

白酒

白酒行业中期策略报告

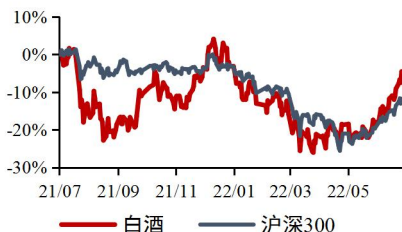
领先大市-A(维持)

坚守确定，加配成长

2022年7月3日

行业研究/行业中期策略

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

投资要点:

- **白酒行业 2022 上半年回顾。**1) 市场方面，次高端酒调整突出，区域酒相对抗跌。酒鬼酒、舍得酒业、水井坊等次高端酒企在估值水平较高的基础上，股价调整幅度较为突出；苏酒、徽酒一季报业绩表现亮眼，4月中旬以来股价反弹力度较大；高端白酒贵州茅台 2022 年逆势加速，股价相对抗跌。2) 基本面，白酒行业持续向好，酒企 2022 普遍实现开门红。2022Q1 白酒板块业绩呈现出利润增速大于收入增速：高端白酒延续稳健增长，全国化次高端酒企增长势能依旧，区域龙头表现分化，其中苏酒、徽酒省内市场动销良好。3) 估值方面，板块回调，白酒估值性价比突出。自 2022 年初开始，外部经济环境恶化、疫情在全国范围内多地蔓延等事件冲击下，市场恐慌情绪发酵，白酒板块下跌。板块的估值泡沫和悲观情绪或已在股价中反应较充分，目前 PE 位于五年估值中枢附近，估值性价比显现。4) 基金持仓方面，2022 Q1 公募基金对白酒公司仓位普遍回落，且大部分个股北向资金流出。
- **产业周期：结构性驱动新周期。**1) **复盘白酒历次周期。**中国白酒行业近 70 年的发展，经历了两轮主要起落，其中 89-98 年及 05-12 年是两轮发展黄金期，98-04 及 12-15 年是两轮调整期。宏观经济和基本面是引领板块行情变动的主要因素，除了 12-13 年三公消费限制导致板块深度调整外，外生系统性风险冲击下（如 08 年、18 年）白酒板块调整基本与大盘指数同步。2) **本轮的产业周期与以往不同：弱周期、强分化。**白酒增长逻辑逐渐由“宏观经济、投资及政商消费主导的量增”向“大众消费主导的产品结构升级的价增”切换，周期弱化，结构性驱动的新周期。我们认为目前白酒所处的产业周期还没有走完，目前属于结构性驱动的新周期，产量的持续缩减促使企业进行品质升级，并赋予其更多的文化属性和社交属性。而白酒品牌的开发和销售核心驱动因素，已经从终端的竞争转移到以消费者为核心的品牌竞争上。在消费升级的背景下，具备产品、品牌、渠道优势的中高端龙头企业有望持续增长。
- **白酒竞争格局：行业竞争升级，中高端白酒持续扩容。**1) 高端产品主要被飞天茅台、普五、国窖 1573 占据，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品类替代实



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

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。

➤ **下半年展望：景气度持续+动销环比改善，白酒依然可期。整体情况：短期中报韧性较强，疫后逐渐复苏。**1) 从宏观整体上看，稳增长背景下，白酒业绩有望逐渐改善；2) 从行业表现看，涨价利好白酒行业；3) 从企业现状看，Q2 板块有望继续体现韧性。总之，二季度为行业传统淡季，一般白酒 Q2 占全年的 15-20%，销售任务比重较低。我们认为二季度白酒报表韧性仍在，展望下半年，白酒行业最坏的时刻已经过去，随着宏观政策逐步宽松加码，疫情影响逐渐减弱，消费场景复苏，白酒动销环比改善。2) **分价格带：高端稳健增长，关注次高端复苏弹性。**1) 高端白酒价盘良性，茅台逆势加速；2) 次高端白酒弹性释放，逐步加大配置；3) 区域白酒徽酒消费升级延续，龙头有望持续增长。

➤ **投资策略：坚守确定，加配成长。**短期看，白酒企业整体回款进度过半，中报业绩韧性较强，但仍需观察去库存情况以及未来中秋国庆的真实动销。中长期看，在存量竞争的阶段，白酒企业的产品结构仍将继续升级，以高档酒（含中高档）为主导的产品结构盈利能力更强，有望在新一轮增长周期内拥有更多进位可能。站在这个时间点，我们对 22 年的白酒中期策略集中在 3 条主线：1) **坚守确定性，今年在疫情多点反复下需求疲软，盈利确定性成为首选。**贵州茅台直营渠道投放比例提升以及非标产品提价效应凸显，报表逆势主动加速；山西汾酒公司产品线丰富，经营节奏把握较好，确定性和成长性兼具；五粮液动销预期由弱渐强，全年两位数增长目标确定性较强。2) **加配低估值高成长标的，布局白酒价值空间。**在外部的环境的冲击下，洋河股份、舍得酒业、酒鬼酒等 PE 回落在 5 年估值中枢的低位，估值安全边际充分，中长期看好公司组织、产品和渠道改革持续推进带来的全国化扩张能力。3) **重视低基数高弹性标的。**区域龙头基数较低，依靠产品结构升级、市场拓展和费用优化，有望稳健增长，建议关注今世缘、古井贡酒。

➤ **重点公司关注：**贵州茅台、五粮液、山西汾酒、今世缘。

风险提示：宏观经济风险、行业竞争风险、产业政策风险、疫情反复风险

目录

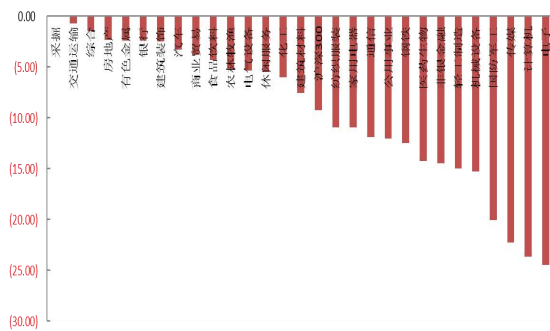
1.白酒行业 2022 上半年回顾.....	4
1.1 市场出现调整，个股普跌.....	4
1.2 白酒行业持续向好，酒企 2022 普遍实现开门红.....	5
1.3 板块回调，白酒估值性价比突出.....	8
1.4 白酒 Q1 仓位环比降低，北向资金流出.....	11
2.产业周期：结构性驱动新周期.....	13
2.1 复盘白酒历次周期.....	13
2.2 本轮的产业周期与以往不同：弱周期、强分化.....	18
3.白酒竞争格局：行业竞争升级，中高端白酒持续扩容.....	20
3.1 高端白酒持续扩容.....	20
3.2 次高端白酒竞争逐渐升级.....	21
3.3 光瓶酒量价齐升，将开启高线高端光瓶繁荣期.....	22
4.下半年展望：景气度持续+动销环比改善，白酒依然可期.....	24
4.1 整体情况：短期中报韧性较强，疫后逐渐复苏.....	24
4.2 分价格带：高端稳健增长，关注次高端复苏弹性.....	30
5.投资策略：坚守确定，加配成长.....	33
6.重点公司推荐.....	34
7.投资风险.....	35

1.白酒行业 2022 上半年回顾

1.1 市场出现调整，个股普跌

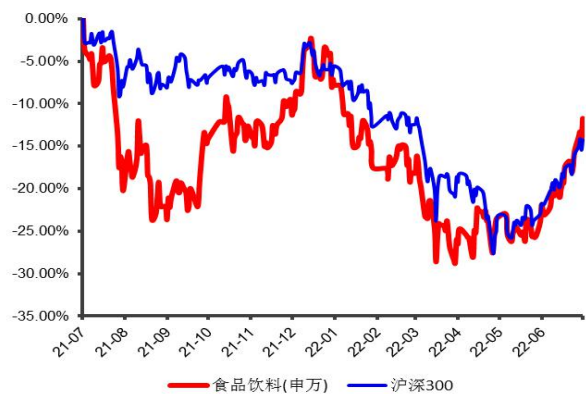
截止 2022 年 6 月 30 日，食品饮料板块下跌 4.28%，同期沪深 300 指数下跌 9.22%，在申万 28 个行业板块中，食品饮料行业涨幅排名第 10。从子行业情况来看，子板块均处于下跌状态，饮料乳品跌幅最大，下跌 6.26%，其次是食品加工（-4.96%）、调味发酵品（-3.76%）。

图 1：2022 年以来申万一级行业涨跌幅



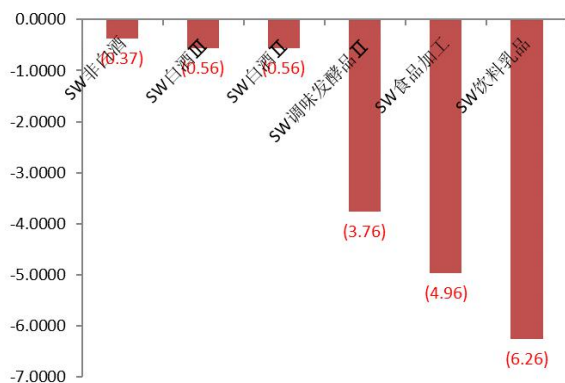
资料来源:wind, 山西证券研究所

图 2：2022 年以来食品饮料相对沪深 300 涨跌幅



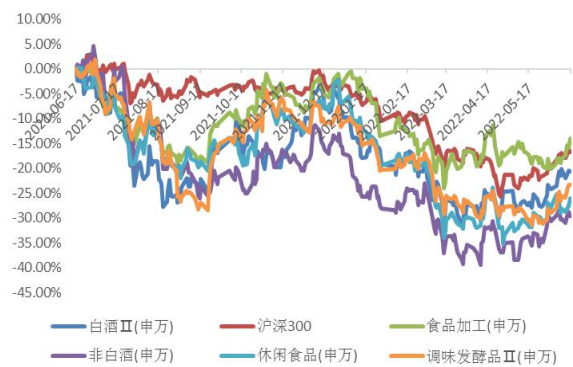
资料来源:wind, 山西证券研究所

图 3：2022 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 4：2022 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：2022 上半年申万食品饮料指数跑输大盘，主要在于国内外面临的不确定性增加，国内面临稳增长压力和疫情反复扰动，需求疲软；国外受到俄乌冲突、美联储收紧的流动性冲击，引发估值下移，食品饮料行业下跌。随着 5 月以来疫情边际好转，消费需求回暖，白酒率先反弹。个股方面，白酒股优于食品股，主要在于白酒行业持续向好，酒企 2022 普遍实现开门红；去年大众品提价缓解成本压力，但受全

球大宗商品价格普遍上涨，成本端压力仍比较大，叠加目前市场需求仍有乏力，高库存现象仍存在，大众品估值持续回落。

白酒股分化：次高端调整突出，区域酒相对抗跌。酒鬼酒、舍得酒业、水井坊等次高端酒企在估值水平较高的基础上，股价调整幅度突出；苏酒、徽酒省内市场动销良好，一季报业绩表现亮眼，4月中旬以来股价反弹力度较大；高端白酒贵州茅台 2022 年逆势加速，股价相对抗跌。

表 1：食品饮料上市公司年初至今涨跌幅前十

代码	股票名称	股价	涨幅 (%)	代码	股票名称	股价	跌幅 (%)
600199.SH	金种子酒	28.35	67.65	002650.SZ	加加食品	4.30	-37.32
600084.SH	*ST 中葡	6.08	52.00	300783.SZ	三只松鼠	25.05	-35.10
600381.SH	青海春天	12.55	48.87	603719.SH	良品铺子	28.63	-32.00
600873.SH	梅花生物	11.28	47.07	300898.SZ	熊猫乳品	22.50	-31.32
002329.SZ	皇氏集团	6.16	40.00	000995.SZ	皇台酒业	17.31	-31.06
002330.SZ	得利斯	8.51	29.69	000860.SZ	顺鑫农业	26.82	-29.70
000729.SZ	燕京啤酒	9.66	14.05	300908.SZ	仲景食品	37.63	-29.62
002304.SZ	洋河股份	183.15	13.13	002568.SZ	百润股份	30.04	-28.89
600197.SH	伊力特	30.10	10.99	605089.SH	味知香	67.51	-27.61
601579.SH	会稽山	12.43	9.78	603755.SH	日辰股份	41.10	-27.23

资料来源：wind，山西证券研究所（截止 6.30）

表 2：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 (%)
600199.SH	金种子酒	28.35	67.65
002304.SZ	洋河股份	183.15	13.13
600197.SH	伊力特	30.10	10.99
600809.SH	山西汾酒	324.80	3.44
000596.SZ	古井贡酒	249.66	3.34
600559.SH	老白干酒	28.69	3.22
600519.SH	贵州茅台	2045.00	0.83
000568.SZ	泸州老窖	246.54	-2.89
603198.SH	迎驾贡酒	65.14	-4.74
603369.SH	今世缘	51.00	-5.03

资料来源：wind，山西证券研究所（截止 6.30）

1.2 白酒行业持续向好，酒企 2022 普遍实现开门红

22 年顺利实现开门红，次高端酒延续增长势能。2022Q1 申万白酒板块实现营业收入 1,132.64 亿元，

同比增长 19.39%，实现归母净利润 448.22 亿元，同比增长 26.22%，普遍实现“开门红”，为 2022 年白酒行业高质量发展奠定了基础，主要在于大多酒企均于春节前完成大部分回款。19 家白酒企业当中，从 2022Q1 收入增速来看，17 家营收保持增长势头，15 家酒企实现两位数以上增长；17 家利润保持正增长，17 家酒企实现两位数以上增长。**2022Q1 年白酒收入和利润增速：次高端>区域龙头>高端>低端。**整体来看：白酒板块业绩呈现出利润增速大于收入增速，高端白酒延续稳健增长，其中贵州茅台实现加速增长；全国化次高端酒企增长势能依旧；区域龙头表现分化，其中苏酒、徽酒省内市场动销良好，表现亮眼。

图 5：白酒上市公司收入表现



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：白酒上市公司盈利表现



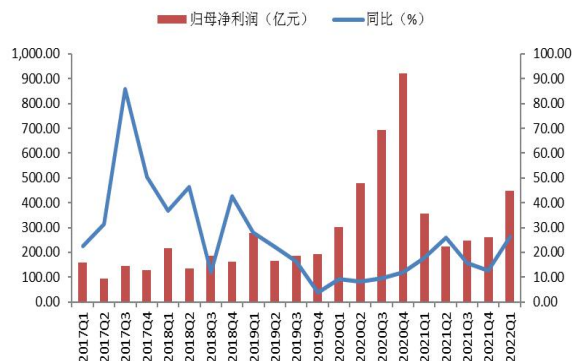
资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：白酒板块单季度营业总收入及同比增长



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：白酒板块单季度归母净利润及同比增长



资料来源：wind，山西证券研究所

表 3：2019- 2022Q1 白酒上市公司收入情况（亿元）

类别	证券简称	2019	2021	同比 2019	同比 2020	2019Q1	2022Q1	同比 2019Q1	同比 2021Q1
高端	贵州茅台	888.54	1094.64	23.20%	11.71%	224.81	331.87	47.63%	18.25%
	五粮液	501.18	662.09	32.11%	15.51%	175.90	275.48	56.61%	13.25%
	泸州老窖	158.17	206.42	30.51%	23.96%	41.69	63.12	51.39%	26.15%

	合计	1547.89	1963.15	26.83%	14.16%	442.40	670.47	30%	17%
次高端	山西汾酒	118.80	199.71	68.10%	42.75%	40.58	105.3	159.52%	43.62%
	水井坊	35.39	46.32	30.89%	54.10%	9.30	14.15	52.18%	14.10%
	舍得酒业	26.50	49.69	87.51%	83.80%	6.97	18.84	170.08%	83.25%
	酒鬼酒	15.12	34.14	125.83%	86.97%	3.46	16.88	387.88%	86.04%
	洋河股份	231.26	253.50	9.62%	20.14%	108.90	130.26	19.61%	23.82%
	合计	427.07	583.36	36.60%	36.85%	169.21	285.43	68.68%	35.74%
区域龙头	古井贡酒	104.17	132.70	27.39%	28.93%	36.69	52.74	43.77%	27.71%
	口子窖	46.72	50.29	7.63%	25.37%	13.62	13.12	-3.70%	11.80%
	今世缘	48.74	64.08	31.49%	25.13%	19.55	29.88	52.86%	24.69%
	老白干酒	40.30	40.27	-0.08%	11.93%	11.49	9.08	-20.99%	20.36%
	伊力特	23.02	19.38	-15.81%	7.53%	5.18	6.24	20.41%	14.67%
	金徽酒	16.34	17.88	9.42%	3.34%	5.14	7.06	37.26%	38.79%
	金种子酒	9.14	12.11	32.51%	16.70%	2.89	3.45	19.39%	17.05%
	迎驾贡酒	37.77	45.77	21.18%	32.58%	11.60	15.76	35.79%	37.23%
	*ST 皇台	0.99	0.91	-8.03%	-10.42%	0.07	0.34	377.57%	183.15%
	天佑德酒	52.76	79.27	50.23%	12.45%	12.43	15.84	27.44%	-23.49%
合计	379.95	462.66	21.77%	21.13%	118.66	153.51	29%	18%	
低端酒	顺鑫农业	149.00	148.69	-0.21%	-4.14%	47.65	39.07	-18.01%	-28.78%

资料来源：wind，山西证券研究所（注：顺鑫农业营收包含屠宰、房地产等业务收入）

表 4：2019-2022Q1 白酒上市公司归母净利润情况（亿元）

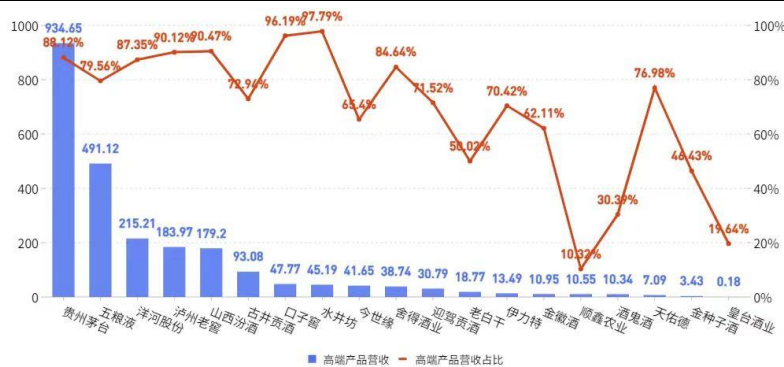
类别	证券简称	2019	2021	同比 2019	同比 2020	2019Q1	2022Q1	同比 2019Q1	同比 2021Q1
高端	贵州茅台	412.065	524.601	27.31%	12.34%	112.214	139.545	53.68%	23.58%
	五粮液	174.022	233.771	34.33%	17.15%	64.751	93.236	67.15%	16.08%
	泸州老窖	46.420	79.556	71.38%	32.47%	15.146	21.668	89.87%	32.72%
	合计	632.51	837.93	32.48%	15.33%	192.11	309.43	61.07%	21.61%
次高端	山西汾酒	19.385	53.136	174.11%	72.56%	8.774	21.821	322.85%	70.03%
	水井坊	8.263	11.991	45.12%	63.96%	2.186	4.194	65.92%	-13.54%
	舍得酒业	5.079	12.457	145.25%	114.35%	1.006	3.019	427.61%	75.75%
	酒鬼酒	2.995	8.935	198.33%	81.75%	0.727	2.679	617.05%	94.46%
	洋河股份	73.828	75.077	1.69%	0.34%	40.208	38.625	23.99%	29.07%
	合计	109.55	161.60	564.50%	332.96%	52.90	102.77	94.28%	46.12%
区域龙头	古井贡酒	20.975	22.979	9.55%	23.90%	7.834	8.145	40.25%	34.90%
	口子窖	17.202	17.271	0.40%	35.38%	5.448	4.201	-10.93%	15.53%
	今世缘	14.581	20.291	39.16%	29.50%	6.414	8.054	56.28%	24.46%
	老白干酒	4.043	3.892	-3.73%	24.50%	1.175	0.561	126.38%	373.72%
	伊力特	4.468	3.128	-30.00%	-8.53%	1.494	1.314	-27.44%	-17.55%
	金徽酒	2.706	3.248	20.04%	-1.95%	1.092	1.153	50.84%	42.78%
	金种子酒	-2.045	-1.664	-18.63%	-339.76%	0.090	-0.486	-239.68%	-74.21%
	迎驾贡酒	9.304	13.820	48.53%	44.96%	3.534	3.692	55.74%	49.07%

	皇台酒业	0.682	-0.136	-119.87%	-140.48%	-0.065	-0.043	-124.34%	-136.61%
	天佑德酒	0.361	0.632	75.05%	-154.93%	0.505	0.714	117.06%	53.43%
	合计	72.28	83.46	20.50%	25.99%	27.52	37.74	37.15%	38.23%
低端酒	顺鑫农业	8.092	1.023	-87.36%	-75.64%	4.286	3.732	-75.67%	-72.06%

资料来源：wind，山西证券研究（注：顺鑫农业营收包含屠宰、房地产等业务收入）

此外，从近两年的市场业绩来看，白酒上市企业的增长几乎都是源自结构性的升级。在存量竞争的阶段，白酒企业的产品结构仍将继续升级，以高档酒（含中高档）为主导的产品结构盈利能力更强，有望在新一轮增长周期内拥有更多进位可能。

图 9：2021 年白酒上市公司中高端产品营收及占比（亿元）



资料来源：云酒头条，山西证券研究所

1.3 板块回调，白酒估值性价比突出

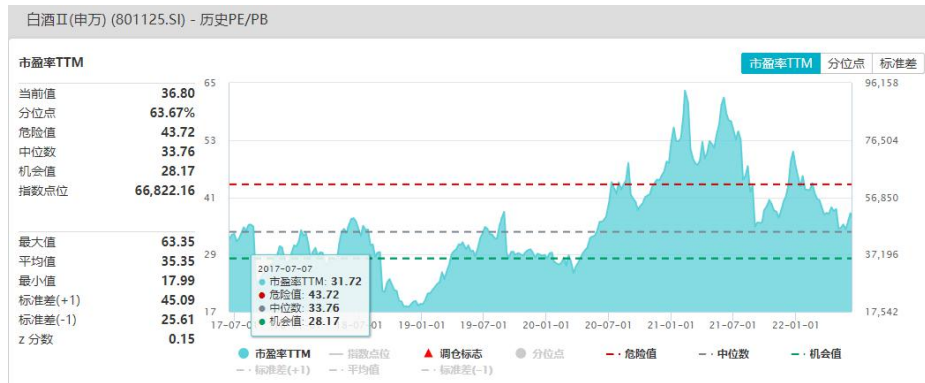
复盘 2020 年：1) 在疫情初期（2020.1.1-3.19），市场对其一季度预期调低，多数酒企市盈率回落至 30 倍以内，2) 疫情控制稳中向好（2020.3.20 日起），消费数据回暖，且随着贵州茅台、五粮液等一批价止跌回升，市场信心增强，3 月底迎来反弹，白酒企业业绩回暖的同时，各企业的估值均超疫情之前的水平。

复盘 2021 年：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，白酒估值下移带动板块整体下行。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。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。特别是 8 月 20 日，市场监督管理总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。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。在 11 月中旬涨价预期下，白酒板块迎来岁末反弹行情，但板块估值实质上仍居于高位。

2022 年估值回落：自 2022 年初开始，外部经济环境恶化、疫情在全国范围内多地蔓延等事件冲击下，市场恐慌情绪发酵，白酒板块下跌，但实质上行业基本面并未恶化，白酒行业持续向好，酒企 2022 普遍实

现开门红。4-5 月份疫情反复影响，市场主要担心白酒二季度回款、动销、库存情况等，目前来看，名酒回款无虞。此前板块的估值泡沫和悲观情绪或已在股价中反应较充分，截至目前（2022.6.13 日）白酒板块整体 PE-TTM 为 36.8 倍，位于行业五年估值中枢附近，其中次高端大部分个股估值回落近 5 年历史区间低位，估值性价比显现。

图 10：白酒行业历史估值情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：贵州茅台估值分析



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：五粮液估值分析



资料来源：wind，山西证券研究所

图 13：泸州老窖估值分析



资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：山西汾酒估值分析



资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：酒鬼酒估值分析



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：舍得酒业估值分析



资料来源：wind，山西证券研究所

图 17：洋河股份估值分析



资料来源：wind，山西证券研究所

图 18：古井贡酒估值分析



资料来源：wind，山西证券研究所

图 19：今世缘估值分析



资料来源：wind，山西证券研究

1.4 白酒 Q1 仓位环比降低，北向资金流出

2022Q1 白酒基金持股比例环比回落，环比降低 2.94%，基金持股占比依然处于高位。从 2022 一季度基金持股的比例来看，前 5 位依次为泸州老窖（19.52%）、酒鬼酒（17.50%）、洋河股份（15.62%）、山西汾酒（12.89%）和古井贡酒（12.08%），基金持股比例环比降幅最大的是古井贡酒、口子窖、顺鑫农业、舍得酒业、酒鬼酒。此外，从一季度持股基金数来看，从高到低依次为贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份，从变动数量来看，基金数减少靠前依次为五粮液（-1021 只）、泸州老窖（-856 只）、山西汾酒（-762 只）、洋河股份（-551 只）。可以看出，2022 Q1 公募基金对白酒公司仓位普遍回落。

按陆港通持股数量来看，2022Q1 排名靠前的是五粮液（203.86 百万股）、贵州茅台（82.06 百万股）、今世缘（37.61 百万股）和泸州老窖（36.14 百万股）；环比正向变动靠前的为顺鑫农业（+5.81 百万股）、古井贡酒（+2.49 百万股）、泸州老窖（+0.69 百万股）、洋河股份（+0.55 百万股）和天佑德酒（+0.28 百万股）。整体来说，Q1 白酒北向资金大部分流出。

图 20：白酒基金持股比例变动



资料来源：wind，山西证券研究所

表 5：白酒个股基金持股比例变动情况

证券简称	21Q4 基金持股比例%	22Q1 基金持股比例%	变动	21Q4 持股基金数	22Q1 持股基金数	变动
天佑德酒	1.5988	3.07	1.47	23	1	-22
伊力特	6.7674	7.72	0.95	38	20	-18
贵州茅台	7.4492	7.33	-0.12	2245	1754	-491
金徽酒	4.9723	3.87	-1.10	39	1	-38
老白干酒	9.6644	8.25	-1.41	67	6	-61
五粮液	11.3511	9.28	-2.07	1676	655	-1021
洋河股份	17.8245	15.62	-2.20	690	139	-551
山西汾酒	15.4768	12.90	-2.59	1063	301	-762

证券简称	21Q4 基金持股比例%	22Q1 基金持股比例%	变动	21Q4 持股基金数	22Q1 持股基金数	变动
水井坊	9.1562	6.43	-2.72	329	19	-310
泸州老窖	22.5199	19.52	-3.00	1346	490	-856
金种子酒	8.2461	4.93	-3.32	26	3	-23
迎驾贡酒	9.8391	6.49	-3.35	418	39	-379
今世缘	13.9312	9.17	-4.76	477	75	-402
酒鬼酒	23.3792	17.50	-5.88	420	69	-351
舍得酒业	16.5247	10.33	-6.20	549	120	-429
顺鑫农业	16.0683	8.71	-7.36	161	7	-154
口子窖	14.8961	6.45	-8.45	395	32	-363
古井贡酒	23.2529	12.08	-11.18	539	53	-486

资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：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）	2022Q1 陆股通持股数量（百万股）
五粮液	213.53	222.08	217.31	225.18	203.86
贵州茅台	95.94	95.88	88.62	89.68	82.06
今世缘	50.61	47.98	46.66	41.94	37.61
泸州老窖	29.34	30.40	31.43	35.44	36.14
洋河股份	48.87	41.12	39.72	33.43	33.98
水井坊	31.25	39.05	22.71	33.98	32.68
山西汾酒	27.48	24.72	37.81	39.28	29.03
顺鑫农业	20.79	16.39	13.82	13.38	19.19
口子窖	28.01	20.99	16.77	31.11	16.42
迎驾贡酒	11.36	16.80	15.73	19.32	14.65
古井贡酒	5.46	5.99	5.56	8.09	10.57
酒鬼酒	9.02	12.80	11.66	14.12	7.55
老白干酒	8.86	7.19	6.22	24.35	6.86
天佑德酒	0.00	0.00	0.00	1.35	1.63
金徽酒		0.33	1.05	0.99	0.97
伊力特	0.66	6.26	1.85	2.06	0.61
舍得酒业	0.49	0.09	0.09	0.09	0.09

资料来源：wind，山西证券研究所

表 7：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	2022Q1 陆股通持股占比
水井坊	6.40	7.99	4.65	6.95	6.69
贵州茅台	7.63	7.63	7.05	7.13	6.53
五粮液	5.50	5.72	5.59	5.80	5.25
今世缘	4.03	3.82	3.71	3.34	2.99

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	2022Q1 陆股通持 股占比
口子窖	4.66	3.49	2.79	5.18	2.73
顺鑫农业	2.80	2.20	1.86	1.80	2.58
古井贡酒	1.42	1.56	1.36	1.97	2.58
泸州老窖	2.00	2.07	2.14	2.41	2.45
山西汾酒	3.17	2.84	3.11	3.23	2.38
酒鬼酒	2.77	3.94	3.58	4.34	2.32
洋河股份	3.24	2.72	2.63	2.21	2.25
迎驾贡酒	1.42	2.10	1.96	2.41	1.83
老白干酒	1.01	0.80	0.69	2.71	0.76
天佑德酒	0.00	0.00	0.00	0.28	0.34
金徽酒		0.06	0.21	0.20	0.19
伊力特	0.14	1.33	0.39	0.43	0.12
舍得酒业	0.14	0.02	0.02	0.02	0.02

资料来源：wind，山西证券研究所

2.产业周期：结构性驱动新周期

2.1 复盘白酒历次周期

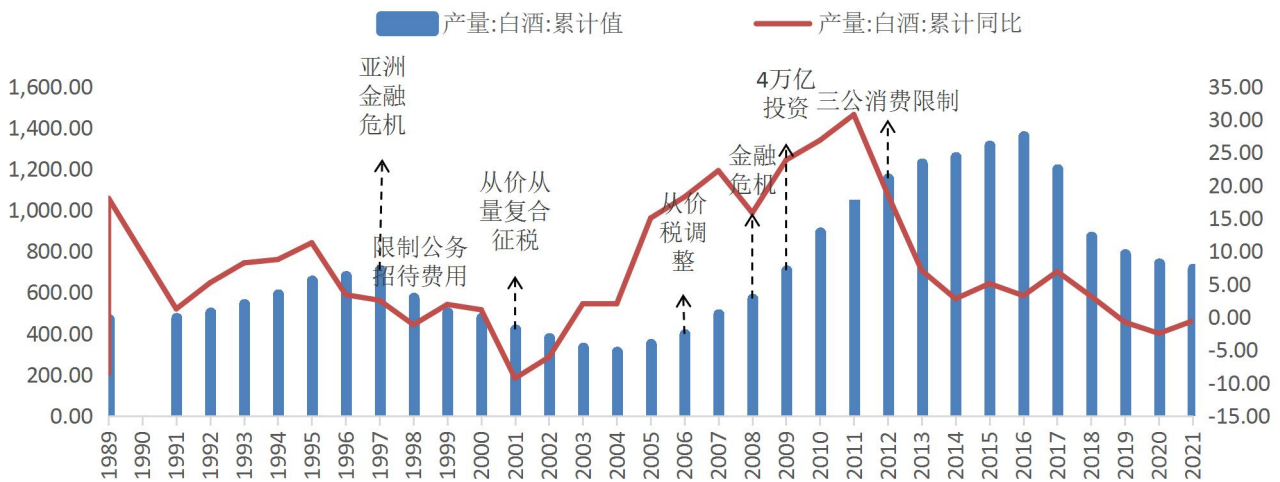
中国白酒行业近 70 年的发展，经历了两轮主要起落，其中 89-98 年及 05-12 年是两轮发展黄金期，98-04 及 12-15 年是两轮调整期。宏观经济和基本面是引领板块行情变动的主要因素，除了 12-13 年三公消费限制导致板块深度调整外，外生系统性风险冲击下（如 08 年、18 年）白酒板块调整基本与大盘指数同步。

图 21：2000-2022 年申万白酒指数与上证指数



资料来源：wind，山西证券研究所

图 22：中国白酒产量变化趋势



资料来源：wind，山西证券研究所

1) 白酒发展初期（1949-1978）：形成八大名酒，三大香型。从 1949 年到 1978 年文革结束，是白酒产业发展初期。这段时间，因白酒的税收占国家税收的比例相当大，白酒产业是国民经济的重要支柱，国家领导人对传统白酒的发展十分重视。行业发展在这个期间取得了巨大的成果，白酒的技术改造取得许多突破性的工作，茅台试点、汾酒试点、泸州老窖试点等项目的开展，最终诞生了清、浓、酱三大基本香型。在 1963 年全国第二届全国评酒会上，五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒上榜，这也是现在人们熟知的老“八大名酒”。

表 8：1949-1978 年全国评酒会事件

时间	事件
1952 年	在北京举办新中国第一次全国评酒会上，贵州茅台酒、山西汾酒、四川泸州曲酒、陕西西凤酒被评为四个国家级名酒，贵州茅台酒名列榜首。
1956 年	1956 年，时任国务院总理周恩来组织制定《1956-1967 科学技术远景规划纲要》，泸州老窖大曲与茅台的酿造工艺被列为重点研究课题。当时，酒曾有“精神原子弹”的冠名。在此背景下，为探寻名酒成因，中央食品工业部、轻工业部先后安排白酒试点，包括烟台试点（1955 年）、永川试点（1958 年）、泸州老窖试点（1957 年、1964 年—1966 年）、汾酒试点（1964 年—1965 年）、茅台试点（1964 年—1996 年）、西凤试点（1964 年—1965 年）等，为白酒生产能力和质量水平的根本提升奠定了基础。
1963 年	第二届全国评酒会上，五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒上榜，这也是现在人们熟知的老“八大名酒”。

资料来源：酒说，酒业家，山西证券研究所

2) 1979-1989 年：白酒产业步入快速发展阶段。随着我国实行改革开放，经济体制逐步向市场经济过渡。这期间家庭联产承包责任制的推广，使得农业包产到户，农业生产得到快速的发展，粮食产量大大提高，为酿酒奠定了原料基础。同时，白酒行业开放市场化定价，更为行业的发展注入一剂强心针。1989 年，

在合肥举办的第五届全国评酒会，也是最后一届全国评酒会，共评出了茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲等 17 种名酒，在这十年里，随着白酒研究的逐步深入，白酒的香型矩阵也逐渐完善，从原先的四大香型逐渐扩展为包括清香型、浓香型、酱香型、米香型等共十二大香型。

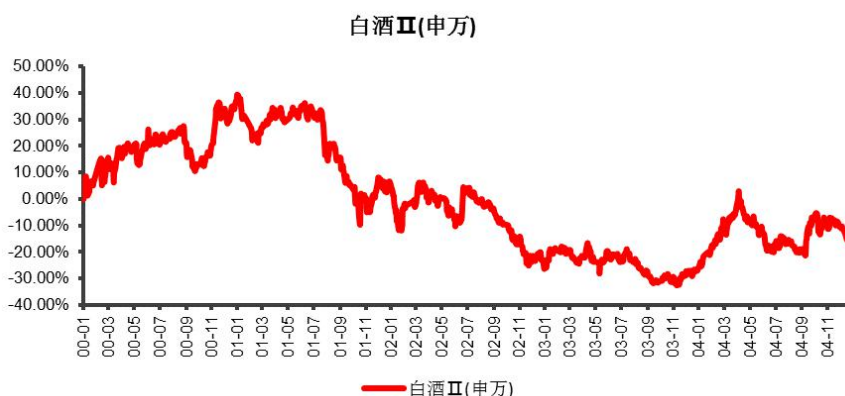
图 23：白酒香型分布情况



资料来源：前瞻产业研究，山西证券研究所

3) 1989 年至 2004 年：价格放开，格局生变。其中 89-98 年黄金发展期，98-04 是调整期。在中国经济陷入通货膨胀、日用品抢购的背景下，中央于 1988 年决定绝大部分商品放开价格，包括白酒价格，自此白酒行业进入新的市场经济时代，也开启了行业快速发展的序幕。各家酒企争相扩大产能，白酒行业产量由 1988 年 470 万吨大幅扩张至 96 年的 801 万吨。同时，白酒企业纷纷登陆资本市场，在 A 股上市。1998 年开始进入调整期，本轮下行主要在于：1) 宏观经济环境，亚洲金融危机爆发；2) 行业政策趋紧，公务宴请不喝白酒，从量消费税征收、所得税优惠取消、广告宣传费不予税前扣除等政策压力凸显；3) 秦池勾兑、山西假酒等事件冲击；4) 03 年非典疫情等突发性事件影响需求。调整之前，行业主要以量为主，01 年从量税的出台，政策倒逼行业迈向结构升级时代，例如国窖 1573、郎酒红花郎和洋河蓝色经典等产品推出。

图 24：白酒 00 年-03 年涨跌幅

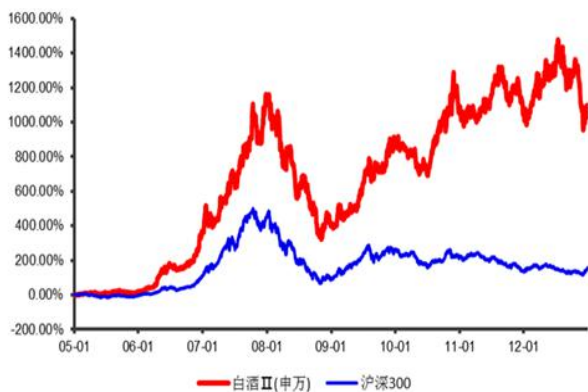


资料来源：wind，山西证券研究所

4) 2005-2012年：黄金八年，产销倍增。以08年为分水岭分为两个阶段：2005-2008年；2009-2012年。总体来看，投资拉动下的经济增长和居民收入的快速提升推动政商务消费持续扩容，08-09年受经济下行影响，行业受到外部冲击增速短期放缓，但基本面并未受到实质性破坏，09年即较快恢复。但是，拆分两阶段股价表现，前期茅台、五粮液为代表的高端酒股价收益率显著领先于其他个股，后期地产酒崛起。

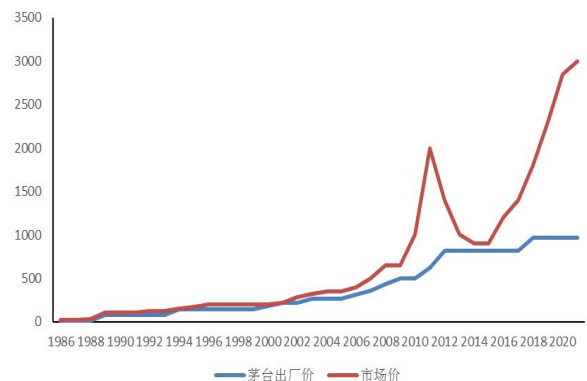
具体来看，这个时期，高端白酒率先崛起，2009年启动的4万亿投资，给固定资产投资和房地产市场再次注入强心剂，地产酒崛起，2010年下半年，茅台酒从温和上涨开始飚涨的背景下，资本纷纷进场，次高端白酒获得超额收益。

图 25：05-12 年白酒累计涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

图 26：茅台历年价格



资料来源：酪阅微信公众号，山西证券研究所

表 9：白酒公司 05 年-12 年公司涨跌幅情况

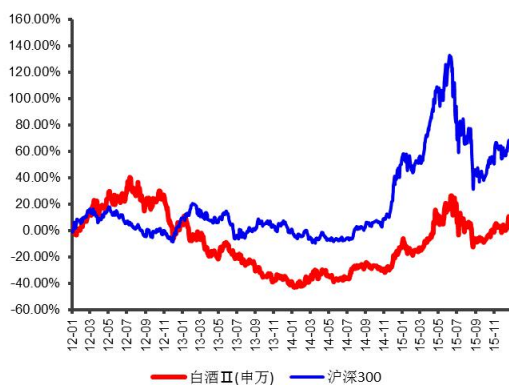
公司名称	05 年	06 年	07 年	08 年	05-08	09 年	10 年	11 年	12 年	09-12 年
泸州老窖	60.20	485.52	191.79	-60.04	993.77	119.26	7.36	-6.85	-2.11	114.66
贵州茅台	50.77	341.23	163.48	-52.47	733.09	57.46	9.31	16.87	9.83	120.95
山西汾酒	36.87	419.79	20.24	-70.09	155.90	300.18	61.42	-7.16	32.85	696.75
皇台酒业	16.56	102.08	78.66	-59.73	69.48	96.61	89.51	-13.57	-10.18	189.27
五粮液	8.36	271.49	179.11	-70.67	229.55	138.02	10.03	-4.43	-12.69	118.54
顺鑫农业	3.15	141.08	129.79	-38.11	253.64	62.26	29.45	-37.63	-3.35	26.61
洋河股份	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	29.67	97.67	15.65	-12.36	159.79
舍得酒业	-0.26	106.63	188.92	-65.49	105.49	193.85	28.93	-21.57	74.07	417.25
伊力特	-9.14	136.14	168.93	-65.66	98.17	162.44	19.72	-40.45	68.74	215.75
酒鬼酒	-14.80	282.62	157.37	-76.80	94.68	210.43	30.77	7.84	39.52	510.80
老白干酒	-18.58	44.89	414.95	-63.42	122.24	212.11	51.21	-44.52	77.58	364.94

公司名称	05年	06年	07年	08年	05-08	09年	10年	11年	12年	09-12年
古井贡酒	-28.07	145.51	238.80	-66.01	103.37	310.51	137.81	7.70	-19.88	742.38
水井坊	-39.78	315.77	116.99	-59.70	118.98	111.58	-0.71	-4.04	-7.31	86.88
金种子酒	-43.87	179.18	146.56	-60.68	51.93	356.43	140.02	-28.61	29.90	916.03

资料来源：wind，山西证券研究所

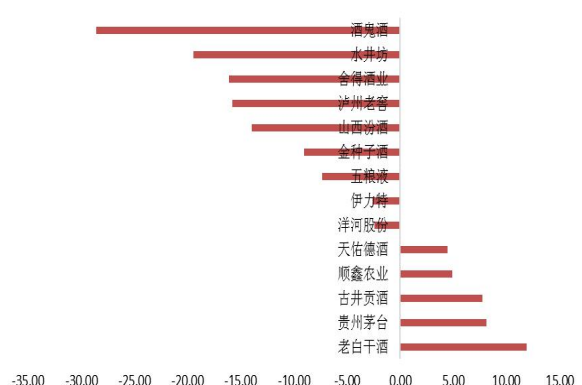
5) 13-15年：需求泡沫，深陷调整。白酒行业长达八年的黄金期，积累的高库存、挤占经销商资金、集体非理性涨价等隐患，在2012年底遭遇三公消费限制后，行业深受冲击。在此轮调整期，很多上市酒企收入和利润均出现下滑，其中次高端酒水井坊、舍得酒业营收下滑最严重。6) 2016年之后，结构性驱动的新周期，产品升级驱动增长。经过了三年左右的深度调整期，白酒消费结构从政务消费为主转向以大众消费为主，收入分化、财富效应促进高端消费。贵州茅台、五粮液率先回暖，2017年全行业呈现复苏，2018年经历去杠杆、贸易摩擦后，19年开始恢复，2020年高端白酒引领，2021年次高端酒企业绩弹性已现。

图 27：12-15 申万白酒累计涨跌幅



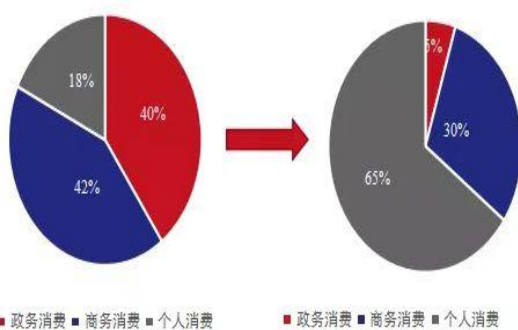
资料来源：wind，山西证券研究所

图 28：13-15 年主要酒企营总收复合增速



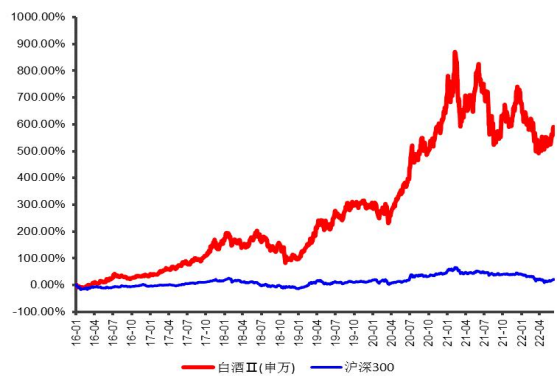
资料来源：wind，山西证券研究所

图 29：白酒消费结构变化



资料来源：糖酒快讯，山西证券研究所

图 30：16-22 申万白酒累计涨跌幅



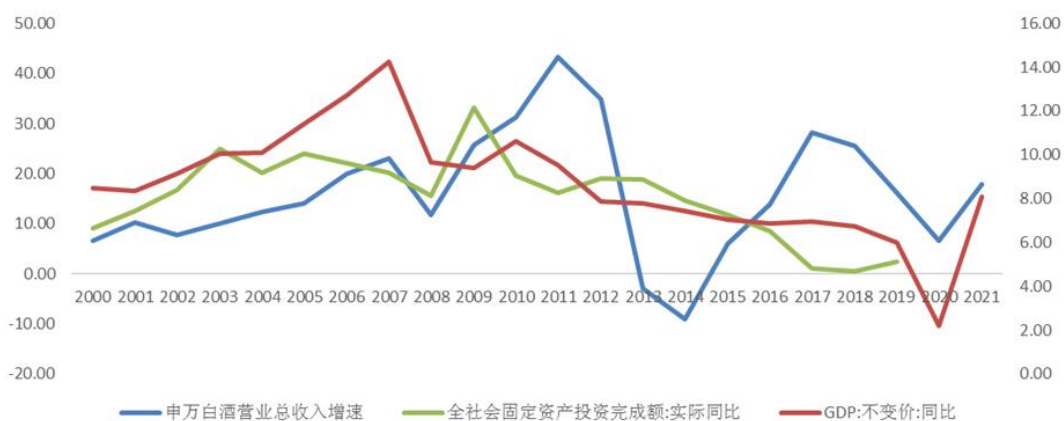
资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 本轮的产业周期与以往不同：弱周期、强分化

通过复盘白酒历史周期，白酒增长逻辑逐渐由“宏观经济、投资及政商消费主导的量增”向“大众消费主导的产品结构升级的价增”切换，周期弱化，结构性驱动的新周期。

1) **宏观经济波动对需求的影响减小。**在过去的 20 年里，白酒行业周期与宏观经济二者之间呈现出显著的相关性。2001 年中国加入世界贸易组织以后，深度融入全球经济，一直持续到 2008 年，此后受美国华尔街金融危机影响，中央政府为了应对这场金融风暴而推出了四万亿的经济刺激计划，以宏观调控的方式将中国经济的产能周期延长到了 2011 年，而中国酒业的上行周期是从 2003 年到 2012 年，这两者之间有着显著的相关性。白酒滞后宏观经济 1-2 年。而 2012-2015 年“三公消费”被限，政策主导下白酒行业深陷调整期，投资和宏观经济对白酒的影响减小。即使在 2018 年和 2021 年下半年宏观经济明显走弱的背景下，白酒企业普遍还能保持比较强的增长势头。这一轮的产业周期向上供给端的驱动要强于需求端的驱动。

图 31：申万白酒营收增速与 GDP 增速情况



资料来源：wind，山西证券研究所

2) **行业方面：量缩价涨，结构驱动。**2016 年之后，白酒产量见顶，总量进入下行区间，行业进入量缩价涨的阶段，行业集中度进一步提升。具体来看：一是产销稳中微降；二是效益进中向好；三是格局不断优化，市场份额逐渐向头部企业集中，规模以上酒企数量逐年减少，已由 2016 年的 1593 家减少到 2021 年 1000 家以内，这表明白酒行业市场集中度进一步提升。

前几轮周期量增为主导，当行业在宏观经济、政策事件的影响下进入下行周期时，需求下滑叠加渠道库存积压导致了量价崩塌的恶性循环，波动性变大；目前行业进入量缩价涨的阶段，消费主体由政务切换至商务和大众，需求的稳定性强，且酒企的渠道管控更加严格、理性，在库存水平良性的基础上，通过动销驱动价格有序提升。

图 32：规模以上白酒收入情况

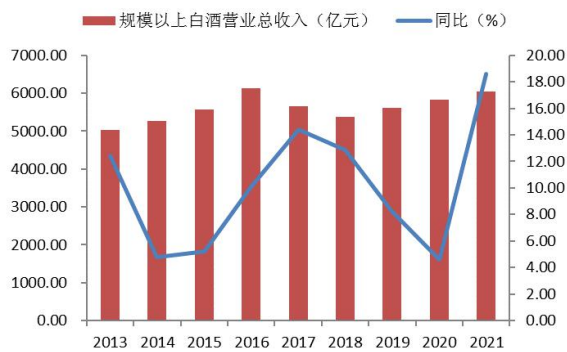
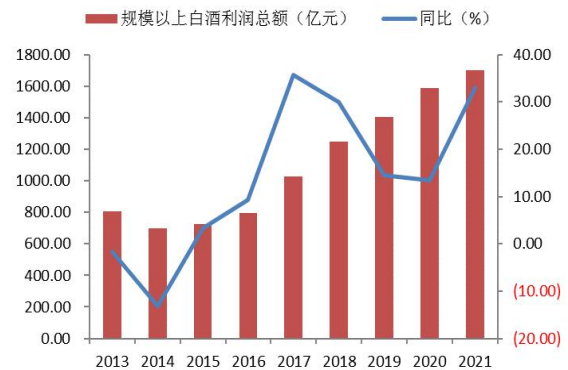


图 33：规模以上白酒利润情况



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 34：白酒产量（万千升）

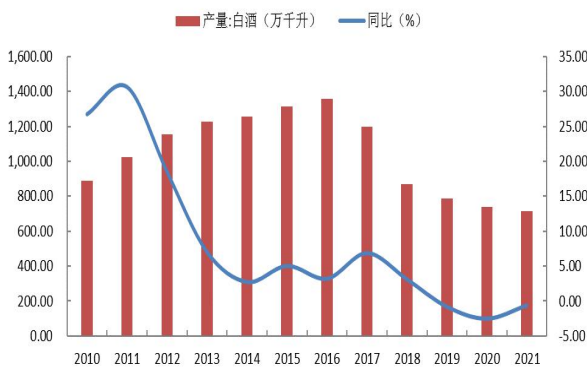
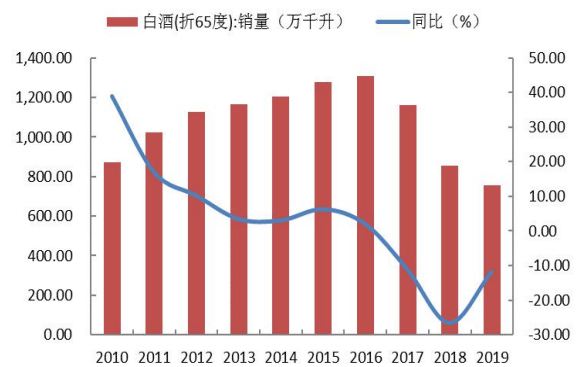


图 35：白酒销量（万千升）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 36：规模以上白酒企业数量

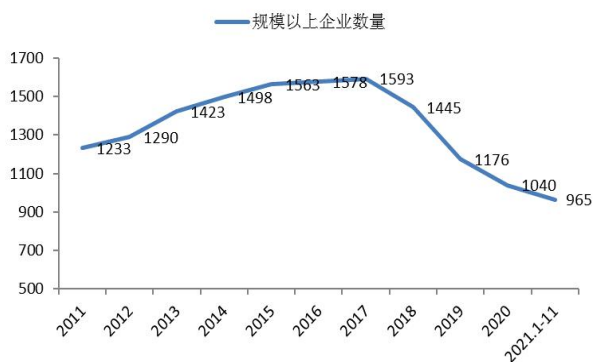
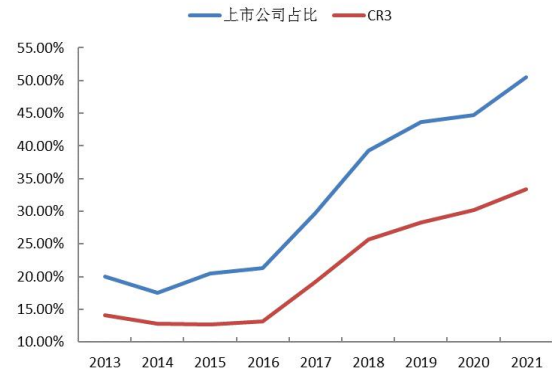


图 37：白酒行业集中程度



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

3) 企业层面：白酒经历了从产能为王、90 年代的广告渠道销售，到黄金十年的以“销”为核心的渠道

竞争时代，再到以“营+销”为内核的系统化品牌打造时代。经过 5 年的调整期，白酒行业的竞争格局日渐清晰，市场开始向优质产能、优质品牌集中，而面对日益加剧的市场竞争，中小白酒企业的发展前景和市场空间进一步被挤压。目前，白酒品牌的开发和销售核心驱动因素，已经从终端的竞争转移到以消费者为核心的品牌竞争上。在消费升级的背景下，具备产品，品牌、渠道优势的中高端龙头企业有望持续增长。

表 10：白酒渠道、营销方式变迁

表头	1978-1988	1989-1996	1997-2003	2004-2010	2011-
渠道	国营糖酒	大流通大经销商	终端致胜	深度分销	复合渠道
营销方式	产能为王	广告驱动	渠道致胜	品牌创新	数字浪潮
品牌	1987 年汾酒营收为第一	1994 年超越山西汾酒			贵州茅台 2013 年全面超越五粮液

资料来源：山西证券研究所，酒业家，酒说

因此，我们认为目前白酒所处的产业周期还没有走完，目前属于结构性驱动的新周期，产量的持续缩减促使企业进行品质升级，企业越来越多的走向用优质陈年基酒进行勾兑酿造产品，并赋予其更多的文化属性和社交属性。高净值人群的财富增长决定高端白酒量的增长，茅台的高度决定了高端白酒提价的天花板，未来高端白酒量价齐升的趋势还会延续，由此而带来的次高端扩容升级的机遇也会延续。

3.白酒竞争格局：行业竞争升级，中高端白酒持续扩容

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。

表 11：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 20（古井贡酒）、青花 20（山西汾酒）	300-800
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

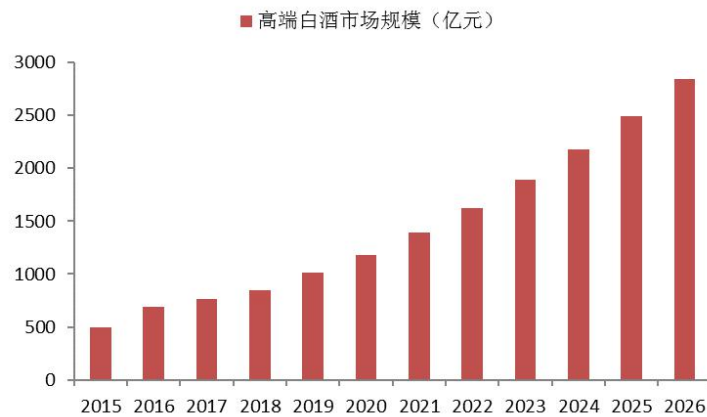
3.1 高端白酒持续扩容

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，

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。

据欧睿信息咨询数据显示，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。基于未来五年白酒行业规模以上企业销售收入增长趋势，经过欧睿信息咨询初步估算，2026 年中国高端白酒市场的市场规模将达到 2846 亿元。

图 38：高端白酒市场规模



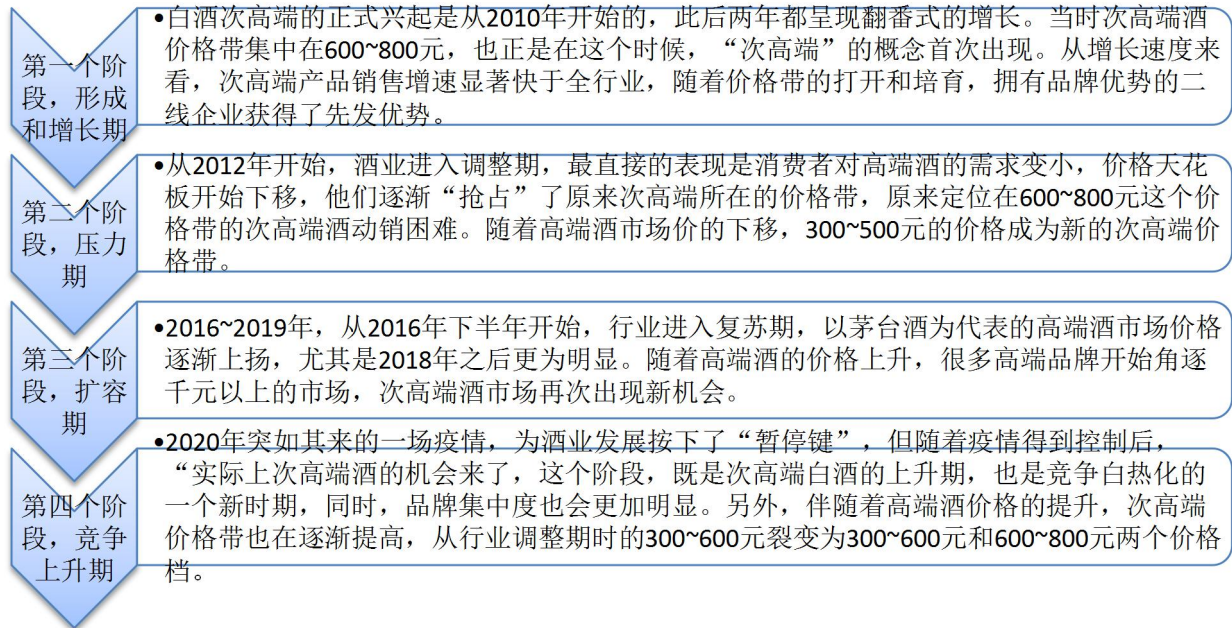
资料来源：欧睿信息咨询，山西证券研究所

3.2 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，次高端白酒的四个阶段：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。

根据酒业家报道，2020 年我国次高端白酒消费的市场规模收入在 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，近一两年各大品牌都在布局次高端价格带，比如五粮液推出售价 728 元的五粮春·名门；洋河 M6+、梦之蓝水晶版持续巩固次高端龙头地位；汾酒也向中高端青花系列发力；泸州老窖特曲、窖龄酒在 300-700 元价位发力，2021 年推出售价 899 元泸州老窖 1952 补位 700-1000 元价格带。

图 39：次高端白酒发展期



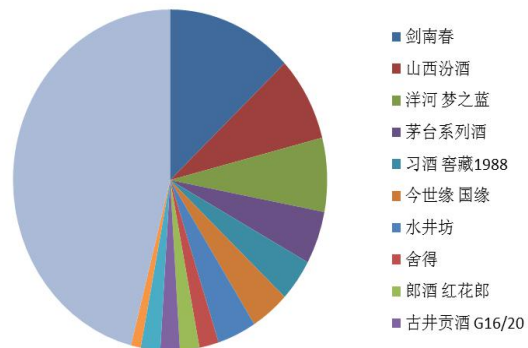
资料来源：酒说，山西证券研究所

图 40：次高端白酒市场规模



资料来源：酒业家，山西证券研究所

图 41：2019 年次高端市场份额



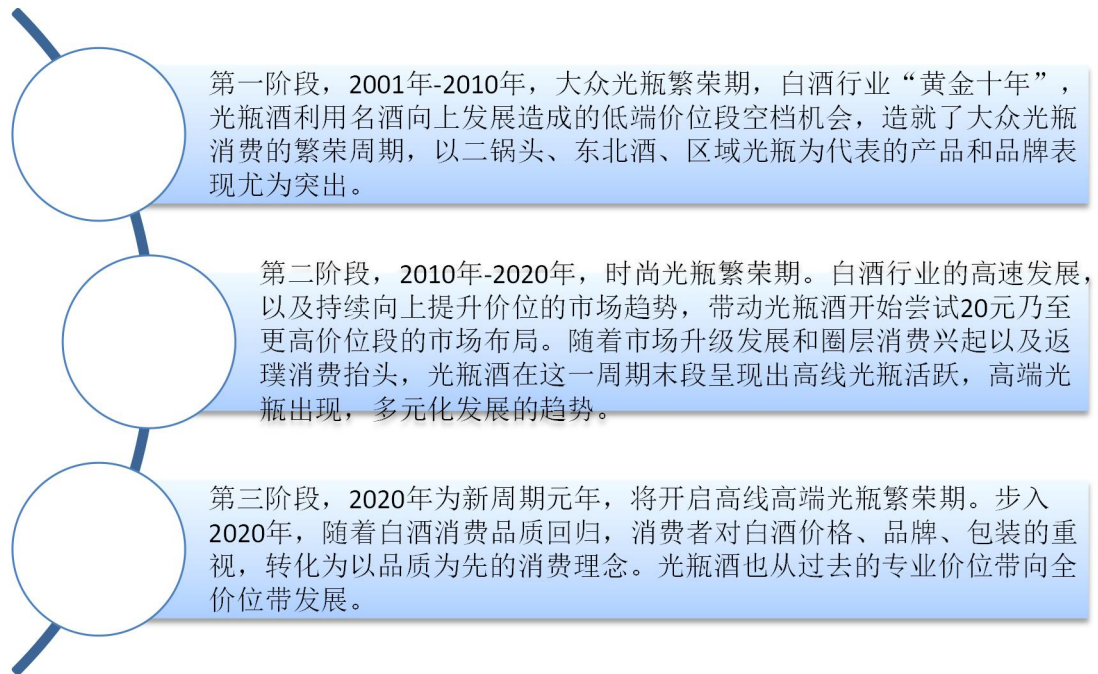
资料来源：酒业家，山西证券研究所

3.3 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%，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；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。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。

图 42：光瓶酒发展阶段

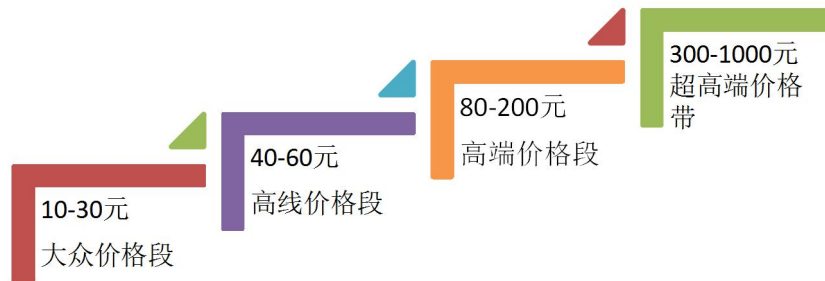


资料来源：酒业家，山西证券研究所

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；5) “新国标”的实施有利于提升白酒产业结构、优化产业竞争环境，标志着中国白酒已经进入以质量为导向、以品牌为基础的价值时代。

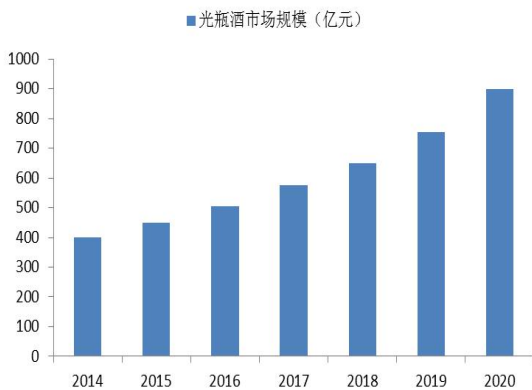
此外，从行业竞争格局来看，当前光瓶酒市场参与者众多，市场竞争格局仍较分散。根据观研报告网数据显示，2019 年我国光瓶酒市场份额 TOP3 为牛栏山、老村长、波汾，占比分别为 13.85%、6.15%、5.38%。市场竞争格局仍较分散。

图 43：光瓶酒 4 个价位段



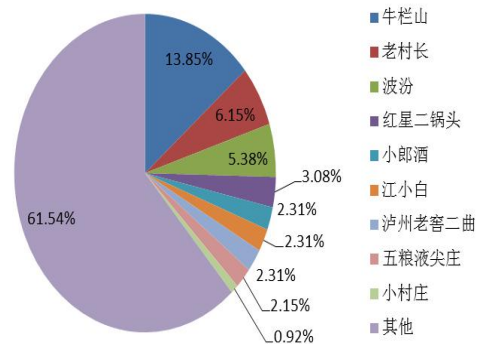
资料来源：卓鹏战略咨询，山西证券研究所

图 44：光瓶酒市场规模



资料来源：卓鹏战略咨询，山西证券研究所

图 45：光瓶酒竞争格局



资料来源：观研报告网，山西证券研究所

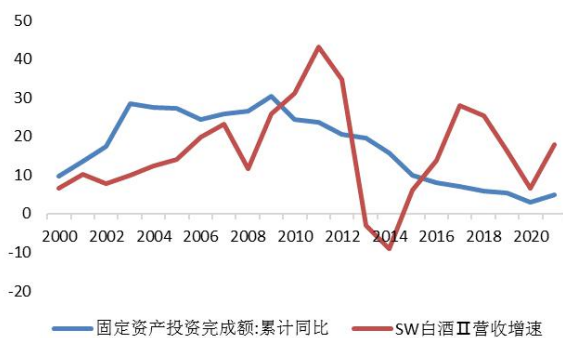
4.下半年展望：景气度持续+动销环比改善，白酒依然可期

4.1 整体情况：短期中报韧性较强，疫后逐渐复苏

1) 从宏观整体上看，稳增长背景下，白酒业绩有望逐渐改善。在“稳增长”大方向下，宽松的货币环境以及财政刺激仍是今年政策主线，各地相继出台提振经济的政策，历史上的稳增长政策围绕地产基建展开，伴随本轮通胀后周期的稳增长各项举措落地，经济向好、消费升温或将推动白酒业绩增速回升。具体来看：1) 宏观经济对白酒发展有一定影响。虽然 2015 年至今的白酒周期由大众消费逐步接替政商消费进行主导，固定资产、房地产、三公消费等驱动因素相对弱化，但是，白酒与宏观经济运行具有一定的相关性。从白酒消费属性、社交属性，投资属性来看：随着疫情防控形势好转，消费回暖，聚饮、宴席消费增加；宏观经济活跃度提高后，企业商务活动增加，商务招待需求提高。2) 宽松的流动性对白酒板块估值形成支撑。白酒板块 PE 前期受政策调控影响较大，从 2018 年开始白酒板块 PE 与流动性相关性更为明显。

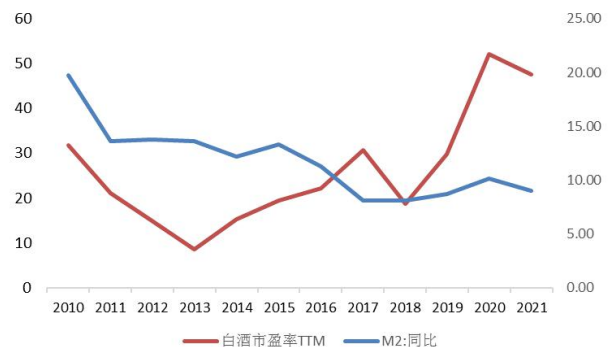
受疫情影响，国内经济短期压力较大，政策上对流动性有更多的支持，包括连续下调各类利率、存款准备金率等，我们认为在较为宽松的流动性环境下，白酒行业将从中受益。3) 白酒具有抗通胀属性。根据山证策略组，中国经济目前的特征是结构性滞胀，政策在治理“滞”，投资就买“胀”。胀有三种表现形式：一是直接表现为价格；二是供给收缩足够大；三是需求扩张无忧。白酒企业具有很强的定价权，随着 CPI 指数的上涨，白酒的价格也迅速走高，并且白酒在各个通胀时期，毛利率是上行。

图 46: 白酒营收与固定资产投资增速相关性



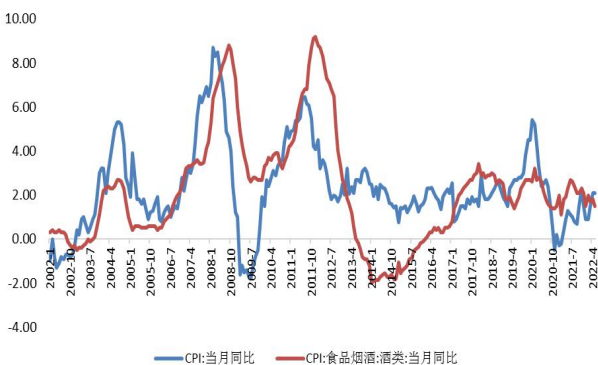
资料来源: wind, 山西证券研究所

图 47: 白酒 PE 与 M2 增速相关性



资料来源: wind, 山西证券研究所

图 48: 酒类价格与 CPI 指数走势图



资料来源: wind, 山西证券研究所

图 49: 白酒毛利率在各个通胀时期上行



资料来源: wind, 山西证券研究所

2) 从行业表现看，涨价利好白酒行业。从各大酒企发布的公告及通知来看，2021 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。

表 12: 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

公司名称	时间	提价情况
		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 $2 \leq N \leq 5$ 市场指导价逐年上调 80 元/瓶； $6 \leq N \leq 10$ ，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，国资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。2021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也在2021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、老白干等公司推出了股权激励方案，有望内部改革激发活力。

3) 从企业现状看，Q2 板块有望继续体现韧性。 2022年3月以来全国疫情点状复发，大多酒企均于春节前完成大部分回款，2022年白酒实现了开门红。但4-5月新型冠状病毒疫情局部反复影响，导致部分区域的聚饮市场、宴席市场受到一定影响，市场对白酒第二季度的回款、发货、动销情况比较担心。整体来看，二季度为行业传统淡季，一般白酒Q2占全年的15-20%，销售任务比重较低。具体来看：（1）回款情况：目前主流公司回款已达50%以上（其中洋河股份、古井贡酒、迎驾贡酒达到60%以上），预计中报业绩韧性仍存在；（2）发货情况：为了保证价盘稳定性，发货端整体与回款基本保持一致节奏、部分单品同比去年发货进度略慢；（3）动销情况：4-5月份，高端产品由于礼品属性对疫情敏感度较低，压力相对较小。疫情对宴席冲击较大，而次高端酒需求中宴席占比较高，动销影响较大，但是自华东5月中旬疫情控制以来，动销出现明显好转。目前来看，白酒回款进度>发货进度>动销程度；（4）库存情况：各酒企为保持量价平衡以及良性的渠道环境，从2-3月份起陆续控制发货的节奏，当前渠道库存均处于正常或者可控区间；（5）目前酒企普遍尚未对年度目标进行调整；（6）预收款表现优异，为Q2留有空间：2022Q1主要申万白酒合同负债近446.67亿，同比增加34%，为Q2业绩释放保留了空间。

总之，展望下半年，白酒行业最坏的时刻已经过去，随着宏观政策逐步宽松加码，疫情影响逐渐减弱，消费场景复苏，白酒动销环比改善。一是，虽然整体发货进度慢于回款，疫情期间控货顺利，渠道库存处于良性水平，能够快速实现渠道补库存需要；二是，5月以来华东地区回款和动销明显加快，若中秋、国庆旺季不再受疫情的影响，则有望回补二季度减少的量，对全年影响不大。

表 13：正常情形下白酒全年打款状况

经销商打款及酒企发货情况	不同季度消费情况
1月经销打款40%左右（春节前）	春节期间消费30-40%，一季度消费40-45%
3、4、5月发货20%左右（其中端午前打款10%）	2季度淡季消费10-15%
8-9月打款30%左右（中秋国庆前）	中秋国庆消费30%左右
11、12月发货10%	四季度正常消费10-15%

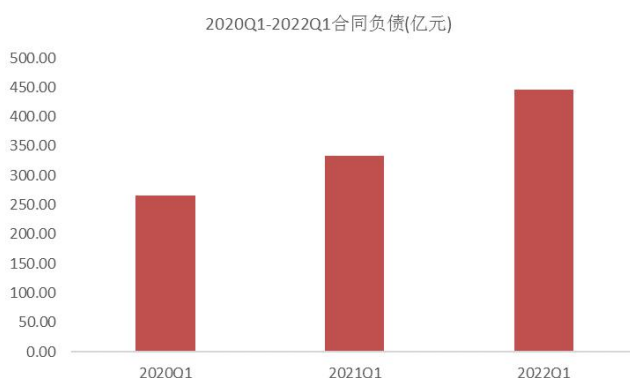
资料来源：渠道调研，公开资料整理，山西证券研究所

表 14：白酒公司近 5 年单季度营业收入情况

公司名称	17Q2	18Q2	19Q2	20Q2	21Q2
泸州老窖	23.53%	23.36%	24.30%	24.51%	20.90%
古井贡酒	21.48%	25.59%	22.27%	21.75%	21.68%
酒鬼酒	21.53%	21.76%	24.00%	22.43%	23.61%
五粮液	18.10%	18.79%	19.08%	18.37%	18.77%
顺鑫农业	23.05%	27.00%	24.50%	25.76%	24.92%
*ST 皇台	59.48%	2.17%	9.73%	30.39%	14.61%
洋河股份	19.79%	20.72%	22.09%	19.72%	19.82%
天佑德酒	16.44%	16.55%	14.02%	19.79%	18.98%
古井贡 B	21.48%	25.59%	22.27%	21.75%	21.68%
伊力特	18.33%	22.57%	18.33%	35.54%	25.09%
金种子酒	17.47%	18.40%	23.82%	20.83%	20.68%
贵州茅台	18.96%	21.83%	21.04%	20.75%	20.70%
老白干酒	16.25%	20.12%	20.10%	20.48%	22.28%
舍得酒业	27.62%	22.51%	19.74%	22.99%	27.43%
水井坊	21.57%	20.85%	21.48%	2.51%	12.88%
山西汾酒	20.54%	19.21%	19.52%	19.73%	23.97%
迎驾贡酒	17.65%	17.29%	19.10%	17.29%	20.48%
今世缘	22.56%	23.28%	22.61%	22.32%	22.71%
口子窖	19.79%	21.30%	22.63%	19.75%	21.27%

资料来源：wind，山西证券研究所

图 50：白酒企业合同负债情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 15：白酒上市企业 2022 年目标

类别	证券简称	2021 年目标	实际完成情况	2022 年目标
高端酒	贵州茅台	营业总收入较上年度增长 10.5% 左右	营业总收入 1094.64 亿元，同比增长 11.71%；归母净利润 524.60 亿元，同比增长 12.34%	一是营业总收入较上年度增长 15%左右；二是完成基本建设投资 69.69 亿元
	五粮液	2021 年公司经营目标：公司力	营业收入 662.09 亿元，同比	2022 年公司经营目标：公司营

		争实现营业总收入两位数增长	增长 15.51%；归母净利润为 233.77 亿元，同比增长 17.15%	业总收入继续保持两位数的稳健增长
	泸州老窖	力争实现营业收入同比增长不低于 15%。	营业收入 206.42 亿元，同比增长 23.96%；归母净利润 79.56 亿元，同比增长 32.47%	力争实现营业收入同比增长不低于 15%
	山西汾酒	力争实现营业收入较上年度增长 30%左右	营业收入 199.71 亿元，同比增长 42.75%；归母净利润 53.14 亿元，同比增长 72.56%	力争营业收入较上年度增长 25%左右
次高端酒	水井坊	2021 年，公司力争实现主营业务收入增长 43%左右，净利润增长	营业收入 46.32 亿元、同比 54.10%，归母净利润 11.99 亿元，同比增长 63.96%	公司 2022 年的经营目标是主营业务收入增长 15%左右，净利润增长 15%左右
	舍得酒业		营业收入 49.69 亿元，同比增长 83.80%；归母净利润 12.46 亿元，同比增长 114.35%	-
	酒鬼酒	-	营业收入 34.14 亿元，同比增长 86.97%；归母净利润 8.93 亿元，同比增长 81.75%	-
	洋河股份	-	营业收入 253.50 亿元、同比 20.14%，归母净利润 75.08 亿元、同比增长 0.34%	2022 年公司经营目标是实现营业收入同比增长 15%以上
	古井贡酒	2021 年经营目标是实现营业收入同比增长 10%以上。	营业收入 132.70 亿元，同比增长 28.93%；归属于母公司净利润 22.98 亿元，同比增长 23.90%	2022 年计划实现营业收入 153 亿元，较上年增长 15.30%；2022 年计划实现利润总额 35.50 亿元，较上年增长 11.94%
区域龙头	口子窖	2021 年计划实现营业收入 120 亿元，较上年增长 16.59%；2021 年计划实现利润总额 28.47 亿元，较上年增长 15.08%。	营收 50.29 亿元、同比增长 25.37%，归母净利润 17.27 亿元、同比增长 35.38%	
	今世缘		营业收入 64.08 亿元、同增 25.13%，归母净利润 20.29 亿元、同增 25.90%	公司确定 22 年营收目标 75 亿元，争取 80 亿元；净利润目标 22.5 亿，争取 23.5 亿
	老白干酒	2021 年公司计划实现主营业务收入 39.57 亿元，营业成本控制在 13.96 亿元以内	营业收入 40.27 亿元，同比增长 11.93；归母净利润 3.89 亿元，同比增长 24.50%	公司确定 2022 年营收目标 75 亿元，争取 80 亿元；净利润目标 22.5 亿元，争取 23.5 亿元
	伊力特	2021 年公司争取实现营业收入 23 亿元（合并报表），争取实现利润总额 5.5 亿元（合并报表）	营业收入 19.38 亿元，同比增长 7.53%，归母净利润 3.13 亿元，同比减少 8.53%	2022 年公司争取实现营业收入 23.50 亿元（合并报表），争取实现利润总额 5.5 亿元
	金徽酒	2021 年公司计划实现营业收入 21.00 亿元，比上年增长 21.34%；预计实现净利润 3.80	营业收入 17.88 亿元，同比 3.34%，归母净利润 3.25 亿元，同比减少 1.95%	力争实现营业收入 25.00 亿元

		亿元，比上年增长 14.69%。		
	金种子酒	公司计划实现全年销售收入 13 亿元	营业收入 12.11 亿元，同比增长 16.70%；归母净利润 -1.66 亿元，同比减少 339.76%	
	迎驾贡酒	2021 年公司计划实现营业收入 21.00 亿元，比上年增长 21.34%；预计实现净利润 3.80 亿元，比上年增长 14.69%	营业收入 45.77 亿元，同比增加 32.58%；归母净利润 13.82 亿，同比增长 44.96%	-
低端酒	顺鑫农业		实现销售收入 148.69 亿元，同比减少 4.14%，归母净利润为 1.02 亿元，同比减少 75.64%	

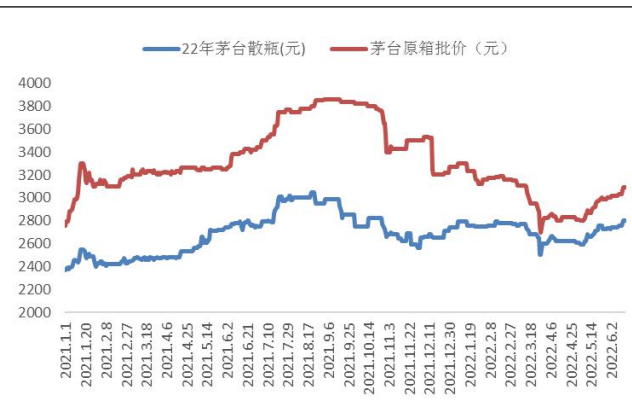
资料来源：公司公告，山西证券研究所

4.2 分价格带：高端稳健增长，关注次高端复苏弹性

1) 高端白酒价盘良性，稳健增长。高端白酒受疫情影响较小，礼品属性对疫情的敏感度相对较低，需求相对刚性。飞天茅台、普五和国窖 1573 批价均稳中有升，整体波动较小。一季度业绩开门红亦为全年营收提供有力支撑。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。

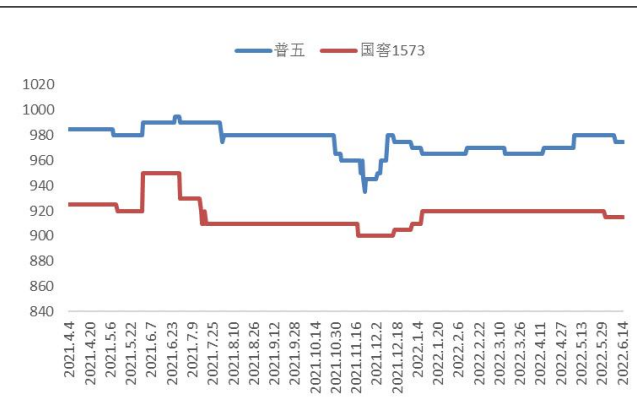
贵州茅台：茅台逆势加速。飞天茅台批价是行业需求景气度的重要指标，茅台价盘回升，有利于提振市场信心。股东大会反馈，明确 2022 年业绩增长速度，持续改革创新：1) 产品上，陆续推出了珍品茅台、茅台 1935、100ml53%飞天茅台、茅台冰激凌等系列产品，产品带、价格带不断优化；2) 渠道上，加速推进“智慧茅台建设”，成功上线了“i 茅台”数字化营销平台，目前茅台注册会员数已达到 1700 万，实现收入约 30-40 亿元，直营占比进一步提高；3) 营销上，提出了“营销美时代”和“五合营销法”。未来随着直营渠道投放比例提升、新品投放以及非标产品提价效应凸显，助力茅台加速增长。

图 51: 飞天茅台批价情况



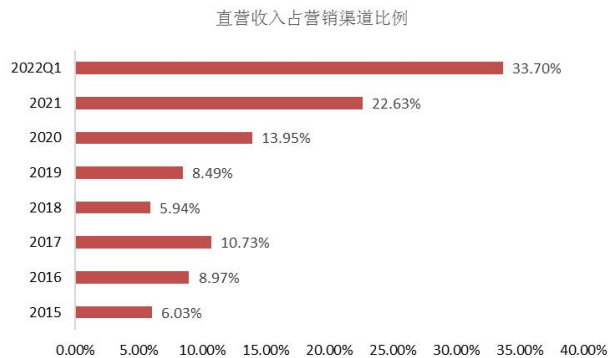
资料来源：今日酒价，山西证券研究所

图 52: 普五和国窖 1573 批价情况



资料来源：今日酒价，山西证券研究所

图 53：茅台历年直营占比情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 16：i 茅台平台产品矩阵

销售方式	产品	零售价（元/瓶）
线上销售	飞天 53%度 100ml 茅台酒	399
	飞天 43%500ml 茅台酒	1099
	43%500ml 茅台酒（喜宴·红）	1099
	茅台王子酒（金王子）	338
	茅台迎宾酒（紫）	218
申购	53%vol 500ml 茅台酒（彩釉珍品）	4599
	53%vol 500ml 茅台酒（壬寅虎年）	2499
	53%vol 375ml*2 茅台酒（壬寅虎年）	3599
	53%vol 500ml 茅台 1935	1188

资料来源：i 茅台 app，山西证券研究所

五粮液：股东大会反馈，继续保持两位数的稳健增长的年度目标。分产品看，1）第八代五粮液 1-4 月份全国整体销售情况稳中有进，略有增长，已经实现了 50%左右的动销目标。有 11 个几乎没有受疫情影响或比较小的区域呈上涨趋势，甚至有几个区域是两位数增长，有两个区域实现了 15%以上的增长。目前公司回款进度为 60%左右，五粮液普五在端午节前后有放量，造成了一定程度价格下跌，端午节过后五粮液对价格进行管控，普五批价整体保持平稳，库存 25-30 天左右。2）系列酒从销量式的增长向结构性的增长转变。3）经典五粮液采取配额制，产品现在处于产品导入期，在北上广深加成都这 5 个城市，布局经典的推广宣传。

泸州老窖：预计延续稳健增长。目前国窖 1573 回款进度基本达到 55%+左右，发货略低于回款进度，自春节以来一直控货，目前库存处于良性水平。批价保持在 920 左右，平稳运行。整体来看，泸州老窖今年看点还是中高端酒量价齐升，低档酒二曲调整仍处于导入期。公司去年业绩二季度基数较低，预计延续稳健增长。

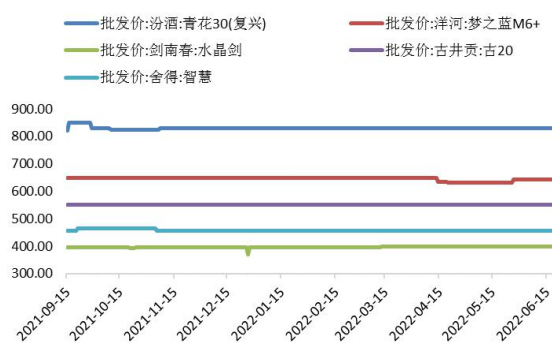
2) **次高端白酒弹性释放，逐步加大配置。**今年一季度次高端白酒延续增长势能，主要在于：中高档产品结构升级是酒企实现高质量增长的根本动因；全国化市场拓展是实现高增长的直接动因；品牌溢价是实现跑赢增长的间接原因。疫情反复虽然会使次高端白酒终端动销和招商拓展受到影响，酒企积极推进渠道建设、终端动销、消费者培育等工作，主要单品价格稳定、库存水平维持良性。受经济增长放缓的影响，消费升级的广度和深度将收缩，品牌议价空间变小，800元以上价位段的产品增长相对放缓，300-800元次高端白酒成长动力加强，将进入趋势性相对高增长阶段。中长期看，疫情不改白酒结构性繁荣，全国化逻辑仍在。目前山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业等企业回款进度符合预期，库存良性，叠加基数效应的逐季弱化，动销环比修复，下半年业绩增速有望环比改善。当前市盈率回落于5年历史区间低位，需求回暖下业绩弹性大概率释放，逐步加大配置。

山西汾酒:兼具确定性和成长性。目前山西汾酒回款60%左右，库存处于良性水平。年度增长目标不会修改，只修改方法，通过投放节奏的调控、投放产品的调控、投放区域的调控等，用时间换空间保证全年增速。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。

舍得酒业:保持战略定力，全局策动，增长路径清晰。短期看，目前整体回款进度有望达50%，3月以来控货挺价，渠道库存良性，公司积极采取行动对冲疫情影响，伴随宴席回补，次高端有望释放需求弹性。中长期看，舍得酒业增长路径清晰，公司将持续加强品牌建设，优化组织管理体系，聚焦战略产品和重点城市，大力发展优质经销商，加强市场基础建设、加强消费者培育。同时，持续完善生态产业链，扩大产能，加强老酒储备，提升老酒品质。

洋河股份:改革势能逐步显现，有望再次起航。自2019年下半年以来公司主动调整，在渠道、产品、组织、人事等方面采取了一系列调整措施，基本走出低谷。目前洋河股份回款60%-65%，渠道利润提升，股东大会反馈暂不需调整全年经营目标，考虑到梦6+势能已形成，全年百亿可期，水晶梦及新版天之蓝目前已完成升级，海之蓝产品数字化改造版本已经开始导入市场，全年目标有望完成。

图 54: 部分核心次高端白酒价位保持平稳



资料来源: wind, 山西证券研究所

3) 区域白酒：徽酒消费升级延续。安徽作为历史白酒强省，人均饮酒量位居全国第三，21年徽酒市场空间达350亿，消费需求以中端价位带（100-300元）为主，占比约34%，次高端与高端价位带（300元以上）合计占比33%。目前安徽经济从内向型到外向型转移，合肥市场的GDP增长拉动安徽GDP的增长，其他很多地方以合肥为样板，安徽整体消费者消费能力预期会增加。在消费升级驱动下，预计2024年省内次高端与高端价位带市场占比将达47%。安徽省内白酒行业壁垒较高，形成了由古井贡酒为首、迎驾贡酒和口子窖随后的一超二强局面，三者市场份额合计占比过半。

古井贡酒：受益省内消费升级，龙头有望持续增长。短期来看，省内市场受疫情影响较小，回款进度达到70%，动销旺盛。中长期看，受益省内消费升级，古井贡酒一方面优化产品结构，全力聚焦核心大单品古20，另一方面在深耕省内市场的同时加快省外市场拓展，有望持续增长。

图 55：徽酒市场占比情况



资料来源：云酒头条，山西证券研究所

图 56：安徽白酒市场规模



资料来源：云酒头条，山西证券研究所

5.投资策略：坚守确定，加配成长

短期看，白酒企业整体全年回款进度过半，中报业绩韧性较强，但仍需观察去库存情况以及未来中秋国庆的真实动销。中长期看，在消费升级的驱动下，白酒行业分化进一步加剧，高端、次高端白酒受益于结构升级，其市场容量呈现扩张趋势，中低端白酒由于其消费人群分布较广且以自饮为主，整体增速有所放缓且竞争日趋激烈。因此，在存量竞争的阶段，白酒企业的产品结构仍将继续升级，以高档酒（含中高档）为主导的产品结构盈利能力更强，有望在新一轮增长周期内拥有更多进位可能。站在这个时间点，我们对22年的白酒策略集中在3条主线：坚守确定性主线；加配低估值高成长；重视低基数高弹性。

- 1) 坚守确定性，今年在疫情多点反复下需求疲软，盈利确定性成为首选。贵州茅台直营渠道投放比例提升以及非标产品提价效应凸显，报表逆势主动加速；山西汾酒公司产品线丰富，经营节奏把握较好，兼具确定性和成长性；五粮液动销预期由弱渐强，全年两位数增长目标确定性较强。

- 2) **加配低估值高成长标的，布局白酒价值空间。**在外部的环境的冲击下，洋河股份、舍得酒业、酒鬼酒等估值回落于5年历史估值中枢的低位，估值安全边际充分，中长期看好公司组织、产品和渠道改革持续推进带来的全国化扩张能力。
- 3) **重视低基数高弹性标的。**区域龙头基数较低，依靠产品结构升级、市场拓展和费用优化，有望稳健增长，建议关注今世缘、古井贡酒。

6.重点公司推荐

贵州茅台 (600519.SH): 股东大会确立信心，2022 业绩提速。股东大会提出 2022 年经营目标：一是营业总收入较上年度增长 15%左右；二是完成基本建设投资 69.69 亿元。2022 年业绩发展提速：1) 贵州茅台市场营销改革预期较强，新帅上任，给市场传递发展信心；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。三是直营渠道投放比例提升、新品投放以及非标产品提价效应凸显，助力茅台加速增长。预计 2022-2024 年公司归母净利润为 618.84 亿、726.95 亿、852.96 亿元，EPS 分别为 49.26 元、57.87 元、67.90 元，对应 7 月 1 日股价，PE 分别为 35 倍、30 倍、25 倍。维持“买入-A”评级。风险提示：宏观经济不确定性风险；疫情影响白酒消费需求；是生态环境保护风险；知识产权保护风险。

五粮液 (000858.SZ): 持续优化产品体系，两位数稳健增长。短期看，普五八代通过加强精准管理，渠道利润有望提升，进而保证普五的发展；经典五粮液通过采取优化经典五粮液经销商及配额制度、明确经典五粮核心市场和重点市场等策略，保证整体实现稀缺态势；系列酒将坚持战略方向，优化战术动作，调整发展结构，持续做大贡献，进而确保 2022 年实现全年营收两位数增长。中长期看，不管从酿酒、制酒、包装、储酒能力都在现有产能基础上增加一倍以上，确保公司实现“2118”发展目标（原酒产能达到 20 万吨，基酒储能力达 100 万吨；销售收入突破 1000 亿；利税总额达 800 亿元）。预计 2022-2024 年公司归母净利润为 277.06 亿、328.10 亿、384.38 亿，EPS 分别为 7.14 元、8.45 元、9.90 元，对应 7 月 1 日股价，PE 分别为 28 倍、24 倍、21 倍。维持“买入-A”评级。风险提示：宏观经济不确定因素；行业竞争尤其是名酒企业竞争进一步加剧；知名品牌知识产权保护风险。

山西汾酒 (600809.SH): 经营节奏把控较好，2022 发展仍强劲。公司计划 2022 年营收同比增长 25%左右，目标较为保守。2022 年，在“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略下，通过缩减玻汾配额，将更多的资源投入青花系列，预计青花系列持续高增长。整体来看，低端稳健增长，腰部产品蓄势增长，高端产品高速增长，2022 年整体增长速度仍较快。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 年，营业收入可看 300 亿元，3-4 年可看 500 亿元收入，年复合增长率 29%左右。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 2022-2024 年公司归母净利润为 73.49 亿、99.54 亿、128.36 亿元，EPS 分别为 6.02 元、8.16 元、10.52 元，对应 7 月 1 日股价，PE 分别为 52 倍、38 倍、30 倍。维持“买入-A”评级。风险提示：宏观经济风险；行业竞争风险；省外扩展不达预期风险；食品安全风险。

今世缘(603369.SH): 顺利实现开门红, 有望持续增长。2022 年公司如期实现开门红。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 2022-2024 年公司归母净利润为 24.81 亿、30.11 亿、36.01 亿，EPS 分别为 1.98 元、2.40 元、2.87 元，对应 7 月 1 日股价，PE 分别为 26 倍、21 倍、18 倍。维持“买入-A”评级。风险提示：宏观经济波动风险；消费环境变化风险；省内市场竞争风险；公司经营决策失误或组织不力风险。

7.投资风险

- 1) 宏观经济风险：白酒行业与宏观经济紧密关联，容易受到消费品市场波动影响。
- 2) 行业竞争风险：随着白酒行业集中度提高，白酒企业竞争将更加激烈。
- 3) 产业政策风险：随着国家对酒行业监管力度的不断提升，行业存在一定的产业政策风险。
- 4) 疫情反复风险：新冠疫情外防输入、内防反弹的压力仍然较大，对白酒需求总量与结构、消费场景和消费习惯可能产生较大影响，未来疫情对白酒行业的影响程度取决于疫情防控的进展情况、持续时间及防控政策的实施情况。

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：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

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，本报告的任一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：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

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>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

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

