

食品饮料行业跟踪周报

白酒板块：短期关注端午动销及回款表现，估值当前仍具长期性价比

增持（维持）

2023年06月19日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

投资要点

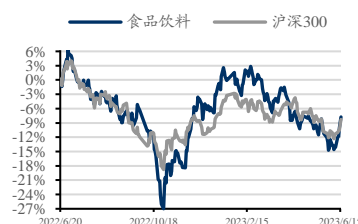
■ **白酒板块：估值极具性价比，低预期下布局时点显现。**目前白酒板块整体估值水平在 20-30 倍，极具性价比，本周央行下调 7 天 OMO 利率，在流动性边际改善下带动市场情绪回暖，板块具备整体进攻性。

■ **酒企端：销售工作正常推进，对于后续的销售保持乐观。**1) **茅台：全方位构建五线生态体系，高质量发展战略再升级。**五线发展道路进一步升级至五线生态体系，将“美学”作为企业哲学、生态作为公司发展逻辑。其中蓝线聚焦“增长”、绿线聚焦“绿色”、白线聚焦聚焦“动力”、紫线聚焦“文化”、红线聚焦“安全”。2) **五粮液：完善 1+3 产品矩阵，持续优化产品结构。**公司将继续巩固提升八代五粮液千元价位带核心大单品地位，坚持经典五粮液核心战略产品地位，针对性推出限量定制版经典系列产品。浓香系列酒方面，集中力量打造五粮春、五粮醇、特头曲、尖庄 4 大单品。3) **汾酒：营销改革思路清晰，复兴征途步履再提升。**持续完善“五个聚焦”：营销发力、品质路线、文化赋能、深化改革、管理优化。渠道方面，公司通过构建四大体系系统性进行管控：构建扫码、资源配置、总部大后台支撑的营销管理体系、过程+结果的双重考核激励体系，高质量发展后劲十足。4) **舍得酒业：产品结构稳步升级，打造多品牌矩阵。**公司坚持落实多品牌矩阵，推动核心大单品发展，强化舍得品牌渠道优势，独立运营沱牌打开发展空间，同时加速夜郎古融入整个生态体系，以完成浓酱并重，内外并举的矩阵。品类中首要使命是品味舍得单品过百亿，二是藏品舍得 10 年过 10 亿；三是沱牌特级单品过 10 亿。5) **洋河：推进建设高端品牌，数字化营销持续赋能。**公司推进高端品牌持续建设，加大对高端产品圈层开发、品牌培育等费用的支持力度，依靠有实力经销商+联盟体系在市场上进行推广。区域方面，今年回归深耕大本营，机制上战区管战、权力下放、内部人员能上能下，省外现阶段重点是以梦 6+ 为核心产品进行运作。6) **今世缘：夯实省内优势，省外调整发展战略。**产品方面，四开、二开仍为公司两大重点单品，四开是品牌主干体系。六开定位四开之上（800 元以上），向上拉升国缘品牌。V3 在省内继续深耕，省外点状布局。区域方面，继续扩大产品在江苏省内特别是南京市场上销售总量和产品结构的优势，省外市场坚定聚焦国缘品牌，聚焦突出周边市场，从原来以今世缘品牌为主，转变为以国缘品牌为主，推动产品结构向上提升。7) **老白干：战略重心清晰，费用精准投放。**产品重心要放在 300 元以上，省会石家庄是第一战场，同时持续推进渠道模式改革，加强预算管理，通过营销改革实现收入突破，全年来看费用率持续改善。

■ **白酒板块观点：短期市场预期低点，中长期势头不改。**前期悲观主要来源于当下弱动销复苏反馈，市场整体预期较低，但全年复苏路径向前。短期关注端午动销和后续回款表现。中长期来看：1) 行业集中度提升趋势不改，居民追求美好生活品质不变，优质酒企份额持续提升，价增长期仍有空间。2) 酒企对于长远规划清晰，保持稳健进度的同时积极促动销稳价盘，长远健康发展奠定基础。重点推荐泸州老窖、舍得酒业，关注预期低点标的。

■ **风险提示：宏观经济波动、消费需求恢复不及预期、食品安全问题。**

行业走势



相关研究

《白酒企业股东大会传递积极信号，行业向上趋势不改》

2023-05-29

《2022 年报&23Q1 白酒行业总结：行业向上趋势不改，放量推动增长，部分利润超预期》

2023-05-03

内容目录

1. 周专题：优质酒企积极作为，中长期发展势头不变	4
1.1. 板块估值性价比彰显，把握布局时点.....	4
1.2. 酒企端：积极作为，战略定力充足.....	4
1.3. 中长期板块向好趋势不变，结构性机会仍存.....	6
2. 白酒板块观点	8
3. 重点产品批价跟踪	8
4. 风险提示	9

图表目录

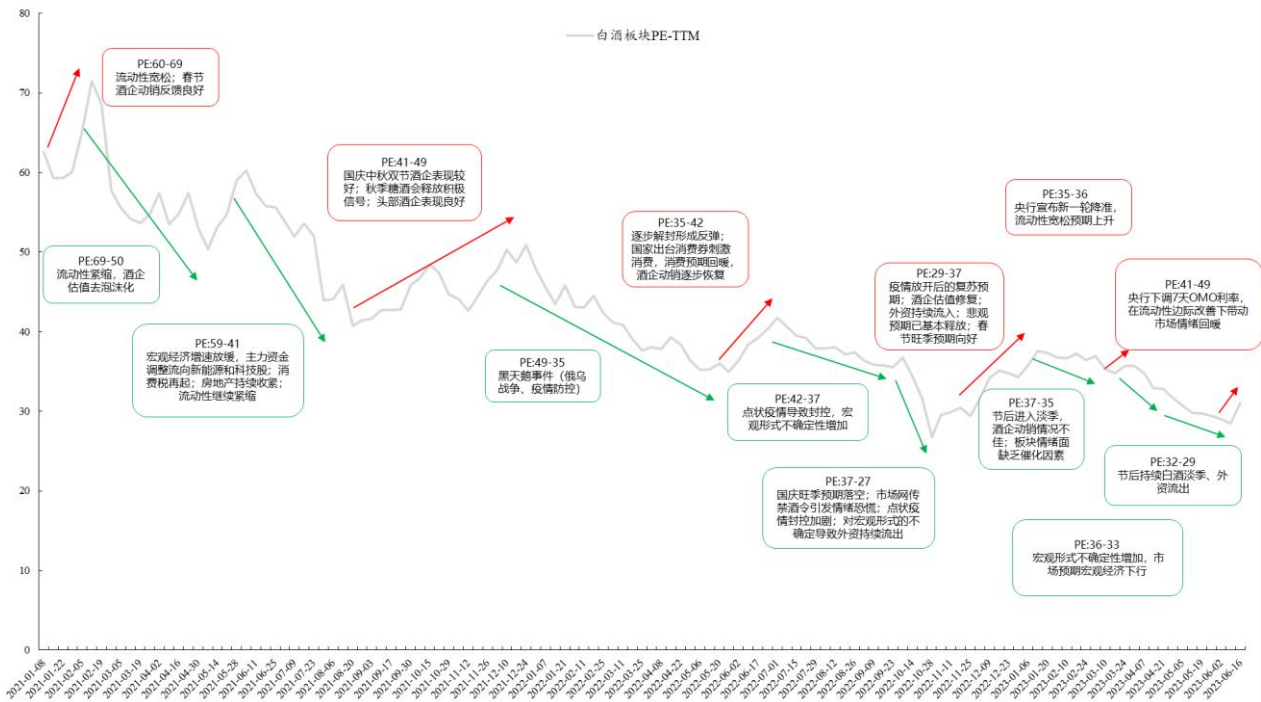
图 1: 白酒板块 pe 复盘.....	4
图 12: 飞天茅台 23 年批价走势.....	8
图 13: 飞天茅台 22 年批价走势.....	8
图 14: 茅台 1935 批价走势.....	9
图 15: 五粮液及国窖 1573 批价走势.....	9
图 16: i 茅台销售数据	9
表 1: 主要酒企十四五规划目标.....	6
表 2: 主要酒企股息率 (%)	7
表 3: 主要酒企分红率 (%)	7

1. 周专题：优质酒企积极作为，中长期发展势头不变

1.1. 板块估值性价比彰显，把握布局时点

估值极具性价比，低预期下布局时点显现。目前白酒板块整体估值水平在 20-30 倍，极具性价比，本周央行下调 7 天 OMO 利率，在流动性边际改善下带动市场情绪回暖，板块具备整体进攻性。

图1：白酒板块 pe 复盘



数据来源：wind、东吴证券研究所

1.2. 酒企端：积极作为，战略定力充足

酒企端销售工作正常推进，对于后续的销售保持乐观。近期我们参加了各酒企股东大会，感受到当前酒企基本面向好，动作不断，持续推进产品结构升级、进行消费者教育，持续推动渠道体系优化主动作为，战略定力不动摇。

茅台：全方位构建五线生态体系，高质量发展战略再升级。2022 年公司股东大会董事长将五线发展道路进一步升级至五线生态体系，将“美学”作为企业哲学、生态作为公司发展逻辑。其中蓝线聚焦“增长”，打造美的产业生态、产品生态和渠道生态，坚持产业链横纵延伸、产品端建立完整产品带和价格带、调控收藏老酒量价，渠道端推动各渠道相互协同；绿线聚焦“绿色”，打造美的质量生态和自然生态；白线聚焦聚焦“动力”，通过科技、数字化、改革和开放形成推动可持续发展动力体系，现；紫线聚焦“文化”，打造美的文化生态和共同体生态；红线聚焦“安全”，打造包括安全生产体系、环境治理体系、风险防控体系在内的美的安全生态。公司将“五线”通过美学串联，通过

全方位生态体系的构建，有望推动更稳定、可持续、长久发展。

五粮液：完善 1+3 产品矩阵，持续优化产品结构。公司将继续巩固提升八代五粮液千元价位带核心大单品地位，坚持经典五粮液核心战略产品地位，针对性推出限量定制版经典系列产品。浓香系列酒方面，集中力量打造五粮春、五粮醇、特头曲、尖庄 4 大单品，五粮春在五一期间开瓶达到 10 万瓶，创历史新高，主要是以新品为核心大单品巩固次高端核心地位；五粮醇通过宴席政策投放扩大市场份额；五粮特曲精彩版、五粮头曲红玉版作为大单品，尖庄做大盒装酒以及核心终端持续建设。低度酒方面，坚持低度不低价，公司为行业内最早实施低度酒战略，通过红包扫码持续拉动开瓶，文化酒为公司首创，也是公司今年发展重点之一。

汾酒：营销改革思路清晰，复兴征途步履再提升。公司持续完善“五个聚焦”：营销发力、品质路线、文化赋能、深化改革、管理优化。分产品看，玻汾占领清香消费群体；巴拿马/老白汾加大市场投入，进一步提高市占率；青花以青 20 为基准线，向上拉升青花 30、40 的高端品牌引领消费升级，青花系列做好市场投入，进一步提高利润；竹叶青做好市场定位和市场细分，通过渠道深耕、终端有效推广/推荐提高品牌知名度；杏花村中高端重点为确定好重点市场，加大市场投入，进一步释放发展动能。渠道方面，公司通过构建四大体系系统性进行管控：构建扫码、资源配置、总部大后台支撑的营销管理体系、过程+结果的双重考核激励体系，高质量发展后劲十足。

舍得酒业：产品结构稳步升级，打造多品牌矩阵。公司坚持落实多品牌矩阵，推动核心大单品发展，强化舍得品牌渠道优势，独立运营沱牌打开发展空间，同时加速夜郎古融入整个生态体系，以完成浓酱并重，内外并举的矩阵。分产品看，藏品十年新品预计今年 6 月份上市，招商客户相对更优质，占领千元价位带；舍得鉴藏不进入流通渠道，为全封闭式全程直销产品，只满足小范围需求，23 年目标 1-2 亿元。品类中首要使命是品味舍得单品过百亿，二是藏品舍得 10 年过 10 亿；三是沱牌特级单品过 10 亿。23 年公司将进一步深入融入复星生态，加强深度绑定，品牌端置顶东方生活美学，继续落实老酒战略、多品牌矩阵、年轻化和国际化四大战略，围绕战役、过程、破圈、爆品四个关键词推动管理思维转变，扎实推进销售、管理等多方面工作，发展动能充足，目标清晰，战略坚定，路径可行。

洋河：推进建设高端品牌，数字化营销持续赋能。公司推进高端品牌持续建设，加大对高端产品圈层开发、品牌培育等费用的支持力度，打造高端品质特色、价值体系、销售模式，依靠有实力经销商+联盟体系在市场上进行推广。数字化方面，公司计划在推出全员营销和企购两个项目，旨在实现与异业合作伙伴的整合，并将其纳入整个渠道运营体系中，始终坚持以市场和服务为导向，加快市场销售过程管理和团队管理，增强总部与事业部之间的协同作战能力。区域方面，今年回归深耕大本营，机制上战区管战、权力下放、内部人员能上能下，省内在产品布局、终端扫码、苏南重点市场发展区域仍有很大空间；省外得益于营销网络优势和营销团队，现阶段重点是以梦 6+为

核心产品进行运作。

今世缘：夯实省内优势，省外调整发展战略。产品方面，四开、二开仍为公司两大重点单品，四开是品牌主干体系。六开定位四开之上（800元以上），向上拉升国缘品牌。V3 在省内继续深耕，省外点状布局。区域方面，继续扩大产品在江苏省内特别是南京市场上销售总量和产品结构的优势，会继续扩大在淮安市场的主导地位，同时在更多的地级市占据第二、第三的市场份额，省外市场坚定聚焦国缘品牌，聚焦突出周边市场，从原来以今世缘品牌为主，转变为以国缘品牌为主，从原来以四开大头、次高端为主，升级为以六开为主，协同带动四开对开发展，推动产品结构向上提升。

老白干：战略重心清晰，费用精准投放。产品方面，产品重心要放在 300 元以上，不追求短期上量。次高端以上重点聚焦 1915，老白干 20/30，甲等 15/20；市场方面，省会石家庄是第一战场，唐山经济更好要进行重点攻克，衡水是基地市场要稳住。渠道方面，铺货要做，消费者是第一位；遴选有能力的门店，持续推进渠道模式的改革，配合推次高端价位段产品；费用方面，一方面加强预算管理，加大投放的检查力度，每月战略办公室专门汇报降本增效的原因，每季度召开五厂的预算分析会，效果逐步显现。另一方面，通过营销改革实现收入突破；全年来看费用率持续改善。考核方面，21 年开始对业务员考核调整，更注重过程及出库情况；22 年中开始渠道库存持续监控管理，23Q1 库存已处于相对合理区间。

1.3. 中长期板块向好趋势不变，结构性机会仍存

行业集中度持续提升，积极把握结构性机会。中长期来看，行业集中持续提升趋势不变，仍存在结构性机会，临近端午，相应宴席政策出台，有序发货，宴席消费保持积极，优质酒企表现稳定，积极推进产品结构升级、消费者培育等，动作持续，目标坚定。

表1：主要酒企十四五规划目标

酒企	十四五期间规划
贵州茅台	集团：营收达 2000 亿元；利税达 1800 亿元；世界 500 强 集团：酒业主业销售收入；多元产业销售收入均超 1000 亿元；世界 500 强
五粮液	股份：销售收入超 1000 亿元；利税达 800 亿元；原酒产能达 20 万吨；基酒储存能力达 100 万吨
泸州老窖	国窖 1573 销售收入达 300 亿元；重回中国白酒行业“前三”
山西汾酒	晋升行业第一阵营，2025 年，实现营收 500 亿。
水井坊	成为高端浓香头部品牌之一
舍得酒业	打造老酒品类第一品牌
酒鬼酒	营业收入短期达 30 亿元、中期超 50 亿元、远期达 100 亿元
洋河股份	营收年增长率保持 10%以上
今世缘	营收过 100 亿元（争取 150 亿元）；市值超千亿
古井贡酒	营收超 200 亿元
迎驾贡酒	营收达 100 亿元
口子窖	营收达 100 亿元

老白干酒	销售收入保持 30% 增速；净利润增速达 30%；河北市场占有率达 30%
顺鑫农业	牛栏山：白酒营收达 200 亿元
伊力特	营业收入达 50 亿元；利润总额达 14 亿元；白酒销量达 5 万吨
金徽酒	2023 年拟实现销售额 30 亿元，实现净利润 6 亿元。
金种子酒	销售收入达 50 亿元

数据来源：公司公告、酒业家、微酒、东吴证券研究所

表2：主要酒企股息率（%）

酒企	2018	2019	2020	2021	2022
贵州茅台	1.86	1.23	0.85	0.94	2.52
五粮液	2.56	1.28	0.75	1.16	1.67
泸州老窖	3.07	1.79	0.70	0.81	1.45
洋河股份	2.69	2.90	1.27	1.81	1.87
山西汾酒	1.71	0.84	0.24	0.05	0.63
古井贡酒	1.85	1.10	0.55	0.59	0.82
今世缘	1.73	1.01	0.71	0.83	1.15
口子窖	2.14	2.73	2.18	1.68	2.59
老白干酒	1.16	1.37	0.48	0.54	0.54
迎驾贡酒	4.96	3.51	2.01	1.01	1.43
水井坊	1.96	2.21	1.75	1.00	0.89
舍得酒业	0.19	0.34	0.23	0.11	0.50
酒鬼酒	0.94	0.42	0.13	0.33	0.94
伊力特	1.92	2.16	1.55	1.49	1.67
金徽酒	2.05	1.27	0.46	0.62	0.82
金种子酒	0.22	0.24	0.00	0.00	0.00
顺鑫农业	0.47	0.22	0.21	0.26	0.08

数据来源：wind、东吴证券研究所

表3：主要酒企分红率（%）

酒企	2018	2019	2020	2021	2022
贵州茅台	51.88	51.90	51.90	51.90	51.90
五粮液	49.30	49.07	50.19	50.19	55.00
泸州老窖	65.13	50.17	50.02	60.01	60.00
洋河股份	59.42	60.99	60.04	60.20	60.08
山西汾酒	44.56	40.46	16.98	41.33	50.03
古井贡酒	44.56	36.01	40.73	50.61	50.45
今世缘	35.98	35.28	36.03	36.25	36.37
口子窖	58.72	52.32	56.14	51.84	58.06
老白干酒	98.50	33.29	43.06	35.25	38.78
迎驾贡酒	71.92	60.19	58.74	52.10	51.61

水井坊	96.28	85.72	80.13	30.49	30.07
舍得酒业	10.06	0.00	14.30	21.32	29.65
酒鬼酒	21.89	21.70	46.27	47.28	40.28
伊力特	35.75	42.59	55.90	61.87	116.97
金徽酒	34.06	78.15	36.74	34.35	54.30
金种子酒	9.68	0.00	0.00	0.00	0.00
顺鑫农业	34.50	13.75	17.66	18.13	0.00

数据来源：wind、东吴证券研究所

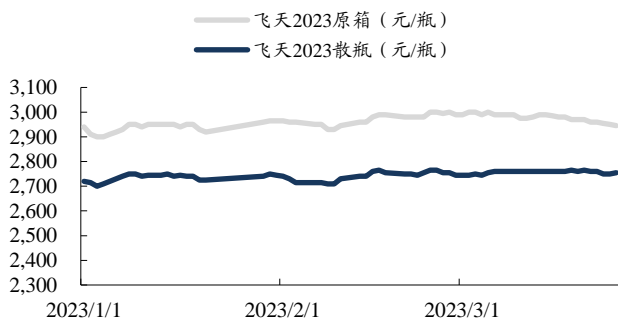
2. 白酒板块观点

短期市场预期低点，中长期势头不改。前期悲观主要来源于当弱动销复苏反馈，端午临近，市场整体预期较低，但全年来看，复苏路径向前。短期关注端午节动销和后续回款表现。中长期：1) 行业集中度提升趋势不改，居民追求美好生活品质不变，优质酒企份额持续提升，价增长期仍有空间。2) 酒企对于长远规划清晰，保持稳健进度的同时积极促动销稳价盘，长远健康发展奠定基础。我们长期看好板块的发展，当前估值具备长期性价比，重点推荐泸州老窖、舍得酒业、五粮液、洋河，此外建议关注预期低点的，如顺鑫农业、老白干、酒鬼酒。

3. 重点产品批价跟踪

高端白酒批价：截至本周六（20230617），茅台 23 年整箱批价 2950 元/瓶（单位下同），环比前一周下降 10 元，23 年散瓶批价 2810 元，环比前一周持平，茅台 1935 批价 1040 元，环比前一周下降 30 元；五粮液批价 965 元，环比前一周持平；国窖 1573 批价 895 元，环比前一周持平。

图 12: 飞天茅台 23 年批价走势



数据来源：渠道调研、茅粉鲁智深、东吴证券研究所

图 13: 飞天茅台 22 年批价走势



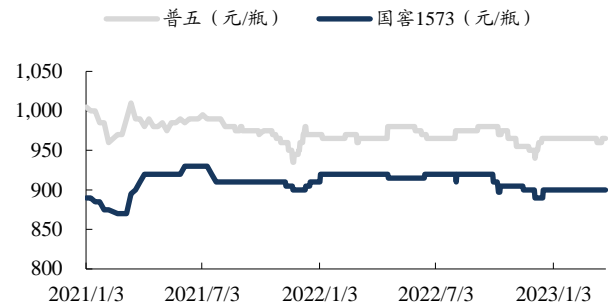
数据来源：渠道调研、茅粉鲁智深、东吴证券研究所

图 14: 茅台 1935 批价走势



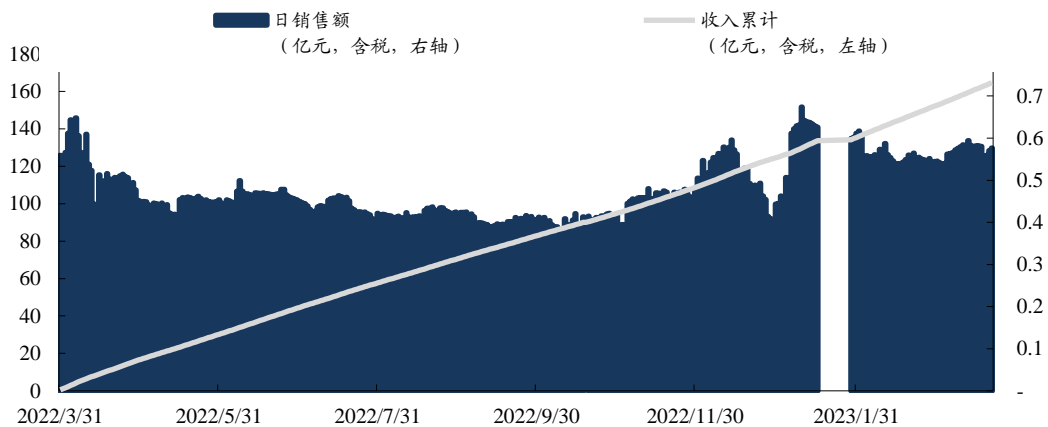
数据来源: 渠道调研、茅粉鲁智深、东吴证券研究所

图 15: 五粮液及国窖 1573 批价走势



数据来源: 渠道调研、今日酒价、东吴证券研究所

图 16: i 茅台销售数据



数据来源: i 茅台 APP、东吴证券研究所

4. 风险提示

- 宏观经济波动。
- 消费需求恢复不及预期。
- 食品安全问题。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>