

白酒核心标的当前空间如何看

行业评级：推荐

行业走势图



龙头为王、比拼抓手

华西食品饮料组

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

中秋白酒行业前瞻

- **产业角度——行业仍在加速出清，行业品牌集中化趋势加强。**根据国家统计局的数据，2023年1-6月全国规上白酒企业产量209.7万千升，同比-14.8%。对行业和基本面的综合判断下我们认为，23年以来各价位段龙头还能做到持平或增长，其他品牌实际动销在持平或下滑的边缘，中小企业在持续出清。
- **需求角度——消费者龙头优先的思维下，比拼品牌积淀和场景刚需。**以下标的有望受益，龙头优先角度下，我们认为高端龙头茅五；次高端龙头剑南春、汾酒和习酒；地产酒龙头徽酒古井、迎驾和苏酒龙头洋河、今世缘具备在品牌或场景角度被消费者刚需选择的能力，因此在行业压力下拥有相对较强的抗风险能力。
- **竞争角度——面对统一的行业问题，有组织、战术、策略和资源的企业有望率先跑出困境。**我们认为下线品牌既要面对统一的行业压力，又要面对龙头通过品牌和刚需对市场份额的防守，需要有独立的组织、战术、策略和资源思考及动作才能在行业困境中率先跑出。如次高端行业面对激烈竞争如何进行渠道价值链疏通、意见领袖培养和消费者培育；地产酒如何进行意见领袖圈层深度教育；光瓶酒价格带升级的组织及战术支撑等。
- **风险提示：经济恢复较弱导致需求减弱、经营管理风险、行业竞争加剧的风险、食品安全问题等。**

重点公司										
股票代码	股票名称	投资评级	EPS(元)				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	买入	49.93	58.55	68.02	78.85	38	32	28	24
000858.SZ	五粮液	买入	6.88	8.00	9.15	10.44	26	22	19	17
600809.SH	山西汾酒	买入	6.65	8.64	11.13	13.95	35	27	21	17
600702.SH	舍得酒业	买入	5.10	6.42	8.15	10.06	28	22	18	14
000596.SZ	古井贡酒	增持	5.95	8.10	10.30	12.79	45	33	26	21
603198.SH	迎驾贡酒	增持	2.13	2.65	3.24	3.90	33	26	21	18
002304.SZ	洋河股份	买入	6.22	7.34	8.50	9.74	23	19	17	15
603369.SH	今世缘	买入	2.01	2.50	3.19	3.96	30	24	19	15

资料来源：wind，华西证券研究所（收盘价截止2023年8月8日）

目录

- 01 白酒板块投资策略
- 02 核心标的观点
- 03 风险提示



01 白酒板块投资策略

23H2白酒板块主要观点和投资策略——高端

- **板块现状：**场景上来看，高端需求更偏重要的政商务消费，品牌实力越强终端需求刚性更强抗风险能力也更强；价格上来看，高端注重品牌口碑和溢价，竞争门槛高，品牌价值稀有。因此我们认为高端价格带整体需求相对稳定，其中茅五需求稳健，国窖1573需求相对偏弱。
- **投资建议：**当下行业普遍承压，高端自身抗风险能力比较强，业绩确定性相对更强，因此我们认为在短期经济政策催化下，首推高端优质公司。

品牌分级	品牌特点	长期预期	综合评价	评级
茅台	超高端唯一代表，几乎全国的高端意见领袖引领消费	★★★★ ★★	★★★★ ★★	买入
五粮液	高端龙头品牌，在探索深度全省化和结构升级	★★★★ ★★	★★★★ ★★	买入

23H2白酒板块主要观点和投资策略——次高端

- 板块现状：**次高端价格带根据品牌强弱分为汾酒，和舍得、酒鬼、水井等其他品牌两类。我们认为从22年下半年开始行业逐渐进入加库存周期，进入23年以来除春节外的弱需求、高库存的背景下，终端的回款目标达成和动销压力都在逐步加大。我们判断当前次高端价格带各品牌的回款及动销压力，基本根据品牌和组织能力强弱排序，相对而言汾酒回款压力较轻（从汾酒上半年经营公告业绩超过市场预期也可以看出）。
- 板块逻辑：**次高端的应用场景主要是中小企业主导的商务消费以及婚寿宴席场景为主，刚性需求相对高端弱一些，品牌和价格带选择也相对多样化，地产酒次高端和二线次高端名酒品牌数量多，部分消费者和中小企业需求存在一定的价格导向，因此品牌之间具备一定的可替代性，构建深度的区域板块难度都比较大。
- 投资建议：**我们认为即使在短期政策催化下，次高端高成长性和高业绩弹性的角度面对当前实际的板块现状存在一定压力，短期资金炒作后期可能被实际基本面证伪，看好次高端中确定性较强的标的，如汾酒。

品牌分级	代表品牌	品牌特点	长期预期	综合评价	评级
一线	山西汾酒	品牌有影响力，但放眼全国没有刚需；汇量增长为主，过了早期高成长后，容易遇到区域板块建设不深、整体增速下降、增长质量不高等问题 本质上是解决深度需求问题	★★★ ★	★★★ ★	买入
二线	舍得、酒鬼、水井		2★-3★	2★-3★	舍得：买入 酒鬼：买入 水井：增持

23H2白酒板块主要观点和投资策略——地产酒

- **板块现状：**我们认为当前地产酒整体分为三类——扎根本土并走向全国化、区域性、仍处调整期
- **板块逻辑：**整体来看，我们认为地产酒的区域局限性比较强，一般扎根一个省并且在几个地级市比较强势。像洋河、古井等少数品牌扎根本土后实现一定的全国化推进；但大部分只是实现了省内甚至部分地级市的相对强势，甚至还有部分仍然在调整期（刨去上市公司，还有大量未上市地产酒品牌，比如白云天、四特、景芝、北大仓、丰谷等）
- **投资建议：**
 - 我们认为当前古井、今世缘、迎驾的基本面和公司质地均较好，但股价在相对高位，给予古井增持、迎驾和今世缘买入评级；
 - 我们判断洋河、口子窖、金徽酒等虽然基本面也不错，但是估值偏高（如金徽酒wind一致预测PE33倍），给予洋河买入评级、口子窖增持评级；
 - 我们判断调整期的品牌，如有底部反转预期的金种子，基本面基本上还在比较左侧的位置，给予买入评级。

品牌分级	代表品牌	品牌特点	长期预期	综合评价	评级
本土强势+全国化	古井、洋河、今世缘	本土实现了高占有，寻求全国化的可持续增长，品牌间各有优势也各有硬伤，增长质量各有区别	★★★★ ★	★★★★ ★	古井：增持 洋河：买入 今世缘：买入
区域性品牌	口子窖、迎驾、老白干、金徽酒等	本土实现了一定发展，但是深度全省化没有完成，在探索省内的占有率提升及结构升级	★★★★	★★★★	口子：增持 迎驾：买入
调整期品牌	金种子、伊力特、天佑德等	还在调整期，公司战略、营销体系、可持续发展动力还没有构建完全	★★★★	★★★★	金种子：买入
光瓶酒品牌	顺鑫农业等	市场高预期+公司强指引，与公司之间的矛盾	★★★★	★★★★	顺鑫农业：增持



02 核心标的观点

贵州茅台——高确定、中低弹性，买入评级

- 公司逻辑：**我们认为茅台是品牌导向下的顶级商业模式之一，长期的意见领袖培育成就茅台在超高端白酒价位消费力的坚挺，也成为了中长期收入业绩确定性和稳定性增长的支撑。
- 基本面现状：**我们认为茅台整体基本面稳定，本周飞天整箱/散瓶批价2940/2720元/瓶，基本持平，库存较低。市场对茅台直营比例达到44.5%（23H1数据）后，大单品提价压力下长期的业绩增长稳定性存在担忧，但我们认为从产品供需角度品牌仍然维持良好的需求弹性和溢价空间，同时茅台酒品类下延伸的非标酒承担了部分的结构升级压力，并且公司也在寻求全价位段大单品的打造（如千元价格带的1935，和今年新推出的百元价格带台源等）。
- 投资建议：**我们认为公司高确定、中低弹性；在白酒（中信）23年初至今涨跌幅-6.3%的行业压力下，茅台仍保持涨跌幅+11.3%的行业领先水平，得益于公司优秀的质地和收入业绩高确定性。维持盈利预测不变，给予买入评级。

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	109,464	127,554	148,408	171,426	197,448
YoY（%）	11.7%	16.5%	16.3%	15.5%	15.2%
归母净利润（百万元）	52,460	62,716	73,547	85,444	99,050
YoY（%）	12.3%	19.6%	17.3%	16.2%	15.9%
毛利率（%）	91.5%	91.9%	92.3%	92.6%	92.8%
每股收益（元）	41.76	49.93	58.55	68.02	78.85
ROE	27.7%	31.8%	31.0%	30.1%	29.4%
市盈率	45	38	32	28	24

五粮液——高确定、中高弹性，买入评级

- **公司逻辑：**我们认为五粮液是千元价格带龙头品牌，在行业压力下发挥自身品牌刚需属性享受千元价格带需求集中红利，是与茅台类似的贝塔品种。
- **基本面现状：**我们认为五粮液整体基本面稳定，普五批价910-950元/瓶，基本持平。从量价平衡角度来看，我们认为五粮液在持续进步，中长期收入业绩确定性和稳定性增长属性较强。
- **投资建议：**我们认为公司高确定、中高弹性；维持盈利预测不变，当前股价已经基本回到22年12月水平，确定性角度给予买入评级。

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	66,209	73,969	85,115	97,343	110,084
YoY (%)	15.5%	11.7%	15.1%	14.4%	13.1%
归母净利润（百万元）	23,377	26,691	31,047	35,506	40,540
YoY (%)	17.2%	14.2%	16.3%	14.4%	14.2%
毛利率 (%)	75.4%	75.4%	75.7%	75.8%	75.9%
每股收益（元）	6.02	6.88	8.00	9.15	10.44
ROE	23.6%	23.4%	23.3%	22.8%	22.4%
市盈率	29	26	22	19	17

山西汾酒——高确定、高弹性，买入评级

- 公司逻辑：**我们认为短期人事调整导致的市场悲观预期下股价回调幅度较大；但中长期汾酒的逻辑不变，仍是次高端质地最优的公司，维持在高品牌力支撑下，高产品力+消费端高效培育+区域扩张的收入业绩保持较快增长的成长逻辑。
- 基本面现状：**我们认为汾酒正处于人事调整阶段，内部经营也处于震荡期，但从多方面维度来看，整体基本面良好，玻汾/青20/青30批价分别为40/340/760元/瓶（8月7日数据），基本持平。面对市场对汾酒中长期高成长持续性的担忧，我们认为在品牌+产品+渠道的加持下，汾酒仍有扩展的空间，我们对公司中长期发展保持信心。
- 投资建议：**我们认为公司高确定、高弹性；维持盈利预测不变，当前股价较23年初最高点回调22.4%，距历史最高收盘价回调35.3%，当前股价对应24年PE21倍，给予买入评级。

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	19,971	26,214	32,850	40,472	48,758
YoY（%）	42.8%	31.3%	25.3%	23.2%	20.5%
归母净利润（百万元）	5,314	8,096	10,539	13,580	17,019
YoY（%）	72.6%	52.4%	30.2%	28.9%	25.3%
毛利率（%）	74.9%	75.4%	77.0%	78.6%	79.9%
每股收益（元）	4.37	6.65	8.64	11.13	13.95
ROE	34.9%	38.0%	35.5%	33.6%	31.7%
市盈率	53	35	27	21	17

古井贡酒——股价高位，高确定、低弹性，增持评级

- 公司逻辑：**我们认为古井是地产集中竞争力最强品牌，主要体现在稳定且卓越的经营能力，持续且稳定的全国化渠道推进和收入业绩高释放的确定性。
- 基本面现状：**当前公司基本面依然稳定，古5/7/8/16/20/26批价分别为110/145/195/325/470/700元/瓶（8月7日数据），基本保持稳定。我们认为古井的优点是渠道能力、组织能力、战略落地能力很强，但在次高端价格带的历史和品牌力积淀上略显不足，中长期古井有望作为地产酒持续全力以赴投入品牌营销，推进全国化发展。根据每日财报古井集团管理层和员工股权激励正式落地，我们判断这将作为公司中长期收入业绩稳定高增长的有力支撑。
- 投资建议：**我们认为公司高确定、低弹性；维持盈利预测不变，当前股价较23年初最高点回调7.5%，股价仍处于历史相对较高水平，维持增持评级。

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	13,270	16,713	20,572	24,712	29,224
YoY (%)	28.9%	25.9%	23.1%	20.1%	18.3%
归母净利润（百万元）	2,298	3,143	4,284	5,443	6,760
YoY (%)	23.9%	36.8%	36.3%	27.0%	24.2%
毛利率 (%)	75.1%	77.2%	78.2%	79.1%	79.8%
每股收益（元）	4.45	5.95	8.10	10.30	12.79
ROE	13.9%	17.0%	20.2%	22.2%	23.5%
市盈率	60	45	33	26	21

舍得酒业——股价中位，低确定、中弹性，买入评级

- 公司逻辑：**我们认为复星入主以来，舍得经历了从基本面扭转逻辑，变为次高端大单品（品味舍得）沉淀下的，全国化品牌在多个区域汇量高速增长和中长期预期全国多区域深度占有逻辑。
- 基本面现状：**我们认为早期复星支持舍得管理层去做量价平衡、多区域扩张、板块深度和价位升级，因此前期在历史优势区域高速成长并且在部分区域进行渠道扩张。行业整体从22年开始进入加库存周期，区域扩张汇量受到品牌集中化趋势影响，各价格带品牌均受到不同程度的压力，但我们认为在当前市场环境下，品牌力和口碑的长期积累给予舍得在动销、回款、库存等方面一定的支撑性。
- 投资建议：**23年初股价最高点至今回调26.6%，我们认为当前公司处于股价中位，根据宏观政策进一步释放和行业下半年整体情况决定公司全年确定性强弱，中弹性；维持盈利预测部编，作为次高端高成长、高弹性品种，维持买入评级。

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,969	6,056	7,754	9,633	11,592
YoY (%)	83.8%	21.9%	28.0%	24.2%	20.3%
归母净利润（百万元）	1,246	1,685	2,139	2,715	3,351
YoY (%)	114.3%	35.3%	26.9%	26.9%	23.4%
毛利率 (%)	77.8%	77.7%	78.8%	79.8%	80.3%
每股收益（元）	3.78	5.10	6.42	8.15	10.06
ROE	26.0%	26.6%	26.4%	26.3%	25.6%
市盈率	38	28	22	18	14

迎驾贡酒——股价中位，中高确定、中弹性，增持评级

- 公司逻辑：**我们认为迎驾主要逻辑为，随省内龙头价格带升级后的价位突破逻辑；价格带角度来看，迎驾在安徽省内的100元实现突破，200元持续成长，300元持续布局；区域角度来看，扎根安徽省内，环安徽周边小范围布局。
- 基本面现状：**我们认为公司当前持续价格带布局和攻坚，省内依旧有较好的宏观经济增长支撑白酒消费的价格带突破和空间扩容，当前洞6在百元价格带进入平稳期，200元价格带产品正在抢占份额，300元以上持续布局，寻找突破。当前迎驾经营管理稳健，收入业绩也有望保持稳健高速增长。
- 投资建议：**23年初股价高位至今回调3.4%，幅度较小，我们认为当前公司处于历史股价相对较高位置，中高确定、中弹性，维持盈利预测不变，维持增持评级。

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,604	5,505	6,706	7,987	9,355
YoY (%)	33.4%	19.6%	21.8%	19.1%	17.1%
归母净利润（百万元）	1,387	1,705	2,122	2,593	3,117
YoY (%)	45.4%	23.0%	24.4%	22.2%	20.2%
毛利率 (%)	67.5%	68.0%	69.0%	69.9%	70.6%
每股收益（元）	1.73	2.13	2.65	3.24	3.90
ROE	23.0%	24.6%	26.2%	27.3%	27.9%
市盈率	40	33	26	21	18

今世缘——股价高位，高确定、低弹性，买入评级

- 公司逻辑：**我们认为今世缘的主要逻辑为在江苏经济强势增长下，次高端价位升级红利+省内突破逻辑。短期洋河大单品面临增长瓶颈下（根据酒业新势力数据推算22年洋河在江苏市场份额有望30%左右），今世缘大单品低基数短期动销不错。
- 基本面现状：**我们认为公司对于品牌、产品和意见领袖的长期培育，使得次高端大单品四开和对开在省内站稳脚跟；中长期仍需要持续对高端产品V系列培育，糖酒会期间推出的六开新品（根据公司投资者问答）定位和渠道战略仍需要观察，区域角度省外突破还需要继续观望。
- 投资建议：**23年初股价高点至今回调-4.8%，幅度相对较小，我们认为当前公司仍处于历史股价相对高位，中高确定、中高弹性，维持盈利预测不变，维持买入评级。

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,408	7,888	10,020	12,614	15,465
YoY（%）	25.1%	23.1%	27.0%	25.9%	22.6%
归母净利润（百万元）	2,029	2,503	3,132	4,003	4,967
YoY（%）	29.5%	23.3%	25.1%	27.8%	24.1%
毛利率（%）	74.6%	76.6%	77.4%	78.0%	78.5%
每股收益（元）	1.62	2.01	2.50	3.19	3.96
ROE	21.8%	22.6%	23.6%	23.2%	22.3%
市盈率	37	30	24	19	15

洋河股份——股价合理，低确定、低弹性，买入评级

- **公司逻辑：**我们认为洋河的逻辑在于历史上品牌、组织和战略落地后享受全国化次高端汇量，以及作为江苏省地产酒享受省内次高端强势增长的公司高质量发展逻辑（全国次高端+省内高端化）。
- **基本面现状：**我们认为公司在省内次高端价格带的基本盘稳固，短期有望维持相对稳定增长；中长期核心关注省内价格带升级后的高端化培育和竞争，以及省外M6+铺货的成长性。
- **投资建议：**我们认为公司当前股价位置，中高确定、中弹性，维持盈利预测，维持买入评级。

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	25,350	30,105	34,644	38,807	42,963
YoY (%)	20.1%	18.8%	15.1%	12.0%	10.7%
归母净利润（百万元）	7,508	9,378	11,060	12,802	14,671
YoY (%)	0.3%	24.9%	17.9%	15.7%	14.6%
毛利率 (%)	75.3%	74.6%	74.7%	74.9%	75.2%
每股收益（元）	5.01	6.23	7.34	8.50	9.74
ROE	17.7%	19.8%	18.9%	17.9%	17.1%
市盈率	28	23	19	17	15



03 风险提示

风险提示

- **经济恢复较弱导致需求减弱：**疫情恢复初期，短期经济恢复较弱或者恢复速度较慢可能导致需求减弱，对于消费力会造成更大影响，需求会持续萎靡。
- **经营管理风险：**虽然大多数公司均为行业内经验丰富的管理团队，但企业运营过程中仍存在经营管理带来的决策风险。
- **行业竞争加剧的风险：**食品饮料行业竞争仍然十分激烈，未来仍有其他企业加大投放，加剧行业竞争的风险。
- **食品安全问题。**

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：10余年白酒产业经验，8年行业知名咨询公司从业经验，历任某基金公司白酒研究员，现任华西证券食品饮料研究员。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。