

评级：增持

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

重点公司基本情况（至 2022 年 3 月 18 日）

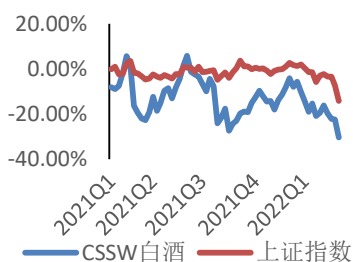
公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
贵州茅台	买入	1707.79	37.2	42.1	41.6	60.9	40.9	35.0
五粮液	买入	167.90	5.1	6.0	6.1	65.1	28.0	23.3
泸州老窖	买入	203.88	4.1	5.4	6.7	71.4	38.0	30.4
山西汾酒	买入	274.34	2.5	4.6	4.5	49.4	27.6	43.4
洋河股份	买入	144.00	5.0	5.0	5.2	48.2	28.6	22.4
古井贡酒	买入	186.00	3.5	4.3	5.8	65.3	42.4	32.0
今世缘	买入	44.38	1.2	1.6	1.6	49.4	27.6	22.3

(EPS 预测采用 wind 一致预测)

基本状况

上市公司数 129
 行业总市值 63,614.58 亿
 行业流通市值占比 44%

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《2022 年度策略：价格回升有望推动业绩加速释放》
- 《白酒三季报总结：三季度平稳收官，来年展望积极》

报告摘要

- Q1 分价格带业绩回顾：高端酒动销稳健，二三线酒业绩超预期。**
 - 高端酒方面**，茅台加速发展势头足，茅台酒系列酒双轮驱动，新领导上任系列举措将落地，业绩增速或将超市场预期。五粮液春节动销较为平稳叠加第八代五粮液提价，全年业绩增长可期。泸州老窖此前提价或部分反映至利润端，同时股权激励落地提振士气，动销情况表现良好，长期势能保持向上。
 - 全国化次高端方面**，回顾 2021 年，大部分次高端酒企的单品批价均有提升，2022 年提价有望持续，次高端酒企或将进一步以价增为盈利驱动点。其中山西汾酒全国化进程顺利，渠道工作初步显现成果。
 - 区域酒方面**，苏酒中洋河股份、今世缘在行业中均处于较为靠前的位置。在较强的经济增长动能支撑下，苏酒两大区域龙头洋河和今世缘有望利用好区位优势，在次高端白酒市场加速扩容的机会之下充分受益。得益于安徽省整体白酒市场的良好发展趋势，徽酒多个品牌均发展向好，其中古井贡酒引领徽酒消费升级，预计 2022 年全年仍将实现稳定增长，品牌基本面势头强劲。
- 投资建议：经济持续复苏，名酒进入价值区间。** 数据显示，22Q1 名酒业绩整体符合预期，高端稳健，次高端酒企高弹性，且动销状况普遍良好。
 - 高端酒方面**，在 Q1 取得开门红的情况下，我们持续看好高端酒在 Q2 实现营收与归母净利润持续环比提升。重点推荐**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**等业绩预见性强的白酒龙头企业。
 - 次高端酒方面**，Q2 将步入业绩淡季，价格将成为行业主要竞争点。因此我们认为，在政策大力扶持，叠加经济持续回暖复苏的现状下，消费将进一步复苏，次高端酒行业景气度有望持续回升。在次高端酒企普遍实现量价齐升的情况下，我们持续看好全国和次高端酒企龙头如**山西汾酒、水井坊**等全国化及高端化进展顺利的次高端酒龙头企业，建议关注**酒鬼酒、舍得酒业**。
 - 区域酒方面**，得益于经济消费强健以及区域内认可程度的普遍提升，叠加份额收割红利，我们看好如**洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖**等区域性龙头品牌，建议关注**迎驾贡酒**。
- 风险提示**：经济下行影响中高端白酒需求，政策风险，新冠疫情反复风险，食品安全风险，渠道调研数据样本不充分无法反映整体状况的风险，使用信息数据更新不及时的风险。

内容目录

一、行业 2021 年总结及 2022 年展望:	- 5 -
二、高端白酒价格带分析: 看好价格提升, 低基数下或加速成长	- 11 -
2.1 高端白酒业绩回顾	- 11 -
2.2 2022Q1-2022Q2 高端白酒业绩展望	- 14 -
2.3 投资建议	- 14 -
三、次高端白酒价格带分析: 政策消费双推动, 有望加速增长	- 17 -
3.1 全国性次高端白酒业绩回顾	错误!未定义书签。
四、区域酒价格带分析: 消费升级叠加份额收割, 看好价格带上移	- 21 -
4.1 苏酒: 竞争激烈, 扩容明显	- 21 -
1) 苏酒行业业绩回顾	- 23 -
2) 2022Q1-2022Q2 苏酒业绩展望	- 23 -
4.2 徽酒: “一超二强”格局显著, 消费结构升级持续	- 25 -
1) 徽酒行业业绩回顾	- 25 -
2) 2022Q1-2022Q2 徽酒业绩展望	- 25 -
五、投资建议	- 21 -
六、风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1: 2021 我国 GDP 报复性回升	错误!未定义书签。
图表 2: 我国物价较为稳定	错误!未定义书签。
图表 3: 近年我国白酒产量呈下降趋势	错误!未定义书签。
图表 4: 全国居民人均可支配收入与消费性支出	错误!未定义书签。
图表 5: 今年春节期间多家公司实现“开门红”	错误!未定义书签。
图表 6: 白酒行业工业估值水平落于合理区间	错误!未定义书签。
图表 7: 2022 年白酒板块较去年疫情影响有所回升	错误!未定义书签。
图表 8: 主要酒企业绩回顾与预测	错误!未定义书签。
图表 9: 2022 年白酒板块盈利能力进一步提升	错误!未定义书签。
图表 10: 白酒板块费用率逐年下降	错误!未定义书签。
图表 11: 低基数影响下现金流增长率大幅提高	错误!未定义书签。
图表 12: 重点酒企盈利预测表	错误!未定义书签。
图表 13: 2017-2021 年茅台基酒产量	错误!未定义书签。
图表 14: 飞天茅台 53 度 (500ML) 出厂价及零售价 (元) ...	错误!未定义书签。
图表 15: 五粮液 52 度 (500ML) 出厂价及零售价 (元)	错误!未定义书签。
图表 16: 茅台批价	错误!未定义书签。
图表 17: 茅、五、泸营收同比对比	错误!未定义书签。
图表 18: 茅、五、泸净利润同比对比	错误!未定义书签。
图表 19: 茅、五、泸近几年 Q1 营收	错误!未定义书签。
图表 20: 1 季度净利润同比增速	错误!未定义书签。
图表 21: 1 季度净利润增速环比	错误!未定义书签。
图表 22: 20-22 年 1 月居民消费价格指数	错误!未定义书签。
图表 23: 18-20 居民人均食品烟酒支出	错误!未定义书签。
图表 24: 水井坊、酒鬼酒、汾酒、舍得总营收	错误!未定义书签。
图表 25: 15-21 年白酒行业市场规模	错误!未定义书签。
图表 26: 全国现代商超分价位销售额份额	错误!未定义书签。
图表 27: 16-25 年次高端白酒市场规模	错误!未定义书签。
图表 28: 收益茅台教育外溢	错误!未定义书签。
图表 29: 收益五粮液&泸州老窖教育外溢	错误!未定义书签。
图表 30: 相关次高端酒企批价变化	错误!未定义书签。
图表 31: 次高端酒企提供商品、劳务现金流同比增速	错误!未定义书签。
图表 32: 部分地区疫情确诊清零所用天数	错误!未定义书签。

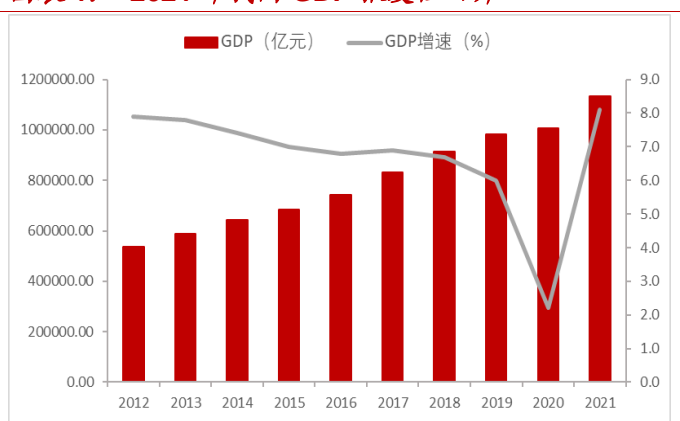
- 图表 33: 全国疫苗接种量 错误!未定义书签。
- 图表 34: 2021 全国 GDP 排名前十的省份 错误!未定义书签。
- 图表 35: 2021 全国人均 GDP 排名前十的省份 错误!未定义书签。
- 图表 36: 2021 全国常住人口排名前十的省份 错误!未定义书签。
- 图表 37: 消费场景由政务消费向个人、商务消费转移 错误!未定义书签。
- 图表 38: 2021 前三季度全国各省结婚数量合计 错误!未定义书签。

一、行业 2021 年总结及 2022 年展望：

疫情影响下白酒板块基本面仍然向好，消费升级和集中度提升趋势明显

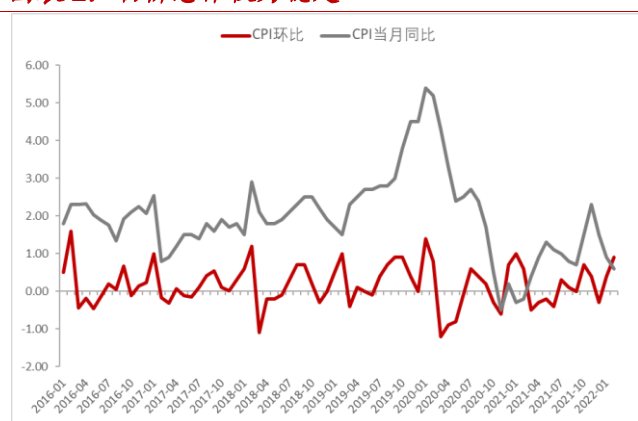
- 经济持续恢复，消费市场较为平稳。**2021 年我国经济总体仍然保持后疫情时代的复苏态势，全年 GDP 超 114 万亿元。经历了第一季度的强势恢复之后，后三季度经济增长回落，复苏势头放缓，第四季度我国的 GDP 增速仅为 4%，远低于年初 18.3% 的增速水平，呈现出明显的前高后低的下行态势。预计今年我国经济仍将保持恢复发展，但受疫情反复影响，同时我国经济也面临着国际上的不确定因素，在经历去年低基数影响下的报复性回升后，预期 GDP 增速将有所放缓。2021 年全年，全国居民消费价格指数同比上涨 0.9%，物价总体运行在一个合理的区间内，2022 开年物价延续了去年的温和上涨态势，2 月 CPI 同比涨幅继续回落，环比继 1 月份由降转涨后继续上升，消费市场总体较为平稳，整体物价较为温和，预期二季度物价涨幅将稍有扩大，但仍将处在合理区间，有利于稳定居民消费需求。整体上看，虽然受疫情局部反复的影响，我国消费仍将处在持续稳定恢复中。

图表 1：2021 年我国 GDP 报复性回升



来源：国家统计局、中泰证券研究所

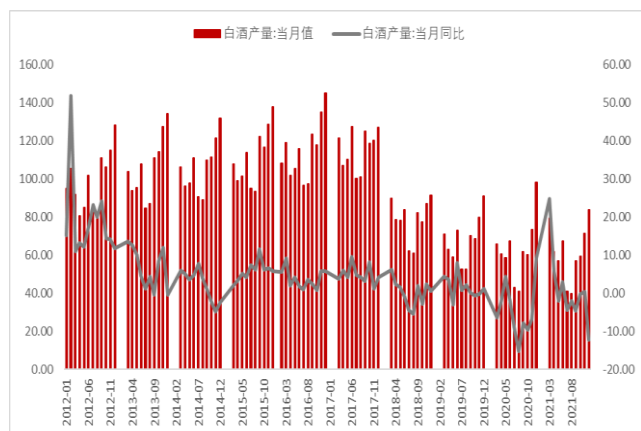
图表 2：物价总体较为稳定



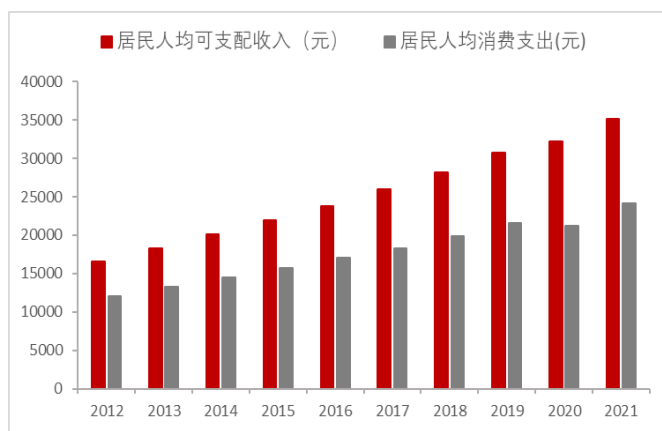
来源：wind、中泰证券研究所

- 集中度提升、消费升级带来规模以上稳定增长。**从需求端来看，去年全国居民人均可支配收入 35128 元，扣除价格因素后比上年实际增长 8.1%，两年平均实际增长 5.1%；居民人均消费性支出 24100 元，扣除价格因素影响后实际增长 12.6%，增速经 2020 年后触底反弹，居民消费需求明显增加。预期 2022 年居民人均可支配收入和消费性支出将保持上升态势，增速将有所放缓。常态化的疫情防控一定程度上改变了人们的消费习惯、抑制了居民消费需求，作为白酒主要消费场景的餐饮渠道受到了较大影响，看好疫情后的渠道恢复和增速抬头；长期来看，收入的不断提升将有助于提高居民消费意愿，从而支持白酒消费市场持续回暖。
- 从量上来看近年来中国白酒产量总量呈现逐年下降的趋势。**据中国酒业协会披露，2021 年中国白酒产业规模以上企业产量为 716 万千升，同比下降 0.6%。但在这个过程中行业整体收入逐渐平稳，价格提升明显，具体来看高端价格稳中有升次高端扩容明显：全年实现销售收入 6033 亿元，同比增长 18.6%；实现利润 1702 亿元，同比增长 28.7%。白酒产

业以 13.2%的市场份额占据整个饮料酒销售收入的 69.5%，占据利润 87.3%。

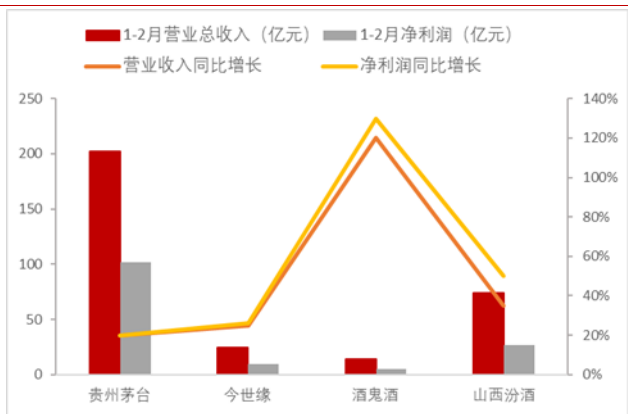
图表 3: 近年我国白酒产量呈下降趋势


来源: Wind、中泰证券研究所

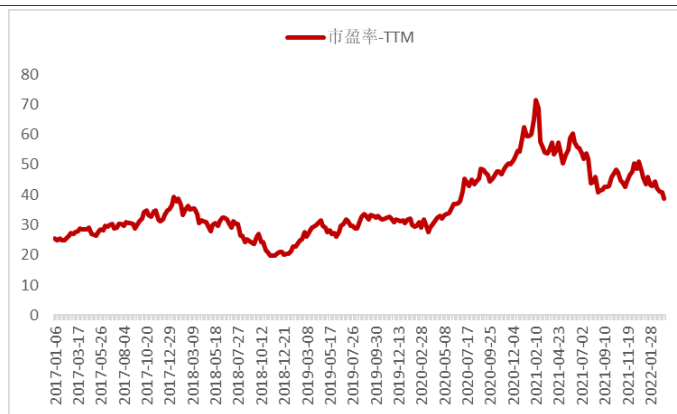
图表 4: 全国居民人均可支配收入与消费性支出


来源: 国家统计局、中泰证券研究所

- 行业总体向上发展, 2022 开年表现超预期.** 2021 年白酒行业稳健收官, 上半年行业增速弹性较高, 下半年国内酒类消费增速开始放缓, 行业总体收入增长。市场层面, 今年以来白酒动销整体表现超预期, 势头平稳。近日, 贵州茅台、山西汾酒、酒鬼酒、今世缘等公司纷纷公告了今年 1-2 月业绩数据, 表现均优于上年同期, 实现“开门红”。总的来看, 春节期间白酒行业销售势头向好, 景气度持续提升, 整体市场动销良好。今年以来, 白酒股板块表现整体低迷, 股价波动明显, 多只个股跌幅超 10%, 在公布了 1-2 月份业绩后, 这些个股总体出现反弹。就估值水平来看, 白酒行业的估值水平在较长时间的调整后已在合理位置不断下探, 估值性价比凸显, 不少次高端标的 PEG 已低于 1。

图表 5: 今年春节期间多家公司实现“开门红”


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 白酒行业工业估值水平落于合理区间


来源: Wind、中泰证券研究所

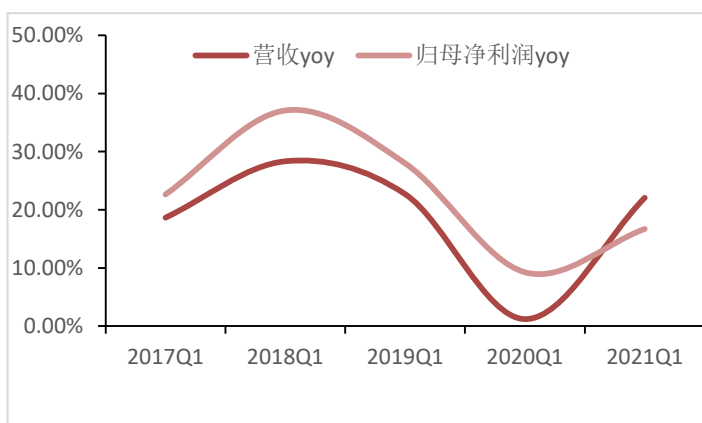
- 白酒板块基本面稳健向好, 消费市场有望持续改善.** 整体上看, 我国经济仍处在恢复发展的进程, 虽然面临着经济下行和疫情反复的压力, 但国民经济的复苏增长进程在根本上没有发生改变, 加上我国在疫情防控方面已积累一定经验以及一系列促消费政策的持续发力, 居民消费意愿有望进一步提高, 预计今年消费市场将保持稳定恢复、持续改善和升级。

白酒板块基本面向好，高端、次高端白酒需求韧性较强，动销表现较为平稳，长期来看行业消费升级的趋势将继续深化，预计二季度白酒景气度将持续改善，仍具有长期投资价值。

增速表现：疫情反复背景下，高端酒低基数下增速或环比提升，次高端仍然保持较快增速

- **板块整体：**高基数下行业稳健增长，消费升级和费用控制下利润率抬升。在年初疫情冲击下，彰显行业韧性；其中高端酒稳健增长，龙头贵州茅台在非标产品和渠道改革的共同作用下增速或抬升。

图7：2022年白酒板块较去年疫情影响有所回升



来源：wind、中泰证券研究所

图8：主要酒企业绩回顾与预测

公司名称	收入增速			归母净利润增速		
	21Q4E	21E	22Q1E	21Q4E	21E	22Q1E
贵州茅台	12%	11%	17%	14%	11%	18%
五粮液	9%	16%	13%	12%	18%	14%
泸州老窖	17%	22%	20%	20%	31%	30%
山西汾酒	-21%	45%	30%	1%	75%	40%
洋河股份	16%	16%	18%	-25%	2%	22%
古井贡酒	15%	29%	25%	6%	23%	30%
今世缘	15%	25%	25%	19%	26%	28%
口子窖	11%	25%	30%	23%	35%	34%

来源：各公司公告、中泰证券研究所

- **分价格带：**一线名酒维持稳健，二三线酒势头良好。

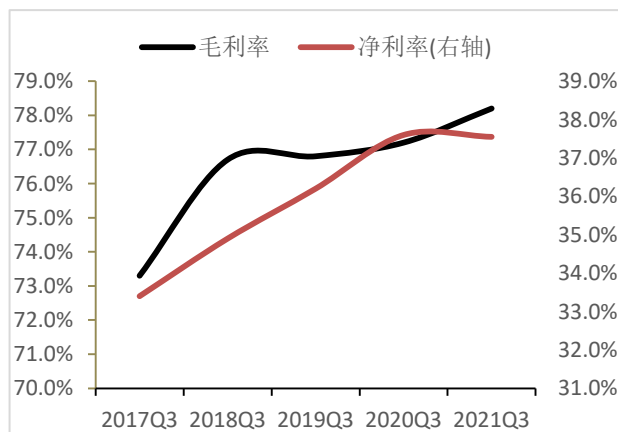
- 1) **一线名酒表现延续稳健。**茅台在管理层改革驱动下业绩维持稳健增长，飞天批价从年初 2300 元左右大幅提升至 2800 元。受益于茅台供不应求，五粮液与国窖全年量价齐升，同时批价坚挺，其中泸州老窖国窖批价从年初约 860 元升至 900 元左右，渠道利润大幅提升。高端酒业绩稳定性持续得到验证，其中茅、五以稳健为主，市场表现优于报表表现，泸州老窖则更为积极，国窖的放量以及提价带动收入增长以及利润的大幅释放，我们认为高端酒现在以及未来依然是行业内表现最具有确定性的版块。
- 2) **二三线白酒增速不减。**整体而言，二三线白酒正处于疫情后的恢复期。在疫情期间，各大企业基本以去库存、梳理渠道为主。去年以来疫情得到逐步控制，行业延续复苏势头，同时 2021 年消

费场景复苏以及渠道补库存驱动二三线白酒企业加速发展。同时，业内分化进一步加剧。汾酒在放量下业绩持续增高，洋河股份历经调整也迈入增长赛道。我们认为，未来二三线品牌仍将保持分化增长的趋势，品牌力雄厚，拥有区域市场，自身经营管理优秀的品牌有望突出重围。

盈利能力：产品结构持续上移，盈利水平持续提高

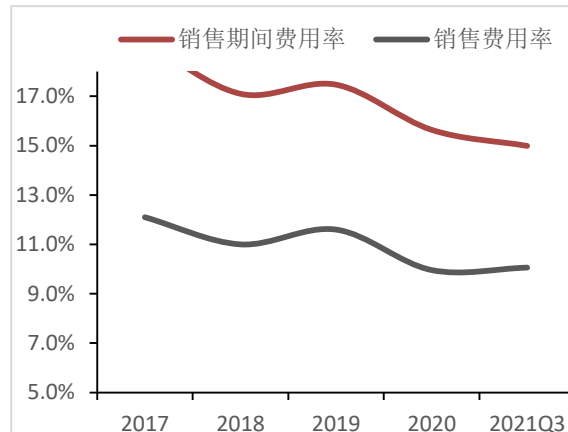
- 板块整体：毛利率提升，费用率下行，现金流改善，盈利能力进一步提高。**在财务指标上看，2021Q3 白酒板块毛利率为 78.3%，主要得益于消费升级之下的高端产品表现优异。产品结构持续改善，期间费用率为 15.0%，其中销售费用率上涨 1.0%，主要由于疫情得到控制后线下销售人员、投放场景增多。总体而言，毛利率提升，费用率降低共同驱动盈利能力进一步提升。2020 年受疫情影响，白酒板块经营性现金流较 2019 年有所下滑。2021 年消费场景复苏后在低基数影响下，Q3 现金流净额同比增长率高达 107%，有所失真。为抛开基数影响，我们以 2019Q3 年为基数计算出 21 年白酒板块现金流净额对比 19 年同期增长率为 41.3%，表明行业显著受益于经济景气回升，各家主力产品迎来快速放量。

图表 9：白酒板块盈利能力逐年提升



来源：wind、中泰证券研究所

图表 10：白酒板块费用率逐年下降



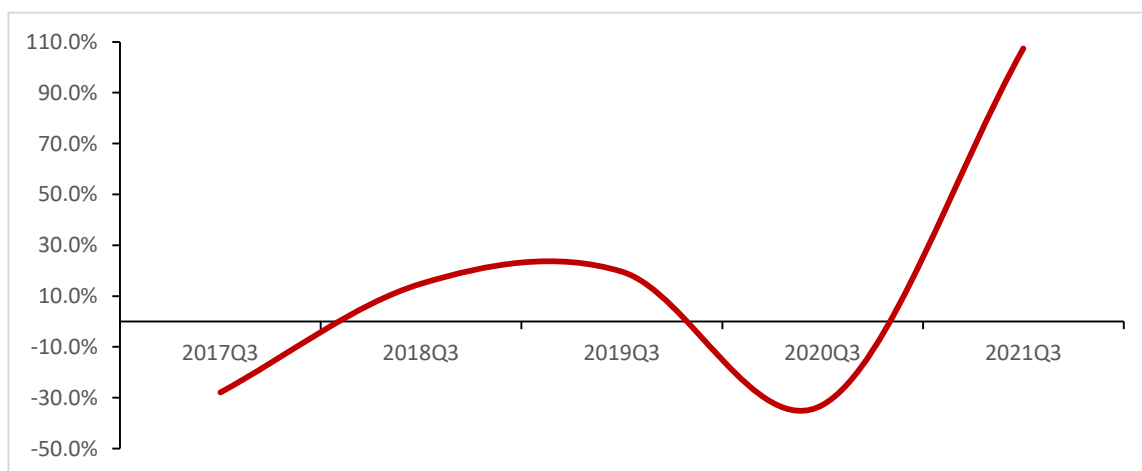
来源：wind 中泰证券研究所

- 回款指标：逢春节旺季，现金流显著回暖。**

- 1) 一线名酒动销稳健。**高端酒因春节聚会或赠礼等场景需求具有一定刚性表现较为稳健，价盘较为平稳。其中五粮液在节前一次提价使得经销商普五进货成本提高至 969 元/瓶，预计在近段时间内普五批价有望进一步提高。茅台受供求及其价格影响，回款比例与发货比例均低于其他一线品牌，但在春节期间依旧动销平稳。其中茅台 1935 反馈良好，批价维持在 1600 元左右，但消费者多为尝鲜，是否能长期保持坚挺仍待考证。
- 2) 二三线白酒需求正常。**次高端白酒春节期间消费主要由于亲朋聚会，表现稳健，库存普遍低于往年同期。其中苏酒、徽酒表现较为突出。洋河、今世缘、古井贡酒等代表型品牌回款比例与发货比例均位于业界前列，现金流持续改善。其中洋河核心代表产品梦 6+ 已占据 600 元左右主流白酒价格带的首要地位。而徽酒代表古井贡酒的代表产品古 20 也占据了近几年兴起的 400-500 元价格带的核心地位。但在

快速周转的同时仍需考虑库存紧张的问题。

图表 11: 低基数影响下现金流增长率大幅提高



来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 重点酒企盈利预测表

公司名称	投资评级	收盘价(元)	EPS (采用 wind 一致预测)			PE		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
贵州茅台	买入	1707.79	37.2	42.1	41.6	60.9	40.9	35
五粮液	买入	167.9	5.1	6	6.1	65.1	28	23.3
泸州老窖	买入	203.88	4.1	5.4	6.7	71.4	38	30.4
山西汾酒	买入	274.34	2.5	4.6	4.5	49.4	27.6	43.4
洋河股份	买入	144	5	5	5.2	48.2	28.6	22.4
古井贡酒	买入	186	3.5	4.3	5.8	65.3	42.4	32
今世缘	买入	44.38	1.2	1.6	1.6	49.4	27.6	22.3

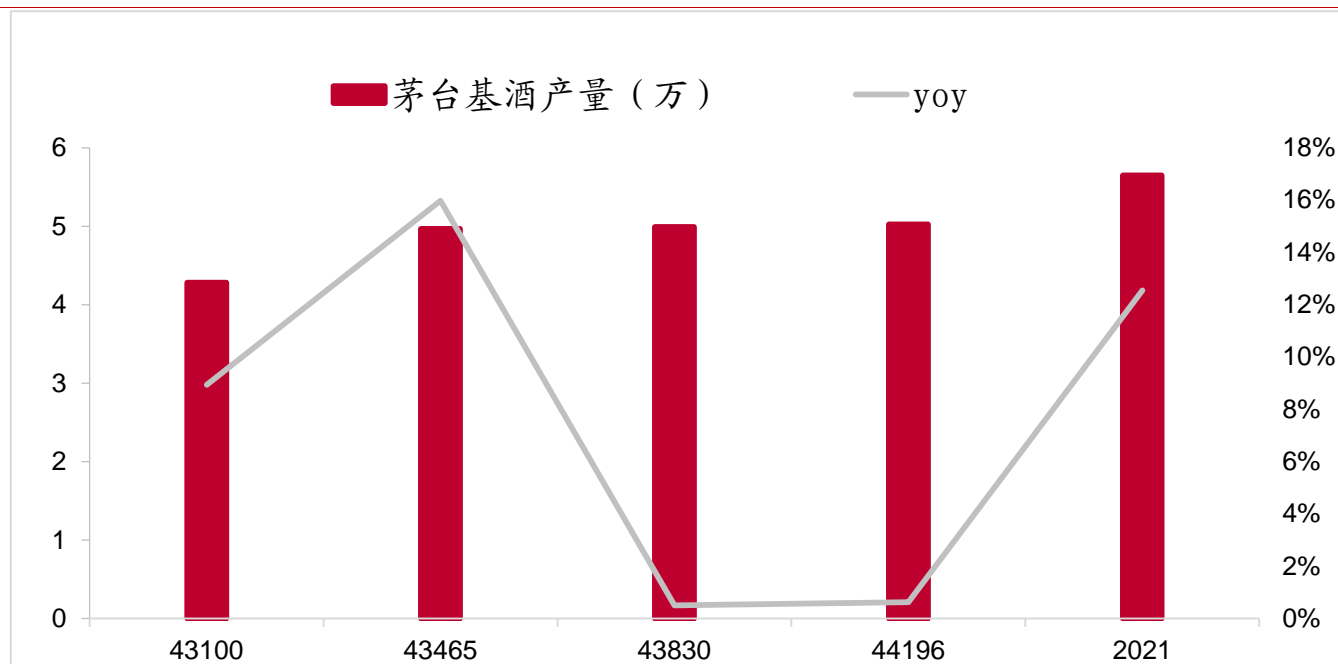
来源: wind、中泰证券研究所 (数据更新至 2022 年 3 月 18 日)

二、高端白酒价格带分析：看好价格提升，低基数下或加速成长

高端酒企 2022 春节回顾：动销平稳，量升为主

- 2021 年贵州茅台、五粮液、泸州老窖预计均实现双位数增长，“十四五”实现开门红，各项均按照规划有序推进。
- **2022 年高端白酒板块春节动销量方面**，根据公司公告，贵州茅台 2022 年 1 至 2 月初步核算实现营收 202 亿元左右，同比增长 20%，归母净利润同比增长 20% 左右，实现 Q1 开门红。茅台加速发展势头足，茅台酒系列酒双轮驱动，新领导上任系列举措将落地，业绩增速或将超市场预期。五粮液春节动销较为平稳，发货进度超 30%，整体回款超 40%，Q1 开门红预见性强，叠加第八代五粮液提价，全年业绩增长可期。国窖 Q1 当前发货 30% 左右，回款约 40% 此前提价或部分反映至利润端，同时股权激励落地提振士气，动销情况表现良好，长期势能保持向上。
- **线上销售额方面**，据阿里渠道数据显示，1 月白酒线上销售额 17.77 亿元，同比增长 9.0%，销量同比增长 4.5%，均价 508.08 元/件，同比增长 4.4%。销售排名前三的分别为：茅台、五粮液、洋河。受到今年春节提前以及疫情缓和导致的返乡率提高的影响，1 月白酒线上销售额同比、环比均呈现正增长，其中量升为主。由于线上购买方式的崛起，今年春节期间线上白酒销售情况也在向好发展。根据京东超市此前发布的数据，2022 年春节中高端白酒销售同比增长 11 倍。
- **从茅台基酒产量来看**，2020 年基酒产量为 5.02 万吨，同比增长 0.63%，而 2021 年茅台基酒产量达到了 5.65 万吨，同比增长 12.55%。2021 年茅台酒基酒产量的提升主要原因在于“十三五”中华片区茅台酒技改工程项目的全面完工，该项目新增茅台酒基酒设计产能 4032 吨。由于茅台酒的生产工艺特点，设计产能在 2020 年 10 月投产，实际产能在 2021 年得到释放。
- **政策端**，贵州省规划到 2022 年，白酒产量将达到 80 万千升、白酒产值将达到 1600 亿元，仁怀市被列为优质白酒重点发展区域。2022 年往回溯的 4 年均为茅台酒基酒产量大年，预计 2022 年茅台酒量增或超预期。

图表 13: 2017-2021 年茅台基酒产量



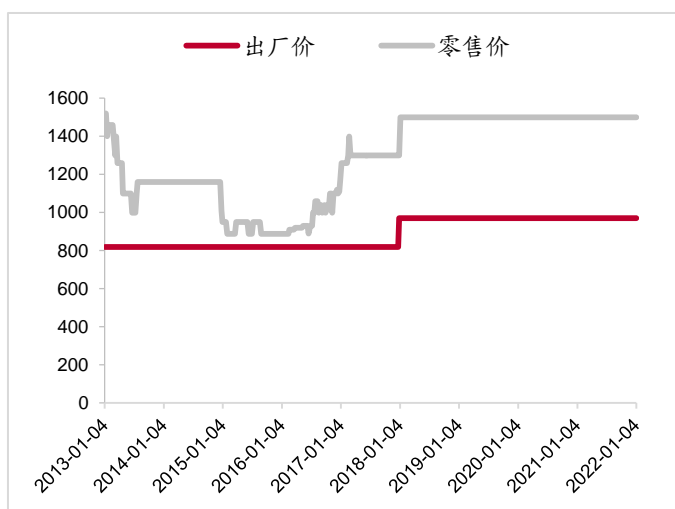
来源: wind、中泰证券研究所

千元价格带持续扩容，茅台仍旧坐稳超高端价格带地位。

- **千元价格带持续扩容.**1月18日，贵州茅台官宣新上市的茅台1935市场指导价为1188元/瓶，卡位系列酒千元档市场。目前在白酒千元价格带中，除第八代五粮液和52度国窖1573占据主导之外，青花郎、酒鬼内参、衡水烧坊、金沙摘要、贵州珍酒珍三十等均在纷纷角逐千元档，目前在白酒市场上，千元价格带已成为各大品牌竞争激烈的战场。自去年11月以来，泸州老窖、五粮液、舍得酒业、酒鬼酒等多家酒企核心单品纷纷涨价，发力白酒千元价格带。2021年千元价格带的白酒市场规模在1200亿-1400亿元，预计5年内可能会突破至2000亿元。因此，我们认为未来千元价格带将呈现增量竞争，五粮液、国窖等大单品有望持续增长，而青花30复兴版、内参等体量很小但具备品牌底蕴的单品有望实现高弹性成长。
- **高端白酒定价权强且业绩更稳定，茅台继续坐稳超高端价格带地位.**2021年茅台价格持续站稳2500元/瓶，并带领华茅、习酒，白金酒等茅台家族品牌站稳高端价格带。2020年酱香酒价格整体大幅上涨，并且这股上涨势头还在持续之中，随着价格调整未来或会有更多品牌冲刺1500元价格带。
- **出厂价与零售价方面，**自1989年白酒定价权放开以来，飞天茅台的出厂价一直处于较高的水平，2022年2月飞天茅台53度(500ML)出厂价为969元/瓶，官方指导零售价为1499元/瓶；但飞天茅台已经近4年未提升过出厂价，而飞天茅台其实已经具备提价基础。因此当批价处于合理位置，茅台提价压力将逐步释放，而出厂价的提升也将打开行业格局空间，行业或将迎来进一步扩容。五粮液52度(500ML)出厂价自2019年由789元/瓶提升至889元/瓶，22年1月提升出厂价至969元/瓶。2021年1月至目前，五粮液52度(500ML)官方指导零售价为1399元/瓶。

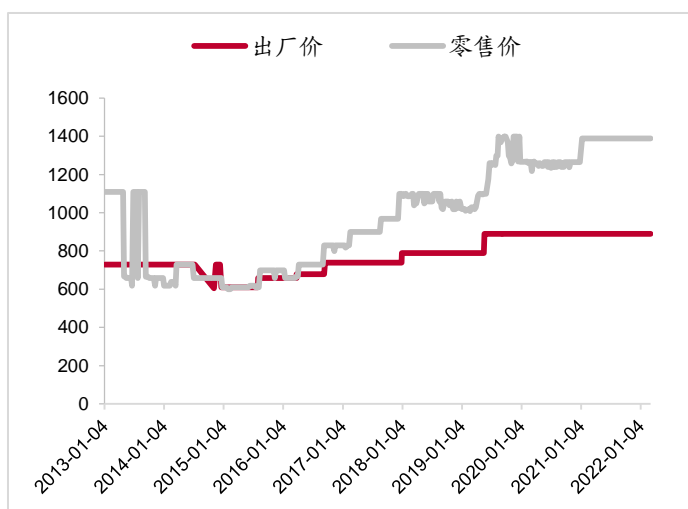
元/瓶。

图表 14: 飞天茅台 53 度 (500ML) 出厂价及零售价 (元)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 五粮液 52 度 (500ML) 出厂价及零售价 (元)

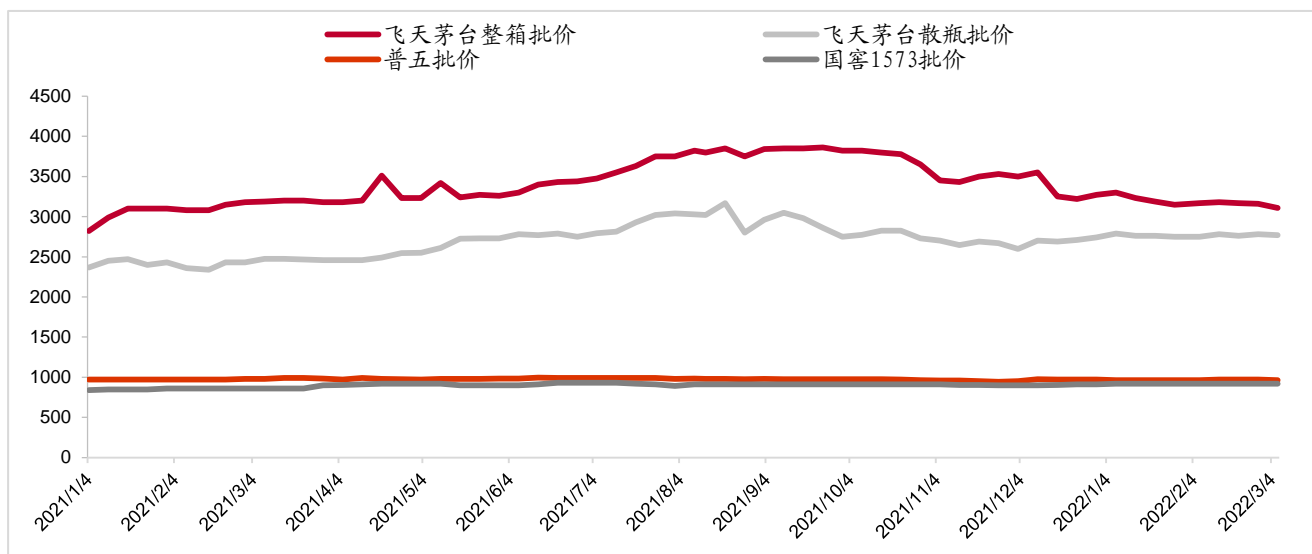


来源: wind、中泰证券研究所

政策引导或利于批价提升和渠道利润增厚

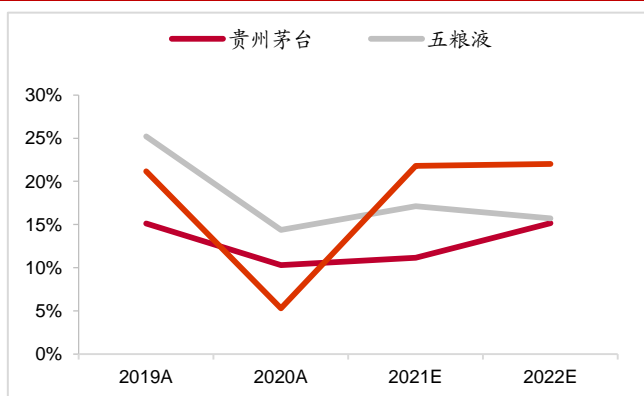
- **普五批价**去年年初均维持在 970 元，去年 7 月升至 990 元并在春节期间保持稳定，2022 年 1 月至今，普五批价保持在 965 ~ 970 之间。展望 2022 年，预计公司业绩将受益于普五涨价、经典五粮液量增延续双位数增长。
- **国窖 1573 批价**自去年年初 840 元至 21 年 5 月中旬持续增长为 920 元后回落，21 年 6 月中旬达到新高点 930 元，22 年年初至目前价格均保持在 920 元，批价整体保持稳健。近期泸州老窖管理层发生人事变动，刘淼成为泸州老窖集团与股份公司的“双料”董事长，打破了过去泸州老窖集团与股份公司两套领导班子的局面，这意味着泸州老窖集团将以来新的局面新的阶段，营销改革可期，展望 2022 年，预计国窖将保持稳定增长，特曲延续恢复性增长，公司股权激励目标明确，业绩增长确定性较高。

图表 16: 2021 年 1 月至 2022 年 3 月茅、五、泸批价 (元)



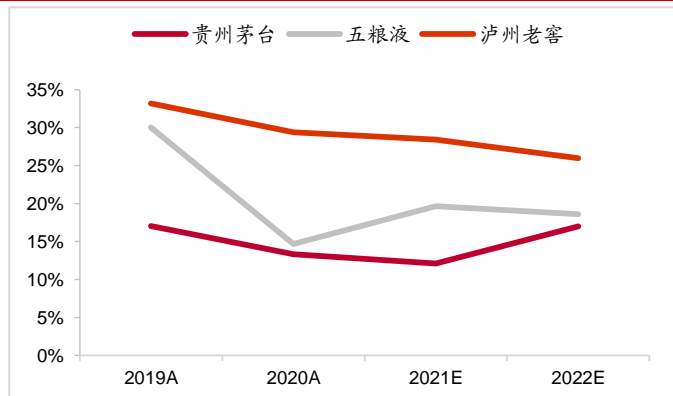
来源: 今日酒价、中泰证券研究所

图表 17: 茅、五、泸营收同比对比



来源: wind、中泰证券研究所

图表 18: 茅、五、泸归母净利润同比对比

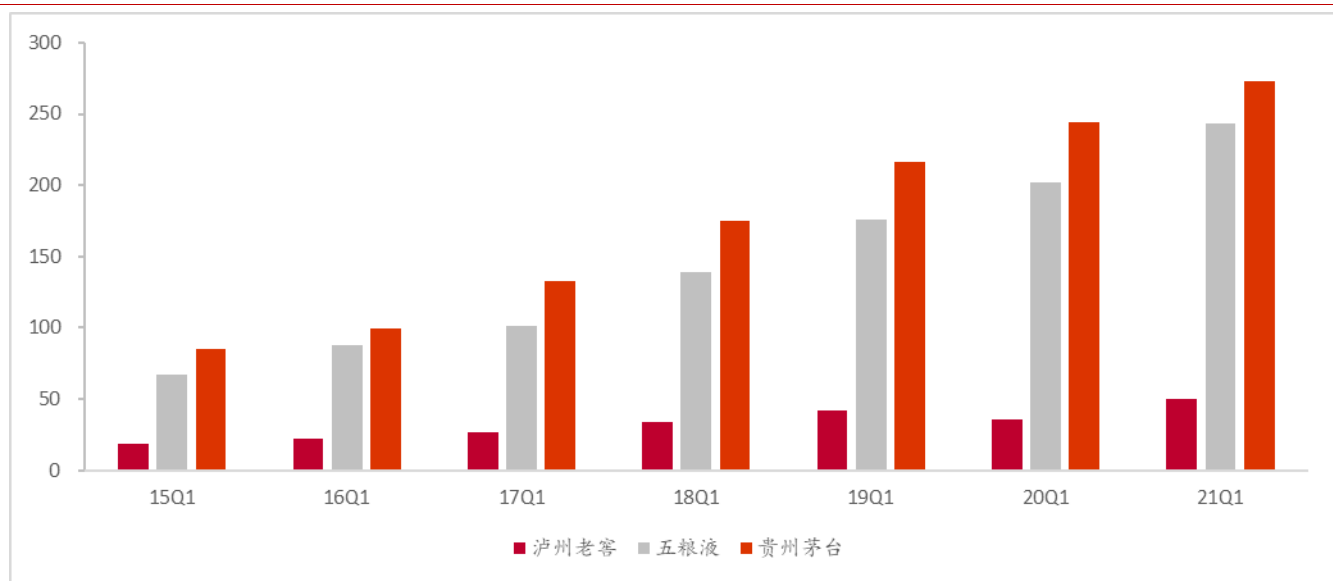


来源: wind、中泰证券研究所

2022Q1-2022Q2 高端白酒业绩展望与投资建议

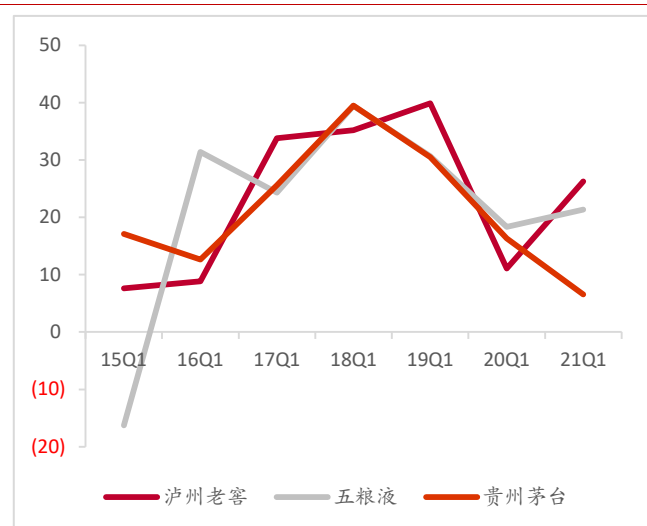
- “茅五泸”近几年 1 季度营业收入逐年攀升。据 Wind 数据显示,2021Q1 贵州茅台、五粮液、泸州老窖营业收入分别达到 272.7 亿元, 243.2 亿元和 50 亿元; 净利润分别达到 147.7 亿元, 97.8 亿元, 21.8 亿元; 净利润同比增长 6.56%, 21.37%, 26.25%; 环比增长 8.04%, 72.04%, 86.51%。在宏观稳增长定调下, 白酒年内需求具有进一步回升潜力; 且有历史一季报业绩做确定性支撑。截至 2022 年 3 月 10 日, 茅台估值 34XPE, 茅台 22Q1 低基数下有望加速; 五粮液 24XPE, 可进行超跌价值布局; 泸州老窖 30XPE, 高增长同时兼具确定性。

图表 19: “茅五泸”近几年 1 季度营业收入 (亿元)



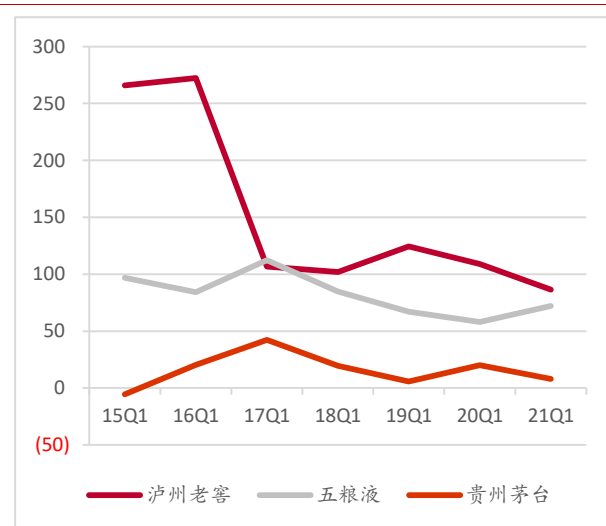
来源: wind, 中泰证券研究所

图 20: 1 季度净利润同比增长 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图 21: 1 季度净利润增速环比 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

- Q2 业绩或持续向好:** 我们认为高端白酒茅台、五粮液、泸州老窖稳增趋势在合理的估值水平、较低的库存水平、良好的基本面支撑下, 将有较大保障。同时考虑到白酒板块春季糖酒会推迟至下个月 (4 月), Q2 或将迎来个股催化行情机会。

投资建议

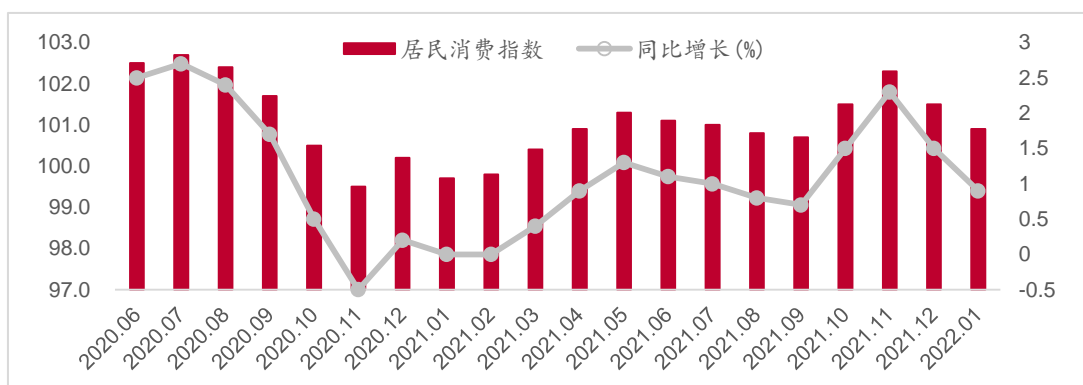
- 国家统计局数据显示, 2021 年中国最终消费支出对经济增长的贡献率为 65.4% 拉动 GDP 增长 5.3 个百分点。因此我们认为, 在政策大力扶持, 叠加经济持续回暖复苏的现状下, 消费将进一步复苏, 景气度有望持续回升, 高端白酒需求层面韧性不改, 贵州茅台具备多个弹性看点, 中长期业绩稳健, 在市场不确定情况下属于难得的优质资产, 对应 22 年 34 倍的估值并不高, 维持重点推荐。五粮液目前预期较低反而之后利好落

地的反弹幅度更高,再次强调公司的品牌力和 1000 元价格带的统治力,看好未来的批价上行和管理上的激励落地。泸州老窖当前积极培育消费者加上品牌势能的释放在未来三年内会有红利或有可能加速增长,看好公司股权激励设定目标的超额完成。

三、全国化次高端价格带分析：政策消费升级双推动，次高端白酒有望加速增长

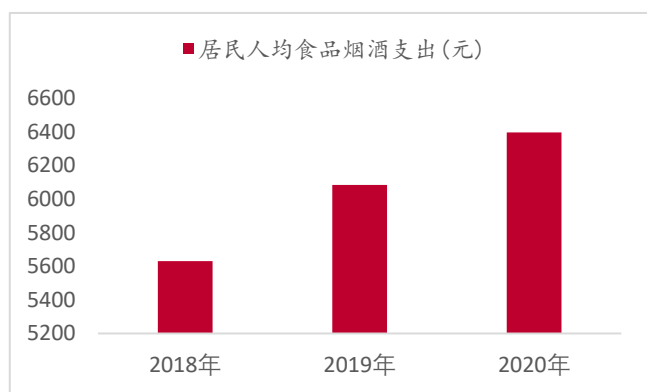
- 根据 2021 年 4 月发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见》：在市场建设上，实施酒类大商 1510 培育计划，培育千亿级酒类大商至少一家，百亿级五家，50 亿级大商 10 家，预计 2025 年白酒计划产量 800 万千升，比十三五末增长 8.0%，销售收入达 9500 亿元，增长 62.8%，实现利润 2700 亿元，增长 70.3%。同时疫情过后，我国宏观经济整体向好，全国人均可支配收入快速增长，21 年同比增长 9.1%。政策的强力推动和稳定的个人收入增长拉动了消费意愿的大幅提升，使得我国涌现出一大批具有鉴赏水平、寻求身份认同的新兴中产阶层，能够帮助体现自己的品味、彰显的自己价值观的次高端白酒无疑满足了他们的需求。

图表 22: 20-22 年 1 月居民消费价格指数



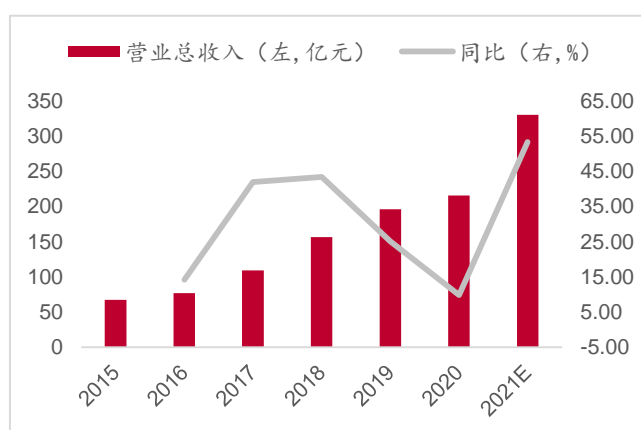
来源: wind、中泰证券研究所

图表 23: 18-20 居民人均食品烟酒支出



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

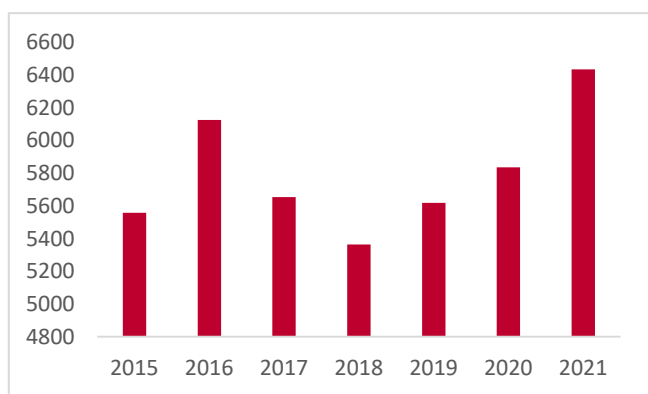
图表 24: 水井坊、酒鬼、汾酒、舍得总营收



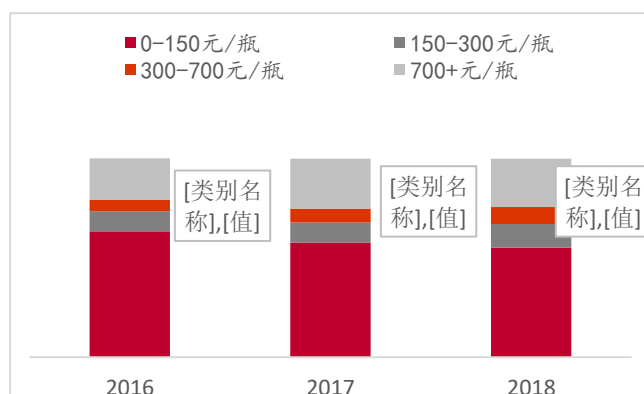
来源: wind、中泰证券研究所

次高端扩容明显，虽然 2021Q1 基数较高，头部企业仍将保持较快增速，在所有白酒细分板块中增速靠前

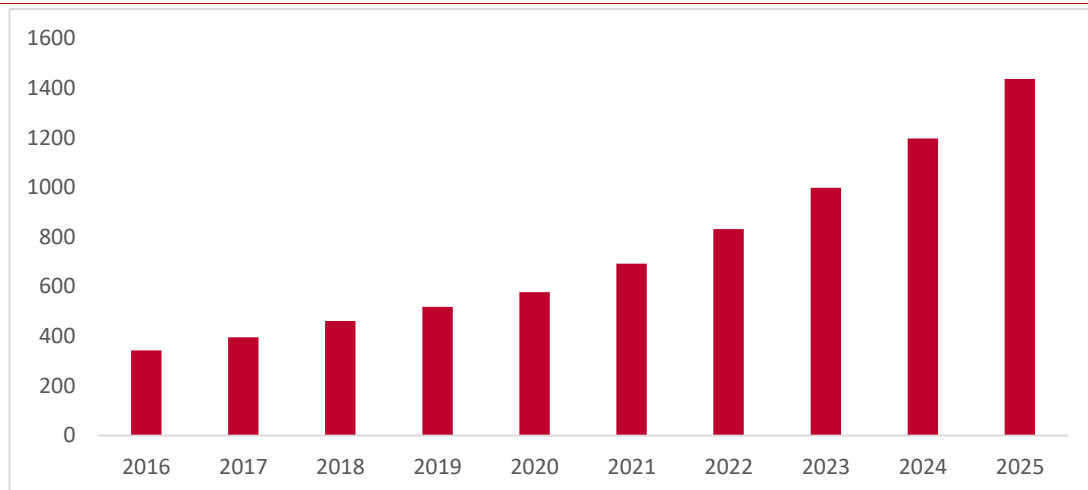
- 国家统计局数据显示，白酒行业规模从 2015 年的 5558.86 亿元涨至 2020 年的 5836.39 亿元水平；根据艾媒咨询，2021 年白酒行业规模为 6434 亿元，同比增长 10.2%。现引用《尼尔森 2018-2019 酒类趋势研究报告》对于次高端白酒市场规模进行测算，根据报告 17-18 年次高端白酒销售额增速为 19.0%，16-18 年市场销售额份额分别为 5.6%/7.0%/8.6%，市场规模分别为 343.04/395.81/461.29 亿元。17-18 年为次高端白酒发展红利期，18-20 年由于新星酱香酒和区域酒布局，行业竞争加剧，增速有所下滑，21 年以来次高端白酒调整后重迎快速增长。因此 21-25 年我们预测次高端增速与 17-18 年基本一致仍为 20% 左右。到 2025 年次高端市场规模将达 1437 亿元。

图表 25: 15-21 年白酒行业市场规模 (亿元)


来源：国家统计局、艾媒咨询、中泰证券研究所

图表 26: 全国现代商超分价位销售额份额


来源：尼尔森、中泰证券研究所

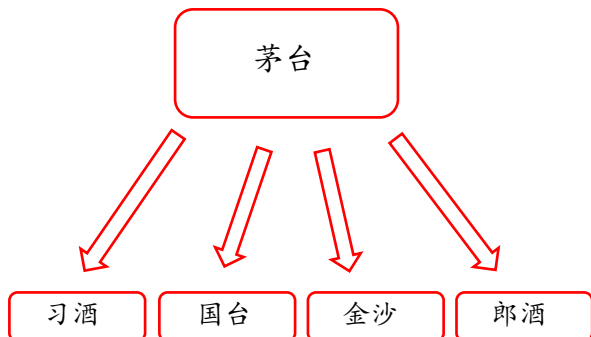
图表 27: 16-25 年次高端白酒市场规模 (亿元)


来源：wind 一致预测、中泰证券研究所

- 高端白酒教育成本外溢引领次高端白酒消费需求。中国白酒行业在较长时间里由高端白酒的销售扩大所推动，高端白酒茅五泸拉动了所在白酒市场的价格表现和消费动向，反映了当地市场对于白酒价格的偏好与敏感程度。白酒行业的核心成本是营销成本，茅五泸通过多年的品牌和消费者教育投入，依托自身规模优势将自身品牌定位、价值体系传达给了消费者。而次高端白酒由于所在价格带消费群体更广、

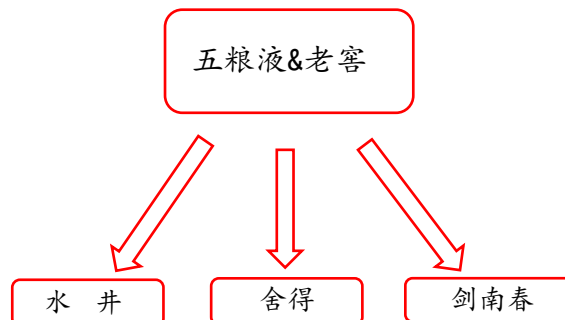
场景更复杂尚未完成消费者教育，受益于茅五已建立的渠道和受教育消费者群体，进一步降低了教育和渠道成本。

图表 28: 受益茅台教育外溢



来源：酒业家、中泰证券研究所

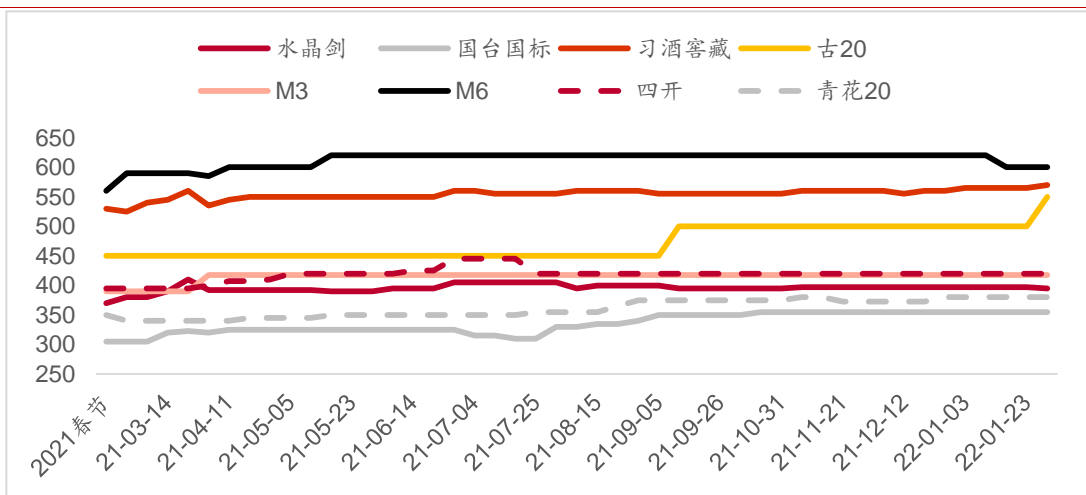
图表 29: 受益五粮液&泸州老窖教育外溢



来源：酒业家、中泰证券研究所

- **高端化进程持续，行业基本面维持稳定。**经过 17 年次高端白酒发展的红利期，18-20 年由于新兴酱香酒和区域酒对于次高端的布局，竞争情况加剧，21 年在高端白酒茅五泸批价均破千，以 53 度飞天茅台为例，其京东售价由 2015 年的 888 元上涨至 2022 年初的 1499 元，行业价格上限的抬高使得次高端白酒价格带发生变化——由几年前的 300-600 元扩容至目前的 300-800 元。目前，300 元价格带仍保持 20%-30% 的增长，虽然较之前几年 100% 的大幅增长有所降低，但这恰恰说明白酒行业的高端化进程仍未结束，次高端酒企仍能享受高端化红利。回顾 2021 年，大部分次高端酒企的单品批价均有提升，2022 年提价有望持续，次高端酒企或将继续以价增为盈利驱动点。2022 年春节旺季，次高端酒企销量延续增长势头，非疫情地区动销火热。3 月市场反馈价格、库存均维持稳定，渠道逐步补货，全行业基本面保持不变。但自 2021 年 12 月份以来，次高端酒企股价明显回落。

图表 30: 相关次高端酒企批价变化 (元/瓶)



来源：渠道调研、中泰证券研究所

- 2021Q2 次高端白酒受益于消费场景回调叠加部分白酒企业招商效应是全年同比增速高点，从现金流回端来看，一季度由于疫情担忧现金流增速较慢，但进入二季度以后回款迅速增长，三季度保持较快增长。22Q2 或将成为动销反馈的压制点，带来新的布局关系。二季度后动销增速伴随基数效应，逐步降低，市场预期也逐步降低，但由于 21 年企业报表调整，21 年二季度报表端低于动销端，因此 22 年企业报表端增速有望超过动销端表现。**

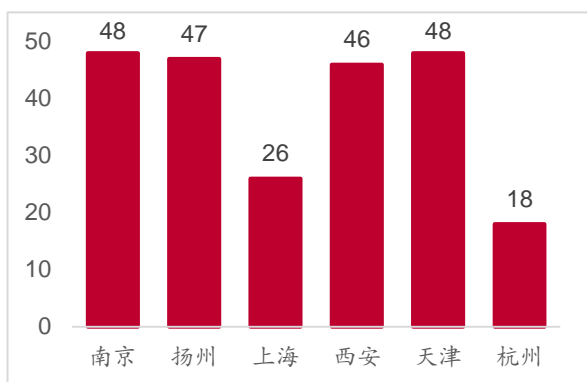
图表 31：次高端酒企提供商品、劳务现金流同比增速

公司名称	2019Q2	2020Q2	2021Q2
山西汾酒	8.9%	99.6%	73.6%
酒鬼酒	50.0%	44.4%	99.5%
舍得酒业	15.0%	3.2%	113.3%
水井坊	28.7%	-86.4%	345.2%

来源：wind、中泰证券研究所

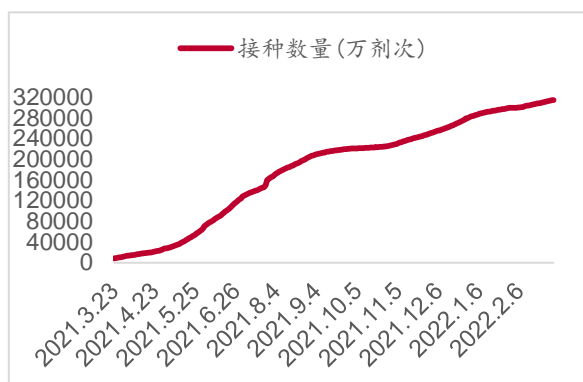
- 短期疫情点状分布，全国性次高端消费稳健。**疫情至今，已经陪伴人类度过了两年多的时间。从长期来看，在我国清零的总方针下，疫苗接种量不断上升，由 2021 年 3 月 23 日公布以来的 8284.6 万剂次增长至目前的 315241.9 万剂次；近期多地疫情清零用时缩短，多控制在 50 天之内。我们预期疫情困扰会在未来数年内慢慢消散，白酒消费规模不断震荡上升。从短期来看，地区性疫情反复，尤其是近日上海、青岛、深圳、苏州等城市再度出现疫情，市场对疫情的过度反应易导致部分酒企估值错杀，但点状式疫情对于全国化次高端白酒的影响注定是有限的，部分地区间歇式的销量减少不会妨碍稳中有进的总体消费数量，我们对于全国次高端白酒的消费增长仍持乐观态度。

图表 32: 部分地区疫情确诊清零所用天数



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 33: 全国疫苗接种量



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

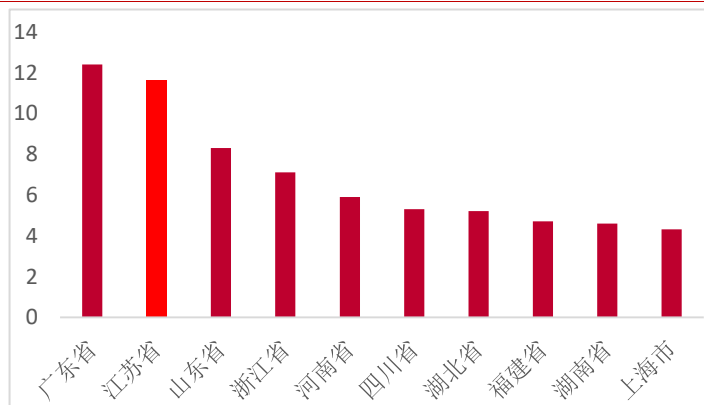
四、区域酒: 消费升级叠加份额收割, 看好价格带上移

苏酒: 消费强健, 300-500 价格区间竞争激烈, 500-800 区间扩容明显

行业概况分析: 经济强省消费强劲, 需求持续增长

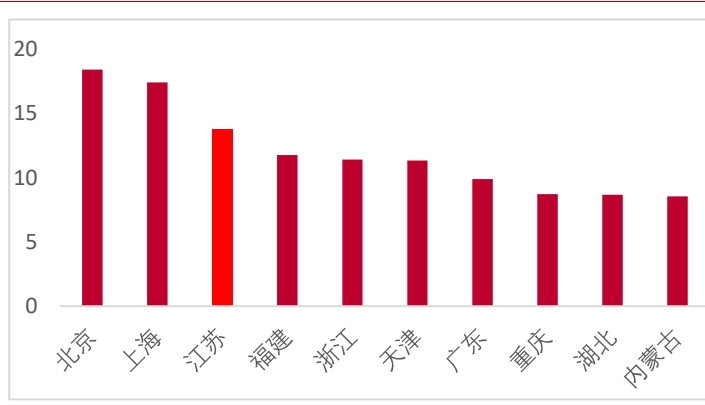
- 江苏经济发展状况全国领先。早在 2012 年, 江苏省人均 GDP 就已突破 1 万美元关卡; 2021 年江苏省 GDP 为 11.6 万亿元, 位列全国第二; 2021 年江苏省人均 GDP 位列全国第三; 2020 年江苏省常住人口 8477 万, 位列全国第四。这都为江苏省内白酒需求的增长和消费升级奠定了坚实的基础, 过去十年, 在白酒行业产量下降的大趋势下, 江苏白酒消费则从 200 亿增长到了近 600 亿, 商务消费升级带来的红利明显。

图表 34: 2021 全国 GDP 排名前十的省份



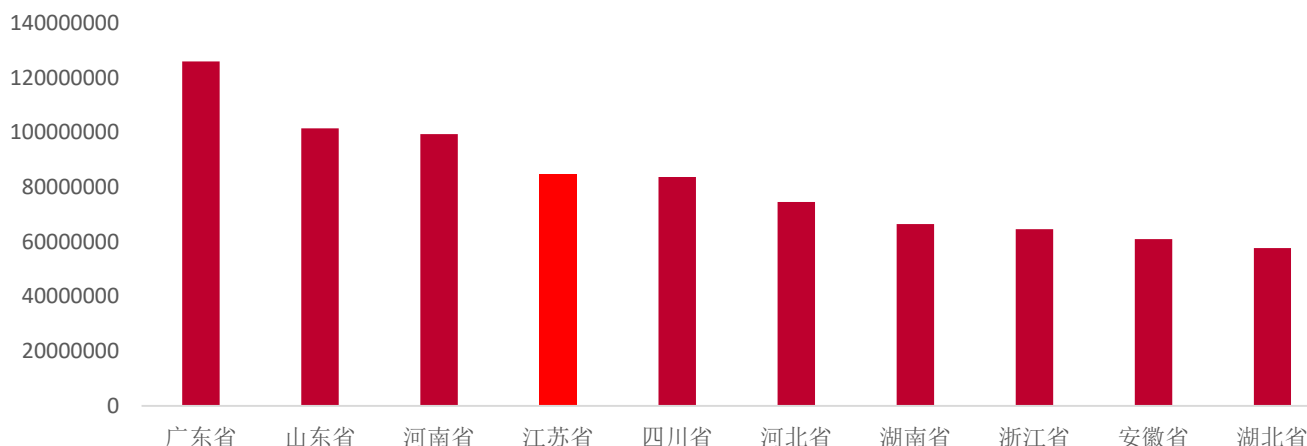
来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 35: 2021 年人均 GDP 排名前十的省份



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

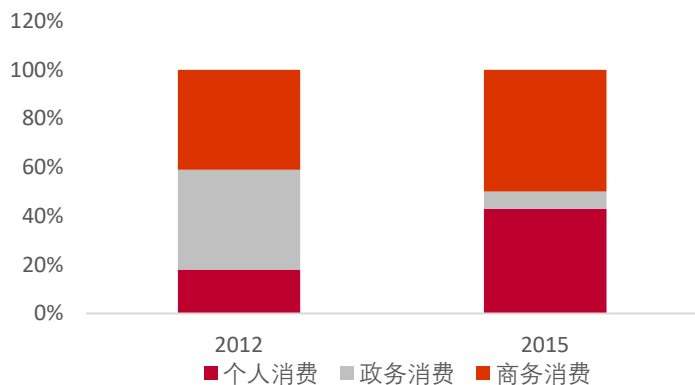
图表 36: 2021 全国常住人口排名前十的省份



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

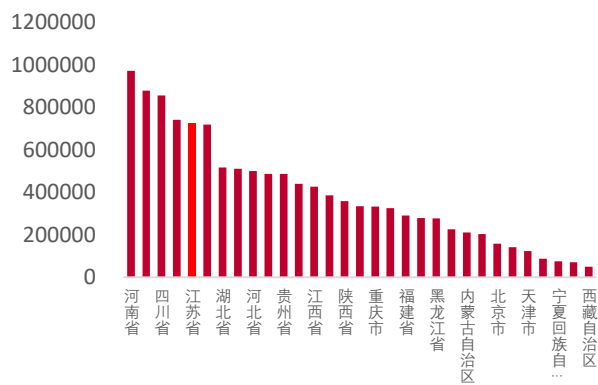
- **地域上**, 江苏大体可分为苏北、苏中、苏南三块区域, 而区域酒生产区集中于苏北地区。洋河起源于宿迁市, 今世缘起源于淮安市, 这两地同属于苏北地区。本地品牌的影响力相较于外来品牌更大, 历史文化传承的因素也使得本地品牌的更加具有竞争力。苏北市场的消费以区域酒品牌为主, 市场份额超过 70%; 苏中地区包括扬州、泰州、南通三地, 收入水平和消费能力相较于苏北地区来说更优, 主流的消费品牌有天之蓝和国缘等。苏南地区毗邻上海市, 经济发展水平最高, 人口流动速度快, 市场开放, 对白酒的消费水平最高, 主流品牌包括梦之蓝、国缘对开、国缘四开等。
- **民俗和消费习惯亦有所影响江苏省内的白酒消费市场**。传统的宴席上, 最不能缺少的就是白酒。在宴席场景中, 民众聚饮, 酒品需求量大且品牌传播效应显著。据酒业家, 宴席用酒量约占白酒消费的 40%, 为白酒大众消费的重要组成部分。2021 年前三季度, 江苏省结婚登记对数为 72.4 万对, 位列全国第五。庞大的婚宴市场为白酒消费的加速和升级提供了动力。自疫情发生以来, 婚宴市场遭受不利影响, 规模减小; 2022 年春节前后, 江苏省内疫情控制较为得当, 宴席等场景的市场回温, 促进了白酒的消费。

图表 37: 消费场景由政务消费向个人、商务消费转移



来源: wind、中泰证券研究所

图表 38: 2021 年前三季度全国各省结婚数量合计



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

- **在疫情背景下, 2021 年苏酒销售状况遭遇阶段性不利影响**。江苏省外疫情对其影响较小, 然而省内各地的疫情 (如 7-8 月的南京、扬州疫情和春节前后的苏州疫情) 对苏酒的销售产生了区域性的影响。

- **春节前后苏酒表现较为优秀，与去年同期相比消费状况明显好转。**春节期间，洋河消费者促销实现升级，同时价盘稳定。洋河主要产品升级已基本通过春节大考，打款进度、换代速度、升级速度、动销质量均超过预期。春节期间，洋河通过推出大量针对天之蓝及以上产品的促销活动以推动量升，从而进一步推动结构升级，同时价盘保持稳定，经销商库存普遍在 1 个月左右，终端库存普遍在 1.5 个月以内，节后补库存需求强烈。在回款端，洋河确定性较强；在动销端，当前水晶梦在价格与四开基本持平的同时，高渠道利润和丰富渠道动作融合带来结构升级超预期和销量超预期，海之蓝升级版有望加速推出。今世缘重视量价均衡，推行省内分品提升，分区精耕，分类考评的导向策略，春节期间量价库存表现良好，价盘基本持平，省内平均库存 1.5 月。同时，南京销售任务同增约 20%，南京节前回款比例约 45%，高于去年同期 40% 的比例。总体来说，春节之前江苏地区没有疫情影响消费场景持续恢复，节前总体旺销，返乡及复工带动节后仍有较强消费氛围。
- **在业绩方面**，洋河股份 2021Q4 收入增速约为 16%，归母净利增速为 -25%，2022Q1 收入增速预计能够达到 18%，归母净利增速 22%。今世缘 2021Q4 收入增速约为 15%，2022 年 1-2 月实现营收 24.5 亿左右，同增约 25%，实现净利润 9.4 亿左右，同增约 26%；春节期间今世缘整体回款比例超过 45%，在行业中较为靠前。

2022 苏酒行业发展状况预测

- **江苏是白酒产量大省和消费大省，深厚的白酒历史文化积累和宴席上饮酒风俗的传承使得其一直有着不容忽视的市场规模。**基于往年同期销售状况和前几季度销售状况，2022 年第二季度苏酒行业发展前景广阔，预计会有较为积极的反馈。但近期江苏省内、周围省市以及全国范围内的疫情反复，也存在不容忽视的风险。
- **今年返乡人群较多，中低端价位白酒需求扩大**，100-300 元价格带和 100 元以下的白酒销量都会大幅增长；此外，消费升级奠定良好基础，在宴席场景下，消费者对更高价位的白酒需求更大，V3、M6+等产品有较大发展空间。
- **在 3-4 月，洋河梦 6+批价有望逐步上行。**同时，由于今年春节期间洋河牢牢把握机遇，推动产品营销和市场恢复，水晶瓶将有较高的预期需求。21 年新董事长的上任，促进了渠道调整的完成，薪酬改革和股权激励实现落地，双沟和贵酒品牌独立发展连续高增长。目前渠道利润提升、库存 1.5 月良性、团队积极性大幅改善，改革红利有望于 22 年加速释放。公司改革措施已初步见效，梦 6+成为主要增长引擎，前瞻性卡位 600 元价格带，预期将享受次高端白酒扩容红利实现快速增长，梦 3 水晶版有望在中秋旺季开始放量，天之蓝后续将跟随升级换代，实现市场份额稳定。在宴席市场上看，时间重点是近几年，关键是近两三年。2-3 年内次高端价格带（600-800 元）扩容机会很大。先前婚宴基本是梦 3 为主，部分是天之蓝，现在由于消费习惯变化和 product 势能增加，梦 6+需求比水晶梦大。2021 年产品在不断成熟，2022 年则走到了拐点放量的阶段。洋河未来增长的关键有三点：次高端价位大单品的培育；苏南市场的供货，苏南现在还是名酒的天下，未来将会是洋河和今世缘的重要基

地；全国化和次高端化，打造千元大单品，并以此作为引领未来 3-5 年增长的着力点。此外，洋河前期基础较好，产品在江苏省内以及江苏周围的省份畅销，其他地区的市场仍有较大的可挖掘空间。水晶梦则由江苏省内和省外共同打造，招商在省内外同步进行，未来会作为除了海天之外重要的增长级。在未来，省外将会逐步看向省内市场，例如在“新江苏市场”中打造一些样板间，按照江苏的投入和布局方式进行运作。随着办事处的落地，会利好省外。

- **今世缘则将未来增长优势立足于厂家。**原先存在着价格错位、发展阶段错位，利润率差异等问题，随着如今企业成熟度提升，规模利润扩大，单位利润回落，今世缘将直面此类问题。在未来，今世缘将注重量价、供需均衡，更加注重分布有序的提价，量价均衡的控价，库存的管控，最终实现成交量、厂商利润、归母利润稳中有升。V 系列受益于省内 600 元左右价格带扩容红利，公司通过四开带动 V 系列放量，并通过主抓核心意见领袖及团购渠道培育消费者，批价紧随竞品 M6+，未来增量看点可期，看好省内向上升级逻辑及苏酒两强的竞合发展。除此之外，今世缘将加大省外扩张力度。先前能够在竞争激烈的江苏干好却无法处理好外省市场，主要原因便是方向、方法不够精准，省外管控不力，解决方法应是一层一层培育。最终目标是更加明确的突出以四开为标杆产品的次高端大局走势。江苏市场次高端占比约为 43%，而其他市场只有 20% 左右，在未来的 3-5 年，今世缘将尽力承接新一次的扩容红利。此外，对今世缘来说，资源不是问题，省内的优秀团队将在组织下向省外储备输出，进行资源投放，未来公司的高层资源也会向省外输出。再过 3-5 年，机会窗口的成本将会扩大，而机会窗口会缩小。但从近几年的变局来看，机会犹在，之后将从消费占比，竞争格局占比，进一步提量和资源实力等方面持续扩张。
- 根据 2021 年中报相关数据，洋河 2021H1 收入同比增长 15.75%，今世缘同比增长 32.2%，Q2 属于淡季，增速放缓。预计今年 Q2 两家业绩将稳定增长，持续控量挺价，更多关注价格和产品升级。
- 在洋河、今世缘两个品牌的竞争方面，未来的竞争格局更有望向差异化方向发展。两者都属于区域化次高端品牌，未来在品牌定位、渠道发展和消费群体等方面都将展现差异化竞争。在品牌定位上，洋河强调“绵柔”的风格，以情怀和梦想作为品牌营销侧重点，而今世缘则以“缘文化”切入营销。在价格带上，洋河 M6+ 升级后布局 600-800 元价格带，今世缘凭借新四开则发力于 400-600 元价格带、与洋河的梦之蓝水晶版共享价格带扩容红利。
- 在较强的经济增长动能支撑下，苏酒两大区域龙头洋河和今世缘有望利用好区位优势，在次高端白酒市场加速扩容的机会之下充分受益。江苏两强有望在整体竞争中份额继续保持领先，次高端的领先优势可能会更加明显。高端阵营当中两家都会加码，会在千元以上、800 元以上等价位继续巩固，争取在本土市场的大盘里面尽力缩小差距、提升结构，保持稳定地位。考虑到两家酒企之间的差异性，洋河和今世缘之间的关系将是合作大于竞争。两家有望从品牌定位、价格带布局等层面切入，协作共进，实现共赢。

徽酒：“一超二强”格局显著，消费结构升级持续

行业概况分析：白酒消费大省需求强韧，消费升级动能强劲

- **氛围浓厚，是市场规模稳步上升。**从产量上看，安徽省白酒产量占全国4.9%，2018年省内白酒产量达43.13万千升，在全国32省市中排名第五位。过去十年，安徽全省白酒消费从100亿增加到300亿，势头强劲。从销量上看，根据天猫线上酒水消费报告显示，安徽省白酒线上消费量位居全国第二位，仅次于四川省。近年来，安徽省内白酒企业市场规模持续提升，2020年安徽省内白酒市场规模约为330亿元，2017-2020年平均复合增速约为7.3%。2021年受经济增长、消费结构升级、次高端需求快速扩张等的影响，安徽省白酒市场规模进一步扩张。总体而言，安徽省白酒市场空间广阔，未来有望继续扩容。
- **省内经济状况较好，消费升级驱动力强。**安徽省人均GDP、居民人均可支配收入逐年递增，2021年省内GDP达4.3万亿元，同比增长8.3%，人均GDP达到70368.5元，同比增长约11%，领先于全国8.1%的平均增速；从消费能力看，安徽省人均可支配收入达到30904元，同比增长约10%，高于全国平均增速8.1%，居民人均收入与消费水平均有显著提升，对白酒消费拉动表现良好。同时，2020年安徽新登记市场主体104.8万户，总计达587.82万户，企业数量的增多将进一步拉动具有社交属性的政商务白酒消费。
- **大众消费成为白酒主流。**白酒的消费结构主要为商务消费、政务消费、个人消费，近年来大众消费份额逐渐增长，随着经济增长与个人可支配收入的不断增长，目前已成为主要消费动力。同时，安徽作为全国白酒宴席重点市场，宴席用酒价格带上移明显，行业消费升级趋势促进白酒品质和价格结构升级。
- **徽酒市场竞争激烈，省内品牌“一超二强”格局显著。**根据安徽省统计局的数据，截至2019年末，安徽规模以上白酒企业101家，居全国第3位，白酒企业产值超亿元企业有20户、超10亿元有4户。按照2020年安徽白酒市场规模约330亿进行测算，省内四家上市酒企：古井贡酒、口子窖、金种子酒在省内白酒市场份额分别为：21.8%、9.6%、1.8%，头部集中度较高。目前省内竞争呈“一超二强”的格局，古井贡酒是龙头酒企、徽酒之首，口子窖为第二梯队。古井贡酒、口子窖、在省内基础上，均延伸布局省外市场，积极推行全国化扩张。省内白酒市场呈现出市场份额向品牌集中、向品质集中、向文化集中、向原产地集中的趋势，白酒行业的“一超二强”趋势明显。

重点公司：古井稳坐徽酒龙头，口子迎驾砥砺前行

得益于安徽省整体白酒市场的良好发展趋势，徽酒多个品牌均发展向好，古井贡酒引领徽酒消费升级，口子窖强基固本稳定增长，迎驾贡酒洞藏系列起势迅猛，三个品牌基本面均呈现向好趋势。

- **古井贡酒：**
21年顺利收官，Q4营收略超市场预期。公司发布2021年业绩预告，实现营业总收入132.71亿元，同增28.95%；实现归母净利润22.91亿元，同增23.54%；实现扣非归母净利润22.01亿元，同增24.14%，基

本符合预期。单 Q4 公司实现营业总收入 31.69 亿元，同增 42.58%；实现归母净利润 3.22 亿元，同增 1.66%；实现扣非归母净利润 2.99 亿元，同比增 10.06%，略超市场预期。Q4 营收高增超预期，净利润低于预期或受广宣、渠道销售费用及税费确认节奏等影响。受益于整体消费环境的改善，古井贡酒作为省内白酒龙头，增长十分良性，同时也明显具备相当的可持续性。

省内消费需求扎实，开门红亮眼。春节开门红亮眼，2022 年春节返乡人数同比增加，全省疫情防控总体稳定，探亲访友、聚餐聚饮和送礼等各类消费场景恢复正常。古井一季度回款强劲，我们测算今年 Q1 打款进度有望突破 50%，去年回款进度为 47-48%，渠道调研订单有望增长 30% 以上。且今年低端古 5 和献礼表现靓丽，实现正增长。目前省内部分地区增速超过 20%且库存处于正常偏低位置，春节部分基础产品出现断货，消费基础扎实稳固；我们预测 22 年古 8 及以下稳中有增。

高端重视程度高，带来增长弹性。公司已就古 30 等高端产品成立销售公司，持续谋划发力高端，预计 2022 年古 16、古 20 仍将保持较快增速。

业绩展望：安徽白酒消费整体而言稳中有升。省内经济发展势头良好，消费升级带来产品结构升级，大众价格带恢复增长，2-300 元以上价格带扩容明显当地品牌力强劲，古 20 泛全国化稳步推进，古 16 和古 20 放量可期。在马太效应加剧的趋势下，看好作为区域酒龙头的古井的份额收割和消费升级双逻辑。持续关注国改等管理升级进程，重点推荐。

■ **口子窖：**

符合预期，看好消费升级叠加龙头份额收割。公司公告 21 年营收 50.29 亿同增 25.37%，归母净利 17.27 亿同增 35.37%；扣非归母净利 14.84 亿同增 19.45%；Q4 营收 14.00 亿同增 5.72%；归母净利 5.77 亿同增 39.93%；扣非归母净利 3.78 亿同-5.50%，符合市场预期。扣非归母净利增速不如营收增速，我们判断主要是销售费用下半年确认较多，尤其是团购、席宴、餐饮等线下渠道投入力度加大；现阶段广告品宣费用投放配合线下渠道重点投放，看好未来费用率稳中有降；春节打款进度超 30%，我们预计增速在 30-40%之间，价格方面今年春节成交价提升明显。500 元以上产品兼香 518 独立团购渠道运作逐步放量凸显品牌力，初夏仲秋与 10 年 20 年形成互补，部分区域反馈初夏计划增速超 30%；公司着重发力 10 年以上产品升级，部分区域反馈 10 年 20 年增速均在 50%以上，锚定省内消费升级红利；

管理方面，加大销售招聘力度。且考核不断细化增加了分产品等指标；外部增加特约经销商，经销商考核逐渐完善且不断增加对于线下渠道如席宴、餐饮的投入和重视初见成效。看好全年目标超额完成。

投资建议

- 总结来看，2021 年白酒板块逐季向好，高端酒批价整体迈过 900 元的门槛，其中 53 度茅台整箱批价首次突破 3000 元大关，五粮液一批价在失守 970 关口后于 12 月重新返回，有望继续保持坚挺。在高端酒持续提价情况下次高端酒性价比凸显，因此当年次高端酒企普遍业绩加速增长。22Q1 板块弹性凸显，盈利能力持续提升，且实际回款优于报表增速，表明行业景气程度持续性回暖。其中，高端基本符合预期，茅、五稳健增长，老窖势头强劲，未来茅、五、泸仍最具有确定性；二三线品牌 Q1 弹性更大且多家酒企超出预期，依旧看好次高端价格带快速扩容下分化成长机会。Q1 过后将步入业绩淡季，价格将成为行业主要竞争点。在剔除 20 年受疫情影响下的异常数据后，近 5 年白酒行业营收普遍同比增长维持在 20% 的水平，21Q2 在 19 同期低基数下略微高于平均值。其高端酒稳健增长的情况下，次高端酒中酒鬼酒、水井坊等性价比较高的企业同比增长均达到 100% 以上，因此在一季度取得开门红的情况下，次高端酒企有望扛起白酒行业增长的大旗。我们继续重点推荐高端酒茅台、五粮液、泸州老窖，次高端酒企汾酒、洋河、古井贡酒、今世缘等，建议关注酒鬼酒、舍得、迎驾贡酒、口子窖等。

风险提示

- **经济下行影响中高端白酒需求。**当前白酒消费以商务和大众消费为主，消费能力和意愿受居民收入水平和经济周期影响，若经济下行明显，整体中高端白酒的需求会受到一定影响。
- **政策风险。**白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。
- **新冠疫情反复风险。**疫情加剧下白酒消费场景减少，可能对白酒行业景气度造成冲击。
- **食品安全风险。**食品安全问题是红线，一旦发生将对白酒行业产生较大负面冲击。
- **渠道调研数据样本不充分，不能准确反映行业整体的风险。**
- **研报使用信息数据更新不及时的风险。**

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。