

把握三大投资主线，坚信趋势的力量

——2021年白酒行业年度策略

行业评级：看好

分析师：

姓名	邱冠华
邮箱	qiuguanhua@stocke.com.cn
执业证书编号	S1230520010003

联系人：

姓名	杨骥
邮箱	yangji@stocke.com.cn
执业证书编号	S1230119120017

姓名	张潇倩
邮箱	zhangxiaoqian@stocke.com.cn
执业证书编号	S1230520090001

1、温故知新：进入综合竞争阶段，优质酒企脱颖而出

从白酒行业周期角度来看，通常8~10年看产业大周期、5年看库存小周期。本轮周期起始于17年，16-18年每年行业逻辑均存在较大差别（拥有较强节点感）；19年开始白酒行业周期延续感较强（强升级、大品牌、新品类趋势延续至今）；20年年初爆发疫情后，白酒业绩逐季改善，提价潮下优质酒企表现频超预期，实现业绩估值双升，后疫情时代下行业逻辑加速演绎。从大周期上看，短期“量平价增”向上趋势不改；从库存周期看，2020年开始出现分化，优质酒企主动控库存实现健康发展。我们认为白酒行业目前规模远未到天花板，十四五开局之年酒企间分化将进一步加剧，强者恒强持续演绎。

2、把握趋势：坚信趋势的力量，关注“自上而下”的投资机会

区别于市场，我们认为当下时点把握行业趋势及企业结构上的变化较关注具体经营数据更重要。高端酒（量价齐升，扩容性增长）、次高端酒（持续升级，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利）、酱酒（增速领先）、光瓶酒（确定性较强，受益消费升级）四大风口及其新变化应予以重点关注：**1）高端酒**：除了确定性强外，还有以下三大变化——① 千元价格带扩容及提价速度或超预期；② 综合实力较强的玩家相继入局；③ IP文化创意酒将成标配。**2）次高端酒**：除了扩容速度或超预期外，还有以下两大变化——① 价位带整体上移；② 价位带进一步细分后关键价格带的变化。**3）酱酒**：酱酒热已进入下半场，演绎路径将为：① 茅台推动→品类推动→消费拉动；② 量升→价升→量价齐升→量平价增；③ 从无品牌到品牌，从分散到集中，从团购到流通，在发展过程中，基地市场的缺失及渠道利润的下降为酱酒热在下半场将面临的新风险点。**4）光瓶酒**：消费升级背景下，我们认为光瓶酒突破百元具有现实意义，持续看好牛栏山、玻汾、高光等高档光瓶酒的发展。

3、投资建议：拥抱高景气，紧握三大投资主线

短期来看，考虑到本月酒企经销商大会将密集召开、酒企十四五规划即将出台、即将迎来白酒春节旺情（需求端表现强劲+渠道信心较强使得渠道推力提升+酒企实行开门红政策+消费升级趋势延续=看好21年春节旺季行情），我们认为白酒短期将迎来上涨行情；**中长期看，应紧握三大投资主线**：把握趋势中受益/企业自身改革加速/业绩基数低+估值具性价比中的投资机会，我们首推业绩确定性高、成长性强的贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒；短期弹性则建议关注酒鬼酒和ST舍得。

目录

C O N T E N T S

01

温故知新

2017-2020年：周期节点感逐步减弱，趋势延续
雨霁风光新征程，白酒行业规模远未到天花板

02

复盘2020

四大角度复盘：基本面 / 股价 / 估值 / 基金持仓
三大关注点：后疫情时代发展/春节展望/十四五开局之年

03

把握趋势

强升级、大品牌、新品类趋势延续，坚信趋势的力量
— 高端酒：除了确定性强外，还有什么新变化？
— 次高端酒：除了扩容速度或超预期外，还需要关注什么？
— 酱酒：酱酒热已进入下半场，未来趋势和上半场有何区别？
— 光瓶酒：消费升级下光瓶酒扩容，突破百元是否有意义？

04

紧握主线

把握趋势中受益/企业自身改革加速/业绩基数低 三大投资机会
盈利预测：首推贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒

01

温故知新

白酒周期节点感减弱
强者恒强趋势延续

1.1 2017年一二线名酒复兴，2018年区域地产酒复苏

- 从白酒行业周期角度来看，通常8~10年看产业大周期、以5年看库存小周期。本轮周期起始于2017年，从大周期上短期“量平价增”向上趋势不改，从库存周期看，在2020年快速发展的第四年开始出现明显分化。

2017年：名酒引领行业发展

全国名酒（包括全国一线名酒和二线名酒）率先发力，引领白酒行业复苏重回高增长时期，同时白酒行业进入“量平价增”阶段；

2018年：区域地产龙头酒强势复苏

以古井、今世缘为代表的地方龙头名酒奋起直追的一年。随着17年一线名酒纷纷提价，众多区域龙头酒所处的次高端价格带开始扩容，同时白酒行业集中度提升，市场份额向龙头集中，加速了区域龙头酒的复苏。2018年10月29日茅台因三季报不及预期而跌停，但四季度迅速恢复。

表：2016-2018年单季度收入、利润同比增速

单季度收入增速		2016/3/31	2016/6/30	2016/9/30	2016/12/31	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31
高端酒	贵州茅台	16.91%	13.13%	14.77%	28.59%	33.24%	32.95%	115.88%	28.92%	31.24%	46.40%	3.20%	35.71%
	五粮液	31.03%	-1.11%	13.49%	4.84%	15.11%	23.30%	43.03%	19.94%	36.80%	37.73%	23.17%	31.32%
	泸州老窖	16.01%	14.98%	22.30%	28.44%	20.34%	18.42%	32.53%	14.96%	26.20%	24.73%	31.36%	21.76%
次高端二线名酒	山西汾酒	2.45%	17.56%	17.79%	-4.62%	48.29%	30.20%	46.81%	17.64%	48.56%	45.30%	30.58%	63.83%
	酒鬼酒	3.70%	-14.77%	12.30%	31.98%	8.63%	52.54%	26.35%	48.14%	46.12%	36.60%	30.81%	30.57%
	水井坊	13.88%	53.64%	31.23%	61.83%	32.78%	129.67%	108.93%	51.12%	87.73%	33.03%	27.21%	17.91%
区域龙头酒	舍得酒业	35.35%	13.23%	69.21%	6.52%	0.04%	28.03%	14.04%	9.05%	21.95%	10.05%	56.77%	57.70%
	古井贡酒	10.57%	14.90%	12.23%	22.00%	17.88%	24.59%	14.59%	7.48%	17.80%	48.50%	18.25%	18.43%
	洋河股份	9.32%	1.17%	9.39%	5.21%	10.90%	17.65%	19.55%	20.81%	25.68%	26.97%	20.11%	5.08%
三四线酒	今世缘	7.75%	4.95%	11.24%	-3.73%	20.74%	11.73%	12.90%	13.21%	31.11%	30.36%	35.60%	3.21%
	口子窖	20.29%	4.25%	5.89%	5.26%	16.33%	19.90%	13.72%	79.20%	21.02%	27.51%	8.15%	19.61%
	顺鑫农业	12.35%	4.93%	40.57%	14.80%	5.77%	2.69%	-8.41%	19.33%	3.37%	20.52%	-14.34%	-0.49%
三四线酒	伊力特	6.30%	-3.36%	4.42%	5.67%	8.73%	-7.72%	24.51%	25.10%	8.63%	36.30%	9.47%	-1.09%
	金徽酒	23.82%	3.06%	4.85%	-2.56%	3.89%	12.50%	-12.19%	11.51%	5.44%	19.06%	-22.83%	27.08%
	金种子酒	-8.57%	-17.29%	-30.17%	-14.55%	-27.05%	-20.30%	-7.54%	15.56%	-11.64%	7.30%	-3.44%	12.48%
三四线酒	老白干酒	10.45%	21.27%	1.21%	-4.05%	2.65%	12.55%	1.56%	2.96%	6.14%	75.05%	56.22%	42.99%
	迎驾贡酒	3.23%	-8.11%	2.00%	14.97%	4.43%	1.58%	-0.98%	6.10%	11.87%	8.88%	13.50%	10.23%
	青青稞酒	-5.55%	18.19%	-0.06%	21.10%	-11.71%	1.82%	-12.57%	-6.00%	5.04%	2.96%	-4.85%	3.63%
单季度利润增速		2016/3/31	2016/6/30	2016/9/30	2016/12/31	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31
高端酒	贵州茅台	1.20%	1.11%	0.36%	0.43%	2.52%	3.10%	13.84%	6.68%	3.89%	4.15%	0.27%	4.76%
	五粮液	3.19%	-1.03%	-0.70%	0.70%	2.38%	4.01%	6.41%	6.09%	3.83%	5.52%	1.96%	4.36%
	泸州老窖	1.00%	0.78%	3.07%	18.44%	3.45%	3.06%	3.41%	2.28%	3.27%	3.57%	4.55%	3.11%
次高端二线名酒	山西汾酒	3.69%	0.02%	0.75%	-0.09%	5.87%	10.86%	12.10%	-1.00%	5.18%	6.95%	6.02%	3.82%
	酒鬼酒	4.85%	-4.88%	2.44%	5.63%	3.10%	33.64%	2.56%	3.86%	6.89%	1.35%	3.85%	0.33%
	水井坊	6.27%	52.16%	18.13%	34.07%	1.77%	7.44%	12.23%	2.17%	6.80%	40.40%	5.16%	2.67%
区域龙头酒	舍得酒业	17.86%	36.31%	123.18%	69.93%	23.55%	9.54%	0.48%	8.94%	10.25%	28.68%	22.35%	4.29%
	古井贡酒	1.36%	1.20%	2.60%	1.50%	1.85%	6.21%	6.42%	4.21%	4.25%	12.06%	4.61%	2.51%
	洋河股份	1.03%	0.11%	1.09%	0.93%	1.17%	2.04%	1.82%	0.58%	2.67%	3.13%	2.15%	0.30%
三四线酒	今世缘	1.06%	1.74%	0.69%	-0.12%	2.57%	1.76%	0.95%	0.78%	3.18%	3.12%	3.55%	0.36%
	口子窖	5.44%	3.93%	1.51%	0.68%	2.08%	4.82%	2.20%	19.92%	3.72%	4.32%	0.88%	8.40%
	顺鑫农业	-0.87%	0.00%	-6.02%	8.77%	0.72%	0.23%	7.12%	0.02%	9.46%	10.40%	9.92%	2.51%
三四线酒	伊力特	2.14%	-1.68%	-0.35%	-1.37%	2.68%	0.09%	0.14%	11.31%	0.84%	8.81%	-2.18%	4.28%
	金徽酒	3.28%	17.41%	1.63%	2.63%	2.30%	2.79%	-2.41%	2.40%	0.66%	2.94%	-9.19%	2.87%
	金种子酒	4.00%	-23.65%	-11.99%	-4.93%	-7.70%	9.27%	8.64%	-5.41%	1.71%	-1.35%	-391.29%	302.43%
三四线酒	老白干酒	4.03%	-4.05%	4.71%	5.64%	3.53%	20.53%	1.85%	6.87%	8.10%	105.86%	4.14%	12.68%
	迎驾贡酒	2.36%	0.17%	3.05%	4.95%	1.29%	-4.53%	-3.13%	1.41%	1.25%	4.05%	1.80%	1.75%
	青青稞酒	-0.96%	-8.16%	-1.24%	57.93%	-2.96%	-1.56%	-9.02%	-103.29%	-1.49%	-6.65%	-12.85%	11.02%

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：红色代表增速较快，蓝色代表增速较慢

1.1 2019年至今白酒行业高景气延续、酒企分化加剧

2019年~2020年：进入综合竞争阶段，优质酒企脱颖而出

2019年开始白酒行业高景气度延续，集中度进一步提升，分化加大，高端酒实现高质量稳健发展，次高端酒业弹性较大。虽然白酒行业受疫情冲击，2020Q1消费场景消失使得业绩受损明显，但优质酒企下半年已实现对部分上半年损失量的回补，三季报表现亮眼。

总结来看：周期节点逐步变弱，强者恒强趋势延续

行业自2016年起进入景气周期，16-18年每年行业逻辑均存在较大差别（即拥有较强的节点感），19年开始白酒行业周期延续感较强（强升级、大品牌、新品类趋势延续至今）：消费升级推动行业结构整体上移的同时，分化加大趋势在疫情冲击下进一步放大，市场份额加速向优势品牌聚拢，而酱酒等新品类的崛起则对现有白酒格局带来一定冲击。我们认为强者恒强趋势持续演绎。

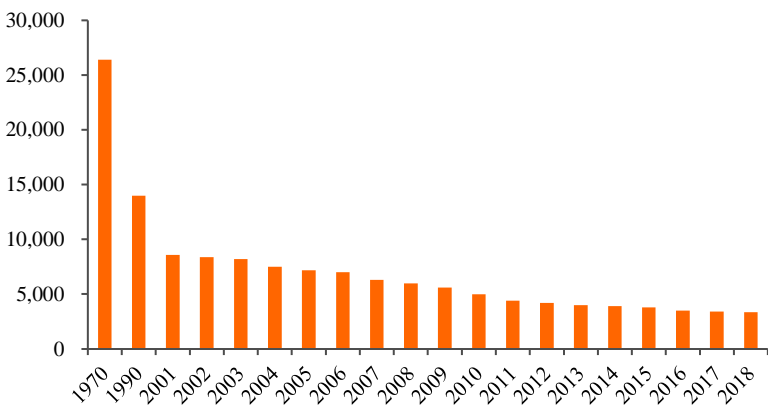
表：2019-2020年单季度收入、利润同比增速

单季度收入增速		2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30
高端酒	贵州茅台	23.92%	12.01%	13.81%	14.48%	12.76%	9.55%	8.46%
	五粮液	26.57%	27.08%	27.10%	20.75%	15.05%	10.13%	17.83%
	泸州老窖	23.72%	26.01%	21.86%	14.44%	-14.79%	6.20%	14.45%
次高端二线名酒	山西汾酒	20.12%	26.30%	34.45%	26.02%	1.71%	18.44%	25.15%
	酒鬼酒	30.46%	40.49%	9.48%	27.47%	-9.68%	12.89%	56.37%
	水井坊	24.25%	29.30%	19.71%	30.54%	-21.63%	-90.08%	18.86%
区域龙头酒	舍得酒业	34.06%	5.04%	9.11%	29.44%	-42.02%	18.83%	18.40%
	古井贡酒	43.31%	4.34%	11.91%	15.07%	-10.55%	-3.51%	15.13%
	洋河股份	14.18%	2.08%	-20.61%	-36.49%	-14.89%	-18.57%	7.57%
三四线酒	今世缘	31.12%	26.58%	32.41%	31.17%	-9.41%	3.81%	21.03%
	口子窖	8.97%	16.25%	-0.15%	13.64%	-42.92%	-25.07%	6.75%
	顺鑫农业	19.95%	11.99%	34.25%	33.69%	15.93%	9.45%	9.57%
	伊力特	0.09%	-12.00%	13.90%	26.37%	-70.45%	51.78%	-36.09%
	金徽酒	5.48%	-1.92%	70.38%	6.18%	-33.37%	22.70%	14.42%
	金种子酒	-6.08%	-9.98%	-24.87%	-57.25%	-32.94%	-0.72%	35.78%
	老白干酒	55.81%	12.34%	-11.27%	4.85%	-34.19%	-9.04%	16.37%
	迎驾贡酒	2.70%	19.64%	8.93%	7.27%	-33.55%	-17.30%	12.40%
	青青稞酒	-23.05%	-21.23%	12.48%	7.68%	-44.56%	-14.03%	-32.45%
单季度利润增速		2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30
高端酒	贵州茅台	3.19%	2.03%	1.71%	0.27%	1.67%	0.89%	0.69%
	五粮液	3.03%	3.37%	3.46%	2.49%	1.90%	1.02%	1.50%
	泸州老窖	4.31%	3.60%	3.55%	1.53%	1.27%	2.25%	5.26%
次高端二线名酒	山西汾酒	2.26%	3.80%	5.36%	0.31%	3.94%	1.61%	6.94%
	酒鬼酒	1.62%	6.01%	-3.95%	8.74%	3.22%	0.64%	41.90%
	水井坊	4.12%	0.75%	5.34%	6.03%	-1.26%	-17.26%	3.31%
区域龙头酒	舍得酒业	2.15%	0.21%	0.96%	19.84%	-7.35%	6.20%	2.49%
	古井贡酒	3.48%	4.93%	3.58%	-1.90%	-1.87%	-1.65%	0.39%
	洋河股份	1.57%	0.20%	-2.31%	-7.80%	-0.05%	-1.04%	1.41%
三四线酒	今世缘	2.60%	2.41%	2.83%	3.49%	-0.95%	0.19%	3.27%
	口子窖	2.14%	2.30%	-0.18%	0.85%	-5.54%	-3.05%	-0.59%
	顺鑫农业	1.72%	8.99%	-6.97%	-3.05%	-1.76%	-1.09%	-78.98%
	伊力特	2.38%	-4.48%	3.57%	0.45%	-9.44%	16.31%	-4.41%
	金徽酒	-0.99%	-2.92%	87.80%	1.01%	-4.70%	14.17%	4.01%
	金种子酒	4.00%	-283.48%	-80.90%	-23.25%	-39.18%	3.09%	-2.72%
	老白干酒	5.71%	0.71%	-2.10%	2.51%	-4.40%	-3.26%	4.97%
	迎驾贡酒	0.90%	5.78%	3.42%	1.76%	-3.41%	0.94%	2.78%
	青青稞酒	-4.18%	-233.94%	50.59%	-5.86%	-10.92%	-0.84%	-67.55%

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：红色代表增速较快，蓝色代表增速较慢

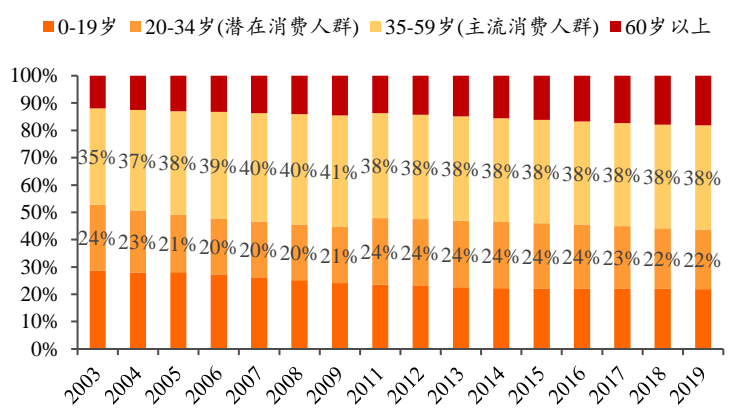
- 站在当下，我们认为白酒行业整体规模远未到天花板：
- 从人口角度来看：人口数量未来三年仍处于持续增长阶段，主流白酒消费人口基础稳固，中期内白酒行业消费需求不存在快速下滑的风险；
- 消费特征角度来看：白酒社交属性强，精神消费特征明显。白酒的消费场景带有较强社交属性使得其具备一定刚性特征，白酒的成瘾性也进一步增强了酒企受众的稳定性。高端酒精神消费特征更明显，具有一定的奢侈品属性；
- 从产品属性角度来看：“越放越陈”特性使得其具备保值增值属性。

图：贵州茅台各年份酒零售价一览：陈酒价值更高



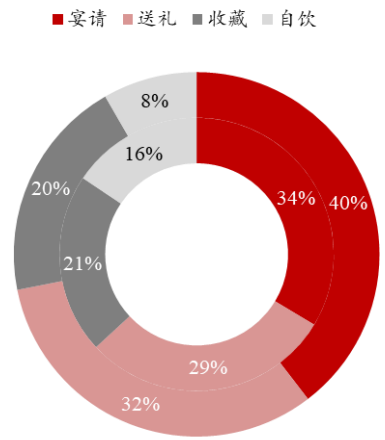
数据来源：京东，浙商证券研究所整理

图：我国人口结构情况一览



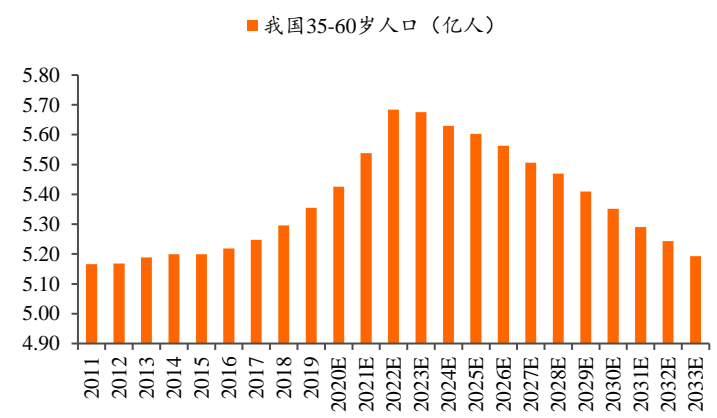
数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：我国主要白酒消费用于宴请及送礼，社交属性强



数据来源：胡润百富，艾媒数据中心，浙商证券研究所

图：35-60岁人口数量情况一览（假设人口占比为37%）

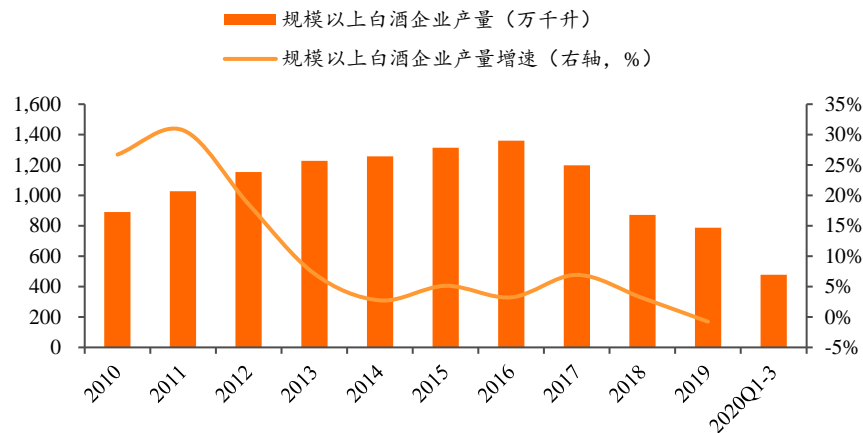


数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

1.2 雨霁风光新征程，白酒行业规模远未到天花板

- 站在当下，我们认为白酒行业整体规模远未到天花板：
- **从量价结构来看：**价升快于量升推动行业规模不断扩容。2020H1规模以上白酒企业产量350.15万千升（-8.59%）；销售收入2736.68亿元（-1.27%）；利润729.92亿元（+2.22%），消费升级推动产品结构持续上移，在产量微跌的背景下，价增快于量增（利润增速快于收入增速）推动行业规模持续提升。
- **高端酒拥有定价权，格局稳定：**由于高端白酒能满足更高层次需求，消费者更愿意支付相应品牌溢价，因此高端酒拥有定价权，带动行业价格上行。具体数据来看，以茅五泸为主的高端白酒市场总量从2012年的4.5万吨扩容至2019年的7万吨，总量增长55.6%，预计至2020年高端白酒市场容量将达约8万吨规模，高端白酒市场份额提升至20%，未来3年高端白酒容量增长有望保持8~10%的复合增长，超市场预期。

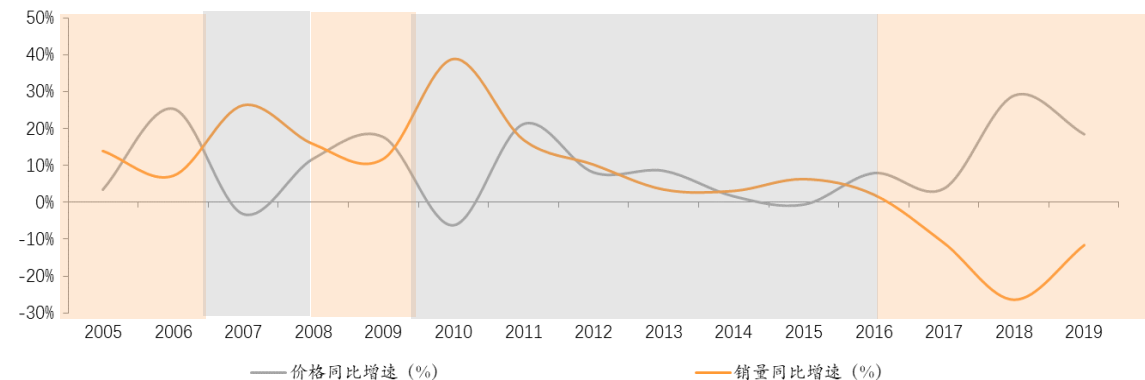
图：近年来白酒行业产量每年下降约2-3%



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：16-19年酒企量价情况一览

	2016	2017	2018	2019		2016	2017	2018	2019
汾酒收入 (亿元)	41.8	57.6	89.7	94.0	洋河股份收入 (亿元)	165.0	191.8	229.1	219.7
销量YOY (%)	16.9%	25.6%	38.3%	27.3%	销量YOY (%)	-5.2%	9.0%	-0.9%	-13.1%
均价YOY (%)	-8.8%	9.6%	12.6%	-17.7%	均价YOY (%)	13.6%	6.7%	20.5%	10.3%
水井坊收入 (亿元)	11.8	19.9	28.1	35.4	古井贡酒收入 (亿元)	58.8	68.2	85.2	101.6
销量YOY (%)	35.9%	189.4%	-12.7%	45.6%	销量YOY (%)	13.6%	2.9%	-1.4%	9.1%
均价YOY (%)	6.7%	-41.5%	61.8%	-13.7%	均价YOY (%)	1.0%	12.8%	26.7%	9.4%
舍得收入 (亿元)	12.4	15.0	18.5	22.8	口子窖收入 (亿元)	27.8	35.5	42.2	46.2
销量YOY (%)	-17.5%	-48.6%	-13.2%	5.5%	销量YOY (%)	2.3%	16.4%	1.5%	2.6%
均价YOY (%)	56.1%	134.9%	42.5%	16.8%	均价YOY (%)	7.0%	9.7%	17.2%	6.6%
酒鬼酒收入 (亿元)	6.6	8.8	11.9	15.1	今世缘收入 (亿元)	25.3	29.2	37.0	48.4
销量YOY (%)	-11.6%	-7.2%	18.2%	14.5%	销量YOY (%)	-1.8%	-5.5%	-0.5%	17.7%
均价YOY (%)	23.3%	44.4%	14.4%	10.9%	均价YOY (%)	7.1%	22.2%	27.4%	11.1%
	2016	2017	2018	2019		2016	2017	2018	2019
贵州茅台 (亿元)	388.4	581.7	735.6	853.4	泸州老窖 (亿元)	80.7	101.1	128.6	156.2
销量YOY (%)	34.3%	62.7%	3.5%	3.9%	销量YOY (%)	-5.8%	-13.9%	-5.0%	-2.6%
均价YOY (%)	-11.4%	-8.0%	22.1%	11.7%	均价YOY (%)	30.5%	45.5%	33.8%	24.6%
五粮液 (亿元)	227.1	280.9	377.5	463.0					
销量YOY (%)	8.3%	21.0%	6.4%	-13.7%					
均价YOY (%)	3.1%	2.2%	26.3%	42.1%					
白酒行业 (规模以上)					白酒行业 (中高端及以上上市公司)				
销量YOY (%)	2.1%	-11.0%	-26.4%	-11.6%	销量YOY (%)	1.2%	7.3%	2.5%	-1.9%
均价YOY (%)	7.9%	3.8%	29.0%	18.5%	均价YOY (%)	14.5%	25.8%	26.8%	18.4%



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

02

复盘2020

基本面环比持续改善
基金仓位大幅提升

基本面：行业景气度持续提升，分化趋势延续

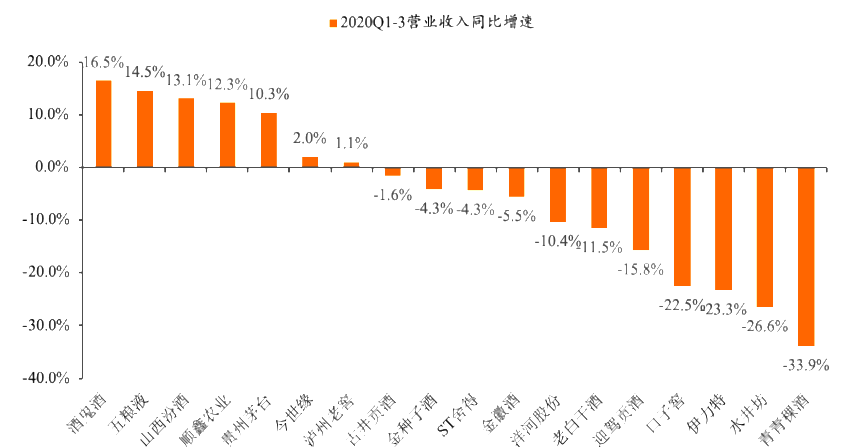
- 三季度白酒行业已进入上行通道，挤压式增长、结构升级、分化加剧趋势将继续延续
- 收入、利润——高端酒具备较强抗风险性，区域酒业绩高增。2020Q3白酒行业营业收入为610.53亿元，同比增长12.06%，次高端酒及区域酒收入增速环比增幅最大。归母净利润方面：2020Q1-3白酒行业归母净利润同比增长9.57%至690.83亿元；2020Q3白酒行业归母净利润分别为212.42亿元，同比增长13.40%。
- 费用率——区域酒费用率提升幅度较大。20Q3销售费用率较去年同期提升0.18个百分点，其中区域酒费用率提升幅度较大，收入提升推动管理费用率下降。

表：20Q3白酒企业毛利率、销售费用率及管理费用率情况一览

		2020Q3毛利率 (%)		较上年变动				2020Q3销售费用率 (%)		较上年变动				2020Q3管理费用率 (%)		较上年变动	
1	山西汾酒	73.1		9.2		1	今世缘	24.7		7.3		1	青青稞酒	19.2		5.8	
2	口子窖	76.7		6.3		2	口子窖	12.5		6.8		2	洋河股份	10.8		2.3	
3	老白干酒	66.8		2.9		3	山西汾酒	16.7		6.4		3	伊力特	4.3		1.9	
4	今世缘	76.8		2.8		4	青青稞酒	42.3		6.2		4	金徽酒	15.7		1.7	
5	泸州老窖	86.9		2.7		5	顺鑫农业	11.7		5.0		5	口子窖	5.7		0.8	
6	迎驾贡酒	62.9		1.7		6	古井贡酒	29.4		3.5		6	舍得酒业	12.7		0.2	
7	青青稞酒	66.1		1.5		7	伊力特	6.6		3.4		7	贵州茅台	6.6		0.2	
8	水井坊	84.3		1.3		8	五粮液	14.4		0.4		8	山西汾酒	7.4		0.1	
9	舍得酒业	78.7		1.0		9	洋河股份	18.0		0.3		9	老白干酒	9.6		0.0	
10	五粮液	74.5		0.7		10	贵州茅台	2.6		-0.2		10	五粮液	5.2		-0.3	
11	古井贡酒	75.5		0.3		11	迎驾贡酒	13.9		-0.9		11	古井贡酒	7.1		-0.4	
12	贵州茅台	91.1		0.3		12	舍得酒业	19.4		-1.8		12	迎驾贡酒	6.0		-0.6	
13	酒鬼酒	77.2		-0.4		13	金种子酒	28.9		-2.8		13	泸州老窖	5.5		-0.7	
14	金徽酒	65.7		-0.4		14	老白干酒	27.3		-3.5		14	顺鑫农业	6.8		-0.7	
15	伊力特	47.7		-0.7		15	水井坊	17.6		-5.3		15	今世缘	4.3		-1.4	
16	洋河股份	73.2		-0.8		16	金徽酒	18.6		-6.0		16	水井坊	5.2		-1.5	
17	金种子酒	25.2		-4.3		17	酒鬼酒	23.9		-13.7		17	酒鬼酒	7.3		-3.8	
18	顺鑫农业	23.6		-5.2		18	泸州老窖	17.0		-13.8		18	金种子酒	10.9		-6.9	

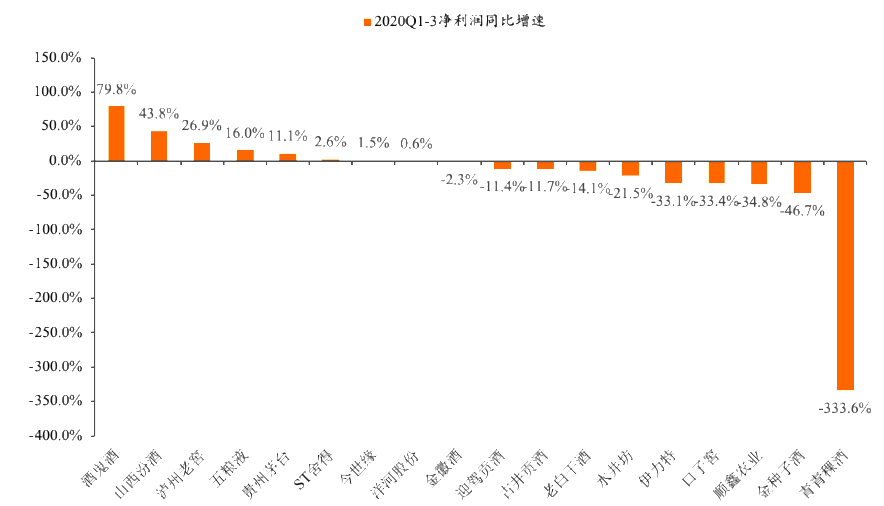
数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：2020Q1-3季度各酒企营业收入同比增速分化明显



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：2020Q1-3各酒业净利润同比增速分化明显



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理



2.1 基本面：行业景气度持续提升，分化趋势延续

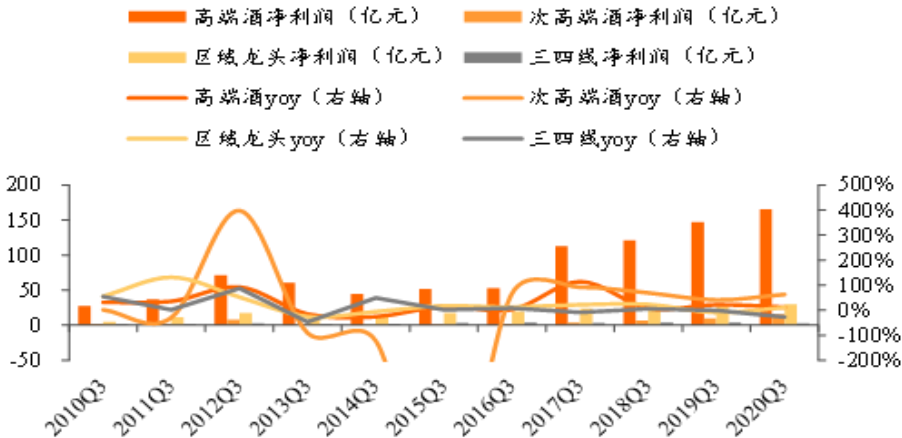
- **毛利率——盈利能力提升幅度超预期。**受益于产品结构升级叠加产品提价，2020Q1-3白酒行业毛利率同比变动+0.42个百分点至77.23%。2020Q3次高端酒毛利率提升幅度最大，同比提升5.76个百分点至76.31%；区域酒表现次之；高端酒表现稳健，2020Q3高端酒需求端表现强劲（茅台及泸州老窖甚至出现供不应求现象），产品结构稳步提升，毛利率同比提升0.37个百分点至85.66%。三季度泸州老窖等酒企盈利能力提升显著原因中包含费用大幅下降，而这一点不可持续使得酒企利润端超预期为不可持续现象。
- **总体来看：虽然行业整体向好，但消费升级、市场份额向高端酒企集中趋势不变，旺季加剧行业分化，今年前三季度酒企掀起提价潮，多家酒企产品结构持续升级叠加提价效应使得利润端超预期。**

表：20Q1-3有九家上市酒企利润增速高于收入增速

	2019Q1-3收入增速(%)	2020Q1-3收入增速(%)	2019Q1-3净利润增速(%)	2020Q1-3净利润增速(%)
酒鬼酒	27.3	16.5	14.3	79.8
五粮液	26.8	14.5	32.1	16.0
山西汾酒	25.7	13.1	33.4	43.8
顺鑫农业	20.2	12.3	23.9	-34.8
贵州茅台	16.6	10.3	23.1	11.1
今世缘	30.2	2.0	25.7	1.5
泸州老窖	23.9	1.1	38.0	26.9
古井贡酒	21.3	-1.6	38.7	-11.7
金种子酒	-13.1	-4.3	-4507.3	-46.6
舍得酒业	16.0	-4.3	10.9	2.6
金徽酒	14.6	-5.5	1.3	-2.3
洋河股份	0.6	-10.4	1.5	0.6
老白干酒	16.1	-11.5	11.2	-14.1
迎驾贡酒	8.7	-15.8	20.5	-11.4
口子窖	8.1	-22.5	13.5	-33.3
伊力特	0.8	-23.3	4.4	-33.0
水井坊	23.9	-26.6	38.1	-21.5
青青稞酒	-13.2	-33.9	-68.3	-333.6

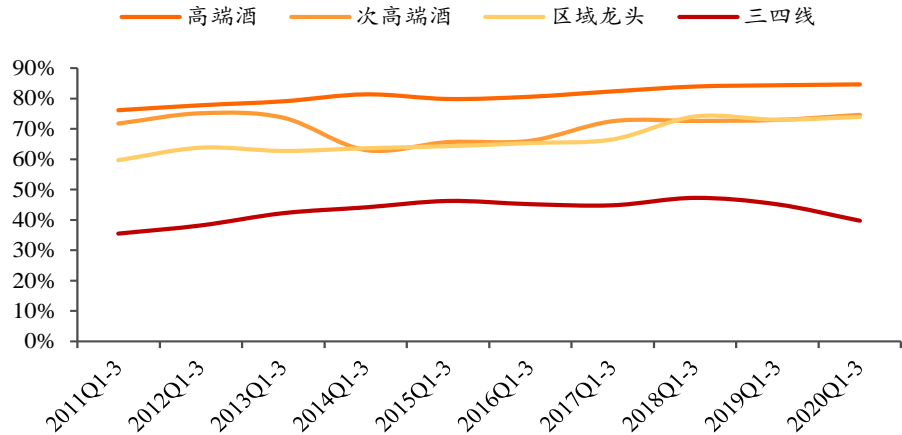
数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：20Q3次高端酒净利润同比增速最快，达62.77%



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：20Q1-3次高端酒毛利率提升幅度较次高端酒、区域酒大

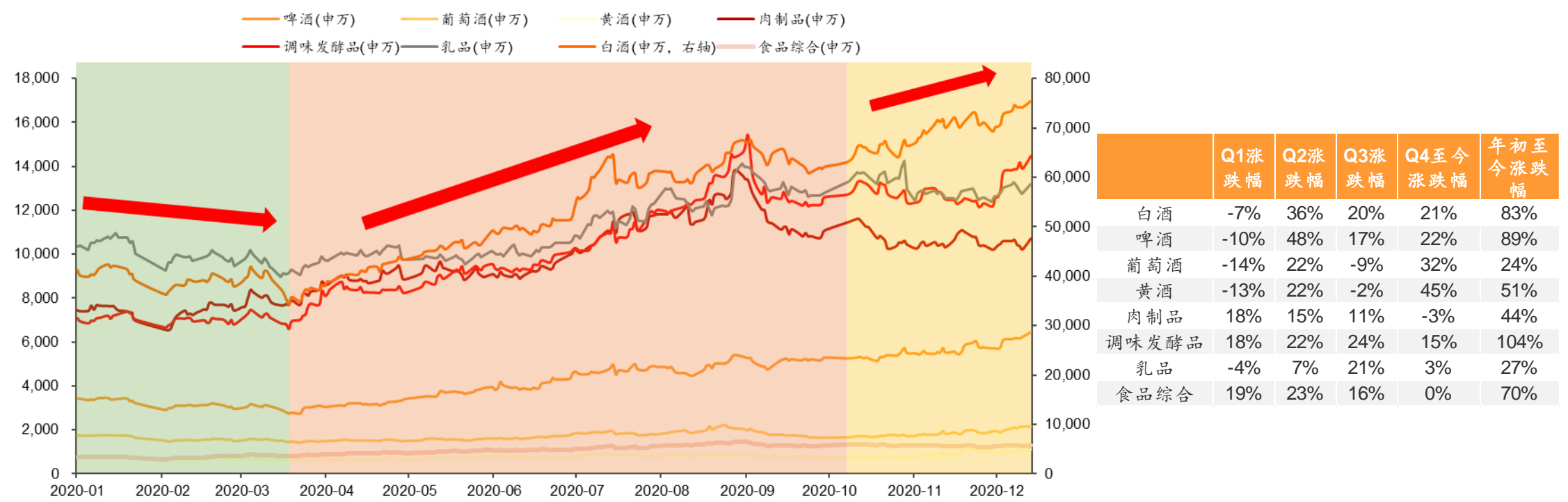


数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

基本面向好叠加渠道信心增强带动股价回升

随着消费加速回暖，酒水行业20Q3业绩实现恢复性高增，具体来看，白酒行业消费升级、集中度提升方向不改，结构性分化趋势延续，基本面向好叠加渠道信心增强带动白酒板块股价提升显著；啤酒行业高端化趋势延续，盈利能力持续提升，股价呈稳健上升趋势。

图：白酒股价涨幅居前



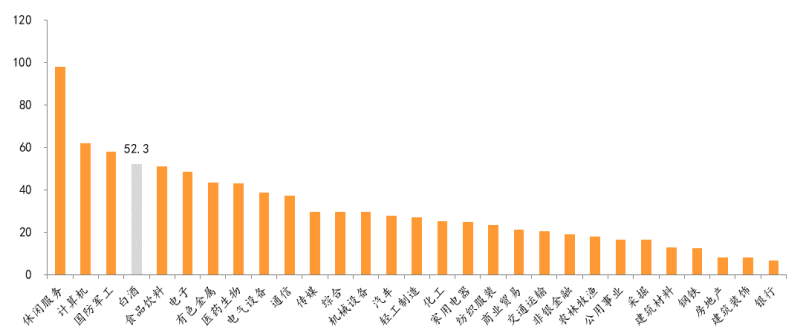
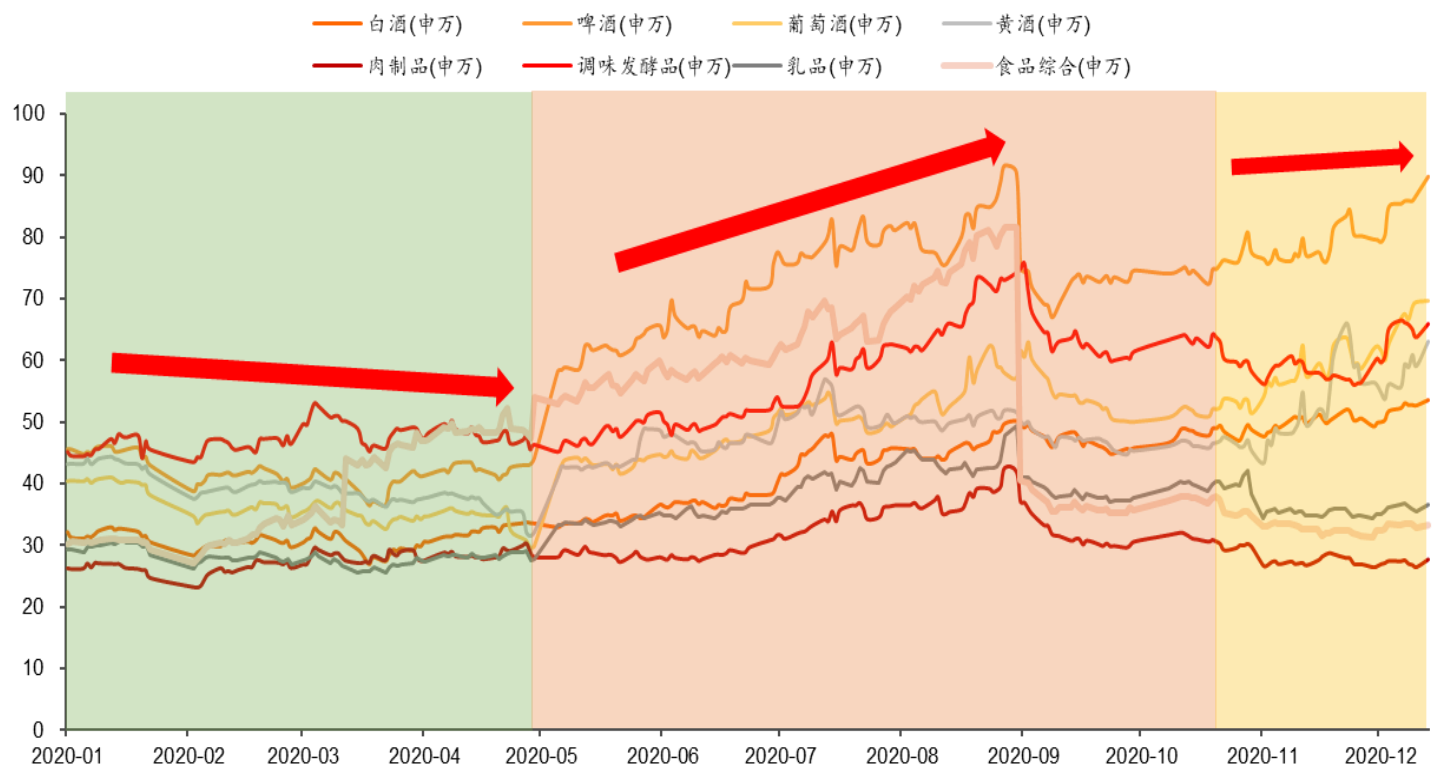
数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：截止2020.12.14

■ 横向比较来看，白酒估值仍具一定性价比

截至2020年12月14日，白酒行业估值约处于2006年5月、2006年12月、2008年6月估值水平。考虑到白酒行业盈利能力强、竞争格局优，横向比较来看估值仍具一定性价比。

前期大多估值具备性价比叠加具备基本面支撑标的已轮番实现上涨，近期估值较高的白酒标的涨幅表现较弱，但我们认为接下去四个季度白酒板块将迎来恢复性业绩高增，白酒周期弱化、行业格局优使得估值波动逐步弱化，其中优质酒企业绩环比改善趋势将延续至明年下半年，较强的业绩确定性及成长性仍可消化目前估值。

图：白酒股价涨幅居前，且横向对比具一定性价比



	Q1涨跌幅	Q2涨跌幅	Q3涨跌幅	Q4至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
白酒	-7%	29%	19%	17%	67%
啤酒	-9%	82%	-1%	20%	97%
葡萄酒	-14%	46%	-1%	39%	73%
黄酒	-13%	26%	-4%	39%	46%
肉制品	6%	11%	-1%	-9%	5%
调味发酵品	8%	8%	16%	7%	46%
乳品	-5%	32%	2%	-3%	25%
食品综合	60%	26%	-41%	-7%	10%

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：截止2020.12.14



2.4 基金持仓：动销持续恢复拉动白酒仓位大幅提升

- **白酒整体仓位继续提升，不同档次酒类出现分化。** 20Q3白酒重仓比例6.72%，环比提升1.2pct；持有基金数达到3386个，环比增加523个；持股总市值2793亿元，环比增加939亿元。 19Q4-20Q1受“高估值+疫情”影响，持仓比例有所下降，20Q2-Q3由于白酒动销持续恢复，“双节”需求释放，市场信心修复，Q3白酒板块持仓比例大幅提升至6.72%，居10年来高位水平。
- **高端酒：持仓比例提升明显。** 受“双节”集中宴请和送礼需求拉动，高端白酒持仓占比总计5.48%，环比提升0.88pct；
- **次高端：持仓比例略有提升。** 商务招待、宴请消费场景恢复，次高端持仓占比总计0.85%，环比提升0.31pct；
- **中端及大众酒：持仓比例基本不变。** 区域销售恢复缓慢，中端及大众酒持仓占比总计0.39%，环比提升0.02pct。

表：主要酒企2020Q3均持仓均实现环比上升

	持有基金数			持股总市值（万元）			持股市值占基金股票投资市值比(%)		
	20Q3	20Q2	较上季度变动	20Q3	20Q2	较上季度变动	20Q3	20Q2	较上季度变动
高端白酒									
贵州茅台	1446	1347	99	11,237,450	8,337,972	2,899,478	2.70%	2.48%	0.22%
五粮液	1098	885	213	8,221,445	5,452,180	2,769,266	1.98%	1.62%	0.36%
泸州老窖	298	146	152	3,325,925	1,684,796	1,641,128	0.80%	0.50%	0.30%
总计	2842	2378	464	22784821	15474948	7309872	5.48%	4.60%	0.88%
次高端									
山西汾酒	170	131	39	1,597,812	945,376	652,437	0.38%	0.28%	0.10%
洋河股份	63	64	-1	1,316,742	406,283	910,459	0.32%	0.12%	0.20%
酒鬼酒	34	37	-3	118,457	98,451	20,006	0.03%	0.03%	0.00%
舍得	1	7	-6	274	3,102	-2,828	0.00%	0.00%	0.00%
今世缘	71	76	-5	371,653	273,405	98,248	0.09%	0.08%	0.01%
水井坊	30	17	13	109,586	86,956	22,629	0.03%	0.03%	0.00%
总计	369	332	37	3514524	1813573	1700951	0.85%	0.54%	0.31%
中端&大众酒									
金徽酒	1	1	0	168	319	-151	0.00%	0.00%	0.00%
口子窖	19	25	-6	181,883	135,962	45,921	0.04%	0.04%	0.00%
古井贡酒	82	50	32	785,503	603,801	181,702	0.19%	0.18%	0.01%
顺鑫农业	72	73	-1	663,401	509,058	154,343	0.16%	0.15%	0.01%
迎驾贡酒	1	4	-3	795	1,384	-590	0.00%	0.00%	0.00%
总计	175	153	22	1631749	1250524	381225	0.39%	0.37%	0.02%
共计	3386	2863	523	27931094	18539045	9392049	6.72%	5.51%	1.21%

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理



2.5 关注点1：后疫情时代行业将如何发展

■ 站在当下，我们认为需关注三大点：

□ 1) 后疫情时代行业将如何发展？

酒企更为理性，进入弱周期。区别于13-15年行业深度调整期间酒企库存及批价均出现较大幅度波动，今年一季度在疫情爆发后，酒企较为理性的表现使得酒企库存及批价均保持稳定，三季度主要酒企库存均处于低位，且批价呈上升趋势；

提价潮仍在持续演绎，“占位”“守位”为提价潮关键词。今年五粮液、泸州老窖等优质酒企相继进行提价，主因：1) 提价符合消费升级趋势；2) 通过直接提价或升级实现产品价格体系的再梳理，同时利于稳定批价、提升渠道利润、维护品牌力；3) 促进回款；4) 可回补部分上半年量。高端酒提价旨在实现“守位”而中高端酒则旨在进行“占位”。我们认为品牌力及渠道力较强的优势企业有望在当下通过小幅提价来平衡现金流及业绩，预计接下来将有更多具有提价实力的酒企顺应消费升级趋势，进行小幅提价。

疫情不改行业逻辑，只会加速行业趋势。我们预计疫情对优质酒企影响大约在10-15%左右，后疫情背景下，20Q3优质企业已基本追回上半年损失的量，而实力较弱的酒企仍处于亏损中，疫情不改行业发展逻辑，行业集中度提升、分化加剧、消费结构升级趋势仍在加速。

表：20Q3优质酒企已基本追上上半年损失的量

	2019Q1收入增速 (%)	2019Q2收入增速 (%)	2019Q3收入增速 (%)	2019Q4收入增速 (%)	2020Q1收入增速 (%)	2020Q2收入增速 (%)	2020Q3收入增速 (%)	2019Q1净利润增速 (%)	2019Q2净利润增速 (%)	2019Q3净利润增速 (%)	2019Q4净利润增速 (%)	2020Q1净利润增速 (%)	2020Q2净利润增速 (%)	2020Q3净利润增速 (%)
酒鬼酒	26.6	27.1	27.1	20.7	15.1	12.9	56.4	30.3	33.7	34.6	24.9	19.0	6.4	419.0
金种子酒	-6.1	-10.0	-24.9	-57.3	-32.9	-0.7	35.8	21.5	-2834.8	-809.0	-232.5	-391.8	30.9	-27.2
山西汾酒	30.5	40.5	9.5	27.5	-9.7	18.4	25.2	16.2	60.1	-39.5	87.4	32.2	16.1	69.4
今世缘	31.1	26.6	32.4	31.2	-9.4	3.8	21.0	26.0	24.1	28.3	34.9	-9.5	1.9	32.7
水井坊	24.2	29.3	19.7	30.5	-21.6	-90.1	18.9	41.2	7.5	53.4	60.3	-12.6	-172.6	33.1
舍得酒业	20.1	26.3	34.5	26.0	1.7	18.8	18.4	22.6	38.0	53.6	3.1	39.4	62.0	24.9
五粮液	23.9	12.0	13.8	14.5	12.8	10.1	17.8	31.9	20.3	17.1	2.7	16.7	10.2	15.0
老白干酒	55.8	12.3	-11.3	4.8	-34.2	-9.0	16.4	57.1	7.1	-21.0	25.1	-44.0	-32.6	49.7
古井贡酒	43.3	4.3	11.9	15.1	-10.6	-3.5	15.1	34.8	49.3	35.8	-19.0	-18.7	-16.5	3.9
泸州老窖	23.7	26.0	21.9	14.4	-14.8	6.2	14.5	43.1	36.0	35.5	15.3	12.7	22.5	52.6
金徽酒	34.1	5.0	9.1	29.4	-42.0	22.7	14.4	21.5	2.1	9.6	198.4	-73.5	141.7	40.1
迎驾贡酒	2.7	19.6	8.9	7.3	-33.5	-17.3	12.4	9.0	57.8	34.2	17.6	-34.1	9.4	27.8
顺鑫农业	0.1	-12.0	13.9	26.4	-70.4	9.5	9.6	23.8	-44.8	35.7	4.5	-94.4	-10.9	-789.8
贵州茅台	19.9	12.0	34.3	33.7	15.9	9.5	8.5	17.2	89.9	-69.7	-30.5	-17.6	8.9	6.9
洋河股份	14.2	2.1	-20.6	-36.5	-14.9	-18.6	7.6	15.7	2.0	-23.1	-78.0	-0.5	-10.4	14.1
口子窖	9.0	16.3	-0.2	13.6	-42.9	-25.1	6.8	21.4	23.0	-1.8	8.5	-55.4	-30.5	-5.9
青青稞酒	-23.1	-21.2	12.5	7.7	-44.6	-14.0	-32.4	-41.8	-2339.5	505.9	-58.7	-109.3	-8.4	-675.5
伊力特	5.5	-1.9	70.4	6.2	-33.4	51.8	-36.1	-9.9	-29.2	878.0	10.1	-47.0	163.1	-44.1

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：颜色越深代表增速越高



2.6 关注点2：如何展望春节行情？

- 站在当下，我们认为需关注三大点：
- 2) 如何展望春节行情？

随着疫情逐步得到控制，目前白酒需求端已几乎恢复至正常水平，消费升级趋势延续使得高端酒需求端表现强劲，而茅五泸批价持续提升赋予渠道较强信心。本月酒企将陆续出台十四五规划及旺季打款政策，部分酒企实行开门红政策+渠道提价预期抬升+渠道利润增厚叠加信心的不断增强将提升经销商旺季打款积极性；需求端方面，21年春节需求端预计保持旺盛礼品属性较强的高端酒率先受益。总体来看，我们看好21年春节白酒行情。

表：今年众多酒企通过提价以提升品牌力，随着渠道信心不断增强，提价预期抬升，经销商预计拥有较高旺季打款积极性

品牌	时间	提价措施	品牌	时间	提价措施
剑南春	2020年1月	1月1日起， 水晶剑和金剑南K6 提价20元/瓶	泸州老窖	2020年8月	8月3日 52度国窖1573和38度国窖1573 的终端配送价将上涨50元。
泸州老窖	2020年2月	2月15日起，取消各经销客户2020年2月份 国窖1573经典装 配额。如有 国窖1573经典装 配额需求，由国窖公司各大区组织进行本区域内库存调剂			8月23日，国窖1573手工红瓷东北联盟会发布调价通知，称即日起， 国窖1573手工红瓷53度产品 建议零售价调整为1499元/瓶，建议团购价调整为1100元/瓶。
		2月16日起，取消各经销客户及终端2020年2月份 泸州老窖特曲 产品（包含特曲第十代、晶彩版、纪念版）的配额。如有配额需求，请各片区组织本区域内各经销客户和终端之间相互调剂			8月24日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司正式发布通知，自9月10日起， 52度国窖1573经典装 结算价上调40元/瓶， 38度国窖1573经典装 结算价上调30元/瓶。
泸州老窖	2020年3月	将取消3月配额，4月是否执行视其中旬市场价格来定	酒鬼酒	自2020年9月1日起， 52度500mL黄坛酒鬼酒（2018版） 战略价上调30元/瓶。	
剑南春		3月1日起， 水晶瓶剑南春和珍藏级剑南春 出厂价分别上调了25元/瓶、30元/瓶	水井坊	9月2日，根据水井坊下发的涨价通知显示，即日起，水井坊将针对 臻酿八号38度和臻酿八号42度 ，建议零售价均上涨20元/瓶。	
剑南春	2020年4月	4月1日起， 剑南春水晶剑、珍藏剑 建议零售价分别上调为489元/瓶、788元/瓶	洋河股份	2020年9月	9月3日，洋河对 梦之蓝M3 产品的价格作了调整：1、产品供价提升20元/瓶。2、终端建议成交价分别不低于420元/瓶（低度）、500元/瓶（高度）。
泸州老窖		预计4月中旬全国市场逐步启动，届时可以达到三分之一，并在局部地区实施配额制，4月下旬才能有三分之二地区执行配额制，5月后才能全面实施配额	泸州老窖		9月10日起， 52度国窖1573经典装 产品终端开票价格调整至950元/瓶。
山西汾酒		4月1日起， 53度玻汾 终端供货价由480元/件上调至504元/件， 42度玻汾 由420元/件上调至432元/件	郎酒	9月17日， 青花郎 建议零售价调整为1499元，即日起郎酒酱香型产品实行计划配额制。	
山西汾酒	2020年5月	5月1日起， 42度玻汾 终端标价调整为49元/瓶，上调2元； 53度玻汾 终端标价调整为58元/瓶，上调3元	山西汾酒	2020年10月	10月15日， 汾酒青花汾系列 产品即日起同步上调开票价和团购价， 青花30 开票价上调101元/瓶， 青花20 开票价上调20元/瓶，两款产品出货价也同步上调。
酒鬼酒		5月26日起，对 红坛（高度柔和）、紫坛（柔和） 相继提价，提价幅度分别为30元/瓶和40元/瓶	泸州老窖		泸州老窖博大公司最新发文通知：要求自2020年11月10日起， 绿波二曲、磨砂二曲 系列产品建议零售价上调20%
泸州老窖	6月24日起，针对河南市场提高 52度国窖1573经典装 价格，结算价提高10元/瓶，终端供货价提至920元/瓶	泸州老窖怀旧酒类营销有限公司发布文件，自11月16日起， 52度500ml泸州老窖特曲60版 团购执行价上调30元每瓶，达到528元/瓶。			
山西汾酒	2020年6月	53度青花30 涨价100元/瓶； 48度青花30 涨价100元/瓶； 53度青花20 涨价30/瓶； 42度青花20 涨价15元/瓶	舍得酒业	2020年12月	11月25日，舍得酒业发布《关于舍之道系列终端供货提价》告知函显示，根据企业品牌发展规划及市场实际情况，舍得酒业自2020年12月1日起，针对旗下 舍之道系列 产品终端门店供货价，在全国范围内统一上调10元/瓶。
今世缘		7月1日起，统一上调 国缘品牌 部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价—— 四开与对开国缘 的零售价及团购价分别上调15元/瓶和10元/瓶	泸州老窖		12月1日，泸州老窖博大酒业营销有限公司发布《关于调整泸州老窖国瓶二曲建议零售价格的通知》以及《关于调整头曲产品价格体系的通知》，从12月1日起， 泸州老窖国瓶二曲500ml装 产品的建议零售价格上调至20元/瓶；同日， 泸州老窖头曲 产品开始执行新价格体系
郎酒	2020年7月	青花郎 自7月1日起全国统一零售价格上调至1299元/瓶，较此前上调100元。	剑南春		12月4日， 剑南春金、银剑南系列5大产品、20支单品 自今日起全线涨价，终端将全面执行新的价格体系。内容文件显示，包括24K金剑南、金剑南K6、金剑特曲、银剑南A9、银剑南A3的38、42、46、52度产品全面执行新的价格体系，20款产品横跨78—388元中高端和次高端价位段。
古井贡酒		7月13日，古井贡酒安徽省内全面提价调整的具体内容为： 麒礼版 终端成交价为90元/瓶、 古5 终端成交价为120元/瓶、 古8 终端成交价为230元/瓶、 古16 终端成交价为370元/瓶、 古20 终端成交价为550元/瓶、 古26 终端成交价为900元/瓶			
泸州老窖		7月15日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司华北（东北）大区通知显示，将区域内 国窖1573 零售调整至按1399元/瓶。	剑南春	2021年3月	水晶瓶剑南春 将于2021年3月1日起上调出厂价，每瓶提升幅度为30元

数据来源：微酒，酒业家，糖酒快讯，浙商证券研究所整理



2.7 关注点2：如何展望十四五开局之年？

■ 站在当下，我们认为需关注三大点：

□ 3) 如何展望十四五开局之年？

21年为酒企十四五规划制定启动之年，建议密切关注各酒企十四五规划出台情况。我们认为21年白酒板块全年业绩将继续逐季恢复，在低基数、渠道信心增强背景下，21Q1预计酒企普遍将迎来开门红，未来四个季度酒企业绩实现较高增长确定性强。另外，我们预计高端酒十四五期间仍将保持两位数复合增速增增长，而优质次高端及地产酒龙头仍亦将实现高速高质量发展。

表：酒企十三五规划完成情况及十四五规划展望

十三五规划		预计达成情况	十四五规划
贵州茅台	2020年末资产总额达到千亿级，贵州茅台集团的白酒年产量将达到12万吨，核心产品茅台酒基酒产量达到5万吨	2019年销售收入1003亿，茅台酒基酒产量达到4.99万吨，提前一年完成十三五规划	将在“十四五”期间形成茅台酒5.6万吨，系列酒5.6万吨，习酒近5万吨的产能规模。（茅台集团基本确定了“双打造双巩固三翻番”的“十四五”发展目标，其中收入翻一倍是主要指标）
五粮液	1838战略：到2019年五粮液集团营业收入跨越1000亿台阶，到2020年一级基酒产量达到3万吨，酒业营业收入从原来规划的600亿元增长到800亿元，五粮液股份公司利润总额达到300亿元以上	2019年实现营收501.18亿元，2020年前三季度，营收425亿	
泸州老窖	泸州老窖要在“十三五”末重回白酒行业前三名，实现三个“百亿”目标：国窖系列要“超百亿”，特曲、窖龄、头曲、二曲等中端和大众产品要“破百亿”，养生酒板块和创新酒类板块要“冲百亿”	2019年国窖1573销售口径收入突破100亿	特曲十四五期间成为百亿大单品
山西汾酒	原计划到2020年汾酒集团实现营业收入和资产规模分别超过200亿，白酒营收和利润翻番，即营收达到83亿，利润总额达到15.2亿；2018年提出股权激励目标，即2019-2021年白酒营收分别达到114.7亿、132.8亿和150.9亿，实现“四个翻番”，即以2017年为基数，实现酒类收入、酒类利润、原酒产能、上市公司市值翻番	2018年实现营收94亿，利润总额22亿，提前两年完成十三五规划；2019年营收118.8亿，达成股权激励目标，预计2020年也将达成目标。市值翻番已提前实现。	“十四五”时期，是汾酒在新时期实现战略复兴的启动期、蓄势期，要通过科学的编制重点解决汾酒转型发展目标、方向路径等根本问题
古井贡酒	“十三五”期间，亳州市将依托悠久的白酒文化和产业基础，发挥产品资源优势，努力创造良好的产业发展环境,做大做强酿酒及饮料加工业。2019年古井完成了百亿目标并提出“再造一个新古井”——五年内实现200亿。到2020年培育一个销售收入过百亿的全国白酒龙头企业，酒类及饮料加工业总产值达200亿元，基本建成全国具有较大影响力和知名度的白酒历史文化中心、白酒产业集聚中心,知名品牌运作中心和酿酒科技创新中心	2019年古井营收实现107亿，提前一年完成目标	《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》通知，提出了新五年计划目标:2025年，安徽白酒企业要实现营业收入500亿元，酿酒总产量50万千升，培育年营业收入过200亿元的白酒企业1家，超过100亿元的2家
今世缘	“三20”宏伟目标：即到2020年，今世缘白酒主业内生增长要实现省内市场占有率从现有的10%提升到20%，省外市场销售占酒业总销售比从现有的5%提升到20%，多元化业务对公司收入与利润的贡献均达20%；2020年主要经济指标（主营业务收入、税收、净利润、酿酒产量、资产总额）翻一番	今世缘2019年营收48.7亿，净利润14.58亿，税金及附加8.8亿（考虑所得税后13.64亿），酿酒产量3.18万吨，总资产100.62亿，分别是2015年的2.01倍、2.13倍、3.47倍（考虑所得税后2.88倍）、1.09倍、1.86倍，除酿酒产量和总资产外，均提前一年完成十三五规划；20年预计实现收入50亿以上	
顺鑫农业	到“十三五”期末，力争成为中国第一个进入白酒“百亿俱乐部”的“民酒”成员企业，牛栏山酒厂收入达到100亿；《北京市国资委国有经济“十三五”发展规划》提出:1)注重提质增效，新增“资产负债率”等指标，强调效益提升和去杠杆、防风险;2)注重深化改革，新增了"打造1至15家国内行业领先、实力强、规模大、品牌好的上市公司，每家竞争类企业至少控股1家上市公司”的目标，突出深化改革，推进企业改制上市	2019年牛栏山酒厂实现营收102.89亿元，提前一年完成十三五规划	

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

03

把握趋势

坚信趋势的力量

关注“自上而下”投资机会

3.1 强升级、大品牌、新品类趋势延续，坚信趋势的力量

- **坚持“自上而下”选股模式：我们认为把握行业趋势及结构上的变化较关注酒企业经营数据更为重要，这一过程中需先发掘潜在风险点：**

风险点一：宏观层面——消费升级不及预期、疫情二次爆发；

风险点二：微观层面——公司治理结构管理风险及量价等策略制定风险。

- **基于潜在风险点，我们认为在强升级、大品牌、新品类三大趋势仍将延续：**

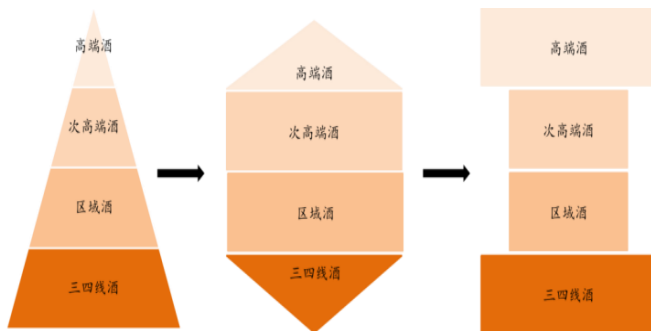
1) 强升级：白酒行业消费升级趋势延续，高端酒收入及利润占比不断提升，白酒产业分布从金字塔型、纺锤型变为哑铃型（酱酒品类也是一个强升级的品类）；

2) 大品牌：集中化的本质是大品牌，品牌将是企业最大的护城河，强者恒强为大品牌的直接体现；

3) 新品类：未来 5—10 年新品类会快速发展，具体来看：

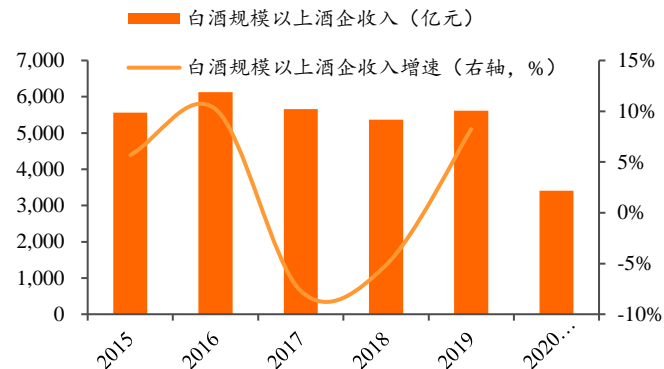
- ① 白酒品类中酱酒的发展；
- ② 啤酒行业中精酿啤酒对工业啤酒的替代；
- ③ 葡萄酒、预调酒、洋酒等新品类的快速发展。

图：白酒产业分布从金字塔型、纺锤型变为哑铃型



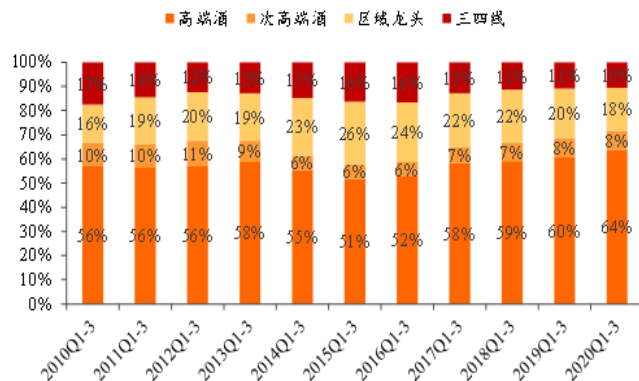
数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：白酒规模以上酒企收入增速放缓



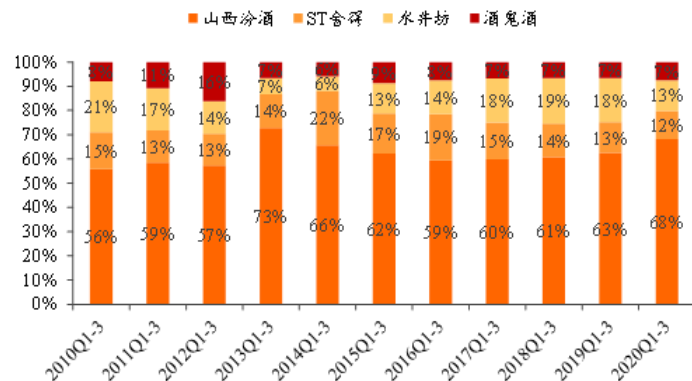
数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：白酒市场份额不断向高端酒聚集



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：次高端酒中山西汾酒占比不断提升



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

3.2 高端酒：除了确定性强外，还有什么新变化？

■ **我们认为：高端酒（扩容性增长）、次高端酒（持续升级，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利）、酱酒（增速领先行业）、光瓶酒（确定性较强，有望持续受益于消费升级）四大风口仍需着重关注：**

□ **一、高端酒：除了在前期时常提及的确定性强外，三大变化需关注！！**

竞争格局：高端白酒竞争格局稳定，是白酒板块确定性最高的价格带

变化一：千元价格带扩容速度及酒企提价速度将超预期

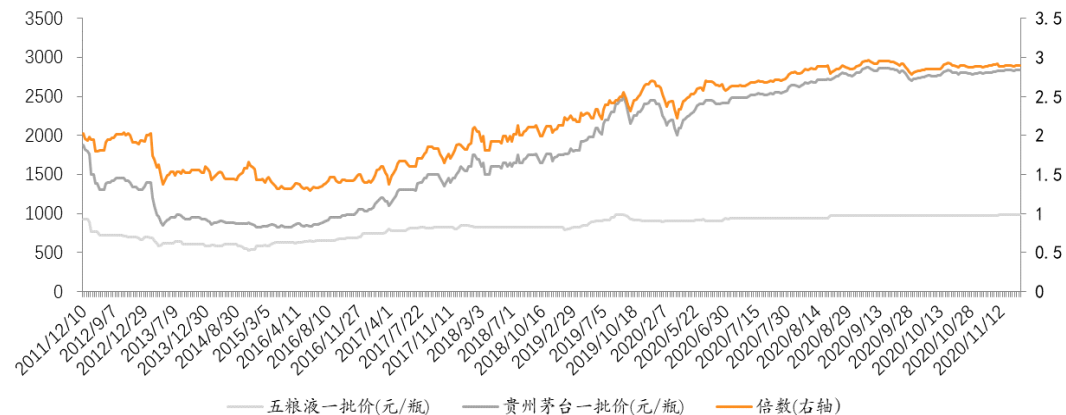
1) **量**：在消费升级趋势延续背景下，预计2020年高端白酒市场容量将达约8万吨规模，高端白酒市场份额提升至20%，未来3年高端白酒容量增长有望保持8~10%的复合增长，另外，今年五粮液及泸州老窖跷跷板效应的逐步消失也印证了高端酒处于快速扩容期，**高端酒扩容速度将超市场预期。**

2) **价**：目前贵州茅台已成为独属一档的超高端品牌，因此**五粮液批价在一定程度上决定了诸多高端及次高端酒企提价空间**，在消费品牌意识不断增强、五粮液内部改革稳步推进的背景下，我们认为**品牌力较强的五粮液批价表现或超预期**，未来茅五泸将实现各自占位，格局趋于稳定：

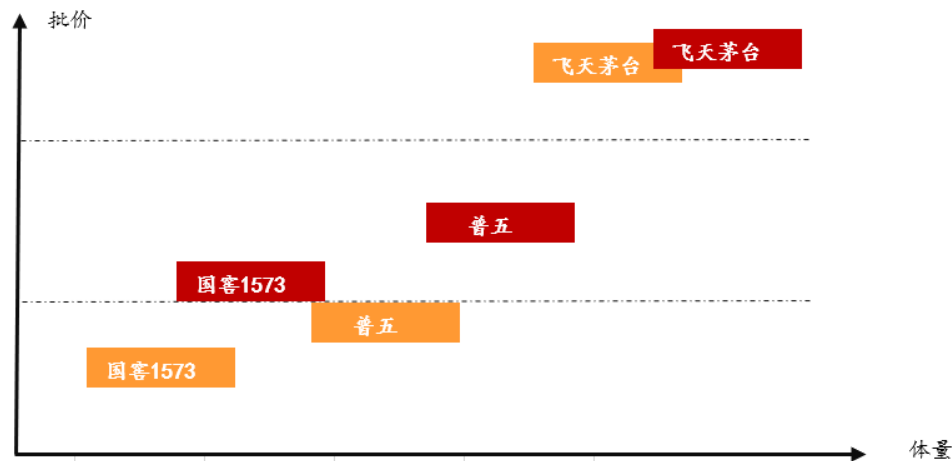
① 2021年：我们预计近期公司团购出厂价或将提升，明年五粮液春节前批价将跨越千元，而后批价实现跨越式提升（预计可达1100-1200元），渠道利润将进一步增厚，在这一情况下，五粮液提价预期将增强，但即使提价，公司也将赋予渠道信心的同时保证渠道利润以保持渠道推力；

② 21-23年：随着改革红利加速释放，五粮液批价有望达到1300-1400元，而泸州老窖批价将站上1000元价格以从与次高端及酱酒产品竞争中抽身，稳居高端酒阵营，最终茅五泸将在各自价位带实现稳定放量。

图：五粮液与贵州茅台批价差不断拉开，五粮液价空间大



图：未来国窖将占位1000元价位，五粮液批价将超1300元



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理



3.2 高端酒：除了确定性强外，还有什么新变化？

变化二：综合实力较强的玩家已开始布局高端酒价位带以享受高端酒扩容红利、站稳次高端价位

目前1000-2000元为价格空挡，除了五粮液及泸州老窖等高端酒企外，众多酱酒企业及其他香型酒企已开始积极布局这一价位带：

对于酱酒来说：

受益于贵州茅台品牌力外溢，贵州茅台批价处于较高位置叠加消费者认为酱酒更高端的认知使得众多酱酒企业拥有较大提价的空间，除了站稳近千元价位带的青花郎外，尚无其他酱酒产品放量，众多酱酒已开始布局高端酒价位带，为后期酱酒行业进入品牌为王阶段打基础。

对于其他香型酒企来说：

综合实力较强的玩家通过布局前元价位带以提升品牌，主要指在站稳次高端酒价位带/实现高端价位带放量，内参、古20、汾酒30复兴版、今世缘V9等千元价位带产品均有望享受高端酒扩容红利。

变化三：IP文化创意酒（包括生肖酒）为加分项，将成标配

继16年贵州茅台推出“一带一路”纪念酒、18年推出狗年生肖酒等IP文化创意酒后，五粮液、泸州老窖、洋河股份、水井坊等酒企相继纷纷效仿。IP文化创意酒（包括生肖酒）不仅能助力酒企通过个性化、场景化、差异化的产品来进一步提升品牌的高端化，亦能加强文化属性，打造文化卖点，未来IP文化创意酒（包括生肖酒）将成为标配。

表：众多酒企均相继推出高价位酒

香型	品牌	近年新品	价格（元）	推出时间
酱香型	贵州茅台	王茅·祥邦	799	2018年11月
		王茅·祥雅	1399	2019年6月
		华茅（蓝瓶）	798	2018年11月
		华茅·传承1862	1299	2018年11月
	习酒	君品习酒	1399	2019年7月
	国台	国台10年	1109	2019年10月
	贵州珍酒	珍三十二.0	1580	2019年12月
	仙潭酒业	潭酒紫气东来	1256	2019年3月
	钓鱼台	钓鱼台御臻酒	1599	2019年10月
		钓鱼台御笔万象	1569	2019年8月
浓香型	丹泉酒业	洞藏20·臻藏级	1199	2020年7月
		洞藏30·臻藏级	1680	2020年7月
	五粮液	501五粮液	1万元+	2019年3月
		经典五粮液	2000-3000	2020年9月
清香型	舍得酒业	天子呼	3980	2019年12月
	今世缘	国缘V9·清雅酱香	2299	2019年8月
	山西汾酒	青花30·复兴版	1099	2020年9月

表：推出生肖酒或IP文化创意酒酒企

企业	生肖酒名称	售价（元）
贵州茅台	茅台酒庚子鼠年生肖酒	2599
	茅台王子庚子鼠年生肖酒 (2.5L)	2488
	贵州大曲酒庚子鼠年生肖酒(2.5L)	1688
	茅台王子庚子鼠年生肖酒	538
五粮液	赫·庚子（鼠）年纪念酒（500ml*4）	1680
	国窖1573封藏大典·2020子鼠年纪年酒明窖	19888
	国窖1573封藏大典·2020子鼠年纪年酒清窖	16888
	庚子年新春礼酒“摇钱鼠”（1.2L）	969
泸州老窖	封藏系列小生肖鼠年(100ml)	239
	金钻习酒鼠年生肖纪念酒	-
	窖藏习酒鼠年生肖纪念酒	1399
	生肖酒金鼠献瑞（1L）	2380
习酒	鼠年生肖款（1L）	718
	鼠年生肖款	-
洋河	瑞牛送福酒·辛丑牛年限量版(1.5L)	8999
	青花郎酒·辛丑牛年限量版(750ml)	2999
	红花郎酒·辛丑牛年限量版(750ml)	1399
	顺鑫农业	
金徽酒		
郎酒		

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理



3.3 次高端酒：除了扩容速度或超预期外，还需要关注什么？

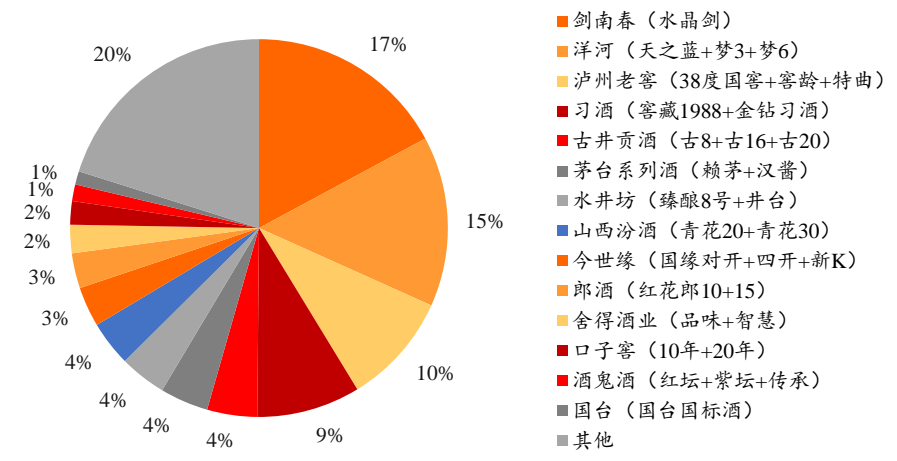
二、次高端酒：除了扩容速度或超预期外，**两大变化需关注！！**

竞争格局：次高端格局处于战国时代，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利

次高端白酒行业竞争激烈，集中度有望进一步提高。目前，次高端白酒 CR2 仅为 30%左右，而高端白酒 CR2高达 80%以上，相较于高端白酒稳定的格局，次高端目前尚未出现全国化的龙头企业，区域性较强，行业集中度较低，主要品牌收入差距不大。

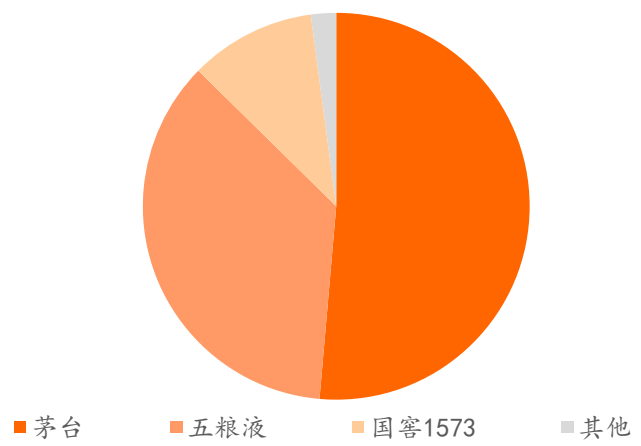
我们认为：次高端持续升级，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利，过程中要关注“地方龙头省内高端化推进、省外全国化推进”，同时关注“全国性名酒的地方化进程”，关注竞争中国谁能力更全面和有核心竞争力。

图：2019年次高端酒市场格局情况



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：2019年高端酒市场集中度情况



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

二、次高端酒：除了扩容速度或超预期外，两大变化需关注！！

除扩容超预期外，还需关注次高端酒价位带细分后的核两大变化心价位带情况：次高端酒在扩容的同时亦伴随着价位带上升及价位带细分，在这一过程中，只有在核心价格带实现放量的酒企更能享受到本轮次高端酒扩容红利。

变化一：

1) 次高端酒价位带处于整体上移阶段
近期作为次高端标杆（次高端酒价格带下限）的剑南春及国窖1573（次高端酒价格带上限）出厂价相继提升，次高端酒价位带正逐步从300-800元上移至350-1000元。

变化二：

2) 紧抓放量价格带更能享受扩容红利
我们认为能紧抓400元及600元主流价位带的大单品更能紧抓次高端酒扩容红利实现快速放量，从而竞争优势（400元价位带基数大，600元价位带增速快）；而处于800-1000元价位带的产品或将难以实现迅速放量，主因这一价位带不仅或面临800元价位带以下产品提价压力，亦将面临千元价位带虹吸效应压力。

另外，区别于前期次高端酒企只需在一个价位带进行放量就能获得迅速发展，能在次高端酒激励竞争中脱颖而出的酒企还应具备以下特系列化的产品布局（梯次迎接消费升级）、较高的品牌形象高度（是否布局千元价位带）、拥有独立性的公司治理结构及正确的量价节奏等政策等，而基数较低的次高端酒发展速度或超预期。

表：处于400/600元左右价位带的次高端酒大单品情况

香型	公司	次高端大单品	价格（元）	2017年规模（亿元）	2018年规模（亿元）	2019年规模（亿元）
浓香型	剑南春	水晶剑	435	80	100	120
		38度国窖	749	16	22	30
	泸州老窖	窖龄（30年/60年/90年）	318/428/598	29	37	37
		特曲（纪念版/第9代/第10代）	428/328/298			
	洋河	天之蓝	328	36	41	33
		梦3	388	25	31	34
		梦6	580	18	31	35
	舍得酒业	品味舍得	438	10	13	17
		智慧舍得	638			
	今世缘	国缘对开	288			
		国缘四开	468	11	16	24
		国缘新K（K3/K5）	496/588			
	水井坊	臻酿八号	360	16	23	28
		井台	519			
	口子窖	口子窖10年	328	11	13	14
		口子窖20年	468			
酱香型	古井贡酒	古8	409			
		古16	588	17	23	30
		古20	789			
	茅台	赖茅（重沙/传承/红御/金樽）	325/398/400/508	8	14	16
		汉酱（普通/铂金蓝）	368/488	8	12	13
	郎酒	红花郎（10）	408	13	19	21
		红花郎（15）	600			
	习酒	金质习酒（金钻）	428	13	25	42
		窖藏1988	588	12	16	20
	国台	国台国标酒	529	2	5	8
清香型	山西汾酒	青花20	438	15	23	27
		青花30	788			
馥郁香型	酒鬼酒	酒鬼红坛/紫坛/传承）	428			
		酒鬼紫坛	538	6	8	10
		酒鬼传承	598			

数据来源：WIND，饿了么，浙商证券研究所整理，注：标蓝为400元价格带，标红为600元价格带



3.4 酱酒：酱酒热已进入下半场，未来趋势和上半场有何区别？

三、酱酒：酱酒热已进入下半场，在关注未来将如何演绎的同时，也需注意分析与上下半场的变化

竞争格局：酱酒行业集中度较高，长期供需失衡让酱酒行业呈现“一峰独立，群峰竞秀”格局，酱香军团形成四大梯队

1) 收入规模角度来看：

- ① “一峰独立”：贵州茅台为绝对龙头，2019年茅台高端酱酒收入占据了酱香型白酒市场超50%的市场份额，地位稳固。
- ② “四大梯队”：第一梯队：贵州茅台；第二梯队：贵州茅台系列酒、贵州习酒、四川郎酒等；第三梯队：国台、金沙、珍酒、钓鱼台（规模区间为15-20亿元），该梯队酱酒相继拥有亿元大单品；第四梯队：丹泉、仙潭、酣客、武陵等中小酱酒企业（规模5-10亿元左右）。

③ 其他：五粮液、洋河股份、舍得酒业、劲牌等其他香型酒企也进入了该领域，进一步丰富了品牌类型。

2) 价格带来看：300-800元次高端酱酒收入占比超30%。

3) 地域角度来看：赤水河核心产区品牌集群正逐步形成，赤水河沿岸收割了全国酱酒超85%的销量及超90%的收入。

4) 运作模式角度来看：“正面战”、“侧翼战”、“游击战”多模式共存。我们认为：酒体优质（产能充足）、发展速度、经营能力为酱酒核心竞争力。

详细酱酒相关内容欢迎参见：酱酒深度报告：一峰独立群峰竞秀，酱酒品类强势崛起（20201018）

表：酱酒行业呈现出一超多强局面

梯队	酱酒企业	19年收入规模（亿元）	19年收入增速	2020H1收入增速	收入市占率	核心产品	核心产品价格（元）	近年来发展情况
第一梯队	茅台酒	758.02	15.75%	12.84%	56.15%	飞天茅台	1499-3500	2020年公司整体将保持“行稳致远”风格，收入目标为10%，销售计划为3.45万吨，其中海外将安排2000吨
第二梯队	郎酒股份	83.48（酱酒为53.3亿）	11.62%	10.00%	6.18%	青花郎	1198	2020—2022年郎酒以打基础为主，为2023年高速增长积蓄势能，未来几年围绕“四大”战略稳中求进
						红花郎	408	
	习酒	79.8	40.69%	20%+	5.91%	窖藏1988	668	2019年习酒在贵州省外市场的占比达到了60%以上，窖藏系列在2019年销售收入突破40亿元，占比超50%，2020年冲刺百亿
	茅台系列酒	95.42（其中王子酒收入为40亿元）	18.14%	-0.10%	7.07%	茅台王子酒	130-150	双轮驱动战略和“133”战略推动下，茅台系列酒增长迅速，营收占比由3%提升至11%，目前正处于系列酒产能扩建期
						茅台迎宾酒	120	
						赖茅	398	
						汉酱	368	
第三梯队	国台酒业	18.88	60%	106.00%	1.40%	国台国标酒	300-500	2020年确立了30个亿的销售目标，6个亿利润，并购怀酒，推出“二四六八十PLUS”战略和未来十年产能规划
	金沙酒业	15.26	165%	69%	1.13%	摘要酒	680	金沙酒业万吨产能扩产计划已经筹备完毕，将争取在2024年实现IPO主板上市，并在2028年实现营收百亿的目标
	贵州珍酒	10+	67%	24.00%	0.74%	珍十五	528	连续四年实现两位数增长，大单品珍十五连续三年实现三位数增长，2019年珍十五同比增长高达105%，其销售额占到了整体的39%
	钓鱼台	10+	25%	113%	0.74%	钓鱼台国瓷 钓鱼台贵宾	558 468	保持3000吨产能，提升产品品质和品牌附加值
第四梯队	丹泉酒业	10+	150%	-	0.74%	丹泉洞藏10 丹泉洞藏15	258 550	连续四年实现翻倍增长，加码品质建设，强化品牌打造和市场拓展
	仙潭酒业	10+	11%+	-	0.74%	紫潭	618	2020年，销售站稳10亿；未来三年，力争销售朝着30亿目标努力；再用五到十年将潭酒做成全国酱酒知名品牌
	武陵酒	5	40%	17%	0.37%	武陵上酱	2680	15年至今每年实现40%的复合增长，2020年Q3预估增长56%，全年有望继续实现40%增长，长沙市场今年销售有望2亿元，第二个五年计划加快省内主要城市布局，实现10亿规模

表：主要酱酒产品均分部在次高端酒价位带

价格带	主要酱酒大单品	销售规模（亿元）	零售价（元）
800元以上	飞天茅台	758	1499-3500
	青花郎	32	1198
300-800元	习酒窖藏	42	668
	红花郎	21	408
	习酒金钻	20	369
	赖茅	10+	398
	汉酱	10+	368
	国台国标酒	10	300-500
	钓鱼台	10	468
	金沙摘要酒	6	680
	珍十五	3.9	528
	茅台王子酒	40	120-160
300元以下	茅台迎宾酒	10	低于100

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

3.4 酱酒发展阶段演绎：酱酒已进入价格驱动+品牌竞争阶段

演绎路径：1.茅台推动→品类推动→消费拉动；2.量升→价升→量价齐升→量平价增；3.从无品牌到品牌，从分散到集中，从团购到流通

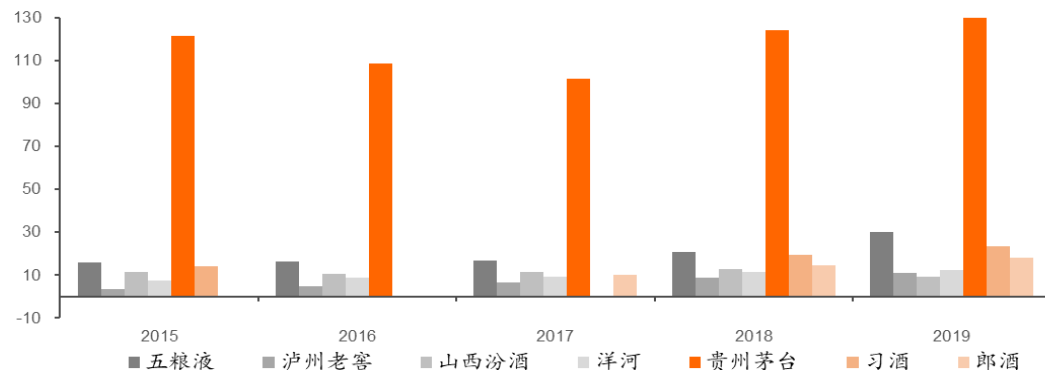
从未来发展阶段来看，我们认为酱酒将经历“量升（品类快速扩张）→价升→量价齐升→量平价增”这几个大阶段，与此同时，酱酒热也将经历“规模竞争→品牌力竞争→品牌规模双重竞争”即“品牌从无到有”阶段竞争，在这个过程中，酱酒逐步将侵占浓香酒市场份额，高端化为主旋律。目前酱酒热处于“量升转换至价升+进入品牌力”竞争阶段过程中，酱酒企业面临诸多考验。（实力较弱小企业将加速出清）

表：各主要地区酱酒发展情况

省份	市场特点	白酒市场规模	竞争格局	酱酒市占率
广东	经济发达，消费水平高；白酒消费量大，酱香酒保持10%以上的增长	235亿元	各酱酒企业纷纷涌入广东市场，呈群雄逐鹿态势	50%
河南	人口基数庞大，白酒消费量大；未形成明确的香型偏好，高端酒发展较慢且200元以上的价格带中无地产酒	600亿元	河南地产酒发展较慢，占比30%；外省品牌占比70%，其中茅台、五粮液、剑南春销售量最大，泸州老窖、水井坊、舍得占据白酒市场一定份额，习酒、郎酒销量增长迅速	30%
山东	饮酒氛围浓厚，白酒消费量大；但价格带偏低；市场空间足	500亿元	山东地产酒品牌不具规模，呈碎片化分散分布态势；茅台、剑南春、洋河、山西汾酒等外省白酒较为强势	20%
四川	白酒产销大省，浓香型白酒占比超50%；主流价格带高于全国平均水平	300亿元	四川白酒市场呈一超（五粮液）多强（泸州老窖、水井坊、舍得、剑南春、郎酒）格局，地产酒强势	20%
重庆	经济强、消费潜力高；重庆毗邻四川、贵州，是川酒、黔酒的外扩地，浓香型白酒市占率70%以上	200亿元	外省白酒占据重庆市场，五粮液、泸州老窖、剑南春在重庆的市场基础较强；地产酒清香型江小白近年来发展迅速	10%
福建	经济水平高、消费力强；饮酒文化缺乏，白酒消费量低；价格带高	50亿元	无优势地产酒品牌；茅台、四特、洋河、郎酒等外省白酒较为强势	中高端价格带中酱香酒市占率70%
湖南	白酒消费大省、消费频率高；价格带高	300亿元	外省白酒占湖南市场70%份额，其中五粮液、泸州老窖等川酒占30%，茅台、习酒等黔酒占20%，其他省白酒占20%；酒鬼酒等地产酒占湖南市场30%份额	20%
北京	市场容量大，消费价位呈哑铃型分布，高端酒和大众酒的市场空间大；白酒香型多元化，中低端以清香型为主，中高端以浓香和酱香型为主	200亿元	北京市场白酒品牌众多，竞争激烈，高端市场上全国性名酒如茅台、五粮液、泸州老窖等占优；大众酒市场上红星、玻汾、牛栏山等光瓶酒占优	20%

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：酱酒渠道利润普遍较浓香酒高



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

酱酒热下半场将面临以下挑战：

① 在全国化过程中，酱酒企业面临基地市场缺失风险

除去茅台份额，目前酱酒发展较好的山东、河南、广东等省份酱酒基数仍较低，在酱酒逐步实现全国化过程中，或将面临缺乏基地市场风险；

② 在规模扩张过程中，酱酒企业面临渠道利润下降风险

由于酱酒仍处于爆炸增长期，且酒企规模整体较小，价格透明度低使得酱酒渠道利润率较其他香型高，渠道推力足，在从去品牌化到品牌化，从分散到集中过程中，规模较小的酱酒主要销售渠道将从利润较高的团购渠道转向利润偏薄的流通渠道，酒企或面临渠道推力减弱风险。

3.5 光瓶酒：消费升级下光瓶酒扩容，突破百元是否有意义？

四、光瓶酒：消费升级下扩容，突破百元具有现实意义

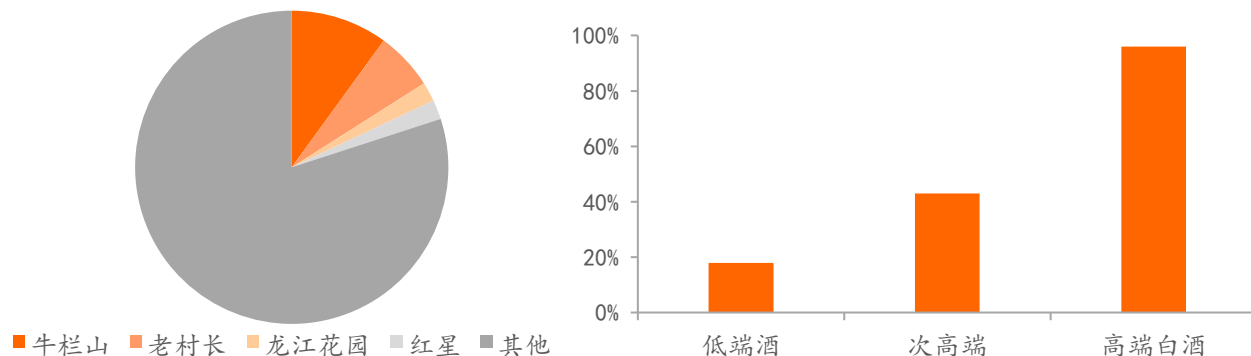
竞争格局：光瓶酒市场规模持续扩容，性价比凸显

据《2019年中国光瓶酒行业概览》、《白酒白皮书》数据显示：光瓶酒市场规模从2014年的400亿元快速增长至2019年的超650亿元（按规模以上企业营业收入计），2019年百元以下酒规模约为1900-2000亿，光瓶酒占比约33-34%，过去5年光瓶酒市场规模年均复合增速超10%，消费升级背景下，光瓶酒扩容速度远超行业平均水平，预计至2023年，中国光瓶酒行业市场规模将超过1300亿元，其中光瓶酒收入占比或达65%。

光瓶酒竞争格局较为分散，20元以下价位带长尾效应明显

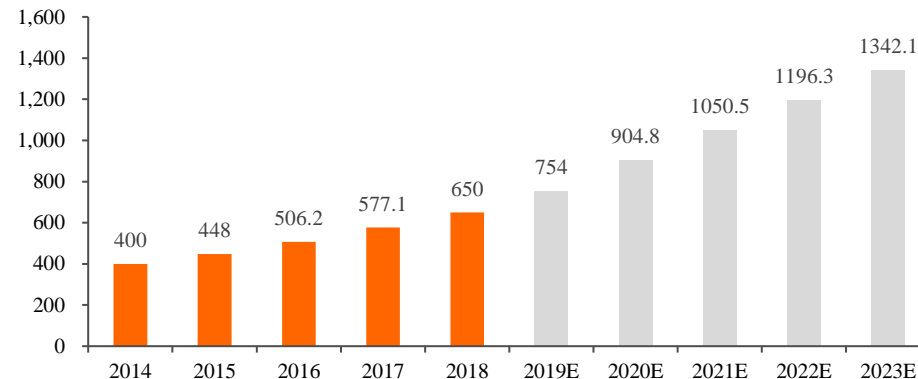
以销量口径计算牛栏山的市占率：2019年规模以上白酒行业销量为755万千升，假设中低端白酒销量约占行业70%，计算得中低端白酒销量约为528万千升，从而预计2019年牛栏山市占率不足15%，整体行业集中度偏低：20元以下光瓶酒规模约为400亿元，其中牛栏山一家独大，但长尾效应明显；20元以上价位带中，牛栏山、玻汾为重要玩家，茅台、泸州老窖等全国名酒及地方龙头企业也会参与高端光瓶酒竞争。

图：低端酒竞争格局较分散，CR3占比较低



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：光瓶酒行业市场规模情况一览



数据来源：头豹研究院，浙商证券研究所整理

名酒布局百元以上高档光瓶酒价位带具有一定现实意义

- ① 20元以上高档光瓶酒主要消费人群均拥有一定经济基础，多为日常饮用，因此较20元以下光瓶酒更具消费刚性；
- ② 随着消费升级，部分原20元以下光瓶酒消费人群也上移至20元以上，20元以上光瓶酒市场不断扩容；
- ③ 在80-100元价位带盒装酒消费场景不断萎缩，百元左右盒装酒率不断下降（消费升级逻辑）的背景下，高档光瓶酒最终能在顺应趋势向上提升的同时突破百元，因此名酒布局百元以上高档光瓶酒具有一定现实意义。

推荐关注：拥有品牌、品质、渠道、资本优势的酒企将脱颖而出，集中度将向优质企业加速聚拢，我们看好市场空间不断扩容、结构持续升级+外埠加速扩张的光瓶酒龙头顺鑫农业。

04

紧握主线

把握趋势中受益投资机会

把握企业自身改革加速投资机会

把握业绩基数低+估值具性价比投资机会

4.3 拥抱高景气，紧握三大投资主线

■ 基于以上分析，我们认为明年投资应把握以下三大主线：

1、把握趋势中受益投资机会；

2、把握企业自身改革加速投资机会；

3、把握业绩基数低+估值具性价比投资机会；

□ 高端酒 —— 首推泸州老窖、五粮液、贵州茅台

贵州茅台：营销改革持续推进，业绩稳中或带惊喜

复盘2020：行稳致远，渠道改革力度不断加大

1) 产品：前三季度茅台酒实现稳健增长，系列酒拖累业绩表现；

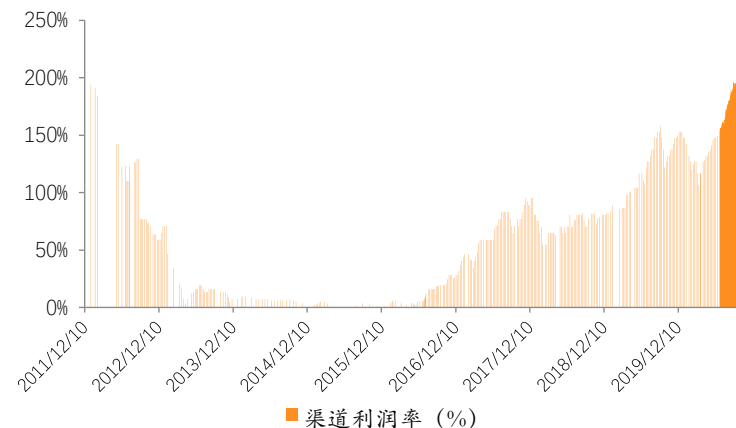
2) 渠道：改革力度大，公司通过不断加大直销渠道占比以实现控价稳市：1) 茅台前三季度直销收入（84.33亿元）已超19年全年（72.5亿元），对应超3000吨的投放量。四季度加大直销投放利于控价稳市、拉动吨价持续上行（投放4160吨的直销渠道较大部分由茅台集团营销公司对接，即对应股份公司出厂价为969元），我们预计股份公司直销渠道放量超4000吨。

3) 2020 年公司整体将保持“行稳致远”风格，收入目标为10%，销售计划为3.45万吨，考虑到供需仍保持紧张格局，茅台批价预计将稳定在2800元以上，公司强大的品牌力及渠道力为核心竞争力未变，公司全年业绩确定性较强。

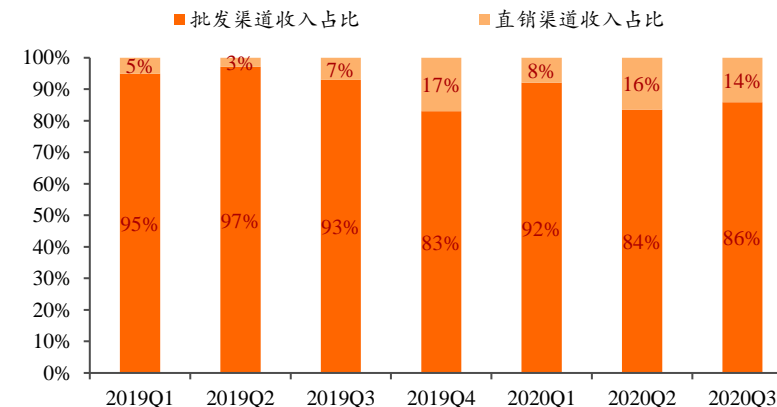
展望未来：供需格局稳健，业绩稳定性强

考虑到高端酒需求端表现强劲、公司不断加大监管力度、产量稳步提升、直营占比不断增长，预计未来茅台批价仍将延续稳定态势，同时茅台集团基本确定了“双打造双巩固三翻番”的发展目标（其中收入及利润均翻一倍），考虑到股份公司为集团利润增长的重要驱动力，我们认为贵州茅台未来五年间利润符合增速至少超15%，业绩确定性强。

图：飞天茅台渠道利润率处于历史高位



图：贵州茅台直销渠道收入占比不断提升



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

4.2 拥抱高景气，紧握三大投资主线

■ 基于以上分析，我们认为明年投资应把握以下三大主线：

- 1、把握趋势中受益投资机会；
- 2、把握企业自身改革加速投资机会；
- 3、把握业绩基数低+估值具性价比投资机会；

□ 高端酒 —— 首推泸州老窖、五粮液、贵州茅台

五粮液：育新机开新局，改革红利加速释放

复盘2020：多维度改革层层深化，量价齐升符合预期

今年五粮液量价调整措施与历次计划量调整相比，调整更加深度精准，商家结构更趋合理。从结果来看，双节五粮液批价能在放量的同时稳定在960元以上显示公司量价节奏已走稳，渠道信心普遍高增或将进一步支撑批价稳中向好趋势，为五粮液进入加速红利释放期奠定坚实基础。

展望未来：将享业绩高确定性&成长性、改革标杆地位双重估值溢价

量：高端酒扩容速度或超市场预期保证五粮液量空间安全；

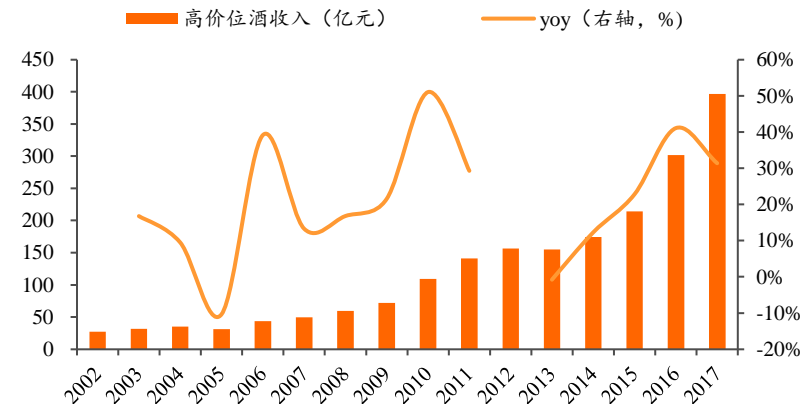
价：目前在800-1500元价格带中，五粮液销量已占70%-75%，未来业绩驱动力主要将来自于价的提升，即八代五粮液价格的抬升及“经典五粮液”等高端新品的推出，明年五粮液预计将继续布局八代五粮液价位带以上的高端&超高端酒领域以进一步提升高价位产品市场份额。

区别于市场认为五粮液已进入红利加速释放期的观点，我们认为2017-2020年为改革基础期，接下去两年才是措施真正红利迅速释放时期。千元价位带的持续扩容保证了量价提升空间，预计批价提升幅度及产品高端化速度均或超市场预期，同时多措并举支持渠道利润的增厚为经营实现正循环奠定基础。我们认为未来五粮液业绩兼备高确定性&成长性及改革标杆地位将推动估值中枢进一步上移。

图：五粮液进入经营正循环通道



图：五粮液高价位酒业绩情况



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

4.1 拥抱高景气，紧握三大投资主线

■ 基于以上分析，我们认为明年投资应把握以下三大主线：

1、把握趋势中受益投资机会；

2、把握企业自身改革加速投资机会；

3、把握业绩基数低+估值具性价比投资机会；

□ 高端酒——首推贵州茅台、五粮液、泸州老窖

泸州老窖：享受高端酒、次高端酒扩容红利，收入利润均具弹性

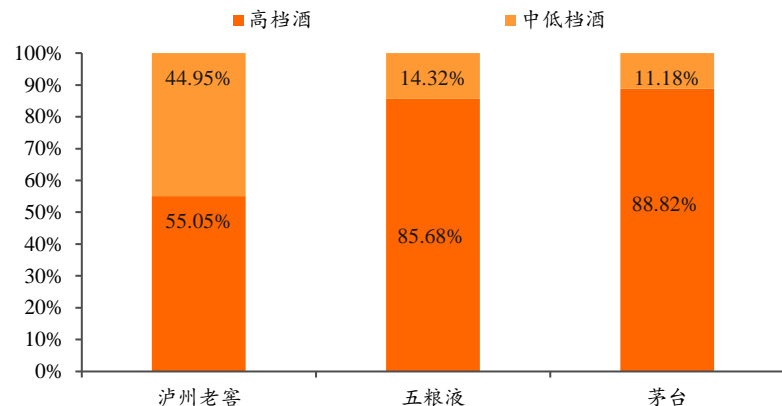
1) 超800元高端酒价位带：国窖在突破百亿后品牌势能进一步增强，经销商利润提升使得渠道推力不断增强，20Q3国窖实现20%的增速，预计明年1573将继续享受高端酒扩容红利，实现量价齐升；

2) 500-800元次高端酒价位带：由于华北地区消费者对低度酒接受度高，国窖1573低度所处价位带（享受消费升级红利）在华北市场表现亮眼，由于500-600元尚无品牌名酒大单品，因此低度酒性价比凸显。另外，考虑到窖龄酒表现略不及预期，预计公司未来将在这一价位带布局；

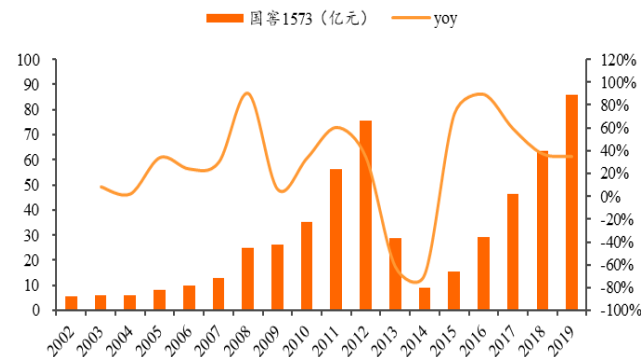
3) 200-500元：特曲所在200-500价格带中竞争对手虽多（比如天之蓝、茅台王子酒珍品等），但规模均有限。考虑到特曲拥有深厚的历史文化、较强的品牌力及布局全全国的渠道，未来有望成为200-500元价位带大单品。具体来看：A.老字号特曲：消费基础庞大，在200-500元价格带内性价比高，提价空间大；B.特曲60版：据公司规划显示，特曲60版到2021年将成为20亿级别大单品，成为500元价位带的标杆。

4) 200元以下：早在11月，博大公司在2021年营销工作重点客户座谈会上以“升定位调结构、控配额稳价格、扩网络优费效、建联盟共分利”为主题明确了十四五目标，而近期的密集调价则为公司营销改革举措之一。未来博大公司将进一步聚焦核心产品、实现塔基产品结构升级，进而助推母品牌泸州老窖品牌力上移。而高光的提前布局亦将对公司业绩有所贡献。

图：泸州老窖产品分部最为均匀



图：国窖1573收入情况



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

4.4 拥抱高景气，紧握三大投资主线

■ 基于以上分析，我们认为明年投资应把握以下三大主线：

- 1、把握趋势中受益投资机会；
- 2、把握企业自身改革加速投资机会；
- 3、把握业绩基数低+估值具性价比投资机会；

□ 次高端酒——中长期推荐关注山西汾酒、古井贡酒、今世缘

山西汾酒：势能持续释放，加速驶入业绩上升通道

短期来看：在年内顺利提价的基础上，前三季度青花及玻汾延续较高增长，产品势能持续释放，核心单品及省外市场占比进一步提升，渠道利润不断改善；近期青花30复兴版的推出战略意义突出——在凸显青20性价比的同时为分享千元价位带扩容做准备。**中长期看：**公司品牌基因优秀，产品品质优异，香型受酱酒热冲击小，全国化进程加速，产品结构稳步升级，伴随着改革不断加速，公司将具备更强的风险抵抗力及经营能力，业绩确定性较高。**超预期点：**公司有望乘光瓶酒及高端酒两大风口实现超预期发展。

古井贡酒：产品结构加速升级，坚定迈向双百亿

短期看：公司安内攘外路线清晰，疫后百元以上价格带占比提升，省内优势继续强化：1) 产品端，目前古8及以上产品占比约30%，疫后古8及以上产品加速发展；2) 渠道端，省内：古井贡酒在安徽省占率不到20%，公司积极进行渠道下沉，努力实现县县过亿，省内发展空间较大；省外招商速度及质量不断增长，采用“古20+”的产品策略，将陆续打造出10亿级、5亿级市场，全国化稳步推进，目前经销商整体接近完成全年任务。**中长期看：**技改并购齐发力，另外，公司将通过提前布局千元价格带产品以拉高品牌势能，发力高端及次高端以进一步抢占市场份额。**超预期点：**产品结构升级速度及省外发展或超预期。

今世缘：省内精耕省外拓展，品牌势能持续释放

竞争力：公司渠道利润始终较为稳定的核心原因之一为采取了“控价分利”模式，而较强的品牌力（以“缘”为核心，打造差异化品牌）、渠道力（巩固团购渠道优势的同时，发力流通渠道）、产品力（产品结构顺时延伸，聚焦仍待释放品牌势能的国缘系列）为核心竞争优势。**总结来看：**短期看，受益于省内消费率先复苏，卡位江苏省主流价位带的今世缘业绩正加速重回高增通道；中长期看，在省内次高端价格带持续扩容的背景下，国缘品牌势能将推动其在省内持续放量；省外随着渠道布局及招商不断完善，红利将逐步显现。**超预期点：**公司省内持续下沉、省外扩张表现或超预期。

4.4 拥抱高景气，紧握三大投资主线

■ 基于以上分析，我们认为明年投资应把握以下三大主线：

- 1、把握趋势中受益投资机会； 2、把握企业自身改革加速投资机会； 3、把握业绩基数低+估值具性价比投资机会；

□ 次高端酒——短期推荐关注酒鬼酒、ST舍得

酒鬼酒：内参延续高增长，低基数下弹性释放

短期来看：自18年内参销售公司成立设定了三年每年翻番目标后，内参进入快速发展通道，在疫情影响下，内参表现亮眼，全国化战略持续，全年业绩翻番目标达成概率高，而酒鬼酒产品结构亦实现不断优化，低基数下弹性尽显，预计明年一季度高增长发展态势将延续；**中长期来看：**内参处于高端酒优质的赛道，且品牌价值底蕴深厚，随着公司改革红利持续释放，高成长性+低基数有望逐步消化高估值。

ST舍得：老酒战略持续推进，期待人事变动后公司新发展

短期来看：三季度舍得核心产品增速已重回两位数，舍得系列结构优化，在公司出台“不催款，不压货、给授信、帮融资”等经销商帮扶政策情况下，经销商信心得到显著增强，而新管理层的“三承诺，三不变”稳定军心，推进老酒战略持续前进，预计明年上半年公司将实现摘帽，看好明年变更股东后摘帽和业绩低基数下高增长；**中长期看：**深度落地老酒战略+管理结构不断优化+省外按“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”持续扩张，有望在低基数下实现高增长。



4.5 盈利预测

■ **投资建议：关注集中度提升及消费升级两大逻辑，紧握三大投资主线**

短期看：考虑到本月酒企经销商大会将密集召开、酒企来年规划（包括开门红政策）即将出台、即将迎来白酒春节行情，我们认为白酒板块在经过前期阶段性回调后或将迎来消息催化及预期提升带来的上涨行情

中长期看：基于上文内容分析，我们认为应紧握三大主线：1、把握趋势中受益投资机会（高端、次高端、光瓶酒扩容及酱酒热四大风口、强升级大品牌新品类三大趋势）；2、把握**企业自身改革加速**投资机会；3、把握业绩基数低+估值具性价比标的中的投资机会。我们首推业绩确定性高、成长性强的贵州茅台（业绩确定性强）、五粮液（改革红利加速释放）、泸州老窖（享受高端及次高端酒扩容红利）、山西汾酒（全国化进程加速，青花玻汾加速放量）、古井贡酒（省内省外双驱动）；短期弹性则推荐关注酒鬼酒（内参延续高增，预计21Q1将迎来开门红）和ST舍得（公司治理有向好转变+核心资产老酒储量大+低基数）。

表：重点酒企盈利预测一览																
	营业收入增速（%）			净利润增速（%）			前收盘价 （元）	总市值 （亿元）	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE		
	20E	21E	22E	20E	21E	22E					20E	21E	22E	20E	21E	22E
贵州茅台	11%	16%	15%	13%	17%	16%	1829.0	22976	35.5	51.5	37.1	44.1	51.6	49.3	41.5	35.5
五粮液	15%	17%	15%	19%	22%	18%	273.2	10603	5.0	54.6	5.3	6.4	7.5	51.9	42.9	36.5
洋河股份	-2%	14%	11%	2%	16%	12%	201.0	3029	4.9	40.8	5.0	5.8	6.6	39.8	34.7	30.4
泸州老窖	5%	16%	13%	27%	22%	15%	198.0	2899	3.9	51.2	3.9	4.8	5.6	50.2	41.5	35.1
山西汾酒	17%	21%	18%	38%	27%	23%	295.6	2576	3.1	95.3	3.1	3.9	4.8	96.7	76.4	62.1
古井贡酒	6%	20%	17%	5%	29%	24%	259.2	1305	3.8	68.9	4.2	5.3	6.4	61.6	48.9	40.5
今世缘	7%	23%	23%	8%	25%	24%	54.0	677	1.2	45.8	1.3	1.6	1.9	43.2	34.8	28.1
顺鑫农业	11%	13%	13%	2%	35%	26%	67.8	503	0.8	87.0	1.1	1.5	1.9	61.2	45.2	35.9
口子窖	-11%	18%	14%	-20%	24%	20%	68.4	410	2.1	31.9	2.4	2.8	3.3	29.0	24.2	20.7
酒鬼酒	19%	34%	27%	51%	37%	31%	119.1	387	1.4	86.7	1.4	1.9	2.6	85.1	61.5	46.4
水井坊	-12%	25%	18%	-15%	32%	22%	76.0	371	1.4	53.9	1.4	1.9	2.3	53.0	40.2	33.0
迎驾贡酒	-6%	21%	15%	0%	29%	21%	36.8	294	1.1	34.1	1.2	1.5	1.8	31.7	24.5	20.2
ST舍得	2%	19%	18%	3%	24%	21%	73.0	245	1.5	47.6	1.6	1.9	2.3	46.7	37.7	31.3
老白干酒	-10%	13%	11%	-16%	30%	17%	25.0	224	0.4	61.2	0.4	0.5	0.6	65.9	50.8	43.3
金徽酒	9%	17%	19%	13%	22%	23%	43.5	221	0.5	82.6	0.6	0.7	0.9	75.4	61.6	50.2
伊力特	-14%	33%	18%	-25%	58%	24%	27.2	118	0.8	34.1	0.8	1.2	1.5	35.4	22.4	18.1
平均值														54.7	43.0	35.5

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：截止2020.12.14，红色公司盈利预测采取浙商一致预期数据，黑色公司盈利预测采取万德一致预测数据

海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级

白酒动销恢复不及预期

消费升级不及预期

食品安全风险

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券食品饮料团队
Thank you for listening