

食品饮料

报告日期：2020年09月04日

白酒结构性分化趋势延续，啤酒高端化推动盈利能力提升

——2020年酒水板块中报总结报告

分析师：邱冠华 执业证书编号：S1230520010003
 联系人：杨骥、张潇倩
qiuguanhua@stocke.com.cn

报告导读

受疫情影响，2020H1白酒行业整体增速放缓，消费场景逐步恢复使得Q2业绩环比实现改善，整体来看，白酒行业消费升级方向不改，结构性分化趋势延续；啤酒行业高端化趋势延续，利润实现高增。

投资要点

白酒业绩回顾：业绩增速放缓，环比实现回升

收入及利润端：2020H1白酒行业收入及净利润分别同比变动+2.14%、+7.95%；2020Q2收入及净利润分别同比变动+3.85%、+6.12%。具体来看，礼品属性较强的高端酒（茅五）稳定性最强，宴席消费占比较大的次高端酒二线名酒及区域龙头酒业绩增速普遍放缓；区域三四线酒中顺鑫农业表现出较强抗压性。**盈利能力端：**2020H1白酒毛利率及净利率分别同比变动+0.20、+1.98个百分点至76.55%、36.83%；2020Q2白酒毛利率及净利率分别同比变动-0.16个百分点、+0.71个百分点至75.26%、33.26%，高端酒盈利能力持续提升。**预收端：**大部分酒企通过控制库存、降低打款要求、停货等举措保障渠道健康，预收整体下降，但保持健康。**现金流端：**白酒行业经营性现金流净额分化明显。

白酒行业趋势总结：从中报角度看行业趋势的变与不变

消费升级和集中度提升趋势不变：在消费持续升级背景下，今年上半年酒企掀起提价潮、2020Q2多家酒企产品结构持续升级推动利润高增，价格驱动趋势延续。**行业分化幅度不一，价位带愈加细分：**1) 高端酒：格局较为稳固，分化幅度较小；2) 次高端二线名酒：次高端酒价格带仍处战国时期，分化幅度较大；3) 区域龙头酒：能实现全国化的区域酒企将在未来脱颖而出，市场份额向头部企业集中趋势明显。

啤酒业绩回顾及趋势：Q2动销环比改善，高端化趋势延续

2020H1啤酒行业收入及净利润分别同比变动+7.3%、-0.34%；2020Q2啤酒行业收入及净利润分别同比变动+11.54%、+42.06%。在2020H1销量下降的情况下，产品结构提升推动均价实现增长，啤酒行业高端化趋势延续，2020H1行业毛利率提升1.08个百分点至41.76%。2020Q2随着天气回暖，疫情影响逐步消费，动销复苏强劲使得业绩改善明显，同时罐化率的提升叠加原料物流成本下行推动啤酒行业盈利能力提升。

投资建议

白酒方面，坚定白酒赛道中优秀标的行稳致远逻辑和确定性，推荐关注未来三年净利润有望翻番+估值性价比的优秀标的。短期来看，未来三年利润有望翻番叠加估值性价比的**五粮液**（量价超预期）、**今世缘**（V9表现或超预期、股权激励业绩指引）、**洋河股份**（M6+表现或超预期、次高端扩容、业绩拐点将至、估值性价比高）、**金徽酒**（激励、大西北战略推进或超预期）均为有望取得超额收益标的，同时也推荐关注基本面优秀，成长势头强劲的山西汾酒、古井贡酒等优质标的；长期看，白酒行业消费升级趋势不变，市场份额仍将继续向龙头酒企聚集，仍推荐确定性较高的**贵州茅台**、**五粮液**。**啤酒方面，**高端化趋势延续，行业集中度将向优势企业进一步聚拢，我们看好啤酒短期业绩弹性及未来产品结构升级带来的势能，相关标的：**青岛啤酒**。

风险提示：1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；2、高端酒批价上涨不及预期。

细分行业评级

白酒	看好
啤酒	看好

相关报告

- 《洋河股份深度报告：梦之蓝 M6+或超预期，深度调整拐点可期》（20200830）
- 《今世缘深度报告：省外扩张或超预期，品牌势能持续释放》（20200810）
- 《7月酒水行业线上数据点评：贵州茅台线上销售额高增，啤酒均价持续上移》（20200807）
- 《五粮液：计划量调整政策出台，量价有望持续上行》（20200630）
- 《五粮液：“二次创业”结硕果，纵深改革上层楼》（20200512）
- 《白酒业：疫情消退后还有暖春吗？》（20200203）

报告撰写人：邱冠华
 联系人：杨骥、张潇倩

正文目录

1. 白酒行业：业绩环比增长显著，集中度持续提升	7
1.1. 白酒行业业绩回顾：业绩增速放缓，环比实现回升	7
1.1.1. 白酒收入增速逐步放缓，酒企业绩分化加大	7
1.1.2. 结构升级叠加销售费用下降推动盈利能力提升	8
1.1.3. 毛利率稳步提升，高端酒表现稳定	11
1.1.4. 为保持渠道健康，行业预收整体环比下降	15
1.1.5. 现金流分化明显，二季度环比实现恢复	16
1.2. 白酒行业趋势总结：行业趋势的变与不变	17
1.2.1. 提价潮趋势：“占位”“守位”为提价潮关键词	17
1.2.2. 不变：消费升级和集中度提升趋势不变	18
1.2.3. 变化：行业分化幅度不一，价位带愈加细分	19
1.3. 坚守“1+1>2”择股法则，看好白酒板块配置机会	19
1.3.1. 业绩及高性价比估值为股价上涨主要推动力	19
1.3.2. 为择股逻辑加个公式——“1+1>2”法则	21
2. 啤酒行业：Q2 动销环比恢复明显，高端化趋势延续	23
2.1. 2020H1 高端化趋势延续，盈利能力提升显著	23
2.2. 2020Q2 需求环比实现改善，动销复苏强劲	25
3. 重点酒企简评：分化趋势延续，优质酒企行稳致远	28
3.1. 高端酒：业绩稳健发展，产品结构持续提升	28
3.1.1. 贵州茅台：零售价为观测核心，坚定渠道转型不动摇	28
3.1.2. 五粮液：稳中求进、行稳致远	30
3.1.3. 泸州老窖：业绩环比提升明显，盈利能力表现优秀	31
3.2. 次高端二线名酒：业绩增速放缓，收入利润分化明显	31
3.2.1. 山西汾酒：业绩超预期，全年 20%目标有望实现	32
3.2.2. 酒鬼酒：结构上移推动盈利能力提升，Q2 收入增长显著	33
3.3. 区域龙头酒：业绩短期承压，不改长期发展趋势	34
3.3.1. 古井贡酒：Q2 收入降幅缩窄明显，下半年业绩有望回升	35
3.3.2. 洋河股份：2020H1 业绩增速放缓，产品结构持续提升	36
3.3.3. 今世缘：业绩符合预期，品牌势能持续释放	37
3.3.4. 口子窖：Q2 业绩增速环比改善，改革稳步推进	38
3.4. 区域三四线酒：二季度业绩环比提升显著，利润弹性较大	38
3.4.1. 顺鑫农业：白酒业务短期承压，盈利能力有望逐步恢复	39
3.4.2. 伊力特：Q2 业绩逐步恢复，中高端产品收入占比提升	40

3.4.3. 金徽酒：Q2 业绩恢复超预期，有望成为西北王.....	41
3.5. 白酒流通商：华致酒行业单店收入高增，业绩逆势增长.....	42
3.5.1. 华致酒行：单店收入高增，业绩逆势增长.....	42
3.6. 啤酒：青岛啤酒盈利能力提升明显，Q2 恢复超预期.....	42
4. 投资建议.....	44
5. 风险提示.....	44

图表目录

图 1: 2020H1 白酒行业营业收入增速为 2.14%.....	7
图 2: 2020Q2 白酒行业营业收入增速为 3.85%.....	7
图 3: 2020H1 仅高端酒营业收入增速为正, 为 10.32%.....	8
图 4: 2020Q2 区域三四线酒营业收入增速环比提升显著.....	8
图 5: 2020H1 白酒行业净利润增速为 7.95%.....	8
图 6: 2020H1 高端酒和次高端二线名酒净利润增速最快.....	8
图 7: 2020Q2 白酒行业净利润增速为 6.12%.....	9
图 8: 2020Q2 区域三四线酒和高端酒净利润增速最快.....	9
图 9: 白酒市场份额不断向高端酒聚集.....	9
图 10: 高端酒中, 贵州茅台收入占比不断提升.....	9
图 11: 次高端二线名酒中, 山西汾酒收入占比不断提升.....	10
图 12: 区域龙头酒中, 古井贡酒扩张速度较快.....	10
图 13: 2020H1 白酒行业毛利率同比变动 0.2 个百分点.....	11
图 14: 2020Q2 白酒行业毛利率同比变动-0.16 个百分点.....	11
图 15: 2020H1 高端酒毛利率达 84.25%.....	11
图 16: 2020H1 除三四酒外各档次白酒净利率均提升.....	11
图 17: 2020Q2 仅区域龙头白酒毛利率提升.....	12
图 18: 2020Q2 除次高端二线名酒外各档次白酒净利率均提升.....	12
图 19: 2020H1 销售及管理费用率变动-1.72、0.18 个百分点.....	12
图 20: 2020Q2 销售及管理费用率变动-2.85、0.45 个百分点.....	12
图 21: 酒企期间费用中, 销售费用普遍占比较高.....	13
图 22: 2020H1 白酒行业经营性现金流净额同比下降 63.80%.....	16
图 23: 2020Q2 白酒行业经营性现金流净额同比下降 40.68%.....	16
图 24: 15-19 年价格为业绩主要驱动力.....	19
图 25: 茅五泸占上市公司业绩比不断提升.....	19
图 26: 白酒规模以上酒企收入增速放缓.....	19
图 27: 白酒规模以上酒企净利润增速放缓.....	19
图 28: 白酒板块涨幅居前.....	20
图 29: 一季度白酒行业主要受盈利贡献驱动.....	20
图 30: 2020H1 啤酒行业收入同比下降 7.30%.....	23
图 31: 2020H1 啤酒行业产量同比下降 12.04%.....	23
图 32: 2020H1 啤酒行业净利润同比下降 0.34%.....	24
图 33: 2020H1 啤酒行业毛利率、净利率提升 1.08、0.7 个百分点.....	24
图 34: 2020H1 啤酒行业期间费用率同比提升 0.54 个百分点.....	24
图 35: 2020H1 啤酒行业经营性现金流净额同比提升 30.21%.....	24
图 36: 2020Q2 啤酒行业收入同比提升 11.54%.....	25
图 37: 2020Q2 啤酒行业产量同比提升 5.68%.....	25
图 38: 2020Q2 啤酒行业净利润同比提升 42.06%.....	26
图 39: 2020Q2 啤酒行业毛利率提升 0.77 个百分点.....	26
图 40: 2020Q2 啤酒行业期间费用率同比下降 3.03 个百分点.....	26

图 41: 2020Q2 啤酒行业经营性现金流净额同比提升 85.19%.....	26
图 42: 2020H1 高端白酒收入增速情况一览	28
图 43: 2020Q2 高端白酒收入增速情况一览	28
图 44: 2020H1 高端白酒利润增速情况一览	28
图 45: 2020Q2 高端白酒利润增速情况一览	28
图 46: 2020H1 贵州茅台收入增长 11%，利润增长 13%.....	29
图 47: 2020Q2 贵州茅台收入增长 10%，利润增长 9%.....	29
图 48: 2020H1 五粮液收入增长 13%，利润增长 16%.....	30
图 49: 2020Q2 五粮液收入增长 10%，利润增长 10%.....	30
图 50: 2020H1 泸州老窖收入下降 5%，利润增长 17%.....	31
图 51: 2020Q2 泸州老窖收入增长 6%，利润增长 23%.....	31
图 52: 2020H1 次高端白酒收入增速情况一览	32
图 53: 2020Q2 次高端白酒收入增速情况一览	32
图 54: 2020H1 次高端白酒净利润增速一览	32
图 55: 2020Q2 次高端白酒净利润增速一览	32
图 56: 2020H1 山西汾酒收入增长 8%，利润增长 35%.....	33
图 57: 2020Q2 山西汾酒收入增长 19%，利润增长 22%.....	33
图 58: 2020H1 酒鬼酒收入增长 2%，利润增长 18%.....	34
图 59: 2020Q2 酒鬼酒收入增长 13%，利润增长 6%.....	34
图 60: 2020H1 区域龙头白酒收入增速情况一览	34
图 61: 2020Q2 区域龙头白酒收入增速情况一览	34
图 62: 2020H1 区域龙头白酒利润增速表情况一览	35
图 63: 2020Q2 区域龙头白酒利润增速表情况一览	35
图 64: 2020H1 古井贡酒收入下降 8%，利润下降 18%.....	36
图 65: 2020Q2 古井贡酒收入下降 4%，利润下降 17%.....	36
图 66: 2020H1 洋河股份收入下降 16%，利润下降 3%.....	37
图 67: 2020Q2 洋河股份收入下降 19%，利润下降 10%.....	37
图 68: 2020H1 今世缘收入下降 5%，利润下降 5%.....	37
图 69: 2020Q2 今世缘收入增长 4%，利润增长 2%.....	37
图 70: 2020H1 口子窖收入下降 35%，利润下降 46%.....	38
图 71: 2020Q2 口子窖收入下降 25%，利润下降 31%.....	38
图 72: 2020H1 三四线白酒收入增速情况一览	39
图 73: 2020Q2 三四线白酒收入增速情况一览	39
图 74: 2020H1 三四线白酒利润增速情况一览	39
图 75: 2020Q2 三四线白酒利润增速情况一览	39
图 76: 2020H1 顺鑫农业收入增长 13%，利润下降 15%.....	40
图 77: 2020Q2 顺鑫农业收入增长 9%，利润下降 11%.....	40
图 78: 2020H1 伊力特收入下降 16%，利润下降 28%.....	41
图 79: 2020Q2 伊力特收入增长 52%，利润增长 163%.....	41
图 80: 2020H1 金徽酒收入下降 13%，利润下降 11%.....	41
图 81: 2020Q2 金徽酒收入增长 23%，利润增长 142%.....	41
图 82: 2020H1 华致酒行收入增长 25%，利润增长 6%.....	42
图 83: 2020Q2 华致酒行收入增长 40%，利润增长 3%.....	42

表 1: 2020H1 有 9 家上市酒企利润增速高于收入增速	10
表 2: 2020Q2 有 9 家上市酒企利润增速高于收入增速	11
表 3: 2020H1 在销售费用率下降背景下, 主要酒企毛利率及净利率均实现提升	13
表 4: 2020Q2 在销售费用率下降背景下, 主要酒企毛利率及净利率均实现提升	13
表 5: 2020H1 泸州老窖等酒企税金及附加比例较低	14
表 6: 2020H1 末酒企预收情况一览	15
表 7: 2020H1 酒企经营性现金流整体表现较弱	16
表 8: 2020H1、2020Q1 酒企样本公司业绩全景一览	17
表 9: 酒企春节后迎来“提价潮”	18
表 10: 2020 年 1-8 月个股月度涨跌幅情况	21
表 11: 近期白酒个股涨跌幅	22
表 12: 2020H1、Q2 啤酒样本公司业绩全景一览表	27

1. 白酒行业：业绩环比增长显著，集中度持续提升

1.1. 白酒行业业绩回顾：业绩增速放缓，环比实现回升

1.1.1. 白酒收入增速逐步放缓，酒企业绩分化加大

2020H1 白酒行业营业收入同比增长 2.14% 至 1298.87 亿元，具体来看：

1、高端酒业绩稳健：上半年礼品消费占比较高的茅五收入稳定性最强，收入同比增长 12.13%，其中茅台酒 2020H1 收入同比增长 12.8%，五粮液方面，五粮液白酒业务同比增长 10.81%，普五在享受提价红利背景下，收入占比持续提升；

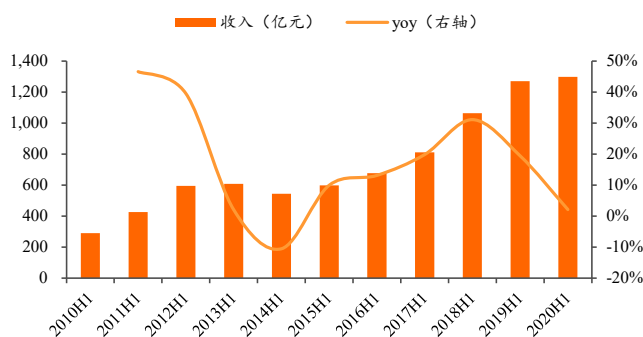
2、次高端二线名酒及区域龙头酒增速普遍放缓：宴席消费占比较大的主要次高端二线名酒及区域龙头酒业绩增速放缓明显，收入分别较去年同期下降 5.45%、14.68%。次高端酒二线名酒中，山西汾酒增长极持续聚焦高端青花及光瓶玻汾，其中青花汾酒收入同比增长 30% 以上推动收入高增，而酒鬼酒则受益于内参收入占比提升叠加二季度涨价预期下经销商打款积极性较高，收入实现 1.9% 的同比正增长。区域龙头酒中，今世缘收入降幅最小，而口子窖降幅最大。

3、区域三四线酒整体业绩承压：区域三四线酒中，2020H1 仅有顺鑫农业收入实现增长，牛栏山抗压性较好。

综合来看，未来市场份额将进一步向高端酒集中，同时各个价格带中酒企分化也会愈加明显。

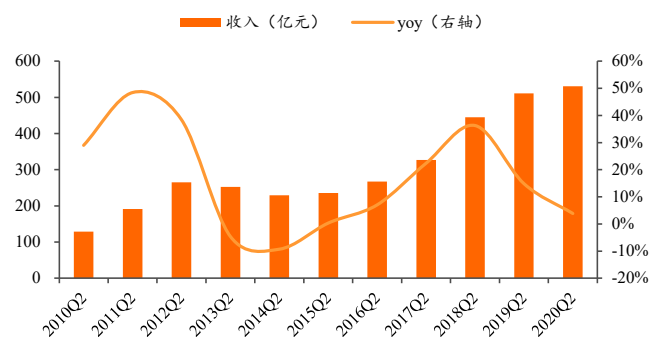
2020Q2 白酒行业营业收入同比增长 3.85% 至 530.65 亿元，增速环比增长 2.86 个百分点，具体来看，2020Q2 **高端酒** 收入为 341.59 亿元，增速环比下降 1.73 个百分点至 9.31%，主要原因：1) 疫情影响终端动销；2) 二季度为白酒淡季；3) 一季度高端酒春节旺季打款情况较好导致基数较高；受消费复苏影响，2020Q2 **区域三四线酒** 增速环比提升 14.86 个百分点至 7.06%；在宴席场景逐步恢复背景下，**次高端二线名酒及区域龙头酒** 2020Q2 收入增速分别环比提升 4.89、2.47 个百分点至 -2.5%、-13.07%，其中酒鬼酒、舍得、山西汾酒、今世缘等酒企收入增速环比提升明显。

图 1：2020H1 白酒行业营业收入增速为 2.14%



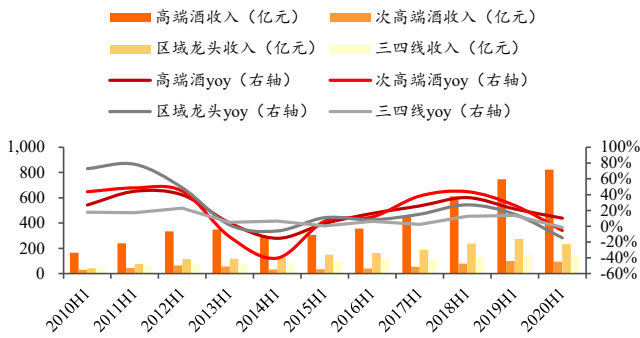
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：2020Q2 白酒行业营业收入增速为 3.85%



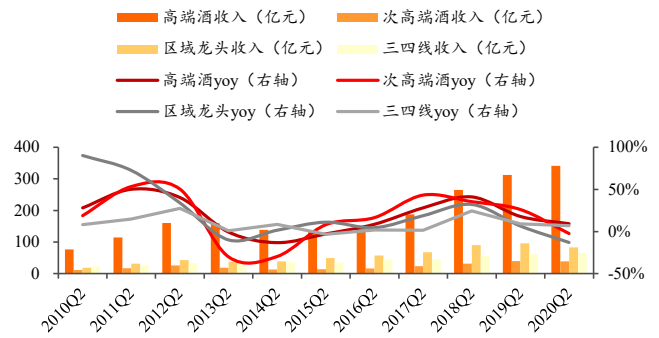
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：2020H1 仅高端酒营业收入增速为正，为 10.32%



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：高端酒为茅五泸；次高端二线名酒为山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得；区域龙头酒为洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖；区域三四线酒为顺鑫农业、伊力特、金徽酒、金种子酒、青青稞酒等大众酒。

图 4：2020Q2 区域三四线酒营业收入增速环比提升显著



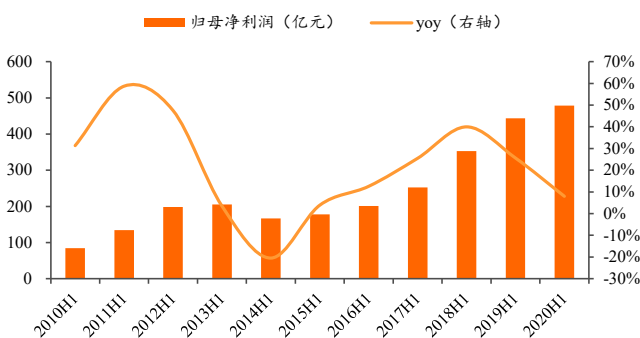
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1.2. 结构升级叠加销售费用下降推动盈利能力提升

2020H1 白酒行业归母净利润同比增长 7.95% 至 478.42 亿元，具体来看，高端酒、次高端二线名酒、区域龙头酒、区域三四线酒利润分别同比变动 14.49%、9.93%、-9.84%、-23.93% 至 366.77、20.57、79.32、12.11 亿元，具体来看：

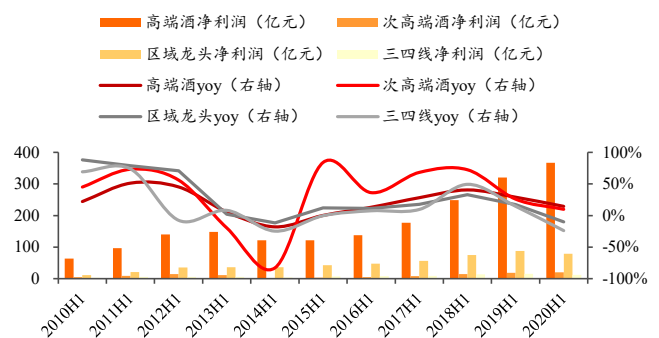
- 1、高端酒利润端表现最为稳定：**贵州茅台 2020H1 利润增长超 13%，主因：1) 预计 2020H1 茅台酒实际发货量约 1.6-1.7 万吨；2) 上半年商超、电商渠道招标密集落地，直营迅速放量；3) 费用率下降；五粮液方面，产品结构持续升级推动公司毛利率及净利率分别提升 0.73、0.84 个百分点至 74.54%、36.96%；泸州老窖利润实现提升主因为产品结构升级、费用水平下降和消费税下降；
- 2、次高端二线名酒中汾酒及酒鬼利润高增：**体量较大的山西汾酒 2020H1 利润同比增长 33.1% 拉动次高端酒二线名酒整体利润增速提升，同时酒鬼酒受益于产品结构升级，2020H1 净利润同比增长 18.4%；
- 3、区域龙头酒利润增速普遍放缓：**洋河股份、古井贡酒、今世缘、口子窖利润增速分别为 -3.2%、-17.9%、-4.9%、-45.7%，其中口子窖利润放缓显著，主因：1) 高端产品销量下降；2) 费用提升显著；3) 公司坚持不向渠道压货、节后为控制库存冻结部分发货、不调报表使得公司净利润下降显著，风险一次性释放。

图 5：2020H1 白酒行业净利润增速为 7.95%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

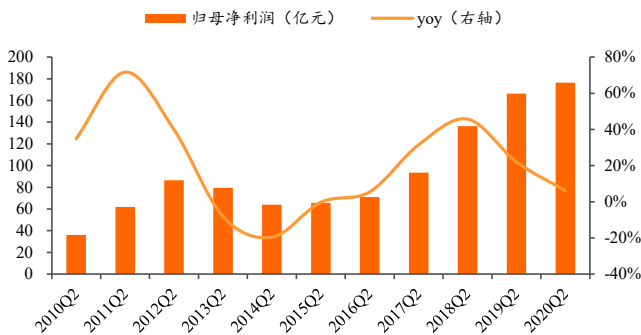
图 6：2020H1 高端酒和次高端二线名酒净利润增速最快



资料来源：Wind，浙商证券研究所

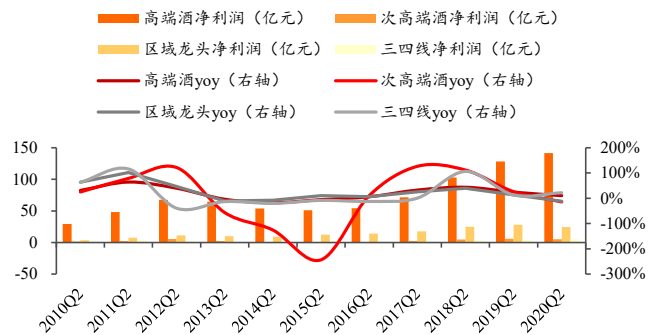
2020Q2 白酒行业归母净利润同比增长 6.12% 至 176.48 亿元，具体来看，高端酒、次高端二线名酒、区域龙头酒、区域三四线酒利润分别同比变动 10.50%、-13.89%、-12.03%、22.19% 至 141.72、5.18、24.69、5.19 亿元。**高端酒** 受益于产品结构升级，利润水平稳定提升，其中泸州老窖利润增幅最大主因产品结构升级、费用水平下降及消费税下降；**次高端二线名酒** 中，水井坊利润同比下降 172.6% 拖累板块业绩；**区域龙头酒企** 中，仅有今世缘受益于结构升级利润增速为正（1.9%），口子窖同比下滑幅度较大，但环比有所缩窄，趋势向好。

图 7：2020Q2 白酒行业净利润增速为 6.12%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

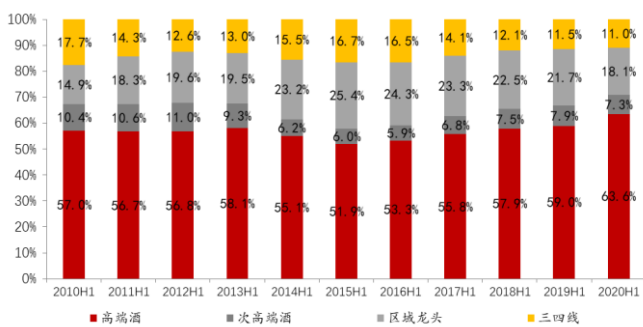
图 8：2020Q2 区域三四线酒和高端酒净利润增速最快



资料来源：Wind，浙商证券研究所

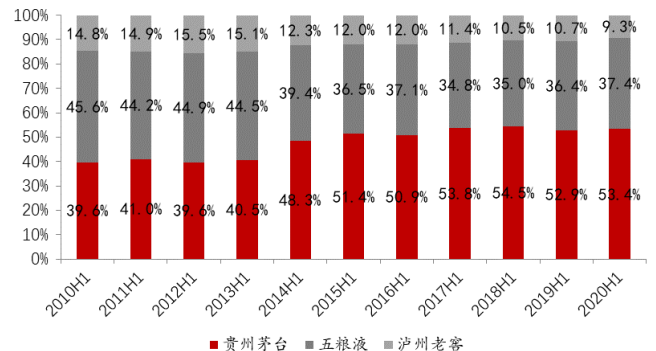
疫情加速行业集中度进一步提升。2020H1 高端酒收入及归属母公司股东的净利润分别占白酒行业的 63.40%、76.66%，分别较上年同期提升 4.70、4.38 个百分点，疫情加速中小企业出清，市场份额向高端酒不断聚拢，另外，不同类型酒企市场份额亦向该类型头部酒企聚集。

图 9：白酒市场份额不断向高端酒聚集



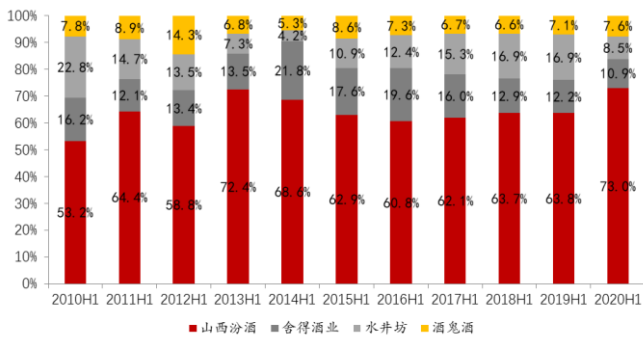
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：高端酒中，贵州茅台收入占比不断提升



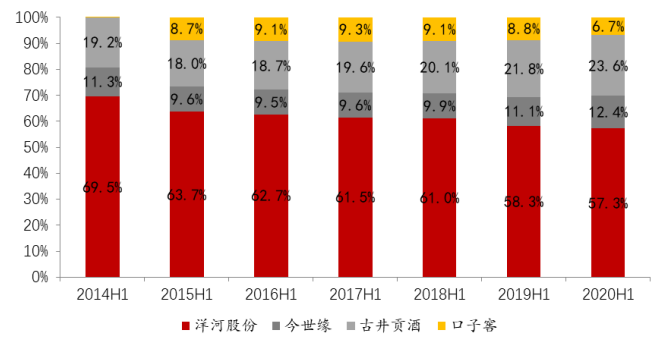
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：次高端二线名酒中，山西汾酒收入占比不断提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：区域龙头酒中，古井贡酒扩张速度较快



资料来源：Wind，浙商证券研究所

产品结构升级延续，利润增速高于收入增速。受益于消费逐步恢复、产品结构提升，2020H1、2020Q2 白酒行业利润增速均高于收入增速，具体来看：1) 2020H1 五粮液、贵州茅台、山西汾酒、酒鬼酒、泸州老窖、洋河股份等利润增速高于收入增速的酒企均实现了产品结构上移；2) 2020Q2 金徽酒及伊力特受益于省外市场恢复超预期，利润端表现优秀。我们认为从上半年白酒行业出现提价潮中可以看出结构升级为大趋势，未来优质酒企净利润提升幅度将高于行业平均水平，行业利润增速仍将高于收入增速。

表 1：2020H1 有 9 家上市酒企利润增速高于收入增速

	2019H1 收入增速 (%)	2020H1 收入增速 (%)	2019H1 净利润增速 (%)	2020H1 净利润增速 (%)
五粮液	26.7	13.3	31.3	16.3
顺鑫农业	16.4	13.1	34.6	-15.4
贵州茅台	18.2	11.3	26.6	13.3
山西汾酒	22.3	7.8	26.3	33.1
酒鬼酒	35.4	1.9	36.1	18.4
今世缘	29.4	-4.6	25.2	-4.9
泸州老窖	24.8	-4.7	39.8	17.1
古井贡酒	25.2	-7.8	39.9	-17.9
金徽酒	2.6	-12.7	-14.4	-10.9
伊力特	-5.7	-15.6	-6.4	-27.5
舍得酒业	19.9	-15.9	11.8	-11.5
洋河股份	10.0	-16.1	11.5	-3.2
金种子酒	-7.8	-19.1	-629.2	-71.0
老白干酒	34.3	-23.8	32.7	-39.6
迎驾贡酒	8.6	-27.3	16.4	-25.1
青青稞酒	-22.5	-34.7	-74.5	-256.2
口子窖	12.0	-35.1	22.0	-45.7
水井坊	26.5	-52.4	27.0	-69.6

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：红色加粗酒企表示该时期利润增速高于收入增速

表 2：2020Q2 有 9 家上市酒企利润增速高于收入增速

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

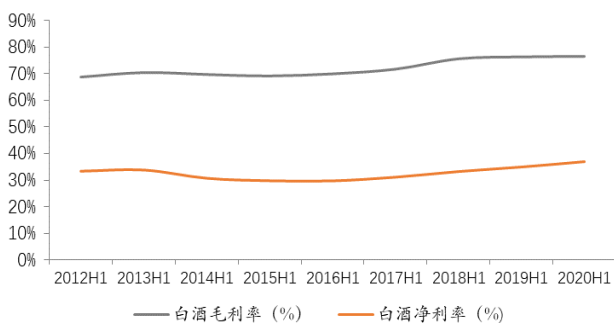
资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：红色加粗酒企表示该时期利润增速高于收入增速

1.1.3. 毛利率稳步提升，高端酒表现稳定

2020H1 白酒行业毛利率及净利率分别同比变动 0.20、1.98 个百分点至 76.55%、36.83%。上半年消费受疫情影响较大背景下，品牌力较强、产品结构稳步升级的高端酒动销较优，毛利率提升 0.25 个百分点至 84.25%，而区域三四线酒及次高端二线名酒承压，毛利率同比下降明显，具体来看：

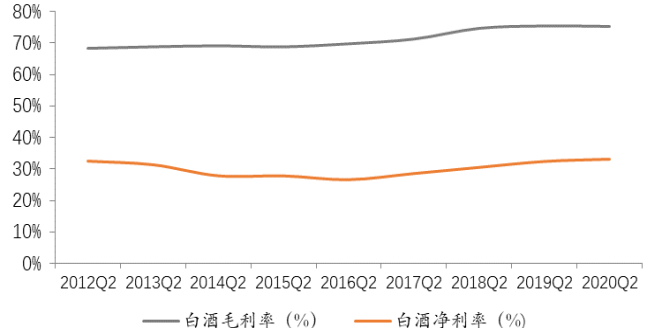
- 1、**高端酒**：高端酒中五粮液及泸州老窖毛利率分别较去年同期提升 0.72、2.13 个百分点，提升明显；
- 2、**次高端二线名酒**：山西汾酒、舍得、酒鬼、水井坊毛利率均实现提升，其中酒鬼酒提升幅度最高，较去年同期增长 2.5 个百分点；
- 3、**区域龙头酒企**：洋河股份及口子窖毛利率实现小幅提升，而古井贡酒及今世缘毛利率较去年同期略微下降。

图 13：2020H1 白酒行业毛利率同比变动 0.2 个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

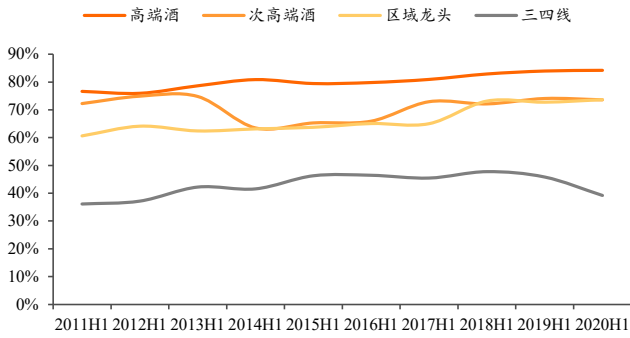
图 14：2020Q2 白酒行业毛利率同比变动-0.16 个百分点



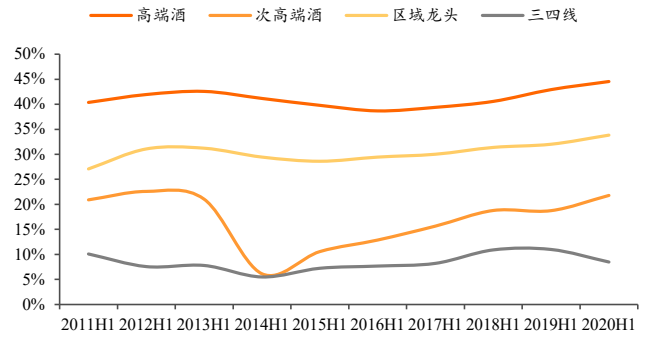
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：2020H1 高端酒毛利率达 84.25%

图 16：2020H1 除三四酒外各档次白酒净利率均提升



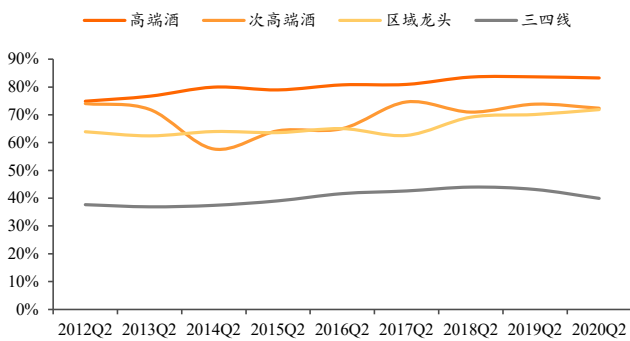
资料来源：Wind，浙商证券研究所



资料来源：Wind，浙商证券研究所

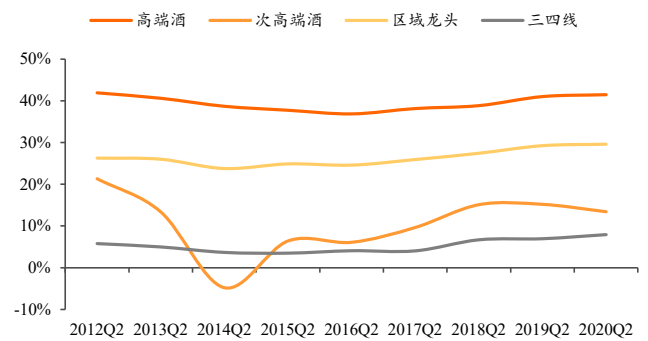
2020Q2 白酒行业毛利率及净利率分别同比变动-0.16 个百分点、0.71 个百分点至 75.26%、33.26%。具体来看，区域龙头酒及高端酒毛利率同比下降幅度较小，而区域三四线酒毛利率下降明显；净利率方面，仅次高端二线名酒净利率出现下降，酒企仍具较强盈利能力。

图 17：2020Q2 仅区域龙头白酒毛利率提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：2020Q2 除次高端二线名酒外各档次白酒净利率均提升

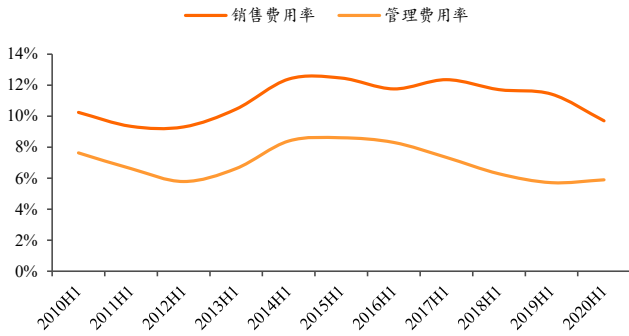


资料来源：Wind，浙商证券研究所

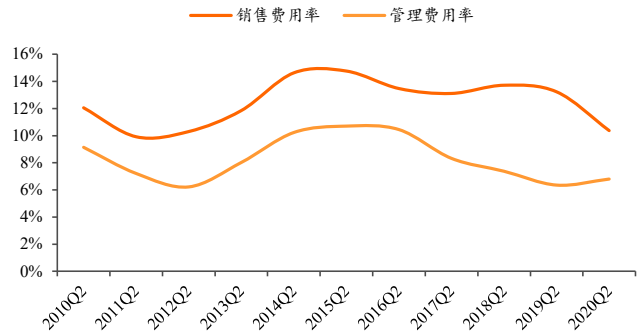
受疫情影响，2020H1 白酒行业销售费用率下降明显。管理费用率方面来看，受疫情影响，员工开支增加等因素使得酒企管理费用率较上年同期变动+0.18 个百分点，除贵州茅台、伊力特、酒鬼酒、五粮液、顺鑫农业外酒企管理费用率均同比上升；销售费用率方面来看，受疫情影响，公司减小销售费用开支，销售费用率较上年同期变动-1.72 个百分点，下降显著，仅有青青稞酒、口子窖、水井坊、老白干酒、迎驾贡酒、五粮液及洋河股份销售费用率略微提升，销售费用下降助推部分酒企盈利能力提升。

图 19：2020H1 销售及管理费用率变动-1.72、0.18 个百分点

图 20：2020Q2 销售及管理费用率变动-2.85、0.45 个百分点

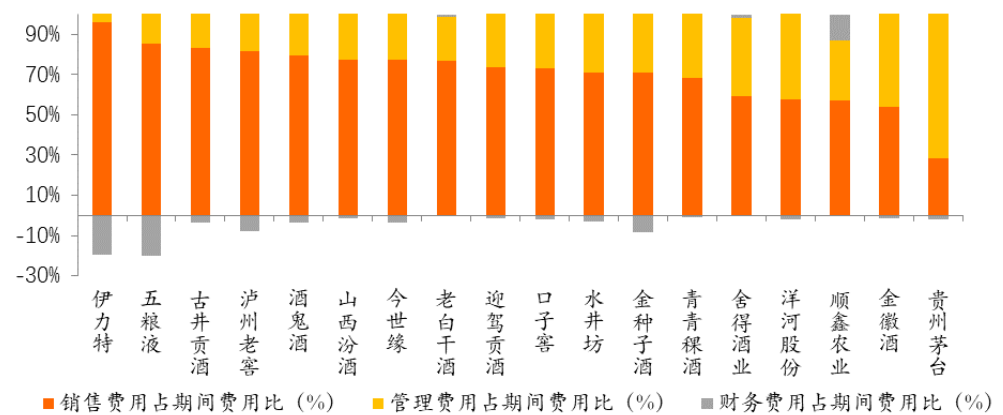


资料来源: Wind, 浙商证券研究所



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 21: 酒企期间费用中, 销售费用普遍占比较高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 数据为 2020H1 数据

表 3: 2020H1 在销售费用率下降背景下, 主要酒企毛利率及净利率均实现提升

		2020H1 毛利率 (%)	较上年 变动			2020H1销 售费用率 (%)	较上年 变动			2020H1管 理费用率 (%)	较上年 变动
1	迎驾贡酒	66.9	3.9	1	青青裸酒	39.5	9.3	1	水井坊	16.5	8.9
2	金徽酒	61.3	3.4	2	口子窖	16.1	6.6	2	青青裸酒	20.5	6.1
3	酒鬼酒	80.1	2.5	3	水井坊	36.6	4.6	3	金徽酒	14.3	4.5
4	洋河股份	73.2	2.3	4	老白干酒	30.3	4.1	4	金种子酒	16.0	2.9
5	老白干酒	63.9	2.2	5	迎驾贡酒	15.6	2.1	5	口子窖	6.9	2.4
6	泸州老窖	81.8	2.1	6	五粮液	10.3	0.6	6	古井贡酒	7.4	2.2
7	五粮液	74.5	0.7	7	洋河股份	8.8	0.2	7	迎驾贡酒	6.7	1.6
8	舍得酒业	75.0	0.5	8	金种子酒	28.5	-0.2	8	洋河股份	7.4	1.4
9	口子窖	76.3	0.3	9	金徽酒	12.9	-0.4	9	山西汾酒	6.4	1.2
10	山西汾酒	71.7	0.2	10	酒鬼酒	24.4	-1.3	10	舍得酒业	15.2	1.0
11	水井坊	82.4	0.2	11	古井贡酒	29.3	-1.4	11	今世缘	3.3	0.7
12	青青裸酒	65.0	0.1	12	山西汾酒	20.1	-1.5	12	泸州老窖	5.1	0.6
13	贵州茅台	91.5	-0.4	13	伊力特	6.5	-1.6	13	老白干酒	9.0	0.1
14	古井贡酒	76.2	-0.5	14	贵州茅台	2.5	-2.3	14	贵州茅台	6.6	-0.2
15	伊力特	50.3	-1.0	15	舍得酒业	22.8	-2.6	15	伊力特	2.7	-0.3
16	今世缘	69.4	-2.5	16	顺鑫农业	7.2	-3.0	16	酒鬼酒	7.4	-0.4
17	顺鑫农业	29.2	-7.6	17	今世缘	8.7	-4.2	17	五粮液	4.4	-0.4
18	金种子酒	29.1	-12.3	18	泸州老窖	14.6	-4.6	18	顺鑫农业	3.9	-0.9

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 4: 2020Q2 在销售费用率下降背景下, 主要酒企毛利率及净利率均实现提升

		2020Q2 毛利率 (%)	较上年 变动			2020Q2销 售费用率 (%)	较上年 变动			2020Q2管 理费用率 (%)	较上年 变动
1	金徽酒	62.1	4.4	1	水井坊	161.0	126.4	1	水井坊	91.1	81.5
2	迎驾贡酒	60.2	4.0	2	口子窖	15.6	5.6	2	洋河股份	11.3	3.1
3	洋河股份	72.1	4.0	3	青青稞酒	49.0	2.0	3	古井贡酒	9.3	2.5
4	舍得酒业	76.7	2.5	4	洋河股份	13.4	0.2	4	口子窖	7.7	1.9
5	口子窖	75.1	1.6	5	老白干酒	28.2	0.1	5	金徽酒	16.6	1.9
6	伊力特	50.5	1.0	6	酒鬼酒	24.8	-0.4	6	迎驾贡酒	8.0	1.2
7	五粮液	70.7	0.5	7	五粮液	13.8	-0.6	7	今世缘	4.2	1.2
8	山西汾酒	70.9	0.3	8	古井贡酒	28.1	-0.9	8	五粮液	5.9	0.7
9	古井贡酒	74.6	0.2	9	迎驾贡酒	19.0	-1.5	9	山西汾酒	7.8	0.4
10	青青稞酒	64.6	-0.2	10	顺鑫农业	8.0	-3.1	10	泸州老窖	5.4	0.2
11	贵州茅台	91.2	-0.4	11	舍得酒业	21.2	-3.3	11	贵州茅台	7.0	0.0
12	酒鬼酒	76.0	-1.5	12	贵州茅台	2.5	-3.5	12	顺鑫农业	4.0	-0.6
13	老白干酒	60.1	-2.6	13	今世缘	2.8	-4.7	13	金种子酒	13.2	-0.8
14	泸州老窖	77.5	-2.8	14	金徽酒	13.3	-4.7	14	酒鬼酒	7.4	-1.2
15	今世缘	63.6	-3.6	15	山西汾酒	18.2	-4.8	15	老白干酒	6.8	-1.3
16	顺鑫农业	30.3	-4.4	16	泸州老窖	15.3	-6.3	16	伊力特	1.9	-1.7
17	水井坊	71.1	-10.7	17	伊力特	6.2	-6.7	17	青青稞酒	22.0	-1.9
18	金种子酒	23.7	-12.1	18	金种子酒	28.5	-10.1	18	舍得酒业	13.9	-3.2

资料来源：Wind，浙商证券研究所

泸州老窖税金及附加比例同比下降明显，环比有所提升。2020Q2 泸州老窖税金及附加比例同比下降 2.7 个百分点至 11.5%，除了产品结构升级推动吨价提升原因外，税金及附加比例下降也贡献了泸州老窖部分利润，税金及附加下降主要原因为泸州老窖拥有自己独立的销售公司，在酒厂停产、销售公司仍保持正常销售的情况下，生产环节缴纳的消费税下降，因此税金及附加比例下降，随着工厂正常生产，税金及附加预计将逐步恢复正常。

表 5：2020H1 泸州老窖等酒企税金及附加比例较低

	2019Q1单季度 税金及附加/营 业收入	2019Q2单季度 税金及附加/营 业收入	2019Q3单季度 税金及附加/营 业收入	2019Q4单季度 税金及附加/营 业收入	2020Q1单季度 税金及附加/营 业收入	2020Q2单季度 税金及附加/营 业收入	2020Q2-2019Q2 差值
水井坊	15.8%	17.3%	15.3%	15.3%	16.0%	26.3%	9.0%
洋河股份	14.2%	11.4%	13.2%	19.3%	15.0%	17.3%	5.9%
青青稞酒	15.9%	18.9%	15.2%	14.9%	14.9%	22.3%	3.4%
贵州茅台	11.1%	13.1%	15.0%	19.5%	10.0%	16.1%	3.1%
山西汾酒	13.4%	21.3%	19.0%	25.1%	6.6%	24.2%	2.9%
古井贡酒	14.7%	14.2%	15.3%	17.3%	15.9%	16.4%	2.2%
金种子酒	10.9%	9.6%	9.3%	11.6%	11.1%	11.8%	2.1%
今世缘	15.2%	10.7%	26.4%	24.7%	16.1%	12.6%	1.8%
伊力特	14.4%	13.7%	13.3%	14.5%	18.8%	14.8%	1.0%
迎驾贡酒	14.6%	15.7%	14.8%	16.7%	13.4%	16.6%	0.9%
舍得酒业	14.2%	12.1%	13.0%	13.4%	14.7%	11.8%	-0.3%
五粮液	13.9%	14.3%	13.4%	14.1%	13.3%	13.9%	-0.4%
酒鬼酒	16.4%	16.5%	16.2%	15.2%	15.0%	16.0%	-0.5%
口子窖	14.2%	15.7%	14.5%	16.5%	14.9%	15.2%	-0.5%
顺鑫农业	10.4%	9.6%	12.7%	13.7%	7.8%	9.1%	-0.5%
老白干酒	15.1%	16.2%	14.6%	15.5%	14.1%	15.5%	-0.7%
金徽酒	13.9%	14.4%	13.0%	14.7%	14.5%	13.5%	-1.0%
泸州老窖	11.5%	14.2%	9.9%	13.9%	5.9%	11.5%	-2.7%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1.4. 为保持渠道健康，行业预收整体环比下降

受企业会计准则变动影响（《企业会计准则第 14 号—收入》的通知（财会〔2017〕22 号）），2020 年 1 月 1 日起上市企业收入确认时间点判断标准发生变化，其中预收款项中含税部分重分类为合同负债，不含税金额部分列入其他流动负债。我们将各家酒企最新预收相关情况整理下图。

贵州茅台及山西汾酒预收表现亮眼，酒企预收整体保持健康状态。2020H1 末贵州茅台凭借强大的品牌力及渠道力，预收款环比实现大幅增长（6 月提前打款叠加非标加速回款所致）；7 月提价预期为山西汾酒预收高增原因之一。大部分酒企受疫情影响，为保障渠道健康，控制库存，酒企纷纷出台降低二季度打款要求政策，预收呈环比下降趋势，比如泸州老窖 5 月才逐步恢复发货，水井坊、洋河等酒企二季度均采取较大控货力度，而五粮液受打款节奏影响，预收出现环比下降。总体来看，酒企预收仍保持健康状态。

表 6：2020H1 末酒企预收情况一览

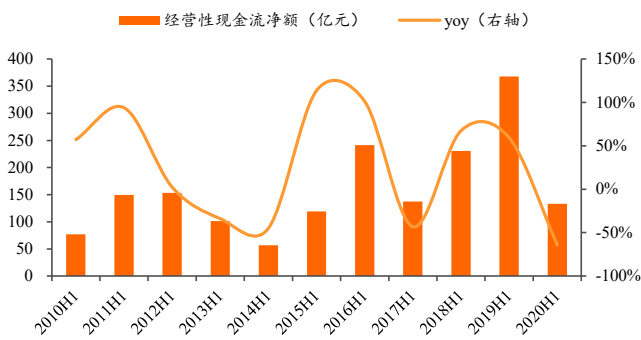
	2019 预收 款项	2020Q1		2020H1			备注	预收相关项目总余额			环比变动 2020H1- 2020Q1	
		预收 款项	合同 负债	其他流 动负债	预收 款项	合同 负债		其他流 动负债	2019	2020Q1		2020H1
贵州茅台	137.4		69.1	8.0	94.6	11.1	Q1起预收客户的款项中不含税金额部分列入合同负债项目列示，税额部分列入其他流动负债项目列示	137.4	77.1	105.7	28.6	
高端酒	五粮液	125.3		47.7		36.2	4.6	Q1预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”，Q2预收客户的款项中不含税金额部分列入合同负债项目列示，税额部分列入其他流动负债项目列示	125.3	47.7	40.8	-6.9
	泸州老窖	22.4		6.3	0.8	5.9	0.7	Q1起预收客户的款项中不含税金额部分列入合同负债项目列示，税额部分列入其他流动负债项目列示	22.4	7.1	6.6	-0.5
	山西汾酒	28.4		16.1		21.4		Q1起预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”	28.4	16.1	21.4	5.3
	水井坊	3.7		0.3		5.0		Q1起预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”	3.7	0.3	5.0	4.7
次高端二 线名酒酒	舍得酒业	2.5		1.7		1.5		Q1起预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”	2.5	1.7	1.5	-0.2
	酒鬼酒	2.1		1.6		2.1	0.3	Q1预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”，Q2预收客户的款项中不含税金额部分列入合同负债项目列示，税额部分列入其他流动负债项目列示	2.1	1.6	2.4	0.8
	洋河股份	67.5		64.3		39.5		Q1起预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”	67.5	64.3	39.5	-24.8
	古井贡酒	5.3	15.3			7.3		Q1未作调整，Q2预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”	5.3	15.3	7.3	-8.1
区域龙头 酒	今世缘	13.0		2.9		3.5		Q1起预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”	13.0	2.9	3.5	0.6
	口子窖	8.0	4.5			4.3		未作调整	8.0	4.5	4.3	-0.2
	顺鑫农业	61.9		42.5		35.6		Q1起预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”	61.9	42.5	35.6	-6.9
	金徽酒	2.3	1.3			1.5	0.2	Q1未作调整，Q2预收客户的款项中不含税金额部分列入合同负债项目列示，税额部分列入其他流动负债项目列示	2.3	1.3	1.6	0.3
	金种子酒	1.1		0.8	0.1	1.0	0.1	Q1起预收客户的款项中不含税金额部分列入合同负债项目列示，税额部分列入其他流动负债项目列示	1.1	0.9	1.1	0.2
区域三四 线酒	迎驾贡酒	4.1		3.0	0.3	3.2	0.3	Q1起预收客户的款项中不含税金额部分列入合同负债项目列示，税额部分列入其他流动负债项目列示	4.1	3.3	3.5	0.2
	青青稞酒	0.4	0.3			0.2		Q1未作调整，Q2预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”	0.4	0.3	0.2	-0.1
	伊力特	0.8	0.4			0.2		Q1未作调整，Q2预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”	0.8	0.4	0.2	-0.2
	老白干酒	8.0		8.9		6.2		Q1起预收货款由“预收款项”调整至“合同负债”	8.0	8.9	6.2	-2.7

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1.5. 现金流分化明显，二季度环比实现恢复

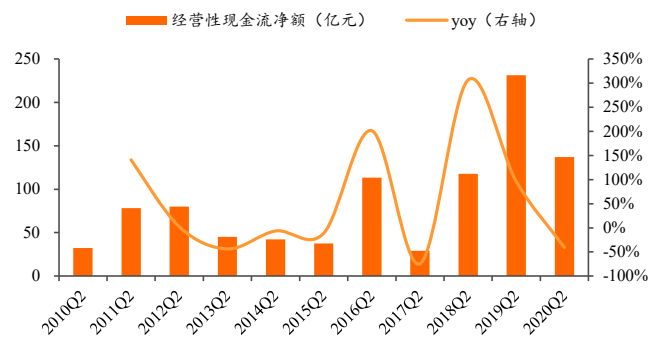
酒企现金流情况分化较为明显。2020Q2 白酒行业经营性现金流净额为 137.20 亿元，同比下滑 40.68%，降度有所缩窄，其中古井贡酒二季度经营性现金流表现最好，同增 2184.6%，主因票据贴现回款增加所致叠加去年基数较低；贵州茅台 2020H1 公司经营活动现金净流量同比下降 47.6%，主要原因为主要是本期客户存款和同业存放款项净增加额减少；洋河现金流表现较弱，主因二季度采取控货策略导致预收下降显著，从而影响现金流表现。整体来看，酒企现金流情况分化较为明显。

图 22：2020H1 白酒行业经营性现金流净额同比下降 63.80%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：2020Q2 白酒行业经营性现金流净额同比下降 40.68%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 7：2020H1 酒企经营性现金流整体表现较弱

		2019H1 经营性 现金流净额 (亿元)	2020H1 经营性 现金流净额 (亿元)	同比增 速 (%)		2019Q2 经营 性现金流净 额 (亿元)	2020Q2 经营 性现金流净 额 (亿元)	同比增 速 (%)	
1	伊力特	-0.2	0.3	267.8%	1	古井贡酒	0.3	7.1	2184.6%
2	古井贡酒	10.4	23.4	124.8%	2	五粮液	4.4	23.7	439.5%
3	酒鬼酒	1.2	2.3	91.1%	3	伊力特	-0.9	2.7	398.5%
4	舍得酒业	-1.4	-0.6	55.9%	4	山西汾酒	-8.1	11.0	235.0%
5	金种子酒	-1.8	-1.2	30.4%	5	老白干酒	-1.2	1.0	179.3%
6	老白干酒	-1.8	-2.1	-19.6%	6	顺鑫农业	-4.0	1.3	132.3%
7	山西汾酒	16.9	12.3	-27.6%	7	酒鬼酒	1.3	2.8	119.5%
8	青青稞酒	-1.0	-1.4	-44.7%	8	金徽酒	0.5	1.0	115.4%
9	贵州茅台	240.9	126.2	-47.6%	9	舍得酒业	-1.3	0.1	110.0%
10	泸州老窖	17.1	7.3	-57.3%	10	青青稞酒	-0.9	-0.4	52.3%
11	五粮液	83.7	11.7	-86.0%	11	泸州老窖	11.5	10.5	-8.8%
12	金徽酒	2.1	0.2	-89.0%	12	今世缘	3.5	2.1	-40.3%
13	今世缘	3.0	-0.3	-108.7%	13	贵州茅台	229.0	103.2	-54.9%
14	水井坊	5.0	-2.0	-140.1%	14	口子窖	1.3	-0.9	-170.3%
15	迎驾贡酒	-1.8	-4.5	-153.9%	15	水井坊	2.6	-2.8	-209.8%
16	口子窖	2.0	-3.9	-297.3%	16	金种子酒	-0.1	-0.3	-229.1%
17	顺鑫农业	-1.6	-7.3	-344.4%	17	洋河股份	-6.3	-24.0	-279.8%
18	洋河股份	-5.1	-27.3	-435.9%	18	迎驾贡酒	-0.1	-0.6	-598.7%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 8：2020H1、2020Q1 酒企样本公司业绩全景一览

	证券简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率 (%)		净利率 (%)	
		2020H1	YOY (%)	2020Q2	YOY (%)	2020H1	YOY (%)	2020Q2	YOY (%)	2020H1	2020Q2		
高端酒	贵州茅台	439.5	11.3	195.5	9.5	226.0	13.3	95.1	8.9	91.5	54.4		
	五粮液	307.7	13.3	105.3	10.1	108.6	16.3	31.5	10.2	74.5	37.0		
	泸州老窖	76.3	-4.7	40.8	6.2	32.2	17.1	15.1	22.5	81.8	42.2		
次高端 二线名酒	山西汾酒	69.0	7.8	27.6	18.4	16.0	33.1	3.8	16.1	71.7	23.4		
	舍得酒业	10.3	-15.9	6.2	18.8	1.6	-11.5	1.4	62.0	75.0	16.8		
	酒鬼酒	7.2	1.9	4.1	12.9	1.8	18.4	0.9	6.4	80.1	25.6		
	水井坊	8.0	-52.4	0.8	-90.1	1.0	-69.6	-0.9	-172.6	82.4	12.8		
区域龙头酒企	洋河股份	134.3	-16.1	41.6	-18.6	54.0	-3.2	14.0	-10.4	73.2	40.2		
	古井贡酒	55.2	-7.8	22.4	-3.5	10.2	-17.9	3.9	-16.5	76.2	18.2		
	今世缘	29.1	-4.6	11.4	3.8	10.2	-4.9	4.4	1.9	69.4	35.0		
	口子窖	15.7	-35.1	7.9	-25.1	4.9	-45.7	2.4	-30.5	76.3	31.0		
区域三四线酒	顺鑫农业	95.2	13.1	40.0	9.5	5.5	-15.4	2.0	-10.9	29.2	5.8		
	金徽酒	7.1	-12.7	3.7	22.7	1.2	-10.9	0.6	141.7	61.3	16.9		
	老白干酒	14.9	-23.8	7.4	-9.0	1.2	-39.6	0.5	-32.6	63.9	7.9		
	伊力特	7.9	-15.6	6.4	51.8	1.5	-27.5	1.4	163.1	50.3	18.3		
	迎驾贡酒	13.7	-27.3	6.0	-17.3	3.3	-25.1	1.0	9.4	66.9	24.4		
	金种子酒	4.1	-19.1	2.2	-0.7	-0.5	-71.0	-0.3	30.9	29.1	-13.1		
	青青稞酒	3.5	-34.7	1.5	-14.0	-0.4	-256.2	-0.3	-8.4	65.0	-11.3		

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 白酒行业趋势总结：行业趋势的变与不变

1.2.1. 提价潮趋势：“占位”“守位”为提价潮关键词

“占位”“守位”为本轮白酒提价潮关键词。自春节过后，泸州老窖、山西汾酒、剑南春、今世缘、古井贡酒等优质酒企相继开启产品升级及小幅提价，主要原因为：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) 为备战中秋国庆旺季打下基础，可回补部分上半年量。今年老窖目标将为紧抓高端化发展机遇，实现“守位”。在消费升级趋势不改、市场集中度不断提升的背景下，近期今世缘、酒鬼酒等酒企通过直接提价、进行产品结构升级等方式进行“占位”，而茅台、五粮液等酒企则通过直接提价、进行产品结构升级、加大直营占比、减少渠道配额等方式以实现吨价上提，实现“守位”。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。

表 9：酒企春节后迎来“提价潮”

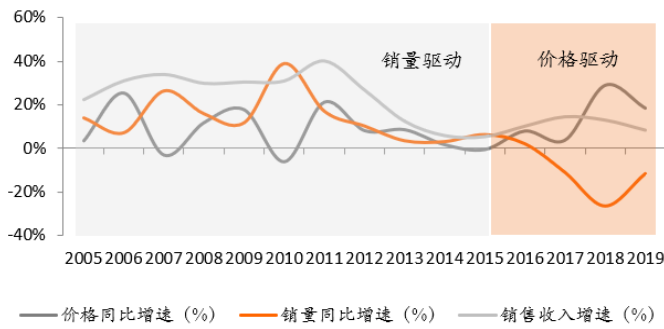
品牌	时间	提价措施
剑南春	2020年1月	1月1日起， 水晶剑和金剑南K6 提价20元/瓶
泸州老窖	2020年2月	2月15日起，取消各经销客户2020年2月份 国窖1573经典装 配额。如有 国窖1573经典装 配额需求，由国窖公司各大区组织进行本区域内库存调剂 2月16日起，取消各经销客户及终端2020年2月份 泸州老窖特曲 产品（包含特曲第十代、晶彩版、纪念版）的配额。如有配额需求，请各片区组织本区域内各经销客户和终端之间相
泸州老窖 剑南春	2020年3月	3月1日起， 水晶瓶剑南春和珍藏级剑南春 出厂价分别上调了25元/瓶、30元/瓶
剑南春		4月1日起， 剑南春水晶剑、珍藏剑 建议零售价分别上调为489元/瓶、788元/瓶
泸州老窖	2020年4月	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
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
山西汾酒		5月1日起， 42度玻汾 终端吊牌价调整为49元/瓶，上调2元； 53度玻汾 终端吊牌价调整为58元/瓶，上调3元
酒鬼酒	2020年5月	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
西凤酒		5月15日起，多款自营产品上调价格， 西凤绿瓶 的出厂价将上调25%-30%，同时终端零售价也将相应上调
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
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元/瓶； 42度青花20 涨价15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
古井贡酒	2020年7月	古井贡酒安徽省内全面提价调整的具体内容为：献礼版终端成交价为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

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2.2. 不变：消费升级和集中度提升趋势不变

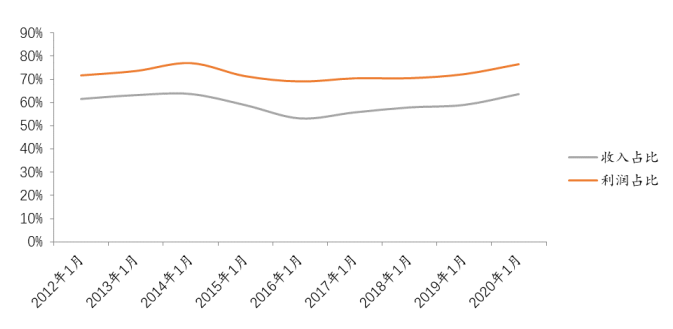
消费升级和市场份额向高端酒企集中趋势不变。近年来白酒行业业绩主要受价格驱动，在消费持续升级背景下，今年上半年酒企掀起提价潮、2020Q2 多家酒企产品结构持续升级推动利润高增，价格驱动趋势延续。另外，在疫情爆发背景下，行业集中化趋势不变：2020H1 高端酒收入及归属母公司股东的净利润分别占白酒行业的 63.40%、76.66%，分别较上年同期提升 4.70、4.38 个百分点，目前行业处于产销下行期，但高端酒企销售额及利润仍不断提升，白酒品牌集中、结构升级的时代正在加速到来，行业集中度提升速度进一步加快，预计未来这一趋势将延续。

图 24：15-19 年价格为业绩主要驱动力



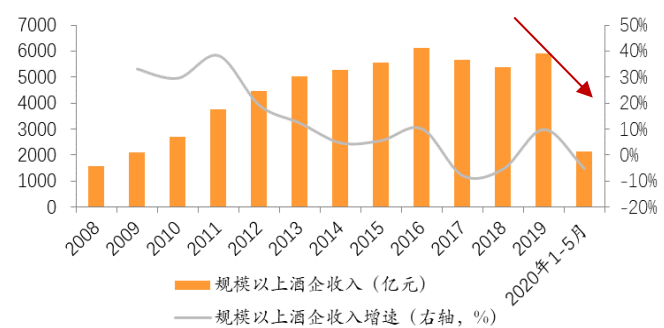
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：茅五泸上市公司业绩比不断提升



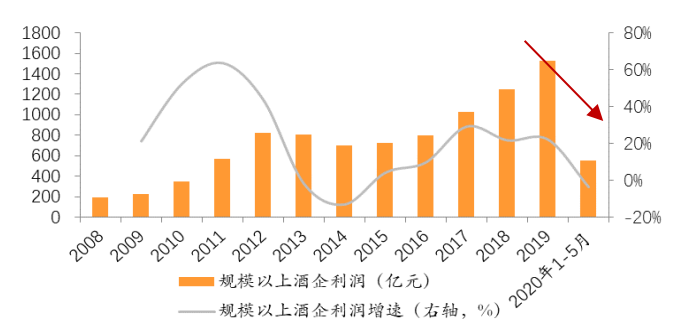
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：白酒规模以上酒企收入增速放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 27：白酒规模以上酒企净利润增速放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2.3. 变化：行业分化幅度不一，价位带愈加细分

行业结构进一步分化，变化在于分化幅度和价位带细分。在行业整体结构分化的同时，各主要价格带的分化幅度呈现不一样的景象：1) 高端酒：贵州茅台、五粮液批价持续提升，泸州老窖采取价格跟随战略以提升品牌力，格局较为稳固，分化幅度较小；2) 次高端酒二线名酒：目前次高端酒价格带仍处战国时期，其中山西汾酒发展势头向好，酒鬼酒凭借高端内参近年来实现快速增长，而水井坊、舍得增速略慢，分化幅度较大；3) 区域龙头酒：能实现全国化的区域酒企将在未来脱颖而出，市场份额向头部企业集中趋势明显，分化幅度正不断拉大，古井贡酒、今世缘发展势头较好，洋河有望迎来业绩拐点，口子窖仍处于深化改革中。

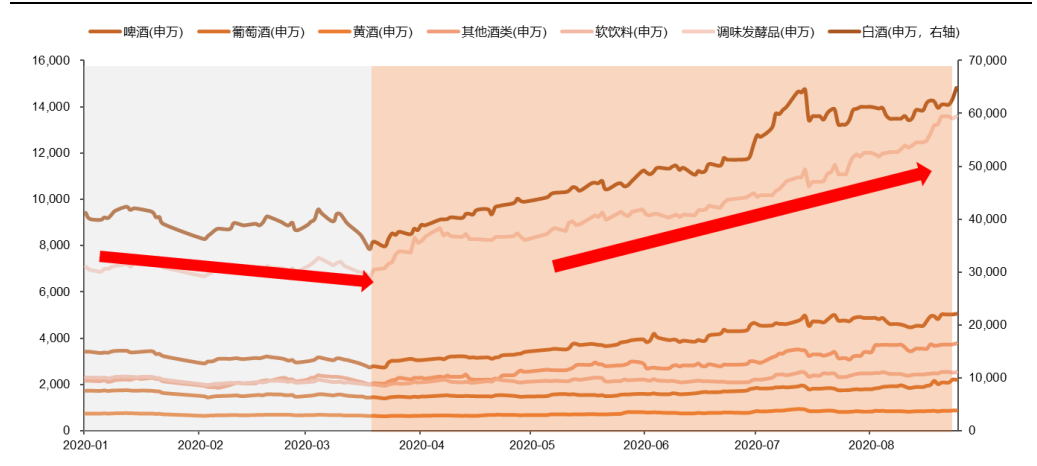
1.3. 坚守“1+1>2” 择股法则，看好白酒板块配置机会

1.3.1. 业绩及高性价比估值为股价上涨主要推动力

白酒板块盈利能力强，建议关注板块优质标的的配置机会。由于白酒需求具有一定消费刚性，在消费基础较为稳定的背景下，酒企拥有的较强定价能力使得其盈利能力在消费品行业中极具竞争力，虽然疫情的爆发使得消费场景消失，进而造成部分酒企业绩大幅下降，但白酒标的股价仅在国内疫情爆发期及全球疫情蔓延期出现过短暂回落，之后迅速恢复，韧性较强，因此白酒为最好的赛道之一。另外，国际经验角度来看，外资更偏好业绩稳定性较高、ROE 表现较好的本土优势企业及特色产业，因此以贵州茅台、五粮液为首的

白酒标的仍为外资未来配置的重要方向。中长期来看，基本面较为确定、消费升级趋势不变、行业集中度持续提升的白酒行业仍将享受一定的估值溢价，建议关注板块优质标的的配置机会。

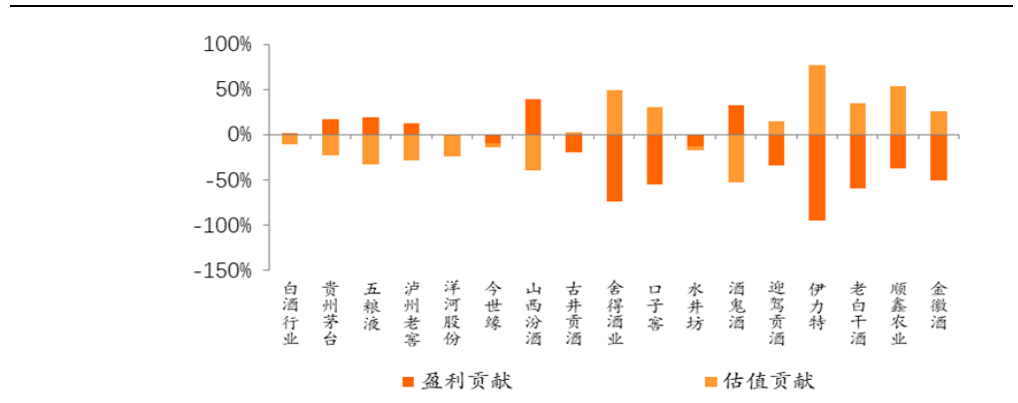
图 28：白酒板块涨幅居前



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：数据截止 2020.08.25

业绩及高性价比估值为股价上涨的主要推动力。一季度白酒行业股价下跌 7.1 个百分点，其中盈利贡献度为 0.4%，估值贡献度为-10%，白酒行业较强的盈利能力为一季度股价提升的主要因素，二季度在终端动销逐步恢复的背景下，市场预期回升推动估值上移，估值成为二季度股价主要驱动因素。考虑到目前白酒估值已实现修复、下半年酒企业绩或超预期，预计下半年股价仍将由业绩主要推动。

图 29：一季度白酒行业主要受盈利贡献驱动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

通过复盘 1-8 月白酒行业个股涨跌幅，可以发现 2-3 月确定性较强的贵州茅台涨幅居前；4 月盈利能力较强、估值具备一定性价比的古井贡酒、五粮液涨幅居前；5-6 月金徽酒、迎驾贡酒、老白干、舍得酒业等低估值标涨幅居前；7-8 月成长性强、估值仍有提升空间的古井、老窖、今世缘、洋河涨幅位居前列。综合来看，较强的盈利能力及性价比高的估值为个股实现高增长的必要条件之一。

表 10：2020 年 1-8 月个股月度涨跌幅情况

1月		2月		3月		4月					
涨跌幅	估值	涨跌幅	估值	涨跌幅	估值	涨跌幅	估值				
古井贡酒	5.4	34.4	顺鑫农业	5.0	50.4	顺鑫农业	7.8	56.3	山西汾酒	19.0	48.2
酒鬼酒	3.3	40.2	贵州茅台	0.4	32.2	山西汾酒	5.0	40.5	古井贡酒	18.1	32.4
山西汾酒	2.2	41.2	今世缘	-4.4	25.4	贵州茅台	4.4	33.9	五粮液	17.9	30.3
顺鑫农业	-0.5	48.0	五粮液	-4.4	26.9	金种子酒	-1.0	-16.6	洋河股份	17.4	20.1
水井坊	-0.7	30.4	山西汾酒	-5.9	38.8	伊力特	-1.1	12.9	今世缘	15.8	28.0
洋河股份	-3.0	21.9	洋河股份	-9.1	19.9	迎驾贡酒	-1.2	13.9	贵州茅台	13.9	38.6
老白干酒	-4.1	23.9	泸州老窖	-9.5	23.6	泸州老窖	-1.3	23.2	酒鬼酒	12.7	34.8
舍得酒业	-4.4	19.0	伊力特	-11.8	12.8	水井坊	-3.7	25.5	泸州老窖	7.5	25.0
泸州老窖	-4.6	26.1	老白干酒	-12.2	21.0	五粮液	-4.6	25.7	水井坊	7.1	27.3
五粮液	-5.2	28.1	金徽酒	-12.2	21.1	舍得酒业	-4.9	15.1	舍得酒业	5.4	15.9
今世缘	-5.7	26.6	口子窖	-12.2	15.6	今世缘	-5.9	24.2	金徽酒	5.3	20.5
金徽酒	-6.1	24.0	水井坊	-12.5	26.6	金徽酒	-6.0	19.4	老白干酒	1.4	19.2
金种子酒	-6.3	-18.8	迎驾贡酒	-12.8	14.0	古井贡酒	-7.5	27.4	迎驾贡酒	0.5	14.0
迎驾贡酒	-6.4	16.0	金种子酒	-13.2	-16.3	口子窖	-9.6	14.4	口子窖	-0.4	14.4
伊力特	-6.7	14.5	酒鬼酒	-13.5	34.8	老白干酒	-10.5	19.0	金种子酒	-2.9	-16.1
口子窖	-7.1	17.8	古井贡酒	-14.6	29.4	酒鬼酒	-12.6	30.9	伊力特	-3.8	12.4
贵州茅台	-11.0	32.1	舍得酒业	-17.2	15.8	洋河股份	-14.2	17.1	顺鑫农业	-11.4	49.8
5月		6月		7月		8月					
涨跌幅	估值	涨跌幅	估值	涨跌幅	估值	涨跌幅	估值				
酒鬼酒	42.2	47.7	酒鬼酒	92.0	83.0	古井贡酒	43.0	51.1	泸州老窖	18.8	43.7
金徽酒	38.6	28.1	老白干酒	47.7	28.7	泸州老窖	29.5	37.2	古井贡酒	14.9	58.7
迎驾贡酒	24.6	17.3	舍得酒业	47.3	24.8	洋河股份	28.4	27.6	今世缘	14.4	42.8
山西汾酒	22.9	57.6	伊力特	41.8	19.2	五粮液	27.1	48.5	顺鑫农业	11.9	63.5
舍得酒业	17.3	18.4	金种子酒	31.6	-21.0	山西汾酒	24.4	81.1	酒鬼酒	11.5	83.1
五粮液	16.8	33.1	水井坊	29.5	36.9	贵州茅台	14.7	51.2	伊力特	11.3	21.2
伊力特	16.6	14.2	五粮液	24.4	38.2	今世缘	9.2	37.4	水井坊	11.2	41.9
口子窖	16.6	16.5	金徽酒	23.8	32.6	顺鑫农业	8.6	56.7	口子窖	10.6	19.3
今世缘	15.6	31.5	迎驾贡酒	22.5	18.7	金种子酒	8.6	-22.8	五粮液	8.3	52.6
老白干酒	13.5	21.7	山西汾酒	18.9	65.2	水井坊	4.1	37.7	迎驾贡酒	6.2	19.9
泸州老窖	12.7	26.9	今世缘	17.6	34.2	伊力特	1.2	19.0	金徽酒	5.8	34.0
古井贡酒	12.2	36.0	泸州老窖	17.5	28.8	迎驾贡酒	0.2	18.8	山西汾酒	3.4	83.9
贵州茅台	12.2	41.7	口子窖	16.8	17.8	老白干酒	-0.4	28.6	贵州茅台	2.9	52.6
水井坊	10.7	29.8	贵州茅台	10.6	44.6	舍得酒业	-1.0	24.5	老白干酒	2.6	29.4
金种子酒	9.0	-17.5	古井贡酒	9.0	36.1	金徽酒	-1.6	32.1	金种子酒	2.1	-23.3
洋河股份	8.9	21.5	洋河股份	8.1	21.5	口子窖	-1.8	17.4	洋河股份	0.8	27.8
顺鑫农业	1.1	50.2	顺鑫农业	7.4	52.2	酒鬼酒	-10.2	74.5	舍得酒业	-8.3	22.5

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：1) 涨跌幅数据为单月数据，8月涨跌幅数据截止

2020.08.25；2) 估值取每个月月末 PE (TTM) 值；3) 橙色为高端酒；橘色为区域性酒企；灰色为全国次高端二线名酒品牌；浅黄色为全国三四线品牌)

1.3.2. 为择股逻辑加个公式——“1+1>2”法则

区别于市场上简单的以“盈利能力强+估值性价比高”的择股逻辑，我们认为应将其具体为“1+1>2”法则：净利润三年翻两番+估值具性价比=未来获得超额收益确定性较高。具体来看：

高端酒方面：由于高端酒确定性高，因此享受一定确定性溢价，估值普遍高于行业平均水平，其中行业龙头贵州茅台估值为其余高端酒估值标杆，假若未来茅台将通过“提升1499 零售价+提升直营占比”增厚利润，估值有望进一步提升；五粮液（未来三年利润CAGR18.7%，PE46.9倍）凭借较高的业绩弹性及较茅台低的合理估值成为高端酒中有望获得超额收益的标的之一，我们坚定五粮液的量价超预期逻辑；

全国性区域龙头酒方面：区域龙头酒估值提升的重要逻辑之一为在次高端二线名酒扩容的背景下，成长空间大，其中全国性区域龙头酒龙头山西汾酒的估值为区域龙头酒估值标杆，预计正加速全国化扩张步伐的古井估值将不断接近山西汾酒。另外，我们认为洋河估值及未来业绩均被市场低估（万得一致预期未来三年 CAGR 仅为 9.6%，PE (TTM) 27.0

倍)), 主因洋河梦 6+有望抢占 600 元次高端二线名酒价格带的同时, 深入改革将带来极大业绩弹性;

地方性区域龙头酒方面: 地方性区域龙头酒优质标的在保持较高业绩弹性的同时, 估值普遍较全国性区域龙头酒略低, 目前满足利润有望翻番、估值具性价比的标的为: 今世缘 (未来三年利润 CAGR18.9%, PE42.9 倍)、金徽酒 (未来三年利润 CAGR16.0%, PE35.3 倍)、伊力特 (未来三年利润 CAGR16.9%, PE30.5 倍), 其中首推今世缘 (坚定三大超预期叠加业绩目标明确逻辑)。

表 11: 近期白酒个股涨跌幅

酒企	PE (TTM)	净利润 (亿元)						营业收入 (亿元)					
		2019	2020	2021	2022	19-21年 CAGR	倍数	2019	2020	2021	2022	19-21年 CAGR	倍数
口子窖	22.1	17	18	21	25	12.6%	1.4	47	48	55	64	10.8%	1.4
迎驾贡酒	22.2	9	9	10	12	7.3%	1.2	38	35	38	42	3.7%	1.1
舍得酒业	25.9	5	5	7	8	14.0%	1.5	27	27	32	37	11.4%	1.4
洋河股份	27.0	74	77	87	97	9.6%	1.3	231	236	262	288	7.6%	1.2
伊力特	30.5	5	5	6	7	16.9%	1.6	23	24	28	31	10.5%	1.3
老白干酒	32.9	4	4	5	5	7.3%	1.2	40	36	41	46	4.4%	1.1
金徽酒	35.3	3	3	4	4	16.0%	1.6	16	18	21	24	14.1%	1.5
泸州老窖	38.8	46	50	57	65	11.6%	1.4	158	167	190	215	10.9%	1.4
今世缘	42.9	15	17	20	25	18.9%	1.7	49	55	66	81	18.6%	1.7
五粮液	46.9	174	208	250	291	18.7%	1.7	501	579	679	779	15.8%	1.6
贵州茅台	48.6	412	450	530	609	13.9%	1.5	889	984	1157	1330	14.4%	1.5
水井坊	57.5	8	7	10	11	11.3%	1.4	35	32	40	47	9.7%	1.3
古井贡酒	60.7	21	23	28	33	16.3%	1.6	104	116	136	158	15.0%	1.5
山西汾酒	67.8	19	24	30	36	23.2%	1.9	119	139	163	189	16.7%	1.6
酒鬼酒	74.0	3	4	5	6	25.5%	2.0	15	17	21	26	19.4%	1.7
顺鑫农业	71.4	8	10	13	16	26.0%	2.0	149	166	190	216	13.2%	1.5

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 1) 数据截止 2020.08.25; 2) 除贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、口子窖、山西汾酒采取浙商归母净利润预测数据外, 其余均采用万得一致预期净利润数据; 3) 全国性区域龙头酒包含: 山西汾酒、古井贡酒、洋河股份, 地方性区域龙头酒包括: 口子窖、伊力特、老白干、金徽酒、今世缘

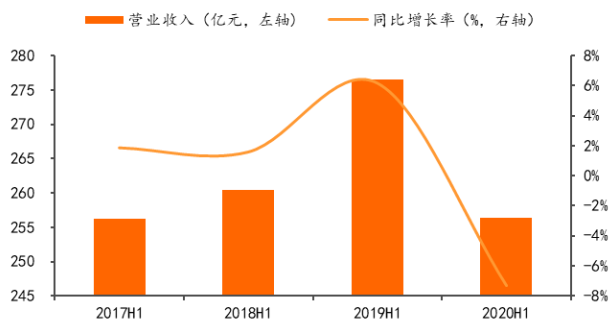
投资建议: 坚定白酒赛道中优秀标的行稳致远逻辑和确定性, 推荐关注未来三年净利润有望翻番+估值具性价比的优秀标的。短期来看, 未来三年利润有望翻番叠加估值具性价比的**五粮液**(量价超预期逻辑)、**今世缘**(V9 表现或超预期、股权激励业绩指引逻辑)、**洋河股份**(M6+表现或超预期、次高端扩容、业绩拐点将至、估值性价比高逻辑)、**金徽酒**(激励到位、大西北战略推进或超预期逻辑)均为有望取得超额收益标的, 同时也推荐关注基本面优秀, 成长势头强劲的**山西汾酒**、**古井贡酒**等优质标的。配置时点方面, 考虑到白酒行业下半年中秋国庆表现或将超预期, 应关注近期回调带来的配置机会; 长期看, 白酒行业消费升级趋势不变, 市场份额仍将继续向龙头酒企聚集, 仍推荐确定性较高的**贵州茅台**、**五粮液**。

2. 啤酒行业：Q2 动销环比恢复明显，高端化趋势延续

2.1. 2020H1 高端化趋势延续，盈利能力提升显著

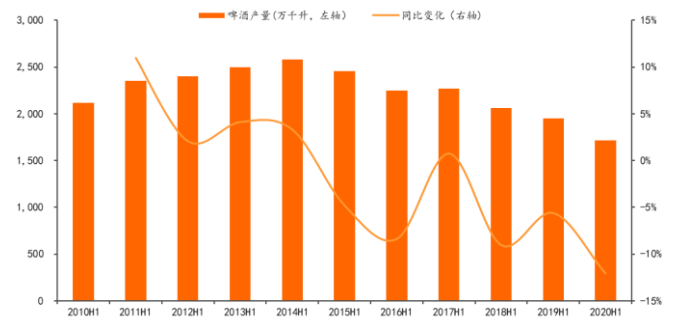
收入方面，高端化延续推动销售均价提升。2020H1 啤酒行业实现收入 256.33 亿元，同比下降 7.30%，具体来看，青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020H1 收入分别为 156.79、55.65、20.07、17.51 亿元，分别同比下降 5.27%、13.88%、4.84%、4.45%。拆分量价来看：1) 量：2020H1 啤酒产量 1714.20 万千升，同比下降 12.04%，主要系受疫情影响 2020Q1 产量下降 35.10%所致，具体来看，青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒的销量同比下降 6.85%、18.68%、7.81%、3.63%，其中燕京啤酒的下降幅度大于行业平均；2) 价：在销量下降的情况下，产品结构提升推动均价实现增长，青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒的销售均价分别同比提升 1.70%、5.90%、3.22%，重庆啤酒销售均价下降 0.85%。

图 30：2020H1 啤酒行业收入同比下降 7.30%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 31：2020H1 啤酒行业产量同比下降 12.04%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

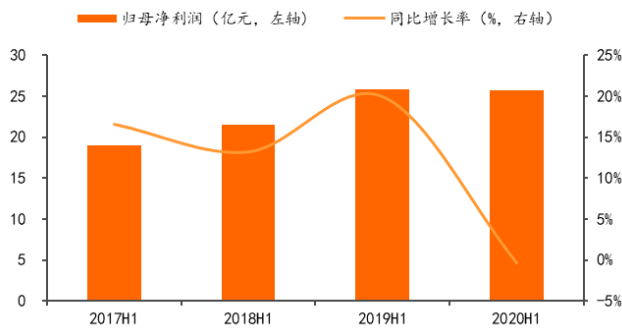
盈利能力方面，行业整体盈利能力提升，结构性分化明显。总体来看，青岛啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒盈利能力有所提升，而燕京啤酒下降明显：

1、净利润：2020H1 啤酒行业实现净利润 25.75 亿元，同比下降 0.34%。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020H1 归母净利润分别为 18.55、2.69、2.46、2.46 亿元，分别同比变化 13.77%、-47.46%、16.04%、3.06%；

2、毛利率：2020H1 行业毛利率为 41.76%，同比提升 1.08 个百分点。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020H1 毛利率分别为 41.76%、41.47%、48.07%、41.20%，同比变化 1.65、-1.10、4.89、0.51 个百分点。毛利率提升主要原因为：1) 行业高端化趋势延续、产品结构升级带动价格上移；2) 产能优化推动吨酒成本降低。2020H1 青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒吨酒成本同比变化-1.10%、7.92%、-5.67%、-1.71%；

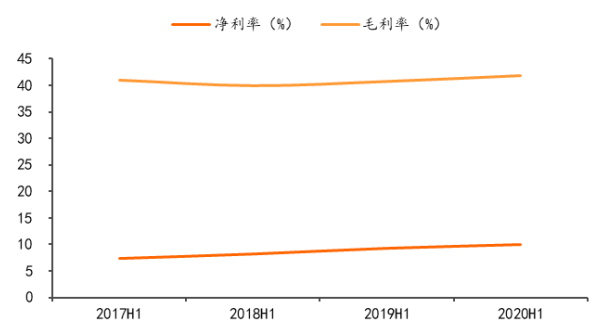
3、净利率：2020H1 行业净利率为 10.05%，同比提升 0.70 个百分点。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020H1 净利率分别为 12.37%、5.74%、12.45%、17.08%，同比变化 1.94、-3.06、2.07、2.31 个百分点。行业整体净利率提升重要原因之一为产量下降导致行业整体税金及附加同比下降 11.66%。

图 32：2020H1 啤酒行业净利润同比下降 0.34%



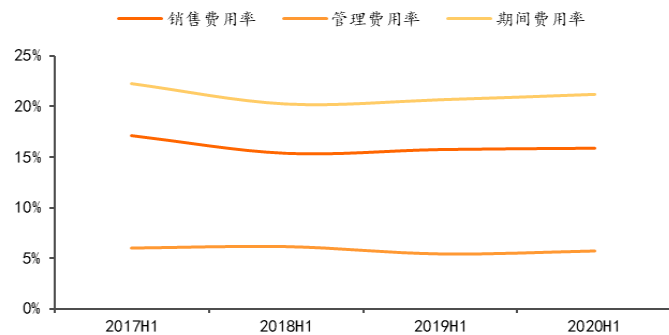
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 33：2020H1 啤酒行业毛利率、净利率提升 1.08、0.7 个百



资料来源：Wind，浙商证券研究所

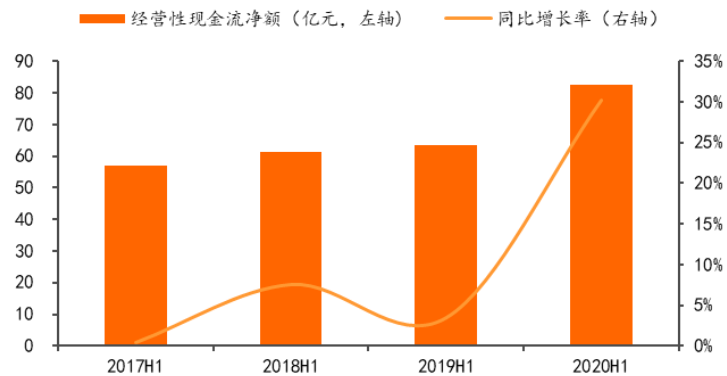
图 34：2020H1 啤酒行业期间费用率同比提升 0.54 个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2020H1 啤酒行业经营性现金流净额同比提升 30.21%，为近 10 年来最大提升幅度。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020H1 经营性现金流净额分别为 49.64、19.54、5.90、6.55 亿元，分别同比提升 30.03%、42.85%、26.41%、38.90%。

图 35：2020H1 啤酒行业经营性现金流净额同比提升 30.21%

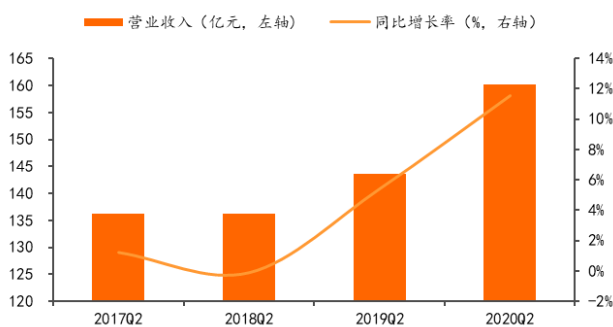


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 2020Q2 需求环比实现改善，动销复苏强劲

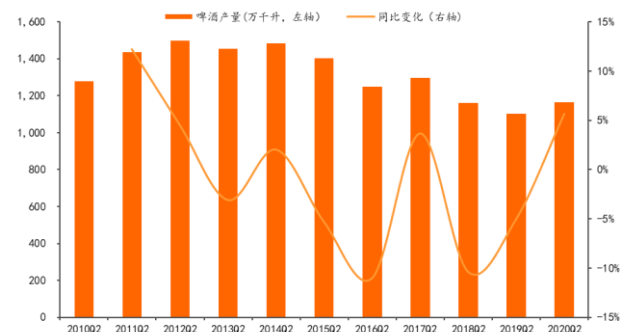
收入方面：2020Q2 动销复苏强劲使得业绩改善明显。2020Q2 在疫情趋缓、消费逐步复苏的背景下，啤酒动销环比改善，行业整体收入同比提升 11.54%，环比提升 39.18 个百分点。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020Q2 营业收入分别为 93.86、35.60、14.53、11.96 亿元，同比提升 9.15%、18.14%、7.03%、19.66%，环比提升 30.00、60.00、33.34、53.01 个百分点。从产量上来看，2020Q1 啤酒行业产量下降 35.10%，2020Q2 行业产量回暖明显，同比提升 5.68%。据渠道调研显示，二季度啤酒行业受益于消费复苏、天气转热，动销恢复较快，8 月销量环比进一步实现改善。

图 36：2020Q2 啤酒行业收入同比提升 11.54%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 37：2020Q2 啤酒行业产量同比提升 5.68%

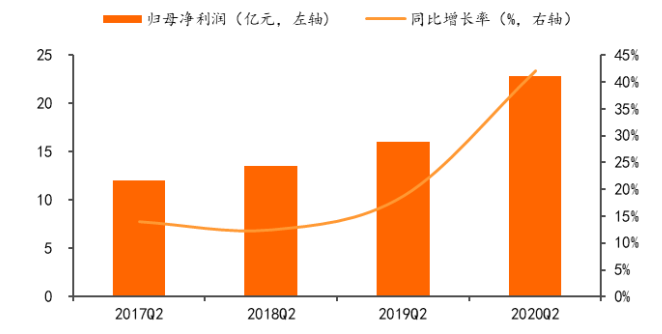


资料来源：Wind，浙商证券研究所

盈利能力方面，费用率下降、产品结构升级推动盈利能力提升：

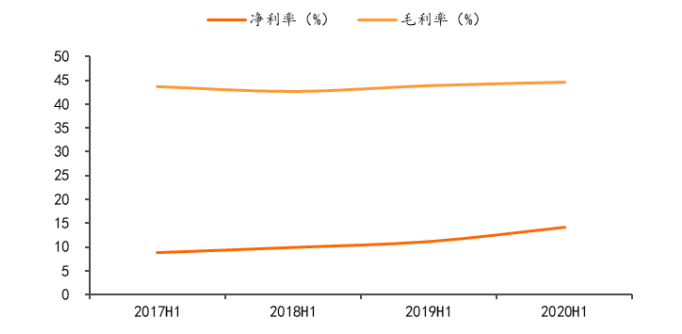
- 1) **净利润**：2020Q2 啤酒行业实现净利润 22.79 亿元，同比提升 42.06%，环比提升 111.87 个百分点。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020Q2 归母净利润分别为 13.18、5.15、2.25、2.12 亿元，分别同比变化 60.12%、13.60%、23.68%、38.47%，环比提升 93.60、531.63、54.74、98.67 个百分点。由于家庭消费场景占比提升，2020Q2 罐化率的提升叠加原料物流成本下行利于提升啤酒行业盈利能力，近日青岛啤酒通过推出 289 元价格的“百年之旅”进军超高端产品，消费升级背景下啤酒行业的产品结构升级延续，酒企利润有望得到进一步增厚；
- 2) **毛利率**：2020Q2 行业毛利率 44.68%，同比提升 0.77 个百分点，环比提升 7.78 个百分点。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020Q2 毛利率分别为 42.90%、47.94%、51.82%、46.12%，同比变化 2.37、-6.16、5.24、2.69 个百分点，环比变化 2.84、17.96、13.62、15.53 个百分点；
- 3) **净利率**：2020Q2 行业净利率为 14.24%，同比提升 3.06 个百分点，环比提升 11.16 个百分点。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020H1 净利率分别为 14.04%、14.47%、15.51%、17.72%，同比变化 4.47、-0.58、2.09、2.41 个百分点，环比变化 5.23、27.27、11.61、9.69 个百分点。净利率提升主要原因为受社保费用减免等优惠政策影响费用水平下降，2020Q2 行业销售费用率、管理费用率分别为 21.05%、4.79%，同比下降 4.01、0.34 个百分点，环比下降 4.01、0.34 个百分点。

图 38：2020Q2 啤酒行业净利润同比提升 42.06%



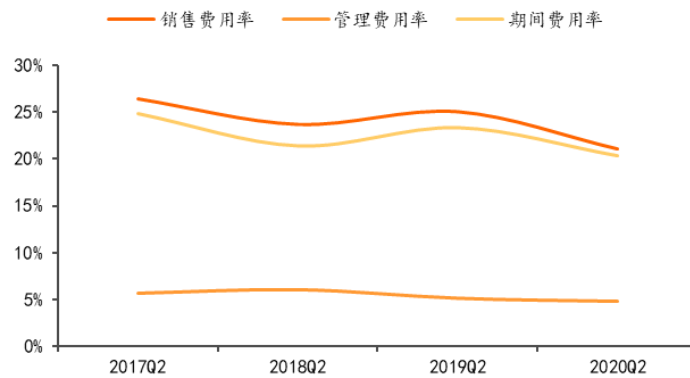
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 39：2020Q2 啤酒行业毛利率提升 0.77 个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

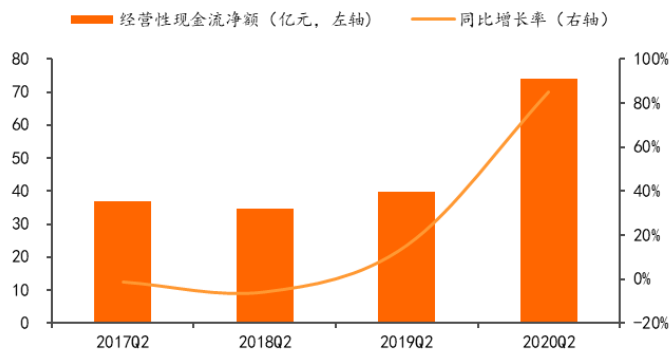
图 40：2020Q2 啤酒行业期间费用率同比下降 3.03 个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

经营性现金流方面：2020Q2 啤酒行业经营性现金流净额同比提升 85.19%，为近 10 年来最大提升幅度。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020Q2 经营性现金流净额分别为 43.45、17.05、6.92、5.64 亿元，分别同比提升 110.76%、63.75%、33.58%、127.36%。

图 41：2020Q2 啤酒行业经营性现金流净额同比提升 85.19%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

投资建议：短期来看，在产能持续优化、成本费用得到较好控制、产品结构上移、罐化率提升的背景下，啤酒行业盈利能力将得到持续提升；长期来看，差异化和高端化为啤酒企业主要发展方向，啤酒企业通过推出超高端产品以提升品牌力，同时精酿酒企成长性强，行业集中度将向优势企业进一步聚拢。我们看好啤酒短期业绩弹性及未来产品结构升级带来的势能，相关标的：**青岛啤酒**。

表 12：2020H1、Q2 啤酒样本公司业绩全景一览表

证券简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率 (%)		净利率 (%)	
	2020H1	YOY (%)	2020Q2	YOY (%)	2020H1	YOY (%)	2020Q2	YOY (%)	2020H1	2020Q2		
青岛啤酒	156.8	-5.3	93.9	9.1	18.5	13.8	13.2	60.1	41.8	12.4		
燕京啤酒	55.7	-13.9	35.6	18.1	2.7	-47.5	5.2	13.6	41.5	5.7		
珠江啤酒	20.1	-4.8	14.5	7.0	2.5	16.0	2.3	23.7	48.1	12.5		
重庆啤酒	17.5	-4.4	12.0	19.7	2.5	3.1	2.1	38.5	41.2	17.1		
惠泉啤酒	3.2	7.9	2.1	22.7	0.1	48.5	0.2	37.2	28.0	2.9		
兰州黄河	1.6	-35.0	1.0	-22.9	-0.1	-144.0	0.1	467.8	25.7	-8.6		
*ST西发	1.5	-1.4	1.0	29.5	-0.4	-4.4	-0.2	-4.0	21.5	-19.2		

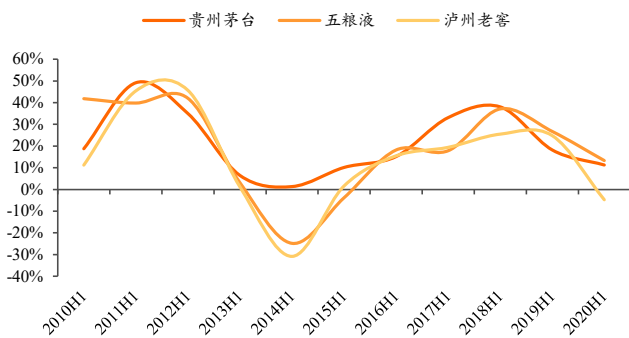
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 重点酒企简评：分化趋势延续，优质酒企行稳致远

3.1. 高端酒：业绩稳健发展，产品结构持续提升

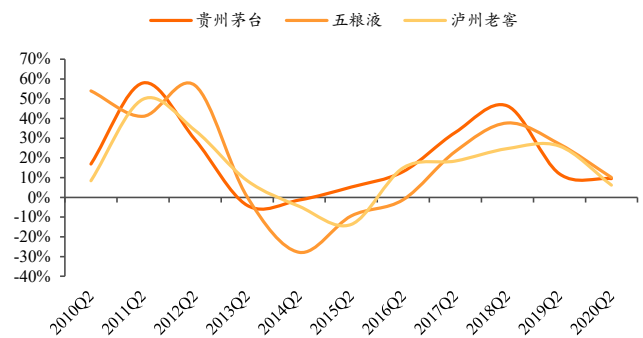
高端酒收入及利润增速表现最为稳健。收入方面：2020H1 贵州茅台、五粮液、泸州老窖收入分别同比变动 11.31%、13.32%、-4.72%；2020Q2 贵州茅台、五粮液、泸州老窖收入分别同比变动 9.55%、10.13%、6.20%，贵州茅台、五粮液表现更为稳健；净利润方面：2020H1 贵州茅台、五粮液、泸州老窖利润分别同比变动 13.29%、16.28%、17.12%；2020Q2 贵州茅台、五粮液、泸州老窖利润分别同比变动 8.92%、10.16%、22.51%，泸州老窖利润增速较快。

图 42：2020H1 高端白酒收入增速情况一览



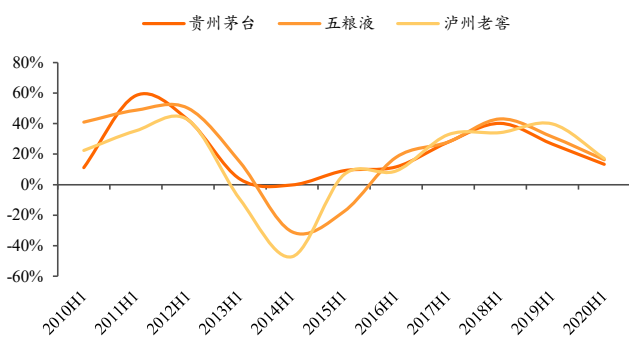
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 43：2020Q2 高端白酒收入增速情况一览



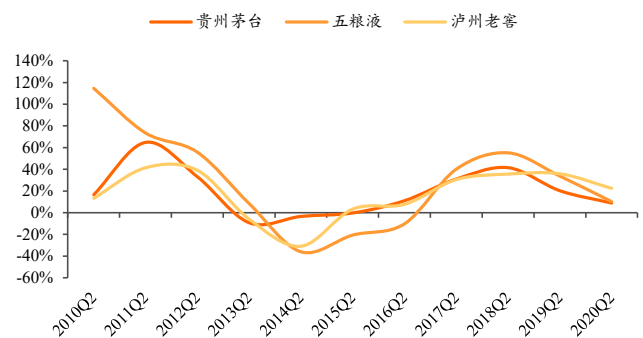
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 44：2020H1 高端白酒利润增速情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 45：2020Q2 高端白酒利润增速情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1.1. 贵州茅台：零售价为观测核心，坚定渠道转型不动摇

业绩简述：贵州茅台 2020H1 收入及净利润分别为 439.53、226.02 亿元，分别同比增长 11.31%、13.29%，毛利率及净利率分别为 91.5%、54.4%，其中 2020Q2 公司收入及净利润分别为 195.47、95.08 亿元，分别同比增长 9.55%、8.92%。

业绩简评：

1499 元指导价、传统经销商占比为重要观测指标。目前市场普遍认为茅台批价、出厂价、直营及非标提升情况为重要观测指标，而我们认为茅台官方指导价及传统经销商占比为重要观测指标。

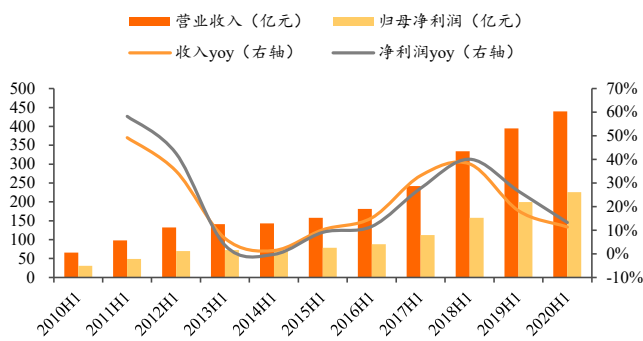
渠道改革效果明显，2020H1 直营占比提升至 11.7%。产品方面，2020H1 茅台酒及系列酒收入分别为 392.6、46.5 亿元，分别同比增长 12.8%、-0.1%；渠道方面，公司渠道结构进一步优化，直销及批发销售收入分别为 51.5、387.6 亿元，分别同比增长 221.6%、2.4%，直营占比提升 7.7 个百分点至 11.7%。在经销商大会上，公司曾表示 2020 年 3.45 万吨的计划量将以电商、团购等渠道为重点，自营体系将持续得到优化。

抗风险能力强，盈利能力稳步提升。在疫情背景下，公司积极推出系列举措以保证渠道健康、提振渠道信心，保持合理打款节奏，继一季度公司迎来开门红后，二季度抗风险表现延续：2020H1 公司营业收入、净利润增速分别同比增长 10.8%、13.3%，净利率较上年提升 0.8 个百分点至 54.4%，主要原因为：1) 预计 2020H1 茅台酒实际发货量约 1.6-1.7 万吨；2) 上半年商超、电商渠道招标密集落地，直营迅速放量；3) 费用率下降。经销商方面，报告期末国内经销商数量 2051 家，年初至报告期末减少了 327 家经销商。在公司保持总量适度增长，渠道和产品结构持续优化的背景下，2020H1 公司盈利能力保持稳健提升。

经营活动现金净流量下降显著，预收款环比提升。现金流方面，2020H1 公司经营活动现金净流量为 126.2 亿元，同比下降 47.6%，主要原因为主要是本期客户存款和同业存放款项净增加额减少；预收款方面，2020H1 预收款（合同负债+其他流动负债）为 105.7 亿元，环比提升 28.6 亿元（6 月提前打款叠加非标加速回款）；费用率方面，公司费用掌控能力较强，2020H1 期间费用率较上年同期下降 2.7 个百分点至 9.3%，具体来看，销售费用率下降 2.3 个百分点至 2.5%，管理费用下降 0.2 个百分点至 6.6%。

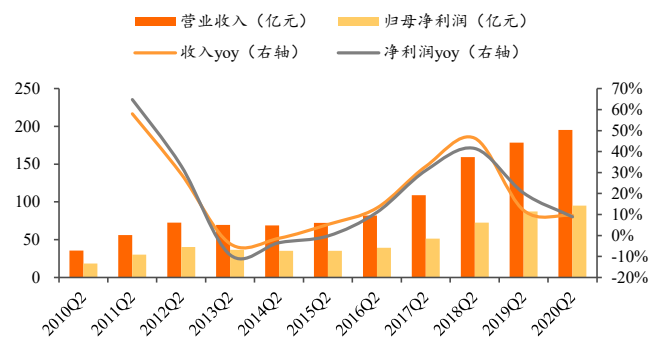
公司全年以“稳”为主，10%收入目标不改。2020 年公司整体将保持“行稳致远”风格，收入目标为 10%，销售计划为 3.45 万吨，其中海外将安排 2000 吨。短期看，随着消费开始回暖，供需仍保持紧张格局，茅台批价已稳定至 2500 元以上，公司强大的品牌力及渠道力为核心竞争力未变，疫情不改公司长期发展趋势，公司全年业绩确定性较强；长期看，随着产量的逐步提升叠加直营占比增长（2020 年茅台酒扩建工程预计将于上半年竣工，将有 5.6 万吨茅台酒产能，预计至 2024 年将有 4.5-4.8 万吨产量，较 2020 年目标销量增长超 30%），贵州茅台未来几年业绩确定性较强。

图 46：2020H1 贵州茅台收入增长 11%，利润增长 13%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 47：2020Q2 贵州茅台收入增长 10%，利润增长 9%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1.2. 五粮液：稳中求进、行稳致远

业绩简述：公司 2020H1 实现收入 307.68 亿元、归母净利润 108.55 亿元，同比增长 13.32%、16.28%，其中 2020Q2 公司收入及归母净利润分别为 105.29、31.51 亿元，分别同比增长 10.13%、10.16%。

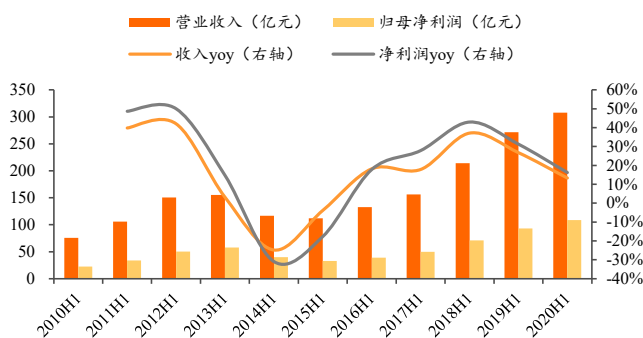
业绩简评：

2020H1 业绩稳健增长，产品结构持续提升。收入方面：2020H1 年公司白酒业务占比达 91.55%，收入 281.67 亿元（+10.81%）。在普五仍享受提价红利背景下，预计高端酒收入占比持续提升。利润方面：产品结构持续升级推动公司毛利率及净利率分别提升 0.73、0.84 个百分点至 74.54%、36.96%。费用方面，2020H1 年公司期间费用率较上年同期提升 0.33 个百分点至 12.34%，其中销售费用率提升 0.59 个百分点至 10.35%，主要原因为公司在疫情下稳增长及布局疫情后恢复性消费、加强品牌宣传和氛围营造等终端市场投入所致，预计下半年将进入收获期；管理费用率下降 0.39 个百分点至 4.41%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 11.68 亿元，同比下降 86.04%，主要原因为：1) 本年春节较早，大量营收回款体现在上年四季度；2) 本报告期上交递延税金，形成现金净流出。

2020Q2 业绩符合预期，稳定性延续。2020Q2 五粮液收入及归属母公司股东的净利润分别提升 10.13%、10.16%，业绩稳定性延续，符合预期；合同负债方面，2020Q2 末公司合同负债环比下降 11.5 亿元至 36.19 亿元（与打款节奏有关）；费用方面，2020Q2 销售费用率下降 0.56 个百分点至 13.83%，主要原因为疫情后加强品牌宣传和氛围营造，管理费用率提升 0.53 个百分点至 5.65%；现金流方面，2020Q2 经营活动产生的现金流量净额为 23.70 亿元，表现亮眼。

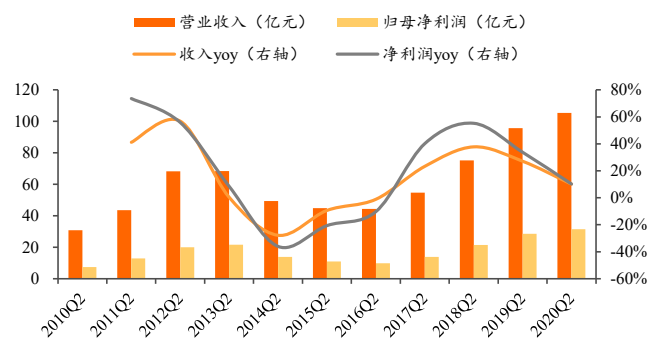
计划量调整政策出台，量价有望持续上行。近期五粮液推出减量政策以挺价，五粮液此次优化渠道减量约 4000 吨，但仍可以通过团购、新零售和创新业务（数字酒证、酒交所等）等途径保证全年业绩，据渠道调研数据显示，截止 7 月底，公司团购渠道规模已达 10 亿元，且在数字化加持下，调整更加深度精准，商家结构更趋合理。考虑到本轮调整与历次计划量调整相比，此次调整计划更为彻底，效果将更加明显，目前批价已提升至 970 元以上，我们认为五粮液全年量价齐升将超预期，双位数增长目标将稳步实现。

图 48：2020H1 五粮液收入增长 13%，利润增长 16%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 49：2020Q2 五粮液收入增长 10%，利润增长 10%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1.3. 泸州老窖：业绩环比提升明显，盈利能力表现优秀

业绩简述：公司 2020H1 实现收入 76.3 亿元、归母净利润 32.2 亿元，同比增长-4.7%、17.1%，其中 2020Q2 公司收入及归母净利润分别为 40.8、15.1 亿元，分别同比增长 6.2%、22.5%，业绩环比恢复显著，业绩略超预期。

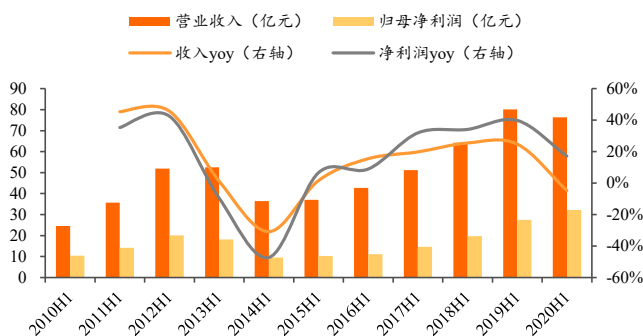
业绩简评：

业绩略超预期，产品结构持续上移。公司 2020H1 实现收入 76.3 亿元、归母净利润 32.2 亿元，同比增长-4.7%、17.1%。分产品看，高端酒（国窖）、中档酒（特曲+窖龄）、低档酒收入分别为 47.5、19.1、9.1 亿元，分别较上年同期变动+10.0%、-14.0%、-34.4%。

2020Q2 业绩环比提升显著，动销基本恢复。2020Q2 公司收入及归母净利润分别为 40.8、15.1 亿元，分别同比增长 6.2%、22.5%，业绩环比恢复显著，业绩略超预期。公司收入环比实现提升主因为随着消费回暖，终端动销逐步恢复，预计二季度公司整体动销已恢复至同期 80%以上；盈利能力高增主因为产品结构升级、费用水平下降和消费税下降。

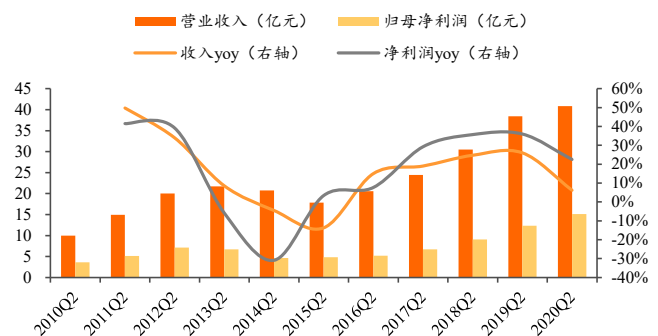
管理层战略执行定力强，国窖品牌势能持续释放。近期公司不断打出停货、调价、取消商超扣点、提价等一系列组合拳体现公司挺价决心坚决，考虑到下半年即将迎来旺季，公司业绩值得期待。

图 50：2020H1 泸州老窖收入下降 5%，利润增长 17%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 51：2020Q2 泸州老窖收入增长 6%，利润增长 23%

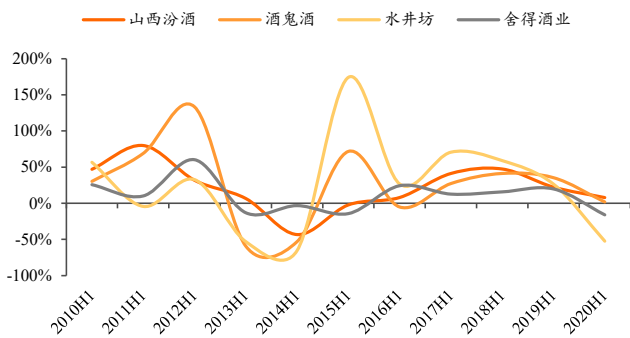


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 次高端二线名酒：业绩增速放缓，收入利润分化明显

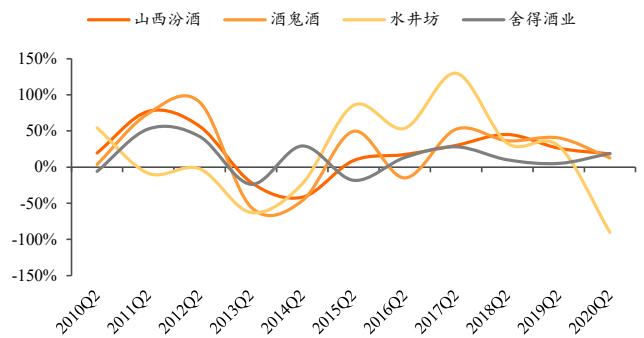
次高端白酒收入及利润增速表现分化。收入方面：2020H1 山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业收入分别同比变动 7.80%、1.87%、-52.41%、-15.95%；2020Q2 山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业收入分别同比变动 18.44%、12.89%、-90.08%、18.83%，山西汾酒表现较优。**净利润方面：**2020H1 山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业利润分别同比变动 33.05%、18.24%、-69.64%、-11.45%；2020Q2 山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业利润分别同比变动 16.11%、6.35%、-172.59%、62.02%，山西汾酒表现较优。

图 52：2020H1 次高端白酒收入增速情况一览



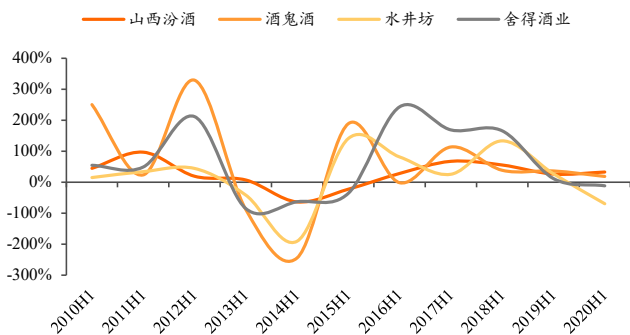
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 53：2020Q2 次高端白酒收入增速情况一览



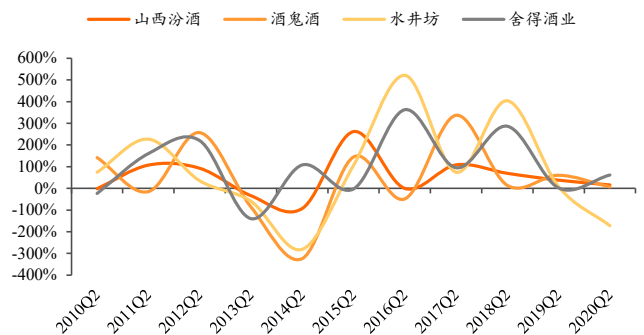
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 54：2020H1 次高端白酒净利润增速一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 55：2020Q2 次高端白酒净利润增速一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2.1. 山西汾酒：业绩超预期，全年 20%目标有望实现

业绩简述：公司 2020H1 实现收入 69.0 亿元、归母净利润 16.05 亿元，同比增长 8.20%、34.85%，其中 2020Q2 公司收入及归母净利润分别为 27.60、3.80 亿元，分别同比增长 18.99%、21.56%。

业绩简评：

二季度业绩稳健增长，利润端超预期。2020H1 山西汾酒净利润增加主要为疫情影响，商品酒产量减少，相应缴纳消费税等税费减少；2020Q2 公司实现收入 27.6 亿元(+19.64%)，实现净利润 3.8 亿元(+22.2%)。

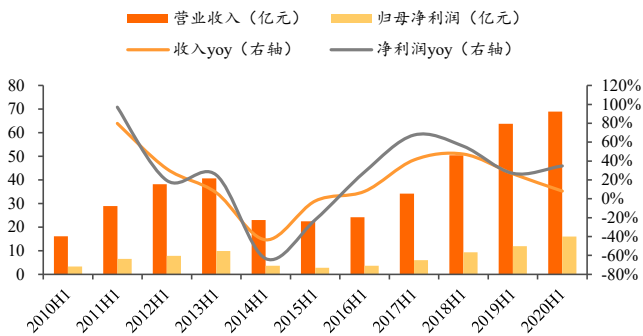
青花及玻汾为增长极。收入增长极持续聚焦高端青花及光瓶玻汾，其中青花汾酒收入同比增长 30%以上，巴拿马汾酒加速区域内布局，玻汾实现高增，竹叶青增速超 30%，未来竹叶青有望成为公司业绩增长点。

结构升级推动盈利能力持续提升。2020H1 毛利率及净利率分别较去年同期提升 0.2、3.6 个百分点至 71.7%、23.4%，产品结构升级推动盈利能力稳定提升。

公司通过梳理费用以优化资源配置。合同负债实现环比增长。2020H1 经营性现金流净额同比下降 4.7%至 12.3 亿元，经营活动产生的现金流量净额减少主要系本期票据贴现减少所致，合同负债为 21.4 亿元，环比增长 5.3 亿元，经销商打款情况逐步恢复。

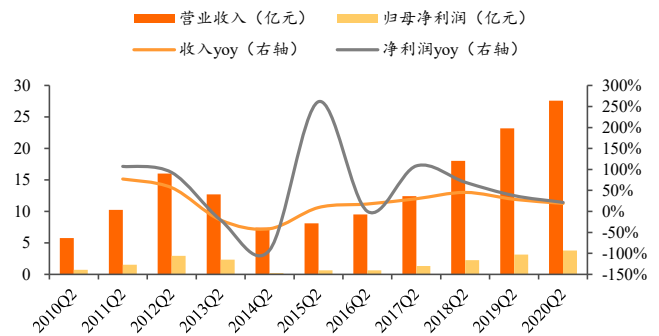
电商引领渠道变革，线下终端持续扩张。线上方面，在消费场景受限情况下，电商场景实现 167% 的高增长；线下方面，公司不断扩充终端数量，上半年可控终端突破 80 万家。

图 56：2020H1 山西汾酒收入增长 8%，利润增长 35%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 57：2020Q2 山西汾酒收入增长 19%，利润增长 22%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2.2. 酒鬼酒：结构上移推动盈利能力提升，Q2 收入增长显著

业绩简述：2020H1 酒鬼酒实现收入 7.22 亿元(+1.87%)，净利润 1.85 亿元(+18.42%)；2020Q2 公司实现收入 4.1 亿元 (+12.89%)，净利润 0.88 亿元 (+6.35%)，符合预期。

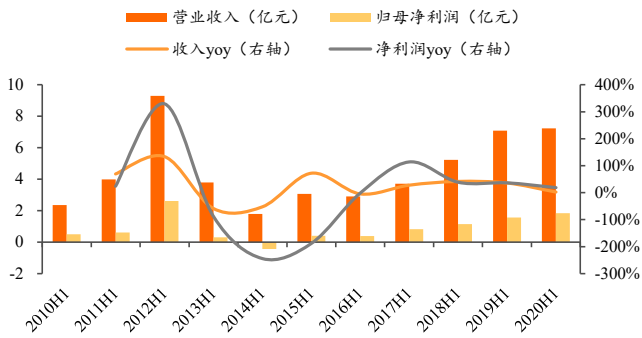
业绩简评：

2020H1 结构升级推动盈利能力持续提升。2020H1 毛利率及净利率分别较去年同期提升 2.5、3.57 个百分点至 80.09%、25.55%，主要原因为：1) 内参收入占比及毛利率均持续提升；2) 销售费用率下降。公司在减少渠道投入费用的同时，通过加大消费者培育费用方式以提升品牌价值。

2020Q2 收入增长显著，合同负债环比提升。2020Q2 收入增速环比提升 22.57 个百分点至 12.98%，主因提价通知推动经销商积极打款；合同负债方面，2020Q2 合同负债环比提升 0.52 亿元至 2.14 亿元。

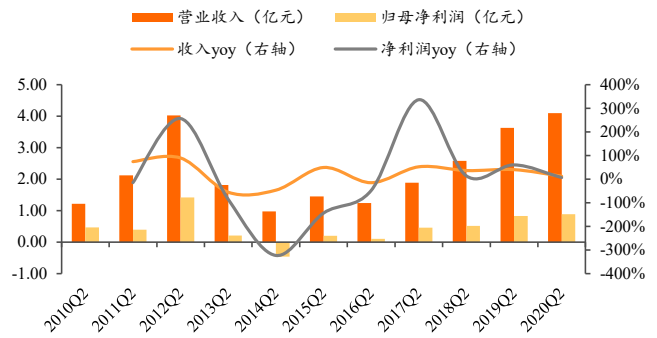
二季度公司改革力度加强，内参、酒鬼、湘泉均为下半年发展点。二季度公司在产品、体制、渠道、市场改革等方面加大改革力度：1) 产品方面：酒鬼方面：取消低价酒鬼及电商酒鬼，对酒鬼系列进行提价，做好红坛酒鬼酒和传承酒鬼酒的迭代升级，争取量价齐升。内参系列：保量提价，力争 2020 年省外占比达 40%；2) 体制机制方面：管理层调整基本到位，薪酬激励强调长时间维度；3) 渠道方面：将全国分为 4 大战区，成立销售管理中心以统筹三大品牌，同时加强市场管控以防低价销售；4) 市场方面：湖南市场精耕细作，加强终端控制，省外通过建立样板市场以加速扩张。

图 58：2020H1 酒鬼酒收入增长 2%，利润增长 18%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 59：2020Q2 酒鬼酒收入增长 13%，利润增长 6%

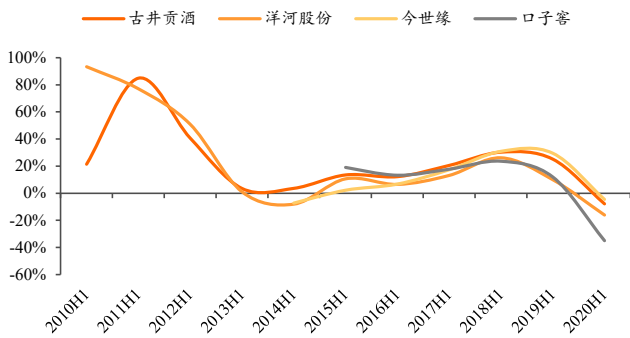


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3. 区域龙头酒：业绩短期承压，不改长期发展趋势

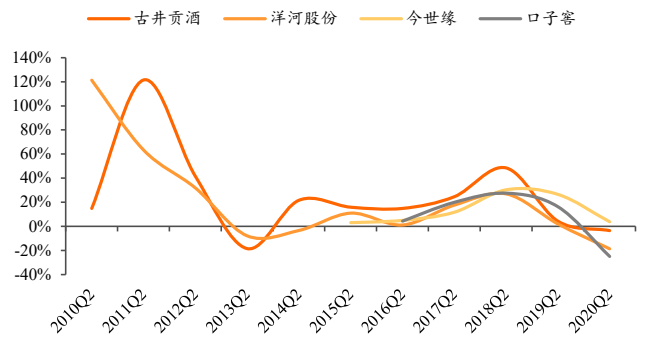
区域龙头酒收入增速表现较弱，今世缘整体恢复较快。收入方面：2020H1 古井贡酒、洋河股份、今世缘、口子窖收入分别同比变动-7.82%、-16.06%、-4.65%、-35.12%；2020Q2 古井贡酒、洋河股份、今世缘、口子窖收入分别同比变动-3.51%、-18.57%、3.81%、-25.07%，今世缘恢复较快。净利润方面：2020H1 古井贡酒、洋河股份、今世缘、口子窖利润分别同比变动-17.89%、-3.24%、-4.92%、-45.65%；2020Q2 古井贡酒、洋河股份、今世缘、口子窖利润分别同比变动-16.51%、-10.39%、1.91%、-30.53%，今世缘恢复较快。

图 60：2020H1 区域龙头白酒收入增速情况一览



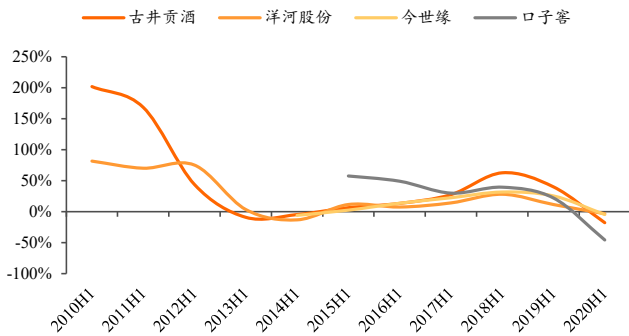
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 61：2020Q2 区域龙头白酒收入增速情况一览



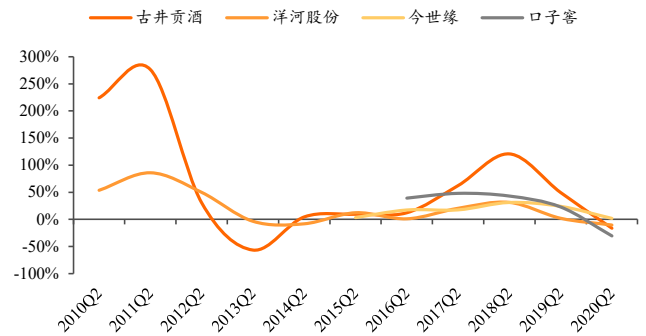
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 62：2020H1 区域龙头白酒利润增速表情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 63：2020Q2 区域龙头白酒利润增速表情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3.1. 古井贡酒：Q2 收入降幅缩窄明显，下半年业绩有望回升

业绩简述：公司 2020H1 实现收入 55.20 亿元、归母净利润 10.25 亿元，同比增长-7.82%、-17.89%，其中 2020Q2 公司收入及归母净利润分别为 22.38、3.88 亿元，分别同比增长-3.51%、-16.51%。

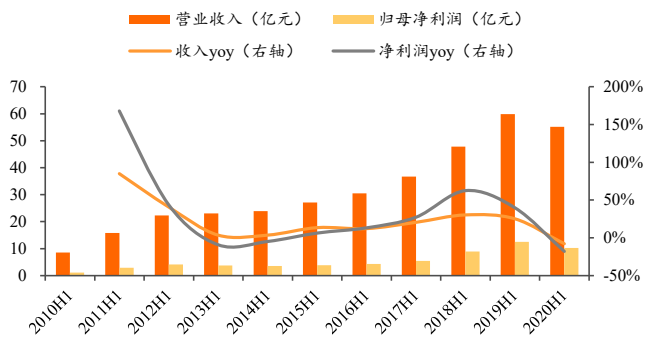
业绩简评：

黄鹤楼拖累报表，2020H1 业绩符合预期。2020H1 年公司白酒、酒店收入分别同比下降 7.56%、45.78%，白酒收入下降原因为：1) 黄鹤楼酒业由于受疫情影响严重，2020H1 收入同比下降 60.39%至 1.81 亿元；2) 受疫情影响，古 5、古 8、古 16 等产品收入预计承压，而古 20 库存压力较小主因公司采取控货行为。

宴席市场逐步恢复，收入端降幅缩窄明显。2020Q2 收入及净利润分别为 22.4、3.9 亿元，分别较去年同期变动-3.5%、-16.5%，二季度宴席市场恢复情况良好，收入幅缩窄明显；公司针对宴席市场疫后将出现的补偿性消费作准备使得销售费用率与去年同期基本持平，公司有望在下半年中抢抓补偿性消费，回补上半年损失的量，另外，提价效应亦将增厚公司下半年业绩。

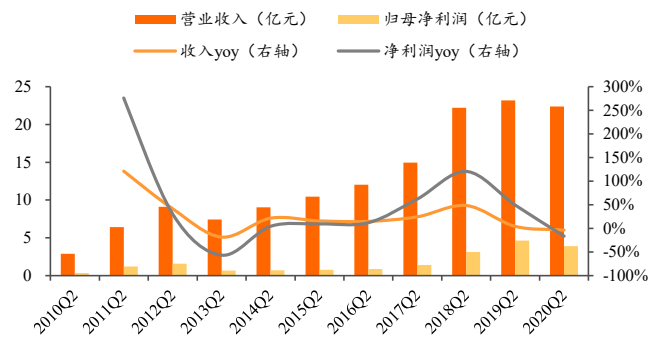
品牌力有望不断提升，坚定迈向双百亿。短期看，公司安内攘外路线清晰，份额结构稳步提升：产品端，目前古 8 及以上产品占比约 30%，产品结构持续升级有望增厚利润；渠道端，公司抓动销、去库存、深渠道、稳价格，省内市占率不到 20%，省内发展空间较大；省外招商速度及质量不断增长，全国化稳步推进；加快数字化建设以进行前瞻性布局。长期看，品牌力为公司是否能站稳次高端价位带的重要因素，公司将通过提前布局千元价格带产品以拉高品牌势能，发力高端及次高端以进一步抢占市场份额。

图 64：2020H1 古井贡酒收入下降 8%，利润下降 18%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 65：2020Q2 古井贡酒收入下降 4%，利润下降 17%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3.2. 洋河股份：2020H1 业绩增速放缓，产品结构持续提升

业绩简述：公司 2020H1 实现收入 134.3 亿元、归母净利润 54.0 亿元，分别同比下降 16.1%、3.2%，其中 2020Q2 公司收入及归母净利润分别为 41.60、14.0 亿元，分别同比下降 18.6%、10.4%。

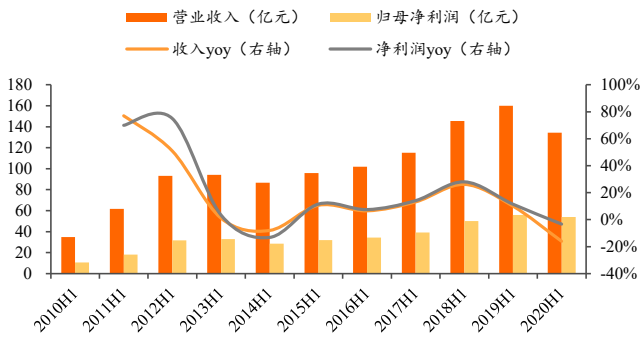
业绩简评：

2020H1 业绩增速放缓，产品结构持续提升。2020H1 年公司白酒业务收入 128.7 亿元 (-16.3%)，毛利率较去年同期提升 2.2 个百分点至 75.3%，受疫情影响，公司采取控货方式控制库存使得收入端降幅较大，利润端表现较好主因次高端新品梦 M6+放量推动产品结构升级，

2020Q2 公司主动控货，渠道端表现健康。受餐饮消费场景未完全恢复叠加主动控货影响，2020Q2 洋河股份收入及净利润分别下降 18.6%、10.4%，公司不压货使得渠道端表现健康。考虑到下半年将迎季旺季叠加去年三季度业绩基数较低因素，我们预计三季度公司业绩有望进入回升通道，全年收入持平目标仍有望实现。

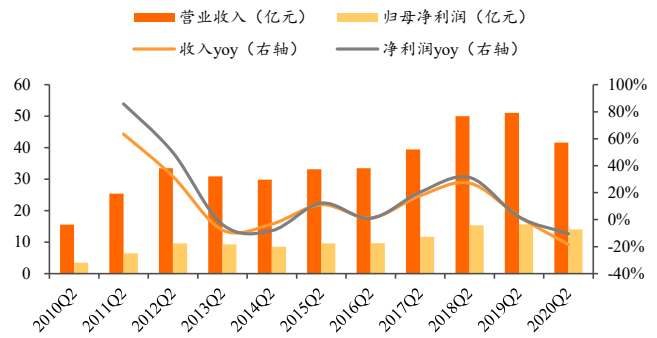
调整思路清晰，梦之蓝 M6+或成为发展新引擎。2019 年公司针对管理、渠道、产品等方面进行深度调整，目前调整已初见成效：据渠道调研数据显示，公司库存整体较为良性，价格体系稳定，终端已实现顺价；公司年底将实施的股权激励使得治理结构进一步完善；有望卡位 600 元次高端价位带实现放量的梦 6+有望成为发展新引擎。在公司改革不断推进、全国化进程加速、梦 6+有望成为下一大单品的背景下，公司发展空间充足，业绩弹性较大。

图 66：2020H1 洋河股份收入下降 16%，利润下降 3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 67：2020Q2 洋河股份收入下降 19%，利润下降 10%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3.3. 今世缘：业绩符合预期，品牌势能持续释放

业绩简述：报告期内公司实现营业收入 29.13 亿元，同比-4.65%；实现归属上市公司净利润 10.2 亿元，同比-4.92%；2020Q2 单季度公司实现营业收入 11.43 亿元，同比+3.81%；实现归属上市公司净利润 4.39 亿元，同比+1.91%。

业绩简评：

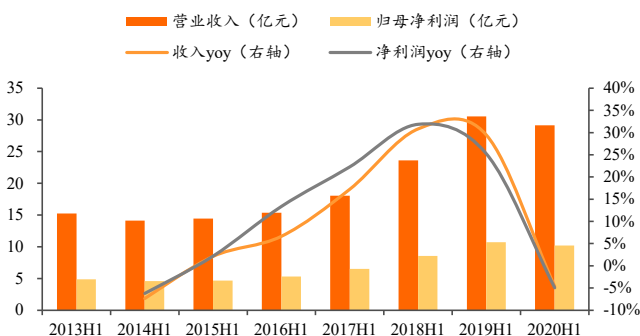
特 A+高个位数增长，产品结构持续升级。2020H1 特 A+类、特 A 类、A 类、其他类产品收入分别同比+0.92%、-7.79%、-26.72%、-11.83%，疫情背景下产品结构升级持续。

省内仍处恢复阶段，省外市场稳步扩张。2020H1 省内及省外市场收入分别为 27.1、2.0 亿元，分别同比-5.3%、6.3%，省外实现逆势增长，省内仍处于恢复过程中。

盈利能力持续提升。毛利率方面，2020H1 公司毛利率 69.45%，同比-2.51 个百分点；2020Q2 毛利率 63.62%，同比-3.57%，二季度毛利率下降最主要原因为公司在疫情期间给予经销商较大折扣。

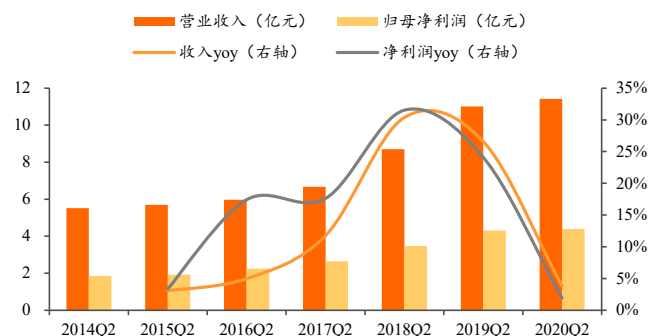
“控价分利”红利释放，V 系列及省外扩张表现或超预期。我们认为公司渠道利润始终较为稳定的核心原因之一为采取了“控价分利”模式（“控政策”、“控价格”、“控终端”、“控库存”）。产品方面，预计今年 V 系列业绩高增。

图 68：2020H1 今世缘收入下降 5%，利润下降 5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 69：2020Q2 今世缘收入增长 4%，利润增长 2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3.4. 口子窖：Q2 业绩增速环比改善，改革稳步推进

业绩简述：公司发布 2020 年中报，公司 2020H1 实现收入 15.70 亿元、归母净利润 4.86 亿元，同比下降 35.12%、45.65%，其中 2020Q2 公司收入及归母净利润分别为 7.92、2.43 亿元，分别同比下降 25.07%、30.53%。

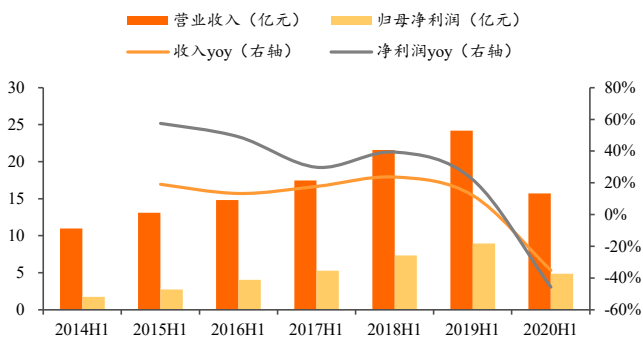
业绩简评：

短期业绩承压，直营渠道表现较好。分产品来看，高、中、低档白酒收入分别为 14.90、0.25、0.32 亿元，分别同比下降 34.71%、63.73%、31.67%；分地区看，2020H1 省内收入为 11.76 亿元（-38.99%），省外实现 3.71 亿元的收入（-21.02%）；分渠道来看，直销（含团购）、批发代理收入分别为 0.23、15.23 亿元，分别同比变动+4.27%、-35.85%，直销渠道收入略有提升。期间费用率上行，利润增速放缓。

盈利能力下降明显，主要原因为：1) 高端产品销量下降；2) 费用提升显著。二季度业绩增速环比改善，报表压力逐步释放。2020Q2 公司收入及归母净利润分别为 7.92、2.43 亿元，分别同比下降 25.07%、30.53%，公司坚持不向渠道压货、节后为控制库存冻结部分发货、不调报表使得公司收入及净利润均小幅下降，但下降幅度环比明显缩窄，报表压力逐步释放。

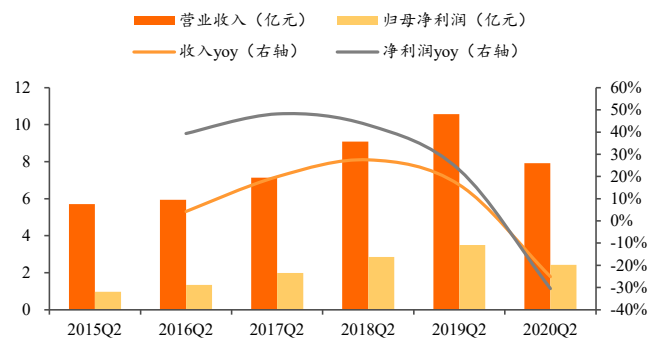
改革稳步推进，全年业绩增速预计先低后高。不断扩张大产能及优质原酒储量的不断提升为公司发展奠定了坚实的基础，随着公司产品结构不断完善、营销改革持续、渠道活力不断释放、消费升级推动价格带继续上行，公司业绩有望实现稳步增长。

图 70：2020H1 口子窖收入下降 35%，利润下降 46%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 71：2020Q2 口子窖收入下降 25%，利润下降 31%

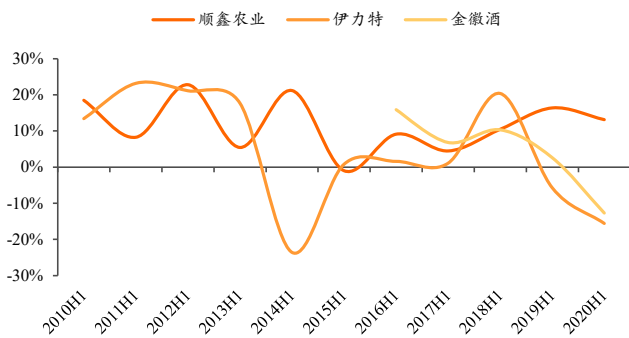


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4. 区域三四线酒：二季度业绩环比提升显著，利润弹性较大

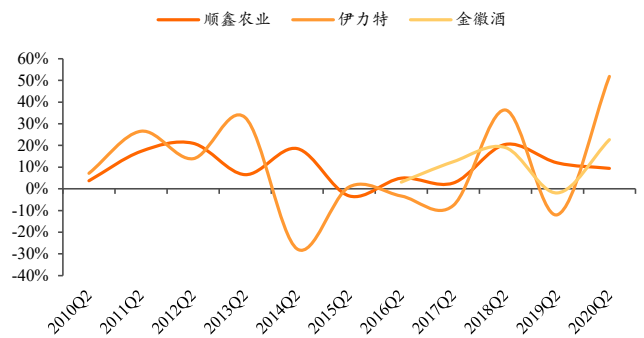
区域三四线酒 Q2 收入恢复较快，利润弹性大。收入方面：2020H1 顺鑫农业、伊力特、金徽酒收入分别同比变动 13.12%、-15.60%、-12.67%；2020Q2 顺鑫农业、伊力特、金徽酒收入分别同比变动 9.45%、51.78%、22.70%，顺鑫农业表现稳健，伊力特、金徽酒弹性较大。净利润方面：2020H1 顺鑫农业、伊力特、金徽酒利润分别同比变动-15.39%、-27.54%、-10.93%；2020Q2 顺鑫农业、伊力特、金徽酒利润分别同比变动-10.91%、163.08%、141.69%，伊力特、金徽酒弹性较大。

图 72：2020H1 三四线白酒收入增速情况一览



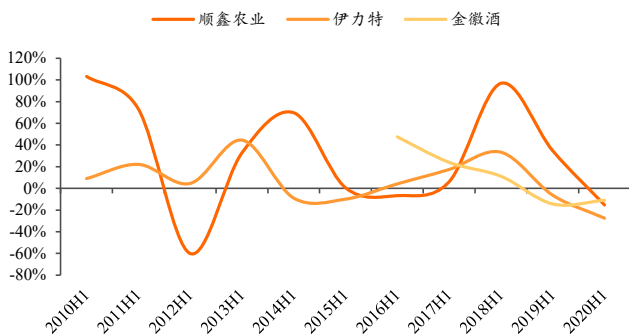
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 73：2020Q2 三四线白酒收入增速情况一览



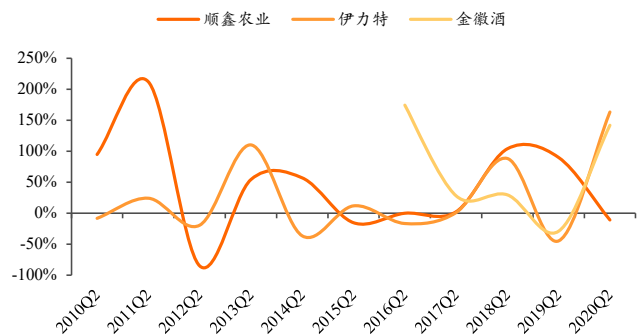
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 74：2020H1 三四线白酒利润增速情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 75：2020Q2 三四线白酒利润增速情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4.1. 顺鑫农业：白酒业务短期承压，盈利能力有望逐步恢复

业绩简述：2020H1 公司实现营业收入 95.20 亿元 (+13.12%)，实现归母净利润 5.48 亿元 (-15.36%)；2020Q2 实现营业收入 39.96 亿元 (+9.45%)，实现归母净利润 1.96 亿元 (-10.91%)，降幅较 Q1 收窄，业绩符合预期。

业绩简评：

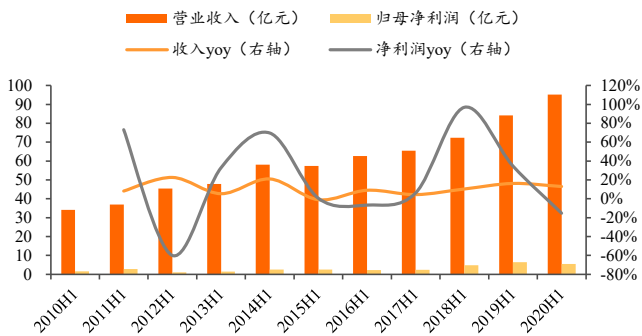
白酒方面：受北京市场疫情反复影响，白酒业务收入较去年同比下降 2.9%，收入占比较去年同期下降 11.2 个百分点至 67.9%，同时毛利率较去年同期下降 5.7 个百分点至 38.9%，考虑到北京地区受疫情影响较大叠加北京地区中高端产品占比较大，预计上半年中高端产品总体收入为负增长；全国范围来看，除北京地区外，渠道普遍反馈白牛二销售情况较好。

其他业务方面：屠宰业务方面，2020H1 屠宰行业收入 24.6 亿元 (+72%)，毛利率较去年同期下降 6.4 个百分点至 1.9%。受益于全产业链优势，肉类业务收入高增对公司业绩构成贡献，但由于成本承压，毛利率出现明显下降。房地产业务方面，2020H1 房地产业务收入 3.3 亿元，净利润-1.5 亿元，公司房地产业务虽加快销售进度，但短期内整体依然呈现业绩承压态势，亏损幅度较大。

短期动销进一步改善，长期享价位带集中化红利。短期来看，公司将延续“调结构、深分销、树样板”发展战略，重点打造“京津冀+长三角+珠三角”发展区，在消费逐步恢

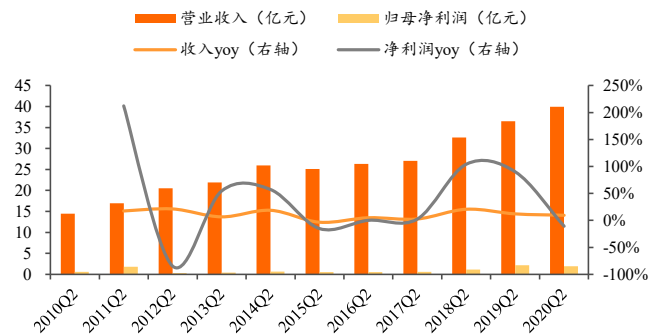
复正常、下半年将迎来消费旺季的背景下，白酒动销将进一步改善，预计板块业绩持续向好，而肉类产品有望持续贡献收入；中长期看，疫情将加速落后酒企出清，公司有望享受价位带集中化红利。

图 76：2020H1 顺鑫农业收入增长 13%，利润下降 15%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 77：2020Q2 顺鑫农业收入增长 9%，利润下降 11%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4.2. 伊力特：Q2 业绩逐步恢复，中高端产品收入占比提升

业绩简述：2020H1 伊力特实现收入 7.9 亿元 (-15.6%)，净利润 1.5 亿元 (-27.5%)；2020Q2 公司实现收入 6.4 亿元 (+51.8%)，实现净利润 1.38 亿元 (+163.1%)。

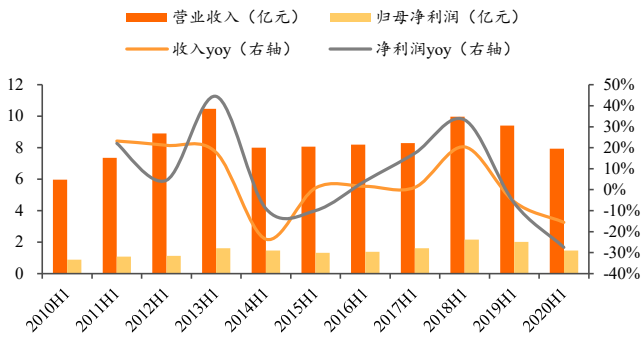
业绩简评：

2020H1 业绩短期承压，中高端收入占比提升。2020H1 毛利率及净利率分别较去年同期下降 1.0、3.4 个百分点至 50.3%、18.3%，主因毛利率较高的中高端酒收入下降明显。产品方面：2020H1 高、中、低档酒收入分别较去年同期下降 14.4%、16.4%、31.8%；分区域来看，疆内收入下降幅度较大 (-21.5%)，疆外疫后恢复情况较好 (+0.7%)。

2020Q2 业绩环比恢复，盈利能力显著提升。受益于二季度消费逐步复苏，收入增速环比提升 122.2 个百分点至 51.8%，净利润环比提升 257.5 个百分点至 163.1%，在高端产品收入环比提升的情况下，毛利率及净利率分别提升 1.0、8.5 个百分点至 50.5%、21.4%。

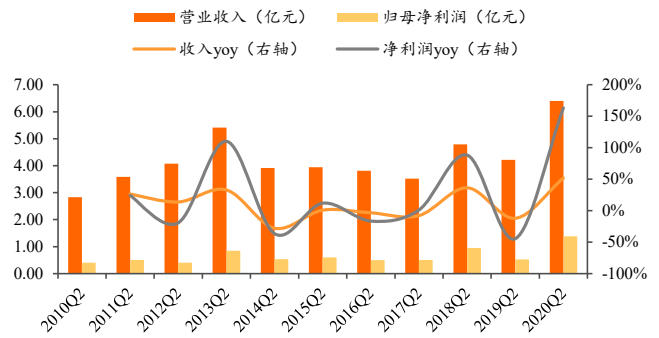
公司为新疆地区龙头酒企，坚定“混改+市场扩容+西北头部企业”逻辑，看好未来发展。1) 消费市场扩容：随着新疆经济建设不断加码、消费逐步升级，在消费市场扩容的同时，价位带将不断上移，利好公司高端产品发展。2) 改革加码：公司营销模式逐步从单一的品牌买断经营模式转向“经销+直销+线上”复合模式；将重点逐步转移至终端市场建设，加大市场拓展力度；重整经销商队伍，加强考核机制；清理低档低效产品。3) 公司混改未来有望落地。

图 78：2020H1 伊力特收入下降 16%，利润下降 28%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 79：2020Q2 伊力特收入增长 52%，利润增长 163%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4.3. 金徽酒：Q2 业绩恢复超预期，有望成为西北王

业绩简述：2020H1 公司实现营业收入 7.12 亿元 (-12.7%)，归母净利润 1.2 亿元 (-10.9%)；2020Q2 实现营业收入 3.7 亿元 (+22.7%)，归母净利润 0.6 亿元 (+141.7%)，二季度业绩表现超市场预期。

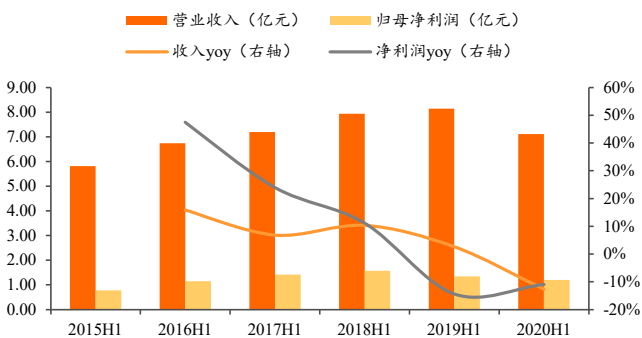
业绩简评：

分产品看：高档产品收入占比提升 12.1 个百分点至 54.7%，高、中、低档产品收入增速分别为 12.1%、31.7%、-48.2%，产品结构提升显著使得毛利率及净利率均较同期分别提升 3.4、0.4 个百分点至 61.4%、16.9%。

分地区看：兰州周边、甘肃中部和甘肃东南部业绩分别下滑 34.9%、26.2%和 10.1%，而甘肃西部及省外地区逆势增长 12.4%和 24.8%，其中省外地区收入占比提升 5.5 个百分点至 18.2%。

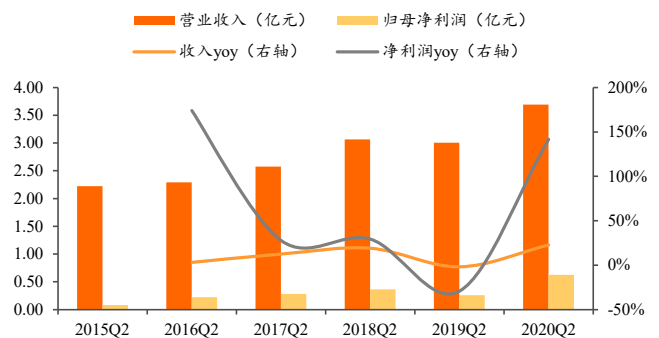
五年规划稳步推进，有望成为西北王。目前公司激励机制较为到位：1) 去年公司全员竞聘上岗激发员工积极性；2) 定增绑定优质大商，引入经销商持股，扩大持股范围；3) 规划 5 年翻番（收入及利润 CAGR 为 15.5%、19%），目标设置较高，高管奖金与公司业绩直接相关。公司顺应消费升级趋势，积极聚焦百元以上价格带、加大金徽十八年、世纪金徽五星等核心高端产品布局；金徽通过金网工程加大终端控制力度，通过壮大经销商规模，实行万商联盟增强渠道推力；省外山西、宁夏等市场扩张势头良好，大西北战略稳步推进，公司有望成为西北王。

图 80：2020H1 金徽酒收入下降 13%，利润下降 11%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 81：2020Q2 金徽酒收入增长 23%，利润增长 142%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.5. 白酒流通商：华致酒行业单店收入高增，业绩逆势增长

3.5.1. 华致酒行：单店收入高增，业绩逆势增长

业绩简述：公司发布 2020 年中报，公司 2020H1 实现收入 23.6 亿元、归母净利润 2.1 亿元，分别同比增长 24.9%、6.2%，其中 2020Q2 公司收入及归母净利润分别为 10.7、1.2 亿元，分别同比增长 39.5%、3.1%。

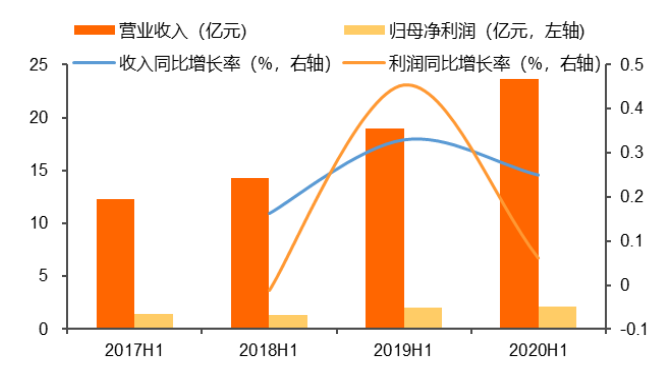
业绩简评：

2020H1 公司业绩逆势增长，门店加速拓展。2020H1 公司酒类业务收入及净利润分别同比增长 24.9%、6.2%，公司业绩稳健增长主因：1) 春节旺季产品备货计划与营销策略得当保证一季度收入稳健增长；2) 2020H1 电商渠道表现优秀，公司品牌门店数量及质量稳步提升，二季度已逐步恢复至正常水平；3) 白酒业务收入较去年同期提升 22.3%至 21.1 亿元。

Q2 淡季修炼内功，门店将实现高质量增长。2020Q2，公司收入及归属于上市公司股东的净利润分别同比增长 39.5%、3.1%，考虑到二季度为销售淡季，业绩整体符合预期。公司于淡季进行多方面改革以实现蓄力：1) 门店方面：公司于 3 月底推出史上最严格的 323 新规；2) 供给方面：加大外采力度，产品研发中落地心以保障酒水供应；3) 渠道方面：针对区域性团购客户及资源推出 700 计划；4) 产品方面：持续与国内外龙头合作，继续聚焦钓鱼台、荷花等高毛利定制酒，同时也将大力发展极具潜力的葡萄酒业务。

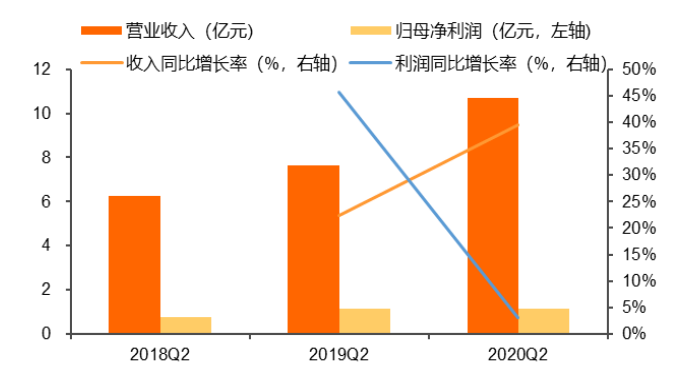
品牌优势明显，2020 年计划稳步推进中。考虑到公司的“高保真”产品体系、全渠道销售网络为核心竞争力，定制产品放量、渠道不断完善为增长点，公司未来具备较高成长性。

图 82：2020H1 华致酒行收入增长 25%，利润增长 6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 83：2020Q2 华致酒行收入增长 40%，利润增长 3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.6. 啤酒：青岛啤酒盈利能力提升明显，Q2 恢复超预期

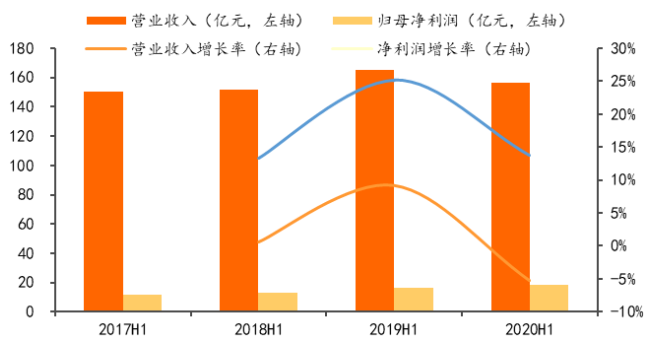
均价提升为业绩主要驱动力，盈利提升明显。收入方面，2020H1 青岛啤酒收入 156.79 亿元，同比下降 5.27%，其中啤酒业务收入 155.69 亿元，同比下降 5.10%。1) 量：2020H1 销量 440.6 万千升，同比降低 6.85%，主要原因系上半年疫情影响消费场景，销量下降 24.75%。2) 价：2020H1 销售均价 3.56 元/升，同比提升 1.70%。主要原因系产品结构升级。盈利能力方面，青岛啤酒 2020H1 归母净利润为 18.55 亿元，同比提升 13.77%，上半年毛利率和净利率分别为 41.76%、12.37%，同比提升 1.65、1.94 个百分点，盈利能力提

升明显。主要原因系：1) 营业成本下降 7.62%。2) 社保费用减免，职工薪酬降低带动管理费用下降 14.83%。

二季度业绩恢复超预期。2020Q2 青岛啤酒净利润提升 60.12%，毛利率、净利率分别为 16.79%、14.04%，同比提升 5.37、4.47 个百分点。主要原因系：1) 终端消费场景恢复情况良好，营业收入同比提升 9.15%，销量同比提升 8.27%。2) 公司向高端转型势头延续，产品结构上移，均价同比提升 0.81%。3) 费用水平下降明显。2020Q2，公司销售费用率、管理费用率分别为 16.24%、2.81%，同比降低 2.35、0.82 个百分点。

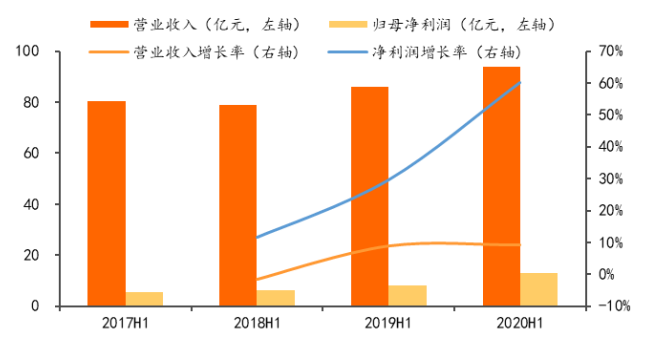
我们认为公司上半年股权激励计划落地，团队积极性被激活，经营效率提升明显。未来青岛啤酒产品转型升级、费效提升、管理优化，龙头地位更稳定。

图 84：2020H1 青岛啤酒收入、净利润分别变化-5.27%、13.77%



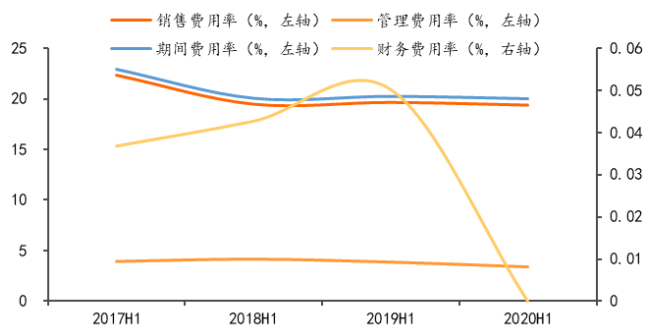
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 85：2020Q2 青岛啤酒收入、净利润分别变化 9.15%、60.12%



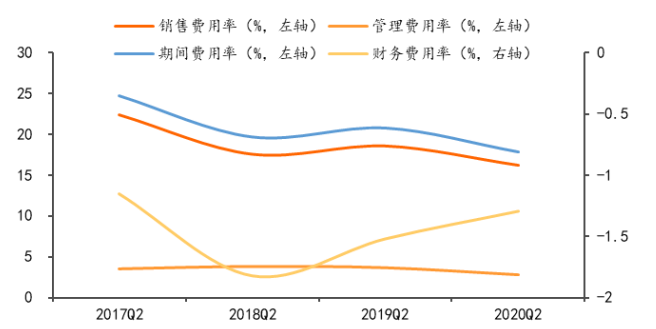
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 86：2020H1 青岛啤酒期间费用率下降 0.24 个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 87：2020Q2 青岛啤酒期间费用率下降 2.96 个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 投资建议

展望下半年，我们认为酒水板块整体业绩弹性较高，尽管目前估值位置偏高，但随着后续动销向好，市场预期提升仍有望提升板块整体估值水平，同时龙头酒企将享受品牌及确定性双重溢价。

白酒方面，我们建议紧握两大主线：

1) 推荐关注未来三年净利润有望翻番+估值具性价比的优秀标的。短期来看，未来三年利润有望翻番叠加估值具性价比的**五粮液**（量价超预期逻辑）、**今世缘**（V9表现或超预期、股权激励业绩指引逻辑）、**洋河股份**（M6+表现或超预期、次高端扩容、业绩拐点将至、估值性价比高逻辑）、**金徽酒**（激励到位、大西北战略推进或超预期逻辑）均为有望取得超额收益标的，同时也推荐关注基本面优秀，成长势头强劲的**山西汾酒**、**古井贡酒**等优质标的。配置时点方面，考虑到白酒行业下半年中秋国庆表现或将超预期，应关注近期回调带来的配置机会。

2) 坚定白酒赛道中优秀标的行稳致远的逻辑和确定性。白酒行业消费升级趋势不变，市场份额仍将继续向龙头酒企聚集，仍建议关注确定性较强的高端酒：品牌力及渠道力强大的高端酒龙头**贵州茅台**（直营占比提升幅度及非标投放情况或超预期）、改革红利不断释放的**五粮液**（量价将超预期）；

啤酒方面，短期来看，在产能持续优化、成本费用得到较好控制、产品结构上移、罐化率提升的背景下，啤酒行业盈利能力将得到持续提升；长期来看，差异化和高端化为啤酒企业主要发展方向，啤酒企业通过推出超高端产品以提升品牌力，同时精酿酒企成长性强，行业集中度将向优势企业进一步聚拢。我们看好啤酒短期业绩弹性及未来产品结构升级带来的势能，相关标的：**青岛啤酒**。

5. 风险提示

- 1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；
- 2、高端酒批价上涨不及预期。

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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>