

白酒：需求有韧性，消费升级风正劲

华泰研究

2021年2月18日 | 中国内地

专题研究

白酒：需求有韧性，消费升级风正劲

我们认为需求韧性与消费升级是白酒行业发展的主要支撑点。需求维度，21年春节期间疫情零星反复但整体可控，春节期间餐饮零售 YOY+28.7%，同时为还原描绘一个真实的白酒春节旺季，我们发放并收回 300 余份消费者调查问卷，对多个渠道终端进行走访调研，终端反馈需求韧性足，高端酒量价齐升，次高端受各地政策影响有所分化，中低端受返乡减少/聚饮限制受损。消费升级维度，高端酒品牌效应凸显带动价格坚挺上行，次高端受益消费升级及高端酒价格打开，中低端加速出清，华泰问卷调查显示，各线城市白酒主流消费价格带明显上移，三四线城市中名优酒加速替代带地产酒。

消费升级：引领行业扩容，结构性景气预计将维持

消费升级是过去及未来贯穿白酒行业的发展主线，价格是更重要的生命线，高端白酒品牌效应凸显，价格坚挺上行，次高端受益于消费升级及高端白酒天花板打开，中低端白酒整体市场萎缩但亦呈现加速向优质品牌集中的趋势。华泰问卷调查显示，各线城市白酒主流价格带均明显上移，升级趋势显著，一线城市由 700-1000 元向 1000 元以上升级，二线城市由 300-700 元向 700-1000 元升级，三线及以下城市由 100-300 元向 300-700 元升级；调研亦显示江苏盐城/山东临沂/山西临汾等三四线城市消费升级趋势显著，体现在全国名优酒对地产酒的替代以及主流价格带的上行。

需求强韧：高端量价齐升，次高端分化，低端有所受损

需求角度，餐饮零售春节期间同比修复强劲，据商务部，2月11日至17日，全国重点零售和餐饮企业销售额 YOY+28.7%，为 19 年同期的 82%，华泰问卷调查显示，近半数受访者春节聚饮频次无变化且 15%表示有所增加，白酒需求韧性强。分城市看，一二线城市受益于本地过年政策，且餐饮/小型聚会未受明显影响，需求旺盛，低线城市返乡人数减少，需求或有萎缩；分档次看，问卷显示礼赠消费品牌较聚饮更高端，聚饮受限对高端白酒影响较小，根据调研，春节期间高端白酒尤其茅台行情依然紧俏，价盘坚挺，次高端白酒受各地疫情管控政策不同影响略有分化，中低端大众酒整体受损。

继续看好白酒，推荐五粮液/贵州茅台/古井贡酒

我们看好白酒春节旺季表现，叠加低基数效应，21Q1 业绩弹性预期依然较高。趋势向好背景下 21 年高端酒提价预期强烈，我们认为具备定价权的龙头仍有望延续快速成长，推荐五粮液/贵州茅台；次高端销量或受部分地区疫情管控影响有所分化，但节前发货回款按计划进行，依然看好其报表端表现。次高端在消费升级趋势下也将迎来扩容，优选内部机制改善/竞争实力加强的酒企，相关公司包括古井贡酒等。

风险提示：问卷及调研结果代表性不足；食品安全问题；疫情反弹。

食品饮料

增持（维持）

研究员

SAC No. S0570520100001
SFC No. BQL737

龚源月

gongyuanyue@htsc.com

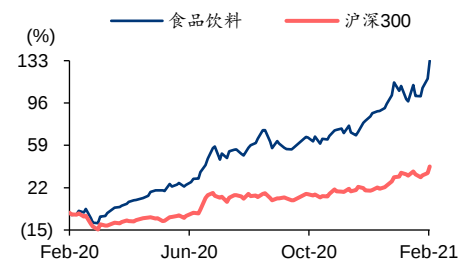
联系人

SAC No. S0570119030032
SFC No. BQM965

张墨

zhangmo@htsc.com

行业走势图



资料来源：华泰研究，Wind

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
五粮液	000858 CH	389.34	买入
贵州茅台	600519 CH	2880.75	买入
古井贡酒	000596 CH	276.00	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

白酒：需求有韧性，消费升级风正劲	4
消费升级引领行业扩容，结构性景气预计将维持	4
需求有韧性：高端量价齐升，次高端分化，低端有所受损	6
江苏常州/盐城：省内消费升级趋势显著，疫情可控下动销良好	7
山东临沂：高端走俏，中低端返乡/聚饮减少导致整体销售略有受损	8
山西临汾：高端紧俏，次高端略有受损但整体影响不大，大众酒受损	10
浙江东阳：动销较 20 年好转，高端/次高端价格较为坚挺	11
天津：聚饮管控严格下动销相对平淡，高端酒价格坚挺	11
重点公司推荐	13
五粮液（000858 CH，买入，目标价：389.34 元）	13
贵州茅台（600519 CH，买入，目标价：2880.75 元）	13
古井贡酒（000596 CH，买入，目标价：276.00 元）	13
风险提示	14

图表目录

图表 1: 2001-2019 年贵州茅台及五粮液出厂价情况	4
图表 2: 2001-2019 年贵州茅台及五粮液营收情况	4
图表 3: 18Q3-20Q3 白酒分价格带营收同比增速情况	4
图表 4: 今年春节期间聚饮的频次变化	5
图表 5: 春节主要饮酒的价位段	5
图表 6: 不同层级城市今年春节消费主流价格带	5
图表 7: 不同层级城市往年春节消费主流价格带	5
图表 8: 白酒板块单季度收入同比增速情况	6
图表 9: 白酒板块单季度归母净利润同比增速情况	6
图表 10: 餐饮零售: 全国重点零售和餐饮企业春节黄金周销售额及同比增速	6
图表 11: 不同层级城市今年春节用于聚饮的白酒品牌一览	7
图表 12: 不同层级城市今年春节用于礼赠的白酒品牌一览	7
图表 13: 江苏省常州市及盐城市不同消费场景主流价格带	8
图表 14: 19 年江苏常州/盐城人口情况 (万人)	8
图表 15: 今世缘异军突起, 在江苏常州烟酒店中陈列于最明显位置	8
图表 16: 18 年人均饮酒量省份排行 TOP10 (ML/日)	9
图表 17: 山东临沂各县 (区) 主要地产酒	9
图表 18: 山东临沂主要白酒消费品牌	9
图表 19: 山东临沂主要白酒单品价格 (元/瓶)	9
图表 20: 山东临沂商超飞天茅台普遍缺货	10
图表 21: 山东临沂地产酒贵人道促销力度大	10
图表 22: 山西省白酒行业竞争格局 (2019 年)	10
图表 23: 山西省各价格带主流产品 (2020 年)	10
图表 24: 山西临汾主要白酒单位价格 (元/瓶)	11
图表 25: 浙江东阳主要白酒单品价格 (元/瓶)	11
图表 26: 天津主要白酒消费品牌	12
图表 27: 天津中高端白酒市场各品牌份额 (2019 年)	12
图表 28: 天津主要白酒单品价格 (元/瓶)	12
图表 29: 重点公司推荐标	13
图表 30: 报告提及公司信息	14

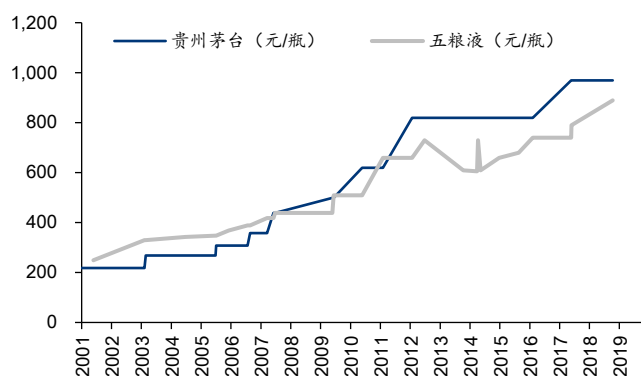
白酒：需求有韧性，消费升级风正劲

消费升级引领行业扩容，结构性景气预计将维持

消费升级是过去几年一直贯穿白酒的主线，而白酒行业未来预计仍然将充分受益于消费升级进程的加速，白酒板块加速向名酒、高端酒集中，价位带也有望上移。

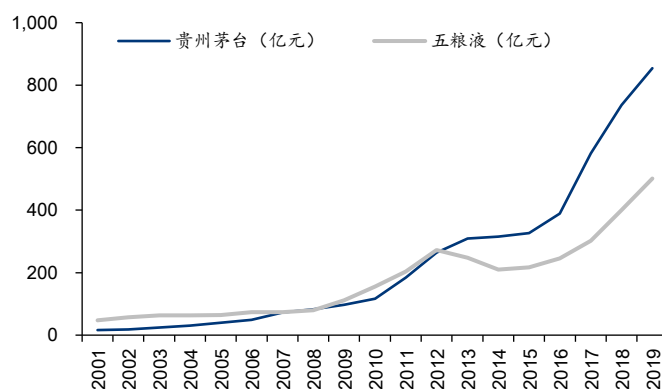
1) 高端白酒：价格坚挺上行，品牌效应日益突出。我们认为，未来行业整体产销量在现有基础上不会出现大的变化，行业仍然是存量竞争，“喝好酒、少喝酒”的消费者认知将继续强化。高端白酒凭借产品力和品牌力优势使得消费者粘性不断增强，近年来茅台抓住消费者意识升级的契机，不断强化品牌效应，并通过持续布局高端白酒构筑品类稀缺性。

图表1：2001-2019年贵州茅台及五粮液出厂价情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表2：2001-2019年贵州茅台及五粮液营收情况

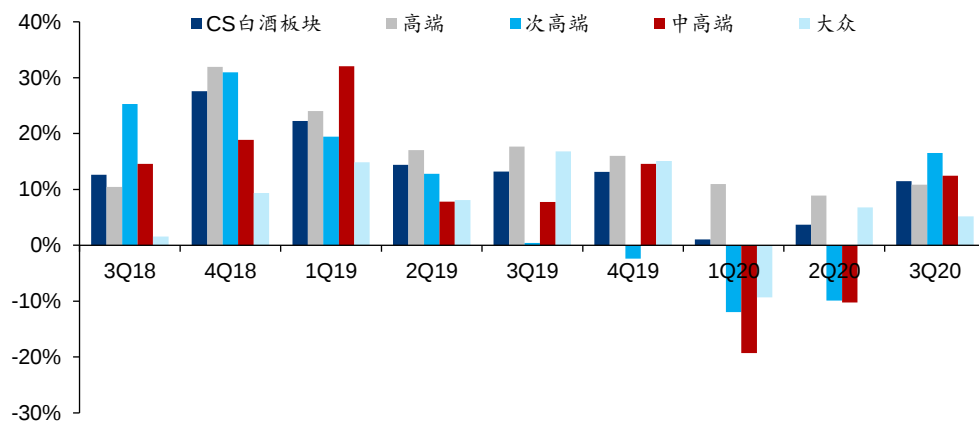


资料来源：公司公告，华泰研究

2) 次高端白酒：受益消费升级和高端酒打开的价格天花板，价格带空间被放大。我们认为，次高端白酒市场空间具备加速扩张潜质，其主要驱动力来自价格，高端白酒茅五泸批价坚挺上行，拉大价格空间，为次高端价格带上移提供可能性，同时在次高端白酒消费者领域，消费升级趋势更为明显。

3) 中低端白酒：中小企业或将加快出清，全国化品牌优势明显，产品升级也在进程中。我们认为，中低端白酒市场份额或将进一步萎缩，但整体仍然将是向具有品牌力的企业集中，全国化品牌在挤压式竞争中产品、品牌以及渠道力优势明显，有望进一步抢占市场份额。随着人均可支配收入的提升和消费能力的增加，中低端白酒和本土品牌为了提升品牌力持续进行产品升级以满足消费需求

图表3：18Q3-20Q3白酒分价格带营收同比增速情况



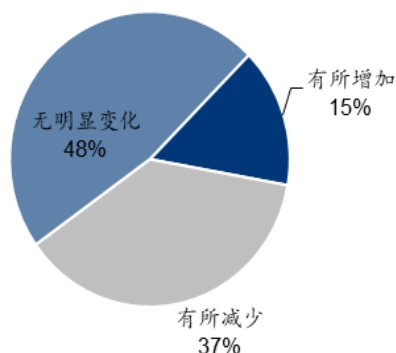
注：我们将白酒公司划分为四档，高端白酒包括茅台/五粮液/泸州老窖，次高端包括山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒/洋河股份/今世缘，中端包括古井贡酒/口子窖，大众白酒包括顺鑫农业/青青稞酒/伊力特/金种子酒/老白干酒/迎驾贡酒/金徽酒。

资料来源：Wind，华泰研究

为更真实的感知白酒消费升级情况，我们在 21 年春节期间对全国各地的消费者展开问卷调查，共收回有效问卷 300 余份，覆盖不同的城市类型及年龄区间，从问卷填写人员年龄构成来看，69%集中在 20-40 岁，此亦为白酒主要消费年龄段。从区域来看，一线城市占比达到 30%、二线城市占比达到 16%，三四线城市占比达到 54%。

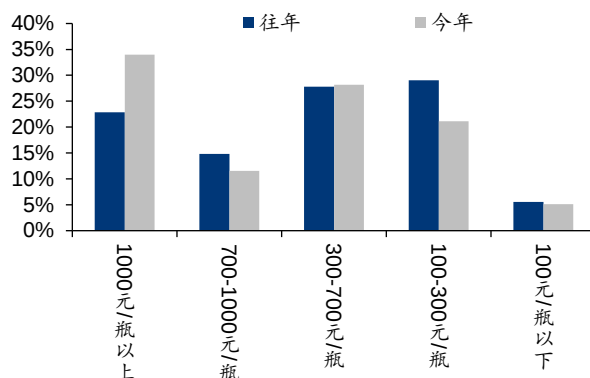
根据我们的问卷结果，仍有近半数调研对象表示聚饮频次较疫情前并无明显变化且 15%表示聚饮频次有所增加，白酒消费韧性凸显，37%调研对象表示聚饮频次减少，我们认为系对疫情仍有担心及受健康合理饮酒理念的影响；从价格看，消费升级背景下，300 元/瓶以下消费需求明显减少，而 1000 元/瓶以上的白酒需求显著增加，高端白酒量价齐升不断扩容，而中低端白酒市场逐渐萎缩，我们预计白酒行业结构性景气仍将持续。

图表4：今年春节期间聚饮的频次变化



资料来源：问卷调查、华泰研究

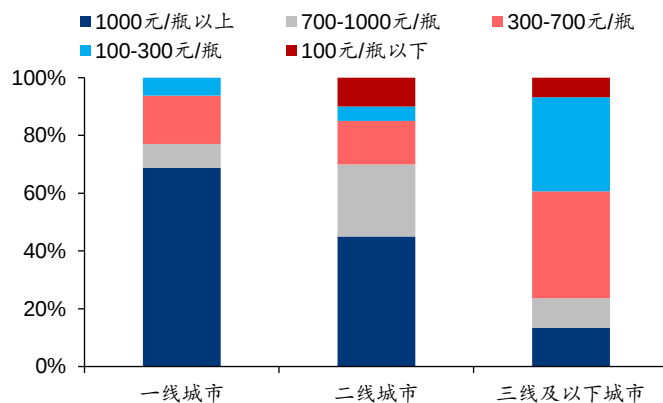
图表5：春节主要饮酒的价位段



资料来源：问卷调查、华泰研究

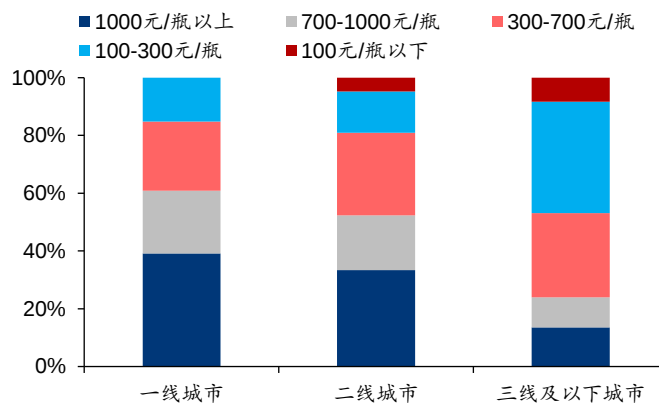
各线城市白酒消费均呈现显著的消费升级趋势，主流消费价格带明显上移。一线、二线、三线及以下城市今年春节期间主流消费价格带（占比超过 50%）为 1000 元/瓶以上、700 元/瓶以上、100-700 元/瓶，呈现出区域经济愈发达，白酒消费价位带愈高的情况，各地区内部白酒消费水平均体现出显著的升级趋势，根据往年及今年的白酒消费情况，一线城市主流消费价格由 700-1000 元/瓶向 1000 元/瓶以上价格带转移，二线城市主要体现在 300-700 元/瓶的消费向 700-1000 元/瓶价位带转移，三线及以下城市则正经历 100-300 元/瓶向 300-700 元/瓶升级的过程。一二线城市的消费需求向高端品牌聚集，而高端酒供应仍偏紧，供需失衡下高端酒价格向上弹性大；次高端供应稳定，受益于高端白酒打开价格天花板，更为显著受益于消费升级。

图表6：不同层级城市今年春节消费主流价格带



资料来源：问卷调查、华泰研究

图表7：不同层级城市往年春节消费主流价格带

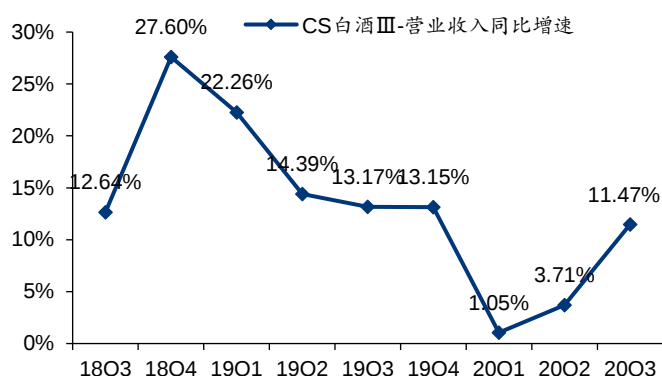


资料来源：问卷调查、华泰研究

需求有韧性：高端量价齐升，次高端分化，低端有所受损

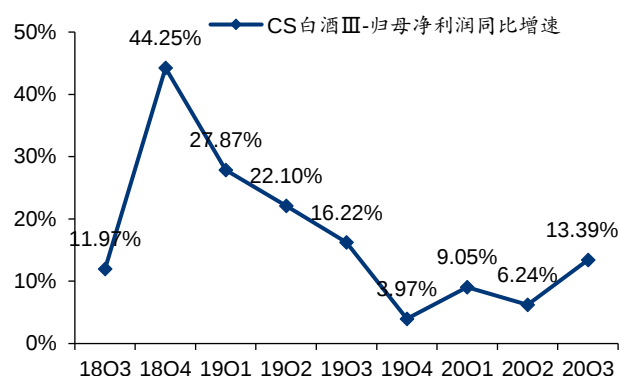
2020 年初疫情对食品饮料消费带来较大冲击，经过 20H1 的恢复与调整后，20H2 食品饮料消费逐步恢复常态，白酒板块步入业绩驱动期。20Q2 终端动销虽有复苏，部分白酒企业控货稳价以帮助经销商消化库存，营收并未出现较高增长，但轻装上阵为后续增长打好基础，Q3 以来宴席/餐饮/送礼复苏推动中秋国庆前白酒消费需求增长较快，动销和渠道库存良性，CS 白酒板块 20Q3 营业收入/归母净利润 617.5/212.4 亿元，同比增长 11.5%/13.4%，增速环比 20Q2 分别大幅提升 7.8/7.2pct，我们预计在 21Q1（假定疫情不反弹）春节旺季有望延续中秋国庆旺季的表现（出国不畅通、假期集中、国内刺激消费），叠加低基数效应，21H1 白酒业绩弹性较高，看好白酒板块业绩逐季改善，有望对当前板块估值形成支撑。

图表8：白酒板块单季度收入同比增速情况



资料来源:Wind, 华泰研究

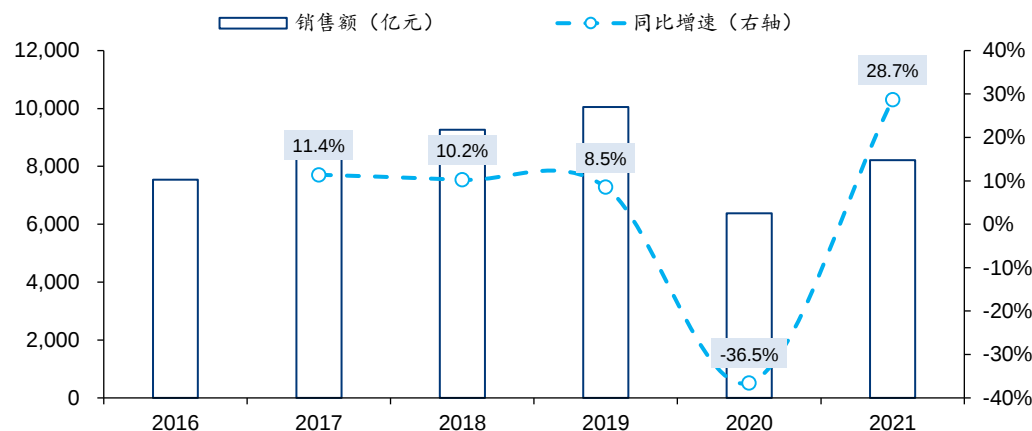
图表9：白酒板块单季度归母净利润同比增速情况



资料来源:Wind, 华泰研究

21 年春节期间我们判断白酒消费韧性仍在。21 年春节前夕疫情零星反复，各地出台政策及措施鼓励就地过年，交通运输部预测 21 年春运期间累计发送旅客 11.52 亿人次左右，比 2019/2020 年分别下降六成/两成以上，各地发布对限制聚会等政策力度的不同造成不同地区白酒销售情况有所分化，总体而言，由于鼓励本地过年，一二线城市本地过年人数较往年增加，且餐饮/小型聚会未受明显影响，我们判断白酒将保持旺盛状态，低线城市由于返乡人数较往年减少，可能导致需求有所萎缩。从餐饮零售需求量看：“春节不打烊”，餐饮零售同比修复强劲。根据商务部 2 月 17 日发布的数据，2 月 11 日至 17 日，全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元，较去年春节黄金周同比增长 28.7%，相当于 2019 年春节黄金周销售额的 82%。

图表10：餐饮零售：全国重点零售和餐饮企业春节黄金周销售额及同比增速

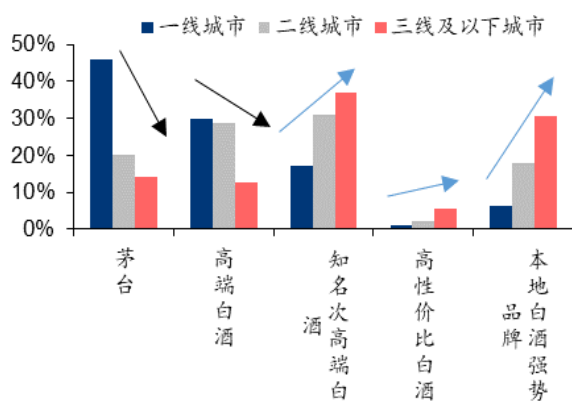


注：春节黄金周指除夕至初六

资料来源：商务部，华泰研究；

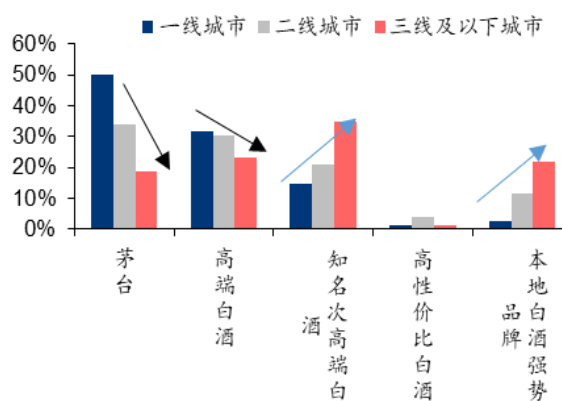
根据我们的问卷调查结果，礼赠场景下消费品牌较聚饮更为高端，聚饮受限对高端白酒影响较小，将用于聚饮和礼赠的白酒品牌对比来看，各线城市在礼赠场景中选择高端白酒的比例显著高于聚饮场景，今年各地为防控疫情提出各项政策，就地过年导致三四线城市聚饮及礼赠需求均有所减少，一二线城市几乎不受影响，而各地对大规模团拜及聚会的限制导致聚饮场景无差别受损，故我们认为今年春节期间白酒需求情况随档次降低渐次减少，礼赠需求韧性较强促进高端白酒继续走热，而一二线城市原地过年人群亦将对此加温；三四线城市聚饮及礼赠场景均受损，主流消费的知名次高端白酒及强势地产酒需求或有下降。

图表11：不同层级城市今年春节用于聚饮的白酒品牌一览



注：高端白酒主要指五粮液/国窖 1573，知名次高端白酒指剑南春/洋河/古井/汾酒，高性价比白酒指红星/牛栏山/江小白
资料来源：问卷调查，华泰研究

图表12：不同层级城市今年春节用于礼赠的白酒品牌一览



注：高端白酒主要指五粮液/国窖 1573，知名次高端白酒指剑南春/洋河/古井/汾酒，高性价比白酒指红星/牛栏山/江小白
资料来源：问卷调查，华泰研究

春节期间，我们行至江苏常州/江苏盐城/山东临沂/山西临汾/浙江东阳/天津等五省六市，对各地春节期间白酒销售情况进行走访草根调研，归纳总结如下：（1）返乡情况和对聚会的政策要求是影响 21 年春节白酒整体消费的主要因素，从返乡情况看：江苏常州作为人口净流入的二线城市受益于鼓励本地过年的政策，自饮需求增长，山东临沂/山西临汾等三四线及人口净流出地区由于返乡人数减少导致自饮/聚饮/礼赠需求有所下滑；从聚餐管控看：疫情管控较为严格的天津聚饮及宴会需求出现下滑导致整体动销相对平淡；（2）21 年春节各档次白酒分化依然较大，高端白酒尤其是茅台行情依然紧俏，价盘坚挺，次高端白酒受各地疫情管控政策不同影响略有分化，中低端大众酒整体受损；（3）消费升级仍是白酒消费的主线，从消费升级的角度：江苏盐城/山东临沂/山西临汾等三四线城市消费升级趋势显著，体现在全国名优酒对地产酒的替代以及主流价格带的上行。

江苏常州/盐城：省内消费升级趋势显著，疫情可控下动销良好

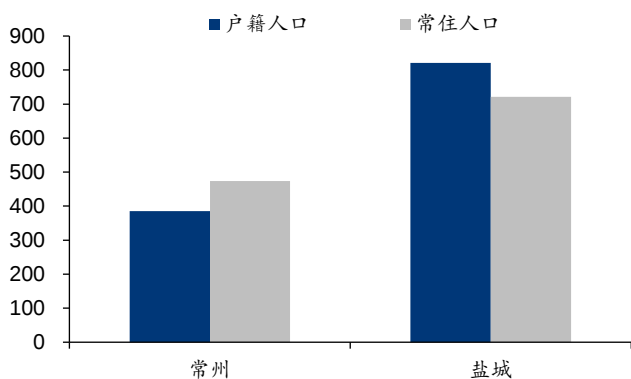
江苏省气候适宜、地理位置优越且经济发达，历来是白酒生产和消费的大省，据 Wind 数据，2018 年江苏省白酒产量达 69.19 万千升，列四川省之后，全国排名第二，省内名酒白酒氛围浓厚。20 年全省居民人均可支配收入 43390 元，居全国第四，我们此次调研行至常州及盐城，常州为苏南二线城市，盐城为苏北三线城市，2020 年居民人均可支配收入分别为 52080 元/33707 元，较全国平均水平（32189 元）高 19891/1581 元，两地主流消费白酒均以茅五泸（高端）、洋河/今世缘（次高端）为主，常州收入水平较盐城高出 50%，是盐城白酒消费升级的标杆，茅五泸为两地高端白酒主要选择，省内两大品牌洋河、今世缘充分享受次高端白酒消费升级扩容。

图表13： 江苏省常州市及盐城市不同消费场景主流价格带

	江苏常州	江苏盐城
自饮、聚饮	洋河海天系列 → 梦之蓝 M3 (200-300 元/瓶) → (500-600 元/瓶)	洋河海天系列 → 梦之蓝 M3 (200-300 元/瓶) → (500-600 元/瓶)
宴席	五粮液、今世缘国缘系列 (500-1000 元/瓶)	洋河 M3 → 洋河 M6、今世缘四开 (200-300 元/瓶) → (500-600 元/瓶)
礼赠	洋河 M9、茅五泸 (1000 元/瓶及以上)	高端礼赠趋向洋河 M9、茅五泸 (1000 元/瓶及以上)

资料来源：微酒，华泰研究

江苏省内疫情可控且政策较为宽松，动销较好，库存良性。江苏省内疫情管控良好，常州（自低风险地区）返乡仅须绿色健康码，聚会控制在 50 人以下即可，盐城（自低风险地区）返乡须核酸检测阴性+14 天居家隔离，餐厅就餐人数低于餐位 75%/家庭聚餐控制在 10 人以下即可，政策相对宽松促使 21 年白酒销售情况明显好于 20 年，根据调研，春节期间常州、盐城白酒销售较 20 年及往年亦出现回升，我们认为主要原因包括：1) 21 年疫情影响明显消退，节后宴请聚会需求基本恢复正常；2) 常州常住人口显著多于户籍人口，为人口净流入市，原地过年人数增加。从库存看，鉴于强势白酒品牌茅台、五粮液、洋河、今世缘等基本采取控量保价路线，盐城本地酒商库存积压较少，基本实现现买现卖，二轮备货仍倾向于选择上述强势品牌。

图表14： 19 年江苏常州/盐城人口情况（万人）


资料来源：Wind、华泰研究

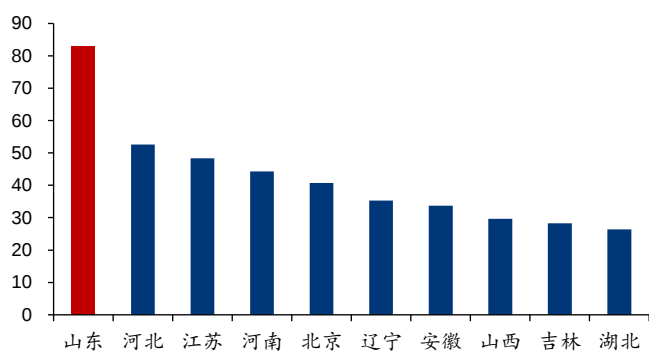
图表15： 今世缘异军突起，在江苏常州烟酒店中陈列于最明显位置


资料来源：草根调研、华泰研究

山东临沂：高端走俏，中低端返乡/聚饮减少导致整体销售略有受损

人口众多且好豪饮，19 年山东省白酒市场规模达 600-800 亿左右，地产酒众多但未形成规模。山东临沂为鲁南三线城市，据国家统计局数据，截至 2019 年常住人口为 1067 万人，城镇居民人均可支配收入达 39466 元，较全国平均水平（30733 元）高 8733 元，城镇人口消费力较强。根据 2019 百度白酒行业报告，鲁苏川晋豫为白酒检索量最高的五个省份，山东居榜首，可见山东人对白酒的密切关注，而山东人豪饮之名亦传遍全国，2018 年以 83.1ML 的人均日饮酒量排名全国第一，远超第二名河北（52.6ML）。根据第六届中国白酒科技大会，19 年山东白酒市场规模达 600-800 亿元，省内共有 700 多家酒厂，地产酒品牌众多但辐射范围不大，以临沂为例，其下辖三区九县，各县（区）均有主流地产酒，各酒厂当地收入占比一般在 70% 以上，主要系山东人饮酒量大，即使覆盖 1-2 个县区其年销售额亦可达到亿元级别。根据 ST 亚星（600319 CH）公告，省内名酒景芝酒 2018/2019/2020 销售额为 10/12.2/11.3 亿元，全省市占率不足 2%。

图表16：18年人均饮酒量省份排行 TOP10 (ML/日)



资料来源：江湖论酒、华泰研究

图表17：山东临沂各县（区）主要地产酒



资料来源：酒业家、华泰研究

消费升级趋势显著，酱香热发酵，主流白酒消费由百元地产酒以下向 150-400 元次高端酒转移。近年来临沂白酒消费升级趋势显著，从白酒消费香型看，主要为浓香型、芝麻香型，近年来随消费水平提升以及茅台酒的带动，酱香型白酒消费显著增长，金沙、国台消费增加；从价位段看，300 元/瓶以上高端白酒以全国名优酒为主；300 元/瓶以下低中档白酒中，全国名优酒、省内名酒（景芝、扳倒井）及当地地产酒（兰陵王酒等）竞争激烈，根据调研，近年来临沂市区内婚宴主流白酒由兰陵王酒（约 80 元/瓶）转向海之蓝（155 元/瓶）及泸州老窖特曲（340 元/瓶）。

图表18：山东临沂主要白酒消费品牌

	主流品牌	主流价格
低档	兰陵王酒、贵人道、温和王酒、沂蒙老乡酒	100 元以下
中档	洋河（海之蓝）、古井贡酒、景芝、扳倒井	100-300 元
次高端	洋河（天之蓝）、剑南春（水晶剑）、泸州老窖（特曲）、水井坊（井台）、金沙、国台、一品景芝	300-500 元
高端	洋河 M6+/M9、汾酒青花 30	500 元-1000 元
超高端	茅台、五粮液、国窖 1573	1000 元以上

注：斜体为地产酒

资料来源：草根调研，华泰研究

高端酒价盘坚挺，中低档及地产酒以促带销、动销略有受损。临沂属疫情低风险地区，低风险地区人员返乡仅须持有 7 日内核酸检测阴性结果，对团拜/联欢/聚餐等活动的人数限制也较为宽松。根据调研，虽然政策对聚会限制较少，但返乡人数大幅减少仍影响白酒聚饮及亲友礼赠需求，整体销量较往年有所减少。分档次看，高端白酒中茅台销售火热，商超缺货，名酒店仍有供货，成交价 3700（箱装）/3200（瓶装）元左右，部分烟酒店按 1499 元销售，但需搭售其他白酒；国窖 1573/五粮液普五销售与去年及往年相比销售正常，商超及名酒店均有供货，动销看部分受益于茅台拆箱带来的礼赠需求转移，终端成交价格均站上千元；中低档白酒端，据商超反馈全国名酒及地产酒销量较去年有一定减少，商家通过买赠、返现等手段进行促销。

图表19：山东临沂主要白酒单品价格（元/瓶）

品牌	产品	京东	商超	烟酒店
茅台	茅台飞天 53 度 500ml	1499	1499（缺货）	3200（瓶）/3700（箱）
五粮液	五粮液 52 度普五第八代 500ml	1399	1199	1000
泸州老窖	国窖 1573 52 度 500ml	1169	1099	1000
洋河股份	洋河梦之蓝 M3 52 度 500ml	650	698	675
洋河股份	洋河梦之蓝 M6+52 度 500ml	820	838	770
汾酒	青花 20 42 度 500ml	498	568	550
兰陵王	兰陵陈香 33.8 度 500ml	无	70	69.2
贵人道	华贵 52 度 500ml	无	69	67.5

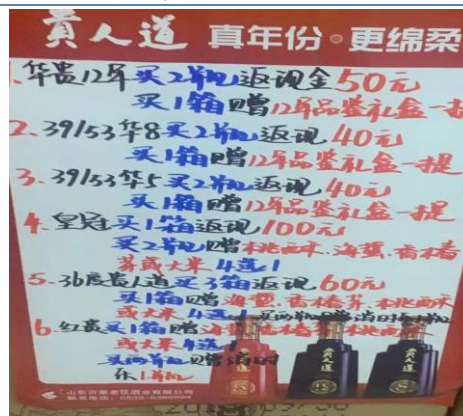
资料来源：京东，草根调研，华泰研究

图表20: 山东临沂商超飞茅普遍缺货



资料来源:草根调研、华泰研究

图表21: 山东临沂地产酒责人促销力度大

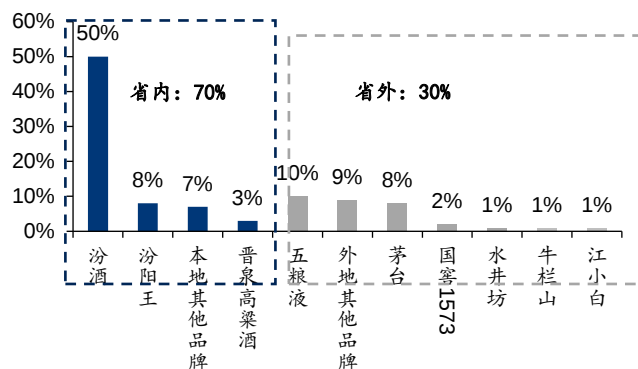


资料来源:草根调研、华泰研究

山西临汾: 高端紧俏, 次高端略有受损但整体影响不大, 大众酒受损

百亿白酒市场, 主流消费价格较低, 汾酒占据主导地位。据 Wind 数据, 2019 年山西常住人口 3729.22 万人, 人口众多且爱好饮酒, 形成近百亿市场规模。20 年山西居民人均可支配收入 25214 元, 在 31 个省份中排名 22, 处于中下游, 目前主流消费价格带在 80-120 元左右。山西白酒消费以清香型为主, 全省白酒市场呈现“一超多强”的竞争格局, 山西汾酒龙头地位稳固, 省内清香型白酒占据约 70% 的市场份额, 省外品牌 (主要包括茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、牛栏山等) 占据剩下的主要市场份额。省内高端市场主要以茅台、普五和国窖 1573 为主, 次高端和中端市场汾酒占据主导地位, 大众酒市场则出现了众多本地区域性品牌, 如梨花春、潞酒、晋泉等。

图表22: 山西省白酒行业竞争格局 (2019 年)



资料来源:乐酒圈, 华泰研究

图表23: 山西省各价格带主流产品 (2020 年)



资料来源:乐酒圈, 华泰研究

高端酒行情紧俏, 次高端年前动销略有受损但整体影响不大, 大众酒升级趋势显著。山西属低风险地区, 返乡需开展核酸检测, 无需居家/集中隔离, 50 人以下宴会基本不受限制, 但当地过年政策鼓励下返乡人数仍有明显减少, 对白酒动销产生一定影响。分档次看, 以茅五泸为代表的高端白酒需求旺盛, 尤其是茅台供不应求, 但多家烟酒店缺货, 青花 30 复兴版终端投放量较少; 次高端受今年春节期间返乡人数减少及大型聚会型消费场景限制略有受损但整体影响不大, 二轮进货意愿不如往年 (无疫情影响); 中低端销量明显不如往年, 但消费升级趋势显著, 如有些以前喝玻汾的人转向喝价格为 380 元/4 瓶的“小批量酿造”汾酒。

从价格看, 以茅五泸及青 30 复兴版为代表的高端白酒的价盘坚挺, 终端成交价同京东旗舰店价格基本相同; 而汾酒青花 30 及更低档系列产品/主流地产酒及牛栏山等中低档白酒线下成交价更低。

图表24：山西临汾主要白酒单位价格（元/瓶）

品牌	产品	京东	商超	烟酒店
茅台	飞天茅台	1499	无	1499（缺货）
五粮液	五粮液 1618 浓香型（52 度）	1199	无	1129
	五粮液浓香型（39 度）	749	无	799
	39 度黄金酒	149	188（买一赠一）	无
泸州老窖	国窖 1573（52 度）	1199	无	1099
汾酒	青花 20	417	无	328
	青花 30	859	无	750
	青花 30 复兴版	1199	无	1099
	汾酒 20 年陈酿	436	328	310
	老白汾 10 年	158	121	110
	金象竹叶青	128	99	88
	黄盖玻汾	50	45	40
	梦之蓝 M3	513	499	无
洋河	天之蓝	359	368	368
	海之蓝	180	178	168
	汾阳王鸿运 10 年	89	无	88
主流地产酒	42 度杏花村汾酒	43	无	35
	顺鑫农业 42 度牛栏山陈酿	25	20.6	18

资料来源：京东，草根调研，华泰研究

浙江东阳：动销较 20 年好转，高端/次高端价格较为坚挺

东阳市为浙江金华下属县级市，是浙中交通枢纽，据国家统计局数据，19 年总人口 85 万人，常住居民人均可支配收入 40000-50000 元/年，比全国平均水平（30733 元）高 9267-19267 元，为中国县域经济百强县级市。东阳居民偏爱酱香酒，常喝茅台、习酒、国台、郎酒等酱香型白酒，全国性名优酒的消费主流价位在 100-500 元/瓶，主要用于宴饮及礼赠；此外，居民对本地东阳酒（糯米酿造，属黄酒）消费黏性较高，全国名优酒对地产酒的替代难度较大，主流地产酒（如香榧酒）的价位在 50-60 元/瓶，以自饮需求为主。

动销较 2020 年明显改善，二轮备货谨慎。从疫情情况看，东阳市为低风险地区，返乡仅需开展核酸检测，无需居家/集中隔离，聚会限制较为严格，不允许 10 人以上聚会团拜，但据终端零售商反馈，今年春节期间动销较去年大幅好转，节前备货也较去年显著提升，但目前库存仍有部分积压，二轮备货谨慎，预计节后减少备货。从价格看，高端及次高端价格均较为坚挺，普五成交价站上千元，达 1199 元。

图表25：浙江东阳主要白酒单品价格（元/瓶）

品牌	产品	京东	商超	烟酒店
茅台	茅台飞天 53 度 500ml	1499	1499（缺货）	无
五粮液	五粮液 52 度普五第八代 500ml	1399	1399	1199
泸州老窖	国窖 1573 52 度 500ml	1169	1399	无（缺货）
古井贡酒	古井贡 1818（黑）口感浓香型白酒 50 度 500ml	398	488	488
汾酒	青花 20 53 度 500ml	498	518	518
汾酒	53 度红汾玖号	299	366	366
主流地产酒	香榧酒 500ml	无	50-60	50-60
牛栏山	牛栏山二锅头清香型白酒 500ml	20.25	无	25
老村长	老村长 42 度香满堂白酒 450ml	19.8	无	14

资料来源：京东，草根调研，华泰研究

天津：聚饮管控严格下动销相对平淡，高端酒价格坚挺

天津位于环渤海经济圈的中心，是中国北方最大最早的沿海开放城市，据国家统计局数据，天津 2019 年常住人口 1562 万人，居民人均可支配收入为 42404 元，排名全国第 4。据酒业家，19 年天津白酒市场容量为 70-80 亿元，两大地产酒品牌津酒/芦台春市占率仅 3.7%/1.2%，且主要在 60-80 元价格带，地产酒相对弱势；中高端市场容量约 25 亿左右，名优白酒消费氛围相对较好。从不同消费场景来看，天津自饮/宴请/礼赠消费分别以低/中/高端白酒为主，自饮以地产酒及汾酒/泸州老窖的中低档白酒为主，剑南春、水井坊在次高端领域展开竞争，茅五泸则基本包揽高端礼赠需求。

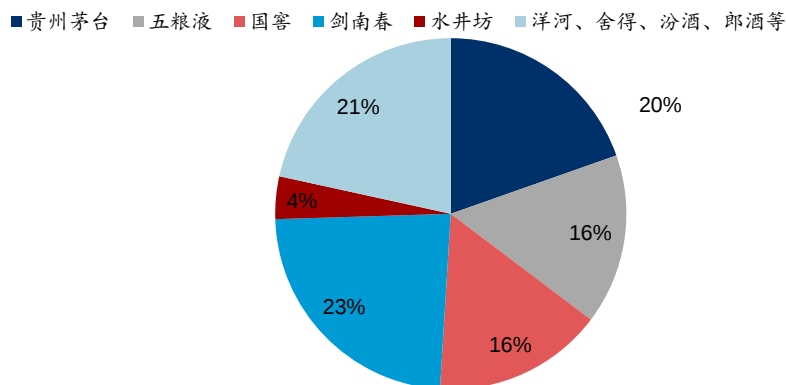
图表26：天津主要白酒消费品牌

消费场景	主流品牌	主流价格
自饮（中低端）	汾酒（老白汾）、泸州老窖中低端白酒、津酒、芦台春	100-500 元
宴席（次高端）	剑南春（婚宴）、水井坊（婚宴）、汾酒（商务）	300-500 元
礼赠（高端）	茅台、五粮液、泸州老窖	500 元-1000 元，1000 元以上也有一定市场

注：斜体为地产酒

资料来源：草根调研，华泰研究

图表27：天津中高端白酒市场各品牌份额（2019 年）



资料来源：酒业家，华泰研究

港口疫情管控政策严格，对聚饮/团购需求影响较大，商家备货意愿相对较低。根据调研，21 年春节期间天津白酒需求中自饮/礼赠占比最高且几乎未受影响；但作为我国吞吐量较大的港口城市，天津进口货品贸易量较大，从物到人的传播风险一直存在，管控比较严格，必要的聚餐在餐厅用餐时间应控制在 2 小时以内，人员控制在 10 人以下，严格管控导致聚会/团购等需求较往年下滑较多；整体来看，部分商家反馈 21 年疫情整体可控背景下，预计 21 年春节期间（春节至元宵节）整体销售额较同比将有所回升，但也有部分商家表示由于去年节前备货未受影响，今年动销则整体平淡，预计销售量总体和去年接近。库存端，21 年备货量变化不大，库存较去年有所减少但较往年有所增加，商家二轮备货意愿相对较低，预计以消化库存为主。

高端白酒价盘坚挺，次高端走货为主。高端白酒价盘坚挺，飞天茅台虽在商超严格执行 1499 元/瓶的政策但显示缺货，烟酒店实际成交价在 3000 元左右，行情依然紧俏；除茅台外，其余白酒均可现场提货，普五/国窖 1573 价格坚挺，普五烟酒店终端成交价站上千元。

图表28：天津主要白酒单品价格（元/瓶）

品牌	产品	京东	商超	烟酒店
茅台	茅台飞天 53 度 500ml	1499	1499（缺货）	1499（成交价 3000）
五粮液	五粮液 52 度普五第八代 500ml	1399	1199	1050
泸州老窖	国窖 1573 52 度 500ml	1169	1099	950
洋河股份	洋河梦之蓝 M6+ 52 度 500ml	899	838	750
汾酒	青花 30 53 度 500ml	979	919	710
古井贡酒	古 6 50 度 500ml	238	238.9	238
今世缘	国缘四开 42 度 500ml	558	无	无
津酒	帝王风范 52 度 700ml	368	325	320

资料来源：京东，草根调研，华泰研究

重点公司推荐

我们看好白酒春节旺季表现，叠加低基数效应，21Q1 业绩弹性预期依然较高。趋势向好背景下 21 年高端酒提价预期强烈，我们认为具备定价权的龙头仍有望延续快速成长，推荐五粮液/贵州茅台；次高端销量或受部分地区疫情管控影响有所分化，但节前发货回款按计划进行，依然看好其报表端表现。次高端在消费升级趋势下也将迎来扩容，优选内部机制改善/竞争实力加强的酒企，相关公司包括古井贡酒等。

五粮液（000858 CH，买入，目标价：389.34 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 20-22 年 EPS 5.13/6.18/7.23 元，参考可比公司 21 年平均 PE 63x(Wind 一致预期，2021.1.8 日)，给予其 21 年 63xPE，目标价 389.34 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，食品安全问题，市场竞争加剧。

贵州茅台(600519 CH，买入，目标价：2880.75 元)

公司“十三五”营收/规模净利 CAGR 为 24%/24%，实现了高质量发展，展望未来，公司将持续推进生产能力建设，渠道结构不断优化，市场管控力不断增强，高渠道利润指示下游需求保持强劲，我们看好直销渠道占比提升、高附加值产品结构调整等对均价的拉升，业绩将保持长期稳定增长。

我们预计其 20-22 年 EPS 36.22/41.75/49.09 元，参考可比公司 21 年平均 PE69x (Wind 一致预期，2021.2.10 日)，给予茅台 21 年 69x PE，目标价 2880.75 元。

风险提示：宏观经济波动风险，食品安全问题，市场竞争加剧。

古井贡酒(000596 CH，买入，目标价：276.00 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。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润同比增速 2.89%/28.89%/18.29%，EPS 为 4.29/5.52/6.53 元。参考可比公司 2021 年平均 PE 为 50x Wind 一致预期(2020.11.18 日)，给予公司 2021 年 50x 的 PE 估值，对应目标价 276.00 元，我们维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，食品安全问题，市场竞争加剧。

图表29：重点公司推荐表

公司名称	公司代码	2月10日			EPS (元)				P/E (倍)			
		评级	收盘价 (元)	目标价 (元)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
五粮液	000858 CH	买入	342.65	389.34	4.48	5.13	6.18	7.23	76.48	66.79	55.44	47.39
贵州茅台	600519 CH	买入	2,601.00	2880.75	32.8	36.22	41.75	49.09	79.3	71.81	62.3	52.98
古井贡酒	000596 CH	买入	252.53	276.00	4.17	4.29	5.52	6.53	60.56	58.86	45.75	38.67

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表30： 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码
贵州茅台	600519 CH
五粮液	000858 CH
泸州老窖	000568 CH
洋河股份	002304 CH
山西汾酒	600809 CH
今世缘	603369 CH
古井贡酒	000596 CH
水井坊	600779 CH
口子窖	603589 CH
ST 舍得	600702 CH
顺鑫农业	000860 CH
酒鬼酒	000799 CH
青青稞酒	002646 CH
伊力特	600197 CH
金种子酒	600199 CH
老白干酒	600559 CH
迎驾贡酒	603198 CH
金徽酒	603919 CH

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

问卷及调研结果代表性不足。本次问卷及实地调研为抽样统计结果，难以避免的样本容量有限、随机性不足等问题或将导致调研结果与实际存在偏差。

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。

疫情反弹。如果新冠疫情出现反复，居家隔离及出行限制下消费者购买力受限，部分子行业销售或将遭受负面冲击。

免责声明

分析师声明

本人，龚源月，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、现在或未来并未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。
- 更多信息请参见下方“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。
- 五粮液（000858 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

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

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2021年华泰证券股份有限公司