

证券研究报告

2024年03月20日

行业报告：行业专题研究

白酒

24年春节仍存三大超预期点

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 唐家全 SAC执业证书编号：S1110523110003

分析师 何宇航 SAC执业证书编号：S1110523090002



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

我们认为24年春节期间白酒行业总体表现平稳&内部强分化（符合预期），预计量同比接近持平，价仍保持弱增长态势（消费升级&降级同时存在，大众酒内部升级动力仍强劲），“渠道利润稳定”+“动销表现优秀”的高端/大众品牌表现优，“开门红”为其达到全年业绩目标概率再添一砖。

- **春节期间消费情况**：从交运/餐饮/电影/旅游等数据看，多实现同比双位数增长，为春节白酒动销奠定良好基础。
- **超预期点一：具备 α 酒企多完成春节回款目标。24年春节回款端分化明显，呈三大特征**：① **提前**：24年春节相对偏晚，酒企普遍于11-12月启动开门红回款；② **稳健**：虽24年春节回款时间点偏早，但是整体回款节奏平稳（头部酒企的完成进度符合预期）。③ **分化：回款进度分化；回款方式分化。**
- **超预期点二：实际春节动销或较市场此前悲观预期好。春节动销分化明显，呈两大特征**：① **量平**：24年春节期间500-800元价位带销量预计表现靠后，而高端酒/大众酒销量预计仍正增长，整体动销预计接近去年同期水平。② **分化**：价位分化明显。价位上看，24年高端酒/大众酒动销较好：高端酒节前提价利于渠道利润补充+价盘稳定，加速动销；大众酒则受益于酒厂针对动销及消费者大幅提升投放费用（扫码红包等），使得强品牌酒企动销表现优秀。
- **超预期点三：节后批价稳定度略超预期。春节批价分化明显，节后表现稳定，库存保持正常**：在经历了1月初批价回落后，节前1-2周批价走势持续向上&部分品牌回款加速，节后批价正常回落，整体价盘表现稳定&库存处于正常区间。
- ✓ **思考1之展望24Q1**：从回款进度看，基于高端酒/区域酒实际回款达成率多超预期，考虑23Q1板块业绩基数总体正常/偏低+回款节奏/库存健康度差异大+区域间表现分化+场景间表现分化，我们预计高端酒&徽酒&汾酒业绩表现良好，而次高端酒23Q1虽然基数总体偏低，但部分酒企仍面临高库存+弱动销+回款压力略大问题。
- ✓ **思考2之名酒提价的意义&后续是否会有提价潮**：①此前贵州茅台上提出厂价更多在于解决渠道利润分配的不合理问题，而五粮液/剑南春前提价意义更多在于解决批价倒挂问题/促进回款/提振渠道信心/梳理价盘；②名酒节前提价意义大于节后，而大众酒节后提价意义大于节前，预计部分大众品牌或将于淡季（Q2）进行提价/升级以保证强市场竞争力。

投资建议：仍关注三条主线：①具备 α ，即业绩稳定性：贵州茅台/山西汾酒/古井贡酒/泸州老窖/今世缘等；②或存潜在边际变化：五粮液/洋河股份等；③ β 主线：舍得酒业/水井坊/酒鬼酒等。

风险提示：供过于求；食品安全风险；需求疲软；市场同质化产品竞争加剧。

目 录

- 1、经销商大会/业绩目标梳理（预测）**
- 2、超预期点一：具备 α 酒企回款顺利**
- 3、超预期点二：24年春节动销较节前悲观预期好**
- 4、超预期点三：节后批价稳定度略超预期**
- 5、投资建议及风险提示**

经销商大会/业绩目标梳理 (预测)

24年各酒企最新战略方向：稳中求进主基调，聚焦战略抢份额

1.1 股东大会总结回顾：稳中求进主基调，聚焦战略抢份额

23年底以来各酒企相继召开经销商大会&股东大会&交流会&发布业绩预告，酒企对24年的策略态度逐步明朗，整体来看——在“供给端竞争加剧+渠道端信心不足+需求端温和复苏大背景下，“深耕优势市场”、“厂商共建”、“终端为王，BC联动”等为关键词。

虽主要酒企未公开提出明确增长目标，但仍以高质量稳健增长为主。24年是五粮液“厂商共襄”年；是山西汾酒“稳中求进”收尾年；是今世缘“省内精耕”年；是酒鬼酒“恢复增长”年；是古井贡酒“重整归零”年；是伊力特“发展关键”年。其中，古井贡酒明确提出24年营收240亿，25年营收300亿目标；今世缘提出25年挑战营收150亿目标不动摇；伊力特提出24年冲击30亿销售目标，3年攻坚50亿销售目标。从各酒企目前发布24年发展规划来看，24年巩固强势市场份额优势、推动渠道价值链重塑、拉动终端需求回暖将成为酒企主要努力方向，预计板块总体业绩保持高质量稳健发展态势。具体看——

- **高端酒：高质量稳健发展为主，业绩略带弹性。** 24年茅五泸增速平稳发展中略带弹性——贵州茅台：23年底普飞提价后24年茅台增长或将更加从容，我们预计24年贵州茅台收入/利润增速均有望继续超15%；五粮液：在普五提价&传统渠道减量之下，24年预计“控量挺价推动价值回归”为主，延续稳健增长，我们预计收入/归母净利润增速为10%以上；泸州老窖：考虑泸州老窖基数提升24年或有所降速，特曲、窖龄有望将接力贡献弹性，我们预计24年收入/归母净利润增速为20%以上。
- **次高端酒：表现或延续分化。** 次高端需求整体依然承压，我们预计23年清香龙头汾酒凭借香型差异化竞争优势&品牌优势逆势实现20%+较快增长，其余次高端业绩端均有承压降速、回调表现，其中酒鬼酒、水井坊23年以来回调较为明显。我们预计24年汾酒延续增长韧性，关注24年需求加速回暖带来的价位带潜在β行情。
- **区域龙头酒：发展势能延续，区域&品牌间表现分化。** 徽酒整体仍处于升级通道（古井贡酒、迎驾贡酒或仍享受徽酒结构升级&品牌集中红利，表现出较强业绩弹性，预计收入可实现+20%以上较快增长）；苏酒（今世缘省内势头延续，我们预计24年或实现营收+20%左右较快增长；洋河我们预计24年营收正增长）。我们预计区域酒24年整体将延续23年稳健兼弹性表现，其中受益于春节返乡的区域龙头24Q1业绩有望实现较高增长。

1.2 股东大会总结回顾：稳中求进主基调，聚焦战略抢份额

表：主要酒企23年规划目标和24年目标预测

公司名称	2023年目标（预测）	2024年目标（预测）	24年目标对比23年
贵州茅台	营业总收入较上年度增长15%左右	我们预计营收增速16%左右	目标基本持平
五粮液	营业总收入继续保持两位数的稳健增长	我们预计营收延续双位数增长	延续双位数稳健增长，目标预计持平
泸州老窖	预计营收目标为增长不低于15%	我们预计营收增速20%以上	预计24年目标与23年接近，实际预计仍可保持20%左右增长
山西汾酒	力争营业收入较上年增长20%左右	我们预计营收增速20%以上	24年增长目标预计略有降低，预计实际整体仍可实现20%左右增长
舍得酒业	2023年营业收入不低于74.1亿元	营收不低于100.2亿元	24年目标增速高于23年
洋河股份	力争实现营业收入同比增长15%	我们预计营收双位数增长	24年管理调整期，预计双位数稳健增长
今世缘	公司确定2023年经营目标为总营收100亿元左右，净利润31亿元左右	我们预计营收增速20%以上	24年高基数下预计略有降速
古井贡酒	2023年计划实现营业收入201亿元，较上年增长20.26%；2023年计划实现利润总额60亿元，较上年增长34.21%	我们预计营收增速20%以上	24年增长目标预计与23年接近
迎驾贡酒	预计营收20%左右	我们预计营收增速20%以上	24年增长目标快于23年

注：2023年目标除迎驾贡酒外均为公司年报预计，迎驾贡酒为公众号“酒业家”预测，舍得酒业为股权激励目标；2024年目标（预测）为分析师盈利预测，舍得酒业为股权激励目标

资料来源：酒业家公众号，微酒公众号，贵州茅台、五粮液、山西汾酒、舍得酒业、洋河股份、今世缘、古井贡酒公告等，天风证券研究所

1.3 股东大会总结回顾：稳中求进主基调，聚焦战略抢份额

表：23年底以来酒企经销商大会/股东大会主要会议内容

证券简称	时间	会议	核心
山西汾酒	2023/12/6	“风劲势好正扬帆 再启新征程向未来”-2023汾酒全球经销商大会	稳中求进年 ：青50做高、青40做实、青30做强、青20做大；渠道拓展烟酒店同时兼顾高端团购、餐饮渠道等。
老白干酒	2023/12/8	“守正创新 聚势共赢”-2024年营销发展大会	守正创新年 ：管理提效，推行阿米巴管理；营销转型，回款导向转向市场动作导向；深耕河北，面向全国。
酒鬼酒	2023/12/9	“赢战·何惧风雨，蓄力而发”-酒鬼酒馥郁大会	恢复增长年 ：深化费用改革，强化BC联动；聚焦打造“红坛+内参（甲辰版）”核心单品；聚焦打造湖南“粮仓”市场+全国30个样板市场。
五粮液	2023/12/18	“同心同向同行 共创和美未来”-1218经销商大会	厂商共襄年 ：增厚渠道利润，厂商关系更加融洽；普五控量调价，推动价值回归；持续优化渠道结构，大数据赋能传统渠道提质，强化直销渠道建设。
古井贡酒	2023/12/28	“冲向300亿，奋进新征程”-古井贡酒年份原浆全球经销商大会	重整归零年 ：2024年冲向300亿。
今世缘	2023/12/9	“汇聚缘动力，勇攀新高峰”-2024今世缘发展大会	省内精耕年 ：推进省内精耕攀顶；省外“三聚焦”；坚定2025年挑战营收150亿目标不动摇。
贵州茅台	2023/12/30	茅台集团市场工作会	目标冲刺年 ：“终端为王”，集中炮火弹药，建设终端形态、业态、生态，用终端建设触达更多消费者。
伊力特	2024/1/17	“迎击挑战·齐心共赢”-厂商合作发展年会	发展“关键”年 ：24年销售目标30亿，3年攻坚50亿；加强品牌建设，提升品牌价值；加强全国化布局，品牌运营总部迁至成都助力全国化；条码管理末位淘汰，聚焦培育大单品。

资料来源：酒业家、微酒、AHTV第一时间、名酒观察等公众号，天风证券研究所

1.3 股东大会总结回顾：稳中求进主基调，聚焦战略抢份额

表：主要酒企股权激励目标情况一览

公司	股权激励草案公布日	股权激励草案公布日股价	授予价格	授予人数	股权激励规模	2024年激励目标	24年解禁数量
舍得酒业	2018年11月30日	22.38元	10.51元	362	778.1万股	激励有效期截止于2022年	/
山西汾酒	2018年12月14日	27.96元	19.28元	395	568万股	激励有效期截止于2021年	/
水井坊	2019年7月6日	51.38元	25.56元	13	24.22万股	激励有效期截止于2022年	/
洋河股份	2021年7月16日	206.41元	103.73元	不超过5100	945.85万股	激励有效期截止于2022年	/
泸州老窖	2021年9月27日	205.04元	92.71元	441	692.86万股	激励有效期截止于2023年	40% (277.14万股)
老白干酒	2022年4月18日	21.62元	10.34元	209	1759万股	2024年净资产收益率不低于10%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平；2024年净利润较2020年复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平；2024年主营业务收入占比不低于95%	40% (703.6万股)
今世缘	2022年8月1日	46.15元	56.24元	334	768万股	以2021年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于90.6%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；以2021年扣除非经常性损益净利润为基数，2024年扣除非经常性损益净利润增长率不低于52.1%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；2024年净资产收益率不低于21.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；2024年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。	40% (307.2万股)
舍得酒业	2022年10月15日	137.65元	69.04元	284	116.91万股	2024年营业收入不低于100.2亿元或2024年归母净利润不低于20.5亿元	33% (38.58万股)
口子窖	2023年3月16日	68.72元	35.16元	58	313.42万股	以2022年的净利润为基数，2024年净利润增长率不低于30%；以2022年的营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于30%。	40% (125.37万股)
天佑德酒	2023年8月22日	14.26元	7.12元	51	944万股	2024年营业收入达到13.72亿元 (触发值13.00亿元，解除比例80%)	40% (377.6万股)

资料来源：各公司公告，天风证券研究所



超预期点一：具备 α 酒企回款顺利

24年春节回款三大特征
“提前、稳健、分化”

2.1 24年节前回款呈现“提前、稳健、分化”特点

回顾23年渠道回款特点：

- **波动**：23年春节渠道打款节奏伴随着渠道信心的较大波动&较高库存变化。
- **后延**：由于23年元旦后报复性消费出现，使得春节动销的起点为1月（而非传统12月），且区别于往年春节后为淡季，由于春节后疫情程度减轻，因此迎回补性消费（存在回补性节后打款情况），从而推动渠道打款/动销时间延长。
- **分化**：动销分化背景下，流通性强/动销更优的品牌渠道回款积极性强，而库存偏高&动销略弱酒企回款顺利度则相对弱。

着眼24年渠道回款特点：

- **提前**：24年春节相对偏晚，但酒企为保证回款，普遍于11-12月开始较早开始启动开门红回款；
- **稳健**：虽24年春节回款时间点偏早，但是整体回款节奏顺利，主因：24年开门红酒企在追求进度的同时亦更加重视动销拉动（BC联动，加码红包等）和渠道支持。
- **分化（集中度进一步提升）**：①**回款进度分化**：我们预计回款进度或存分化；②**回款方式分化**：我们预计酒企回款方式或存分化。

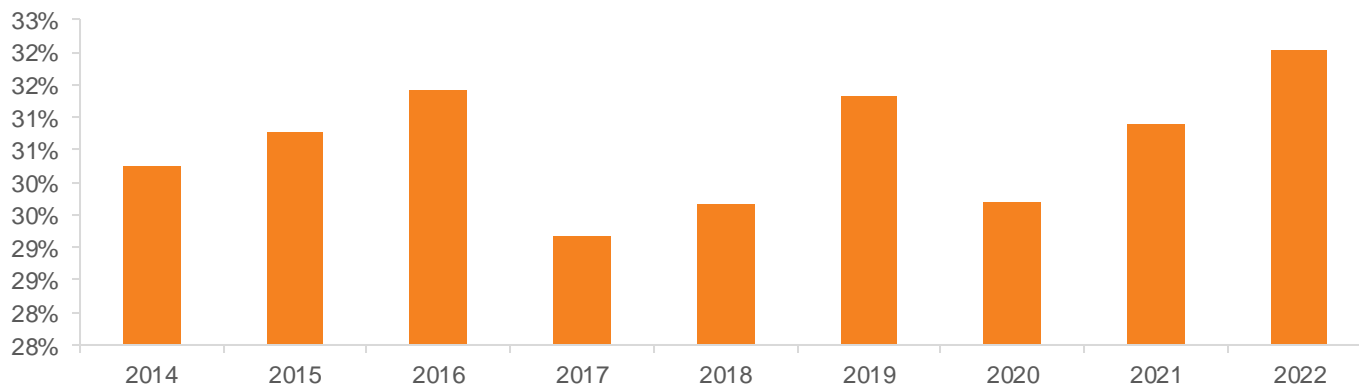
资料来源：浙江省酒类流通协会公众号，中研普华管理咨询公司，天风证券研究所

2.2 24年节前打款呈现“提前、稳健、分化”特点

超预期点一：具备 α 酒企均完成回款目标（节前市场预期：并非所有酒企都能完成回款目标，包括高端/区域酒；实际情况：高端/区域酒企基本均完成节前回款目标，实际表现略超预期）。

- **春节比例：**随着中秋国庆旺季逐步变淡，春节酒水消费集中度越来越高，因此一季度收入占全年收入比从20年以来呈上升态势。若酒企回款春节期间完成回款比例较去年同期高，意味着24Q1业绩实现正增长概率高&实现全年业绩概率大。
- **24Q1业绩展望：**从回款进度看，基于高端酒/区域酒实际回款达成率多超预期，考虑23Q1板块业绩基数总体正常/偏低+回款节奏/库存健康度差异大+区域间表现分化+场景间表现分化，我们预计高端酒&徽酒&汾酒业绩表现良好，而次高端酒23Q1虽然基数总体偏低，但部分酒企仍面临高库存+弱动销+回款压力略大问题。基于此，我们对24Q1酒企业绩进行了初步预测：1) 高端酒：总体保持稳健发展态势，其中泸州老窖业绩弹性较高；2) 次高端酒：汾酒保持较强增长韧性&弹性，水井坊低基数下或实现恢复性增长，舍得、酒鬼酒预计表现平稳；3) 区域酒：受益返乡+回款顺利下，24Q1业绩具备一定弹性。

图：2022Q1上市18家酒企收入占全年比>30%



资料来源：Wind，天风证券研究所



超预期点二：24年春节动销较节前悲观预期好

24年春节动销情况

- ① 量平：量预计整体接近持平；
- ② 分化：高端&大众价位仍动销优秀；
- ③ 时点集中：动销时间点集中于节前1-2周。

3.1 复盘23年：宴席场景表现超预期，区域间/价格带间分化明显

复盘23年：春节期间动销前低后高，节后回补节奏略超预期，区域间/价格带间表现有所分化。分区域，安徽、江苏、四川、河南等“经济强&返乡多&氛围浓”省份白酒动销恢复较快；分价格，礼品刚需下高端酒稳定，区域酒凭借基地市场动销表现超预期，品牌集中度提升。

- **整体来看**：受返乡潮拉动，白酒春节动销恢复速度超预期。根据国家税务总局增值税发票的数据显示，23年春节，全国消费相关行业销售收入同比增长12.2%，相比2019年春节假期年均增长12.4%。其中酒水饮料春节期间需求旺盛，酒、饮料及茶叶销售收入同比增长18.7%，比2019年春节假期年均增长16.4%。

- **分区域来看**：安徽、江苏、四川、河南等“经济强&返乡多&氛围浓”省份白酒动销恢复速度较快，浙江、广东、黑龙江等省份稍弱。

- 1) 受经济水平较强、返乡人数较多、白酒饮用送礼氛围浓厚等因素影响，安徽、江苏、四川、河南等省份白酒动销率先恢复：

渠道反馈：安徽、江苏、四川、河南等地白酒春节动销普遍恢复至去年9成左右，大众价格带及宴席场景表现更优。

终端反馈：安徽、江苏、四川超半数走访终端反馈春节动销与22年相近或好于22年。

- 2) 白酒氛围较弱、经济水平较弱省份白酒动销恢复速度相对较缓，浙江、广东、黑龙江等省份终端反馈春节白酒动销稍弱。

- **分价格带来看**：礼品刚需下高端酒表现稳定，区域酒凭借基地市场动销表现超预期，总体品牌集中度加强。

- 1) **高端酒**：由于春节礼品刚需，高端酒23年春节表现稳定，五粮液动销优异。①贵州茅台：飞天批价稳中有升，终端反馈茅台总体库存水平较低，处于供不应求状态。②五粮液：普五23年春节批价回落至940-950元左右，性价比凸显，为烟酒店高端酒主推产品，动销表现在高端酒中最优。③泸州老窖：国窖批价相对稳定，总体动销表现弱于五粮液，在江苏、安徽、浙江、广东等非强势市场动销较弱。

- 2) **次高端区域酒**：受返乡潮影响，区域酒凭借基地市场动销表现超预期，次高端酒表现稍弱。①区域酒：洋河、今世缘、古井、口子、迎驾等主要区域酒在23年春节加强折扣力度、宴席政策、红包返利，通过促销有效抢占春节市场份额，回款、动销均较优。②次高端酒：各区域表现分化，传统强势市场仍延续较优表现，如剑南春、舍得在四川区域表现较优，汾酒在山西、河南等区域表现较优。

- 3) **中高端酒**：返乡潮下大众价位带表现较优，各地本土品牌相对较强。江苏以洋河、今世缘为主，安徽以古井、口子、迎驾为主。

3.2 着眼24年：24年春节旺季动销呈3大特点

着眼24年：综合考虑动销窗口期拉长+人流量全面回归正常+消费降级&升级持续+整体社会消费同比提升，24年春节旺季动销呈3大特点：

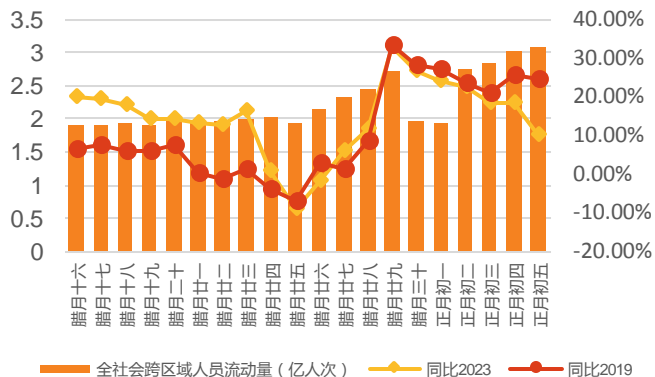
①量平：量预计整体接近持平；②分化：高端&大众价位仍动销优秀；③时点集中：动销时间点集中于节前1-2周。

一、24年春节期间整体消费相较去年同期增长

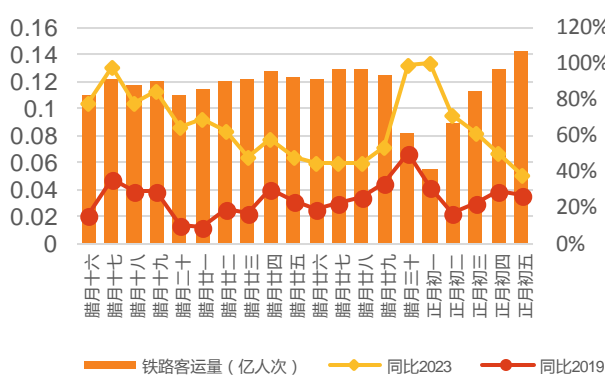
- **从春运人流量数据看：24年春节跨区域人流量较19年实现正增长。** 24年是20年以来春节旺季人流量首次全面摆脱疫情干扰，春运开启以来全国跨区域人流量及铁路、民航客流量数据看，24年春节人流量同比19年首次实现增长。截至2月14日（春运第20天），全社会跨区域日均人流量2.23亿人，较23年、19年同期分别+14.4%、+11.0%；铁路累计客运量2.3亿人次，较23年、19年同期分别+64.9%、+25.1%；民航累计客运量4207.8万人次，较23年、19年同期分别+74.1%、+18.9%。
- **从旅行出行数据看：24年春节文旅消费高涨。** 1) 携程数据显示，春节假期首日，旅游订单同比增长102%，门票订单同比增长超300%，国内接送机订单同比增长75%，均大幅超过2019年同期水平。2) 滴滴出行数据显示，今年初一至初三，休闲娱乐场景的网约车叫车需求，相比2019年同期上涨约70%，相比2023年同期上涨近60%；前往机场、火车站等大型交通枢纽的网约车叫车需求，相比去年同期上涨超50%。3) 根据飞猪酒店方面数据，春节期间的国内中长线路游商品订单量较2019年增长超150%，国内高星级酒店的间夜量较2019年增长近150%，定制旅游商品的预订量较2019年劲增近800%。4) 根据各地区文旅厅数据，北京、上海、广州、深圳、内蒙古、河南等多地春节假期前四天接待游客人数均超去年同期水平。
- **从餐饮数据看：24年春节宴席回暖持续，外卖消费涨幅明显。** 餐饮场景恢复叠加婚宴回补，加速回暖的宴席消费在2023年表现格外亮眼，这一火爆趋势也延续至2024春节。今年春节，宴席市场用酒需求回暖，多数餐饮场所宴席预订率接近100%，成都部分饭店元宵前的位置早在1月中旬就已被抢定一空。美团外卖数据显示，春节期间外卖消费涨幅亮眼，其中年夜饭外卖异地订单同比去年增长29%。
- **从电影票房数据看：春节档票房破80亿，创同档期新纪录。** 2024年春节假期（2024年2月10日至2月17日）全国电影票房为80.16亿元，观影人次为1.63亿，相比2023年春节假期票房和人次分别增长了18.47%和26.36%，均创造了同档期新的纪录。票房前4名影片分别为：《热辣滚烫》27.18亿元，《飞驰人生2》23.98亿元，《熊出没·逆转时空》13.89亿元，《第二十条》13.4亿元。

3.3 着眼24年：24年春节旺季动销呈3大特点

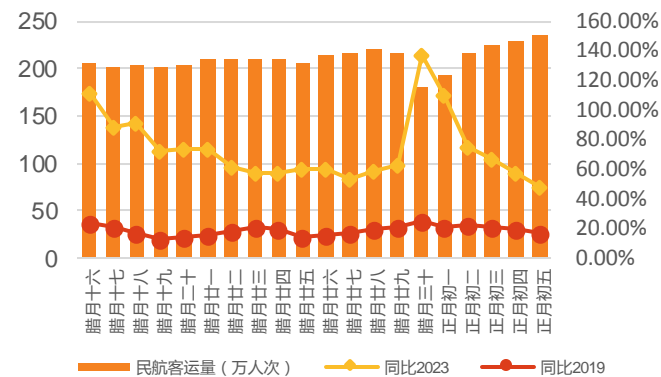
图：春运前20日跨区域人流量情况



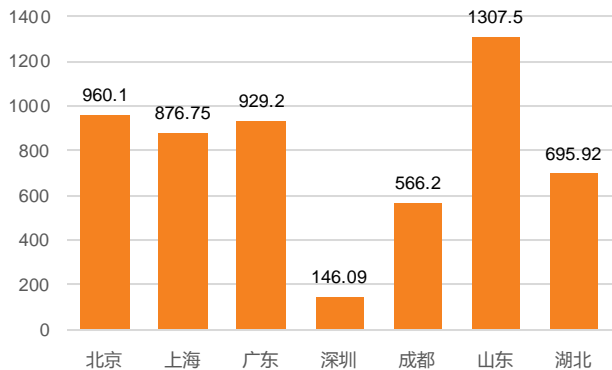
图：春运前20日铁路客运量情况



图：春运前20日民航客运量情况

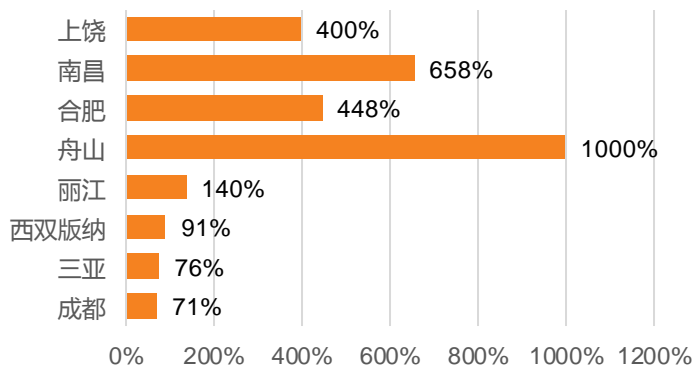


图：部分主要地区春节旅游数据



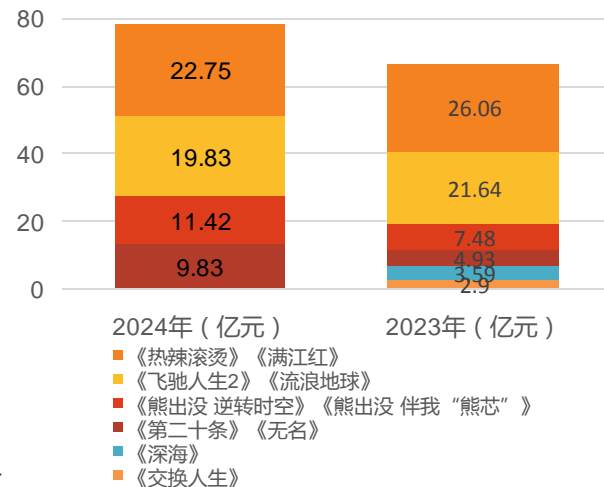
春节前四天重点景区累计接待游客（万人次）

图：热门城市外卖订单涨幅



返乡热门城市及旅游热门城市外卖订单涨幅

图：春节档主要电影票房对比



资料来源：交通运输部官网，国家电影局官网，北京新闻网、文汇报、网信广东、深圳新闻网等微信公众号，天风证券研究所

3.4 着眼24年：24年春节旺季动销呈2大特点

二、24年春节整体动销相较去年同期接近持平（超预期点二：节前市场预期整体动销或负增长，较为悲观）

- **量平：量预计整体接近持平。**受居民&企业消费力整体有所下降影响，24年春节500-800元价位带销量预计表现靠后，而高端酒/大众酒受益于刚需特征，销量预计仍实现正增长（全渠道选择下，优势品牌动销增长），整体动销预计接近去年同期水平。
- **分化：价位动销分化明显。价位上看，24年高端酒/大众酒动销较好：**高端酒节前提价利于渠道利润补充+价盘稳定，从而提振渠道端信心，加速动销；大众酒则受益于酒厂针对动销及消费者大幅提升投放费用（扫码红包等），使得强品牌酒企动销表现优秀。
- **高端酒：延续稳健增长。**高端酒的刚需属性（礼品/投资属性等）赋予其更强增长韧性，旺季量在价先，节后价盘走势系行业景气度重要观察点。23年底高端龙头先后针对核心大单品提价（但弱需求环境下次高端及区域龙头酒企并未立即跟随提价），春节旺季期间渠道仍以走量为主，提价尚未传导至终端，节后随渠道库存去化，提价能否顺利传导至消费者将成为板块景气度向上的重要标志。
- **次高端酒：24Q1部分次高端动销&业绩基数较低，**总体仍面临商务用酒需求偏弱+库存同比提升的压力，我们认为春节旺季动销将决定渠道库存去化、资金回笼情况，进而决定渠道节后补货积极性&24Q1开门红表现。
- **区域酒：大众价位表现普遍较强，**中高档价位有优势的地产龙头将优先受益。在春运交通数据向好背景下，24年春节人流量的提升或利好流动性大众价位带消费。

总结来看：考虑节前回款进度&23Q1基数因素，预计24年开门红整体表现稳健（动销或延续分化，报表分化或被基数因素弱化）。我们仍看好节前回款顺利&春节动销稳健的高端龙头、区域酒龙头，同时估值低位&业绩低基数下关注需求端边际变化带来的次高端修复弹性机会。

四

超预期点三：节后批价稳定度略超预期

春节批价&库存表现

提前发货+动销集中点偏高导致批价经历“V”型

节后库存保持正常水平

4.1 1-2月白酒批价波动明显，整体保持平稳

图：主要酒企批价走势一览（12月-2月）

	20231223	20240106	20240120	20240203	20240216
贵州茅台	飞天茅台散装/1935批价为2720/1050元左右	飞天茅台散装/1935批价为2710/1050元左右	飞天茅台散装/1935批价为2695/1050元左右	飞天茅台散装/1935批价为2690/1050元左右	飞天茅台散装/1935批价为2700/1050元左右
五粮液	八代五粮液批价约955元	八代五粮液批价约960元	八代五粮液批价约960元	八代五粮液批价约965元	八代五粮液批价约965元
泸州老窖	国1573/特曲60批价约为875/420元	国1573/特曲60批价约为875/420元	国1573/特曲60批价约为875/420元	国窖1573/特曲60批价约为875/420元	国窖1573/特曲60批价约为875/420元
洋河股份	M6+/M3水晶版/天之蓝/海之蓝省内批价分别为600/435/278/120元	M6+/M3水晶版/天之蓝/海之蓝省内批价分别为600/435/278/120元	M6+/M3水晶版/天之蓝/海之蓝省内批价分别为600/435/278/120元	M6+/M3水晶版/天之蓝/海之蓝省内批价分别为600/435/278/120元	M6+/M3水晶版/天之蓝/海之蓝省内批价分别为600/435/278/120元
古井贡酒	古20/古16/古8/古5/幸福批价分别为490/320/225/103/76元	古20/古16/古8/古5/幸福批价分别为490/320/225/103/76元	古20/古16/古8/古5/幸福批价分别为490/320/225/103/76元	古20/古16/古8/古5/幸福批价分别为490/320/225/103/76元	古20/古16/古8/古5/幸福批价分别为490/320/225/103/76元
口子窖	口子30年/20年/10年/6年批价分别为720/320/215/100元	口子30年/20年/10年/6年批价分别为720/320/215/100元	口子30年/20年/10年/6年批价分别为720/320/215/100元	口子30年/20年/10年/6年批价分别为720/320/215/100元	口子30年/20年/10年/6年批价分别为720/320/215/100元
山西汾酒	青花30复兴版/青花20/老白汾10/老白汾15/玻汾批价分别为810/370/118/160/40.5元	青花30复兴版/青花20/老白汾10/老白汾15/玻汾批价分别为810/370/118/160/40.5元	青花30复兴版/青花20/老白汾10/老白汾15/玻汾批价分别为810/370/118/160/40.5元	青花30复兴版/青花20/老白汾10/老白汾15/玻汾批价分别为860/375/118/160/40.5元	青花30复兴版/青花20/老白汾10/老白汾15/玻汾批价分别为860/375/118/160/40.5元
酒鬼酒	省内内参酒/老红坛批价稳定在850/420元左右	省内内参酒/老红坛批价稳定在850/420元左右	省内内参酒/老红坛批价稳定在850/420元左右	省内内参酒/老红坛批价稳定在850/420元左右	省内内参酒/老红坛批价稳定在850/420元左右
水井坊	典藏/井台/臻酿8号批价分到为690/455/360元	典藏/井台/臻酿8号批价分到为690/455/360元	典藏/井台/臻酿8号批价分到为690/455/360元	典藏/井台/臻酿8号批价分到为690/455/360元	典藏/井台/臻酿8号批价分到为690/455/360元
舍得酒业	舍之道/品味舍得/智慧舍得批价分别约135/333/450元	舍之道/品味舍得/智慧舍得批价分别约135/330/450元	舍之道/品味舍得/智慧舍得批价分别约135/330/450元	舍之道/品味舍得/智慧舍得批价分别约135/330/450元	舍之道/品味舍得/智慧舍得批价分别约135/330/450元
珍酒李渡	珍30/珍15/珍8/珍5批价分别为780/340/190/135元	珍30/珍15/珍8/珍5批价分别为765/330/190/135元	珍30/珍15/珍8/珍5批价分别为765/330/190/135元	珍30/珍15/珍8/珍5批价分别为765/330/190/135元	珍30/珍15/珍8/珍5批价分别为765/330/190/135元

在经历了1月初批价回落后，节前1-2周批价走势持续向上&部分品牌回款加速，节后批价正常回落，整体价盘表现稳定&库存处于正常区间。

具体看：

- 1月初~1月中：批价回落。部分品牌批价出现回落，我们认为或主因24年春节回款&发货开启时间较早（12月），在1月初~月中货密集到位后，处于仍有资金需求+大众动销尚未开始，库存高企背景下，批价出现正常回落。
- 1月中~1月底：批价回升。在五粮液/剑南春等品牌提出提价举措等背景下，渠道信心不断提振：主要品牌批价出现修复（比如：五粮液在提价政策出台后，批价趋势短期向上等）。
- 2月初-2月中：批价表现企稳。批价保持稳定/有所提升：茅台/五粮液八代等批价略上行，而其他产品多稳定。考虑到23年节后此时多品牌批价出现不同程度下滑，今年批价稳定性良好。

超预期点三：节前市场认为节后核心品牌批价或下行，实际正月期间核心品牌批价稳定度高。

资料来源：今日酒价公众号，天风证券研究所

4.2 名酒价格倒挂现象普遍，节前提价意义大于节后

我们认为此前贵州茅台上提出厂价更多在于解决渠道利润分配的不合理问题，而五粮液/剑南春节前提价意义更多在于解决批价倒挂问题/促进回款/提振渠道信心/梳理价盘，具体看：

大背景：从当前白酒市场来看，主流的千元高端大单品们已基本处于价格倒挂和倒挂的边缘，整体市场价格被全部压缩回到了千元以内。而整个产品消费价格带的下移，也给了次高端以及水晶剑这样的中高端产品巨大的压力，加之整体市场的消费仍旧乏力，市场更加内卷。

事件：春节前五粮液/剑南春均发布提价通知：自2月5日0时起，八代五粮液上调50元/瓶。在五粮液宣布提价的几天后，剑南春发布涨价通知：剑南春旗下最为核心的大单品——水晶剑，将于2024年3月1日起，上调出厂价，每瓶涨幅15元（出厂价将由原来的395元提升至410元）。

① **五粮液：**公司颁布提价公告，旨在促进渠道回款，同时稳定价盘以稳定渠道利润。**提价通知颁布后**，批价逐步回升，且公司回款目标达成。

② **剑南春：**公司颁布提价公告，本次剑南春的调价与以往一样，同样由省区先行发起，在确保经销商利润的基础上，将在后续统一发文，这也显示出剑南春也在通过本次提价试图从部分区域开始测试渠道和市场的反应，以跟进全国市场的调价进程，渠道对于其价格趋势向上预期较低，认为在动销没有明显好转情况下，价盘倒挂或仍延续。

名酒节前提价意义大于节后，而大众酒节后提价意义大于节前，预计24Q2大众酒亦将迎提价/升级潮。我们认为节后淡季大众酒或亦再迎一轮提价潮，主因：

①对于名酒来说，上半年核心销售/回款时点在春节，因此保证春节期间价盘稳定利于渠道利润稳定（从而维护渠道秩序），因此节前提价意义大于节后提价意义；②对于大众酒来说，春季期间多为“走量”时刻，且淡季日常消费量较名酒大，因此节后提价意义大于节前；③考虑到当前整体消费环境仍略有压力，我们认为经销商&终端会更倾向于选择“渠道利润稳（能赚到钱）/动销好（能走量）”的品牌，而渠道利润稳则来源于：①阶段性的量价举措（包括提价）；②多形式补充渠道利润（包括货折/返利等），在集中度加速提升的当下，我们预计部分大众品牌或将于淡季（Q2）进行提价以保证强市场竞争力。

五

投资建议及风险提示

投资建议

投资建议：仍关注三条主线：①具备 α ，即业绩稳定性：贵州茅台/山西汾酒/古井贡酒/泸州老窖/今世缘等；②或存潜在边际变化：五粮液/洋河股份等；③ β 主线：舍得酒业/水井坊/酒鬼酒等。

表：23-24年重点标的营收、利润增速预测

日期	2024/3/20	收盘价（元）	投资评级	EPS		PE		收入增速%		归母净利润增速%	
证券代码	证券简称			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	1,708.02	买入	59.05	70.43	28.92	24.25	16.9%	16.4%	18.3%	19.3%
000858.SZ	五粮液	157.37	买入	7.79	8.83	20.20	17.82	12.0%	12.0%	13.3%	13.4%
000568.SZ	泸州老窖	190.74	买入	9.01	10.96	21.17	17.40	23.5%	20.5%	27.9%	21.7%
600809.SH	山西汾酒	250.48	买入	8.55	10.73	29.30	23.34	23.3%	21.4%	28.9%	25.4%
000799.SZ	酒鬼酒	62.70	买入	2.12	2.81	29.58	22.31	-23.8%	23.0%	-34.5%	32.8%
600779.SH	水井坊	50.73	买入	2.57	3.13	19.74	16.21	3.0%	18.5%	3.1%	22.1%
600702.SH	舍得酒业	84.89	买入	5.35	6.54	15.87	12.98	17.7%	20.2%	5.7%	22.4%
002304.SZ	洋河股份	104.25	买入	7.22	8.28	14.44	12.59	15.0%	14.6%	16.0%	14.7%
603369.SH	今世缘	59.06	买入	2.52	3.11	23.44	18.99	27.4%	22.5%	26.1%	23.6%
603198.SH	迎驾贡酒	68.74	买入	2.74	3.46	25.09	19.87	24.2%	22.7%	28.8%	25.9%
000596.SZ	古井贡酒	256.89	买入	8.42	10.95	30.51	23.46	22.4%	21.0%	41.6%	30.0%

资料来源：各公司公告，Wind，天风食品饮料团队预测值，天风证券研究所

风险提示

1、供过于求

消费需求裹足不前，白酒供给市场流通的量远超出需求市场的消化能力，大量白酒企业库存多动销难。

2、食品安全风险

食品安全、环境保护等政策对白酒行业以及产品的要求越来越高，白酒产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。

3、需求疲软

如今经济下行，消费者消费能力减弱，且禁酒令颁布后商务用酒大大减少，市场需求不足的情况下白酒行业普遍动销困难，不利于行业长期健康稳定发展。

4、市场同质化产品竞争加剧

中国白酒行业竞品总体差异化不明显，同质化较高且行业创新能力、产品迭代速度缓慢，导致市场竞争异常激烈，未来抢占全国市场份额或将会存在较大挑战。

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。

一般声明

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

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

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS