

食品饮料

证券研究报告
2021年11月02日

白酒三季报分化加剧，茅台批价有指向性

【行情周回顾及北上监测】

上周(10.25-10.29)中信白酒下跌3.51%，跌幅大于中信食品饮料的1.26%，小于上证指数0.29%，涨幅排名前3名的个股为迎驾贡酒、口子窖、洋河股份，涨幅排名最后3名的个股为山西汾酒、酒鬼酒、青青稞酒。上周北上资金净买入11.9亿元，获得资金净流入前三的个股为五粮液、酒鬼酒、山西汾酒，资金流出前三的个股为洋河股份、贵州茅台、今世缘。

【投资观点】

上周白酒的三季报揭晓，分化已然开始加剧，未来两个季度仍会持续。我们认为当前需要密切关注三点：一是茅台批价如何走，这个直接关系到渠道信心；二是次高端白酒的增速能否软着陆，并且匹配合理的市场预期；三是估值切换的确定性标的如何筛选，因为看明年上半年，符合估值切换的标的有限。

茅台三季报营收表现略低预期，利润表现符合预期。近期茅台批价走弱，飞天整箱批价由3750元降至3550元，散瓶批价由2800元降至2700元。茅台品牌价值认可度高，带来了较高的护城河，另外公司提价能力仍存，高端白酒提价的核心逻辑未变。就茅台开箱政策来看，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。

五粮液三季报营收及利润增速略低预期，泸州老窖符合预期。整体看，高端白酒板块业绩表现仍在合理范围内，高端酒提价核心逻辑未变，我们判断兼具放量弹性的五粮液和泸州老窖估值切换确定性较高。

上周次高端板块震荡向下，部分次高端板块三季报基本符合预期。部分次高端企业结构升级均向高端化进军，其中水井坊三季度营收、利润略超预期，高端产品发力销售增长迅速，实现营收33.41亿元，同比+76.03%。员工持股计划的落地将稳固公司优秀人才，激发核心骨干动力，考核目标较为积极，未来业绩有望持续较快的增长势头。

次高端板块对明年营收预计将降速的高估值标的保持中性谨慎观点，可持续关注明年增速可持续的次高端标的，如舍得酒业、水井坊。建议重点关注底部反转、有改革预期的洋河股份，公司江苏省内改革超预期，内部管理年轻化改革兼产品升级改革，梦6+稳步放量，水晶梦与新天之蓝逐步向好，公司改革向上趋势确立。

【推荐标的】

推荐标的：洋河股份

重点关注：舍得酒业、水井坊、五粮液、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

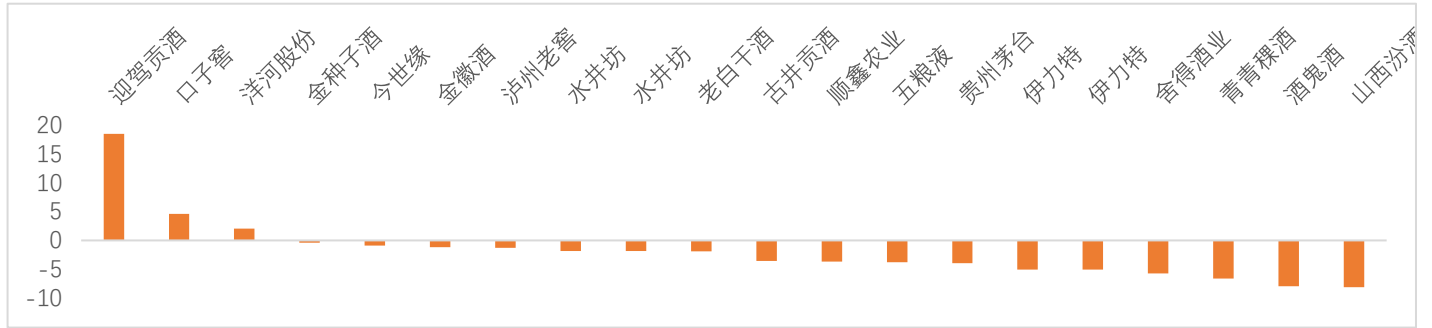
相关报告

- 《食品饮料-行业研究周报:茅台行稳致远，白酒进入估值切换敏感期》2021-10-26
- 《食品饮料-行业研究周报:看明年啤酒业绩可期，低估值食品当前可布局》2021-10-25
- 《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

1. 行情回顾与北上资金监测：

上周（10.25-10.29）中信白酒下跌 3.51%，跌幅大于中信食品饮料的 1.26%，小于上证指数 0.29%，涨幅排名前 3 名的个股为迎驾贡酒、口子窖、洋河股份，涨幅排名最后 3 名的个股为山西汾酒、酒鬼酒、青青稞酒。

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

上周北上资金净买入 11.9 亿元，获得资金净流入前三的个股为五粮液、酒鬼酒、山西汾酒，资金流出前三的个股为洋河股份、贵州茅台、今世缘。

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	38,302.74	-60,468.86	-3.79
000799.SZ	酒鬼酒	32,243.59	29,951.53	-7.95
600809.SH	山西汾酒	21,824.58	47,033.19	-8.12
000596.SZ	古井贡酒	19,759.92	16,167.81	-3.54
603198.SH	迎驾贡酒	18,197.48	-2,153.51	18.43
603589.SH	口子窖	18,117.40	21,697.90	4.59
000568.SZ	泸州老窖	16,605.76	-8,441.68	-1.28
600779.SH	水井坊	7,745.38	17,889.07	-1.81
000860.SZ	顺鑫农业	2,501.38	3,513.80	-3.67
600702.SH	舍得酒业	-	-	-5.72
600197.SH	伊力特	-243.89	425.12	-5.06
600559.SH	老白干酒	-1,533.54	-857.77	-1.87
603369.SH	今世缘	-4,060.05	17,284.58	-0.90
600519.SH	贵州茅台	-13,931.41	31,596.87	-3.94
002304.SZ	洋河股份	-36,098.64	-825.71	2.02
CI005324.WI	白酒	119,430.71	112,812.32	-3.51

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 白酒：

上周白酒的三季报揭晓，分化已然开始加剧，未来两个季度仍会持续。我们认为当前需要密切关注三点：一是茅台批价如何走，这个直接关系到渠道信心；二是次高端白酒的增速能否软着陆，并且匹配合理的市场预期；三是估值切换的确定性标的如何筛选，因为看明年上半年，符合估值切换的标的有限。

茅台三季报营收表现略低预期，利润表现符合预期。近期茅台批价走弱，飞天整箱批价由 3750 元降至 3550 元，散瓶批价由 2800 元降至 2700 元。茅台品牌价值认可度高，带来了较高的护城河，另外公司提价能力仍存，高端白酒提价的核心逻辑未变。就茅台开箱政策来看，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。

五粮液三季报营收及利润增速略低预期，泸州老窖符合预期。整体看，高端白酒板块业绩表现仍在合理范围内，高端酒提价核心逻辑未变，我们判断兼具放量弹性的五粮液和泸州老窖估值切换确定性较高。

上周次高端板块震荡向下，部分次高端板块三季报基本符合预期。部分次高端企业结构升级均向高端化进军，其中水井坊三季度营收、利润略超预期。高端产品发力销售增长迅速，高端产品营收 33.41 亿元，同比+76.03%。员工持股计划的落地将稳固公司优秀人才，激发核心骨干动力，考核目标较为积极，未来业绩有望持续较快的增长势头。

次高端板块对明年营收预计将降速的高估值标的保持中性谨慎观点，可持续关注明年增速可持续的次高端标的，如舍得酒业、水井坊。建议重点关注底部反转、有改革预期的洋河股份，公司江苏省内改革超预期，内部管理年轻化改革兼产品升级改革，公司改革向上趋势确立。

3. 推荐标的

推荐标的：洋河股份

重点关注：舍得酒业、水井坊、五粮液、泸州老窖

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）上周原箱批价下降至 3650 元，五粮液批价下跌至 965 元，国窖 1573 的批价保持在 910 元。

图 9：茅台飞天一批价（单位：元）

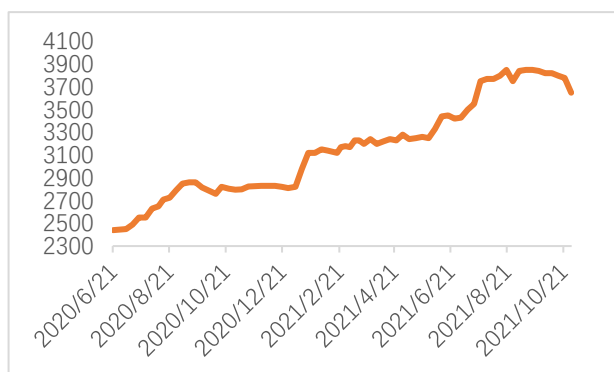
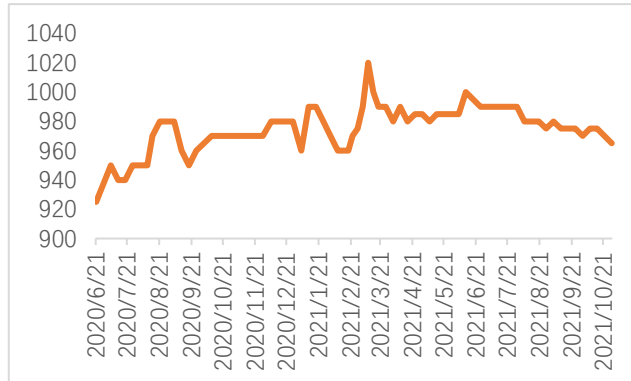


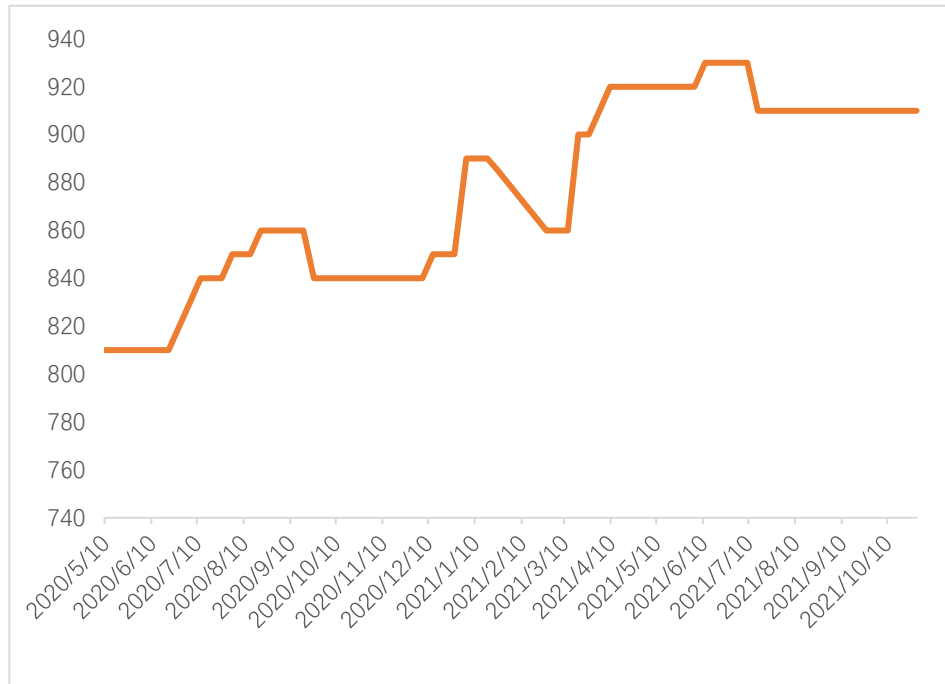
图 10：八代五粮液一批价（单位：元）



资料来源：茅帝，天风证券研究所

资料来源：茅酒鲁智深，天风证券研究所

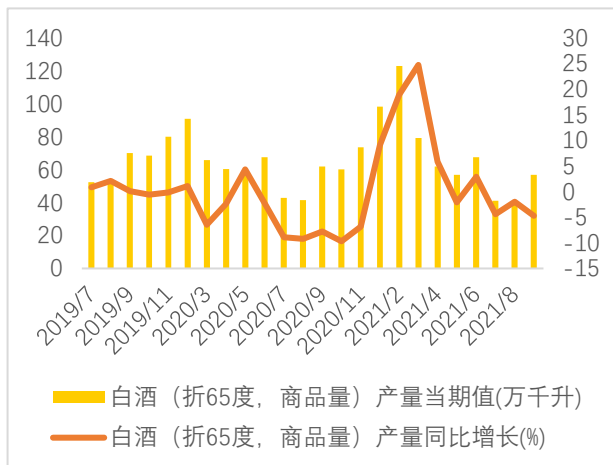
图 11：国窖 1573 一批价（单位：元）



资料来源：今日酒价，天风证券研究所

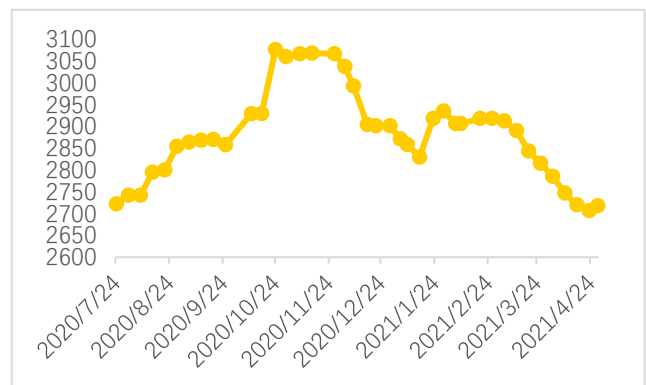
(二)行业产量数据：2021 年月 9 月，全国白酒产量 56.9 万千升，同比下降 4.7%；啤酒产量 298.9 万千升，同比下降 5.7%；葡萄酒产量 2.1 万千升，累计下降 30%。

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）

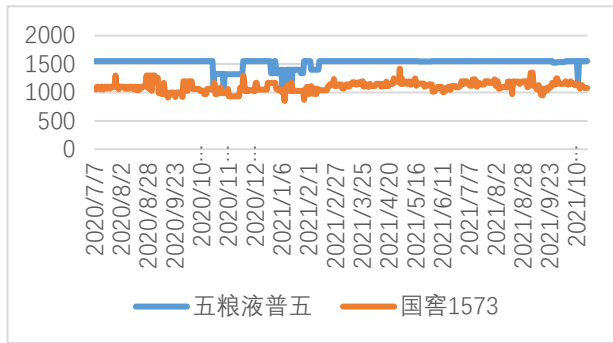


资料来源：天下粮仓，天风证券研究所

(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 479 元，较上周价格略有震荡；泸州老窖 特曲 52 度市场价为 328 元，较上周价格略有震荡；汾 30 市场价 199 元，过去一周价格平稳。

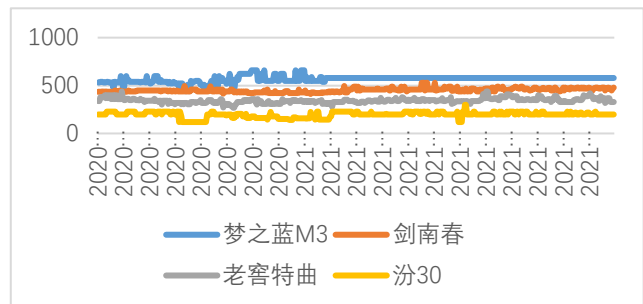
图 14：五粮液与 1573 京东价格走势（单位：元）

图 15：梦之蓝、剑南春、老窖特曲、汾酒 30 京东价格走势（单位：元）



资料来源：京东商城，天风证券研究所

元)



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) 截止 10 月 29 日，43 家上市酒企前三季度业绩已全部出炉，从本次三季度报的披露不难看出，大部分酒企增速放缓，但随着国内疫情实现有效控制、酒业“十四五”即将开篇、白酒股市的持续向好等利好消息，年报的成绩开始值得期待。（微酒）

(2) 10 月 27 日，国务院常务会议部署对制造业中小微企业等实施阶段性税收缓缴措施，进一步加大助企纾困力度。中南财经政法大学教授、博士生导师叶青表示，阶段性税收缓缴可以给中小微企业和个体工商户“留”更多流动资金，缓解企业压力，增强企业发展动力。据有关人士分析，税收缓交政策能够降低中小酒企税负，缓解中小酒企资金周转的压力，有利于提高中小酒企的市场竞争力。（微酒）

公司动态：

(1) 10 月 28 日，五粮液集团与浙商银行签署战略合作框架协议，双方将在前期友好合作基础上，进一步深化金融合作、渠道合作及产品互鉴。（微酒）

(2) 10 月 28 日，百威亚太表示，预计大宗商品价格在来年会持续上升，集团的核心+品牌会在下月起在特定城市加价，加幅介于 3%至 10%，不过即使原材料价格上升，高端化策略会帮助抵销成本上涨。（微酒）

(3) 近日，据报道显示，新国潮预调酒品牌「WAT」目前已完成 A 轮融资，由 BAI 资本、喜茶及番茄资本共同领投。本轮融资将用于产品研发、品牌建设及渠道布局等。早前，WAT 鸡尾酒已完成由 BAI 资本独家领投的千万级人民币 Pre-A 轮融资。（微酒）

(4) 10 月 27 日，从新疆乌苏啤酒有限责任公司获悉，乌苏啤酒的产品组合中，再添新成员。来自丹麦的夏日纷果味酒在新疆上市了两款产品，分别为苹果味和黑莓味，满足消费群体对高端果味酒的需求，助力新疆市场消费升级。（微酒）

(5) 近日，微酒从市场获悉，古越龙山旗下品牌状元红近日推出一款轻度潮饮酒“状元红 D-TOWN”，为葡萄茉莉气泡清酒，酒精度 2.8%Vol。目前已在绍兴著名酒吧 ET-HOUSE 推广。（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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com