

2022年08月04日

行业研究

评级：推荐(维持)

## 次高端东风正盛，由野蛮生长到有序发展

### ——白酒行业深度研究

研究所

证券分析师：薛玉虎 S0350521110005

xueyh@ghzq.com.cn

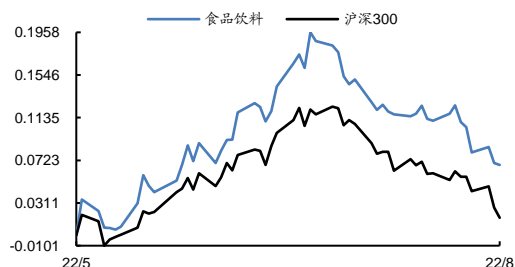
证券分析师：宋英男 S0350522040002

songyn@ghzq.com.cn

联系人：王尧 S0350121120031

wangy26@ghzq.com.cn

#### 最近一年走势



#### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	-10.1%	3.78%	-6.72%
沪深300	-8.9%	2.26%	-16.76%

#### 相关报告

《——白酒行业复盘与展望：船至中流，换挡前行（推荐）\*食品饮料\*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》  
——2022-05-14

#### 投资要点：

- 次高端是我们持续看好并推荐的白酒趋势性大机会。复盘白酒30年的市场化发展历程，我们认为白酒行业从基本面的角度看一直是螺旋上升的，自2016年以来本轮复苏的核心底层逻辑是消费升级，是高端和次高端的结构性机会。2016-2020年高端酒率先量价齐升，引领行业增长，为行业第一成长阶段，并打开了次高端天花板。次高端2017年开始萌芽，2018年进入趋势性增长阶段，2020年开始，高端酒增速放缓，次高端逐渐替代高端酒成为行业新增长引擎，行业开始进入第二成长阶段。我们认为2021年之前次高端是野蛮生长阶段，现在开始洗牌，然后进入有序增长阶段。
- 次高端目前仍处于上升通道中，我们认为未来三到五年有千亿元空间。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，吨价提升背后核心的因素是产品升级，次高端的成长是来自行业最主流价格带的升级。从发展走势看，我们认为价位升级的趋势是不可逆的，上一轮中高端100元价格带从萌芽到成熟持续时间超过10年，而这次次高端的趋势起点是2017年，我们认为当前进程才进行至1/3。从发展空间看，中高端及以下价位占行业总收入仍超40%，当前仍是白酒行业总收入规模占比最大的价格带，次高端扩容很大一部分来自中高端价格带的升级，站在当前看，2021年次高端约为1000-1100亿元左右容量，假设未来三到五年20%的中高端量升级到次高端，可以带来1000-1500亿元的容量，长远来看空间更大。
- 本轮次高端是消费需求驱动，基础更牢，韧性和持续性都更强。次高端实际在2010年初露锋芒，但上一轮次高端的发展由高端泡沫化、三公消费、资本投机等共同推动，是供给端的狂欢，消费基础脆弱，2013年随着行业整体的深度调整而破灭。与上一轮相比，本轮次高端有更多的经济发展的积累：1)居民可支配收入增加、消费能力提升、品牌意识增强以及资产价格上涨等因素共同影响下，次高端升级已具备大众消费能力的强力支撑；2)消费阶梯式升级特点也使次高端的成长持续性更强，白酒行业的消费升级趋势已经形成，经济波动、疫情影响和外部因素导致的调整只会影响升级的速度，但不会改变趋势；3)酒企自2018年开始聚焦培育次高端价格带，价格、渠道和管理运作更加成熟，整个次高端价位呈现厂家、渠道、终端、消

费者共振的繁荣状态。2020年以来的疫情冲击不改次高端升级趋势，酒企业绩韧性被持续验证。与其他消费板块相比，白酒板块业绩增长更稳健。

- **2020年次高端扩容出现两大趋势：价格裂变和酱酒热。（1）内部分化出300元和500元两个细分价格带。**随着次高端不断扩容以及酒企的主动引导，其内部也出现了价格带继续向上延伸的趋势。1）高端酒提价，800元以下都是次高端的发挥空间；2）各重点酒企开始培育500元以上价位产品；3）酱酒普遍定价在400元以上。**（2）酱酒热的兴起和退潮。**我们认为“酱酒热”的背后逻辑：一是茅台酒的溢出效应；二是酱酒满足消费者对产品价格和品质的差异化选择需求，价格逻辑大于香型逻辑；三是酱酒高毛利的开发买断运作模式激活了渠道的积极性。酱酒的高弹性增长是过去两年次高端的一个热点，但是酱酒的运作更多的是基于渠道的招商和压货，消费者的认知并未跟上，简单粗暴的渠道扩张模式而缺乏实际动销使酱酒热难以以为继，现在进入退潮阶段。
- **次高端经历了野蛮生长，乱象退潮后现在开始洗牌，然后进入有序发展阶段，我们看好区域次高端龙头的持续性。**过去几年三线次高端品牌、酱酒都实现了业绩高弹性增长，但其背后的共同特点：站在次高端风口、业绩低基数、招商铺货外延式扩张等，现在业绩基数已经到高位，招商铺货面临瓶颈，必然会出现增速回落。长期来看这些公司面临由外延式增长向内生式增长的转型，关键看营销能否落地、动销的持续性和消费者认知的提升。
- **我们更看好区域龙头，拉长20年时间来看，这些酒企都是上台阶式的持续性增长，这次次高端趋势性机会同样不会缺席，将充分受益于次高端扩容红利，现在这个时点为次高端价格带较优质的投资标的：**1）区域龙头酒有基地市场，其核心产品基本处于所在区域白酒消费最主流的价位段，在当地品牌深入人心，对经济周期的敏感性较弱，且历史数据验证了其业绩抗风险能力较强。2）次高端需要“品牌+渠道”两条腿走路，而区域龙头经过多年深耕培育，渠道基础较好，品牌有望支撑次高端价位发展，在核心市场的品牌影响力不亚于全国性名酒。3）区域龙头产品结构仍有提升空间，省内市场有望支撑未来5年以上的快速增长，省外市场运作良好为锦上添花，全国化不是区域龙头成长的必要条件。
- **行业评级及投资策略：**当前处于第一成长阶段向第二成长阶段转型中，次高端接替高端成为行业增长新引擎，我们预计短时间白酒板块将面临增长转折点，一些高弹性增长标的增速回落，中秋旺季将是重要考验时点，短暂洗牌后行业趋势继续向好，分化之下我们认为高端酒基本面稳健，区域次高端龙头如苏酒、徽酒等增长趋势更好，维持行业“推荐”评级。
- **重点推荐个股：**推荐区域地产龙头，如洋河股份、今世缘、古井贡酒、

伊力特、山西汾酒、口子窖等

- **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	股票	2022/08/03		EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	评级	
600519.SH	贵州茅台	1,885.00	41.76	51.27	62.12	49.09	37	30	买入	
002304.SZ	洋河股份	166.00	5.01	6.36	7.69	32.85	27	22	买入	
603369.SH	今世缘	45.90	1.62	2.02	2.54	33.62	22	17	买入	
600197.SH	伊力特	26.99	0.67	1.03	1.21	40.78	25	21	买入	
000568.SZ	泸州老窖	220.60	5.43	6.80	8.35	46.75	31	26	买入	
000596.SZ	古井贡酒	248.00	4.45	5.31	6.67	54.83	40	32	买入	
600809.SH	山西汾酒	267.18	4.37	6.23	8.02	72.18	43.14	33.54	买入	
603589.SH	口子窖	49.72	2.88	3.42	4.14	24.61	15	13	买入	
000858.SZ	五粮液	174.59	6.02	6.98	8.12	36.97	24	20	买入	
603919.SH	金徽酒	29.02	0.64	0.93	1.18	60.33	31	24	增持	

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 内容目录

1、次高端缘起：萌芽—需求自发驱动—野蛮生长，当前进入有序发展阶段 .....	7
1.1、2017-2018 年：新商务主流价格带崛起，次高端由需求自发驱动进入企业竞争主导阶段 .....	7
1.1.1、高端酒打开行业价格带天花板，行业复苏向次高端价位扩散 .....	7
1.1.2、行业并非全面好转，而是面向高端和次高端的结构性机会 .....	10
1.2、2019 年-2020 年：价格带持续升级，出现价格裂变和酱酒热两大新热点 .....	12
1.2.1、次高端热潮延申至 500-600 价格带 .....	12
1.2.2、酱酒热兴起，价格带逻辑高于香型逻辑，退潮是必然 .....	13
1.3、次高端经历野蛮生长后，现在开始洗牌，未来将进入有序发展阶段 .....	15
2、次高端发展仍在半途，市场空间有望向两千亿元扩容，长期看空间更广 .....	18
3、温故：2010-2012 年次高端成长基础脆弱，是供给端发展泡沫带来的虚假繁荣 .....	18
4、知新：本轮基础更牢、持续性更强、业绩韧性更好 .....	21
4.1、本轮行业复苏消费升级基础扎实 .....	21
4.2、需求端自发驱动的价位升级，持续性更强 .....	23
4.3、酒企内驱力更强，价格、渠道运作更加成熟 .....	25
4.4、白酒业绩韧性更强，短期外部冲击不影响次高端趋势 .....	26
5、本轮次高端仍是结构性机会，往后看三线次高端预计增速回落，区域龙头成长性更优 .....	28
5.1、三线次高端率先通过招商铺货实现高弹性增长，当前业绩基数和招商铺货红利进入尾声 .....	28
5.2、2021 年起，区域次高端龙头业绩弹性开始凸显 .....	30
6、区域性龙头充分受益于次高端扩容红利，为未来次高端价格带最具机会的投资标的 .....	33
6.1、历史数据证明区域龙头具备较强的成长性和抗风险能力 .....	33
6.2、次高端价格带需要品牌渠道两条腿走路，区域龙头品牌力强、渠道优势显著 .....	34
6.3、省内市场升级可支撑未来 5 年以上收入快速成长 .....	36
6.4、省外市场为锦上添花，全国化不是区域龙头发展的必要条件 .....	38
7、区域次高端龙头个股投资逻辑 .....	39
8、行业评级及投资策略 .....	44
9、重点推荐个股 .....	45
10、风险提示 .....	46

## 图表目录

图 1: 我们对于次高端趋势的判断 .....	7
图 2: 2015-2021 年高端酒销量变化 (万吨) .....	8
图 3: 2015-2021 年高端酒吨价同比增速 (万元/吨) .....	8
图 4: 2016 年起飞天茅台、普五、国窖 1573 一批价 (元/瓶) 持续攀升, 普五国窖批价反过来助推出厂价提升 .....	9
图 5: 本轮行业复苏次高端发展阶段 .....	10
图 6: 2008-2021 年规模以上白酒企业数量及增速 .....	10
图 7: 2015-2021 年白酒行业营业收入及产量变化 .....	11
图 8: 白酒上市公司复苏以来营收集中度不断提升 .....	11
图 9: 白酒上市公司复苏以来利润集中度不断提升 .....	11
图 10: 酒企开始主动培育 500 元以上价格带 .....	13
图 11: 酱酒贡献收入利润占比 .....	14
图 12: 2020-2021 年业外资本争相染酱 .....	15
图 13: 次高端参与竞争的四类企业 .....	16
图 14: 次高端价格带未来仍有较大空间 .....	18
图 15: 次高端 2010-2012 年非理性繁荣的原因 .....	19
图 16: 2010-2012 年掀起业外资本进入白酒行业热潮 .....	20
图 17: 2012-2013 部分白酒企业收入断崖式下滑 (百万元) .....	21
图 18: 我国城镇化率变化趋势 .....	22
图 19: 我国 GDP 总量 (万亿元) 及增速 .....	22
图 20: 2014-2021 年棚户区改造住房数 (万套) .....	22
图 21: 居民可支配收入持续保持增长 .....	22
图 22: 2019 年以来 LV 多次提价 (单位: 美元) .....	23
图 23: 中国奢侈品市场规模占全球比重 .....	23
图 24: 乘用车、SUV、新能源汽车人均销量 .....	23
图 25: 以安徽市场为例, 我们认为省内消费升级是阶梯式价格带跃升 .....	24
图 26: 水井业绩增速与股价表现相关性较高 .....	29
图 27: 酒鬼单季度收入及增速 .....	29
图 28: 酒鬼分区域经销商净增加数 (家) .....	29
图 29: 舍得招商速度和收入增速有较明显正相关关系 .....	30
图 30: 各区域龙头省内收入占比 (%) .....	36
图 31: 2020 年各省人均可支配收入排序 (元) .....	37
图 32: 高线次高端主要参与的四类企业 .....	38
图 33: 江苏白酒市场各价格带规模占比 (2021 年) .....	38
图 34: 区域地产龙头次高端产品收入占比历年变化 .....	38
图 35: 有全国化逻辑的酒企估值较高 (2021E, 数据截至 7 月底) .....	39
图 36: 今世缘省内各大区仍维持较快增长 (2016-2021 年) .....	39
图 37: 高端及区域地产酒当前估值分位 .....	40
图 38: 洋河收入利润及增速 .....	41
图 39: 今世缘收入利润及增速 .....	41
图 40: 洋河毛利率及净利率趋势 .....	41
图 41: 今世缘毛利率及净利率趋势 .....	41
图 42: 山西汾酒收入利润及增速 .....	42
图 43: 山西汾酒毛利率及净利率趋势 .....	42
图 44: 古井贡酒收入利润及增速 .....	43

图 45: 口子窖收入利润及增速.....	43
图 46: 古井贡酒毛利率及净利率趋势.....	43
图 47: 口子窖毛利率及净利率趋势 .....	43
表 1: 多数酱酒大单品定价集中在 400 元-600 元 (京东价) .....	13
表 2: 各类酒企次高端价位保持高增, 占比不断提升 .....	17
表 3: 三线次高端和区域龙头酒企对比 .....	17
表 4: 2020 年以来不同类型酒企次高端价位产品通过直接提价、产品结构调整实现价格升级 .....	25
表 5: 2018 年至今各消费板块收入、业绩同比增长表现 .....	27
表 6: 2020Q1-2021Q2 白酒板块营业收入同比增速 (%) .....	28
表 7: 2016-2021 年白酒板块营业收入同比增速 (%) .....	31
表 8: 区域地产龙头和三线次高端酒企量价增长情况拆分 .....	32
表 9: 外延扩张 (舍得、酒鬼、汾酒) VS 步步为营 (今世缘、口子窖) .....	32
表 10: 区域地产酒稳健式增长和三线次高端波动式增对比 .....	33
表 11: 各酒企当年收入利润相比上轮高位 2012 年业绩的增速 (%) .....	34
表 12: 各酒企按类别合计当年收入利润相比上轮高位 2012 年业绩的增速 (%) .....	34
表 13: 次高端的运作需要“品牌+营销”两条腿走路.....	35
表 14: 三线次高端和区域龙头酒企的运作模式不同 .....	36



# 1、次高端缘起：萌芽—需求自发驱动—野蛮生长，当前进入有序发展阶段

白酒自 2016 年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。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。我们认为 2018 年是次高端趋势性高增的开端，2020 年后高端酒增速回归稳健，次高端成为新增长引擎，行业进入第二成长阶段。次高端是我们持续看好并推荐的白酒趋势性大机会，本篇报告我们将详细阐述次高端发展历程及阶段变化。

图 1：我们对于次高端趋势的判断



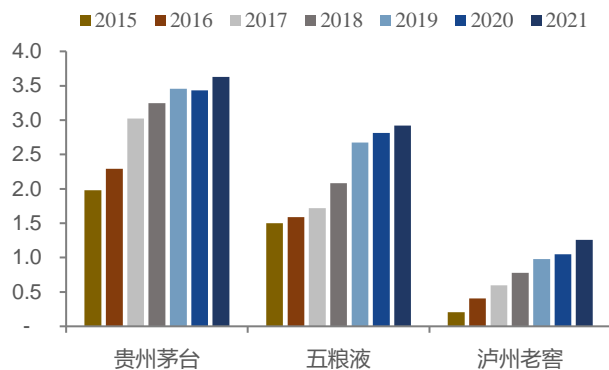
资料来源：Wind，国海证券研究所

## 1.1、2017-2018 年：新商务主流价格带崛起，次高端由需求自发驱动进入企业竞争主导阶段

### 1.1.1、高端酒打开行业价格带天花板，行业复苏向次高端价位扩散

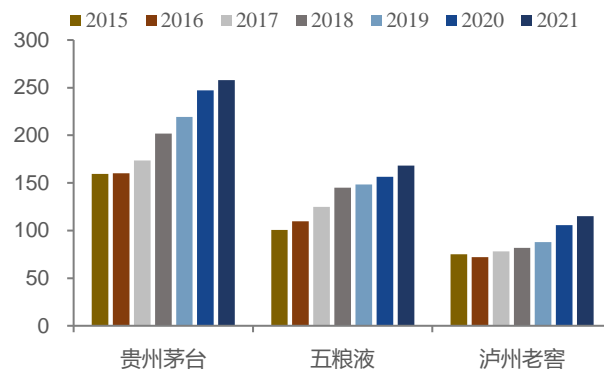
2015 年行业调整触底之后，高端酒最先走出调整，2016-2020 年连续五年量价齐升，竞争格局清晰稳固（仅有茅台、五粮液、国窖三个品牌）。整体来看，2016-2020 年贵州茅台、五粮液、泸州老窖高端酒销量与吨价持续增长，销量复合增速分别为 11%、15%、27%；吨价复合增速分别为 11%、9%、10%。

图 2: 2015-2021 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 3: 2015-2021 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

**高端酒提价, 打开白酒行业价格天花板。**白酒是商务社交的重要催化剂, 在白酒行业的深度调整期, 居民的财富积累、经济活动的发展为白酒行业的复苏打下了基础; 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, 飞天一批价在 2016 年下半年进入加速上涨的通道, 并在当年顺利突破 1000 元, 普五、国窖受益跟随上涨, 行业的价格天花板被打开。至此, 次高端开始萌芽, 价格区间也扩大至 300-800 元。



图 4：2016 年起飞天茅台、普五、国窖 1573 一批价（元/瓶）持续攀升，普五国窖批价反过来助推出厂价提升



资料来源：Wind，今日酒价，国海证券研究所

在高端带动下，行业复苏由头部向次高端价位扩散：

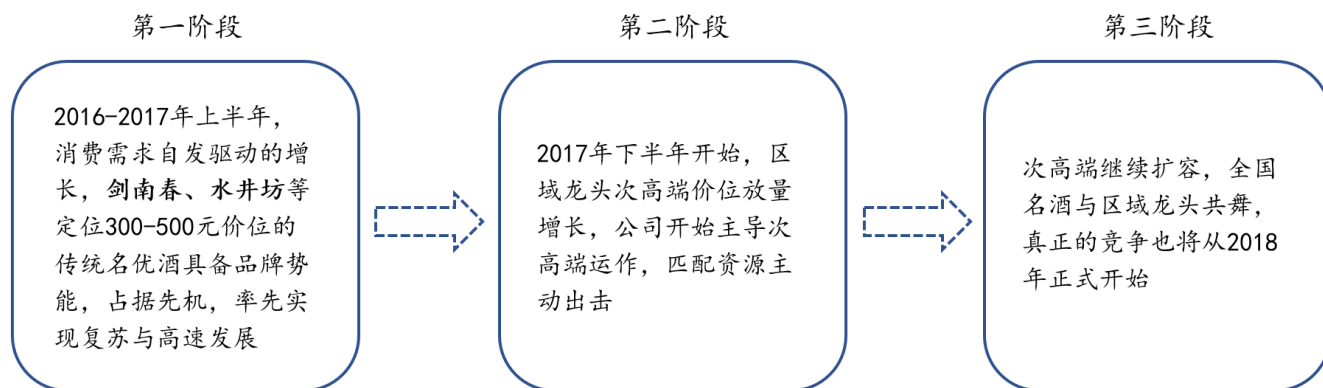
(1) 300 元次高端价位替代原来 100 元中高价位，成为新商务主流价位，是行业成长重要的驱动力量。综合各区域经济发展水平、居民收入、消费习惯等，我们认为次高端新商务价位在 200-500 元之间，重点在 300-400 元。这一次发展的主导力量是消费需求自下而上驱动的，所以次高端继续扩容、高速增长的趋势延续，也更稳定。

(2) 2017 年以前，次高端价位带为需求端自发驱动的增长。本轮次高端崛起以 2016 年底茅台一批价格突破千元为标志，是消费需求自发驱动的增长。2017 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，而区域龙头次高端产品的收入占比较小，虽然其次高端品牌增速不逊于全国性名酒，但对于整体业绩弹性的贡献有限，市场关注度较低。

(3) 2018 年次高端由需求自发驱动向企业主导转型，更多拥有成熟管理和营销优势的区域龙头意识到行业新趋势，在资源和营销模式上向次高端价格带产品倾斜，加速次高端的增长。全国名酒和区域名酒共舞，共同做大行业蛋糕，次高

端价格带迅速扩容。2017 年次高端价格带的市场容量约为 300 亿元，2019 年发展为 600 亿元，两年增长了一倍以上。随着区域龙头开始找到针对次高端的运作方法，匹配资源主动出击，行业真正的竞争也从 2018 年正式开始。

图 5：本轮行业复苏次高端发展阶段

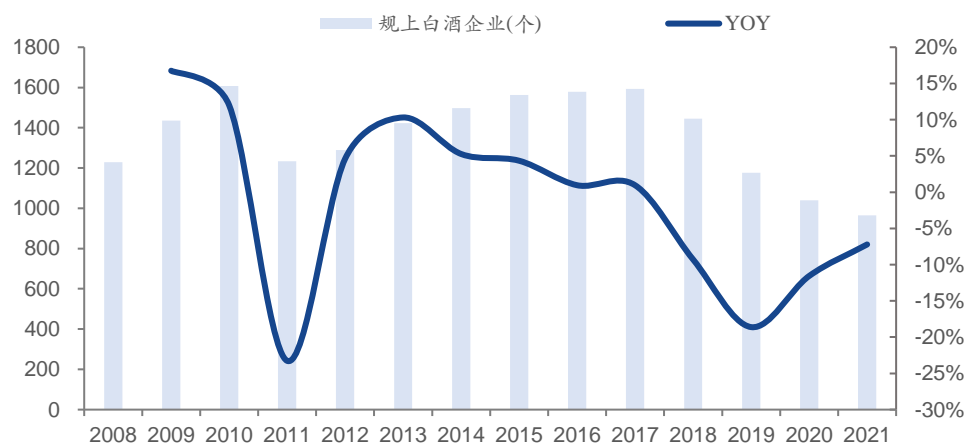


资料来源：国海证券研究所

### 1.1.2、行业并非全面好转，而是面向高端和次高端的结构性机会

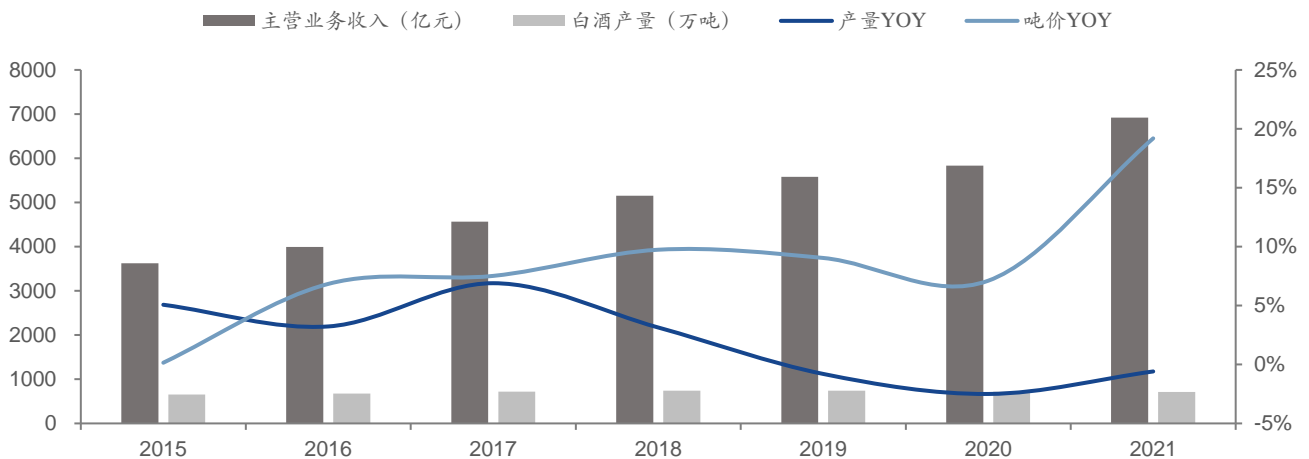
从 2012 年开始，白酒行业就已经进入到强分化的状态，由量价齐升进入到依靠产品结构提升和提价驱动的阶段。白酒行业目前总量已经达到天花板，不再增长，宏观经济放缓，外部经济压力对白酒行业的影响主要体现在量上，但由于白酒的价格带宽，量不增只靠价格也能实现白酒行业收入规模的大幅增长。2016-2021 年，白酒行业营业收入复合增速约为 11.4%，其中年产量的复合增速仅为 1.5%。收入增长主要依靠吨价提升带动，价格升级成为推动行业增长的核心因素。

图 6：2008-2021 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

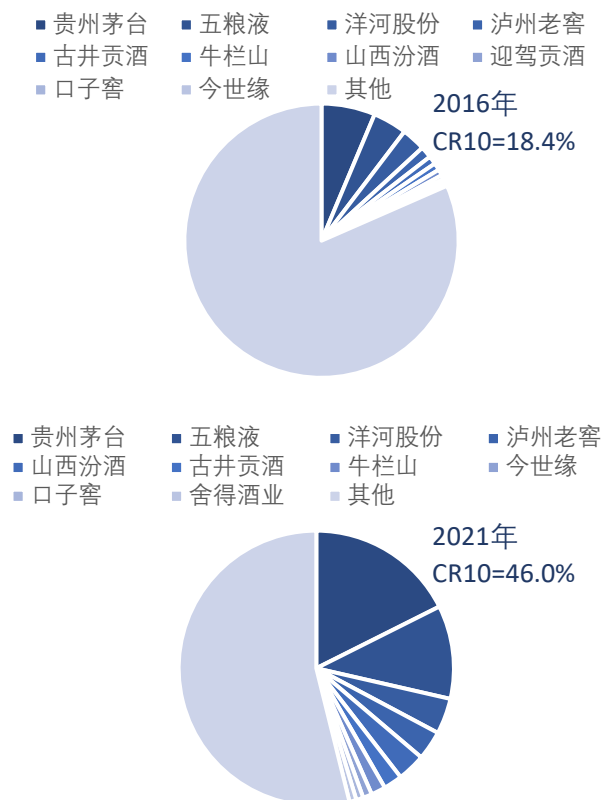
图 7：2015-2021 年白酒行业营业收入及产量变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

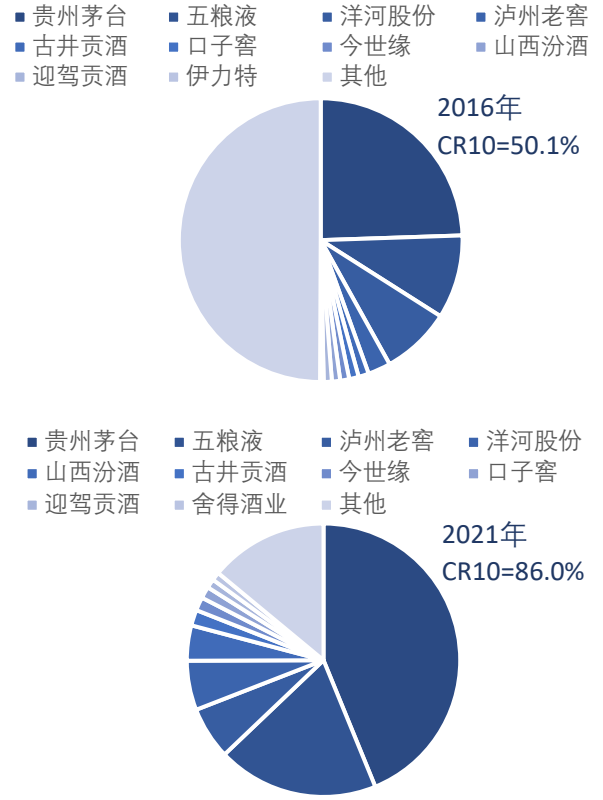
本轮行业复苏并不是整体性机会，而是进入到优质产能淘汰劣质产能、价格升级、品牌竞争为主导的阶段，预计只有部分头部企业可以分享这一轮行业增长的红利，市场呈现出挤压式增长的特点。由于品牌意识的崛起，消费者更青睐有品牌、品质保证的产品，同时优质品牌企业的营销和管理能力大幅提升，所以在价格升级的过程中必然带来品牌头部集中化的趋势。上市公司收入、利润 CR10 分别由 2016 年的 18.4%、50.1% 增长到 2021 年的 46.0%、86.0%。

图 8：白酒上市公司复苏以来营收集中度不断提升



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：白酒上市公司复苏以来利润集中度不断提升



资料来源：Wind，国海证券研究所

## 1.2、2019 年-2020 年：价格带持续升级，出现价格 裂变和酱酒热两大新热点

**2019 年次高端整体规模 2 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。**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 brand 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。

**“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，次高端价格带形成了两大热点：**一是内部价位向 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。**二是酱酒热。**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。

### 1.2.1、次高端热潮延申至 500-600 价格带

此前我们通常将次高端新商务价位定在 200~500 元之间，虽然地域之间会有不同，但重点基本集中在 300~400 元。2019 年春节 500 元价位产品初露锋芒，2020 年上半年单品动销明显加快。剑南春经过多次提价后，坐稳 400 元价格带，并无形中拔高了次高端的价格中枢，水井坊、青花 20、梦 3 水晶版、古 16 及四开国缘等顺势放量，500 元以上价格带则成为提前布局下一轮竞争的焦点，梦 6+、古 20、低度国窖、习酒 1988、红花郎及国台、摘要等均在此价位带参与竞争。

**高端提价+酒企培育+酱酒催化促成次高端内部价格带分化：**

- 1) 高端酒提价打开了价格天花板，2020 年整箱茅台一批价升至 2800 元左右，五粮液和国窖之间的竞争正式跃升至千元价格带，800 元以下都成为次高端可以充分发挥的空间；
- 2) 酒企战略运作更加纯熟，主动提价提产品结构迎合消费需求，“成熟一代、培育一代”，在 300 元价格带进入放量阶段后，各区域龙头在品牌传播和资源聚焦主打 600 元价格带的产品；
- 3) 酱酒普遍定位在 500-600 元价位段，加速了该细分价格带的培育速度。

图 10: 酒企开始主动培育 500 元以上价格带



资料来源: 百度百科, 微酒, 酒食汇, 酒业家, 佳酿网, 华夏时报, 华夏酒报, 中国日报网, 每日经济新闻, 新浪财经, 潇湘晨报, 国海证券研究所

表 1: 多数酱酒大单品定价集中在 400 元-600 元 (京东价)

零售价	茅台酱香	习酒	郎酒	钓鱼台	国台	珍酒	金沙
2000					龙酒	珍 30	
1500	茅台 1935	君品	青花郎	珐琅彩	十五年		
1000	飞天迎宾				十年		
900							
800		窖藏 1988					摘要
700							
600			红花郎 15	国宾		珍酒 15	
500	汉酱	窖藏 1998	红花郎 10		国标		
400	王子		珍品郎		典酱	珍 8	
300	贵州大曲	金质					珍藏 12
200		银质					珍藏 9
100						珍 5	

资料来源: 京东品牌旗舰店, 国海证券研究所

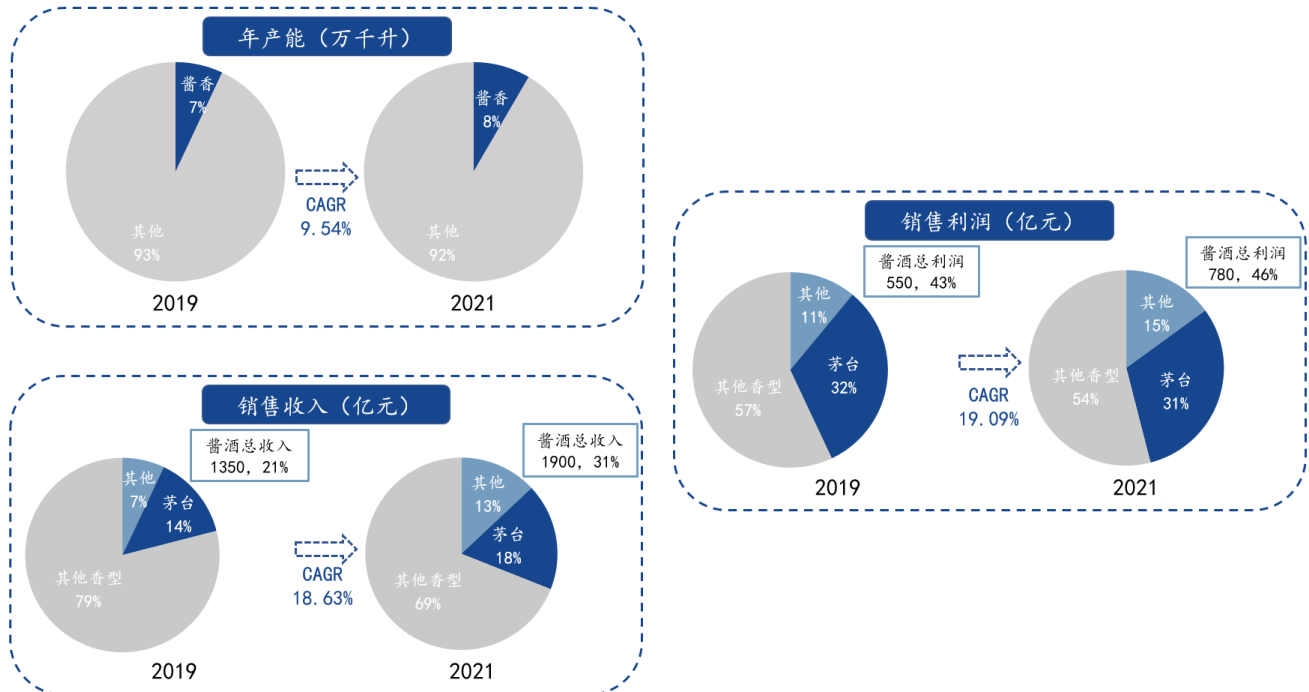
### 1.2.2、酱酒热兴起, 价格带逻辑高于香型逻辑, 退潮是必然

酱酒贡献了白酒行业整体三成的收入和四成的利润, 其中茅台收入和利润占了很大一部分。据权图测算, 2021 全年我国酱香酒产业实现销售收入约 1900 亿元, 同比+22.6%, 占比约 31%, 较 2019 年同期有很大提升; 利润约 780 亿元, 同比+23.8%, 占比约 46%。而酱酒中茅台收入占白酒总收入达到 18%, 利润占比则将近 31%。酱酒企业反常规超高速增长引起各方关注, 但市场对酱酒的发



展存在分歧。

图 11：酱酒贡献收入利润占比



资料来源：《2022 年度酱酒报告》，《2019 年度酱酒报告》，wind，国海证券研究所（注：统计口径含翻沙级和碎沙级酱酒）

我们分析“酱酒热”的背后主要有以下三点原因：

**1) 茅台的溢出效应。**酱酒竞争格局分化更加严重，仅茅台就占据了千亿元。茅台对酱香品类具有很强的引领作用，成本论、产区论、存贮制度、产能稀缺、饮后适感等多方面因素促使消费者有尝试性需求；品类竞争使得酱酒企业不再局限于品牌竞争中的讲血统、讲历史的传统思路，而是通过高品质和独特性吸引消费需求，实现高速增长。

**2) 满足了价格升级下消费者对产品和品质的差异化选择需求，价格逻辑大于香型逻辑。**本轮白酒更深层的逻辑在于价格逻辑——消费升级大趋势下主流价格带跃升带来高端和次高端白酒的高速增长。酱酒的价格多处 400 元以上的次高端风口，大部分酱酒企业不用过多营销就可以顺势实现高增。2019 年酱酒 1350 亿元的销售规模中，次高端价位段（300~800 元）酱酒销售占比达到 30%。实际上次高端风口上的清香和浓香型产品也保持着较高的增速：青花汾酒三年复合增速 45% 以上；剑南春销售火爆，财年有 30%+ 的增速；酒鬼酒、水井坊 2021 年收入同比增长远超市场预期；国缘四开、古 20、洋河 M6+ 等大单品增速也不落下风，印证了行业的价格逻辑。

**3) 酱酒高毛利的运作模式整合了渠道的积极性。**酱酒企业规模较小，不像传统



酒企有完备的市场渠道，酱酒通行开发买断模式，主要以团购渠道为主，价格管控也相对容易，渠道毛利仅次于茅台，经销商及业外资本大量涌入，渠道密集铺货也对酱酒的高增长做出贡献。近三年，涌入茅台镇的资本多达千亿以上，业内外资本以及大商集体入局酱酒，供需缺口和业内外资本的进入进一步放大了酱酒的繁荣程度。

因此，酱酒异军突起是多方因素共同塑造的结果，反应更多是价格带升级的趋势性机会，酱酒热只是次高端大趋势的一个短期亮点。

图 12：2020-2021 年业外资本争相染酱

公司	主营	涉酱操作
娃哈哈	软饮料	22.01.20：推出两款产自茅台镇的白酒产品——宗帅家酒和领酱国酒
鲁花集团	调味品	21.11.18：推出了两款酱酒产品并通过鲁花会员商城进行销售（售价999元/瓶的鲁花酱香经典（黄）和499/瓶的鲁花酱香经典（白））
高瓴资本	投资	高瓴岩恒及其关联方拟合计持有金沙窖酒25.791%的股权
CMC	投资	21.07：CMC独家投资“肆拾玖坊”6亿元人民币B轮融资
中恒集团	医药制造	21.06.28：旗下子公司注册啤酒和白酒商标（酱酒陈坛窖藏产品售价780/瓶，搭赠龟苓膏）
吉宏股份	电商和包装	21.06.28：拟收购贵州钓台贡酒业不低于70%的股权（于10月19日终止）
众兴菌业	食用菌生产	21.06.20：拟收购茅台镇圣窖酒业100%股权（于10月15日终止）
融创中国·环球佳酿	零售	21.05.19：携手融创入局，在仁怀整体投资超100亿元，四年规划产能3万吨
五叶神集团	烟草	21.04.30：与仁怀市签订投资协议，正式启动厚工坊酒业年产5000吨酱香型白酒生产项目
海南椰岛	软饮料	21.04：全资子公司椰岛酒业拟与贵州省仁怀市茅台镇糊涂酒业有限公司共同出资设立合资公司，入局酱酒行业
周大福	黄金珠宝	21.04：2021年博鳌年会集团宣布将投资100亿资本打造高端酱酒产业基地
修正药业	医药	21.03：欲收购茅台镇酱酒企业
巨人集团	互联网科技	20.10：巨人集团旗下控股公司与天邦伟业酿酒共同出资，拟成立贵州省仁怀市黄金酒业股份有限公司
来伊份	休闲零食	20年初：推出自有品牌醉爱酱酒

资料来源：微酒，酒业家，各公司官方公众号，国海证券研究所

我们认为从品质和消费需求的角度看，酱酒热存在风险，当前热度已处于退潮期：

（1）酱酒热从发展到退潮，核心出发点要看产品品质和消费者需求。普通消费者对酒的香型了解有限，容易在茅台的引领+终端经销商推介下产生尝试性需求。尝试性的终端需求被层层放大后，酱酒从终端到经销商到厂商积累了大量泡沫。但部分酱酒产品品质不够，消费者复购意愿较低，导致产品实际动销不佳。后续基本消费需求没有跟上，短期招商铺货的虚假繁荣就难以持续，酱酒热退潮是必然的。

（2）酱酒热已出现退潮。据渠道调研数据，上半年部分酱酒的回款、价盘等已出现风险，以酱酒中运作相对较好的国台为例，上半年回款完成度较低，渠道库存压力加大，经销商流失。市场多认为当前酱酒热的退潮是疫情影响和经济疲软导致的消费力短暂受损，但我们认为酱酒热退潮本质是行业问题，一次性尝试后消费者的复购率降低，多数酱酒品牌缺乏消费者实际需求支撑。

### 1.3、次高端经历野蛮生长后，现在开始洗牌，未来将进入有序发展阶段

我们将次高端的竞争品牌基本分为四大类：

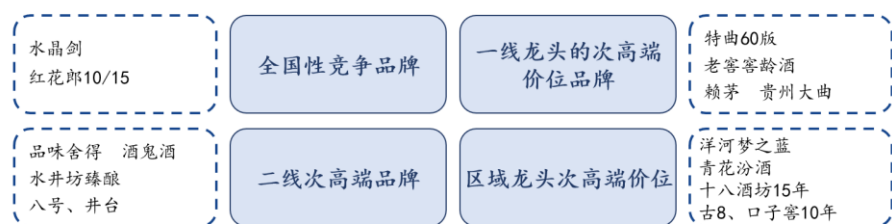
一是以剑南春为代表的全国性竞争力品牌，包括卡位次高端价位的酱酒品牌（习酒、国台、红花郎、钓鱼台等），市场规模最大，同价位段品牌影响力最强；

二是一线茅台五粮液老窖次高端价位的品牌，如低度国窖、贵州大曲、赖茅、特曲 60、五粮春等，近两年均呈现出高速增长态势；

三是水井坊、舍得、酒鬼等三线次高端，产品价格一直定位 300-600 次高端，缺乏根基市场，消费者认知较清晰，产品结构单一，次高端风口来临很容易出现高弹性；

四是洋河梦之蓝、青花汾酒、古井贡酒 8 年/16 年、口子窖 10 年/20 年、老白干十八酒坊 15 年/20 年等为代表的区域龙头次高端价位产品，2017 年开始呈现出放量增长的态势。

图 13：次高端参与竞争的四类企业



资料来源：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，所以增速更稳健，2016-2021 年区域地产龙头收入复合增速约为 15%，剔除洋河影响后复合增速 21%。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）也连续有较快增长。

表 2：各类酒企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

我们认为未来“全国化品牌和区域强势品牌并存”的竞争格局将延续，但不同次高端品牌的表现分化：当前三线次高端业绩基数已较高，招商铺货也面临瓶颈，预计三线次高端品牌、酱酒增速将回落，而以实际消费为导向的优质酒企增长稳健，今年中秋是重要考验节点。行业野蛮生长告一段落，开始洗牌，未来将进入有序发展阶段。真实的动销需求是检验酒企发展持续性的试金石。

表 3：三线次高端和区域龙头酒企对比

	三线次高端品牌	区域龙头
产品	产品结构纯粹，一直定位次高端价格带	有一定中高端产品占比，次高端占比逐渐提升
增长模式	招商铺货的外延式增长为主	动销式增长为主
业绩弹性	低基数下铺货，野蛮生长阶段业绩可在短期内高速增长，有序生长阶段面临高基数、动销持续性等问题	为上台阶式增长。早期次高端占比较小，所以业绩弹性不大，但随着次高端放量，未来业绩弹性和增长趋势更好

资料来源：国海证券研究所

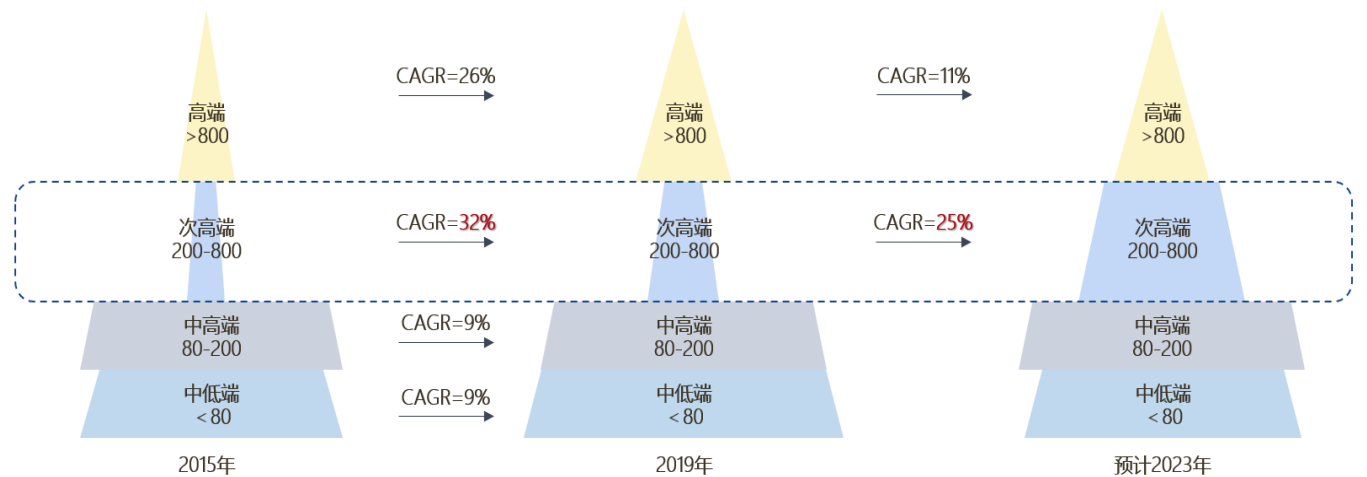
## 2、次高端发展仍在半途，市场空间有望向两千亿元扩容，长期看空间更广

复盘百元价位的成长历史，新商务主流价位的崛起将带来市场空间的大幅扩容：2002年-2012年餐饮渠道兴起以及经济活动发展带动了中高价位崛起，80-200元上下价格带成为商务消费的主流价格带，口子窖、洋河、古井等一大批酒企先后开启了酒店盘中盘、消费者盘中盘等营销模式创新，借助渠道力提升有了飞跃式的发展，因此这个价位的运作和发展几乎贯穿了整个白酒的黄金时代。

截止目前，300元以下价位总收入规模占比仍超过40%，当前仍处在300元（200-500元）价位取代原来的80-200元的中高端成为新商务消费的主流价格带的进程中，行业的成长以及扩容主要是主流价位的成长。根据我们测算，未来3-5年时间内，仅考虑100元升级至300元（假设百元价位20%的消费量升级为300元价位），即可直接带来千亿元以上的市场增量，相比次高端2021年1000-1100亿元规模有一倍以上空间。长期来看，行业价格带仍在升级中，未来300元价格带仍有向更高价格带升级趋势，行业成长空间广阔。

因此，我们判断未来三到五年次高端有望向2000亿元规模扩容。白酒行业正在由第一成长阶段向第二成长阶段过渡，类比上轮中高端十年发展历程，次高端的成长才刚进行至1/3。展望未来，考虑到行业价格带仍持续升级（500-600元价格带起势），次高端价格带空间更广。

图 14：次高端价格带未来仍有较大空间



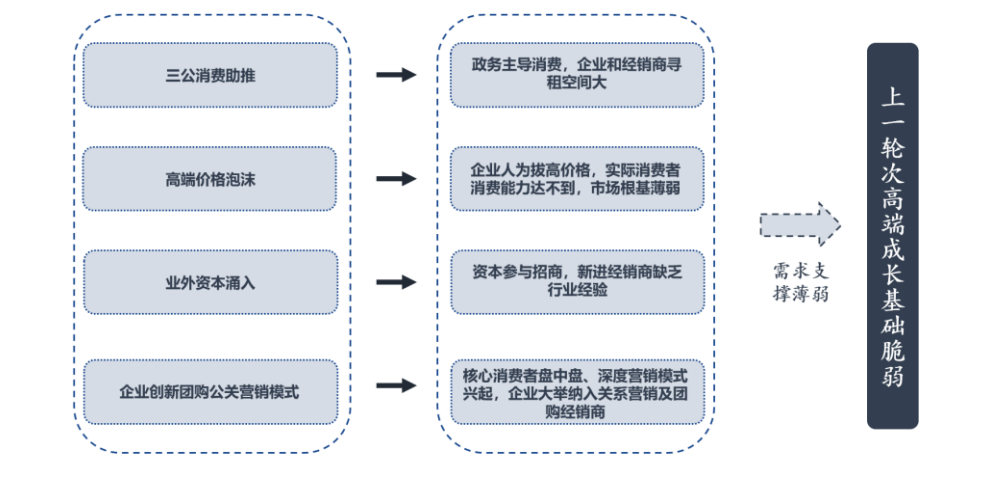
资料来源：Wind，国海证券研究所测算

## 3、温故：2010-2012年次高端成长基础脆弱，是供给端发展泡沫带来的虚假繁荣

300元价位次高端实际从2010年开始兴起，在此后的两年都呈现翻番式的增长，

当时的成长背景是三公消费成为政商务市场的主导，企业推力是高成长的主要原因。

图 15：次高端 2010-2012 年非理性繁荣的原因



资料来源：国海证券研究所

复盘 2010-2012 年的次高端热潮，我们总结主要有以下驱动因素：

**（1）驱动因素一：政商务主导酒类消费，社会结构为高端、次高端的茁壮成长提供肥沃土壤。**在上一轮白酒扩容阶段中，中高端以上基本上是政商务消费，次高端酒的消费涵盖的范围较广，其中有相当比例是用于政商务宴请。

**（2）驱动因素二：高端酒提价，为次高端留下巨大的市场空白。酒企纷纷推出高端及次高端新品。**高端酒价格是行业价格的天花板，高端酒不断提价，将白酒产品的价位拉的越来越宽，行业所能容纳的企业数量和规模也越来越大，在上一轮的行业高点，以茅台为代表的高端白酒批价在 2011 年最高突破 2000 元，价格泡沫达到顶峰。上一轮行业快速发展的直接刺激因素是高端酒提价带来的次高端产品的价格带（300-800）形成，而需求端的支撑并不牢固，这个价格带在培育初期主要是二线名酒和地方强势品牌的天下，企业通过推出更高价位的新产品，提升产品结构，占领次高端市场。2011 年，酒企纷纷推出高端及次高端新品，其中茅台推出汉酱，五粮液推出六和，以及老窖窖龄，汾酒青花 20，沱牌舍得，老白干十八酒坊，四特东方韵等次高端被纷纷推出。从上市公司公布的数据来看，企业 2011 年的增长很大部分来自于次高端产品的高成长。

**（3）驱动因素三：白酒行业的高成长吸引资本逐利大举渗入，形成行业非理性繁荣。**2011 年行业高速发展带动行业热度不断提升，白酒行业的高毛利和消费属性吸引逐利资本大举渗透，资本参与行业的方式在次高端市场的主要表现在流通渠道的渗透，资本参与招商，提高了行业热度，加速了行业的增长，也带来了行业非理性繁荣泡沫。



图 16: 2010-2012 年掀起业外资本进入白酒行业热潮

时间	事件
2009年10月	<b>事件：维维股份收购枝江酒业</b> 2009年10月维维股份购买枝江酒业51%股权，于2013年9月从少数股东处增持20%股权，正式持有枝江酒业71%的股份。
2010年1月	<b>事件：高盛集团参股宋河酒业</b> 2010年1月，高盛集团通过GS Capital Partners VI出资3000万美元，对河南宋河酒业进行投资，获得宋河酒业30.2%的股权。
2011年3月	<b>事件：海航集团收购贵州怀酒厂60%股份</b> 海航集团通过旗下一家投资公司，以7.8亿元收购贵州怀酒厂60%的股份。
2011年7月	<b>事件：联想集团进入白酒行业</b> 2011年7月，联想控股全资接管泸州老窖持有的股份、控股武陵（老窖占14% 联想占39%），11月29日，联想控股收购河北乾隆醉酒业87%股份。另皇台计划收购河北山庄老酒，四特收购临川股份。
2011年11月	<b>事件：联想控股收购板城烧锅酒</b> 2011年11月29日，联想控股有限公司在石家庄正式宣布收购河北乾隆醉酒业87%的股份，并表示目前还没有确定最终金额，不排除进一步增持剩下13%国有股的可能。
2012年6月	<b>事件：贵州醇酒业有限公司成立</b> 维维股份2012年6月21日晚间公布了关于贵州省贵州醇酒业有限公司成立，以及该公司与贵州兴义阳光资产经营管理有限公司签订《资产购买协议(土地使用权及房产)》的公告。
2012年7月	<b>事件：凯乐科技拟购泸州名豪酒业51%股权</b> 2012年7月8日，凯乐科技发布公告称，公司控股子公司黄山头酒业与名豪签订股权收购意向协议，拟收购泸州名豪酒业51%股权。
2012年9月	<b>事件：联想控股全资收购孔府家酒</b> 2012年9月16日，“联想控股酒业与孔府家酒战略合作签约仪式”在山东曲阜成功举办，联想控股酒业表示将以4亿元的价格全资收购孔府家酒，并将通过一系列基因重组的工程推动孔府家酒的跨越式发展。

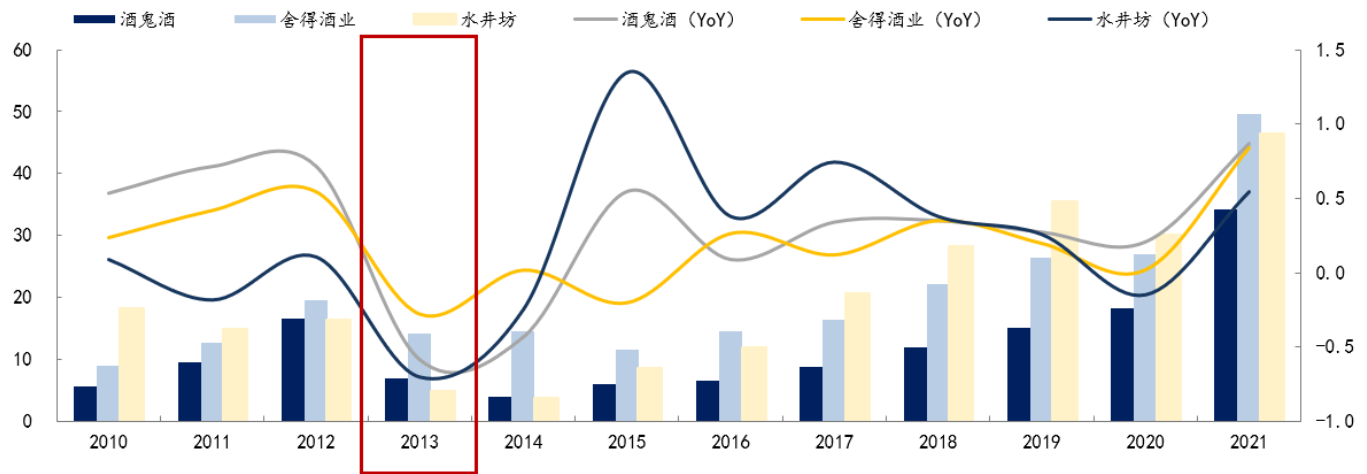
资料来源：中华网财经，北京商报，北京晨报，云酒头条，中国证券网，蓝鲸财经，财新网，证券时报网，国海证券研究所

**（4）驱动因素四：团购公关营销模式一定程度上也有推波助澜。**我们认为白酒行业在 2000 年以后就开始进入渠道竞争时代，这一时期政商务活动发展、餐饮渠道兴起，渠道运作中人脉关系营销以及团购经销商的纳入一定程度上也助推了 2010-2012 年次高端的泡沫化发展。

**2012 年下半年受到三公消费、经济减速和投机资本撤出的影响，次高端酒受到重创，泡沫破灭，业绩出现断崖式的下滑。**



图 17：2012-2013 部分白酒企业收入断崖式下滑（百万元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

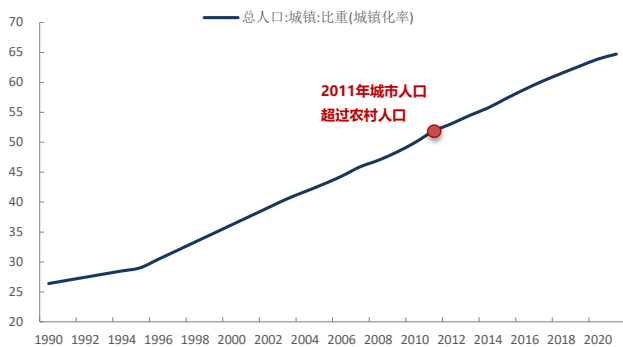
## 4、知新：本轮基础更牢、持续性更强、业绩韧性更好

行业在经过 5 年时间的积淀后，在消费升级等因素的影响下，100 元向 300 元价格带升级已经具备强大消费能力的支撑，上一轮导致价格带泡沫的三公消费以及渠道非理性助推都已不复存在，因此次高端开始迎来真正的大发展。

### 4.1、本轮行业复苏消费升级基础扎实

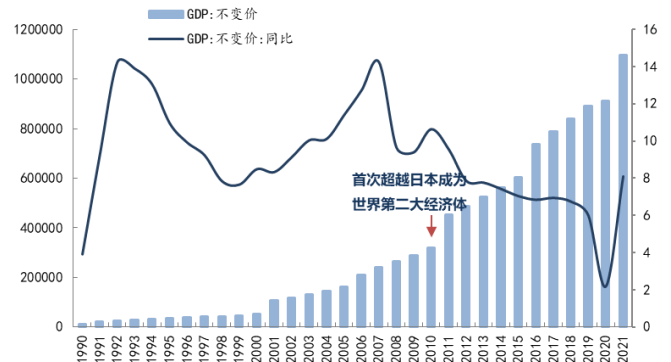
2009 年以来我国经济稳定快速增长，城镇化率持续提高。2008 年金融危机下，政府的四万亿政策有效刺激了经济，中国经济“一枝独秀”，2010 年 GDP 总量首次超越日本成为世界第二大经济体，当年我国 GDP（不变价）达到 32.0 万亿元，增速达到 10.6%，基建欣欣向荣，政商务消费崛起。2011 年末，我国城镇人口首次超越农村人口，正式进入城镇化的“拐点”，国内开始出现具备较强购买力的消费者。

图 18: 我国城镇化率变化趋势



资料来源: wind, 国海证券研究所

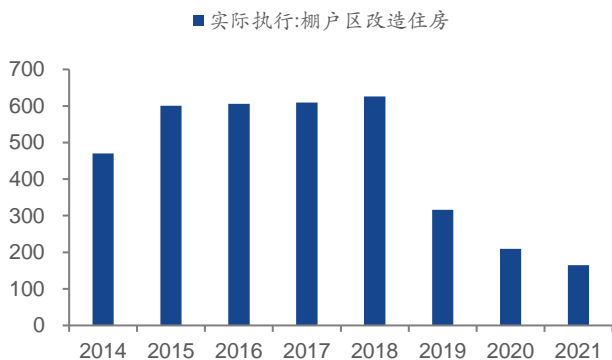
图 19: 我国 GDP 总量 (万亿元) 及增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

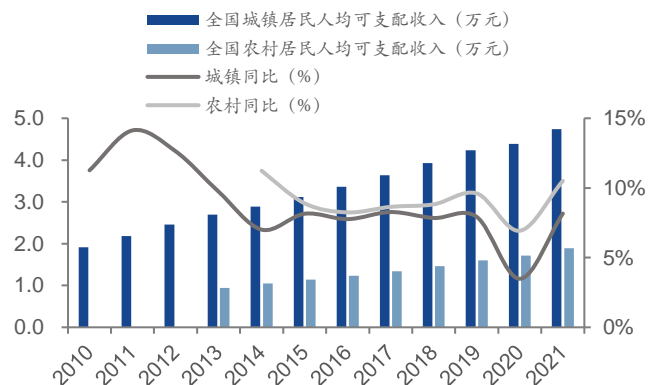
**2016 年开始居民财富被放大，夯实消费升级基础。**2015 年 2 月起我国连续五次降息、五次降准刺激经济。2015 年下半年，中央经济工作会议继续推进地产去库存，加速推动棚改货币化政策，通过给予大部分改造区住户高于当地市场房价的补偿价格实现了定向流动性宽松，居民财富被放大。供给侧改革、地产去库存、棚改货币化、进出口及商务活动复苏等宏观表现，将消费升级的基础打牢，对白酒行业复苏也产生了深远影响。

图 20: 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 21: 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

**中产阶级人群扩大，居民开始追求档次消费，对部分商品价格的价格敏感度降低。**麦肯锡指出 2000 年中国有 500 万户家庭的年收入在 11500-43000 美元，2015 年达到了 2.25 亿户，中产阶级崛起。根据世界各国的发展经验，当人均 GDP 达到 8000 美元时，即达到消费升级阶段，我国人均 GDP 于 2015 年超越 8000 美元，2019 年超越 10000 美元，恩格尔系数也于 2016 年起稳定在较低的水平。房价上涨、食品类支出占比下降，均导致消费者对价格敏感度逐渐降低，推动消费档次上移。即使 2013-2015 年、2018-2019 年宏观经济面临压力，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。近年来国际一线奢侈品

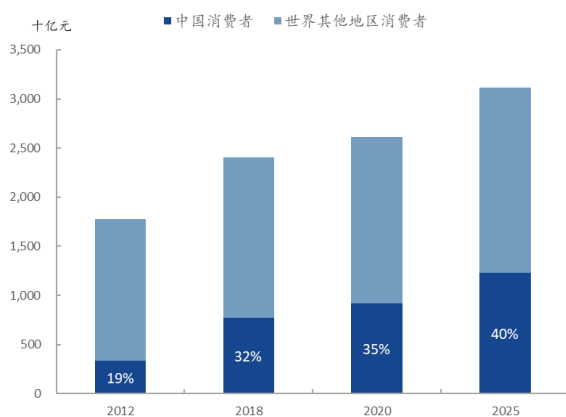
牌多次涨价，但并不影响国内消费者需求。

图 22：2019 年以来 LV 多次提价（单位：美元）

单品	2019	2020.5	2021.1	2021.10	2022.2	涨幅
Pochette Accessoires (Monogram Canvas)	525	630	790	1050	1290	145.71%
Mini Pochette	340	365	445	540	745	119.12%
Multi Pochette Accessoires	1550	1860	2050	2360	2570	65.81%
Neverfull PM	1310	1420	1460	1620	1960	49.62%
Speedy 35	1090	1180	1180	1390	1620	48.62%
Neverfull MM	1390	1500	1540	1690	2030	46.04%
Speedy 30	1070	1160	1160	1370	1550	44.86%
Neverfull GM	1470	1580	1620	1760	2100	42.86%
Speedy 25	1050	1140	1140	1350	1490	41.90%
Pochette Metis (Monogram Canvas)	1830	1980	2050	2360	2570	40.44%
Pochette Metis (Reverse Monogram)	1880	2050	2100	2360	2570	36.70%
Speedy B35	1530	1660	1700	1800	1960	28.10%
Speedy B30	1510	1640	1680	1740	1890	25.17%
NeoNoe (Monogram Canvas)	1650	1780	1810	1890	2030	23.03%
Speedy B25	1490	1610	1650	1690	1820	22.15%

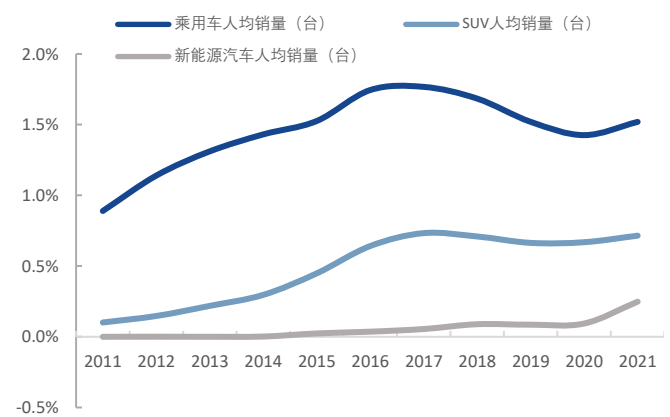
资料来源：FifthAvenueGirl、REETZY、purseblog，国海证券研究所

图 23：中国奢侈品市场规模占全球比重



资料来源：麦肯锡奢侈品报告 2019，国海证券研究所

图 24：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

## 4.2、需求端自发驱动的价格升级，持续性更强

自下而上驱动大于自上而下拉动，基础更牢固。与上一轮类似，本轮次高端趋势的萌芽以行业复苏后茅台一批价破千为标志。但一方面，本轮高端白酒成功实现需求转移，三公消费转向大众消费，同时居民财富积累、消费力提升，因此**本轮是消费者自发驱动的价位升级，基础更牢**。2016-2017年，酒企尚未聚焦资源运作次高端产品时，剑南春、水井坊销售已出现高增长，2017年下半年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。

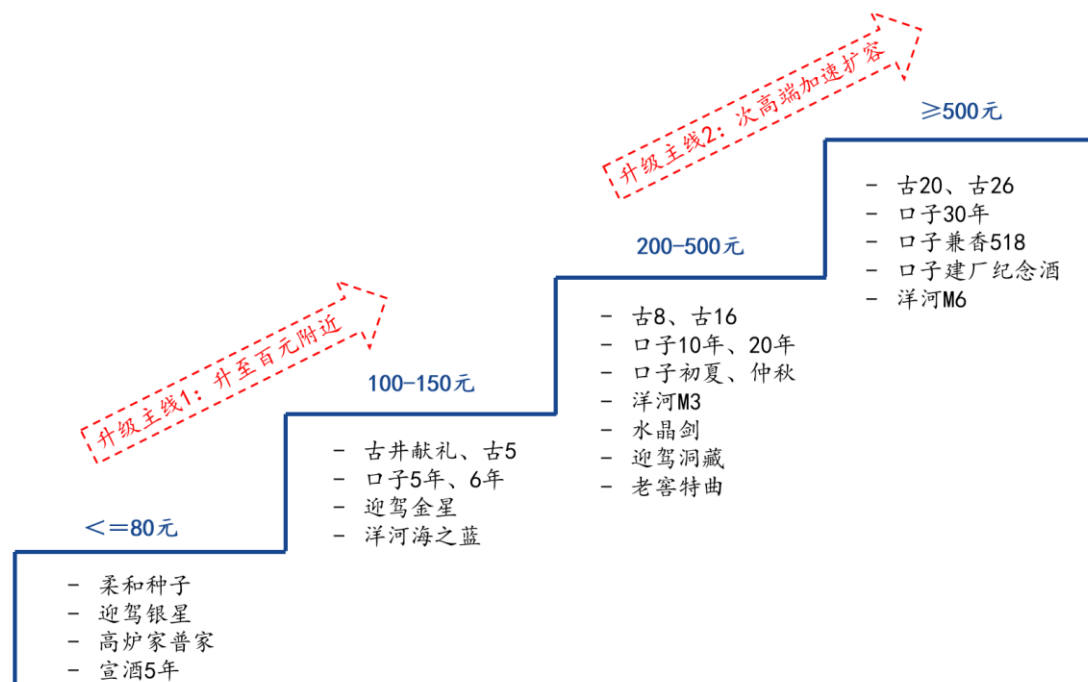
另一方面，白酒升级不是连续的斜率式升级，而是阶梯式升级。白酒的跃级升级特点使消费者很难降低消费档次：

(1) 白酒消费存在价格带，行业价格升级的体现往往是产品升级到更高价格带后，在该价格带放量。因此白酒价格升级并非是斜率式的增长，百元价格带向次高端200~300元升级后并不是继续向300~400元延伸，而是直接跃升至500~800元价位，越往上升级，价格的跨度越大。

(2) 白酒行业跨越式的消费升级并非一蹴而就，而是在经过长时间的积累之后才会跨越升级，量变引发质变，在更高的一个价格带持续放量，比如古井2009年就推出了定位80-90元的年份原浆献礼版，经过多年的培育发展，献礼版和原浆五年的收入占比才慢慢达到了较高的水平，期间也经历了2012年行业的大调整。

从这个角度看，我们认为白酒行业的消费升级趋势一旦形成，就很难逆转，经济波动和行业调整只会影响升级的速度，但不会改变趋势。本轮次高端趋势享受了过去十年积累的消费升级红利。这也是疫情发生以来，白酒业绩韧性强于其他消费行业的核心逻辑，我们将在下文详细讲述白酒韧性。

图 25：以安徽市场为例，我们认为省内消费升级是阶梯式价格带跃升



资料来源：京东旗舰店，今日酒价，国海证券研究所

### 4.3、酒企内驱力更强，价格、渠道运作更加成熟

经历深度调整期后，酒企渠道营销方式更成熟理性。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。

酒企有意识提价和升级产品结构，整个次高端价位呈现越提价越繁荣状态。高端酒、以大单品为主的酒企往往通过提价方式迎合消费升级，更多的酒企通过产品结构升级的方式来实现价格升级。主要上市白酒企业的毛利率普遍在 70%以上，由于行业的特殊属性，白酒产品一般并不采取成本加成定价法，次高端品牌提价则更多是基于营销手段或竞争策略的自主选择，起到提升渠道利润空间、压货使库存增值、占领消费者心智等作用。

表 4： 2020 年以来不同类型酒企次高端价位产品通过直接提价、产品结构调整实现价格升级

类型	公司	时间	提价、产品升级详情
布局较早 小步快跑	剑南春	2020-01	金剑南 K6 零售价+20 元/瓶，水晶剑零售价+20 元/瓶
		2020-03	水晶剑出厂价+25 元/瓶，珍藏剑出厂价+30 元/瓶
		2020-04	水晶剑、珍藏剑的建议零售价调整为 489/788 元
		2020-12	水晶剑出厂价+30 元/瓶
		2020-12	水晶剑终端零售价提至 519 元/瓶；珍藏剑终端零售价提至 888 元/瓶
		2021-03	水晶剑出厂价正式+30 元/瓶（提价 20 元+渠道政策缩紧 10 元）
		2021-12	52 度水晶剑零售价 545 元/500ml，46 度/42 度水晶剑零售价 535 元/500ml，38 度水晶剑零售价 515 元/500ml
		2022-03	水晶剑出厂价提升至 438 元
	2022-07	水晶剑开票价提升至 440 元	
	今世缘	2020-02	出厂价、终端供货价、零售价及团购价同时上调（元/瓶）：四开+20、对开+20、单开+10、K5+35、K3+20 元、柔雅国缘+10、淡雅国缘+20
2020-07		出厂价、终端供货价、零售价及团购价上调（元/瓶）：四开+15、对开+10	
2021-01		四开国缘：21 年 1 月~3 月，每月 1 日按 10 元/瓶上调出厂价，计划内配额执行当期出厂价，计划外为出厂价+10 元	
2022-06		在现有开票价基础上四开国缘上调 10 元/瓶，对开国缘上调 5 元/瓶	
培育新一代稳步提价	古井贡酒	2020-07	终端成交价上调：献礼版 90 元（+5），古 5 120 元（+10），古 8 230 元（+10），古 16 370 元（+20），古 20 550 元（+15），古 26 900 元（+20）
		2020-12	核心大单品古 20 出厂价+20 元/瓶
		2021-12	古 30 42 度团购成交价调整为 1400 元/瓶，52 度团购成交价调整为 1600 元/瓶
	洋河股份	2019-11	新品 M6+上市，供应/成交价（520/620 元），高于老 M6（450/500~550 元）
		2020-09	M3 产品供价+20 元/瓶。终端建议成交价不低于 420（低度）、500（高度）
		2020-11	M3 水晶版：出厂价 400 元/经销商出货 430~440 元/零售价 460 元，高于老 M3（出厂价 310-320 元/批价 355~360 元/成交价 390~400 元）
享受次高端增长红利	舍得酒业	2020-03	第四代品味舍得零售价+30 元/瓶：52 度 598 元/瓶、38 度 568/瓶
		2020-12	舍之道上调 10 元/瓶终端门店供货价格
		2021-12	38/42/52%vol 品味·舍得（藏品），出厂价上调 30 元/瓶，终端建议零售价调整为 819 元/瓶；52%vol 智慧·舍得（藏品）出厂价上调 50 元/瓶，终端建议零售价调整为 1199 元/瓶。
		2022-06	2020 年出品的 64.5%vol500ml 天子呼（陈香）零售指导价调整至 6980 元/瓶，500ml 品味舍得酒的瓶贮年份酒执行新的零售指导价格。500ml 藏品舍得（10 年）和 500ml 沱牌曲酒（80 年代）两款产品的瓶贮年份酒执行新的零售指导价格。

	水井坊	2020-09	臻酿八号 臻酿八号（中/低度）建议零售价+20 元/瓶
		2020-12	52 度臻酿八号建议零售价上调至 498 元/瓶（+20）
		2020-12	52 度水井坊典藏大师版建议零售价上调至 1199 元/瓶（+160）； 38 度水井坊典藏大师版建议零售价上调至 899 元（+120）
		2021-04	臻酿八号供货价和建议零售价上调 10 元（528 元）
		2021-09	井台全系列建议零售价上调 30 元/瓶，臻酿八号全系列建议零售价上调 20 元/瓶。
酱酒热下供需驱动或渠道驱动	郎酒	2020-06	53 度红运郎 500ml 厂价上调 199 元/盒，建议零售价 4589 元/盒； 53 度红运郎 998ml 厂价上调 499 元/盒，建议零售价 8889 元/盒； 53 度青云郎 500ml 厂价上调 299 元/盒，建议零售价 8489 元/盒； 53 度青云郎 998ml 厂价上调 699 元/盒，建议零售价 18579 元/盒
		2020-07	郎牌郎酒：500ml 厂价+29 元/瓶；精品礼盒厂价+59 元/盒
		2020-09	红十/红钻/红十五：计划外和建议零售价 379/409/579、498/598/698 元 红运郎：500ml/998ml 计划外和建议零售价 3489/6689、4589/8889 元 青云郎：500ml/998ml 计划外和建议零售价 6389/12399、8489/18579 元
		2022-04	郎酒股份高端产品 53 度 500 毫升青花郎计划内出厂价提高 100 元/瓶

资料来源：微酒，酒说，酒海观潮，北京商报，中华网财经，界面新闻，南方都市报，财联社，新京报，澎湃新闻，金融界，搜狐酒业，潇湘晨报，华夏酒报，食品论坛，美酒网，国海证券研究所

#### 4.4、白酒业绩韧性更强，短期外部冲击不影响次高端趋势

**疫情冲击不改次高端升级趋势，酒企业绩韧性被持续验证。**行业复苏以来，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，但收入、利润稳步增长，行业价格升级的趋势不变。

**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。**宏观经济 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，对经济和消费的情绪都偏悲观。但自 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

疫情短期冲击下，白酒业绩韧性持续被验证，价位升级趋势也无逆转。2020 年春节疫情突然爆发，几乎覆盖白酒春节旺季的中期和后期，消费场景熔断，动销影响较大，上半年业绩短期受损。但随着二季度国内经营秩序恢复正常，白酒消费场景也快速修复，2020 年中秋旺季渠道反馈超预期，茅台批价在短暂跌破 2000 元后迅速回弹。2020Q3 起白酒业绩即有明显复苏，且此后维持稳健增长，今年一季度酒企多顺利实现开门红，业绩韧性凸显，次高端业绩弹性显现。

表 6: 2020Q1-2021Q2 白酒板块营业收入同比增速 (%)

收入增速	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
<b>高端酒</b>	<b>11.0%</b>	<b>8.9%</b>	<b>10.9%</b>	<b>13.1%</b>	<b>16.9%</b>	<b>12.7%</b>
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%
<b>区域次高端龙头</b>	<b>-12.3%</b>	<b>-6.8%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.7%</b>	<b>32.8%</b>	<b>37.1%</b>
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%
<b>三线次高端</b>	<b>-26.7%</b>	<b>-32.8%</b>	<b>24.0%</b>	<b>20.6%</b>	<b>119.7%</b>	<b>150.0%</b>
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%
<b>区域酒企</b>	<b>-39.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>1.3%</b>	<b>-1.6%</b>	<b>49.9%</b>	<b>18.5%</b>
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%
<b>上市酒企合计</b>	<b>0.1%</b>	<b>3.3%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.5%</b>	<b>24.3%</b>	<b>21.5%</b>

资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 5、本轮次高端仍是结构性机会，往后看三线次高端预计增速回落，区域龙头成长性更优

### 5.1、三线次高端率先通过招商铺货实现高弹性增长，当前业绩基数和招商铺货红利进入尾声

近几年三线次高端品牌通过招商铺货外延式扩容，在低基数基础上获得高速增长，业绩短期弹性大。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，在低业绩基数的基础上，短期通过招商铺货的外延式扩容实现高弹性增长。三线次高端 2016-2021 年业绩持续高增，收入复合增速约为 31%，2018-2021 年复合增速约为 30%。

本轮次高端趋势中水井最先通过招商铺货实现高弹性增长。2017 年公司招商扩张，收入猛增，全年同比增长 74.13%至 20.48 亿元，股价一路上行。但 2018Q2

业绩增速回落，股价也随之回调。2021 年公司在低基数上实现高增，2022 年业绩目标稳健，营收/净利润计划同增约为 15%/15%。公司的产品结构、品牌和渠道营销策略均精准卡位，充分享受次高端扩容红利。

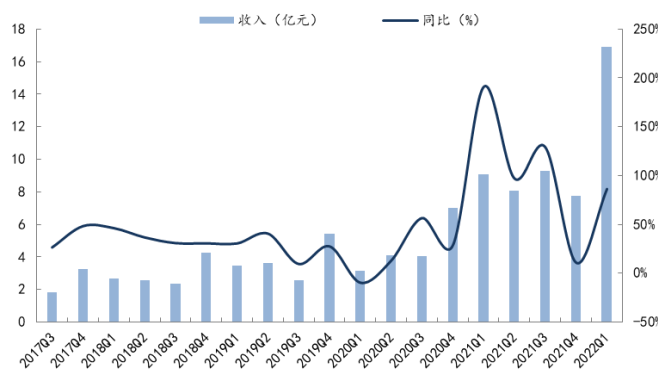
图 26：水井业绩增速与股价表现相关性较高



资料来源：wind，国海证券研究所

酒鬼则在 2019 年开始扩大招商，内参短期高增，市场拓展期业绩弹性较大。酒鬼 2020 年和 2021 年经销商增加 235 家、493 家。公司在基础较好的省内市场实行配额制，厚增渠道利润，省外精选优质经销商，布局北京、河北、广东等战略市场。公司在行业风口上享受了近 7 个季度招商铺货带来的弹性红利，如今外延式扩张已取得较好成果，未来需要用持续的动销巩固战果，因此待公司渠道逐渐稳定后应紧密跟踪其实际动销情况。

图 27：酒鬼单季度收入及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

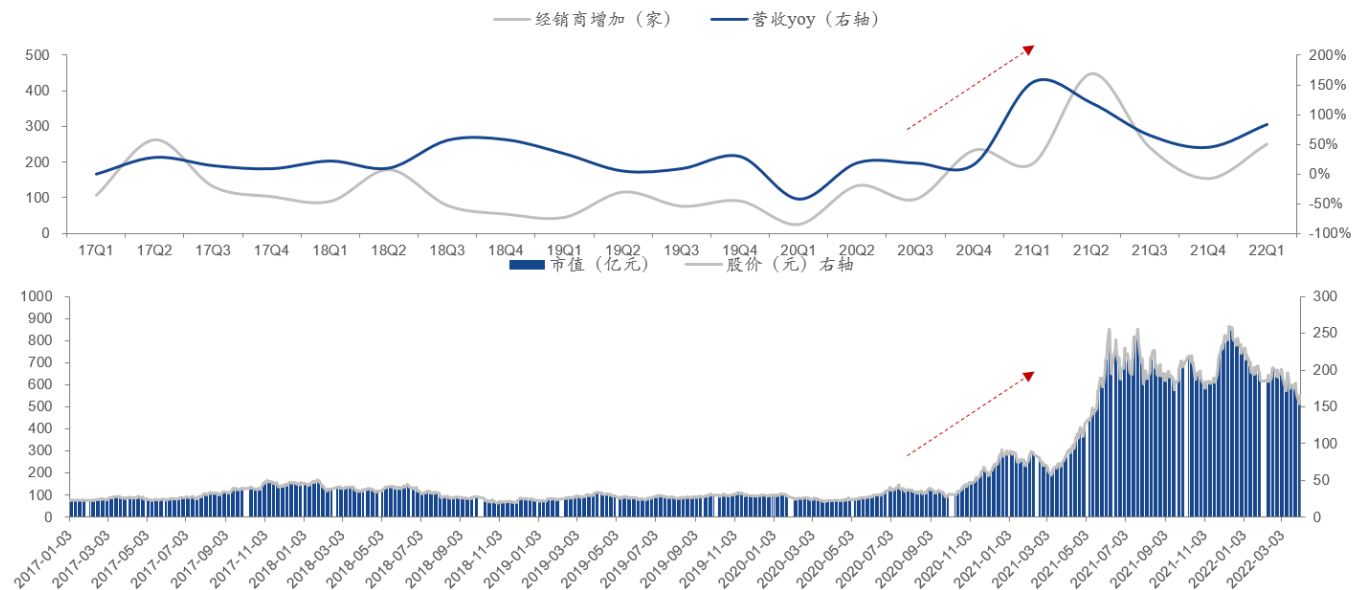
图 28：酒鬼分区域经销商净增加数（家）

	区域	2019年	2020年	增加数	2021年	增加数
酒鬼	华北	34	73	39	184	111
	华东	118	183	65	196	13
	华南	39	50	11	73	23
	华中	212	319	107	574	255
	其他	125	138	13	229	91

资料来源：酒鬼酒公司公告，国海证券研究所

舍得则于 2020Q4 开始新一轮招商铺货。随后业绩连续五个季度高增长。舍得 2020Q4 开始招商加速，2021 年全年新增经销商 1036 家，经销商数量同比增长 27.88%，同年收入增长 83.8% 达到 49.7 亿元，增长显著。比较舍得单季度经销商净增加量和收入增速，拟合度较高。

图 29：舍得招商速度和收入增速有较明显正相关关系



资料来源：同花顺，Wind，舍得公司公告，国海证券研究所

## 5.2、2021 年起，区域次高端龙头业绩弹性开始凸显

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%）。

表 7: 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
<b>高端酒</b>	<b>17.7%</b>	<b>39.2%</b>	<b>28.2%</b>	<b>18.8%</b>	<b>11.1%</b>	<b>14.2%</b>
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%
<b>区域次高端龙头</b>	<b>8.4%</b>	<b>19.7%</b>	<b>27.2%</b>	<b>9.4%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>28.5%</b>
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%
<b>三线次高端</b>	<b>26.1%</b>	<b>38.6%</b>	<b>36.2%</b>	<b>23.8%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>72.7%</b>
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%
<b>区域酒企</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.7%</b>	<b>15.2%</b>	<b>5.0%</b>	<b>-10.9%</b>	<b>17.6%</b>
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%
<b>上市酒企合计</b>	<b>13.6%</b>	<b>30.2%</b>	<b>27.2%</b>	<b>15.7%</b>	<b>6.5%</b>	<b>19.3%</b>

资料来源: Wind, 国海证券研究所

总结: 三线次高端率先通过铺货外延扩张实现放量, 区域龙头次高端产品早期贡献较小, 当前业绩弹性开始凸显。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, 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。2018 年酒企开始主动培育次高端产品后, 三线次高端和区域龙头的次高端产品销量均有较快增长。

表 8：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）

我们预计本轮次高端发展至当下，不同类型的次高端酒企表现分化，将是结构性机会。当前三线次高端业绩基数已至高位，招商铺货也进入尾声，品牌缺乏基地市场，在消费者认知、渠道下沉及营销团队建设方面相对较弱，当前业绩基数已经到高位，招商铺货也开始进入瓶颈期，往后看必然会出现增速回落。长期是否能够持续增长主要取决于公司在品牌、营销、渠道上进一步的精耕细作，机会和挑战并存。对比舍得酒鬼和今世缘口子近年来经销商数量变化，可以发现三线次高端是通过短期招商铺货在低基数基础上实现波段式增长，而区域龙头的经销商数量稳定小幅扩张，业绩则是稳扎稳打的持续稳健增长。

表 9：外延扩张（舍得、酒鬼、汾酒）VS 步步为营（今世缘、口子窖）

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	493	1256	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



表 10: 区域地产酒稳健式增长和三线次高端波动式增对比

	收入 (亿元)							利润 (亿元)						
	酒鬼酒	舍得酒业	水井坊	古井贡酒	洋河股份	山西汾酒	今世缘	酒鬼酒	舍得酒业	水井坊	古井贡酒	洋河股份	山西汾酒	今世缘
2001	5.2	8.6	11.4	8.1		4.3		1.0	0.3	1.7	0.7		0.3	
2002	3.8	8.5	10.5	5.3		5.2		-1.4	0.1	0.2	0.5		0.2	
2003	3.5	7.5	9.2	5.6		6.3		-0.9	0.1	-1.8	-0.4		0.4	
2004	4.8	8.0	7.9	6.0	4.2	8.4		0.1	0.1	0.7	-2.6	0.1	0.9	
2005	3.6	8.1	6.0	6.5	6.8	10.7		-2.8	0.1	0.8	0.1	0.5	1.3	
2006	2.0	8.8	8.1	9.6	10.7	15.3		-2.3	0.2	1.0	0.1	1.7	2.6	
2007	2.1	9.0	10.0	12.0	17.6	18.5		0.6	0.4	2.0	0.3	3.7	3.6	
2008	3.3	8.7	11.8	13.8	26.8	15.8		0.4	0.4	3.1	0.3	7.4	2.5	
2009	3.6	7.2	16.7	13.4	40.0	21.4		0.6	0.5	3.2	1.4	12.5	3.5	
2010	5.6	8.9	18.2	18.8	76.2	30.2		0.8	0.8	2.4	3.1	22.0	4.9	
2011	9.6	12.7	14.8	33.1	127.4	44.9	22.4	1.9	2.0	3.2	5.7	40.2	7.8	5.3
2012	16.5	19.6	16.4	42.0	172.7	64.8	25.9	5.0	3.7	3.4	7.3	61.5	13.3	6.8
2013	6.8	14.2	4.9	45.8	150.2	60.9	25.2	-0.4	0.1	-1.8	6.2	50.0	9.6	6.8
2014	3.9	14.4	3.6	46.5	146.7	39.2	24.0	-1.0	0.1	-4.0	6.0	45.1	3.6	6.5
2015	6.0	11.6	8.5	52.5	160.5	41.3	24.2	0.9	0.1	0.9	7.2	53.7	5.2	6.9
2016	6.5	14.6	11.8	60.2	171.8	44.0	25.5	1.1	0.8	2.2	8.3	58.3	6.1	7.5
2017	8.8	16.4	20.5	69.7	199.2	60.4	29.6	1.8	1.4	3.4	11.5	66.3	9.4	9.0
2018	11.9	22.1	28.2	86.9	241.6	93.8	37.4	2.2	3.4	5.8	17.0	81.2	14.7	11.5
2019	15.1	26.5	35.4	104.2	231.3	118.8	48.7	3.0	5.1	8.3	21.0	73.8	19.4	14.6
2020	18.3	27.0	30.1	102.9	211.0	139.9	51.2	4.9	5.8	7.3	18.5	74.8	30.8	15.7
2021	34.1	49.7	46.3	132.7	253.5	199.7	64.1	8.9	12.5	12.0	23.0	75.1	53.1	20.3

资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 6、区域性龙头充分受益于次高端扩容红利，为未来次高端价格带最具机会的投资标的

### 6.1、历史数据证明区域龙头具备较强的成长性和抗风险能力

自上一轮行业高点 2012 年发展至今，业绩增长排序靠前的白酒公司主要是高端的茅台、五粮液以及区域次高端龙头，三线次高端酒鬼水井等在本轮发展中依靠在次高端风口招商铺货，也迎来了快速增长。个股方面，收入规模增长幅度最大的是贵州茅台，不仅在 2017 年率先恢复，相比 2012 年收入增长 131%，并且 2021 年，茅台的收入相比 2012 年增长的幅度持续领先。

区域龙头整体表现出了较好的成长性，而且稳定性更为突出，抗风险能力强。古井贡酒、山西汾酒收入规模增速仅次于茅台，2021 年相比 2012 年分别增长 216% 和 208%。且在 2017-2020 年间，整体区域龙头的收入利润弹性仅次于高端酒，2018 年部分酒企仍未能恢复至 2012 年的收入和利润高点，但区域龙头相比当年已全部实现正增长。这背后的原因涉及到品牌力、市场基础、营销模式和消费需求等各方面。茅台高端白酒中品牌力最强，在行业趋势向下的时候市场份额大幅提升。而区域龙头酒有基地市场，其核心产品基本处于所在区域白酒消费最主流的价位段，在当地品牌深入人心，对经济周期的敏感性要弱于高端白酒，同时省内也有份额提升的空间，因此增速更为稳健。

表 11: 各酒企当年收入利润相比上轮高位 2012 年业绩的增速 (%)

分类	个股	2017		2018		2019		2020		2021	
		收入	利润	收入	利润	收入	利润	收入	利润	收入	利润
高端酒	贵州茅台	131%	103%	192%	165%	236%	210%	270%	251%	314%	294%
	五粮液	11%	-3%	47%	35%	84%	75%	111%	101%	143%	135%
	泸州老窖	-10%	-42%	13%	-21%	37%	6%	44%	37%	79%	81%
区域次高端龙头	山西汾酒	-7%	-29%	45%	11%	83%	46%	116%	132%	208%	300%
	洋河股份	15%	8%	40%	32%	34%	20%	22%	22%	47%	22%
	古井贡酒	66%	58%	107%	134%	148%	189%	145%	156%	216%	217%
	今世缘	14%	32%	44%	70%	88%	115%	97%	132%	147%	200%
	口子窖	44%	144%	70%	236%	86%	277%	60%	180%	101%	279%
三线次高端	酒鬼酒	-47%	-64%	-28%	-55%	-8%	-40%	11%	-1%	107%	80%
	水井坊	25%	-1%	72%	72%	116%	145%	84%	117%	183%	255%
	舍得酒业	-16%	-61%	13%	-8%	35%	37%	38%	57%	154%	237%
地产酒	迎驾贡酒	-6%	43%	4%	67%	13%	100%	3%	105%	36%	197%
	老白干酒	52%	46%	115%	212%	142%	260%	116%	179%	142%	247%
	金种子酒	-44%	-99%	-43%	-82%	-60%	-136%	-55%	-88%	-47%	-130%
	金徽酒	37%	138%	50%	143%	68%	154%	77%	211%	83%	205%
	伊力特	9%	49%	21%	81%	31%	89%	2%	44%	10%	32%
	天佑德酒	10%	-131%	13%	-64%	5%	-88%	-36%	-138%	-12%	-79%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 12: 各酒企按类别合计当年收入利润相比上轮高位 2012 年业绩的增速 (%)

	收入相比2012年增速					利润相比2012年增速				
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021
高端	56%	100%	137%	164%	201%	42%	88%	129%	163%	203%
区域次高端龙头	19%	52%	66%	65%	112%	15%	49%	56%	63%	102%
三线次高端	-13%	18%	47%	44%	148%	-46%	-5%	36%	50%	177%
地产酒	3%	18%	24%	10%	30%	-24%	14%	6%	6%	29%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 6.2、次高端价格带需要品牌渠道两条腿走路，区域龙头品牌力强、渠道优势显著

上一轮白酒十年黄金发展期明显的标志是 100 元中高价位白酒的崛起，区域龙头渠道基础较好。2002~2012 年餐饮渠道兴起以及经济活动发展带动了中高价位崛起，百元价格带成为商务消费的主流价格带。80-200 元价位段的白酒主要以省级区域强势品牌为主，比如洋河、古井、口子窖、老白干、四特、白云边、西凤等，都是典型的区域龙头。纵观各区域品牌的发展，多数都是在中高价位空间（80-200 元）取得成功。口子窖、洋河股份、古井贡酒等企业先后开启了酒店盘中盘、消费者盘中盘等营销模式，使得公司的渠道力有了飞跃式的发展，并在白酒“黄金十年”中取得了巨大收获。

目前尚未出现新的营销模式，行业进入系统性竞争时代，品牌重要性显现。近年来消费者对于品牌和品质的重视程度提升，茅台凭借强品牌力成为行业龙头。原来地产酒的着力点在于渠道，费用投放基本集中在渠道和终端，本轮白酒企业治理更趋理性，在消费升级背景下，未来将更多的体现在以品牌为主导的品牌/渠道/产品等多方面综合实力的系统竞争中。

不同于百元价格带，次高端价位运作模式的核心竞争力在于“品牌+营销”，其中品牌是首要竞争要素（此价位会天然屏蔽一大部分企业）。品牌溢价可以支撑次高端价位的产品结构提升，而营销力则是企业市场开拓和扩张的助推器。在行业成长过程中，区域龙头经过多年深耕培育，其品牌已足够支撑次高端价位发展，也形成了核心市场区域内不亚于全国性名酒的品牌影响力，叠加其独特资源以及消费者点对点沟通优势，未来成长的持续性会更强。

表 13：次高端的运作需要“品牌+营销”两条腿走路

价位	竞争要素	市场范围	重点渠道	核心驱动因素	代表品牌/产品
高端	品牌力	全国市场	专卖店、商超、核心团购、礼品渠道	依靠品牌、历史、文化提升产品附加值，满足消费人群的身份、体验等心理需求和送礼需求	茅台、五粮液、国窖 1573
次高端	品牌+营销	全国及区域市场	酒店、团购、烟酒店等	品牌力弱于一线，但有名酒基因；区域次高端依靠营销创新能力和执行力弥补品牌力的不足，掌控终端、消费者点对点沟通较强	剑南春、郎酒、梦之蓝、青花汾、古 8、古 20、口 20、水井坊、酒鬼酒等
中高端	渠道运作	根据地及板块市场	酒店、团购、烟酒店等	通过核心终端推广形成市场消费氛围，带动整个市场放量	海之蓝、天之蓝、古 5、口 5、口 6 等
中低端	营销力+品牌知名度	局部区域、全国市场	流通渠道	通过广告投放带动市场流行，依靠大流通提高市场铺货率	牛二、红星二锅头、老村长、玻汾等

资料来源：国海证券研究所

区域龙头的核心优势在于区域深耕和营销组织，当前已实现资源及营销运作重点由渠道向消费者转移。2018 年以来，更多拥有成熟管理和营销优势的地产酒龙头开始意识到行业新的发展方向，主动投入资源培育。多数龙头在次高端价位上已经完成了从被动自然增长到主动布局培育，利用自身优势贴近消费者，通过直接沟通的机会持续影响核心消费群体，因而在资源转嫁和产品结构提升方面可以更加顺畅。而且区域名酒知名度高，在根据地市场具有扎实的根基，其品牌优势也能够对次高端价位形成有效支撑，充分享受省内消费升级和份额提升的红利，增长更为稳健。

表 14: 三线次高端和区域龙头酒企的运作模式不同

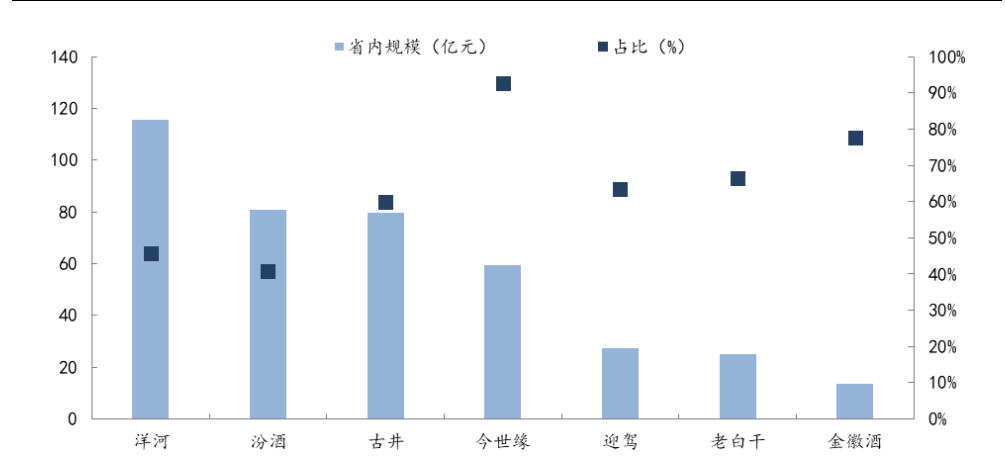
	三线次高端品牌	区域龙头
品牌	品牌知名度高，渠道吸引力强	区域知名度高，市场扩张难度高
产品	一般是全国性产品，区域适应性差	产品推广更灵活，适应性强
渠道	渠道模式成熟，易于复制推广	模仿能力强，模式灵活多变
资源	资源缺乏，通过招商弥补	人脉资源强大，可操作空间大

资料来源：国海证券研究所

### 6.3、省内市场升级可支撑未来 5 年以上收入快速增长

回顾区域龙头的成长历程，多数公司增长主要由省内市场贡献。一方面，行业竞争越来越激烈，龙头公司可以借助其品牌和渠道优势，在省内持续挤压三四线小酒企，不断扩大自身市场份额；另一方面，消费升级带来价位提升，省内产品结构不断上移，拉动区域龙头收入规模和利润水平提升。

图 30: 各区域龙头省内收入占比 (%)

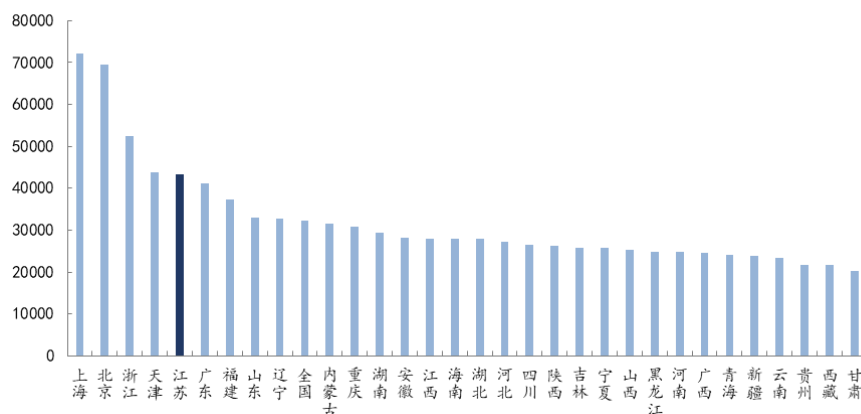


资料来源：各公司公告，国海证券研究所

区域结构升级的空间和历程可参考江苏省市场：

1) 江苏因发达的经济水平、较高的人均可支配收入以及较重的饮酒风气，白酒消费水平领先全国 2-3 年，是白酒消费升级的标杆市场，苏南、苏中和苏北近年来消费的主流价格带向上扩容的趋势明显。2002-2012 年期间，中高端百元产品也是率先在江苏市场成为主流价格带，洋河于 2003 年推出蓝色经典，在公司主导下 100-200 元价格带产品持续升级放量。

图 31：2020 年各省人均可支配收入排序（元）



资料来源：wind，国海证券研究所

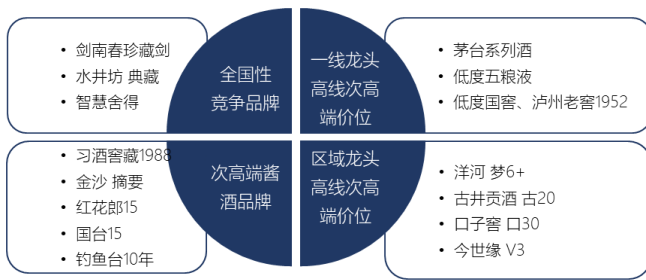
**2) 本轮白酒复苏江苏市场次高端也最先加速：**2016 年洋河梦之蓝收入占比不到 20%，近年来维持较快增长，目前占比已达 40%左右，今世缘 300 元以上价格带 2016 年占比为 36.6%，2021 年占比已达到 65%。当前江苏省内主流宴席的消费价位 300-400 元，南京等高线市场达到 400 元。

**3) 省内价格带升级速度超市场预期，预计未来仍有广阔空间。**当前江苏省内次高端规模约为 200 亿+，2018-2021 年以复合 22%的速度扩容；江苏作为全国次高端市场升级的风向标，未来 3-5 年省内次高端市场仍然有千亿元以上的成长空间。

**4) 次高端扩容同时价格带出现分化，高线次高端开始起势，500-600 价格带增速加快。**江苏市场 600 元价格带于 2019 年初露锋芒。由于高线次高端价位规模较小，2019-2021 年江苏省内其复合增速超 35%，预计未来 3-5 年也将保持在 25-30%左右增速区间，快于行业平均增速。以洋河为例，梦 6+提前布局 600+商务消费价格带，充分享受省内消费升级红利，2020 年规模（报表收入）预计超 30 亿元，2021 年借势保持高增，预计全年收入规模接近 50 亿元，与低度国窖 1573、习酒窖藏 1988、低度五粮液共同领跑 600 元价位段。

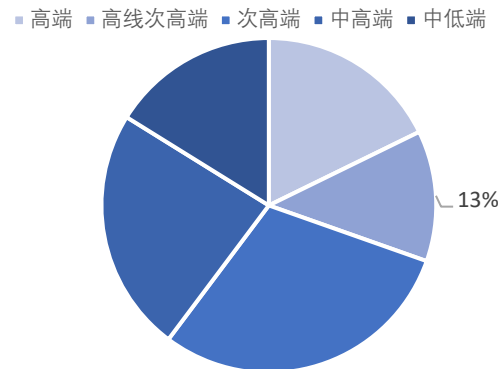


图 32：高线次高端主要参与的四类企业



资料来源：国海证券研究所

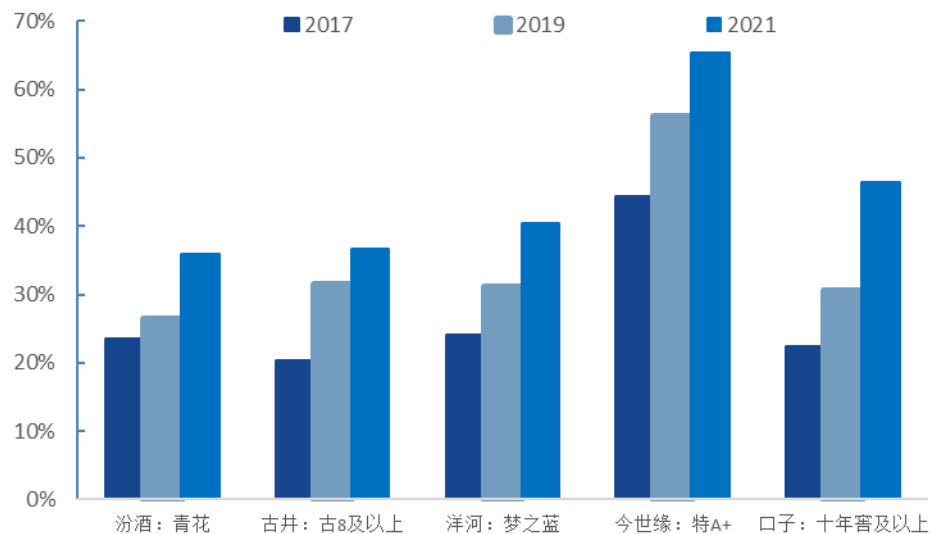
图 33：江苏白酒市场各价格带规模占比（2021 年）



资料来源：Wind，国海证券研究所

全国其他省份消费升级趋势慢于江苏，例如当前古 8 以上产品占比近 40%，与今世缘 2017 年的特 A+ 系列占比接近。另有河南、山东、江西、河北、东北等部分市场仍以 200 元作为次高端门槛，100-150 以及 250 左右为主流消费价格带。未来其他区域也会一定程度复制江苏市场的升级规律，主流消费价格带持续上移，各区域龙头的次高端产品在省内市场至少有 5 年以上扩容空间。

图 34：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

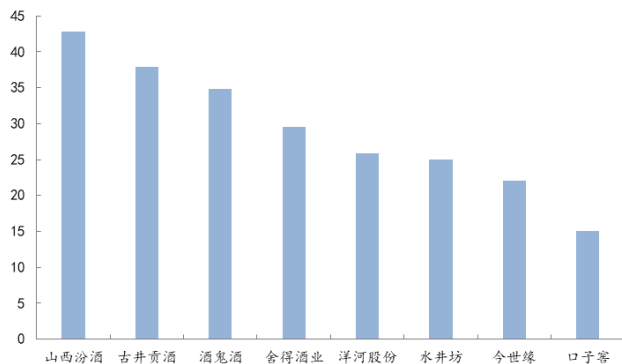
## 6.4、省外市场为锦上添花，全国化不是区域龙头发展的必要条件

白酒行业真正实现全国化的酒企很少，省外市场运作情况不影响公司整体增速。在白酒行业中，真正实现全国化的仅有茅台、五粮液、剑南春等少数公司的个别产品，甚至泸州老窖、洋河、汾酒都只能算泛区域强势品牌。以古井贡酒为例，2015 年行业复苏以来，公司省外市场运作增速始终不如省内，但这并不妨碍公

司整体收入、利润持续提速增长。今世缘省外收入占比不足 10%，但近两年趁着次高端的风口，国缘系列乘势而起，南京、淮安、盐城等地多点开花，在竞争激烈的苏南市场公司同样表现亮眼，2016~2021 年公司白酒收入复合增速 20%。

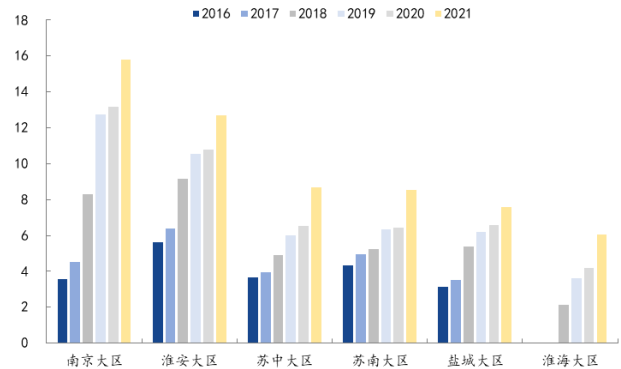
因此，全国化是对于多数区域龙头的未来成长性充分非必要条件，省内的市场就有望支撑未来 5 年以上的快速增长，若省外市场的拓展运作良好，也可以起到锦上添花的作用。

图 35: 有全国化逻辑的酒企估值较高 (2021E, 数据截至 7 月底)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 36: 今世缘省内各大区仍维持较快增长 (2016-2021 年)



资料来源: 今世缘公司公告, 国海证券研究所

## 7、区域次高端龙头个股投资逻辑

区域次高端龙头将充分受益于次高端扩容红利，未来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。另外古井贡酒和山西汾酒基本面出色，古井业绩稳健，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，当前估值在合理位置。

图 37：高端及区域地产酒当前估值分位



资料来源：Wind，国海证券研究所

### （1）洋河股份：借势发力次高端，梦之蓝将成增长新引擎，看好公司长期业绩成长性

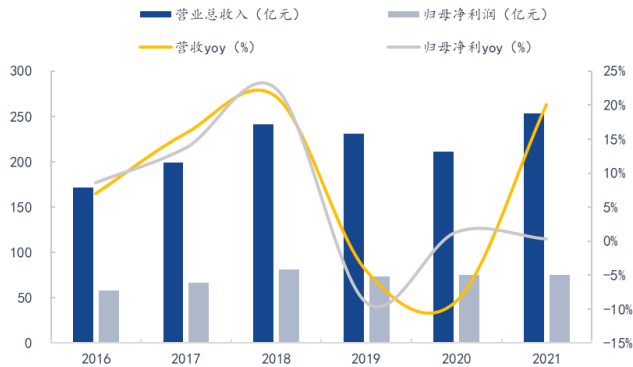
洋河此前之所以陷入调整，一方面是行业原因（即公司中档产品收入占比过高，导致市场向次高端升级的过程中，业绩弹性无法快速释放），另一方面才是自身管理和组织调整的问题。在新任管理层到位后，公司针对组织架构、激励制度、渠道模式和品牌序列的梳理基本完成，自 2021 年开始公司的系统性调整进入红利释放期。未来梦之蓝将成为公司增长的新引擎，当前梦 6+持续保持高增，在 600 元高线次高端价格带规模领先，百亿目标实现可期。除梦 6+外，当前水晶梦市场导入顺利，未来随次高端价格带进一步扩容，公司有望顺利完成动能转换，梦之蓝的增长将稳步优化产品结构。而海天系列在省外部分市场仍处于消费的主流价格带，未来仍将保持稳健增长，基本盘稳定。长期来看，公司的品牌和渠道已基本实现全国化，核心竞争力不变，业内领先的优质基酒产能及储酒能力有望支撑其未来的高端及次高端布局。近三年公司的系统性调整进入红利释放期，激励方案顺利落地，将充分释放公司的经营活力，看好公司未来的成长性。

### （2）今世缘：充分受益次高端扩容红利的地产龙头

公司延续产品结构优化+潜力市场高增势头，特 A+类产品收入占比持续提升，次高端大单品四开、对开借势次高端扩容而高增，V 系导入顺利。淮海、苏中、苏南等潜力市场延续扩张趋势。公司定调未来发展“好中求快，好字当头，能快则快”，十四五目标争取提前完成，2022 年各项举措有望加速落地。长期来看，对于市场长期关注的省外扩张不利和省内竞争加剧等问题，我们认为，未来即使不考虑省外拓展，省内薄弱区域的强化和渠道下沉也可支撑公司收入实现高速增长。

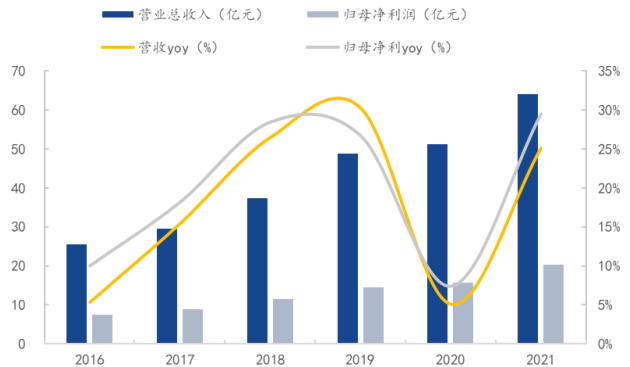
同时，公司的产品结构精准卡位次高端价格带，在江苏市场次高端持续扩容的背景下，看好公司借势继续扩大收入规模，短期无需过度担忧省内竞争问题，继续看好公司未来的成长性。

图 38：洋河收入利润及增速



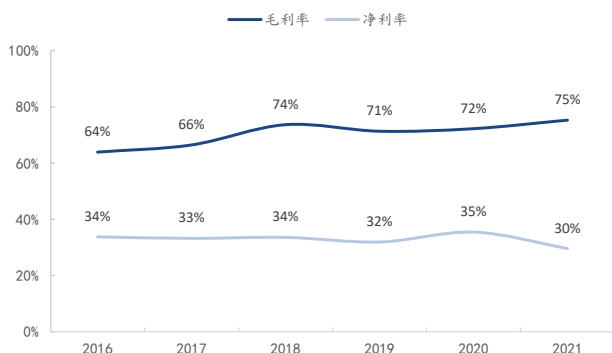
资料来源：wind，国海证券研究所

图 39：今世缘收入利润及增速



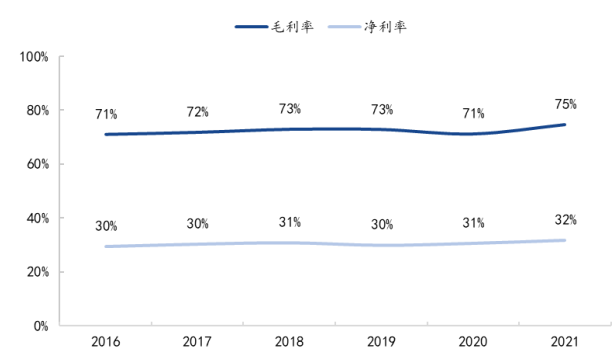
资料来源：wind，国海证券研究所

图 40：洋河毛利率及净利率趋势



资料来源：wind，国海证券研究所

图 41：今世缘毛利率及净利率趋势



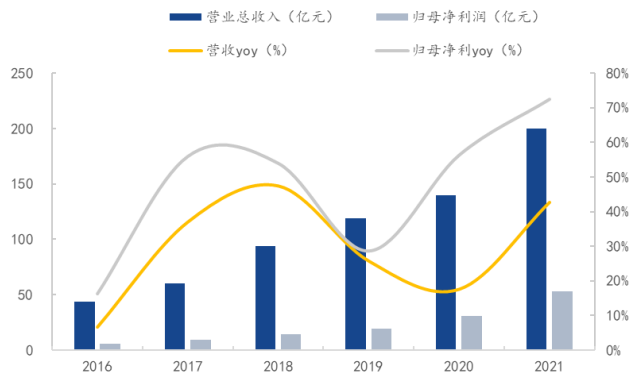
资料来源：wind，国海证券研究所

**（3）山西汾酒：“速、量、质”全方位高质量发展，全年目标有望超预期完成，品牌势能加速释放。**

汾酒兼具次高端和招商铺货优势，大单品玻汾持续放量，业绩维持高增的逻辑顺畅：1）把握高端光瓶酒风口：玻汾成为 50 元价格带大单品，替代原本十几块的白牛二等产品。2）青花占据次高端价格带：青花去年开始走出独立增长，2021 年中高价白酒增速 41.9%，其中青花增速 60%+，青 20 刚好占据 300-400 元次高端价格带，预计将继续受益次高端趋势。3）招商铺货顺利推进：玻汾成为硬通货后，全国招商铺货顺利，不仅实现了销量增长，也带动了青花的高增长。2022 年以来公司围绕“四个专注”“四个坚持”积极开展工作，以调结构为重点，布局上聚焦“三大板块”，市场运营效率有效提升，治理结构不断完善，经理层任期制和契约化管理持续深化，投资 91.02 亿元的技改项目将助力公司在规模扩张

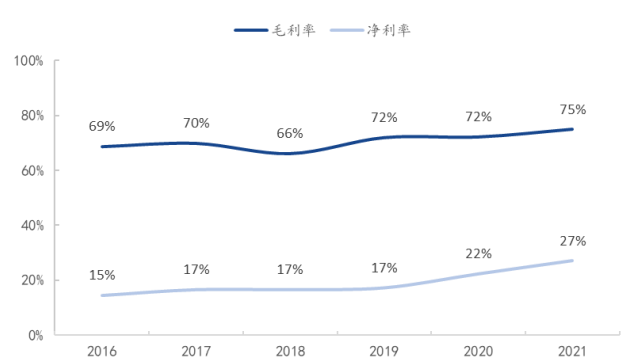
的基础上继续向更高质量迈进。汾酒是清香龙头，品牌底蕴深厚，是为数不多的能够同时在次高端、中高端和百元以下光瓶酒等各个价位均形成较大体量的酒企，随着青花势能持续释放，结构升级和全国化仍是未来主要看点。

图 42：山西汾酒收入利润及增速



资料来源：wind，国海证券研究所

图 43：山西汾酒毛利率及净利率趋势



资料来源：wind，国海证券研究所

#### （4）古井贡酒：价位升级和集中化趋势延续，徽酒龙头持续扩大优势

公司规划 2022 年分别实现营业收入/利润总额 153/35.5 亿元，同比 +15.30%/+11.94%。古井作为老八大名酒和徽酒龙头，品牌优势突出，“三品四香”不断发力，广告宣传高举高打，省外招商进展顺利。古 8 主要聚焦 300 元左右，集中在安徽及江浙沪一带，定位宴席和商务宴请，持续放量。古 16 定位中高端以上婚宴、商务市场，享受宴席红利，增长势头强劲。古 20 做战略定位，从公司层面聚焦，带动次高端升级。目标是实现次高端新百亿。公司去年 7 月定增落地，继续扩大产能夯实基础，预计 2022 年底实现产销平衡；公司坚持“全国化、次高端”的发展战略，深化“三通工程”，优化考核机制，放大基层自主，推动薪酬市场化，激发团队活力。安徽省内消费升级趋势仍在继续，公司不断拓展泛区域化布局，随着品牌和规模效应逐渐显现，业绩有望加速释放。看好公司产品结构升级和规模效应逐渐释放带来的业绩弹性（营销费用精细化以及技改降低后续运营成本）。

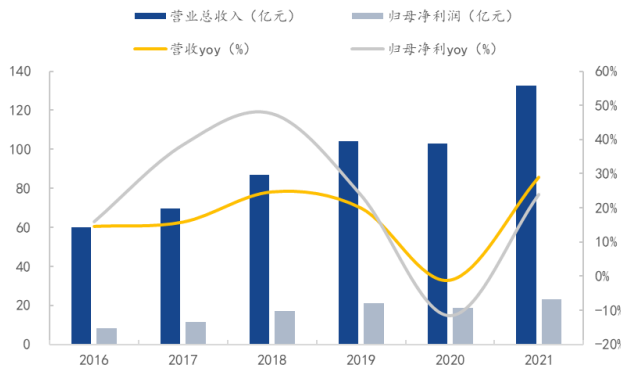
#### （5）口子窖：营销改革深度推进，产品结构持续提升，静待后续业绩释放。

公司基本面扎实，民营体制灵活，近年来经营层面发生变化。未来公司的两大看点，一是在产能瓶颈突破后，坚定推进营销改革，并通过大商下沉、产品切割、发力团购、费用回收等一系列操作加强厂家主导权，使得厂商目标趋于一致；同时积极推动经销商和内部团队考核，合肥营销中心也即将落地运行。二是产品结构持续提升，公司 200 元以上次高端产品收入占比较高，产品结构优异，未来将继续资源聚焦于口子 10 年窖以上产品，加大营销投入，新推出的战略大单品兼香 518 也向上升级，释放业绩弹性。继续看好品牌集中和价位升级下公司的长期成长性；未来改革红利持续释放，长期向上趋势不改。此外，公司回购已经顺



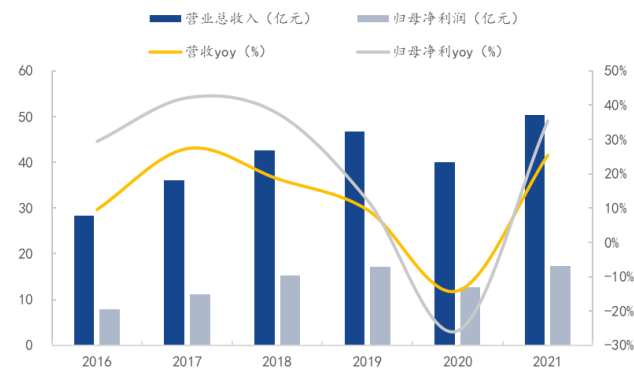
利完成，未来激励落地也将带来利好催化。

图 44：古井贡酒收入利润及增速



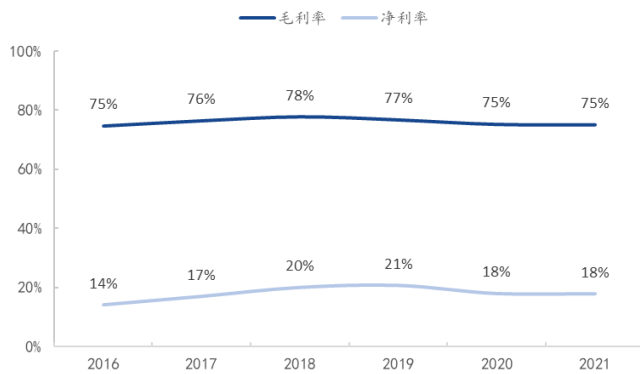
资料来源：wind，国海证券研究所

图 45：口子窖收入利润及增速



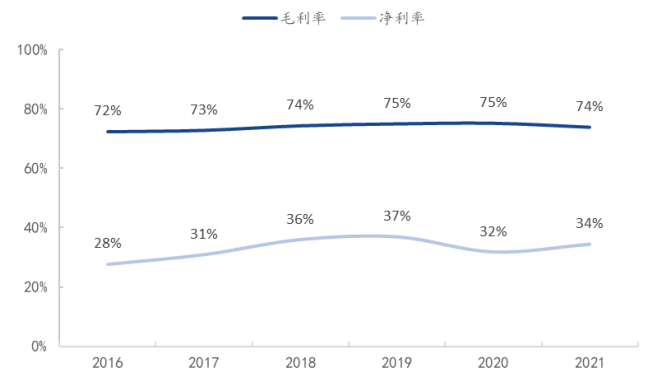
资料来源：wind，国海证券研究所

图 46：古井贡酒毛利率及净利率趋势



资料来源：wind，国海证券研究所

图 47：口子窖毛利率及净利率趋势



资料来源：wind，国海证券研究所

## 8、行业评级及投资策略

短期来看，我们认为行业将经历下蹲再起跳的阶段，不同酒企表现分化加剧。

板块韧性持续被验证，区域龙头（尤其是苏酒、徽酒）年初以来基本面表现强势。2022Q1 白酒板块收入/净利润在去年高基数基础上，同比、环比同时提速，顺利实现开门红。从现金流和预收款角度看，一季度各酒企的报表质量也呈现出分化的特点。贵州茅台和区域次高端龙头报表质量整体较高，以古井为代表的徽酒、苏酒龙头回款完成度高；三线次高端销售收现增速均低于营收，持续性仍需观察；区域酒企中金徽酒、伊力特受疫情影响较小。

预计二季度板块业绩将呈现回落、分化的特点，其中高端酒基本面稳健，区域次高端龙头如苏酒、徽酒等业绩增长更优。白酒连续增长多年，当前进入行业转折点，部分企业会出现风险，酱酒和三线次高端酒企进入退潮期，而有根据地的区域龙头品牌维持稳健增长。我们认为中秋旺季是关键转折点，行业短期承压，长期向上趋势不改：1）白酒中秋旺季需求端平稳。中秋是传统的白酒消费旺季，白酒行业韧性强，我们对中秋需求端保持乐观，高端酒及区域地产龙头等中秋终端动销预计表现良好。2）中秋除了是消费旺季，也是不少酒企下半年发货和回款的重要时点。二季度疫情影响行业发货与动销节奏，渠道承压，中秋旺季就成了短期行业寄望较高的集中出货的关键节点，竞争会非常激烈；酱酒与三四线招商型酒企今年热度退潮，由于消费端基础弱，渠道库存高，压力将明显增加。3）中秋之后，预计行业将迎来结构性出清，酱酒及三四线招商铺货型品牌将为过去的野蛮生长还债，逐步让出市场份额，利好以实际消费为导向的优质酒企。

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，区域龙头有根据地优势，品牌实际动销良好，有望持续跟随次高端扩容趋势实现稳健较快增长。基于此我们维持对于白酒行业的“推荐”评级，继续看好区域次高端龙头：推荐洋河股份、今世缘、古井贡酒、伊力特、山西汾酒、口子窖等。

。

## 9、重点推荐个股

推荐区域地产龙头，如洋河股份、今世缘、古井贡酒、伊力特、山西汾酒、口子窖等。

### 重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2022/08/03		EPS			PE		投资
代码	名称	股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	评级
600519.SH	贵州茅台	1,885.00	41.76	51.27	62.12	49.09	37	30	买入
002304.SZ	洋河股份	166.00	5.01	6.36	7.69	32.85	27	22	买入
603369.SH	今世缘	45.90	1.62	2.02	2.54	33.62	22	17	买入
600197.SH	伊力特	26.99	0.67	1.03	1.21	40.78	25	21	买入
000568.SZ	泸州老窖	220.60	5.43	6.80	8.35	46.75	31	26	买入
000596.SZ	古井贡酒	248.00	4.45	5.31	6.67	54.83	40	32	买入
600809.SH	山西汾酒	267.18	4.37	6.23	8.02	72.18	43.14	33.54	买入
603589.SH	口子窖	49.72	2.88	3.42	4.14	24.61	15	13	买入
000858.SZ	五粮液	174.59	6.02	6.98	8.12	36.97	24	20	买入
603919.SH	金徽酒	29.02	0.64	0.93	1.18	60.33	31	24	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 10、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，研究所食品饮料行业首席分析师，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。

宋英男，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，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。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。