

2022年05月14日

行业研究

评级：推荐(维持)

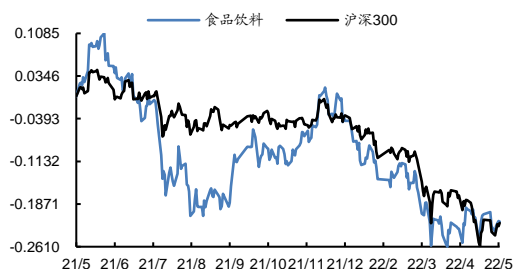
研究所

证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
xueyh@ghzq.com.cn
证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn
证券分析师：宋英男 S0350522040002
songyn@ghzq.com.cn
联系人：王尧 S0350121120031
wangy26@ghzq.com.cn

船至中流，换挡前行

——白酒行业复盘与展望

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	0.8%	-8.9%	-20.1%
沪深300	-3.7%	-13.3%	-20.1%

相关报告

投资要点：

- **1、白酒行业自2016年迎来新一轮复苏，一直处于稳定的上升趋势中。**2013年白酒行业进入深度调整期，根本原因在于行业发展的泡沫化，直接诱因是政策的调整和打压；限制三公和反腐带来高端消费的断崖式下降，传统的营销模式逐渐失效，行业进入痛苦的去库存过程。随着消费需求的结构转向商务和大众消费，行业去库存基本完成，进入供需弱平衡阶段，2015年行业筑底企稳，2016年迎来新一轮复苏并延续至今。与上一轮“黄金十年”相比，新的成长阶段共有“强分化”、“价格驱动”、“头部集中”和“基础更牢”四个显著特征。
- **2、本轮趋势并非行业的全面好转，而是高端和次高端价位的结构性机会，分化明显，其中2016-2020年是行业的第一成长阶段，以高端酒的量价齐升为主要标志。**高端酒率先复苏，实现高弹性增长的核心原因在于：经济发展带动消费升级，消费动能逐步释放；行业进入加库存周期，放大景气度；低基数上的弹性增长。（1）从发展背景看，近5-6年消费动能的释放实际上享受了过去10年经济增长积累的红利，这为消费升级打下坚实基础，升级趋势一旦开始就很难逆转。（2）从发展节奏看，2015年春节高端酒终端需求率先复苏，行业趋势转好；2016年春节行业再次迎来旺销，头部企业信心逐步复苏，现金流和预收款先于收入和利润转好；2016年下半年飞天茅台批价进入快速上行通道，普五、国窖批价跟随上涨，打开行业的价格天花板。2017年，高端酒经营端的改善反映到报表，自2017年开始高端酒保持量价齐升，驱动收入高增，盈利能力显著提升。（3）从股价表现看，稳健的业绩增长、确定性的趋势是支撑白酒板块持续上涨的核心动力，上市酒企2016-2020年利润复合增速达到23.0%；除2018年外，2016-2020年板块业绩和估值戴维斯双击，其中高端酒累计涨幅超8倍，前四年涨幅市场居首。
- **3、行业自2020年开始已逐渐从第一成长阶段向第二成长阶段转型，300-800元次高端价格带受益消费升级进入趋势性高增，本轮次高端的发展类似于上一轮（2002-2015年）100元左右商务消费价格的崛起，是行业最主流价格带的向上升级。**一线高端名酒自2020年起收入增速逐步由弹性高增回归稳健增长，最主要的原因在于高端酒自2016年以来连续保持高增，收入、业绩、量价都已到了高基数，

在需求平稳增加的情况下，增速回归稳健是正常现象，但业绩降速并不代表需求端受损，预计未来高端酒仍将以 10%-20% 的增速扩容。当前价位升级依然是驱动行业增长的核心逻辑，经过长期蓄力叠加龙头酒企的主动培育和成熟运作，次高端进入“阶梯式”加速升级增长的阶段。但本轮次高端发展的持续性更强，即使遭遇疫情也不改行业价位升级的逻辑，次高端持续兑现增长弹性。次高端的萌芽以茅台一批价破千为标志，2017 年进入受消费需求自发驱动而增长的阶段，2018 年则是次高端趋势性高增的开端；之后次高端整体规模持续扩容，区域酒企和全国性名酒共同享受价位升级的红利；2020 年之后高端酒回归稳健增长，次高端继续提速向上，成为行业向第二阶段转型的标志。

- **4、2022 年至今板块持续回调，核心原因在于情绪面受损，而非基本面恶化，当下更应保持乐观。**我们对 2018H2、2020Q1 和 2021 年三个时期板块回调情况进行复盘，无论是情绪受损、突发事件冲击还是市场风格转换杀估值，白酒板块在屡次回调后都能再创新高，核心仍在于稳健向上的基本面。而本轮回调与 2018H2 类似，市场均对板块基本面存忧，从而导致情绪面和资金面恶化后市场恐慌被迅速放大，但实质上这两个阶段行业基本面都很稳健。疫情蔓延短期预计将加剧 2022Q2 板块分化，但对优质酒企的全年业绩影响有限。经过前期回调，此前板块的估值泡沫和悲观情绪被充分消化，板块业绩也得到持续验证，估值回到合理水平，现在更应保持乐观，短期看好疫情转好、信心修复后板块短期的整体性反弹机会。
- **5、行业结构性景气的趋势不改，次高端仍是未来最大机会。**长期看白酒行业基本面依然稳健，价位升级逻辑并未改变，次高端加速扩容的趋势不改。当前行业正在进入第二成长阶段，处于由高端一线引领增长向次高端大趋势的弹性增长转型期，预计未来行业仍将延续结构性繁荣行情，次高端势能仍足。细分来看，（1）高端龙头增速回归稳健增长，茅台和老窖多年积攒的红利稳定释放，业绩确定性较强。（2）次高端进入加速期，将持续兑现利润弹性，未来该价格带仍有 2 倍以上增长空间，不同阶段会有不同类型的酒企有机会。此前三线次高端招商铺货实现高增，但经营模式持续性有待验证；区域次高端龙头拥有优势市场、基础扎实，依靠产品结构升级和费用优化更有可能持续实现高确定的持续性增长。
- **6、行业评级及重点关注个股：**白酒行业稳健向好的趋势不变，次高端逻辑持续兑现，基于此我们维持对于白酒行业的“推荐”评级。继续看好贵州茅台+区域次高端龙头：推荐贵州茅台、今世缘、洋河股份、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、伊力特、口子窖、五粮液、金徽酒等，建议关注迎驾贡酒。
- **7、风险提示：**1) 疫情影响渠道恢复低于预期；2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻；3) 行业政策变化导致竞争加剧；4) 重点关注公司业绩或不及预期；5) 食品安全事件等。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2022-05-13		EPS			PE			投资 评级
		股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
600519.SH	贵州茅台	1,778.2	41.76	51.25	61.21	43	35	29	买入	
603369.SH	今世缘	44.9	1.62	2.02	2.54	28	22	18	买入	
002304.SZ	洋河股份	158.7	5.01	6.2	7.48	32	26	21	买入	
000568.SZ	泸州老窖	204.6	5.43	6.8	8.35	38	30	24	买入	
000596.SZ	古井贡酒	204.1	4.45	5.31	6.67	46	38	31	买入	
600809.SH	山西汾酒	258.4	4.37	6.23	8.02	59	41	32	买入	
600197.SH	伊力特	24.6	0.67	1.03	1.21	37	24	20	买入	
603589.SH	口子窖	49.5	2.88	3.42	4.14	17	14	12	买入	
000858.SZ	五粮液	156.9	6.02	6.98	8.12	26	22	19	买入	
603198.SH	迎驾贡酒	58.2	1.73	1.87	2.29	34	31	25	未评级	
603919.SH	金徽酒	29.4	0.64	0.93	1.18	46	32	25	增持	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级公司盈利预测来源于万得一致预期）

内容目录

1、 白酒行业自 2016 年以来一直处于稳定的上升趋势中	7
1.1、 行业在 2015 年筑底企稳，高端酒率先回暖	7
1.2、 2016 年行业复苏，迎来新一轮的上升趋势，共有四个显著特征	8
1.2.1、 强分化：本轮复苏并非全面增长，而是价格升级和品牌竞争主导的结构分化	8
1.2.2、 价格驱动：价位升级引导行业扩容，消费升级是最主要的驱动力	8
1.2.3、 头部集中：价格升级带来品牌集中	9
1.2.4、 基础更牢：消费基础更稳固，渠道结构更健康	10
2、 站在过去看未来：白酒行业仍在上升趋势，正由第一成长阶段向第二成长阶段转型	10
2.1、 第一成长阶段（2016-2020 年）：高端酒量价齐升，打开行业价格天花板	10
2.1.1、 本轮消费动能的释放实际上享受了过去多年经济增长的红利，为行业升级打下坚实基础	11
2.1.2、 高端酒需求端率先回暖，现金流、预收款先于报表业绩转好	12
2.1.3、 2017 年高端酒业绩高增，行业价格天花板被打开，量价齐升实现高弹性增长	14
2.1.4、 稳健的业绩增长支撑板块实现戴维斯双击，2016-2020 年高端酒市值累计涨幅超 8 倍，连续四年涨幅居首	17
2.2、 第二成长阶段（2020 年延续至今）：行业最主流价格带的升级，次高端逻辑持续兑现	20
2.2.1、 在外部压力的冲击下，白酒业绩韧性十足	21
2.2.2、 2018 年是次高端趋势性高增的开端，2020 年行业开始分化，高端酒降速、次高端提速向上	22
2.2.3、 行业基本面自复苏以来持续向上，并不存在显著周期性	25
3、 板块近期回调主因情绪面受损，而非基本面恶化	26
3.1、 板块历次回调复盘，股价波动不改向上趋势	26
3.1.1、 2018H2：多因素共振导致市场情绪受损，板块非理性下跌	26
3.1.2、 2020Q1：突发疫情引发市场恐慌，板块短期急跌	29
3.1.3、 2021：市场风格转变，以消化估值为主，全年经历两次回调，板块走出结构性行情	31
3.2、 年初至今板块持续回调，核心原因在于情绪面受损，而非基本面恶化	32
4、 行业结构性景气趋势不改，次高端仍是未来最大机会	34
4.1、 短期：估值泡沫基本消化，市场信心修复后看好板块整体反弹	34
4.2、 中长期：行业仍将延续结构性行情，次高端仍是未来最大机会	35
4.3、 行业评级及重点关注个股	36
5、 风险提示	37

图表目录

图 1: 2014-2015 年重点白酒公司估值 (PE-ttm)	7
图 2: 2013-2021 年重点公司营业收入增速	7
图 3: 2008-2021 年规模以上白酒企业数量及增速	8
图 4: 2015-2021 年白酒行业营业收入及产量变化	9
图 5: 白酒行业复苏以来营收集中度不断提升	9
图 6: 白酒行业复苏以来利润集中度不断提升	9
图 7: 2014-2021 年棚户区改造住房数 (万套)	12
图 8: 居民可支配收入持续保持增长	12
图 9: 个人可投资资产超过 1 千万的人数 (万人) 和人均拥有的财富	12
图 10: 乘用车、SUV、新能源汽车人均销量	12
图 11: 各价格带酒企经营净现金流年度同比增速	13
图 12: 各价格带酒企预收账款季度同比增速	13
图 13: 贵州茅台 (上) 现金流及预收款在 2015 年率先改善; 五粮液 (下) 现金流及预收款自 2016 年复苏	13
图 14: 2012-2020 年飞天茅台、普五、国窖 1573 出厂价及一批价 (元/瓶)	14
图 15: 2016-2021 年高端酒销量变化 (万吨)	16
图 16: 2016-2021 年高端酒吨价同比增速 (万元/吨)	16
图 17: 2012-2021 年行业及高端酒板块毛利率	16
图 18: 2012-2021 年行业及高端酒板块净利率	16
图 19: 历年股价上涨因子拆解, 高端酒及白酒行业业绩保持稳健增长	18
图 20: 2016 年-2020 年各价格带市值累计涨幅	18
图 21: 2016-2020 年白酒板块相对上证综指累计相对收益走势	19
图 22: 2016-2019 年两类酒企累计相对收益走势, 业绩兑现是股价最好的催化剂	19
图 23: 区域地产龙头次高端产品收入占比历年变化	23
图 24: 自行业复苏以来白酒板块收入、利润稳步增长 (亿元)	25
图 25: 2018 年下半年贵州茅台股价下跌, 但批价 (元/瓶) 却趋势上行	28
图 26: 2018H2 SW 白酒指数收盘价与估值变化	28
图 27: 2020Q1 SW 白酒指数收盘价与估值变化	30
图 28: 2021 年白酒股价走势复盘	31
图 29: 2021 年各细分板块市值变化 (自 1 月 1 日开始, 以 1 月 1 日市值为基数并取为 1)	32
图 30: 2021 年各细分板块市值变化 (自 2 月 18 日开始, 以 2 月 18 日市值为基数并取为 1)	32
图 31: 2021 年 Q4 至今白酒板块股价走势复盘	33
表 1: 2016-2021 年白酒板块营业收入同比增速 (%)	11
表 2: 2016-2017 年部分酒企价格调整措施	15
表 3: 2016 至今白酒板块市值涨跌幅 (%)	17
表 4: 2016-2021 年白酒板块归母净利润同比增速 (%)	21
表 5: 2018 年至今各消费板块收入、业绩同比增长表现	22
表 6: 区域地产龙头和三线次高端酒企量价增长情况拆分	23
表 7: 次高端价位保持高增, 占比不断提升	24
表 8: 舍得、酒鬼等 20 年开始扩大招商	25
表 9: 白酒板块历次回调对比	26
表 10: 2018 年 SW 白酒涨跌幅 (%) 及子版块排名	27
表 11: 2018H2 白酒指数及核心企业股价最高/最低点及相应盈利预测、估值情况	27
表 12: 2020Q1 白酒指数及核心企业股价最高/最低点及相应盈利预测、估值情况	29

表 13: 2020Q1-2021Q2 白酒板块营业收入同比增速 (%)	30
表 14: 2022Q1 各酒企报表质量表现分化 (亿元)	35

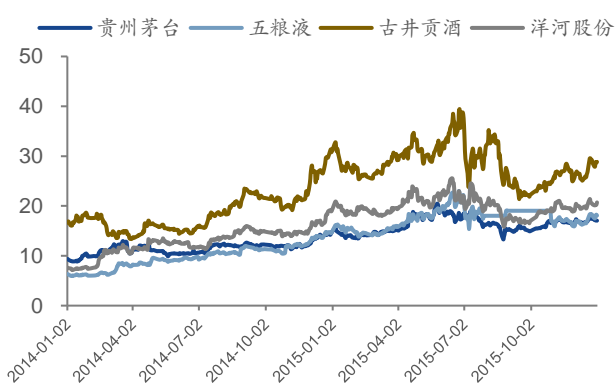
1、白酒行业自 2016 年以来一直处于稳定的上升趋势中

1.1、行业在 2015 年筑底企稳，高端酒率先回暖

2013 年白酒行业进入深度调整期，根本原因是行业发展的泡沫化；直接诱导因素是政策的调整和打压；外部环境（宏观经济步入调整期）和信任危机（“塑化剂事件”）也对行业施加负面影响。限制三公消费和反腐带来高端酒消费的断崖式下降，一些传统的营销模式（如渠道拦截、终端拦截、公关团购、贿赂营销等）逐渐开始失效，行业开始转向买方市场，消费者理性回归，品牌意识崛起，行业进入痛苦的去库存过程。在去库存、需求萎缩等风险释放后，2014-2015 年品牌力和渠道力领先的优质企业如茅台、五粮液、洋河、古井等进入筑底期，股价在市场走牛的背景下展开估值修复。

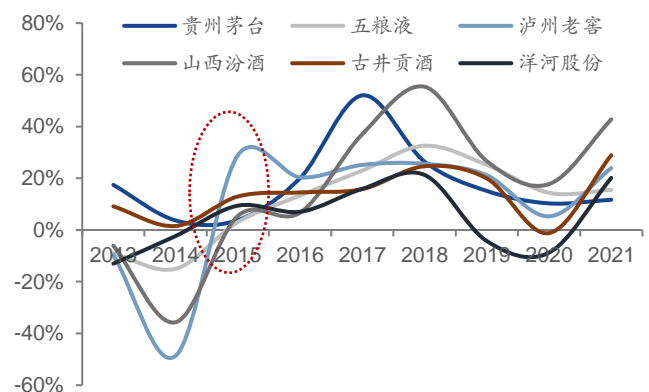
2015 年白酒筑底企稳：经过几年的调整，市场对于需求的断崖式下滑已逐步消化，需求结构转向商务和大众消费；行业去库存已基本完成，基本进入供需弱平衡阶段。2013 年到 2015 年末，茅台、五粮液批价长期底部横盘，市场需求稳定，短期批价变动主要受库存波动影响。2015 年春节需求端逐步回暖，但经销商预期仍极度悲观，导致备货不足，茅台、五粮液供需紧张，渠道出现断货现象，茅台一季报收入增长 16%。2015 年中秋高端酒动销平淡，旺季持续时间较短（仅有 2-3 天脉冲式销售高峰），但下半年茅台上调终端指导价至 1199 元/瓶、五粮液出厂价上调至 659 元/瓶、泸州老窖大力推进品牌瘦身，均反映出行业好转的迹象，2015 年白酒板块收入、利润分别增长 7%和 11%。2016 年春节旺季茅台部分区域再次断货。

图 1：2014-2015 年重点白酒公司估值（PE-ttm）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：2013-2021 年重点公司营业收入增速



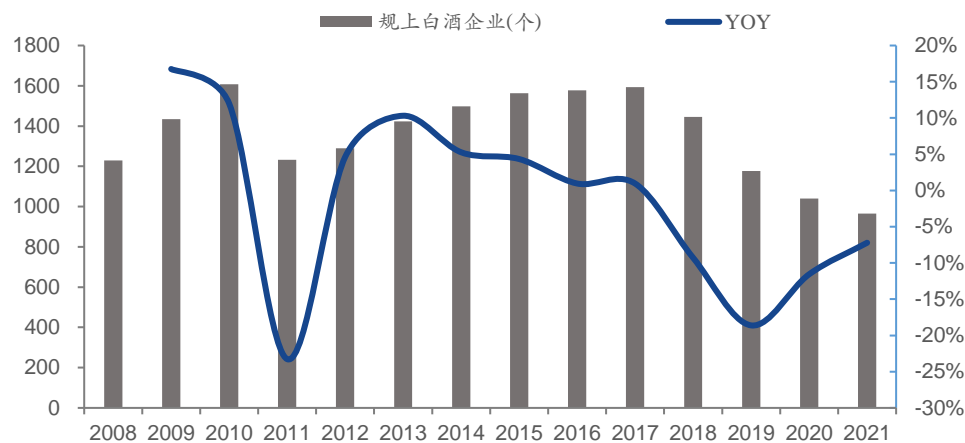
资料来源：Wind，国海证券研究所

1.2、2016 年行业复苏，迎来新一轮的上升趋势，共有四个显著特征

1.2.1、强分化：本轮复苏并非全面增长，而是价格升级和品牌竞争主导的结构分化

本轮行业复苏并非全行业增长，白酒行业上一轮产能持续高度扩张、量价齐升、整体性繁荣的局面不复存在，而是进入到优质产能淘汰劣质产能、价格升级、品牌竞争为主导的阶段，预计只有部分头部企业可以分享这一轮行业增长的红利，市场呈现出挤压式增长的特点。白酒行业规模以上企业由 2016 年的 1578 家已减少至 2021 年的 965 家。

图 3：2008-2021 年规模以上白酒企业数量及增速

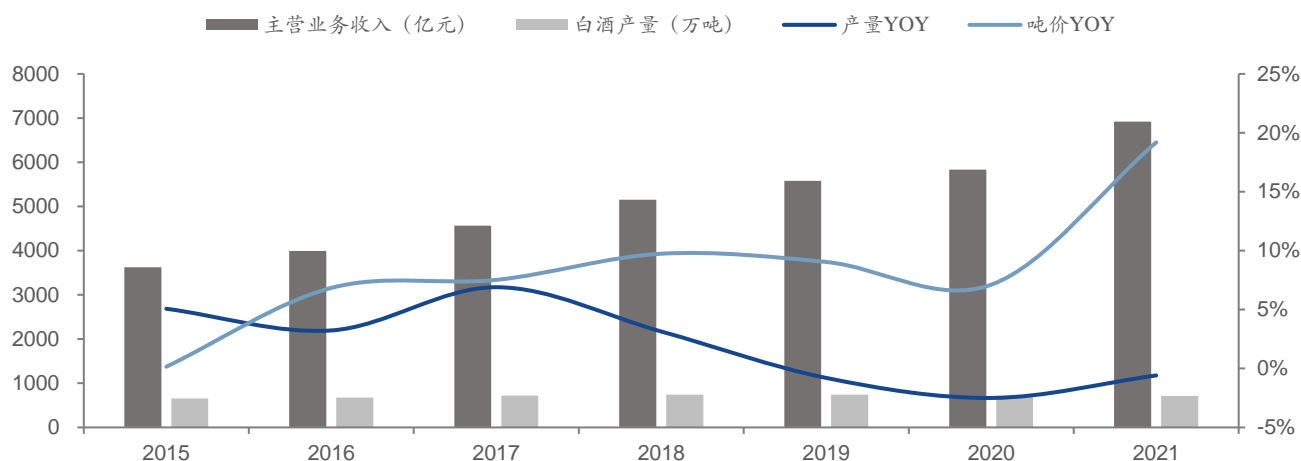


资料来源：Wind，国海证券研究所

1.2.2、价格驱动：价位升级引导行业扩容，消费升级是最主要的驱动力

自 2016 年以来，白酒行业产量增速从两位数放缓至个位数水平，但行业收入规模依旧保持扩容增长。2016-2021 年，白酒行业营业收入复合增速约为 11.4%，其中年产量的复合增速仅为 1.5%，收入增长主要依靠吨价提升带动，价格升级成为推动行业增长的核心因素。而消费升级则是本轮价位升级最主要的驱动力量，本轮消费动能的释放实际上享受了过去多年经济增长积累的红利。

图 4：2015-2021 年白酒行业营业收入及产量变化



资料来源：Wind，国家统计局，国海证券研究所

1.2.3、头部集中：价格升级带来品牌集中

本轮复苏，高端酒及次高端品牌转向大众消费群体，伴随居民收入快速增长、消费能力提升、对高端产品的承接力不断提高，并且由于品牌意识的崛起，消费者更青睐有品牌、品质保证的产品，同时优质品牌企业的营销和管理能力大幅提升，所以在价格升级的过程中必然带来品牌头部集中化的趋势。上市公司收入、利润 CR10 分别由 2016 年的 18.4%、50.1% 增长到 2021 年的 46.0%、86.0%。

图 5：白酒行业复苏以来营收集中度不断提升

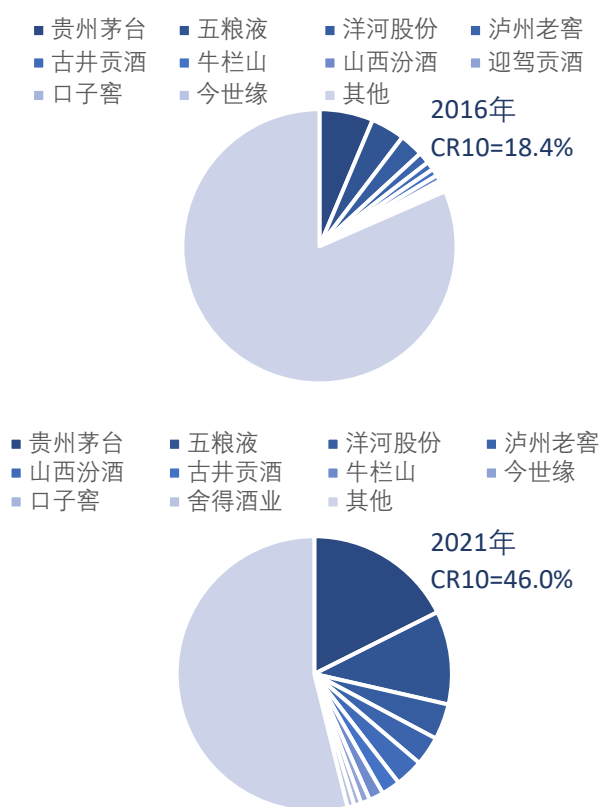
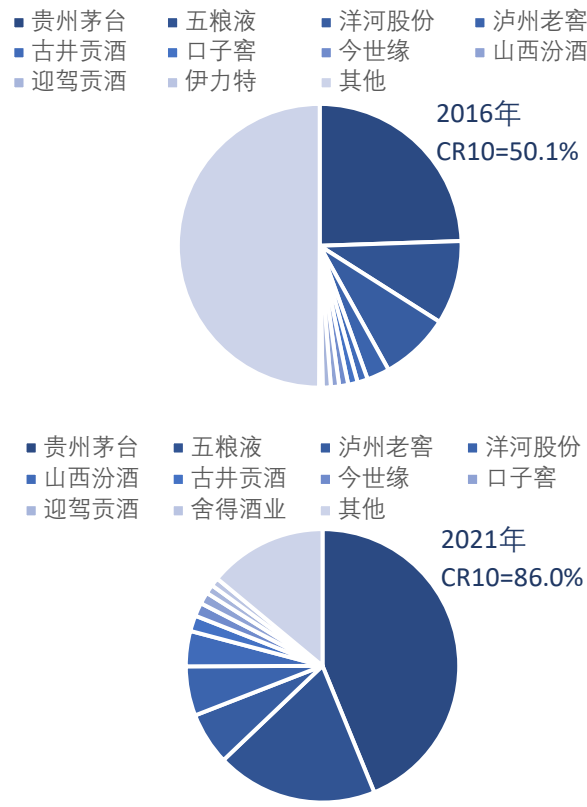


图 6：白酒行业复苏以来利润集中度不断提升



资料来源：Wind，国家统计局，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

1.2.4、基础更牢：消费基础更稳固，渠道结构更健康

2012年白酒行业泡沫迅速破灭，但在这一过程中整个行业尤其是以茅台为代表的高端白酒成功实现需求转移，大众消费和商务消费逐渐成为名酒消费的主流，消费结构更加分散和健康，消费升级将成为行业长期增长的核心驱动力。此外，名优酒企在本轮发展过程中充分吸取上一轮教训，不再通过一刀切、强硬压货的方式完成考核目标，而是通过组织架构扁平化、控盘分利、直达终端、数字化赋能等更加市场化的方式梳理渠道，追求长期、健康的厂商关系，很大程度上熨平了经济下行和突发事件带来的行业波动。

2、站在过去看未来：白酒行业仍在上升趋势，正由第一成长阶段向第二成长阶段转型

2.1、第一成长阶段（2016-2020年）：高端酒量价齐升，打开行业价格天花板

白酒自行业复苏以来重新进入到高景气发展阶段，但本轮复苏并非行业全面好转，而是高端和次高端价位的结构性机会，分化明显，其中**2016-2020年**是行业的第一成长阶段，该阶段以**高端酒量价齐升**为主要标志。从业绩表现看，本阶段高端酒率先启动，经过弹性增长后逐步回归稳健；飞天茅台批价在需求复苏和渠道加库存共振下一路上涨，普五、国窖的批价也跟随提升，行业的价格天花板被打开，次高端价格带蓄势待发。

高端酒在行业复苏以后率先起势，实现高弹性增长的核心原因在于：**1）**经济发展带动消费升级，消费动能逐步释放。2012年后高端消费开始承压，经过几年调整蓄势，从2016年下半年至2017年春节，无论是高端酒的价格走势还是其他高端消费品（奔驰车、瑞士手表、赌场等）销量都有明显回暖，高端酒在近5-6年实际享受了前10年经济增长的红利。**2）**行业进入加库存周期，放大景气度。白酒的渠道具备放大功能，行业下行是去库存的过程，趋势恢复上行后不断加库存，放大了行业景气程度。**3）**低基数上的弹性增长。2012-2015年行业陷入深度调整，五粮液、泸州老窖在2013-2014年的收入、利润均为负增长，茅台在2014-2015年收入、利润也仅有低个位数增长。

表 1: 2016-2021 年白酒板块营业收入同比增速 (%)

收入增速	2016	2017	2018	2019	2020	2021
高端酒	17.7%	39.2%	28.2%	18.8%	11.1%	14.2%
贵州茅台	20.1%	52.1%	26.4%	15.1%	10.3%	11.7%
五粮液	13.3%	23.0%	32.6%	25.2%	14.4%	15.5%
泸州老窖	20.3%	25.2%	25.6%	21.2%	5.3%	24.0%
区域次高端龙头	8.4%	19.7%	27.2%	9.4%	-0.8%	28.5%
山西汾酒	6.7%	37.1%	55.4%	26.6%	17.8%	42.8%
古井贡酒	14.5%	15.8%	24.7%	19.9%	-1.2%	28.9%
洋河股份	7.0%	15.9%	21.3%	-4.3%	-8.8%	20.1%
今世缘	5.3%	15.8%	26.5%	30.3%	5.1%	25.1%
口子窖	9.5%	27.3%	18.5%	9.4%	-14.1%	25.4%
三线次高端	26.1%	38.6%	36.2%	23.8%	-2.1%	72.7%
水井坊	37.6%	74.1%	37.6%	25.5%	-15.1%	54.1%
酒鬼酒	8.9%	34.1%	35.1%	27.4%	20.8%	87.0%
舍得酒业	26.4%	12.1%	35.0%	19.8%	2.0%	83.8%
区域酒企	1.9%	0.7%	15.2%	5.0%	-10.9%	17.6%
老白干酒	4.4%	4.0%	41.3%	12.5%	-10.7%	11.9%
迎驾贡酒	3.8%	3.3%	11.2%	8.3%	-8.6%	32.6%
金徽酒	8.0%	4.3%	9.7%	11.8%	5.9%	3.3%
伊力特	3.4%	13.3%	10.7%	8.4%	-21.7%	7.5%
金种子酒	-16.9%	-10.1%	1.9%	-30.5%	13.5%	16.7%
皇台酒业	70.1%	-73.2%	-46.5%	288.7%	2.7%	-10.4%
天佑德酒	5.4%	-8.3%	2.3%	-7.0%	-39.1%	38.0%
上市酒企合计	13.6%	30.2%	27.2%	15.7%	6.5%	19.3%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.1.1、本轮消费动能的释放实际上享受了过去多年经济增长的红利，为行业升级打下坚实基础

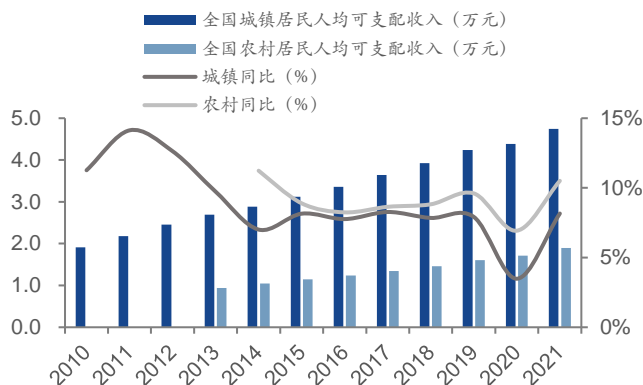
国内经济形势自 2016 年开始持续向好，流动性宽松背景下财富效应凸显，叠加供给侧结构性改革，共同助推消费升级。2015 年下半年，中央经济工作会议继续推进地产去库存，加速推动棚改货币化政策，通过给予大部分改造区住户高于当地市场房价的补偿价格实现了定向流动性宽松，居民财富被放大。供给侧改革、地产去库存、棚改货币化、进出口及商务活动复苏等宏观表现，将消费升级的基础打牢，对白酒行业复苏产生了深远影响。可以看到，即使 2013-2015 年、2018-2019 年宏观经济面临压力，但我国居民的可支配收入仍保持增长，居民的消费能力持续提升，白酒的终端动销在 2018 年下半年短暂放缓后，在 2019 年持续超预期。白酒受宏观经济的影响较小，核心原因在于近 5-6 年消费动能的释放实际上享受了过去 10 几年经济增长积累的红利，有坚实的消费基础。

图 7: 2014-2021 年棚户区改造住房数 (万套)



资料来源: Wind, 中国网地产, 房产超市网, 搜狐财经, 国海证券研究所

图 8: 居民可支配收入持续保持增长



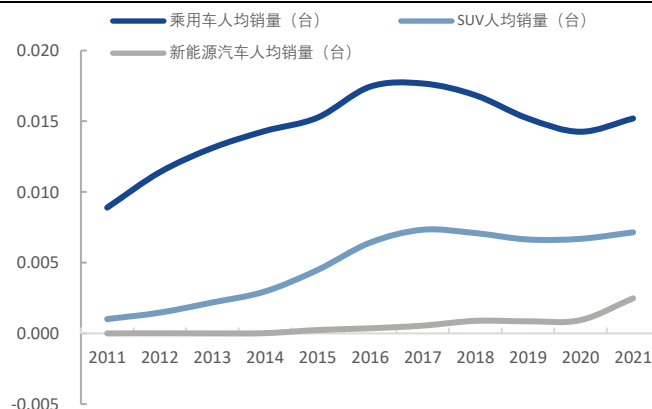
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 个人可投资资产超过 1 千万的人数 (万人) 和人均拥有的财富



资料来源: 搜狐财经, 《2021 私人财富报告》, 国海证券研究所

图 10: 乘用车、SUV、新能源汽车人均销量

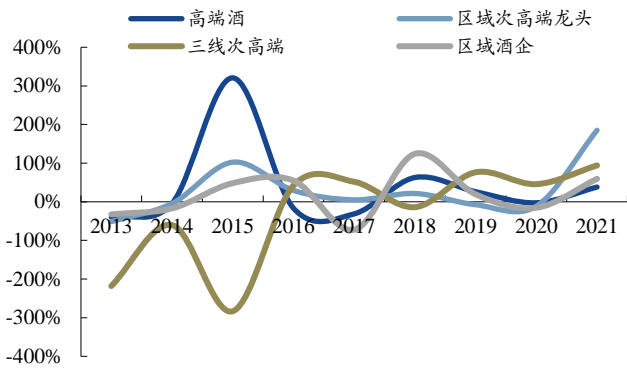


资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.1.2、 高端酒需求端率先回暖, 现金流、预收款先于报表业绩转好

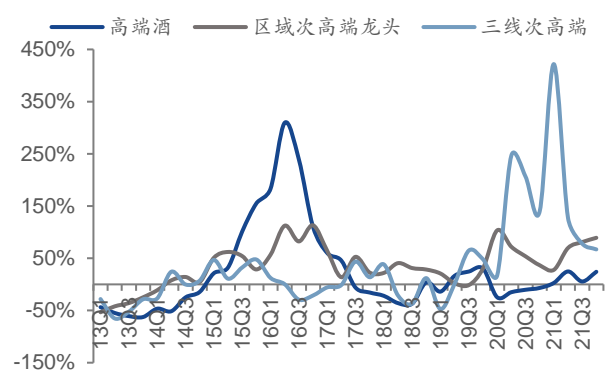
高端酒需求率先回暖, 企业信心复苏。2015 年春节高端酒的终端需求率先复苏, 行业趋势转好。2016 年春节行业再次迎来旺销, 茅台节前两周市场普遍缺货, 一批价快速上扬; 五粮液提前执行全年任务, 春节期间价格稳定; 国窖 1573 则在低基数基础上实现高增; 各二三线龙头酒企如洋河、古井等也保持春节旺销, 头部企业信心逐步复苏。

图 11: 各价格带酒企经营净现金流年度同比增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

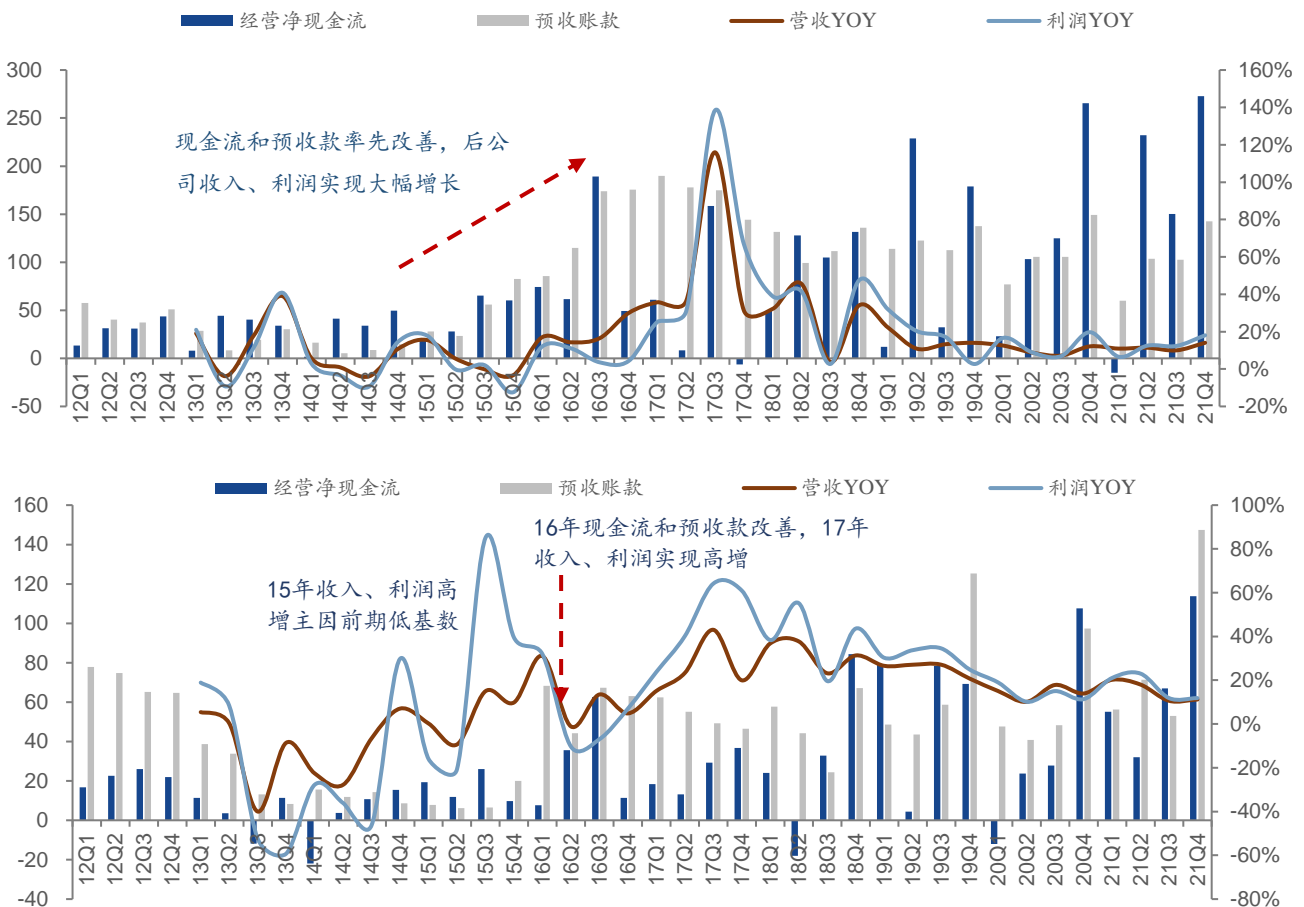
图 12: 各价格带酒企预收账款季度同比增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

市场回暖反映在报表端, 现金流和预收款先于收入和利润转好。贵州茅台的经营净现金流自 2015Q1 开始趋势性增长, 预收账款自 2015Q3 开始上涨, 重新进入蓄水阶段, 到 2017Q1 达到阶段性顶点。五粮液的现金流和预收款自 2016 年开始复苏; 泸州老窖由于深度调整的节奏慢于茅五, 现金流和预收款自 2016 年企稳改善, 但波动幅度较大。2015 年, 高端白酒经营净现金流和预收账款同比分别增长 65%和 155%, 2016 年同比分别增长 113%和 110%。

图 13: 贵州茅台(上) 现金流及预收款在 2015 年率先改善; 五粮液(下) 现金流及预收款自 2016 年复苏



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.1.3、2017 年高端酒业绩高增，行业价格天花板被打开，量价齐升实现高弹性增长

行业复苏最先体现的是高端酒的价格弹性，2016 年下半年飞天茅台批价进入快速上行通道，普五、国窖批价跟随上涨打开行业天花板，带动其他企业密集提价，“提价热”几乎贯穿本阶段始终。2016 年茅台货源紧张的情况贯穿全年，经销商开始惜售，终端囤货现象出现，飞天一批价在 2016 年下半年进入加速上涨的通道，并顺利突破 1000 元，2019 年中突破 2000 元，普五、国窖受益跟随上涨；批价快速上涨助推酒企出厂价提升，形成正反馈。自 2016 年下半年开始，行业的价格天花板被打开，西凤、水井、古井、牛栏山等各价位产品接踵涨价；2017-2019 年延续“涨价潮”。一线名酒的渠道利润率均有不同程度的提升，次高端价位产品提价则主要以塑造品牌形象为主。

图 14：2012-2020 年飞天茅台、普五、国窖 1573 出厂价及一批价（元/瓶）



资料来源：Wind，茅帝，酒价参考，国海证券研究所

表 2: 2016-2017 年部分酒企价格调整措施

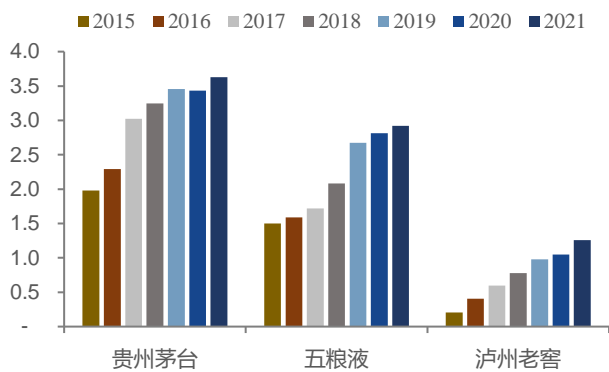
品牌	时间	品种及价格调整幅度
洋河股份	2016.2.7	海之蓝、天之蓝出厂价分别上调2元/瓶、4元/瓶
	2017.1.27	海之蓝、天之蓝出厂价分别上调2元/瓶、3元/瓶；梦之蓝M3\M6\M9分别上调出厂价10元/瓶、20元/瓶、30元/瓶
	2017.6.24	海之蓝、天之蓝终端价格分别上调10元/瓶、20元/瓶；供货价分别上调2.5元/瓶、8元/瓶
	2017.10.10	海之蓝、天之蓝终端建议供货价分别上调40元/件、90元/件，建议零售价在原有基础上，参考终端供货价同比例上调
	2017.10.14	洋河梦之蓝手工班零售指导价上调100元/瓶，涨至1788元
	2017.12.1	梦之蓝M3、M6出厂价分别上涨5元/瓶、10元/瓶
水井坊	2016.11.24	52度井台500ml、52度臻酿8号500ml出厂价均提价10元
	2017.7.10	52度典藏500ml、52度井台500ml、52度臻酿8号500ml出厂价上调15元/10元/10元
	2017.12.4	52度典藏500ml、52度井台500ml、52度臻酿8号500ml、52度500ml鸿运装出厂价分别上调40元/30元/20元/20元，零售价上调至979元/688元/458元/498元
山西汾酒	2016.4	青花汾酒20年停止开票；青花汾酒30年14元/盒的价外保证金取消
	2016.12.22	42度、48度、53度玻瓶等四款产品销售价格上调1元/瓶
	2017.5.25	青花20 出厂价上涨20元/瓶；青花30 升级提价幅度在5%-10%左右
郎酒	2016.1.1	红花郎酒零售价全线提价15%
	2017.1.5	红花郎酒零售价全线提价10%
	2017.3.1	每盒500ml*6，红花郎（10）供货价上调20元/盒，红花郎（15）53度/44.8度上调40元/盒，红花郎（15）39度上调60元/盒
	2017.5.11	青花郎出厂价上涨100元/瓶，零售价上调至1098元/瓶
	2017.11.9	从即日起取消红花郎（10）和红花郎（15）经销商十五赠一的订货配额政策，变相涨价超过20元/瓶
	2018.1.1	53度红花郎（10）供货价上调40元/瓶；53度红花郎（15）供货价将上调60元/瓶
剑南春	2016.1.21	水晶剑剑南春零售价每瓶上调40元
	2016.12.31	水晶剑剑南春出厂价每瓶上调20元
	2017.1.5	水晶剑剑南春出厂价每瓶上调10元，终端价达370元
	2017.5.5	水晶剑剑南春出厂价每瓶上调10元，终端价达380元
	2017.9.6	水晶剑剑南春统一零售价格不得低于398元/瓶
	2017.10.22	水晶剑剑南春提价20元终端售价达418元/瓶。同时分别上调珍藏级剑南春各系列产品的出厂价和建议成交价。
酒鬼酒	2016.4.20	50度，红坛，内参酒鬼酒出厂价+5%-10%
	2017.7.28	52度内参酒新零售价1390元/瓶，上涨110元
	2017.12.15	52度红坛酒鬼新零售价为568元/瓶，上涨70元
口子窖	2016.5.10	口子6年出厂、零售价各调10元/瓶
西风酒	2017.1.25	45度国花瓷5年、12年喜庆装上调3元/瓶，12年商务装上调13元/瓶；52度30年上调10元/瓶
习酒	2017.4.27	窖藏系列全面提价10%
迎驾贡酒	2017.5.1	生态洞藏16年42度、52度终端价提升40元/瓶、30元/瓶
牛栏山	2017.5.30	42度、56度2L桶（1*6）上调4元/件，62度5L桶（1*4）上调8元/件，46度、56度500ml牛瓶（1*12）上调3元/件，52度100ml（1*40）上调5元/件，50度450ml特制精品（1*6）上调6元/件

资料来源：各公司公告，酒业家，金投网，搜狐财经，佳酿网，云酒头条，名酒招商网，微酒，北京商报，快消网，界面网，凤凰网酒业，品盛酒业官网，糖酒快讯，新浪财经，国海证券研究所

2016 年基本面率先改善后，2017 年高端酒快速增长反映到报表端，量价齐升驱动收入高增，盈利能力显著提升。自 2016 年开始，高端酒终端需求逐渐转旺，市场供不应求；2017 年加速增长，当年收入、利润增速分别达到 39%和 55%；并在 2018-2019 年延续高增趋势。2020 年白酒消费受到疫情冲击，但高端酒渠

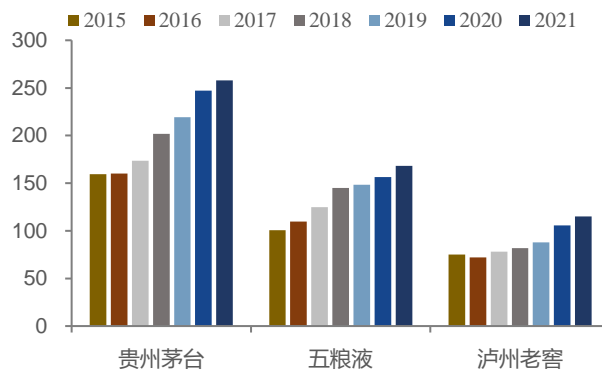
道话语权强，报表端受疫情影响较小。整体来看，2016-2020年贵州茅台、五粮液、泸州老窖高端酒销量与吨价持续增长，销量复合增速分别为11%、15%、27%；吨价复合增速分别为11%、9%、10%，实现量价齐升。同时，2016-2020年高端酒毛利率/净利率水平同比分别提升5.5和4.9pct。

图 15: 2016-2021 年高端酒销量变化 (万吨)



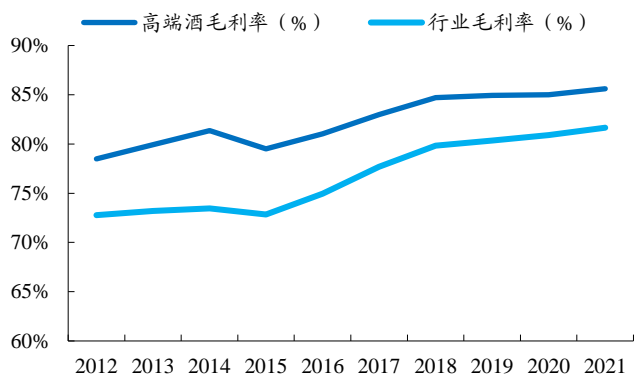
资料来源: Wind, 各公司公告, 国海证券研究所

图 16: 2016-2021 年高端酒吨价同比增速 (万元/吨)



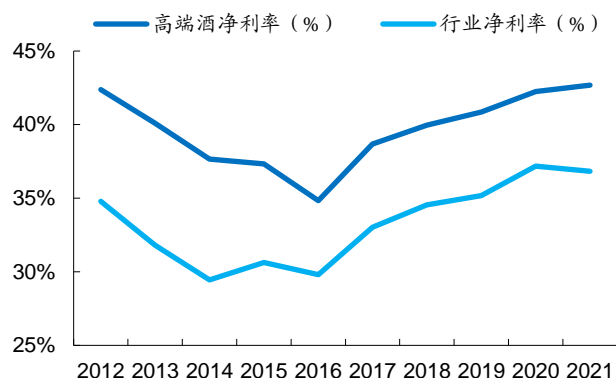
资料来源: Wind, 各公司公告, 国海证券研究所

图 17: 2012-2021 年行业及高端酒板块毛利率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 2012-2021 年行业及高端酒板块净利率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

在第一成长阶段，龙头酒企的渠道运作趋于精细化，茅五泸均借助行业高景气完成了对过去遗留问题的梳理。本阶段行业龙头的经营管理和目标制定更加理性，组织架构和渠道模式更加扁平化和直达终端，一改过去一味硬性压货的情况，而是通过数字化系统、精确的控盘分利、合理的控货手段等实现收入和挺价目标，从而在很大程度上熨平了经济承压或突发事件带来的行业波动。其中：

贵州茅台持续推动产品和渠道结构优化，2016年茅台非标产品的占比快速提升，2018年下半年推动渠道扁平化改革，大幅减少茅台酒经销商，加大直销渠道投放，2022Q1茅台直销占比达到34%。

五粮液自新任管理层上任后，致力于渠道扁平化和控盘分利改革，“百千万工程”、营销战区改革等陆续落地；同时推动八代五粮液升级换代，阶段性解决了渠道利润倒挂的问题。

泸州老窖“锋淼组合”上任后，围绕组织架构、营销模式、渠道和产品模式进行调整，公司将核心资源聚焦于国窖 1573，落地品牌专营公司直达消费者和终端，实现高速增长。

2.1.4、稳健的业绩增长支撑板块实现戴维斯双击，2016-2020 年高端酒市值累计涨幅超 8 倍，连续四年涨幅居首

除 2018 年之外，2016-2020 年板块业绩和估值戴维斯双击，2018 年板块受贸易战和经济下行压力影响，上市酒企市值累计降幅 23%，但业绩仍在增长。稳健的业绩增长、确定性的趋势是支撑板块上涨的核心动力，上市酒企连续 5 年保持高增，利润复合增速达到 23.0%。此阶段机构投资者开始逐渐超配白酒，市场从产品属性、商业模式优越性的角度讨论行业估值；而境外资金偏好行业壁垒、现金流质量、ROE、分红比例高，符合外资长期配置理念的白酒行业，主、被动资金进场也对板块形成推高效应。相比之下，高端酒的商业模式和竞争力最优、业绩确定性和弹性在本阶段最强，成为资金首选配置标的。

表 3：2016 至今白酒板块市值涨跌幅（%）

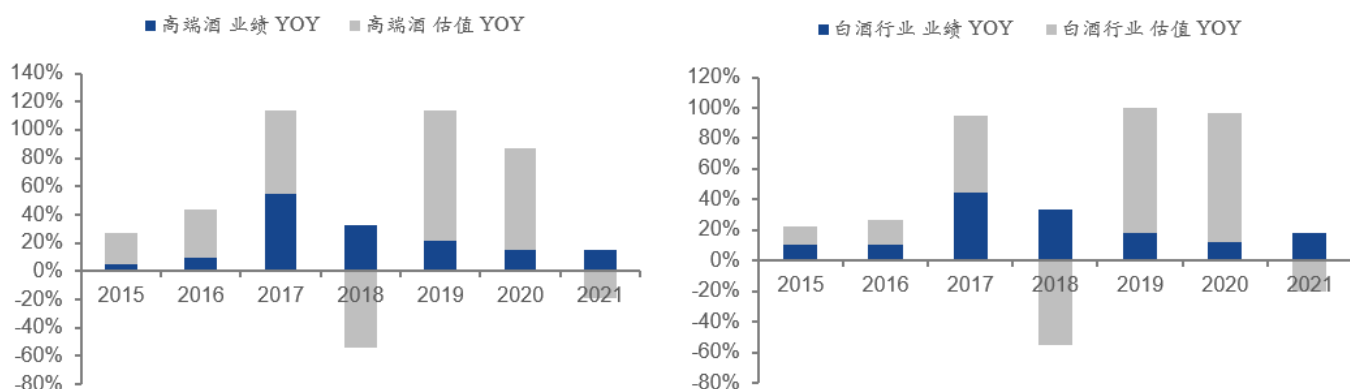
市值涨跌幅	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 至今
高端酒	43.6%	113.8%	-21.8%	113.3%	86.6%	-4.1%	-17.9%
贵州茅台	53%	109%	-15%	101%	69%	3%	-14%
五粮液	26%	132%	-35%	161%	119%	-24%	-29%
泸州老窖	22%	109%	-38%	113%	161%	12%	-19%
区域次高端龙头	2.9%	62.3%	-20.8%	59.6%	140.8%	-6.2%	-13.6%
山西汾酒	30%	128%	-38%	158%	318%	18%	-18%
古井贡酒	23%	43%	-16%	141%	93%	-4%	-14%
洋河股份	3%	63%	-18%	17%	114%	-30%	-3%
今世缘	-2%	18%	-7%	126%	75%	-5%	-16%
口子窖	-25%	43%	-24%	57%	25%	3%	-30%
三线次高端	19.6%	101.1%	-40.3%	65.9%	155.3%	69.1%	-35.9%
水井坊	50%	145%	-32%	63%	60%	45%	-39%
酒鬼酒	15%	34%	-42%	124%	337%	36%	-33%
舍得酒业	-1%	106%	-51%	31%	184%	163%	-36%
区域酒企	-14.2%	-2.2%	-35.0%	32.9%	133.6%	18.0%	-12.3%
老白干酒	-3%	33%	-39%	23%	180%	-11%	-22%
迎驾贡酒	-28%	-18%	-20%	41%	75%	99%	-17%
金徽酒		-24%	-35%	63%	197%	-5%	-23%
伊力特	-1%	62%	-44%	23%	87%	-3%	-10%
金种子酒	-9%	-16%	-41%	61%	212%	-13%	64%
皇台酒业	26%	-20%	-63%	43%	327%	-21%	-45%
天佑德酒	-16%	-21%	-30%	0%	88%	10%	-15%
上市酒企合计	27.0%	94.5%	-22.6%	100.2%	96.6%	-2.2%	-17.7%

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：2022 年数据截至 2022 年 5 月 12 日收盘）

分价格带看，股价走势体现出**高端酒先行、泛全国化次高端酒企高弹性高波动、地产龙头稳健跟随**的特点。2016-2020 年板块市值累计涨幅依次为**高端酒 (+856%) > 三线次高端 (+508%) > 区域次高端龙头 (+408%) > 其他区域酒企 (+98%)**，而**高端酒在 2016-2019 年连续四年板块涨幅居首**，2020 年全年也增长了 87%。茅台、五粮液静态估值由 2016 年初的 17X、18X 涨至 2020 年末的 56X、58X，泸州老窖由于调整时间较晚，2015 年业绩大幅下滑，所以 2016 年初估值偏高约为 40X，2020 年末涨至 59X。

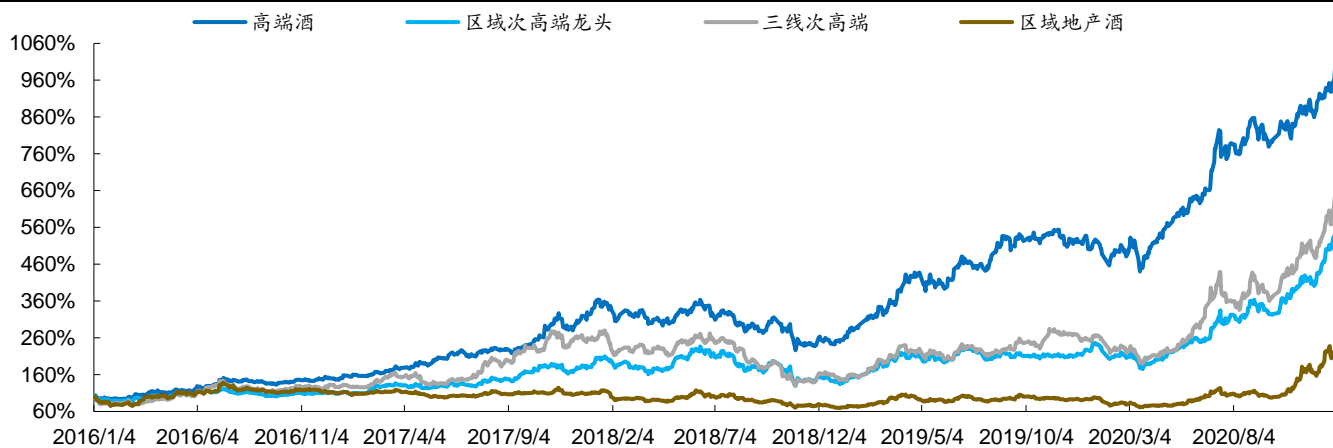
三线次高端酒企于 2017 年开启全国化进程，水井坊、舍得、酒鬼酒等通过业绩增长消化高估值，但由于没有基地市场，业绩确定性不强，股价波动较大。区域地产龙头依旧通过省内深耕+结构升级的方式兑现业绩弹性，股价表现相对稳健。

图 19: 历年股价上涨因子拆解，高端酒及白酒行业业绩保持稳健增长



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 20: 2016 年-2020 年各价格带市值累计涨幅

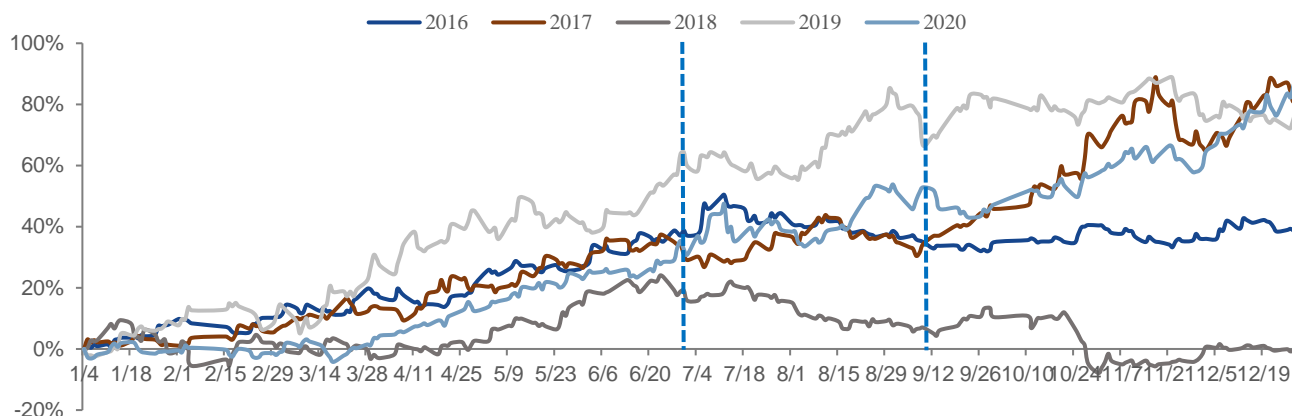


资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 以 2016 年 1 月 4 日总市值为基准, 所示数值均为当日总市值/基准日总市值)

复盘 2016-2020 年板块走势，我们发现两个特点。1) 股价表现呈现出鲜明的季节性：复盘白酒板块相对上证综指累计相对收益走势，每年糖酒会前后到一季报后均有一波上涨；7-8 月白酒板块一般进入横盘期，静待中秋小旺季及中报、三季报的披露情况；9 月到 11 月份，股价走势将视基本面和市场情绪影响而动。2016 年下半年消费税传言+中秋表现平淡，2018 年下半年渠道和行业情绪负面，

所以当年下半年股价走势表现疲软。**2) 业绩兑现是股价最好的催化剂。**市场在逐步加配白酒股的同时，仍会受到消费税信息扰动（2016年下半年）、经济下行压力（2018年下半年）等事件的影响；即使白酒板块超额收益显著，但不同酒企在股价表现上也出现显著分化，尤其是在2020年之前，业绩能否兑现成为股价上涨的催化剂。业绩持续兑现的高端酒、次高端和区域龙头股价创新高，以金种子、迎驾贡酒、天佑德酒为代表的三四线酒企也有过几轮上涨，但由于业绩持续性不足，在上涨之后随即大幅回调。

图 21: 2016-2020 年白酒板块相对上证综指累计相对收益走势



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 22: 2016-2019 年两类酒企累计相对收益走势，业绩兑现是股价最好的催化剂



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、第二成长阶段（2020年延续至今）：行业最主流价格带的升级，次高端逻辑持续兑现

一线高端名酒自2020年以来收入增速由弹性高增回归稳健增长，增速下降最重要原因在于高端酒自行业复苏以来，经过第一成长阶段多年弹性增长，收入、业绩和量价都已达到高基数，在需求增长平稳的情况下，未来高端酒回归稳健是行业正常规律和常识。一线高端名酒的终端动销依然旺盛，业绩降速并不代表需求端受损，我们预计未来高端白酒行业未来仍将以10%-20%的增速扩容。

千元价格带脱离量谈价格意义不大。近年来各酒企纷纷布局千元价格带，行业担忧一线名酒竞争格局恶化。但我们认为当前千元价格带增速相对稳健，没有高弹性，部分酒企的增速快主要是低基数下招商铺货式增长，除茅五泸外其他千元价格带产品的销量有限，青花郎也主要是通过控量达到稳价的目的（实际销量远低于公司实际产能），所以未来其他产品能否形成持续动销、能否在放量的同时保持价格稳定仍待观察，当下脱离量谈价格的意义不大，未来千元价格带的竞争预计仍将以茅台、普五和国窖为主。

行业自2020年开始已逐渐从第一成长阶段向第二成长阶段转型，即300-800元次高端价格带受益消费升级进入趋势性高增，“普酒热”、“次高端价位向上裂变”是本阶段最鲜明的特点，也是行业正处于转型阶段中的最好注脚。次高端在2018年开始发力，与高端酒保持并行高增；2020年高端酒回归稳健增长，次高端则继续提速向上。

本轮次高端的发展类似于上一轮（2002-2015年）100元左右商务消费价格的崛起，是行业最主流价格带的向上升级。整体来看，价位升级依然是驱动行业增长的核心逻辑，经过长期蓄力，叠加龙头酒企的主动培育和成熟运作，次高端进入“阶梯式”加速升级增长的阶段。但本轮次高端发展的持续性更强，即使遭受疫情冲击，白酒行业价位升级的逻辑也并未改变，次高端持续兑现增长弹性，卡位次高端价格带不同类型的酒企均有受益。2017-2021年次高端的市场容量已经由300多亿元扩容至约1000亿，我们预计次高端未来向2000亿元以上规模扩容很确定，成长空间广阔。

表 4: 2016-2021 年白酒板块归母净利润同比增速 (%)

收入增速	2016	2017	2018	2019	2020	2021
高端酒	9.8%	54.6%	32.5%	21.5%	14.9%	15.3%
贵州茅台	7.8%	62.0%	30.0%	17.1%	13.3%	12.3%
五粮液	9.9%	42.6%	38.4%	30.0%	14.7%	17.2%
泸州老窖	30.9%	32.7%	36.3%	33.2%	29.4%	32.5%
区域次高端龙头	11.5%	21.9%	30.1%	4.6%	4.5%	23.7%
山西汾酒	16.2%	56.0%	55.4%	32.2%	58.8%	72.6%
古井贡酒	15.9%	38.5%	47.6%	23.7%	-11.6%	23.9%
洋河股份	8.6%	13.7%	22.5%	-9.0%	1.3%	0.3%
今世缘	10.1%	18.8%	28.4%	26.7%	7.5%	29.5%
口子窖	29.4%	42.1%	37.6%	12.2%	-25.8%	35.4%
三线次高端	125.2%	58.4%	74.6%	42.8%	10.4%	85.0%
水井坊	155.5%	49.2%	72.7%	42.6%	-11.5%	64.0%
酒鬼酒	22.6%	62.2%	26.5%	34.5%	64.1%	81.7%
舍得酒业	1025.1%	79.0%	138.1%	48.6%	14.4%	114.3%
区域酒企	1.7%	-9.4%	56.6%	1.2%	-1.3%	18.9%
老白干酒	47.7%	47.5%	114.3%	15.4%	-22.7%	24.5%
迎驾贡酒	28.8%	-2.4%	16.8%	19.5%	2.5%	45.0%
金徽酒	33.8%	14.0%	2.2%	4.6%	22.4%	-2.0%
伊力特	-1.8%	27.7%	21.1%	4.4%	-23.5%	-8.5%
金种子酒	-67.3%	-51.9%	1144.1%	-300.7%	-133.9%	-339.8%
皇台酒业	-12421%	-28.5%	-19.4%	-171.4%	-50.9%	-140.5%
天佑德酒	-6.4%	-143.6%	-214.2%	-66.4%	-418.7%	-154.9%
上市酒企合计	10.6%	44.2%	33.1%	17.8%	12.5%	18.2%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2.1、在外部压力的冲击下，白酒业绩韧性十足

2018 年下半年宏观经济的压力传导影响到消费端，疫情扰动也对白酒消费产生影响，但复盘 2018 年至今，我们发现即使在外部压力的冲击下，白酒行业的业绩仍然韧性十足。自 2018 年开始，去杠杆政策从金融领域转向实体经济，基建投资增速呈现下行趋势；棚改资金收紧导致市场流动性收缩，宏观经济自 2018 年年下半年面临压力，并传导至消费领域，市场展开“消费升级”与“消费降级”的讨论。但在 2019 年，市场发现贸易战对于国内经济的影响和冲击可控，悲观情绪被修复；同时政策偏宽松，从去杠杆逐渐转向稳杠杆、稳增长。2020 年国内经济由于疫情防控到位也领先海外实现修复。整体来看，国内经济形式仍然稳中向好。同时，自 2018 年以来，相较于其他消费品，白酒板块的收入和业绩增长的绝对值和确定性都是最高，韧性更强。

表 5: 2018 年至今各消费板块收入、业绩同比增长表现

	营收 YOY (%)					利润 YOY (%)				
	2018	2019	2020	2021	2022 Q1	2018	2019	2020	2021	2022 Q1
白酒	25%	17%	7%	18%	19%	33%	18%	12%	18%	26%
乳品	11%	12%	7%	16%	12%	13%	12%	-17%	43%	22%
啤酒	2%	4%	0%	11%	8%	-4%	54%	22%	28%	19%
调味品	13%	15%	13%	15%	10%	24%	29%	18%	6%	12%
酒店餐饮	5%	1%	-34%	18%	-1%	-5%	18%	-141%	106%	7%
一般零售	2%	0%	-30%	3%	0%	-17%	-5%	-67%	11%	5%
其他酒类	-2%	-2%	-22%	19%	5%	7%	5%	-36%	-5%	-5%
化妆品	16%	7%	-1%	14%	10%	-5%	8%	-14%	-16%	-7%
肉制品	3%	27%	21%	-10%	-25%	11%	13%	25%	-43%	-17%
软饮料	8%	1%	-20%	23%	2%	18%	-43%	38%	19%	-20%
保健品	-8%	34%	0%	15%	-3%	-415%	85%	219%	2%	-33%
个护用品	-27%	-2%	-5%	-12%	-6%	-1%	40%	-372%	110%	-45%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2.2、2018 年是次高端趋势性高增的开端，2020 年行业开始分化，高端酒降速、次高端提速向上

次高端萌芽以茅台一批价破千为标志，2017 年进入受消费需求自发驱动而增长的阶段，2018 年是次高端趋势性高增的开端。2016 年，剑南春、水井坊等整体定位 300-500 元价位的品牌业绩弹性开始显现，区域次高端龙头由于收入占比较小，对整体业绩弹性贡献较小，所以暂时没有引起市场关注。

2017 年，300 元价位逐渐取代原 100 元价格带成为商务消费的主流价格带，三线次高端逐步开启招商铺货全国化进程；下半年开始区域地产龙头次高端价位开始自主放量，在苏豫皖等消费升级相对领先区域，部分商务宴席、礼品和婚宴中，梦之蓝、口子窖 10 年、古井 8 年、国缘等次高端价位产品已经成为主要消费产品。

2018 年，300 元价格带开始由消费自发驱动向企业主导转型，意识到行业大趋势的酒企开始聚焦次高端，本身就拥有成熟管理经验和销售优势的龙头酒企主动培育产品、聚焦资源、消费者培育、巩固开发渠道等，加速了次高端价格带的快速成长；泛全国化次高端延续全国汇量式增长。

表 6: 区域地产龙头和三线次高端酒企量价增长情况拆分

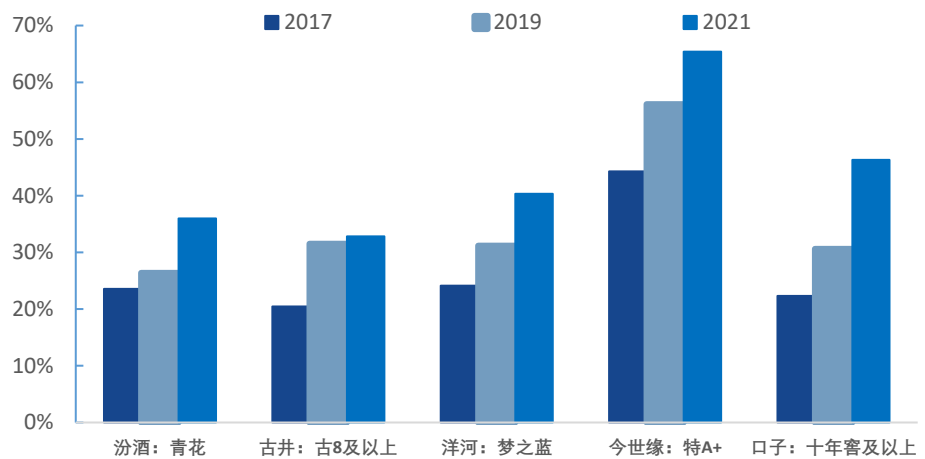
	销量提升 (%)						吨价提升 (%)					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016	2017	2018	2019	2020	2021
汾酒: 青花	1%	33%	53%									
洋河: 梦之蓝		49%	39%	3%	1%	23%		4%	7%	2%	4%	12%
今世缘: 特A+	22%	35%	41%	48%	20%	22%	-1%	3%	1%	0%	-5%	11%
口子窖: 高档	9%	29%	11%	-1%	-16%	18%	2%	2%	10%	10%	3%	6%
水井坊: 高档		61%	31%	25%	-11%	40%		7%	8%	0%	-4%	10%
酒鬼酒: 酒鬼系列	12%	11%	35%	28%	1%	89%						
舍得: 中高档	15%	-25%	10%	17%	-24%	65%	26%	77%	16%	6%	28%	10%

资料来源: Wind, 各公司公告, 国海证券研究所 (注: 受限数据可获得性, 汾酒青花、酒鬼酒数据采用营业收入同比增速)

2019年, 次高端整体规模达到约600亿, 3年容量翻番, 规模继续扩大, 区域酒企和全国性名酒共同享受价位升级的红利。2019年, 越来越多酒企开始将费用由过去的投放渠道端转向消费者培育和品牌塑造, 随品牌释能释放和规模效应的体现, 其费用率也进入趋势下行的空间, 利润弹性逐步释放。

2020年疫情冲击不改次高端升级趋势, “价位裂变”和“酱酒热”成为业内热点。随着次高端价格带的不断扩容, 次高端价格带也形成了两大热点: 一是酱酒热。基于茅台的品牌溢出效应、消费者的差异化选择、酱酒渠道高毛利运作模式, 酱酒异军突起。二是内部价位向600元价裂变的现象。2019年春节, 500元价格带初露锋芒, 2020年酒企在受疫情影响较大的情况下反而纷纷提价, 剑南春经过多次提价后坐稳400元价格带, 无形中拔高了次高端价格中枢, 加之酱酒入局普遍定位在600元价格带, 500-600元价格带单品增长明显。

图 23: 区域地产龙头次高端产品收入占比历年变化



资料来源: Wind, 各公司公告, 国海证券研究所

2021年, 白酒行业结构性分化更加显著。高端酒增速回归稳健趋势明显; 三线次高端继续保持高弹性增长, 其高弹性增长一方面在于站在次高端风口, 另一方面在于通过招商铺货实现高弹性增长; 区域次高端龙头的产品结构持续优化, 运

辑兑现。2022Q1 次高端仍继续保持快速扩容，徽酒、苏酒等区域地产龙头表现亮眼。

表 7: 次高端价位保持高增，占比不断提升

分类	公司/系列	2017	2018	2019	2020	2021
次高端 全国性 竞争品牌	剑南春 (财年)	水晶剑营收近80亿, 同比+30%	水晶剑营收破100亿, 同比+25%	总体营收实现微增	>30%, 已完成全年任务	水晶剑营收150亿左右
	郎酒		46.3%	11.7%	11.9%	21Q1同比+293.4%
	- 次高端酒	占比25.57%	同比+46.35% 占比25.58%	同比+11.92% 占比25.62%	同比-14.37% 占比19.61%	红花郎挺价为主, 保持 约9000吨规模
二线泛区域 次高端品牌	水井坊	74.1%	37.6%	25.5%	-15.1%	53.8%
	- 高档酒	72.5%	41.7%	25.0%	-14.1%	54.3%
	舍得	20.9%	23.7%	23.7%	2.7%	94.8%
	- 中高档酒	32.7%, 舍得系列销量+28.11%	28.3%	23.1%	-3.3%	82.0%
	酒鬼酒	34.1%	35.1%	27.4%	20.8%	86.9%
	- 高档合计	44.5%	35.8%	29.5%	18.7%	86.0%
	- 酒鬼	55.2%	35.0%	27.6%	0.8%	88.9%
- 内参	18.3%	38.5%	35.4%	72.9%	80.7%	
区域龙头 次高端	汾酒	27.7%	55.7%	27.7%	22.6%	41.9%
	- 中高价白酒	33.2%	46.4%	青花同比>40%	青花同比>30%	青花同比>30%
	古井贡	16.1%	24.9%	19.3%	-0.9%	26.7%
	- 年份原浆	古8增长>70%	古8及以上增长翻倍, 古20销售规模破10亿	古8及以上增速60%, 占比≈33%	古16、古20爆发, 古8及以上占比持续提升	年份原浆系列同比增长 18.8%
	口子窖	27.6%	19.0%	9.4%	-14.2%	25.4%
	- 高档白酒	30.8%	21.7%	8.94%, 10年及以上>30%	-13.23%, 10年及以上占比>40%	24.5%
	洋河	16.3%	19.4%	-4.1%	-8.3%	21.3%
	- 梦之蓝	>50%		双位数增长, 占比预计>30%	梦系列增长较快, M6+导入情况较好	M6+增长超40%; 水晶 梦顺利导入
今世缘	15.5%	26.7%	30.8%	5.1%	25.3%	
- 特A+	38.3%	42.7%	47.2%	13.0%	35.7%	

资料来源: Wind, 各公司公告, 腾讯财经, 搜狐财经, 凤凰网, 国海证券研究所

从业绩表现看, 次高端在 2016、2017 年蓄势, 2018 年后次高端价格带实现全面增长, 各类型酒企均受益于次高端扩容红利。1) 以水井坊、舍得、酒鬼为代表的三线次高端品牌, 在全国有知名度, 站在次高端风口, 短期通过招商铺货实现高弹性增长, 2016-2021 年其收入复合增速约为 31%, 2018-2021 年复合增速约为 30%。2) 区域地产龙头对次高端价位的觉醒经历了从被动增长到主动布局的过程, 公司主要通过渠道优势向消费者转移, 并实现产品结构的优化, 属于内生式增长, 所以增速更趋稳健, 2016-2021 年其收入复合增速约为 15% (剔除洋河调整期的影响增速约为 21%), 2018-2021 年复合增速约为 15% (剔除洋河影响约为 23%)。3) 其他受益于次高端红利的酒企: 如基本实现全国化的次高端龙头剑南春; 卡位次高端价位的酱酒品牌 (如习酒、国台、红花郎、钓鱼台等); 一线品牌茅五泸的下沿产品 (茅台系列酒、低度国窖、低度普五等)。

表 8: 舍得、酒鬼等 20 年开始扩大招商

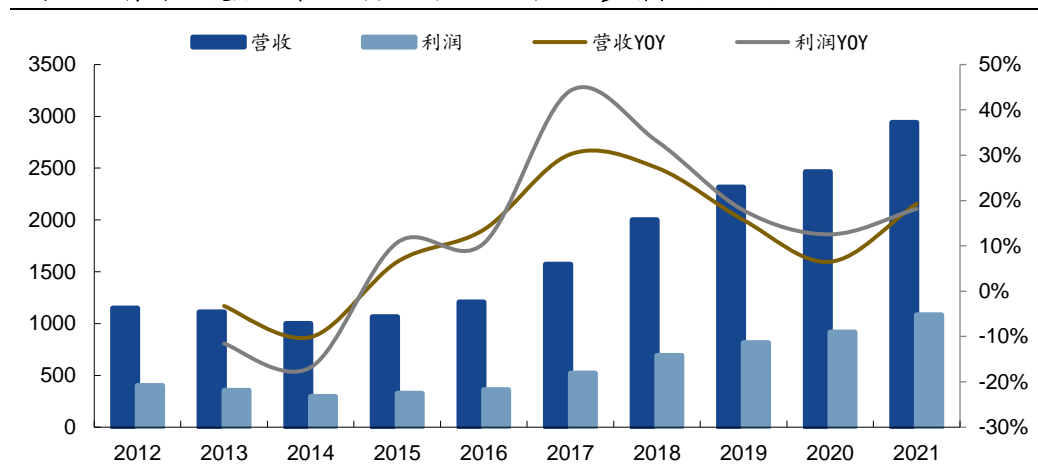
单季度 (家)	舍得酒业				酒鬼酒		山西汾酒		今世缘				口子窖			
	新增	退出	净增	期末 总数	净增	期末 总数	净增	期末 总数	新增	退出	净增	期末 总数	新增	退出	净增	期末 总数
19Q1	44	36	8	1638	-	528	-208	2146	48	10	38	626	16	11	5	591
19Q2	115	33	82	1720			115	2261	86	27	59	685	38	11	27	618
19Q3	75	51	24	1744			171	2432	56	26	30	715	30	8	22	640
19Q4	90	58	32	1776			57	2489	61	21	40	755	26	9	17	657
20Q1	24	44	-20	1756	235	763	30	2519	53	3	50	805	9	8	1	658
20Q2	133	54	79	1835			160	2679	40	2	38	843	23	19	4	662
20Q3	95	47	48	1883			146	2825	56	0	56	899	14	9	5	667
20Q4	233	355	-122	1761			71	2896	55	6	49	948	22	7	15	682
21Q1	195	15	180	1941	292	1055	56	2952	12	28	-16	932	2	6	-4	678
21Q2	448	345	103	2044			195	3147	113	14	99	1031	40	3	37	715
21Q3	240	107	133	2177			279	3426	1	25	-24	1007	38	6	32	747
21Q4	153	78	75	2252			98	3524	68	24	44	1051	33	15	18	765
22Q1	250	93	157	2409	-	-	93	3617	20	60	-40	1011	16	3	13	778

资料来源: 各公司公告, 国海证券研究所

2.2.3、行业基本面自复苏以来持续向上, 并不存在显著周期性

行业复苏以来, 估值变化是影响板块股价波动的主要因素, 行业基本面持续向上, 收入、利润稳步增长, 并不存在显著的周期性。2020 年疫情过后市场流动性宽松, 板块经过年初急跌后随即迎来大幅反弹, 白酒板块市值全年累计上涨 96.6%, 在 2020 年末大部分酒企估值处于历史高位。2021 年, 市场受流动性收紧预期的压制, 板块全年以消化估值为主, 经历两次回调, 震荡下行。总体来看, 2016 年行业复苏以来, 板块股价在波动中向上, 市场认知、突发事件等影响估值, 从而导致股价的涨跌。但是从基本面的角度看, 行业自复苏以来基本面持续向上, 虽然行业内部不同公司和不同价格带的增长结构存在变化和波动, 但整体收入、利润稳步增长, 并未表现出强烈的周期性。我们认为未来 3-5 年次高端扩容、高端回归稳健增长的趋势不会改变, 行业基本面仍会继续稳步向上。

图 24: 自行业复苏以来白酒板块收入、利润稳步增长 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

3、板块近期回调主因情绪面受损，而非基本面恶化

2022年初至今板块持续回调，引发市场对于白酒行业基本面和趋势的担忧；3月中旬茅台批价短期急剧下行，又进一步引发市场忧虑。我们对2018年下半年、2020年初和2021年三个时期的板块回调情况进行复盘，认为本次回调与2018年下半年类似，均是市场情绪受损导致板块大幅下跌，行业基本面并未恶化；短期看好部分超跌标的重现2018年下半年“假摔”后的修复机会，中长期看行业大概率仍是结构性行情。

表 9：白酒板块历次回调对比

	2018年H2	2020年Q1	2021年		2022年Q1
具体时间段	2018.06-2018.10	2020.01-2020.03	2021.02-2021.03	2021.06-2021.08	2021.12-2022.04
沪深300涨跌幅	-17.57%	-15.20%	-10.67%	-9.71%	-18.40%
白酒涨跌幅	-38.46%	-14.38%	-22.87%	-31.74%	-28.52%
估值中枢变化	白酒指数由37倍回调至17倍	白酒指数由30倍回调至25倍	白酒指数由61倍回调至47倍	白酒指数由63倍回调至42倍	白酒指数由50倍回调至37倍
宏观背景	1) 监管层推进“去杠杆政策”，宏观总杠杆率扩张放缓，市场预期白酒需求降低 2) 与美国的贸易战愈演愈烈，不确定因素增加，影响市场情绪	受黑天鹅事件疫情突发影响，市场出现恐慌情绪，白酒板块随大盘短期快速下调	1) 20年底估值提升主因流动性溢价，稳定性较弱 2) 节后出现央行流动性收紧预期，板块杀估值	1) 疫情局部发弹，市场担忧中秋旺季销售情况 2) 市场风格切换，新能源等高成长性板块吸引了较多资金入局	1) 节前河南等白酒消费大省疫情严重，市场担忧影响春节旺季动销。3月疫情形势严峻，茅台批价下跌，市场情绪悲观 2) 俄乌战争等外部系统性风险导致外资大幅回撤 3) 疫情蔓延超预期
行业政策	/	2019.10 发改委修订发布《产业结构调整指导目录》，标志白酒产业全面进入市场经济阶段	/	教育政策落地加剧市场对白酒政策风险的担忧	市场对白酒政策风险仍有担忧
微观信息	五粮液批价回落、中秋销售数据一般、秋糖传播负面情绪、酒企主动控制渠道库存	疫情发生在大年初一，春节旺季消费场景几乎熔断，受影响较大。茅台批价急跌后又迅速回升	主要酒企批价稳定，库存健康，基本面稳健	水井坊等较早公布中报的酒企业绩不及预期	基本面稳健，春节表现分化，徽酒苏酒动销旺盛
行业业绩表现	2018Q3 白酒企业业绩普遍环比放缓，行业整体收入利润分别+14.1%/11.7%	2020Q1 业绩放缓。白酒行业整体收入利润增速分别为0.99%、9.05%，均环比降速	春节动销超预期，中小市值酒企表现亮眼。白酒整体收入利润增速分别为22.93%、17.86%	中报整体表现平稳，部分不及预期。白酒Q2 收入利润分别+19.62%、26.31%，水井、口子等部分酒企低于预期	口子、迎驾、金徽等部分酒企Q4 业绩低于预期，已公布Q1 业绩的酒企表现均印证大概率实现开门红

资料来源：Wind，新浪财经，新华社，中证网，21世纪经济报，国海证券研究所

3.1、板块历次回调复盘，股价波动不改向上趋势

3.1.1、2018H2：多因素共振导致市场情绪受损，板块非理性下跌

2018年下半年，影响白酒信心的最大因素来自宏观经济自上而下的担忧，在恐慌情绪下市场和公司层面的负面新闻被放大。2018年，白酒行业连续2年上涨，市场担忧板块在高基数下收入增速同比下降，对2018年信心不足。在宏观经济

和外部压力下，大盘自年初开始下跌，白酒板块业绩持续兑现，上半年股价相对坚挺跑出超额收益；。板块下跌主因：

1) 宏观层面：实体经济去杠杆、棚改资金收紧、中美贸易战升级等因素导致市场对宏观经济的担忧加剧，悲观情绪在 2018 年下半年蔓延至消费板块；市场主动“验证”白酒行业悲观信息，并自我强化。

2) 行业层面：对经济下滑的担忧导致企业主动控制发货节奏，渠道开拓速度放缓；中秋渠道反馈数据平淡，旺季不旺；秋糖至年末期间白酒经销商及上市龙头企业高管发表对行业的负面看法，加剧导致市场恐慌。

3) 酒企报表层面：贵州茅台在高基数背景下，2018Q3 收入同比仅增长 4%，不及市场预期，消费数据疲软，再次放大了市场恐慌，加速板块下跌。

多重压力下，白酒板块非理性下跌。SW 白酒指数最大跌幅约 39.8%，茅台/五粮液/泸州老窖/山西汾酒/古井贡酒/洋河股份最大跌幅分别约为 33.5%/43.7%/48.1%/52.2%/46.3%/42.2%。

表 10: 2018 年 SW 白酒涨跌幅 (%) 及子版块排名

	2018H1 (排名)	2018Q3 (排名)	2018Q4 (排名)	2018 全年 (排名)
沪深 300	-8.4%	4.4%	-11.2%	-15.9%
上证综指	-7.8%	3.8%	-9.9%	-15.8%
SW 白酒	7.7% (12/126)	-4.3% (52/126)	-21.6% (120/126)	-19.1% (41/126)

资料来源：Wind，国海证券研究所

表 11: 2018H2 白酒指数及核心企业股价最高/最低点及相应盈利预测、估值情况

	区间最高/最低股价		盈利预测 (净利润 亿元)		对应 PE	
	2018年6月	2018年10月	2018年6月	2018年10月	2018年6月	2018年10月
白酒 (申万)	30066	18086	703	691	38	17
贵州茅台	760	506	363	347	28	19
五粮液	81	46	128	129	26	14
泸州老窖	66	34	35	35	29	15
山西汾酒	46	22	16	15	37	18
古井贡酒	97	52	16	17	28	15
洋河股份	137	79	83	83	27	15

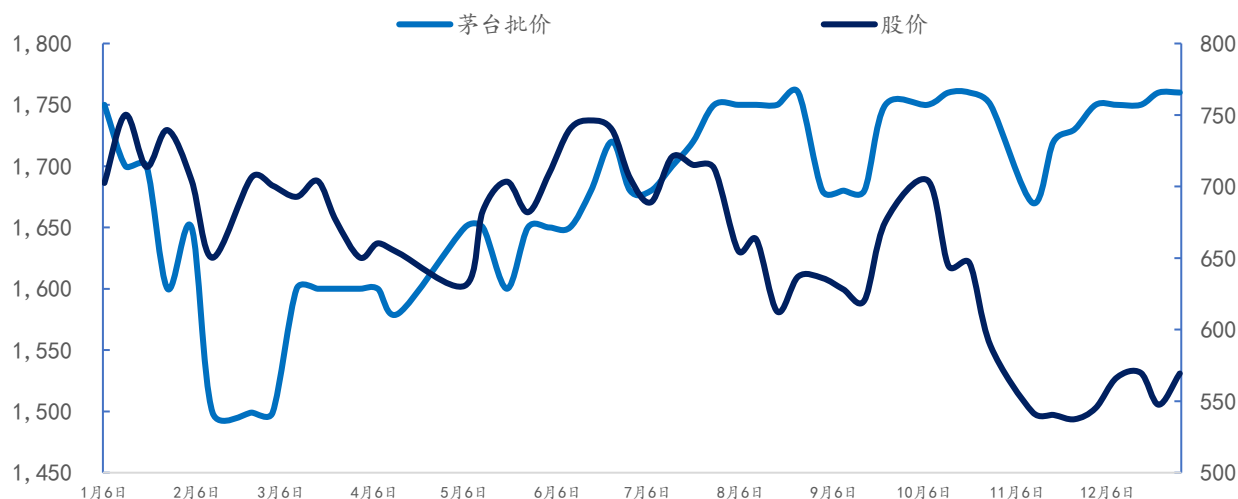
资料来源：Wind，国海证券研究所

过去多年积累的红利为行业消费升级打下坚实基础，2018 年下半年行业基本面并未恶化，龙头酒企真实业绩仍在加速。2013-2015 年行业深度调整导致大部分酒企业绩形成低基数，而 2016、2017 年行业刚刚复苏，业绩弹性较大，经过连续两年上涨基数回归，行业在高基数下回归正常增速是合理现象。2018 年 Q3 除贵州茅台在高基数下收入增速低预期外，其他头部酒企业绩均符合预期。且五粮液自 7 月停货控价后，批价相比 6 月小幅提升；同期茅台批价保持坚挺，股价下

跌但批价趋势上行，实际渠道反馈整体消费受到影响不大，反倒是行业集中度向龙头集中的趋势对中小企业挤压带来压力较大；糖酒会、微酒、糖烟酒等论坛人气依旧很旺。

2018Q4 茅台提前发布业绩预告，四季度业绩给市场吃下定心丸，年末茅台、五粮液对来年业绩目标制定都较为积极，市场信心逐步修复，自 2019 年初行业触底反弹。

图 25: 2018 年下半年贵州茅台股价下跌，但批价（元/瓶）却趋势上行



资料来源: Wind, 茅帝, 酒价参考, 国海证券研究所

图 26: 2018H2 SW 白酒指数收盘价与估值变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.1.2、2020Q1：突发疫情引发市场恐慌，板块短期急跌

2020年一季度的回调主因疫情的突然爆发，使得市场对于板块的业绩确定性产生担忧，短期内迅速放大悲观情绪。1月中旬各地陆续宣布“封城”，板块短期受情绪面影响而急跌；待国内恐慌情绪修复后，3月初海外疫情爆发，板块短期再次受到冲击而下跌。本阶段板块下跌主因：

1) 宏观背景：2020年疫情于除夕爆发，几乎完全影响到白酒节后旺季，国内经济活动也陷入停滞，市场情绪悲观。

2) 消费场景及需求受损：疫情下居民多居家隔离、减少聚集，白酒常见的宴请、聚饮、送礼等消费场景均受限，需求大幅减少；疫情爆发初期白酒批价迅速下跌，茅台批价跌破2000元。

3) 上半年报表端业绩承压：由于春节旺季前期并无疫情，渠道终端备货受影响小，节前打款正常，酒企提前确认打款，因此Q1部分酒企报表端表现良好，且产品结构升级+费用控制作用下，利润端表现优于收入端。Q2疫情导致的需求影响开始显现，整体业绩承压。

在本阶段，SW白酒指数最大跌幅约18.9%，茅台/五粮液/泸州老窖/山西汾酒/古井贡酒/洋河股份区间内最大跌幅分别约为：
11.4%/27.5%/28.5%/17.7%/31.7%/32.2%。

表 12：2020Q1 白酒指数及核心企业股价最高/最低点及相应盈利预测、估值情况

	区间最高/最低股价		盈利预测（净利润）		对应PE	
	2020年1月	2020年3月	2020年1月	2020年3月	2020年1月	2020年3月
白酒（申万）	40449	32790	1010	985	30	24
贵州茅台	1101	975	495	490	29	26
五粮液	138	100	214	212	25	19
泸州老窖	91	65	58	58	23	17
山西汾酒	69	57	25	25	34	28
古井贡酒	152	104	28	28	24	17
洋河股份	114	78	94	83	19	15

资料来源：Wind，国海证券研究所

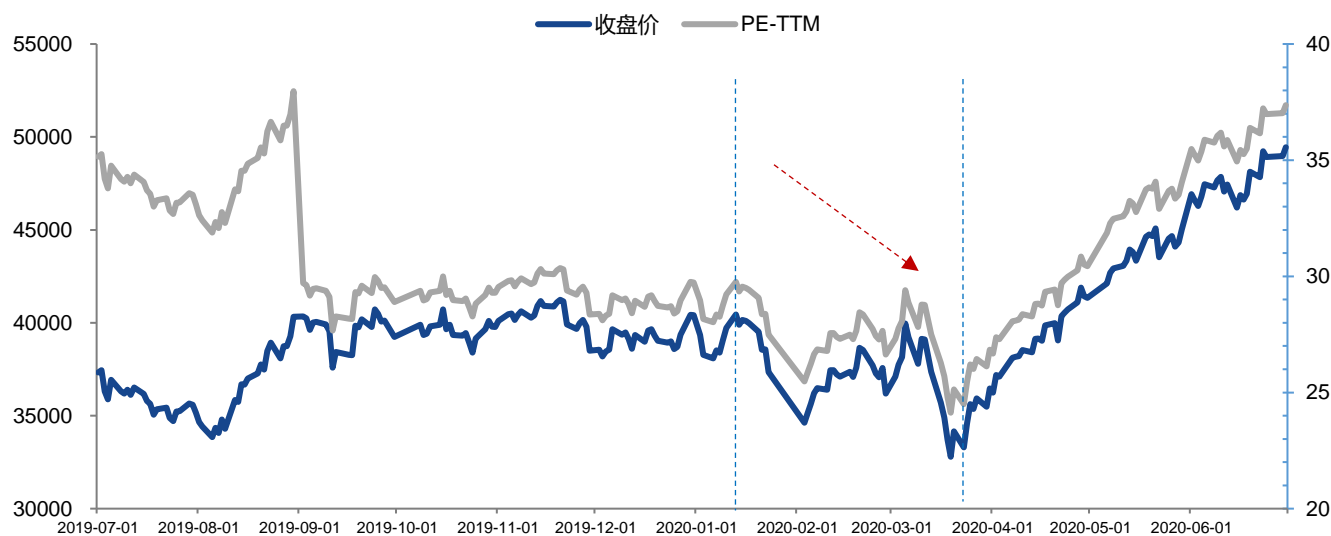
长期基本面稳健+疫后流动性宽松，板块在一季度短期急跌后迅速上涨。市场迅速反弹，核心原因在于：**1) 行业基本面稳健，板块业绩确定性强。**本轮疫情爆发后，国内管控措施得当，二季度国内经营秩序恢复正常，白酒消费场景也快速修复；茅台批价在短暂跌破2000元后迅速恢复。同时，与其他消费板块相比，白酒板块业绩增长确定性更强。**2) 流动性环境偏宽松，推动估值中枢提升。**疫后M2增速环比提升，市场流行性环境宽松，推高板块估值。

表 13: 2020Q1-2021Q2 白酒板块营业收入同比增速 (%)

收入增速	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
高端酒	11.0%	8.9%	10.9%	13.1%	16.9%	12.7%
贵州茅台	12.5%	8.8%	7.2%	12.1%	10.9%	11.4%
五粮液	15.1%	10.1%	17.8%	13.9%	20.2%	18.0%
泸州老窖	-14.8%	6.2%	14.5%	16.4%	40.9%	5.7%
区域次高端龙头	-12.3%	-6.8%	14.3%	14.7%	32.8%	37.1%
山西汾酒	2.0%	19.0%	26.4%	31.3%	77.1%	73.4%
古井贡酒	-10.6%	-3.5%	15.1%	0.4%	25.9%	28.6%
洋河股份	-14.9%	-18.6%	7.6%	7.8%	13.5%	20.7%
今世缘	-9.4%	3.8%	21.0%	22.2%	35.3%	27.3%
口子窖	-42.9%	-25.1%	6.8%	9.8%	50.9%	35.0%
三线次高端	-26.7%	-32.8%	24.0%	20.6%	119.7%	150.0%
水井坊	-21.6%	-90.1%	18.9%	19.3%	70.2%	691.5%
酒鬼酒	-9.7%	12.9%	56.4%	28.5%	190.4%	96.8%
舍得酒业	-42.0%	18.8%	18.4%	16.6%	154.2%	119.3%
区域酒企	-39.4%	3.2%	1.3%	-1.6%	49.9%	18.5%
老白干酒	-34.2%	-9.0%	16.4%	-8.9%	-0.3%	21.8%
迎驾贡酒	-33.5%	-17.3%	12.4%	8.3%	48.9%	57.1%
金徽酒	-33.4%	22.7%	14.4%	29.8%	48.4%	25.6%
伊力特	-70.4%	51.8%	-36.1%	-18.6%	255.3%	-24.1%
金种子酒	-32.9%	-0.7%	35.8%	69.6%	52.1%	15.9%
皇台酒业	19.1%	220.8%	-34.3%	-20.4%	41.6%	-57.0%
天佑德酒	-44.6%	-14.0%	-32.4%	-49.1%	86.9%	32.3%
上市酒企合计	0.1%	3.3%	11.6%	12.5%	24.3%	21.5%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 27: 2020Q1 SW 白酒指数收盘价与估值变化

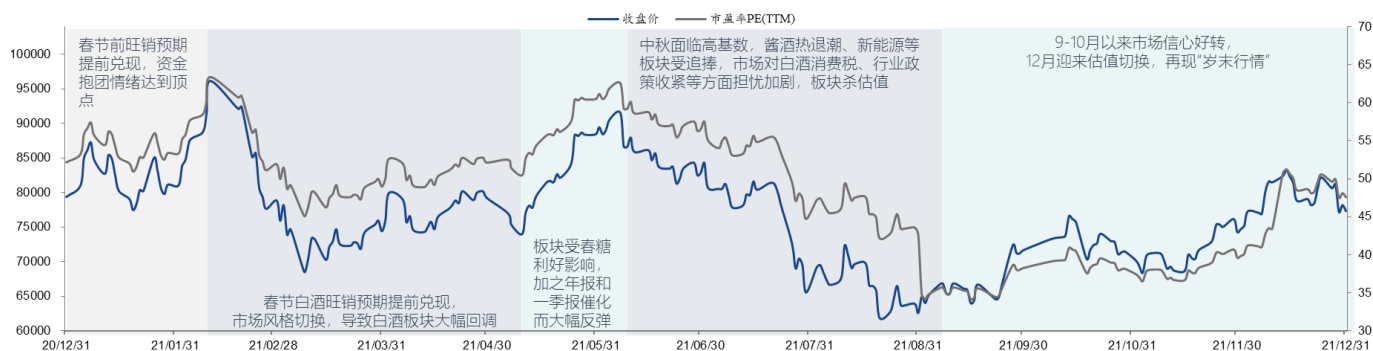


资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.1.3、2021：市场风格转变，以消化估值为主，全年经历两次回调，板块走出结构性行情

在流动性宽松背景下，2020年白酒板块大幅反弹，三线次高端和区域次高端龙头全年市值分别上涨155%和141%，行业复苏以来涨幅首次跑赢高端酒(+87%)。经过近一年的核心资产抱团上涨，白酒板块各标的估值基本都达到历史高位。2021年是疫情爆发以来，受影响最小的年份，与2018H2和2020Q1不同，市场对于板块业绩几乎没有担忧；但年初估值泡沫化严重，受流动性收紧预期压制，市场风格转换，板块全年以消化估值为主。

图 28：2021 年白酒股价走势复盘

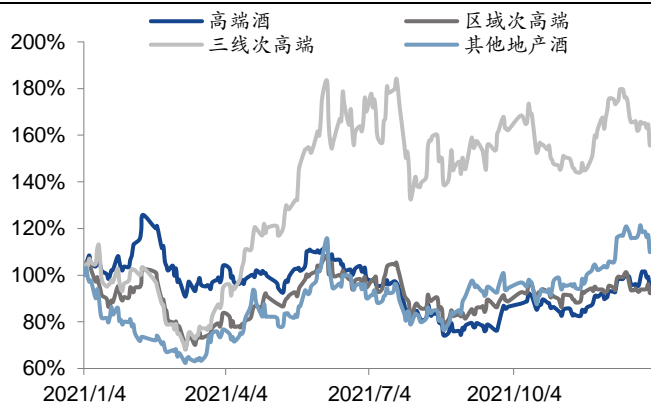


资料来源：wind，国海证券研究所

2021年白酒板块主要经历两轮回调，但此后均快速修复，SW白酒指数全年下跌2.6%，估值仅由年初的约52X消化至48X的水平。具体可以分为6个阶段：

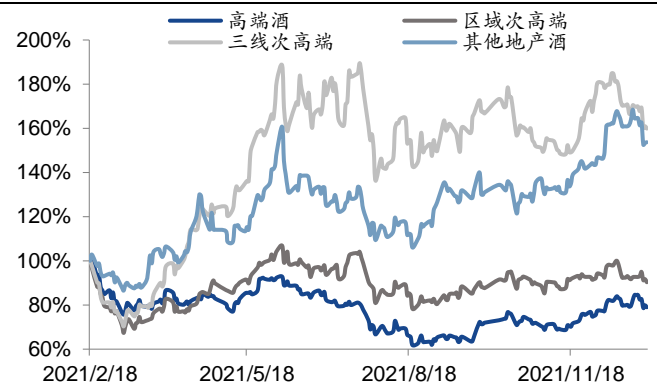
- 1) 春节前，旺销预期提前兑现，资金抱团情绪达到顶点，板块估值由1月1日的52X上涨至最高约63X。
- 2) 春节后至3月中旬经历第一次回调，由于白酒春节旺销预期提前兑现，市场风格切换，抱团松动，板块急跌（估值由63X回调至45X）。
- 3) 3月中旬至6月初，板块受春糖利好影响，加之年报和一季报催化而大幅反弹（估值由45X再次反弹至63X）。
- 4) 6月中旬至8月底，由于担忧中秋面临高基数，又值酱酒热退潮、新能源等板块大受追捧，反垄断/医药集采/双减政策等密集出台，市场对白酒消费税、行业政策收紧等方面担忧加剧，板块继续杀估值（由63X回调至34X左右）。
- 5) 8月底-11月中旬，板块横盘后略有震荡，整体波动不大，估值由34X缓慢上涨至38X。
- 6) 11月中旬之后，由于估值压力基本消化、政策压力趋缓、年末估值转换+板块基本面保持稳健，市场对2022年春节开门红预期较高+利好事件催化（茅台董事长履新、泸州老窖股权激励落地、龙头提价等）等因素，板块迎来岁末行情，估值由38X抬升至48X。

图 29: 2021 年各细分板块市值变化 (自 1 月 1 日开始, 以 1 月 1 日市值为基数并取为 1)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 30: 2021 年各细分板块市值变化 (自 2 月 18 日开始, 以 2 月 18 日市值为基数并取为 1)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2021 年白酒板块内部却跑出结构性行情。这种结构性行情主要体现在:

(1) **三线次高端板块超额收益显著, 跑出细分子板块的结构性行情。**各细分子板块涨幅依次是三线次高端 (+69.1%) > 地产酒 (+18.0%) > 高端酒 (-4.1%) > 区域次高端 (-6.2%)。以舍得、水井、酒鬼酒为代表的三线次高端铺货红利释能, 超额收益显著 (2021 年涨幅约 69%, 春节后涨幅 60%)。

(2) **各子版块内部也走出结构性表现。**高端酒方面茅五泸表现略低于预期 (春节后下跌 21%), 但泸州老窖、贵州茅台全年分别上涨 12% 和 3%; 区域次高端龙头全年表现平淡, 但山西汾酒以 18% 的涨幅居首; 其他地产酒全年涨幅约 18%, 春节后涨幅 54%, 主要依靠迎驾贡酒全年涨幅 99% 带动; 即使是三线次高端内部, 舍得酒业也以 163% 的行业第一涨幅远超水井坊和酒鬼酒的表现。

3.2、年初至今板块持续回调, 核心原因在于情绪面受损, 而非基本面恶化

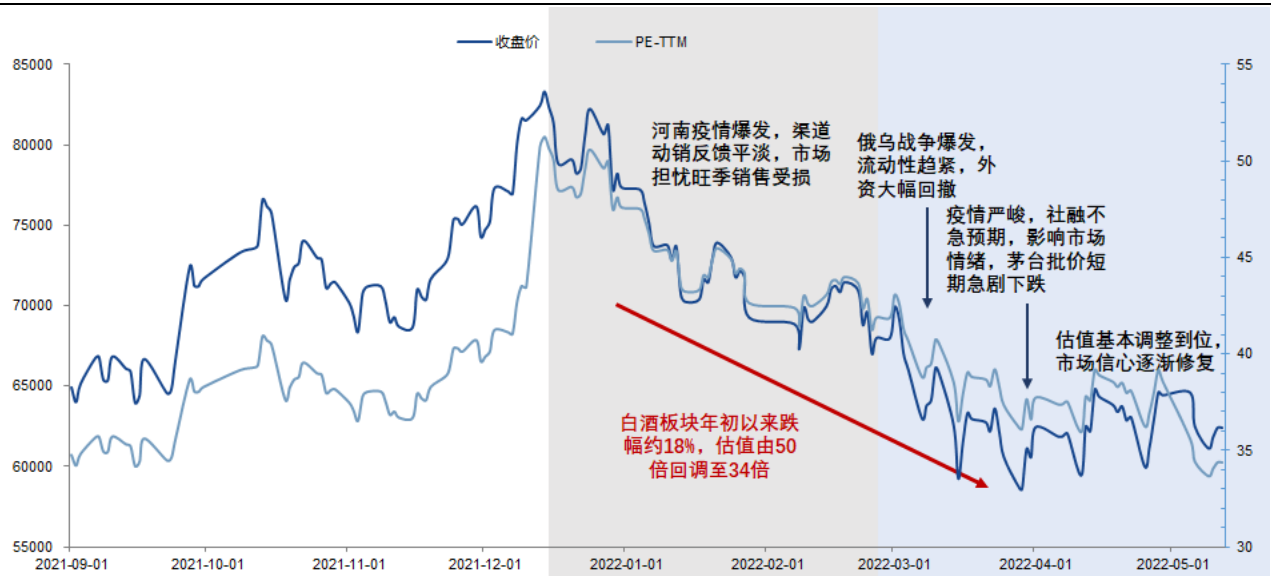
2021 年末白酒板块迎来岁末反弹行情, 板块估值实质仍居于高位。自 2022 年初开始, 市场对于白酒春节表现疲软、外部经济环境恶化、宏观政策打压、疫情蔓延等事件的担忧加剧, 板块应声下跌, 持续回调。本轮回调的核心原因是高估值压力下, 市场情绪波动, 担忧白酒板块基本面和长线趋势, 从而导致杀估值的过程, 这一过程主要经历了 3 个阶段:

1) **2022 年初至 2 月 18 日左右, 春节旺季表现平淡是压制板块情绪的核心原因。**今年节前, 部分渠道反馈旺季动销“平淡”, 虽然我们节前强调, 近年来基于消费习惯和消费便利性改变等原因, 春节旺季的动销期逐步后移并延长, 行业实际在节前 10 天左右终端热度才正式升温, 但资本市场情绪已经普遍降温, 市场存在对板块基本面的隐忧。板块估值由年初的 48X 回调至 44X 左右。

2) 2月18日至3月底, 外资流出放大了市场的悲观情绪。俄乌战争爆发后资产避险情绪升温, 导致外资大幅回撤, 外资流出的同时带动部分资金非理性减仓, 致使板块下跌。在本阶段板块估值由2月18日的44X左右回调至3月底的约37X。

3) 3月底至今, 疫情发展成为影响板块表现的关键因素。3月开始上海等地区疫情形势突然严峻, 部分地区封控, 在3月底上海全市基本停止一切非必要流动。此后杭州、北京、深圳等多地开始出现新冠病例, 部分区域聚饮宴请等消费场景熔断, 物流受阻。疫情的超预期蔓延导致资本市场担忧酒企业绩受损, 板块继续下跌。此外, 3月中旬茅台批价短期急剧下行, 进一步引发市场忧虑。在本阶段板块估值由3月底的37X左右震荡回调至当前的约34X。

图 31: 2021 年 Q4 至今白酒板块股价走势复盘



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 数据截至 2022 年 5 月 12 日)

本轮回调与 2018H2 类似, 两次调整市场均担忧板块基本面受损, 而情绪面 (本轮为担忧疫情影响消费场景和意愿; 2018H2 则为宏观经济下行、贸易战、渠道负面反馈和茅台业绩短期低于预期) 和资金面 (本轮外资大量撤出) 的恶化放大了市场恐慌, 但实质上行业基本面并未恶化。

经过前期回调, 此前板块的估值泡沫和悲观情绪也被充分消化。当前市场信心显著修复, 预计后续政府将陆续出台鼓励消费相关政策。同时, 2022Q1 业绩继续被验证, 疫情发生在“淡季”+“部分区域”, 对酒企全年业绩的影响程度也有限; 中长期看, 行业基本面稳健, 当前正向第二成长阶段转型, 所以更应保持乐观。

4、行业结构性景气趋势不改，次高端仍是未来最大机会

4.1、短期：估值泡沫基本消化，市场信心修复后看好板块整体反弹

短期看，板块前期的估值泡沫和悲观情绪已充分释放，估值回归合理位置，存在整体性修复机会。此前外部环境导致的板块回调已基本进入尾声，悲观情绪在股价上体现较为充分，进入4月后股价波动有限，估值已回到合理水平。

(1) 上市酒企 2021 年及 2022Q1 财报数据稳健，再次验证行业基本面无忧。 2021 年以来，头部酒企增速放缓，酱酒热退潮等因素引发市场担忧。但正如上文所述，白酒行业周期性弱化，未来趋势乐观，板块 2022Q1 收入/净利润增速同比分别增长 22.3%/27.3%，在高基数基础上同比、环比提速，顺利实现开门红，行业基本面的趋势被再次验证。

(2) 从现金流和预收款角度看，一季度板块报表质量表现分化。 高端酒中，贵州茅台现金流和预收款表现亮眼，泸州老窖经营净现金流同比实现高增，但五粮液报表质量略低预期。区域次高端龙头报表质量整体较高，山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒等顺利完成回款目标，今世缘、口子窖表现相对稳健。三线次高端销售收现增速均低于营收增速，未来持续性仍待观察。区域酒企中，金徽酒、伊力特受疫情影响较小，现金流及预收款表现出色。

(3) 疫情影响主要集中在二季度，对全年业绩影响有限。 与 2020 年相比，今年疫情表现呈现“淡季+区域化”的特点，预计疫情扰动将加剧 2022Q2 板块分化。当前疫情仅影响国内局部区域，且 3-5 月处于白酒行业销售淡季，占全年销售比重较低。在一季度开门红已确定的情况下，若后续疫情发展得到及时控制，预计大部分酒企受影响程度均有限；口子窖、水井坊等经营模式特殊，渠道掌控力较弱，很少向渠道压货，预计受疫情影响高于其他酒企。

年初至今白酒板块回调主要受情绪面和流动性影响，与基本面无关，当前市场信心逐步恢复，建议对板块保持乐观。看好疫情防控逐步转好，市场信心修复后板块短期的整体性反弹机会。

表 14: 2022Q1 各酒企报表质量表现分化 (亿元)

		收入		销售收现		合同负债		22Q1营业收入+△合同负债		经营净现金流	
		22Q1	YoY	22Q1	YoY	22Q1	同比增减	YOY	YOY	21Q4+22Q1	YOY
高端	贵州茅台	332	18%	315	41%	83	30	43%		50%	
	五粮液	275	13%	137	-35%	36	-14	-13%		-51%	
	泸州老窖	63	26%	75	16%	18	1	-9%		42%	
区域次高端龙头	洋河股份	130	24%	80	-15%	98	36	-11%		-8%	
	山西汾酒	105	44%	89	72%	39	10	-2%		964%	
	古井贡酒	53	28%	62	55%	47	27	67%		44亿 (去年同期-3亿)	
	今世缘	30	25%	26	21%	11	7	15%		76%	
	口子窖	13	12%	11	3%	4	0.1	31%		81%	
	迎驾贡酒	16	37%	16	36%	5	1	32%		66%	
三线次高端	舍得酒业	19	83%	18	45%	4	-1	47%		1%	
	水井坊	14	14%	14	2%	8	1	6%		-18%	
	酒鬼酒	17	86%	9	17%	7	1	28%		35%	
区域酒企	伊力特	6	15%	6	43%	1	1	35%		9%	
	金徽酒	7	39%	8	57%	4	2	48%		73%	
	老白干酒	9	20%	17	15%	21	8	22%		61%	
	金种子酒	3	17%	3	-10%	1	-1	9%		/	
	天佑德酒	4	11%	4	2%	0	-0.1	2%		-73%	

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 贵州茅台经营性净现金流剔除金融业务相关影响)

4.2、中长期: 行业仍将延续结构性行情, 次高端仍是未来最大机会

长期看, 行业基本面依然稳健, 价位升级逻辑不变, 次高端继续加速扩容。当前行业进入第二成长阶段, 由高端一线引领增长向次高端大趋势的弹性增长转型, 预计未来行业仍将延续结构性繁荣行情, 次高端势能仍足。

(1) 高端龙头回归稳健增长, 进入平台期, 其中茅台和老窖多年积攒的红利有望释放。贵州茅台基本面稳健, 管理改善红利持续释放, 即使不考虑提价因素, 预计今年营收仍会保持 20%+ 的加速成长。泸州老窖与茅五相比基数更低, 且激励落地后渠道红利也将稳步释放。五粮液终端动销良好, 千元价格带持续放量, 未来在高端酒降速背景下, 应适当降低对公司业绩的弹性预期。

(2) 次高端增长加速, 将持续兑现利润弹性, 未来该价格带看 2 倍以上增长空间, 向 2000 亿规模扩容机会较为确定, 且本轮发展空间更大、持续性更强、基础更扎实, 看好未来趋势向好至少维持五年以上, 在不同阶段有不同的酒企存在投资机会。

1) 此前三线次高端招商铺货实现高弹性增长, 但经营模式的持续性有待验证, 高基数下增速放缓概率较大, 稳定性仍待检验。前几年舍得酒业、酒鬼酒、水井坊等充分享受次高端红利, 铺货式增长短期带来较大业绩弹性。但高弹性带来高预期, 且招商铺货的持续性以及动销的持续性仍需检验。

2) 区域次高端龙头将充分受益于次高端扩容红利, 为次高端价格带最具机会的

投资标的。区域次高端龙头拥有优势市场、基础扎实，依靠产品结构升级和费用优化将继续实现高确定性的趋势增长。其中洋河、今世缘、口子窖前几年的调整基本到位，洋河股份延续上升趋势；今世缘产品结构卡位次高端，股权激励向前推动；口子窖业绩恢复，估值便宜。另外古井贡酒和山西汾酒基本面出色，古井业绩弹性较为确定，山西汾酒既拥有优势市场，又加速全国化进程，具备弹性增长的特征，此前市场预期在高位，本轮回调后当前估值已具备性价比。

4.3、行业评级及重点关注个股

整体来看，白酒行业稳健向好的趋势不变，次高端逻辑持续兑现，基于此我们维持对于白酒行业的“推荐”评级。继续看好贵州茅台+区域次高端龙头：推荐贵州茅台、今世缘、洋河股份、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、伊力特、口子窖、五粮液、金徽酒等，建议关注迎驾贡酒。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2022-05-13		EPS		PE			投资 评级
		股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
600519.SH	贵州茅台	1,778.2	41.76	51.25	61.21	43	35	29	买入
603369.SH	今世缘	44.9	1.62	2.02	2.54	28	22	18	买入
002304.SZ	洋河股份	158.7	5.01	6.2	7.48	32	26	21	买入
000568.SZ	泸州老窖	204.6	5.43	6.8	8.35	38	30	24	买入
000596.SZ	古井贡酒	204.1	4.45	5.31	6.67	46	38	31	买入
600809.SH	山西汾酒	258.4	4.37	6.23	8.02	59	41	32	买入
600197.SH	伊力特	24.6	0.67	1.03	1.21	37	24	20	买入
603589.SH	口子窖	49.5	2.88	3.42	4.14	17	14	12	买入
000858.SZ	五粮液	156.9	6.02	6.98	8.12	26	22	19	买入
603198.SH	迎驾贡酒	58.2	1.73	1.87	2.29	34	31	25	未评级
603919.SH	金徽酒	29.4	0.64	0.93	1.18	46	32	25	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级公司盈利预测来源于万得一致预期）

5、风险提示

- 1) 疫情影响渠道恢复低于预期;
- 2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻;
- 3) 行业政策变化导致竞争加剧;
- 4) 重点关注公司业绩或不及预期;
- 5) 食品安全事件等。

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

宋英男，从业证书编号：S0350522040002。复旦大学硕士，主要覆盖白酒、啤酒等板块，曾任职于方正证券、东吴证券等。

王尧，复旦大学物理系本科，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖饮料、白酒、休闲食品等板块，曾任职于方正证券。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，宋英男，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。