

食品饮料

白酒周报：春糖热度指引全年，次高端高弹性范围将扩大

证券研究报告

2021 年 04 月 12 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘畅

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520010001
liuc@tfzq.com

娄倩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520100002
louqian@tfzq.com

【行情周回顾及北上监测】

本周 SW 白酒下跌 6.71%，低于 SW 食品饮料-4.96%，高于大盘-0.97%，上涨前二个股为金徽酒、舍得酒业、下跌前三个股为洋河股份、老白干酒、泸州老窖。本周北上资金净流出 63.4 亿元，获得资金净流入前三的个股为口子窖，今世缘，迎驾贡酒，净流出前三的个股为贵州茅台、山西汾酒、五粮液。

【投资观点】

春糖圆满落幕，我们发现 3 个明显趋势：一是产品价格带升级和集中度提升的步伐在加快，这背后是消费升级、消费分级和龙头优势的聚合体现，价格带升级表现为千元价格带扩容、300-500 元价格带打开、光瓶酒的升级，在酒企端表现为高价位带产品和持续提价的举措；二是酱酒热明显，此次参展企业酱酒居多，我们认为酱酒热的形成是茅台引领下消费者对酱酒的口味认同、渠道端逐利的推广、资本端的布局推动三方合力导致，最终乱象过后，产品品牌渠道力强的企业最终胜出；三是企业营销由销转营，过去企业端的重点在渠道端，现在企业端直接到 C 端培育消费者，通过消费者的认同来带动渠道的销售，链条越来越扁平化，抢占消费者心智变得更为重要。

高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台飞天批价较上周持平，2021 年飞天整箱 3220 元，散瓶 2470 元，经销商开箱政策仍较为严格；五粮液批价从 980 元上涨至 990 元；国窖预计将继续缩小与普五价差，本周批价维持 920 元。高端白酒基本面乐观表现在渠道库存均较低、批价自年初以来稳步上行，高端白酒景气度仍强。估值层面上看，我们认为高端白酒长期估值将以茅台 40X 为锚，茅台的稀缺性和高壁垒已经成为共识，将不断为其他高端酒打开价格空间，长期来看高端白酒仍然是较为优质和核心的标的，属于食品饮料板块的“诗和远方”。我们认为酱酒热主要由茅台引领，但香型之间无法形成完全的替代，高端品牌需要沉淀，故预计未来五粮液和国窖受酱酒冲击小，从渠道调研来看，五粮液和老窖销售情况仍然乐观，预计业绩高增速可持续。

次高端酒企 Q1 弹性大。在 2020Q1 次高端酒企受疫情影响砸下坑后，此后的二三季度酒企一直在做控量挺价及结构升级的动作，且较为成功，今年 2021Q1 在终端消费场景恢复的背景下，去年酒企挺价及升级作用直接反映在春季销售情况里，不仅偏高端产品表现亮眼，次高端品种也恢复迅速，酒鬼酒及水井坊的一季度业绩均超预期，我们认为短期次高端里弹性标的需重点关注。舍得本次春糖 3 日在成都举行经销商大会，复兴赋能，老酒概念重新运营，各价位带产品走大单品策略，“沱牌+舍得”双品牌运营，公司治理尘埃落定的情况下，舍得将重新迎来高质量发展。我们认为口子窖公司产品渠道发力拐点显现，其优质的产品产能将支撑其稳健增长。次高端里重点推荐舍得、口子窖，关注洋河。

【渠道调研】

疫情有效控制释放消费需求，第一季度安徽市场表现良好，200 元市场表现的比较强势，120 元，300 元市场表现优秀，80 元价格带萎缩，消费升级趋势加强。古井在礼品酒、商务用酒、宴席用酒等消费场景占优，今年省内 8 重点引领消费升级的速度。口子窖的大商模式，正在进行经销商试点改革，成效有待观察。迎驾贡的洞藏在局部市场出现几何式增长。古井渠道掌控严格，对窜货和降价打击力度大。

酱酒热持续，未来的 5~10 年有可能做到 3000 亿或者是 5000 亿的规模；酱酒企业对次高端价格带的冲击较大，挤压了区域性白酒企业的生存空间；规模型酱酒企业有产能支撑，是可预期的。山东与河南市场已全面的酱化，安徽和江苏的酱化可能性不大；安徽次高端市场剑南春有较大的优势，苏酒也有进入的态势，次高端一直在扩容，竞争格局还没有完全确立，剑南春是次高端领跑者，汾酒、黄淮名酒带的酒企比如今世缘属于次高端价位有力的

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:春糖催化白酒提振情绪，调味品龙头领先优势持续显现》 2021-04-06
- 2 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报：高端行稳致远，次高端业绩提振，春糖持续催化》 2021-04-04
- 3 《食品饮料-行业研究周报:食品饮料去伪存真，有限的精力聚焦不变的趋势》 2021-03-29

竞争者。

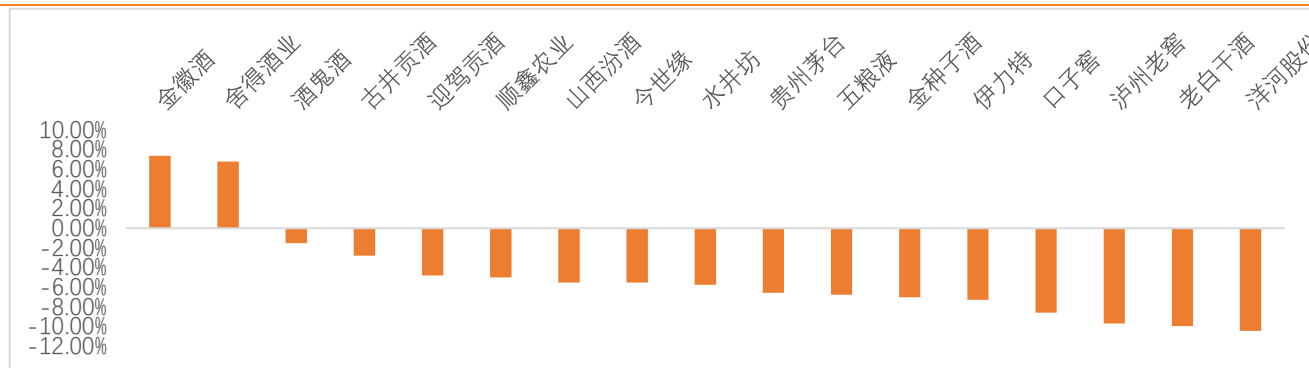
目前来看，在未来两到三年，五粮液仍然是泸州老窖的主要竞争对手，但舍得可能会在未来三到五年内成为泸州老窖的新的竞争对手。老窖提高出厂价不会影响渠道利润，因为会通过各种方式返还给经销商而 且涨价一般会在淡季而非旺季的时候，即用空间换时间。

风险提示：终端产品价格紊乱、渠道库存积压过重、实际动销不及预期、品牌运营不力无法顺利提价、疫情反复影响白酒正常消费。

1. 行情回顾与北上资金监测：

本周 SW 白酒下跌 6.71%，低于 SW 食品饮料-4.96%，高于大盘-0.97%，上涨前二个股为金徽酒、舍得酒业、下跌前三个股为洋河股份、老白干酒、泸州老窖。

图 1：白酒上市公司涨跌幅排序



资料来源：Wind，天风证券研究所

本周北上资金净流出 63.4 亿元，获得资金净注入前三的个股为口子窖，今世缘，迎驾贡酒，净流出前三的个股为贵州茅台、山西汾酒、五粮液。

表 1：白酒行业及公司北上资金

股票代码	股票简称	本周净买入额 (万)	周环比	涨跌幅 (%)
C1005324. WI	白酒	-633,720.25	-559,910.64	-6.71
603589. SH	口子窖	12,617.33	11,410.22	-8.59
603369. SH	今世缘	10,859.11	10,108.78	-5.52
603198. SH	迎驾贡酒	5,193.67	-476.97	-4.81
000596. SZ	古井贡酒	2,218.19	7,427.67	-2.80
600779. SH	水井坊	2,085.72	1,698.52	-5.75
600702. SH	舍得酒业	-	-	6.80
600197. SH	伊力特	-40.04	-337.61	-7.28
600559. SH	老白干酒	-3,132.51	-8,075.34	-9.95
000860. SZ	顺鑫农业	-3,347.59	7,916.13	-5.02
000568. SZ	泸州老窖	-14,685.68	-5,560.85	-9.69
000799. SZ	酒鬼酒	-28,047.08	-6,498.05	-1.50
002304. SZ	洋河股份	-36,354.83	-28,089.37	-10.44
000858. SZ	五粮液	-100,102.38	-85,735.85	-6.77
600809. SH	山西汾酒	-116,444.99	-101,117.66	-5.51
600519. SH	贵州茅台	-364,539.16	-362,580.25	-6.57

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 投资观点

春糖圆满落幕，我们发现 3 个明显趋势：一是产品价格带升级和集中度提升的步伐在加快，这背后是消费升级、消费分级和龙头优势的聚合体现，价格带升级表现为千元价格带扩容、300-500 元价格带打开、光瓶酒的升级，在酒企端表现为高价带产品和持续提价的举措；二是酱酒热明显，此次参展企业酱酒居多，我们认为酱酒热的形成是茅台引领下消费者对酱酒的口味认同、渠道端逐利的推广、资本端的布局推动三方合力导致，最终乱象过后，

产品品牌渠道力强的企业最终胜出；三是企业营销由销转营，过去企业端的重点在渠道端，现在企业端直接到 C 端培育消费者，通过消费者的认同来带动渠道的销售，链条越来越扁平化，抢占消费者心智变得更为重要。

高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台飞天批价较上周持平，2021 年飞天整箱 3200 元，散瓶 2470 元，经销商开箱政策仍较为严格；五粮液批价从 980 元上涨至 990 元；国窖预计将继续缩小与普五价差，本周批价维持 920 元。高端白酒基本面乐观表现在渠道库存均较低、批价自年初以来稳步上行，高端白酒景气度仍强。估值层面上看，我们认为高端白酒长期估值将以茅台 40X 为锚，茅台的稀缺性和高壁垒已经成为共识，将不断为其他高端酒打开价格空间，长期来看高端白酒仍然是较为优质和核心的标的，属于食品饮料板块的“诗和远方”。我们认为酱酒热主要由茅台引领，但香型之间无法形成完全的替代，高端品牌需要沉淀，故预计未来五粮液和国窖受酱酒冲击小，从渠道调研来看，五粮液和老窖销售情况仍然乐观，预计业绩高增速可持续。

次高端酒企 Q1 弹性大。在 2020Q1 次高端酒企受疫情影响砸下坑后，此后的二三季度酒企一直在做控量挺价及结构升级的动作，且较为成功，今年 2021Q1 在终端消费场景恢复的背景下，去年酒企挺价及升级作用直接反映在春季销售情况里，不仅偏高端产品表现亮眼，次高端品种也恢复迅速，酒鬼酒及水井坊的一季度业绩均超预期，我们认为短期次高端里弹性标的需重点关注。舍得本次春糖 3 日在成都举行经销商大会，复兴赋能，老酒概念重新运营，各价位带产品走大单品策略，“沱牌+舍得”双品牌运营，公司治理尘埃落定的情况下，舍得将重新迎来高质量发展。我们认为口子窖公司产品渠道发力拐点显现，其优质的产品产能将支撑其稳健增长。次高端里重点推荐舍得、口子窖，关注洋河。

3. 渠道调研汇总

3.1. 安徽白酒专家调研纪要

调研时间：2021.04.05；调研对象：安徽白酒专家 安徽宝善酒业副总 主管销售 许明华

1. 安徽市场一季度情况：疫情有效控制释放消费需求，第一季度安徽市场表现良好，200 元市场表现的比较强势，120 元，300 元市场表现优秀，80 元价格带萎缩，消费升级趋势加强。
2. 安徽品牌情况：古井在礼品酒、商务用酒、宴席用酒等消费场景占优，今年省内外 8 重点引领消费升级的速度。
3. 口子窖和古井渠道情况：口子窖的大商模式，正在进行经销商试点改革，成效有待观察。迎驾贡的洞藏在局部市场出现几何式增长。古井渠道掌控严格，对窜货和降价打击力度大。
4. 剑南春、洋河等价格情况：300-400 价格带中，剑南春体量较大，约 6 亿。洋河的水晶和梦 6+ 约占 2-3 亿，古 16 约 3-4 亿。高端白酒中，五粮液发挥不错，国窖 1573 体量不大，约一亿，在阜阳表现良好。

3.2. 白酒咨询专家调研纪要

调研时间：2021.04.05；调研对象：白酒咨询专家 上海华典商贸有限公司总经理 韩道英

1. 酱酒热情况：酱酒热持续，未来的 5~10 年有可能做到 3000 亿或者是 5000 亿的规模；酱酒企业对次高端价格带的冲击较大，挤压了区域性白酒企业的生存空间；规模型酱酒企业有产能支撑，是可预期的。
2. 白酒市场总体情况：山东与河南市场已全面的酱化，安徽和江苏的酱化可能性不大；安徽次高端市场剑南春有较大的优势，苏酒也有进入的态势，本土徽酒中古 20 有较小的空间；次高端一直在扩容，竞争格局还没有完全确立，剑南春是次高端老大，汾酒、黄淮名酒带

的酒企比如今世缘属于次高端价位有力的竞争者。

3.白酒价格情况：定价要有敬畏之心，高端白酒定价的标杆是茅台的 1499；五粮液的提价很难，五粮液的价格实际上是跟茅台联动的。

4.白酒品牌情况：江苏两大酒企今世缘和洋河做的较好，未来的成长要靠开拓异地市场；徽酒四大上市企业，古井贡成长性不够，但有一些确定性，其它三家酒企需持谨慎态度；舍得和金徽在复星的加持下会更有潜力。

3.3. 泸州老窖经销商调研纪要

调研时间：2021.04.05；调研对象：泸州老窖经销商 李志明

1.产品情况：现在国窖的味道喝起来会很顺口，存放年份长了品质提升了，这源于浓香型白酒自身易挥发特色。

2.渠道情况：老窖提高出厂价不会影响渠道利润，因为会通过各种方式返还给经销商，而且涨价一般会在淡季而非旺季的时候，即用空间换时间。

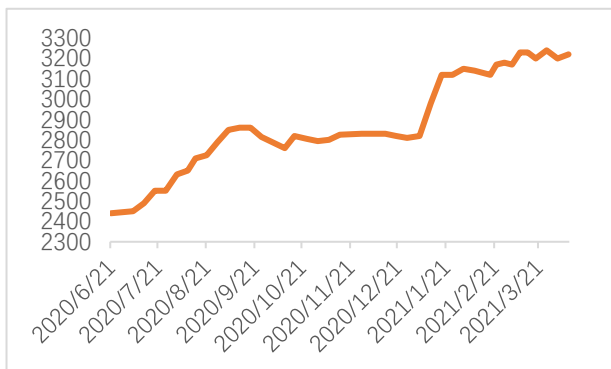
4. 数据跟踪及本周重要资讯

4.1. 数据跟踪

（一）批价数据

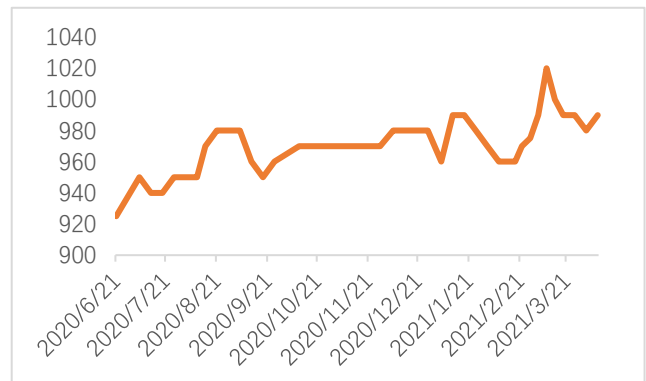
茅台飞天（2021）本周原箱批价略有上升，从 2 号的 3200 升至 3220 元，五粮液、国窖 1573 批价也有小幅度变化，普五批价从 980 元升至 990，国窖 1573 从 910 元上升至 920 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



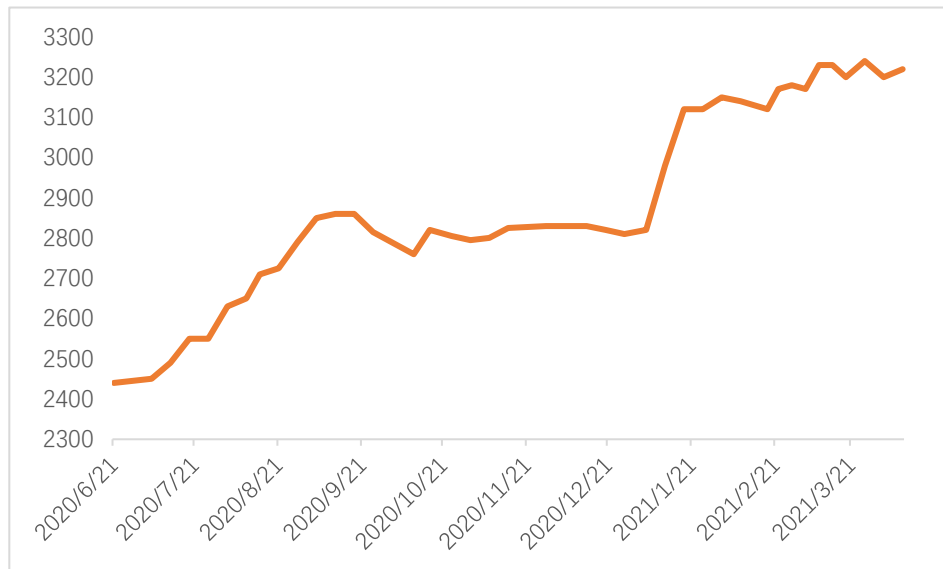
资料来源：茅帝，天风证券研究所

图 3：八代五粮液一批价（单位：元）



资料来源：茅酒鲁智深，天风证券研究所

图 4：国窖 1573 一批价（单位：元）



资料来源：今日酒价，天风证券研究所

(三)行业产量数据: 2020年11月, 全国酿酒产业规模以上企业酿酒产量 340.19 万千升, 同比下降 4.45%。其中, 白酒产量 73.48 万千升, 同比下降 6.87%; 啤酒产量 170.69 万千升, 同比下降 6.81%; 葡萄酒产量 3.64 万千升, 同比下降 8.62%; 发酵酒精产量 68.86 万千升, 同比增长 4.68%。

图 5: 白酒月度产量及增速 (单位: 万千升)

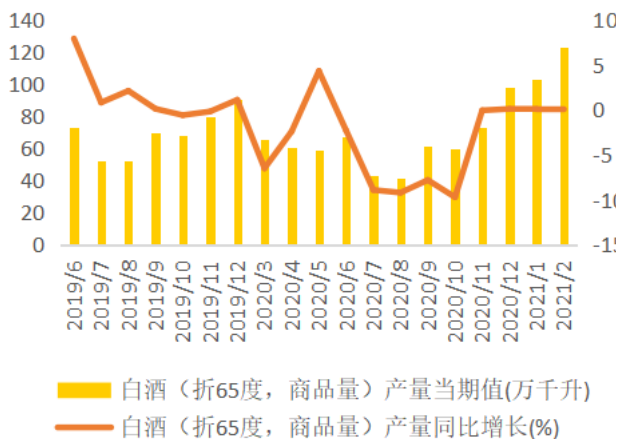
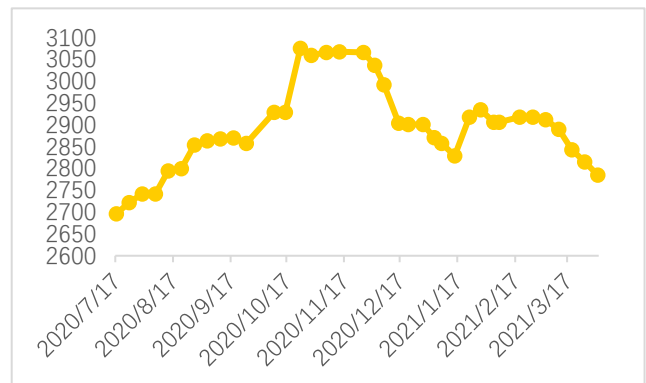


图 6: 高粱价格 (元/吨)



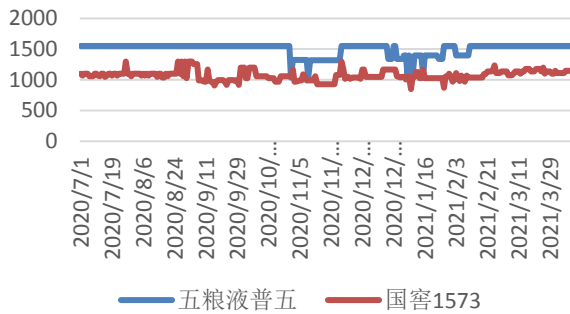
资料来源：中国酒业协会，天风证券研究所

资料来源：天下粮仓，天风证券研究所

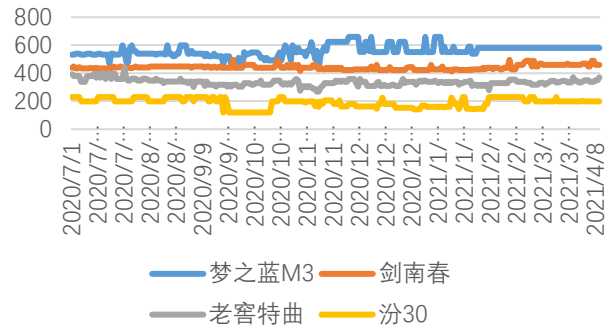
(二) 京东数据: 五粮液普 5 市场价 1552 元, 较上周价格较为平稳; 国窖 1573 52 度市场价 1149 元, 较上周价格震荡后上升; 洋河蓝色经典梦之蓝 M3 52 度市场价 579 元, 过去一周价格平稳; 剑南春水晶剑 52 度市场价为 458 元, 较上周价格震荡; 泸州老窖 特曲 52 度市场价为 370 元, 较上周小幅震荡后小幅上升; 汾 30 市场价 199 元, 较上周价格保持平稳。

图 7: 五粮液与 1573 京东价格走势 (单位: 元)

图 8: 梦之蓝、剑南春、老窖特曲、汾酒 30 京东价格走势 (单位: 元)



资料来源：京东商城，天风证券研究所



资料来源：京东商城，天风证券研究所

5. 重要公告及资讯

行业资讯：

(1) 4月9日，微酒从天津推介会上获悉，“第105届全国糖酒商品交易会”定档。这届糖酒会也被俗称为“2021年秋糖”，将于10月19-21日在天津国家会展中心举行。（微酒）

(2) 4月4日上午，阿塞拜疆驻华公使特穆尔·纳迪罗格鲁，中国食品发酵工业研究院副院长、高级顾问黄宇彤，参观了位于成都大成宾馆的宝丰酒业酒店展。宝丰酒业董事长表示，宝丰酒愿与阿塞拜疆一道，以“一带一路”建设为契机，共同促进阿塞拜疆与宝丰酒的文化旅游等领域的合作，开启双方合作的新篇章。（微酒）

公司动态：

(1) 4月8日，酒仙网络科技有限公司（下称酒仙网）披露招股说明书（申报稿），拟在深交所创业板上市。招股书显示，酒仙网本次发行数量不超过9900万股，且不低于本次发行后总股本的约24.15%。募集资金用于智能仓储建设、智慧零售信息化平台建设、品牌营销建设等项目及补充营运资金，拟用募集资金投入金额约1.85亿元。招股书同时显示，酒仙网2018—2020年营收分别为22.07亿元、29.97亿元及37.17亿元。（微酒）

(2) 4月7日，肆拾玖坊创始人、CEO张传宗在接受媒体专访时指出，肆拾玖坊将在4月21日召开A轮融资发布会，借助资本的力量进一步助推企业整体发展。此次是首次融资，肆拾玖坊将会把所有融得资金投向茅台镇以及酒厂，并且收购更多酒厂，加大酿造规模以及储存规模，为产品品质保障以及企业长远发展打下坚实基础，“十四五”期间，肆拾玖坊目标完成IPO上市工作，并打造出营业额百亿、总市值千亿的上市公司。（微酒）

(3) 4月8日，在泸州举行的中国国际酒业博览会期间，中国酒业协会和浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司联合举办古越龙山绍兴酒“好酒不上头”新品专家鉴评会。（微酒）

(4) 4月5日，金沙酒业透露，2020年，金沙酒业全年实现销售27.3亿元，同比增长78%，连续两年单年度销售增长额度超过10亿元。截止2021年第一季度，实现销售收入13.8亿元，同比增长118%。（微酒）

(5) 仁怀酒投近日表示，将坚定不移推进“5个3”战略，即实现3万吨基酒生产、30万吨基酒收储、300亿销售额、3000亿市值，全国建成3000家仁怀酱香酒道馆，2035年要力争实现100亿元销售额及1000亿元市值。（微酒）

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com