

食品饮料

报告日期：2021年05月05日

三大趋势，两大逻辑，一大预判 ——2020&2021Q1 酒水板块业绩总结报告

分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
联系人：杨骥、张潇倩
qiuguanhua@stocke.com.cn

报告导读

酒水行业 21Q1 业绩实现恢复性高增，我们认为：以稳为主发展趋势不变；结构性分化趋势不变；酱酒势不可挡趋势不变，预判 21Q1 行情将走向震荡，建议关注结构性分化&超预期两大逻辑，在震荡行情中寻找确定性与超预期；啤酒行业高端化趋势延续，销量恢复性高增，盈利能力持续提升。

投资要点

□ 白酒板块回顾：21Q1 盈利能力稳步提升，业绩分化显著

收入及利润端：2020 年白酒行业收入及净利润分别同比变动+6.59%、+12.00%；2021Q1 收入及净利润分别同比变动+22.93%、+17.86%。具体来看，高端酒整体表现最为稳健（+17.44%），次高端二线名酒（+88.12%）受益于产品结构持续提升、基数较低，21Q1 业绩呈爆发式增长；区域龙头酒分化明显，徽酒在返乡人群减少背景下表现略不及预期，而苏酒则保持优异表现。**盈利能力端：**白酒行业毛利率及净利率分别环比变动-0.43、+3.88 个百分点至 77.91%、37.68%，受会计准则变动影响，毛利率略有下降，次高端酒盈利能力提升幅度最大。**预收端：**预收款普遍承压，或因二季度为白酒销售淡季。

□ 思考与展望：在不变中寻找变化，在变化中探究不变

三大趋势——1) 业绩增速角度：我们认为酒企十四五期间以稳为主的旋律（不变）与当下次高端酒企业业绩的爆发式增长（变化）不冲突，稳健发展仍为大趋势；**2) 行业分层角度：**行业集中度持续提升，但疫情&提价潮加速酒企结构性分化，其中高端酒需脱离价位带下沿；次高端酒中拥有高成长性千元价位带产品的酒企业绩具高弹性；苏酒及徽酒发展风格迥异，预计 21Q2 徽酒将有超预期发展可能；**3) 香型角度：**从报表端看浓香酒收入占比仍不断提升，但需考虑未来酱酒企业的上市将在一定程度上重塑白酒上市公司格局，同时从白酒产业角度来看，酱酒发展势头已不可挡，对浓香酒市场份额的替代正潜移默化地进行中。**一大预判——21Q1 小酒行情已得到验证，目前板块估值水平较为合理，在前期预期得到兑现情况下，预计 21Q2 板块波动将加大。**

□ 啤酒板块回顾及趋势：价格为业绩主要驱动力，销量实现恢复性高增

2020 年啤酒行业收入及净利润分别同比变动 13.56%、22.05%；2021Q1 啤酒行业收入及净利润分别同比变动 66.97%、331.68%。21Q1 啤酒板块销量实现恢复性高增，销量大幅增长降低单位固定成本摊销、产品结构升级推升行业盈利能力，2021Q1 行业毛利率 43.91%，同比提升 7.00 个百分点；净利率为 7.35%，同比提升 1.31 个百分点。

□ 投资建议

白酒方面，建议关注结构性分化&超预期两大逻辑。目前板块估值水平较为合理，向上提升空间有限，随着前期预期已兑现、市场对流动性预期存在波动，我们认为 21Q2 板块波动将加剧，我们将在震荡中寻找确定性&超预期：1) 看好稳健性强的高端酒标的，首推**五粮液**；2) 建议关注 20Q2 基数较低标的，：**水井坊**等；3) 建议关注 21Q1 业绩不及预期的酒企 21Q2 业绩表现（21Q2 或有超预期表现可能），比如**古井贡酒、迎驾贡酒**等；**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、疫情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

相关深度报告

- 《酱酒系列深度(二): 寻寻觅觅酱酒行, 探索行业新趋势》(20210410)
- 《春糖专题: 春季糖酒会 6 大热搜词背后的思考》(20210411)
- 《白酒动态更新: 解决当下白酒方面最重要的三个问题》(20210324)
- 《白酒行业趋势解读: 动力与格局, 酒业新演变》(20210321)
- 《白酒行业 2021Q1 业绩前瞻: 21Q1 酒企将迎高增长, 关注业绩确定性&弹性》(20210218)
- 《白酒行业 2020 年报业绩前瞻: 业绩逐季改善, 分化持续加大》(20210210)
- 《五粮液更新报告: 春节动销或超预期》
- 《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)
- 《酱酒行业深度报告: 一峰独立群雄竞秀, 酱酒品类崛起》(20201018)

正文目录

1. 白酒行业：21Q1 盈利能力稳步提升，业绩分化显著	7
1.1. 白酒行业景气度持续提升，分化趋势延续	7
1.2. 消费升级主旋律下，结构升级推动行业盈利能力持续提升	8
1.3. 受会计准则影响毛利率下降，次高端酒净利率表现亮眼	11
1.4. 预收款普遍承压，现金流总体表现优秀	15
2. 思考与展望：在不变中寻找变化，在变化中探究不变	18
2.1. 股价估值角度：21Q1 小票行情符合预期&21Q2 风格展望	18
2.1.1. 一季度判断——板块小酒风格判断得到验证	18
2.1.2. 二季度判断——景气度向上，但板块波动将加剧	19
2.2. 业绩增速角度：注重高质量发展&业绩出现爆发式增长	20
2.2.1. “十四五”规划相继出台，高质量发展为主旋律不变	20
2.2.2. 次高端酒仍处于快速扩容期，酒企业绩呈爆发式增长	21
2.3. 行业分层角度：集中度持续提升&结构性分化不断加剧	22
2.3.1. 市场份额向高端酒企集中趋势不变，提升速度加快	22
2.3.2. 高端酒需脱离价位带下沿，苏酒徽酒景象迥异	24
2.4. 香型角度：浓香酒收入占比提升&酱酒发展势不可挡	25
3. 啤酒行业：价格为业绩主要驱动力，销量实现恢复性高增	26
3.1. 高端化延续推动均价提升，销量表现向好	26
3.1.1. 收入方面：均价为业绩提升主要驱动力，销量逐步恢复	26
3.1.2. 盈利方面：行业盈利能力持续改善，毛利率环比提升	27
3.2. 费用端整体较为稳定，经营性现金流净额稳步提升	28
4. 投资建议	30
5. 风险提示	30
6. 附录：2020&2021Q1 重点酒企业绩情况一览	31
6.1. 高端酒：贵州茅台稳健发展，五粮液泸州老窖弹性较大	31
6.1.1. 贵州茅台：收入表现符合预期，基础夯实稳发展	31
6.1.2. 五粮液：业绩符合预期，改革红利将加速释放	33
6.1.3. 泸州老窖：业绩符合预期，薪酬改革落地助发展	35
6.2. 次高端二线名酒：次高端酒加速扩容，低基数下爆发式增长	36
6.2.1. ST 舍得：低基数下高增，净利润表现超预期	37
6.2.2. 酒鬼酒：内参表现优异，迎创新突破年	38
6.2.3. 山西汾酒：青花势能加速释放，业绩持续快速增长	40
6.3. 区域龙头酒：徽酒苏酒发展风格迥异，不改向好趋势	41
6.3.1. 古井贡酒：业绩符合预期，古 20 延续优异表现	42

6.3.2. 洋河股份：21Q1 扣非增速超预期，改革加速.....	43
6.3.3. 今世缘：业绩符合预期，国缘及 V 系列表现优异.....	44
6.3.4. 口子窖：低点已过，2021 年扬帆起航.....	46
6.4. 区域三四线酒：业绩弹性大，分化明显.....	47
6.4.1. 顺鑫农业：白酒板块收入微增，盈利能力稳步提升.....	48
6.4.2. 金徽酒：产品结构稳步升级，省外市场拓展加速.....	50
6.4.3. 迎驾贡酒：洞藏系列实现放量，盈利能力稳步提升.....	52
6.5. 白酒流通商华致酒行：业绩符合预期，品牌优势明显.....	54

图表目录

图 1: 2020 年白酒行业营业收入同比增速为 6.59%.....	7
图 2: 2021Q1 白酒行业营业收入同比增速为 22.93%.....	7
图 3: 2020 年高端酒营业收入同比增速最快, 为 11.58%.....	8
图 4: 2021Q1 次高端酒营业收入同比增速最快, 为 88.12%.....	8
图 5: 2020 年白酒行业净利润同比增速为 12.00%.....	9
图 6: 2021Q1 白酒行业净利润同比增速为 17.86%.....	9
图 7: 2020 年次高端酒净利润同比增速最快, 达 36.70%.....	10
图 8: 2021Q1 次高端酒净利润同比增速最快, 达 106.13%.....	10
图 9: 2020 年白酒行业毛利率及净利率情况.....	12
图 10: 2021Q1 白酒行业毛利率及净利率情况.....	12
图 11: 2020 年各类型酒企毛利率情况.....	12
图 12: 2020 年各类型酒企净利率情况.....	12
图 13: 2021Q1 各类型酒企毛利率情况.....	13
图 14: 2021Q1 各类型酒企净利率情况.....	13
图 15: 2020 年销售及管理费用率同比变动-1.65、-0.15pct.....	13
图 16: 2021Q1 销售及管理费用率同比变动-0.59、-0.27pct.....	13
图 17: 2020 年销售及管理费用率同比变动-1.65、-0.15pct.....	13
图 18: 2021Q1 销售及管理费用率同比变动-0.59、-0.27pct.....	13
图 19: 2020 年白酒行业经营性现金流净额同比下降 2.75%.....	17
图 20: 2021Q1 白酒行业经营性现金流净额同比上升 1976.11%.....	17
图 21: 股价情况一览.....	18
图 22: 估值情况一览.....	19
图 23: 白酒市场份额不断向高端酒聚集.....	22
图 24: 高端酒中, 五粮液收入占比不断提升.....	22
图 25: 次高端二线名酒中, 山西汾酒收入占比不断提升.....	23
图 26: 区域龙头酒中, 古井贡酒和今世缘扩张速度较快.....	23
图 27: 2010-2020 年酱酒规模情况一览.....	25
图 28: 2010-2020 年酱酒规模情况一览.....	25
图 29: 2010-2020 年酱酒收入占比情况一览.....	26
图 30: 2010-2020 年酱酒产量占比情况一览.....	26
图 31: 2020 年啤酒行业营业收入同比增长 13.56%.....	27
图 32: 2020 年啤酒行业产量同比下降 7.04%.....	27
图 33: 2020Q1 啤酒行业收入同比提升 66.97%.....	27
图 34: 2021Q1 啤酒行业产量同比上升 49.59%.....	27
图 35: 2021Q1 啤酒行业净利润同比提升 218.24%.....	28
图 36: 2021Q1 啤酒行业毛利率、净利率同比提升 7.00、4.87 个百分点.....	28
图 37: 2020 年啤酒行业净利润同比增长 22.05%.....	28
图 38: 2020 年啤酒行业毛利率、净利率同比提升 2.98、1.31 个百分点.....	28
图 39: 2021Q1 啤酒行业管理费用率、销售费用率同比变动 0.12、-1.24 个百分点.....	29
图 40: 2020 年啤酒行业管理费用率、销售费用率同比变动 0.83、-0.40 个百分点.....	29
图 41: 2021Q1 啤酒行业经营性现金流净额同比提升 436.60%.....	29
图 42: 2020 年啤酒行业经营性现金流净额同比提升 52.73%.....	29

图 43: 2020 年高端白酒收入增速情况一览	31
图 44: 2021Q1 高端白酒收入增速情况一览	31
图 45: 2020 年高端白酒利润增速情况一览	31
图 46: 2021Q1 高端白酒利润增速情况一览	31
图 47: 2020 年贵州茅台收入、利润同比增长 11%、13%.....	33
图 48: 2021Q1 贵州茅台收入、利润同比增长 12%、7%.....	33
图 49: 2020 年五粮液收入、利润同比增长 14%、15%.....	35
图 50: 2021Q1 五粮液收入、利润同比增长 20%、21%.....	35
图 51: 2020 年泸州老窖收入、利润同比增长 5%、29%.....	36
图 52: 2021Q1 泸州老窖收入、利润同比增长 41%、27%.....	36
图 53: 2020 年次高端白酒收入同比增速情况一览	36
图 54: 2021Q1 次高端白酒收入同比增速情况一览	36
图 55: 2020 年次高端白酒净利润同比增速一览	37
图 56: 2021Q1 次高端白酒净利润同比增速一览	37
图 57: 2020 年舍得酒业收入、利润同比增长 2%、14%.....	38
图 58: 2021Q1 舍得酒业收入、利润同比增长 154%、1031%.....	38
图 59: 2020 年酒鬼酒收入、利润同比增长 21%、64%.....	40
图 60: 2021Q1 酒鬼酒收入、利润同比增长 190%、179%.....	40
图 61: 2020 年山西汾酒收入、利润同比增长 18%、31%.....	41
图 62: 2021Q1 山西汾酒收入、利润同比增长 77%、78%.....	41
图 63: 2020 年区域龙头白酒收入同比增速情况一览	41
图 64: 2021Q1 区域龙头白酒收入同比增速情况一览	41
图 65: 2020 年区域龙头白酒利润同比增速表情况一览	41
图 66: 2021Q1 区域龙头白酒利润同比增速表情况一览	41
图 67: 2020 年古井贡酒收入、利润同比下降 1%、12%.....	43
图 68: 2021Q1 古井贡酒收入、利润同比增长 26%、28%.....	43
图 69: 2020 年洋河股份收入、利润同比变动-9%、1%	44
图 70: 2021Q1 洋河股份收入、利润同比变动 14%、-3%.....	44
图 71: 2020 年今世缘收入、利润同比增长 5%、7%.....	46
图 72: 2021Q1 今世缘收入、利润同比增长 35%、39%.....	46
图 73: 2020 年口子窖收入、利润同比下降 14%、26%.....	47
图 74: 2021Q1 口子窖收入、利润同比增长 51%、73%.....	47
图 75: 2020 年三四线白酒收入同比增速情况一览	48
图 76: 2021Q1 三四线白酒收入同比增速情况一览	48
图 77: 2020 年三四线白酒利润同比增速情况一览	48
图 78: 2021Q1 三四线白酒利润同比增速情况一览	48
图 79: 2020 年顺鑫农业收入、利润同比变动 4%、-48%	50
图 80: 2021Q1 顺鑫农业收入、利润同比变动-1%、6%	50
图 81: 2020 年金徽酒收入、利润同比增长 6%、22%.....	52
图 82: 2021Q1 金徽酒收入、利润同比增长 48%、99%.....	52
图 83: 2020 年迎驾贡酒收入、利润同比变动-9%、2%	53
图 84: 2021Q1 迎驾贡酒收入、利润同比增长 49%、58%.....	53
图 85: 2020 年华致酒行收入、利润同比增长 32%、17%.....	55
图 86: 2021Q1 华致酒行收入、利润同比增长 82%、95%.....	55

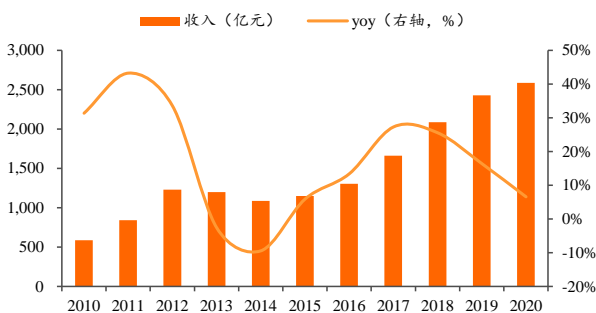
表 1: 2020 年有 12 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速.....	11
表 2: 2021Q1 有 12 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速.....	11
表 3: 2020 年在销售费用率下降背景下, 主要酒企毛利率及净利率均实现同比提升.....	14
表 4: 2021Q1 在销售、管理费用率下降背景下, 主要酒企毛利率及净利率均实现同比提升.....	14
表 5: 21Q1 贵州茅台经营税金率提升幅度较大拖累利润端表现.....	15
表 6: 2020 及 21Q1 酒企预收情况一览 (单位: 亿元)	16
表 7: 2020 年及 2021Q1 酒企经营性现金流情况一览	17
表 8: 2020、2021Q1 酒企样本公司业绩全景一览	17
表 9: 中小市值酒企在一季度表现较优异	19
表 10: 2019Q2 及 2020Q2 酒企业绩情况	20
表 11: 2021 年&十四五期间酒企目标	21
表 12: 2019Q1/2021Q1 酒企收入及净利润增速情况一览.....	22
表 13: 酒企“提价潮”仍在持续.....	23
表 14: 2020 年、21Q1 啤酒样本公司业绩全景一览表	29

1. 白酒行业：21Q1 盈利能力稳步提升，业绩分化显著

1.1. 白酒行业景气度持续提升，分化趋势延续

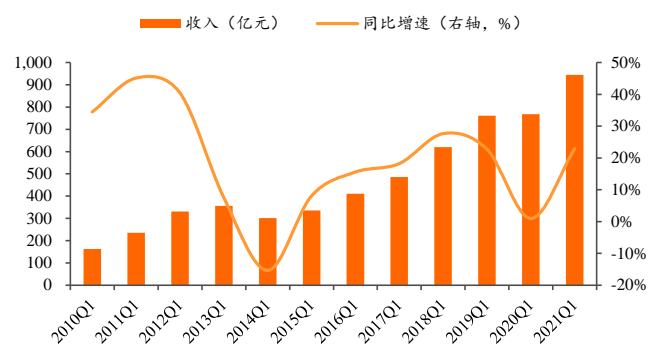
全国性次高端酒表现优异，区域酒分化加大。2020 年白酒行业营业收入同比增长 6.59% 至 2588.34 亿元，分拆来看，不同类型酒企 2020 年营业收入增速分别为：高端酒(11.58%)> 次高端酒(9.93%)> 三四线酒(-1.54%)> 区域龙头酒(-5.95%)；21Q1 白酒行业营业收入为 944.41 亿元，分别同比增长 22.93%，增速环比提升 11.98 个百分点。分拆来看，不同类型酒企 21Q1 营业收入增速分别为：次高端酒(88.12%)> 区域龙头酒(20.68%)> 高端酒(17.44%)> 三四线酒(12.84%)。

图 1：2020 年白酒行业营业收入同比增速为 6.59%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：2021Q1 白酒行业营业收入同比增速为 22.93%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

具体来看——高端酒表现稳健，全国性次高端酒表现超预期，区域酒分化加大：

(1) 高端酒：贵州茅台发展稳健，五粮液、泸州老窖迎来开门红。贵州茅台：2020 年业绩情况符合年初指引，直销渠道比例提升比例达 17.4% 大大提升产品吨价；2021Q1 收入端符合预期，21Q1 茅台酒实现收入 245.92 亿元(+10.66%)，实现发展稳健。**五粮液：**在疫情影响下，公司圆满完成 2020 年初制定的双位数增长目标，实现 14.4% 的收入增速；2021Q1 受益于春节表现超预期、八代五粮液团购价提升，业绩实现 20% 的稳健增长。**泸州老窖：**2020 年公司收入端完成“维持良好发展势头，确保行业排位不下降，力争缩小与行业前列企业的差距”的目标；2021Q1 公司收入实现 40.85% 的增速，主因国窖开门任务目标提升，且动销及库存表现均较往年更优秀。

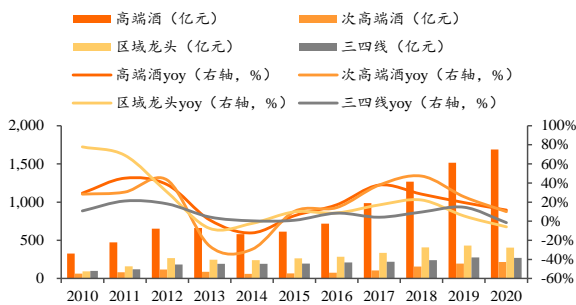
(2) 次高端二线名酒：受益于产品结构持续提升，21Q1 全国性次高端酒低基数下呈爆发式增长，山西汾酒、酒鬼酒、ST 舍得均实现超预期增长，主要高端单品增速亮眼。2020 年：山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、ST 舍得收入分别同比变动 17.63%、20.79%、-15.06%、2.02%，其中 ST 舍得收入增长主要来源于沱牌系列产品收入高增；内参销售口径收入翻倍目标完成，报表销售口径较去年同期提升 9.44 个百分点至 31.34%；青花强势增长，2020 年呈现逐季加速趋势，预计全年同增 30%-40%。**2021Q1：**山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、ST 舍得收入分别同比变动 77.03%、190.36%、70.17%、154.21%，其中山西汾酒保持优异表现——青花受疫情影响基数较低（同增个位数），2021Q1 实现 150% 以上增长，表现亮眼；酒鬼酒实现超预期增长——21Q1 内参系列收入预计超 3.4 亿元，增速超 100%，酒鬼收入预计增速超 250%；ST 舍得表现超预期——收入占比达近 90% 的中高档酒收入增长 166.98% 至 8.25 亿元；水井坊业绩符合预期——收入高增主因次高端需求明显恢复+公司

前期库存消化低位，预计井台+臻酿八号收入同比增长 68%，典藏大师+菁翠收入同比增长 80%。

(3) 区域龙头酒：21Q1 苏酒业绩保持优异表现，洋河实现超预期增长，徽酒普遍不及预期，且内部差距显著。2020 年：洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖收入分别同比变动-8.76%、5.12%、-1.20%、-14.15%，其中苏酒恢复速度整体优于徽酒；**2021Q1：**洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖收入分别同比增长 13.51%、35.35%、25.86%、50.90%，苏酒表现保持优异，徽酒则普遍不及预期。具体来看，**苏酒**——受益于消费需求旺盛、消费升级速度领先，今世缘特 A+类销售增速在保持 56.99%的同时，收入占比较去年同期提升 9.01 个百分点至 64.77%，其中今世缘四开预计保持超 30%的增长，而 V 系列收入预计为 1.3 亿元（V9 收入占比约为 40%），V 系列势能开始释放叠加国缘放量对收入拉动显著；春节旺季洋河股份反馈积极，梦之蓝预计实现双位数增长。**徽酒**——受“就地过年”疫情管控政策影响，返乡人群减少背景下，徽酒中的中高端产品仍有优异表现，比如：古 20 延续优异表现（预计收入 7 亿左右）；口子 10 年及 20 年增长加速，主因安徽主流价位带逐步上移，但与此同时，原先百元价格带运作较为成功的区域龙头均受到不同程度的影响，比如收入占比较高的古 5 未实现明显增长，对业绩造成一定影响。另外，徽酒四朵金花的迎驾贡酒业绩表现不及预期或因：1) 四季度压货影响一季度报表，同时部分春节档收入归入四季度；2) 21Q1 市场库存较低，预计部分预收款尚未确定收入。整体来看，徽酒 21Q1 业绩表现较苏酒弱，而古井贡酒则在徽酒中保持稳健表现。

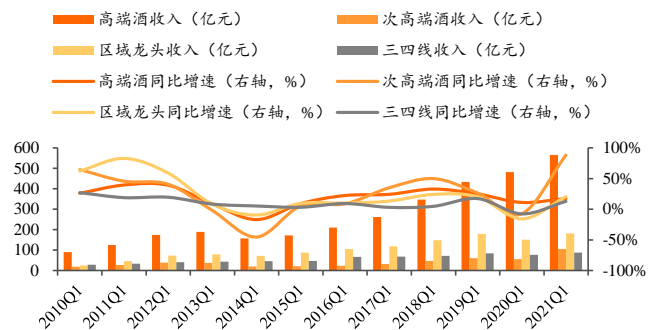
(4) 区域三四线酒：韧性较强，顺鑫农业白酒板块表现稳健。2020 年顺鑫农业白酒收入与去年同期几乎持平，高端酒占比较大的北京地区受疫情影响明显，高端酒销量整体下降，板块整体由价格驱动；21Q1 白酒业务在一定程度上受华北地区疫情拖累，预计收入约为 40+亿元，实现个位数增长。

图 3：2020 年高端酒营业收入同比增速最快，为 11.58%



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 4：2021Q1 次高端酒营业收入同比增速最快，为 88.12%



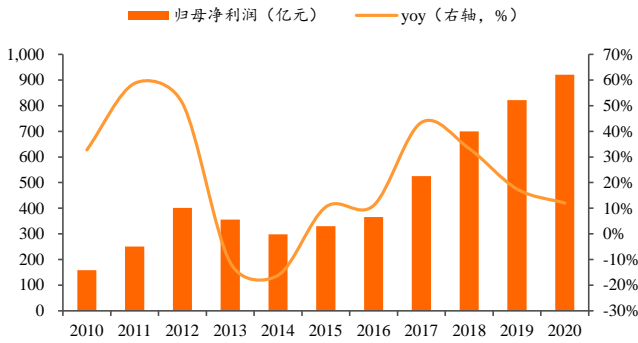
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 消费升级主旋律下，结构升级推动行业盈利能力持续提升

2020 年白酒行业归母净利润同比增长 12.00%至 920.34 亿元，分拆来看，不同类型酒企 2020 年净利润增速分别为：次高端酒 (36.70%) > 高端酒 (14.87%) > 区域龙头酒 (-3.79%) > 三四线酒 (-8.59%)；21Q1 白酒行业归母净利润分别为 355.87 亿元，分别同比

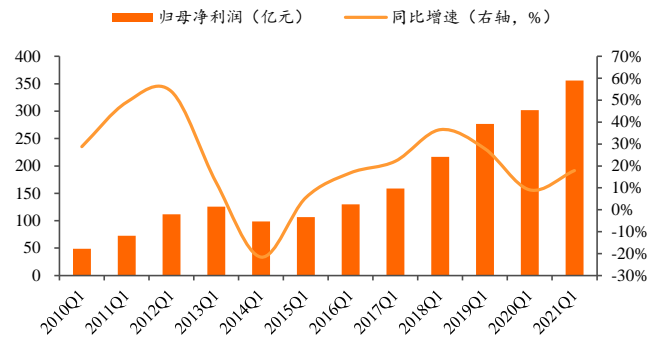
增长 17.86%，增速环比下降 2.15 个百分点。分拆来看，不同类型酒企 21Q1 净利润增速分别为：次高端酒(106.13%)> 三四线酒(44.09%)> 高端酒(13.06%)> 区域酒(8.05%)
次高端酒盈利表现优秀。

图 5：2020 年白酒行业净利润同比增速为 12.00%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：2021Q1 白酒行业净利润同比增速为 17.86%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

具体来看：高端酒保持稳健增长；次高端二线名酒利润端表现超预期；区域龙头分化不断加大：

(1) 高端酒：利润端延续稳健增长，泸州老窖表现超预期。贵州茅台：整体表现稳健。2020 年公司净利润端表现优异主因直销占比大幅提升，2021Q1 利润低于预期主因税金及附加增长显著。**五粮液：**批价稳步提升至千元，产品结构持续升级推动利润端稳步上行。**泸州老窖：**2020 年公司利润增速高于收入增速主因：高档酒收入占比提升 7.44 个百分点至 85.49%，吨价提升 17.07% 至 56.21 万元/吨，21Q1 利润端增速略低于或因利润端基数较高（2020Q1 税率同比下降 5.62 个百分点至 5.91%，税率下降原因或为因市场以消化库存为主，生产端向销售端确认的当期税费减少，另外，疫情影响下部分市场支持和建设费用减少，但以上均不可持续）。

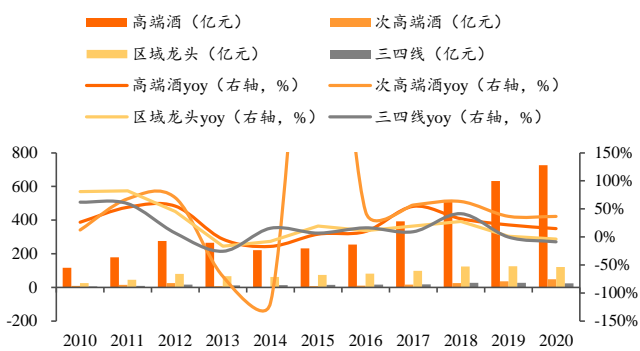
(2) 次高端二线名酒：2020 年表现积极向好，2021 年体量较大的山西汾酒利润保持超预期增长拉动板块利润增速提升。2020 年：山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业利润分别同比变动 56.39%、64.15%、-11.49%、14.42%，受益于产品结构升级，整体表现积极向好，其中酒鬼酒利润端表现略超预期主因内参收入高增+经诉讼程序收到赔偿款 7194.12 万导致税后非经常性损益净额增加 5341.98 万元；**2021Q1：**山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业利润分别同比变动 77.72%、178.85%、119.66%、1031.19%，体量较大的山西汾酒在青花及玻汾提价放量推动产品结构升级的背景下，实现了 77.72% 的利润增速，进而拉动次高端酒二线名酒整体利润增速提升；ST 舍得利润表现超预期主因中高端酒收入高增+费用率下降；酒鬼酒利润增速低于收入增速主因：1) 21Q1 内参酒收入占比预计较去年同期低至少 15 个百分点；2) 费用投放恢复。

(3) 区域龙头酒：2020 年徽酒利润端表现较弱，2021Q1 实现恢复性高增，苏酒表现持续稳健向好。2020 年：洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖利润分别同比变动 1.35%、7.46%、-11.58%、-25.84%，其中洋河利润增速高于收入增速主要系投资及公允价值变动等带来非经常性收益增加较多所致，古井贡酒利润端略不及预期主因中低端产品吨价下行幅度较大拖累利润表现，口子窖高端酒收入下降（占比超 96% 的高档酒收入较去年同

期下降 13.23%) 拖累利润表现。**2021Q1**: 洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖利润分别同比变动-3.49%、38.78%、27.90%、72.73%，具体来看，**苏酒**——洋河利润同比下滑主要是受投资收益和公允价值变动损益下降的影响，剔除非经常损益影响，公司净利率同比将提升 1.7pct 至 36.2%，恢复情况好于预期；今世缘受益于中高端产品放量，毛利率稳步提升。**徽酒**——古井贡酒受益于结构升级叠加费用率控制得当，2021Q1 公司净利率较去年同期变动+1.09 个百分点至 20.32%；口子窖受益于口子 10 年及 20 年增长加速、2020Q1 基数低，利润端实现恢复性高增长；迎驾贡酒洞藏系列发展迅猛，带动公司盈利能力持续提升。

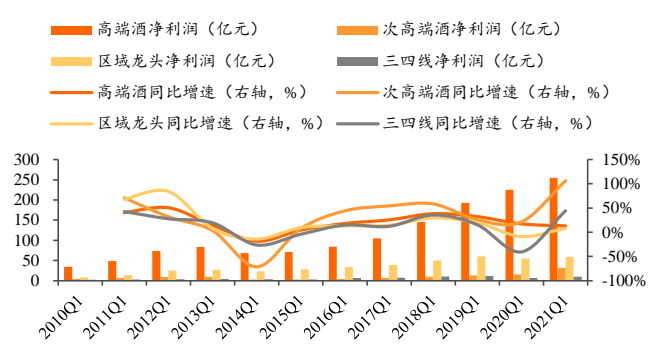
(4) 区域三四线酒：韧性较强，顺鑫农业白酒板块表现稳健。2020 年顺鑫农业受高端酒销量整体下降影响，白酒板块盈利端提升速度放缓；21Q1 受益于珍品等中高端产品导入、提价效应开始逐步体现，产品结构稳步提升带动白酒板块净利润实现双位数增长。金徽酒产品结构升级+提价（2020 年 7 月以来提价较为成功）+成本端控制较好，毛利率较去年同期提升 5.02 个百分点至 65.50%。

图 7：2020 年次高端酒净利润同比增速最快，达 36.70%



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：2015 年次高端酒净利润增速为 637.04%

图 8：2021Q1 次高端酒净利润同比增速最快，达 106.13%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

产品结构升级延续，白酒板块利润增速高于收入增速。受益于消费恢复、产品结构持续提升、高端酒持续放量，白酒行业利润增速高于收入增速，具体来看，五粮液、山西汾酒、今世缘、ST 舍得、水井坊、迎驾贡酒、金徽酒 2020 年及 2021Q1 利润增速均超收入增速，表现优异。我们坚持白酒行业结构升级为大趋势，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的判断。

表 1：2020 年有 12 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速

	2019年收入增速 (%)	2020年收入增速 (%)	2019年净利润增速 (%)	2020年净利润增速 (%)
酒鬼酒	27.4	20.8	34.5	64.1
山西汾酒	25.8	17.6	28.6	56.4
五粮液	25.2	14.4	30.0	14.7
金种子酒	-30.5	13.5	-300.7	133.9
贵州茅台	16.0	11.1	17.1	13.3
金徽酒	11.8	5.9	4.6	22.4
泸州老窖	21.2	5.3	33.2	29.4
今世缘	30.3	5.1	26.7	7.5
顺鑫农业	23.4	4.1	8.7	-48.1
舍得酒业	19.8	2.0	48.6	14.4
古井贡酒	19.9	-1.2	23.7	-11.6
迎驾贡酒	8.3	-8.6	19.5	2.5
洋河股份	-4.3	-8.8	-9.0	1.3
老白干酒	12.5	-10.7	15.4	-22.7
口子窖	9.4	-14.1	12.2	-25.8
水井坊	25.5	-15.1	42.6	-11.5
伊力特	8.4	-21.7	4.4	-23.5
青青稞酒	-7.0	-39.1	-66.4	-418.7
白酒行业	16.4	6.6	17.5	12.0

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 2：2021Q1 有 12 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速

	2020Q1收入 增速 (%)	2020Q2收入 增速 (%)	2020Q3收入 增速 (%)	2020Q4收入 增速 (%)	2021Q1收入 增速 (%)	2020Q1净利润 增速 (%)	2020Q2净利润 增速 (%)	2020Q3净利润 增速 (%)	2020Q4净利润 增速 (%)	2021Q1净利润 增速 (%)
伊力特	-70.4	51.8	-36.1	-18.6	255.3	-94.4	163.1	-44.1	-3.4	1475.8
酒鬼酒	-9.7	12.9	56.4	28.5	190.4	32.2	6.4	419.0	39.3	178.9
舍得酒业	-42.0	18.8	18.4	16.6	154.2	-73.5	62.0	24.9	31.8	1031.2
青青稞酒	-44.6	-14.0	-32.4	-49.1	86.9	-109.2	-8.4	-675.5	-691.4	1630.0
山西汾酒	1.7	18.4	25.2	33.1	77.0	39.4	16.1	69.4	140.4	77.7
水井坊	-21.6	-90.1	18.9	19.3	70.2	-12.6	-172.6	33.1	22.7	119.7
金种子酒	-32.9	-0.7	35.8	69.6	52.1	-391.8	30.9	-27.2	231.2	-85.6
口子窖	-42.9	-25.1	6.8	9.8	50.9	-55.4	-30.5	-5.9	-2.9	72.7
迎驾贡酒	-33.5	-17.3	12.4	8.3	48.9	-34.1	9.4	27.8	27.7	58.5
金徽酒	-33.4	22.7	14.4	29.8	48.4	-47.0	141.7	40.1	59.6	99.3
泸州老窖	-14.8	6.2	14.5	16.4	40.9	12.7	22.5	52.6	40.6	26.9
今世缘	-9.4	3.8	21.0	22.3	35.4	-9.5	1.9	32.7	54.3	38.8
古井贡酒	-10.6	-3.5	15.1	0.4	25.9	-18.7	-16.5	3.9	-11.0	27.9
五粮液	15.1	10.1	17.8	13.9	20.2	19.0	10.2	15.0	11.3	21.0
洋河股份	-14.9	-18.6	7.6	7.8	13.5	-0.5	-10.4	14.1	25.4	-3.5
贵州茅台	12.8	9.5	8.5	13.1	11.7	16.7	8.9	6.9	19.7	6.6
老白干酒	-34.2	-9.0	16.4	-8.9	-0.3	-44.0	-32.6	49.7	-40.1	-14.6
顺鑫农业	15.9	9.5	9.6	-19.4	-0.7	-17.6	-10.9	-789.8	-109.4	5.7
白酒行业	1.0	3.8	12.1	11.0	22.9	9.0	6.1	13.4	20.0	17.9

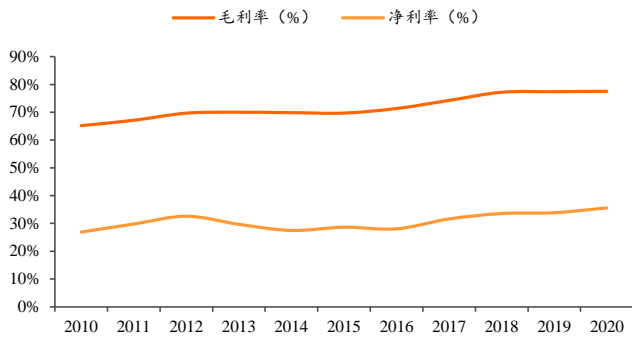
资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：红色加粗酒企表示该时期利润增速高于收入增速

1.3. 受会计准则影响毛利率下降，次高端酒净利率表现亮眼

在疫情影响下，受益于产品结构升级叠加产品提价，**2020 年**：白酒行业毛利率及净利率仍分别同比提升 0.14、1.72 个百分点至 77.52%、35.56%，拆分来看，不同类型酒企 2020 年毛利率分别同比变动：高端酒(+0.12pct)> 区域龙头酒(-0.04pct)> 次高端酒(-0.06pct)> 三四线酒(-4.92pct)；不同类型酒企 2020 年净利率分别同比变动：次高端酒(+4.44pct)> 高端酒(+1.23pct)> 区域龙头酒(+0.67pct)> 三四线酒(-0.69pct)。**2021Q1**：白酒行业毛利率及净利率分别环比变动-0.43、+3.88 个百分点至 77.91%、37.68%（较去年同期变动+0.47、-1.62 个百分点）。拆分来看，不同类型酒企 2021Q1 毛利率分别同比变动：三四线酒(+2.99pct)> 次高端酒(+1.35pct)> 区域龙头酒(+1.34pct)> 高端酒(-0.33pct)，不

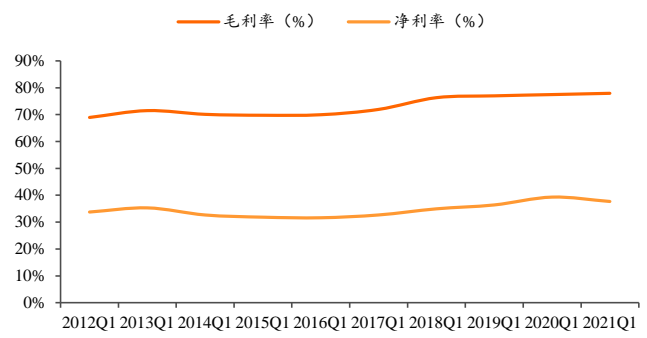
同类型酒企 2021Q1 净利率分别同比变动：次高端酒 (+2.64pct) > 三四线酒 (+2.47pct) > 高端酒 (-1.74pct) > 区域龙头酒 (-3.79pct)。

图 9：2020 年白酒行业毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：2021Q1 白酒行业毛利率及净利率情况

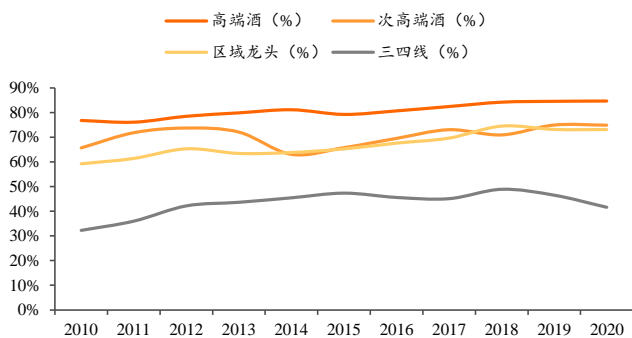


资料来源：Wind，浙商证券研究所

具体来看：受会计准则变化影响（2020Q4 起，将“运输费用”项目划转至“成本”项目下），毛利率有一定程度下滑，但净利率仍实现稳步提升：

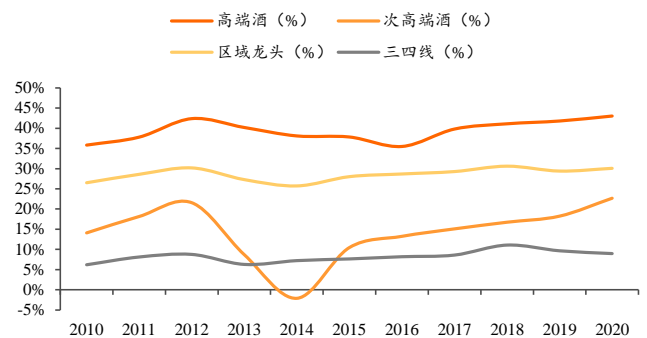
- 1、 高端酒：**2020 年贵州茅台、五粮液、泸州老窖净利率分别较去年同期提升 0.7、0.1、6.4 个百分点至 52.2%、36.5%、35.8%；2021Q1 净利率分别较去年同期变动 -2.6、0.4、-5.0 个百分点至 54.2%、40.2%、43.6%，五粮液净利率实现稳步提升。
- 2、 次高端二线名酒：**2020 年受益于高端产品放量，山西汾酒、酒鬼酒、水井坊毛利率及净利率均稳步提升，其中水井坊提升幅度最大；2021Q1 山西汾酒、水井坊、ST 舍得毛利率及净利率均实现正增长，其中 ST 舍得提升幅度最大，主因结构升级叠加费用控制合理（其中销售费用在去年低基数背景下仅增长 46.44%）。
- 3、 区域龙头酒企：**2020 年洋河及迎驾贡酒受益于产品结构优化，毛利率及净利率均实现正增长，而古井贡酒则略微下降；2021Q1 苏酒（洋河及今世缘）毛利率稳健上行，徽酒（古井、口子窖、迎驾贡酒均小幅下降），洋河净利率下降 6.4% 主因利润下降（受投资收益和公允价值变动损益下降），费用率端波动不大，若剔除非经常损益影响，公司净利率同比将提升 1.7pct 至 36.2%。

图 11：2020 年各类型酒企毛利率情况



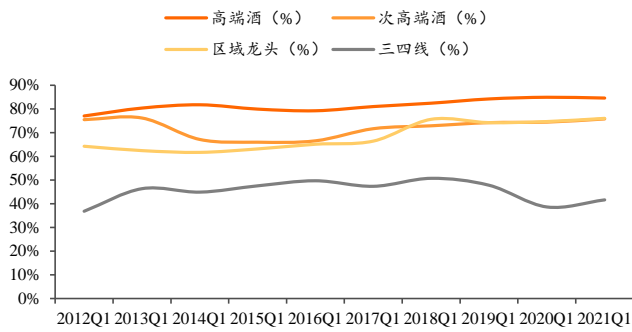
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：2020 年各类型酒企净利率情况



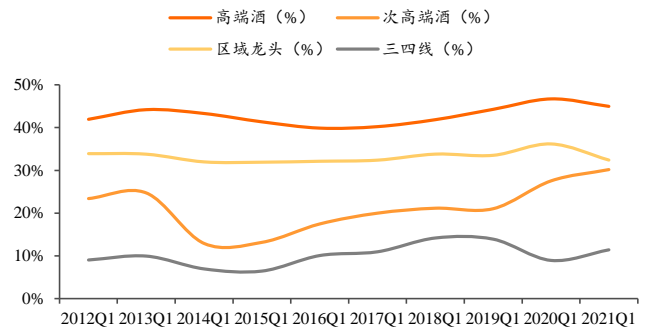
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：2021Q1 各类型酒企毛利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

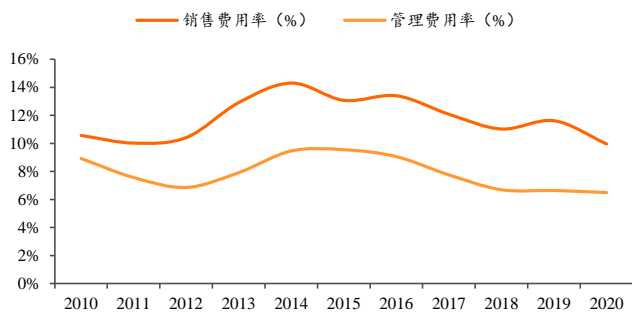
图 14：2021Q1 各类型酒企净利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

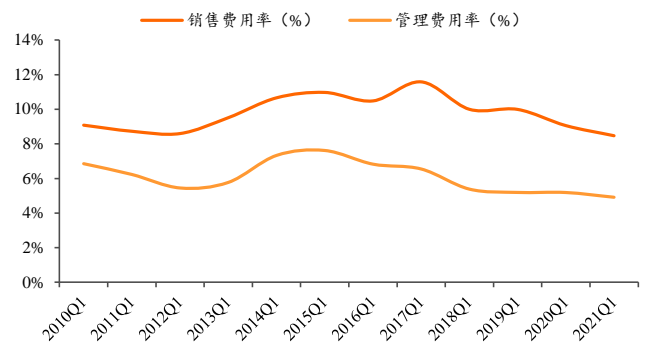
受会计准则影响，酒企销售费用率普遍下降，收入提升推动管理费用率下降。2020年：销售费用率方面，2020Q2 开始酒企开始布局婚宴等市场，20Q3 销售费用率较去年同期提升 0.18 个百分点，全年来看口子窖、老白干、伊力特、迎驾贡酒、洋河股份等酒企销售费用率均同比实现小幅增长；2021Q1：由于收入规模低基数下高增，21Q1 白酒行业销售费用率同比下降 0.59 个百分点至 8.47%，管理费用率方面来看，酒企主动加强管理叠加规模效应摊薄费用使得近三分之二酒企管理费用率较同期实现下降，其中处于深度调整期的洋河费用端亦控制的较好。

图 15：2020 年销售及及管理费用率同比变动-1.65、-0.15pct



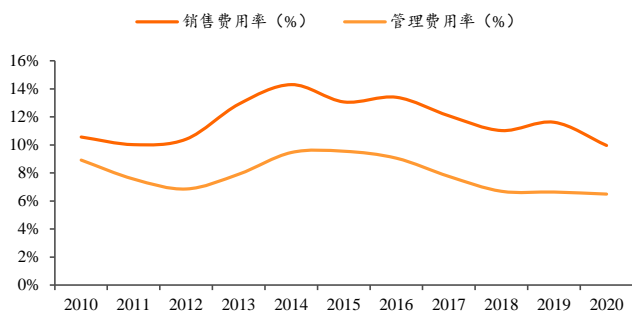
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：2021Q1 销售及及管理费用率同比变动-0.59、-0.27pct



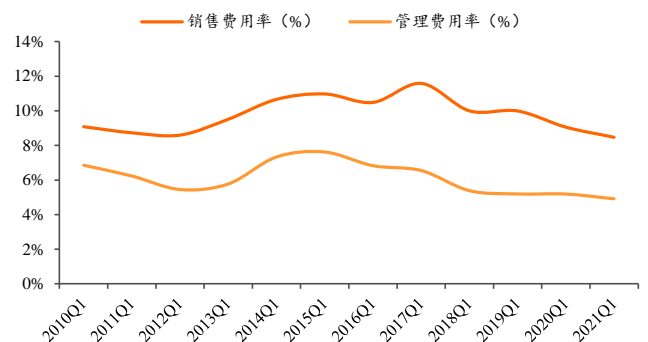
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：2020 年销售及及管理费用率同比变动-1.65、-0.15pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：2021Q1 销售及及管理费用率同比变动-0.59、-0.27pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 3：2020 年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同比提升

		2020年 毛利率 (%)		较上年 变动		2020年 销售费用 率(%)		较上年 变动		2020年运输费 用调整至营业成 本(已披露)		2020年销售 费用率(%, 还原后)		较上年 变动		2020年 管理费用 率(%)		较上年 变动	
1	老白干酒	64.7	3.3	1	青青稞酒	40.7	8.3	1	青青稞酒	-	40.7	8.3	1	青青稞酒	20.5	7.1			
2	迎驾贡酒	67.1	2.8	2	口子窖	13.6	5.1	2	口子窖	0.2	14.1	5.6	2	水井坊	9.4	2.2			
3	泸州老窖	83.0	2.4	3	老白干酒	28.4	2.6	3	老白干酒	-	28.4	2.6	3	口子窖	6.3	1.4			
4	金徽酒	62.5	1.8	4	伊力特	7.1	1.0	4	伊力特	-	7.1	1.0	4	古井贡酒	8.2	1.2			
5	水井坊	84.2	1.3	5	洋河股份	12.3	0.7	5	迎驾贡酒	0.3	13.0	0.7	5	金徽酒	11.8	1.1			
6	酒鬼酒	78.9	1.1	6	迎驾贡酒	12.2	-0.1	6	洋河股份	-	12.3	0.7	6	洋河股份	9.4	0.7			
7	洋河股份	72.3	0.9	7	五粮液	9.7	-0.2	7	五粮液	-	9.7	-0.2	7	山西汾酒	7.9	0.5			
8	山西汾酒	72.2	0.2	8	古井贡酒	30.3	-0.3	8	古井贡酒	-	30.3	-0.3	8	迎驾贡酒	6.1	0.4			
9	口子窖	75.2	0.2	9	今世缘	17.1	-0.4	9	今世缘	-	17.1	-0.4	9	今世缘	4.9	0.4			
10	贵州茅台	91.4	0.1	10	贵州茅台	2.6	-1.1	10	贵州茅台	2.3	2.8	-0.9	10	贵州茅台	7.0	0.0			
11	五粮液	74.2	-0.3	11	舍得酒业	19.9	-1.8	11	舍得酒业	0.2	20.7	-1.0	11	泸州老窖	5.6	-0.1			
12	舍得酒业	75.9	-0.3	12	水井坊	28.0	-2.1	12	酒鬼酒	0.1	23.9	-1.5	12	顺鑫农业	5.3	-0.5			
13	青青稞酒	64.0	-0.4	13	金徽酒	12.8	-2.1	13	水井坊	-	28.0	-2.1	13	老白干酒	8.9	-0.5			
14	古井贡酒	75.2	-1.5	14	酒鬼酒	23.2	-2.2	14	金徽酒	-	12.8	-2.1	14	舍得酒业	13.3	-0.6			
15	今世缘	71.1	-1.7	15	顺鑫农业	6.3	-3.3	15	顺鑫农业	-	6.3	-3.3	15	五粮液	4.8	-0.8			
16	伊力特	48.6	-2.8	16	山西汾酒	16.3	-5.5	16	山西汾酒	-	16.3	-5.5	16	金种子酒	11.2	-1.7			
17	顺鑫农业	28.4	-7.8	17	泸州老窖	18.6	-7.9	17	泸州老窖	-	18.6	-7.9	17	酒鬼酒	8.6	-1.8			
18	金种子酒	27.7	-10.1	18	金种子酒	26.0	-8.1	18	金种子酒	-	26.0	-8.1	18	伊力特	2.7	-2.7			

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：根据新收入准则，2020 年将运输费用从“销售费用”调整至“营业成本”核算，因部分酒企 2020 年运输费用已归至成本端，因此无法进行溯源计算

表 4：2021Q1 在销售、管理费用率下降背景下，主要酒企毛利率及净利率均实现同比提升

		2021Q1毛 利率(%)		较上年 变动		2021Q1销售 费用率(%)		较上年 变动		2021Q1管理 费用率(%)		较上年 变动	
1	伊力特	61.0	11.5	1	老白干酒	32.6	0.3	1	老白干酒	12.0	0.9		
2	舍得酒业	77.6	5.2	2	泸州老窖	13.5	-0.2	2	顺鑫农业	4.3	0.6		
3	金徽酒	65.5	5.0	3	洋河股份	6.3	-0.4	3	五粮液	4.1	0.5		
4	洋河股份	76.2	2.4	4	贵州茅台	2.0	-0.6	4	贵州茅台	6.4	0.2		
5	水井坊	85.1	1.5	5	古井贡酒	29.5	-0.6	5	洋河股份	5.4	-0.3		
6	山西汾酒	73.5	1.3	6	今世缘	11.8	-0.6	6	古井贡酒	5.8	-0.3		
7	顺鑫农业	28.9	0.5	7	金徽酒	11.6	-0.8	7	今世缘	2.3	-0.4		
8	老白干酒	67.7	0.2	8	五粮液	7.1	-1.5	8	泸州老窖	4.2	-0.6		
9	今世缘	73.3	0.1	9	酒鬼酒	22.2	-1.7	9	迎驾贡酒	4.8	-1.0		
10	贵州茅台	91.7	0.0	10	水井坊	21.7	-2.0	10	金徽酒	10.8	-1.0		
11	五粮液	76.4	-0.1	11	顺鑫农业	4.4	-2.2	11	口子窖	4.7	-1.4		
12	古井贡酒	77.0	-0.3	12	伊力特	5.2	-2.9	12	伊力特	3.9	-1.9		
13	泸州老窖	86.0	-0.8	13	山西汾酒	17.9	-3.4	13	山西汾酒	3.2	-2.3		
14	口子窖	76.6	-0.9	14	口子窖	12.1	-4.4	14	水井坊	5.0	-3.8		
15	青青稞酒	63.6	-1.7	15	迎驾贡酒	8.3	-4.7	15	酒鬼酒	3.5	-3.8		
16	迎驾贡酒	69.7	-2.4	16	金种子酒	21.7	-6.8	16	舍得酒业	9.6	-7.4		
17	酒鬼酒	79.4	-6.0	17	舍得酒业	14.5	-10.7	17	金种子酒	10.5	-8.5		
18	金种子酒	24.4	-10.8	18	青青稞酒	15.1	-17.4	18	青青稞酒	7.8	-11.6		

资料来源：Wind，浙商证券研究所

20 年税金及附加表现逐步回归正常，21Q1 贵州茅台经营税金率提升幅度较大拖累利润端表现。2020Q1/Q2 受消费税确认时点影响，泸州老窖、山西汾酒等酒企营业税金及附加均较一般水平低，自 2020Q3 随着生产、消费均实现恢复，酒企营业税金率已基本恢复正常。2021Q1 泸州老窖及山西汾酒营业税金率较去年同期提升 7.1、5.9 个百分点主因去年同期基数较低（2020Q1 泸州老窖税率同比下降 5.62 个百分点至 5.91%，税率下降原因或为因市场以消化库存为主，生产端向销售端确认的当期税费减少，另外，疫情影响下部分市场支持和建设费用减少），而贵州茅台税金及附加较高（2021Q1 税金及附加项 38.3 亿，同比增长 56.4%；营业税金率 13.6%，同比提升 4 个百分点）使得其净利润增速低于收入，原因或为今年直营占比提升导致消费税基变高（直营渠道价格较高）。

表 5：21Q1 贵州茅台经营税金率提升幅度较大拖累利润端表现

	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	2020Q3单季度税金及 附加/营业收入	2020Q4单季度税金及 附加/营业收入	2021Q1单季度税金及 附加/营业收入	2021Q1-2020Q1 差值（百分点）
泸州老窖	5.9%	11.5%	14.0%	19.6%	13.0%	7.1
山西汾酒	6.6%	24.2%	16.2%	27.7%	12.5%	5.9
贵州茅台	10.0%	16.1%	16.4%	16.1%	14.0%	4.0
顺鑫农业	7.8%	9.1%	7.6%	16.1%	10.4%	2.6
迎驾贡酒	13.4%	16.6%	15.1%	15.4%	15.0%	1.6
洋河股份	15.0%	17.3%	13.2%	26.5%	16.5%	1.5
金种子酒	11.1%	11.8%	10.7%	12.0%	12.0%	0.9
老白干酒	14.1%	15.5%	16.5%	17.1%	14.9%	0.8
青青稞酒	14.9%	22.3%	16.2%	18.7%	15.7%	0.7
五粮液	13.3%	13.9%	14.0%	15.4%	13.7%	0.4
金徽酒	14.5%	13.5%	13.8%	14.1%	14.6%	0.1
今世缘	16.1%	12.6%	22.5%	18.8%	16.1%	-0.1
舍得酒业	14.7%	11.8%	14.9%	15.1%	14.7%	-0.1
酒鬼酒	15.0%	16.0%	15.9%	15.5%	14.8%	-0.2
古井贡酒	15.9%	16.4%	15.8%	15.1%	15.6%	-0.2
口子窖	14.9%	15.2%	15.2%	15.8%	14.6%	-0.3
水井坊	16.0%	26.3%	15.1%	15.0%	15.3%	-0.7
伊力特	18.8%	14.8%	12.4%	16.1%	16.7%	-2.1

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.4. 预收款普遍承压，现金流总体表现优秀

2021Q1 仅有 2 家酒企预收款实现正增长，或因二季度为白酒销售淡季，经销商大多仍处于观望状态，分拆来看：

高端酒：贵州茅台预收款环降 89.2 亿元，主要系旺季集中发货确认预收款；2021Q1 五粮液预收款 56.40 亿元，环比下降 41.2 亿元，主要系上年末经销商打款积极、本季度销售旺季备货积极使用预收款增加综合所致；泸州老窖 1 月底回款实现全年计划的 40%-50%，3 月中下旬部分大区提高打款价，近期国窖经典装符合货架期要求的产品已经售罄、公司已停止接收经典装订单，有较多大区已上调全年国窖销售目标；

次高端二线名酒及区域龙头酒：ST 舍得、古井贡酒等酒企预收款实现环比提升，其中古井贡酒受年底及节前有部分压货影响，20Q4 及 21Q1 预收款均实现环比正增长；ST 舍得则受益于批价及库存持续向好，经销商打款积极。洋河股份报表端预收环比下降幅度最大，据渠道反馈，21Q1 公司销售回款 94.3 亿元，同增 57.5%，还原季度节奏将 20Q4 及 21Q1 相加后看，回款亦有 14.7% 的增速，仍快于同期报表收入。

值得注意的是，由于经销商发货采用先款后货模式，发货和打款时间的错配将造成预收账款的确认，这也是白酒预收款产生的主要原因，但由于近年来预收款这一指标因受企业确认节奏、渠道政策等因素影响明显，因此预收款作为行业景气度前瞻指标的意义相对有所弱化。

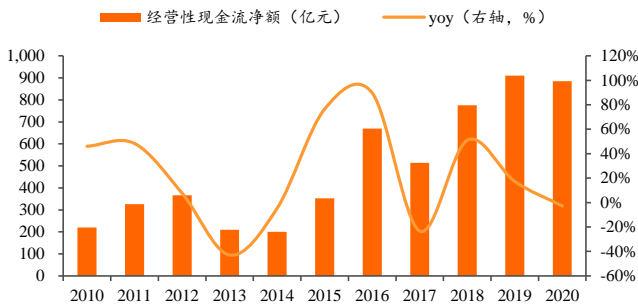
表 6：2020 及 21Q1 酒企预收情况一览（单位：亿元）

档次	证券简称	2020			2020Q1			备注	预收款项余额		环比变动 2021Q1-2020
		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		2020	2021Q1	
高端酒	贵州茅台		133.22	16.10		53.41	6.71	2020Q1起“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	149.31	60.12	-89.20
	五粮液	0.24	86.19	11.17	0.12	49.86	6.42	2020H1起“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	97.60	56.40	-41.20
	泸州老窖		16.79	2.18		16.92	2.18	2020Q1起“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	18.97	19.10	0.13
次高端二线名酒	山西汾酒		31.07	4.04		29.30	3.81	2020年度“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	35.11	33.11	-2.00
	ST舍得	0.02	3.68	0.48	0.02	4.41	0.57	2020年度“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	4.18	5.01	0.83
	酒鬼酒	0.003	7.19	0.91	0.002	5.81	0.76	2020H1起“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	8.10	6.57	-1.54
	水井坊		7.36	0.31		7.24	0.19	2020年度“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	7.67	7.43	-0.24
区域龙头酒	洋河股份		88.01	7.98		61.29	2.30	2020年度“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	96.00	63.59	-32.41
	古井贡酒		12.07	3.21		19.44	6.51	2020年度“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	15.27	25.95	10.68
	今世缘		10.96	1.43		4.82	0.63	2020年度“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	12.39	5.45	-6.94
	口子窖		7.70	0.62		3.71	0.11	2020Q4起“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	8.32	3.82	-4.50
区域三四线酒	顺鑫农业	0.51	50.88	6.15	0.53	36.92	3.70	2020年度“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	57.55	41.15	-16.40
	金徽酒		2.01	0.26		1.98	0.26	2020H1起“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	2.27	2.24	-0.03
	老白干酒		7.07	0.87		12.87	1.55	2020年度“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	7.94	14.43	6.48
	伊力特		0.89	0.12		0.37	0.00	2020H1报告期“预收款项”改为“合同负债”列示，本报告期未作调整	1.02	0.38	-0.64
	迎驾贡酒		4.66	0.40		4.11	0.37	2020Q1起“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	5.06	4.48	-0.58
	金种子酒	0.03	1.29	0.17	0.03	1.26	0.16	2020Q1起“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	1.49	1.45	-0.03
	青青稞酒		0.31	0.04		0.48	0.06	2020年度“预收款项”改为“合同负债”及“其他流动负债”列示	0.36	0.54	0.19

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：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。

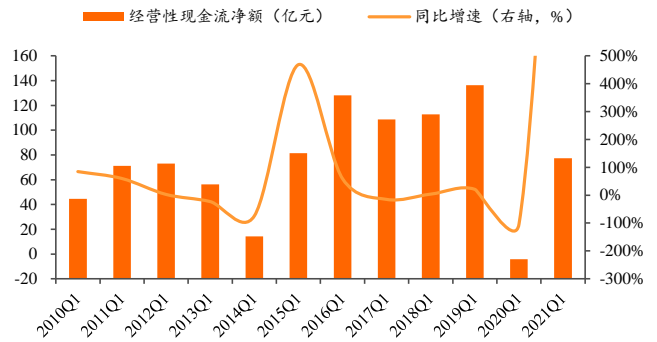
酒企经营性现金流净额总体表现优秀。2021 年白酒板块经营性现金流净额为较去年同期提升 1976.11%，表现较为优秀。

图 19：2020 年白酒行业经营性现金流净额同比下降 2.75%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：2021Q1 白酒行业经营性现金流净额同比上升 1976.11%



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：2021Q1 经营性现金流净额同比上升 1976.11%

表 7：2020 年及 2021Q1 酒企经营性现金流情况一览

		2019 年经营性现金流净额 (亿元)	2020 年经营性现金流净额 (亿元)	同比增速 (%)			2020Q1 经营性现金流净额 (亿元)	2021Q1 经营性现金流净额 (亿元)	同比增速 (%)
1	古井贡酒	1.9	36.2	1783.4%	1	洋河股份	-3.3	29.2	987.8%
2	酒鬼酒	3.8	9.5	148.8%	2	水井坊	0.8	6.1	653.8%
3	舍得酒业	6.7	10.0	49.4%	3	舍得酒业	-0.7	3.9	624.5%
4	老白干酒	3.8	5.5	44.1%	4	五粮液	-12.0	55.1	558.1%
5	青青稞酒	-1.1	-0.8	27.3%	5	泸州老窖	-3.2	13.1	514.2%
6	顺鑫农业	13.0	15.5	18.5%	6	酒鬼酒	-0.5	1.9	508.3%
7	贵州茅台	452.1	516.7	14.3%	7	今世缘	-2.4	5.3	325.4%
8	金种子酒	-1.7	-1.6	8.4%	8	青青稞酒	-1.0	1.0	201.9%
9	泸州老窖	48.4	49.2	1.5%	9	老白干酒	-3.1	3.1	200.3%
10	水井坊	8.7	8.5	-2.6%	10	迎驾贡酒	-3.8	1.5	138.1%
11	金徽酒	3.7	3.4	-9.1%	11	山西汾酒	1.3	2.5	95.2%
12	今世缘	13.1	11.2	-14.4%	12	伊力特	-2.4	-0.2	90.0%
13	迎驾贡酒	9.2	7.3	-21.2%	13	金徽酒	-0.7	-0.3	56.9%
14	山西汾酒	30.8	20.1	-34.7%	14	口子窖	-3.0	-2.7	7.4%
15	五粮液	231.1	147.0	-36.4%	15	顺鑫农业	-8.6	-12.1	-40.5%
16	洋河股份	68.0	39.8	-41.5%	16	金种子酒	-0.9	-1.4	-50.7%
17	伊力特	5.6	2.8	-50.6%	17	贵州茅台	23.0	-14.8	-164.5%
18	口子窖	13.0	5.0	-61.5%	18	古井贡酒	16.3	-13.7	-184.1%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 8：2020、2021Q1 酒企样本公司业绩全景一览

档次	证券简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率		净利率	
		2020	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2020	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2020	2021Q1	2020	2021Q1
高端酒	贵州茅台	949.2	11.1%	272.7	11.7%	467.0	13.3%	139.5	6.6%	91.4%	91.7%	52.2%	54.2%
	五粮液	573.2	14.4%	243.2	20.2%	199.5	14.7%	93.2	21.0%	74.2%	76.4%	36.5%	40.2%
	泸州老窖	166.5	5.3%	50.0	40.9%	60.1	29.4%	21.7	26.9%	83.0%	86.0%	35.8%	43.6%
次高端二线名酒	山西汾酒	139.9	17.6%	73.3	77.0%	30.8	56.4%	21.8	77.7%	72.2%	73.5%	22.3%	29.8%
	ST 舍得	27.0	2.0%	10.3	154.2%	5.8	14.4%	3.0	1031.2%	75.9%	77.6%	22.5%	30.1%
	酒鬼酒	18.3	20.8%	9.1	190.4%	4.9	64.1%	2.7	178.9%	78.9%	79.4%	26.9%	29.5%
区域龙头酒	水井坊	30.1	-15.1%	12.4	70.2%	7.3	-11.5%	4.2	119.7%	84.2%	85.1%	24.3%	33.8%
	洋河股份	211.0	-8.8%	105.2	13.5%	74.8	1.3%	38.6	-3.5%	72.3%	76.2%	35.5%	36.8%
	古井贡酒	102.9	-1.2%	41.3	25.9%	18.5	-11.6%	8.1	27.9%	75.2%	77.0%	18.0%	20.3%
区域三四线酒	今世缘	51.2	5.1%	24.0	35.4%	15.7	7.5%	8.1	38.8%	71.1%	73.3%	30.6%	33.6%
	口子窖	40.1	-14.1%	11.7	50.9%	12.8	-25.8%	4.2	72.7%	75.2%	76.6%	31.8%	35.8%
	顺鑫农业	155.1	4.1%	54.9	-0.7%	4.2	-48.1%	3.7	5.7%	28.4%	28.9%	2.7%	6.9%
	金徽酒	17.3	5.9%	5.1	48.4%	3.3	22.4%	1.2	99.3%	62.5%	65.5%	19.1%	22.7%
	老白干酒	36.0	-10.7%	7.5	-0.3%	3.1	-22.7%	0.6	-14.6%	64.7%	67.7%	8.7%	7.6%
	伊力特	18.0	-21.7%	5.4	255.3%	3.4	-23.5%	1.3	1475.8%	48.6%	61.0%	18.9%	24.5%
	迎驾贡酒	34.5	-8.6%	11.5	48.9%	9.5	2.5%	3.7	58.5%	67.1%	69.7%	27.7%	32.3%
金种子酒	10.4	13.5%	2.9	52.1%	0.7	133.9%	-0.5	-85.6%	27.7%	24.4%	6.8%	-16.3%	
青青稞酒	7.6	-39.1%	3.8	86.9%	-1.2	-418.7%	0.7	1630.0%	64.0%	63.6%	-16.3%	18.6%	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 思考与展望：在不变中寻找变化，在变化中探究不变

2.1. 股价估值角度：21Q1 小票行情符合预期&21Q2 风格展望

2.1.1. 一季度判断——板块小酒风格判断得到验证

我们一季度对板块风格的判断——我们认为短期白酒风格或在于成长性高、机构持仓偏低的中小市值酒企，从短期具备弹性&中长期亦具业绩支撑角度看，建议关注迎驾贡酒、ST 舍得、金徽酒等优质中小市值标的（来源于《白酒动态更新：解决当下白酒方面最重要的三个问题》）

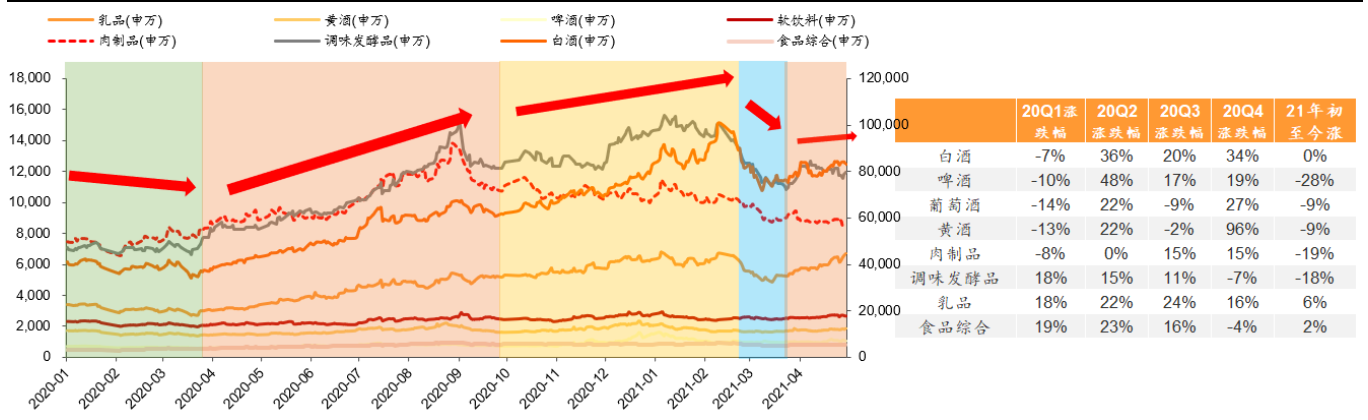
验证结果——符合预期，在板块深跌背景下，中小市值酒企表现更优异

一季度白酒板块股价/估值出现深跌，我们认为本轮白酒板块经历急跌深度调整主因交易面原因，而非基本面原因：

→ 交易面：节前受预期改善、事件催化等因素影响，白酒板块实现较高涨幅，而节后受春节酒企动销超预期兑现、流动性预期收紧、市场风格调整等因素影响，即使基本面仍呈向好趋势，市场对业绩容忍度将变低，资金面、情绪面行为推动高估值白酒板块出现大幅回调；

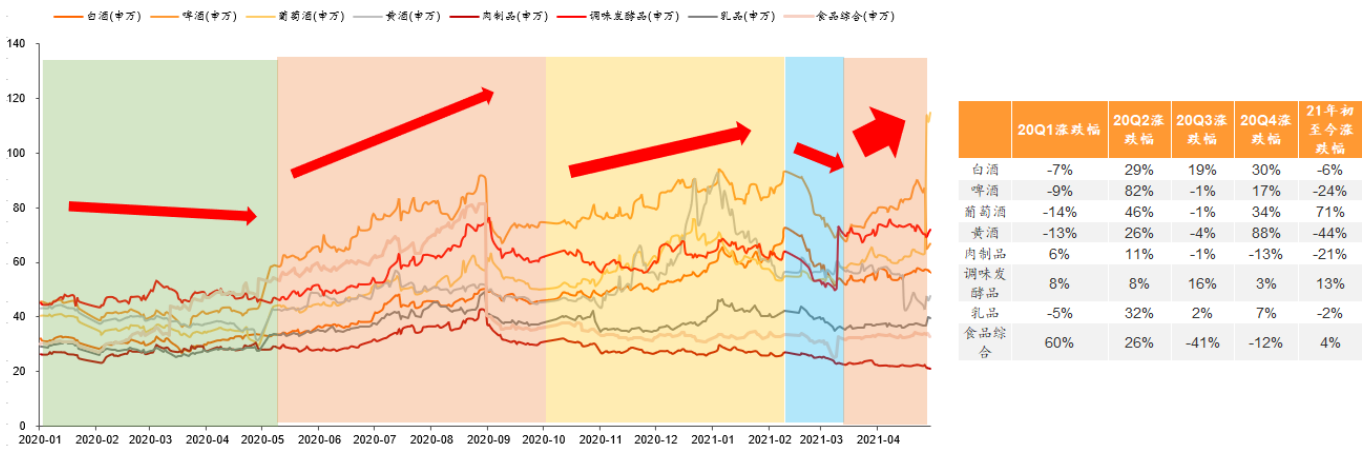
→ 基本面：基本面坚挺仍具支撑，春节动销超预期后，价格的持续提升将进一步验证白酒行情仍处于高景气阶段，主要酒企利润正处于上行通道，未来仍然是价位升级和牌集中的过程。

图 21：股价情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：日期截止 2021 年 5 月 5 日

图 22：估值情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：日期截止 2021 年 5 月 5 日

我们发现进入深度调整期后，头部酒企表现弱于中小市值酒企，这背后的原因或为：
1) 前期头部酒企因机构抱团较为严重导致估值偏高，叠加业绩超预期概率较低，估值仍处于调整阶段；2) 部分中小市值酒企基本面较为优质，或存在超预期可能（预计 21Q1 业绩超预期），叠加机构仓位较低，易出现较高涨幅。

表 9：中小市值酒企在一季度表现较优异

		区间涨跌幅 (%)									
1个月前		2个月前		3个月前		4个月前					
1	ST舍得	62.2	1	ST舍得	99.9	1	ST舍得	49.9	1	ST舍得	41.6
2	水井坊	40.6	2	水井坊	53.0	2	金徽酒	22.7	2	酒鬼酒	15.4
3	伊力特	32.1	3	酒鬼酒	47.3	3	伊力特	19.2	3	水井坊	12.0
4	酒鬼酒	25.6	4	金徽酒	45.8	4	青青稞酒	17.1	4	山西汾酒	9.8
5	山西汾酒	19.8	5	伊力特	38.2	5	水井坊	11.3	5	泸州老窖	6.1
6	洋河股份	16.7	6	山西汾酒	36.0	6	迎驾贡酒	10.1	6	迎驾贡酒	2.0
7	青青稞酒	16.7	7	迎驾贡酒	34.3	7	酒鬼酒	6.8	7	贵州茅台	0.5
8	泸州老窖	13.9	8	青青稞酒	28.0	8	山西汾酒	4.8	8	五粮液	-4.4
9	迎驾贡酒	9.8	9	泸州老窖	19.2	9	口子窖	-2.2	9	金徽酒	-5.2
10	金徽酒	9.5	10	口子窖	12.1	10	洋河股份	-5.0	10	今世缘	-10.7
11	今世缘	7.4	11	今世缘	12.1	11	古井贡酒	-7.2	11	伊力特	-11.1
12	顺鑫农业	4.8	12	金种子酒	10.5	12	泸州老窖	-8.4	12	口子窖	-13.8
13	五粮液	4.7	13	老白干酒	8.3	13	五粮液	-9.1	13	古井贡酒	-18.7
14	古井贡酒	4.3	14	洋河股份	7.2	14	皇台酒业	-10.9	14	洋河股份	-22.1
15	口子窖	1.3	15	五粮液	7.0	15	今世缘	-11.4	15	青青稞酒	-22.8
16	老白干酒	0.7	16	古井贡酒	4.8	16	金种子酒	-11.7	16	顺鑫农业	-33.7
17	贵州茅台	-1.3	17	贵州茅台	-1.3	17	贵州茅台	-13.5	17	金种子酒	-34.2
18	金种子酒	-6.3	18	顺鑫农业	-4.0	18	老白干酒	-16.8	18	老白干酒	-35.2
19	皇台酒业	-8.3	19	皇台酒业	-5.7	19	顺鑫农业	-21.2	19	皇台酒业	-44.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.1.2. 二季度判断——景气度向上，但板块波动将加剧

从整体环境来看，白酒板块景气度仍将向上，目前估值水平较为合理，向上提升空间有限，随着前期预期/催化已逐步兑现、市场对流动性预期存在波动，我们认为区别于过去两年整体稳健向上态势，21Q2 板块波动将加剧，我们将在震荡中寻找确定性超预期：

1) 思路一：看好稳健性强的高端酒标的，首推五粮液等；

- 2) **思路二**: 建议关注 20Q2 基数较低标的, 21Q2 或迎超高增速, 比如: 水井坊等;
- 3) **思路三**: 建议关注 21Q1 业绩不及预期的酒企 21Q2 业绩表现, 比如: 古井贡酒、迎驾贡酒等。

表 10: 2019Q2 及 2020Q2 酒企业绩情况

	营业收入增速 (%)			2020Q2 营业收入 (亿)	归母净利润增速 (%)			2020Q2 归母净利润 (亿)	
	2019Q2	2020Q2	差值		2019Q2	2020Q2	差值		
1 伊力特	-12.0	51.8	63.8	7.4	1 金种子酒	-2834.8	30.9	2865.8	0.6
2 金徽酒	-1.9	22.7	24.6	4.1	2 青青稞酒	-2339.4	-8.4	2331.0	-0.3
3 ST 舍得	5.0	18.8	13.8	6.4	3 伊力特	-44.8	163.1	207.8	0.5
4 金种子酒	-10.0	-0.7	9.3	3.7	4 金徽酒	-29.2	141.7	170.9	0.9
5 青青稞酒	-21.2	-14.0	7.2	2.2	5 皇台酒业	41.3	195.6	154.3	-0.9
6 贵州茅台	12.0	9.5	-2.5	195.5	6 ST 舍得	2.1	62.0	59.9	1.4
7 顺鑫农业	12.0	9.5	-2.5	40.0	7 贵州茅台	20.3	8.9	-11.4	95.1
8 古井贡酒	4.3	-3.5	-7.8	22.4	8 洋河股份	2.0	-10.4	-12.4	14.0
9 山西汾酒	26.3	18.4	-7.9	27.6	9 泸州老窖	36.0	22.5	-13.5	15.1
10 五粮液	27.1	10.1	-16.9	105.3	10 山西汾酒	38.0	16.1	-21.8	3.8
11 泸州老窖	26.0	6.2	-19.8	40.8	11 今世缘	24.1	1.9	-22.2	3.9
12 洋河股份	2.1	-18.6	-20.6	41.6	12 五粮液	33.7	10.2	-23.6	31.5
13 老白干酒	12.3	-9.0	-21.4	7.9	13 老白干酒	7.1	-32.6	-39.7	2.4
14 今世缘	26.6	3.8	-22.8	22.4	14 迎驾贡酒	57.8	9.4	-48.4	1.4
15 酒鬼酒	40.5	12.9	-27.6	6.0	15 口子窖	23.0	-30.5	-53.5	4.4
16 迎驾贡酒	19.6	-17.3	-36.9	6.2	16 酒鬼酒	60.1	6.4	-53.8	1.0
17 口子窖	16.3	-25.1	-41.3	11.4	17 古井贡酒	49.3	-16.5	-65.8	3.9
18 水井坊	29.3	-90.1	-119.4	1.5	18 顺鑫农业	89.9	-10.9	-100.9	2.0
19 皇台酒业	1641.3	220.8	-1420.5	0.8	19 水井坊	7.5	-172.6	-180.1	-0.3

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2. 业绩增速角度: 注重高质量发展&业绩出现爆发式增长

我们认为酒企十四五期间以稳为主的旋律(不变)与当下次高端酒企业绩的爆发式增长(变化)不冲突, 随着次高端酒企/千元价位带放量单品规模的提升, 进入高质量发展阶段为必然路径。

2.2.1. “十四五”规划相继出台, 高质量发展为主旋律不变

在过去的 2020 年中, 白酒行业已基本告别了 16-19 年的高速发展阶段(以茅五为代表的龙头酒企 2020 年&2021Q1 报表可以作为信号), 基本进入了在求稳求高质量发展前提下求快的阶段, 其中优质酒企已体现出较强韧性, 经营能力及业绩均出现明显分化。在这一背景下, 面对下一个充满变数及机遇的“十四五”, 酒企均加速进行产品结构、渠道深耕及拓展等方面改革, 以求实现质的突破, 同时对于 2021 年的经营目标, 也均较为理性可达。

表 11：2021 年&十四五期间酒企目标

公司	2021年业绩规划	十四五规划
贵州茅台	营业总收入较上年度增长10.5%左右，完成基本建设投资68.21亿元	在“十四五”期间形成茅台酒产能5.6万吨，系列酒5.6万吨，习酒近5万吨；到2025年力争将茅台集团打造成贵州省内首家世界500强企业
五粮液	营业总收入两位数增长	坚持稳中有进，布局新一轮高质量发展，打造健康、创新、领先的世界一流企业
泸州老窖	营业收入同比增长不低于15%	国窖1573坚持“浓香国酒”品牌定位，强化“稳质量、升品牌、提价格、扩规模、增利润”
山西汾酒	营业收入较上年度增长30%左右	2021年是汾酒营销深入调整期，解决经销商问题。 2022-2023年是汾酒改革的转型发展期，实现省外市场高质量、高速度的发展，实现长江以南市场显著突破。 2024-2025年是汾酒营销加速发展期，实现青花汾酒营收规模历史性的突破，基本实现汾酒、杏花村两大品牌相互支撑发展格局，全面完成“1357”的市场布局。
酒鬼酒	-	销售目标要突破30亿，跨越50亿，争取迈向100亿，将酒鬼酒打造成中国文化白酒第一品牌，将“内参酒”打造成中国四大高端白酒品牌之一
水井坊	主营业务收入增长43%左右，净利润增长35%左右（不包含酱酒项目影响）	-
舍得酒业	-	-
古井贡酒	营业收入120亿元，较上年增长16.59%；利润总额28.47亿元，较上年增长15.08%。	营收超200亿。古8以上产品占比达到40%，全面主推古20；短期内省内外市场规模目标比为6:4，长期目标比为5:5；2020年底实现产销平衡
洋河股份	营业收入同比增长10%以上	公司全面调整转型、实现稳健发展，将有序推动公司在“强内功、夯基础”中提质增效，在“大变革、大转型”中提档升级，有力促进营销转型、产品升级、品牌塑造和管理强基
今世缘	营收目标59亿元，争取66亿元；净利润目标18亿元，争取19亿元	2025年努力实现营收过百亿（争取150亿元）
口子窖	-	-
迎驾贡酒	-	-
顺鑫农业	-	制定“五·五”战略，继续聚焦酒业、肉食两大主业。白酒产业将在“五·五”战略中实现精细化管理和数字化运营、产品结构、品牌文化、营销模式、价值链体系、科技研发“六大升级”
伊力特	营业收入23亿元（合并报表），利润总额5.5亿元（合并报表）	-
金徽酒	营业收入21.00亿元，比上年增长21.34%；净利润3.80亿元，比上年增长14.69%	计划2023年销售收入突破30亿元（《五年发展规划（2019-2023）》）
金种子酒	销售收入13亿元	销售收入50亿元。规划主要分为三个时期，即2020-2022年是战略调整期、2022-2024年是战略发展期，2024-2025年是战略腾飞期
老白干酒	主营业务收入39.57亿元，营业成本控制13.96亿元以内，费用不超过14.19亿元，营业总成本控制34.46亿元以内，主营业务税金及附加实现6.31亿元	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2.2. 次高端酒仍处于快速扩容期，酒企业绩呈爆发式增长

收入方面，13家酒企21Q1收入增速超19Q1同期。其中以酒鬼酒、山西汾酒、ST舍得为代表的次高端酒收入表现突出，在低基数上实现了更高增长，贵州茅台、五粮液、山西汾酒连续三年保持业绩持续增长；

利润方面，10家酒企21Q1净利润增速超19Q1同期。相较于19Q1，高端酒继续保持稳健发展态势，酒鬼酒、ST舍得、山西汾酒、水井坊增幅位居前列，其中酒鬼酒、ST舍得净利润增速达178.9%、1031.2%，实现超高速增长，主要原因为：1) 受益于消费升级、泛全国化品牌力不断提升，21Q1青花、内参、井台+臻酿八号、品味+智慧舍得收入增速分别超150%、100%、70%、100%，次高端酒大单品均实现放量推动产品结构升级；2) 酒鬼酒、水井坊、ST舍得业绩基数较低。

整体来看，受益于次高端酒快速扩容，次高端酒主要大单品均实现高速增长进而推动酒企利润保持突出表现，考虑到21Q1收入及利润占全年比约为29%~32%、31%~34%、21Q1酒企迎来开门红、2021Q1-3白酒行业将继续实现恢复性高增，预计2021年白酒行业整体将有较为优异的表现，业绩已重回业绩上行通道。

表 12：2019Q1/2021Q1 酒企收入及净利润增速情况一览

		营业收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)				
		2019Q1	2021Q1	差值	2019Q1	2021Q1	差值		
1	伊力特	0.1	255.3	255.2	1	青青稞酒	-41.8	1630.0	1671.8
2	酒鬼酒	30.5	190.4	159.9	2	伊力特	23.8	1475.8	1452.0
3	ST舍得	34.1	154.2	120.2	3	ST舍得	21.5	1031.2	1009.7
4	青青稞酒	-23.0	86.9	110.0	4	酒鬼酒	16.2	178.9	162.7
5	金种子酒	-6.1	52.1	58.2	5	金徽酒	-9.9	99.3	109.3
6	山西汾酒	20.1	77.0	56.9	6	水井坊	41.2	119.7	78.5
7	皇台酒业	-7.7	41.6	49.3	7	山西汾酒	22.6	77.7	55.1
8	迎驾贡酒	2.7	48.9	46.2	8	口子窖	21.4	72.7	51.3
9	水井坊	24.2	70.2	45.9	9	迎驾贡酒	9.0	58.5	49.4
10	金徽酒	5.5	48.4	43.0	10	今世缘	26.0	38.8	12.8
11	口子窖	9.0	50.9	41.9	11	古井贡酒	34.8	27.9	-6.9
12	泸州老窖	23.7	40.9	17.1	12	五粮液	30.3	21.0	-9.2
13	今世缘	31.1	35.4	4.2	13	顺鑫农业	17.2	5.7	-11.4
14	洋河股份	14.2	13.5	-0.7	14	泸州老窖	43.1	26.9	-16.2
15	五粮液	26.6	20.2	-6.4	15	皇台酒业	50.5	32.9	-17.6
16	贵州茅台	23.9	11.7	-12.2	16	洋河股份	15.7	-3.5	-19.2
17	古井贡酒	43.3	25.9	-17.4	17	贵州茅台	31.9	6.6	-25.3
18	顺鑫农业	19.9	-0.7	-20.7	18	老白干酒	57.1	-14.6	-71.7
19	老白干酒	55.8	-0.3	-56.1	19	金种子酒	21.5	-85.6	-107.1

资料来源：Wind，浙商证券研究所

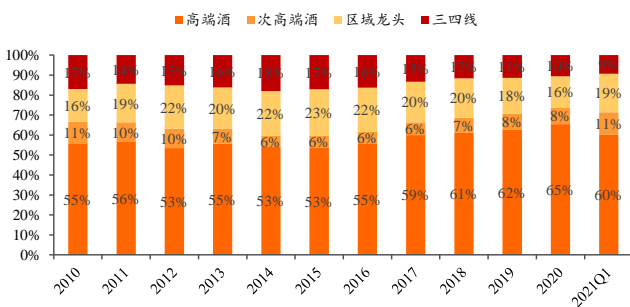
2.3. 行业分层角度：集中度持续提升&结构性分化不断加剧

我们认为在行业集中度仍在提升的过程中（不变），行业各个层级结构性分化在不断加剧（动态变化）。

2.3.1. 市场份额向高端酒企集中趋势不变，提升速度加快

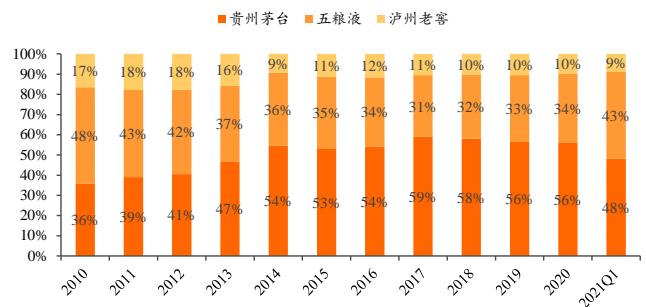
在消费持续升级背景下，市场份额向优势酒企集中趋势不变，疫情叠加提价潮加速酒企分化。2020 年我们曾多次提及以下观点：“由于淡季白酒销量整体较为平稳，在酒企纷纷提价推新的情况下，优质酒企能保证在旺季放量的同时保证提价后的价格稳定，从而实现占位、守位，而实力较弱的酒企在面对旺季时，销量及价格均将面临严峻考验”，我们可以从 2020 年下半年及 2021Q1 酒企业绩中对此加以验证——具有提价能力的酒企均已实现成功提价，提价后的单品/升级版单品/高价位单品实现了亮眼高增长（比如：内参、青花系列、国缘系列等），而部分提价时点卡位不够精准/提价能力较弱的酒企则在提价后，产品并未出现高速增长，因此提价潮进一步加剧酒企分化，集中度向优质企业聚集的趋势更为显著。

图 23：白酒市场份额不断向高端酒聚集



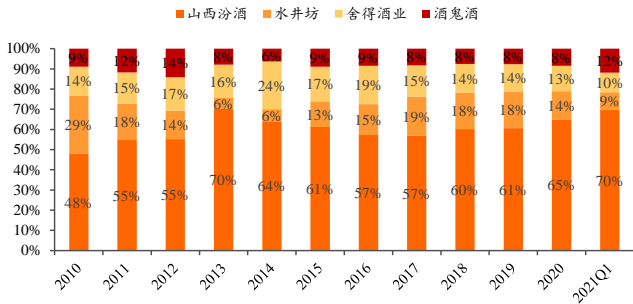
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：高端酒中，五粮液收入占比不断提升



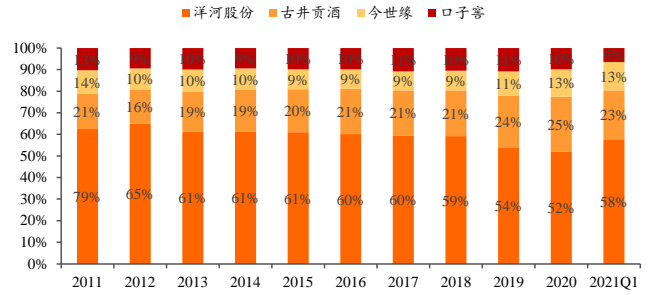
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：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 26：区域龙头酒中，古井贡酒和今世缘扩张速度较快



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 13：酒企“提价潮”仍在持续

品牌	时间	提价措施	品牌	时间	提价措施
剑南春	2020年1月	1月1日起，水晶剑和金剑南K6提价20元/瓶	舍得酒业		自2020年12月1日起，针对旗下舍之道系列产品终端门店供货价，在全国范围内统一上调10元/瓶。
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	泸州老窖	2020年12月	从12月1日起，泸州老窖国窖二曲500ml装产品的建议零售价格上调至20元/瓶；同日，泸州老窖头曲产品开始执行新价格体系
剑南春	2020年3月	3月1日起，水晶剑剑南春和珍藏版剑南春出厂价分别上调了25元/瓶、30元/瓶	剑南春		12月1日，剑南春近日对旗下水晶剑产品出厂价格进行调整，每瓶提升30元(提升20元出厂价格以及10元渠道政策缩紧)。12月4日，剑南春金、银剑南系列5大产品、20支单品自今日起全线涨价，终端将全面执行新的价格体系。20支产品横跨78-388元中高端和次高端价位段。
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	水井坊		12月16日，水井坊对旗下大单品“臻酿八号”52度(500ml)提价，建议零售价由478元/瓶调整到498元/瓶，涨价幅度为20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	水井坊		1月1日起，对典藏大师版52度500ml、38度500ml两款产品提价，其中52度建议零售价为1199元/瓶，提价160元；38度建议零售价为899元/瓶，提价120元。
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	国台酒业		1月1日，国台国台酒(500ML及雅藏版)供货价上调20元/瓶；国台国台酒(375ML)供货价上调15元/瓶；国台十五年供货价上调40元/瓶；国台龙酒供货价上调60元/瓶。
山西汾酒		5月1日起，42度玻汾终端牌价调整为49元/瓶，上调2元；53度玻汾终端牌价调整为58元/瓶，上调3元	金种子酒		金种子酒业计划对其战略新品徽合香·彝15、徽合香·彝20的价格进行上调，并于2021年1月1日起实行。
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	今世缘		1至3月，四开国缘每月1日按10元/瓶上调出厂价，计划在配额执行当期出厂价，计划外配额在当期出厂价基础上，按照上调10元/瓶执行。
西凤酒		5月15日起，多款自管产品上调价格，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	今世缘		1月4日起，52度国窖1573经典装团购价建议1050元/瓶，零售价维持1399元/瓶，38度国窖1573经典装团购价建议750元/瓶，零售价建议999元/瓶。
泸州老窖		6月24日起，针对河南市场提高52度国窖1573经典装价格，结算价提高10元/瓶，终端供货价提至920元/瓶	泸州老窖	2021年1月	1月20日起，46度国窖1573经典装计划内配额价格上调20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	贵州茅台		自1月25日起，百年泸州老窖窖龄酒30年(包含38度、52度)终端供货价上调10元/瓶。
今世缘		7月1日起，统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价——四开与对开国缘的零售价及团购价分别上调15元/瓶和10元/瓶	酒鬼酒		1月8日，有媒体报道称，今年茅台酒酱香酒公司自有产品提价10%-40%。
郎酒		青花郎自7月1日起全国统一零售价格上调至1299元/瓶，较此前上调100元	郎酒		自1月15日起，42度500ml酒鬼酒战略价上调20元/瓶。
古井贡酒	2020年7月	7月13日，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90元/瓶、古5终端成交价120元/瓶、古8终端成交价230元/瓶、古16终端成交价370元/瓶、古20终端成交价550元/瓶、古26终端成交价900元/瓶	酒鬼酒		自1月20日起，52度500ml内参酒执行公司建议价格体系，团购建议价1350元/瓶，零售建议价1499元/瓶。
泸州老窖		7月15日，泸州老窖国窖酒美销售股份有限公司华北(东北)大区通知显示，将区域内国窖1573零售调整至按1399元/瓶。	顺鑫农业		自1月28日起，52度500ml酒鬼酒(专卖店销售)战略价上调20元/瓶。
泸州老窖	2020年8月	8月3日52度国窖1573和38度国窖1573的终端配定价将上涨50元。	国台酒业		1月16日起，三牛系列400ml、500ml、1.5L上调10元/瓶，255ml上调6元/瓶。
酒鬼酒		8月23日，国窖1573手工红瓷东北联盟会发布调价通知，称即日起，国窖1573手工红瓷53度产品建议零售价调整为1499元/瓶，建议团购价调整为1100元/瓶。	金沙酒业	2021年2月	2月1日起“2014年酿造”与“2015年酿造”国台国台酒(500ml)的经销商供货价分别上涨100元与50元。
水井坊		8月24日，泸州老窖国窖酒美销售股份有限公司正式发布通知，自9月10日起，52度国窖1573经典装结算价上调40元/瓶，38度国窖1573经典装结算价上调30元/瓶。	顺鑫农业		2月5日起珍品版摘要酒价格在现有基础上涨70元/瓶(500ml)；摘要系列和摘要专属产品根据珍品版摘要酒价格在原价格体系上同比上涨。
洋河股份	2020年9月	9月2日，根据水井坊下发的涨价通知显示，即日起，水井坊将针对臻酿八号38度和臻酿八号42度，建议零售价均上调20元/瓶。	金种子酒		拟对部分低价位的二锅头系列老瓶产品桶装产品及含精品系列在内的盒装酒产品进行提价提价幅度在10%左右，计划于2月10日起执行。
泸州老窖		9月3日，洋河对梦之蓝M3产品的价格作调整：1、产品供货价提升20元/瓶。2、终端建议成交价分别不低于420元/瓶(低度)、500元/瓶(高度)。	剑南春		自3月1日起，对金种子年份酒系列及柔和系列两大主力产品出厂价进行上调，上调幅度为8%-10%。
郎酒		9月10日起，52度国窖1573经典装产品终端开票价格调整至950元/瓶。	西凤酒		自3月1日起，剑南春核心大单品水晶剑正式调价，其终端零售价由此前的489元/瓶涨至519元/瓶以上。水晶剑的出厂价的总费用也将提升30元/瓶，其由两部分组成：出厂价提升20元/瓶，同时缩减10元/瓶的渠道费用。
山西汾酒	2020年10月	9月17日，青花郎建议零售价调整为1499元，即日起郎酒酱香型产品实行计划配额制。	西凤酒	2021年3月	3月10日起，西凤375正式上调产品价格。
泸州老窖	2020年11月	10月15日，汾酒青花汾系列即日起同步上调开票价格和团购价，青花30开票价上调101元/瓶，青花20开票价上调20元/瓶，两款产品出货价也同步上调。	泸州老窖		3月15日起，52度50年陈酿华山论剑西凤酒(规格1*4*500ml)开票价格统一上调200元/瓶。
		泸州老窖博大公司最新发布通知：要求自2020年11月10日起，绿波二曲、磨沙二曲系列产品建议零售价上调20%	顺鑫农业		自3月16日起，建议52度泸州老窖十代特曲团购价328元/瓶。
		泸州老窖怀旧酒美营销有限公司发布文件，自11月16日起，52度500ml泸州老窖特曲60瓶团购执行价上调30元/瓶，达到528元/瓶。	古井贡酒		自3月31日起，百年泸州老窖窖龄酒38度、52度窖龄酒30年终端供货价均将上调10元/瓶，38度、52度窖龄酒60年终端供货价均将上调20元/瓶。此外团购价顺延。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3.2. 高端酒需脱离价位带下沿，苏酒徽酒景象迥异

根据 21Q1 业绩情况来看，我们可将酒企通过不通过不同的评判标准大致分为以下类型：

以基数为维度看——

- 1) 高基数上实现高质量增长：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等；
- 2) 低基数上实现爆发式高质量增长：酒鬼酒、ST 舍得、水井坊等；

以预期为维度看——

- 1) 业绩超预期：洋河股份、今世缘、ST 舍得、山西汾酒等；
- 2) 业绩略不及预期：古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、顺鑫农业等。

以类型为维度具体来看——

- 1) **高端酒：当下**——收入占据上市公司收入 88.5% 的茅五泸均在高基数上实现稳健增长，其中贵州茅台及五粮液地位稳固。**未来**——① 行业高景气度延续态势下，千元价位带持续扩容将带来行业第二增长极。数据拆分来看，据中国酒协数据显示，2025 年白酒收入将达 9500 亿元，增长 62.8%，年均递增 10.2%；利润将达 2700 亿元，增长 70.3%，年均递增 11.2%，通过量价拆分，我们预计随着消费升级趋势延续，高端酒扩容速度将超次高端酒，成为扩容速度最快的价格带；② 对于高端酒来说，脱离高端价位带下沿的高端酒发展才较为稳定，目前处于千元价位带以下的国窖面临次高端酒价格带上移压力，所以需要尽快站到千元，而五粮液批价则已站上千元；
- 2) **次高端酒：当下**——受益于青花玻汾两头拉动，山西汾酒发展势头向好，在高基数上实现稳健增长，同时基数较低的水井坊、酒鬼酒、ST 舍得受次高端大单品拉动，实现爆发式增长；**未来**——① 受益于千元价位带扩容超预期，拥有高成长性千元价格带产品（比如酒鬼酒内参、国缘 V9、青花郎、汾酒青花 30 复兴版等）的酒企业绩亦具备较高弹性；② 目前 300-500 元价位为需求最大的价位段，而 700 元价位需求较小，但在消费升级背景下，300-500 元主流次高端酒价位带将逐步上移至 700 元价位带，700 元价位带市场将出现迅速扩张。我们认为未来只有占据次高端酒上沿的次高端才能脱颖而出，主因该类产品不仅顺应了消费升级趋势，更有冲击高端酒行列潜力。
- 3) **区域酒：当下**——21Q1 苏酒业绩普遍超预期，而徽酒则多为不及预期，出现两派景象主因：1) 徽酒受“就地过年”疫情管控政策影响，返乡人群减少，而江苏地区消费人群较为稳固；2) 在中高端不断向次高端升级过程中，原先百元价格带运作较为成功的区域龙头均受到不同程度的影响；**未来**——① 考虑到洋河改革红利开始逐步释放，业绩迎来拐点期，同时今世缘的四开及对开、V 系列发展趋势已成，势头较为迅猛，我们认为苏酒将继续延续高增长发展态势，且短期内不会出现此消彼长情况；② 徽酒方面，考虑到春节未返乡人群大多将于二季度（清明节/五一节）返乡，因此预计二季度徽酒将有不错表现，具体来看，口子窖仍处于调整期，古井贡酒及迎驾贡酒发展势头更为迅猛，有望迎来超预期增长；③ 区别于高端酒消费者拥有较高品牌忠诚度，100-500 元价位带白酒消费者对价格敏感度更高、对品牌要求度较低，因此在面对众多品牌时，忠诚度远低于高端酒消费者。在这一背景下，100-500 元价位段白酒格局稳定性较 800 元以上高端酒弱，这为古井贡酒等中小市值酒企带来了较大发展空间。

2.4. 香型角度：浓香酒收入占比提升&酱酒发展势不可挡

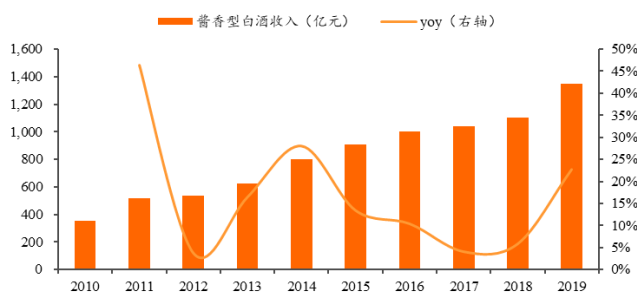
市场认为从报表端来看，浓香酒收入占比仍不断提升，但需考虑未来酱酒企业的上市将在一定程度上重塑白酒上市公司格局，同时从白酒产业角度来看，酱酒发展势头已不可挡，对浓香酒市场份额的替代正潜移默化的进行中。

1) 从上市公司角度来看——浓香酒收入占上市公司收入比有所提升。由于目前酱酒仅有贵州茅台茅台，在贵州茅台收入增速逐步趋于稳定，而五粮液、泸州老窖等浓香酒企业业绩仍具备较高弹性的情况下，浓香酒收入在上市公司收入占比中不断提升；

2) 从近两年潜在上市公司角度来看——酱酒的上市在一定程度上重塑上市公司格局。郎酒、国台、习酒等酱酒公司均为在近年来有潜力实现上市的酒企，其中2020年郎酒收入预计稳破百亿，收入同比增速预计超20%；习酒收入103亿元，同比增加31.3%；国台酒业迈上50亿台阶，收入增速超160%，高速发展的酱酒企业入局有望进一步提升酱酒在上市公司中的收入占比，甚至在一定程度上重塑上市公司格局；

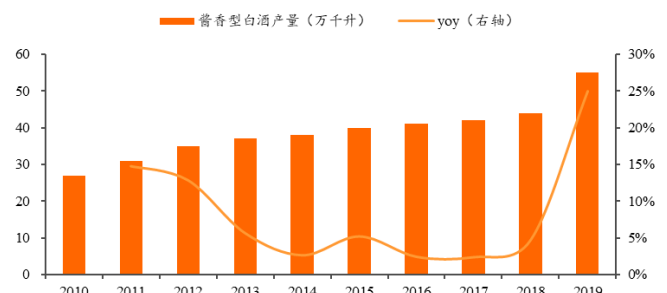
3) 从产业角度来看——酱酒已凭借占行业8%的产能，撬起行业40%的利润。据权威酱酒工作室研究最新数据显示，2020年酱酒行业产能在较去年占比提升1个百分点的情况下，收入、利润占比分别提升3、2个百分点，酱酒在行业中愈加重要。尽管酱香型白酒的产销量份额较小，但因其产品盈利能力强，使得行业利润规模的占比相对较大，并整体呈增长趋势。据此前在酱酒深度报告中测算，预计19-24年酱酒行业收入CAGR将超14%，收入规模将超2600亿元；预计白酒行业19-24年收入CAGR为8%+，2024年酱酒收入占比或将高于30%，成为中国白酒市场最具有诱惑力的利润品类。酱酒天生具备较高进入壁垒及高定价基础在消费者心中留下高端烙印，同时消费升级需求叠加投资需求使得酱酒发展动力由茅台推动转为消费者拉动。除了酱酒收入及利润占比不断提升外，从市场角度看，2020年贵州、河南地区酱化率均已超50%，其中茅台系列酒在河南市场仅用3年就从20亿到100亿，贵州茅台镇30+家酒厂在河南营业收入均已超1亿，同时未来广东、山东、广西、福建等外向型区域酱化率均有望超50%，酱酒流行趋势正在全国逐步蔓延，趋势无法逆转；

图 27：2010-2020 年酱酒规模情况一览



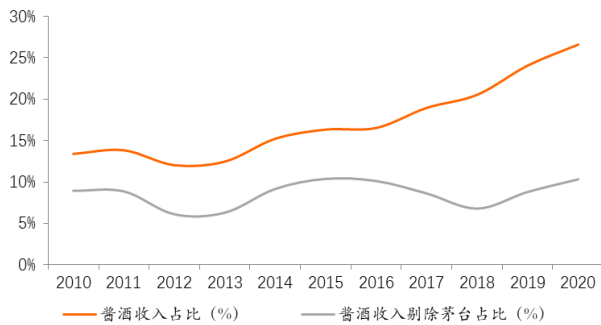
资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 28：2010-2020 年酱酒规模情况一览



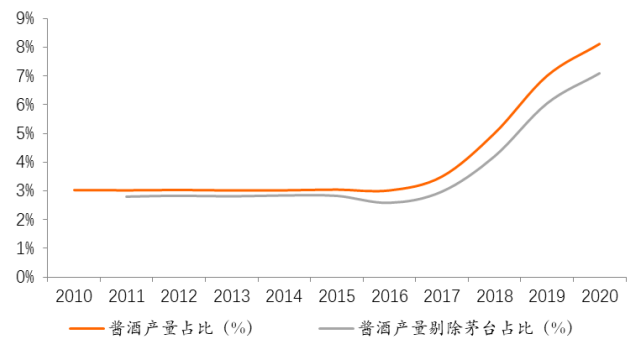
资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 29：2010-2020 年酱酒收入占比情况一览



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 30：2010-2020 年酱酒产量占比情况一览



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

3. 啤酒行业：价格为业绩主要驱动力，销量实现恢复性高增

3.1. 高端化延续推动均价提升，销量表现向好

3.1.1. 收入方面：均价为业绩提升主要驱动力，销量逐步恢复

2020 年啤酒行业实现收入 552.05 亿元，同比增长 13.56%，具体来看：青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020 年营业收入分别为 277.60、109.28、42.49、109.42 亿元，同比变动-0.80%、-4.71%、0.13%、7.14%。

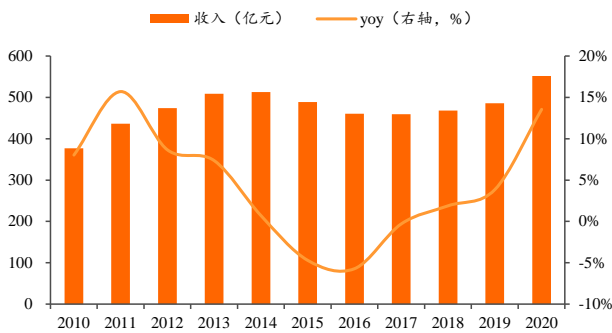
21Q1 收入同比提升 66.97%，环比提升 21.56%。具体来看，青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2021Q1 营业收入分别为 89.28、27.76、7.73、32.72 亿元，同比提升 41.87%、38.49%、39.74%、56.90%。从产量上来看，2021Q1 啤酒行业产量为 822.00 万千升，同比提升 49.59%。

拆分量价来看，产品结构升级仍为啤酒行业主要驱动力：

(1) 量：2020 年酒企销量普遍下降，2021Q1 销量低基数上实现高增。疫情对销量的冲击仍然较为明显，2020 年大多酒企销量均实现下降，随着消费逐步恢复，21Q1 酒企销量迎来高增，具体来看——**青岛啤酒**：2020 年公司实现销量 782 万千升，同比减少 2.84%，其中主品牌青岛的销量为 387.9 万千升，同比下降 4.25%/21Q1 实现销量 219 万千升，同 +35%（较 19Q1+1.1%），其中青啤主品牌销量同比增长 44%，公司加快向听装和精酿等高附加值产品转型；**重庆啤酒**：2020 年重庆啤酒 2020 年实现销量 242.4 万吨，同比+3.3%，其中高端啤酒销量同比+30.4%，主要受益于乌苏疆外市场持续放量及 1664 销量增长/2021Q1 公司在疫情受损销量恢复、乌苏疆外放量的双重驱动下，啤酒销量 71.1 万吨，同比+53.4%，预计高档啤酒中乌苏疆外销量同比增长 50%+；**珠江啤酒**：2020 年啤酒产品 119.94 万吨，同比-4.65%/2021Q1 销量预计增长 40%左右，消费水平已恢复至 2019 年水平。

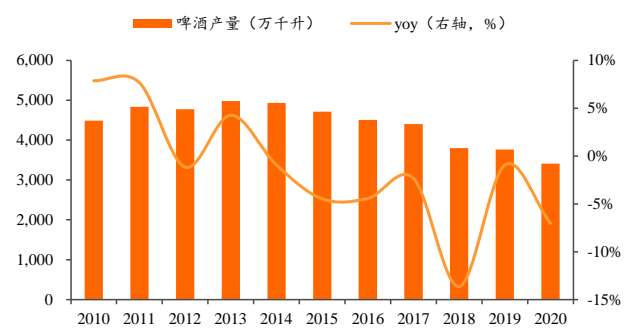
(2) 价：产品结构不断优化，吨价稳步提升。在销量上行的情况下，产品结构提升叠加费用掌控较好推动均价实现增长，具体来看——**青岛啤酒**：2020 产品均价同比上涨 2.12%/产能优化和规模效应使一季度吨酒成本同比-3%，推动毛利率提升 5.1 个百分点至 45.1%；**重庆啤酒**：2020 年重庆啤吨酒价同比+3.5%，受益产品结构改善/公司 2021Q1 吨酒价同比+2.3%；**珠江啤酒**：2020 年吨价为 3386 元/吨，同比+5.18%，销售均价的上升保证产品毛利率的提高/2021Q1 因就地过年公司调整促销策略，加大促销，吨价小幅下滑。

图 31：2020 年啤酒行业营业收入同比增长 13.56%



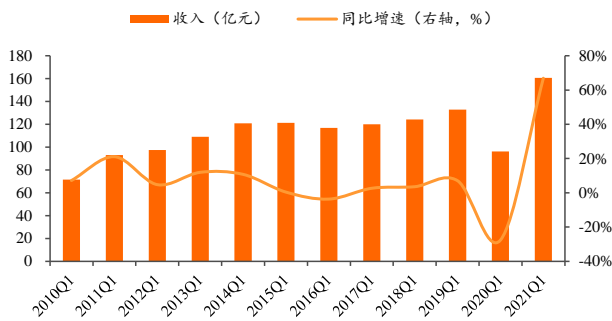
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 32：2020 年啤酒行业产量同比下降 7.04%



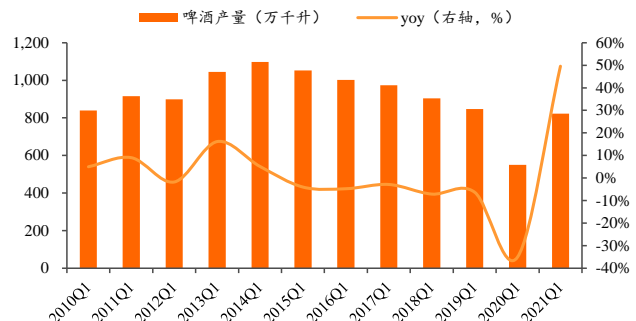
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 33：2020Q1 啤酒行业收入同比提升 66.97%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 34：2021Q1 啤酒行业产量同比上升 49.59%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1.2. 盈利方面：行业盈利能力持续改善，毛利率环比提升

(1) 2020 年盈利能力提升主因产品结构升级带来吨价提升，2021Q1 销量提升摊薄固定成本叠加产品结构升级推动行业整体盈利能力提升

啤酒板块 2020 年实现净利润 40.57 亿元，同比提升 22.05%，其中青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020 年归母净利润分别为 22.01、1.97、5.69、10.77 亿元，分别同比变化 18.86%、-14.32%、14.43%、3.26%；

受益于销量大幅增长降低单位固定成本摊销、产品结构升级等因素影响，啤酒板块 21Q1 啤酒行业实现净利润 12.77 亿元，同比提升 331.68%，环比增速上升 256.45 个百分点，其中青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2021Q1 归母净利润分别为 10.22、-1.09、0.70、2.95 亿元，分别同比变化 90.26%、55.85%、243.13%、111.65%。原材料成本仍有一定压力，预计全年吨均的直接材料成本仍会有一定幅度的提升，但产能利用率提升也会带来吨均制造费用的摊薄。

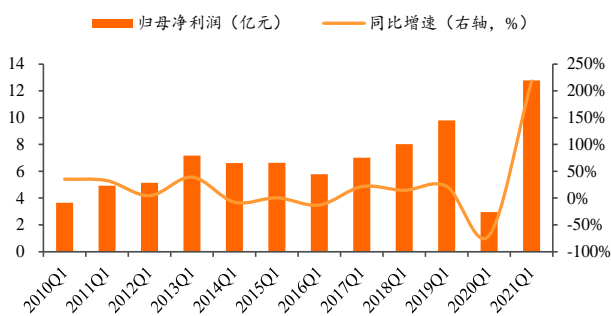
(2) 受益于产品结构升级，行业毛利率实现同比改善

毛利率：2020 年啤酒行业毛利率 42.52%，同比提升 2.98 个百分点。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020 年毛利率分别为 40.42%、39.19%、50.19%、50.61%，同比增长 1.45、0.13、3.35、8.92 个百分点；2021Q1 行业毛利率 43.91%，同比提升 7.00 个百分点，环比提升 1.03 个百分点。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2021Q1

毛利率分别为 45.13%、34.13%、42.31%、51.00%，同比增长 5.07、4.15、4.11、20.41 个百分点。

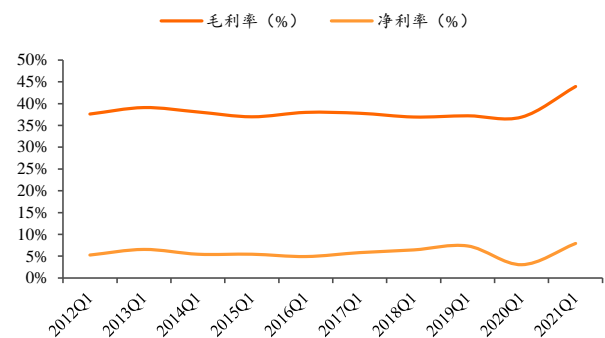
净利率：2020 年啤酒行业净利率为 7.35%，同比提升 1.31 个百分点。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2020 年净利率分别为 8.38%、2.61%、13.78%、16.02%，同比变动 1.49、0.31、1.72、-4.32 个百分点；2021Q1 行业净利率为 7.95%，同比提升 4.87 个百分点，环比提升 10.43 个百分点。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2021Q1 净利率分别为 11.81%、-4.02%、9.74%、18.83%，同比增长 3.01、8.78、5.83、10.79 个百分点。

图 35：2021Q1 啤酒行业净利润同比提升 218.24%



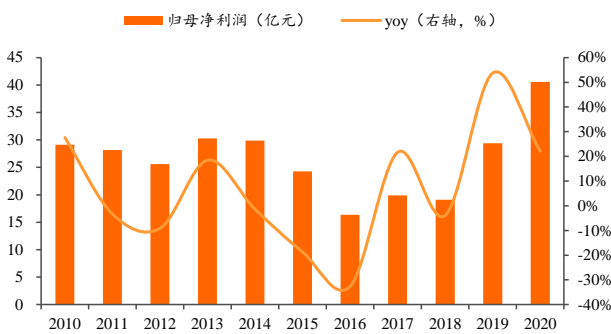
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：2021Q1 啤酒行业毛利率、净利率同比提升 7.00、4.87 个百分点



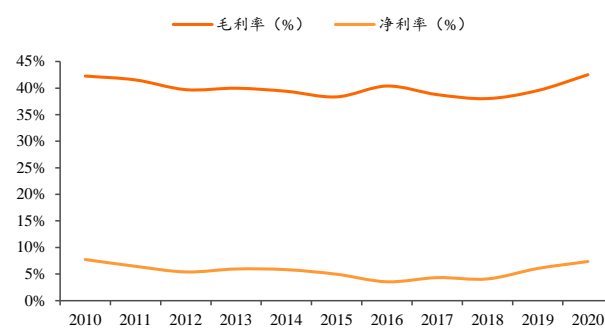
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 37：2020 年啤酒行业净利润同比增长 22.05%



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：2020 年重庆啤酒完成重大资产重组，2020 年啤酒行业利润同比增速相应调整

图 38：2020 年啤酒行业毛利率、净利率同比提升 2.98、1.31 个百分点

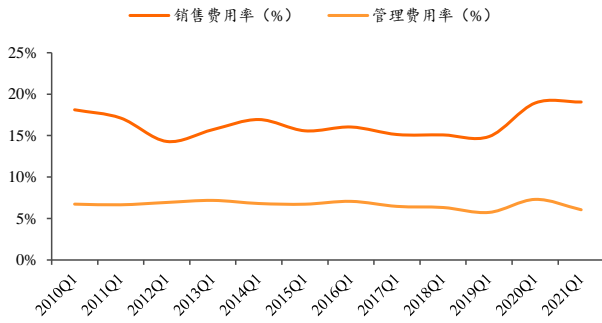


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 费用端整体较为稳定，经营性现金流净额稳步提升

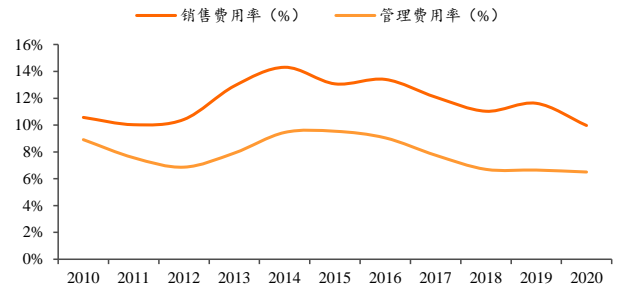
费用端整体表现较为稳定。2020 年啤酒行业销售费用率、管理费用率分别为 17.22%、7.40%，同比变动+0.83、-0.40 个百分点；2021Q1 行业销售费用率、管理费用率分别为 19.06%、6.05%，同比变动+0.12、-1.24 个百分点，环比变化+1.84、-1.35 个百分点，其中珠江啤酒销售费用较去年同期增长 25.26%，主要系今年春节受就地过年政策影响，春节促销活动增多，导致一季度费用投放力度加大。

图 39：2021Q1 啤酒行业管理费用率、销售费用率同比变动 0.12、-1.24 个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

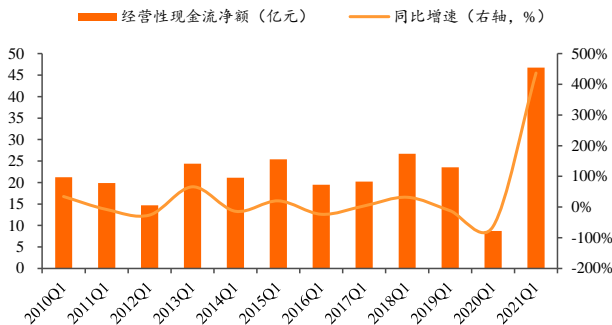
图 40：2020 年啤酒行业管理费用率、销售费用率同比变动 0.83、-0.40 个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

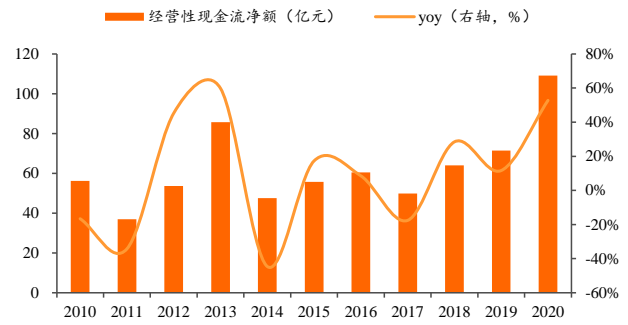
经营性现金流净额稳步提升。2020 年啤酒行业经营性现金流净额同比提升 28.54% 至 109.12 亿元。青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2021Q1 经营性现金流净额分别为 49.53、15.70、6.89、36.90 亿元，分别同比提升 23.33%、-0.30%、-9.15%、79.98%；2021Q1 啤酒行业经营性现金流净额同比提升 436.60%，其中青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒 2021Q1 经营性现金流净额分别为 24.66、8.42、-0.22、13.14 亿元，分别同比提升 298.15%、237.36%、-78.60%、661.89%。

图 41：2021Q1 啤酒行业经营性现金流净额同比提升 436.60%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 42：2020 年啤酒行业经营性现金流净额同比提升 52.73%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 14：2020 年、21Q1 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	
	2020	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2020	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2020	2021Q1	2020	2021Q1
青岛啤酒	277.6	-0.8%	89.3	41.9%	22.0	18.9%	10.2	90.3%	40.4%	45.1%	8.4%	11.8%
燕京啤酒	109.3	-4.7%	27.8	38.5%	2.0	-14.3%	-1.1	55.8%	39.2%	34.1%	2.6%	-4.0%
珠江啤酒	42.5	0.1%	7.7	39.7%	5.7	14.4%	0.7	243.1%	50.2%	42.3%	13.8%	9.7%
重庆啤酒	109.4	7.1%	32.7	56.9%	10.8	3.3%	3.0	111.6%	50.6%	51.0%	16.0%	18.8%
惠泉啤酒	6.1	9.1%	1.2	10.5%	0.3	44.7%	0.0	43.9%	25.4%	26.7%	4.7%	-3.4%
*ST西发	4.1	27.3%	1.0	105.9%	0.1	104.2%	-0.1	72.9%	23.8%	23.2%	11.1%	3.6%
兰州黄河	3.1	-32.7%	1.0	66.9%	-0.3	-291.2%	0.1	141.8%	16.3%	27.1%	-16.9%	8.8%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 投资建议

白酒方面，建议关注结构性分化&超预期两大逻辑，在震荡中寻找确定性与超预期。从整体环境来看，白酒板块景气度仍将向上，目前估值水平较为合理，向上提升空间有限，随着前期预期/催化已逐步兑现、市场对流动性预期存在波动，我们认为区别于过去两年整体稳健向上态势，21Q2 板块波动将加剧，我们将在震荡中寻找确定性 & 超预期：1) 思路一：看好稳健性强的高端酒标的，首推五粮液；2) 思路二：建议关注 20Q2 基数较低标的。我们认为部分优质酒企 21Q2 在去年低基数上或迎超高增速，比如：水井坊等；3) 思路三：建议关注 21Q1 业绩不及预期的酒企 21Q2 业绩表现。我们认为有部分酒企业绩不及预期的原因可在二季度得到改善，比如因返乡人员下降导致 21Q1 业绩不及预期的徽酒：古井贡酒、迎驾贡酒等。

啤酒方面，啤酒行业市场容量逐步提升，高端化是行业未来发展的主旋律。短期来看，啤酒行业销量将在低基数下实现恢复性高增，考虑到啤酒行业产能持续优化、成本费用得到较好控制、产品结构上移、罐化率提升，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，啤酒企业将通过推出超高端产品以提升品牌力。另外，优质酒企能通过提升供应链效率以对冲成本提升，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

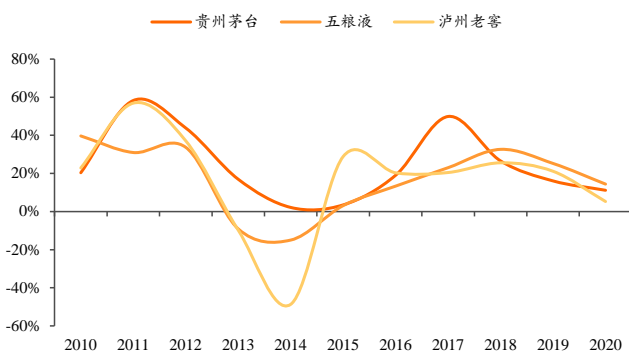
- 1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；
- 2、高端酒批价上涨不及预期

6. 附录：2020&2021Q1 重点酒企业绩情况一览

6.1. 高端酒：贵州茅台稳健发展，五粮液泸州老窖弹性较大

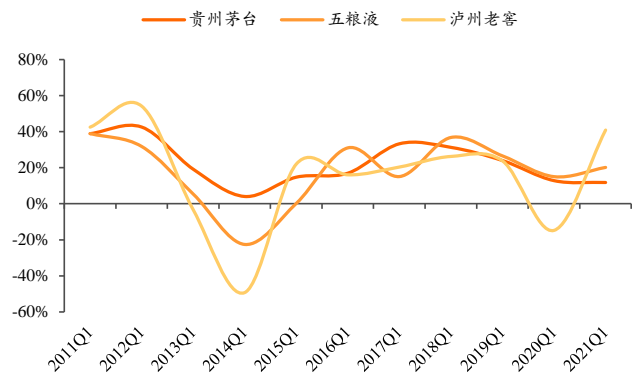
高端酒收入及利润增速表现最为稳健。收入方面：2020年贵州茅台、五粮液、泸州老窖收入分别同比增长11.10%、14.37%、5.29%；2021Q1贵州茅台、五粮液、泸州老窖收入分别同比增长11.74%、20.19%、40.85%；净利润方面：2020年贵州茅台、五粮液、泸州老窖利润分别同比变动13.33%、14.67%、29.38%；2021Q1贵州茅台、五粮液、泸州老窖利润分别同比增长6.57%、21.02%、26.92%。

图 43：2020 年高端白酒收入增速情况一览



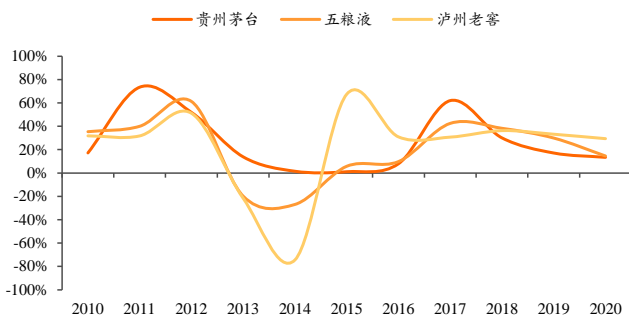
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 44：2021Q1 高端白酒收入增速情况一览



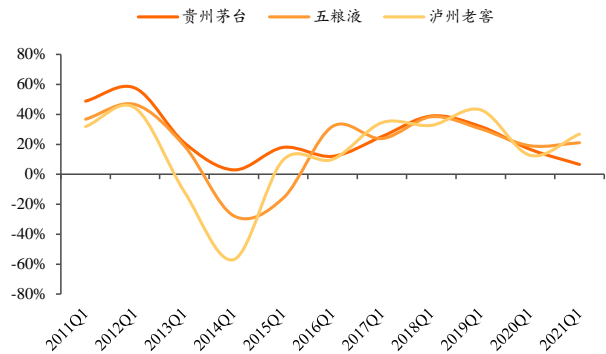
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 45：2020 年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 46：2021Q1 高端白酒利润增速情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.1.1. 贵州茅台：收入表现符合预期，基础夯实稳发展

业绩简述：公司 2020 年营业收入 949.15 亿元，同比增长 11.10%；归母净利润 466.97 亿元，同比增长 13.33%。其中，2020Q4 营业收入 277.00 亿元，同比增长 13.09%；归母净利润 128.70 亿元，同比增长 19.70%。公司 2021Q1 营业收入 272.71 亿元，同比增长 11.74%；归母净利润 139.54 亿元，同比增长 6.57%。

2020 年业绩稳健增长，利润表现优异主因直销占比大幅提升。2020 年收入及净利润增速分别为 11.10%、13.33%，毛利率较去年同期提升 0.11 个百分点至 91.41%；2020Q4

收入及净利润增速分别为 13.09%、19.70%，分别环比增长 4.94、12.83 个百分点，考虑到 2020 年主要产品均未提价，20Q4 净利润实现高增主因：20Q4 直销渠道占比较 20Q3 提升 3.25 个百分点至 17.37%，直销比例大大提升从而推升产品吨价。产品方面，全年来看茅台酒为业绩主要驱动力：2020 年茅台酒及系列酒收入分别同比增长 11.91%、4.70%，其中销量分别同比下降 0.72%、1.13%，吨价分别同比增长 12.73%、5.90%。

2020Q1 收入端符合预期，利润端低于预期主因税金及附加增长显著。收入端：2021Q1 收入为 272.71 亿元，同比增长 11.74%，分产品看，21Q1 茅台酒/系列酒分别实现收入 245.92/26.43 亿元，同比+10.66%/21.86%，茅台酒发货比例较高，实现发展稳健，系列酒亦在低基数下实现高质量增长，预计发货量较去年同期实现小幅增长。**利润端：**2020 年公司净利润增速为 6.57%，净利润增速低于收入增速主因税金及附加较高（2021Q1 税金及附加项 38.3 亿，同比增长 56.4%；营业税金率 13.6%，同比提升 4 个百分点），主因：1) 今年直营占比提升导致消费税基变高（直营渠道价格较高）；2) 2019Q4 未提前执行计划。毛利率方面，在非标占比及系列酒占比均提升的背景下，2021Q1 公司毛利率 91.68%，同比基本持平。

渠道改革效果显著，直销渠道占比已达 17.54%。公司渠道结构进一步优化，2020 年公司直销及批发销售收入分别为 132.40、815.82 亿元，分别同比增长 82.66%、4.46%，直营占比从去年同期的 8.49%提升至 13.96%，其中 2020Q4 直营及批发销售收入分别同比增长 15.96%、12.50%；经销商方面，报告期末国内经销商数量 2046 家，减少了 331 家经销商（主要为系列酒经销商，系列酒仍在调整期）。2021Q1 公司直销及批发销售收入分别为 47.77、224.57 亿元，分别同比增长 146.46%、0.02%，直营占比从去年同期的 7.95%提升至 17.54%；经销商方面，报告期末国内经销商数量 2044 家，净增 2 家。

预收款环比下降，消费税率提升拖累盈利端表现。费用率方面，费用率方面，考虑到运输费从“销售费用”调整至“营业成本”核算，2020 年实际上公司销售费用率下降 0.91 个百分点至 2.93%，管理费用下降 0.02 个百分点至 6.98%；21Q1 公司销售费用率降低 0.59 个百分点至 2.02%（会计准则变化，运输费从“销售费用”项目调整至“营业成本”项目核算），管理费用率提升 0.18 个百分点至 6.38%；净利率方面，受消费税拖累，21Q1 公司净利率下降 2.63 个百分点至 54.17%。现金流方面，2020 年公司经营活动现金净流量为 516.69 亿元，同比增长 14.29%；预收款方面，2020 年预收款（合同负债+其他流动负债）为 149.31 亿元，环比 2020Q3 提升 43.71 亿元，同比提升 11.91 亿元；2021Q1 公司经营活动现金净流量为-14.85 亿元，主因：1) 支付原材料款项增加及存放中央银行和同业款项净增加；2) 非标提价预期下，经销商于 2020Q4 进行集中打款（可从 21Q1 预收款环比下降 89.20 亿元至 60.12 亿元中看出）。

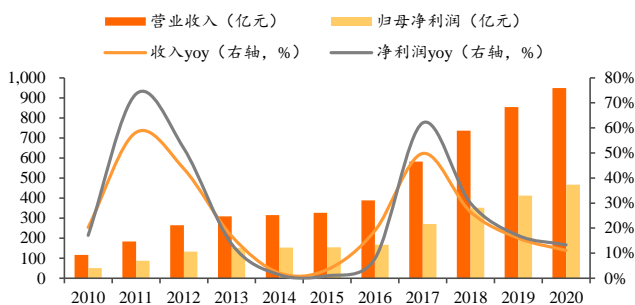
短期看：非标产品出厂价提升或起明显利润增厚作用。1) 控价举措立足长远：公司在春节前推出拆箱销售、加大直营投放、加强市场检查等举措，使得散瓶酒投放量明显增长，虽然暂时整箱酒批价涨至 3250 元/瓶，但这一系列举措利于批价长期的健康发展；2) 非标提价增厚利润：2020Q1 公司总经销商产品已实现了提价（提价幅度在 5%~100%之间），同时精品出厂价从 2299 元/瓶提到 2699 元/瓶；刚上市的牛年生肖酒出厂价从 1299 元/瓶涨至 1999 元/瓶，预计将有效增厚全年利润。

中期看：2021 年业绩目标设置较为理性，基础夯实再发展。公司表示 2021 年收入目标为 10.5%，我们认为目标设置较为理性，主因：1) 通过复盘往年业绩目标及实际业绩增速，实际增速往往高于业绩目标；2) 从集团十四五角度出发，我们认为除了茅台股份公司，习酒等集团下子公司亦将贡献部分业绩（预计十四五期间习酒产能将达近 5 万吨）

以达到集团 1800 亿元收入目标，叠加未来 5 年内不排除茅台有提价可能，因此 2021 年收入增速设置在 10.5% 较为合理；利润端方面，考虑到集团主要利润增量来源为茅台股份公司，因此预计十四五期间茅台利润增速将高于收入增速，同时茅台产品的提价亦将助推利润增速实现高增，从而助力集团完成十四五目标。

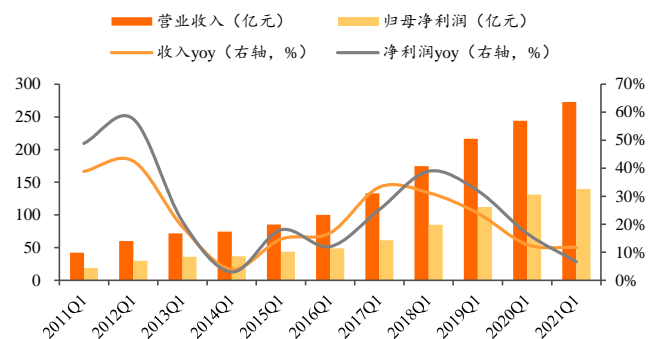
长期看：批价将延续稳健态势，业绩确定性强。考虑到需求端表现强劲、公司不断加大监管力度、产量稳步提升（2021 年茅台基酒产能目标为 5.53 万吨，系列酒产量目标为 2.9 万吨；十四五期间规划茅台酒系列酒实现双 5.6 万吨产能）、技改项目稳步推进（2020 年 9 月茅台“十三五”茅台酒技改扩建项目全面完工，新增的茅台酒基酒设计产能 4032 吨将于 2021 年释放，同时 3 万吨酱香系列酒技改项目稳步推进）、直营占比不断增长，预计未来茅台批价仍将延续稳定态势，业绩确定性强。

图 47：2020 年贵州茅台收入、利润同比增长 11%、13%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 48：2021Q1 贵州茅台收入、利润同比增长 12%、7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.1.2. 五粮液：业绩符合预期，改革红利将加速释放

业绩简述：五粮液公布 2020 年年报&一季报：2020 年公司实现收入约 573.21 亿元（+14.37%）；净利润约 199.55 亿元（+14.67%）；2021Q1 公司实现营业收入约 243.25 亿元（+20.19%）；净利润约 93.24 亿元（+21.02%）。

五粮液平稳收官十三五，圆满完成年度任务。在疫情影响下，公司圆满完成年初制定的双位数增长目标，2020 年公司实现收入 573.21 亿元（+14.37%）；净利润 93.24 亿元（+21.02%），公司在经营业绩、产品价格、渠道利润、产品结构及品牌价值均实现稳步增长：

1) 产品价格/渠道利润方面：批价稳步提升，渠道利润增厚开启经营正循环。在疫情爆发之初，消费场景消失使得公司批价下降至 900 元以下，五粮液通过精准施策、“两管控一加快”、调整配额、加大团购占比、提升团购渠道出厂价等举措，在数字化系统加持下，公司批价回升至千元团购价超千元，不断提升的批价及渠道利润赋予经销商越来越强的信心，更多经销商愿意加大进货力度；

2) 产品结构方面：产品结构升级推动净利润高增。2020 年五粮液主品牌收入 441 亿元，同比增长 13.9%，销量 28139 吨，同比增长 5.3%，主品牌均价同比增长 8.2%；系列酒收入 83.7 亿元，同比增长 9.8%，销量 13.2 万吨，同比下降 4.6%，系列酒均价同比增长 15.1%，产品结构持续提升推动利润端稳步增长；

3) 盈利能力及费用方面: 2020 年公司毛利率及净利率较去年同期分别降低 0.30、提升 0.11 个百分点至 74.16%、36.48%; 费用率方面, 公司销售费用率较去年同期减少 0.21 个百分点至 9.73% (运输费用划转至成本端)、管理费用率较去年同期减少 0.77 个百分点至 4.78%; 预收款方面, 2020 年公司预收款为 97.60 亿元, 环比增长 49.80 亿元; 现金流方面, 2020 年公司经营性现金流净额为 146.98 亿元, 较去年同期减少 36.40% (主要系一季度部分销售回款体现在上年末及缴纳的税金增加等因素综合影响所致)。

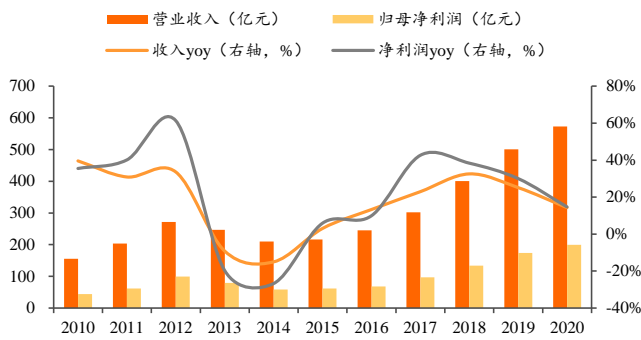
2021Q1 业绩符合预期, 经营进入正循环。2021Q1 公司业绩实现增速超 20% 的稳健发展, 主因: 1) 春节动销超预期——春节期间全国收入端总体增长 30% 以上, 部分区域超 50%, 且多地库存不足 5%; 2) 八代五粮液团购价从 889 元/瓶提升至 999 元/瓶; 3) 继团购价提升后, 公司要求 3 月 1 日开始八代五粮液批价不得低于 1150 元/瓶, 零售价及团购成交价不得低于 1250 元/瓶, 目前绝大部分地区批价已站稳千元, 品牌力稳步提升。

预收款环比下降, 费用率小幅下降。费用率方面, 公司销售费用率较去年同期减少 1.45 个百分点至 7.09% (运输费用划转至成本端)、管理费用率较去年同期增加 0.46 个百分点至 4.07%; 预收款方面, 2021Q1 公司预收款 56.40 亿元, 环比下降 41.2 亿元 (主要系上年末经销商打款积极、本季度销售旺季备货积极使用预收款增加综合所致); 现金流方面, 2021Q1 公司经营性现金流净额为 55.05 亿元, 较去年同期实现大幅增长 (主要系本报告期经营规模扩大及银行承兑汇票到期收现增加所致)。

团购占比提升及新品为重要关注点。我们认为公司产品结构将稳步提升, 主因: 1) 公司将继续加大团购渠道占比; 2) 公司低度酒未来或重新上市; 3) 经典五粮液今年会投放千吨级以上规模; 4) 小五粮稳步放量; 5) 经典 20 经典 30 和经典 50 已完成设计, 未来陆续推出; 6) 近期牛年五粮液等非标产品亦陆续上市, 八代五粮液价格带以上产品矩阵正不断完善; 7) 五粮春重新各地招商, 按原总代分销价格 120 元打款 (同比增长 70%) 将有效增厚利润。

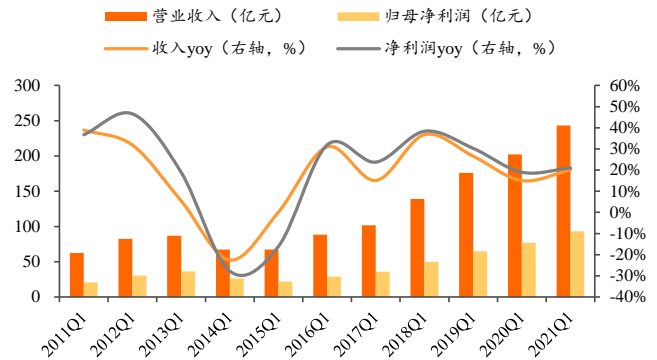
经营将进入正循环发展通道, 业绩兼备确定性 & 高成长性。我们认为 2017-2020 年为改革基础期, 接下去两年才是措施真正产生协同效用、红利迅速释放时期。短期来看, 2021 年营销目标及方针为: 继续坚持稳中求进的工作总基调, 保持战略定力, 以满足消费升级的需求目标, 以供应的优先改革为引领, 全年继续保持行业平均相近水平的发展速度, 保持传统渠道投放总体不增量, 保持五粮液场价格持续稳定提升的趋势不减缓。我们认为高端化速度、批价提升速度或超预期: 1) 公司产品梯队清晰, 高端酒 (八代五粮液、经典五粮液等) 将通过团购渠道运作叠加团购占比提升将继续带动公司产品结构, 五粮液高端化速度或超预期; 2) 在消费品牌意识不断增强、五粮液内部改革稳步推进的背景下, 我们认为品牌力较强的五粮液批价表现亦或超预期。**中长期看,**千元价位带的持续扩容保证了量价提升空间, 批价提升幅度及产品高端化速度均或超市场预期, 同时多措并举下渠道利润的增厚为经营实现正循环奠定基础。我们认为未来五粮液业绩兼备高确定性 & 成长性及改革标杆地位将推动估值中枢进一步上移。

图 49：2020 年五粮液收入、利润同比增长 14%、15%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 50：2021Q1 五粮液收入、利润同比增长 20%、21%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.1.3. 泸州老窖：业绩符合预期，薪酬改革落地助发展

业绩简述：公司发布 2020 年及 2021Q1 业绩公告，显示 2020 年公司收入为 166.53 亿元（+5.29%），归母净利润为 60.06 亿元（+29.38%），其中 20Q4 实现收入 50.54 亿元（+16.45%），归母净利润 11.90 亿元（+40.59%）；2021Q1 公司收入为 50.04 亿元（+40.85%），归母净利润为 21.67 亿元（+26.92%）。

2020 年高档酒收入占比提升，盈利表现优。2020 年收入及净利润分别同比增长 5.29%、29.38%，圆满完成了年初的““维持良好发展势头，确保行业排位不下降，力争缩小与行业前列企业的差距”目标。2020 年公司利润增速高于收入增速主因：高档酒（国窖 1573、特曲、窖龄酒等）收入同比增长 15.33%，收入占比提升 7.44 个百分点至 85.49%，吨价提升 17.07%至 56.21 万元/吨，产品结构持续升级推动利润高增，泸州老窖品牌名酒价值和消费者信心回归态势逐步形成，60 版特曲持续突破，第十代特曲成功上市，窖龄酒全面推进转型跨越，头曲二曲营销管理改革成效显著。在公司品牌力不断提升背景下，2020 年公司预收账款环比增长 5.07 亿元至 18.97 亿元，预收款表现优秀。

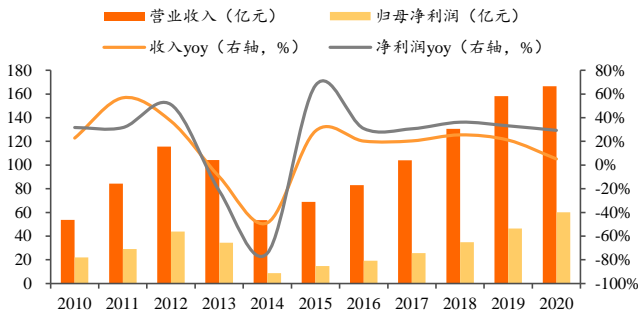
费用率表现稳健，现金流同比小幅微。2020 年公司费用端表现稳健，销售费用率、管理费用率分别较去年同期下降 7.91、0.10 个百分点至 18.56%、5.59%，销售费用较去年同期下降 26.17%，主因财务准则变动（物流费归入成本项目）/促销费下降。受益于产品结构升级、费用得到良好控制，2020 年毛利率及净利率分别为 83.05%、35.78%，较去年同期分别提升 2.43、6.43 个百分点。另外，2020 年经营现金流为 49.16 亿元，同比增长 1.54%。

2021Q1 迎开门红，收入端表现符合预期。2021Q1 收入及净利润分别同比增长 40.85%、26.92%，收入实现高增原因之一为 21Q1 国窖开门红任务目标提升，且动销及库存表现均较往年更优秀，且 21Q1 预收实现小幅环比增长；利润端增速略低于或因 2020Q1 利润基数较高（2020Q1 税率同比下降 5.62 个百分点至 5.91%，税率下降原因或为因市场以消化库存为主，生产端向销售端确认的当期税费减少，另外，疫情影响下部分市场支持和建设费用减少，但以上均不可持续）盈利端，2021Q1 毛利率及净利率分别为 86.04%、43.56%，较去年同期分别下降 0.81、5.03 个百分点。

2021 迎十四五开局，15%的收入目标达成概率。2021 年为公司十四五开局之年，考虑到：泸州老窖价位带布局较为均匀，高端酒及次高端酒将尽享扩容红利，而低档酒产品结构加速升级，收入及利润均具较强弹性，**薪酬改革落地**（公司披露高管薪酬管理办法，适用人员包括总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书等高管，利于激发管理层活力），

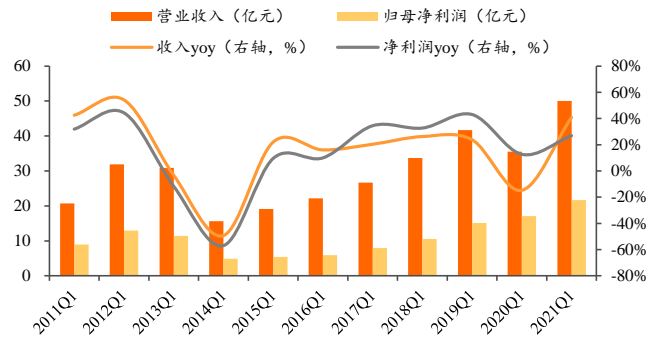
预计 15% 的收入目标达成概率高。另外，十四五公司将坚持“136”战略——即坚定 1 个发展目标（坚定重回中国白酒行业“前三”目标）；坚持 3 大发展原则（一是坚持品牌引领，全力提升中国名酒品牌价值。二是坚持品质立基，全力打造世界名酒核心产区。三是坚持文化铸魂，全力建设中华酒文化朝圣之地）；建设“六位一体”泸州老窖（建设品牌/品质/文化/创新/数智/和谐泸州老窖）。

图 51：2020 年泸州老窖收入、利润同比增长 5%、29%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 52：2021Q1 泸州老窖收入、利润同比增长 41%、27%

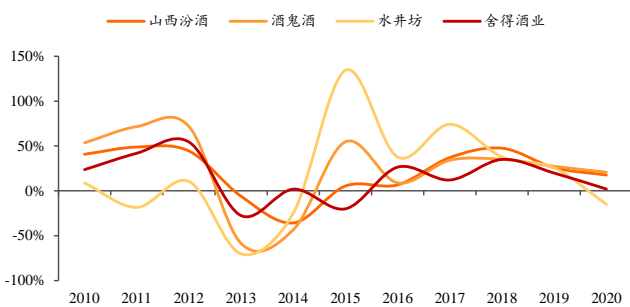


资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.2. 次高端二线名酒：次高端酒加速扩容，低基数下爆发式增长

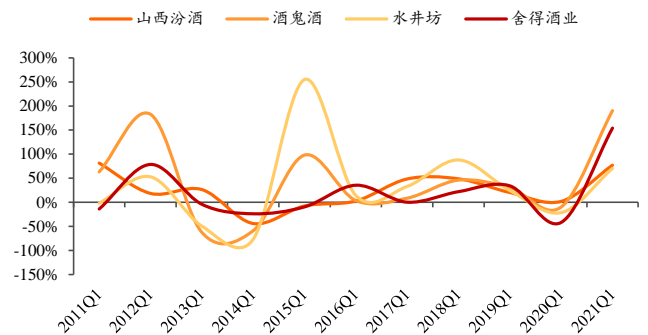
次。收入方面：2020 年山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业收入分别同比变动 17.63%、20.79%、-15.06%、2.02%；2021Q1 山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业收入分别同比变动 77.03%、190.36%、70.17%、154.21%，酒鬼酒、舍得酒业表现较优。**净利润方面：**2020 年山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业利润分别同比变动 56.39%、64.15%、-11.49%、14.42%；2021Q1 山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业利润分别同比变动 77.72%、178.85%、119.66%、1031.19%，酒鬼酒、水井坊、舍得酒业表现亮眼。

图 53：2020 年次高端白酒收入同比增速情况一览



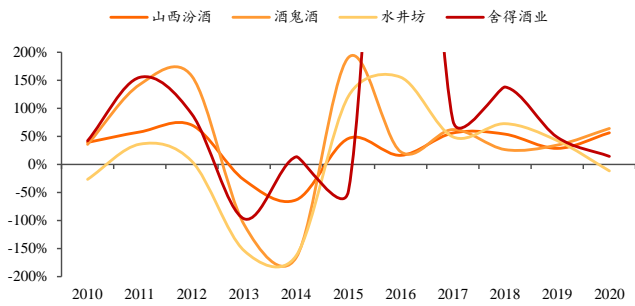
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 54：2021Q1 次高端白酒收入同比增速情况一览



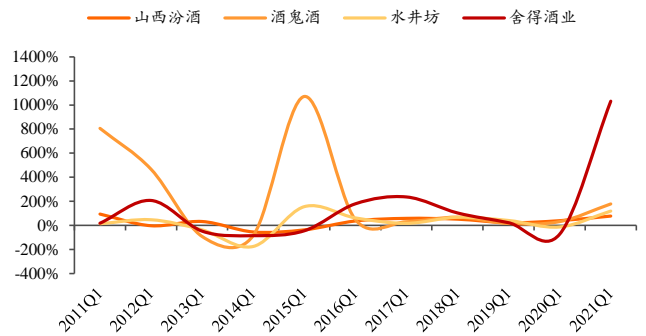
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 55：2020 年次高端白酒净利润同比增速一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：舍得酒业 2016 年归母净利润增速为 1025%

图 56：2021Q1 次高端白酒净利润同比增速一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.2.1. ST 舍得：低基数下高增，净利润表现超预期

业绩简述：舍得酒业 2020 年实现收入约 27.04 亿元 (+2.02%)；净利润约 5.81 亿元 (+14.42%)；2020Q4 公司实现营业收入约 9.40 亿元 (+16.56%)；净利润约 2.70 亿元 (+31.83%)。2021Q1 公司实现收入 10.28 亿元 (+154.21%)；归母净利润约 3.02 亿元 (+1031.19%)。

2020 年低端产品为收入主要增量来源，利润端表现略超预期。疫情对公司上半年业绩影响较大，20H2 公司销量超 19 年同期、整体价格上升 50-70 元。全年来看，公司实现 2.02%、14.42% 的收入及净利润增速，其中酒类业务收入为 23.50 亿元 (+2.72%)：

- 1) 产品结构方面：收入增长主要来源于沱牌系列产品收入高增，吨价提升推动利润增长。**收入端，中高档（舍得、沱牌天曲）及低档酒（沱牌大曲）收入分别同比变动-3.31%、+158.14%，其中低端酒收入占比较去年同期提升 5.65 个百分点（开发产品较多），为公司主要收入增长驱动力；利润端，中高档酒吨价较去年同期提高 27.63%至 30.35 万元/千升，低档酒吨价较去年同期提高 1.33%至 2.55 万元/千升，吨价的抬升推动公司盈利端向好。
- 2) 渠道结构方面：批发代理为主，B2C 电子商务渠道占比提升。**公司构建了以地县级经销商与分品牌代理商为主的经销体系，2020 年公司对经销商进行分级管理、分级服务以构建新型厂商关系，具体来看——公司批发代理、电商销售收入分别同比变动-1.75%、+136.01%，其中电商销售收入占比提升 4.21 个百分点至 7.46%；区域方面，省内及省外收入增速分别为-6.58%、-0.12%，其中省外收入占比较去年同期变动-2.01 个百分点至 70.47%，同时省外净减少 189 个经销商至 1270 个；
- 3) 盈利能力及费用方面：**2020 年公司毛利率及净利率较去年同期分别变动-0.33、+2.14 个百分点至 75.87%、22.46%；费用率方面，公司销售费用率较去年同期减少 1.80 个百分点至 19.86%（会计准则变动，运输费用划转至成本端）、管理费用率较去年同期减少 0.63 个百分点至 13.33%；预收款方面，2020 年公司预收款为 4.18 亿元，环比增长 1.29 亿元；现金流方面，2020 年公司经营现金流净额为 9.97 亿元，较去年同期增长 49.37%。

2021Q1 净利润高增主因中高端酒收入高增+费用率下降。2021Q1 公司实现 154.21%、1031.19% 的收入及净利润增速，其中酒类业务收入增长 177.12%主因：1) 2020Q1 受疫情影响，收入基数较低；2) 产品方面：收入占比达近 90%的中高档酒收入增长 166.98%至 8.25 亿元，低端酒收入亦实现 295.04%的增速，产品结构上移；3) 渠道方面：省内外均实现恢复性高增，其中省内收入增速分别+260.92%，收入占比较去年同期+8.15 个百分点。利润端增速远超收入端或因：1) 产品结构升级贡献利润；2) 费用控制合理。21Q1 公司销售费用率较去年同期减少 10.70 个百分点至 14.54%（会计准则变动，运输费用划转至

成本端)、管理费用率较去年同期减少 7.45 个百分点至 9.59%，其中销售费用在去年低基数背景下仅增长 46.44%。

2021Q1 盈利能力持续提升，预收实现环比增长。2021Q1 公司毛利率及净利率较去年同期分别变动+5.24、+22.34 个百分点至 77.60%、30.06%；预收款方面，2021Q1 公司合同负债为 4.41 亿元，环比增长 0.73 亿元，主要是上年预付的费用款等今年进行开票结算所致；现金流方面，2021Q1 公司经营性现金流净额为 3.90 亿元，去年同期为-0.74 亿元，主要是报告期内酒类业务销售回款增加所致。

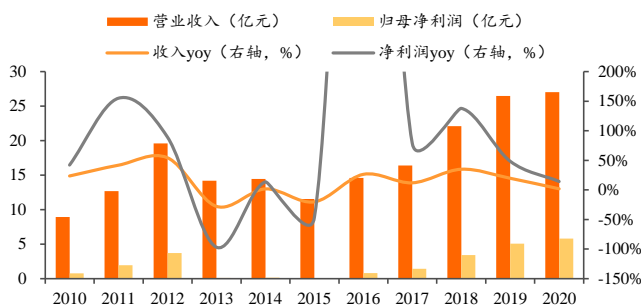
未来看点——舍得系列表现或超预期，老酒战略助力弯道超车：

股权激励激发活力，期待后续新力量注入。19 年初推出的股权激励制度利于激发员工积极性，同时复星入主有望助力舍得走上业绩上升通道。

看点一：次高端持续扩容，舍得系列表现或超预期。行业因素：次高端酒处于快速扩容期，价格带动态上移，竞争激烈，预计未来将继续高速发展；内部因素：卡位次高端放量价格带上的品味舍得、智慧舍得有望乘次高端酒扩容之风，业绩实现超预期表现。

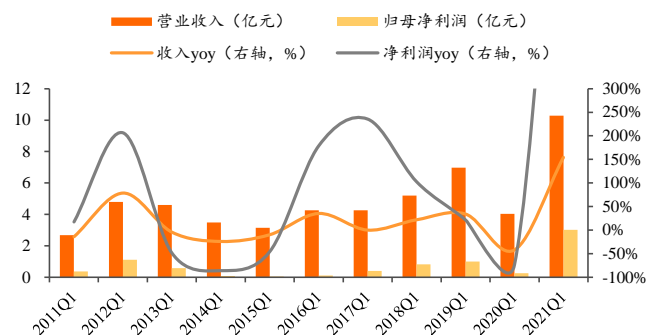
看点二：差异化老酒战略或将助力实现超预期弯道超车。陈年名酒具备高品质、稀缺性的特征，其收藏和品鉴价值逐步得到消费者认可，预计 2021 年老酒的市场规模将达到千亿。舍得将凭借其拥有的四大竞争力——优秀的品牌力+12 万吨稀缺坛储老酒（不可复制的稀缺资源）+不断加强的创新性营销力（自创 IP 叠加数字化赋能）+高渠道利润（可达 70%）来落地化老酒战略，经测算，舍得全系列 2022 年市占率略提至 2.5%，产品规模将突破 30 亿元，或将实现超预期弯道超车。

图 57：2020 年舍得酒业收入、利润同比增长 2%、14%



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：舍得酒业 2016 年归母净利润增速为 1025%

图 58：2021Q1 舍得酒业收入、利润同比增长 154%、1031%



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：舍得酒业 2021Q1 归母净利润增速为 1031%

6.2.2. 酒鬼酒：内参表现优异，迎创新突破年

业绩简述：公司发布 2020 年及 2021Q1 业绩公告，显示 2020 年公司收入为 18.26 亿元(+20.79%)，归母净利润为 4.92 亿元(+64.15%)，其中 20Q4 实现收入 6.99 亿元(+28.50%)，归母净利润 1.61 亿元(+39.26%)；2021Q1 公司收入为 9.08 亿元(+190.36%)，归母净利润为 2.68 亿元(+178.85%)，业绩表现超预期。

2020 年内参系列收入高增，为核心发展。2020 年公司收入及归母净利润分别增长 20.79%、64.15%，其中利润基本符合此前预告。**产品端来看**，2020 年内参、酒鬼酒、湘

泉系列收入分别为 5.72、10.14、1.57 亿，占比 31.34%、55.50%、8.61%，分别同比变动 +72.88%、+0.82%、+5.53%，其中内参系列销售口径实现收入翻番目标，其报表收入占比较去年同期提升 9.44 个百分点至 31.34%，毛利率从 89.89% 提升至 92.41%，为公司核心发展力；由于酒鬼酒处于调整期，收入占比有所下降；湘泉系列收入小幅微增。**具体单品来看**，52 度内参酒、红坛酒鬼、传承酒鬼销售占比分别提升到 26%、12% 和 7%。**市场方面**，省内基本实现扁平化，湖南县级市场覆盖率由年初 48.3% 提至 73.6%；省外核心终端网点增长 73% 至 8347 家；全国省会级城市覆盖率达 97%，地级城市覆盖率由年初的 56% 提高到了年末的 62%。

2020 年公司盈利能力稳步提升，预收款环比增。2020 年公司毛利率较去年同期提升 1.12 个百分点至 78.87%，利润端略超预期主因：1) 高价位内参收入大幅增长；2) 经诉讼程序收到赔偿款 7194.12 万导致税后非经常性损益净额增加 5341.98 万元；费用率方面，公司销售费用率较去年同期下降 2.19 个百分点至 23.20%（运输费用划转至成本端）、管理费用率较去年同期下降 1.76 个百分点至 8.57%；预收款方面，2020 年公司合同负债为 7.19 亿元，环比增加 3.87 亿元；现金流方面，2020 年公司经营现金净额为 9.50 亿元，较去年同期增长 148.79%。

开门红表现优异，2021Q1 业绩表现超预期。2021Q1 公司收入及归母净利润增速分别为 190.36%、178.85%，业绩超此前市场预期，主因：

1) 一季度回款进度略超预期：区别于往年公司四季度收入占比高，而一季度开门红占收入比低（回款 25-27% 左右）的情况，今年一季度公司开门红比超 30%，其中省内、省外较好区域、新开拓区域回款大约为 40%、30%、20%；

2) 需求端表现超预期：受益于较强前期加大营销费用投入，品牌认可度的提高大幅提升需求，库存消化速度加快，湖南等地区甚至在春节后出现补货需求。

利润增速低于收入增速，主因：1) 21Q1 内参酒收入占比预计较去年同期低至少 15 个百分点（20Q1 内参系列收入增速达 70%，占比达 55%），影响利润端；2) 费用投放恢复；费用率方面，公司销售费用率较去年同期下降 1.69 个百分点至 22.17%（会计准则变化）、管理费用率较去年同期下降 3.80 个百分点至 3.49%；预收款方面，21Q1 公司合同负债为 5.80 亿元，环比下降 1.39 亿元；现金流方面，21Q1 年公司经营现金净额为 1.95 亿元，较去年同期增长 508.32%。

21Q1 内参表现优秀，酒鬼酒价格保持稳。具体产品来看，21Q1 内参系列收入预计超 3.4 亿元，增速超 100%；21Q1 酒鬼收入预计增速超 250%：

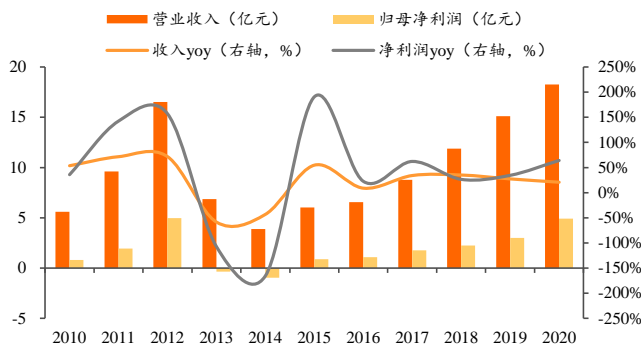
1) 内参：区别于往年内参在春节放货期间价格将降 10-20 元，今年内参价格整体保持稳定，且库存始终处于低位，历史上库存一般在 3-4 个月左右，今年省内及省外库存约为 1 个月、2 个月内，预计 21Q1 内参酒收入占比超 37%；

2) 酒鬼系列：目前酒鬼系列库存仍较高（新红坛去年十月开始发货，老红坛去年年底停货，目前处于新老产品替换阶段），虽然由于老红坛价格较低，在一定程度上影响了新红坛的动销，但春节新红坛仍表现较好，产品升级后渠道利润增厚，经销商信心较足，打款较为积极；同时受益于需求强劲，春节期间老红坛从 260 元涨至 300-350 元左右，预计未来红坛省内、省内外价格将稳定在 400/450 元左右，而黄坛价格将逐步提至老红坛价位带以完成产品体系再梳理。考虑到去年酒鬼系列基数较低（20Q1 收入下降 40%），21Q1 收入增速预计超 250%；

3) **湘泉系列**：作为香型入门培育系列，公司将继续提升湘泉品质，在稳量下逐步实现价格的提升，预计 21Q1 业绩较为稳健。

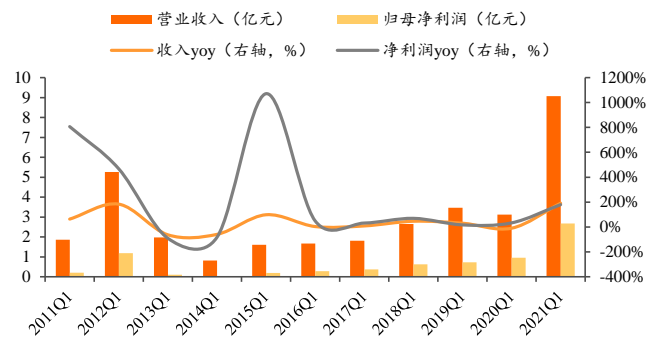
“十四五”目标显信心，内参目标翻番保障业绩。目前中粮集团已经将“酒鬼酒”作为集团五个重点发展的品牌之一，同时公司力争突破 30 亿、跨越 50 亿、争取迈向 100 亿的目标彰显信心。考虑到：21 年卡位高端放量价格带上的内参酒有望实现业绩翻番目标；酒鬼酒系列有望分享次高端酒发展红利，实现产品升级、顺价销售；湘泉系列将控量挺价；省内市占率将稳步提升，省外重点市场有望加速横向拓展，我们认为酒鬼酒将继续实现高质量增长。

图 59：2020 年酒鬼酒收入、利润同比增长 21%、64%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 60：2021Q1 酒鬼酒收入、利润同比增长 190%、179%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.2.3. 山西汾酒：青花势能加速释放，业绩持续快速增长

业绩简述：2020 年公司实现营业总收入 139.90 亿元，同增 17.6%，实现归母净利润 30.79 亿元，同增 56.4%；2020Q4 公司实现收入 36.15 亿元，同增 33.1%，实现归母净利润 6.18 亿元，同增 140.4%；2021Q1 实现营业总收入 73.32 亿元，同增 77.0%，归母净利润 21.82 亿元，同增 77.7%，业绩基本符合预期。

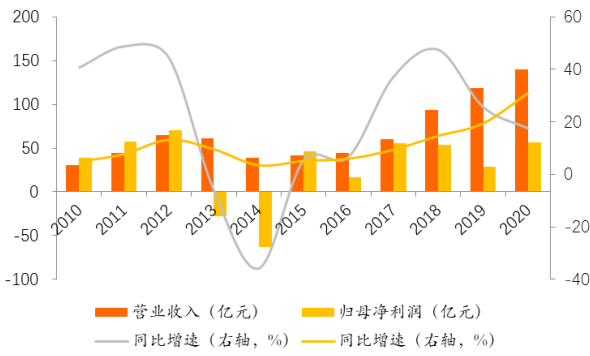
21Q1 业绩略超预期，主因：1) 高端酒表现优异——青花收入占比预计超 35%，青花系列收入增长近 2 倍，其中青花 30 复兴版收入超 10 亿元（当前出厂价 859，较去年同期提升近 200 元），受益于青花 30 及玻汾于去年均实现提价，利润端得以增厚；2) 费用结算时间差问题——公司于 2020 年 12 月 31 日结算返利，因此 21Q1 费用端较往年少计。

预收款高增：21Q1 合同负债同比增加 13.2 亿元，环比高增（前期调研显示很多经销商打款增 100%以上）。

全年业绩：公司表示将力争实现营业收入较上年度增长 30%左右，当前青花发展势头强劲，全年有望继续保持高增长。

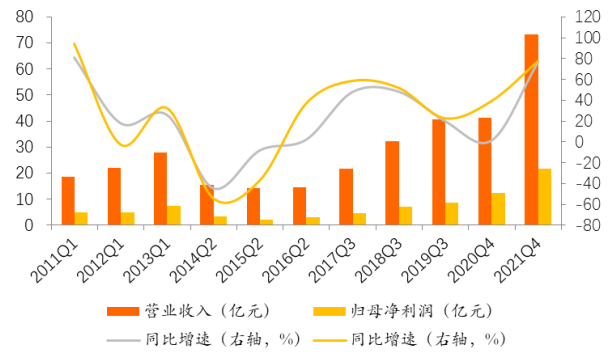
十四五规划：公司曾表示十四五期间省外收入占比希望达到 70%，21Q1 省外占比已达 60%，省外收入增速高于省内，全国化进程加速。

图 61：2020 年山西汾酒收入、利润同比增长 18%、31%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 62：2021Q1 山西汾酒收入、利润同比增长 77%、78%

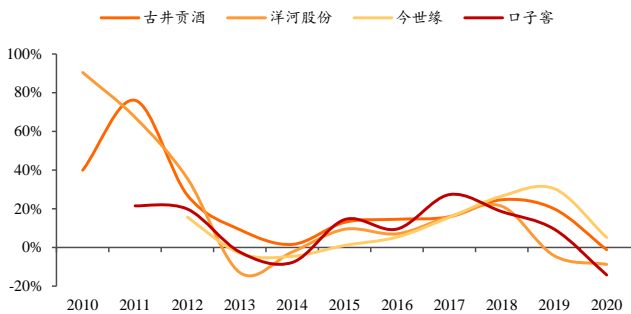


资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.3. 区域龙头酒：徽酒苏酒发展风格迥异，不改向好趋势

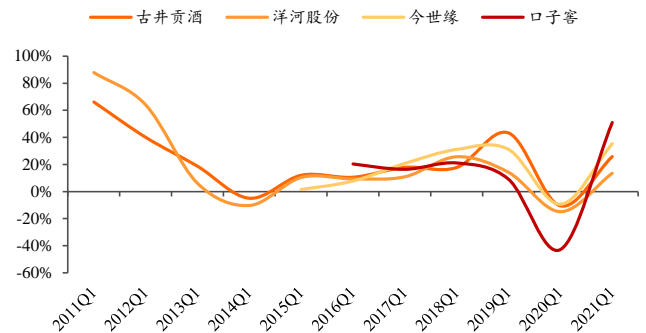
区域龙头酒业绩分化显著。收入方面：2020 年古井贡酒、洋河股份、今世缘、口子窖收入分别同比变动-1.20%、-8.76%、5.12%、-14.15%；2021Q1 古井贡酒、洋河股份、今世缘、口子窖收入分别同比增长 25.86%、13.51%、35.35%、50.90%。净利润方面：2020 年古井贡酒、洋河股份、今世缘、口子窖利润分别同比变动-11.58%、1.35%、7.46%、-25.84%；2021Q1 古井贡酒、洋河股份、今世缘、口子窖利润分别同比变动 27.90%、-3.49%、38.78%、72.73%。

图 63：2020 年区域龙头白酒收入同比增速情况一览



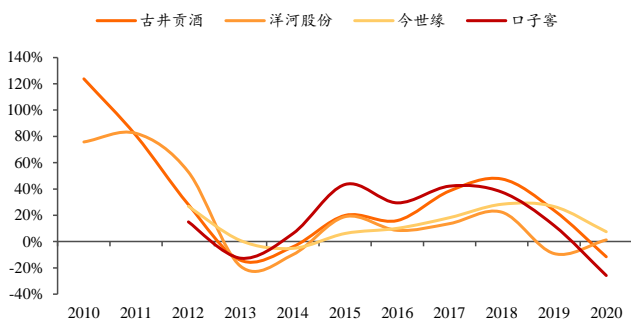
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 64：2021Q1 区域龙头白酒收入同比增速情况一览



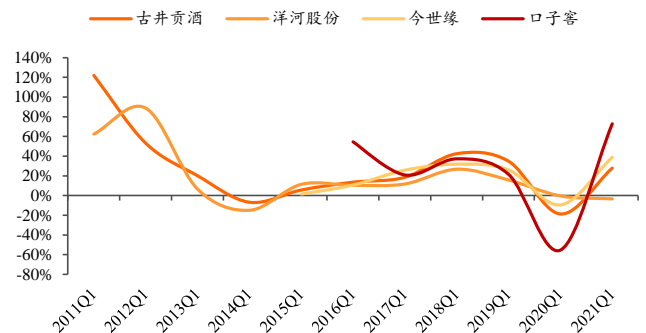
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 65：2020 年区域龙头白酒利润同比增速表情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 66：2021Q1 区域龙头白酒利润同比增速表情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.3.1. 古井贡酒：业绩符合预期，古 20 延续优异表现

业绩简述：2020 年公司实现收入约 102.92 亿元 (-1.20%)；净利润约 18.55 亿元 (-11.58%)；2021Q1 公司实现营业收入约 41.30 亿元 (+25.86%)；净利润约 8.14 亿元 (+27.90%)；公司发布《关于变更黄鹤楼酒业业绩承诺的公告》。

2020 年中低端产品吨价下行拖累利润表。2020 年公司收入及净利润分别为-1.20%、-11.58%，剔除黄鹤楼（位居武汉地区，受疫情影响明显）后，预计公司收入增速为正。我们认为公司利润端略不及预期主因中低端产品吨价下行幅度较大拖累利润表现。具体产品来看，收入占比达 81%的年份原浆系列收入同比增长 6.52%至 78.34 亿元，吨价同比增长 2.43%，其中献礼收入增速预计为负，古 5 预计持平，伴随省内主流价格带上移，古 20 实现迅速增长（预计收入 10 亿左右）；古井贡酒及黄鹤楼收入分别同比下降 4.10%、52.97%，吨价分别同比下降 10.84%、10.79%。分地区来看，华北及华南地区实现双位数增长，而基数较高的华中地区收入小幅下降。库存方面，动销较弱的产品（比如献礼、5 年）库存仍在消化中，而动销较好的产品库存较低（比如：古 8/16/20）。

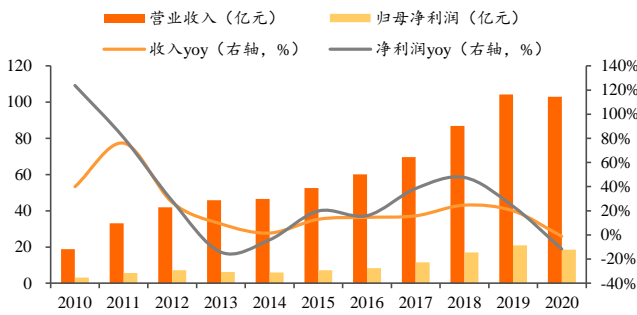
预收环比大幅增长，经营性现金流净额稳步提升。2020 年公司销售费用率、管理费用率分别较去年同期变动-0.25、+1.20 个百分点至 30.32%、8.19%；预收款方面，2020 年公司预收款 15.27 亿元，环比增加 4.12 亿元；现金流方面，2020 年公司经营性现金流净额为 36.25 亿元，去年同期为 1.92 亿元，主要原因为收回上一报告期结构性存款所致。

2021 年业绩实现双位数增长，古 20 延续优异表现。2021Q1 公司收入及净利润增速分别为 25.86%、27.90%，收入利润均实现双位数增长，具体产品来看，预计古 5 收入占比 35%、古 8 及以上收入占比约为 35%，毛利率达 30%的古 20 延续优异表现，预计收入 7 亿元左右，产品结构升级趋势不改。受益于结构升级叠加费用率控制得当，2021Q1 公司净利率较去年同期变动+1.09 个百分点至 20.32%；预收款方面，2021Q1 公司预收款 25.95 亿元，环比增加 10.68 亿元；现金流方面，2021Q1 公司经营性现金流净额为-13.74 亿元，去年同期为 16.33 亿元。

变更黄鹤楼酒业业绩承诺，顺延 2020 年目标业绩。黄鹤楼酒业 2020 年度业绩受湖北省疫情负面影响较大，为不可抗力原因导致原条款无法按期履行，经各方协商将原协议中营业收入和销售净利率经营指标完成期限均相应顺延一年，即 20 年当年度不考核，21 年、22 年营业收入（含税）需达到 17.01、20.41 亿元，且每年的销售净利率不低于 11%。我们认为黄鹤楼具备名酒基因，且产品结构丰富，古井贡可通过复制渠道及管理模式，助力黄鹤楼实现业绩目标。

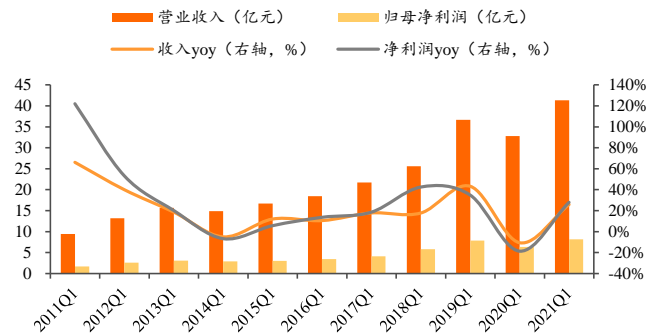
品牌力有望不断提升，坚定迈向双百亿。短期看，我们认为相较于利润增长，收入的扩张更为重要。目前公司安内攘外路线清晰，份额结构稳步提升：产品端，产品结构持续升级有望增厚利润；渠道端，公司抓动销、去库存、深渠道、稳价格，省内：古井贡酒在安徽省占率不到 20%，省内发展空间较大；省外招商速度及质量不断增长，全国化稳步推进；公司加快数字化建设以进行前瞻性布局。长期看，品牌力为公司是否能站稳次高端价位带的重要因素，公司将通过提前布局千元价格带产品以拉高品牌势能，发力高端及次高端以进一步抢占市场份额。

图 67：2020 年古井贡酒收入、利润同比下降 1%、12%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 68：2021Q1 古井贡酒收入、利润同比增长 26%、28%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.3.2. 洋河股份：21Q1 扣非增速超预期，改革加速

业绩简述：公司 2020 年收入及归母净利润分别为 211.01、74.82 亿元，分别同比变动 -8.76%、1.35%；其中 2020Q4 公司收入及归母净利润分别为 21.87、2.97 亿元，分别同比增长 7.82%、25.39%；2021Q1 公司收入及归母净利润分别为 105.20、38.63 亿元，分别同比变动 13.51%、-3.49%。

2020 年产品结构持续升级，新渠道模式构建顺利。2020 年收入及净利润分别同比变动 -8.76%、1.35%，业绩符合预期，净利润增速高于收入增速主要系投资及公允价值变动等带来非经常性收益增加较多所致。产品方面，2020 年中高端酒和普通酒收入分别同比下降 7.15%、14.86%，其中中高端酒收入占比提升 1.03 个百分点至 86.79%，产品结构持续升级。区域方面，省内、外收入分别同比下降 7.18%、9.17%，其中省外收入占比下降 0.54 个百分点至 52.99%。渠道方面，批发经销、线上直销收入分别同比变动 -8.49%、9.68%，同时经销商整合加速，2020 年省内、省外经销商数量分别净减少 186、911 家，“一商为主、多商配称”的新渠道模式构建顺利，渠道利润不断提升。

预收表现优秀，盈利能力稳步提升。2020 年毛利率及净利率分别为 72.27%、35.47%，较去年同期分别提升 0.92、3.53 个百分点，净利率提升主要系投资及公允价值变动等带来非经常性收益增加较多所致；2020 年公司预收账款为 96.00 亿元，环比增长 56.63 亿元；2020 年公司费用率则略有提升，但总体保持平稳。

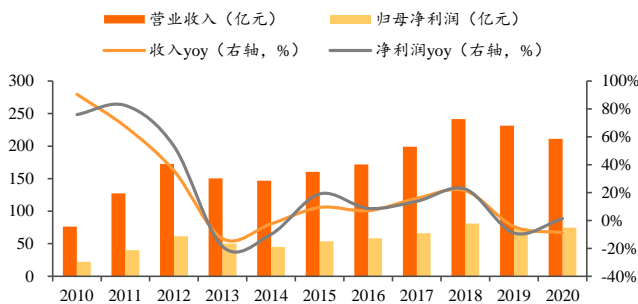
2021Q1 扣非净利润增速超预期，梦 6+ 表现优秀。20Q3、Q4、21Q1 收入分别同比增长 7.57%、7.82%、13.51%，增速环比持续改善；21Q1 归母净利润同比下降 3.49%，主要源于去年同期有近 8 亿的公允价值变动收益确认；21Q1 扣非净利润为 38.11 亿元，创单季扣非历史新高，表现超预期主因：① 梦之蓝 M6+ 方面：M6+ 升级换代较为顺利，2021 年 1 月 M6+ 销售已超过老 M6 同期水平，另外，公司 2 月起已对其旗下产品梦之蓝 M6+ 提价（预计提价金额在 30 元及以上，不同区域涨幅有所不同），提价红利将逐步释放；② 梦之蓝 M3 水晶瓶方面：M3 水晶版在春节期间已基本覆盖核心终端，全国市场消费者复购率和春节销售完成率均较高，中秋节有望实现放量（预计 M3 水晶版可达 M3 的 90% 以上），年内或将完成基本换代，明年实现超越；③ 海之蓝、天之蓝方面：仍处调整期，2021 年天之蓝、海之蓝或分别于年中、年末进行换代升级，从而推动产品结构上移、进一步增厚渠道利润，预计调整仍需至少一个季度。另外，2021Q1 公司 21Q1 预收款维持良性，现金流、盈利能力均有不同程度改善，支撑公司业绩长期向好。

未来看点：梦6+、水晶版或为次高端大单品，双名酒战略培育新增长极。近期公司新任董事长上任，新一轮股权激励有望于年内落地，公司将进入发展新周期，开启十四五新征程。**2020年年报披露，2021年经营目标是实现营业收入同比增长10%以上。**

看点一：梦6+、梦3水晶版有望分别成为次高端两大价格带的两大单品，表现或超预期。**行业因素：**次高端酒处于快速扩容期，市场结构拉宽，或同时出现400-500、600-700两大主流价格带，预计未来将继续高速发展；**内部因素：**2021年，M6+有望冲刺百亿销量，M3水晶版有望替代M3的同时进一步推动高端酒收入占比，M6+和M3水晶版分别有望依托洋河优秀的渠道运营能力成为次高端两大主流价格带的两大单品。

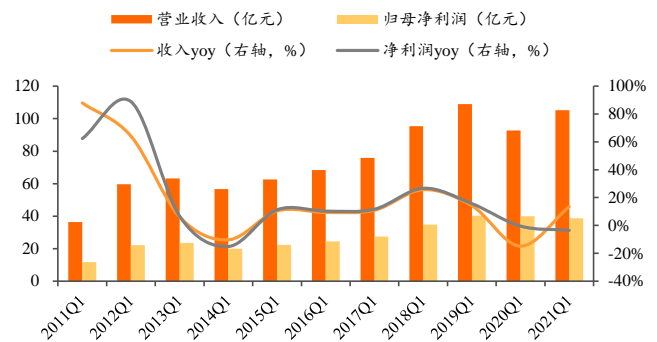
看点二：双名酒战略促增长，培育双沟第二增长极。**1) 焕发双沟名酒基因：**双沟大曲在第四届、第五届全国评酒会上被评为国家名酒，具备名酒基因，且“三沟一河”品牌在苏酒市场深入人心。**2) 差异化渠道模式：**双沟将采用不同于洋河的渠道模式，洋河构建“一商为主、多商配称”的渠道模式，双沟更强调经销商的价值，让利给经销商和终端以发挥其主动性和积极性。**3) 组织结构赋能：**成立双沟销售公司，专门负责双沟品牌独立运作，并为双沟销售公司、相关大区进行人力资源配置。

图 69：2020 年洋河股份收入、利润同比变动-9%、1%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 70：2021Q1 洋河股份收入、利润同比变动 14%、-3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.3.3. 今世缘：业绩符合预期，国缘及V系列表现优异

业绩简述：今世缘2020年营业收入及净利润分别为51.19、15.67亿元，分别同比增长5.12%、7.46%，业绩表现略快于业绩预告（收入及归母净利润分别同增4.7%、6.3%）；其中2020Q4公司营业收入及净利润分别为9.26、2.53亿元，分别同比增长22.32%、54.28%。公司2021Q1营业收入23.96亿元，同比增长35.35%；归母净利润8.05亿元，同比增长38.78%。

2020年特A+收入延续双位数增长，国缘表现优秀。今世缘2020年营业收入及净利润分别同比增长5.12%、7.46%；2020Q4公司营业收入及净利润分别同比增长22.32%、54.28%，20Q4公司利润增速环比大幅增长，收入端环比保持稳健。分产品看：2020年特A+类（国缘对开、四开、V系列）、特A类（国缘+今世缘）、A类（今世缘）、B类（今世缘）、C类（今世缘）、D类（高沟）产品收入分别同比变动+13.00%、-1.66%、-19.26%、-5.24%、-8.58%、-25.04%，其中特A类以上产品收入占比较去年同期提升2.23个百分点，首次突破90%，V系列收入2.6亿元，国缘放量对收入拉动显著，核心产品保持优异表现（预计四开国缘在老开系占比超50%，对开占比约为40%）。分市场看：2020年省内及省外市场收入分别为47.68、3.29亿元，收入分别同比变动+4.97%、+6.17%，淮安

(+15.61%)、苏中(+9.39%)、盐城(+6.05%)等区域拥有突出表现，而占比较小的省外市场则随着市场拓展不断推进+结构优化，收入端及利润端均持续向好（毛利率较去年同期增加 1.54 个百分点至 62.21%）。

2020 年盈利能力表现稳健，预收款实现环比增长。2020 年毛利率下降 1.67 个百分点至 71.12%，主因：1) 会计准则变动影响，运输费用从销售费用转为成本；2) 四季度提货折较多；费用率方面，2020 年公司销售费用率下降 0.41 个百分点至 17.09%，管理费用率上升 0.37 个百分点至 4.91%；预收款方面，2020 年预收款（合同负债+其他流动负债）为 12.39 亿元，环比增长 6.05 亿元，表现较好；另外，公司 2020 年投资收益为 2.96 亿元，剔除投资收益后，公司净利润实现小幅增长。

2021Q1 业绩符合预期，国缘及 V 系列表现优异。今世缘 2021Q1 年营业收入及净利润分别同比增长 35.35%、38.78%，受益于中高端产品放量，收入利润均实现高增，业绩基本符合预期。分产品看：2020 年特 A+类（国缘对开、四开、V 系列）、特 A 类（国缘+今世缘）、A 类（今世缘）、B 类（今世缘）、C 类（今世缘）、D 类（高沟）产品收入分别同比变动+56.99%/+9.05%/+6.76%/+1.53%/+2.43%/-19.99%，其中特 A+类销售占比较去年同期提升 9.01 个百分点至 64.77%。据渠道反馈，由于公司采取逐月调价方式，所以春节前经销商提前打款增加备货，节后四开渠道库存逐步消化，换代进度符合预期，因此 2021Q1 国缘四开预计保持超 30% 的增长，而 V 系列收入预计为 1.3 亿元（V9 收入占比约为 40%），V 系列势能开始释放叠加国缘放量对收入拉动显著。分市场看：2020 年省内市场实现 33.14% 的稳健增长，具体来看，淮海大区及苏南大区表现优异，收入增速均超 65%，而南京大区、苏中大区亦表现较突出，收入增速均约为 35%，另外，基数较低的省外市场实现 67.14% 的增长。

展望十四五：十四五规划理性积极，V 系列及省外扩张表现或超预期。近年来得益于公司较强的产品力、渠道力，今世缘业绩发展势头向好。具体来看，渠道方面，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，我们认为：1) V9 有望乘酱香酒之风，站稳高价位带的同时实现迅速放量，从业绩目标角度及 V 系列发展规划来看，我们预计今年 V 系列业绩高增，2019-2023 年 V 系列 CAGR 将超 100%，在公司谋划 10 年百亿工程的背景下，我们预计十四五期间 V 系列收入或达 50 亿元，或超市场预期；2) 公司将以“国缘 V 系攻坚战”培育增长极，以“国缘开系提升战”夯实基本盘，以“今世缘品牌激活战”打造大单品，K 系列有望继续抢抓次高端酒市场份额；

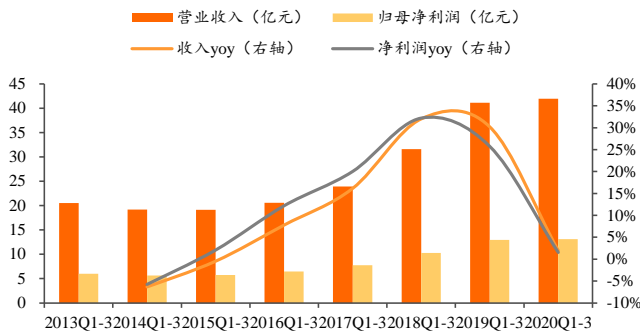
省内市场方面，苏南地区有望成为今世缘在省内的又一增长极，主因：1) 苏锡常等苏南地区市场容量大，且主流消费价格带高于平均水平；2) 目前公司在苏南地区发展势头向好，未来公司有望在苏南地区进行加速开拓深耕。

省外市场方面，我们认为目前省外规模仍较小，参考洋河的体量和省外扩张节奏，预期今世缘百亿体量时，省外占比有望达 8% 左右，即 2019-2023 年省外市场 CAGR 将超 32%，其中山东省较大的发展空间亦为今世缘高成长性奠定基础，公司价格以“省外市场突破战”拓展新天地，省外拓展有望加速，全国化进程更进一步。

我们认为公司十四五规划理性积极（2021 年营收目标 59 亿元，争取 66 亿元/净利润目标 18 亿元，争取 19 亿元；2025 年努力实现营收过百亿，争取 150 亿元），公司发展目

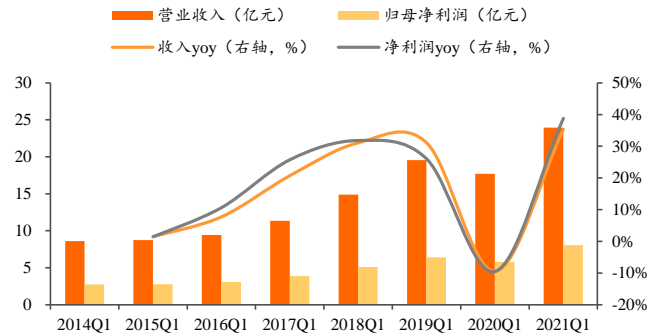
标明确，未来公司将继续完善产品矩阵、持续深耕省内、加速拓展省外，我们看好公司的长期成长性。

图 71：2020 年今世缘收入、利润同比增长 5%、7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 72：2021Q1 今世缘收入、利润同比增长 35%、39%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.3.4. 口子窖：低点已过，2021 年扬帆起航

业绩简述：公司 2020 年营业收入及归母净利润分别为 40.11、12.76 亿元，分别同比下降 14.15%、25.84%，其中 2020Q4 公司营业收入及归母净利润分别为 13.24、4.12 亿元，分别同比变动 9.77%、-2.93%；2021Q1 营业收入及归母净利润分别为 11.73 亿元、4.20 亿元，同比增长 50.90%、72.73%。

2020 年业绩符合预期，逐季实现改善。受疫情影响，2020 年公司收入同比下降 14.15%，其中 20Q4 收入增速环比提升 3.02 个百分点至 9.77%；归母净利润同比下降 25.84%，其中 20Q4 净利润增速环比提升 2.93 个百分点至 -2.93%，业绩增速逐季实现环比改善：

1) **分产品来看，高端酒收入下降拖累利润表现。**2020 年占比超 96% 的高档酒收入较去年同期下降 13.23%，其中口子 5 年+6 年预计收入占比约为 50-60%；中档酒及低档酒收入增速分别下降 47.60%、24.30%，总体来看，公司 2020H1 坚持去库存，目前整体库存处于低位；

2) **分地区来看，省外市场实现小幅微增。**2020 年省内及省外市场收入较去年同期变动 -17.24%、0.77%，其中占比为 75.26% 的省内地区业绩下降显著；销商数量分别净增 20、5 户至 439、243 户，2020 年公司严格执行经销商分类管理，加大经销商考核，并陆续增设新经销商以运作新品。与此同时，公司在皖南/皖北地区继续推进团购/酒店渠道的建设；公司通过“省内大商外派”形式积极拓展省外市场，在省外产品结构更优、业绩基数较低背景下，发展速度略快于省内；

3) **销售费用增长或为规模化发展推力。**2020 年毛利率及净利率分别较去年同期变动 +0.20、-5.01 个百分点至 75.17%、31.80%。公司毛利率提升主因毛利率较稳定的高端产品动销情况恢复程度较好（公司推出的高价位纪念酒贡献业绩），而费用率较高使得净利率下价格。费用方面，2020 年公司销售费用率上升 5.14 个百分点至 13.62%，管理费用率上升 1.45 个百分点至 6.26%（根据新收入准则，将运输费从“销售费用”调整至“营业成本”核算），其中销售费用增长 37.96% 主系公司 2020 年广告宣传费、促销及业务费、职工薪酬增加所致（未来或成规模化发展推力），同时公司加大了针对团购、宴席资源的投放；

4) 预收款环比提升, 经营性现金流净额下降。2020 年预收款(合同负债+其他流动负债)为 8.32 亿元, 环比增长 3.45 亿元, 经销商实际回款情况优于报表; 2020 年经营性现金流量净额为 4.99 亿元, 同比下降 61.55%, 主要系本期销售商品收到的现金减少所致。

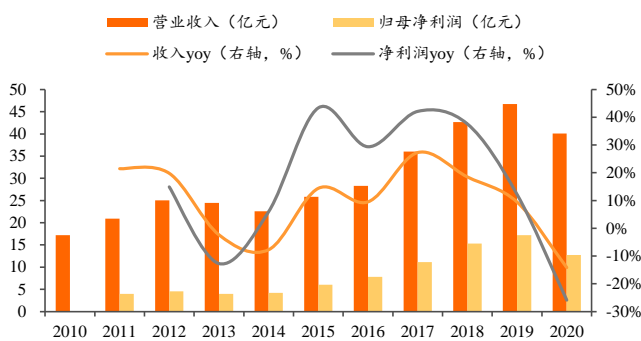
2021Q1 低基数下高增长, 产品结构稳步升级。在春节旺季背景下, 2021Q1 公司收入及净利润均实现恢复性高增, 高端酒占比进一步提升推动利润上行, 具体来看:

1) 分产品看, 高档产品增长显著推升盈利能力。2021Q1 高档、中档及低档白酒收入分别同比变动 51.28%、45.55%、46.88%, 其中高档白酒销售占比较去年同期提升 0.13 个百分点至 96.12%, 口子 10 年及 20 年增长加速, 主因安徽主流价位带逐步上移, 而口子 5 年则保持稳健发展, 产品结构提升推动公司盈利端表现优秀; 分地区来看, 省内市场实现恢复性高增。2021Q1 省内及省外市场收入分别同比变动 56.84%、32.65%, 经销商分别净增-1、-3 户至 438、240 户, 其中省内地区恢复程度较好;

2) 高端化推升毛利率提升, 预收款环比实现增长。2021Q1 毛利率及净利率分别较去年同期变动-0.93、+4.53 个百分点至 76.58%、35.81%; 2021Q1 公司预收款(合同负债+其他流动负债) 3.82 亿元, 环比减少 4.50 亿元; 经营性现金流净额-2.73 亿元, 主要系本期销售商品收到的现金减少所致。

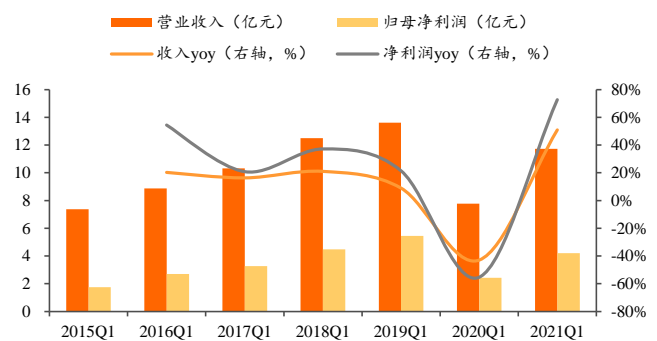
营销改革正稳步推进, 双位数增长目标达成概率高。今年公司在多方面正不断推进改革: 1) 渠道营销方面: 公司将聚焦更高价格产品; 加强经销商管理考核力度, 建立厂商共赢的利益共同体; 2) 市场建设方面, 公司将继续严格执行“一地一策”, 重点构建团购渠道为主、传统渠道为辅的市场格局, 省内市场进一步实施渠道下沉, 同时不断扩大省外“增长面”; 3) 营销方面, 营销为之前公司较为薄弱的部分, 亦为公司改革的重点, 今年公司将加大费用投放以加大推广力度; 4) 产品方面, 在推出补全价位带的初夏仲秋后, 公司推出位于 600-800 元价格带的纪念酒等高价位酒(团购渠道为主)以进一步补全产品线; 5) 体制机制方面, 公司去年 3 月提出的通过回购实行激励计划目前稳步推进中。我们认为口子窖业绩低谷已过, 以 19 年为基数实现双位数增长目标达成概率高, 2021 年业绩将迎来恢复性高增, 改革红利逐步释放。

图 73: 2020 年口子窖收入、利润同比下降 14%、26%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 74: 2021Q1 口子窖收入、利润同比增长 51%、73%



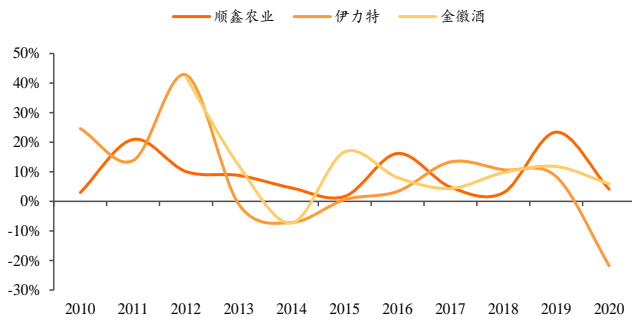
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6.4. 区域三四线酒: 业绩弹性大, 分化明显

区域三四线酒业绩弹性大, 分化明显。收入方面: 2020 年迎驾贡酒、顺鑫农业、伊力特、金徽酒收入分别同比变动-8.60%、4.10%、-21.71%、5.89%; 2021Q1 迎驾贡酒、顺

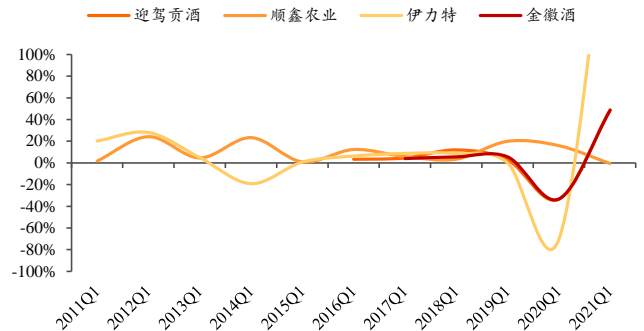
鑫农业、伊力特、金徽酒收入分别同比变动 48.90%、-0.70%、255.33%、48.43%。净利润方面：2020 年迎驾贡酒、顺鑫农业、伊力特、金徽酒利润分别同比变动 2.47%、-48.10%、-23.48%、22.44%；2021Q1 迎驾贡酒、顺鑫农业、伊力特、金徽酒利润分别同比变动 58.45%、5.73%、1475.80%、99.34%。

图 75：2020 年三四线白酒收入同比增速情况一览



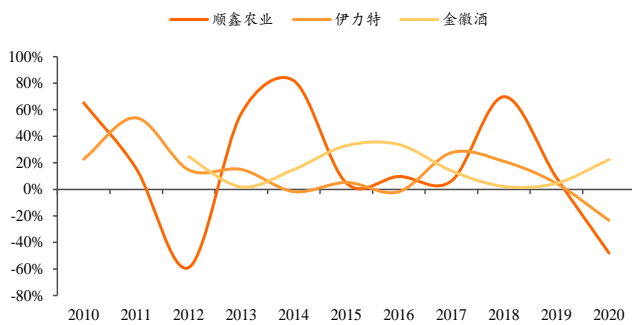
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 76：2021Q1 三四线白酒收入同比增速情况一览



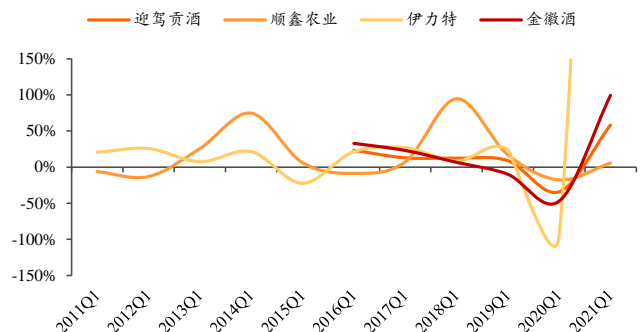
资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：伊力特 2021Q1 收入增速为 255.33%

图 77：2020 年三四线白酒利润同比增速情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 78：2021Q1 三四线白酒利润同比增速情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：伊力特 2021Q1 归母净利润增速为 1476%

6.4.1. 顺鑫农业：白酒板块收入微增，盈利能力稳步提升

业绩简述：2020 年公司实现营业收入 155.11 亿元，同比增长 4.10%；实现归属上市公司净利润 4.20 亿元，同比下降 48.10%；20Q4 单季度公司实现营业收入 30.92 亿元，同比下降 19.44%；实现归属上市公司净利润-0.14 亿元，同比下降 109.35%。2021Q1 公司实现营业收入 54.86 亿元，同比下降 0.70%；实现归属上市公司净利润 3.73 亿元，同比增长 5.73%。

2020 年白酒收入较去年同期持平，会计准则变动影响毛利率。2020 年公司白酒、猪肉业务收入分别为 101.85、46.37 亿元，分别同比变动-1.01%、30.26%，占比分别较去年同期变动-3.40、6.00 个百分点至 65.66%、29.89%，具体来看：

白酒方面：2020 年白酒收入与去年同期几乎持平，会计准则变动为毛利率下降原因之一。2020 年白酒销量及吨价分别同比变动-3.84%、+2.94%（销量下降主要系货折增加

所致),白酒板块业绩整体由价格驱动。具体来看,1)分产品——2020年低端酒、中高端酒、高端酒收入增速分别为-1.52%、11.62%、-12.68%,毛利率分别较去年同期变动-9.92、-3.08、-0.61个百分点至35.08%、39.92%、69.39%;2)分地区——北京地区受疫情影响,收入增速放缓明显,外阜市场销售收入占销售总额的80%以上。我们认为白酒板块毛利率较去年同期下降8.86个百分点至39.22%,主因:

1) 高端酒占比较大的北京地区受疫情影响明显,高端酒销量整体下降;

2) 包材等成本提升;

3) 根据新收入准则,将运输费从“销售费用”调整至“营业成本”核算。考虑到公司各价位段产品已陆续进行提价,预计提价红利将逐步释放。

猪肉方面:猪价全年总体处较高位置,盈利端表现稳健。2020年种畜养殖及屠宰业务收入分别同比增长125.33%、24.92%,受益于猪价整体高位运行,种畜养殖业盈利能力显著提升,而屠宰业则出现亏损,毛利率则出现下降(毛利率分别较去年同期变动+32.64、-4.22个百分点),整体来看,猪肉板块盈利能力较为稳健。

2020年房地产业务减值及亏损拖累利润,预收表现较好。毛利率方面,2020年公司毛利率28.36%,同比-7.83个百分点;20Q4毛利率30.12%,同比-9.79个百分点,利润端承压主因:1)房地产业务减值亏损拖累公司利润端表现。2020年房地产业务收入为5.27亿元(-39.64%),地产减值及亏损仍导致整体业绩低于预期,预计全年亏损超5亿,主因:计提减值超1.4亿元(预计减值主要涉及包头项目);地产降价促销以加速去化;部分利息费用化处理。2)白酒结构变化。3)会计准则变更。费用率方面,2020年期间费用率为13.13%,同比-3.05个百分点;预收款方面:2020年末合同负债+预收款为51.39亿,环比增长16.45亿元,白酒预收款表现较好,显示牛栏山仍然维持了稳健向好的增长态势,长期成长潜力仍大;现金流方面,2020年公司经营经营性现金流净额为15.46亿元,同比增长18.47%。

21Q1白酒业务收入小幅微增,盈利能力稳步提升。收入端:21Q1公司收入为54.86亿元,同比下降0.7%,主因:1)在猪价呈下行趋势背景下,猪肉业务收入有所下降;2)白酒业务在一定程度上受华北地区疫情拖累,预计收入约为40+亿元,实现个位数增长;3)地产业务收入同比下降。利润端:21Q1公司净利润为3.73亿元,同比增长5.73%,主因:1)受益于珍品等中高端产品导入、提价效应开始逐步体现,产品结构稳步提升带动白酒板块净利润实现双位数增长,但与此同时,地产业务仍处于亏损状态。毛利率端:受益于收入占比较高的白酒业务产品结构提升,21Q1公司毛利率较去年同期提升0.47个百分点至28.91%。

21Q1净利率实现小幅提升,预收款环比下降。费用率方面,21Q1期间费用率较上年同期下降2.32个百分点至9.37%,具体来看,销售费用率下降2.18个百分点至4.39%(受会计准则变化影响,交通运输费从销售费用科目转至成本科目),管理费用率基本持平;21Q1公司净利率同比提升0.49个百分点至6.93%;现金流方面,21Q1公司经营活动现金净流量为-12.06亿元,同比下降40.50%;预收款方面,20Q1预收款为41.15亿元,环比下降16.40亿元;销售商品收到现金42.95亿,同比减少2.05亿,主要系公司进一步开发市场,对经销商扶持力度增加,加大应收票据(21Q1应收票据为7.62亿元,较2020年末增长了101.24%)。

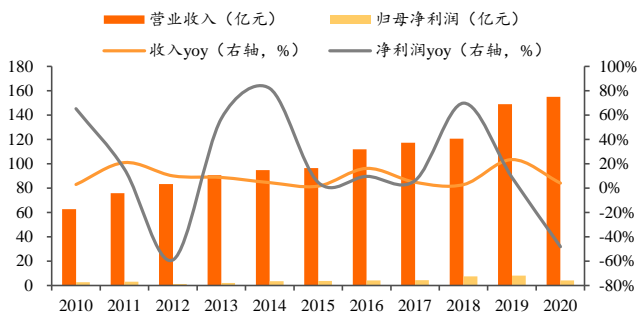
“五·五”战略开局,产品结构升级将为利润增长点。2021年为公司“五·五”战略的开局之年,公司将继续聚焦酒业、肉食两大主业,其中白酒产业将实现精细化管理和数

字化运营升级、产品结构、品牌文化、营销模式、价值链体系、科技研发方面“六大升级”。我们认为公司未来有以下两大看点：

看点一：“白牛二”基本盘盈利稳健，珍品为下一发力点。在毛利较低的“白牛二”销量不断提升背景下，公司采取品牌升级策略以改善盈利能力——将以基于全国化营销的战略单品为一条主线，以三大战略发展区、省区联动产品和因地制宜开发的区域市场特色产品为两条副线，借陈酿之势，全力推广“珍牛”、Z20 系列升级产品，虽然当前推广成本较高，但后期随着样板市场逐步树立、规模效应逐步体现叠加费用/收入比下降，珍品规模或将超越当前的“白牛二”，从而推动公司利润实现稳健增长。

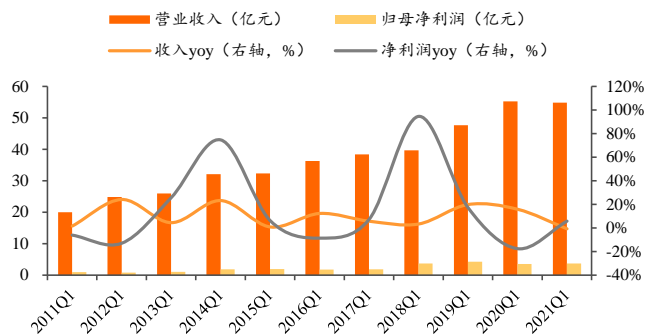
看点二：高价位产品全国化布局有望加速，纵向拓张空间大。2020 年外埠收入占比已超 80%，全国化布局已初步完成，具体来看：当前北京地区覆盖率较高，增长仍主要靠珍品及特制等高价位产品带动；华东地区保持高速增长，在更注重考核产品结构影响下，预计产品结构将稳步实现升级；山东地区升级产品培育情况较好；其他地区仍将继续通过“白牛二”实现份额的快速扩张，继而布局高价位产品。

图 79：2020 年顺鑫农业收入、利润同比变动 4%、-48%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 80：2021Q1 顺鑫农业收入、利润同比变动-1%、6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.4.2. 金徽酒：产品结构稳步升级，省外市场拓展加速

业绩简述：2020 年公司实现营收 17.31 亿元，同比增长 5.89%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.31 亿元，同比增长 22.44%。2020Q4 实现营收 6.86 亿元，同比增长 29.83%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.73 亿元，同比增长 59.60%。2021Q1 公司实现营业收入 5.08 亿元（+48.43%）；实现净利润 1.15 亿元（+99.34%）；毛利率 65.50%（较去年同期提升 5.02 个百分点），净利率 22.69%（较去年同期提升 5.80 个百分点）。

2020 年利润增速表现亮眼，产品结构不断优化。2020 年公司收入及净利润增速分别为 5.98%、22.44%，其中 2020Q4 收入及净利润增速分别为 29.83%、59.60%，净利润单季度增速环比提升。我们认为公司利润端增速超收入增速主因：1) 产品结构持续提升；2) 7 月以来提价较为成功（高档品提价幅度超 10%）；3) 成本端控制较好。具体分产品来看：

1) 高档品：2020 年百元以上高档产品收入较上年增长 29.08%至 8.67 亿元，占比较上年同期增长 9.32 个百分点至 50.86%，吨价较去年同期提升 2.02%至 20.16 万元/吨，其中柔和系和能量系列增长 30%+，十八年保持 20%+ 的增长，二十八年在低基数背景下，收入几乎翻番；

2) 中档及低档品: 受农村市场销售不佳等因素影响, 2020 年公司中档及低档品收入分别为 8.09、2.89 亿元, 分别较去年同期变动-10.48%、-31.30%, 毛利率分别较去年同期变动-1.19、+3.12 个百分点至 56.50%、17.42%, 整体增速略微放缓。

得益于产品结构升级, 2020 年公司酒业务毛利率较去年同期增长 2.10 个百分点至 62.89%, 盈利能力高增。

2020 年经营活动现金净流量下降, 费用率表现较为稳定。现金流方面, 2020 年公司经营活动现金净流量为 3.37 亿元, 同比下降 9.09%; 预收款方面, 2020 年预收款(合同负债+其他流动负债)为 2.27 亿元, 与去年同期几乎持平; 费用率方面, 2020 年期间费用率较上年同期下降 1.35 个百分点至 24.19%, 整体表现较稳定, 其中销售费用率下降 2.15 个百分点至 12.84%; 分红方面, 2020 年分红 1.2 亿元, 占净利润 36.74%, 连续 8 年分红占比 30% 以上。

2021Q1 业绩整体符合预期, 产品结构持续升级。2021Q1 公司收入及净利润增速分别为 48.43%、99.34%, 业绩整体符合预期。我们认为公司利润端增速超收入增速主因: 1) 产品结构持续提升; 2) 7 月以来提价较为成功(高档品提价幅度超 10%, 其中能量系列涨幅达 20%); 3) 成本端控制较好。产品方面, 21Q1 高中低档营收分别为 3.03、1.96、0.03 亿元, 分别同比变动 64.51%、34.35%、-60.34%, 其中高档酒营收占比较去年同期提升 5.87 个百分点至 60.34%。收入占比来看, 我们预计 18 年及 28 年收入占比达 6~8%; 柔和 H3/H6/H9 收入占比约为 20%; 2~5 星世纪金徽产品收入占比约 60% (其中 3/4 星体量较大), 总体来看, 百元以上产品收入占比已超 50%。

省内薄弱地区稳健发展, 省外市场加速扩张。复星入主金徽后, 公司品牌力稳步提升, 继续深化改革, 21Q1 兰州及周边地区、其他地区(包括省外市场)收入增速分别达 107.09%、61.26%, 收入占比提升 7.87、1.77 个百分点; 甘肃东南部及中部收入稳步提升, 由于基数较高的兰州及周边地区收入增速较高, 甘肃东南部收入占比较去年同期下降 4.35 个百分点至 30.15%, 而甘肃西部增速稳健(+7.52%)。总体来看, 发展空间广阔的兰州及周边地区/省外地区发展加速, 经销商净增 3 家, 而甘肃东南部、甘肃西部、甘肃中部地区经销商总数持平。分渠道来看, 21Q1 经销商及直销(含团购)渠道收入分别为 4.66、0.37 亿元, 收入分别同比增长 44.08%、143.95%, 分别较 19Q1 同比变动-3.84%、23.65%。

2021Q1 盈利能力稳步提升, 费用率小幅下降。2021Q1 公司毛利率及净利率分别为 65.50%、22.69%, 分别较去年同期提升 5.02、5.80 个百分点, 毛利率提升主因产品结构升级叠加费用率小幅下降——21Q1 期间费用率较上年同期下降 1.84 个百分点至 22.06%, 整体表现较稳定, 其中销售费用率下降 0.79 个百分点至 11.62% (会计准则变动, 运输费用计入成本端), 管理费用率下降 1.02 个百分点至 10.80%; 现金流方面, 21Q1 公司经营活动现金净流量为-0.32 亿元, 同比增长 56.90%; 预收款方面, 21Q1 预收款(合同负债+其他流动负债)为 2.24 亿元, 环比下降 0.03 亿元, 同比增长 0.89 亿元。

复星入主加速发展, 产品结构及渠道拓展或超预期:

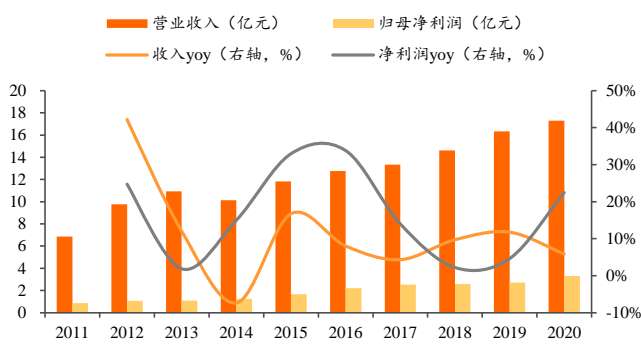
看点一: 内外齐发力, 省内产品高端化速度或超预期。外部因素: 甘肃省白酒主流价格带从 100 元以下向 100-300 元转换叠加各酒企均发力次高端, 引领省内白酒价格带向上迁移; 内部因素: ①**产品方面:** 金徽酒通过收缩低端产品线、推出高端新品、停货提价等方式优化产品结构, 陇南春将于今年激活上市; ②**市场方面:** 公司未来将深耕西北、布局全国、突破重点, 利用复星的资源集中培育消费者, 在东部地区进行精准选点打造样板市场和样板消费者; ③**营销方面:** C 端置顶, 积极推进大客户运营, 坚持“聚焦资源,

精准营销，深度掌控”的基本思路；④**产能方面**：生产方面坚持量质并举、放权搞活，打造有竞争力团队，2020年优级酒产量已同比增长127%，为结构升级奠定基础；⑤**内部考核**：公司对营销队伍考核一直坚持以结构为导向、实行优胜劣汰，对大趋势进行充分授权，实行内部排名，结合市场动态灵活制定相关政策激励；通过万商联盟来对门店进行利益保障。

看点二：立足甘肃聚焦大西北，加速实现全国化。省内：假设公司市占率与伊力特、青青稞酒等酒企类似（2019年省内市占率达50%以上），考虑到甘肃白酒市场规模始终稳定在60亿元，公司未来省内规模或达30亿元，金徽酒省内市占率仍有较大提升空间，其中较为薄弱的陇东地区及河西走廊发展可期；省外：白酒市场达400亿规模的大西北市场为金徽酒未来发展的新机遇，19年金徽酒通过定增布局省外，未来将完成西北六省布局；公司有望借助复星集团团购渠道，在东部打造样板市场以加速实现全国化。

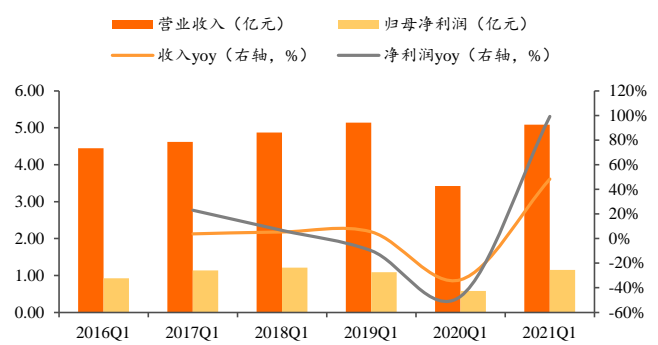
五年规划目标不变，业绩预期有望达成。复星集团曾表示公司此前推出的五年规划目标不变（2023年收入及净利润分别达30亿元、6亿元），五年规划叠加对赌加码激励为公司超预期发展奠定基础。2021年公司计划实现营业收入、净利润21.00、3.80亿元，分别比上年增长21.34%、14.69%，考虑到公司产品结构仍在持续上移，原酒产能充足，省外表现持续向好，全年业绩达成概率大。

图 81：2020 年金徽酒收入、利润同比增长 6%、22%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 82：2021Q1 金徽酒收入、利润同比增长 48%、99%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.4.3. 迎驾贡酒：洞藏系列实现放量，盈利能力稳步提升

业绩简述：迎驾贡酒2020年营业收入及净利润分别为34.52、9.53亿元，分别同比变动-8.60%、2.47%；2021Q1公司营业收入及净利润分别为11.48、3.69亿元，分别同比增长48.90%、58.45%。

2020年洞藏系列保持高增长，省内市场发展稳健。2020年在疫情影响下，公司仍实现收入及净利润-8.60%、2.47%的增速，公司持续聚焦生态洞藏系列（洞藏系列收入占比预计从约19%提升至约30%），以重点市场、重点品项带动产品结构持续优化、净利润稳步上行。分产品看，2020年中高档白酒（生态洞藏系列、迎驾金星系列、迎驾银星系列等）、普通白酒收入分别同比下降7.94%、7.28%，其中高端酒收入占比提升1.53个百分点至61.63%，中高档白酒吨价同比提升15.83%至14.25万元/千升，普通白酒吨价同比提升1.73%至4.29万元/千升，洞藏放量推动中高档酒收入占比/吨价稳步上升；市场方面，2020年省内及省外市场收入分别同比下降5.90%、10.49%，省内收入占比提升1.66个百分点至57.89%，整体发展稳健，经销商数量方面，公司推进经销商优胜劣汰，大力发展新经销商，省内经销商净增长54家至623家，省外经销商净增长9家至636家。

2021Q1 中高档产品占比提升，省外市场加速发展。2021Q1 公司营业收入及净利润分别同比增长 48.90%、58.45%，业绩略低于预期，或因：1) 四季度压货影响一季度报表，同时部分春节档收入归入四季度；2) 21Q1 市场库存较低，预计部分预收款尚未确定收入。分产品来看，中高档白酒的收入占比同比增长 1.90 个百分点至 73.58%，产品结构升级趋势延续；市场方面，2021Q1 省内及省外市场收入分别同比增长 35.19%、85.91%，省外市场实现快速扩张的同时，省外经销商相较 2020 年末净减少 9 家。

2020 年盈利能力稳步增长，费用率控制较好。2020 年公司毛利率提升 2.77 个百分点至 67.13%，或因：产品结构升级（洞藏系列放量）、会计准则变化（运输费用从销售费用转移至成本端）等；费用率方面，销售费用率下降 0.09 个百分点至 12.17%，管理费用率上升 0.45 个百分点至 6.11%。预收款方面，2020 年预收款（合同负债+其他流动负债）为 5.06 亿元，环比增长 1.29 亿元，同比增长 1.00 亿元；现金流方面，2020 年经营性现金流量净额为 7.29 亿元，同比下降 21.20%。

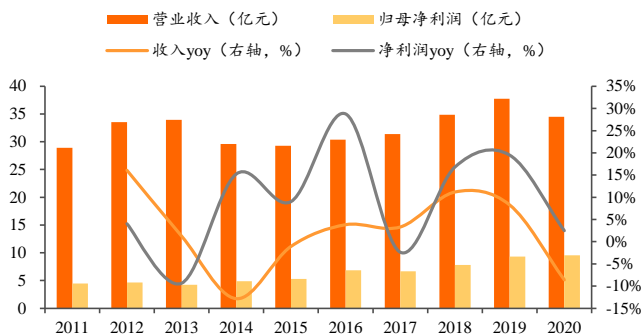
2021Q1 毛利率略微下滑，经营性现金流净额高增。2021Q1 毛利率下降 2.39 个百分点至 69.68%，净利率提升 2.00 个百分点至 32.30%。费用率方面，2021Q1 销售费用率下降 4.71 个百分点至 8.27%，管理费用率下降 0.96 个百分点至 4.78%；2021Q1 预收款 4.48 亿元，环比下降 0.58 亿元，同比增长 1.16 亿元；2021Q1 经营性现金流量净额 1.46 亿元，同比增长 138.10%。

发展点：生态洞藏表现或超预期，未来收入占比或达 50%：

上市 5 年体量 10 亿，洞藏处于快速上升通道。生态洞藏凭借“出色的产品品质+卡位主流消费价格带+小商制/扁平化渠道/餐饮端较强实力赋能+高渠道利润”已取得了亮眼成绩——19 年实现 7-8 亿元规模（+50%），目前洞藏体量预计超 10 亿元（预计收入占比近 30%，毛利率高于中高端酒平均值 74%），洞 6/洞 9 继续快速放量，洞 16/洞 20 目前体量虽小仍处培育期，有望接棒发力，且洞藏发展基础较为稳固，目前已在安徽部分省份收获较为亮眼的成绩单，比如在六安市占率遥遥领先，同时在合肥市场也获得迅速增长。

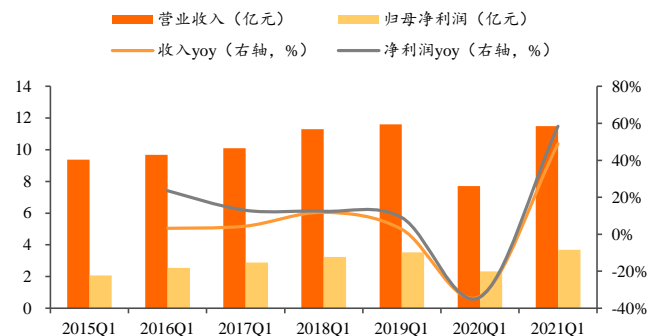
对标古井，预计未来 3-5 年洞藏将继续实现超预期发展。1) 从产品矩阵角度来看：迎驾贡酒的宽产品线布局利于承接未来梯次消费升级；2) 从消费升级角度来看：迎驾贡酒推出的生态洞藏系列卡位安徽省主流价位带，已跟上省内消费升级速度；3) 从发展速度来看：我们通过对标古井贡酒，认为生态洞藏系列收入占比提升速度及绝对规模发展速度均具强竞争力，未来 3-5 年洞藏系列或将实现超预期发展（收入占比或超 50%），生态洞藏将成为迎驾贡酒未来发展的重要引擎。

图 83：2020 年迎驾贡酒收入、利润同比变动-9%、2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 84：2021Q1 迎驾贡酒收入、利润同比增长 49%、58%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.5. 白酒流通商华致酒行：业绩符合预期，品牌优势明显

业绩简述：2020 年全年公司实现收入及归母净利润 49.41、3.73 亿元，分别同比增长 32.20%、16.82%，其中 2020Q4 公司实现收入及归母净利润 12.61、0.53 亿元，分别同比增长 42.43%、85.90%，增速均环比实现较大提升。公司 2021Q1 营业收入 23.53 亿元，同比增长 81.74%；归母净利润 1.91 亿元，同比增长 95.22%。

2020 年经营趋势向好，收入端稳步增长。

收入方面：2020 年公司收入及净利润分别同比增长 32.30%、16.82%，其中 20Q4 公司收入及净利润分别同比增长 42.43%、85.90%。我们认为公司收入端保持稳健增长，主要来源于：

1) 品类方面：2020 年收入占比达 86.93%的白酒产品实现 28.03%的稳健增长（20H1/20H2 收入增速分别为 22.30%、34.07%），其中销量及吨价增速分别为 18.39%、8.14%，销量驱动为主；葡萄酒、进口烈酒收入占比较去年同期共计提升约 1.6 个百分点，实现 43.87%、78.97%的高速增长，价格驱动为主；

2) 产品方面：公司在保持高端酒占比的同时，推出毛利率较高、卡位次高端及高端酒放量价位带的钓鱼台精品酒（铁盖）、荷花酒、大规格 42° 四开国缘及其生肖纪念酒等新品。受益于酱酒热，2020 年钓鱼台及荷花酒均实现双位数增长——钓鱼台受益于价格调整，贡献了更多利润；荷花酒 2020 年销售达 1.63 亿，同比增长 29%，未来公司酱酒产品有望继续享受行业红利，实现高速发展；

3) 渠道方面：在疫情对电商渠道影响较小叠加下半年华致优选推出多项专场活动背景下，2020 年公司电商渠道收入实现了 130.79%的高增长，收入占比从 19 年的 4.64%提升至 8.11%；团购方面，20Q2-4 公司组建了预计超 250+人的销售团队（激励机制完善），虽然成本迅速提升，但团购渠道将在未来贡献较大增量；

4) 品牌门店方面：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，预计 2020 年公司连锁门店数量超 1700 家，在对新加盟者门槛提升、推出“323”新规的同时，公司单店收入、销售占比均表现向好，2021 年预计公司将增加至少 300 家高质量品牌门店。

20Q4 利润端表现优秀，盈利能力保持稳定。

盈利能力方面：受益于春节备货需求启动（高端酒销售占比提升）、产品结构改善、团购渠道发力，20Q4 公司净利润同比增长 85.90%，环比增长显著。全年来看，2020 年公司销售及管理费用率分别变动-0.30、-0.51 个百分点至 7.61%、2.07%，受 2020 年公司销售费用提升（营销人员的快速增加叠加促销费用开支增加所致）、白酒业务产品结构调整等因素影响，公司毛利率、净利率分别变动-2.31、-0.89 个百分点至 19.07%、7.69%，净利润增速略低于收入增速，但总体保持积极向好发展态势；

经营性现金流方面：2020 年公司经营性现金流为 3.25 亿元，较上年同期增长 200.49%，主要系本期销售商品收到的现金增加额大于购买商品支付的现金增加额所致；

存货及预付款方面：公司 2020 年拥有存货 18.92 亿元，同比增长 13.33%，系主销酒品采购增加所致；预付款 7.47 亿元，同比增长 2.57%，主要系预付五粮液产品采购款增加所致，公司拿货能力持续提升（具备较强议价能力）。

21Q1 销售收入大幅增长，盈利能力大幅提升。

收入端:在 2020Q1 公司收入实现正增长的基础上,2021Q1 公司收入增速达 81.74%, 主因:1) 春节旺季产品备货计划与营销策略得当;2) 品牌连锁门店的数量和质量的提升, 带来销售收入同比大幅增长;3) 大力开展品鉴会以及媒体传播, 重要核心产品如钓鱼台精品酒(铁盖)、荷花酒、五粮液年份酒、葡萄酒等的消费者认可度大幅提升, 市场势头强劲, 对销售和利润均有较大贡献;4) 通过产品赋能和服务赋能等, 增强了客户与公司的黏性, 日交易客户数量和复购率大幅提升;5) 华致酒行品牌力提升;**盈利能力端:**2021Q1 公司净利润增速达 95.22%, 主因高毛利定制酒收入占比提升叠加费用整体控制得当。

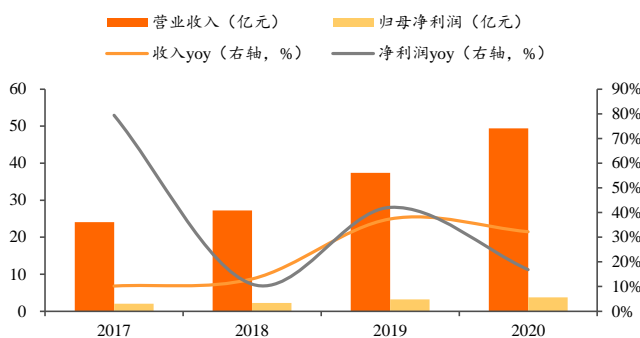
费用率小幅下降, 预付款提升显示拿货能力强。2021Q1 公司毛利率及净利率分别较去年同期增长 1.14、0.53 个百分点至 20.62%、8.19%; 费用率方面, 2021Q1 公司销售费用率、管理费用率分别较去年同期变动+0.39、-0.20 百分点至 7.96%、1.42%, 其中销售费用同比增长 91.16%, 主要系销售规模扩大带来的薪酬费用与促销费用开支增加所致; 预付款方面, 2021Q1 公司预付款较去年同期提升 27.20%至 14.43 亿元, 主要系预付五粮液、茅台等产品供应商的货款增加所致, 公司拿货能力强; 现金流方面, 2021Q1 公司经营性现金流净额为-5.12 亿元, 较去年同期下降 92.98%, 系购买商品支付的现金增加所致。

品牌优势明显, 2021 年改革红利将逐步释放。2020 年公司在爆发疫情后, 针对渠道、产品端, 公司已推出诸多改革举措, 我们预计**改革红利将逐步于 2021 年释放:**

1) 门店方面: 公司于 3 月底推出史上最严格的 323 新规, 对不合规门店进行清理以保证门店质量; 公司提升了连锁店保证金额度, 坚持重质不重量, 争取提升单店对整体业绩贡献度; 2) 供给方面: 公司加大外采力度的同时, 在北京通州落地了产品研发中心(承担鉴真工作)以保障酒水供应; 3) 渠道方面: 提升团购渠道重视度, 扩充团购队伍规模, 针对区域性团购客户及资源推出 700 计划, 目前收效明显, 毛利率较高的团购业务未来将实现对利润的显著贡献; 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。

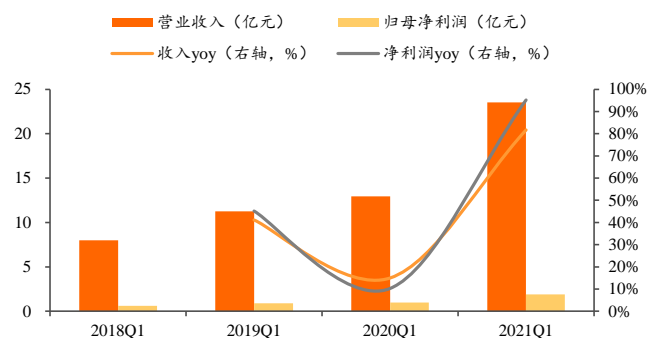
在此基础上, 20 年公司将继续坚持 5 个推进: 1) 推进小 B 大 C 战略; 2) 推进新零售战略; 3) 推进畅销名酒战略; 4) 推进三级鉴定工作; 5) 推进 323 新规。此外, 未来 5 年公司将在 700 个地区设立工作站以服务终端网点及门店, 预计战略实施后下游终端实力将得到明显提升。

图 85: 2020 年华致酒行收入、利润同比增长 32%、17%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 86: 2021Q1 华致酒行收入、利润同比增长 82%、95%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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>