

# 食品饮料 2024 年度策略报告（二）

## 白酒：需求扰动因素减少，在复苏中分化

超配

### 核心观点

**回顾 2023 年：节奏前高后低，行业分化延续。**2023 年外部扰动因素较多（宴席需求回补、需求复苏放缓等），白酒消费具有节日虹吸效应，节奏上呈现前高后低。其次，行业呈现出品牌、区域、终端的极致分化，品牌力突出、强基地市场、渠道利润稳定的酒企动销较好。从板块表现看，全年白酒指数震荡下行 12.5%，跑赢沪深 300 1.3pcts，高端酒企和区域性次高端酒企基本、股价表现较好。

**中长期白酒品牌供给强约束，当前板块估值性价比突出。**白酒优质品牌供给具有强约束，长期中价格是竞争的核心要素，短期体现为酒企维护市场秩序的能力。贵州茅台作为白酒板块估值锚，拉长维度看估值提升通常伴随金融属性的放大；当前茅台 PE (TTM) 回落至 30X 以内，估值性价比凸显。

**展望 2024 年：需求扰动因素减少，在复苏中分化。**需求端看，2024 年春节高基数下动销预计稳中略增，下半年随需求弱复苏，商务场景预计逐步回暖。供给端看，存量竞争中公司更多依靠构筑“小生态”驱动增长。我们研判：1) 整体看，2024 年白酒行业或有一定压力，但出现系统性风险的概率较低，主因茅台需求具有韧性，公司维护价格的工具充足，管理能力得以熨平周期，飞天批价预计维持稳定。2) 结构上看，行业存量竞争特点仍较强，酒企平衡经营约束、维护市场秩序、保护渠道利润的能力或成为分化的关键。3) 节奏上看，2024 上半年仍以去库存为主，预计下半年或进入新一轮复苏周期。4) 分香型看，酱香型、清香型白酒需求端延续品类高景气度。5) 分价位看，超高端茅台增长稳健；泛千元价位带或有一定扰动，但茅台提价后供给侧约束有所缓解；区域竞争生态看，西北>安徽>江苏，龙头酒企费用率或有提升。

**投资策略：去伪存真，价值为王。**我们梳理出四条投资主线：1) 发展处于高势能阶段，增长不依赖于经济复苏的山西汾酒、迎驾贡酒、金徽酒；2) 管理力突出，能够较好保护渠道利润的贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒；3) 公司质地较好，核心优势稳固，估值已充分消化增长压力的五粮液、洋河股份；4) 建议关注改革预期加强、经营稳定性边际改善的水井坊、酒鬼酒等。

**风险提示：**1) 需求复苏不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 食品安全问题等。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		P/E	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,726.0	21,682	735.0	862.2	29.5	25.1
000858.SZ	五粮液	买入	140.3	5,446	304.3	340.8	17.9	16.0
000568.SZ	泸州老窖	买入	179.4	2,641	131.5	160.6	20.1	16.4
600809.SH	山西汾酒	买入	230.7	2,815	103.5	129.8	27.2	21.7
600779.SH	水井坊	买入	58.8	287	14.3	17.5	20.0	16.4
600702.SH	舍得酒业	买入	96.7	322	17.1	19.7	18.8	16.4
000799.SZ	酒鬼酒	买入	73.2	238	6.0	8.2	39.6	29.1
002304.SZ	洋河股份	买入	109.9	1,656	105.1	120.9	15.7	13.7
000596.SZ	古井贡酒	买入	232.8	1,080	44.1	57.3	24.5	18.9
603198.SH	迎驾贡酒	买入	66.3	530	22.2	27.4	23.9	19.4
603369.SH	今世缘	买入	48.8	612	31.6	38.0	19.3	16.1
603589.SH	口子窖	买入	45.3	272	17.4	19.8	15.7	13.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业专题

#### 食品饮料 · 白酒 II

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：张向伟

证券分析师：李文华

021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《白酒行业专题研究 1-长坡厚雪好赛道，底部静待价值回归》——2023-10-23
- 《白酒 2023 年中秋展望-预计平稳落地、分化延续，是验证优秀公司的关键节点》——2023-09-13
- 《食品饮料周报 (23 年第 52 周)-五粮液减量政策顺利落地，当前白酒板块可适度乐观》——2023-12-25
- 《食品饮料周报 (23 年第 51 周)-龙头酒企底部增持提振信心，关注大众品板块复苏节奏》——2023-12-18
- 《食品饮料周报 (23 年第 50 周)-白酒逐步开启春节及 2024 年规划，大众品板块关注需求改善》——2023-12-11

## 内容目录

前言	5
1、回顾 2023 年：节日虹吸效应显著，强品牌、强基地、强渠道的品种表现较好	6
1.1 2023 年需求具有节日虹吸效应，高端酒和区域酒相对占优	6
1.2 2023 年强品牌、强基地、强渠道的性价比品种表现较好	7
2、长期品牌供给强约束，估值性价比突出	9
2.1 白酒行业底层增长逻辑扎实，长期具有品牌供给强约束	9
2.2 茅台估值位于历史较低水位，当前板块估值性价比突出	11
3、展望 2024 年：需求扰动因素减少，在复苏中分化	13
3.1 研判一：2024 年白酒行业略有压力，但系统性风险较小	13
3.2 研判二：存量竞争中，酒企的市场秩序管理能力是分化关键	15
3.3 研判三：酱香、清香得益于“一超”培育，品类高景气度延续	18
3.4 研判四：节奏上预计 2024 年前低后高，上半年仍以去库存为主	19
3.5 研判五：分价位看，茅台增长稳健、泛千元价位应关注供给侧、区域酒企竞争生态西北>安徽>江苏	20
4、2024 年四条投资主线梳理	23
5、2024 年重点标的推荐：山西汾酒、贵州茅台、泸州老窖、迎驾贡酒等	25
5.1 山西汾酒：管理机制逐步改善，复兴版培育路线浮现	25
5.2 贵州茅台：提价减缓经营压力，仍具有较强的抗周期能力	28
5.3 泸州老窖：市场秩序维护能力突出，管理力赋能增长确定性	29
5.4 迎驾贡酒：洞藏系列高势能延续，省内份额有望持续提升	30
风险提示	32
附录	33

## 图表目录

图 1: 2023 年白酒行业呈现脉冲式消费特点, 全年前高后低, 淡旺季消费体感方差较大	7
图 2: 各大酒企分价位带大单品分布	7
图 3: 2023 年主流白酒公司单品分季度收入增速示意图	8
图 4: 2022 年部分上市酒企省内营收占比 (%)	8
图 5: 100-300 元价位产品的批价较为稳定	8
图 6: 茅台提价打开价位带发展空间, 是白酒行业基业长青的重要因素	9
图 7: 白酒行业将社会财富内化为产品价格的能力较强	10
图 8: 白酒板块估值处于近 5 年 8.1%分位数	11
图 9: 白酒板块估值处于近 10 年 39.6%分位数	11
图 10: 飞天批价走势对贵州茅台估值具有指导意义, 当前估值处于历史偏低水平	12
图 11: 茅台是白酒板块估值锚	12
图 12: 2014H2、2023H2 挖机销量同比增速低迷	13
图 13: 2013-2016 年飞天茅台批价	14
图 14: 2020-2023 年飞天茅台 (箱装) 批价	14
图 15: 2012-2016 年白酒消费需求侧调整	14
图 16: 茅台消费需求具有韧性	14
图 17: 茅台渠道利润率高于 60%	15
图 18: 上海经销商在第三代专卖店开展珍品品鉴会	15
图 19: 22H2 以来白酒产量同比连续下滑	15
图 20: 2023 年各大酒企均实施扫码红包政策	15
图 21: 安徽、江苏、四川等市场秩序相对良好	16
图 22: 2023 年全国注册烟酒店存量下滑	16
图 23: 2020 年以来主流白酒单品经销商利润率降低, 茅台、玻汾为少数顺价产品	17
图 24: 泸州老窖“五码合一”图示	18
图 25: 老窖通过数字化实现费用投放的闭环	18
图 26: 2023E 千元价位竞争格局及五泸批价情况	18
图 27: 2023E 安徽、江苏省白酒竞争格局	18
图 28: 浓酱清竞争格局-浓香“一超多强”, 竞争多在区域市场; 酱清热是消费者热, 茅台、汾酒“一超”地位稳固	19
图 29: 2017-2022 年茅台酒量价增长拆分 (%)	20
图 30: 2017-2022 年五粮液主品牌量价增长拆分 (%)	20
图 31: 复盘茅台历史提价, 预计 2024 年茅台酒放量压力减缓, 行业价格秩序有望重塑	21
图 32: 2024 年按照 4 个维度对酒企成长动力进行拆解	23
图 33: 从“业绩达成率-库存状态”两个维度筛选酒企	24
图 34: 从“业绩达成率-结构升级”两个维度筛选酒企	24
图 35: 复盘对比洋河股份两次全国化历程	26
图 36: 2023 年山西产煤炭价格触底回升 (元/吨)	27

图 37: 山西省 2023 年前三季度 GDP 累计增速 4.5% .....	27
图 38: 2023 年以来玻汾批价相较稳定 (元/瓶) .....	27
图 39: 2023 年青花 20 批价触底回升 (元/瓶) .....	27
图 40: 2023Q3 贵州茅台直销营收占比提升至 45% .....	28
图 41: 2024 年茅台 1935 需解决批价和开瓶等问题 .....	28
图 42: 茅台酒的基酒结构由“金字塔”往“纺锤体”演变 .....	28
图 43: 2023 年 11 月茅台酒出厂价提升 200 元至 1169 元/瓶 .....	28
图 44: 泸州老窖区域市场及强势单品 .....	29
图 45: 泸州老窖分产品增速预测 .....	29
图 46: 2023 年迎驾洞藏占比提升至 53%，业绩敏感性提升 .....	30
图 47: 洞藏 16/20 占比提升，对于流通、宴席依赖度降低 .....	30
图 48: 迎驾价位增速超额是产品周期、管理势能的结果 .....	30
图 49: 2023 年安徽省内古井迎驾口子三家酒企份额对比 .....	30
图 50: 飞天茅台批价对股价具有较强的指导意义，当前时点与历史 2014-2015 年所处阶段具有相似性 .....	33
图 51: 原箱茅台批价需控制在 3000 元左右，维持价格体系 .....	33
图 52: 普五批价倒挂对公司管理提出较高要求 .....	33
表 1: 2023Q1-3 白酒上市公司基本面及股价变动情况 .....	6
表 2: 2023 年板块股价下跌主因估值回调较多，年初至今板块股价-13.2%，PE (FY23) -12.7% .....	11
表 3: 各大上市酒企 2025 年经营规划梳理 .....	16
表 4: 以茅台为例，历次行业调整阶段通过渠道、产品的改革，较好保护渠道利润，获取渠道资源 .....	17
表 5: 2023 年春节各酒企动销基数偏高，2024 上半年仍以去库存为主 .....	19
表 6: 飞天茅台历史提价梳理 (元/瓶) .....	20
表 7: 白酒行业分价格带竞争格局 .....	21
表 8: 2022 年各大酒企人效和费效比测算 (人，亿元) .....	25



## 前言

过去，基于景气度投资的框架，我们更多地从需求侧去观察、研判白酒行业的景气度和投资机会，例如批价跟踪、价位带分析、场景分析等。展望 2024 年，在需求弱复苏的中性假设下，行业的增长压力仍然较大，预计白酒各个价位带、消费场景的增速方差在不断收敛，存量特点或将增强，对酒企提出更高要求的同时，犯错成本也在提高，预计 2024 年强分化在所难免。

与其他行业不同，白酒行业品牌和渠道资源壁垒很高，来自产业外的供给冲击非常小，且低价竞争策略只会加速市场份额萎缩。因此，本文我们将更多从酒企的市场秩序维护能力去思考 2024 年白酒板块的产业逻辑及投资策略。

**我们本篇报告主要回答以下三个投资者较为关心的问题：**

- ◆ **压力或风险？** 2023Q4 以来白酒板块股价走势反映市场对 2024 年白酒行业压力的担忧，行业目前发展到什么阶段？是否会出现类似 2013-2015 年的系统性风险，行业整体进入无序竞争之中？
- ◆ **集中和分化是市场的共识，2024 年哪些竞争因素决定行业的分化？** 2023 年行业的分化主要系需求一次性回补下消费场景的分化所致，2024 年行业的强分化与 2023 年有哪些不同？
- ◆ **买什么公司？** 在行业强分化阶段，哪些公司具有竞争优势，从而获取抢占更多市场份额的机会？哪些公司具有获取超额收益的机会？

# 1、回顾 2023 年：节日虹吸效应显著，强品牌、强基地、强渠道的品种表现较好

## 1.1 2023 年需求具有节日虹吸效应，高端酒和区域酒相对占优

白酒板块看，2023 年初至今（2023.12.25）中信白酒指数-12.5%，整体震荡下行，但仍具有抗风险能力（跑赢沪深 300 指数 1.28pcts），股价波动主因板块基本面及市场预期的变化所致，呈现出较为明显的节日“虹吸效应”。

- ◆ 从节奏上看，2023 年白酒板块股价走势前高后低。一季度需求回补促进公司基本面和消费信心斜率修复，多数公司迎来业绩和估值双击；二季度需求复苏疲软对酒企经营、管理均提出挑战，“强预期、弱现实”特征凸显，板块估值回调幅度较大；三季度政策面边际趋好叠加中秋国庆旺季催化，白酒行业库存加速去化，市场信心阶段性修复；四季度为白酒需求淡季，多数酒企平稳收官，进入 2024 年规划阶段，但市场或担忧 2024 年部分酒企营收降速、竞争加剧，板块龙头酒企股价出现调整。
- ◆ 从结构上看，高端酒企和区域性龙头酒企基本面和股价相对较好。2023 年前三季度基本面排序看，区域性酒企>高端酒企>全国性次高端酒企，区域龙头酒企受益于 100-300 元大众价格带增长的红利和单点市场运作能力突出，收入和净利润增速领先于各价位带；股价表现上，高端酒企和区域性酒企表现均好于全国性次高端酒企，上半年区域性酒企的超额收益源于业绩高成长性，以茅台为代表的高端酒企在行业调整期显示出较强的确定性和抗风险能力。

表 1：2023Q1-3 白酒上市公司基本面及股价变动情况

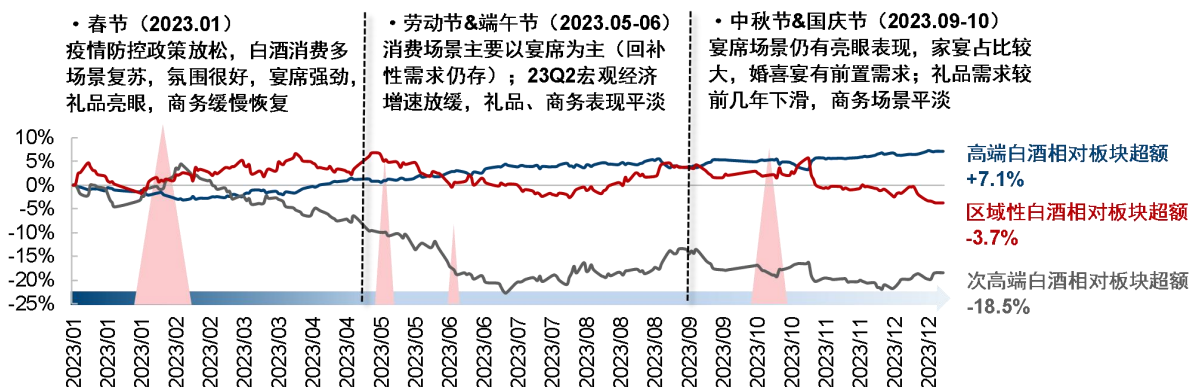
公司	2023Q1				2023Q2				2023Q3			
	收入同比	归母净利润同比	区间涨跌幅	区间 PE(ttm) 变化	收入同比	归母净利润同比	区间涨跌幅	区间 PE(ttm) 变化	收入同比	归母净利润同比	区间涨跌幅	区间 PE(ttm) 变化
贵州茅台	18.7%	20.6%	5.4%	0.1%	20.4%	21.0%	-7.1%	-12.1%	13.1%	15.7%	6.4%	2.3%
五粮液	13.0%	15.9%	9.0%	9.0%	5.1%	5.1%	-17.0%	-23.9%	17.0%	18.5%	-4.6%	-5.3%
泸州老窖	20.6%	29.1%	13.6%	13.6%	30.5%	27.2%	-17.7%	-27.3%	25.4%	29.4%	3.4%	-2.9%
<b>全国化高端</b>	<b>16.5%</b>	<b>19.7%</b>	<b>7.0%</b>	<b>3.6%</b>	<b>16.9%</b>	<b>18.4%</b>	<b>-10.5%</b>	<b>-16.6%</b>	<b>15.7%</b>	<b>18.0%</b>	<b>3.8%</b>	<b>0.4%</b>
山西汾酒	20.4%	29.9%	-4.4%	-4.4%	31.8%	49.6%	-32.1%	-44.3%	13.6%	27.1%	29.4%	20.9%
水井坊	-39.7%	-56.0%	-10.8%	-10.8%	2.2%	508.9%	-21.7%	-3.1%	21.5%	19.6%	2.3%	-1.3%
舍得酒业	7.3%	7.3%	23.8%	8.4%	32.1%	14.8%	-37.1%	-38.5%	7.9%	3.0%	0.8%	-1.7%
酒鬼酒	-42.9%	-42.4%	-6.2%	-6.2%	-32.0%	-38.2%	-30.3%	-3.6%	-36.7%	-77.7%	-2.2%	7.6%
<b>全国化次高端</b>	<b>6.5%</b>	<b>14.1%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-3.8%</b>	<b>21.9%</b>	<b>36.0%</b>	<b>-31.8%</b>	<b>-37.9%</b>	<b>9.6%</b>	<b>15.2%</b>	<b>20.5%</b>	<b>14.7%</b>
洋河股份	15.5%	15.7%	3.1%	3.1%	16.1%	9.9%	-20.6%	-26.8%	11.0%	7.5%	-1.5%	-3.3%
古井贡酒	24.8%	42.9%	10.9%	10.9%	26.8%	47.5%	-16.4%	-31.7%	23.4%	46.8%	9.9%	-0.8%
今世缘	27.3%	25.2%	27.4%	27.4%	30.6%	29.1%	-18.6%	-28.7%	28.0%	26.4%	11.1%	4.3%
迎驾贡酒	21.6%	27.2%	6.1%	6.1%	28.6%	59.0%	-4.2%	-16.2%	21.9%	39.5%	15.3%	7.5%
口子窖	21.3%	10.4%	22.1%	22.1%	34.0%	22.8%	-29.9%	-22.1%	4.7%	8.4%	4.9%	1.2%
<b>区域性次高端</b>	<b>19.7%</b>	<b>21.0%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.6%</b>	<b>23.2%</b>	<b>24.8%</b>	<b>-18.4%</b>	<b>-25.9%</b>	<b>16.3%</b>	<b>19.4%</b>	<b>5.6%</b>	<b>0.8%</b>
老白干酒	10.4%	-61.5%	34.6%	34.6%	10.0%	18.5%	-33.9%	-18.2%	12.9%	17.9%	-5.3%	-8.4%
伊力特	18.5%	37.0%	10.8%	10.8%	-5.6%	39.8%	0.0%	-9.5%	143.9%	363.8%	-15.1%	-18.3%
金种子酒	25.5%	上期为负	3.9%	负值	30.5%	上期为负	-14.5%	负值	43.3%	上期为负	-0.9%	负值
金徽酒	26.6%	10.4%	2.1%	7.6%	21.0%	53.7%	-14.0%	-19.0%	47.8%	884.8%	20.9%	11.4%
<b>区域性中低端</b>	<b>18.8%</b>	<b>-25.6%</b>	<b>16.1%</b>	<b>17.9%</b>	<b>11.3%</b>	<b>80.0%</b>	<b>-20.4%</b>	<b>-6.0%</b>	<b>31.9%</b>	<b>166.2%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>-11.6%</b>
<b>总计</b>	<b>15.9%</b>	<b>18.8%</b>	<b>6.5%</b>	<b>3.7%</b>	<b>18.5%</b>	<b>20.9%</b>	<b>-13.9%</b>	<b>-20.1%</b>	<b>15.4%</b>	<b>18.4%</b>	<b>5.3%</b>	<b>1.5%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 1.2 2023 年强品牌、强基地、强渠道的性价比品种表现较好

- ◆ **从整体消费氛围看，全年白酒动销前高后低，淡旺季需求方差较大。**受益于防疫政策优化后需求回补，2023 年春节多场景复苏，白酒行业供销两旺。二季度以来，需求复苏放缓，疤痕效应下居民收入水平和边际消费意愿减弱，节假日旺季中宴席场景贡献主要销量，需求集中释放后较快回落；淡季中商务场景支撑较弱，动销较为平淡。

图1：2023 年白酒行业呈现脉冲式消费特点，全年前高后低，淡旺季消费体感方差较大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：相对板块超额的计算方式为（该价格带标的收盘价之和涨跌幅-申万白酒II收盘价涨跌幅），数据截至 2023.12.25

- ◆ **从消费场景看，宴席场景占比高的酒企经营状态相对较好。**2023 年宴席场景回补叠加部分婚宴前置，100-300 元价位产品动销明显好于其他价位带，如安徽地区的酒企充分受益宴席红利，100-300 元大单品均有超过 20%+ 的增长。

图2：各大酒企分价位带大单品分布

价位	宴席	茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	舍得酒业	酒鬼酒	水井坊	古井贡酒	迎驾贡酒	口子窖	洋河	今世缘
高端	2000元+	53度飞天珍品精品等 (占比85%)	经典五粮液		青花40中国龙							手工班	国缘V9
	800-2000元	43度飞天	52度五粮液五粮液1618 (占比80%+)	52度国窖 (占比40%)	青花30复兴版	藏品舍得	内参 (占比25%+)	青翠等				M9	国缘V6
次高端	600-800元		39度五粮液	38度国窖 (占比25%)		智慧舍得		典藏大师	古26			M6+ (占比15%+)	国缘V3
	300-600元	汉酱赖茅		特曲60窖龄30/60等	青花20	品味舍得 (占比约50%)	酒鬼红坛酒鬼黄坛等	井台臻酿8号 (占比90%)	古20古16 (占比27%+)	洞20/16 (占比13%)	口子20&30	M3天之蓝	国缘四开/对开/K3/K5 (占比50%+)
中高端	100-300元	王子迎宾	五粮春五粮特曲	特曲老字号	老白汾10巴拿马15	舍之道			古8古5 (约30%)	洞6/9 (占比38%)	口子5口子6口子10小池窖	海之蓝	国缘单开国缘淡雅今世缘典藏
中低端	100元以内		五粮头曲五粮醇	黑盖		T68/沱牌六粮			献礼	金银星 (占比24%)	老口子口子坊	洋河大曲	高沟
光瓶酒	50元以内		尖庄		玻汾 (30%)	沱小九	湖泉		老玻贡	百年迎驾系列		洋河小海	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ **从价格带表现看，强品牌、强渠道的性价比品种增长较快。**在消费者性价比诉求提升下，名优酒企的大众价位带产品沿着价格带向下辐射，实现较快增长（如泸州老窖·窖龄30年、舍得·舍之道等）。渠道、终端“理性经济人”特征加强，在渠道对于周转率、现金诉求提升下，高周转率和高毛利率的单品对竞

品挤压明显，如普五、汾酒·青花20/25、水晶剑、古16（宴席市场流行度增加）、迎驾贡酒·洞6（自点率提升弥补渠道毛利率略降）等。

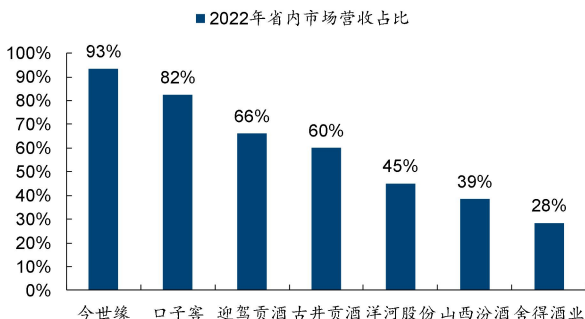
图3：2023年主流白酒公司单品分季度收入增速示意图

公司	产品	1Q23	2Q23	3Q23
贵州茅台	茅台酒	■	■	■
	系列酒	■	■	■
五粮液	普五	■	■	■
泸州老窖	高度国窖	■	■	■
	低度国窖	■	■	■
	特曲60版	■	■	■
	窖龄酒	■	■	■
山西汾酒	青花系列	■	■	■
	玻汾	■	■	■
洋河股份	海之蓝	■	■	■
	天之蓝	■	■	■
	水晶梦	■	■	■
	梦6+	■	■	■
古井贡酒	古5	■	■	■
	古8	■	■	■
	古16	■	■	■
	古20	■	■	■
舍得酒业	品味舍得	■	■	■
	舍之道	■	■	■
今世缘	今世缘四开	■	■	■
	对开	■	■	■

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

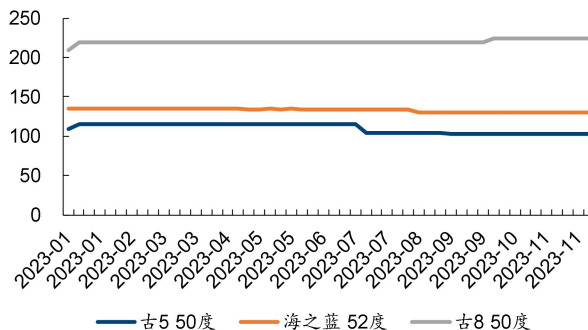
◆ **从区域分布看，拥有强基地市场的酒企或能熨平行业波动周期。**行业调整期，区域酒基本面表现更好或因基地市场消费基础扎实，扩张型次高端酒企通常调整幅度较大：1) 省外新开拓市场消费基础薄弱，开拓成本、渠道进入成本以及消费者培育成本较高；2) 对于新招经销商，代理产品的时间较短，品牌忠诚度尚未巩固。因此，在外部需求收缩时，产品渠道利润下降，经销商代理品牌的意愿降低。2023年，部分扩张型全国性次高端酒企面临省外市场增速放缓或下滑的困境，进而导致整体营收增速放缓，例如酒鬼酒、舍得酒业、水井坊。

图4：2022年部分上市酒企省内营收占比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：100-300元价位产品的批价较为稳定



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

## 2、长期品牌供给强约束，估值性价比突出

### 2.1 白酒行业底层增长逻辑扎实，长期具有品牌供给强约束

白酒行业底层逻辑仍然扎实：白酒行业将社会财富内化为产品价格的能力较强，品牌供给强约束；对于企业而言，价格是长期竞争中的核心要素。

- ◆ **白酒品牌供给具有较强约束，支撑长期市场秩序的良性发展。**品牌是时间的函数，酒企的品牌影响力是在长期的核心圈层营销、旺季市场动销中累积所形成，因此从长期维度看品牌迭代的难度较大，白酒行业相对于其他消费品赛道品牌格局更加稳定。品牌供给约束下，主流酒企采取价格战的可能性较小；对应到短期，在行业整体需求回落的过程中，公司通常聚焦于自身基地市场的“小生态”，以更好地维护价盘稳定、管理市场秩序。
- ◆ **我国白酒企业龙头更具行业担当，茅台提价兑现打开长期发展空间。**我国白酒企业更有行业担当，龙头酒企在地位确立后主导提价，是行业长期价位升级的重要因素。2000年至今白酒行业历经四次完整周期，行业龙头历经从五粮液导茅台的更替；现阶段优质酒企坚持产品长期主义、费用聚焦消费者端、发展直营渠道、引入数字化工具赋能市场秩序等，不断提升自身经营管理水平。2023年11月飞天茅台提价靴子落地，利好长期行业秩序和竞争格局改善：1) 1935等系列酒放量压力减小，超高端以外价格带竞争趋缓；2) 进一步打开价增空间，后续五泸均有提价可能性，有利于普五更好平衡量价压力。

图6：茅台提价打开价位带发展空间，是白酒行业基业长青的重要因素

年份	1978年之前				1978-1988年					1989-2001年				2002-2012年						2013年-至今			
茅台出厂价 (打开价格空间)	81A	86A	87A	88A	53A	57A	61A	74A	78A	89A	94A	00A	01A	03A	06A	07A	08A	09A	11A	12A	2013-17A	2018A	2023.11
	8.4	9.54	9.54	14	1.28	1.79	2.5	6.2	6.2	80	140	185	218	268	308	358	439	499	619	819	819	969	1169

	1978年之前	1978-88年	1989-1994年	1995-2001年	2002-2008年	2009-2012年	2013-2016年	2017-2021年	2022年~
2000元+									超高端
1000-2000元						高端	高端	高端	高端
800-1000元									
500-800元									次高端
400-500元					高端	次高端	次高端	次高端	
300-400元									
200-300元									中高端
100-200元				高端	中高端	中高端	中高端	中高端	中高端 (地产酒)
50-100元				其他	其他白酒				中低端 (盒装)
20-50元									
10-20元					中低端	中低端	中低端		
0-10元							光瓶酒		光瓶酒

资料来源：国信证券经济研究所整理；注：本图来自 2023. 10. 23 外发报告《白酒行业专题研究 1-长坡厚雪好赛道，底部静待价值回归》

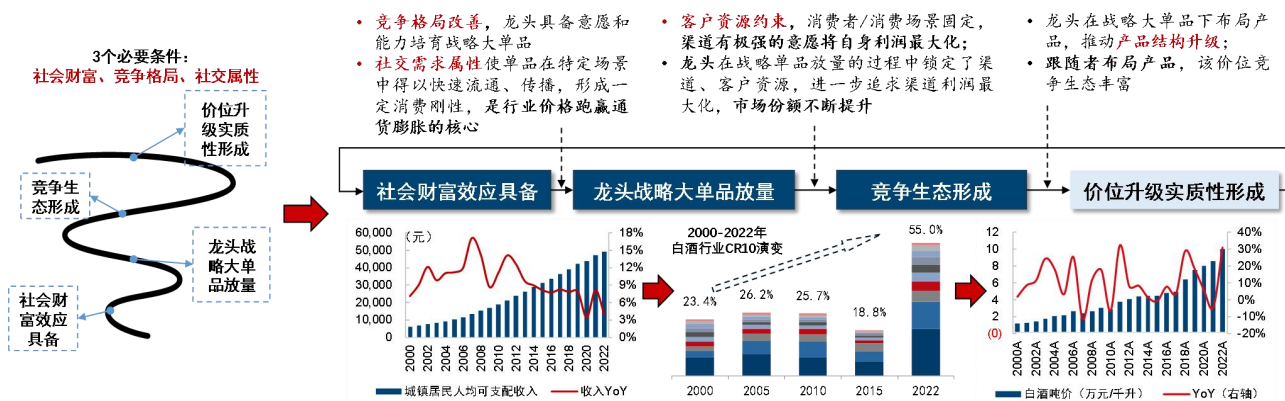
- ◆ **需求端看，单纯依靠渠道驱动的增长在减弱，消费者端需求仍具有韧性。**本轮周期中消费者更加理性，渠道囤货、终端投机性需求明显下降。但长期看，白酒根植于我国民族文化内涵，代际传承能力更强；社交需求进一步加强了单品在某种特定场景下的流行性和交互性，一定程度上形成消费刚性，尤其在商务交流、礼赠往来、婚喜宴等场景中消费习惯具有棘轮效应，产品价位升级后难于向下调整，支撑白酒行业吨价增速得以持续跑赢通货膨胀率。

综上，中长期白酒将社会财富效应内化为产品价格的能力依然较强。中长期维度看，居民收入增加促进消费场景和需求扩容，社交氛围催化特定单品流行度增加，对应公司品牌势能扩大、市场份额提升。竞争格局优化下，龙头公司具有进一步向上培育单品的能力和意愿，也是新一轮价格带跃迁的起点。



我们认为白酒赛道“消费降级”的逻辑是伪命题，短期K型复苏主因需求承压、场景分化下消费者更加追求性价比，在各细分价格带和部分区域市场中消费升级的逻辑未被证伪，渠道资源向品牌力、产品力势能更强的单品集中，如安徽市场宴席场景消费升级、400元商务场景青花20快速放量。

图7：白酒行业将社会财富内化为产品价格的能力较强

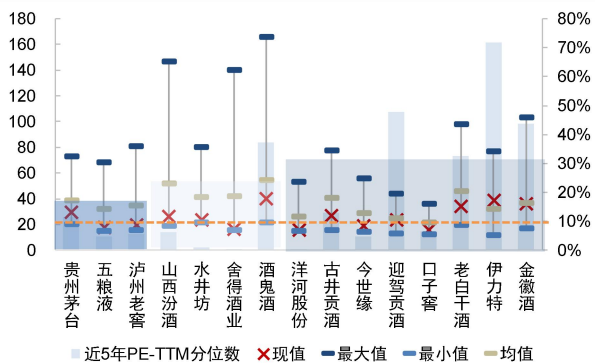


资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理；注：竞争格局口径为公司营业总收入，本图来自我们2023.10.23 外发报告《白酒行业专题研究1-长坡厚雪好赛道，底部静待价值回归》

## 2.2 茅台估值位于历史较低水位，当前板块估值性价比突出

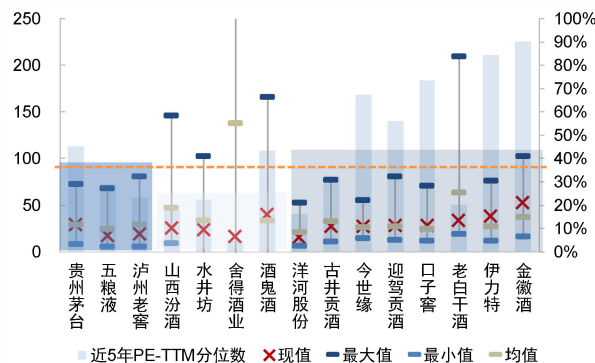
2023年白酒板块估值波动下行，PE(TTM)落回近10年中枢水平以下。当前白酒指数PE(TTM) 24.1倍，较年初回调27.3%，位于近5/10年的8.1%/39.6%分位数水平。2023年板块股价下跌主因估值回调较多，年初至今板块股价-13.2%，PE(FY23) -12.7%，其中老窖、汾酒、古井业绩预期与估值表现背离较大。当前板块进入估值切换阶段，主要白酒龙头对应2024年估值仍处于偏低水平，具有较高性价比。

图8：白酒板块估值处于近5年8.1%分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据自2018.1.1-2023.12.25，黄虚线为白酒II（申万）指数估值分位数

图9：白酒板块估值处于近10年39.6%分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据自2013.1.1-2023.12.25，黄虚线为白酒II（申万）指数估值分位数

表2：2023年板块股价下跌主因估值回调较多，年初至今板块股价-13.2%，PE(FY23) -12.7%

公司简称	年初预测净利润 (2023E, 亿元)	年初 PE (FY23)	年末预测净利润 (2023E, 亿元)	年末 PE (FY23)	盈利预测 调整幅度	估值变化	年初至今 股价涨跌幅	年末 PE (FY24)
贵州茅台	731.4	29.7x	742.4	28.3x	1.5%	-4.9%	-3.4%	23.8x
五粮液	311.8	22.2x	302.5	17.1x	-3.0%	-22.8%	-25.1%	15.1x
泸州老窖	126.6	25.6x	132.1	19.0x	4.4%	-25.7%	-22.5%	15.4x
山西汾酒	100.3	33.6x	105.0	25.8x	4.7%	-23.0%	-19.4%	20.8x
水井坊	16.1	25.0x	12.6	22.2x	-22.1%	-11.0%	-30.7%	18.4x
舍得酒业	19.8	26.2x	18.2	16.1x	-8.2%	-38.7%	-43.7%	13.2x
酒鬼酒	15.8	27.8x	7.2	31.2x	-54.3%	12.3%	-48.6%	24.1x
洋河股份	116.2	20.4x	107.3	15.0x	-7.7%	-26.4%	-32.0%	12.9x
古井贡酒	38.4	36.2x	44.4	26.5x	15.5%	-26.8%	-15.4%	20.6x
今世缘	30.7	20.4x	31.5	18.0x	2.6%	-11.7%	-9.4%	14.5x
迎驾贡酒	21.7	22.4x	22.6	22.7x	3.8%	1.3%	5.2%	18.2x
口子窖	20.7	16.3x	18.0	14.6x	-12.9%	-10.4%	-22.0%	12.4x
老白干酒	7.1	34.8x	6.5	30.7x	-8.7%	-11.9%	-19.6%	23.4x
伊力特	4.1	27.6x	3.2	30.2x	-21.3%	9.6%	-13.8%	22.1x
金徽酒	4.8	27.4x	3.8	31.9x	-21.7%	16.2%	-9.0%	24.1x
白酒板块	1,566	27.0x	1,557	23.6x	-0.5%	-12.7%	-13.2%	19.8x

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：年初数据为2023.1.4，年末数据截至2023.12.25，采用Wind一致预期

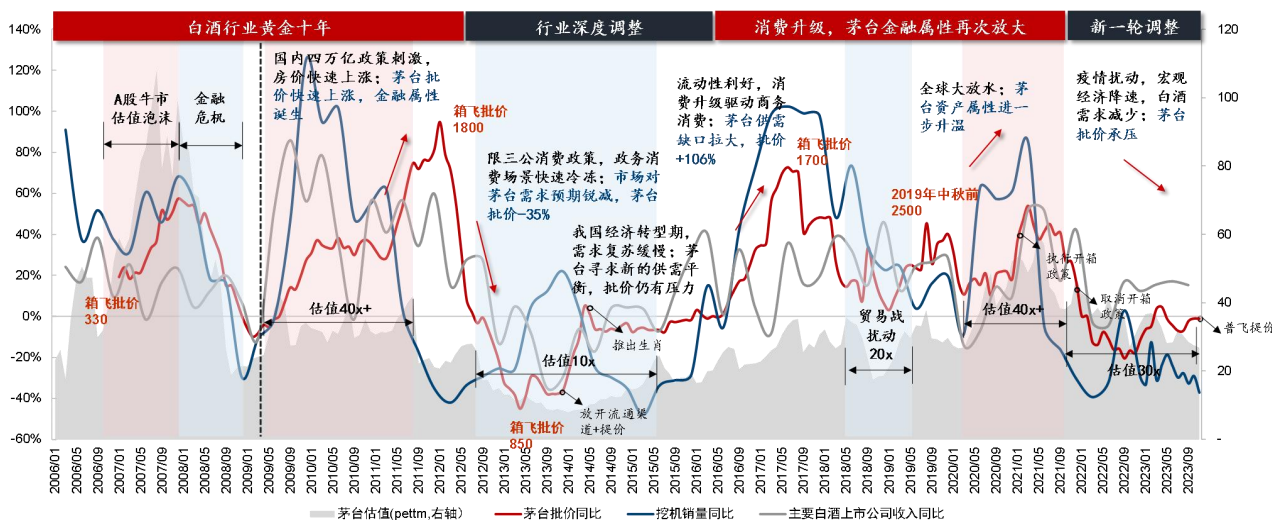
贵州茅台是白酒板块估值锚，当前估值处于较低水位。飞天批价是白酒行业景气度的风向标，并对贵州茅台估值具有较强的指导意义，因此茅台可视作白酒板块的估值锚。复盘茅台估值和批价走势，共历经三次起落，当飞天金融属性放大时，批价和公司估值上涨：

- ◆ 金融属性放大驱动批价和估值快速上涨，如2009年、2021年，国内政策宽松、流动性利好背景下核心资产价格上涨，飞天批价快速升温，贵州茅台PE(TTM)

突破 40 倍；飞天热亦带动白酒热，五泸等其他酒企竞相提价，价格上涨且伴有一定泡沫，白酒板块估值水涨船高。2010 年茅台/剔除茅台后板块 PE (TTM) 分别为 33.2/37.9x，2021 年分别为 52.2/51.3x。

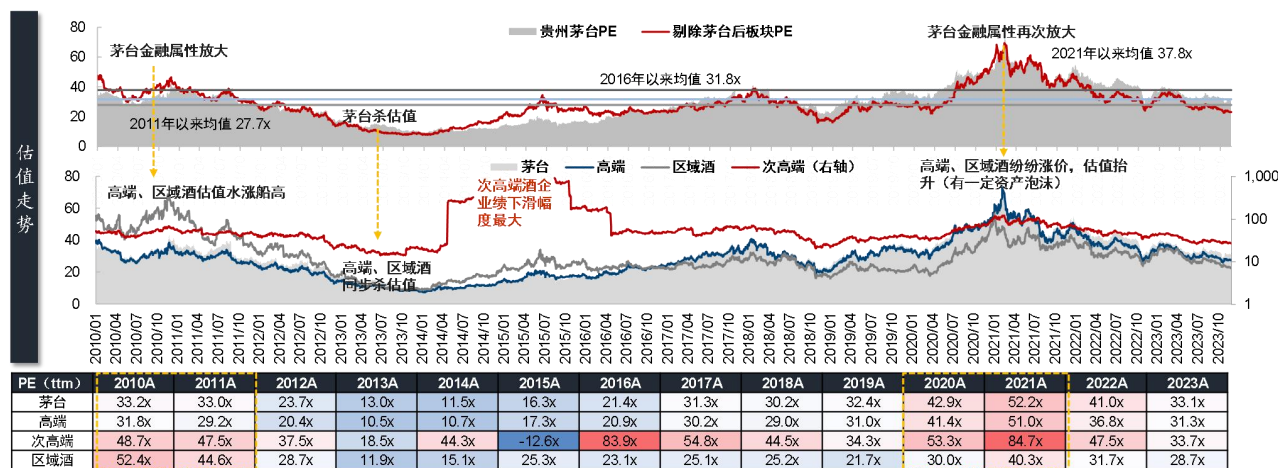
- ◆ 2013-2015 年行业深度调整期间，高端白酒消费场景迅速冻结，飞天茅台消费需求锐减，茅台在寻求新的供需平衡的过程中，批价压力较大，公司估值回落至 10 倍附近（历史最低位）。彼时五泸及区域白酒公司亦面临较大经营压力，动销放缓、库存高企、批价下行，同步杀估值；全国性次高端白酒因省外市场基础薄弱，业绩下滑幅度更大。

图 10：飞天批价走势对贵州茅台估值具有指导意义，当前估值处于历史偏低水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：估值采用 PE (TTM)，数据截至 2023. 12. 25

图 11：茅台是白酒板块估值锚



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：估值采用 PE (ttm)，次高端酒企估值波动较大因而采用对数坐标轴，数据截至 2023. 12. 25

### 3、展望 2024 年：需求扰动因素减少，在复苏中分化

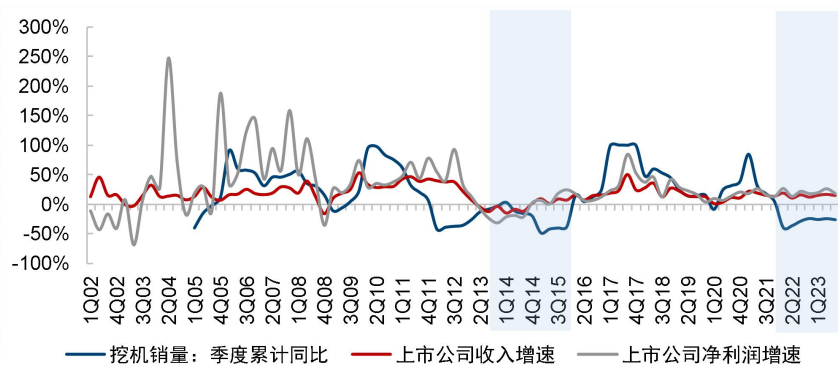
从长期维度看，价格是白酒企业的生命线，对应到短期中，竞争要素落在市场秩序维护能力、价盘管控能力。2023 年白酒行业分化主因外部扰动因素较多，防疫政策优化后需求恢复具有不确定性，宴席动销表现较为强劲，大众价格带和部分区域性酒企获得业绩和股价超额。展望 2024 年，随着外部扰动因素减弱，基于经济弱复苏的假设，预计白酒行业经营、增长略有承压，各消费场景将回归至真实需求，酒企增长或更多依靠自身品牌和管理驱动，预计行业的分化体现在公司对市场秩序的维护、对渠道利润的保护能力。基于此，我们对 2024 年白酒行业和板块表现作出 5 点研判：

#### 3.1 研判一：2024 年白酒行业略有压力，但系统性风险较小

市场认为当前阶段与 2013-2015 年行业深度调整期具有一定相似性，主因宏观经济环境影响白酒消费需求恢复的速度和质量，市场库存、批价水平均有一定压力。**我们认为 2024 年外部需求收缩和宴席需求高基数的压力固然存在，但行业不会陷入 2013-2015 年行业系统性风险**，主要差异点在于本轮周期中无需求压制因素，白酒需求具有韧性，同时酒企自身经营管理水平有所提升，优质公司通过组织机制、渠道管理、品牌建设等方式熨平周期。

**需求复苏仍需时间，消费信心预计将环比改善。**2023 年 7 月底以来政策定调积极，但国内投资及消费信心恢复依然缓慢。对比 2014 年看，2014H2 我国处在“新常态”下的经济结构调整期，2014Q3-2015Q1 宏观指标亦呈现一定压力；我们选取与白酒板块收入增速相关性较强的挖机销量指标发现：2023Q1-3 挖机销量同比-30.0%，2014Q1-3 挖机销量同比-29.6%，宏观需求背景具有一定的相似性。2023 年 12 月中央经济局会议进一步明确扩大内需的方式、路径，预计 2024 年消费信心在曲折中逐步修复。

图 12：2014H2、2023H2 挖机销量同比增速低迷



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

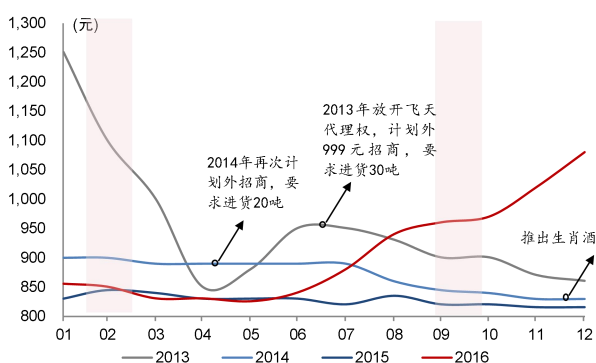
与 2013-2015 年不同，本轮调整需求仍具有韧性，茅台管理能力熨平周期，飞天批价极端下坠导致系统性风险概率极小。复盘 2013-2015 年行业调整周期，是时以茅台为代表的高端白酒需求在短时间内大幅度下滑，导致价格急剧下行，市场进入无序竞争状态；在行业寻求供需再平衡的过程中，酒企经营压力持续时间较长。对比 2013-2025 年调整周期，我们认为 2024 年行业出现系统性风险的概率较



小，原因在于：1) 虽然外部需求增速放缓，但白酒消费场景较为稳定；2) 茅台管理能力提升，自身有意愿、有能力维护飞天茅台价格稳定。

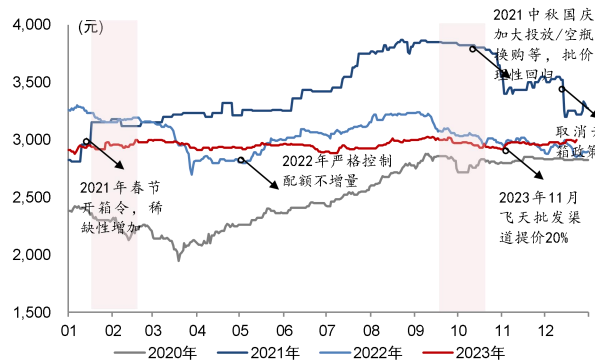
◆ **茅台市场敏感度高，有较强意愿维护飞天茅台价盘稳定。**飞天茅台作为茅台价格体系的定价锚，其批价的稳定性是非标品放量增长的前提，同时飞天茅台价格对于白酒行业是重要的景气度指标。本轮相较于 2013-2015 年周期，公司控盘能力（价盘和量盘）更加游刃有余，例如 2021 年双节加大投放量、年底调整开箱政策等引导批价理性回归，2022 年严格控制配额稳定价格，2023 年采取盲盒式发货、调节月内发货节奏，11 月普飞提价进一步提升确定性。

图 13: 2013-2016 年飞天茅台批价



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

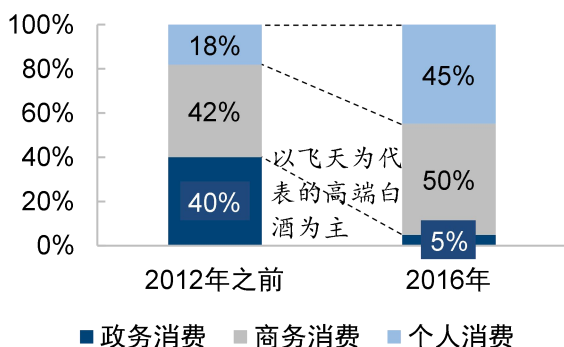
图 14: 2020-2023 年飞天茅台（箱装）批价



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

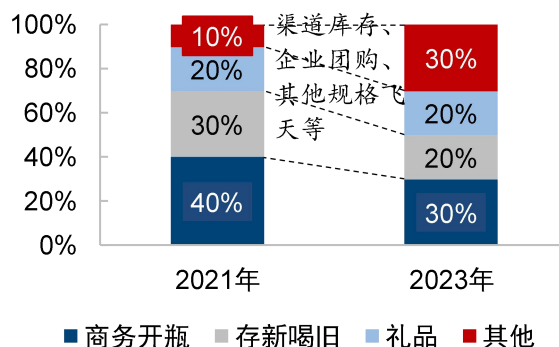
◆ **飞天茅台底层需求基础较为扎实，包括高端礼赠、商务宴请等。**2013 年飞天茅台批价受损的核心是失去需求支撑，受制于“限三公消费”政策，政务消费场景缺失，高端白酒消费需求锐减约 40%。本轮行业调整更多是外部需求环境冲击，行业底层需求逻辑较为扎实，茅台的礼赠、商务宴请等场景仍具有较强需求韧性；在持续的动销需求保证下，对经销商而言，飞天茅台仍具有较强的资产属性；在外部需求复苏放缓下，飞天茅台单瓶利润小幅下降，但渠道依然具备较强的挣钱效应。

图 15: 2012-2016 年白酒消费需求侧调整



资料来源：酒业家，国信证券经济研究所整理

图 16: 茅台消费需求具有韧性



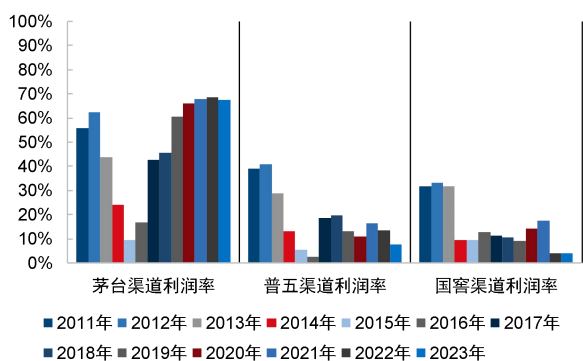
资料来源：酒业家，国信证券经济研究所整理

◆ **贵州茅台价格秩序管理的工具充足。1) 企业团购渠道留有空间，可缓解流通渠道压力：**民营企业对于 1499 元飞天需求较大，企业团购渠道具有拓展空间，公司通过放宽企业团购标准，缓解流通渠道中的投放压力。根据茅台集团经销



商大会，2023年茅台酒新增企业建档客户8000余家。2) **经销商是维护茅台市场秩序的重要力量**：2020年以来飞天渠道利润率持续超过60%，高于同业水平，经销商忠诚度较高，有充分的意愿帮助厂家维护市场秩序和价盘稳定。部分大商以省区为单位成立区域经销商联谊会，资金和社会资源较为充足，积极开展市场秩序管理工作，如每季度组织市场营销工作会、周期性市场调研和巡查、宣传茅台文化、增强消费者服务工作等。

图17：茅台渠道利润率高于60%



资料来源：国信证券经济研究所整理；注：渠道毛利率计算方式为渠道利差/终端成交价，此处不包含厂家给予的奖金、分红等补贴

图18：上海经销商在第三代专卖店开展珍品品鉴会



资料来源：茅台时空，国信证券经济研究所整理

### 3.2 研判二：存量竞争中，酒企的市场秩序管理能力是分化关键

行业存量竞争特点仍然明显，市场秩序管理能力和价盘是企业获得竞争优势的重要因素。2022年下半年以来，白酒产量同比持续下滑，尾部供给去化较快，酒企竞争行为发生转变，头部名优酒企“内卷”现象增加，如2023年名优酒企纷纷推出扫码红包政策，费投往消费者端倾斜。展望2024年，宴席需求回归常态，需求弱复苏背景下，商务场景预计缓慢转暖，白酒行业存量竞争的特点仍然较强，酒企需要构建自身小生态，做好市场秩序维护、价盘管理等工作以应对竞争。

图19：22H2以来白酒产量同比连续下滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：2023年各大酒企均实施扫码红包政策



资料来源：各酒企公众号，国信证券经济研究所整理

从供给侧出发，短期酒企受到不同程度的经营约束。酒企需要平衡好十四五业绩目标、股权激励目标考核等业绩增速约束，与价盘管理、市场秩序维护等公司增长质量之间的关系。综合来看，我们预计山西汾酒、贵州茅台、迎驾贡酒等公司

2024 年经营包袱相对较轻，能较好平衡短期增长和长期运作。

表3: 各大上市酒企 2025 年经营规划梳理

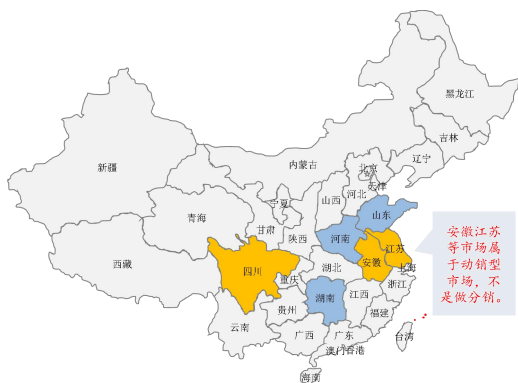
酒企	2022 年营收 (亿元)	2023E 营收 yoy	2023E 营收 (亿元)	2023E-2025E 收入 CAGR 预计	“十四五”规划
贵州茅台	1,276	16.4%	1,485	13.1%	集团公司收入 2000 亿, 其中股份公司 1900 亿; 2027 年集团公司收入 2400 亿, 预计股份公司突破 2250 亿元, 对应 CAGR 约 12%。
五粮液	740	11.2%	823	10.3%	五粮液集团“5111”发展目标, 酒业收入过 1000 亿
泸州老窖	251	23.0%	309	13.8%	十四五规划重回行业前三, 明面考核收入 400 亿
山西汾酒	262	22.1%	320	11.8%	吕梁市白酒“十四五规划”: 产值突破 500 亿; 管理层考核收入 400 亿左右
舍得酒业	61	11.3%	67	-	股权激励考核目标 2024 年 100 亿收入/20.5 亿利润
酒鬼酒	41	-35.0%	26	37.8%	十四五期间, 收入突破 30 亿元, 跨越 50 亿元, 争取迈向 100 亿元
水井坊	47	3.0%	48	-	-
古井贡酒	167	22.1%	204	19.2%	古井集团 2025 年收入 300 亿, 预计古井公司 25 年需要做到 290 亿
迎驾贡酒	55	23.0%	68	21.5%	六安市政府规划约 100 亿收入
口子窖	51	19.2%	61	12.2%	股权激励以 2022 年的营业收入为基数, 2025 年营收增长率不低于 50%
金种子酒	12	30.0%	15	-	-
洋河股份	301	15.0%	346	20.2%	十四五瞄准收入 500 亿目标, 每年增长不低于 18%
今世缘	79	26.8%	100	22.5%	十四五收入目标 150 亿
金徽酒	20	24.3%	25	-	管理层业绩考核 2024 年 30 亿收入

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从渠道侧看，随着渠道效率的提升，2024 年渠道资源或进一步向强品牌、高毛利的大单品靠拢。过去几年，白酒渠道结构和消费者行为有所转变，从厂家到终端的效率不断提升，对渠道利润的保护能力成为经销商品牌粘性和代理意愿的核心。

- ◆ 白酒渠道结构发生转变，窜货商利润空间被压缩。随着酒企发力直营渠道、电商平台的发展推动，渠道不断扁平化，经销商赚取信息差利润的空间被逐步压缩；在扫码红包和 BC 联动作用下，百荣市场、高桥市场等不具备动销能力的市场集散地挣钱能力被逐步减弱。安徽、江苏等地营商环境优质，厂商关系良好，渠道秩序相对良好。
- ◆ 核心烟酒店 2024 年生存状态或将极致分化。2023 年随消费需求降频，全国烟酒店数量大幅下滑；核心烟酒店的盈利主要靠熟客资源的变现，具有购买能力的企业团购资源将更加稀缺。2023 年部分烟酒店转向轻库存运行的经营模式，仍能通过烟草类实现盈利，预计 2024 年随着场景、区域、品牌分化进一步加剧，核心终端的生存状态将出现极致分化。

图21: 安徽、江苏、四川等市场秩序相对良好



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理绘制

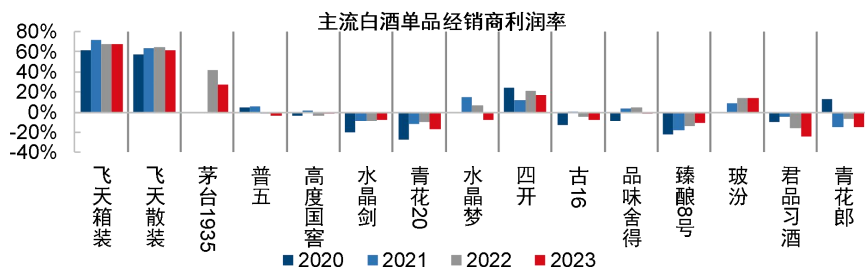
图22: 2023 年全国注册烟酒店存量下滑



资料来源: 天眼查, 国信证券经济研究所整理; 注: 数据截至 2023 年 8 月

◆ **酒企对市场秩序管理能力或成为分化的关键。**与其他行业不同，白酒行业渠道比较封闭，在市场整体库存和价格压力较大时，渠道资源将追逐利润保护能力强的单品。当前飞天和玻汾是渠道中鲜有的顺价销售单品，2023 年经销商对茅台和汾酒的品牌粘性进一步提升，预计 2024 年对渠道挣钱效应的保护、对销售节奏的把控将成为存量竞争实现突围的关键因素。

图 23: 2020 年以来主流白酒单品经销商利润率降低，茅台、玻汾为少数顺价产品

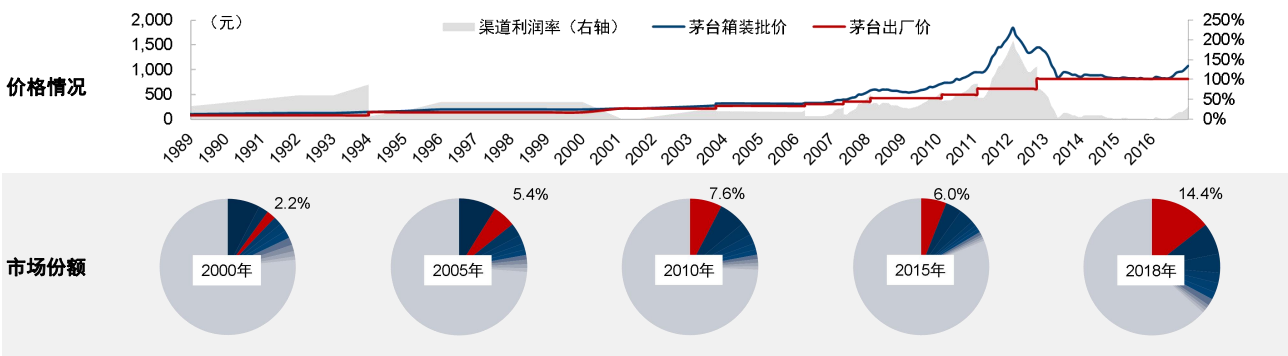


资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：经销商利润率计算方式为（批价-出厂价）/批价

**以贵州茅台为例：历次行业调整阶段均会出现资源再分配的机会，茅台以较厚的渠道利润穿越周期。**90 年代公司率先开展市场化改革，产品定价高，渠道利润较厚。2003-2005 年开辟多元化渠道，对经销商和终端的掌控力逐步增强，为 2005-2012 年的多次提价打下基础。行业深度调整期间，公司放开经销权，给予经销商自主能动性，同时推出生肖酒等盘活高端客群资源、缓解飞天价格压力；2013-2015 年多数产品渠道价格倒挂较为严重，茅台以微弱的顺价优势进一步增强渠道对品牌粘性。除茅台外，2006-2009 年洋河股份、金种子酒借助“厂商 1+1”的渠道运作，实现海之蓝、柔和种子的快速放量。

表 4: 以茅台为例，历次行业调整阶段通过渠道、产品的改革，较好保护渠道利润，获取渠道资源

调整时间	20 世纪 90 年代：市场化改革	1998-2005 年：覆盖核心意见领袖	2013-2015 年：坚持高端、盘活渠道
行业背景	1988 年政府开放名酒价格管制，酒厂纷纷扩国税总局颁发税改政策，白酒广告费不得税前列支，中央八项规定限制三公消费，高端白酒需求受产提价；大流通分销时代下营销方式依靠广支；亚洲金融危机、国家实施宏观经济调控，政到冲击；塑化剂事件加剧消费者对食品安全问题的担忧；多数高端酒频繁调价	1996 年贵州茅台酒厂改制为国有独资公	2013-2015 年：坚持高端、盘活渠道
茅台改革	· 80 年代茅台开始实行经济责任制，职工多劳多得，激发调动员工生产积极性； · 1996 年贵州茅台酒厂改制为国有独资公司，更名为“中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司”； · 产品主要面向政务需求，同时产能稀缺性高，飞天零售价格 200 元，比较昂贵	· 品牌上将红色基因+产区稀缺性+时间价值结合· 渠道上多次放开经销商权，加速布局团购、宣传，覆盖高端消费群体，培养核心意见领袖；零售等渠道作为补充； · 渠道上重塑经销商体系，开启扁平化变革、采用小商制，同时大力开发团购渠道、建立专卖店，形象，2014 年底推出生肖酒等非标准酒，1) 对渠道和终端的掌控力逐步增强； · 产品上以飞天为核心，2003 年高度/低度分别的价格空白；2) 填补年份酒和飞天之间消费者资源	· 产品上飞天茅台维持出产地不变以维持高端



资料来源：老酒收藏之家，云酒头条，酒业家，酒说，国信证券经济研究所整理；注：茅台市场份额为报表收入口径



以泸州老窖为例：扫码红包是双刃剑，泸州老窖通过数字化将其内化为渠道管理的工具。当前，多数酒企通过数字化扫码红包、BC联动等形式提高开瓶率，但随着渠道学习能力提升，部分红包或被打入产品价值链。我们认为消费者扫码红包的本质是维护市场秩序的工具，对公司的渠道管理能力有较高要求。泸州老窖2023年全面落地“五码合一”产品，通过数字化工具实现费用投放的闭环，再配合以物流追踪、实时监控等手段精准地分配终端激励和渠道利润，保证经销商配合度和积极性。

图24：泸州老窖“五码合一”图示

码层级	箱外码	箱内码	盒外码	盒内码	瓶码
码属性	物流码	动销码	物流码	动销+导购	防伪+营销
使用角色	品牌商 经销商 门店	门店	品牌商 经销商 门店	促销员	消费者
关键动作	出库 入库	领奖	入库 出库	预登记 返利	查询 领奖

资料来源：数字化星球，国信证券经济研究所整理

图25：老窖通过数字化实现费用投放的闭环

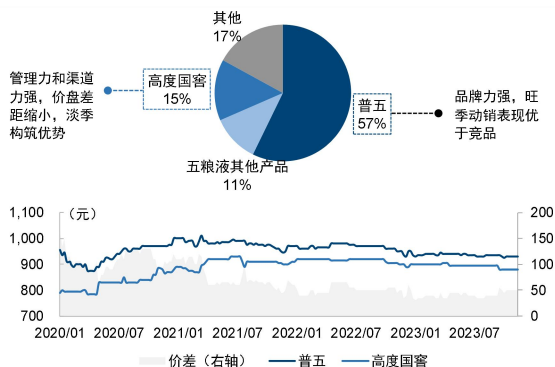


资料来源：数字化星球，国信证券经济研究所整理

### 3.3 研判三：酱香、清香得益于“一超”培育，品类高景气度延续

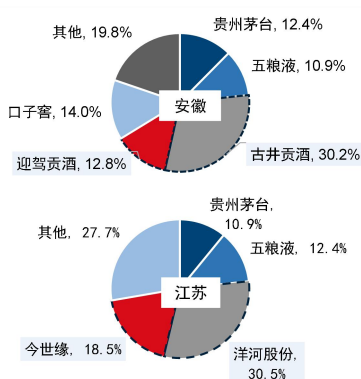
浓香规模渐稳，千元赛道边际变化弱，徽酒格局优于苏酒。1) 千元价格带五粮液和老窖的核心竞争优势没有发生变化，五粮液品牌根基雄厚，老窖管理禀赋突出，集中分化趋势仍在加剧，格局变化或体现在茅台1935对千元酱酒的挤压。2) 浓香区域市场看徽酒格局更优，建议关注春节竞争情况：2023年今世缘收入百亿目标确定性较强，和洋河省内份额差距逐步缩小，2024年或将在非南京市场和100-400元价格带迎来更多的竞争压力，扫码红包等费投力度预计走高；徽酒景气度和格局相对较好，各价格带古井龙头地位稳固，利润端仍有优化空间，迎驾洞藏系列势能已起，薄弱市场具备潜力。

图26：2023E千元价位竞争格局及五泸批价情况



资料来源：公司公告，今日酒价，国信证券经济研究所整理

图27：2023E安徽、江苏省白酒竞争格局



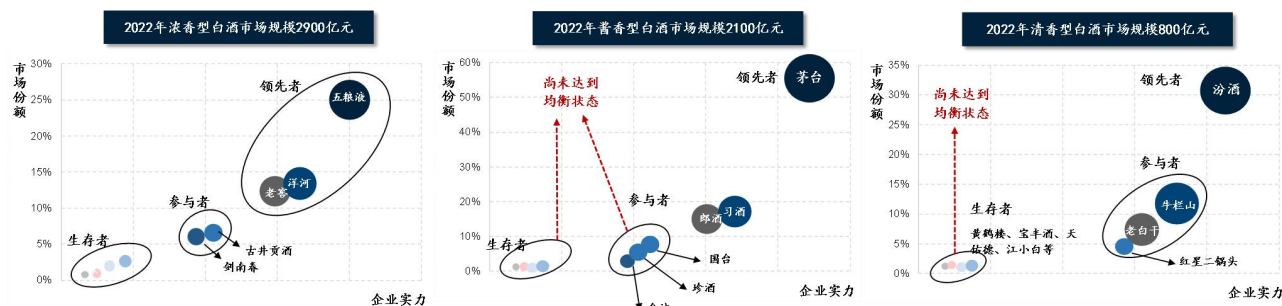
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

酱酒消费氛围浓厚，茅台龙头地位坚固，二三线酱酒企业关注供给端改善。本轮酱酒行业调整主因供给端从粗放式发展回归理性，消费者需求并未实质性受损，品类仍具有较高消费者粘性和增长潜力。贵州茅台增长工具充足，飞天提价再次

验证品牌力和渠道力，经销商和终端资源对茅台粘性具有可持续性；格局变数机会主要在二三线酱酒品牌，建议关注渠道深度精细化运作、持续做C端教育的珍酒李渡，或有机会扩大份额。

山西汾酒带动“大清香”品类景气度延续，竞争格局可类比酱香品类。山西汾酒在清香型品类中的竞争优势与酱香的茅台具有可比性，厚植的品牌根基和优质的产品力核心壁垒；玻汾是保护渠道利润的王牌，经销商对品牌粘性很高，2023年青花20、青花25分别在省外、省内已形成自然动销势能，预计2024年仍有抢占份额的逻辑。

图28：浓酱清竞争格局-浓香“一超多强”，竞争多在区域市场；酱清热是消费者热，茅台、汾酒“一超”地位稳固



资料来源：公司公告，酒业家，酒说，中商网，国信证券经济研究所整理；注：市场规模为收入口径

### 3.4 研判四：节奏上预计2024年前低后高，上半年仍以去库存为主

去库存仍是行业发展主旋律，预计2024H2进入新一轮复苏周期。2024年春节预计回归真实动销水平，高基数下增速或将边际放缓，其中宴席场景仍将贡献较大占比。当前酒企整体渠道库存水平相比去年同期略高，渠道和终端囤货意愿较低，2024上半年酒企仍将延续“去化库存”主线，强品牌力、高周转率的单品预计表现更优；下半年随经济活跃度提升和商务交流需求逐步回暖，低基数+低库存的局面或利好公司动销及表现业绩增速，重点关注2024年中秋国庆旺季表现。

表5：2023年春节各酒企动销基数偏高，2024上半年仍以去库存为主

公司名称	库存状态		代表产品批价		2023年春节动销		2024年收入 预计增速
	截止11月	去年同期	截止11月	去年同期	回款比例	发货比例	
贵州茅台	低于1M	低于1M	箱装 2975元 散装 2690元	箱装 2950元 散装 2720元	1个月配额	1个月配额	预计 15%
五粮液	2M	1.5M	925	930	35-40%	25%+	预计 15%
泸州老窖	2-3M	2M	875	890	整体 30%，股东经销商完成 35-40%	25%	预计 20%
山西汾酒	1-2M	低于1M	青 20 375	青 20 355	接近 30%	25%	预计 20%
洋河股份	2-3M	3M	M6+ 590 M3 420 天之蓝 270 海之蓝 120-125	M6+ 605 M3 420 天之蓝 290 海之蓝 120	40-45%	25-30%	10%+
今世缘	2-3M	2-3M	四开 410-415 对开 250	四开 425 对开 250	30%	20%	预计 20%
古井贡酒	2-3M	2M	古 20 540 古 16 329 古 8 220	古 20 550 古 16 315 古 8 210	50%	30%+	预计 20%
迎驾贡酒	1-2M	1-2M	洞 9 200 洞 6 115	洞 9 185 洞 6 110	50%+	50%+	预计 20%
口子窖	2M	2M	口子 10 220 口子 6 105	口子 10 215 口子 6 100	新品导入市场	/	/



水井坊	总代 3M	2-3M	井台 440 八号 310	井台 455 八号 320	20%	20%	/
酒鬼酒	省内低于 2M 省外 3-4M	3M+	内参 760 红坛 420	内参 760 红坛 310	20-30%	20-30%	恢复性增长
舍得酒业	3-3.5M	2-3M	品味 310	品味 340	20%+	20%	预计 15-20%

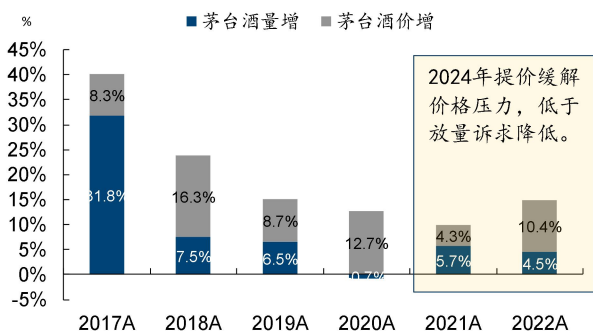
资料来源：今日酒价，百荣酒价，酒业家，糖酒快讯，国信证券经济研究所整理；注：批价信息采集于各公众号

### 3.5 研判五：分价位看，茅台增长稳健、泛千元价位应关注供给侧、区域酒企竞争生态西北>安徽>江苏

茅台确定性和稳定性较高，提价后小幅利好千元价位竞争缓和。1) 超高端价位茅台市场敏感度高，组织管理和渠道管控水平好于市场预期，同时公司业绩增长工具充分，出现风险的概率很小。2) 2023 年茅台酒提价 20% 是千元价位段竞争格局缓和的重大变量：从量价选择上，茅台提价后，预计五粮液或采取计划外配额跟随提价的策略（同时匹配减量措施），行业价格秩序有望得到良性回归；从竞争格局看，茅台酒提价后自身经营压力缓释，短期放量的压力减轻，千元价位端竞争激烈度有一定趋缓。

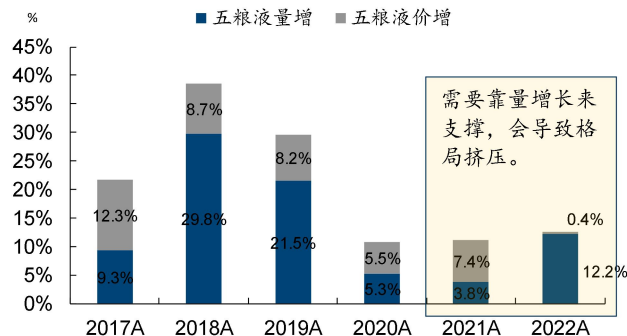
历史经验表明，茅台提价后或减缓放量诉求，五粮液及行业生存空间打开。复盘历史，茅台提价是白酒行业供给侧结构性改革的信号之一，有利于自上而下缓解各个价位段的增长压力。从茅台自身经营看，历史提价经验表明，茅台酒提价后往往会减轻对于放量的诉求，因此对于五粮液以及全行业均有一定正向作用。

图 29：2017-2022 年茅台酒量价增长拆分（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 30：2017-2022 年五粮液主品牌量价增长拆分（%）



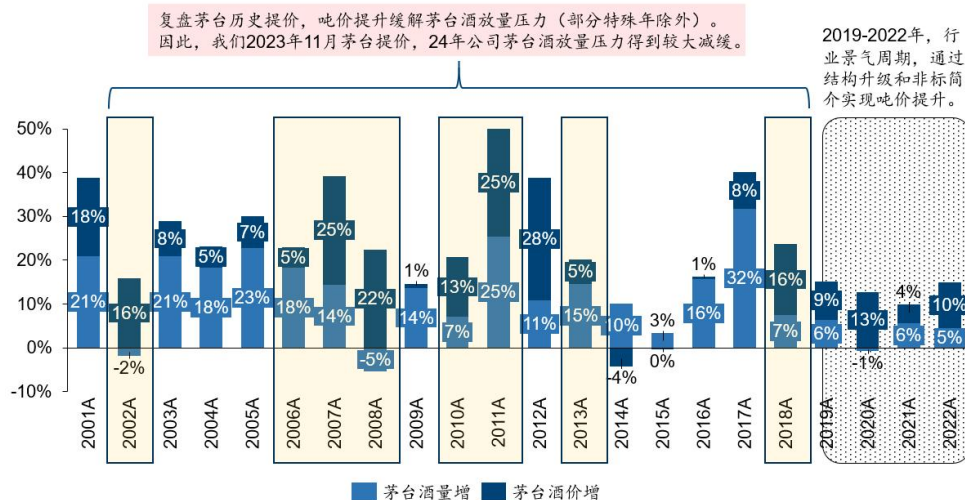
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 6：飞天茅台历史提价梳理（元/瓶）

提价时间	飞天茅台出厂价	提价幅度	公告时间
2001-08-10	218	18%	
2003-10-01	268	23%	2003 年三季报
2006-02-10	308	15%	2006/2/10
2007-04-01	358	16%	2007/3/1
2008-01-11	438	22%	2008/1/11
2010-01-01	499	14%	2009/12/7
2011-01-01	619	24%	2010/12/15
2012-09-01	819	32%	2012/9/3
2017-12-28	969	18%	2017/12/28
2023-11-01	1,169	21%	2023/10/31

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 31: 复盘茅台历史提价, 预计 2024 年茅台酒放量压力减缓, 行业价格秩序有望重塑



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**500-1000 元泛千元价位供给侧仍有较大扰动, 资源竞争有所加剧, 去库存和挺价格是 2024 上半年主要任务。**千元和高线次高端价位以商务宴请需求为主, 对经济复苏依赖度较高, 五粮液和老窖的管理能力面临更高要求。次高端库存、报表出清节奏预计呈明显分化: 汾酒或表现最优, 2023 年人事调整, 利益格局得到重塑, 组织势能进一步提高; 水井坊渠道包袱较轻或表现次之。

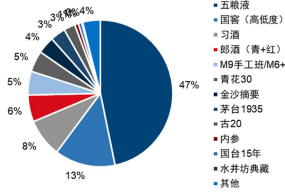
**大部分酒企或选择全面回守基地市场, 100-300 元价位竞争格局或加剧。**在行业调整周期, 区域性酒企对于当地渠道利润保护能力较强, 因此在 100-300 元价位段比外来酒有更高的议价能力。展望 2024 年, 预计区域性酒企将持续回归省内, 陕西西凤酒精耕省内, 古井贡酒、洋河股份增投省内费用等。

**从区域白酒竞争生态看: 西北最好, 安徽其次, 江苏竞争有所加剧。**区域龙头古井、洋河市场策略约束因素较多, 2024 年费用水平预计提升。考虑到安徽经济势能和白酒需求基础较好, 省内外古 8/古 16 引领升级, 竞争环境对迎驾仍然友好, 洞藏系列动销势能渐起, 预计 2024 年迎驾仍将保持高质量增长。江苏省竞争或有所加剧, 今世缘收入百亿后增长势能仍在, 但需更多兼顾市场秩序管理, 业绩约束因素有所增加。

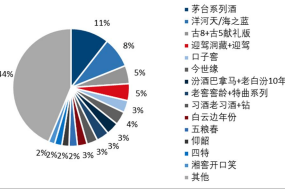
表 7: 白酒行业分价格带竞争格局

白酒分价位	供给			需求		渠道库存情况
	竞争格局 (图)	供给约束因素	供给趋势	总趋势	量价趋势	
超高端		高端品牌供给约束 优质产能稀缺性	茅台酒基酒产能 每年按个位数增长, 预计 2025 年约 6 万吨, 2030 年约 7.7 万吨	高端礼赠、商务宴请等韧性较强	量价齐升	飞天 0.5-1M
500-1000 元泛千元价位		高端品牌供给约束	短期→, 库存水位较高, 2024 上半年仍将主动去库存	主要是商务宴请需求支撑, 对经济周期依赖度较高, 2024 年缓慢修复	量平价平	普五 2M 国窖 2-3M 内参 3M+

300-500 元  
低线次高端



100-300 元  
大众价位



供给约束不大

→

↓, 宴席回补性需求结束, 需求向品牌力、渠道力强的单品(如青花 20、水晶剑等集中)

价增驱动

青花 20 1-2M  
水井坊 3M  
舍得 3-4M  
酒鬼酒 3-4M

↓

↓, 人口红利减少, 自饮聚饮等场景饮酒量减少

价增驱动

洋河、今世缘、古井、迎驾省内 2-3M

资料来源: 公司公告, 酒业家, 糖酒快讯, 国信证券经济研究所整理; 竞争格局为 2022 年报表收入口径

## 4、2024 年四条投资主线梳理

在 2024 年外部需求弱复苏、行业存量竞争分化加剧背景下，我们梳理出四条投资主线：1) 公司本身发展处于高势能阶段，增长对需求复苏依赖度较低的公司；2) 行业大生态存在一定压力，能较好维护市场秩序、保护渠道利润的优质小生态公司；3) 关注估值性价比充分体现；4) 具有改革预期的公司。

**投资主线 1：发展仍处于高势能阶段，增长不过度依赖于需求复苏，推荐山西汾酒、迎驾贡酒、金徽酒等公司。**

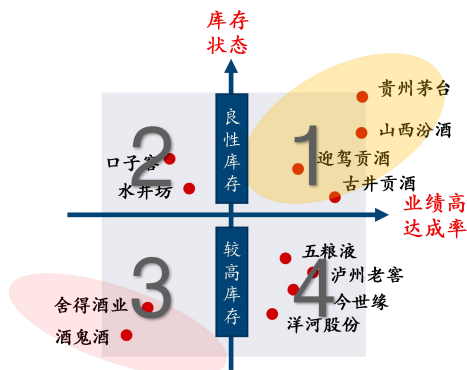
- ◆ 我们从增长持续性、增长质量、区位升级三个维度去筛选优质标的。以一年维度看，在需求弱复苏的中性假设下，我们主要基于 3 条标准去筛选优质标的：1) 增长持续性，公司业绩增长具有独立 alpha，不过度依赖外部环境复苏，例如具有独立的产品成长周期的标的等；2) 增长质量，增长不以压货等短期行为为代价，例如在部分区域开始走份额提升逻辑的标的；3) 区域升级，增长不以价位带下移为代价，部分区域消费降级不明显或存在部分区位升级机会。
- ◆ 山西汾酒、迎驾贡酒、金徽酒增长不过度依赖于需求复苏斜率。我们对酒企 2024 年增长动力进行拆解，并对“是否依赖于经济复苏”、“主销区存在价位升级”进行赋分，旨在筛选出具备增长不过度依赖宏观需求复苏、具备独立大单品成长、在部分区域市场走份额提升逻辑的标的。综合来看，我们发现山西汾酒、迎驾贡酒、金徽酒在一定程度上符合筛选标准：1) 山西汾酒，青花 20 和玻汾成长周期仍处于中端，省外市场具有扩张的产品势能；2) 迎驾贡酒，洞藏系列在省内持续吃竞品份额，增长动力并由洞 6/9 换轨至洞 16/20，收入持续性较强；3) 金徽酒，西北渠道消费降级体感不显著，省内 150-200 元价位端开始在宴席市场放量，公司具备进一步获得省内市场份额的可能。

图 32：2024 年按照 4 个维度对酒企成长动力进行拆解

酒企	类型	2024年收入 预期增长	是否依赖于 经济复苏	份额提升	产品周期
贵州茅台	品牌型	14%	☆ 2		
五粮液	品牌型	10%	★ 5		
泸州老窖	管理型	20%	★ 5	基地市场	
山西汾酒	品牌型&产品型	20%	☆ 3	省外市场	青花20
舍得酒业	渠道型	10%	★ 5		
酒鬼酒	渠道型	10%	★ 5		
水井坊	渠道型	10%	☆ 4		
洋河股份	渠道型	10%	☆ 4		
今世缘	渠道型	20%	☆ 3	江苏市场	国缘四开
古井贡酒	渠道型	20%	☆ 3		古16
迎驾贡酒	渠道型	20%	☆ 3	安徽市场	洞藏系列
口子窖	产品型	13%	☆ 3		
金徽酒	渠道型	20%	☆ 2	甘肃市场	柔和系列

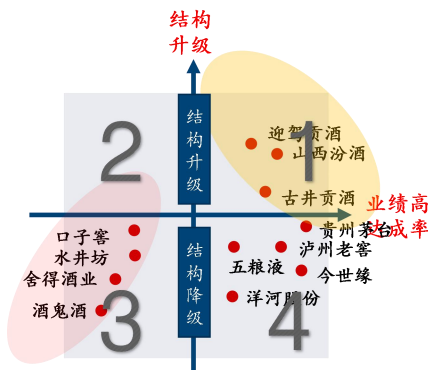
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：我们对于酒企增长是否依赖于经济复苏按照 1-5 分进行打分

图33：从“业绩达成率-库存状态”两个维度筛选酒企



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：从“业绩达成率-结构升级”两个维度筛选酒企



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**投资主线二：市场秩序维护能力强，即能够构筑企业发展小生态，渠道利润保护能力较强的公司，推荐贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒等。**2024年行业存量竞争的大生态下，增长更多依赖于酒企自身管理驱动，看好市场秩序管理、渠道利润保护能力强的公司获得挤压式增长。1) 茅台提价后放量压力减缓，量价策略及产品重心更加从容，组织市场化改革持续推进、释放活力；2) 老窖管理禀赋突出，市场调节和渠道利润保护工具充足；3) 古井贡酒省内基本盘扎实，渠道深度分销，具有很强的市场秩序管理能力。

**投资主线三：公司资质较好，但受制于发展阶段或外部经济扰动，短期市场竞争秩序或业绩承压，估值已充分反映市场预期，建议长线布局的公司，如五粮液、洋河股份等。**1) 五粮液品牌实力毋庸置疑，普五动销情况优于竞品，但短期受经济环境影响增速承压，2024年公司对经销商减量20%，量价问题预计有所改善；2) 洋河业绩增速放缓本质是发展阶段的问题，具有较强的营销模式创新能力，当前估值已充分消化2024年压力。

**投资主线四：改革是不变的主题，2024年建议关注水井坊、伊力特、酒鬼酒等公司的改革进度。**关注具有改革预期的标的，有望通过人事、组织、渠道、产品等的改革激发经营活力，随外部扰动因素减弱和经济逐步复苏，改革成功的概率也会增加。水井坊、酒鬼酒人事改革或利好经营稳定性。



## 5、2024 年重点标的推荐：山西汾酒、贵州茅台、泸州老窖、迎驾贡酒等

### 5.1 山西汾酒：管理机制逐步改善，复兴版培育路线浮现

山西汾酒是 2024 年为数不多具备管理改善边际的标的

业务团队磨合有序推进，人员队伍搭建不断补强。山西汾酒作为品牌型和产品型的酒企，增长的底层逻辑更多依赖品牌势能和香型优势等，在组织、管理、渠道上存在较大提升空间。2024 年对于汾酒是管理提升的一年，在人员搭建和组织适配上：1) 针对营销人员相对紧缺，例如广东大区仅 30 人左右，江苏仅 30 余人等；2) 针对营销队伍外聘比例低，预计后续会加大校招和对外社招比例，优化汾酒人才队伍结构；3) 针对大区轮岗问题，山东、河南、山东等大区相继完成轮换，预计公司营销大区常态化轮换；4) 针对营销组织磨合，2023Q2 公司相继进行提价、推行模糊返利、客户分级管理等，营销节奏把握的恰如其分。

营销体系架构调整，推动青花 30 复兴版长期化运作。汾酒在营销手段上仍具有较多补强的空间：1) 营销动作统一化，强化会对于青花 30·复兴版品牌故事的拔高；2) 费用投放一致化，未来保持全国费投力度一致性，避免出现区域间的窜货行为；3) 经销商分层管理、成立终端联盟体重点运作；4) 复兴版高低度一体化运作，强化复兴版消费氛围的培育。5) 组织配称上，公司单设青花事业部操盘青花 30·复兴版运作，设立数据管理部强化费用管控。

表8：2022 年各大酒企人效和费效比测算（人，亿元）

单位：亿元	代码	公司	报表内销售人数（人）	销售费用（亿元）	销售费用中员工薪酬（亿元）	酒业业务收入（亿元）	销售人均销售收入（万元）	平均薪酬（体内，万元）
全国化 高端	600519.SH	贵州茅台	1,143	33.0	-	1,238	10829	-
	000858.SZ	五粮液	1,145	68.4	7.18	676	5901	63
	000568.SZ	泸州老窖	924	34.5	3.56	248	2680	38
	<b>600809.SH</b>	<b>山西汾酒</b>	<b>2,310</b>	<b>34.0</b>	<b>5.79</b>	<b>260</b>	<b>1127</b>	<b>25</b>
全国化 次高端	600779.SH	水井坊	593	12.8	2.30	46	780	39
	000799.SZ	酒鬼酒	442	10.2	1.06	40	913	24
	600702.SH	舍得酒业	1,961	10.2	3.84	57	288	20
	002304.SZ	洋河股份	6,614	41.8	11.77	293	444	18
区域性 次高端	000596.SZ	古井贡酒	3,082	46.7	9.39	162	525	30
	603369.SH	今世缘	1,214	13.9	2.62	78	646	22
	603198.SH	迎驾贡酒	1,786	5.0	2.02	52	291	11
	603589.SH	口子窖	294	7.0	0.65	51	1721	22
区域性 中高端	600559.SH	老白干酒	2,364	14.1	4.74	43	184	20
	600197.SH	伊力特	87	2.0	0.19	16	1832	21
	600199.SH	金种子酒	370	2.4	0.68	7	185	19
光瓶酒	603919.SH	金徽酒	865	4.2	1.45	20	229	17
	000860.SZ	顺鑫农业	190	10.2	1.24	81	4268	65

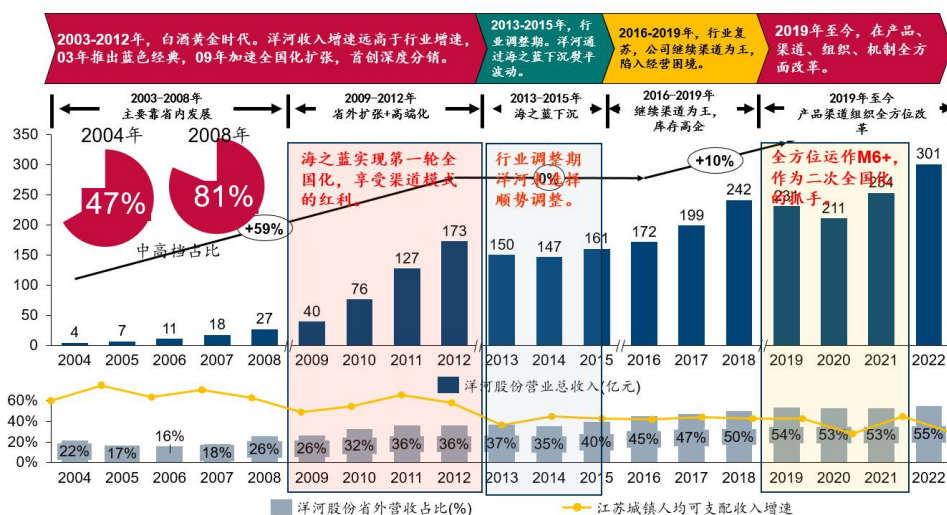
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

对比汾酒现状和洋河历史经验：未来两年汾酒增长不会出现明显的降速

**2023年山西汾酒营收进入300亿阵营，我们通过复盘和对比洋河股份两次全国化历程，去回答以下问题：**1) 洋河股份在全国化中何时出现降速，山西汾酒未来是否存在降速的风险？2) 洋河股份历史在省内市场饱和后，开始寻求省外扩张。汾酒省内市场是否在煤炭价格下行下，遇见增长压力？3) 洋河在全国化对于“库存-渠道利润”选择上出现误判。汾酒2023年阶段性加库存，2024年是否会出现库存调整的风险？

◆ **针对汾酒深度全国化是否降速的问题。**汾酒和洋河全国化的路径存在一定的相似性，第一轮全国化均是通过低端产品培育消费群体（玻汾 VS 海之蓝），第二轮全国化均是通过次高端产品来推进（青花20 VS M6+）。洋河股份从2018年开始出现降速，根源在于：1) 渠道增长模式转向流通渠道后，阶段性放弃政务团购渠道核心意见领袖的培育，导致错失省内400元主流价位段的主导权。2) 战略过度多元化，省内份额没有实现极大占有情况下，战略聚焦省外开拓。3) 洋河对于业务团队刚性考核导致出现压货式增长，对省内的价盘产生冲击。我们全方位审视2024年的汾酒，预计公司层面对于2024年的增长考核是20%左右。分区域看，预计省内/环山西/长江以南市场营收任务增长10%/20%/30%+，2024年公司业绩增长主要依赖省外市场（省内是公司业绩的调节剂）。我们认为，汾酒可以通过调节省内外经营节奏来平滑增长，2024年不会出现降速情况，省内市场70%+的市占份额能提供稳定的利润池和人才池（无需担心省内其他酒企挑战格局）；其次，玻汾作为渠道导流产品、消费者培育产品（高渠道毛利+高渠道周转），是汾酒进行省外扩张的破冰利器。2024年，公司会在省外市场通过玻汾配额的二次分配换取经销商渠道利润，实现青花系列有序导入和培育。

图35：复盘对比洋河股份两次全国化历程

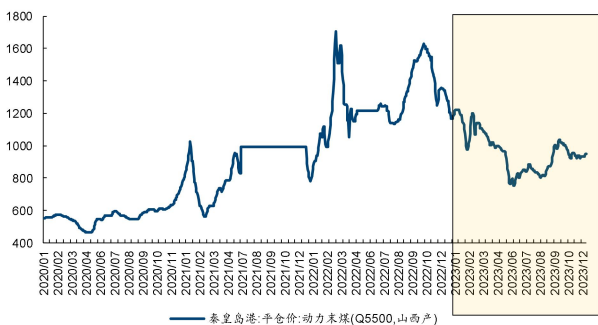


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **针对省内煤炭经济的问题。**针对山西省内GDP增速及煤炭价格波动的问题，进而对于山西省内消费升级的持续性产生担忧。我们认为，白酒区域消费升级是收入水平、消费习惯、酒厂供给的函数，不单单依赖于收入水平的单一变量。根据我们长时距地观察山西市场，发现：1) 山西省煤炭价格2023年开始出现触底回升，不是单边下跌；山西当地房价相对较低，对于消费的挤出效应不明显。2) 由于香型壁垒，山西本地白酒消费基本以清香为主，汾酒已经完成对省内市场的消费者培育，因此2023年省内青花25明显出现放量增长。3) 汾

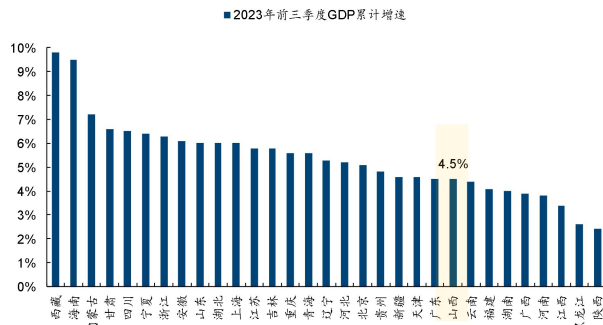
酒在省内搭建了系统性的渠道共建工程，通过优势产品供给加快推进省内的消费升级；在酒厂、渠道的推拉结合下，山西省内仍具备一定的结构升级的空间（2024 年给予省内的任务压力不重）。

图36：2023 年山西产煤炭价格触底回升（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

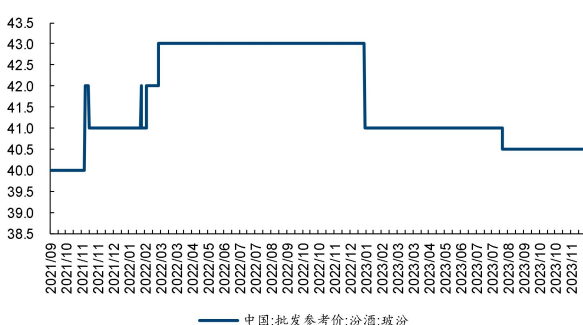
图37：山西省 2023 年前三季度 GDP 累计增速 4.5%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

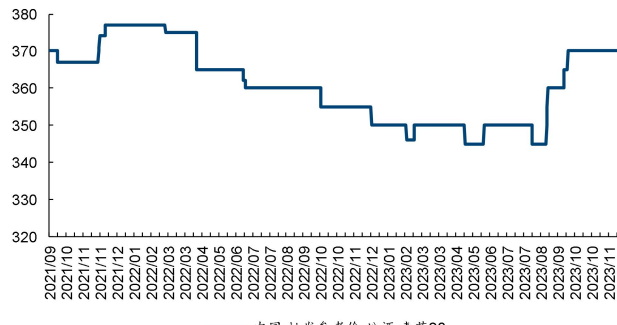
◆ 关于 2023 年省内库存略高的问题。2023 年在需求复苏分化下，公司阶段性地让省内承担更多的增长任务，减轻省外市场管理难度，来较好地应对需求波动。我们将汾酒的库存分为省内、环山西市场、其他市场，汾酒的库存水平横向对略高（过去采取低库存模式），但横向比库存水平较低。从山西市场看，我们用汾酒省内库存显著低于古井贡酒和洋河股份；从环山西市场看，汾酒的库存水平显著低于其他品牌，且汾酒开瓶消费的流行度在不断提升。综合来看，汾酒整体的市场库存状态远好于其他酒企，主力大单品玻汾、青花 20 批价出现回升，后续在酒厂强化费用管控下，市场秩序和市场价格有望逐步好转。

图38：2023 年以来玻汾批价相较稳定（元/瓶）



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

图39：2023 年青花 20 批价触底回升（元/瓶）



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

投资建议：清香白酒龙头稳中求进，维持“买入”评级

维持此前盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年营收 323.6/388.5/448.1 亿元，同比增长 23.5%/20.0%/15.3%；预计归母净利润 103.4/129.9/154.2 亿元，同比增长 27.8%/25.5%/18.8%；对应 PE 分别为 27.2/21.7/18.3X。考虑到公司经营势能延续，复兴版培育有序推进，维持“买入”评级。

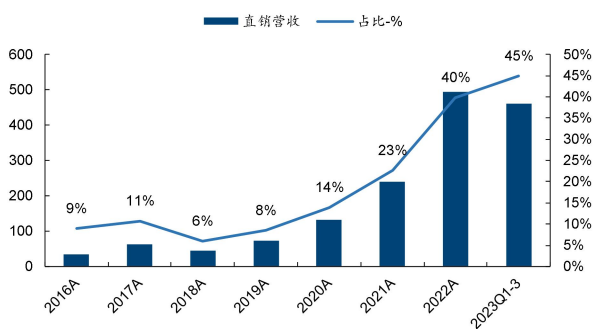
## 5.2 贵州茅台：提价减缓经营压力，仍具有较强的抗周期能力

### 主动提价减缓 2024 年放量压力，从容应对量价平衡和产品结构问题

飞天茅台提价 20%缓解放量压力，行业价格秩序有望企稳。2023 年 11 月，茅台酒从供给侧角度提升飞天茅台出厂价至 1169 元，预计对经营层面和行业层面均有正向影响。从公司经营层面看，我们测算发现，预计茅台酒提价将贡献收入约 73 亿，增厚净利润约 42 亿，极大地缓解茅台酒放量压力。从行业层面看，茅台酒主动提价较好地减轻了五粮液、国窖 1573 等产品的价格压力和增长压力，有助于行业价格秩序的良好回归。

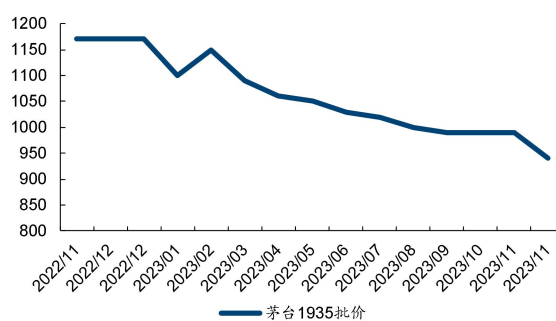
预计茅台酒将继续加大企业团购投放，茅台 1935 坚持长期化运作。从 2024 年茅台酒增量投向看，预计茅台酒通过团购渠道放量，缩减渠道销售链条，强化价格管控能力。从线上渠道上看，截止 2023 年三季度末，公司营收直销占比提升至 45%。由于珍品、100ml 茅台、茅台 1935 等批价的制约，预计 2024 年线上渠道营销将以稳为主。从系列酒看，预计 2023 年茅台 1935 销售额达 100 亿，但受制于批价波动、消费者培育等问题，2024 年茅台 1935 或将步入长期化运作通道。

图 40：2023Q3 贵州茅台直销营收占比提升至 45%



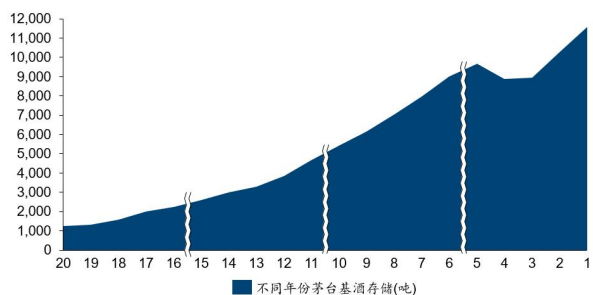
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 41：2024 年茅台 1935 需解决批价和开瓶等问题



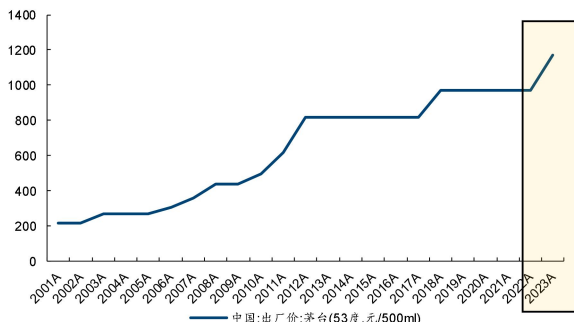
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 42：茅台酒的基酒结构由“金字塔”往“纺锤体”演变



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 43：2023 年 11 月茅台酒出厂价提升 200 元至 1169 元/瓶



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**投资建议：持续看好公司稳定持续经营的能力，维持“买入”评级。**

维持此前盈利预测，我们预计 2023-2025 年预计营收 1495.0/1719.3/1977.1 亿元，同比 +17.2%/+15.0%/+15.0%；预计归母净利润 735.2/862.7/1001.9 亿元，同比 +17.2%/+17.3%/+16.1%，对应 PE 分别为 29.5/25.1/21.6X，维持“买入”评级。

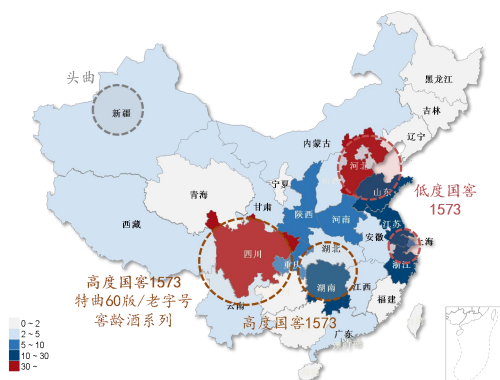


### 5.3 泸州老窖：市场秩序维护能力突出，管理力赋能增长确定性 公司管理禀赋贯穿全价格带和价值链，仍具有独立增长的能力

目前市场对公司产生的分歧主要来源于千元价格带存在扰动的环境下泸州老窖是否具备独立增长的能力，我们认为管理能力是公司最核心的竞争优势，2024 年增长仍有独立性和确定性，体现在：1) 全价格带均有可发力的单品；2) 调节渠道利润的工具充足；3) 区域仍有精耕的空间。

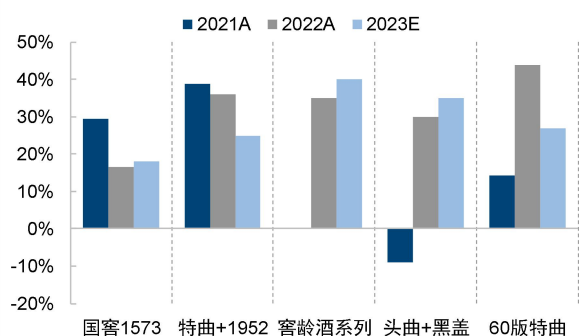
- ◆ **公司全价格带均有可聚焦运作的核心产品，善于灵活调整产品策略以适应不同阶段行业的价格带节奏调整。**短期千元价位仍有较大不确定性，高度国窖保持跟随策略，价在量先、以稳为主；低度国窖在华北、华东地区品牌势能高，预计 2024 年持续贡献稳健增速，并借势培育低度中国品味等产品。过去几年腰部产品特曲 60 版在川渝地区完成从团购到流通渠道的导入，2023 年窖龄酒系列受益于 100-300 元价格带红利亦实现高于平均的增长。后 300 亿时代，公司通过产品、品牌矩阵多点开花，收入增速势能或将持续。
- ◆ **公司灵活调整渠道政策，较好保护渠道利润、稳定市场秩序。**1) **厂商节奏把控从容：**2023 年 12 月公司针对高度国窖让利经销商 30-50 元，缓解经销商打款压力，并提前锁定部分春节“开门红”销量；随年底五粮液经销商政策量价策略明朗，公司目前恢复 980 元打款价，在稳定市场预期同时维护价盘体系稳定，市场节奏把控游刃有余。2) **数字化工具赋能渠道利润管理：**2023 年 8 月/11 月公司针对高度国窖/特曲 60 版提价，配称以五码合一产品、扫码返利红包，对经销商采用平进平出的控盘分利模式，有效维持价格体系。我们持续看好老窖灵活的渠道策略和精细化管控的能力，能在压力下较好保护渠道利润，实现“增长-费用-价盘”之间的平衡，维持利润端的稳定。
- ◆ **部分区域仍有精耕空间和渗透率提升机会。**2023 年公司精耕四川基地市场，通过挖井计划等提升低线市场渗透率。当前看四川、湖南、华北、浙江等地竞争态势较好，2024 年仍可通过持续的区域精耕抢占份额。

图 44：泸州老窖区域市场及强势单品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 45：泸州老窖分产品增速预测



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**投资建议：管理禀赋突出，市场秩序管理能力强，维持“买入”评级。**

维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年 305.60/366.98/437.09 营收亿元，同比增长 21.6%/20.1%/19.1%；预计归母净利润 131.49/160.58/193.24 亿元，同比增长 26.9%/22.1%/20.3%，对应 PE 分别为 20.1/16.4/13.7X。考虑公司市场秩序维护能力较强，业绩确定性较高，精细化运作下有一定抢占份额的空间，维持“买

入”评级。

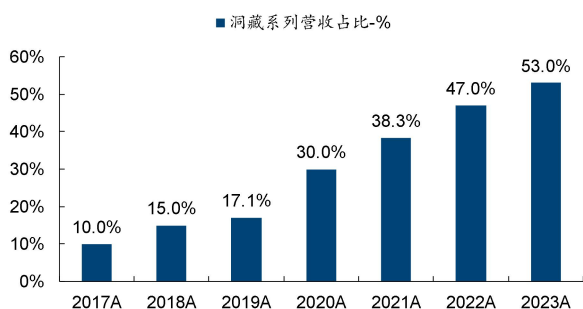
#### 5.4 迎驾贡酒：洞藏系列高势能延续，省内份额有望持续提升

##### 洞藏增长动能换轨至洞 16/20，为数不多有大单品成长周期的标的

洞藏系列产品势能充足，自点率提升持续获得份额。2023 年，迎驾贡酒洞藏系列在主动收缩费用下，消费者自点率出现明显提升，带动洞藏系列持续高增长。预计 2024 年在行业需求波动复苏及宴席需求放缓下，迎驾贡酒依然能凭借洞藏系列产品周期实现较好的业绩增长。其次，从产品结构看，洞藏系列的高增已由过去的洞 6/9 转变为洞 9/16 驱动，产品结构持续向上延续。从长期视角看，迎驾贡酒在皖南等薄弱区域仍有较大的增长空间，能支撑公司营收 2025 年达 100 亿。

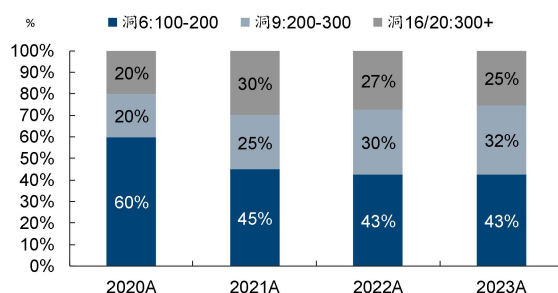
预计古井贡酒或增投 200 元价位费用，迎驾洞藏系列增长或已换轨至洞 9/16。从竞争格局看，预计古井贡酒 2024 年增投 200 元费用加强省内市场。我们认为省内竞争格局加剧对于迎驾贡酒的冲击价位有限：1) 2021Q4 至 2022 年是竞品对于迎驾贡酒渠道封锁力度最大的时刻；2) 洞藏系列的增长已由洞 6/9 换轨至洞 9/16，对于渠道竞争的依赖度降低；3) 在 2024 年压力测试下，预计洞藏系列仍有 30-35% 增速。假设需求中性复苏，安徽省内格局竞争加剧，100-300 元价位降速 10% 至 15%，预计洞藏 6/9 依然能有 30-35% 左右增速。

图46：2023 年迎驾洞藏占比提升至 53%，业绩敏感性提升



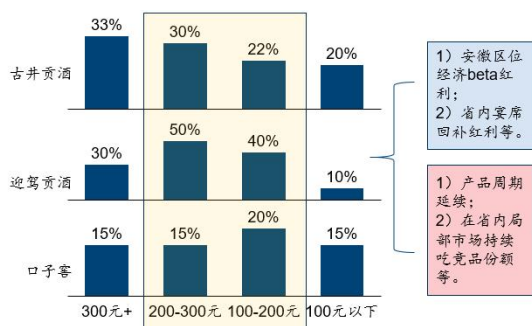
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图47：洞藏 16/20 占比提升，对于流通、宴席依赖度降低



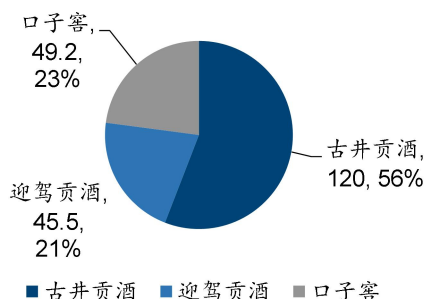
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48：迎驾价位增速超额是产品周期、管理势能的结果



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图49：2023 年安徽省内古井迎驾口子三家酒企份额对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**投资建议：洞藏系列成长周期持续，维持“买入”评级。**

维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年营收 67.73/81.28/95.91 亿元，同比

增长 23.0%/20.0%/18.0%；预计归母净利润 22.17/27.37/33.18 亿元，同比增长 30.0%/23.5%/21.2%，对应 PE 分别为 23.9/19.4/16.0X。考虑到洞藏系列省内已起势，江苏等省外市场开拓潜力亦值得期待，维持“买入”评级。

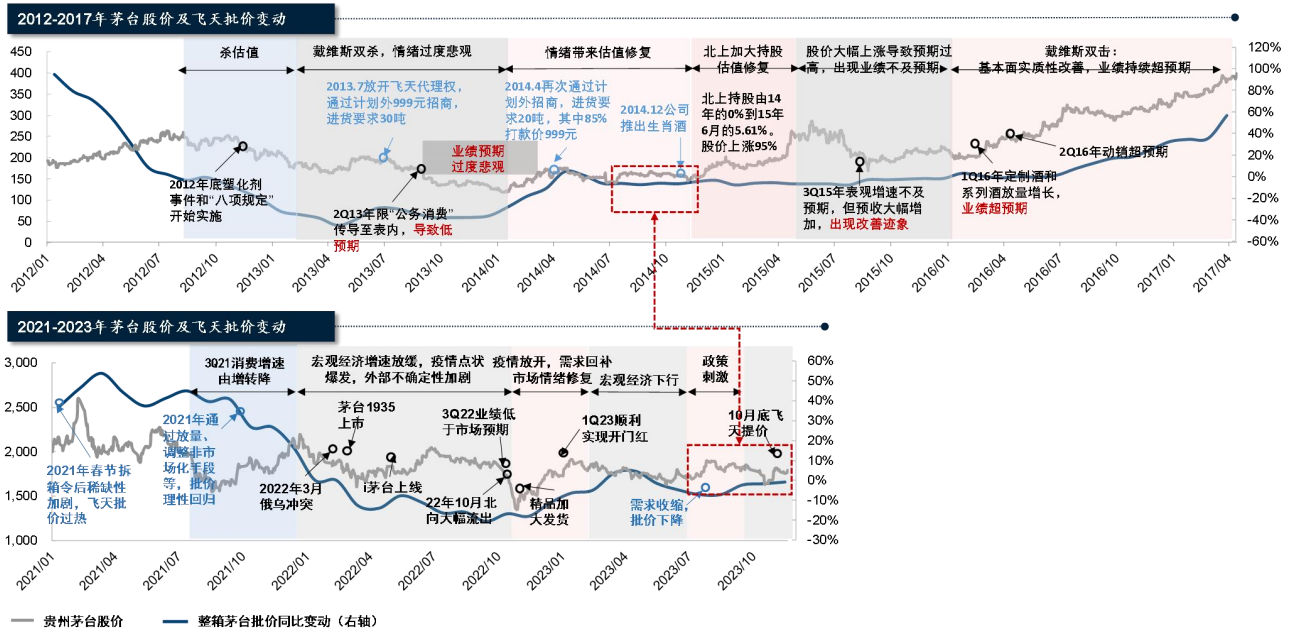
## 风险提示

- 1、**宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱。**若未来经济活跃度恢复不及预期，商务较量场景恢复较慢，白酒需求进一步降低，酒企业经营压力将进一步加大。
- 2、**行业竞争加剧导致企业增投费用、盈利能力受损。**外部需求收缩下，龙头酒企向下价格带挤压获取增长空间，其他酒企或将增投渠道和消费者费用促进动销，利润水平将承压。
- 3、**食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损。**若酒企生产经营不规范，导致食品安全问题，板块整体将受到突发事件的扰动，股价有下降风险。



## 附录

图50: 飞天茅台批价对股价具有较强的指导意义, 当前时点与历史 2014-2015 年所处阶段具有相似性



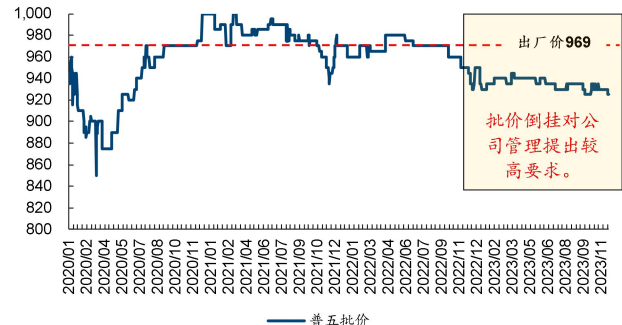
资料来源: Wind, 今日酒价, 国信证券经济研究所整理; 注: 数据截至 2023. 11. 30

图51: 原箱茅台批价需控制在 3000 元左右, 维持价格体系



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 普五批价倒挂对公司管理提出较高要求



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032