

2024 年五粮液研究报告：品牌、产品底蕴深厚_千元龙头整装待发

1 多重约束影响，估值出现折价

1.1 市场表现：2021 以来公司股价表现弱于市场

与贵州茅台相比，过去几年公司股价表现相对较弱。

2021 年初至今（2024 年 5 月 10 日），五粮液股价下跌 48%，同期申万白酒指数下跌 27%，沪深 300 指数下跌 30%，公司股价跑输大盘及板块。从估值看，相对于贵州茅台，五粮液估值也出现折价：2021 年下半年至今五粮液 PE-TTM 相对于茅台位于 0.70，低于 2020-21H1 的 0.93。

图1：2021年至今五粮液股价跑输白酒指数及沪深300



1.2 估值折价原因：业绩增速放缓后，市场对公司的担忧被放大，但只基于短期增速定价有失偏颇

收入增速放缓是市场预期降低的主因。2021Q3-2024Q1 公司单季度收入/归母净利润同比增速平均为 11.7%/12.8%，增长低于高端酒同业贵州茅台（16.4%/22.3%），在目前的资本市场环境中，我们认为增速放缓是公司估值出现折价的主因。

宏观经济增速放缓，渠道扰动因素增加，顺周期资产遭受市场质疑。2021年以来，受和经济增速放缓影响，白酒消费场景受损，尤其商务场景受影响较大。消费者和渠道的行为发生一些变化：消费者悲观预期下质价比诉求提升；渠道侧优化商业模式，追求高周转率，八代五粮液、水晶剑等强势流量单品快速进入微利状态，而基于高频渠道数据（回款、库存、批价）的投资人对白酒板块投资头寸减少。八代五粮液批价自然回落，渠道进入微利阶段后，市场担忧被放大。作为高端白酒的五粮液，批价回落后，市场担心2013-2015年行业大幅调整阶段重现，估值提前调整：自2021年高点（1000-1010元）至今，八代五粮液批价下降6.0%左右，当前在940-945元左右（2024年初至今已上涨20-25元，2023年初最低批价910-920元）。理性看过去三年的五粮液：我们认为随着公司体量增加，受制于宏观经济，资本市场基于短期增速定价，并将渠道层面的问题归结为价格管理能力有失偏颇。于经营层面而言，兼顾长期发展质量，收入适当降速，八代五粮液稳固基本盘，是基于存量环境的最优解——保存实力、以图发展。

2 五粮液品牌底蕴深厚，发展势能正在被激活

五粮液盈利能力弱于贵州茅台，规模效应未得到充分体现。公司白酒业务毛利率在82%上下，不及贵州茅台（2023年91%），全国化销售的规模效应未得到充分释放。五粮液

品牌、产品、渠道基础深厚，具有较大改革空间。公司具有名酒基因，优质产品储备丰富，渠道体系建设完备，长期的竞争优势明显。2024年春节，公司以动销为中心，八代五粮液、五粮液 1618、39

度五粮液、五粮春等产品动销均保持较快增长，在顺利开门红的同时，也为公司改革争取了时间，公司势能正在被逐步激活。

2.1 复盘历史：历次快速发展阶段都是改革的结果

复盘过去三十年：公司历次快速发展的阶段都是改革的结果。复盘公司发展历程，我们将其分为名酒沉淀期（1958-1990年）、龙头崛起期（1991-2010年）、深度调整期（2011-2016年）、二次创业期（2017年至今）四个阶段。在白酒行业发展不同阶段，市场核心竞争要素不同，公司改革与时俱进；历次周期中外部环境转好、行业需求回暖的阶段，公司改革效果顺势放大，实现收入快速增长。

具体看，在行业景气度上行阶段，公司改革举措效果最为显著：

1998年以前，扩产扩销，绑定大商，产品迅速铺市。我国白酒行业发展初期，行业的核心竞争要素是提升产品供应量以满足消费需求，公司在供不应求的卖方市场加快扩产速度，1994年公司年产能已达9万吨；同时，实行大商制度和OEM授权生产模式，率先将产品触达消费群体，建立明显的先发优势。1995-1998年公司收入/净利润CAGR分别达45.4%/36.6%。

2007-2011 年，聚焦产品、发展团购，改革初显成效。

2007

年起公司重点聚焦产品结构升级、着力发展面向企事业单位的团购渠道，同时解决了公司关联交易的问题；2007-2011 年公司收入/净利润 CAGR 分别达 29.1%/43.1%，估值 CAGR 为 19.9%（主因 A 股牛市泡沫去化），股价复合增速为 9.4%。

2014-2016 年，升级品牌、重塑营销，逐步走出困境。2014 年起公司集中资源打造五粮液“1+3+N”核心品牌矩阵，保证经销商盈利能力，组织上建立七大区域营销中心赋能渠道管控，各战区信心提振。随商务交流场景活跃度提升，公司基本面逐步回暖；2014-2016 年公司收入/净利润 CAGR 分别为 8.1%/7.8%，估值 CAGR 为 47.2%，股价复合增速为 32.7%。

2017-2020 年，二次创业、多维聚力，改革成效明显。行业深度调整后，公司正确看待自己的竞争地位——前有标兵，后有追兵。二次创业以来，产品、品牌、组织、渠道、激励等系列改革措施先后落地，聚焦战略单品、推动渠道扁平化&精细化、重塑量价关系等，切中此前产品冗杂、渠道下沉受阻、渠道利润恢复慢的痛点问题，核心优势不断巩固。伴随行业开启第三次消费升级，公司改革效果获得市场认可，基本面强势复苏，2017-2020 年公司收入/净利润 CAGR 分别为 23.8%/27.3%，估值 CAGR 为 44.3%，股价复合增速为 103%。

。

2.2 公司底蕴深厚，核心优势突出

经过几十年的发展，白酒行业已步入综合竞争阶段（产品、产能、组织、渠道、品牌等综合能力的竞争），依靠单一优势获得份额的“一招鲜吃遍天”时代已经过去，未来行业将演绎“强者恒强”，份额继续向综合能力突出的头部酒企集中。我们认为五粮液的竞争优势仍然明显，资本市场基于短期增速，对五粮液的定价有失偏颇。

复盘历史，白酒行业竞争要素经历以下几个阶段：

1994 年之前：卖方市场，供需驱动。白酒行业处于起步发展阶段，政策上仍受到粮食、价格管制等，产品较为稀缺，公司需要将产品触及消费者，培养其认知，因此充足的产能（由粮食、工艺决定）和丰富的产品是酒企最核心的竞争要素，酒厂靠近原材料地的山西、河南、山东等酒企具有生产优势，诞生了以汾酒为代表的公司。

1994-2012 年：信息不对称的买方市场，渠道驱动。当那时我国经济处于快速发展阶段，人口红利较为充足，白酒行业在迎来黄金发展十年，可供消费者选择的产品快速增加。酒企在已有产品基础上积极培育渠道，高举高打广告投放增加渠道露出，通过较高的渠道利润抢占经销商和终端市场份额，跑出了以五粮液、洋河为代表的公司。

2013

年至今：信息对称的买方市场，品牌驱动。宏观环境层面看，人口红利逐步减少、家庭逐步小型化，白酒行业在经历政策调整后商务场景需求增加，整体进入高质量发展阶段，消费者诉求强品牌、高品质的产品。酒企竞争要素演化为品牌、产品、组织、渠道等多方位的能力，跑出了以茅台、老窖为代表的公司。

2.2.1 品牌：传承名酒基因，群众基础较好

老八大名酒，品牌综合实力突出。五粮液是中国老八大名酒之一，历史悠久，其酿造技艺最初可追溯至盛唐“重碧酒”；明初以大米、高粱、糯米、小麦、玉米 5 种粮食为酿制原料的白酒最初成形，于清末正式得名“五粮液”。1963 年第二届全国评酒大会上五粮液在“八大名酒”中位列第一，在随后三届的评酒大会上连续上榜。发展至今，公司品牌综合实力突出，斩获国内外奖项众多，在 2023 年 1 月发布的《2023 年全球品牌价值 500 强》中五粮液以 302.9 亿美元的品牌价值位列第 59 位，品牌级别提升至全球最高级别 AAA+。

累计销量规模大，群众基础巩固。我们测算 2000 年至今五粮液累计销量近 330 万吨，约为茅台的 4.7 倍，意味着产品触达消费群体的次数更多；上世纪 90 年代起公司即实现了 10 万吨左右的年销售量水平（茅台酒约在 2007 年前后年销量突破万吨），虽然在当时埋下了 SKU

较为冗杂的弊端，但客观上五粮液品牌培育消费者的时间更长、覆盖受众的广度更大。当前浓香仍为我国第一大白酒香型，2023 年五粮液收入份额占比 27.3%，浓香龙头地位稳固。

图9：茅台和五粮液历年销量对比（吨）



与市场不同，我们认为品牌影响力需要兼顾量价，与贵州茅台相比，过去 6 年五粮液品牌力并没有出现明显下降。我们把消费品公司的品牌影响力定义为销售量和渠道批发价格的函数，当前市场估值给予价格因素较高的权重，但对于八代五粮液，产品本身相对于飞天茅台的金融属性较弱，其终端需求以消费者开瓶饮用为主，销售量的增加反应消费者触达率的提

升和消费氛围的增厚。按照“品牌影响力=销售量*渠道批发价格”的公式计算，2023年飞天茅台/八代五粮液的品牌价值分

别为 1555/551 亿元，2017-2023 年品牌价值复合增长率分别为 14.5%/17.4%，八代五粮液的品牌影响力并未出现明显下降。

2.2.2 产能：基酒产能充足，保障优质产品

基酒产能充沛，优质酒出酒率稳步提升。随着“少喝酒、喝好酒”消费观念深入，未来消费者对持续追求好品质产品，而产能将是保障品质的关键，我们认为优质酒产能将是下一阶段白酒行业竞争的重要变量。优质酒产能受到酒企总产能和优质酒出酒率的影响：

从现有产能看，公司历史上共进行 5 次大规模扩建，目前拥有窖池 3.2 万余口，商品酒年产能超过 10 万吨。二次创业以来公司开启“高质量倍增工程”，从产能规划、原酒储存、智能化改造等方面扩能增效，其中 2023 年底公司一期“10 万吨酿酒生产技改项目”正式投窖，预计至“十四五”末总产能将达到 20 万吨，基酒储存能力突破 100 万吨。我们认为未来白酒行业存量竞争中优质基酒和产品品质将成为关键要素之一，白酒基酒品质与储坛时间成正比，因此充足的基酒产能和储酒能力为公司生产优质产品提供保障。

从优质酒出酒率看，1) 浓香酒的优质酒出酒率与窖池窖龄高度相关，五粮液拥有全国数量最多的百年古窖池（174 口），其优品率达 60-75%；50 年以上窖龄窖池 679

口，优品率为 30%。2) 公司依托于得天独厚的自然生态环境和历久弥新的酿造技艺，形成了“一极三优六首创六精酿（1366）”的酿造文化，进一步赋能优质酒的产出。近年来公司优质品率不断提升，整体优质酒出酒率从 2018 年的 15% 提升至 2023 年的 23% 左右，预计未来优质酒有望进一步提升。

公司现存基酒优质且储备充分，是保障自身优秀产品力关键。我们将优质基酒的储备情况量化体现，截至 2023 年底公司存货中酒类账面价值 165.6 亿元，酒类库存总量 20.8 万吨，平均吨价 7.95 万元，处于行业较高水平。库存中半成品为可通过勾调、灌装、包装进行售卖的基酒，可代表基本处于可使用状态的产品情况。五粮液库存中半成品账面价值 115.4 亿元，半成品库存量 16.0 万吨，平均吨价 7.21 万元，基酒价值高于茅台（6.69 万元/吨，优质酒多为成品）、泸州老窖（2.13 万元/吨，库存中系列酒占比较高）。以上数据论证公司基酒价值量较高，判断优质基酒占比较高，为高端产品的生产和勾调提供优质酒体保障。

2.2.3 产品：以八代五粮液为基，产品矩阵丰富

2017 年二次创业以来，公司产品战略更加聚焦，目前公司形成了五粮液主品牌（1+3）和五粮浓香系列酒两大核心品

牌。新品开发与老品清退双线并行，整体上更加聚焦大单品，产品结构不断优化。

（一）五粮液主品牌方面，坚持完善“1+3”产品体系，巩固提升五粮液在高端及超高端市场的品牌影响力

目前五粮液主品牌“1+3”产品结构的已逐步稳定：“1”为核心大单品八代五粮液，包括两个侧翼产品低度五粮液和1618（2024年5月45度、68度五粮液焕新上市）；“3”按照金字塔结构布局，塔尖指501五粮液为代表的古窖系列，腰部为经典五粮液为代表的年份系列，塔基为文化定制酒系列（以IP、事件、区域、文化、跨界为5大主题）。

八代五粮液超级大单品，定位千元价位

五粮液经典产品发展百余年，沉淀了扎实的消费者品牌认知度。当前多楞角的玻璃圆通型包装源自1995年上市的第六代五粮液，后第七代水晶盒五粮液累计销售16年。2019年春，八代五粮液焕新上市，对品质、包装、防伪等进行升级，销售管理上配合提价、限额制、精准投放等措施实现控盘分利，批价在渠道管理和行业景气度共振下持续提升，经销商利润和信心改善。

经典五粮液定位超高端，助力公司品牌价值回归

经典五粮液具备战略意义，或成为公司打开超高端白酒市场的大单品。经典五粮液于2020年9

月推出，定位为五粮液高端战略级大单品、中国高端浓香白酒典范，产品在各方面强化了“年代”的特点，突出“经典”的特征，如口感特征在五粮液主体风格的基础上增添了陈香，包装采用历史第四代“梅瓶”，设计极具年代感。过去几年五粮液主品牌主要依靠量增驱动增长，八代五粮液在千元价格带已形成广泛的消费者认知，经典五粮液战略化运作或有望改善公司高端酒产品结构。

古窖系列树立价格标杆，非标文创酒加强品牌底蕴

古窖系列绑定明清窖池，突出“稀缺性”。2019年3月公司正式发布“501 五粮液”，产品限定为五粮液 501 车间明代古窖池基酒、30 年以上经验酿酒师酿造；每年限量发售 501 瓶，每一瓶对应限量编号，供给极具稀缺性，市场零售价定位 10 万元级以上。501 五粮液致力于树立公司超高端价格标杆，赋能五粮液产品收藏属性，对标茅台年份系列。目前已正式上市“501 五粮液·明池酿造”，预计进一步推出清池酿造产品补充产品矩阵。

发力高附加值非标酒赛道，夯实品牌文化底蕴。2020 年起公司设计中心搭建自身产品团队，经过 3 年左右的摸索，公司文创酒的设计能力大幅提升，已储备数款优质非标酒，如封藏酒、文化酒、创意酒等，相较于普通产品更具饮用、社交、文化、投资、收藏价值。2023 年公司非标产品作为 KPI 重点

，分担核心大单品八代五粮液的增长压力，相继推出“五福熊猫”“和美中国”系列、紫气东来等文化概念类产品，明确发售数量限制，提高 IP 稀缺属性。

（二）系列酒产品方面，集中资源打造全国大单品，放大五粮浓香品牌价值

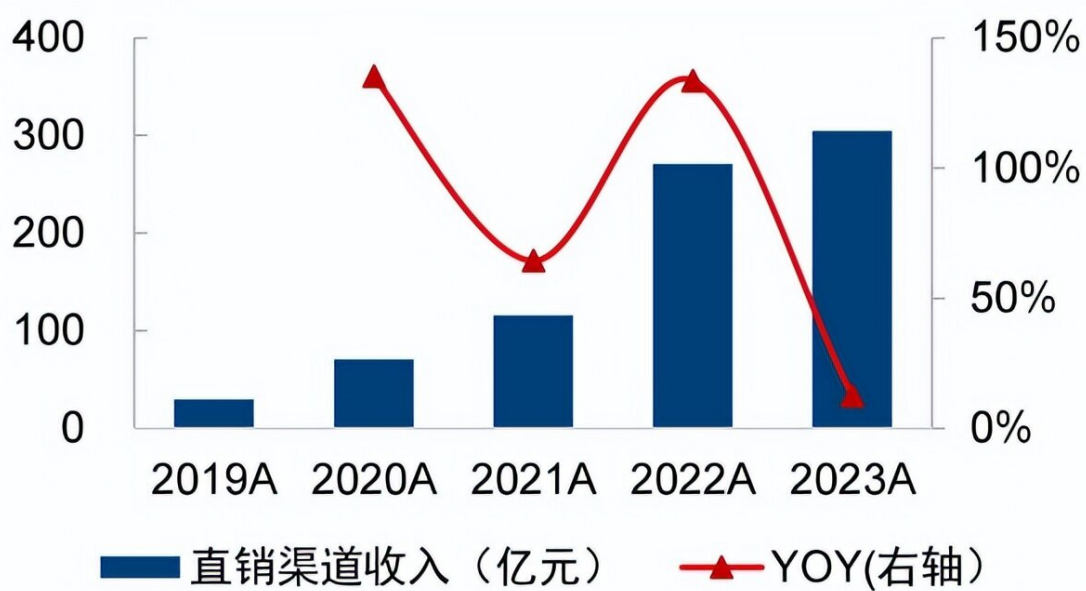
过去几年系列酒整合、清退、聚焦，产品结构升级。2019年五粮系列酒公司完成整合，重塑四大全国化品牌、四大区域性品牌定位；2022年起进一步将产品战略转移聚焦至4个全国性大单品上，对同质化SKU进行瘦身，统一规划管理、投入资源、提升产品销售效率。2023年3月公司将“宜宾五粮浓香系列酒有限公司”名为“四川五粮液浓香酒有限公司”，进一步弱化“系列”的概念，突出“浓香”品牌价值，和主品牌实现概念共振，从而提升五粮液整体品牌实力。

全国性4大品牌覆盖各价格带，定位逐步清晰。1）五粮春成功换代，成交价在200元左右，当前价格带成熟，产品销售进入上行通道；2）五粮醇渠道精细化运营，打造“美好生活品牌”IP，今年计划用宴席政策扩大市场；3）五粮特曲定位高端多粮酒，以金彩版为大单品，用艺术活动赋能品牌文化；4）尖庄在全面精简SKU后，将坚持推高光、控荣光、补盒装，同时加强核心终端建设。目前五粮浓香产品线已基本梳理到位，未来有望稳步贡献收入及利润增长。

2.2.4 渠道：建立立体分销体系，优化传统经销商结构

公司具备全国化的分销体系，构筑了立体化的分销体系。经过多年发展，目前公司已经建立比较发达的全国化经销体系，结构上以经销渠道为主，占比约 60%，同时不断加大直营比例，以提供公司运营消费者的能力，2023 年公司直销渠道收入占比为 37.3%，较 2020 年提高 23.8pct。经销模式方面，公司以传统渠道运营商为主，不断优化经销商结构，以五商供应链公司基础，拓展 KA 卖场等线下销售渠道作为补充。直销模式方面，公司继续重点运营团购渠道，迭代升级五粮液专卖店，补充天猫、京东、微信官方旗舰店等电商平台，以适应新阶段行业渠道体系的变革，公司对渠道掌控力得到提升，直销渠道收入占比稳定在 40%左右。目前公司线下线上销售渠道覆盖华东、华西、华南、华北、华中，公司已具备适应全国化销售的渠道网络。

图 25：2019-2023 年公司直销渠道收入及同比增速



打造哑铃型经销商结构——“大商体量大实力雄厚、小商多且小而美”，公司传统经销渠道结构不断优化，为长期量价平衡打下坚实基础。

运营资金和资源能力较强、品牌忠诚度较高的大型经销商，仍是五粮液经销商体系的核心所在。白酒行业发展至今，渠道模式愈发多元化，大商和小商并没有绝对的优劣，两种模式各有利弊。与小商相比，大商的抗风险能力较强，对品牌粘性较高，在行业需求波动阶段中保证公司业绩增长的确定性，公司销售规模大，大商资源禀赋充足，有助于公司进行全国化分销，配合公司做市场秩序管理工作。

为更加适应精细化的渠道管控模式，2017年二次创业以来公司通过“补商计划”扩招3-5吨体量的小经销商入伍，并对原经销商进行结构优化，降低对特大型经销商的依赖度。截至2023年底，公司经销商数量总计3384名（其中五粮液品牌经销商2570个），比上年同期净增加240家；前五大客户销售收入占比为13.6%，处于良性、稳定水平。

数字化工具赋能渠道管理，提升渠道控盘分利效率。为配合八代五粮液的销售，公司上线一物一码的数字化管理系统，将“箱-盒-内码”三码绑定，通过“经销商-终端店-消费者”层层扫码，精细化地监控跟踪货流，赋能厂商进行商家、库存、价格等市场秩序的管理工作，进而实现渠道利润的再分配。其中，经销商扫码后获得的动态积分与全年考核评优挂钩，消费者扫码后对应终端亦可获得返向奖励；同时，公司通过监控产品流向数据甄别市场间窜货行为，对优质经销商予以奖金、配额的倾斜，惩罚、清退操作不规范的经销商，提升市场秩序的管控效率，保障产品量价正循环。

团购渠道禀赋占优，承担直销渠道中主要增量。我们认为公司发力团购渠道具有天然优势：1) 白酒厂商开展“名酒进名企”等活动需要利用地区核心大商的社会、资金等资源；公司优质大商资源丰富，近年来通过优化结构、改善盈利、加强监管等进一步提升与大商的利益绑定，有利于撬动地方核心企事业单位、核心意见领袖等优质社会资源。2) 五粮液品牌认知度较高，八代五粮液是流通市场上的“硬通货”，开展团购工作时消费者教育成本较低，超高端产品的导入和培育较为容易。近年来公司通过开发企事业合作、开展品鉴会等活动，2020-2023年每年协同经销商走进5000余家企业与组织，团购渠道突破持续获得亮眼表现。2024年公司调减传统渠道配

额 20%（以 2023 年实际销售量为基础），调整部分导入至其他渠道，预计团购渠道将承担主要增量。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/206113020203010141>