

证券研究报告

# 白酒春节反馈：动销改善，批价稳定

食品饮料行业 强于大市（维持）

## 证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号：S1060521030001

王 萌 投资咨询资格编号：S1060522030001

王星云 投资咨询资格编号：S1060523100001

2024年2月19日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

# 并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

# 核心要点

- **24年春节消费回暖，整体动销优于预期。**受到宏观经济环境影响，消费持续疲软，春节前资本市场对白酒旺季预期较弱，从调研反馈来看，开门红经销商打款节奏跟往年基本持平，门店节前备货观望氛围较强、积极性不足。但春节期间，消费整体回暖，白酒终端门店出货速度有所加快，动销由平转暖，产品批价表现坚挺，整体表现优于节前预期。
- **行业延续分化，马太效应明显。**分渠道看，大众流通节前较平，但春节销售转暖，宴席则表现平稳，企业用酒量有所下滑，部分存在降级，商务团购仍有压力；分主体看，白酒信心分化，厂家>经销商>终端门店，终端烟酒店节前反馈消极，但节假日期间有所改善；分区域看，河南、江苏、安徽等地表现优于河北、山东；分价格看，春节期间高端酒需求平稳，100-300元价格带增长势头较优，次高端价格带整体压力较大，白酒消费向龙头集中，马太效应明显。
- **价格下行压力较大，但春节期间较坚挺。**近年来，行业整体呈现“以价换量”的趋势，名酒价格下行压力较大，经销商与烟酒店利润空间进一步被压缩，备货较谨慎、囤货意愿不强。然而得益于提价、物流、需求回暖等因素影响，2024年春节期间河南、华东、四川等地名优酒批价企稳回升。
- **费用投放前置，以促进动销为核心。**近年来，厂商的费用逐渐向C端转移，以促进动销，培育消费氛围为核心。渠道调研反馈今年春节该趋势延续，费用投放力度环比增大，名优酒企加大红包返利与宴席政策支持，加强窜货管理，帮助经销商与终端消化库存，合理分配利润。



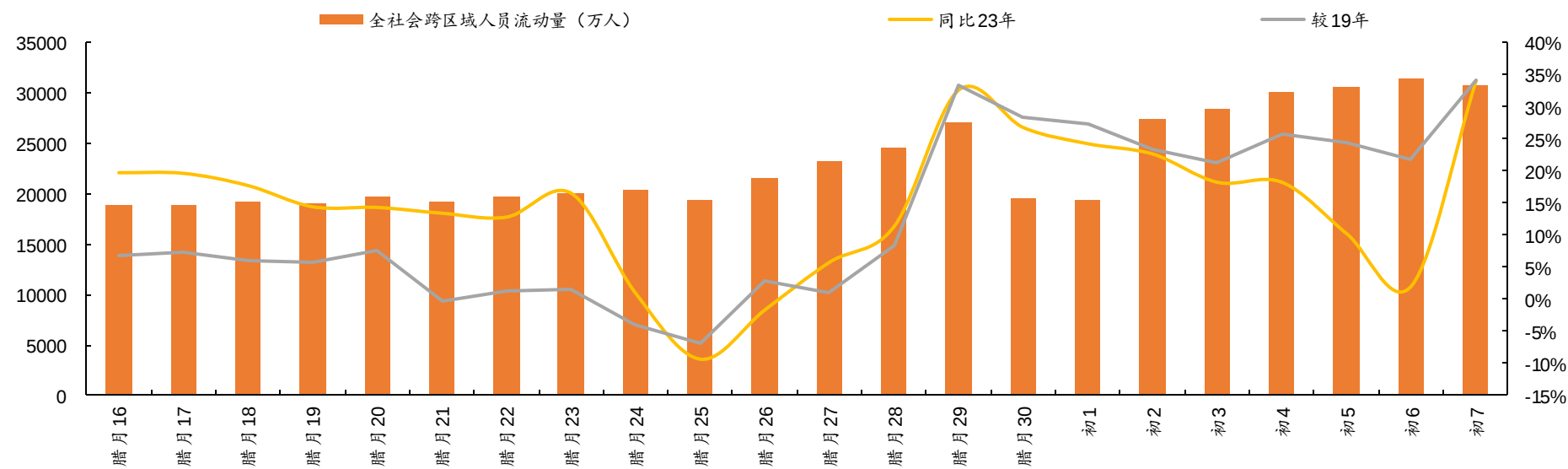
## 目录CONTENTS

- ① 整体反馈：动春节动销由平转旺，产品批价坚挺
- ② 分公司：高端稳定，地产酒延续增长，次高端承压
- ③ 分区域：江苏/河南/安徽反馈较优
- ④ 投资建议与风险提示

# 1.1 春节动销良性，宴席与流通平稳、商务仍有压力

- **24年春节开启时间较晚，但实际动销良性，同比略优于去年。**渠道调研反馈2024年春节整体动销良性，拉长周期看，同比2023年略优，主要原因包括：1) 2022年疫情开放后，2023年消费场景并未完全恢复，大众聚饮、走亲访友等部分场景受限；2) 2024年春节开始时间更晚，从元旦到春节，虽然并未出现2023年的集中回补，但周期更长。
- **宴席、流通渠道平稳，商务团购仍有压力。**据交通运输部数据，2024年春运开始截至2月16日（前22天），全社会跨区域人员流动量达50.9亿，同比增长14%，较19年同期增长13%，出行数据亮眼。渠道调研反馈，流通渠道节前表现较平，但受益于返乡拉动，春节销售转暖，宴席则表现平稳；企业需求受大环境影响，用酒量有所下滑，部分存在降级，商务团购仍有压力。

24年春节全社会跨区域人员流动量及增速



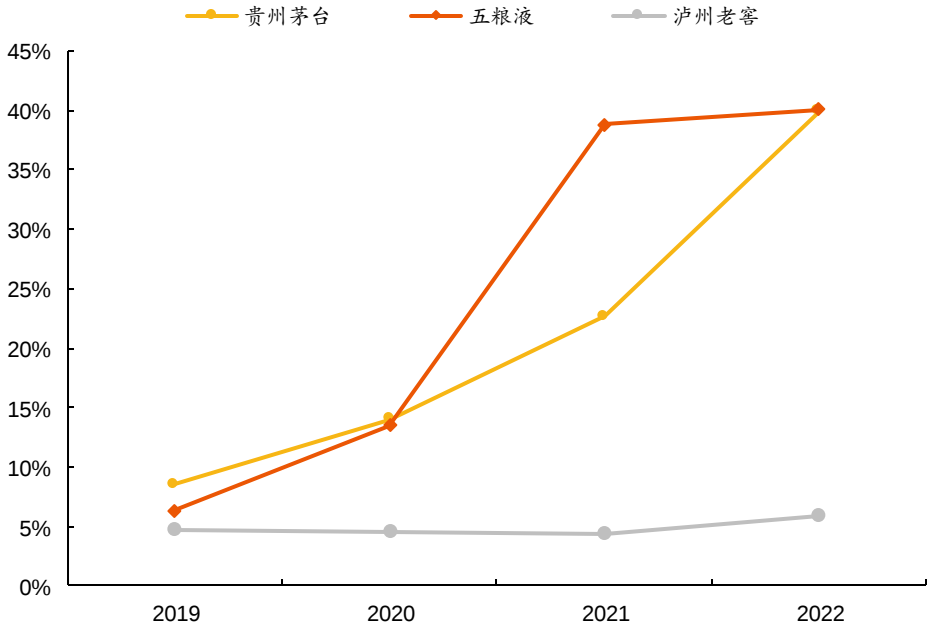
# 1.2 信心分化，厂家>经销商>终端门店

➤ **信心分化，厂家>经销商>终端门店。**渠道调研显示白酒行业信心分化，厂家对于回款、动销持审慎乐观态度；经销商普遍反馈资金有压力，但仍会完成头部酒企回款；烟酒店节前反馈较消极，表示实际动销及利润率水平较往年有较大程度下滑，但节假日有所改善。我们认为信心分化主要原因在于：1) 团购资源被有实力的大商垄断，同时部分酒企开展直营团购，中小烟酒店的团购份额进一步被挤压；2) 平台电商、直播电商逐渐起量，对烟酒店销售造成一定冲击。京东、拼多多等平台的百亿补贴拉低名酒的实际售价，消费者被线上的低价产品吸引，导致终端销售分流。

● 抖音白酒直播间



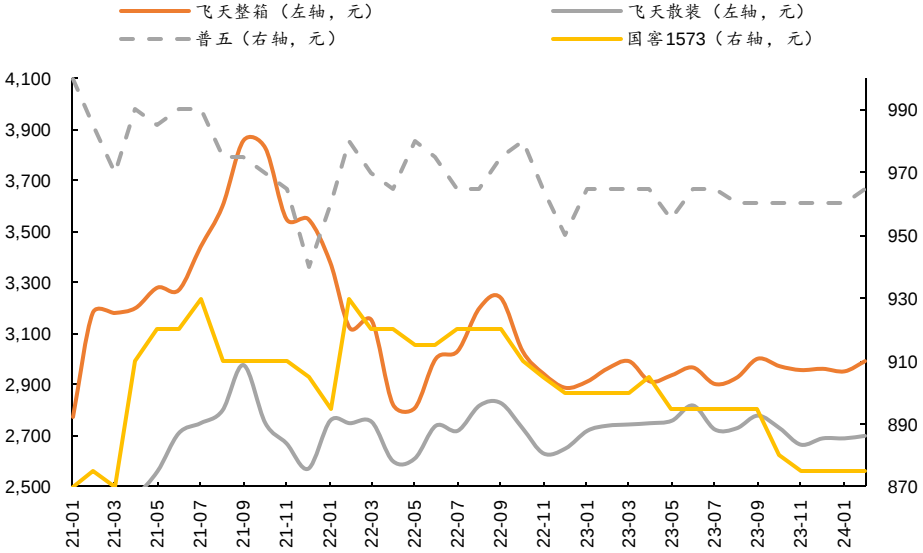
● 茅五泸直销收入比例持续增长



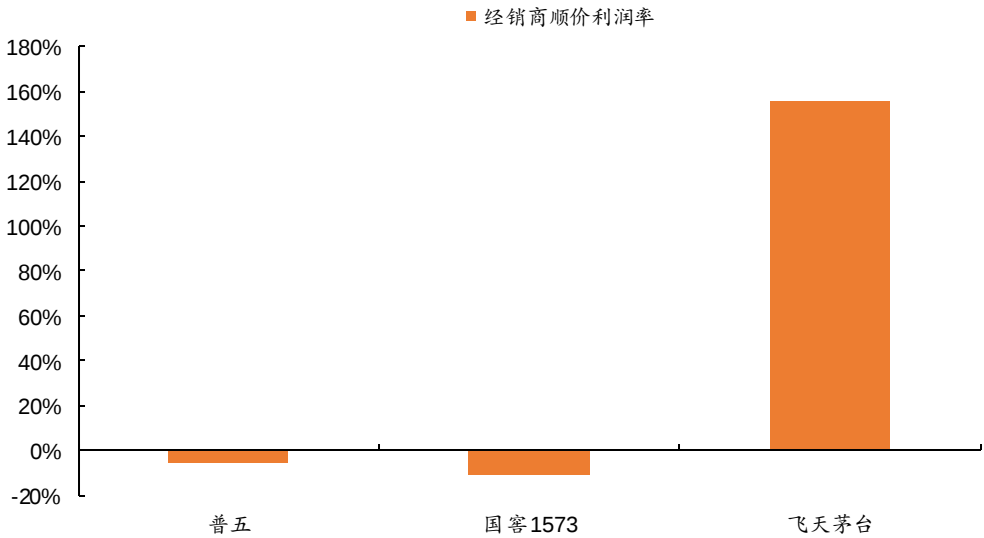
# 1.3 23年白酒批价承压，但24年春节较坚挺

- **23年以来名酒批价承压，24年春节企稳回升。**2023年以来，受宏观环境与库存影响，经销商回笼资金压力较大，名优酒批价整体呈下滑态势，行业仍然“以价换量”。然而得益于提价、物流、需求回暖等因素影响，2024年春节期间河南、华东、四川等地区名优酒批价企稳回升，并未像往年春节出现下滑。
- **白酒行业内卷，经营利润下滑，终端备货谨慎。**渠道调研反馈，当前白酒行业内卷，渠道政策透明，竞争压力较大，虽然24年春节动销同比略增长，但经销商与终端利润较往年有较大幅度下滑，除茅系产品外，大部分白酒价格倒挂，主要依靠酒厂返利与扫码红包赚取利润。受批价承压、利润下滑等因素影响，终端备货集中在春节前1周左右，按需备货、囤货意愿不强。

茅五泸批价



茅五泸利润率情况



# 1.4 费用投放倾向于终端与消费者，促进动销与开瓶

➤ **费用投放前置，以促动销为核心。**过去白酒费用投放偏向渠道，以返点的形式增厚经销商利润，从而导致了价格体系混乱、窜货、倒挂、库存积压等一系列的问题。近年来，厂商的费用逐渐向C端转移，以促进动销，培育消费氛围为核心。渠道调研反馈今年春节该趋势仍然延续，费用投放力度环比增大，名优酒企加大红包返利与宴席政策支持，加强窜货管理，帮助经销商与终端消化库存，合理分配利润。

● 红花郎红包随机翻倍



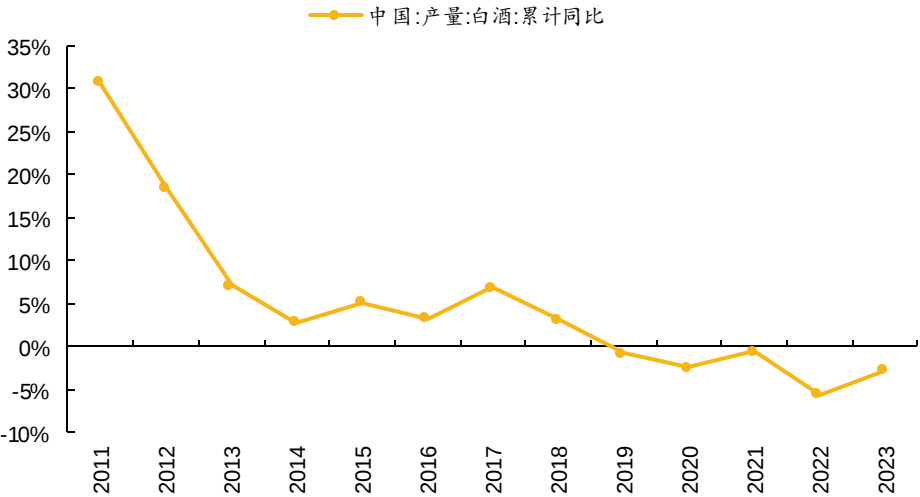
● 国窖1573再来一瓶红包



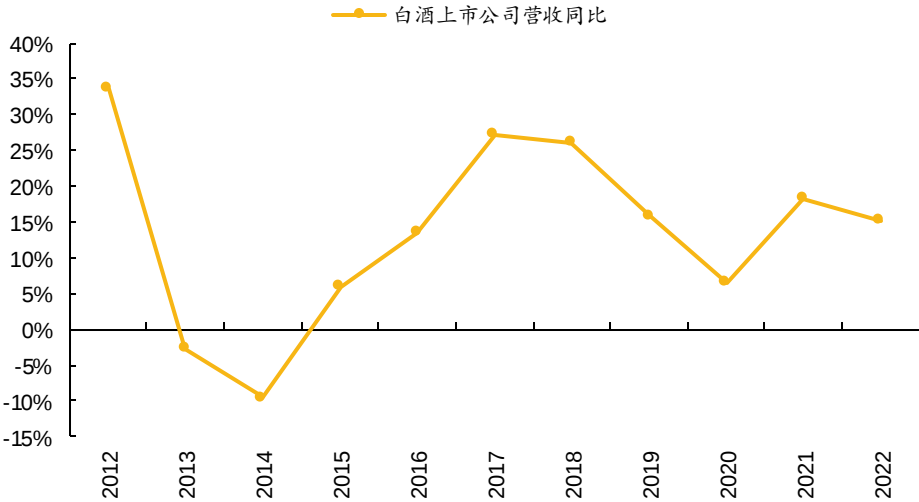
# 1.5 酒业表现分化，马太效应明显

- **马太效应明显，经销商偏好打款名优酒。**渠道调研反馈，受宏观环境影响，行业呈现挤压式增长，白酒消费向各个价格带的龙头集中。行业上行周期中，经销商风险偏好较高，利润率更高的中小白酒品牌受到青睐；而在下行周期中，整体批价下行，利润空间压缩，经销商风险偏好较低，更加偏向于打款抗风险能力更强、消费基础更强、周转更快的名优白酒，马太效应明显。
- **酒企分化，高端与地产酒春节表现优于次高端。**分价格带看，春节期间高端酒需求平稳，100-300元价格带自然增长势头较优，次高端价格带整体压力较大。分酒企看，高端酒品牌认知度较高，叠加提价等因素，经销商回款意愿较强；受益于大众返乡，地产酒春节期间动销回暖，中低档产品表现良好；除汾酒以外的泛全国化次高端，在经历前期的铺货式增长后，消费者培育、产品库存、招商有一定压力。

中国白酒产量同比增速



白酒上市公司营收同比增速





## 目录CONTENTS

● 整体反馈：动春节动销由平转旺，产品批价坚挺

● 分公司：高端稳定，地产酒延续增长，次高端承压

● 分区域：江苏/河南/安徽反馈较优

● 投资建议与风险提示

## 3.1 贵州茅台：超高端需求稳定，市场治理有效

- **超高端需求稳定，批价企稳回升。**渠道调研反馈茅台打款与发货稳步推进，高端礼赠与宴席需求平稳，千元价格部分存在降级，但超高端需求维持韧性。春节临近终端动销加快，前期到货逐渐消化，春节前飞天批价企稳回升，散瓶/原箱均上涨50元至2750/3000元，春节期间价格稳定。1935目前计划外价格仍然倒挂，终端动销承压。
- **囤货行为减少，市场治理有效。**渠道调研反馈大商飞天茅台出货有序，价格波动较前几年明显减小，市场治理卓有成效。受经济环境与白酒整体价盘回落影响，经销商囤货意愿减小，终端按需进货。



飞天茅台



龙茅



## 3.2 五粮液：普五提价控量，1618加大红包促动销

- **终端动销良性，批价持续提升。**渠道调研反馈普五终端动销良性，主要因为：1) 行业马太效应明显，千元价格带向龙头集中；2) 普五价格水平较低；3) 终端出售五粮液仍有利润。受批价下行压力，经销商普遍利润较薄，但大商利润优于小商。2024年大商普遍反馈普五减量20%，1月31日五粮液宣布自2月5日提价50元，2月6日河南五粮液批价930元/瓶，较半月前提升20元，2月16日提升至935~940元。
- **低度与1618普遍增量，加大红包力度促动销。**渠道调研反馈虽然普五减量，但经销商低度与1618普遍有增量，或为五粮液业绩提供支撑。1618加大红包力度，对经销商、终端与消费者均进行补贴，加大促销力度。



五粮液1618和低度扫码红包



### 3.3 泸州老窖：动销环比回暖，优势市场亮眼

- **高度1573动销与批价好转，窜货行为减少。**渠道调研反馈高度1573打款政策变化系利润前置，减轻经销商资金压力，12月中上旬政策出台后，批价短期并未出现明显变化，而近期伴随百荣市场春节闭市与终端要货，2月6日河南地区批价上涨10元至875元/瓶，春节期间批价稳定。春节期间高度1573动销有所好转，但表现弱于五粮液，主要考虑到五粮液提价、商务需求较弱等因素影响。五码产品上线后，渠道反馈国窖窜货行为减少，市场进一步规范化。
- **低度国窖在优势区域表现较好。**渠道调研反馈，春节期间低度国窖在华北等优势区域表现良好，批价维持在630元/瓶较稳定，终端售价650元/瓶，虽然利润不高但动销较快，非国窖经销商也会调货满足客户需求。

国窖扫码红包



### 3.4 山西汾酒：华东/华南起势明显，动销与批价良性

- **省外起势较快，动销良性。**渠道调研反馈，汾酒春节促销力度较其他名酒更小，但华东、华南等地区清香型白酒起势较快，青20、玻汾等产品对于终端消费者性价比较高，动销与利润良性，汾享礼遇顺利推进，经销商2024年目标大多同比做增量且回款意愿较强。2023年12月经销商对未来预期不确定，青20批价有所松动，但近伴随前期库存消化，批价已经企稳，华东高度调货价370元，同比去年增长20元。



青花20



黄盖玻汾



### 3.5 舍得酒业：加大红包投入，促动销、降库存

- **回款进度稍弱，但目前价盘已企稳。**渠道调研反馈经销商在12月集中打款后，受渠道库存与价盘影响，1月回款意愿相对较低。2023年12月四川地区品味舍得调货价从355元/瓶下滑到345元/瓶，2024年1月1日打款价提升20元/瓶之后，批价整体稳定在355元/瓶。此外舍得还持续加强窜货管理，优化异地开瓶经销商。
- **春节政策旨在开瓶动销，库存略高但可控。**渠道调研反馈春节期间舍得加大对于终端与消费者的反向红包力度，通过一系列的活动加强动销与开瓶，春节临近动销数据环比改善，渠道库存偏高，但仍然处于可控范围内。

● 品味舍得



● 舍之道地道



## 3.6 今世缘：开系列动销势头良好，V系列低基数下快速增长

- **开系列动销势头良好，V系列低基数下快速增长。**渠道反馈春节打款前，今世缘库存2.5月左右，同比增长1月，处于良性区间。分产品看，开系列动销势头良好，春节期间价盘稳定，对开/四开实际成交价分别为290~300/430元；伴随着前期的消费者培育，V3在南京、淮安等地区逐渐起势，低基数下快速增长，同时今世缘收缩了对于V3宴席政策投入，目前实际成交价590~620元。整体来看，渠道反馈今世缘春节期间红包投入加大，补充终端利润并促进动销，但在宴席政策投入相对洋河较低。

● 国缘V3



● 国缘对开



### 3.7 洋河股份：水晶瓶与天之蓝表现更优，费用向终端倾斜促动销

- **整体需求聚焦100-400元价格带，水晶瓶与天之蓝相对更优秀。**渠道调研反馈江苏省内礼赠、企业年会、大众消费先后承接春节需求，整体节奏比去年春节更晚、更短，受商务需求压力影响，今年春节白酒消费聚焦于100-400元价格带。分产品看，洋河M3水晶瓶与天之蓝表现更加优秀，M6+因为商务较疲软，海之蓝则受今世缘淡雅影响。受公司去库存政策影响，2023年洋河整体批价下行，目前批价M6+ 540~550元，M3水晶瓶380，天之蓝270元，海之蓝120~130元，近期企稳。
- **节前库存偏高，加大费用投入促动销。**渠道调研反馈春节打款前库存约3.5月，同比去年高1~1.5月，结构上海之蓝、天之蓝库存更高，梦之蓝团购渠道偏高、流动渠道稍低。洋河费用投入持续加大，结构上也向终端动销倾斜，今年春节加大了对宴席、年会政策的投入，消费者端，通过扫码再来一瓶、抽金条等方式加大消费者开瓶。

洋河M6+



洋河天之蓝



### 3.8 古井贡酒：春节走亲访友刚需，省内基本盘稳健

- **走亲访友刚需，古5/古8流通渠道稳健。**渠道调研反馈受春节时间较晚影响，古5/8动销比较滞后，1月末才逐渐起势。但古5/古8等大众本土化的产品是过节走亲访友刚需，需求较稳定。今年春节古井在渠道上加大对于中低档产品的投入，目前价格较稳定，经销商利润有所提升。
- **团购略承压，古16表现相对更优。**今年古16/古20通过红包政策变更，加大防窜货管理，节前古16/20调货价分别达310~320/490~500元/瓶，较上个季度的290~300/460~480元/瓶环比提升，节中价格稳定。受地产下行与宏观压力等影响，古井团购略承压，结构有所下滑，部分地区古20有向古16转化的趋势，古16动销整体优于古20。考虑到古16较高的性价比、宴席政策投入以及红色的瓶身设计，古16有望维持较快的增长势头；公司品宣以古20为主，后续意见领袖消费或带动增长。
- **古30动销势头良好，高端产品价格管控较严。**古井以平台商的形式推广古30，价格管控严格，实际成交价1100元，目前动销势头良好，属于古20的衍生的惯性消费。年三十以消费者培育为主，实际成交价1500元。

古20高铁广告



古30

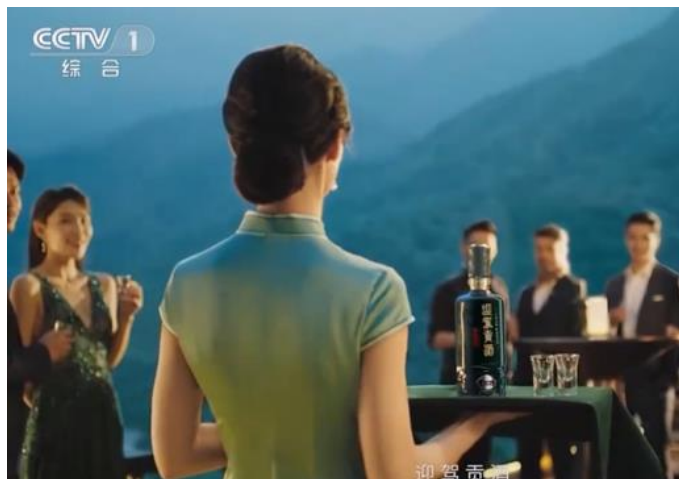


## 3.9 迎驾贡酒：自点率提升，红包补贴终端

- **洞6/洞9自点率持续增长，加大红包返利补贴终端。**渠道调研反馈23年10-12月流通渠道动销较差，1月末临近春节后洞6/洞9逐渐起势。安徽地区春节期间走亲访友刚需，迎驾动销势头良好。迎驾过去自点率主要集中在酒店，通过持续的培育，今年终端自点率明显提升。去年中秋洞6/洞9提价后，洞藏终端顺价利润减少，目前洞6/洞9实际成交价为440-450/770元/箱，春节期间价格较稳定，主要的利润来自于扫码红包，春节期间红包力度有增加，提升终端销售与利润。
- **品牌效应提升，洞16/洞20转化更加顺畅。**伴随着洞藏品牌效应提升，洞16/洞20的客户转化更加顺畅，经销商利润较古井对标产品更高，洞16体量大于洞20。
- **消费价格带上移，金银星承压。**受消费升级的影响，合肥60-80元价格带有所下滑，同时金银星上线多年渠道利润透明，叠加消费场景减少，今年动销整体承压。



迎驾贡酒将营销投入转向洞20



迎驾洞藏扫码红包



### 3.10 老白干酒：次高端转型趋势延续，库存持续去化

- **老白干向次高端升级，库存持续去化。**渠道调研反馈受大环境影响，河北终端备货较谨慎，主要集中在低度国窖等头部品牌，渠道政策透明，利润率有所下降。老白干产品逐渐向次高端以上升级，十八酒坊表现较老白干品牌更优。甲等15/20批价分别为310~315/540元，甲等15动销较甲等20更快，因甲等20价格更高且面临竞品压力更大；古法20在石家庄和河北属于流量产品，古法30动销平稳。费用投放向终端和消费者倾斜，库存持续去化。
- **板城烧锅势头良好，和顺1975动销良性。**渠道调研反馈和顺1975是板城烧锅酒的第一大单品，价格100元出头，位于大众消费的主流价格带，消费者反馈良好。龙印持续培育，但板城烧锅品牌定位偏中低端，起量不大。

◎ 甲等15年



◎ 和顺1975





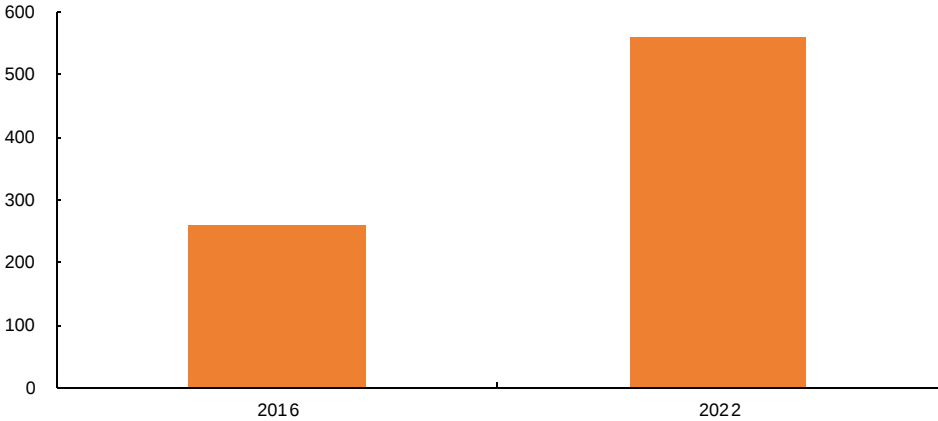
## 目录CONTENTS

- ① 整体反馈：动春节动销由平转旺，产品批价坚挺
- ② 分公司：高端稳定，地产酒延续增长，次高端承压
- ③ 分区域：江苏/河南/安徽反馈较优
- ④ 投资建议与风险提示

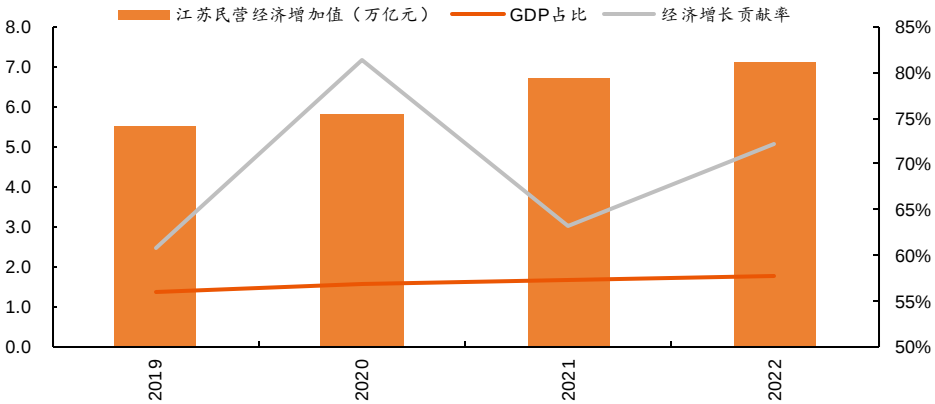
## 2.1 江苏：人口与经济筑基消费，偏好中度江淮浓香白酒

- **民营经济助力GDP增长，白酒规模较快提升。**江苏省地处华东，区域优势明显，人口数量众多且民营经济发达。据江苏省统计局，2022年江苏省民营经济增加值达7.1万亿元，占到GDP整体的57.7%，经济增长贡献率达72.2%。在民营经济的带动下，江苏省经济数据位居全国前列，据国家统计局，2022年江苏省GDP总量为12.3万亿，在全国排名第2，常住人口数量8515万，在全国排名第4，近三年GDP平均增速为5.2%，在全国排名第11。发达的经济为白酒消费打下坚实的基础，据糖酒快讯，2022年江苏省白酒市场规模达560亿，在全国各省仅次于河南，2016-22年CAGR达13.6%。
- **偏好中度江淮浓香白酒。**据酒说，由于“三沟一河”主流产品均为42度，江苏饮酒偏好42~46度的中度白酒，口感以绵柔淡雅的江淮浓香为主。

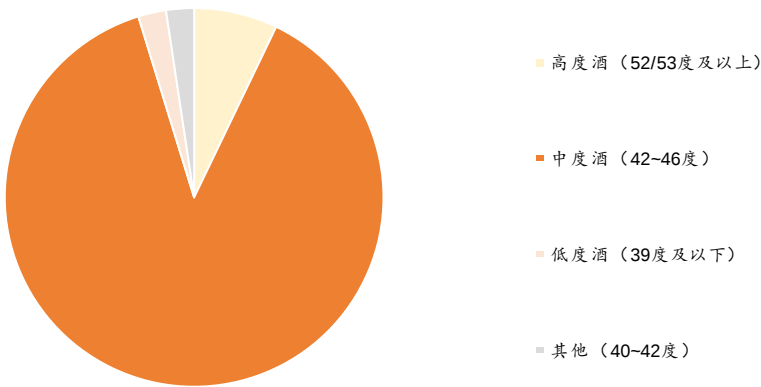
江苏白酒消费规模较快提升（亿元）



江苏省民营经济发达



江苏偏好42~46的中度白酒



## 2.1 江苏：消费价格带升级，次高端持续扩容

- **苏北量多价低，苏南价高包容。**据酒说，江苏省白酒市场南北差异较大，其中苏北饮酒氛围较浓，但价格带偏低，作为“三沟一河”的发源地，消费以地产酒为主；苏南消费档次高，外来人口较多，对于品牌的包容度较高，呈现出百花齐放格局；苏中消费档次适中，以洋河、今世缘和川酒为主。伴随着经济的发展，2022年苏南地区白酒主流价格带已升级至300~600元，市场规模约300亿元；苏中&苏北主流价格带约200~300元，其中苏北/苏中市场规模分别为150/110亿元。
- **苏酒在100-800元价格带具备优势。**据酒说，江苏市场800元以上的高端价格带主要由茅台、五粮液等省外名酒为主，洋河手工班、M9，国缘V6、V9体量相对较小；300-800元次高端价格带由洋河和今世缘引领，重点产品包括M6+、M3水晶瓶、天之蓝、国缘V3、四开、对开，剑南春、水井坊等川酒同样占据一定份额；100-300元价格带中，洋河依靠海之蓝，今世缘依靠淡雅等产品同样具备优势；100以下的产品则以本地酒厂的低端产品、玻汾以及牛栏山等全国性光瓶酒为主。



江苏白酒升级趋势

|                | 2000-2004   | 2005-2011    | 2012-2016                         | 2017-2022                         |
|----------------|-------------|--------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| 人均可支配收入<br>(元) | 4,925~7,514 | 8,805~19,938 | 22,640~33,147                     | 36,327~52,071                     |
| 白酒主流价格带        | 30~50元      | 50~100元      | 苏南：200~300元<br>苏北&苏中：<br>100~200元 | 苏南：300~600元<br>苏北&苏中：<br>200~300元 |
| 主要省内品牌         | 洋河大曲、双沟     | 海之蓝          | 天之蓝、单开                            | M3、M6、四开                          |



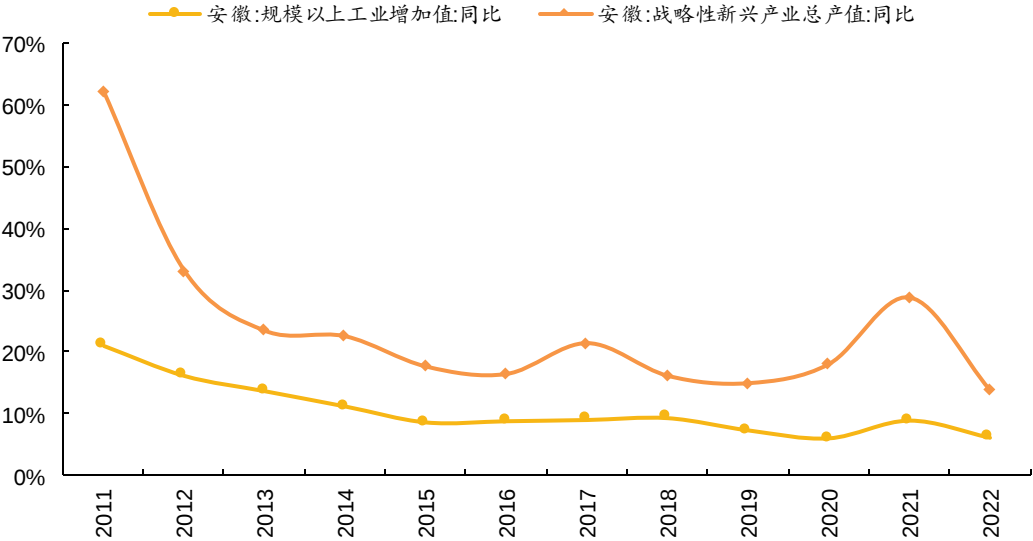
江苏白酒竞争格局

| 价格带      | 主流品牌                                  |
|----------|---------------------------------------|
| 1000+    | 茅台、五粮液、国窖1573、洋河手工班                   |
| 700-1000 | M9、青花郎、君品习酒、摘要                        |
| 300-700  | M6+、M3水晶瓶、天之蓝、国缘V3、四开、对开、水晶剑、古20、臻酿8号 |
| 100-300  | 淡雅、海之蓝、双沟珍宝坊、郎牌特曲                     |
| 100以下    | 本地酒厂低端产品、玻汾、牛栏山                       |

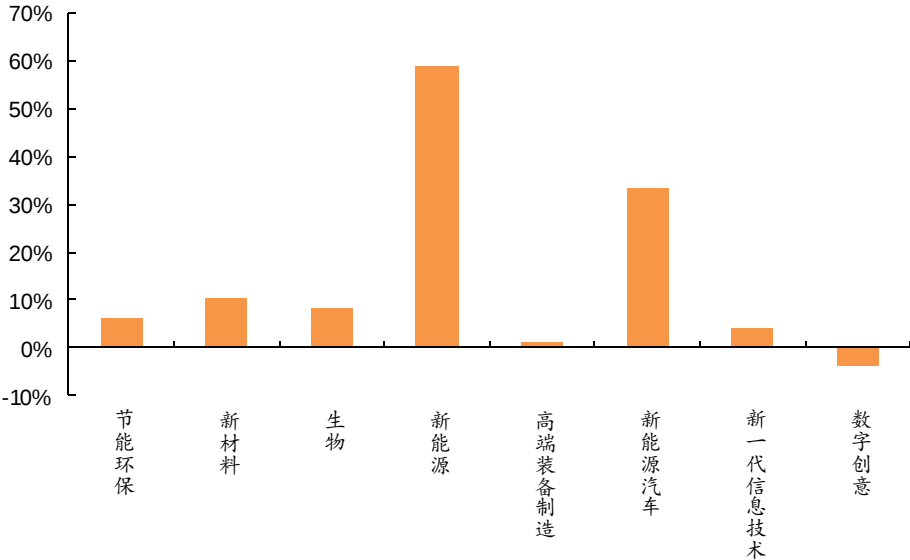
## 2.2 安徽：经济指标位于全国前列，战略新兴产业快速发展

- **安徽省各项经济指标均位于我国前列。**从体量上看，据国家统计局，2022年安徽省常住人口6,127万，GDP总量为4.5万亿，分别位列全国第9和第10（统计不包含港澳台）。从增速上看，2022年安徽省GDP/人均可支配收入/固定资产投资增速分别为3.5%/6.0%/9.0%，分别位列全国第13/8/6。2022年安徽省城镇化率为60%，位列全国第23，但同比增速达0.8pct，位列全国第2。整体来看，安徽省经济体量与增速均位于我国前列，为白酒消费打下坚实的基础。
- **战略新兴产业主导增长，集群效应明显。**据安徽统计局，2011年以来，安徽战略新兴产业总值增长明显快于工业整体，2022年达13.8%，高于工业整体的6.1%，战略新兴产业已经占到工业总产值的41.6%，成为工业发展的核心驱动力；2022年安徽省高新技术企业数量达15,272家，同比增长35%，2017-22年CAGR达29%。从细分赛道来看，新能源汽车产业集群优势明显，全省拥有江淮、奇瑞、蔚来、大众、比亚迪等10家整车企业和1200家配套企业；2022年安徽省新能源汽车产量达53万辆，同比提升108%，居全国第7，持续保持高增长。

安徽战略新兴产业及工业整体增速



2022年安徽战略新兴产业细分赛道增速



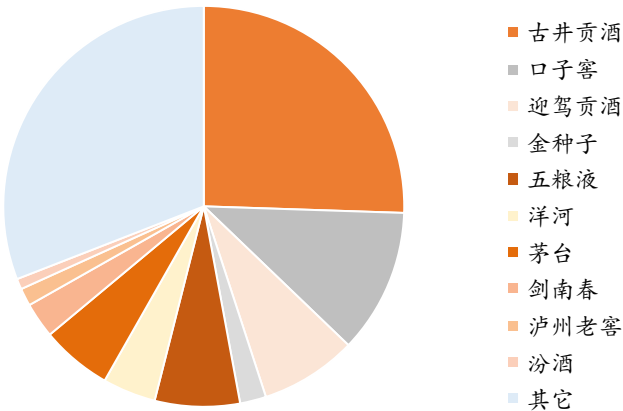
## 2.2 安徽：地产酒强势，一超两强格局稳定

- **皖北量多、皖中价高、皖南量少，白酒消费集中在皖北和皖中。**皖北地产酒厂家数量众多，当地流行“N+1”或“N-1”的喝酒方式，但受制于经济发展水平，整体呈现出量多价低的特点；省会合肥是安徽白酒消费的风向标，消费档次较高，皖中单人白酒消费达681元/年，在省内处于领先地位；皖南属于旅游城市且人口偏少，当地人普遍偏好低度白酒，黄酒也占据一定份额，但得益于较高的经济水平，消费档次也较高。
- **安徽地产酒强势，一超两强格局稳定。**安徽省地产酒强势，历史素有“西不入川，东不入皖”的说法。据酒业家，2021年徽酒省内销售规模为230亿元，占比达66%，较2018年的60%提升6pct，而徽酒内部呈现于古井一家独大，口子窖、迎驾贡酒交替领先的格局；茅五剑泸洋汾等全国名酒合计占比22%。分价格带看，安徽省高端酒主要由省外名酒主导，包括飞天茅台、普五、国窖、青花郎等；300-800元地产酒与省外名酒竞争激烈，省外包括水晶剑、洋河M6+/水晶梦、习酒窖藏1988等，省内包括古16/20、洞16/20等；凭借着强大销售网络与渠道拦截能力，100-300元价格带主要由地产酒主导，包括古5/古8、洞6/9、口6/10等；由于省内龙头发力重心转向，100元以下低端产品主要由省外品牌主导，包括牛栏山、玻汾、尖庄等全国性光瓶酒，也包括老村长、龙江家园等东北光瓶酒。

2022年安徽白酒市场份额情况

|      | 白酒市场规模（亿元） | 常住人口（万） | 单人白酒消费（元/年） | 人均GDP（万元） |
|------|------------|---------|-------------|-----------|
| 阜阳   | 52.8       | 814     | 649         | 4.0       |
| 亳州   | 26.7       | 496     | 539         | 4.2       |
| 宿州   | 20.6       | 530     | 388         | 4.2       |
| 蚌埠   | 18.2       | 331     | 550         | 6.1       |
| 淮北   | 14.9       | 195     | 764         | 6.6       |
| 淮南   | 14.8       | 303     | 488         | 5.1       |
| 皖北合计 | 148        | 2,669   | 555         | 4.6       |
| 合肥   | 72.7       | 936     | 776         | 12.6      |
| 六安   | 27.2       | 438     | 620         | 4.6       |
| 滁州   | 26.6       | 405     | 658         | 9.0       |
| 安庆   | 23.0       | 416     | 552         | 6.6       |
| 皖中合计 | 149        | 2,195   | 681         | 9.2       |
| 芜湖   | 18.6       | 373     | 499         | 12.2      |
| 宣城   | 14.6       | 250     | 586         | 7.7       |
| 池州   | 10.8       | 133     | 811         | 8.1       |
| 马鞍山  | 9.2        | 219     | 423         | 11.6      |
| 黄山   | 9.4        | 132     | 712         | 7.5       |
| 铜陵   | 9.4        | 130     | 721         | 9.3       |
| 皖南合计 | 72         | 1,236   | 583         | 9.9       |

安徽地产酒强势

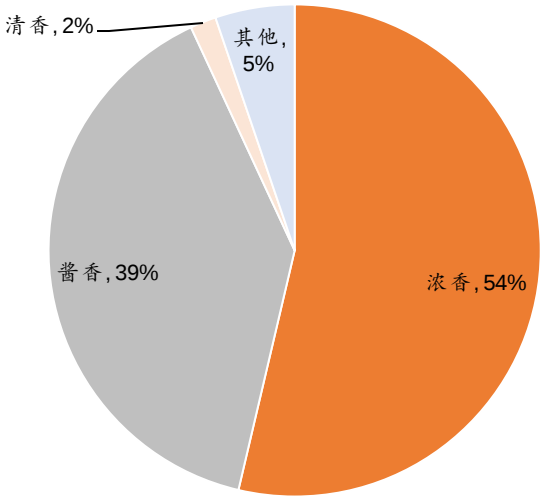


注：2021年白酒市场规模数据来自酒业家，2022白酒市场规模=2021年白酒市场规模\*名义GDP增速

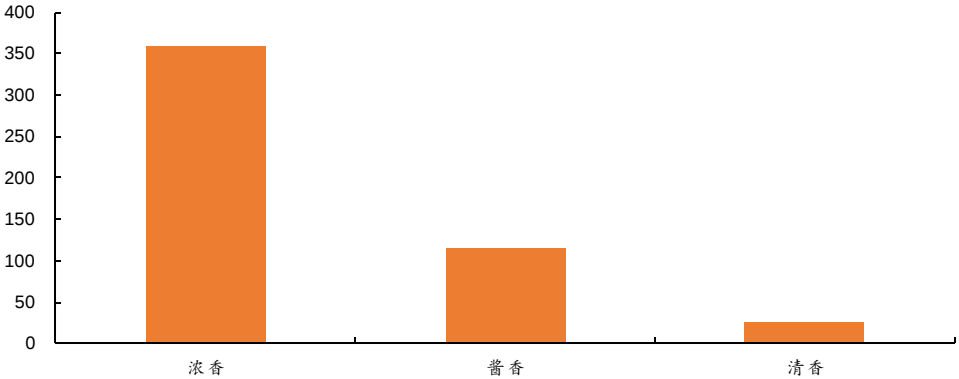
## 2.3 四川：白酒产销大省，成都引领升级

➤ **白酒产销大省，浓香为主，成都引领升级。**四川是我国白酒产销大省，据国家统计局与四川酒业流通协会，2022年四川白酒总产量达348万千升，占到全国总产量的52%；2022年四川省常住人口8374万，在全国排名第5，GDP总量5.7万亿，在全国排名第6，白酒整体规模达500亿元，其中浓香/酱香/清香型白酒占比分别为72%/23%/5%。成都是四川白酒的消费高地，据尚善数据，2022年成都市场规模约280亿元，占到全省的56%，浓香仍然主导市场占比53.5%，但随着茅台的崛起酱香型占比已达39.3%；分价格带看，2000以上/1000-2000元价格占比分别达30.4%/21.4%。

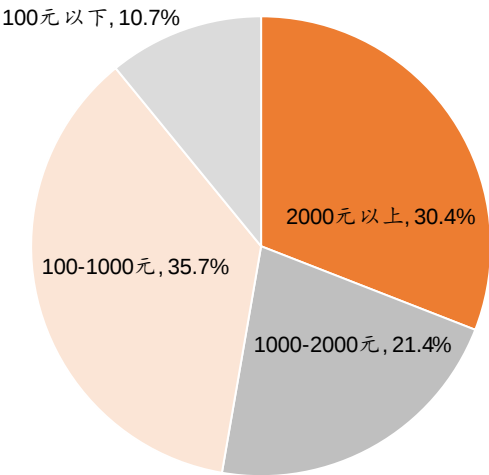
成都白酒香型占比



2022年四川白酒香型规模（亿元）



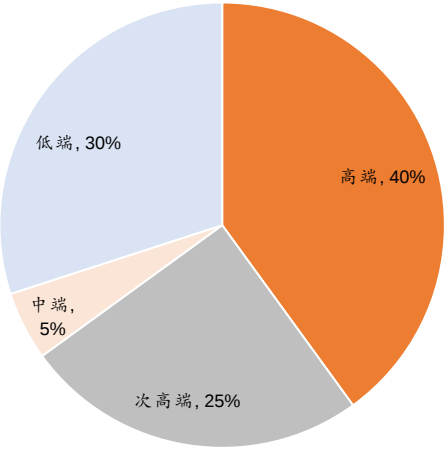
成都白酒分价格带占比



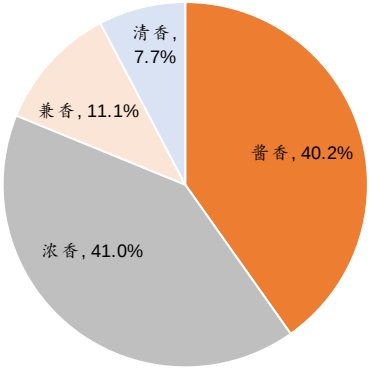
## 2.4 河南：白酒消费大省，浓酱各占半壁江山

➤ **白酒消费大省，浓酱各占半壁江山。**据国家统计局，2022年河南常住人口9872万，在全国排名第3，GDP总量6.1万亿，在全国排名第5，是中国白酒消费大省。据河南省酒业协会发布的《2022年河南酒类流通市场报告》，2022年河南白酒市场流通金额为619亿，同比增长2.2%，其中省外品牌501亿，占比81%。Top30白酒销售中，浓香/酱香/兼香/清香占比分别为41%/40%/11%/8%。分产品看，2022年茅台/五粮液销量占比分别高达17.4%/12.1%，因此河南白酒消费呈现纺锤形结构，2022年高端（800元+）/次高端（300-800元）/中端（150-300元）/低端（150元以下）占比分别为40%/25%/5%/30%。

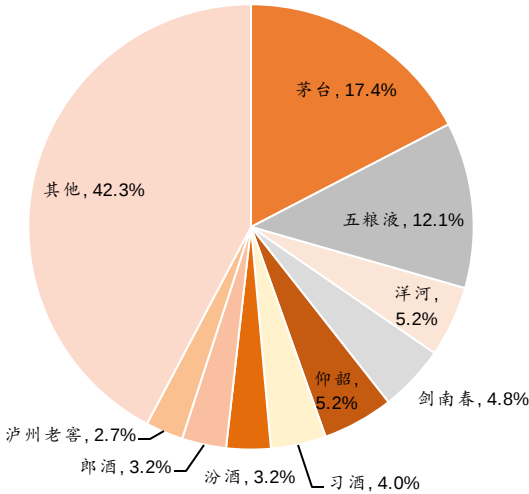
2022年河南分价格带占比



2022年河南分香型占比



2022年河南分品牌占比



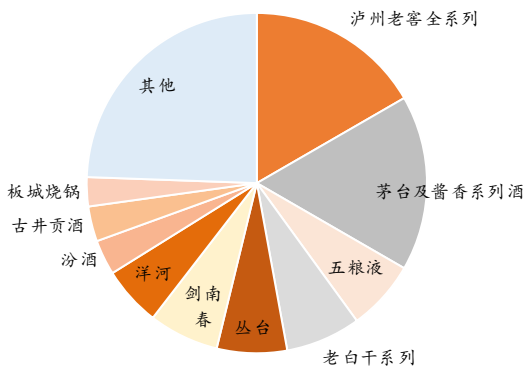
## 2.5 河北：半开放型白酒市场，地产酒以中低端为主

➤ **半开放型白酒市场，地产酒以中低端为主。**河北消费人群基数大，饮酒氛围强，主流的白酒消费度数在38~42°之间，据酒说，2022年河北白酒市场规约300亿元。河北白酒包容性较强，地产酒与全国性名酒均有不错表现，分价格带看，800元以上的价格带以茅五泸等全国性名酒为主；300-800元的价格带是全国性名酒与地产酒的分水岭，主流省外品牌包括水晶剑、泸州老窖特曲、天之蓝、M3水晶版、青花20、古20等，省内品牌包括甲等15/20、古法15/20/30等；100-300元中低档全国性名酒与地产酒竞争较激烈；百元以内的低端产品以省内的地产酒与全国性光瓶酒为主。

河北省地产酒分布



2022年河北白酒市场份额



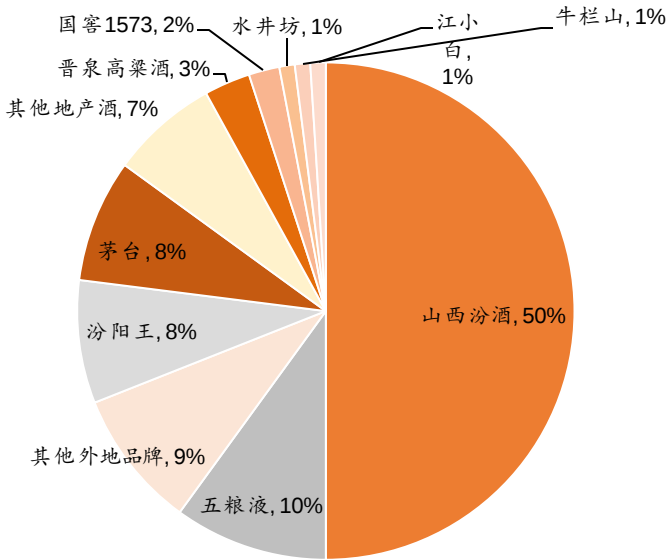
河北各个价格带主流产品

|         |    |                                                       |
|---------|----|-------------------------------------------------------|
| 800元以上  | 省内 | 老白干1915、山庄皇家窖藏20、丛台窖龄原浆30                             |
|         | 省外 | 茅台、五粮液、国窖1573                                         |
| 300-800 | 省内 | 老白干古法15/20/30、十八酒坊、山庄皇家窖藏16、丛台窖龄原浆20                  |
|         | 省外 | 水晶剑、郎酒、水井坊、汾酒、习酒                                      |
| 100-300 | 省内 | 老白干青花系列、老白干古法5/8、十八酒坊醇柔8、十八酒坊陶藏、板城6/9、山庄皇家窖藏9/10、泥坑白瓶 |
|         | 省外 | 金六福、洋河海之蓝、口子窖、泸州老窖特曲                                  |
| 50-100  | 省内 | 丛台陶坛系列、山庄老酒系列、老白干小青花、十八酒坊蓝砖                           |
|         | 省外 | 汾阳王时间陈酿、大师荐酒                                          |
| 50以内    | 省内 | 泥坑纯粮/蓝瓶、小刀原浆、丛台白瓷、山庄大青花42度                            |
|         | 省外 | 老村长、牛栏山、红星、玻汾                                         |

## 2.6 山西：地产酒强势，汾酒全面领先

➤ **地产酒强势，汾酒全面领先。**山西地产酒较强势，据乐酒圈与酒说，2022年山西白酒市场规模约160亿元，地产酒占比约70%，其中山西汾酒/汾阳王/晋泉高粱酒分别占比50%/8%/3%。分价格带看，800元以上的高端产品以茅五泸等全国性名酒为主，省内品牌主要为汾酒的青30复兴版；次高端及以下价位以地产酒为主，汾酒在各个价格带表现突出，优势较明显。从消费习惯上看，山西以清香为主，中高价白酒在45~53°，中低价位产品在39~42°。

山西省地产酒分布



山西各个价格带主流产品

|         |    |                         |
|---------|----|-------------------------|
| 800元以上  | 省内 | 青30复兴版                  |
|         | 省外 | 茅台、五粮液、泸州老窖             |
| 300-800 | 省内 | 青20、巴拿马汾酒/金奖20/黑坛、清雅汾阳王 |
|         | 省外 | 水井坊、剑南春                 |
| 100-300 | 省内 | 老白汾10/20、汾阳王古法手工酿造      |
|         | 省外 | 洋河、泸州老窖系列、金六福           |
| 100元以下  | 省内 | 玻汾、汾阳王、杏花村酒、晋泉高粱白       |
|         | 省外 | 江小白、衡水老白干、牛栏山           |

山西地产酒分布





## 目录CONTENTS

- ① 整体反馈：动春节动销由平转旺，产品批价坚挺
- ② 分公司：高端稳定，地产酒延续增长，次高端承压
- ③ 分区域：江苏/河南/安徽反馈较优
- ④ 投资建议与风险提示

# 投资建议

➤ 节前资本市场对于24年春节预期较弱，但从调研反馈来看，春节期间整体消费回暖，终端出货速度加快，动销由平转暖，批价表现坚挺，整体优于此前预期。展望未来，伴随经济回暖，白酒消费有望持续复苏。目前白酒估值处于低位，推荐关注三条主线，一是需求坚挺的高端白酒，推荐贵州茅台、五粮液；二是受益于商务需求回暖的次高端白酒，推荐山西汾酒；三是经济相对强劲的苏皖区域龙头酒企，推荐今世缘、古井贡酒。

重点公司估值表

| 证券代码      | 公司名称 | 收盘价（元）  | EPS（元） |       |       | PE（倍） |       |       | 评级 |
|-----------|------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|           |      |         | 2022A  | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E |    |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 1695.43 | 49.93  | 58.53 | 69.22 | 34.0  | 29.0  | 24.5  | 推荐 |
| 000858.SZ | 五粮液  | 136.15  | 6.88   | 7.77  | 8.71  | 19.8  | 17.5  | 15.6  | 推荐 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 224.82  | 6.64   | 8.63  | 10.71 | 33.9  | 26.0  | 21.0  | 推荐 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 155.15  | 7.04   | 8.98  | 10.96 | 22.0  | 17.3  | 14.1  | 推荐 |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 98.00   | 6.23   | 7.10  | 8.00  | 15.7  | 13.8  | 12.2  | 推荐 |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 221.33  | 5.95   | 8.40  | 10.79 | 37.2  | 26.3  | 20.5  | 推荐 |
| 603369.SH | 今世缘  | 49.86   | 2.00   | 2.53  | 3.13  | 25.0  | 19.7  | 15.9  | 推荐 |
| 600702.SH | 舍得酒业 | 75.17   | 5.06   | 5.40  | 6.49  | 14.9  | 13.9  | 11.6  | 推荐 |
| 603919.SH | 金徽酒  | 20.72   | 0.55   | 0.72  | 0.97  | 37.5  | 29.0  | 21.4  | 推荐 |

# 风险提示

## ➤ 风险提示：

- 1) **宏观经济波动影响：**白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；
- 2) **消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏。
- 3) **食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 4) **原材料波动影响：**食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；
- 5) **行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。

**股票投资评级：**

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

**行业投资评级：**

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

**公司声明及风险提示：**

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

**免责条款：**

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。