

食品饮料

报表中的三个预期差——财报总结之白酒篇

预期差 1: 千元价格带放量兑现, 次高端表现最超预期。 2020Q1/2021Q1 高端酒收入增速分别为+11%/+17%, 若将千元价格带单独来看, 增速预计在+5%/+30%左右。2020Q1/2021Q1 次高端增速分别为-12%/+38%, 若剔除洋河和汾酒的中低端产品来看, 增速预计在-20%/+50%左右。若同比2019年来看, 次高端的增速追平千元价格带, 亦出现了较为明显的扩容。

地产酒方面, 2021Q1 动销开始恢复, 但尚未体现出明显的净利率提升。次高端价格带扩容, 地产酒亦呈现较为明显的升级趋势, 古 20、洋河梦 6+、今世缘 V 系列等中高端产品春节表现亮眼, 高端产品增长的同时, 低端产品亦被冲击, 一季度三四线城市受二次疫情影响较大, 部分渠道加大费用投放, 展望全年净利率提升仍可期。

预期差 2: 关注消费税提升背后, 酒企的营收“潜力”。 对于处于寡头垄断的酒企而言, 优酒产能在一定程度上决定了当年的销量, 比如: 欧洲的列级酒庄、中国的茅台等。部分白酒公司今年的营业税金率同比明显提升, 一方面由于去年生产与销售环节的不匹配性, 另一方面也反映出后续几个季度的产能释放潜力。以茅台为例, 2021Q1 营业税金率为 13.64%, 同比增加 4.0pct, 母公司报表销售收入同比增长 54%, 显著快于合并报表收入, 一般来说白酒企业的母公司负责生产, 销售主要为旗下子公司, 从历史回溯来看, 母公司收入增速基本与合并报表同步, 但波动性较大, 即销售相较于生产而言增速相对平滑。除此之外, 泸州老窖、山西汾酒、顺鑫农业等公司 2021Q1 营业税金率亦有明显提升。

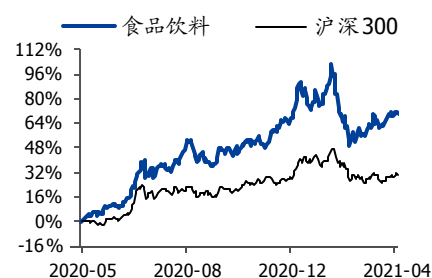
预期差 3: 现金流与收入表现有差异, 关注酒企蓄水池。 由于名酒公司对于下游的议价能力较强, 通常为先款后货的模式, 打款和发货节奏可调节性较强, 2020 年报茅五泸、水井舍得酒鬼的现金回款表现好于营收, 其中酒鬼 (123%) 和水井 (120%) 的现金回款/营收领跑。2021Q1 老窖和舍得的现金回款显著好于营收, 由于各个酒企的票据使用政策不同, 加回票据后, 山西汾酒、五粮液的回款情况亦好于营收。整体而言, 由于 2021Q1 行业景气度较高, 多数上市酒企的报表质量较高, 现金回款和经营性净现金流同比增速明显, 为全年保持较快增速蓄力。

投资建议。 酒类方面: 可选消费随经济面复苏, 二季度建议加配。今年白酒板块中小品牌迎来“逆势”发展期, 渠道进入补库存周期, 高端酒延续稳健增长态势, 次高端全年弹性可期, 核心推荐: 泸州老窖、贵州茅台、五粮液、水井坊、山西汾酒。

风险提示: 疫情反复影响终端动销, 高端酒价盘大幅波动, 行业竞争加剧。

增持 (维持)

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号: S0680520080003

邮箱: yangchuanxin@gszq.com

研究助理 郝宇新

邮箱: haoyuxin@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料: 2020Q1 基金持仓分析: 调味品白酒减配, 板块排位仍居首》2021-04-25
- 2、《食品饮料: 本周专题: 供应链体系成熟加速餐饮品牌成长》2021-04-19
- 3、《食品饮料: 春糖小结一: 繁花似锦, 春意盎然》2021-04-06



内容目录

1、报表中的三个预期差	4
2、财报梳理：2020 逆势稳增长，2021 高增正兑现	6
2.1 收入端：2020 表现存分化，2021Q1 展现高弹性	7
2.1.1、高端酒：茅五稳增长，老窖独秀	7
2.1.2、次高端：20Q3 开启加速反弹，2021H1 弹性可期	8
2.1.3、地产酒龙头：恢复初开始，期待全年	9
2.1.4、大众酒：疫情影响仍存，静待未来恢复	10
2.2 利润端：2020 全年控费效果显著，21Q1 税金存在短期影响	12
2.2.1、毛利率：2021Q1 表现亮眼，产品结构持续优化	12
2.2.2、营业税金率：确认时间导致波动，Q2 影响将陆续淡化	12
2.2.3、费用率：全年控费效果显著，21Q1 规模效应推动费用摊薄	13
2.2.4、净利率：老窖高端独秀，次高端表现亮眼	15
2.3 现金流&预收款：复苏态势明朗，现金流和预收款同比高增	15
2.3.1、销售回款：21Q1 开门红，同比大幅改善	15
2.3.2、预收款（合同负债）：同比大幅增加，旺季发货带动环比降低	16
3、风险提示	17

图表目录

图表 1：单季度高端白酒营收增速	4
图表 2：单季度次高端白酒营收增速	4
图表 3：白酒上市公司营业税金率对比	5
图表 4：贵州茅台 Q1 营业税金率与当年收入增速（%）	5
图表 5：贵州茅台母公司营业税金/合并报表营业税金	5
图表 6：贵州茅台母公司与合并报表收入增速对比	5
图表 7：贵州茅台母公司营业税金/合并报表营业税金	6
图表 8：白酒上市公司预收款情况对比（亿元）	6
图表 9：白酒上市公司合计收入及增速	6
图表 10：白酒上市公司合计归母净利润及增速	6
图表 11：白酒行业收入及增速	7
图表 12：白酒行业利润总额及增速	7
图表 13：单季度高端白酒营收增速	8
图表 14：单季度次高端白酒营收增速	8
图表 15：单季度地产酒营收增速	8
图表 16：单季度其他酒企营收增速	8
图表 17：白酒上市公司收入及增速（亿元）	10
图表 18：白酒上市公司归母净利润及增速（亿元）	11
图表 19：白酒上市公司毛利率变化	12
图表 20：白酒上市公司分季度营业税金率及 2021Q1 变化情况	13
图表 21：白酒上市公司销售费用率变化	14
图表 22：白酒上市公司管理费用率变化	14
图表 23：全年白酒上市公司净利率变化	15

图表 24: 白酒上市公司现金汇款及经营现金流净额变化 (亿元)	16
图表 25: 白酒商行上市公司预收款 (合同负债) 变化情况 (亿元)	17

1、报表中的三个预期差

预期差 1: 千元价格带放量兑现，次高端表现最超预期。2020Q1/2021Q1 高端酒收入增速分别为+11%/+17%，若将千元价格带单独来看，增速预计在+5%/+30%左右。2020Q1/2021Q1 次高端增速分别为-12%/+38%，若剔除洋河和汾酒的中低端产品来看，增速预计在-20%/+50%左右。若同比 2019 年来看，次高端的增速追平千元价格带，亦出现了较为明显的扩容。

2021 年作为白酒行业发展的新纪元，我们将其与 2010 年对比来看，全球经济强复苏明显，消费升级再上台阶，体现在白酒行业方面，首先是超高端的价格弹性，茅台价格从 2020 年初的 2000 元上移至目前的 3000 元左右，一年间价格涨幅 40-50%，如果将茅台以终端价计算，过去一年其价值增值幅度领跑全行业，但由于其特殊的价格体系，在报表层面短期难现业绩弹性。

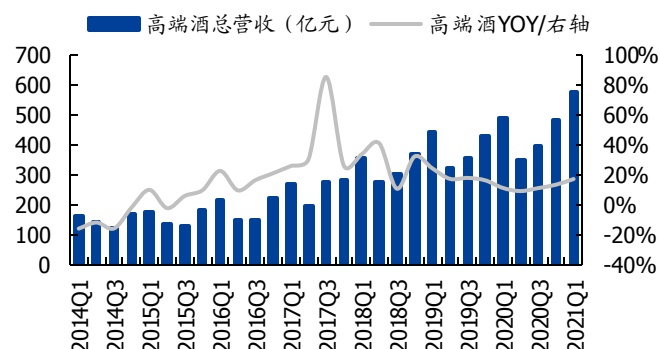
其次是千元价格带的量价弹性，在前期报告中我们重新定义了高端价格带，千元已然成为“平民奢侈品”，其价格弹性显著弱于 2000 元以上的超高端，但逐渐成为放量价格带，过去一年五粮液、国窖终端价涨幅约 10%，销量同比涨幅 20-30%。

最后是次高端价格带的销量弹性。中国白酒行业的总产量为 740 万吨，其中超高端(2000 元以上)产销量约为 3.5 万吨，千元价格带产销量约为 4.5 万吨，次高端(300-800 元)产销量约为 7.5 万吨，300 元以下的产销量超过 700 万吨，若以收入体量计，白酒行业“两头大、中间小”的情况明显，消费升级的过程中次高端的销量弹性最大。

受疫情二次冲击的影响，叠加春节前消费习惯的影响，高端酒由于礼品占比较大，1-2 月千元价格带放量明显，随着疫情的散去、天气转暖后婚宴需求的增加，3 月以来次高端的增速攀升明显，展望 Q2，次高端价格带的销量增速有望持续领跑。

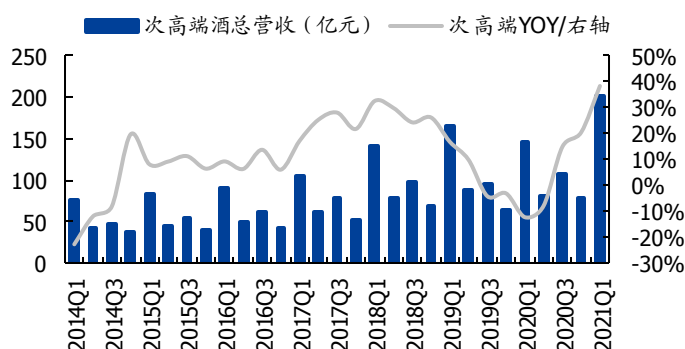
地产酒方面，2021Q1 动销开始恢复，但尚未体现出明显的净利率提升。次高端价格带扩容，地产酒亦呈现较为明显的升级趋势，古 20、洋河梦 6+、今世缘 V 系列等中高端产品春节表现亮眼，但在报表端尚未体现出行业性的净利率提升。与水井、舍得等全国化品牌不同，地产酒价格带较宽，高端产品增长的同时，低端产品亦被冲击，一季度三四线城市受二次疫情影响较大，部分渠道加大费用投放，展望全年净利率提升仍可期。

图表 1: 单季度高端白酒营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 包含贵州茅台、五粮液、泸州老窖

图表 2: 单季度次高端白酒营收增速

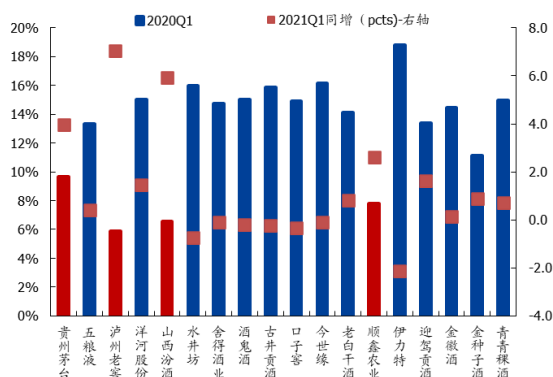


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 包含 ST 舍得、水井坊、山西汾酒、洋河股份

预期差 2: 关注消费税提升背后, 酒企的营收“潜力”。对于处于寡头垄断的酒企而言, 优酒产能在一定程度上决定了当年的销量, 比如: 欧洲的列级红酒庄、中国的茅台等。

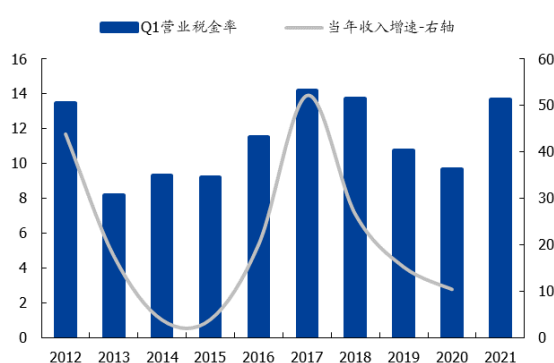
由于消费税在生产环节征收, 消费税在一定程度上反映了酒企的生产节奏, 值得注意的是, 部分白酒公司今年的营业税金率同比明显提升, 一方面由于去年生产与销售环节的不匹配性, 另一方面也反映出后续几个季度的产能释放潜力。以茅台为例, 2021Q1 营业税金率为 13.64%, 同比增加 4.0pct, 母公司报表销售收入同比增长 54%, 显著快于合并报表收入, 一般来说白酒企业的母公司负责生产, 销售主要为旗下子公司, 从历史回溯来看, 母公司收入增速基本与合并报表同步, 但波动性较大, 即销售相较于生产而言增速相对平滑。除此之外, 泸州老窖、山西汾酒、顺鑫农业等公司 2021Q1 营业税金率亦有明显提升。

图表 3: 白酒上市公司营业税金率对比



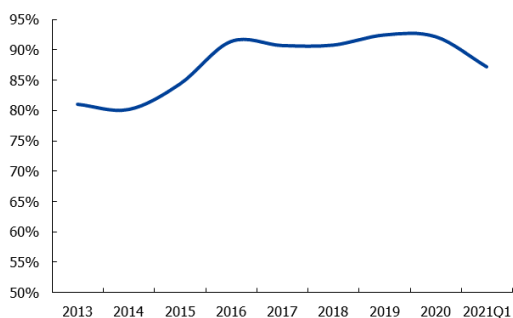
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 贵州茅台 Q1 营业税金率与当年收入增速 (%)



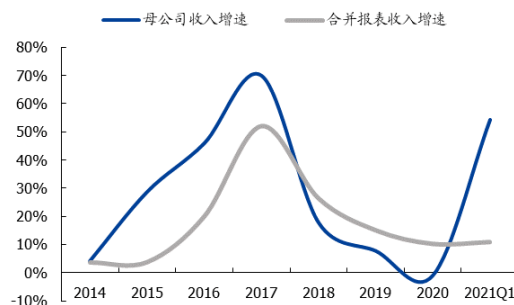
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 贵州茅台母公司营业税金/合并报表营业税金



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

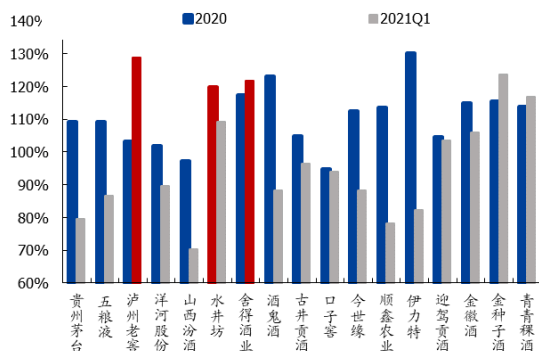
图表 6: 贵州茅台母公司与合并报表收入增速对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

预期差 3: 现金流与收入表现有差异, 关注酒企蓄水池。由于名酒公司对于下游的议价能力较强, 通常为先款后货的模式, 打款和发货节奏可调节性较强, 2020 年报茅五泸、水井舍得酒鬼的现金回款表现好于营收, 其中酒鬼 (123%) 和水井 (120%) 的现金回款/营收领跑。2021Q1 老窖和舍得的现金回款显著好于营收, 由于各个酒企的票据使用政策不同, 加回票据后, 山西汾酒、五粮液的回款情况亦好于营收。整体而言, 由于 2021Q1 行业景气度较高, 多数上市酒企的报表质量较高, 现金回款和经营性净现金流同比增速明显, 为全年保持较快增速蓄力。

图表 7: 贵州茅台母公司营业税金/合并报表营业税金



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 白酒上市公司预收款情况对比 (亿元)

	预收款 ⁽¹⁾		YoY ⁽²⁾		QoQ ⁽³⁾	
	2020 ⁽¹⁾	21Q1 ⁽¹⁾	2020 ⁽²⁾	21Q1 ⁽²⁾	2020Q4 ⁽³⁾	21Q1 ⁽³⁾
贵州茅台 ⁽¹⁾	133.22	53.41	-3.0%	-22.7%	41.6%	-59.9%
五粮液 ⁽¹⁾	86.19	49.86	-31.2%	4.5%	96.5%	-42.2%
泸州老窖 ⁽¹⁾	16.79	16.92	-25.2%	170.2%	36.4%	0.8%
洋河股份 ⁽¹⁾	88.01	61.29	30.3%	-4.7%	127.5%	-30.4%
山西汾酒 ⁽¹⁾	31.07	29.30	9.4%	81.9%	15.6%	-5.7%
水井坊 ⁽¹⁾	7.36	7.24	98.4%	2278.1%	3.2%	-1.7%
ST 舍得 ⁽¹⁾	3.68	4.41	45.3%	157.7%	27.4%	19.9%
酒鬼酒 ⁽¹⁾	7.19	5.81	248.1%	258.6%	116.6%	-19.3%
古井贡酒 ⁽¹⁾	12.07	19.44	127.7%	26.8%	42.5%	61.1%
口子窖 ⁽¹⁾	7.70	3.71	-3.8%	-18.4%	58.0%	-51.9%
今世缘 ⁽¹⁾	10.96	4.82	-15.9%	65.2%	72.8%	-56.0%
老白干酒 ⁽¹⁾	7.07	12.87	-11.8%	44.8%	-26.7%	82.0%
顺鑫农业 ⁽¹⁾	50.88	36.92	-17.8%	-13.2%	45.6%	-27.4%
伊力特 ⁽¹⁾	0.89	0.37	6.2%	-11.1%	73.2%	-58.1%
迎驾贡酒 ⁽¹⁾	4.66	4.11	14.8%	36.9%	37.2%	-11.8%
金徽酒 ⁽¹⁾	2.01	1.98	-12.0%	-46.7%	42.2%	-1.3%
金种子酒 ⁽¹⁾	1.29	1.26	14.9%	66.0%	-1.4%	-2.1%
青青稞酒 ⁽¹⁾	0.31	0.48	-13.4%	79.1%	-21.4%	52.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

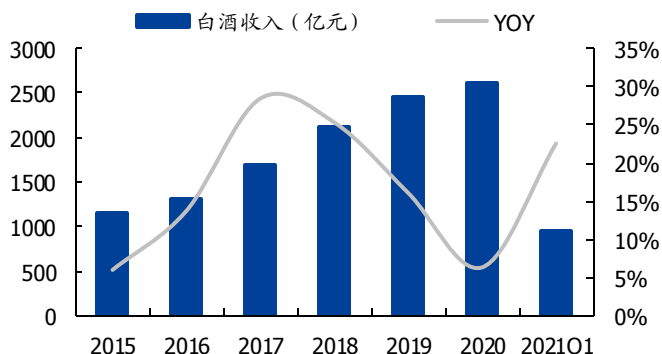
2、财报梳理: 2020 逆势稳增长, 2021 高增正兑现

2020 前后分化, 2021 开启发展新周期。根据白酒行业协会数据, 2020 年中国白酒行业实现总产量 740.7 万千升, 同比-2.5%, 营收 5836.4 亿元, 同比+4.6%, 实现利润 1585.4 亿元, 同比+13.4%。2020 年受疫情冲击影响, 白酒消费场景缺失, 上半年行业品牌为王的趋势明显, 茅五逆势实现双位数增长, 小品牌断崖式下降, 下半年随着经济的复苏, 高端酒率先回暖, 带动行业进入复苏周期, 酒企把握“后疫情”时代共同努力行业实现全年正增长, 2021 年进入行业发展新纪元, 高端酒打开量价天花板, 千元价格带开始放量, 次高端进入新一轮扩容周期, 中小品牌迎来“阶段性”繁荣。

价格层面: 高端白酒打开价格空间, 价格周期有望延续。茅台整箱价格站稳 3000 元, 白酒行业的价格空间顺次打开, 五粮液国窖率先挺价, 随着其他企业如汾酒等在千元价格带布局, 千元价格带将呈现新繁荣。次高端价格带内, 600-800 元价格带依然蓝海, 未来 600 元产品接替 400 元产品放量增长, 各企业大单品培育任重道远。整体来看本次价格周期有望延续, 2021 年全年量价齐升局面可期。

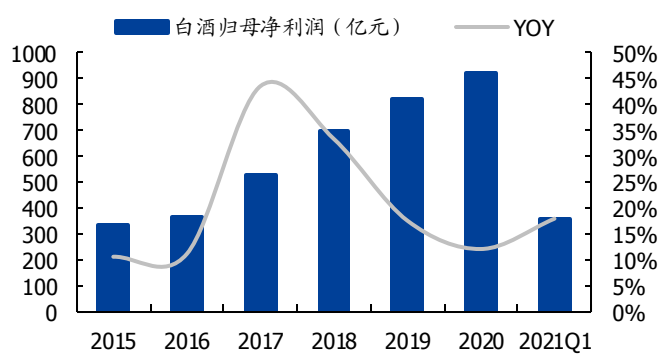
销量层面: 长期挤压式增长趋势不变, 短期消费回补推动销量同比高增。中长期来看制约白酒销量的因素是人口结构与经济发展, 行业销量稳中有降趋势难以改变, 但短期销量层面或呈现阶段性繁荣, 预计 2021H1 弹性较大, 进入 Q3 动销旺季后基数效应影响逐渐淡化, 需细致跟踪各酒企渠道及动销情况, 彼时或现行业新变化。

图表 9: 白酒上市公司合计收入及增速



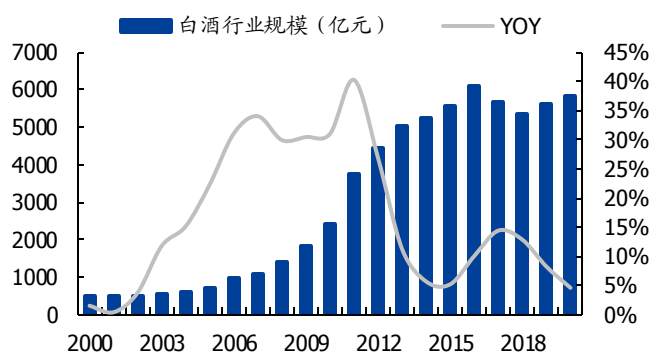
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 白酒上市公司合计归母净利润及增速



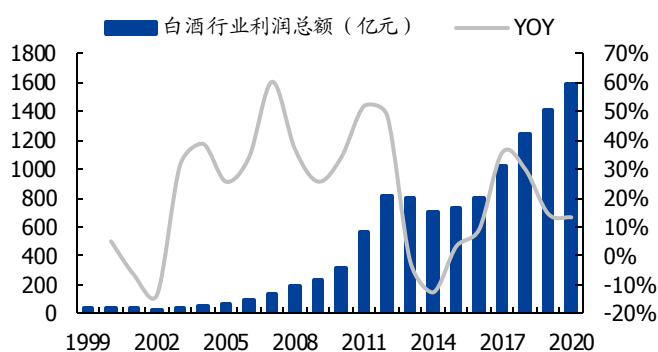
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 白酒行业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 白酒行业利润总额及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.1 收入端：2020 表现存分化，2021Q1 展现高弹性

2.1.1、高端酒：茅五稳增长，老窖独秀

2020 年高端酒三家公司合计实现营收 1719.7 亿元，同增 11%，其中 2020Q4 单季度营收同增 13.1%，2020 年营收增速进一步放缓（2018/2019 年收入增速为 28%/19%），但疫情期间高端酒三家公司相较其他酒企展现出强劲品牌力与经营稳定性。2020 年贵州茅台、五粮液和泸州老窖营收/归母净利润增速分别为 10.3%/13.3%、14.4%/14.7%和 5.3%/29.4%，业绩端表现均优于收入端。年内三家公司积极主动调整，茅台直营收入占比持续提升，非标产品提价增厚吨价；五粮液积极推动团购，批价稳定上行，过千指日可待；泸州老窖营收结构中国窖 1573 表现亮眼，预计 2020 年增速为 20%-30%。2021Q1 三家高端白酒营收在 2020Q1 增速 11%的基础上同增 17%，受税金等因素影响归母净利润同增 13.1%，后疫情时代高端白酒表现依然亮眼。考虑到春节或导致报表端收入确认存在时间差异，将 2020Q4 与 2021Q1 营收合并，茅台、五粮液和泸州老窖的营收/归母净利润增速分别为 11.5%/12.5%、17.7%/17.3%、27.4%/31.5%，老窖表现亮眼。

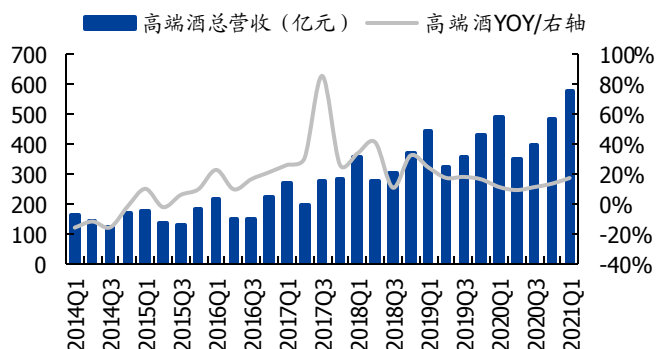
贵州茅台：直销占比再创新高，系列酒稳步放量。我们预计实际出货量约 9500 吨，同比小幅增长。分产品来看，2021Q1 茅台酒实现营收 245.92 亿元，同增 10.7%，系列酒实现营收 26.43 亿元，同增 21.9%，经过近 2 年的调整，Q1 开始稳步放量。分渠道来看，2020Q1 公司直销渠道实现收入 47.77 亿元，同增 146.5%，直销环比持续提速，占比已达 17.5%，同比提升 9.6pcts。短期消费税缴纳节奏拖累盈利能力，公司 2021Q1 归母净利率 49.7%，同比下滑 2.0pcts，短期净利率波动并不影响中长期非标提价和结构优化带来的盈利能力提升，剔除税费影响，2021Q1 利润增速约为 18%。十四五稳健开局，后续业绩有望逐季提速。

五粮液：收入符合预期，量价正循环仍在途中。疫情影响下，公司全年保持了一贯的战略定力，顺利完成年初制定的双位数增长规划，“十三五”平稳收官。2020 年公司实现营收 573 亿元，同比增长 14%，其中五粮液酒实现销量 2.8 万吨，同比增长 5%，吨价 157 万元，同比增长 8%。量价进入正循环，2021 春节期间公司销量增长明显，节后控货挺价，目前批价逼近 1000 元。2021Q1 公司实现营收 243 亿元，同比增长 20%，据我们测算 2021Q1 发货量约 1 万吨，预计今年一季度收入增速主要由销量贡献。千元价格带进入放量阶段，高端经典市场培育初见成效，品牌力有望再上台阶。

泸州老窖：国窖步入新百亿时代，“十四五”发力进行时。据我们测算，2020 年国窖营

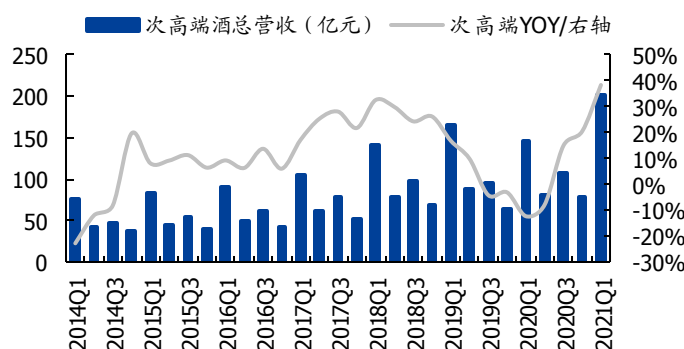
收突破百亿，预计其中国窖收入增速为 20%-30%，贡献主要收入增量，占比稳步提高。过去五年国窖品牌创造了白酒行业的“神话”，5 年间收入增长了 15 倍，销量从 1300 吨提升至 1 万吨左右，价格挺近千元价格带，实现品牌复兴。2020 年疫情期间，公司心系经销商，2-3 月暂停发货给经销商“减负”，下半年随着疫情影响消退，抓住机遇抢占市场，逆势实现全国化，国窖营收破百亿。“十四五”顺利实现开门红，今年春节期间国窖品牌量价提升，预计 2021Q1 营收同比增速近 30%，回款加速增长，品牌势能日起，东进南下定中原，未来值得期待。

图表 13: 单季度高端白酒营收增速



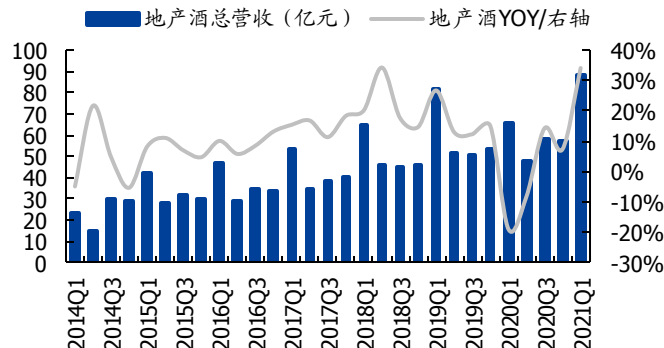
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 包含贵州茅台、五粮液、泸州老窖

图表 14: 单季度次高端白酒营收增速



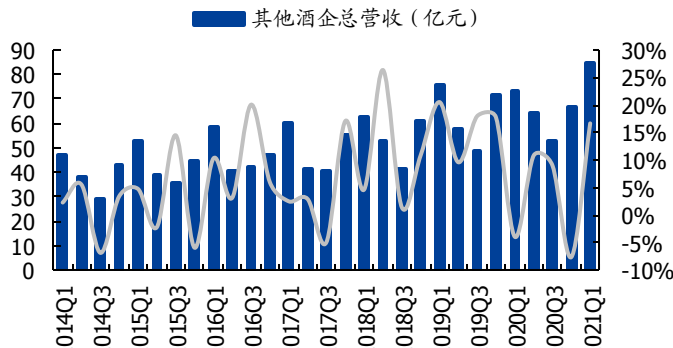
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 包含 ST 舍得、水井坊、山西汾酒、洋河股份

图表 15: 单季度地产酒营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 包含古井贡酒、口子窖、今世缘、迎驾贡酒

图表 16: 单季度其他酒企营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 包含酒鬼酒、顺鑫农业、皇台酒业、伊力特、金种子酒、老白干酒、金徽酒

2.1.2、次高端：20Q3 开启加速反弹，2021H1 弹性可期

先前“V 型反转”研判持续兑现。2020 年次高端四家公司合计实现营收 408.0 亿元，同降 1%。实现归母净利润 118.7 亿元，同增 11.4%，其中 2020Q4 单季度次高端收入/归母净利润增速为 20.5%/62.3%，环比 Q3 加速恢复，2021Q1 收入/归母净利润增速为 38.4%/24.3%，剔除春节季节性影响，2020Q4+2021Q1 次高端收入/归母净利润增速为 32.9%/29.5%。相较于地产酒与其他酒企，次高端酒企反弹更早、弹性更大，预计 2021Q2 将延续报表端高弹性表现。次高端行业当前仍处于成长期，价格带内具备多重机会，预计未来 600 元产品动销加速、接棒 400 元产品放量，800 元价格将成“新宠”，疫情期间各公司主动维护渠道健康发展、稳健推动大单品发展，洋河 M6+、山西汾酒青 30 复兴版、水井坊井台与典藏、今世缘 V 系兼具看点，2021 年中秋将成为次高端动销大节。

山西汾酒：青花引领高增，省外增速亮眼。1) 分产品来看，我们预计 2021Q1 青花延续高增态势，实现收入约 26 亿元，营收占比上移至 35% 左右（2020 不到 30%），同比增速超 150%；玻汾收入约 20 亿元，同比增速 40-50%，老白汾增速环比增加 40% 左右，巴拿马系列平稳增长。未来公司将以青花 20 和 30 复兴版为发展主力，卡位 400 元和 1000 元价格带。2) 分区域来看，今年以来，公司营销组织进一步下沉，建立了“31 个省区+10 个直属管理区”的区域营销组织架构。2021Q1 省内/外增速分别为 45% 和 108%，传统强势河南、山东市场保持高增，同时长江以南市场开始发力，华东逐渐放量，华南势头渐起，多点开花全国化进程加快，截至 2021Q1 公司省外经销商 2304 家，较 2020 年初增加 457 家。

洋河股份：船大掉头，变革初见成效，洋河机遇与挑战并存。1) 渠道端，公司围绕“一商为主、多商配称”指导思想进行经销商体系构建，2020 年新增 1203 家同时减少 2300 家经销商，新渠道模式得以验证，市场价盘和渠道利润稳固反映出市场秩序已重回正轨。2) 产品端，2019 年下半年完成了省内海天的去库存，2020 年梦 6+ 成功升级，2021 年春节逐步导入梦 3 水晶版。经过一年的调整期，随着行业的复苏，2020 年下半年公司营收增速转正，经营拐点已现。“十四五”开年新任管理层上任，开始“十四五”发展新征程；与此同时，10 亿元股票回购顺利完成，激励方案有望近期出台，提振公司员工积极性。目前渠道整体库存处于低位，为产品顺利升级奠定基础，叠加渠道在见证梦系列产品升级的新变化后，配合度与积极性大幅提高，蓝色经典系列全线升级将持续贡献洋河“十四五”期间的成长性，与此同时，随着省内外消费升级的阶梯式增长，公司主力产品放量在即。

水井坊：低谷已过，水井坊再次起航。2021 喜获开门红，自 2020Q3 以来疫情影响逐渐淡化，公司主动作为，收入端呈现环比加速增长趋势，其中 2021Q1 收入/归母净利润较 2019Q1 仍实现 33.4%/91.9% 的增长，复苏势头强劲。在品牌宣传上，高举高打与资源聚焦相结合，与国家宝藏等节目的合作进一步强化品牌形象，大事件营销亦如火如荼；在产品布局上，水井坊常年深耕次高端，享受行业增长红利，臻酿八号与井台互为支撑，未来公司将进一步发力典藏，布局 800 元价格带，实现次高端全布局，整体拔高品牌形象，产品升级亦箭在弦上，高端化战略稳步实施；在渠道与市场战略上，公司坚持聚焦资源，关注“八大核心市场”，采用“蘑菇战略”点状突破，同时团购渠道招商与渠道模式创新有望进一步贡献公司成长性。

2.1.3、地产酒龙头：恢复初开始，期待全年

2020 年地产酒四家公司合计实现营收 228.8 亿元，同降 3.6%，实现归母净利润 56.5 亿元，同降 9.0%，地产酒公司 2020Q4 单季度营收/归母净利润增速为 7.3%/10.1%，2021Q1 环比提速恢复，营收/归母净利润增速为 34.0%/42.3%，若剔除春节季节性影响，地产酒龙头 2020Q4+2021Q1 营收/归母净利润增速为 22.1%/28.5%，地产酒复苏相对慢于次高端酒企。

今世缘：营收与业绩双增长，Q1 开启全年新发展。2021Q1 营收增长持续提速，2020Q2-2021Q1 单季度营收增速分别为 3.8%/21.0%/22.2%/35.3%，其中 2021Q1 营收/业绩较 2019Q1 实现增长 23.1%/26.6%，持续增长展现强劲复苏势能。公司制定的 2021 年全年目标为营收保底 59 亿元、力争 66 亿元，净利润保底 18 亿元、力争 19 亿元，Q1 开局顺利，全年目标有望顺利达成。2021 年是公司全面开启“发展高质量，酒缘新跨越”的起步之年，四大战役目标明确，产品端公司产品体系有望全方位升级，公司一季度针对国缘四开提价、产品焕新上市，助推国缘新发展，V 系攻坚培育新增长极，今世缘品牌激活再创。市场端江苏省内市场广阔，苏酒双龙头有望竞合发展，省外以长三角为核心推进全国化，点状突破提高省外拓展效率。看好公司“十四五”战略规划如期实现。

古井贡酒：疫情影响全年增长，Q1 如期恢复。分产品来看，2020 年公司本部实现收入 92.14 亿元，同增 4.8%，其中年份原浆/古井贡酒实现收入 78.3/13.8 亿元，同比 6.5%/-4.1%。2020 年黄鹤楼实现收入 4.2 亿元，同降 53.0%，主要系武汉疫情影响，消费场景缺失，公司也因此顺势递延黄鹤楼业绩承诺，2021/2022 年含税收入目标 17/20.4 亿元。**分区域来看，**公司华中/华北/华南分别实现收入 90.16/6.93/5.80 亿元，同比-3.3%/24.4%/11.4%，华中占比达 88%，省外市场在疫情影响下全年仍有不错的增速。公司制定了 2021 年度经营计划，计划实现营收/利润总额 120/28.5 亿元，同增 16.6%/15.1%，结合过去几年目标跟实际完成情况，我们认为规划基本均为保底目标。公司省内龙头地位稳固，造血功能持续强化，省外积极拓展，双品牌双百亿实现可期。

口子窖：低谷将过，轻舟待发。分产品来看，2020 年公司高档酒/中档酒/低档酒分别实现收入 38.38 亿元/5109 万元/7353 万元，同比-13.2%/-47.6%/-24.3%，2020 年公司受疫情影响较为严重。2021Q1 高档酒/中档酒/低档酒分别实现收入 11.13 亿元/2107 万元/2393 万元，同比+51.3%/45.6%/46.9%，去年低基数下如期实现恢复性增长，今年春节前公司动销较旺，但节后公司意图控货挺价。**分地区来看，**2020 年公司省内/省外分别实现收入 31.74 亿元/7.88 亿元，同比-17.2%/+0.8%，2021Q1 省内/省外分别实现收入 9.16 亿元/2.42 亿元，同比+56.8%/+32.6%。公司近年来强化基础产能建设，有效解决长期制约公司发展的基础问题。同时公司也在积极推动营销体制改革，诚然，在传统大商制模式下，短期局部或出现厂商博弈现象，拖累速度，但我们认为公司方向正确、决心坚定，短期阵痛和刮骨疗伤才能保障未来公司的弹性。

2.1.4、大众酒：疫情影响仍存，静待未来恢复

顺鑫农业：我们预计公司 2021Q1 公司白酒收入 42 亿左右，同比基本持平，预计系疫情对公司中高端产品影响，公司 Q1 主要受疫情余波影响，后续提价效应叠加产品结构改善有望带来业绩逐季提速。

图表 17：白酒上市公司收入及增速（亿元）

	2021Q1	YoY	2020	YoY	20Q4+21Q1	YoY
贵州茅台	280.6	10.9%	979.9	10.3%	564.8	11.5%
五粮液	243.2	20.2%	573.2	14.4%	391.5	17.7%
泸州老窖	50.0	40.9%	166.5	5.3%	100.6	27.4%
洋河股份	105.2	13.5%	211.0	-8.8%	127.1	12.5%
山西汾酒	73.3	77.1%	139.9	17.8%	109.5	58.8%
水井坊	12.4	70.2%	30.1	-15.1%	23.0	42.2%
舍得酒业	10.3	154.2%	27.0	2.0%	19.7	62.5%
酒鬼酒	9.1	190.4%	18.3	20.8%	16.1	87.6%
古井贡酒	41.3	25.9%	102.9	-1.2%	63.5	15.6%
口子窖	11.7	50.9%	40.1	-14.1%	25.0	25.9%
今世缘	24.0	35.3%	51.2	5.1%	33.2	31.4%
老白干酒	7.5	-0.3%	36.0	-10.7%	18.6	-5.6%
顺鑫农业	54.9	-0.7%	155.1	4.1%	85.8	-8.4%
伊力特	5.4	255.3%	18.0	-21.7%	11.9	25.8%
迎驾贡酒	11.5	48.9%	34.5	-8.6%	23.7	24.8%
金徽酒	5.1	48.4%	17.3	5.9%	11.9	37.1%
金种子酒	2.9	52.1%	10.4	13.5%	6.7	61.4%
青青稞酒	3.8	86.9%	7.6	-39.1%	6.0	-5.3%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 18: 白酒上市公司归母净利润及增速 (亿元)

	2021Q1	YoY	2020	YoY	20Q4+20Q1	YoY
贵州茅台	139.5	6.6%	467.0	13.3%	268.25	12.5%
五粮液	93.2	21.0%	199.5	14.7%	147.33	17.3%
泸州老窖	21.7	26.9%	60.1	29.4%	33.57	31.5%
洋河股份	38.6	-3.5%	74.8	1.3%	41.59	-1.9%
山西汾酒	21.8	78.2%	30.8	58.8%	28.00	90.8%
水井坊	4.2	119.7%	7.3	-11.5%	6.49	71.7%
舍得酒业	3.0	1031.2%	5.8	14.4%	5.72	146.9%
酒鬼酒	2.7	178.9%	4.9	64.1%	4.29	102.7%
古井贡酒	8.1	27.9%	18.5	-11.6%	11.31	14.0%
口子窖	4.2	72.7%	12.8	-25.8%	8.32	24.6%
今世缘	8.1	38.8%	15.7	7.5%	10.59	42.2%
老白干酒	0.6	-14.6%	3.1	-22.7%	1.36	-31.7%
顺鑫农业	3.7	5.7%	4.2	-48.1%	3.60	-27.7%
伊力特	1.3	1475.8%	3.4	-23.5%	2.71	77.3%
迎驾贡酒	3.7	58.5%	9.5	2.5%	7.91	40.4%
金徽酒	1.2	99.3%	3.3	22.4%	2.88	73.5%
金种子酒	(0.5)	-85.6%	0.7	133.9%	1.26	179.0%
青青稞酒	0.7	1630.0%	(1.2)	-418.7%	0.21	427.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 利润端：2020 全年控费效果显著，21Q1 税金存在短期影响

2.2.1、毛利率：2021Q1 表现亮眼，产品结构持续优化

2020 年白酒板块平均毛利率为 77.5%，同比提升 0.1pct，2021Q1 单季度板块平均毛利率为 77.9%，同比提升 0.5pct，预计主要系产品结构持续升级叠加 2021 年春节动销旺季较晚所致。**高端酒方面**，茅台、五粮液毛利率变化较小，泸州老窖受益于 2020 年国窖销售占比提高毛利率同增 2.4pct，2021Q1 毛利率略有下降亦与中低档产品占比提高有关。**次高端方面**，受益于产品结构优化板块整体毛利率呈上行趋势，2020 年由于会计准则变更原因毛利率变化不明显，2021Q1 动销旺季带动毛利率明显提升，洋河梦系列产品动销喜人，水井坊井台与八号占比持续提高，汾酒涨价红利与青花 30 复兴版提高产品盈利能力，舍得易主后把握动销旺季。**地产酒龙头方面**，各家表现有所分化、整体承压，古井贡、口子窖和今世缘 2020 年毛利率分别同比-1.5/+0.2/-1.7pct，表现弱于次高端酒企。

图表 19：白酒上市公司毛利率变化

	2021Q1	同增 (pcts)	2020	同增 (pcts)	2020Q4	同增 (pcts)
贵州茅台	91.7%	0.0	91.4%	0.1	91.6%	0.8
五粮液	76.4%	-0.1	74.2%	-0.3	73.1%	-3.2
泸州老窖	86.0%	-0.8	83.0%	2.4	81.8%	2.4
洋河股份	76.2%	2.4	72.3%	0.9	64.2%	-3.8
山西汾酒	73.5%	1.3	72.2%	0.2	72.1%	-8.9
水井坊	85.1%	1.5	84.2%	1.3	85.4%	1.5
ST 舍得	77.6%	5.2	75.9%	-0.3	74.6%	-3.0
酒鬼酒	79.4%	-6.0	78.9%	1.1	78.6%	0.5
古井贡酒	77.0%	-0.3	75.2%	-1.5	72.5%	-5.7
口子窖	76.6%	-0.9	75.2%	0.2	72.5%	-4.4
今世缘	73.3%	0.1	71.1%	-1.7	68.5%	-6.0
老白干酒	67.7%	0.2	64.7%	3.3	64.1%	4.5
顺鑫农业	28.9%	0.5	28.4%	-7.8	30.1%	-9.8
伊力特	61.0%	11.5	48.6%	-2.8	47.0%	-6.8
迎驾贡酒	69.7%	-2.4	67.1%	2.8	70.4%	1.6
金徽酒	65.5%	5.0	62.5%	1.8	62.2%	0.1
金种子酒	24.4%	-10.8	27.7%	-10.1	27.9%	-9.0
青青稞酒	63.6%	-1.7	64.0%	-0.4	60.7%	-3.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.2.2、营业税金率：确认时间导致波动，Q2 影响将陆续淡化

2020Q1 因消费税确认时点问题导致税金率处于相对低位，2021Q1 由于生产销售活动恢复增长，部分企业营业税金率同比提升明显，如贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒 2021Q1 营业税金率分别提升 4.0/7.1/5.9pct，预计年内 Q2 将基本恢复正常，税金率对老窖的影响或相对更长。

图表 20: 白酒上市公司分季度营业税金率及 2021Q1 变化情况

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	21Q1 同 增 (pcts)
贵州茅台	10.7%	11.5%	12.5%	14.3%	9.7%	12.3%	13.5%	14.2%	13.6%	4.0
五粮液	13.9%	14.1%	13.9%	13.9%	13.3%	13.5%	13.7%	14.1%	13.7%	0.4
泸州老窖	11.5%	12.8%	11.9%	12.5%	5.9%	8.9%	10.7%	13.4%	13.0%	7.1
洋河股份	14.2%	13.3%	13.3%	13.8%	15.0%	15.7%	15.0%	16.2%	16.5%	1.5
山西汾酒	13.4%	16.3%	17.1%	19.0%	6.6%	13.6%	14.5%	17.9%	12.5%	5.9
水井坊	15.8%	16.5%	16.1%	15.9%	16.0%	17.0%	15.9%	15.6%	15.3%	-0.7
ST 舍得	14.2%	13.3%	13.2%	13.3%	14.7%	13.0%	13.8%	14.2%	14.7%	-0.1
酒鬼酒	16.4%	16.4%	16.4%	16.0%	15.0%	15.6%	15.7%	15.6%	14.8%	-0.2
古井贡酒	14.7%	14.5%	14.7%	15.3%	15.9%	16.1%	16.0%	15.8%	15.6%	-0.2
口子窖	14.2%	14.9%	14.7%	15.2%	14.9%	15.1%	15.1%	15.4%	14.6%	-0.3
今世缘	15.2%	13.6%	16.9%	18.1%	16.1%	14.7%	17.1%	17.4%	16.1%	-0.1
老白干酒	15.1%	15.6%	15.3%	15.3%	14.1%	14.8%	15.5%	16.0%	14.9%	0.8
顺鑫农业	10.4%	10.1%	10.7%	11.5%	7.8%	8.3%	8.1%	9.7%	10.4%	2.6
伊力特	14.4%	14.1%	13.8%	14.0%	18.8%	15.6%	14.6%	15.1%	16.7%	-2.1
迎驾贡酒	14.6%	15.0%	15.0%	15.5%	13.4%	14.8%	14.9%	15.1%	15.0%	1.6
金徽酒	13.9%	14.1%	13.8%	14.1%	14.5%	14.0%	13.9%	14.0%	14.6%	0.1
金种子酒	10.9%	10.4%	10.1%	10.5%	11.1%	11.5%	11.2%	11.5%	12.0%	0.9
青青稞酒	15.9%	16.9%	16.3%	15.8%	14.9%	18.1%	17.4%	17.8%	15.7%	0.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2.3、费用率：全年控费效果显著，21Q1 规模效应推动费用摊薄

销售费用率：2020 年高销售费用率企业控费效果显著，2021Q1 规模效应突显。2020 年受疫情冲击动销受阻，同时叠加部分费用投放受阻，高销售费用率企业控费效果显著，如泸州老窖 / 山西汾酒 / 水井坊 / 酒鬼酒 / 金种子销售费用率分别同降 7.9/5.5/2.1/2.2/8.1pct 至 18.6%/16.3%/28.0%/23.2%/26.0%，控费打开盈利空间。2021Q1 除老白干销售费用率同比微增 0.3pct，其他酒企销售费用率均呈同降趋势，规模效益显著。

图表 21: 白酒上市公司销售费用率变化

	2021Q1	同增 (pcts)	2020	同增 (pcts)	2020Q4	同增 (pcts)
贵州茅台	2.0%	-0.6	2.6%	-1.1	2.7%	0.1
五粮液	7.1%	-1.5	9.7%	-0.2	4.8%	-2.5
泸州老窖	13.5%	-0.2	18.6%	-7.9	25.8%	-10.6
洋河股份	6.3%	-0.4	12.3%	0.7	20.0%	-0.8
山西汾酒	17.9%	-3.4	16.3%	-5.5	8.5%	-25.0
水井坊	21.7%	-2.0	28.0%	-2.1	32.6%	-1.5
ST 舍得	14.5%	-10.7	19.9%	-1.8	17.0%	0.7
酒鬼酒	22.2%	-1.7	23.2%	-2.2	21.5%	2.3
古井贡酒	29.5%	-0.6	30.3%	-0.3	33.9%	-1.0
口子窖	12.1%	-4.4	13.6%	5.1	11.6%	2.7
今世缘	11.8%	-0.6	17.1%	-0.4	33.0%	-3.4
老白干酒	32.6%	0.3	28.4%	2.6	26.9%	5.3
顺鑫农业	4.4%	-2.2	6.3%	-3.3	-1.4%	-11.8
伊力特	5.2%	-2.9	7.1%	1.0	8.2%	2.3
迎驾贡酒	8.3%	-4.7	12.2%	-0.1	7.1%	-1.3
金徽酒	11.6%	-0.8	12.8%	-2.1	10.0%	-2.4
金种子酒	21.7%	-6.8	26.0%	-8.1	21.4%	-27.5
青青稞酒	15.1%	-17.4	40.7%	8.3	41.0%	8.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

管理费用率: 2020 年青青稞酒/水井坊/古井贡酒/口子窖管理费用率同比提升较多, 分别提高 6.5/2.2/1.2/pct, 伊力特/酒鬼酒/ST 舍得同比下降明显, 分别下降 2.9/1.7/1.1pct, 其他企业相对稳定。2021Q1 部分企业由于规模效应费率下降明显, 高端酒相对稳定。

图表 22: 白酒上市公司管理费用率变化

	2021Q1	同增 (pcts)	2020	同增 (pcts)	2020Q4	同增 (pcts)
贵州茅台	6.3%	0.2	6.9%	0.0	7.9%	-0.1
五粮液	3.9%	0.4	4.6%	-0.7	5.0%	-1.7
泸州老窖	3.9%	-0.6	5.1%	-0.2	5.6%	-1.1
洋河股份	4.7%	-0.5	8.2%	0.2	17.2%	-7.1
山西汾酒	3.2%	-2.3	7.8%	0.6	11.1%	-1.1
水井坊	4.9%	-3.7	9.3%	2.2	8.4%	1.9
ST 舍得	8.8%	-7.6	12.6%	-1.1	10.3%	-5.6
酒鬼酒	3.4%	-3.8	8.0%	-1.7	9.8%	-1.8
古井贡酒	5.6%	-0.3	7.8%	1.2	10.6%	0.2
口子窖	4.3%	-1.2	5.8%	1.1	5.8%	0.5
今世缘	2.1%	-0.4	4.5%	0.2	9.8%	-0.3
老白干酒	11.3%	0.5	8.5%	-0.6	7.6%	-2.1
顺鑫农业	4.2%	0.5	5.2%	-0.5	8.0%	1.5
伊力特	3.1%	-0.2	1.8%	-2.9	1.2%	-8.6
迎驾贡酒	4.0%	-0.9	5.0%	0.0	4.2%	-1.0
金徽酒	9.4%	0.5	9.5%	0.5	5.3%	-1.3
金种子酒	8.7%	-9.7	10.4%	-0.7	5.3%	-1.7
青青稞酒	7.1%	-10.5	18.5%	6.5	19.2%	8.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2.4、净利率：老窖高端独秀，次高端表现亮眼

2020/2021Q1 白酒板块净利率为 35.1%/37.4%，分别同比+1.8/-1.5pct，2020 年板块盈利能力提高主要系费用投放减少带动费用率降低所致，2021Q1 净利率同降则主要系消费税确认时间点带动 Q1 板块税金率同增 2.4pct 所致。**高端酒方面**，2020 年老窖表现亮眼，净利率同增 6.7pct 至 36.1%，控费增利效果显著，2021Q1 茅台和老窖均受消费税确认影响净利率较同期分别下行 2.5 和 4.8pct；**次高端方面**，四家酒企净利率均同比提高，其中汾酒和洋河净利率同增 5.7 和 3.5pct，洋河受公允价值变动收益增厚利润，汾酒控费叠加毛利率提高显著增厚利润，2021Q1 舍得得益于动销强劲恢复带动净利率创近 5 年新高；**地产酒龙头方面**，2020 年古井、口子净利率同降 2.1 和 5.0pct，主要系费用率提高使净利率承压，迎驾贡酒表现较好同增 3.0pct 至 27.6%。

图表 23: 全年白酒上市公司净利率变化

	2021Q1	同增 (pcts)	2020	同增 (pcts)	2020Q4	同增 (pcts)
贵州茅台	51.2%	-2.5	47.7%	1.3	46.5%	2.6
五粮液	38.3%	0.3	34.8%	0.1	36.5%	-0.8
泸州老窖	43.3%	-4.8	36.1%	6.7	23.6%	4.0
洋河股份	36.7%	-6.5	35.5%	3.5	13.6%	1.9
山西汾酒	29.8%	0.2	22.0%	5.7	17.1%	8.3
水井坊	33.8%	7.6	24.3%	1.0	21.7%	0.6
ST 舍得	29.4%	22.8	21.5%	2.3	28.7%	3.3
酒鬼酒	29.5%	-1.2	26.9%	7.1	23.0%	1.8
古井贡酒	19.7%	0.3	18.0%	-2.1	14.3%	-1.8
口子窖	35.8%	4.5	31.8%	-5.0	31.1%	-4.1
今世缘	33.6%	0.8	30.6%	0.7	27.4%	5.7
老白干酒	7.4%	-1.2	8.7%	-1.3	7.2%	-3.8
顺鑫农业	6.8%	0.4	2.7%	-2.7	-0.4%	-4.2
伊力特	24.2%	18.7	19.0%	-0.4	21.7%	3.4
迎驾贡酒	32.2%	1.9	27.6%	3.0	34.5%	5.2
金徽酒	22.7%	5.8	19.1%	2.6	25.2%	4.7
金种子酒	-16.5%	-3.0	6.7%	29.1	46.6%	106.7
青青稞酒	18.8%	21.1	-15.1%	-17.9	-23.3%	-25.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3 现金流&预收款：复苏态势明朗，现金流和预收款同比高增

2.3.1、销售回款：21Q1 开门红，同比大幅改善

整体来看，2021Q1 作为白酒动销旺季，白酒板块销售回款同比大幅改善。**高端酒方面**，除茅台回款较同期基本持平外，五粮液与老窖回款同比高增，老窖回款略超预期；**次高端方面**，洋河、水井坊和舍得均得益于低基数效应 Q1 销售回款同比高增，预计强势表现将延续至 Q2；**地产酒龙头方面**，今世缘优于徽酒三家酒企，古井由于同期基数较高，2021Q1 回款同降 9.8%。

图表 24: 白酒上市公司现金汇款及经营现金流净额变化 (亿元)

	回款		YOY		回款/收入		经营现金净流入净额		YOY	
	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1
贵州茅台	1070.2	223.0	12.7%	2.0%	109.2%	79.5%	516.7	-14.8	14.3%	-164.5%
五粮液	626.7	210.7	-0.7%	66.0%	109.3%	86.6%	147.0	55.1	-36.4%	558.1%
泸州老窖	171.8	64.5	-7.0%	137.9%	103.2%	128.9%	49.2	13.1	1.5%	514.2%
洋河股份	215.3	94.3	-23.5%	57.5%	102.0%	89.7%	39.8	29.2	-41.5%	987.8%
山西汾酒	135.9	51.6	1.0%	36.4%	97.2%	70.4%	20.1	2.5	-34.7%	95.2%
水井坊	36.0	13.5	-11.1%	75.6%	119.8%	109.2%	8.5	6.1	-2.6%	653.8%
ST 舍得	31.7	12.5	8.2%	157.9%	117.4%	121.6%	10.0	3.9	49.4%	624.5%
酒鬼酒	22.5	8.0	48.1%	169.5%	123.0%	88.4%	9.5	1.9	148.8%	508.3%
古井贡酒	108.1	39.8	0.6%	-9.8%	105.0%	96.4%	36.2	-13.7	1783.4%	-184.1%
口子窖	38.1	11.0	-19.0%	27.1%	94.9%	94.0%	5.0	-2.7	-61.5%	7.4%
今世缘	57.6	21.2	6.1%	109.9%	112.5%	88.4%	11.2	5.3	-14.4%	325.4%
老白干酒	41.1	14.6	-6.3%	85.8%	114.3%	193.7%	5.5	3.1	44.1%	200.3%
顺鑫农业	176.3	42.9	1.1%	-4.6%	113.7%	78.3%	15.5	-12.1	18.5%	-40.5%
伊力特	23.5	4.5	-10.2%	142.4%	130.3%	82.3%	2.8	-0.2	-50.6%	90.0%
迎驾贡酒	36.1	11.9	-13.3%	132.0%	104.6%	103.4%	7.3	1.5	-21.2%	138.1%
金徽酒	19.9	5.4	3.4%	74.9%	114.8%	105.9%	3.4	-0.3	-9.1%	56.9%
金种子酒	12.0	3.6	-10.3%	171.6%	115.4%	123.5%	-1.6	-1.4	8.4%	-50.7%
青青稞酒	8.7	4.4	-39.7%	107.0%	113.9%	116.8%	-0.8	1.0	27.3%	201.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3.2、预收款 (合同负债): 同比大幅增加, 旺季发货带动环比降低

2020 年初受疫情影响, 各酒企均主动调节渠道库存及打款节奏, 同时由于春节旺季消化预收款, 2020Q1 报表端预收款处于低位, 基数效应使得 2021Q1 预收款同比普遍大幅增长, 部分企业提价举措亦提高了打款积极性, 如去年同期主动为经销商减负的泸州老窖 2021Q1 合同负债同增 170.2%, 2021Q1 宣布提价的水井坊合同负债同增 23 倍, 今世缘对四开提价后合同负债亦同增 65.2%。环比视角来看, 老窖、舍得、古井、今世缘和青青稞酒尽管经过春节动销旺季, 合同负债依然实现环比提高, 水井坊等亦环比下降较少, 后续增长动力仍足。

图表 25: 白酒商行市公司预收款（合同负债）变化情况（亿元）

	预收款		YoY		QoQ	
	2020	21Q1	2020	21Q1	2020Q4	21Q1
贵州茅台	133.22	53.41	-3.0%	-22.7%	41.6%	-59.9%
五粮液	86.19	49.86	-31.2%	4.5%	96.5%	-42.2%
泸州老窖	16.79	16.92	-25.2%	170.2%	36.4%	0.8%
洋河股份	88.01	61.29	30.3%	-4.7%	127.5%	-30.4%
山西汾酒	31.07	29.30	9.4%	81.9%	15.6%	-5.7%
水井坊	7.36	7.24	98.4%	2278.1%	3.2%	-1.7%
ST 舍得	3.68	4.41	45.3%	157.7%	27.4%	19.9%
酒鬼酒	7.19	5.81	248.1%	258.6%	116.6%	-19.3%
古井贡酒	12.07	19.44	127.7%	26.8%	42.5%	61.1%
口子窖	7.70	3.71	-3.8%	-18.4%	58.0%	-51.9%
今世缘	10.96	4.82	-15.9%	65.2%	72.8%	-56.0%
老白干酒	7.07	12.87	-11.8%	44.8%	-26.7%	82.0%
顺鑫农业	50.88	36.92	-17.8%	-13.2%	45.6%	-27.4%
伊力特	0.89	0.37	6.2%	-11.1%	73.2%	-58.1%
迎驾贡酒	4.66	4.11	14.8%	36.9%	37.2%	-11.8%
金徽酒	2.01	1.98	-12.0%	46.7%	42.2%	-1.3%
金种子酒	1.29	1.26	14.9%	66.0%	-1.4%	-2.1%
青青稞酒	0.31	0.48	-13.4%	79.1%	-21.4%	52.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、风险提示

疫情反复影响终端动销，高端酒价盘大幅波动，行业竞争加剧。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com