

本报告的主要看点：

1. 跟踪白酒行业春节旺季需求及重点企业动销改善情况。
2. 复盘08年以来历次危机中白酒行业竞争格局的变化，得出“危机反而有利于白酒行业格局稳定”的结论。

不一样的春节，超预期的终端动销及补库存

经营分析

- 正值春节旺季，我们第一时间跟踪白酒旺季需求及终端动销情况。虽然疫情及就地过年政策有一定影响，但是动销及补库存超预期，具体反馈如下：
- “就地过年”，春节白酒动销受影响几何：1) 分地区来看，21年春运规模减半，中西部劳工输出大省及疫情反复地区人口回流受限，春节动销首要承压，但同时使一二线城市市场因大量外来人口滞留受益。2) 分价格带来看，高端小规模宴请、送礼、收藏需求及低端自饮、聚餐受防疫政策影响有限；次高端短期核心消费场景受到影响，但调研反馈整体消费信心依旧强劲，整体库存偏低，终端动销及补库存超预期，一季度开门红依旧可期。
- 立足春节，如何预测21年业绩：1) 春节渠道反馈：厂商未见大幅压货，渠道及终端库存大多良性，高端及低端1个月以内，次高端1.5个月左右；龙头价盘维稳，批价20年飞天整箱3100+、散瓶2400，五粮液960-970，国窖870-880；大商春节打款规划大多在全年的30%以上。2) 21年预测：21Q1高端白酒开门红确定性较强；次高端回款比例理想，开门红可期，受益于20年低基数，21年拉长消费周期，补库存及补偿消费需求亦有望实现双位数增长。21年全年“需求端恢复+低基数+提价+十四五规划开门红”的大逻辑不变。
- 以古鉴今，后疫情时期如何展望长期白酒行业：1) 复盘历史，行业危机过后白酒赛道更加坚挺，08年全球金融危机+“四万亿”助推高端白酒量价齐升及行业品类细化；13-15年“三公消费”受限，大众消费升级推动行业发展逻辑健康化。2) 展望未来，疫情降预期去库存、加速行业挤压式洗牌，强化行业“结构升级与品牌分化”主线逻辑，高端品牌力与定价权将与行业相辅相成、加速成长，次高端有望受益于高端价格带上升及居民消费升级打开的量价空间。

投资建议

- 我们认为：1) 回顾2020年，疫情促使供给侧出清，有效释放渠道风险，抗风险能力更强的龙头份额提升，价格升级是行业成长的核心驱动力，综合行业格局、盈利能力、现金回款能力、企业竞争优势，白酒依旧是确定性较强的优质赛道，理应享受一定估值溢价。2) 展望2021年，去年年末龙头酒企控量挺价彰显行业高景气度，也有望刺激经销商回款、提振渠道信心、为接下来的新品衔接上市做好铺垫，21Q1受疫情点状反弹影响有限，“需求端恢复+低基数+提价+十四五规划开门红”的背景下，行业补库存周期重启带来产品迭代升级机遇，业绩弹性有望进一步消化估值。
- 投资主线：展望未来，我们认为当前白酒板块景气度依旧延续，建议把握“确定性+改革”两条主线。坚守确定性（茅五泸），重点关注前期预期调整下，具有动销超预期及补库存逻辑的次高端公司（洋河、酒鬼酒）。

风险提示

- 宏观经济下行风险、疫情持续反复风险、区域市场竞争风险

刘宸倩 分析师 SAC执业编号：S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

内容目录

一、理性看待：就地过年+限制大规模宴席对春节白酒动销影响几何？	4
1.1 多地倡议就地过年，限制大规模宴席	4
1.2 分地区看：劳工输出大省压力相对偏大，一、二线城市或将受益	4
1.3 分价格带看：春节打款发货正常，疫情对终端需求影响有限	5
二、春节多地渠道调研反馈及需求跟踪	6
2.1 七地渠道调研反馈：疫情反复影响有限，终端动销及补库存超预期	6
2.2 重点酒企跟踪：渠道打款积极+价盘良性，春节同比改善依旧延续	6
三、业绩预测：一二线白酒开门红可期，次高端拉长消费周期	7
3.1 21Q1 业绩预测：一二线白酒开门红可期，	7
3.2 21 年业绩预测：需求端恢复+低基数+提价+十四五规划开门红的大逻辑不变	7
3.3 十四五规划目标	8
四、后疫情时期如何展望长期白酒行业？	9
4.1 复盘历史：行业危机过后格局更加稳定	9
4.2 展望后疫情时代：疫情加强行业长期主线逻辑，龙头品牌力与与行业成长相辅相成	10
五、投资逻辑	13
六、风险提示	14

图表目录

图表 1：全国主要省市就地过年防疫政策整理	4
图表 2：劳工输出大省情况（万人）	5
图表 3：21 年春运迁徙规模对比 19、20 年减半	5
图表 4：2021 年春运前 15 大热门迁出省份	5
图表 5：春节期间部分一二线城市就地过年福利情况整理	5
图表 6：春节白酒渠道及终端恢复跟踪	6
图表 7：重点白酒企业 21Q1 及全年业绩跟踪	8
图表 8：重点酒企“十四五”规划	8
图表 9：2007-2012 白酒行业销量季度同比增速（折 65 度）	9
图表 10：中国中产阶层正迅速崛起	10
图表 11：我国白酒消费结构趋于健康化	10
图表 12：品牌成为白酒消费者关注的核心因素	11
图表 13：白酒行业产量及 yoy	11
图表 14：白酒行业吨价及 yoy	11
图表 15：规模以上白酒企业数量及 yoy	11
图表 16：高端酒企当前产能规模及在建产能情况	11
图表 17：白酒行业市场份额向高端酒加速集中	12

图表 18 : 2020 年高端酒营收同比增速快于次高端酒.....	12
图表 19 : 高端白酒一批价 (元/瓶)	12
图表 20 : 高端白酒京东零售价 (元/瓶)	12
图表 21 : 洋河省内外收入 (亿元) 及占比.....	13
图表 22 : 山西汾酒省内外收入 (亿元) 及占比.....	13

一、理性看待：就地过年+限制大规模宴席对春节白酒动销影响几何？

1.1 多地倡议就地过年，限制大规模宴席

- **春节各地倡议就地过年，大规模宴席消费受限。**受河北、黑龙江、上海等地疫情点状反复的影响，多地春节特殊防疫倡议及政策出台，整体政策取向可概括为：1) 在外务工人员就地过年；2) 取消大规模聚集活动，多地限制举办联欢会、团拜会、喜丧宴等大型聚集性活动；3) 降低家庭聚餐规模及频次，家庭聚餐控制在 10 人以内。

图表 1：全国主要省市就地过年防疫政策整理

省/直辖市	春节期间疫情防控倡议/政策
北京	党政机关干部带头在京过节，非必要不出京，非必要不出境，提倡市民在京过年。严格控制聚集性活动，倡导线上团拜，压减线下年会、茶话会、联欢会、游园会等节日活动场次和规模。
上海	除返乡探亲、必要公务等以外，非必要不离沪、非必要不出境，鼓励在沪过春节，尽量减少人员流动和聚会聚餐。
广东	领导干部带头居家过节，市民非必要不出行，尽量错峰返乡。广州、佛山、茂名、云浮等地提倡家庭私人聚会聚餐等控制在 10 人以下，广州提倡婚丧嫁娶等习俗活动原则上控制在 150 人以内。
江苏	机关事业单位和国有企业单位工作人员要带头省内就地过节；省外出行的工作人员须向单位报告并经同意；引导务工人员错峰返乡返岗，引导群众“两节”期间条件允许情况下尽量省内就地过节，原则上非必要不出省。原则上取消集体团拜和大型慰问、联欢、聚会等活动；原则上不举办各类室内体育赛事、演唱会、线下展销促销会等大型聚集性活动；旅游景区全面推行网上预约，接纳游客人数原则上不得超过核定人数的 75%；提倡春节期间不串门拜年，使用微信、视频、电话等非接触拜年；家庭聚会尽量控制在 10 人以下。
福建	鼓励弹性休假、就地休假。鼓励用人单位结合工作需要和职工意愿，统筹安排休假，引导错峰出行，减少“两节”期间不必要的出行和聚集；倡导非必要不离厦，就地过节，做到非必要不出境。
安徽	多地倡议非必要不返乡、在务工地过年，可以用微信、网络、电话等方式拜年。
河南	倡导务工、求学等人员春节期间尽量留在当地过年。减少聚集、聚会、棋牌等娱乐活动；家庭私人聚会聚餐控制在 10 人以下。
河北	倡导就地过年。不串门、不聚集、不聚餐，不参加大规模线下活动，减少出入公共场所次数和逗留时间。疫情期间婚事缓办、丧事简办，并提前报社区（村）备案。
湖南	在外务工、学习、生活人员非必要不返乡。家庭聚餐尽量在 10 人以内，不大办酒席，不举办、不参与大型聚集性活动。
四川	尽量就地过节。原则上不举办大规模聚集性会议活动，节假日期间尽量不聚餐、不聚会、不扎堆，提倡家庭私人聚会不超过 10 人，50 人以上活动应制定防控方案。

来源：公开资料整理，国金证券研究所

1.2 分地区看：劳工输出大省压力相对偏大，一、二线城市或将受益

- **1) 劳工输出大省：**受就地过年政策影响，节前返乡规模不及往年。根据百度迁徙数据，21 年春运返乡期间（1 月 28 日-2 月 11 日），全国总体迁徙规模指数较 20 年农历同期下降 50%，较 19 年下降 47%。预计我国中西部劳务输出大省（以安徽、江西、湖南为代表）的人口回流低于往年，其春节白酒动销压力相对较大。
- **2) 劳工流入大省：**大批务工人员滞留北京、上海、深圳等一二线城市，叠加就地过年福利政策刺激消费，预计白酒需求同比向好。
- **3) 疫情反复地区（或邻省）：**受防疫政策影响，河北、上海、黑龙江等疫情反复地区（甚至邻省）的宴席、聚餐管控措施偏严，预计白酒需求有所影响。

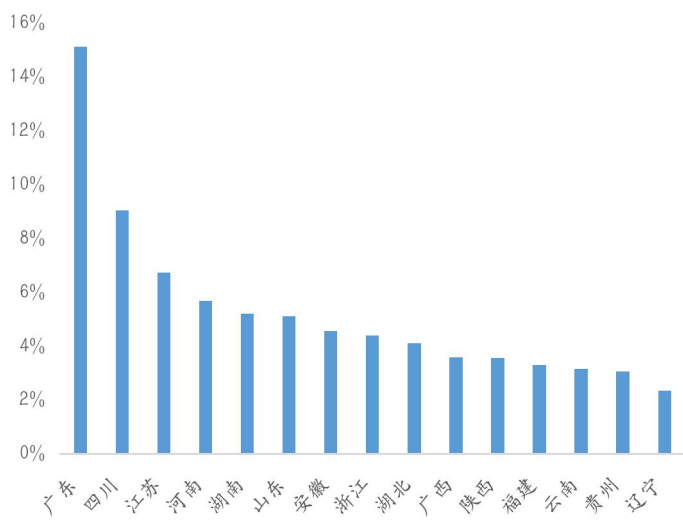
图表 2：劳工输出大省情况（万人）

	省/直辖市	流入人口	流出人口	净流出人口	人口净流出率
1	安徽省	72	962	890	12.50%
2	河南省	59	863	804	7.37%
3	四川省	113	891	778	8.55%
4	湖南省	72	723	651	8.84%
5	江西省	60	579	519	10.33%
6	湖北省	101	589	488	7.91%
7	广西省	84	418	334	5.90%
8	贵州省	76	405	329	7.26%
9	重庆市	95	351	256	7.52%
10	河北省	140	350	210	2.72%

来源：公开资料整理，国金证券研究所

注：净流出率=净流出人口数/本地户籍人口数

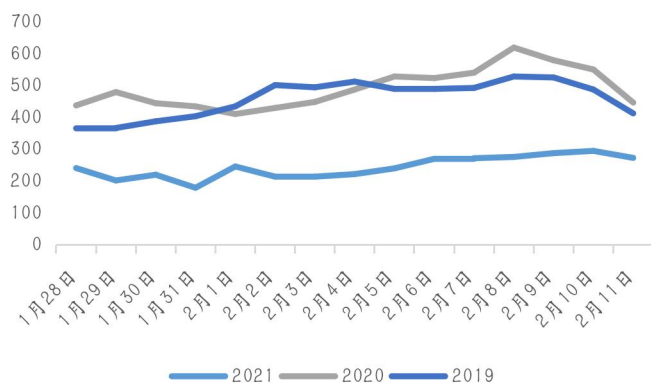
图表 4：2021 年春运前 15 大热门迁出省份



来源：百度迁徙，国金证券研究所

注：纵轴为人口迁出比例，数据取自 2021 年 2 月 10 日（腊月廿九）。分别按当地迁出人口数/全国总迁出人口数计算

图表 3：21 年春运迁徙规模对比 19、20 年减半



来源：百度迁徙，国金证券研究所

注：横轴为 2021 年日期，2020 与 2019 年迁徙规模数据按照农历同期对应；纵轴为百度地图迁徙规模指数。

图表 5：春节期间部分一二线城市就地过年福利情况整理

地区	就地过年福利政策
北京	妥善安排好包括外来务工人员等职工群众的工作和休息时间，并依法足额支付工资。要求春节在岗 7 日可领 17 日加班费。
上海	向留沪外来建设者赠送通讯费补贴、健康医疗补贴、3000 份影音娱乐大礼包和 5000 份扶贫产品零食礼包。
浙江杭州	每人发放 1000 元现金红包
天津	按照每人 300 元标准，给予企业一次性稳定就业补贴，每户企业最高 30 万元。
江苏苏州	按每人 500 元标准给予企业补贴；安排留相外地员工在岗工作的，按每人每天 100 元标准再给予企业补贴。给予企业房租减免补贴。春节期间，企业租用国有（集体）资产类集宿楼、蓝领公寓、人才公寓等用于安排外地员工住宿，减免半月房租。
山东	每人发放 300 元电子消费券
湖南长沙	望城区奖励过年红包、生活补助和消费券，标准为 200 元/人。同时赠送一张价值 200 元的一季度畅游望城消费卡、30G 手机流量、200 册电子书籍及防疫物资等。
安徽合肥	对留肥外省人员给予一次性 2000 元津贴
福建厦门	对非厦门市户籍员工，按照 50 元/天人发放补贴

来源：公开资料整理，国金证券研究所

1.3 分价格带看：春节打款发货正常，疫情对终端需求影响有限

- 1) 高端酒：终端需求以小规模宴请、送礼、收藏为主。当前，小规模家庭聚餐、商务宴请、送礼均可正常进行，就地过年+减少旅游出行反而有利于提升小规模宴请的频次，整体需求相对受益。
- 2) 次高端/地产酒：终端消费场景多来自宴席、团拜会、春节走亲访友等。当前多地直接取消团拜会、联欢会和企业年会，喜丧宴限制举办规模。此外，就地过年背景下，在外务工人员回乡受阻，安徽、江西、湖南等劳工输出大省的走亲访友、串门聚会等春节社交场景减少。虽然短期消费场景受到影响，但是整体消费信心依旧强劲，建议拉长消费周期，关注补库存及补偿消费需求。
- 3) 低端酒：需求以自饮、低端餐饮为主，终端需求未受影响。

二、春节多地渠道调研反馈及需求跟踪

2.1 七地渠道调研反馈：疫情反复影响有限，终端动销及补库存超预期

近日我们对7个白酒重点省份进行渠道调研，结论基本符合前文分析。

- 1) 分地区看：除河北，安徽（外出务工占比大）限制性政策影响明显；河南、四川、山东等白酒大省的消费信心依旧较强；
- 2) 分产品看：高端白酒基本不受影响，终端需求基本恢复19年春节，打款发货按节奏进行；部分区域因拜会、宴席政策限制，短期对次高端消费场景有影响，但是整体消费信心强劲，渠道和终端补库存意愿较高。我们预计一二线白酒龙头，一季度开门红依旧可期。

2.2 重点酒企跟踪：渠道打款积极+价盘良性，春节同比改善依旧延续

- 1) 厂商发货节奏：重视渠道价值链良性，未出现大幅压货现象。高端发货基本正常，且借助电商、商超等直销渠道放量；洋河、水井坊、汾酒、今世缘等次高端酒企控制发货节奏以保价格。
- 2) 渠道库存及价盘：渠道及终端库存大多良性，高端1个月以内，次高端1.5个月左右（古井、今世缘2个月），低端1个月以内。春节旺季龙头价盘维稳，批价20年飞天整箱3100+、散瓶2400，五粮液950-970，国窖860-880。
- 3) 经销商打款：各大商开始备货旺季，春节打款规划大多在全年的30%以上。①高端：五粮液35-40%，国窖45-50%；②次高端：汾酒约30%，古井45-50%，酒鬼酒30%+，水井坊25-30%，今世缘30%，洋河35-40%。

图表6：春节白酒渠道及终端恢复跟踪

区域	政策	消费信心	公司	价格	库存	打款	发货	终端需求 (同比19年)
河北	宴席严格	疫情有一定影响	从河北区域销售占比来看：老窖（12-15%，但是主要是低度国窖）；茅台4%、五粮液5%、内参（8-10%，但是河北内参库存较低，当地大商能力也较强）；除老白干，其他中高端上市酒企均低于5%					
河南	未有明确宴席及聚餐政策限制	正常，疫情无影响	茅台	散瓶2430元，成箱3100元	半个月	2月份	2月份	100%
			五粮液	960-970元	1-1.5	40%	基本发完，至3月份	100%
			泸州老窖	870-880元，成交价920元	1-1.5个月	50%	基本发完	100%
			山西汾酒	青20是370元，青30是720元，复兴版量少	1-1.5个月	30-35%	基本发完	100%
			洋河	梦6+是750元	1个月	30%	不强制打款，保价节奏发货	95%
山东	五桌，50人以上需要报备	偏正常，疫情影响很小	茅台	散瓶2430元，成箱3150元	半个月	2月份	2月份	100%
			五粮液	970-980元	1.5个月	35%	基本发完	100%
			泸州老窖	870-880元	1-1.5个月	45-50%	基本发完	100%
			山西汾酒	青20是365元，青30是710元	1.5-2个月	35%	基本发完	95%
			洋河	梦6+是740元	1-1.5个月	30-35%	保价节奏发货	90%
四川	五桌，50人以上需要报备	偏正常，疫情影响很小	茅台	散瓶2450元，成箱3100元	半个月	2月份	2月份	100%
			五粮液	970元	1-1.5个月	大商打款40%，小商打款30%	基本发完	100%
			泸州老窖	880元，零售920元	1.5-2个月	50%	基本发完	100%

			水井坊	8号是290元, 井台400元	1个月	25%	货紧, 挺价, 倒挂缩小	95%
湖南	五桌, 50人以上需要报备	偏正常, 疫情影响很小	茅台	散瓶2480元, 成箱3150元	半个月	1月份	2月份	100%
			五粮液	970-980元	1-1.5个月	大商打款40%, 小商打款30%	发至3月	100%
			泸州老窖	870-880元	1-1.5个月	45%	基本发完	100%
			汾酒	青20是360, 青30是700, 复兴版很少	1个月	30%	基本发完	95%
			酒鬼酒	内参950	2个月	股东40%, 非股东30%	基本发完	100%
			水井坊	8号是285, 井台395	1.5个月	25%	基本发完	95%
江苏	五桌以上限制举办宴请	偏正常, 影响较小	洋河	水晶梦批价410元, 梦6+是600元	1-1.5个月	40%	保价逐步发货	90-95%
			今世缘	四开是395元, 对开是275元	2个月	35%	根据动销发货	90-95%
安徽	五桌以上限制举办宴请	外来人口不让流动, 春节聚会有一定影响, 拉长消费周期	古井贡酒	古5是120元/瓶, 古8是230元/瓶, 古20是520元/瓶	2个月	50%	分批次发货, 节后存在补库存	90%

来源: 渠道调研估算, 国金证券研究所

注: 渠道跟踪未能反映公司整体情况, 仅供参考

三、业绩预测: 一二线白酒开门红可期, 次高端拉长消费周期

3.1 21Q1 业绩预测: 一二线白酒开门红可期,

- **1) 高端白酒:** 开门红确定性较强。根据渠道反馈, ①**茅台:** 21年春节预计投放8500吨, 同增13%, 且吨价受益于直销+非标放量加速上行; ②**五粮液:** 节前发货量同增约20%; ③**国窖:** 1月底, 21年一季度配额执行完毕, 取消2月配额, 发货基本完成。
- **2) 次高端:** ①**山西汾酒:** 去年同期基数偏低, Q1开门红可期。渠道反馈, Q1预计回款35%。青花任务要求30%增速, 且主市场受疫情影响偏弱。②**洋河:** 春节以价盘稳定为核心, Q1预计回款比例近40%, 同增5%。③**酒鬼酒:** 春节回款同增预计翻倍, 开门红可期, 库存及动销保持良性。④**今世缘:** 回款比例约30%, 打款发货基本完成。⑤**古井贡酒:** 回款比例约45-50%, 整体疫情影响可控。
- **3) 低端:** 需求恢复逐步常态, 顺鑫21Q1白酒双位数增长可期, 改善趋势逐渐明确。

3.2 21年业绩预测: 需求端恢复+低基数+提价+十四五规划开门红的大逻辑不变

- **1) 高端白酒:** 21年作为十四五规划的开局之年, 目标有望相对乐观, 预计茅台、五粮液收入端增速均在双位数, 国窖销售口径目标增速30%+。
- **2) 次高端:** 短期内, 防疫政策制约团拜会、宴席、春节走亲访友等需求; 中长期看, 部分需求(如: 婚喜宴、走亲访友等)可在五一、中秋、端午等回补, 预计消费周期有望拉长, 需求同比改善。例如: 20年中秋国庆双节期间, 上半年宴席需求大量回补, 带动白酒动销超预期。考虑去年基数偏低, 需求同比加速改善, 预计大部分次高端酒企21年收入端增速仍在双位数以上。

图表 7: 重点白酒企业 21Q1 及全年业绩跟踪

公司	渠道调研反馈					21Q1 收入 增速预测	利润增速预测			估值		
	需求恢复	批价	库存	打款	发货		20E	21E	22E	20E	21E	22E
贵州茅台	100%	散装 2400-2500, 成箱 3100-3200	小于半个月	按月打款 发货	2 月	15%	10%	20%	18%	72	60	51
五粮液	100%	960-980	1-1.5 个月	40%	基本发完	18%	18%	24%	22%	65	52	43
泸州老窖	100%	870-880	1-1.5 个月	50%	基本发完	32%	26%	35%	30%	79	58	45
洋河股份	95%	海 115、天 265、水晶梦 410, M6+ 是 600	1 个月	35-40%	保价调整发货节奏	10%	5%	14%	20%	44	39	33
山西汾酒	90-100%	青 20 是 360、青 30 是 710	1-1.5 个月	30-35%	基本发完	45%	50%	35%	33%	132	98	74
古井贡酒	90%	古 5 是 420 元/箱, 古 8 是 210 元/瓶	2 个月	45-50%	根据库存、打款发货	22%	2%	24%	22%	59	48	39
今世缘	95%	对开 245-250 元, 四开 395+	2 个月	30-35%	2 月超过一半	30%	6%	27%	23%	50	39	32
顺鑫农业	100%	白牛二 145 元/箱	1.5 个月	30%	基本发完	17%	-18%	30%	25%	71	55	44
口子窖	90%	口 6 是 105 元, 口 10 是 225 元	1-2 个月	25-30%	根据库存、打款发货	15%	-20%	18%	15%	28	24	21
酒鬼酒	95-100%	内参省内 950 元	2 个月	35-40%	基本发完	100%	65%	55%	45%	123	79	55
水井坊	90-95%	8 号是 285 元, 井台是 400 元	1.5 个月	25-30%	根据库存、打款发货	30%	-15%	35%	25%	66	49	39

来源: 渠道调研, 各公司公告, 国金证券研究所

注: 20 年收入增速预测基于公司既定目标及实现程度, 短期增速判断存在不确定性, 仅供参考; 顺鑫农业 21Q1 收入增速预测仅为白酒业务增速

3.3 十四五规划目标

- “十四五”规划双位数增长, 加速推进产品升级和全国化。从年底经销商大会的调研来看, 重点酒企“十四五”期间规划的收入目标预计增速多在双位数。预计酒鬼酒、国窖到 22 年的收入复合增速超 20%, 山西汾酒、今世缘、古井等区域性酒企全国化+产品升级的进程提速。

图表 8: 重点酒企“十四五”规划

酒企	“十四五”规划
贵州茅台	在“十四五”期间形成茅台酒产能 5.6 万吨, 系列酒 5.6 万吨, 习酒近 5 万吨; 到 25 年力争将茅台集团打造成贵州省内首家世界 500 强企业
五粮液	坚持稳中有进, 布局新一轮高质量发展, 打造健康、创新、领先的世界一流企业为愿景, 加快构建经典五粮液营销体系
泸州老窖	1) 国窖销售口径规划 22 年突破 200 亿+, 25 年突破 300 亿+ 2) 国窖坚持“浓香国酒”的品牌定位, 强化“稳质量、升品牌、提价格、扩规模、增利润”
山西汾酒	分三阶段: 1) 21 年为深度调整期, 1 年时间解决经销商结构、营销体系管理、产品, 渠道利润等问题 2) 22-23 年为改革转型发展期, 省外高速、高质量发展, 长江以南形成显著突破, 杏花村个性化品牌强有力提升, 突破国际市场 3) 24-25 年营销加速发展, 实现青花营收历史性突破, 基本实现汾酒和杏花村两大品牌相互支撑
酒鬼酒	收入突破 30 亿, 跨越 50 亿, 迈向 100 亿
今世缘	1) 以“发展高质量, 酒缘新跨越”为追求, 力争跻身白酒行业第一方阵, 争取从区域强势品牌跃升为全国化优势品牌 2) 十四五报表口径收入超 100 亿, 销售口径超 200 亿, 市值超千亿
古井贡酒	1) 十四五规划超 200 亿 2) 区域: 规划省内、省外占比近期目标 6:4, 远期目标 5:5, 加快建设 10-20 亿规模的第一梯队市场 (河南、河北、江苏、浙江等), 积极推进第二梯队储备市场 3) 产品: 古 8 以上产品占比达到 40%, 全面主推古 20, 聚焦不超过三个单品的产品线 (价位带超过 200 元) 4) 产能: 到 22 年底基本实现产销平衡, 预计 22 年技改项目第一期投产

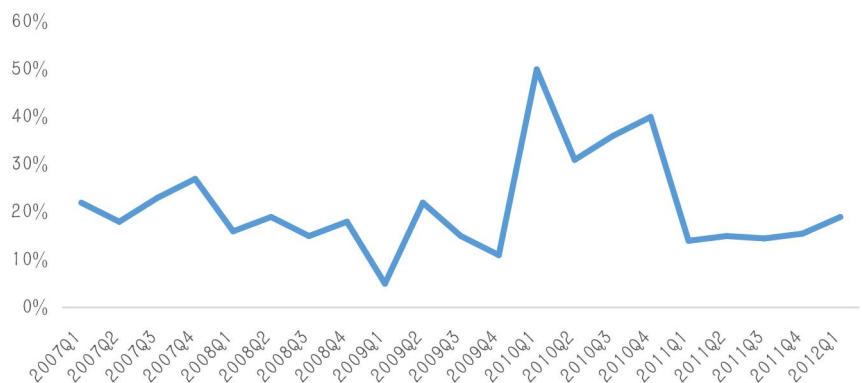
来源: 酒说, 国金证券研究所

四、后疫情时期如何展望长期白酒行业？

4.1 复盘历史：行业危机过后格局更加稳定

- 2008 年全球金融危机后，“投资热”拉升高端价格带，次高端概念初现。**2009 年全球金融危机压力下白酒销量出现阶段性降速（2009Q1 同比增速骤降近 15%至 5%水平触底），为应对经济增速回落趋势及硬着陆风险，中央推动“四万亿”经济刺激计划落地，在此期间，释放的流动性拉动投资与商务、政务消费场景快速升级扩容，而在高端白酒价格高企、供不应求与中端酒品牌力、产品力不足之间结构性“断档”中，次高端概念应运而生并迅速成长为重要结构性补充品类
- 行业结构调整稳定后，补偿性消费支撑白酒景气度再向上。**次高端层级的出现是我国白酒市场发展的必然阶段，品类的进一步细化使得市场对消费场景的覆盖更加精准到位：次高端白酒“比上”定价更低、消费者接受度更高，金融属性较弱，更利于白酒文化的大众消费需求培育；“比下”渠道利润更厚，消费场景向上兼容性更强，渠道主动性、积极性更高。2010 年，白酒行业结构性变动，叠加整体宏观政策刺激，第一季度同比增速迅速由 10%拉升至 50%，后三季度亦保持在 30-40%的高水平增速，拉长消费周期来看对 2009 年阶段性降速形成了充足补偿，以茅台为代表的高端白酒拉动行业整体量价齐升。

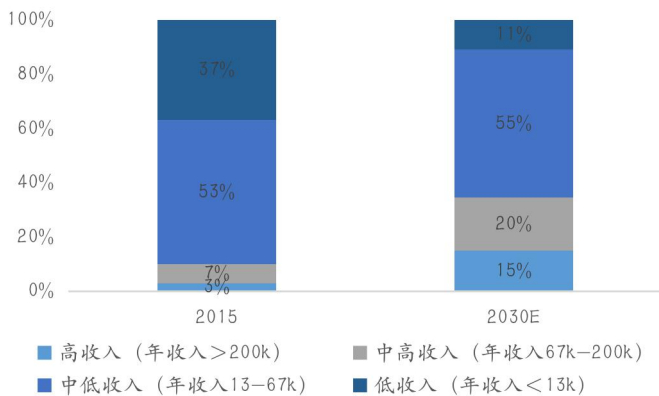
图表 9：2007-2012 白酒行业销量季度同比增速（折 65 度）



来源：wind，国金证券研究所

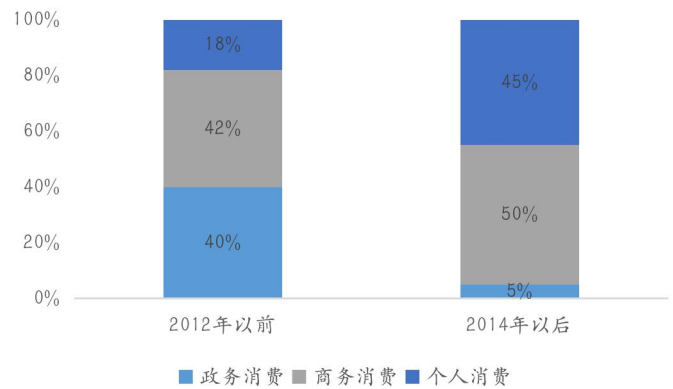
- 2013-2015 年高端、次高端消费升级核心逻辑消失，行业头部巨震。**2012 年之前，我国白酒消费结构中政务消费占比高达 40%，是我国高端及次高端白酒消费人群拓展及量价提升的核心动力。然而，2012 年“三公消费限制”与“禁酒令”等针对白酒政务消费的打压政策出台，叠加中国经济增速下滑的“新常态”，辅以酒鬼酒塑化剂事件进一步催化，高度依赖政务消费及投资需求的高端及次高端白酒市场受到严重冲击，拖累白酒整体消费陷入低迷。
- 行至 2016 年，不利因素消化过程推动行业上涨逻辑转向可持续发展。**人均可支配收入提升与城镇化趋势推动居民消费逐步恢复，消费升级趋势使得居民更加重视品牌价值，头部企业尤其受益，行业整体进入量减价增阶段。不同于上一轮超宽松流动性刺激下行业基于政商消费与社会投资的非理性扩张，该轮复苏立足居民消费结构升级形成的大众消费基本盘，受益于中产阶层扩大崛起的消费能力提升，上涨逻辑基本面受宏观经济大趋势支撑，投机因素边缘化，整体抗风险能力更强。由此，白酒赛道的核心优势成功实现换挡，行业中长期成长的健康稳健性进一步巩固。

图表 10：中国中产阶层正迅速崛起



来源：经济学人智库，国金证券研究所

图表 11：我国白酒消费结构趋于健康化

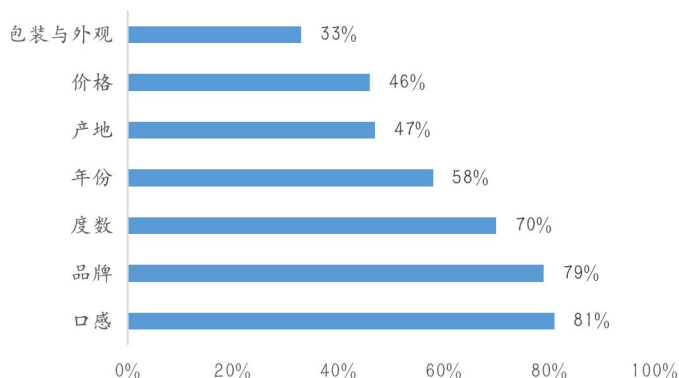


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

4.2 展望后疫情时代：疫情加强行业长期主线逻辑，龙头品牌力与行业成长相辅相成

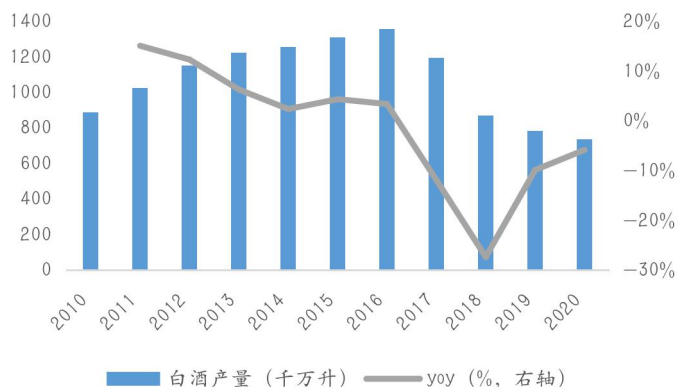
- **疫情降预期去库存促进行业健康化，2021 年补库存有望推动业绩超预期。** 2020 年 1 月新冠肺炎疫情突发，传统白酒销售旺季 Q1 动销严重承压，渠道经销商库存高企，市场信心受损，批价下行，Q2 起促使渠道与社会库存加快出清节奏，行业整体以低库存状态进入下半年。短期看，疫情期间动销承压及后疫情时期各重要市场疫情点状反弹，均大大降低了行业整体预期，各头部酒企亦积极调整策略、放慢近年来你追我赶的脚步，而低预期下的渠道与社会去库存更有效释放了渠道风险，促使行业整体转向中长期的健康、理性发展；宏观层面上，2020 年下半年疫情缓解后行业整体受流动性缓解刺激消费影响，更增强高端品类投资属性，进一步巩固以茅台为代表的高端白酒领跑本轮白酒复苏周期的格局。因此，2020 年底头部企业普遍多措并举控货挺价，为 2021 年留下充足的补库存空间，既显示后疫情时期终端需求景气度高涨，更提示行业头部企业一季度业绩高弹性可期。
- **目前来看，我国白酒行业发展呈现“结构升级与品牌分化”的主线逻辑。** 1) **结构升级：**如前所述，2016 年后我国白酒行业复苏受消费升级趋势支撑，叠加健康消费需求提升，“喝得少，喝的好”的消费观念快速推动高端产品量价提升，挤压低端中小酒企的生存空间，白酒行业整体呈现显著“量缩价增”结构升级趋势； 2) **品牌分化：**可选消费升级的另一重要表现在于品牌力的作用凸显，一方面，高端白酒的白酒金融与商务属性形成了不断自我强化的超强消费粘性，持续引领白酒行业消费高端化与品牌化，自饮及商务需求的扩容更使得酒体更优的名优酒企的性价比更显，品质与品牌双低且难以推动产品转型迭代的尾部低端酒企则持续被淘汰；另一方面，次高端酒受限于较弱的品牌力及文化沉淀，消费粘性弱，与高端酒间的差距短时间内难以缩小，造就行业头部的清晰分层。
- **本次疫情冲击进一步加速了行业挤压式洗牌：**高端酒借势引领行业复苏，次高端酒及地产酒亦紧随其后积极推动产品升级与结构改革，而居民消费升级中的“健康消费”概念也在疫情催化下快速明晰，成为后疫情时期消费升级的主线逻辑，尾部酒企将加速淘汰，市场份额及渠道向头部集中势不可挡，进一步催化“结构升级、品牌分化”逻辑兑现。

图表 12: 品牌成为白酒消费者关注的核心因素



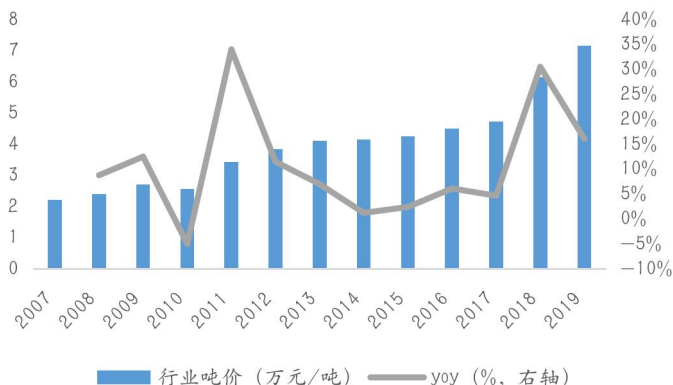
来源:《2019年中国酒类消费行为白皮书》,国金证券研究所

图表 13: 白酒行业产量及 yoy



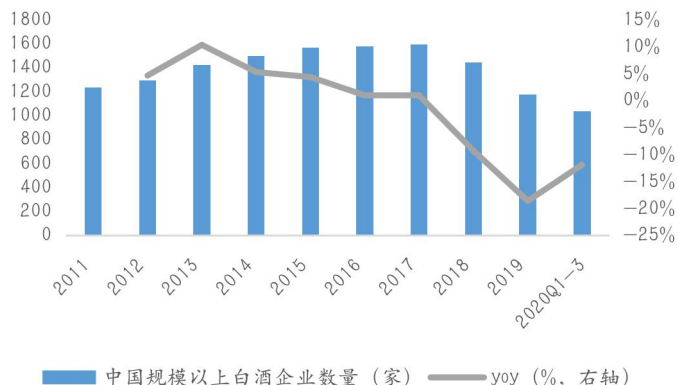
来源:国家统计局,国金证券研究所

图表 14: 白酒行业吨价及 yoy



来源:国家统计局,wind,酒业家,国金证券研究所

图表 15: 规模以上白酒企业数量及 yoy



来源:wind,国金证券研究所

- 高端酒品牌力成熟、定价权强劲,技改扩产有望进一步巩固地位。从行业历史来看,在应对危机冲击时,高端酒对下游的议价能力更强、现金流更充裕、渠道管控力更优、目标规划更理性务实,因此其经营更稳健、周期性更弱。源于历史、文化积淀、品质等因素,当前高端酒的品牌势能已在消费者中形成共识,且反过来进一步引领“品牌力”成为白酒行业中的企业核心竞争力。此外,高端酒由于自身工艺复杂,产量占比不到全行业的1%,未来叠加技改、产能扩建项目投产,供给空间有望进一步打开,对行业天花板的支撑与推动力亦有望得到巩固。

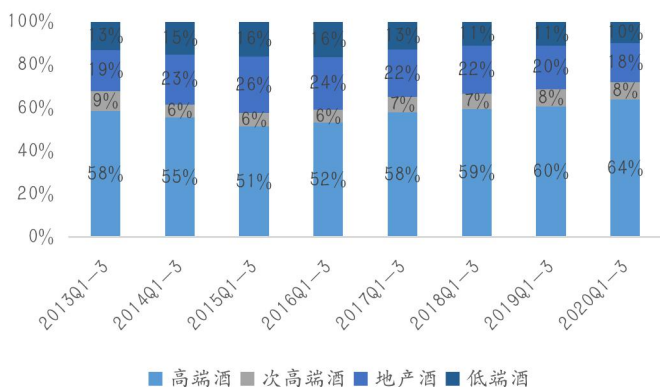
图表 16: 高端酒企当前产能规模及在建产能情况

酒企	当前产能规模	在建产能
茅台酒	3-4万吨	茅台酒制酒新车间已于20年9月全面投产,茅台酒5.6万吨产能将于21年全面释放(新增产能0.66万吨)
五粮液	2万+吨	1) 20年技改项目完工,达到30万吨纯粮固态产能,其中普五产能3万吨 2) 20年启动12万吨生态酿酒项目(一期+二期配套设施)、517车间技改项目
泸州老窖	1万+吨	一期技改项目预计2020年完工,二期项目预计2025年完工,预计优质基酒产能将达10万吨

来源:各公司公告,国金证券研究所

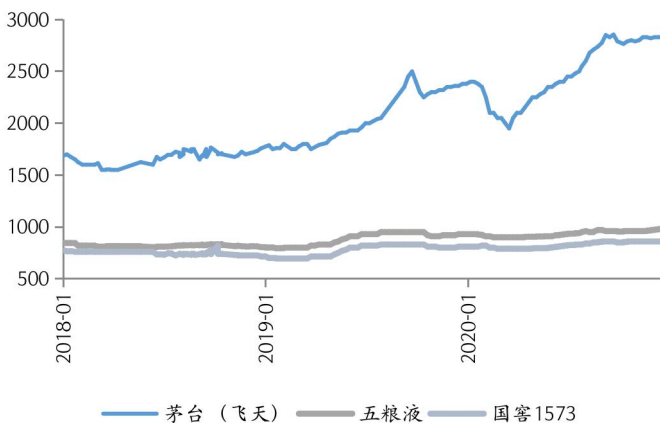
- **高端酒长期培育的坚实品牌力支撑行业需求景气向上,在此基础上的超强提价能力更引领行业复苏成长。**回顾 2020 年,疫情爆发后,高端酒批价 3 月份短暂触底后反弹,普五灵活调整发货节奏,并结合“新增需求开拓+数字化系统优化+品牌投资属性挖掘”等方式挺价,批价持续上行;国窖通过停货控量、以合格发票换配额、直接提价等组合拳,批价紧随五粮液。高端酒在产品迭代升级、控货挺价引领行业复苏的同时更进一步巩固了自身品牌力与渠道力,2020 年前三季度市场份额同比扩大 4pcts,营收增速亦远高于次高端酒,为自身地位巩固形成有可持续性的逻辑自洽。

图表 17: 白酒行业市场份额向高端酒加速集中



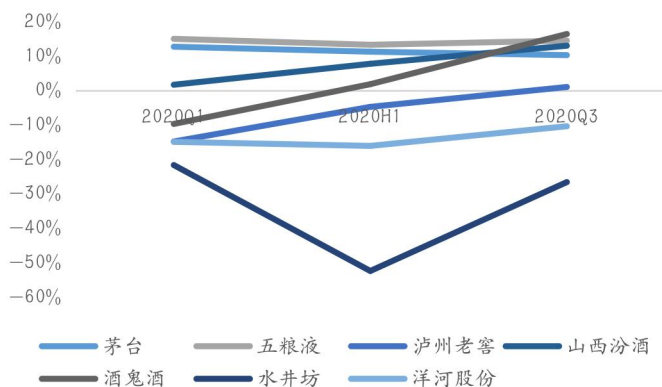
来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 高端白酒一批价 (元/瓶)



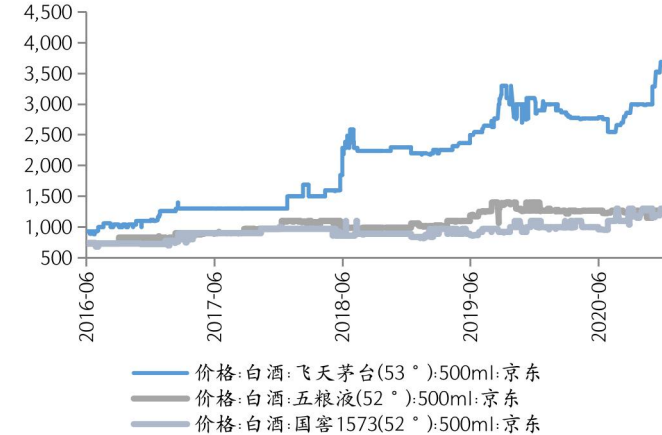
来源: 茅粉鲁智深, 国金证券研究所

图表 18: 2020 年高端酒营收同比增速快于次高端酒



来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 高端白酒京东零售价 (元/瓶)

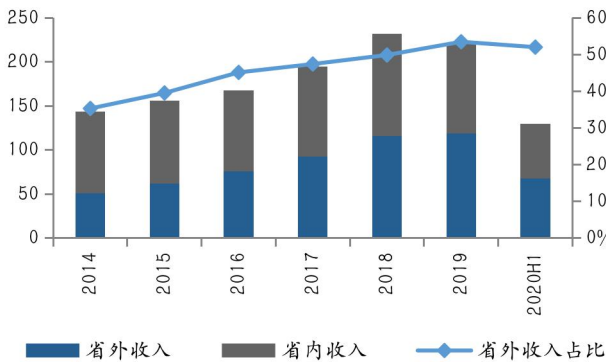


来源: 同花顺, 国金证券研究所

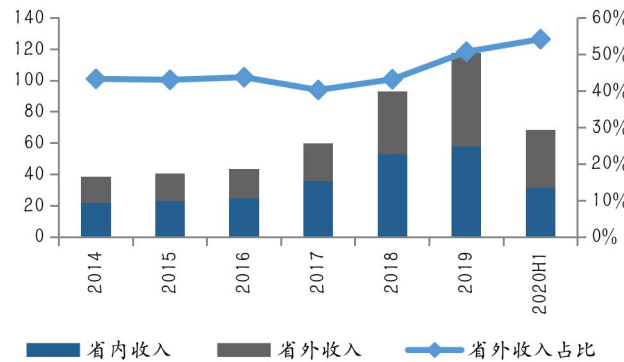
- **次高端酒享受高端提价红利, 叠加消费升级打开量价空间。**20 年下半年, 受益于疫情环节后的充足流动性与国庆中秋双节补偿性消费超预期, 高端酒金融属性 (主要是茅台) 与商务属性打开行业天花板、进一步拉动价格带上移, 次高端酒价格上限有望由 600 元提升至 800-900 元, 在消费升级趋势的有力支撑下, 享有量价提升的巨大空间。
- **次高端酒地区属性仍强, 空间打开后产品升级+区域扩张是核心竞争逻辑。**当前次高端市场区域化特征突出, 行业集中度低, 产品比上消费粘性不足, 比下消费刚性不强, 呈现竞争激烈的格局。在这种情况下, 产品与渠道升级是未来次高端层级的核心竞争策略: 1) 产品升级: 通过对老主力产品更新换代促进价格带的提升, 而新品放量需要静待老产品库存消化, 故 2021 年行业补库存有望从产品迭代层面赋予次高端酒企业弹性; 2) 区域扩张: 各次高端酒企均积极布局省外渠道, 20 年受疫情反复影响, 洋河、古井、

酒鬼酒等酒企的省外收入占比短暂下滑，但 21 年需求恢复，酒企省外扩张趋势有望加速。

图表 21：洋河省内外收入（亿元）及占比



图表 22：山西汾酒省内外收入（亿元）及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

五、投资逻辑

- **我们认为：1) 回顾 2020 年**，疫情促使供给侧出清，有效释放渠道风险，抗风险能力更强的龙头份额提升，价格升级是行业成长的核心驱动力，综合行业格局、盈利能力、现金回款能力、企业竞争优势，白酒依旧是确定性较强的优质赛道，理应享受一定估值溢价。**2) 展望 2021 年**，去年年末龙头酒企控量挺价彰显行业高景气度，也有望刺激经销商回款、提振渠道信心、为接下来的新品衔接上市做好铺垫，21Q1 受疫情点状反弹影响有限，“需求端恢复+低基数+提价+十四五规划开门红”的背景下，行业补库存周期重启带来产品迭代升级机遇，业绩弹性有望进一步消化估值。
- **展望未来，我们认为当前白酒板块景气度依旧延续，建议把握“确定性+改革”两条主线。坚守确定性（茅五泸），重点关注改革及估值性价比标的（洋河、酒鬼酒、汾酒、今世缘、古井贡酒）。**
- **贵州茅台**：20 年全年营收与归母净利润均实现 10% 同比增长，顺利达成全年目标。短期来看，普飞批价 2800+ 元，渠道库存偏低，春节旺季需求加速改善，我们预计，茅台 21 年提价的概率需综合考虑批价及经济背景，但其可通过电商、商超等直销渠道放量+非标投放，间接实现吨价的提升。21 年为“十四五”规划开局之年，茅台历史基酒储备相对充足，业绩有望实现稳健增长。中长期看，高端酒格局稳定，茅台的护城河在于“强品牌+高渠道价差”，新增产能逐步投放，其仍是最攻守兼备的龙头白酒。
- **五粮液**：20 年公司定调收入实现双位数增长，配额增量 5-8%，全年任务目标稳步实现。分渠道来看，20 年团购占比约 20%，21 年将重点发力团购渠道，量价齐升趋势下，团购对收入的贡献有望明显增强；21 年传统渠道投放总体不大幅增量，保持普五市场价向上趋势不减，继续增厚渠道利润；此外，向高级、重点市场倾斜资源，配合定位为千吨以上的战略大单品经典五粮液上市，有望引领新一轮价格提升。“十四五”期间，公司将加快构建经典五粮液营销体系，加速培育消费群体。
- **泸州老窖**：渠道调研反馈 20 年国窖 130 亿销售目标超额完成，22 年国窖销售目标约 200 亿，“十四五”规划 25 年突破 300 亿+，疫情冲击下中档酒加速向龙头集中，特曲及窖龄有望长期受益。20 年底多措并举把控重点产品量价平衡，高端化稳步推进。当前，国窖在河南启动中原会战，投放力度加大，持续时间同比拉长，规划 2023 年河南国窖收入达 12 亿，重点市场加速开发。国窖成立长三角 38 度联盟会，推进华东市场建设。中长期看，国窖有望凭借优异的品牌力和渠道推力，持续提升华中、华东等地的市场份额。
- **洋河股份**：分产品来看，M6+ 省内已基本实现对老 M6 八成以上替代，20 年二季度 M6+ 开始在省外导入，春节旺季有望加速放量；11 月底水晶梦开

始导入，当前已基本实现铺货，我们认为，四季度为水晶梦衔接上老 M3 的空档，春节为动销检验的关键时期。当前，渠道调整成果已经显现，厂商关系持续优化，费效比提升。公司以价格及良性动销为考核，不设置打款目标，21 年渠道利润依旧稳步向好。中长期看，公司已使用 10 亿元资金回购股票用于内部激励，员工活力有望进一步激发，建议站在长期发展角度看待洋河的变化。当前梦系列占到 30%+，海占到 20%+，天不到 20%，21 年预计整体梦系列收入占比超 50%。梦系列改革稳步推进，海、天系列也将于 21H2 实现产品改革，盈利能力有望逐步优化预计 19-22 年利润复合增速在双位数。

- **酒鬼酒：**公司“十四五”规划收入突破 30 亿，跨越 50 亿，迈向 100 亿，21 年将全面布局空白市场，在省外地级市及省内县级市覆盖率达 100%，酒鬼酒、内参专卖店目标开店数要突破千家。分产品来看，内参年底起停货挺价，渠道信心十足，春节预计完成全年目标的 30%+，21 年省外招商进程提速，省外占比有望显著提升，全国内参翻倍增长目标实现可期；酒鬼系列 20 年全面升级，渠道调研反馈，当前老红坛已停止发货，批价大幅上涨至 300 多元，预计库存将在春节消化大半；新红坛积极铺货，21Q2 有望看到明显放量。

六、风险提示

- 宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情况；
- 疫情持续反复风险——若国内外疫情不可控将影响经济修复进度；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道4001号
时代金融中心7GH