

本报告的主要看点:

1. 阐述白酒本轮基本面景气度上行的原因, 预判未来基本面趋势能否延续, 分析潜在的风险点、后续需观察的指标和长期预期收益率。
2. 春糖酱酒盛况更胜从前, 我们分析了酱酒目前存在的风险, 以及如何理性看待不同香型白酒间的竞争。
3. 重点公司近期渠道跟踪反馈。

火爆之下的冷静思考, 坚守优质龙头

经营分析

- 近期我们赴成都参加白酒春糖会, 春糖去年受疫情影响中断, 今年参展公司众多, 整体氛围热烈。产业及企业端展望积极, 酱酒招商火爆, 浓香企业稳健前行, 多维度侧面印证了白酒景气度向好的逻辑。糖酒会的火爆之下, 我们更加建议冷静思考以下几方面问题:

1、白酒本轮基本面景气度上行的推动因素?

- **高端酒:** 1) **需求端:** 20年流动性充裕, 高端酒具备奢侈品保值属性。飞天批价站上3000元为千元价格带留出竞争空间, 春节茅台实施“100%开箱”、严格控价, 部分渠道存在惜售现象。五粮液、国窖等在购买上更具可获得性, 整箱出售也更能匹配送礼需求, 春节动销表现亮眼。此外, 消费升级趋势不变, 助推高端酒持续扩容。2) **供给端:** 高端三家具备比从前更强的渠道管理能力, 普五批价在春节放量后企稳, 国窖批价与普五价差维持在100元以内, 品牌力进一步提升。同时, 高端酒玩家集中度高、护城河深厚, 五粮液、国窖占据千元价格带85%以上的份额, 新进入者需具备极高的品牌力积淀。
- **次高端酒:** 1) **需求端:** 疫情缓解带动需求同比改善, 企业前期主动去库存, 21年初渠道、终端均存在补库存逻辑。高端价格带上移+消费升级, 次高端空间打开。2) **供给端:** 此轮疫情危机不同于2012年, 企业更注重价值链良性, 通过主动控货、取消打款要求等措施, 避免出现渠道甩货。而次高端对比高端集中度偏低, CR2仅为30%+, 疫情对现金流不足、渠道管控力弱的中小酒厂影响更深, 行业集中度加速提升, 次高端龙头或将长期受益。

2、基本面趋势能否延续? 后续观察指标? 是否存在潜在风险点?

- **自上而下:** 20年流动性充裕, 高端酒需求加速提升, 批价持续上行。21年及后续需进一步观察的宏观指标包括: 经济增速、流动性是否收紧, 以及宏观因素对高端酒量价提升速度有何影响。我们作为行业研究员, 确实很难具备对宏观预判的能力, 但会对未来经济态势保持紧密跟踪。
- **自下而上:** 1) **酱香:** 今年春糖酱酒火爆更胜从前, 但其仍处于渠道铺货、社会库存上升阶段, 真实动销尚待观察, 且部分酱酒存在过度开发、滥用品牌的问题。2) **其他香型:** 此次春糖会产业端反馈, 龙头酒企延续有序经营, 全年任务谨慎务实, 渠道库存和价盘良性, 并未看到微观企业存在风险。未来龙头酒企若能保持稳健向好的经营战略, 有望平稳度过经济波动、需求变化的难关, 行业格局将进一步稳定。

3、投资建议: 如何理性看待预期收益率?

- 在行业发展和大浪淘沙过程中, 我们欣喜地看到龙头企业在“短期增长, 长期发展”平衡中, 更重视长期“品牌、产品、渠道”的提升。从企业增长中枢、估值、长期确定性3个维度考虑, 我们建议短期适当降低预期收益率, 以时间换空间。白酒行业存量玩家有限, 龙头已在品牌、渠道管理等层面积累了扎实的竞争优势。未来行业格局稳定性有望进一步提升, 优秀龙头将分享行业迈入成熟阶段的份额提升。我们坚信, 未来3-5年白酒依旧是强确定性的板块, 仍有望通过稳健成长带来稳定收益。关注调整中布局, 坚守高端(茅五泸), 及改革标的(汾酒、洋河、酒鬼)。

风险提示

- 宏观经济下行影响消费升级速度、流动性风险、区域市场竞争加剧风险、疫情持续反复风险

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、白酒此轮基本面景气度上行的原因？ | 4 |
| 1.1 高端酒：流动性充裕，千元价格带超预期扩容，行业格局稳固 | 4 |
| 1.2 次高端酒：需求改善+补库存逻辑，中小酒厂加速出清 | 5 |
| 二、基本面的趋势是否能延续？是否存在潜在风险点？ | 6 |
| 2.1 自上而下：关注宏观指标对高端酒升级速度的影响 | 6 |
| 2.2 自下而上：春糖会产业端反馈积极，关注企业经营战略是否保持稳健 | 6 |
| 三、如何看待酱酒火爆背后的风险？如何看待不同香型间的竞争？ | 7 |
| 3.1 春糖会酱酒势头高涨，真实动销尚待观察 | 7 |
| 3.2 酱香火爆反而倒逼浓香加速升级 | 7 |
| 四、投资建议：白酒龙头长期预期收益率？ | 8 |
| 4.1 企业增长中枢：存在结构性量增机会，升级速度决定价增 | 8 |
| 4.2 估值：适当降低收益率预期，长期持有弱化阶段性估值影响 | 9 |
| 4.3 长期确定性：密切观察宏观变量，格局稳固带来强确定性 | 10 |
| 五、重点公司近期渠道跟踪 | 10 |
| 六、风险提示 | 11 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图表 1：茅台批价增速变动略滞后于社融增速 | 4 |
| 图表 2：2019 年以来 M2/社融同比增速（月） | 4 |
| 图表 3：高端三家批价（周） | 4 |
| 图表 4：高端三家终端成交价（日） | 4 |
| 图表 5：规模以上白酒企业产量及增速（2000-2020 年） | 5 |
| 图表 6：规模以上白酒企业收入及增速（2011-2020 年） | 5 |
| 图表 7：千元价格带主要竞争产品 | 5 |
| 图表 8：规模以上白酒企业数量（2011-2020 年） | 6 |
| 图表 9：次高端白酒竞争格局（2019 年） | 6 |
| 图表 10：历年人均 GDP 及增速（2000-2020 年） | 6 |
| 图表 11：历年人均可支配收入及增速（2013-2020 年） | 6 |
| 图表 12：酱酒历年销售收入及增速（2018-2020 年） | 7 |
| 图表 13：2020 年酱酒各项指标占比 | 7 |
| 图表 14：酱酒各价格带主要竞争产品（2020 年） | 8 |
| 图表 15：部分主流酱酒品牌的主力产品 | 8 |
| 图表 16：茅台历年直销收入及占比（2015-2020 年） | 8 |
| 图表 17：茅台历年基酒产量及成品酒销量（2010-2021E） | 8 |
| 图表 18：茅台酒历年收入量价拆分（2013-2020 年） | 9 |
| 图表 19：茅台酒、五粮液、国窖历年收入及增速（2015-2020E） | 9 |
| 图表 20：高端酒未来 3-5 年收入、利润增速及量价拆分 | 9 |

图表 21: 重点酒企估值表..... 10

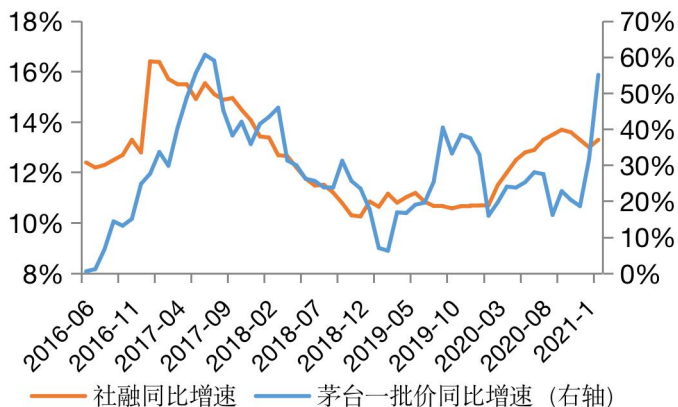
一、白酒此轮基本面景气度上行的原因？

1.1 高端酒：流动性充裕，千元价格带超预期扩容，行业格局稳固

■ 1) 需求端：

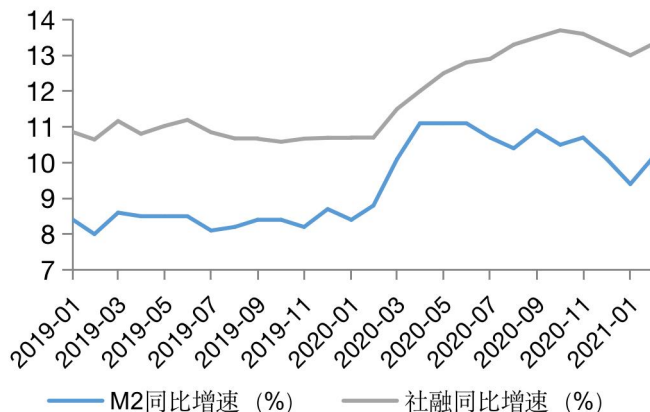
- ①20年流动性充裕，高端酒具备奢侈品保值、增值的属性。复盘历史，2016年以来，茅台批价同比增速变动滞后于社融增速约6个月（2015-2020年批价CAGR约28%）。20年流动性相对宽松，M2同比增速从8%左右提升至10%以上，社融增速从10-11%提升至13%以上，高端茅五泸的批价顺势而升。

图表1：茅台批价增速变动略滞后于社融增速



来源：wind，国金证券研究所

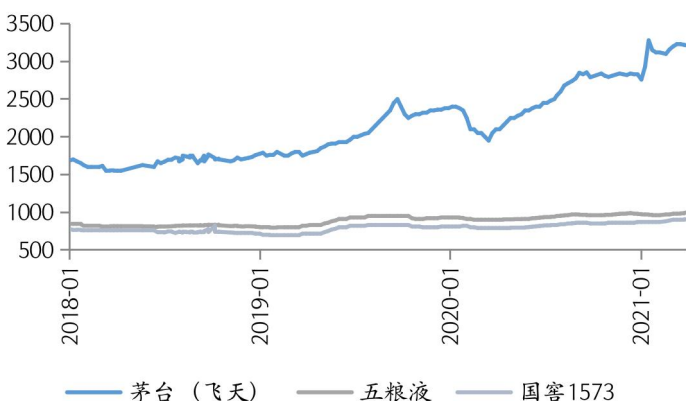
图表2：2019年以来M2/社融同比增速（月）



来源：wind，国金证券研究所，注：2021年3月数据为预测值

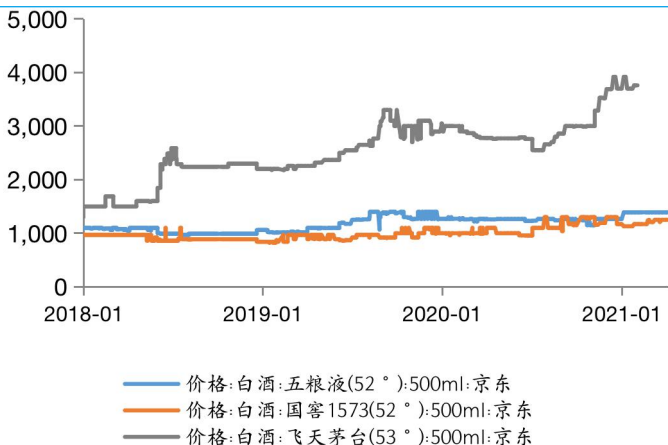
- ②飞天价增+“100%开箱”新政，千元价格带加速放量迎来机遇。飞天批价逐步站上3000元、成交价站上3500元，与普五、国窖的价差进一步拉大，为千元价格带竞争留出空间。此外，21年1月起，茅台实施新政，要求茅台酒100%开箱销售（厂商定期检查箱子数量是否达标），并严控价格，部分渠道或存在惜售现象。五粮液、国窖等千元价格带产品在购买上也更具可获得性，整箱产品也更能匹配送礼需求。

图表3：高端三家批价（周）



来源：茅粉鲁智深，渠道调研，国金证券研究所

图表4：高端三家终端成交价（日）



来源：同花顺，国金证券研究所

- ③消费升级趋势不变，高端酒持续扩容。白酒行业的逻辑已从“量增”向“价升”转变，2020年规模以上白酒企业产量为740.70万千升，连续2年同比下滑；销售收入近年保持同比增长，2016-2020年复合增速约10%。

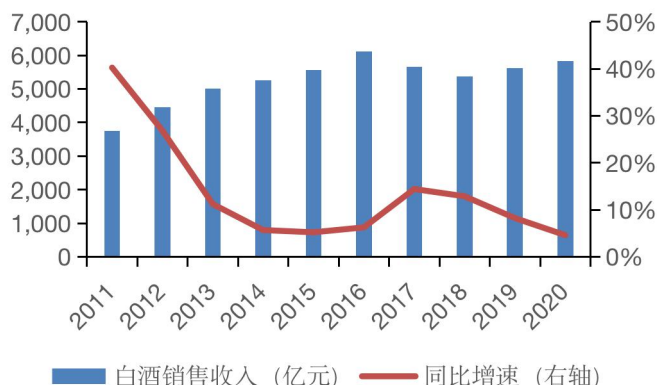
2015-2020 年人均可支配收入 CAGR 约 6%，高净值人群的财富积累速度加快。收入上行+高净值人群占比提升，助推白酒消费延续升级势头。

图表 5：规模以上白酒企业产量及增速 (2000-2020 年)



来源：wind，国金证券研究所，注：增速为同一统计口径增速

图表 6：规模以上白酒企业收入及增速 (2011-2020 年)



来源：wind，国家统计局，国金证券研究所，注：增速为同一统计口径增速

■ 2) 供给端：

- ① 玩家数量有限，高端三家护城河深厚。高端酒的竞争格局集中，玩家数量有限。以千元价格带为例，仅有普五、国窖、青花郎三大单品形成一定规模，五粮液+国窖按收入、销量口径计算的市占率均在 85% 以上。源于历史、文化积淀、品质等因素，当前高端酒的品牌势能已在消费者中形成共识，其余公司要想抢占高端市场，必须具备极强的品牌优势，进入壁垒相对较高。

图表 7：千元价格带主要竞争产品

| 品牌 | 香型 | 报表端营业收入 (2019) | 预测收入增速 (2020) | 销量 (2019) | 零售价 (京东) |
|---------|-----|----------------|---------------|-----------|----------|
| 普五 | 浓香 | 397 亿 (普五及以上) | 15% 左右 | 2.3 万吨 | 1399 |
| 国窖 1573 | 浓香 | 86.0 亿 | 双位数 | 1 万吨左右 | 1419 |
| 青花郎 | 酱香 | 31.8 亿 | 20% 左右 | 2476 吨 | 1299 |
| 内参 | 馥郁香 | 3.31 亿 | 70-80% | 400 吨 | 1499 |

来源：各公司年报，京东，国金证券研究所

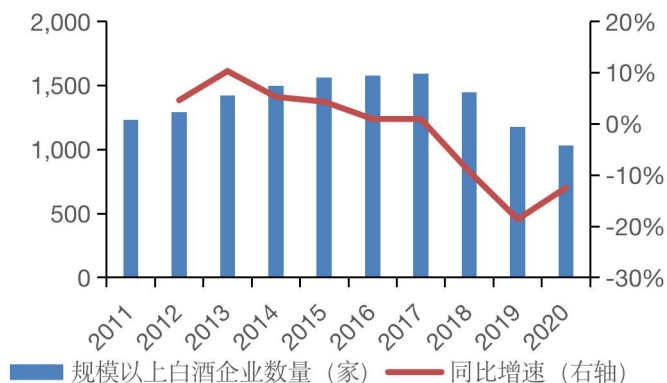
- ② 高端三具备更胜从前的渠道管理能力，品牌力进一步提升。五粮液 19 年上线数字化系统，市场运作更精细；20 年开拓团购渠道 (占比提升至 20% 以上)，21 年团购打款提价 (当前提至 999，对比传统渠道打款价提升 12%)，量价调节手段更灵活多样。21 年春节，普五放量后批价并未大幅下挫 (发货量同增 30%+)，批价企稳在 980-1000)，渠道利润维持，大商信心提振。国窖通过合理发票换配额、停货等措施提价，与普五的批价价差始终保持在 100 元以内，品牌优势进一步强化。

1.2 次高端酒：需求改善+补库存逻辑，中小酒厂加速出清

- 1) 需求端：① 疫情缓解，婚喜宴、聚餐等消费场景恢复，需求同比明显改善；② 企业前期主动去库存，部分酒企库存处于历史低位，21 年初渠道、终端均存在补库存逻辑。③ 消费升级趋势不变，高端价格带上移也为次高端打开空间。
- 2) 供给端：① 此轮疫情危机不同于 2012 年，企业更注重价值链良性，通过主动控货、取消打款要求等措施，增强经销商信心，避免出现大范围甩货

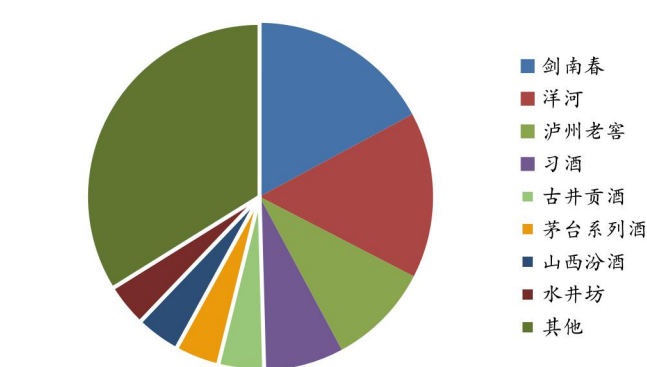
现象；②对比高端，次高端酒的集中度偏低，CR2 仅为 30%+，且面临大量地产酒的竞争。疫情之下，现金流不足、议价能力差、渠道管控力弱的中小酒厂受负面影响更深，优胜劣汰进程加快。规模以上白酒企业数量已从 2017 年的 1593 家下降至 2020 年底的 1000 多家，复合降速在双位数，行业集中度有望加速提升，次高端龙头或将长期受益。

图表 8：规模以上白酒企业数量 (2011-2020 年)



来源：wind，国家统计局，国金证券研究所，注：2020 年数据为预测值

图表 9：次高端白酒竞争格局 (2019 年)



来源：wind，酒业家，国金证券研究所

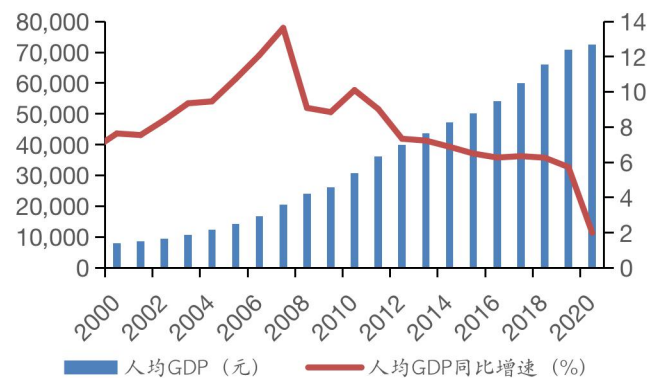
二、基本面的趋势是否能延续？是否存在潜在风险点？

● 部分投资者担心当前基本面向好不存在持续性，我们建议从两个维度观察对基本面的影响因素：

2.1 自上而下：关注宏观指标对高端酒升级速度的影响

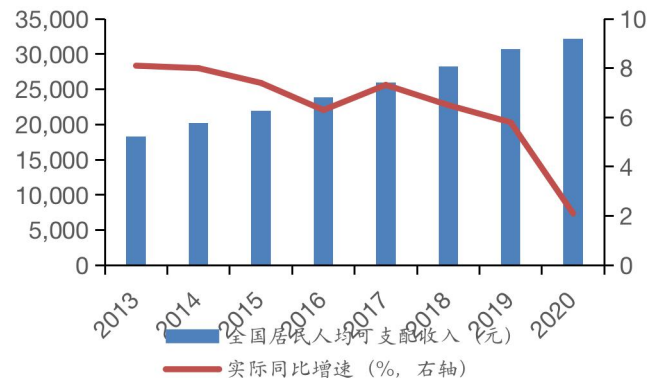
- 20 年流动性充裕，高端酒需求加速提升，批价持续上行。如若未来宏观出现经济增速放缓、流动性收紧等情形，高端酒需求扩容、价格上行的速度或将受到压制。21 年及后续需进一步观察的宏观指标包括：经济增速、流动性是否收紧，以及宏观因素对高端酒价格升级的速度有何影响。
- 当前，市场非常关心白酒需求侧的周期性，我们作为行业研究员，确实很难具备对宏观预判的能力，但会对未来经济态势保持紧密跟踪。我们对中国经济长期是充满信心的，白酒周期大概率是螺旋向上，阶段性经济波动不会影响行业长期发展逻辑。

图表 10：历年人均 GDP 及增速 (2000-2020 年)



来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

图表 11：历年人均可支配收入及增速 (2013-2020 年)



来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

2.2 自下而上：春糖会产业端反馈积极，关注企业经营战略是否保持稳健

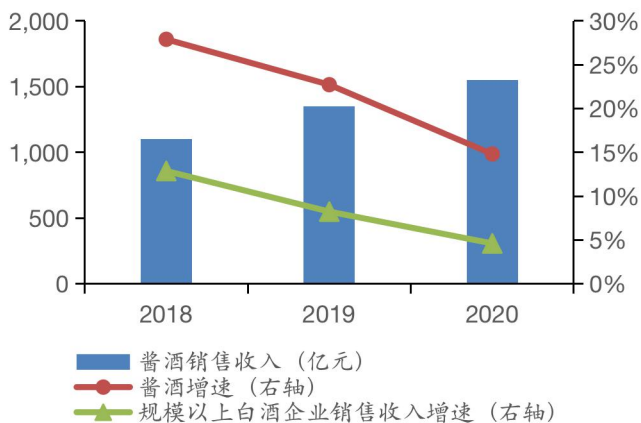
- 此次春糖会产业端反馈，龙头酒企延续有序经营，全年任务谨慎务实，渠道库存和价盘良性，注重提升消费者对品牌、产品的认可度，并未看到微观企业存在风险。（具体渠道跟踪见第五章）
- 我们判断，白酒行业存量玩家有限，龙头已在品牌、渠道管理等层面积累了扎实的竞争优势。我们认为，未来龙头酒企若能保持稳健向好的经营战略，有望平稳渡过经济波动、疫情影响、需求变化的难关，行业格局将保持稳定。

三、如何看待酱酒火爆背后的风险？如何看待不同香型间的竞争？

3.1 春糖会酱酒势头高涨，真实动销尚待观察

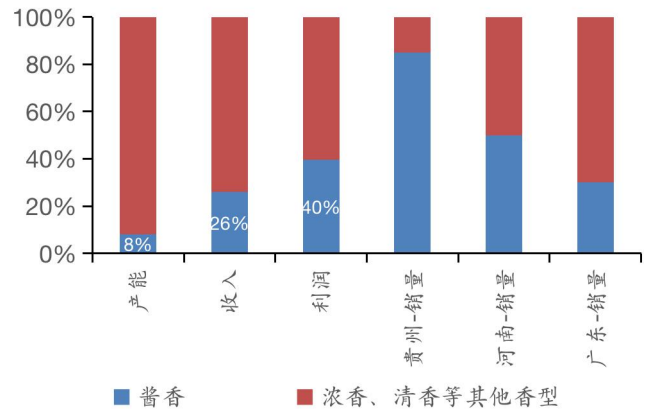
- 今年春糖会酱酒盛况更胜从前，多场主题大会、新品发布会接连召开。据权威图酱酒统计，2020年全国酱酒产能占白酒比重约8%；酱酒收入约1550亿元，同比+14%，增速连续多年是白酒行业整体的2-3倍；酱酒利润约630亿，同比+14.5%。贵州酱酒销量占比超80%，河南占比50%+，广东、山东、江浙沪等地占比在20%以上。
- 我们认为，目前酱酒的风险在于：1) 酱酒规模小，渠道利润高、推力足，现阶段的量价高增主要源于渠道铺货、社会库存上升。“茅台热”带动酱酒投资属性大于消费属性，开瓶率偏低，真实动销尚待观察。2) 部分酱酒在走从前浓香的老路，为了快速发展、回笼前期资金，存在过度开发、透支品牌的问题。长期大浪淘沙下，最终存活的只有底蕴足、战略定力强、战术打法清晰的酱酒企业。

图表 12：酱酒历年销售收入及增速（2018-2020 年）



来源：权图酱酒，国金证券研究所

图表 13：2020 年酱酒各项指标占比



来源：权图酱酒，酒家，国金证券研究所

3.2 酱香火爆反而倒逼浓香加速升级

我们认为，酱香火爆对于浓香的影响并不负面，反而促进浓香加速升级。

- 1) 主流大单品聚集在次高端中下沿，倒逼浓香加速升级。茅台王子酒（40亿+）价格为200-300元，赖茅（超10亿）、汉酱（超10亿）、红花郎（20亿+）为300-500元，国台国标（10亿+）、习窖1988（40亿+）为500-600元。这倒逼浓香原本处于次高端价格带中下沿的产品加速升级至上沿，尽快与酱香主流产品形成错位竞争。
- 2) 酱酒超高端占比高，浓香或直接定位千元。酱酒2000元以上的市场规模约900亿，占比67%，茅台占据主要份额。浓香酒在价格带上移过程中，为避开竞争可能直接跳跃布局千元价格带（如：青花复兴版、古井年30），进一步助推千元价位带放量。

图表 14：酱酒各价格带主要竞争产品（2020 年）

| 价格带 | 产品 | 市场规模 | 竞争格局 |
|------------|--------------------------------|-------|------------------------|
| 2000 元以上 | 茅台、茅台年份酒、青云郎、国台龙酒等 | 900 亿 | 高毛利，注重品牌，茅台占据主要份额 |
| 800-2000 元 | 青花郎、习酒君品、国台 15 年、珍酒珍 30、钓鱼台国宾等 | 100 亿 | 体量小，青花郎占据主要份额 |
| 300-800 元 | 习酒 1988、红花郎、国台国标、珍 10、汉酱、赖茅等 | 400 亿 | 主流品牌酱酒企业的主力产品集聚 |
| 300 元以下 | 茅台系列酒（王子、迎宾）、习酒、二线酱酒企业产品 | 150 亿 | 地方性酱酒企业、主流品牌酱酒低价格带产品集聚 |

来源：权图酱酒，国金证券研究所

图表 15：部分主流酱酒品牌的主力产品

| 品牌 | 产品 | 度数 | 规格 | 价格 |
|-------|---------|------|-------|-----------------|
| 茅台系列酒 | 王子酒 | 53 度 | 500ml | 278 |
| | 赖茅 | 53 度 | 500ml | 288/388/518/558 |
| | 汉酱 | 51 度 | 500ml | 498 |
| | 贵州大曲 | 53 度 | 500ml | 348 |
| | 仁酒 | 53 度 | 500ml | 498 |
| 郎酒 | 红花郎十五 | 53 度 | 500ml | 659 |
| | 红花郎十 | 53 度 | 500ml | 450 |
| 国台 | 国台国标 | 53 度 | 500ml | 559 |
| 习酒 | 窖藏 1998 | 53 度 | 500ml | 418 |
| | 窖藏 1988 | 53 度 | 500ml | 604 |

来源：京东，国金证券研究所

四、投资建议：白酒龙头长期预期收益率？

从企业增长中枢、估值、长期确定性 3 个维度考虑，我们建议短期适当降低预期收益率，未来 3-5 年白酒龙头依旧有望分享稳健增长带来的确定性收益，以时间换空间。关注调整中布局，坚守高端（茅五泸），及改革标的（汾酒、洋河、酒鬼）。

4.1 企业增长中枢：存在结构性量增机会，升级速度决定价增

- 长期来看，白酒整体存量大概率萎缩，但龙头存在结构性“量增”机会，主要体现在消费升级替代+集中度提升；“价增”是驱动收入增长的核心，主要取决于升级的速度。

以高端酒为例，

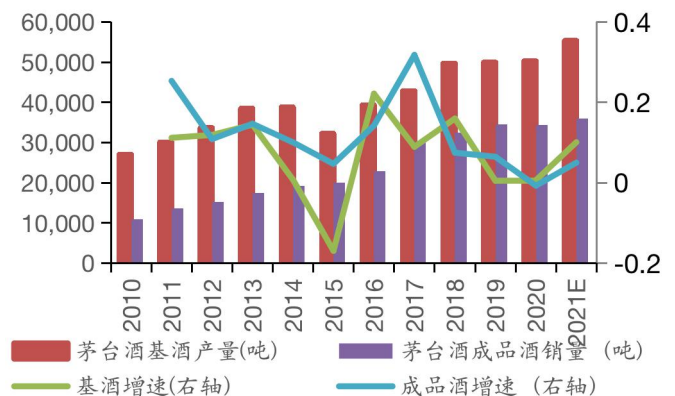
- 1) 茅台：①价：除直接提价手段外，有望通过“直销放量+非标提价”的方式间接实现吨价的提升。20 年直销占比提升至 14%（超往年水平），带动茅台酒吨价增速超预期提升至 11.9%。近期渠道反馈，茅台非标产品已确认提价，生肖酒、精品出厂价上涨 700 元/瓶、400 元/瓶，我们预计此举将使利润增厚 6-8%。②量：21 年规划茅台基酒产量 5.53 万吨，系列酒产量 2.9 万吨，中长期新增产能有望逐步释放。

图表 16：茅台历年直销收入及占比（2015-2020 年）



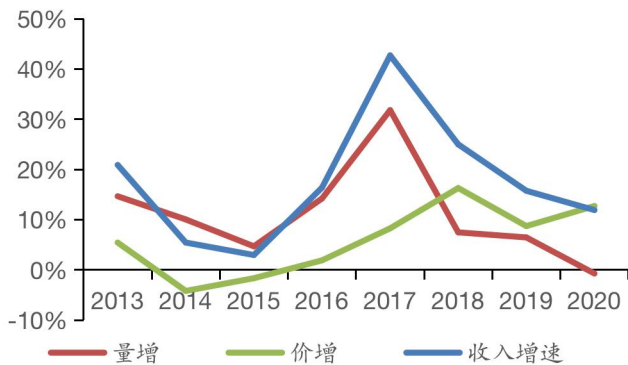
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：茅台历年基酒产量及成品酒销量（2010-2021E）



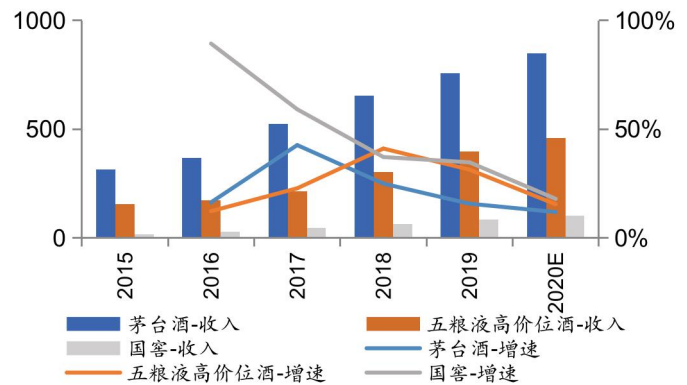
来源：公司公告，国金证券研究所，注：2021 年销量数据为预测值

图表 18: 茅台酒历年收入量价拆分 (2013-2020 年)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 茅台酒、五粮液、国窖历年收入及增速 (2015-2020E)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 五粮液、国窖 2020 年数据为预测值

- **2) 五粮液:** ①量: 21 年发展目标为实现高质量的市场份额增长, 在不牺牲量的情况下, 实现流通价、批价的稳步提升, 团购渠道占比持续上行。②价: 21 年普五团购渠道打款价已从 889 逐步提至 999, 预计对普五吨价贡献低个位数增长。此外, 经典五粮液全年规划投放 1000 吨 (出厂价 1499), 预计贡献收入 30 亿元。中长期看, “团购量价同增+非标占比提升”有望持续释放收入、利润弹性。
- **3) 国窖:** 21 年在保证量的情况下, 价格稳步上升 (保持跟随战略, 缩减与普五价差)。
- **4) 我们预计, 未来 3-5 年茅、五、泸的收入复合增速约 13-14%、15-17%、17-20%, 利润复合增速约 16-18%、18-20%、20-24%。**

图表 20: 高端酒未来 3-5 年收入、利润增速及量价拆分

| 高端酒未来 3 年收入、利润增速及量价拆分 | | | | |
|-----------------------|-----|----|------------|-------------|
| | 量增 | 价升 | 收入 3 年复合增速 | EPS-3 年复合增速 |
| 茅台 | 5% | 9% | 14% | 18% |
| 五粮液 | 8% | 8% | 17% | 20% |
| 泸州老窖 | 10% | 9% | 20% | 24% |
| 高端酒未来 5 年收入、利润增速及量价拆分 | | | | |
| | 量增 | 价升 | 收入 5 年复合增速 | EPS-5 年复合增速 |
| 茅台 | 5% | 8% | 13% | 16% |
| 五粮液 | 8% | 7% | 15% | 18% |
| 泸州老窖 | 8% | 8% | 17% | 20% |

来源: 国金证券研究所

4.2 估值: 适当降低收益率预期, 长期持有弱化阶段性估值影响

- 对标历史估值中枢, 当前龙头企业估值处于合理偏上区间。21 年对应的 PEG 茅、五在 2.5 以上, 泸州老窖、汾酒、洋河、酒鬼在 2 左右。行业格局确定性加强后, 优质企业理应享受一定估值溢价, 但建议适当降低短期预期收益率。长期看, 持仓企业的收益率应与增速区间、自由现金流、ROE 等指标匹配。优质白酒龙头依旧是各项指标优秀的投资标的, 阶段性估值影响将随持有周期拉长而弱化。以时间换空间, 坚守优质龙头企业。

图表 21: 重点酒企估值表

| 公司 | 21 年利润增速预测 | 21PE | 未来 3-5 年利润复合增速预测 | PEG | ROE | ROIC | 过去 3-5 年估值中枢 |
|------|------------|------|------------------|-----|-----|------|--------------|
| 贵州茅台 | 17% | 50 | 16-18% | 3.0 | 31% | 29% | 35-40X |
| 五粮液 | 22% | 46 | 18-20% | 2.5 | 24% | 24% | 30-35X |
| 泸州老窖 | 28% | 46 | 20-24% | 2.0 | 28% | 23% | 25-30X |
| 山西汾酒 | 40% | 74 | 30-35% | 2.3 | 35% | 28% | 40-45X |
| 洋河股份 | 12% (扣非) | 29 | 13-15% | 2.2 | 20% | 21% | 20-25X |
| 酒鬼酒 | 73% | 68 | 35-40% | 1.9 | 19% | 13% | 40-45X |

来源: 国金证券研究所, 股价截止至 2021 年 4 月 6 日收盘价

4.3 长期确定性: 密切观察宏观变量, 格局稳固带来强确定性

- 当前, 部分投资者担心经济波动引发白酒步入下行周期, 我们认为: ①从自上而下来看, 21 年及后续需进一步观察经济增速、流动性是否收紧等宏观指标, 关注宏观因素对高端酒需求扩容、价格升级速度的影响。作为行业研究员, 我们确实很难具备对宏观预判的能力, 但会对未来经济态势保持紧密跟踪。②从自下而上来看, 龙头酒企与 12、13 年对比, 积累的经验更充足, 策略打法更谨慎, 在未来应对经济波动、需求变动时有望更从容理性。我们判断, 白酒行业存量玩家有限, 龙头已在品牌、渠道管理等层面积累了扎实的竞争优势。未来行业格局稳定性有望进一步提升, 优秀龙头将分享行业迈入成熟阶段的份额提升。我们坚信, 未来 3-5 年行业格局稳固, 白酒依旧是强确定性的板块, 仍有望通过稳健成长带来稳定收益。

五、重点公司近期渠道跟踪

- 茅台: 散装批价保持 2500 元, 成箱 3200 元。继续执行 100% 拆箱, 按月打款、按月发货。
- 五粮液: 大部分区域批价均以上 1000 元, 预计后续有望持续提升至 1100 元, 发货至 5 月。当前渠道及终端库存约一个月, 终端动销同比 19 年实现双位数以上增长, 预计下半年开始执行团购计划 (999 元打款价)。经典五粮液出厂价 1499 元/瓶。
- 泸州老窖: 1) 回款: 今年大部分区域已经完成了 2021 年 50% 的任务; 2) 动销: 今年的整体动销比去年和前年都有很大的提高, 经销商打款价到 930 元, 批价约 900-910 元, 发到 5 月份的货, 渠道库存一个月以内, 现在整体库存指标也处于一个非常良性的状态。3) 特曲: 处于调整的阶段, 特曲回升的力度不是太大, 比 19 年有 10% 以内的提升。
- 山西汾酒: 汾酒一季度销售处于历史较高水平, 一季度回款同增 50%+。多地经销商一季度打款完成 40% 以上, 渠道库存保持 1-2 个月。千元价位带扩容, 高端复兴版升级放量加速, 公司产品结构聚焦两端, 高端青花系列与低端玻汾系列均实现较快增长, 预计全年玻汾占比 30%, 青 20 约 12-15%, 青 30 及复兴版约 10%, 全年收入实现 30% 左右增长可期, 净利率有望进一步提升。
- 洋河股份: 1) 渠道利润: 渠道利润总体都是有增长的, 海、天现在运营商毛利率在 11-12%, 原来只有 3-4%; 梦系列涨幅比较大, 毛利率可达到 20%。2) 新品接受度: 对梦 6+ 及水晶梦接受度较好。现在梦 6+ 已经趋于正常化, 水晶版梦 3 也比预期好一点。3) 渠道库存: 海、天蓄力升级换代, 当前库存不到一个月, 梦系列库存处于 1-2 个月, 历史较低水平。预计全年收入有望实现近 10% 增长, 改革稳步推进。
- 酒鬼酒: 预计 21 年内参预计实现 12 个亿, 酒鬼省内外渠道势能加快, 省外重点看河南、山东、河北、北京、广东此前有一定品牌基础的城市, 预计每个地区贡献 1 个亿左右收入。当前内参打款全年任务的 35-40%, 酒鬼打款全年任务的 30-35%。内参批价 880-900 元, 团购价更高, 渠道利润高

于 100 元，库存 1 个月以内。酒鬼批价 300-305 元，预期酒鬼今年增长 30-40%，预期 13-15 亿，基本不压货，省内库存 2 个月左右。

六、风险提示

- **宏观经济下行影响消费升级速度**——经济增长降速将显著影响整体消费情况；
- **流动性风险**——若流动性大幅收紧，将制约高端酒价格升级的速度；
- **区域市场竞争风险**——区域市场竞争态势恶化将影响厂商政策；
- **疫情持续反复风险**——若国内外疫情不可控将影响白酒宴席、餐饮、商务宴请等需求场景恢复。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道4001号
时代金融中心7GH