

## 行业研究

## 需求环比修复，关注疫后改善

## ——白酒行业跟踪报告

食品饮料  
买入（维持）

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

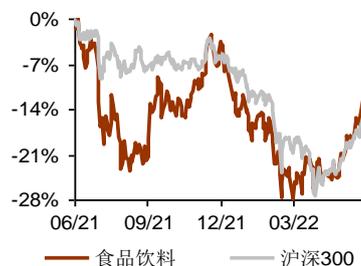
联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



## 要点

**事件：**近期我们跟踪华东、河南等白酒重点市场，部分酒企召开股东大会，结合渠道反馈，我们更新对板块的观点如下：

**二季度受疫情扰动，六月以来动销回暖。**据渠道反馈，三月以来国内疫情反复对白酒销售造成一定扰动，特别四五月份受损较为严重，疫情下聚饮、宴席等消费场景受到较大限制，终端动销和需求较为低迷，经销商/终端库存压力相比平时较高，华东、河南等受影响程度相对较高，西南、中部区域相对较好，整体估计本轮疫情影响高于 21 年。五月下旬以来伴随疫情形势缓解、餐饮聚会等管控政策有所放松，消费场景和需求逐渐恢复，六月白酒动销环比明显提振。进入七月传统淡季，酒企发货节奏有所控制，以推动动销、去库存为主，为后续中秋国庆销售旺季做准备。三季度是各酒企完成全年任务的重要阶段，目前多数企业并未调整全年目标，对下半年市场较为乐观，若后续没有大规模的疫情反复，三季度销售情况有望环比改善，弥补疫情期间损失的部分销量。

**高端与中低端白酒受疫情影响较小，次高端白酒分化明显。**分价格带看，高端名优白酒受疫情影响较小，茅台的需求韧性较为突出，次高端、中端白酒受冲击相对较大，聚饮、宴席等场景损失较多，渠道反馈次高端白酒二季度库存压力增加、部分经销商回款信心受到一定影响，另外疫情期间加速分化，二三线品牌面临较大压力，但随着市场回暖，次高端名优酒企下半年有望释放增长势能和业绩弹性。百元以下中低价位的口粮酒、光瓶酒表现相对良好，自饮场景受疫情冲击不大。

**高端白酒：**整体来看受疫情影响相对较小，其中茅台基本面表现最为坚挺，五粮液、老窖存在一定的宴席、接待等消费场景，疫情下受到一定冲击，但普五、高度国窖价格相对稳定、库存较为良性，回款节奏未受到太多扰动，六月以来动销改善较为明显，整体表现稳健。

**贵州茅台：**强品牌力、保值金融属性保障下，动销较为平稳，目前飞天茅台原箱批价约 3050 元/瓶、散瓶批价约 2760 元/瓶，六月以来批价相对稳定，相较四五月有所提升，目前多数地区完成六月回款发货，预计上半年任务完成过半。二季度公司稳步推进营销体制改革，电商平台“i 茅台”3 月 31 日上线试运营，5 月 19 日正式上线，6 月 25 日开启在上海的预约申购活动。据公司股东大会，截至 6 月中旬，“i 茅台”注册人数接近 1700 万人，实现营业收入超过 30 亿元，估计对二季度的收入增长贡献达到 13%+。5 月公司与蒙牛合作推出茅台冰淇淋，先后在贵阳、西安、南京开启茅台冰淇淋旗舰店，近期还将落户武汉、杭州、长沙、广州、深圳 5 个城市，以贴近年轻消费群体。

**五粮液：**回款节奏相对领先，规模以上客户较早完成全年回款，中小客户基本按计划推进，截至 6 月底估计全国层面回款进度超过 80%。三到五月华东等重点市场受疫情冲击、叠加公司强调控货挺价，实际动销表现相对滞后，5 月下旬开始伴随疫情形势好转、需求回暖、公司加大放货，动销环比改善较为明显，预期二季度收入有望实现双位数平稳增长。公司对库存管控有所加强，经销商和终端库存一直维持良性，目前普五主流批价 970 元/瓶左右，消费者成交价 1020-1050 元/瓶，价格相对稳定，结合库存情况估计五粮液实际动销在行业内较为领先，7 月以来公司暂缓发货，后续中秋国庆动销有望加速提升。

**泸州老窖：**估计回款进度 60%左右，高度国窖批价 910-920 元/瓶、维持相对稳定，库存一个半月左右，二季度消费场景受损，但六月以来逐渐恢复。6 月 29 日公司召开股东大会，强调国窖和泸州老窖的双品牌战略，低度 1573 消费者认可度较高，特别在华北华东等区域增长速度较快，老字号特曲去年开始增长提速，在华东实际成交价达到 400+元，目前保持良好发展趋势。光瓶酒等产品继续推进，6 月 21 日黑盖正式上市，目前产量有限、尚未大规模推广，泸州老窖 1952 主要在部分大城市投放、以塑造品牌为主。疫情期间公司开展全国百城融合计划，中南区域开展“燎原”会战，稳步推进“东进南图中崛起”的扩张战略。

**次高端白酒：**四五月渠道信心有所受损，库存水平增加，端午节后宴席、聚饮等场景逐渐恢复，终端市场表现环比好转，目前以去库存、拉动动销为主，二季度销售或受到一定影响，三季度为重点发力阶段，有望回补二季度的疫情损失。

**山西汾酒：**在次高端白酒中势能强劲，省内受疫情影响相对较小，五月开始餐饮、终端店铺销售等已经恢复到疫情前接近 90%的水平，省外吉林、华东等地区四五月份销售受影响，五月之后逐渐恢复正常，预期二季度回款增幅未受太多影响。青花系列占比继续提升，复兴版增长较快，结构升级下估计业绩弹性较为明显，二季度公司对青花更加强调动销、控货保证库存良性，玻汾在疫情期间市场需求更加旺盛，公司在五月适当加大了对玻汾的供应，以满足市场变化，老白汾、巴拿马增长相对平稳。整体看汾酒的品牌基础、完备的产品线布局保障其疫情期间具备较高的抵御风险能力。

**水井坊：**渠道反馈 6 月总代经销商完成 22 财年回款任务，6 月底基本发货完毕，估计二季度回款增幅较高。新版井台目前处于新老产品迭代阶段，市场上旧版井台仍在消化过程中，典藏五月底完成全年任务，当前库存较五月有所下降。整体来看之前回款发货加快，库存水平有所增加，进入七月以来公司强调拉动动销、增加 C 端投入、增强价格窜货管控，估计三季度回款增幅环比放缓。

**舍得酒业：**公司强调库存管理，主动减轻经销商压力，河南区域反馈回款小幅受疫情影响，但基本完成目标，全国层面整体情况较好。目前通过消费者活动、推动终端库存去化，以备战八九月份旺季，品味舍得价盘相对稳定、当前批价 345 元/瓶左右，亦反映渠道秩序较为稳定。考虑公司二季度留有余力，三季度若疫情形势稳定，收入增长有望提速。

**酒鬼酒：**大本营市场受疫情影响较小，省外河南受损程度相对较高，整体估计四五月疫情对动销影响 10%左右。二季度回款有所放缓，但考虑一季度回款加速，估计上半年节奏正常，内参回款进度估计 70%+。六月以来库存水平下降，省内库存较为良性，整体看渠道秩序相对稳定，三季度将重点发力。公司继续推进招商、市场开拓工作，全年增长势能有望延续。

**区域名酒：**江苏省受疫情影响相对明显，省内白酒动销受到一定扰动，徽酒受疫情影响相对较小，六月消费场景逐渐趋于平稳，整体影响有限。

**洋河股份：**一季度回款节奏较快，五月底回款进度已经接近 70%，快于去年同期。四五月终端动销、库存受到影响，估计销售口径数据同比下滑，但占比不高，六月动销回暖、且存在部分宴席场景的补充性消费，估计销售逐步回暖。梦 6+ 增长符合预期、价盘相对稳定，海之蓝升级后完成铺货，有待市场验证，中端的海之蓝、天之蓝在省外增长更快，双沟通过招商铺货实现汇量式高增长。整体看公司有望在中秋国庆后完成全年任务，同时继续推进双品牌运作、组织架构改革、消费者培育等，改革效果有望逐步显现。

**今世缘：**二季度省内销售受疫情冲击，6 月逐渐趋于平稳，目前回款进度约 60%、发货进度约 55%，略慢于去年同期，库存水平较平时有所抬升，七八月份以消化库存、拉动动销为主。公司在六月整合内部组织架构，实施分品牌事业部制，

市场部更名为品牌管理部，销售部更名为销售管理部，国缘 V9 事业部更名为国缘 V 系事业部，省外工作部更名为省外事业部，新设立国缘事业部、今世缘事业部、效能办，协同优化国缘、今世缘双品牌布局。

**投资建议：**六月以来重点市场疫情形势缓解，消费场景逐步放开，白酒动销环比恢复，预期二季度多数酒企报表端表现平稳，七月为传统淡季，估计酒企以推动动销、消化库存为主，后续中秋国庆为重点发力阶段，若疫情形势相对稳定，估计需求相比上半年有所提振。考虑今年中秋国庆双节错位拉长消费周期、去年三季度基数较低、部分酒企在二季度控制节奏，预期三季度增长有望提速，多数酒企有望达成全年既定目标。但考虑大环境下终端消费预期或许有所下降、中小企业消费能力受损，估计行业整体基本面较为稳健。

标的方面建议把握低估值与成长弹性，全年维度推荐估值性价比较为突出的**五粮液**和**洋河股份**，疫情下具备一定的抗风险能力，五粮液品牌力支撑下具备一定韧性，洋河继续推动内部改革、公司治理层面有望继续改善。次高端白酒中推荐**舍得酒业**，渠道秩序和价盘良性，二季度预留空间，三季度增长势能有望释放。短期建议关注**水井坊**，财年回款任务达成，中报或许有超预期表现。

**风险提示：**国内疫情反复，消费需求疲软，行业竞争加剧。

表 1：重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
600519.SH	贵州茅台	2002.00	41.76	49.21	57.29	48	41	35	买入
000858.SZ	五粮液	194.74	6.02	7.04	8.19	32	28	24	买入
000568.SZ	泸州老窖	235.34	5.43	6.65	8.03	43	35	29	买入
600809.SH	山西汾酒	298.20	4.36	6.62	8.63	68	45	35	买入
600779.SH	水井坊	87.46	2.46	2.85	3.43	36	31	26	买入
600702.SH	舍得酒业	188.06	3.75	5.62	7.48	50	33	25	买入
002304.SZ	洋河股份	179.73	4.98	6.47	7.49	36	28	24	买入
603369.SH	今世缘	47.06	1.62	2.00	2.45	29	23	19	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-06

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE