

# 回调中等待催化，建议优先配置五粮液、贵州茅台

## ——酒水行业周报（2021年2月第4期）

### 报告导读

近期交易面推动白酒板块急速下行，业绩端仍具较强支撑性，预计春糖召开、业绩披露等将成为下一阶段主要催化剂，当前建议在回调中等待催化，优先配置确定性较高、业绩或超预期的五粮液、贵州茅台。

### 行情回顾

2月22日~2月26日，5个交易日沪深300指数下跌7.65%，食品饮料板块下跌14.30%，白酒板块走势低于沪深300，跌幅为16%。具体来看，本周饮料板块皇台酒业（12.85%）表现亮眼，而山西汾酒（-26.12%）、百润股份（-25.40%）涨幅相对居后。

### 本周观点

#### □ 看当下：白酒板块急速下跌主因交易面行为，基本面仍具支撑性

本周沪深300指数下跌7.65%，食品饮料板块下跌14.30%，白酒板块下跌16%，跌幅较大。白酒板块出现急速下跌原因及后市走势预判可以从交易面及基本面来分析：

表1：本周白酒板块跌幅位居近20年第二位

跌幅排序	食品饮料(申万)	白酒(申万)	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	古井贡酒
1	2008-10-10 -14.4%	2008-10-10 -16.7%	2006-05-19 -50.2%	2004-04-16 -51.1%	2008-05-23 -41.0%	2012-05-04 -44.2%
2	2021-02-26 -14.3%	2021-02-26 -16.0%	2004-07-02 -19.3%	2001-09-07 -47.1%	2003-07-11 -38.1%	2006-06-23 -32.6%
3	2015-06-19 -13.3%	2008-06-13 -13.3%	2008-10-10 -15.5%	2007-05-11 -32.5%	2005-11-04 -24.5%	2008-02-01 -27.2%
4	2008-06-13 -13.2%	2015-06-19 -11.3%	2015-07-17 -14.0%	2002-04-19 -25.4%	2021-02-26 -21.1%	2007-07-20 -20.7%
5	2008-02-01 -11.3%	2008-10-17 -11.1%	2021-02-26 -13.7%	2006-03-31 -19.5%	2008-10-10 -20.2%	2008-04-03 -18.9%
6	2015-07-03 -10.8%	2008-02-01 -10.4%	2005-08-05 -12.2%	2008-06-13 -19.4%	2015-07-03 -19.6%	2009-02-27 -17.6%
7	2016-01-08 -10.3%	2007-11-09 -10.1%	2006-05-26 -12.2%	2021-02-26 -18.7%	2007-04-29 -19.1%	2015-07-03 -17.3%
8	2008-04-03 -10.0%	2015-08-21 -10.0%	2008-10-17 -12.1%	2008-10-10 -17.4%	2008-12-26 -16.4%	2008-10-10 -17.1%
9	2008-09-05 -9.5%	2006-06-09 -9.9%	2002-07-26 -11.7%	2007-11-09 -17.2%	2015-08-21 -16.1%	2015-08-21 -16.9%
10	2015-08-21 -9.3%	2018-10-26 -9.9%	2015-06-19 -11.5%	2008-09-05 -17.1%	2009-02-27 -15.6%	2007-11-09 -16.9%

跌幅排序	酒鬼酒	洋河股份	水井坊	山西汾酒	今世缘	口子窖
1	2012-11-30 -31.9%	2011-05-13 -51.3%	2018-10-12 -20.4%	2012-06-15 -49.2%	2016-05-06 -57.4%	2015-08-21 -26.4%
2	2008-04-18 -24.8%	2015-06-19 -40.1%	2008-10-17 -20.2%	2021-02-26 -26.1%	2015-06-19 -21.4%	2015-09-02 -18.3%
3	2008-10-10 -21.9%	2018-10-26 -17.2%	2003-10-31 -19.5%	2018-10-12 -19.6%	2018-10-26 -16.2%	2018-10-26 -15.2%
4	2004-12-31 -20.8%	2021-01-15 -14.4%	2021-02-26 -18.3%	2008-04-18 -18.7%	2016-01-08 -15.6%	2020-02-07 -13.2%
5	2021-02-26 -20.1%	2012-06-01 -13.9%	2016-01-08 -16.9%	2018-02-09 -16.9%	2015-08-21 -15.4%	2020-01-23 -13.0%
6	2015-10-30 -19.8%	2021-02-26 -12.7%	2008-10-10 -16.4%	2008-02-01 -16.3%	2016-05-13 -13.8%	2018-10-12 -13.0%
7	2008-06-20 -19.1%	2018-08-03 -12.3%	2009-02-27 -16.3%	2010-10-15 -15.2%	2021-02-26 -13.7%	2016-01-08 -12.9%
8	2008-08-08 -19.0%	2013-01-25 -12.1%	2005-05-13 -15.9%	2008-03-28 -15.2%	2020-03-20 -13.0%	2021-02-26 -12.8%
9	2008-09-05 -18.4%	2016-01-08 -11.0%	2015-07-03 -15.9%	2002-01-18 -15.2%	2018-07-06 -12.9%	2015-08-07 -12.6%
10	2008-03-28 -17.5%	2013-03-15 -10.6%	2008-06-13 -15.9%	2012-01-06 -15.0%	2019-04-12 -12.4%	2015-07-10 -11.6%

资料来源：wind，浙商证券研究所

**交易面：**节前受预期改善、事件催化影响，白酒板块实现较高涨幅，而本周受春节酒企动销超预期已兑现、流动性预期收紧、市场风格调整等因素影响，即使基本面仍呈向好趋势，市场对业绩容忍度将变低，资金面、情绪面行为推动高估值白酒板块出现大幅回调。

**基本面：**春节动销超预期后（量），价格的持续提升将进一步验证白酒行情仍处于高景气阶段，主要酒企利润正处于上行通道，未来仍然是价位升级和品牌集中的过程：

1) **贵州茅台：**据渠道调研反馈，继前期总经销商产品涨价后（涨幅约30%-100%），近期非标产品或将实行提价，精品零售价已从3199元/瓶提至3299元/瓶，考虑到贵州茅台在节前投放了8500吨（+13%），我们预计21Q1贵州茅台将实现业绩高增；2) **五粮液：**据渠道调研反馈，五粮液将于3月1日开始逐步提价，3月1日开始普五批价不得低于1120元/瓶，零售价及团购成交价不得低于1250元/瓶（我们去年曾在《五粮液更新报告：育新机开

### 行业评级

食品饮料 看好

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

邮箱：mali@stocke.com.cn

联系人：杨骥

执业证书号：S1230119120017

邮箱：yangji@stocke.com.cn

联系人：张潇倩

执业证书号：S1230520090001

邮箱：zhangxiaolian@stocke.com.cn

### 相关深度报告

《白酒行业2021Q1业绩前瞻：21Q1酒企将迎高速增长，关注业绩确定性及弹性》（20210218）

《白酒行业2020年业绩前瞻：业绩逐季改善，分化持续加大》（20210210）

《五粮液更新报告：春节动销或超预期，改革红利加速释放》（20210203）

《春节专题报告一：疫情对白酒春节旺季表现影响几何？》（20210120）

《酒鬼酒深度报告：双引擎带动高质量发展，酒鬼酒改革红利持续释放》（20210126）

《ST舍得深度报告：品质之上是老酒，浓香老酒属舍得》（20201231）

《酱酒行业深度报告：一峰独立群雄竞秀，酱酒品类崛起》（20201018）

《洋河股份深度报告：梦之蓝M6+或超预期，深度调整拐点可期》（20200830）

《今世缘深度报告：省外扩张或超预期，品牌势能持续释放》（20200810）

《五粮液深度报告：“二次创业”结硕果，纵深改革上层楼》（20200512）

新局,改革红利加速释放(20201201)》中提出“2021年批价实现跨越式提升,节后批价要求或将过1100元,有望实现);企业定制团购订单开票价提升至999元/瓶;打款计划外高价非标酒要求在3月25日前完成回款。在春节动销表现超预期(在量增20%的情况下,部分经销商有着较强补货需求,目前公司已发4月货)叠加批价表现较为坚挺的背景下(保持在960元/瓶以上),我们认为以上举措均有望推动批价上行过千、回款加速,对一季度甚至全年业绩将形成有力支撑;3)洋河股份:在本周召开的股东大会上,张联东被选举为公司第七届董事会董事长。产品方面,产品培育先于量增,近期梦6+新品已基本达预期,在春节错峰情况下,1月销量已超M6;目前M3水晶版体量已达M3的70%(效果较好),中秋节M3水晶版预计或可达M3的90%以上,明年实现超越;上半年公司将对天之蓝进行调整,洋河股份向好发展趋势不变;4)今世缘:今年春节今世缘主要产品均实现正增长,四开批价已逐步上移至450元左右,另外,3月即将上市的四开焕新新品有望抢占500元目标价位带,进一步带动产品结构实现升级;5)山西汾酒:目前青花30复兴版正稳步进行渠道导入,成交价已过千;公司通过推出复兴版以向上推动青40、50,向下带动青20,公司高端化进程加速。

#### □ 望后市:回调中等待催化剂(春糖召开、业绩披露等)

从历史角度出发,白酒板块纯因交易面急跌造成的跌幅不会超过20%(2018年下半年,受业绩不及预期叠加及情绪面影响,板块持续下行阶段(10月)跌幅亦未超40%/2019年疫情期间,板块持续下行阶段(2-3月)跌幅亦未超30%),考虑估值因素,预计白酒板块在向上趋势下全年波动率较大,分化将进一步加剧:

从基本面、消息面、资金面等维度出发,我们认为白酒板块在没有催化情况下暂时不具备持续上涨逻辑,但3月底、4月初或将迎来行情催化,贵州茅台的涨跌情况将成为领先观测指标,主因:

- 1) **流动性方面:**我们认为市场的短端流动性既取决于央行也取决于金融机构,最能反映短端流动性的指标是DR007,预计DR007维持宽幅震荡至三季度末概率大,四季度随着经济增长及就业逐渐面临压力,货币政策存在边际转向宽松的可能性。总体来看,在流动性仍相对宽松背景下,食品饮料(白酒板块)仍为可选择的优质资产。
- 2) **催化剂方面:**春糖召开(4月初)、业绩披露(4月)等均将成为下一阶段白酒行情催化剂;
- 3) **负面舆论方面:**当前白酒板块负面舆论较多(比如茅台酒厂总工程师王莉入围2021年中国工程院院士贵州省候选人拟推荐对象的公示名单,引发广泛关注与热议/茅台个人股东举报茅台和习酒同业竞争等),复盘历史,在负面舆论较为盛行期间,白酒板块多迎调整之时,但非食品安全负面舆论引发的调整时间大多较短(比如2020年7月16日学习小组事件发酵拖累白酒当日表现,但之后一周事件已得到消化);
- 4) **基本面方面:**虽然在板块估值较高之时市场对酒企业绩容忍度降低,但业绩超预期仍将成为催化剂,我们认为21Q1贵州茅台、五粮液、古井贡酒、山西汾酒等酒企业绩将超预期:
  - 1) **贵州茅台:**据媒体报道,2020年茅台集团营业收入、利润总额分别增长13.7%和18.2%,超年初制定的收入、利润增速均为10%业绩目标,考虑到过去两年茅台集团与茅台股份公司业绩增速较为相近,我们认为2020年茅台业绩增速或超预期(高于业绩快报披露的10%);21Q1业绩方面,经销商已于节前已打完3月款,考虑到结构升级(总经销产品等非标产品提价)叠加节前放量因素,预计21Q1收入增速或超15%,利润增速或达20%(超预期);
  - 2) **五粮液:**春节期间由于终端动销表现超预期,部分经销商进行了二轮补货,部分经销商已在执行4月计划,预计21Q1收入增速或为20%,利润增速或达23%;
  - 3) **泸州老窖:**国窖21Q1回款全年占比40-50%,目前一季度配额已完成,业绩弹性高,产品结构持续升级将推动利润高增,预计21Q1收入增速或为30%,利润增速超30%;
  - 4) **古井**

**贡酒**：公司春节回款进度约 45-46%，预计一季度超 50%，军令状任务在春节前基本完成，省外完成情况优秀，预计 21Q1 收入增速或为 25-30%。**5) 酒鬼酒**：节前省内大商打款进度大多在 40%+，省外打款进度在 30%左右，预计 21Q1 收入增速或超 100%；**6) 水井坊**：考虑到去年基数较低，回款进度在 25%-30%左右，21Q1 收入增速或超 50%；**7) 今世缘**：由于公司接下来要逐月调价，所以提前打款情况较多、增加备货，今世缘回款约为 30%，预计 21Q1 收入增速或为 30%；**8) 洋河股份**：在公司继续采取全面配额制情况下，洋河回款进度较去年弱，预计 21Q1 回款进度约 40%+，21Q1 收入增速或为 12%；**9) ST 舍得**：舍得 21 年 1 月回款已基本与去年 1 季度回款持平（税前开票口径），预计 21Q1 收入增速达 50-60%。

#### □ 洋河股份：轻装上阵，2021 年向好趋势明确

公司发布业绩快报：2020 年实现营业收入 211.25 亿元，同降 8.65%，营业利润 98.84 亿元，同增 1.25%，归母净利润 74.77 亿元，同增 1.27%；单季度来看，4Q20 实现营业收入 22.11 亿元，同增 9.01%，营业利润 3.62 亿元，同增 34.47%，归母净利润 2.91 亿元，同增 22.98%，继洋河 20Q3 单季度营收与业绩增速年内首次回正后，20Q4 环比提速增长。

当前洋河 M6+升级换代较为顺利，其中 M6+销售额已基本实现对老 M6 完全替代（2021 年 1 月 M6+销售已超过老 M6 同期水平），2 月公司对梦之蓝 M6+进行提价，提价红利将逐步释放；M3 水晶版招商铺市基本完成，目前处于推广阶段（1 月 M3 水晶版已达到老 M3 约 70%体量），中秋节有望实现放量，预计年内将完成基本换代；海之蓝、天之蓝仍处调整期，2021 年天之蓝、海之蓝或分别于年中、年末进行换版升级，从而推动产品结构上移、进一步增厚渠道利润。

#### □ 线下数据：本周贵州茅台仍处高位，五粮液批价或将过千

**贵州茅台**：本周茅台（箱/散瓶）批价节后微跌，但仍处高位，目前处于 3100-3250 元/2440-2520 元左右位置，前期批价抬升主因：1) 需求端旺盛；2) 酒厂要求计划量的 100%要在线下开零卖，近期批价略微下降主因公司加大检查力度，未来成箱飞天茅台批价将继续上行，而散装批价有望下降；**五粮液**：本周五粮液批价稳定在 980 元以上左右，在五粮液要求 3 月 1 日后批价不得低于 1120 元/瓶背景下，批价有望过千。

#### 投资建议：回调中等待催化，当下建议配置五粮液、贵州茅台

短期看，受春节酒企动销超预期已兑现、流动性预期收紧等因素影响，交易面推动板块急速下跌，业绩端仍具备较强支撑性，预计春糖召开、业绩披露等将成为下一阶段主要催化剂，当前建议在回调中等待催化，短期维度建议优先配置确定性较高、一季度业绩弹性较大的五粮液、贵州茅台；中期看，前三季度白酒板块业绩将逐季恢复，考虑估值因素，预计全年波动率较大，分化将进一步加剧；长期来看，白酒行业消费升级趋势不变，市场份额仍将向龙头酒企聚集。从业绩确定性及弹性来看，我们继续长期推荐：五粮液、贵州茅台、泸州老窖等确定性较强的高端酒标的；弹性则建议关注山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒、ST 舍得、水井坊。

**风险提示：疫情影响超预期；白酒动销恢复不及预期；食品安全风险。**

## 正文目录

<b>1. 本周行情回顾</b> .....	<b>8</b>
<b>2. 重要数据跟踪</b> .....	<b>9</b>
2.1. 重点白酒价格数据跟踪.....	9
2.2. 重点葡萄酒价格数据跟踪.....	10
2.3. 重点啤酒价格数据跟踪.....	11
<b>3. 重要公司公告</b> .....	<b>12</b>
<b>4. 重要行业动态</b> .....	<b>13</b>
<b>5. 近期重大事件备忘录</b> .....	<b>14</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

表 1: 本周白酒板块跌幅位居近 20 年第二位 .....	1
表 2: 本周白酒板块跌幅位居近 20 年第二位 .....	6
图 1: 2 月 22 日~2 月 26 日各板块涨幅 .....	8
图 2: 2 月 22 日~2 月 26 日食品饮料行业子板块涨幅 .....	8
图 3: 本周主要酒类公司涨跌幅情况 .....	8
图 4: 2018 年 1 月~2021 年 2 月饮料子板块估值情况 .....	8
图 5: 2018 年 1 月~2021 年 2 月饮料子板块估值情况 .....	8
图 6: 本周主要酒企 PE(TTM) 情况一览(单位, 倍) .....	9
图 7: 酒水板块个股沪(深)股通持股占比 .....	9
图 11: 贵州茅台批价走势 .....	9
图 12: 五粮液批价走势 .....	9
图 13: 高端酒价格走势 .....	10
图 14: 次高端酒价格走势 .....	10
图 15: 洋河梦之蓝(M3)价格走势 .....	10
图 16: 白酒月度产量及同比增速走势 .....	10
图 17: 国产葡萄酒价格走势 .....	10
图 18: 海外葡萄酒价格走势 .....	10
图 19: Liv-ex100 红酒指数走势 .....	11
图 20: 葡萄酒月度产量及同比增速走势 .....	11
图 21: 海外啤酒零售价走势 .....	11
图 22: 国产啤酒零售价走势 .....	11
图 23: 啤酒月度产量及同比增速走势 .....	11
图 24: 啤酒月度进口量及进口平均单价走势 .....	11
图 25: 本周饮料板块上市公司重要公告 .....	12
图 26: 本周饮料行业重要动态 .....	13
图 27: 饮料板块最近重大事件备忘录 .....	14

## □ 看当下：白酒板块急速下跌主因交易面行为，基本面仍具支撑性

本周沪深 300 指数下跌 7.65%，食品饮料板块下跌 14.30%，白酒板块下跌 16%，跌幅较大。白酒板块出现急速下跌原因及后市走势预判可以从交易面及基本面来分析：

**表 2：本周白酒板块跌幅位居近 20 年第二位**

跌幅排序	食品饮料(申万)	白酒(申万)	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	古
1	2008-10-10 -14.4%	2008-10-10 -16.7%	2006-05-19 -50.2%	2004-04-16 -51.1%	2008-05-23 -41.0%	2012-05-04 -2
2	2021-02-26 -14.3%	2021-02-26 -16.0%	2004-07-02 -19.3%	2001-09-07 -47.1%	2003-07-11 -38.1%	2006-06-23 -2
3	2015-06-19 -13.3%	2008-06-13 -13.3%	2008-10-10 -15.5%	2007-05-11 -32.5%	2005-11-04 -24.5%	2008-02-01 -2
4	2008-06-13 -13.2%	2015-06-19 -11.3%	2015-07-17 -14.0%	2002-04-19 -25.4%	2021-02-26 -21.1%	2007-07-20 -2
5	2008-02-01 -11.3%	2008-10-17 -11.1%	2021-02-26 -13.7%	2006-03-31 -19.5%	2008-10-10 -20.2%	2008-04-03 -1
6	2015-07-03 -10.8%	2008-02-01 -10.4%	2005-08-05 -12.2%	2008-06-13 -19.4%	2015-07-03 -19.6%	2009-02-27 -1
7	2016-01-08 -10.3%	2007-11-09 -10.1%	2006-05-26 -12.2%	2021-02-26 -18.7%	2007-06-29 -19.1%	2015-07-03 -1
8	2008-04-03 -10.0%	2015-08-21 -10.0%	2008-10-17 -12.1%	2008-10-10 -17.4%	2008-12-26 -16.4%	2008-10-10 -1
9	2008-09-05 -9.5%	2006-06-09 -9.9%	2002-07-26 -11.7%	2007-11-09 -17.2%	2015-08-21 -16.1%	2015-08-21 -1
10	2015-08-21 -9.3%	2018-10-26 -9.9%	2015-06-19 -11.5%	2008-09-05 -17.1%	2009-02-27 -15.6%	2007-11-09 -1

跌幅排序	酒鬼酒	洋河股份	水井坊	山西汾酒	今世缘	口
1	2012-11-30 -31.9%	2011-05-13 -51.3%	2018-10-12 -20.4%	2012-06-15 -49.2%	2016-05-06 -57.4%	2015-08-21 -2
2	2008-04-18 -24.8%	2015-06-19 -40.1%	2008-10-17 -20.2%	2021-02-26 -26.1%	2015-06-19 -21.4%	2015-09-02 -1
3	2008-10-10 -21.9%	2018-10-26 -17.2%	2003-10-31 -19.5%	2018-10-12 -19.6%	2018-10-26 -16.2%	2018-10-26 -1
4	2004-12-31 -20.8%	2021-01-15 -14.4%	2021-02-26 -18.3%	2008-04-18 -18.7%	2016-01-08 -15.6%	2020-02-07 -1
5	2021-02-26 -20.1%	2012-06-01 -13.9%	2016-01-08 -16.9%	2018-02-09 -16.9%	2015-08-21 -15.4%	2020-01-23 -1
6	2015-10-30 -19.8%	2021-02-26 -12.7%	2008-10-10 -16.4%	2008-02-01 -16.3%	2016-05-13 -13.8%	2018-10-12 -1
7	2008-06-20 -19.1%	2018-08-03 -12.3%	2009-02-27 -16.3%	2010-10-15 -15.2%	2021-02-26 -13.7%	2016-01-08 -1
8	2008-08-08 -19.0%	2013-01-25 -12.1%	2005-05-13 -15.9%	2008-03-28 -15.2%	2020-03-20 -13.0%	2021-02-26 -1
9	2008-09-05 -18.4%	2016-01-08 -11.0%	2015-07-03 -15.9%	2002-01-18 -15.2%	2018-07-06 -12.9%	2015-08-07 -1
10	2008-03-28 -17.5%	2013-03-15 -10.6%	2008-06-13 -15.9%	2012-01-06 -15.0%	2019-04-12 -12.4%	2015-07-10 -1

资料来源：wind，浙商证券研究所

**交易面：**节前受预期改善、事件催化影响，白酒板块实现较高涨幅，而本周受春节酒企动销超预期已兑现、流动性预期收紧、市场风格调整等因素影响，即使基本面仍呈向好趋势，市场对业绩容忍度将变低，资金面、情绪面行为推动高估值白酒板块出现大幅回调。

**基本面：**春节动销超预期后（量），价格的持续提升将进一步验证白酒行情仍处于高景气阶段，主要酒企利润正处于上行通道，未来仍然是价位升级和品牌集中的过程：

**1) 贵州茅台：**据渠道调研反馈，继前期总经销商产品涨价后（涨幅约 30%-100%），近期非标产品或将实行提价，精品零售价已从 3199 元/瓶提至 3299 元/瓶，考虑到贵州茅台在节前投放了 8500 吨（+13%），我们预计 21Q1 贵州茅台将实现业绩高增；**2) 五粮液：**据渠道调研反馈，五粮液将于 3 月 1 日开始逐步提价，3 月 1 日开始普五批价不得低于 1120 元/瓶，零售价及团购成交价不得低于 1250 元/瓶（我们去年曾在《五粮液更新报告：育新机开新局，改革红利加速释放（20201201）》中提出“2021 年批价实现跨越式提升，节后批价要求或将过 1100 元”，有望实现）；企业定制团购订单开票价提升至 999 元/瓶；打款计划外高价非标酒要求在 3 月 25 日前完成回款。在春节动销表现超预期（在量增 20%的情况下，部分经销商有着较强补货需求，目前公司已发 4 月货）叠加批价表现较为坚挺的背景下（保持在 960 元/瓶以上），我们认为以上举措均有望推动批价上行过千、回款加速，对一季度甚至全年业绩将形成有力支撑；**3) 洋河股份：**在本周召开的股东大会上，张联东被选举为公司第七届董事会董事长。产品方面，产品培育先于量增，近期梦 6+新品已基本达预期，在春节错峰情况下，1 月销量已超 M6；目前 M3 水晶版体量已达 M3 的 70%（效果较好），中秋节 M3 水晶版预计或可达 M3 的 90%以上，明年实现超越；上半年公司将对天之蓝进行调整，洋河股份向好发展趋势不变；**4) 今世缘：**今年春节今世缘主要产品均实现正增长，四开批价已逐步上移至 450 元左右，另外，3 月即将上市的四开焕新新品有望抢占 500 元目标价位带，进一步带动产品结构实现升级；**5) 山西汾酒：**目前青花 30 复兴版正稳步进行渠道导入，成交价已过千；公司通过推出复兴版以向上推动青 40、50，向下带动青 20，公司高端化进程加速。

## □ 望后市：回调中等待催化剂（春糖召开、业绩披露等）

从历史角度出发，白酒板块纯因交易面急跌造成的跌幅不会超过 20%（2018 年下半年，受业绩不及预期叠加及情绪面影响，板块持续下行阶段（10 月）跌幅亦未超 40%/2019 年疫情期间，板块持续下行阶段（2~3 月）跌幅亦未超 30%），考虑估值因素，预计白酒板块在向上趋势下全年波动率较大，分化将进一步加剧；

从基本面、消息面、资金面等维度出发，我们认为白酒板块在没有催化情况下暂时不具备持续上涨逻辑，但 3 月底、4 月初或将迎来行情催化，贵州茅台的涨跌情况将成为领先观测指标，主因：

**5) 流动性方面：**我们认为市场的短端流动性既取决于央行也取决于金融机构，最能反映短端流动性的指标是 DR007，预计 DR007 维持宽幅震荡至三季度末概率大，四季度随着经济增长及就业逐渐面临压力，货币政策存在边际转向宽松的可能性。总体来看，在流动性仍相对宽松背景下，食品饮料（白酒板块）仍为可选择的优质资产。

- 6) **催化剂方面:** 春糖召开(4月初)、业绩披露(4月)等均将成为下一阶段白酒行情催化剂;
- 7) **负面舆论方面:** 当前白酒板块负面舆论较多(比如茅台酒厂总工程师王莉入围2021年中国工程院院士贵州省候选人拟推荐对象的公示名单,引发广泛关注与热议/茅台个人股东举报茅台和习酒同业竞争等),复盘历史,在负面舆论较为盛行期间,白酒板块多迎调整之时,但非食品安全负面舆论引发的调整时间大多较短(比如2020年7月16日学习小组事件发酵拖累白酒当日表现,但之后一周事件已得到消化);
- 8) **基本面方面:** 虽然在板块估值较高之时市场对酒企业绩容忍度降低,但业绩超预期仍将成为催化剂,我们认为21Q1贵州茅台、五粮液、古井贡酒、山西汾酒等酒企业绩将超预期:
- 2) **贵州茅台:** 据媒体报道,2020年茅台集团营业收入、利润总额分别增长13.7%和18.2%,超年初制定的收入、利润增速均为10%业绩目标,考虑到过去两年茅台集团与茅台股份公司业绩增速较为相近,我们认为2020年茅台业绩增速或超预期(高于业绩快报披露的10%);21Q1业绩方面,经销商已于节前已打完3月款,考虑到结构升级(总经销产品等非标产品提价)叠加节前放量因素,预计21Q1收入增速或超15%,利润增速或达20%(超预期);
- 2) **五粮液:** 春节期间由于终端动销表现超预期,部分经销商进行了二轮补货,部分经销商已在执行4月计划,预计21Q1收入增速或为20%,利润增速或达23%;
- 3) **泸州老窖:** 国窖21Q1回款全年占比40-50%,目前一季度配额已完成,业绩弹性高,产品结构持续升级将推动利润高增,预计21Q1收入增速或为30%,利润增速超30%;
- 4) **古井贡酒:** 公司春节回款进度约45-46%,预计一季度超50%,军令状任务在春节前基本完成,省外完成情况优秀,预计21Q1收入增速或为25-30%;
- 5) **酒鬼酒:** 节前省内大商打款进度大多在40%+,省外打款进度在30%左右,预计21Q1收入增速或超100%;
- 6) **水井坊:** 考虑到去年基数较低,回款进度在25%-30%左右,21Q1收入增速或超50%;
- 7) **今世缘:** 由于公司接下来要逐月调价,所以提前打款情况较多、增加备货,今世缘回款约为30%,预计21Q1收入增速或为30%;
- 8) **洋河股份:** 在公司继续采取全面配额制情况下,洋河回款进度较去年弱,预计21Q1回款进度约40%+,21Q1收入增速或为12%;
- 9) **ST舍得:** 舍得21年1月回款已基本与去年1季度回款持平(税前开票口径),预计21Q1收入增速达50-60%。

#### □ 洋河股份: 轻装上阵, 2021年向好趋势明确

公司发布业绩快报:2020年实现营业收入211.25亿元,同降8.65%,营业利润98.84亿元,同增1.25%,归母净利润74.77亿元,同增1.27%;单季度来看,4Q20实现营业收入22.11亿元,同增9.01%,营业利润3.62亿元,同增34.47%,归母净利润2.91亿元,同增22.98%,继洋河20Q3单季度营收与业绩增速年内首次回正后,20Q4环比提速增长。

当前洋河M6+升级换代较为顺利,其中M6+销售额已基本实现对老M6完全替代(2021年1月M6+销售已超过老M6同期水平),2月公司对梦之蓝M6+进行提价,提价红利将逐步释放;M3水晶版招商铺市基本完成,目前处于推广阶段(1月M3水晶版已达到老M3约70%体量),中秋节有望实现放量,预计年内将完成基本换代;海之蓝、天之蓝仍处调整期,2021年天之蓝、海之蓝或分别于年中、年末进行换代升级,从而推动产品结构上移、进一步增厚渠道利润。

#### □ 线下数据: 本周贵州茅台仍处高位, 五粮液批价或将过千

**贵州茅台:** 本周茅台(箱/散瓶)批价节后微跌,但仍处高位,目前处于3100-3250元/2440-2520元左右位置,前期批价抬升主因:1)需求端旺盛;2)酒厂要求计划量的100%要在线下开零卖,近期批价略微下降主因公司加大检查力度,未来成箱飞天茅台批价将继续上行,而散装批价有望下降;

**五粮液:** 本周五粮液批价稳定在980元以上左右,在五粮液要求3月1日后批价不得低于1120元/瓶背景下,批价有望过千。

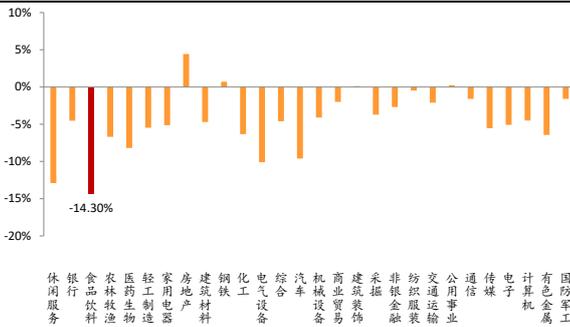
#### 投资建议: 回调中等待催化, 当下建议配置五粮液、贵州茅台

短期看,受春节酒企动销超预期已兑现、流动性预期收紧等因素影响,交易面推动板块急速下跌,业绩端仍具备较强支撑性,预计春糖召开、业绩披露等将成为下一阶段主要催化剂,当前建议在回调中等待催化,短期维度建议优先配置确定性较高、一季度业绩弹性较大的五粮液、贵州茅台;中期看,前三季度白酒板块业绩将逐季恢复,考虑估值因素,预计全年波动率较大,分化将进一步加剧;长期来看,白酒行业消费升级趋势不变,市场份额仍将继续向龙头酒企聚集。从业绩确定性及弹性来看,我们继续长期推荐:五粮液、贵州茅台、泸州老窖等确定性较强的高端酒标的;弹性则建议关注山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒、ST舍得、水井坊。

## 1. 本周行情回顾

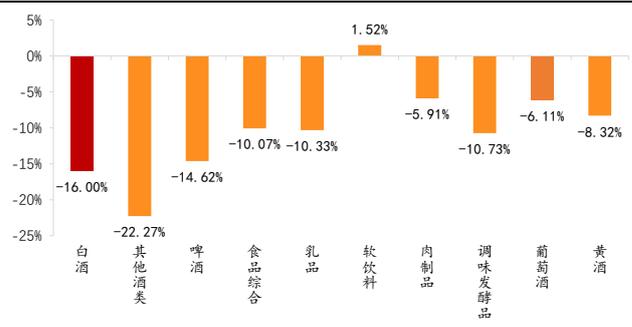
2月22日~2月26日, 5个交易日沪深300指数下跌7.65%, 食品饮料板块下跌14.30%, 白酒板块走势低于沪深300, 跌幅为16%。具体来看, 本周饮料板块皇台酒业(12.85%)表现亮眼, 而山西汾酒(-26.12%)、百润股份(-25.40%)涨幅相对居后。

图 1: 2月22日~2月26日各板块涨幅



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 2月22日~2月26日食品饮料行业子板块涨幅



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

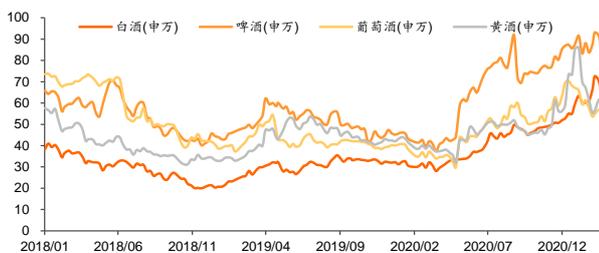
图 3: 本周主要酒类公司涨跌幅情况

周涨幅居前				周跌幅居前			
证券代码	证券简称	收盘价(元)	涨跌幅	证券代码	证券简称	收盘价(元)	涨跌幅
000995.SZ	皇台酒业	18.44	12.85%	600809.SH	山西汾酒	423.81	-26.12%
000729.SZ	燕京啤酒	6.98	-0.29%	002568.SZ	百润股份	130.52	-25.40%
600573.SH	惠泉啤酒	8.29	-2.53%	600132.SH	重庆啤酒	155.00	-22.10%
600543.SH	莫高股份	7.17	-4.46%	000568.SZ	泸州老窖	298.01	-21.07%
002461.SZ	珠江啤酒	10.80	-5.00%	000799.SZ	酒鬼酒	172.98	-20.11%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

估值方面, 食品饮料行业整体估值水平下降。2021年2月26日, 食品饮料行业PE为52.08倍, 白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒细分行业估值分别为58.54、77.63、53.16、56.49倍, 其中燕京啤酒(-0.29%)板块本周估值跌幅最小。具体酒水公司来看, 皇台酒业(12.85%)本周估值提升幅度最大。

图 4: 2018年1月~2021年2月饮料子板块估值情况



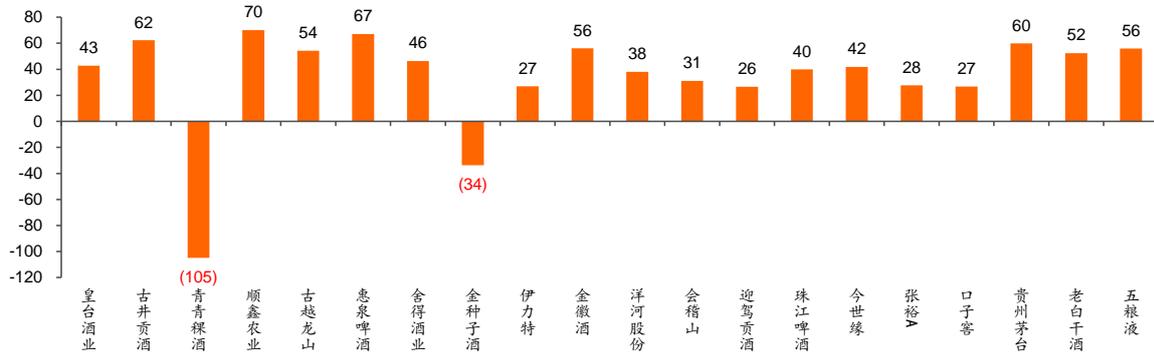
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 2018年1月~2021年2月饮料子板块估值情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6：本周主要酒企 PE(TTM) 情况一览（单位，倍）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

陆股通持股标的中，贵州茅台（7.88%）、重庆啤酒（6.72%）、水井坊（6.38%）、五粮液（5.36%）、顺鑫农业（5.24%）持股排名居前。白酒板块近半标的受北向资金减持。

图 7：酒水板块个股沪（深）股通持股占比

沪（深）股通持股占比居前个股				沪（深）股通持股占比居后个股			
证券代码	证券简称	2月27日	较上周变化	证券代码	证券简称	2月27日	较上周变化
600519.SH	贵州茅台	7.88%	-0.06%	000596.SZ	古井贡酒	1.41%	-0.28%
600132.SH	重庆啤酒	6.72%	0.48%	000869.SZ	张裕A	1.05%	-0.34%
600779.SH	水井坊	6.38%	-0.12%	002461.SZ	珠江啤酒	0.36%	-0.05%
000858.SZ	五粮液	5.36%	-0.16%	600702.SH	ST舍得	0.14%	0.00%
000860.SZ	顺鑫农业	5.24%	-1.52%	600197.SH	伊力特	0.13%	-0.29%
603589.SH	口子窖	4.91%	-0.51%	600059.SH	古越龙山	0.02%	0.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 重要数据跟踪

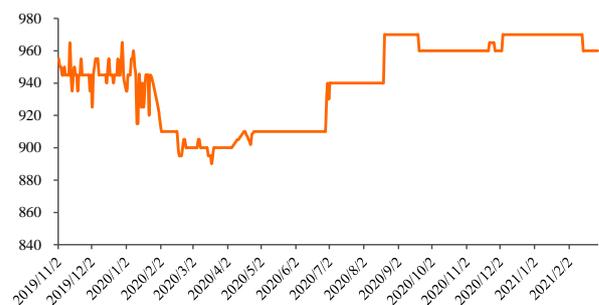
### 2.1. 重点白酒价格数据跟踪

图 11：贵州茅台批价走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：五粮液批价走势



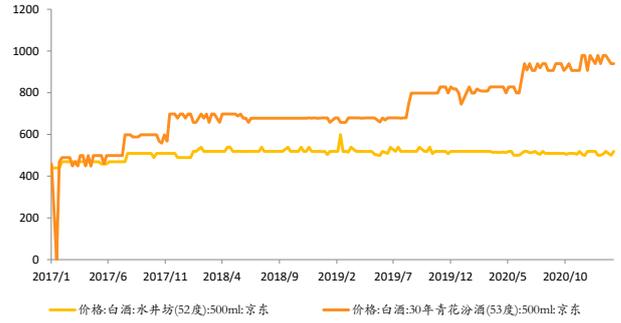
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13: 高端酒价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 14: 次高端酒价格走势



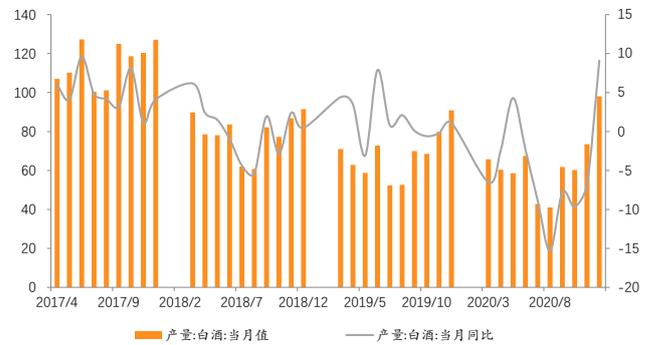
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 15: 洋河梦之蓝(M3)价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

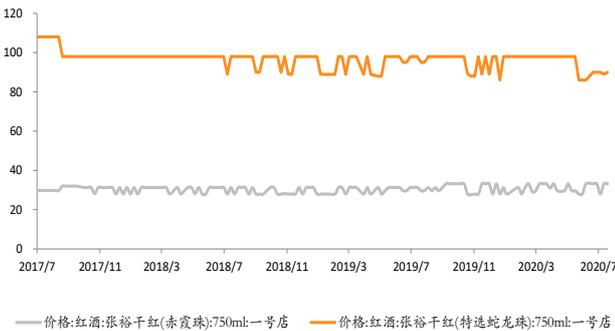
图 16: 白酒月度产量及同比增速走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

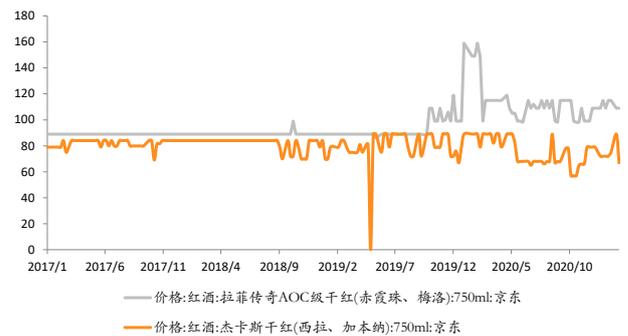
## 2.2. 重点葡萄酒价格数据跟踪

图 17: 国产葡萄酒价格走势



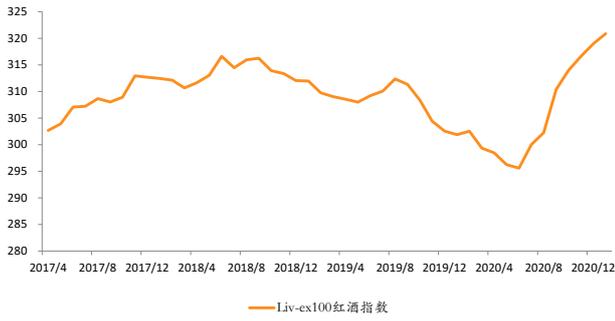
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 海外葡萄酒价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 19: Liv-ex100 红酒指数走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 20: 葡萄酒月度产量及同比增速走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 2.3. 重点啤酒价格数据跟踪

图 21: 海外啤酒零售价走势



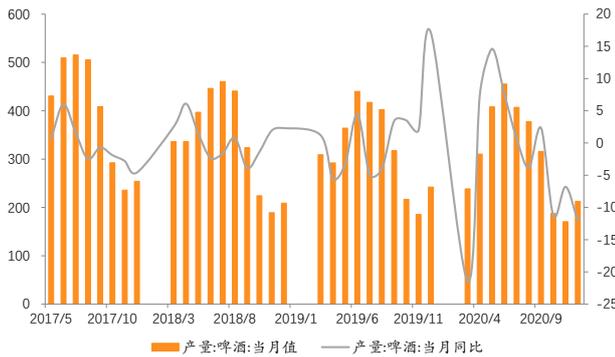
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 22: 国产啤酒零售价走势



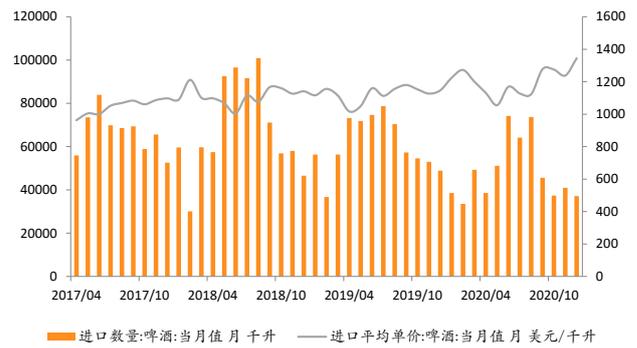
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 23: 啤酒月度产量及同比增速走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 24: 啤酒月度进口量及进口平均单价走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3. 重要公司公告

**图 25：本周饮料板块上市公司重要公告**

上市公司	公司公告
珠江啤酒	2020 年度业绩快报，公司完成啤酒销量 119.94 万吨，同比下降 4.65%；完成营业总收入 42.49 亿元，同比增长 0.13%；实现利润总额、归属于上市公司股东的净利润分别为 7.03 亿元、5.69 亿元，同比分别增长 19.64%、14.43%。
古越龙山	第八届董事会第二十六次会议决议，鉴于 2020 年第四次临时股东大会通过的《关于调整公司非公开发行 A 股股票方案的议案》有效期即将届满，公司董事会提请股东大会延长本次非公开发行股票股东大会决议有效期，拟将上述决议的有效期延长至自 2021 年第一次临时股东大会决议作出之日起 12 个月。
古越龙山	第八届监事会第十八次会议决议，审议通过了《关于延长非公开发行股票股东大会决议有效期的议案》。
古越龙山	公司将于 2021 年 3 月 12 日召开 2021 年第一次临时股东大会，对《关于延长非公开发行股票股东大会决议有效期的议案》进行表决。
ST 威龙	公司于 2021 年 2 月 23 日完成法定代表人工商变更并换发营业执照，由于黄祖超先生新当选为公司第五届董事会董事长，根据《公司章程》规定，公司法定代表人随之变更为黄祖超先生。
ST 威龙	公司对山东省高级人民法院关于违规担保案件的判决表示不服，于 2021 年 1 月 19 日向最高人民法院于违规担保案件申请再审，近日公司通过法院网络查询，再审申请已分别于 2021 年 2 月 20 日、2021 年 2 月 22 日立案受理。
ST 通葡	公司披露关于公司股票实施其他风险警示相关事项进展，截至 2021 年 2 月 25 日，公司累计违规担保金额为 3.65 亿元，目前尚未解除金额为 2.98 亿元。公司实际控制人目前正在积极采取措施筹措资金，尽快解决担保问题，公司将密切关注相关事项进展。
ST 通葡	上交所对公司第一大股东吉祥嘉德予以通报批评，吉祥嘉德未按前期披露计划完成增持承诺的行为违反了《上海证券交易所股票上市规则》，特此给予本次纪律处分。
伊力特	公司全资子公司“伊犁第一坊古城风暴酒业有限公司”名称变更为“新疆伊力特酿酒有限公司”。
珠江啤酒	公司披露 2 月 25 日调研活动信息，介绍了 2020 年业绩快报相关情况和 2020 年纯生和易拉罐占比情况。
珠江啤酒	公司控股股东广州国发及其一致行动人永信国际减持计划期限届满，2020 年 8 月 25 日-2021 年 1 月 4 日共减持 41,655,050 股，减持比例为 1.88%，与已披露的减持计划一致。
ST 椰岛	公司第一大股东东方君盛共计持有公司股份 93,410,473 股，占公司股份总数 20.84%。本次轮候冻结数量为 93,410,473 股，占其持股总数的 100%。本次轮候冻结起始日期为 2021 年 2 月 25 日，冻结期限为三年，自转为正式冻结之日起计算。
洋河股份	2020 年度业绩快报，全年实现营业总收入 2,112,507.48 万元，同比下降 8.65%；实现归属于上市公司股东的净利润 747,654.29 万元，同比增长 1.27%。
张裕 A/张裕 B	公司董事、总经理孙健先生于 2021 年 2 月 26 日通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式增持本公司股份，增持了公司 30000 股 B 股，占公司股份总数的 0.004376%，成交均价为 15.02 港元/股。
五粮液	收到控股股东宜宾市国有资产经营有限公司通知，“宜宾市国有资产经营有限公司”名称变更为“宜宾发展控股集团有限公司”，已完成工商变更登记手续。

会稽山	收到公司副总经理唐雅凤女士提交的书面辞职报告。因个人原因，唐雅凤女士申请辞去公司副总经理职务，辞职后将不再担任公司其他任何职务。
*ST 西发	公司 2 月 20 日收到北京市东城区人民法院民事裁定书，法院一审裁定驳回原告陈金满的起诉，截至公告日，公司 2 个主要银行账户和 2 个非主要银行账户被冻结，被冻结额度为 32,703.8 万元，实际被冻结金额 206.47 万元。
洋河股份	2021 年第一次临时股东大会决议，选举七位非独立董事和四位独立董事，共同组成公司第七届董事会；选举三位非职工代表监事，与公司工会委员会选举产生的两位职工代表监事，共同组成公司第七届监事会。
洋河股份	第七届董事会第一次会议决议，选举张联东先生为董事长，钟雨先生为副董事长，聘任钟雨先生为公司总裁，陆红珍女士为公司董事会秘书，孙大力先生为公司证券事务代表，并审议通过了《关于选举董事会各专门委员会成员的议案》与《关于聘任公司高级管理人员的议案》。
洋河股份	第七届监事会第一次会议决议，选举陈太清先生为公司第七届监事会主席，任期与本届监事会任期一致。
香飘飘	公司回购注销 2018 年限制性股票激励计划中部分激励对象已获授但尚未解除限售的限制性股票，涉及激励对象 15 人，合计拟回购注销限制性股票 1,720,500 股；本次回购注销完成后，剩余股权激励限制性股票 9,924,000 股
香飘飘	公司于 2021 年 2 月 25 日接到持股 5% 以上的股东蒋建斌先生办理股票质押延期购回的通知。蒋建斌先生将其质押给招商证券股份有限公司的 1,264 万股办理了延期购回手续，延期购回后的质押到期日为 2022 年 2 月 25 日。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4. 重要行业动态

图 26：本周饮料行业重要动态

饮料行业动态	
迎驾贡酒启动营销改革，锁定“424”发展战略	2 月 19 日，迎驾酒业销售公司召开总结大会，中国酿酒大师、迎驾集团总裁倪永培在此次会议上重磅披露迎驾集团十四五期间的“424”发展战略，即重点发展白酒、饮料、石斛、旅游四大产业；着力打造百亿迎驾、百年品牌；实现美丽迎驾、智能迎驾、文化迎驾、快乐迎驾四大愿景。
自贡市与五粮液、郎酒签订酿酒专用粮 28 万余亩	2021 年初，自贡市与五粮液集团、郎酒集团签订酿酒专用粮订单 28 万余亩。其中包括，签订了“五粮液酿酒专用稻谷订单种植协议”，建立五粮液酿酒专用粮基地，种植面积 12333.09 亩；与郎酒集团签订高粱订单种植面积总计 27 万亩。
小五粮上新	五粮液股份公司积极打造战略新品，经典五粮液、小五粮最新上市。其中，小五粮新品上市，良好的市场表现和消费者口碑引发行业高度关注。
今世缘到“十四五”末确保营收超百亿	2 月 21 日，在今世缘酒业召开的 2021 年工作大会上，公司党委书记、董事长周素明动员公司上下抢抓消费升级新机遇，到“十四五”末确保营收超百亿。
2020 年干邑白兰地出口额下降 8 亿欧元	2020 年共出口 1.92 亿瓶干邑，出口额为 28 亿欧元。而 2019 年出口额为 36 亿欧元，下降了 8 亿欧元。

张联东出任洋河股份董事长	2月23日，洋河股份召开2021年第一次临时股东大会，会议审议通过了《关于选举第七届董事会非独立董事的议案》等。同时，洋河股份第七届董事会选举张联东为洋河股份董事长。
燕京啤酒漓泉公司2020年产销量90.7万吨	2月22日，燕京啤酒（桂林漓泉）股份有限公司党委书记、董事长、总经理胡建飞在接收媒体采访时透露，2020年公司全年共产销啤酒90.7万吨，实现工业总产值36.48亿元，实现税金6.54亿元，利税总额12.33亿元，实现效益的同比大幅增长。
苏格兰威士忌2020年出口中国总量增长20.4%	苏格兰威士忌协会发布了2020年苏格兰威士忌的出口数据，数据显示，其出口总值38亿英镑，同比下降22.6%；全年出口总量11.4亿瓶，同比下降12.6%。
舍得布局2021年营销工作	2月19-21日，舍得酒业组织全国各地销售区按10个分会场，通过视频连线的方式召开2021年春节后营销工作会议。舍得酒业股份公司董事长张树平指出，2021年要做好“四个坚持”、“四个规划”、“四个更新与创新”。
青啤规划110亿项目	青岛啤酒集团规划了2021-2023年总投资110亿元的11个重点项目，目前，已有6个项目具备了落地条件，另外5个项目正在积极推进。
习酒2021年8项重点工作明确	2021年，习酒将做好以下8项工作：加强党建工作，把准高质发展方向；深化五个聚焦，推进营销转型升级；加快工程项目建设，夯实可持续发展基础；以质量为导向，做好生产供应物流工作；加强管理体系建设，推进治理能力现代化；坚守安全环保底线，筑牢行稳致远根基；厚植君子文化，增强发展软实力；坚持责任担当，与民共享发展红利。

资料来源：酒说，微酒，酒业家，茅粉事务所，酒业资讯，云酒头条，浙商证券研究所

## 5. 近期重大事件备忘录

图 27：饮料板块最近重大事件备忘录

上市公司	日期	事件
会稽山	2月22日	高管变动
ST 威龙	2月23日	董事会变动
洋河股份	2月23日	董事会、监事会变动

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 6. 风险提示

疫情影响超预期；白酒动销恢复不及预期；食品安全风险。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>