

2024年02月26日

白酒

SDIC

行业专题

证券研究报告

专题：红包政策弱化反映的厂商新矛盾

现象：红包政策对渠道积极性刺激效果边际减弱。2021年前后各大酒企将红包政策作为抢占市场份额的重要手段，纷纷加大力度与投入范围，并延续至今。进入2024年春节，我们发现红包政策的刺激效果在减弱，厂家针对渠道和终端的政策依旧在持续，但终端积极性不高。背后的本质是终端意识到，红包政策让利的基础是稳定的价盘预期，而返利政策同质化叠加需求偏弱，导致当前价格承压且趋势不明朗，使得经销商和终端赚钱预期降低，从而表现为红包政策效果弱化。

归因：倒挂背景下，控盘分利模式推行陷入困境。当下多数酒企渠道利润分配都在某种程度上采用或借鉴了“控盘分利”模式，而红包政策则在“控盘分利”的消费者端扮演了重要角色。红包政策效用弱化，究其根本是“控盘分利”模式在逆境（需求弱，价格倒挂且预期悲观）下推行所遇到的难题。该模式在上行周期中可提升价值体系掌控力，引导批价上升；下行周期中一旦价值传导受阻（具体表现为费用沉淀带来的倒挂、动销减缓导致经销商成本提升、批价下行带来的存货贬值预期），效果即大打折扣。

展望：短期内卷持续，中长期关注酒企对价值链分配能力。我们预计需求偏弱背景下，红包政策的内卷短期将持续，但边际效用减弱。酒企中长期破局之道一方面在于通过升级新品或提价等产品迭代形式重构产品价值链认知；另一方面则考验酒企运营能力，由于红包政策直达终端，十分依赖对经销商和市场的服务，此时政策执行力及落地效果或将成为竞争胜负手。

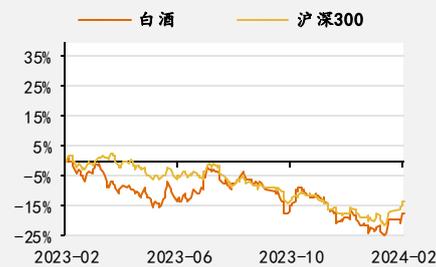
投资建议：消费有韧性，春节超预期，首选边际改善明显标的，中长期仍然基于竞争力改善选股。前期市场对于消费比较谨慎、板块回调较多，春节过后市场对于消费韧性或有重新认识，板块存在估值修复的机会。短期最重要的变量是春节旺季表现，其中部分品类和标的改善较为明显，如部分次高端、高端白酒；中长期我们依旧延续前期思路，在挤压式竞争背景框架下寻找竞争力强化的公司，继续推荐竞争力强化标的，优选确定性的区域和高端酒，如今世缘、古井贡酒、贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液等；

风险提示：宏观经济下行、需求不及预期、竞争格局恶化

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价（元） 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.4	-5.0	-2.8
绝对收益	7.5	-7.1	-17.8

赵国防 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

胡家东 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523070001

hujd@essence.com.cn

相关报告

双节白酒反馈：环比改善，分化延续	2023-10-08
全国化次高端招商铺货处于哪个阶段？	2022-07-05
何为次高端？成长赛道空间广阔，龙头混战各有看点	2022-06-01

目 录

1. 现象：红包政策对渠道积极性刺激效果边际减弱.....	4
1.1. 回顾：23 年之前，红包政策有效带动渠道积极性.....	4
1.1.1. 疫情后行业竞争加剧，红包政策渐成主流.....	4
1.1.2. 酒企竞相让利 c 端，抢占市场动作颇有成效.....	4
1.2. 现状：需求走弱叠加政策透明，红包政策效果渐弱.....	5
1.2.1. 需求端缺乏亮点，宴席高增或难持续.....	5
1.2.2. 红包政策加速内卷，边际效用迅速下降.....	6
2. 归因：控盘分利模式下的囚徒困境.....	6
2.1. 控盘分利本质是非顺价销售，下行周期陷困局.....	6
2.2. 上行周期中，可提升价值体系掌控力，引导批价上升.....	7
2.3. 下行周期中，价值传导受阻，效果大打折扣.....	8
2.3.1. 高返利模式易造成费用沉淀，造成实质性价格倒挂.....	8
2.3.2. 动销减缓背景下，经销商成本提升.....	9
2.3.3. 批价下滑带来存货贬值预期，渠道积极性减弱.....	9
3. 展望：短期内卷持续，中长期关注酒企治理能力.....	11
3.1. 短期红包力度难以大幅降低，同时边际效用减少.....	11
3.2. 升级新品及提价可重构价值链认知.....	12
3.3. 酒企运营能力分化，政策执行力或为胜负手.....	13
4. 投资建议.....	14
5. 风险提示.....	15

目 录

图 1. 2024 年春节五粮液扫码赢红包活动.....	4
图 2. 2024 年春节国窖 1573 扫码赢红包活动.....	4
图 3. 洋河、古井、今世缘促销相关费用占营业收入比重.....	6
图 4. 酒企通过控盘分利提升价格管控力和渠道稳定性.....	7
图 5. 高度国窖出厂价及批价走势.....	8
图 6. 洋河梦 6+ 批价及渠道利润.....	8
图 7. 酒企通过控盘分利提升价格管控力和渠道稳定性.....	8
图 8. 普五、高度国窖出厂价及批价情况（元）.....	9
图 9. 部分次高端及地产名酒出厂价及批价情况（元）.....	9
图 10. 多数经销商今年库存压力增加.....	9
图 11. 多数经销商反馈今年以来动销放缓.....	9
图 12. 批价下滑导致渠道积极性减弱.....	10
图 13. 春节各酒企主流单品批价整体略有下滑.....	10
图 14. 春节各酒企库存整体略有上升.....	10
图 15. 酒鬼酒扫码红包、瓶盖换酒活动.....	11
图 16. 酒企相继举办大型演唱会.....	11
图 17. 产品老化后或面临批价疲弱、渠道推力不足的问题.....	11
图 18. 产品升级迭代可重塑渠道价值链.....	13
图 19. 洋河主要产品批价走势（元）.....	13
图 20. 洋河产品升级后终端利润空间相继改善（元）.....	13
图 21. 头部酒企销售人员数量相对更多.....	14

表 1: 各酒企纷纷采用扫码红包活动.....	5
表 2: 部分产品宴席市场相关政策及效果.....	5
表 3: 古井贡酒年份原浆系列产品提价频繁.....	12
表 4: 重点公司估值表 (股价更新至 2024/02/11).....	15

1. 现象：红包政策对渠道积极性刺激效果边际减弱

1.1. 回顾：23 年之前，红包政策有效带动渠道积极性

1.1.1. 疫情后行业竞争加剧，红包政策渐成主流

2021 年前后因受疫情导致白酒消费场景和人员流动受限，酒企面临高库存、动销难的局面，行业随消费力下降及行业集中度提升开始调整，中小酒企逐渐退出，酱酒行业因库存高企调整更为明显。红包政策作为抢占市场份额的重要手段，各酒企纷纷加大力度与投入范围，并延续至今。如今年春节期间，五粮液 1618 推出开瓶扫码红包活动，消费者有机会获得 30-2000 元不等现金红包，综合中奖率高达 99.99%。国窖 1573 则推出“瓶”添惊喜，‘码’上领取”新年活动。消费者购买 52 度、38 度国窖 1573 二维码装产品，扫描瓶盖内码即有机会赢“再来一瓶”，此外还有机会获得最高 15739 元红包。

图1. 2024 年春节五粮液扫码赢红包活动



资料来源：米多大数据引擎，国投证券研究中心

图2. 2024 年春节国窖 1573 扫码赢红包活动



资料来源：米多大数据引擎，国投证券研究中心

1.1.2. 酒企竞相让利 c 端，抢占市场动作颇有成效

随着近年来消费者品牌意识的不断崛起，酒企逐步将市场政策和费用投入向消费者倾斜，红包政策是其中重要手段之一，目的是为了刺激动销、提升开瓶率、加强市场管控。而疫情之后，弱复苏背景下消费者购买力偏弱，前期疫情积压库存叠加酒企高业绩目标，刺激动销去库存成为各酒企的重要工作，因此红包政策的推广呈现加速之势。相较于过往酒厂主要通过开展回厂游、品鉴会等方式进行消费者培育，存在费用“跑冒滴漏”的风险同时见效较慢。红包政策以让利的形式降低消费者的购买决策门槛，以抢占市场份额，在初期获得了良好成效。

表1：各酒企纷纷采用扫码红包活动

酒企	活动时间	红包政策政策
五粮液	2022. 12. 16-2023. 11. 25	39 度五粮液、五粮液 1618 扫描盖码即有机会获得不同金额的现金红包，最大金额为 2000 元，中奖率 99.99%。
泸州老窖	2023. 3. 31-2023. 10. 31	国窖 1573 推出“扫码验真伪，赢现金红包”扫码促销活动，购买 38 度或 52 度国窖 1573 可获得金额不同的红包，综合中奖率 99.99%。
洋河	2022. 12. 23-2023. 3. 31	洋河推出“洋河新春送福运”活动，消费者参与，可以获得 6666 元至 36666 元不等现金红包，并瓜分价值一亿元的新春好礼。
舍得	2023. 7. 15-2023. 12. 31	购买藏品·舍得 10 年，扫描盖内二维码有机会获得金条或现金红包，二、三、四等奖红包金额分别为 666 元、100 元、36 元。
酒鬼酒	2023. 5. 1-2023. 11. 30	扫描酒鬼酒紫坛 2020 版、红坛 18&20 版、黄坛 12、传承 2022 版、馥郁经典、透明装（鉴赏）、专卖店尊享等系列产品的二维码（盖内赋码），赢取包括 2.008L 酒鬼（牛年生肖纪念酒）、再来一瓶、现金红包等多个大奖。
古井贡酒	2022. 12. 31（兑奖截止日期）	2022 年在全国范围内针对年份原浆古 16、古 20、古 26 推出“扫码送红包，瓶瓶都有奖”活动，消费者用微信扫瓶盖内码，即可 100%获得现金红包。

资料来源：酒业家，云酒头条，湖南日报，舍得酒业，国投证券研究中心

1.2. 现状：需求走弱叠加政策透明，红包政策效果渐弱

2023 年之前，红包政策能够有效刺激动销，主要原因在于供给端库存较高、需求端宴席市场为主导对价格敏感。进入 **2024 年春节**，我们发现**红包政策的刺激效果在减弱**，厂家针对渠道和终端的政策依旧在持续，但**终端积极性不高**，甚至出现部分强势终端反向渠道打款提要求的现象（如打全款但少进货，如果春节后终端进货价格下降，剩余尾货就要按照降价后的行情补货，差额由经销商填补）。背后的本质是终端意识到，**红包政策让利的的基础是稳定的价盘预期**，而返利政策同质化叠加需求偏弱，导致当前价格承压且趋势不明朗，使得经销商和终端赚钱预期降低，从而表现为红包政策效果弱化。

1.2.1. 需求端缺乏亮点，宴席市场更加内卷

结构性弱复苏，宴席回补红利消退。疫情放开以来消费需求表现先高后低当下缓慢改善的节奏，场景修复带动宴席市场火爆成为恢复的主要驱动力，但经济活跃度低导致商务活动较低迷。而宴席市场多为居民自主消费，用酒需求大且价格敏感度高，酒厂通过设定扫码红包让利消费者可以实现宴席市场的快速放量，抢占宴席市场份额。进入今年，宴席回补红利消失，需求端难觅亮点。

表2：部分产品宴席市场相关政策及效果

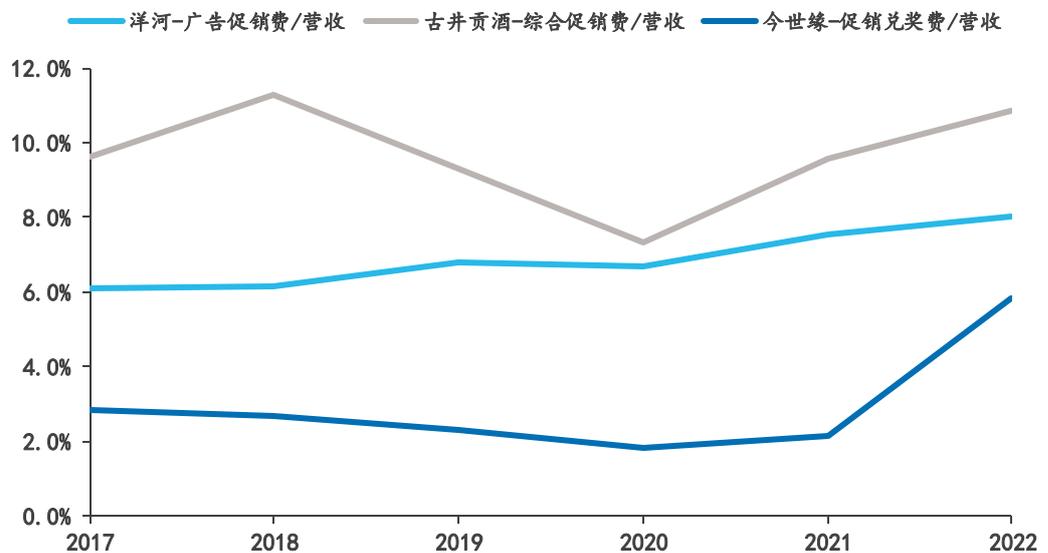
酒企	宴席政策内容及效果
水井坊	3 月 10 日至 6 月 30 日，购买 500 毫升水井坊臻酿八号、500 毫升水井坊臻酿八号禧庆版、500 毫升水井坊鸿运装 5-10 桌宴席用酒，送水井坊龙凤 260 双支礼盒 1 份，11 桌及以上宴席用酒送水井坊龙凤 260×4 礼盒 1 份等。
酒鬼酒	针对消费者开展开瓶扫码赢喜庆好礼活动。 五一期间酒鬼酒湖南演习同比增长 154%，婚宴同比增长 164%，红坛宴席消费同比增长 152%。
剑南春	水晶剑采取“一箱起就能办小型宴会”的低门槛，且盖内还有 100%中奖的现金红包，盒盖拉环回收 30 元每套；并且根据桌数给烟酒店一定的中介费，桌数、场次越多，奖励越多。五一期间剑南春宴席数量同比增长 200%。
迎驾贡酒	推出买赠、回收瓶盖等政策，合肥市场迎驾洞藏 6 宴席满 3-19 桌，赠送 1000ml 迎驾洞藏 9 壹瓶；满 20 桌及以上赠送 52 度 2500ml 原浆珍藏壹坛。迎驾洞藏 8/9 宴席满 3-19 桌，赠送 52 度 2500ml 原浆珍藏壹坛；满 20 桌及以上赠送 52 度 2500ml 私享典藏壹坛等。
舍得	舍得酒业在 6 月 1 日至 8 月 31 日期间针对全国范围内举办高考升学宴消费者推出专项政策。活动包含升学赠礼、升学宴套餐政策、清北宴赠酒等
古井贡酒	针对古 8/古 16/古 20 等产品，宴席桌数达到 5-19 桌，送 5 斤装古井贡酒大坛酒 1 瓶；达到 20 桌及以上，送 5 斤装收藏版大酒 1 瓶。此外，所有年份原浆系列产品均有扫码中红包活动，最高可中 1999 元现金红包。

资料来源：酒业家，酒说，国投证券研究中心

1.2.2. 红包政策加速内卷，边际效用迅速下降

酒企普遍加大红包力度，产品价值受损。通过投放红包政策实则是让利渠道和消费者，从费用率来看，2023 年一季度次高端名酒与部分区域名酒销售费用率有所提升，其中洋河、古井、今世缘促销兑奖相关费用提升明显。区域名酒因基地市场品牌力强、产品价格带布局全面，需求弱复苏下宴席可实现快速集中消费，成为酒企抢占市场份额的有利抓手，故区域名酒加大宴席市场投入，促销相关费用提升较为明显。红包投入逐渐成为名酒“标配”，延续时间长且投入范围大。厂家通过让利消费者促进动销，长时间投入可能会拉低品牌调性，影响消费者对产品价值的判断，陷入“不促不销”的陷阱。进入淡季后，消费者购买意愿较低终端动销难，红包政策费用常态化后难以收回。

图3. 洋河、古井、今世缘促销相关费用占营业收入比重



资料来源：公司年报，国投证券研究中心测算

2. 归因：倒挂背景下，控盘分利模式推行陷入困境

当下多数酒企渠道利润分配都在某种程度上采用或借鉴了“控盘分利”模式，而红包政策则在“控盘分利”的消费者端扮演了重要角色。我们观察到的红包政策效用弱化，究其根本是“控盘分利”模式在逆境（需求弱，价格倒挂且预期悲观）下推行所遇到的难题。

2.1. 控盘分利本质是非顺价销售，下行周期陷困局

控盘分利模式下，酒企通过提前约定利益分配，实现利润合理分配。随着数字化技术应用的普及，酒企可以实现货物流向清晰化、费用投入精准化、价格管控有效化、利润收益稳定化。酒企对各产品提前设定好价格体系和费用投放模式，提前设定好经销商及终端利润分配，避免渠道利润被截留。控盘为酒厂掌控渠道的供应体系和价格体系，关键在于控制好“量”的供需平衡点，同时确保“费”的精准投放及有效使用；分利则是酒厂根据市场情况和销售情况，将利益在各级分销商中进行分配，保证渠道和终端利润。

图4. 酒企通过控盘分利提升价格管控力和渠道稳定性



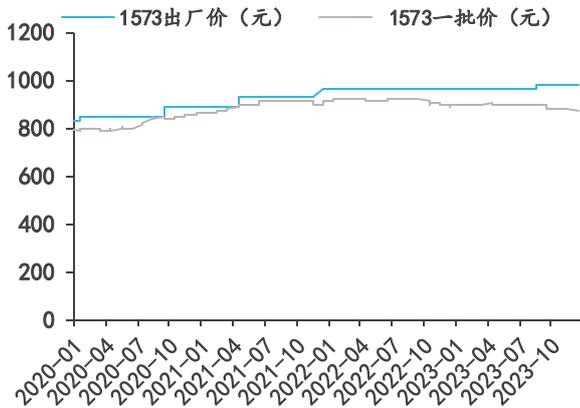
资料来源：国投证券研究中心

2.2. 上行周期中，可提升价值体系掌控力，引导批价上升

酒企通过控制好产品量盘和价盘，从过去厂家生产、渠道销售的模式转变为酒企直接掌控渠道的供应体系和价格体系，提升对市场的掌控力度。以五粮液、国窖和洋河为例，通过控盘分利可重新梳理渠道价值体系，提升渠道稳定性及价格政策执行力度，同时保证各环节利润。

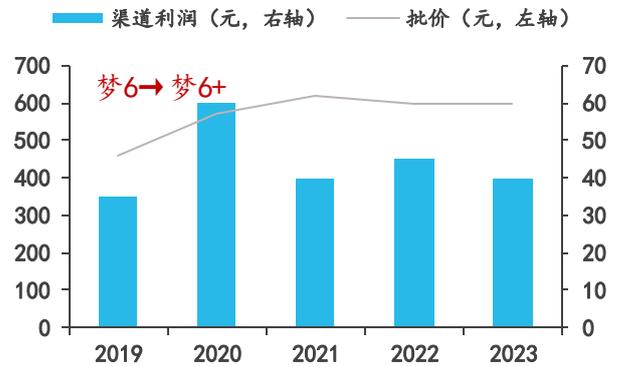
- 1) **五粮液：渠道价格理顺，管控力下延至终端。**2019年，五粮液从大商制转变为控盘分利模式，加强对价格和各级渠道商的管控。控盘分利模式下可突破大商制的传统流通模式，通过数字化扫码手段、控盘分利将掌控力从经销商延伸至终端，并与消费者实现可交互。从渠道价格体系恢复来看，2019年公司对经典五粮液换代，实现批价上涨约100元，2020年初经典五粮液批价站稳900元。
- 2) **国窖：提高价格政策执行力度，保证渠道利润。**2023年8月高度国窖出厂价由960元提升20元至980元。对于经销商而言成本上涨20元，但公司可以通过费用补贴、红包政策等费用支持弥补经销商成本，通过提高结算价，同时相应提高渠道返利保证渠道利润，有利于涨价落地，并且确保渠道利润。
- 3) **洋河：渠道利润提升，重塑渠道价值链。**洋河针对梦6+推行一物一码、多码关联的全新数字化控盘分利模式，重新梳理费用投放体系，产品升级后渠道利润明显提升。通过数字化手段技术实现精准追踪，根据扫码情况掌握渠道库存、货物流向，更好实现控盘；同时将渠道分利与扫码开瓶情况挂钩，实现费用后置，保证渠道利润合理分配。

图5. 高度国窖出厂价及批价走势



资料来源: 今日酒价, 国投证券研究中心

图6. 洋河梦 6+批价及渠道利润



资料来源: 渠道调研, 国投证券研究中心

图7. 酒企通过控盘分利提升价格管控力和渠道稳定性

量价管控

- ✓ **量:** 实施配额内、配额外, 同时对终端实施配额内, 控制核心产品投放。
- ✓ **价:** 实施价格双轨制, 配额内与配额外结算价存在差异, 确保价格稳定。
- ✓ **提价:** 提高结算价→提高渠道返利→涨价落地、确保渠道利润。

渠道利润

- ✓ **经销商利润:** 顺价价差、酒厂费用补贴、年底模糊返利、品鉴/旅游等费用支持、反向红包、年底分红等 (部分酒企有经销商持股平台)。
- ✓ **终端烟酒店利润:** 顺价价差、费用补贴、年底模糊返利、反向红包。

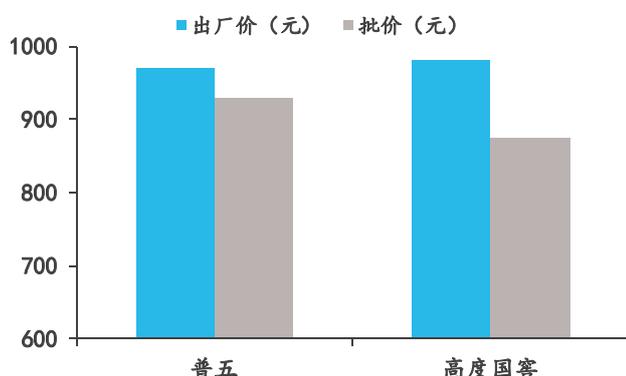
资料来源: 国投证券研究中心

2.3. 下行周期中, 价值传导受阻, 效果大打折扣

2.3.1. 高返利模式易造成费用沉淀, 造成实质性价格倒挂

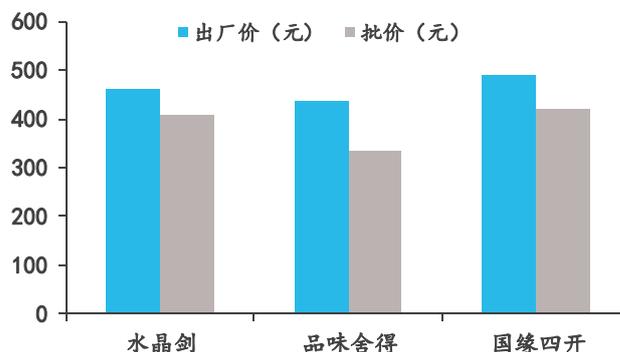
“控盘分利”模式下, 由于费用返利考核多与开瓶扫码挂钩, 费用沉淀容易造成价格倒挂。酒企通过数字化手段可直接将掌控产品动销及货流情况, 同时费用返利多与开瓶率、异地扫码率等指标挂钩倘若经销商扫码、开瓶指标考核未能完全合格, 经销商仅能拿到部分返利, 造成费用沉淀。当前批价普遍下行背景下存在费用补贴后经销商成本价高于批价的情况, 费用沉淀及费用未及时兑付造成实质性价格倒挂, 压缩渠道和终端的利润。

图8. 普五、高度国窖出厂价及批价情况（元）



资料来源：今日酒价，渠道调研，国投证券研究中心

图9. 部分次高端及地产名酒出厂价及批价情况（元）

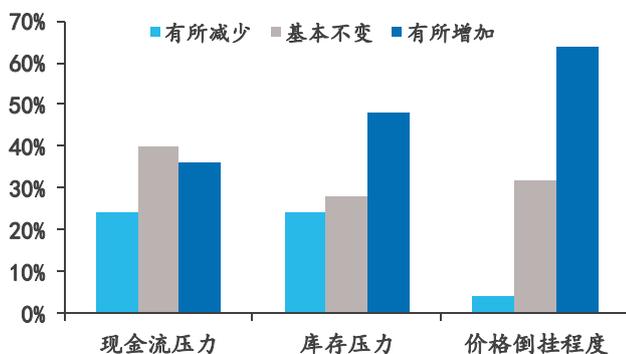


资料来源：今日酒价，渠道调研，国投证券研究中心

2.3.2. 动销减缓背景下，经销商成本提升

动销周转变慢批价承压，放大渠道压力。根据中国酒业协会，多数经销商反馈 2023 年 1-5 月与去年同期相比库存压力加大，同时价格倒挂程度同比有所增加。根据酒说，68%经销商反馈 2023 年动销速度放缓，当周转因为动销放缓时商家压力大幅提升，保证金等措施约束了经销商动作同时增加了现金流负荷。

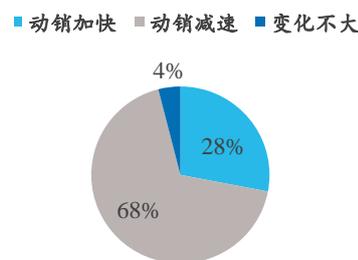
图10. 多数经销商今年库存压力增加



资料来源：中国酒业协会《2023 中国白酒市场中期研究报告》，国投证券研究中心；注：数据为今年 1-5 月与去年同期相比

图11. 多数经销商反馈今年以来动销放缓

经销商反馈动销状态



资料来源：酒说，国投证券研究中心

2.3.3. 批价下滑带来存货贬值预期，渠道积极性减弱

2023 年红包政策能够有效刺激动销，主要原因在于供给端库存较高、需求端宴席市场为主导对价格敏感。进入 2024 年，**行业主要问题变成了渠道和终端不赚钱，返利政策导致的价格下行使得经销商和终端赚钱预期降低。**具体来看，受整体需求端表现平淡影响，经销商库存压力大且存在急速回笼资金需求，叠加多数酒企红包政策常态化，部分经销商将红包政策费用折算为成本，降低销售价格从而快速出货，容易造成产品乱价和挺价难以支撑的情况。当批价下跌较多时，红包政策也难以弥补损失，**经销商和终端赚钱预期进一步下降，从而导致渠道积极性减弱。**

图12. 批价下滑导致渠道积极性减弱



资料来源: 国投证券研究中心

图13. 春节部分区域各酒企主流单品批价整体略有下滑

	当前批价	去年批价 (阳历同比)
五粮液	910-920	940左右
泸州老窖	870左右	900左右
山西汾酒	青20 345-355 复兴版780	青20/复兴版 340/790左右, 青20同比略增, 复兴版同比略降
酒鬼酒	红坛省内310左右 内参省内800左右, 省外760-770	红坛310, 内参780
舍得酒业	品味舍得: 340	品味舍得批价同比略降
洋河股份	梦6+: 560-580元 水晶梦: 360-370元 天之蓝: 265元 海之蓝: 105-120元	去年同期梦6+: 580-590 水晶梦: 410 天之蓝: 270 海之蓝: 138左右 基本同比均有下跌
今世缘	四开: 405-410 对开: 260 V3: 510-530	去年同期四开: 415-425 对开: 255左右 V系: 550左右 同比多有小幅下跌
古井贡酒	批价环比提升, 促销底价降5-10元 献礼/幸福: 80/90 古5: 108-110 古8: 200-205 古16: 310-330 古20: 490-510	古16古20批价相比去年同期向上 古8/古5/献礼有小幅下降
迎驾贡酒	批价环比下跌5-10元 洞6: 105 洞9: 190	洞6同比有小幅下跌
口子窖	口子5年78, 6年105, 10年220, 20年330	口子 5年/6年/10年/20年拿货价分别为 80-82/120/215/320元

资料来源: 渠道调研, 国投证券研究中心 (注: 数据仅代表个别区域经销商口径, 不代表公司整体情况)

图14. 春节部分区域各酒企库存整体略有上升

	当前库存	去年同期库存 (阴历同比)
五粮液	库存2个月 (略增)	1.5个月
泸州老窖	陆续到货, 库存两个半月 (略增)	1.5-2个月
山西汾酒	1.5-2个月 (持平)	去年同期1.5-2个月
酒鬼酒	省内2个月库存, 省外4个月库存 (下降)	23年初省内3个月, 省外5-6个月
舍得酒业	3个月 (略降)	3-4个月
洋河股份	梦6+在2个半月, 梦3水晶版三个月, 海天三个半月以上。团购商库存整体也在三个半月以上。	预计整体同比增加一个月左右库存
今世缘	国缘畅销品两个月, 部分经销商可能库存一个月左右。其他产品三个月左右。今世缘高沟3个月+。	预计整体同比增加半个月左右库存
古井贡酒	3个月 (略增)	2.5个月
迎驾贡酒	经销商+终端三个半月	比去年同期多半个月

资料来源: 渠道调研, 国投证券研究中心 (注: 数据仅代表个别区域经销商口径, 不代表公司整体情况)

3. 展望：短期内卷持续，中长期关注酒企对价值链分配能力

3.1. 短期红包力度难以大幅降低，同时边际效用减少

需求较弱背景下，消费者争夺政策或将延续。白酒促销作为促进动销和开瓶的方式，应当是阶段性和局部性的。但从酒企实际动作来看，当下行业挤压式增长使得各酒企纷纷加大促销投入，红包政策、瓶盖兑奖、冠名演唱会等政策频出，如今世缘、老白干、迎驾贡酒等相继举办大型演唱会；酒鬼酒、剑南春等推出“瓶盖换酒”活动。而红包政策以实际奖励的形式直接让利消费者，同时b端可获得返利销售积极性提升，在需求端扩张减缓的背景下，消费者争夺日趋激烈，相关投入或将持续。

图15. 酒鬼酒扫码红包、瓶盖换酒活动



资料来源：糖酒快讯，国投证券研究中心

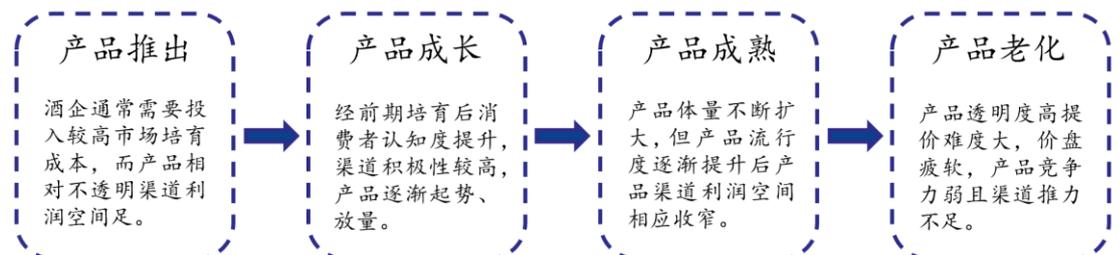
图16. 酒企相继举办大型演唱会



资料来源：淮海晚报，迎驾贡酒公众号，国投证券研究中心

费用投放逐步透明，边际效用减弱，价格压力凸显。随着红包政策逐步大众化，多数酒企都已同步跟进，同质化竞争下，经销商和消费者已经习惯红包政策，红包政策逐步成为一种“枷锁”，囚徒困境下各酒企只能持续加大投入力度，导致红包带来的边际效用逐步减弱。与此同时，随着红包力度逐步透明，渠道很容易将价格折算入成本，在需求环境较弱的背景下，经销商、终端烟酒店因库存高则需要快速出货，容易导致批价疲弱渠道空间相应收窄，终端销售积极性较低。

图17. 产品老化后或面临批价疲弱、渠道推力不足的问题



资料来源：国投证券研究中心

3.2. 升级新品及提价可重构价值链认知

需求不振直接提价难度大，升级新品可实现提价。产品价格透明化后，消费者了解产品低价，终端难以高价出售。且终端需求较弱时消费者对价格敏感度高，酒企直接提价难以落地，而提价幅度不合理容易被竞争对手挤压市场份额。终端烟酒店则因利润空间收窄销售积极性大幅降低，需要依靠大规模出货来保证利润空间，从而加剧低价销售现象。但通过升级产品则可更换产品概念，提价可顺利落地，并传递产品品质升级理念，改善消费者认知。以古井贡酒和洋河为例：

- 1) **古井贡酒**：年份原浆系列产品经过多次升级换代，2013-2015 年古井贡酒连续三年对献礼版进行产品和包装双重升级；2018 年古井贡酒升级古 16、古 20，同时再次升级献礼版；2019 年升级献礼版和古 5；2020 年推出年三十，并且对献礼版进行第六次升级。
- 2) **洋河股份**：海、天、梦三大单品不断迭代，2019 年 11 月洋河推出梦 6 的升级产品梦 6+，2020 年推出梦之蓝 M3 水晶版，后续相继推出 2021 版天之蓝和 2022 版海之蓝。

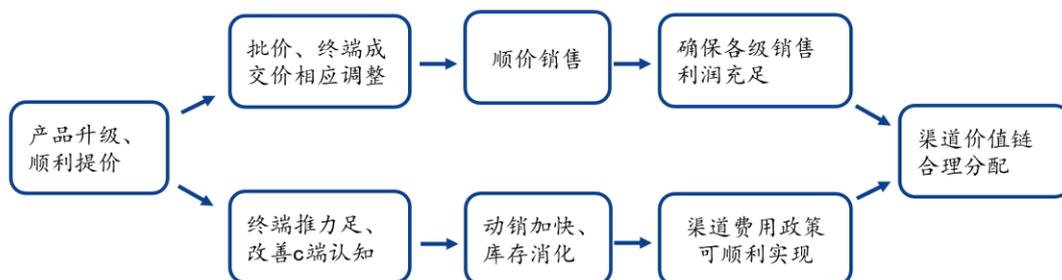
表3：古井贡酒年份原浆系列产品提价频繁

时间	内容
2010-01-01	红运、金奖系列等部分产品销售价格上调 5%。
2010-03-26	年份原浆系列产品销售价格上调 5%-20%。
2010-10-29	年份原浆系列产品出厂价格上调 5%-20%。
2011-03-21	淡雅系列和年份原浆系列产品出厂价格上调 3%-25%。
2014-11-30	年份原浆献礼版、5 年渠道供货价、经销价上调 5%。
2016-04-08	年份原浆献礼版实际成交价不得低于 85 元/瓶，年份原浆古 5 实际成交价不得低于 120 元/瓶。
2016-08-14	合肥市场，年份原浆 5 年渠道进货价上调 5 元/件。
2017-04-19	年份原浆献礼版终端价为 340 元，上调 20 元/箱，出厂价上调 2.5 元/瓶；年份原浆古 5 终端价为 480 元，上调 40 元/箱。
2018-03-02	年份原浆献礼版终端供货价上调 5 元/瓶，古 5 上调 8 元/瓶，古 8 上调 10 元/瓶，古 16 上调 20 元/瓶。
2020-12-16	年份原浆·古 20 产品出厂价格上调 20 元/瓶。
2021-03-25	年份原浆·古 20 产品价格进行调整：38 度、42 度古 20 经销价上调 40 元/瓶，52 度古 20 经销价上调 60 元/瓶。
2021-09-09	55 度古井贡酒第六代结算价上调 90 元/瓶。
2021-12-21	年份原浆·年三十产品团购成交价进行调整：1. 常规装：42 度团购成交价调整为 1400 元/瓶，52 度团购成交价调整为 1600 元/瓶；2. 生肖版：虎年生肖版团购成交价调整为 1800 元/瓶，牛年生肖版团购成交价调整为 2000 元/瓶。

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

产品迭代可重新梳理价格体系，重塑渠道价值分配链。产品能否延续大单品红利与渠道推动密切相关，关键则在于渠道是否可以维持合理的利润空间。而通过更新产品包装和品质、更换产品概念方式可以顺利实现提价，批价与终端成交价相应提高，渠道顺价销售利润空间相应改善，销售积极性提升促进终端动销，经销商与烟酒店亦可获得酒厂配套费用政策，重塑原有渠道价值链的价、费分配方式。

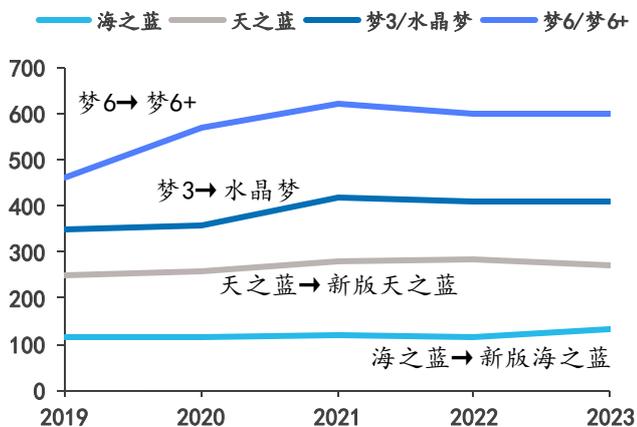
图18. 产品升级迭代可重塑渠道价值链



资料来源：国投证券研究中心

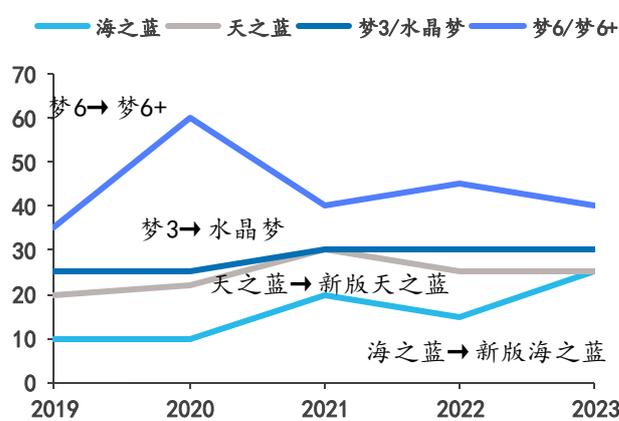
利润空间相继改善，渠道活力足。以洋河为例，2018 年年前公司面临产品老化、渠道库存积压等问题，且因利润空间不足渠道推力较弱，公司重新梳理产品和渠道体系，在酒体品质、包装、容量等方面进行升级，分别于 2019 年 11 月洋河推出梦 6 的升级产品梦 6+，2020 年推出梦 3 水晶版，2021 年推出新版天之蓝，2022 年推出新版海之蓝。产品迭代配合价盘提升，推动渠道利润提升，渠道推力改善。

图19. 洋河主要产品批价走势（元）



资料来源：渠道调研，国投证券研究中心测算

图20. 洋河产品升级后终端利润空间相继改善（元）



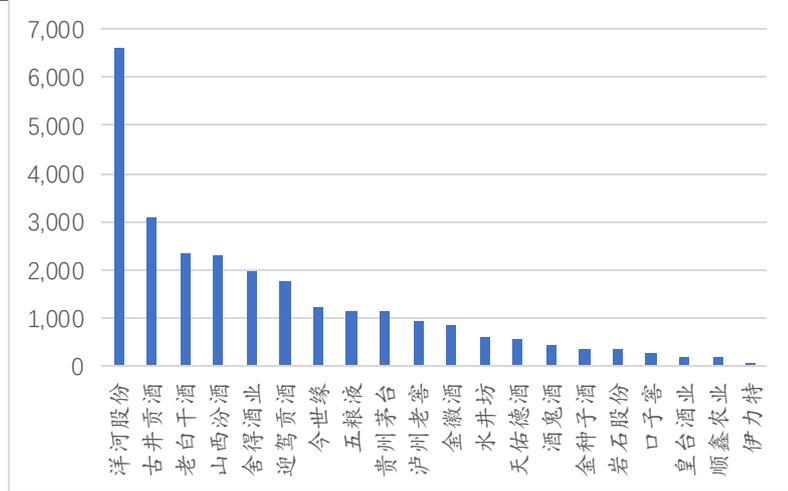
资料来源：渠道调研，国投证券研究中心测算

3.3. 酒企运营能力分化，政策执行力为胜负手

虽然红包政策等动销刺激形式已被广为采纳，众多名酒企也采用控盘分利的模式优化渠道价值链及提升渠道掌控力，但由于政策执行力度强弱有别，实际效果也大相径庭。我们认为，**在存量内卷阶段，酒企运营能力、政策执行力及落地效果或将成为竞争胜负手。**以产品迭代为例，顺利实现产品迭代要求公司具备出色渠道管理模式及适配的品牌价值，依靠新品价值调配空间重新设计价格体系及费用分配方式，通过渠道运营和整合维持价格体系和利润空间，经销商和终端则可以实现价值变现。而产品升级后需要通过品牌营销、市场培育将产品升级理念传递至消费者，让消费者认可并接受升级后的产品价值。

评判酒企运营能力的维度较多，但人才配置是其中的重要一环，酒企渠道体系完善、运营能力强化、政策执行优化都离不开人才储备。**红包政策直达终端，十分依赖对经销商和市场的服务**，因此销售人员数量多的酒企，相关政策的落地效果会相对更佳。

图21. 头部酒企销售人员数量相对更多



资料来源：公司年报，国投证券研究中心测算

此外，产品条线及价格带丰富的酒企，针对不同类型的产品，政策的制定、费用投入力度、客情关系的维护都会呈现出不同的特征，**在政策执行层面可以积累更加丰富的经验**。同时产品线全的酒企在行业下行期间**抗风险能力更强、政策灵活度更高**。我们看到区域名酒成为红包政策的发起者和主战场，且其互相之间的竞争更加精细残酷，其中一个重要因素就在于其在基地市场具备全面的产品线。

表4：区域名酒价位带布局全面

价位带	洋河股份	今世缘	古井贡酒	迎驾贡酒
千元价格带 800-1500元	梦之蓝 M9	国缘 V9、V6	古 26	生态洞藏大师版
超次高端 600-800元	梦 6+、贵 15	国缘 V3、今世缘 D30	古 20	洞 20、生态洞藏工匠版
次高端 300-600元	梦 6、梦 3 水晶版、天之蓝	四开、K5、K3、今世缘典藏 20	古 16	洞 16
中档酒 100-300元	海之蓝、贵 5	对开、单开、淡雅、柔雅	古 5、古 7、古 8	洞 6、洞 9
低档酒 100元以下	洋河大曲、珍宝坊	今世缘典藏 5 喜庆家 A3	窖龄、年份原浆献礼版	迎驾银星、迎驾金星

资料来源：各公司官网，国投证券研究中心

4. 投资建议

消费有韧性，春节超预期，首选边际改善明显标的，中长期仍然基于竞争力改善选股。前期市场对于消费比较谨慎、板块回调较多，春节过后市场对于消费韧性或有重新认识，板块存在估值修复的机会。短期最重要的变量是春节旺季表现，其中部分品类和标的改善较为明显，如部分次高端、高端白酒，具体标的如泸州老窖、五粮液、舍得酒业；中长期我们依旧延续前期思路，**在挤压式竞争背景框架下寻找竞争力强化的公司**，继续推荐公司品牌和管理能力强的标的，优选确定性的区域和高端酒，如**今世缘、山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒、五粮液、老白干酒等**。

表5: 重点公司估值表 (股价更新至 2024/02/23)

代码	简称	股价 (元)	股本 (亿)	归母净利润 (亿)			EPS (元/股)			归母净利润增长率 (%)			PE		
				2022	2023E	2024E	2022	2023	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600519	贵州茅台	1834.0	12.6	627.2	738.5	867.5	49.9	58.8	69.1	19.6	17.8	17.5	36.7	31.2	26.6
000858	五粮液	172.4	38.8	266.9	311.6	362.1	6.9	8.0	9.3	14.2	16.8	16.2	25.1	21.5	18.5
000568	泸州老窖	232.7	14.7	103.7	132.5	162.6	7.0	9.0	11.0	30.3	27.8	22.7	33.0	25.9	21.1
002304	洋河股份	138.8	15.1	93.8	110.5	133.5	6.2	7.3	8.9	24.9	17.8	20.8	22.3	18.9	15.7
000596	古井贡酒	267.0	5.3	31.4	40.5	50.8	6.0	7.7	9.6	36.8	28.9	25.5	44.9	34.8	27.8
600809	山西汾酒	226.3	12.2	81.0	101.9	127.9	6.6	8.3	10.5	52.4	24.9	26.5	34.1	27.3	21.6
600779	水井坊	68.5	4.9	12.2	12.8	15.5	2.5	2.6	3.2	1.4	5.0	21.2	27.5	26.2	21.6
603589	口子窖	59.8	6.0	15.5	18.7	22.1	2.6	3.1	3.7	-10.2	15.3	24.6	23.2	19.2	16.2
600559	老白干	25.9	9.1	7.1	7.6	10.6	0.8	0.8	1.2	81.8	7.5	39.4	33.5	31.1	22.3
600197	伊力特	24.7	4.7	1.7	4.6	5.9	0.3	1.0	1.3	-47.1	177.9	29.3	70.5	25.4	19.6
600702	舍得酒业	136.8	3.3	16.9	21.3	27.6	5.1	6.4	8.3	35.3	26.2	29.7	27.0	21.4	16.5
603369	今世缘	58.7	12.5	25.0	31.3	38.5	2.0	2.5	3.1	23.3	25.0	23.2	29.4	23.5	19.1

资料来源: wind, 国投证券研究中心预测 (加粗的公司为国投证券预测, 其余为 wind 一致预期)

5. 风险提示

宏观经济下行、需求不及预期、竞争格局恶化

目 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034