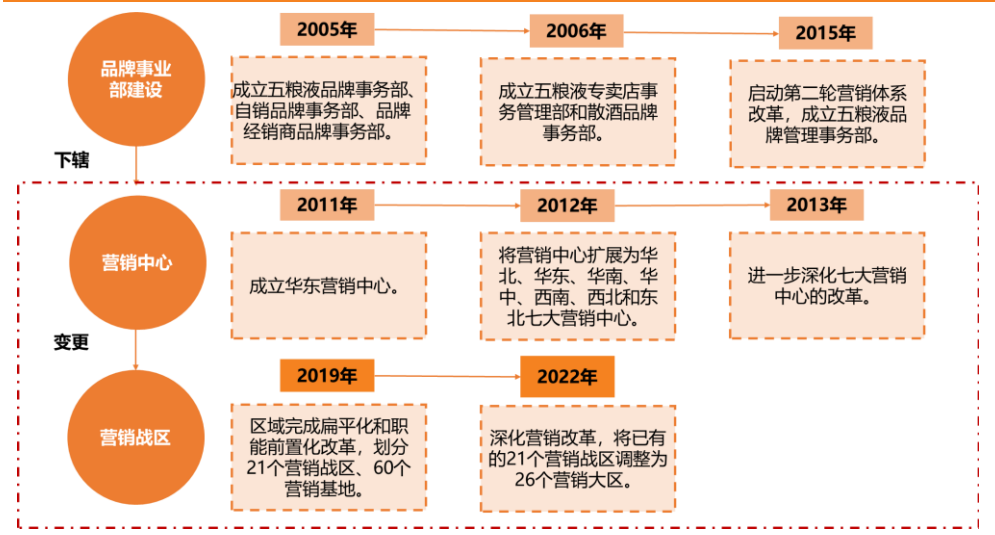


资料来源：酒业家公众号、数字化星球公众号、天风证券研究所

### 1.4. 深化营销区域改革，东中西部持续扩张

区域营销组织持续变革，实现“横向专业化，纵向扁平化”。自2005年以来，公司不断对营销组织进行调整：2005年成立三大品牌事业部，2011年开始建设营销中心，2019年将7个营销中心细化为21个营销战区、60个营销基地，2022年又进一步调整为26个营销大区。公司实施“总部抓总、大区主战”的营销策略，赋予战区“财权、事权、人权、推荐权、临机决断权”五项权力，实现权力下放，以提高对市场反应的敏感度，同时公司将职能部门和资源下沉到营销战区，并面向全国市场化招聘营销业务人员，以此加强市场精耕细作和快速响应，目前区域已逐步完成扁平化和职能前置化改革。

图 12：五粮液营销组织变革过程

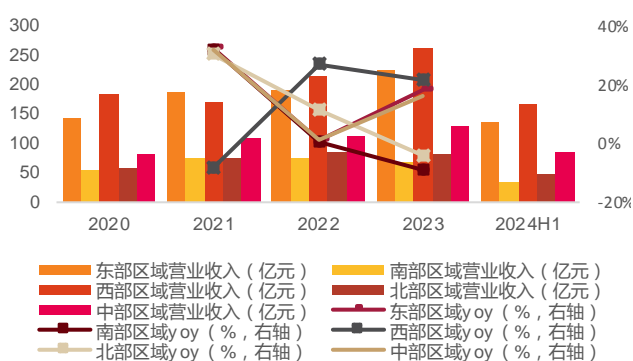


资料来源：方志四川公众号等，天风证券研究所

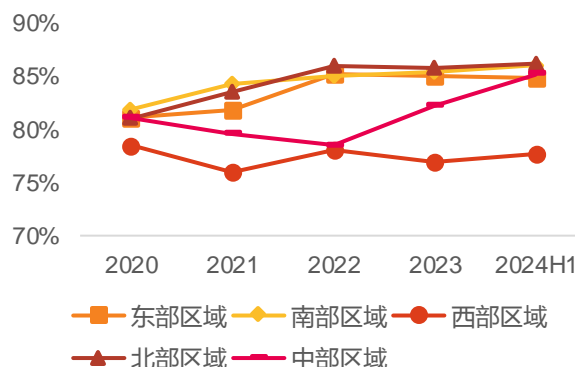
三大支柱市场引领增长，毛利率提升彰显竞争力。从营收结构来看，2023年五粮液东、南、西、北、中各区域收入分别为223.89/68.10/262.15/80.74/129.58亿元，占酒类收入比重分别为29.29%/8.91%/34.29%/10.56%/16.95%，西部区域、东部区域与中部区域仍是五粮液的三大支柱市场，营收占比共计超过70%，且营收同比均有两位数增长。从销售毛利率来看，2020-2023年五粮液东部区域、北部区域、南部区域毛利率持续提升，主要得益于公司产品投放结构优化和渠道运营效率提升。

图 13：五粮液各区域营收（亿元）及同比增速

图 14：五粮液各区域毛利率变化（单位：%）



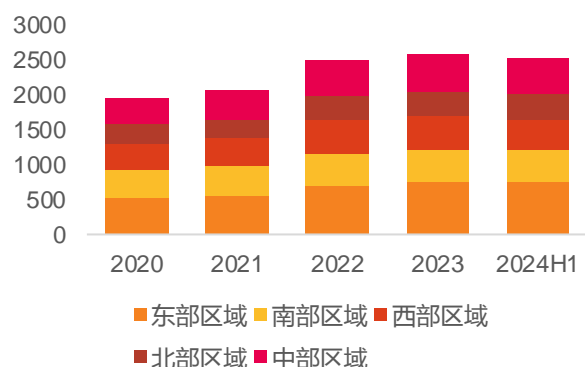
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

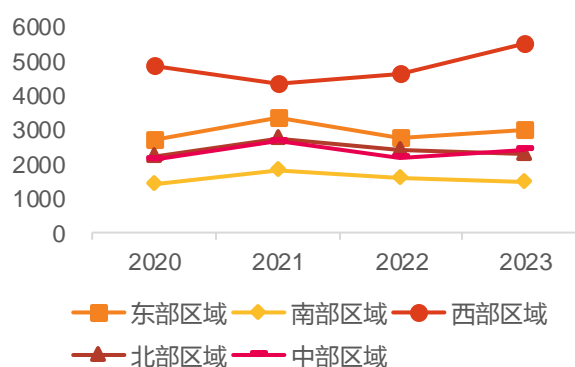
**东部中部扩张迅猛，西部市场规模领先。**从经销商数量来看，2020-2023 年五粮液各区域经销商数量总体呈现上升趋势，其中东部区域、中部区域经销商数量扩张较快，相较 2020 年，2023 年经销商数量分别增加 221/144 家。从经销商平均规模来看，作为基地市场，西部区域经销商规模最大，而东部、中部区域在经销商数量扩大的同时保持规模稳定或是小幅增长，可见东部、中部区域的持续快速扩张趋势。

图 15: 五粮液各区域经销商数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16: 五粮液各区域经销商平均规模 (万元/家)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**西部基地市场：**四川市场是西部区域的代表市场，也是五粮液的大本营市场，白酒容量或在 400 亿元左右，其中五粮液以 45 亿元（含系列酒）的总销量位列四川市场“工厂价值”第一位（泸州老窖约为 38 亿元）。除高端产品第八代五粮液外，五粮春、五粮醇、尖庄、五粮陈等中价位、中低价位的产品在川内市场也占据着很高的市场份额，经营多年的五粮春更是超过 10 亿元，强大的品牌、产能输出能力，以及高、中、低各个价位的全覆盖，是五粮液多年雄踞川内第一品牌的核心因素。近年来，五粮液不断挖掘和释放活态文化与活态传承的深层价值，开展五粮液品牌文化巡展活动、携手四川博物院举办川酒文化历史探索之旅主题活动等，以文化赋能品牌发展。

**东部区域：**东部区域一直以来都是中国酒类消费市场的高地，对酒类品牌开拓全国化市场具有重要意义。2016 年，五粮液华东营销中心开始打造以“百亿销额、百强商家、百强区域、百强网点、百强销售”为主的“五个一百”市场建设工程，切实保障“百亿华东”的顺利实现。2020 年以来，五粮液东部区域营收收入不断攀升，曾在 2021 年超越西部地区成为五区之首。

表 4: 五粮液“百亿华东”建设工作部署安排

具体措施	
产品层面	打造华东区域范围内销售额达 60 亿元的单品 1 个，10 亿元的单品 3 个，3 亿元的单品 3 个、1 亿元的单品 1 个
市场层面	打造“15 亿元”级市场 1 个，“8 亿元”市场 3 个，“5 亿元”市场 3 个，“3 亿元”

	市场 4 个，“2 亿元”市场 7 个以及 20 个样板区县级市场
渠道层面	实现针对支撑型经销商、区域型经销商、基础型经销商等不同类型经销商不同的服务管理策略
终端层面	落实五粮液“百城千县万店”工程，实现终端渠道、专卖店渠道、KA 渠道三个渠道层面的重点标杆打造
模式层面	推进互联网+试点项目与传统推广模式结合，实现线上、线下的互动

资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

① **江苏市场：**江苏市场是浓香型白酒的“金腰带”，以苏酒、川酒为主的浓香型白酒占据白酒市场的主导地位。据酒说 2023 年江苏白酒市场调研，偏好浓香型/酱香型/清香型/其他香型的消费者分别占 51%/28%/18%/3%。同时，江苏酒类消费者饮酒低度化倾向明显，主流度数为 42-46 度，五粮液、国窖 1573、古川等品牌的中低度产品在江苏市场更受欢迎。在百亿华东产品规划中，五粮液将 42 度五粮液作为重点打造单品，将江苏市场作为 42 度五粮液的最佳基地市场。从价格带看，江苏整体白酒消费价位较高，2000 元以上超高端价位由茅台垄断，千元价位则由五粮液主导，国窖主要在苏南布局，而五粮液则兼顾苏中、苏南地区。

② **山东市场：**山东市场酒类消费偏好浓香型，据酒业家 2022 年山东白酒市场调研，浓香酒整体市场规模约 250 亿元，市场占比约为 55.56%。其中五粮液作为浓香酒第一梯队，市场体量超 30 亿，销售表现稳健。同时，山东市场白酒消费低度化倾向明显，以聊城、菏泽、临沂、德州等区域为例，低度酒在浓香酒中的销售预计占 70%左右，低度五粮液在山东增长明显。五粮液抓住市场机遇，焕新推出五粮液 45 度，精准匹配消费者需求，突破中度酒细分市场。

表 5：2022 年主流浓香品牌在山东销售情况

	销售体量	主流浓香品牌
第一梯队	30 亿+	五粮液
第二梯队	20-30 亿	泸州老窖、洋河
第三梯队	10-20 亿	剑南春、扳倒井
第四梯队	5-10 亿	古井贡酒、古贝春（浓香）、花冠（浓香）、泰山等
第五梯队	1-5 亿	舍得、水井坊、丰谷、兰陵、趵突泉、琅琊台、红太阳等

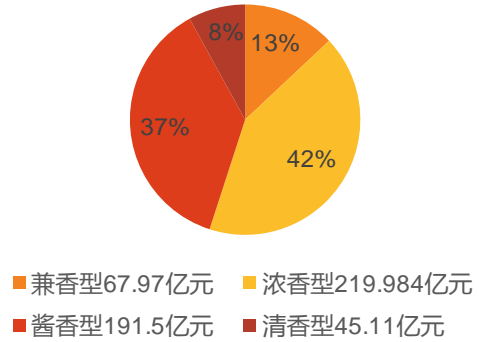
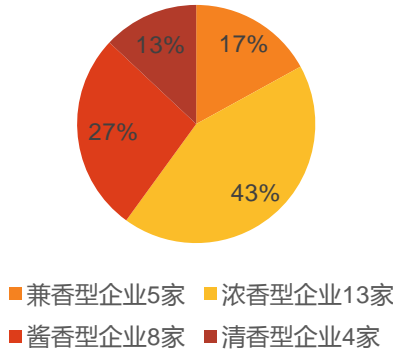
资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

③ **安徽市场：**在千元以上的高端价位带，飞天茅台和第八代五粮液占据绝大部分份额。2023 年 6 月，五粮液上市“和美安徽文化酒”，结合安徽地方文化为徽商圈层精心打造具有文化属性的高端个性化产品，满足安徽消费者对于和美生活的向往和追求，在文化酒赛道上持续发力。

**中部区域：**河南作为白酒产销大省，其白酒销量位居全国第一、产量位居第二，是五粮液在中部区域的重要营销战区。从白酒香型来看，在河南 TOP30 品牌中，2023 年浓香型销售额约 220 亿元（占比 42%），酱香型销售额约 192 亿元（占比 37%），二者占据近八成的市场份额。2022 年五粮液在河南市场的销售额为 75-78 亿元（占比 12%），仅次于茅台（17%），与第三位次洋河、仰韶（5%）拉开差距。24 年以来五粮液通过开展终端答谢会推动终端抢抓节庆旺季动销，以五粮液 1618 开瓶扫码活动、文化沙龙活动、和美文化节等活动强化消费者的品牌认知。

图 17：2023 年河南 TOP30 酒企中香型类别占比

图 18：2023 年河南 TOP30 酒企中香型销售数据



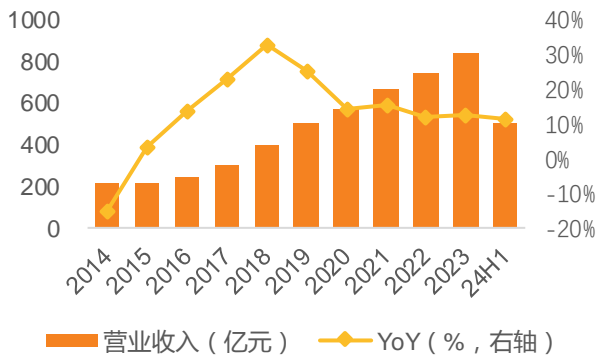
资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

### 1.5. 盈利水平具备提升空间，现金流彰显稳定性

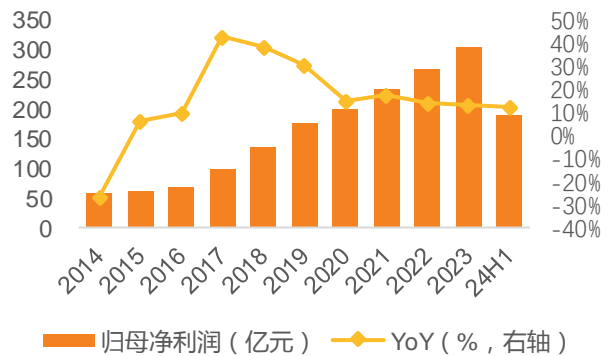
**业绩增速保持稳态，1618&低度有望注入新动力。**2016-2020年，受益于宏观经济增速较高&白酒行业结构升级&行业集中度提升，高端酒板块业绩保持较高增速，该期间五粮液收入/归母净利润 CAGR 分别为 23.6%/31.0%。2021年以来，受外部经济扰动，行业整体业绩增速逐步放缓，但高端消费需求相对刚性，五粮液凭借头部品牌效应&发力直营渠道&加快布局产品矩阵，收入利润仍保持 10%+的稳定增长。2023年在保证核心单品普五量价稳定的同时，公司通过低度五粮液&五粮春的放量实现业绩增长（营收 833 亿元，同比 +12.6%；归母净利润 302 亿元，同比+13.2%）。我们预计，未来公司产品代际系列、年份系列和文化系列的完善成长将成为业绩增长的新一轮动力。

图 19：2014-24H1 公司营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：2014-24H1 公司归母净利润（亿元）及同比增速

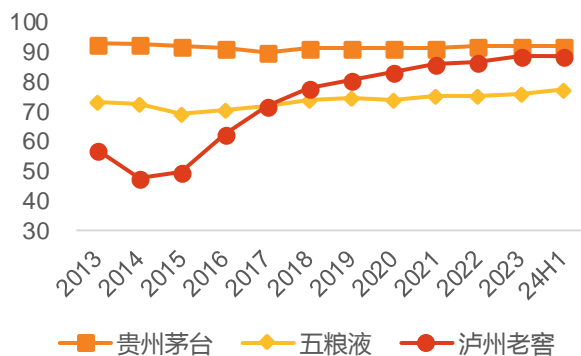


资料来源：wind，天风证券研究所

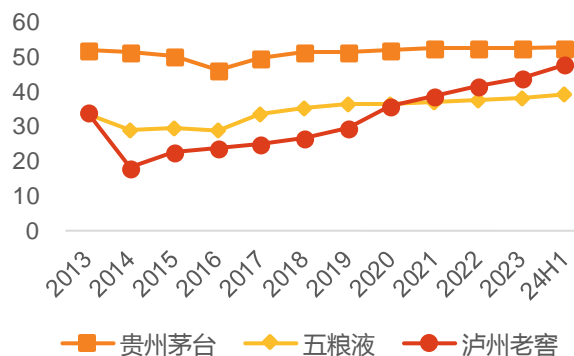
**管理费效比持续改善，盈利能力仍具提升空间。**贵州茅台和五粮液作为白酒行业龙头企业，毛利率及净利率表现稳健，2018年以来毛利率分别维持在 91%/73%以上，净利率分别维持在 51%/35%以上，泸州老窖受益于频繁提价&产品结构升级，盈利能力提升幅度相对较大。2023年贵州茅台/五粮液/泸州老窖三家的毛利率分别为 91.96%/75.79%/88.30%，净利率分别为 52.49%/37.85%/43.95%，相较于茅泸，五粮液在盈利能力上仍具备一定提升空间。随着近期产品渠道调整举措的推出（24年初提升出厂价&优化产品结构），我们认为公司未来业绩目标达成可能性较高。

图 21：2013-24H1 茅五泸销售毛利率（单位：%）

图 22：2013-24H1 茅五泸销售净利率（单位：%）

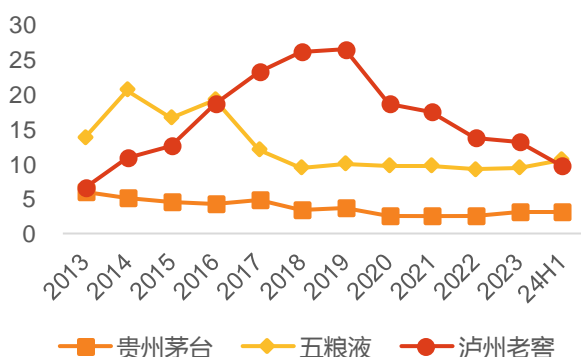


资料来源: wind, 天风证券研究所



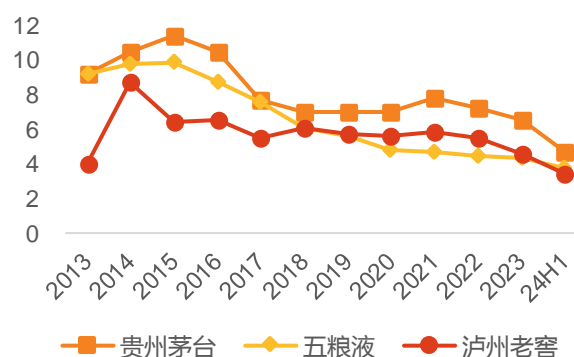
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 23: 2013-24H1 茅五泸销售费用率 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

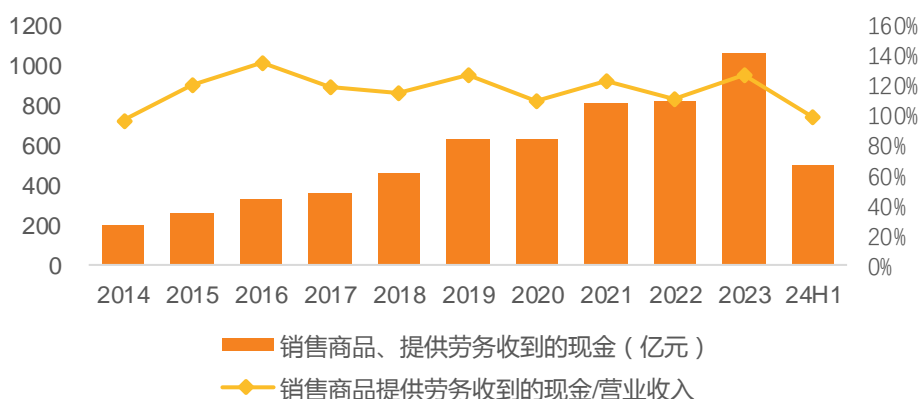
图 24: 2013-24H1 茅五泸管理费用率 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

**销售收现充足，收款端彰显稳定性。**2023 年公司经营活动产生的现金流量净额为 417.42 亿元，同比增长 70.86%，销售商品、提供劳务收到的现金为 1053.50 亿元，同比增长 28.84%，且其占营业收入比重高达 126.51%，同比提升 15.96 个百分点。整体来看，虽然行业整体渠道阶段性承压，但公司凭借强大品牌力仍然能够保证回款端和现金端的稳定性。

图 25: 2014-24H1 公司销售收现 (亿元) 及其占营收比重 (%)



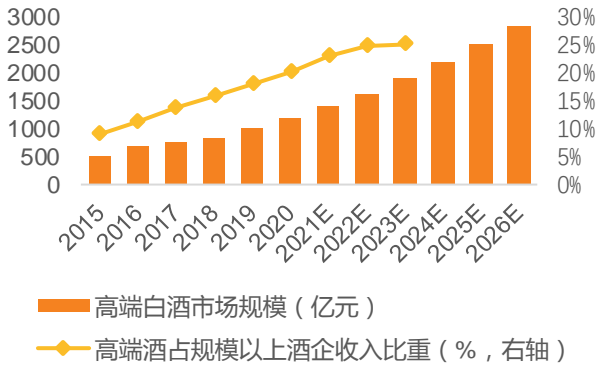
资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 高端白酒持续扩容，消费升级趋势延续

**长期高净值人群扩容，高端酒需求具备刚性。**2015 年白酒行业走出调整期后，受益于中产

阶级扩容&消费需求升级（茅五泸收入增速与人均可支配收入增速趋势相似），高端白酒行业迎来高速发展时期。根据前瞻产业研究院，2023年高端白酒市场规模预计达到1889亿元（15-23年CAGR约18%），占规模以上酒企收入比重约25%（较15年提升约16pcts）。高端消费具有一定刚需属性，因此在宏观经济不确定的20-23年，茅五泸高端酒类仍整体实现量价齐升。长期来看，一方面高净值人群数量及人均可投资资产仍呈上升趋势，另一方面高端白酒仍为高净值人群收藏送礼的重要选择，我们预计未来高端白酒市场的消费者基础和消费场景基础将进一步巩固拓宽。

图 26：2015-2026E 高端白酒市场规模及其比重



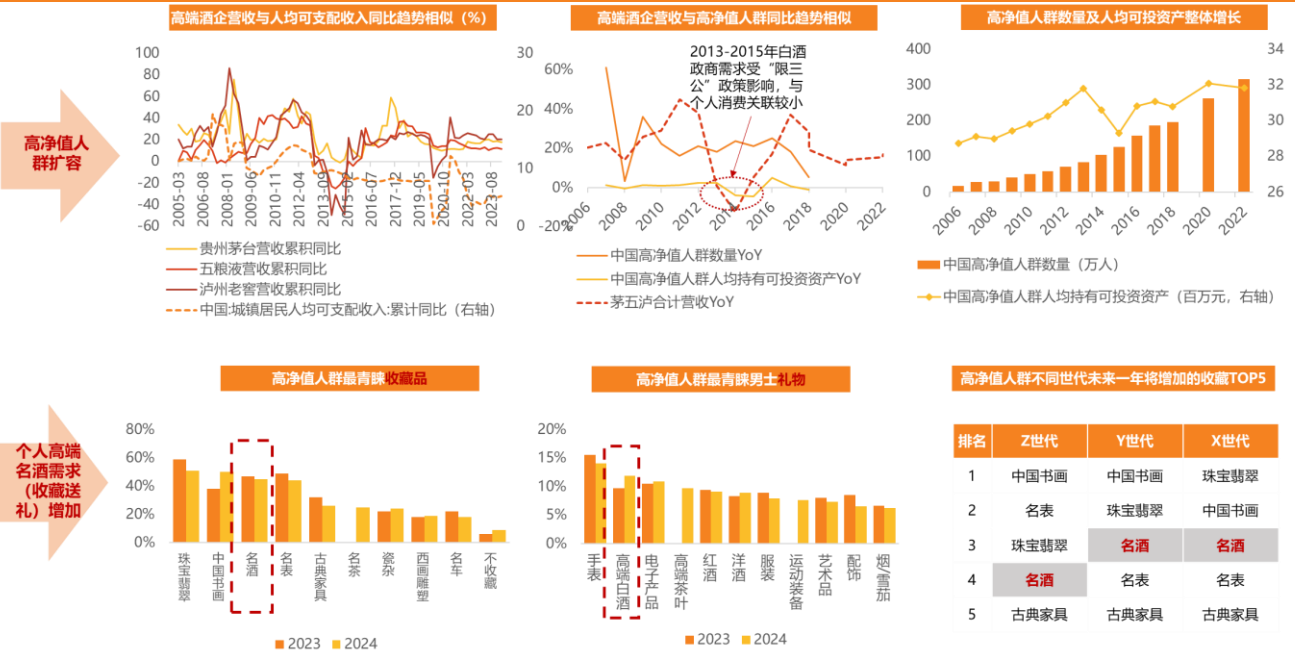
资料来源：酒教主公众号、欧睿国际、前瞻产业研究院等，天风证券研究所

图 27：2020-2024 年茅五泸销量及吨价数据

高端酒企收入 (亿元)				
	2020	2021	2022	2023
茅台酒	848	935	1078	1266
五粮液产品	441	491	553	628
泸州老窖中高档酒类	142	184	221	268
总收入	1431	1610	1853	2162
高端酒企销量 (吨)				
	2020	2021	2022	2023
茅台酒	34313	36261	37901	42110
五粮液产品	28139	29203	32768	38659
泸州老窖中高档酒类	25328	31766	37124	37584
总销量	87780	97230	107793	118352
高端酒企吨价 (万元/吨)				
	2020	2021	2022	2023
茅台酒	247	258	285	301
五粮液产品	157	168	169	162
泸州老窖中高档酒类	56	58	60	71
总吨价	163	166	172	183

资料来源：公司公告，天风证券研究所

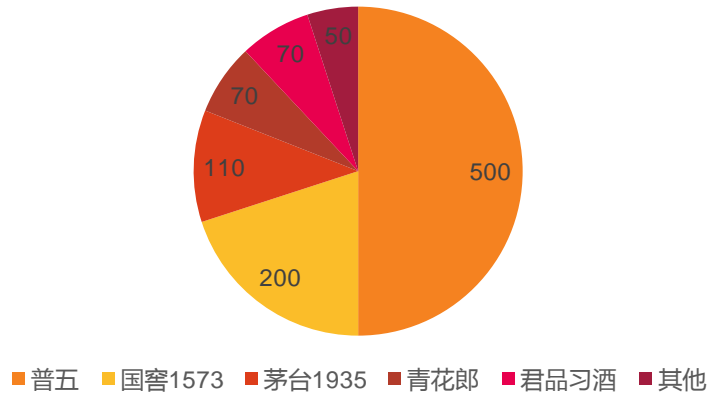
图 28：高端酒需求取决于宏观经济&高净值人群



资料来源：酒游记公众号，胡润百富公众号，wind，天风证券研究所

千元价格带持续扩容，头部竞争格局稳定。千元价格带呈现龙头地位稳固、酱酒快速崛起等特征。**龙头地位稳固**：2023年白酒千元价格带规模大约为1000亿元左右，其中普五占比约50%，凭借品牌力在该价位带具有绝对优势，其次为以渠道力取胜的国窖1573占比约20%；**酱酒快速崛起**：茅台1935自2022年初上市创下最快实现50亿、100亿的两项大单品记录，2023年君品习酒同比增长40%至70亿元。我们认为，从规模上来看，随着居民消费水平提升，千元价格带消费场景将覆盖更广的商务宴请甚至部分高端宴席，普五有望凭借强品牌力抢占增量市场；从格局上来看，部分酱酒新品前期增速较快，品牌势能支撑较弱，量价关系尚不平衡，而普五坚定控量挺价，长期来看将推动价盘良性运作，确保头部地位。

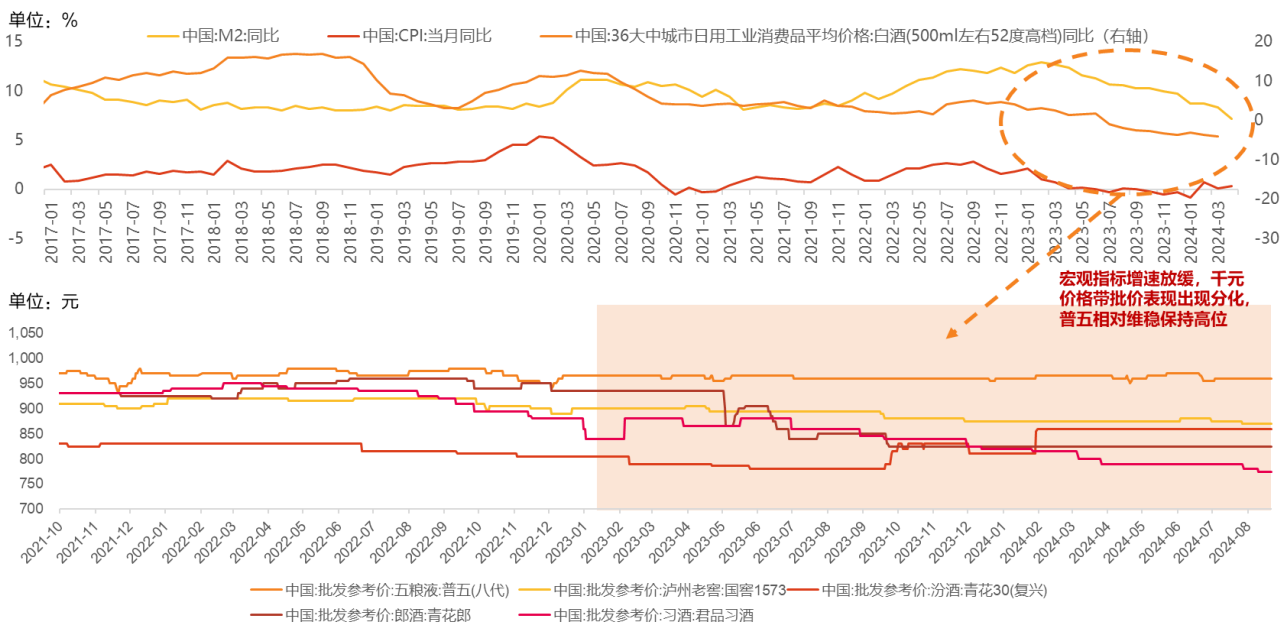
图 29：2023 年千元价格带单品规模（亿元）



资料来源：酒业家公众号，酒说公众号，天风证券研究所

**千元价位带普五价格刚性突出，茅台强大调节能力保障市场秩序。**2023 年以来，在宏观经济修复背景下，促动销去库存成为白酒行业的主线任务，批价稳定度在一定程度上反应了产品在该价格带的需求刚性。相较千元价格带其他竞品，五粮液凭借“三高一低”的特点（占有率高、复购率高、开瓶率高和社会库存低）支撑批价保持较高稳定性。2024 年端午节后茅台批价出现较大波动，但茅台作为白酒龙头企业，市场调节工具充足（取消开箱政策、取消 12 瓶装飞天投放，15 年&精品茅台停货），成功实现灵活控量保价，保障后面以普五为代表的高端白酒价格秩序安全，防止出现价格踩踏现象。

图 30：宏观经济指标与千元白酒价格同向波动



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 控量挺价推升普五价值，多层次放量支撑业绩稳定性

#### 3.1. 茅台提价打开价格空间，普五夯实千元霸主地位

**普五跟随小幅提价，推动品牌价值回归。**2024 年 2 月 5 日起，第八代五粮液出厂价从 969 元/瓶提升至 1019 元/瓶，每瓶上调 50 元，涨价幅度约 5%。从提价时点来看，①2023 年 11 月底普飞出厂价提升 20%为普五和国窖等高端酒进一步打开价格上行空间；②23 年 1218 大会公司释放提价信号缓冲市场波动；③提价节点为春节前 10 天，动销高峰期冲抵提价带来的市场抵触心理。从辅助政策来看，公司宣布 24 年普五减量 20%&每季度新增 2%-3%



的过程激励，有望增厚渠道利润，提振经销商信心。我们认为五粮液此次提价短期来看起到促进回款、消化库存等作用，长期来看将充分推动普五价格向品牌价值回归。

**普五提价历史复盘：**我们大致将五粮液的提价历程分为5段：

- ◆ 2008 年之前五粮液处于行业龙头位置，普五出厂价高于普飞，后续茅台强化产品稀缺优势&培育核心客户，普飞一度供不应求，2008 年 1 月普飞出厂价首次超过普五；
- ◆ 2008-2012 年期间茅五竞相提价争夺行业定价权；
- ◆ 2012 年限三公政策影响下，高端需求渐弱，五泸依旧追随茅台提价导致批价大幅倒挂，2014 年价盘承压之下五粮液主动降低出厂价以缓解渠道压力；
- ◆ 2015-2022 年初，五粮液小幅高频提出厂价以实现价值回归，同时二次创业带来的渠道&产品革新推动普五批价稳定上行，2017 年起普五再次实现顺价；
- ◆ 2022 年受宏观经济不确定影响，普五出厂价上行+高端消费品需求波动，普五再次出现价格倒挂，23 年 11 月普飞时隔 6 年提价 20%，在提振行业信心的同时打开高端酒价格天花板，24 年 2 月普五跟提 5%，同时采取减量策略促进批价上行。

图 31：茅五泸提价历史复盘

日期	飞天茅台 出厂价 (元)	提价幅度	日期	五粮液 出厂价 (元)	提价幅度	与茅台价差	日期	国窖1573 出厂价 (元)	提价幅度	特点总结
2008年1月	439	23%					2008年8月	468	15%	茅台出厂价反超
			2008年9月	469		30				
2010年1月	499	14%	2010年1月	509	9%	10	2010年1月	519	11%	茅五竞争定价权，老窖提价激进
2011年1月	619	24%	2011年9月	659	29%	-110	2010年9月	619	19%	
2012年9月	819	32%	2013年2月	729	11%	-160	2012年1月	889	44%	
			2014年5月	609	-16%	-90	2013年7月	999	12%	
			2014年10月	576	-5%	-210	2014年5月	680	-32%	五泸价格持续倒挂，主动降价缓解渠道压力
			2014年12月	609	6%	-210	2014年7月	580	-15%	
			2015年8月	659	8%	-160	2014年8月	550	-5%	
			2016年3月	679	3%	-140	2015年6月	620	13%	茅台提价节奏放缓，五粮液逐步顺价，老窖小步快跑缩减差距
			2016年9月	739	9%	-80	2016年8月	640	3%	
2018年1月	969	18%	2017年3月	680	6%	-230	2017年7月	740	9%	
			2018年	789	7%	-180	2019年2月	780	5%	
			2019年6月	889	13%	-80	2019年6月	790	1%	宏观经济修复背景下，老窖升级五码小幅提价，茅台时隔6年提价提振信心，五粮液倒挂状态下控量提价
			2022年1月	969	9%	0	2019年11月	810	3%	
2023年11月	1169	20%				2020年1月	830	2%		
			2024年2月	1019	5%	-150	2020年5月	850	2%	
							2020年9月	890	5%	
							2022年1月	960	8%	
							2023年8月	980	2%	

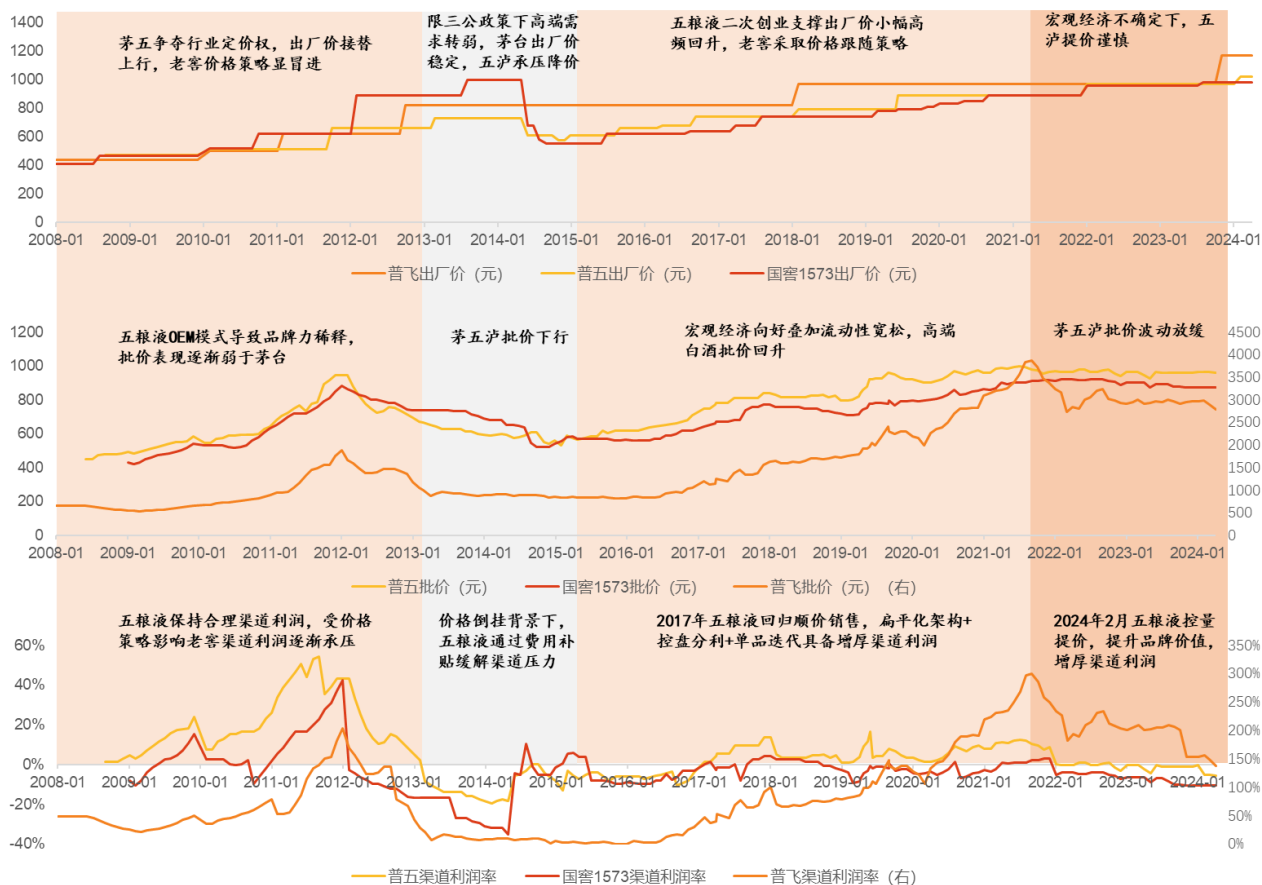
涨价幅度：  
 茅台14%-32%  
 五粮液5%-29%  
 老窖5%-19%

提价节奏稳健，出厂价提升顺势而为，幅度大，频率低  
 通过出厂价提升传导至批价端，17-22年保持顺价销售，22年受需求影响再次倒挂  
 小幅高频跟随五粮液，渠道管控力强，渠道利润分配相对合理

资料来源：wind，酒经公众号，天风证券研究所

**提价节奏总结：**我们将五粮液的提价节奏特点总结为以下几点：①提价幅度和频率稳健居中。近几年普五提价幅度大多在10%以内（普飞为20%左右，国窖为5%左右），提价频率亦处于茅五之间；②谨慎跟随普飞提价。13年限三公政策和20年疫情均对高端消费造成影响，13年普五贸然跟随提价11%导致价盘承压，24年普五谨慎跟提5%，同时增加返利补充渠道利润，价盘从而保持良性运转。③具有较强顺价修复能力。2014年开始，五粮液通过精简产品体系和优化营销模式促进批价回升，顺势提升出厂价，同时实现增厚渠道利润和品牌价值回归，2024年以来五粮液通过普五减量和增加返利有望再实现品牌和渠道利润双升。

图 32：茅五泸出厂价、批价及渠道利润对比



资料来源：wind，酒教主公众号等，天风证券研究所

**高端白酒涨价主要分两种场景：**在宏观经济增速较高，需求强劲&渠道利润丰厚的情况下，提升出厂价是顺应市场供需而动的动作，能够增厚酒厂利润和业绩确定性；在需求平缓&渠道利润薄弱的情况下，酒企提升出厂价往往需要进行控量和渠道管控，从而使得批价随渠道成本提升而上行，同时在短期内能够抢占渠道资金，对竞品形成压制。

**控量提价措施明确，其他产品接替放量，全年业绩有所保障。**五粮液 24 年 2 月提价情况为后者，价盘稳定主要取决于公司能否采取有效的渠道策略以解决利润收窄后的厂商矛盾。**在产品统筹方面**，2024 年第八代五粮液计划年内减量 20%，普五业绩压力减轻，同时 1618 和低度五粮液两款产品提供增量，从而保证公司业绩稳定性；**在库存消化方面**，公司春节开展一系列营销活动，顺利实现开门红，渠道库存消化良好，为后续批价上行奠定基础；**在渠道管控方面**，公司一方面持续通过数字化加大渠道掌控力，另一方面积极开展打假和打击窜货等活动。

整体来看，公司管控市场和稳固市场价格的决心坚定，同时受益于强品牌力&强营销投入，公司终端动销表现良好，我们预计此次公司提价将稳步推动批价上行，同时年度业绩目标达成可能性较强。

### 3.2. 多元产品矩阵成形，1618&低度逐步放量

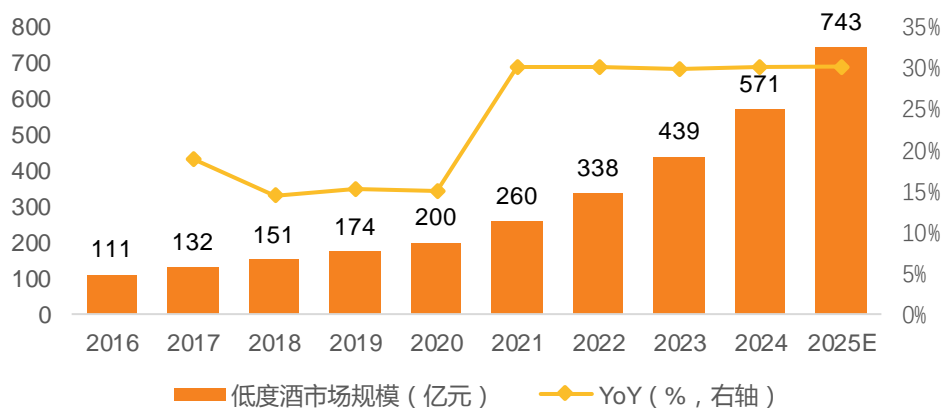
**2024 年全产品矩阵亮相，产品投放结构优化。**虽然 2024 年普五提价的同时伴随着减少投放量和固化配额，但优化投放结构&打造多元产品矩阵有望成为五粮液逆势成长的一大增长极。2023 年 1218 大会公司提出将优化的计划量投向特殊规格装五粮液、文化酒等产品；2024 年 5 月，45 度和 68 度五粮液焕新上市，标志着五粮液代际系列在度数上的较全面覆盖；2024 年 6 月五粮液股东大会进一步明确新增计划量向五粮液 1618、39 度五粮液、45 度五粮液、68 度五粮液以及文化定制酒倾斜；2024 年 7 月经典五粮液全系产品正式亮相，标志经典五粮液系列化产品矩阵正式成型。

#### 3.2.1. 代际系列：1618 定位宴席高速成长，低度五粮液迎合新兴趋势

**1618 热销宴席市场，低度五粮液打入蓝海市场。**1618 作为五粮液千元价格带的护城河产品，意在抢占普五提价后的市场空间，助推普五走出独立行情；低度五粮液定位为普五侧翼，一方面阻击跟随者，另一方面迎合新兴消费群体低度需求。

- ◆ **从产品定位上来看**，①1618 聚焦于宴席市场，旨在打造“千元价格带宴席第一品牌”，在价格、场景和年代价值上与茅台 1935 形成对标，抵御茅台 1935 在千元价格带对普五的冲击；②低度五粮液在年轻消费者群体优势突出，具有风味佳、适口性好、饮后舒适度优等特点，目前华北、华东等区域低度化趋势明显，我们认为低度五粮液强化推广运作有望未来抢占低度市场份额，凭借强品牌力&高酿造水平对竞品形成阻击。

图 33：2016-2025E 低度酒市场规模（亿元）及其同比增速



资料来源：TMIC，嘉桐酒庄公众号，天风证券研究所

表 6：五粮液低度白酒发展历程

时间	事件
1978 年	五粮液攻克低度白酒技术难关，将 52 度五粮液成功降到 38 度和 35 度
1986 年	“五粮液系列低度白酒的开发”项目正式列入国家科委“星火计划”，公司成立专门的低度白酒生产车间，率先在国内开启了低度白酒的规模化生产和销售
1989 年	25 度五粮液、29 度五粮液、39 度五粮液等获得名酒称号
1991 年	25 度五粮液被授予国家金质奖
2013 年	五粮液正式推出五粮液低度系列产品 35 度、39 度、42 度五粮液
2018 年	以“和美敬意”为主题对五粮液低度系列 39 度白酒进行宣传
2023 年	推出“紫气东来”，树立中国低度白酒价值标杆

资料来源：华夏酒报公众号等，公司公告，天风证券研究所

表 7：主要高端低度酒对比图（价格仅供参考）

	39 度五粮液	38 度国窖 1573	43 度飞天茅台	42 度汾酒青花 30
参考图片				
终端价格 (元/瓶)	769	740	1099	959
热销地区	山东、河北	华北	浙江	山西
定位场景	商务宴请	商务场景	家庭宴请	商务宴请
推广措施	结合重要节庆，由大区协同商家开展灵活精准的消费者培育工作	采取市级平台公司股权商模式，以单个市场为突破口，逐步带动周边市场的发展，注重通过股权绑定加强与大商、大店的合作关系	从“消费者+场景+价值”出发，升级家宴主题品牌推广活动，强化宴席市场品牌调性和产品形象	加大品鉴及核心资源费用投入，实现终端顺价，且利润高于竞品
未来趋势	<b>有一定的涨价预期；明确提出增加投放量</b>	拥有较高的技术护城河；未来根据当地消费者习惯投放高低度产品；在潜力市场进行低度产品培育	在部分传统低度酒消费市场开始起量；在非传统低度酒消费区域更多出现在商务宴请、婚宴场景	省内市场逐渐发力，开瓶率较高；抢占浓香竞品市场空间；公司加大投放量

资料来源：京东，酒业实战局公众号等，天风证券研究所

- ◆ **从产品运作来看**，①组建五粮液 1618、39 度五粮液核心产品运营专班，形成了“营销大区+产品运营专班”矩阵式组织结构；②通过数字化手段（五码合一、扫码反向红包等）赋能渠道，加速终端动销和维护市场秩序，同时开展宴席推广活动，达到一定开瓶数量后即赠送奖品，2023 年上半年湖南市场 1618 宴席超 600 场，有效开瓶率达 70%+。③结合重要节庆，由大区协同商家开展更灵活更精准的消费者培育工作。

表 8：1618 和 39 度五粮液扫码红包和宴席活动

活动	时间	活动内容
扫码红包	2023/1/1	五粮液元春活动包括 39 度五粮液、五粮液 1618 开瓶扫码赢红包、推出宴席活动、发布主题视频、上线新年红包封面、发起抖音挑战赛等。
	2023/11/26-2024/5/31	五粮液推出“祥龙贺新岁，扫码赢好礼”活动，在任意渠道购买 39 度五粮液或五粮液 1618 两款产品，开瓶扫盖内码，将随机获得微信红包，中奖率高达 99.99%，最大红包达到 2000 元。
	2024/1/10-2024/1/19	以#聚五福星过五粮 year 为话题的五粮液抖音挑战赛正式启动，消费者真人出境拍摄 39 度五粮液、五粮液 1618 开瓶扫码中奖视频，使用贴纸成为“五粮液推荐官”，视频点赞数超过 10 个，将有机会获得价值上千元的经典五粮液小酒礼盒。
	2024/1/12	五粮液在安徽阜阳开展《拥抱大数据、开创新时代》为主题的五粮液 1618 扫码红包说明会活动。
	2024/6/1	河南三睿酒业商贸有限公司开展五粮液 1618 开瓶扫码政策宣导会。
	2024/6	五粮液云南营销大区滇西营销区域于 6 月发起五粮液 1618 开瓶扫码短视频宣传大赛。
宴席政策	2022/8/1-2024/7/21	订购 39 度五粮液、五粮液 1618、金装五粮液 3 件及以上，同时宴席桌数 3 桌及以上，可获得经典五粮液小酒手提袋礼盒（100ml*2）1 盒或 5L 五粮人家大坛酒 1 坛；满足订购单款活动产品 10 件及以上，同时宴席桌数在 10 桌及以上的，可获得五粮液缘定晶生戒指款 500ml 一瓶。
	2024/6-7 月升学宴	宴席规模在 3 件 3 桌及以上，且开瓶扫码 9 瓶及以上，即可奖励消费者五粮液 1618 宴席专属礼盒（260ml*2）或 39 度五粮液宴席专属礼盒（260ml*2）1 盒；宴席规模在 10 件 10 桌及以上的，若开瓶在 9 瓶及以上，若开瓶在 18 瓶及以上，即可奖励消费者五粮液缘定晶生戒指款（52 度/500ml）1 瓶；宴席规模达到 20 件 20 桌及以上，且开瓶达到 36 瓶以上，即可奖励消费者五粮液缘定晶

生戒指款（52度/500ml）2瓶。

资料来源：微酒公众号，酒食汇公众号等，天风证券研究所

45度开辟高端中度酒先河，68度树立价值技艺标杆。2024年5月9日，45度五粮液和68度五粮液正式上市，前者定位为“中国高端中度白酒引领者”，后者定位为“中国超高度白酒典范之作”。

- ◆ **从战略布局角度来看**，两款产品丰富补充了代际系列（39度主攻700元价位带，45度和1618主攻900元价位带，普五/经典年份酒系列分别发力1000/1500+价格带），进一步提升产品矩阵弹性，全价格带&多概念产品能够更好承接多样化群体的多元需求，支撑核心大单品普五挺价控量，为公司业绩确定性奠定基础。
- ◆ **从消费群体画像来看**，45度主要定位于30-50岁的商务精英，打入高端中度蓝海市场，引领中度酒提档升级；68度则主要定位50岁以上、经济相对自由、有一定社会地位与影响力的群体，主要用于4大消费场景（宴请聚会饮用、礼赠、个性即饮和收藏）。
- ◆ **从运作模式来看**，①公司有着全国最大规模和最先进的白酒酿造、基酒储存和勾调能力，凭借技艺的绝对优势实现度数和风味的共存，满足社交场合中度酒的需求；②公司运用强大品牌力对45度和68度五粮液分别注入“优雅从容，张弛有度”和“高度的尊重”的文化理念，引导消费者接受五粮液“和美”文化体系；③公司在渠道端加以数字化精准激励，从而保障渠道秩序和利润。

图 34：五粮液代际系列定位及竞品



资料来源：微酒公众号，酒业家公众号等，天风证券研究所

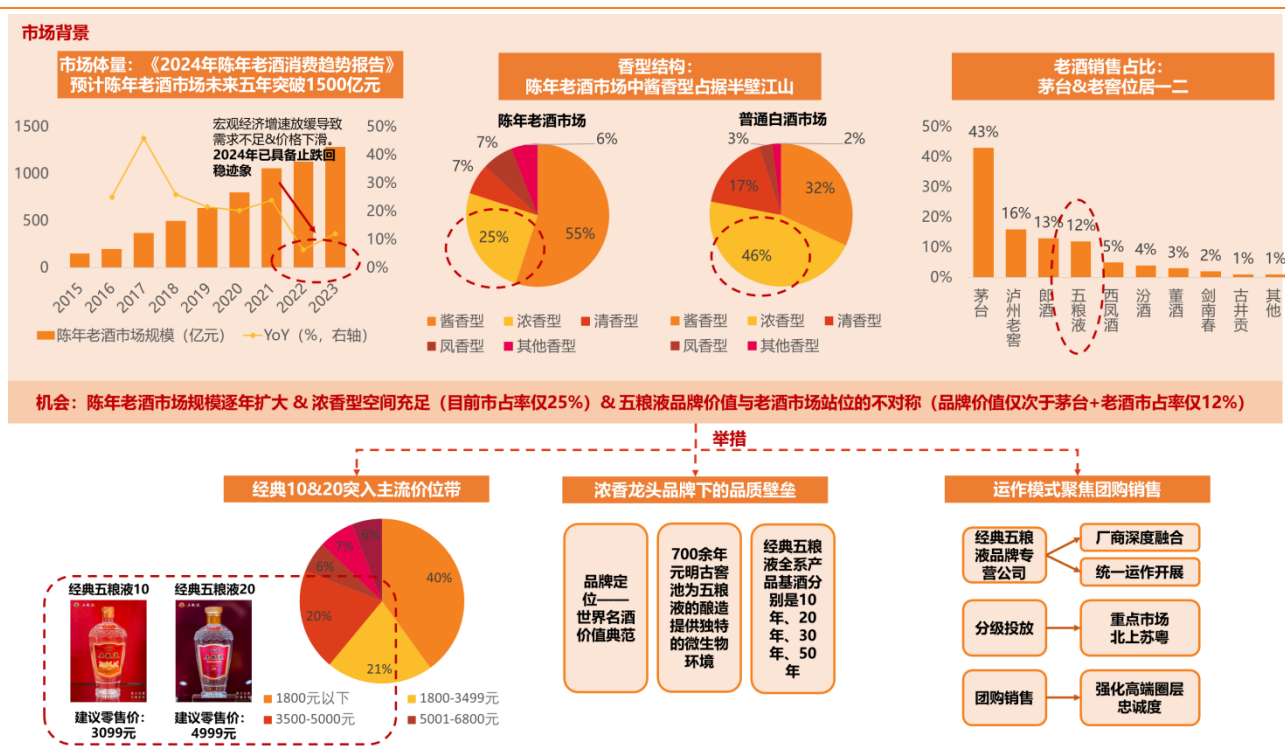
### 3.2.2. 经典五粮液：年份系列全系亮相，瞄准超高端市场

年份系列拔高品牌站位，长期有望成为第二增长曲线。2021年，五粮液发布经典五粮液10（定价2899元），开启布局超高端之路。2024年7月2日，经典五粮液全系产品正式发布，明确定位超高端战略性单品，我们认为，五粮液力求在2000+价位带与年份茅台分庭抗礼，这四款产品分别是经典五粮液10、20、30和50（建议零售价分别为

3099/4999/12999/30999 元),其中五粮液 20/30/50 分别对标茅台十五年/三十年/五十年。我们认为,2000+ 价位带仍处于蓝海市场,公司通过强大的品牌力根基开拓年份系列,一方面能够利用高度稀缺感和价值感提升品牌价值,另一方面为普五的控量挺价保驾护航,缓解业绩层面压力,最后还能够提升增长质量,增厚渠道利润和改善厂商关系。长期来看,公司将经典五粮液打造成第二增长曲线的定力充足。

- ◆ **从市场背景来看**,2013-2023 年期间老酒市场规模持续扩大,2021 年老酒市场破千亿,受宏观经济不确定影响,老酒价格刚性及需求转弱,2023 年同比增速恢复至 12.1%。截至 2023 年底,京东超市消费数据显示,在千亿老酒市场中,茅台年份酒占据超 40% 市场份额,其次为泸州老窖(16%)和郎酒(13%),浓香龙头五粮液仅居第四。经典五粮液全系产品的推出将正式引领公司突入千亿蓝海市场,未来有望放量形成大单品,为公司业绩提供多元支撑。
- ◆ **从具体运作来看**,①公司已成立经典五粮液品牌专营公司,这一模式可以有效实现厂商深度融合,深度融合经销关系和股权关系,另外也利于统一开展品牌推广、渠道建设、产品销售、消费培育等工作;②公司明确未来将根据市场定位,按照战略市场、重点市场和潜力市场来分级规划市场投放量,其中江苏、北京、广东、上海等沿海发达地区是未来的重点投放市场;③经典五粮液主要以团购销售为重点,强化在高端消费圈层中的品牌忠诚度,构建高端团购销售网络。

图 35: 年份酒市场格局及五粮液年份系列举措



资料来源:《2024 年陈年老酒消费趋势报告》,云酒头条公众号,微酒公众号等,天风证券研究所

### 3.2.3. 文化酒: 打入文创细分市场, 完善和美价值体系

**文化酒丰富品牌故事, 拓宽礼赠收藏场景。**1996 年,公司推出行业首款文化酒“一帆风顺”,引领行业进入新领域;2018 年,五粮液携手故宫博物院引爆文化酒细分市场;2022 年,公司正式推出和美中国、五福熊猫、兔年生肖纪念酒三大系列文化酒,目前五粮液文化酒已包含顶级 IP 类、文化概念类、事件纪念类、品牌跨界类和区域特色类五大类别。五粮液将文化酒纳入“1+3”产品矩阵,主要系以下几点因素:①高端酒以价格为生命线,价格以品牌力为支撑,文化酒系列能够丰富五粮液品牌文化内涵,运用和美文化价值体系进行高端消费者培育;②适应新时代多元文化消费需求,拓宽以普五为核心的传统消费场景,赋予五粮液更多收藏和礼赠属性;③在高端文创的蓝海市场抢占市场份额,为公司业绩贡

献部分增量。

### 3.2.4. 系列酒：大众价位带性价比凸显，五粮春持续高速增长

随着宏观经济增速放缓，高端酒批价短期内缺乏上行动力，为保障普五核心大单品品牌站位的同时维持公司业绩增速，公司逐步开始向多元化产品矩阵发展。五粮液浓香系列历经改革，削减过往冗余品牌，聚焦大单品价值回归，一方面对产品进行优化升级，另一方面在营销策略上高举高打。我们认为，在外部经济增速较低的时期，受益于次高端降级&大众酒升级趋势，100-300元价位带扩容明显，而主品牌价值加持下的五粮液系列酒在该价位带性价比优势凸显，有望通过份额争夺实现新一轮成长。

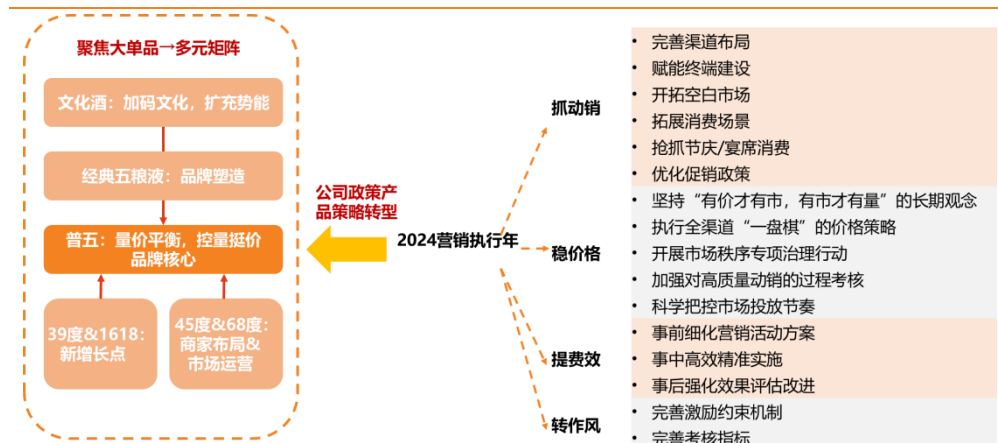
**加快系列产品瘦身，促进品牌价值回归。**2019年五粮液开始实行系列酒改革，促进品牌价值回归，提出“三性一度”目标（确保五粮液及系列酒产品的纯正性、一致性、等级性，提高品牌的辨识度）。公司提出“高仿产品坚决清退；中仿产品则坚决整改”的瘦身计划，对系列酒产品进行精简。截至2021年4月，五粮液系列酒已缩减至38个品牌/360个产品，自此系列酒“4+4”策略清晰，其中尖庄定位塔基产品，五粮醇主打200元价位带，五粮春则升级至300-400元价位带，我们判断其意图对标“宴席之王”剑南春。

- **五粮春：持续产品升级，发挥上承主品牌、下启系列酒作用。**2021年，公司推出第二代五粮春，在品质、外观、数字化防伪和消费积分权益四个方面作出升级；2022年进一步推出五粮春·名门（零售价728元）；2023年推出五粮春·和美（零售价568元），锁定婚礼等喜宴场景。五粮春持续塑造“名门之秀”品牌价值，2023年销售额近65亿元，开瓶动销同比增长5倍，宴席定投活动开展近10万余场。2024年五粮春计划有效终端达20万家，建设战略高地市场10个、重点样板市场20个等分类分级市场，有望对主品牌实现强力支撑。
- **尖庄：筑牢塔基产品，冲击光瓶酒市场。**作为公司百元价格带的唯一塔基产品，2019年公司提出对尖庄提出了“5年冲击50亿”的目标，2022H1尖庄已实现营收35亿元（同比增长50.78%）。在产品策略上，2023年公司推出“尖庄·荣光”（零售价59元/500ml），突入30-60元核心价格带，由此形成了“大光+荣光”双光瓶战略和“控量大光，培育荣光，补充盒装”模式；在市场布局方面，尖庄·荣光实行分级分类打造市场，助力战略高地市场及重点样板市场快速成长（截至2023年10月，尖庄·荣光签约商家近300家，对应覆盖超过200个地级市）；在终端建设方面，公司提出重视餐饮网点拓展和氛围营造，解决消费者“第一口”酒的问题，巩固渠道根基。

### 3.3. 注重终端营销动销，持续强化C端建设

**终端建设支撑产品矩阵发力，C端营销助力市场良性运作。**在逐步完善的产品架构基础上，五粮液定调2024年为“营销执行年”，在宏观经济增长放缓和终端消费疲软的情况下，保证渠道良性运作，聚焦终端和C端流通，重点做好“抓动销、稳价格、提费效、转作风”四个方面工作，在保证普五量价平衡原则的基础上，持续优化投放节奏和商家结构。

图 36：2024年五粮液股东大会定调2024年为“营销执行年”



资料来源：微酒公众号，酒类营销公众号等，天风证券研究所

**在渠道方面**，公司 2024 年持续发力直营渠道，加快推进“三店一家”建设（“三店”即体验店、专卖店、集合店，“一家”即五粮液酒家，“一陈列”即高端消费、出行场景品牌生动化陈列工作），从而增厚渠道利润&提升消费者体验&增强渠道掌控力，并由此制定以下目标：①“十四五”末将新增 1000 家“三店一家”，通过场景化打造市场形象升级和终端销售赋能等措施，提升消费者的体验感；②2024 年将完成所有专卖店第五代门头的升级建设，对 5 年以上的老店进行整店翻新；③持续加强核心商圈、高端商场专卖店布局力度；④新增投放 500 家“五粮浓香·和美万家”集合店资源，进一步提升品牌曝光度。

**在市场方面**，公司围绕“和合共生，美美与共”的价值理念屡次开展营销活动。①节日营销：24 年年初作为央视春晚“和美好礼”独家互动合作伙伴，五粮液布局一系列立春营销活动实现开门红，其中龙酒热销断货对提振市场信心起到积极作用。②事件营销：五粮液打造事件营销&文化营销组合拳，进行营销路径创新探索，例如：亮相博鳌亚洲论坛、APEC 中国工商理事会香港论坛等政商高端论坛、携手四川博物院等。③场景营销：公司持续加码宴席场景，通过扫码红包和宴席推广活动提升 1618 和 39 度五粮液的曝光度和开瓶率。

表 9：2024 年五粮液市场营销活动

分类	时间	活动内容
节日营销	1.1	五粮液浓香酒公司携手央视新闻打造“年味浓起来”IP。
	1.20	五粮液冠名的“大美之春”2024 美术界春节联欢会在北京举行。
	2.3	五粮液举办和美五粮液五洲庆新春活动。
文化营销	5.10	由五粮液与四川博物院主办的川酒文化历史探索之旅主题文化活动在第八个“中国品牌日”拉开帷幕。
	5.7	五粮液古窖池系列解读视频《TA 说：活窖之美》第二季正式上线。
	6.12	五粮液携手南方周末共同打造的《大国之道》系列专题视频开播。
事件营销	3.20	五粮液亮相春糖会，号召消费者“五粮液，这 YOUNG 喝”，拉近与年轻消费者的心理距离。
	4.17 起	2024 五粮液“和美全球行”走进新西兰、智利、巴西等大洋洲、南美洲国家。
	4.22	五粮液参与 2024 年 APEC 工商领导人峰会高层论坛暨全球推介会及 APEC 中国工商理事会香港论坛。
	5.10	五粮液携手《歌手 2024》，共奏和美乐章。
	5.30	五粮液参与博鳌亚洲论坛全球城市绿色发展与乡村振兴论坛首届大会。
5.24	第 26 届（2024）中国国际西湖情五粮液玫瑰婚典走进合肥发布推介会暨文化交流会成功举办。	

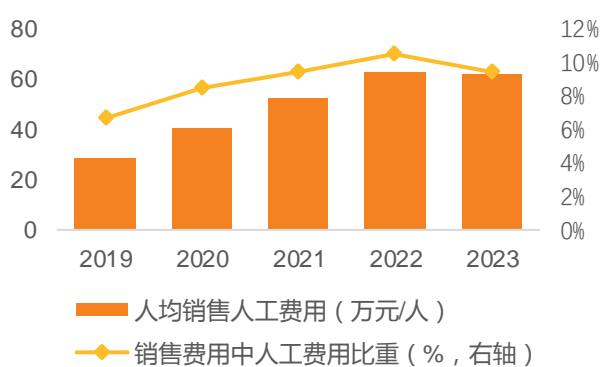
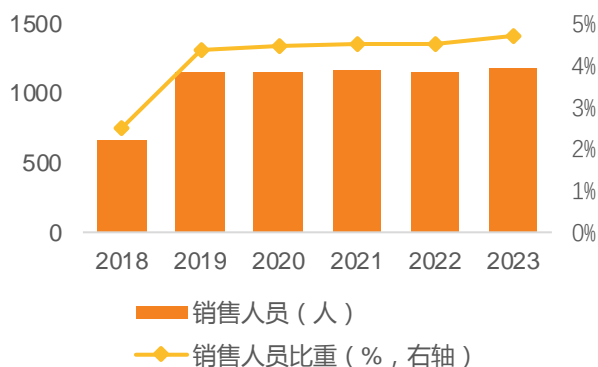
资料来源：酒说公众号，酒食汇公众号等，天风证券研究所

**在人员组织方面**，①在高管聘任方面，24 年 2 月蒋佳上任公司副总经理，蒋佳在酒厂工作近三十年，具有丰富的一线销售经验，有望自上而下为公司渠道操盘运营和市场拓展注入新活力；②在基层员工方面，公司一线销售队伍持续壮大，销售员工报酬福利得到明显提升，2018-2023 年期间公司销售人员占比从 2.5%提升至 4.7%，同时 2019-2023 年期间公司销售员工人均薪酬年复合增速约为 21.21%；③在人员激励方面，公司持续完善绩效考核评价机制，形成“个人奖—团队奖—全员奖”的卓越绩效激励模式，同时建立高管及职能部门对口服务一线营销区域的工作机制，将人、财、物、考核、临机决策等五项权利有序下放营销战区，并纳入考核 KPI。

图 37：2018-2023 年五粮液销售人员及其比重

图 38：2019-2023 年五粮液人均销售人工费用及其比重





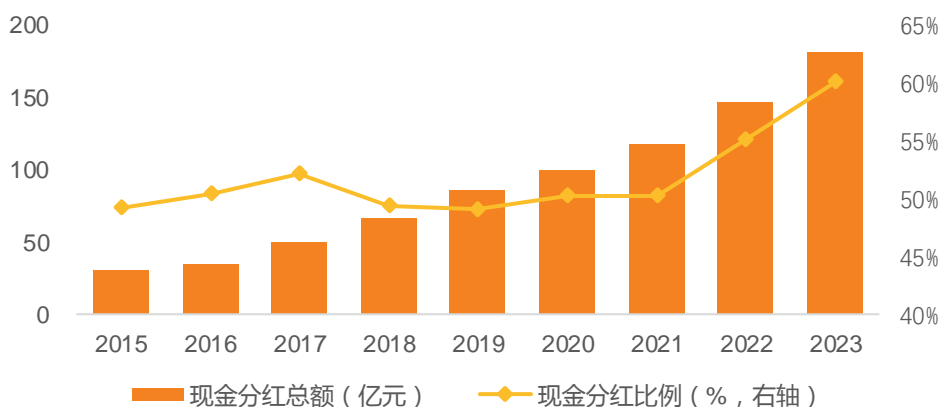
资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 4. 投资建议及盈利预测

分红比例持续提升, 未来投资回报率可观。白酒行业整体具有盈利能力相对较强、现金流表现较好等特点, 2023年五粮液分红总额达 181.27 亿元, 分红率达 60%, 同比提升 5 个百分点, 分红比率和分红规模均创上市以来新高。2024年4月新“国九条”出台, 明确加大对分红优质公司的激励力度, 增强分红稳定性、持续性和可预期性, 同时五粮液在3月发布的《关于“质量回报双提升”行动方案的公告》中明确提出要持续加大股东回报, 我们预计未来公司分红率将迎来进一步提升, 高分红政策将为投资者带来良好回报, 并为估值提供有力支撑。

图 39: 2015-2023 年五粮液现金分红总额 (亿元) 和现金分红比例



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 10: 酒企年度现金分红比例(已宣告)及股息率

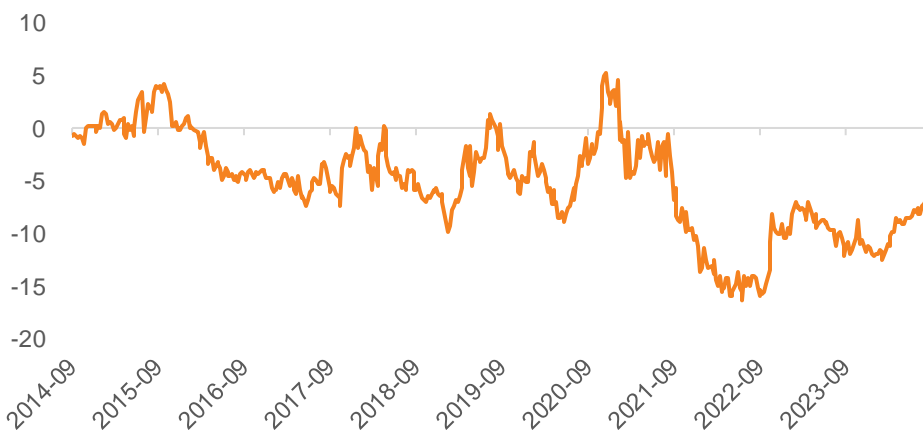
证券简称	年度现金分红比例(已宣告, %)				2023年股息率(%)	
	2020	2021	2022	2023	23-22 同比变动 pct	2024/7/16
天佑德酒		37.37	37.67	69.95	32.28	1.26
老白干酒	43.06	35.25	38.78	61.81	23.03	2.58
酒鬼酒	46.27	47.28	40.28	59.31	19.04	2.42
舍得酒业	25.77	21.32	29.65	40.18	10.52	3.94
洋河股份	60.04	60.20	60.08	70.09	10.01	5.79
金徽酒	36.74	34.35	54.30	59.95	5.65	2.07
<b>五粮液</b>	<b>50.19</b>	<b>50.19</b>	<b>55.00</b>	<b>60.00</b>	<b>5.00</b>	<b>3.66</b>
水井坊	80.13	30.49	30.07	35.03	4.96	2.49

今世缘	36.03	36.25	36.37	39.76	3.39	2.08
古井贡酒	40.73	50.61	50.45	51.83	1.38	2.24
山西汾酒	5.66	41.33	50.03	51.07	1.05	2.26
泸州老窖	50.02	60.01	60.00	60.01	0.01	3.93
口子窖	56.14	51.84	58.06	52.23	-5.82	3.96
迎驾贡酒	58.74	52.10	51.61	45.46	-6.15	2.27
贵州茅台	51.90	51.90	95.78	84.01	-11.77	3.39
伊力特	55.90	61.87	116.97	54.16	-62.81	2.32

资料来源: wind, 天风证券研究所

**估值水平位居历史低位，茅五估值差额较大。**截至 2024 年 8 月 30 日，五粮液市盈率 PE (TTM) 为 14.8X，横向来看，以贵州茅台估值为锚，五粮液与其估值差已达-7.7，存在较大差距；纵向来看，公司分别处于过去 10 年/5 年/3 年历史估值的 3.4%/0.17%/0.28%分位，已处于历史相对低位。

图 40: 五粮液-贵州茅台估值差 (PE-TTM)



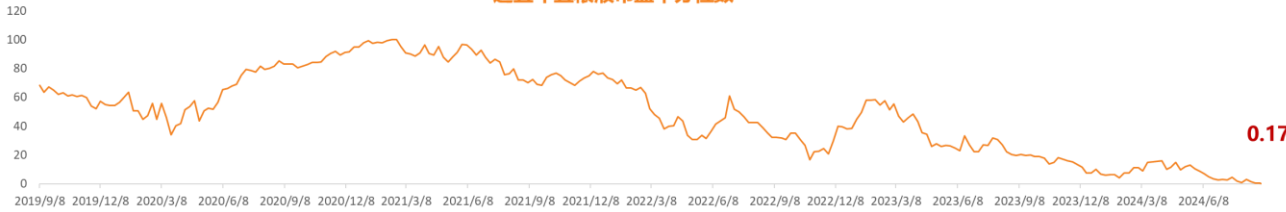
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 41: 近三年、五年、十年五粮液市盈率分位数 (截至 2024 年 9 月 2 日)

近十年五粮液市盈率分位数



近五年五粮液市盈率分位数



近三年五粮液市盈率分位数



资料来源：wind，天风证券研究所

**收入假设：**我们认为，未来随着普五控量挺价成果显现，叠加 1618 和低度五粮液放量，同时经典五粮液持续拓展营销圈层，预计 2024-2026 年公司五粮液主品牌收入同比增长 11.66%/8.93%/8.36%至 701.30/763.95/827.82 亿元，同时五粮春等系列酒产品有望乘价位带升级&五粮液强品牌力之风实现持续增长，预计 2024-2026 年公司系列酒品牌收入同比增长 10.50%/18.80%/18.80%至 150.76/179.10/212.77 亿元。

**毛利率假设：**依照前文，基于五粮液系列核心单品普五持续控量挺价&系列酒中价位带较高的五粮春高速增长，我们预计，2024-2026 年公司五粮液产品毛利率将稳中有升，分别为 86.50%/86.55%/86.75%，系列酒毛利率分别为 61.20%/62.00%/62.50%，酒类产品毛利率分别为 82.02%/81.89%/81.79%，预计公司整体毛利率分别为 76.05%/76.07%/76.13%。

**公司未来增长点主要源于：**①**坚定控量保价策略**，有望增厚渠道利润&推动品牌价值回归，长期来看保障高端酒生命线——批价的安全性；②**产品矩阵逐步完善**，公司产品策略从普五集中发力转换至代际系列整体发力；③**聚焦 C 端发力**，公司定调 2024 年为“营销执行年”，有望通过品牌营销&渠道数字化赋能&扫码返利等方式刺激终端需求，扩大市场份额。综上所述，我们预计 24-26 年公司分别实现营收 926/1023/1126 亿元（同比增长 11%/10%/10%），分别实现归母净利润 339/376/416 亿元（同比增长 12%/11%/11%）。

表 11：五粮液盈利预测表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	662.09	739.69	832.72	926.14	1,022.83	1,126.17
yoy	15.51%	11.72%	12.58%	11.22%	10.44%	10.10%
毛利（亿元）	498.90	557.90	631.15	704.29	778.06	857.36
毛利率（%）	75.35%	75.42%	75.79%	76.05%	76.07%	76.13%
<b>酒类总计</b>						
收入（亿元）	617.32	675.63	764.47	852.05	943.05	1040.58
yoy	17.73%	9.45%	13.15%	11.46%	10.68%	10.34%
占营收比重	93.24%	91.34%	91.80%	92.00%	92.20%	92.40%
毛利（亿元）	495.66	553.20	626.22	698.88	772.24	851.11
毛利率（%）	80.29%	81.88%	81.92%	82.02%	81.89%	81.79%
<b>五粮液产品</b>						
收入（亿元）	491.12	553.35	628.04	701.30	763.95	827.82

yoy	11.46%	12.67%	13.50%	11.66%	8.93%	8.36%
占酒类收入比重 (%)	79.56%	81.90%	82.15%	82.31%	81.01%	79.55%
毛利 (亿元)	420.36	479.01	544.15	606.62	661.20	718.13
毛利率 (%)	85.59%	86.56%	86.64%	86.50%	86.55%	86.75%
系列酒产品						
收入 (亿元)	126.20	122.27	136.43	150.76	179.10	212.77
yoy	50.71%	-3.11%	11.58%	10.50%	18.80%	18.80%
占酒类收入占比 (%)	20.44%	18.10%	17.85%	17.69%	18.99%	20.45%
毛利 (亿元)	75.30	74.19	82.07	92.26	111.04	132.98
毛利率 (%)	59.67%	60.67%	60.16%	61.20%	62.00%	62.50%
其他业务						
收入 (亿元)	44.77	64.06	68.25	74.09	79.78	85.59
yoy	-8.39%	43.08%	6.54%	8.56%	7.68%	7.28%
占营收比重	6.76%	8.66%	8.20%	8.00%	7.80%	7.60%
毛利 (亿元)	3.24	4.70	4.93	5.41	5.82	6.25
毛利率 (%)	7.24%	7.34%	7.22%	7.30%	7.30%	7.30%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

我们采用可比公司估值法对公司进行估值，五粮液主营产品为以普五为核心的高端酒系列，主要竞争对手包括贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒。我们将对公司采用 PE 法进行估值，可比公司 2024/2025 年 PE 估值均值分别为 19X/17X。考虑到公司以普五为核心的产品矩阵势能强劲，我们看好公司未来发展，给予 2024 年 21 倍 PE，目标价 183 元/股，维持“买入”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	公司简称	PE (2024E)	PE (2025E)	PE (2026E)
600519.SH	贵州茅台	24	21	18
000568.SZ	泸州老窖	14	12	11
600809.SH	山西汾酒	20	17	14
	可比公司平均	19	17	14

资料来源：wind，天风证券研究所；截至 2024 年 10 月 10 日收盘，注：PE 选取 wind 一致预期

## 5. 风险提示

### 1、白酒市场需求疲软

禁酒令颁布后商务用酒大大减少，市场需求不足的情况下白酒行业普遍动销困难，如果以宴席送礼、商务宴请等为代表的白酒消费场景持续衰弱，公司未来收入增长动力将面临疲软风险。

### 2、食品安全风险

食品安全、环境保护等政策对白酒行业要求日渐趋高，如若行业产生食品安全舆情，将扰动公司未来销售增长节奏。

### 3、1618 及低度五粮液增长不及预期

1618 及低度五粮液所处价位带存在以老窖、茅台为代表的强力竞争对手，如若公司渠道布局及市场营销不到位，两大单品动销疲软，将对全年业绩增速造成不利影响。

### 4、股价异动风险

公司股价在 2024 年 9 月 23 日至 10 月 11 日的十个交易日内，涨幅达 35.7%，主要系积极货币财政政策影响，且前期估值超跌，建议投资者关注股价波动风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	92,358.43	115,456.30	124,540.27	144,263.58	157,053.86	营业收入	73,968.64	83,272.07	92,614.21	102,282.70	112,617.20
应收票据及应收账款	155.61	42.65	10,247.82	1,116.92	11,396.10	营业成本	18,178.43	20,157.14	22,185.07	24,476.47	26,881.45
预付账款	135.98	169.43	278.24	158.86	317.73	营业税金及附加	10,748.80	12,531.70	13,892.13	15,342.41	16,892.58
存货	15,980.66	17,387.84	19,401.93	21,096.86	23,421.79	销售费用	6,844.24	7,796.30	8,613.12	9,307.73	10,135.55
其他	28,935.10	14,126.08	14,125.26	14,134.26	14,134.02	管理费用	3,068.12	3,319.45	3,704.57	3,886.74	4,223.15
<b>流动资产合计</b>	<b>137,565.77</b>	<b>147,182.29</b>	<b>168,593.52</b>	<b>180,770.48</b>	<b>206,323.50</b>	研发费用	235.78	321.85	361.20	398.90	437.89
长期股权投资	1,986.39	2,020.37	2,020.37	2,020.37	2,020.37	财务费用	(2,026.35)	(2,473.17)	(2,871.88)	(3,216.76)	(3,606.02)
固定资产	5,312.97	5,189.92	5,120.46	4,834.33	4,531.54	资产/信用减值损失	(27.65)	(4.71)	(5.54)	(5.20)	(5.15)
在建工程	3,773.16	5,623.36	6,623.36	7,623.36	8,623.36	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	518.52	2,056.87	1,938.89	1,820.91	1,702.93	投资净收益	92.57	57.62	82.51	77.57	72.57
其他	3,557.92	3,360.18	3,153.61	3,231.72	3,161.60	其他	(319.73)	(437.77)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,148.96</b>	<b>18,250.69</b>	<b>18,856.68</b>	<b>19,530.69</b>	<b>20,039.79</b>	<b>营业利润</b>	<b>37,174.42</b>	<b>42,003.66</b>	<b>46,806.99</b>	<b>52,159.58</b>	<b>57,720.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>152,714.73</b>	<b>165,432.98</b>	<b>187,450.20</b>	<b>200,301.17</b>	<b>226,363.29</b>	营业外收入	38.89	45.35	45.45	43.23	44.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	109.79	136.33	133.42	126.51	132.09
应付票据及应付账款	8,134.77	9,596.64	9,918.65	11,612.29	12,034.21	<b>利润总额</b>	<b>37,103.52</b>	<b>41,912.68</b>	<b>46,719.02</b>	<b>52,076.30</b>	<b>57,632.61</b>
其他	15,245.25	16,222.12	30,625.95	26,139.32	34,365.51	所得税	9,132.89	10,391.90	11,399.44	12,812.30	14,177.07
<b>流动负债合计</b>	<b>23,380.02</b>	<b>25,818.76</b>	<b>40,544.60</b>	<b>37,751.61</b>	<b>46,399.72</b>	<b>净利润</b>	<b>27,970.63</b>	<b>31,520.78</b>	<b>35,319.58</b>	<b>39,264.00</b>	<b>43,455.54</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	1,279.97	1,310.19	1,468.09	1,632.05	1,806.27
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>26,690.66</b>	<b>30,210.59</b>	<b>33,851.49</b>	<b>37,631.96</b>	<b>41,649.27</b>
其他	271.39	400.47	428.40	366.75	398.54	每股收益(元)	6.88	7.78	8.72	9.69	10.73
<b>非流动负债合计</b>	<b>271.39</b>	<b>400.47</b>	<b>428.40</b>	<b>366.75</b>	<b>398.54</b>						
<b>负债合计</b>	<b>36,030.54</b>	<b>33,083.61</b>	<b>40,973.00</b>	<b>38,118.36</b>	<b>46,798.26</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	2,659.13	2,791.13	3,378.37	4,031.19	4,753.70	<b>成长能力</b>					
股本	3,881.61	3,881.61	3,881.61	3,881.61	3,881.61	营业收入	11.72%	12.58%	11.22%	10.44%	10.10%
资本公积	2,682.65	2,682.65	2,682.65	2,682.65	2,682.65	营业利润	14.20%	12.99%	11.44%	11.44%	10.66%
留存收益	107,460.80	122,993.99	136,534.58	151,587.36	168,247.07	归属于母公司净利润	14.17%	13.19%	12.05%	11.17%	10.68%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>116,684.19</b>	<b>132,349.37</b>	<b>146,477.20</b>	<b>162,182.81</b>	<b>179,565.02</b>	毛利率	75.42%	75.79%	76.05%	76.07%	76.13%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>152,714.73</b>	<b>165,432.98</b>	<b>187,450.20</b>	<b>200,301.17</b>	<b>226,363.29</b>	净利率	36.08%	36.28%	36.55%	36.79%	36.98%
						ROE	23.41%	23.32%	23.66%	23.79%	23.83%
						ROIC	159.06%	140.60%	245.15%	196.29%	277.50%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	27,970.63	31,520.78	33,851.49	37,631.96	41,649.27	资产负债率	23.59%	20.00%	21.86%	19.03%	20.67%
折旧摊销	576.92	590.31	587.44	604.11	620.77	净负债率	-78.83%	-87.23%	-85.01%	-88.94%	-87.46%
财务费用	47.87	10.99	(2,871.88)	(3,216.76)	(3,606.02)	流动比率	3.85	4.50	4.16	4.79	4.45
投资损失	(92.57)	(57.62)	(82.51)	(77.57)	(72.57)	速动比率	3.40	3.97	3.68	4.23	3.94
营运资金变动	(32,514.18)	25,133.32	(4,231.31)	4,613.60	(4,012.71)	<b>营运能力</b>					
其它	28,442.48	(15,455.31)	1,468.09	1,632.05	1,806.27	应收账款周转率	6.14	840.06	18.00	18.00	18.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>24,431.14</b>	<b>41,742.48</b>	<b>28,721.32</b>	<b>41,187.38</b>	<b>36,385.03</b>	存货周转率	4.93	4.99	5.03	5.05	5.06
资本支出	1,714.01	3,685.56	1,372.07	1,261.64	1,168.21	总资产周转率	0.51	0.52	0.52	0.53	0.53
长期投资	75.16	33.98	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(3,505.63)	(6,651.37)	(2,689.56)	(2,384.08)	(2,295.65)	每股收益	6.88	7.78	8.72	9.69	10.73
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,716.45)</b>	<b>(2,931.83)</b>	<b>(1,317.49)</b>	<b>(1,122.43)</b>	<b>(1,127.43)</b>	每股经营现金流	6.29	10.75	7.40	10.61	9.37
债权融资	2,042.01	2,112.00	2,871.88	3,216.76	3,606.02	每股净资产	29.38	33.38	36.87	40.74	45.04
股权融资	(14,680.24)	(18,127.11)	(21,191.75)	(23,558.40)	(26,073.33)	<b>估值比率</b>					
其他	(467.20)	(285.13)	0.00	0.00	(0.00)	市盈率	21.76	19.23	17.16	15.44	13.95
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(13,105.43)</b>	<b>(16,300.23)</b>	<b>(18,319.86)</b>	<b>(20,341.64)</b>	<b>(22,467.31)</b>	市净率	5.09	4.48	4.06	3.67	3.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	17.02	10.70	10.25	8.83	7.77
<b>现金净增加额</b>	<b>9,609.25</b>	<b>22,510.41</b>	<b>9,083.97</b>	<b>19,723.31</b>	<b>12,790.28</b>	EV/EBIT	17.26	10.84	10.39	8.94	7.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com