

# 食品饮料

证券研究报告

2021年06月28日

## 白酒周报：次高端接力式高增，高端超预期空间，白酒 H2 值得期待

### 【行情周回顾及北上监测】

本周中信白酒上涨 0.27%，涨幅小于中信食品饮料的 0.31%，也小于上证指数的 2.34%，涨幅排名前 3 名的个股为洋河股份、五粮液、贵州茅台，涨幅排名最后 3 名的个股为舍得酒业、山西汾酒、金种子酒。本周北上资金净流出 16.94 亿元，获得资金净流入前三的个股为五粮液、山西汾酒、水井坊，资金流出前三的个股为酒鬼酒、洋河股份、贵州茅台。

### 【投资观点】

本周次高端白酒板块处于调整状态，基本面仍然向好，我们维持对次高端白酒的观点，我们判断 H2 次高端会呈现接力式发展，板块景气度仍在。从量的角度，中产阶级扩容是长期趋势，为次高端消费量的增长奠定坚实基础；从价的角度，高端酒提升到千元价格带以上，为次高端价位带的提升打开空间。次高端名优酒企在产品、渠道、营销及品牌上不断加大发力，量价齐升成为大概率趋势。

高端白酒板块基本面依然景气，我们认为贵州茅台业绩表现将稳中求进，五粮液和泸州老窖将充分享受消费升级背景下的“量价齐升”红利。我们判断终端需求仍乐观，高端白酒行业基本面保持良好。从估值来看，我们判断高端白酒板块估值仍处于均值回归过程，板块长期将以茅台 40X 估值中枢为锚。长期高端白酒最看好泸州老窖业绩弹性，前期高市场费用投放逐步见效，后续费用率水平将慢慢向五粮液靠拢，从而带来业绩弹性。

### 【推荐标的】

当前重点推荐次高端优质个股：洋河股份，舍得酒业，口子窖，今世缘  
 高端重点推荐：五粮液，贵州茅台，泸州老窖

**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。

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

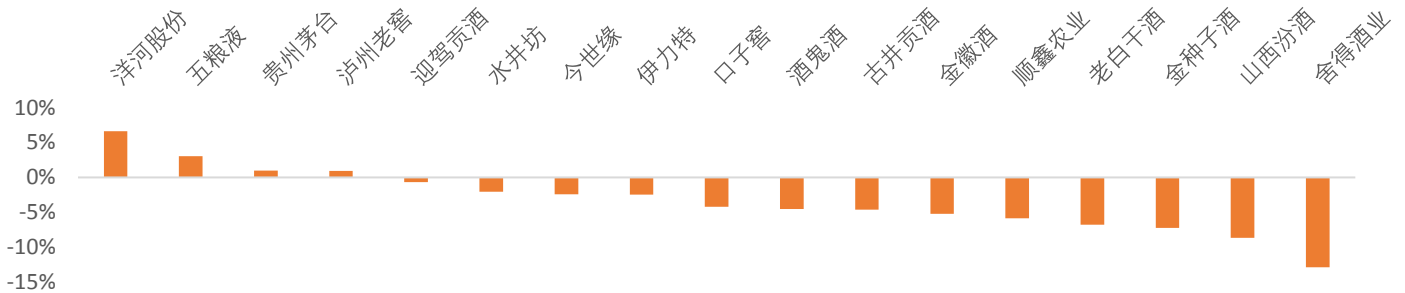
相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:可选仍为当前主线，大众必选品 H2 可期》2021-06-22
- 2 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:股东会接连释放利好，全年景气可强化》2021-06-21
- 3 《食品饮料-行业研究周报:啤酒旺季供销两旺，饮料板块有望全面回暖》2021-06-16

## 1.行情回顾与北上资金监测：

本周中信白酒上涨 0.27%，涨幅小于中信食品饮料的 0.31%，也小于上证指数的 2.34%，涨幅排名前 3 名的个股为洋河股份、五粮液、贵州茅台，涨幅排名最后 3 名的个股为舍得酒业、山西汾酒、金种子酒。

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 16.94 亿元，获得资金净流入前三的个股为五粮液、山西汾酒、水井坊，资金流出前三的个股为酒鬼酒、洋河股份、贵州茅台。

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 (%)
000858.SZ	五粮液	35,690.36	84,800.58	3.07
600809.SH	山西汾酒	8,952.51	61,577.04	-8.66
600779.SH	水井坊	5,227.08	-483,322.77	-2.04
000596.SZ	古井贡酒	2,249.72	2,705.57	-4.65
603369.SH	今世缘	1,751.98	-251,975.96	-2.44
603198.SH	迎驾贡酒	1,071.27	5,507.29	-0.65
600702.SH	舍得酒业	-	-2,057.85	-12.91
000860.SZ	顺鑫农业	-609.98	-77,142.56	-5.85
600197.SH	伊力特	-2,311.16	-23,085.82	-2.47
600559.SH	老白干酒	-13,907.59	-48,827.39	-6.81
000568.SZ	泸州老窖	-23,459.35	-45,179.94	0.91
603589.SH	口子窖	-24,515.81	-198,892.63	-4.23
600519.SH	贵州茅台	-33,016.20	70,707.04	0.99
002304.SZ	洋河股份	-40,329.75	-16,031.46	6.65
000799.SZ	酒鬼酒	-86,177.08	-107,862.75	-4.53
CI005324.WI	白酒	-169,383.99	-1,029,081.60	0.27

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.白酒

### 2.1 次高端白酒

本周次高端白酒板块处于调整状态，基本面仍然向好，我们维持对次高端白酒的观点，我

们判断 H2 次高端会呈现接力式发展，板块景气度仍在。从量的角度，中产阶级扩容是长期趋势，为次高端消费量的增长奠定坚实基础；从价的角度，高端酒提升到千元价格带以上，为次高端价位带的提升打开空间。次高端名优酒企在产品、渠道、营销及品牌上不断加大发力，量价齐升成为大概率趋势。

**公司层面：**洋河 M6+ 品牌轴心地位奠定，双沟开始发力，渠道不断优化，公司激励机制改善促发展。舍得打造老酒第一品牌，“舍得+沱牌”双品牌战略优势凸显，复星赋能加速发展。口子窖未来以构建团购渠道为主、传统渠道为辅，省内进行渠道下沉、省外扩大增长面。酒鬼酒高端内参酒销售占比将持续提升，生产二区在升级改造，三区建设有序进行，产能提升可观，积极筹划酒旅文化项目，品牌力有望继续增强。汾酒力争实现 21 年营收同增 30% 的目标，全面构建“2+2”品牌整体架构，持续推动汾酒和竹叶青品牌“双轮驱动”，打造杏花村和系列酒品牌。

**中报业绩前瞻：**次高端白酒经历一季度业绩高增之后，各名优酒企持续为推动高端化、全国化做工作，加大团购力度，做消费者培育，营销势头不减，我们认为鉴于 20Q2 仍受到疫情较大冲击，预计 21Q2 次高端业绩同比增长依然可观：

**洋河：**M6+ 品牌轴心地位奠定，库存处于历史低位，水晶梦发展加快，天之蓝、海之蓝总体价格上扬，趋势稳定；双沟开始发力。我们预计 Q2 营收同增 21.6%，净利同增 23.5%。

**舍得：**次高端方面，舍得老酒战略，聚焦品味舍得大单品；大众酒方面，启动沱牌复兴战略，主打 T68，结构向上向下空间广阔。我们预计 Q2 营收同增 48.2%，净利同增 62.6%。

**口子窖：**产品持续升级，渠道深化改革，改革效果有望初步体现。我们预计 Q2 营收同增 68.9%，净利同增 77.3%。

**汾酒：**落实“211985”复兴宣传战略，全面构建“2+2”品牌整体架构，持续推动汾酒和竹叶青品牌“双轮驱动”，继续聚焦青花、玻汾两款核心产品。我们预计 Q2 营收同增 71.8%，净利同增 85.9%。

**古井贡酒：**中高端占比提升，古 8 放量引领省内升级，古 20 提升品牌力进行全国市场的构建，高端化战略的持续落地有望增厚利润。我们预计 Q2 营收同增 26.2%，净利同增 33.4%。

**今世缘：**省内采取价格带错位竞争，竞合式发展；省外突破战全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发省外市场。我们预计 Q2 营收同增 26.8%，净利同增 30.0%。

## 2.2 高端白酒

高端白酒板块基本面依然景气，我们认为贵州茅台业绩表现将稳中求进，五粮液和泸州老窖将充分享受消费升级背景下的“量价齐升”红利。我们判断终端需求仍乐观，高端白酒行业基本面保持良好。从估值来看，我们判断高端白酒板块估值仍处于均值回归过程，板块长期将以茅台 40X 估值中枢为锚。长期高端白酒最看好泸州老窖业绩弹性，前期高市场费用投放逐步见效，后续费用率水平将慢慢向五粮液靠拢，从而带来业绩弹性。

**贵州茅台：**① 据贵州茅台股东大会反馈，产能方面茅台今年预计可达到 5.53 万吨。公司今年的产能投放是前十年规划好的，表明酱酒产能规划及建设周期较长，或较难实现较大规划的迅速扩产，其次，我们一直判断飞天出厂价提价或有难度，或主要靠直营占比提升、非标酒销售提升盈利能力。

② 十四五双轮驱动，系列酒实施大单品战略，目前王子酒 40 亿规模，赖茅、汉酱 10 亿。3 万吨系列酒技改项目推进正常，2020 年有 4015 吨系列酒新增产能，未来有序推进。

**五粮液：**① 产能规划：十四五期间，五粮液将新增 12 万吨产能，总产能达到 25 万吨，继续保持全国领先的固态发酵的纯粮酒生产基地；增加原酒储存能力，十四五期间突破 100 万吨。

② 产品规划：十四五期间，8 代五粮液每年 2 万吨以上的投放量不会减少，要保持在千元价位的主导地位；经典五粮液的年投放量要突破 1 万吨；浓香系列酒，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性的大单品。

③ 近期批价一直稳定在 990 元，公司今年未在淡季强行控货挺价，终端动销乐观。

④ 股东大会重点强调了数字化转型战略，我们分析是在兼顾大商利益的同时赋能大商，是渠道管理和改革的重要一步。

**泸州老窖：**① 近期批价稳定在 930 元。我们认为目前国窖挺价决心大，渠道控货较为严格，处于提价消化期，公司报表预收款项表现将较优，营收确认将跟随发货节奏，初步判断公司将在批价到达心理价位（约 950 元）后开始逐步放开发货。

② 2021 年 15% 以上的收入增长目标；2020 年较多销售费用没有投放下去，我们认为 2021 年费用投放节奏会回到 18、19 年水平，但由于规模效应，费用率会比 18-19 年低。

③ 出于顺价考虑，我们判断公司或逐步减少经销商返利，从中长期来看，将保证单瓶利润高于主要竞争对手。

### 3. 推荐标的

当前重点推荐次高端优质个股：洋河股份，舍得酒业，口子窖，今世缘

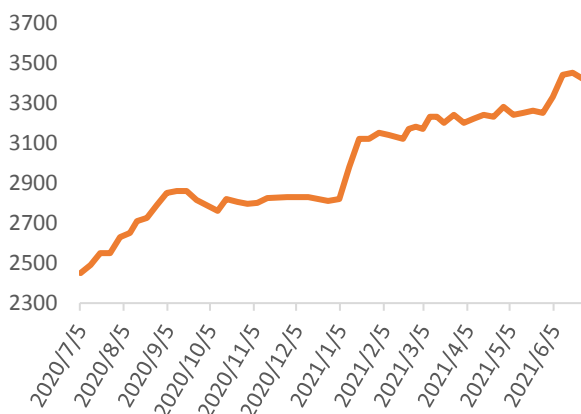
高端重点推荐：五粮液，贵州茅台，泸州老窖

### 4. 数据跟踪

#### 4.1 批价数据

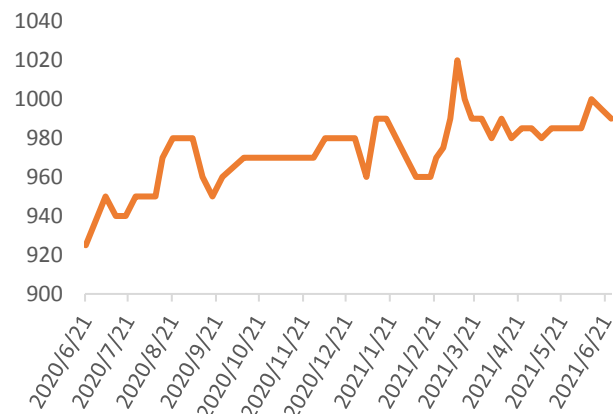
茅台飞天（2021）本周的原箱批价为 3420 元，较 6 月 18 日的 3450 元略微下降；五粮液普五（八代）批价由 6 月 18 日 995 元下降至 6 月 25 日的 990 元；国窖 1573 的 6 月 25 日批价为 930 元，与 6 月 18 日价格一致

图 9：茅台飞天一批价（单位：元）



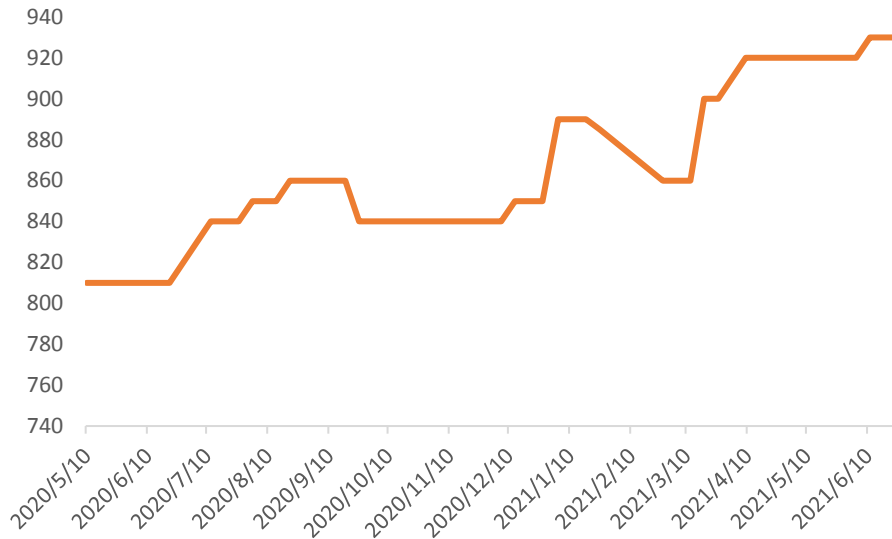
资料来源：茅台，天风证券研究所

图 10：八代五粮液一批价（单位：元）



资料来源：茅酒鲁智深，天风证券研究所

图 11: 国窖 1573 一批价 (单位: 元)

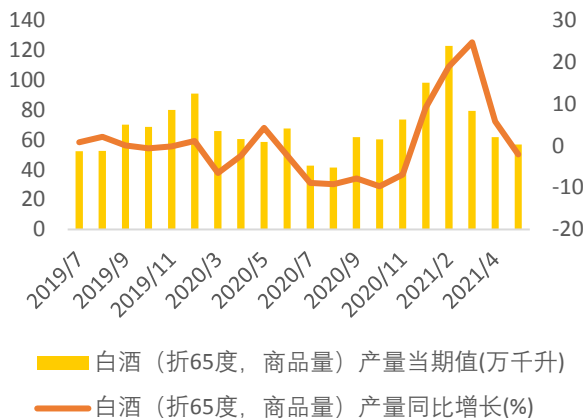


资料来源: 今日酒价, 天风证券研究所

### 4.2 行业产量数据

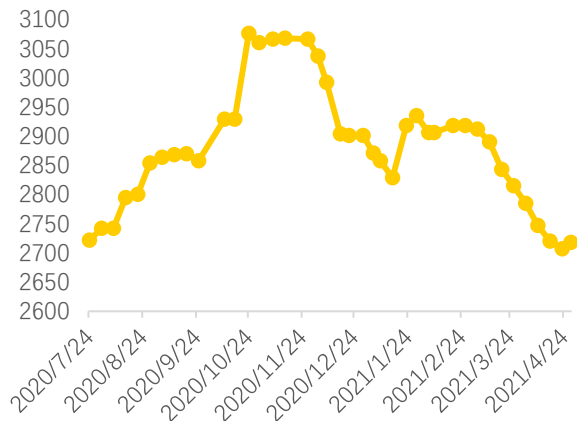
2021 年月 5 月, 全国白酒产量 56.9 万千升, 同比下降-2.1%; 啤酒产量 357.2 万千升, 同比下降-12.1%; 葡萄酒产量 2.4 万千升, 累计增长 14.3%。

图 12: 白酒月度产量及增速 (单位: 万千升)



资料来源: 中国酒业协会, 天风证券研究所

图 13: 高粱价格 (元/吨)

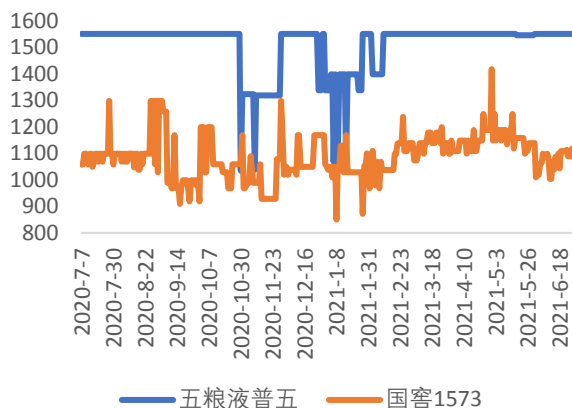


资料来源: 天下粮仓, 天风证券研究所

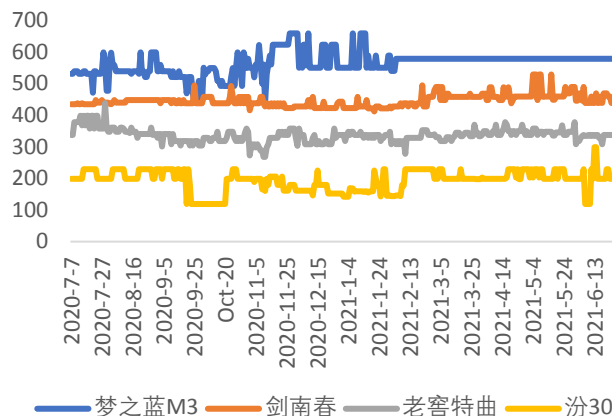
**4.3 京东数据:** 五粮液普 5 市场价继续保持在 1552 元; 国窖 1573 52 度市场价 1119 元, 上周价格较为平稳; 洋河蓝色经典梦之蓝 M3 52 度市场价保持在 579 元; 剑南春水晶剑 52 度市场价为 459 元, 较上周略有下降; 泸州老窖特曲 52 度市场价为 348 元, 较上周价格有所上升; 汾 30 市场价 199 元, 与上周价格保持一致。

图 14: 五粮液与 1573 京东价格走势 (单位: 元)

图 15: 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) 据共同社 6 月 23 日消息，东京奥运会和残奥会组织委员会 6 月 22 日基本决定，放弃在比赛场馆内向观众销售酒类。赞助商朝日啤酒同意禁止酒类销售的决定。虽然曾探讨限制时间段等提供酒类，但从新冠防疫的观点出发，判断认为此事有难度。可能还考虑到舆论的强烈反应，近期将与有关方面展开最终协调。(微酒)

(2) 6 月 24 日，从海关总署官网了解到，今年 1-5 月，我国累计进口酒类及饮料金额共计 156.3151 亿元人民币。其中，啤酒进口量为 20.808 万千升，同比下降 1.5%，金额为 17.7096 亿元，同比增长 3%。葡萄酒进口量为 17.550 万千升，同比下降 1.2%，金额为 44.8184 亿元，同比下降 6.5%。(微酒)

### 公司动态：

(1) 6 月 21 日，全国政协委员、同心俱乐部主席、祥祺集团董事局主席陈红天等率同心成员企业家代表到五粮液集团座谈交流，并签署了“五粮液集团-同心俱乐部战略合作协议”。双方将建立有效工作机制，同心俱乐部将发挥成员企业平台和资源优势，推动五粮液在粤港澳大湾区乃至全球的圈层推广和品牌建设。五粮液将发挥品牌、品质优势，为同心俱乐部及其成员企业提供优质的个性化服务，以酒为媒，与俱乐部成员企业在多产业、多维度开展深度交流合作，实现互利共赢。(微酒)

(2) 6 月 21 日，2021 年凯度 BrandZ™ 最具价值全球品牌排行榜发布，贵州茅台以 1093.3 亿美元的品牌价值位列第 11 位。相较 2020 年，茅台排名不仅上升 7 位，品牌价值增长 103%。疫情并没能阻止酒类品牌增长的步伐，来自中国白酒品牌的贡献尤其明显。全球最有价值的酒类品牌是中国茅台（1093.3 亿美元）：它的品牌价值在一年之间实现了翻倍，现在是百威（255 亿美元，酒类品牌价值第二名）的四倍。(微酒)

(3) 6 月 24 日，微酒记者从天眼查 app 获悉，山西杏花村汾酒厂股份有限公司（以下简称“山西汾酒”）新增“乐享”、“甄享”、“青享”3 项商标。国际分类涉及酒，申请日期为 2021 年 6 月 16 日，商标状态为“商标申请中”。(微酒)

(4) 6 月 25 日，今世缘公布，为优化公司资金配置，公司拟以自有闲置资金投资入股“南京领益基石股权投资合伙企业(有限合伙)”。该基金目标总认缴出资额为人民币 10 亿元(最高不超过 15 亿元)，公司认缴出资 2.1 亿元(分期实缴)，其余由基石资产负责募集。(微酒)

(5) 6 月 25 日，据舍得酒业通过官方微信公众号显示，将对舍得酒业持股人开展股东大会

会纪念酒购酒活动。据悉，这是舍得酒业首次开展股东大会售酒活动，每套礼盒包含舍得酒业 6 款产品各一瓶。该礼盒套装包括 53 度 500ml 吞之乎(酱香红瓷描金)、52 度 500ml 智慧舍得(藏品)、52 度 500ml 品味舍得(四代)、52 度 480ml 八零年代(沱牌曲酒)、52 度 480ml 沱牌曲酒(93 分复刻版)以及 52 度 480ml 精品窖藏九陶醉酒，建议零售价 4482 元/套，持股人优惠价为 3800 元/套。(微酒)

## 6. 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。

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