

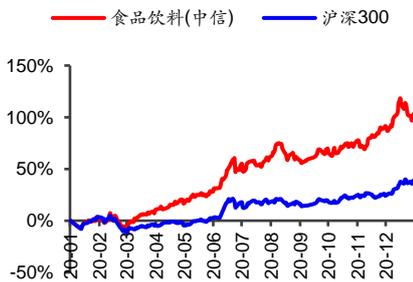


疫情反复区域分化，消费升级趋势加速

行业评级：增 持

报告日期：2021-01-24

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_行业研究_行业专题_食品饮料行业：冠绝市场，牛市仍长》2020-06-05
- 《华安证券_行业研究_点评报告_食品饮料：高端白酒共享茅台红利，食品饮料延续长牛趋势》2020-07-02

主要观点：

春节或区域分化，高端酒仍最稳健

近期 2021 年初疫情呈现区域性点状反弹特点，疫情时间点与 2020 年明显不同，对酒水影响或呈现区域分化。分区域，“原地过年”政策下，地产酒或损益不均，人口输出型省份或因人口回流降低而受损，相应人口输入型省份或边际受益；分价位，消费升级趋势延续，故次高端及以上影响较小，大众节日送礼价格带或受负面影响；分企业，一线名酒消费场景影响小，确定性仍强。

春节备货动销观察，疫情加速消费升级

基于我们上述对 21 年“原地过年”政策下，地产酒或损益不均的判断，我们重点梳理全国代表性省份（湖北、河北、苏皖）的渠道备货及市场动销情况，河北受疫情影响短期消费场景、物流及动销停滞是预期之内，20 年疫情中心区域湖北消费者虽主动降低消费频次，但礼品及聚饮呈现消费升级趋势，苏皖以省会市场为代表呈现消费升级加速趋势，地产次高端价格带节前动销旺盛，叠加酒企主动控货，春节备货旺季价盘坚挺。

茅台红利催生“花瓶”，高端酒量价确定性仍高

2016 年 2H 以来，受益于茅台酒投资收藏等多需求助力、经销商渠道占比大幅下降等因素合力推动，流通渠道供需关系持续紧张致酒价持续上行，茅台酒持续处于正向循环业务牛中，为下方五粮液国窖打开价格空间。我们认为，拉长周期看行业核心茅台量价红利不变，量价齐升仍是高端酒未来核心逻辑、且在可见的未来可持续。

投资建议

近期 2021 年初疫情呈现区域性点状反弹特点，疫情时间点与 2020 年明显不同，对酒水影响或呈现区域分化。分区域，“原地过年”政策下，地产酒或损益不均，人口输出型省份或因人口回流降低而受损，相应人口输入型省份或边际受益；分价位，消费升级趋势延续，故次高端及以上影响较小，大众节日送礼价格带或受负面影响；分企业，一线名酒消费场景影响小，确定性仍强。近期白酒板块明显回调，拉长周期看行业核心量价红利不变，建议关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒、洋河股份、今世缘。

风险提示

疫情反复超预期风险；白酒行业景气度下行风险；管理层更换易导致业务波动风险；系统性政策风险。

推荐公司盈利预测与评级:

公司	EPS (元)			PE			评级
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
贵州茅台	36.27	40.29	50.33	57.34	51.63	41.33	买入
五粮液	5.13	5.93	6.85	56.94	49.21	42.61	买入
泸州老窖	4.00	4.37	4.94	59.72	54.69	48.41	买入
山西汾酒	3.33	4.38	5.56	112.70	85.73	67.44	增持
洋河股份	4.97	5.40	6.14	37.51	34.50	30.37	买入
今世缘	1.24	1.55	1.89	46.42	37.03	30.44	买入

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

一、春节或区域分化，高端酒仍最稳健.....	4
二、春节前渠道备货及市场动销.....	7
三、茅台、普五市场跟踪，“乱象纷呈”.....	8
四、茅台红利催生“花瓶”，高端酒量价确定性仍高.....	9
五、投资建议.....	11
风险提示.....	12

图表目录

图表 1 2020 年与 2021 年疫情爆发时间点对比.....	4
图表 2 2021 年本土疫情呈点状爆发，相对集中在华北及东北省份.....	5
图表 3 全国人口流出省份排名（单位：万人）.....	6
图表 4 全国人口流入省份排名（单位：万人）.....	6
图表 5 回顾 1Q20，高端酒抗风险能力显著高于地产酒.....	6
图表 6 飞天茅台整箱、散瓶批价分化(单位：元/瓶).....	8
图表 7 普五国窖批价疫后稳步小幅上行(单位：元/瓶).....	8
图表 8 茅台量价红利催生“花瓶”，带动高端及次高端细分行业扩容.....	9
图表 9 茅台开瓶下滑，为五粮液国窖提供需求增量.....	10
图表 10 贵州茅台 PE BAND.....	11
图表 11 五粮液 PE BAND.....	11
图表 12 泸州老窖 PE BAND.....	12
图表 13 山西汾酒 PE BAND.....	12
图表 14 洋河股份 PE BAND.....	12
图表 15 今世缘 PE BAND.....	12

一、春节或区域分化，高端酒仍最稳健

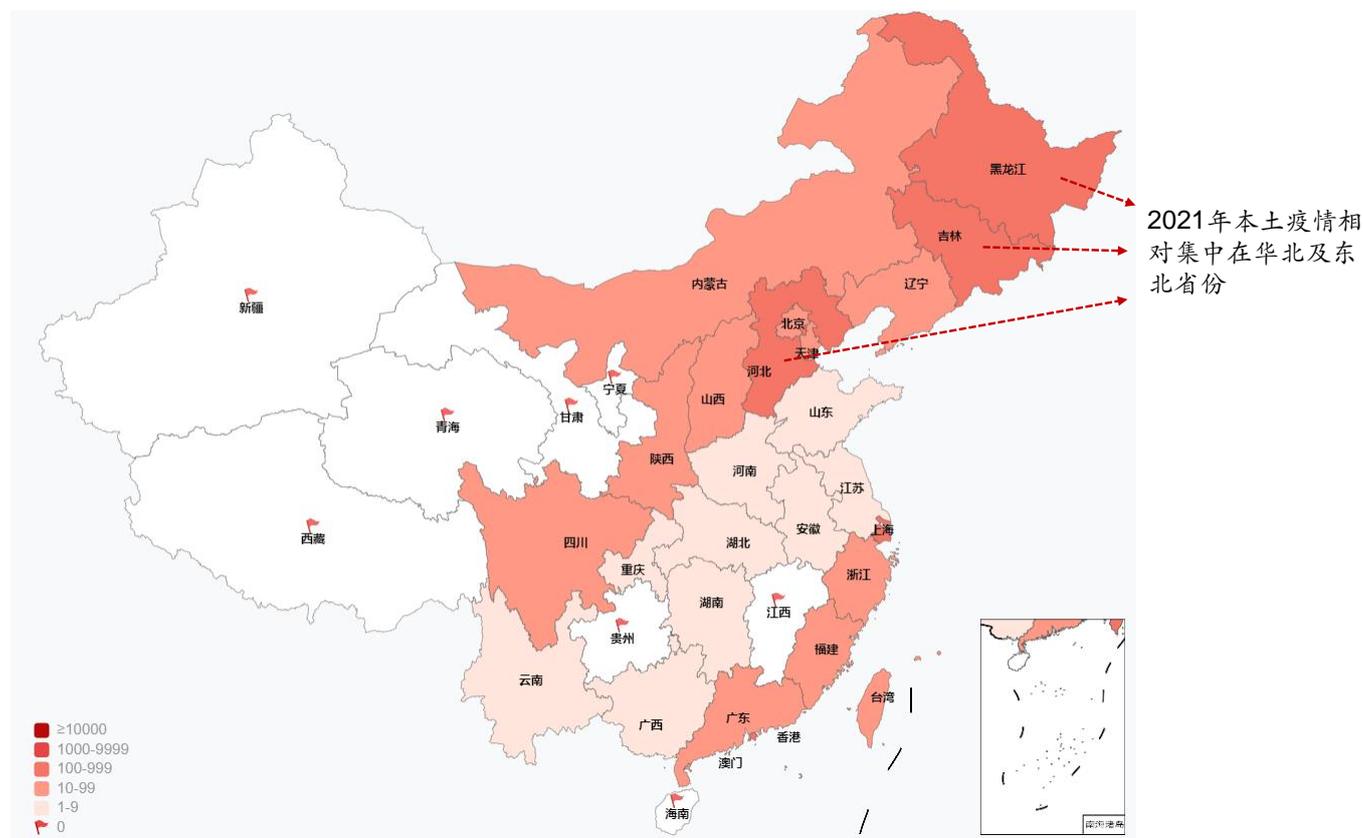
2021年初疫情呈现区域性点状反弹特点。自2020年下半年起，国内疫情防控基本得到全面控制，随着全国各省有序的复产复工，国内防控进入持久战阶段，但进入2021年，或受冬季气温下降、冷链运输易致病毒传播，近1月国内疫情在以河北、黑龙江为代表的长江以北等地出现集聚性病例，且多数集中在农村地区。

疫情时间点与20年明显不同，对酒水影响或呈现区域分化。2020年新型冠状病毒由于前期出现快速爆发趋势、且高层专家迅速确认新冠病毒具备人传人特点、及无症状发病等特点，因此我国政府于2020年1月23日（年二十九）对武汉进行封城，随后于1月24日（年三十）多省市宣布启动疾控I级响应，全国各地陆续进入戒严状态，短期内春节送礼、宴席、家庭聚餐、政商务宴请等各类消费场景集中消失，但由于疫情爆发期在年三十后，2020年春节备货已基本完成；相对比，2021年疫情点状出现数量更少、地方防疫响应更快，但此次疫情爆发时点正值春节备货旺季，因此可以推断，2021年疫情核心爆发区域（例如河北、东北等地、且多数集中在农村地区）受制于物流停滞、消费场景消失等因素或将直接影响渠道备货节奏及渠道信心。因此我们认为，2021年疫情影响相对分化，全国范围内白酒消费场景影响有限、且仅限相对短期有限，而疫情核心爆发区域（例如河北、东北等地）或影响较大。

图表1 2020年与2021年疫情爆发时间点对比

2020年		2021年	
2019.12.8	湖北武汉出现第一例不明原因肺炎，标志新冠肺炎出现	2021.1.2	河北石家庄藁城区增村镇小果庄村出现一例确诊病例
2020.1.8	初步确认新型冠状病毒为病原	2021年1月	截至1.23，河北累计确诊835例新冠病例
2020.1.20	钟南山院士确认新冠病毒具备人传人特点	白酒传统春节备	截至1.23，黑龙江累计确诊354例新冠病例
2020.1.23 (年二九)	武汉暂停各类交通工具，武汉封城	货旺季	截至1.23，吉林累计确诊194例新冠病例
2020.1.24 (年三十)	中国多省市宣布启动疾控I级响应	2021.2.11 (年三十)	距春节还有约半个月时间
2020.1.27	国务院下发通知延长2020年春节假期		

资料来源：华安证券研究所整理

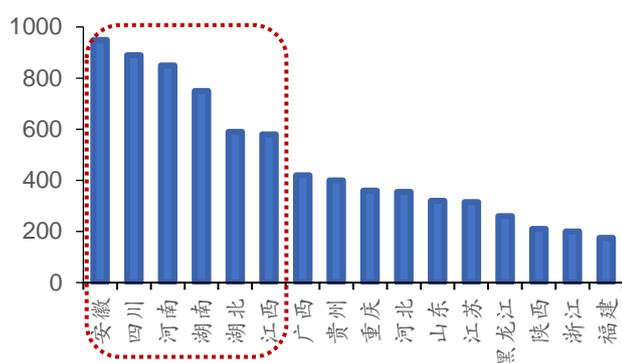
图表 2 2021 年本土疫情呈点状爆发，相对集中在华北及东北省份


资料来源：华安证券研究所整理

“原地过年”政策下，地产酒或损益不均。根据全国第六次人口普查数据，我国人口输出前五大省份分别为安徽、四川、河南、湖南、湖北，人口流入前五大省份分别为广东、浙江、上海、江苏、北京，可见四川、两湖人口流向华南地区，皖豫人口流向华东地区，近日，国务院、国家卫健委、全国多地相继发出“春节期间非必要不返乡”的倡议，“原地过年”政策引导下，或致春节期间返乡（回流）人口数量减少，其中安徽作为人口输出大省又是地产白酒大省，在外人口返乡受限或影响春节期间饮酒消费人群基本盘；相应的，江苏作为人口净流入大省又是地产白酒大省，净流入人口原地过年，或对春节期间饮酒消费人群基本盘产生正面拉动效应。

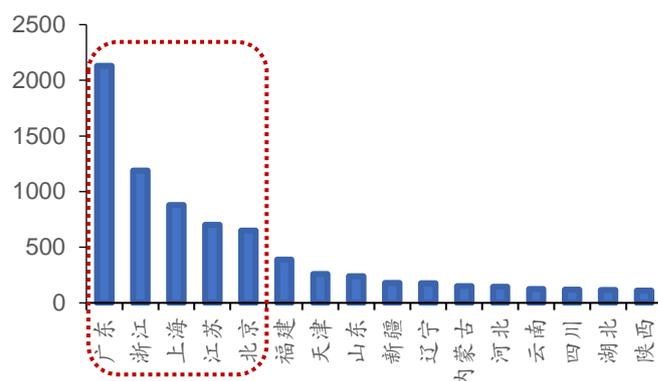
次高端及以上影响较小，大众节日送礼价格带或受负面影响。从消费场景来看，地方次高端以上商务聚饮消费影响相对较小；由于人群返乡受限，家庭聚饮人群基本盘或一定程度受影响；春节期间各地方传统拜年过程中，提酒送礼习俗或受基础人群减少受到相对明显影响，主要或集中在 100~200 元价格带，其中或又以人口输出型省份受影响更大。

图表3 全国人口流出省份排名 (单位: 万人)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表4 全国人口流入省份排名 (单位: 万人)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

一线名酒消费场景影响小, 确定性仍强。虽疫情在部分地区点状爆发, 但对一线名酒消费场景影响较小, 春节期间茅台酒、五粮液消费场景以目的性送礼、高端商务聚饮为主, 我们认为, 一方面, 目的性送礼虽一定程度受人群流动减少影响, 但送礼消费者普遍提前采购, 拥有送礼属性的高端酒库存大概率由渠道转向消费者, 不影响核心动销; 另一方面, 高端商务聚饮消费场景以酒店小包间为主, 此类消费场景大多能正常开展, 受影响程度相对较小。

图表5 回顾1Q20, 高端酒抗风险能力显著高于地产酒

	2020年Q1									
	茅台	五粮液	老窖	汾酒	洋河	今世缘	古井	口子窖	水井坊	舍得
营业收入	244.1	202.4	35.5	41.4	92.7	17.7	32.8	7.8	7.3	4.0
YoY	12.8%	15.1%	-14.8%	2.0%	-14.9%	-9.4%	-10.6%	-42.9%	-21.6%	-42.0%
归母净利润	130.9	77.0	17.1	12.2	40.0	5.8	6.4	2.4	1.9	0.3
YoY	16.7%	19.0%	12.7%	39.6%	-0.5%	-9.5%	-18.7%	-55.4%	-12.6%	-73.5%

1Q20, 高端酒抗风险能力显著高于地产酒, 核心来自于消费场景受疫情影响相对小, 且酒企发货调节能力更强

资料来源: 华安证券研究所整理

二、春节前渠道备货及市场动销

基于我们上述对 21 年“原地过年”政策下，地产酒或损益不均的判断，我们重点梳理全国代表性省份（湖北、河北、苏皖）的渠道备货及市场动销情况：

湖北（20 年疫情核心爆发市场）：团拜会取消，费用向礼品消费转化带动礼品市场，且呈现显著消费升级趋势；受 20 年疫情影响，消费者春节备货习惯略有变化，21 年普遍错峰消费、提前采购酒水，带动春节前市场动销良性；湖北酒水市场 20 年恢复速度相对较慢，21 年春节消费者普遍出于安全考虑降低春节前后外出就餐频次，故传统主流价格带百元盒装酒需求有所承压，终端烟酒店进货相对谨慎，但疫后少喝酒、喝好酒的家庭聚饮观念却加速消费升级，次高端及以上动销相对较好。

河北（21 年疫情核心爆发市场）：本轮以轻首先于河北石家庄爆发，故自疫情防控措施落实以来，石家庄终端商超、烟酒店及餐饮店停业、线下的白酒消费场景受限，物流停摆，白酒动销及实际消费量大幅下降。由于本轮疫情发生时点正值春节备货旺季、且疫情防控措施或有一定延续性，春节期间聚饮消费或显著下降、礼品需求或随节日期间走亲访友减少而下降，实际定量影响程度尚不可知，仍主要取决于疫情防控时间点及地方政府防疫政策落实情况。

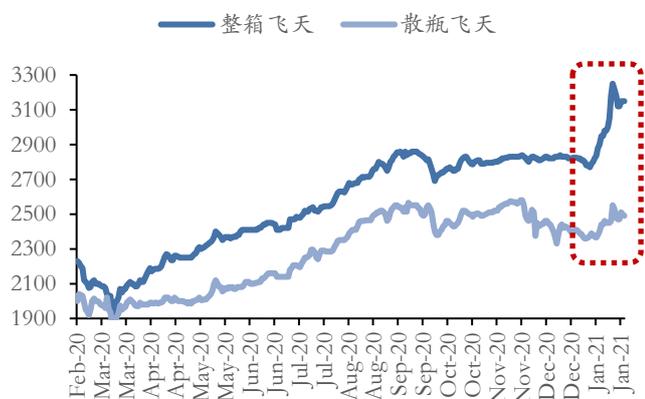
安徽、江苏（白酒消费大省）：春节前以合肥、南京市场为代表的省会市场白酒消费市场动销旺盛，其中消费升级趋势明显，后疫情时代消费者“少喝酒、喝好酒”的心态持续发酵，尤其在近期全国点状疫情反复的背景下，消费者一方面减少不必要的流动及聚饮，另一方面提升单次饮酒场景的档次，同时本轮春节备货期间，酒厂对次高端核心产品进行主动控货，南京 400~700 元（M6+、M3 水晶版、国缘四开）、合肥 200~500 元次高端价格带（古 20、古 16、古 8、口子 20）甚至在部分终端呈现供不应求的情况，预计 21 年春节期间，苏皖消费升级将呈现加速趋势，且主营产品价格或相对刚性。

三、茅台、普五市场跟踪，“乱象纷呈”

飞天茅台：整箱价格大幅上行，消费者实际仍难买。进入2021年，1月以来茅台酒整箱价格大幅上涨约400元（由约2800元上涨至约3200元），主要系近期酒厂要求经销商80%拆箱销售，后又提升至100%拆箱销售，经销商销原件售意愿大幅下降，整箱供给显著减少，但公司加大散瓶飞天各渠道投放，虽消费者实际仍难购买平价茅台，但散瓶价格相对平稳。整体上看，当前处于春节前送礼需求高峰期，供需关系显著趋紧，尽管2021春节茅台酒官方供应量或超同期，但消费者买不到酒的情况并未有显著改善，飞天当前批价上行至年内高点，但整箱散瓶价格分化，短期批价难言健康。我们认为，2021年茅台酒流通渠道供求关系紧张趋势不变，始于2H16年的酒价上行趋势或暂难变。

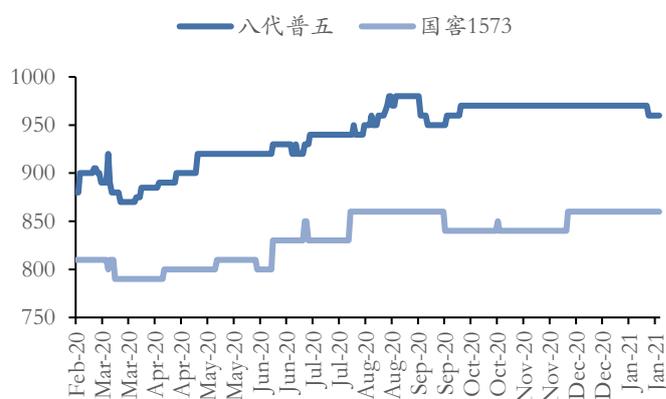
八代普五：旺季短期批价波动，长期批价上行有利因素仍存。进入2021年，1月春节备货季，五粮液酒厂加大回款要求、及酒厂近期发货略松，市场上异常现象大增，如补发20年所欠计划量、商场和电商低价货物流出明显增加、老价格团购货物充分等，致普五批价短期在970元下方略有小幅波动，属正常现象，不必过度解读。近期酒厂对经典五粮液做了加大投放力度准备、力推“小五粮”新品、普五团购出厂价涨至999、1618和低度均提价减费等，反应五粮液酒厂增长思路应在结构和价格上，根据渠道草根调研，2021年酒厂思路仍围绕提价展开。展望2021年，产品系列向上走、高地市场圈层培育、团购市场持续发力，虽短期普五批价略有波动，但全年普五批价仍看上行。

图表6 飞天茅台整箱、散瓶批价分化(单位：元/瓶)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表7 普五旺季短期批价波动(单位：元/瓶)

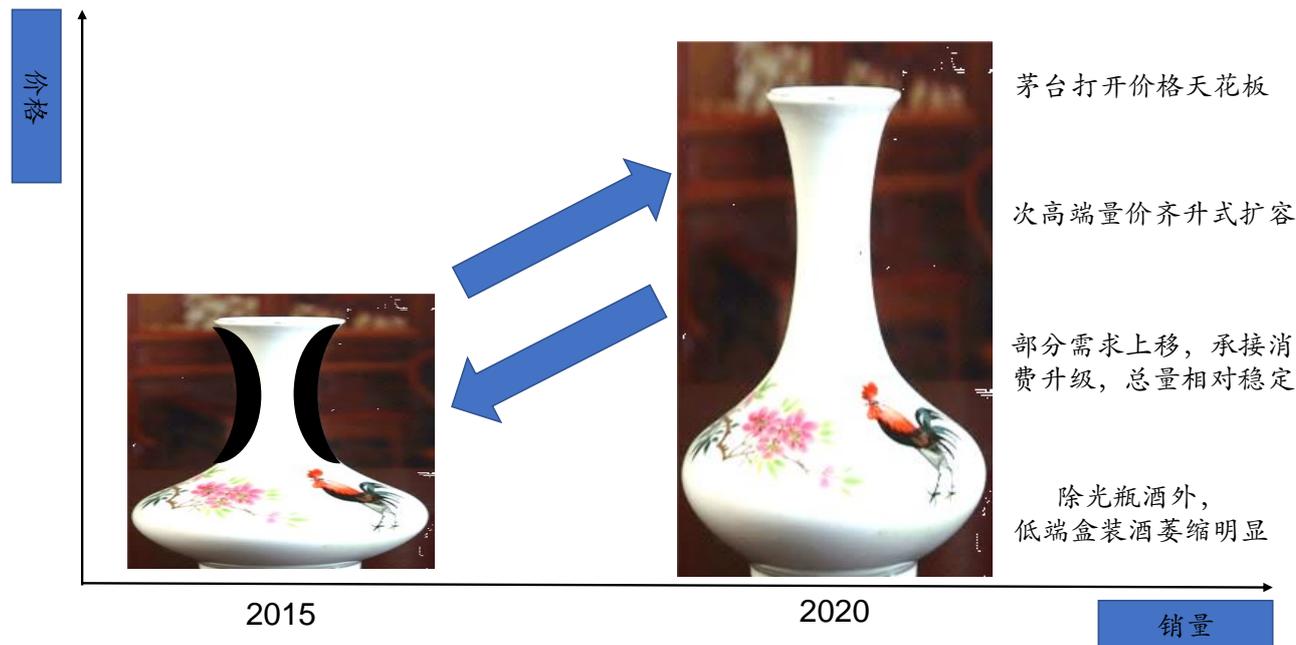


资料来源：wind，华安证券研究所

四、茅台红利催生“花瓶”，高端酒量价确定性仍高

茅台量价红利催生“花瓶”，高端酒业务牛明确。2016年2H以来，受益于茅台酒投资收藏等多需求助力、经销商渠道占比大幅下降等因素合力推动，流通渠道供需关系持续紧张致酒价持续上行，茅台酒持续处于正向循环业务牛中，为下方五粮液国窖打开价格空间。

图表8 茅台量价红利催生“花瓶”，带动高端及次高端细分行业扩容



资料来源：华安证券研究所整理

我们认为，量价齐升仍是高端酒未来核心逻辑、且在可见的未来可持续。

量：高端酒开瓶需求增量或仍主要由五粮液、国窖瓜分

高端酒实际开瓶需求增量或主要被五粮液与国窖瓜分。基于消费升级大趋势不变（少喝酒、喝好酒），在头部集中效应带动下，我们预计高端白酒销量将保持稳健增长。其中茅台酒销量取决于茅台供给释放节奏，我们判断茅台酒实际开瓶量相对稳定，大概率不会出现明显增长，茅台酒供给端增量对应的需求端以囤积收藏、金融属性为主，因此高端白酒实际需求增量将大部分被五粮液、及国窖瓜分（**需求增量下方过程中，五粮液受益更显著**）。因此我们预计高端白酒未来3年实际需求增量复合增速或在5%（即茅台开瓶量+五粮液+国窖1573的需求复合增速约为5%）。需注意的是，高端酒五粮液与国窖2016~2020年量增需求很大程度上来自于茅台让渡开瓶需求”，**向后看若茅台酒价格趋于稳定、真实消费者接受程度提升，未来或出现茅台开瓶需求回归的风险**，当然，茅台开瓶需求回归或是长周期过程中缓慢发生，短周期内并不担心。

再对茅台未来3年供应量进行估算，2022年对应基酒为2018年的4.98万吨，按照85%出酒比例估算，预计2022年茅台酒投放量约为4.23万吨。依据此进行测算（我们认为未来高端白酒量增理应快于GDP增速），我们预计未来3年高端白酒茅五国销售量复合增速超过7~9%（快于同期GDP复合增速），对高端白酒市场规模3年累计贡献23%~30%。

图表9 茅台开瓶下滑，为五粮液国窖提供需求增量

		2019	2022	CAGR
可比口径	送礼（核心刚需）	0.7	0.9	9%
预收款调整	金融属性、囤积收藏	1.3	1.73	10%
整后估计				
茅台销量	开瓶量（核心刚需）	1.4	1.6	5%
	茅台总计-A	3.4	4.23	8%
	五粮液-B	2.43	3.00+	7%+
	国窖 1573-C	0.85	1.2	12%
	高端白酒销售量=A+B+C	6.68	8.43+	8%+

资料来源：华安证券研究所整理

* 该数据测算目的为行业容量展望，五粮液、国窖 1573 估计值并非对其未来三年容量的准确判断

价：向后推演，高端酒价增将跑赢CPI、与收入增速保持相对平衡。展望未来3年，飞天茅台有较大概率提升出厂价，下方五粮液、国窖大概率跟随，或采取小幅多提、计划外提价等方式实现提价。向后推演，预计高端酒价增将跑赢CPI，与收入增速保持相对平衡，近年我国城镇居民人均可支配收入增速落入8%区间，因此我们预计高端酒价增复合增速或为6%~8%，对高端白酒市场规模3年累计贡献约为20%~25%。

未来三年高端酒规模看15%复合增长中枢。综合未来三年量、价复合增速测算，我们预计高端白酒未来3年累计市场规模增长约48%~63%，复合增速约14%~18%。

五、投资建议

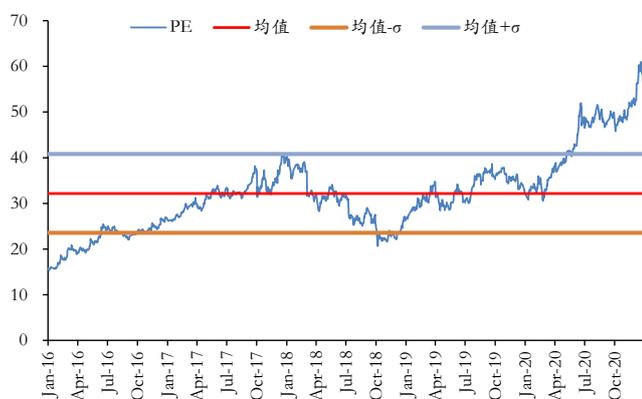
近期 2021 年初疫情呈现区域性点状反弹特点,疫情时间点与 2020 年明显不同,对酒水影响或呈现区域分化。分区域,“原地过年”政策下,地产酒或损益不均,人口输出型省份或因人口回流降低而受损,相应人口输入型省份或边际受益;分价位,消费升级趋势延续,故次高端及以上影响较小,大众节日送礼价格带或受负面影响;分企业,一线名酒消费场景影响小,确定性仍强。近期白酒板块明显回调,拉长周期看行业核心量价红利不变,推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒、洋河股份、今世缘。

推荐公司盈利预测与评级:

公司	营业收入 (百万元)			归母净利润 (百万元)			EPS (元)			PE			评级
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
贵州茅台	97,788	107,892	132,954	45,566	50,607	63,221	36.27	40.29	50.33	57.34	51.63	41.33	买入
五粮液	57,190	64,908	73,882	19,894	23,019	26,588	5.13	5.93	6.85	56.94	49.21	42.61	买入
泸州老窖	16,717	18,944	21,125	5,864	6,404	7,234	4.00	4.37	4.94	59.72	54.69	48.41	买入
山西汾酒	14,091	17,506	21,347	2,902	3,815	4,850	3.33	4.38	5.56	112.7	85.73	67.44	增持
洋河股份	21,787	24,650	27,369	7,491	8,145	9,251	4.97	5.40	6.14	37.51	34.50	30.37	买入
今世缘	5,106	6,297	7,567	1,551	1,944	2,365	1.24	1.55	1.89	46.42	37.03	30.44	买入

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 贵州茅台 PE band



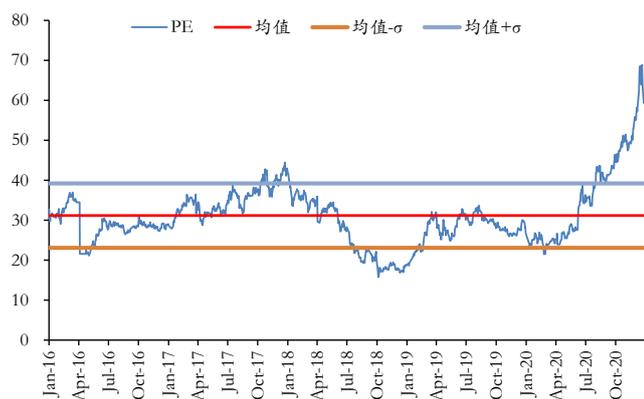
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 五粮液 PE band



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 泸州老窖 PE band



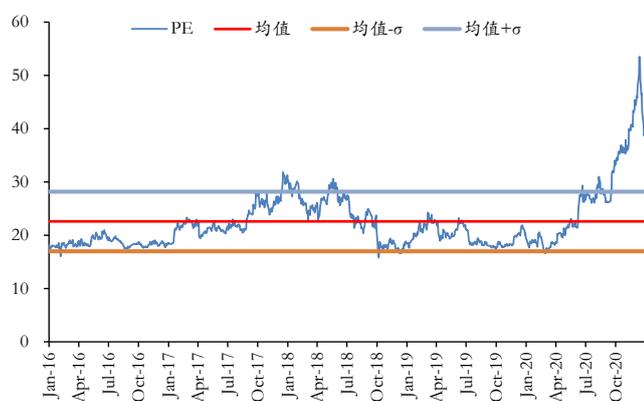
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 山西汾酒 PE band



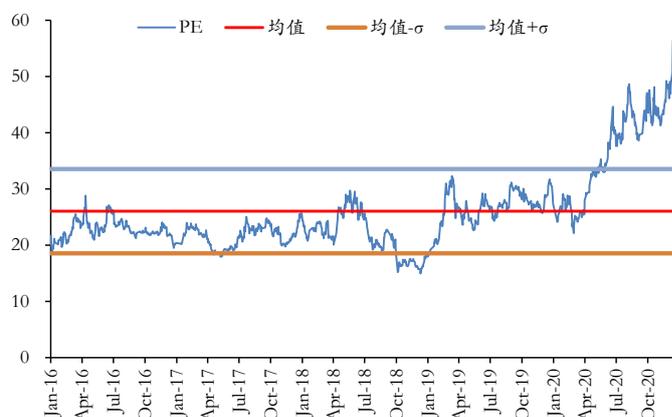
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 洋河股份 PE band



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 今世缘 PE band



资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示

1. **疫情反复超预期风险。**若疫情在全国范围内持续反弹，白酒消费场景或显著停滞，致白酒动销及酒厂发货节奏受影响。
2. **白酒行业景气度下行风险。**白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓；
3. **管理层更换易导致业务波动风险。**白酒企业受业务策略影响大，如更换管理层，可能会导致企业营收、利润大幅波动；
4. **系统性政策风险。**白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。