

泸州老窖 (000568.SZ)

以消费者为中心，数字化赋能供应链，提升竞争壁垒

优于大市

核心观点

市场表现：增速预期下修，估值出现折价。2023H2-2025H1 公司股价跑输白酒板块 21%，预测 PE 下跌 45%，主因内外部周期叠加，公司收入及业绩增速边际放缓；行业需求承压影响大单品国窖的量价表现，同时公司自身发展进入阶段性调整。我们认为市场基于短期增速的定价有失偏颇，当前行业弱景气度背景下公司积极去化渠道包袱，以消费者为中心推进数字化转型，进行前瞻性产品布局，管理层面的相对优势仍是共识；当前 PE 接近 2013 年初水平，于经营、于投资层面均有布局机会。

竞争壁垒：管理禀赋为核，全价位产品布局。公司在行业中为管理驱动类，组织、渠道为核心优势，历史两轮调整通过深化改革实现破局。公司组织机制市场化、激励充足，庞大且专业化的销售队伍开拓市场；组织力支撑精细化的渠道管理模式得以落地跑通，因地制宜、强化管控。产品层面“浓香鼻祖”名酒基因根植，双品牌多品系布局，全价位带均有可贡献增长的大单品。

数字化思辨：科技增密供应链，以消费者为中心提升竞争壁垒。近两年白酒行业渠道加速转型，C 端话语权提升，从线上渠道 GMV 高速增长到即时零售高势能切入，倒逼酒企多元化、扁平化布局渠道。参考美的集团、东鹏饮料的转型经验，数字化是推动 DTC 过程的必要工具，灵活的组织机制、精益化的渠道能力得以让“重塑渠道分润”环节更好推动。十四五以来公司以科技赋能供应链，生产端解决白酒降度痛点，渠道端提升管理效率，消费者端构建需求大模型，2024 年核心终端同比+40%，会员资产+60%；短期公司灵活调整数字化下分利模式、呵护渠道利益，远期有望反哺管理效率和销售增长。

增长逻辑：多价位发力，全国化推进。产品层面，高度国窖在千元价位稳住价格和份额优势，伴随经济修复、量价增长具备空间，低度国窖品价比突出，有望获得低度化红利顺势增长；大众价位特曲、头曲满足消费者日常需求，尤其 60 版渠道理性运作，较同价位单品生命线更长，老字号、头曲、二曲灵活匹配市场需求。区域层面，短期公司仍以聚焦川渝、华北粮仓市场实现费效比最大化，中长期通过百城 2.0 巩固终端，为全国化扩张储备力量。

投资建议：短期压力不改长期增长动能，维持“优于大市”评级。考虑到短期行业需求压力，公司仍以去库存、促动销为主，下修此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业总收入 305.9/308.4/333.3 亿元，同比 -2.0%/+0.8%/+8.1%（前值 +1.7%/+5.2%/+6.4%）；预计归母净利润 130.3/132.0/145.4 亿元，同比 -3.3%/+1.2%/+10.1%（前值 +0.5%/+4.5%/+7.1%），对应 2025/2026 年 12.9/12.7 倍 P/E。考虑到公司早于行业主动调整，多价位产品布局，以数字化工具培育消费者，看好经营长期；同时分红指引积极，预测 2025 年股息率 5.4%，支撑估值；给予合理估值 152.4-166.4 元，中值对应现价 40%上行空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济及需求复苏不及预期；产业政策调整影响消费场景及需求；全国化推进较慢；食品安全问题等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,233	31,196	30,588	30,837	33,326
(+/-%)	20.3%	3.2%	-2.0%	0.8%	8.1%
净利润(百万元)	13246	13473	13034	13196	14535
(+/-%)	27.8%	1.7%	-3.3%	1.2%	10.1%
每股收益(元)	9.00	9.15	8.86	8.97	9.87
EBIT Margin	57.0%	56.6%	55.5%	55.8%	56.7%
净资产收益率 (ROE)	32.0%	28.4%	25.4%	24.2%	25.0%
市盈率 (PE)	12.7	12.4	12.9	12.7	11.5
EV/EBITDA	10.6	10.2	10.2	10.0	9.2
市净率 (PB)	4.05	3.54	3.27	3.07	2.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

食品饮料 · 白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

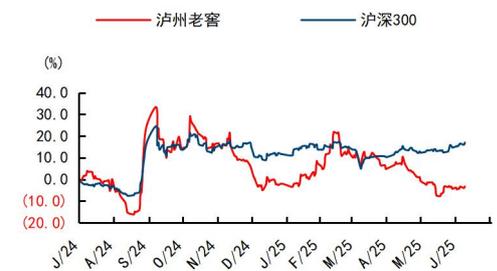
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	152.40 - 166.40 元
收盘价	114.00 元
总市值/流通市值	167802/167507 百万元
52 周最高价/最低价	164.67/98.92 元
近 3 个月日均成交额	1042.16 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 2025Q1 录得正增，公司指引 3 年分红率稳步提升》——2025-04-28
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 精耕细作稳增长，数字化改革成效逐步显现》——2025-03-03
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 第三季度主动调整经营节奏，盈利能力保持稳健》——2024-11-01
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 上半年收入增速稳健，第二季度税金率波动影响净利润增速》——2024-08-31
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 坚持长期主义，数字化工程驱动管理变革》——2024-07-02

内容目录

前言	7
1 增速预期下修，公司估值折价	8
1.1 资本市场表现：2023 年底以来公司股价跑输板块	8
1.2 估值折价原因：增速放缓后市场对公司管理能力信心减弱	8
2 管理禀赋为核，营销模式创新	11
2.1 组织机制：市场化程度高，人才激励充分	11
2.2 渠道管理：因地制宜，精耕细作，强化管控	13
2.3 产品布局：浓香酿造鼻祖，双品牌、多品系覆盖全价位带	17
3 数字化转型以消费者为中心，提高竞争壁垒	22
3.1 战略意识前瞻，推动供应链各环节数字化	22
3.2 行业渠道变革“箭在弦上”，消费者为稀缺性资产	25
3.3 对比美的、东鹏数字化发展路径	29
3.4 老窖数字化工程难而正确，成效逐步显现	33
4 多价位大单品发力，全国化稳步推进	37
4.1 产品抓手：国窖、特曲双轮驱动，多价位带竞争优势突出	37
4.2 区域扩容：四川、河北基地市场引领，全国化扩张具备空间	46
5 盈利预测与投资建议	51
5.1 盈利预测：2025-2027 年 EPS 分别 8.9/9.0/9.9 元	51
5.2 估值分析：给予目标价 152.4-166.4 元	53
5.3 财务分析：业绩稳健增长，费用管控与盈利优势显著	55
5.4 投资建议：主动调整谋篇长期，或是本轮行业调整期的较大受益者	58
风险提示	59
附表：财务预测与估值	60

图表目录

图 1: 2023 年 12 月以来公司股价跑输板块	8
图 2: 2024Q2 以来老窖估值相对五粮液呈现折价	8
图 3: 2024 年泸州老窖单季度营业总收入增速同比放缓	8
图 4: 2024 年泸州老窖单季度归母净利润增速同比放缓	8
图 5: 2024 年中秋后高度国窖与普五批价差扩大	9
图 6: 2025E 千元价位带竞争格局	9
图 7: 国窖系列发展复盘: 13-15 年深化改革后实现高速增长, 22 年起在渠道端进行改革	9
图 8: 中低档酒发展复盘: 2020 年以前以清理冗杂产品为主, 近 2 年跟随国窖调整	10
图 9: 泸州老窖当前 PE (TTM) 接近 2013 年初水平	10
图 10: 泸州老窖股息率位于行业前列	10
图 11: 公司为强管理驱动型公司, 景气度上行阶段实现品牌、产品和管理共振	11
图 12: 泸州老窖销售公司“四总三线一中心”的组织架构	11
图 13: 酒企 2024 年全公司口径本科及以上学历及以上人数/占比	12
图 14: 酒企 2024 年剔除研发人员口径本科及以上学历及以上人数/占比	12
图 15: 泸州老窖集团人才双通道晋升路径	13
图 16: 销售公司分品牌设立专营公司, 怀旧酒类营销公司由销售公司全资控股	13
图 17: 品牌专营模式较柒泉模式, 沿用经销商持股形式, 收窄渠道层级, 加强终端直控	14
图 18: 国窖的终端合作演变	14
图 19: 2023 年来公司持续推进终端开拓和消费者培育工作	14
图 20: 公司因地制宜实施直营、经销模式	15
图 21: 成都片区久泰模式发展逐步成熟, 保证经销商利益	16
图 22: 2024 年湖南省白酒竞争格局比较分散	16
图 23: 2024 年老窖设立深圳营销服务中心	16
图 24: 部分浓香公司古窖池数量梳理	18
图 25: 泸州老窖窖泥微生物结构多样性	18
图 26: 公司部分营销活动, 合作文化、体育类项目	18
图 27: 公司合作《哪吒》系列电影	18
图 28: 高档酒以国窖 1573 为主, 5 年 CAGR 在 16%	19
图 29: 国窖以西南、华北为粮仓市场, 高低度错位	19
图 30: 双轮驱动战略下, 2021 年起中档酒逐步起量	20
图 31: 2025 年中档酒分产品结构预测	20
图 32: 低档酒经历 SKU 清理后, 步入新增长阶段	20
图 33: 新国标规定下老二曲停产	20
图 34: 泸州老窖数字化发展历程, 逐步打通供应链各环节	22
图 35: 公司确认收入、调节市场供给运作方式	23
图 36: 各酒企分渠道收入占比, 多数酒企仍以经销渠道为主	23
图 37: 2020 年黄舣酿酒生态园投产	23

图 38: 2024 年泸州老窖智能包装中心建成投产	23
图 39: 泸型酒“泥窖生香”的微生物机制	24
图 40: 公司创新白酒冰饮的形式	24
图 41: 数字化将产品、物流、负责人、返利等每个环节串联	24
图 42: 公司构建营销数字化平台实现全域营销	24
图 43: 国窖 1573 消费场景以政商务交流为主	25
图 44: 以高度国窖为例, 公司灵活调整费用保证渠道利润	25
图 45: 2022 年以来白酒产业链各环节力量分布改变, 货、场、人加速融合	26
图 46: 2024 年细分品类线上销售额及同比增速	27
图 47: 2023 年线上渠道酒各品类销售额同比增速	27
图 48: 2024 年抖音渠道酒类商品购买者占比	27
图 49: 白酒分消费场景即时零售渠道渗透率	28
图 50: 白酒即时零售渠道客群年龄占比	28
图 51: 白酒垂类平台采用前置仓运营模式	28
图 52: 2020-2024 年白酒企业研发费用率提升较多	28
图 53: 数字化工具在白酒产业链各环节的运用	28
图 54: 美的集团数字化经历 4 个阶段, 从传统制造、科技提效到工业互联网	29
图 55: 2013-2017 年美的集团人均创收、创利显著提升	29
图 56: 2013-2017 年美的集团存货周转天数较同业显著下降	29
图 57: 美的组织架构按事业群划分, 共享平台链接前端业务和中后台	30
图 58: 美的经销商小商居多, 渠道转型时磨合成本较小	31
图 59: 美的产品结构多元化, 2010 年时小家电占比 25%	31
图 60: 东鹏一元乐享运作中渠道各环节的盈利情况	31
图 61: 东鹏终端网点数量快速提升	32
图 62: 东鹏库存周转率显著高于行业且仍在提升	32
图 63: 能量饮料 21-25 年 CAGR6.2%, 景气度高于软饮整体	33
图 64: 截至 2024Q4 能量饮料市场格局分 CR3 超过 80%	33
图 65: 四川片区经销商在数字化系统中找到迭代优化路径, 渠道利润改善	33
图 66: 2024 年公司终端扩容提质, 开瓶终端超 70 万家	34
图 67: 2024 年会员总资产 3768 万人, 提升 60%	34
图 68: 2024 年白酒行业 CR10 近 60%, 品牌教育基本成型	35
图 69: 老窖本身就强调渠道精细化和价盘管控	35
图 70: 酒企公司创收从“单商”模型向“单客”模型转变, 数字化赋能各环节	36
图 71: 老窖销售人员数量领先行业	36
图 72: 老窖优势市场及强势单品	36
图 73: 2024 年来白酒千元价位增速换挡	37
图 74: 千元价位价增贡献式微, 长期仍有量价齐升动能	37
图 75: 2024 年千元价位竞争格局测算	38
图 76: 部分千元价位大单品批价走势	38
图 77: 2022 年来高度国窖渠道调整政策	38
图 78: 2024 年成都千元白酒竞争格局测算	38

图 79: 2024 年白酒消费者购买度数偏好	39
图 80: 30 岁+人群是白酒消费基本盘, 注重正式场合和健康	39
图 81: 中低度饮酒区域通常酒风豪放	40
图 82: 华北、华东区域主流饮酒度数在中低度	40
图 83: 2025E 白酒 600 元价位大单品体量	40
图 84: 2024 年河北白酒市场竞争格局	40
图 85: 38 度国窖降度工艺较好, 品质较优	41
图 86: 河北地区低度国窖体量较大, 已培育成熟	41
图 87: 过去 2-3 年 500-800 元价位增长降速, 2024H2 以来呈现供给驱动型扩容	41
图 88: 全国性高端白酒、次高端白酒以及区域性名酒在 500-800 元价位均有单品布局	42
图 89: 2018-2024 年 300-500 元白酒市场规模测算	42
图 90: 2018-2024 年 100-300 元白酒市场规模测算	42
图 91: 2016-2024 年特曲 60 版销售规模测算	43
图 92: 特曲 60 版主打“复刻” & “记忆”	43
图 93: 特曲 60 版渠道运作稳扎稳打, 团购渠道为主, 川渝地区放开流通试点	43
图 94: 特曲老字号小步快跑提价, 2021 年后调价节奏放缓	44
图 95: 特曲老字号批价情况	44
图 96: 53 度窖龄 30/60/90 年批价	45
图 97: 窖龄酒在淡季加大费用投放	45
图 98: 2021 年来头曲批价稳步提升, 当前保持平稳	45
图 99: 2022 年公司推出高线光瓶酒黑盖二曲	45
图 100: 公司不同区域增长具有较强顺周期属性, 全国化扩张加速时估值对应扩张	46
图 101: 测算四川白酒市场规模 600 亿元, 国窖品牌辐射全品系, 公司收入份额进一步提升	47
图 102: 测算河北白酒市场规模 400 亿元, 公司各价位皆具产品抓手, 份额有望提升至 20%以上	47
图 103: 江苏、浙江、上海 2024 白酒竞争格局测算 (亿元)	48
图 104: 华东地区人均可支配收入较高 (2024 年, 万元)	48
图 105: 2024 年广东省酒类分价位规模及同比增速	49
图 106: 2024 年广东省白酒竞争格局	49
图 107: 2011-2024 年公司收入稳步增长	55
图 108: 2011-2024 年公司量/价增速拆分	55
图 109: 预计国窖主品牌收入占比在 65%以上	55
图 110: 2017-2024 年中高档酒/其他酒吨价增速	55
图 111: 公司毛利率仅低于贵州茅台	55
图 112: 2015 年以来泸州老窖销售费用率逐年下降	55
图 113: 公司净利率仅低于贵州茅台	56
图 114: 公司净利润增速在行业内保持相对领先	56
图 115: 公司现金及现金等价物充足	56
图 116: 公司销售商品、提供劳务收到的现金健康	56
图 117: 公司分红率稳步提升	57
图 118: 公司大规模资本开支阶段已过	57

表 1: 2021 年限制性股票激励计划分配情况	12
表 2: 国窖与核心终端的合作形式升级	14
表 3: 泸州老窖蝉联五届国家级名酒	18
表 4: 泸州老窖产品按照“双品牌、三品系、大单品”布局, 覆盖多价位带	19
表 5: 公司产能扩建项目梳理	21
表 6: 1978 年以来白酒行业逐步向买方市场过渡, 渠道走向扁平化、多元化	26
表 7: 能量饮料公司渠道能力对比	32
表 8: 2024 年数字化系统优化下, 多项核心指标得到优化	34
表 9: 2025 年泸州老窖数字化落地年, 渠道各环节重点工作	34
表 10: 酒类公司纷纷布局推出低度产品	39
表 11: 公司华东地区战略推进历程	48
表 12: 河南、湖南、湖北白酒市场规模合计超过 1200 亿元, 全国名酒品牌进入机会较多	49
表 13: 2024 年公司启动百城计划 2.0, 相比 1.0 阶段强化终端的融合提质	50
表 14: 泸州老窖费用率预测假设条件	52
表 15: 泸州老窖主营业务拆分及预测	52
表 16: 泸州老窖 FCFF 估值中盈利预测假设	53
表 17: 泸州老窖 WACC 假设	53
表 18: 泸州老窖 FCFF 估值法敏感性分析	54
表 19: 泸州老窖可比公司估值表 (截至 2025 年 07 月 04 日)	54

前言

2023 年 11 月以来泸州老窖涨跌幅跑输市场较多，估值相对于贵州茅台和五粮液出现折价，是哪些原因导致公司估值出现折价，站在当前如何看待公司的长期投资价值？

我们认为公司的发展符合“新消费”的方向，正如我们在 2025/6/20 报告《新消费研究之一：生活方式重塑消费场景，新消费方兴未艾》中所述，消费业态的演进本质是生活方式的更迭。本轮“新消费”的脉络在于科技驱动与需求升维，单一场景扩大的天花板或许有限，但悦己消费、情绪价值消费促进多种场景汇聚，消费者对单一大单品的需求裂变为对多度数、多规格的需求；于品牌而言，需从“大单品”思维抓变为“大品牌”矩阵（多度数、多规格、多形象）。公司的优势在于：管理层战略眼光长远，较早布局低度产品，年轻化品牌营销；公司提前投入技术资本，产品降度过程中保证品质和健康，开发新品也具有规模效应；因此长期来看，与行业相比，我们认为泸州老窖有获取超额增长的可能性。

泸州老窖被认为具有较强的市场管理能力，业务团队稳定性高，我们认为这或许与公司长期市场化运作有关，如前瞻的产品和市场布局、灵活的组织机制、精细的渠道模式、创新的营销活动等。虽然目前白酒行业受政策和经济扰动，动销承受较大的增长压力，作为在 2015 年后通过组织变革，顺利回归千元价位的公司，资本市场和白酒产业对泸州老窖的市场管理关注度很高，我们希望通过本篇报告探讨公司的运营机制和投资价值，我们认为公司具备穿越此次周期的潜力。

本篇报告行文逻辑如下述顺序展开：

1) **详细拆解泸州老窖组织力和渠道管理壁垒。**公司组织机制市场化程度高，核心管理层为白酒产业基层出身，熟悉销售业务和市场运营，有利于企业战略复利形成；公司注重人才培养和激励性，使公司专业化的销售战队得以长期延续；同时完善的中后台部门也给前端市场销售充分赋能，提升运营效率。组织力支撑下，公司精细化的渠道模式和多价格带产品布局得以落地，尤其在渠道实操上，三级联盟体层层递进、销售司直控庞大终端体系，达到多线产品灵活应变、响应快速、掌控价盘的效果，其他酒企模仿难度较大。

2) **我们是市场首个深度探讨老窖数字化工程的报告，虽难但正确。**“十四五”公司以供应链为核心战略，并于 2022 年开始加大营销数字化投入，市场认知停留在提升渠道效率工具的层面，我们认为这是基于行业需求转型、渠道变革和消费者议价权提升下的前瞻性布局。我们分析白酒渠道变革的特征和销货模式的转变，数字化系统是让公司在多元化、扁平化渠道结构中获取和管理消费者的必要条件；通过对比美的集团和东鹏饮料的数字化转型路径，总结出公司的组织力、渠道力和现有产品结构是公司做数字化的优势；长期达到开源节流的效果。

3) **展望增长空间，双品牌、多产品已经形成，“235+100”战略打开全国化空间。**产品层面看，千元价位格局渐稳，高度国窖价格势能仍在，将进一步获取份额；低度国窖品牌比突出，有望受益于白酒低度化和轻商务趋势；泸系特曲在经历几年调整后也形成 60 版、老字号等拳头单品，渠道和市场均有加密空间；头曲、黑盖根据市场需要灵活放量。区域层面看，四川、河北作为粮仓市场，消费基础扎实，通过渠道深耕和多产品布局继续提升份额；短期深耕优势市场，多点保存战略市场的实力，长期全国化空间有望跟随行业景气度回升周期打开。

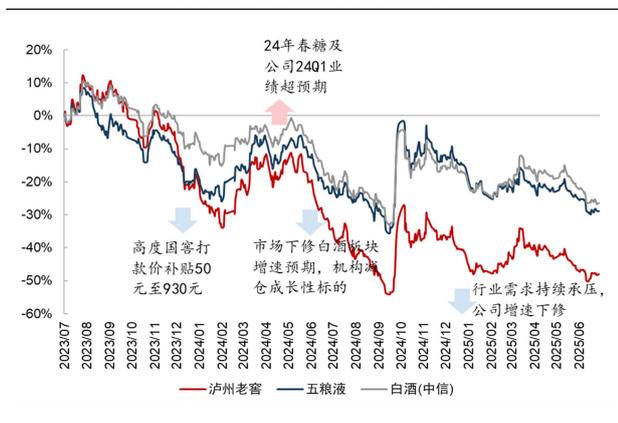
1 增速预期下修，公司估值折价

引言：历来作为资本市场“好学生”的泸州老窖自2023年12月以来股价跑输板块，表现增速放缓后，市场修正对老窖管理力的定价。我们认为资本市场基于短期增速的定价有失偏颇，当前公司估值处于历史较低分位数，具有修复空间。

1.1 资本市场表现：2023年底以来公司股价跑输板块

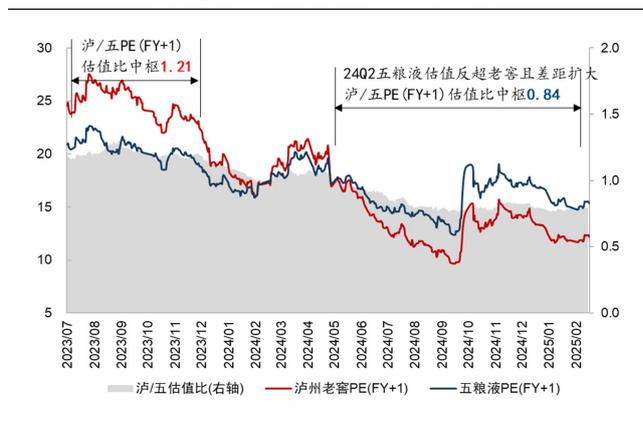
2023年底以来，泸州老窖股价表现弱于市场。过去2年（2023H2-2025H1）泸州老窖股价下跌48.0%，同期白酒（中信）下跌26.5%，五粮液下跌29.0%，公司股价跑输板块及可比公司。从估值看，泸州老窖PE(FY+1)下跌50.6%，2024Q2以来公司估值相对五粮液呈现折价，当前估值比在0.84左右，低于2023年12月之前的1.2倍中枢值。

图1：2023年12月以来公司股价跑输板块



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/6/30

图2：2024Q2以来老窖估值相对五粮液呈现折价



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/6/30

1.2 估值折价原因：增速放缓后市场对公司管理能力信心减弱

宏观经济及消费需求承压，公司增长速度边际放缓。2023年以来消费需求走弱，白酒动销逐步呈现“淡季更淡”的特点，公司主要产品渠道库存开始增加。2024年4月后国内主要消费品增速明显放缓，高端礼品及商务需求进一步变差，国窖需求受影响较大；公司主动降速、聚焦开瓶去库，2024各季度收入增速环比走低。25Q1收入增速降低至1.8%，归母净利润增速降低至0.4%。

图3：2024年泸州老窖单季度营业总收入增速同比放缓

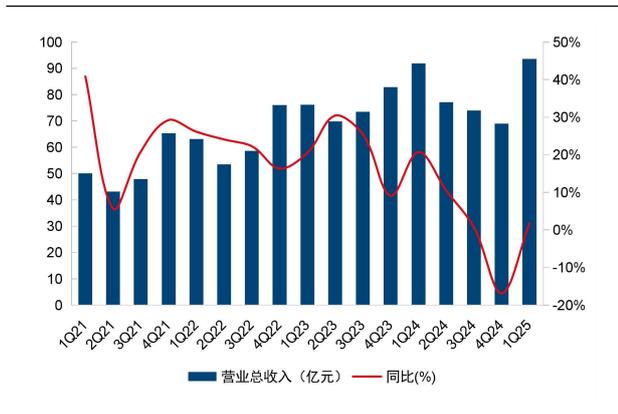


图4：2024年泸州老窖单季度归母净利润增速同比放缓



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

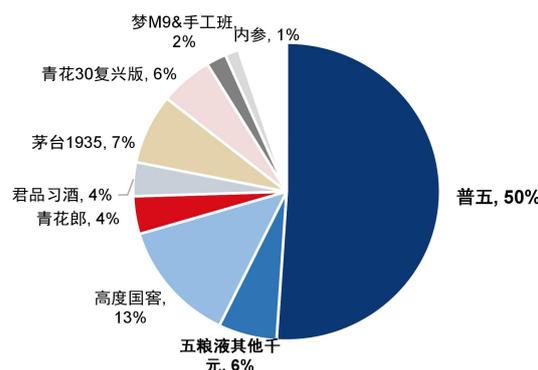
大单品国窖调整降速，量价表现承压。2023 年中秋后国窖与普五的批价差距扩大，表现为需求走弱、国窖跟随普五下跌，但普五批价上涨阶段国窖批价仍然平稳。高度国窖本身需求结构以礼赠、商务交流、圈层活动等为主，在消费需求分化的背景下受影响更大（普五在华东华南地区宴席场景占比较高）。2024 年五粮液加大费用投入力度运作五粮液 1618，在宴席场景取得较快增长；1618 实际成交价与高度国窖相当，在国窖品牌力略弱的地区对国窖动销产生压制。

图5：2024 年中秋后高度国窖与普五批价差扩大



资料来源：今日酒价、百荣酒价，国信证券经济研究所整理

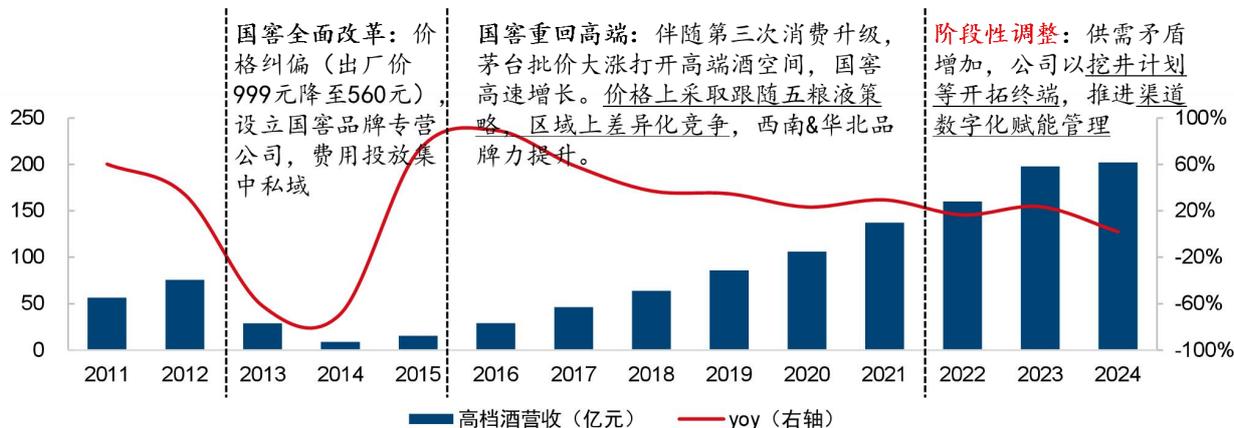
图6：2025E 千元价位带竞争格局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

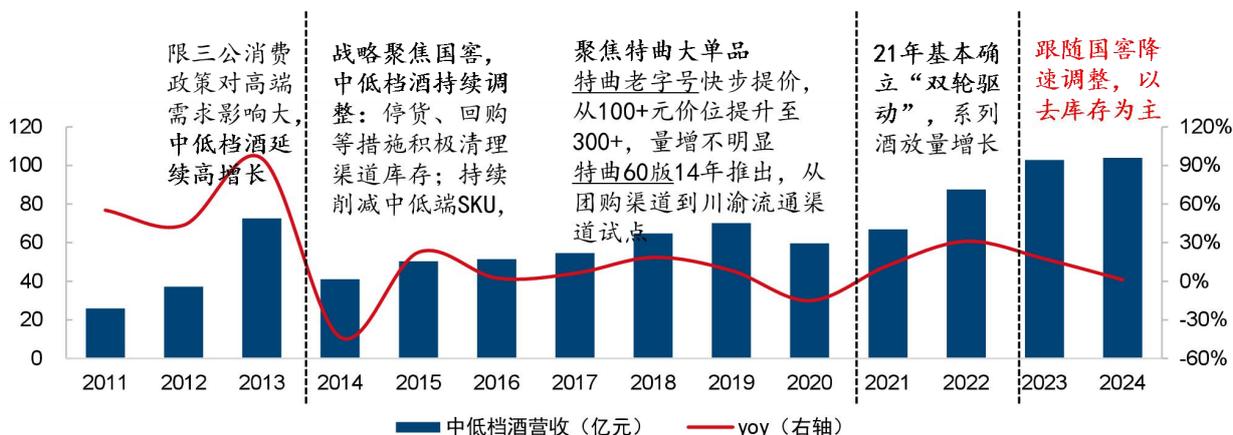
公司自身发展进入阶段性调整，居安思危寻求变革。泸州老窖经过 2013-2015 年的深度改革解决历史遗留问题，叠加财富效应推动行业消费升级，实现了 8 年左右的高速增长。伴随疫情扰动、经济增长降速、消费结构转型、渠道行为变化等内外部因素影响，2023 年公司自身发展也面临瓶颈，例如库存走高、渠道利润下降、经销商单点增长能力下降、费效比边际下降等。近两年来，公司进行内外部改革，如全面导入产品五码合一、实施“挖井计划”等提高终端覆盖率、全链路推进数字化工程、开拓线上合作渠道等，但行业下行阶段中成效并不显著。

图7：国窖系列发展复盘：13-15 年深度改革后实现高速增长，22 年起在渠道端进行改革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理&测算；注：高档酒一般指国窖系列，2019 年及之前为报表实际披露值，2020 年及之后为测算值

图8：中低档酒发展复盘：2020年以前以清理冗杂产品为主，近2年跟随国窖调整



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理&测算；注：中低档酒一般指窖龄、特曲、头曲、二曲及其他系列，2019年及之前为报表实际披露值，2020年及之后为测算值

我们认为资本市场基于短期增速下降，并由此推导出公司组织、管理能力下降的定价有失偏颇。于短期而言，白酒行业需求仍处于磨底阶段，公司适当降速，培育真实开瓶需求，2024年公司大单品开瓶率同环比均有提升，2025Q2以来高度国窖与第八代五粮液的价格差收窄。于长期而言，公司具备较强的危机意识，提前于行业推进数字化转型，为行业渠道模式变革做准备。于投资性价比而言，当前公司PE(TTM) 12.4x, 接近2013年初水平, 位于近5年/近10年3.8%/1.9%分位数, 股息率5.7%支撑(参考Wind一致预期), 估值修复空间较大。

图9：泸州老窖当前PE(TTM)接近2013年初水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：泸州老窖股息率位于行业前列

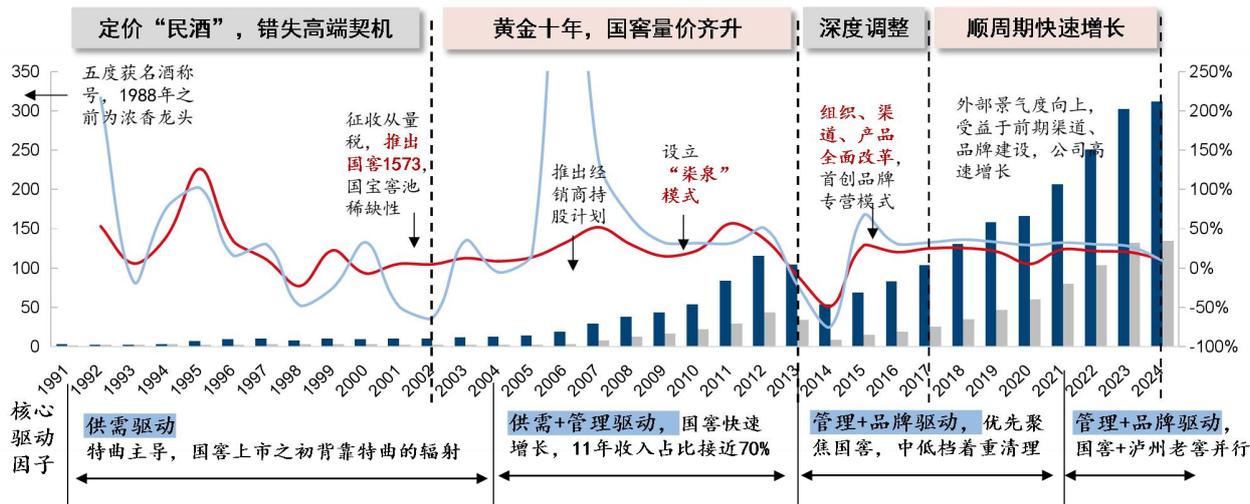
公司	股息率 (TTM)	股息率 (2024A)	股息率 (2025E)
酒鬼酒	1.3%	1.3%	11.5%
洋河股份	7.1%	7.1%	6.0%
泸州老窖	5.2%	5.2%	5.7%
五粮液	4.8%	4.8%	5.0%
古井贡酒	4.5%	4.5%	5.0%
口子窖	3.7%	3.7%	3.8%
贵州茅台	3.6%	3.6%	4.0%
迎驾贡酒	3.8%	3.8%	3.9%
山西汾酒	3.4%	3.4%	3.8%
今世缘	3.1%	3.1%	3.4%
水井坊	2.3%	2.3%	2.4%
舍得酒业	0.8%	0.8%	1.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：2025年预测股息率的计算方式为预测分红率/预测PE，其中预测净利润采用Wind一致预期，因此老窖预测股息率与尾页财务表格有不同

2 管理禀赋为核，营销模式创新

引言：按照企业增长的最主导因素，我们把白酒上市公司分为品牌驱动、管理驱动、供需驱动三类；泸州老窖在管理驱动类公司中，能够把组织和渠道做到极致。公司历史上两次面临逆境，皆通过深度改革破局。我们认为公司以组织和渠道为核心竞争优势的壁垒并没有改变，行业下行周期公司积极推动解决消费者培育、渠道效率提升等问题，景气度上行周期有望实现品牌、产品和管理的共振。

图11：公司为强管理驱动型公司，景气度上行阶段实现品牌、产品和管理的共振

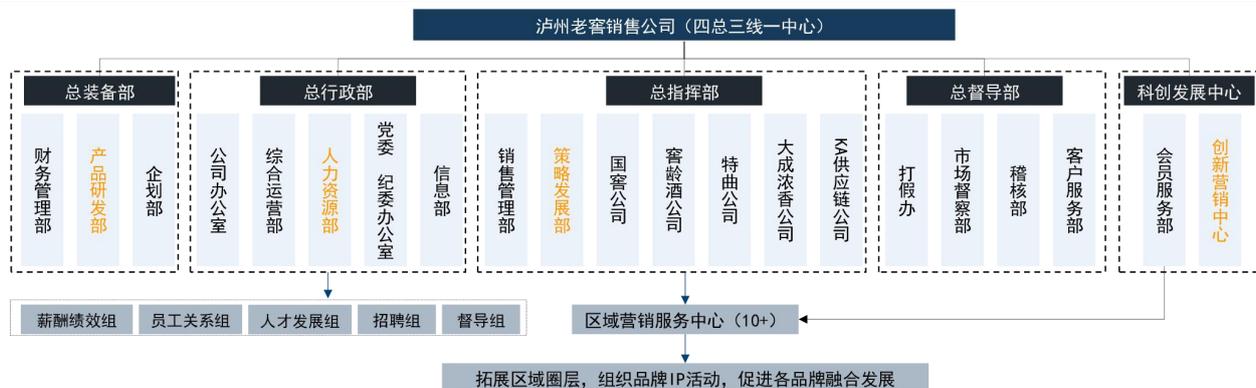


资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

2.1 组织机制：市场化程度高，人才激励充分

公司组织架构完备，前端销售业务运作更加聚焦。2016年起公司构建了“四总三线一中心”的销售公司组织架构，充分发挥总营销指挥中心的作用，实现对销售工作的统一规划、调度和管理；并设置人力资源部、稽核部、会员服务部等完善的中后台体系，强化对前端销售的全面支持。当前总指挥部下设超过10个区域营销服务中心，设立在各区域高地城市（如南京、深圳等），负责宣传品牌文化、精耕营销服务、保障消费者权益等工作。

图12：泸州老窖销售公司“四总三线一中心”的组织架构



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

薪酬考核管理市场化，高管、员工激励充分。2021年起公司对高管实施“以业绩为主要依据、以价值贡献为导向”的薪酬考核管理办法，高管薪酬由基本年薪、绩效年薪（与年度业绩挂钩）、任期激励收入（与任期经营业绩挂钩）构成，当前公司高管薪酬水平位于行业中上游。2021年公司再次推出限制性股票激励计划（前两轮分别在2006/2010年推出），9名公司高管及512位核心骨干人均被授予1.41万股，积极性被充分调动。公司也注重一线员工的激励，众多地面销售人员直接与品牌专营公司签订劳动合同，薪酬与销售业绩挂钩，并采取现金激励的方式，整体薪酬市场化且水平领先行业。

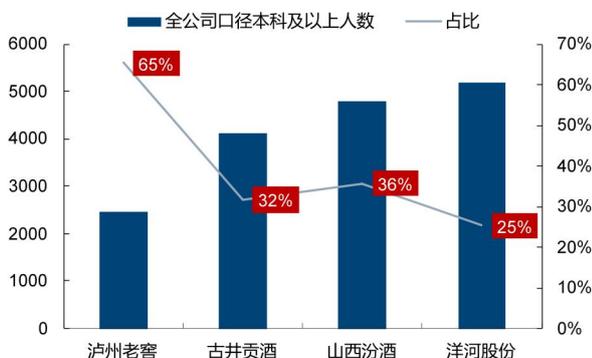
表1：2021年限制性股票激励计划分配情况

激励对象	职位/岗位描述	获授数量（万股）	占授予总量比例	占股本总量比例
刘淼	董事长	9.59	1.09%	0.0065%
林锋	董事、总经理	9.59	1.09%	0.0065%
王洪波	董事、常务副总经理、董事会秘书	7.67	0.87%	0.0052%
沈才洪	董事、副总经理	7.67	0.87%	0.0052%
谢红	财务总监	7.67	0.87%	0.0052%
何诚	副总经理、首席质量官	7.67	0.87%	0.0052%
张宿义	副总经理、安全环境保护总监	7.67	0.87%	0.0052%
熊婷婷	职工董事、副总经理	6.28	0.71%	0.0043%
李勇	副总经理	6.28	0.71%	0.0043%
核心技术人员（512人）		725.37	82.11%	0.4952%
预留		88	9.96%	0.0601%
合计		883.46	100.00%	0.6031%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

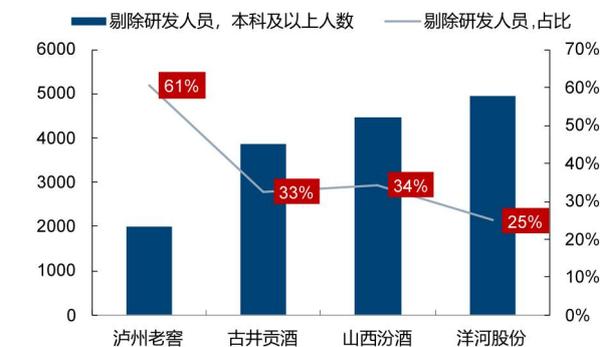
注重人才培养，建设专业化销售队伍。公司持续多年全国优秀大学校招工作，全公司口径本科及以上学历人数占比65%、除研发人员口径61%，高于其他酒企。同时，集团晋升机制灵活，搭建“管理”和“专业”双通道职业发展体系，达到P3层级时可选择发展路径，双通道员工升降规范、职级清晰（类似互联网企业），且两者之间薪酬互补干预、存在调配机会。张彪、董虎杰等销售干将此前均由国窖品牌公司提拔，下线年轻员工成长空间大。我们认为这种模式能培养出战略意识前瞻、落地执行高效的团队；专业化水平高且富有激励性的销售队伍，更好配称市场化、精细化的营销模式。

图13：酒企2024年全公司口径本科及以上学历人数/占比



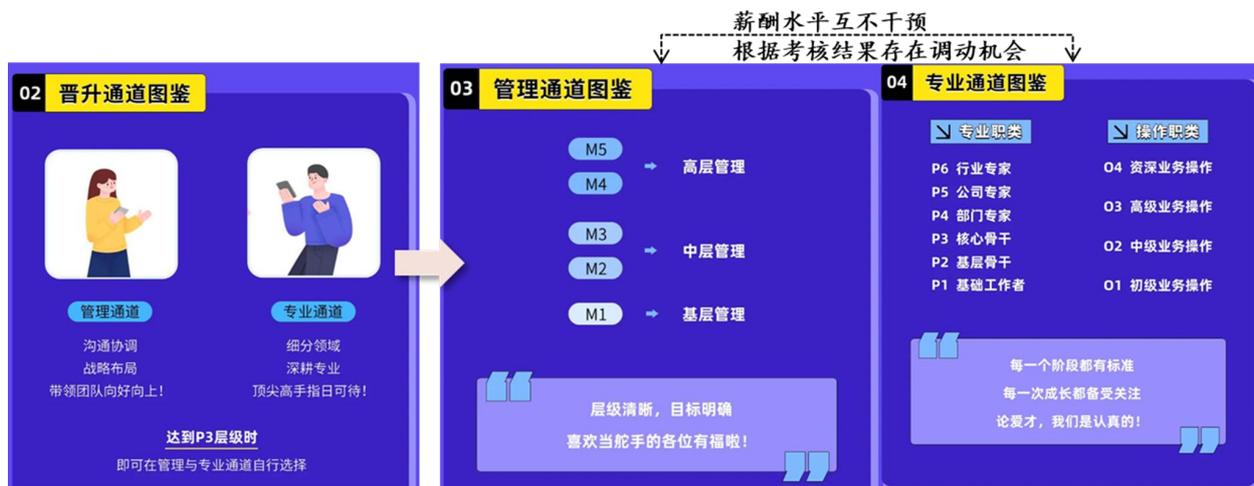
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：酒企2024年剔除研发人员口径本科及以上学历人数/占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 15: 泸州老窖集团人才双通道晋升路径



资料来源：泸州老窖集团人才微平台，国信证券经济研究所整理

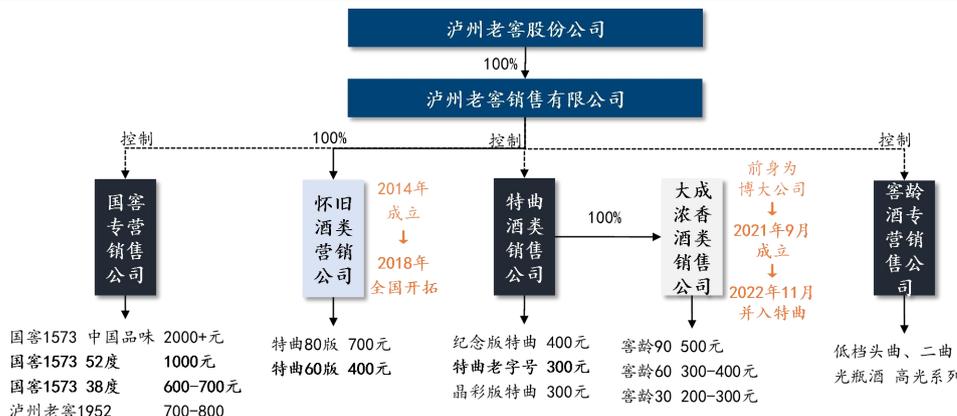
2.2 渠道管理：因地制宜，精耕细作，强化管控

引言：渠道管理能力是公司组织优势落地到市场层面的外化体现，构筑起自身核心竞争壁垒。公司营销模式创新能力较强已成为市场共识，渠道模式因地制宜，实现全国范围内资源分配效率最大化。我们认为壁垒背后的核心强大的组织效率，组织自上而下训练有素，得以让复杂灵活的渠道模式落地跑通，并着力于终端建设，使精细化管控贯穿全渠道。

2.2.1 与时俱进，强化对渠道和终端的掌控能力

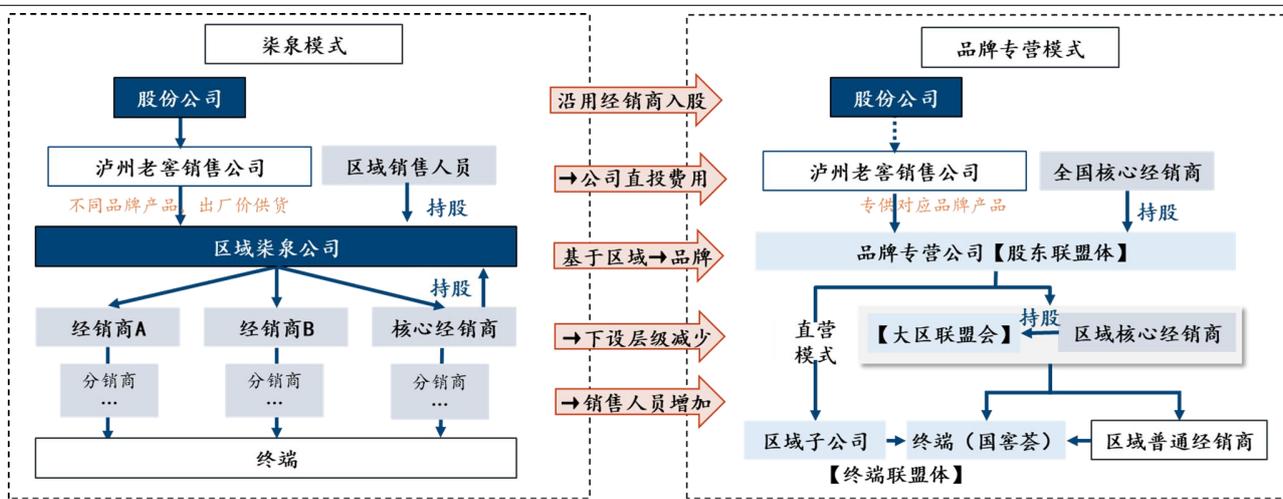
公司实行品牌专营公司模式，加强渠道管理能力。当前 5 大品牌专营公司相对独立运作，匹配公司产品结构，其中怀旧酒类营销公司（负责特曲 60/80 版）由销售公司全资控股。品牌专营公司实质上仍相当于全国层面一级代理商的角色，区别于此前“柒泉”以区域为划分依据的模式（经销商话语权较高，需求下行阶段以周转率为向导，公司战略执行受阻），以品牌为划分依据有利于更好地落实公司顶层产品战略，一方面收窄渠道层级、加强经销商管控，一方面能进行因地制宜施策。

图 16: 销售公司分品牌设立专营公司，怀旧酒类营销公司由销售公司全资控股



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 17：品牌专营模式较柴泉模式，沿用经销商持股形式，收窄渠道层级，加强终端直控



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

三级联盟体层层递进，以管理力撬动终端控制。以国窖为例，经过了“124工程-国窖荟-终端联盟体”的演变，随着覆盖的战略终端数量增加、单点管理难度边际提升，公司以吸收终端门店入股联盟体的形式实现利益绑定，通过渠道返利和增值服务等方式保证终端盈利，强化核心终端粘性。2023年来面对行业存量竞争，公司持续开展终端开拓工作补充收入增量，如优势市场挖井计划、餐饮门店会战等打法提升终端数量和质量。我们认为公司在终端精细化运作上具有较强管理壁垒，其他酒企模仿成本很高：无论是三级联盟体利益相关方层层嵌套的实操难度，还是挖井计划对客勤维护、售后跟进和后端管理的高要求，需要酒企有庞大且训练有素的地面团队去配称。

图 18：国窖的终端合作演变



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 19：2023 年来公司持续推进终端开拓和消费者培育工作

计划	时间	主要内容
春雷行动	23Q2	增加品鉴会和终端陈列费提高能见度
挖井计划	23Q4-24Q1	在成都地区及周边市场拓展未覆盖的空白终端，24Q1在河北区域开展
雏鹰计划	24Q2	扩大终端覆盖面，增加1-5箱终端陈列费（业务员新增的费用权限），考核开瓶数据
百城2.0计划	2024年	实施“渠道扩容工程”和“年度战略零售商”评选，加快终端网点扩容和核心终端提质
餐酒融合/挖井2.0	2024-25年	覆盖酒店、茶楼等为核心客户，每桌赠送品鉴酒；2025年进一步聚焦到核心餐饮门店，开展为期20天的会战活动，业务人员向包间赠酒，并跟进客户画像

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 2：国窖与核心终端的合作形式升级

终端会员	权益	VIP 卡	银卡	金卡	钻石卡	至尊卡
	会员礼物	✓	✓	✓	✓	✓
	节日礼物			✓	✓	✓
	生日礼物	✓	✓	✓	✓	✓
客情支持	省内旅游拓展	✓	✓			
	国内旅游拓展			✓	✓	
	海外旅游拓展					✓
	“国窖荟”沙龙	✓	✓	✓	✓	✓

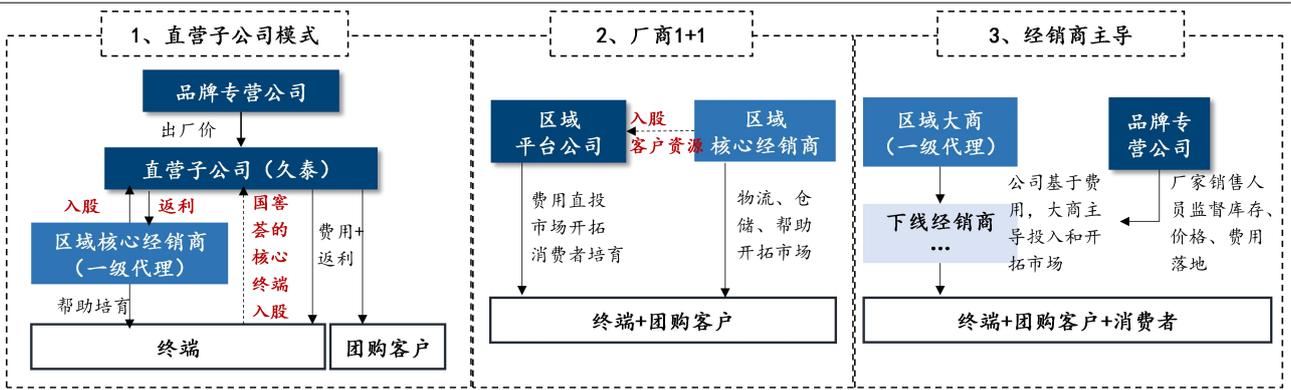
	“国窖之旅” 经理人培训			✓	✓	✓
销售支持	店内国窖元素植入	✓	✓	✓	✓	✓
	精品陈列	✓	✓			
	专柜陈列			✓		
	一面墙陈列				✓	✓
	国窖定制酒服装				✓	✓
	门头				✓	✓
客户维护支持						帮助终端客情维护

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2.2.1 灵活应变，因地制宜实施渠道模式

渠道模式灵活，因地制宜实行直营、经销。在品牌专营公司之下，公司设置不同的直销、经销模式以适应不同地区发展需要，主要是基于当地城市级别、品牌消费氛围、经销商资源等的考量：如行业深度调整下的成都市场采用久泰（直营子公司）模式快速恢复；河南因势利导，先会战、后厂商合作；河北根据不同细分市场经销商实力的差异灵活变化。不同渠道模式对应同一核心，即通过精细化运作加强渠道管控，通过“服商、扶商、护商、富商”加强厂商协同。

图20：公司因地制宜实施直营、经销模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 直营子公司模式：快速聚焦资源、开拓市场，对渠道管控力最强

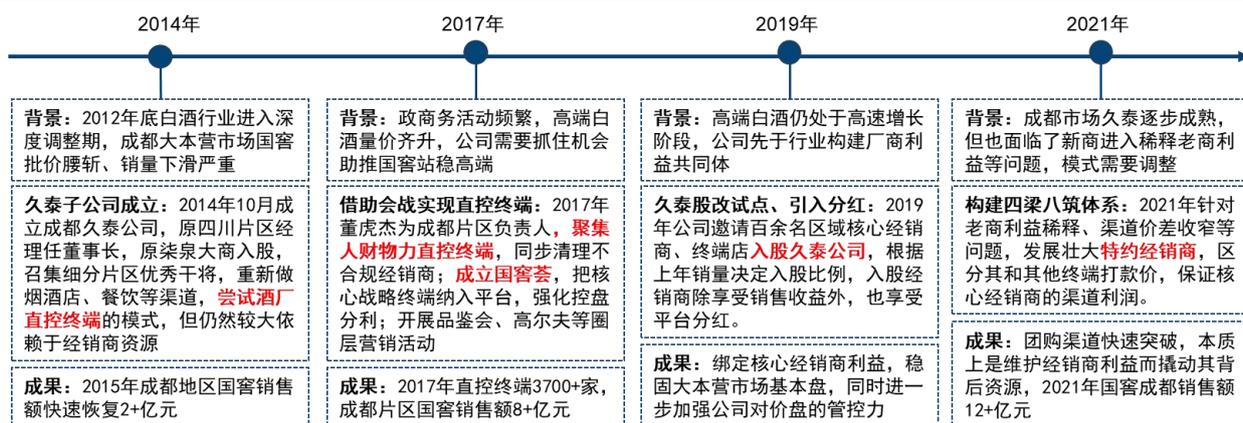
模式拆解：品牌专营公司在当地成立子公司，吸纳核心经销商或终端入股平台，绑定资源和利益；销售团队集中人、财、物力服务市场，直控终端，实现渠道全盘管控。一方面，资源高举高打，快速形成消费氛围并抢夺市场份额；一方面，保证核心经销商利益从而撬动其背后的社会资源，实现区域可持续发展。

成都市场经验：久泰模式经过多轮改革，逐步成熟。1) 久泰模式起源于2014年的成都市场，行业深度调整时期大本营市场国窖销售根基不稳，窜货乱价问题严重，公司初步尝试直控终端的模式恢复销售额，但当时对经销商的依赖度仍然较高。2) 后续随着行业景气度复苏，公司充分认识到渠道精细化管理的重要性，通过“59天大会战”实现直控终端，通过股改尝试绑定经销商利益，子公司模式逐步发展成熟。2015-2022年成都片区国窖销售额从2亿元提升至12亿元，实现品牌力的跃升。3) 2023年以来的“挖井计划”本质上也是优势市场的“再精耕”，增加销售人员数量，围绕餐饮店开展消费者活动，预计当前成都区域国窖销售额约21亿元，在高端白酒开瓶总量中占比60%。

河南会战初期借鉴久泰。2020年河南市场汇集销售精英，增加销售人员数量，积极开拓终端，开展品鉴会等活动，河南地区国窖销售额从2019年的3.3亿元快速增长至2021年的7亿元。

华北高地市场采用直营模式。河北区域国窖消费氛围较好，在经销商实力相对薄弱的石家庄（省会城市）设立全资子公司，复制成都久泰的模式，厂家人员主导开拓终端、培育消费者，核心终端入股平台。北京也采取直营子公司模式；天津则为经销商组建平台公司，对接客户资源，所享分红与当年销量挂钩，厂家人员负责市场执行和费用落地。

图21：成都片区久泰模式发展逐步成熟，保证经销商利益



资料来源：公司公告、公司官网、微酒，国信证券经济研究所整理

◆ 厂商 1+1：厂商合作开拓市场，区域联盟体解决经销商积极性下降问题

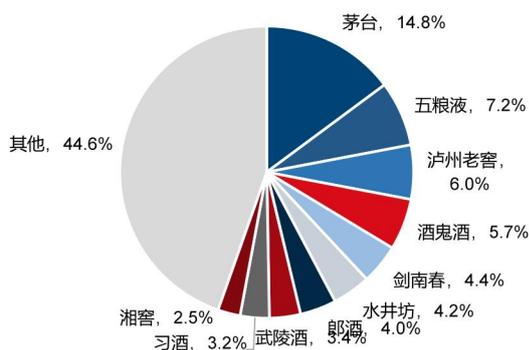
模式拆解：公司派遣业务人员协助经销商开拓市场和消费者教育，为白酒行业普遍采用的厂商合作模式。相比于经销商主导模式，老窖更倾向于厂家主导，表现在 1) 当地设立办事处统筹工作；2) 公司主导费用的规划、投入、审核、落地等，经销商主要起到对接客户资源、配送、仓储、资金运转的作用。此种模式也会存在厂商利益不一致导致效率下降、经销商积极性被削弱等问题，公司吸纳经销商入股区域联盟体，绑定经销商利益、维护渠道稳定。

河南市场借助会战打开市场后逐步恢复厂商 1+1 模式。行业深度调整后公司设立子公司进行会战，帮助河南市场短时间起量，但由于品牌基础薄弱、流通盘市场较大等原因，部分经销商和终端通过压货完成任务、异地窜货去化库存、套取费用，渠道问题逐步显现，管理效率有所下降。公司于 2021 年起逐步恢复厂商“1+1”的形式，提升经销商积极性，业务人员监督货物流向、库存水平和费用核报等，重心导向维护价盘体系稳定。

两湖&华南地区厂商合力开拓市场。湖南湖北地区中高度国窖本身具有一定品牌影响力，但高端白酒竞争格局较为分散；公司厂家业务人员协助经销商，加强活动开展、客情维护，保证渠道盈利能力，增加经销商黏性。华南地区浓香白酒消费基础和国窖品牌力均较弱，厂商 1+1 模式效率较高，销售人员主要协助经销商开展圈层营销和意见领袖维护，同时用差异化新品培育年轻消费群体，带动一定销售规模。

图22：2024年湖南省白酒竞争格局比较分散

图23：2024年老窖设立深圳营销服务中心



资料来源：中融酒媒、公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：广东省酒类行业协会，国信证券经济研究所整理

◆ 经销商主导：品牌氛围较好的区域中，借助大商的力量运作市场

模式拆解：传统的大商模式，经销商在区域内负责市场开拓、产品配送以及费用投放等工作，厂商人员负责监督库存、费用落地等。经销商主导模式适合具有实力较强的经销商、且国窖品牌具有较浓的消费氛围的区域，提升公司整体资源配置效率。

河北部分片区（保定、唐山、廊坊等）：2004年公司在河北地区加大国窖品牌的培育，低度国窖较好顺应当地低度浓香的消费习惯，快速起量；2006年起试点成立柒泉公司，借助大商资源放大品牌效应；因此国窖在河北地区消费基础比较扎实。其中保定乾坤福商贸、唐山同伟商贸等在资金、客户资源、市场运作能力等层面具备较强实力，同时对公司品牌忠诚度也较高。

浙江嘉湖区域：2010年公司从嘉湖地区切入培育华东市场，和大商浙江柒泉工贸合作多年，2017年设立嘉湖国窖荟俱乐部进行圈层培育，至今浙北区域已累积一定低度国窖消费氛围。近年来全国白酒消费承压，华东地区竞争激烈，高费用投入收效不高；嘉湖区域仍是低度国窖切入华东市场的重要突破口，公司借助大商的力量细作渠道、推动数字化转型、培育消费者，夯实小区域基础为后续全国化推进储备力量。

2.3 产品布局：浓香酿造鼻祖，双品牌、多品系覆盖全价位带

2.3.1 品牌力：浓香技艺开创者，蝉联五届“中国名酒”

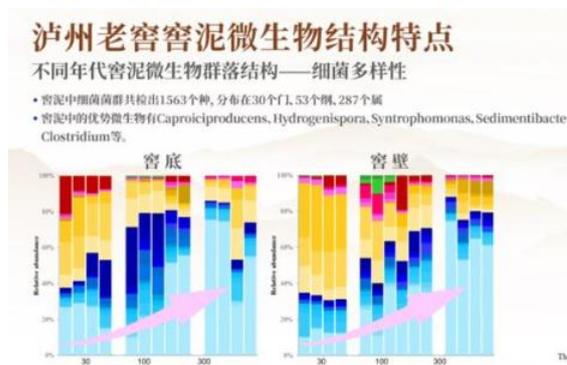
浓香鼻祖，传统酿制技艺使用近700年。公元1324年，郭怀玉发明“甘醇曲”开创泸州老窖酒传统酿制技艺，酿制出第一代泸州大曲酒；明代万历年间舒承宗系统总结大曲酿酒工艺，开办“舒聚源”酿酒作坊，成为1573国宝窖池群的前身。始建于1573年的古窖池1996年被国务院评为行业首家“全国重点文物保护单位”，1619口百年以上的古窖池群在2013年全部入选第七批全国重点文物保护单位名单。目前泸州老窖百年以上连续不间断使用的老窖池主要用于生产国窖品系产品。浓香型白酒酒质与窖池历史正相关，窖池使用越久，微生物种类、数量、相互关系越多，对酒体品质、香气改善作用越大，1573国宝窖池窖泥中取样已经检测并识别出菌群共1563种。

图24: 部分浓香公司古窖池数量梳理

公司	古窖池类型	数量 (口/条)
五粮液	明代	15
	清代	159
泸州老窖 1619口	440年	4
	300-400年	94
	200-300年	344
洋河股份 2020口	100-200年	1177
	600年 (明洪武时期)	89
	400-600年 (明万历时期)	523
今世缘	100-400年 (清光绪时期)	1408
	清代至现代	53
古井贡酒	明清窖池群	122

资料来源: 各公司公告、各公司官网, 国信证券经济研究所整理

图25: 泸州老窖窖泥微生物结构多样性



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

品牌价值高, 名酒基因打开知名度。1915年泸州老窖首次在国际亮相, 荣获巴拿马万国博览会金奖。1952年起, 泸州老窖在五届全国评酒会上获得名酒称号, 是唯一蝉联5届全国名酒称号的浓香型白酒。1991年, “泸州”牌商标入选首届中国十大驰名商标。2006年“泸州老窖酒传统酿制技艺”入选首批《国家级非物质文化遗产名录》, 再次彰显了名酒影响力。

表3: 泸州老窖蝉联五届全国名酒

年份	称号	品牌
1952年	第一届全国评酒会: 四大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、西凤
1963年	第二届全国评酒会: 八大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、西凤、五粮液、古井贡、全兴大曲、董酒
1979年	第三届全国评酒会: 八大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、五粮液、古井贡、董酒、剑南春、洋河
1984年	第四届全国评酒会: 十三大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、西凤、五粮液、古井贡、董酒、剑南春、洋河、全兴大曲、双沟、黄鹤楼、郎酒
1989年	第五届全国评酒会: 十七大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、西凤、五粮液、古井贡、董酒、剑南春、洋河、全兴大曲、双沟、黄鹤楼、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌

资料来源: 全国评酒会, 国信证券经济研究所整理

多元化营销, 圈层联动拓展品牌影响力。国窖1573深度植入高端商务和体育活动, 与澳网公开赛、北京冬奥会、巴黎奥运会等多个重大赛事达成战略合作, 并作为“国酒”亮相“一带一路”高峰论坛、金砖国家领导人会晤等国际重大政治会议。泸州老窖对文化、历史深入挖掘, 冠名央视《故事里的中国》、《非遗里的中国》等节目, 并通过IP联动跨界营销, 如2019年联合光线传媒推出《哪吒之魔童降世》“泸州特供版”彩蛋, 后续再度与《姜子牙》《哪吒之魔童闹海》合作。

图26: 公司部分营销活动, 合作文化、体育类项目

类型	时间	营销事件
文化类	2019年	央视总台“品牌强国工程”合作企业, 冠名《非遗里的中国》等文化节目
	2020年	与国漫电影《姜子牙》深度合作, 发布联名贺岁视频
	2024年	特曲与电视剧《雪迷宫》的植入整合营销案例荣获“年度娱乐营销金奖”
体育类	2018年	澳网官方合作伙伴, 打造“1573球场冠名”、“国窖1573日”等主题场景
	2021年	TEAM·CHINA/中国国家队荣誉赞助商
	2022年	北京冬奥会期间, 泸州老窖1952冠名《冠军对冠军》等主题节目
	2024年	国窖1573独家冠名我国高尔夫领域首个全球规模总决赛
	2024年	泸州老窖作为“中国国家队荣誉赞助商”亮相亮相巴黎奥运会

图27: 公司合作《哪吒》系列电影



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2.3.2 产品力：多价位带布局，丰富产品矩阵

泸州老窖明确“双品牌、三品系、大单品”的品牌战略。其中“双品牌”指国窖1573品牌和泸州老窖品牌；“三品系”即国窖1573系列、泸州老窖系列和创新酒系列；“大单品”包括国窖1573、特曲、窖龄、头曲、黑盖二曲五大单品。近两年公司又推出泸州老窖1952、高光、黑盖等战略新品，进一步丰富产品矩阵。

表4：泸州老窖产品按照“双品牌、三品系、大单品”布局，覆盖多价位带

定位	品牌	产品	规格	零售价（元）	产品展示	
高端	国窖	国窖 1573·中国品味	52/38 度 500ml	2000 元		
		国窖 1573（高度）	52 度 500ml	900		
		国窖 1573（低度）	38 度 500ml	670		
次高端	泸州老窖	泸州老窖 1952	52 度 500ml	565		
		窖龄 90	52 度 500ml	518		
		窖龄 60	52 度 500ml	349		
	窖龄	窖龄 30	52 度 500ml	219		
		特曲	特曲 80 版	52 度 500ml		513
			特曲 60 版	52 度 500ml		488
老字号特曲	52 度 500ml		269			
特曲晶彩	52 度 500ml		249			
大众端/差异化	头曲	头曲	52 度 500ml	88		
	二曲	黑盖	42 度 500ml	71		
		G3	40.9 度 500ml	599		
	高光	G2	40.9 度 500ml	299		
		G1	40.9 度 500ml	99		

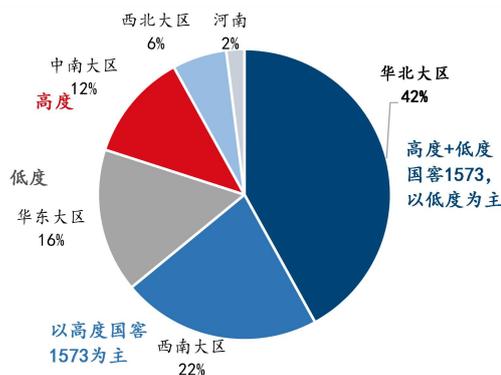
资料来源：公司官网、京东、天猫，国信证券经济研究所整理

高端：国窖 1573 高低各具优势区域，份额稳固。公司高档酒以国窖 1573 为主，过去 5 年收入 CAGR 约 16%，收入占比 60%左右；其中 52 度和 38 度国窖 1573 在区域上分布错位，分别构筑公司粮仓市场。高度国窖价格紧跟普五，目前批价稳定在 835-845 元，在千元白酒市场份额稳定，在川渝、湖南等高度白酒消费市场高端品牌力突出。低度国窖品质突出，性价比高，主销市场在偏好低度酒的华北，近几年快速放量，在河北、山东的送礼及商务场景形成较高的品牌影响力。

图28：高档酒以国窖 1573 为主，5 年 CAGR 在 16%



图29：国窖以西南、华北为粮仓市场，高高度错位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理&测算；注：2020年起公司报表将中高档酒合并披露，高档酒细分为估计值

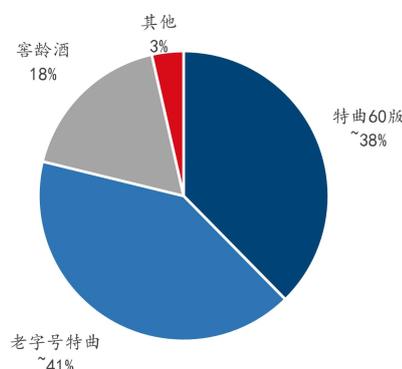
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所测算

次高端：泸系特曲和窖龄酒共同布局。2018年以来，随着泸州老窖品牌复兴推进，“国窖+特曲”双轮驱动的战略基本成型，特曲在300-600元价格带发力：1) 特曲60版复刻经典，定位400元价位带，在川渝地区试点团购模式转到全渠道运营的转变，逐步培育口碑，2024年推出“红60”，专攻宴席赛道抢占细分市场；2) 老字号特曲迭代至第十代，小布快跑提价至200-300元价位，聚焦餐饮、亲友聚会等场景。窖龄酒系列于2011年推出，定位精英商务消费群体，包括30/60/90年；为与特曲实现差异化运作，公司重心放在窖龄60、90年，并采取区域区隔策略，内地以泸系特曲为主，覆盖西南和华北优势市场，沿海区域一二线城市主打窖龄酒，补充特曲以外的市场。

图30：双轮驱动战略下，2021年起中档酒逐步起量



图31：2025年中档酒分产品结构预测



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理&测算；注：2020年起公司报表将中高档酒合并披露，中档酒细分为估计值

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

大众价位：头曲稳步增长，黑盖打造新增长点。头曲为公司中低端价位大单品，近年来顺应外部环境，以高性价比优势实现稳步增长。公司提出大光瓶战略，在低档酒SKU梳理到位后，推出黑盖二曲接替老二曲（新国标下调香白酒停产），黑盖采用纯粮固态酿造、定位高线光瓶酒，2025年春糖期间推出复刻版二曲，定价65元（价位更下沉）。同时也开拓“高光”等轻奢产品切入年轻消费者场景。

图32：低档酒经历SKU清理后，步入新增长阶段

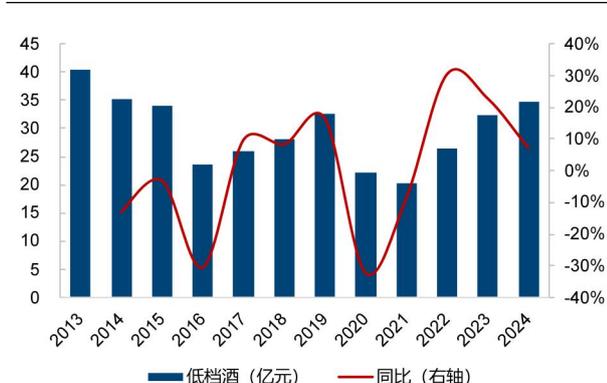


图33：新国标规定下老二曲停产

定位	分类	粮谷食用酒精	其他原料食用酒精	食品添加剂
白酒	固态法白酒 (不直接或间接添加食用酒精)	×	×	×
	固液法白酒	√	×	×
	液态法白酒 (可添加谷物食用酿造酒精)	√	×	×
配制酒	调香白酒	√	√	√

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理&测算

资料来源：中国酒业协会，国信证券经济研究所整理

产能建设：扩产和数智化升级同步进行。产能保障方面，黄舣酿酒生态园全面建成投产后新增优质固态纯粮白酒产能 10 万吨、酒曲 10 万吨和储酒 38 万吨，当前公司基酒总产能达到 17 万吨，为产品质量提升提供保障。优质酒出酒率方面，当前公司窖龄 30 年以上的老窖池共 10086 口，支撑酒窖产酒率；同时泸州黄舣酿酒生态园落地智能酿造车间，运用 AI 视觉传感器、协作机器人等现代科技，提升优质酒出酒率和基酒稳定度，当前公司平均优级品率稳定在 92%（浓香行业平均值在 75%）。2024 年泸州老窖智能包装中心建成投运，构建“酿造-储存-包装-物流”的毫秒级相应体系，供应链综合成本下降 18.7%。

表5：公司产能扩建项目梳理

时间	扩产项目
1994 年	老车间技术改造，新增产能 1000 吨
1998 年	酿酒 1 万吨扩建工程，首期 3000 吨
1998 年	收购六家酒厂后进行技改，完成后新增产能 1 万吨
2001 年	2.2 万吨高纯度基酒工程
2002 年	2.5 万吨新型精华酒建设工程
2002 年	2.5 万吨新型生态白酒建设工程
2007 年	优质酒产能扩大及储存基地建设，新增 3.6 万吨基酒产能，6 万吨优质酒储存能力
2016 年	酿酒工程技改项目（一期），新增 3.5 万吨基酒产能，7000 个窖池
2019 年	酿酒工程技改项目（二期），新增 6.5 万吨基酒产能，1.5 万口窖池
2020 年	在酿酒工程技改项目基础上扩张技改项目，基酒产能不变，储酒能力提升至 38 万吨
2022 年	智能酿造技改项目（一期），新增 8 万吨基酒产能

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3 数字化转型以消费者为中心，提高竞争壁垒

引言：“十四五”以来公司开启供应链主体战略，2022年战略投入营销数字化，仅将其理解为扫码红包+物流管控较为片面，我们认为这是基于白酒行业渠道和消费者变革下的前瞻性布局：公司以消费者为中心，科技增密，进一步提升自身竞争壁垒，其他消费品赛道已有成熟经验可鉴。当前公司已成为生产端技术链主，渠道端攻坚前期痛点、数字化营销模型正在跑通，未来或可推动消费者驱动的非线性增长。

3.1 战略意识前瞻，推动供应链各环节数字化

公司积极拥抱技术创新，“十四五”以来推动供应链各环节数字化。1) 管理软件数字化，21世纪初引入SAP/ERP系统整合集团内部数据；2) 物流数字化，行业深度调整后公司推进“一物一码”的建设，和控盘分利的渠道控价模式配合，较大程度解决窜货的问题；3) 供应链数字化，“十四五”以来公司开启供应链主体战略，生产端在黄舣酿酒生态园全部投产后，进一步推动智能包装和智能酿造技改，渠道端提前洞察行业的转型，策略向右侧“消费者开瓶扫码拉动”转变，消费者端加强品牌心智运营，构建单消费者模型、提升转化率。

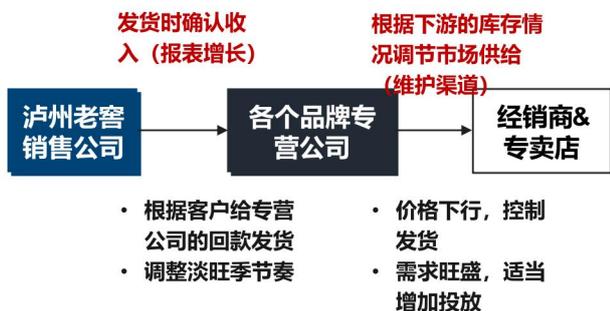
图34：泸州老窖数字化发展历程，逐步打通供应链各环节

2005-2007年 (引进SAP ERP系统)	2015-2017年 (初步构建“私域”)	2018-2021年 (“一物一码”)	2022-23年“数字化元年” (搭建系统)	2024年“数字化攻坚年” (管理运用)	2025年“数字化落地年” (提炼模型)
<ul style="list-style-type: none"> 背景：政策将“企业信息化”列为重点任务，鼓励制造业升级管理软件。 公司上线SAP、ERP，逐渐形成、整合集团内部相对封闭独立的软件。以“业务财务一体化”为核心，实现企业数据穿透式查询与业财高效协同。 	<ul style="list-style-type: none"> 背景：八项规定后商务消费成为高端白酒主要场景。 公司引入优质经销商，不刻意追求客户规模，发展“一商一策”。 构建了统一的会员平台，让不同子品牌的会员能共享积分和权益；初步构建企业私域流量，并构建消费者画像。 以自动化和智能化为目标的黄舣酿酒生态园项目全面启动；投入1.45亿开展智能灌装技改项目。 	<ul style="list-style-type: none"> 背景：行业处于景气度向上周期，高端消费需求较多，酒企追求产品价格的提升。 公司开始推进“一物一码”的建设，实现瓶、箱、盒、盖以及物流，五码关联，以此解决了渠道窜货和产品溯源的问题。 2020年泸州老窖黄舣酿酒生态园历时3年建设后全面投产。 	<ul style="list-style-type: none"> 背景：伴随宏观经济增速放缓，产业结构转型人口红利衰退，白酒消费需求逐步进入下行阶段；扫码红包兴起，作为拉动开瓶的工具。 依托五码关联，实现全链路数字化管理：全系列五码合一，预算优化、数字化绩效体系、消费者、人员、渠道数字化全线投放。 	<ul style="list-style-type: none"> 背景：行业需求进一步收缩，红包刺激力度边际降低；酒类线上渠道兴起，消费者购买产品路径增加，传统经销商作用被削弱。 战略导向：公司渠道策略从左侧“销售体系-渠道层层压货”到右侧“消费者开瓶扫码拉动”。 加强管理：建立健全终端“四色标签”管理体系、红色担保管理机制、异地扫码场景管理体系、构建营销数字化三级运营体系和数据资产治理体系。 智能包装中心建成投运：实现了白酒从原粮种植、酿造、灌装、仓储物流全产业链智能化。 	<ul style="list-style-type: none"> 背景：行业主要矛盾是需求收缩和库存仍在高位的矛盾；渠道模式变革浪潮下，深耕渠道、培育消费者成为酒企共识。 运营升级：围绕“三期四段、七定四破”，推动数字化模型提炼。1) 构建渠道客户配额测算、监控、目标预测模型。“开瓶换配额、开瓶换发货”；2) 建立健全渠道业务数据分析模型，寻找机会市场、与一线建立联动，为公司资源投放提供指引和依据。 950亩智能酿造技改项目一期工程完成，预计2026年6月收试投产。

资料来源：公司公告、公司官网、公司公众号、微酒、酒业家、数字化星球，国信证券经济研究所整理

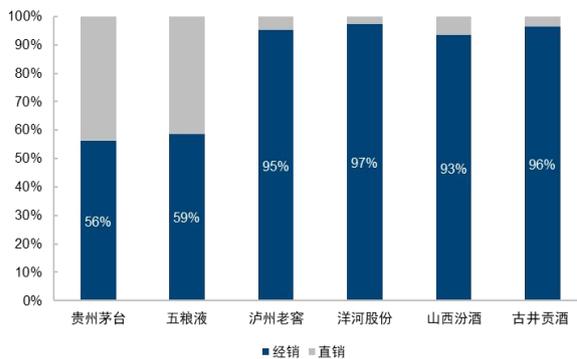
老窖擅长捕捉宏观经济和行业的变化，我们认为公司加速推动数字化改革的动因：1) 供给层面，伴随白酒行业总产量逐步减少，未来优质供给占比提升趋势确定，产品质量是竞争的核心；2) 需求层面，本轮行业的调整主因产业转型和代际更迭，生活方式的改变催生理性消费、悦己消费、低度饮酒等多元化需求；3) 格局层面，白酒行业发展至今，品牌认知的格局逐渐固化，消费者主动通过多元化渠道购买所需产品，倒逼酒企拥抱新产品、新渠道、新工具；4) 渠道层面，过去快速增长时代行业累积了较高渠道库存，伴随传统渠道作用减弱，需要酒企培育真实开瓶动销带动经销商积极性；5) 管理层面，在发展直营渠道和扩大终端店规模的过程中，数字化工具提升管理效率、拓展管理边界。

图35: 公司确认收入、调节市场供给运作方式



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图36: 各酒企分渠道收入占比, 多数酒企仍以经销渠道为主



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 采用 2024 年年报数据

3.1.1 生产端: 智能化生产技术领先, 提升产品品质竞争力

老窖智能化生产走在行业前列, 稳定产品质量。当前 17 万吨设计产能中 10 万吨可做到数字化生产, 黄舣生态工业园可成熟智能化酿造大众价位酒 (国窖产品仍由国宝窖池+传统工艺人工酿造保证高端品质), 提升出酒率、优品率, 稳定产品质量; 2024 年投产行业首个智能包装中心, 对标全球“灯塔工厂”, 生产效率提升 2 倍以上, 进一步提升生产人效。2024 年 9 月公司投资约 88.5 亿元开工建设泸州老窖智能酿造技改项目, 规划面积 950 亩, 分三期建设完成; 一期工程投用后, 可年产基酒约 8 万吨、基酒储存能力约 10.4 万吨; 技改项目完成后可进一步提高白酒酿造自动化、智能化水平和 ESG 标准。

图37: 2020 年黄舣酿酒生态园投产



资料来源: 公司公众号, 国信证券经济研究所整理

图38: 2024 年泸州老窖智能包装中心建成投产

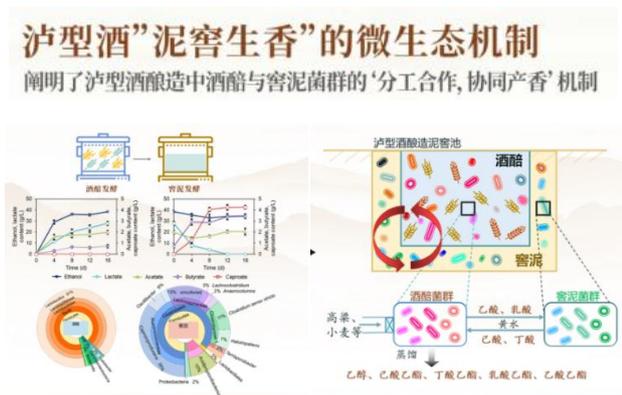


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

数字化生产赋能白酒降度工艺, 提升产品竞争力。伴随白酒年轻化趋势, 2025 年以来酒企积极布局低度酒, 而低度酒具有较高工艺壁垒。低度白酒并非高度酒简单加水而来, 需要解决浑浊和酒体原有风格缺失的问题。公司选择以“吸附过滤”实现去除浑浊的问题, 经过几十年研发已较为成熟; 针对如何做到“低而不淡”, 行业有提升原酒基础、加强后期调味 (仅能作为弥补) 两种方式, 公司用数字化生产工艺不断提升酒体的丰满和风格: 1) 分析老窖池微生物菌群, 大量工艺创新,

提升窖池发酵生香能力；2) 优化出窖、拌糟、摊晾、入窖等工序，使酿酒过程的微生物迁移形成最优的环境；3) 精细化的多段式摘酒确保低度产品品质方差小。一方面，公司的低度产品风味醇厚、品质稳定、保证健康；一方面，高生产效率也降低生产成本、提升产品创新能力。38 度国窖多年来已获得较高的消费者认可度，公司在行业内创新“冰饮”品饮方式、突破场景约束。

图39: 泸型酒“泥窖生香”的微生物机制



资料来源: 公司公众号, 国信证券经济研究所整理

图40: 公司创新白酒冰饮的形式



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3.1.2 渠道及消费者端: 数字化工具串联全域营销, 激活中长期增长动能

数字化工具串联渠道链条, 加强管理和提升效率。2023 年公司对全线产品升级为五码合一, 覆盖了从生产、物流到销售的全流程节点, 通过经销商、业务员、门店、消费者的扫码完成产品流向和交易价格采集, 保证产品流向、渠道库存和价盘的稳定。同时数字化工具的运用提升渠道效率, 实现营销费用精准直达终端。

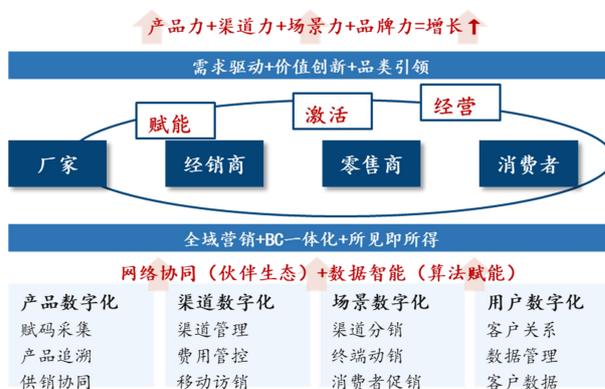
以消费者为中心, 需求驱动公司提升竞争壁垒。我们认为本轮行业调整核心在于产业转型和代际更迭的过程中消费者议价权持续提升, 外化表现为渠道加速变革和酒企转型(这部分将作为重点在 3.2 章节论述)。公司采用大数据模型收集和分析消费者画像和场景, 基于真实数据资产的决策将更好为产品迭代、区域战术服务。

图41: 数字化将产品、物流、负责人、返利等每个环节串联

层级码	三级包装码: 垛码	二级包装码: 箱码		一级包装码: 瓶码	
同级码	箱码/垛码	箱外码	箱内码	盖外码	盖内码
码职能	仓储物流	物流+追溯	动销	物流+追溯	防伪+营销
赋码方式	产线关联采集	包材商关联赋码		瓶盖厂关联赋码	
使用角色	工厂、仓库	经销商 业务员	门店	导购员 业务员	消费者
关键动作	关联采集 生产入库	扫码出库 扫码签收	开籍领奖 登记返利	物流追溯 登记返利	防伪营销 触发返利

资料来源: 数字化星球, 国信证券经济研究所整理

图42: 公司构建营销数字化平台实现全域营销

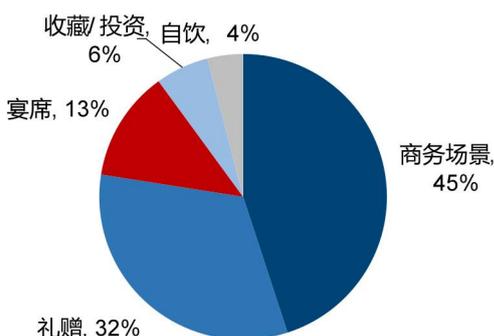


资料来源: 数字化星球, 国信证券经济研究所整理

数字化工具改变利润分配方式，行业下行周期经历短暂阵痛。市场担忧数字化推进过程中渠道产生的负面反馈，影响公司创收能力。我们认为主因现代化工具应用前期，以经销商群体为代表的传统渠道盈利模式转变，导致渠道积极性有所下降；而商务需求的收缩导致周转率降低，进一步加剧了磨合成本。以国窖 1573 为例，过去经销商通过模糊返利、持股分红及灵活分配费用获得高于竞品的渠道利润水平，2024 年公司以消费者开瓶为依据，鼓励经销商通过反向红包赚取费用，同时数字化系统对经销商下游客户开瓶情况汇总，分梯度给予费用和资源，在消费需求下降的阶段中渠道利润相对下降。

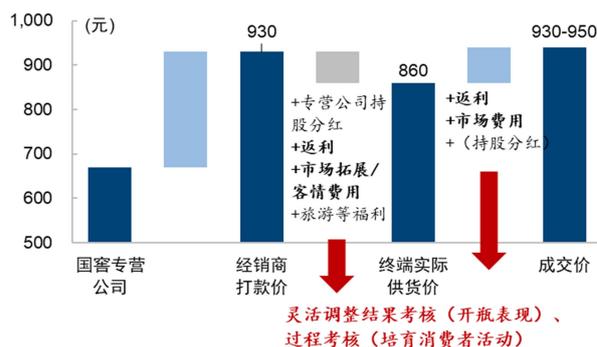
公司灵活调整渠道管理方式，积极维护厂商关系。2024 年公司在四川部分市场集中队伍进行消费者开源、发展餐饮等终端店增加复购，开瓶数量增加，部分终端逐步形成正反馈。2025 年以来需求承压背景下渠道压力进一步凸显，公司针对数字化抢盘衍生的部分厂家积极性下降问题，战术调整费用投放，包括 1) 激励多元化，在结果考核（以开瓶数据和销售额为主）的同时增加过程考核指标（培育消费者数量、开展品鉴会等），增加分利、费用支持等；2) 建设经销商和终端联盟，增强渠道凝聚力和积极性；3) 高度国窖配称以提价举措，稳定价盘，增加汇款以费用形式反哺。

图 43：国窖 1573 消费场景以政商务交流为主



资料来源：酒业家，国信证券经济研究所整理

图 44：以高度国窖为例，公司灵活调整费用保证渠道利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

3.2 行业渠道变革“箭在弦上”，消费者为稀缺性资产

我们认为公司在营销数字化的战略布局具有较强前瞻性，不仅基于白酒企业越来越多将开瓶红包和数字化工具结合以提升渠道管理效率，核心在于数字化是消费者议价权提升、渠道结构转型的必然结果，下文将重点论述。

白酒渠道在迭代中不断发展，角色从“参与生产者”到“链接工具”。改革开放以来白酒行业经历多轮调整，渠道模式在时代背景和供需结构的变化下跟随演进。我们将白酒渠道变革总结为几个特点：1) 宏观经济环境是主导供需变化的主要因素，市场经济的发展使白酒具有消费、社交、投资等多种属性，产业结构的转型加强了意见领袖的培育和团购渠道的发展，人口结构的变化影响大众消费场景的升级；2) 经销商本质是利益驱动，具有周期放大效应，白酒企业在历次行业调整中逐步增强渠道管控能力，掌控的产业链条从上游生产延伸至终端消费者；3) 技术进一步赋能渠道多元化发展，伴随互联网经济和物流体系的发展，消费者获取信息和产品的壁垒逐步被打破，线上线下融合发展成为趋势。

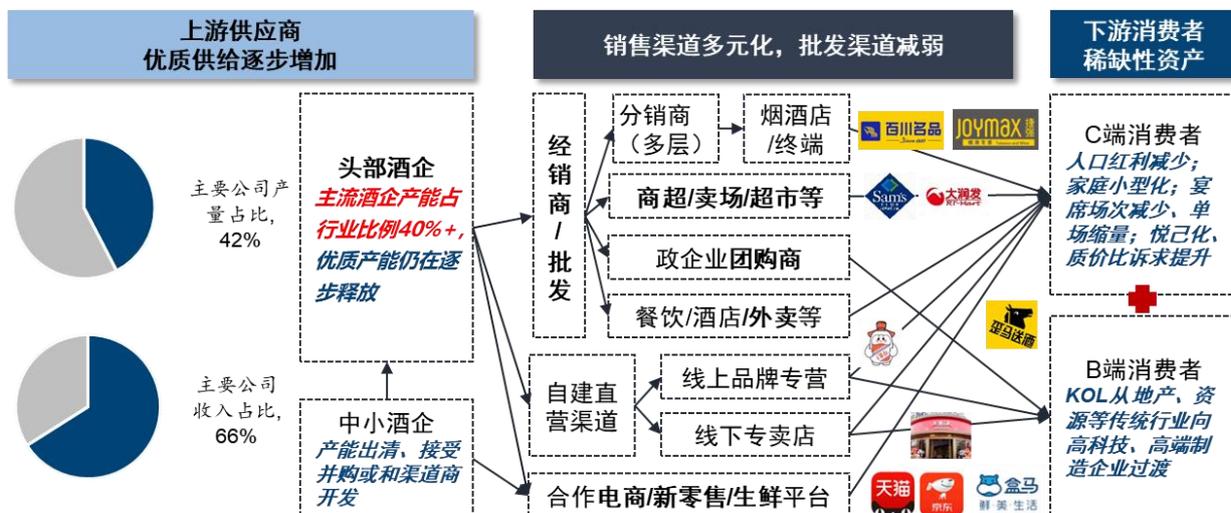
表6: 1978年以来白酒行业逐步向买方市场过渡, 渠道走向扁平化、多元化

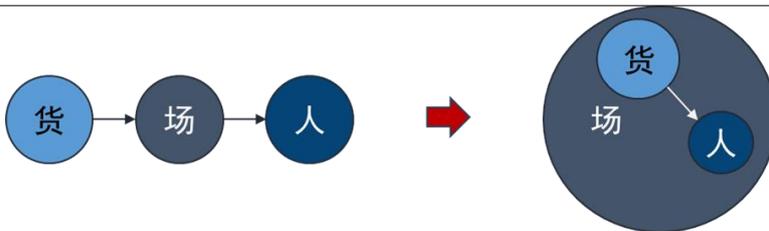
时间	1978-1988年	1989-1997年	1998-2012年	2013-2022年	2022年至今
宏观环境	改革开放, 工业化、城市化兴起, 居民第一次消费升级	整体仍以计划经济为主, 经济增速较快, 粮食供给较大提升	产业结构调整经济高速发展, 固定资产投资拉动, 财富效应累积	宏观经济稳健增长, 城镇化率提高, 家庭小型化、人口红利减退	宏观经济增速放缓, 商务场景受限; 人口红利减退, 宴席场景减少
行业发展阶段	起步发展	初步繁荣, 放开价格管制	黄金发展阶段, 量价齐升	高质量发展阶段, 行业增长主要以价格驱动	
市场特征	卖方市场, 核心竞争要素为产能	卖方市场向买方市场过渡, 仍然供不应求	买方市场, 信息逐步对称	信息对称的买方市场	
渠道模式	统销统购模式	大流通模式	深度分销、营销盘中盘、渠道开始多元化发展	扁平化、直营化、多元化	
上游酒企	白酒公司需要经过省级工商行政管理局审批才能生产; 基本没有市场化运作的的能力	白酒公司拥有市场化定价权; 经营重点在于扩大产能触达消费者, 并开始铺设广告	白酒公司推动精细化营销、圈层培育, 如口子窖、洋河盘中盘模式培育KOL, 古井、洋河通过深度分销推动产品下沉	白酒公司加强对渠道的管控能力, 模式通常分为“厂家主导”“厂商1+1”“经销商主导”3种; 线上化、专卖店等形式开始发展	需求走弱背景下, 渠道库存较高, 经销商回款意愿低; 线上酒水以低价吸引更多消费者, 进一步加剧传统渠道的压力
销售主体	国营糖酒公司为销售主体, 通过各层级供销社等渠道销售产品; 中小餐饮渠道和地方百货零售店渠道也开始发展	民营大商市场化销售能力高, 具备雏形, 个体户、烟酒店(夫妻老婆店)、流通商快速增长; 商超、酒店、餐饮渠道也快速增长	大商资金充裕, 社会资源丰富, 掌握渠道议价权; 政企需求推动团购渠道快速发展; 烟酒店连锁化发展	酒企加强直营和市场化销售的能力; 经销商作用相比过去有所削弱, 但批发环节仍是渠道销售主体	酒企进一步加强自身销售能力; 经销商、烟酒店向头部集中; 电商、新零售、即配平台也加入销售
下游客户	消费者议价权较小	消费者对品牌认知逐步提升, 如茅五剑提价后站稳高端品牌	消费者对品牌认知进一步提升, 但仍通过终端推荐和广告露出获得信息	消费者对品牌认知形成, 追求少喝酒、喝好酒	消费者品牌认知固化, 性价比诉求提升, 对渠道和酒厂的议价权提升

资料来源: 中国酒业协会、酒业家、微酒, 国信证券经济研究所整理

本轮渠道变革是以C端驱动, 货、场、人加速融合。在过去货、场、人相对分离的渠道模式中, 经销商帮助厂家做政企意见领袖的培育、大众场景中的深度分销, 渠道掌控力较强的酒企(如茅台、老窖、古井等)较早布局C端。2022年以来随着经济社会环境变化和技术融合, C端话语权进一步提升: 1) 人口结构和消费者心态转变, Z世代逐步成为消费主导力量, 理性化、个性化、悦己性消费增加; 2) 销售渠道和消费场景产生迁移, 商务饮酒减少、宴席单场规模下降, 线上线下渠道拓宽、融合, 降低了消费者购买成本。结果上看, 货、场、人加速融合, 消费者在供需易势中成为了稀缺性资产。

图45: 2022年以来白酒产业链各环节力量分布改变, 货、场、人加速融合

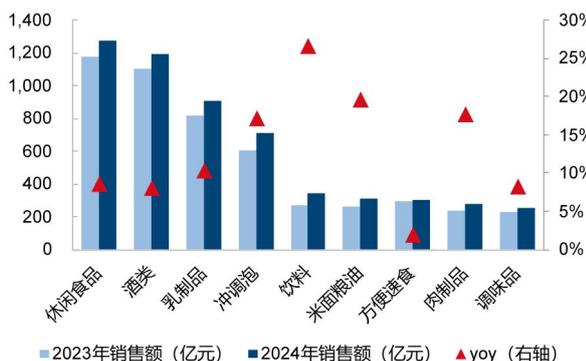




资料来源：公司公告、中国酒业协会、酒业家、魔镜洞察，国信证券经济研究所整理

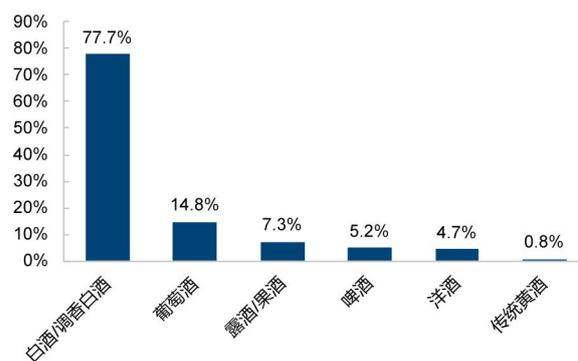
- ◆ **表现 1：白酒线上渠道快速成长，消费者资产数据广而泛。**根据魔镜洞察，2024 年线上酒类市场规模 1200 亿元，2 年 CAGR 在 30%，测算渗透率 12%；其中白酒/调香白酒品类增速最快，预计主因 1) 23 年起各大主流电商平台加大酒类补贴，引流能力较强；2) 主流名酒单品线上渠道以高品价比优势获得青睐；3) 部分经销商在库存压力下给线上渠道低价供货回笼现金流。从消费者画像看，虽然线上白酒消费者以 31-40 岁男性为主，24-30 岁、女性群体占比不断提升；同时线上渠道天然具有消费者地域分布广泛、收入方差较大的特点。

图 46：2024 年细分品类线上销售额及同比增速



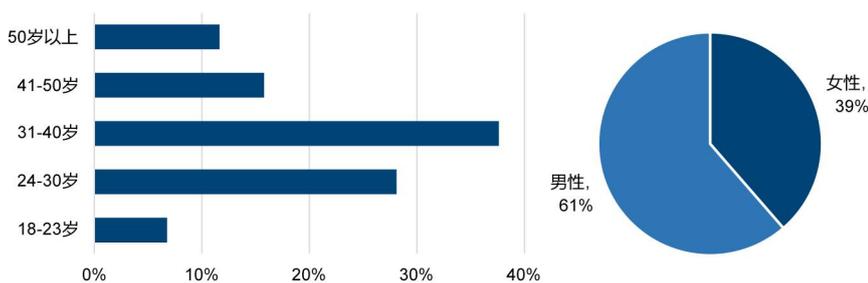
资料来源：魔镜洞察，国信证券经济研究所整理

图 47：2023 年线上渠道酒各品类销售额同比增速



资料来源：魔镜洞察，国信证券经济研究所预测

图 48：2024 年抖音渠道酒类商品购买者占比

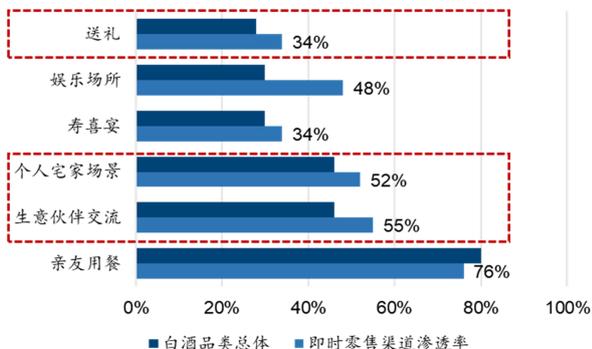


资料来源：飞瓜数据&云酒头条《2024 年抖音平台酒类行业报告》，国信证券经济研究所整理

- ◆ **表现 2：酒类即时零售渠道兴起，以年轻群体和酒类新消费客群为主。**根据美团，2020-22 年白酒即时零售市场规模同比增长 554%，我们预计 2-3 年仍能实现高速增长，主因即时零售平台较好解决了周边商家/产品选择少、线上配送物流久等其他渠道的核心痛点。需求端看，亲友聚会、商务交流和宅家自饮是白酒即时零售三大场景，较好地满足当下永久需求；供给端看，渠道商主要有综合性平台（美团、饿了么等）和垂类平台（歪马送酒、1919 等），货源上和

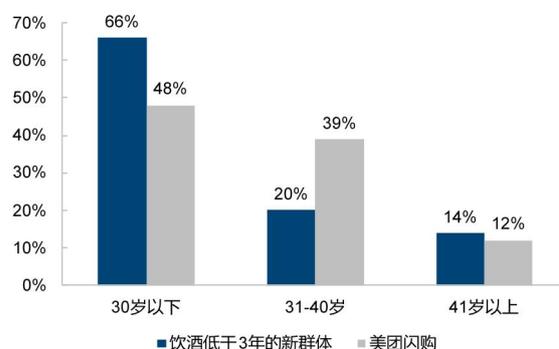
多个酒厂建立合作关系，物流上建立前置仓提升调度效率。从消费者画像看，以 30 岁以下年轻用户为主，即时零售渠道多品类、及时性契合其生活方式。

图49：白酒分消费场景即时零售渠道渗透率



资料来源：美团、尼尔森、全国糖酒会，国信证券经济研究所整理

图50：白酒即时零售渠道客群年龄占比



资料来源：美团、尼尔森、全国糖酒会，国信证券经济研究所整理

图51：白酒垂类平台采用前置仓运营模式



资料来源：美团、尼尔森、全国糖酒会，国信证券经济研究所整理

渠道革命车轮向前，数字化是 DTC 的必经之路。总结前文，在消费者议价权提升和消费场景拓宽的过程中，DTC 是实现酒企实现下一阶段增长的必修课，数字化工具则是 DTC 的“标配”，原因在于 1) 消费主力代际更迭，消费者阶段性关注点变化较快，需善用数据分析和决策模型；2) 销售渠道的变化细水长流，品牌需要面对流量规则、技术运用的考验；3) 渠道多元化&扁平化布局，直接做消费者培育，对酒企的营销管理能力提出更高要求。

图52：2020-2024 年白酒企业研发费用率提升较多

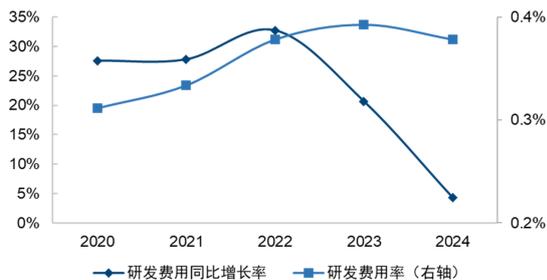


图53：数字化工具在白酒产业链各环节的运用



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、36 氪，国信证券经济研究所整理

3.3 对比美的、东鹏数字化发展路径

引言：相对于其他消费品，白酒具有生产力的属性，政企单位及团购渠道占比较多，传统经销渠道长期占据主导地位，因此在渠道变革和数字化进程方面晚于其他品类。放眼于大消费赛道，优秀企业提供数字化转型思路，家电行业的美的集团、食品饮料的东鹏饮料在数字化改革中有相对完整和成熟的经验。

3.3.1 美的集团：家电数字化改革先驱，从制造、科技到互联网

美的数字化转型历史分为 4 个阶段，从传统制造业迈向工业互联网平台。2013 年公司谋求集团管理效率提升，开启数字化改革：1.0 阶段建立信息系统，实现企业内部各环节信息能够以一致标准流动和应用，解决内部事业部协同问题；2.0 阶段下游客户从大订单向小订单转变，公司“以销定产”并对各环节再次提效，解决库存问题；工业互联网阶段，公司战略转型技术壁垒拓展能力边界，5G、AI+ 不断迭代，解决消费者需求触达问题。

图 54：美的集团数字化经历 4 个阶段，从传统制造、科技提效到工业互联网

2013-2015年 数字化1.0	2016-2017年 数字化2.0	2018-2021年 工业互联网	2022年至今 数智驱动
<ul style="list-style-type: none"> 背景：政策红利消退，家电行业发展进入低谷期，产品同质化严重、库存压力增大、利润率走低。 软件端信息系统的建立：横向将18个事业部整合9个，纵向将5个管理层级减少到4个；搭建632工程，统一后台的流程数据和企业管理系统。 	<ul style="list-style-type: none"> 背景：移动互联网时代线上购物兴起，公司大B订单向小b订单转变，需求量不确定性增加。 技术对各环节的再次提效：T+3模式拉通产销采主计划，从“以产定销”转变为“以销定产”；安得物流依托大数据提升自动化程度；营销通过智慧门店和智慧导购更为准确的用户和市场购买场景开拓。 	<ul style="list-style-type: none"> 背景：5G新技术时期，深度物联、计算技术提升支撑工业平台化，消费者对万物互联的需求提升。 技术升级下对自身能力边界的拓展：2018年推出M.IoT，实现全层级全产业链的覆盖，生产、研发、采购、制造、销售各要素、各环节有效链接，精准匹配，成本下降，效率提升，产品周转提高。 	<ul style="list-style-type: none"> 背景：家电企业开拓全球市场，国内数字化技术进一步发展（AI开始运用）。 构筑自身在数字化技术上的壁垒：发布“数字美的2025”战略，利用3个平台实现全价值链数字化。 打造AI+：2023-2024年发布“美言”语言大模型“美擎AIGC”，服务用户衣食住行的交互需求。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；部分内容引用自国信家电组 2021 年 1 月 19 日发布的《数字浪潮系列之家电产业数字化：数字赋能全链条，走向工业互联网新时代》

美的数字化第一阶段经营效率提升，第二阶段拓展收入天花板。1) 数字化 1.0+2.0 阶段，美的“人的效率”显著提升，在员工人数下降的同时，人均创收和人均创利均实现较快增长；存货周转天数相对行业也较大水平下降。2) 工业互联网阶段，美的搭建平台发展增量业务，产品和服务形态进一步丰富化（如楼宇、机器人、医疗等），合作客户扩大到汽车、零售等领域，构筑美的生态。

图 55：2013-2017 年美的集团人均创收、创利显著提升

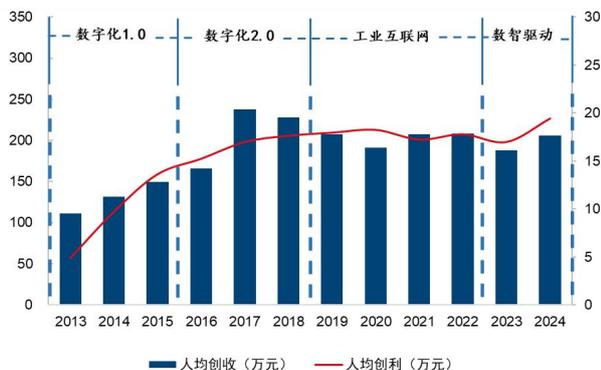
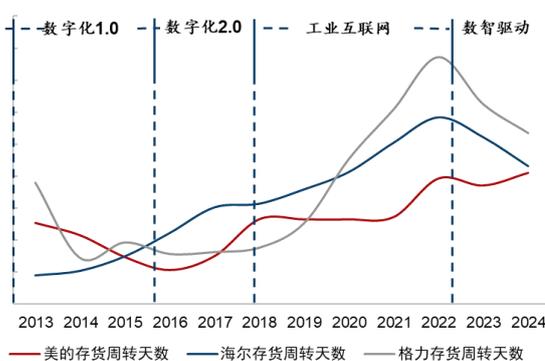


图 56：2013-2017 年美的集团存货周转天数较同业显著下降



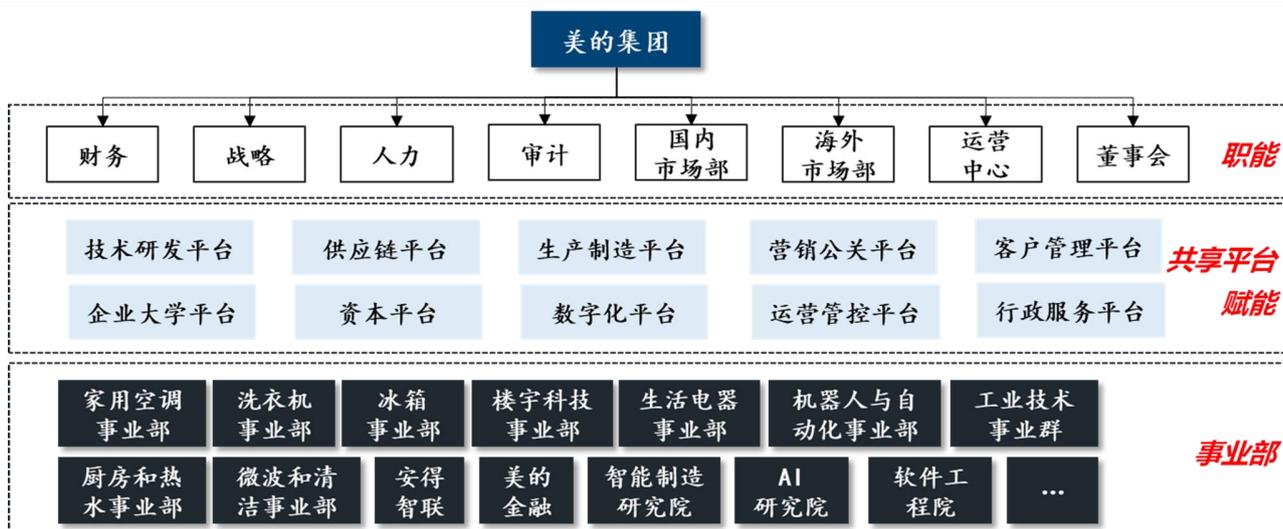
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：海尔集团也比较早开启数字化转型，2012-2016年时期正在构建互联工厂，在实现大规模定制的时候控制库存

进一步探究为什么美的集团数字化转型交出了优质答卷？我们认为核心原因在于美的组织机制灵活，能够快速调整经营策略、响应市场变化；同时多元化的产品结构和渠道模式也增加了业务调整过程中的抗风险能力。

1) 组织机制为核，扁平化事业部架构、经营灵活。美的集团采用事业部制，各事业部在五大业务板块下相对独立运作，权责行使明确且高效，共享平台链接中后台和前端业务。此种扁平化+平台化运作模式下，战略决策到执行落地路径短，市场问题反馈和相应快速，贴合公司以消费者为中心的战略。**公司治理为职业经理人模式**，董事长方洪波于1992年加入公司，高管及决策团队战略目光长远，始终能先于同业开展改革。

图57：美的组织架构按事业群划分，共享平台链接前端业务和中后台



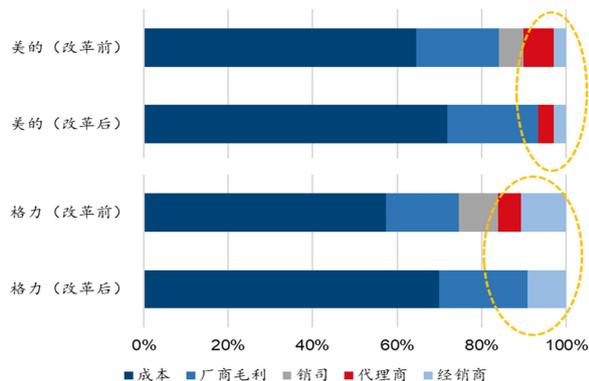
资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

2) 小商、线上渠道占比较高，多元化品类结构降低风险。数字化驱动渠道管理必然导致渠道层级的精简，企业用数字化工具代替销售公司进行下游客户的管理，加强对终端的直控能力。

◆ **渠道模式看**，美的经销商结构中大商占比不高，在开启数字化改革之前厂家即对渠道具有较强的话语权，因此在削减渠道层级的过程中，经销商利润率受影响不大；同时美的协助代理商发展电商渠道，扩大收入来源；虽然公司也经历阶段性渠道阵痛期，但厂家做DTC的渠道磨合成本相较于大商强势的同类公司更低。

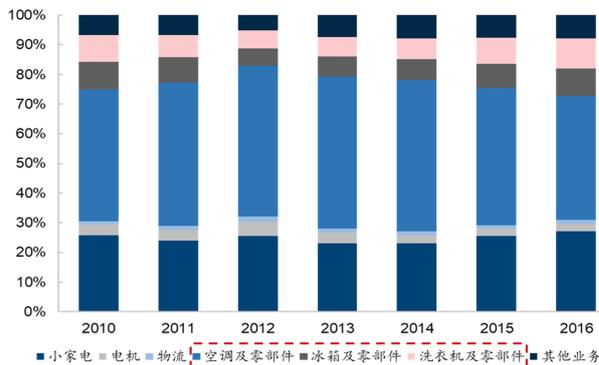
◆ **产品结构看**，美的较早开发不同家电品类，2010年时空调业务收入占比45%左右（同时期格力空调收入占比98%），小家电品类占比在20%+，因此单个渠道受影响较小；同时产品结构的多元化也倒逼公司需要数字化工具实现不同部门之间的协同。

图58: 美的经销商小商居多，渠道转型时磨合成本较小



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

图59: 美的产品结构多元化, 2010年时小家电占比25%

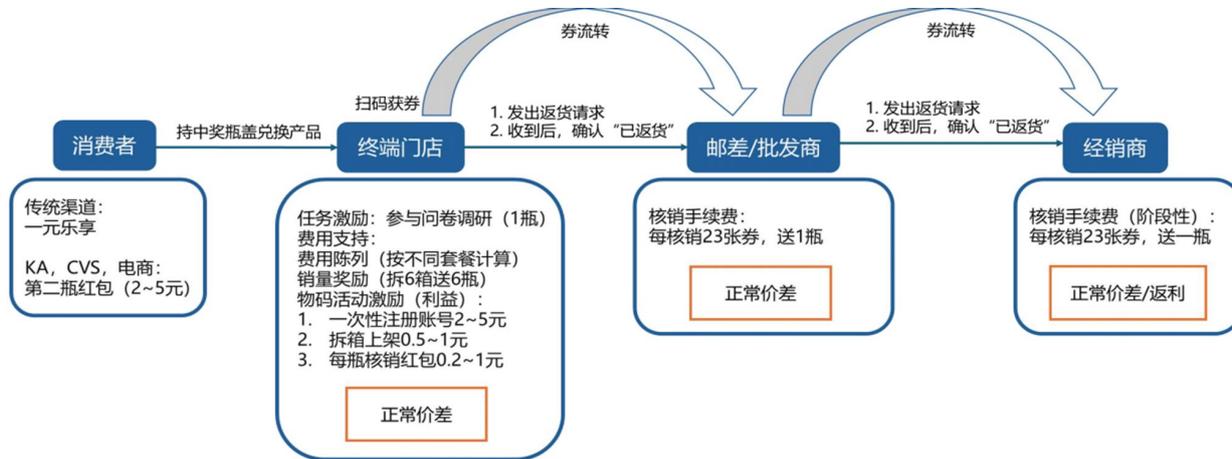


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3.3.2 东鹏饮料：数字化为“一把手”工程，进一步放大渠道优势

东鹏数字化工程经历3个阶段，“一元乐享”活动完成BC一体化。1) 2012-2013年东鹏导入ERP系统并投入运行TOP GP（带有员工奖励机制），实现了内部信息化。2) 2015年东鹏针对C端推出开瓶扫码红包活动，2017年进一步针对终端推出箱码活动，2018年推出“一元乐享”实现BC一体化和渠道秩序管理。3) 2019年东鹏数字化改造产线，五码合一使产品全供应链实现数字化管理。

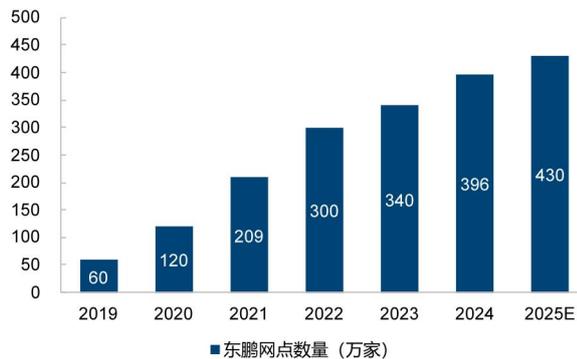
图60: 东鹏一元乐享运作中渠道各环节的盈利情况



资料来源: 公司公告、数字化星球, 国信证券经济研究所整理

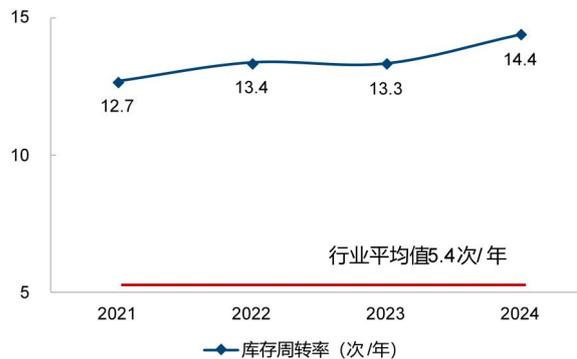
数字化显著提升渠道管理效率，东鹏终端网点数量、库存周转次数领先行业。东鹏通过产品和渠道系统的数字化，可以准确记录并追踪每一件产品的流转信息，及时观测每个终端的动销和开瓶数据，使整个日常销售团队的基础作业和经销商平台实现信息的互通，提升了管理效率。东鹏终端网点数量快速提升至400万+家（华彬和天丝代理的红牛在国内400万家终端），预计2025年成为国内网点数量最多的单品类饮料企业。同时东鹏用数字化自动生成业务人员拜访路线，对日常销售订单和库存管理实现管理和控制，大幅提升渠道周转率。2024年东鹏库存周转率14.4次/年，远高于饮料行业平均值5.4次/年。

图 61: 东鹏终端网点数量快速提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 62: 东鹏库存周转率显著高于行业且仍在提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

为什么东鹏能做成一元乐享但是其他公司难以复制? 渠道和管理的颗粒度仍是核心壁垒所在, 董事长林木勤亲自参与数字化“一把手工程”, 战略定力强, 同时扁平化的渠道模式降低渠道的教育成本, 精细化的管理能力保证渠道分润。当然也要注意能量饮料的增长潜力和竞争格局也给数字化费用投放提供了优质土壤。

1) 精益化渠道管理能力, 保证渠道各环节分润。 东鹏采用因地制宜的渠道管理模式, 两广和华东等成熟区域借助邮差商充分开拓网点, 配称业务员维护客情、走访终端; 潜力市场由经销商主导运作市场。这种灵活的销售模式支持公司更好做对渠道的数字化教育和费用的精准化投放。例如一元乐享的应用过程中, 消费者 6 元买 2 瓶饮料、终端店老板多得 1 元、邮差商和批发商也有对应激励, 实操难度较大, 公司在活动上线之初安排业务员驻店进行系统教学和销售督导, 集中人财物资源在优势区域跑通模式后引入到成长市场。再如公司对市场划分较为细致, 根据 ABCD 类市场匹配不同中奖率, 后期应对竞品活动灵活调整红包额度、卖得好的区域收缩力度等等。

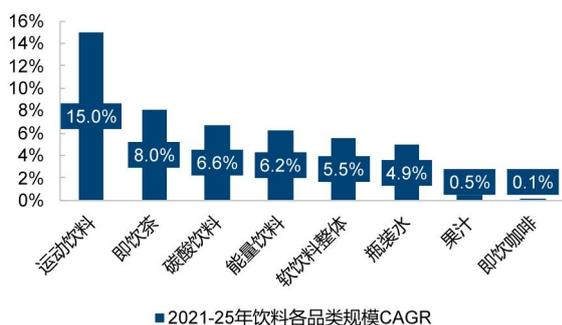
表 7: 能量饮料公司渠道能力对比

	红牛 (华彬/天丝)	东鹏饮料	乐虎 (达利集团)	体质能量 (中沃实业)	战马 (华彬)
2023 年体量	华彬 200 亿(22 年 215 亿) 天丝 40 亿+	2023 年 103 亿 2024 年能量饮料 133 亿、 电解质饮料 15 亿	30 亿左右	50 亿+	10 亿+
单品零售价	5 元/250ml	4 元/500ml	5.4 元/500ml	4 元/600ml	5 元/310ml
网点数量	400+万	390 万	100+万	100+万	400+万
品牌定位	能量饮料开创者	民族功能饮料, 极致性价比	专业功能饮料	专注植物能量、活力旺盛	专注于为年轻人点燃战力的 能量饮料
渠道策略	“市场无盲点, 逢店必进”, 稳定两广市场, 全国 5 大区 域销售总部	因地制宜 模式, 精耕两广、 华东等成熟地区: 采取 邮差 商模式深入开发、维护终端; 成长市场(西南、华北)采 取大流通模式	针对学校、车站、运动场所、 娱乐场所、办公场所、新兴主 场所六大重要消费场景进 行终端销售网点精耕	以较低的价格切入市场	紧跟红牛, 红牛终端为战 马所用
营销推广	高举高打, 深度捆绑体育运 动, 切入司机人群; 官司后 主要以线上广告为主	运动赛事赞助; 线上及线下 广告; 赞助电竞比体育及电 竞活动、热门影视综艺、大 学校园活动等	空中广告, 篮球体育营销, 国际篮联官方能量饮料	围绕体育、电竞、酷乐潮 玩等领域, 向年轻人传递 了潮酷的品牌形象	
渠道利润	12%	15-20%	5%	25% (经销商负责经销商自 己做市场做陈列+给业务员 发工资)	/

资料来源: 各公司公告、言讯, 国信证券经济研究所整理

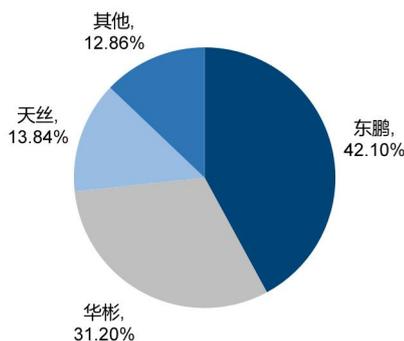
2) 能量饮料赛道景气度高、竞争格局好，数字化费用投放具有放大效应。东鹏数字化+一元乐享的应用能快速抢占消费者心智、拓展终端门店的本质也是能量饮料商业模式占优，客单价低、受众广，在宏观经济增速放缓的背景下具有“口红效应”，2021-25年CAGR在6.2%，景气度好于软饮整体。从格局看，东鹏最初推进数字化时期国内能量饮料竞对仅有红牛（价格带错位）、乐虎（区域错位），叠加品类高复购、高粘性的特点，阶段性让利终端能够快速累积消费者资产，实现区域份额的强势占有；在份额优势巩固后，再通过数字化系统完善，精细化调节费用投放、优化渠道激励机制，竞对难以形成连贯的份额转化。

图 63: 能量饮料 21-25 年 CAGR6.2%，景气度高于软饮整体



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图 64: 截至 2024Q4 能量饮料市场格局分 CR3 超过 80%



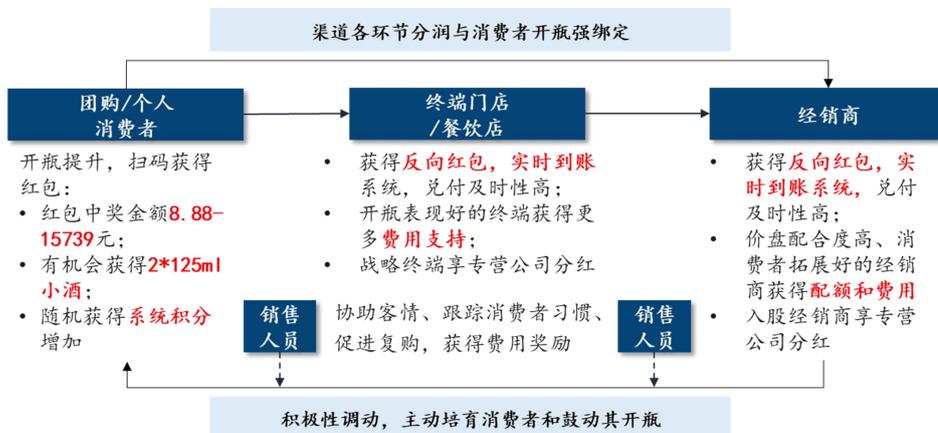
资料来源：马上赢，国信证券经济研究所整理

3.4 老窖数字化工程难而正确，成效逐步显现

3.4.1 2024 年攻坚痛点，2025 年推动精细化落地

促进开瓶带动渠道流转，优势区域渠道商利润改善。2024 年公司以“数字攻坚、开瓶为王”为理念，针对数字化痛点问题，全力增加消费者开瓶，拉动库存去化，进行渠道分润。在四川优势区域，部分渠道商逐步找到自身的迭代优化路径，通过培育终端/客户-鼓动开瓶扫码-获得奖励（实时反馈）-获得市场费用-积极性提升-进一步拓客并客情维护，形成正向循环，其渠道利润甚至高于过往水平。

图 65: 四川片区经销商在数字化系统中找到迭代优化路径，渠道利润改善



资料来源：公司公告、数字化星球，国信证券经济研究所整理

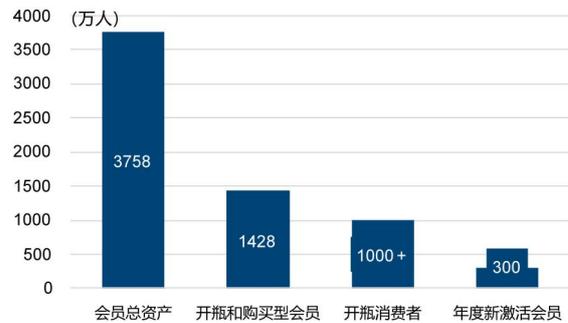
终端扩容体质，消费者资产稳步增长。2024 年公司有效且认证终端网点 116 万家/增长 52%，其中开瓶终端超过 70 万家，战略零售终端 6000 家贡献 30%+的销售额，在数字化模式下获得正反馈激励。会员总资产达 3768 万人/提升 60%，其中开瓶和购买型会员占比 38%，伴随消费者开瓶和扫码，公司可以更好追踪其用户画像、购买渠道、消费场景、参与活动的偏好等数据。

图 66：2024 年公司终端扩容提质，开瓶终端超 70 万家



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 67：2024 年会员总资产 3768 万人，提升 60%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 8：2024 年数字化系统优化下，多项核心指标得到优化

数字化 6 个指标	辅助扫码、五码终端覆盖、消费者开瓶扫码、终端用户扫码、场景码覆盖、异地扫码
五码产品终端	全面上线五码合一产品的有效终端 13.2 万家，同比+65.5%
开瓶情况	核心单品年度开瓶超过 4000 万瓶，开瓶终端 70 万家，开瓶消费者 1000 万人
开瓶率	成都地区有效开瓶率达到 40-50%，整体平均开瓶率 40%，每个月消费者开瓶稳定增长
盈利客户	88.74%的专营公司客户盈利，实现盈利的客户对数字化工具的应用评价正面

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2025 年定义为“数字化落地年”，进一步解决痛点问题，巩固厂商关系。1) 优化客户等级，调动全国 306 个城市客户的资源，实现消费者裂变，分级维护和管理；2) 优化渠道政策，增加经销商、终端的激励和考核方式，推动经销商和终端联盟，提升渠道积极性；3) 业务人员把市场基础工作做到极致，带领终端做转型、分销，让终端能够赚到钱。

表 9：2025 年泸州老窖数字化落地年，渠道各环节重点工作

消费者&终端： 建设消费者和终端堡垒	经销商： 数字化营销、管理、创新以及数字能力的提升	业务人员： 提供有价值的服务
<ul style="list-style-type: none"> 判断客户价值：从城市的复合增速，到国窖>品牌的销售规模；从专营公司的资金保障，到直营团队的销售。建立 VIP ABC 三个等级。 量化客户指标，建设 SVIP：以前是硬性指标，根据该客户的级别资产做定位，并对其进行评估；2025 年进一步强调量化指标，根据级别站台消费的转化和资源店面来确定他是否是国窖的客户。 购买性消费者验证：对应不同级别商品和购买力，有不同的维护习惯。将认知认同细化到后续互动和裂变，实现全面的改变。匹配>销售动作，真正为核心消费者提供优质服务，并且实现品牌运作的传播。 	<ul style="list-style-type: none"> 优化 B 端政策：前期完全根据开瓶数据来分配资源导致终端个体差异大，开瓶较好的终端将费用打入价值链；2025 年以来增加终端多元化激励和费用分配：1) 强调开瓶；2) 给予终端培育消费者的费用；3) 启动>国窖荟 3.0，动作付费融入国窖荟 3.0；4) 提价 30 元，进入费用池，同时起到稳定价盘的作用。 利润优化挂钩积分：积分制造费用运营，以确保堡垒终端建设，LBS 引流，通过新的方式进行引流带来转化，通过积分方式扩大业务能力，操作主要是通过我们消费者扫码、红包代替，更好地稳固住消费。 经销商考核：结果考核+过程考核，看做了多少消费者、参与多少渠道沟通会议，搞定了多少堡垒终端。区县级的任务至少是 5000 万。 	<ul style="list-style-type: none"> 业务人员仍需要具有积极性：数字化系统只是个工具，把市场基础工作做好，业务逻辑没有改变。 挖井计划迭代 2.0 版本：打通消费者-商家-品牌，找西南大区增长点。1) 聚焦中高端餐饮店开展会战，对竞品消费包间送 2 国窖小酒，填问卷收集购酒渠道信息、业务人员跟进店铺；2) 餐饮店作为第二业务员，承担卖酒 KPI，进货可以二次扫码；3) 会战结束后区域留 1 人统计数据，扫码现金奖励；4) 获得消费者数据后根据使用量赠送试饮产品，餐饮团购价，提升开瓶率。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.4.2 组织、管理禀赋支撑，数字化发展空间可期

为什么我们看好老窖能先于行业做成营销数字化？如何看待数字化工程带来的增长空间？直观效果是数字化工具强化上下游各环节的管理，提升运营效率，维护渠道健康。营销数字化的背后实质是获客能力的改善和销售决策的科学化，长期达到开源、节流的双重效果。

1) 提升生产、运营效率，进一步提高渠道管理壁垒

- ◆ **生产端的数字化改造验证降本增效趋势。**灯塔工厂建成后，公司产能稳定的同时，包装、库房和运输效率提升，可以减少人力成本，大幅提升生产效率；而资本开支以折旧摊销进入费用端，收入稳定增长的阶段对费用率影响不大。对比东鹏对产线的改造处于数字化较后段，我们认为白酒品类发展成熟、品牌教育基本成型，老窖在完成生产端的改造后，新品研发具有规模效应，或可集中销售精兵队伍攻坚营销数字化和C端培育。
- ◆ **提高公司渠道管理力的壁垒，获得消费者真实画像。**以消费者为核心的渠道转型过程中，传统经销商必将经历获利阶段性下降、转向从消费者拉动盈利的磨合过程，我们认为老窖相较于其他酒厂的优势在于 1) 本身渠道构成中大商占比不高、改革阻力相对小；2) 产品布局各价位带，单个品相渠道商受影响较小；3) 三码时期公司已经开始严控渠道和直控终端，经销商已经适应费用的精细化投放。

图 68：2024 年白酒行业 CR10 近 60%，品牌教育基本成型



资料来源：中国酒业协会、各公司公告，国信证券经济研究所整理

图 69：老窖本身就强调渠道精细化和价盘管控

产品	措施	具体内容
国窖 1573	强控盘分利模式	全控价的控盘分利模式，以扫码出库奖励、模糊返利等保证利润；终端价格双轨制+配额制，打款含保证金
	高频小幅提价	2016年以来高频小幅提价，紧贴普五。1) 推动成交价价格上升；2) 实际渠道利润影响不大，通过费用奖返激励经销商，防止窜货行为；3) 调控市场节奏
	市场监督	业务人员和国窖荟监控产品物流，严惩违规行为（如停止供货、砍掉费用等）
	“一物一码”	2018年开始推进“一物一码”，三码合一建设。解决渠道窜货和产品溯源问题，保证公司高效管控渠道库存及价格
特曲	中高端产品按高端运作模式控价	2016-2019年频繁施行停货提价，以实现价值回归。特曲自2020年底起实施价格双轨制，控盘分利保证高于市场竞品的渠道利润
头曲	渠道库存管控	严格管控渠道库存以实现产品结构健康，库存全年超20%以上进行管控打款，减少经销商库存压力

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 沉淀消费者资产，反哺销售增长

- ◆ **科技增密自身能力，拓展新智生产力企业资源。**公司资本投入数智化生产、大数据模型等，使自身从“制造型”向“技术型”企业过渡，有利于以技术合作的形式拓展新智生产力企业客户资源，培育科技型意见领袖。如 2025 年 3 月公司与《三体》跨界合作，5 月腾讯云 TVP 专家与国窖进行 AI 技术交流。
- ◆ **数字化管理支撑拓流，数字化决策构建消费者模型。**正如我们前文所述，本轮周期消费者议价权提升，白酒一般大众品的属性加强，酒企创收模型从“单商”向“单客”过渡，我们将销售额拆解为流量、转化率、客单价、复购频率的乘积，数字化跑通后对各环节均有促进作用。1) **存量流量方面**，通过数智系统整合并分析消费者地域、购买时间、消费场景等多维数据，构建消费者模型，分级管理配称不同的服务，提高单客贡献。2) **增量流量方面**，拓展终端数量

用数字化进行“1-10”的管理，并灵活调整费用投放策略。3) 反哺决策方面，洞察消费者生活方式改变趋势，规划可能出现的新需求点，提前布局新品，创造场景和需求，延长自身增长周期。

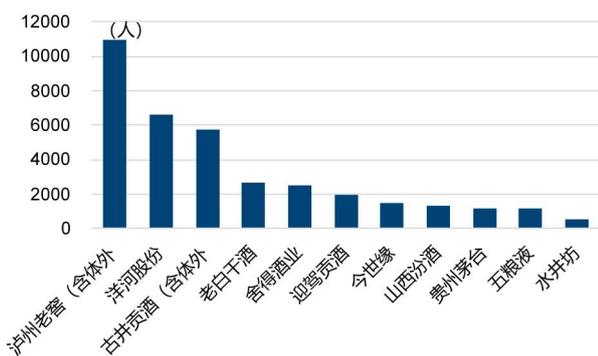
图70：酒企公司创收从“单商”模型向“单客”模型转变，数字化赋能各环节



资料来源：公司公告、和君咨询，国信证券经济研究所整理

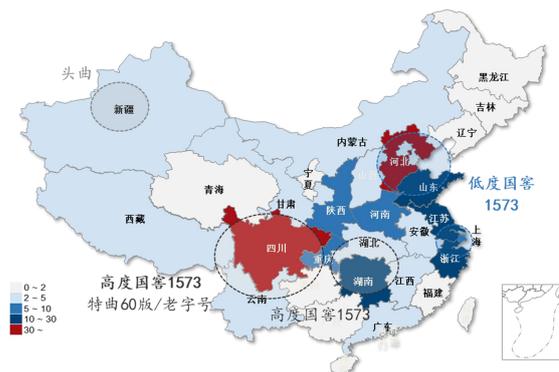
◆ **单客模型要求更高、更细的操盘能力。**我们认为数字化改革不是简单地系统建设和运用，背后对组织和管理的要求仍然很高，如需要较高专业素养的业务人员进行对渠道商进行数字化教学，再如产品进店、拓客扫码、消费者跟踪等仍然需要大量的市场基础工作；老窖本身庞大和专业化的地面销售团队支撑数字化闭环加速形成，公司年终表彰大会也设置“兵王”等奖项激励业务人员。同时数字化改革对费用预算要求较高，老窖拥有四川、河北两大强势市场，为数字化营销提供培育土壤，阶段性的高人员、高费用投入（会战模式）有望获得较好费效比，后期在成熟经验和品牌辐射的影响下有望向其他市场开拓。

图71：老窖销售人员数量领先行业



资料来源：公司公告、微酒，国信证券经济研究所整理

图72：老窖优势市场及强势单品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4 多价位大单品发力，全国化稳步推进

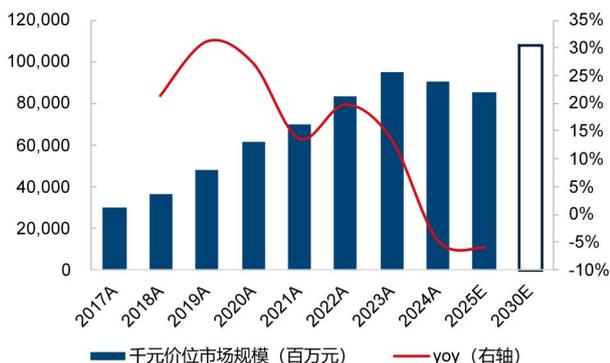
引言：展望公司未来发展，产品布局和区域扩张均有空间。产品上看，高度国窖在千元价位稳住了价格势能，低度国窖乘低度化之风品价比具有优势；特曲、头曲增长思路清晰，灵活匹配市场需求变化。区域上看，短期公司仍以聚焦川渝+华北实现费效比最大化，百城 2.0 巩固核心市场终端，为中长期顺周期放量储备。

4.1 产品抓手：国窖、特曲双轮驱动，多价位带竞争优势突出

4.1.1 高度国窖：千元价位增速降档，52 度国窖 1573 产品势能稳固

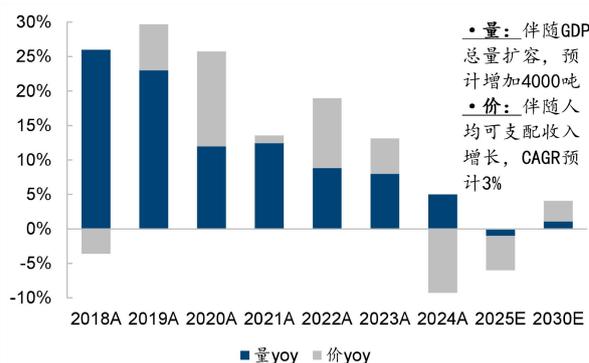
千元价位阶段性调整降速，长期具备增长基础。我们测算 2024 年白酒千元价位市场规模约 900 亿元（报表口径），销量约 5.46 万吨，整体进入阶段性调整期，其中吨价同比下滑约 10%。2025 年在内外部环境多重因素扰动下，主导千元价位增长的场景（商务、礼赠等）需求预计延续承压趋势。展望长期看，千元价位仍具有量价齐升的动能：1）商务场景经过几年调整，伴随宏观经济回暖、需求修复空间较大，同时高端白酒消费量与 GDP 总量增加额高度相关，预计到 2030 年增量 4000 吨左右；2）吨价方面预计跟随收入增长，复合增速 3%左右。

图 73：2024 年来白酒千元价位增速换挡



资料来源：公司公告、微酒、中国酒业协会，国信证券经济研究所整理

图 74：千元价位价增贡献式微，长期仍有量价齐升动能

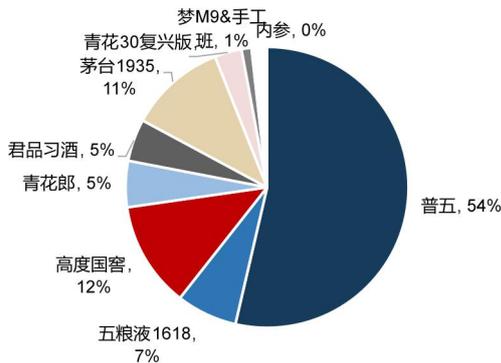


资料来源：公司公告、微酒、中国酒业协会，国信证券经济研究所整理；注：其中 2030 年量价增速为 2025-2030 年预测复合增速

竞争格局洗牌，未来份额定夺考验酒企综合能力。

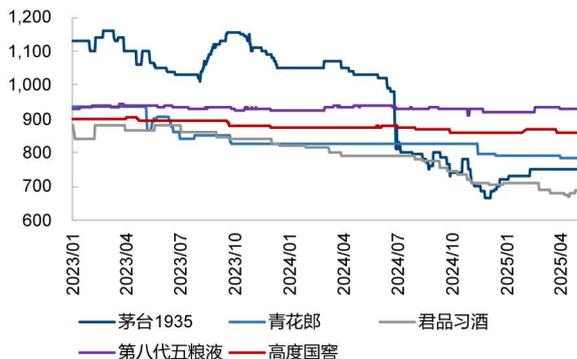
- ◆ 竞争格局看，2024 年白酒千元价位五泸份额进一步巩固：茅台 1935 价盘向下的过程中，青花郎、君品习酒等酱香型千元大单品批价下降较多；其他浓香酒本身运作高端价位的品牌较弱，下行周期中渠道和终端让位头部强品牌单品；若将千元价位带严格限制在成交价 800 元以上，则当前第八代五粮液、五粮液 1618、高度国窖 1573 占据大部分市场份额。
- ◆ 展望未来格局演变，我们认为香型/区域将不再是挡箭牌，高端价位运作考验酒企组织、品牌、产品等综合因素，行业集中度将进一步提升：1）茅台自 2024 年以来通过产品、服务、渠道向下扎根，扩大消费者基础，茅台 1935 市场化运作夯实基础后，43 度飞天将抢夺千元价位份额；2）汾酒青花 20 在商务场景经验成功，推出青花 26 补充价格带空白延续清香热，30 复兴版具备增长基础；3）五粮液和高度国窖在本轮调整周期中坚守品质和价格底线，潮水褪去后消费者对其高端品牌的心智得到强化，需要通过文化输出、渠道改革、消费者再定位等实现上下挤压中的突围。

图75：2024年千元价位竞争格局测算



资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

图76：部分千元价位大单品批价走势



资料来源：公司公告、微酒、中国酒业协会，国信证券经济研究所整理

五泸的发展各有侧重，老窖的优势在于价值链管理效率和多场景拓圈，我们依然看好高度国窖的成长性：

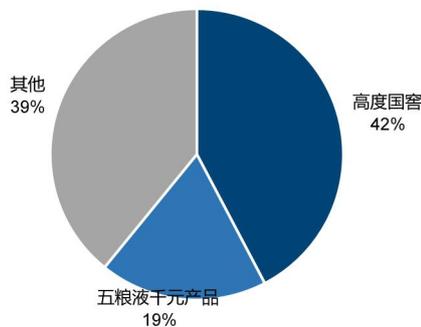
- ◆ **价格：数字化工具赋能，供需管理游刃有余。**多年来高度国窖在价格上采取紧跟普五、小幅多频提价的策略；渠道上采取全控价的模式，通过费用奖励、反向红包等方式保证经销商利润空间高于竞品；管理上根据市场供需状况适时停货控货，保证价值链稳定。数字化工具的赋能进一步提升公司维护市场秩序的效率，将供需状况细化至个体，系统帮助考核、兑付更加精准化；在需求下行期稳住价格势能，保存长期价增实力。
- ◆ **销量：优势区域份额再提升，全国化发展仍有增量。**当前高度国窖仍以西南地区为销售大本营，在普五优势区域华中、华东等体量较小。全国化渗透仍有空间：1) 在当前全国白酒需求缩量的阶段，优先精耕粮仓市场，如成都及周边通过挖井、会战等模式快速覆盖空白终端，实现份额再提升，2024年成都国窖营收21亿元左右、市占率超过40%、开瓶率超过60%。2) 长期公司仍将按照潜力市场重点突破、成长市场加速布局的思路扩张，如巩固湖南湖北高度国窖品牌心智，在全国重点地级市采用国窖+其他价位产品的矩阵共同发展（百城计划），伴随需求回暖，渠道扩张仍有空间。

图77：2022年来高度国窖渠道调整政策

日期	渠道调整政策
2022年1月	2022年1月25日起至2022年3月1日， 停止接收国窖1573订单及暂停国窖1573货物的供应
2022年9月	国窖、窖龄、特曲因全年配额执行完毕， 全面停货
2023年6月	52度国窖1573 暂停发货
2023年8月	公司核心大单品52度国窖1573经典装(500ml*6)经销商结算价格由960元， 提升至980元/瓶
2023年12月	52度国窖1573春节前打款 给予经销商30-50元补贴
2024年7月	52度国窖1573 暂停接收订单
2025年4月	52度国窖1573经典装经销商结算价格由930元提升20元至 950元 ；端午节前阶段性清理渠道后保持正常供货

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图78：2024年成都千元白酒竞争格局测算

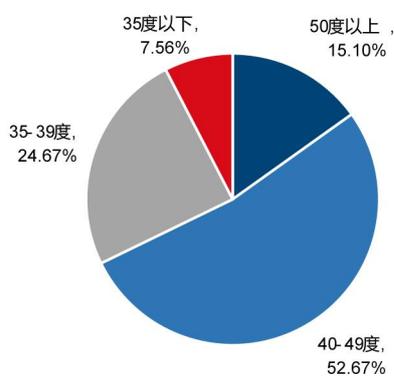


资料来源：公司公告、长江酒道，国信证券经济研究所整理

4.1 2 低度国窖：白酒低度化蔚然成势，38 度国窖竞争优势突出

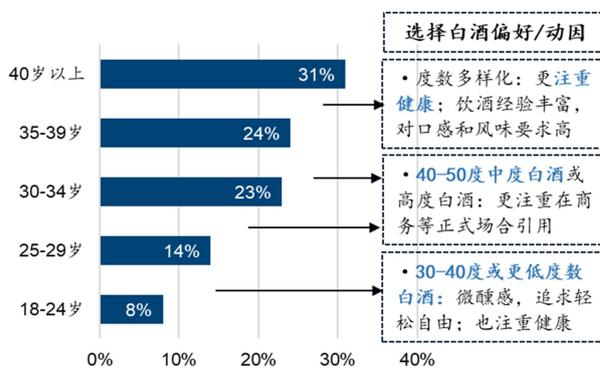
理性饮酒时代，白酒低度化趋势延续。近年来白酒低度化趋势加速演绎，2024 年有约 77% 的白酒消费者偏好 35-49 度的中低度白酒。我们认为长期低度化需求发展趋势仍有强逻辑支撑：1) 国家政策支持引导，2022 年工信部《意见征求意见稿》中提出支持发展多样化、时尚化、个性化、低度化白酒产品；2) 产品本身酒精含量较高度酒更低，减少饮用后对集体的伤害，符合 40 岁以上人群对健康的诉求；3) 伴随八项规定常态化，政商务交流等正式场合中消费者理性饮酒诉求提升；4) 30 岁以下及女性消费群体增加，低度符合其轻松自由的偏好。供给端看，头部酒企也加大对中低度产品的支持力度，如 39 度五粮液、38 度国窖增速快于平均，徽酒、苏酒等主流大单品度数也在 40+ 度中度范围；2025 年主流白酒、黄酒企业纷纷推出或布局低度产品培育年轻消费者。

图 79：2024 年白酒消费者购买度数偏好



资料来源：艾媒智库，国信证券经济研究所整理

图 80：30 岁+人群是白酒消费基本盘，注重正式场合和健康



资料来源：中国商务广告协会数字营销专业委员会，国信证券经济研究所整理

表 10：酒类公司纷纷布局推出低度产品

品类	公司	具体内容
黄酒	会稽山	推出 8 度的“一日一熏”气泡黄酒（290ml），定价 10 元左右
	古越龙山	推出新品状元红“冰彤气泡黄酒”
	五粮液	计划 2025 年 9 月推出 29 度五粮液·一见倾心
	泸州老窖	计划推出 28 度国窖 1573，并同时研发了 16 度、6 度等产品
	水井坊	提出将在特定区域尝试推出 38 度以下产品
白酒	酒鬼酒	已经进行了 33 度、28 度、21 度、18 度等低度产品的准备工作，计划在今年 7 月底推出
	洋河股份	在 2014 年布局健康饮酒赛道首推的微分子系列，于 2025 年重新升级，主推三款产品，33.8 度白酒（绿瓶，338ml）、40 度的覆盆子白兰地（338ml）、33.8 度白酒（黑瓶，500ml）
	山西汾酒	推出低度青花汾（如 30—45 度系列），青花 25（42 度）作为山西专供产品；果味清香型白酒（如桂花汾酒）

资料来源：云酒头条、名酒研究所，国信证券经济研究所整理

中低度饮酒区以冀鲁和华东为主，饮酒量较大，产区风格绵柔。中低度饮酒区域人均饮酒量较高，如安徽、黑龙江、河北、山东、江苏饮酒力超过全国平均，浙江人均单次量也在 4.5 两以上。消费场景主要包含商务交流（华东）、大众宴席（华北&东北）以及外出聚餐等，大酒量和高频次决定了以低度为主的饮酒习惯。另外，安徽和江苏白酒产区地处黄淮，气候温柔，产酒风格绵柔，因此主要产品集中在 40-50 度。

图81：中低度饮酒区域通常酒风豪放



资料来源：腾讯、益普索、暗中观察局，国信证券经济研究所整理

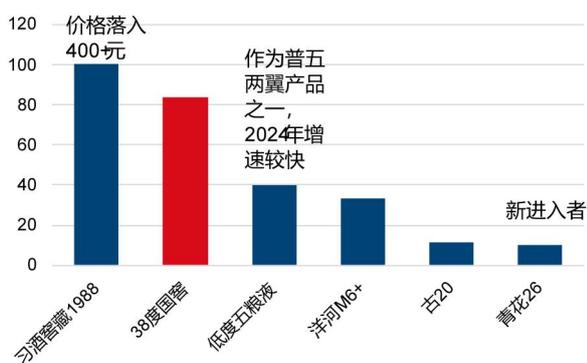
图82：华北、华东区域主流饮酒度数在中低度

省份	白酒市场规模	主流饮酒度数	主要产品
河北省	320-350亿元	38-42度	省内：老白干1915、老白干古法20年、十八酒坊甲等、丛台窖龄原浆系列、山庄老酒等 省外：泸州老窖38度国窖1573、汾酒青花20、老白汾15/20年、玻汾
山东省	550亿元	53/38度	省内：古贝春生态百年老窖、白板、孔府家酒陶/子约/德系列、花冠冠群芳、趵突泉 省外：五粮液39度普五、泸州老窖38度国窖1573、汾酒青花20、老白汾15/20年、玻汾、一品景芝妙品
安徽省	350-400亿元	40-45度	古井贡酒：古20 45度、古16 42度、古8 42度、古井献礼版40.6/45度 口子窖：30/20/10/6/5年、仲秋/初夏、小池窖 均为41度 迎驾贡酒：洞藏16/9/6 42度
江苏省	600-650亿元	42-46度	洋河股份：M6+40.8度、M3水晶版40.8度、海之蓝/天之蓝 38/42/46度、双沟头排酒、绿苏40.8度、天绣/地锦 今世缘：国缘V6 49度、国缘V3 40.9度、四开/对开/单开 42度、柔雅/淡雅42度、典藏20/15/10/5 42度

资料来源：公司公告、酒业家、微酒，国信证券经济研究所整理

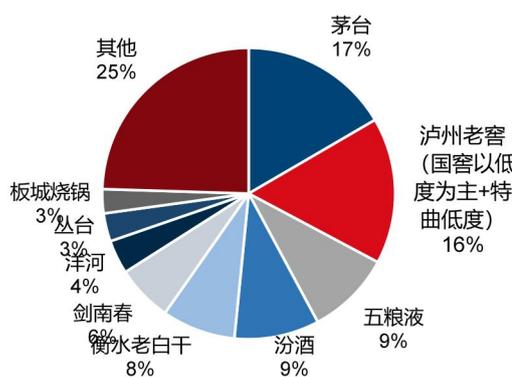
38度国窖1573较早面市，与高度产品差异化区域运作，当前在主销区域已经形成较强的品牌心智，其核心优势在于产品本身品质和渠道运作优势。同时公司已完成28度国窖1573的研发和储备，择机上市；未来低度系列国窖有望乘低度化趋势实现市场份额的再提升。

图83：2025E白酒600元价位大单品体量



资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

图84：2024年河北白酒市场竞争格局



资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

- ◆ 低度国窖降度工艺较好，消费者对品质认可度高。酒厂自1980年代便研究低度白酒的生产工艺，泸州老窖38度特曲获评第五届全国评酒会；2001年38度国窖面市。浓香白酒所含丁酸乙酯促进酒、水互溶，38度国窖采用吸附过滤去浊，采用“老酒勾调+工艺创新”方式，优化微生物环境，提升产品风味厚度，消费者对品质认可度高，在河北地区素有“高茅低窖”的称呼。
- ◆ 凭借区域先发优势和精细化渠道运作能力，产品势能有望加速释放。2004年起公司在河北地区加大国窖的培育力度，主攻唐山、保定等商务场景；2006

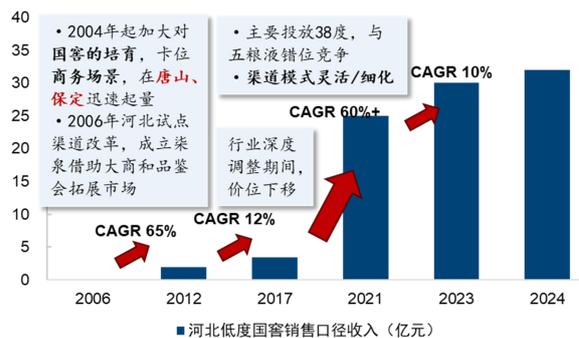
年创新渠道运营模式（柒泉）撬动大商的力量开拓市场；2015 年调整期间进一步因地制宜细化区域管理；多年来已在河北 600+元价位带形成稳固的份额优势。我们认为低度名酒本质上仍是在高线次高端价位进行全国范围内运作，考验酒企控盘分利和组织管理能力，低度国窖在河北价盘表现相对稳定，运行至今产品渠道利润仍高于同价位竞品，产品势能仍将持续释放；在河北的成熟经验也有望复制到京津、山东、浙江等其他区域，支撑中长期维度增速。

图85: 38 度国窖降度工艺较好, 品质较优

降度过程的痛点	38度国窖工艺
去浊	<ul style="list-style-type: none"> 浓香酒含有4%左右的丁酸乙酯，使酯类物质和水达到相对平衡； 低度国窖采用吸附过滤的技术，利用吸附剂对白酒易浑浊的成分进行选择性物理吸附和拦截
增香	<ul style="list-style-type: none"> 浓香型白酒属于“泥窖生香”，优质窖泥中的微生物为酒体提供了浓郁而充足的风味成分； 老窖池的菌群总数是新窖池的3.1倍，是中龄窖的2.6倍，微生物群能够为酒体风味赋予香气； 在优质原酒基础上还利用数字化分析做了大量的工艺创新，以此提升发酵生香能力

资料来源：好酒地理局，国信证券经济研究所整理

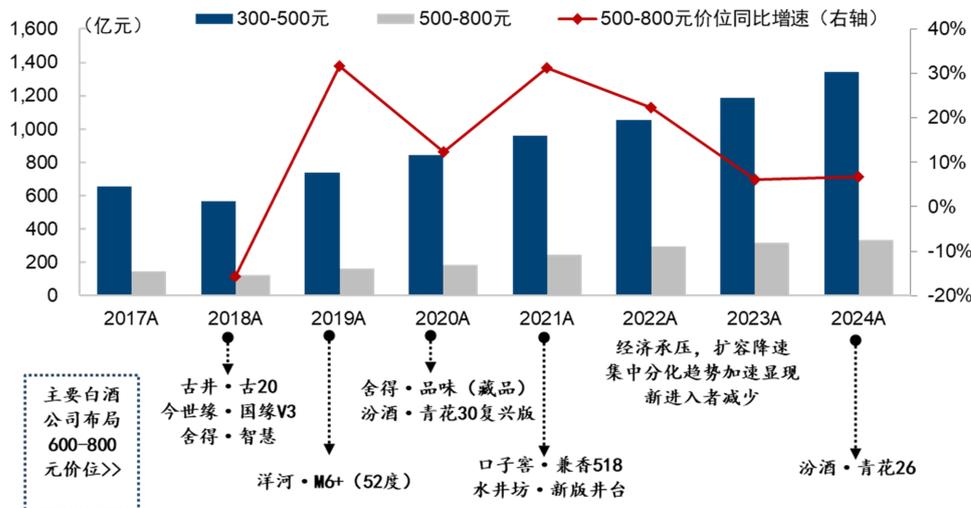
图86: 河北地区低度国窖体量较大, 已培育成熟



资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

伴随经济活跃度逐步修复，白酒 500-800 元将持续扩容，低度国窖所处价格仍有机会。2018-2021 年伴随白酒消费升级和高端需求外溢，500-800 元次高端价位快速扩容（CAGR 为 25%左右），主流酒企提价升级或推出新品布局；2022 年以来伴随商务需求走弱，高线次高端价位分化加剧，强品牌力单品份额提升，新进入者减少。而从 2024 年下半年以来 600 元左右价位开始呈现供给驱动型扩容：1) 茅台 1935 价格下跌导致多数高端大单品生存空间被压缩至 800 元以内；2) 大众场景价位升级，区域酒深耕能力提升，300-500 元加速成熟后倒逼酒企向上价格带运作。我们预计 1-2 年内全国及区域名酒仍会在次高端价位争夺份额，以扩大消费者基本盘；长期看消费升级和场景修复推动需求增长。

图87: 过去 2-3 年 500-800 元价位增长降速, 2024H2 以来呈现供给驱动型扩容



资料来源：公司公告、中国酒业协会、酒业家，国信证券经济研究所整理&测算

图88：全国性高端白酒、次高端白酒以及区域性名酒在 500-800 元价位均有单品布局

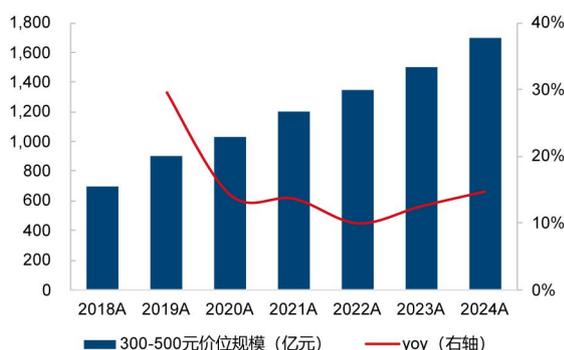
价位	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	郎酒	习酒	舍得酒业	酒鬼酒	水井坊	古井贡酒	迎驾贡酒	口子窖	洋河股份	今世缘	老白干	剑南春		
高端	2000+ 53度飞天 珍品 精品等	经典五粮液		青花40中 国龙	青运郎 红运郎								手工班	国缘V9				
	800- 2000	43度飞天	52度五粮液 五粮液1618	52度国窖	青花30双 兴版	青花郎	君品习酒 窖藏15年	藏品舍得	内参	青翠等			M9	国缘V6				
次 高 端	600- 800	茅台1935	39度五粮液	39度国窖	青花26	红花郎15	智慧舍得		典藏大师	古30/古26			M6+	国缘V3 国缘六开		珍藏级		
	300- 600	汉酱 赖茅		特曲60 窖龄30/60等	青花20	红花郎10	窖藏1988 窖藏1998	品味舍得	酒鬼红坛 酒鬼黄坛等	井台 臻酿8号	古20 古16	洞20/16	口子20&30	M3 天之蓝	国缘四开/ 对开/K3/K5	古法20	水晶剑	
中 高 端	100- 300	王子 迎宾	五粮春 五粮特曲	特曲老字号	老白汾10 巴拿马15	朗特系列	金质习酒	舍之道			古8 古5	洞6/9	口子5 口子6 口子10 小池窖	海之蓝	国缘单开 国缘淡雅 今世缘典藏	十八酒 坊系列	金剑南	
中 低 端	100-		五粮头曲 五粮醇	黑盖			银质习酒	T68 沱牌六粮					献礼	金銀星	老口子 口子坊	洋河大曲	高沟	老白干 系列
光 瓶	50-		尖庄		玻汾	小郎酒 原品郎		沱小九	湘泉				老玻贡	百年迎驾	洋河小海			

资料来源：公司公告、微酒、酒业家，国信证券经济研究所整理&测算

4.1.3 泸州老窖系列：大众价位增长彰显韧性，特曲、头曲多价格带发力

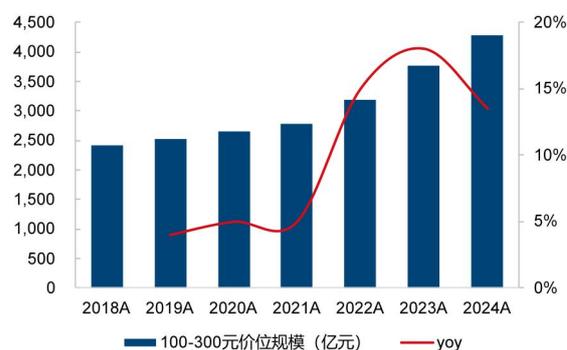
100-500 元大众价位发展走向成熟，全国性+区域名酒大单品主导竞争。我们测算 2024 年 100-500 元白酒市场规模在 5500-6000 亿元，复合增速约为 11-12%；自 2022 年以来，白酒行业整体降级减量的特征明显，300-500 元承接部分商务场景降级需求和宴席升级需求、增长高于行业平均，100-300 元大众消费场景具有需求韧性、增长稳健。未来展望看，以 100-500 元为主的大众价位逐步成熟，1-2 年外部环境压力下该价位带仍是动销市场主力，长期将充分承接中低端价位升级需求扩容，价位带内部增长主力也将逐步向次高端切换。趋势演变看，当前 100-500 元形成全国性大单品+区域名酒大单品主导竞争的格局，品牌心智已比较固化；未来将呈现区域名酒向上升级+全国名酒向下渗透的演变趋势，产品布局纵深、渠道运作精细化的名优酒企将获取份额。

图89：2018-2024 年 300-500 元白酒市场规模测算



资料来源：中国酒业协会、酒业家，国信证券经济研究所整理&测算

图90：2018-2024 年 100-300 元白酒市场规模测算



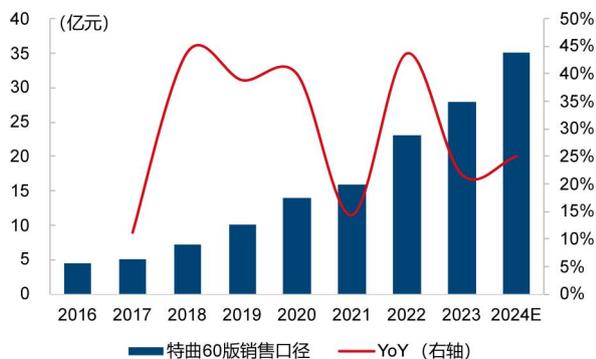
资料来源：中国酒业协会、酒业家，国信证券经济研究所整理&测算

公司明确双轮驱动，夯实中间力量。泸州老窖特曲蝉联 5 届“中国名酒”，以民酒定位在上世纪培育了较为广泛的消费者基础；国窖上市后，特曲进行 SKU 收缩、渠道梳理、资源让位等；经历漫长调整后，公司强调双轮驱动战略，2021 年中腰部产品定位、价格基本梳理完毕，进入放量成长期。

(1) 60 版具备优质产品基因和渠道基础，运作上稳扎稳打，延续产品增长势能。

- ◆ 公司于 2014 年推出特曲 60 版，定位 400-500 元价格带（同年推出特曲 80 版，价格在 500-600 元），包装上主打“复刻”、“记忆”，产品上复原早年轻典浓香口感和香味，酒质评价较高，场景上以商务交流为主；2022 年公司再次推出特曲 60 版宴席装（红 60），拓展宴席细分市场。
- ◆ 特曲 60 版在渠道拓展上相对克制，为长期增长蓄势。2014 年上市之初正处于行业深度调整周期，为了延续稀缺性的产品定位和保证价盘稳定，仅在团购渠道小范围投放，配合限量配额制、差异化营销和控盘分利，顺利切入 400-500 元价位带。2018 年 60 版完善公司架构体系，怀旧公司开始全国化布局，坚持团购运作模式，纳入城市联盟体，严控价格体系和利润分配方案，稳定价值链；成都大本营市场进行流通渠道试点。2021 年公司进一步放开川渝地区（选择“三核多级”市场）的流通渠道，前期团购培育了政商务意见领袖和产品口碑，放开流通后虽批价有小幅回落，在 400 元同价位带价盘稳定度高于竞品，当前仍成交在 450 元以上。
- ◆ 市场担忧在过去 2-3 年 400 元价位带快速发展的同时特曲 60 版的保守渠道运作错失了增长机会，剑南春水晶剑和汾酒青花 20 分别在宴席和商务市场快速获得份额。我们认为在需求下行的调整周期，公司以稳健为主，保存了产品和价格势能，沉淀精细化渠道能力，仍然具备放量基础；2024 年红 60 在宴席政策支持下也形成了一定消费氛围；展望后续 60 版的生命周期较长，伴随商务场景的恢复，60 版仍将作为公司增长抓手之一。

图 91：2016-2024 年特曲 60 版销售规模测算



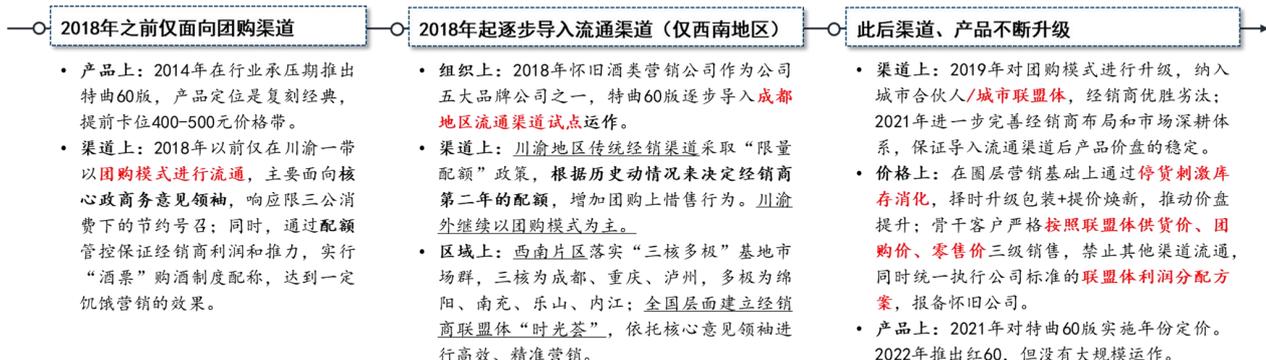
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理&测算

图 92：特曲 60 版主打“复刻” & “记忆”

名称	工农牌特曲	特曲 60 版	特曲 80 版	红 60
形象				
上市时间	1960s	2014 年	2014 年	2022 年
定位	酒票购买，被称为“老村长”	“复刻”“记忆”	唤醒 80 年代记忆	专注于宴席场景
成交价（元/瓶）	/	450	530	550

资料来源：公司官网、京东，国信证券经济研究所整理

图 93：特曲 60 版渠道运作稳扎稳打，团购渠道为主，川渝地区放开流通试点



资料来源：公司公告、微酒、酒业家，国信证券经济研究所整理&测算

(2) 老字号特曲小步快跑提价后充分梳理渠道，调整到位后有增长空间。

- ◆ 特曲老字号作为公司中档酒主力产品，至今发展为第十代产品。2016-2017 年公司老字号进行小幅、快步提价，配合停货、价格专项考核、终端配额制、价格双轨制等多项渠道措施，2019 年底第十代特曲上市建议零售价提升突破 300 元，2020 年 52/38 度进一步上调至 388/358 元。营销上公司在百个单元市场进行会战，推动换代提价，预计 2021 年销售额超过 20 亿元。
- ◆ 2021 年以来老字号节奏放缓，以推动库存去化和价值回归为主。由于行业上行阶段提价较快，也存在新老品并行的问题，经销商和终端库存累积较高；2021H2 外部需求转弱后渠道抛货导致批价下跌较快。公司适时放缓节奏，以稳定价值链为核心，聚焦动销提振和库存去化；2023 年进一步上线数字化工具管理渠道。持续调整后，当前老字号批价企稳 230-240 元左右，库存处于合理水平，渠道基本梳理清楚，看好调整到位后的增长空间。

图 94：特曲老字号小步快跑提价，2021 年后调价节奏放缓

52度特曲老字号提价历程（元/瓶）				
时间	出厂价	团购指导价	终端供货价	建议零售价
2016年6月	计划内上调至148元			
2017年3月	计划外上调至188元			
2017年9月	计划内上调20元			
2017年10月	上调至218元			
2019年2月	不低于238元			
2019年3月	计划内上调10元			
2019年11月推出第十代特曲，建议零售价328元				
2019年12月	计划内上调至225元			
2020年11月	上调20元		上调至388元	
2021年3月	上调至328元			
2021年7月	上调至358元		上调40元	
2023年2月	计划外上调30元			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理&测算

图 95：特曲老字号批价情况

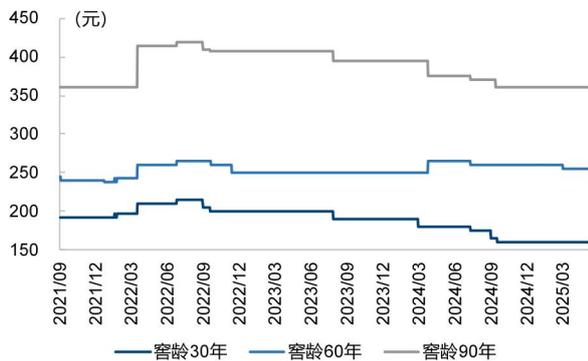


资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

(3) 窖龄酒错位发展，重点推动 60 年价格提升。

- ◆ 窖龄系列于 2011 年推出，旨在填补国窖和特曲之间的价位带空白，以窖龄等级为标准分别有 30、60、90 年产品，覆盖 200-600 元价位带，主推 60 年。
- ◆ 窖龄酒和特曲系列存在价位带重叠的问题（如特曲晶彩和 30 年、老字号和 60 年、60 版和 90 年），因此前期窖龄酒的发展较慢，公司以自然销售为主，也未倾注过多资源。值得注意的是，2023 年伴随白酒行业消费降级，100-200 元价位承接次高端降级需求有所增长，窖龄 30 年在华北、华东地区动销表现较好，公司也逐步重视窖龄系列和特曲系列的错位发展战略。区域上，中西部地区主推特曲系列，沿海地区更多布局窖龄，根据消费者基础构建各自强势区域市场；营销上，窖龄以“商务精英第一用酒”的定位区别于特曲主打宴席、餐饮、自饮等，抓住年轻化、品质化的表达；价格上，重点将 60 年的价格拔高往 90 年靠拢。当前窖龄销售规模预计 18-20 亿元，体量较小，公司尊重消费者需求进行市场补缺；后续商务活跃度提升后窖龄系列也有起量空间。

图96: 53 度窖龄 30/60/90 年批价



资料来源: 今日酒价, 国信证券经济研究所整理&测算

图97: 窖龄酒在淡季加大费用投放

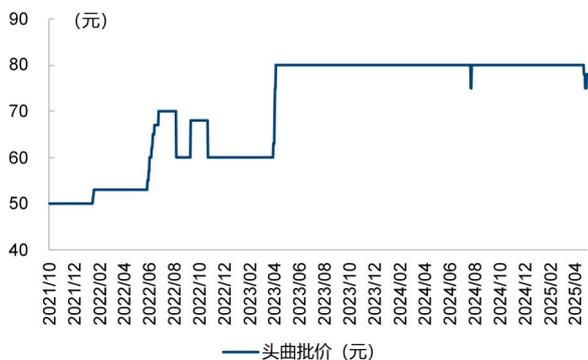


资料来源: 泸州老窖窖龄酒公众号, 国信证券经济研究所整理

(4) 头曲顺应外部环境变化, 黑盖作为大光瓶战略补充。

- ◆ 头曲定位大众价位口粮酒, 布局于百元附近, 系列中普通版头曲和六年窖头曲销售表现较好。品质上延续了公司窖香浓郁、酒体纯净、口感醇厚的浓香酒特点, 性价比较为突出。上一轮深度调整期后公司重点梳理中低端产品, 头曲并没有倾斜过多资源; 近年来行业环境呈现政商务消费减弱、大众消费质价比升级的趋势, 头曲渠道库存基本调整到位, 公司顺势放量和推动渠道下沉, 分担增长压力。
- ◆ 黑盖二曲定位高线光瓶酒, 是公司另一大塔基产品, 2021 年《新国标》推出后原酒精酒二曲升级为纯粮酒。黑盖上市初期公司给予厚望, 但 80 元左右定价受到消费降级环境的影响, 同时消费者认知度较低, 这几年销售表现一般, 更多作为公司布局大光瓶战略的占位单品。2025 年春糖期间公司推出复刻版二曲, 定价 65 元, 价格带更加下沉、充分满足消费者性价比口粮酒需求。展望后续, 黑盖、新二曲具有包装年轻、品质口感、渠道精细化、数字化赋能等优势, 有望随光瓶酒消费升级获得增长。

图98: 2021 年来头曲批价稳步提升, 当前保持平稳



资料来源: 今日酒价, 国信证券经济研究所整理&测算

图99: 2022 年公司推出高线光瓶酒黑盖二曲



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

4.2 区域扩容：四川、河北基地市场引领，全国化扩张具备空间

当前公司区域间发展较不平衡，全国化扩张具有较强顺周期属性。复盘历史看，当白酒行业景气度向上时公司全国范围内增长较快，若同时再具有渠道模式创新、高端推进顺利等个股势能加持，则估值抬升更快。

- ◆ 2008-2010年，白酒黄金十年叠加“四万亿”刺激政策，国窖受益于行业量价齐升快速增长，同时公司利用柒泉模式绑定大商利益，实现全国化突围；
- ◆ 2015-2017年，行业深度调整后再度迎来消费升级，国窖高举高打、重回高端价位，尤其是华中区域调整恢复后快速起量（河南及两湖区域贡献较多），成为高度国窖主销区域。另一方面，在白酒行业景气度下行阶段中，大本营市场则展现出更强韧性，主因品牌认知度和渠道配合度较高，也能率先在新一轮周期恢复增长。

判断本轮周期，需求收缩环境下公司侧重资源运作西南、华北两大粮仓市场，保持高端、低度国窖的高端品牌势能，我们认为在商务场景磨底复苏后或将率先恢复；长期看白酒行业结构性扩容的趋势确定，区域发展不平衡的状况有望改善。

图100：公司不同区域增长具有较强顺周期属性，全国化扩张加速时估值对应扩张



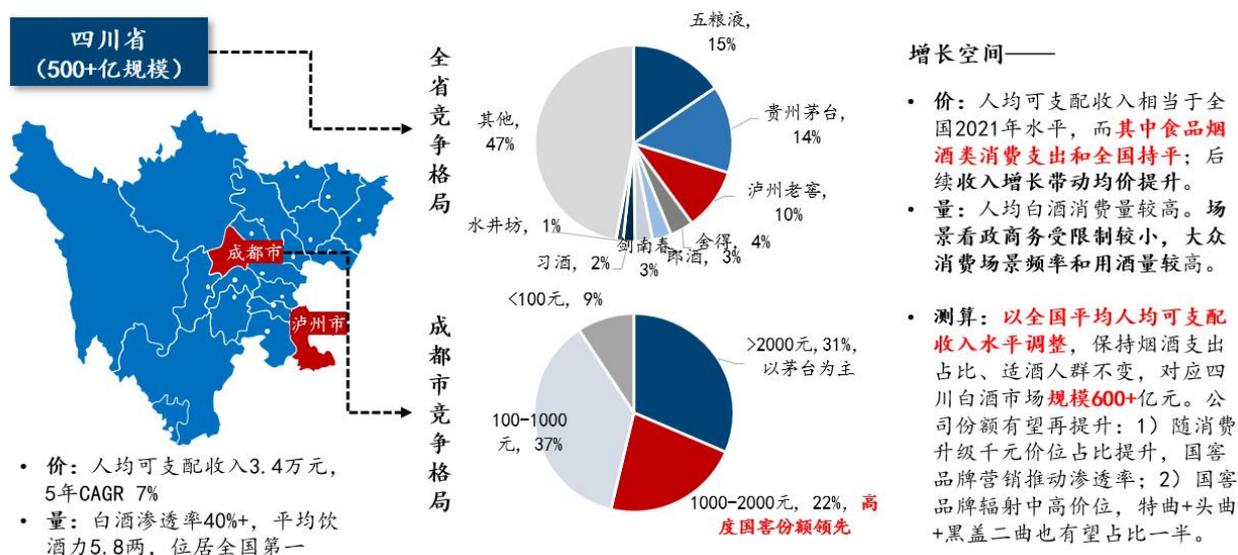
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理；其中2008、2009年西南地区收入增速为预测值

4.1 1 四川、河北市场消费基础扎实，深耕、下沉实现份额再提升

四川作为绝对基地市场，市场扩容+公司份额再提升支撑增长。我们认为公司在川内的核心优势是上一轮深度调整周期中，国窖集中资源培育成都（高地市场），渠道几轮调整、品牌营销高举高打，至今已经累积起较强的品牌认知度（持平甚至高于五粮液），国窖在上引领，势能辐射至大众价位和周边市场，如特曲60版也逐步打开400元商务市场。

空间展望：价格上，2024年四川省人均可支配收入3.4万元，相当于全国平均20-21年水平，整体消费力提升仍是主要驱动力。销量上，四川食品烟酒类消费支出占比高于全国，白酒渗透率在政商务、宴席、自饮等各场景中均较高，而这种消费习惯中期维度难以下降。假设3年维度四川收入提升至全国现有水平，则白酒市场规模理想上600+亿元，国窖通过数字化工程进一步提升对终端和消费者的管理，其在千元价位影响力有望进一步提升，同时中高价位品系补强，推动自身整体份额的再提升。

图101: 测算四川白酒市场规模 600 亿元，国窖品牌辐射全品系，公司收入份额进一步提升

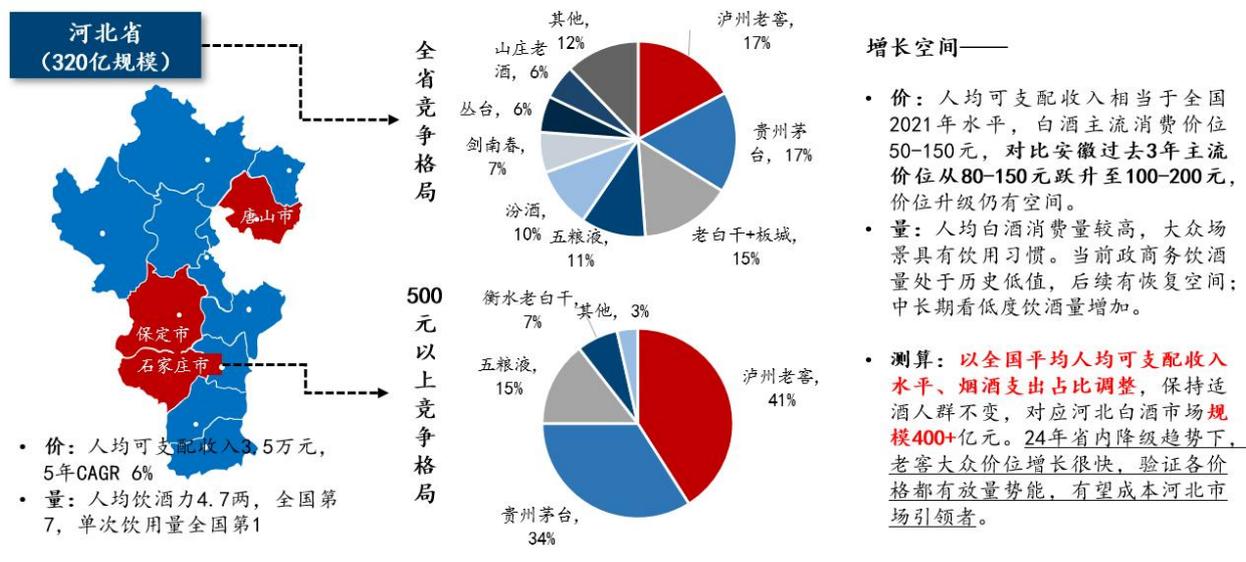


资料来源：公司公告、Wind、微酒，国信证券经济研究所整理&测算

河北市场低度国窖份额稳固，有望获得量的恢复+价格的升级带来的增量。历史上公司通过产品抓低度、渠道精细化等运营，当前河北已经成为另一大粮仓市场，低度国窖在500元以上价位占比40%，成为次高端引领单品。短期河北市场受到监管趋严的影响，各价位动销表现有所承压，但公司掌握份额领先优势。中长期伴随人均可支配收入提升、消费场景触底恢复，结构升级趋势具有较强确定性。

空间展望：假设3年维度河北人均可支配收入提升至全国现有水平，人均消费量上预计低位修复，对应河北白酒市场规模超过400亿元；泸州老窖在各价位带均已培育出可独立增长的拳头单品，在渠道精细化管理和数字化培育消费者下，渗透率有望从17%进一步提升至20%以上，尤其在500元以上价位能获取更多份额（竞争较少）。

图102: 测算河北白酒市场规模 400 亿元，公司各价位皆具产品抓手，份额有望提升至 20%以上



资料来源：公司公告、Wind、酒业家，国信证券经济研究所整理&测算

4.1.2 全国化稳步推进，多产品发力，终端融合提质

根据公司“235+100”战略规划，深耕西南、华北 2 大基地市场，打造华东、华南、中原 3 大战略市场，突破 5 大影响力高地市场（北京、上海、深圳、成都、武汉），同时实施“百城计划”，促进多品牌终端融合提质，推动全国化布局。

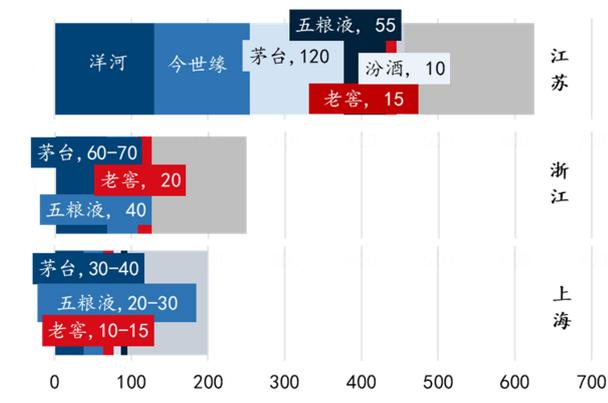
- ◆ **华东市场：板块化逐点突破，引领国窖高端化。**公司于 2017 年提出长三角板块化突破，作为“东进”的重要战略，立足嘉湖优势区域攻坚上海、浙北、苏南高地市场，再由样板市场的动销辐射至下沉城市；2017-2022 年华东收入增速领先整体。2023 年起伴随需求渐弱（华东对经济调整敏感），公司核心以数字化为工具促动销、去库存，虽 1-2 年增速放缓，但公司动作坚定，坚持重点客户营销、保持国窖价盘稳定，仍是全国化重要引领市场。**我们认为机会在于：**1) 微观看，华东市场渠道健康度较好，库存已经调整到较低位置；经销商对数字化接受度较高，渠道转型的阻力相对较小。2) 中观看，上海、浙江、苏南高端白酒消费氛围较好，茅台、五粮液、老窖三家份额占比较高，国窖具有品牌认知度（是低度中国品味销售最好的区域），国窖荟、终端品鉴会等配成以数字化工具下，可以将创收能力和费效比达到最大化。3) 宏观看，华东区域人均可支配收入领先全国，且高端场景以商务和社交为主，饮酒理性和消费升级并不冲突，是较好的树立品牌高度的市场。

表 11：公司华东地区战略推进历程

时间	战略&举措
2017 年	提出华东市场将以 长三角（上海、浙北、苏南） 为核心进行板块化突破。安徽市场国窖采取“1+2”的三角形城市布局，集中资源突破合肥高地市场，阜阳、安庆作为 2 个机会市场。渠道上加强县级市场深耕；营销上强调圈层运营；管理上坚持终端配额制和价格双轨制。
2018 年	公司全面打响“ 东进南图 ”攻坚战，在华东地区组建 190+家品牌形象店；国窖 1573·七星盛宴密集落点南京、无锡等经济发展较好的地区，再由样板城市的市场动销逐渐辐射至下沉市场。
2019 年	国窖 1573 启动“华东会战”，成立 国窖荟 ， 举办品鉴会 在终端营造消费氛围；渠道上充分放权销售人员，一线客情和销售积极性高。
2020 年	笼络上海捷强、杭州商源、苏州嘉友等华东优质经销商成立“ 长三角 38 度联盟 ”，通过联盟快速布局区域市场。
2024 年	聚焦江苏和浙江重点城市的价格带升级，数字化工具促进开瓶、去化库存，苏州、常州、杭州等增速较快。

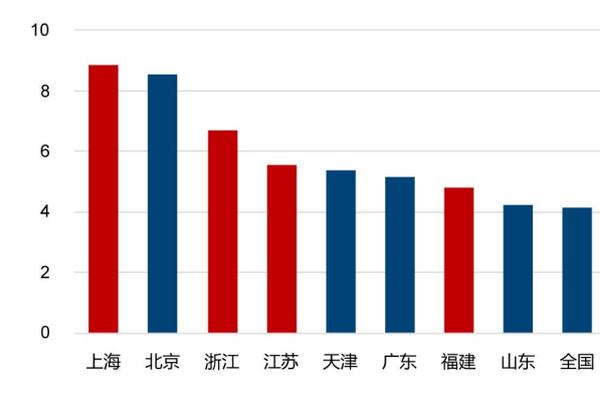
资料来源：公司公告、微酒，国信证券经济研究所整理

图 103：江苏、浙江、上海 2024 白酒竞争格局测算（亿元）



资料来源：微酒，国信证券经济研究所整理&测算

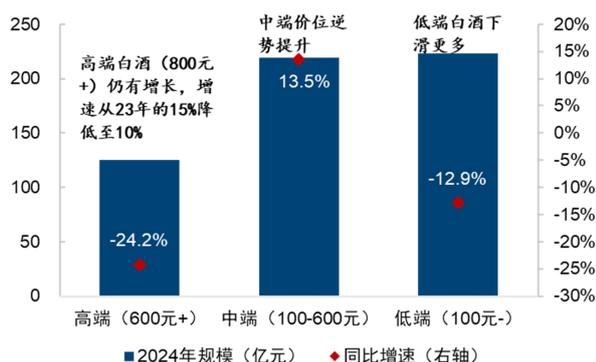
图 104：华东地区人均可支配收入较高（2024 年，万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

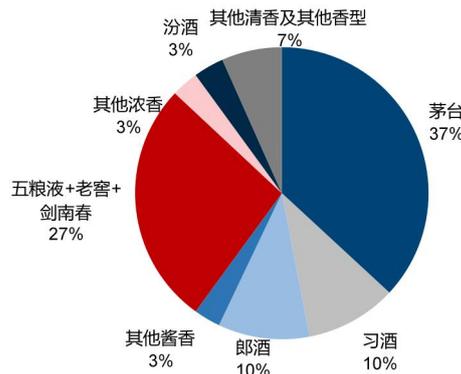
- ◆ **华南：成立营销中心，产品&渠道差异化布局。**公司于 2017 年提出“东进南图”战略，但华南市场海外烈酒、酱香白酒占比较高，浓香酒及老窖规模较小，公司旨在以差异化产品布局和渠道模式（如酒吧等）探索市场。2024 年广东省白酒市场规模 298 亿元，同比-12.4%，泸州老窖设立华南营销中心，调整销售模式，深化传统渠道布局、开拓企业合作，实现了销售业绩稳步增长。**展望机会：**1) 华南市场高端白酒氛围较好（24 年高端白酒同比仍增 10%），浓香、清香等香型包容度提升，国窖具有培育空间；2) 公司擅长圈层营销和精细化渠道运作，和商务活跃、渠道多元化的华南市场较为契合。

图 105：2024 年广东省酒类分价位规模及同比增速



资料来源：广东省酒业协会，国信证券经济研究所整理&测算

图 106：2024 年广东省白酒竞争格局



资料来源：广东省酒业协会，国信证券经济研究所整理&测算

- ◆ **中原：传统优势市场，品牌认知&消费基础支撑增长。**泸州老窖较早进入华中地区，有一定销售规模和消费基础，2017 年豫湘鄂三省销售收入占比接近 1/3，但由于渠道建设等问题较早开始调整：1) 2020 年河南地区开展会战，虽然后期成效式微，但在渠道结构优化、消费者培育方式上有所优化，伴随行业自身出清到位后有修复增长趋势；2) 两湖区域高度浓香消费习惯较好，2022 年“燎原计划”承接中部崛起，近年来也在主动进行渠道和产品梳理。**展望发展：**1) 整体华中区域白酒市场规模超过 1200 亿元，本土品牌没有掌握绝对话语权，高端市场茅五泸占比更高，伴随经济和商务回暖国窖自然有恢复增长空间；2) 华中作为公司传统优势市场，消费者对国窖品牌认知度较高，公司创新的营销模式和消费者培育活动能收获较高的投入产出比（短期不是投入重点）；3) 国窖品牌势能带动下，泸系产品也有导入空间。

表 12：河南、湖南、湖北白酒市场规模合计超过 1200 亿元，全国名酒品牌进入机会较多

省份	2024 年白酒市场规模 (亿元)	同比增速	格局描述
河南	650	-2.7%	省外品牌占比较高（超过 80%）；香型包容度较好分，酱香、浓香为主流，清香型份额也在提升；白酒饮酒氛围浓厚，高端化消费和大众消费量均高；偏好高度酒
湖南	280	持平	省内品牌（酒鬼酒、湘窖、开口笑等）占比约 50%，近年来酒鬼酒省外扩张遇到瓶颈收缩省内；香型比较包容；高端消费具有一定基础
湖北	300	持平	省内品牌（白云边、毛铺、稻花香、黄鹤楼、枝江大曲等）占比超过 50%；省内人口和饮用量较为稳定，对本土品牌认同度高，但省外名酒品牌仍有近一半的份额

资料来源：各省酒业协会、Wind、各公司公告，国信证券经济研究所整理&测算

- ◆ **百城融合：从扩面到扩面、扩点，国窖以强带弱均衡发展。**2024 年公司升级百城计划 2.0，对比 1.0 版本更加强化资源的精准投入和终端的融合提质：2021-22 年白酒消费需求较高，百城通过国窖荟“扩面”，调动销售人员提升

每个区域的销售；2024 年全国各省白酒需求退潮降次，公司认识到品牌力较欠缺的区域费效比不高，百城 2.0 结合数字化工具，孵化核心战略终端实现“扩点”，产品上尊重市场需求，国窖+中腰部产品组合形式强化当地各价位带的均衡发展。

表 13: 2024 年公司启动百城计划 2.0，相比 1.0 阶段强化终端的融合提质

阶段	背景	具体情况
2022 年 百城计划 1.0 阶段	走出深度调整周期后公司快速增长，国窖重回高防边际好转，公司积极推广百城融合，2/3 的人员坚守一线战场。要把 100 个端，低度国窖、特曲系列增长发力。疫情有一定城市作为未来的发展基地，华东华南有不小进步，中部要崛起、往西部延伸，现百城计划 1.0 阶段影响，伴随国家经济政策调整，各地都在恢复，阶段在中部区推进不错，VIP 消费群、新增消费群、终端体系都进步很快。全国白酒消费需求没有削弱，全国市场空间正盛	每个地区都有详尽的发展策略，按照团队的力量步步为营。
2024 年 百城计划 2.0 阶段	宏观经济增速放缓，人口和产业结构调整成为本轮需求调整的主因；全国各地白酒消费退潮降次，国窖品牌力较弱的区域销售受损更多	收入增量空间有限，公司优先集中资源到川渝、华北基地市场，但同时也聚焦战略市场、增量市场和特殊需求。公司升级百城计划 2.0，融合核心终端，孵化战略零售终端，增强单点的抗风险能力；在终端升级、融资支持、品牌赋能、旅游福利等方面给予支持。产品上旨在通过国窖品牌带动中腰部产品。未来公司将继续专注于渠道拓展，通过高覆盖、高渗透和高开瓶来推动核心市场及国窖强势区域的市场扩张。腰部产品弱势的区域，如果国窖在当地影响力强，推广难度小很多，是未来高增长的潜力；弱势市场也没有放弃培育，以点带面去进行培育。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理&测算

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测：2025-2027 年 EPS 分别 8.9/9.0/9.9 元

核心假设：短期增长承压，动作锚定长远，产品、区域均有增长动能

当前白酒行业深度调整周期，泸州老窖以数字化工程为核心，推进产品梳理、渠道改革、区域聚焦发展；本质上公司以组织管理为核心优势，擅于根据行业变化灵活调整策略，先于下一轮行业变革提前完成调整，为长期发展储备势能。当前新一轮数字化改革推动 2 年，并及时根据外部环境调整，保证经销商合理利润，兼顾了价格势能和厂商关系。短期客观环境商务需求下降公司收入增速放缓；长期看公司产品布局均衡，多价位发展满足消费者需求，数字化工程以更少的渠道管理成本培育更多消费者，延长增长势能。

我们分业务对泸州老窖业绩进行预测，主要基于以下假设：

高档白酒（国窖系列）：高度国窖价值链相对稳定，四川、湖南等地品牌力优势区域渠道下沉，渗透率有望进一步提升；低度国窖品价比优势突出，有望受益于低度化及轻商务趋势，全国化空间较大。营收上看，短期消费场景压制、公司主动调整，收入预计略有下滑，中长期两者有望齐头并进，预计国窖系列 2025-2027 年收入同比-3.4%/+1.9%/+7.2%。

中档白酒：当前公司在各主流大众价位带均有战略单品，国窖品牌力带动下，百城计划 2.0 阶段形成组合拳，因地制宜发挥优势。尤其特曲 60 版前期渠道拓展比较克制，在川渝地区产品势能较好，全国范围内产品生命周期较长，或成为次高端主力贡献单品。营收上看，短期受环境影响增长承压，预计中档酒 2025-2027 年收入同比持平/+0.5%/+11.1%。

低档白酒：过去几年低档酒业务以精简 SKU 为主，行业调整周期头曲充分适应外部环境，以验证单独增长趋势；后续预计伴随经济活跃度恢复和光瓶酒升级，黑盖二曲也有增长空间。营收上看，预计低档酒 2025-2027 年收入同比+2.0%/持平/+7.1%。

综上所述，我们预计公司白酒业务 2025-2027 年实现营收 305.88/308.37/333.26 亿元，同比-2.0%/+0.8%/+8.1%。

费用率预测

根据数字化工程节奏，2021 年前完成了生产端建设的高峰投入期，将以折旧形式摊入当前费用。当前公司资本投入以智能技改一期项目为主，计划投资 88.5 亿元，预计分 3 年投入，完成资本化后也将以折旧计入费用，对费用总额影响不大；因此费用端基本能维持稳定。

1) **销售费用率：**2023-2024 年销售费用率下降主因公司进行现金费用投入方向的优化，减少高空费用、广告等投入，增加扫码红包费用让利消费者。2025-2026 年广宣费用压缩空间或不大，考虑到短期行业需求承压，渠道压力较大，公司或阶段性增加费用投入保持经销商合理利润，销售费用率上升；后续在规模效应+数字化管理赋能等推动下或边际优化，综合看 2025-2027 年销售费用率预计 12.0%/11.8%/11.5%。

2) **管理费用率：**考虑到公司大力推进数字化改革，短期在系统搭建、模式跑通方

面还需投入对应费用；长期伴随内部管理效能提升，管理费用率平滑下降，预计 2025-2027 年分别为 3.5%/3.4%/3.3%。

3) **研发费用率**：考虑到公司持续进行数字化工程推进和新品/其他品类研发，预计 2025-2027 年研发费用率稳中有降，分别为 0.9%/0.9%/0.8%。

4) **税金及附加率**：伴随行业消费税改革和渠道缴税规范化，预计税金及附加率相对保持稳定，预计 2025-2027 年稳定保持在 15%左右。

表 14: 泸州老窖费用率预测假设条件

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	21.71%	20.34%	3.19%	-1.95%	0.82%	8.07%
毛利率	86.59%	88.30%	87.54%	87.06%	86.93%	87.27%
管理费用率	4.31%	3.51%	3.23%	3.53%	3.40%	3.30%
研发费用率	0.82%	0.75%	0.84%	0.90%	0.90%	0.80%
销售费用率	13.73%	13.15%	11.34%	12.00%	11.80%	11.50%
税金及附加率	14.03%	13.67%	15.24%	15.10%	15.00%	15.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

盈利预测结果

我们分品类进行拆分，具体分拆数据如下表所示：

表 15: 泸州老窖主营业务拆分及预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	25124	30233	31196	30588	30837	33326
YOY	21.7%	20.3%	3.2%	-2.0%	0.8%	8.1%
营业成本	(3370)	(3537)	(3888)	(3958)	(4032)	(4244)
毛利	21754	26696	27308	26630	26806	29083
毛利率	86.6%	88.3%	87.5%	87.1%	86.9%	87.3%
中高档白酒						
营收（百万元）	22,133	26,841	27,585	26,893	27,127	29,347
YOY	20.3%	21.3%	2.8%	-2.5%	0.9%	8.2%
低档酒						
营收（百万元）	2,634	3,236	3,467	3,537	3,537	3,788
YOY	30.5%	22.9%	7.2%	2.0%	0.0%	7.1%
其他业务						
营收（百万元）	357	156	144	158	174	191
YOY	57%	-56%	-8%	10%	10%	10%
归属母公司股东的净利润（百万元）	10365	13246	13473	13034	13196	14535
YOY	30.3%	27.8%	1.7%	-3.3%	1.2%	10.1%
归母净利润率	41.3%	43.8%	43.2%	42.6%	42.8%	43.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

预计泸州老窖 2025-2027 年营业总收入 305.88/308.37/333.26 亿元，同比 -2.0%/+0.8%/+8.1%；预计 2025-2027 年公司归母净利润 130.34/131.96/145.35 亿元，同比 -3.3%/+1.2%/+10.1%，对应 EPS 8.86/8.97/9.87 元。

5.2 估值分析：给予目标价 152.4–166.4 元

5.2.1 绝对估值：166.4–197.6 元

我们将公司分为显性期（2025–2027 年）、半显性期（2028–2034 年）和永续期（2035 年起）三个阶段，采取 FCFF 估值法来反映公司内在价值。

1) **显性期（2025–2027 年）**：参考前文盈利预测，我们预计 2025–2027 年营业总收入同比 -2.0%/+0.8%/+8.1%，预计 2025–2027 年归母净利润同比 -3.3%/+1.2%/+10.1%。

2) **半显性期（2028–2034 年）**：伴随经济活跃度回暖，公司产品增长和全国化空间加密均有空间，预计增速回升至双位数后，逐年衰减至 5.0% 左右。

3) **永续期（2035 年起）**：白酒消费具有社会性和个人双重属性，同时受益于我国特有的礼仪文化，白酒需求具有较强的韧性。白酒作为高端品，从历史数据看，具有较强的提价能力且能大幅跑赢同期通胀水平。其次，白酒企业品牌壁垒较强，行业竞争格局较为稳固。综合来看，我们预测 FCFF 永续增长率为 1.0%。

表 16: 泸州老窖 FCFF 估值中盈利预测假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	21.71%	20.34%	3.19%	-1.95%	0.82%	8.07%	15.00%	12.00%	10.00%	8.00%
营业成本/营业收入	13.41%	11.70%	12.46%	12.94%	13.07%	12.73%	12.63%	12.53%	12.43%	12.33%
管理费用/营业收入	4.31%	3.51%	3.23%	3.53%	3.40%	3.30%	3.25%	3.25%	3.20%	3.20%
研发费用/营业收入	0.82%	0.75%	0.84%	0.90%	0.90%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
销售费用/销售收入	13.73%	13.15%	11.34%	12.00%	11.80%	11.50%	11.45%	11.40%	11.35%	11.30%
营业税及附加/营业收入	14.03%	13.67%	15.24%	15.10%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
所得税税率	24.86%	25.37%	25.86%	25.40%	25.20%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	47.55%	49.42%	65.00%	70.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

资本成本假设：无风险利率我们选取 10 年期国债利率 1.7%，股票市场风险溢价 7.5%，债务成本采取 5.4%。基于以上假设，泸州老窖 WACC 约 8.84%。

表 17: 泸州老窖 WACC 假设

无杠杆 Beta	0.95	T	25.40%
无风险利率	1.70%	Ka	8.83%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	0.98
公司股价（元）	109.08	Ke	9.03%
发行在外股数（百万）	1472	E/(D+E)	96.24%
股票市值(E, 百万元)	160560	D/(D+E)	3.76%
债务总额(D, 百万元)	6280	WACC	8.84%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所预测及整理

FCFF 估值：我们选取 FCFF 绝对估值法对泸州老窖进行绝对估值，测算 WACC 为 8.84%，永续增长率按 1.0% 计算，预计公司的内在每股价值约 166.38–197.64 元（中值 180.63 元），对应市值约 2449–2909 亿元（中值约 2659 亿），和当前 59% 上行空间。

表 18: 泸州老窖 FCFF 估值法敏感性分析

敏感性分析	WACC 变化				
	7.8%	8.3%	8.84%	9.3%	9.8%
2.1%	222.81	204.86	189.44	176.07	164.35
1.9%	218.30	201.15	186.35	173.46	162.15
1.7%	214.07	197.64	183.41	170.99	160.04
1.5%	210.08	194.32	180.63	168.63	158.03
1.3%	206.31	191.18	177.98	166.38	156.11
1.1%	202.76	188.20	175.47	164.24	154.27
0.9%	199.39	185.37	173.07	162.19	152.50

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测及整理

5.2.2 相对估值: 134.5-152.4 元

泸州老窖当前处于受行业需求下降和竞争加剧影响持续调整的阶段, 短期出清渠道风险、增速下降, 并不意味着长期不增长; 相反, 公司组织、管理禀赋突出, 改革阶段谋篇长远, 是行业中最有可能做成渠道变革、新消费者培育、数字化赋能管理的公司之一, 同时产品和全国化还有空间, 3-5 年维度有望回归到双位数增速, 并且规模效应和管理提效下, 净利润率提升有望持续兑现。从 PE 估值角度, 我们选择贵州茅台、五粮液、山西汾酒等全国性及地方龙头, 2025/2026 年行业 PE 中枢在 15.0/13.8x 左右; 考虑到公司长期增长空间领先, 以及国窖在高端白酒份额仍能向上, 享受一定成长和品牌溢价, 可以用汾酒当前估值进行对标, 给予公司 2026 年 15-17xP/E, 目标价 134.48-152.41 元 (中值约 143.44 元), 对应市值约 1979-2243 亿元 (中值约 2111 亿元), 维持“优于大市”评级。

表 19: 泸州老窖可比公司估值表 (截至 2025 年 07 月 04 日)

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				Growth			PE				PEG		
				2023A	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	17,866	1,422.2	59.49	68.64	75.03	81.69	15.4%	9.3%	8.9%	23.91	20.72	18.96	17.41	1.35	2.04	1.96
000858.SZ	五粮液	4,673	120.4	7.78	8.21	8.63	9.19	5.4%	5.1%	6.6%	15.47	14.67	13.96	13.10	2.70	2.73	1.99
600809.SH	山西汾酒	2,143	175.7	8.56	10.04	10.99	12.14	17.2%	9.5%	10.4%	20.52	17.51	15.98	14.48	1.02	1.67	1.39
002304.SZ	洋河股份	982	65.2	6.65	4.43	3.74	3.90	-33.4%	-15.6%	4.4%	9.81	14.72	17.44	16.70	-0.44	-1.12	3.78
000596.SZ	古井贡酒	709	134.2	8.68	10.44	11.64	12.97	20.3%	11.5%	11.5%	15.46	12.85	11.53	10.35	0.63	1.01	0.90
603369.SH	今世缘	483	38.7	2.52	2.74	2.96	3.25	8.8%	8.2%	9.6%	15.39	14.15	13.07	11.92	1.61	1.59	1.24
	中位数										15.46	14.69	14.97	13.79	1.18	1.63	1.67
	平均值										16.76	15.77	15.16	13.99	1.14	1.32	1.88
000568.SZ	泸州老窖	1,677	113.9	9.00	9.15	8.86	8.97	1.7%	-3.3%	1.2%	12.66	12.45	12.87	12.71	7.27	-3.95	10.24

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测及整理; 注: 其他公司采用 Wind 一致预期; 收盘价采取 2025 年 07 月 04 日数据

5.3 财务分析：业绩稳健增长，费用管控与盈利优势显著

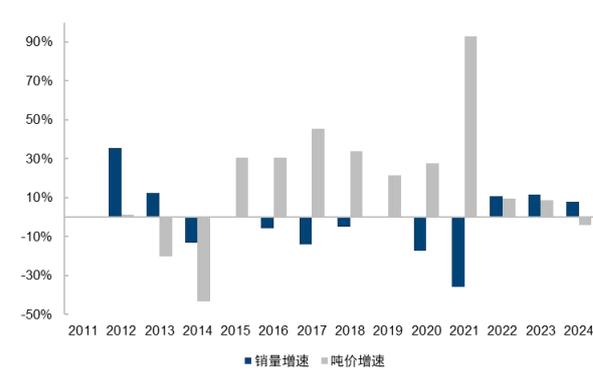
2024 年公司营业总收入 311.9 亿元，中高档酒收入占比 88%。2024 年公司营业收入 311.9 亿元/同比+3.19%。分产品看，中高档酒全年营收 275.85 亿元/同比+27.71%，收入占比 88.43%，吨价稍有所回落至 64.17 万元/吨，销量增长至 4.29 万吨/同比+14.39%；其中高档酒国窖在高端市场仍占据重要地位，深耕优势市场渠道加密，预计国窖品牌收入占比 65%+；中档特曲系列近年来增长较快。其他酒类通过不断丰富产品线，收入 34.67 亿元/同比+7.15%，销量 6.08 万吨/同比+3.61%，吨价稳步上升 5.91 万元/吨。

图 107：2011-2024 年公司收入稳步增长



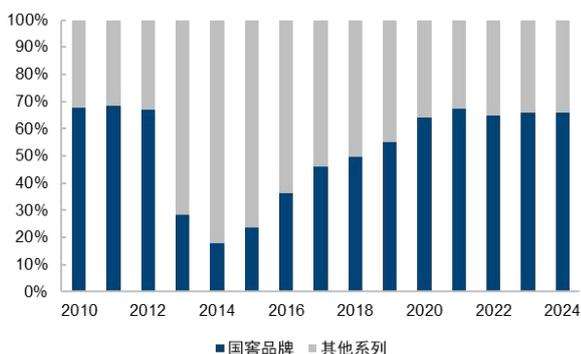
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 108：2011-2024 年公司量/价增速拆分



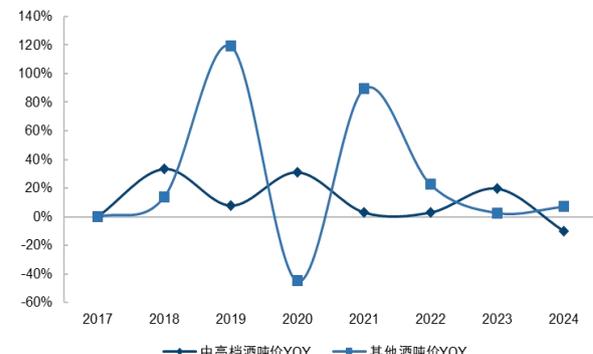
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 109：预计国窖主品牌收入占比在 65%以上



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理&测算

图 110：2017-2024 年中高档酒/其他酒吨价增速

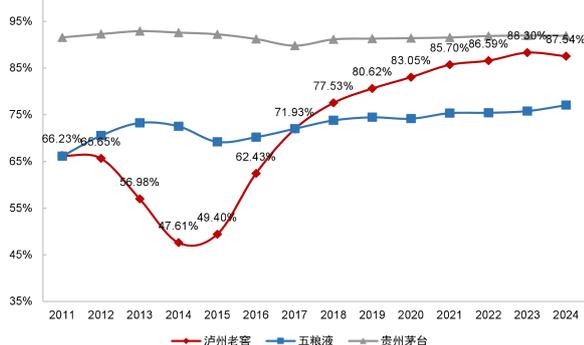


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

净利率提升趋势放缓，整体盈利能力高于行业。2024 年公司持续推动供应链数字化，毛利率层面，2014-2024 年公司的毛利率从 47.61% 提升至 87.54%，相较同业公司的毛利率仅次于贵州茅台，经营效率较高。**费用层面**，近年来公司通过精细化的营销和渠道策略，销售规模效应和渠道管理效率持续提升；虽然白酒行业需求持续收缩背景下，酒企加大费用投入促进动销，公司费效比较高，2024 年销售费用率已降至行业相对较低的水平至 11.34%。**净利率层面**，2024 年公司净利率达到 43.19%，较上年稍有回落，但整体净利率仍保持稳定。

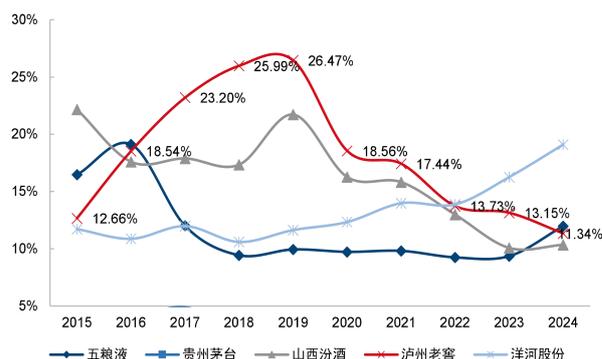
图 111：公司毛利率仅低于贵州茅台

图 112：2015 年以来泸州老窖销售费用率逐年下降



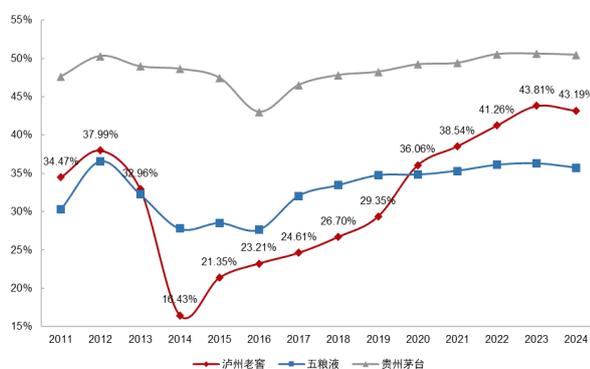
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 113: 公司净利率仅低于贵州茅台



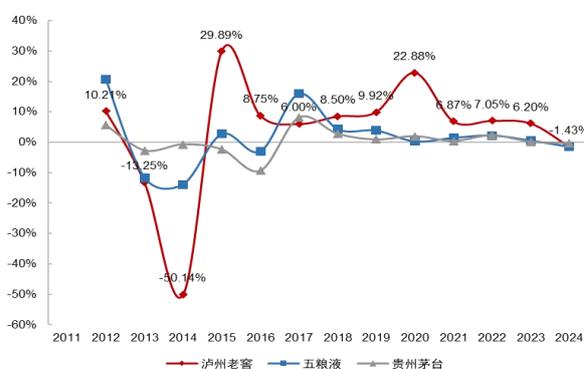
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 114: 公司净利润增速在行业内保持相对领先



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 115: 公司现金流情况健康，保障生产经营活动



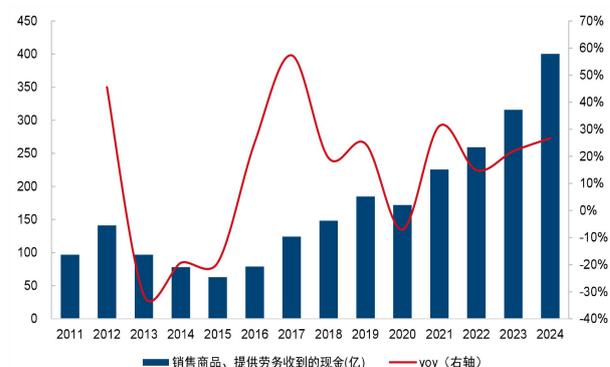
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 116: 公司销售商品、提供劳务收到的现金健康

公司现金流情况健康，保障生产经营活动。截至 2024 年底，公司现金及现金等价余额为 33.68 亿元/同比+28.87%，为公司生产经营活动、派发股利提供良好的保障。经营活动方面，2024 年销售商品、提供劳务收到现金 400.36 亿元/同比+26.74%，延续稳健表现。融资活动方面，公司通过低利率银行借款和理财获取良好收益扩充现金流。



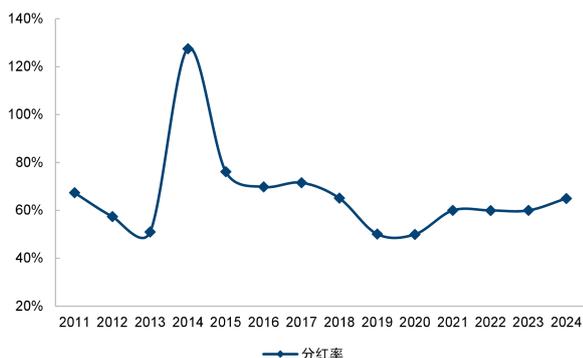
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

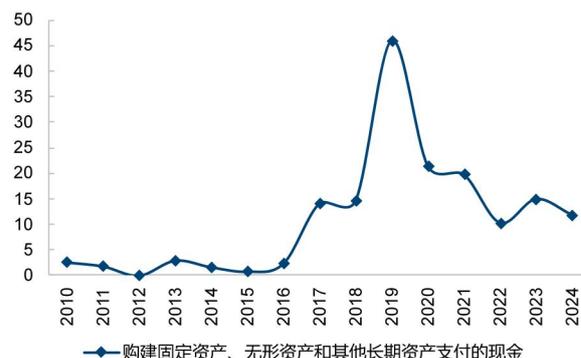
现金分红比率指引积极，资本开支投入预计保持稳定水平。公司上市以来至 2024 年累计现金分红总额为 433.01 亿元，分红率达 60.93%；2024 年度现金分红总额达 87.58 亿元，分红率 65%；同时公司发布 3 年股东分红回报规划，预计 2025-2026 年度现金分红比例不低于 70%/75%。当前公司主要资本开支为智能酿造技改项目（一期），预算投入 47.8 亿元，当前完成 23%，预计 2026 年 8 月完工投入，测算未来几年资本开支保持稳定水平，公司现金流仍能保持分红。

图 117：公司分红率稳步提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 118：公司大规模资本开支阶段已过



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

5.4 投资建议：主动调整谋篇长期，或是本轮行业调整期的较大受益者

市场表现：增速预期下修，估值出现折价。2023H2-2025H1 公司股价跑输白酒板块 21%，预测 PE 下跌 45%，主因内外部周期叠加，公司收入及业绩增速边际放缓：行业需求承压影响大单品国窖的量价表现，同时公司自身发展进入阶段性调整。我们认为市场基于短期增速的定价有失偏颇，当前行业弱景气度背景下公司积极去化渠道包袱，以消费者为中心推进数字化转型，进行前瞻性产品布局，管理层面的相对优势仍是共识；当前 PE 接近 2013 年初水平，于经营、于投资层面均有布局机会。

竞争壁垒：管理禀赋为核，全价位产品布局。公司在行业中为管理驱动类，组织、渠道为核心优势，历史两轮调整通过深化改革实现破局。公司组织机制市场化、激励充足，庞大且专业化的销售队伍开拓市场；组织力支撑精细化的渠道管理模式得以落地跑通，因地制宜、强化管控。产品层面“浓香鼻祖”名酒基因根植，双品牌多品系布局，全价位带均有可贡献增长的大单品。

数字化思辨：科技增密供应链，以消费者为中心提升竞争壁垒。近两年白酒行业渠道加速转型，C 端话语权提升，从线上渠道 GMV 高速增长到即时零售高势能切入，倒逼酒企多元化、扁平化布局渠道。参考美的集团、东鹏饮料的转型经验，数字化是推动 DTC 过程的必要工具，灵活的组织机制、精益化的渠道能力得以让“重塑渠道分润”环节更好推动。十四五以来公司以科技赋能供应链，生产端解决白酒降度痛点，渠道端提升管理效率，消费者端构建需求大模型，2024 年核心终端同比+40%，会员资产+60%；短期公司灵活调整数字化下分利模式、呵护渠道利益，远期有望反哺管理效率和销售增长。

增长逻辑：多价位发力，全国化推进。产品层面，高度国窖在千元价位稳住价格和份额优势，伴随经济修复、量价增长具备空间，低度国窖品价比突出，有望获得低度化红利顺势增长；大众价位特曲、头曲满足消费者日常需求，尤其 60 版渠道理性运作，较同价位单品生命线更长，老字号、头曲、二曲灵活匹配市场需求。区域层面，短期公司仍以聚焦川渝、华北粮仓市场实现费效比最大化，中长期通过百城 2.0 巩固终端，为全国化扩张储备力量。

投资建议：短期压力不改长期增长动能，维持“优于大市”评级。考虑到短期行业需求压力，公司仍以去库存、促动销为主，下修此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业总收入 305.9/308.4/333.3 亿元，同比 -2.0%/+0.8%/+8.1%（前值 +1.7%/+5.2%/+6.4%）；预计归母净利润 130.3/132.0/145.4 亿元，同比 -3.3%/+1.2%/+10.1%（前值 +0.5%/+4.5%/+7.1%），对应 2025/2026 年 12.9/12.7 倍 P/E。考虑到公司早于行业主动调整，多价位产品布局，以数字化工具培育消费者，看好经营久期；同时分红指引积极，预测 2025 年股息率 5.4%，支撑估值；给予合理估值 152.4-166.4 元，中值对应现价 40%上行空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济及需求复苏不及预期；全国化推进较慢；食品安全问题等。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 152.4-166.4 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.7%、风险溢价 7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的贵州茅台、五粮液、山西汾酒等酒企相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的成长空间和管理能力，在行业平均 PE 的基础上给予一定溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来三年收入同比-3.3%/+1.2%/+10.1%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来三年业绩的风险。

我们预计公司未来三年毛利率稳定在 87%左右，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来三年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

泸州老窖的全国化空间更多以来白酒行业需求的修复尤其是宏观经济回暖后商务场景活跃度提升，不确定因素较多。国窖品系当前占公司收入比例约 65%，多价位带产品共同发力下后续毛利率提升速度或有限。

白酒公司组织力依靠管理层的战略定力及执行力，后续公司可能存在管理层变动的风险。

市场风险

宏观经济增速不及预期；产业政策调整影响消费场景及需求下滑；白酒行业竞争加剧，国窖在高端市场份额提升有限；全国化推进不及预期；数字化工程推进不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	25952	33578	31189	34391	37579	营业收入	30233	31196	30588	30837	33326
应收款项	40	24	24	24	26	营业成本	3537	3888	3958	4032	4244
存货净额	11622	13393	12361	12529	13400	营业税金及附加	4133	4754	4619	4626	4999
其他流动资产	6317	2167	6118	6167	6665	销售费用	3974	3538	3671	3639	3833
流动资产合计	45358	50856	51385	54805	59364	管理费用	1139	1101	1216	1185	1236
固定资产	10332	9939	9998	9964	9860	研发费用	226	261	275	278	267
无形资产及其他	3398	3418	3281	3144	3008	财务费用	(371)	(489)	(241)	(323)	(387)
投资性房地产	1498	1320	1320	1320	1320	投资收益	85	(10)	250	108	116
长期股权投资	2708	2801	2801	2801	2801	资产减值及公允价值变动	63	28	28	28	28
资产总计	63294	68335	68785	72035	76354	其他收入	(126)	(215)	(139)	(141)	(130)
短期借款及交易性金融负债	79	3277	0	0	0	营业利润	17842	18207	17504	17674	19415
应付款项	2357	1844	1763	1760	1879	营业外净收支	(36)	(2)	0	0	0
其他流动负债	7635	9156	9046	8992	9548	利润总额	17806	18205	17504	17674	19415
流动负债合计	10071	14277	10809	10752	11427	所得税费用	4517	4708	4446	4454	4854
长期借款及应付债券	11499	6280	6280	6280	6280	少数股东损益	42	25	24	24	26
其他长期负债	193	270	270	270	270	归属于母公司净利润	13246	13473	13034	13196	14535
长期负债合计	11692	6549	6549	6549	6549	现金流量表（百万元）					
负债合计	21763	20827	17358	17301	17977	净利润	13246	13473	13034	13196	14535
少数股东权益	140	120	128	136	146	资产减值准备	(2)	(1)	(0)	(0)	0
股东权益	41391	47389	51299	54598	58232	折旧摊销	667	773	1105	1198	1268
负债和股东权益总计	63294	68335	68785	72035	76354	公允价值变动损失	(63)	(28)	(28)	(28)	(28)
关键财务与估值指标						财务费用	(371)	(489)	(241)	(323)	(387)
每股收益	9.00	9.15	8.86	8.97	9.87	营运资本变动	(2953)	3658	(3110)	(275)	(696)
每股红利	4.45	5.95	6.20	6.72	7.41	其它	23	9	8	8	9
每股净资产	28.12	32.19	34.85	37.09	39.56	经营活动现金流	10919	17885	11011	14099	15089
ROIC	30.74%	26.63%	27%	31%	33%	资本开支	0	(315)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	32.00%	28.43%	25%	24%	25%	其它投资现金流	(354)	(267)	0	0	0
毛利率	88%	88%	87%	87%	87%	投资活动现金流	(394)	(675)	(1000)	(1000)	(1000)
EBIT Margin	57%	57%	56%	56%	57%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	59%	59%	59%	60%	60%	负债净变化	6821	(3720)	0	0	0
收入增长	20%	3%	-2.0%	0.8%	8.1%	支付股利、利息	(6546)	(8757)	(9124)	(9897)	(10901)
净利润增长率	28%	2%	-3.3%	1.2%	10.1%	其它融资现金流	(2881)	15372	(3277)	0	0
资产负债率	35%	31%	25%	24%	24%	融资活动现金流	(2331)	(9584)	(12401)	(9897)	(10901)
股息率	3.9%	5.2%	5.4%	5.9%	6.5%	现金净变动	8194	7626	(2390)	3202	3188
P/E	12.7	12.4	12.9	12.7	11.5	货币资金的期初余额	17758	25952	33578	31189	34391
P/B	4.1	3.5	3.3	3.1	2.9	货币资金的期末余额	25952	33578	31189	34391	37579
EV/EBITDA	10.6	10.2	10.2	10.0	9.2	企业自由现金流	0	17206	9667	12799	13736
						权益自由现金流	0	28857	6571	13041	14026

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032