

解决当下白酒方面最重要的三个问题

——白酒行业动态点评

报告导读

白酒阶段性估值风险已逐步释放，当前大幅回撤压力较小，我们仍坚持推荐关注茅台、五粮液、泸州老窖及拥有高成长性千元价位带单品的酒企；同时，考虑到短期白酒风格或在于成长性高、机构持仓偏低的中小市值酒企，建议关注迎驾贡酒、ST 舍得、金徽酒等短期具备弹性&中长期业绩具支撑的优质酒企。

主要内容

□ 问题一：近期白酒行情背后暗藏的逻辑？

1. 从板块角度出发——复盘近期板块表现&探寻背后原因

- ① **板块股价情况：**截止当前，春节以来沪深 300、食品饮料、白酒板块涨跌幅分别为-12.64%、-22.83%、-24.30%，其中白酒板块跌幅最大；分阶段来看，白酒板块在春节后第二周出现急速深跌（单周跌幅位居近 20 年来第二），而后跌幅持续收窄，上周开始板块对基本面敏感度有所提升，汾酒及金徽酒业绩表现优秀推动板块整体上扬，本周（截止周三）白酒板块已实现春节后首周正增长（+0.04%）。
- ② **出现深跌原因：**本轮白酒板块经历急跌深度调整主因交易面原因，而非基本面原因：
 - **交易面：**节前受预期改善、事件催化等因素影响，白酒板块实现较高涨幅，而节后受春节酒企动销超预期兑现、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：**基本面坚挺仍具支撑，春节动销超预期后，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。

表 1：春节以来白酒板块涨跌幅情况（单位：周）

板块	2.18-2.21	2.22-2.28	3.1-3.7	3.8-3.14	3.15-3.21	3.22-3.24
沪深300	-0.1	-6.4	-0.8	-1.9	-2.4	-1.3
食品饮料	-3.4	-14.0	-3.4	-2.9	-0.7	-0.1
食品加工	-2.2	-9.3	-3.0	-5.2	-1.1	-0.9
乳品	4.2	-9.8	-3.0	-4.4	-1.2	0.8
食品综合	0.1	-8.9	-3.0	-3.0	0.1	0.1
肉制品	-2.7	-5.9	-1.2	-8.2	-1.1	1.7
调味发酵品	-6.9	-10.3	-3.5	-6.3	-2.0	-3.5
饮料制造	-3.7	-15.5	-3.6	-2.1	-0.6	0.1
软饮料	5.9	-2.1	0.1	-3.8	0.3	4.0
葡萄酒	0.9	-4.8	1.5	-2.7	1.5	1.2
黄酒	9.0	-8.4	1.3	2.3	-4.2	5.8
白酒	-3.9	-15.8	-3.7	-2.0	-0.8	0.0
啤酒	-2.5	-13.5	-4.4	-4.1	4.3	-0.8
其他酒类	-4.7	-22.5	-1.6	-2.3	5.2	1.6

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

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 & 弹性》（20210218）

《白酒行业 2020 年报业绩前瞻：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：一峰独立群峰竞秀，酱酒品类崛起》（20201018）

表 2：2021 年春节后第二周，板块板块周跌幅位于近 20 年来第二名

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%
2	2021-02-26	-14.3%	2021-02-26	-16.0%	2004-04-16	-51.1%
3	2015-06-19	-13.3%	2008-06-13	-13.3%	2004-07-02	-19.3%
4	2008-06-13	-13.2%	2015-06-19	-11.3%	2007-05-11	-32.5%
5	2008-02-01	-11.3%	2008-10-17	-11.1%	2005-11-04	-24.5%
6	2015-07-03	-10.8%	2008-02-01	-10.4%	2002-04-19	-25.4%
7	2016-01-08	-10.3%	2007-11-09	-10.1%	2021-02-26	-13.7%
8	2008-04-03	-10.0%	2015-08-21	-10.0%	2006-03-31	-19.5%
9	2008-09-05	-9.5%	2006-06-09	-9.9%	2008-06-13	-19.4%
10	2015-08-21	-9.3%	2018-10-26	-9.9%	2021-02-26	-18.7%

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%
2	2008-04-18	-24.8%	2015-06-19	-40.1%	2012-06-15	-49.2%
3	2008-10-10	-21.9%	2018-10-26	-17.2%	2021-02-26	-26.1%
4	2004-12-31	-20.8%	2021-01-15	-14.4%	2015-06-19	-21.4%
5	2021-02-26	-20.1%	2012-06-01	-13.9%	2018-10-26	-16.2%
6	2015-10-30	-19.8%	2021-02-26	-12.7%	2008-04-18	-18.7%
7	2008-06-20	-19.1%	2018-08-03	-12.3%	2016-01-08	-16.9%
8	2008-08-08	-19.0%	2013-01-25	-12.1%	2018-02-09	-16.9%
9	2008-09-05	-18.4%	2016-01-08	-11.0%	2010-10-15	-15.2%
10	2008-03-28	-17.5%	2013-03-15	-10.6%	2008-02-01	-16.3%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

2. 从个股角度出发一探寻近期中小市值酒企表现亮眼背后的逻辑

我们发现进入深度调整期后，头部酒企表现弱于中小市值酒企，这背后的原因或为：1) 前期头部酒企因机构抱团较为严重导致估值偏高，叠加业绩超预期概率较低，目前估值仍处于调整阶段；2) 部分中小市值酒企基本面较为优质，或存在超预期可能，叠加目前机构仓位较低，易出现较高涨幅。

表 3：近期中小市值酒企涨幅情况优于头部酒企

近一周			近两周			近三周		
排名	酒企	涨跌幅	排名	酒企	涨跌幅	排名	酒企	涨跌幅
1	金徽酒	29.5%	1	金徽酒	33.2%	1	金徽酒	17.2%
2	金种子酒	18.8%	2	ST舍得	20.1%	2	金种子酒	14.1%
3	迎驾贡酒	16.3%	3	迎驾贡酒	18.5%	3	迎驾贡酒	10.8%
4	老白干酒	13.3%	4	老白干酒	13.8%	4	ST舍得	8.3%
5	皇台酒业	12.0%	5	山西汾酒	12.1%	5	口子窖	4.1%
6	今世缘	8.5%	6	泸州老窖	9.7%	6	老白干酒	2.5%
7	ST舍得	8.3%	7	口子窖	8.7%	7	山西汾酒	0.5%
8	伊力特	7.6%	8	金种子酒	8.6%	8	皇台酒业	-1.2%
9	水井坊	7.0%	9	水井坊	7.8%	9	伊力特	-1.4%
10	口子窖	6.7%	10	伊力特	7.5%	10	酒鬼酒	-3.3%
11	古井贡酒	4.6%	11	酒鬼酒	6.9%	11	水井坊	-4.1%
12	山西汾酒	3.6%	12	今世缘	6.3%	12	今世缘	-5.0%
13	酒鬼酒	2.6%	13	古井贡酒	5.6%	13	贵州茅台	-7.1%
14	泸州老窖	2.3%	14	皇台酒业	5.3%	14	泸州老窖	-7.4%
15	顺鑫农业	1.3%	15	五粮液	3.2%	15	五粮液	-8.6%
16	五粮液	-1.3%	16	贵州茅台	1.0%	16	古井贡酒	-10.5%
17	贵州茅台	-2.0%	17	顺鑫农业	-3.8%	17	顺鑫农业	-13.4%
18	洋河股份	-2.4%	18	洋河股份	-3.9%	18	洋河股份	-15.4%
	白酒(申万)	-0.4%		白酒(申万)	3.1%		白酒(申万)	-7.1%
	沪深300	-3.4%		沪深300	-1.5%		沪深300	-9.6%

近一个月			近两个月			近三个月		
排名	酒企	涨跌幅	排名	酒企	涨跌幅	排名	酒企	涨跌幅
1	金徽酒	20.3%	1	迎驾贡酒	-1.3%	1	酒鬼酒	11.0%
2	金种子酒	19.1%	2	贵州茅台	-4.4%	2	贵州茅台	8.7%
3	迎驾贡酒	8.7%	3	金种子酒	-6.1%	3	泸州老窖	0.4%
4	口子窖	2.1%	4	ST舍得	-7.3%	4	山西汾酒	-0.2%
5	ST舍得	1.7%	5	口子窖	-8.5%	5	五粮液	-5.3%
6	老白干酒	1.6%	6	金徽酒	-9.6%	6	迎驾贡酒	-7.2%
7	酒鬼酒	-1.7%	7	泸州老窖	-10.1%	7	口子窖	-8.0%
8	伊力特	-2.4%	8	皇台酒业	-11.5%	8	水井坊	-9.5%
9	皇台酒业	-3.9%	9	五粮液	-11.8%	9	ST舍得	-12.5%
10	今世缘	-5.8%	10	古井贡酒	-14.6%	10	今世缘	-15.7%
11	山西汾酒	-8.2%	11	山西汾酒	-15.1%	11	金徽酒	-15.9%
12	贵州茅台	-9.1%	12	今世缘	-16.4%	12	老白干酒	-22.6%
13	水井坊	-9.8%	13	伊力特	-17.1%	13	金种子酒	-26.1%
14	五粮液	-11.0%	14	洋河股份	-18.2%	14	皇台酒业	-26.2%
15	泸州老窖	-13.0%	15	老白干酒	-20.6%	15	古井贡酒	-26.9%
16	顺鑫农业	-13.5%	16	酒鬼酒	-22.4%	16	洋河股份	-27.9%
17	古井贡酒	-17.6%	17	水井坊	-22.5%	17	伊力特	-28.2%
18	洋河股份	-20.5%	18	顺鑫农业	-33.7%	18	顺鑫农业	-33.0%
	白酒(申万)	-10.0%		白酒(申万)	-9.4%		白酒(申万)	-1.0%
	沪深300	-9.4%		沪深300	-11.5%		沪深300	-1.4%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理，注：标粗酒企为市值低于 300 亿元的酒企

□ 问题二：如何分析接下来的白酒行情走势？

1. 从行业趋势角度，分析白酒板块未来发展逻辑的演绎

① 行业高景气度延续态势下，千元价位带持续扩容将带来行业第二增长极，拥有高成长性千元价位带产品的酒企业绩具备较大弹性。

1) 区别于市场认为：白酒吨价增速或将趋缓，从而导致行业景气度曲线向下。我们认为：千元价位带扩容速度或超预期将推动白酒吨价增速继续提升，结构升级叠加提价仍为白酒行业利润高增来源，白酒仍将保持高景气态势；

2) 区别于市场认为：从过去几年白酒吨价增速跑赢 CPI 角度来看，吨价增速存在泡沫。我们认为：近年来随着高端酒持续扩容，白酒吨价增速不仅需对标 CPI，还应对标高净值人群购买力增速；

3) 区别于市场认为：下一阶段应将关注点放在具备高弹性的次高端酒企上。我们认为：除了茅五泸等高端酒外，拥有高成长性千元价格带产品（比如酒鬼酒内参、国缘 V9、青花郎、汾酒青花 30 复兴版等）的酒企业绩具备较高弹性。

② 价位仍是格局演变观察点，高端酒要脱离高端价位下沿、次高端要占据次高端价位上沿才能脱颖而出。

→ 高端酒：对于高端酒来说，脱离高端价位下沿的高端酒发展才较为稳定，目前处于千元价位带以下的国窖面临次高端酒价格带上移压力，所以需要尽快站到千元，而五粮液批价则已站上千元。

→ 次高端酒：目前 300-500 元价位为需求最大的价位段，而 700 元价位需求较小，但在消费升级背景下，300-500 元主流次高端酒价位带将逐步上移至 700 元价位带，700 元价位带市场将出现迅速扩张。我们认为未来只有占据次高端酒上沿的次高端才能脱颖而出，主因该类产品不仅顺应了消费升级趋势，更有冲击高端酒行列潜力。

③ 100-500 元价位段白酒格局稳定性较 800 元以上高端酒弱，带来中小市值公司成长机会。

区别于高端酒消费者拥有较高品牌忠诚度，100-500 元价位带白酒消费者对价格敏感度更高、对品牌要求度较低，因此在面对众多品牌时，忠诚度远低于高端酒消费者。在这一背景下，100-500 元价位段白酒格局稳定性较 800 元以上高端酒弱，这为中小市值公司带来了较大发展空间。

2. 从催化剂角度，探究白酒板块未来行情走势

我们早在 2 月中旬时已前瞻性的提出：**白酒板块将于 3 月底、4 月初出现结构性机会，这一判断正逐步得到验证。**我们认为板块将有以下催化剂：1) 酒企春节超预期表现将在季报中一一兑现；2) 两会后白酒“负面舆论”利空出尽；3) 4 月初糖酒会情况向好或对板块有所刺激；4) 食品饮料板块仍为优质资产，而白酒板块为食品饮料板块的锚。全年来看，考虑估值因素，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。

□ 问题三：站在当下时点，应该如何做推荐排序？

站在当下节点，我们仍推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖及拥有高成长性千元价位带单品的酒企；另外，我们认为短期白酒风格或在于成长性高、机构持仓偏低的中小市值酒企，从短期具备弹性&中长期亦具业绩支撑角度看，建议关注迎驾贡酒、ST 舍得、金徽酒等优质中小市值标的：

1) 茅五泸：业绩确定性强，产品结构持续提升推动吨价上行

贵州茅台：除一季度发货量较去年提升 1000 吨外，近期公司总经销商产品已实现了提价（提价幅度在 5%—100%之间）；精品指定零售价已从 3199 元/瓶提升至 3299 元/瓶，出厂价从 2299 元/瓶提到 2699 元/瓶；刚上市的牛年生肖酒出厂价从 1299 元/瓶涨至 1999 元/瓶，建议零售价从 1699 元/瓶涨到 2499 元/瓶，同时精品酒及牛年生肖酒传统经销商配额比降低，直营渠道投放量提升，从而推动实际成交价上涨千元。总体来看，公司产品结构持续优化，吨价稳步提升；

五粮液：春节动销超市场预期，全国总体增长 30%以上，部分区域超 50%，目前渠道库存不足 5%。具体而言：1) 批价：五粮液于 3 月 1 日开始逐步提价，公司要求 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，目前绝大部分地区批价已站稳千元；2) 产品：低度酒未来或重新上市；经典五粮液今年会投放千吨级以上规模；经典 20 经典 30 和经典 50 已完成设计，未来陆续推出；近期牛年五粮液等非标产品亦陆续上市，八代五粮液价格带以上产品矩阵正不断完善；3) 渠道：团购渠道表现较好，普五团购价从 889/瓶提升至 949 元/瓶，目前企业定制团购订单开票价已提升至 999 元/瓶。

泸州老窖：公司近期基于发货进度较去年同期快的前提下，通过停止接收终端客户 38/52 度国窖 1573 经典装订单以进一步挺价（停货前低度酒批价为 630 元/瓶、高度酒为 930 元/瓶，预计停货后价格会上调 20 元左右），目前价格体系较为稳定。另外，上周公司通过对特曲 60 版产品实行年份化定价以打破泸州老窖品牌价格天花板，为价格体系的整体上移奠定基础。

2) 迎驾贡酒：洞藏系列发展或超预期，利润端增速表现向好

短期来看，我们预计公司 2020 年受疫情影响，收入或呈负增长，但受益于高端产品洞藏表现较好，利润端增速或有超预期表现；

中长期来看：我们认为公司未来超预期点在于高端洞藏发展超预期，主因：目前洞藏体量约为 10 亿元左右，预计未来 3-5 年收入占比或达 50%；公司主流价位带品牌忠诚度较低，在行业格局稳定性偏弱的背景下，洞藏有望实现突围；洞藏发展基础较为稳固，目前已在安徽部分省份收获较为亮眼的成绩单，比如在六安市占率遥遥领先，同时在合肥市场也获得迅速增长。

3) ST 舍得：品质之上是老酒，浓香老酒属舍得

短期来看，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），动销及库存均处于正常状态，预计 21Q1 公司收入端将实现 50%~60%的增速；

中长期来看：① 19 年初推出的股权激励制度利于激发员工积极性，同时复星入主有望助力舍得走上业绩上升通道；② 次高端持续扩容，

卡位次高端放量价格带上的品味舍得、智慧舍得有望乘次高端酒扩容之风，业绩实现超预期表现；③ 舍得将凭借其拥有的四大竞争力——优秀的品牌力+12 万吨稀缺坛储老酒（不可复制的稀缺资源）+不断加强的创新性营销力（自创 IP 叠加数字化赋能）+高渠道利润（可达 70%）来落地化老酒战略，经测算，舍得全系列 2022 年市占率略提至 2.5%，产品规模将突破 30 亿元，或将实现超预期弯道超车。

4) 金徽酒：产品结构稳步升级，复星入主有望加速发展

短期看，受益于产品结构不断优化，公司 2020 年利润增速表现亮眼，省内薄弱地区收入提升显著，省外市场加速拓张，我们预计 2021Q1 业绩亦将实现高增；

中长期来看：① 甘肃省白酒主流价格带向上迁移叠加产品结构不断优化，产品高端化速度或超预期；② 立足甘肃聚焦大西北，同时公司有望借助复星集团团购渠道，加速实现全国化；③ 公司五年规划目标不变，五年规划叠加对赌加码激励为公司超预期发展奠定基础，业绩目标预期有望达成。

□ **投资建议：建议关注成长性高、机构持仓比偏低的中小市值酒企**

我们认为白酒阶段性估值风险已逐步释放，当前大幅回撤压力较小。中长期核心资产等待茅台做为估值锚企稳，预计茅台非标提价、春糖召开、业绩披露等将成为下一阶段主要催化剂。站在当下节点，我们仍坚持推荐关注茅台、五粮液、泸州老窖及拥有高成长性千元价位带单品的酒企；考虑到短期白酒风格或在于成长性高、机构持仓偏低的中小市值酒企，建议关注迎驾贡酒、ST 舍得、金徽酒等优质中小市值标的。

□ **风险提示：1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；2、高端酒批价上涨不及预期。**

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

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>