

# 春糖反馈：稳步复苏，保持信心

华泰研究

2023年4月12日 | 中国内地

专题研究

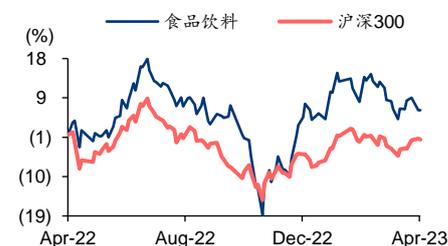
食品饮料

增持 (维持)

 研究员 **龚源月**  
 SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com  
 SFC No. BQL737 +(86) 21 2897 2228

 研究员 **张墨**  
 SAC No. S0570521040001 zhangmo@htsc.com  
 SFC No. BQM965 +(86) 21 2897 2228

## 行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

## 重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
贵州茅台	600519 CH	2364.00	买入
五粮液	000858 CH	259.52	买入
泸州老窖	000568 CH	315.36	买入
舍得酒业	600702 CH	258.00	买入
山西汾酒	600809 CH	362.06	买入
古井贡酒	000596 CH	307.44	买入
洋河股份	002304 CH	178.94	买入
今世缘	603369 CH	80.96	买入

资料来源: 华泰研究预测

## 春糖白酒热度较高，行业稳步复苏

成都春糖反馈符合预期，行业复苏趋势确立：1) 名优酒企招商推新火热进行，加速布局大众价位/高端及非标新品，经销商信心逐步恢复，但部分经销商仍有观望情绪。2) 行业稳步复苏，淡季相对平淡和节假日的旺销特征可能更为显著，上半年预计主要为走量恢复，随着经济修复，消费复苏和结构回升将具备更强支撑。3) 理性看待行业发展，需求扩容和供给端产能释放需综合考量，行业发展向好趋势不变，结构升级和集中度提升仍是长期主线。23年白酒板块基本面将沿需求修复-价格回升渐次演绎，重点推荐贵州茅台/五粮液/泸州老窖/舍得酒业/山西汾酒/古井贡酒/洋河股份/今世缘。

## 春糖观察：名酒企优势更为显著，经销商态度理性

各大名优酒对于行业的发展判断更为理性且对于自身的经营更为从容，并借势春糖节点谋划布局，产品端，加速布局大众价位/高端及非标新品，强化产品组合优势，代表新品有茅台集团定位大众价位的百元酱酒台源、洋河百元新标杆大曲经典版、舍得定位品质老酒的焕新包装藏品舍得10年、今世缘定位新一代高端白酒的国缘六开等。招商端，名酒多以产品展示和文化传播为首要目的，酒企经销商大会规模也都创下疫情以来新高，名优酒占优，经销商对代理新品牌持观望态度；此外，“酱酒热”延续降温，“清香热”讨论增加，整体看，名优品牌/优质产能的酒企具备更强的竞争优势与发展空间。

## 行业复苏：稳步复苏，合理预期

经历了旺季旺销的春节，白酒3月开始步入消费淡季，整体动销和价格表现相对平淡，行业处于相对弱复苏阶段；高端酒表现较稳健，次高端主要以库存去化为主，区域次高端节后表现正常回落。我们认为，市场对于复苏的斜率可能会有分歧但预期已经逐步趋于合理，23年依然是典型的稳步复苏市场，淡季平淡和节假日的旺销特征可能更为显著，节假日的旺销主要来自场景和情绪的释放，更多地会体现在量的回补。白酒将沿着需求修复-价格回升渐次演绎，随着经济恢复的能见度回升，消费复苏和结构升级将会具备更强支撑。高端有望稳中有进，宴席场景回补则有望支撑次高端释放弹性。

## 未来展望：保持信心，估值具备性价比

短期看，行业复苏更多来自场景放开带来量的回补，淡季相对平淡理应在预期之中，当前(2023.4.11日)SW白酒板块PE-TTM为36x，位于17年至今的49%分位数，估值性价比显现。随着宏观经济回暖，商务活动的回升有望为白酒需求抬升提供可持续推动力，酒企在疫情期间受到压制的招商及新市场开拓亦有望回归正常状态。长期看，扩容升级趋势有望延续，核心受益于：经济韧性/大众消费崛起奠定的良好消费基础、高端白酒对行业升级扩容的引领作用；集中度提升的趋势将延续，行业长期增长动能预计来源于品牌产品线延伸/全国化横向渗透及深度切割/中低档白酒消费升级等。

风险提示：市场需求不达预期；市场竞争激烈超过预期；食品安全问题。

## 春糖观察：热度较高，名酒企优势更为显著

**名酒云集，春糖白酒热度较高。**近期成都春季糖酒会盛大开幕，作为疫情后的第一届糖酒会，23年成都春糖会整体热度高涨，现场人数较上届明显增加，酒企亦借此契机积极推新品、招商布展，为酒企运营复苏谋布局，市场态度较为活跃，经销商信心逐步恢复。本次春糖会主要分为酒企推新品与招商两条主线推进，产品推新层面，呈现出大众价位产品与高端及非标新品两端加速布局的特点，代表新品有茅台集团定位大众价位的百元酱酒台源、洋河百元新标杆大曲经典版、舍得定位品质老酒的焕新包装藏品舍得10年、今世缘定位新一代高端白酒的国缘六开等。招商层面，名酒多以产品展示和文化传播为首要目的，主要酒企的经销商大会规模也都创下疫情以来新高；部分小品牌招商意愿更浓，但经销商对代理新品牌持观望态度。

### 产品推新：打造组合优势，新品价位分化

**茅台台源：台源品牌焕新上市，演绎茅台百元酱香魅力。**3月28日，“酱香台源 福到万家”茅台家族台源酒新品上市，此次成都春糖亦有布展，台源酒秉承以台为名、纳福为义、与民为亲的理念，锚定百元价格带，定位大众酱香酒、亲民质量酒、终端消费酒。在市场布局层面，台源将按照“5+9+N”市场布局，即5个核心市场、9个重点市场、N个潜力市场，在2年内实现核心市场全覆盖、重点市场扁平化，3年内实现重点市场全覆盖N个潜力市场扁平化，目标覆盖网点数量20万家；在渠道招商层面，台源的招商实施配额制、预约制，保证经销商质量，终端下沉到社区和乡镇，注重偏远的乡镇零售端覆盖，通过数字化营销和多样化BC联动等方式，推动台源动销率，并将新增销售团队实现对经销商的强势赋能。

**五粮液：低度新品“紫气东来”亮相，树立低度价值标杆。**4.9日以“文传千载酒承万象”为主题的2023五粮液文化酒主题探索馆盛大启幕。在开馆仪式上，五粮液新品“紫气东来”重磅亮相，树立中国低酒度白酒最高价值标杆，紫气东来是五粮液锚定低度白酒消费潮流和国际化趋势而重磅推出的高品质低度白酒。“五粮液·紫气东来”与五福熊猫、和美中国等产品均为五粮液文创产品，是五粮液文化战略的重要组成部分。五粮液已形成顶级IP类、文化概念类、事件纪念类、品牌跨界类和区域特色类等系统化、高端化、多元化的文化酒体系，此次低度新品的重磅推出对于产品组合、价格站位将起到有益补充，将继续推动五粮液实现高质量发展。

**舍得酒业：藏品·舍得10年融合“品质老酒+中国文化”，定位高端白酒新选择，持续深化老酒战略。**舍得酒业坚定老酒战略、年轻化战略的定力和势能，致力于释放旗下多品牌的品牌价值，并将持续推进舍得与沱牌的全国化进程。在本次春糖会期间，舍得酒业提前展出焕新包装的藏品·舍得10年，定位千元价位段“品质老酒+中国文化”完美融合的高端白酒产品。在舍得经销商大会上，公司提出将坚持以利他客户思维构建生态融通体系，打造新型厂商关系，坚持深度融入复星生态，推动管理思维、经营方式、治理能力现代化。

**洋河股份：聚焦“一盒一光”双主线，完善百亿名酒战略。**洋河股份在本次春糖会上推出新品“洋河大曲（经典版）”，定位为全国大单品百元标杆；并将于4月20日发布定位50-80元高线光瓶酒的洋河敦煌新品，完善“一盒一光”双主线。在区域布局上，洋河股份目标聚焦核心省份，攻坚高地市场，提出在全国打造13730工程，也即打造1个根据地市场、3个板块化市场，推进7个重点省份市场，在全国建立30个重点城市样板；在渠道模式上，洋河实施厂商一体化联盟，通过自营和大单品结合的精细化运营，整合大商资源，推进股权招商，加快全国化进程。此外，洋河股份在本次春糖期间亦召开微分子新品发布会，围绕绵柔品质需求，以轻松舒适的饮用体验和勇于破圈的文化理念触达年轻消费者。

**今世缘：国缘六开新品亮相，抢占新次高端黄金赛道，重构品牌形象。**22年末今世缘将国缘品牌定位升级为“中国新一代高端白酒”，目标通过差异化路径进军头部高端白酒品牌。在本次春糖期间，今世缘酒业在四开之上重磅发布国缘六开新品，国缘六开以40度中度品质口感好、品饮舒适度高的创新香型，承接次高端消费再升级，目标引领中度高端白酒新消费潮流。在国缘品牌中，国缘六开目标承载重构品牌形象，提升品牌价值，抢占新次高端黄金赛道的战略使命，同时向开系、雅系输送品牌力，带动国缘全系列产品销售扩张。

**夜郎古：夜郎酱新品推出，酱香新品引入关注。**4月10日，“蓄势·起航”论坛暨夜郎酱新品发布会召开，共推出夜郎酱·5、夜郎酱·8、夜郎酱·12三款产品，定价为298元/瓶、388元/瓶、488元/瓶，定位中高端，广泛覆盖国民酱酒消费市场，这与夜郎酱酒“古法酱香普及之作”的定位精准对接。通过舍得酒业的‘名酒+老酒+文化+生态’等优良基因加持，夜郎古的品牌势能和 market 热度有望提升，2023年夜郎古酒将把资源聚焦于品牌创新定位、梳理产品战略、专业科学设置价格体系、构建数字化驱动体系，坚实酱酒一线品牌基础，夜郎酱新品也是此次糖酒会上酱酒企业发布的新品中最为引人关注的新品之一。

### 趋势观察：酱酒理性，清香复兴，名酒占优

**酱酒讨论：理性发展，步入品牌竞争时代。**20-21年消费者的酱香热潮从22年起逐渐回归理性，带动酱酒品类发展进入新周期。22年酱香热遇冷的背景下，二三线酱酒渠道压货严重，库存高企，价格体系紊乱问题频发，行业进入名酒企份额集中、中小酒企出清阶段，整体来看“酱酒热”延续降温态势，酱酒行业有望回归理性发展阶段，酱酒核心产区、前列企业、名优品牌、优质产能具备更强的竞争优势与发展空间。随着23年整体白酒行业的复苏，终端动销恢复带动珍酒、国台、习酒等名优酱酒渠道库存消化，价格企稳，经销商信心亦逐步恢复，期待酱酒行业触底逐步回升。在“蓄势·起航”论坛上，资深酱酒专家、权图酱酒工作室首席专家权图研判中国酱酒消费人群仍在快速扩大之中，笃定酱酒品类的竞争将逐步进入品牌竞争时代。

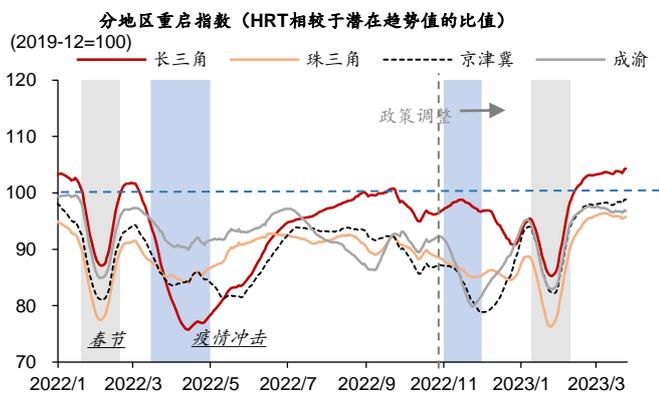
**清香白酒：热度提升，名酒品牌复兴。**清香热的机会更多是给到老品牌的复兴，清香型白酒消费者基础广泛，同时清香符合年轻化、健康化、国际化趋势。此次春糖老白干召开“一树三香，美美与共”的主题论坛和经销商会议，老白干是清香的代表之一，大清香复兴呈现多元化，老白干迎来品类市场扩容机遇，且清香热提供了全国化突围的路径，老白干香型白酒既属于清香型白酒又有一定区别，具备“醉的慢、醒得快、不上头”的特点，未来公司有望借助清香全国化风口和武陵酒全国化招商起航迎来新的发展机会。此外，在4月8日举办的“黄鹤楼·南派大清香——大清香风口下的行业发展趋势高峰论坛”上，经销商参会较多，具备老名酒基因、充足产能和储能以及高端品质的清香白酒品牌有望迎来复兴，南派大清香黄鹤楼酒还有着“清香品类+历史品牌+古井营销”的“三位一体”营销优势，沿袭了古井贡酒“打通根据地、实现板块化、点上全国化”的战略路径，给予了经销商极强的信心与动力。

**名酒酒企：五粮液经销商大会盛况空前，引领行业发展。**在经销商大会上，五粮液董事长指出，五粮液的生产、创新发展、市场氛围、开放合作持续向好，当前外部形势总体向好，五粮液迎来品牌价值回归的机遇，未来要让五粮液的市场价格更好地体现品牌价值和竞争优势，加强数字化营销实现精准投放，减少低质量投放的占比，收缩低质量经销商、经销区域，收缩传统渠道投放。副董事长张宇指出，公司将组织系统思维，运用系统方法，坚持系统治理，构建从源头到末端的市场管理基础，深化市场功能，做优供销；优化政策基础，经销商要向市场要利润；细化营销管理加强自主监控，实施网络化管理、溯源管理，加强对营销费投入真实性的核查。我们认为，五粮液在营销管理和品牌价值上有望持续提升改善，实现更好的量价关系，五粮液的价格对于行业有着风向标的作用和重要意义，五粮液的高质量发展也将引领行业发展向好。

## 行业复苏：稳步复苏，合理预期

23年白酒行业经历了一个非常态的春节旺季，春节期间白酒行业复苏信号明显，受益春节返乡流拉动自饮、礼赠、走亲访友需求恢复，终端动销向好，渠道库存消化、价盘趋稳，经销商信心恢复；节后宴席等补偿性需求较旺，2月白酒消费需求较好；节后淡季推迟到3月，3月开始步入消费淡季，补偿性需求释放告一段落。当前市场对白酒消费复苏的方向认知不变，春糖期间对23Q1、Q2的需求恢复预期进行了调整，对于复苏向上的斜率可能存在一定分歧但预期已经逐步趋于合理，不过分乐观也不至于悲观。我们认为，今年白酒行业将稳步复苏，复苏预计沿着各价位带核心品牌需求好转、走量恢复后转为价格走强上涨的路径演绎，其中淡季平淡和节假日旺销特征将更为显著。节假日的旺销主要来自场景和情绪的释放，上半年五一、端午等节假日附近宴席需求释放，预计旺销更多体现在量的回补；下半年伴随经济恢复的能见度回升，消费复苏也将具备更有力的经济支撑，酒企产品批价有望上行，对于白酒产品结构的修复值得期待。

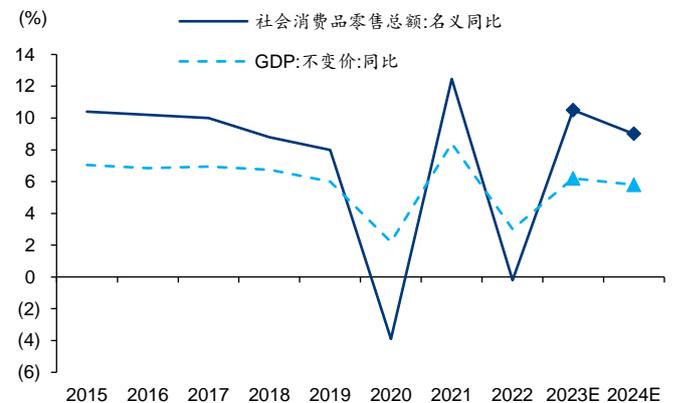
图表1：全国四大区域重启指数均环比回升



注：指数计算方式为当周日均车流量 / 2019年11月日均车流量 \* 100；

资料来源：G7，华泰证券宏观研究团队 23.04.09 发布报告《清明出行活跃，土地市场初现暖意》，华泰研究

图表2：2023年GDP增速、社零总额预计将有所回升



资料来源：Wind, CEIC，华泰证券宏观研究团队 23.01.29 发布报告《宏观：上调2023年增长预测至6.2%》，华泰研究预测

### 高端：销量先行，增长稳中有进

经济回暖叠加库存去化，高端白酒增长稳中有进。春节旺季期间终端动销恢复较好，结合酒企控货稳价措施，带动渠道库存有效去化，叠加经济回暖，高端白酒放量先行，增长稳中有进。具体来看，1) 贵州茅台：加大1935、精品等非标产品的投放量，完善产品结构以持续拉升品牌力；以i茅台、茅台冰淇淋等为抓手，致力于打造白酒消费新场景。2) 五粮液：坚持文化酒为“1+3”品牌体系组成部分，春糖期间推新“五粮液·紫气东来”；23年“开门红”发货动销双高增，验证强劲品牌力与市场号召力；整体打款和发货节奏较快，为23年下半年量价政策奠基。3) 泸州老窖：持续推进国窖+老窖双品牌运作，受益于商务场景修复，1573稳定发展、中高档酒势能积聚；春节旺季打款发货有条不紊，疫情放开后经营势能不断释放。

### 次高端：需求回补，期待扩容升级主旋律回归

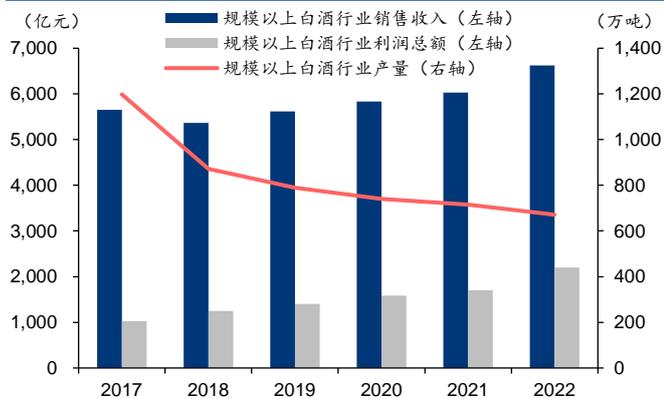
受益于宴席需求回补，次高端升级扩容主旋律有望回归。节后旺季期间宴席/聚餐等补偿性需求延续，次高端白酒批价维稳，库存降至合理水平，步入淡季后，终端动销偏弱，次高端酒企动态调整以平衡动销和价盘。1) 舍得酒业：23年开局终端动销向好，糖酒会期间推出焕新包装藏品10年加强老酒战略实施，高存量基酒筑底公司价值；继续坚持厂商一体化，全国化招商稳步上升。2) 山西汾酒：春节回款和发货节奏较快，库存加速去化；围绕“13348”经营思路，抓青花、稳玻汾，巩固基地市场的同时加速突破长江以南市场。3) 洋河股份：糖酒会期间推新洋河大曲经典版、“轻白酒”微分子，聚焦“一盒一光”双主线，完善产品矩阵；全国三级客户实施新厂商一体化联盟，深耕精细化运营；实施“13730深度全国化工程”，聚焦核心省份，攻坚制高点市场。

## 行业发展：保持信心，估值具备性价比

短期来看，行业复苏更多来自场景放开带来量的回补，淡季平淡理应在预期之中，当前白酒行业站在弱复苏向强复苏切换的过渡期。随着宏观经济回暖，宴席及商务宴请市场需求的回升有望为白酒需求抬升提供可持续推动力，酒企在疫情期间受到压制的招商、营销及新市场的开拓亦有望逐步回归正常状态。在本次春糖期间，渠道调研显示，今年 1-2 月春节旺季期间及节后高端白酒动销较好，批价企稳有所回升，次高端酒企受宏观经济影响表现相对偏弱，但整体呈稳步上升态势，中低端白酒需求快速增长，白酒消费呈现“两头好、中间略低”特征；进入 3 月淡季后，部分高端白酒价格相对有所松动回落，次高端及中低端白酒表现相对平淡。当前站在白酒行业弱复苏向强复苏切换的过渡期，我们认为市场对于白酒短期内复苏强度的预期将逐步回归理性，上半年五一/端午节假日期间宴席等需求确定性高，下半年经济修复为行业复苏/批价稳步上行提供强力支撑，行业复苏向上仍是大方向。

长期保持乐观，升级扩容和集中度提升是主线。在本次春糖期间，各种行业论坛会议探讨了行业的长期发展走向，引发较多讨论。有部分专家提出行业将进入长期销量负增长、收入低增长、利润低增长的“内卷时代”，我们认为，从历史数据看，规模以上白酒企业产量呈现逐年下降态势，但规模以上酒企收入及利润大幅增长，2022 年规模以上白酒企业收入达到 6626 亿元，且行业 CR6 的份额从 17 年的 22.7% 逐年上升至 21 年 40.3%。长期来看，行业升级扩容并不会发生逆转。行业长期的增长动能预计来源于品牌产品线延伸/全国化横向渗透及深度切割/中低档消费升级等。核心受益于：经济韧性/大众消费崛起奠定的良好消费基础、高端白酒对次高端升级扩容的引领作用；同时集中度提升趋势有望延续，名优酒企将享超越行业的发展速度。

图表3：2017-2022 年全国规模以上白酒企业收入/利润/产量变化



资料来源：国家统计局，华泰研究

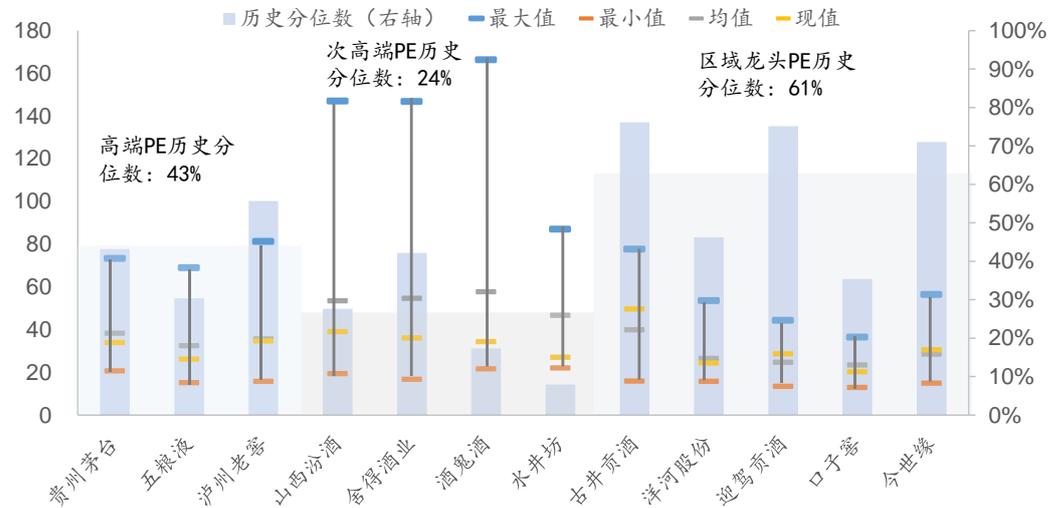
图表4：2017-2021 年白酒行业规模及 CR6 份额变化



注：六大酒企指贵州茅台/五粮液/泸州老窖/山西汾酒/洋河股份/古井贡酒  
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

估值层面来看，当前（2023.4.11日）SW白酒板块PE-TTM为34x，位于17年至今的49%分位数；其中高端/次高端/区域龙头当前PE-TTM分别处于17年至今的43%/24%/61%分位数，估值已经具备性价比。

图表5：当前高端/次高端/地产白酒代表企业历史PE分位数分布情况（截至23.04.11）



资料来源：Wind，华泰研究

## 重点公司推荐

### 贵州茅台（600519 CH，买入，目标价：2364.00 元）

1) 时间之花造就了茅台优秀的品牌力和强大的定价权，支撑了茅台旺盛的消费需求和价格体系；2) 高渠道利润指示下游需求保持强劲，看好未来直销渠道占比提升、高附加值产品结构调整等对平均价格的拉升；3) 公司持续推进产能建设，看好未来产能释放对量的支撑，助力公司业绩保持长期稳定增长。

我们预计 23-25 年 EPS 为 59.10/68.44/79.10 元，参考可比公司 23 年平均 PE 32x（Wind 一致预期，2023.03.31 日），公司作为行业龙头享估值溢价，给予其 23 年 40x PE，目标价 2364.00 元，维持“买入”。

风险提示：省内竞争加剧，行业需求不达预期，食品安全问题。

### 五粮液（000858 CH，买入，目标价：259.52 元）

1) 目前坚挺的批价和健康的渠道管理、较为旺盛的终端需求助力公司势能向上，实现高质量增长；2) 中长期看，公司的营销改革稳步推进，渠道结构更为多元且对渠道管控力持续增强，产品以及品牌不断推进升级，将有助于五粮液打开长期成长空间。

我们预计 22-24 年 EPS 6.91/8.11/9.44 元，参考可比公司 23 年 32xPE（Wind 一致预期，2023.01.16 日），给予其 23 年 32xPE，目标价 259.52 元，维持“买入”。

风险提示：行业竞争加剧、行业需求不达预期、食品安全问题。

### 泸州老窖（000568 CH，买入，目标价：315.36 元）

1) 稳扎稳打，致力于产品品牌力的提升以及产品结构升级，同时通过调整发货节奏成功实现国窖 1573 挺价；2) 次高端价位新推出泸州老窖 1952，完善产品矩阵；3) 在终端推进产品“控盘分利”模式，完善终端进场方式，通过提高终端利润率，带动终端积极性，形成终端带动经销商、经销商带动厂家的良性循环。

我们预计 22-24 年 EPS 为 6.98/8.76/10.81 元，参考可比公司 23 年平均 PE36x（Wind 一致预期，2023.01.16 日），给予其 23 年 36xPE，目标价 315.36 元，维持“买入”。

风险提示：食品安全，高端化进程不及预期，市场竞争超出预期。

### 舍得酒业（600702 CH，买入，目标价：258.00 元）

23 年白酒行业有望迎来改善，经济活动回暖和宴席回补将使得次高端板块具备弹性，舍得作为扩张型次高端有望实现更高成长，复星赋能下舍得对于行业的理解、管理能力和战略执行全面提升，或将使得其在行业发展新阶段加速追赶，向一线次高端进击。短看动销及招商节奏恢复带动业绩弹性修复，中期看全国化与结构优化助力规模和利润并举，长期看基酒生产与老酒积淀奠定坚实基础。

我们预计 23-25 年 EPS 为 6.45/8.29/10.58 元，参考可比公司 23 年 PE 均值 31x（Wind 一致预期，2023.03.22 日），考虑舍得具备更强全国化潜力和成长性，享受估值溢价，给予 23 年 40x PE，目标价 258.00 元，“买入”评级。

风险提示：疫情影响、行业竞争加剧、食品安全风险。

### 山西汾酒（600809 CH，买入，目标价：362.06 元）

结构层面，青花系列快速放量带动结构升级加速，巴拿马省外投放有序推进，玻汾严格执行配额制表现平稳。展望 2023 年全年，汾酒消费氛围的起势和渠道建设支撑全国化征程加速，青花系列迎来关键突破之年，巴拿马逐步推进全国化扩张，老白汾和玻汾有望贡献增量。

我们预计 22-24 年 EPS 为 6.48/8.42/10.62 元，参考可比公司 23 年 PE 均值 32x（Wind 一致预期，2023.03.13 日），考虑其 22-24 净利 CAGR（35%）高于可比均值（25%），给予估值溢价，给予其 23 年 43xPE，对应目标价 362.06 元，维持“买入”。

风险提示：省内竞争加剧、行业需求不达预期、食品安全问题。

### 古井贡酒（000596 CH，买入，目标价：307.44 元）

1) 提前卡位次高端，把握安徽省内白酒消费升级机遇；2) 致力于推进渠道扁平、构建深度分销模式，将持续释放增长动能；3) 省内优势不断巩固，同时以周边省份为踏板，通过并购和自主扩张等方式因地制宜加速全国化进程。

我们预计 22-24 年 EPS 为 5.78/7.32/9.07 元，参考可比公司 23 年 PE 均值 31x（Wind 一致预期，2023.01.02 日），考虑其作为徽酒龙头，省内升级和省外拓展均有望加速，经营势能向上，认可估值溢价，给予 23 年 42x PE，目标价 307.44 元，维持“买入”。

风险提示：经济增长不及预期、竞争加剧、结构优化不及预期、食品安全。

### 洋河股份（002304 CH，买入，目标价：178.94 元）

洋河作为次高端龙头，2019 年深度调整后基本面已经出现改善；梦之蓝引领次高端发展，M6+精准卡位 600+价格带，站上次高端价格带顶部，同时拉升自身品牌力，给腰部产品留足空间。我们看好激励落定、高端化战略下公司的发展空间。

我们预计 22-24 年 EPS 为 6.38/7.78/9.23 元，参考可比公司 23 年平均 23xPE（Wind 一致预期，2022.10.28 日），给予 23 年 23xPE，目标价 178.94 元，维持“买入”。

风险提示：省内竞争加剧、行业需求不达预期、食品安全问题。

### 今世缘（603369 CH，买入，目标价：80.96 元）

1) 公司内部动能持续强化，22 年 4 月公司发布董事长换届公告，新董事长经验丰富、积极进取，有望带领今世缘开启新征程，叠加 22 年 7 月公司发布高考核目标的股权激励（草案变更），内部动能充分激发；2) 公司借力省内市场升级扩容趋势，产品夯实基本盘的同时逐步向上培育，在此基础上公司通过一线团队扩充强化省内市场精耕，并储备省外扩张，市场投入以品牌打造为主，布局长期发展，重视量的同时推进价的提升，收入与利润有望延续较快增长。

我们预计公司 22-24 年 EPS 1.98/2.53/3.17 元，参考可比 23 年平均 PE 32x（Wind 一致预期，2023.03.12 日），给予 23 年 32x PE，目标价 80.96 元，维持“买入”。

风险提示：行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。

图表6：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
贵州茅台	600519 CH	买入	1,745.50	2364.00	2,192,693	41.76	49.93	59.10	68.44	41.80	34.96	29.53	25.50
五粮液	000858 CH	买入	180.53	259.52	700,747	6.02	6.91	8.11	9.44	29.99	26.13	22.26	19.12
泸州老窖	000568 CH	买入	238.99	315.36	351,790	5.40	6.98	8.76	10.81	44.26	34.24	27.28	22.11
舍得酒业	600702 CH	买入	187.69	258.00	62,538	3.74	5.06	6.45	8.29	50.18	37.09	29.10	22.64
山西汾酒	600809 CH	买入	245.56	362.06	299,601	4.36	6.48	8.42	10.62	56.32	37.90	29.16	23.12
古井贡酒	000596 CH	买入	286.43	307.44	151,407	4.35	5.78	7.32	9.07	65.85	49.56	39.13	31.58
洋河股份	002304 CH	买入	154.80	178.94	233,282	4.98	6.38	7.78	9.23	31.08	24.26	19.90	16.77
今世缘	603369 CH	买入	60.23	80.96	75,559	1.62	1.98	2.53	3.17	37.18	30.42	23.81	19.00

注：数据截至2023年04月11日

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表7：报告提及公司一览表

股票名称	股票代码
贵州茅台	600519 CH
五粮液	000858 CH
泸州老窖	000568 CH
古井贡酒	000596 CH
洋河股份	002304 CH
舍得酒业	600702 CH
山西汾酒	600809 CH
今世缘	603369 CH

资料来源：Bloomberg，华泰研究

## 风险提示

**市场需求不达预期的风险。**如果宏观经济的波动程度大于预期，对于消费者的收入产生负面影响，可能直接影响消费意愿，这会对食品饮料行业的需求造成负面影响。

**市场竞争激烈超过预期的风险。**如果品牌商通过价格战的方式抢夺市场份额，会给企业的盈利能力带来负面影响。

**食品安全问题。**如果出现食品安全问题，消费者对出问题品牌的品质控制能力产生疑问，进而对企业的销售产生负面影响。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，龚源月、张墨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 泸州老窖（000568 CH）、古井贡酒（000596 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、张墨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 泸州老窖（000568 CH）、古井贡酒（000596 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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），具体如下：

#### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司