

## 食品饮料行业

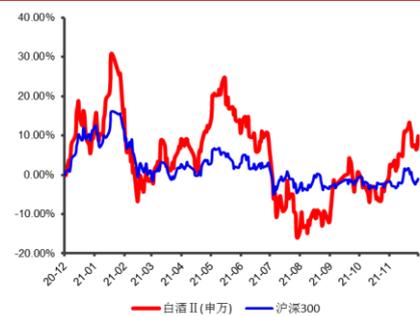
报告原因：策略研究

2021年12月24日

## 白酒行业 2022 年投资策略

关注结构性机会，坚守高端白酒

白酒板块近一年市场表现



分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 投资要点

➤ **市场行情：白酒行业 2021 年市场回顾。** 市场 W 型双底格局走势，个股表现分化，软饮料表现最靓丽，上涨 16.14%，成为 2021 年最大的赢家；其次是啤酒（8.24%）、葡萄酒（4.93%）、白酒（2.65%）。具体来看，春节前受白酒板块反弹影响，板块具有显著超额收益，但节后开盘至 3 月中旬，国内流动性收紧预期以及美债收益率持续上行等因素对高估值板块造成冲击，市场风格切换，白酒股降估值带动板块整体下行。进入二季度，随着年报以及一季报的陆续发布，利润弹性释放，以二三线白酒出现强势反弹，带动食品饮料板块指数回升。6 月中旬到 8 月中旬，存量资金持续流入周期板块和新能源板块，使得白酒板块估值下跌。9 月中旬，在政策冲击下，周期股大幅回调，资金流入白酒板块，并随着海天味业涨价的催化下开始反弹。个股方面，酒鬼酒、水井坊、舍得酒业、山西汾酒、迎驾贡酒、口子窖股价创新高，另外，2021 Q3 公募基金对白酒公司普遍仓位回落，Q4 白酒受北向资金青睐。

➤ **行业发展：中高端白酒持续扩容，行业竞争升级。** 白酒行业未来出现以下趋势：1) 行业竞争升级，产业集中度将进一步提升，即产业在向名酒产区和特色产区集中；(2) 产品结构升级，中高端白酒占比将进一步增加，有着良好品牌影响力以及优质产能的知名白酒生产企业预计将从产品结构升级中受益。具体从行业发展情况来看：**1) 在消费水平提高与消费结构升级的市场环境下，高端酒持续扩容，未来中国高端白酒产品领域仍有显著增长潜力。** 2) **次高端白酒竞争逐渐升级**，伴随着高端酒价格的提升，次高端价格带也在逐渐提高，从行业调整期时的 300~600 元裂变为 300~600 元和 600~800 元两个价格档。3) **光瓶酒量价齐升，将开启高线高端光瓶繁荣期。** 光瓶酒相对低端盒装酒更具有性价比。光瓶酒有望依托对低端盒装酒的品类替代实现量增，通过产品升级实现价增，从而市场规模快速扩容。随着白酒消费品质回归，消费者对白酒价格、品牌、包装的重视，转化为以品质为先的消费理念，光瓶酒进入“名、优、新”时代，“量、价、质”齐升。

➤ **来年展望：行业景气度持续上行，预计出现结构化行情。** 1) **涨价与消费复苏利好白酒行业。** 伴随茅台、五粮液价格的持续高位，让出 600-800 元价格带，次高端酒顺势提价+产品结构升级，从各大酒企发布的公告及通知来看，今年白酒提价密度和幅度远超过 2020 年，不仅赋能了二三线酒企





业绩弹性加大，次高端酒企更是迎来“二次爆发”。因此，随着疫情控制稳中向好，消费数据回暖，涨价贡献业绩弹性，预计 2022 年行业规模有望实现稳健增长。同时，白酒行业大面积推股权激励，激发企业改革势能，提升内外部积极性。2) 分价格带：坚守高端，布局区域龙头。贵州茅台市场营销改革预期较强，2022 有望加速增长，此外，从估值的维度来看，高端白酒在经历了提价、产品结构升级后，率先步入稳健增长时期，同时也完成了估值的切换，目前已到估值合理区间；次高端白酒增速良性回落，区域白酒龙头有望加速增长。3) 年内节奏：Q1 开门红可期，Q2 或成布局良机。短期看，我们认为跨年及旺季行情仍未至终点，目前酒企回款反馈积极，一季报业绩确定性较高，板块具有较强支撑。但明年二季度属于淡季，面临高基数，需求回落的压力，增速可能放缓，板块回调后或是下半年布局良机。

### 投资策略

➤ 今年二三线小酒股价涨幅与一线名酒的股价涨幅差距较大，板块行情分化。2022 年白酒行业基本面整体景气度不减，仍具有结构性行情。2021 年高端白酒稳健增长，考虑到提价预期，以及茅台量增瓶颈突破；五粮液通过结构调整拉动吨价上行，泸州老窖发展势能不减，股权激励保障增长，2022 高端白酒有望加速增长，且当前估值处于合理水平，高端白酒配置价值突出。2022 年区域龙头酒企有望进入业绩释放期，预计估值将会提升，同时内部改革释放活力。建议紧握一线白酒，关注区域性白酒。站在这个时间点，我们对 22 年的白酒策略集中在 3 条主线：(1) 坚持一线白酒阵地，贵州茅台、五粮液、泸州老窖；(2) 寻找高弹性二、三线标的，山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊；(3) 关注改革主题带来的机会，今世缘、古井贡酒，洋河股份等。

➤ 重点公司推荐：贵州茅台、山西汾酒、五粮液、今世缘

➤ 风险提示：宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

## 目录

<b>1. 市场行情：白酒行业 2021 年回顾</b> .....	<b>5</b>
1.1 市场 W 型双底格局走势，个股表现分化.....	6
1.1 2021 年高端白酒增速稳健，次高端酒最为突出.....	8
1.3 以春节为节点，白酒估值先扬后抑.....	11
1.4 白酒 Q3 仓位环比回落，Q4 白酒受北向资金青睐.....	12
<b>2. 行业发展：中高端白酒持续扩容，行业竞争升级</b> .....	<b>15</b>
2.1 行业集中度进一步提升，知名白酒有望受益.....	15
2.2 次高端良性扩容，光瓶酒持续发展.....	17
<b>3. 来年展望：行业景气度持续上行，预计出现结构化行情</b> .....	<b>21</b>
3.1 整体情况：行业稳健增长，内部改革激发活力.....	21
3.2 分价格带：坚守高端，布局区域龙头.....	24
3.3 年内节奏：Q1 开门红可期，Q2 或成布局良机.....	26
<b>4. 投资策略：紧握一线白酒，关注区域性白酒</b> .....	<b>27</b>
<b>5. 重点公司推荐</b> .....	<b>27</b>
<b>6. 投资风险</b> .....	<b>28</b>

## 图目录

图 1：2021 年以来申万一级行业区间涨跌幅.....	6
图 2：2021 年以来食品饮料相对沪深 300 涨跌幅.....	6
图 3：2021 年以来食品饮料子行业累计涨跌幅.....	6
图 4：2021 年食品饮料子行业相对沪深 300 涨跌幅.....	6
图 5：白酒上市公司收入表现.....	8
图 6：白酒上市公司盈利表现.....	8
图 7：白酒板块单季度营业总收入及增速.....	8
图 8：白酒板块单季度归母净利润及增速.....	8
图 9：白酒行业历史估值情况.....	11
图 10：白酒基金持股比例变动.....	13
图 11：白酒产量（万千升）.....	16
图 12：白酒销量（万千升）.....	16
图 13：规模以上白酒企业数量.....	16
图 14：白酒行业集中程度.....	16
图 15：规模以上白酒收入情况.....	16
图 16：规模以上白酒利润情况.....	16
图 17：高端白酒市场规模.....	17
图 18：次高端白酒发展期.....	18
图 19：次高端白酒市场规模.....	19
图 20：2019 年次高端市场份额.....	19
图 21：光瓶酒发展阶段.....	20
图 22：光瓶酒市场规模.....	20



图 23: 光瓶酒竞争格局.....	20
图 24: 光瓶酒 4 个价位段.....	21
图 25: 茅台、五粮液一批价情况.....	22
图 26: 贵州茅台估值分析.....	25
图 27: 五粮液估值分析.....	25
图 28: 泸州老窖估值分析.....	26

## 表目录

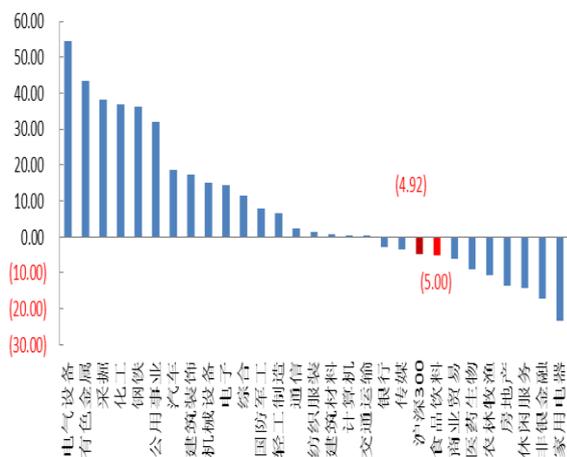
表 1: 食品饮料上市公司年初至今涨幅前十.....	7
表 3: 食品饮料白酒上市公司年初至今涨幅前十.....	7
表 4: 2019-2021H2 白酒上市公司收入情况（亿元）.....	9
表 5: 2019-2021H2 白酒上市公司归母净利润情况（亿元）.....	10
表 6: 白酒上市公司估值情况表.....	11
表 7: 白酒个股基金持股比例变动情况.....	13
表 8: 白酒个股陆股通持股数量变动情况.....	14
表 9: 白酒个股陆股通持股占比变动情况.....	14
表 10: 不同价格带产品.....	17
表 11: 白酒企业涨价情况.....	22
表 12: 2021 年以来白酒企业股权激励情况.....	24

### 1. 市场行情：白酒行业 2021 年回顾

## 1.1 市场 W 型双底格局走势，个股表现分化

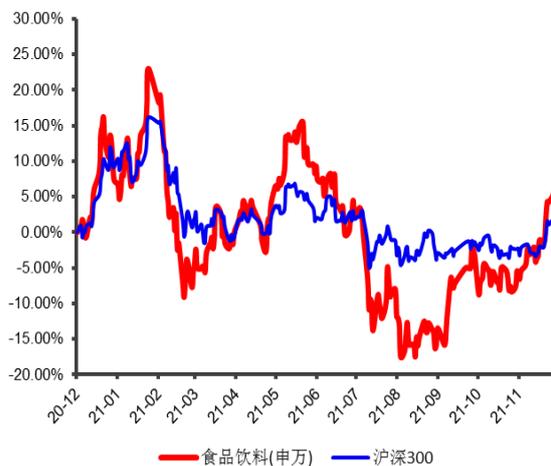
截止 2021 年 12 月 17 日，食品饮料板块下跌 5.00%，同期沪深 300 指数下跌 4.92%，在申万 28 个行业板块中，食品饮料行业涨幅排名第二十一。从子行业情况来看，子板块涨幅不一，软饮料表现最靓丽，上涨 16.14%，成为 2021 年最大的赢家；其次是啤酒（8.24%）、葡萄酒（4.93%）、白酒（2.65%）。调味发酵品跌幅最大，下跌 30.78%，其次是肉制品（-30.78%）、黄酒（-30.14%）。

图 1：2021 年以来申万一级行业区间涨跌幅



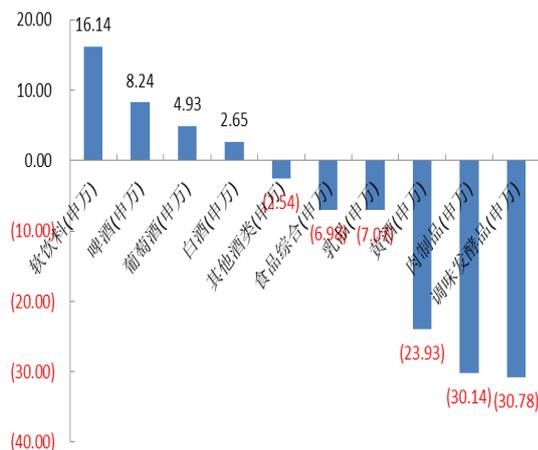
资料来源:wind, 山西证券研究所

图 2：2021 年以来食品饮料相对沪深 300 涨跌幅



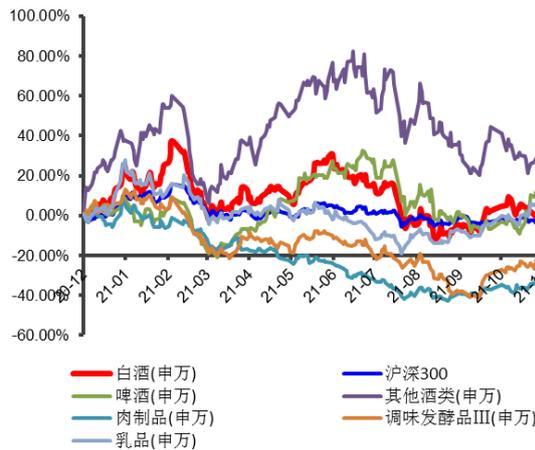
资料来源:wind, 山西证券研究所

图 3：2021 年以来食品饮料子行业累计涨跌幅



资料来源:wind, 山西证券研究所

图 4：2021 年食品饮料子行业相对沪深 300 涨跌幅



资料来源:wind, 山西证券研究所

具体来看：2021 年初申万食品饮料指数跑输大盘，主要在于春节前受白酒板块反弹影响，板块具有显著超额收益，但节后开盘至 3 月中旬，国内流动性收紧预期以及美债收益率持续上行等因素对高估值板块造成冲击，市场风格切换，白酒股降估值带动板块整体下行。进入二季度，随着年报以及一季报的陆续发

布，利润弹性释放，以二三线白酒出现强势反弹，带动食品饮料板块指数回升。6月中旬到8月中旬，存量资金持续流入周期板块和新能源板块，使得白酒板块估值下跌。9月中旬，在政策冲击下，周期股大幅回调，资金流入白酒板块，并随着海天味业涨价的催化下开始反弹。个股方面，白酒股优于食品股，食品股由于受制于成本压力，表现不振。

**白酒股分化：次高端白酒上涨，低端白酒下跌。**2021 全年食品饮料行业排名前 10 股票中，除了新上市的公司，白酒公司和其他酒类比较多。白酒板块：酒鬼酒、水井坊、舍得酒业、山西汾酒股价连创新高，像茅台、五粮液大市值龙头“涨不动”，二三线小酒股价涨幅与一线名酒的股价涨幅差距较大，板块行情分化。

表 1：食品饮料上市公司年初至今涨幅前十

代码	股票名称	股价	涨幅 (%)
600702.SH	舍得酒业	240.35	181.66
001215.SZ	千味央厨	62	174.09
605499.SH	东鹏饮料	178.01	169.18
600238.SH	海南椰岛	19.81	127.18
605337.SH	李子园	43.62	113.07
603198.SH	迎驾贡酒	71.86	109.22
605089.SH	味知香	84.19	104.94
600084.SH	*ST 中葡	3.97	74.89
600365.SH	ST 通葡	4.1	65.32
603779.SH	威龙股份	9.66	64.01

表 2：食品饮料上市公司年初至今跌幅前十

代码	股票名称	股价	跌幅 (%)
603317.SH	天味食品	25.22	-62.99
000860.SZ	顺鑫农业	37.41	-48.31
600872.SH	中炬高新	36.56	-44.33
603536.SH	惠发食品	10.15	-43.65
600189.SH	泉阳泉	8.38	-42.95
300997.SZ	欢乐家	18.44	-40.15
002481.SZ	双塔食品	8.5	-38.57
300892.SZ	品渥食品	40.55	-37.76
002695.SZ	煌上煌	14.54	-36.05
002661.SZ	克明食品	11.47	-34.22

资料来源：wind，山西证券研究所（截止 12.17）

表 3：食品饮料白酒上市公司年初至今涨幅前十

代码	股票名称	股价	涨幅 (%)
600702.SH	舍得酒业	240.35	181.66
603198.SH	迎驾贡酒	71.86	109.22
600779.SH	水井坊	128.5	56.06
000799.SZ	酒鬼酒	227.38	45.69
603589.SH	口子窖	82.3	21.43
600809.SH	山西汾酒	304.3	13.57
000568.SZ	泸州老窖	248.51	11.17
600519.SH	贵州茅台	2050.7	3.60
603369.SH	今世缘	57.43	0.94
600197.SH	伊力特	27.87	0.03

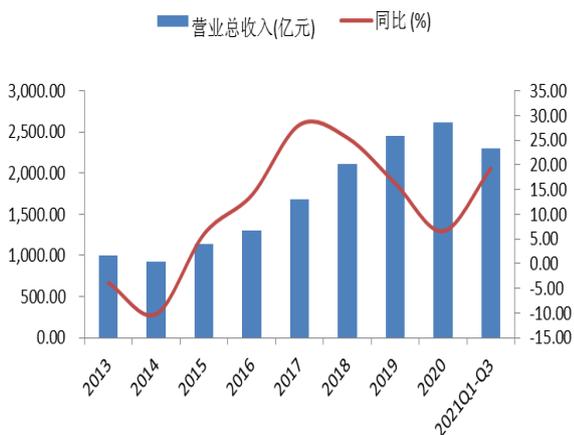
资料来源：wind，山西证券研究所（截止 12.17）

## 1.1 2021 年高端白酒增速稳健，次高端酒最为突出

2021 前三季度高端白酒增速稳健，次高端酒最为突出。2021 前三季度申万白酒板块实现营业收入 2300.28 亿元，同比增长 19.30%，同比 19 年前三季度增长 25.40%，实现归母净利润 824.00 亿元，同比增长 19.09%，同比 19 年前三季度增加 30.78%，可以看出，白酒上市企业们整体呈现向好发展，营收、净利与疫情前相比都实现了较大增幅。

图 5：白酒上市公司收入表现

图 6：白酒上市公司盈利表现

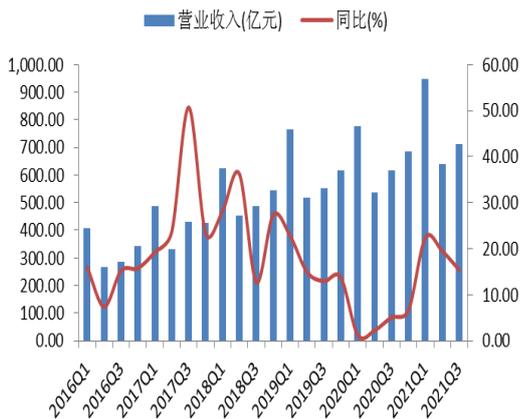


资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：白酒板块单季度营业总收入及增速

图 8：白酒板块单季度归母净利润及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

上市酒企业绩基本上已显著超疫情前水平。19 家酒企中，除皇台酒业、顺鑫农业外的 17 家都实现了营收增长；其中，酒鬼酒、舍得酒业的涨幅超过 100%，分别为 134.20%、104.54%；另外，水井坊、山西汾酒、青青稞酒也实现了超过 50% 的涨幅。而在净利方面，有 17 家酒企实现盈利并取得增长，其中，青青稞酒、

舍得酒业涨幅分别为 232.81%、211.92%，净利同比翻了两倍有余；而酒鬼酒、水井坊、山西汾酒、迎驾贡酒的净利增幅也十分亮眼，分别为 117.70%、99.35%、98.23%、80.84%。此外，与 2019 年前三季营收相比，有 15 家酒企营收实现增长，但营收下降的三家，降幅均在 10%以内，其中，酒鬼酒营收依然保持三位数，为 172.73%；舍得酒业、山西汾酒的增幅分别为 95.66%、89.09%，依然亮眼。而净利方面，有 15 家实现了增长，酒鬼酒、舍得酒业、青青稞酒的净利增幅超过 200%，分别为 291.33%、220.13%、203.57%；山西汾酒增幅为 187.68%，接近 200%；泸州老窖、迎驾贡酒、水井坊的增幅则分别为 65.35%、60.20%、56.51%，均超过 50%。

分价格带，2021 前三季度高端白酒增速稳健，次高端酒最为突出。1) 高端白酒：去年高端白酒受疫情影响最小，业绩更为稳健。贵州茅台前三季度营收和归母净利润为 770.53、372.66 亿元，分别同比增长 10.75%、10.17%，业绩稳中有进。五粮液三季度增速回落，仍保持两位数增长，2021 年经营目标望完成；泸州老窖 Q3 业绩环比提速，净利率不断提升，主要在于中高档酒类销售收入增长所致。2) 次高端白酒：低基数下反弹明显，表现亮眼。山西汾酒前三季度营收和归母净利润为 172.57、48.79 亿元，分别同比增长 66.24%、95.13%，主要在于产品高端化、市场全国化、双轮驱动是推动上半年营收和净利大增的主要因素；酒鬼酒 2021 前三季度收入/归母净利润同增 134.20%/117.69%，酒鬼&内参保持强劲增长势能，全年望实现 30 亿元收入增长目标。区域名酒环比改善，其中迎驾贡酒表现显著，前三季度实现营业收入和归母净利润 31.80、9.62 亿元，分别同比增长 42.6%、80.84%，结构持续优化，推动企业业绩再加速。

表 4：2019-2021H2 白酒上市公司收入情况（亿元）

类别	证券简称	2021Q1-Q3	同比 2020	同比 2019	2021Q3	同比 2020Q3	同比 2019Q3
高端	贵州茅台	770.53	10.75%	21.33%	263.32	17.89%	9.99%
	五粮液	497.21	17.01%	34.01%	129.69	30.34%	10.61%
	泸州老窖	141.10	21.65%	22.94%	47.93	38.36%	20.89%
次高端	山西汾酒	172.57	66.34%	89.09%	51.38	86.89%	47.88%
	水井坊	34.23	75.91%	29.15%	15.86	65.12%	38.93%
	舍得酒业	36.07	104.54%	95.66%	12.16	95.16%	64.84%
	酒鬼酒	26.40	134.20%	172.73%	9.26	257.55%	128.66%
区域龙头	洋河股份	219.42	16.01%	4.00%	63.99	25.49%	16.66%
	古井贡酒	101.02	25.19%	25.19%	30.95	39.73%	21.37%
	口子窖	36.29	35.05%	4.70%	13.86	32.39%	24.02%

	今世缘	53.35	27.18%	29.63%	14.83	40.06%	15.76%
	老白干酒	16.52	10.90%	-1.87%	8.97	10.76%	21.77%
	伊力特	14.64	26.44%	-3.07%	4.34	-23.96%	18.99%
	金徽酒	13.41	28.31%	21.21%	3.69	26.61%	10.65%
	金种子酒	8.07	21.58%	16.36%	2.62	40.09%	3.18%
	迎驾贡酒	31.80	42.62%	20.06%	10.95	42.75%	27.00%
	皇台酒业	0.37	-32.67%	-7.53%	0.11	-50.35%	-24.43%
	青青稞酒	8.33	0.85%	52.56%	2.54	-10.88%	32.29%
低端酒	顺鑫农业	116.11	-6.51%	4.96%	24.20	-8.55%	-16.54%

资料来源：wind，山西证券研究所

表 5：2019- 2021H2 白酒上市公司归母净利润情况（亿元）

类别	证券简称	2021Q1-Q3	同比 2020	同比 2019	2021Q3	同比 2020Q3	同比 2021Q3
高端	贵州茅台	372.66	10.17%	22.37%	126.12	12.35%	20.07%
	五粮液	173.27	19.13%	38.14%	199.55	199.55	199.55
	泸州老窖	62.76	30.32%	65.35%	20.49	28.48%	96.00%
次高端	山西汾酒	48.79	98.23%	187.68%	13.35	55.91%	163.98%
	水井坊	10.00	99.35%	56.51%	6.23	56.27%	107.97%
	舍得酒业	9.70	211.92%	220.13%	2.34	59.65%	99.34%
	酒鬼酒	7.20	117.70%	291.33%	2.10	43.44%	644.36%
区域龙头	洋河股份	72.13	0.37%	0.93%	15.51	-13.10%	-0.87%
	古井贡酒	19.69	28.05%	13.05%	5.90	15.09%	19.63%
	口子窖	11.50	33.20%	-11.22%	4.63	22.69%	15.50%
	今世缘	16.99	29.33%	31.29%	3.64	23.82%	64.30%
	老白干酒	2.49	7.05%	-8.07%	1.25	8.00%	61.67%
	伊力特	2.66	31.63%	-11.87%	0.54	-3.24%	-45.91%
	金徽酒	2.43	53.07%	49.58%	0.56	44.31%	102.14%
	金种子酒	-1.44	37.36%	101.42%	-0.47	-8.15%	16.83%

	迎驾贡酒	9.62	80.84%	60.20%	3.70	86.23%	138.00%
	皇台酒业	-0.17	-512.50%	18.28%	-0.04	-546.46%	-284.94%
	青青稞酒	0.85	232.81%	203.57%	0.1	134.48%	-100.00%
低端酒	顺鑫农业	3.72	-14.23%	-44.06%	-1.04	-9.67%	-723.29%

资料来源：wind，山西证券研究所

### 1.3 以春节为节点，白酒估值先扬后抑

春节前，市场对白酒行业预期升高，但节后开盘至3月中旬，板块走势流动性预期下的估值回落开始显现疲态。整体看，白酒板块经过节后一波强调整，板块整体估值回落到40X水平，进入价值布局区间。随着水井坊、酒鬼酒等次高端白酒一季报超预期，带动了4月和5月白酒板块出现反弹。8月20日，市场监督管理总局价监竞争局召开白酒市场秩序监管座谈会，白酒板块大跌，形成第二个底部。目前白酒估值维持在50倍左右，处于历史上位。白酒公司估值较为分化，其中金种子酒、酒鬼酒和山西汾酒估值较高，五粮液、今世缘、洋河股份、口子窖、伊力特估值较低。

图9：白酒行业历史估值情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表6：白酒上市公司估值情况表

代码	证券简称	最新收盘价 (原始币种)	每股收益			市盈率 PE		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
600519.SH	贵州茅台	2,050.70	37.17	41.98	48.84	53.75	48.85	41.99
600809.SH	山西汾酒	304.3	3.55	4.56	6.2	106.22	66.75	49.05

000596.SZ	古井贡酒	263.88	3.68	4.51	5.68	73.86	58.55	46.45
000568.SZ	泸州老窖	248.51	4.1	5.25	6.59	55.16	47.37	37.68
600702.SH	舍得酒业	240.35	1.75	3.94	5.68	49.43	61.03	42.3
000858.SZ	五粮液	235.16	5.14	6.17	7.34	56.77	38.09	32.05
000799.SZ	酒鬼酒	227.38	1.51	2.95	4.3	103.44	77.16	52.91
002304.SZ	洋河股份	174.81	4.98	5.24	6.47	47.53	33.34	27.04
600779.SH	水井坊	128.5	1.5	2.39	3.14	55.45	53.78	40.95
603589.SH	口子窖	82.3	2.13	2.74	3.32	32.4	29.99	24.77
603198.SH	迎驾贡酒	71.86	1.19	1.66	2.05	29.29	43.35	34.99
603369.SH	今世缘	57.43	1.25	1.57	1.95	45.94	36.59	29.46
603919.SH	金徽酒	38.95	0.65	0.83	1.04	61.99	47.1	37.49
000860.SZ	顺鑫农业	37.41	0.57	0.93	1.19	128.11	40.2	31.48
600559.SH	老白干酒	30.87	0.35	0.61	0.77	90.36	50.64	40.26
600197.SH	伊力特	27.87	0.79	0.95	1.2	38.66	29.36	23.32
000995.SZ	皇台酒业	26.68	0.19			169.02		

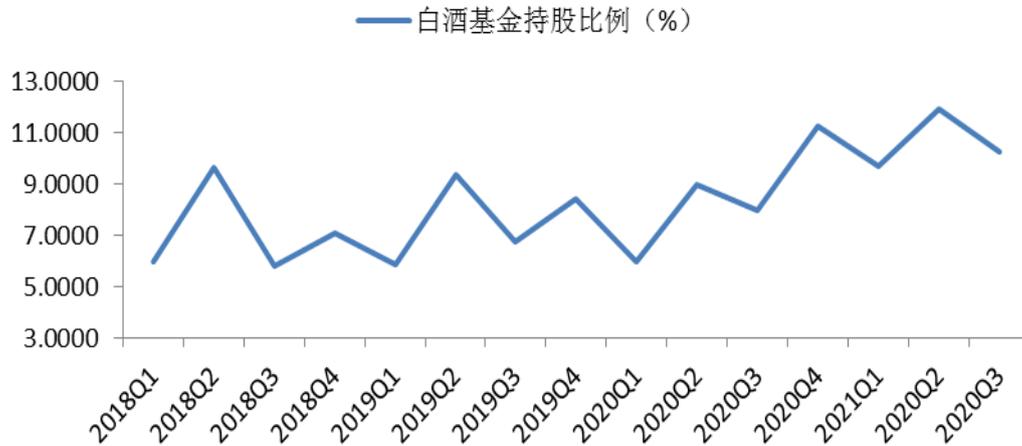
资料来源：wind，山西证券研究所（取得 wind 一致预测，数据更新于 2021.12.17）

## 1.4 白酒 Q3 仓位环比回落，Q4 白酒受北向资金青睐

2021Q3 白酒基金持股比例环比回落，环比降低 1.65%，基金持股占比依然处于高位。从 2021 三季度基金持股的比例来看，前 5 位依次为古井贡酒（20.82%）、酒鬼酒（20.33%）、泸州老窖（17.01%）、洋河股份（15.91%）和山西汾酒（13.51%），基金持股比例环比降幅最大的是皇台酒业、口子窖、顺鑫农业。此外，从三季度持股基金数来看，从高到低依次为贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、洋河股份，从变动数量来看，基金数减少靠前依次为五粮液（-959 只）、贵州茅台（-718 只）、泸州老窖（-631 只）、山西汾酒（-533 只）。可以看出，2021 Q3 公募基金对白酒公司普遍仓位回落。

按陆港通持股数量来看，2021Q4 排名靠前的是五粮液（231.52 百万股）、贵州茅台（90.10 百万股）、洋河股份（39.19 百万股）和今世缘（38.81 百万股）；正向变动靠前的为老白干（+28.41 百万股）、五粮液（+14.21 百万股）、水井坊（+13.65 百万股）、口子窖（+5.60 百万股）和泸州老窖（+2.92 百万股）。整体来说，Q4 白酒受北向资金青睐。

图 10：白酒基金持股比例变动



资料来源：wind，山西证券研究所

表 7：白酒个股基金持股比例变动情况

证券简称	21Q2 基金持股比例%	21Q3 基金持股比例%	变动	21Q2 持股基金数	21Q3 持股基金数	变动
古井贡酒	18.18	20.82	2.65	378	93	-285
酒鬼酒	20.00	20.33	0.33	478	197	-281
泸州老窖	19.25	17.01	-2.25	1004	373	-631
洋河股份	15.80	15.91	0.12	606	113	-493
山西汾酒	16.40	13.51	-2.89	922	389	-533
顺鑫农业	18.23	12.89	-5.34	245	11	-234
五粮液	12.76	10.50	-2.26	1879	920	-959
水井坊	9.23	9.12	-0.11	353	67	-286
今世缘	11.67	7.15	-4.52	443	44	-399
贵州茅台	7.51	6.92	-0.59	2230	1512	-718
伊力特	5.72	6.01	0.29	41	10	-31
老白干酒	8.15	5.97	-2.18	62	4	-58
金种子酒	6.75	5.71	-1.04	10	3	-7
口子窖	10.70	5.20	-5.51	256	7	-249
迎驾贡酒	3.83	5.00	1.16	125	19	-106
舍得酒业	2.69	4.28	1.59	156	114	-42
金徽酒	3.31	3.54	0.23	34	3	-31
皇台酒业				0	0	0

资料来源：wind，山西证券研究所

**表 8：白酒个股陆股通持股数量变动情况**

证券简称	2021Q1 陆股通持股数量（百万股）	2021Q2 陆股通持股数量（百万股）	2021Q3 陆股通持股数量（百万股）	2021Q4 陆股通持股数量（百万股）
五粮液	214.26	222.08	217.31	231.52
贵州茅台	95.97	95.88	88.62	90.10
洋河股份	48.94	41.12	39.72	39.19
今世缘	50.40	47.98	46.66	38.81
山西汾酒	27.38	24.72	37.81	38.75
水井坊	31.02	39.05	22.72	36.37
老白干酒	7.05	7.19	6.22	34.64
泸州老窖	29.16	30.40	31.43	34.35
口子窖	27.84	20.99	16.77	22.37
迎驾贡酒	10.61	16.80	15.73	17.80
顺鑫农业	21.34	16.39	13.82	15.05
酒鬼酒	9.55	12.80	11.66	14.04
古井贡酒	5.66	5.99	5.56	7.62
伊力特	0.43	6.26	1.85	2.75
金徽酒		0.33	1.05	2.01
舍得酒业	0.49	0.09	0.09	0.09
皇台酒业				
金种子酒				

资料来源：wind，山西证券研究所，数据更新于 2021.12.17

**表 9：白酒个股陆股通持股占比变动情况**

证券简称	2021Q1 陆股通持股占比	2021Q2 陆股通持股占比	2021Q3 陆股通持股占比	2021Q4 陆股通持股占比
水井坊	6.35	7.99	4.65	7.44
贵州茅台	7.64	7.63	7.05	7.17
五粮液	5.51	5.72	5.59	5.96
酒鬼酒	2.93	3.94	3.58	4.32
老白干酒	0.80	0.80	0.69	3.85
口子窖	4.64	3.49	2.79	3.72
山西汾酒	3.16	2.84	3.11	3.18
今世缘	4.01	3.82	3.71	3.09
洋河股份	3.24	2.72	2.63	2.60
泸州老窖	1.99	2.07	2.14	2.34
迎驾贡酒	1.32	2.10	1.96	2.22

顺鑫农业	2.87	2.20	1.86	2.02
古井贡酒	1.47	1.56	1.36	1.86
伊力特	0.09	1.33	0.39	0.58
金徽酒		0.06	0.21	0.40
舍得酒业	0.14	0.02	0.02	0.02
皇台酒业				
金种子酒				

来源：wind，山西证券研究所，数据更新于 2021.12.17

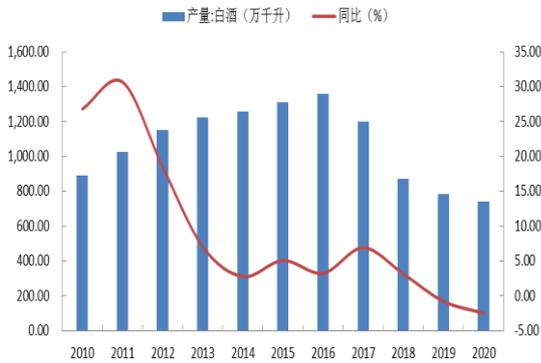
## 2.行业发展：中高端白酒持续扩容，行业竞争升级

### 2.1 行业集中度进一步提升，知名白酒有望受益

**白酒行业两降两升。**从需求端来看，随着我国居民收入水平的持续提升，酒类消费的主导力量逐步从政务消费向商务消费、大众消费转型；同时，由于白酒消费的社交属性，“少喝酒，喝好酒”的消费理念深入人心，白酒行业产量总体上呈现下降趋势，产量由 2016 年的 1358 万千升下降至 2020 年的 741 万千升。2015 年以来，白酒行业开始复苏，终端用户白酒消费需求有所上升，带来白酒行业整体收入和利润快速增长，2020 年白酒行业实现利润 1585.41 亿元，同比增长 12.91%，行业利润水平处于上升趋势。但是，根据国家统计局数据，2020 年全国规模以上白酒企业 1040 家，已连续三年呈现下降趋势。而近几年以贵州茅台、五粮液为代表的知名酒企业绩增长都在一定程度上显示出中国白酒市场日益明晰的集中化趋势。

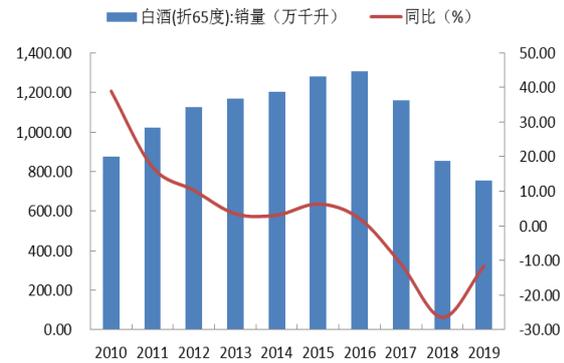
从上述白酒行业“两降两升”的发展趋势可以看出，白酒消费呈现出向主流品牌、主力产品集中的趋势，白酒产业也向品牌、原产地和文化集中，产业竞争加剧对弱小白酒企业的挤出效应。白酒行业未来发展预计呈现以下趋势：（1）行业竞争升级，产业集中度将进一步提升，产业集中度提高的背后，是产业结构和产业调整的变化，这个变化所呈现出的产业形势预计在未来会更加凸显，即产业在向名酒产区和特色产区集中，品牌在向名酒品牌、区域强势品牌集中。（2）产品结构升级，中高端白酒占比将进一步增加，随着我国中等收入群体的扩大，中高端价位的白酒销售规模将进一步扩大，有着良好品牌影响力以及优质产能的知名白酒生产企业预计将从产品结构升级中受益。

图 11：白酒产量（万千升）



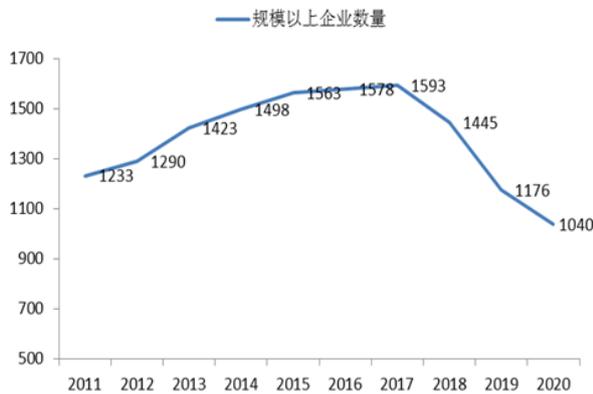
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 12：白酒销量（万千升）



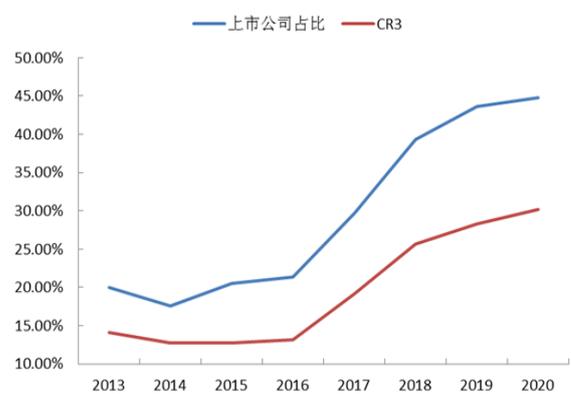
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 13：规模以上白酒企业数量



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 14：白酒行业集中程度



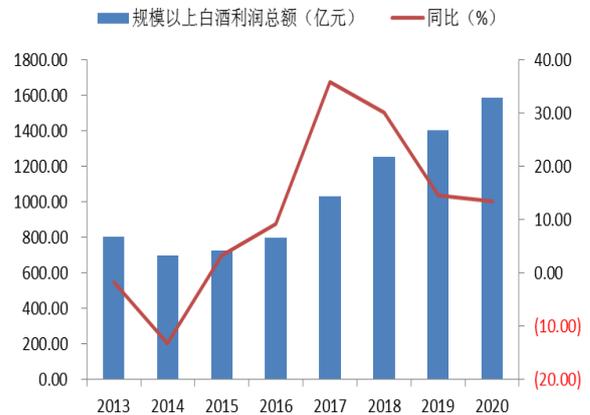
资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：规模以上白酒收入情况



资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所（注：白酒行业增速为调整后数据，根据规模以上白酒企业同比统计口径）

图 16：规模以上白酒利润情况

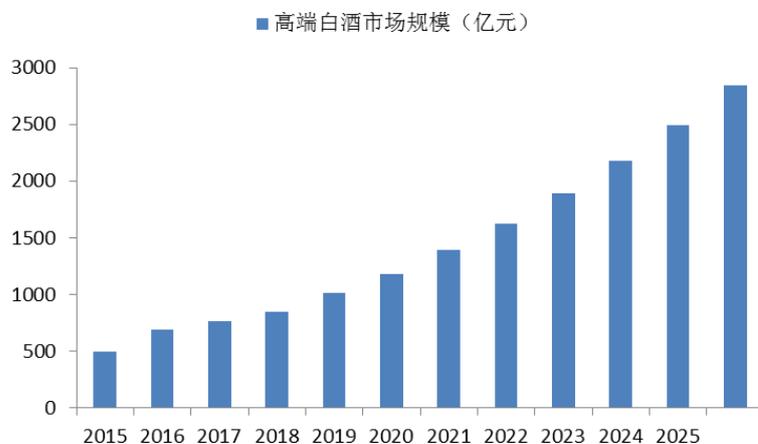


## 2.2 次高端良性扩容，光瓶酒持续发展

**高端白酒持续扩容。**白酒市场主要产品按照不同价格档次，分为高端型、次高端型、中端型和低端型四种。高端白酒(含超高端)价格带为 800 元以上；次高端白酒的价格在 300-800 元；中低端白酒的价格带在 300 元以下。其中，高端产品主要被五粮液普五、贵州茅台飞天茅台和泸州老窖的国窖 1573 占据。从消费品品类属性金字塔看，相较于刚需品、功能品等金字塔底部的属性而言，白酒具备嗜好品、社交品等金字塔顶端的属性，而高端白酒更在不同程度上具备了信仰品属性。这些属性决定了白酒行业是个具有很强定价能力的行业，定价能力是判断一个行业好坏的重要指标，所谓的定价能力是指能够让消费者为了更好的满足自身的需求，而愿意支付更高成本的能力。因此可以说，高端白酒抬高了行业的价格天花板，带动了行业的整体繁荣。

据 Euromonitor 数据显示，2020 年高端白酒市场规模是 1000 多亿元，在消费水平提高与消费结构升级的市场环境下，中高端白酒市场存在确定性发展机遇，市场份额进一步向龙头企业、头部品牌靠拢。因此，在此背景下，高端酒持续扩容，未来中国高端白酒产品领域仍有显著增长潜力。基于未来五年白酒行业规模以上企业销售收入增长趋势，经过初步估算，2026 年中国高端白酒市场的市场规模将达到 2846 亿元。

图 17：高端白酒市场规模



资料来源：前瞻产业研究，山西证券研究所

表 10：不同价格带产品

档次	白酒产品	价格
高端（含超高端）	普五（五粮液）、国窖 1573（泸州老窖）、飞天茅台（贵州茅台）	800-3000
次高端	梦 3、天之蓝（洋河股份）、典藏、井台、臻酿八号（水井坊）、国缘四开、国缘对开（今世缘）、品味舍得、水晶剑（剑南春）、古 16、古	300-800

	20（古井贡酒）、青花 20（山西汾酒）	
中低端	王子酒（茅台）、西凤六年（西凤酒）、金砖习酒（习酒）、老白汾系列	300 以下

资料来源：前瞻产业研究，山西证券研究所

**次高端白酒竞争逐渐升级。**次高端白酒是市场细分后的产物，白酒行业的黄金十年中，品牌越来越多，各个企业的产品越来越丰富，所以需要进一步地进行细分，次高端白酒概念由此产生。具体来看，我们可以将次高端白酒的发展线归为四个阶段：第一个阶段，形成和增长期；第二个阶段，压力期；第三个阶段，扩容期；第四个阶段，竞争上升期。这个阶段，既是次高端白酒的上升期，也是竞争白热化的一个新时期，同时，品牌集中度也会更加明显。另外，伴随着高端酒价格的提升，次高端价格带也在逐渐提高，从行业调整期时的 300~600 元裂变为 300~600 元和 600~800 元两个价格档。

图 18：次高端白酒发展期



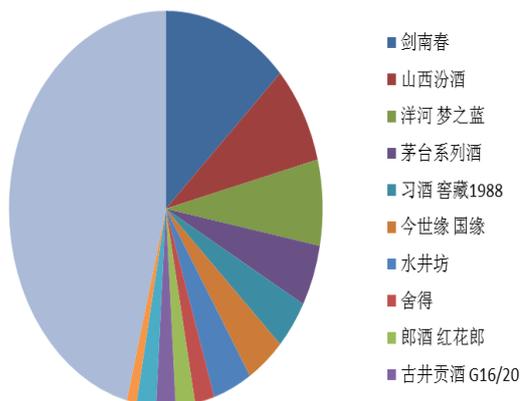
资料来源：酒说，山西证券研究所

根据酒业家报道，2018 年我国次高端白酒消费的市场规模收入在 800 亿元左右，2020 年进一步增加至 900 亿元左右。随着居民消费水平提高，特别是全球性通胀背景下，次高端迎来最重要扩容期，十四五期间，次高端市场有望进入 1500 亿体量。次高端产品在白酒企业发展中起到了十分重要的作用，近两年来，次高端酒热度不减，各大品牌都在布局次高端价格带，洋河、剑南春、古井贡酒、舍得、今世缘以及现在大热的酱香品类，都在发力此价格带。发力次高端将驱动酒行业新一轮的增长，随着众多企业对次高端价格带的发力，再加上疫情后各产业的复工复产，次高端酒将会迎来更多的消费需求，这也意味着次高端市场将会成为酒业竞争的新高地。

图 19：次高端白酒市场规模



图 20：2019 年次高端市场份额



资料来源：酒业家，山西证券研究所

资料来源：酒业家，山西证券研究所

**光瓶酒量价齐升，将开启高线高端光瓶繁荣期。**根据卓鹏战略数据，2014-2020 年，光瓶酒行业规模从 400 亿增长到 900 亿，CAGR 为 14.5%，在消费升级趋势下，近年来各省份主流价格带基本都提升至百元以上，这意味着在礼品消费与宴请消费的场景中，人们更青睐中高端酒、次高端酒，百元以下的低端酒消费场景向自饮集中。光瓶酒相对低端盒装酒更具有性价比。我们认为光瓶酒未来 5-10 年仍将处于扩容增长期，光瓶酒有望依托对低端盒装酒的品类替代实现量增，通过产品升级实现价增，从而市场规模快速扩容。预计光瓶酒行业未来 5 年收入年复合增速 8%，2025 年市场规模约 1300 亿。从历史发展看，以十年为一个阶段，第一阶段 2001 年-2010 年，大众光瓶酒繁荣期。白酒行业“黄金十年”，光瓶酒利用名酒向上发展造成的低端价位段空档机会，造就了大众光瓶消费的繁荣周期，以二锅头、东北酒、区域光瓶为代表的产品和品牌表现尤为突出；第二阶段 2010 年-2020 年，时尚光瓶酒繁荣期。白酒行业的高速发展，以及持续向上提升价位的市场趋势，带动光瓶酒开始尝试 20 元乃至更高价位段的市场布局。随着市场升级发展和圈层消费兴起以及返璞消费抬头，光瓶酒在这一周期末段呈现出高线光瓶活跃，高端光瓶出现多元化发展的趋势。第三阶段，2020 年为新周期元年，将开启高线高端光瓶繁荣期。步入 2020 年，随着白酒消费品质回归，消费者对白酒价格、品牌、包装的重视，转化为以品质为先的消费理念，光瓶酒进入“名、优、新”时代，“量、价、质”齐升

光瓶酒主要分三个主流阵营：一是大众光瓶，价格在 10-30 元区间，定位大众刚需，目前主流的成熟放量价位，品牌扎堆；二是高线光瓶，价格在 40-60 元主流价格段区间；三是高端光瓶，价格在 80-200 元主流价位段，甚至包括 100-200 元价位段。随着中产阶级的迅速崛起，中产阶级对产品的品质、包装、购物体验等方面，更加理性的选择，白酒消费更趋向于购买简而美包装的光瓶酒。我们认为未来光瓶酒具有以下趋势：1) 一是高端化趋势，未来 200 元左右的盒装酒将会受到高端光瓶酒的挤压，同时在 300-600 元的价格带也会出现更多的光瓶酒品牌；二是高线化趋势。高线光瓶酒主要指 40-60 元价位的酒，这是未来光瓶酒

主要放量的一个价位段；三是高品化趋势。其实目前的光良、汾杏、北大荒等光瓶黑马都已经走上了高品质化发展的道路，这是适应了消费者追求性价比消费的趋势；四是口粮化趋势。未来 80-200 元的口粮盒装酒也将会被同价位的口粮光瓶酒所取。此外，从行业竞争格局来看，当前光瓶酒市场参与者众多，市场竞争格局仍较分散。根据观研报告网数据显示，2019 年我国光瓶酒市场份额 TOP3 为牛栏山、老村长、波汾，占比分别为 13.85%、6.15%、5.38%。市场竞争格局仍较分散。

图 21：光瓶酒发展阶段



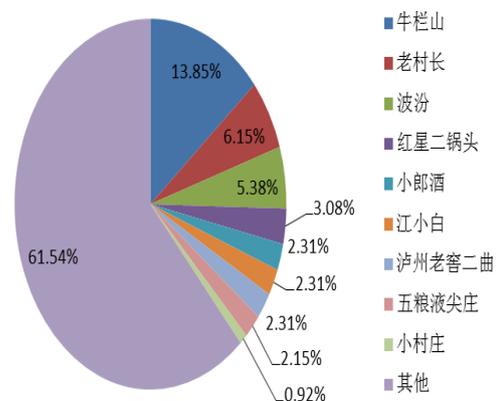
资料来源：酒业家，山西证券研究所

图 22：光瓶酒市场规模



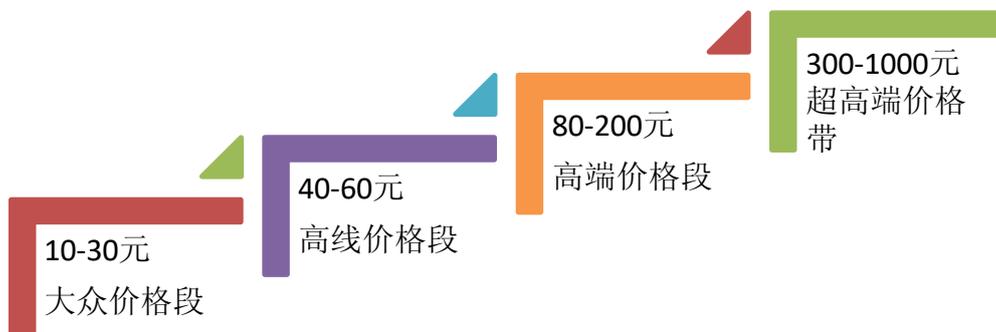
资料来源：wind，山西证券研究所

图 23：光瓶酒竞争格局



资料来源：观研报告网，山西证券研究所

图 24：光瓶酒 4 个价位段



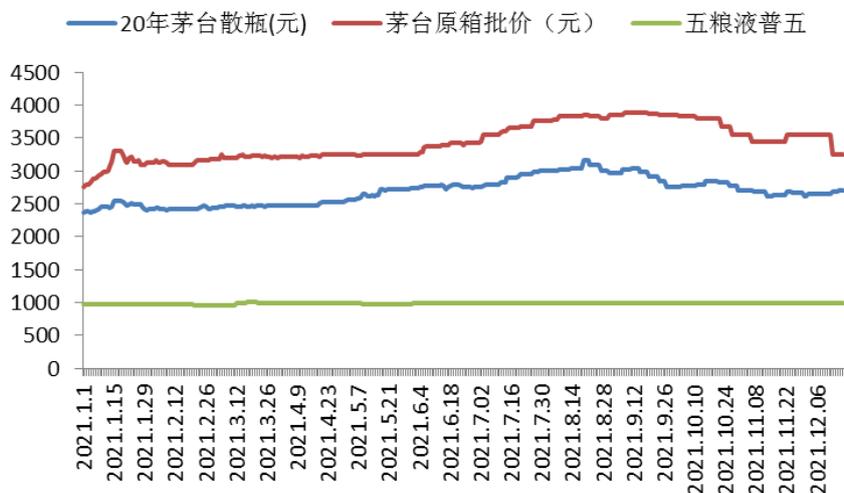
资料来源：卓鹏战略咨询，山西证券研究所

### 3. 来年展望：行业景气度持续上行，预计出现结构化行情

#### 3.1 整体情况：行业稳健增长，内部改革激发活力

**涨价与消费复苏利好白酒行业。**2021 年受去年疫情基数影响，白酒企业业绩整体呈现前高后低的趋势。2020 年在新冠疫情影响下，各地对婚礼宴席、商务宴请等聚集性活动进行管控，对白酒企业业绩造成了阶段性影响。受疫情影响，贵州茅台、五粮液、山西汾酒、酒鬼酒完成全年预定任务，部分酒企没有完成全年预定任务（比如古井贡酒、伊力特、老白干酒等）。2021 白酒板块业绩已显著超疫情前水平，其中高端白酒稳健增长，次高端和区域性白酒在 20 低基数下和 21 需求回暖下表现出较好的业绩弹性，比如水井坊、舍得酒业、酒鬼酒等。随着贵州茅台、五粮液等一批价止跌回升，2021 年茅五泸价格同比维持了上升态势。最近茅台开始取消飞天全面拆箱，同时开始投放单箱 12 瓶的普飞并要求拆箱以保证散瓶供给。整箱茅台批回落至 3200-3300 元，散茅批价仍然维持在 2600-2700 元。目前普五批价已稳定在 970 元左右，国窖价格已升至 920 元左右，高端酒呈现整体繁荣。此外，伴随茅台、五粮液价格的持续高位，让出 600-800 元价格带，次高端酒顺势提价+产品结构升级，从各大酒企发布的公告及通知来看，今年白酒提价密度和幅度远超过 2020 年，不仅赋能了二三线酒企业业绩弹性加大，次高端酒企更是迎来“二次爆发”。因此，随着疫情控制稳中向好，消费数据回暖，涨价贡献业绩弹性，预计 2022 年行业规模有望实现稳健增长。

图 25：茅台、五粮液一批价情况



资料来源：今天酒价格、第一酒价微信公众号，山西证券研究所

表 11：白酒企业涨价情况

公司名称	时间	提价情况
今世缘	2021.1.1	国缘四开每月 1 日上调 10 元，连续三个月。
泸州老窖	2021.1.4	52°国窖 1573 经典装团购价建议 1050 元/瓶，零售价持续 1399 元/瓶；38°国窖 1573 经典装团购价建议零售 750 元/瓶，零售价建议 999 元/瓶。
金种子酒	2021.3.1	金种子年份酒系列以及柔和系列产品在现有产品开票价基础上上调 8%-10%。
泸州老窖	2021.3.15	泸州老窖特曲 60 版 52°实行年份化定价：瓶贮年份（N）=当前年份-生产批次对应年份。其中 2≤N≤5 市场指导价逐年上调 80 元/瓶；6≤N≤10，市场指导价基础上上调 320 元/瓶，逐年递增 160 元/瓶。
古井贡酒	2021.3.25	古井贡酒年份原浆古 20 38°42°经销价上调 40 元/瓶，零售价调整为 799 元/瓶，52°经销价上调 60 元/瓶，零售价调整为 899 元/瓶。
今世缘	2021.5.27	42 度单开国缘（550ml 版）、42 度四开国缘（550ml 版）开票价分别上调 10 元/瓶、60 元/瓶；52 度四开国缘（新版）开票价上调 50 元/瓶。
口子窖	2021.5.31	口子窖核心单品 5 年、6 年口子窖分别提价 10 元/瓶和 15 元/瓶。出厂价与市场投入费用也进行了相应调整。
西凤酒	2021.5.31	红西凤市场价从 1299 元/瓶上调至 1499 元/瓶；珍藏版、七彩西凤等中高端以上产品提价幅度为 20%左右；绿瓶西凤为代表的大众消费产品提价幅度稍低，在 10-15%左右。
洋河股份	2021.6.4	根据酒说报道，洋河发布梦之蓝 M6+调价通知，表示即日起梦之蓝 M6+550ml 售价统一调整为：52 度零售价 1199 元/瓶，团购成交价 880 元/瓶；40.8 度零售价 999 元/瓶，团购成交价 750 元/瓶。
酒鬼酒	2021.7.19	自 7 月 19 日起，42 度 500ml 酒鬼酒团购指导价上调 40 元/瓶，零售指导价上

		调 50 元/瓶
泸州老窖	2021.7.20	自 7 月 20 日起，泸州老窖精品头曲 D12 产品市场零售价建议 328 元/瓶；泸州老窖精品头曲 D9 产品市场零售价建议 228 元/瓶，分别上调了 40 元/瓶和 30 元/瓶
水井坊	2021.9.30	9 月 30 日，水井坊下发两份调价通知，一份是水井坊井台全系列建议零售价上调 30 元/瓶，一份是水井坊臻酿八号全系列建议零售价上调 20 元/瓶。这是继今年 4 月提价后，井台和臻酿八号全系产品再度提价。
酒鬼酒	2021.10.29	10 月 29 日，内参酒宣布自 2022 年 1 月 1 日起，52 度 1L 内参酒、52 度 500ml ×2 内参酒礼盒战略价分别上调 100 元/瓶；52 度 750ml 内参酒战略价上调 50 元/瓶；52 度 500ml 内参酒（大师）战略价上调 100 元/瓶，建议零售价 3098 元/瓶。
水井坊	2021.11.3	11 月 3 日，52 度典藏大师版整箱团购价提高 50 元，达 920 元/瓶，建议零售价调高 200 元，达 1399 元/瓶；而 38 度典藏大师版提高 40 元，达 660 元/瓶，建议零售价调高 100 元，达 999 元/瓶。前述价格再 11 月 1 日起已正式执行。
舍得酒业	2021.12.13	12 月 13 日，四川沱牌舍得营销有限公司发布关于调整藏品舍得系列产品价格体系的通知，通知表示，藏品舍得系列产品价格体系调整如下：38/42/52%vol 品味·舍得（藏品），出厂价上调 30 元/瓶，动销保证金维持不变，终端建议零售价调整为 819 元/瓶；52%vol 智慧·舍得（藏品）出厂价上调 50 元/瓶，动销保证金维持不变，终端建议零售价调整为 1199 元/瓶。通知自 2022 年 1 月 1 日起执行。
泸州老窖	2021.12.15	12 月 15 日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司发布通知，泸州老窖西南、中南地区的 38 度和 52 度国窖 1573 经典装终端渠道计划内配额供货价格建议分别上调 40 元/瓶、70 元/瓶，计划外配额供货价分别调整至 750 元/瓶和 1080 元/瓶

资料来源：酒业家，酒说、微酒微信公众号，山西证券研究所

**白酒行业大面积推股权激励，也为行业未来稳增长注入强心剂。**白酒企业大多数为地方国企，国有企业一大弊端是市场化不足，机制不够灵活，通过股权激励方式，能够使投资者与管理者的利益绑定，有利于激发企业活力，助力企业业绩不断增长。从以往经验看，2014 年老白干酒推出的员工持股计划打开白酒行业股权激励的大门，随后五粮液和汾酒先后推出激励，调动管理层积极性，业绩和股价双双走出了上升行情。同时，白酒行业大面积推股权激励，激发企业改革势能，提升内外部积极性。随着五粮液、山西汾酒等企业国企改革的成功，股权激励对于白酒行业发展意义重大。今年洋河股份上市以来首次推行股权激励措施，本次激励覆盖骨干范围广，营收增速目标要求高，有利于激励公司整体经营活力。泸州老窖的股权激励改革在今年推出，这是在 2010 年首次实施股权激励后第二次推进股权激励，解锁条件中有一项是：相较 2019 年，2021-2023 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位值，对应收入增速复合 20-25%。同时，今世缘、水井坊等公司推出了股权激励方案，有望内部改革激发活力。

表 12：2021 年以来白酒企业股权激励情况

公司名称	时间	方案名称	激励对象	考核时间	考核要求
洋河股份	2021.7.15	第一期核心骨干持股计划(草案)	董事、监事、高级管理人员、中层及以上人员和核心骨干，参与人数共计不超过 5100 人，持股规模不超过 966 万股，约占公司目前股本总额的 0.64%。	2021-2022	2021 年营业收入较 2020 年增长不低于 15%且 2022 年营业收入较 2021 年增长不低于 15%
泸州老窖	2021.9.27	2021 年限制性股票激励计划(草案)	激励对象不超过 521 人，包括董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员。	2021-2023	21-23 年扣非加权 ROE 不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位；21-23 年扣非净利润增长率不低于对标企业 75 分位；21-23 年成本费用占营业收入比例不高于 65%。
水井坊	2021.9.30	2021 员工持股计划	参与总人数不超过 66 人，其中董事、高级管理人员共 3 人，中基层人员及核心骨干不超过 63 人	202-2023	2021 年、2022 年度营收增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5；2021 年、2022 年、2023 年营收增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5。
今世缘	2021.11.9	关于以集中竞价方式回购股份报告书	公司拟使用不超过 5.18 亿元（含）的自有资金，回购股份 660 万股到 770 万股，占公司回购前总股本的 0.53%-0.61%，回购价格不超过 67.27 元/股（含），回购拟用于股权激励。	-	-

资料来源：公司公告，山西证券研究所

### 3.2 分价格带：坚守高端，布局区域龙头

高端白酒有望迎来戴维斯双击。随着茅台酒站稳 2500 元以上超高端价格带，五粮液和国窖 1573 的发

展空间进一步被打开，夯实了在千元价格带的龙头地位，2022 年稳健发展势头不减。1) 贵州茅台市场营销改革预期较强，2022 有望加速增长：一是新帅上任，给市场传递发展信心，特别正面回答市场关心的有关营销体制、价格体系改革方面问题，二是受产能供给约束，16-18 年茅台基酒产量增速较慢，2022 年量增瓶颈有望突破。三是假如不茅台直接提出厂价，直营渠道投放比例提升以及非标产品提价效应凸显，助力茅台加速增长。

五粮液召开 1218 经销商大会，表示 2021 年经营指标超预期完成，“稳中求进”依旧为 2022 的主基调，巩固第八代五粮液在千元价格带大单品的核心地位，加强产销协同，提升投放精准度，并发力 2000 元+的白酒市场，推动经典五粮液突破，完善“1+N+2”的渠道模式，将在北、上两座城市率先上市经典 30 产品，系列酒方面将持续集中力量打造重点品牌；结合文化和产品，构建文化定制酒体系，并启动老酒系列，做大老酒市场。此外，据相关媒体报道，五粮液经销商明年新签的合同价格有所变化，52 度第八代五粮液计划外价格从 999 元/瓶提升为 1089 元/瓶，计划内价格 889 元/瓶不变，计划内外的合同量为 3:2。经测算，综合下来，第八代五粮液出厂价每瓶从 889 元提升为 969 元，增幅近 9%。1218 大会虽未正式提出涨价计划，但有可能明年初涨价正式落地。

泸州老窖，公司前三季度收入实现 21.65% 增长，随着旺季的到来，有望完成全年营收 15% 增长的目标。中长期内，受益于千元价格带扩容和茅台酒供不应求，国窖未来量价增长空间充足，同时中低档酒改革加速发展，助力公司持续增长。近期公司推出股权激励，覆盖范围广，且涵盖大批管理人员和技术骨干，激励力度大。

此外，从估值的维度来看，高端白酒在经历了提价、产品结构升级后，率先步入稳健增长时期，同时也完成了估值的切换，目前已到估值合理区间。贵州茅台、五粮液、泸州老窖年内 PE (TTM) 高点分别为 73/69/81 倍，当前估值较年内高点下跌已达 30%/43%/39% (截至 2021 年 12 月 22 日)。

图 26：贵州茅台估值分析

图 27：五粮液估值分析



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：观研报告网，山西证券研究所

图 28：泸州老窖估值分析



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：观研报告网，山西证券研究所

**次高端白酒增速良性回落，区域白酒龙头有望加速增长。**今年上半年次高端表现靓丽，下半年由于疫情反复叠加基数较高，次高端酒企 21Q3 普遍业绩增速放缓。因此在次高端酒企业绩高基数下，2022 年增速将良性回落，但是随着消费升级延续，高端酒批价上涨后逐步打开次高端价位空间，次高端将延续高景气。1) 受高端白酒批价上升的影响以及酱酒热等影响，次高端价格带从 300-600 向 600-800 升级明显，让出 600-800 元的价格空间，厂家开始在 600 元以上价格带布局，如洋河梦 6+ 在 600 元以上价格带明显放量，青 30 复兴版和内参占位千元，同时宴席场景恢复拉动次高端整体销售情况。2) 从各大酒企发布的公告及通知来看，今年白酒企业纷纷对旗下产品进行提价，随着提价的逐步落地，有望对明年业绩贡献较大的弹性。3) 从我国的人口结构来看，中产阶层持续扩容将不断为提升次高端和区域龙头白酒消费打下坚实的基础。因此，我们也看到，梦之蓝 M6+、青花汾 20、品味舍得藏品、水井坊井台、酒鬼红坛 20 年、今世缘 V3 等次高端战略单品在渠道、营销及品牌建设上不断发力。

本轮牛市由 2020 年高端白酒引领，2021 年次高端酒企业绩弹性已现，预计 2022 年区域龙头会加速释放。与 2019 年同期相比较，次高端白酒山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒业绩已经大幅增长，而区域龙头古井贡酒、洋河股份、今世缘和口子窖营业收入比 2019 年同期增长幅度较小，考虑到区域龙头业绩释放周期略有滞后，我们预计 2022 年区域白酒龙头有望加速增长。

### 3.3 年内节奏：Q1 开门红可期，Q2 或成布局良机

经济形势稳中向好，消费板块逐步企稳，并且随着各大酒企开始涨价，白酒板块也是自 11 月后开始反弹，随着全面降准落地、泸州老窖股权激励实施等，白酒市场持续升温。之后板块情绪短期受到山西汾酒换帅以及高端白酒提价预期不明朗等因素，进行调整。

短期看，我们认为跨年及旺季行情仍未至终点，目前酒企回款反馈积极，一季报业绩确定性较高，板块具有较强支撑。但明年二季度属于淡季，面临高基数，需求回落的压力，增速可能放缓，板块回调后或是下半年布局良机。中长期看，随着“国内大循环”“国内国际双循环”大势的开启，中国经济将进一步释放市场潜力，城市圈加速形成，新兴消费群体的消费需求不断升级，将为中国白酒行业带来发展空间和发展机遇。在这样的背景下，白酒行业进入新一轮发展周期，未来总量萎缩，消费迭代升级，市场份额向头部集中，利于名酒发展。

#### 4. 投资策略：紧握一线白酒，关注区域性白酒

今年二三线小酒股价涨幅与一线名酒的股价涨幅差距较大，板块行情分化。2022 年白酒行业基本面整体景气度不减，仍具有结构性行情。2021 年高端白酒稳健增长，考虑到提价预期，以及茅台量增瓶颈突破；五粮液通过结构调整拉动吨价上行，泸州老窖发展势能不减，股权激励保障增长，2022 高端白酒有望加速增长，且当前估值处于合理水平，高端白酒配置价值突出。2022 年区域龙头酒企有望进入业绩释放期，预计估值将会提升，同时内部改革释放活力。建议紧握一线白酒，关注区域性白酒。

站在这个时间点，我们对 22 年的白酒策略集中在 3 条主线：（1）坚持一线白酒阵地，贵州茅台、五粮液、泸州老窖；（2）寻找高弹性二、三线标的，山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊；（3）关注改革主题带来的机会，今世缘、古井贡酒，洋河股份等。

#### 5. 重点公司推荐

**贵州茅台（600519.SH）：2021 业绩稳中有进，2022 有望加速增长。**短期来看，定调平稳，直营渠道投放比例提升以及非标产品提价，推动全年目标有望完成。展望 2022 年，新帅上任，营销改革或加速落地，成为业绩新的增长点。中长期看，我们认为茅台的稀缺性、高渠道利润护城河构建的安全垫助力公司持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 530.71 亿、615.61 亿、717.21 亿，EPS 分别为 42.25 元、49.01 元、57.09 元，对应当前股价，PE 分别为 50 倍、43 倍、37 倍。维持“买入”评级。

**山西汾酒（600809.SH）：复兴在望，开启十四五新征程。**2021 年是汾酒“十四五”的开局之年，前三季度收入同比增长 66.24%，我们认为产品高端化、市场全国化、双轮驱动是推动业绩增长的主要因素。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。未来 2-3 年，营业收入可看 300 亿元，4-5 年可看 500 亿元收入，年复合增长率 29%左右。此外，公司最终目标是走中高端路线，青花汾酒会持续发力，因此，未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化，利润增速高于收入增速，净利率将不断提高。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 55.14 亿、71.58 亿、92.81 亿，EPS 分别为 4.52 元、5.87

元、7.61 元，对应当前股价，PE 分别为 68 倍、52 倍、40 倍。维持“买入”评级。

**五粮液 (000858.SZ)：2021 公司盈利能力保持平稳，2022 有望高质量发展。**五粮液召开 12·18 经销商大会，公司表示 2021 年经营指标超预期完成。迈向 2022 年，五粮液确定的营销方针是，坚持以高质量的市场份额提升为核心，加快构建共生共荣的新型厂商关系，突出文化建设和消费者培育，强化供应链稳定，强化渠道转型，强化市场预期，确保全面实现稳中有进的新发展。中长期看，我们认为公司通过持续完善品牌体系、优化渠道建设、强化组织保障，确保企业可持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 243.10 亿、289.60 亿、342.18 亿，EPS 分别为 6.26 元、7.46 元、8.82 元，对应当前股价，PE 分别为 39 倍、32 倍、27 倍。维持“买入”评级。

**今世缘(603369.SH)：公司发展战略清晰，股权激励驱动发展。**2021 年营收目标 59 亿元，争取 66 亿元；净利润目标 18 亿元，争取 19 亿元，2025 年努力实现营收过百亿，争取 150 亿元。我们认为公司战略目标明确。公司坚决打好“四大战役”，培育市场增长动能，来扩大市场份额，以“国缘 V 系攻坚战”培育增长极，以“国缘开系提升战”夯实基本盘，以“今世缘品牌激活战”打造大单品，以“省外市场突破战”拓展新天地，促进企业持续增长。同时随着股权激励的逐步落地，公司活力有望进一步释放。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 19.29 亿、23.49 亿、28.32 亿，EPS 分别为 1.54 元、1.87 元、2.26 元，对应当前股价，PE 分别为 38 倍、31 倍、26 倍。维持“买入”评级。

## 6.投资风险

宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

### 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并注册为证券分析师，本人承诺，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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

