

行业深度报告

复盘系列之六：2020年疫情期间白酒表现复盘

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

- 【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之复盘微酒变革，洞察升级趋势 20220210
- 【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之2012-2021年白酒春节行情总结 20211220
- 【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之美国70年代滞涨期食品饮料行业表现 20211117
- 【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之我国三次食品涨价潮启示录 20211103

证券分析师

- 张晋溢** 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
- 王萌** 投资咨询资格编号
S1060522030001
NGMENG917@pingan.com.cn

研究助理

- 潘俊汝** 一般证券从业资格编号
S1060121120048
PANJUNRU787@pingan.com.cn



平安观点：

- **第一轮严格管控期（2020.1.22-2020.3.28）：**以茅五泸为代表的高端酒风险抵御能力相对较好。2020年春节疫情大规模爆发，严格的管控措施使得白酒的消费场景受到限制，居家隔离导致人口流动减少，终端需求及动销受到较大压制。从基本面来看，1) 高端酒需求前置，受疫情影响最小，库存水平合理，春节前基本完成打款，20Q1 营收/净利润平均同比增长 4.34%/15.24%；2) 次高端酒收入整体表现不佳，业绩有所分化，20Q1 营收/净利润平均同比下降 17.90%/5.22%，仅汾酒和酒鬼酒实现净利润正增长；3) 地产酒因宴席聚饮场景缺失，需求端迅速萎缩，库存消化受阻，20Q1 营收/净利润平均同比下降 22.27%/24.02%；4) 大众酒现金压力加剧，中小酒企加速出清，20Q1 营收/净利润平均同比下降 31.00%/50.65%（净利润剔除金种子酒）。从股价表现来看，2月社融规模下降，资金面紧张，高端酒/次高端酒/地产酒/大众酒板块全部下跌，区间累计涨跌幅分别为-8.98%/-17.90%/-19.60%/-13.36%（沪深300累计下跌10.21%）。
- **放松期（2020.3.28-2020.5.10）：**高端酒股价区间涨幅继续领跑。从基本面来看，1) 高端酒严格控货，渠道库存良性，20Q2 营收/净利润平均同比增长 8.62%/13.75%；2) 次高端酒业绩分化，20Q2 营收/净利润平均同比下降 9.98%/25.43%，其中汾酒、舍得强势复苏，水井坊业绩承压；3) 地产酒加大终端促销力度，库存有所下降，业绩依旧承压，20Q2 营收/净利润平均同比下降 12.14%/10.12%；4) 大众酒受益餐饮、流通渠道逐步放开，20Q2 营收/净利润平均同比增长 14.83%/43.74%。从股价表现来看，主要经济指标降幅明显收窄，在需求边际复苏及充裕流动性的推动下，高端酒/次高端酒/地产酒/大众酒板块全面复苏，区间累计涨跌幅分别为 20.79%/16.48%/15.03%/3.38%（沪深300累计上涨7.88%）。
- **第二轮严格管控期（2020.5.11-2020.9.2）：**次高端基本面及股价快速反弹。随着5月病例连续新增，疫情防控形势再度严峻，全国再次开启“外防输入，内防反弹”的严格管控期。自各优质酒企相继开展产品提价，实现产品结构升级。从基本面来看，1) 高端酒延续二季度稳健态势，渠道库存良性，20Q3 营收/净利润平均同比增长 13.58%/24.48%；2) 次高端营收及净利润高增，20Q3 营收/净利润平均同比增长 29.69%/133.19%；3) 地产酒一改上半年颓势，中秋国庆旺季业绩全面反弹，20Q3 营收/净利润平均同比增长 12.57%/14.56%，渠道库存仍有压力；4) 大众酒延续恢复态势，20Q3 大众酒营收/净利润同比平均增长 8.01%/18.60%（净利润同比剔除顺鑫农业）。从股价表现来看，白酒企业分化加剧，市场份额逐渐向头部企业靠拢，高端酒/次高端酒/地产酒/大众酒板块复苏速度加快，区间累计涨跌幅分别为 60.40%/91.98%/47.83%/39.99%（沪深300累计上涨22.27%）。

- **反复期 (2020.9.2-2020.12.31): 次高端、地产酒持续走强。**疫情反复下高端白酒批价下跌后回升企稳, 飞天茅台散瓶 (53度) 价格最低回落至 2,680 元, 随后稳定在 2830 元左右, 国窖、洋河、水井坊、顺鑫农业相继下发提价通知, 白酒价格波动上升。从基本面来看, 1) 高端酒动销良好, 自 9 月起送礼及商务需求稳步恢复, 库存位于低位, 20Q4 营收/净利润平均同比增长 14.48%/ 23.76%, 营收增速为全年最高; 2) 次高端酒出现需求回补, 库存良性, 20Q4 营收/净利润平均同比增长 24.37%/54.11%, 汾酒、酒鬼酒增速领先; 3) 地产酒受益餐饮宴席复苏, 动销加速提升, 库存良性, 20Q4 营收/净利润平均同比增长 9.71%/18.02%; 4) 大众酒受疫情反复冲击, 业绩分化, 20Q4 营收/净利润平均同比+10.49%/-66.95%。从股价表现来看, 受益于白酒市场涨价和放量, 高端价格稳健, 业绩加速修复, 白酒板块持续走强, 高端酒/次高端酒/地产酒/大众酒板块复苏加快, 累计涨跌幅分别为 29.75%/77.98%/31.54%/93.26% (沪深 300 累计上涨 7.58%)。
- **核心结论:** 经过对 2020 年期间白酒板块整体的复盘与分析, 我们总结归纳出了以下结论: 1) 从销量上看, 受疫情影响 2020 年全年多数白酒企业销量下滑。2) 白酒板块走势受资金面影响大, 利率下行的时候, 白酒的股价反弹幅度高于沪深 300 指数。3) 2022 年白酒回调幅度及持续时间均大于 2020 年, 主要是在疫情的基础上叠加了对于经济和消费低迷的担忧。4) 高端酒经销商库存安全垫高, 对业绩的影响相对较小。5) 股价反弹期间, 当年业绩增速最快的酒鬼酒反弹幅度最大。6) 疫情对地产酒影响较大, 业绩受消费场景波动影响。
- **投资建议:** 短期内疫情反复对消费场景产生冲击, 但长期来看高端酒经销商库存安全垫高, 对业绩的影响相对较小, 具有持续成长性 & 业绩确定性, 未来行业仍将向优质的头部品牌集中。当下高端酒估值性价比彰显, 行业基本面稳中向好, 预计疫情褪去后将实现触底反弹, 我们建议关注以贵州茅台为代表的全国化优质龙头酒企, 推荐贵州茅台、五粮液, 关注泸州老窖。
- **风险提示:** 1) 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。2) 白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度高, 如果白酒价格下降, 可能导致企业营收增速大幅放缓。3) 行业竞争加剧。白酒行业目前存在竞争加剧的问题, 谨防竞争恶化带来的价格战、窜货等不利影响。4) 疫情加剧风险。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。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2022-03-31	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
贵州茅台	600519.SH	1719.00	37.17	41.76	48.94	56.53	46.2	41.2	35.1	30.4	推荐
五粮液	000858.SZ	155.06	5.14	6.00	7.10	8.30	30.2	25.8	21.8	18.7	推荐
泸州老窖	000568.SZ	185.88	4.10	5.33	6.74	8.34	45.3	34.9	27.6	22.3	-
平均值							40.6	34.0	28.2	23.8	-

备注: 贵州茅台 2021 年 EPS 数据为年报数据, 2022-2023 年 EPS 数据为平安证券预测数据, 五粮液 2021-2023 年 EPS 数据为平安证券预测, 泸州老窖为 Wind 一致预期

正文目录

一、	第一轮严格管控期（2020.1.22-2020.3.28）	8
1.1	基本面复盘：疫情冲击批价下滑，渠道库存高企	8
1.2	业绩表现复盘：“停工停产、封城、不聚集”政策下，次高端及以下白酒基本面承压	11
1.3	股价与估值复盘：股价短期冲击集中，疫情趋缓反弹明显	12
二、	放松期（2020.3.28-2020.5.10）	15
2.1	基本面复盘：控量提价库存去化，动销呈现“两头好、中间弱”	15
2.2	业绩表现复盘：业绩表现呈“哑铃型”，高端低端触底回弹，地产酒依旧承压	17
2.3	股价与估值复盘：消费场景有序放开，白酒估值与股价齐升	18
三、	第二轮严格管控期（2020.5.11-2020.9.2）	21
3.1	基本面复盘：各酒企持续提价，高端次高端动销回暖	21
3.2	业绩表现复盘：需求回暖全面反弹，双节旺季地产酒恢复高增	24
3.3	股价与估值复盘：板块复苏加快，市场分化明显	25
四、	反复期（2020.9.2-2020.12.31）	28
4.1	基本面复盘：名酒批价波动上升，中秋国庆动销超预期	28
4.2	业绩表现复盘：名酒改善逐季加速，大众酒不及预期	30
4.3	股价与估值复盘：行业景气周期延续，白酒板块持续向好	32
五、	核心结论	35
六、	投资建议	40
七、	风险提示	41

图表目录

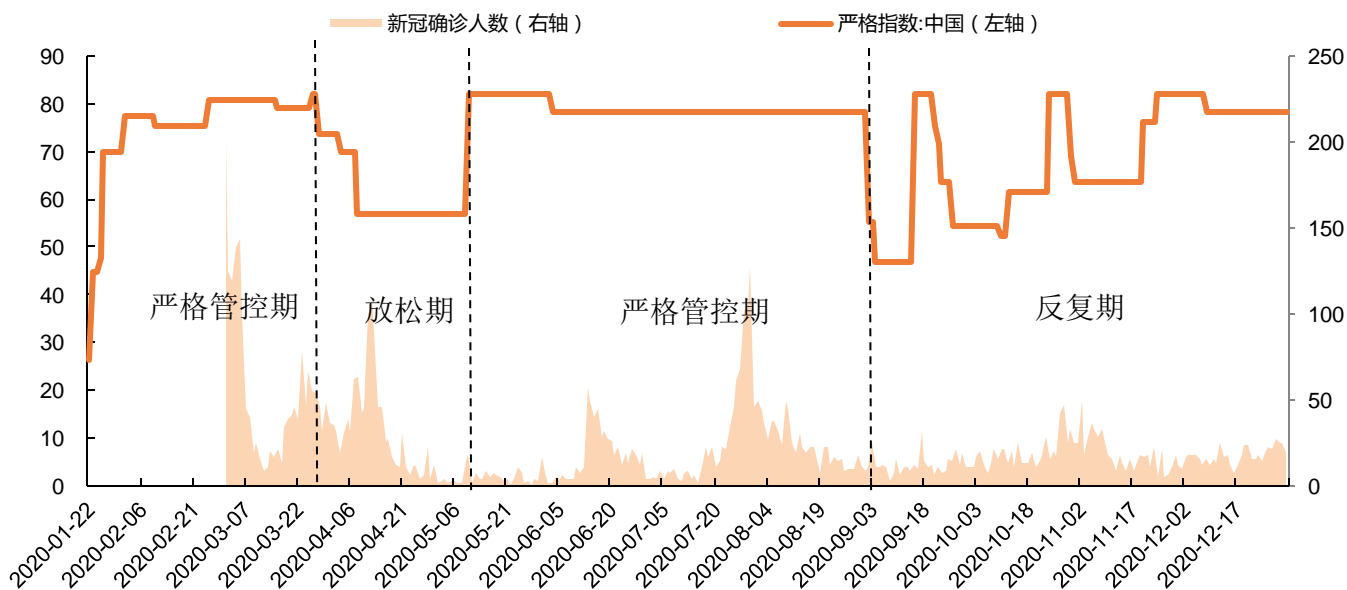
图表 1	2020 年我国疫情防控经历了四个阶段	7
图表 2	我国城镇人均可支配收入及人均消费性支出累计同比 (%)	7
图表 3	严格管控期间飞天茅台 (53 度) 一批价走势	8
图表 4	严格管控期间五粮液 (52 度) 一批价走势	8
图表 5	2020 年 1-3 月全国白酒商品批发价格定基总指数	8
图表 6	主要酒企严格管控期库存情况	9
图表 7	2020 年 1-3 月白酒产量及同比	10
图表 8	2018-2020 年白酒产量及同比	10
图表 9	各酒企于 2 月中旬起陆续推动复工复产	10
图表 10	2020Q1 各上市酒企业绩情况统计	11
图表 11	2020Q1 白酒行业分档位业绩情况	12
图表 12	严格管控期各价位带股价表现 (累计涨跌幅)	12
图表 13	严格管控期各价位带估值表现 (市盈率)	12
图表 14	高端酒严格管控期股价表现 (累计涨跌幅)	13
图表 15	高端酒严格管控期估值表现 (市盈率)	13
图表 16	次高端酒严格管控期股价表现 (累计涨跌幅)	13
图表 17	次高端酒严格管控期估值表现 (市盈率)	13
图表 18	地产酒严格管控期股价表现 (累计涨跌幅)	14
图表 19	地产酒严格管控期估值表现 (市盈率)	14
图表 20	大众酒严格管控期股价表现 (累计涨跌幅)	14
图表 21	大众酒严格管控期估值表现 (市盈率)	14
图表 22	疫情放松期间飞天茅台 (53 度) 一批价走势	15
图表 23	疫情放松期间酒企纷纷提价	15
图表 24	2020 年 4-5 月全国白酒商品批发价格定基总指数	15
图表 25	主要酒企放松期库存情况	16
图表 26	多数酒企为加速去库存出台相关政策	16
图表 27	2020 年 4-5 月白酒产量及同比	17
图表 28	2018-2020 年白酒产量及同比	17
图表 29	2020Q2 各上市酒企业绩情况统计	18
图表 30	2020Q2 白酒行业分档位业绩情况	18
图表 31	放松期各价位带股价表现 (累计涨跌幅)	19
图表 32	放松期各价位带估值表现 (市盈率)	19
图表 33	高端酒放松期股价表现 (累计涨跌幅)	19

图表 34	高端酒放松期估值表现（市盈率）	19
图表 35	次高端酒放松期股价表现（累计涨跌幅）	20
图表 36	次高端酒放松期估值表现（市盈率）	20
图表 37	地产酒放松期股价表现（累计涨跌幅）	20
图表 38	地产酒放松期估值表现（市盈率）	20
图表 39	大众酒放松期股价表现（累计涨跌幅）	21
图表 40	大众酒放松期估值表现（市盈率）	21
图表 41	2020 年 5-8 月白酒提价信息	21
图表 42	严格管控期间飞天茅台（53 度）一批价走势	22
图表 43	剑南春、舍得与井台一批价的变化	22
图表 44	2020 年 5-8 月全国白酒商品批发价格定基总指数	22
图表 45	2020 年中秋期间白酒动销情况	23
图表 46	2020 年中秋期间经销商库存情况	23
图表 47	主要酒企第二轮严格管控期库存情况	23
图表 48	2020 年 6-8 月白酒产量及同比	24
图表 49	2018-2020 年白酒产量及同比	24
图表 50	2020Q3 各上市酒企业绩情况统计	25
图表 51	2020Q3 白酒行业分档位业绩情况	25
图表 52	严格管控期各价位带白酒股价表现（累计涨跌幅）	26
图表 53	严格管控期各价位带白酒估值表现（市盈率）	26
图表 54	高端酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）	26
图表 55	高端酒严格管控期估值表现（市盈率）	26
图表 56	次高端酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）	27
图表 57	次高端酒严格管控期估值表现（市盈率）	27
图表 58	地产酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）	27
图表 59	地产酒严格管控期估值表现（市盈率）	27
图表 60	大众酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）	28
图表 61	大众酒严格管控期估值表现（市盈率）	28
图表 62	2020 年 9-12 月白酒提价信息	28
图表 63	反复期间飞天茅台（53 度）一批价走势	29
图表 64	12 月白酒主要产品一批价	29
图表 65	2020 年 9-12 月全国白酒商品批发价格定基总指数	29
图表 66	主要酒企库存情况	30
图表 67	2020 年 9-12 月白酒产量及同比	30
图表 68	2018-2020 年 9-12 月白酒产量及同比	30
图表 69	2020Q4 各上市酒企业绩情况统计	31

图表 70	2020Q4 白酒行业分档位业绩情况	32
图表 71	反复期各价位带白酒股价表现（累计涨跌幅）	32
图表 72	反复期各价位带白酒估值表现（市盈率）	32
图表 73	高端酒反复期股价表现（累计涨跌幅）	33
图表 74	高端酒反复期估值表现（市盈率）	33
图表 75	次高端酒反复期股价表现（累计涨跌幅）	33
图表 76	次高端酒反复期估值表现（市盈率）	33
图表 77	地产酒反复期股价表现（累计涨跌幅）	34
图表 78	地产酒反复期估值表现（市盈率）	34
图表 79	大众酒反复期股价表现（累计涨跌幅）	34
图表 80	大众酒反复期估值表现（市盈率）	34
图表 81	2020 年白酒企业营业收入和净利润增速情况	35
图表 82	2020 年主要酒企销量情况及同比	35
图表 83	2020 年当月社会融资规模	36
图表 84	2020 年当月社会融资规模	37
图表 85	2020 年白酒 Wind 指数下跌幅度最大达 22.5%	37
图表 86	2022 年白酒 WIND 指数截止 3.29 下跌 24.9%	38
图表 87	2020 年高端酒营收增速（%）	38
图表 88	2020 年高端酒净利润增速（%）	38
图表 89	2020 年次高端酒营收增速（%）	39
图表 90	2020 年次高端酒净利润增速（%）	39
图表 91	2020 年至今酒鬼酒股价走势	39
图表 92	2020 年地产酒营收增速（%）	40
图表 93	2020 年地产酒净利润增速（%）	40
图表 94	重点公司估值表	40

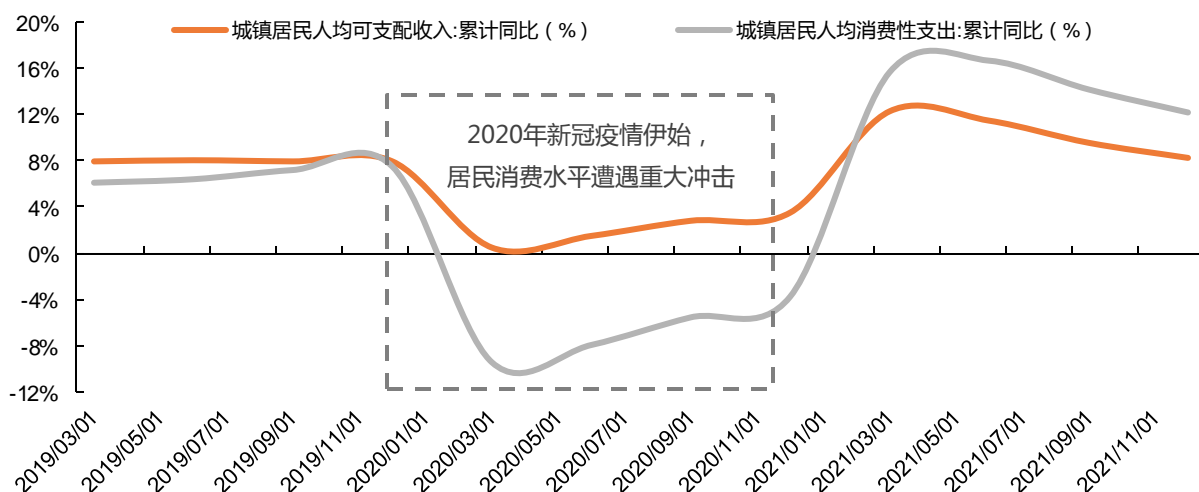
2022年3月，新冠疫情反复，深圳、上海等一线城市相继沦陷，再次对餐饮、酒店等消费场景造成严重冲击。回顾2020年，疫情初始年对国内经济、居民可支配收入、资本市场等各方面均产生较大影响。为探究当下疫情对白酒的影响，我们按照国内新冠确诊人数以及牛津大学编制的严格指数（Government Response Stringency Index），将2020年疫情防控划分为四个阶段：第一轮严格管控期、放松期、第二轮严格管控期和反复期，我们从**基本面、业绩、股价和估值**四个角度出发，对每个阶段中的白酒上市公司表现进行复盘，探究其中的内在规律与共性，进而得到对于当前形势的启示。

图1 2020年我国疫情防控经历了四个阶段



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图2 我国城镇人均可支配收入及人均消费性支出累计同比 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

一、 第一轮严格管控期 (2020.1.22-2020.3.28)

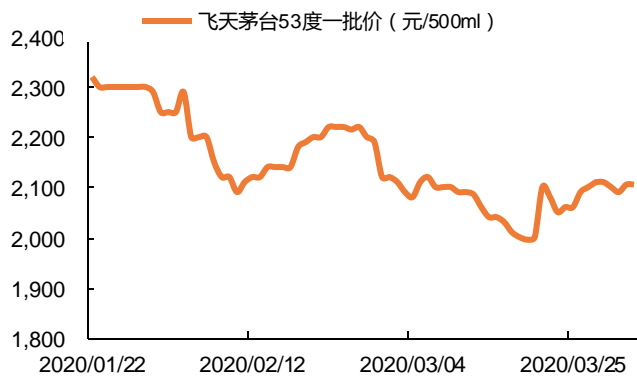
1.1 基本面复盘：疫情冲击批价下滑，渠道库存高企

1.1.1 批价表现：受疫情负面冲击影响，高端、次高端酒批价均出现不同程度的下滑

根据泸州市酒业发展促进局披露数据,2020年1月下旬,全国白酒商品批发价格定基总指数为104.70,环比指数为100.16,2月中旬开始,受疫情影响叠加春节结束,全国白酒批发价格环比指数逐步下跌,白酒批价波动向下,直至3月下旬定基总指数为104.73,环比指数为99.94。

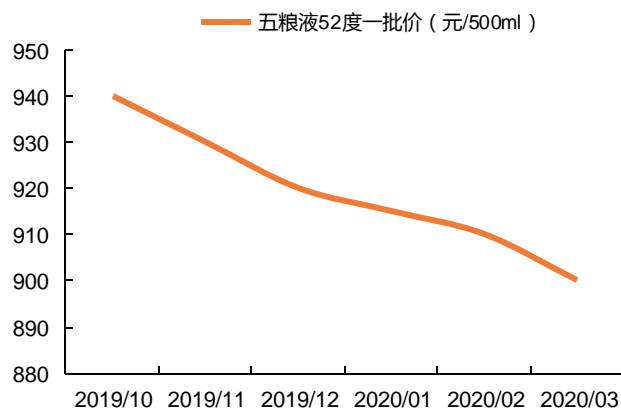
分价位带来看,1) 高端酒批价迅速回落,飞天茅台散瓶(53度)一批价最低跌破2,000元,比春节前的高点回落300元,3月下旬小幅回升至2,100元左右,与19年同期相比下降8.5%;五粮液(52度)一批价由节前的920元回落至900元。2) 次高端酒批价也出现了小幅回落,根据泸州市酒业发展促进局披露的各酒价格环比指数,3月习酒/舍得/汾酒/酒鬼酒价格环比分别下跌1.21%/0.48%/0.29%/0.69%。3) 地产酒中徽酒价格回落显著,3月古井/口子窖价格环比分别下跌1.87%/0.57%。4) 大众酒批价也有所影响,3月河北衡水老白干大青花下跌2.84%。

图表3 严格管控期间飞天茅台(53度)一批价走势



资料来源:国酒财经,平安证券研究所

图表4 严格管控期间五粮液(52度)一批价走势



资料来源:今日酒价,平安证券研究所

图表5 2020年1-3月全国白酒商品批发价格定基总指数

类别	1月				2月				3月			
	月环比	上旬	中旬	下旬	月环比	上旬	中旬	下旬	月环比	上旬	中旬	下旬
全国白酒价格总指数	99.98	99.92	100.07	100.16	100.13	100.12	99.87	99.88	100.01	100.06	100.16	99.94
一、名酒	100.17	99.92	100.07	100.21	100.11	100.13	99.85	99.74	99.92	100.05	100.12	100.04
二、地方酒	99.59	99.86	100.12	100.17	100.26	100.19	99.83	100.09	100.2	100.1	100.33	99.7
三、基酒	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

资料来源:泸州市酒业发展促进局,平安证券研究所

1.1.2 渠道表现：疫情的严格管控对终端动销产生显著影响，渠道库存高企

2020 年春节疫情大规模爆发，政府采取严格的管控措施以遏制疫情的进一步扩散，倡导“不外出、不聚餐、不拜年”。一季度作为白酒传统消费旺季，管控措施使得白酒的消费场景受到限制，居家隔离导致人口流动减少，终端需求及动销受到较大压制，部分封城地区甚至无法产生动销。

- 1) **高端酒需求前置，受疫情影响最小。**高端酒主要满足商务送礼需求，在春节前基本完成一季度销售任务，回款顺利，库存水平较为合理，其中茅台库存 0.5 个月，五粮液库存 1 个月，泸州老窖库存 1-1.5 个月。为应对节后消费遭受疫情冲击，泸州老窖取消 2 月份国窖 1573 经典装配额，取消配额约占 2019 年全年配额的 4%，五粮液则提出强化 3 月份计划配额调节预案，从而缓解经销商资金压力。
- 2) **次高端酒动销停滞，受疫情影响显著。**疫情对次高端酒产生了巨大冲击，主要因为宴席场景缺失，商超、烟酒店动销停滞。春节期间次高端酒库存水平合理，但由于节后动销放缓，库存消化受阻，对二季度经销商打款产生一定影响。
- 3) **地产酒消费场景受限，受疫情影响极大。**地产酒消费集中于春节走亲访友聚会，“不外出、不聚餐、不拜年”的管控政策下，消费场景严重受限，库存达到同期最高水平。
- 4) **疫情影响大众酒动销，全年影响有限。**大众酒主要消费场景为自饮及小范围聚餐，同样受到“不聚集”政策冲击，但考虑到大众酒在春节期间的动销占比不高，春节消费下滑预计对全年影响有限。

图表6 主要酒企严格管控期库存情况

酒企	库存天数
茅台	0.5 个月
五粮液	1 个月
泸州老窖	1-1.5 个月
山西汾酒	2 个月
洋河股份	2 个月
水井坊	3 个月
古井贡酒	2.5-3 个月
今世缘	2 个月
顺鑫农业	2 个月

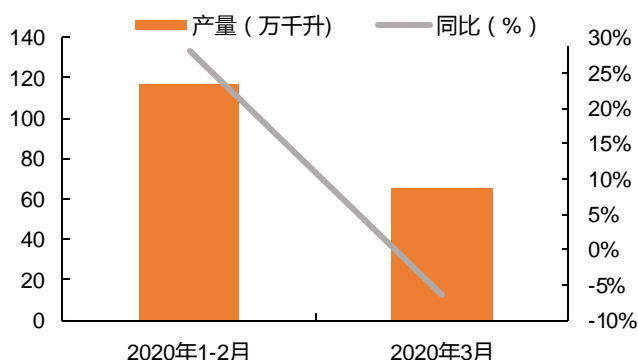
资料来源：渠道调研，平安证券研究所

1.1.3 产量表现：疫情期间白酒产量下滑，加剧行业集中化趋势

2019 年以来，白酒产量增长明显放缓，直至进入负增长区间。2019 年 1-12 月，国内白酒产量累计 785.90 万千升，同比下降 0.8%，增幅较 2018 年的 3.14% 减少 3.94 个百分点。2020 年一季度受疫情影响，白酒产量较 2019 年进一步缩减，同比下降 15.9% 至 169.3 万千升，其中 3 月产量为 65.8 万千升，同比下降 6.5%。产能下滑标志着产业向优质品牌及优质产能集中，行业洗牌加速，集中化趋势加剧。

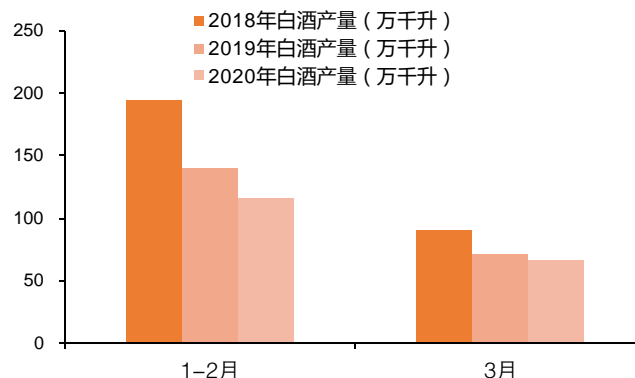
受疫情影响，白酒行业 1-2 月销售收入及利润同步下滑。据中国酒业协会最新数据显示，2020 年 1-2 月全国酿酒行业规模以上企业完成销售收入 1,207.42 亿元，同比下降 15.58%；利润 253.88 亿元，同比下降 15.46%。其中白酒销售收入 887.20 亿元，同比下降 11.68%；利润 241.70 亿元，同比下降 8.84%。

图表7 2020年1-3月白酒产量及同比



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表8 2018-2020年白酒产量及同比



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2月中旬起各酒企陆续推动复工复产,为全年销量奠定基础。为应对渠道及动销压力,各酒企于2月份相继召开疫情专题会议,有序推进复工复产。其中五粮液、泸州老窖、舍得、酒鬼酒、古井均于2月10日复工;山西汾酒于2月10日、2月20日-2月底、3月后分阶段复工;今世缘、水井坊于2月11日复工;贵州茅台于2月13日正式启动公司制酒、制曲车间复产,茅台酒和酱香系列酒的生产工作,于2月17日视情况择机恢复包装、勾储等部门的工作;老白干酒于2月13日有序复工;洋河股份于2月17日全面复产;青青稞酒、伊力特、迎驾贡酒分别于2月21日、2月28日、3月2日陆续复工复产。

图表9 各酒企于2月中旬起陆续推动复工复产

企业名称	时间	复工情况
五粮液	2月10日	有序复工
山西汾酒	2月10日	第一阶段复工
	2月20日-2月底	第二阶段复工
	3月后	第三阶段复工
泸州老窖	2月10日	有序复工
舍得酒业	2月10日	有序复工
酒鬼酒	2月10日	有序复工
古井贡酒	2月10日	正式批准复工
今世缘	2月11日	智能化酿酒系统全面复工复产
水井坊	2月11日	非生产部分已复工
贵州茅台	2月13日	制酒、制曲车间复产,茅台酒和酱香系列酒的生产正式启动
	2月17日	根据情况决定恢复包装、勾储等部门的工作
老白干酒	2月13日	有序复工
顺鑫农业	2月14日	陆续复工复产,人员多数到岗
洋河股份	2月17日	全面复工复产
青青稞酒	2月21日	酒厂各项工作进入正常经营状态
伊力特	2月28日	有序复工复产
迎驾贡酒	3月2日	开始复工

资料来源: 公开资料, 平安证券研究所

1.2 业绩表现复盘：“停工停产、封城、不聚集”政策下，次高端及以下白酒基本面承压

1.2.1 高端白酒：春节前基本完成打款，受疫情影响有限，整体表现较为稳健

2020 新冠疫情爆发于 1 月 20 日（春节为 1 月 25 日），由于高端白酒主要承担送礼需求，且酒企节前已完成主要打款，因此节后需求萎缩对高端白酒一季度影响有限。20Q1 高端白酒营收平均同比增长 4.34%，净利润平均同比增长 15.24%，其中茅台/五粮液/泸州老窖营收分别同比+12.76%/+15.05%/ -14.79%，净利润分别同比+16.34%/+18.33%/+11.06%。疫情期间茅台维持 2020 年“计划不变，任务不减，指标不调，员工收入不降”的既定目标，保持合理打款节奏，一季度顺利实现开门红。五粮液维持全年营收增速两位数的目标，提出了“减负减压、三损三补”的工作要求，一季度收入增幅基本符合预期。泸州老窖则不设经营目标，春节前回款良好，节后受疫情影响取消 2-3 月经销商配额，致使一季度营收下降，但在国窖 1573 提价及结构占比提升的作用下，公司毛利率同比提升 7.7pcts，叠加销售费用率下降，净利率大幅提升 11.31pcts。

1.2.2 次高端白酒：收入整体表现不佳，业绩有所分化

次高端白酒受疫情冲击整体表现不佳，20Q1 营收平均同比下降 17.90%，净利润平均同比下降 5.22%。营收方面，20Q1 仅山西汾酒实现营收正增长，同比增长 1.71%；净利润方面，仅山西汾酒和酒鬼酒同比分别增长 30.63%和 32.24%，其余酒企均在疫情影响下出现业绩的不同程度下滑。山西汾酒表现好主要系商品酒产量、母公司销售收入减少致使税金减少，公司设定 2020 年营收增速目标为 20%。酒鬼酒利润增长主要来源于产品结构提升，旗下产品中酒鬼和湘泉系列销售收入显著降低，而内参作为高端系列受疫情影响较小，带动整体盈利提升。

1.2.3 地产酒：聚会宴请消费场景锐减，需求端萎缩严重

节后国家颁布各项规章制度措施，对聚集场景实施严格管控，而地产酒主打宴会聚饮消费场景，且春节期间消费占比较高，聚会宴请消费场景锐减致使需求端迅速萎缩。20Q1 地产酒营收平均同比下降 22.27%，净利润平均同比下降 24.02%，所有酒企营收及净利润均出现不同程度下滑，其中口子窖和迎驾下滑幅度最大，营收分别同比下降 42.92%/33.55%，净利润分别同比下降 55.36%/33.98%，主要因为公司 50-100 元价位带占比高，走亲访友送礼场景缺失造成需求骤降、业绩承压。

1.2.4 大众酒：大众酒需求端骤降，酒企现金流压力加剧

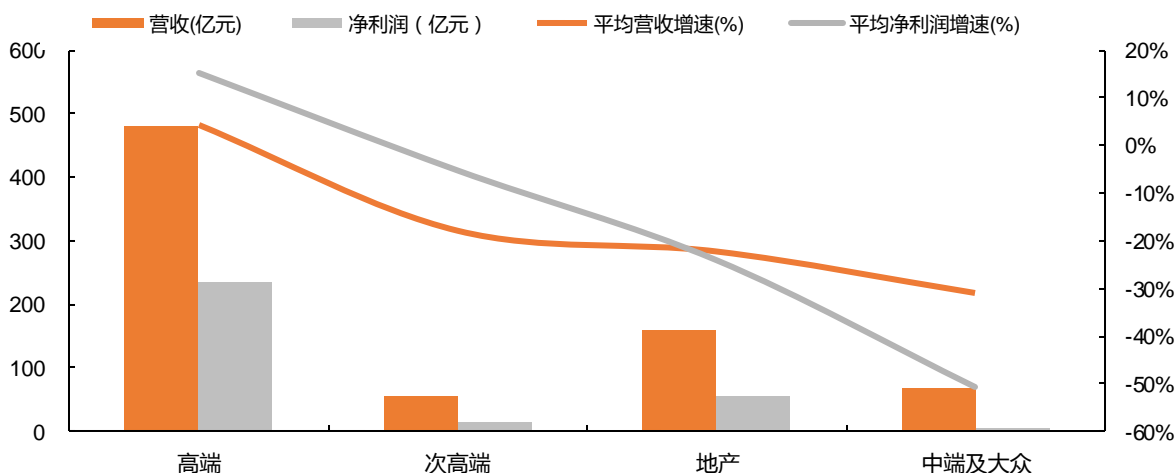
疫情加剧了大众酒的现金流压力，致使中小酒企加速出清。20Q1 大众酒整体营收平均同比下降 31.00%，净利润平均同比下降 50.65%（剔除金种子酒）。20Q1 顺鑫农业营收同比增长 15.93%，净利润同比下降 17.05%，营收增长主要来源于肉制品销售业务的快速增长，白酒业务收入预计同比持平。其余大众酒受疫情影响显著，需求骤减，营收及净利均出现显著下滑。

图表 10 2020Q1 各上市酒企业绩情况统计

	证券简称	营收(亿元)	营收增速(%)	净利润(亿元)	净利润增速(%)
高端	贵州茅台	244.05	12.76%	138.63	16.34%
	五粮液	202.38	15.05%	80.60	18.33%
	泸州老窖	35.52	-14.79%	17.26	11.06%
平均			4.34%		15.24%
次高端	山西汾酒	41.40	1.71%	12.35	30.63%
	舍得酒业	4.04	-42.02%	0.31	-71.09%
	酒鬼酒	3.13	-9.68%	0.96	32.24%
	水井坊	7.29	-21.63%	1.91	-12.64%
平均			-17.90%		-5.22%
地产酒	迎驾贡酒	7.71	-33.55%	2.34	-33.98%
	洋河股份	92.68	-14.89%	40.03	-0.54%
	古井贡酒	32.81	-10.55%	6.31	-20.69%
	今世缘	17.71	-9.42%	5.80	-9.54%
	口子窖	7.77	-42.92%	2.43	-55.36%
平均			-22.27%		-24.02%
大众酒	顺鑫农业	55.24	15.93%	3.56	-17.05%
	老白干酒	7.56	-34.19%	0.66	-44.02%
	金徽酒	3.42	-33.37%	0.58	-47.00%
	伊力特	1.53	-70.45%	0.08	-94.51%
	金种子酒	1.94	-32.94%	(0.26)	-376.79%
平均			-31.00%		-50.65%

资料来源：公司公告，平安证券研究所（注：贵州茅台营收为营业收入，剔除利息收入，大众酒平均净利润增速剔除金种子）

图表11 2020Q1 白酒行业分档位业绩情况



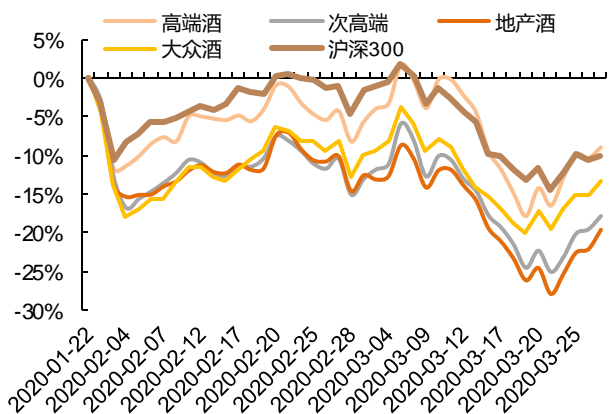
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 股价与估值复盘：股价短期冲击集中，疫情趋缓反弹明显

严格管控期短期冲击集中，疫情趋缓反弹明显。新冠疫情由于初期公众认知不足，并未受到市场的足够重视，在1月22日武汉及湖北各地陆续“封城”之后，社会恐慌加剧，市场开始有所体现，中间恰逢春节假期，短期市场冲击集中，同时2月社融规模下降41789亿元，资金面紧张。而随着管控措施的不断推进，境内疫情趋缓，3月社融规模增至51838亿元，资金面回暖，经济恢复向好促进社会乐观情绪，市场反弹明显。

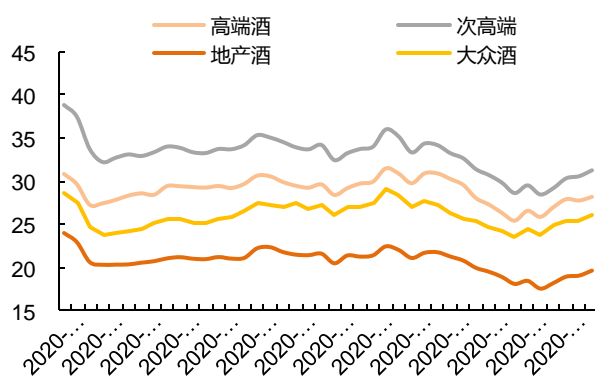
从2020年1月22日至2020年3月27日，疫情爆发期市场出现持续性震荡，高端酒、次高端酒、地产酒和大众酒板块全部下跌，累计涨跌幅分别为-8.98%/-17.90%/-19.60%/-13.36%（沪深300累计涨跌幅为-10.21%），市盈率降至28.15/31.35/19.75/26.20。个股对比来看，以茅五泸为代表的高端酒风险抵御能力相对较好。

图表12 严格管控期各价位带股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

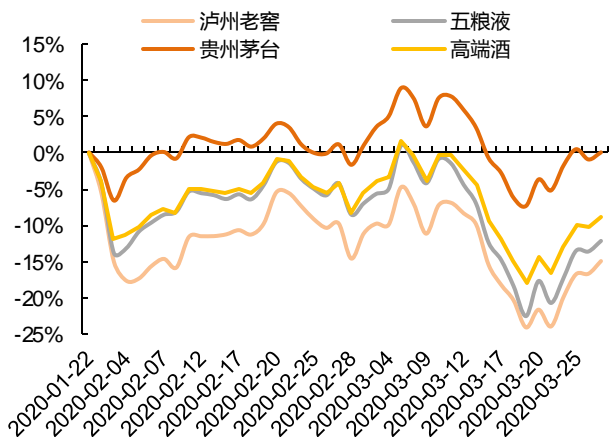
图表13 严格管控期各价位带估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

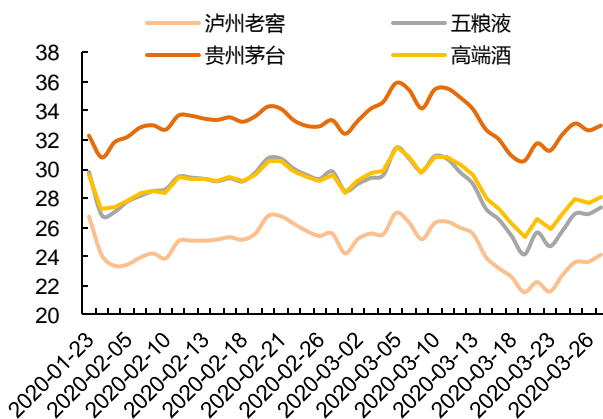
分价位带来看，1) 在业绩支撑下高端酒率先实现估值修复，自2月初低点后逐步攀升，3月初受疫情情绪压制，3月中旬再度回升。2020年1月22日至2020年3月27日，茅台股价累计持平，泸州老窖、五粮液累计下跌-14.87%/-12.07%，高端酒市盈率回调到疫情前水平，抵御市场冲击能力较强。

图表14 高端酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

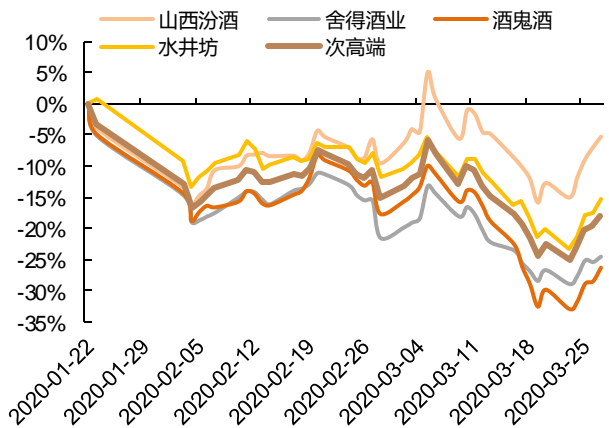
图表15 高端酒严格管控期估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

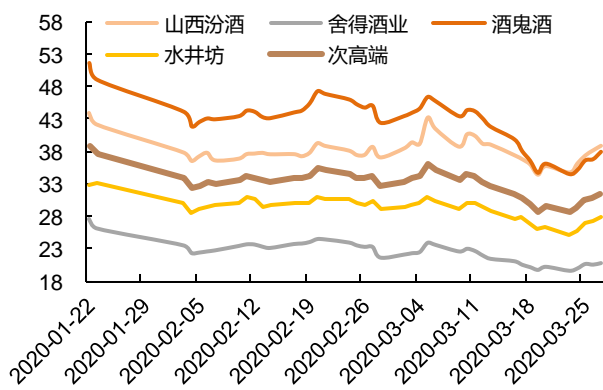
2) 次高端酒中，山西汾酒的整体表现较好，从2020年1月22日至2020年3月27日，股价累计涨跌幅为-5.39%，而舍得酒业、酒鬼酒、水井坊累计下跌-24.48%/-26.36%/-15.37%。次高端市盈率由于所处基本面不同而差异较大，整体来看，平均市盈率从1月22日38.9倍降至3月19日28.7倍，降幅为25.64%。

图表16 次高端酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

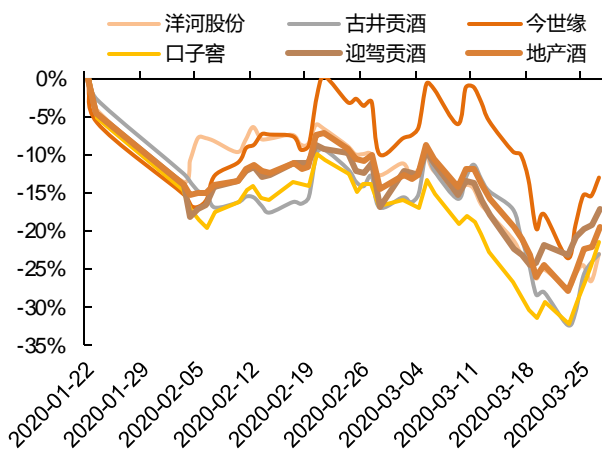
图表17 次高端酒严格管控期估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

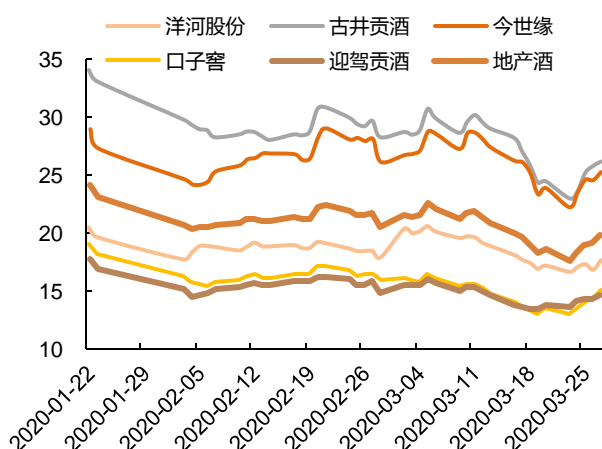
3) 地产酒中，整体回调幅度较大，2020年1月22日至2020年3月27日，洋河股份、古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒累计下跌-23.14%/-23.17%/-13.06%/-21.47%/-17.18%，市盈率分别降至17.62/26.14/25.25/15.01/14.71，宏观经济对地产产业链制约与疫情双重影响，整体受市场冲击较大。

图表18 地产酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

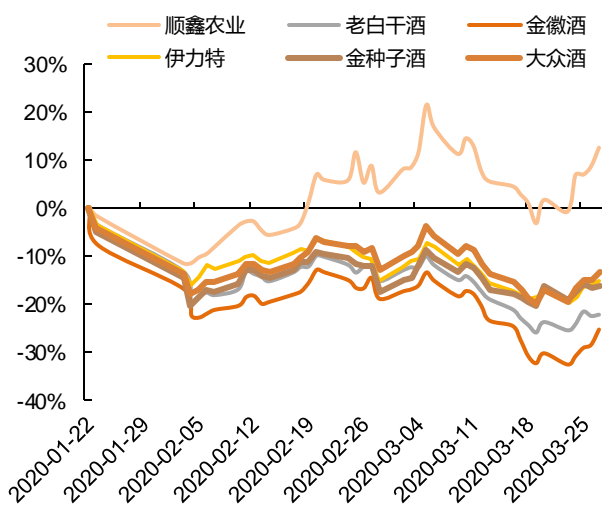
图表19 地产酒严格管控期估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

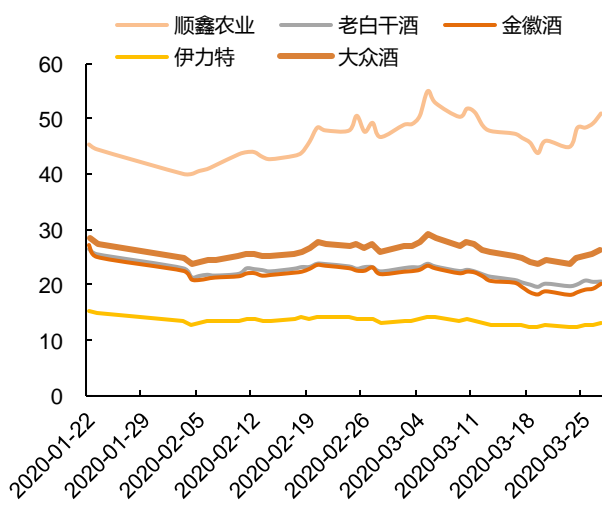
4) 大众酒中，2020年1月22日至2020年3月27日，大众酒累计下跌13.36%。其中，受益于屠宰业务大幅扩张，顺鑫农业整体表现优于全行业，股价不降反增，公司股价累计上涨12.32%，市盈率增至51.00。老白干酒、金徽酒、伊力特累计下跌22.18%/25.44%/15.25%，市盈率分别为至20.67/20.13/12.98。

图表20 大众酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表21 大众酒严格管控期估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

二、 放松期 (2020.3.28-2020.5.10)

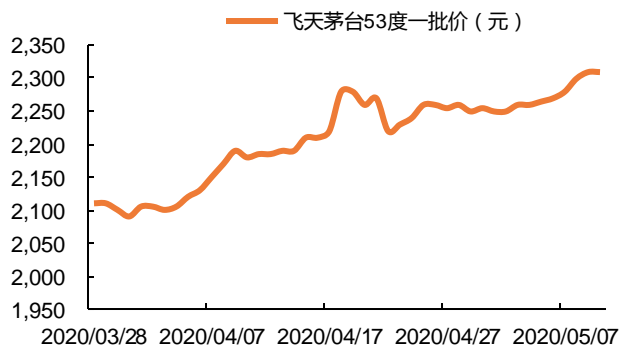
2.1 基本面复盘：控量提价库存去化，动销呈现“两头好、中间弱”

2.1.1 批价表现：疫情好转后各酒企控量挺价，帮助渠道消化库存以及回款

疫情下名酒企业信心不减，调整销售节奏控量挺价。郎酒率先宣布连续 3 月不催款，不追求短期目标，泸州老窖要求全国各片区运营节奏不能混乱，分区域启动市场，5 月后全面恢复配额。同时，各价位带酒纷纷对旗下主力产品进行提价以稳定军心，剑南春、汾酒、舍得等名酒企相继提价，在消费尚未完全恢复的情况下，量的增长和提升有限，涨价成为公司业绩提升的有效手段。根据泸州市酒业发展促进局披露数据，截止 2020 年 5 月上旬，全国白酒商品批发价格定基总指数为 104.83，环比指数为 100.06，较上一阶段有所提升，但提升幅度不大。

分价位带来看，1) 高端酒控量挺价下批价回升，其中飞天茅台散瓶 (53 度) 一批价从 3 月 28 日的 2,110 元上涨到 5 月 10 日的 2,310 元，上涨幅度高达 200 元，恢复至春节前水平，较 2019 年同期高出 10 元。2) 次高端酒采取主动提价，其中舍得推出第四代品味舍得，较上一代在品质、包装和防伪三个方面进行了升级，市场指导价相比第三代上涨 30 元/瓶；剑南春对水晶瓶出厂价涨 25 元/瓶，珍藏级涨 30 元/瓶；汾酒对玻汾价格小幅上调 2~3 元/瓶。3) 地产酒价格提升幅度不大，4 月古井/洋河/价格环比分别上升 0.97%/0.26%。4) 大众酒也部分顺应涨价潮，其中衡水老白干宣布在石家庄、唐山等地绿标 62 度供货价提高 10 元/件。

图表22 疫情放松期间飞天茅台 (53 度) 一批价走势



资料来源：国酒财经，平安证券研究所

图表23 疫情放松期间酒企纷纷提价

酒企	提价信息
剑南春	水晶瓶出厂价涨 25 元/瓶，珍藏级涨 30 元/瓶
舍得	推出第四代品味舍得，市场指导价提升 30 元/瓶
衡水老白干	石家庄唐山等地绿标 62 度供货价提 10 元/件
汾酒	42 度玻汾上调 2 元/瓶，53 度玻汾上调 3 元/瓶

资料来源：酒业家，平安证券研究所

图表24 2020 年 4-5 月全国白酒商品批发价格定基总指数

类别	月环比	4 月			5 月	
		上月	中旬	下旬	月环比	上月
全国白酒价格总指数	100.02	100.02	99.97	100.03	100.05	100.06
一、名酒	100.12	100.11	99.93	99.98	100.28	100.19
二、地方酒	99.84	99.88	100.01	100.13	100.26	100.19
三、基酒	100	100	100	100	100	100

资料来源：泸州市酒业发展促进局，平安证券研究所

2.1.2 渠道表现：传统淡季库存去化节奏加快，白酒动销呈现“两头好、中间弱”

4-5月属于白酒的传统淡季，叠加疫情影响，渠道库存高企，为平衡全年量价增长，多数酒企通过调整发货节奏、取消配额、不催回款的方式来缓解经销商的动销压力，减少疫情对动销造成的冲击。自4月8日武汉解封以来，疫情管控政策逐步宽松，下游需求稳步复苏，走亲访友、日常餐饮、酒店宴席等消费场景陆续恢复，白酒库存去化节奏加快。整体上，白酒动销呈现出“两头好、中间弱”的特点。

- 1) 高端酒动销逐步恢复，严格控货库存良性。**在严格管控发货、出货的背景下，4-5月高端酒渠道库存良性，其中茅台渠道库存天数小于1个月，五粮液库存保持在1-1.5个月。五粮液浓香公司于4月底至5月底期间执行“补年计划”，加速动销复苏。泸州老窖自4月份起恢复执行部分配额，5月起基本恢复至正常节奏。
- 2) 次高端酒企积极应对渠道压力，逐步消化库存。**4-5月次高端酒企以消化第一季度的库存为主，多数酒企为应对渠道压力出台相关政策，减轻终端经销商压力。山西汾酒、水井坊渠道库存维持在1-2个月左右，相比一季度有所回落。
- 3) 五一期间宴席场景放开，地产酒库存下降。**五一前地产酒提前出台促销活动，静待宴席市场回暖，洋河、古井、口子窖纷纷加大终端促销力度，加速库存消化。伴随着江苏省餐饮的逐步放开，日常聚餐恢复至同期水平的80-90%，宴席场景仍有部分限制，洋河梦系列、今世缘动销稳步恢复，今世缘库存水平自2个月回落至1-1.5个月。五一期间安徽宴席市场基本放开，古井库存自2.5-3个月下降至2个月左右，整体库存水平略高于往年同期，古8作为流通单品动销依旧承压。
- 4) 大众酒在餐饮的带动下较快复苏。**据渠道调研，玻汾、牛栏山等100元以下光瓶酒表现相对较好，充分受益餐饮恢复，顺鑫农业终端动销逐步恢复，华东、山东地区增速可观。

图表25 主要酒企放松期库存情况

酒企	库存天数
茅台	小于1个月
五粮液	1-1.5个月
泸州老窖	1个月
山西汾酒	1-2个月
水井坊	1-2个月
古井贡酒	2个月
今世缘	1-1.5个月
洋河股份	1-2个月

资料来源：渠道调研，平安证券研究所

图表26 多数酒企为加速去库存出台相关政策

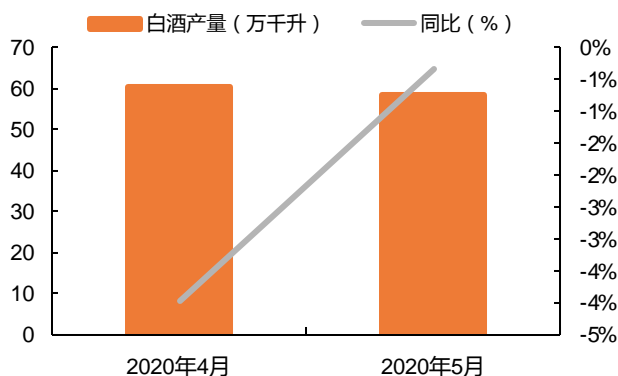
酒企	文件	具体措施
水井坊	《致全国经销商合作伙伴的一封信》	将于与每位门店客户密切沟通，了解经营状况并收集意见和需求，制定切实可行的疫情后迅速动销方案
今世缘	《关于应对新冠疫情支持全国经销商伙伴共渡难关的九条政策意见》	针对区域市场的阶段营销方案和不同类型的项目采取暂停延期或调整的处理方式
泸州老窖	《关于取消国窖1573经典装配额的通知》	取消国窖1573经销商的配额
五粮液	《关于精准施策、不搞一刀切，切实做好近期市场重点工作的通知》	不搞一刀切，及时调减近期动销有压力的经销商配额

资料来源：政策文件，平安证券研究所

2.1.3 产量表现：白酒生产逐步恢复，产量下滑幅度趋缓

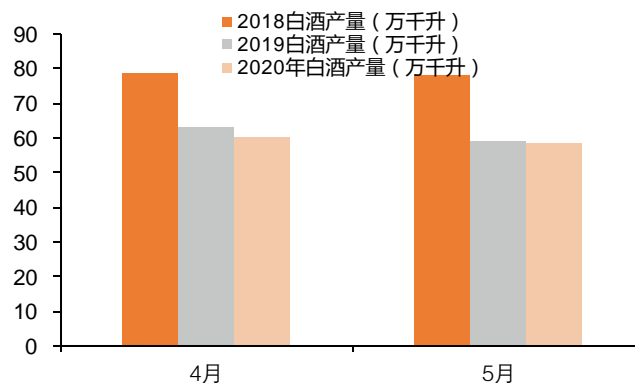
随着各家白酒企业陆续推进复工复产，白酒生产逐步恢复，虽仍有下滑但幅度趋缓。2020年4月白酒产量为60.4万千升，同比下降4.0%，环比下降8.2%。2020年5月白酒产量再次下滑，同比下降3.4%，环比下降3.0%，下滑幅度趋缓。

图表27 2020年4-5月白酒产量及同比



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表28 2018-2020年白酒产量及同比



资料来源：WIND，平安证券研究所

2.2 业绩表现复盘：业绩表现呈“哑铃型”，高端低端触底回弹，地产酒依旧承压

2.2.1 高端白酒：疫情进入放松期，高端需求刚性业绩反弹

3月初结束大范围“封城”政策并复工复产后，白酒行业进入为期2个月左右的调整恢复期。期间高端白酒表现恢复，20Q2高端白酒整体营收平均同比增长8.62%，净利润平均同比增长13.75%，其中茅台/五粮液/泸州老窖营收同比分别增长9.55%/10.13%/6.20%，净利润分别同比增长8.45%/10.52%/22.29%。茅台在Q1开门红后延续健康增长态势，为完成全年目标奠定坚实基础，茅台酒延续增长，系列酒受疫情影响同比微降。五粮液Q2严格控制发货，吨价提升贡献了公司营收主要增量。泸州老窖5月恢复国窖1573配额，终端动销逐步恢复，公司营收止跌回升。

2.2.2 次高端白酒：次高端白酒表现分化，水井坊业绩承压

随着疫情扰动减弱，宴席、聚会等消费场景放开，次高端白酒业绩出现分化，20Q2次高端白酒营收平均同比下降9.98%，净利润平均同比下降25.43%。其中汾酒/舍得/酒鬼酒二季度营收同比先后转正，分别为18.44%/18.83%/12.89%。根据渠道调研，汾酒自4月起强势复苏，省内市场恢复至90%，省外市场恢复至70%左右，并推出促销政策，采取“年度指标不调整，动态调整阶段性指标”的应对策略。而水井坊2-6月严格控货消化库存、加大终端促销力度，致使业绩承压，20Q2营收下滑90%，利润报负，其中核心单品井台、臻酿八号合计下滑幅度预计超50%。

2.2.3 地产酒：地产酒业绩依旧承压，仍处于控货挺价调整期

20Q2地产酒营收平均同比下降12.14%，净利润平均同比下降10.12%。二季度地产酒企中仅今世缘营收同比增长3.76%，迎驾贡酒/洋河股份/古井贡酒/口子窖分别营收同比下降17.30%/18.57%/3.51%/25.07%。净利润方面，除迎驾贡酒同比增长10.06%外，其余酒企均有不同程度下滑。地产酒延续控货策略，并放宽经销商打款政策，仍处于控货挺价的调整期。

2.2.4 大众酒：大众酒需求稳步复苏，多数酒企营收同比转正

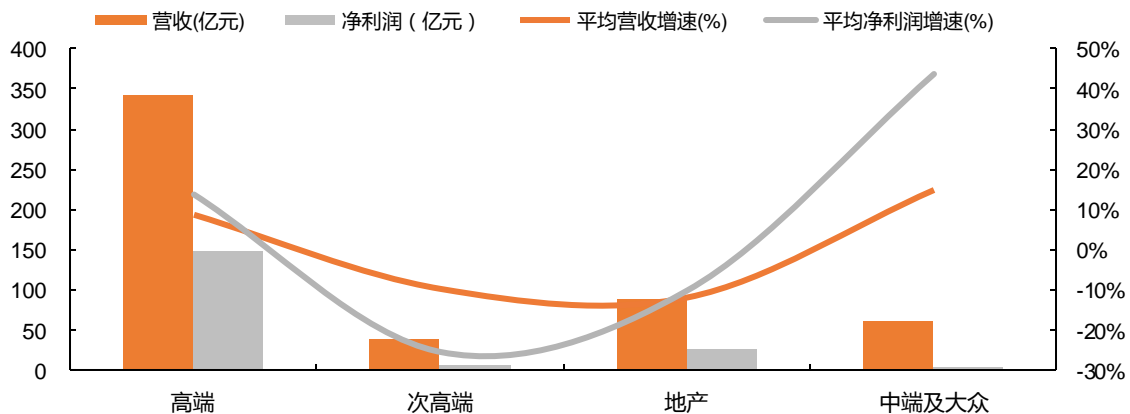
消费场景放开后商超、餐饮、流通渠道逐步恢复，带动大众酒需求回升。20Q2大众酒营收平均同比增长14.83%，净利润平均同比增长43.74%。20Q2顺鑫农业营收依旧维持正增长，伊力特及金徽酒营收增速回正，分别增长51.78%和22.70%，归母净利润增速分别为151.71%和141.67%。

图表29 2020Q2 各上市酒企业绩情况统计

	证券简称	营收(亿元)	营收增速(%)	净利润(亿元)	净利润增速(%)
高端	贵州茅台	195.47	9.55%	100.65	8.45%
	五粮液	105.29	10.13%	33.10	10.52%
	泸州老窖	40.82	6.20%	14.98	22.29%
平均			8.62%		13.75%
次高端	山西汾酒	27.60	18.44%	3.81	13.35%
	舍得酒业	6.22	18.83%	1.41	51.15%
	酒鬼酒	4.10	12.89%	0.88	6.35%
	水井坊	0.75	-90.08%	(0.88)	-172.59%
平均			-9.98%		-25.43%
地产酒	迎驾贡酒	5.97	-17.30%	1.00	10.06%
	洋河股份	41.60	-18.57%	13.98	-10.35%
	古井贡酒	22.38	-3.51%	3.76	-21.68%
	今世缘	11.43	3.76%	4.39	1.88%
	口子窖	7.92	-25.07%	2.43	-30.53%
平均			-12.14%		-10.12%
大众酒	顺鑫农业	39.96	9.45%	2.01	-10.19%
	老白干酒	7.37	-9.04%	0.52	-32.60%
	金徽酒	3.69	22.70%	0.62	141.67%
	伊力特	6.40	51.78%	1.37	151.71%
	金种子酒	2.16	-0.72%	(0.28)	-31.91%
平均			14.83%		43.74%

资料来源: WIND, 平安证券研究所(注: 贵州茅台营收为营业收入, 剔除利息收入)

图表30 2020Q2 白酒行业分档位业绩情况



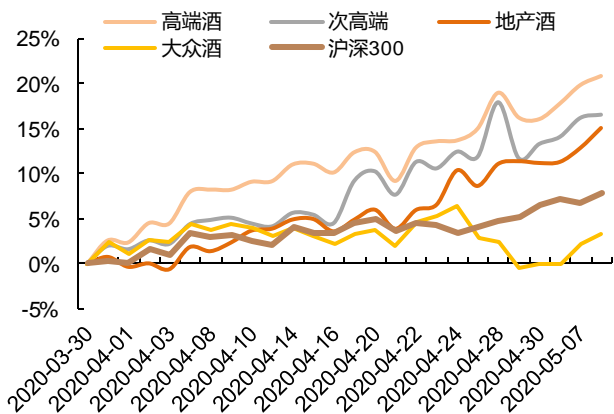
资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.3 股价与估值复盘: 消费场景有序放开, 白酒估值与股价齐升

疫情扰动减弱, 估值与股价齐升。随着疫情防控的成效显现, 国内宴请、聚会等消费场景有序放开, 白酒企业绩逐渐回暖。3月份主要经济指标降幅明显收窄, Q2实现快速复苏, 4、5月社融规模达到31027、31866亿元。北上资金也从大幅流出转为恢复净流入。在需求边际复苏及充裕流动性推动下, 部分白酒批价持续上涨, 叠加酒企理性控货消化库存, 市场信心回升。在未来业绩确定性仍较高的基础上, 白酒板块获得市场的认可, 助推估值与股价上涨。

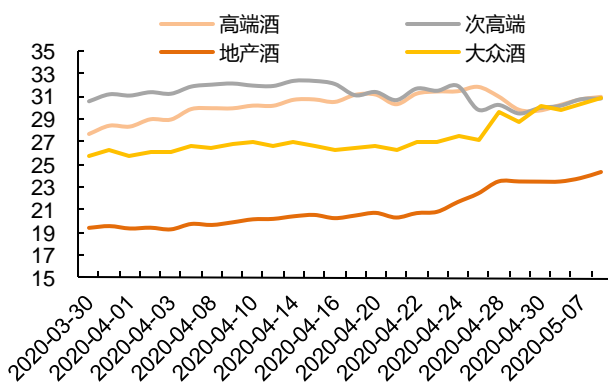
2020年3月30日至2020年5月8日，高端酒、次高端酒、地产酒和大众酒板块全面复苏，累计涨跌幅分别为20.79%/16.48%/15.03%/3.38%（沪深300累计涨幅为7.88%），市盈率增至30.95/30.86/24.40/30.86倍。个股对比来看，高端、次高端白酒板块市场调整能力相对较好。

图表31 放松期各价位带股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

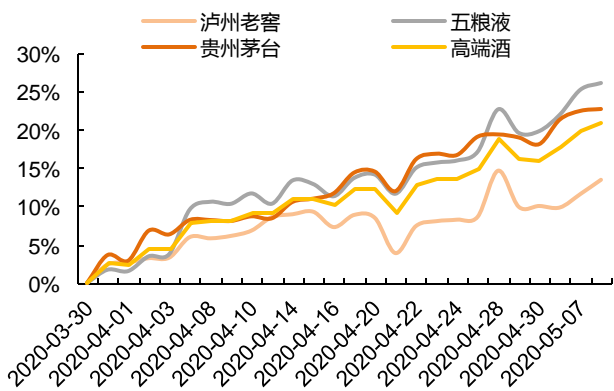
图表32 放松期各价位带估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

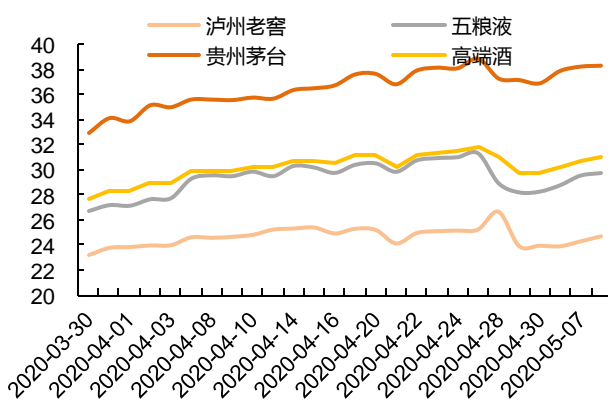
分价位带来看，1) 高端酒中，2020年3月30日至2020年5月8日，茅台、五粮液、泸州老窖累计上涨22.63%/26.20%/13.53%，市盈率提升至38.33/29.77/24.73，整体来看高端白酒受疫情影响较少，疫情缓和后销售数据和价格得以快速恢复，进一步推动股价上行。

图表33 高端酒放松期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

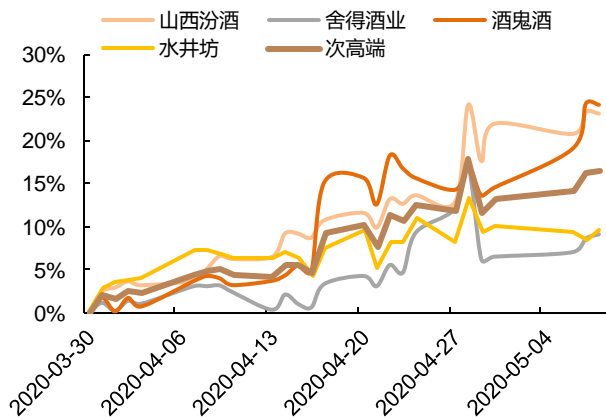
图表34 高端酒放松期估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

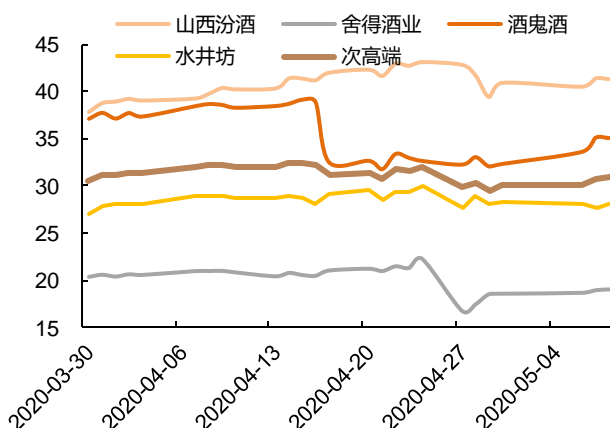
2) 次高端酒中，2020年3月30日至2020年5月8日，山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊累计上涨23.04%/9.09%/34.23%/9.56%，市盈率上涨至41.31/19.09/34.98/28.05，整体来看，随着宏观经济形势向好，拉动次高端需求增长，体现了良好的股价调整能力。

图表35 次高端酒放松期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

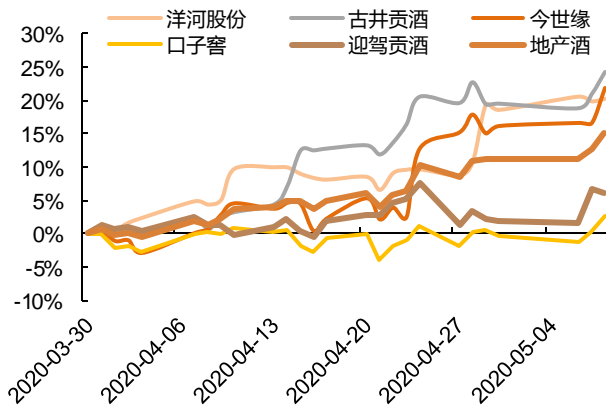
图表36 次高端酒放松期估值表现（市盈率）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

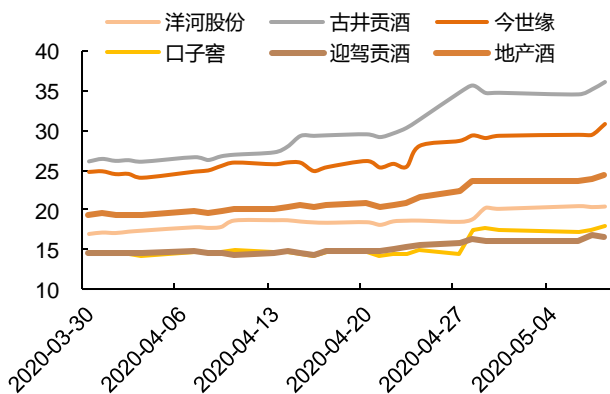
3) 地产酒中, 2020年3月30日至2020年5月8日, 洋河股份、古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒累计上涨20.27%/24.27%/21.88%/2.66%/6.09%, 市盈率上涨至20.43/36.20/30.71/17.97/16.70。

图表37 地产酒放松期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

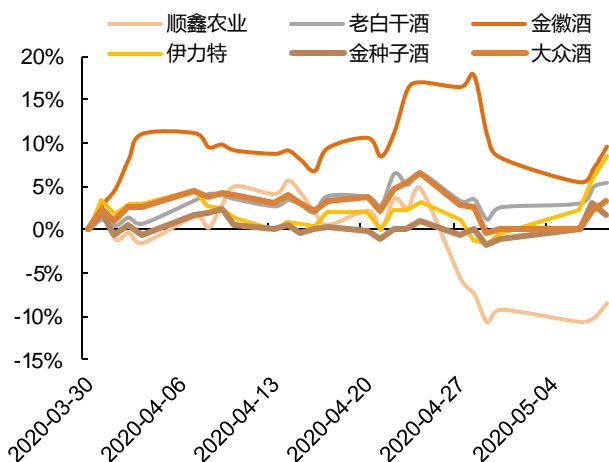
图表38 地产酒放松期估值表现（市盈率）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

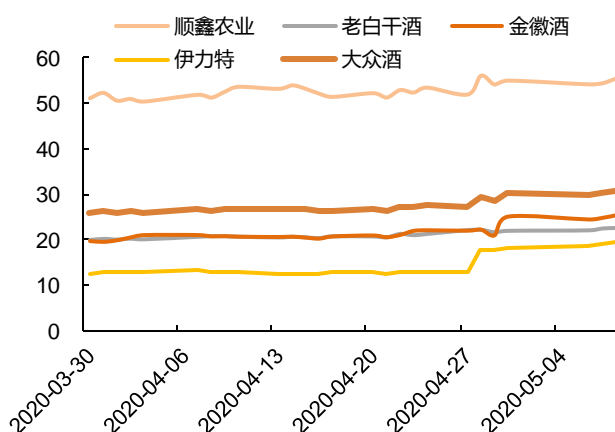
4) 大众酒中, 从2020年3月30日至2020年5月8日, 顺鑫农业累计下跌8.54%, 主要系公司白酒毛利下滑, 成本上升, 业绩不达预期, 老白干酒、金徽酒、伊力特累计上涨+5.45%/+9.61%/+8.59%, 市盈率分别上涨至22.65/25.57/19.76。

图表39 大众酒放松期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 大众酒放松期估值表现（市盈率）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、 第二轮严格管控期（2020.5.11-2020.9.2）

3.1 基本面复盘：各酒企持续提价，高端次高端动销回暖

3.1.1 批价表现：白酒行业逐步复苏，各酒企持续提价

顺应消费升级趋势，各优质酒企相继开展产品提价，实现产品结构升级，平衡现金流与业绩。根据泸州市酒业发展促进局披露数据，截止2020年6月上旬，全国白酒商品批发价格定基总指数为104.91，环比指数为100.02，7月、8月环比指数分别为100.16、100.2，名酒价格延续增长态势。

分价位带来看，1) 高端酒批价延续攀升，飞天茅台散瓶（53度）一批价格仍维持在高位，且保持上行趋势，最高攀升至2,810元，与2019年最高价相近，供需紧张下渠道惜售；泸州老窖国窖1573控货挺价决心强烈，于7月下旬全国停供，8月24日宣布9月10日起供货价提价40元/瓶，并将52度国窖1573经典装的建议零售价调整为1399元/瓶，与2019年初价格相比上涨300元。2) 次高端中汾酒自6月起对青花20及青花30进行涨价；智慧舍得一批价由420元逐步提升为445元，品味舍得一批价由290元逐步提升为320元；水井坊井台上涨10元至400元；酒鬼酒将52度500ml红坛酒鬼酒（高度柔和）战略价上调30元/瓶，旗下高端品牌内参的零售指导价调整为1499元/瓶。3) 地产酒中今世缘于7月起将四开国缘、对开国缘的零售价及团购价分别上调15元/瓶、10元/瓶；古井于7月13日起对旗下产品全面提价。4) 大众酒中河北衡水老白干大青花40°批价环比上涨3.79%，北京红星酒批价环比上涨0.35%。

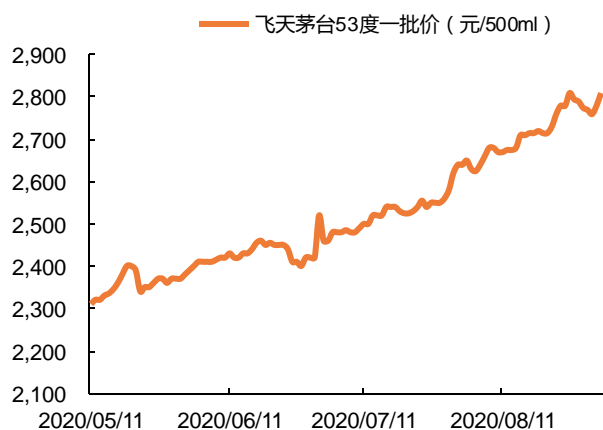
图表41 2020年5-8月白酒提价信息

酒企	提价信息
泸州老窖	6月3日，52度国窖1573在河南地区率先提价，自6月24日起结算价格提升10元/瓶
	7月15日，52度国窖1573经典装在华北（东北）大区的零售价调整为1399元/瓶
	7月21日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司下发《关于停止接收国窖1573订单及暂停国窖1573货物供应的通知》，宣告国窖1573全国性的停止接收国窖1573订单及暂停货物供应
	8月24日，泸州老窖发布通知，9月10日起，52度国窖1573经典装结算价上调40元/瓶，38度国窖1573经典装结算价上调30元/瓶
贵州茅台	6月起，直销渠道商500ml飞天茅台供货价上调100元/瓶，零售价1399元/瓶

山西汾酒	6月起,将53度青花30涨价100元/瓶,48度青花30涨价100元/瓶; 53度青花20涨价30元/瓶,42度青花20涨价15元/瓶
西凤酒	5月16日起,对旗下产品从统一上调25%—30%供货价, 包括红西凤、53度西凤酒珍藏版、七彩西凤酒、西凤酒海陈藏、西凤老绿瓶等
郎酒	6月25日起,青云郎酒、红运郎酒的四款不同规格产品的出厂价上调,上调金额从199元至699元不等
今世缘	7月1日起,四开国缘的零售价及团购价上调15元/瓶,对开国缘的零售价及团购价上调10元/瓶
古井贡酒	7月13日起,献礼版终端成交价为90元/瓶、古5终端成交价为120元/瓶、古8终端成交价为230元/瓶、 古16终端成交价为370元/瓶、古20终端成交价为550元/瓶、古26终端成交价为900元/瓶
酒鬼酒	8月将旗下高端品牌内参的零售指导价调整为1499元/瓶 5月26日起,52度500ml红坛酒鬼酒(高度柔和)战略价上调30元/瓶
剑南春	8月将旗下52度东方红1949的指导价上调至1499元/瓶

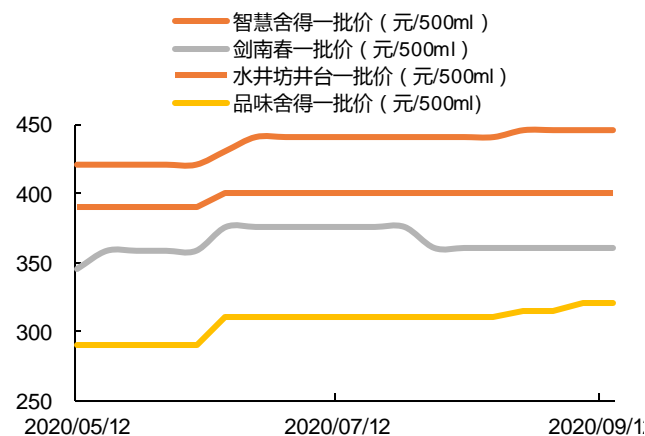
资料来源:公司网站,平安证券研究所

图表42 严格管控期间飞天茅台(53度)一批价走势



资料来源:国酒财经,平安证券研究所

图表43 剑南春、舍得与井台一批价的变化



资料来源:WIND,平安证券研究所

图表44 2020年5-8月全国白酒商品批发价格定基总指数

类别	5月			6月			7月			8月				
	中旬	下旬	月环比	上旬	中旬	下旬	月环比	上旬	中旬	下旬	月环比	上旬	中旬	下旬
全国白酒价格总指数	100	100.06	100.01	100.02	99.89	100.07	100.16	100.12	100.04	100.03	100.2	100.05	100.12	100.12
名酒	100	100.1	100.11	100.02	99.96	100.16	100.26	100.17	99.97	100.08	100.27	100.08	100.16	100.15
地方酒	99.99	100.01	99.81	100.03	99.7	99.94	99.92	100.08	99.99	99.97	100.12	100.02	100.11	100.16
基酒	100	100	100	100	100	100	100.24	100.01	100.34	100	100.11	100	100	100

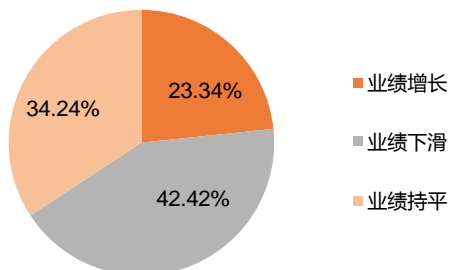
资料来源:泸州市酒业发展促进局,平安证券研究所

3.1.2 渠道表现: 高端次高端动销回暖, 渠道库存回归良性

随着疫情形势再度紧张,白酒行业动销再遇危机,库存动销情况低于预期,中秋国庆双节消季旺季被寄予厚望。酒业家对经销商经营状况的调研数据显示,截止9月业绩有所增长的经销商占23.34%,基本持平的占34.24%,下滑的占42.42%。增长者均为茅台、五粮液渠道商,地产品牌及非名酒经销商大部分处于下滑状态。名酒动销数量相比2019年同期增长50%左

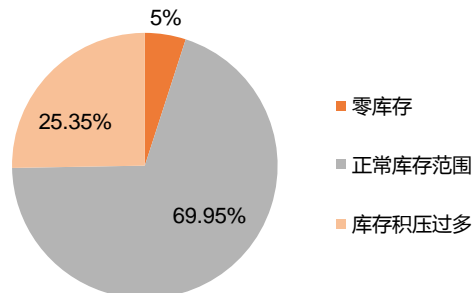
右,存在报复性消费。名酒经销商收益可观,但终究是少数,实现了“零库存”的酒商仅占 5%;“正常库存范围内”的,占 69.65%;表示“库存积压过多”的占 25.35%。

图表45 2020年中秋期间白酒动销情况



资料来源:酒业家,平安证券研究所

图表46 2020年中秋期间经销商库存情况



资料来源:酒业家,平安证券研究所

1) 高端酒库存良性。疫情加速了白酒行业调整,高端白酒更好地发挥了“酒中黄金”的避险属性,市场份额向头部集中。据调研反馈,截止9月初,贵州茅台渠道库存小于0.5个月,渠道库存较低。五粮液渠道库存1-2个月,公司针对经典五粮液、五粮液1618、39度五粮液等产品,根据“调整后不增量”、“调整计划后不投放至传统渠道”和“调整后不再投入渠道政策”三项原则,对现有传统商家计划量进行优化调整,积极推进发展规划。泸州老窖渠道库存2-3个月,主要因为公司计划9月初涨价,经销商积极打款库存提升。

2) 次高端酒库存位于合理区间。次高端酒普遍库存健康,其中水井坊渠道库存2个月,山西汾酒渠道库存2个月。

3) 地产酒仍有库存压力。餐饮未完全恢复下,地产酒依旧面临销售库存大、消费不振的问题,部分地方酒企为实现资金回流选择降价促销出售。地产酒中,古井贡酒渠道库存为2-3个月,口子窖1-2个月,今世缘渠道库存为2-3个月。

4) 大众酒库存良性。顺鑫农业库存为1个月左右,相比前期有所下降。

图表47 主要酒企第二轮严格管控期库存情况

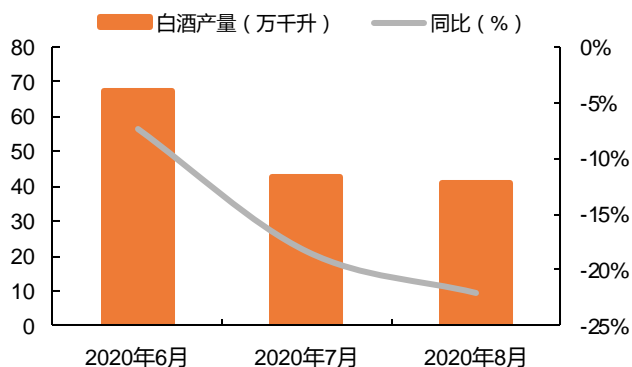
酒企	库存天数
茅台	小于0.5个月
五粮液	1-2个月
泸州老窖	2-3个月
水井坊	2个月
山西汾酒	2个月
古井贡酒	2-3个月
今世缘	2-3个月
洋河股份	1-1.5个月
顺鑫农业	1个月
口子窖	1-2个月
酒鬼酒	内参2个月,酒鬼2-3个月

资料来源:渠道调研,平安证券研究所

3.1.3 产量表现:疫情形势再度严峻叠加去库存压力,6-8月白酒产量再度下滑

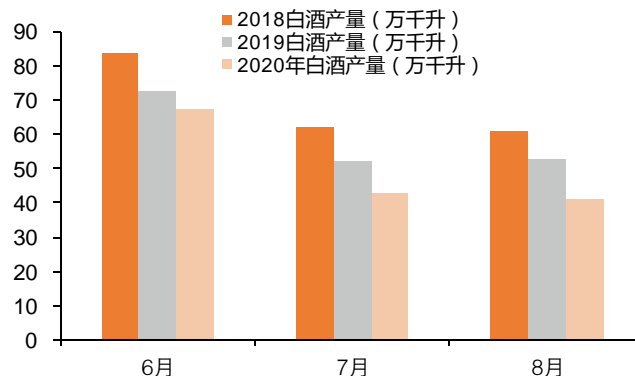
疫情形势再度严峻，造成我国白酒产量持续下滑，2020年8月我国白酒产量滑至谷底，仅为41万千升，同比下降22.05%。疫情的反复对白酒行业生产形成较大冲击，行业洗牌加速，挤压小品牌生存空间。

图表48 2020年6-8月白酒产量及同比



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表49 2018-2020年白酒产量及同比



资料来源: WIND, 平安证券研究所

3.2 业绩表现复盘：需求回暖全面反弹，双节旺季地产酒恢复高增

3.2.1 高端白酒：不畏疫情卷土重来，高端白酒依旧表现稳健

高端白酒在第二轮疫情期间表现延续二季度稳健态势，20Q3 高端白酒营收平均同比增长 13.58%，净利润平均同比增长 24.48%，其中茅台/五粮液/泸州老窖营收分别同比增长分别为 8.46%/17.83%/14.45%，净利润分别同比增长 6.31%/16.17%/50.95%。茅台三季度调整发货节奏，增速略有放缓，系列酒依旧承压，茅台酒仍然是公司营收增长的主要支撑，直营渠道持续发力占比提升。八代五粮液 19Q3 已经上市，故五粮液三季度增长主要来源于量增，吨价保持平稳。泸州老窖则充分受益国窖 1573 价格提升，带动三季度整体收入提速。

3.2.2 次高端白酒：酒鬼酒三季度表现亮眼，其余维持双位数增长

次高端白酒三季度表现优异，营收及净利润增速均回正，20Q3 营收平均同比增长 29.69%，净利润平均同比增长 133.19%，其中酒鬼酒营收增幅达 56.37%，净利润暴增 418.95%，得益于餐饮恢复下酒鬼系列迅猛增长。山西汾酒、舍得酒业营收均延续上季度双位数攀升，其中山西汾酒净利润增长 57.41%。水井坊前期控货成效显著，6 月底库存恢复至 18-19 年的良性水平，7 月宴席达成目标，回款好于预期，三季度营收增速回升至 18.86%，净利润增速达 33.09%。

3.2.3 地产酒：地产酒一改上半年颓势，三季度业绩全面反弹

中秋国庆属于地产酒消费旺季，地产酒企业三季度营收均有不同程度增长，一改上半年颓势，20Q3 营收平均同比增长 12.57%，净利润平均同比增长 14.56%。其中今世缘营收增速为 20.99%，净利润同比增长 32.65%，得益于喜宴回补及政商务活动政策化，国缘系列营收高增，品牌势能持续释放。在经历了四个季度的负增长后，20Q3 洋河业绩增速成功转正，营收同比增长 7.57%，净利润同比增长 14.00%，主要得益于中秋旺季消费回补，渠道库存得以消化。古井同样充分受益礼宴场景回补，古 8 及以上产品实现高速增长，20Q3 营收同比增长 15.13%，净利润同比增长 3.91%，实际动销超预期。

3.2.4 大众酒：金种子酒异军突起，顺鑫农业费用暴增引起净亏

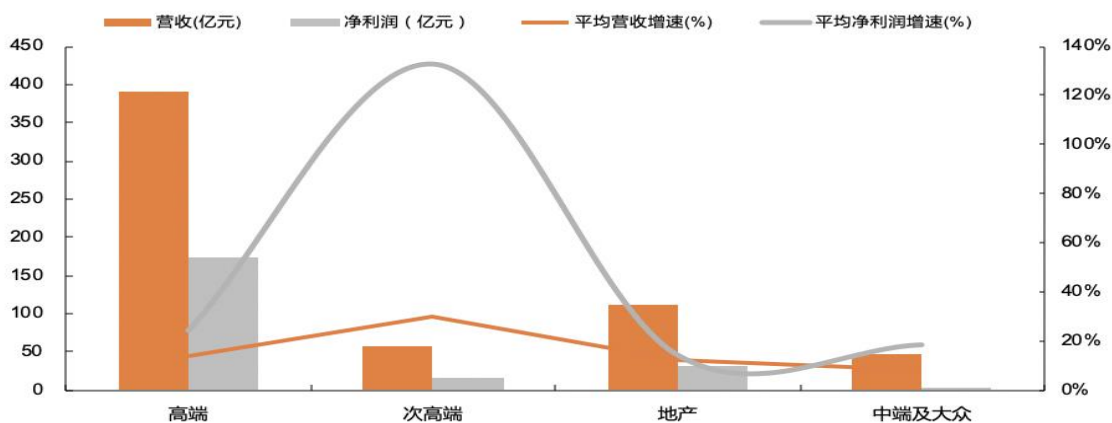
大众酒延续恢复态势，20Q3 大众酒营收同比平均增长 8.01%，净利润同比平均增长 18.60% (剔除顺鑫农业)。其中金种子酒营收同比增长 35.78% 至 2.54 亿元，归母净利润同比增长 27.04%。顺鑫农业营收保持正增长，但由于销售费用增幅为 92% 左右，导致季度净亏。

图表50 2020Q3 各上市酒企业绩情况统计

	证券简称	营收(亿元)	营收增速(%)	净利润(亿元)	净利润增速(%)
高端	贵州茅台	232.62	8.46%	119.23	6.31%
	五粮液	117.25	17.83%	38.56	16.17%
	泸州老窖	39.65	14.45%	15.65	50.95%
平均			13.58%		24.48%
次高端	山西汾酒	34.75	25.15%	8.60	57.41%
	舍得酒业	7.38	18.40%	1.54	23.29%
	酒鬼酒	4.05	56.37%	1.46	418.95%
	水井坊	11.42	18.86%	3.99	33.09%
平均			29.69%		133.19%
地产酒	迎驾贡酒	8.62	12.40%	1.99	28.13%
	洋河股份	54.85	7.57%	17.87	14.00%
	古井贡酒	25.50	15.13%	5.26	3.91%
	今世缘	12.81	20.99%	2.94	32.65%
	口子窖	11.17	6.75%	3.77	-5.86%
平均			12.57%		14.56%
大众酒	顺鑫农业	28.99	9.57%	(1.10)	-667.27%
	老白干酒	10.04	16.37%	1.16	51.27%
	金徽酒	3.34	14.42%	0.39	40.07%
	伊力特	3.64	-36.09%	0.56	-43.97%
	金种子酒	2.54	35.78%	(0.50)	27.04%
平均			8.01%		18.60%

资料来源: WIND, 平安证券研究所 (注: 贵州茅台营收为营业收入, 剔除利息收入, 大众酒净利润平均增速剔除顺鑫农业)

图表51 2020Q3 白酒行业分档位业绩情况



资料来源: WIND, 平安证券研究所

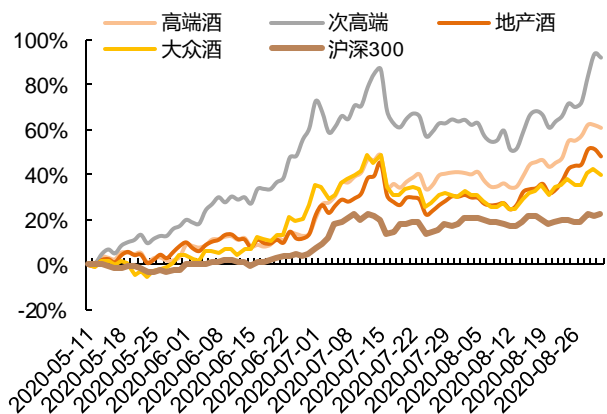
3.3 股价与估值复盘: 板块复苏加快, 市场分化明显

板块复苏加快, 市场分化明显: 随着 5 月病例连续新增, 疫情防控形势再度严峻, 全国再次开启“外防输入, 内防反弹”的严格管控期。6 月社融规模增至 34681 亿元, 7 月略有下滑, 8 月增至 35853 亿元。而经过一轮冲击后, 疫情影响缓解, 特别

是高档白酒之外产品的恢复提速。随着整体市场逐渐改善，白酒企业分化不断加剧，市场份额逐渐向头部企业靠拢，高端、次高端酒成为白酒市场增长的重要驱动力。

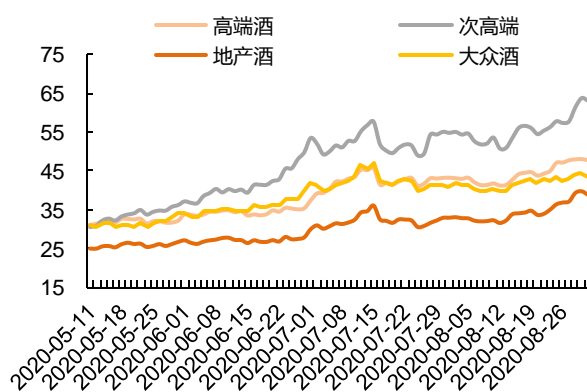
2020年5月11日至2020年9月1日，高端酒、次高端酒、地产酒和大众酒板块复苏速度加快，累计涨跌幅分别为60.40%/91.98%/47.83%/39.99%（沪深300累计涨幅为22.27%），市盈率增至47.47/63.02/38.77/43.56。个股对比来看，以泸州老窖为代表的高端酒和以山西汾酒、酒鬼酒为代表的次高端酒涨幅最大。

图表52 严格管控期各价位带白酒股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

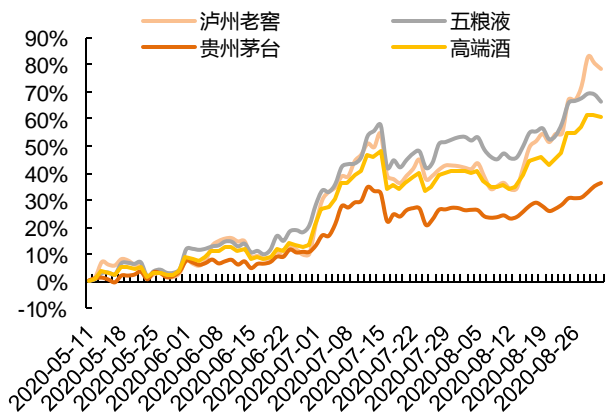
图表53 严格管控期各价位带白酒估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

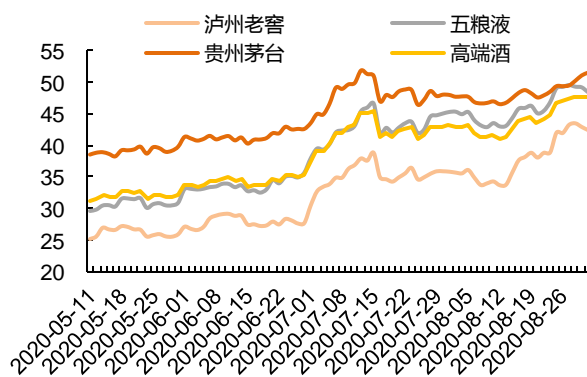
分价位带来看，1) 高端酒中，2020年5月11日至2020年9月1日，茅台、五粮液、泸州老窖累计上涨36.20%/66.54%/78.47%，市盈率上涨至51.61/48.46/42.34，整体来看高端酒具备较强抗风险性，整体增速明显领先于行业。

图表54 高端酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

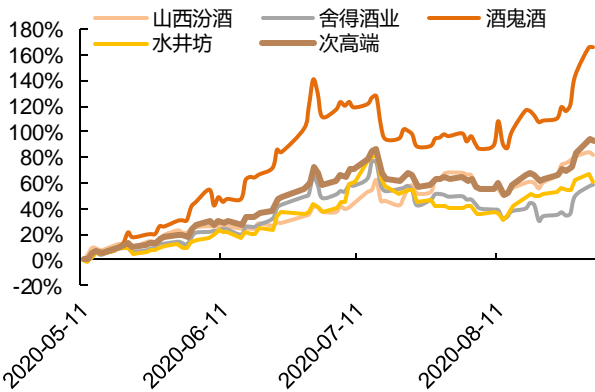
图表55 高端酒严格管控期估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

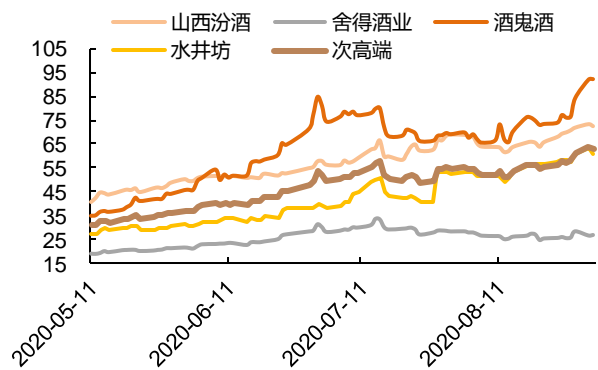
2) 次高端酒中，2020年5月11日至2020年9月1日，山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊累计上涨82.07%/58.53%/166.25%/61.06%，市盈率上涨至72.22/27.18/92.07/60.61，其中酒鬼酒与山西汾酒表现亮眼，伴随疫情后市场行情快速复苏与提价因素驱动，市盈率与股价处于历史高位。

图表56 次高端酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

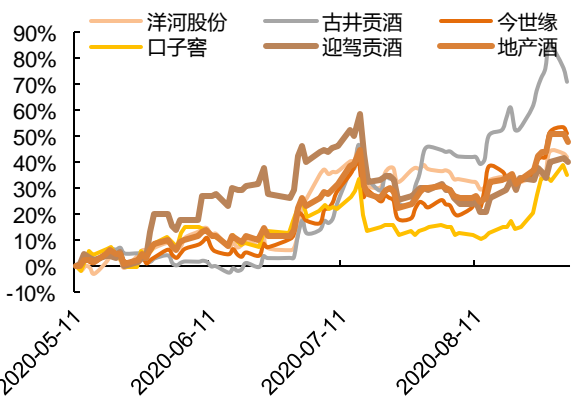
图表57 次高端酒严格管控期估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

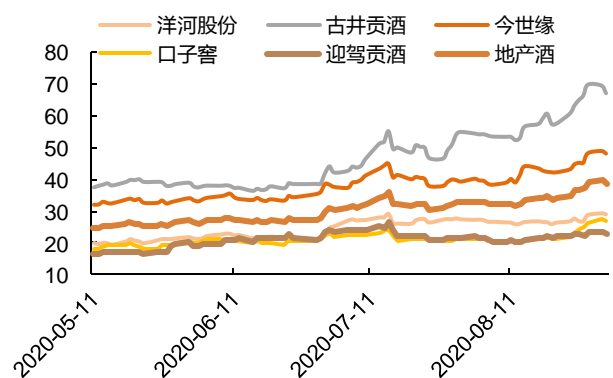
3) 地产酒中，2020年5月11日至2020年9月1日，洋河股份、古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒累计上涨41.96%/71.04%/51.44%/34.84%/39.87%，市盈率上涨至29.21/67.05/47.86/26.73/23.00，上涨幅度略低于高端与次高端酒，相较于历史表现整体景气度有所下滑。

图表58 地产酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

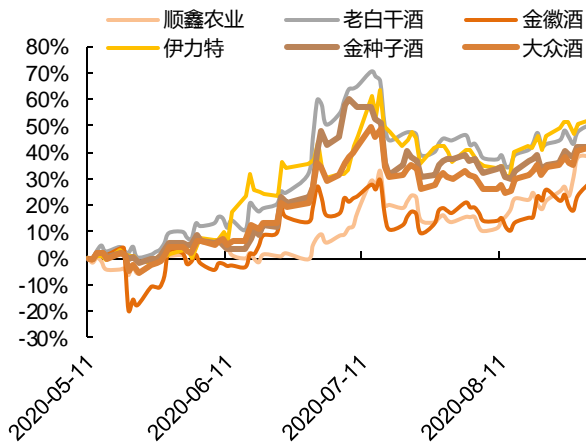
图表59 地产酒严格管控期估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

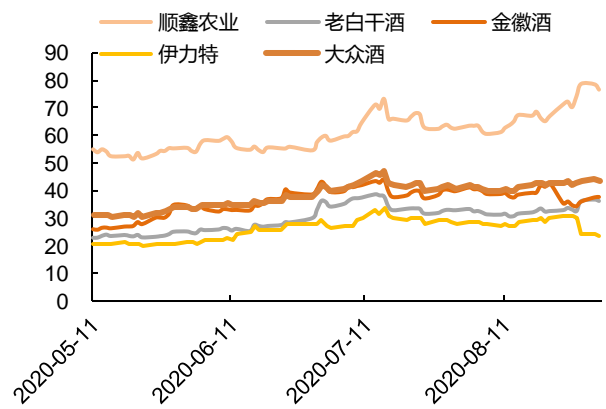
4) 大众酒中，2020年5月11日至2020年9月1日，顺鑫农业、老白干酒、金徽酒、伊力特、金种子酒累计上涨34.72%/48.32%/29.41%/48.61%/38.91%，顺鑫农业、老白干酒、金徽酒、伊力特市盈率分别上涨至76.73/36.24/37.51/23.76。

图表60 大众酒严格管控期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表61 大众酒严格管控期估值表现（市盈率）



资料来源：Wind，平安证券研究所

四、反复期（2020.9.2-2020.12.31）

4.1 基本面复盘：名酒批价波动上升，中秋国庆动销超预期

4.1.1 批价表现：受疫情反复影响，白酒价格波动上升

疫情反复下白酒价格高低起伏，但整体呈波动上升趋势，特别是12月，各酒企为2021年春节档蓄势，批价有所提升。12月份全国白酒商品批发价格月定基指数为105.86，上涨5.86%。其中名酒价格指数为106.76，上涨6.76%；地方酒价格指数为104.24，上涨4.24%。

分价位带来看，1) 高端白酒批价下跌后回升企稳，飞天茅台散瓶（53度）价格最低回落至2680元，随后稳定在2830元左右。泸州老窖再度下发提价通知，自2020年9月10日起，52度国窖1573经典装结算价上调40元/瓶，38度国窖1573经典装结算价上调30元/瓶。2) 次高端酒做出了相应的价格调整，品味舍得由320元提至335元，酒鬼酒内参由820元上调为840元，酒鬼酒红坛由245元上调为260元。3) 地产酒中洋河为保障市场正常供给、保持渠道合理利润，对梦之蓝M3产品供价提升20元/瓶，终端建议成交价分别不低于420元/瓶（低度）、500元/瓶（高度）。水井坊对核心产品臻酿八号中/低度零售价上调20元/瓶。4) 大众酒中，顺鑫农业牛栏山酒厂拟对三牛系列产品在原价格基础上进行调整，其中400ml、500ml、1.5L产品，上调10元/瓶；255ml产品，上调6元/瓶。

图表62 2020年9-12月白酒提价信息

酒企	提价信息
洋河	9月3日，洋河将梦之蓝M3产品供价提升20元/瓶 终端建议成交价分别不低于420元/瓶(低度)、500元/瓶(高度)
水井坊	核心产品臻酿八号中/低度零售价上调20元/瓶
泸州老窖	2020年9月10日起，52度国窖1573经典装结算价上调40元/瓶，38度国窖1573经典装结算价上调30元/瓶。
舍得酒业	2月1日起，舍得酒业针对公司旗下舍之道系列产品，在全国范围内统一上调10元/瓶终端门店供货价格，品味舍得提价15元

顺鑫农业

顺鑫农业牛栏山酒厂拟对三牛系列产品在原价格基础上进行调整,其中 400ml、500ml、1.5L 产品,上调 10 元/瓶;255ml 产品,上调 6 元/瓶。

酒鬼酒	酒鬼酒内参由 820 元上调为 840 元,酒鬼酒红坛由 245 元上调为 260 元
-----	---

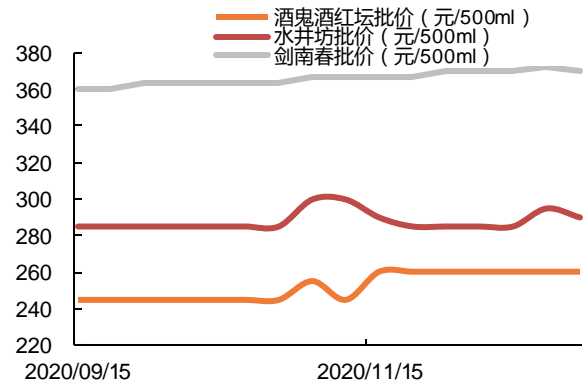
资料来源:公司网站,平安证券研究所

图表63 反复期间飞天茅台(53度)一批价走势



资料来源:国酒财经,平安证券研究所

图表64 12月白酒主要产品一批价



资料来源:今日酒价,平安证券研究所

图表65 2020年9-12月全国白酒商品批发价格定基总指数

类别	9月				10月			
	月环比	上旬	中旬	下旬	月环比	上旬	中旬	下旬
全国白酒价格总指数	100.19	100.04	100.01	100.06	100.23	100.16	100.01	100.08
一、名酒	100.31	100.11	100.01	100.09	100.34	100.26	100.01	100.01
二、地方酒	100.07	99.91	100.01	100.18	100.05	100.02	100.25	99.97
三、基酒	100	100	100	100	100.24	100.01	100.34	100
类别	11月				12月			
	月环比	上旬	中旬	下旬	月环比	上旬	中旬	下旬
全国白酒价格总指数	100.13	100.09	99.98	100.01	100.38	100	100.41	100.33
一、名酒	100.15	100.02	100.11	100.11	100.26	99.98	100.17	100.17
二、地方酒	100.19	100.29	99.71	99.8	100.66	100.02	100.85	100.83
三、基酒	99.97	99.97	100	100	100.34	100	100.5	100.01

资料来源:泸州市酒业发展促进局,平安证券研究所

4.1.2 渠道表现:疫情反复对品牌影响存在异质性,中秋国庆动销超预期

9月进入疫情反复期,其持续时间已经远超出市场预期。疫情常态化发展下,全国性和区域龙头酒企的份额加速提升,而中小品牌动销压力最大,库存积压严重,导致其现金流不足,此外,经销商也逐步放弃杂牌酒的运营,加速其退出。

1) 高端酒动销良好,库存位于低位。自9月开始送礼及商务需求逐步恢复,高端酒动销良好。据调研反馈测算,茅台的库存水平维持在半个月,五粮液库存不到1个月,老窖库存为1个月左右,动销表现良好。

2) 次高端需求回补,动销显著恢复。随着宴席、聚饮等消费场景的逐步恢复,次高端需求出现回补,渠道库存良性,大约在1.5-2个月之间。其中汾酒加大宴席推广费用,维持控货稳价,需求提升,玻汾供不应求;水井坊上半年严格控货,下半

年出货顺利，环比改善；舍得受益三季度招商，动销表现良好。

3) 地产酒动销恢复，库存水平良好。随着餐饮宴席复苏，消费氛围恢复，渠道信心增强，地产酒动销也随之恢复。徽酒中古井、口子窖表现良好，其中古 20 动销加速，古 8 以上系列产品渠道库存不到 3 个月，渠道库存较为良好，古 5 渠道库存 2 个月左右，环比有所下降；口子窖中口 5、口 6、口 10 表现良好，库存水平较低，仅 1 个月左右。苏酒中洋河表现良好，中秋国庆期间洋河梦系列动销增速 10% 以上，渠道库存水平恢复至 1.5 个月左右，库存水平良性；今世缘中国缘对开、四开表现良好，渠道库存小于 2 个月，位于正常水平。

4) 大众酒受疫情反复冲击。北京、河北疫情严重，给顺鑫农业带来负面冲击，公司渠道库存大约在 1-1.5 个月之间。

图表66 主要酒企库存情况

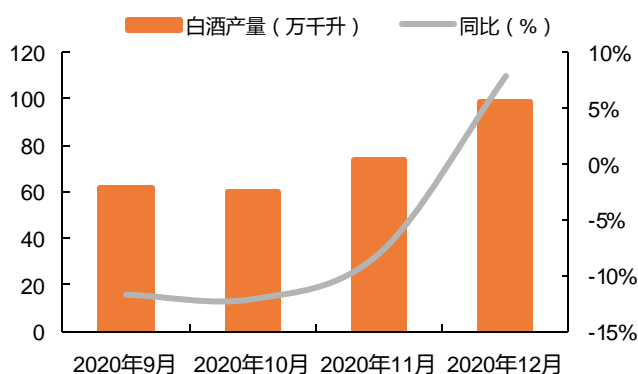
酒企	库存天数
茅台	0.5 个月
五粮液	小于 1 个月
泸州老窖	1 个月
古井贡酒	2-3 个月
口子窖	1 个月
今世缘	小于 2 个月
水井坊	3 个月
洋河股份	1.5-2 个月
顺鑫农业	1-1.5 个月

资料来源：渠道调研，平安证券研究所

4.1.3 产量表现：白酒消费回暖，产量随之上升

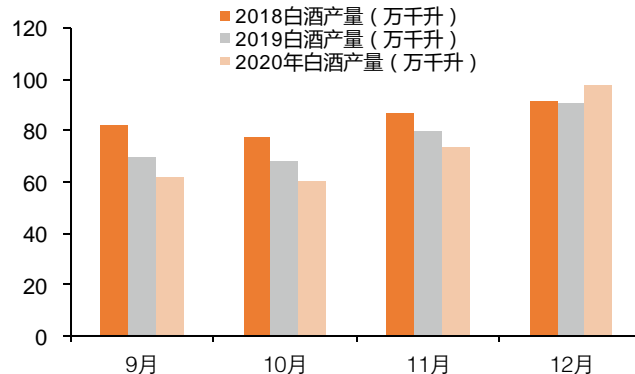
从产量端上看，疫情反复期间白酒消费回暖，白酒产量也随之上升。2020 年 9 月白酒产量为 61.8 万千升，较 8 月增长了 50.7%，10 月、11 月产量分别为 60.2 万千升、73.5 万千升，呈现企稳态势。12 月由于为 2021 年的春节档备货，产量有了大幅提升，同比增长 7.9%，单月产量达到 98.1 万千升。

图表67 2020 年 9-12 月白酒产量及同比



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表68 2018-2020 年 9-12 月白酒产量及同比



资料来源：WIND，平安证券研究所

4.2 业绩表现复盘：名酒改善逐季加速，大众酒不及预期

4.2.1 高端白酒：高端白酒业绩亮眼，实现全年最高营收增速

20Q4 高端白酒营收平均同比增长 14.48%，为全年最高增速，净利润平均同比增长 23.76%，仅次于三季度。其中泸州老窖营收及净利润增速最为抢眼，分别增长 16.45%和 41.54%，得益于前期渠道库存清理政策，国窖挺价放量。茅台及五粮液业绩均维持双位数增长，表现依旧稳健。

4.2.2 次高端白酒：次高端延续反弹，山西汾酒增速领跑

20Q4 次高端白酒营收平均同比增长 24.37%，净利润平均同比增长 54.11%。其中山西汾酒营收增速领先，为 33.12%，净利润增长高达 122.04%，超出市场预期，主要得益于青花系列提价及结构占比提升。舍得酒业/酒鬼酒/水井坊营收分别同比增长 16.56%/28.50%/19.32%，疫情影响减缓下恢复常态增长，净利润分别同比增长 32.46%/39.26%/22.68%。

4.2.3 地产酒：地产酒增幅基本维持，古井贡酒业绩承压

20Q4 地产酒四季度营收平均同比增长 9.71%，净利润平均同比增长 18.02%。四季度今世缘营收增速依旧跑赢其余酒企，达 22.24%，净利润增速为 54.64%。相比之下，古井贡酒业绩承压，营收增速仅为 0.39%，净利润同比下降 16.26%，主要受中低端产品吨价下行拖累。

4.2.4 大众酒：大众酒表现不及预期，顺鑫农业连续净亏

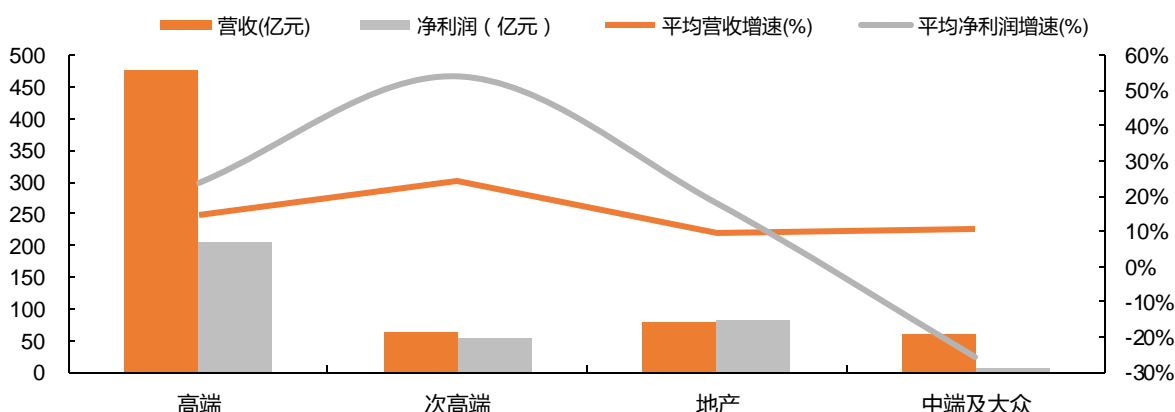
20Q4 大众酒营收平均同比增长 10.49%，净利润平均同比下降 25.83%（剔除金种子）。顺鑫农业、老白干酒、伊力特营收均呈现不同程度下滑，其中顺鑫农业四季度净亏 0.19 亿，净利润同比降幅达 113.19%。金种子酒则相对表现良好，营收增速同比增长 69.57%，净利润同比增长 231.44%。

图表69 2020Q4 各上市酒企业绩情况统计

	证券简称	营收(亿元)	营收增速(%)	净利润(亿元)	净利润增速(%)
高端	贵州茅台	277.00	13.09%	136.73	18.30%
	五粮液	148.28	13.92%	56.86	11.45%
	泸州老窖	50.54	16.45%	11.69	41.54%
平均			14.48%		23.76%
次高端	山西汾酒	36.15	33.12%	6.40	122.04%
	舍得酒业	9.40	16.56%	2.80	32.46%
	酒鬼酒	6.99	28.50%	1.61	39.26%
	水井坊	10.60	19.32%	2.30	22.68%
平均			24.37%		54.11%
地产酒	迎驾贡酒	12.22	8.34%	4.24	28.04%
	洋河股份	21.87	7.82%	2.96	26.61%
	古井贡酒	22.23	0.39%	3.15	-16.26%
	今世缘	9.27	22.24%	2.53	54.64%
	口子窖	13.24	9.77%	4.12	-2.93%
平均			9.71%		18.02%
大众酒	顺鑫农业	30.92	-19.44%	(0.19)	-113.19%
	老白干酒	11.01	-8.90%	0.79	-40.45%
	金徽酒	6.86	29.83%	1.73	59.61%
	伊力特	6.44	-18.59%	1.39	-9.30%
	金种子酒	3.74	69.57%	1.75	231.44%
平均			10.49%		-25.83%

资料来源：WIND，平安证券研究所（注：贵州茅台营收为营业收入，剔除利息收入，大众酒净利润平均增速剔除金种子）

图表70 2020Q4 白酒行业分档位业绩情况



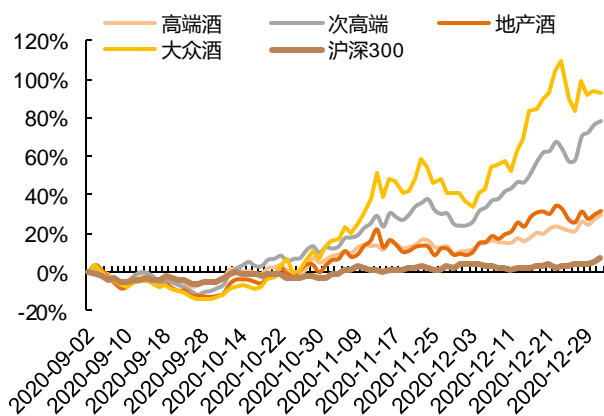
资料来源: WIND, 平安证券研究所

4.3 股价与估值复盘: 行业景气周期延续, 白酒板块持续向好

行业景气周期延续, 白酒板块持续向好。受全球化以及秋冬季人员聚集影响, 新一轮的新冠病毒再次爆发, 波及省市面更广, 造成疫情人数反复突增。9月社融规模达到 34693 亿元, 12月降至 17192 亿元。疫情背景下白酒行业的产量略有下降, 但受益于社会消费升级, 整体白酒市场实现涨价、放量、销售额提升, 景气周期延续, 高端价格稳健, 加速业绩修复, 使得白酒板块持续走强。

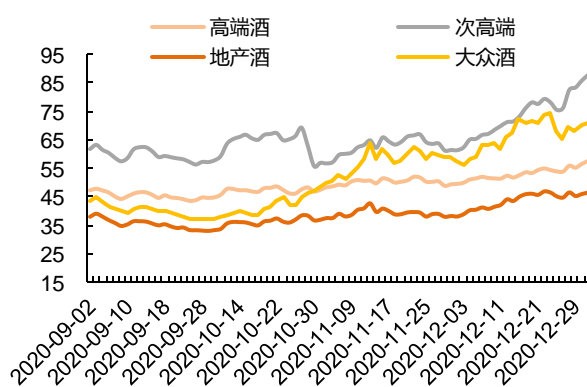
从 2020 年 9 月 2 日至 2020 年 12 月 31 日, 高端酒、次高端酒、地产酒和大众酒板块复苏速度加快, 累计涨跌幅分别为 29.75%/77.98%/31.54%/93.26%, 沪深 300 累计涨幅为 7.58%, 市盈率增至 57.73/87.36/46.69/70.66。个股对比来看, 以舍得酒业为代表的次高端酒和以老白干酒、金种子酒为代表的大众酒涨幅最大。

图表71 反复期各价位带白酒股价表现(累计涨跌幅)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

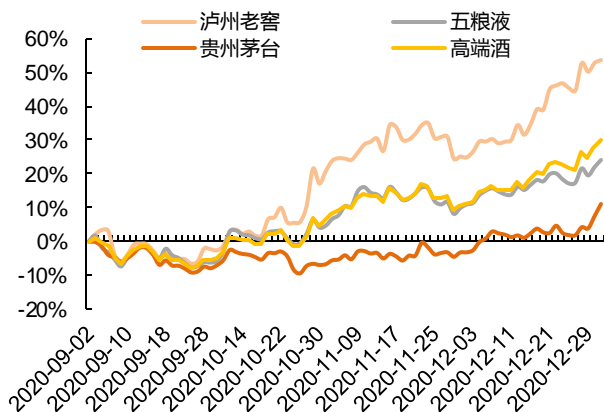
图表72 反复期各价位带白酒估值表现(市盈率)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

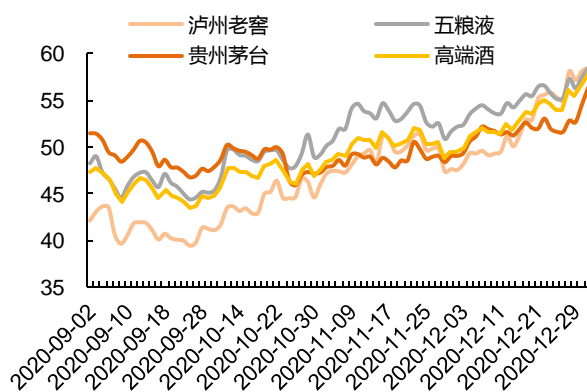
分价位带来看, 1) 高端酒中, 2020年9月2日至2020年12月31日, 茅台、五粮液、泸州老窖累计上涨 11.31%/24.19%/53.75%, 市盈率上涨至 56.30/58.38/58.51, 随着临近年末疫情影响逐渐消散, 低基数效应叠加线下消费场景复苏使得市场对板块信心高涨, 高端白酒迎来第三轮上涨行情。

图表73 高端酒反复期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

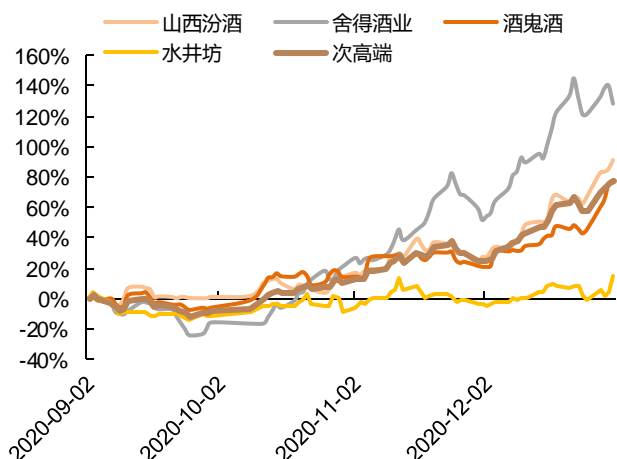
图表74 高端酒反复期估值表现（市盈率）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

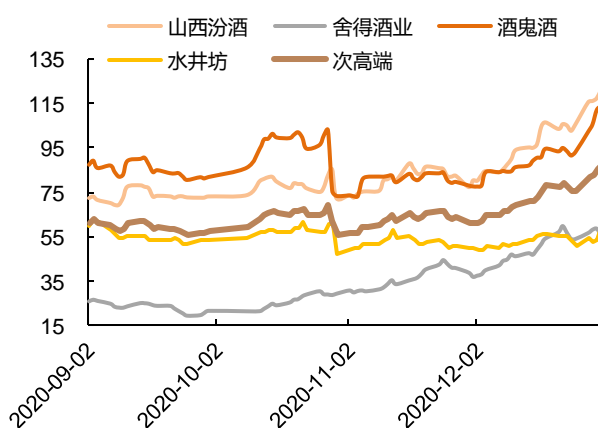
2) 次高端酒中, 2020年9月2日至2020年12月31日, 山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊累计上涨91.30%/128.45%/77.84%/16.32%, 市盈率上涨至120.97/55.68/113.95/58.86, 其中, 由于白酒板块关注度高和股东调整, 舍得酒业表现亮眼。

图表75 次高端酒反复期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

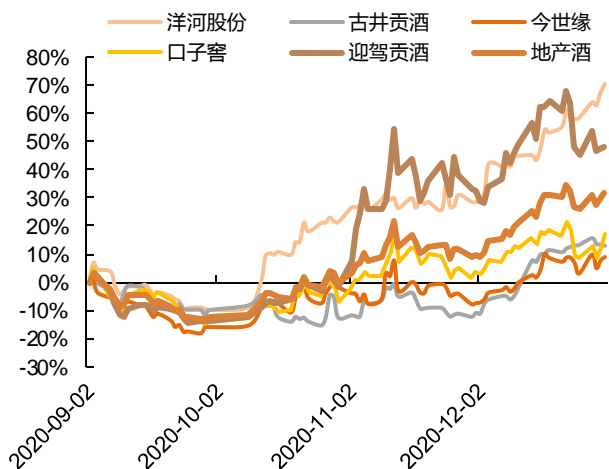
图表76 次高端酒反复期估值表现（市盈率）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

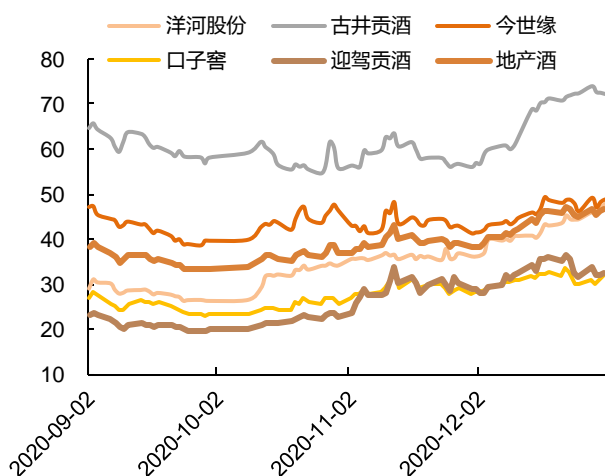
3) 地产酒中, 2020年9月2日至2020年12月31日, 洋河股份、古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒累计上涨70.78%/12.85%/8.84%/16.90%/48.32%, 市盈率上涨至47.92/72.34/48.71/32.09/32.39, 洋河股份结束前三季度低迷行情, 在地产酒中表现较好。

图表77 地产酒反复期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

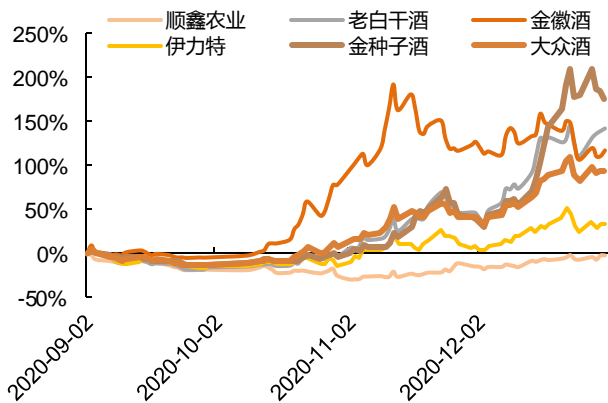
图表78 地产酒反复期估值表现（市盈率）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

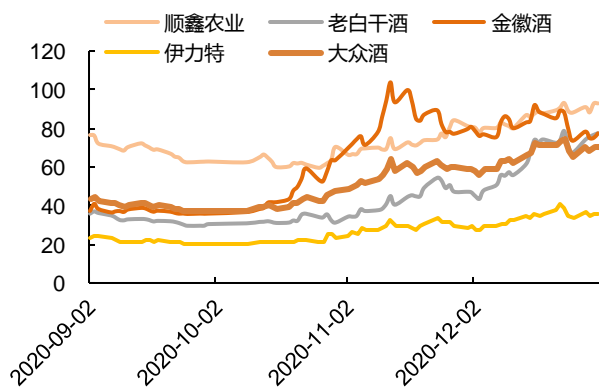
4) 大众酒中, 2020年9月2日至2020年12月31日, 顺鑫农业累计下降1.10%, 老白干酒、金徽酒、伊力特、金种子酒累计上涨141.04%/117.81%/32.86%/175.71%, 老白干酒、金徽酒、伊力特市盈率上涨至77.18/76.96/35.41。顺鑫农业受净利下滑影响四季度股价持续下跌, 金种子酒实现全年股价最大涨幅。

图表79 大众酒反复期股价表现（累计涨跌幅）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表80 大众酒反复期估值表现（市盈率）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、核心结论

经过对 2020 年期间白酒板块整体的复盘与分析，我们总结归纳出了以下结论：

图表81 2020年白酒企业营业收入和净利润增速情况

	证券简称	营收增速				净利润增速			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
高端	贵州茅台	12.76%	9.55%	8.46%	13.09%	16.34%	8.45%	6.31%	18.30%
	五粮液	15.05%	10.13%	17.83%	13.92%	18.33%	10.52%	16.17%	11.45%
	泸州老窖	-14.79%	6.20%	14.45%	16.45%	11.06%	22.29%	50.95%	41.54%
	平均	4.34%	8.62%	13.58%	14.48%	15.24%	13.75%	24.48%	23.76%
次高端	山西汾酒	1.71%	18.44%	25.15%	33.12%	30.63%	13.35%	57.41%	122.04%
	舍得酒业	-42.02%	18.83%	18.40%	16.56%	-71.09%	51.15%	23.29%	32.46%
	酒鬼酒	-9.68%	12.89%	56.37%	28.50%	32.24%	6.35%	418.95%	39.26%
	水井坊	-21.63%	-90.08%	18.86%	19.32%	-12.64%	-172.59%	33.09%	22.68%
	平均	-17.90%	-9.98%	29.69%	24.37%	-5.22%	-25.43%	133.19%	54.11%
地产酒	迎驾贡酒	-33.55%	-17.30%	12.40%	8.34%	-33.98%	10.06%	28.13%	28.04%
	洋河股份	-14.89%	-18.57%	7.57%	7.82%	-0.54%	-10.35%	14.00%	26.61%
	古井贡酒	-10.55%	-3.51%	15.13%	0.39%	-20.69%	-21.68%	3.91%	-16.26%
	今世缘	-9.42%	3.76%	20.99%	22.24%	-9.54%	1.88%	32.65%	54.64%
	口子窖	-42.92%	-25.07%	6.75%	9.77%	-55.36%	-30.53%	-5.86%	-2.93%
	平均	-22.27%	-12.14%	12.57%	9.71%	-24.02%	-10.12%	14.56%	18.02%
中端及大众酒	顺鑫农业	15.93%	9.45%	9.57%	-19.44%	-17.05%	-10.19%	-667.27%	-113.19%
	老白干酒	-34.19%	-9.04%	16.37%	-8.90%	-44.02%	-32.60%	51.27%	-40.45%
	金徽酒	-33.37%	22.70%	14.42%	29.83%	-47.00%	141.67%	40.07%	59.61%
	伊力特	-70.45%	51.78%	-36.09%	-18.59%	-94.51%	151.71%	-43.97%	-9.30%
	金种子酒	-32.94%	-0.72%	35.78%	69.57%	-376.79%	-31.91%	27.04%	231.44%
	平均	-31.00%	14.83%	8.01%	10.49%	-50.65%	43.74%	18.60%	-25.83%

资料来源：WIND，平安证券研究所（注：20Q1、20Q4 大众酒净利润平均增速剔除金种子，20Q3 大众酒净利润平均增速剔除顺鑫农业）

1) 从销量上看，受疫情影响 2020 年全年多数白酒企业销量下滑。

从销量端来看，白酒行业整体受到疫情影响，17 家上市白酒企业中仅有舍得酒业、酒鬼酒、今世缘、金种子 4 家酒企销量同比提升。高端酒中茅台销售量比上年减少 0.91%，基本保持稳定，五粮液和泸州老窖分别下降 3.0%和 15.3%。次高端酒中舍得、酒鬼酒销售量分别增长 23.8%、15.7%，水井坊则是大幅下降 41.8%。地产酒中今世缘销量同比微增 0.6%，其余酒企销量均同比下滑。大众酒中顺鑫农业销售量下降 3.8%，旗下产品除 52 度 500ml 牛栏山陈酿白酒保持增长外，其他产品均呈现不同程度下滑。

图表82 2020年主要酒企销量情况及同比

白酒档位	酒企	2020年销量(千升)	同比
高端酒	贵州茅台	64,055.88	-0.9%
	五粮液	160,443.00	-3.0%
	泸州老窖	120,915.16	-15.3%
次高端酒	山西汾酒	121,797.69	-3.1%
	舍得酒业	15,675.12	23.8%
	酒鬼酒	9,109.00	15.7%
	水井坊	7,861.02	-41.8%
地产酒	迎驾贡酒	41,024.19	-13.9%

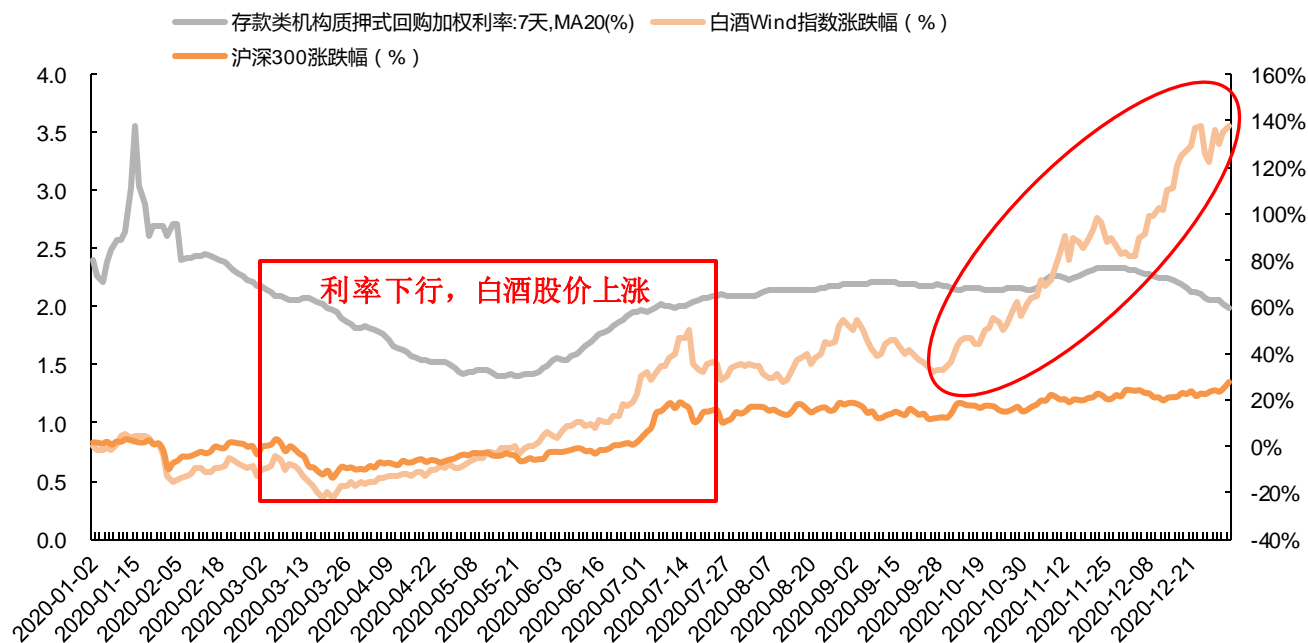
	洋河股份	155,757.37	-16.3%
	古井贡酒	86,930.68	-3.8%
	今世缘	31,755.00	0.6%
	口子窖	29,866.42	-16.3%
大众酒	顺鑫农业	690,078.05	-3.8%
	老白干酒	33,110.04	-22.6%
	金徽酒	15,213.95	-7.0%
	伊力特	19,657.41	-30.1%
	金种子酒	10,324.17	73.5%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2) 白酒板块走势受资金面影响大，利率下行的时候，白酒的股价反弹幅度高于沪深 300 指数。

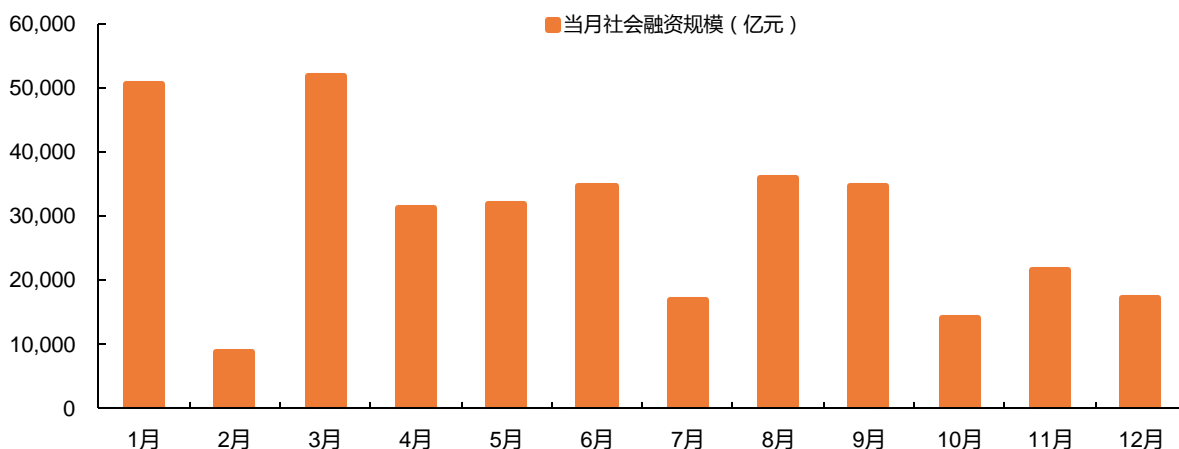
我们提取了 2020 年我国存款类机构质押式回购加权利率数据（7 天），并将其与白酒 Wind 指数（884705.WI）走势进行对比，发现利率下行的时候，白酒股价呈现显著反弹，且股价上涨幅度要显著高于沪深 300 指数。相比食品板块，白酒板块受资金面的影响更大，需要密切关注资金宽松情况。

图表83 2020年当月社会融资规模



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表84 2020年当月社会融资规模



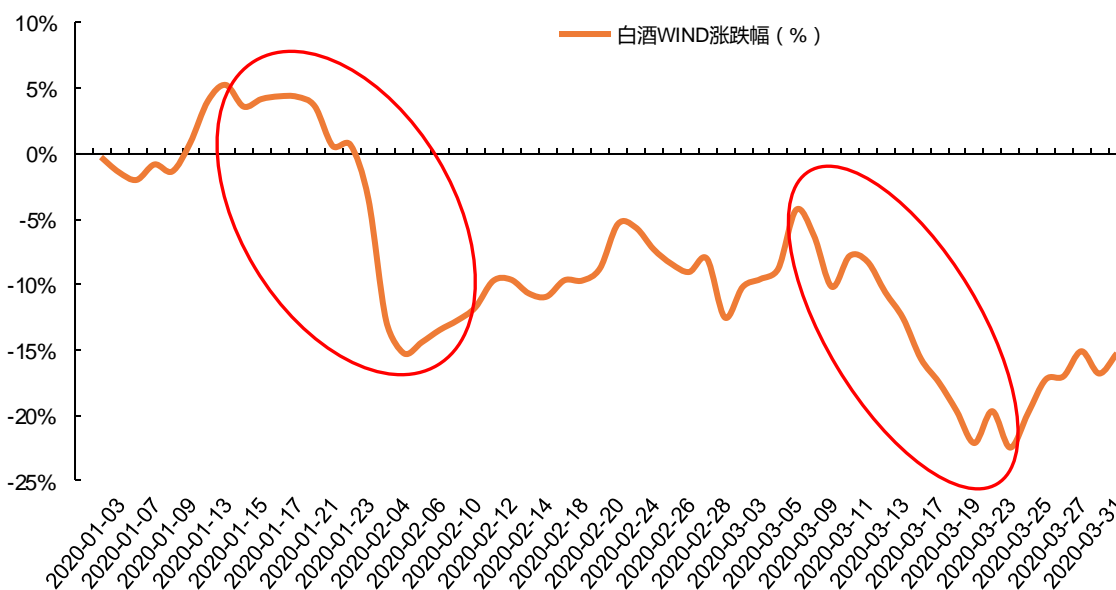
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3) 2022年白酒回调幅度及持续时间均大于2020年，主要是在疫情的基础上叠加了对于经济和消费低迷的担忧。

2020年新冠疫情爆发，初期公众认知不足，并未受到市场的足够重视，在1月22日武汉及湖北各地陆续“封城”之后，社会恐慌加剧，市场开始有所体现，白酒板块出现显著下跌，2020.1.1-2020.3.23期间白酒Wind指数下跌22.5%。

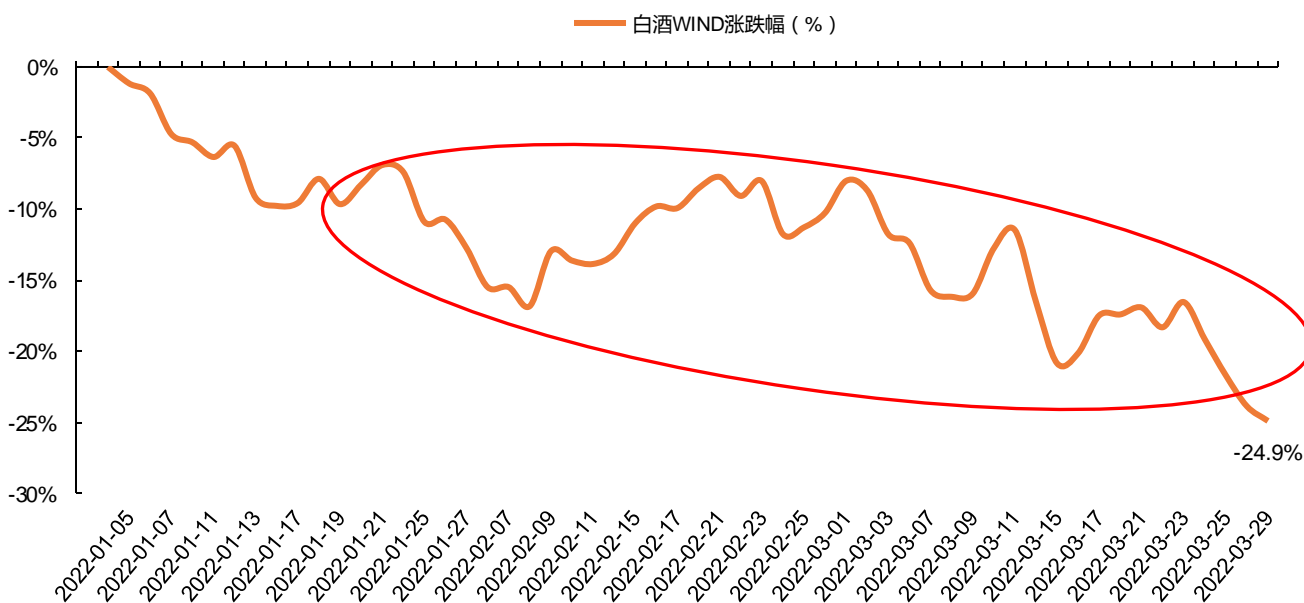
2022年各地新冠疫情出现反复，白酒板块再次显著下跌，2022.1.1-2022.3.29期间白酒Wind指数下跌24.9%，下跌幅度和持续时间均高于2020年。本轮下跌中疫情只占部分原因，除了对于疫情扰动下白酒消费场景受限的担忧外，更多的是对于整体宏观经济和消费低迷的担忧。持续的疫情对我国经济及消费活动造成压制，在宏观经济不景气的背景下，当前消费者行为出现较大转变，整体消费意愿降低，市场担心消费升级的持续性及高端消费的增长动能。

图表85 2020年白酒Wind指数下跌幅度最大达22.5%



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表86 2022年白酒WIND指数截止3.29下跌24.9%

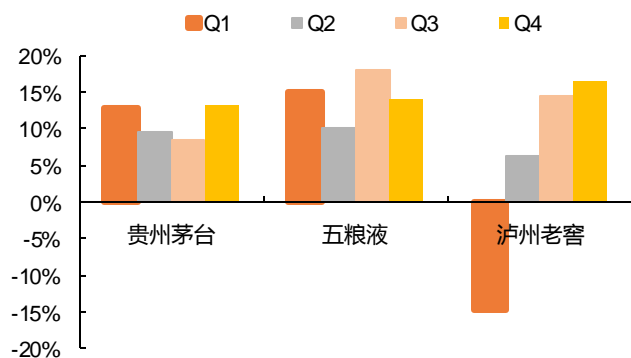


资料来源: WIND, 平安证券研究所

4) 高端酒经销商库存安全垫高, 对业绩的影响相对较小。

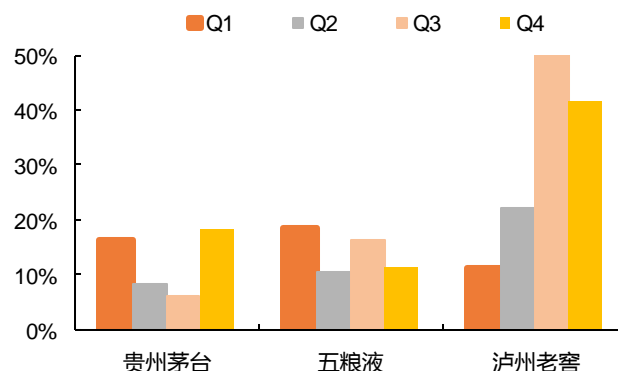
通过复盘疫情对基本面的影响, 我们发现高端酒经销商库存安全垫高, 对业绩的影响相对较小。其中贵州茅台、五粮液在2020年Q1-Q4均维持了营收及净利润正增长, 泸州老窖因节后取消2-3月经销商配额, 致使一季度营收下降外, 其余季度也都实现了营收及净利润的正增长。

图表87 2020年高端酒营收增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表88 2020年高端酒净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

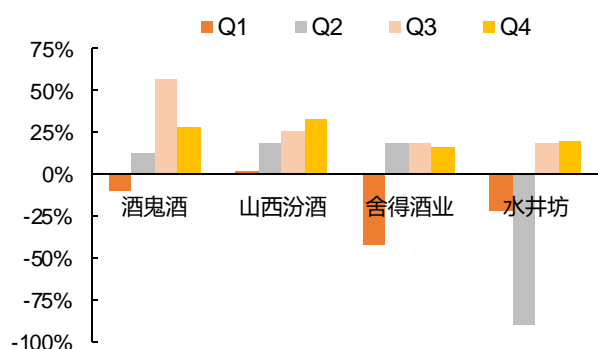
5) 股价反弹期间, 酒鬼酒基本面弹性最大, 全年增速最快。

2020年初受疫情影响, 白酒板块整体走弱, 酒鬼酒也随之下跌, 最高跌幅达27%。但随着疫情防控的成效显现, 国内宴请、

聚会等消费场景有序放开，全国性白酒企业业绩逐渐回暖，其中酒鬼酒业弹性尤为显著，20Q1/Q2/Q3/Q4 营收增速分别为-9.68%/+12.89%/+56.37%/+28.50%，净利润增速分别为+32.24%/+6.35%/+418.95%/+39.26%，显著领先于行业平均水平。在强劲基本面的支撑下，酒鬼酒股价持续上行，2020年全年涨幅高达338.3%，截止2021年中旬股价上涨将近6倍，成为行业黑马。

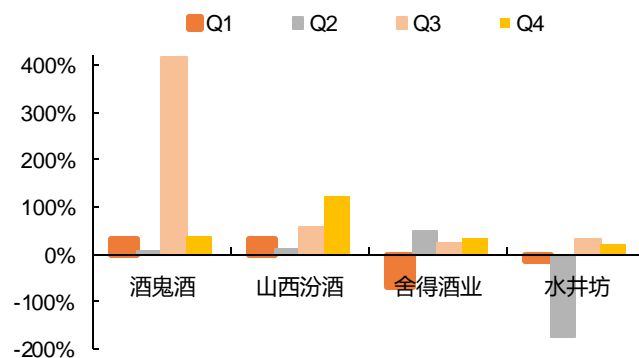
自2020年以来酒鬼酒持续控量挺价，内参+酒鬼酒双轮驱动，聚焦打造大单品，实现全国化扩张。根据公司公告，2022年1-2月份，公司预计实现营业总收入14亿元左右，同比增长120%左右；预计实现归母净利润4.65亿元左右，同比增长130%左右，依旧维持强劲增长。未来，在内参持续放量及全国化渠道的不断推进下，公司增长动能有望持续释放。

图表89 2020年次高端酒营收增速(%)



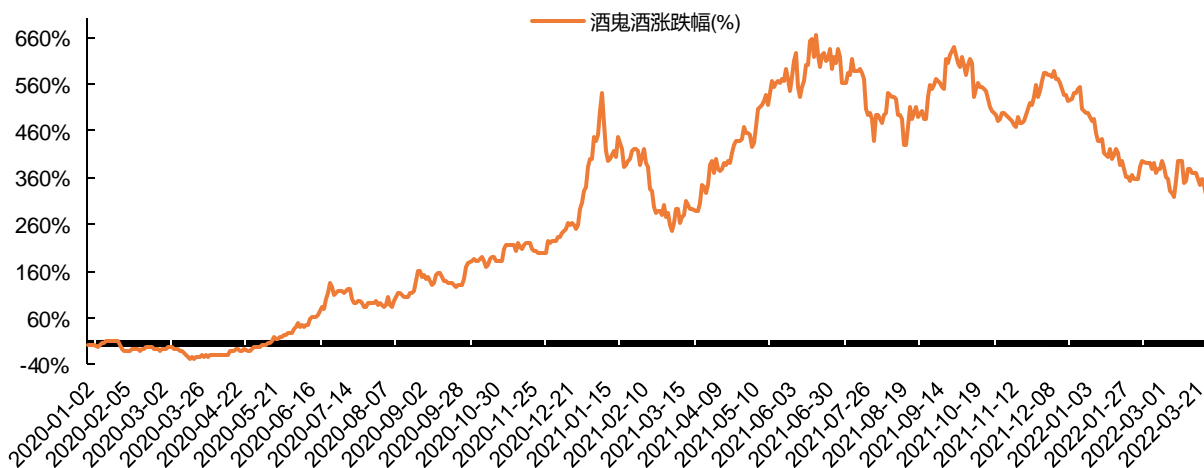
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表90 2020年次高端酒净利润增速(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表91 2020年至今酒鬼酒股价走势



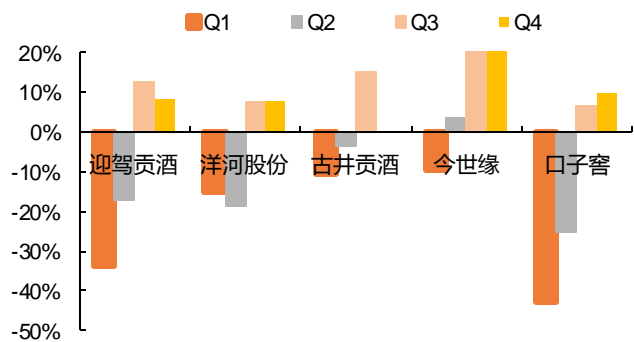
资料来源: Wind, 平安证券研究所

6) 疫情对地产酒影响较大，业绩受消费场景波动影响。

地产酒主打宴会聚饮消费场景，疫情下消费场景受限，聚会宴请消费场景锐减致使需求端迅速萎缩，对地产酒造成较大冲击。20Q1 地产酒营收平均同比下降 22.27%，净利润平均同比下降 24.02%，所有酒企营收及净利润均实现不同程度下滑。20Q2

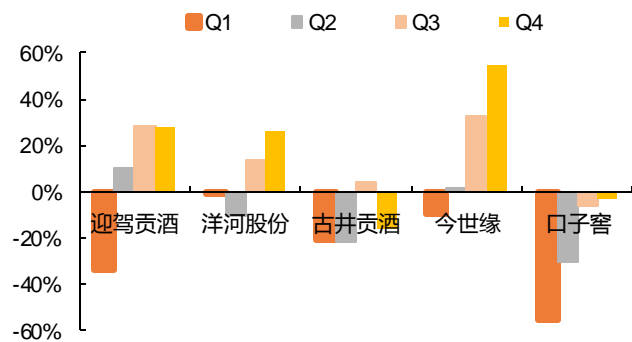
仅今世缘一家营收同比转正，迎驾贡酒一家净利润同比转正，其余酒企依旧呈现业绩下滑态势。随着消费场景放开喜宴回补，20Q3 地产酒营收平均同比增长 12.57%，净利润平均同比增长 14.56%，相比前期有所反弹。

图表92 2020年地产酒营收增速(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表93 2020年地产酒净利润增速(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

六、投资建议

虽然短期内疫情反复对消费场景产生冲击，但长期来看高端酒经销商库存安全垫高，对业绩的影响相对较小，具有持续成长性及业绩确定性，未来行业仍将向优质的头部品牌集中。当下高端酒估值性价比彰显，行业基本面稳中向好，预计疫情褪去后将实现触底反弹，我们建议关注以贵州茅台为代表的全国化优质龙头酒企，推荐贵州茅台、五粮液，关注泸州老窖。

图表94 重点公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2022-3-31	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
贵州茅台	600519.SH	1719.00	37.17	41.76	48.94	56.53	46.2	41.2	35.1	30.4	推荐
五粮液	000858.SZ	155.06	5.14	6.00	7.10	8.30	30.2	25.8	21.8	18.7	推荐
泸州老窖	000568.SZ	185.88	4.10	5.33	6.74	8.34	45.3	34.9	27.6	22.3	-
平均值							40.6	34.0	28.2	23.8	-

资料来源: wind, 平安证券研究所 (注: 贵州茅台 2021 年 EPS 数据为年报数据, 2022-2023 年 EPS 数据为平安证券预测数据, 五粮液 2021-2023 年 EPS 数据为平安证券预测, 泸州老窖为 Wind 一致预期)

七、 风险提示

- 1) **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。
- 2) **白酒行业景气度下行风险**。白酒行业景气度与价格走势相关度高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。
- 3) **行业竞争加剧**。白酒行业目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、窜货等不利影响。
- 4) **疫情加剧风险**。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。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033