

2021年12月25日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

把握白酒结构性行情，重视大众品拐点机会 -2022年食品饮料行业投资策略

增持（首次）

投资要点

分析师：孙山山

执业证书编号：S1050521110005

邮箱：sunss@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料（申万）	8.7	-2.2	5.3
沪深300	11.4	0.8	-1.6

市场表现



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

相关研究

2021年食品饮料板块回顾

行情回顾：多种因素压制白酒，大众品表现分化。截止12月20日，白酒板块涨幅前三分别为舍得酒业、迎驾贡酒、水井坊；大众品今年上市公司较多，剔除上市因素外，其他企业表现一般。当前食品饮料和白酒板块处于历史较高位置，PE分别为45/51倍，估值中枢有望稳中有升。

基本面回顾：白酒增速前高后低，大众品二季度底部确立。白酒板块因2020年一二季度低基数因素及消费场景迅速恢复致增速前高后低，走出板块和个股结构性行情；大众品一季度表现可圈可点，二季度开始进入去库存阶段，三季度环比二季度出现明显改善，预计四季度比三季度更改善。我们逐季分析回顾白酒和大众品当时的基本面情况，具体见正文。

资金面回顾：白酒持仓维持高位，大众品持仓下降。2020Q4白酒行情，基金加大持仓；2021Q1基金调仓换股，2021Q2次高端行情加大持仓，三季度和众多因素扰动致2021Q3持仓下降，但仍处于较高位置。食品饮料板块仓位比重由2020Q4末的7.34%下降至2021Q3的5.9%，白酒板块仓位比重从2020Q4末的11.35%下降至2021Q3的10.34%。2021年白酒板块受消费税、座谈会和政策性导向扰动，整个板块先升后降，年底迎来白酒行情。整体来看，当前随着疫情常态化，资金防御属性明显，食品饮料乃至白酒持仓大幅下降可能性较小，未来稳中有升。

2022年食品饮料板块展望：把握白酒结构性行情，重视大众品拐点机会

白酒板块：提价预期叠加Q4留有余力，2022Q1有望开门红。疫情后的2021年白酒仍旧保持稳增长，头部效应仍旧明显。从主要酒企2021Q3预收款来看，主要酒企基本都留有余力应对2021Q4，集中精力迎接2022年开门红。进入11月份，酒企开始制定明年目标，我们预计主要酒企目标仍旧积极稳健。在这样的背景下，主要酒企陆续开始尝试提价。从11月初水井坊对典藏大师提价到剑南春开票价提价，再到五粮液计划外提价和茅台计划外打款，尝试价格双轨制等等。本轮白酒板块提价是一次自上而下的行为，高端酒茅台对价格双轨制的尝试，五粮液通过计划外价格提升及占比提升等方式倒逼普五

批价破千元，国窖计划外价格提升亦是跟进战略不变，次高端龙头剑南春此次提价亦是对次高端白酒利好，进而带动地产酒提价。**股权激励或员工持股成明年重要主线，已实施酒企需持续跟踪。**当前部分酒企已实施过股权激励或员工持股计划，但部分酒企在今年有重大进展。今年已经获批的酒企有洋河股份、水井坊、泸州老窖。其中洋河的员工持股人数最多，受众最广泛；泸州老窖股权激励方案考核指标更多，水井坊员工持股计划考核偏保守。目前今世缘已回购完股份，明年我们预计和古井贡酒、口子窖等落地股权激励方案。

高端酒：关注茅台改革进度，成本倒逼下五粮液批价有望破千元。8月底茅台换帅，丁雄军担任公司董事长，提出公司改革的方向：市场化和法制化，释放积极信号。近期茅台取消普飞拆箱令，增加一种每箱12瓶规格茅台酒，专门用于开箱零售，用于满足目标群体的差异化需求。我们认为2022年茅台改革进程有望加快。当前五粮液计划外提价从999元提升至1089元，占比从30%提升至40%，综合成本从922元提升至969元，同增5%。当前五粮液批价970元左右，我们认为随着2022年春节大考临近，公司有望在明年春节后率先挺价1000元大关，从而整体带动和打开其他酒企的价格天花板。国窖跟随者策略长期存在，深度地产化有效弥补品牌力不足，特曲未来发力靠老字号和60版，已迈入250元-300元价格带。

次高端酒：出现明显分化，继续看好舍得和酒鬼。今年是次高端大年，次高端四大金刚（舍得酒业、酒鬼酒、山西汾酒和水井坊）表现优异，其中舍得和酒鬼酒有望继续保持高弹性。**舍得酒业**2021年已经证明自己，以往被市场所诟病的两个问题得到解决：第一，目标太高完不成，但今年公司完成全年任务无虞，蓄势明年开门红；第二，对渠道费用无法完全兑现，但今年这个问题也得到妥善解决。**酒鬼酒的内参**经过公司几年的经营和运作，目前已成功走出省内，省外招商布局持续进行。当前公司优势区域主要在京津冀、山东、广东地区，其他区域需要时间培育。华东地区有望成为公司下一个粮仓。

地产酒：2022年行情可期，产品渠道有望双轮驱动。我们认为地产酒行情尚未到来，迎驾贡酒凭借洞藏系列高速增长走出个股独立行情，不能代表地产酒行情已至。关于2022年春节地产酒行情已至的看法，我们认为需要具备几个因素：第一，2022年春节国家允许回家过年，带来人员返乡流动；第二，次高端几家酒企2022Q1、Q2增速放缓明显；第三，酱酒继续降温，地产酒份额受到侵蚀影响减小；第四，主要酒企如苏酒和徽酒产品结构升级

顺利且利润增速高增长；第五，苏酒板块和徽酒板块形成共振且春节返乡超预期及经销商积极备货，2022 年地产酒行情或已至。

大众品：关注提价传导进程，重视拐点机会。2021 年受到疫情、社区团购及成本上涨等诸多因素困扰，调味品和休闲食品在 2021Q2 遭遇较大下滑；随着食品企业积极参与社区团购和政策对社区团购的管理，2021Q3 调味品和休闲食品已经出现明显改善。2021Q3 末以来，主要调味品企业、速冻食品和休闲食品企业进行提价，目前部分企业已经实施提价，建议关注提价后的传导。大众品企业主要在 2021Q4 进行提价，根据以往提价周期情况来看，预计 2022Q1 末价格传导到渠道和终端，2022Q2 渠道基本消化提价消息。当前我们看好调味品和啤酒子板块机会。啤酒行业因提价叠加高端化趋势不变，调味品行业经过渠道消化反馈，我们认为在需求保持稳定下有望在 2022Q1 末迎来拐点。

■ 行业评级及投资策略

给予 2022 年食品饮料行业增持评级。投资角度，白酒和大众品各把握两条主线。

白酒板块：2022 年把握两条主线：一条是股权激励的进度，推荐关注五粮液、泸州老窖、今世缘、水井坊、古井贡酒；一条是自身逻辑强化的个股，推荐关注舍得酒业、酒鬼酒、山西汾酒、迎驾贡酒、洋河股份。

大众品：2022 年把握两条主线：一条是提价传导进度进度，推荐关注海天味业、千禾味业、安井食品、洽洽食品、重庆啤酒、青岛啤酒；一条是自身边际改善的个股，推荐关注盐津铺子、甘源食品、中炬高新。

■ 风险提示

疫情拖累消费、重点公司业绩不及预期的风险、白酒政策调整、竞争进一步加剧风险、产品提价不及预期、因疫情等不可抗力因素致外资流出等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2021/12/24 股价	EPS			PE			投资评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600519.SH	贵州茅台	2194.09	37.17	42.07	48.64	59.03	52.15	45.11	推荐
000858.SZ	五粮液	241.94	5.14	6.26	7.4	47.07	38.65	32.69	推荐
000568.SZ	泸州老窖	261.2	4.1	5.25	6.66	63.71	49.75	39.22	推荐
600809.SH	山西汾酒	307.45	3.53	4.65	6.28	87.10	66.12	48.96	推荐
002304.SZ	洋河股份	174.54	4.97	5.07	6.44	35.12	34.43	27.10	推荐
000799.SZ	酒鬼酒	228.47	1.51	2.98	4.61	151.30	76.67	49.56	推荐
600702.SH	舍得酒业	239.99	1.73	3.94	6.01	138.72	60.91	39.93	推荐
600799.SH	水井坊	126.66	1.5	2.54	3.34	84.44	49.87	37.92	推荐
000596.SZ	古井贡酒	262.51	3.68	4.51	5.68	71.33	58.21	46.22	推荐
603369.SH	今世缘	58.41	1.25	1.57	2.02	46.73	37.20	28.92	推荐
603589.SH	口子窖	80.13	2.13	2.89	3.65	37.62	27.73	21.95	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	75.64	1.19	1.91	2.39	63.56	39.60	31.65	推荐
603919.SH	金徽酒	42.7	0.65	0.73	0.93	65.69	58.49	45.91	推荐
603288.SH	海天味业	106.95	1.98	1.60	1.94	54	67	55	未评级
002507.SZ	涪陵榨菜	37.2	0.98	0.79	1.05	37	46	35	未评级
600872.SH	中炬高新	37.38	1.12	0.85	1.07	33	44	35	未评级
603027.SH	千禾味业	25.25	0.31	0.28	0.42	79	88	59	未评级
603345.SH	安井食品	186.01	2.61	3.16	4.18	68	56	43	未评级
603517.SH	绝味食品	73.33	1.15	1.83	2.10	58	36	32	未评级
300973.SZ	立高食品	138	1.83	1.71	2.17	77	82	64	未评级
600132.SH	重庆啤酒	157.06	2.23	2.33	2.97	70	67	53	未评级
600600.SH	青岛啤酒	105.09	1.63	2.05	2.52	62	50	40	未评级
600887.SH	伊利股份	42.37	1.17	1.41	1.67	35	29	25	未评级
002557.SZ	洽洽食品	65.3	1.60	1.80	2.15	38	34	28	未评级
002847.SZ	盐津铺子	87.67	1.94	1.53	2.75	46	59	33	未评级
002991.SZ	甘源食品	78	2.25	1.58	2.32	36	52	35	未评级
001215.SZ	千味央厨	61.08	1.24	1.06	1.34	49	57	45	未评级

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究（注：表中“未评级”的公司预测数据均为万得一致预期）

正文目录

1、2021 年食品饮料板块回顾：.....	9
1.1、行情回顾：多种因素压制白酒，大众品表现分化.....	9
1.2、基本面回顾：白酒增速前高后低，大众品二季度底部确立.....	11
1.3、资金面回顾：白酒持仓维持高位，大众品持仓下降.....	23
2、2022 年板块展望：把握白酒结构性行情，重视大众品拐点机会.....	26
2.1、白酒板块：提价预期叠加 Q4 留有余力，2022Q1 有望开门红.....	26
2.2、高端酒：关注茅台改革进度，成本倒逼下五粮液批价有望破千元.....	30
2.3、次高端酒：出现明显分化，继续看好舍得和酒鬼.....	35
2.4、地产酒：2022 年行情可期，产品渠道有望双轮驱动.....	40
2.5、大众品：关注提价传导进程，重视拐点机会.....	45
3、行业评级及投资策略.....	47
4、风险提示.....	49

图表目录

图表 1：因年初白酒涨幅过大，致 2021 年度食品饮料板块涨幅靠后.....	9
图表 2：2021 年食品饮料各子行业板块均跑赢沪深 300.....	9
图表 3：截止 12 月 20 日收盘白酒板块涨幅前十名.....	9
图表 4：截止 12 月 20 日收盘大众品板块涨幅前十名.....	10
图表 5：截止 12 月 20 日收盘大众品板块跌幅前十名.....	10
图表 6：2021 年全年食品饮料及白酒板块 PE-TTM 估值一览.....	11
图表 7：2021Q1 开门红明显，酒鬼酒和舍得酒业收入表现强劲.....	12
图表 8：2021Q1 主要酒企利润均实现高增长，青青稞酒、伊力特和舍得三家增速超 10 倍.....	12
图表 9：2021Q1 白酒板块收入和利润均高增，开门红效应明显.....	12
图表 10：2021Q1 啤酒销量强劲回暖，迎来高增长.....	13
图表 11：2021Q1 高端化进程加速，加快释放业绩.....	13
图表 12：2021Q1 调味品营收因去年同期低基数，带来恢复性增长.....	14
图表 13：2021Q1 利润端受到成本上涨影响，已有明显迹象.....	14
图表 14：2021Q1 乳制品龙头因需求旺盛及去年同期低基数，迎来较高增长.....	14
图表 15：竞争格局有所放缓叠加旺季销售，2021Q1 利润有较大弹性.....	14
图表 16：2021Q1 速冻食品 C 端需求稳定+餐饮端需求修复，带来稳增长.....	15
图表 17：除三全处在调整外，速冻食品龙头亦有超额收益.....	15

图表 18: 2021Q1 休闲食品迎来销售旺季, 获得高增长	15
图表 19: 2021Q1 休闲食品企业普遍释放业绩	15
图表 20: 2021Q2 次高端四大金刚均有高增长表现	16
图表 21: 2021Q2 次高端利润得到充分释放	16
图表 22 : 2021Q2 次高端白酒表现亮眼, 板块行情比较明显	16
图表 23: 2021Q2 啤酒因高销量对冲下滑, 获得稳增长	17
图表 24: 2021Q2 啤酒公司 ASP 提升至高个位数	17
图表 25: 2021Q2 调味品去库存及社区团购冲击, 致收入出现下滑	17
图表 26: 2021Q2 渠道去库存, 投放费用、打折促销等方式致利润承压	17
图表 27: 2021Q2 高基数下放缓增长	18
图表 28: 妙可大单品逻辑, 伊利因费用投放收缩致利润释放	18
图表 29: 2021Q2 速冻食品继续稳增长	18
图表 30: 2021Q2 加大促销加大力度, 业绩受到影响	18
图表 31: 2021Q2 休闲食品出现明显分化	19
图表 32: 2021Q2 社区团购等对休闲食品冲击较大	19
图表 33: 2021Q3 次高端四大金刚增速仍居前列	19
图表 34: 2021Q3 洞藏势能已起, 次高端仍旧高增长	19
图表 35 : 2021Q3 主要白酒增速符合预期, 仍旧稳增长	20
图表 36: 2021Q3 高端化产品高增长带来重啤高增长	21
图表 37: 2021Q3 重啤业绩超预期, 高端化出色表现	21
图表 38: 2021Q3 环比 2021Q2 主要调味品企业收入改善	21
图表 39: 2021Q3 环比 2021Q2 主要调味品企业利润端也环比改善	21
图表 40: 2021Q3 原奶成本放缓及节日刺激带来一波行情	22
图表 41: 原奶成本放缓叠加奶粉高增贡献带来利润弹性	22
图表 42: 2021Q3 餐饮供应链高景气带来稳增长	22
图表 43: 2021Q3 成本上涨拖累板块盈利, 暗含着四季度提价预期	22
图表 44: 2021Q3 休闲食品继续出现分化	23
图表 45: 2021Q3 休闲食品企业利润环比出现改善	23
图表 46: 食品饮料占流通 A 股比重呈现稳中有升态势	24
图表 47: 白酒板块占流通 A 股比重呈现稳中有升态势	24
图表 48: 2016 年-2021 年贵州茅台沪港通占比稳步在 7% 以上	24
图表 49: 2016 年-2021 年五粮液沪港通占比在 6% 左右	24
图表 50: 2016 年-2021 年泸州老窖沪港通占比稳步在 2% 以上	25
图表 51: 2016 年-2021 年山西汾酒沪港通占比在 3% 左右	25
图表 52: 2016 年-2021 年海天味业沪港通占比稳步在 6% 以上	25
图表 53: 2016 年-2021 年伊利股份沪港通占比在 16% 左右	25

图表 54: 2016 年-2021 年安井食品沪港通占比稳步在 6%左右.....	25
图表 55: 2016 年-2021 年盐津铺子沪港通占比在 0.6%左右.....	25
图表 56: 预计十四五期间将达 8000 亿元, 未来 5 年 CAGR 为 6%; 2021Q1-Q3 销售收入 4692 亿元, 同增 19%.....	26
图表 57: 预计十四五期间将达 800 万吨, 未来 5 年 CAGR 为 1.3%; 2021Q1-Q3 产量为 558.2 万吨, 同增 5.5%.....	26
图表 58: 2021Q1-Q3 规模以上白酒企业数量为 963 家, 预计十四五规划期间将不到 1000 家, 龙头市占率提升.....	27
图表 59: 预计十四五期间将达 800 万吨, 未来 5 年 CAGR 为 1.3%; 2021Q1-Q3 利润总额 1338 亿元, 同增 28%.....	27
图表 60: 2021Q3 主要酒企合同负债比较靓丽, 为 2021 年顺利收官留足余力, 集中精力冲击 2022Q1 开门红.....	27
图表 61: 2021 年 11 月以来主要酒企进行提价, 享 2022 年提价红利.....	29
图表 62: 今年已获批股权激励或员工持股计划的酒企有洋河股份、水井坊和泸州老窖.....	29
图表 63: 2008A-2021H1 贵州茅台营收占茅五泸比重稳中有升.....	30
图表 64: 2008A-2020H1 贵州茅台归母净利润占茅五泸比重稳中有升.....	30
图表 65: 贵州茅台销量不到 4 万吨, 稀缺属性将长期存在.....	30
图表 66: 截止 12 月 20 日收盘大众品板块跌幅前十名.....	31
图表 67: 贵州茅台批价长期站稳 2500 元以上价格带, 为五粮液批价跨越 1000 元提供可能.....	33
图表 68: 国窖 1573 批价稳在 910 元左右, 预计 2022 春节以后有望站上 950 元价格带.....	34
图表 69: 预计十四五期间次高端整体规模超 1000 亿元.....	35
图表 70: 主要次高端品牌规模 (亿元) 一览.....	36
图表 71: 预计 2025 年酱酒规模将超 2000 亿元, 其中高端酱酒 1200 亿元.....	36
图表 72: 目前酱酒收入 1350 亿元左右, 预计 2025 年将超 2000 亿元规模.....	36
图表 73: 按规模将酱香企业分成四个梯队一览.....	37
图表 74: 主要酱酒企业产能扩张计划一览.....	37
图表 75: 2022 年舍得酒业冲刺目标 100 亿元, 基础目标 82 亿元.....	38
图表 76: 2021 年舍得酒业老酒和超高端亦有不错表现, 老酒战略效果初现.....	38
图表 77: 2022 年内参保底目标 24.5 亿元, 冲刺目标 30 亿元.....	39
图表 78: 安徽省内消费升级受益者依次为古井贡酒、口子窖及迎驾贡酒.....	40
图表 79: 安徽省内消费升级驱动古井贡酒、口子窖和迎驾贡酒增长, 过去 10 年 CAGR 古井贡酒>口子窖>迎驾贡酒.....	40
图表 80: 金徽酒百元以上占比从 2017 年 30%提升至 2021Q1-Q3 的 65%左右, 引领省内消费升级.....	41
图表 81: 甘肃省内消费升级引领金徽酒营收增至 2019 年 16.34 亿元, 3 年 CAGR 为 9.1%.....	41
图表 82: 主要地产酒省外扩张情况一览.....	41
图表 83: 目前地产酒中山西汾酒和洋河股份省外扩张效果显著.....	42
图表 84: 十四五期间预计优异地产酒省外占比将进一步提升.....	42

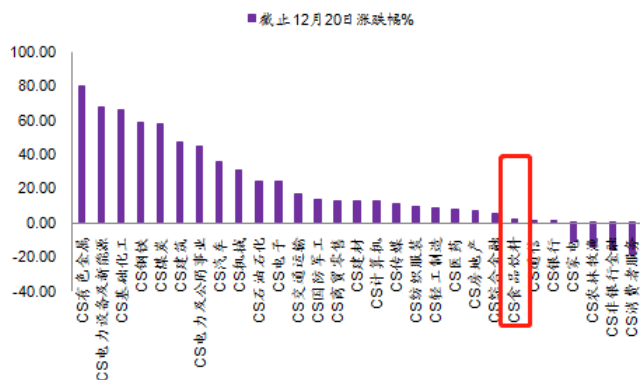
图表 85：2021Q2 大众品确立底部，2021Q3 环比出现明显改善，为 2022Q2 及以后高弹性提供可能	45
图表 86：2021 年 7 月以来主要大众品企业因成本推动进行提价，我们预计 2022Q1 末将出现拐点	47
图表 87：重点关注公司及盈利预测.....	48

1、2021 年食品饮料板块回顾：

1.1、行情回顾：多种因素压制白酒，大众品表现分化

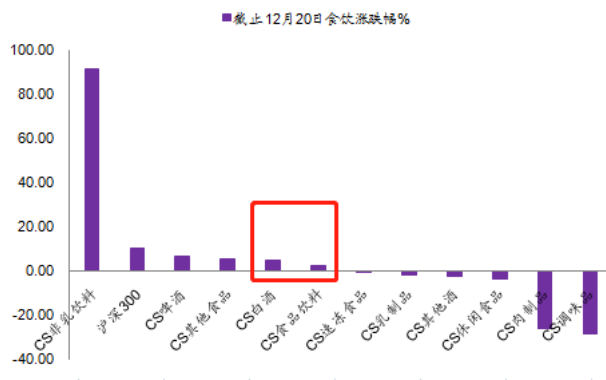
多种因素压制白酒，大众品表现分化。2021年白酒命运多舛，年初因十四五规划和渠道反馈良好带来快速上涨，年后因调仓叠加消费税及政策导向新能源等众多因素扰动，白酒起起伏伏；截止12月20日，食品饮料板块涨幅2.3%，白酒板块涨幅4.7%；大众品中啤酒、非乳饮料表现可圈可点，调味品因渠道消化库存等因素表现垫底。

图表 1：因年初白酒涨幅过大，致 2021 年度食品饮料板块涨幅靠后



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（截止 12 月 20 日收盘价）

图表 2：2021 年食品饮料各子行业中只有非乳饮料跑赢沪深 300



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（截止 12 月 20 日收盘价）

白酒板块：截止12月20日收盘涨幅前五名分别为舍得酒业（涨幅181%）、迎驾贡酒（涨幅113%）、水井坊（涨幅57%）、酒鬼酒（涨幅46%）、口子窖（20%）。今年一季度以来，我们重点推荐的次高端四大金刚（舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、山西汾酒）均在列。其中舍得酒业今年涨幅最高，今年证明自己有完成既定目标，阿尔法行情比较明显；迎驾贡酒因洞藏系列持续超预期，亦走出个股行情；水井坊第三季度业绩超预期下，典藏进展相对顺利；山西汾酒因近期换帅带来市场情绪波动，基本面仍旧向好。

图表 3：截止 12 月 20 日收盘白酒板块涨幅前十名

白酒板块	涨幅%前十名	白酒板块	涨幅%前十名
舍得酒业	181.22	山西汾酒	16.03
迎驾贡酒	113.30	泸州老窖	10.79
水井坊	57.40	青青稞酒	4.88
酒鬼酒	45.75	贵州茅台	4.02
口子窖	20.15	今世缘	2.10

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

大众品表现分化，调味品处于调整期。2021年大众品上市比较多，例如东鹏饮料、千味央厨、李子园、味知香、立高食品等涨幅靠前，系上市效应所致。啤酒板块因产品结构持续升级及疫情反复致需求受到影响，截止12月20日收盘重庆啤酒获26.4%涨幅和青岛啤酒获0.5%涨幅。因疫情影响及成本上涨所致，调味品特别是复合调味品如天味食品、日辰股份等涨跌幅排名倒数。

图表 4：截止 12 月 20 日收盘大众品板块涨幅前十名

大众品板块	涨幅%前十名	大众品板块	涨幅%前十名
千味央厨	169.67	爱普股份	54.72
东鹏饮料	166.35	承德露露	52.56
李子园	134.37	嘉必优	45.60
海南椰岛	132.80	元祖股份	39.52
味知香	99.08	立高食品	38.29

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 5：截止 12 月 20 日收盘大众品板块跌幅前十名

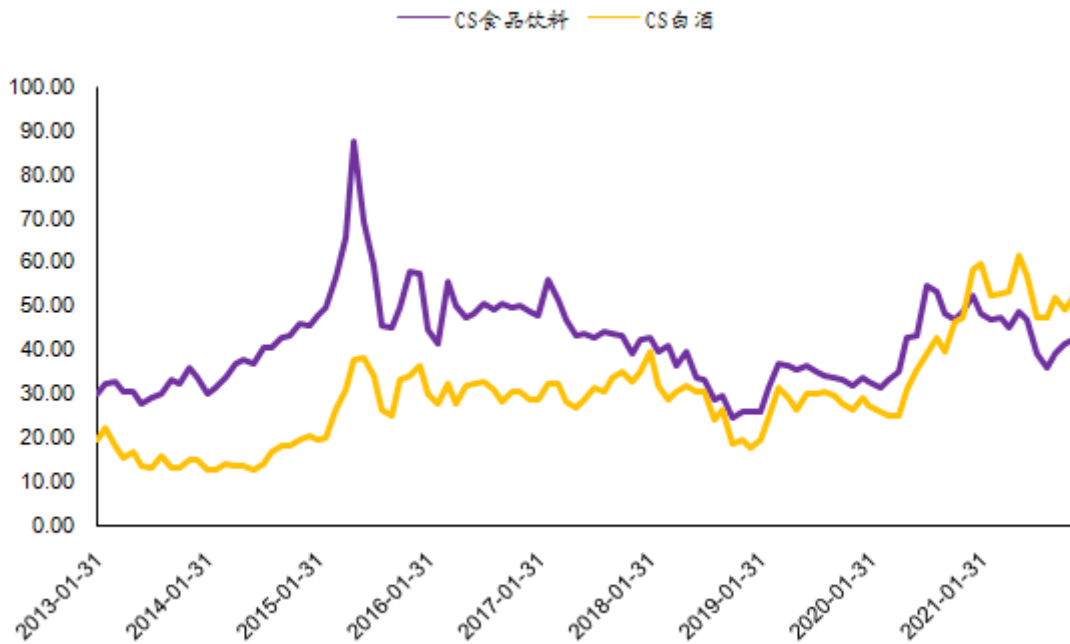
大众品板块	跌幅%前十名	大众品板块	跌幅%前十名
天味食品	-63.36	仙乐健康	-33.93
中炬高新	-43.35	克明食品	-33.82
品渥食品	-37.69	日辰股份	-33.77
煌上煌	-36.53	双汇发展	-31.81
仲景食品	-35.19	海欣食品	-31.11

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

PE 处于历史较高位，估值中枢有望稳中有升。2018 年食品饮料乃至白酒板块估值接近历史低点，PE 分别为 26 倍/18 倍。2019 年 PE 在 25-35 倍、20-30 倍，2020 年 PE 在 30-55 倍、25-55 倍。进入 2021 年众多因素扰动白酒，大众品板块因调味品调整致白酒估值一直高于整体板块，目前处于历史较高位置，PE 分别为 45/51 倍。我们认为主要有以下几个原因：第一，国内外环境相比去年有明显改善，市场预期保持较高位；第二，去年疫情致白酒板块一二季度低基数及春节补

偿消费延迟至五一带来白酒消费场景迅速恢复；第三，白酒个股如舍得酒业、迎驾贡酒、酒鬼酒、山西汾酒等因自己边际改善明显获得阿尔法超额收益，进而带动整体食品饮料板块提升。考虑白酒稀有性资产和优异的商业模式，我们认为未来食品饮料特别是白酒板块估值中枢仍将稳中有升。

图表 6：2021 年全年食品饮料及白酒板块 PE-TTM 估值一览



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（注：截止 12 月 20 日收盘价）

1.2、基本面回顾：白酒增速前高后低，大众品二季度底部确立

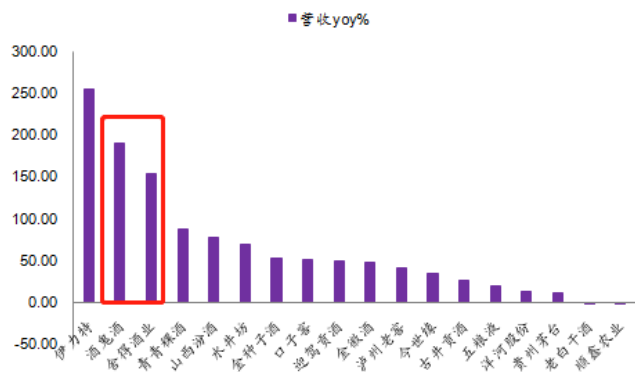
整体看即将过去的2021年，我们分白酒和大众品总结：白酒板块因2020年一二季度低基数因素及消费场景迅速恢复致增速前高后低，走出板块和个股结构性行情；大众品一季度表现可圈可点，二季度开始进入去库存阶段，三季度环比二季度出现明显改善，预计四季度比三季度更改善。

下面我们分季度进行回顾，以期给2022年食品饮料板块更多的思考和启示。

■ Q1白酒板块开门红，大众品表现可圈可点

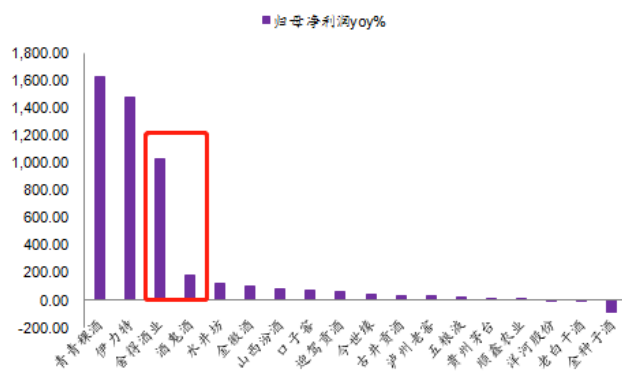
2021年是十四五规划的开局之年，春节经销商打款积极叠加2020Q1低基数红利，主要酒企2021Q1如期迎来开门红。营收增速最高的前三甲分别是伊力特、酒鬼酒、舍得酒业，增速分别为255%、190%、154%；归母净利润增速最高的前三甲分别是青青稞酒、伊力特、舍得酒业，增速分别为1630%、1476%、1031%。

图表 7：2021Q1 开门红明显，酒鬼酒和舍得酒业收入表现强劲



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 8：2021Q1 主要酒企利润均实现高增长，青青稞酒、伊力特和舍得三家增速超 10 倍



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

一季报前后基本确立次高端白酒板块行情，具体理由如下：第一，由于去年疫情影响，今年经济恢复性增长且较高增长（2021Q1 中国 GDP 为 249310 亿元，同增 18.3%），经济景气度可持续，商务宴请等恢复加快。第二，高端酒价格上行预期特别是五粮液批价预期破千元上升且公司挺价意愿很强，全国 99% 酒企产品批价取决于五粮液，五粮液批价上行带动国窖批价上行，打开次高端价格带天花板。第三，去年一二季度低基数带来恢复性高增长，预计主要次高端酒企有良好表现，预计三季度板块将出现业绩分化。第四，一季度主要酱酒企业均有不错表现，酱酒主要布局在 300-800 元次高端价格带带来次高端扩容；据酒食汇报道，2021Q1 习酒、国台、金沙、珍酒等销售收入分别增长 38.96%、309%、285%、207%。第五，水井坊一季度业绩快报及其背后的内生增长反映的不单单是低基数增长，公司臻酿八号和井台装开瓶率较高且保持较高增长。第六，部分前瞻布局次高端价格带酒企预计今年将有优异表现，例如安徽省内迎驾贡酒的洞藏系列（近几年保持高增长，预计今年 20 亿销售额规模）、今世缘的四开和洋河的 M6+ 也有优异表现。今年品味舍得和智慧舍得有望迎来高增长叠加摘帽预期和老酒战略差异化竞争相对优势，我们认为今年整体次高端板块行业基本确立，短期以一年维度来看，次高端酒企涨幅大于高端酒和地产酒涨幅。

图表 9：2021Q1 白酒板块收入和利润均高增，开门红效应明显

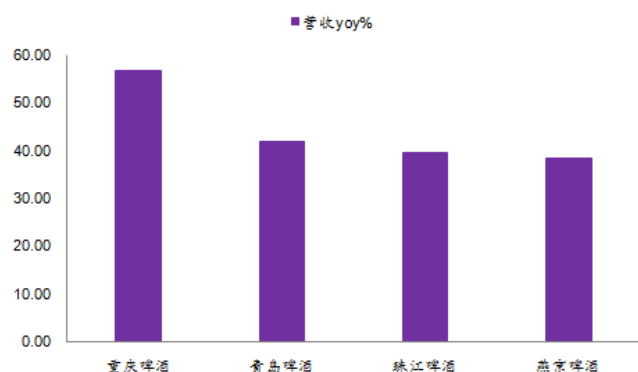
主要个股	2021Q1 营收 (亿元)	2021Q1 营收 yoy%	2021Q1 归母净利润 (亿元)	2021Q1 净利润 yoy%
高端酒				
贵州茅台	272.71	11.74%	139.54	6.57%
五粮液	243.25	20.19%	93.24	21.03%

泸州老窖	50.04	40.88%	21.67	26.95%
次高端酒				
洋河股份	105.20	13.51%	38.63	-3.47%
山西汾酒	73.32	77.11%	21.82	78.12%
水井坊	12.40	70.17%	4.19	119.37%
酒鬼酒	9.08	190.36%	2.68	179.17%
舍得酒业	10.28	154.21%	3.02	1018.52%
今世缘	23.96	35.35%	8.05	38.79%
中高端酒				
古井贡酒	41.30	25.86%	8.14	27.79%
口子窖	11.73	50.90%	4.20	72.84%
迎驾贡酒	11.48	48.90%	3.69	58.37%
金徽酒	5.08	48.43%	1.15	98.28%
低端酒				
顺鑫农业	54.86	-0.69%	3.73	5.67%

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

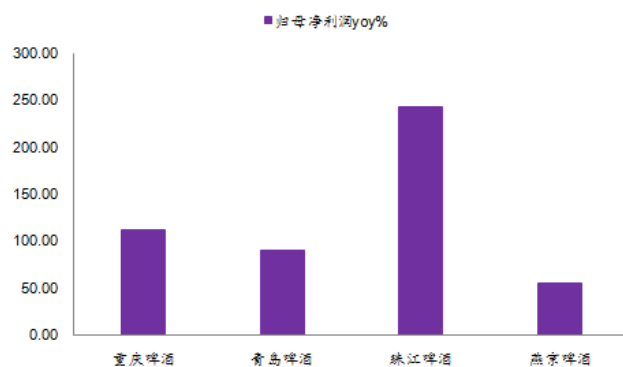
Q1大众品整体表现良好，成本上涨带来利润承压。分子板块来看，Q1啤酒的销量基本恢复至疫情前水平，啤酒公司普遍维持较快的ASP增速，高端化加速推进。

图表 10：2021Q1 啤酒销量强劲回暖，迎来高增长



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

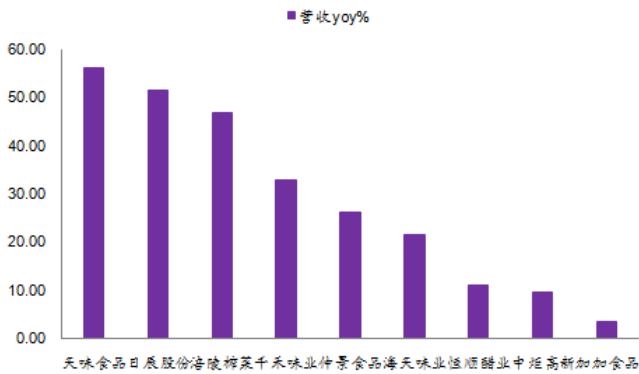
图表 11：2021Q1 高端化进程加速，加快释放业绩



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

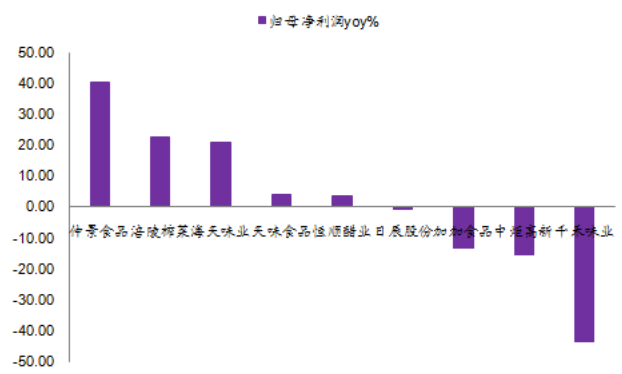
调味品因2020年家庭端囤积库存，提前透支未来消费，基础调味品普遍表现疲软，但龙头如海天味业亦有降低成本的能力。

图表 12：2021Q1 调味品营收因去年同期低基数，带来恢复性增长



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

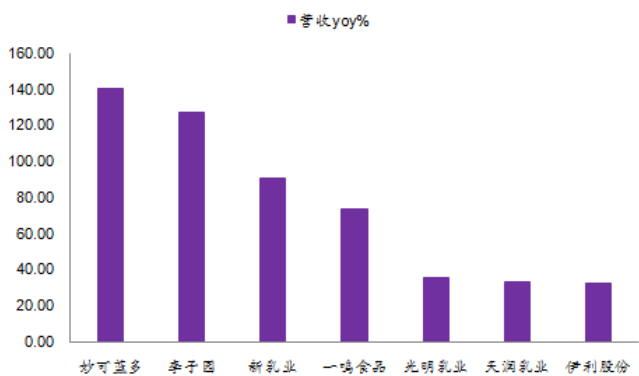
图表 13：2021Q1 利润端受到成本上涨影响，已有明显迹象



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

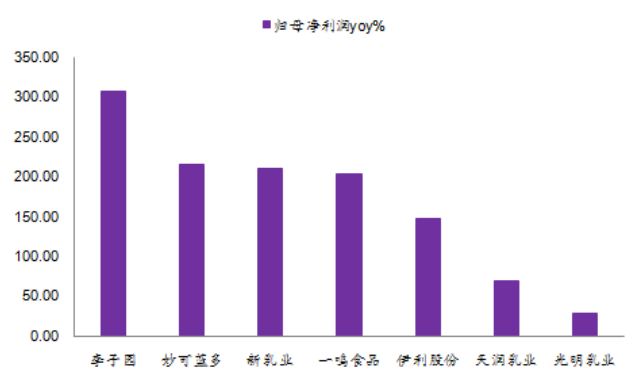
乳制品供给端龙头效应明显，需求端持续旺盛，龙头市占率有望继续提升，释放业绩弹性。

图表 14：2021Q1 乳制品龙头因需求旺盛及去年同期低基数，迎来较高增长



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

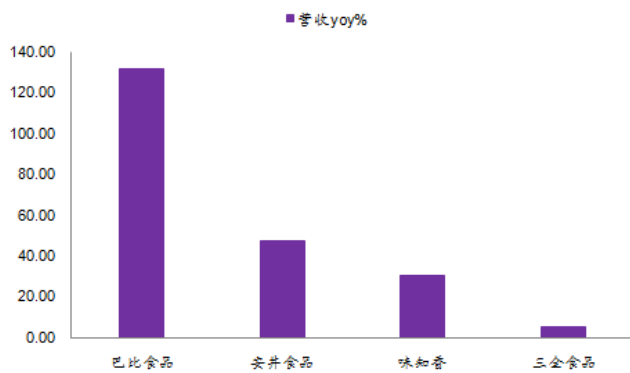
图表 15：竞争格局有所放缓叠加旺季销售，2021Q1 利润有较大弹性



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

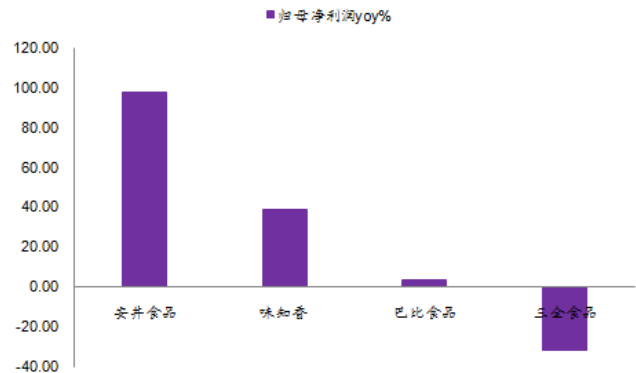
速冻食品B端对效率需求持续提升，对龙头供应链亦有高要求。休闲食品迎来旺季销售，强劲复苏，线上渠道碎片化，线下持续拓店比较顺利。

图表 16：2021Q1 速冻食品 C 端需求稳定+餐饮端需求修复，带来稳增长



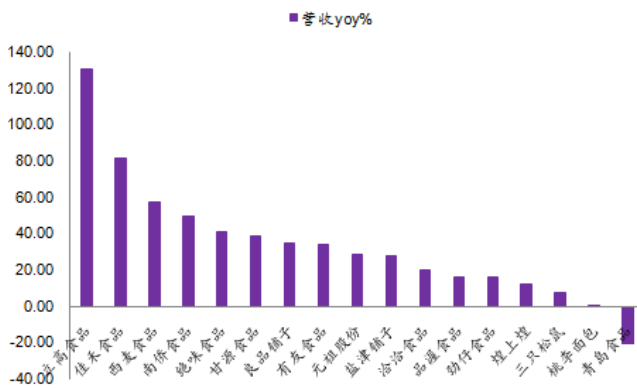
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 17：除三全处在调整外，速冻食品龙头亦有超额收益



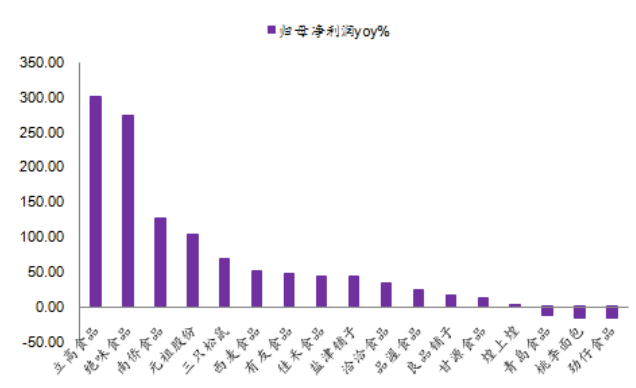
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 18：2021Q1 休闲食品迎来销售旺季，获得高增长



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 19：2021Q1 休闲食品企业普遍释放业绩



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

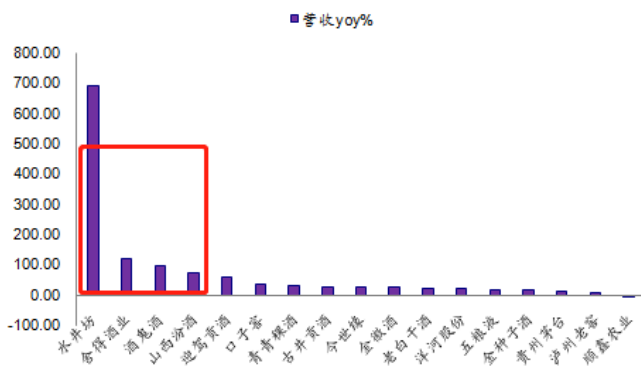
■ Q2次高端板块崛起，大众品业绩承压

Q2迎次高端行情，舍得成旗手。4月财报季的催化及五一消费需求的集中释放，促使商务宴请和婚喜宴迎来旺季，我们在五一后强推次高端板块，主推次高端四大金刚（酒鬼酒，舍得酒业，山西汾酒，水井坊）。

舍得摘帽、内参省外扩张顺利、青花30复兴版反馈及水井坊的新财年等等都是推动行情的重要因素。当然最主要的还是五粮液批价过千元的预期推动次高端打开价格天花板，次高端迎来扩容期。舍得摘帽继续推进行情继续走，渠道跟踪反馈的月度数据成为

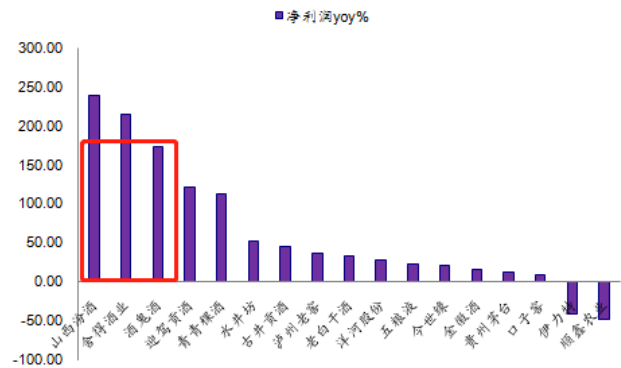
重要催化剂。

图表 20：2021Q2 次高端四大金刚均有高增长表现



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 21：2021Q2 次高端利润得到充分释放



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

中报落下帷幕，整体板块趋势向好，报表质量良好。前期酒企一二季度低基数红利已过，三季度开始进入分化期，市场已有酒企三季度增速环比一二季度放缓的预期，我们认为三季度以后进入个股演绎行情，次高端酒企山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒等仍将有所表现，水井坊三季度新财年开门红大概率实现，地产酒中迎驾贡酒由于典藏系列进入爆发期有望继续高增长，洋河股份三季报仍需继续验证业绩持续性，古井贡酒因产品结构持续优化叠加高费用投放仍有望带来不错利润增速，今世缘继续保持稳健增长态势不变。当前板块波动较大，但行业基本面趋势向好。

图表 22：2021Q2 次高端白酒表现亮眼，板块行情比较明显

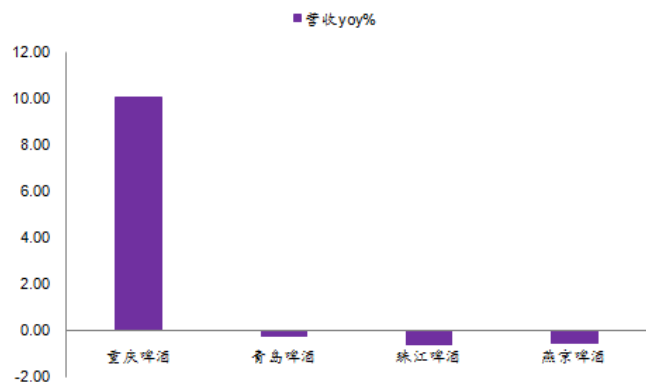
主要个股	2021Q2 营收 (亿元)	2021Q2 营收 yoy%	2021Q2 归母净利润 (亿元)	2021Q2 净利润 yoy%
高端酒				
贵州茅台	218.16	11.61%	107.00	12.53%
五粮液	124.27	18.02%	38.77	23.03%
泸州老窖	43.13	5.67%	20.60	36.10%
次高端酒				
洋河股份	105.20	13.51%	17.99	28.61%
山西汾酒	73.32	77.11%	13.62	239.43%
水井坊	12.40	70.17%	-0.42	52.05%

酒鬼酒	9.08	190.36%	2.42	174.05%
舍得酒业	10.28	154.21%	4.34	215.33%
今世缘	23.96	35.35%	5.29	20.52%
中高端酒				
古井贡酒	41.30	25.86%	5.64	45.39%
口子窖	11.73	50.90%	2.67	9.95%
迎驾贡酒	11.48	48.90%	2.22	122.30%
金徽酒	5.08	48.43%	0.72	15.58%
低端酒				
顺鑫农业	54.86	-0.69%	1.02	-47.57%

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

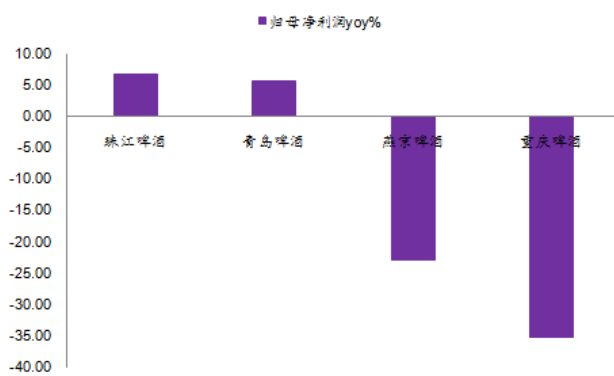
大众品收入业绩承压，其中餐饮相关的调味品、乳业成本压力明显。分子板块看，啤酒行业结构升级加速，收入利润平稳增长。均价提升对冲销量高基数下滑；高端化更进一步，中长期均价将提速。2021Q2啤酒上市公司ASP提升至高个位数，对比过去中个位数的提升速度加快，主要受益于行业高端化加快。

图表 23：2021Q2 啤酒因高销量对冲下滑，获得稳增长



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 24：2021Q2 啤酒公司 ASP 提升至高个位数

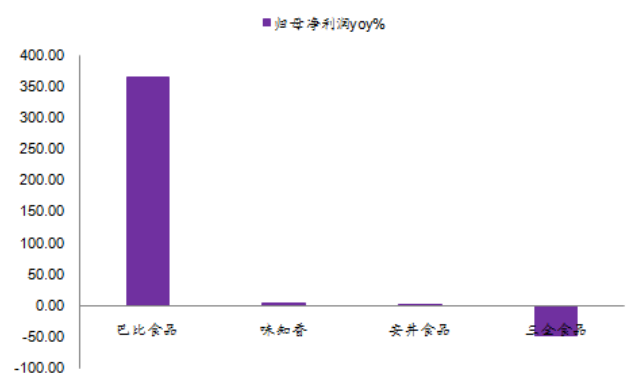
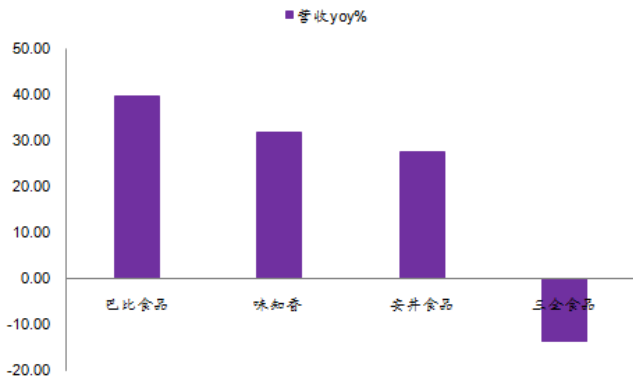


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

调味品原材料大幅上涨，业绩受成本、需求双重挤压，社区团购影响边际减弱。受需求疲软及高基数等影响，海天味业、涪陵榨菜、天味食品营收增速分别下滑9.4%、10.8%、15.4%。利润端，玉米、大豆、玻璃等原料及包材成本大幅上涨，终端产品尚未出现行业性提价，调味品企业盈利能力下滑，同时费用投入并未明显缩减，行业盈利能力普遍下滑。

图表 25：2021Q2 调味品去库存及社区团购冲击，致收入出现下滑

图表 26：2021Q2 渠道去库存，投放费用、打折促销等方式致利润承压



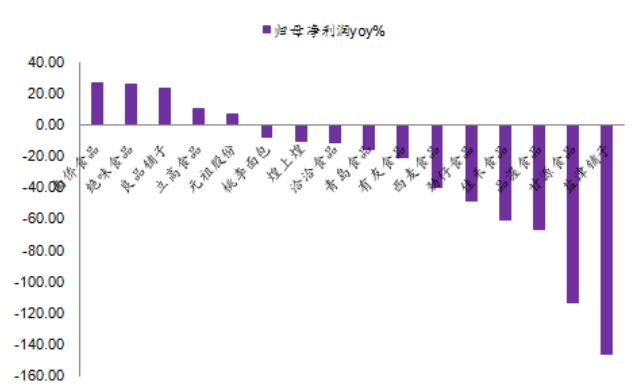
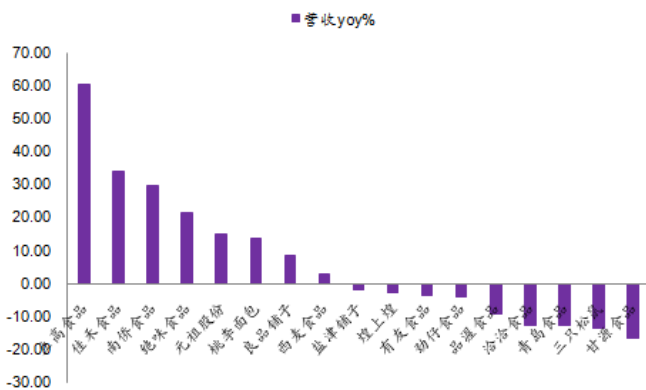
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

休闲食品个股表现分化，洽洽高基数下业绩低于预期，盐津受渠道结构影响明显。洽洽瓜子业务受基数及客流下滑影响，高基数下21Q2营收下滑12.7%，费用投入基本持平，收入、利润增长低于预期。盐津铺子2021H1受社区团购新渠道挤压、商超客流下滑等因素影响，二季度收入受到压制，同时商超渠道费用投放过多，使得公司利润端承压，21Q2收入利润分别下滑1.9%、146%。

图表 31：2021Q2 休闲食品出现明显分化

图表 32：2021Q2 社区团购等对休闲食品冲击较大



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

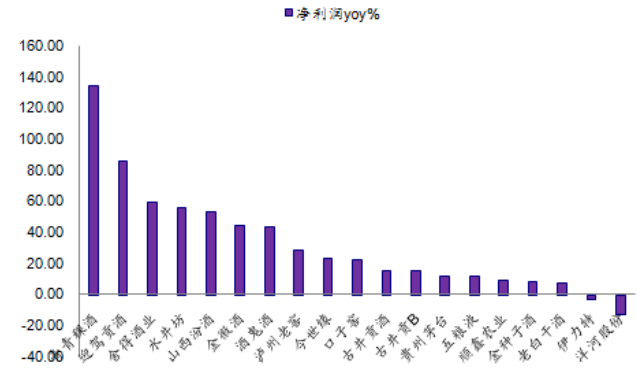
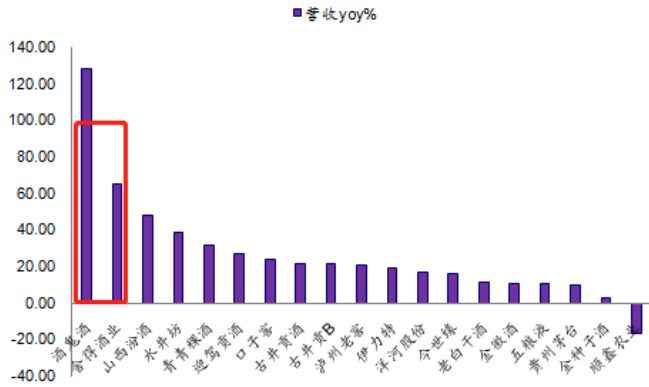
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

■ Q3白酒受众多因素扰动，大众品环比明显改善

前期秋糖会反馈白酒基本符合预期，监管层对白酒板块的重视及可能性的打压，使得茅台提价预期受挫，茅台短期天花板基本形成（我们认为批价可能在2500 -3000元之间徘徊），五粮液可能还需要半年至一年时间实现批价突破1000元（客观的说，今年五粮液表现可圈可点，在正确的路上积极进取），进而压制国窖批价提升（国窖批价和竞品保持50-100元价差利于量的释放），导致次高端天花板停留在 600-800元的时间可能增加，但这一切利于酒企扎实做产品和渠道，利于所在价位量的释放，也同时给一些激进或处于调整中的酒企喘息机会。

图表 33：2021Q3 次高端四大金刚增速仍居前列

图表 34：2021Q3 洞藏势能已起，次高端仍旧高增长



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

整体来看，业绩仍旧稳健增长，高端酒茅台稳健增长，全年10%目标完成无虞；次高端舍得和酒鬼酒表现符合预期，增速放缓并不明显，仍有50%以上增速；地产酒洋河已走出困境，完成全年15%增速目标无虞；口子边际改善明显，迎驾因洞藏系列表现优异，业绩超预期。

图表 35：2021Q3 主要白酒增速符合预期，仍旧稳增长

主要个股	2021Q3 营收 (亿元)	2021Q3 营收 yoy%	2021Q3 归母净利润 (亿元)	2021Q3 净利润 yoy%
高端酒				
贵州茅台	263.32	9.99	126.12	12.35
五粮液	129.69	10.61	41.27	11.84
泸州老窖	47.93	20.89	20.49	28.48
次高端酒				
洋河股份	63.99	16.66	15.51	-13.10
山西汾酒	51.38	47.81	13.35	53.24
水井坊	15.86	38.93	6.23	56.27
酒鬼酒	9.26	128.66	2.10	43.43
舍得酒业	12.16	64.84	2.34	59.65
今世缘	14.83	15.76	3.64	23.82
中高端酒				
古井贡酒	30.95	21.37	5.90	15.09
口子窖	13.86	24.02	4.63	22.70
迎驾贡酒	10.95	27.00	3.70	86.23
金徽酒	3.69	10.65	0.56	44.31
低端酒				

顺鑫农业	24.20	-16.54	-1.04	9.67
------	-------	--------	-------	------

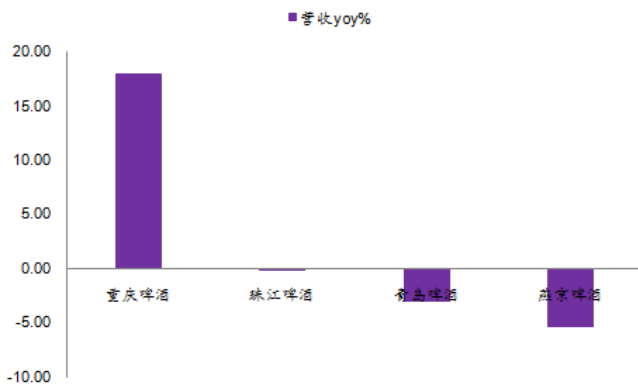
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

三季度白酒受到消费税、座谈会及政策导向新能源等影响，资金部分流出至新能源板块和电子板块，板块情绪受到不小影响。市场担忧白酒需求不行，三季报不好，但三季报比较有力回击这种担忧。随着茅台董事长上任后对价格的管控等等，市场对白酒的关注持续上升。

大众品环比改善，调味品底部确立。2021Q3由于疫情反复，大众品收入端仍受到影响，但随着疫情逐步得到管控，需求边际向好。三季度大众品板块成本压力大幅上升，盈利能力承压，细分领域龙头近期纷纷开启提价。我们认为应积极关注大众品后续提价催化，短期将带动收入增长，中长期释放利润弹性。

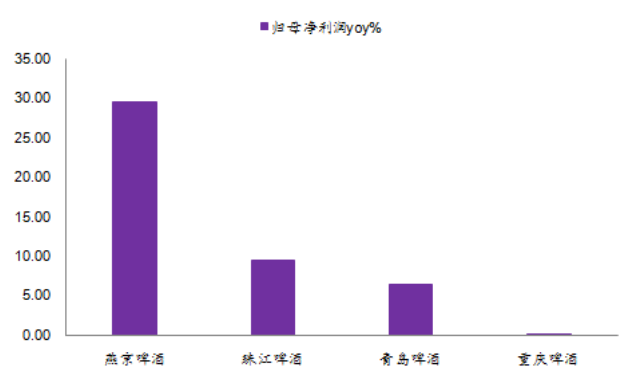
分子板块看，2021Q3啤酒行业营收基本持平，利润表现相对疲软。由于7月底新冠疫情开始反复且影响范围较大，第三季度行业普遍出现中高个位数销量下滑。Q3成本压力环比进一步上升，但高端化还在持续，故仍有效缓冲短期成本上涨的压力。

图表 36：2021Q3 高端化产品高增长带来重啤高增长



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 37：2021Q3 重啤业绩超预期，高端化出色表现

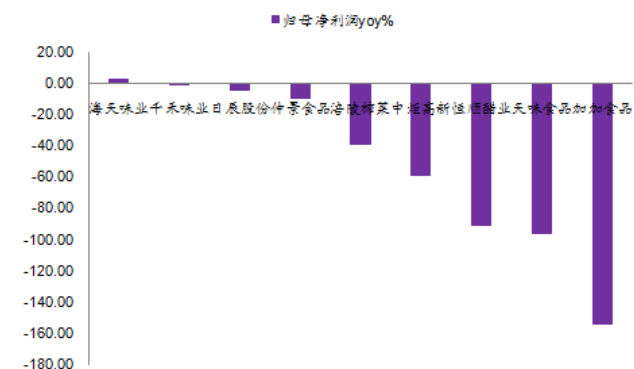
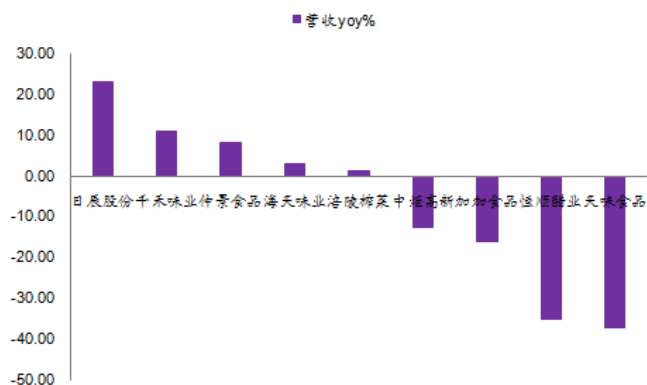


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

调味品营收环比继续改善，成本压力显现。尽管2021Q3受到疫情反复影响，调味品公司收入增速未恢复至疫情前水平。但随着社区团购渠道冲击的减弱，大部分公司Q3收入增速环比Q2均呈加速恢复的趋势。利润端由于成本压力上升，前期库存的低价原材料尤其是农产品基本消化完，Q3开始使用高价原料导致利润大幅承压。随着龙头海天味业于10月开启提价，调味品板块有望迎来集体提价。

图表 38：2021Q3 环比 2021Q2 主要调味品企业收入改善

图表 39：2021Q3 环比 2021Q2 主要调味品企业利润端也环比改善

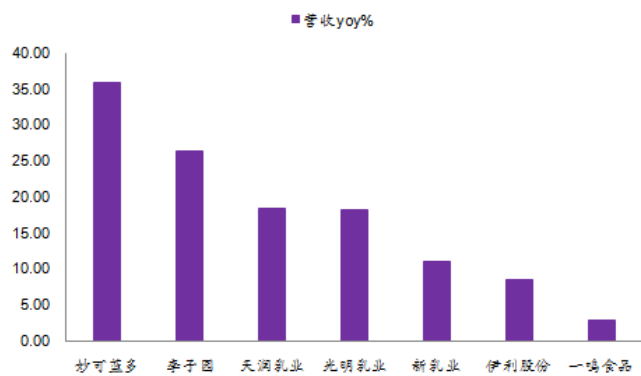


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

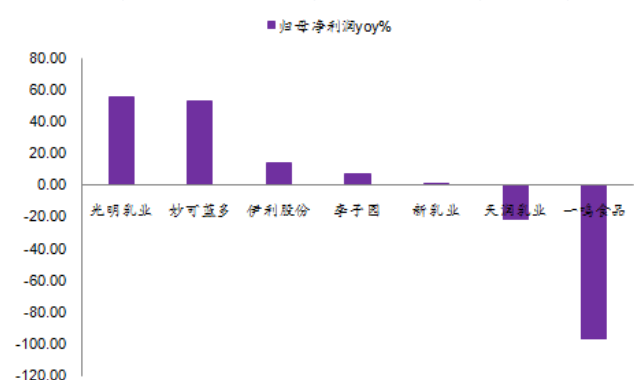
乳制品方面，疫情常态化需求景气度延续，受益于中秋国庆刺激，动销恢复加快，渠道库存良性。原奶成本涨幅放缓，叠加奶粉高增贡献盈利弹性，2021Q3龙头伊利股份净利率提升超预期。

图表 40：2021Q3 原奶成本放缓及节日刺激带来一波行情



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 41：原奶成本放缓叠加奶粉高增贡献带来利润弹性

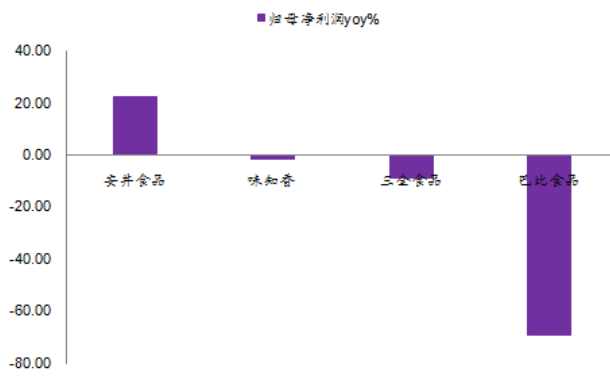
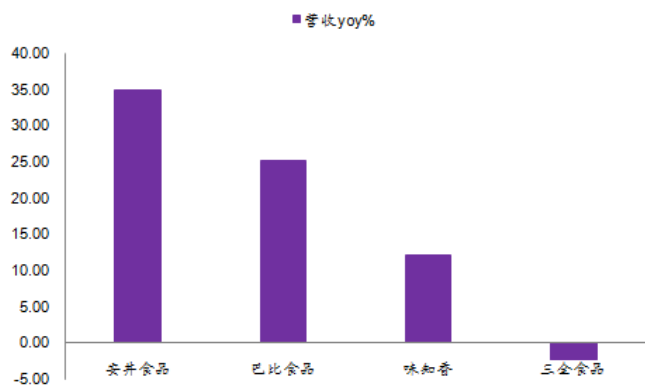


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

速冻食品方面，第三季度安井食品子公司并表致收入延续高增长，千味央厨专注B端餐饮客户，但成本上涨拖累板块盈利。

图表 42：2021Q3 餐饮供应链高景气带来稳增长

图表 43：2021Q3 成本上涨拖累板块盈利，暗含着四季度提价预期

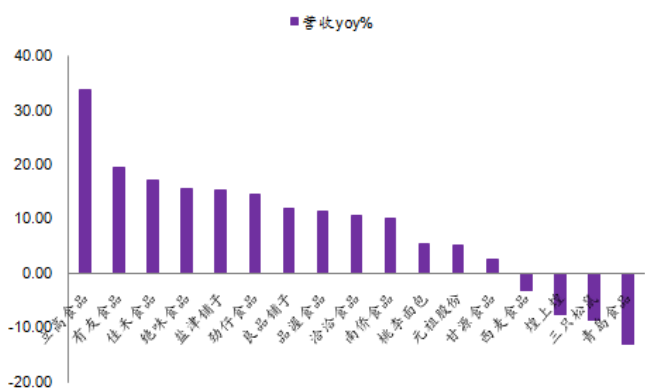


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

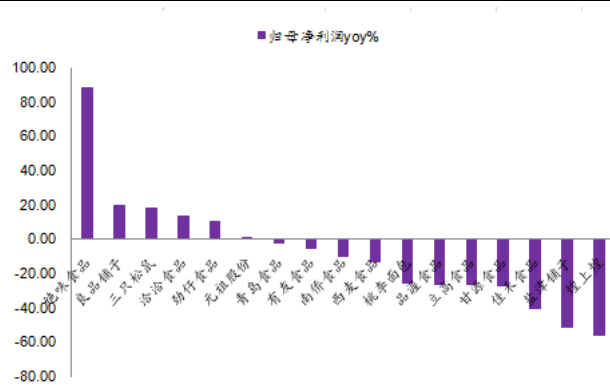
休闲食品个股表现分化，洽洽旺季改善，瓜子恢复高个位数增长，费用投放加大；桃李受疫情、洪水、限产等短期因素影响，经营层面触底；盐津调整转型，Q3环比改善。

图表 44：2021Q3 休闲食品继续出现分化



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 45：2021Q3 休闲食品企业利润环比出现改善



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

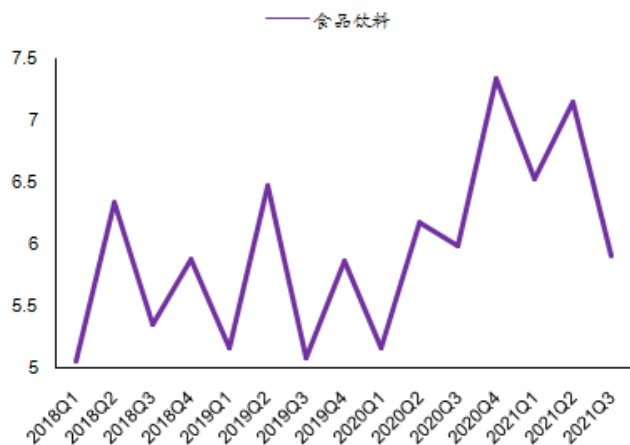
1.3、资金面回顾：白酒持仓维持高位，大众品持仓下降

Q1 食品饮料板块行情，Q2 以后白酒板块行情。2020Q4 白酒行情，基金加大持仓；2021Q1

基金调仓换股，2021Q2次高端行情加大持仓，三季度和众多因素扰动致2021Q3持仓下降，但仍处于较高位置。食品饮料板块仓位比重由2020Q4末的7.34%下降至2021Q3的5.9%，白酒板块仓位比重从2020Q4末的11.35%下降至2021Q3的10.34%。2021年白酒板块受消费税、座谈会和政策性导向扰动，整个板块先升后降，年底迎来白酒行情。

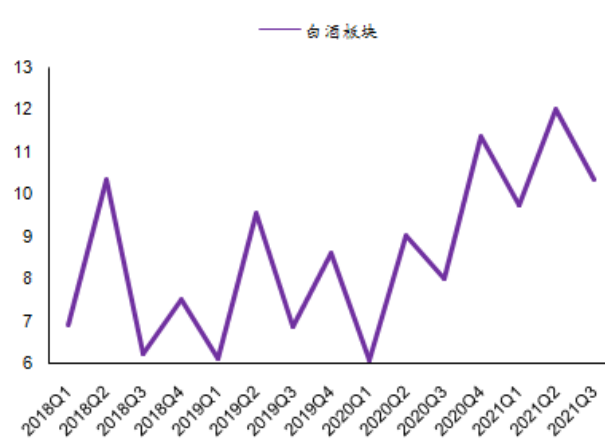
整体来看，当前随着疫情常态化，资金防御属性明显，食品饮料乃至白酒持仓大幅下降可能性较小，未来稳中有升。

图表 46：食品饮料占流通 A 股比重呈现稳中有升态势



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

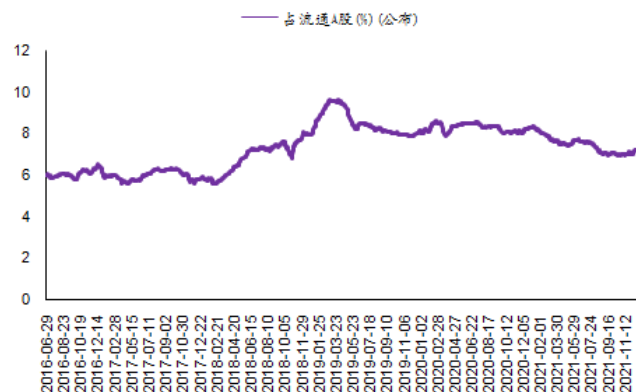
图表 47：白酒板块占流通 A 股比重呈现稳中有升态势



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

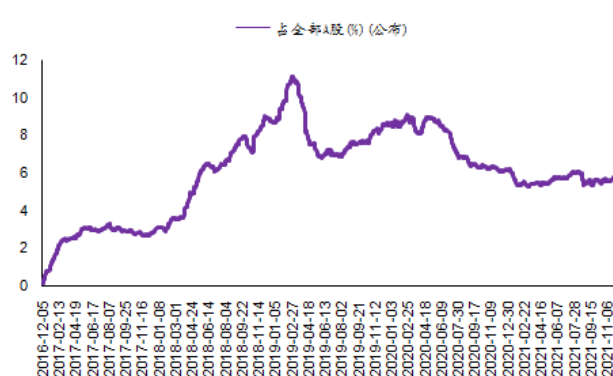
外资持仓维持高位，资金防御属性明显。自2017年A股正式被纳入MSCI新兴市场指数，A股国际化迈出重要一步。2018年6月MSCI首次纳入因子为2.5%，2018年9月A股纳入因子提升至5%。MSCI于2019年3月1日宣布在2019年5月、8月和11月逐步将现有大盘A股在MSCI全球基准指数中的纳入因子由5%提高至20%。

图表 48：2016 年-2021 年贵州茅台沪港通占比稳步在 7%以上



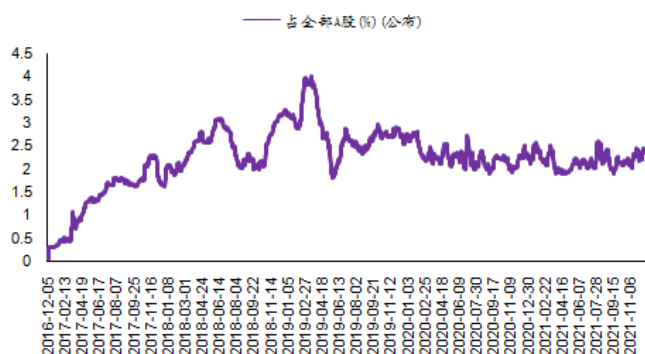
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（注：截止至 12 月 20 日，下同）

图表 49：2016 年-2021 年五粮液沪港通占比在 6%左右



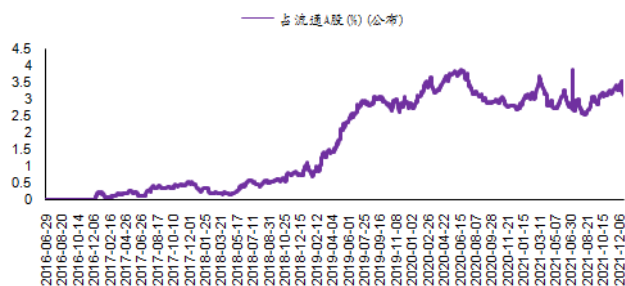
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 50：2016 年-2021 年泸州老窖沪港通占比稳步在 2%以上



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

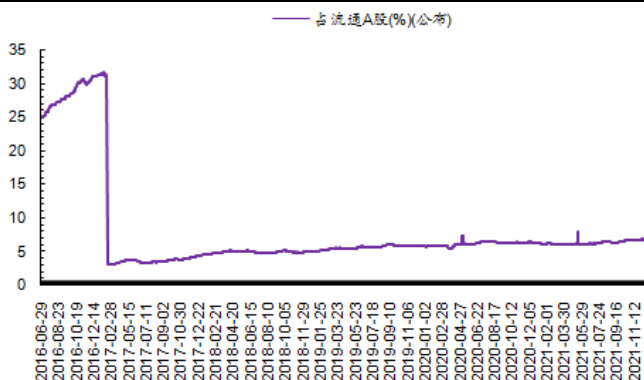
图表 51：2016 年-2021 年山西汾酒沪港通占比在 3%左右



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

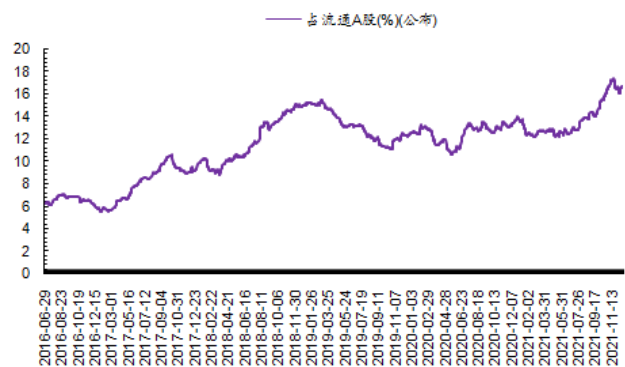
从外资选股偏好看，MSCI 青睐高流通市值、盈利能力及流动性强的个股，资金属性偏中长期，对于标的基本面非常重视。自MSCI于2018年6月将A股纳入指数，我们发现主要个股如贵州茅台、五粮液、海天味业、伊利股份等沪深港通流入比例在提升。白酒板块最受外资欢迎，其中茅五泸、汾酒、洋河持仓占比稳步提升。

图表 52：2016 年-2021 年海天味业沪港通占比稳步在 6%以上



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

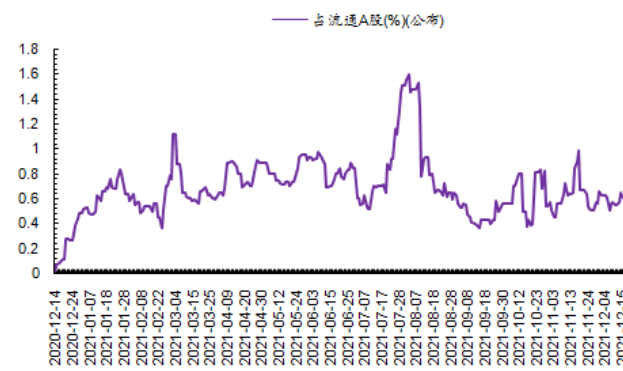
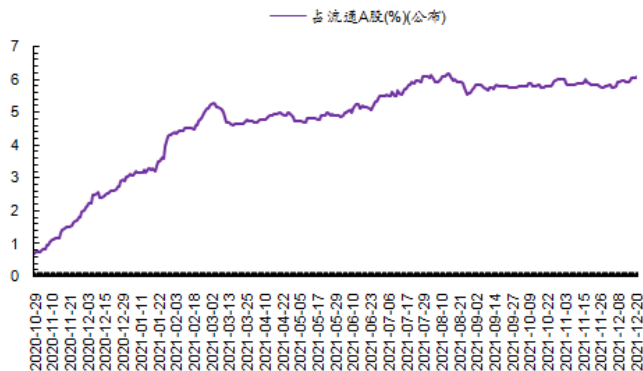
图表 53：2016 年-2021 年伊利股份沪港通占比在 16%左右



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 54：2016 年-2021 年安井食品沪港通占比稳步在 6%左右

图表 55：2016 年-2021 年盐津铺子沪港通占比在 0.6%左右



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

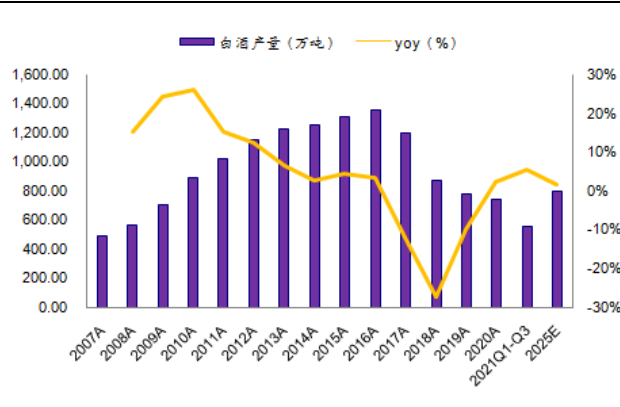
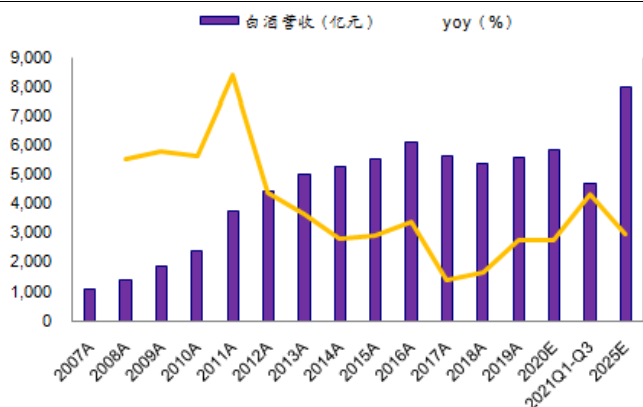
2、2022 年板块展望：把握白酒结构性行情，重视大众品拐点机会

2.1、白酒板块：提价预期叠加 Q4 留有余力，2022Q1 有望开门红

十四五整体稳健发展，2022年有望开门红。中国酒业协会发布《中国酒业“十四五”发展指导意见(征求意见稿)》，提出“十四五”期间白酒产量将控制在800万吨，较“十三五”末增长6.7%，CAGR1.3%；销售收入8000亿元，较“十三五”末增长35.6%，CAGR6.3%；实现利润2000亿元，较“十三五”末增长37.0%，CAGR6.5%。

图表 56：预计十四五期间将达 8000 亿元，未来 5 年 CAGR 为 6%；2021Q1-Q3 销售收入 4692 亿元，同增 19%

图表 57：预计十四五期间将达 800 万吨，未来 5 年 CAGR 为 1.3%；2021Q1-Q3 产量为 558.2 万吨，同增 5.5%



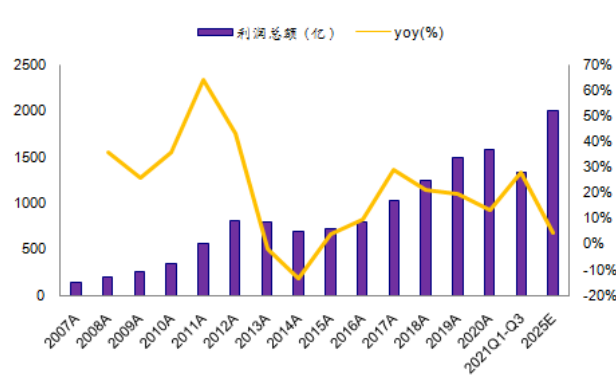
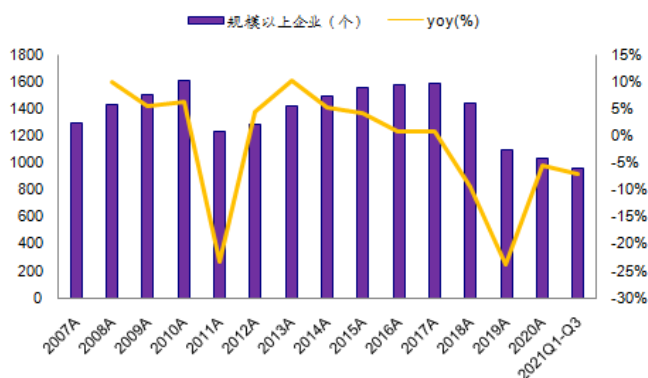
资料来源：中国酒业协会，国家统计局，华鑫证券研究

资料来源：中国酒业协会，产业信息网，华鑫证券研究

据中国酒业协会最新数据显示，2021年1-10月全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量558.19万千升，同增5.49%；全国规模以上白酒企业数量963家，累计完成销售收入4691.88亿元，同增18.62%；累计实现利润总额1338.17亿元，同增28.12%。疫情后的2021年白酒仍旧保持稳增长，头部效应仍旧明显。

图表 58：2021Q1-Q3 规模以上白酒企业数量为 963 家，预计十四五规划期间将不到 1000 家，龙头市占率提升

图表 59：预计十四五期间将达 800 万吨，未来 5 年 CAGR 为 1.3%；2021Q1-Q3 利润总额 1338 亿元，同增 28%

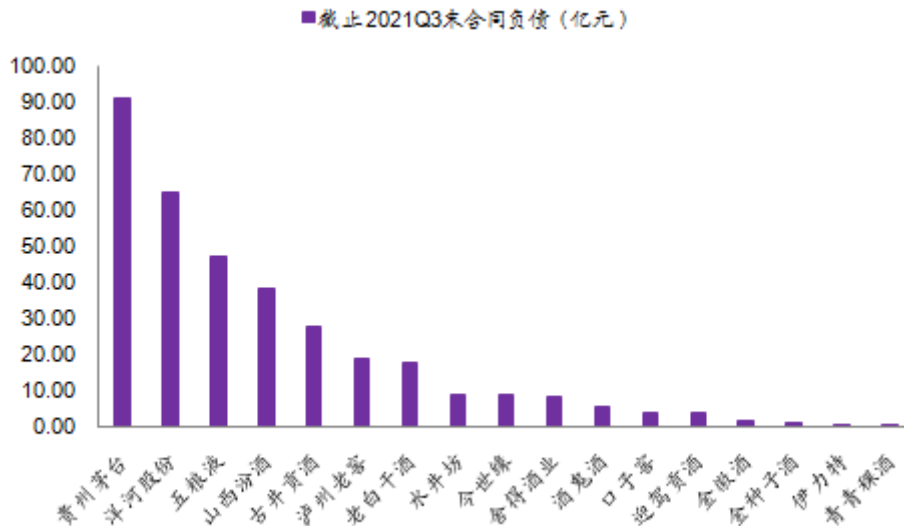


资料来源：中国酒业协会，智研咨询，华鑫证券研究

资料来源：中国酒业协会，智研咨询，华鑫证券研究

2021Q3合同负债靓丽，确保2021年顺利收官。酒企一般节奏是前三季度完成全年任务90%以上，个别酒企完成全年任务。从2021Q3预收款来看，主要酒企基本都留有余力应对2021Q4。

图表 60：2021Q3 主要酒企合同负债比较靓丽，为 2021 年顺利收官留足余力，集中精力冲击 2022Q1 开门红



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

自上而下提价, 进一步抬升天花板。2021年三季报以后, 整体白酒表现仍旧平稳。进入11月份, 酒企开始制定明年目标, 我们预计主要酒企目标仍旧积极稳健。在这样的背景下, 主要酒企陆续开始尝试提价。

11月初水井坊宣布对水井坊产品典藏大师版价格进行调整, 典藏大师版52度500ml整箱团购价提升50元/瓶, 零售价提升200元/瓶; 典藏大师版38度500ml整箱团购价提升40元/瓶, 零售价提升100元/瓶。11月底水晶剑南春开票价将于2022年年初上调20元。11月底, 五粮液计划外提价从999元提升至1089元, 占比从30%提升至40%, 综合成本从922元提升至969元, 同增5%; 12月初茅台2021年计划外普飞800吨, 打款价1479元, 释放公司渠道改革积极信号, 我们认为这是对普飞价格双轨制的试探; 12月上旬泸州老窖意图将计划外价格从950元提至999元, 我们预计计划外占比20%左右。

12月21日起, 古井贡酒发布《关于调整年份原浆年三十产品团购成交价的通知》, 对古30团购提交价调整:

- 1) 常规装:42团购成交价调整为1400元/瓶, 52团购成交价调整为1600元/瓶。
- 2) 生肖版:虎年生肖版团购成交价调整为1800元/瓶, 牛年生肖版团购成交价调整为2000元/瓶。
- 3) 线上线下同步按此价格调整, 2022年春节后公司统一组织大检查, 如发现未按此调整执行的, 对相关责任人给予从快、从重处罚。

我们的观点:本轮白酒板块提价是一次自上而下的行为, 高端酒茅台对价格双轨制的尝试, 五粮液通过计划外价格提升及占比提升等方式倒逼普五批价破千元, 国窖计划外价格提升亦是跟进战略不变, 次高端龙头剑南春此次提价亦是对次高端白酒利好, 进而带动地产酒提价。

图表 61：2021 年 11 月以来主要酒企进行提价，享 2022 年提价红利

主要酒企	时间	主要提价内容
水井坊	11 月初	典藏大师版价格进行调整：52 度 500ml 整箱团购价提升 50 元/瓶，零售价提升 200 元/瓶；典藏大师版 38 度 500ml 整箱团购价提升 40 元/瓶，零售价提升 100 元/瓶。
剑南春	11 月底	水晶剑南春开票价将于 2022 年年初上调 20 元
五粮液	11 月底	计划外提价从 999 元提升至 1089 元，占比从 30%提升至 40%，综合成本从 922 元提升至 969 元，同增 5%
贵州茅台	12 月初	2021 年计划外普飞 800 吨，打款价 1479 元
泸州老窖	12 月上旬	计划外价格从 950 元提至 999 元，预计计划外占比 20%左右
古井贡酒	12 月下旬	古 30：1）常规装:42 团购成交价调整为 1400 元/瓶，52 团购成交价调整为 1600 元/瓶。2）生肖版:虎年生肖版团购成交价调整为 1800 元/瓶，牛年生肖版团购成交价调整为 2000 元/瓶。3）线上线下同步按此价格调整，2022 年春节后公司统一组织大检查，如发现未按此调整执行的，对相关责任人给予从快、从重处罚。

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

股权激励或员工持股成明年重要主线，已实施酒企需持续跟踪。当前部分酒企已实施过股权激励或员工持股计划，但部分酒企在今年有重大进展。今年已经获批的酒企有洋河股份、水井坊、泸州老窖。其中洋河的员工持股人数最多，受众最广泛；泸州老窖股权激励方案考核指标更多，水井坊员工持股计划考核偏保守。目前今世缘已回购完股份，明年我们预计和古井贡酒、口子窖等落地股权激励方案。

图表 62：今年已获批股权激励或员工持股计划的酒企有洋河股份、水井坊和泸州老窖

主要酒企	公告时间	股权激励/员工持股计划具体内容
洋河股份	7 月 26 日	本次核心骨干持股计划对象包括张联东、钟雨总、刘化霜总等 15 位高管，总计不超过 5100 人，规模不超过 966.13 万股，占总股本 0.64%，回购价格为 103.73 元/股，募集资金上限为 10 亿元。 对业绩考核要求：2021 年、2022 年营收均不低于 15%。
水井坊	9 月 15 日	本次员工持股计划的员工总人数不超过 66 人，其中董事、高级管理人员共 3 人，中基层管理人员及核心技术（业务）骨干不超过 63 人，最终参与人员根据实际缴款情况确定。目前已回购 99.24 万股，已回购股份占公司总股本比例约为 0.20%，已支付的总金额为 1.19 亿元。 考核要求：2021-2023 年的营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5。
泸州老窖	9 月 27 日	包括董事、高管、中层管理人员及核心骨干人员不超过 521 人，拟授予的限制性股票数量不超过 883.46 万股；其中高管授予股份 6.28-9.59 万股不等，业务骨干平均持股 1.42 万股，授予价格为 92.71 元/股，考核要求：1、2021-2023 年净资产收益率不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值；2、相较 2019 年，2021-2023 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位值；3、2021-2023 年成本费用占营业收入比例不高于 65%。

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

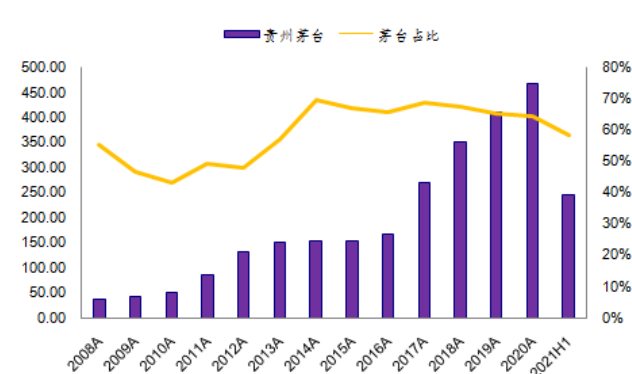
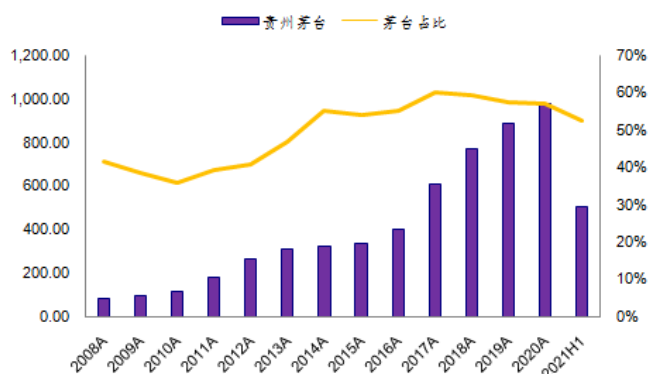
下面我们细分高端酒、次高端酒和地产酒对 2022 年做出预判，给出我们的结论。

2.2、高端酒：关注茅台改革进度，成本倒逼下五粮液批价有望破千元

竞争格局基本定型，茅台独占鳌头。我们以高端酒茅五泸为例，统计2008年-2020年三家营收和利润情况，贵州茅台营收占比从2008年41.26%提升至2021H1的52.40%，归母净利润占比从2008年55.26%提升至2021H1的58.59%。贵州茅台营收和利润占比稳中有升，高端酒竞争格局基本定型。

图表 63：2008A-2021H1 贵州茅台营收占茅五泸比重稳中有升

图表 64：2008A-2020H1 贵州茅台归母净利润占茅五泸比重稳中有升



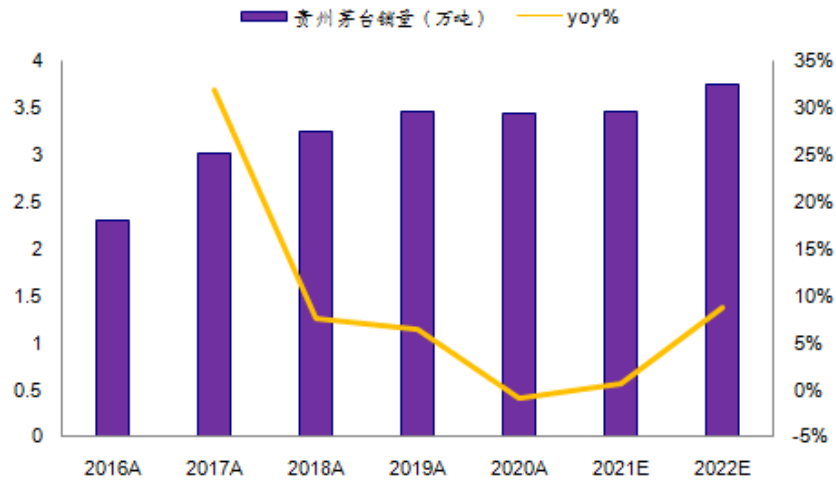
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

■ 茅台批价仍维持高位，稀有属性长期存在

当前贵州茅台散茅批价维持在2500元以上，整茅批价维持在3000元以上，相比最高价整茅批价3800元，已明显回落。随着8月底，茅台换帅丁雄军董事长，主动梳理市场和渠道，近期更是提出不再强制拆箱6瓶装的茅台并推出12瓶一箱的茅台供拆箱使用，整茅批价出现明显回落，与散茅的价差明显收窄，整茅6瓶装不在强制拆箱将更好满足消费群体收藏兼具饮用需求。我们认为随着2022年春节来临之际，叠加茅台金融属性及存新喝旧等因素考虑，贵州茅台批价将在2500元以上波动，整茅和散茅价差将进一步收窄。根据十四五规划，茅台公司将形成茅台酒5.6万吨、系列酒5.6万吨产能规模。即贵州茅台未来销量不超过6万吨，其稀缺属性仍将长期存在。

图表 65：贵州茅台销量不到 4 万吨，稀缺属性将长期存在



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

优化调整是看点，十四五稳中前行。优化调整是重要看点，主要分为调价格、调产品结构和调渠道结构。价格方面，公司已取消拆箱政策，回归市场化，整茅和散茅批价有望继续收窄，我们预计十四五期间茅台至少提价一次。产品结构方面，我们认为公司将继续调非标产品占比带动吨价提升，今年以来对非标产品进行提价亦证实这一点；系列酒产品结构将持续优化，内部实施“大单品”战略，以茅台王子酒为核心的“1+N”大单品群，汉酱和贵州大曲已成10亿级大单品。渠道结构调整是十四五期间又一重要看点，未来经销商配额将保持不变，公司将重点开拓直营渠道（包括自营、电商、商超及企业团购等渠道）。2018年以来公司加强重视对直营渠道的投放，特别是中秋国庆、春节等旺季的投放，先后与全国性超市如永辉等、区域性超市如步步高、电商如天猫、京东等非经销渠道签约茅台配额，增加与消费者接触的广度、深度及频次，增加当年茅台的开瓶率。

图表 66：截止 12 月 20 日收盘大众品板块跌幅前十名

当前年份	基酒产量 (万吨)	可销售年份	预计可销售量 (万吨)
2017A	4.27	2021E	3.63
2018A	4.97	2022E	4.22
2019A	4.99	2023E	4.24
2020A	5.00	2024E	4.25

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

■ 成本倒逼普五批价破千元，计划外提价至1089元

计划外提价从 999 元提升至 1089 元，占比从 30%提升至 40%，综合成本从 922 元提升至 969 元，同增 5%。当前五粮液批价 970 元左右，我们认为随着 2022 年春节大考临近，公司有望在明年春节后率先提价 1000 元大关，从而整体带动和打开其他酒企的价格天花板。

当前公司的短板在于五粮液品牌价值仍处于洼地，文化传播力度有待提升，部分市场基础工作薄弱，营销团队转型速度偏慢，少数经销商服务意识有待加强服务能力有待提升，部分商家盈利水平没有达到预期，从提升品牌价值、坚守品牌品质、统筹渠道管理等多个维度思考谋划。

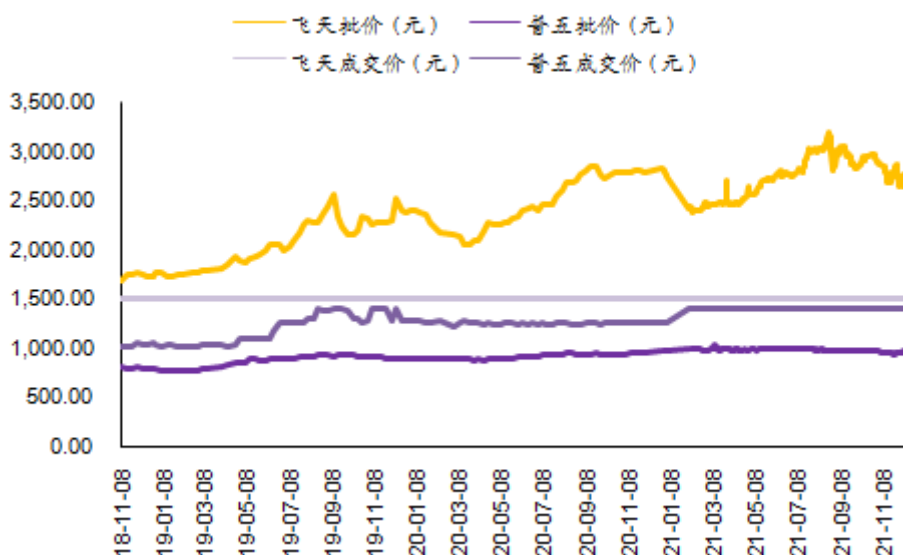
今年公司进行六大突破：1) 产品结构实现新优化。核心大单品 8 代五粮液整体实现价稳量升、终端动销再创新高、量价关系争取良性。系列酒产品体系更加聚焦，成功推出新品五粮春、尖庄 1911 等产品，系列酒向自营品牌、中高价位品牌、优质品牌三个聚焦更加明显。2) 品牌推广实现新突破。依托五粮液核心价值、厚重文化底蕴、原粮、窖池、酿造、品质品牌优势贴近不同消费圈层，从国际国内进行品牌输出活动。3) 渠道建设实现新升级。传统终端渠道进一步优化，稳步推进五粮液和系列渠道供应链整合，全国、区域商超精细化服务稳步推进。团购网络进一步完善，70%企业实现团购，构建以龙头企业引领，覆盖全国 3 万家企业的团购网络，北上广深成都杭州南京郑州等重点市场进行专项拓展，实现较好增长。4) 消费培育增强新活力。面向团购客户开展专项个性化服务，消费潜力进一步激发，举办品鉴会，在高端消费的口碑和活跃度稳步提升。系列酒以线上引流线下扫码促进消费者拉新和转化，忠实消费者逐渐增加。5) 数字化转型取得新进展。对内建立自上而下的销售指标分解机制，全过程促进营销动作落地。对外将传统业务、创新业务等营销过程纳入线上数字化系统，数字赋能成效初次显现。6) 厂商关系达到新高度。厂商共同顺畅沟通渠道、共同提供评鉴增值服务、共同加强业务学习、共同提升素质形象、共同做强代系传承，命运共同体更加稳固。

2022 年公司将继续做好营销工作，坚持稳中求进的工作总基调，坚持聚焦酒业做强主业不动摇，持续推动转型创新跨越，深入推进补短板拉长版的长期工作方针，布局新一轮高质量发展。坚持以高质量提升为核心，加快构建新厂商关系，强化供应链稳定、渠道转型、市场预期，确保全面实现稳中有进的新发展。五大工作重点：1) 坚持文化与服务并举，持续加大消费者培育力度。2022 年公司计划新建 10 个文化体验馆并投入使用，打造意见领袖和消费圈培养的重要阵地。聚焦 8 代五粮液和经典五粮液，加大品牌宣传、IP 升级、加大国际平台的战略合作、做好文化酒的定制工作，有序推进定制酒、封坛酒和团购销售。做好意见领袖和消费圈的服务、企业专属团购定制工作，构建更强大的服务经销体系，优化对意见领袖的一对一服务。2) 坚持供给与需求平衡，持续提升五粮液的市场定位。坚持巩固 8 代五粮液千元价格带大单品的市场核心地位，持续优化计划配置，优化标准计划拓展增量计划、优化传统渠道拓展团购渠道，稳定传统优质市场拓展高级重点市场，夯实市场基础高质量挖取市场稳定增长潜力，优先保证优质销售的需求。坚持发力 2000 家白酒市场，强化经典五粮液市场培育，强化 1+2+N 渠道模式，用好经典五粮液稀缺的产品资源，经销资源。营造良好市场氛围，提升经典五粮液的市场地位。3) 坚持个性与市场结合，持续满足新时代消费需求。启动老酒系列活动，做大老酒市场。持续培育低度消费市场，充分发挥低度白酒优势，扩大低度稳；稳主销市场优势，形成低度不低价的市场认知。契合新生代消费新需求，重点发展果酒和特质酒等酒品，适度发展葡萄酒。4) 坚持规模与价值并重，持续推动系列酒升级发展。五粮液以“三性一度”和“三个聚焦”为导向，系统落实“做强全国性战略品牌、做大区域性重点品牌、做优总经销品牌”具体举措，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四大全国新战略产品，区域战略

品牌作为战略协同，进一步优化量价关系，促进系列酒品牌价值、市场规模双提升。加强产品动销，打造 10/20/30/50 亿级的大单品，加强品牌打造和扩展。加强渠道网点建设，积极发挥好 KA、电商形象标杆的作用。**5) 坚持共享与共建并进，持续筑牢五粮液命运共同体。**优化团队业务能力和服务能力，加快从“管理型”向“赋能型”、“服务型”团队转型。

未来公司四大看点：第一，主品牌“1+3”产品体系不变，持续推进既定战略，高举高打推进经典五粮液发展。第二，渠道方面，持续推进团购渠道，去年公司主动开拓团购渠道，2021 年团购目标 30%。第三，系列酒方面，聚焦资源打造尖庄、五粮醇、五粮春、五粮特曲四个全国性战略品牌，十四五期间力争销售额 200 亿元以上：尖庄目标 100 亿元，五粮醇和五粮春目标 50 亿元，五粮特曲目标 20 亿元。第四，当前茅台批价稳步在 2500 元以上，明年五粮液批价站稳千元价格带问题不大，有望继续量价齐升，业绩确定性较高。

图表 67：贵州茅台批价长期站稳 2500 元以上价格带，为五粮液批价跨越 1000 元提供可能



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

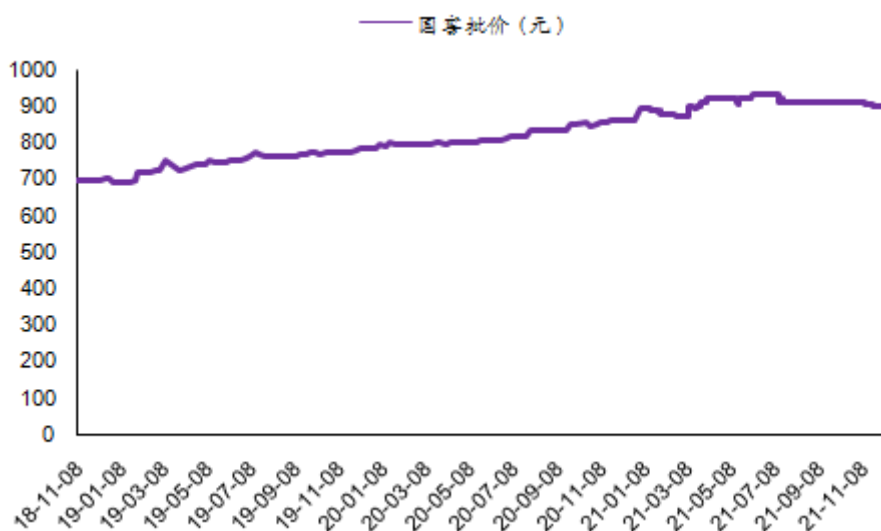
■ 国窖跟随者策略长期存在，深度地产化有效弥补品牌力不足

当前泸州老窖实施国窖1573和泸州老窖双品牌战略，国窖1573跟随者策略将长期存在。五粮液批价若率先站上千元价格带，其受益最大。作为浓香型白酒领导者之一，五粮液注重圈层营销和开拓团购，国窖深度地产化模式推广平台公司模式和强化终端控制力，两者渠道重叠度不高，利于两者发挥各自优势。当前国窖优势区域位于西南、华北等区域，公司东进南下策略意图覆盖公司弱势区域。当前国窖批价910左右，2022年春节以后有望站上950元价格带，紧随五粮液步伐，以防止品牌力被削弱。

特曲未来发力靠老字号和60版，已迈入250元-300元价格带。特曲批价已经从原来的100多元涨至目前250元左右，顺利迈入250-300元价格带，跳开地产酒竞争最激烈的

100-200元价格带。我们认为公司未来有望在250元价格带放量。由于公司品牌复兴持续进行时，品牌势能持续提升，特曲的价格还将继续往上走，有望迈入300元价格带。

图表 68：国窖 1573 批价稳在 910 元左右，预计 2022 春节以后有望站上 950 元价格带



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

当前公司围绕“136发展目标”制定“十四五”战略规划及2030年远景目标，并提出要带动浓香大品类向上而生的方向和策略。其中“1”指围绕坚定迈向行业前三这一目标，泸州老窖提出做强传统白酒、做大创新白酒、做实养生白酒来实现“三大曲线”产品支撑体系；同时启动全国化战略和城市群战略以确保营收规模分别在2025年和2030年达到既定高度。“3”指围绕坚定发展三大原则，即坚守名酒品牌价值、坚守名酒品质价值、坚守名酒文化价值。“6”指坚定品牌、品质、文化、创新、数智、和谐“六位一体”举措。

未来公司五大看点：第一，品牌端：双品牌战略运作，品牌复兴进行时。国窖1573和泸州老窖双品牌战略，国窖1573通过国窖荟等圈层营销，提升品牌影响力；对泸州老窖提出品牌复兴，不断挖掘老窖历史文化资源，通过打造“封藏大典”等文化IP，提升

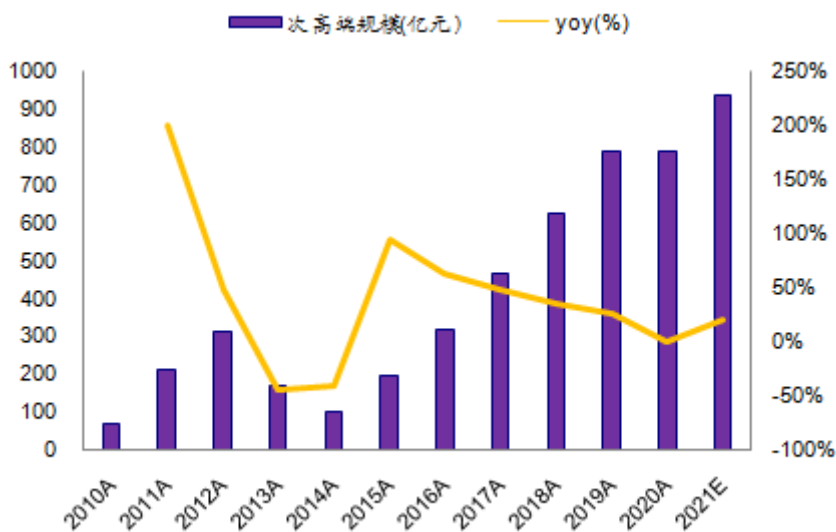
泸州老窖品牌影响力。第二，产品端：聚焦五大单品，国窖和特曲持续发力。1) 高端酒聚焦打造国窖1573；2) 中档酒特曲系列承担腰部产品崛起重担，老字号主做流通渠道，60版目前做全国团购渠道。第三，价格端：国窖跟随者策略，特曲有望迈入300元价格带。1) 国窖跟随五粮液提价策略中长期不变，未来有望迈入1000元价格带；2) 特曲已提价至200-250元左右，未来有望迈入300元价格带。第四，渠道端：品牌专营模式效果显著，粗放式向精细化运作转变。公司实施品牌专营模式，设立三大品牌专营公司，产品聚焦精细化运营。第五，区域扩张：全国化补短板，持续会战和东进南图并举。公司传统优势区域西南、华中和华北地区合计占比超85%。公司于2018年提出东进南图工程，华东和华南市场排名靠后，与公司地位不符且体量也有较大差距。

2.3、次高端酒：出现明显分化，继续看好舍得和酒鬼

次高端天花板被打开，行业扩容在即。随着五粮液批价破千和国窖1573批价迈上900元以上成为可能，次高端酒企天花板被打开，次高端价格带从过去300-600元拉长为300-800元，价格带变宽带来行业容量变大。部分酒企已前瞻性布局600-800元价格带产品，如洋河M6+、国缘V3。

据产业信息网显示，次高端酒规模从2010年超70亿元增长至2017年超460亿元，7年CAGR为31.1%，预计到2021年超1000亿元。

图表 69：预计十四五期间次高端整体规模超 1000 亿元



资料来源：Wind 资讯，产业信息网，华鑫证券研究

我们认为次高端继续扩容成趋势的理由如下：第一，从白酒行业来看，景气度仍将持续，并不是断崖式下跌而是增速换挡，进入成熟阶段的正常表现；第二，从中长期来看，考虑贵州茅台产量有限性，普飞一批价下行空间不大，这为次高端价格带打开天花板；第三，高端酒茅五泸的系列酒也加速进入次高端领域，试图分次高端一杯羹；第四，剑南春和郎酒集团已恢复百亿规模，两者主攻次高端领域，尽享次高端扩容之势头；第五，洋河股份的天梦比重进一步提升，特别是梦之蓝系列占比持续提升，M6+未来三年100亿销售额目标；第六，地产酒中前瞻性布局的酒企，其次高端占比不断提

升，例如今世缘的国缘系列（占比超75%）、古井的年份原浆系列（特别是古8以上，占比超30%）、口子窖的十年以上系列（占比超25%）、老白干的十八酒坊系列等等；第七，从需求端来看，中国的新中产人数已超2亿，不断增加的需求群体是次高端扩容的有力支撑；第八，茅五泸占高端酒份额超95%且茅台在高端酒的份额还在不断提升，我们认为高端酒的挤出效应也将推动部分品牌进入次高端行列。

图表 70：主要次高端品牌规模（亿元）一览

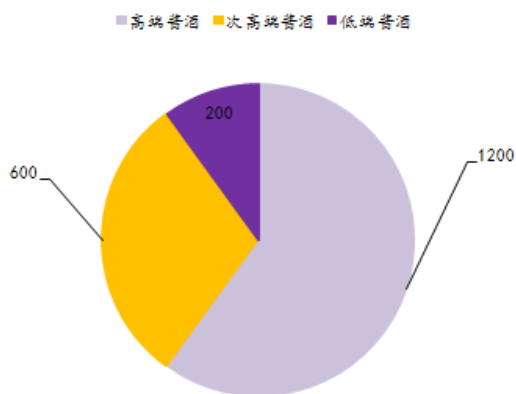
序号	规模（亿元）	主要代表品牌
1、	10 亿元以下	迎驾洞藏系列、西凤、酒鬼内参、国台等
2、	10 亿元-50 亿元	泸州老窖特曲及窖龄系列、汾酒青花系列、水井坊臻酿八号和井台装、品味舍得、今世缘国缘系列、古 8 以上、口子 10 年以上
3、	50 亿元-100 亿元	习酒、五粮液系列酒等
4、	100 亿元以上	茅台系列酒、郎酒青花郎系列、剑南春的水晶剑等

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

此外，高端酒茅五泸系列酒的加入也让次高端竞争进一步加剧，系列酒凭借高端酒的品牌溢价空间，最早依附于原有的经销商渠道实现放量，后单独招商，聚焦品牌，实施渠道下沉和资源配套。最典型的代表如茅台系列酒，茅台系列酒从最早的普飞渠道销售系列酒，到后来单独招聘系列酒的经销商，专营销售系列酒。

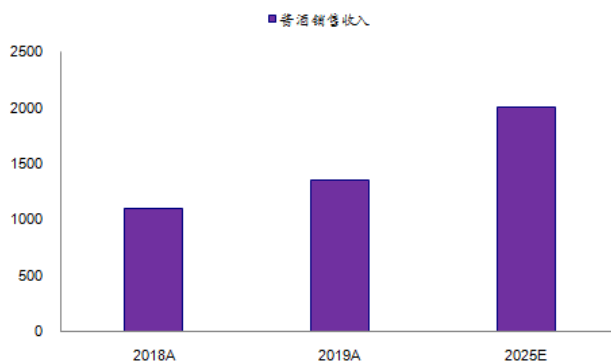
酱酒热带动酱香品牌入局，一超多强格局形成。随着消费者对白酒品质和品牌的重视，近几年酱香热开始流行，酱香迎来风口。2019年酱香型白酒产量约55万吨，占行业总产能的7%，销售收入1350亿（+22.7%），占比20%左右，利润总额约550亿（+22%），占比38%。其中2019年贵州酱香型白酒产量约为47万吨，占全国酱酒产能85%，销售收入1250亿元，占全国酱酒市场90%以上。贵州茅台作为中国酱酒领头羊，带领习酒、郎酒等众多优秀酱酒企业做大做强酱酒市场。我们预计未来3-5年酱香型白酒市场将扩容至2000亿元以上，其中高端酱酒规模将达到1200亿元，次高端酱酒将达到600亿元左右，中档酱香型白酒200亿元左右。

图表 71：预计 2025 年酱酒规模将超 2000 亿元，其中
高端酱酒 1200 亿元



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

图表 72：目前酱酒收入 1350 亿元左右，预计 2025
年将超 2000 亿元规模



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

按规模划分，我们将酱酒企业分成四个梯队：第一梯队，飞天茅台独占鳌头；第二梯队，主要代表有习酒、郎酒和茅台系列酒，销售额在100亿以上；第三梯队以国台、金沙、珍酒和钓鱼台为主，销售额在10亿-50亿之间；第四梯队是其他地方酱香酒企。

图表 73：按规模将酱香企业分成四个梯队一览

序号	销售额 (亿元)	主要代表品牌
第一梯队	200 亿以上	贵州茅台
第二梯队	100 亿-200 亿	习酒、郎酒、茅台系列酒
第三梯队	10 亿-100 亿	国台、金沙、珍酒、钓鱼台
第四梯队	10 亿以下	贵州安酒、武陵酒、仙潭酒业等

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

此外，随着行业和消费者对酱酒的关注度日益提升，酱酒企业也纷纷进行产能扩张。2019年以来，主要酱酒企业均进行较大规模的产能扩张。

图表 74：主要酱酒企业产能扩张计划一览

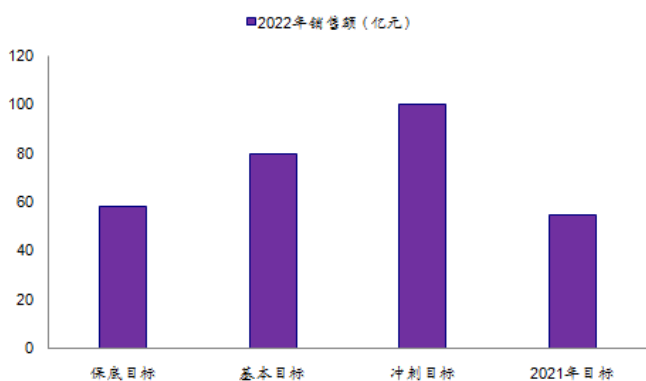
序号	主要酒企	扩产计划	扩产后产能情况
1、	贵州茅台	十三五中华片区技改项目	5.6 万吨
2、	茅台系列酒	投资 80 亿元，扩产 3 万吨	5.6 万吨
3、	郎酒	扩产 2 万吨	5 万吨
4、	习酒	投资约 85 亿元，扩产 2 万吨	4.3 万吨
5、	劲牌茅台镇酱酒	2019 年投粮 1 万吨+酱香酒技改三期项目	三期建成后 2 万吨
6、	金沙酒业	扩产 1 万吨，分两年完成	3 万吨
7、	国台酒业	扩产 6000 吨	预计 2026 年 2.6 万-2.8 万吨
8、	贵州醇	2021H1 完成技改	1.25 万吨
9、	贵州安酒	投资约 50 亿元，规划 2 万吨建安酒“赤水酒谷”	项目建成后达 2 万吨
10、	小糊涂仙	5000 吨	
11、	金沙古酒	万吨技改项目	1 万吨
12、	贵州珍酒	110 亿元百亿珍酒增产扩能项目	预计 2025 年达 3.5 万吨
13、	金东集团	拟投资 200 亿元	
14、	茅溪镇	投资约 200 亿元	

15、	贵州贵酒	20亿元建造2000亩大型生态酿酒园	建成后产能1万吨
16、	茅台技开	修建3万吨基酒基地	预计2023年3万吨
17、	仁怀酒投		未来规划3万吨
18、	丹泉	技改扩建项目	未来规划2万吨
19、	金沙古酒	万吨技改项目二期工程	预计2025年产能1万吨
20、	夜郎古酒		未来规划1万吨

资料来源：酒业家，微酒，华鑫证券研究

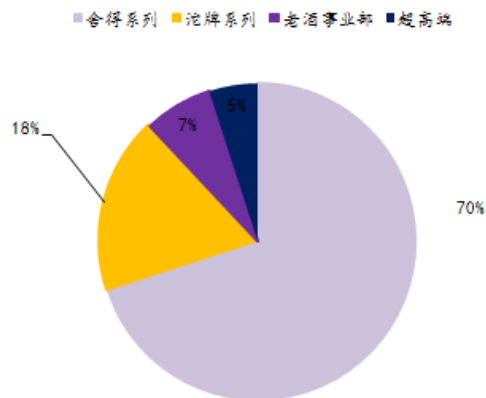
我们的预判：展望2022年次高端白酒，我们重点推荐高弹性的舍得酒业、酒鬼酒，稳健性的山西汾酒、水井坊。

图表 75：2022 年舍得酒业冲刺目标 100 亿元，基础目标 82 亿元



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

图表 76：2021 年舍得酒业老酒和超高端亦有不错表现，老酒战略效果初现



资料来源：华鑫证券研究预测

舍得酒业：2021年公司已经证明自己，以往被市场所诟病的两个问题得到解决：第一，目标太高完不成，但今年公司完成全年任务无虞，蓄势明年开门红；第二，对渠道费用无法完全兑现，但今年这个问题也得到妥善解决。

我们从短中长期三个维度看公司：

短期来看，公司已经进入正轨，管理层和经销商信心十足；进入12月份，经销商积极打款，备货来年春节，2022年春节开门红可期；

中期来看，公司已经证明自己有能力完成既定目标，明年公司继续加大品牌宣传力

度，高举高打，加大区域扩张力度，优势区域渠道下沉，招商质量有望优化；

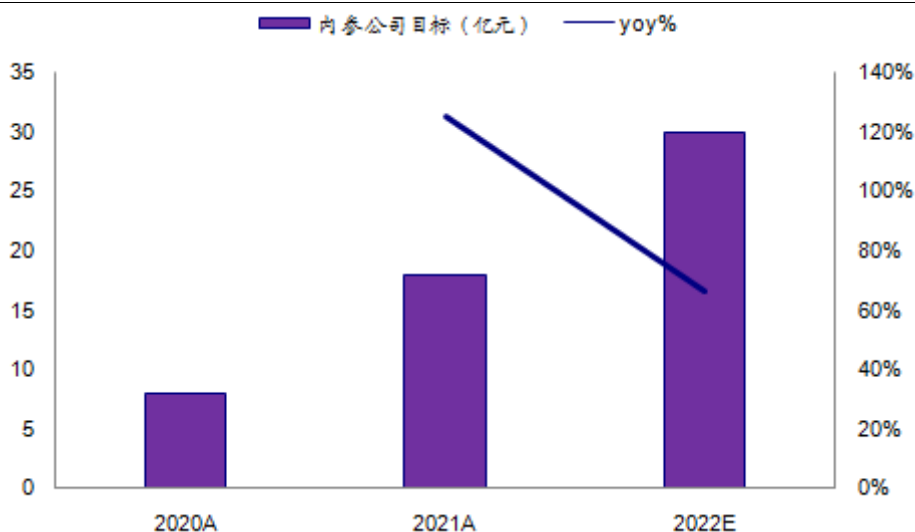
长期来看，公司老酒战略带来的差异化竞争已引起市场高度关注，渠道消费者培育工作已经展开，形成深刻认知尚需时日；此外，复星入主后，基本解决舍得酒业历史遗留问题，推动公司建立激励机制，以“1游”（融入复星之旅）+“1平台”（舍得经销商与复星体系对接平台）+“N产品”（舍得专享版复星生态特色产品、服务及权益）为核心体系，打造经销商深度赋能生态体系；最后，复星开发落地复星体系生态共创产品、拓宽生态BD销售渠道。

整体公司按照既定节奏稳步推进，明年大概率开门红。我们重申看好公司逻辑：1) 产品端，公司聚焦老酒战略，坚持舍得、沱牌双品牌战略，聚焦打造品味舍得、智慧舍得等战略单品。2) 渠道端，恢复老市场老客户，发展新市场新客户，聚焦打造重点市场、重点客户。3) 圈层营销方面，公司主打名酒进名企和智慧俱乐部，精准靶向圈层，渗透头部+腰部+腿部，聚焦核心目标客户。4) 复星入主公司近一年，预计后续加速赋能，推动公司进入新阶段。

酒鬼酒：中粮集团接管五年来，对公司品牌端（强调无上妙品·文化酒鬼，三大品牌定位清晰）、产品端（次高端及以上占比持续提升，聚焦打造三大战略性单品）、价格端（梳理产品价格体系，全面导入控价模式）和渠道端（内参股权经销商模式与酒鬼酒明确厂商分工）进行重塑，扩产能保品质，十四五公司将全力以赴冲刺短期30亿、中期50亿、长期100亿目标。

内参经过公司几年的经营和运作，目前已成功走出省内，省外招商布局持续进行。当前公司优势区域主要在京津冀、山东、广东地区，其他区域需要时间培育。华东地区有望成为公司下一个粮仓。公司未来3-5年以规模为重要考核指标，其中内参将发挥动力引擎作用，将全力以赴冲刺短期30亿、中期50亿、长期100亿目标，中期目标实现在即。我们预计未来公司产品结构为内参占：酒鬼系列：湘泉=4:5:1。

图表 77：2022 年内参保底目标 24.5 亿元，冲刺目标 30 亿元



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

当前公司管理层稳定，公司是中粮酒业唯一一家白酒企业，中粮对公司重视超过以往。前期中粮酒业副总郑轶先生就任于公司副董事长、总经理兼财务总监，有望推动公司股权激励进展。目前公司前置布局产能，生产二区扩建四条生产线，完成后可增基酒产能2000吨/年；拟投15亿元新建三区二期，项目完成后新增基酒产能7800吨/年，届时总产能达2.28万吨/年。

山西汾酒：展望明年，公司虽然业绩降速，但营收有望保持25%以上增速。公司经过2017年国改后，焕发第二春，品牌复兴在即，成为茅五汾指日可待。

我们认为公司未来五大看点：1、构建2+2品牌，其中第一个2是指汾酒和竹叶青，第二个2是指杏花村品牌和系列级品牌，汾酒和竹叶青核心驱动公司发展，杏花村品牌和系列品牌是有益补充。2、以竹叶青为核心的大健康产业平台，竹叶青是公司未来打造的一个核心品牌，未来有望放量。3、“抓两头强腰部”产品策略下青花系列持续提升公司品牌力，青花30·复兴版谋求千元价格带放量单品，玻汾巩固40-60元价格带大单品，强化腰部老白汾和巴拿马产品竞争力。4、区域扩张实施“1357”全国化布局，逐步搭建起31个省区+10个直属管理区营销组织架构，十四五期间省内外营收比重有望从目前的4:6提升至未来的3:7。5、随着公司布局逐步完成，产品结构优化叠加全国化布局深化，规模效应下公司净利率有望从目前的20%以上提升至未来的30%以上。

水井坊：2021年7月，公司推动24个省份的25位经销商成立高端白酒销售有限公司，陈总任总经理，经销商骆总任董事长，与经销商形成命运共同体，加快全国渠道建设，推动高端化战略在各个区域有效落地，聚焦典藏及以上产品，并对典藏进行全新升级。当前高端酒事业部进行时，预计一年后将有明显效果。

公司持续实施高端化战略，聚焦两个方面：第一，市场销售方面：公司持续深耕八大核心市场，进一步推动区域差异化营销；优化经销商布局，开发团购性经销商，针对性投入定制化资源，并推动名企行活动，促进团购业务成长；持续贯彻数字化战略，寻求电商业务突破。第二，品牌建设方面，公司赞助国家宝藏及网球巡回赛，助力品牌高端化；深度参与全国糖酒会，成功营造品牌主场氛围；深化数字营销创新改革，加强下沉市场传播覆盖。

2.4、地产酒：2022年行情可期，产品渠道有望双轮驱动

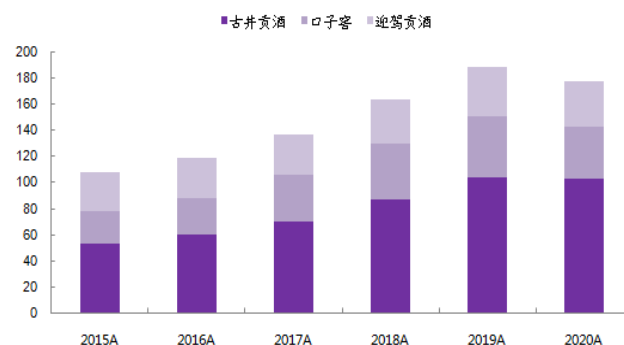
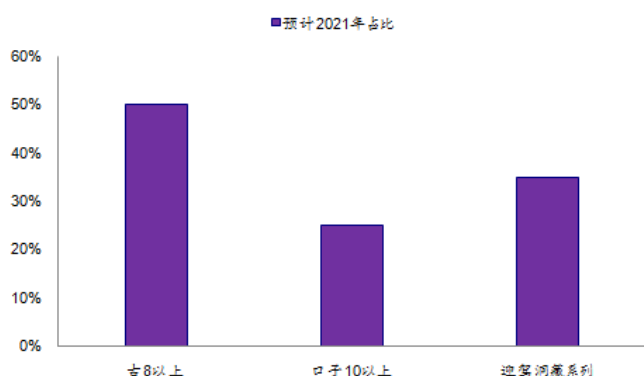
省酒消费升级顺利，省内酒企轮动享红利。自2015年白酒复苏以来，白酒主旋律就是消费升级。我们发现地产酒中抓住省内消费升级并提前布局产品的酒企，将在新一轮白酒竞争中占据有利和主动地位。以徽酒为例，本轮安徽省内消费升级（白酒价格带从80-120元向200元以上升级）的最受益者是古井贡酒的古8以上系列，其次是口子窖的10年以上系列等和迎驾贡酒的洞藏系列。但随着安徽省内古井贡酒高举高打古20后，卡位500-600元价格带，自身产品结构在向上升，逐步让出古5和献礼版所在价格带，洞藏系列中洞6和洞9迎来高增长。

图表 78：安徽省内消费升级受益者依次为古井贡酒、口

图表 79：安徽省内消费升级驱动古井贡酒、口子窖和迎驾贡酒增长，过去 10 年 CAGR 古井贡酒>口子窖>迎

子窖及迎驾贡酒

驾贡酒



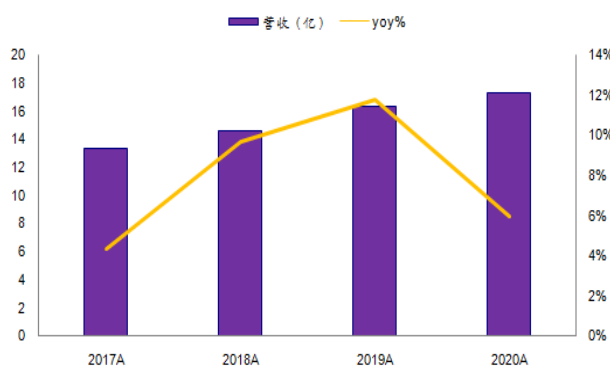
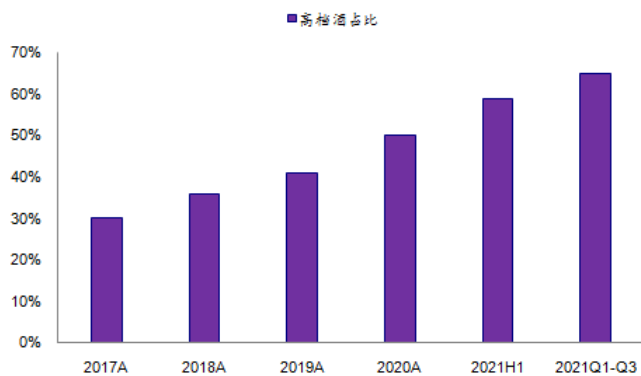
资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

年份原浆于2009年推出，其中古8以上占比已提升至2020年35%以上，驱动古井贡酒营收从2009年13.41亿元增至2020年102.92亿元，10年CAGR为20.4%。口子窖10年以上占比25%左右，驱动公司营收从2012年25.07亿元增至2020年40.11亿元，8年CAGR为6.1%。洞藏系列占比从2016年不到5%提升至2020年30%以上，驱动公司营收从2015年29.27亿元增至2020年34.52亿元，5年CAGR为3.4%。

图表 80：金徽酒百元以上占比从 2017 年 30%提升至 2021Q1-Q3 的 65%左右，引领省内消费升级

图表 81：甘肃省内消费升级引领金徽酒营收增至 2019 年 16.34 亿元，3 年 CAGR 为 9.1%



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

陇酒以金徽酒为例，作为甘肃省内唯一一个上市的白酒企业，陇酒龙头的领头羊，引领省内消费升级从30-100元向100元以上升级，其高档酒占比从2017年30%提升至2021Q1-Q3的65%左右。消费升级驱动金徽酒营收从2017年13.33亿元增至2020年17.31亿元，3年CAGR为9.1%。

图表 82：主要地产酒省外扩张情况一览

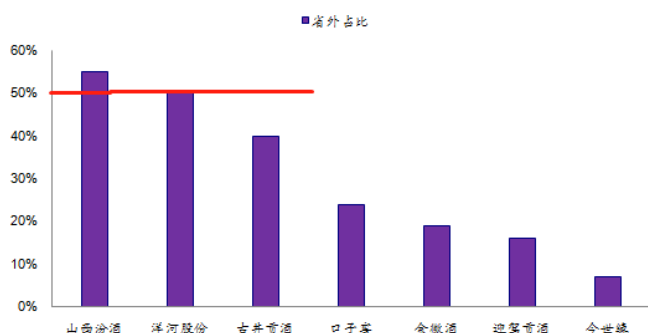
序号	主要酒企	省外扩张情况
----	------	--------

1、	山西汾酒	1+3 重点板块扩张，1357 全国化布局
2、	洋河股份	先环江苏地区、后扩张到全国
3、	古井贡酒	先环安徽地区、后逐步扩张到全国
4、	口子窖	环安徽周边地区
5、	迎驾贡酒	环安徽周边地区
6、	金徽酒	西北六省+上海为主的长三角
7、	今世缘	率先江苏周边化，长三角一体化，采取 345 策略
8、	伊力特	疆外拓展

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

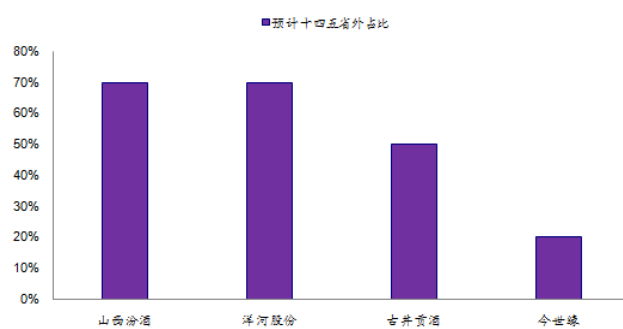
省外扩张进行时，泛周边化效果明显。当前主要酒企均提出全国化概念，但目前已实现全国化的只有茅五剑，泸州老窖和洋河股份仅是类全国化，其他酒企的全国化道路任重道远。近几年主要酒企均加快省外扩张步伐，目前山西汾酒省内外营收比重为4：6，未来省内外目标3：7，古井贡酒提出近期省内外目标6：4，长期目标是5：5，今世缘十四五规划提出省外占比20%以上目标，洋河股份省内外比重5：5，未来省内外目标4：6乃至3：7。我们发现优异的地产酒均是在省内做到头部，随后向省外进行扩张，省外扩张均选择周边扩张，打造样板市场，随后复制扩张。

图表 83：目前地产酒中山西汾酒和洋河股份省外扩张效果显著



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 84：十四五期间预计优异地产酒省外占比将进一步提升



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

我们的预判：地产酒行情我们认为尚未到来，迎驾贡酒凭借洞藏系列高增长走出个股独立行情，不能代表地产酒行情已至。关于2022春节地产酒行情已至的看法，我们认为需要具备几个因素：第一，2022年春节国家允许回家过年，带来人员返乡流动；第二，次高端几家酒企2022Q1、Q2增速放缓明显；第三，酱酒继续降温，地产酒份额受到侵蚀影响减小；第四，主要酒企如苏酒和徽酒产品结构升级顺利且利润增速高增

长；第五，苏酒板块和徽酒板块形成共振且春节返乡超预期及经销商积极备货，2022年地产酒行情或已至。

我们重点推荐高弹性的迎驾贡酒、口子窖、今世缘，兼具稳健性的古井贡酒和洋河股份。

迎驾贡酒：当前公司以白酒为主业，全力打造百亿迎驾、百年品牌，努力建成美丽迎驾、智慧迎驾、文化迎驾、快乐迎驾，以“进入白酒行业第一方阵，成为全国知名品牌”为目标。

公司聚焦“223”营销战略：

第一，团队打造上，优化组织架构，加强对储备干部的筛选、培养、考核及管理；优化薪酬方案、激励机制，提升工作效率和管理能力，打造一支进攻学习型团队。

第二，产品管理上，聚焦生态洞藏系列，打造洞藏产品重点市场，洞藏产品市场份额快速提升；稳步提升系列产品价格，有效促进老产品销售回暖；完善经销商产品组合，产品结构得到进一步优化。目前洞藏系列中洞6和洞9占比预计80%左右，洞16和洞20未来3-5年有望快速放量。2020年底推出的迎驾贡酒·大师版，引领洞藏系列，开拓徽酒超高端价格带。

第三，渠道建设上，重点推进渠道重心转移，落实核心网点规划并签约，提高渠道掌控力；针对性匹配烟酒行、宴席、酒店、团购等渠道操作方案；加强经销商各渠道精耕细作，增加渠道的广度和深度，协调市场均衡发展；提升单店业绩贡献，深挖渠道网点下线资源，重点培育品鉴顾问和消费带头人。公司通过整合资源加速开拓，省内市场基本下沉到区县，江苏市场全面布局到地级市，巩固六安、合肥、南京、上海等市场战略地位。合肥作为安徽省会，公司重点精耕细作，未来有望对全省形成辐射。

口子窖：今年是“十四五”开局之年，公司重点实施“六大提升”计划，继续推进口子产业园一期、二期项目建设，加快实现“百亿口子”战略目标。

公司渐进式改革需要时间检验：**股权激励方面**，公司已完成回购313万余股，占总股本的0.522%，已支付费用1.49亿元，我们预计股权激励有望明年实施。**产品方面**，新增初夏、仲秋和兼香518补充和卡位口子6年、口子10年、口子20年、口子30年之间的价格带。兼香518走团购渠道和直营渠道，目前市场接受度良好，预计兼香518有望成为公司又一个单品。**组织架构上**，终端地推人员较以往有明显增加，厂家开始直达终端掌握市场最新动态，为科学管理市场提供依据。**渠道上**，加强经销商管理考核力度，建立厂商共赢的利益共同体，借助新品初夏和仲秋要求经销商成立新团队进行渠道推广，大商配合意愿在增强。**市场建设方面**，严格执行“一地一策”，重点构建团购渠道为主、传统渠道为辅的市场格局，不断提高中高端以上产品市场占有率，稳步壮大市场规模。**区域扩张方面**，公司省内市场，进一步实施渠道下沉，提升渠道终端覆盖率，稳固省内“基本盘”；省外市场，抢抓长三角、京津冀、大湾区等发展机遇，加大团购渠道运作力度，不断扩大省外“增长面”。

今世缘：公司于10月底拟使用不超过5.18亿元自有资金回购股份660万股-770万股，占回购前总股本约0.53%-0.61%；公司已于11月26日完成回购，累计回购股份约为770万股，占公司总股本的比例为0.6138%，回购均价为56.24元/股，已支付的总金额为约4.33亿元。我们认为股权激励方案有望加快落地。

今年是“十四五”开局之年，公司重点实施“六大提升”计划，继续推进口子产业园一期、二期项目建设，加快实现“百亿口子”战略目标。

当前公司正深入推进差异、高端化、全国化，全力落实好国缘V系攻坚战、K系提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战。以长三角为中心，加快形成战略板块；以京津冀、广东、江西、湖南、湖北重点区域为核心，培育重点市场；地市市场开发采取市县区互动布局开发策略，县区市场开发坚持“聚焦法则”。省外突破遵循“全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发”的区域拓展策略。

未来公司三大看点：第一，V系列未来十年百亿目标，V3和竞品M6+提前卡位600-700元价格带；第二，苏南地区十四五规划预计近40亿，未来增长空间较大；第三，十四五规划省外占比20%以上，省外扩张是公司打开天花板上行的必选题。

洋河股份：公司已实施股权激励方案，对2021、2022年营收提出不低于15%的考核要求，加速回归正轨。当前M6+是主导战略，M3水晶瓶是跟随战略，天之蓝升级产品已上市，经过今年中秋国庆考验，预计已恢复六成左右，将在2022年春节接受第二次旺季考验。考虑梦之蓝势能已经形成，M6+放量加快，M3水晶瓶加速复苏，海天库存良性及价格稳定，我们认为接下来海之蓝和M9升级换代顺理成章，海之蓝对公司增长势能拖累减弱，公司加快进入良性发展轨道。

公司未来四大看点：第一，M6+是公司未来动力引擎，通过M6+放量实现两个目标：销售口径和财务口径均超100亿元；第二，M3水晶瓶卡位400-500元价格带，有望加快恢复，海之蓝和天之蓝保证基本盘稳定同时价格带上移（预计海之蓝卡位150-200元，天之蓝卡位300-400元）；第三，复苏双沟品牌，未来双沟销售额有望超100亿；第四，当前酱香热下贵州贵酒（洋河于2016年6月收购）有望分一杯羹，获得较快发展。随着M6+逐步成为公司新动力引擎，将继续巩固公司白酒前三甲地位，同时也为公司进入高端酒阵营提供一定机遇。

古井贡酒：2018年以来公司高举高打主推古20，在合肥地区投入较大资源和精力，经过三年市场培育，目前该地区主流价格带已升至古8（卡位200-250元价格带），安徽省其他地区主流价格带是古5，未来省会示范效应有望扩散。整体来看，我们认为今年公司产品结构升级比较顺利，预计古8及以上产品占比已超40%，公司当前重心已是古20，通过古20拉升古16（卡位300-400元价格带），进而带动古8、古5乃至献礼版。近两年安徽省内百元以下产品增速放缓，公司对献礼和古5这两款产品提出保盘、保价、保量、保位，稳住公司基本盘，通过古16和古20加速放量拉升品牌力。

公司已于去年收购省内老明光酒业，意图强化省内龙头地位同时继续收割省内百元以下价格带产品的市场份额。当前千元价位带在扩容上升，公司坚定战略主推次高端古20，同时积极储备高端产品如古香型的年三十。

十四五公司坚持“全国化+次高端”战略不变，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。十四五公司省内外营收比重目标是五五开。目前省外主要是大商模式，环安徽市场表现良好，江苏、河北地区势头良好，河南市场表现突出。近年来公司提出在河南市场再造一个新安徽市场，提升产品结构。

2.5、大众品：关注提价传导进程，重视拐点机会

■ 2021Q2基本面见底，2022年浴火重生

2021年受到疫情、社区团购及成本上涨等诸多因素困扰，调味品和休闲食品在2021Q2遭遇较大下滑；随着食品企业积极参与社区团购和政策对社区团购的管理，2021Q3调味品和休闲食品已经出现明显改善。2021Q3末以来，主要调味品企业、速冻食品和休闲食品企业进行提价，目前部分企业已经实施提价，建议关注提价后的传导。

图表 85：2021Q2 大众品确立底部，2021Q3 环比出现明显改善，为 2022Q2 及以后高弹性提供可能

个股	2021Q2 营收同增%	2021Q3 营收同增%	2021Q2 归母净利润同增%	2021Q3 归母净利润同增%
啤酒				
燕京啤酒	-0.56	-5.38	-22.94	29.48
重庆啤酒	10.06	17.97	-35.17	0.20
青岛啤酒	-0.24	-3.01	5.74	6.43
饮料				
承德露露	162.09	28.77	242.12	20.45
养元饮品	132.26	29.51	131.76	2.23
香飘飘	-29.21	-1.76	-400.80	-6.20
东鹏饮料	28.30	19.30	16.09	21.87
乳制品				
新乳业	53.36	11.08	13.37	1.24
熊猫乳品	34.23	13.47	100.70	-10.74
光明乳业	3.69	18.25	-31.61	55.85
妙可蓝多	62.21	35.85	261.61	52.77
伊利股份	8.43	8.61	-3.91	14.56
一鸣食品	18.14	2.99	-25.81	-96.33
李子园	22.86	26.39	9.14	7.10
调味品				
涪陵榨菜	-10.78	1.30	-27.57	-39.07
加加食品	-49.98	-16.09	-142.84	-153.68
仲景食品	0.15	8.31	-19.81	-9.53
恒顺醋业	6.30	-34.97	-33.78	-91.19
中炬高新	-24.85	-12.70	-57.86	-59.15
千禾味业	-7.24	11.08	-70.08	-1.17

海天味业	-9.39	3.11	-14.68	2.75
天味食品	-15.41	-37.12	-103.68	-96.25
日辰股份	23.90	23.03	-8.82	-4.16
速冻食品				
三全食品	-13.58	-2.27	-47.59	-8.98
海欣食品	-19.81	-1.35	-276.83	-128.39
安井食品	27.68	34.92	1.19	22.44
味知香	31.90	12.06	3.45	-1.44
巴比食品	39.75	25.26	365.66	-68.95
休闲食品				
洽洽食品	-12.70	10.71	-11.37	13.81
煌上煌	-2.82	-7.59	-10.43	-55.61
盐津铺子	-1.86	15.30	-145.92	-51.03
西麦食品	3.06	-3.02	-39.82	-13.26
甘源食品	-16.61	2.71	-112.85	-27.25
劲仔食品	-3.84	14.57	-47.96	10.30
三只松鼠	-13.57	-8.59	19,504.60	18.29
品渥食品	-9.11	11.51	-66.84	-26.47
海融科技	62.34	31.87	48.00	103.33
立高食品	60.59	33.84	10.18	-26.50
绝味食品	21.60	15.67	25.81	88.16
有友食品	-3.58	19.59	-21.01	-4.86
良品铺子	8.55	11.89	23.19	20.01
来伊份	7.68	10.19	146.04	-91.34
桃李面包	13.87	5.57	-7.52	-25.82
元祖股份	14.98	5.12	7.36	1.08
佳禾食品	34.00	17.08	-60.14	-39.98
南侨食品	29.92	10.14	27.17	-9.54

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

■ 2022Q1有望迎来拐点，看好调味品和啤酒机会

大众品企业主要在2021Q4进行提价，根据以往提价周期情况来看，预计2022Q1末价格传导到渠道和终端，2022Q2渠道基本消化提价消息。当前我们看好调味品和啤酒子板

块机会。啤酒行业因提价叠加高端化趋势不变，调味品行业经过渠道消化反馈，我们认为在需求保持稳定下有望在2022Q1末迎来拐点。

图表 86：2021 年 7 月以来主要大众品企业因成本推动进行提价，我们预计 2022Q1 末将出现拐点

大众品子行业	公司名称	公告时间	提价时间	提价产品	提价幅度
速冻食品	安井食品	2021 年 11 月 1 日	2021 年 11 月 1 日	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品	3%-10%
	海欣食品	2021 年 11 月 2 日	2021 年 11 月 3 日	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品	3%-10%
	千味央厨	2021 年 12 月 2 日	2021 年 12 月 5 日	部分速冻米面制品	2%-10%
	立高食品	2021 年 11 月 5 日	2021 年 11 月 5 日	港式蛋挞	5%
调味品	海天味业	2021 年 10 月 13 日	2021 年 10 月 25 日	酱油、蚝油、酱料等	3%-7%
	李锦记	2021 年 11 月 1 日	2021 年 12 月 16 日	部分产品	6%-10%
	恒顺醋业	2021 年 11 月 3 日	2021 年 11 月 20 日	部分产品	5%-15%
	加加食品	2021 年 11 月 4 日	2021 年 11 月 16 日	加价酱油、耗油、料酒、鸡精和醋	3-7%
	涪陵榨菜	2021 年 11 月 14 日	2021 年 11 月 12 日	榨菜各种类	3%-19%
	千禾味业	2021 年 11 月 17 日	2021 年 11 月 18 日	28 个单品，大概占收入比例 30%。	5-6%
	中炬高新	2021 年 11 月 27 日	2021 年 11 月 27 日	全国范围内酱油、耗油等主销产品（范围大于 70%）	提价幅度 3%-10%
休闲食品	洽洽食品	2021 年 10 月 22 日	2021 年 10 月 22 日	葵花子系列产品以及南瓜子小而香西瓜子产品	8%-18%
啤酒	青岛啤酒		2021 年 8 月 1 日	纯生	终端箱价提 6 元左右，幅度 5%
			2021 年 12 月底	纯生等主力产品	出厂、终端提 8-10%
	华润啤酒		2021 年 7 月 1 日	勇闯天涯新包装	换装升级，幅度 10%左右
	重庆啤酒		2021 年 10 月 1 日	大瓶乌苏	出厂箱价提 4-6 元，幅度 10%以上
	百威啤酒	2021 年 11 月 24 日	2021 年 12 月 1 日	部分产品价格进行上调	3%-10%

资料来源：wind 资讯，公司调研，华鑫证券研究

3、行业评级及投资策略

给予 2022 年食品饮料行业增持评级。白酒板块：2021 年三季报以后，整体白酒表现仍旧平稳。进入 11 月份，酒企开始制定明年目标，我们预计主要酒企目标仍旧积极

稳健。从 2021Q3 预收款来看，主要酒企基本都留有余力应对 2021Q4。高端酒贵州茅台批价未来将长期站稳 2500 元以上价格带，五粮液成本倒逼下批价将有望站上千元价格带，泸州老窖紧随其后（深度地产化模式和强化终端控制力使其具有相对优势）。次高端酒出现明显分化，继续看好舍得酒业和酒鬼酒高弹性。地产酒 2022 年行情可期，产品渠道有望双轮驱动。关于 2022 春节地产酒行情已至的看法，我们认为需要具备几个因素：第一，2022 年春节国家允许回家过年，带来人员返乡流动；第二，次高端几家酒企 2022Q1、Q2 增速放缓明显；第三，酱酒继续降温，地产酒份额受到侵蚀影响减小；第四，主要酒企如苏酒和徽酒产品结构升级顺利且利润增速高增长；第五，苏酒板块和徽酒板块形成共振且春节返乡超预期及经销商积极备货，22 年地产酒行情或已至。**大众品：主要企业主要在 2021Q4 进行提价**，根据以往提价周期情况来看，预计 2022Q1 末价格传导到渠道和终端，2022Q2 渠道基本消化提价消息。当前我们看好调味品和啤酒子板块机会。啤酒行业因提价叠加高端化趋势不变，调味品行业经过渠道消化反馈，我们认为在需求保持稳定下有望在 2022Q1 末迎来拐点。

投资角度，白酒和大众品各把握两条主线。

白酒板块：2022 年把握两条主线：一条是股权激励的进度，推荐关注五粮液、泸州老窖、今世缘、水井坊、古井贡酒；一条是自身逻辑强化的个股，推荐关注舍得酒业、酒鬼酒、山西汾酒、迎驾贡酒、洋河股份。

大众品：2022 年把握两条主线：一条是提价传导进度进度，推荐关注海天味业、千禾味业、安井食品、洽洽食品、重庆啤酒、青岛啤酒；一条是自身边际改善的个股，推荐关注盐津铺子、甘源食品、中炬高新。

图表 87：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2021/12/24 股价	EPS			PE			投资评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600519.SH	贵州茅台	2194.09	37.17	42.07	48.64	59.03	52.15	45.11	推荐
000858.SZ	五粮液	241.94	5.14	6.26	7.4	47.07	38.65	32.69	推荐
000568.SZ	泸州老窖	261.2	4.1	5.25	6.66	63.71	49.75	39.22	推荐
600809.SH	山西汾酒	307.45	3.53	4.65	6.28	87.10	66.12	48.96	推荐
002304.SZ	洋河股份	174.54	4.97	5.07	6.44	35.12	34.43	27.10	推荐
000799.SZ	酒鬼酒	228.47	1.51	2.98	4.61	151.30	76.67	49.56	推荐
600702.SH	舍得酒业	239.99	1.73	3.94	6.01	138.72	60.91	39.93	推荐
600799.SH	水井坊	126.66	1.5	2.54	3.34	84.44	49.87	37.92	推荐
000596.SZ	古井贡酒	262.51	3.68	4.51	5.68	71.33	58.21	46.22	推荐

603369.SH	今世缘	58.41	1.25	1.57	2.02	46.73	37.20	28.92	推荐
603589.SH	口子窖	80.13	2.13	2.89	3.65	37.62	27.73	21.95	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	75.64	1.19	1.91	2.39	63.56	39.60	31.65	推荐
603919.SH	金徽酒	42.7	0.65	0.73	0.93	65.69	58.49	45.91	推荐
603288.SH	海天味业	106.95	1.98	1.60	1.94	54	67	55	未评级
002507.SZ	涪陵榨菜	37.2	0.98	0.79	1.05	37	46	35	未评级
600872.SH	中炬高新	37.38	1.12	0.85	1.07	33	44	35	未评级
603027.SH	千禾味业	25.25	0.31	0.28	0.42	79	88	59	未评级
603345.SH	安井食品	186.01	2.61	3.16	4.18	68	56	43	未评级
603517.SH	绝味食品	73.33	1.15	1.83	2.10	58	36	32	未评级
300973.SZ	立高食品	138	1.83	1.71	2.17	77	82	64	未评级
600132.SH	重庆啤酒	157.06	2.23	2.33	2.97	70	67	53	未评级
600600.SH	青岛啤酒	105.09	1.63	2.05	2.52	62	50	40	未评级
600887.SH	伊利股份	42.37	1.17	1.41	1.67	35	29	25	未评级
002557.SZ	洽洽食品	65.3	1.60	1.80	2.15	38	34	28	未评级
002847.SZ	盐津铺子	87.67	1.94	1.53	2.75	46	59	33	未评级
002991.SZ	甘源食品	78	2.25	1.58	2.32	36	52	35	未评级
001215.SZ	千味央厨	61.08	1.24	1.06	1.34	49	57	45	未评级

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（注：表中“未评级”的公司预测数据均为万得一致预期）

4、风险提示

- (1) 疫情拖累消费；
- (2) 重点公司业绩不及预期的风险；
- (3) 白酒政策调整；
- (4) 竞争进一步加剧风险；
- (5) 产品提价不及预期；
- (6) 因疫情等不可抗力因素致外资流出；

■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。