

推荐 (维持)

持续看好高端白酒，把握边际改善投资机会

风险评级：中风险

白酒行业 2021 年下半年投资策略

2021 年 06 月 21 日

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

投资要点：

■ **2021年上半年白酒行业市场走势：**2021年1-6月份（截至2021年6月15日），SW白酒板块涨8.08%，跑赢同期沪深300指数约7.44个百分点，涨幅在细分板块中位居第三。随着疫情好转，消费需求回升，次高端白酒在去年低基数的基础上实现强势反弹。2021年1-6月份（截至2021年6月15日），次高端白酒共涨18.23%，领涨白酒板块。高端白酒延续高确定性，中端白酒与大众白酒复苏相对有限。SW白酒行业整体估值约57.40倍，相对沪深300 PE为4.04倍。估值在2月创近几年新高后有所回落，但目前仍处于历史高位。2021年作为十四五的开局之年，随着经济好转、需求复苏，白酒行业有望维持良好发展态势，行业估值中枢或有所提升。

■ **中高端白酒市场稳健发展，未来仍具有较大的提升空间。**近几年，我国中高端白酒市场发展态势良好，营收占比持续增加。但与发达国家相比仍存在一定差距，未来具有较大发展潜力。在经历行业调整期后，白酒消费结构从以政务消费为主转向以大众消费为主。在消费结构转变的同时，居民收入水平不断提高，中产阶级队伍不断壮大。在消费水平提高与消费结构升级的市场环境下，我国中高端白酒市场存在确定性发展机遇，市场份额有望进一步向龙头企业靠拢。

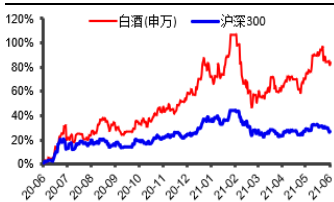
■ **鉴国际烈酒巨头，探我国白酒行业发展之道。**帝亚吉欧是全球最大的洋酒企业。目前，公司旗下拥有蒸馏酒、葡萄酒和啤酒等各种酒类品牌，共占据全球30%以上的洋酒份额。在2020年全球最具价值的酒业集团榜单中，帝亚吉欧品牌价值为229.15亿美元，排名全球第三。在发展的过程中，公司致力于品牌的收购，通过品牌收购实现规模迅速扩张。此外，公司拥有多层次的产品矩阵，推行全球化的发展战略，逐步占据全球市场份额。目前公司步入成熟发展阶段，业绩平稳缓增，估值中枢有望上移。

■ **行业投资策略：**展望2021年下半年，价格与动销仍然是白酒行业的主线。在需求整体回暖、经销商打款积极性提高的背景下，预计下半年行业景气度有望维持稳中向好态势。中秋、国庆等节日或进一步推动行业发展。于投资而言，（1）高端白酒格局稳定且确定性强，强者恒强趋势不变，是投资的首选。在飞天批价持续上行的情况下，普五批价近期站上千元价格带，国窖1573批价亦有望迎来上行。可持续重点关注五粮液批价走势。标的方面，建议关注贵州茅台、五粮液与泸州老窖。（2）次高端白酒受去年低基数影响，上半年发展强势。在高端白酒批价上行的背景下，次高端白酒打开价格带，价

细分行业评级

白酒 推荐

白酒（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

格区间从300-600元拓宽至300-800元，行业持续扩容。考虑到2020下半年行业开始回暖，预计2021下半年增速较上半年有所放缓。但随着经销商打款积极性提高、需求步入正轨，叠加各酒企自身优化产品结构与布局渠道发展，我们认为下半年次高端白酒仍具有成长空间。标的方面，可重点关注洋河股份、山西汾酒，以及边际得到改善的舍得酒业等企业。（3）中端白酒与大众白酒整体而言复苏相对有限，板块内部各酒企表现不一。中端白酒中部分酒企积极省外开拓，泛周边化扩张取得一定的效果。大众白酒板块中能力不足的小企业或加速出清，板块内部的头部企业有望提高市场份额。标的方面，建议关注成长性较好的今世缘、顺鑫农业等公司。

- **风险提示：**宏观经济下行风险，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险等。

目 录

1. 2021 年上半年白酒行业市场走势	5
1.1 1-6 月 SW 白酒行业涨幅居前，次高端白酒领涨	5
1.2 白酒估值	6
1.3 白酒持仓	8
2. 白酒行业概况	9
2.1 中高端白酒发展良好，未来仍具上升空间	9
2.2 消费结构转变+消费升级，白酒需求层级上移	10
2.3 白酒行业集中度有望提升	11
2.4 白酒行业 2021Q1 业绩概况	12
3. 鉴国际烈酒巨头，探我国白酒行业发展之道	14
3.1 发展路径：品牌收购，打造多层次品牌组合	14
3.2 核心策略：产品矩阵多元，全球战略化布局	15
3.3 业绩分析：步入平稳发展期	16
3.4 公司股价与估值	17
4. 2021 年下半年白酒行业投资展望	18
4.1 高端白酒：强者恒强，确定性高	18
4.2 次高端白酒：需求修复叠加品牌提价，下半年或仍具投资机会	19
4.3 中端白酒：景气度有望提升，可关注优质品牌	20
4.4 大众白酒：内部或加速整合，市场份额向头部企业集中	21
5. 重点公司分析	21
5.1 高端白酒	21
5.1.1 贵州茅台	21
5.1.2 五粮液	22
5.1.3 泸州老窖	22
5.2 次高端白酒	23
5.2.1 洋河股份	23
5.2.2 山西汾酒	23
5.2.3 舍得酒业	24
5.3 中端白酒	24
5.3.1 今世缘	24
6. 投资策略	24
7. 风险提示	25

插图目录

图 1：2021 年 1-6 月申万一级行业涨跌幅（截至 2021 年 6 月 15 日）	5
图 2：2021 年 1-6 月白酒板块在细分板块中涨幅居前（截至 2021 年 6 月 15 日）	5
图 3：2021 年 1-6 月次高端白酒领涨白酒板块（截至 2021 年 6 月 15 日）	6
图 4：SW 白酒行业 PE（TTM，剔除负值，倍）	7
图 5：SW 白酒行业相对沪深 300 的 PE	7
图 6：白酒行业陆股通持仓市值居细分板块首位（截至 2021 年 6 月 15 日）	8
图 7：白酒行业基金持股比例（截至 2021Q1）	8

图 8: SW 白酒行业中端及以上营业总收入 (亿元)	9
图 9: SW 白酒行业中端及以上营收占比 (%)	9
图 10: 美国低中高端烈酒营收占比 (%)	10
图 11: 中美人均 GDP (美元)	10
图 12: 调整期后, 白酒消费以大众消费为主	10
图 13: 我国人均可支配收入逐年增加	11
图 14: 我国白酒市场集中度稳步上升	12
图 15: 2018 年不同国家酒类 CR5 对比	12
图 16: SW 白酒行业 Q1 营业总收入与增速	12
图 17: SW 白酒行业 Q1 归母净利润与增速	12
图 18: 国际品牌营收贡献高 (2021H1)	15
图 19: 烈酒为帝亚吉欧主要品类 (2021H1)	15
图 20: 帝亚吉欧各业务营收占比	15
图 21: 帝亚吉欧布局全球化战略 (2020 年年报)	16
图 22: 帝亚吉欧营业收入与增速	17
图 23: 帝亚吉欧股价走势 (截至 2021/6/15)	17
图 24: 帝亚吉欧 PE (TTM, 剔除负值, 倍)	18
图 25: 帝亚吉欧相对标普 500 指数 PE (TTM)	18
图 26: 茅五泸批价走势 (截至 2021/6/15)	19

表格目录

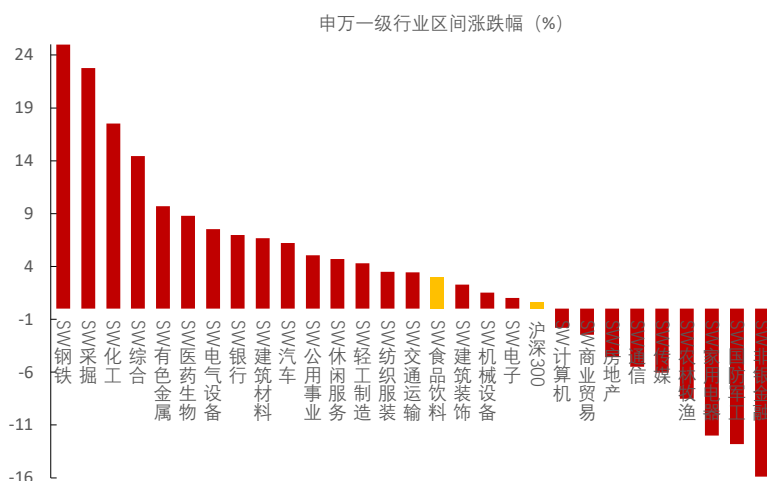
表 1: 2021 年 1-6 月白酒个股区间涨跌幅 (截至 2021 年 6 月 15 日)	6
表 2: 白酒个股估值 (截至 2021 年 6 月 15 日)	7
表 3: 白酒个股陆股通前十持仓市值 (截至 2021 年 6 月 15 日)	8
表 4: 我国 2015-2020 年中产阶级及以上群体崛起	11
表 5: 2021Q1 申万白酒行业上市公司业绩情况	13
表 6: 公司部分品牌收购情况	14
表 7: 公司品牌矩阵	14
表 8: 2020-2021Q1 高端白酒单季度营收增速	18
表 9: 2020-2021Q1 次高端白酒单季度营收增速	19
表 10: 今年以来次高端白酒提价情况	20
表 11: 2020-2021Q1 中端白酒单季度营收增速	20
表 12: 今年以来中端白酒提价情况	21
表 13: 2020-2021Q1 低端白酒单季度营收增速	21
表 14: 重点公司盈利预测及投资评级 (2021/6/17)	25

1. 2021 年上半年白酒行业市场走势

1.1 1-6 月 SW 白酒行业涨幅居前，次高端白酒领涨

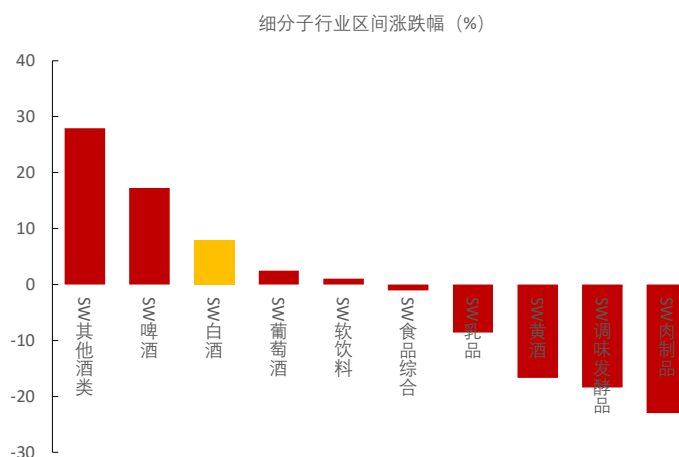
白酒行业在申万细分板块中涨幅居前。2021 年 1-6 月份（截至 2021 年 6 月 15 日），SW 食品饮料行业指数整体上涨 2.97%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第十六，跑赢同期沪深 300 指数约 2.33 个百分点。细分板块中，白酒板块涨 8.08%，跑赢同期沪深 300 指数约 7.44 个百分点，涨幅在细分板块中位居第三。

图 1：2021 年 1-6 月申万一级行业涨跌幅（截至 2021 年 6 月 15 日）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：2021 年 1-6 月白酒板块在细分板块中涨幅居前（截至 2021 年 6 月 15 日）

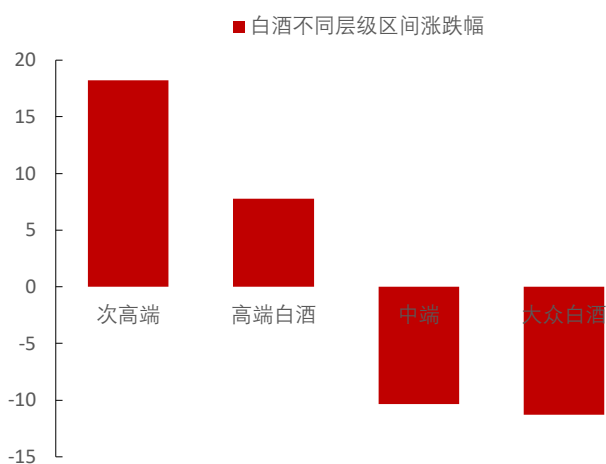


数据来源：Wind，东莞证券研究所

次高端白酒领涨白酒板块。随着疫情好转，消费需求回升，次高端白酒在去年低基数的基础上实现强势反弹。2021 年 1-6 月份（截至 2021 年 6 月 15 日），次高端白酒共涨 18.23%，领涨白酒板块。其中，舍得酒业摘帽后股价一路攀升，区间涨幅为 162.35%，居次高端白酒涨幅首位。高端白酒延续高确定性，涨幅为 7.76%。其中，

贵州茅台、五粮液与泸州老窖分为涨 9.76%、2.54%与 10.48%；中端白酒与大众白酒复苏进程较慢，分别跌 10.33%与跌 11.28%。

图 3：2021 年 1-6 月次高端白酒领涨白酒板块（截至 2021 年 6 月 15 日）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 1：2021 年 1-6 月白酒个股区间涨跌幅（截至 2021 年 6 月 15 日）

白酒层级	公司名称	区间涨跌幅 (%)
高端白酒	贵州茅台	9.76
	五粮液	2.54
	泸州老窖	10.48
次高端白酒	山西汾酒	29.50
	洋河股份	-13.56
	水井坊	51.93
	酒鬼酒	59.73
	舍得酒业	162.35
中端白酒	今世缘	-5.37
	古井贡酒	-13.71
	口子窖	-10.42
大众白酒	顺鑫农业	-38.10
	老白干酒	-14.24
	迎驾贡酒	16.78
	伊力特	9.34
	金徽酒	8.20
	金种子酒	-13.03
	皇台酒业	5.33

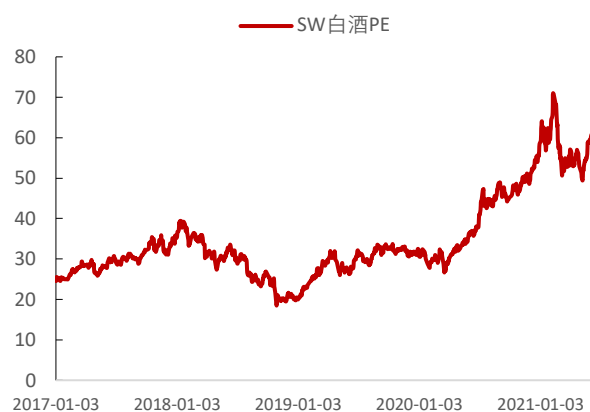
资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 白酒估值

白酒估值处于较高水平，估值中枢或稳步提升。截至 2021 年 6 月 15 日，SW 白酒行业整体 PE (TTM，整体法) 约 57.40 倍，相对沪深 300 PE (TTM，整体法) 4.04 倍。行业整体估值在 2 月创近几年新高后有所回落，但目前仍处于历史高位。从个股来看，

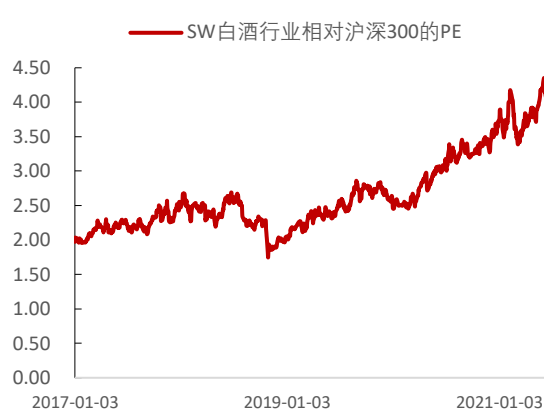
除皇台酒业外，白酒公司估值均高于近五年均值水平。我们认为目前白酒估值处于较高水平有几方面原因。首先，自疫情爆发后，市场中的部分资金流入确定性较强的白酒板块进行投资防御，SW 白酒行业估值从 2020 年初的 31.57 倍升至 2020 年末的 58.42 倍，估值中枢被显著拉高。其次，白酒行业在 2020 年下半年开始复苏回暖，一定程度上坚定了市场对行业的信心。此外，白酒赛道中的高端白酒具有强大的品牌性与稀缺性，确定性高，市场对白酒配置的意愿相对较强。2021 年作为十四五的开局之年，随着经济好转、需求复苏，白酒行业有望维持良好发展态势，行业估值中枢或有所提升。

图 4：SW 白酒行业 PE (TTM, 剔除负值, 倍)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 5：SW 白酒行业相对沪深 300 的 PE



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 2：白酒个股估值（截至 2021 年 6 月 15 日）

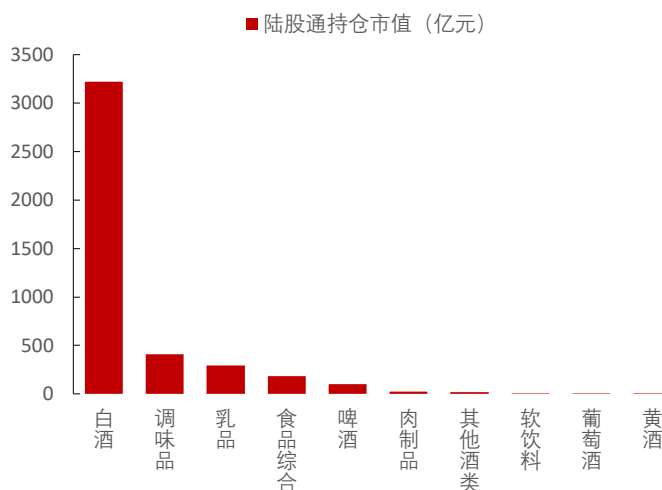
公司名称	PE	近五年 PE 均值
贵州茅台	57.93	35.17
五粮液	53.84	31.20
泸州老窖	56.61	33.55
山西汾酒	104.93	48.81
洋河股份	41.87	24.11
水井坊	64.19	50.75
酒鬼酒	122.43	58.59
舍得酒业	88.00	86.88
今世缘	38.01	27.50
古井贡酒	57.78	35.12
口子窖	25.49	24.57
顺鑫农业	75.65	42.92
老白干酒	79.51	61.03
迎驾贡酒	29.45	22.64
伊力特	31.20	23.79
金徽酒	56.85	34.18
金种子酒	236.40	132.07
皇台酒业	167.46	182.96

资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.3 白酒持仓

白酒行业陆股通持仓市值居细分板块首位。截至 2021 年 6 月 15 日，SW 白酒行业陆股通持仓市值为 3221.39 亿元，稳居细分板块首位。其中，白酒行业中陆股通持仓市值前三名的个股分别为贵州茅台、五粮液与山西汾酒，分别持仓 2095.17 亿元、673.24 亿元与 120.79 亿元。

图 6：白酒行业陆股通持仓市值居细分板块首位（截至 2021 年 6 月 15 日）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

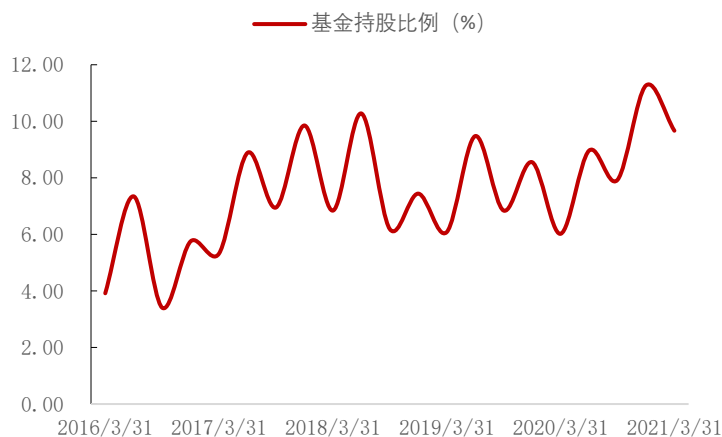
表 3：白酒个股陆股通前十持仓市值（截至 2021 年 6 月 15 日）

公司名称	陆股通持仓市值 (亿元)
贵州茅台	2095.17
五粮液	673.24
山西汾酒	120.79
洋河股份	92.75
泸州老窖	80.78
水井坊	48.30
酒鬼酒	36.35
今世缘	25.69
古井贡酒	13.69
口子窖	12.79

资料来源：Wind，东莞证券研究所

基金持仓比例有所回落，但仍处于较高位置。SW 白酒行业基金持仓比例从 2020Q1 的 6.02% 升至 2020Q4 的 11.27%，持仓比例达近五年高点。进入 2021Q1，白酒行业基金持仓比例下降至 9.67%，但仍处于近五年较高水平。

图 7：白酒行业基金持股比例（截至 2021Q1）



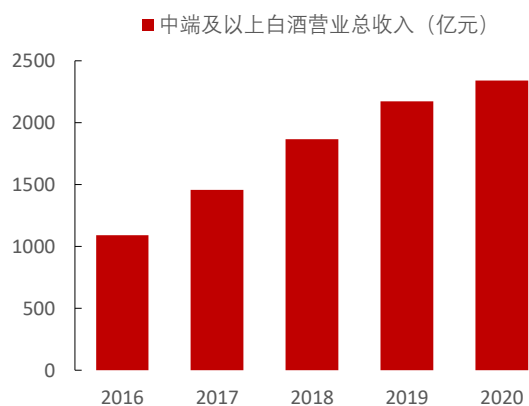
数据来源: Wind, 东莞证券研究所

2. 白酒行业概况

2.1 中高端白酒发展良好, 未来仍具上升空间

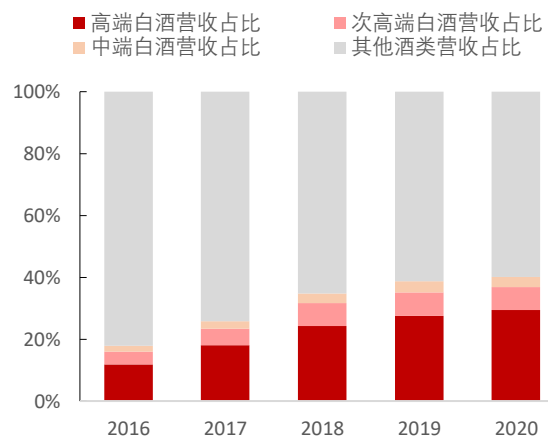
我国中高端白酒市场持续向好, 营收占比稳中有升。白酒行业在经历深度调整期后, 部分经营较差的小企业被市场淘汰, 行业加速出清。中高端白酒竞争优势逐步显现, 表现持续向好。在申万白酒行业分类中, 将茅五泸纳入高端白酒层级; 将山西汾酒、洋河股份、水井坊、酒鬼酒和舍得酒业纳入次高端白酒层级; 将今世缘、古井贡酒、口子窖纳入中端白酒层级。2016-2020 年, SW 白酒行业中端及以上酒企营业总收入从 1092.85 亿元增加至 2340.18 亿元, 年均复合增速为 20.97%; SW 白酒行业中端及以上酒企营业收入在白酒行业中的占比从 2016 年的 17.84% 升至 2020 年的 40.10%。其中, 高端白酒营收占比从 2016 年的 11.02% 升至 2020 年的 29.47%, 增速最快; 次高端白酒营收占比从 4.06% 升至 7.30%; 中端白酒营收占比从 1.86% 升至 3.33%, 我国中高端白酒市场持续扩容, 整体稳中向好。

图 8: SW 白酒行业中端及以上营业总收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 9: SW 白酒行业中端及以上营收占比 (%)

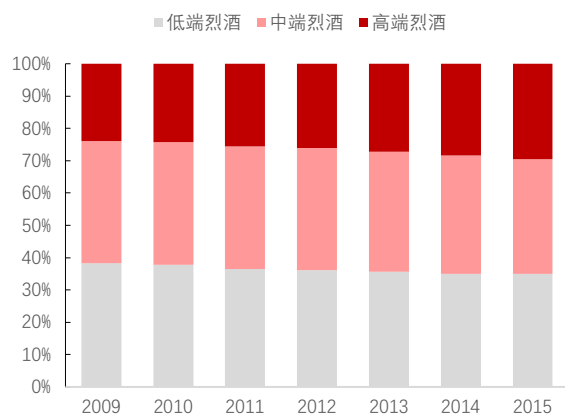


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

与发达国家相比存在一定差距, 我国中高端白酒市场未来仍具上升空间。根据 DISCUS 统计, 2009-2015 年, 美国中高端烈酒占比从 61.72% 提高至 65.10%。2016-2020 年,

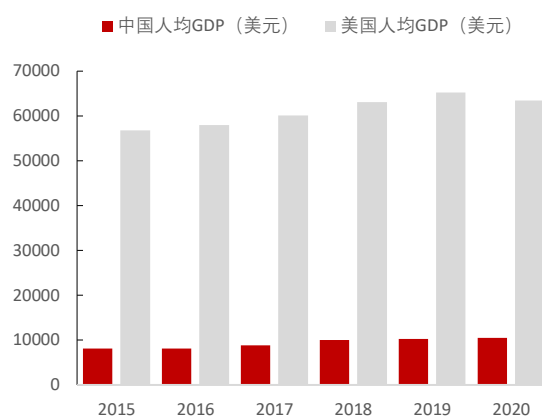
我国中高端酒营收在白酒行业中的占比从 17.84% 升至 40.10%，占比快速增长，但与美国相比仍有一定的差距。居民收入水平的提高是推动中高端白酒发展的重要因素之一。我国目前虽为全球第二大经济体，但人均 GDP 与美国有显著差距。2020 年，美国人均 GDP 为 63415 美元，我国仅为 10484 美元，约与美国 20 世纪 70 年代的水平持平。随着我国经济发展，人均 GDP 的增加将进一步带动白酒行业需求提高，我国中高端白酒行业未来存在较为确定性的上升空间。

图 10：美国低中高端烈酒营收占比（%）



数据来源：DISCUS，东莞证券研究所

图 11：中美人均 GDP（美元）

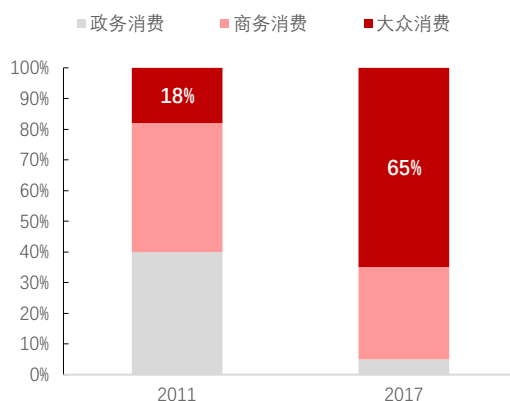


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 消费结构转变+消费升级，白酒需求层级上移

我国白酒消费结构转为以大众消费为主，白酒消费更受支撑。政府出台三公政策前，我国白酒消费以政务消费与商务消费为主。在经历白酒行业深度调整期后，我国白酒消费结构发生改变，政务消费比例严重压缩，商务消费比例大幅下降。2011 年-2017 年，白酒政务消费占比从 40% 降至 5%，商务消费占比从 42% 降至 30%。在此背景下，大众消费成为白酒行业中的坚实消费群体。2011 年-2017 年，白酒大众消费占比从 18% 升至 65%。白酒消费结构的转变，使我国白酒消费一定程度上受政策影响减弱，消费群体较此前趋于稳定，白酒消费更受支撑。

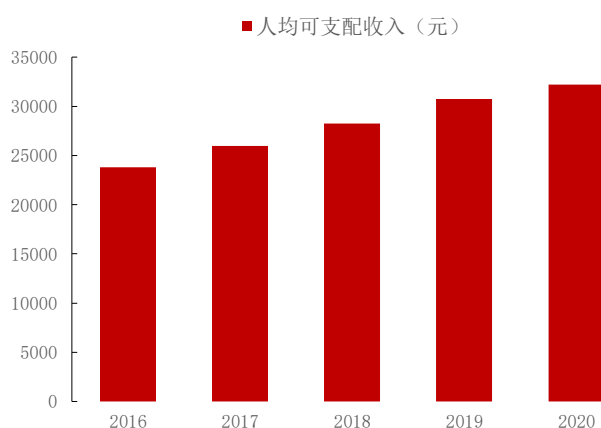
图 12：调整期后，白酒消费以大众消费为主



数据来源：Wind，东莞证券研究所

我国中产阶级及以上群体崛起，白酒需求层级上移。随着我国经济的发展，人均可支配收入持续增加，中产阶级及以上人群不断壮大。2020 年，在疫情影响下，我国人均可支配收入为 32189 元，仍保持 4.74% 的增长。2016-2020 年，我国人均可支配收入从 23821 元增加至 32189 元，年均复合增速 6.2%。人均收入水平的提高使我国中产阶级及以上人群占比不断提升。根据波士顿咨询数据显示，预计到 2020 年，我国中产阶级人群占比将从 2015 年的 20% 增加至 24%；上层中产阶级占比将从 2015 年的 14% 升至 23%；富裕人群占比将从 2015 年的 3% 升至 6%。随着我国中产阶级及以上人群的不断壮大，消费者对白酒的质与量的要求将均有所提高，进而促使白酒产品结构的上移。

图 13：我国人均可支配收入逐年增加



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

表 4：我国 2015-2020 年中产阶级及以上群体崛起

阶级	CAGR5	2015 年占比	2020E 占比	家庭月均可支配收入划分标准
准中产与低收入阶层	-6.20%	34%	22%	小于 5200 元
新兴中产阶级	0.40%	28%	25%	5200 元-8300 元
中产阶级	5.80%	20%	24%	8300 元-12500 元
上层中产阶级	12.30%	14%	23%	12500 元-24000 元
富裕人群	16.90%	3%	6%	大于 24000 元

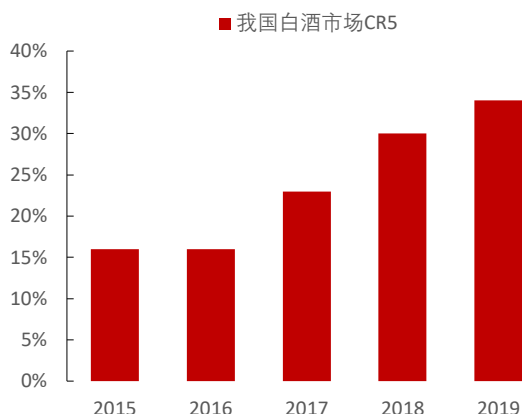
资料来源：波士顿咨询，东莞证券研究所

2.3 白酒行业集中度有望提升

疫情加速行业分化，市场份额有望向龙头企业靠拢。根据 2020 年中国老酒白皮书显示，2015-2019 年，我国白酒行业 CR5（贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份）从 16% 升至 34%，行业集中度不断提高。但对比国外不同烈酒行业集中度，我国白酒市场集中度有进一步提升的空间。2018 年，我国白酒市场 CR5 为 30%，韩国则高达 91%，日本、美国以及全球平均 CR5 均在 45% 以上。受疫情影响，白酒部分企业利润承压，行业发展加速分化，部分经营能力较差、抗风险能力较低的小企业在发

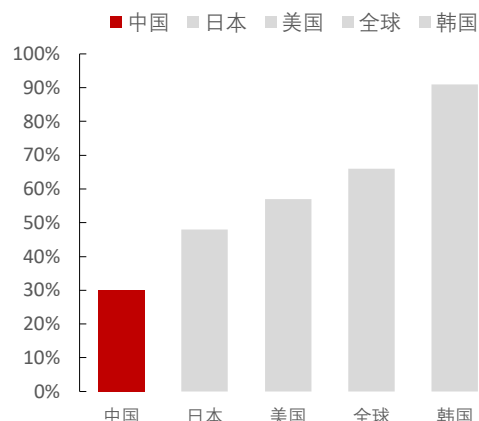
展中被清洗淘汰。在行业不断优化调整的背景下，市场份额未来有望进一步向龙头企业靠拢。

图 14：我国白酒市场集中度稳步上升



数据来源：2020中国老酒白皮书，东莞证券研究所

图 15：2018 年不同国家酒类 CR5 对比

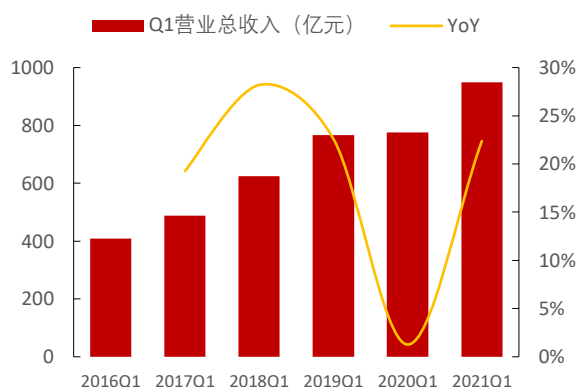


数据来源：2020中国老酒白皮书，东莞证券研究所

2.4 白酒行业 2021Q1 业绩概况

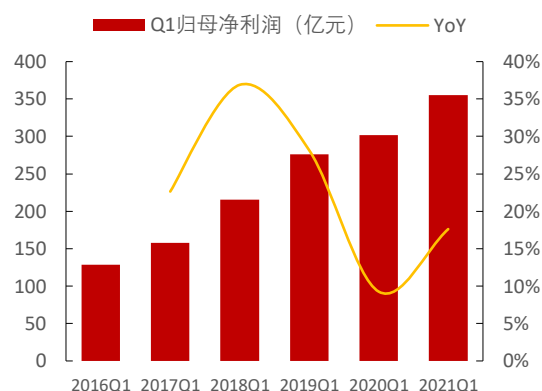
白酒行业 2021Q1 业绩实现快增。2021Q1, SW 白酒行业实现营业总收入 948.68 亿元, 同比增长 22.38%, 增速同比增加 21.11 个百分点; 与 2019Q1 相比, 营业总收入增长 11.32%。2021Q1, SW 白酒行业实现归母净利润 355.11 亿元, 同比增长 17.62%, 增速同比增加 8.35 个百分点, 与 2019Q1 相比, 归母净利润增长 13.37%。随着疫情好转, 消费需求回升, 白酒行业复苏回暖趋势进一步显现, 业绩增速触底反弹。

图 16：SW 白酒行业 Q1 营业总收入与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 17：SW 白酒行业 Q1 归母净利润与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

高端白酒业绩维持稳健。2021Q1, 高端白酒实现营业总收入 573.93 亿元, 同比增长 16.91%, 与 2019Q1 相比, 营收增长 13.90%; 实现归母净利润 254.45 亿元, 同比增长 13.06%, 与 2019Q1 相比, 归母净利润增长 15.09%。高端白酒受疫情影响相对较小, 业绩增长相对稳健。泸州老窖由于 2020Q1 基数较低, 2021Q1 营收有较大增幅, 实现 40.85% 的增长。贵州茅台 2021Q1 归母净利润增速慢于营收增速主要受消费税金短期拖累。

次高端白酒业绩实现快速增长。2021Q1，次高端白酒实现营业总收入 210.28 亿元，同比增长 41.55%，与 2019Q1 相比，营收增长 11.48%；实现归母净利润 70.34 亿元，同比增长 26.87%，与 2019Q1 相比，归母净利润增长 15.31%。次高端白酒在去年低基数基础上，随着疫情好转业绩逐步释放，2021Q1 业绩实现高弹性增长。与 2019Q1 营收相对比，除洋河股份外，次高端白酒公司营收均实现正增长，业务发展逐渐恢复至疫情前水平。洋河股份 2021Q1 归母净利润增速下滑主要系公允价值变动所致。舍得酒业归母净利润同比增速大幅增加主要由于 2020Q1 基数低，2021Q1 动销快速恢复，预收账款与经营活动现金流显著增加所致。

对比 2019Q1，中端白酒与大众白酒业绩复苏弹性较小。2020Q1，中端白酒与大众白酒分别实现营业总收入 77.00 亿元与 87.47 亿元，分别同比增长 32.09%与 12.87%；分别实现归母净利润 20.40 亿元与 9.92 亿元，分别同比增长 39.69%与 44.81%。中端白酒与大众白酒 2021Q1 景气度回升，仅顺鑫农业与老白干酒营收增速为负，分别为-0.7%和-0.26%，其余公司业绩均实现较快增长。与 2019 年相比，中端白酒与大众白酒营收分别增长 4.99%与 2.03%；归母净利润分别增长 1.76%与下降 7.56%。总体来讲，中端白酒与大众白酒复苏弹性相对有限。

表 5：2021Q1 申万白酒行业上市公司业绩情况

	公司名称	2021Q1 营业总收入 (亿元)	同比增速 (%)	相比 2019Q1 增速 (%)	2021Q1 归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	相比 2019Q1 增速 (%)
高端白酒	贵州茅台	280.65	10.93	11.73	139.54	6.57	11.51
	五粮液	243.25	20.19	17.60	93.24	21.02	20.00
	泸州老窖	50.04	40.85	9.55	21.67	26.92	19.61
高端白酒合计		573.93	16.91	13.90	254.45	13.06	15.09
次高端白酒	山西汾酒	73.32	77.11	34.42	21.82	78.16	57.70
	洋河股份	105.20	13.51	-1.71	38.63	-3.49	-1.99
	水井坊	12.40	70.17	15.49	4.19	119.66	38.53
	酒鬼酒	9.08	190.36	61.94	2.68	178.86	92.03
	舍得酒业	10.28	154.21	21.40	3.02	1031.14	73.27
次高端白酒合计		210.28	41.55	11.48	70.34	26.87	15.31
中端白酒	今世缘	23.97	35.34	10.72	8.05	38.78	12.06
	古井贡酒	41.30	25.86	6.10	8.14	27.90	1.96
	口子窖	11.73	50.90	-7.19	4.20	72.73	-12.19
中端白酒合计		77.00	32.09	4.99	20.40	39.69	1.76
大众白酒	顺鑫农业	54.86	-0.70	7.29	3.73	5.73	-6.68
	老白干酒	7.54	-0.26	-18.98	0.56	-14.59	-30.87
	迎驾贡酒	11.48	48.90	-0.52	3.69	58.45	2.21
	伊力特	5.44	255.34	2.47	1.31	1476.14	-6.19
	金徽酒	5.08	48.43	-0.55	1.15	99.36	2.79
	金种子酒	2.94	52.12	1.00	-0.49	-85.62	—
	皇台酒业	0.12	41.76	29.92	-0.04	33.02	—
大众白酒合计		87.47	12.87	2.03	9.92	44.81	-7.56

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3. 鉴国际烈酒巨头，探我国白酒行业发展之道

帝亚吉欧是全球最大的洋酒企业，目前总市值约为 804 亿美元。公司成立于 1997 年，历史悠久，由大都会和健力士两大公司合并而成，总部位于英国伦敦，已分别在伦敦股票交易所和纽约股票交易所上市。目前，公司旗下拥有蒸馏酒、葡萄酒和啤酒等各种酒类品牌，共占据全球 30% 以上的洋酒份额。在 2020 年全球最具价值的酒业集团榜单中，帝亚吉欧品牌价值 229.15 亿美元，排名全球第三。

3.1 发展路径：品牌收购，打造多层次品牌组合

品牌收购，实现规模扩张。帝亚吉欧能够成为全球最大烈酒公司的一个重要原因系公司不断收购多品类的优质品牌，旨在通过收购实现公司规模迅速扩张。21 世纪以来，公司结合自身战略发展目标陆续完成多类品牌收购。2007 年，公司进军中国白酒市场，收购定位中高端的水井坊。

表 6：公司部分品牌收购情况

时间	收购品牌	标的国家	品牌定位
2000	Crown Royal（皇冠威士忌）	加拿大	威士忌领导品牌
2001	Captain Morgan（摩根船长朗姆酒）	加拿大	一款畅销的朗姆酒品牌
2005	Don Julio（唐·胡里奥）	墨西哥	高端龙舌兰酒
2006	Smimoff（斯米诺伏特加）	俄罗斯	世界十大名酒之一
2007	水井坊	中国	中高端白酒
2017	Casamigos	美国	高端龙舌酒
2017	Ypioca	巴西	全球朗姆酒销量第三

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

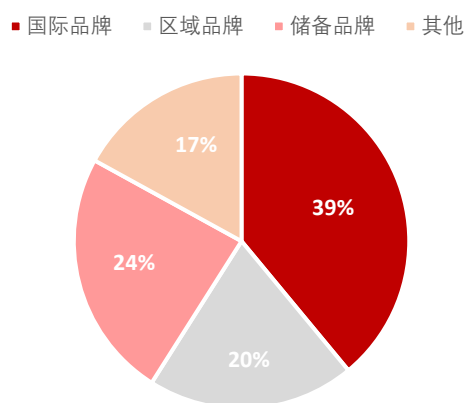
打造多层次品牌组合，国际品牌营收贡献高。公司在收购的过程中，品牌矩阵不断丰富。目前，公司品牌分为国际品牌、区域品牌和储备品牌三大类：拥有 6 个国际品牌，包括尊尼获加、斯米诺伏特加、百利甜酒、摩根船长、添加利金酒和珍酒；11 个区域品牌和 12 个储备品牌。2021H1 数据显示，公司国际品牌营收占比为 39%；区域品牌营收占比为 20%；储备品牌营收占比为 24%。

表 7：公司品牌矩阵

Global giants					
Our business is built around six of our biggest global brands.					
Johnnie Walker	Smirnoff	Baileys	Captain Morgan	Tanqueray	Guinness
Local stars			Reserve		
Can be individual to any one market and provide a platform for our business to grow.			Exceptional spirits brands at premium price points to capture the global luxury opportunity.		
Crown Royal	Yeni Raki	Shui Jing Fang	Johnnie Walker Blue Label	Bulleit Bourbon	Don Julio
Buchanan's	JeB	Old Parr	Tanqueray No. TEN	Ron Zacapa Centenario XO	Casamigos
Bundaberg	McDowell's No. 1	Ypióca	Lagavulin	The Singleton of Glen Ord	Johnnie Walker Gold Label Reserve
Windsor	Black&White		Ciroc	Ketel One vodka	Talisker

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 18：国际品牌营收贡献高（2021H1）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

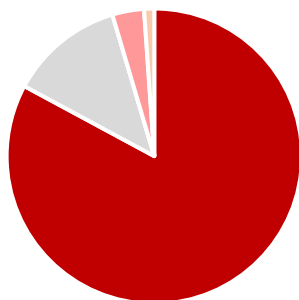
3.2 核心策略：产品矩阵多元，全球战略化布局

产品矩阵丰富，烈酒为公司主要品类。帝亚吉欧在发展过程中，致力于多元业务的发展，业务范围广，横跨烈酒、啤酒、便捷饮品等多品类，产品层级从低端至高端全覆盖，可以较好的满足市场需求。其中，烈酒为公司的主要业务。公司发布 2021H1 的数据显示，公司实现营业收入 927.79 亿元。其中，烈酒实现营业收入 768.83 亿元，营收占比为 82.87%；啤酒实现营业收入 116.46 亿元，业务占比为 12.55%。

图 19：烈酒为帝亚吉欧主要品类（2021H1）

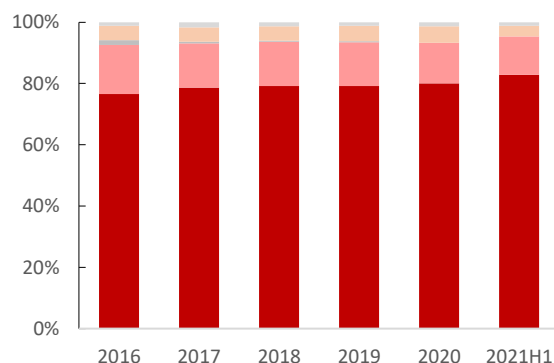
图 20：帝亚吉欧各业务营收占比

■ 烈酒营收占比 ■ 啤酒营收占比
■ 便捷饮品营收占比 ■ 其他产品营收占比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

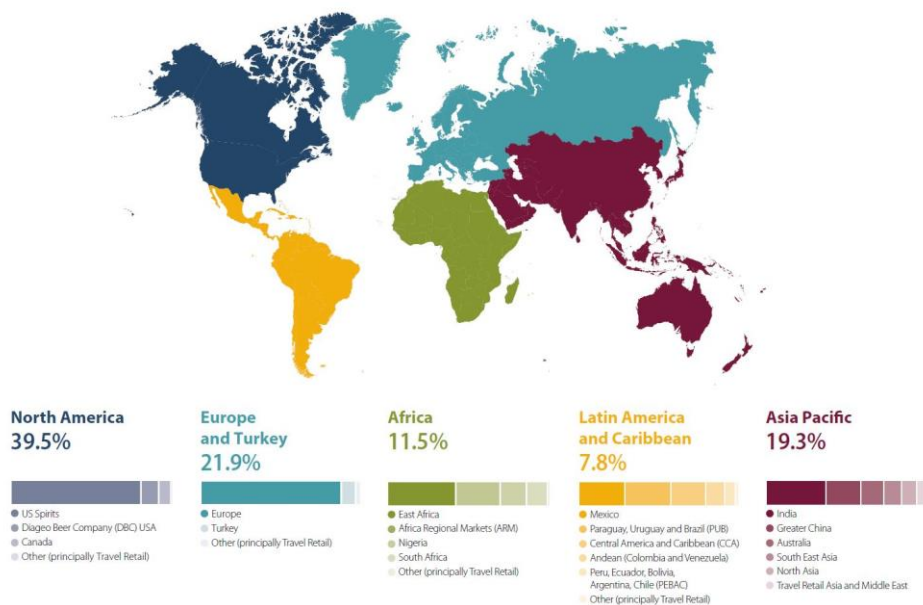
■ 烈酒营收占比 ■ 啤酒营收占比
■ 葡萄酒营收占比 ■ 便捷饮品营收占比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

布局全球化战略，业务遍布全球多地。帝亚吉欧自成立以来积极进行全球化推广，提高公司的知名度与品牌影响力。目前，公司业务遍布 180 多个国家和地区，设有 99 个生产基地，涉及北美、欧洲、亚太地区、非洲、拉丁美洲等多个区域。北美和欧洲为公司的主要业务区域。2020 年，公司在北美地区共实现营业收入 609.17 亿元，营收占比 39.5%；欧洲地区营收占比 21.9%；亚太地区营收占比 19.3%。公司全球化的布局一方面可以加大加深公司业务区域的广度，另一方面可以在一定程度上增加公司抗风险的能力。

图 21：帝亚吉欧布局全球化战略（2020 年年报）

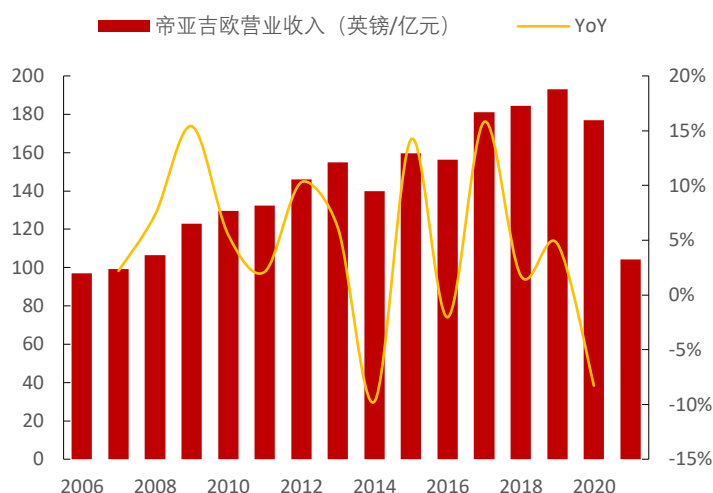


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3.3 业绩分析：步入平稳发展期

公司业绩步入平稳发展期。帝亚吉欧与我国白酒行业相比起步较早，在经历快速扩张后，目前步入成熟阶段，业绩增速有所放缓。2006-2020 年，公司营业收入从 97.04 亿英镑增加至 176.97 亿英镑，年均复合增速为 4.39%。其中，仅有 4 年营收增速超过 10%，有 3 年的营收增速为负。随着公司发展不断成熟稳定，预计公司未来业绩增速将平稳缓增。

图 22：帝亚吉欧营业收入与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.4 公司股价与估值

公司股价震荡上升，跑赢标普 500 指数。公司自上市以来，股价总体呈震荡上升趋势。截至 2021 年 6 月 15 日，公司股价从成立初期的 18.63 元升至 194.45 元。自 2021 年初至今，公司区间涨跌幅为 23.57%，标普 500 区间涨跌幅为 14.96%，整体跑赢标普 500 指数 8.61 个百分点。受疫情影响，公司 2020Q1 股价出现较大程度的跌幅。随着疫情影响逐步释放、经济复苏回暖，公司股价表现坚挺，股价震荡攀升，在 2021 年 6 月创下新高。

图 23：帝亚吉欧股价走势（截至 2021/6/15）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

估值中枢显著提高。截至 2021 年 6 月 15 日，帝亚吉欧整体 PE (TTM，整体法) 约为 74.79 倍，相对标普 500PE (TTM，整体法) 2.29 倍。2012 年-2020 年 7 月，公司的估值维持在 15 倍-30 倍之间。2020 年下半年，随着全球经济复苏回暖，公司估值从 2020 年 8 月的 20 倍左右拉升至 74.79 倍，估值中枢显著提高。

图 24：帝亚吉欧 PE (TTM，剔除负值，倍)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 25：帝亚吉欧相对标普 500 指数 PE (TTM)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

4. 2021 年下半年白酒行业投资展望

4.1 高端白酒：强者恒强，确定性高

持续看好高端白酒的确定性增长。行业目前的高端白酒公司主要为贵州茅台、五粮液与泸州老窖。高端白酒公司历史悠久，文化底蕴深厚，其品牌与产品均具有稀缺性，赛道最优。2020 年在疫情影响下，高端白酒营收仍保持两位数增长，且单季波动不大，彰显强确定性。2021Q1 行业营收实现 16.91% 的增长，预计 2021 年下半年高端白酒将继续保持稳健增长态势。

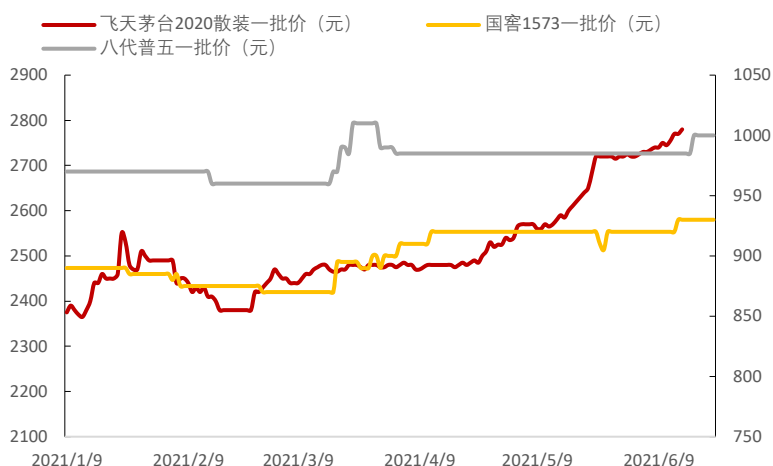
表 8：2020-2021Q1 高端白酒单季度营收增速

白酒层级	公司名称	单季度营业收入增速 (%)				
		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
高端白酒	贵州茅台	12.54	8.79	7.18	12.12	10.93
	五粮液	15.05	10.13	17.83	13.92	20.19
	泸州老窖	-14.79	6.2	14.45	16.45	40.85
高端白酒合计		10.96	8.88	10.85	13.11	16.91

资料来源：Wind，东莞证券研究所

高端白酒批价有望稳中有升。批价方面，今年以来高端白酒批价持续维持坚挺。受供货不足与拆箱政策的影响，飞天茅台一批价从年初的 2375 元升至 2755 元，目前库存仍相对紧缺。普五一批价从年初的 970 元升至 1000 元，挺价趋势良好，近期站上千元价格带，库存基本维持在 1-2 周左右。国窖 1573 进入二季度后以控货挺价为主，一批价从年初的 890 元升至 930 元，批价稳中有升，库存维持在 1 个月左右。随着疫情好转，预计高端白酒下半年仍有确定性的需求。此外，考虑到高端白酒产量整体有限，高端白酒批价有望稳中有升。

图 26：茅五泸批价走势（截至 2021/6/15）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

4.2 次高端白酒：需求修复叠加品牌提价，下半年或仍具投资机会

次高端白酒下半年增速较上半年或有所放缓。次高端白酒去年上半年受疫情冲击较大，2020Q1 与 2020Q2 的营收增速分别为-12.28%与-11.65%，2020 年下半年业绩逐步修复，营收增速回暖。今年一季度，次高端白酒在去年低基数的基础上强势增长，营收增速达 41.55%，预计二季度仍将延续较快增长态势。考虑到去年下半年基数的因素，预计次高端白酒下半年增速较上半年或有所放缓。

表 9：2020-2021Q1 次高端白酒单季度营收增速

白酒层级	公司名称	单季度营业收入增速 (%)				
		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
次高端白酒	山西汾酒	1.71	18.44	25.15	33.12	77.11
	洋河股份	-14.89	-18.57	7.57	7.82	13.51
	水井坊	-21.63	-90.08	18.86	19.32	70.17
	酒鬼酒	-9.68	12.89	56.37	28.5	190.36
	舍得酒业	-42.02	18.83	18.40	16.56	154.21
次高端白酒合计		-12.28	-11.65	15.70	21.74	41.55

资料来源：Wind，东莞证券研究所

需求持续回暖与品牌提价，次高端或仍具投资机会。与高端白酒市场相比，次高端白酒市场具有竞争相对激烈、业绩高弹性、区域性强等特点，抗冲击能力不如高端白酒市场强。从需求端来看，今年以来，我国经济逐步好转，礼赠、宴请等消费场景相继恢复，市场需求回暖，下半年经销商打款有望逐渐步入正轨。此外，中秋、国庆等节日的催化，有望推动次高端白酒市场需求进一步向好。从价格端来看，受高端白酒批价上升的影响，次高端白酒价格带天花板逐步打开，价格区间从 300-600 元拓宽至 300-800 元，行业扩容态势明显。今年以来，已有洋河、水井坊、酒鬼酒等多家公司宣布部分产品提价。洋河股份的 M6+于今年 2 月将出厂价上调 30 元/瓶；水井坊的井台、臻酿八号与禧庆八号、酒鬼酒中的内参大师、内参等产品均有不同幅度的提价。

展望 2021 下半年，预计次高端白酒提价幅度将整体大于高端白酒，叠加消费复苏后的弹性增长，板块内部或具有一定的投资价值。

表 10：今年以来次高端白酒提价情况

公司名称	提价产品	提价时间	具体内容
洋河股份	梦之蓝 M6+	2021 年 2 月 6 日	出厂价统一上调 30 元/瓶
水井坊	井台	2021 年 4 月 1 日	井台（52 度、38 度）上调 35 元/瓶
	臻酿八号	2021 年 4 月 1 日	臻酿八号（52 度、38 度）上调 25 元/瓶
	禧庆八号	2021 年 4 月 1 日	上调 15 元/瓶
酒鬼酒	内参大师	2021 年 1 月 18 日	战略价上调 100 元/瓶； 团购价和调整为 2580 元/瓶； 零售价调整为 2899 元/瓶
	酒鬼酒（透明装）（鉴赏）	2021 年 5 月 7 日	战略价上调 10 元/瓶； 零售指导价上调 20 元/瓶
	内参	2021 年 7 月 1 日	战略价上调 80 元/瓶
	传承	2021 年 7 月 15 日	传承（52 度、39 度、42 度）战略价上调 10 元/瓶； 零售指导价上调 20 元/瓶

资料来源：微酒，酒业快讯，东莞证券研究所

4.3 中端白酒：景气度有望提升，可关注优质品牌

中端白酒下半年业绩或稳步复苏回暖。中端白酒 2020 上半年受疫情冲击明显，2021Q1 复苏弹性有限，营收增速与 2019Q1 相比，仅增长 1.76%，板块内部业绩分化较为明显。随着行业运营恢复正轨，在次高端白酒价格带扩容的带动下，中端白酒下半年业绩有望稳中有升。

表 11：2020-2021Q1 中端白酒单季度营收增速

白酒层级	公司名称	单季度营业收入增速（%）					
		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q1 相比 2019Q1 增速
中端白酒	今世缘	-9.42	3.76	20.99	22.24	35.34	12.06
	古井贡酒	-10.55	-3.51	15.13	0.39	25.86	1.96
	口子窖	-42.92	-25.07	6.75	9.77	50.90	-12.19
中端白酒合计		-16.55	-6.81	14.53	7.06	32.09	1.76

资料来源：Wind，东莞证券研究所

可关注板块中的优质品牌。今年以来，部分酒企相继出现提价动作，中端白酒中的今世缘与口子窖亦相应的调整产品价格，积极推动产品结构优化升级。今世缘的国缘四开在今年一季度共进行三次提价，共提价 30 元/瓶。除产品优化升级外，板块内部企业加快省外扩张进程，扩大市场份额。在产品结构上移与区域不断扩张的背景下，我们认为下半年可适时关注板块中的优质品牌。

表 12：今年以来中端白酒提价情况

公司名称	提价产品	提价时间	具体内容
口子窖	原浆古 20	2021 年 3 月 26 日	古 20（42 度、38 度）经销价上调 40 元/瓶； 古 20（52 度）经销价上调 60 元/瓶
今世缘	国缘四开	2021 年 1 月 1 日	42 度出厂价上调 10 元/瓶
		2021 年 2 月 1 日	42 度出厂价上调 10 元/瓶
		2021 年 3 月 1 日	42 度出厂价上调 10 元/瓶

资料来源：微酒，酒业快讯，东莞证券研究所

4.4 大众白酒：内部或加速整合，市场份额向头部企业集中

板块内部或加速整合，市场份额有望向头部企业集中。大众白酒属于快消性质的酒品，在经济冲击下影响最大，各酒企表现不一。2021Q1 相比 2019Q1，大众白酒营收增速为-7.56%，板块复苏不明显。在此背景下，经营不善、品牌力不足的小企业将被市场淘汰，加速行业出清进程，而板块内部的头部企业有望提高市场份额。随着经济不断好转，回暖的消费需求将成为大众白酒发展的有力支撑，市场份额在此过程中有望向头部企业集中。

表 13：2020-2021Q1 低端白酒单季度营收增速

白酒层级	公司名称	单季度营业收入增速（%）					
		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q1 相比 2019Q1 增速
大众白酒	顺鑫农业	15.93	9.45	9.57	-19.44	-0.70	-6.68
	老白干酒	-34.19	-9.04	16.37	-8.9	-0.26	-30.87
	迎驾贡酒	-33.55	-17.3	12.4	8.34	48.90	2.21
	伊力特	-70.45	51.78	-36.09	-18.59	255.34	-6.19
	金徽酒	-33.37	22.7	14.42	29.83	48.43	2.79
	金种子酒	-32.94	-0.72	35.78	69.57	52.12	—
	皇台酒业	19.1	220.82	-34.32	-20.41	41.76	—
大众白酒合计		-7.78	7.39	7.2	-7.82	12.87	-7.56

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5. 重点公司分析

5.1 高端白酒

5.1.1 贵州茅台

茅台酒与系列酒预计今年实现 5.6 万吨双轮驱动。目前，公司茅台酒制酒新投产车间将于 2021 年 10 月 17 日全面投产，工程竣工后，茅台酒基酒年产能将达到 5.6 万吨规模。此外，公司 2018 年实施的系列酒制酒技改工程及配套项目计划将在今年全面建成，预计扩大 3 万吨产能，届时系列酒也将有每年 5.6 万吨产能。茅台酒与系列酒的双轮驱动，公司产能有望在未来进一步释放。

出厂价与一批价差持续扩大。2018 年飞天茅台将出厂价提升至 969 元后一直维持稳定。自今年以来，受供货不足与拆箱政策的影响，飞天茅台一批价从年初的 2375 元升至 2755 元，一批价实现较快增长。端午过后，飞天一批价出现一定幅度的下调。面对飞天一批价与出厂价的差额持续扩大，公司表示在提价时要考虑诸多因素，需充分听取多方意见，认真综合研究。考虑到飞天茅台供给量有限的影响，预计飞天批价下半年将稳中有升。

直销渠道布局加速，吨价有望上行。自 2018 年以来，公司提出要大力发展直营渠道，对经销商进行适度清理，目前已取得一定的成效。2021Q1，公司直销渠道营收为 47.77 亿元，同比增长 146.49%。在批发代理模式下，飞天茅台以 969 元/瓶的出厂价进货给经销商；而在直销渠道下，自营渠道对外售价为 1499 元/瓶。随着公司直销渠道占比不断提升，产品吨价有望上行。

5.1.2 五粮液

公司扩建工程稳步进行，产能逐步释放。目前，公司拥有 30 万吨的纯粮固态产能，其中普五产能达 3 万吨。2020 年 7 月，公司启动 12 万吨生态酿酒项目（一期），预计到十四五末，公司将实现 42 万吨的原酒生产能力。按照五粮液基酒得率在 10%-20% 之间计算，工程完工后普五产能将超过 4 万吨。此外，公司 30 万吨的陶坛陈酿酒库一期已竣工投产，此项目将新增 8 万吨原酒存储能力，即公司拥有 4 万吨特大型单体酿酒车间和 40 万吨原酒储存能力。随着公司技改项目逐步完工，公司产能有望进一步释放。

公司产品吨价有望进一步提高。八代普五出厂价目前维持在 889 元/瓶。自 2020 年春节以来，八代普五一批价持续走高，从 880 元提高至最新的 1000 元，经销商利润倒挂的现象消失，渠道打款积极性提高。公司在 2020 年及 2021 年一季度业绩说明会中指出，传统的普五 889 元价格配额计划总体投放不增加，团购订单和新进客户将执行 999 元的价格。若按照 2021 年公司团购渠道占比达 35% 计算，普五吨价将间接提高约 4.33%。此外，公司在保持八代普五总体稳定增长的基础上，推出超高端产品 501 五粮液与高端产品经典五粮液以扩展高端白酒市场，高端产品的推出有望使公司的产品吨价进一步提高。

产品优化升级，满足差异化需求。公司在五粮液酒“1+3”与系列酒“4+4”的发展战略基础上，持续优化产品结构，推出新品并对老品升级换代，满足市场差异化需求。公司目前在八代普五升级的基础上，相继推出 501 超高端新品、经典五粮液与次高端系列酒产品小五粮等产品，进一步丰富了公司产品矩阵，巩固并强化了公司在市场中的竞争优势。

5.1.3 泸州老窖

业绩实现快增，产品价格稳中有升。公司 2021Q1 实现营业收入 50.04 亿元，同比增长 40.85%；实现归属于母公司股东净利润 21.67 亿元，同比增长 26.92%，业绩较 2020

年一季度有较大增幅。价格方面，公司于 2020 年 9 月 10 日对国窖 1573 进行提价，其中高度产品与低度产品分别上调 40 元/瓶与 30 元/瓶。今年以来，随着白酒行业景气度不断回升，国窖 1573 一批价总体呈上升趋势，从年初的从 890 元/瓶升至 930 元/瓶。随着飞天与普五批价的持续上行，国窖 1573 批价有望进一步上升。

薪酬方案出台，激发经营动力。2021 年 4 月 29 日，公司发布高级管理人员薪酬与考核管理办法，将高管薪酬与业绩相挂钩，考核周期为三年。此举把个人利益与公司利益相结合，可以有效的激发管理人员工作的积极性，并一定程度上保持管理人员的稳定性，进而提高公司整体的运营效率。

全年目标积极，提出“新百亿”的战略目标。公司规划 2021 年营业收入增长目标不低于 15%，并提出了国窖 1573 “新百亿”的整体战略目标。公司表示在销售口径上，国窖 1573 致力于在 2022 年实现 200 亿+，预计在 2025 年实现 300 亿+。在此战略目标背景下，国窖 1573 未来或有较大的增长弹性，公司的高端产品市场有望进一步扩容。

5.2 次高端白酒

5.2.1 洋河股份

2021Q1 业绩实现较快增长，后续有望延续。受疫情影响，公司 2020 年上半年业绩承压，下半年逐步回暖，环比业绩稳中向好。随着疫情影响逐步释放，公司 2021Q1 实现营业收入 105.2 亿元，同比增长 13.51%。考虑到公司 2020 年上半年低基数的影响，预计 2021Q2 公司业绩增长弹性较高，2021 年下半年业绩或保持稳中有升。

产品结构优化升级+营销转型，助力公司发展。产品方面，公司积极致力于产品结构优化，高端产品梦系列对公司业绩贡献度高。目前，梦系列中的 M6+ 已基本完成全国化推广，基本实现对 M6 的替代；M3+ 正逐步替代 M3，产品结构上移效果显著。渠道方面，公司构建“厂商一体化”的新型厂商关系，优化“一商为主，多商配称”的经销商布局，渠道结构逐步优化。随着产品结构与渠道的优化升级，预计公司未来盈利能力有望提高。

股权激励+员工提薪，激发公司高管与员工工作积极性。目前，公司 10 亿元股票回购已完成，预计新管理层上任将加速股权激励计划的推进。此外，公司在《职能部门宽带薪酬方案》及《“十四五”利润增量共享计划》中提出，2021 年 5 月起公司全员月收入增加 800 元，且今后五年企业效益与员工收入增幅保持同步。该举措的实施，将有效提升员工工作积极性，有利于公司后续业务顺利开展。

5.2.2 山西汾酒

汾酒增长势头良好，省外市场业绩高增。分品类看，公司坚持“抓两头、带中间”的产品策略，不断优化产品结构，汾酒表现持续向好。分地区看，公司按照“1357”的市场布局策略，积极开拓省外市场，省外市场实现高速增长。随着省外扩张进程的顺利开展，公司市场份额有望进一步提升。

“十四五”推动公司营销体系化建设再上新台阶。2021 年是公司“十四五”的开局之年，公司未来五年将延续“汾酒速度”的基调，实现经销改革三步走。第一阶段（2021 年）为公司的营销调整期，逐步解决改革中经销商存在的问题；第二阶段（2022-2023 年）为转型发展期，进一步扩张省外市场，实现个性化品牌的创收；第三阶段（2023-2025 年）为加速发展期，全面完成“1357”的市场布局，致力于产品高端化+渠道全国化的目标。预计到十四五末期，公司全国化扩张进程将取得一定的成效。

5.2.3 舍得酒业

资金占用风险解除，复星强势入局。公司在 5 月 19 日成功摘帽，涉及天洋及其关联方资金占用问题已全部解决，公司业绩未受到实质影响。2020 年 12 月 31 日，复星集团旗下子公司上海豫园股份竞得公司 70% 的股份，正式成为公司的间接控股股东。复星集团收购公司最主要的原因系看好公司老酒的未来发展潜力。此次复星入局，其自身强大的资源整合能力有望助力公司加快渠道拓展，与复星集团各业务板块形成协同优化效应。

聚焦老酒战略，全国化布局加速。复星入局后，公司老酒概念重新赋能。公司目前以老酒为依托，实行“舍得+沱牌”双品牌战略，致力于将定位高端的“舍得”打造为老酒第一品牌，将定位中低端的“沱牌”打造成最具性价比的大众品牌。渠道方面，公司采用扁平化的厂商“1+1”模式，并积极拓展 KA、新零售等渠道。在聚焦核心区域业务的同时，公司加快全国化渠道布局，渠道下沉稳步推进。

5.3 中端白酒

5.3.1 今世缘

加快产品升级步伐，以 V 系列作为增长点。公司产品具有区域性的特点，省内影响力较强。目前国缘四开已完成升级换代，并有望在二季度投放。公司目前的国缘 V 系列以 V3、V9 两大单品为主，并计划今年将 V 系列作为公司的重点发展对象。公司目前已成立 V9 事业部，可以较好的顺应消费升级的市场需求。随着公司产品的顺利研发开展，公司产品结构有望进一步上移。

省内仍有较大的发展空间，省外市场开拓稳步进行。2019 年以来，公司不断扩充省内苏南、苏中大区及省外经销商队伍，目前在省内已基本形成良性发展态势。但对于省内相对薄弱的区域来说，未来仍有较大的发展空间。此外，公司积极推进全国化布局，采用梯次开发的方式拓展省外市场，为公司在十四五期间的发展提供了一定的战略支撑。

6. 投资策略

2021 年上半年，疫情影响释放，白酒行业复苏回暖。高端白酒维持高确定性增长，次高端白酒在去年低基数基础上强势反弹，中端白酒与大众白酒复苏弹性相对有限。在

经历白酒一季度的销售旺季后，二季度为白酒行业的销售淡季，价格是业绩上行的主要催化剂。立足于十四五的开局之年，行业内各酒企纷纷制定战略目标促进公司发展。展望 2021 年下半年，价格与动销仍然是行业的主线。在需求回暖的背景下，预计下半年行业景气度有望维持稳中向好态势。中秋、国庆等节日或进一步推动催化行业的发展。

于投资而言，（1）高端白酒格局稳定且确定性强，强者恒强趋势不变，是投资的首选。在飞天批价持续上行的情况下，普五批价近期站上千元价格带，国窖 1573 批价有望迎来上行。可持续重点关注五粮液批价走势。标的方面，建议关注贵州茅台、五粮液与泸州老窖。（2）次高端白酒受去年低基数影响，上半年发展强势。在高端白酒批价上行的背景下，次高端白酒打开价格带，价格区间从 300-600 元拓宽至 300-800 元，行业持续扩容。考虑到 2020 年下半年行业开始回暖，预计 2021 年下半年增速较上半年有所放缓。但随着经销商打款积极性提高、需求步入正轨，叠加各酒企自身优化产品结构与布局渠道发展，我们认为下半年次高端白酒仍具有成长空间。标的方面，可重点关注洋河股份、山西汾酒，以及边际得到改善的舍得酒业等企业。（3）中端白酒与大众白酒复苏相对有限，板块内部各酒企表现不一。中端白酒中部分酒企积极省外开拓，泛周边化扩张取得一定的效果。大众白酒板块中能力不足的小企业或加速出清，板块内部的头部企业有望提高市场份额。标的方面，建议关注成长性较好的今世缘、顺鑫农业等公司。

表 14：重点公司盈利预测及投资评级（2021/6/17）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
600519	贵州茅台	2156.91	37.17	42.99	50.17	53.73	43.71	37.46	推荐	维持
000858	五粮液	294.22	5.14	6.28	7.48	56.77	42.03	35.31	推荐	维持
000568	泸州老窖	242.45	4.10	5.14	6.36	55.16	43.99	35.55	推荐	维持
600809	山西汾酒	497.21	3.53	5.11	6.78	106.22	77.44	58.34	推荐	维持
002304	洋河股份	204.76	4.96	5.45	6.36	47.53	34.05	29.20	推荐	维持
600779	水井坊	133.56	1.50	2.20	2.83	55.45	44.99	34.97	推荐	维持
000799	酒鬼酒	268.44	1.51	2.39	3.37	103.44	79.87	56.54	推荐	维持
600702	舍得酒业	240.99	1.73	2.67	3.73	49.43	51.88	37.11	推荐	维持
603369	今世缘	55.96	1.25	1.54	1.91	45.94	32.67	26.38	推荐	维持
000596	古井贡酒	234.90	3.68	4.88	5.92	73.86	41.35	34.00	推荐	维持
603589	口子窖	66.48	2.13	2.84	3.38	32.40	19.64	16.49	推荐	维持
000860	顺鑫农业	45.34	0.57	1.17	1.50	128.11	38.33	29.80	谨慎推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7. 风险提示

- （1）宏观经济下行风险。
- （2）产品提价不及预期。

- (3) 渠道开展不及预期。
- (4) 行业竞争加剧风险。
- (5) 食品安全风险。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn