

精选经营向上、份额提升、估值低位，具备长期投资价值的酒企

——酒饮行业长期投资逻辑专题研究

核心观点

- 报告起源：**新“国九条”中提到“建立培育长期投资的市场生态”，我们也顺应长线投资理念，精选具备长期投资价值的酒企。当前次高端板块有所承压，但主因酒企调整战略，有利于长期健康发展。此外，近期新一轮地产政策组合拳发布，有望加速白酒商务宴席场景恢复；次高端酒企当前估值偏低，长期来看空间较大。我们从酒企业经营情况、估值、分红率等维度对次高端酒企的长期投资价值进行全面分析。
- 次高端低迷背景下经营向上，汾酒、特曲份额提升。**汾酒、老窖的优势在于品牌力强大、渠道建设完善；产品价格带覆盖完善，长期兼具韧性与弹性；数智化建设领先，“五码合一”等措施有效管控批价、提升开瓶率等。市场端，泸州老窖进一步精耕基地市场，提升扫码开瓶率；特曲在川内市场基础扎实，近年持续高增，在“五码合一”后渠道利润率提升，预计老窖以提开瓶为目的加强营销动作开展后，特曲增长的驱动力进一步增强。山西汾酒在基地市场稳固、扎实的基础上，逆势进行全国化市场扩张，外拓的底气源于扎实的基地市场、丰厚的渠道利润等。二酒企在次高端价位带核心产品均展现较快的收入增速，市场秩序良性、经营向上，在次高端整体承压的背景下持续收割份额。
- 次高端酒企调整战略，聚焦核心市场及真实动销。**近两年以来，次高端酒企重心转向基地/核心市场建设，强化品牌在基地市场/核心市场的影响力，推动产品真实动销增长、开瓶率提升。纵观舍得、水井坊在16年以来的业绩、估值变动周期，可发现全国化扩张及产品结构升级是推动业绩、估值双增的利器；然而外部宏观环境影响下，全国化红利逐步减弱，且消费力下移导致产品结构下滑，对应次高端酒企业绩、估值下滑。当前次高端酒企调整策略，聚焦核心市场，提升产品真实动销，有利于企业长期健康发展，但也导致现阶段业绩增速承压。
- 估值低位、分红率提升，长期投资价值显现。**1) PE估值法显示泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、洋河股份、水井坊等估值处于低位；和海外龙头进行横向对比，舍得酒业估值明显偏低，汾酒、水井坊略偏低。总结而言，名酒企估值偏低，其中次高端酒企估值整体上处于较低水平。2) 外资持股层面，截至24年5月17日，水井坊、舍得酒业、酒鬼酒的外资持股占流通股比例分别为3.6%、1.7%、1.7%，分别位于19年以来的70%、9%、51%、30%百分位，水井坊、酒鬼酒外资流出现象较明显，低基数上也存在较大提升空间。3) 分红率层面，23年度次高端酒企在业绩承压背景下逆势提升分红率，可见其对于股东回报重视度提升；考虑到酒企业绩将逐渐迎来好转、资本开支或逐步收缩，分红率有进一步提升空间。

投资建议与投资标的

- 我们看好次高端酒企的长期投资价值，建议关注山西汾酒(600809, 买入)、泸州老窖(000568, 买入)。山西汾酒在省内市场扎实稳固的基础上逆势进行省外市场扩张，凭借品牌、香型、渠道利润、玻汾带量等优势快速打开空白市场；泸州老窖的特曲维持高增趋势，预计在“五码合一”提升渠道利润、老窖加强基地市场深耕的背景下，收入增长驱动力进一步增强。当前来看，舍得酒业(600702, 买入)、水井坊(600779, 买入)、酒鬼酒(000799, 买入)等次高端酒企享受的全国化扩张红利逐步减弱，转而聚焦核心市场，处于提升真实动销、开瓶率的调整期，预计汾酒、老窖在次高端市场的份额进一步提升。当前汾酒、老窖估值处于相对低位，汾酒在2023年的分红率也同比增长，长期投资价值进一步提升。

风险提示

山西汾酒市场拓展不及预期、特曲业绩增速下滑、食品安全事件风险。

行业评级

看好(维持)

国家/地区

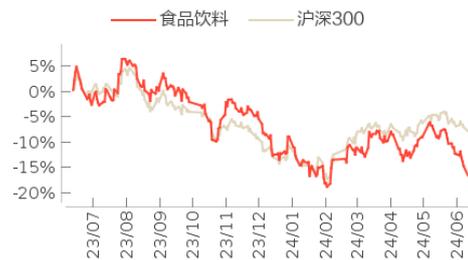
中国

行业

食品饮料行业

报告发布日期

2024年06月12日



证券分析师

叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517090002

蔡琪

021-63325888*6079

caiqi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860519080001

联系人

姚晔

yaoye@orientsec.com.cn

燕斯娴

yansixian1@orientsec.com.cn

相关报告

端午白酒需求表现平稳，酒企低估值+高分红亮点凸显 2024-06-10

楼市活跃度提升，白酒商务场景或受益 2024-06-02

目录

一、次高端低迷背景下经营向上，汾酒、特曲份额提升	4
二、次高端酒企战略调整，聚焦核心市场及真实动销	10
2.1 次高端酒企加强基地市场建设，有助于增加产品真实动销	10
2.2 从全国化收缩回核心市场，增速下滑同时估值低位	11
三、估值低位、分红率提升，长期投资价值显现	13
3.1 次高端板块整体估值偏低，关注明显低估的标的	14
3.2 外资持股比例相对低位，提升空间可观	15
3.3 次高端酒企分红率逆势提高，长期投资价值提升	16
四、投资建议	16
五、风险提示	16

图表目录

图 1: 泸州老窖产品全价格带布局, 品牌有望全面复兴.....	5
图 2: 山西汾酒产品价格矩阵.....	5
图 3: 山西汾酒不同价位白酒营收(亿元)及同比增速.....	6
图 4: 国窖 1573、普五、青花 30 复兴版批价.....	7
图 5: 主要上市白酒企业“五码合一”进展.....	8
图 6: 山西汾酒省内收入(亿元)及同比增速.....	10
图 7: 山西汾酒省外收入(亿元)及同比增速.....	10
图 8: 2023 年湖南市场白酒竞争格局.....	10
图 9: 舍得酒业历史累计营收同比增速及 PE.....	11
图 10: 舍得省外收入(亿元)及同比增速.....	11
图 11: 舍得省内、省外经销商数量.....	11
图 12: 水井坊历史累计营收同比增速及 PE.....	12
图 13: 部分次高端酒企、区域酒企总市值(亿元).....	13
图 14: 23 年度次高端酒企分红率提升.....	16
图 15: 白酒企业股息率.....	16
表 1: 次高端酒企、区域酒企在 2021 年末、当前的总市值变动幅度.....	13
表 2: 高端酒和次高端酒动态 PE 估值水平.....	14
表 3: 区域名酒和大众酒动态 PE 估值水平.....	14
表 4: 我国次高端白酒企业和帝亚吉欧就业绩增速、投资回报、市盈率进行对比.....	15
表 5: 次高端酒企外资持股数量占流通股比重.....	15
表 6: 高端酒企和区域酒企外资持股数量占流通股比重.....	15

一、次高端低迷背景下经营向上，汾酒、特曲份额提升

国务院印发的《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称新“国九条”）中提到“建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持‘长钱长投’的政策体系”，我们也顺应长线投资理念，从基本面、估值、分红率等角度精选具备长期投资价值的酒企。

当前次高端酒企调整策略，聚焦核心市场，提升产品真实动销，有利于企业长期健康发展，但也导致现阶段业绩增速承压。5月17日，新一轮房地产政策组合拳发布，对商业性个人住房贷款利率、个人住房公积金贷款利率、个人住房贷款最低首付比例等进行集中调整；此外，央行将设立3000亿保障性住房再贷款，推动存量商品房去库存。这一系列地产政策有力提振市场信心，有望加速白酒商务宴席场景恢复，抬升次高端酒企的投资偏好；次高端酒企当前估值偏低，长期来看空间较大。从经营情况角度，高端酒企泸州老窖在次高端价位带的主打产品特曲、山西汾酒核心产品均展现亮眼业绩表现；在公司品牌力、渠道力等加持下，有望保持较好的增长势能，在行业大环境下有望持续提升份额，夯实长期发展的优势。

1) 产品价格带覆盖完善，核心大单品稳定增长，多价格带单品动销放量，长期兼具韧与弹性。

产品价格体系覆盖更加完善的白酒企业往往可以通过卡位不同价格带，来抢占市场份额、阻击竞争对手，同时可以敏锐地观察到不同价格带产品的增速变化，通过产品组合与结构的改变来适应白酒消费市场需求的变化。近年来高端酒价格带稳健增长，次高端300-800元价格带承压，100-300元的大众价格带表现优秀。泸州老窖、山西汾酒等白酒企业全价格带布局，核心大单品突出且稳健增长，多价格带单品表现出强成长性。在白酒周期的下行期，上述白酒企业通过核心大单品稳定基本盘，其余价格带单品放量保持增长，体现增长韧性；在白酒景气周期，则通过提高核心大单品价格，进一步拔高品牌势能，引领全品牌量价齐升，释放利润弹性。

● 泸州老窖：国窖1573拔高品牌势能稳定底盘，腰部特曲窖龄放量增长全面复兴可期。

高档：公司最核心大单品高档价格带的国窖1573产品力稳固、增长稳健，牢牢站稳中国“三大高端白酒”阵营。其中，高度筑高品牌价值、强化消费者高端酒认知；低度抓住华北、华东等部分区域的白酒低度化消费机遇，卡位次高端价格带扩展品牌势能。根据公司的十四五计划，国窖1573还将继续提升品牌价值，25年要突破400亿元。

中档：特曲60以团购为主，抓住政商意见领袖进行圈层营销，持续精耕川渝市场，不断拓展全国市场。23年特曲60版在白酒整体次高端承压的背景下逆势增长，省内外均延续稳健发展趋势，预计增速约20%，体量超20亿元。24Q1预计特曲60进一步加速放量，增速快于去年同期，达约30%。我们预计“好酒质+经典复刻+消费者培育”将助力特曲60延续高成长性趋势。而特曲老字号、窖龄酒在经历了23年的去库存后，预计24Q1也恢复良性增长。

低档：头曲+黑盖双塔基，低档增速同样稳健。头曲卡位百元盒装酒价格带，受益高性价比消费趋势，叠加促销活动的增加和网点覆盖能力的增强，增速亮眼。黑盖是公司大光瓶战略的核心产品。10-60元是当前光瓶酒市场的主流价格带，而黑盖卡位百元光瓶酒市场，引领光瓶酒高品质升级。我们预计凭借高酒质、好口感、强渠道以及品牌优势，公司将率先享受低档酒市场结构升级红利。其中，按照泸州老窖的规划，十四五期间“黑盖”将累计实现100亿销售额，并完成150万终端网点建设，成为百元高品质光瓶酒的规模和市场引领者。

高端核心大单品国窖1573有望维持量价稳定、拔高品牌力，泸州老窖的特曲60等腰部产品或实现放量增长，同时低档塔基有望保持稳健增速，公司长期品牌全面复兴可期。

图 1：泸州老窖产品价格带布局，品牌有望全面复兴

产品系列	产品名称	价格定位	规格	批发价（元）	京东零售价
国窖系列	国窖1573	高档	52度/500ml	875	1499元/瓶
特曲系列	特曲（老字号）	中档	52度/500ml	255	299元/瓶
窖龄系列	特曲（60版）		52度/500ml	420	498元/瓶
	窖龄30		52度/500ml	180	453元/瓶
	窖龄60		52度/500ml	265	608元/瓶
	窖龄90	52度/500ml	375	833元/瓶	
头曲	头曲	低档	52度/500ml	80	73元/瓶
二曲	黑盖		42度/500ml	78	98元/瓶

数据来源：今日酒价、京东、东方证券研究所

● **山西汾酒：青20、玻汾有望打造双百亿单品，多价格带竞争优势带来成长韧性**

全价格带占位但主线清晰，灵活的产品结构保障长期增长韧性。山西汾酒在高端、次高端、大众、低端价格带分别有青花30复兴版、青花20、老白汾&巴拿马、玻汾占位。但其产品主线策略清晰，从18年的“抓两头，带中间”，到21年的“抓青花、强腰部、稳玻汾”，再到23年的“打造青花20和玻汾两条基准线”，并“逐渐推动青花20向青花30复兴版升级”，公司有实力打造青花20、玻汾两个完全不同价格带的百亿单品。

图 2：山西汾酒产品价格矩阵

汾酒产品矩阵						
产品系列	产品名称	价格定位	产品规格	批发价（元）	京东零售价（元）	出厂价调价进度
青花系列	青花30	高端	53度/500ml	860	1499/瓶	预计于今年6月20日上调70-80元/瓶
	青花20	次高端	53度/500ml	375	488/瓶	预计于今年6月20日上调20元/瓶，目前出厂价448元/瓶
巴拿马系列	巴拿马20	大众	53度/475ml	290	330/瓶	
	巴拿马10		53度/475ml	175	298/瓶	
	巴拿马基础		53度/475ml	117	208/瓶	预计于今年6月20日上调出厂价
老白汾系列	老白汾15		53度/475ml	160	198/瓶	
	老白汾10		53度/475ml	118	158/瓶	
玻汾	玻汾	低端	53度/475ml	40.5	68/瓶	预计于今年6月20日上调1元/瓶

数据来源：京东、东方证券研究所

高端：青花 30 复兴版引领品牌形象高端升级，卡位千元价格带，具有与现有“三大高端白酒”阵营差异化的清香香型，以及名酒的文化历史基因，有望成为千元价格带的清香型代表作。24 年青花 30 着重培育，紧抓核心市场意见领袖，进行圈层突破。公司将在全国范围内继续拓展青花 30 复兴版的核心终端数量，扩大渠道网络覆盖，同时进一步提升核心终端质量，提质、挖潜、增效，提高单店产出。若白酒周期上行，青花 30 受益青花 20 客户升级转化，有望接力青花 20，加速引领结构升级，带动公司品牌价值再上台阶。

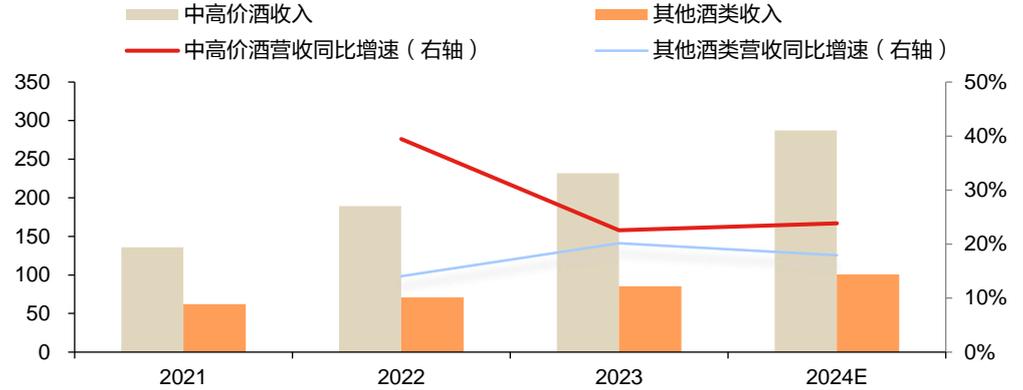
次高端：青花 20 是公司最核心的大单品，卡位竞争最激烈的 300-400 元价格带。青花 20 此前主打省外商务场景，23-24 年商务整体弱复苏，开始发力宴席场景，目前已经成为宴席渠道中的流行性品牌，同时商务团购点击率也高。青花 20 目前在渠道端和消费者端都获得了高度的认可，商务、宴席多场景布局及突破下，整体动销势能强劲。作为山西汾酒的百亿大单品，公司明确指出必须对青花 20 “又快又好”进行更大突破。我们认为青花 20 具备品牌势能+性价比+高品质+强渠道吸引力，在 300-400 元这一价格带的竞争中脱颖而出，长期有望冲击 200 亿元大单品地位。

大众价格带：公司的老白汾卡位 100-200 元价格带，深耕山西省内及环山西市场；巴拿马则卡位 200-300 元价格带，重点发力省外市场。二者均属于腰部价格带，衔接青花系列与玻汾，主要用于大众宴席、自饮、朋友聚会场景。公司在 24 年 5 月的股东大会上表示将成立专业化的指导小组，24H2 会加大巴拿马和老白汾的推广力度，6 月老白汾将有焕新升级的产品上市。其中，24 年老白汾将集中发力，有望成为公司所有品类中增速最好的系列。

低端：玻汾作为光瓶酒中的明星大单品，占据 50 元价格带，凭借高性价比、高渠道利润、高流速优势成为山西汾酒全国化的排头兵，完成了主要省外市场的消费者培育，在白酒周期下行期能够给汾酒贡献增长韧性。当前玻汾仍处于控量状态，配额控制货下产品供不应求，经销商顺价盈利空间较大，能通过丰厚的渠道利润与成熟大商绑定合作关系，并带动其他产品系列的铺货与销售。24 年山西汾酒将在清香酒培育市场增加玻汾投放，持续营造清香白酒消费氛围，而在清香酒成熟市场玻汾则会以稳量为主，持续向上提升产品结构。我们看好玻汾在起到良好引流效果的同时，实现自身光瓶酒赛道的结构升级。

山西汾酒在 300-400 元价格带和 100 元以下的价格带均有可冲击百亿级的大单品，其余价格带也衔接布局，各单品均表现不俗，价格、定位、区域区隔显著。公司产品结构策略灵活，自主控量低档，兼顾短长期发展，长期产品矩阵竞争力有望进一步凸显。

图 3：山西汾酒不同价位白酒营收（亿元）及同比增速



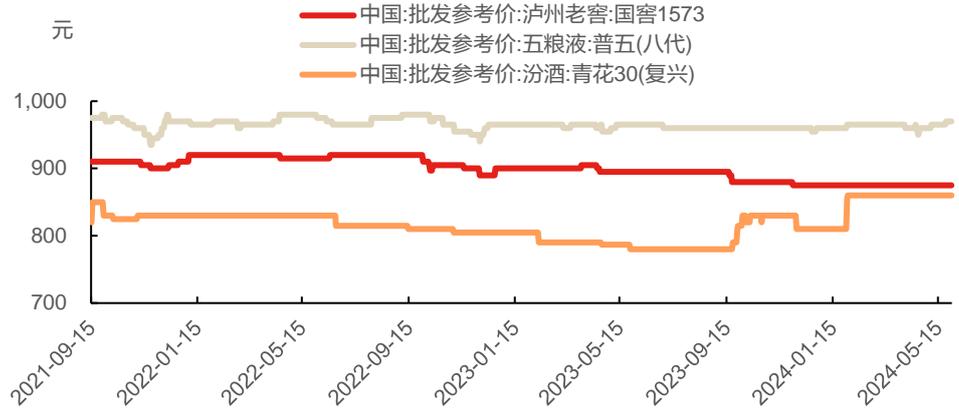
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2) 持续推进数字化体系改革，提高渠道、批价管控能力和营销效率，“五码合一”重视提升开瓶率

16年起茅五泸等率先建立“一物一码”体系，主要用于溯源防伪。17年开始，汾酒、泸州老窖、五粮液、洋河等开始推动箱码、盒码、盖码的“三码合一”，通过箱码提升零售商开箱率、减少各级代理商对零售商渠道费用的截留；通过盒码提高终端导购的卖酒积极性；通过盖码鼓励消费者开瓶消费并起到防伪溯源的作用。22年起，白酒企业进一步完善为箱外码、箱内码、盒码、盖外码、盖内码“五码合一”的数字化体系。“五码合一”体系的推进提升了白酒企业价盘管理、遏制窜货、精准投放销售费用、平衡渠道各环节利润、掌握全渠道库存与终端实际动销情况的能力。

泸州老窖：22H1 泸州老窖对产品进行了数字化体系改革，从“三码合一”升级到“五码合一”，有效解决价格秩序问题。24年以来公司核心大单品国窖1573批价在淡旺季间稳定性在875元左右。24年春节期间泸州老窖更是实现了近30年来的首次顺价销售，看好未来公司品牌认可度稳步传导、逐步提升下，长期价格的理顺。公司通过推进数字化营销体系的建设，实现费用的精准投放，进一步提升了费效比。同时通过“五码合一”有效壮大经销商体系。我们预估到24年5月河北部分区域1573扫码率能达到30%，公司整体扫码率逐月提升，预计已达到15-20%左右。五码体系的完善将增强公司的全渠道库存掌控能力，我们预计当前淡季国窖渠道库存处于1.5-2月的安全水位范围内，同比去年库存略降低，后续淡季有望持续去库至1.5月。后续“五码合一”的深入推进将进一步提高公司费用投放的效率和精度，提升公司对价盘、全渠道库存的掌控能力，使其长期高质量、可持续的增长。

图4：国窖1573、普五、青花30复兴版批价



数据来源：Wind、东方证券研究所

山西汾酒：汾酒在 20 年就全程推进“五码合一”，23 年底进一步推出全国统一标准的数字化运营模式——“汾享礼遇”。在该模式下，汾酒每季度会对合作经销商的销售情况进行线上收集整理，再逐一针对性给予补贴，并规定下季度利润细则。汾享礼遇设置了“三季度礼遇奖励”、“汾享礼遇签收礼”、“汾享礼遇年终嘉奖”等多项奖励，汾酒会根据瓶盖扫码收集真实的开瓶数据，与终端分享收益，促进真实动销增长，目前渠道反馈积极。

24 年以来汾酒也同步对青花 20 及腰部产品升级五码体系，近期青花 20 含 30 元扫码红包的新品已在局部地区导入开展，消费者开盖扫码领奖后，与码关联的门店和经销商也能获得返利，以此提高消费者和渠道的动销积极性。后续随着“汾享礼遇”模式进一步推广应用，山西汾酒的渠道利润与推力优势有望保持，终端积极性与开瓶率有望切实提升，预计将持续驱动汾酒在华东、华南市场份额的稳步提升。

图 5：主要上市白酒企业“五码合一”进展

企业	“五码合一”推动进展
贵州茅台	在2022年之前，贵州茅台实现了箱码，瓶码，物流溯码三码合一。2022年之后，箱码与瓶码数位略有微调，物流码新增一处暗记。
五粮液	2023年五粮液为了加速终端动销、维护市场秩序，对39度五粮液和1618进行了五码合一。
山西汾酒	2023年9月，部分区域的汾酒新品将为五码合一产品。2024年，汾酒将继续提升数字化多方面管理能力，应用芯片+二维码+物流码体系，实现五码合一全铺开，青花系列产品即将推出五码合一版本。
泸州老窖	2023年泸州老窖完成了从“三码合一”到“五码合一”的升级改造，改造完成后产品开盖扫码率每月平均增速超过50%。主推单品国窖1573在五码合一后，开瓶率和扫码率逐渐上涨，异地开瓶率呈减弱趋势，渠道管控良好。
洋河股份	2022年洋河新版海之蓝延续了以往的扫码领红包活动，并采用了“四码关联”技术，即瓶盖内、外码、盒码、箱码进行数字化关联，通过瓶盖箱码一一对应，品牌商能更精准地追溯到终端销售链路中的各个环节。
古井贡酒	古井贡酒在2023年推行“多码合一”，数字化平台监控产品流向，防范窜货风险，监督库存变化使营销节奏更精准，更市场化。
今世缘	2023年12月今世缘第五代国缘四开上市，第五代国缘四开在包装、品质、匠心、数智四大板块实现了全方位的焕新升级，尤其是数智上通过国家标识解析二级节点，运用“五码合一”技术，建立起数字超级身份系统。
迎驾贡酒	2019年迎驾贡酒以产品为中心的B2b数字化触点是“一箱一码”，打通产品生产端到终端网点的连接，收集终端网点的扫码数据，实现终端网点库存管理，产品溯源有效抵御市场窜货行为，渠道大数据分析区域营销的竞争，实现终端网点的营销费用直达，推动网点开箱上架率。
舍得酒业	舍得为整个链路进行了五码关联，分别赋托盘码（即垛码）、箱码、盒码、瓶码和盖内码，将整个渠道链的所有环节全部打通，获取了来自渠道的海量数据，得以实时监控产品和渠道信息，基于渠道数据的上传和上下游渠道商的关系绑定。
口子窖	2023年2月口子窖发布“兼”系列产品，以“五码合一”的数字化工具为基础，推进实施厂方、经销商、终端(或消费者)的扁平化渠道结构
水井坊	2017年水井坊完成了“三码合一”软件系统技术方案制作，有力推进了公司生产效能的提升，建立区别化货运模式，提升订单送达效率。
酒鬼酒	2023年第二季度，酒鬼酒公司推出了一项创新的“三码合一”策略，将经销商和门店的二维码与产品紧密耦合。
老白干酒	2017年9月起，一物一码助力衡水老白干开展了“喝出男人味，希腊大奖码上扫”营销活动，点燃线上互动营销。

数据来源：米多大数据、公司年报、酒说、网易新闻、东方证券研究所

3）聚焦核心市场、提升动销开瓶有利于酒企长远发展；山西汾酒外拓的底气源于扎实的基地市场、丰厚的渠道利润等

近两年因宏观经济低迷、居民消费力下移，白酒消费场景受到负面影响，尤其是商宴场景持续承压。尤其是往年以全国化扩张为收入高增驱动力的次高端酒企纷纷收缩市场范围、聚焦核心市场，通过加强消费者培育，提升产品真实动销需求。泸州老窖进一步精耕基地市场，提升扫码开瓶率；特曲在川内市场基础扎实，近年持续高增，在“五码合一”后渠道利润率提升，预计老窖以提开瓶为目的加强营销动作开展后，特曲增长的驱动力进一步增强。山西汾酒在基地市场稳固、扎实的基础上，逆势进行全国化市场扩张，反而在行业低迷背景中展现靓丽的业绩增速。

● 泸州老窖：精耕基地市场，提升扫码开瓶率；渠道利润提升，进一步驱动特曲高增

从区域发展情况来看，泸州老窖公司基本已形成西南、华北两大基地市场，华东市场体量也快速增长；西南市场主要以高度国窖、特曲等产品为主，华北、华东以低度国窖为主。在 2023-2024 年度经销商大会上，公司明确提出消费者开瓶考核成为 2024 年营销的核心。市场端，2024 年将持续推动区域市场下沉竞争、基地市场“挖井工程”，全面下沉县乡镇村，打造“百亿四川”，推动终端网点扩容、提质。预计 2024 年基地市场深耕重要性优先于空白市场拓展，通过扫码等营销措施提升开瓶率预计将成为主旋律。

特曲作为公司次高端价位带核心带量产品，目前过半销售额来自于省内，且以团购渠道为主。特曲本身拥有强品牌力支撑，在川内基础比较扎实，预计近 2 年来保持 20%+ 的较高增速。在实行“五码合一”后逐渐实现顺价销售、渠道利润有保障，预计在公司进一步精耕省内市场、积极制定营销计划提升动销开瓶的背景下，特曲增长的驱动力进一步增强。

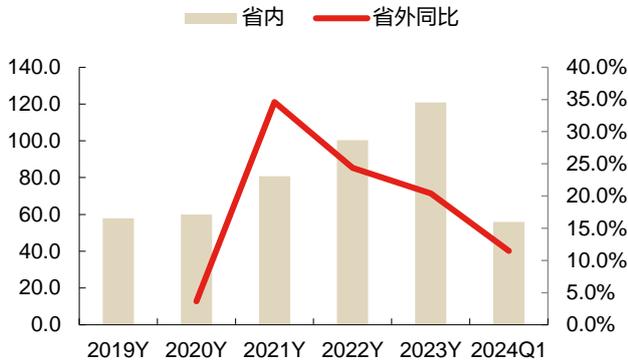
● 山西汾酒：渠道利润丰厚、玻汾带量，助推区域快速拓展；省内基础扎实，省外拓展为收入高增重要抓手

近年来，山西汾酒在省内、外均展现收入高增势头，19-23 年 CAGR 分别为 20%、35%。汾酒在省内收入平稳增长，近年来青花系列快速增长、结构逐步升级；巴拿马、老白汾等在消费群体间的接受度也快速提升。省外，以青 20、玻汾等核心产品为茅，10 亿级市场在原有的山西、河南、山东等 7 个省份的基础上持续增加，长江以南核心市场展现较快增速（22、23 年分别同增 50%+、30%+），在安徽、四川等多个省份实现快速增长，例如青花汾系列在合肥已至少连续两年实现翻倍增长。汾酒在省外快速发展的主要优势在于：1）品牌、产品、香型优势；2）丰厚的渠道利润（例如合肥终端利润率近 10%），且伴随 23Q4 公司开启汾享礼遇模式，对渠道利润模糊化、后置化、碎片化，进一步调动渠道积极性；3）产品优势：以玻汾铺市构建渠道网络，便于青花系列顺畅导入；4）B、C 端并重，一方面通过招商快速铺市，一方面强抓终端陈列、增加产品曝光度，实现开瓶率和自然动销提升。

24 年收入增速目标 20%，省外快于省内。根据汾酒股份公司副总经理、汾酒销售公司总经理张永踊，24 年汾酒将在省外多增长一些，省内增速略放慢，以结构提升为主。公司已确定增速指标，在客户、终端培育较好的地区，增速达到 40% 左右；在经济发展较好的省份，增速在 30% 左右；对还处于品类成长期的区域，增速在 20% 左右。24 年整体收入增速目标是 20%。

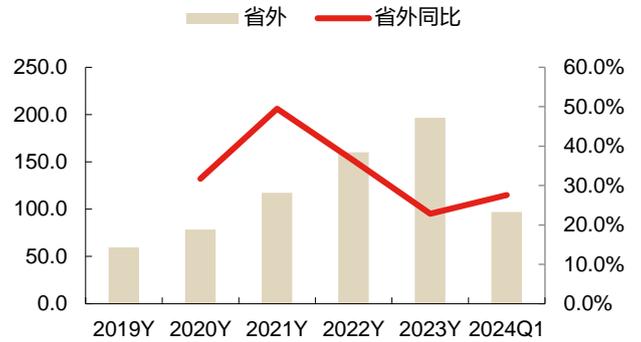
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 6：山西汾酒省内收入（亿元）及同比增速



数据来源：山西汾酒公司年报、东方证券研究所

图 7：山西汾酒省外收入（亿元）及同比增速



数据来源：山西汾酒公司年报、东方证券研究所

二、次高端酒企战略调整，聚焦核心市场及真实动销

当前次高端酒企整体打法从往年的全国化开拓转向核心市场深耕，叠加商宴场景承压，导致业绩增速下滑，次高端板块整体估值处于低位。

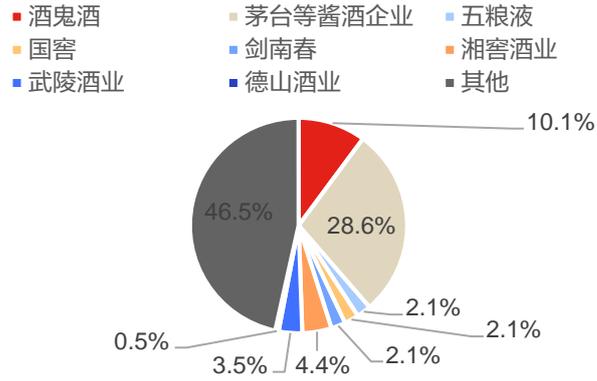
2.1 次高端酒企加强基地市场建设，有助于增加产品真实动销

酒鬼酒、舍得酒业等次高端酒企往年更注重全国化市场开拓，通过招商、铺货的方式快速进入空白市场；但近两年以来，次高端酒企重心转向基地/核心市场建设，强化品牌在基地市场/核心市场的影响力，推动产品真实动销增长。例如舍得酒业推进首府战役，更加聚焦川冀鲁豫及东北等传统优势市场，伴随舍之道、沱牌 T68 放量，预计省内宴席市场份额持续提升。酒鬼酒成立湖南事业部，强化省内精耕细作、全渠道覆盖，截至 23 年底，酒鬼品牌省内县级市场覆盖率达到 95%，内参品牌省内县级市场覆盖率达到 89%。

舍得产品卡位宴席价格带增势不减，湖南地产酒份额在政策助推下有望持续提升。舍得酒业：舍之道、沱牌 T68 卡位宴席、大众价格带，受到市场欢迎，预计当前销售额增长强劲，或带领舍得在四川宴席市场份额提升。**酒鬼酒**：湖南竞争格局分散，外来酒占比较高，酒鬼酒在湖南市场份额仍比较低，23 年大约 10% 左右，伴随湖南省政府加强湘酒建设支持度，酒鬼酒在省内份额有较大提升空间。

基地市场建设对于提高开瓶率起到切实作用。24 年春节期间，舍得酒的开瓶率同比增长 93%、沱牌酒同比增长 163%。23 年 12 月至 24 年 4 月，红坛 18 消费者开瓶扫码同比增长 109%；开瓶率提升说明白酒产品被消费者切实喝掉了，而非囤积在渠道库存中，意味着产品在消费群体中的接受度在提升。

图 8：2023 年湖南市场白酒竞争格局



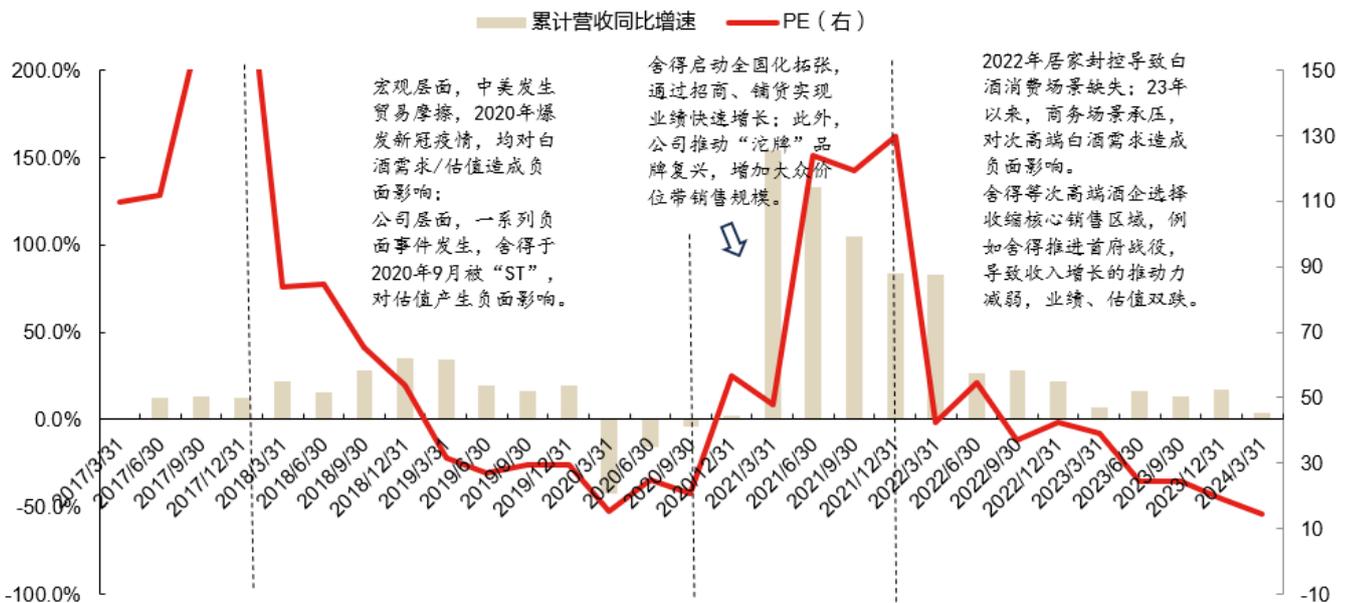
数据来源：酒鬼酒年报、酒业内参、云酒头条、东方证券研究所（注：五粮液、国窖、剑南春是预测值）

2.2 从全国化收缩回核心市场，增速下滑同时估值低位

● 舍得酒业、水井坊等次高端酒企：全国化红利减弱，市值处于低点

自 2018 年以来，舍得酒业经历过 3 轮估值变动。2018 年初-2020 年 9 月，公司 PE 从 84 倍下滑至 21 倍，主要因：1）宏观层面发生中美贸易摩擦、随后新冠疫情发生，对白酒需求估值造成负面影响；2）舍得发生一系列负面事件导致被“ST”。2020 年末-2021 年末，公司 PE 回升至 130 倍，主要受益于“ST”摘帽、启动全国化扩张及沱牌复兴战略，导致公司业绩、估值快速提升。2022 年初以来，公司估值持续下跌，主要因：1）22 年居家封控导致白酒消费场景缺失、商务场景持续承压；2）舍得为代表的次高端酒企均收缩核心销售区域，舍得专注省内市场及首府战役，导致原先以全国化铺货为推动力的收入增速放缓，估值也大幅下跌至低于 15 倍。

图 9：舍得酒业历史累计营收同比增速及 PE

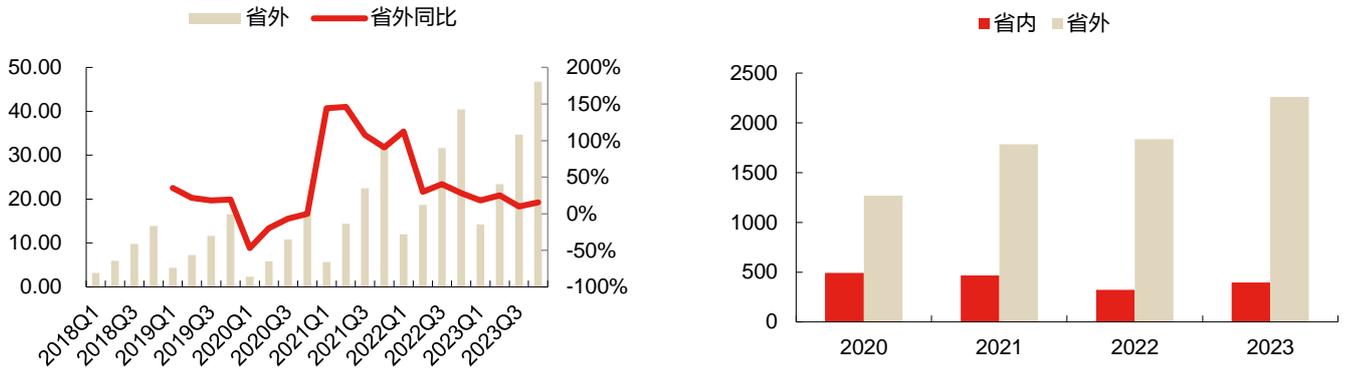


数据来源：Wind、东方证券研究所（PE=季末总市值/上一年归母净利润）

图 10：舍得省外收入（亿元）及同比增速

图 11：舍得省内、省外经销商数量

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

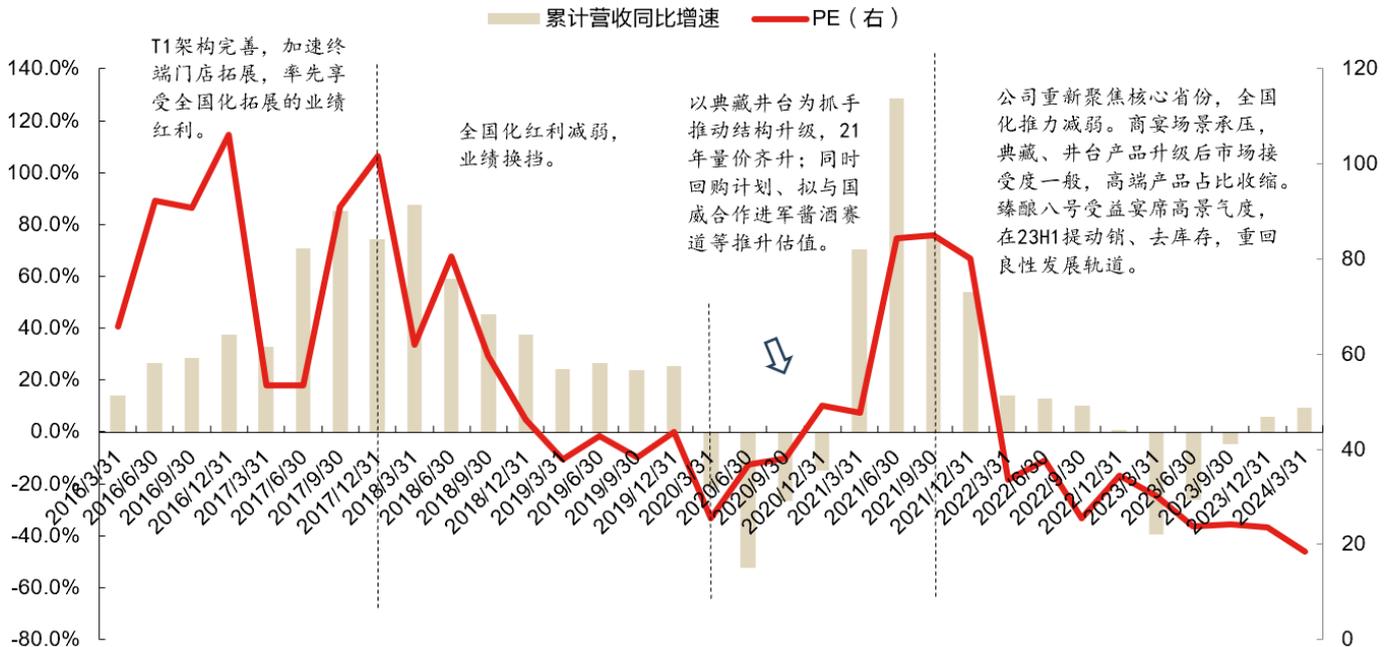


数据来源：公司年报、东方证券研究所

数据来源：公司年报、东方证券研究所

自 2016 年以来，水井坊经历过 4 轮估值变动。1) 2016 年初-2017 年末，在此阶段公司将原直营省份转换为新总代模式，同时凭借较完善的 T1 架构，快速拓展终端门店，率先享受全国化拓展的业绩及估值红利。2) 2018 年初-2020 年初，中美贸易摩擦、新冠疫情发生等外部因素干扰；且公司全国化红利逐渐减弱，业绩增速放缓，公司估值下滑。3) 2020 年初-2021 年末，公司以典藏、井台为抓手，积极推升产品结构，提升品牌定位，21 年实现量价齐升；此外，公司启动回购计划、拟与国威合作进军酱酒赛道，估值随之提升。4) 2022 年初以来，商宴场景缺失，典藏、井台等次高端酒需求减少，升级换代后市场接受度一般；公司重新聚焦核心省份，全国化对业绩的提振作用进一步减弱，对应估值下移。

图 12：水井坊历史累计营收同比增速及 PE



数据来源：Wind、东方证券研究所（PE=季末总市值/上一年归母净利润）

全国化开拓红利降低，业绩高增驱动力减弱，舍得、水井坊等次高端酒企估值处于低位。舍得、水井坊等次高端酒企在 16-20 年期间均享受过全国化业务拓张带来的业绩、估值双增长红利，其中水井坊全国拓展早于舍得，并在 18 年以来就已显示全国化红利减弱后的业绩换挡现象。2022 年以来，伴随商务场景缺失、消费力下移等，全国化拓张带来的红利进一步缩减，驱使酒企重新聚焦核心市场，同时也伴随业绩增速、估值双下滑。另一方面，16-20 年期间，舍得、水井坊等次

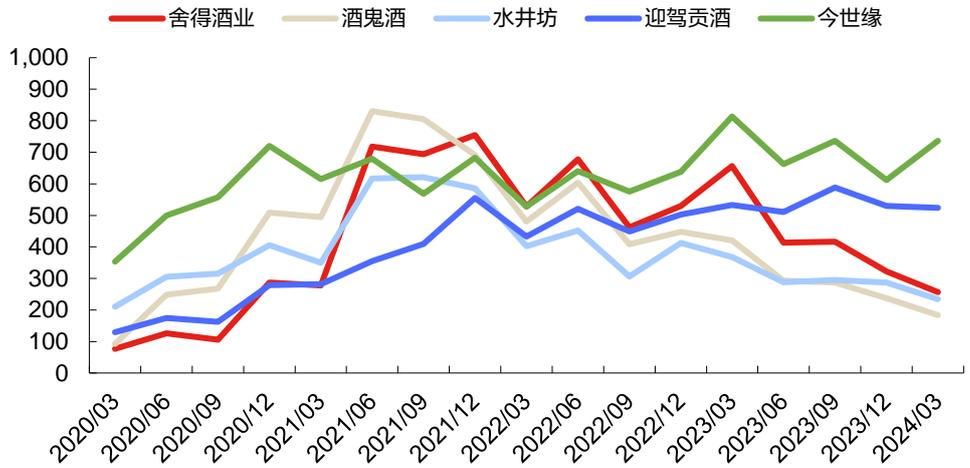
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

高端酒企均享受过消费升级带来的产品结构升级红利，推动量价双升；而当前消费力下移导致酒企产品结构下移，高端、次高端产品业绩贡献下滑，对估值产生负面影响。

● 21 年以来，次高端酒企市值大幅下降，而区域酒企市值浮动较小

从总市值指标来看，次高端酒企（舍得、酒鬼、水井）从 2021 年末的 600-700 亿总市值下降至当前 200 亿左右，经营向上的山西汾酒总市值也下降 24%；而区域酒企（迎驾、今世缘）维持在 500-700 亿，当前市值较 21 年末变动较小。总体来看，次高端酒企总市值低位，我们认为山西汾酒被明显低估。

图 13：部分次高端酒企、区域酒企总市值（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

表 1：次高端酒企、区域酒企在 2021 年末、当前的总市值（亿元）变动幅度

	山西汾酒	舍得酒业	酒鬼酒	水井坊	古井贡酒	迎驾贡酒	今世缘
2021 年末	3,853	755	690	586	1,290	556	682
24 年 5 月 31 日	2,944	244	182	226	1,319	561	669
变动幅度	-24%	-68%	-74%	-61%	2%	1%	-2%

资料来源：Wind、东方证券研究所

三、估值低位、分红率提升，长期投资价值显现

我们从多个维度考量次高端酒企当前时点的投资价值。**1) 估值层面**，PE 估值法显示泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、洋河股份、水井坊等估值处于低位；和海外龙头进行横向对比，舍得酒业估值明显偏低，汾酒、水井坊略偏低。总结而言，名酒企估值偏低，其中次高端酒企估值整体上处于较低水平。**2) 外资持股层面**，截至 24 年 5 月 17 日，水井坊、舍得酒业、酒鬼酒的外资持股占流通股比例分别为 3.6%、1.7%、1.7%，分别位于 19 年以来的 70%、9%、51%、30%百分位，水井坊、酒鬼酒外资流出现象较明显，低基数上也存在较大提升空间。**3) 分红率层面**，23 年度次高端酒企在业绩承压背景下逆势提升分红率，可见其对于股东回报重视度提升；考虑到酒企业绩将逐渐迎来好转、资本开支或逐步收缩，分红率有进一步提升空间。

3.1 次高端板块整体估值偏低，关注明显低估的标的

我们采用二种估值方法来观察当前白酒板块的估值水平。第一种是传统 PE 估值法；第二种对比了国内外酒企的业绩、估值水平，为国内酒企中长期估值水平提供参考。

白酒板块估值低位，次高端酒企估值尤其偏低。截至 24 年 5 月 31 日，泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、水井坊、洋河股份未来 12 个月预期估值仅 15、20、11、14、13 倍，分别位于 19 年至今的 4%、6%、2%、3%、5% 百分位。

表 2：高端酒和次高端酒动态 PE 估值水平

未来 12 个月预期估值	高端酒			次高端酒					
	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	舍得酒业	水井坊	酒鬼酒	洋河股份	
当前估值	22	16	15	20	11	14	29	13	
2019 年至今	最大值	59	54	63	103	78	57	98	42
	最小值	19	12	13	15	10	13	14	11
	中间值	29	21	25	32	23	22	27	19
	百分位	9%	9%	4%	6%	2%	3%	17%	5%
2014 年至今	最大值	59	54	63	103	170	91	98	42
	最小值	8	5	6	8	10	13	14	7
	中间值	28	20	23	31	25	23	28	18
	百分位	28%	22%	16%	13%	1%	1%	17%	16%
2009 年至今	最大值	59	54	63	103	170	91	98	42
	最小值	8	5	6	8	10	12	10	6
	中间值	27	20	22	29	26	23	29	19
	百分位	28%	22%	16%	13%	1%	4%	21%	17%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2024 年 5 月 31 日）

表 3：区域名酒和大众酒动态 PE 估值水平

未来 12 个月预期估值	区域名酒				大众酒				
	古井贡酒	今世缘	口子窖	迎驾贡酒	顺鑫农业	伊力特	老白干酒	金徽酒	
当前估值	20	16	12	17	23	20	22	23	
2019 年至今	最大值	52	40	25	36	54	40	71	71
	最小值	13	12	10	12	14	10	13	13
	中间值	32	21	16	22	29	23	29	27
	百分位	20%	14%	11%	21%	22%	32%	15%	18%
2014 年至今	最大值	52	40	58	70	54	40	71	71
	最小值	11	12	10	12	12	9	12	13
	中间值	29	20	16	22	26	23	30	27
	百分位	23%	14%	4%	9%	26%	35%	16%	18%
2009 年至今	最大值	69	40	58	70	54	44	82	71
	最小值	10	12	10	12	11	9	12	13
	中间值	29	20	16	22	25	23	30	27
	百分位	18%	14%	4%	9%	27%	31%	13%	18%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2024 年 5 月 31 日）

横向和海外酒企龙头帝亚吉欧进行对比，舍得酒业近三年营收、净利润 CAGR 显著高于帝亚吉欧，但 PE-TTM 明显被低估；水井坊也有所低估。山西汾酒近三年营收、净利润 CAGR 远高于帝亚吉欧，意味着成长性更强，而 PE-TTM 略高于帝亚吉欧，说明估值处于较低水平。

表 4：我国次高端白酒企业和帝亚吉欧就业绩增速、投资回报、市盈率进行对比

	营收 CAGR (20-23 年, %)	净利润 CAGR (20-23 年, %)	ROE(23 年, %)	PE-TTM
山西汾酒	32	50	43	26
酒鬼酒	16	4	13	57
舍得酒业	38	45	26	14
水井坊	18	20	32	18
帝亚吉欧	12	11	48	19

资料来源：Wind、东方证券研究所（营收、净利润 CAGR 年限均取 2020-2023，ROE 为 2023 年数据,PE-TTM 为 24 年 5 月 23 日数据，帝亚吉欧净利润为调整后口径）

总结来看，从估值角度，无论是对比 PE 所处历史百分位，或和海外龙头进行横向对比，舍得酒业估值明显偏低，山西汾酒、水井坊略偏低。

3.2 外资持股比例相对低位，提升空间可观

在前期报告《探讨新“国九条”、大规模设备更新政策对白酒行业的影响》中，我们已经探讨了白酒板块估值和外资流向的关系。当前外资流出也是白酒行业估值偏低的重要原因之一，而外资流向与酒企基本面、宏观经济发展、美债收益率、人民币汇率等多维因素相关。以贵州茅台为例，回顾历史数据，美债收益率与外资持股比例呈现明显负相关关系；人民币走弱时，外资倾向于流出。

次高端酒企外资持股比例处于历史低位，估值弹性空间较大。受中国经济增速放缓、美联储加息周期、人民币边际走弱、次高端酒企业绩承压等多重因素影响，目前外资持股次高端酒企比例偏低。截至 24 年 5 月 17 日，山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒的外资持股占流通股比例分别为 2.9%、3.6%、1.7%、1.7%，分别位于 19 年以来的 70%、9%、51%、30%百分位，水井坊、酒鬼酒外资流出现象较明显。

表 5：次高端酒企外资持股数量占流通股比重

	山西汾酒	水井坊	舍得酒业	酒鬼酒
2019 年以来最大值	3.8%	11.3%	3.4%	5.3%
2019 年以来最小值	0.8%	2.9%	0.0%	0.1%
当前持股占比	2.9%	3.6%	1.7%	1.7%
2019 年以来百分位	70.2%	9.0%	51.3%	30.1%

资料来源：Wind、东方证券研究所（截至 2024 年 5 月 17 日）

对比而言，业绩亮眼的古井/迎驾/今世缘等区域酒企外资持股比例处于 19 年以来的较高百分位。

表 6：高端酒企和区域酒企外资持股数量占流通股比重

	高端酒企			区域酒企					
	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	古井贡酒	迎驾贡酒	口子窖	洋河股份	今世缘	老白干酒
2019 年以来最大值	9.6%	11.4%	4.1%	2.3%	3.3%	6.1%	11.3%	4.7%	3.8%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

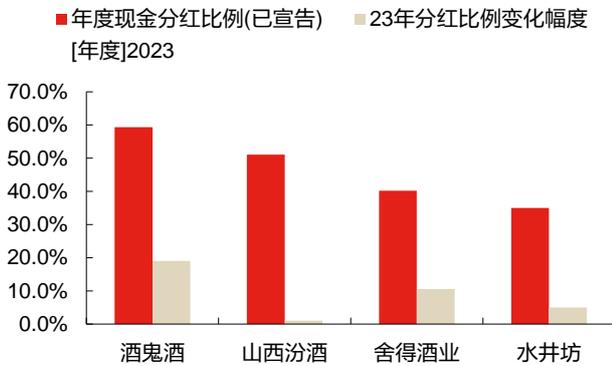
2019年以来最小值	6.4%	4.2%	1.9%	0.5%	0.2%	1.6%	2.1%	0.4%	0.4%
当前持股占比	7.4%	5.6%	3.1%	1.6%	1.8%	2.8%	3.1%	4.3%	2.0%
2019年以来百分位	29.1%	19.9%	54.7%	60.9%	51.9%	25.7%	10.3%	92.0%	47.0%

资料来源：Wind、东方证券研究所（截至2024年5月23日）

3.3 次高端酒企分红率逆势提高，长期投资价值提升

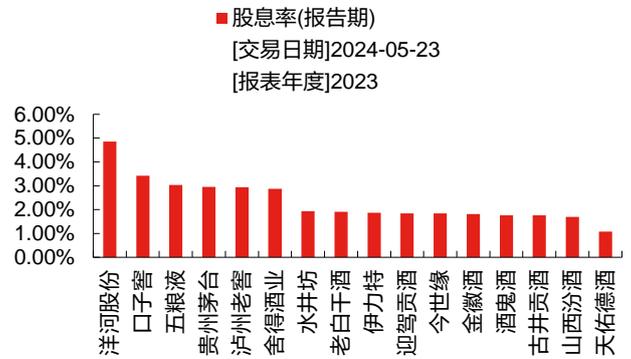
2023年度，即使在商务场景萎靡、核心次高端产品业绩承压的背景下，酒鬼酒、舍得酒业、水井坊、山西汾酒分红率均提升，分别同比增加19.0pct、10.5pct、5.0pct、1.0pct，体现出酒企积极响应新“国九条”政策，对于股东回报的重视度进一步提升。若酒企业绩边际好转，净利润增长，分红率或进一步提升。

图 14：23 年度次高端酒企分红率提升



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 15：白酒企业股息率



数据来源：Wind、东方证券研究所

另一方面，白酒为存量市场，且在当前消费者购买力下移的背景下，消费升级对于白酒规模扩张的推动力较往年收缩，酒企对于产能扩建的迫切度下降，资本开支或逐步收缩。资本开支减少将增加自由现金流，或推动酒企进一步提升分红比例。

四、投资建议

我们看好次高端酒企的长期投资价值，建议关注山西汾酒、泸州老窖。山西汾酒在省内市场扎实稳固的基础上逆势进行省外市场拓张，凭借品牌、香型、渠道利润、玻汾带量等优势快速打开空白市场；泸州老窖的特曲维持高增趋势，预计在“五码合一”提升渠道利润、老窖加强基地市场深耕的背景下，收入增长驱动力进一步增强。当前来看，舍得酒业、水井坊、酒鬼酒等次高端酒企享受的全国化扩张红利逐步减弱，转而聚焦核心市场，处于提升真实动销、开瓶率的调整期，预计汾酒、老窖在次高端市场的份额进一步提升。当前汾酒、老窖估值处于相对低位，汾酒在2023年的分红率也同比增长，长期投资价值进一步提升。

五、风险提示

山西汾酒市场拓展不及预期风险。若山西汾酒省外市场拓张较慢、贡献收入不及预期、或市场秩序紊乱，可能对公司业绩、估值产生不利影响。

特曲业绩增速下滑风险。若特曲业绩增速下滑，可能对泸州老窖公司业绩、估值产生不利影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

食品安全事件风险。若白酒行业发生食品安全事件，则可能对白酒板块产品销售、营业收入以及利润均产生不利影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。