

食品饮料行业深度报告

白酒 2023 年策略：复苏暖风吹，笃行待春来
增持（维持）

2022 年 12 月 28 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

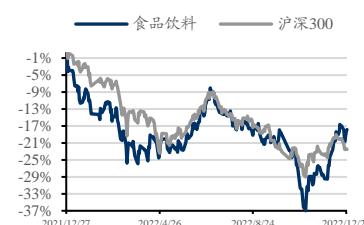
执业证书：S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

投资要点

- 2022 回顾：**全年白酒板块回落，最大回撤达 34%，估值低于年初水平。1) 疫情持续+今年封控影响，消费场景和消费意愿被削弱。2021 年基本面并不承压，板块涨幅跑输大盘，主要系受流动性收紧，市场对于估值容忍度下降；2022 年经济增速放缓，流动性更宽裕，但白酒板块从年初回落，估值全年也未有较好的抬升，主要是消费场景和消费意愿受影响，库存抬升，白酒价格回落。2) 资金相对有分歧：基金持股层面，食品饮料基金重仓持股比例有所增加，白酒稳居持仓核心，但北向资金层面陆股通持股占比下降，10 月份外资大幅流出也导致白酒板块的年内低点。3) 龙头全年凸显韧性：全年高端龙头和区域酒龙头表现韧性较强，在 6 月和 11 月封控解除后复苏预期带来的两轮股价增长总体表现来看，区域酒>高端酒>次高端。
- 2023 展望：**1) 长期趋势不变：考虑疫情管控和房地产政策的调整，明年经济有望达成稳健增长，经济的恢复持续推动消费升级，集中度有望持续提升。2) 消费信心有望持续好转，消费场景恢复可期。考虑到短期存在反复感染冲击、结构性收入效应等因素需要获得逐步的改善，维持明年白酒面对的是慢复苏/弱动销→逐步加快的状态，而且在消费慢复苏过程中，我们预计动销恢复也将呈现由弱逐渐转强的过程。3) 酒企报表韧性，目标制定理性：随着酒企规模的扩大，逐年稳步增速属正常状态，展望明年，预计主要酒企目标制定延续理性稳健思路，朝着十四五规划目标奋进。4) 我们认为短期板块估值底已现，长期价值充分彰显。从市场层面看 10 月底估值端基本筑底，当前大部分悲观预期的因素（如库存/价格/明年的业绩担忧/春节的动销表现）已经在估值中有体现，板块充分彰显长期价值。
- 2023 节奏：**1) 23H1 以消化为主，降库存稳价盘为目标。22 年整体库存提升的同时，23 年春节相对较早，过年前终端消费时间有所缩短，在春节发货后也需要持续消化的时间，我们预计 2023H1 主流酒企仍会维持降库存、稳价盘的主要目标，正常的销售节奏推进，争取把能做的事情做在前头，随时等待市场复苏后的机会。2) 23H2 消费场景趋势向好，上半年的回调是布局的比较好时机。Q1 甚至 Q2 可能承压；但考虑 Q2 开始行业面临低基数、H2 场景恢复的趋势明确，消费者的消费行为和外出消费信心是会随着时间持续提升的，上半年有所回调是较好的布局时点。
- 投资建议：**长期消费升级趋势不变，明年消费场景和消费意愿有望逐步恢复，整体呈现弱动销和慢复苏→逐步加快的态势，当前板块长期价值显现。1) 短期面对疫情放松后的冲击+春节动销相对的未可知：我们认为偏防御，优先确定性+估值性价比，推荐贵州茅台/五粮液/泸州老窖/迎驾贡酒/古井贡酒；2) 全年在复苏主旋律下，有望出现阶段性的贝塔机会，以价格从优的原则，充分考虑弹性+确定性，①经济 β 推动角度推荐五粮液/泸州老窖；②宴席场景复苏的角度推荐洋河股份/迎驾贡酒；③受损次高端复苏的角度推荐舍得酒业。3) 中长期维度，在消费升级驱动&行业集中度持续提升的推动下，品牌制胜，强者恒强，重点推荐贵州茅台/山西汾酒/五粮液。
- 风险提示：**经济恢复不及预期、动销恢复不及预期、食品安全问题。

行业走势



相关研究

《周专题：10 月千禾动销强劲，乳制品板块弱复苏》

2022-11-20

《糖酒会反馈：表现符合预期，名优白酒中长期价值逐显》

2022-11-13

内容目录

1. 2022 年白酒板块表现：基本面承压，板块整体回调	4
1.1. 板块回顾：消费场景约束，消费力承压，资金层面有所分歧.....	4
1.2. 价格带回顾：基本面承压，龙头凸显韧性.....	8
2. 明年展望：长期趋势向好，高端区域确定性更强	11
2.1. 复苏趋势向好，产业端表现有望延续.....	11
2.1.1. 消费升级持续，集中度进一步提升.....	11
2.1.2. 经济向好趋势不变，消费场景恢复可期.....	12
2.1.3. 酒企稳健降速，估值底已现，板块有韧性.....	12
2.2. 投资建议：价格优先原则，布局确定性+弹性	13
2.2.1. 节奏：23H1 有较好布局时点，H2 消费趋势向好.....	13
2.2.2. 选择思路：全年确定性+弹性，短期确定性优先	14
3. 风险提示	16

图表目录

图 1: 食饮板块和白酒板块年初以来涨跌幅.....	4
图 2: 食饮板块和白酒板块年初以来市盈率表现.....	4
图 3: 2019-2022 年 GDP 变化情况	4
图 4: 2019 年-2022 年 M2 变化情况.....	4
图 5: 2019 年-2022 年社会融资规模.....	5
图 6: 2019 年-2022 年社会消费品零售总额	5
图 7: 茅台批价走势 (元/瓶)	5
图 8: 五粮液/国窖 1573 批价走势 (元/瓶)	5
图 9: 基金对食品饮料板块持股市值比例变化.....	6
图 10: 基金对白酒板块持股市值比例变化.....	6
图 11: 2022Q3 各子版块占食品饮料基金重仓持股市值比例.....	6
图 12: 2022Q3 白酒个股重仓市值占比.....	6
图 13: 2021Q3 白酒个股重仓市值占比.....	6
图 14: 食品饮料和白酒板块陆股通持股比例变化.....	7
图 15: 白酒个股陆股通持股变化 (%)	7
图 16: 白酒分价位段总营收表现 (亿元, %)	8
图 17: 白酒分价位段归母净利润表现 (亿元, %)	8
图 18: 白酒分价位段合同负债 (亿元, %)	8
图 19: 白酒分价位段现金流表现 (亿元, %)	8
图 20: 白酒分价位段涨跌幅表现.....	10
图 21: 白酒分价位段市盈率表现.....	10
图 22: 高端酒板块个股年初以来涨跌幅表现%	10
图 23: 次高端板块个股年初以来涨跌幅表现%	10
图 24: 部分区域酒个股年初以来涨跌幅表现%	10
图 25: 上市酒企与规上酒企总营收 (亿元, %)	11
图 26: 上市酒企与规上酒企利润总额 (亿元, %)	11
图 27: 白酒产量表现及同比 (万千升, %)	12
图 28: 亏损酒企数量及占比 (家, %)	12
表 1: 各酒企今年各季度收入/归母净利润 yoy	9
表 2: 部分酒企历年目标、完成及展望.....	13

1. 2022 年白酒板块表现：基本面承压，板块整体回调

1.1. 板块回顾：消费场景约束，消费力承压，资金层面有所分歧

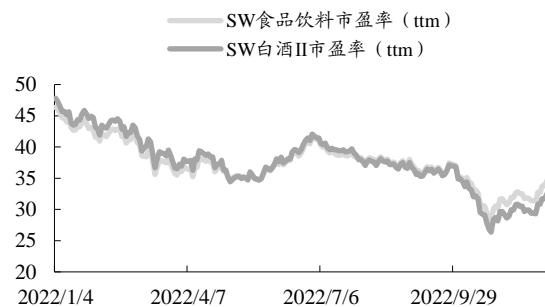
2022 年以来白酒板块回落，最大回撤达 34%，估值低于年初水平。申万食品饮料指数和申万白酒指数自年初以来开始下跌，到 3 月底跌幅超过 23%，5-6 月份受益于封控的逐步解除有所恢复。7 月起继续回落，于 10 月底跌幅达到 34%。截至 2022 年 12 月 26 日，申万食品饮料指数和申万白酒指数相较于年初跌幅分别为 12.09% 和 13.21%。2022 年初申万食品饮料指数和申万白酒指数市盈率 (ttm) 分别为 46x/48x，12 月 26 日市盈率 (ttm) 分别为 36x/34x，较年初估值回调。

主因：疫情持续两年，加上今年受疫情封控事件影响，整体消费场景和消费意愿被削弱。将 2022 年对比 2021 年来看，受疫情影响，2022 年我国 GDP 同比增速相对有所放缓，但是整体流动性表现同比 2021 年更宽裕。2021 年从年初至年底来看，白酒板块全年区间涨跌幅+2.8%，基本面并不承压，只有酱酒从 2021H2 开始渠道热潮降低，高端/次高端/区域酒从价格和库存表现来看相对正常，板块涨幅跑输大盘，主要系受流动性收紧，市场对于估值容忍度下降，白酒估值在年初 50-60 倍，而后呈现逐步下滑；2022 年从年初至今（2022 年 12 月 26 日）白酒板块区间涨跌幅-13%，今年封控前的估值保持在 30-40 倍的合理区间，受整体疫情封控影响，估值体系仅小幅回落到 25-30 倍左右，但环境不确定性较强，估值全年也未有较好的抬升；主要是疫情后消费信心的下降，加上封控后消费场景受损，进一步打击消费信心和渠道信心，整体的渠道库存抬升，白酒价格相应有所回落。

图1：饮食板块和白酒板块年初以来涨跌幅



图2：饮食板块和白酒板块年初以来市盈率表现

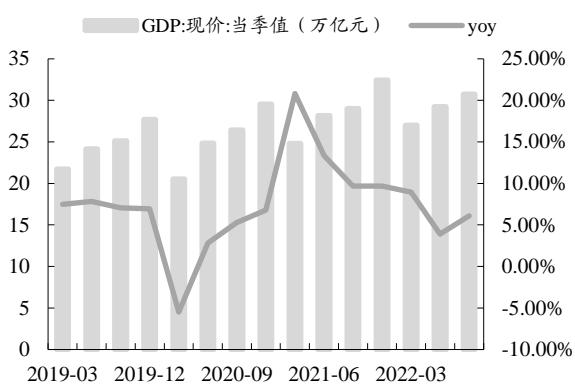


数据来源：wind、东吴证券研究所

图3：2019-2022 年 GDP 变化情况

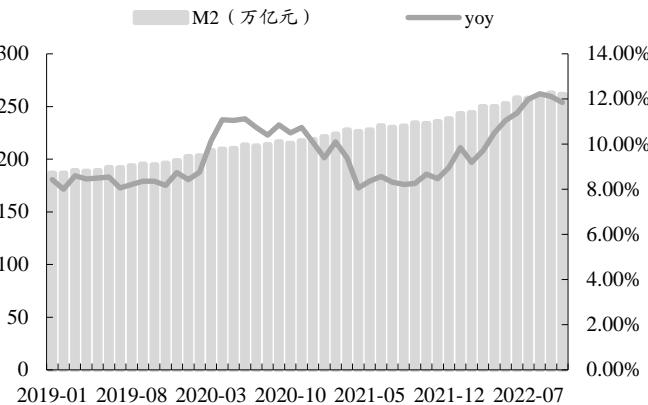
数据来源：wind、东吴证券研究所

图4：2019 年-2022 年 M2 变化情况



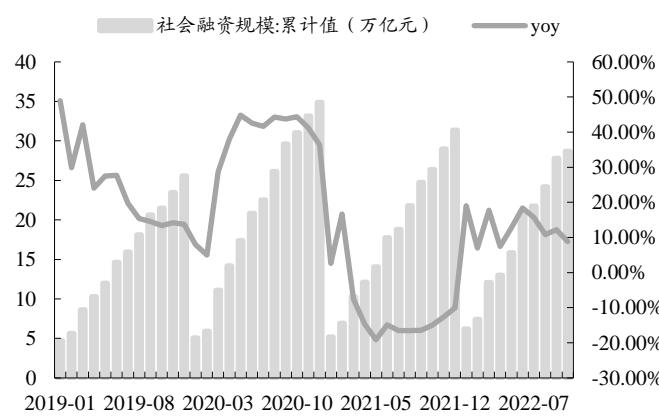
数据来源：wind、东吴证券研究所

图5：2019年-2022年社会融资规模



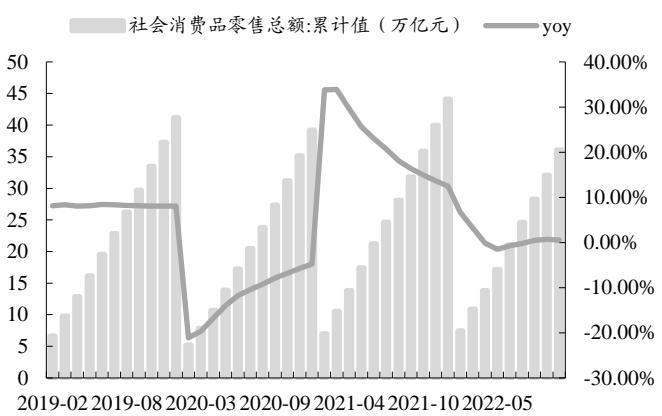
数据来源：wind、东吴证券研究所

图6：2019年-2022年社会消费品零售总额



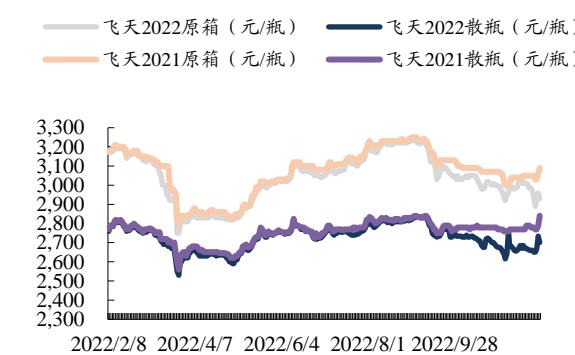
数据来源：wind、东吴证券研究所

图7：茅台批价走势（元/瓶）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图8：五粮液/国窖1573批价走势（元/瓶）



数据来源：茅粉鲁智深、东吴证券研究所

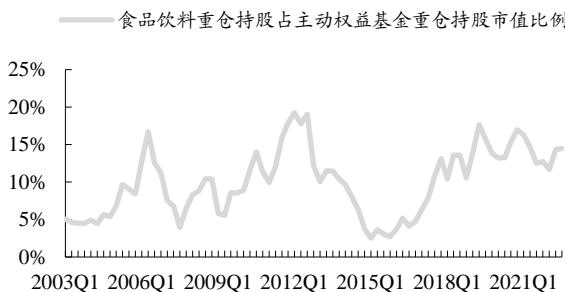


数据来源：今日酒价、东吴证券研究所

基金持股层面，食品饮料基金重仓持股比例有所增加，白酒稳居持仓核心。今年以

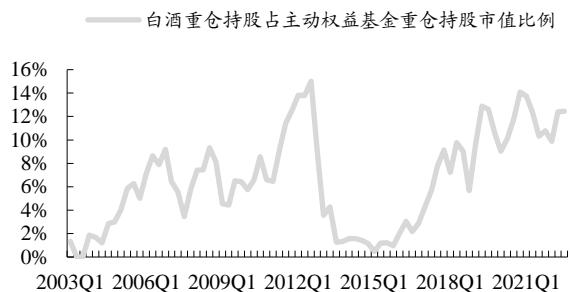
来资金对于食品饮料板块重仓持股占比呈现逐季增加，白酒板块基金重仓持股市值稳居第一，2022Q3 白酒占食品饮料板块主动权益基金重仓持股市值的 85.90%。个股层面，截至到 22Q3，基金持仓前五分别为贵州茅台（41.27%）、泸州老窖（17.42%）、五粮液（14.77%）、山西汾酒（11.47%）、古井贡酒（6.01%），其中泸州老窖超越五粮液位居第二，古井贡酒超越洋河跻身前五。

图9：基金对食品饮料板块持股市值比例变化



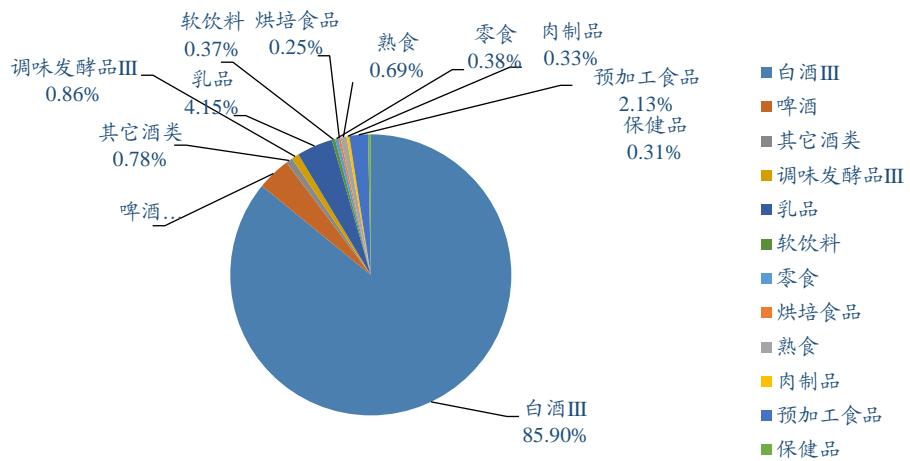
数据来源：wind、东吴证券研究所

图10：基金对白酒板块持股市值比例变化



数据来源：wind、东吴证券研究所

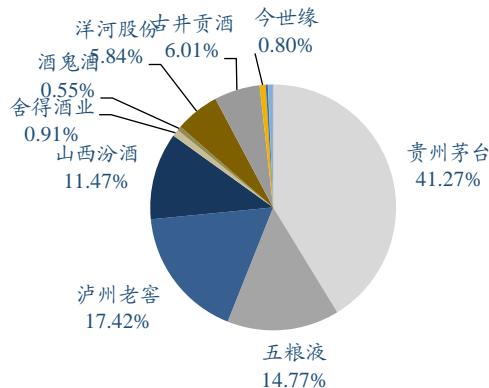
图11：2022Q3 各子版块占食品饮料基金重仓持股市值比例



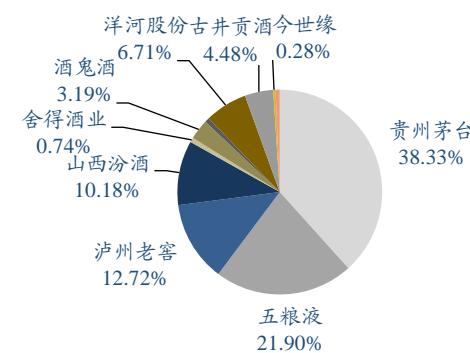
数据来源：wind、东吴证券研究所

图12：2022Q3 白酒个股重仓市值占比

图13：2021Q3 白酒个股重仓市值占比



数据来源: wind、东吴证券研究所

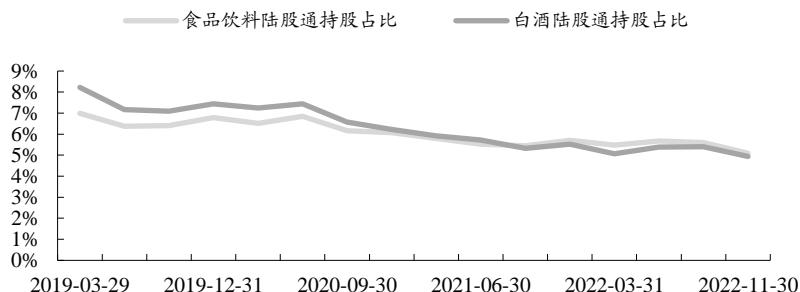


数据来源: wind、东吴证券研究所

北向资金层面，陆股通持股占比下降，10月份外资大幅流出也导致白酒年内低点。

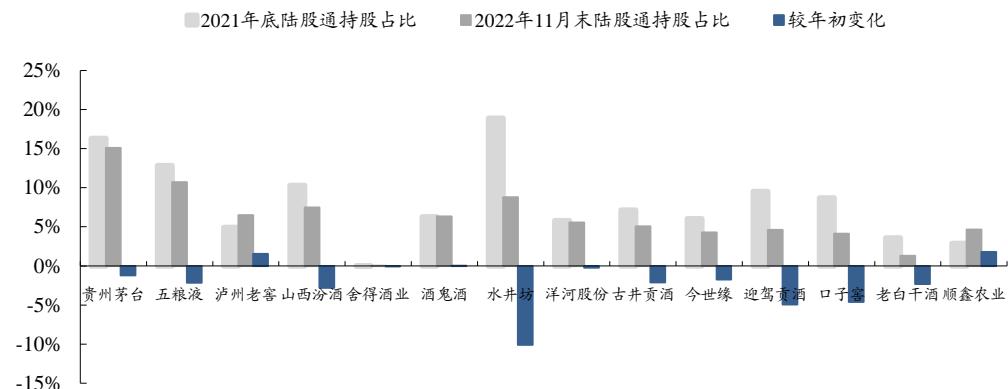
2022年11月末食品饮料陆股通持股市值占食品饮料流通市值比例为5.09%，较年初下降0.62pct，白酒陆股通持股占白酒流通市值比例为4.94%，较年初下降0.58pct，其中尤其是10月份，由于疫情管控及政策的博弈，外资大幅流出导致白酒板块全年低点。

图14: 食品饮料和白酒板块陆股通持股比例变化



数据来源: wind、东吴证券研究所

图15: 白酒个股陆股通持股变化 (%)

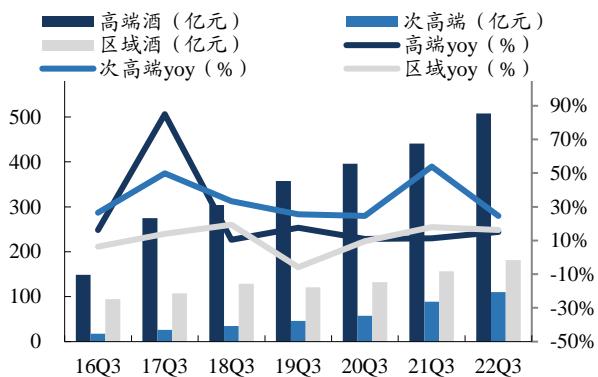


数据来源：wind、东吴证券研究所

1.2. 价格带回顾：基本面承压，龙头凸显韧性

从报表呈现看，整体酒企现金流表现均下降。2022Q3 的表现来看，高端酒的收入同比增速、合同负债同比增速较为稳定，体现较强的品牌实力；区域酒的归母净利润同比增幅有所提升，但整体现金流表现同比有所下降，其中高端酒经营性净现金流 205.5 亿元，同比-10.42%，次高端 54.69 亿元，同比-8.22%，区域酒 68.43 亿元，同比-23.79%。

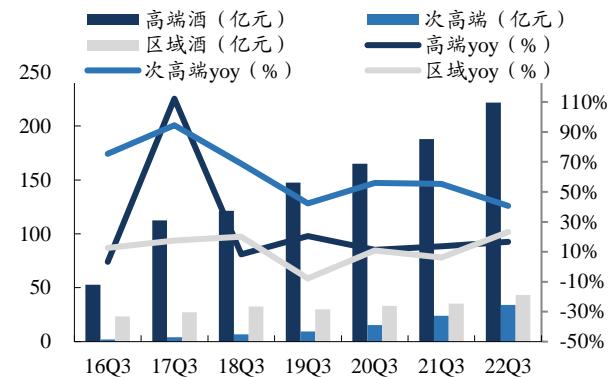
图16：白酒分价位段总营收表现（亿元，%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

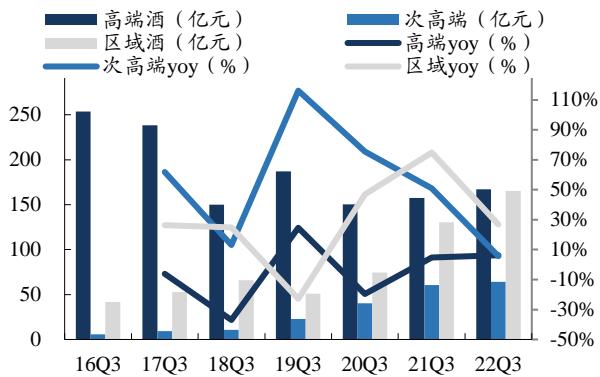
图18：白酒分价位段合同负债（亿元，%）

图17：白酒分价位段归母净利润表现（亿元，%）

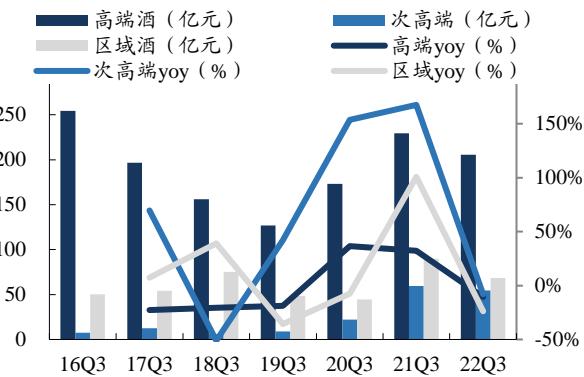


数据来源：wind、东吴证券研究所

图17：白酒分价位段归母净利润表现（亿元，%）



数据来源：wind、东吴证券研究所



数据来源：wind、东吴证券研究所

春节正常表现奠定全年基础，但Q2开始受封控影响，基本面承压，高端和区域龙头表现相对韧性。从报表增速看个股，因为春节期间相对动销正常，全年的增长表现来看次高端还维持较高的收入/利润区间，全年高端龙头和区域酒龙头表现韧性较强。从疫情影响角度，Q2处于封控状态，宴席场景、日常节假日走亲访友场景均受损，经销商信心低迷，酒企库存开始累积，扎实受到疫情影响的酒企有宴席场景为主的次高端酒企、除龙头外的区域酒企。

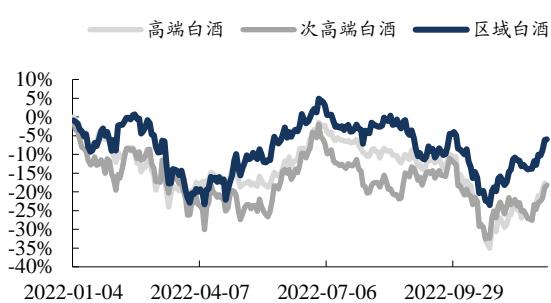
表1：各酒企今年各季度收入/归母净利润 yoy

主流价格带	酒企	营业收入 yoy				归母净利润 yoy			
		22Q1	22Q2	22Q3	22 前 3Q	22Q1	22Q2	22Q3	22 前 3Q
高端酒 (>800 元)	贵州茅台	18%	16%	15%	17%	24%	17%	16%	19%
	五粮液	13%	10%	12%	12%	16%	10%	18%	15%
	泸州老窖	26%	24%	22%	24%	33%	29%	31%	31%
次高端 (300-800 元)	山西汾酒	44%	0%	33%	28%	70%	-4%	57%	46%
	舍得酒业	83%	-16%	31%	28%	76%	-30%	56%	24%
	酒鬼酒	86%	5%	2%	32%	94%	-19%	21%	35%
	水井坊	14%	10%	7%	10%	-14%	117%	10%	5%
	洋河股份	24%	17%	18%	21%	29%	6%	40%	26%
	今世缘	25%	14%	26%	22%	24%	16%	27%	23%
区域酒 (100-300 元居多)	古井贡酒	28%	30%	22%	26%	35%	45%	19%	33%
	迎驾贡酒	37%	0%	23%	21%	49%	4%	13%	25%
	口子窖	12%	-8%	6%	4%	16%	-5%	0%	4%
	金种子酒	17%	3%	-19%	1%	74%	13%	-73%	6%
	老白干酒	20%	25%	28%	25%	374%	42%	37%	114%
	金徽酒	39%	12%	-9%	16%	43%	-35%	-97%	-12%
次高端 (300-800 元)	伊力特	15%	5%	-60%	-11%	-18%	-75%	-79%	-48%
	顺鑫农业	-29%	-30%	7%	-22%	-72%	-163%	88%	-93%

数据来源：wind、东吴证券研究所

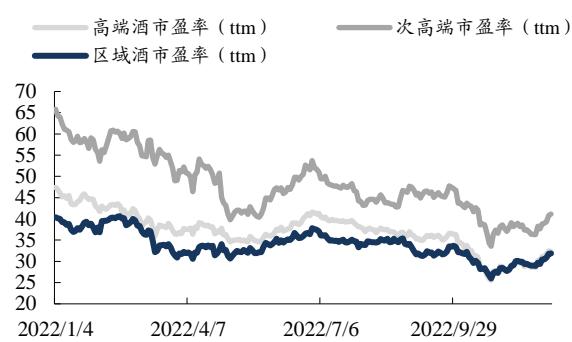
从板块表现来看，今年两轮复苏预期驱动板块β行情，高端酒表现相对更有韧性。在6月和11月封控解除后复苏预期和政策放松后复苏预期带来的两轮增长来看，6月份封控后场景复苏、期待消费报复性反弹的预期下，涨幅表现次高端>高端酒>区域酒，但在7月不及预期次高端的回落幅度更大；11月以来涨幅区域酒>高端酒>次高端。个股层面，区域酒企金种子、古井贡酒全年走势较好。区域酒板块中，古井贡酒受益于安徽宴席场景活跃，自年初上涨10.31%；金种子受益于华润的入主全年涨幅57.95%。次高端里面山西汾酒表现相对较好，跌幅为10.28%，酒鬼酒跌幅最大为32.38%。高端酒板块中贵州茅台、五粮液、泸州老窖年初以来跌幅分别为14.10%/18.55%/13.05%。

图20：白酒分价位段涨跌幅表现



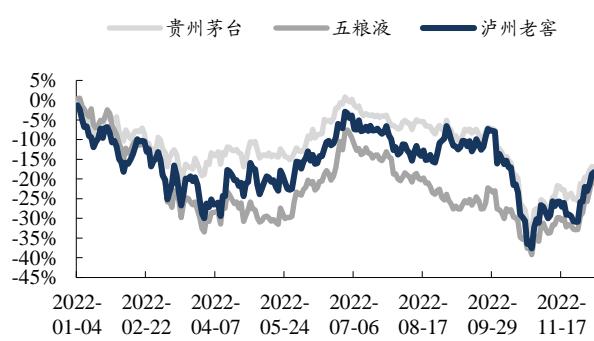
数据来源：wind、东吴证券研究所

图21：白酒分价位段市盈率表现



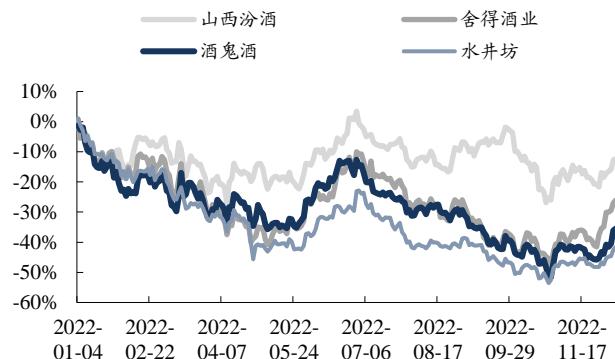
数据来源：wind、东吴证券研究所

图22：高端酒板块个股年初以来涨跌幅表现%



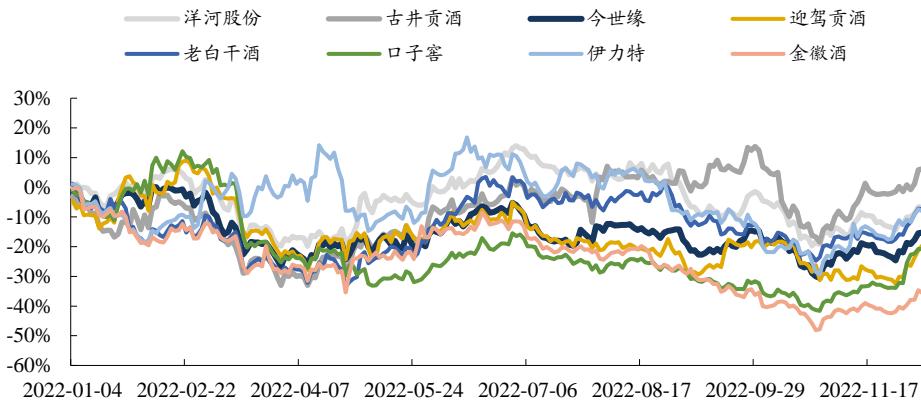
数据来源：wind、东吴证券研究所

图23：次高端板块个股年初以来涨跌幅表现%



数据来源：wind、东吴证券研究所

图24：部分区域酒个股年初以来涨跌幅表现%



数据来源：wind、东吴证券研究所

2. 明年展望：长期趋势向好，高端区域确定性更强

2.1. 复苏趋势向好，产业端表现有望延续

2.1.1. 消费升级持续，集中度进一步提升

考虑疫情管控和房地产政策的调整，明年经济有望达成稳健增长，经济的恢复持续推动消费升级。白酒产量自 2016 年 1358.4 万千升降至 2021 年 715.6 万千升，行业进入存量竞争。从统计局数据来看，白酒规模以上企业数量自 2016 年的 1578 家降至 2022 年 6 月底的 961 家，且 2022 年 6 月底亏损企业数量达 190 家，相比 2016 年增加 76 家，亏损数量占比接近 20%。与此同时，上市酒企营收占规模以上企业总收入截至 2021 年已经达到 51.30%，利润总额占比 88.66%。我们认为随着消费者对品牌认知度的持续增强，消费升级的持续推进，未来白酒行业集中度有望进一步提升，长期趋势不变。

图25：上市酒企与规上酒企总营收（亿元，%）

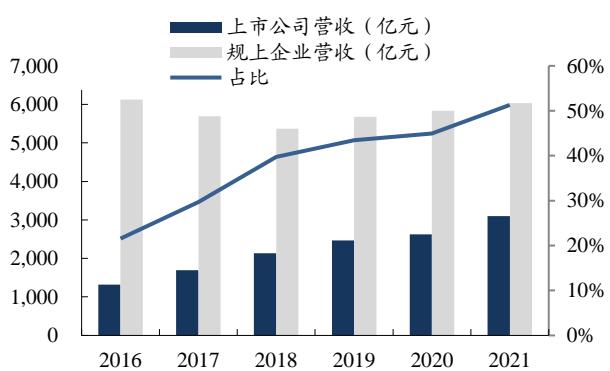
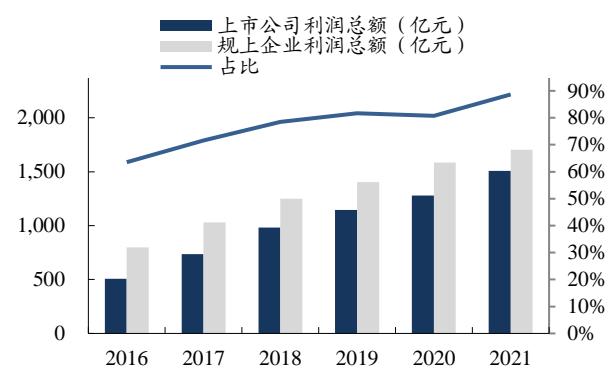


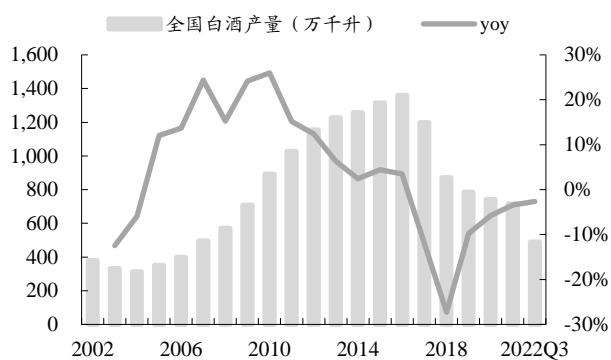
图26：上市酒企与规上酒企利润总额（亿元，%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

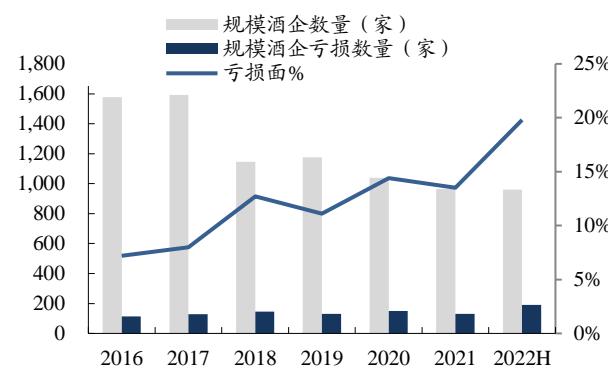
数据来源：wind、东吴证券研究所

图27：白酒产量表现及同比（万千升，%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图28：亏损酒企数量及占比（家，%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

2.1.2. 经济向好趋势不变，消费场景恢复可期

消费信心有望持续好转，消费场景恢复可期。1) **政策面：**12月14日国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，12月15-16日中央经济工作会议在北京召开。在此次会议上，关于经济工作基调，强调“推动经济运行整体好转”、“改善社会心理预期、提振发展信心”；对于扩大内需，强调“要把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务，并继续发挥具有乘数效应的政府投资，加快实施‘十四五’相关重大工程”、“着力消除制约居民消费的不利因素”。宏观经济持续向好的基调不变，有望带动消费意愿和消费信心持续好转。2) **不再查验核酸，行程卡下线。**2022年11月末起全国各地陆续出台政策，放松对疫情的管控措施，不再开展常态化核酸检测，实行“愿检尽检”，各类公共场所不再查验核酸阴性证明，此外12月13日0时起，正式下线“通信行程卡”服务、12月26日国务院联防联控机制发布《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》等，未来居民流动出行便捷，有望逐步回归正常，消费场景复苏可期。

维持明年白酒面对的是慢复苏/弱动销→逐步加快的状态。管控放开短期存在反复冲击，或将导致短期居民生活半径维持或者收缩，对于消费的复苏有所限制；此外，过去三年疫情影响下结构性收入效应（比如外出务工减少导致收入减少、乡村消费能力下降、中产阶层收入影响）、预防性储蓄的倾向上升等因素，已经对消费者的生活和消费习惯产生了部分影响，亦需要时间来逐步改善。同时，2022年因为场景的消失导致消费者动销较弱，但厂商持续在推进自身的任务，渠道总体的库存量是升高。因此，明年整体消费呈现慢复苏→逐步加快的过程，同时我们预计动销恢复也将呈现由弱逐渐转强的过程。

2.1.3. 酒企稳健降速，估值底已现，板块有韧性

报表韧性：白酒行业从 2016 年开始恢复以来，上市酒企经历 2016-2019 年的高增，随着规模的扩大，当前逐年稳步降速属正常状态。复盘核心酒企近年来目标及完成情况，主要酒企目标制定理性务实。今年受疫情封控影响，从前三季度经营表现来看各酒企今年全年目标大概率可以完成。展望明年，预计主要酒企目标制定延续理性稳健思路，朝着十四五规划目标奋进。

表2：部分酒企历年目标、完成及展望

酒企	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2025E
贵州茅台	目标	15%	14%	10%	11%	15%	集团收入目标 2000 亿元
	实际	26%	15%	10%	12%		
五粮液	目标	26%	25%	双位数	双位数	双位数	股份公司 1000 亿元
	实际	33%	25%	14%	16%		
泸州老窖	目标	25%	15-25%	确保行业 排位不下降	>=15%	>=15%	国窖销售额超过 300 亿
	实际	26%	21%				
山西汾酒	目标	40%	20%	20%	30%	25%	计划达到 400 亿
	实际	48%	26%	18%	43%		
洋河股份	目标	20%	12%	0%	10%	>15%	20%
	实际	21%	-4%	-9%	20%		
今世缘	目标	19%	30%	10%	15%	17%	销售口径 200 亿
	实际	27%	30%	5%	25%		
古井贡酒	目标	20%	18%	11%	17%	15%	24 年达到 200 亿提前一年
	实际	25%	20%	-1%	29%		

数据来源：wind、东吴证券研究所（2023 年目标为预计）

我们认为短期板块估值底已现，长期价值充分彰显。从过去的经验来看，白酒的社交属性决定其需求优于大众消费品，需求的韧性较强，在经济上行的阶段，经济带动板块 β ，白酒板块的超额收益在整体板块中也更加明显；在经济承压的时候白酒板块的营收增速、相对收益仍能在食品饮料板块中较为突出。同时，估值底先于基本面底，从市场层面看 10 月底估值端基本筑底，当前回归到 30-35 倍，同时基本面的大部分悲观预期的因素（如库存/价格/明年的业绩担忧/春节的动销表现）已经在估值中有所体现，而且疫情三年结束，长期趋势向好不变，当前往后看不确定性持续减弱，消费升级可期。虽然目前估值中枢处于当年的合理区间，长期看已充分彰显长期价值。

2.2. 投资建议：价格优先原则，布局确定性+弹性

2.2.1. 节奏：23H1 有较好布局时点，H2 消费趋势向好

23H1 以消化为主，降库存稳价盘为目标。20 年上半年受疫情影响，下半年开始随着消费力的复苏和消费的反弹，厂商发货和渠道动销呈现两旺的状态；随着 21 年下半年疫情有所反复，经济下行压力影响，动销开始回归平淡；22 年受疫情封控进一步影响

场景，动销进一步走弱，厂商发货持续，招商持续，整体库存提升；同时，23年春节相对较早，但是面临疫情放开后的冲击，使得过年前终端消费时间有所缩短，在春节发货后也需要结合市场给予持续消化的时间，我们预计2023H1主流酒企仍会维持降库存、稳价盘的主要目标，正常的销售节奏推进，争取把能做的事情做在前头，随时等待市场复苏后的机会。

23H2 消费场景趋势向好，上半年的回调是布局的比较好时机。持续库存消化，加上明年中秋国庆日期相近、下半年的消费场景恢复趋势明朗，整体的信心有望逐步恢复。目前看，市场对明年春节悲观预期基本有所预期，但弱动销/库存的担忧仍有可能影响报表预期调整，消费的行为的恢复不是一蹴而就的，Q1甚至Q2可能仍有所承压；但考虑Q2开始行业面临低基数、H2场景恢复的趋势明确，消费者的消费行为和外出消费信心是会随着时间持续提升的，上半年有所回调是较好的布局时点。

2.2.2. 选择思路：全年确定性+弹性，短期确定性优先

从复苏的确定性角度，一线龙头消费频次更佳。从基本面的复苏节奏来看，我们认为，经济更发达的区域复苏程度相对更快，比如东部的复苏更先于西部；从消费者消费的价格带和行为来看，高收入人群阶层受影响相对较少，中/低收入人群受影响更大；龙头品牌的大单品系列具有更高的消费者认可度，今年全年消费频次较好，在消费恢复过程中也更有望抢占市场的增量，而品牌弱的动销更弱。以高端酒+有消费认知度的大单品系列的区域龙头为主的消费确定性和业绩确定性更强，推荐茅台/五粮液/老窖/汾酒/古井。

从场景恢复的角度，宴席有望实现复苏和爆发。随着居民生活逐步回归正常，过去宴席的回补和举办有望正常实现，而经济活动加快，区域商务宴请也有望逐步恢复。以宴席场景主导、具有基地市场、结构升级清晰的酒企相对受益，推荐洋河/古井/迎驾/今世缘/水井坊。

从复苏的弹性角度，最受损次高端有望有所表现。封控限制了消费场景，全国化的次高端酒企场景受损最大，二季度表现承压，三四季度的库存持续累积；从今年的贝塔结构性机会来看，复苏预期之下次高端弹性最足。随着明年经济的恢复和好转，阶段性关注具有势能释放的大单品、结构升级清晰、渠道和终端推力相对更足的次高端酒企的改善机会。推荐舍得/酒鬼/汾酒。

投资建议：长期消费升级趋势不变，明年消费场景和消费意愿有望逐步恢复，整体呈现弱动销和慢复苏→逐步加快的态势，当前板块长期价值显现。结合基本面和大环境表现，1) 短期面对疫情放松后的冲击+春节动销相对的未可知：我们认为偏防御，优先确定性+估值性价比，高端酒和徽酒相对确定性更强，推荐贵州茅台/五粮液/泸州老窖/迎驾贡酒/古井贡酒；2) 全年在复苏主旋律下，有望出现阶段性的贝塔机会，以价格从优的原则，充分考虑弹性+确定性组合，①经济β推动角度推荐五粮液/泸州老窖；②宴席场景复苏的角度推荐洋河股份/迎驾贡酒；③受损次高端复苏的角度推荐舍得酒业。3)

中长期维度，在消费升级驱动&行业集中度持续提升的推动下，品牌制胜，龙头效应齐聚，重点推荐贵州茅台/山西汾酒/五粮液。

茅台：业绩确定性最强，明年经营底牌充足。今年在控货、发货节奏上较稳，散瓶飞天价格处于 2500-2700 元/瓶合理区间，整箱价格处于 2900-3000 元/瓶的区间，库存 0.5M 以内，是基本面最为强劲的品种。我们测算预计明年公司量同比增长 6%以上，同时价方面，即使不提价，渠道端来年普茅及其他产品上线 i 茅台或可以期待，直销占比推动提升吨价；同时 1935 的逐步培育有望进一步带动系列酒的吨价提升。我们预计公司 22-24 年收入同比+16%/15%/15%，利润同比+18%/16%/16%，当前对应 PE 为 36/31/27X（截至 12 月 23 日，下同）。

五粮液：压力之下体现普五优秀的动销，经济恢复下明年有望价增。今年 1-9 月全国 21 个营销战区中 14 个战区动销正增长，其中中秋国庆旺季多个市场实现两位数增长，福建、辽宁等市场表现优秀，华东及华中多个市场动销持续良性增长，预计销量端整体亦实现个位数增长，动销韧性持续凸显。此外，经典五粮液以品牌价值提升和消费者培育为核心，持续优化调整。在今年 1218 大会上，公司对于明年的营销工作表示要做到质的有效提升和量的合理提升。我们认为明年有望在经济的恢复下，公司通过定制酒/文化酒的释放、经典五粮液的培育、五粮液批价的逐步提升等实现吨价的提升。我们预计公司 22-24 年收入同比+12%/10%/15%，利润同比+15%/11%/17%，当前对应 PE 为 26/24/20X。

泸州老窖：营销管理能力强，明年有望继续多产品线开花。公司自上而下的管理能力、营销能力在白酒公司里较为突出，渠道和终端的培育扎实，相关市场动作都做在前头，对市场把控能力强；今年高度国窖稳价、低度和特曲放量，形成多产品线开花的状态，明年有望持续，同时全国版图扩张步伐持续推进，长期渗透空间仍大。2021 年股权激励落地，“十四五”期间国窖 1573 新百亿目标持续推进，整体信心坚定。我们预计公司 22-24 年收入同比+23%/21%/20%，利润同比+26%/22%/21%，当前对应 PE 为 32/27/22X。

山西汾酒：内部势能向上，明年有望继续多产品线+省外扩张。今年以来管理层优秀的管理、判断和应对能力下，内部提升治理能力，产品端青花系列维持良好的动销，青 20 省外实现高增长，巴拿马、青 25 省内维持良好势头，复兴版实现量增，玻汾坚定控量，献礼版玻汾小幅投放亦获得积极反响，全年保持合理库存，明年各线产品的需求更强可期。同时，山西大本营及环山西升级空间仍足，华东/华南仍在高质量招商扩张，品牌势能持续。我们预计公司 22-24 年收入同比+33%/28%/21%，利润同比 40%/36%/26%，当前对应 PE 为 47/34/27X。

古井贡酒：区域龙头保持稳健，明年积极完成 200 亿目标。今年保持既定回款节奏，同时由于安徽终端消费场景全年受损较轻，暑期升学宴、婚宴回补，古 8 及以下实现个位数的增长，古 8 及以上产品快速动销，尤其古 16 增长表现亮眼，终端周转较好。明年在经济持续向上，消费场景继续恢复下，公司对省内通过强渠道价盘掌控力持续精耕

和升级，对省外将持续扩张，次高端化和全国化策略持续，夯实明年 200 亿目标。我们预计公司 22-24 年收入同比+22%/18%/16%，利润同比+30%/25%/20%，当前对应 PE 为 48/38/32X。

迎驾贡酒：洞藏势能持续，明年有望继续快速增长。公司产品矩阵完善，百年迎驾系列瞄准大众市场，洞藏系列为主力放量产品，定位在安徽主流价位段，公司将资源重点倾斜洞藏系列，稳定价盘保持高渠道利润，渠道和终端保持较高销售推力，当前洞藏系列占总收入比重提升到四成左右，产品结构持续提升，明年有望继续维持向上势能。今年公司收入同比+20%，明年在经济的恢复下有望继续实现高质量增长。我们预计公司 22-24 年公司收入同比+21%/21%/17%，利润同比+26%/25%/20%，当前对应 PE 为 28/22/18X。

舍得酒业：进度稳健严控价盘，未来完成百亿目标思路清晰。公司今年节奏稳健，一直对库存价盘严格管控，通过加大宴席营销力度、名酒进名企（2000 多家）、运动式集中会战等措施提升动销，思路清晰。经销商的成长更多还是老商的成长，在疫情受损较轻的地区的老商今年收入同比+20-50%不等，新商招募主要集中在新产品新区域上，从而进一步保持价盘。在股权激励推动下要完成百亿目标，解锁条件合理有效，公司产品规划清晰（先锁定发力 400-600 价位段和高线光瓶两大赛道，其次是 200 元价位段、千元价位段），有望激发内在动力，进一步增强业绩确定性。我们预计 22-24 年公司收入同比+25%/23%/32%，利润同比+21%/22%/29%，当前对应 PE 为 36/29/22X。

3. 风险提示

经济恢复不及预期。随着疫情防控的放松，我们预期经济会呈现逐步恢复的态势，倘若不及预期，会进一步影响酒企的恢复。

动销恢复不及预期。随着经济的恢复和消费场景的恢复，我们预计动销也会逐步恢复，倘若疫情冲击超出预期或者其他问题导致动销恢复不及预期，酒企的压力会进一步增加。

食品安全问题。食品安全问题一直为食品饮料企业的红线。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>