

21Q1 酒企将迎高增长，关注业绩确定性及弹性

——白酒行业 2021Q1 业绩前瞻

报告导读

我们认为当下时点应重点关注各酒企 21Q1 业绩确定性及弹性，根据业绩排序来看，我们继续长期推荐：五粮液、贵州茅台、泸州老窖等确定性较强的高端酒标的；短期弹性则建议关注山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒、ST 舍得、水井坊。

主要内容

□ 21Q1 消费环境分析：餐饮表现超预期，优质酒企动销表现优秀

区别于市场认为库存及回款为核心观察点，我们认为核心观察点为消费场景及动销变化带来的逻辑变化：

- 1) 从消费环境来看，据百度数据显示春运期间迁徙指数显示，今年春运量较去年同期下降超 40%，一二线城市就地过年人口明显增加。在这一背景下，全国 10 个一二线城市购物中心日均客流量同比增长超过 200% (约达到 2019 年春节 86% 水平)；据大型支付机构监测数据显示，春节期间餐饮商户销售额同比增长约 1.3 倍，餐饮全国性表现火爆 (除疫情反复严重地区)，主要原因为各地小规模聚餐量增加显著 (弥补了前期因疫情严重而被取消的年会聚餐需求及前期因聚餐受限制而后延的聚餐需求，另外，在小规模聚餐中，白酒饮酒量增加及品类升级等消费行为变化利好白酒)，同时婚宴随着疫情得到控制而逐步恢复，宴席的旺盛保障了需求端稳定。
- 2) 从动销方面来看，高端酒整体表现超预期，其中五粮液动销尤为亮眼 (符合此前观点)，主因茅台供不应求叠加价格处于高位，五粮液在本轮春节抢占了更多高端酒市场份额；山西汾酒、古井贡酒等次高端酒优质酒企动销表现亦超预期。
- 3) 从白酒行情整体运行逻辑来看，我们此前曾在《疫情对白酒春节旺季表现影响几何？》中预测：2021 年对比 2019 年大概率“量微跌价快增”；两头强中间分化趋势将延续，全国性酒企更具优势；局部疫情将影响销量分布；2021 年后渠道库存将处于低位，酒企或将迎来补货潮等观点。春节期间我们通过走访烟酒店及商超等形式进行系列调研，结果符合此前预测，春节需求端整体依旧表现强劲，次高端酒分化明显。

考虑到酒企春节收入一般占全年收入 25%-50%，因此白酒板块一季度春节行情在一定程度上奠定了全年行业发展基调，结合各酒企春节动销及回款情况，我们坚持前期白酒行情仍将持续演绎观点不动摇。

□ 21Q1 业绩前瞻：高端酒稳健，次高端区域酒弹性为关注点

站在当下时点，我们认为应结合去年基数、今年回款及动销情况，重点关注各酒企 21Q1 业绩弹性及业绩排序。从 2021Q1 回款情况来看：高端白酒节前回款基本已完成，终端动销表现良好；次高端及地产酒打款基本陆续完成，因疫情反复影响，节前部分经销商减少进货，春季期间安徽等地聚餐、婚宴消费场景火爆将带来后期补

行业评级

食品饮料

看好

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

邮箱：mali@stocke.com.cn

联系人：杨骥

执业证书号：S1230119120017

邮箱：yangji@stocke.com.cn

联系人：张潇倩

执业证书号：S1230520090001

邮箱：zhangxiaoqian@stocke.com.cn

相关深度报告

《酒鬼酒深度报告：双引擎带动高质量发展，酒鬼酒改革红利持续释放》
(20210126)

《ST 舍得深度报告：品质之上是老酒，浓香老酒属舍得》(20201231)

《金徽酒深度报告：二次创业加速进行时，结构升级及渠道拓展为最大看点》
(20201020)

《酱酒行业深度报告：一峰独立群峰竞秀，酱酒品类崛起》(20201018)

《白酒行业双节回顾&Q3 业绩前瞻：白酒行业回暖明显，高端酒延续稳健发展态势》(20201015)

《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)

《五粮液深度报告：“二次创业”结硕果，纵深改革上层楼》(20200512)

货需求，符合我们前期判断。由于当前主要酒企回款几乎都快完成，所以我们从这一角度提前对酒企一季度业绩进行前瞻：

一、高端酒：五粮液春节表现超预期，批价有望快速过千

1) 贵州茅台：21Q1 收入增速或为 15%，利润增速约 17-18%

贵州茅台于节前已打完 3 月款，我们认为茅台 21Q1 收入增速或为 15%，利润增速约 17-18% 主因：1) 价升：产品结构持续升级（非标占比提升等）；2) 量升：茅台 21 年节前发货量约为 8500 吨（较 20 年增加超 1000 吨）。批价方面，在茅台要求在 2 月 11 日前将 2021 年 1 月、2 月份茅台酒到货量 100% 销售，做到应售尽售，不留库存后，成箱茅台批价近期仍处高位（3200 元/瓶），而散瓶茅台批价也较前期有明显提升（2500-2600 元/瓶），需求端仍表现强劲。

2) 五粮液：21Q1 收入增速或为 18%，利润增速超 20%

五粮液整体打款进度较好，春节期间由于终端动销表现超预期，部分经销商进行了二轮补货，部分经销商已在执行 4 月计划。批价及发货量方面，2021 年 1 月批价有所松动主因厂家集中发货叠加发货量较去年同期提升（发货量较去年同期提升超 20%），但实际上今年春节是五粮液价格管控最好的一年。动销方面，据渠道调研反馈，节前 KA 渠道增长近 60%，电商渠道增长近 50%，专卖店增长近 40%，经销商增长近 20%，同时春节五粮液实行“不打烊”政策以保证市场需求被及时满足。我们认为五粮液春节动销超预期，主因：贵州茅台拆箱后批价上行迅速、目前国窖批价与五粮液较为相近（当前批价差价不足 100 元），五粮液高性价比凸显带动春节旺季需求的提升，销量表现超预期，预计春节档五粮液动销增速在 40-50%，批价有望快速过千，符合我们此前在五粮液系列更新报告中提出的观点，比如：《五粮液更新报告：春节动销或超预期，改革红利加速释放（20210203）》。总体来看，我们认为五粮液将继续保持行业领先增速。

3) 泸州老窖：21Q1 收入增速或为 30%，利润增速超 30%

回款方面，国窖 21Q1 回款全年占比 40-50%，目前一季度配额已完成，业绩弹性高，产品结构持续升级将推动利润高增。公司基于一季度回款已接近完成、发货进度较去年同期快的前提下，通过取消 2 月计划以进一步挺价，目前价格体系较为稳定，批价已超 890 元。

二、次高端区域酒：古井酒鬼水井或超预期，今世缘高成长

1) 古井贡酒：21Q1 收入增速或为 30%

公司春节回款进度约 45-46%，预计一季度超 50%，军令状任务在春节前基本完成，省外完成情况优秀。产品方面，古 8 以上增长速度较高，古 5、献礼销售情况较弱，高端化趋势延续。另外，考虑到去年业绩基数较低（黄鹤楼），我们认为古井一季度业绩将表现优异；

2) 酒鬼酒：21Q1 收入增速或超 100-120%

酒鬼酒截止打款日期是 1 月 25 号，节前省内大商打款进度大多在 40%+，省外打款进度在 30% 左右，其中内参打款积极性高，目前库存约为 2.5 个月左右，考虑到今年公司业绩目标为保底 26 亿元，争取 30 亿元，公司一季度业绩增速有望达 100-120%（超预期）；

3) 水井坊：21Q1 收入增速或超 50%

水井坊由于财年计算方式不同，所以没有要求春节开门红，要求每个季度要 20% 的增长，所以经销商大多根据去年每个季度按 20% 的增长水平来打款，当前库存在 2 个半月左右水平，考虑到去年基数较低，回款进度在 25%-30% 左右，我们认为 21Q1 公司业绩将迎来超预期增长；

4) 今世缘：21Q1 收入增速或为 30%

由于公司接下来要逐月调价，所以提前打款情况较多、增加备货，今世缘回款约为 30%，目前库存约为 1 个半月左右；

5) 洋河股份：21Q1 收入增速或为 25%

在公司继续采取全面配额制情况下，洋河回款进度较去年弱，预计 21Q1 回款进度约 40%+，目前 M3 水晶瓶及 M6+ 整体表现稳健，库存多在半个月至一个月左右；

6) ST 舍得：21Q1 收入增速或超 25%

舍得 21 年 1 月回款已基本与去年 1 季度回款持平(税前开票口径)，动销及库存均处于正常状态，预计 21Q1 公司业绩将实现高增长。

总体来看：我们认为高端酒依旧保持稳健发展，其中五粮液及泸州老窖业绩弹性较大；次高端区域酒中，酒鬼酒、水井坊、古井贡酒业绩将超市场预期，而汾酒、今世缘则在去年高基数上保持较高增速，高成长性尽显。

表：春节期间主要白酒产品价格情况一览

	21Q1 收入增速预测	回款/发货进度	批价
贵州茅台	15%	于节前已打完3月款	散瓶：2500-2560元/整箱：3100-3250元
五粮液	17%	打款进度良性，部分地区已发4月货，五粮液节前发货量较去年同期提升超20%	普五批价约为960-990元
泸州老窖	30%	21Q1回款全年占比40-50%，目前一季度配额已完成	国窖1573批价约为860-890元
古井贡酒	30%	节前春节回款进度约46-47%，一季度军令状任务在春节前基本完成，省外完成情况优秀	献礼、古5、古8批价分别约为850/120/210元
酒鬼酒	100-120%	节前省内大商打款进度大多在40%+，省外打款进度在30%左右	内参、红坛批价约为860+、260-270元
水井坊	50%+	回款进度在25%-30%左右	
今世缘	30%	今世缘回款约为30%	国缘四开烟酒店成交价约为450元
洋河股份	25%	21Q1回款进度约40%+	海之蓝、天之蓝、M6+、M3水晶瓶批价分别为120/260/580-590/430-440元左右
ST舍得	25%+	21年1月回款已基本与去年1季度回款持平	

资料来源：浙商证券研究所

□ 投资建议

短期看，春节白酒动销旺盛、节后补货潮的到来将有效提振市场信心，同时酒企基本面向好、资金面有望得到持续改善趋势不变，我们认为节后应重点关注酒企 21Q1 业绩排序；中期看，白酒板块全年业绩逐季恢复，渠道信心逐步提升，在低基数背景下，未来四个季度酒企业绩将实现较高增长；长期来看，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。从 21Q1 业绩确定性 & 弹性出发，我们继续长期推荐：五粮液、贵州茅台、泸州老窖等确定性较强的高端酒标的；短期弹性则建议关注山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒、ST 舍得、水井坊。

□ 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>