

食品饮料

证券研究报告
2021年10月26日

茅台行稳致远，白酒进入估值切换敏感期

【行情周回顾及北上监测】

本周中信白酒下跌 2.11%，跌幅大于中信食品饮料的 1.28%，小于上证指数 0.29%，涨幅排名前 3 名的个股为口子窖、今世缘、迎驾贡酒，涨幅排名最后 3 名的个股为水井坊、青青稞酒、伊力特。本周北上资金净流入 6618.39 万元，获得资金净流入前三的个股为五粮液、泸州老窖、迎驾贡酒，资金流出前三的个股为贵州茅台、洋河股份、山西汾酒。

【投资观点】

在白酒板块消极的 3 个月里，大家较为担忧政策导向、价格疲软、需求走弱等问题，目前三季度动销反馈基本结束，市场形成一致预期，高端动销符合预期，次高端有分化，市场对于需求端的过度担忧已经释放，并且茅台以及老窖的正面催化使得市场对于政策导向的担忧也得到释放，以上是白酒板块短期迎来情绪向好的主要原因。白酒板块进入估值切换期，明年的业绩预期将在近期形成，白酒投资仍要放眼量。

贵州茅台披露三季报，业绩基本符合预期。从高端白酒提价的核心逻辑上来看，酒企提价能力仍在，核心逻辑未变，只是短期受到外界因素压制。我们认为目前茅台估值合理，未来若开箱政策全面取消或将利好批价回归合理水平，公司经营或将更为良性。

本周次高端板块整体略有下跌，其中古井贡酒、今世缘及迎驾贡酒表现较好。部分次高端酒企如舍得、酒鬼和金徽出了三季报，基本符合我们预期。其中舍得、酒鬼单 Q3 的业绩增速同比略有放缓，是由于 2020 上半年受疫情影响严重，Q3 疫情好转导致白酒消费急速反弹。整体来看高端化、全国化均在稳步进行中。其中酒鬼前三季度累计已完成营收 26 亿，按照前三季度的平均增速，今年有望完成“十四五”规划目标 30 亿营收。舍得积极拓展销售渠道，双品牌战略在开拓新消费者的同时唤醒老消费者。建议积极关注春节旺季动销情况及 Q4 业绩表现。

【推荐标的】

推荐标的：泸州老窖、舍得酒业

重点关注：酒鬼酒、水井坊、山西汾酒、贵州茅台、五粮液

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

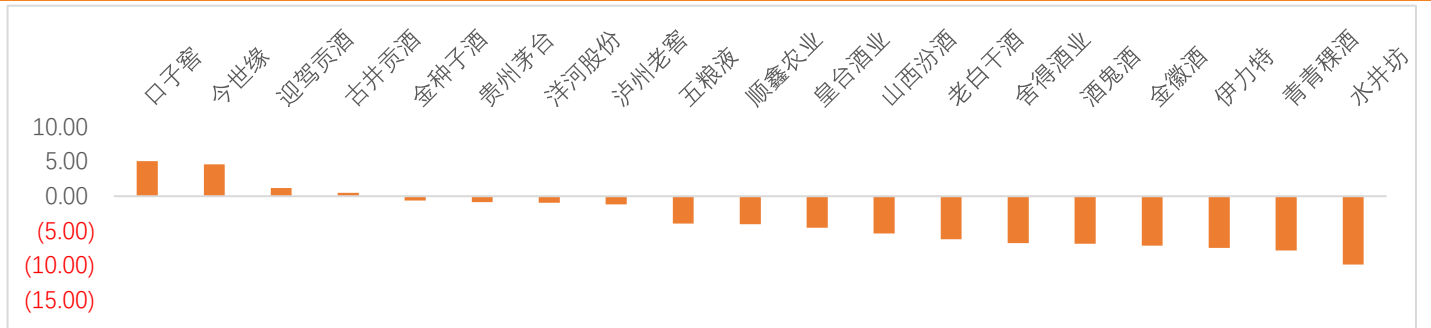
相关报告

- 《食品饮料-行业研究周报:推荐仍为短期强业绩公司，多数板块仍需数据验证》2021-10-20
- 《食品饮料-行业专题研究:天风问答系列:食品饮料五问五答》2021-10-17
- 《食品饮料-行业研究周报:白酒反弹短期有支撑，消费数据回暖可期待》2021-10-11

1. 行情回顾与北上资金监测：

本周中信白酒下跌 2.11%，跌幅大于中信食品饮料的 1.28%，小于上证指数 0.29%，涨幅排名前 3 名的个股为口子窖、今世缘、迎驾贡酒，涨幅排名最后 3 名的个股为水井坊、青青稞酒、伊力特。

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

本周北上资金净流入 6618.39 万元，获得资金净流入前三的个股为五粮液、泸州老窖、迎驾贡酒，资金流出前三的个股为贵州茅台、洋河股份、山西汾酒。

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	98,771.60	194,514.70	-3.96
000568.SZ	泸州老窖	25,047.44	29,012.48	-1.18
603198.SH	迎驾贡酒	20,351.00	7,132.04	1.16
000596.SZ	古井贡酒	3,592.12	1,932.60	0.51
000799.SZ	酒鬼酒	2,292.06	4,465.71	-6.83
600702.SH	舍得酒业	-	-	-6.74
600197.SH	伊力特	-669.01	-353.59	-7.44
600559.SH	老白干酒	-675.77	-2,231.29	-6.20
000860.SZ	顺鑫农业	-1,012.42	-7,119.96	-4.06
603589.SH	口子窖	-3,580.50	-1,191.95	5.04
600779.SH	水井坊	-10,143.69	-36,804.78	-9.85
603369.SH	今世缘	-21,344.62	-13,567.49	4.58
600809.SH	山西汾酒	-25,208.61	-32,447.34	-5.38
002304.SZ	洋河股份	-35,272.93	-6,224.73	-0.94
600519.SH	贵州茅台	-45,528.28	-99,159.97	-0.83
CI005324.WI	白酒	6,618.39	37,956.42	-2.11

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 白酒：

在白酒板块消极的 3 个月里，大家较为担忧政策导向、价格疲软、需求走弱等问题，目前三季度动销反馈基本结束，市场形成一致预期，高端动销符合预期，次高端有分化，市场对于需求端的过度担忧已经释放，并且茅台以及老窖的正面催化使得市场对于政策导向的担忧也得到释放，以上是白酒板块短期迎来情绪向好的主要原因。白酒板块进入估值切换

期，明年的业绩预期将在近期形成，白酒投资仍要放眼量。

贵州茅台披露三季报，业绩基本符合预期。从高端白酒提价的核心逻辑上来看，酒企提价能力仍在，核心逻辑未变，只是短期受到外界因素压制。我们认为目前茅台估值合理，未来若开箱政策全面取消或将利好批价回归合理水平，公司经营或将更为良性。

本周次高端板块整体略有下跌，其中古井贡酒、今世缘及迎驾贡酒表现较好。部分次高端酒企如舍得、酒鬼和金徽出了三季报，基本符合我们预期。其中舍得、酒鬼酒单 Q3 的业绩增速同比略有放缓，推断是由于 2020 上半年受疫情影响严重，Q3 疫情好转导致白酒消费急速反弹。整体来看高端化、全国化均在稳步进行中。其中酒鬼前三季度累计已完成营收 26 亿，按照前三季度的平均增速，今年有望完成“十四五”规划目标 30 亿营收。舍得积极拓展销售渠道，双品牌战略在开拓新消费者的同时唤醒老消费者。建议积极关注春节旺季动销情况及 Q4 业绩表现。

3.推荐标的

推荐标的：泸州老窖、舍得酒业

重点关注：酒鬼酒、水井坊、山西汾酒、贵州茅台、五粮液

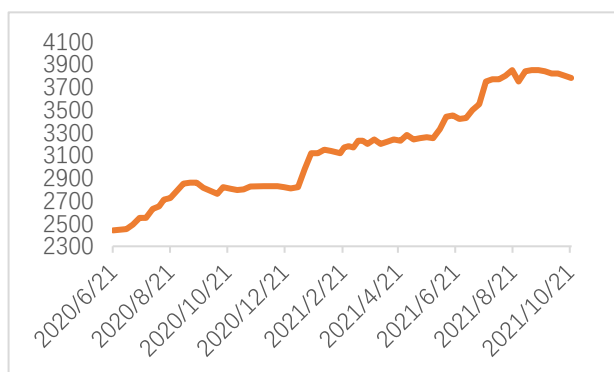
4.数据跟踪及本周重要资讯

4.1 数据跟踪

（一）批价数据

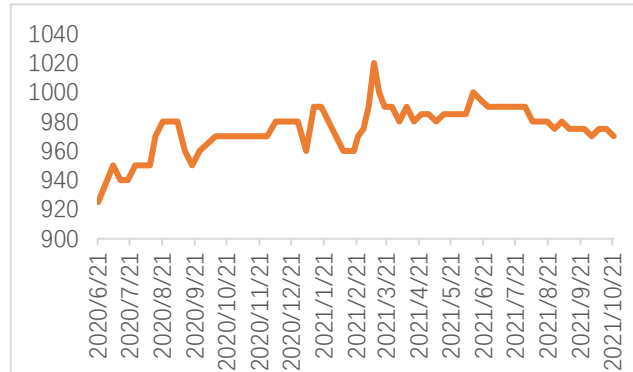
茅台飞天（2021）本周原箱批价下降至 3780 元，五粮液批价下跌至 970 元，国窖 1573 的批价保持在 910 元。

图 9：茅台飞天一批价（单位：元）



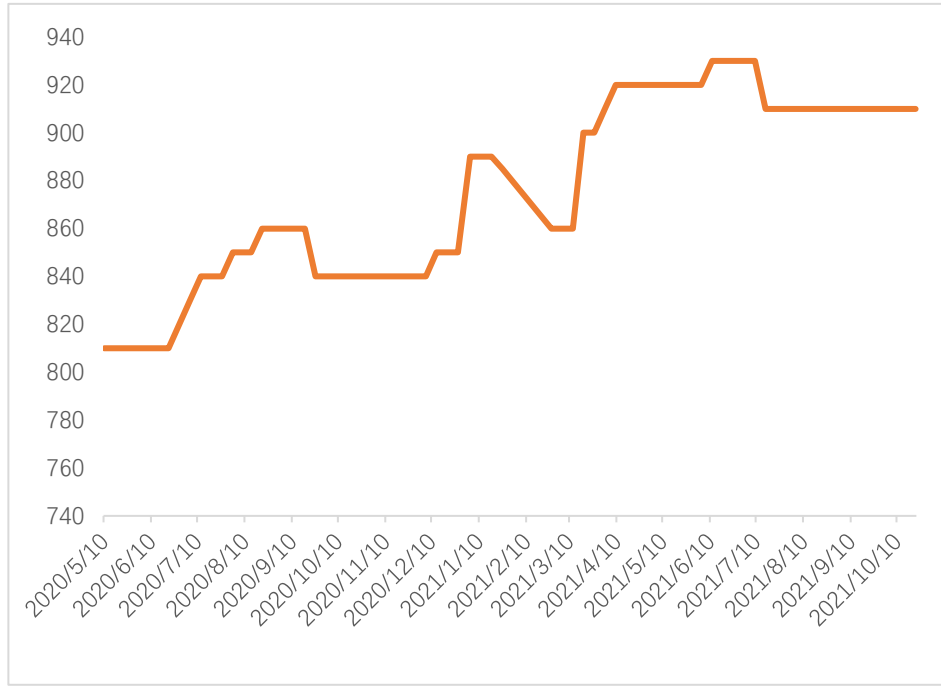
资料来源：茅帝，天风证券研究所

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

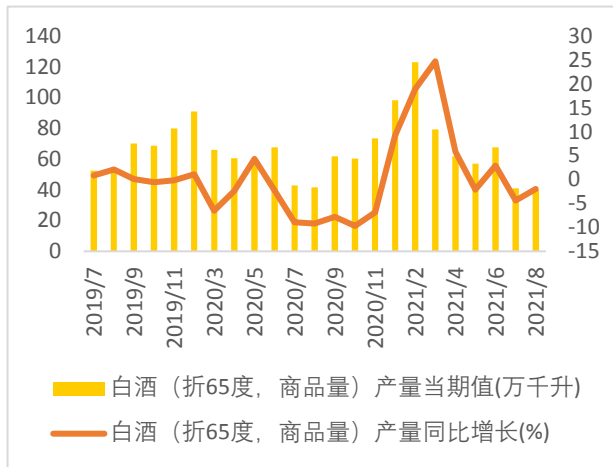
图 11：国窖 1573 一批价（单位：元）



资料来源: 今日酒价, 天风证券研究所

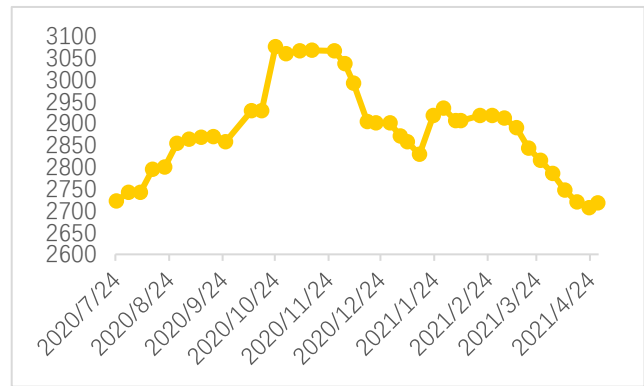
(二)行业产量数据: 2021 年月 8 月, 全国白酒产量 39.8 万千升, 同比下降 2%; 啤酒产量 352.9 万千升, 同比下降 6.4%; 葡萄酒产量 1.7 万千升, 累计下降 6.3%。

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

(三) 京东数据: 五粮液普 5 市场价 1552 元, 过去一周价格平稳; 国窖 1573 52 度市场价 1069 元, 较上周价格震荡; 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 468 元, 较上周价格震荡; 泸州老窖 特曲 52 度市场价为 328 元, 较上周价格震荡; 汾 30 市场价 199 元, 过去一周价格平稳。

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)

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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