

2024年12月06日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

浓香龙头迎复兴，酒业大王向前看

买入(维持)

—五粮液（000858.SZ）公司深度报告 投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

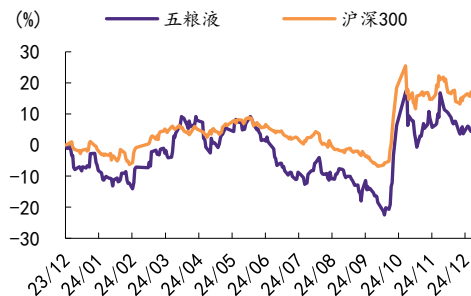
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2024-12-06

当前股价(元)	146.44
总市值(亿元)	5,684.2
总股本(百万股)	3,881.6
流通股本(百万股)	3,881.5
52周价格范围(元)	106.33-178.76
日均成交额(百万元)	2,910.3

市场表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究

相关研究

- 《五粮液（000858）：发布中期利润方案，提高股东长期回报》2024-11-29
- 《五粮液（000858）：业绩符合预期，分红方案提振信心》2024-10-31
- 《五粮液（000858）：业绩略超预期，现金流表现优异》2024-08-29

■ 上市二十五余载，浓香龙头标杆

公司坐落于四川宜宾市，于1998年上市。截止2024H1累计现金分红总额达941.39亿元，是上市募投资金的81倍。

■ 量减价增时代，高端酒一超二强

规模：2023年白酒规模约6488亿元（同增4.5%），2017-2023年CAGR为2.3%。**高端酒营收**从2017年512亿元增至2021年952亿元，预计2026年增至1664亿元，2021-2026年CAGR为12%。**市占率：**高端酒市占率从2017年9%升至2021年16%，预计2026年将提至22%。**竞争格局：**茅五国合占高端酒份额90%以上，一超二强局面已形成。

■ 浓香龙头迎复兴，治理改善可圈可点

品牌端：评选会获名酒称号，酒业大王享誉海外。**产品端：**独特的酿造工艺，三大产品体系清晰，五粮液基本盘稳定，系列酒做大做强。**价格端：**量价交替发力，策略由领头转为跟随。**产能端：**上市前五次扩建，上市后逐步完善。**渠道端：**大商模式起家，渠道逐步趋于平衡，重点开拓专卖店。

■ 盈利预测

预计2024-2026年EPS分别为8.49/8.99/9.98元，当前股价对应PE分别为17/16/15倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 宏观经济下行风险；2) 旺季增长不及预期；3) 批价上行不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	83,272	89,707	94,205	103,724
增长率(%)	12.6%	7.7%	5.0%	10.1%
归母净利润(百万元)	30,211	32,963	34,912	38,720
增长率(%)	13.2%	9.1%	5.9%	10.9%
摊薄每股收益(元)	7.78	8.49	8.99	9.98
ROE(%)	22.8%	21.7%	20.3%	19.9%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

正文目录

1、	上市近三十载，浓香龙头标杆.....	5
1.1、	世纪之际上市，成长为浓香龙头.....	5
1.2、	国资持股平台稳定，近些年分红稳中有升.....	6
2、	量减价增时代，高端酒一超二强.....	7
2.1、	白酒规模整体稳增，品牌分化趋势明显.....	7
2.2、	高端酒格局稳定，一超二强地位确立.....	9
3、	浓香龙头迎复兴，治理改善可圈可点.....	11
3.1、	品牌端：评选会获名酒称号，酒业大王享誉海外.....	11
3.2、	产品端：独特的酿造工艺，三大产品体系清晰.....	17
3.2.1	独特的酿造工艺，拥有超3.2万口窖池.....	17
3.2.2	五粮液基本盘稳定，系列酒做大做强.....	19
3.3、	价格端：量价交替发力，策略由领头转为跟随.....	22
3.3.1	量价交替发力，吨价提升明显.....	22
3.3.2	公司提价小幅高频，策略由领头转为跟随.....	23
3.4、	产能端：上市前五次扩建，上市后逐步完善.....	24
3.4.1	上市前扩建成就地位，整体产销.....	24
3.4.2	主品牌产量稳增长，系列酒有提升空间.....	33
3.5、	渠道端：大商模式起家，渠道更加多元化.....	34
3.5.1	大商模式起家，不断改革和完善.....	34
3.5.2	渠道逐步趋于平衡，公司重点开拓专卖店.....	41
4、	盈利预测评级.....	44
5、	风险提示.....	44

图表目录

图表 1:	五粮液 1995 年-2023 年总营收复合增速 17.5%，保持稳增长.....	5
图表 2:	五粮液 1995 年-2023 年归母净利润复合增速 19.3%.....	5
图表 3:	公司股权结构清晰，国资持股稳定（截至 2024 年三季报）.....	6
图表 4:	公司现金分红总额从 1998 年 4 亿元增至 2023 年 181.27 亿元.....	6
图表 5:	公司上市以来分红率从 2008 年 13.45%稳步提升至 2023 年 46.75%.....	7
图表 6:	1989 年至今白酒当月产量与同比.....	7
图表 7:	1989 年至今白酒累计产量与同比.....	7
图表 8:	2011-2023 年规上酒企数量及产量和均价表现.....	8
图表 9:	2011-2023 年规上酒企收入及利润总额表现.....	8
图表 10:	2017-2026E 白酒行业市场规模及同比增速.....	8
图表 11:	2017-2026E 白酒行业不同价位段市场规模占比.....	9
图表 12:	2018-2026E 白酒行业不同价位市场规模同比增速.....	9
图表 13:	2011-2023 年上市酒企收入占白酒行业比重.....	9

图表 14: 2017 年以来高端白酒一直保持两位数增长态势.....	10
图表 15: 高端酒市占率 2026 年有望达 21.6%.....	10
图表 16: 高端酒茅五国合计占比 90%+.....	10
图表 17: 高端酒竞争维度梳理.....	11
图表 18: 公司自新中国成立以来, 国内屡次获奖.....	11
图表 19: 改革开放以来, 公司美名享誉海外.....	14
图表 20: 新中国五次白酒评酒会中五粮液获奖四次.....	15
图表 21: 《Brand Finance2024 年度全球品牌价值 500 强》中位居白酒品牌首位.....	15
图表 22: 2024 年《中国 500 最具价值品牌》中公司位居第 15 位.....	16
图表 23: 《Brand Finance 2024 年全球最具价值烈酒品牌 50 强》位居第一.....	16
图表 24: 2024 年《亚洲品牌 500 强》位居第 30 名.....	17
图表 25: 五粮液五种原料按一定比例酿造而成.....	18
图表 26: 公司传统制曲工艺是包包曲.....	18
图表 27: 公司传统酿酒工艺每个环节都进行分级管理, 确保优中选优.....	18
图表 28: 长发升即五粮液的 501 车间.....	19
图表 29: 公司拥有 3.2 万余口窖池.....	19
图表 30: 公司主要由“1+3”产品体系+系列酒+仙林生态酒组成.....	20
图表 31: 过去 21 年五粮液主品牌保持两位数增长, 系列酒大个数增长.....	20
图表 32: 2023 年公司系列酒营收拆分.....	21
图表 33: 五粮春·名门定价 728 元.....	21
图表 34: 五粮春·和美定价 568 元.....	21
图表 35: 第二代五粮春完成升级换代.....	21
图表 36: 高价酒毛利率近年来维持在 80%以上.....	21
图表 37: 五粮液主品牌营收占比稳定在 70%以上.....	21
图表 38: 2011 年以来公司总销量稳中有增.....	22
图表 39: 公司总吨价过去 12 年 CAGR 为 11%.....	22
图表 40: 2019A-2023A 五粮液销量 CAGR 为 10%.....	23
图表 41: 2019A-2023A 系列酒吨价提升明显.....	23
图表 42: 2008 年 1 月提价是茅五分水岭.....	23
图表 43: 普五提价呈现出“小幅高频”特点.....	24
图表 44: 截止 2002 年公司产能达 20 万吨.....	25
图表 45: 截止 1998 年底上市募投项目中募集资金实际投资项目情况一览(万元).....	26
图表 46: 截止 2002 年 6 月底配股募投项目实际投资情况一览(万元).....	27
图表 47: 2002 年底自有资金 15.04 亿元新建或技术改造 10 个工程项目一览(万元).....	28
图表 48: 2004 年底自有资金 6.23 亿元新建或技术改造 13 个工程项目一览(万元).....	29
图表 49: 2005 年底自有资金 3951 万元新建或技术改造 5 个工程项目一览(万元).....	30

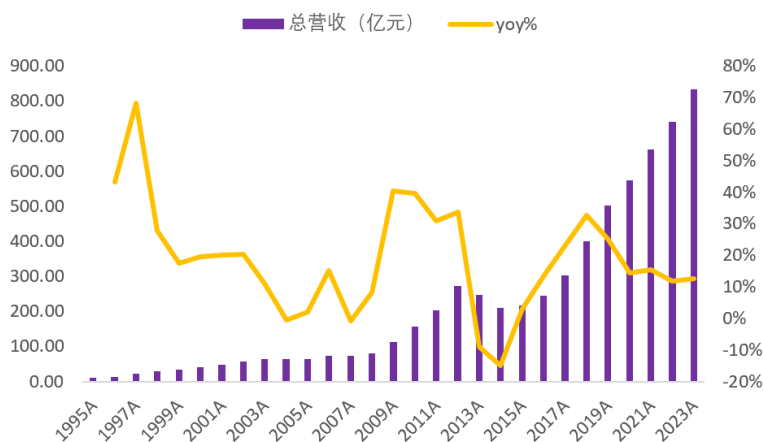
图表 50: 2002-2005 年扩建或技改共 11.8 万吨	30
图表 51: 2010 年底自有资金 7.77 亿元投资新增项目情况一览 (万元)	31
图表 52: 公司“十三五”期间启动 12 万吨生态酿酒项目	32
图表 53: 2022 年 11 月起投资 10 万吨生态酿酒项目 (二期)	33
图表 54: 2020 年-2023 年五粮液产销率稳在 95% 以上	33
图表 55: 近两年五粮液主品牌产量稳增长	33
图表 56: 近几年系列酒产销率波动较大	34
图表 57: 近几年系列酒产量波动较大	34
图表 58: 《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》	34
图表 59: 五粮液第一款 OEM 产品—五粮醇	35
图表 60: 五粮液又一 OEM 产品—五粮春	35
图表 61: 2022 年经销商大会上公司首次提出“三个转变”和“四个贴近”	36
图表 62: 前五大经销商销售额 (亿元) 顶峰时占公司营收比重为 78%	36
图表 63: 截止 2012 年底, 公司共有超 1300 家专卖店 (个)	37
图表 64: 五粮液中价位产品五粮特曲	37
图表 65: 五粮液又一 OEM 产品—五粮春	37
图表 66: 2013-2016 年前五大经销商销售额占比持续下降 (亿元)	38
图表 67: 2016 年 12 月调整后增发方案, 定增股份为 8225.24 万股	38
图表 68: 2019 年 4 月公司启动“瘦身”计划	39
图表 69: 时任公司新系列酒董事长邹涛先生	40
图表 70: 2019 年 6 月成立的五商公司	40
图表 71: 2017-2013 年前五大经销商销售额 (亿元) 占比持续下降	41
图表 72: 1988 年-至今, 公司渠道逐步扁平化	41
图表 73: 当前五粮液渠道已多元化, 直营和批发渠道并驾齐驱	42
图表 74: 直营渠道营收从 2019 年 29.37 亿元增至 2023 年 304.62 亿元	42
图表 75: 2019 年-2023 年公司直销和经销毛利率差在逐步扩大	42
图表 76: 2019 年以来公司直营渠道占比因专卖店增长提升很快	43
图表 77: 2020 年以来公司专卖店数量 (个) 稳步增长	43
图表 78: 盈利预测	44

1、上市近三十载，浓香龙头标杆

1.1、世纪之际上市，成长为浓香龙头

公司坐落于四川省宜宾市，形成五粮液酒、五粮浓香系列酒、仙林生态酒为代表的产品体系，主导产品五粮液酒是中国白酒典型代表与著名民族品牌，多次荣获“国家名酒”称号。主要产品“五粮液酒”是我国浓香型白酒的典型代表，并根据生产工艺特点和市场需求开发五粮春、五粮醇、五粮特头曲、绵柔尖庄等品类齐全、层次清晰的五粮浓香酒产品。公司进行全球市场布局，在全国三十余个省(自治区、直辖市)拥有营销大区、营销区域，并在欧洲、美洲、亚太等多地设立国际营销中心，产品覆盖全球 100 多个国家和地区。

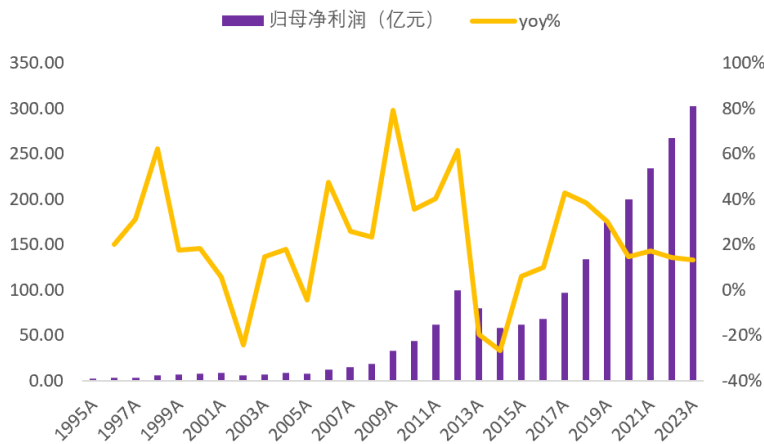
图表 1：五粮液 1995 年-2023 年总营收复合增速 17.5%，保持稳增长



资料来源：wind，华鑫证券研究

公司成立于 1998 年 4 月 21 日，由四川省宜宾五粮液酒厂股份制改革设立，实控人为宜宾市国资委，同年在深交所上市。公司总营收从 1995 年 9.15 亿元增至 2023 年 832.72 亿元，28 年 CAGR 为 17.5%，整体来看保持两位数增长。

图表 2：五粮液 1995 年-2023 年归母净利润复合增速 19.3%



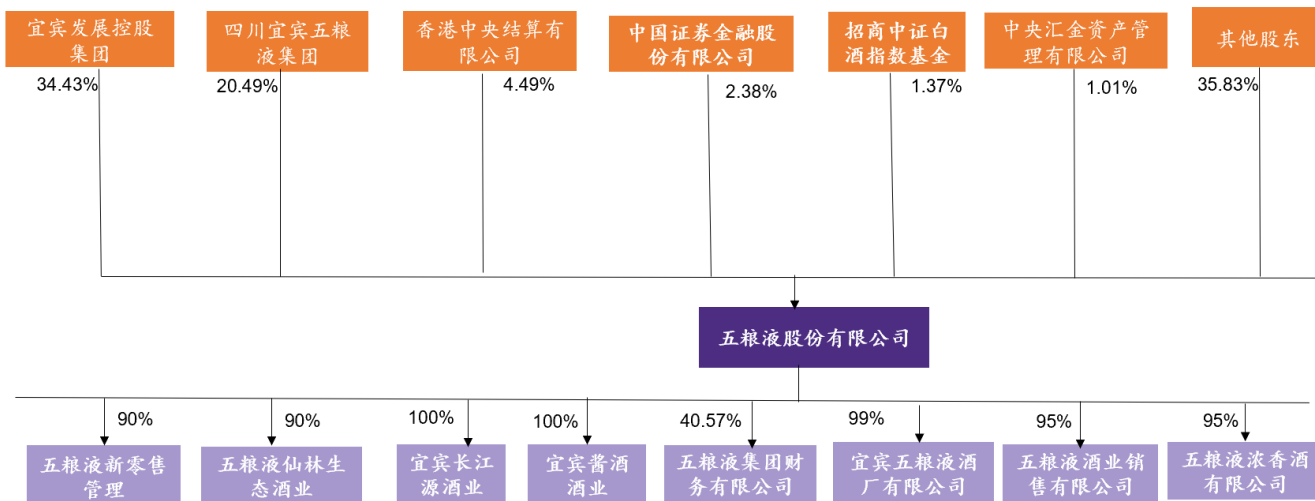
资料来源：wind，华鑫证券研究

归母净利润从 1995 年 2.17 亿元增至 2023 年 302.11 亿元，28 年 CAGR 为 19.3%。28 年间营收和归母净利润复合增速均超 15%，公司凭借近 30 年的稳增长，成为浓香白酒龙头。

1.2、国资持股平台稳定，近些年分红稳中有升

国资持股稳定，股权非常清晰。公司实际控制方为宜宾市国资委，宜宾发展控股和宜宾五粮液集团合计持股上市公司 54.92%股份，为第一大股东。其中公司 99%控股宜宾五粮液酒厂有限公司，95%控股五粮液酒业销售有限公司，95%控股五粮液浓香酒有限公司，90%控股五粮液新零售管理有限公司。

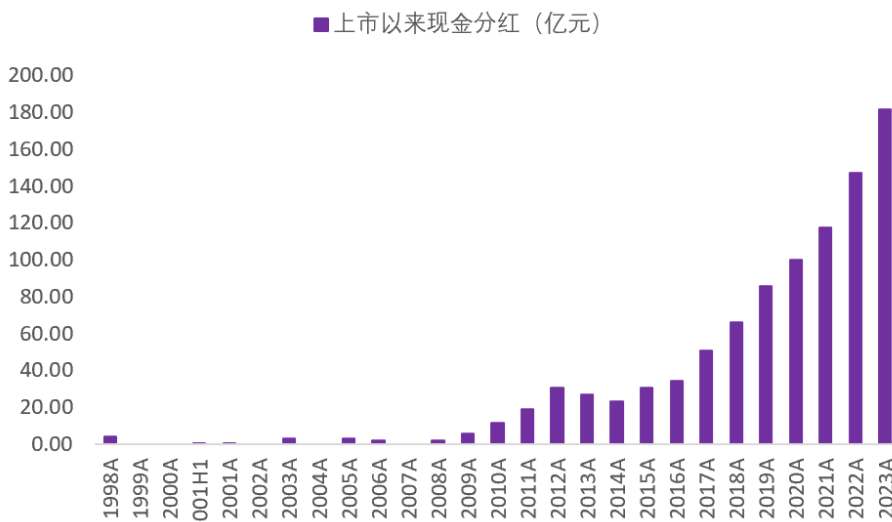
图表 3：公司股权结构清晰，国资持股稳定（截至 2024 年三季度）



资料来源：wind，华鑫证券整理

上市以来，截止 2024 年 6 月 30 日，公司累计现金分红总额达 941.39 亿元，是 2001 年上市募投资金 11.66 亿元的 80.7 倍。现金分红总额从 1998 年 4 亿元增至 2023 年 181.27 亿元，25 年 CAGR 为 16.5%。根据公司《2024—2026 年度股东回报规划公告》，公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 70%，且不低于 200 亿元（含税）；公司每年度的现金分红可分一次或多次（即年度分红、中期分红、特殊分红）实施。

图表 4：公司现金分红总额从 1998 年 4 亿元增至 2023 年 181.27 亿元

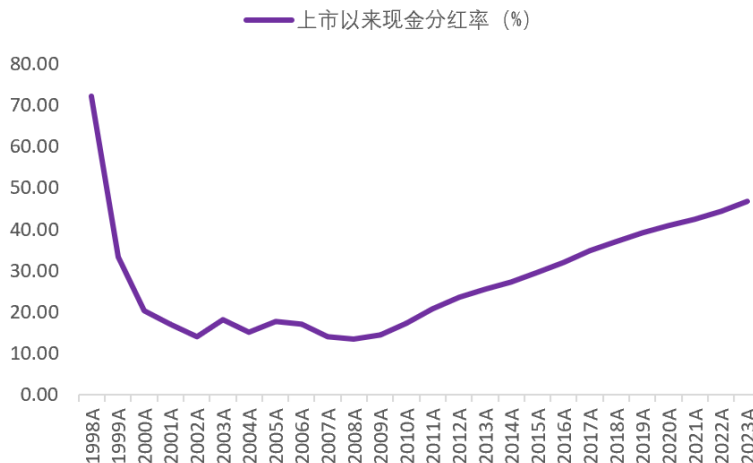


资料来源：wind，华鑫证券整理

注：根据公司公告，2024-2026 年每年度现金分红总额占当年归母净利润比例不低于 70%且不低于 200 亿元（含税）。

公司上市以来，分红率稳步提升。2024 年以来，由于经济持续下行，消费疲软，资本市场更多关注上市公司分红率，期待分红率提升给股东创造更大价值。公司上市以来分红率，除 1998 年 72.29% 特殊，2008 年以来从 13.45% 稳步提升至 2023 年 46.75%，预计未来将持续稳步提升。根据公司公布的《2024—2026 年度现金分红回报规划》，2024—2026 年度公司每年度分配的现金红利总额不低于当年归母净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施。

图表 5：公司上市以来分红率从 2008 年 13.45% 稳步提升至 2023 年 46.75%



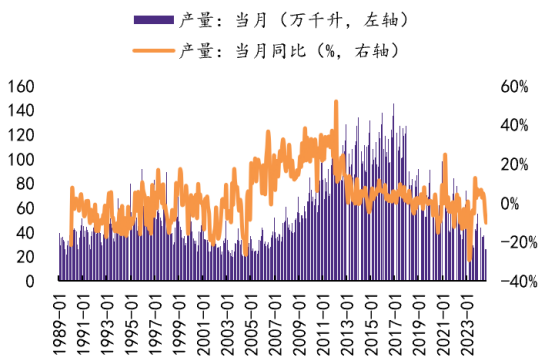
资料来源：wind，华鑫证券研究

2、量减价增时代，高端酒一超二强

2.1、白酒规模整体稳增，品牌分化趋势明显

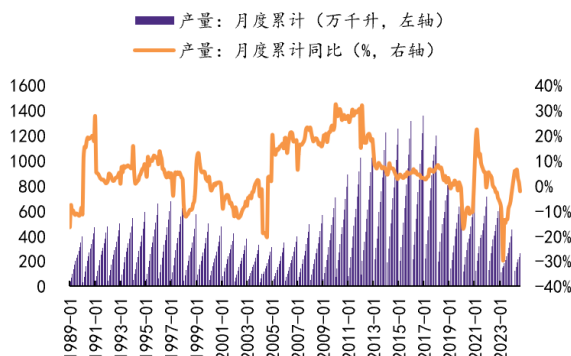
白酒产量长期同比收缩，短期增速环比回升。2024 年 1-6 月白酒总产量共 214.70 万千升，同增 3.00%，产量小幅提升。上市酒企累季收入与利润保持双位数稳健增长，目前增速环比平稳。

图表 6：1989 年至今白酒当月产量与同比



资料来源：wind，华鑫证券研究

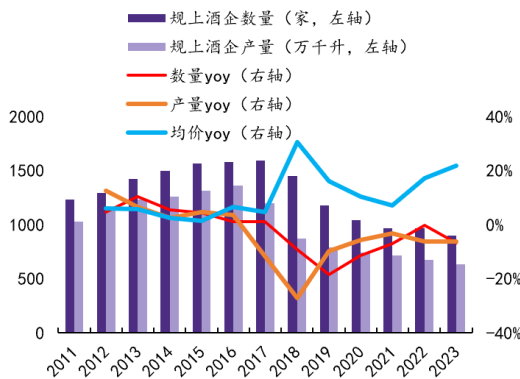
图表 7：1989 年至今白酒累计产量与同比



资料来源：wind，华鑫证券研究

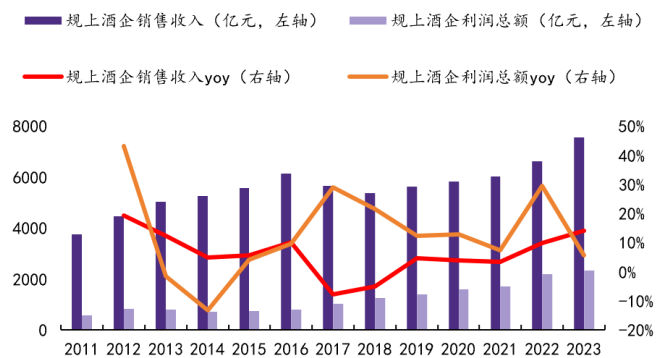
规上酒企数量持续缩减，收入与利润总额仍处于上升态势。2011-2023 年规上酒企数量/产量 CAGR 分别为-2.63%/-4.00%，收入/利润总额 CAGR 分别为 6.03%/12.41%。量价拆分来看，2017 年前白酒销售处于量价齐升状态，2011-2017 年量/价 CAGR 分别为+2.62%/+4.37%，2017 年后进入量减价升阶段，2017-2023 年量/价 CAGR 分别为-10.18%/+16.87%。总体来看，白酒行业整体维持“量减价增”的表现，产量同比收缩与收入利润稳健增长同时存在的状态预计仍将维持。

图表 8：2011-2023 年规上酒企数量及产量和均价表现



资料来源：wind，华鑫证券研究

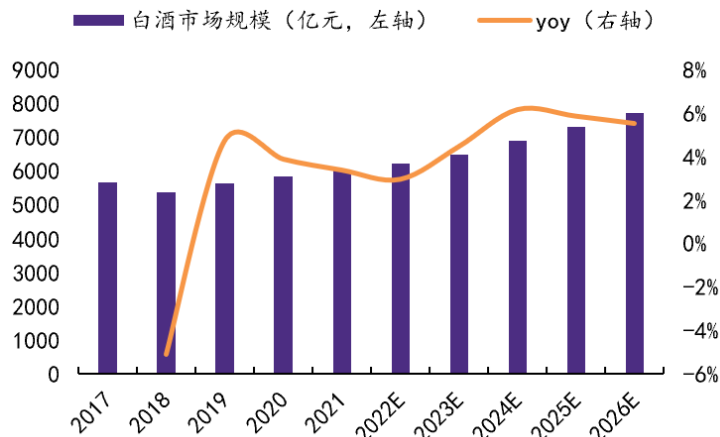
图表 9：2011-2023 年规上酒企收入及利润总额表现



资料来源：wind，华鑫证券研究

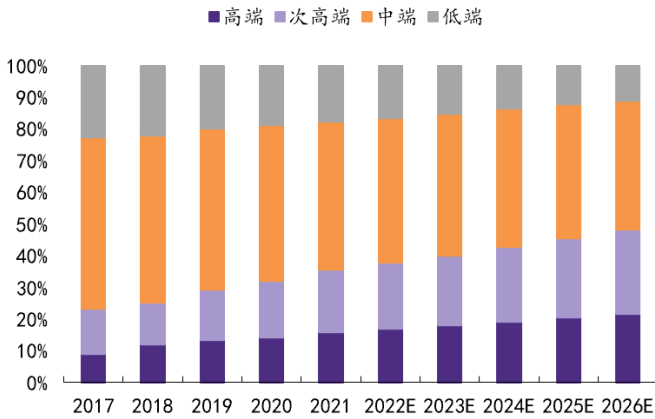
白酒行业整体规模稳增，过去向高端与次高端集中，目前整体消费环境影响下大众价位带表现较好。2023 年白酒行业市场规模预计 6488 亿元，同增 4.46%，2017-2023 年 CAGR 为 2.32%。从市场份额来看，2023 年高端/次高端/中端/低端市占率较 2017 年分别变动 +8.95/+7.85/-9.39/-7.41pcts，高端与次高端价位带市占率提升明显。其中**高端酒企**凭借较强的品牌力与认知度率先完成渠道建设与消费者心智培育，目前茅五泸整体格局稳定，抗风险能力更强；**次高端酒企**过去几年以大单品全国化铺货形式快速扩张，而过于依赖渠道铺货导致在行业下行周期抗风险力偏弱，目前内部表现分化；**地产酒**当地品牌与渠道基础牢固，以较全价位带产品布局大本营市场，目前受益于 100-300 元大众价位带放量，基地市场份额提升或产品结构升级的酒企具备较好表现。

图表 10：2017-2026E 白酒行业市场规模及同比增速



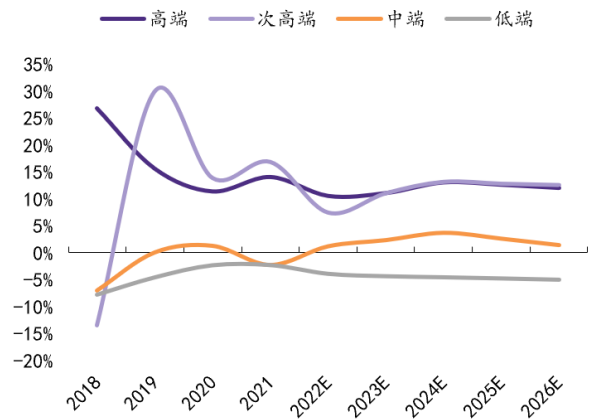
资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

图表 11：2017-2026E 白酒行业不同价位段市场规模占比



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

图表 12：2018-2026E 白酒行业不同价位段市场规模同比增速



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

白酒行业持续向头部集中，上市酒企市占率持续提升。2023 年上市白酒企业占整体白酒行业收入比重达 65.12%，较 2017 年同比+35.98pcts，上市酒企收入占比提升明显，存量竞争状态与头部集中趋势预计仍将维持。其中上市酒企内部表现亦分化，以茅五泸为代表的高端酒、次高端如山西汾酒、实现结构升级的地产酒如今世缘古井贡等市占率持续提升。

图表 13：2011-2023 年上市酒企收入占白酒行业比重

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	趋势变动
贵州茅台	10.80%	14.39%	15.82%	16.79%	18.14%	20.54%	23.21%	持续上升
五粮液	5.34%	7.46%	8.92%	9.82%	10.97%	11.91%	12.83%	持续上升
泸州老窖	1.84%	2.43%	2.82%	2.85%	3.42%	4.05%	4.66%	持续上升
山西汾酒	1.07%	1.75%	2.11%	2.40%	3.31%	4.22%	4.92%	持续上升
舍得酒业	0.29%	0.41%	0.47%	0.46%	0.82%	0.97%	1.09%	波动上升
水井坊	0.36%	0.53%	0.63%	0.52%	0.77%	0.75%	0.76%	波动上升
酒鬼酒	0.16%	0.22%	0.27%	0.31%	0.57%	0.65%	0.44%	波动上升
珍酒李渡	0.00%	0.00%	0.00%	0.42%	0.85%	0.95%	1.09%	持续上升
洋河股份	3.52%	4.50%	4.12%	3.62%	4.20%	4.85%	5.11%	波动上升
今世缘	0.52%	0.70%	0.87%	0.88%	1.06%	1.27%	1.56%	持续上升
古井贡酒	1.23%	1.62%	1.85%	1.76%	2.20%	2.69%	3.12%	持续上升
迎驾贡酒	0.56%	0.65%	0.67%	0.59%	0.76%	0.89%	1.04%	波动上升
金种子酒	0.23%	0.25%	0.16%	0.18%	0.20%	0.19%	0.23%	波动上升
口子窖	0.64%	0.80%	0.83%	0.69%	0.83%	0.83%	0.92%	波动上升
伊力特	0.34%	0.40%	0.41%	0.31%	0.32%	0.26%	0.34%	波动上升
老白干酒	0.45%	0.67%	0.72%	0.62%	0.67%	0.75%	0.81%	波动上升
金徽酒	0.24%	0.27%	0.29%	0.30%	0.30%	0.32%	0.39%	波动上升
顺鑫农业	1.14%	1.73%	1.83%	1.75%	1.69%	1.31%	1.05%	波动上升
华致酒行	0.43%	0.51%	0.67%	0.85%	1.24%	1.40%	1.56%	持续上升
合计	29.14%	39.28%	43.46%	45.10%	52.33%	58.79%	65.12%	持续上升

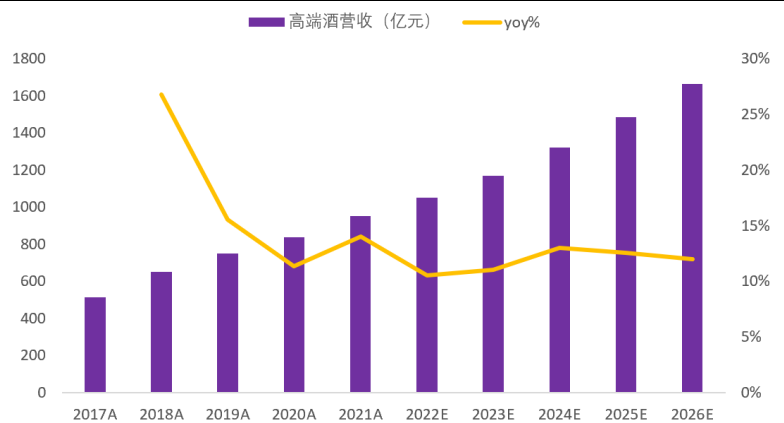
资料来源：wind，国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

2.2、高端酒格局稳定，一超二强地位确立

高端酒保持两位数增长，市占率稳步提升。由于白酒本身特殊性，市场上数据统计存

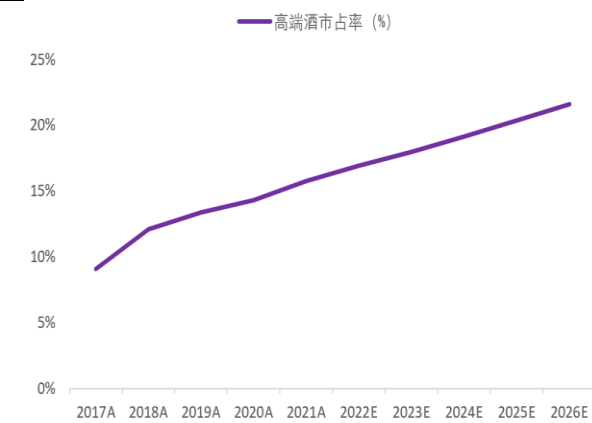
在口径差异，故我们尽可能采用权威数据进行分析。根据国家统计局和珍酒李渡招股书数据显示，高端酒从 2017 年 512 亿元增至 2021 年 952 亿元，预计 2026 年增至 1664 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 11.8%。高端酒市占率从 2017 年 9.1% 稳步提升至 2021 年 15.8%，预计 2026 年将提升至 21.6%。

图表 14：2017 年以来高端白酒一直保持两位数增长态势



资料来源：wind，国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

图表 15：高端酒市占率 2026 年有望达 21.6%

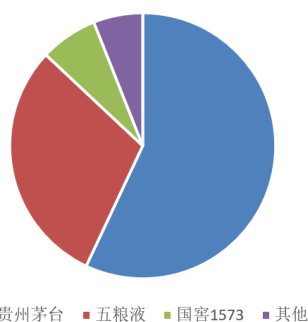


资料来源：wind，国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

茅台一家独大，一超二强局面稳定。中国高端白酒市场基本被茅五国所占比，其中茅台一家独大，五粮液和国窖 1573 紧随其后，呈现出“一超二强”竞争格局。超高端被茅台独享，千元价格带主要是五粮液和国窖 1573。此外，其他高端酒还有青花郎、君品习酒、M9、内参等等。据前瞻经济学人数据显示，当前茅五国合计占高端酒市占率 94% 左右，其中茅台占比 57% 左右，五粮液占比 30% 左右，国窖 1573 占比 7% 左右，高端酒呈现出寡头垄断格局。

图表 16：高端酒茅五国合计占比 90%+

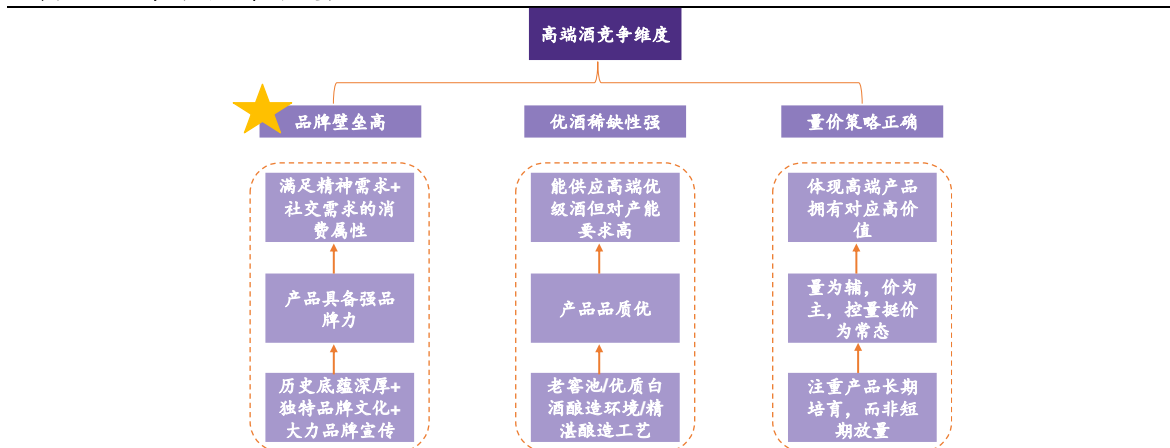
高端酒市占率 (%)



资料来源：前瞻经济学人，华鑫证券研究

高端酒竞争壁垒源于品牌，带来高毛利与高稳定性。茅台酒、内参、老窖中高档产品的毛利率基本稳定在 90% 以上，其他主流酒企的高端产品毛利率亦明显高于中档产品，具备高盈利能力。另外，在 2013-2014 年白酒行业调整期中，高端酒的营收增速波动程度更小，在 2022 年疫情多发的市场环境下，亦保持高稳定性。高端酒的高毛利与行业调整时保持的高稳定性，来源于高端酒的强品牌力，品牌力的强弱直接决定产品议价权的大小，品牌力强的酒企天然具备消费者认知度高、口碑效应强的优势，在高端定价的同时，无需投入过多渠道建设费用，而是可以依靠产品本身的强传播性吸引消费者，另外对价格的敏感度更低，提价传导更易、效果更好，共同构成高端酒的高盈利能力。

图表 17: 高端酒竞争维度梳理



资料来源：华鑫证券研究

我们认为，高端酒竞争壁垒的根基是由其品牌构筑的，其次才是优质产能、量价策略。高端白酒需要更好地满足消费者对精神属性、社交属性的需求，故品牌力必定是最重要的决定因素，而产品是否具备高端品牌的基因从根本上便决定其是否能站稳高端价位带。高端品牌基因稀缺性强，源于深厚的历史底蕴、独特的品牌文化，同时亦形成高端白酒最核心的竞争壁垒。近几年高端白酒市场不断涌现新品牌，但只有真正具备高端品牌属性的产品才能从竞争日益加剧的高端市场中脱颖而出，同时亦需要酒企具备充足的产能供应以及正确的量价策略，以从顶层的战略设计上长期深入高端酒市场。

3、浓香龙头迎复兴，治理改善可圈可点

3.1、品牌端：评选会获名酒称号，酒业大王享誉海外

公司前身是成立于 1959 年的“宜宾五粮液酒厂”。1951 年由明朝“温德丰”糟坊发展而来的“利川永”，“长发升”这两家宜宾最有名望的糟坊首先联合，成立“大曲联营社”；1952 年宜宾专卖公司在“大曲联营社”的基础上，接纳其它几家糟坊成立“川南行署区专卖事业公司宜宾专卖事业处国营二十四酒厂”。1953 年“二十四酒厂”扩建为“中国专卖公司四川省公司宜宾酒厂”，1959 年 3 月 12 日酒厂正式被命名为“宜宾五粮液酒厂”。1994 年 4 月，宜宾五粮液酒厂办理企业法人登记，领取宜宾工商行政管理局转发的《企业法人营业执照》。1997 年 8 月，经四川省人民政府批准，由四川省宜宾五粮液酒厂独家发起，对五粮液酒厂进行局部改组。1998 年 4 月 21 日成立宜宾五粮液股份有限公司，同年 4 月 27 日上市深交所。1995 年 8 月，在北京举行的第 50 届国际统计大会上，宜宾五粮液酒厂以 1994 年销售总额 12.6099 亿元，利税总额 4.0298 亿元，两项指标居全国同行业第一，被大会中国组委会、国家统计局、中国企业评价中心授予“中国酒业大王”桂冠。

图表 18: 公司自新中国成立以来，国内屡次获奖

公司历年获奖时间	主要奖项
1956 年	中国食品工业部各大名酒尝评第一名
1963 年	全国第二届评酒会国家名酒
1988 年	60 度、52 度、39 度在中国荣获大曲浓香国家金质奖

请阅读最后一页重要免责声明

1988年	被中国酒文化节组织委员会评为“中国文化名酒”
1990年	国家质量管理奖
1993年	被国家环境保护局评为“全国环境保护先进企业”
1993年	获中华全国总工会“五一劳动奖状”
1994年	五粮液、尖庄在中国荣获北京第五届亚太国际贸易博览会金奖
1995年	在国际统计大会上被评为“中国酒业大王”
2001年	荣获中国“2001中国最具发展潜力上市公司五十强”
2001年	集团公司党委被中央组织部评为“全国先进基层党组织”
2002年	集团公司被国家工商管理总局评为“2001首批全国重合同守信用企业”
2002年	集团公司被中国企业研究会评为“全国百行万家双优示范企业”
2002年	集团被中质协和全国用户委评为“2002年全国用户满意企业”
2003年	荣获中国“全国质量管理奖”
2003年	在“2003中国最有价值品牌”评估中，品牌价值269.00亿元，居白酒制造业第一
2003年	“五粮春”品牌在“2003中国最有价值品牌”评估中，品牌价值22.20亿元
2004年	获中华环境保护基金会绿色产品奖
2004年	在“2004中国最有价值品牌”评估中，品牌价值306.82亿元，继续位居白酒制造业第一
2005年	2004年度全国市场同类产品销量第一
2005年	获2005年CCTV观众最喜爱的中国第一品牌
2005年	通过“纯粮固态发酵白酒”验证
2005年	集团公司荣获2003—2004年度全国食品工业科技进步优秀企业五连冠特别荣誉奖
2005年	获中国食品工业协会科学技术奖2003—2004年度一等奖
2005年	获中国食品工业协会科学技术奖2003—2004特别奖
2005年	集团公司荣获全国食品工业科技进步优秀企业五连冠
2006年	获中国首届“中华老字号”称号
2006年	被认定为“中国白酒浓香型代表”
2006年	集团荣获“2006年度中国制造业500强”之列
2006年	集团荣获“1996—2005年荣列全国市场同类产品销售额第一名”
2006年	获白酒行业2006年“中国品牌年度大奖”
2006年	获“2006年度世界市场中国（食品）十大年度品牌”殊荣
2006年	集团公司被评为“2006年度中国酒文化百强企业”
2006年	集团公司荣获“2005—2006年度中国食品工业质量效益卓越奖”
2006年	集团公司荣获“全国工业旅游示范点”
2006年	集团公司在“中国食品工业协会第二届科技成果大会”上获得食品科学技术奖特等奖
2006年	获“中国白酒十佳”、“最佳商务宴请及送礼用品”、“最佳口感用酒”三项殊荣
2006年	集团公司被评为“全国名优产品售后服务先进单位”称号
2007年	集团公司被评为“企业信用评价AAA级信用企业”
2007年	集团公司荣获“全国实施卓越绩效模式先进企业”
2007年	集团公司荣获“2005—2006年度食品工业科技进步优秀企业奖”、“2005—2006年度中国食品工业协会科学技术奖”一等奖
2007年	集团公司荣获“全国食品工业科技进步优秀企业六连冠”
2007年	获“全国质量先进集体奖”
2008年	集团公司荣获“全国食品行业创新型企业”称号
2008年	集团公司荣获“中国十大最受尊敬企业”
2008年	五粮液酒传统酿造技艺”入选国家级非物质文化遗产名录
2008年	集团公司“五粮春”荣获“中国驰名商标”
2008年	集团公司荣获“2008年度中国食品工业重点行业十强企业”
2008年	集团公司荣获“中国改革开放30年优秀集体”、“国有企业杰出发展”
2008年	集团公司荣获“2008年度中国慈善企业奖”
2008年	集团公司荣获“2008年度中国最佳诚信企业”，位居行业第一
2008年	被评为“改革开放30年，中国营销杰出企业”
2008年	荣获“2007年度中国A股上市公司最佳投资者关系管理百强”奖项

2009年	集团公司被评为“第二届全国文明单位”
2009年	集团以品牌价值472.06亿元再度蝉联中国白酒制造业的榜首
2009年	集团公司荣获“2008年度中国食品工业重点行业十强企业”
2009年	集团公司荣获“2009年全国实施卓越绩效模式先进企业特别奖”
2009年	荣获“2008年中国最佳地理标志产品”
2009年	集团公司荣获“2007—2008年度食品工业科技进步优秀企业七连冠特别荣誉奖”，成为国内唯一获此殊荣的食品企业
2009年	荣获“2008年中国最具影响力驰名商标”
2009年	荣获“2008年中国商标注册百强单位”
2009年	集团公司荣获“2009年四川省质量管理特别奖”
2009年	集团公司荣获“2008年度中国食品工业百强企业”
2009年	集团被评为“2008年度最具影响力企业”
2009年	集团公司被中央文明委授予“全国文明单位”荣誉称号
2009年	获“2008年度第六届中国财经风云榜——最佳投资者关系上市公司”殊荣
2009年	被评为“全国推行全面质量管理30周年优秀企业”
2009年	集团公司荣获2009年中国企业效益200佳第91名
2009年	集团公司荣获“中华慈善突出贡献单位奖”
2009年	集团公司被评为“国家认定企业技术中心”
2009年	集团公司荣获“全国实施卓越绩效模式先进企业称号”
2009年	集团公司被评为全国“五五”普法中期先进集体
2009年	集团公司荣获“栋梁工程突出贡献单位”荣誉称号
2009年	集团公司荣获“2007-2008年度中国食品工业质量效益卓越奖”
2009年	集团公司被评为“计量诚信优秀单位”
2010年	集团公司荣获“2009年度中国食品工业百强企业”荣誉称号
2010年	集团公司荣获“2009年度中国白酒制造业十强企业”荣誉称号
2010年	集团公司荣获“中国食品工业实施卓越绩效模式先进企业”荣誉称号
2010年	集团公司荣获中国酒业“仪狄奖”社会责任奖
2010年	集团公司荣获“2009年度中国轻工业酿酒行业十强企业”荣誉称号
2010年	集团公司荣获“2009年度最具影响力企业”荣誉称号
2010年	集团公司荣获“中国轻工业联合会科学技术进步奖二等奖”
2010年	荣列2009年全国市场同类产品销售额第一名
2010年	集团公司荣获“2009年度全国资源综合利用十佳企业”荣誉称号
2010年	集团公司荣获“全国实施卓越绩效模式先进企业”称号和“卓越组织奖”
2010年	集团公司被评为“全国企事业知识产权试点单位”
2010年	集团公司荣获“中国标准创新贡献奖二等奖”
2010年	集团公司荣获“国家新型工业化产业示范基地”奖牌
2010年	股份有限公司荣获“2010年度中国食品安全十强企业”
2010年	品牌在2010中国最有价值品牌评价中，品牌价值526.16亿元，居全国白酒制造业第一位
2010年	集团公司被评为“国家商标战略实施示范企业”
2010年	荣获全国顾客最佳满意十大品牌
2011年	集团公司被评为“2010年度中国食品工业出口百强企业”
2011年	集团公司被评为“全国安全文化建设示范企业”
2011年	集团公司被评为“全国售后服务十佳单位”
2011年	集团公司荣获“2010生态中国合作奖”
2011年	集团公司被评为“四川省浓香型大曲酒标准化生产示范企业”
2011年	集团公司荣获“2010年度最具影响力企业”荣誉称号
2011年	集团公司荣获“2010年度最具影响力企业”荣誉称号
2011年	在2011中国最有价值品牌评价中，品牌价值586.26亿元，居全国白酒制造业第一位
2011年	集团公司被评为“2011年度优秀食品工业出口企业”
2011年	集团公司荣获“第十一届全国质量奖”
2011年	集团公司荣获“2010年度白酒制造行业销售十强企业（第一名）”

2011年	集团公司荣获“2010年度白酒制造行业效益十强企业（第一名）”
2011年	集团公司荣获“2009-2010年度食品工业科技进步优秀企业八连冠特别荣誉奖”
2011年	品牌荣获“第6届亚洲品牌盛典中国品牌价值冠军”
2011年	集团公司荣获“中国商标金奖”
2011年	集团公司荣获“2010-2011年度管理体系运行优秀单位”荣誉称号
2011年	集团公司荣获“2010年度中国轻工业酿酒行业十强企业”荣誉称号
2011年	集团公司被评为“建党90周年全国党建创新十大杰出贡献单位”
2011年	集团公司荣获“2011中国企业社会责任特别大奖”
...	...

资料来源：酒志网，公司官网，华鑫证券整理

五粮液亦早在1915年的巴拿马荣获万国博览会金奖。自改革开放以来，屡获大奖。其中1995年公司在香港国际统计大会上被评为“中国酒业大王”，此后享誉海内外。

图表 19：改革开放以来，公司美名享誉海外

公司历次获奖时间	主要奖项
1915年	在巴拿马荣获万国博览会金奖
1988年	系列酒在中国香港地区荣获第六界国际食品展企业金龙奖、产品金龙奖
1989年	系列酒在日本荣获关西国际食品展酒类金质奖
1990年	系列酒在泰国荣获国际酒类博览会金质奖
1991年	系列酒在保加利亚荣获普罗夫迪夫国际博览会金奖
1991年	在德国荣获莱比锡国际博览会金奖
1992年	在美国荣获纽约国际白酒与饮料博览会金奖
1992年	在意大利荣获波伦亚国际博览会金奖
1992年	在法国荣获巴黎第十五届国际食品博览会金奖
1992年	五粮液、尖庄在俄罗斯荣获圣彼得堡国际日用消费品博览会金奖
1993年	尖庄在德国荣获汉堡春季博览会特别金奖
1993年	五粮液、尖庄在英国荣获伦敦首届国际世贸中心评酒会金奖和特别金奖
1993年	五粮液、尖庄在德国荣获柏林国际酒类与饮料博览会金奖、特别金奖
1993年	五粮液、尖庄在新加坡荣获国际名优产品博览会金奖、特别金奖
1994年	尖庄在美国荣获纽约国际白酒、葡萄酒、啤酒及饮品博览会金质奖
1994年	五粮液、尖庄在法国荣获巴黎第三届国际饮料酒和饮料及仪器博览会特别金奖
1994年	五粮液在美国荣获华盛顿巴拿马国际名酒饮料及食品博览会特别金奖
1994年	五粮液、尖庄在日本荣获东京国际名酒博览会特别金奖
1995年	在巴拿马荣获第十三届国际贸易博览会金奖
1995年	在美国荣获纽约国际食品交易博览会金奖
1996年	在美国荣获休斯顿国际白酒与饮料博览会金奖
1999年	集团公司在中国荣获第二十届世界建筑师大会“当代中国建筑艺术创作成就奖”
1999年	在智利荣获国际食品博览会特别金奖
1999年	五粮春在智利荣获国际食品博览会金奖
1999年	青梅酒在智利荣获国际食品博览会金奖
2000年	在法国荣获巴黎名酒名茶博览会最高荣誉奖
2001年	在巴拿马荣获工商农商会商业展览会金牌
2002年	获巴拿马第二十届国际商展白酒类唯一金奖
2005年	被定为2005年日内瓦中国迎宾团“国宾专用酒”
2010年	集团在第三届世界环保大会上荣登百强榜单-世界低碳环境中国推动力100强
2010年	集团公司荣获“亚洲品牌500强大奖”

请阅读最后一页重要免责声明

资料来源：酒志网，公司官网，华鑫证券整理

四届评酒会均获奖，名酒基因就此诞生。新中国成立以来，我国共举办过五届国家级名酒评酒会，产生四大名酒、老八大名酒、新八大名酒、十三大名酒、十七大名酒共五种称呼。五粮液在五届评酒会上获得后四次名酒称号，名酒基因就此诞生。

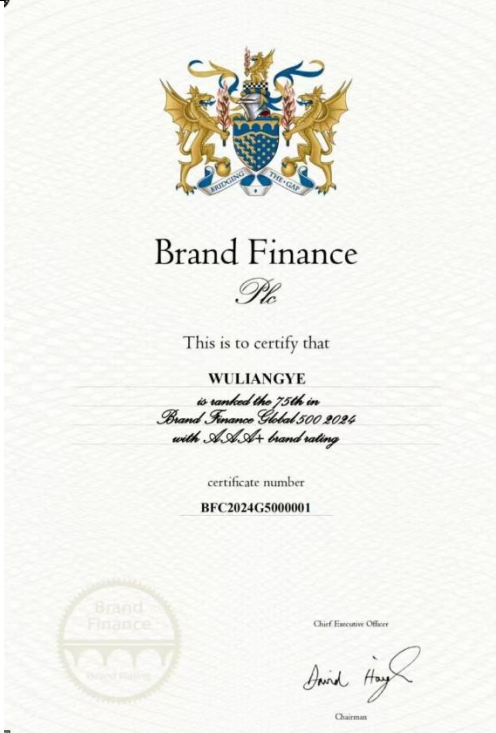
图表 20：新中国五次白酒评酒会中五粮液获奖四次

五届评选会结果	主要获奖白酒企业
第一届	茅台酒、泸州特曲、西凤酒、汾酒
第二届	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲酒、五粮液、古井贡酒、董酒、剑南春、洋河大曲酒
第四届	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：搜狐网，华鑫证券整理

近年来第三方机构对公司品牌亦有评估，公司继续获得很高评价。2024 年 1 月 17 日，国际权威品牌价值评估机构 Brand Finance 在瑞士达沃斯论坛期间发布《Brand Finance2024 年度全球品牌价值 500 强》榜单。五粮液品牌强度指数（BSI）得分 90.7 分（满分 100 分），位居白酒品牌首位，并获得全球白酒品牌最高评级 AAA+。

图表 21：《Brand Finance2024 年度全球品牌价值 500 强》中位居白酒品牌首位



资料来源：酒食新消费，华鑫证券研究

6月19日，世界品牌实验室（World Brand Lab）发布2024年《中国500最具价值品牌》榜单及分析报告，五粮液以4498.72亿元的品牌价值位列榜单第15位，品牌价值增幅10.16%，连续7年保持双位数增长，获评2024年度表现最佳品牌。

图表 22： 2024 年《中国 500 最具价值品牌》中公司位居第 15 位



资料来源：五粮液集团，华鑫证券研究

7月24日，《Brand Finance 2024 年全球最具价值烈酒品牌 50 强》榜单报告发布。五粮液以 258.95 亿美元的品牌价值保持第二，品牌强度指数（BSI）得分为 90.7 分（满分 100 分），再次获得 AAA+ 最高品牌强度评级，成为全球品牌强度第一的烈酒品牌。

图表 23：《Brand Finance 2024 年全球最具价值烈酒品牌 50 强》位居第一



资料来源：中国财富网，华鑫证券研究

9月25日，由世界品牌实验室主办的“亚洲品牌大会”在中国香港召开，会上发布2024年《亚洲品牌500强》年度报告，共有20个亚洲国家和地区的品牌入选。其中五粮液位列榜单第30名，比去年上升1位，继续引领中国白酒行业，这也是五粮液连续19年入选榜单，彰显出强劲的品牌影响力。

图表 24：2024 年《亚洲品牌 500 强》位居第 30 名



资料来源：太原新闻网，华鑫证券整理

3.2、产品端：独特的酿造工艺，三大产品体系清晰

前文我们分析公司品牌，见证公司从小作坊成长为国有大型企业，国内外屡次获得大奖，背地里是质量过硬的产品作为背书。因此，这一节我们重点分析公司产品。

这里分析公司产品前，我们需要介绍公司的生产工艺。所有产品的诞生和出厂，是生产工艺所造就的，产品只是最终的结果。

3.2.1 独特的酿造工艺，拥有超 3.2 万口窖池

公司是由小麦、大米、糯米、高粱、玉米 5 种粮食作为酿制原料，因此被称为“五粮液”。此外，宜宾当地的紫色土上种植的高粱，属糯高粱种，所含淀粉大多为支链淀粉，是五粮液独有的酿酒原料。而五粮液筑窖和喷窖用的弱酸性黄粘土，粘性强，富含磷、铁、镍、钴等多种矿物质，尤其是镍、钴这两种矿物质只有五粮液培养泥中才有微弱量，其他酒厂的培养泥中都没有。五粮液生产需要 150 多种空气和土壤中的微生物参与发酵，因此必须要有能适应 150 多种微生物共生共存的自然生态环境，而这样的环境只有在万里长江第一城的宜宾才能找到。

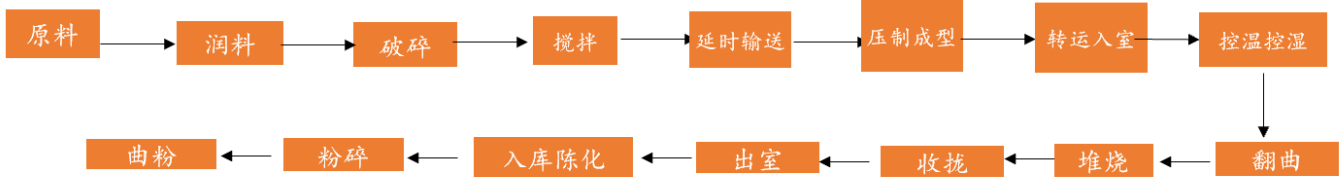
图表 25: 五粮液五种原料按一定比例酿造而成

原料	高粱	大米	糯米	小麦	玉米
配方	36%	22%	18%	16%	8%

资料来源: 搜狐网, 华鑫证券整理

五粮液传统制曲是将拌好均匀的曲料装入曲盒, 用手压紧, 再用双足掌从两头往中间踩, 踩出包包并提出麦浆(俗称提浆), 踩曲要踩紧, 特别是四周一定要踩实在, 中间可略松, 应均匀无裂缝。人工踩曲的曲中部隆起, 形似包包状, 因此叫“包包曲”。

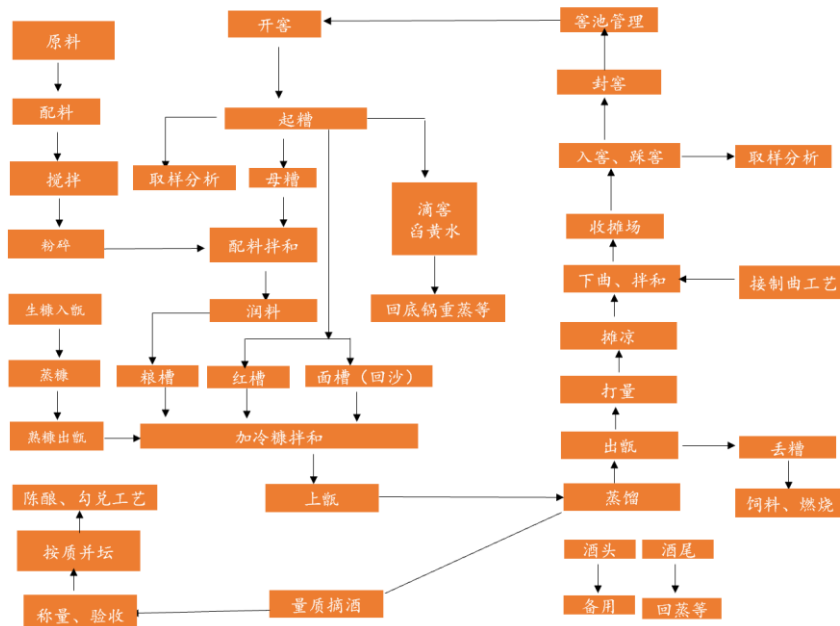
图表 26: 公司传统制曲工艺是包包曲



资料来源: 新浪网, 华鑫证券研究

公司原酒采用“跑窖循环”, “固态续糟”, “双轮底发酵”, 及“人工窖泥快速老熟”等发酵技术; 通过“分层起糟”、“混蒸蒸馏”、“分段摘酒”等操作; 按照“量质摘酒, 按质并坛”进行生产, 这属于独特的酿造工艺。公司采用独有的“包包曲”作为空气和泥土中的微生物结合的载体, 非常适合酿造五粮液的 150 多种微生物的均匀生长和繁殖, 而其他白酒只利用空气中的微生物, 所以酒味不全面。“包包曲”作为糖化发酵剂, 发酵的不同温度, 形成不同的菌系、酶系, 有利于酯化、生香和香味物质的累积, 构成产品的独特风格。而五种粮食的配方, 更将不同粮食的香气和产酒的特点融合在一起, 形成“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、各味谐调、恰到好处、尤以酒味全面而著称”的风格特点, 在浓香型白酒中独占鳌头。

图表 27: 公司传统酿酒工艺每个环节都进行分级管理, 确保优中选优



资料来源: 万茗堂, 华鑫证券研究

“陈酿勾兑”是按照一定原理的配置，利用物理、化学、心理学原理，利用原酒的不同风格，有针对性地实施组合和调味。其独特之处是：**实现分级入库、陈酿、优选、组合、勾兑、调味的精细化控制**。现在五粮液在传统工艺上又升级，形成以计算机勾兑专家系统和人工尝评相结合的独具特色的“勾兑双绝”。为了保证产品质量，五粮液集团将现代分析技术和现代分析仪器用于五粮液生产的全过程检测。**对原材料采购、原酒分级、陈酿、勾兑操作等生产过程和产品质量进行全面的**质量控制。

酒业谚语曰：“千年老窖万年糟，酒好须得窖池老”。目前公司拥有窖池 3.2 万余口，其中 16 口明代古窖池经几百年的连续使用和不断维护，成为我国唯一现存最早的地穴式曲酒发酵窖池。

图表 28：长发升即五粮液的 501 车间



资料来源：湖南日报，华鑫证券研究

图表 29：公司拥有 3.2 万余口窖池



资料来源：湖南日报，华鑫证券研究

3.2.2 五粮液基本盘稳定，系列酒做大做强

公司产品主要分为五粮液主品牌系列、系列酒和仙林生态酒三部分。其中主品牌已经构建“1+3”产品体系：以第八代五粮液为代表的代际系列（含交杯、金装、1618、39 度、45 度和 68 度等）、以经典五粮液为代表的年份系列（由 2024 年 7 月发布的经典 10、20、30、50 构成，对应基酒分别为 10 年、20 年、30 年、50 年，建议零售价分别为 3099 元、4999 元、12999 元和 30999 元）、以 501 五粮液为代表的古窖系列（含 501、503 车间等产品）和以生肖纪念酒为代表的文化定制酒系列。

系列酒：以五粮春（含名门之春等）、五粮醇（含香红装、玫瑰金等）、五粮特曲（含精品、珍品、皇冠和金彩版等）、尖庄（含高光、1911、大光等）为重点的四个全国性区域大单品，五粮人家（含人文系列和地理系列等）、友酒（三种）、百家宴（三种）及火爆（羽毛球系列、篮球系列等）为补充的区域重点品牌等。

仙林生态酒：主要生产、销售露酒、果酒、葡萄酒，目前已成功构建五粮本草+仙林、亚洲的“1+2”品牌矩阵。

图表 30: 公司主要由“1+3”产品体系+系列酒+仙林生态酒组成

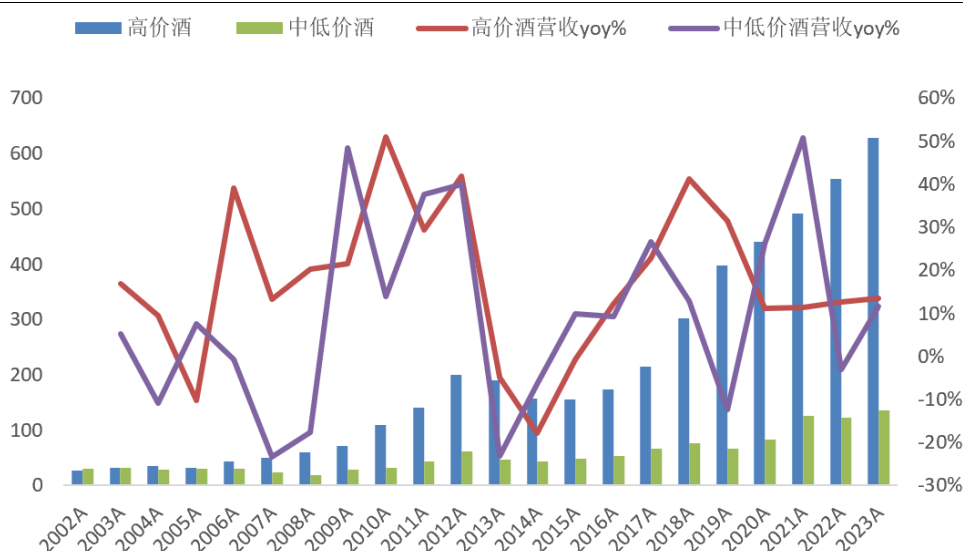
品牌	名称	主要产品	规格 (ml)	批价 (元)
主品牌	以第八代五粮液为代表的代际系列	水晶瓶五粮液	500	950
		1618	500	950
		39 度	500	700
		交杯	500	1450
		金装	500	980
	以经典五粮液为代表的年份系列	经典 10	500	3099
		经典 20	500	4999
		经典 30	500	12999
		经典 50	500	30999
	以生肖纪念酒为代表的文化定制酒系列	猪年五粮液	500	970
		鸡年五粮液	500	1000
	以 501 五粮液为代表的古窖系列	501 五粮液		500
系列酒	四个全国性单品	五粮春	500	205
		五粮醇	500	50
		尖庄	500	20
		五粮特曲	500	110

资料来源: 今日酒价, 华鑫证券整理

注: 经典五粮液系列价格都是建议零售价, 暂无批价

普五基本盘稳中有进, 系列酒起起伏伏。因公司从 2002 年开始披露高价酒和中低价酒, 故我们的研究从 2002 年开始。由于公司此前披露口径出现变更, 但整体高价酒基本等于五粮液主品牌, 中低价酒 (含果酒、露酒、生态酒) 等等也基本等同于系列酒, 故我们分别从营收、毛利率、占比进行分析。

图表 31: 过去 21 年五粮液主品牌保持两位数增长, 系列酒大个位数增长



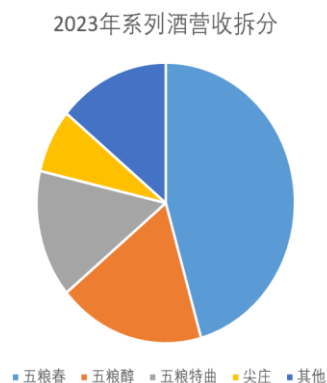
资料来源: wind, 华鑫证券研究

注: 高价酒基本等于五粮液主品牌系列, 中低价酒基本等于系列酒

细拆业务来看, 五粮液主品牌营收从 2002 年 27.3 亿元增至 2023 年 628 亿元, 21 年 CAGR 为 16.1%, 整体保持两位数增长; 系列酒营收从 2002 年 29.8 亿元增至 2023 年 136.4

亿元，21年CAGR为7.5%，系列酒经过公司清理清退和调整，近几年进入上升势头。

图表 32：2023 年公司系列酒营收拆分



资料来源：XN知酒，华鑫证券研究

图表 33：五粮春·名门定价 728 元



资料来源：网易，华鑫证券研究

图表 34：五粮春·和美定价 568 元



资料来源：微酒，华鑫证券研究

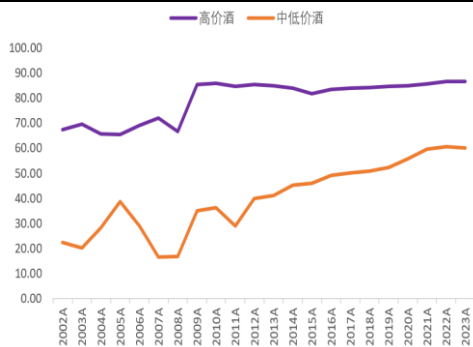
图表 35：第二代五粮春完成升级换代



资料来源：京东，华鑫证券研究

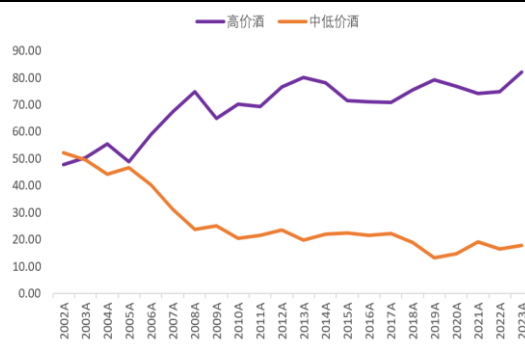
系列酒方面，公司最大的单品是五粮春。2024年3月6日，2024年五粮春兰州市榆中市场客户答谢会召开。会议透露，2023年五粮春单品销售额近70亿元。2022年3月1日，五粮春品牌推出新品“五粮春·名门”，定价728元，与售价428元/瓶的“第二代五粮春”构成新产品矩阵，定位次高端；2023年9月25日，公司推出新品“五粮春·和美”，填补二代五粮春和五粮春·名门之间价格产品，主要锁定婚喜宴消费场景，对标定价568元。

图表 36：高价酒毛利率近年来维持在 80% 以上



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 37：五粮液主品牌营收占比稳定在 70% 以上



资料来源：wind，华鑫证券研究

从毛利率来看，五粮液主品牌自 2009 年以来基本稳定在 80%左右，系列酒稳中有升即从 2014 年 45%提至 2023 年 60%。从占比来看，五粮液基本盘稳定，基本稳定在 70%以上；近几年系列酒因为调整等原因，稳定在 10%以上，较之前虽有所下降，但产品结构得到很大优化。

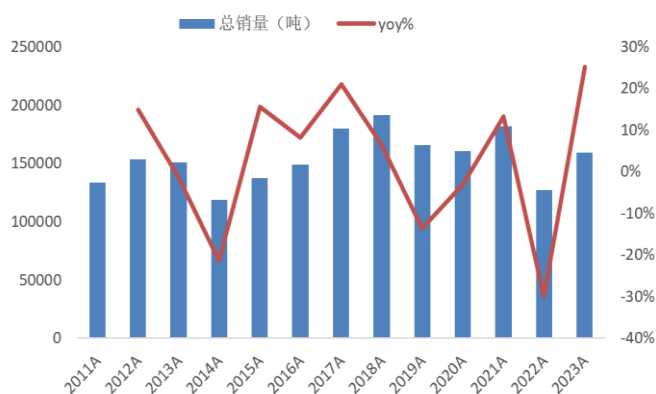
3.3、价格端：量价交替发力，策略由领头转为跟随

由于公司年报披露详细问题，公司从 2012 年起披露整体白酒产销量情况；2020 年起单独披露五粮液产品和系列酒产品的产销量，额外还有总库存、成品酒库存和半成品酒库存等数据。为避免口径上差异及合规问题，我们研究公司整体量价关系从 2012 年开始，单独五粮液要从 2020 年开始，尽可能详细深入分析公司量价关系及其背后的原因。

3.3.1 量价交替发力，吨价提升明显

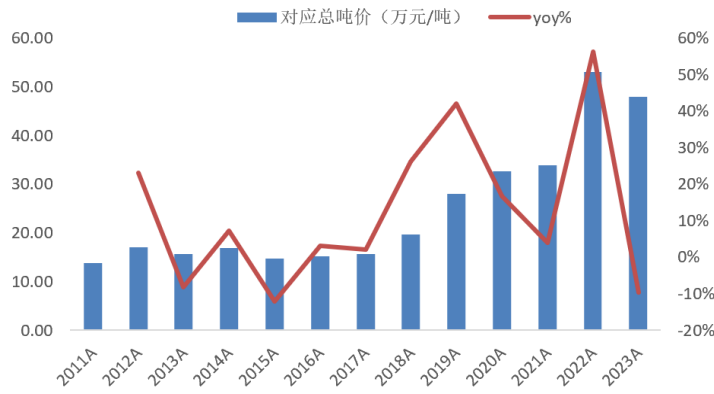
行业黄金十年发展（即 2003 年-2012 年），公司销量亦有明显增长，总销量在 2012 年达到巅峰为 15.31 万吨（同增 15%），对应吨价为 17.07 万元/吨（同增 23%）。随后因三公消费等原因，行业进入调整期。行业于 2015 年底开始复苏，2016 年高端酒率先反弹复苏。公司总销量从 2015 年 13.74 万吨增至 2023 年 15.91 万吨，过去 8 年 CAGR 为 2%；公司总销量在 2018 年达到高峰（已超 2012 年总销量，达 19.2 万吨），系公司 2018 年直接提价和 2019 年第七八代五粮液交替窗口所致。对应总吨价从 2011 年 13.9 万元/吨增至 2023 年 48.1 万元/吨，12 年 CAGR 为 11%。整体来看，公司量价交替发力，销量和对应吨价均有明显增长。

图表 38：2011 年以来公司总销量稳中有增



资料来源：wind，公司年报，华鑫证券研究

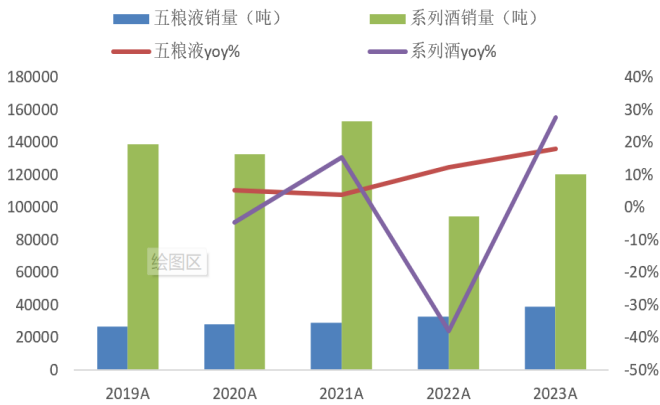
图表 39：公司总吨价过去 12 年 CAGR 为 11%



资料来源：wind，公司年报，华鑫证券研究

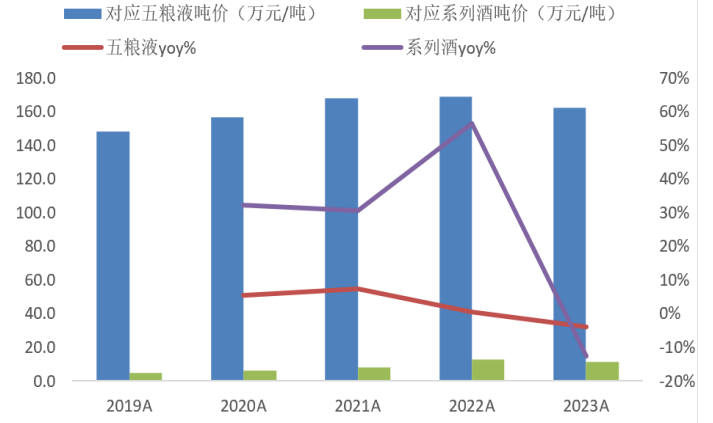
下面我们重点分析五粮液主品牌和系列酒的销量和对应吨价情况。根据披露，五粮液销量从 2019 年 2.67 万吨增至 2023 年 3.87 万吨，4 年 CAGR 为 10%；系列酒销量从 2019 年 13.9 万吨下降至 2023 年 12 万吨，4 年 CAGR 为 -3.5%，主要系 2022 年系列酒优化产品结构，向中高价位产品聚焦，导致销量下降。对应吨价来看，五粮液吨价从 2019 年 148 万元/吨增至 2023 年 162.5 万元/吨，4 年 CAGR 为 2.3%；系列酒吨价从 2019 年 4.8 万元/吨增至 2023 年 11.3 万元/吨，4 年 CAGR 为 24%。通过量价来看，我们发现五粮液主品牌主要是量价交替增长贡献业绩，系列酒经过 2022 年产品结构调整后进入上升势头。

图表 40: 2019A-2023A 五粮液销量 CAGR 为 10%



资料来源: wind, 公司年报, 华鑫证券研究

图表 41: 2019A-2023A 系列酒吨价提升明显

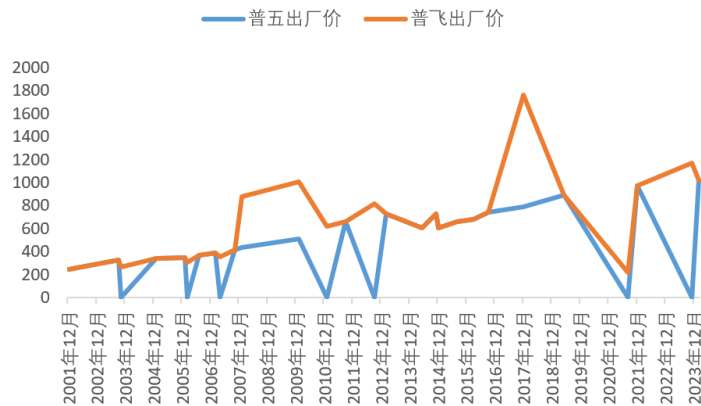


资料来源: wind, 公司年报, 华鑫证券研究

3.3.2 公司提价小幅高频, 策略由领头转为跟随

下面我们重点分析普五出厂价。分析公司价格这一块, 我们必须分析普五的出厂价演变过程。因公司 1998 年上市, 故我们从 2000 年开始分析其出厂价上升轨迹。进入 21 世纪, 白酒迎来黄金发展的十年即 2003-2012 年, 我们发现普五出厂价从 2001 年 249 元涨至 2011 年 659 元, 共计提价 10 次。由于处于黄金发展期, 政务消费占比较高, 普五市场一瓶难求, 供不应求。在这样的背景下, 公司积极调整出厂价, 这为后面公司大胆应用 OEM 贴牌模式黄金期扩大版图打下坚实基础。

图表 42: 2008 年 1 月提价是茅五分水岭



资料来源: wind, 华鑫证券研究

行业调整期以前, 当时仍处于行业旺季, 公司实现顺价销售。但随着三公消费政策出台, 2013-2015 年白酒行业迎来调整期, 调整期我们发现公司调价共计 5 次, 在此期间公司被茅台全面超越, 自此公司提价策略由领头调整为跟随。2016 年行业逐步进入复苏, 2016 年 3 月 26 日对普五进行提价, 平均幅度 3% 左右即从出厂价 659 元提至 679 元, 当时成交价 640-650 元, 尚未达到顺价。随后 9 月 15 日再次提价, 从 679 元提至 739 元, 当时成交价 700-710 元, 亦尚未达到顺价。随后公司于 2017 年底提价+第七八代五粮液升级换代黄金窗口期, 公司提价顺利站稳 889 元, 成交价 920-930 元, 自 2013 年以来首次实现顺价销售。这为公司后面提价奠定基础, 2021 年 12 月公司提价至 969 元, 与普飞对标, 建议零售价为 1399 元。2022 年 3 月, 公司将建议零售价从 1399 元提至 1499 元, 继续对标普飞。

图表 43：普五提价呈现出“小幅高频”特点

时间	出厂价（元）	平均幅度（%）	零售价（元）
2001 年 12 月 31 日	249	—	—
2003 年 9 月 15 日	330	32.5%	—
2005 年 1 月 31 日	343	3.9%	—
2006 年 1 月 31 日	348	1.5%	—
2006 年 7 月 10 日	368	5.7%	—
2007 年 2 月 28 日	388	5.4%	—
2007 年 10 月 26 日	418	7.7%	—
2008 年 1 月 31 日	438	4.8%	—
2010 年 1 月 16 日	509	16.2%	—
2011 年 9 月 10 日	659	29.5%	—
2013 年 2 月 01 日	729	10.6%	670-680
2014 年 5 月 19 日	609	-16.5%	570-580
2014 年 11 月 17 日	729	19.7%	600-610
2014 年 12 月 19 日	609	-16.5%	560-570
2015 年 08 月 03 日	659	8.2%	620-630
2016 年 03 月 26 日	679	3%	640-650
2016 年 09 月 15 日	739	8.8%	700-710
2017 年 12 月 31 日	789	6.8%	750-770
2019 年 5 月 21 日	889	12.7%	920-930
2021 年 12 月 2 日	969	9%	950-960
2024 年 2 月 5 日	1019	5.2%	940-950

资料来源：wind，华鑫证券整理

注：这里的零售价是实际成交价，而不是建议零售价

通过上述列表，我们可以发现公司提价呈现出“小幅高频”特点，特别是自 2013 年以来，通过 2017 年底提价+第七八代五粮液升级换代，首次实现顺价销售。此外，公司提价策略从之前的领头转为跟随，即跟随贵州茅台提价策略制定相应的五粮液提价策略。

3.4、产能端：上市前五次扩建，上市后逐步完善

这一节我们重点研究分析公司产能和产量情况，以期理解公司产能的稀缺性。

3.4.1 上市前扩建成就地位，整体产销

纵观五粮液的发展史来看，我们可以将公司的产能扩张和技改分成三个阶段：上市前+上市后产能募集资金扩产和技改（2002 年以前）、自有资金扩产和技改（2002 年-至今）。

在开始分析前，我们需要明确一点：产能分为设计产能、当年已释放设计产能和实际产能，一般来说设计产能的值是最保守的，这个为基础口径。有部分在当年无法释放的，扣除后，我们称为“当年已释放设计产能”。实际产能是实际产出的基酒产量。一般来说，实际产能>设计产能>当年已释放设计产能，产能释放后会产生产量，产量经过勾兑、贮存等方式后成为成品酒，经过存放后流向市场（一般经过 3-5 年存放），成为大家所熟知的五粮液。

由于我们研究对象是五粮液和系列酒，故招股书和年报中提及的其他如包装线、贮存工程及其他产品情况，我们在接下来的研究中不提及。

上市前后产能（2002 年以前）：1959 年“宜宾五粮液酒厂”正式命名，从那以后 40 多年间，公司共经历 5 次大扩建。

第一次：1958 年国家拨款 60 万元，建成金沙江南岸的“跃进区”，完成第一次扩建，使全厂产酒能力从扩产前的 450 吨增至 1141 吨，构成五粮液酒厂最初规模。

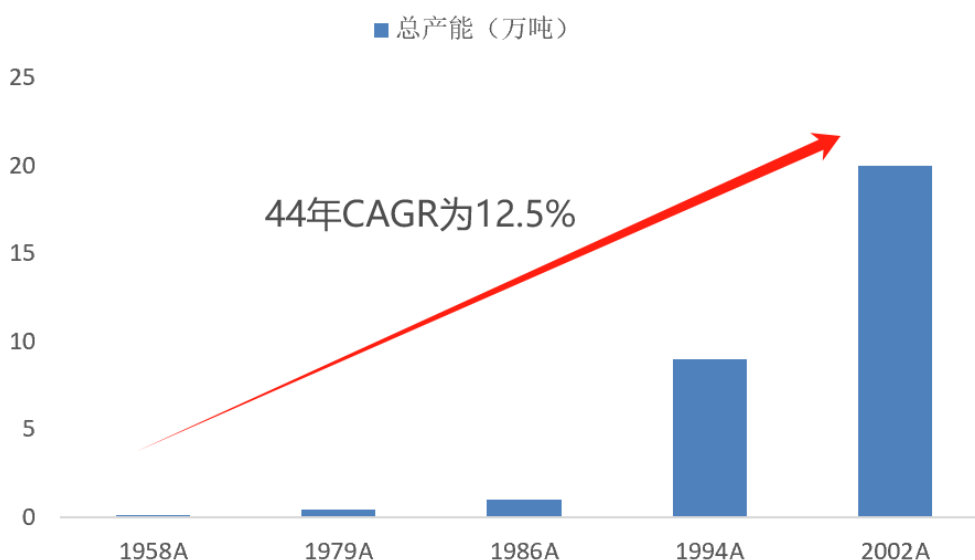
第二次：1979 年投资 1800 万元在岷江北岸修建新的生产区，占地 9.96 万平方米，产酒能力达到 4440 吨。

第三次：1986 年投资 2500 万元在江北主厂区新建占地 22.8 万平方米 3000 吨车间，全厂总产量达到 1 万吨。

第四次：1992 年—1994 年共投资 8 亿元，完成 8 项建设，面积达 20 万平方米。建成横卧酒圣山下的两幢排列着 6000 口窖池的世界最大酿酒车间，使全厂产酒能力达到 9 万多吨。

第五次：1995 年—2002 年，这是五粮液集团公司高速跨越式发展期。1995 年又投资 1.5 亿元进行配套工程建设。1997 年完成年包装能力为 8 万吨的中国第一的勾兑中心，1998 年在原宜宾五粮液酒厂基础上经公司制改造为集团有限公司，1999 年 1 月又建成有世界先进水平占地 1.5 万平方米的现代大型塑胶包装车间，2000 年投入巨资建成一个 4 万吨的酿酒车间。同时在孜岩山下，荡平数座小山，建起以五粮液系列酒生产为主业，涵盖塑胶加工、模具制造、印务、药业、果酒、电子器材、运输、外贸等多元化经营的特大型企业集团。至此，五粮液集团成为占地 7 平方公里的“十里酒城”，成为“千年酒都”宜宾的象征。

图表 44：截止 2002 年公司产能达 20 万吨



资料来源：新浪财经，公司官网，华鑫证券研究

小结：公司上市前后完成五轮扩张，产能从 1958 年 1141 吨增至 2002 年 20 万吨，44 年 CAGR 为 12.5%，为公司在行业发展黄金十年（2003-2012 年）奠定产能基础，于 1994 年

被评为“中国酒业大王”，亦成为白酒行业领头羊，直至 2013 年被贵州茅台全面反超，成为行业龙二。

募集资金扩产和技改（1998 年-2000 年）：公司 1998 年上市募集资金总额 11.82 亿元，扣除发行费用 1600 万元，发行人募集资金净额为 11.66 亿元。**募集资金主要用于现车间及辅助设施，扩大主业生产规模，**包括 18 个技改项目，建设投资 5.3 亿元，需配套流动资金 4.1 亿元；收购瓶盖、印务 2 个配套项目，以有效降低成本，满足扩大生产规模需要，总投资 2.3 亿元。

募投项目：**1) 年产 2500 吨系列酒技改工程（计划建设周期两年）；2) 第五勾包中心技改工程，建成后将新增本公司五粮液系列酒勾包能力 15000 吨；3) 陈化车间技改工程，建成后将新增本公司陈化处理一类酒能力 10000 吨；4) 新增 1000 吨五粮液系列酒技术改造工程（计划建设周期一年）；5) 异型瓶精品包装车间技改工程，建成后将新增本公司异型瓶精品包装能力 15000 吨；6) 煤渣砖技改项目，建成后形成年产煤渣砖 23518 匹生产能力；7) 年产 6000 吨系列低度酒技改工程（计划建设周期两年）；8) 五粮醇包装车间技术改造工程，建成后将新增五粮醇包装能力 8000 吨。9) 综合修理厂技改项目；10) 勾兑中心技改项目，建成后将新增本公司五粮液系列酒勾包能力 15000 吨；11) 改建停车场、车库技改项目；12) 年处理 18 万吨废糟车间技改工程；13) 新增 2 万吨/日供水技改工程；14) 废水治理及综合利用工程技改项目；15) 大口沉井技改项目；16) 供电线路技术改造工程；17) 35KV 中心变电站技改工程；18) 京酒包装车间技改工程，建成后将新增京酒包装能力 5000 吨；19) 收购宜宾塑胶瓶盖厂；20) 收购宜宾印务总厂。**

图表 45：截止 1998 年底上市募投项目中募集资金实际投资项目情况一览（万元）

序号	项目名称	计划投资额	实际投资额	项目进度	预计产生效益时间
1	年产 2500 吨系列酒技改	2,922	2,150	73.58%	2000 年
2	第五勾包中心	2,980	3,279	已完工	1999 年
3	陈化车间技改	2,980	2,848	已完工	1999 年
4	年增 1000 吨系列酒技改	2,950	3,092	已完工	1999 年
5	异型瓶精品包装车间技改	2,872	2,983	已完工	1999 年
6	煤渣砖技改工程	2,980	3,219	已完工	1999 年
7	年产 6000 吨低度酒技改	2,887	3,559	已完工	2000 年
8	五粮醇包装车间技改	2,983	3,266	已完工	1999 年
9	综合修理厂技改	2,605	2,934	已完工	1999 年
10	勾兑中心技改工程	2,985	2,848	已完工	1999 年
11	改建停车场、车库技改	2,970	3,476	已完工	1999 年
12	年处理 18 万吨废糟技改	2,855	2,952	已完工	1999 年
13	新增 2 万吨/日供水技改	2,860	2,779	已完工	1999 年
14	废水治理及综合利用技改	2,978	2,868	已完工	1999 年
15	大口沉井技改	2,980	3,048	已完工	1999 年
16	供电系统技改	2,942	3,347	已完工	1999 年
17	35kv 中心变电站技改	2,933	2,870	已完工	1999 年
18	京酒包装车间技改	2,992	2,999	已完工	1999 年
19	收购宜宾塑胶瓶盖厂	9,532	待付款	已完成收购	1999 年
20	收购宜宾印务总厂	13,323	待付款	已完成收购	1999 年

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

小结：截止 1998 年底，公司募投项目基本完工，其中年产 2500 吨系列酒技改工程进

度 74%，于 2000 年产生效益。1999 年公司已形成年产 15 万吨五粮液系列酒的生产能力；2000 年公司已形成年产 20 万吨五粮液系列酒的生产能力。

图表 46：截止 2002 年 6 月底配股募投项目实际投资情况一览（万元）

序号	投资项目	计划投资 (万元)	实际投资 (万元)	工程进度
1	江北片区供水网络工程	2,500	3,537	已完工
2	酿酒工业废水综合利用环保工程	3,500	3,990	已完工
3	酿酒工业废糟综合利用环保工程	19,500	19,388	已完工
4	青梅果酒技改工程	3,000	3,318	已完工
5	猕猴桃果酒技改工程	2,985	3,304	已完工
6	苹果果酒技改工程	2,950	3,270	已完工
7	广柑果酒技改工程	2,980	3,299	已完工
8	精美丝网印刷技改工程	2,985	3,497	已完工
9	一万吨/年复糟酒技改工程	12,000	12,146	已完工
	合计	52,400	55,749	

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

2001 年 3 月公司发布配股公告，本次配股共募集资金总额为 78,000 万元；其中货币资金 62,655 万元，资产认配 15,344 万元，扣除发行费用 1,342 万元后实际募集资金为 76,657 万元，配股所募资金于 2001 年 3 月 8 日全部到位。2002 年 6 月底，该九个工程项目已按计划进度全面完工投入生产并产生效益。

自有资金扩产和技改（2002 年-至今）：

1、2002-2005 年公司扩产和技改情况：

2002 年 5 月公告：公司于 2002 年拟投资 2.9 亿元新建“年产五万吨制酒技改工程项目”，建设期预计 6-12 个月。

2002 年 10 月公告：公司于 2002 年拟投资 5.93 亿元新建“第十勾兑包装中心技术改造工程（建成后形成年勾兑包装 14 万吨五粮液系列酒能力）、第十一勾兑包装中心技术改造工程（建成后形成年勾兑包装 16 万吨五粮液系列酒能力）、第十二勾兑包装中心技术改造工程（建成后形成年勾兑包装 16 万吨五粮液系列酒能力）、陈酿酒库技术改造工程（建成后形成储存原酒 5.3 万吨能力）”。

图表 47：2002 年底自有资金 15.04 亿元新建或技术改造 10 个工程项目一览（万元）

序号	投资 项 目	计划投资 (万元)	实际投资 (万元)	工程进度
1	年产五万吨制酒技改工程	29,000	28,000	100%
2	第十勾兑包装中心技术改造工程	18,904	15,977	95%
3	第十一勾兑包装中心技术改造工程	16,332.5	12,000	60%
4	第十二勾兑包装中心技术改造工程	16,332.5	12,000	60%
5	陈酿酒库技术改造工程	7,847	3,000	40%
6	五粮液系列酒及制曲技术改造	4,688	3,000	90%
7	五粮液原酒生产线改造工程(3万吨)	19,985	12,000	70%
8	6万吨酿酒项目配套设施改造工程	4,713	3,000	60%
9	年产3万吨五粮液系列酒技改工程	19,985	12,000	70%
10	复糟酒、锅炉技术改造工程	4,126	2,500	70%
11	制曲异地第一期技改	4,300		
12	制曲异地第二期技改	4,200		
	合 计	150,413	103,477	

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

2003 年 3 月公告：公司于 2002 年拟投资 6.2 亿元新建“五粮液系列酒及制曲技术改造工程（建成后将形成年新增五粮液系列酒 0.6 万吨、制曲 2 万吨能力）、五粮液原酒生产线改造（建成后将形成年产五粮液原酒 3 万吨能力）、6 万吨酿酒项目配套设施改造工程（建成后将满足 6 万吨酿酒项目的配套生产需要）、年产 3 万吨五粮液系列酒技改项目（建成后将形成年产 3 万吨五粮液系列酒能力）、复糟酒、锅炉技术改造工程（对复糟酒生产线和锅炉等进行技术改造后，将形成年产复糟酒 0.4 万吨能力）；制曲异地第一期技改（建成后将形成年五粮液系列酒发酵曲药 3 万吨能力）、制曲异地第二期技改（建成后将形成年五粮液系列酒发酵曲药 3 万吨能力）”等七个技改工程项目。

2003 年 5 月公告：公司于 2003 年拟投资 4.72 亿元投资新建“五万吨酿酒配套锅炉、剥壳等改造项目（建成后将形成满足六万吨酿酒生产线用汽及原料需要）、六万吨酿酒配套 110KV 变电站改造项目（建成后形成满足六万吨酿酒生产线用电需要，公司取得长期的用电使用权）、六万吨酿酒配套污水处理改造项目（建成后将形成日处理污水 5,340 立方米的产能）、六万吨酿酒配套低压蒸汽及物流改造项目（建成后将形成满足六万吨酿酒低压蒸汽及物流保障需要）、六万吨酿酒配套制曲生产线改造项目（对制曲生产线进行技术改造后，将形成年产 9 万吨曲药生产能力）、十五技改取水及供水线改造项目（建成后将形成满足六万吨酿酒生产线用水需要）”等 6 个技改工程项目，该 6 个工程项目投资建设，主要是为 2002 年度已投建年产五万吨制酒技改工程、六万吨系列酒技改工程等项目相配套。

2003 年 12 月公告：公司于 2003 年拟投资 1.5 亿元投资建设“污水处理站技术改造项目，515 车间配套设施技术改造项目，506 车间“尾液”处理技术改造项目，配电站（二期）技术改造项目，504 车间磨粉生产线技改工程，505 车间、507 车间、511 车间、513 车间新增不锈钢甑灶及配套设施技改工程，污水处理一站技改工程”等 7 个技改工程项目。该批工程项目投资建设，主要是为公司 2002、2003 年度期间已投建项目所形成产能扩大相配套。

2004年2月公告：公司于2004年拟投资1,847万元投资建设“五一九车间剥壳生产线（二期）技术改造项目”。

2004年6月公告：公司于2004年拟投资1.15亿元新建“年产五粮液系列调味酒2,000吨生产线技术改造项目、年包装高档五粮液系列酒2,000吨异型瓶包装生产线技术改造项目”。

图表 48：2004 年底自有资金 6.23 亿元新建或技术改造 13 个项目一览（万元）

序号	投资 项 目	计划投资 (万元)	实际投资 (万元)	工程进度
1	工业垃圾场技改	998	1,032	100%
2	五一九车间剥壳生产线（二期）技术改造项目	1,847	1,965	100%
3	调味酒生产线技术改造项目	1,954	2,245	100%
4	异型瓶包装生产线技术改造项目（包装车间8B区手工线及加浆水技改）	9,500	9,328	100%
5	五0八车间包装流水线设备更新改造项目	996.6	尚未结算	
6	五万吨制酒生产线配套污水处理站技术改造项目	4,958	4,186	95%
7	十一勾包中心配套储酒罐技术改造项目	8,120	7,831	95%
8	第十二勾包中心配套储酒罐技术改造项目	7,882	7,000	95%
9	六万吨酿酒项目配套设施二期技术改造项目	7,920	7,817	95%
10	五一九车间原4.5万吨生产线技术改造项目	3,762	3,755	95%
11	环保锅炉燃料烘干生产线技术改造项目	6,560	4,580	70%
12	二万吨五粮液系列酒集中蒸粮技术改造项目	7,500	7,457	95%
13	503 车间改造项目工程	320	334	100%
	合 计	62,317.6	57,530	

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

2005年3月公告：公司于2004年拟投资4.76亿元新建“五零八车间包装流水线设备更新改造项目、五万吨制酒生产线配套污水处理站技术改造项目、十一勾包中心配套储酒罐技术改造项目、第十二勾包中心配套储酒罐技术改造项目、六万吨酿酒项目配套设施二期技术改造项目、五一九车间原4.5万吨生产线技术改造项目、环保锅炉燃料烘干生产线技术改造项目、三万吨五粮液系列酒集中蒸粮技术改造项目”等8个技改项目建设”，系近两年新增产能规模形成而投建的配套设施建设。

图表 49：2005 年底自有资金 3951 万元新建或技术改造 5 个工程项目一览（万元）

序号	投资 项目	计划投资 (万元)	实际投资 (万元)	工程进度
1	508 车间第 10 勾包中心和第 12 勾包中心包装流水线设备改造项目	930	900	60%
2	506 车间新增 1700 吨储酒能力技改工程项目	695.68	600	60%
3	519 车间 3000 吨发酵废水悬浮物及固定物回收项目	995.63	900	60%
4	510 车间 6 台 20 吨燃煤锅炉并新增 2.3 万吨/年项目	850	200	40%
5	精细化工公司 1 万吨/年涂料系列产品技改工程	480	100	50%
	合 计	3,951.31	2,700	

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

2005 年 8 月公告：公司于 2005 年拟投资 1,626 万元进行“508 车间第 10 勾包中心和第 12 勾包中心包装流水线设备改造项目、506 车间新增 1700 吨储酒能力技改工程项目”。

图表 50：2002-2005 年扩建或技改共 11.8 万吨

公告时间	拟投资总金额（亿元）	扩产或技改情况
2002 年 5 月	2.9	年产五万吨制酒技改工程项目
2003 年 02 月	0.47	年产五粮液系列酒 0.6 万吨、制曲 2 万吨能力技改工程
2003 年 02 月	2	年产五粮液原酒 3 万吨能力的生产线改造
2003 年 02 月	2	年产 3 万吨五粮液系列酒能力技改项目
2004 年 06 月	1.15	年产五粮液系列调味酒 2,000 吨生产线技术改造项目

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

小结：1) 截止 2005 年底，公司已形成年产 45 万吨（商品酒）能力，已形成 70 余个品牌，千余种规格的系列酒产品。2002 年度公司既提出品牌打造，实施 1+9+8 战略（即 1 个世界性品牌，9 个全国性品牌，8 个区域性品牌），在 70 余个品牌中打造出 18 个重点品牌来承载 45 万吨左右（商品酒）的销售规模。

2、“十一五”（即 2006-2010 年）计划公司扩产和技改情况：

2007 年 03 月公告：公司于 2007 年拟投资总额 7300 万元用于五粮液酒包装生产流水线年新增 2 万吨包装能力技改项目（建成后年新增 2 万吨五粮液酒包装生产能力，达到 3 万吨包装生产能力），后因该项目因提高食品卫生安全标准，达到 GMP 标准，增加改造项目等原因致投资金额超出计划投资，因此增加预算 4178.60 万元（2011 年 3 月公告）。

2009 年 02 月公告：公司于 2008 年拟投资总额约 1.2 亿元对现有的第十二勾包中心生产线进行技术改造。

2009 年 08 月公告：公司于 2009 年拟投资总额约 3.94 亿元进行“燃煤锅炉烟气脱硫技术改造项目（对公司现有 6 台燃煤锅炉进行烟气脱硫，并产出副产品硫酸锰 2.3 万吨/年）、510 车间角管锅炉技术改造项目（通过技改，降低排烟温度，使锅炉热效率达到 80% 以上）、质管、质检及测量中心技术改造项目（通过技改，优化检测环境，完善检测手段，

提高检测水平)、五区包装生产线技术改造项目(通过技改,使公司五区现有的包装生产线实现物流码管理,提高产品防伪水平,同时提高生产线的包装效率)”。

2010年3月公告:公司于2010年起拟投资总额约5.96亿元投资建设“6万吨酱香型白酒陶坛陈酿库技改工程建设项目”,项目建设期为18个月,即2010年3月—2011年8月。

图表 51: 2010 年底自有资金 7.77 亿元投资新增项目情况一览 (万元)

序号	投资项目	计划投资 (万元)	实际投资 (万元)	工程进度
1	废水综合治理改造工程项目	4,507 (国家补贴 1,000 万元)	3,300.31	98%
2	酿酒废水综合治理项目	9,612 (国家补贴 4,400 万元)	1,110.75	30%
3	6 万吨酱香型白酒陶坛陈酿库技改工程建设项目	59,626 (国家补贴 200 万元)	9,937.41	40%
4	四川省宜宾环球格拉斯玻璃制造有限公司窑炉烟气氟化物治理项目	1,148	/	改造过程中
5	510 车间 523、521、519B 区锅炉脱硫除尘系统改造工程项目	1,157	/	改造过程中
6	510 车间 320 废水处理站污泥堆棚除臭项目	84	/	改造过程中
7	510 车间燃煤锅炉烟气净化系统改造 (4 个项目)	999	133.77	改造过程中
8	污水处理厂环保中控系统项目	614	233.41	改造过程中
	合计	77,747	14,715.65	

资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

小结: 公司十一五期间未扩产或技改, 对相关配套项目进行技改或扩建。

3、“十二五”(即 2011-2015 年)计划公司扩产和技改情况:

2012年3月公告: 根据公司十二五战略规划和生产经营目标, 对 523 车间产能进行全面恢复并实施相关技术改造, 拟投资金额 1.03 亿元 (后迟至 2021 年 12 月底公司公告: 对 523 车间进行扩能技术改造, 规划用地面积 33 亩, 主要建设内容为新建窖池及相关配套设施等, 项目总投资估算为 8452.60 万元)。

2012年8月公告: 公司拟投资不低于 50 亿元用于技术改造扩建年产 10 万吨 (浓香型, 商品量) 酿酒生产车间及配套项目。

2013年4月公告: 公司于 2013 年拟投资总额 8.89 亿元用于建设九万吨陶坛陈酿酒库项目, 形成约 9 万吨储存能力。

2013年10月公告: 公司于 2013 年拟投资总额 1.93 亿元用于拟新建三万吨酒库项目。

2014年4月公告: 公司调整 2012 年 8 月公告的“技术改造扩建年产 10 万吨 (浓香型)

酿酒车间及配套项目”方案，调整为“五粮液产业园区建设项目”，投资总额 2.3 亿元。

小结：十二五期间公司实际没有扩建或技改新的产能，主要是对配套实施进行更新迭代升级和完善。

3、“十三五”（即 2016-2020 年）计划公司扩产和技改情况：

2018 年 4 月公告：公司拟投资总额 743,149.84 万元用于实施“公司厂房等建筑物风貌整治工程（一期）项目（总投资预计 24,443 万元）、523 车间厂房改造（总投资预计 13,414.80 万元）、厂区道路黑化工程项目<二期>（总投资预计 7,919.81 万元）、成品酒包装及智能仓储配送一体化项目（总投资预计 632,666.23 万元）、勾储酒库技改工程项目（总投资预计 64,706 万元）”。

2018 年 12 月公告：1) 关于调整勾储酒库技改工程项目预算和建设规模：总投资估算由原方案的 64,706 万元调整为 172,616.60 万元，调整后项目分为两期实施，一期工程总投资估算为 92,287 万元，二期工程总投资估算为 80,329.60 万元。2) 关于调整成品酒包装及智能仓储配送一体化项目预算和建设规模，原方案总投资估算为 873,638.60 万元（其中：建设投资 632,666.20 万元）；新方案总投资估算为 859,665.50 万元（其中：建设投资 678,756.80 万元）。

2020 年 7 月公告：公司启动 12 万吨生态酿酒项目（一期），总建筑面积约 165,764 m²，拟建酿酒车间 5 栋；同时建设相关配套建筑和工程，总投资估算为 126,778.20 万元。

2020 年 10 月公告：1) 同意启动公司 12 万吨生态酿酒项目（二期）配套设施工程，建设内容为新建道路、排水渠及其附属工程，项目总投资估算为 31,475.67 万元（以招投标最终确定金额为准）；2) 同意启动 517 车间技改项目，新建酿酒车间及配套建筑、对老旧建筑进行风貌改造等，项目总投资估算为 29,001.7 万元（以招投标最终确定金额为准）。

图表 52：公司“十三五”期间启动 12 万吨生态酿酒项目

公告时间	拟投资总金额（亿元）	扩产或技改情况
2020 年 7 月	12.68	总建筑面积约 165,764 m ² ，拟建酿酒车间 5 栋；同时建设相关配套建筑和工程

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

小结：十三五期间公司启动 12 万吨生态酿酒项目（一期），总投资金额为 12.68 亿元。

4、“十四五”（即 2021 年-至今）计划公司扩产和技改情况：

2022 年 01 月公告：公司于 2022 年拟投资 27.50 亿元对制曲车间进行扩能改造，主要建设内容包括制曲车间及相关配套设施等，分两期进行建设。

2022 年 11 月公告：按照“十四五”发展战略规划，公司酿酒产能将提升至 20 万吨，拟投资总额 48.61 亿元于 10 万吨生态酿酒项目（二期），建设内容主要包括 15 栋酿酒车间、8 栋收酒房及相关配套设施。

2023 年 3 月公告：公司调整制曲车间扩能项目建设内容，项目总投资金额由 275,032.21 万元调整为 235,811.75 万元（以项目招投标及最终决算为准）。

2024年6月公告：公司于2024年拟投资金额39.85亿元，主要包括10万吨生态酿酒项目（一期、二期）、五粮液门户区项目、五粮液501古窖池中国白酒文化圣地项目、五粮液成品酒包装及智能仓储配送一体化项目等14个续建项目。

图表 53：2022 年 11 月起投资 10 万吨生态酿酒项目（二期）

公告时间	拟投资总金额（亿元）	扩产或技改情况
2022 年 11 月	48.61	10 万吨生态酿酒项目（二期），建设内容主要包括 15 栋酿酒车间、8 栋收酒房及相关配套设施

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

小结：十四五期间公司启动 10 万吨生态酿酒项目（二期），为十五五奠定基础。整体来看，公司主要扩产均在上市前完成，抢占先发优势。

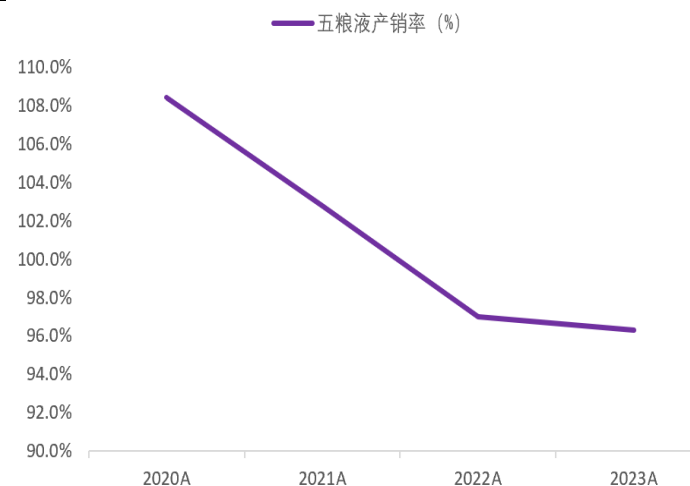
十四五乃至未来公司规划目标：“十四五”战略规划目标为“2118”发展目标，即原酒产能达到 20 万吨；基酒储存能力达 100 万吨；销售收入突破 1000 亿元；利税总额达 800 亿元。

3.4.2 主品牌产量稳增长，系列酒有提升空间

前面我们已经详细介绍和分析公司产能情况，这里我们分析公司产量和销量之间关系。由于公司 2020 年起才细拆五粮液酒和系列酒产量，而之前只有总产量数据，所以我们研究从这里开始。

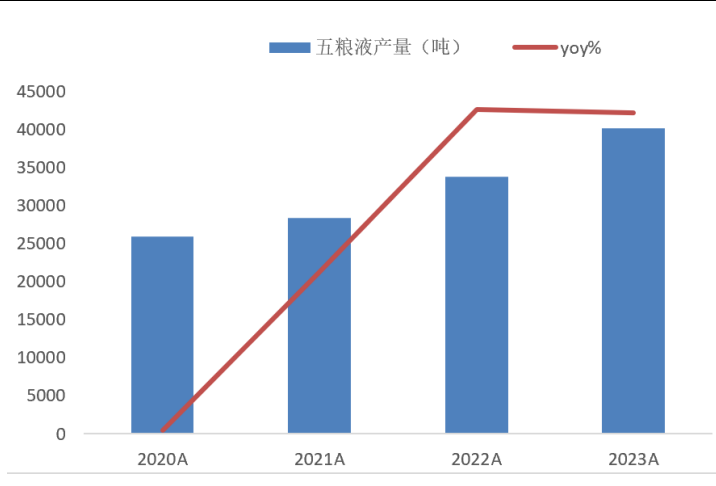
我们经过梳理发现：五粮液主品牌产量从 2020 年 2.6 万吨增至 2023 年 4.01 万吨，3 年 CAGR 为 15.6%，产量逐年稳增长，这为公司推广年份酒系列奠定基础；产销率来看，2020-2021 年产销率超 100%，2022-2023 年产销率超 95%。

图表 54：2020 年-2023 年五粮液产销率稳在 95% 以上



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

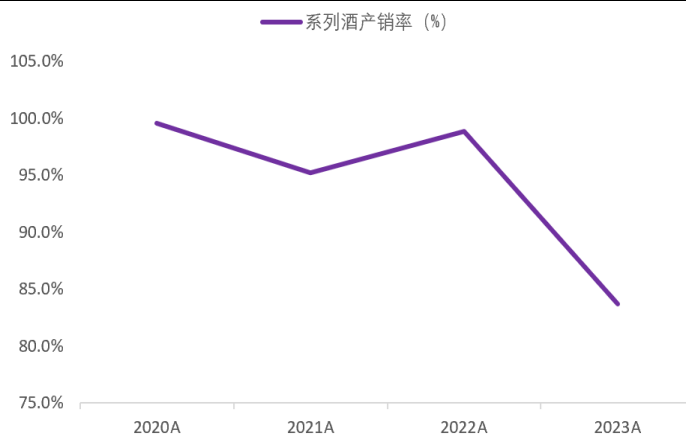
图表 55：近两年五粮液主品牌产量稳增长



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

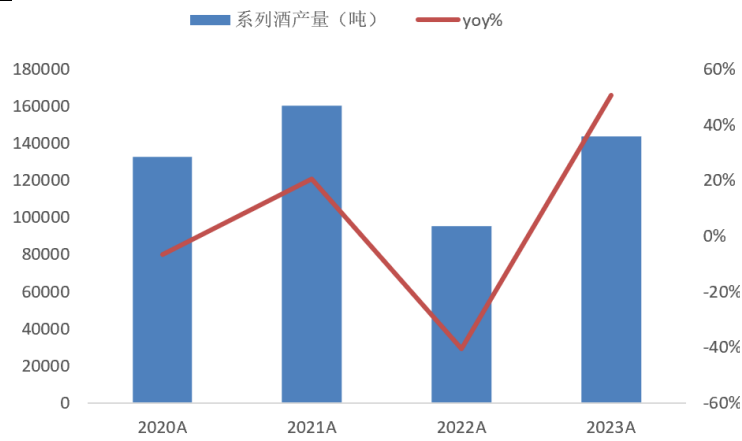
系列酒来看，公司产量从 2020 年 13.29 万吨增至 2023 年 14.40 万吨，3 年 CAGR 为 2.7%。产销率来看，过去几年产销率逐年下降，系公司对系列酒进行整顿调整，更聚焦核心优势的大单品如五粮春、五粮醇、五粮特曲和尖庄等。

图表 56: 近几年系列酒产销率波动较大



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

图表 57: 近几年系列酒产量波动较大



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

3.5、渠道端：大商模式起家，渠道更加多元化

这一节我们重点研究分析公司渠道演变史，分析五粮液渠道演变史及目前渠道多元化现状。

3.5.1 大商模式起家，不断改革和完善

纵观五粮液发展史来看，我们可以将公司渠道发展分为几个阶段：

1、1988-2001 年（成长期）：放开价格管制后市场化竞争，大商制和 OEM 授权贴牌形成并完善。1988 年国家税务局发布《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》，放开当时 13 种名酒的价格管制，以茅台和五粮液为代表白酒才得以进入市场化阶段。当时公司主要产品如五粮液酒和尖庄酒主要通过各省市以上的糖酒批发站、贸易批发公司直接销售，五粮春、五粮醇等产品主要通过各产品总经销商进行代理销售，对总经销商有一定依赖关系。1998 年，公司借助有实力有营销手段重合同守信用经销商坚持主渠道不动摇，销售网络已形成，网络终端遍及全国各地并延伸至区乡。

图表 58: 《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》

财税产[1988]140号 1988-08-10

7月23日，我局《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》发布后，一些地区就征收产品税、专项收入的具体政策提出了一些问题。为了统一政策，做好工作，现补充规定如下：

- 一、自1988年7月28日起，粮食白酒、薯类白酒和啤酒的产品税一律不得减免。
- 二、对这次未列入调价范围的滤咀烟，其每包加价的4分钱，应并入企业实际销售收入征收产品税，但不征收专项收入。
- 三、名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格以后，财政部原有的以税还贷规定继续执行。生产企业归还到期贷款必须先用贷款项目新增的利润、折旧基金归还；不足部分，可以用老价（即1987年12月31日的价格）和原税率计算征收的新增产品税归还；再不足的，还可以用这次放开和调整价格后增加的产品税归还。

对放开价格的13种名烟实际价格(出厂价)高于“计税基础价(出厂价)”的部分，由于征收的60%的产品税中有1/3是作为地方财政收入的，在计算还贷时，应按中央财政收入与地方财政收入同比例的原则办理。

资料来源: 税屋, 华鑫证券整理

这一时期公司逐步实施大商制度和 OEM 授权贴牌模式。所谓的大商制，即五粮液以区域为单位，指定实力强大的经销商全权负责该地区五粮液的销售活动，下设二级、三级经销商，由此形成多层级的经销模式。在此模式下，五粮液无需投入过多的资金建立营销渠道，也无需招聘大量的销售人员，大经销商拥有定价权、主导权，积极性较高。所谓 OEM，指的是由五粮液具体负责生产，品牌定制化的策略，而买断经营主要是由五粮液负责搞产品，经销商全权负责营销。1994 年，福建省邵武市糖酒副食品公司与五粮液合作开发五粮液旗下第一个买断品牌“五粮醇”，并由该公司买断“五粮醇”品牌全国总经销权，当年销售额就超 1 亿元，开创当时单品白酒销售纪录，并开启白酒贴牌运作热潮。在被买断第二年，销售量就高达 1670 吨，之后创下 8580 吨销售纪录。1999 年公司针对目标市场而开发投放的新产品如“金六福、浏阳河、老作坊”等新产品，实际上就是 OEM 授权总代。公司将全国市场划分为八大销售片区，实行片区经理负责制，在公司内择优招聘片区经理、副经理和助理人员。2000 年，公司已与 600 多家实力强信誉好的经销商建立紧密合作关系。对实力强市场拓展力度大的经销商和新品牌给予大力扶持，如金六福、浏阳河、五粮春等新品牌。2001 年公司经销商已有 700 多家（其中专卖店已超 260 家），销售网络覆盖全国 31 个省市 500 多个地市；上市系列酒已达 62 个品牌二百余种规格，公司对这些品牌进行分类管理如国际性品牌全国性品牌和区域性品牌。

图 59：五粮液第一款 OEM 产品—五粮醇



资料来源：什么值得买网，华鑫证券研究

图 60：五粮液又一 OEM 产品—五粮春



资料来源：网易，华鑫证券研究

2、2002-2012 年（发展期）：战略优先调整为战略战术兼顾，提升厂商高度和发力团购业务。2002 年公司在一些条件成熟区域（主要是中心城市），按照销售通路扁平化网络化要求设立五粮液系列酒配销中心，提升专销五粮液系列产品经销商的市场服务能力和市场开拓能力；此外，由于这一年国家对白酒行业实行从价和从量双重计税使白酒企业面临压力，公司及时调整系列酒品牌开发思路，重点拓展中高价位产品，将“品牌开发”改革为“名牌开发”，推进名牌工程。当年就提出品牌打造，实施 1+9+8 战略（即 1 个世界性品牌，9 个全国性品牌，8 个区域性品牌），在 70 余个品牌中打造出 18 个重点品牌来承载 45 万吨左右（商品酒）的销售规模。2002 年经销商大会上公司提出“三个转变”和“四个贴近”。2002 年国家对于行业双重征税及 2003 年上半年非典，2003 年公司采取及五定（定时间、定销量、定地点、定人员、定区域）促销活动、三多（多销、多卖、多占市场份额），及时调整品牌战略思路，提出以五粮液为旗舰，打造 9 大全国品牌以及 8 个区

域性品牌为发展重点，即“1+9+8”战略。同时，这 18 个品牌商标使用权将全部由五粮液公司掌握。在经销方面，公司将继续选择各地有实力的经销商进行品牌经营，**并对经营得好的经销商根据进货量的大小实施“有奖授酒”的政策**，使经销商能够获得实际的利益。**五粮液系列酒专销公司由 2002 年 86 家增至 2003 年 90 家，专卖店增设 100 多家达到 470 家。**

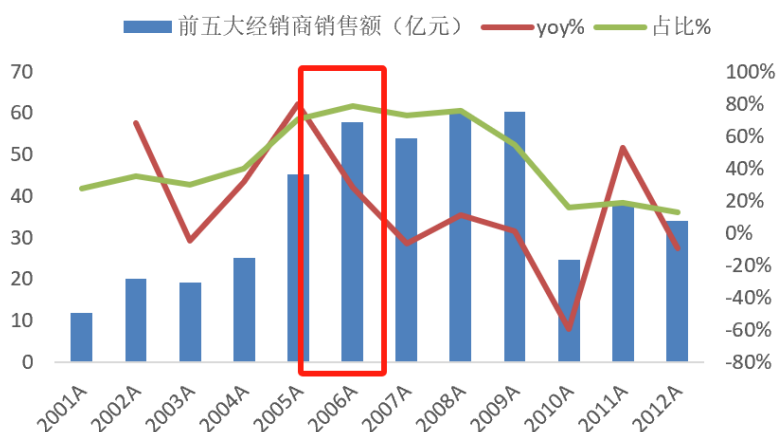
图表 61：2022 年经销商大会上公司首次提出“三个转变”和“四个贴近”

序号	名称	具体内容
1、	三个转变	要从生产销售低价位产品转变到生产中高价位产品上来；要从生产销售普通产品转变到打造销售名牌产品上来；经销商销售产品要从一般的批发、分销模式为主转变到以抓终端、抓直销上来。
2、	四个贴近	要贴近市场，贴近实际，贴近消费需求，贴近消费场所的氛围。

资料来源：网易财经，华鑫证券整理

2005 年公司首次提出“**五粮液新型品牌运营商**”的概念和标准，建立全新的五粮液品牌运营标准和考核体系，构建五粮液品牌运营商平台，取缔一批不合格的经销商和专卖店，逐步引导普通经销商向品牌运营商转变。**在终端方面，公司首次与终端深入接触和跟进，并建立密切关系，改变过去的被动局面，收回市场主动权。**此外，**还率先推出“五粮液旗舰店”模式**，再次对专卖店进行全面的清理检查和整顿，并对专卖店管理制度和流程进行全面修订。2006 年公司抓紧对商超渠道专卖店的建设与完善。**2007 年公司发力团购业务，重点拓展党政军和具有强大集团购买能力的团队市场，开发专属、专供产品，提供个性化服务，贴近高端消费群体，团购销售收入突破 5 亿元大关。同年，由五粮液集团牵头组织，与国内 23 家白酒龙头经销商结成品牌运营商联盟。**一方面旨在强化厂商关系，另一方面也是更有效管理市场、管理终端。这些运营商不但要承担起渠道分销的责任，更要成为品牌的维护者和传播者。2008 年公司拟在全国范围内构建数个配送中心，已建成“北京五粮液大世界”配送中心，下一步将在“上海、南京、广州、成都、郑州”等地再建 5 个配送中心。

图表 62：前五大经销商销售额（亿元）顶峰时占公司营收比重为 78%



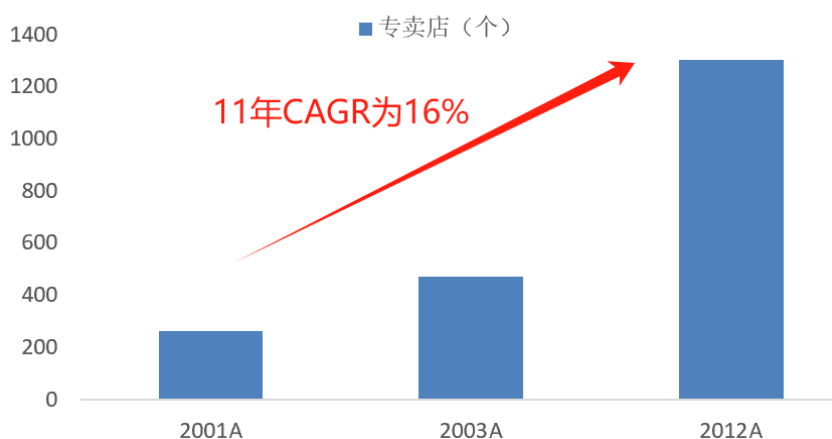
资料来源：公司年报，华鑫证券整理

注：2006 年以后前五大客户占比逐年下降，系公司发力团购业务和商超业务所致。

2010 年，五粮液推进并成立华东营销中心，深耕细作大华东区域市场。**2012 年公司已拥有 700 余家经销商、1300 余家专卖店。**2012 年 8 月，公司决定在现有的“华东营销中心”基础上，再设立“华北营销中心”、“西南营销中心”及具有独立法人资格的上海、北京、成都子公司（名称拟定为“五粮液酒类销售有限公司 xx 公司”），从而形成：1、华东营

销中心 + 五粮液酒类销售有限公司上海公司；2、华北营销中心 + 五粮液酒类销售有限公司北京公司；3、西南营销中心 + 五粮液酒类销售有限公司成都公司。2012 年底经销商大会上，公司宣布成立七大营销中心（分别为华北、华东、华南、华中、西南、西北、东北）进入市场，按照属地化管理，全面负责各自地区五粮液所有品牌的销售。

图表 63：截止 2012 年底，公司共有超 1300 家专卖店（个）



资料来源：公司年报，华鑫证券整理

3、2013-2016 年（改革期）：2012 年底三公消费政策出台，2013 年起行业进入深度调整期。2013 年公司开始通过建立大经销商体系下的直销模式，即“厂家对接大商、大商对接小商”的销售模式，筛选出五百多家大商由厂家直接管理，其他经销商则通过大经销商进货。此外，在行业内率先推行营销机构改革，在总部设立市场部、销售部、销售服务中心、营销督察部、包装材料采购供应部，以进一步统筹管理公司品牌开发、营销策划、价格管理、过程监督和后勤服务；在全国设立七大营销中心，以快速应变市场。同年 4 月，低价位产品绵柔尖庄上市，7 月中价位产品五粮特曲、头曲系列上市，9 月五粮液低度系列产品上市。同年 8 月加快走出去战略，投资 2.55 亿元控股新成立的河北永不分梨酒业股份有限公司。2014 年 7 月，又控股河南五谷春酒业，深化布局中部市场。

图表 64：五粮液中价位产品五粮特曲



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

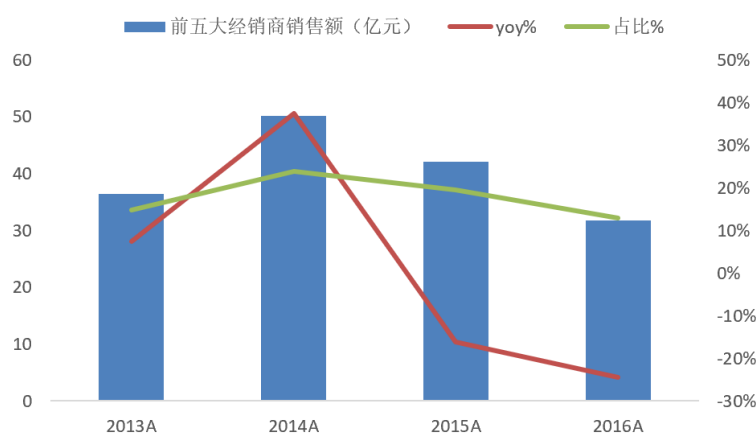
图表 65：五粮液又一 OEM 产品—五粮春



资料来源：什么值得买网，华鑫证券研究

2014 年底公司将品牌战略从过去的“1+9+8”调整为“1+5+N”，打造五粮春、五粮醇、五粮头曲、五粮特曲、绵柔尖庄五个核心系列产品，布局全价位产品线，在保持高端核心品牌优势的同时，持续推出中低价位新产品新品牌，大举进军大众消费市场。2015 年公司重新设立“五粮液品牌管理事务部”，成立系列酒营销公司、五粮特（头）曲营销公司、五粮醇营销公司等独立核算销售公司，积极推进公司五大主要品牌独立市场化运作。在掌控传统营销渠道、构建“互联网+”等新型渠道的同时，进一步完善市场化营销规则设计，快速推进营销系统业务组织架构调整，强化营销队伍的快速反应能力和执行力。2016 年五粮液品牌确定以新品五粮液为核心，交杯牌五粮液、五粮液 1618、五粮液低度系列为战略品牌，五个个性化品牌为补充的“1+3+5”的品牌组合；系列酒营销公司已经初步完成对系列酒品牌的梳理、分组、优胜劣汰工作，并以打造百亿系列酒的目标来分解与定位“5+N”品牌群，效果明显。

图表 66：2013-2016 年前五大经销商销售额占比持续下降（亿元）



资料来源：公司年报，华鑫证券整理

为绑定公司核心员工及优秀经销商，公司于 2015 年 10 月推出定增方案，拟以 23.34 元/股向公司员工持股计划、经销商、及基金公司等特定对象，非公开发行不超过 1 亿股，募集资金总额不超过 23.34 亿元，拟用于信息化建设项目、营销中心建设项目、服务型电子商务平台项目。2016 年 12 月，五粮液发布二次调整后的增发方案，定向增发的股份降为 8225.24 万股，募集资金总额降为 18.54 亿元。

图表 67：2016 年 12 月调整后增发方案，定增股份为 8225.24 万股

序号	发行对象	认购股份数量 (股)	认购金额 (万元)
1	国泰君安资管计划	22,780,834	51,348.00
2	君享五粮液1号	18,638,864	42,012.00
3	泰康资管	23,138,553	52,154.30
4	华安基金	8,877,218	20,009.25
5	凯联艾瑞	8,816,969	19,873.45
合计		82,252,438	185,397.00

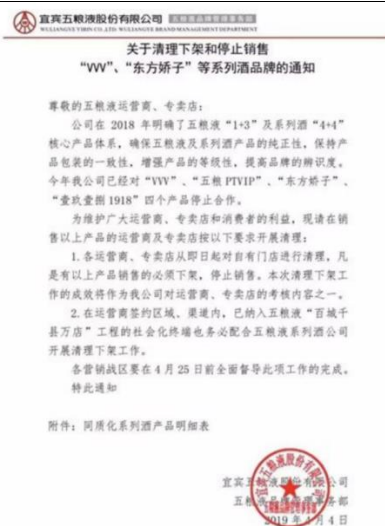
资料来源：公司公告，华鑫证券整理

4、2017-至今（完善期）：二次创业新征程，产品渠道双管齐下。2017 年 3 月，公司公告：李曙光同志任宜宾五粮液股份有限公司党委委员、书记，推荐李曙光同志任宜宾五粮液股份有限公司董事会董事。这标志着公司进入“李曙光”时代，开始二次创业新征程。2017 年公司依托“百城千县万店”工程建设，加快实现向现代终端营销转型。截至 2017 年底，五粮液专卖店新增 400 多家，达 1000 余家；“百城千县万店”工程第一阶段已在全国 46 个重点城市建设 7000 余家核心终端网点。同年，公司推出零售化、连锁化和线上线下一

体化的五粮液新零售终端模式-“五粮 e 店”，已在北京、上海、广州、郑州、成都、宜宾六个城市同步运营。同年，品牌战略从过去的“1+3+5”调整为主品牌“1+3”、系列酒“4+4”，即“1+3”确立围绕 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战略，“4+4”即五粮春、五粮醇、五粮头特曲、尖庄 4 个全国性大单品，以及五粮人家、百家宴、友酒、火爆 4 个区域性的单品。2018 年 11 月 22 日，五粮液全国 7 大营销中心举行的主题为“激发渠道活力 实现品牌升级”2019 年五粮液营销策略说明会，明确指出“普五”将继续作为公司战略支撑性产品，“五粮液 1618、39 度五粮液、交杯牌五粮液、金装五粮液”等产品将明确定位为战略辅助性产品，总经销五粮液将明确定位为补充性产品，一起完成五粮液产品矩阵构建。

2019 年 4 月公司启动五粮液“瘦身”计划，五粮液集团正式颁布《“五粮液”品牌产品开发及清退管理标准》《五粮液集团系列酒品牌和产品开发及清退管理标准》等相关文件，对“VVV”、“五粮 PTVIP”、“东方娇子”、“壹玖壹捌 1918”四个产品已停止合作，此次清理涉及上述四个品牌共 22 个款产品。

图表 68：2019 年 4 月公司启动“瘦身”计划



资料来源：糖酒资讯，华鑫证券整理

2019 年公司成功推出第八代五粮液，提出重落实“三性一度”要求（即：确保五粮液的纯正性、一致性、等级性，提高品牌的辨识度），完成从传统营销向现代营销转型，实现营销组织“横向专业化、纵向扁平化”。总部完成品牌事业部改革，区域完成扁平化和职能前置化改革，划分 21 个营销战区、60 个营销基地，对市场深耕细作的的能力大幅提升；系列酒公司完成整合重组，将原有的系列酒、特头曲、五粮醇公司整合成立新的五粮液香系列酒公司（2019 年 6 月 14 日成立，共有 13 个总部职能管理部门、15 个营销大区、36 个营销办事处）。此外，2019 年公司顺利导入控盘分利模式（即“控盘”指的是跟踪管控供应体系和价格体系，“分利”指在生产商、渠道商、终端之间重新分配利润），通过层层绑定、层层扫码，实时掌握商家进销存情况，实现对渠道销售的透明管理、渠道异常的实时监控、渠道合作的高效协同，初步构建总部与区域数字化的闭环管理体系。五粮液品牌全产品体系将从 2019 年开始逐步导入控盘分利模式。同年由股份公司常务副总邹涛挂帅，组建联合市场督导小组，加强市场督导力度，确保市场规范运营。该小组由五品部、市场部、品牌保护与售后服务部、纪检监察部联合组成，确保 2019 年五粮液各产品系列动作执行到位、提高资源转化率。并且要考核和剔除部分扰乱市场秩序、违反市场操作的经销商，

维护好市场秩序，为经销商的市场运营提供保障。2019年6月18日公司成立成都五商供应链管理有限责任公司，以销售第八代经典五粮液为主，在全国设华东、华西、华南、华北、华中五个营销大区，供应全国核心商超系统，覆盖超过10000家终端门店。目前已实现合作的渠道商超包括：麦德龙、山姆、大润发、沃尔玛、家乐福、华润万家、步步高、人人乐、永辉等。

图表 69：时任公司新系列酒董事长邹涛先生



资料来源：每日经济新闻，华鑫证券研究

图表 70：2019年6月成立的五商公司

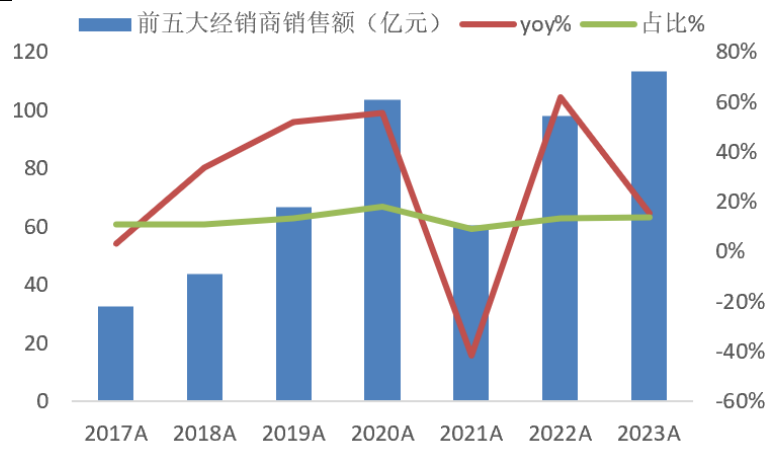
序号	项目名称	最新融资轮次	成立时间	所属地	项目简介
1	五商供 五商供应链	天使轮	2019-06-18	四川省	五商供应链是一家五粮液供应链管理服务商，以销售第八代经典五粮液为主，在全国设华东、华西、华南、华北、华中五个营销大区，供应全国核心商超系统，覆盖超过10000家终端门店。目前已经实现合作的渠道商超包括：麦德龙、山姆、大润发、沃尔玛、家乐福、华润万家、步步高、人人乐、永辉等。收起

资料来源：爱企查，华鑫证券研究

2020年新冠疫情发生后，公司推进“老品损失新品补、零售损失团购补、线下损失线上补”，渠道结构进一步优化，建立传统、团购和创新三大渠道体系，官方商城、五粮液云店、数字酒证平台建成运行。主品牌形成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，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性大单品。2020年5月公司成立新零售管理公司，承担五粮液对消费者数据的挖掘分析、对价格波动的监控、对组织团队的考察评价等关键工作。2022年2月17日，宜宾市政府六届3次常务会议决定：任命曾丛钦为宜宾五粮液集团有限公司董事长，免去李曙光为宜宾五粮液集团有限公司董事长职务；推荐邹涛为宜宾五粮液集团有限公司总经理，提名免去曾丛钦为宜宾五粮液集团有限公司总经理职务；推荐蒋文格为宜宾五粮液股份有限公司总经理，提名免去邹涛为宜宾五粮液股份有限公司总经理职务。这标志着公司进入“曾丛钦”时代。2022年公司围绕“一大三高两阵地”（即大企业、高品质、高净值、高能级人群），持续走进大企业，全年开展5万余次企业走访，大力拓展团购渠道建设。实施“总部抓总、大区主战”营销策略，21个营销战区调整为26个营销大区，市场反应更迅速、策略更精准、服务更贴心；强化市场拓展，新增专卖店近百家，新零售公司经营情况稳步提升。

2023年持续发力渠道拓展，渠道力进一步夯实。传统渠道方面，全年新增核心终端2.6万家，终端动销持续向好；启动三店一家建设，目前专卖店数量超过1600家，覆盖全国300余座城市；新兴渠道方面，加速布局抖音、快手、微信视频号三大电商平台，线上标杆效应更加凸显。

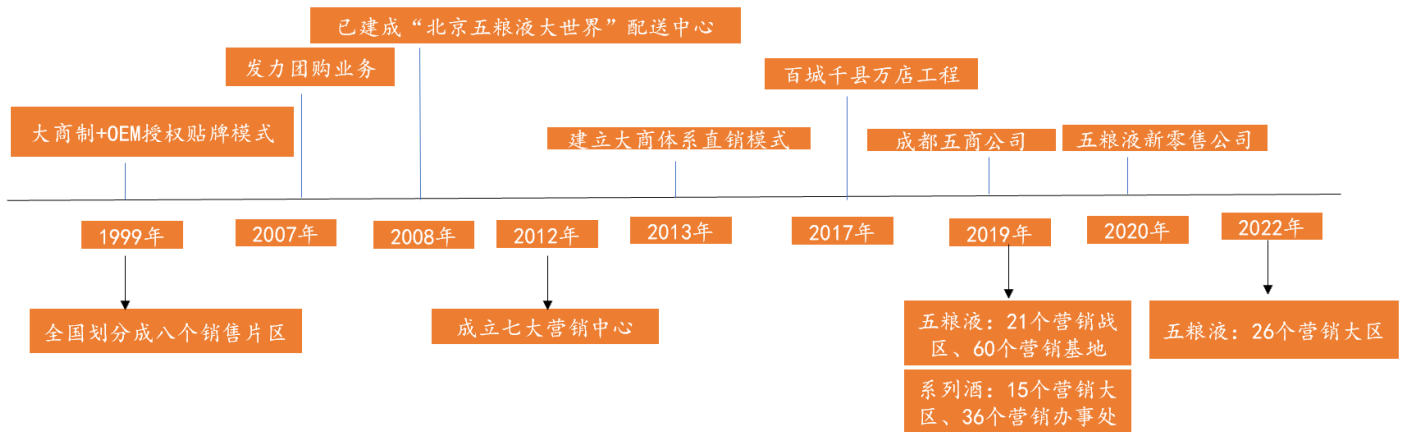
图表 71：2017-2023 年前五大经销商销售额（亿元）占比持续下降



资料来源：公司年报，华鑫证券整理

总结：通过分析五粮液渠道演变史，我们可以发现公司从最初的战略推动优势，逐步因竞品竞争激烈叠加行业调整等原因，转变为战略和战术双管齐下；从最初对终端和市场反应迟钝，到后面公司刻意去接触市场及渠道扁平化、战区推进制及利用控盘分利等等信息化系统，全面掌控市场情况，为公司做出科学正确的决策提供信息保障。

图表 72：1988 年-至今，公司渠道逐步扁平化



资料来源：公司年报，华鑫证券整理

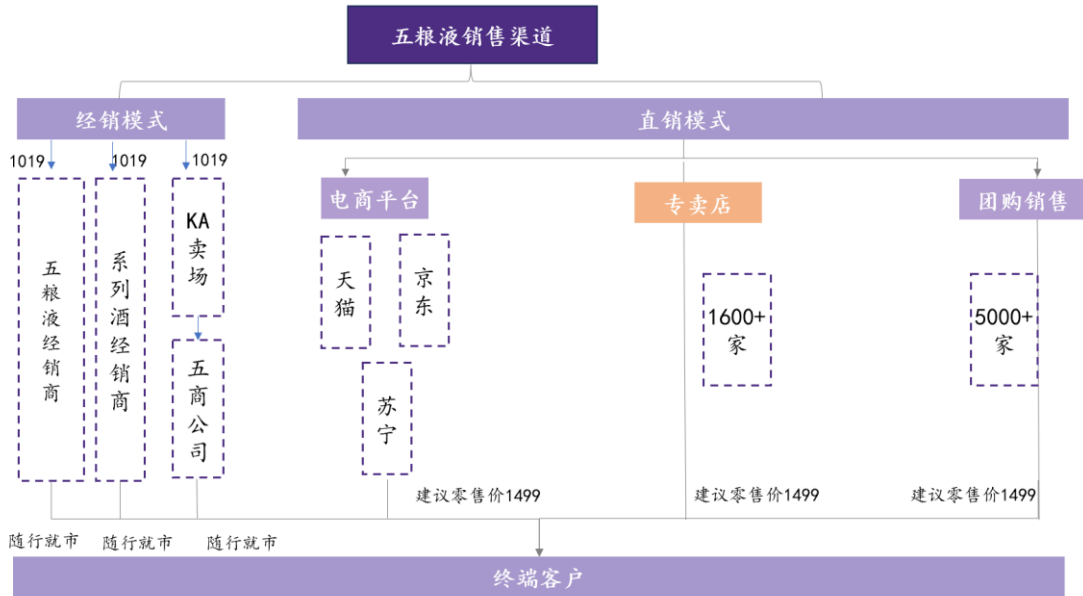
3.5.2 渠道逐步趋于平衡，公司重点开拓专卖店

前文我们总结回顾公司渠道发展史，这一节我们重点分析五粮液的渠道组成。我们认为五粮液当前已形成多元化渠道，直营渠道和批发渠道双管齐下、各自开花。

五粮液的渠道分为经销渠道和直营渠道，其中经销渠道指的是包括传统渠道运营商模

式、KA 卖场等，主要在线下销售等；**直营渠道指的是：**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。

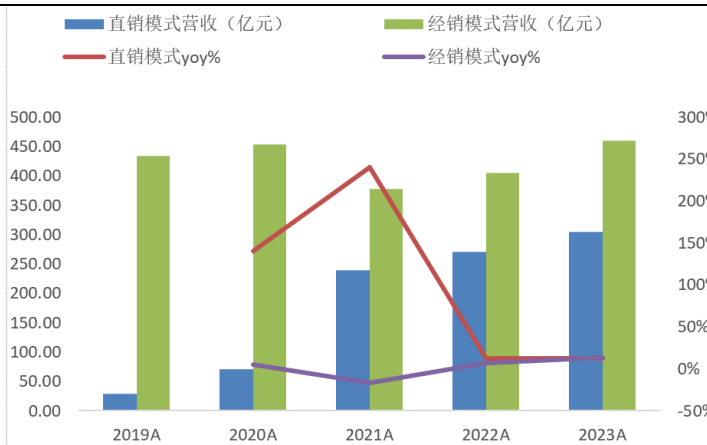
图表 73：当前五粮液渠道已多元化，直营和批发渠道并驾齐驱



资料来源：华鑫证券整理

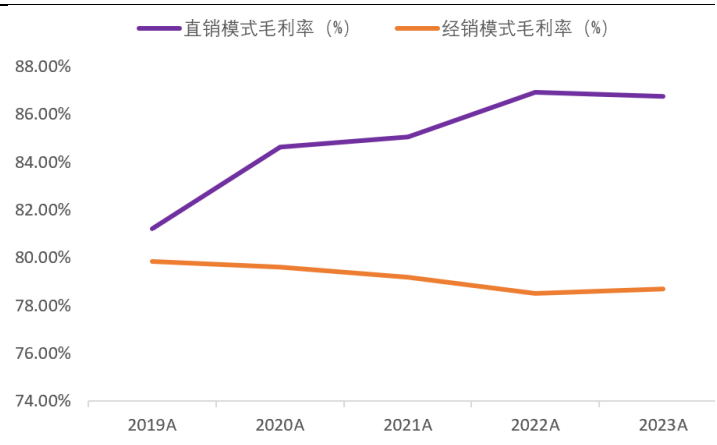
五粮液直营渠道官方指导价为 1499 元，批发渠道中经销商打款价 1019 元，批价随行就市（目前批价 930 元-950 元）；KA 卖场终端成交价亦是随行就市。直营渠道的终端建议零售价均为 1499 元。

图表 74：直营渠道营收从 2019 年 29.37 亿元增至 2023 年 304.62 亿元



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 75：2019 年-2023 年公司直销和经销毛利率差在逐步扩大

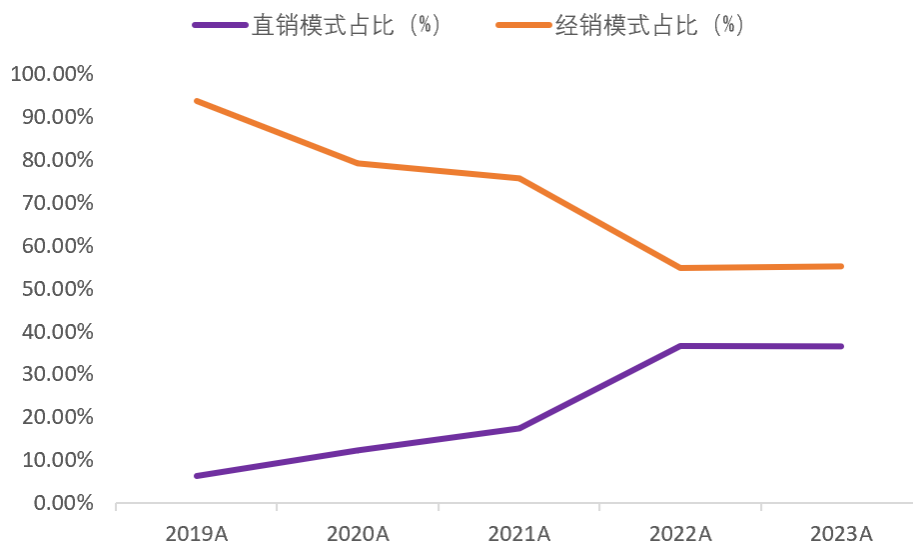


资料来源：公司年报，华鑫证券研究

由于公司从 2020 年起才详细披露公司的直销模式和经销模式收入情况，故我们的研究

从 2020 年开始。直营渠道营收从 2019 年 29.37 亿元增至 2023 年 304.62 亿元，4 年 CAGR79.5%；直营渠道占比从 2019 年 6% 增至 2023 年 36.6%，直营比例提升明显。

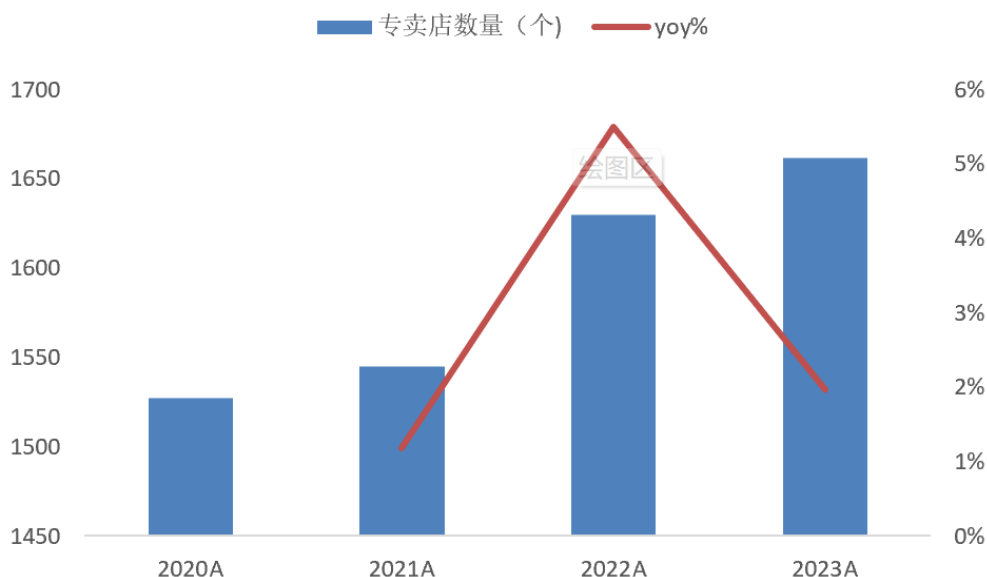
图表 76：2019 年以来公司直营渠道占比因专卖店增长提升很快



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

前文我们分析公司渠道的时候，发现公司一直对专卖店很重视。公司 2022 年年报以前将专卖店纳入经销模式统计，后公司统计口径发生变化（公司认为专卖店也是直营模式，因为专卖店是直接面对终端营销的渠道）。专卖店数量从 2020 年 1527 家增至 2023 年 1662 家，3 年 CAGR 为 3%，稳步增长，不求数量求质量。

图表 77：2020 年以来公司专卖店数量（个）稳步增长



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

4、盈利预测评级

预计 2024-2026 年 EPS 分别为 8.49/8.99/9.98 元，当前股价对应 PE 分别为 17/16/15 倍，维持“买入”投资评级。

图表 78：盈利预测

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	83,272	89,707	94,205	103,724
增长率（%）	12.6%	7.7%	5.0%	10.1%
归母净利润（百万元）	30,211	32,963	34,912	38,720
增长率（%）	13.2%	9.1%	5.9%	10.9%
摊薄每股收益（元）	7.78	8.49	8.99	9.98
ROE（%）	22.8%	21.7%	20.3%	19.9%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

5、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险；
- 2) 旺季增长不及预期；
- 3) 批价上行不及预期。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	115,456	134,177	155,286	178,137
应收款	82	123	181	256
存货	17,388	17,235	17,210	17,889
其他流动资产	14,256	15,250	15,073	15,559
流动资产合计	147,182	166,786	187,749	211,840
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	5,188	8,215	9,016	8,955
在建工程	5,621	2,248	899	360
无形资产	2,057	1,954	1,851	1,753
长期股权投资	2,020	2,070	2,110	2,140
其他非流动资产	3,364	3,364	3,364	3,364
非流动资产合计	18,251	17,852	17,241	16,573
资产总计	165,433	184,638	204,991	228,413
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	9,597	9,575	9,617	10,062
其他流动负债	16,222	16,222	16,222	16,222
流动负债合计	32,683	32,679	32,550	33,105
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	400	400	400	400
非流动负债合计	400	400	400	400
负债合计	33,084	33,079	32,950	33,505
所有者权益				
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
股东权益	132,349	151,558	172,040	194,908
负债和所有者权益	165,433	184,638	204,991	228,413

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	31521	34372	36367	40291
少数股东权益	1310	1409	1455	1571
折旧摊销	515	449	645	694
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	8396	-887	16	-685
经营活动现金净流量	41742	35343	38483	41872
投资活动现金净流量	-2932	296	508	571
筹资活动现金净流量	-20089	-15163	-15885	-17424
现金流量净额	18,721	20,476	23,106	25,019

资料来源: WIND、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	83,272	89,707	94,205	103,724
营业成本	20,157	21,224	22,820	24,835
营业税金及附加	12,532	13,725	14,131	15,974
销售费用	7,796	8,971	9,326	10,165
管理费用	3,319	3,678	3,768	4,045
财务费用	-2,473	-3,757	-4,348	-4,988
研发费用	322	347	364	401
费用合计	8,964	9,238	9,111	9,623
资产减值损失	-4	-3	-2	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	58	45	40	30
营业利润	42,004	45,712	48,282	53,401
加:营业外收入	45	35	30	25
减:营业外支出	136	100	80	60
利润总额	41,913	45,647	48,232	53,366
所得税费用	10,392	11,275	11,865	13,075
净利润	31,521	34,372	36,367	40,291
少数股东损益	1,310	1,409	1,455	1,571
归母净利润	30,211	32,963	34,912	38,720

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	12.6%	7.7%	5.0%	10.1%
归母净利润增长率	13.2%	9.1%	5.9%	10.9%
盈利能力				
毛利率	75.8%	76.3%	75.8%	76.1%
四项费用/营收	10.8%	10.3%	9.7%	9.3%
净利率	37.9%	38.3%	38.6%	38.8%
ROE	22.8%	21.7%	20.3%	19.9%
偿债能力				
资产负债率	20.0%	17.9%	16.1%	14.7%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1012.2	730.0	521.4	405.6
存货周转率	1.2	2.0	2.1	2.3
每股数据(元/股)				
EPS	7.78	8.49	8.99	9.98
P/E	18.8	17.2	16.3	14.7
P/S	6.8	6.3	6.0	5.5
P/B	4.4	3.9	3.4	3.0

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。