

# 食品饮料

证券研究报告  
2021年05月25日

## 次高端专题：量价拉开空间，穹顶之下的黄金窗口期

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

刘畅 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

娄倩 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520100002  
louqian@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《食品饮料-行业研究周报:二线三线全年发力可持续，大树底下好乘凉》2021-05-24
- 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报：二线三线全年发力可持续，大树底下好乘凉》2021-05-24
- 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报：高端白酒关注淡季挺价，个股逻辑可持续》2021-05-17

基本面持续强劲，白酒目前暂未到休止符。2016年开启百年消费时钟的第三阶段——消费升级阶段，人们开始追求品质化消费，这与白酒过去5年的发展完美契合，量减价升，2020疫情影响下此趋势会加快持续演绎，需求稳定支撑背景把白酒的周期属性拉长，从而值得享受估值中枢溢价的提升。年初以来，美债收益率的下行及疫情的好转使得主要矛盾从对确定性的把握转换成对高估值的担忧，白酒板块回调显著，探底回升后次高端反弹大，主要是自下而上看，次高端景气度边际好转的趋势更强。高端是整体白酒行业的锚，其价格的拔高会带动其他价位带的升级，消费终端的稳定也会刺激其他价位带的消费。而茅台是高端白酒的风向标，稳定性及品牌高壁垒的自身属性，对标历史及国外估值，我们认为40-45倍属合理区间。

“大”白酒搭台，“小”白酒唱戏，好戏刚刚拉开大幕。从价格带来看，过去5年，茅台批价850元左右到目前2500元左右，五粮液由630元左右到目前990元左右，国窖1573批价由600元左右到目前910元左右，高端白酒价位带由600元以上提升到未来千元以上，拉动次高端的价位带由200-300元区间提升至300-500元的主流区间，同时600-800元价位带出现了空白带，价格带不断拔高；从需求端来看，中产阶级的持续扩容不断提升次高端和区域龙头的消费基础，我国中产阶级相对发达国家还有一倍的增长空间，消费习惯也不断向全国名酒与区域龙头集中；从竞争端来看，存量市场叠加新竞争者涌入窗口期竞争更为激烈，目前次高端战争已进入白热化阶段。次高端酒企渠道和营销是重点，渠道关键点是渠道利润和渠道模式，营销重点是品牌投放及终端培育，酒企开始从渠道到投资者的全方位争夺战。

景气之下勿忘隐忧，终局之前需思考挣的是什么钱。近年来的酱酒热对次高端酒企是直接的竞争，茅台口味引领下加之渠道利润丰厚，酱酒迎来火热增长，2018-2020年，酱酒收入年复合增速达18.71%，目前热潮主要还是渠道热，产品质量、产能限制及渠道粗放都是隐忧，我们认为酱酒热或后续走势都不应影响浓香本身的节奏，浓香龙头酒企时间玫瑰打磨下的竞争力仍可持久。未来五年是酒企激烈抢夺的窗口期，各大酒企都提出了五年翻番或翻两番的目标，愿景美好。而消费升级是底层支撑，渠道利润又是核心，所以酒企会不断提价及产品结构升级来维持价的增长，同时不断下沉及扩张带来量的增长。目标高远，现实骨感，股价及业绩的最终支撑还是得持续不断的产品动销良性扩张。同时，我们也可看到，在竞争激烈背景下，次高端酒企都在产品、渠道、营销及品牌上不断加大发力。

推荐标的：舍得酒业、今世缘、口子窖、洋河股份、酒鬼酒

风险提示：产品销售不及预期，行业竞争加剧，政策风险等

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-05-19	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600702.SH	舍得酒业	156.08	买入	1.73	2.42	3.15	4.57	84.10	60.03	46.16	31.79
603369.SH	今世缘	53.80	买入	1.25	1.52	1.86	2.30	43.59	35.87	29.26	23.71
603589.SH	口子窖	56.81	买入	2.13	3.19	3.70	4.33	29.18	19.44	16.77	14.33
002304.SZ	洋河股份	181.00	买入	4.97	5.48	6.42	7.73	38.55	34.91	29.82	24.77
000799.SZ	酒鬼酒	219.00	买入	1.51	2.27	3.18	4.13	128.36	85.57	61.12	47.02

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 基本面持续强劲，白酒目前暂未到休止符 .....	4
1.1. 乘消费升级之春风，白酒量价逻辑演绎远未止步 .....	4
1.2. 估值受内外部因素影响，仍需观测景气度边际变化 .....	4
1.3. 白酒逻辑看高端，高端逻辑看茅台 .....	6
2. “大”白酒搭台，“小”白酒唱戏，好戏刚刚开始 .....	8
2.1. 过去五年高端白酒为千元以下价格带打开发展空间 .....	8
2.2. 中产阶级持续扩容，不断提升次高端和区域龙头的消费基础 .....	11
2.3. 没有竞合只有竞争，窗口期的争夺战从经销商到投资者 .....	12
3. 景气之下会有隐忧，终局之前需思考挣什么钱 .....	14
3.1. 泡沫都是相对而言，自己的节奏最重要 .....	14
3.2. 从预期到规划，从铺货到确认，需要自下而上见微知著 .....	16
3.3. 台子搭好，人人都需一声吼 .....	17
4. 一年为期，哪些标的依次有表现 .....	18
4.1. 舍得酒业：老酒标签深入人心 .....	18
4.2. 今世缘：稳扎稳打，持续向上 .....	18
4.3. 口子窖：改革号角，如沐春风 .....	19
4.4. 洋河股份：持续环比改善，值得期待 .....	19
4.5. 酒鬼酒：高增持续，馥郁飘香 .....	19
资料来源：天风证券研究所 .....	19
5. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1：白酒行业近 5 年营收增长情况 .....	4
图 2：白酒行业近 5 年归母净利润增长情况 .....	4
图 3：2014-2020 中国白酒产量变化 .....	4
图 4：2015-2019 中国白酒销量变化 .....	4
图 5：2021 年 1 月中旬白酒企业 PE 分位数处于历史较高水平（%） .....	5
图 6：疫情爆发以来美债十年期收益率波动（单位：%） .....	5
图 7：21 年春节以后高端/次高端白酒最大跌幅 .....	5
图 8：疫情爆发以来白酒股价持续上涨，21 年春节后回调，随后反弹 .....	5
图 9：白酒行业 2000 年至 2021 年 PE-TTM（中值） .....	6
图 10：次高端估值弹性大 .....	6
图 11：2020 年茅台收入占高端酒收入比例 .....	6
图 12：茅台估值向奢侈品看齐的逻辑 .....	7
图 13：茅台历史估值 .....	7
图 14：茅台与国外奢侈品龙头的估值对比 .....	7
图 15：茅五泸历史批价横向对比（单位：元） .....	8
图 16：茅五泸历史批价横向对比（单位：元） .....	8

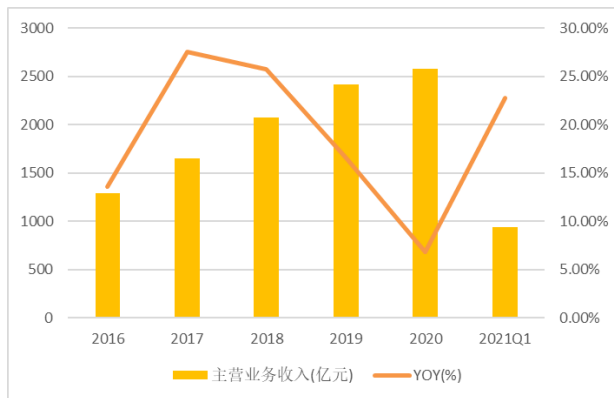
图 17: 白酒消费层次解结构变化 .....	11
图 18: 2015-2020 规模以上白酒企业数量变化.....	12
图 19: 2010 与 2019 中国白酒市场份额变化 .....	12
图 20: 2016-2020 主要次高端酒企销售费用变化 (单位: 百万元) .....	13
图 21: 酱酒行业销售收入变动情况.....	14
图 22: 酱酒行业产能、销售收入以及销售利润占比 .....	14
图 23: 酱酒行业“倒三角形”价格带 .....	15
图 24: 酱酒行业竞争格局 .....	15
图 25: 赤水河流域酱酒企业分布 .....	15
表 1: 次高端市场各酒企情况 .....	9
表 2: 主要次高端白酒提价情况.....	10
表 3: 部分领域酒企竞争状况 .....	13
表 4: 部分次高端酒企历史文化底蕴和近年营销事件 .....	14
表 5: <b>相关公司 2021 年业绩指引</b> .....	16
表 6: <b>次高端白酒公司 2020 年和 2021 年一季报业绩</b> .....	16
表 7: 次高端酒企部分举措 .....	17
表 8: <b>重点公司盈利预测与估值</b> .....	19

## 1. 基本面持续强劲，白酒目前暂未到休止符

### 1.1. 乘消费升级之春风，白酒量价逻辑演绎远未止步

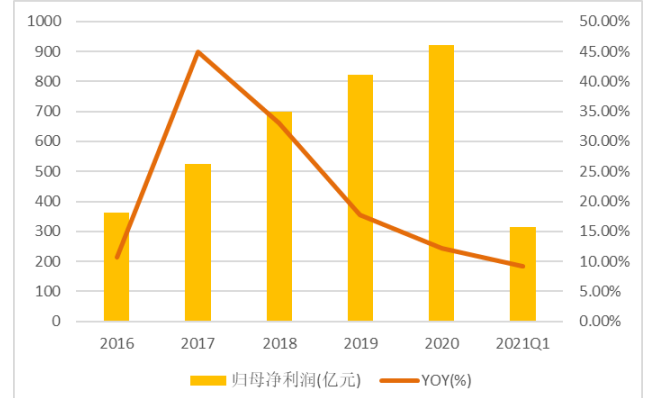
白酒完美契合消费升级的大潮，量减价增趋势持续演绎，疫情影响下步伐加快。2016 年是消费升级的元年，同时经过三公消费后，2016 年开始白酒行业的政务需求已降至谷底，商务需求逐步扩大，个人消费崛起，社会大众对白酒的需求起到了较大的拉动作用。消费升级的时代到来，当前已经不再仅仅是一个品牌输出的时代。在满足了品牌化需求之后，我们认为与日常消费相关的基本需求也开始向精神需求迈进，进而出现消费“二次升级”的浪潮。这也是白酒在 2016 年开始量减价升背后的拉动力，追求品质化消费，从长周期来看，我们认为这种消费升级对白酒的拉动才刚刚开始，从 2016-2021 年仅仅持续了 5 年，消费基础的支撑使得逻辑会持续演绎，目前刚刚拉开序幕，在 2020 年疫情的影响下未来步伐会加快。从 2016 至 2020 年，白酒产量和销量在下降，2020 年全国酿酒产业规模以上企业酿酒总产量为 5400.74 万千升，同比下降 2.21%，其中白酒产量为 740.73 万千升，同比下降 2.46%。与产销量下降形成对比的是，白酒行业的规模和净利润却在持续增长。SW 行业分类下白酒营收和归母净利润都稳步增长，5 年之间的营收增长为 CAGR14.8%，归母净利润 CAGR 为 20.6%，2021Q1 营收同比增长 22.78%，归母净利润增长 9.26%，量减少的情况下，收入利润弹性不断变大，主要是在消费力支撑情况下企业端提价及产品升级的双重效应，白酒长期基本面向好的趋势不变，需求和稳定支撑把白酒的生命周期拉长，周期性属性变弱，从而值得享受估值中枢溢价的提升。

图 1：白酒行业近 5 年营收增长情况



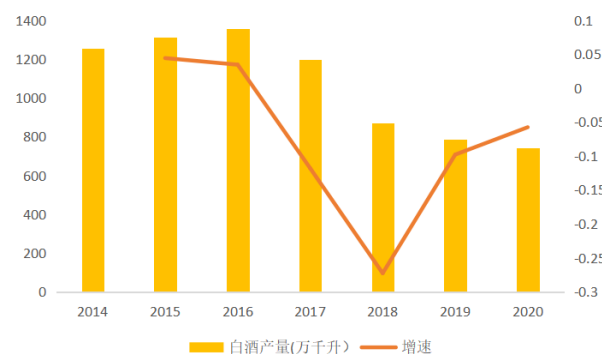
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：全文行业分类为申万行业分类）

图 2：白酒行业近 5 年归母净利润增长情况



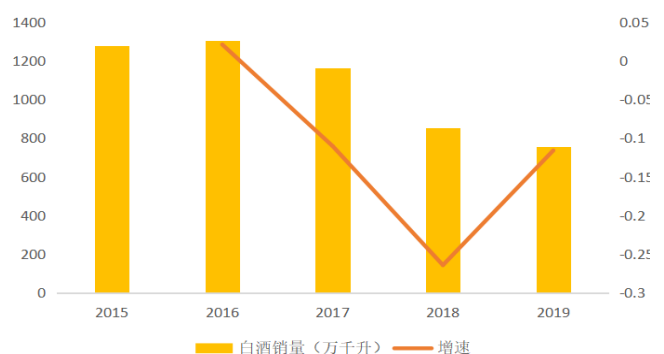
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：全文行业分类为申万行业分类）

图 3：2014-2020 中国白酒产量变化



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

图 4：2015-2019 中国白酒销量变化



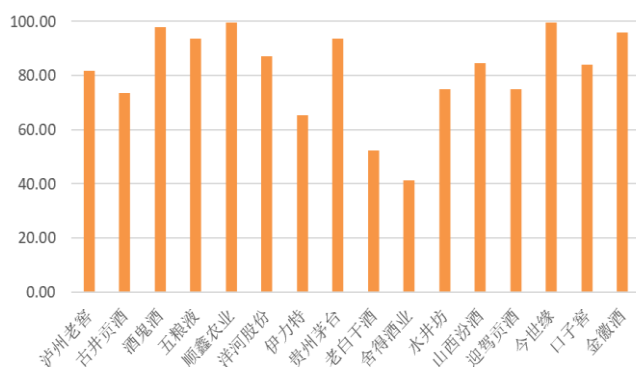
资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

### 1.2. 估值受内外部因素影响，仍需观测景气度边际变化

年初开始，宏观面主要矛盾的变化使得白酒板块出现回调，美债收益率的上行及疫情的好转使得主要矛盾从对确定性的把握转换成对高估值的担忧。2021 年春节前夕，白酒的估值溢价抬升，白酒市场迎来了一波上涨，茅五泸等高端/次高端酒企受疫情影响较小，成为

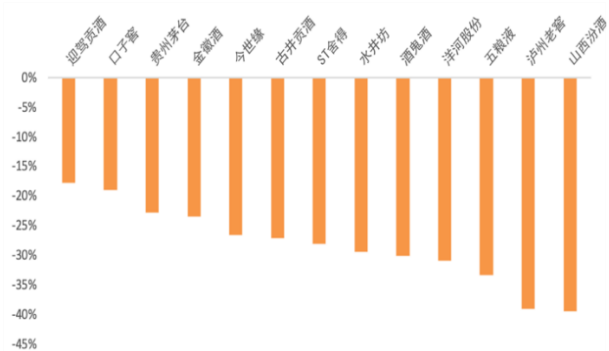
白酒赛道里的优质标的，因此估值一度创新高。高端/次高端白酒普遍估值在 50 倍以上，山西汾酒和酒鬼酒一度超过 130 倍，白酒板块估值分位处于历史较高水平，2021 年初白酒估值到达高峰的原因主要是：1) 由于疫情存在不确定性，市场恐慌情绪较高，资金更倾向于拥抱确定性 2) 全球流动性宽松，美国长期国债利率较低，市场流动性高 3) 新发基金增多，产品内股票不断形成正向循环，推高股价。2021 年春节以后，板块开始迅速回调，个股平均最大跌幅达到 28.16%，茅台/五粮液/泸州老窖的估值从 2 月 10 号的高位 73x/69x/81x 在 2021 年 3 月中旬最低调整到 57x/53x/54x，此轮白酒估值的调整是杀估值的过程，这背后的原因主要是：1) 疫情好转导致市场风格的转向，市场对于宏观经济基本面的恐慌情绪消散，导致投资者由赛道确定性转为对低估值高弹性的偏好，同时转移到对于白酒板块估值过高的担忧，投资者不再追逐高估值标的，转为寻找低估值高弹性的企业，2) 美国长期国债收益率上升，市场对流动性收紧的担忧情绪的影响。因此，这次回调是“基本面+资金面+情绪面”共同驱动的结果，白酒基本面及投资逻辑未发生根本变化，相反基本面还在持续不断超预期。

图 5：2021 年 1 月中旬白酒企业 PE 分位数处于历史较高水平 (%)



数据来源：wind，天风证券研究所

图 7：21 年春节以后高端/次高端白酒最大跌幅



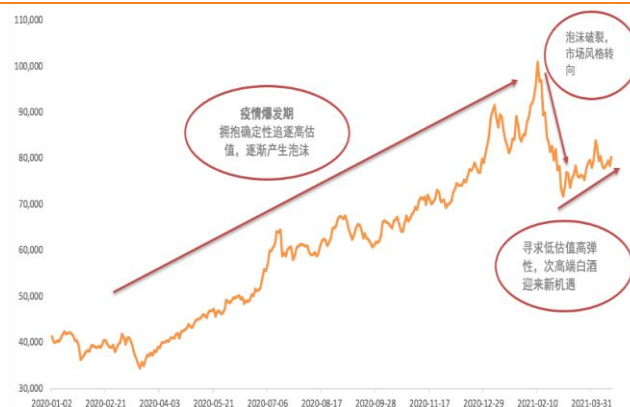
数据来源：wind，天风证券研究所

图 6：疫情爆发以来美债十年期收益率波动 (单位：%)



数据来源：wind，天风证券研究所

图 8：疫情爆发以来白酒股价持续上涨，21 年春节后回调，随后反弹 (申万行业指数：白酒)

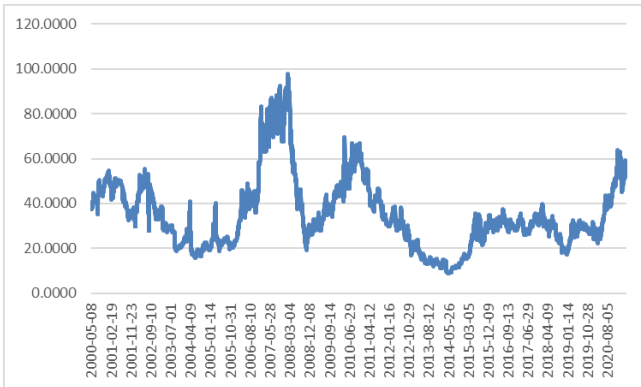


数据来源：wind，天风证券研究所

探底回升后次高端反弹大，主要是业绩弹性驱动，仍需观测企业景气度边际变化。基本面是白酒的核心支撑，而估值更多反应的是预期，预期包含对长期行业空间以及短期业绩弹性的判断以及共识，如果长期和短期的预期被公众形成共识，那么估值会维持在一个较高的水平，但如果公众对于预期出现分歧，那么估值可能会受到一定冲击。除去行业整体发展空间以及公司自身长逻辑等因素外，企业景气度的微观变化和业绩弹性会是一个较为重要的判断标准。次高端白酒的估值弹性大，取决于业绩弹性的高度及持续度。当次高端白

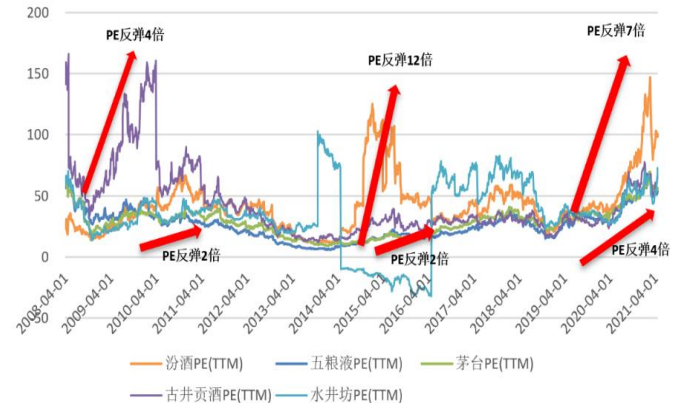
酒整体向好发展的趋势起来后，只要业绩持续，估值便可持续拔高维持。由于部分次高端的业绩在下跌后的恢复速度更好，成长性更好，估值受业绩影响大，因此在高端和次高端酒企的估值下跌业绩逐渐恢复后，次高端酒企的估值弹性更大，估值低的拐点型公司有望享受戴维斯双击。以次高端酒企的古井贡酒、汾酒和水井坊的 PE(TTM)为例，近 12 年里三次验证了这一结论，对比可见次高端酒企在业绩恢复之后的估值弹性较大，估值的上限空间大。借鉴这一规律，在 2021 年白酒基本面长期向好的背景下，需持续关注景气度边际变化向好，以及业绩弹性较大的酒企，而我们认为在 2020 年疫情次高端受损低基数的表现，及 2021 年终端恢复价格弹性更大的背景下，次高端景气度边际好转的趋势更为明确。

图 9：白酒行业 2000 年至 2021 年 PE-TTM（中值）



数据来源：wind，天风证券研究所

图 10：次高端估值弹性大

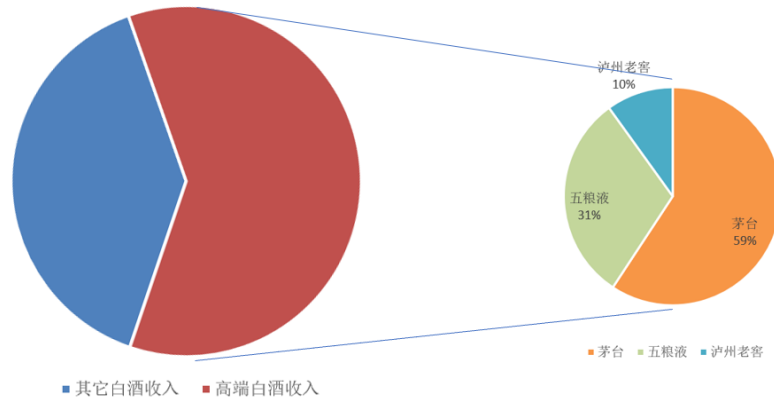


数据来源：wind，天风证券研究所

### 1.3. 白酒逻辑看高端，高端逻辑看茅台

高端白酒的价格影响整体白酒的价格水位，消费的坚实度也影响整体板块的信心。21 世纪初以来，伴随着中国经济的腾飞，白酒行业快速发展，从以政务消费与商务消费为主，量价齐升的黄金十年（2003-2013）发展到深度调整期（2013-2015），在这一阶段，白酒行业经历了政务消费受限，塑化剂事件，收入和利润双双下滑，但在这一片破败中孕育着新的生机，商务消费和个人消费蓬勃发展，逐渐成为白酒市场的主流，白酒领域的公司纷纷开始转向，布局新的赛道，白酒行业也迎来了健康成长时期（2015 至今），消费升级带动了人们观念转变，传统的对于品牌需求的观念正逐步被精神需求的观念转变，喝好酒，少喝酒的健康饮酒理念不断强化，疫情的出现使得健康饮酒的消费意识进一步增强，并成为这一时期人们饮酒的精神内核，这使得白酒行业集中度不断提升，消费意愿进一步向名酒集中，高端成了整体白酒行业的锚，其价格的拔高会带动其他价位带的升级，消费终端的稳定也会刺激其他价位带的消费。

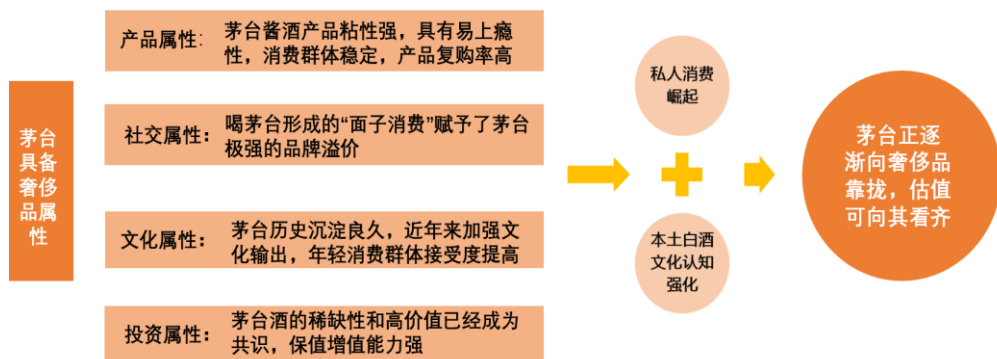
图 11：2020 年茅台收入占高端酒收入比例



数据来源：wind，天风证券研究所

茅台是高端白酒的风向标，稳定性及品牌高壁垒的自身属性，对标历史及国外估值，我们认为 40-45 倍属合理区间。茅台长期不断丰富产品矩阵，加码高端产品，夯实品牌力，同时加速推进渠道变革，增加直销渠道，加强终端价格控制，支撑品牌价值；另一方面，消费时代发生变迁，高线消费者对于日常消费相关的基本需求也开始向精神需求迈进，进而出现“二次升级”的浪潮，此外，茅台的稀缺性和良好的投资收益，也使得茅台成为优秀的投资标的。总体来看，内在努力和外在积极影响因素共同加宽了茅台的护城河，茅台品牌力不断提升。而拥有更强品牌力的茅台在高端白酒中就拥有更大的话语权，最直接体现在茅台对于行业定价权的掌握，批价的高位稳定持续给下面酒企拉开价格空间。总结来看，茅台在高端酒赛道占据绝对龙头地位，具有宽厚的护城河，能够不断提升市占率和盈利能力；此外，白酒消费结构持续改善，需求结构更加稳健，我们认为看未来，在高端赛道量价仍持续提升的行业背景下，茅台品牌力的独特性及产品稀缺性的打造下，同时参考国外顶尖奢侈品公司近十年的平均 PE 估值，茅台的估值中枢有望上移，从历史的 30 倍估值中枢上移至 40 倍中枢，40-45 倍属于茅台合理估值水平。

图 12：茅台估值向奢侈品看齐的逻辑



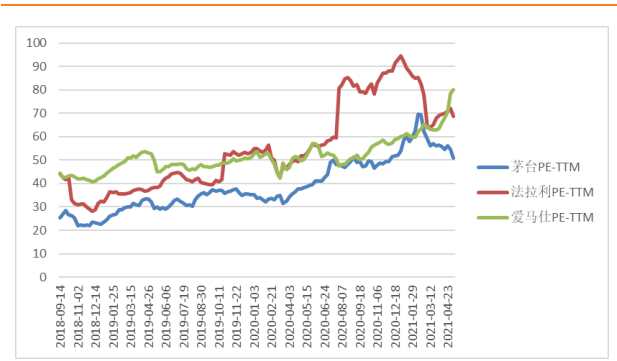
资料来源：天风证券研究所

图 13：茅台历史估值

图 14：茅台与国外奢侈品龙头的估值对比



数据来源：wind，天风证券研究所



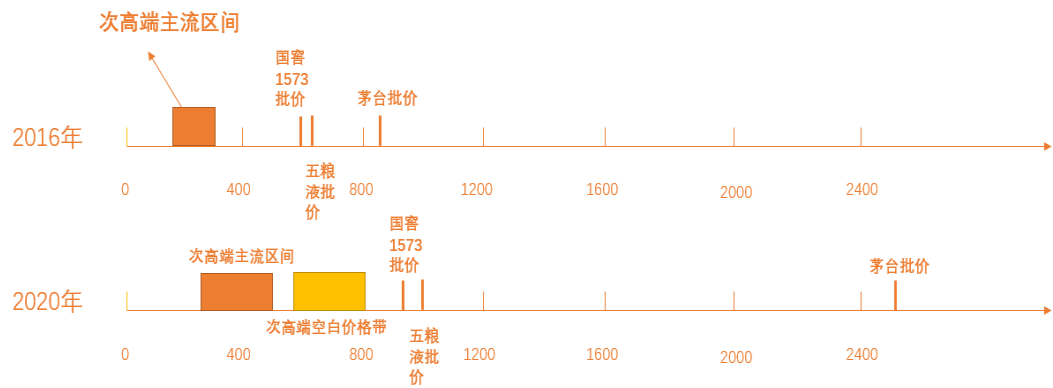
数据来源：wind，天风证券研究所

## 2. “大”白酒搭台，“小”白酒唱戏，好戏刚刚开始

### 2.1. 过去五年高端白酒为千元以下价格带打开发展空间

高端白酒的价格是整个白酒板块价格抬升的锚，茅台批价的持续拨升给五粮液及老窖在千元价格带打开空间，而高端千元价格带的打开为次高端 600-800 及 300-500 价位带拉开发展。从三公消费行业调整期过后，2016 年茅台批价 850 元左右到目前 2500 元左右，五粮液由 630 元左右到目前 990 元左右，国窖 1573 批价由 600 元左右到目前 910 元左右，高端白酒价位带由 600 元以上提升到未来千元以上，拉动次高端的价位带由 200-300 元区间提升至 300-500 元的主流区间，同时 600-800 元价位带出现了空白带，在 600-800 元价位带做出大单品有望稳固次高端的品牌地位。

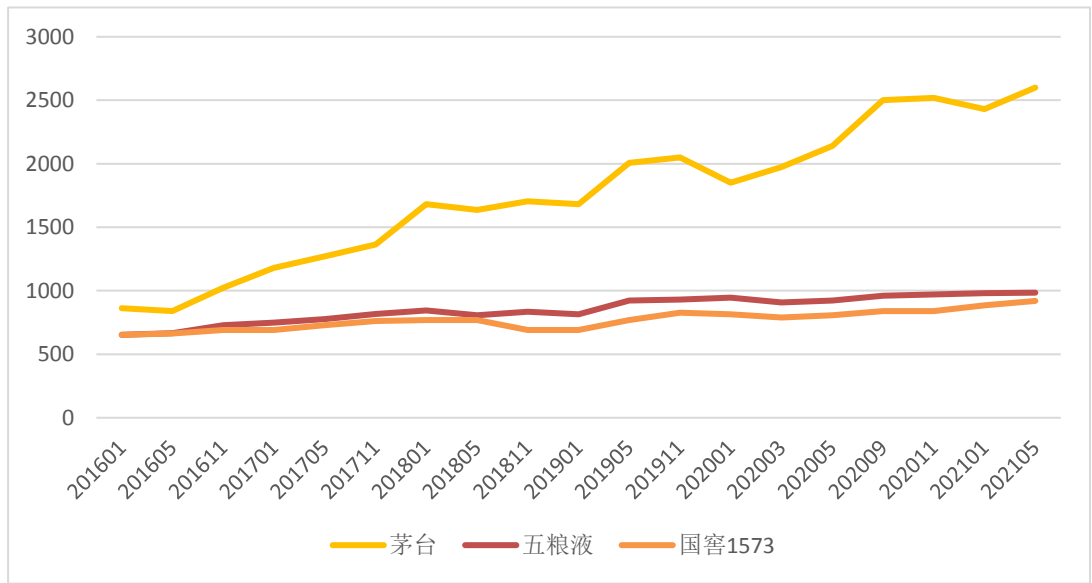
图 15：茅五泸历史批价横向对比（单位：元）



资料来源：今日酒价，天风证券研究所

图 16：茅五泸历史批价横向对比（单位：元）





资料来源：今日酒价，天风证券研究所

**600-800 元价位带教育消费者心智竞争刚刚开始，300-500 元价位带放量增长竞争激烈。** 600-800 元价位带目前还属于空白价位带，这个市场当前主要以教育消费者和抢份额为主，M6+、V3、口子窖 30 年都在抢占这个市场份额，尚未出现大单品。次高端白酒市场 300-500 元价位带将持续扩容。伴随白酒消费价格带整体上移，而百元价格带整体增速下滑，进入存量竞争，未来 300 元以上次高端正逐步升级为白酒消费的主流价位，次高端白酒市场 300-500 元价格带将受益于中高端升级而持续扩容，水井坊、剑南春、舍得、洋河梦之蓝、汾酒青花等品牌在次高端板块竞争愈发激烈。但 300-500 元的价格带不断放量，消费直接升级，而在此价位带前期做铺垫的企业直接享受量价齐升的红利。企业端也在不断控量挺价及拉升产品结构。

表 1：次高端市场各酒企情况

价位带	香型	公司	次高端大单品
600-800 元	浓香型	洋河	梦 6+
		今世缘	国缘 V3
		口子窖	口子窖 30 年
	清香型	汾酒	青花 30
300-500 元		剑南春	水晶剑
		泸州老窖	窖龄 (90 年)
			特曲 (60 版)
	浓香型	洋河	天之蓝
		舍得酒业	梦 3
			智慧舍得
		今世缘	品位舍得
			国缘四开
		水井坊	国缘 K3
	臻酿八号		
	典藏		
	井台		
	古井贡酒	口子窖 20 年	
古 16			
酱香型	茅台	赖茅 (传承蓝)	
		汉酱 (普通/铂金蓝)	
	郎酒	红花郎 (10/15)	
	习酒	窖藏 1998	
清香型	山西汾酒	青花 20	
馥郁香型	酒鬼酒	酒鬼红坛/紫坛	

资料来源： 今日酒价，天风证券研究所

表 2：主要次高端白酒提价情况

品牌	提价情况
----	------

洋河股份	2017年1月M3/M6分别提价10/20元/瓶；2017年12月，M3,M6出厂价分别上涨5/10元/瓶；2018年2月，M3/M6分别上调20/40元/瓶；2018年7月，M3/M6分别上调5/5元/瓶；2018年10月，M3/M6提价30/50元/瓶；2019年5月，梦之蓝供货指导价上涨；2019年9月，M3终端供价上涨20元/瓶，终端建议成交价分别不低于420元/瓶（低度）、500元/瓶（高度）
古井贡酒	2018年，古8上涨80元/箱，零售价1000元/箱，古16上涨240元/箱，零售价2160元/箱；2019年，古8终端零售价不得低于240元/瓶。2020年，古8终端成交价230元/瓶，古16终端成交价370元/瓶，古20上调20元/瓶。
剑南春	2020年1月，水晶剑提价20元/瓶；2020年3月，水晶剑出厂价提价25元/瓶；2020年4月，水晶剑的建议零售价调整为489元/瓶；2021年3月，水晶剑提价30元/瓶
今世缘	2017年11月，国缘四开终端价上调20元/瓶；2018年10月，四开国缘上调20元/瓶，国缘K3上调20元/瓶；2019年6月，四开国缘上调30元/瓶；2020年2月，四开国缘上调20元/瓶，国缘K3上调20元/瓶；2020年7月，四开国缘上调15元/瓶
舍得	2017年1月，全渠道提价20元；2018年1月，品味舍得酒的出厂价上调20元/瓶；2018年3月，舍得酒业宣布“变相”提价，在全国范围内，对品味舍得的渠道配赠政策由原来的买5赠1调整为买6赠1；2020年1月，52%vol 500ml×6智慧舍得、42%vol 500ml×6智慧舍得 38%vol 500ml×6智慧舍得以原供货价格基础上，上调52元/盒；2020年12月，舍之道系列产品终端门店供货价，在全国范围内统一上调10元/瓶。
水井坊	2016年11月，臻酿八号零售价调整为320元，井台系列零售价调整为460元；2017年7月，井台和臻酿八号分别上调10元/瓶以及10元/瓶，2017年12月，井台系列上调30元，臻酿八号上调20元。2020年9月，臻酿八号38度和臻酿八号42度，建议零售价均上涨20元/瓶；2020年12月，臻酿八号”52度（500ml）提价20元/瓶。
酒鬼酒	2016年4月，红坛酒提价5%-10%；2017年12月，52度500ml红坛酒零售价调整为568元；2018年7月，红坛和紫坛提价22元/瓶，20元/瓶；2020年4月，酒鬼酒将对红坛酒鬼酒(高度柔和)战略价上调30元/瓶；2020年6月，52度500ml紫坛(柔和)战略价上调40元/瓶；；2020年9月，52度500mL黄坛酒鬼酒（2018版）战略价上调30元/瓶；

资料来源：天风证券研究所，新华财经，凤凰网酒业，新京报，新浪财经，酒市网，北京商报，东方财富网，每经网，中国财经，财富号，新华网

## 2.2. 中产阶级持续扩容，不断提升次高端和区域龙头的消费基础

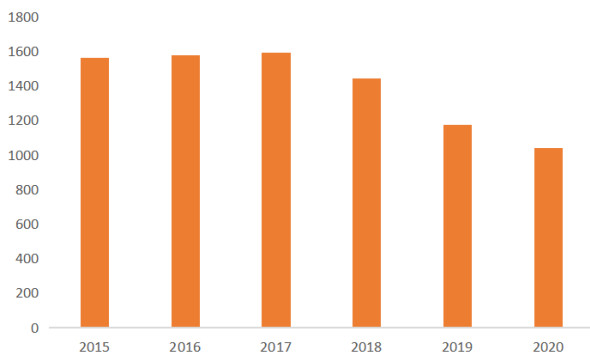
中产阶级扩容是长期确定向上的增长，疫情期间稍有受损，但恢复后增长弹力会更大，此部分人群是次高端消费的基石。近年来我国中产人群的数目不断增长，目前我国约有4亿多中产群体，占总人口约30%，相比于发达国家的60%-70%，还有一倍的增长空间，而总量为2.8亿农民工，每年新增的大量高校应届毕业生，都是潜在的中等收入群体。随着我国经济社会发展，收入分配结构的优化，将会有越来越多低收入群体变成中等收入群体。而中等收入群体的扩大直接利好次高端白酒的消费，是次高端白酒长期增长的基石。**疫情过后中产阶级复苏态势明显**。受到疫情影响，相较于疫情前有5.04亿人，中产人群数目减少了约1000万。不过，随着国内疫情逐步得到控制，中国经济依然保持稳中向好的发展趋势，消费增长势头依然稳健。因此，我们认为，尽管疫情带来了中产人数的短暂萎缩，长期来看，中产阶级呈现扩容趋势，他们将成为次高端白酒消费的主力军。许多受到疫情影响的消费场景正在复苏，春节期间，许多次高端白酒企业动销良好，更多餐饮宴席场景在持续的恢复。随着疫苗普及率提升，消费潜力将进一步释放。而恢复后的弹性空间也会更大。

图 17：白酒消费层次解结构变化



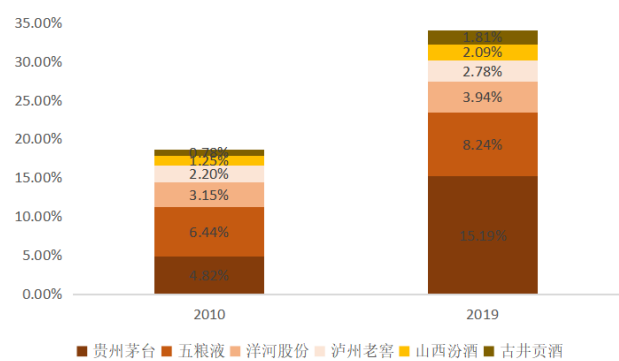
**行业加速分化，品牌企业及区域龙头企业不断受益。**在存量竞争市场下，拥有较强品牌和渠道竞争优势的名酒企业更能把握住机会，在行业深度调整、挤压式竞争阶段迅速企稳，提升市场份额，全国名酒与产区名酒势能持续增强，行业集中度进一步提高。在消费升级和品质升级的趋势下，我们认为，随着消费不断升级，区域龙头名酒有望充分发挥地缘优势，在次高端赛道的竞争中大放异彩。

图 18: 2015-2020 规模以上白酒企业数量变化 (单位: 家)



资料来源: 中商情报网、天风证券研究所

图 19: 2010 与 2019 中国白酒市场份额变化



资料来源: 中商情报网、天风证券研究所

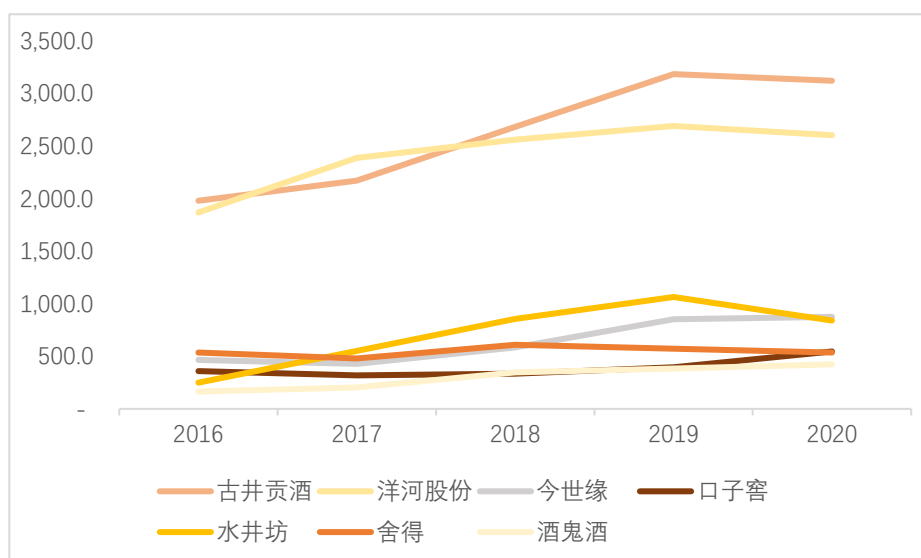
### 2.3. 没有竞合只有竞争，窗口期的争夺战从经销商到投资者

**存量市场叠加新竞争者涌入窗口期竞争更为激烈。**经历过 2017 年次高端的发展红利期，2018 年-2020 年，次高端白酒竞争有所加剧，新兴酱香酒和地产酒不断布局次高端，进入 2021 年，随着老牌巨头和新入局的玩家不断加码，**次高端战争进入白热化阶段**。目前次高端行业逐渐形成了全国性品牌和地产酒区域化品牌两大阵营。全国性次高端品牌主要包括洋河、汾酒、水井坊、舍得、酒鬼酒及以茅台系列酒、郎酒、习酒、国台等为代表的酱香酒企。地产酒次高端品牌主要是地产酒旗下重点推出的升级款产品，主要品牌为古井贡酒、今世缘、口子窖。近年来白酒的产量和销量都呈现小幅下滑，行业处于总量很难有大幅增长、但存在挤压式增长的阶段，这也意味着消费总量相对固定的情况下，无论是中高端白酒，还是腰部价格带产品未来增量，只能通过行业集中度的进一步提升来实现，而这种挤压式竞争的效果已经影响到了头部公司，大家都在使劲全力做市场。

**次高端酒企渠道和营销是重点，渠道关键点是渠道利润和渠道模式，营销重点是品牌投放及终端培育。**高端白酒核心竞争是品牌力，次高端酒企更重要的竞争是渠道力，次高端的渠道主要有流通端的烟酒店、酒店、宴席、超市、团购等，不同渠道有不同的经销商资源及产品，**渠道主要看重的是单瓶利润**，而规律是新品利润大，如果渠道越铺越广，利润空间会逐渐压缩，所以酒企会不断出新，同时对产品控量挺价来加大利润空间，抢夺经销商资源。**未来的趋势是渠道也在集中化**，烟酒店的连锁化集中等等，核心门店厂家可以通过排他来防止其他竞争对手的进入，渠道挤压战愈演愈烈。同时目前消费升级阶段也进入到

了流量个性化消费时机，白酒会从做渠道转为直接做终端，直接做终端消费者的培育，通过品鉴会、酒友荟等来加强终端消费者的粘性和认知，广告投放和终端推广方面的费用都不断增加。

图 20：2016-2020 主要次高端酒企销售费用变化（单位：百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 3：部分领域酒企竞争状况

类别	企业	措施
剑南春	剑南春	剑南春一直以来深耕宴席市场，通过给政策、做促销的形式，吸引消费者掌控终端。以剑南春在宴席市场的主力产品之一“银剑南 A9”为例，银剑南 A9 通过借助一物一码技术，给每一瓶银剑南 A9 都赋上一个独一无二的营销码，推出了“扫盖内二维码、微信领红包”的扫码营销活动，利用三重福利来激发终端消费者的购买欲望。
五粮液	五粮液	开展了“五粮中国宴·和美万家欢”宴席活动，从 4 月 10 日到年底，凡是参与线上抽奖、线上宴席预订的消费者，均有机会收获定制酒、华为电子大礼包等宴席三重大礼。
宴席市场	古井贡酒	在合肥市区针对宴席市场推出“家家有喜事，古井送好礼”：一是买赠，使用古 5 办宴席 3 桌（含）及以上送冬被一套；古 8、古 16、古 20、古 26 办宴席 3-19 桌送大坛酒一坛，20 桌及以上送收藏大酒一坛。二是古 16 开盖领现金红包。活动日期为 2020 年 4 月 1 日至 6 月 30 日。
	迎驾贡酒	根据各地市场的不同情况，迎驾贡酒制定了相对应的策略，以安徽市场为例：4 月 1 日至 12 月 31 日，迎驾金星：满 5-14 桌且购酒达 12 瓶，经销商赠送本品 1 瓶；购酒达 24 瓶，经销商赠送本品 2 瓶。满 15 桌及以上且购酒达 36 瓶，经销商赠送本品 3 瓶；购酒达 48 瓶，经销商赠送本品 4 瓶。
	今世缘	今世缘则针对全国各地推迟婚期驰援湖北抗击疫情的医务工作者，2020 年结婚的喜酒免费提供，除了提供 42 度“今世缘典藏 20”外，还特制 1 瓶 2.5L 今世缘美满姻缘酒作为新婚贺礼，与此同时，今世缘还为他们举办 2020 今世缘全国集体婚礼。
全国性名酒和区域性名酒竞争	五粮液	从 2019 年年底到 2020 年上半年，五粮浓香系列酒公司产品渠道不断下沉，与城乡消费互动更加精准，给区域地产品牌增添了不小的压力。川渝、河南、山东、江苏大区作为五粮浓香系列酒公司的核心市场，随着新品五粮醇、尖庄的农村路线逐步落地。
	山西汾酒	山西汾酒线上线下并举，不断强化终端渠道建设和团购，全国市场可控终端网点数量突破 80 万家。在省内市场加速渠道下沉，在省外市场不断优化市场资源配置，加大市场开拓力度，细化费用管控；在省外市场按照“1357”市场布局策略，通过选取 10 个销售额突破 5000 万元的地级市，设立直属管理区，建立“31 个省区+10 个直属管理区”的区域营销组织架构。

资料来源：北京商报、界面新闻，中国网，天风证券研究所

表 4：部分次高端酒企历史文化底蕴和近年营销事件

企业	历史文化底蕴	近年营销事件
山西汾酒	清香型白酒的鼻祖，南北朝时期就以“清”为特色成为御酒 晚唐诗人杜牧有诗云“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村” 1915 年巴拿马万国博览会获甲等金质奖章	2016-2020 连续 5 年举办汾酒封藏大典，助力汾酒全面复兴 2018 年 4 月，“行走的汾酒”从杏花村遗址出发，走遍神州大地，在短时间内便形成遍地开花的效果 2018 年以来，汾酒借力国家“一带一路”战略东风，连续赴美国、欧洲等地开展“汾酒全球品质行”活动 2020 年 5 月，开启“电商+直播”营销模式，将直播成为了常态化的工作，策划了“云游汾酒博物馆”活动
	新中国成立后，五次全国评酒会上蝉联 5 次国家名酒	
水井坊	起源于 600 多年的水井街酒坊，被誉为“中国白酒第一坊” 坐拥“水井街酒坊遗址”和“水井坊酿酒技艺”国家级“双遗产”传承	独家冠名《国家宝藏》第一季和第三季，获得央视大 IP 的广泛传播力，巩固品牌在消费者心智和行业中的高端定位 2021 年，搭建水井坊专属的高端消费者圈层营销平台——“水井坊·狮王会”来维护意见领袖和团购消费者
舍得酒业	前身为沱牌曲酒，获全国第五届评酒会金质奖章，传承的“沱牌曲酒传统酿制技艺”是国家级非物质文化遗产	开设“舍得智慧大讲堂”，打造中国首部大型酒文化诗乐舞剧《大国芬芳》，推出艺术联名产品：大笑沱牌、大笑舍得、迷园舍得
酒鬼酒	馥郁香型酒鬼酒“酿制技艺”列为湖南省非物质文化遗产名录 酒鬼酒曾荣获“中国十大文化名酒”，被誉为“文化酒鬼酒，和谐馥郁香”	2020 年 8 月，和国家地理达成跨界合作，涵盖了湖湘文化传播、产品联名及推广、落地采风及科学考察 2021 年，独家冠名《万里走单骑》，助力守护世界遗产，让国人重新认识隐藏的文脉和宝藏

资料来源：酒说，酒业家，新华网，新浪财经，天风证券研究所

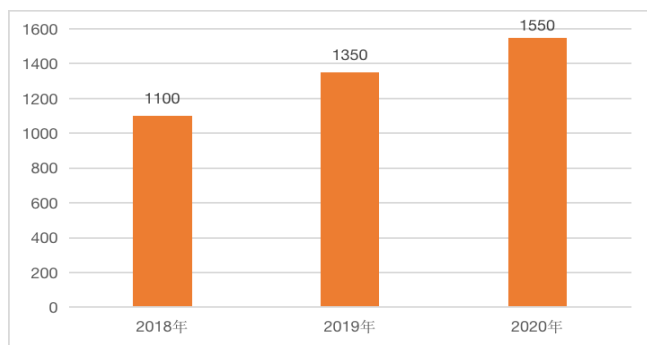
### 3. 景气之下会有隐忧，终局之前需思考挣什么钱

#### 3.1. 泡沫都是相对而言，自己的节奏最重要

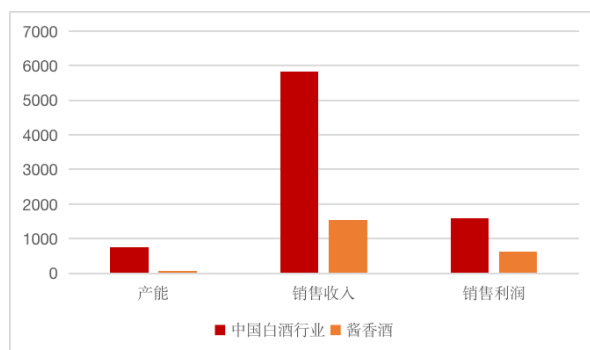
茅台口味引领下加之渠道利润丰厚，酱酒迎来快速增长。根据权图酱酒工作室数据统计，2018-2020 年，酱酒收入年复合增速达 18.71%，远高于白酒行业整体的复合增速。2020 年 1-12 月，中国酱香酒产业实现产能约 60 万千升，同比增长约 9%，约占中国白酒行业产能 740 万千升的 8%；实现行业销售收入约 1550 亿元，同比增长 14%，约占中国白酒行业销售 5836 亿元的 26%；实现行业销售利润约 630 亿元，同比增长约 14.5%，约占中国白酒行业利润 1585 亿元的 39.7%，酱酒整体呈现低产能、高收入、高盈利的特点。而此热潮一方面是由茅台的品牌地位带动的口味影响，另一方面，酱酒相比浓香，新生代产品，渠道利润尚不透明，利润空间极大。近几年的酱香热使酱酒企业数量从十年前的 300 多家迅速增至 1000 多家，目前逐渐形成了一超多强的竞争格局。根据体量规模，酱酒企业可以划分四大阵营：茅台占领第一梯队，作为酱香龙头，稳占高端市场。第二梯队为郎酒、习酒，旗下均有数十亿级别的大单品。第三梯队，国台、金沙、钓鱼台、珍酒规模在 10-50 亿，是收益于近几年酱香热呈现较大增长的品牌。第四梯队是体量规模 10 亿以下的中小型酱香企业，包括广西丹泉、山东云门、湖南武陵等。

图 21：酱酒行业销售收入变动情况（单位：亿元）

图 22：酱酒行业产能、销售收入以及销售利润占比（产能：万千升；销售收入、销售利润：亿元）



资料来源：酒业家，天风证券研究所



资料来源：酒业家，天风证券研究所

图 23：酱酒行业“倒三角形”价格带



资料来源：酒业家，天风证券研究所

图 24：酱酒行业竞争格局

格局层次	规模 (亿元)	企业	核心产品
第一梯队	>900	茅台	飞天茅台、汉酱、赖茅、王子、迎宾
第二梯队	70-120	习酒 郎酒 国台	窖藏 1988、君品习酒、金钻习酒 红花郎、青花郎 国台酒、龙酒、十五年
第三梯队	10-50	金沙 钓鱼台 珍酒 丹泉	摘要酒 国宾酒、贵宾酒 珍十五 洞藏丹泉
第四梯队	<10	酣客 肆拾玖坊 武陵	标准版、中国红 宗师、侠客 飘香

资料来源：酒业家，天风证券研究所

目前热潮主要还是渠道热，还未传导至消费者端，产品质量及渠道的粗放都是隐忧。酱酒渠道利润厚，渠道推力强，依靠团购渠道发展，再加之厂家不断提出厂价，渠道囤货意愿也加强，反映到我们看到的生产端便是高速增长，但目前的热潮还未真正传递到消费者端，消费者还属于教育和接受的过程。酱酒的渠道目前普遍偏粗放式发展，全国渠道统一布局。而另一方面，产能端，赤水河谷海拔 300 至 600 米，具有独特的水质、土壤、气候、空气和微生物条件，是酿制优质酱香基酒的绝佳天然环境。我国 85%左右的酱酒产能来自赤水河流域，上至金沙中至茅台镇下至二郎镇。但也正是赤水河流域独一无二的生态环境，该区域优质酱酒所需的微生物环境也是无法复制的。在酱酒热潮的影响下，近年来赤水河流域有诸多企业选择扩产，流域的承载能力即将到达天花板。据专家分析，由于建厂土地等自然资源非常有限，赤水河流域的酱酒产量将长期局限在 20 万吨/年，酱酒继续扩产的难度较大。而趁着热潮期，产品品质没有保障的企业最终会被淘汰，同时渠道和企业内部治理跟不上快速发展步伐的也会被淘汰。

图 25：赤水河流域酱酒企业分布



资料来源：酒业家，天风证券研究所

酱酒热或后续走势都不应影响浓香本身的节奏，浓香龙头酒企时间玫瑰打磨下的竞争力可持续。从疫情前后白酒市场的景气度以及各酒企所披露的财报来看，次高端酒以及区域名酒上市公司未来业绩增长具备较高的弹性，酱酒崛起对浓香等次高端的影响有限。在次高端价格带，酱酒的单品数量和分布密度相对较低，浓香等名酒产品布局密集，价格带连续，品牌塑造与渠道运作积累深厚，仍是承接白酒消费升级的首要对象。“走自己的路，做好自己的事，打好自己的品牌”是各香型酒企发展的基础。各类酒企应当秉持相对稳健的发展策略，准确把握自身品牌定位，稳步推进品牌升级，酱酒热在短时间内不会消失，但唯有立足自身，方是发展之道。

### 3.2. 从预期到规划，从铺货到确认，需要自下而上见微知著

未来五年是酒企激烈抢夺的窗口期，各大酒企都提出了五年翻番或翻两番的目标，愿景美好。这也意味着大家意识到了竞争的白热化，得不断奔跑抢占市场，对于次高端酒企来说，基础是做好本身市场，保证基地市场的扎实；然后再拓其他市场，而在基地市场和其他市场都会面临其他品牌的竞争，怎么能更好的笼络经销商资源、占领消费者心智便变得极为重要。而消费升级是底层支撑，渠道利润又是核心，所以酒企会不断提价及产品结构升级来维持价的增长，同时不断下沉及扩张带来量的增长，挤压别人份额。

表 5：相关公司 2021 年业绩指引

公司	2021 年业绩指引
山西汾酒	力争实现营业收入较上年度增长 30%左右
水井坊	力争实现主营业务收入增长 43%左右，净利润增长 35%左右
洋河股份	力争实现营业收入同比增长 10%以上
今世缘	营收目标 59 亿元，争取 66 亿元；净利润目标 18 亿元，争取 19 亿元。
古井贡酒	计划实现营业收入 120 亿元，较上年增长 16.59%；计划实现利润总额 28.47 亿元，较上年增长 15.08%

资料来源：酒业家，微酒，今世缘酒业，天风证券研究所

目标高远，现实骨感，股价及业绩的最终支撑还是得持续不断的产品动销良性扩张。口号的最终落地还是得反映到业绩端，2021Q1 大部分次高端酒企实现较快增长，其中酒鬼酒和舍得酒业增长迅速，同比 2020Q1 增速超过 150%；利润端，大部分酒企 2021Q1 归母净利润较 2019Q1 以及 2020Q1 增速超过 50%。就 2021Q1 来看，次高端酒企弹性极大，大部分酒企已恢复到 2019 年同期以上水平，有些甚至大幅超预期，究其原因，还是疫情影响变弱终端需求的恢复回暖超预期，带动次高端价格带的整体量价齐升，2020 年前期工作做到位的企业便直接享受恢复红利。拉长未来来看，2021 全年走势，我们认为会呈前高后低态势，随后续宏观经济形势向好，宴席市场恢复，次高端仍具消费支撑。而再往后的业绩得看公司渠道产品落地执行能力，而近年公司要做的产品动作及渠道配合便成为观察后续业绩的先行指标。

表 6：次高端白酒公司 2020 年和 2021 年一季度业绩

公司	营收 (亿元)		YOY (%)			归母净利润 (亿元)		YOY (%)		
	2020	2021Q1	同比 2019	同比 20Q1	同比 19Q1	2020	2021Q1	同比 2019	同比 20Q1	同比 19Q1
山西汾酒	139.90	73.32	17.76%	77.10%	80.68%	30.79	21.82	58.79%	78.12%	148.80%
水井坊	30.06	12.40	-15.06%	70.10%	33.33%	7.31	4.19	-11.59%	119.37%	91.32%
酒鬼酒	18.26	9.08	20.7%	190.10%	162.43%	4.92	2.68	64.55%	179.17%	267.12%



舍得酒业	27.04	10.28	2.04%	154.46%	47.49%	5.81	3.02	14.37%	1018.52%	199.01%
洋河股份	211.01	105.20	-8.76%	13.51%	-3.40%	74.82	38.63	1.34%	-3.47%	-3.93%
今世缘	51.22	23.97	5.09%	35.35%	22.61%	15.67	8.05	7.46%	38.78%	25.59%
古井贡酒	102.92	41.30	-1.20%	25.88%	12.56%	18.55	8.14	-11.58%	27.90%	3.96%
口子窖	40.11	11.73	-14.15%	50.97%	-13.88%	12.76	4.20	-25.81%	72.84%	-22.94%

资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.3. 台子搭好，人人都需一声吼

竞争激烈背景下，次高端酒企有着深厚的积累，仍持续不断在产品、渠道、营销及品牌上不断发力。产品端，近年来，越来越多的消费者开始重视品质、追求格调，喝好酒的意识有所增强，企业应推动产品结构升级，并且，随着次高端价格带的扩容和市场容量的增长，酒企可通过培育各价位带的核心大单品培养专属于自己的消费群体。渠道端，次高端的价位决定了其消费场景主要集中于商务宴请，公司应聚焦人脉、团购资源来进行核心店捆绑销售，同时维持好厂商关系，应用深度分销，渠道下沉，带动产品销售。营销端，拥有完善的营销体系对于公司产品的市场开拓和扩张而言是必不可少的，公司应积极把握品牌效应，精确产品定位，结合区域市场特性来决定营销战略的选取；通过整合自身资源和扩展企业营销模式，助力企业高速发展。品牌端，品牌是支撑次高端价位带的加分项，白酒作为社交和文化的载体，价格成为消费者认知、选择产品的鉴别因素，而品牌就是价格的主要支撑，品牌力决定了产品价格带的宽度和高度，以及消费者的忠实度，往往拥有深厚的历史、文化为底蕴企业会获得更广泛的认可，享受品牌带来的价格红利。显然，各酒企相继想要抓住机遇，积极推动四个方面的工作，推进改革，不断扩展盈利点，期望业绩实现新突破，公司迈向新阶段。

上市公司本身已在产品、渠道、营销和品牌四方面均有较深的积淀以及实力。在新的发展机遇下，各家企业结合自身情况，纷纷推出新举措，努力推动四大助力迈向新阶段，加快公司发展。

表 7：次高端酒企部分举措

企业	战略措施
洋河	在产品方面，洋河将全面推动双名酒战略，盘活存量；集聚双沟市场潜能，扩大增量。以洋河带动双沟打造新的增长极，以双沟促进洋河新的增长点，实现两架马车一起跑； 在渠道方面，公司更注重厂商关系，强调发挥经销商的主动性和积极性，让利给经销商和终端客户，将渠道扁平化，为洋河添加新引擎和动力； 在品牌方面，公司作为苏酒的代表之一，坚持传承与创新，以厚重底蕴通达四海，在匠心锤炼下，讲述名酒的发展之道。
今世缘	公司突出以差异化、高端化、全国化的“三化战略”，重点打好国缘 V 系列攻坚战、K 系列提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战“四大”战役，以求更好的业绩； 公司将按照“市场引领工厂，工厂保障市场”的思路，深化营销与管理改革，坚持和完善公司治理，做美做靓工厂； 在品牌方面，公司以“发展高质量，酒缘新跨越”为主题，以改革创新为根本动力，大力弘扬“追求卓越，缘结天下”的企业精神，践行“酿美酒，结善缘”的企业使命，争取到 2025 年努力实现营收过百亿。
古井贡酒	在生产管理方面，公司将推进技术质量与酿酒生产深度融合，持续优化酿酒生产工艺。深入开展质量管理专项检查，加强生产过程及市场反馈问题处理力度，有效实施闭环管理，进一步提升产品质量； 在市场营销方面加快“全国化、次高端”的推进速度，打造规模省区、规模市场、规模客户、规模单品、规模网点。品牌建设重点聚焦央视、省级卫视、高铁、新媒体以及事件活动。国际市场开拓上，积极参与重大国际事项，增加产品曝光和品牌推介。
酒鬼酒	公司着力打造全省优质白酒产业集群和湘西中国馥郁香型白酒之都，确立湘西第一产区；致力于让酒鬼酒品牌屹立于中国白酒文化的制高点，将“内参酒”打造成中国四大高端白酒品牌之一； 在产能储能方面，酒鬼酒正推进传统工艺与现代技术有机结合，促进产量、质量、效率同步提升，实现酿酒机械化、蒸粮自动化、园区智慧化，保障白酒生产与产能；

酒鬼酒将努力做深市场，扩展全国化市场，并且做牛团队，重视与经销商之间的关系，并为此带来新机遇。

水井坊

在产品方面，公司不断优化次高端核心单品，积极布局高端产品线，为消费者提高更高价值感的产品体验，加快推进产品的辨识度和影响力，实现高质量发展；

在市场营销方面，继续深耕核心市场，促进核心市场加速成长；持续打造高效的业务团队，确保厂商共同发展；持续拓展团购渠道，升级产品组合；精细化运营消费场景，进一步整合数字化系统，多角拓宽数字化系统应用，稳步有序推进高端化建设；

在品牌建设方面，公司继续推进水井坊品牌内涵建设，不断寻求品牌差异化沟通突破点，丰富产品故事，通过核心客户及意见领袖触达消费者，提升产品价值感，建立品牌共鸣。

舍得

公司将大力开展老酒品牌塑造、价值传播、产品品鉴、产品升级等相关工作，让“舍得酒，每一瓶都是老酒”的产品价值定位深入人心。复兴“沱牌”品牌，快速唤醒“中国名酒”的品牌认知，收复沱牌大众白酒的市场规模；聚焦打造品味舍得、智慧舍得、藏品舍得等战略单品；

在市场营销方面，聚焦资源打造重点市场，要以成为当地市场第一品牌为目标；发展市场要聚焦培育样板客户、样板渠道、样板区县，逐步形成燎原之势；

在聚焦传统优势市场的同时，要加强新兴市场的运作，进一步加强电商渠道建设，提升C端用户运营能力，以数字化精准引流提升销量，形成线上线上的有效协同及相互赋能他。

金徽酒

在产品方面，公司将继续优化升级产品结构，高档酒继续保持着持续发力的状态，利用环境、工艺、科技、人才优势等打造极具性价比的白酒产品；

在市场营销方面，公司要巩固和提升甘肃大本营地位；西北市场“深度分销+大客户运营”，提高市场占有率；全国化市场以陇南春重点突破，集中资源培育核心消费者，打造样板市场；另外，全国化进程也在持续推进；

品牌层面，公司决定启用陇酒知名品牌“陇南春”，与现在的“金徽”一道实施双品牌运作，推动企业在次高端、高端市场的发展。

口子窖

口子窖是兼香型白酒的家之典范，产品美誉度高，公司坚持产品差异化，培养了一批忠诚的消费群体，预计未来公司将持续产品升级，并加大产能储备；

公司将继续推进渠道改革，依托中高端产品，发展团购商，对经销商实施动态管理等，逐步调整渠道，增强企业发展动力。

资料来源：酒说，酒业家，微酒，今世缘官网、口子窖公众号、天风证券研究所

## 4. 一年为期，哪些标的依次有表现

当前总体来看次高端基本面良好，成长有望提速，业绩和估值弹性较大，长期内看好次高端，次高端分化显现，未来次高端领域的集中度会逐步提升，需求会向名优酒企集中，而在这一进程中，酒企本身如何受益，主要体现在两个方面。一是产品创新和机制改革带来的营销和内部的优化，二是深耕基地市场，做好基本盘，等待扩张的时机。今年 2021Q1 在终端消费场景恢复的背景下，去年酒企挺价及升级作用直接反映在春季销售情况里，不仅偏高端产品表现亮眼，次高端品种也恢复迅速，我们认为短期次高端里弹性标的需重点关注。

### 4.1. 舍得酒业：老酒标签深入人心

复星赋能，老酒概念重新运营，各价位带产品走大单品策略，“沱牌+舍得”双品牌运营，公司治理尘埃落定的情况下，舍得将重新迎来高质量发展。复星强大的资源整合能力有助于舍得加快渠道拓展，与复星集团各业务板块形成协同优化。长期来看，舍得产品结构持续优化，产品品质优、产能足，公司拥有“舍得”和“沱牌”两大品牌支持，高端/次高端定位清晰，老酒成为舍得另一核心竞争力。在复星入主、不断提升渠道、整合资源的情况下，舍得迅速再出发，有望迎来再次腾飞，差异化突围可能性大。

### 4.2. 今世缘：稳扎稳打，持续向上

公司加快产品升级步伐，继续推进产品控量挺价。2021 年今世缘将全力打好 V 系列攻坚战，兼顾打好 K 系列提升战，重点发力次高端。具体来看，今世缘将以 V 系列作为增长点，固化 V 系价格体系，顺应消费升级卡位较高端价格带。长期来看，省内市场公司将采取价格带错位竞争方式，通过产品升级和价格带扩容竞合式发展。省外市场突破战仍在稳步进行，加强市场开拓力度，推进全国化布局，梯次开发省外市场，有利于公司迈向新阶段，

高质量谱写酒缘大业新篇章。

#### 4.3. 口子窖：改革号角，如沐春风

公司作为中国兼香型白酒的代表，口味的独特性、工艺的复杂性、品质的稀缺性等符合消费升级的需求，口子窖消费者忠诚度高，随着原酒产能和储能的加速扩容，公司陈年老酒的规模不断扩大，原酒窖藏时间更长，口子窖全线产品品质再次升级，成为“百亿口子”战略的重要支撑，我们认为口子窖公司产品渠道发力拐点显现，其优质的产品与产能将支撑其稳健增长。

#### 4.4. 洋河股份：持续环比改善，值得期待

公司作为苏酒的代表，坚持传承与创新，讲述名酒发展之道。在品牌方面，公司“洋河+双沟”双品牌战略立体覆盖，多轮驱动复合增长；产品方面，公司产品体系逐步调整到位，M6+表现亮眼，水晶M稳步发展，海天系列产品逐步升级，自上而下产品升级换代，业绩释放可期。渠道方面，公司加快新型厂商构建，推动实现控盘分利的渠道模式，渠道改革红利可期。长期来看，洋河具有品牌势能和消费者记忆，在基酒生产及产能储备能力的不断扩张下，兼之内部股权激励计划，预计未来将保持稳健增长。

#### 4.5. 酒鬼酒：高增持续，馥郁飘香

公司引领“馥郁新国际”，十四五目标提出“迈向百亿”，表明了公司突破发展的决心和动力。公司稳步推进“内参酒”提价扩容、“酒鬼酒”稳价增量、“湘泉酒”提价限量三大核心策略，重点培育内参酒核心单品，充分享受高端和次高端扩容的红利，业绩表现亮眼。同时，公司致力打造中国馥郁香型白酒特色产区，充分发挥品牌优势，提升产能，扩张市场，增长动能进一步加强。在稳价增量的背景下，未来成长空间值得期待。

表 8：重点公司盈利预测与估值

公司名称	收入增长率			利润增长率			PE		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
舍得酒业	45.27%	30.40%	25.31%	40.10%	30.03%	45.21%	60.03	46.16	31.79
今世缘	26.70%	23.50%	22.30%	21.50%	22.62%	23.38%	35.87	29.26	23.71
口子窖	29.36%	14.97%	14.96%	50.09%	15.93%	17.02%	19.44	16.77	14.33
洋河股份	13.05%	15.38%	17.49%	10.43%	17.06%	20.38%	34.91	29.82	24.77
酒鬼酒	48.00%	30.00%	25.00%	50.00%	40.00%	30.00%	85.57	61.12	47.02

资料来源：天风证券研究所

## 5. 风险提示

**产品销售不及预期：**受疫情影响，白酒消费场景受到限制，终端销售或许达不到预期。

**行业竞争加剧：**随着次高端全国化的开展，以及大众酒集中度的持续提升，竞争或许加剧，企业高端化进程受阻。

**政策风险：**白酒行业受食品安全政策影响较大。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com