

证券研究报告 | 行业深度报告
日用消费 | 食品饮料

价格共赢，竞争错位

——五粮液、老窖对比深度报告

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com.cn

S1090518090005

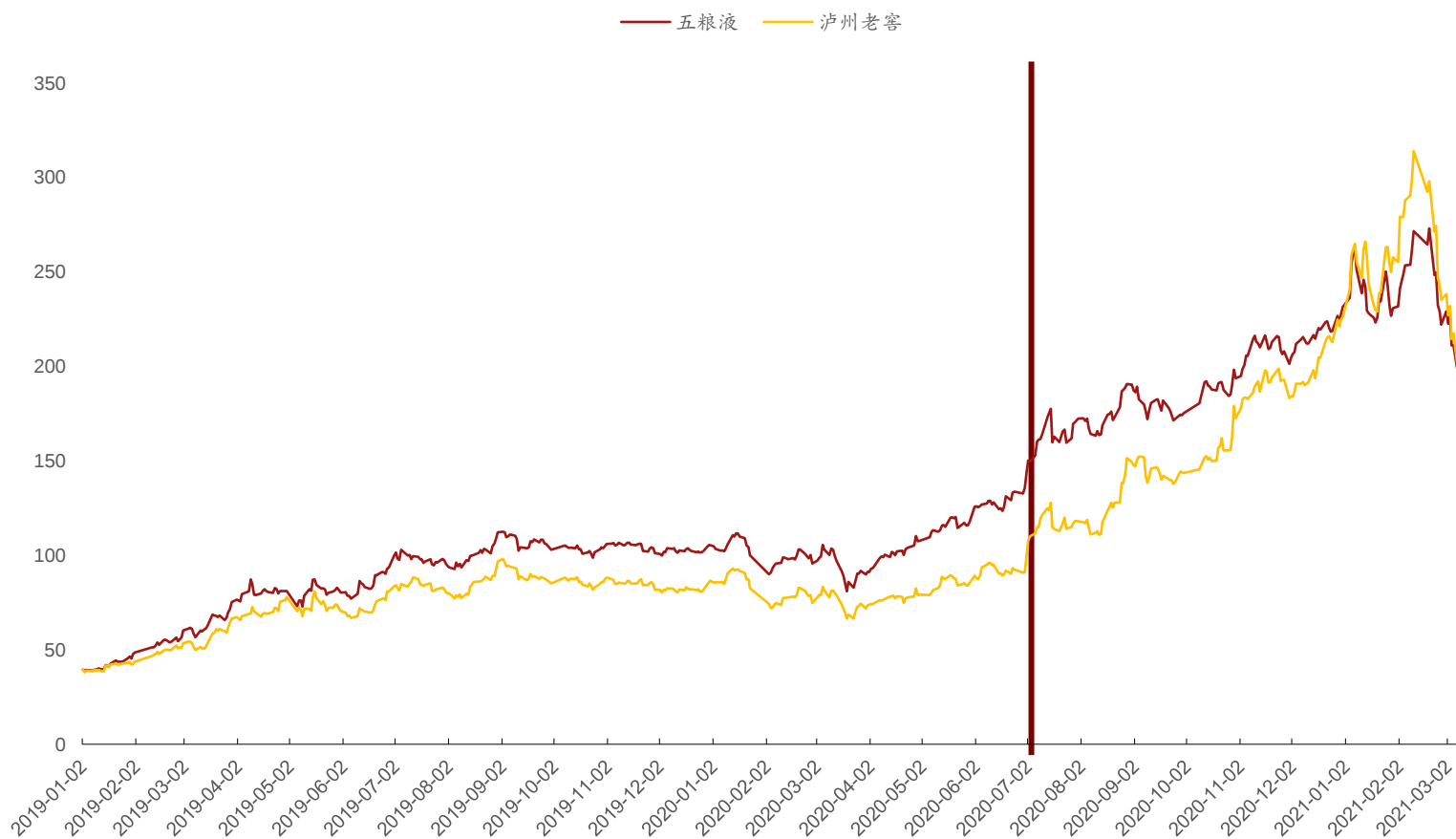
CMS  招商证券

团队成员陈书慧亦有贡献

2021年3月10日

- 市场担忧五粮液批价回升制约老窖。市场担忧五粮液批价回升，渠道利润放大后，经销商层面制约老窖发展。
- 两者发展目标积极，市场担心行业竞争加剧。同处千元价格带，市场担忧五粮液老窖消费群体相同，行业竞争加剧。

图：五粮液及泸州老窖K线对比



注：股价已经过标准化处理
资料来源：wind、招商证券

历史回眸：五粮液、老窖底蕴深厚，历史赋予高端入场券。五粮液90年代成就一代酒王，品牌复利巨大；老窖错走民酒路线后01年重塑高端品牌，奋力追赶但仍有差距。13-15年行业调整，五粮液、老窖逆势提价渠道受损，老窖犯错更大但也因此调整更加彻底，先破后立建设全新渠道体系，精细管控达到行业领先水平。

当下竞争：市场担忧五粮液渠道改善压制老窖，但实际两者是以价格为先的差异化竞争。

- 1) 行业以价格为第一竞争要素，不存在费用战等恶性竞争。
- 2) 渠道核心经销商重叠度低，打法各自独立。渠道模式差异化明显，正面较量较少
- 3) 五粮液和老窖的发力方向不同。五粮液价格引领，老窖价格跟随，发力全国化；五粮液利用经销商杠杆承接消费升级，老窖通过精细化费用投入绑定核心用户粉丝。

未来展望：价格共赢，五粮液价格引领，承接消费升级，老窖全国扩张。

五粮液：千元价格带领军，承接消费升级，引领价格抬升。千元价格带扩容，五粮液占据份额和品牌力优势，公司进行渠道改革，引领顺价正循环，控盘分利模式有利于利用经销商杠杆，承接茅台溢出，承接次高端消费升级。未来五年EPS复合增速16%。

老窖：价格跟随，从区域到全国，规模效应释放黄金周期。本轮经历五年沉淀，最难时候已过，品牌势能渐起。首先，渠道模式复制增强全国化确定性，其次，费用绝对数扩张有限、品牌势能释放下，规模效应带动净利率提升。未来五年EPS复合增速20.4%，

投资建议：看好五粮液品牌力优势和老窖全国化空间，估值回落买点重现，重申“强烈推荐-A”评级。五粮液、老窖长期路径清晰，十四五规划积极，短期销售情况超预期，未来2年享受行业高景气，股价回落中买点重现。

- ✓ 给与五粮液20-22年EPS5.13、6.18、7.22元，给与22年40-45X，288-325元目标价，一年看20%-35%空间，维持“强烈推荐-A”评级。
- ✓ 给与泸州老窖20-22年EPS4.02、5.12、6.74，给与22年35-40X，236-270元目标价，一年看25%-45%空间，维持“强烈推荐-A”评级。

一、历史回眸：品牌沉淀久远，渠道不破不立

二、竞争本质：价格优先，错位竞争

三、发展路径：五粮液品牌引领，老窖全国扩张

四、估值讨论：好生意值得高估值，回调后性价比凸显

五、盈利预测及投资建议

90s

- 五粮液依靠率先提价、渠道大商推力一举超越“汾老大”成为一代酒王。
- 老窖在价格闯关时掉队，不涨价的民酒放量策略仅增加短期产销量。

03-12

- 五粮液提价过快，造成渠道价格倒挂、经销商亏损，大商占比过高，阻碍量价政策及终端营销，终端价逐步为茅台所超越。
- 泸州老窖借助国窖1573重新崛起。

13-15

- 行业遭遇巨大危机，五粮液频繁调价扰预期，大商制模式阻碍量价政策。
- 老窖低估行业调整幅度，逆势提价倒挂严重，损失惨重。

15至今

- 行业重新景气，高管变动，五粮液二次创业改革切中要害，老窖刮骨疗伤终止恶性循环，重回良性轨道。

五粮液、老窖底蕴深厚，历史赋予高端入场券

白酒的品牌需要时间积淀，今日的名酒品牌大多历史上就是名酒。其中，五粮液自1963年起四次入选名酒评选会，老窖入围五次，1952年第一次以特曲前身泸州大曲酒入围老四大名酒，而后四次名酒评选均以特曲入围。

表：五粮液和泸州老窖多次入选名酒评选会

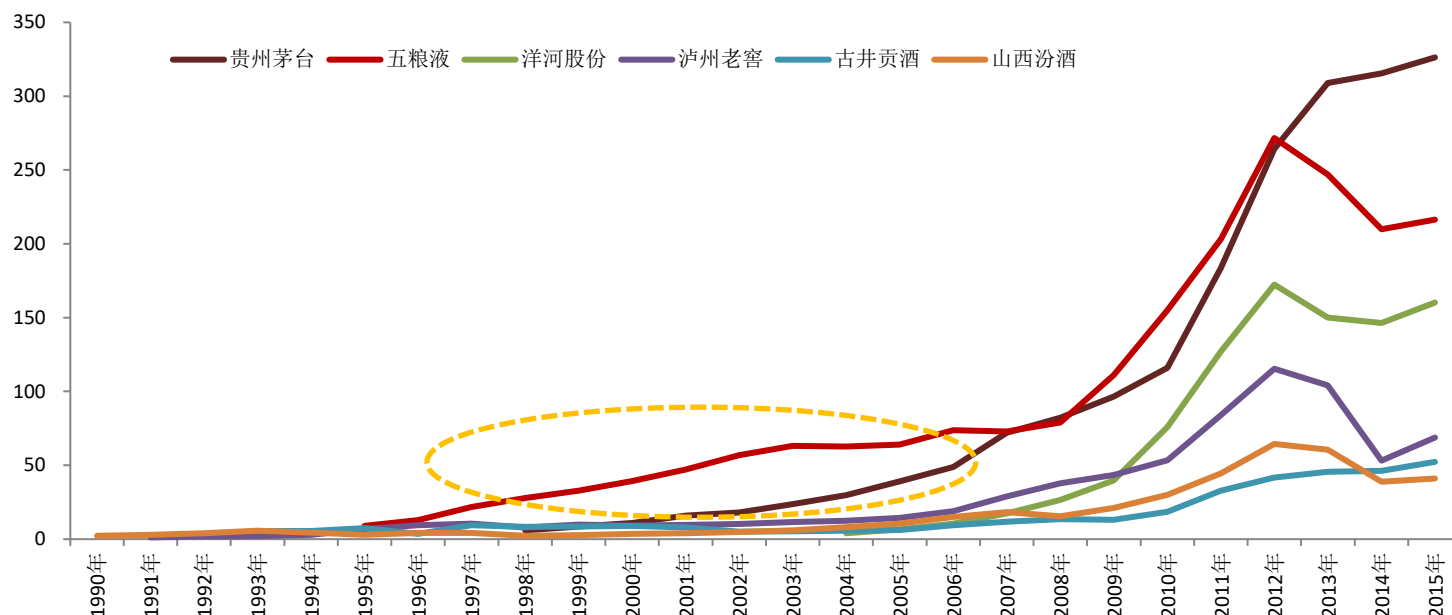
时间	数量	入围品牌
1952年（第一届）	老四大名酒	泸州大曲酒、汾酒、茅台酒、西凤酒
1963年（第二届）	八大名酒	五粮液、泸州老窖特曲、古井贡酒、全兴大曲、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979年（第三届）	新八大名酒	泸州老窖特曲、五粮液、茅台、汾酒、古井贡酒、董酒、剑南春、洋河大曲酒
1984年（第四届）	十三种名酒	泸州老窖特曲、五粮液、茅台、汾酒、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、西凤酒、双沟大曲、特质黄鹤楼酒、郎酒
1989年（第五届）	十七种名酒	泸州老窖特曲、五粮液、茅台、汾酒、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、西凤酒、双沟大曲、特质黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

90s：五粮液品牌总代开发成就一代酒王

90年代，五粮液依靠渠道大商推力一举超越“汾老大”成为一代酒王。

- ✓ 88年物价闯关、酒价双轨制，五粮液率先涨价。
- ✓ 白酒行业供给跟上，企业核心竞争力由“汾老大”时代的产能为王转变为渠道为王。
- ✓ 浓香工艺“量质摘酒”金字塔产品架构催生品牌总代开发模式。
- ✓ 成本低，激励性强，总代开发模式助力五粮液各价位段产品快速发展。

图：五粮液借助总代模式，在上一轮周期中一骑绝尘

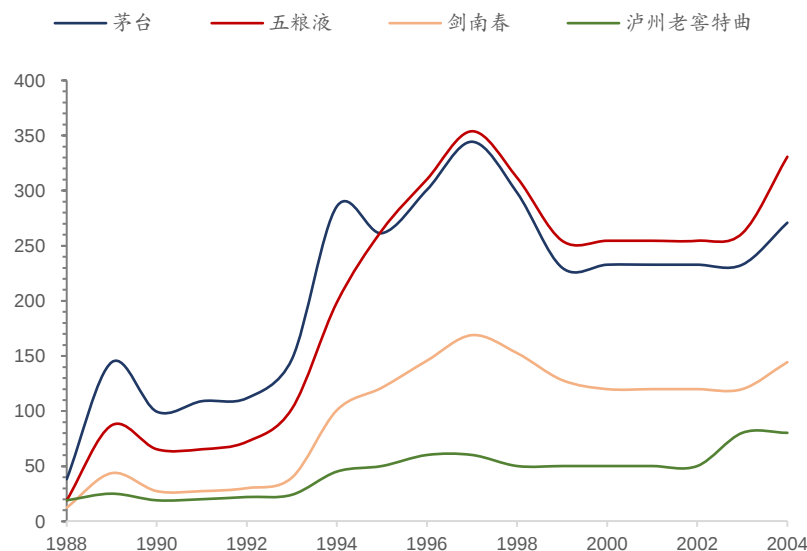


90s：老窖在价格闯关中掉队，从名酒到民酒

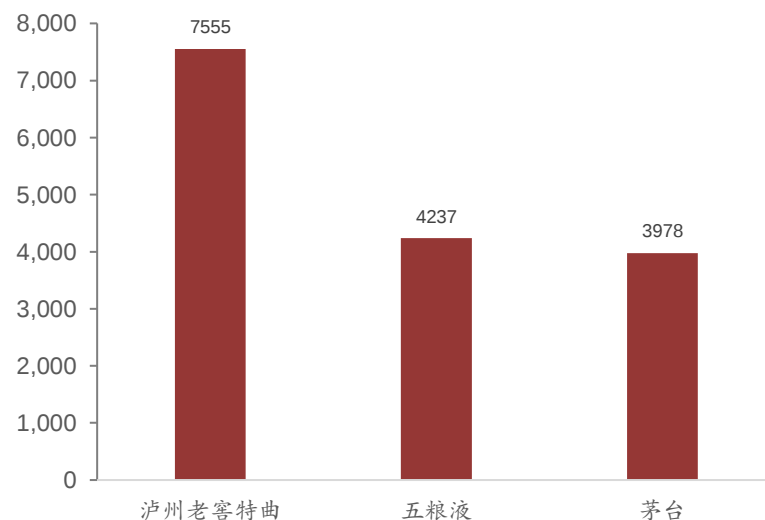
老窖在价格闯关时选择不涨价，虽短期产量增加，但为后续只能重塑高端品牌形象埋下伏笔。

- ✓ 88年价格闯关，五粮液、茅台等名酒价格在市场经济机制下不断走高。
- ✓ 特曲作为当时老窖系列最高端产品，选择民酒放量策略，告别高端价格带。
- ✓ 特曲产销量显著高于茅五，但高端白酒逐渐形成“茅五剑”格局，为老窖后续只能重塑高端品牌埋下伏笔。

图：泸州老窖特曲90年代未涨价，终端价与茅五剑差距甚远（单位：元）

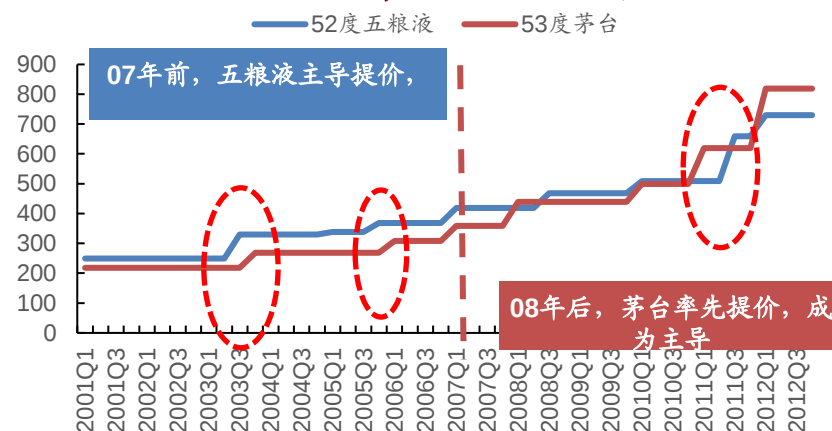


图：90年代中期泸州老窖特曲产销量远大于茅五（单位：吨）

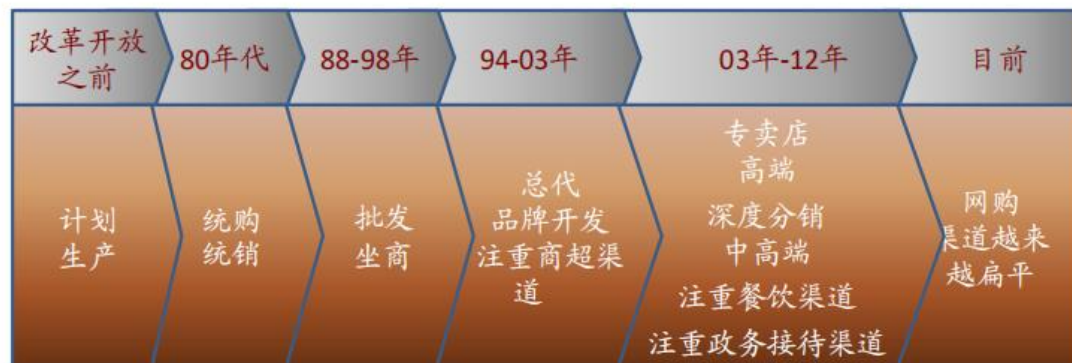


- 五粮液大商占比过高，阻碍量价政策及终端营销。大商模式下由于拿货成本低，担忧市场景气度时容易出现低价甩货现象，造成价格倒挂经销商亏损，同时资源向大商倾斜，不利于终端营销。
- 07年后茅台定价权后来居上，成为价格领导者。08年起，茅台逐渐从提价时机、提价幅度和调整后价格上，全面超越五粮液。

图：五粮液被茅台追赶，失去提价主导权



图：白酒行业渠道模式梳理

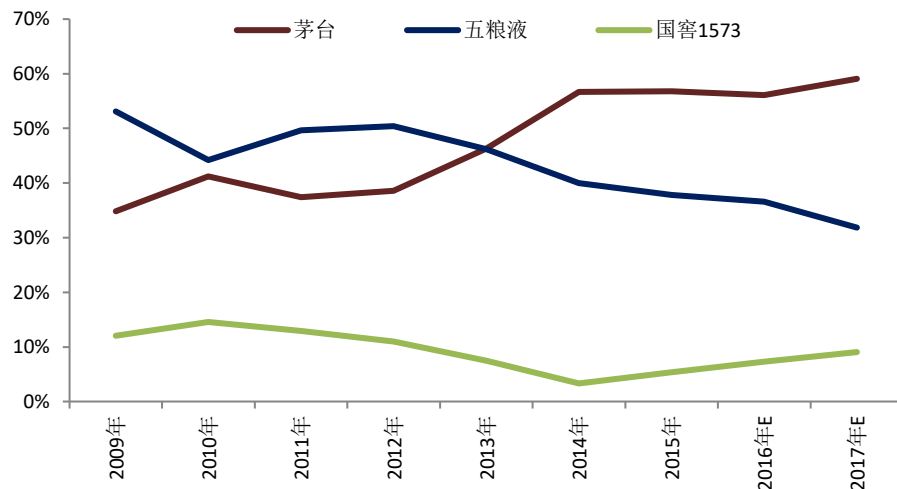


13-15：茅台收割份额，五粮液老窖深度调整

图：茅台放开经销权，数量快速增长，实现扁平化

时间	经销商门槛
2013.07	以999打款30吨6000万
2014.04	2年打款20吨
2014.06	4.5吨819和1.5吨999，合计800万
销量	主要区域
2000	贵州、北京
1000	广东、山东、河南、江苏、浙江、四川
500	重庆、上海、两湖、河北、福建、陕西、广西、辽宁

图：行业调整期，茅台收割市场份额



图：五粮液国窖频繁调价，茅台以稳求胜

年份	月份	茅台	五粮液	国窖1573
2006	1月	268	338	328
	2月	308	348	348
	7月		368	
2007	2月	358		
	4月		418	
	10月			
2008	1月	439	418	408
	8月		469	468
	9月			
2010	1月	499	509	519
	9月			619
2011	1月	619		
	9月			
2012	1月	819	659	
	9月			889
2013	2月		729	
	7月			999
2014	5月		609	680
	7月			580
	8月			550
	10月			
	12月			
2015	6月		609	
	8月		659	620
2016	3月		679	
	8月		739	640
	9月			680
	11月			
2017	8月	969	740	
2018	1月			
2019	2月	969	889	780
	6月			790
	9月			
	11月			810

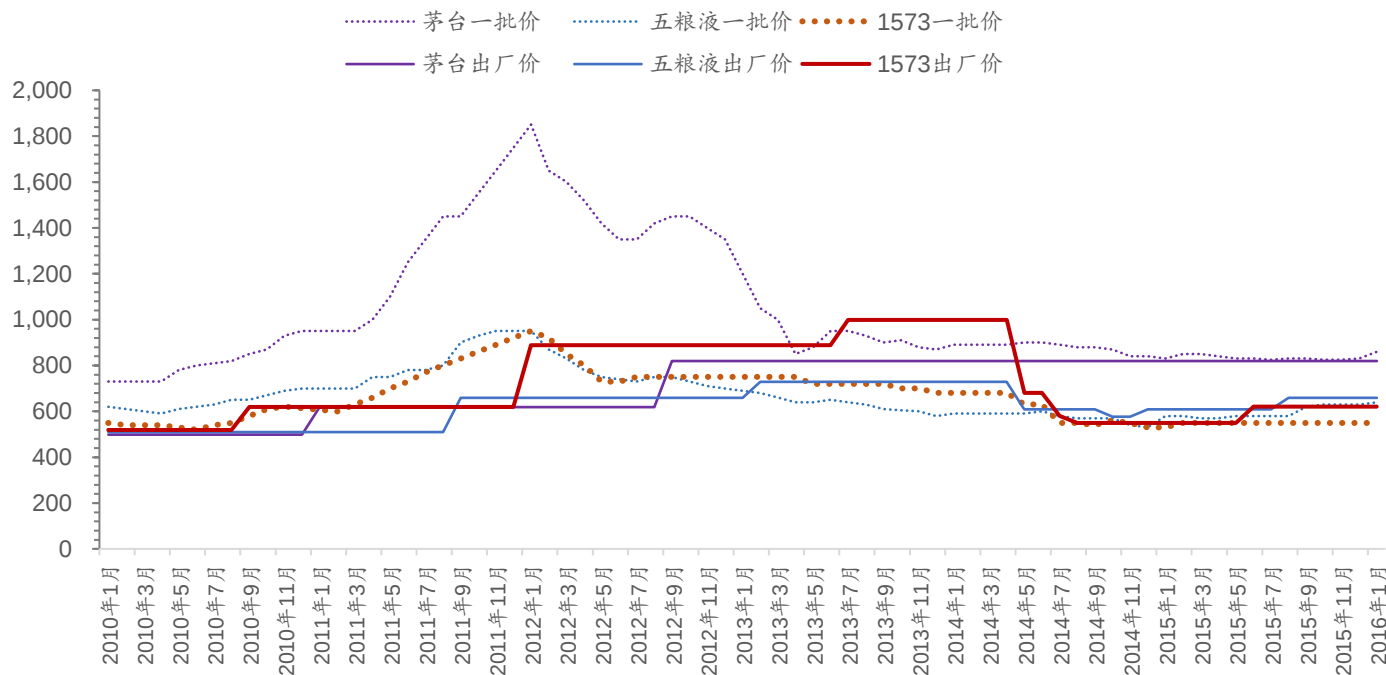
13-15：五粮液频繁调价扰预期，老窖错失调整黄金期

茅台以稳求胜，品牌力逐步积淀。12年后价格泡沫遇上行业事件，行业进入深度调整期，茅台调价频次最少，且没有向下调整，以稳求胜，品牌力逐步沉淀。

五粮液频繁调价扰预期，市占率被持续收割。2006-2014年，五粮液调价11次，大商制模式阻碍量价政策，渠道价格倒挂，经销商动力不足，份额被开放经销权、渠道扁平化的茅台持续收割。

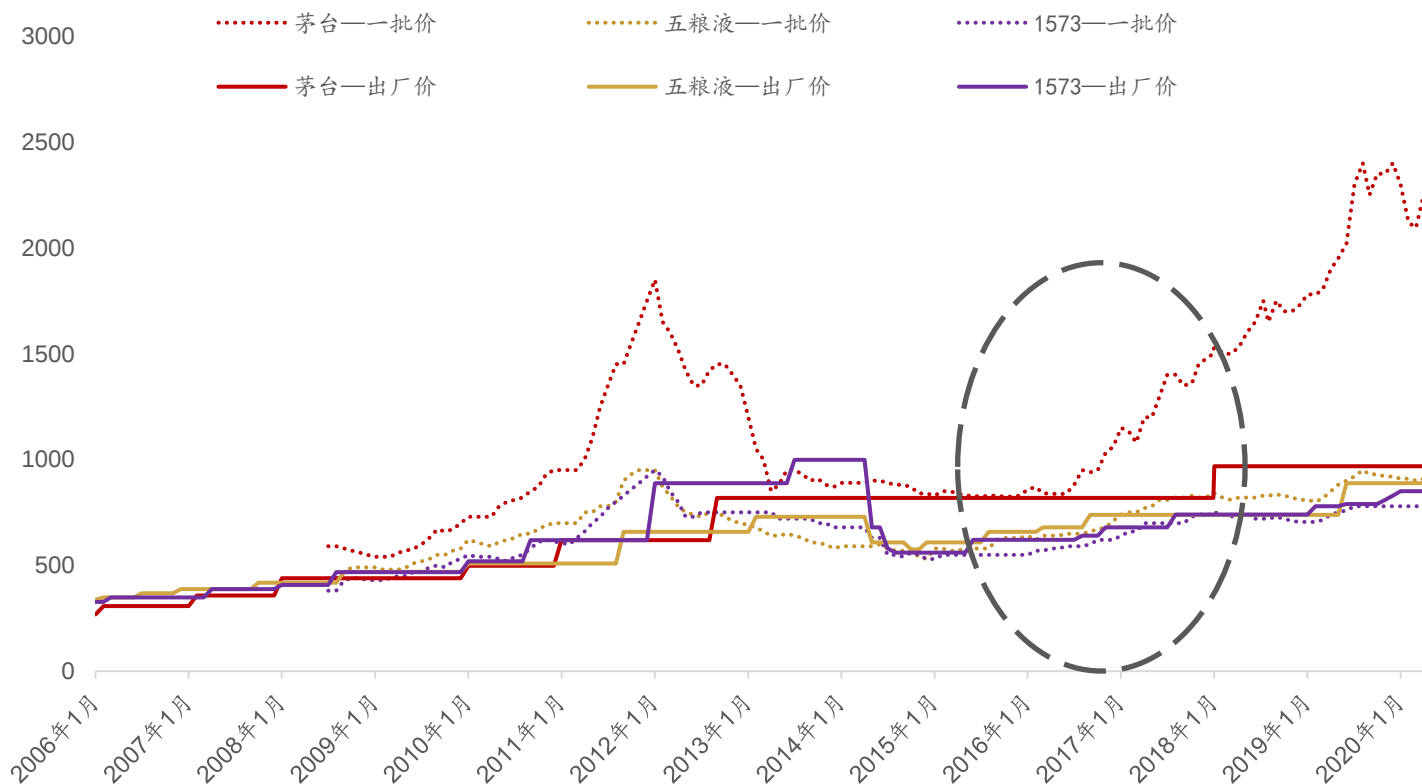
老窖判断失误，调整更深更久。老窖低估行业调整幅度，逆势提价倒挂严重，渠道库存压力大，错失底部最佳调整时期，销量从12年的5000吨萎缩至14年不足1000吨。后续常规手段几乎无解，只能采用破釜沉舟、刮骨疗伤的魄力，因此调整更深更久。

图：国窖逆势提出厂价，价格倒挂严重



一方面是需求景气度不如茅台; 另一方面频繁提价导致渠道利润很难大幅扩张。16年起, 行业逐步复苏, 茅台批价快速上扬, 但五粮液老窖渠道恢复较慢。主要由于前期茅台品牌力逐步积淀, 已成为高端白酒的龙头, 五粮液老窖需求景气度不如茅台。另一方面, 由于价格传导会受到库存缓冲, 低价库存影响调价效果, 高价库存造成经销商亏损, 五粮液和老窖频繁的调价策略反作用于经销商, 渠道利润很难大幅扩张。

图: 16年行业复苏茅台批价提升, 但五粮液老窖渠道恢复较慢



- 老窖：2015年6月“刘林配”履新，产品、渠道、市场等系列改革出台
- 五粮液：2017年3月新董事长李曙光上任，提出“二次创业口号”，开始全面改革

表：近年来酒企高管主要人事变更表

	时间	人事变动
五粮液	2017. 3	李曙光接任唐桥，出任五粮液集团董事长；
沱牌舍得	2017. 5及2016. 7	刘力先后接任总经理和董事长一职；17年5月李强出任总经理；
酒鬼酒	2016. 1	江国金出任董事长，董顺刚出任总经理；
水井坊	2015. 10	范祥福接任James Michael Rice担任总经理
贵州茅台	2015. 8	李保芳担任茅台集团党委书记，总经理
泸州老窖	2015. 6	刘淼出任董事长，林峰出任总经理

- 五粮液此前面临三大问题。五粮液此前面临产品体系冗杂不清，渠道大商制下沉受阻，量价策略预期不足三大核心问题。
- 二次创业改革切中要害。2017年3月新董事长李曙光上任，提出“二次创业口号”，改革切中要点，渠道实现顺价。

产品梳理

- ✓通过不断清理中低端及贴牌产品，加速整体资源向高端产品聚集。
- ✓主品牌围绕“1+3”，系列酒聚焦“4+4”

团队管理

- ✓主品牌营销指挥大幅向前线推移，三家原系列酒营销公司合而为一
- ✓销售人员数量加快扩充；18年薪酬调整方案落地实施，员工收入水平明显提升

渠道改善

- ✓在空白市场进行新招商，实现毛细血管不断扩张，并不断优化配额
- ✓推出“控盘分利”模式，一线团队更加重视主动服务,增强渠道精细化管理水平

- 老窖积累的问题在高端白酒中最为严重。14年底部老窖渠道库存高企、终端动销缓慢、经销商意见大，积累的问题在高端白酒中最为严重，刮骨疗伤调整更为彻底。
- “刘林配”履新，系列改革出台。15年6月公司换届，新任董事长刘淼和总经理林峰履新，解决公司和老窖集团高管交叉任职问题，并开始全面彻底变革。

产品梳理

- ✓大幅削减条码，逐步改善老窖品牌很多很杂的印象。
- ✓聚焦五大单品，极大提高单品辨识度。
- ✓发力中高端，推动高端持续放量。

销售模式

- ✓销售模式再塑，由柒泉到品牌专营。
- ✓专营公司模式下，费用率明显走高，毛利率和净利率同时上升。

重塑市场

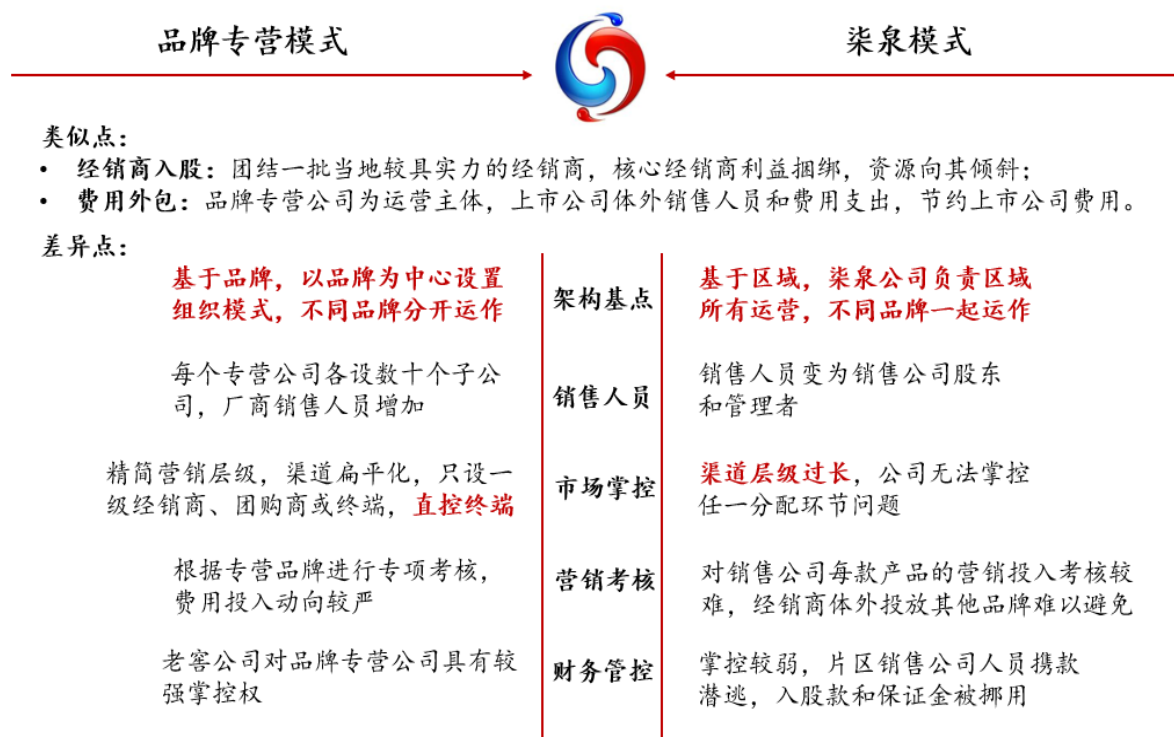
- ✓出手回购巨额市场库存，为渠道流通造血，从而终止中高端产品销售的恶性循环
- ✓自建分公司、“1+1”合作和授权、更优厚的打款条件，等多种模式，对渠道抛出橄榄枝

产能完善

- ✓固定资产持续较低，长远看埋下产能技改伏笔。
- ✓定增&发债弥补产能瓶颈，奠定中长期发展基础。

- **调整最深度却也最彻底。**由于上轮周期中老窖历史问题更多更重，经销商利益受损，15年只剩7个省份有经销商，重新招商难度较大。但最深度的调整也使得公司彻底实现渠道重新梳理。
- **销售模式再塑，从柒泉到品牌专营。**柒泉模式于15年退出历史舞台，新成立的国窖、窖龄、特曲和博大品牌专营公司，仍在公司体外，但相比柒泉是松散的经销商联盟，营销人员只负责联系，专营公司模式下大量负责终端市场。柒泉模式和品牌专营公司均是吸引核心经销商入股，资源向其倾斜，该模式也确实使企业在国有体制下，市场运作上更为灵活。

图：品牌专营模式与柒泉模式对比



产品

主品牌：“1+3”系列VS核心单品国窖1573

系列酒：

- ✓ 五粮液“4+4”：未形成拳头品牌
- ✓ 老窖产品线清晰：特曲60-窖龄-特曲-头曲-二曲

渠道

五粮液：控盘分利实现顺价，步入经营正循环

老窖：调整更为彻底，绑定核心经销商，一线销售亲历亲为

打法

五粮液：提价+承接升级放量

老窖：挺价+从区域到全国

一、历史回眸：品牌沉淀久远，渠道不破不立

二、竞争本质：价格优先，错位竞争

三、发展路径：五粮液品牌引领，老窖全国扩张

四、估值讨论：好生意值得高估值，回调后性价比凸显

五、盈利预测及投资建议

市场担忧五粮液改革压制老窖，但：

首先，生意本质决定了很难有恶性竞争：

- 1) 老窖池稀缺属性打造浓香高端竞争壁垒
- 2) 行业以价格为第一竞争要素，不存在价格战
- 3) 千元价格带享受消费升级而扩容

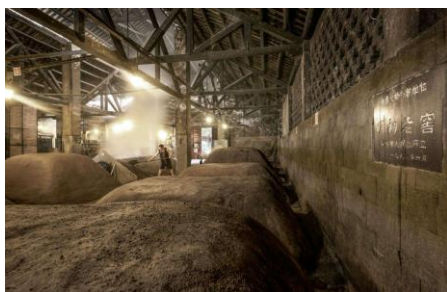
其次，发力的方向有所不同：

- 1) 五粮液价格引领，千元价格带品牌力最强；老窖价格跟随，从区域走向全国
- 2) 消费者教育的方向不同：五粮液控盘分利，利用经销商杠杆撬动企业团购，同时，产品结构进一步升级提高品牌力，实现消费者转化；老窖高度绑定渠道，通过终端精细化费用投入和圈层营销培养核心用户粉丝

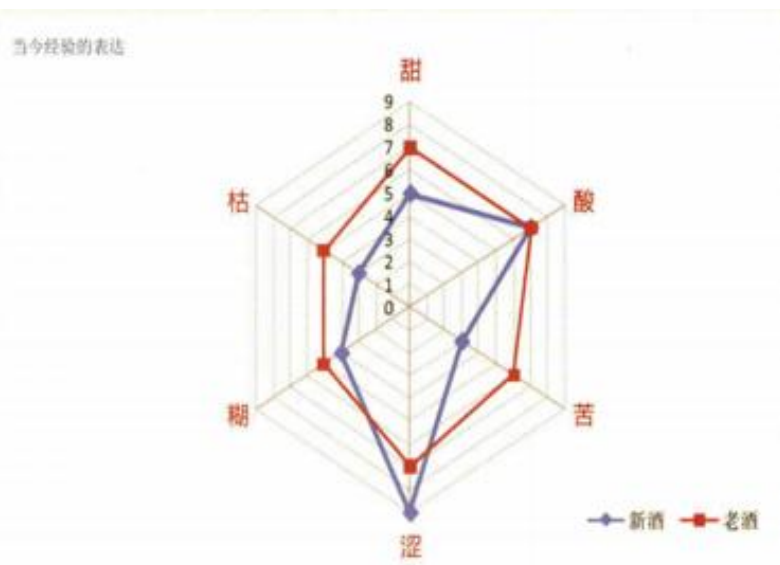
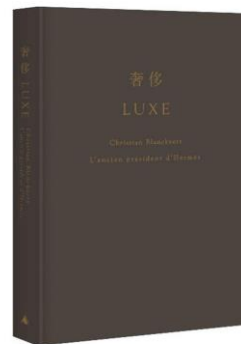
高端的稀缺性，浓香酒在于老窖池，酱香在于时间价值 CMS 招商证券

老窖池稀缺属性打造浓香高端竞争壁垒。高端白酒的稀缺性，酱香在于时间价值，如茅台、郎酒、国台均有不同年份的老酒序列；而浓香壁垒由不间断发酵的老窖池打造稀缺属性。

图：五粮液的明初窖池



图：老窖的公元1573年窖池



图：飞天、青花郎、国台国标（五年）

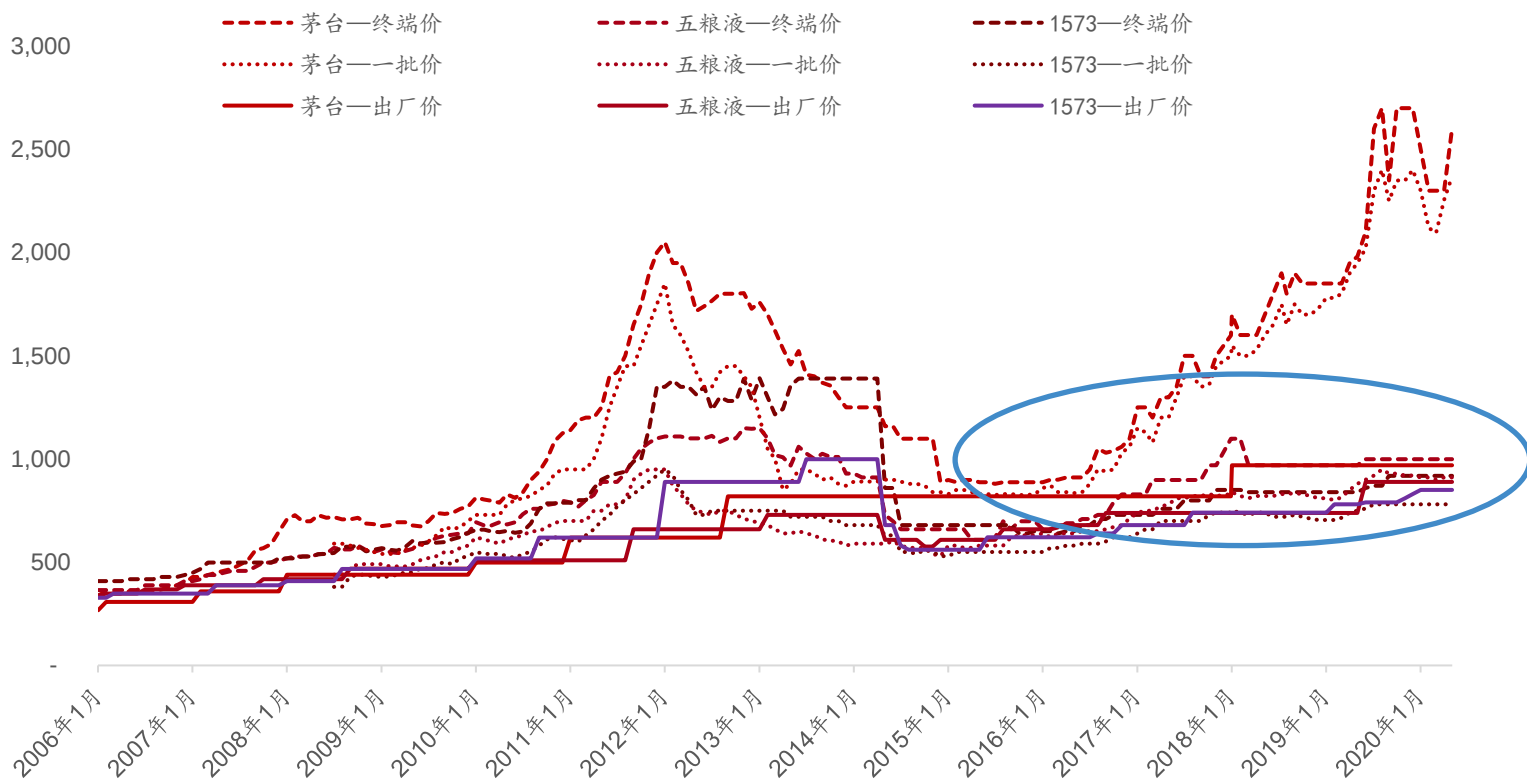


图：茅台精品/年份酒、青云郎/红运郎、国台龙酒



- 高端白酒一直是以价格领先的竞争。由于具有奢侈品属性，价格越高越能体现稀缺性，高端白酒以价格为第一竞争要素，不存在价格战，并会提价以保持高端品牌形象。茅台批价一骑绝尘，打开行业空间。五粮液和老窖频出的价格策略不断验证逻辑。

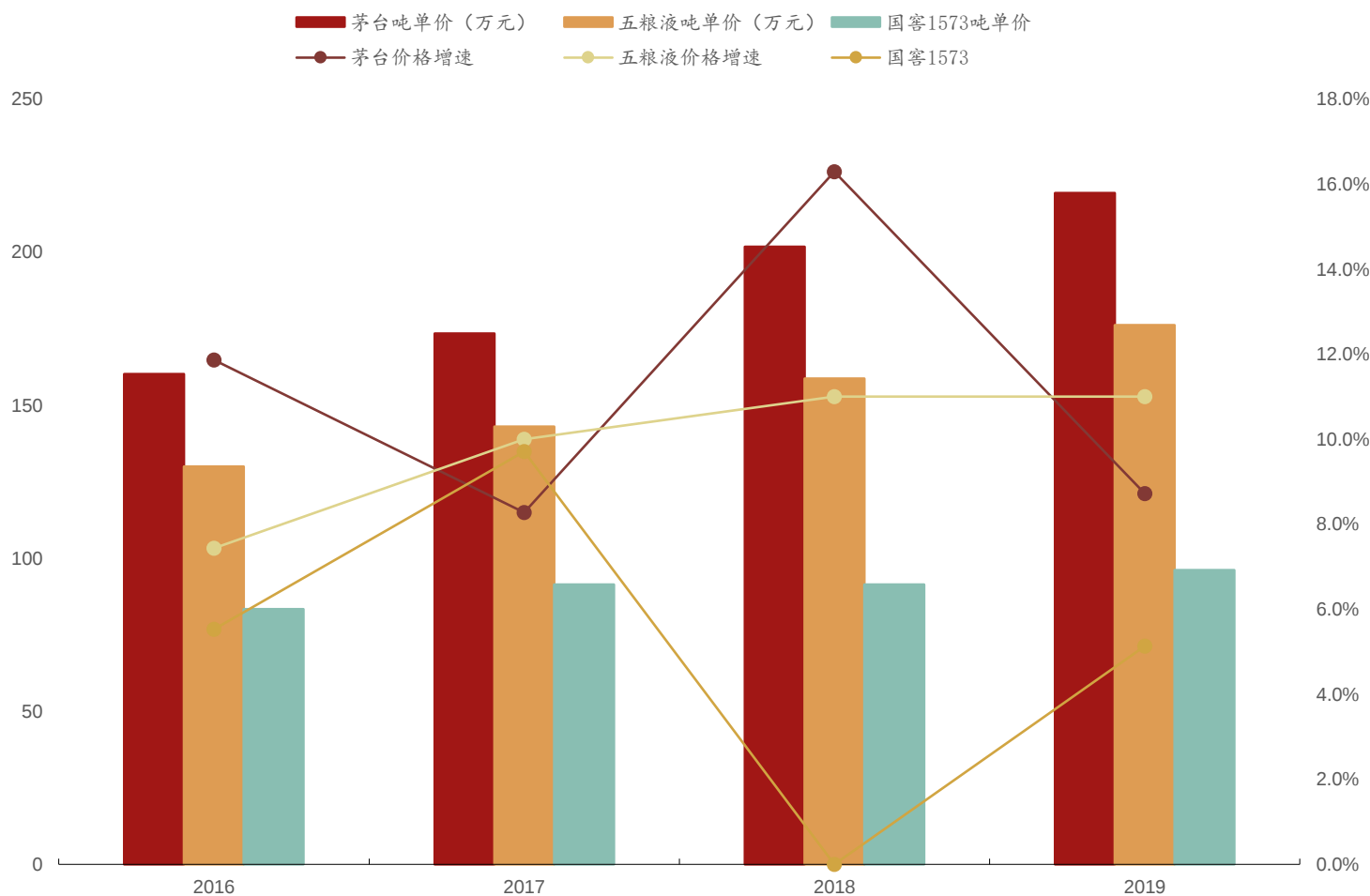
图：茅台批价一骑绝尘，五粮液老窖频频提价



行业价格增长每年保持在7-8pct

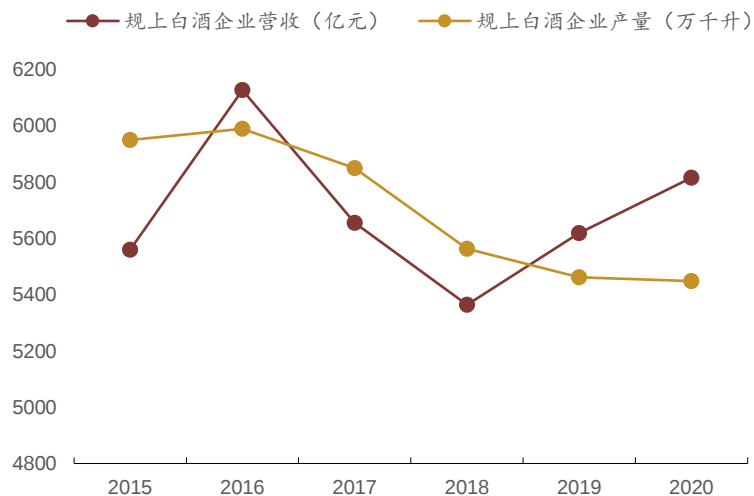
高端白酒每年价格可贡献5-10%稳定的收入增长。其中茅台、五粮液、国窖8年价格CAGR分别为6.7%、6.1%、3.3%，4年CAGR为7.8%、9.8%、5.0%，酒鬼内参、青花郎2年价格CAGR分别为5.8%和8.8%

图：高端白酒16-19价格增速对比

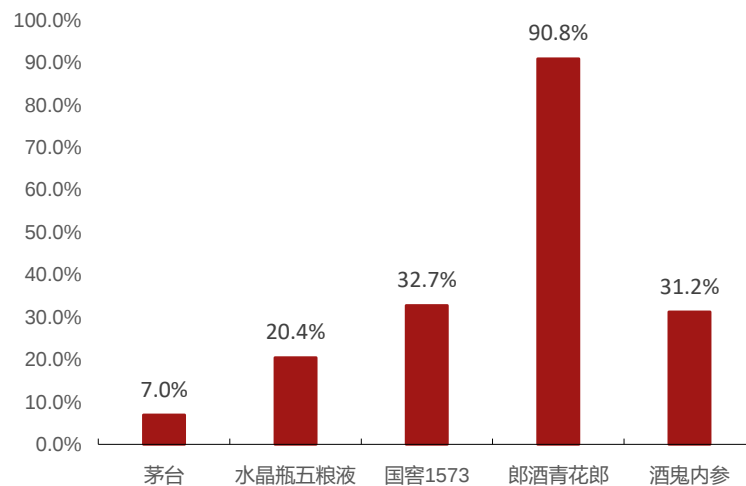


- **白酒产量减少，但消费升级趋势明显。**根据中国酒业协会数据，我国规模以上白酒企业产量于2016年达1358.4万千升见顶后大幅回落，2020年产量仅为740.7万千升，但18年以来规模以上白酒营收持续增长，“少喝酒喝好酒”观念逐步显现，消费升级趋势明显。
- **居民可支配收入增加，千元价格带享受消费升级而扩容。**以北京为例，2019年城镇居民人均可支配收入达到73849元，过去4年CAGR=8.7%，人均可支配收入的增长推动消费升级，17-19年，除飞天茅台、水晶瓶五粮液和国窖1573销量（吨）稳定增长外（CAGR约为9.5%），郎酒青花郎和酒鬼内参同样明显放量，CAGR分别为90.8%和54.4%。此外，复兴版青花30和习酒君品也为千元价格带扩容贡献增量。
- **高端白酒规模上仍有较大渗透空间，千元价格带扩容趋势确定。**2019年高端白酒主要品牌（茅台、五粮液、国窖1573、青花郎、内参）营收不到1200亿元，仅占规模以上白酒企业营收约1/5，未来可渗透空间仍大，千元价格带扩容趋势较为确定。

图：白酒产量减少，营收并未同比减少

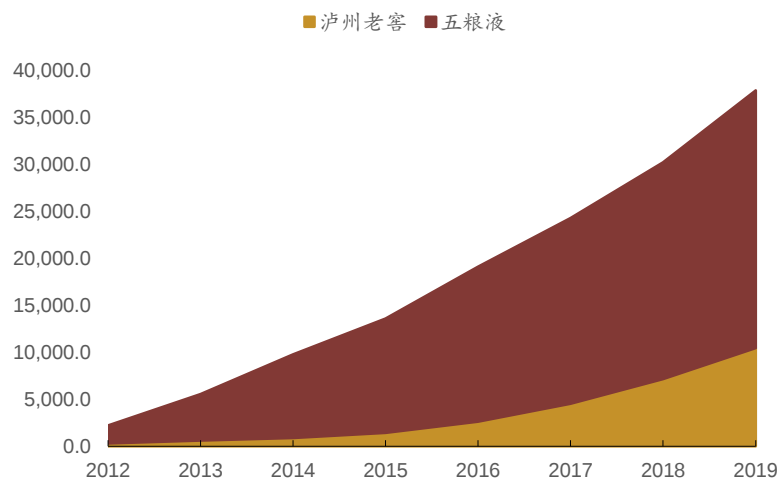


图：17-19年高端白酒销量增长同样可观



- 茅台以外品牌力仍最强，五粮液价格引领最大程度受益。
- ✓ 相比01年诞生的国窖1573，五粮液的名酒积淀历史更为久远。历史上5次名酒会评选，老窖均以当前的腰部产品特曲入选，高端核心单品“国窖1573”诞生于2001年；而五粮液自1963年起，主品牌“五粮液”四次入选，名酒积淀历史更为久远，消费者认可度更广。
- ✓ 累计费用投入难以超越，茅台以外品牌力最强。虽然近年老窖品牌费用投放基本追平五粮液，但从累计费用投入看，差距仍大，12年以来五粮液品牌营销费累计投入达273亿，老窖仅为104亿左右。茅台以外五粮液品牌力最强。
- ✓ 品牌势能积攒，最大程度受益。作为千元价格带的领头羊，五粮液优先承接高端白酒扩容带来的溢出需求，同时最大程度受益于茅台批价保持高位，享受1000-2500价位带空档，提价时间和幅度较老窖更显从容，产品结构向上升级空间大。

图：五粮液累计品牌营销费用投入远大于老窖

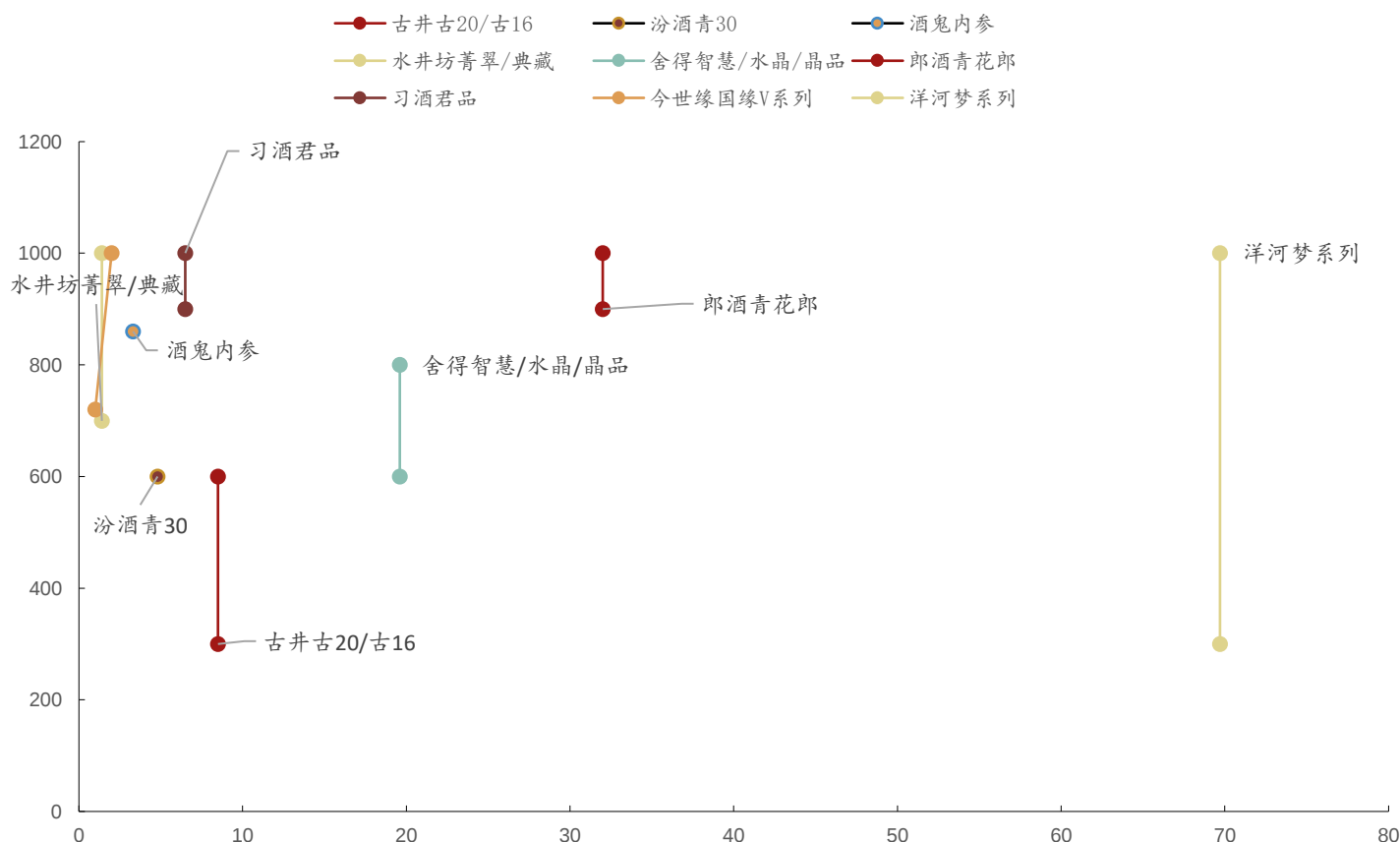


表：五粮液提价时间和幅度更显从容

年份	月份	茅台	五粮液	国窖1573
2014	11月	819	576	560
	12月		609	560
2015	6月		659	620
	8月		679	640
2016	3月	739	739	680
	8月			740
	9月			780
2017	11月	969	889	790
2018	8月			810
	1月			830
2019	2月			850
	6月			890
	11月			
2020	12月			
	1月			
2020	9月			

- 五粮液品牌力和份额在千元价格带有绝对优势，更好的承接升级需求。五粮液作为千元价格带领袖，具有绝对的份额优势和品牌优势，既可以承接茅台的一部分供给缺口，也能更好的承接次高端的升级需求。近年来消费升级明显，部分消费需求从400-500元直接跃升至1000元。

图：五粮液作为千元价格带领袖，承接消费升级



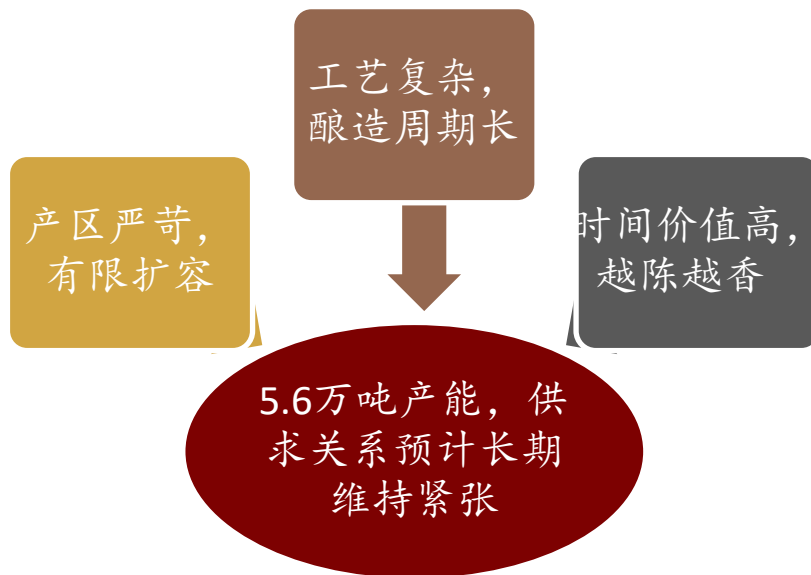
- 五粮液近年工作核心一直是通过控量稳价放大渠道利润。此前五粮液的核心问题在于大商制下，渠道博弈心态强，以周转为核心，抛货窜货现象多，渠道利润受损导致推力不足。近年来五粮液将工作重心放在渠道管控上，通过配额调控网络优质经销商，控盘分利实现顺价销售。
- 经销商利润持续恢复，渠道杠杆撬动团购增量。品牌优势积淀叠加合适的渠道利润使经销商恢复信心，渠道推力增强，通过配额调控和量价策略，进一步放大渠道顺价，步入经营正循环。由此撬动经销商杠杆开拓团购渠道，从其他品牌（尤其是加速次高端消费升级）实现消费者转化，贡献新增量。



价涨量升，加速经营正循环！

- 茅台稀缺价格高位，五粮液向上升级空间大。茅台的极致稀缺性导致价格居高不下，五粮液千元价格带品牌力最强，享受1000-2500价位带空档。一方面最大程度承接高端白酒的溢出需求，另一方面为产品升级留出极大空间。五粮液通过严格的基酒分级，梳理出“1+3”产品体系建设，试水2500+的高端新品经典五粮液，小范围市场内反馈良好，后续超高端新品501五粮液的推出，给产品结构持续升级留下了想象空间。

图：极度稀缺导致茅台价格居高难下

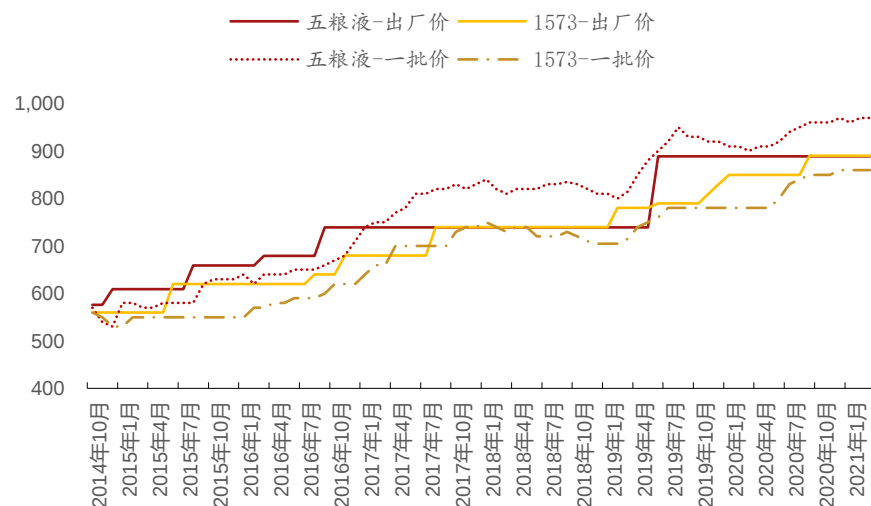


图：优中选优花中选花的严格基酒分级，五粮液“1+3”产品体系建设



- 价格策略稳健务实，紧紧跟随五粮液。上轮周期中，老窖价格策略冒进是最大错误。15年至今，老窖吸取此前的经验，多频小幅提出厂价，紧紧跟随五粮液，操作更加稳健务实，保持批价和成交价100元左右的舒适距离。
- 区域走向全国，最艰难时期已过。老窖形成了西南、华北两个基地市场。华东市场经过五年沉淀，艰难时期已过，品牌势能释放。华中样板市场建设，模式有路径可寻。

图：五粮液、国窖出厂价和批价对比



表：国窖分区域收入

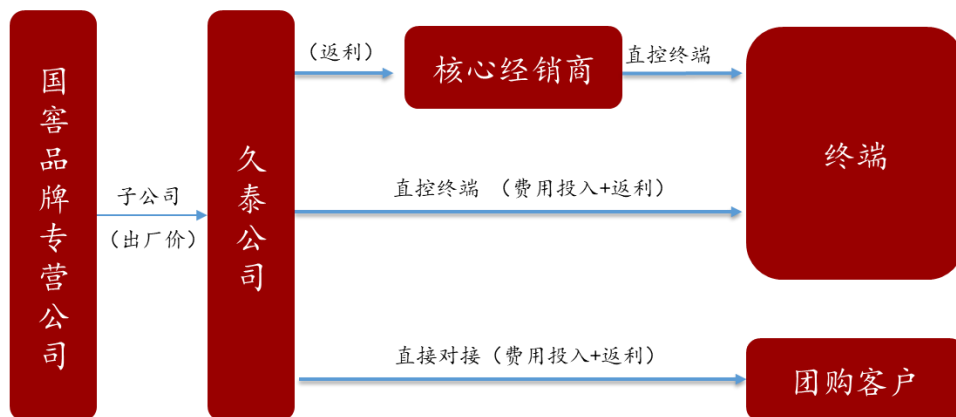
	国窖1573	区域占比
东北	3.0	2.6%
辽宁	1.2	
黑龙江	0.9	
吉林	0.9	
华北	39.0	34.2%
北京	4.5	
天津	4.5	
河北	20.0	
山东	9.0	
山西	1.0	
西北	3.0	2.6%
西南	30.0	26.3%
四川	26.0	
重庆	4.0	
华东	14.0	12.3%
上海		
其他	-	
华中	18.0	15.8%
河南	5.0	
湖北	-	
湖南	-	
华南	7.0	6.1%
合计	114.0	

- 目前老窖形成了直营、经销商、1+1模式三种厂商服务模型。原则是：能利用的就绑定（股权经销商），不能利用的就自己做市场。
- 股权经销商占国窖收入比重55%。通过经销商入股绑定核心经销商资源，模糊返利+年底分红模式，绑定股权经销商利润，提升核心经销商稳定性和忠诚度。
- 亲历亲为做市场，追求精细化管理。由于老窖经历了重新招商，整体和五粮液经销商重合度不高，市场担忧五粮液渠道利润提升反制老窖，实际影响较小。老窖更多的是通过渠道精细化运作、人员和费用投入亲历亲为做市场，直控终端，高效地进行消费者转化。

典型案例：

- ✓ 久泰模式：由原泸州老窖四川片区经理担任董事长，整合资源对渠道进行扁平化改造，通过核心经销商入股、资源倾斜、模糊返利等方式直控终端。
- ✓ 河北模式：股权经销商，邯郸开始是3个股权经销商，后来扩充到6个；沧州实行了股份模式后，500-2300-4500-1.2亿

图：久泰模式



老窖的消费者教育发力方式不同。五粮液通过控盘分利下的核心经销商优势，最大化利用经销商资源杠杆。老窖通过自己的终端精细化费用投入和圈层营销，培养核心用户粉丝。

➤ VS五粮液：

本轮五粮液顺价，经销商利润恢复，市场担忧五粮液压制老窖，但

- 1) 老窖强调全盘的控盘分利，不仅是渠道，包括终端，如**国窖荟**的推广，可以吸引终端更多推广老窖
- 2) 老窖的控股经销商+直营作为主要模式，亲力亲为模式下，**对普通经销商依赖积极性较低**
- 3) 老窖**精细化程度更高，能保证费用投入落地**。南京市场五粮液几个人，老窖30个人；成都某县级市，五粮液5个业务人员，老窖12个。

图：华北地区五粮液价值链



图：华北地区国窖1573价值链



- **深耕圈层营销，培养核心用户粉丝。**老窖通过国窖荟的推广确保费用投入落实到终端品牌宣传和消费者教育上，通过圈层营销地面转化，培养核心用户粉丝。国窖荟针对不同消费圈层举办多样化活动，其中包括面向传统消费人群，弘扬中国白酒传统文化的酒香堂；面向新一代年轻消费群体，探索“时尚化、年轻化”白酒冰饮的冰Joys快闪店；同时深耕高端体育营销，一线城市主推高尔夫球系列赛事，下线城市举办羽林荟羽毛球挑战，同时牵手澳网，打造超级IP，实施1-4线城市的系统覆盖。
- **品牌营销不间断，持续消费者转化。**20年疫情期间国窖并未停止品牌营销，举办了1415场活动，包括相应消费者的唤醒计划、经销商慰问、抗疫支援等，持续不断的进行品牌传播。从去年开始，国窖和当代艺术家合作，推出艺术新春酒，链接文化IP，提高品牌力，从多方面系统的进行消费者教育和转化。

图：国窖荟进行优质圈层培养及消费者教育



一、历史回眸：品牌沉淀久远，渠道不破不立

二、竞争本质：价格优先，错位竞争

三、发展路径：五粮液品牌引领，老窖全国扩张

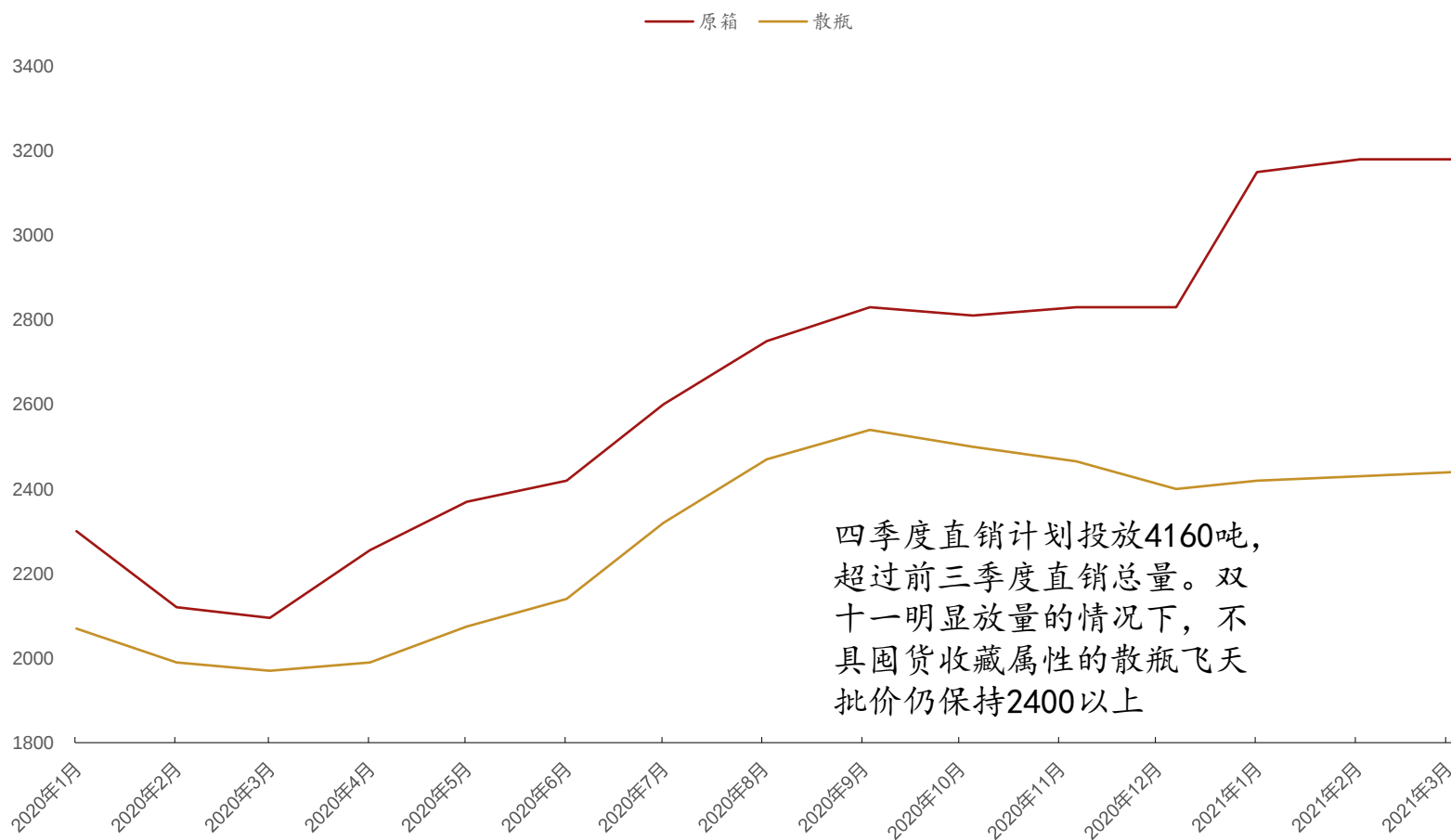
四、估值讨论：好生意值得高估值，回调后性价比凸显

五、盈利预测及投资建议

茅台一瓶难求，打开行业量价空间

- 量：茅台产能即将达到极限，供不应求，五粮液和老窖共同承接溢出需求。
- 价：茅台与五粮液老窖批价比值已经达到2以上，远高于历史平均。
 - ✓ 享受1000-2500价位带空档，产品结构升级空间大
 - ✓ 挺价政策仍具有充足宽松环境

图：原箱批价居高不下，散瓶飞天站稳2000



五粮液：挺价+承接升级放量是两个主线

➤ 挺价放大渠道顺价，改善渠道口碑

相对于老窖频频提高结算价，五粮液重点在理顺渠道价格体系，彻底解决批价倒挂历史问题，维持并放大渠道利润，加速经营正循环。

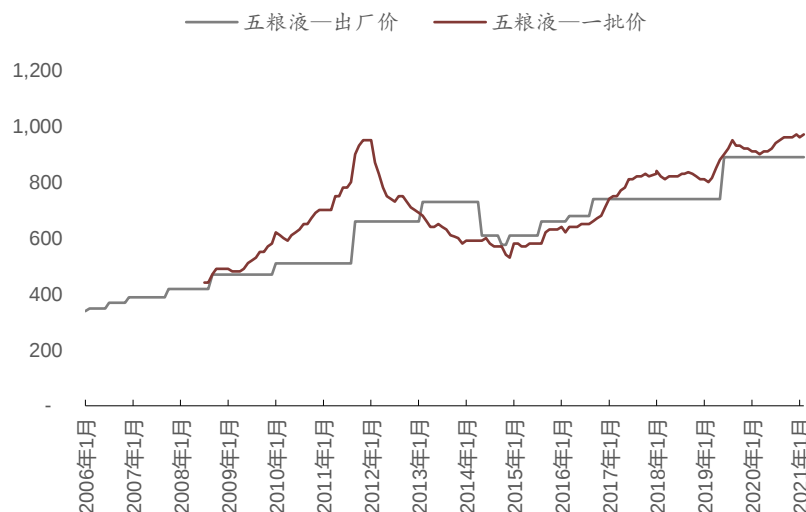
➤ 21年批价有望站上1000元。

21年节后库存低位，进入淡季后控货挺价，批价有望率先站上1000元。

➤ “1+3”产品体系建设，卡位超高端，产品结构持续优化

不断清理中低端及贴牌产品，“1+3”产品体系建设推出2500+超高端新品经典五粮液和501五粮液，整体资源加速向高端产品聚集。

图： 五粮液实现顺价销售，维持渠道利润



图： “1+3”产品体系建设，聚焦核心高端单品



五粮液：讲述品牌故事，唤醒消费者记忆

图：超高端新品501五粮液



图：高端新品经典五粮液



图：第四代五粮液（1966-1998）

- 1998年，五粮液依托总代模式成为一代酒王
- 推出高端新品，复古鼓形瓶造型唤醒消费者记忆
 - 优中选优，花中选花，百里挑一的基酒品质
 - **501五粮液**：限定车间，限定窖池，限定匠人，强调极致稀缺性

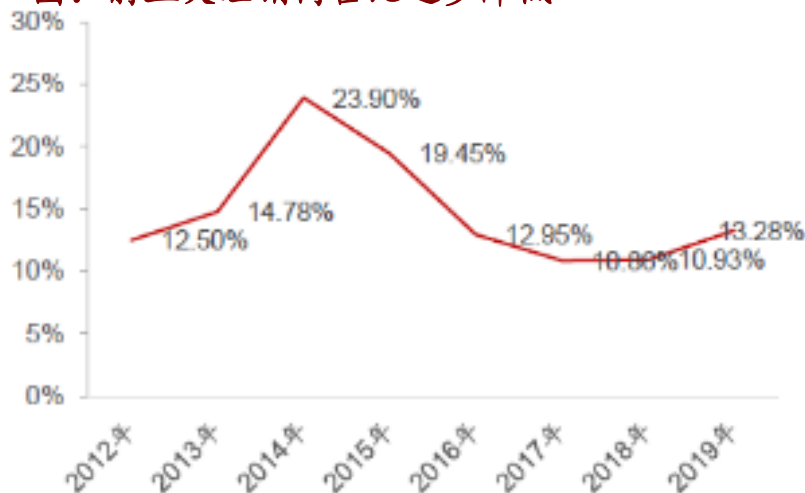
产品结构升级，卡位1000-2500价位带空档



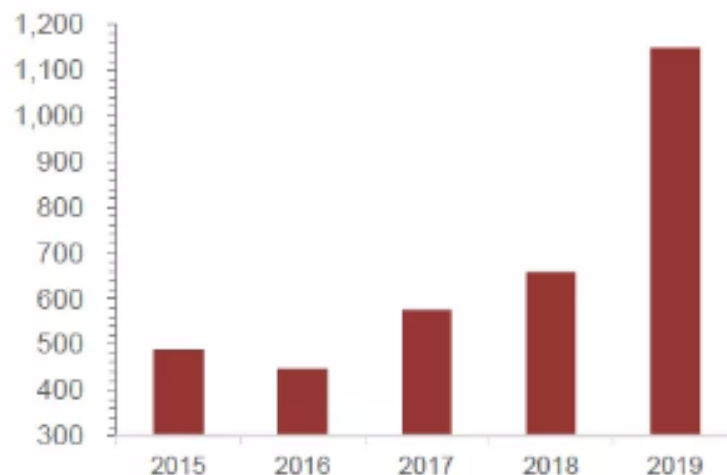
五粮液：渠道扁平化，管理精细化

- **组织架构变革，管理精细化。**五粮液将原有7大营销中心细分为21个营销战区，将五粮液主品牌营销指挥大幅向前线推移，同时加速一线人员的扩充，人员配备逐步完善后，有望贡献新增量。
- **优化额度分配，渠道扁平化。**五粮液不断进行配额优化，改变过去大商配额大于实际市场需求的情况，公司CR5经销商销售额占比已从14年的峰值24%下降至19年13%。同时持续在空白市场进行新招商，实现毛细血管不断扩张，随着经销商和优质终端的数量不断扩大，渠道进一步扁平化或可带来渗透率的提升。

图：前五大经销商占比逐步降低

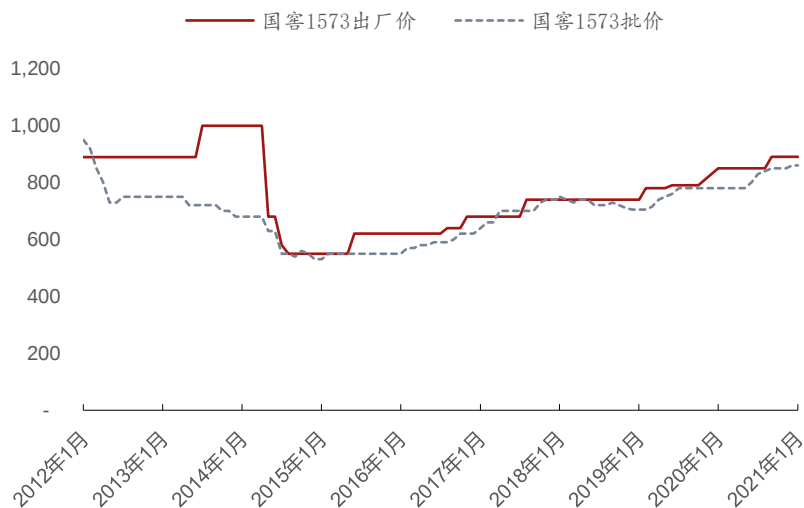


图：销售人员数量加快扩充

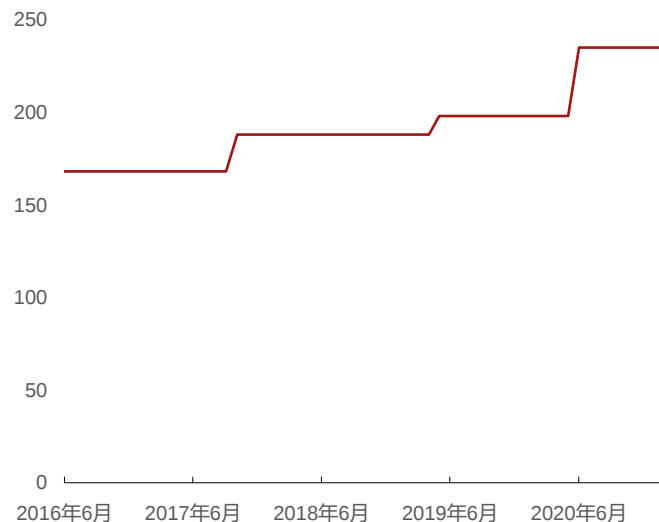


- 紧跟五粮液提价，保证渠道利润。未来紧跟五粮液提价，保持100元左右价差，价格带不掉队。通过模糊返利和分红等形式保障渠道利润，不同区域因地制宜采用多种方式捆绑利益群体。
- 特曲亦有挺价动作，目标价格提升到300元，参与次高端竞争。酒厂产能技改后扩大优质基酒生产规模，公司的腰部核心产品历史名酒特曲调整后再出发，近年亦有挺价动作，目标价格提至300，依靠历史品牌积淀和国窖的协同效应参与次高端竞争。

图：国窖出厂价及批价



图：老字号特曲出厂价

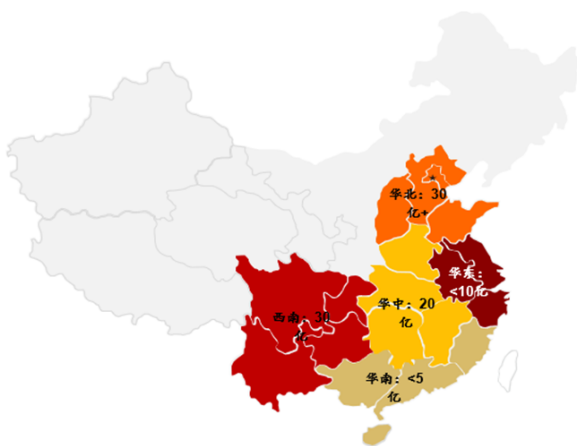


- 从区域到全国，华东、华中发力。老窖目前以西南、华北为主销区，合计占公司营收半壁江山，突破空间仍大。公司目前以样板市场为案例，依次进行华东突破、中原会战和华南扩张。

表：国窖分区域收入

	国窖1573	区域占比
东北	3.0	2.6%
辽宁	1.2	
黑龙江	0.9	
吉林	0.9	
华北	39.0	34.2%
北京	4.5	
天津	4.5	
河北	20.0	
山东	9.0	
山西	1.0	
西北	3.0	2.6%
西南	30.0	26.3%
四川	26.0	
重庆	4.0	
华东	14.0	12.3%
上海		
其他	-	
华中	18.0	15.8%
河南	5.0	
湖北	-	
湖南	-	
华南	7.0	6.1%
合计	114.0	

图：国窖分区域销售结构



图：五粮液酒分区域销售结构



资料来源：调研资料整理、招商证券（注：国窖分区域销售结构图采用品牌专营公司18年销售口径）

- **成熟区域渠道精耕，提价&产品细分贡献增量。**
国窖四川地区20多亿收入中，成都约10亿，其他市场2-3亿，周边重庆市场，大概3-4亿。成熟市场，老窖的增长引擎主要来源于提价和差异化产品，如46度国窖和鸿运568，占比约10%。此外，忠实核心客户和主竞品控量均贡献一部分增量。

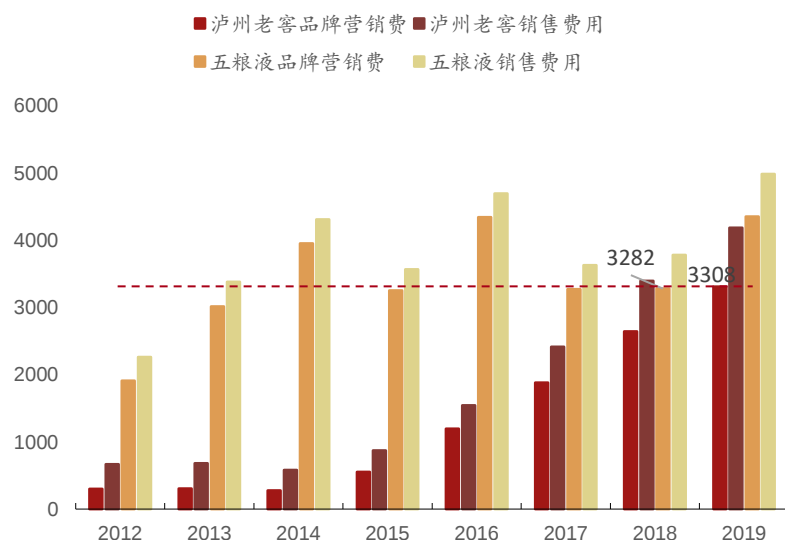
图：国窖鸿运568



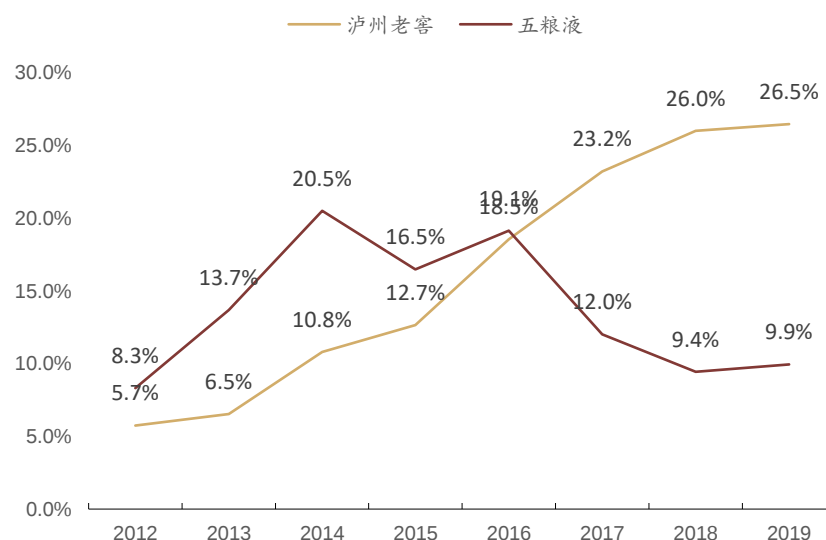
- **华东市场：享受品牌势能上升红利。**自17年国窖提出长三角发展战略后，公司发力华东市场，经销商层面招商布局，19年起从渠道模式到消费者模式，通过品鉴、赠酒、圈层营销，通过经销商和终端触及消费者。华东市场作为五粮液的强势区域，老窖目前规模不到20亿，近年费用投入初见成效，未来享受品牌势能上升红利，增量空间仍大。以江苏市场为例，20年国窖实现约6亿收入，21年目标10亿，23年计划实现20亿。
- **中原会战：无条件投入的重点培育期。**国窖在河南分设四大战区，由西南、西北、华北、中南四个战区分管，强化资源调配及经销商合作，复制久泰模式成立经销商专营公司，保证经销商5%净利率。同时扩充渠道网点和业务人员，加速推进河南市场下沉，利于全盘价格管控。以郑州为例，19年约1000家终端，20年数量翻倍。河南市场19年3.5亿销售收入，20年5亿，21年目标12亿。

- 费用投入有天花板，拐点将至，品牌势能有望提升。对比五粮液的品牌营销费在2016年达到顶峰43.40亿后有所回落，老窖前期高费用投入积淀，即将触碰天花板，拐点将至，部分区域具有释放品牌势能潜质，例如华东地区费用投入8%是规划上限，实际花不完，四川作为成熟市场，费用投入仅为2-3%。
- 规模效应逐步显现，费用率有望摊薄。未来老窖销售费用预计仍将维持高位，但品牌势能有望带来量的抬升和规模效应的体现，费用率有望摊薄。

图：泸州老窖品牌营销费基本追平五粮液



图：泸州老窖和五粮液销售费用率对比



十四五规划：五粮液VS老窖

	五粮液	泸州老窖
核心	高质量的市场份额提升	模式升级、全面竞争、品牌跨越
发展主题	稳中求进，“创新、转型、跨越”	精细化管理增效益，开局‘十四五’；精准营销拓市场，跨越两百亿
产品体系	主品牌围绕“1+3”，系列酒聚焦“4+4”	双品牌、三品系、五大单品
主要工作	六项营销工作： 一、继续丰富品牌文化价值表达方式； 二、铸造五粮液市场发展新格局； 三、是大力打造高地市场和重点市场；四是健全团购体系； 五、加快构建市场共同体； 六、进一步优化营销组织、提高营销数字化管理能力。	1. 品牌上：国窖1573要坚持“浓香国酒的品牌定位，并围绕“稳品质、升品牌、提价格、扩规模、增利润”这五个方面来强化这一定位。 2. 区域扩张：销售公司“2358”区域发展战略，选定建设包括上海、深圳、成都等在内的九大样板市场。 3. 实现“挺进世界500强”目标，加速“11265”发展战略落地实施：“资本经营”依然是需要坚持的中心，分别在短期、中期和长期进行。即短期实施“大贸易与大金融”双轮驱动，中期实施“传统食品与大贸易”双轮驱动，长期实施“大实业与大金融”双轮驱动，科学布局“贸易、金融、食品、科技、大健康、物流”六大产业，力争五年实现营业收入翻两番。
产能	“十四五”前期将确保原酒产能达到25万吨、原酒储存能力突破100万吨。2021年全面实现成品酒包装、仓储智能化，建成投产原粮磨粉加工现代智能化改造。	自2016年开启的酿酒工程技改项目，一期已经竣工并顺利投产，确保2020年新增纯粮基础酒产能6万吨。 二期预计2025年竣工后投产后，将释放公司10万吨优质基酒产能。
目标	酒业主业销售收入过千亿、集团利税过千亿	国窖2022年要实现200亿+，2025年要突破300亿+。预计2020年国窖收入124亿左右， 对应2年复合增长率27.0%，5年复合增长率19.3%。

一、历史回眸：品牌沉淀久远，渠道不破不立

二、竞争本质：价格优先，错位竞争

三、发展路径：五粮液品牌引领，老窖全国扩张

四、估值讨论：好生意值得高估值，回调后性价比凸显

五、盈利预测及投资建议

高端白酒



天然好生意：

- ☐ 高度酒精，极少食品安全
- 发酵品（口味差异、品牌壁垒、上瘾消费）

- ☐ 无保质期—时间价值—投资属性

- ☐ 消费品属性：有限产能，喝了就没有了，供需矛盾长期存在

- ☐ 三大品牌：茅台、五粮液、国窖1573

□ 价格争夺：频频提价，维持品牌形象

□ 社交属性：财富和地位的象征，圈层融入

□ 格局稳定：行业集中度高，培养消费者认知难度大，新品牌难以进入

奢侈品（Hermes为例）



- ☐ 稀缺性：原材料珍贵，手工制造，配货销售

- ☐ 可以转卖，保值（增值）

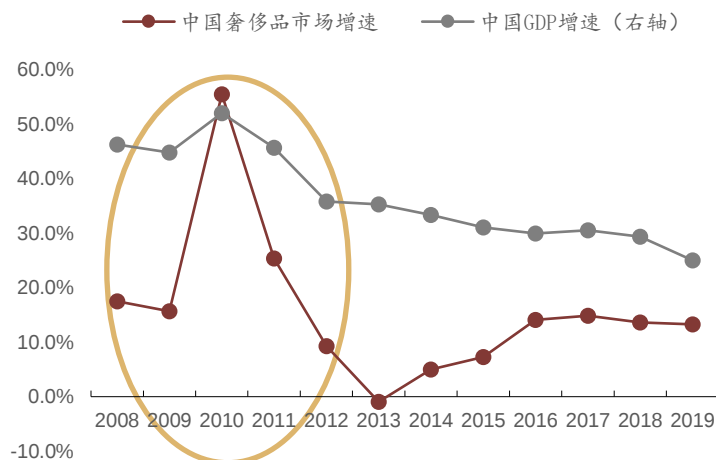
- ☐ 多次使用

- ☐ 四大巨头：LVMH、历峰集团、HERMES、开云集团

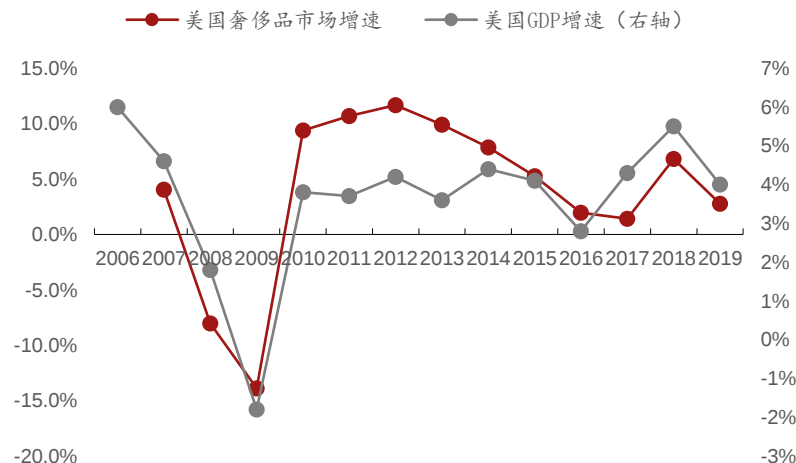
消费者愿意为品牌支付远超成本的高额溢价，是毛利率极高的好生意！

- 经济的增长能推动奢侈品消费发展。随着我国经济发展，人均可支配收入提升，我国奢侈品市场保持繁荣发展，2006-2020年中国奢侈品市场CAGR约为14.1%。其中，08-11年我国GDP保持相对较高增速（8%以上），推动奢侈品消费蓬勃发展。
- GDP大幅波动时影响奢侈品消费，整体平稳时影响相对较小。我国经济在前期经历了高速增长期（GDP增速8%以上）后增速回落，奢侈品市场增速大幅下降，并在13年外部经济条件相对较差时触底。近年中国GDP增速逐步从8%左右回落到6%附近，整体变化较为平稳，奢侈品消费受影响相对较小，仍能保持稳定增长。

图：中国奢侈品市场增速与GDP增速的关系

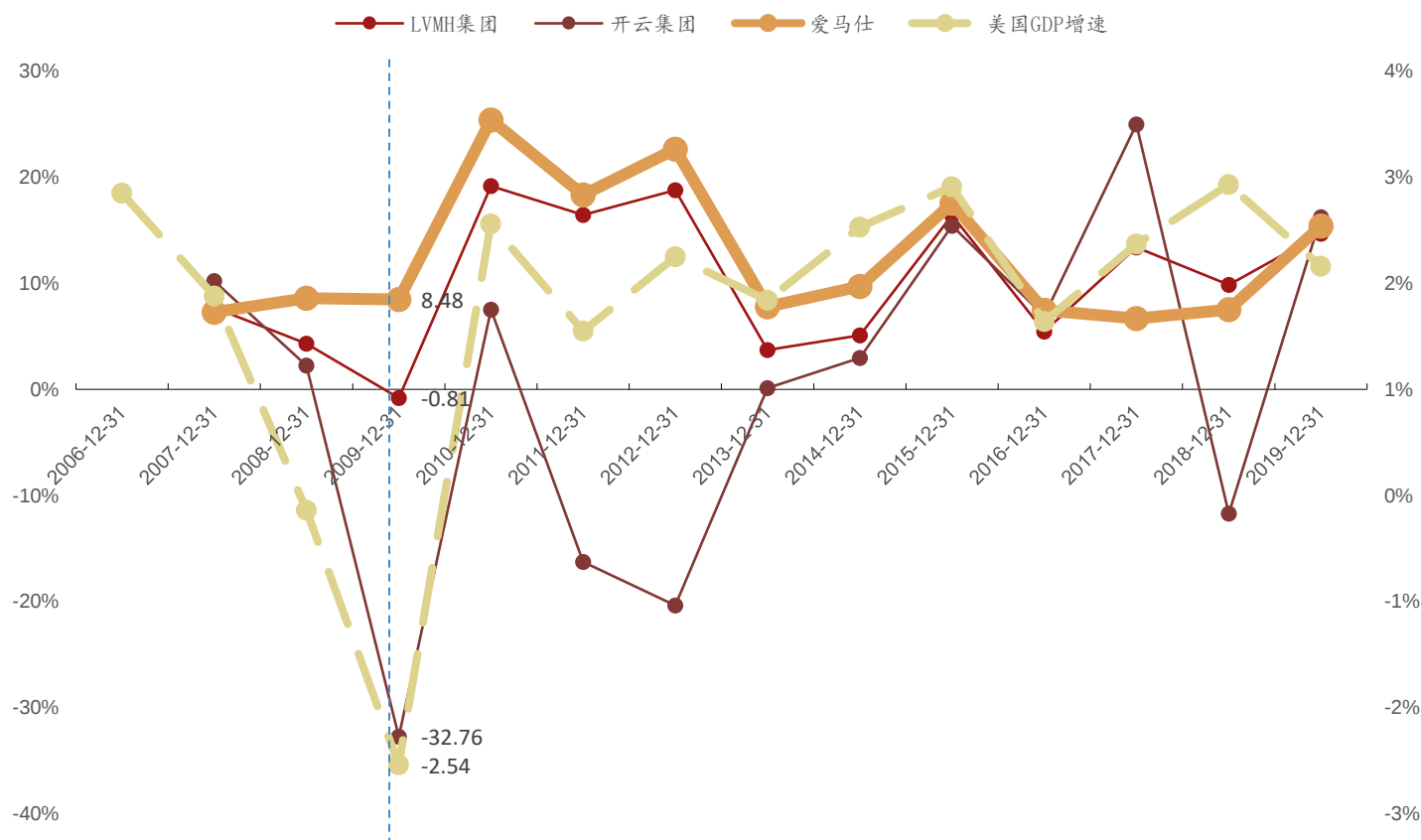


图：美国奢侈品市场增速与GDP增速相关性更高



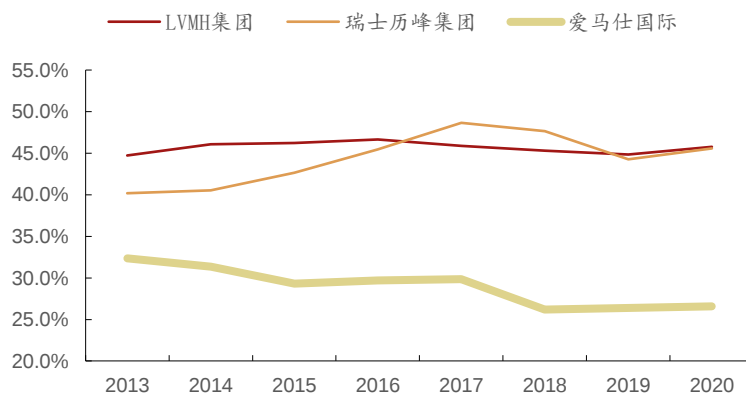
公司可依靠自身经营淡化宏观经济波动的影响。相比LVMH集团和开云集团，市场给予爱马仕更高估值，这主要是因为公司可以依靠自身优质经营淡化宏观经济波动的影响。如08年经济危机时，美国GDP增速为-2.54%，LVMH集团和开云集团营收增速分别为-0.81%和-32.76%，而爱马仕营收保持相对稳定的增长（8.48%）。

图：爱马仕营收增速整体保持相对稳定的增长

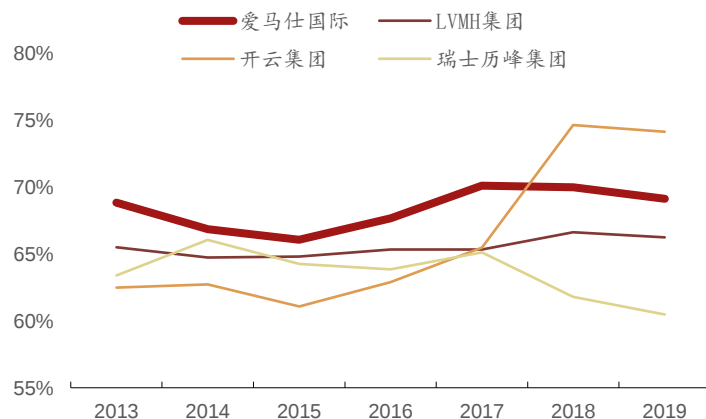


- 管理费用及广告营销费用率保持较低水平，相对其他公司有明显优势。
- 毛利率维持65%以上，净利率维持20%以上，相对波动较小且处于行业领先地位。
(开云集团的毛利率提升主要系核心品牌GUCCI近年良好表现推动)

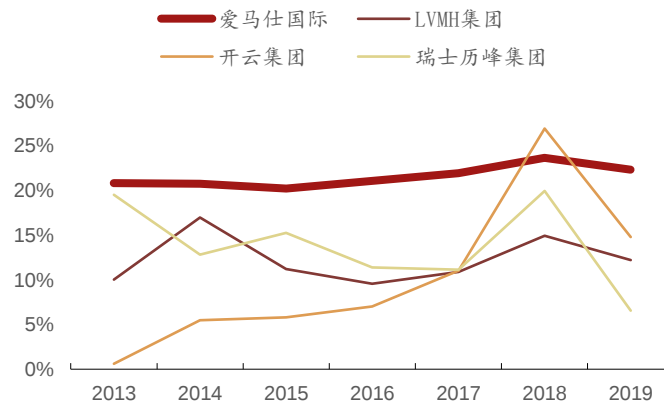
图：爱马仕销售及行政费用率相对同行有明显优势



图：爱马仕毛利率长期领先

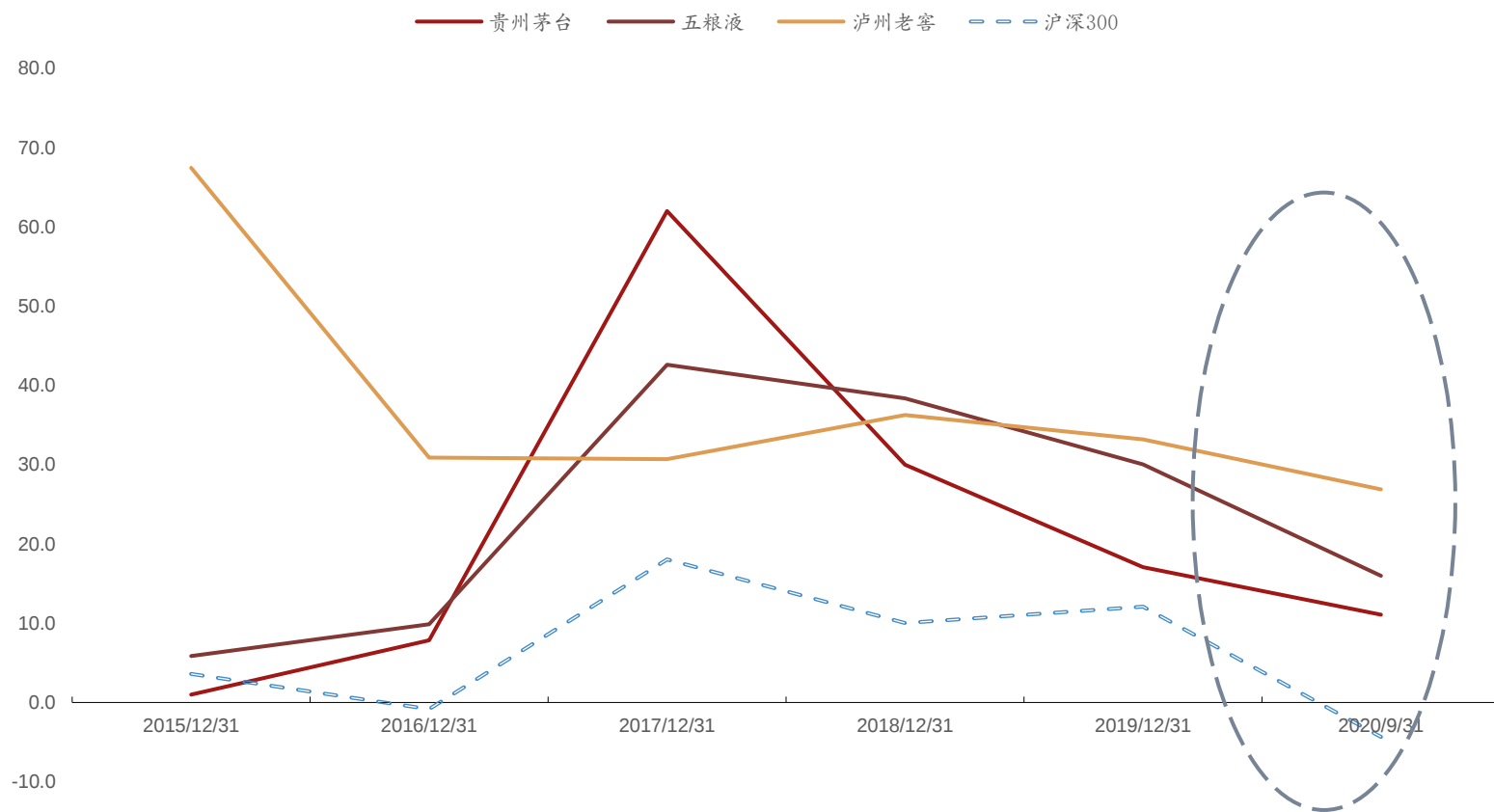


图：爱马仕净利率稳定维持较高水平



新周期拉开，超额收益明显。12-14年行业经过深度调整，泡沫出清后，新周期拉开。15年起，高端白酒相对外部环境亦能保持相对稳定的增长。

图：高端白酒能保持相对稳定的增长



从爱马仕看高端白酒：估值回落凸显买点

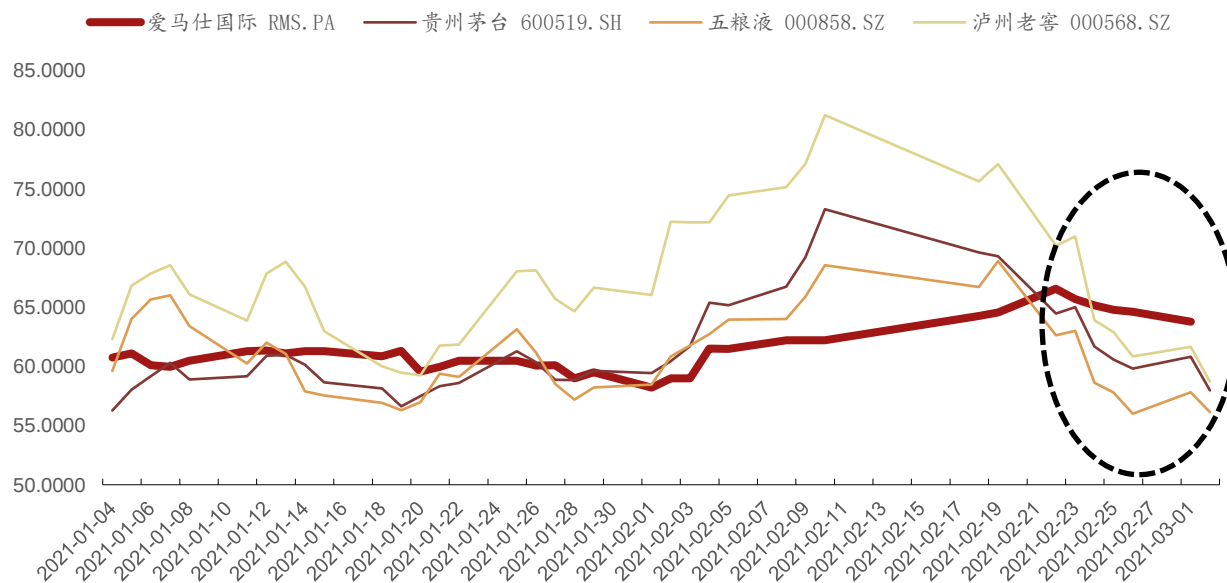
- 高端消费未来仍能保持稳定增长。
- 优质标的基本面稳健，自身经营淡化宏观经济波动的影响。
- 相对奢侈品，高端白酒的盈利增速更值得高估值。

成长性确定性兼具，估值回落后买点重现！

表：从爱马仕看高端白酒，值得较高估值

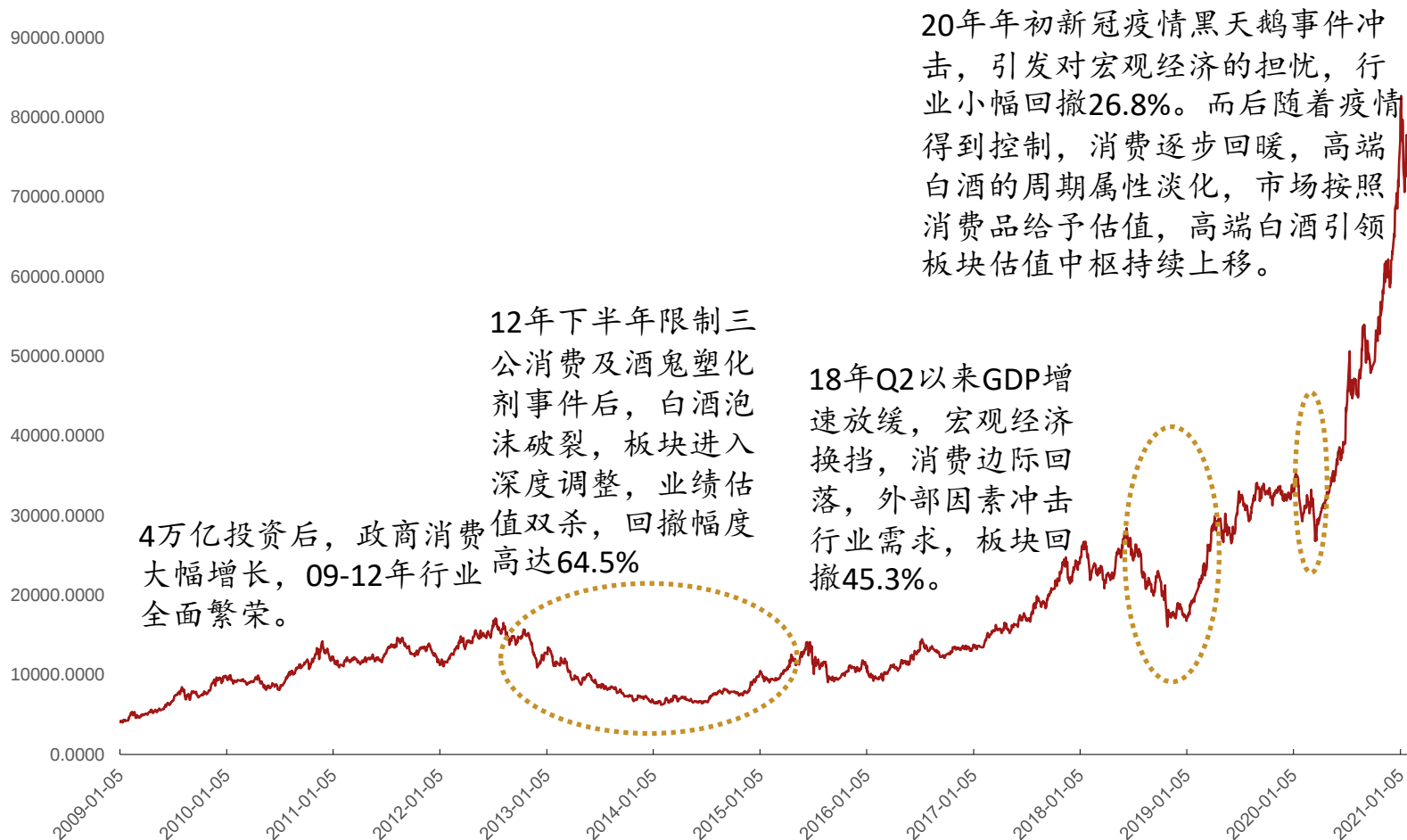
	PE(2021E)	ROE(2021E)	净利润CAGR(2016-2019)	净利润CAGR(2019-2022E)
贵州茅台	47.8	27.2%	35.1%	12.8%
五粮液	39.2	24.4%	35.1%	17.3%
泸州老窖	36.6	24.9%	36.9%	20.2%
爱马仕*	53.6	21.1%	11.6%	9.3%

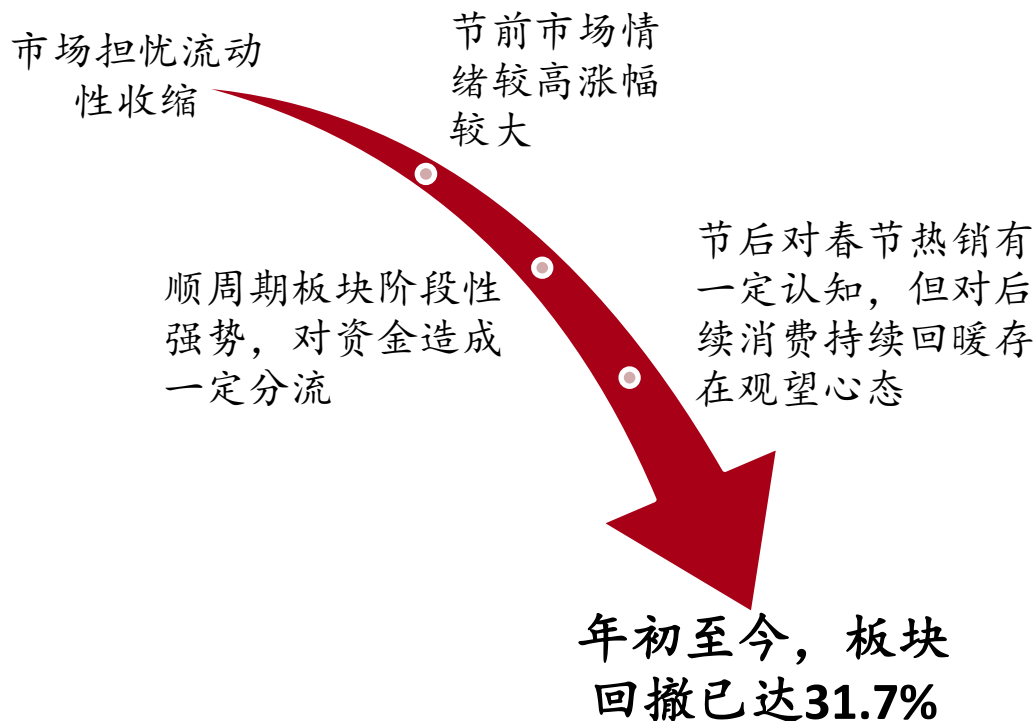
图：高端白酒估值回落后买点重现



- 第一轮回撤由于前期渠道库存堆积较多，白酒板块存在泡沫，回撤幅度最大，基本面遭受冲击。
- 18年存在贸易摩擦的预期，宏观经济下行；20年疫情黑天鹅事件均对白酒动销造成一定冲击，海内外资金流动性枯竭影响股价，板块回调但基本面未改。

图：CSSW白酒指数的历史复盘





悲观预期快速反应湮没基本面的乐观因素。茅台、五粮液、泸州老窖年初至今从高位分别回撤-25.4%、-31.6%、-40.3%，A股情绪化更为明显，海外奢侈品龙头中，爱马仕国际、LVMH跌幅分别为-8.8%和-1.5%。

高端白酒景气度仍高，个股存在业绩超预期的可能。春节跟踪反馈来看，茅台批价保持高位，库存基本为0。受益茅台难求，五粮液老窖经销商出货同比增长。高端白酒整体需求旺盛，基本面仍然强劲。

核心资产中，性价比仍高

- 在核心资产整体估值上移趋势中，白酒相对食品龙头（50-100pe）、以及其他行业核心资产，仍具有估值优势
- 资产两级分化区域预计加大，如同一线房产，以交易价格/租金定义的类PE概念，盈利下降，但估值保持在50X以上
- 从板块轮动，到个股估值分化，选板块向选资产的整体迁移
- 国内外长线资金占比提升，共同影响了白酒研究方法对中长线问题赋予更多权重，放大了研究视角长线化的特点，成长性确定性兼具的龙头更受青睐。

表：核心资产中高端白酒相对便宜

	PE(2021E)	ROE(2021E)	净利润 CAGR(2016- 2019)	净利润 CAGR(2019- 2022E)
贵州茅台	47.8	27.2%	35.1%	12.8%
五粮液	39.2	24.4%	35.1%	17.3%
泸州老窖	36.6	24.9%	36.9%	20.2%
农夫山泉	79.6	32.3%	21.0%(2017 -2019)	15.3%
海天味业	89.2	31.3%	23.5%	18.2%

表：近两年一线城市房屋均价与租售比

2020.12	房价均价 (元/m²)	租金单价 (元/月/m²)	租售比
北京	62242	88.4	58.7
上海	58530	78.7	62.0
深圳	81757	79.2	86.1
2019.12	房价均价 (元/m²)	租金单价 (元/月/m²)	租售比
北京	63370	91.0	58.0
上海	53831	80.6	55.7
深圳	65432	79.4	68.7

资料来源：中国房价行情平台、wind资讯、招商证券

注：房屋均价为当月所有挂牌房屋平均单价

一、历史回眸：品牌沉淀久远，渠道不破不立

二、竞争本质：价格优先，错位竞争

三、发展路径：五粮液品牌引领，老窖全国扩张

四、估值讨论：好生意值得高估值，回调后性价比凸显

五、盈利预测及投资建议

五粮液五年维度看420亿利润，EPS复合增速14.7%。

表：五粮液未来五年收入及利润测算（单位：百万元）

	20年	21年	25年	五年复合
收入（百万）	57,188	66,979	117,382	15.5%
YOY	14%	17%		
利润（百万）	19,914	23,977	41,822	16.0%
YOY	15%	20%		
五粮液（百万）	45,407	53,523	93,695	15.6%
其他（百万）	6,820	7,502	12,842	13.5%
EPS	5.13	6.18	10.77	16.0%
市值		当前市值	目标市值（45X）	
		9491	18820	14.7%

老窖五年维度看150亿利润，EPS复合增速20.4%。

表：泸州老窖未来五年收入及利润测算（单位：百万元）

	20年	21年	25年	五年复合
收入（百万）	16,687	20,312	37,168	17.4%
YOY	5%	22%		
利润（百万）	5,885	7,505	14,867	20.4%
YOY	27%	28%		
国窖1573（百万）	10,500	13,125	26,549	20.4%
其他（百万）	6,187	7,187	10,619	11.4%
EPS	4.02	5.12	10.15	20.4%
市值		当前市值	目标市值（40X）	
		2865	5947	15.7%

投资建议：千元价格带领军，承接消费升级，引领价格抬升，维持“强烈推荐-A”评级。千元价格带扩容，五粮液占据份额和品牌力优势，公司进行渠道改革，引领顺价正循环，控盘分利模式有利于利用经销商杠杆，承接茅台供给缺口和次高端消费升级。春节开门红为批价站上1000奠定坚实基础，量价齐升确定性较高，略调整20-22年EPS为5.13、6.18、7.22。节后市场担忧流动性收缩，板块回调落入买入区间，重申“强烈推荐-A”投资评级。

表：盈利预测

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	40030	50118	57188	66979	77064
同比增长	33%	25%	14%	17%	15%
营业利润(百万元)	18718	24229	27266	32834	38346
同比增长	40%	29%	13%	20%	17%
净利润(百万元)	13384	17385	19914	23977	28015
同比增长	38%	30%	15%	20%	17%
每股收益(元)	3.45	4.48	5.13	6.18	7.22
P/E(倍)	70.3	54.1	47.3	39.3	33.6
P/B(倍)	14.8	12.7	11.0	9.4	8.2

投资建议：价格跟随，从区域到全国，规模效应释放黄金周期，维持“强烈推荐-A”评级。老窖本轮经历五年沉淀，最难时候已过，品牌势能渐起。首先，渠道模式复制增强全国化确定性，其次，费用绝对数扩张有限、品牌势能释放下，规模效应带动净利率提升。基酒产能提升后，特曲作为另一个战略单品，在重点市场同样有望放量。看好3年业绩高增，略调整20-22年EPS为4.02、5.12、6.74，节后白酒板块回调较多，风险释放后迎来配置良机，维持“强烈推荐-A”评级。

表：盈利预测

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	13055	15817	16687	20312	24804
同比增长	26%	21%	5%	22%	22%
营业利润(百万元)	4677	6119	7770	9920	13073
同比增长	36%	31%	27%	28%	32%
净利润(百万元)	3486	4642	5885	7505	9879
同比增长	36%	33%	27%	28%	32%
每股收益(元)	2.38	3.17	4.02	5.12	6.74
P/E(倍)	78.7	59.1	46.6	36.5	27.8
P/B(倍)	16.2	14.1	11.9	9.6	7.5

表：高端白酒春节渠道跟踪

区域	整体感受	品牌	打款	发货	库存	价格体系	备注
四川	高端白酒保持强势，次高端先抑后扬	茅台	2月	2月	基本为0	节前整箱批价3300-3400，散瓶2350-2380	100%拆箱
		五粮液	40%+	4月	2-3周	小型团购价990，批价980	销量同比增长，发货快于往年同期，库存低于往年同期
		国窖1573	6月	3月		批价900，团购910-920，结算价890	2月配额取消，未来会取消模糊返利和渠道政策，新打款价930预计6月结束执行
		青花郎		3月		批价950，烟酒店报价1020-1030	
华中	次高端弱于高端，但节后回补场景更多	五粮液	40%	30%	1个月	批价960	经销商出货同比双位数增长，与19年情况较为相近
		国窖1573	40%	35%	40天	批价860-870	
河南	前期疫情短暂影响了消费积极性，后来恢复正常。因为没有跨区域流动，郑州餐饮甚至比往年更火爆	茅台	2月	2月	0	整箱批价3150，散瓶2400	春节前增加7-8000吨投放量
		五粮液	40%+			批价940-950，成交价980	
		国窖1573	40%			批价860，成交价930	
		汾酒	30%+		不到20%	青20批价335，成交价400 青30复兴版打款价869，成交1100+	汾酒动销情况较往年好，往年春节完成任务20%，库存更高

1. 行业需求下行
2. 竞品批价大幅回落
3. 宏观政策变化
4. 极端情况下的系统性风险

表 5：重点公司估值表

	代码	公司名称	投资评级	市值	股价	EPS				PE			
						19	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E
高端 阳型	600519	贵州茅台	强烈推荐-A	24332	1937.0	32.8	36.0	40.5	47.1	59.1	53.8	47.8	41.1
	000858	五粮液	强烈推荐-A	9413	242.5	4.48	5.13	6.18	7.22	54.1	47.3	39.2	33.6
	000568	泸州老窖	强烈推荐-A	2742	187.2	3.17	4.02	5.12	6.74	59.1	46.6	36.6	27.8
	002304	洋河股份	强烈推荐-A	2424	160.8	4.90	5.09	5.39	6.31	32.8	31.6	29.8	25.5
	600809	山西汾酒	强烈推荐-A	2248	257.9	2.22	3.33	4.15	5.30	116.2	77.4	62.1	48.7
	6186.HK	中国飞鹤	强烈推荐-A	1706	19.1	0.44	0.62	0.78	0.99	43.4	30.8	24.5	19.3
	000596	古井贡酒	强烈推荐-A	823	187.2	4.17	4.25	5.52	6.80	44.9	44.0	33.9	27.5
	603369	今世缘	强烈推荐-A	553	44.1	1.16	1.22	1.51	1.83	38.0	36.1	29.2	24.1
	000799	酒鬼酒	审慎推荐-A	400	123.1	0.92	1.20	1.55	1.94	133.8	102.6	79.4	63.5
	000860	顺鑫农业	强烈推荐-A	365	49.2	1.09	0.99	1.34	1.64	45.1	49.7	36.7	30.0
	603589	口子窖	强烈推荐-A	326	54.3	2.87	2.39	2.78	3.00	18.9	22.7	19.5	18.1
	600779	水井坊	强烈推荐-A	300	61.3	1.69	1.49	1.99	2.34	36.3	41.2	30.8	26.2
	600559	老白干酒	审慎推荐-A	170	19.0	0.45	0.40	0.49	0.56	42.2	47.5	38.8	33.9
	603919	金徽酒	审慎推荐-A	130	25.6	0.69	0.58	0.68	0.79	37.1	44.2	37.7	32.4
大众 阳型	603288	海天味业	强烈推荐-A	4980	153.7	1.98	1.93	2.16	2.47	77.6	79.6	71.1	62.2
	9633.HK	农夫山泉	强烈推荐-A	4617	41.1	0.44	0.46	0.56	0.67	93.3	89.2	73.3	61.3
	600887	伊利股份	强烈推荐-A	2308	38.0	1.14	1.20	1.38	1.48	33.3	31.6	27.5	25.6
	000895	双汇发展	强烈推荐-A	1445	41.7	1.64	1.85	1.98	2.20	25.4	22.5	21.1	19.0
	600298	安琪酵母	强烈推荐-A	399	48.5	1.09	1.57	1.83	2.12	44.5	30.9	26.5	22.9
	600872	中炬高新	强烈推荐-A	385	48.3	0.90	1.08	1.28	1.50	53.7	44.8	37.8	32.2
	002507	涪陵榨菜	强烈推荐-A	315	40.0	0.77	0.97	1.07	1.33	51.9	41.2	37.3	30.0
	002557	洽洽食品	审慎推荐-A	258	50.9	1.19	1.56	1.78	2.02	42.7	32.6	28.6	25.2
	600305	恒顺醋业	强烈推荐-A	196	19.5	0.41	0.32	0.38	0.48	47.6	61.0	51.4	40.7
大众 阴型	600600	青岛啤酒	强烈推荐-A	869	75.0	1.37	1.65	1.97	2.26	54.8	45.5	38.1	33.2
	603517	绝味食品	强烈推荐-A	436	71.6	1.32	1.27	1.66	2.19	54.2	56.4	43.1	32.7
	603866	桃李面包	强烈推荐-A	338	49.7	1.04	1.33	1.48	1.72	47.7	37.3	33.5	28.9
	605338	巴比食品	强烈推荐-A	78	31.3	0.83	0.59	0.80	0.94	37.7	53.0	39.1	33.3

资料来源：招商证券研究

注 1：皆为 3 月 9 收盘价；注 2：阳型是销售半径大公司，阴型是销售半径小公司

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料资深分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，5年消费品研究经验。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017年连续获新财富最佳分析师第一名，2018年获得水晶球评选第一名，2019年新财富第三名，2020年新财富第三名。

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请关注

“招商食品饮料”微信公众号

- 深度洞察产业趋势！
- 紧密把握企业变化！
- 准确提供投资建议！
- 紧密互联资本产业！



CMS  招商证券