

## 食品饮料

行业研究/专题报告

# 经销商年会密集召开，关注提价+开门红

专题研究报告/食品饮料

2021年12月28日

### 报告摘要:

#### ● 普五计划外价格提升会打破行业千元价位“玻璃板”压制

普五价格的行业指标意义将逐步强化，所谓“玻璃板”是指五粮液品牌在价格上的压制力，因市场批发价格持续徘徊在千元以下而压缩的企业活力或将逐步释放。我们认为，高端品牌价格提升在行业层面将带动千元及以下价格带结构性扩容，拉长行业结构性繁荣周期；而对于公司来说，品牌竞争战略上，五粮液“向上看”将为经典装等产品的未来发展夯实基础，国窖1573产品紧跟普五步伐调整核心终端供货价格，引导市场提价预期，短期稳定基本盘也促进了渠道回款，中长期利于巩固品牌地位。

#### ● 普五千元+的成交价格已成常态，量价均衡策略下，批价春节后有望继续向上

普五（第八代）2022年执行“配额制”，签约价格计划内保持889元/瓶，计划外提升90元/瓶，从999至1089元/瓶，计划内与计划外配额比例6:4，综合成本969元/瓶，同增5.1%（按照21年计划内889元/瓶，计划外999元/瓶，计划内与计划外配额比例7:3测算，成本均价922元/瓶）。渠道综合进货成本抬升至969元/瓶后，渠道利润短期收窄，同时也促进了批价的恢复，当前普五（第八代）市场成交价约1050-1080元/瓶，一批价970-980元/瓶，我们认为，公司量价均衡策略得当，考虑优质产能稀缺的限制性因素及渠道端进货价格的提升，为维持渠道基础利润率5%-8%水平，2022年春节后普五批发价格或将突破1000元。

#### ● 山西汾酒等品牌2022年度经销商大会密集召开，传递“十四五”“高质量发展”积极信号

近期白酒龙头企业贵州习酒、酒鬼酒、五粮液、山西汾酒等陆续召开2022年度全国经销商大会，规划2022年重点营销工作，其中均提出高质量发展要求，包括聚焦核心单品、加强消费者培育、维护厂商关系等。以汾酒为例，大会总结了5年来改革成果，也提出了“白酒三分天下有其一”的发展目标：“汾酒全国亿元市场从2017年的8个增长到2020年的28个，经销商数量从2017年不足1000家，到目前2944家，终端控制数量从2017年不足万家，增长到了100万家。汾酒省外市场增幅大幅赶超省内，其中长江以南市场平均增幅达到了60%。青花汾酒5年累计增幅超过了四番，省外自营产品前10位产品销售占比提高到了86.61%。”未来也将进一步聚焦华东、华南及大基地市场，围绕“青花汾酒销量指标、青花20终端指标和青花汾酒意见领袖群体指标”等三大指标，传递出“十四五”期间高质量发展积极信号。因2022年春节较往年提前，白酒市场备货已进入旺季，虽受部分区域疫情散点爆发影响，渠道展望总体乐观，备货积极性较高，提价预期也促进了渠道回款，春节“开门红”有望实现。

#### ● 投资建议

行业结构性扩容趋势不变，普五价格拉升利于千元及次高端价格带成长（如汾酒·青花30复兴版、酒鬼·内参，品味·舍得、洋河M6+等均受益），短期提价也加速了企业旺季回款，“开门红”可期，持续推荐配置高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端龙头山西汾酒、舍得酒业、洋河股份及区域次高端古井贡酒等也将持续受益。

#### ● 风险提示

1) 国企改革及营销机制改革显著低于预期风险；2) 需求端支撑不足风险；3) 疫情散点爆发超预期影响线下消费场景复苏节奏。

### 盈利预测与财务指标

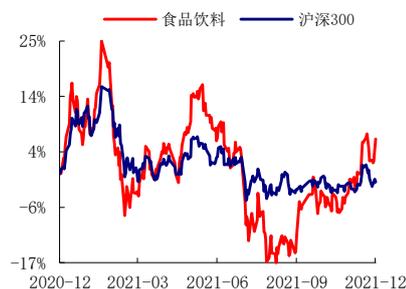
代码	重点公司	现价 12月27日	EPS			PE			评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
600519	贵州茅台	2131.82	41.48	47.15	51.52	51.39	45.21	41.38	推荐
000858	五粮液	236.21	6.13	7.03	8.30	38.53	33.60	28.46	推荐
000568	泸州老窖	261.19	5.31	6.70	8.39	49.19	38.98	31.13	推荐
600809	山西汾酒	321.41	4.77	6.51	8.29	67.38	49.37	38.77	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

### 行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

### 研究助理：姚启璠

执业证号：S0100121100006

邮箱：yaoqifan@mszq.com

### 相关研究

1. 行业事件点评:消费整体复苏在途，提价效应将带来结构性繁荣
2. 【民生食品饮料】寻找高成长系列专题一：股权激励等改革为企业高质量发展提供必要保障

## 目录

1	普五计划外提价，打破行业千元价位“玻璃板”压制.....	3
2	经销商年会密集召开，春节旺季开门红可期.....	4
2.1.	五粮液：1218 大会布局 2022 年营销重点任务.....	4
2.2.	山西汾酒：聚焦青花，持续开拓全国化建设.....	5
2.3.	酒鬼酒：多维度高质量发展，内参引领增长.....	7
2.4.	贵州习酒：顺应酱酒热快速增长，明确增量提质.....	8
3	风险提示 .....	9
	插图目录 .....	10

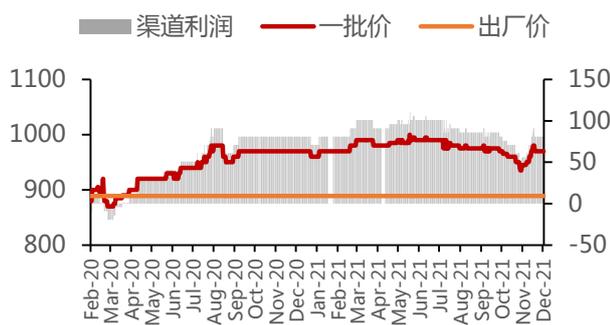
## 1 普五计划外提价，打破行业千元价位“玻璃板”压制

**普五老窖“提价”落地。**据媒体报道，2022年起，五粮液第八代普五计划外价格由999元/瓶提升到1089元/瓶，计划内889元/瓶价格不变，计划内与计划外配额比例3:2，综合成本969元/瓶；12月15日，国窖1573终端渠道发布调价通知，52度国窖计划内调升70元至1020元，计划外调升至1080元；38度国窖计划内调升40元至670元，计划外调升至750元。

**普五计划外价格提升会打破行业千元价位“玻璃板”压制。**普五价格的行业指标意义将逐步强化，所谓“玻璃板”是指五粮液品牌在价格上的压制力，因市场批发价格持续徘徊在千元以下而压缩的企业活力或将逐步释放。我们认为，高端品牌价格提升在行业层面将带动千元及以下价格带结构性扩容，拉长行业结构性繁荣周期；而对于公司来说，品牌竞争战略上，五粮液“向上看”将为经典装等产品的未来发展夯实基础，国窖1573产品紧跟普五步伐调整核心终端供货价格，引导市场提价预期，短期稳定基本盘也促进了渠道回款，中长期利于巩固品牌地位。

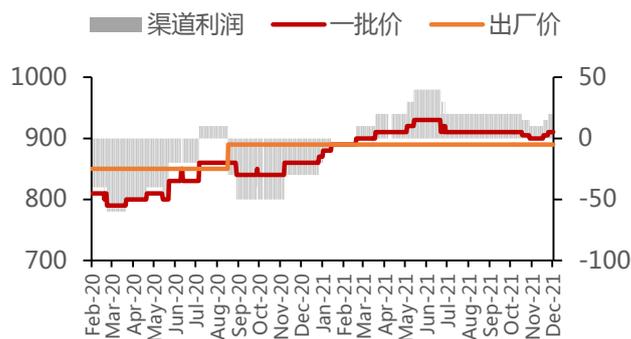
**普五千元+的成交价格已成常态，量价均衡策略下，批价春节后有望继续向上。**普五（第八代）2022年执行“配额制”，签约价格计划内保持889元/瓶，计划外提升90元/瓶，从999至1089元/瓶，计划内与计划外配额比例6:4，综合成本969元/瓶，同增5.1%（按照21年计划内889元/瓶，计划外999元/瓶，计划内与计划外配额比例7:3测算，成本均价922元/瓶）。渠道综合进货成本抬升至969元/瓶后，渠道利润短期收窄，同时也促进了批价的恢复，当前普五（第八代）市场成交价约1050-1080元/瓶，一批价970-980元/瓶，我们认为，公司量价均衡策略得当，考虑优质产能稀缺的限制性因素及渠道端进货价格的提升，为维持渠道基础利润率5%-8%水平，2022年春节后普五批发价格或将突破1000元。

图1：普五一批价及渠道利润走势



资料来源：今日酒价，民生证券研究院

图2：国窖1573一批价及渠道利润走势



资料来源：今日酒价，民生证券研究院

## 2 经销商年会密集召开，春节旺季开门红可期

### 2.1. 五粮液：1218 大会布局 2022 年营销重点任务

**2021 年经营指标稳步完成。**产品结构上，2021 年五粮液整体实现价稳量升，中高动销再创新高，量价关系争取良性，经典五粮液成功导入市场；2021 年系列酒清理、清退总经销品牌 7 个，产品 509 款，品牌产品数量均压缩 80%，向自营品牌、中高价位品牌、优质品牌三个聚焦更加明显。**渠道建设上**，优化传统渠道、拓展新兴渠道、完善团购网络。公司对 3 万个终端进行网格化服务，新增高质量终端 5300 家，优化低质量终端 1600 家，系列酒终端达到 66.5 万家、同比+52.5%，同时推进五粮液和系列渠道供应链整合。另外，公司覆盖全国 3 万家企业的团购网络，近 70% 企业实现团购，并在北上广深等 8 个高地市场和 14 个省级重点市场进行专项拓展、实现较好增长。

**2021 年经销商考评更科学。**2021 年考评支持导向更加鲜明，新商老商一视同仁，大商小商一视同仁，经销商考评不仅以打款作为唯一考核维度，更多考虑过程考核；更多考虑到团购经销商的贡献、系列酒如五粮春的贡献，更科学地平衡与经销商的关系。

**2022 年五大营销重点任务。**1) **持续加大消费者培育力度。**公司将加快重点城市五粮液文化体验馆的建设、明年计划新建 10 个文化体验馆并投入使用；聚焦第 8 代五粮液、经典五粮液，加大宣传力度；继续做企业专属团购定制开发工作；2) **持续提升五粮液市场地位。**五粮液的总体供应量偏紧、资源稀缺背景下，将继续巩固第八代五粮液千元价格带大单品，发力 2000 元+白酒市场，通过优化完善“1+N+2”的渠道模式，持续提升经典五粮液市场地位；3) **持续满足新时代消费需求。**公司将大力开发文化定制产品、培育低度消费市场，契合新生代消费新趋势，并启动老酒系列活动；4) **持续推动系列酒升级发展。**集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四大全国性战略产品，将区域重点品牌、总经销品牌作为协同补充，优化量价关系，促进系列酒品牌价值、市场规模的双提升，着力打造 10 亿级、20 亿级、30 亿级、50 亿级的大单品；5) **持续筑牢五粮液“命运共同体”。**公司将加快从“管理型”向“赋能型”、“服务型”团队转型。

**主导产品普五价盘稳步向上，业绩有望实现稳健增长。**预计公司 2021~2023 年营收分别为 671/776/877 亿元，归母净利润分别为 238/283/331 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 39/32/28X，2021 年估值低于白酒行业平均估值 48X（算术平均法，Wind 2021 年一致预期），维持“推荐”评级。

风险提示：提价导致销量下滑，千元价格带竞争加剧

图3: 五粮液 1218 经销商大会营销方针



资料来源: 民生证券研究院拍摄

图4: 五粮液 1218 经销商大会重点工作



资料来源: 民生证券研究院拍摄

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	57,321	67,141	77,598	87,676
增长率(%)	14.4%	17.1%	15.6%	13.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	19,955	23,813	28,291	33,110
增长率(%)	14.7%	19.3%	18.8%	17.0%
每股收益(元)	5.14	6.13	7.29	8.53
PE(现价)	47.06	38.50	32.41	27.69
PB	13.22	8.45	6.76	5.47

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

## 2.2. 山西汾酒: 聚焦青花, 持续开拓全国化建设

公司副总经理李俊提出以市场为中心, 133238 汾酒营销总体改革方针。锚定一个目标: 要实现汾酒在中国白酒市场“三分天下有其一”的目标; 三场战役: 1) 营销攻坚战, 2) 产品结构性调整攻坚战, 3) 品牌价值提升攻坚战; 三大市场: 大基地市场、华东市场、华南市场, 基于 1357+10 全国市场布局, 聚焦三大市场, 加大资源投入, 深化渠道布局, 创新管理模式; 下一步聚焦资源确保华东市场实现高质量高速度的跨越式发展, 华南市场加大消费者互动, 提升终端覆盖率, 3-5 年打造成新的增长极; 两大工程: 1) 国际化营销体系建设工程, 2) 杏花村品牌个性化品牌的战略打造工程; 三大指标: 1) 青花汾酒的销量指标、2) 青花 20 的终端指标、3) 青花汾酒意见领袖群体指标; 八大坚持: 1) 党建引领营销; 2) 坚持袁董事长的人才培养指示, 构建高素质营销团队; 3) 坚持培养执行性作战团队, 全面完整准确执行公司政策, 实现上下贯通, 执行有力; 4) 坚持围绕中心服务大局的营销理念; 5) 坚持更大力度的打法, 三大攻坚战、价格保卫战; 6) 信息化建设, 逐步实现 B2B、B2 小 B, B2C, F2B2C, 扩大前端信息化规范使用; 7) 经销商结构优化是营销改革的重中之重, 优商做加法, 作商做减法、团购做乘法, 大商做除法。8) 坚持价费率, 希望经销商守住价格红线, 确保费用落地。

**聚焦青花系列，持续开拓全国化建设。**2021年，公司坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，进一步优化产品架构，持续推进青花汾酒圈层拓展和市场推广工作。当前公司通过降费用、调结构、提质量，叠加青花系列配额制推动价盘上行，青花汾酒价格体系已进入正向循环，渠道积极性较高；高线光瓶酒玻汾已在多区域形成消费氛围，预计有望延续较快增长；2022年公司营销改革战略明确，区域上，持续发力全国化市场建设，产品上，持续加强青花系列品牌、渠道及消费者建设。我们认为，青花系列定位次高端以上价位产品，有望成为2022年公司重要业绩增长极，其中青花30·复兴版占位千元价格带，逐步进入流通渠道，有助提升青花品牌形象并拉升公司整体利润率水平。

**董事长交接，业绩有望延续较快增长。**12月17日，公司公告，因到龄退休，李秋喜先生申请辞去公司董事长、董事、董事会战略委员会主任委员、提名委员会委员职务，辞任后李秋喜先生将不再担任公司任何职务。同时，公司控股股东汾酒集团根据工作需要，推荐袁清茂先生为公司第八届董事会董事、董事长人选，待公司董事会会议、股东大会审议通过后生效。新董事长袁清茂现年52岁，曾担任山西省交通厅副厅长、山西交通控股集团有限公司党委书记和董事长，熟悉企业经营，公司管理层更替有望平稳。预计公司业绩仍有望受益于品牌全国化红利延续较快增长，预计公司2021~2023年营收分别为209/273/342亿元，归母净利润分别为58/79/101亿元，当前股价对应P/E分别为67/49/39X，考虑到公司成长性与确定性，维持“推荐”评级。

风险提示：全国化招商进度不及预期，新品推广不及预期

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,990	20,875	27,330	34,172
增长率（%）	17.6%	49.2%	30.9%	25.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,079	5,826	7,948	10,115
增长率（%）	56.4%	89.2%	36.4%	27.3%
每股收益（元）	3.55	4.77	6.51	8.29
PE（现价）	86.60	67.31	49.34	38.77
PB	33.45	26.72	18.55	13.21

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 2.3. 酒鬼酒：多维度高质量发展，内参引领增长

内参销售公司3年实现大突破。内参公司实现价值重构，2018年12月成立至今，团队从20人到300+，客户从20个到300+，2021年500万以上经销商增加125个；此外，公司品牌力持续夯实，文化活动有序推进，全年举办超过百场文化盛会，2021年价值研讨会、馥郁会、馥约等共举办418场，实现了较大范围的消费者教育。

**2021年实现多维度、高质量发展。**1) **业绩成长**：销售体量显著增长、规模价值显现；2) **品牌成长**：品牌价值提升，产品动销加快，参会的优质客户数量提高，省外市场突破较大；3) **合作伙伴成长**：经销商、专卖店数量增加，品牌全国化加快；4) **渠道成长**：核心终端数量提升233%，门店年周转次数提升93%；5) **圈层成长**：举办内参价值研讨会11场、内参品推会64场、酒鬼馥郁荟17场；6) **团队成长**：团队数量增加，团队价值提升，2021年牛团队伍扩大1500+人。

**2022年重大机遇窗口，高效执行为先。**1) **高效执行**：2019-2021年渠道是高效灵活，酒鬼酒的道路初现雏形，发展策略明确，2022年将进一步细化，以高效执行为先；2) **契约精神**：坚持强化精准供货，以实现价格管控；3) **1349理念**：一个理念：共创+共享。客户共创模式，共享红利；三个方向：做强基地/突破高地/实现深度全国化；四个支撑点：品牌增值、产品增值、市场增量、客户增利；九个核心策略：核心产品策略（做好酒鬼酒核心大单品）；核心市场策略（积极和团队沟通，做酒鬼酒的基地市场）；优商布局策略（优秀的客户创造有规模有品牌的结果，是长期发展的基石）；核心终端布局策略；圈层营销策略；高地市场打造策略；深度全国化突破策略；数字化营销策略。

我们认为，2022年公司内参大单品或有望实现约25亿销售额、并挑战30亿（基于内参销售公司规划），当前内参一批价约830元，渠道库存合理，通过内参销售公司模式实现内参品牌价值重构，有望持续强化公司增长势能。

图5：2021年酒鬼酒馥郁大会渠道成长



资料来源：民生证券研究院拍摄

图6：2021年酒鬼酒馥郁大会圈层成长



资料来源：民生证券研究院拍摄

## 2.4. 贵州习酒：顺应酱酒热快速增长，明确增量提质

**2021年习酒延续高质量快速增长。**12月13日，2022年习酒全国经销商大会在贵州习水召开，大会现场反馈习酒发展势头强劲：2021年预计实现营收超130亿，较2015年的15.56亿元复合增速约42%。

**2021年“转型升级年，决胜中高端”顺利落地。**2021年营销团队秉承公司“高质量发展，大踏步前进”的发展要求，围绕“转型升级年，决胜中高端”的工作主线，以“做优品牌、做大市场、做强管控、做久服务”为重点，实现六大亮点工作：1) 战略执行深入有效，营销架构逐步完善；2) 制度建设更加成熟，工作流程科学合规；3) 品牌影响不断增强，价值定位越来越高；**4) 提质瘦身成效显著，高质量发展稳步推进**，首先持续提升君品习酒和窖藏1988单品销售总量和占比，围绕高质量发展目标，严格实施配额制度；其次是继续瘦身低端产品线，对运营存在中高风险的授权品牌进行调整；第三是通过缩减各品系渠道投入费用、取消所有形式的买赠投入、整合终端氛围营造等方式对市场费用进行优化调控；5) 数字化运营初入正轨，管理成效逐步显现；6) 消费培养持续不断，高端顾客明显新增。

**2022年目标增量提质。**秉承“高质量发展，大踏步前进”要求，全力实现营收目标177亿，同时省外市场销售占比目标超过75%，高端产品销售占比目标超过70%，推进习酒平衡、协调、可持续发展。2022年，习酒将在营销工作方面做好六大工作：1) 加强营销队伍组织建设；2) 弘扬君品文化，强化三品工程；3) 推进体制改革，强化结构调整；4) 坚持推进基础建设，精准构建营销网络；5) 推进信息营销，提高营销质量；6) 深入落实内控与风险管理。

我们认为，习酒作为酱酒龙头企业之一，顺应酱酒热实现高质量快速增长，当前以山东、河南、广东为代表的省份酱酒渗透率快速提升，展望未来，预计酱酒热需求端仍将延续稳步增长，酱酒行业渗透率仍将延续提升，酱酒行业将逐步由共同繁荣向品牌、品质集中，习酒作为茅台酒团子公司，品牌与品质优势领先，有望持续受益于酱酒热，延续高质量快速发展。

### 3 风险提示

1) 国企改革及营销机制改革显著低于预期风险；2) 需求端支撑不足风险；3) 疫情散点爆发超预期影响线下消费场景复苏节奏。

## 插图目录

图 1: 普五一批价及渠道利润走势 .....	3
图 2: 国窖 1573 一批价及渠道利润走势 .....	3
图 3: 五粮液 1218 经销商大会营销方针 .....	5
图 4: 五粮液 1218 经销商大会重点工作 .....	5
图 5: 2021 年酒鬼酒馥郁大会渠道成长 .....	7
图 6: 2021 年酒鬼酒馥郁大会圈层成长 .....	7

## 分析师与研究助理简介

**王言海**，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

**姚启璠**，曾任华安证券食品饮料分析师，杜兰大学硕士，4年证券行业经验，专注酒类研究，以品牌、产品、营销、渠道多维度思考企业发展周期。2021年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。