

食品饮料周专题

投资建议：强于大市（维持）
 上次建议：强于大市

各区域白酒春节开门红反馈及思考

➤ 总结：量价两方均承压，开门红竞争激烈

2024年春节时间相对去年更晚，开门红需求端受益于时长，动销走势平稳，我们预计春节期间同比或处于持平或微幅增长区间。当前厂家、经销商均在审慎观望边际回款与动销情况，操作步幅不大。高端酒刚需仍在；次高端酒整体承压，性价比因素成首要考量；区域酒正在侵蚀全国化次高端的市场份额，但难有价格带提升。部分厂家加大渠道支持力度，折算货值后多数产品实际价格较去年更低，且政策重心转向消费场景及终端消费者。

➤ 趋势：量价存矛盾，长远和短期措施齐发

白酒市场偏弱环境下出现三大趋势，一是多数酒企的提价并未向终端有效传导，且部分提价动作的本质仅为利润分配后置，若强行推进可能影响销量；二是部分酒企不限于直接的市场竞争动作，而是放眼长远发展和经营水平提升，择机深化推进数字化转型，追求更高质量发展，例如“五码合一”的数字化布局；三是各大品牌促销力度持续加大，促销手段层出不穷，而发力对象逐步向消费者倾斜，力图更直接促进动销。

➤ 区域：全国面同比弱化，各区域有所分化

江苏：春节预期谨慎，高端酒，茅台稳健，五粮液动销不错，但大多白酒高端产品仍有价格倒挂压力；区域酒，我们认为今世缘国缘动销有望延续积极，洋河梦6+保持稳定。安徽：动销正在爬坡，团购不温不火，大众采购相对火热；古井加码营销，产品创新+春晚+高铁互动为春节动销造势。四川：今年茅台未出现“逢节必涨”，五粮液、老窖促销力度同比增加，取得小幅度增；次高端中水晶剑、红花郎十年、特曲60动销强势。

➤ 投资建议：优先选择业绩确定性更强标的

我们认为，当前市场对春节白酒动销情况预期偏谨慎，近期应密切关注两大方面，第一，随着返乡时点渐近，节前一周及节后两周终端动销起势情况，以及对应的渠道去库存情况；第二，3-4月年报及一季报反馈，若春节回款勉强达成或未完成，动销偏弱，不仅对Q1业绩造成直接影响，且或波及全年业绩基础。当前建议关注业绩确定性相对更强的标的，重点推荐茅台、汾酒、今世缘等。

风险提示：消费需求复苏疲弱；春节动销不及预期；库存水平堆积过高；业绩预期下修风险

相对大盘走势



作者

分析师：陈梦瑶
 执业证书编号：S0590521040005
 邮箱：cmy@glsc.com.cn

相关报告

1、《食品饮料：餐饮行业持仓下降，建议把握结构性机会》2024.01.27
 2、《食品饮料：国家积极发展银发经济，保健品板块有望受益》2024.01.21

正文目录

1. 总结：量价两方均承压，开门红竞争激烈	3
1.1 需求端受益时长，渠道端审慎观望	3
1.2 高端酒刚需仍在，非高端性价比为王	3
1.3 激励政策再加码，多举措保持冲劲	4
2. 趋势：量价存矛盾，长远和短期措施齐发	4
2.1 价格倒挂与需求动销存在矛盾，提价效果不佳	4
2.2 择机深化推进数字化转型，追求更高质量发展	5
2.3 旺季优惠力度持续加大，发力对象偏向消费者	6
3. 区域：全国面同比弱化，各区域有所分化	7
3.1 江苏：春节预期较为谨慎，今世缘相对突出	7
3.2 安徽：动销目前正在爬坡，古井加强促动销	8
3.3 四川：茅台维稳酒水价格，次高端分化严重	8
4. 投资建议：优先选择业绩确定性更强标的	8
5. 风险提示	8

图表目录

图表 1：主要白酒品牌批价及一周变动	3
图表 2：各大白酒在商超加大促销力度	4
图表 3：白酒品牌加码扫码、开瓶红包等促销政策	4
图表 4：茅台、五粮液提价后的批价变化	5
图表 5：老窖通过五码合一深化数字化转型	6
图表 6：线上电商相继推出年货节相关的促销活动	7

1. 总结：量价两方均承压，开门红竞争激烈

1.1 需求端受益时长，渠道端审慎观望

2023 年春节时间段受疫情与备货时间的双重影响，白酒动销在节前 10 天左右集中释放，但后劲表现相对疲弱。随着 2024 年来临，团拜和宴会用酒需求显著提升，成为主要销售增长推动力，大众消费即将开启。动销走势相较前一年更为平稳，时间延长使得部分业绩得以提前释放。基于整体时间线考量，我们预计春节期间业绩同比或处于持平或微幅增长区间。

因消费市场资金收紧及前期消化稍显阻滞，白酒库存压力持续，虽存在回款保底，但终端动销暂无法显著提升，导致回款进度存在滞后。渠道端出货采取“短平快”的节奏，下游订单也具有“临时性、小批量、高频次”的特点。当前厂家、经销商均在审慎观望边际回款与动销情况，操作步幅不大，处于信心恢复阶段，所以此次春节期间动销或将决定短期乃至 24 年全年的基本面和业绩水平。

1.2 高端酒刚需仍在，非高端性价比为王

在酒饮消费逐步分级背景下，今年高端酒回款及动销依旧保持相对稳定，仍具韧性。茅台批价最为稳定，龙茅推出后需求持续高涨；五泸部分区域反馈动销提升。次高端酒整体承压，在基钦周期影响下以“缩量减产去库存”为主基调，处于存量竞争阶段，性价比因素替代本就各有千秋的品牌力成为消费的首要考量。青花 20、水晶剑、红花郎十年、水井坊臻酿 8 号等产品动销表现相对更好，泸州老窖 60 版特曲作为国窖平替也表现抢眼；厂商针对终端扫码和渠道返利的活动设置对促进动销及缓解价格倒挂起到了积极作用。

区域酒正在依仗本地化优势积累及当前体量红利从而侵蚀全国化次高端原本占据的市场份额，但眼下环境也鲜有支撑价格带提升的土壤。苏酒中，今世缘的动销相对更为强势；徽酒中，古井对古 5、8 的投入有所加大，也取得了一些短期竞争效果，但无论对于国缘 V3 还是古 20、30 当下或都存在增长压力。

图表1：主要白酒品牌批价及一周变动

酒企	产品	批价（2月3日）	一周变动（对比1月26日）
茅台	23年飞天散瓶	2700-2705元	不变
	23年飞天整箱	2965-2970元	上涨20元左右
五粮液	普五（八代）	905-930元	不变
泸州老窖	国窖1573	850-875元	不变
洋河	M6+	520-615元	不变
今世缘	国缘四开	365	不变
	古5	100-115元	不变
古井贡酒	古8	180-220元	不变
	古16	320元	不变

汾酒	青花20	330-350 元	不变
剑南春	水晶剑	370-405 元	不变
郎酒	青花郎	820-830 元	不变

资料来源：今日酒价酒库网、云上酒趣、国联证券研究所

1.3 激励政策再加码，多举措保持冲劲

当前白酒行业渠道利润相比前几年有所压缩，这主要是由于库存周期走向高位带来的终端价格下移以及酒企业绩诉求带来的出厂价上移，使得传统经销商体系受到了挑战。部分厂家放宽经销商贷款限制，加码扫码返利、开瓶红包等政策，以促进回款、增加渠道利润，将这些奖励折算成货币价值后，今年多数白酒产品的实际价格较去年更低，这一策略在促进销售方面产生了积极效果，但对于经销商利润来说效果不及消费者获得的实惠。

其他动作方面，各大酒业企业在年终商业组织、商会、行业协会等活动中积极进行赞助，转变销售重心从渠道和终端向消费场景及终端消费者（C端）转移。通过穿城空中广告、地面互动等方式，企业传递品牌和产品形象，鼓励消费者分享独特体验，利用商界领袖在各行业的影响力，引导其选择特定白酒品牌，以构建品牌美誉度和指定购买力。

图表2：各大白酒在商超加大促销力度



资料来源：证券时报网、国联证券研究所

图表3：白酒品牌加码扫码、开瓶红包等促销政策



资料来源：米多大数据引擎、国联证券研究所

2. 趋势：量价存矛盾，长远和短期措施齐发

2.1 价格倒挂与需求动销存在矛盾，提价效果不佳

2023年11月茅台上调产品出厂价20%，近日五粮液也宣布第八代产品再次提价，出厂价将从现行的969元/瓶提高至1019元/瓶，涨价50元。当前白酒市场环境下

仍有不少企业于近期提价，短期看，主要驱动力源于头部酒企期望通过提价创造业绩增量和改善渠道利润情况。白酒行业正处挤压式增长阶段，且需求弱复苏导致挤压分化特征越发明显，仅头部企业或局部正处势能上升期企业能够相对顺利实现提价。

然而，由于市场需求强度不足、库存水平偏高、渠道价格倒挂等问题，多数酒企的提价并未向终端市场有效传导，且部分提价动作的本质仅为利润分配后置。为促进回款，部分酒企采取阶段性降价动作，一年内多次提价的泸州老窖宣布 23 年 12 月 18 日前原打款价 980 元按 930 元/瓶执行，同时每瓶扫码出库奖励 10 元，执行上一财年出库数量的 45%，后因受到经销商压力而重新回调价格。这进一步反映了厂商期望通过提价增加渠道利润与缓解价格倒挂，但市场动销疲弱难以将提价从渠道传递至终端的矛盾，强行推进可能影响销量。

图表4：茅台、五粮液提价后的批价变化

酒企	产品	批价（2月3日）	一周变动（对比1月26日）
茅台	23年飞天散瓶	2700-2705元	不变
	23年飞天整箱	2965-2970元	上涨20元左右
五粮液	普五（八代）	905-930元	不变

资料来源：今日酒价酒库网、云上酒趣、国联证券研究所

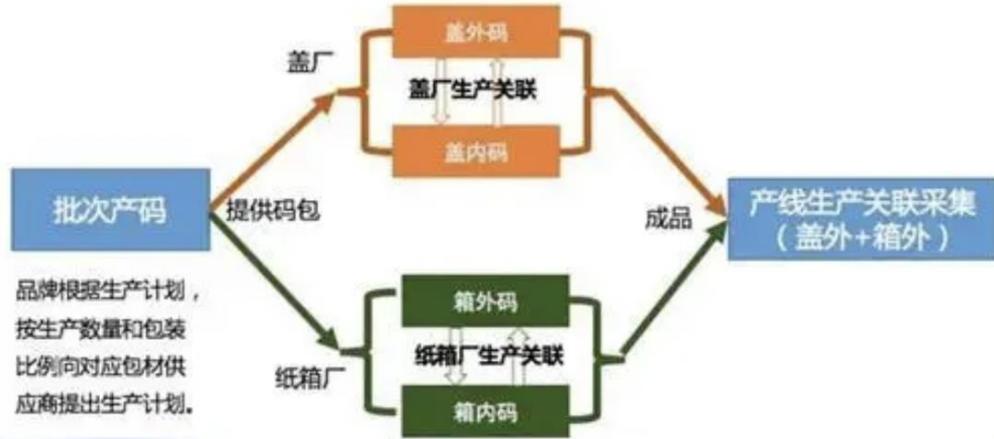
2.2 择机深化推进数字化转型，追求更高质量发展

弱复苏市场环境下，部分酒企不限于直接的市场竞争动作，而是择机打磨自身基本功，追求更高质量发展，深化数字化转型成为酒企提质增效的一项共性选择。例如，“五码合一”是业内领先的数字化方案，通过将盖顶码、瓶身码、盒码、箱码、托盘码五级码进行数据关联，任扫一码即可获得其他几码的信息，以此保障产品查询及跟踪管理，显著加强了公司对渠道和销售信息的管理，即时掌握渠道库存、动销等情况，同时也能够更精准调节渠道返利及扫码红包等营销政策。目前除了老窖、汾酒这样的先行者，不少酒企也正积极推进“五码合一”等数字化布局。

以泸州老窖为例，2023年3月，公司实现了从“三码合一”到“五码合一”的数字化系统升级，在三个月内就已实现全国90%以上重点市场的布局，并且相关产品的开盖扫码率每月平均增速超过50%。通过五码合一系统，泸州老窖解决了白酒行业的价格秩序难题。当消费者完成开盖扫码，即可获悉消费者以及消费场景的相关信息，使得产品销售信息更加透明化，且有效防止了价格倒挂和窜货的现象。其次，泸州老窖通过五码合一实现产品在线化，成功推动数字营销和促销活动，以此实现了更加精细和有效的费用投放。在高度国窖提价后，泸州老窖全面上线了五码关联产品，借助“扫码发红包”促销手段向C端发力，加强费用管控，提价部分以扫码红包的形式返还给消费者，以此将涨价对消费者的影响压缩至最小。消费者的返利到账同步激活了与产品绑定的B端账户，B端也会获得一笔返利，消费者开瓶越多，扫码越多，终端

的返利就越多。终端商家信心加强，积极进行推销，由此形成开瓶率和扫码率双提升的良性动销循环。此外，泸州老窖借助五码合一将渠道统一纳入数字化管理并基于数据关联完成终端激励和利益分配，并可及时针对消费者数据反馈进行调整，以数字化的方式重构企业经营关系，为企业提升运营效率和发展动能。

图表5：老窖通过五码合一深化数字化转型



资料来源：米多大数据引擎、国联证券研究所

2.3 旺季优惠力度持续加大，发力对象偏向消费者

随着春节消费旺季的到来，酒企纷纷开启围绕“开门红”的促销活动。顺应理性消费的性价比趋势，各大品牌促销力度不小，价格直降、开三免一、用餐消费满额送酒、扫码领红包等花样营销层出不穷。目前线上线下均已开启白酒大力度促销，其中可以观察到获得更大程度优惠的重点是消费者。

线上电商平台相继推出年货节相关的促销活动。美团闪购在1月5日至1月31日推出五粮液949元起等爆品优惠。京东平台亦推出五粮液、洋河梦之蓝M6+、国窖1573、古井贡酒20等名酒核心大单品的多项促销举措，包括郎酒推出下单抽福袋、送茶具的买赠活动。

图表6：线上电商相继推出年货节相关的促销活动



资料来源：京东 APP、天猫 APP、国联证券研究所

线下市场中，促销力度也相继加大。根据新京报报道，江苏市场的今世缘典藏 42 度 D20 在宴席市场的推广力度较大，开三免一，叠加扫码红包等，抵减后一瓶仅 250 元左右。安徽市场的古井加大了中端价格带的促销力度、增加终端店费用支持，并通过返红包、返利让利给消费者。四川市场的红花郎十年对消费者的红包奖励及对渠道端的返利优于水晶剑，以此形成性价比优势，进而在今年春节期间的宴席订单及整体用酒需求方面有明显增长。

3. 区域：全国面同比弱化，各区域有所分化

3.1 江苏：春节预期较为谨慎，今世缘相对突出

开门红期间，此前双节未达预期，春节预期相对谨慎。高端酒中，茅台依然稳健，终端要货量大；五粮液动销不错，但大多白酒高端产品仍有价格倒挂压力。区域酒中，我们认为今世缘国缘系列整体终端备货有望延续去年积极程度，另外 800 元以上价格带的部分需求有望下移为洋河梦 6+提供增长。促销政策方面，洋河全方位+分梯度品宣，并结合扫码+宴席优惠让利消费者以此撬动终端；今世缘也以新春联谊会、中度雅宴、各地 V3 招商发布会等形式积极开展新春营销活动。考虑到去年春节期间疫情风险仍对走亲访友等消费场景有所影响，今年春节动销有望超过去年。

3.2 安徽：动销目前正在爬坡，古井加强促动销

终端动销尚未达到高峰，正在爬坡。团购端呈现不温不火的状态，团购客户的采购量都不大，尤其高端产品较少。市民采购端，合肥市民的年货采购随着春节将近有望逐渐迎来高峰，市区层面古5、古8销量增速或有提高；郊区层面古井的献礼、古5，迎驾的洞6，口子窖的50、60等产品有望迎来增长。春节旺季，古井贡酒加码营销，先后发布了年份原浆古20龙年生肖酒、年份原浆年三十龙年生肖酒，以“龙酒+年酒”的重磅组合贺礼新春；官宣了独家特约播出2024年央视春晚、多地方台春晚；紧接着又登上高铁专列，通过扫码有奖、互动问答等活动深入消费者，为春节动销造势。

3.3 四川：茅台维稳酒水价格，次高端分化严重

茅台往年价格“逢节必涨”的情况在今年不明显，批价延续中秋国庆期间的平稳态势，在23年整体批价下行、价格倒挂的环境中起到了维持整个酒水价格稳定的作用。千元带产品中五粮液和国窖促销力度比往年春节有增加，换来小幅量增。今年企业团拜及年夜饭的预定情况好于去年同期。我们判断，目前终端出货情况相较去年同期有个位数增长。次高端酒“高性价比+高品牌力”组合动销强势，剑南春引领宴席市场的主流；红花郎十年结合扫码红包及渠道返利，形成性价比优势，在宴席场景动销对其他次高端品牌存在冲击；老窖60版特曲继续引领400多价格带浓香商务主流，与剑南春水晶剑动销不相伯仲。

4. 投资建议：优先选择业绩确定性更强标的

我们认为，当前市场对春节白酒动销情况预期偏谨慎，近期应密切关注两大方面，第一，随着返乡时点渐近，节前一周及节后两周终端动销起势情况，以及对应的渠道去库存情况；第二，3-4月年报及一季报反馈，若春节回款勉强达成或未完成，动销偏弱，不仅对Q1业绩造成直接影响，且或波及全年业绩基础。当前建议关注业绩确定性相对更强的标的，重点推荐茅台、汾酒、今世缘等。

5. 风险提示

消费需求复苏疲弱；春节动销不及预期；库存水平堆积过高；业绩预期下修风险。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼