

# 白酒行业周期专题 2

## 以史为镜，当前时点为什么我们认为白酒进入布局阶段？

优于大市

### 核心观点

站在当前时点看白酒板块投资机会，市场仍具有分歧：一方面 2025Q3 酒企业绩同比预期大幅转降。另一方面估值持仓双低位，供需两端积极因素边际增加。本报告基于 2013-2015 年调整阶段中股价和酒企业经营策略的复盘，我们认为两轮周期具有较强相似性，买点有望加速确认。

**股价与业绩节奏：多数公司股价底部在 2013Q4-2014Q1 确认，2013Q3 起业绩降幅扩大、景气度持续磨底，但股价反映温和、跟随牛市整体呈上涨。**我们发现 2013Q3 表现降幅进一步扩大，而三季报后股价反映较为平稳，披露时点后 1 个月内多数公司跑出绝对收益，主因 1) 股价对业绩降速预期的消化已较为充分，2013 年初至三季报酒企跌幅在 30-55%；2) 2013Q4 起经济改革预期加强，白酒短期景气度磨底不改中长期行业逻辑，板块估值跟随流动性回暖逐步修复；3) 高端批价同比降幅收窄进一步加强底部信号，如飞天 2013Q4 批价同比跌幅收窄，股价于 2014Q1 筑底回升。进一步看，个股股价表现依然和基本面挂钩，其中 1) 区域龙头古井、老白干、洋河下滑幅度小于整体，相对板块具有超额；2) 五粮液在 13Q3 出清力度加强后 1 个月内有补涨，反应市场对高端白酒经营久期的信心。

**酒企业经营策略：借力渠道放大品牌、产品优势，是调整周期中不变的命题。**调整阶段中酒企业经营策略传递供给端改变的信号，2013-2015 年周期中：1) 高端酒重视品牌力的维护，茅台重心回到“拓客”，高度国窖批价超过五粮液；供需问题进一步突出后公司开始撬动渠道和产品的工具，如茅台允许票据、放开经销权、通过定制酒补充收入，五粮液面对渠道压力主动补贴经销商、建立平台运营商制度等，老窖加强控盘分利保证渠道利润。2) 区域龙头企业退守基地市场，省外转向单点聚焦，洋河、古井加强下沉市场精耕和企业团购渠道培育，汾酒省内加强招商铺货、也采用定制酒开发模式。3) 扩张型次高端调整较早、调幅更大，策略变化与行业趋势一致，如舍得、酒鬼、水井坊均加大中低端产品和大众消费场景的放量，舍得逐步开始小商/团购商/异业经销商的招募，酒鬼酒阶段性把湖南省内作为重点。今年以来酒企增长工具减弱，主流公司开始通过渠道、产品释放压力，与上轮周期相似，可视作供给端调整也在加速探底。

**投资建议：我们认为板块估值复苏路径将分两个阶段。**1) 结合双节动销看行业需求环比修复，市场对业绩和价格预期较为充分，估值将随需求改善而修复，且对政策预期、流动性改善更敏感，属于第一阶段，由股息率定价，贵州茅台的 PE 有望从 20x 修复到 25x，对应约 3%股息率。2) 展望估值修复的第二阶段，当行业供需关系改善，价格、业绩等景气指标兑现，市场对白酒资产“长久期信仰”回归，贵州茅台以 DCF 法估值条件具备，行业 PE 中枢有望达到 30x，时间上我们预计最早或发生在 2026 年四季度。我们认为行业筑底信号增多，板块进入布局阶段，推荐买入业绩相对稳定，当前产品、渠道策略带来长期更大增长空间的优质白马泸州老窖、贵州茅台、山西汾酒，建议关注风险出清后困境反转的五粮液、洋河股份。

**风险提示：**经济及需求复苏不及预期；库存去化速度慢，主要产品价格持续下滑；竞争格局恶化导致过度投入费用，酒企净利率受损；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 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS (元) |       | PE    |        |
|-----------|------|------|---------|----------|---------|-------|-------|--------|
|           |      |      |         |          | 2015E   | 2016E | 2015E | 2016E  |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 优于大市 | 1,440.4 | 18,038   | 74.81   | 80.47 | 19.3  | 224.2  |
| 000858.SZ | 五粮液  | 优于大市 | 120.3   | 4,669    | 8.11    | 8.43  | 177.6 | 2139.5 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 优于大市 | 129.4   | 1,905    | 8.62    | 9.11  | 167.1 | 1979.1 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 优于大市 | 184.9   | 2,255    | 10.15   | 10.86 | 141.9 | 1661.6 |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 中性   | 69.8    | 1,051    | 3.01    | 3.25  | 479.3 | 5543.1 |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 优于大市 | 151.6   | 801      | 10.34   | 11.10 | 139.4 | 1624.7 |
| 600702.SH | 舍得酒业 | 优于大市 | 59.3    | 197      | 1.89    | 2.22  | 763.5 | 8115.3 |

资料来源：Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理

### 行业研究 · 行业专题

#### 食品饮料 · 白酒 II

#### 优于大市 · 维持

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

#### 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

- 《食品饮料行业 2025 年度策略报告（二）-白酒：积极因素增加，曙光渐现》——2024-12-14
- 《白酒板块事件点评报告-积极政策持续加码，板块底部信号增多》——2024-09-29
- 《食品饮料周报（24 年第 20 周）-白酒淡季聚焦市场秩序管控，啤酒短期催化因素增多》——2024-05-27
- 《2024 年春节白酒动销总结：消费倾向随人口返乡而提高，氛围好于节前跟踪》——2024-02-19
- 《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》——2024-01-02

## 2013-2015 年白酒板块股价表现

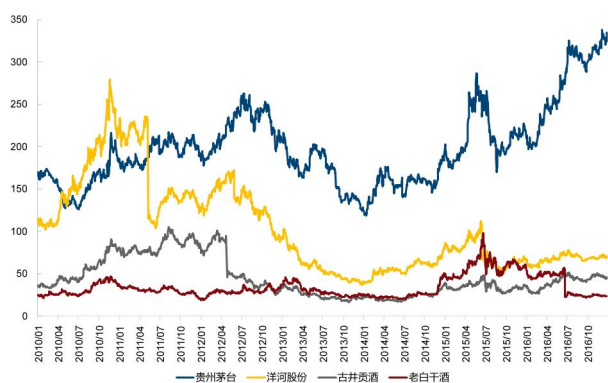
复盘 2013-2015 年调整阶段，多数上市酒企股价底部在 2013Q4-2014Q2 确认，股价探底时间早于业绩。其中茅台、老窖、洋河、老白干等股价底部时点早于收入或净利润同比降幅底部；其余酒企多数在 13Q3-14Q1 充分释放报表压力，股价节奏基本上同步反映。

表 1: 2013-2015 年调整周期中白酒上市公司股价最低时点与收入、净利润增速最低时点

|          | 贵州茅台      | 五粮液      | 泸州老窖     | 舍得酒业      | 水井坊       | 酒鬼酒       | 山西汾酒      | 洋河股份       | 古井贡酒       | 老白干酒     | 伊力特      | 金种子酒      | 顺鑫农业      |
|----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 股价最低(元)  | 118.76    | 14.47    | 15.65    | 10.08     | 6.47      | 10.36     | 12.59     | 37.11      | 16.44      | 18.99    | 8.26     | 6.79      | 9.17      |
| 股价最低时点   | 2014/1/15 | 2014/1/8 | 2014/6/4 | 2014/6/19 | 2014/6/19 | 2014/4/28 | 2014/6/19 | 2013/12/30 | 2013/10/29 | 2012/1/5 | 2012/1/5 | 2014/6/19 | 2012/12/3 |
| 总收入增速最低点 | 2014Q3    | 2013Q3   | 2014Q4   | 2013Q4    | 2013Q4    | 2013Q3    | 2014Q1    | 2013Q4     | 2013Q2     | 2014Q2   | 2013Q4   | 2013Q2    | 2014Q3    |
| 净利润增速最低点 | 2015Q4    | 2013Q4   | 2014Q4   | 2013Q2    | 2013Q4    | 2014Q2    | 2013Q4    | 2013Q4     | 2013Q2     | 2015Q2   | 2014Q4   | 2016Q2    | 2012Q3    |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 底纹蓝色为股价最低点早于业绩增速底的公司, 收盘价不复权

图 1: 2010-2016 年白酒上市公司股价 (元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2010-2016 年白酒上市公司股价 (元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

由于多数公司在 2013Q3 出清力度加大，进一步探讨业绩加速寻底过程中股价走势，呈现出一定韧性：以 2013 年三季报披露为基准，白酒上市公司股价在向前一个月区间内普遍下跌个位数-10%，向后一个月区间内走势平稳、其中强基地市场龙头超额显著并持续到 2014H1。

- ◆ **业绩层面降速预期被提前消化。**2013 年起主要公司开始降速，13Q2、13Q3 降幅出现明显扩大，2014 年报表端延续出清节奏。股价提前消化基本面降速预期，2013 年初至三季报期酒企（除顺鑫农业外）跌幅在 30-55%；而尽管 13Q4-2014 年的业绩预期仍以下滑为主，但股价反映较为平稳；甚至在三季报结束后的业绩真空期内跑出绝对收益。
- ◆ **个股表现的分化仍与基本面具有较强相关性。**上轮周期区域酒业绩表现相对平稳，古井贡酒、老白干酒下滑幅度小于整体，洋河股份也于 2014 年起迅速调整过来，基于更乐观的盈利预测，此三家股价表现好于板块整体。顺鑫农业受益于低端价位需求韧性，业绩和股价均表现突出。高端酒五粮液率先于 13Q3 充分释放压力，股价在季报后 1 周-1 月区间下行较多后迎来补涨，区别于水井

坊业绩不及预期后的持续走弱，说明市场对于品牌力驱动的全端高端仍保持了经营久期的信心；贵州茅台经营韧性突出，股价变化更温和。泸州老窖、山西汾酒及扩张型次高端股价则与业绩增速边际变化的预期呈现更强相关性。

图3：白酒上市公司 2013Q3 及 2014Q1 财报披露前后股价涨跌幅情况

| 公司简称 | 股票代码      | 2013年三季报披露日期 | 13Q3 收入增速 | 13Q3 净利润增速 | 前1周涨跌幅 | 后1周涨跌幅 | 前1月涨跌幅 | 后1月涨跌幅 | 后3月涨跌幅 | 年初至Q3披露 |
|------|-----------|--------------|-----------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 贵州茅台 | 600519.SH | 2013/10/15   | 18.0%     | 11.6%      | 6.1%   | 2.7%   | -5.1%  | 3.2%   | -14.1% | -28.7%  |
| 五粮液  | 000858.SZ | 2013/10/27   | -40.0%    | -52.4%     | -3.1%  | -7.6%  | -3.8%  | -5.5%  | -13.6% | -35.9%  |
| 泸州老窖 | 000568.SZ | 2013/10/23   | 3.0%      | -6.5%      | 0.5%   | -5.1%  | -4.7%  | -1.3%  | -14.2% | -36.2%  |
| 舍得酒业 | 600702.SH | 2013/10/18   | -21.0%    | -130.3%    | 0.6%   | -5.3%  | -6.2%  | 1.2%   | -10.5% | -50.0%  |
| 水井坊  | 600779.SH | 2013/10/24   | -78.5%    | -213.6%    | 1.4%   | -13.6% | -8.0%  | -14.8% | -25.4% | -35.9%  |
| 酒鬼酒  | 000799.SZ | 2013/10/23   | -81.2%    | -105.3%    | -1.1%  | -8.5%  | -2.4%  | -8.1%  | -25.8% | -50.3%  |
| 山西汾酒 | 600809.SH | 2013/10/21   | -13.6%    | -56.1%     | 2.2%   | -6.2%  | -7.6%  | 8.8%   | -2.8%  | -54.5%  |
| 洋河股份 | 002304.SZ | 2013/10/28   | -22.3%    | -26.7%     | -9.5%  | -0.1%  | -8.1%  | 3.7%   | 0.2%   | -56.0%  |
| 古井贡酒 | 000596.SZ | 2013/10/30   | 1.5%      | -11.4%     | -9.8%  | 14.6%  | -8.7%  | 30.0%  | 50.6%  | -50.9%  |
| 老白干酒 | 600559.SH | 2013/10/30   | -16.9%    | -41.3%     | -9.9%  | 4.2%   | -3.4%  | 10.2%  | 10.3%  | -38.8%  |
| 伊力特  | 600197.SH | 2013/10/29   | -10.1%    | 9.8%       | -8.6%  | 9.6%   | -4.9%  | 12.9%  | 0.8%   | -31.6%  |
| 金种子酒 | 600199.SH | 2013/10/27   | -10.4%    | -98.9%     | -6.4%  | -7.7%  | -8.9%  | 1.3%   | -10.1% | -45.3%  |
| 顺鑫农业 | 000860.SZ | 2013/10/24   | -4.3%     | 1006.9%    | 2.8%   | -5.7%  | 21.9%  | -3.6%  | -10.3% | 24.5%   |

| 公司简称 | 股票代码      | 2013及24Q1 财报披露日期 | 14Q1 收入增速 | 14Q1 净利润增速 | 前1周涨跌幅 | 后1周涨跌幅 | 前1月涨跌幅 | 后1月涨跌幅 | 后3月涨跌幅 | 后6月涨跌幅 |
|------|-----------|------------------|-----------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 贵州茅台 | 600519.SH | 2014/3/24        | 5.8%      | 3.0%       | 4.5%   | -9.7%  | 14.9%  | 2.7%   | -10.6% | 6.1%   |
| 五粮液  | 000858.SZ | 2014/4/17        | -22.5%    | -27.8%     | 2.0%   | 1.5%   | -0.5%  | -4.5%  | 13.2%  | 6.0%   |
| 泸州老窖 | 000568.SZ | 2014/4/11        | -49.3%    | -56.9%     | 5.8%   | -0.7%  | 4.0%   | -8.3%  | -9.8%  | 5.8%   |
| 舍得酒业 | 600702.SH | 2014/3/18        | -24.0%    | -86.0%     | 8.5%   | -5.0%  | 5.8%   | -4.3%  | -13.8% | 27.2%  |
| 水井坊  | 600779.SH | 2014/4/25        | -77.0%    | -174.9%    | -5.4%  | -13.4% | -4.2%  | -18.0% | -11.2% | 3.7%   |
| 酒鬼酒  | 000799.SZ | 2014/4/28        | -58.9%    | -83.9%     | -14.0% | -5.6%  | -6.7%  | 0.0%   | 5.8%   | 13.0%  |
| 山西汾酒 | 600809.SH | 2014/3/24        | -44.3%    | -54.5%     | -2.4%  | -11.4% | 3.6%   | -9.3%  | -25.5% | -2.9%  |
| 洋河股份 | 002304.SZ | 2014/4/22        | -10.3%    | -15.1%     | -1.5%  | 6.8%   | -3.8%  | 1.3%   | 13.3%  | 26.2%  |
| 古井贡酒 | 000596.SZ | 2014/4/17        | -4.9%     | -6.8%      | 5.2%   | -0.1%  | 1.0%   | -7.8%  | 8.4%   | 27.0%  |
| 老白干酒 | 600559.SH | 2014/4/23        | -7.0%     | -30.9%     | -2.3%  | -1.6%  | 2.1%   | -1.2%  | 12.9%  | 18.9%  |
| 伊力特  | 600197.SH | 2014/4/28        | -19.2%    | 21.4%      | -5.5%  | -2.0%  | -2.8%  | -2.2%  | -0.1%  | 5.6%   |
| 金种子酒 | 600199.SH | 2014/3/10        | -30.1%    | -86.2%     | -1.6%  | 8.5%   | -3.6%  | 1.1%   | -10.9% | 17.6%  |
| 顺鑫农业 | 000860.SZ | 2014/4/24        | 23.3%     | 74.7%      | 3.5%   | -5.6%  | 7.6%   | -6.0%  | -6.3%  | 13.7%  |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

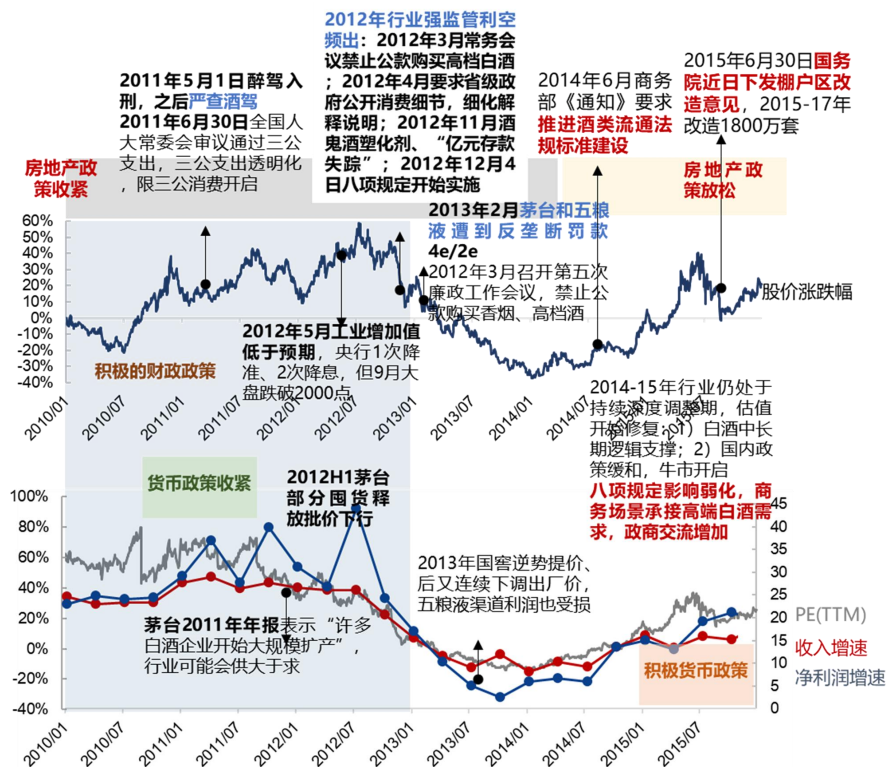
图4：白酒上市公司 2012-2016 年单季度营业总收入同比增速

| 单季度收入yoy   | 贵州茅台  | 五粮液    | 泸州老窖   | 舍得酒业   | 水井坊     | 酒鬼酒    | 山西汾酒   | 洋河股份   | 古井贡酒   | 老白干酒   | 伊力特    | 金种子酒   | 顺鑫农业   |
|------------|-------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2012/3/31  | 42.5% | 31.8%  | 54.1%  | 78.6%  | 52.7%   | 182.7% | 18.2%  | 64.1%  | 40.1%  | -7.8%  | 28.0%  | 17.1%  | 24.2%  |
| 2012/6/30  | 29.3% | 56.8%  | 34.0%  | 42.3%  | -2.3%   | 89.9%  | 56.7%  | 31.9%  | 41.6%  | 70.7%  | 13.8%  | 44.9%  | 21.1%  |
| 2012/9/30  | 74.7% | 20.2%  | 36.5%  | 23.2%  | -9.5%   | 111.8% | 114.6% | 32.9%  | 57.7%  | 30.7%  | 83.7%  | 18.1%  | -3.0%  |
| 2012/12/31 | 37.0% | 29.2%  | 26.7%  | 65.4%  | -5.5%   | -42.9% | 32.8%  | 7.6%   | -12.4% | 4.2%   | 67.4%  | 51.0%  | -1.2%  |
| 2013/3/31  | 19.1% | 5.4%   | -3.4%  | -4.3%  | -49.5%  | -62.3% | 26.2%  | 6.1%   | 18.7%  | 31.7%  | 4.9%   | 12.0%  | 4.5%   |
| 2013/6/30  | -3.8% | 0.4%   | 8.5%   | -23.8% | -62.6%  | -55.0% | -20.7% | -7.8%  | -18.4% | -10.3% | 32.9%  | -37.2% | 6.6%   |
| 2013/9/30  | 18.0% | -40.0% | 3.0%   | -21.0% | -78.5%  | -81.2% | -13.6% | -22.3% | 1.5%   | -16.9% | -10.1% | -10.4% | -4.3%  |
| 2013/12/31 | 39.0% | -8.6%  | -35.9% | -47.0% | -100.8% | 16.2%  | -36.3% | -39.8% | 30.8%  | 31.3%  | -28.1% | -10.0% | 28.9%  |
| 2014/3/31  | 5.8%  | -22.5% | -49.3% | -24.0% | -77.0%  | -58.9% | -44.3% | -10.3% | -4.9%  | -7.0%  | -19.2% | -30.1% | 23.3%  |
| 2014/6/30  | 0.9%  | -27.8% | -4.5%  | 29.2%  | -23.1%  | -46.4% | -41.5% | -3.4%  | 21.6%  | -32.9% | -27.8% | 41.3%  | 18.6%  |
| 2014/9/30  | -3.9% | -6.6%  | -60.8% | 15.4%  | 75.8%   | -10.3% | -42.8% | 0.3%   | 8.8%   | 41.3%  | -1.4%  | 16.7%  | -24.4% |
| 2014/12/31 | 10.8% | 7.0%   | -74.5% | 2.7%   | 2811.0% | -41.9% | 15.9%  | 20.1%  | -8.6%  | 47.4%  | 36.6%  | 6.4%   | -6.9%  |
| 2015/3/31  | 15.5% | 0.2%   | 22.0%  | -9.7%  | 254.7%  | 98.0%  | -7.8%  | 10.4%  | 12.1%  | 37.5%  | 0.8%   | -9.2%  | 0.9%   |
| 2015/6/30  | 5.6%  | -9.4%  | -13.8% | -18.3% | 85.4%   | 49.7%  | 9.1%   | 11.0%  | 15.9%  | 37.7%  | 0.8%   | -27.2% | -3.3%  |
| 2015/9/30  | -0.1% | 15.0%  | 15.9%  | -36.6% | 68.7%   | 37.7%  | 16.9%  | 12.0%  | 14.3%  | 5.6%   | 0.1%   | -21.3% | 33.3%  |
| 2015/12/31 | -3.3% | 9.8%   | 225.5% | -18.3% | 172.4%  | 42.5%  | 16.1%  | 1.0%   | 10.4%  | -6.4%  | 0.5%   | -11.2% | -9.9%  |
| 2016/3/31  | 17.0% | 31.0%  | 16.0%  | 35.4%  | 13.9%   | 3.7%   | 2.4%   | 9.3%   | 10.6%  | 10.4%  | 6.3%   | -8.6%  | 12.3%  |
| 2016/6/30  | 14.3% | -1.1%  | 15.0%  | 13.2%  | 53.6%   | -14.8% | 17.6%  | 1.2%   | 14.9%  | 21.3%  | -3.4%  | -17.3% | 4.9%   |
| 2016/9/30  | 16.5% | 13.5%  | 22.3%  | 69.2%  | 31.2%   | 12.3%  | 17.8%  | 9.4%   | 12.2%  | 1.2%   | 4.4%   | -30.2% | 40.6%  |
| 2016/12/31 | 30.0% | 4.8%   | 28.4%  | 6.5%   | 61.8%   | 32.0%  | -4.6%  | 5.2%   | 22.0%  | -4.0%  | 5.7%   | -14.6% | 14.8%  |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ 估值提振主要来自经济预期修复和行业景气度边际改善。市场层面，宏观政策缓和、经济改革预期加强，2014 年逐步开启国内牛市，板块受益补涨。行业景气度层面，八项规定的影响逐步弱化，动销下滑幅度环比收窄、筑底信号加强，市场对于行业长期发展的信仰回归，支撑估值修复。

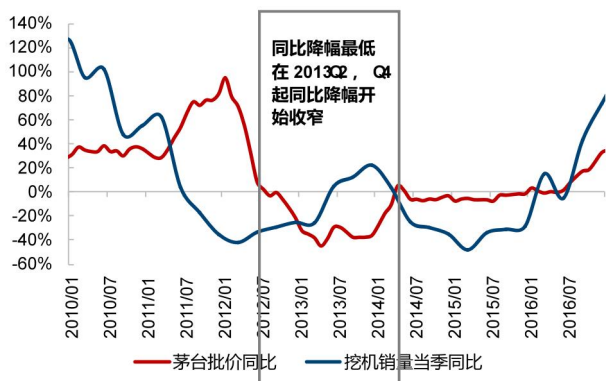
图5：白酒板块 2010-2015 年重点事件复盘



资料来源：Wind、公司公告、酒业家、中国酒业协会、国务院，国信证券经济研究所整理

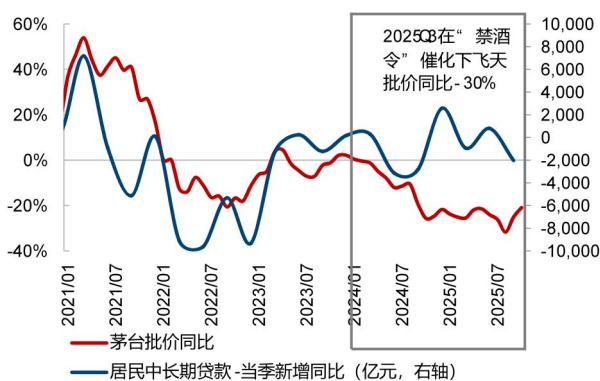
- ◆ 高端批价同比降幅企稳收窄，估值底部信号加强。飞天茅台作为行业景气度指标，上轮周期在 2013 年 4 月最差为-45.2%，13Q4 起同比跌幅企稳逐步收窄，股价在 2014 年 1 月筑底。普五批价同比也在 2013 年底探底，股价随即探底；高度国窖 2014 年持续调整，批价同比在 14Q2-3 探底，股价在 6 月开启上涨。

图6：2013Q2 飞天批价同比探底，Q4 起企稳收窄



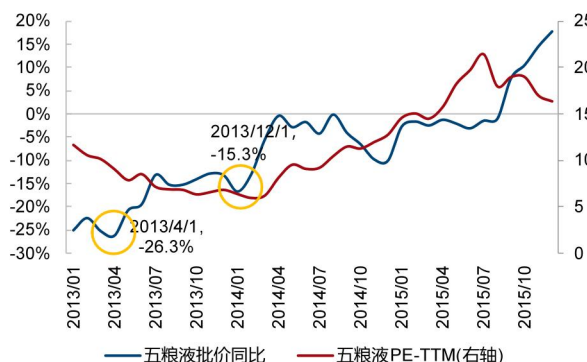
资料来源：今日酒价、Wind，国信证券经济研究所整理

图7：本轮调整周期飞天批价同比或在 2015Q3 筑底



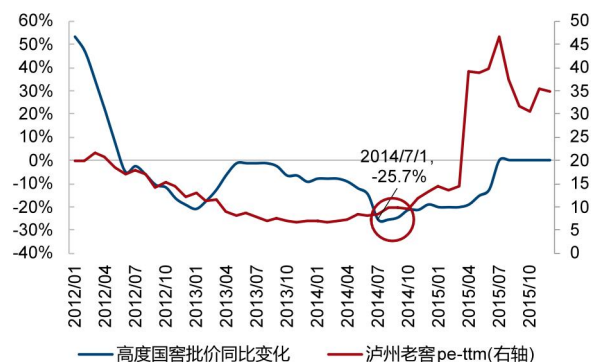
资料来源：今日酒价、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：普五批价同比与五粮液 PE-TTM



资料来源：今日酒价、Wind，国信证券经济研究所整理

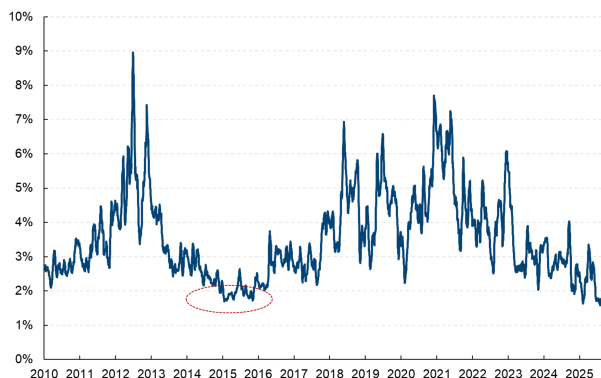
图9：高度国窖批价同比与泸州老窖 PE-TTM



资料来源：今日酒价、Wind，国信证券经济研究所整理

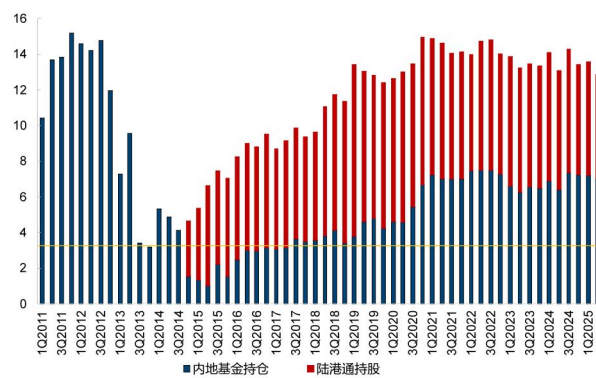
- ◆ **持仓和估值双低位，投资性价比逐步凸显。**2012H2 起白酒板块交易额大幅下降，龙头贵州茅台内地基金持仓下降至 4%以内，整体资金筹码出清较为干净；同时白酒板块相对沪深 300 的估值溢价最低下降至 14 年初的 1x 以下，投资性价比逐步凸显后，预计行业长期发展的信心进一步驱动各方资金的买入行为。

图10：2014-15 年食品饮料在 A 股的交易额降至 2%以内



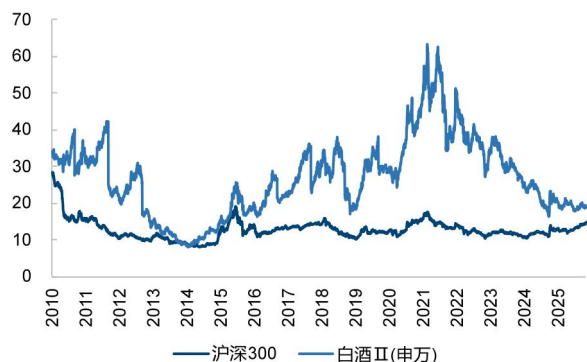
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：2013-2014 年贵州茅台持仓（%）下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：2010 年白酒板块和沪深 300PE-TTM 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：2010 年以来白酒板块相对沪深 300 估值溢价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 调整阶段酒企经营策略

引言：在股价跌到相对底部的阶段中，业绩表现的相关性减弱，低估值和底部信号固然具有吸引力，但上涨动力需要进一步由供需关系的边际变化、动销情况的改善来支撑。需求侧需求是一个中性的  $\beta$  变量，因此下文我们分析调整阶段酒企经营策略的变化，反映了公司增长底牌和供给端调整的关系，市场对优质公司长期发展的信心加强，或提供了择股思路。

首先，板块整体在 2014-2015 年收入目标设置理性。上轮周期白酒上市公司在 2013 年收入目标与实际动销背离后降速共识强化，2014 年增长目标设置理性降速，但行业景气度仍处于磨底阶段，多数公司未达成年初预期，因此 2015 年目标设置更加理性。我们认为上一轮调整周期中，酒企收入端抗风险能力较弱，多数公司在库存达到高位后被动停回款停货，包袱出清比较彻底；优质公司在弱景气度下修炼营销内功，换取长期增长空间。

表 2：2014-2015 年酒企目标设置理性降速，但多数公司仍未实现全年目标

| 公司   | 收入增速目标 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 贵州茅台 | 报表目标   |        | 20%    | 3%     | 1%     | 4%     | 15%    |
|      | 实际完成   |        | 17%    | 4%     | 4%     | 20%    | 52%    |
|      | 完成情况   |        | x      | x      | √      | √      | √      |
| 五粮液  | 报表目标   | 20%    | 15%    | 正增长    | 业绩平稳   | 10%    | 10%    |
|      | 实际完成   | 34%    | -9%    | -15%   | 3%     | 13%    | 23%    |
|      | 完成情况   | √      | x      | x      | √      | √      | √      |
| 泸州老窖 | 报表目标   | 32%    | 21%    | 12%    | 45%    | 16%    | 22%    |
|      | 实际完成   | 37%    | -10%   | -49%   | 29%    | 20%    | 25%    |
|      | 完成情况   | √      | x      | x      | x      | √      | √      |
| 山西汾酒 | 报表目标   |        | 25%    | 平稳增长   | 平稳增长   | 10%    | 30%    |
|      | 实际完成   |        | -6%    | -36%   | 5%     | 7%     | 37%    |
|      | 完成情况   |        | x      | x      | √      | x      | √      |
| 洋河股份 | 报表目标   | 30%    | 10%    | 基本持平   | 5%     | 10%    | 10%    |
|      | 实际完成   | 36%    | -13%   | -2%    | 9%     | 7%     | 16%    |
|      | 完成情况   | √      | x      | x      | √      | x      | √      |
| 水井坊  | 报表目标   | 20%    | 持平     | 3.35 亿 | 扭亏为盈   | 10%    | 35%    |
|      | 实际完成   | 10%    | -70%   | 3.65   | 134%   | 38%    | 74%    |
|      | 完成情况   | x      | x      | √      | √      | √      | √      |
| 舍得酒业 | 报表目标   | 18 亿   | 22 亿   | 17 亿   | 18 亿   | 73%    | 51%    |
|      | 实际完成   | 19.59  | 14.19  | 14.45  | 11.56  | 25%    | 12%    |
|      | 完成情况   | √      | x      | x      | x      | x      | x      |
| 古井贡酒 | 报表目标   |        |        |        | 增长     |        |        |
|      | 实际完成   |        |        |        | 13%    | 15%    | 16%    |
|      | 完成情况   |        |        |        | √      |        |        |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高端酒重视品牌力的维护，茅台和五泸价格策略不同，后期以纾压渠道为主。

贵州茅台：借助经销商力量拓展客群，飞天价格策略稳定不动摇。公司主动调整 2014-2015 年收入增速目标至小个位数。大单品飞天看，公司保持出厂价稳定，两度放宽代理权，允许新经销商以 999 元进货或采购陈年酒的方式获得 819 元的经销权；结果上飞天批价领先竞品，最低点仍维持在出厂价附近，为后续奠定提价基础。通过非标、IP 类产品补充收入增量，2014 年茅台各省区为定制酒开发的客户按照 1:1 完成量计入年度任务，产品涵盖年份酒、飞天、五星、小批量勾兑

等，仅针对个人、企业等非市场流通渠道；同时公司推出第一款生肖酒马茅，开始探索超高端价位的探索。

图 14：2013-2014 年公司引入新的经销商



资料来源：公司公告、今日酒价，国信证券经济研究所整理

图 15：2013-2015 年期间推出的部分总经销产品



资料来源：茅粉鲁智深，国信证券经济研究所整理

**五粮液：渠道信心减弱，公司力守价格底线、维护厂商关系。**2013Q2 以来普五面临价格倒挂严重（打款价 729、调货价 600 元不到）、渠道库存高企等问题，预计有 30%经销商不愿意回款，部分小商选择退出。公司及时调整营销策略，1) 守住价格普五底线 659 元（后随价格进一步下降调整至不低于 560 元），加大前置性投入，改善渠道利润；2) 坚守五粮液、特头曲、五粮春、五粮醇、尖庄 5 大品牌线；3) 建立区域平台运营商制（拥有区域五粮液及系列酒品牌的长期运营权，区域唯一）；4) 通过开发个性化和低度产品分流普五量增压力。

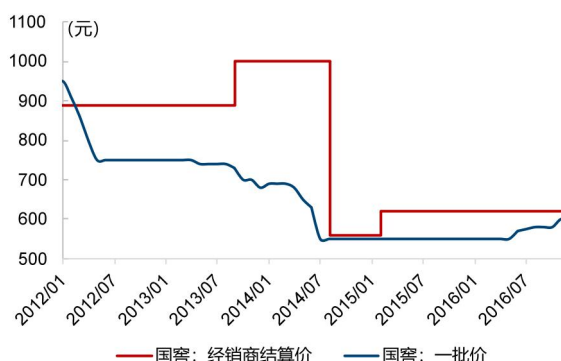
**泸州老窖：重视渠道对销售的重要作用，集中资源投入国窖。**2013 年公司错判供需关系、逆势挺价，渠道受损严重；2014 年起公司开启组织、渠道、产品深度调整，虽然业绩下滑较大，但出清效果较好。1) 2014 年 7 月高度国窖经销商计划内结算价降低至 560 元，此前 3 月份针对一级客户小范围降价，对量的刺激效果较好；2) 集中资源投入国窖品牌，采取计划利润制，分渠道、分区域管理；3) 鼓励经销商低价收货（550 元收货并奖励 20 元），维护大单品价格体系；4) 其他产品 SKU 精简收缩，以限量酒票的方式推出特曲 60/80 版。

图 16：2012-2016 年普五出厂价及批价



资料来源：公司公告、今日酒价，国信证券经济研究所整理

图 17：2012-2016 年高度国窖出厂价及批价



资料来源：公司公告、今日酒价，国信证券经济研究所整理

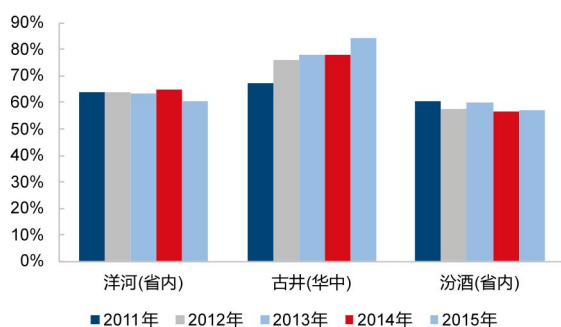
区域酒龙头在上一轮调整周期中采用聚焦优势市场、区域精耕的策略，同时区域酒产品多数布局于 100-300 元及以下价格段，整体展现出较强的抗风险能力。

**山西汾酒：聚焦优势市场，撬动经销商能力。**1) 省内市场采取“防御性拓展”策略，以县级市场为中心，延申汾酒产品覆盖广度和深度，通过“百县千镇”的渠道网络挤占竞品份额。2) 省外聚焦于 50 个基础相对扎实的地级市，倾斜政商务资源和费用支持。3) 2014 年推出定制酒补充收入增量，一级经销商或专卖店具有优先代理权，销售合同金额不低于 50 万元，分 3 个档次给予奖励保证高渠道利润。4) 创新渠道和终端，电商推出专供产品，并先于行业打造粉丝经济。

**洋河股份：灵活调整产品和渠道，快速完成从政到商的转型。**调整期前公司已经完成海/天/梦在不同价位带的均衡布局，借助厂商 1+1、盘中盘等营销模式，占据省内核心终端。面对政商需求下降，公司调整产品和渠道策略：1) 强化海之蓝深入到每个餐饮终端和零售网点，天之蓝及以上产品价格降低 10-15% 左右，保证渠道利润；2) 中高端以上以商务团购作为发力点，原有 5000 个政务团购商 2013 年收入下滑 60%，公司借助庞大的地面销售团队开拓中小民企。

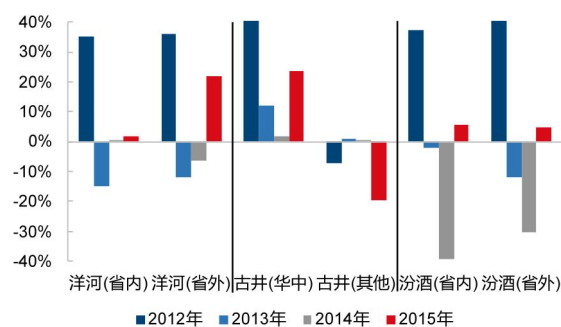
**古井贡酒：做深做透安徽市场，通过渠道找“人”。**2009 年古井提出三通工程，以小区域、高占有的形式扩大市占率；调整周期中公司将安徽市场作为苏鲁豫皖的重心，加大投入力度提升县、乡镇的渗透率；省外市场寻找战略合作伙伴借力运作。针对政府团购下降的问题，公司团购重点转向企业和高收入个人，加大品鉴会费投扩散面，再配称以精细化的增值服务提升单点黏性。

图 18：汾酒、洋河、古井 2011-2015 年省内收入占比情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 19：汾酒、洋河、古井 2012-2015 年省内收入增速情况



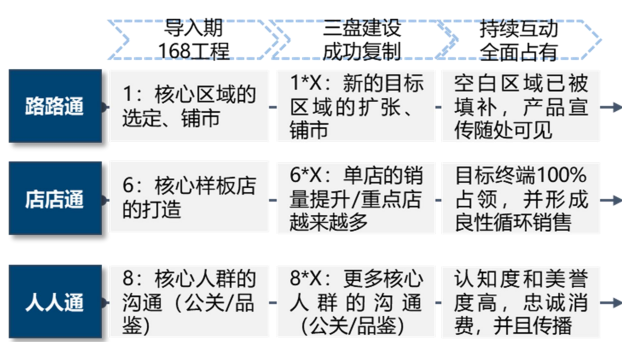
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 20：洋河 2013 年产品、渠道模式调整情况

| 产品                      | 调整前价格     | 调整后价格                                  | 降价幅度     |
|-------------------------|-----------|----------------------------------------|----------|
| 梦之蓝M6                   | 700-800   | 600-700                                | 10-15%   |
| 梦之蓝M3                   | 400-500   | 360-450                                | 10%+     |
| 天之蓝                     | 300-330   | 250-300                                | 10-15%   |
| 海之蓝                     | 120-130   | 120-130                                | 基本没有降价   |
| 单户保证金53万元，98%的季度返利兑现及时率 |           |                                        |          |
| 分渠道                     | 2013年下滑幅度 | 团购商数量                                  | 价位       |
| 政务团购                    | -60%      | 5000                                   | 600元~梦之蓝 |
| 商务团购                    | 略有下滑      | 2014年预计新增1w个团购经销商，达到40w家团购客户(中小企业商务需求) | 300元~天之蓝 |

资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

图 21：古井贡酒三通工程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

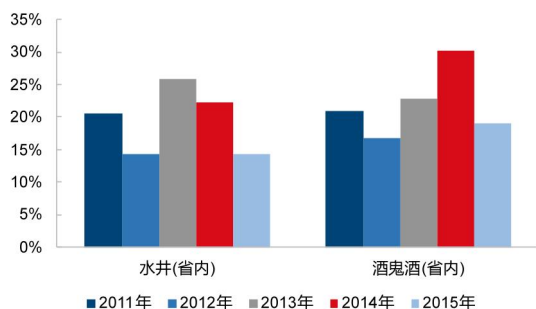
扩张型次高端酒企业绩调整先于行业、且调幅更大，主因产品价格带受需求下降的影响较大，渠道抗风险能力偏低；调整阶段中酒企策略有所不同。

**舍得酒业：加强低端产品布局，率先开始渠道扁平化改革。**产品上收入占比 60%+ 的品味舍得所在 400-500 元价位带需求受损较重，公司以去化渠道包袱为主，阶段性加大低端沱牌酒的放量，同时布局开发产品补充收入增量。区域上战略聚焦于基地市场遂宁市及周边德阳、南充等。公司在渠道管理上相对灵活，改变大包大揽的费用投放制度，第一阶段加快去库存，第二阶段在重点市场“厂家为主，商家为辅”，第三阶段以区、县为单位扁平化招募小商。

**水井坊：推出低价位天号陈，渠道采用快消品模式。**2010 年公司将低端产品线的全兴酒厂剥离后，井台（400+元）和臻酿 8 号（250-300 元）合计收入占比 80%，拖累整体表现；公司推出低价位天号陈以及小水井等产品应对。渠道管理上在保留原有总代的基础上，推出扁平化分销、和其他工作合作的模式，打法偏向快消品，通过销售人员和合作伙伴进入分销网络，如 KA 卖场等；但由于白酒本身较强的社交属性仍需要传统渠道驱动，后期产品价盘出现一定混乱。

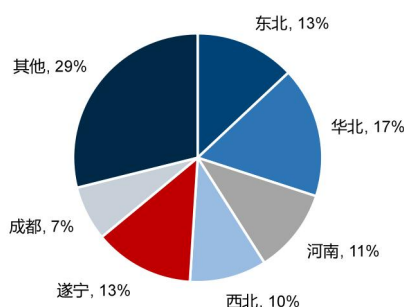
**酒鬼酒：省内基础相对较好，湘泉收入占比提升。**产品上公司弱化酒鬼系列的销售要求，阶段性加大湘泉系列的投放，2014 年湘泉系列收入占比达 40%左右。区域上在中粮入主后提出“省内重点做”，渠道模式较省外更加精细化，每个县级市 3-4 家经销商，分产品管理和考核；由于本身湖南省内具有较高市占率，资源重点支持下在 2015 年稳步恢复。

图 22：酒鬼、水井 2011-2015 年省内收入占比情况



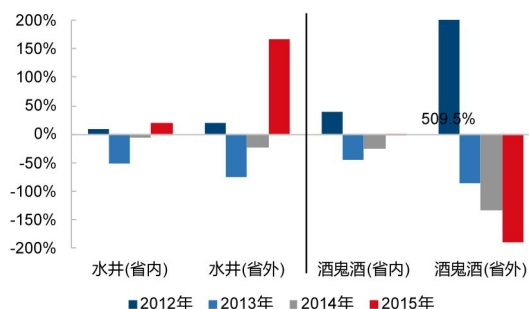
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 23：舍得 2012 年分区域收入占比测算



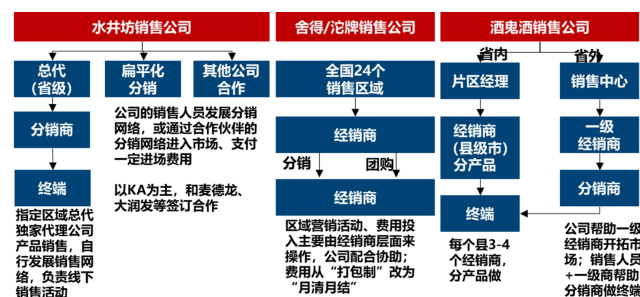
资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

图 24：酒鬼、水井 2012-2015 年省内外收入增速情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 25：水井、舍得、酒鬼渠道调整模式



资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

**剑南春：聚焦发力大众宴席，市场共建绑定经销商。**1) 2012 年起陆续推出金银系列，以高性价比促进大众宴席场景动销。2) 下沉地级市以及县级市场，发展核心经销商，与核心经销商分工协作共建市场，达成长期战略合作，形成密集稳定的经销商网络。3) 导入终端访销系统，对终端进销存明细等实现点对点管理，加强市场投入精准化运作和价格体系管控。

**郎酒：小酒+大酒抢占下沉市场，积极维护厂商关系。**1) 主品红花郎以婚寿宴+团购两个动销点集中发力，严控价格，尽可能减少下滑幅度；2) 补充差异化产品承接次高端酒需求降级，贵宾郎精准化客群运营开拓增量，嘉宾郎等产品下沉县乡市场抢占低端市场份额。3) 通过利润补偿、严控市场费用等方式，集中力量去化库存，稳定渠道价格体系，稳定经销商网络。

**习酒：下沉聚焦区域性市场，放弃利润去化库存。**1) 利用 100-500 元产品优势，下沉市场争夺大众酱香酒的市场份额。2) 依据经销商资源与销售能力，选择性聚焦重点市场，筑牢市场根基以稳固渠道与消费者信心，重塑价格体系。3) 放弃继续向经销商压货，通过加大市场投入以及补贴等方式，推动经销商去化库存，将库存基本控制在 20% 以下。

## 投资建议

结合双节动销看行业需求环比修复，市场对业绩和价格预期较为充分，估值将随需求改善而修复，且对政策预期、流动性改善更敏感，属于第一阶段，由股息率定价，贵州茅台的 PE 有望从 20x 修复到 25x，对应约 3% 股息率。

展望估值修复的第二阶段，当行业供需关系改善，价格、业绩等景气指标兑现，市场对白酒资产“长久期信仰”回归，贵州茅台以 DCF 法估值条件具备，行业 PE 中枢有望达到 30x，时间上我们预计最早或发生在 2026 年四季度。

我们认为行业筑底信号增多，板块进入布局阶段，推荐买入业绩相对稳定，当前产品、渠道策略带来长期更大增长空间的优质白马泸州老窖、贵州茅台、山西汾酒，建议关注风险出清后困境反转的五粮液、洋河股份。

## 风险提示

宏观经济及需求复苏不及预期；库存去化速度较慢，主要产品价格持续下滑；竞争格局恶化导致过度投入费用，酒企净利率受损；食品安全问题等。

## 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.CSI）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<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 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 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 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

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