

今年中秋国庆白酒还有超预期可能吗？

——白酒行业双节专题系列报告（二）

报告导读

在近期的渠道调研中，渠道商频频传达的“未超预期”信息使得市场对：近年来中秋国庆没那么“旺”了？今年中秋国庆白酒还有超预期表现？这两方面存在疑问。我们通过复盘18-20年双节前后板块表现、梳理近期白酒板块全貌，来探究是否存在预期差，认为：当前存四大预期差，并看好高端次高端双节超预期机会。

主要内容

□ 渠道反馈：渠道情绪整体向好，市场仍存担忧情绪

近期我们调研了湖北、江苏、安徽等多省市渠道商，渠道情绪整体平稳向好，并且可以看出酒企分化加剧趋势延续，区域分化明显。市场情绪层面，受前期多因素影响叠加近期渠道未频频反馈“超预期”，当前市场仍存担忧情绪。

□ 历史复盘：今年双节白酒表现或类似于2018年+2019年

我们通过复盘2018-2020年中秋国庆白酒板块表现，认为近年来中秋国庆没那么“旺”的原因包括：1) 共性原因：平时化导致白酒日常消费增加，除春节之外行业季节性波动正减弱；2) 个性原因。实际上，今年中秋国庆白酒行业当前表现类似于2018年+2019年，即：1) 2018年节前一段时间市场整体情绪偏悲观；2) 2019年较早的中秋导致备货提前，单中秋节日效应淡化。落地到今年，我们预测在悲观情绪下，超预期将更多的体现在高端及次高端上（结构性的超预期），另外，需特别注意的是，今年各省市区域白酒市场出现了“极致分化”行情——即各个地区对于白酒市场反馈大相径庭。

□ 预期判断：存四大预期差，看好高端次高端超预期机会

预期差一：渠道对于表现现象的理解存在主观性偏差，我们通过深入分析需求下降深层次原因、消费结构变化、品类替换、厂家动作等方面，认为行业真实情况或优于主观感受；

预期差二：批价波动的直接解读造成市场存在预期差，由于今年中秋节提前，提前的打款发货动作对市场批价造成一定影响，需求端波动并非主要原因；

预期差三：整体性感受或造成结构性机会误判，我们认为在消费升级趋势延续背景下，高端及次高端酒表现仍将超预期，量价均有望较去年同期实现正增长，同时酒企间分化仍在不断拉大；

预期差四：悲观情绪下（预期低），我们认为今年中秋国庆表现或超预期。

投资建议

结合下半年宏观、中观及当下微观情况，我们认为货币政策趋于宽松利好高成长业绩高弹性标的，板块整体景气度向好趋势未变，结合中秋旺季和估值切换催化，错杀后带来的配置机会。在震荡行情下，我们仍看好白酒结构性机会，推荐关注稳健性强的高端酒，比如：茅台、五粮液；推荐关注估值具性价比/业绩具备弹性的次高端标的，比如：迎驾贡酒、舍得、水井坊、今世缘等。

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。

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：张潇倩

执业证书号：S1230520090001

邮箱：zhangxiaojian@stocke.com.cn

相关深度报告

《白酒行业专题报告：批价、动销为中秋国庆旺季核心观测指标(20200910)》

《白酒行业双节回顾&Q3业绩前瞻：白酒行业回暖明显，高端酒延续稳健发展态势(20201015)》

正文目录

问题一：近年来中秋国庆没那么“旺”了？	4
1.1. 2018年：节前市场情绪悲观，中秋国庆动销较优，高端消费仍旺盛	4
1.1.1. 量价节奏：健康的渠道库存及较强的经销商信心助力顺利提价	4
1.1.2. 渠道情况：高端酒渠道表现优秀，市场情绪由悲观转为略乐观	7
1.2. 2019年：中秋提前使得8月备货同比大增，单中秋节日效应淡化	8
1.2.1. 量价节奏：提价推新为淡季常规举措，正确的量价政策助力业绩高增	8
1.2.2. 渠道情况：中秋提前使得8月备货同比大增，单中秋的节日效应淡化	8
1.3. 2020年：特殊的一年，后置性消费注定了双节“旺”	11
1.3.1. 量价节奏：酒企通过密集提价、产品结构升级实现“占位”、“守位”	11
1.3.2. 渠道情况：高端酒价格表现、洋河M6+动销表现超市场预期	11
问题二：今年中秋国庆还有超预期可能吗？	13
2.1 渠道反馈：市场情绪整体仍向好，区域间差异大	13
2.2 预期判断：将出现结构性超预期，分化进一步拉大	14
结论：当前市场存在四大预期差，看好高端次高端超预期机会	18
投资建议	20
风险提示	20

图表目录

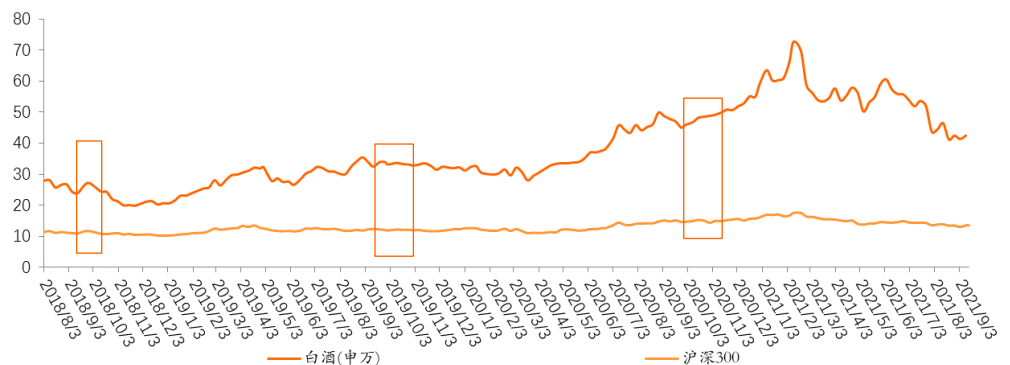
图 1: 近三年来中秋节前后白酒板块估值变化一览	4
图 2: 酒企 2018Q3 单季度收入同比增速情况一览	5
图 3: 酒企 2018Q3 单季度归母净利润同比增速情况一览.....	5
图 4: 2018 年中秋国庆动销超预期后, 板块估值实现抬升	7
图 5: 2019 年中秋与国庆相隔时间较长, 单中秋节日效应淡化, 板块估值较为稳定.....	9
图 6: 2020 年国庆结束后板块估值实现小幅提升, 秋糖反馈优异再次拉升板块估值.....	12
图 7: 库存健康、量价政策合理、营销力强、渠道稳定、产能充足的酒企更能把握旺季机会	13
图 8: 主要单品批价均稳定向上 (单位: 元/瓶)	15
图 9: 贵州茅台批价走势 (单位, 元/瓶)	15
图 10: 五粮液批价走势 (单位, 元/瓶)	15
图 11: 千元价位带扩容速度有望超预期	16
图 12: 高净值人群购买力的提升孕育消费升级下高端及次高端酒发展机遇.....	16
图 13: 18 年以来白酒行业处于价格驱动阶段	17
图 14: 主要单品库存均处于 2 个月内健康水平 (单位: 天)	18
表 1: 2018 年 Q2、Q3 主要酒企提价、控货、推新品等情况.....	6
表 2: 2019 年 Q2、Q3 主要酒企提价、控货、推新品等情况.....	10
表 3: 2020 年 Q2、Q3 主要酒企提价、控货、推新品等情况.....	11
表 4: 2021 年 Q1-3 主要酒企提价、控货、推新品等情况	17
表 5: 估值及股价表一览	20

随着中秋国庆双节的临近，我们近期与诸多渠道商及投资者进行了交流，由于今年渠道商对于“动销”、“备货积极性”等方面感知多用“较好”、“正常”等词汇描述，因此部分投资者认为今年中秋国庆“旺”季显得没有那么“旺”，且超预期表现概率较低。我们带着问题，结合产业情况进行深入分析，认为当前市场对于白酒中秋国庆的预判存在四大预期差。

问题一：近年来中秋国庆没那么“旺”了？

我们通过复盘 2018-2020 年中秋国庆白酒板块表现，认为近年来中秋国庆没那么“旺”的原因包括：1) 共性原因：平时化导致白酒日常消费增加，除春节之外行业季节性波动正减弱，中秋白酒旺季的重要性实际上已逐步下降；2) 个性原因（下文将详细展开）。实际上，今年中秋国庆白酒行业当前表现类似于 2018 年+2019 年，即：1) 与 2018 年类似，节前一段时间市场整体情绪偏悲观（与宏观经济波动、五粮液批价下行等因素有关）；2) 与 2019 年类似，较早的中秋导致备货提前，单中秋节日效应淡化。落地到今年，我们预测在悲观情绪下，超预期将更多的体现在高端及次高端上（结构性的超预期）。

图 1：近三年来中秋节前后白酒板块估值变化一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1. 2018 年：节前市场情绪悲观，中秋国庆动销较优，高端消费仍旺盛

1.1.1. 量价节奏：健康的渠道库存及较强的经销商信心助力顺利提价

受 17Q3 基数较高叠加 18Q3 经济疲软影响需求端，18 年中秋国庆旺季火爆程度偏低，其中高端酒发货量并未出现大幅提升，同时次高端二线名酒亦较为理性，在旺季前仍坚持控货以保持渠道健康，区域酒则迎来提价潮，但提价对于三季度业绩影响差异不一：洋河因在二季度末进行提价导致三季度进货偏少，而口子窖在节前进行提价，经销商打款情况较为平稳，古井贡酒提价效应则直接反馈在三季度报表上。

高端酒：节前发货量较前年并未大幅提升、2017Q3 基数较高使得茅五 2018Q3 业绩增速环比下降

1) **贵州茅台**：贵州茅台在节前采取放量动作，同时通过推出生肖酒、“喜宴”等新品推动产品结构进一步升级，但三季度业绩增速不及预期，主因：2017Q3 公司为平抑 7 月批价快速上涨而在双节集中投放产品导致发货基数高，虽然 2018Q3 经销商提前执行 10

月计划，但较强的监管仍影响部分经销商发货，因此 2018Q3 茅台报表发货量较去年实际发货量低；

2) 五粮液：五粮液 2018Q3 收入增速环比下降主要因为：去年基数高；自 6 月控货挺价以来，发货量并未大幅放开；受经济形势等各项因素影响，高端需求略有疲软。盈利端表现较好，主因：6 月普五控货以来 1618 正常接单，产品结构实现升级；主品牌计划内及计划外价格 1:1 使得吨价提升。

3) 泸州老窖：为保持渠道健康，公司于 7 月停止 1573 发货以控制渠道库存水平，动销良好使得三季度高端酒实现 30%+ 的增长，另外受益于特曲 60 版推广力度加大，中档酒收入高增，泸州老窖三季度整体表现略超市场预期。

次高端酒二线名酒：酒企在旺季前进行一定控货以保持渠道健康，业绩实现较快增长

1) 山西汾酒：山西汾酒 Q3 进行了一定控货挺价，因此渠道库存较为健康，在这一背景下，Q3 青花系列和部分老白汾系列增速有所放缓，但青花整体预计仍保持高增，另外低价白酒收入 18Q3 同比增长 92.51%，预计玻汾收入高增；

2) 酒鬼酒：受量价政策影响，酒鬼酒三季度业绩增速环比下降，但仍保持较快增长。

区域龙头酒：区域酒节前迎来提价潮，预收普遍实现高增

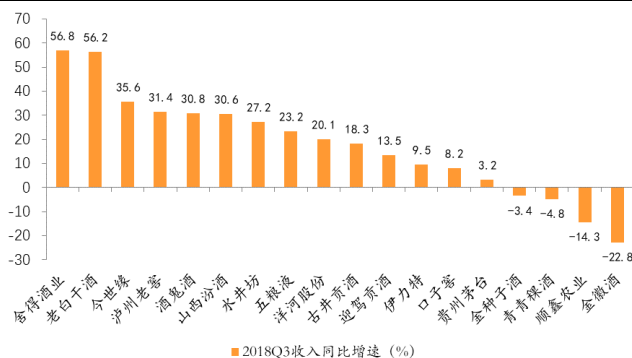
1) 古井贡酒：在去年三季度业绩基数较高背景下，压货叠加提价使得 2018Q3 古井贡酒业绩增速表现较好，其中利润增速高于收入增速；

2) 洋河股份：洋河 2018Q3 收入增速略有放缓主因：7 月 1 号蓝色经典提价，经销商于 7 月前提前进行打款备货，从而导致 7-8 月进货较少。

3) 今世缘方面：今世缘持续加大次高端及以上产品投入力度使得 Q3 中高端产品业绩高增，而三季度末公司对部分产品提价使得期末预收款环比增长 3.6 亿至 6 亿。

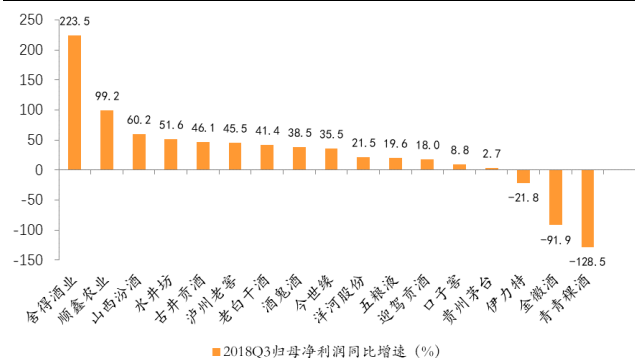
4) 口子窖：受益于提价和产品结构改善，公司盈利水平稳步提升，三季度收入增速放缓主因：1) 虽然公司中秋节前进行提价，但经销商在三季度打款拿货情况较为平稳，未出现积极打款现象；2) 7/8 月为行业销售淡季；3) 17Q3 业绩基数较高。总体来看，考虑到公司三季度增速均历来为全年较低值，季度间较少做平滑，动销及库存均处于良性，基本面较为良性。

图 2：酒企 2018Q3 单季度收入同比增速情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：酒企 2018Q3 单季度归母净利润同比增速情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：2018 年 Q2、Q3 主要酒企提价、控货、推新品等情况

类别	公司名称	具体日期	具体措施	措施类别	效果	18Q3 收入增速	18Q3 利润增速
高端酒	贵州茅台	8月	对茅台王子酒、茅台迎宾酒、贵州大曲酒、汉酱酒、仁酒等不同年份的价格都进行了标准制定。以茅台迎宾酒为例，2018年的53°500ml茅台迎宾酒零售价为128元/瓶，2017年同款138元/瓶，单瓶每年有20元的加价。而最新推出不久的53°500ml茅台迎宾酒（中国红）2018年价格为198元/瓶，去年产价格则在218元/瓶，也是按照每年上涨20元的价格执行。另外，53度500ml茅台王子酒也是按年加价，但每瓶每年的加价标准随年限增加而提高。同时，53度500ml茅台王子酒（珍品）每年加价40元或50元不等，那么，2011年的珍品王子酒零售价高达778元/瓶。 茅台8、9月份预计将投放7000吨的量，又规定：第一，为进一步加快市场供应速度，允许专卖店和经销商于8月底前就执行9、10月份的计划；第二，8月份起，茅台年份酒将不再占用经销商全年计划。如果经销商都执行计划，供应量或达1万吨。 茅台戊戌狗年生肖酒375ml两瓶礼盒装、1.5L收藏装、2.5L珍藏装悉数上市；此外，43度贵州茅台酒“喜宴”新品发布，分为中国红和优雅白（分别定价999元/瓶、989元/瓶）两款	提价 放量 上新	茅台中秋动销明显加快，需求持续火爆，批价在经过前期小幅回落后又开始重新上涨，截止目前渠道报价普遍达到1700-1750左右，零售价1800以上，而且货源较为紧张	3.2	2.7
		6月	从6月23日起暂缓接受500ml装52度新品五粮液酒订单，具体恢复接受订单时间待定。	控货	渠道反馈五粮液中秋投放量并不多，延续了控量挺价的策略，同时也侧重于推动产品结构提升，目前普五批价保持在830左右，终端成交价900左右，旺季需求较为平稳，渠道库存继续保持在1个月左右的合理水平	23.2	19.6
		5月	泸州老窖针对总经销客户的发调价通知。通知称，因包材成本上升，总经销产品结算价提高15%，新价格体系从2018年5月10日起实施，同时恢复接收订单	提价	31.4	45.5	
	6月	老字号特曲河南停货 老字号特曲涨价10元；6月15日起，西南区域（四川、重庆、云南、贵州、西藏）52度国窖1573经典装酒行渠道供货价建议810元/瓶。	控货 提价				
	7月	7月21日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司下发《关于停止接受国窖1573订单及暂停国窖1573货物供应的通知》表示，经公司研究决定，即日起，停止接受国窖1573订单及暂停国窖1573货物的供应。	控货				
9月	9月，泸州老窖定制酒公司推出“2018戊戌年·中秋礼酒”，市场零售价588元/瓶，产品容量为具有特殊寓意的969ml，并限量发售10000件	上新					
次高端 二线名酒	山西汾酒	6月	青花系列产品在6月15日全部停止供货	控货		30.6	60.2
	剑南春	7月	7月2日，以线上成交价为主导的剑南春系列产品调价完成，水晶剑南春、珍藏级剑南春、金剑南K6成交价全面提价，其中：水晶剑南春统一零售价格上涨至418元；珍藏级剑南春统一零售价格上涨至558元；金剑南K6统一零售价格上涨至188元。	提价			
	习酒	7月	近日习酒系列产品的出厂价上调幅度为10%—20%。	提价			
	郎酒	4月	郎酒最新发布了“改革开放40周年纪念酒”，两款产品的首发价分别为248（500ml）和498元（1L）。	上新			
	酒鬼酒	7月	7月15日起，52度高度柔和红坛和紫坛酒鬼酒，出厂价分别提价22元和20元，终端价不变	提价		30.8	38.5
区域龙头	古井贡酒	5月	献礼版每箱（规格1X4）上调20元、古5每箱上调40元、古8每箱上调80元	提价		18.3	46.1
	洋河股份	5月	7月1日起，海之蓝提价60元/箱，天之蓝提价100元/箱、梦三提价110元/箱、梦六提价140元/箱、梦九提价600元/箱	提价		20.1	21.5
		9月	海、天升级版将在中秋期间正式上市	上新			
	今世缘	10月	10月1日起，统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价，其中四开国缘上调20元/瓶、对开国缘上调20元/瓶、单开国缘上调10元/瓶、国缘K5上调30元/瓶、国缘K3上调20元/瓶、柔雅国缘上调10元/瓶、淡雅国缘上调10元/瓶。	提价		35.6	35.5
口子窖	5月	针对流通渠道，口子窖5年上调10元/瓶，口子窖6年上调10元/瓶，口子窖10年上调30元/瓶，口子窖20年上调30元/瓶。	提价		8.2	8.8	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1.2. 渠道情况：高端酒渠道表现优秀，市场情绪由悲观转为略乐观

中秋日期：9月24日

→ 双节前渠道跟踪情况：投资者情绪较为悲观，但从实际调研情况看来，高端酒仍有着优秀表现

1) 高端酒——贵州茅台在节前加大投放量，并要求经销商提前执行10月计划量，但需求端优异的表现将批价仍推升至1750元以上；五粮液继续执行控货挺价举措，需求端表现稳定；

2) 次高端酒——7月提价后动销良性，次高端中洋河表现较稳健；

3) 区域酒——结构升级趋势延续，古8、口10均出现明显提速，分化加大。

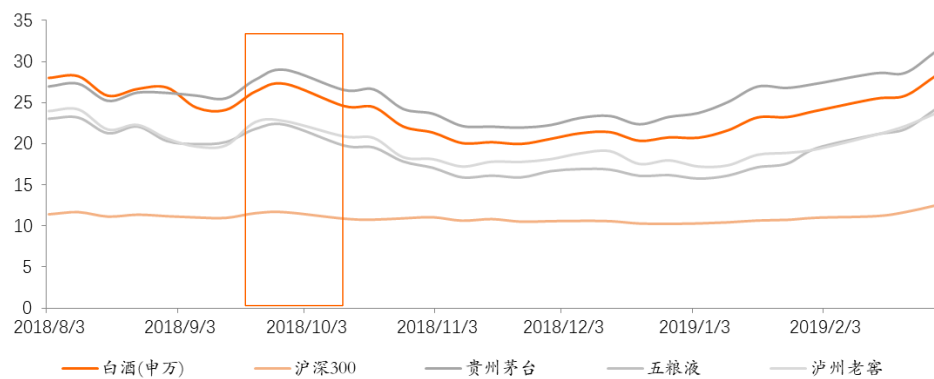
→ 双节后渠道跟踪情况：白酒动销仍有着不错表现，使得投资者对白酒动销担忧略微减弱

1) 高端酒——受益于贵州茅台批价上行，五粮液及泸州老窖1573均受益，高端酒销量整体增长15-20%左右，库存有所下降；

2) 次高端酒：主流次高端酒品牌销量相较于去年同期实现小幅增长。

→ 18年双节旺季呈现的特点：在消费结构转为大众消费为主后，消费者消费更为理性，渠道普遍反馈在提价潮较17年趋缓背景下，消费者备货期有所缩短。总体来看，18年双节酒企表现在市场预期较低基础上，略超市场预期。

图 4：2018 年中秋国庆动销超预期后，板块估值实现抬升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 2019年：中秋提前使得8月备货同比大增，单中秋节日效应淡化

1.2.1. 量价节奏：提价推新为淡季常规举措，正确的量价政策助力业绩高增

2019年：酒企淡季密集提价、推新，但只有库存健康、产能充裕、量价政策平衡的酒企三季度业绩高增，而洋河股份、酒鬼酒等在库存方面等存在一定压力的酒企则较难在旺季取得优异的表现。

一、高端酒方面：茅台批价持续上移为五粮液老窖打开提价空间，淡季升级提价使得三季度利润高增

1) 贵州茅台：在批价一度超过2500元的情况下，贵州茅台于中秋节前通过加大渠道投放、加强市场监管来保证批价稳定，三季度业绩实现稳健增长；

2) 五粮液：五粮液在八代五粮液上市前夕通过对经典五粮液及1618进行调价、控量等举措保证价格较高的八代五粮液顺利上市，同时公司在对七代五粮液终端价进行调整的同时，推出七代五粮液收藏版来锚定价格，受益于正确的量价政策传导顺利，三季度八代五粮液表现优秀使得三季度利润增速达34.6%；

3) 泸州老窖：泸州老窖则在控货的同时，于5月、7月、8月小步上调价格以追赶五粮液价格，三季度利润亦实现高增。

二、次高端二线名酒方面：青花提价+玻汾放量使得山西汾酒三季度业绩高增，酒鬼酒主动控量憾失旺季

1) 山西汾酒：山西汾酒于5月对青花30上调价格，同时玻汾放量使得三季度收入及利润增速达34.5%、53.6%；

2) 酒鬼酒：次高端酒鬼系列为消化高库存，三季度停货（6月底下发停货通知，9月份恢复发货）导致三季度业绩增速放缓。

三、区域龙头方面：洋河及口子窖在库存较高/产能受限情况下进行调价/推新品，从而导致三季度业绩增速放缓

1) 洋河股份：洋河于5月对海天梦及双沟珍宝坊进行调价，但随着库存过高等问题相继爆发，公司于5月底进入深度改革期，首要目标之一为控制库存，因此公司于6月初开始采取一系列严格控货措施，导致三季度业绩增速为负；

2) 今世缘：今世缘于6月上调国缘产品后，于8月推出V9酱酒，顺利的提价叠加上新使得三季度收入及利润增速分别达32.4%、28.3%；

3) 口子窖：口子窖通过推出新品迎接旺季，但三季度业绩不及主因：新品短期内包装产能受限使得新品于三季度贡献几千万元，仍有接近3亿元新品订单已下单但未打款及发货；渠道下沉不及预期使得公司百元价位带产品表现不及预期。

1.2.2. 渠道情况：中秋提前使得8月备货同比大增，单中秋的节日效应淡化

中秋日期：9月13日

→ 中秋节前渠道跟踪情况：中秋提前使得8月备货同比大增，单中秋的节日效应淡化

高端酒——贵州茅台价格产生波动（主因厂家发货节奏加大；严查、精准投放、黄牛出货），同时“茅台酒是拿来喝的，不是拿来炒的”使得茅台再一次站上风口浪尖，但需求刚性显现；五粮液供应量有所涨价，发货节奏稳健，批价稳定；泸州老窖依靠性价比保持良好动销；

次高端酒——涨幅不大，整体呈现分化态势。

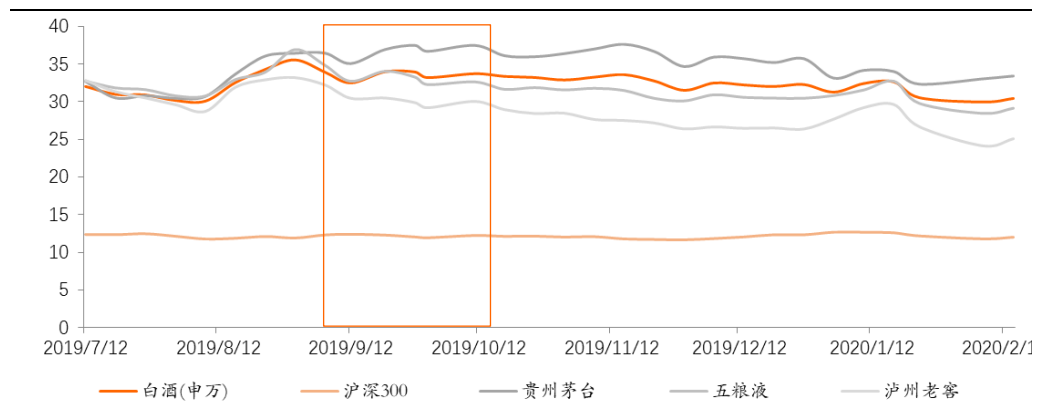
→ 中秋节后渠道跟踪情况：高端放量，次高端分化，区域龙头强势

高端酒——直营放量后，坚挺的需求端保证茅台批价仍在 2500 元左右，较大价差为五粮液、泸州老窖打开空间。在此期间五粮液价格坚挺（节前局部市场批价略有回落至 930-940 元区间，公司处罚力度严厉），甚至部分地区动销超预期，公司完成全年任务的 80%，动销表现平稳；

次高端：企业分化明显，其中剑南春（加大费用投放）、汾酒表现优异，而今世缘、古井贡酒省内市占率持续提升，其中古井节前库存低于去年同期，叠加中秋提价，经销商备货较为积极，同时公司调整了渠道考核及返利兑付+加大人员激励，中秋后库存有所提升；山西汾酒青花控量提价为主，增速继续保持两位数增长；今世缘节前渠道备货积极，国缘系列表现优异，V 系列有爆发迹象。

→ 19 年中秋旺季呈现的特点：高端酒继续延续高增长态势，即使放量批价节后批价仍较为坚挺；中秋提前使得 8 月备货同比大增，单中秋节日效应淡化。

图 5：2019 年中秋与国庆相隔时间较久，单中秋节日效应淡化，板块估值较为稳定



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：2019 年 Q2、Q3 主要酒企提价、控货、推新品等情况

类别	公司名称	具体日期	具体措施	措施类别	效果	19Q3 收入增速	19Q3 利润增速
高端酒	贵州茅台	6月	6月12日, 李保芳表示19天内将向市场投放2000吨茅台酒	放量	中秋节前, 由于公司加大投放、渠道旺季走量叠加市场管控力度加强等因素, 茅台价格有所降温, 经销商报价基本在2500元左右	13.8	17.1
		7月	茅台将增加直营店数量及供应, 每年配额多1000吨	放量			
		8月	中秋、国庆期间, 将增加7400吨市场投放, 相关配套政策正在加紧推进。	放量			
	五粮液	4月	4月30日起, 52度经典五粮液(第七代)流通渠道开票价调整为919元/瓶, 消费者成交价突破1000元/瓶; 同时对于五粮液1618也进行提价, 在5月份之前, 1618供货价将提高到995元/瓶。	提价	中秋前后普五整体报价在950-980元左右, 价格略有波动, 但动销情况良好。	27.1	34.6
		5月	经销商剩下还没有发完的少部分第七代经典五粮液, 厂里会在4月、6月下旬、8月、9月、12月, 分5次发完 五粮液发布上市第八代经典五粮液	控货 上新			
		6月	第七代经典五粮液的终端建议供货价调整为969元/瓶、终端建议零售价1399元/瓶, 第七代经典五粮液收藏版终端建议供货价999元/瓶, 终端建议零售价1699元/瓶。	提价			
	泸州老窖	4月	4月25日, 由于泸州老窖特曲60版2019年度上半年计划配额已经提前执行完毕, 经公司研究决定: 即日起, 暂停全国范围内泸州老窖特曲60版日常订单的接受及发运。	控货	渠道调研显示, 中秋期间38%vol 国窖1573价格已经达到680元/瓶, 52%vol 产品已经达到900元/瓶。预计9月已完成全年任务90%以上, 中秋动销较为平稳。	21.9	35.5
		5月	5月1日起, 老字号特曲产品各度数结算价均上调10元/500ml	提价			
		7月	即日起停止接收第九代老字号特曲(2014版)的销售订单, 第九代老字号特曲结算价上调30元/500ml	提价			
		8月	8月9日, 国窖1573中秋将扣减30%计划配额	控货			
			8月9日, 计划外配额价格每瓶52度500ml 国窖1573经典装提升30元/瓶, 终端建议零售价1099元/瓶, 建议团购价919元/瓶。	提价			
		9月	8月28日, 泸州老窖窖酒类销售股份有限公司下发关于暂停百年泸州老窖窖酒30年产品订单的通知 因公司产能有限, 8月份已执行的国窖1573经典装计划配已超过公司可发货(成品储存3个月以上)库存, 公司无法全额满足9月份国窖1573经典装终端配额。为保障产品质量, 同时保障终端配额公平, 经公司研究决定, 取消执行9月份国窖1573经典装计划配额。	控货			
次高端二线名酒	山西汾酒	5月	5月17日起对48°和53°青花30汾酒上调开票价、终端供货价和终端建议零售价, 上调之后终端建议零售价为738元/瓶	提价	汾酒按全年目标稳步推进, 青花今年控量提价为主, 增速保持两位数, 玻汾区域扩	34.5	53.6
	剑南春	5月	自2019年5月31日起, 取消水晶剑南春(即水晶剑)扫码费, 即通过减少政策投入的方式提价, 涨幅为10元/瓶	提价	剑南春加大宴席投入力度, 增速保持在两位数以上, 在部分区域对同价位竞争对手		
	郎酒	5月	5月7日, 郎酒销售公司下发通知, 宣布青花郎停止发货	控货			
		6月	6月1日起, 规格为500ml×6的53度青花郎, 出厂价单瓶上调79元; 规格为500ml×6的44.8度青花郎, 出厂价单瓶上调79元; 规格为500ml×6的39度青花郎, 出厂价单瓶上调79元; 规格为3300ml×1的53度大青花郎, 出厂价单瓶上调880元。	提价			
	酒鬼酒	7月	酒鬼酒在湖南市场暂停酒鬼系列产品供货	控货		9.5	-39.5
区域龙头	古井贡酒				中秋备货后库存有所加大	11.9	35.8
	洋河股份	5月	5月21日起, 洋河将大幅提高海之蓝、天之蓝、梦之蓝(M3/M6/M9)、双沟珍宝坊(君坊、圣坊、帝坊)供货指导价, 最高上涨幅度超20%, 其中海之蓝涨价近百元/箱, 天之蓝和梦三、梦六每箱涨价百元以上, 梦九更是达到了千元/箱。 洋河酒厂梦之蓝手工班、梦之蓝M9两款产品上半年配额已经全部用完。在中秋节前, 洋河对两款产品将不再增加任何的市场配额供给, 全面停止开票	提价 控货	持续调整中, 中秋控量提价, 清理库存, 减轻渠道负担, 9月省内库存已逐步降低, 梦系列价格回升	-20.6	-23.1
		6月	自6月4日起, 洋河海之蓝、天之蓝、梦之蓝(M3/M6/M9)、梦之蓝手工班产品全面停止向江苏市场经销商供货	控货			
		9月	中秋前后还是实施控货政策	控货			
	今世缘	6月	6月25日起, 国缘品牌部分主导产品出厂价统一上调, 同步调整终端供货价、零售价及团购价, 其中四开国缘上调30元/瓶; 对开国缘上调20元/瓶。	提价	今世缘节前渠道备货积极, 8月动销环比提速, 南京市场和国缘系列持续表现, V系列有爆发迹象	32.4	28.3
		8月	8月18日, 国缘V9清雅酱香上市	上新			
口子窖	8月	口子窖近日推出两款新品, 定位200-400元价位带, 口子窖初夏珍储量500ml, 度数41%vol, 定价268元/瓶; 口子窖仲秋珍储量500ml, 度数41%vol, 定价398元/瓶。	上新		-0.2	-1.8	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3. 2020年：特殊的一年，后置性消费注定了双节“旺”

1.3.1. 量价节奏：酒企通过密集提价、产品结构升级实现“占位”、“守位”

2020年自春节过后，泸州老窖、山西汾酒、剑南春、今世缘、古井贡等优质酒企相继开启产品升级及小幅提价，主要原因为：1) 提价符合消费升级趋势；2) 通过直接提价或升级实现产品价格体系的再梳理，同时利于稳定批价、提升渠道利润、维护品牌力；3) 促进回款；4) 为备战中秋国庆旺季打下基础，可回补部分上半年量。今年老窖目标将为紧抓高端化发展机遇，实现“守位”。在消费升级趋势不改、市场集中度不断提升的背景下，近期洋河股份、水井坊、今世缘、酒鬼酒等酒企通过直接提价、进行产品结构升级等方式进行“占位”，而茅台、五粮液等酒企则通过直接提价、进行产品结构升级、加大直营占比、减少渠道配额等方式以实现吨价上提，实现“守位”。品牌力及渠道力较强的优势企业通过小幅提价平衡了现金流及业绩。

表 3：2020 年 Q2、Q3 主要酒企提价、控货、推新品等情况

年份	类别	公司名称	具体日期	具体措施	措施类别	
2020	高端酒	贵州茅台	6月	6月直销渠道商500ml飞天茅台供货价上调100元/瓶，零售价1399元/瓶	提价	
			五粮液	8月	8月15日晚，五粮金樽·樽系列新品上市发布会举行，此次发布的五粮金樽·樽系列新品一共有三款产品，分别是红樽、蓝樽和紫樽，市场零售价覆盖300-600元的次高端价位。	上新
		泸州老窖	五粮液	9月	计划发布新品	上新
			泸州老窖	4月	预计4月中旬全国市场逐步启动，届时可以达到三分之一，并在局部地区实施配额制，4月下旬才能有三分之二地区执行配额制，5月后才能全面实施配额	控货
			泸州老窖	6月	6月24日起，针对河南市场提高52度国窖1573经典装价格，结算价提高10元/瓶，终端供货价提至920元/瓶	提价
			泸州老窖	7月	7月15日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司华北（东北）大区通知显示，将区域内国窖1573零售调整至按1399元/瓶。	提价
			泸州老窖	8月	8月3日52度国窖1573和38度国窖1573的终端配送价将上涨50元。 8月23日，国窖1573手工红瓷东北联盟会发布调价通知，称即日起，国窖1573手工红瓷53度产品建议零售价调整为1499元/瓶，建议团购价调整为1100元/瓶。	提价
			泸州老窖	8月	8月24日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司正式发布通知，自9月10日起，52度国窖1573经典装结算价上调40元/瓶，38度国窖1573经典装结算价上调30元/瓶。	提价
			泸州老窖	8月	8月24日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司正式发布通知，自9月10日起，52度国窖1573经典装结算价上调40元/瓶，38度国窖1573经典装结算价上调30元/瓶。	提价
	次高端二线名酒	山西汾酒	4月	4月1日起，53度玻汾终端供货价由480元/件上调至504元/件，42度玻汾由420元/件上调至432元/件	提价	
			山西汾酒	5月	5月1日起，42度玻汾终端牌价调整为49元/瓶，上调2元；53度玻汾终端牌价调整为58元/瓶，上调3元	提价
			山西汾酒	6月	53度青花30涨价100元/瓶；48度青花30涨价100元/瓶；53度青花20涨价30元/瓶；42度青花20涨价15元/瓶	提价
		酒鬼酒	剑南春	4月	4月1日起，剑南春水晶剑、珍藏剑建议零售价分别上调为489元/瓶、788元/瓶	提价
			郎酒	8月	红花郎钻石版将于8月18日在安徽上市	上新
			酒鬼酒	5月	5月26日起，对红坛（高度柔和）、紫坛（柔和）相继提价，提价幅度分别为30元/瓶和40元/瓶	提价
	区域龙头	古井贡酒	酒鬼酒	8月	自2020年8月10日起，52度500mL红坛酒鬼酒（高度柔和）停止供货并不再接受产品订单	控货
			酒鬼酒	8月	酒鬼酒红坛18、20和新紫坛产品升级上市	上新
		古井贡酒	9月	自2020年9月1日起，52度500mL黄坛酒鬼酒（2018版）战略价上调30元/瓶。	提价	
洋河股份		7月	7月13日，古井贡酒安徽省内全面提价调整的具体内容为：献礼版终端成交价为90元/瓶、古5终端成交价为120元/瓶、古8终端成交价为230元/瓶、古16终端成交价为370元/瓶、古20终端成交价为550元/瓶、古26终端成交价为900元/瓶	提价		
洋河股份		9月	9月3日，洋河对梦之蓝M3产品的价格作了调整：1、产品供货价提升20元/瓶。2、终端建议成交价分别不低于420元/瓶（低度）、500元/瓶（高度）。	提价		
今世缘	7月	7月1日起，统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价——四开与对开国缘的零售价及团购价分别上调15元/瓶和10元/瓶	提价			

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3.2. 渠道情况：高端酒价格表现、洋河 M6+动销表现超市场预期

中秋日期：10月1日

→ 双节前渠道跟踪情况：高端酒价格表现、洋河 M6+动销表现超市场预期

1) 高端酒方面：① 节前茅台批价已提升至超 2800 元左右高位，同时部分地区零售价已达 3300 元左右，主要原因为：1) 节前茅台已打 9/10 月的款，部分经销商陆续收到货，但供需仍较为紧张使得渠道整体处于惜售状态；2) 茅台直营占比提升的同时，经销商供应量未增使得原有经销商渠道消费人群供需茅台进一步加剧；② 五粮液需求端较为稳定，在前期调量政策落地后，系列组合拳使得五粮液节前批价目稳定在 960 元以上。库存方面，贵州茅台节前库存不足 1 个月，五粮液库存普遍在 1-2 个月左右，泸州老窖由于 9 月初进行提价，经销商积极打款使得节前库存略高，在 2-3 个月左右。

2) 次高端酒：受疫情影响，20H1 主要酒企均将营销费用后置性投放，三季度开始主要酒企为抢夺占比较大的婚宴市场回补性消费、进一步发力团购，优质次高端通过抢占婚宴/团购市场份额+享受提价红利实现优质发展。

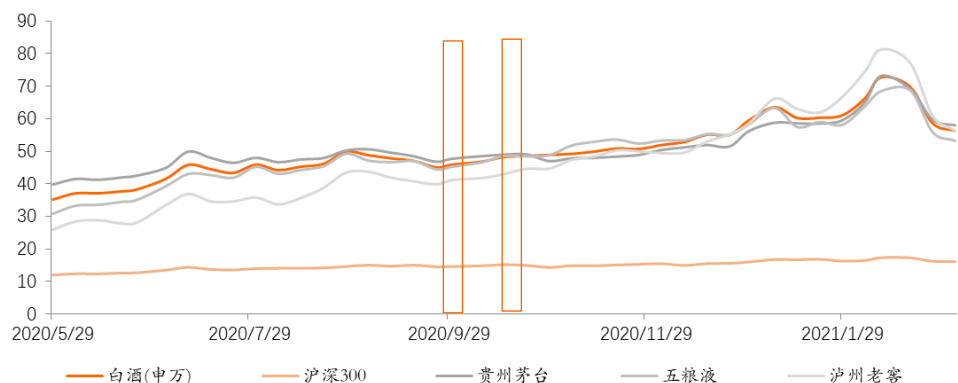
→ 双节后渠道跟踪情况：高端酒价格表现、洋河 M6+ 动销表现超市场预期

1) 高端酒方面：高端酒继续延续稳健向好增长趋势，量上有 10%+ 的增长。具体来看，① 贵州茅台需求强劲，直营放量叠加经销商抛货使得其批价短暂的下行，但需求强劲迅速推升批价回升；② 五粮液实现旺季放量时仍能挺价，超市场预期；③ 泸州老窖实现量价齐升，其中中国窖表现强劲，特曲业绩实现回正，2020Q3 高端酒业绩表现延续稳健态。

2) 次高端区域酒：中秋国庆旺季宴席场景动销超预期利好次高端区域酒，同时次高端价位带消费升级加速。具体来看，2020Q3 山西汾酒、酒鬼酒、水井坊表现超预期；今世缘产品结构稳步提升；舍得中秋动销略超预期，渠道库存已从最高峰的 14 亿降至 6~7 亿；古井贡酒前三季度业绩将回正；洋河股份双节 M6+ 供不应求，双节已迎来预期拐点；口子窖三季度业绩环比实现改善。

→ 20 年双节旺季呈现的特点：① 相较上一轮白酒周期，酒企表现更为理性推动双节酒企批价库存表现稳定；② 在行业整体结构分化的同时，各主要价格带及区域酒企的分化幅度呈现不一样的景象；③ 酱酒热势不可挡，或引发香型的二次替代，长期看酱酒将影响白酒行业格局。

图 6：2020 年国庆结束后板块估值实现小幅提升，秋糖反馈优异再次拉升板块估值



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：库存健康、量价政策合理、营销力强、渠道稳定、产能充足的酒企更能把握旺季机会



资料来源：Wind，浙商证券研究所

问题二：今年中秋国庆还有超预期可能吗？

我们从多维度进行分析，认为当前市场存在四大预期差——

预期差一：渠道对于信息的反馈存在主观性偏差，真实情况或优于主观感受；

预期差二：批价波动的直接解读造成市场存在预期差，我们认为批价波动更多的与酒厂动作有关；

预期差三：整体性感受或造成结构性机会误判，我们认为高端及次高端酒表现仍将超预期，酒企间分化仍在不断拉大；

预期差四：悲观情绪或影响判断，我们认为今年中秋国庆或出现 18 年结果（超预期）。

2.1 渠道反馈：市场情绪整体仍向好，区域间差异大

近期我们调研了湖北、江苏、安徽、湖南、广东等多省市渠道商（调研仍在继续中），渠道情绪整体平稳向好，并且可以看出酒企分化加剧趋势延续，区域分化明显。市场情绪层面，受前期多因素影响叠加近期渠道未频频反馈“超预期”，当前市场仍存担忧情绪。我们摘录了渠道关于中秋国庆的相关反馈——

安徽地区：“中秋节前后经销商货要备齐，不然下半年很难做生意，所以厂家打款发货问题不大，中秋节动销感觉下来整体较为平淡”；

江苏地区：“疫情对量的损失预计在 5% 以内，当前今世缘及洋河目前任务完成率大概 70%，洋河想要在 9 月末完成 100% 任务略有压力，但整体偏乐观。如果双节动销持续向好，9 月末完成任务问题不大”；

广东地区：“目前动销和经销商回款还是比较正常的状态，最近一星期进入小旺季阶段，备货积极性不同品牌有差异，比如酒鬼酒在广东地区就表现很好，而酱酒库存仍较大，同时对其他香型酒销售确实有影响，对中秋国庆看法偏中性”；

湖北地区：“预计茅台会增加放量，五粮液由于之前控货所以中秋会放量，老窖的任务完成得有些超前，所以量不会太大，预计和去年持平”；

河南地区：“近期五粮液中秋货刚到（量不小），中秋款打完之后，全年任务将完成 85%左右，终端和消费者对五粮液的购买热情较高，预计中秋备货量将增长 8-12%，之前河南水灾影响有泡水酒，低价销售，酒厂进行了停货应对，现在低价抛售基本没有了”、“茅台集中投放通知打款后批价出现了马上下滑，目前货已经陆续到位，但因为没有马上大量出货，所以批价有所回升，预计临近中秋批价会下滑”；

湖南地区：“当前第一轮进货完成，本周进行了第二轮的补货，预计本周末动销将较旺（团购客户需提前一个礼拜进行采购），专家认为由于消费趋势比较疲软，想要超预期概率或较低”。

我们认为受认知限制原因，渠道对于信息的反馈存在主观性偏差，真实情况或优于主观感受，具体原因将在下文展开。

2.2 预期判断：将出现结构性超预期，分化进一步拉大

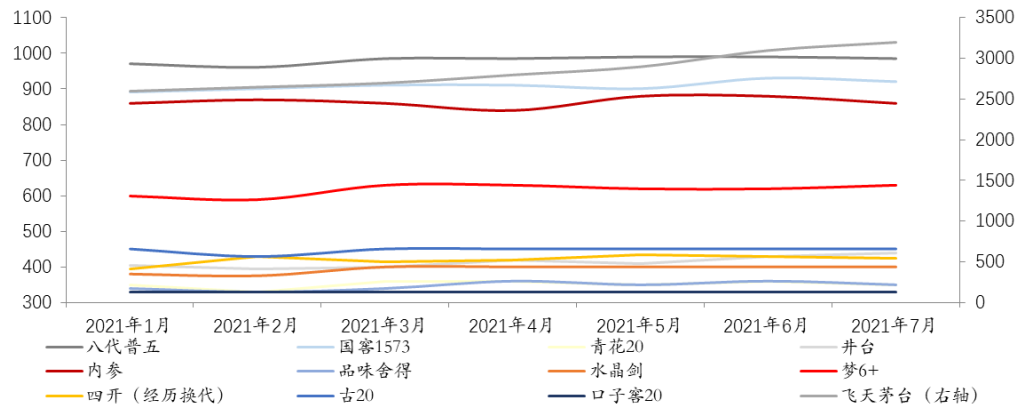
我们在此前《白酒行业专题报告：批价、动销为中秋国庆旺季核心观测指标（20200910）》、《近三年白酒行业调整期复盘深度：共性与个性，背后暗喻了过去和未来（20210811）》等深度报告中，多次反复论证——酒企批价、打款节奏（预收）、库存、动销等微观指标为判断酒企业绩增长速度及质量的关键指标。因此在本节中，我们将套用以上模型，从这几方面对当前白酒行业情况进行了全貌描绘。认为：1）近期酒企批价波动原因主要为提前打款发货（中秋提前），需求端波动并非主要原因；2）高端酒及次高端酒多维度表现均优异，量价均有望较去年同期实现正增长，行业分化正逐步加剧。

重点追踪指标★—批价：旺季批价将出现波动，观测酒企量价节奏时点至

高端酒——1）贵州茅台：由于飞天茅台发货进度较往年慢+采取拆箱政策，飞天茅台今年批价整体处于高位，在茅台发货+“座谈会”的召开扰乱市场情绪，批价曾短暂的从 3100 元左右下降至 2900 元左右，但随着供需紧张趋势延续，即使在发货放量背景下，近期飞天茅台批价再次提升至 3100 元左右；**2）五粮液：**当前八代五粮液在未控量的情况下，批价总体仍稳定在 980-1000 元；**3）泸州老窖：**国窖 1573 批价稳定在 900-930 元，批价稳中有升。

次高端——1）洋河股份：当前梦 6+省内批价 580-690 元，成交 640-650 元，省外高度成交价 780 元左右；梦 3 水晶版批价 415-420 元，成交 450 元左右；**2）今世缘：**新四开淮安地区批价 420-430 元，成交 450 元左右，苏南地区批价 440-450 元，终端 470-480 元，对开批价约为 250 元；**3）酒鬼酒：**内参省内批价约 840 左右，省外批价 870 元，终端成交价约 900-950 元；**4）古井贡酒：**战略性大单品古 20 批价 520-550 元；**5）舍得酒业：**品味和智慧批价在 330-350 元和 450-460 元波动；**6）水井坊：**酿八号和井台、典藏批价约 310 元和 430 元、700 元。

图 8：主要单品批价均稳定向上（单位：元/瓶）



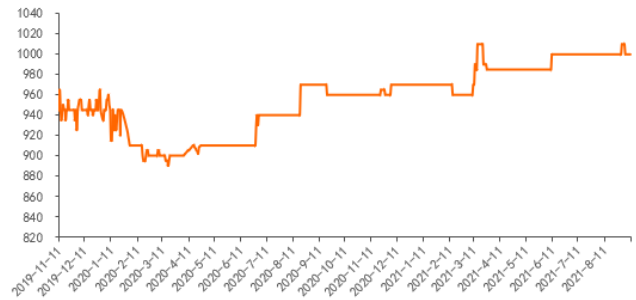
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：贵州茅台批价走势（单位，元/瓶）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：五粮液批价走势（单位，元/瓶）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

重点追踪指标★—打款节奏：主要酒企当前打款节奏均快于往年，部分酒企接近完成任务

高端酒——1) 贵州茅台：近期经销商基本打完全年款，9 月份配额将发完，到货比例在 75%左右，10 月份配额在中秋节之前发完，中秋节茅台市场投放量将加大以缓解供需紧张格局，要求经销商在中秋节前清空三季度配额，直销渠道出货节奏明显加快，预计中秋节前后飞天茅台批价有小幅波动；**2) 五粮液：**打款进度在 90%以上，其中流通渠道回款基本完成，发货在 75%左右，预计中秋节前会发到 85%左右的比例，由于终端预期五粮液春节批价将较高，部分经销商或将进行囤货，备货量将有所增长；**3) 泸州老窖：**当前国窖 1573 回款已超过 90%，其中高度配额内打款已经完成，发货比例约 80%，8 月份渠道处于停控货阶段，目前开始集中发货。

次高端——1) 洋河股份：预计到 9 月底前会完成全年打款目标，发货比例将至 80%左右；**2) 今世缘：**当前回款比例在 85%左右，打款节奏和去年基本持平，预计 9 月底发货比例也在 80%左右；**3) 古井贡酒：**公司要求三季度回款目标不低于全年的 96%，其中 3Q 回款增长目标 25%+，省外高于省内；**4) 山西汾酒：**当前省内大商基本完成全年目标，省外河南汾酒打款完成比例在 80%+，预计中秋节前能顺利完成全年目标。7-8 月份汾酒回款约为 30 亿元+，增速超 30%；**5) 酒鬼酒：**内参经销商回款完成全年任务，湖南地区发货比例达到 80%左右，酒鬼回款比例在 90%+，预计 9 月底完成全年销售任务；**6) 舍得酒业：**7-8 月份回款约 10 亿元左右，翻倍以上增长，

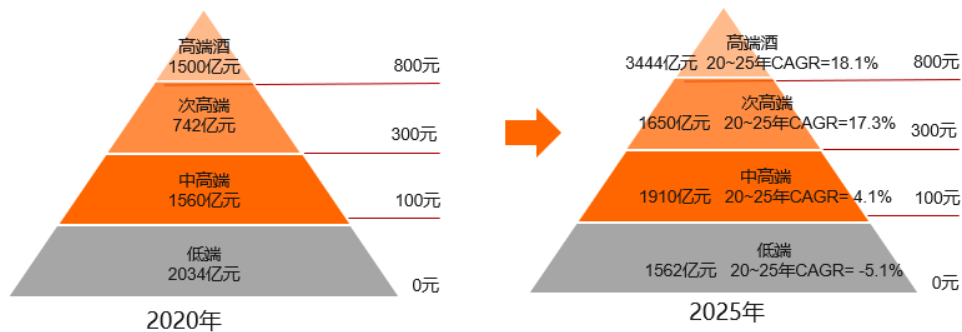
预计 21Q3 整体回款 15 亿以上，目前进入中秋旺季，整体备货比较积极；7) 水井坊：水井规划三季度回款目标约 14-15 亿元 (+25-30%)。高端品牌事业部从 8.15 开始打款发货，不设考核目标。

分拆观测指标①——需求端：高端及次高端酒需求仍旺盛，分化显著

总需求/销量或仍在下降——河南爆发洪灾、全国陆续出现点状式疫情对部分区域短期需求造成一定影响/今年酒厂纷纷加大团购力度，从而挤压了部分烟酒店需求（特别是千元以下产品）/中秋节部分地区实行跨区域疫情管控，返乡人群下降/部分地区烟酒店密度增加使得终端竞争加剧；

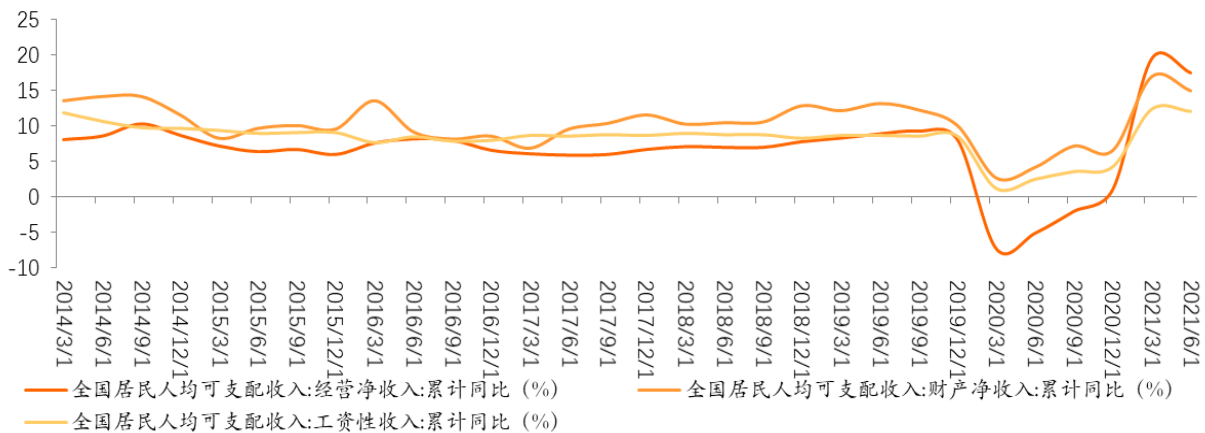
高端及次高端扩容将带来结构性增长——在消费升级延续背景下，次高端及高端酒价位带持续扩容，而 100-300 元、100 元以下规模分别占比达 27%、35% 的中低端酒处于规模收缩状态，因此大众价位酒销量下降为正常现象；高端及次高端酒规模扩容主要靠价格驱动，因此销量即使仅仅是小幅增长，对业绩端的放大效应将带来超预期结果。

图 11：千元价位带扩容速度有望超预期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：高净值人群购买力的提升孕育消费升级下高端及次高端酒发展机遇



资料来源：Wind，浙商证券研究所

分拆观测指标②—量价政策：在消费升级趋势延续态势下，价升仍为主旋律

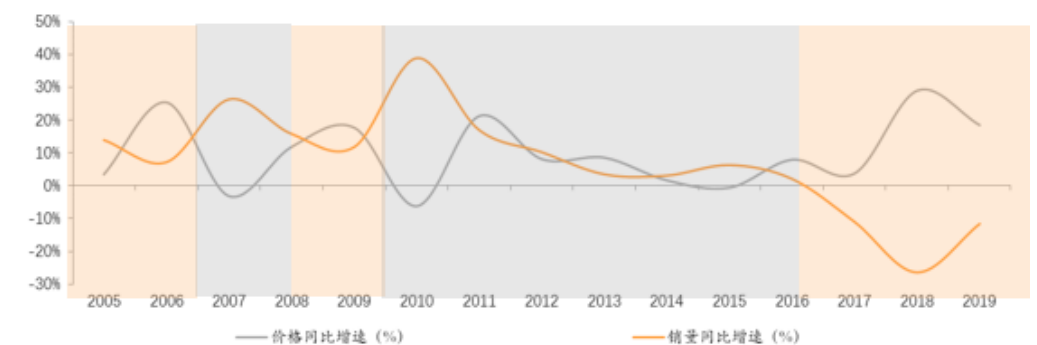
淡季酒企继续实现涨价以实现“占位”“守位”。虽然相较于去年，今年白酒行业并未出现密集且频繁的“提价潮”，但是酒企仍针对其主要单品进行了陆续提价。我们认为驱动白酒本轮繁荣期的根本原因为消费升级——区别于上一轮周期，在当前共同富裕大背景下，居民可支配收入持续增加，收入结构不断改善，再加上生存型支出显著降低，消费总量将持续扩大，消费结构也将延续升级趋势，因此在实现量适度增的同时，保持价格增长、结构增长为今年主旋律。

表 4：2021 年 Q1-3 主要酒企提价、控货、推新品等情况

年份	类别	公司名称	具体日期	具体措施	措施类别	
2020	高端酒	贵州茅台	6月	6月直销渠道商500ml飞天茅台供货价上调100元/瓶，零售价1399元/瓶	提价	
			五粮液	8月	8月15日晚，五粮金樽·樽系列新品上市发布会举行，此次发布的五粮金樽·樽系列新品一共有三款产品，分别是红樽、蓝樽和紫樽，市场零售价覆盖300-600元的次高端价位。	上新
				9月	计划发布新品	上新
		泸州老窖	4月	预计4月中旬全国市场逐步启动，届时可以达到三分之一，并在局部地区实施配额制，4月下旬才能有三分之二地区执行配额制，5月后才能全面实施配额	控货	
			6月	6月24日起，针对河南市场提高52度国窖1573经典装价格，结算价提高10元/瓶，终端供货价提至920元/瓶	提价	
			7月	7月15日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司华北（东北）大区通知显示，将区域内国窖1573零售调整至按1399元/瓶。	提价	
			8月	8月3日52度国窖1573和38度国窖1573的终端配送价将上涨50元。	提价	
				8月23日，国窖1573手工红瓷东北联盟会发布调价通知，称即日起，国窖1573手工红瓷53度产品建议零售价调整为1499元/瓶，建议团购价调整为1100元/瓶。	提价	
				8月24日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司正式发布通知，自9月10日起，52度国窖1573经典装结算价上调40元/瓶，38度国窖1573经典装结算价上调30元/瓶。	提价	
	次高端二线名酒	山西汾酒	4月	4月1日起，53度玻汾终端供货价由480元/件上调至504元/件，42度玻汾由420元/件上调至432元/件	提价	
			5月	5月1日起，42度玻汾终端标价调整为49元/瓶，上调2元；53度玻汾终端标价调整为58元/瓶，上调3元	提价	
			6月	53度青花30涨价100元/瓶；48度青花30涨价100元/瓶；53度青花20涨价30元/瓶；42度青花20涨价15元/瓶	提价	
		剑南春 郎酒	4月	4月1日起，剑南春水晶剑、珍藏剑建议零售价分别上调为489元/瓶、788元/瓶	提价	
			8月	红花郎钻石版将于8月18日在安徽上市	上新	
			5月	5月26日起，对红坛（高度柔和）、紫坛（柔和）相继提价，提价幅度分别为30元/瓶和40元/瓶	提价	
				8月	自2020年8月10日起，52度500mL红坛酒鬼酒（高度柔和）停止供货并不再接受产品订单	控货
	酒鬼酒	8月	酒鬼酒红坛18、20和新紫坛产品升级上市	上新		
		9月	自2020年9月1日起，52度500mL黄坛酒鬼酒（2018版）战略价上调30元/瓶。	提价		
		区域龙头	古井贡酒	7月	7月13日，古井贡酒安徽省内全面提价调整的具体内容为：献礼版终端成交价为90元/瓶、古5终端成交价为120元/瓶、古8终端成交价为230元/瓶、古16终端成交价为370元/瓶、古20终端成交价为550元/瓶、古26终端成交价为900元/瓶	提价
	9月			9月3日，洋河对梦之蓝M3产品的价格作了调整：1、产品供货价提升20元/瓶。2、终端建议成交价分别不低于420元/瓶（低度）、500元/瓶（高度）。	提价	
今世缘	7月		7月1日起，统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价——四开与对开国缘的零售价及团购价分别上调15元/瓶和10元/瓶	提价		

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：18 年以来白酒行业处于价格驱动阶段

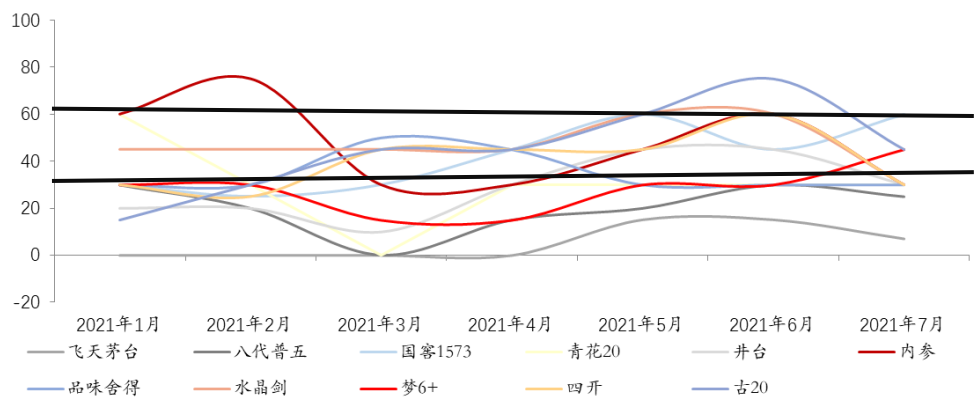


资料来源：Wind，浙商证券研究所

分拆观测指标③—库存端：库存周期已逐步消失，主要酒企库存健康健康

在经历了行业深度调整期后，酒企对库存不断加强监管力度使得白酒行业周期性得到减弱，同时库存周期这一说法正逐步弱化。当前主要酒企库存均保持在健康位置，其中贵州茅台、水井坊、口子窖等酒企库存均保持在1个月内，而五粮液、泸州老窖、洋河股份等酒企库存亦保持在2个月左右的健康状态。

图 14：主要单品库存均处于 2 个月内健康水平（单位：天）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

分拆观测指标④—营销端：消费者培育重视程度将影响旺季及之后的产品动销情况

消费者培育工作/婚宴市场投入：除了宴席等市场费用投放指标外，终端消费者培育工作落地/婚宴市场费用投入落地情况也为当下及今后应重点分析关注的指标。区别于渠道为王时代，现今仅靠费用投入渠道已无法高效拉动动销，酒企的知名度、美誉度、忠诚度等软实力成为酒企重要护城河，因此终端消费者培育工作（比如举办品鉴会、召开“茅粉节”）已成为决定酒企本轮是否能脱颖而出的重要因素，我们可以看到今年高端酒及次高端酒均在消费者培育/婚宴市场上投入较高费用，利于提升旺季高端产品的销量。

结论：当前市场存在四大预期差，看好高端次高端超预期机会

在整体市场情绪波动较大、中秋较往年早背景下，近期市场在调研渠道/终端的时候大多感觉反馈平平，但我们认为在这当中存在四大预期差，今年中秋国庆整体表现或超市场一致预期，具体来看——

- 1) **预期差一：渠道对于信息的反馈存在主观性偏差，真实情况或优于主观感受。**
市场当前主要信息来源为经销商及终端，但未充分理解经销商及终端反馈平平背后的原因，从而导致预期差出现。深究经销商及终端反馈平平主因，可以总结为：

- ① 需求端：河南爆发洪灾、全国陆续出现点状式疫情对部分区域短期需求造成一定影响/今年酒厂纷纷加大团购力度，从而挤压了部分烟酒店需求（特别是千元以下产品）/中秋节部分地区实行跨区域疫情管控，返乡人群下降/部分地区烟酒店密度增加使得终端竞争加剧；
 - ② 消费结构端：在消费升级延续背景下，次高端及高端酒价位带持续扩容，而 100-300 元、100 元以下规模分别占比达 27%、35%的中低端酒处于规模收缩状态，因此大众价位酒销量下降应为正常现象，而高端及次高端酒扩容亦主要靠价驱动，因此销量方面小幅增长的反馈对业绩端或存在放大效应；
 - ③ 可替品：部分经销商囤有较大体量酱酒，近期品牌力较弱的酱酒销售顺畅度下降，导致经销商认为需求不行/也有经销商因为酱酒热影响，其他香型常规产品销售受影响；
 - ④ 产业端：渠道及营销模式不断提升+市场竞争加剧下，渠道需要更高精细化程度才能卖到和以往一般水平，从而使得大家产生难卖的感觉。
- 2) 预期差二：批价波动的直接解读造成市场存在预期差，我们认为批价波动更多的与酒厂动作有关。市场当前观测酒企的重要点在于批价，但未深入思考近期酒企批价波动后的深层次原因。深究近期批价波动原因，可归结为：由于今年中秋节提前，提前的打款发货动作对市场批价造成一定影响，需求端波动并非主要原因。
- 3) 预期差三：整体性感受或造成结构性机会误判，我们认为高端及次高端酒表现仍将超预期，量价均有望较去年同期实现正增长，酒企间分化仍在不断拉大。市场当前在从各个价位带感受市场氛围的同时，未对各价位带具体情况进入深入细分分析，大多直接得出总体一般的结论。我们认为高端酒及次高端酒仍然将录得优异表现（问题二部分已展开），行业分化正逐步加剧；
- 4) 预期差四：悲观情绪或影响判断，我们认为今年中秋国庆或出现 18 年结果（超预期）。在前期市场情绪悲观下，市场的主观情绪或会影响对渠道信息的解读，较为谨慎的带有主观悲观色彩，但实际结果或可参考 2018 年中秋国庆结果（2018 年具体情况可参考问题一部分）。

另外，需特别注意的是，今年各省市区域白酒市场出现了“极致分化”行情——即各个地区对于白酒市场反馈会大相径庭，比如：河南市场因受水灾影响严重/江苏市场因受疫情影响严重，渠道反馈普遍较为一般，而湖南等地区则反馈积极优异，这对全国性/区域性酒企均有较大影响，需分酒企分区域进行分析。

投资建议

结合下半年宏观、中观及当下微观情况，我们认为货币政策趋于宽松利好高成长业绩高弹性标的，板块整体景气度向好趋势未变，结合中秋旺季和估值切换催化，错杀后带来的配置机会。在震荡行情下，我们仍看好白酒结构性机会，推荐关注稳健性强的高端酒，比如：茅台、五粮液；推荐关注估值具性价比/业绩具备弹性的次高端标的，比如：迎驾贡酒、舍得、水井坊、今世缘等。

表 5：估值及股价表一览

日期	2021/9/13	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE			PEG		
						21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
600519	贵州茅台	1,654.0	20,777.5	38.8	42.6	42.5	49.4	56.8	38.9	33.5	29.1	2.6	2.2	1.9
000858	五粮液	207.8	8,065.6	5.7	36.2	6.3	7.4	8.8	33.2	27.9	23.7	1.7	1.4	1.2
000568	泸州老窖	184.9	2,708.8	4.8	38.6	5.2	6.4	7.9	35.8	28.8	23.4	1.5	1.2	1.0
高端酒均值									36.0	30.1	25.4	1.9	1.6	1.4
600809	山西汾酒	293.2	3,577.6	4.1	71.3	4.4	6.0	7.8	66.7	49.1	37.8	2.2	1.6	1.3
000799	酒鬼酒	237.0	770.2	2.5	94.2	2.8	4.0	5.6	86.1	59.7	42.2	1.6	1.1	0.8
600779	水井坊	124.9	609.7	2.1	60.6	2.2	2.9	3.6	56.8	43.2	34.4	1.7	1.3	1.0
600702	舍得酒业	189.9	637.9	3.4	55.4	3.8	5.4	7.2	49.9	35.5	26.3	0.8	0.6	0.4
次高端二线名酒均值									64.9	46.9	35.2	1.6	1.1	0.9
000596	古井贡酒	224.8	1,188.4	4.2	53.8	4.5	5.6	6.7	49.8	40.2	33.4	2.2	1.8	1.5
002304	洋河股份	172.7	2,602.6	5.1	33.6	5.5	6.6	7.8	31.5	26.2	22.2	2.0	1.6	1.4
603369	今世缘	43.9	550.7	1.5	29.3	1.6	1.9	2.3	28.2	22.7	18.7	1.2	1.0	0.8
603589	口子窖	51.3	307.5	2.5	20.8	2.7	3.3	3.9	18.7	15.7	13.3	0.9	0.7	0.6
区域龙头酒均值									32.0	26.2	21.9	1.6	1.3	1.1
603198	迎驾贡酒	52.8	422.0	1.5	34.8	1.6	1.9	2.3	33.8	27.2	22.9	1.4	1.1	0.9
000860	顺鑫农业	33.1	245.7	0.5	70.8	1.1	1.4	1.8	30.5	23.6	18.8	0.7	0.5	0.4
600197	伊力特	27.6	130.2	0.9	31.9	1.0	1.3	1.5	26.5	21.8	18.3	1.1	0.9	0.8
603919	金徽酒	35.3	178.8	0.8	44.9	0.8	1.0	1.3	43.2	34.8	28.1	1.8	1.4	1.1
600559	老白干酒	21.9	196.2	0.4	61.4	0.6	0.8	0.9	35.9	28.5	23.6	0.9	0.7	0.6
三四线酒均值									34.0	27.2	22.3	1.2	0.9	0.8

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：表格数据采取 WIND 一致预期数据

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>