

行业研究

高端表现强劲，次高端快速恢复

——白酒行业 2020 年年报及 2021 年一季报总结

要点

收入端：2020 年平稳收官，21Q1 开局良好，高端表现最为稳健。2020 年 19 家白酒上市企业合计实现营业总收入 2620.16 亿元，同比增长 6.35%，疫情影响下白酒板块收入实现稳健增长。2020Q4/2021Q1 板块营业总收入 686.60/952.47 亿元，同比增长 10.56%/22.54%，21Q1 收入同比增速较高。考虑到去年一季度基数较低，若对比 2019 年 Q1，21Q1 收入增长 23.83%。从各价格带来看，20 年总营收同比增速：高端白酒 (+11.1%) > 次高端白酒 (-0.99%) > 中端及以下白酒 (-3.16%)。21Q1 总营收同比增速：次高端白酒 (+38.89%) > 高端白酒 (+16.92%) > 中端及以下白酒 (+14.76%)，对比 2019 年 Q1 增速：高端白酒 (+29.73%) > 次高端白酒 (+20.17%) > 中端及以下白酒 (+4.08%)。高端白酒景气延续高景气度，次高端白酒亦快速发展。

盈利端：毛利率稳步上行，净利率受短期扰动。毛利率层面，2020 年白酒板块毛利率 76.6%，同比提升 0.3pct，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒毛利率分别同比 +0.48pct/+0.02pct/-5.09pct。高端白酒得益于均价提升，毛利率稳步上行。21Q1 白酒板块毛利率 77.26%，同比提升 0.71pct，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒毛利率分别同比提升 0.04pct/1.33pct/3.22pct，次高端白酒受产品结构升级带动，毛利率有所提升。**净利率层面**，2020 年白酒板块净利率 36.59%，同比提升 1.66pct，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒净利率分别同比 +1.24pct/+1.36pct/-1.19pct，21Q1 白酒板块整体净利率 38.77%，同比降低 1.56pct，高端白酒/次高端白酒净利率分别同比 -1.59pct/-2.18pct，主要受税金缴纳等短期因素扰动，若剔除短期影响，估计盈利能力依旧有所提升。

营运层面：21Q1 现金流与销售回款大幅改善。2020 年白酒企业经营活动现金流净额合计 885.05 亿元，同比减少 2.75%，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒企业分别同比减少 2.57%/3.87%/1.75%。21Q1 白酒企业经营现金流同比大幅改善，经营现金流净额合计 77.38 亿元（2020 年一季度为 -4.29 亿元）。从销售回款来看，21Q1 白酒企业销售回款合计 837.70 亿元，同比提升 36.15%，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒企业同比增加 33.68%/43.04%/31.71%，销售回款均显著提升。

投资建议：展望 2021 年全年，高端白酒基本面强劲，高景气度有望延续，为业绩增长确定性最高的优质标的，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖。次高端白酒 21 年一季度迅速恢复，全年来看产品结构升级趋势显著，推荐品牌资产深厚、全国化布局成效显著的山西汾酒，以及产品升级与渠道调整见效、目前估值水平相对较低的洋河股份。

风险分析：宏观经济增速下行风险，国内疫情反复，行业竞争加剧。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600519.SH	贵州茅台	2006.78	37.17	43.63	50.71	54	46	40	买入
000858.SZ	五粮液	285.00	5.14	6.36	7.57	55	45	38	买入
000568.SZ	泸州老窖	255.58	4.10	5.16	6.35	62	50	40	买入
600809.SH	山西汾酒	410.25	3.53	5.24	7.09	116	78	58	买入
002304.SZ	洋河股份	192.50	4.97	5.60	6.47	39	34	30	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

食品饮料

买入（维持）

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、收入端：21Q1 开局良好，高端表现稳健	4
1.1、白酒板块 2020 年平稳收官，21Q1 快速增长	4
1.2、高端延续高景气度，次高端 21Q1 高速发展	5
2、盈利端：稳步上行，高端酒利润增速亮眼	6
2.1、毛利率稳步提升，净利率受短期因素扰动	6
2.2、高端白酒归母净利润增速亮眼	7
3、营运层面：21Q1 现金流与销售回款大幅改善	9
4、基本面展望：高端表现强劲，次高端加速产品升级	11
5、投资建议	12
6、风险分析	12

图目录

图 1：2020 年白酒上市公司合计总营收稳健增长	4
图 2：2021 年一季度白酒上市公司总营收同比增速较高	4
图 3：2020 年白酒毛利率同比变化（单位：pct）	6
图 4：单季度白酒板块毛利率同比变化（单位：pct）	6
图 5：2020 年以来白酒板块销售费用率同比（单位：pct）	6
图 6：2020 年以来白酒板块管理及研发费用率同比（单位：pct）	6
图 7：2020 年白酒净利率同比变动（单位：pct）	7
图 8：单季度白酒净利率同比变动（单位：pct）	7
图 9：2020 年白酒板块归母净利润同比增长 11.95%	8
图 10：单季度白酒板块归母净利润及同比增速	8
图 11：白酒板块经营现金流及同比变化	10
图 12：各板块白酒 2020 年净经营现金流同比增速	10
图 13：白酒企业销售回款同比变动	10
图 14：21 年一季度末合同负债（单位：亿元）相较年初减少	11

表目录

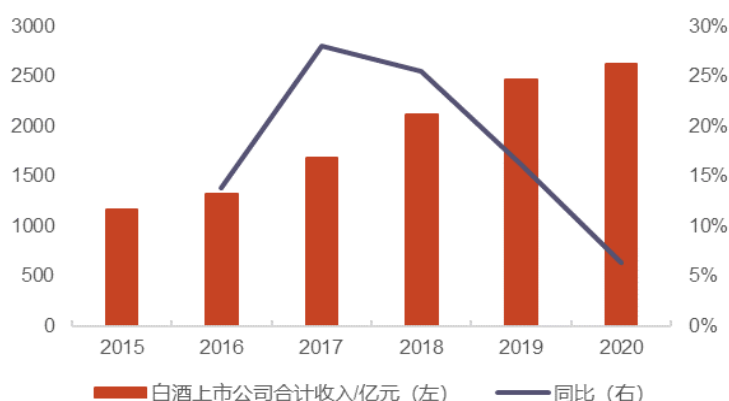
表 1：白酒上市公司 2020 年及 2021 年 Q1 总营收及增速	5
表 2：白酒上市公司 2020 年及 2021 年 Q1 归母净利润及增速	9
表 3：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	13

1、收入端：21Q1 开局良好，高端表现稳健

1.1、白酒板块 2020 年平稳收官，21Q1 快速增长

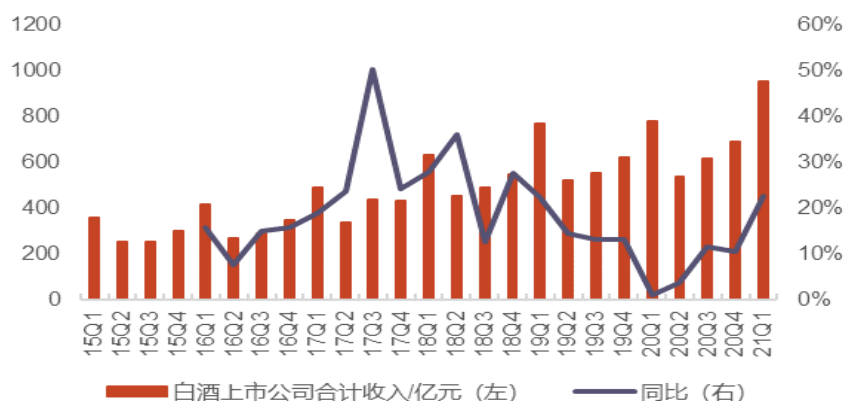
2020 年稳健收官，2021 一季度快速增长。2020 年 19 家白酒上市企业合计实现营业收入 2620.16 亿元，同比增长 6.35%，疫情影响下白酒板块收入实现稳健增长。从单季收入来看，2020Q4/2021Q1 板块营业收入 686.60/952.47 亿元，同比增长 10.56%/22.54%。21 年以来消费场景逐渐恢复，春节旺季白酒动销表现良好，叠加今年春节时间较晚，公司收入确认更多集中在一季度，21Q1 收入同比增速较高。考虑到去年一季度基数较低，若对比 2019 年 Q1，21Q1 收入增长 23.83%，进一步验证 21Q1 动销旺盛表现。

图 1：2020 年白酒上市公司合计总营收稳健增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2021 年一季度白酒上市公司总营收同比增速较高



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、 高端延续高景气度，次高端 21Q1 高速发展

按照价格带划分，2020 年总营收同比增速：高端白酒企业（+11.1%）>次高端白酒企业（-0.99%）>中端及以下白酒企业（-3.16%）。高端白酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）20 年收入同比增长 11.1%，表现最为稳健。茅台酒 2020 年销量维持相对稳定，直供渠道放量带动均价提升，促进收入增长。五粮液主品牌量价均实现稳步提升，泸州老窖以国窖 1573 为收入增长主要驱动，均价提升显著。次高端白酒企业收入略有下滑，汾酒的青花、玻汾快速增长，洋河主要受海之蓝、天之蓝拖累，收入同比下滑，水井坊主要因 20 上半年疫情影响，收入同比大幅下滑，下半年以来已经逐渐恢复。中端及以下白酒受疫情冲击较大，2020 全年总营收同比下降 3.16%。

21Q1 总营收同比增速：次高端白酒企业（+38.89%）>高端白酒企业（+16.92%）>中端及以下白酒企业（+14.76%），对比 2019 年 Q1 增速：高端白酒（+29.73%）>次高端白酒（+20.17%）>中端及以下白酒（+4.08%）。21 年一季度各价格带白酒企业同比均高速增长，高端白酒收入同比增长 16.92%，茅台维持稳健增长，五粮液、泸州老窖同比增速分别达到 20%/40%，实现开门红。次高端白酒收入同比增长 38.89%，汾酒 21Q1 收入同比增长 77%，青花、玻汾表现亮眼，洋河主要受梦 6+带动，海、天系列亦有所恢复，古井贡酒受益于春节后期消费场景恢复，一季度增长提速，水井坊一季度亦强势复苏。中端及以下白酒在去年同期低基数下，收入同比增长 14.76%。若对比 2019 年一季度，高端白酒增速最高，进一步验证行业高景气度，次高端白酒亦实现快速发展。

表 1：白酒上市公司 2020 年及 2021 年 Q1 总营收及增速

公司	2020 年总营收/亿元	2020 年总营收同比	2021 年 Q1 总营收/亿元	2021 年 Q1 总营收同比	相比 2019 年 Q1 增速
贵州茅台	979.93	10.29%	280.65	10.93%	24.84%
五粮液	573.21	14.37%	243.25	20.19%	38.29%
泸州老窖	166.53	5.28%	50.04	40.85%	20.01%
高端白酒企业	1719.67	11.10%	573.93	16.92%	29.73%
山西汾酒	139.90	17.76%	73.32	77.11%	80.70%
洋河股份	211.01	-8.76%	105.20	13.51%	-3.39%
酒鬼酒	18.26	20.79%	9.08	190.36%	162.25%
水井坊	30.06	-15.06%	12.40	70.17%	33.37%
ST 舍得	27.04	2.02%	10.28	154.21%	47.38%
古井贡酒	102.92	-1.20%	41.30	25.86%	12.58%
今世缘	51.22	5.09%	23.97	35.34%	22.59%
口子窖	40.11	-14.15%	11.73	50.90%	-13.86%
次高端白酒企业	620.51	-0.99%	287.28	38.89%	20.17%
顺鑫农业	155.11	4.10%	54.86	-0.70%	15.12%
迎驾贡酒	34.52	-8.60%	11.48	48.90%	-1.05%
伊力特	18.02	-21.71%	5.44	255.33%	5.01%
金种子酒	10.38	13.55%	2.94	52.11%	2.00%
老白干酒	35.98	-10.73%	7.54	-0.26%	-34.36%
金徽酒	17.31	5.89%	5.08	48.43%	-1.11%
青青稞酒	7.64	-39.07%	3.79	86.91%	3.62%
皇台酒业	1.02	2.67%	0.12	41.62%	68.66%
中端及以下白酒企业	279.97	-3.16%	91.26	14.76%	4.08%
白酒企业合计	2620.16	6.35%	952.47	22.54%	23.83%

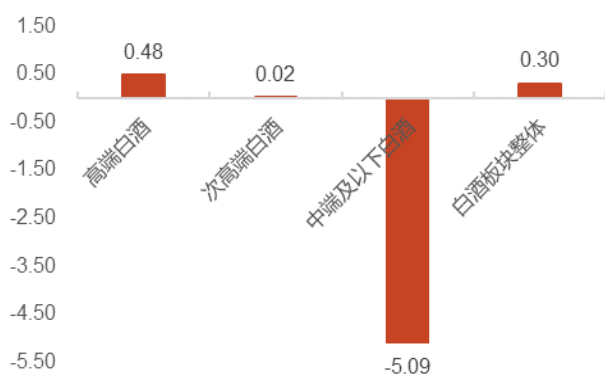
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：顺鑫农业营收包含屠宰、房地产等业务收入

2、盈利端：稳步上行，高端酒利润增速亮眼

2.1、毛利率稳步提升，净利率受短期因素扰动

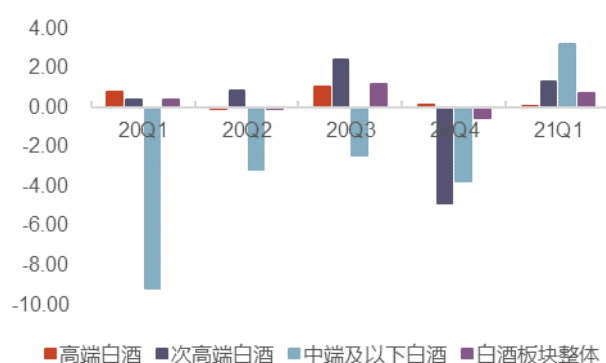
毛利率层面，2020 年白酒板块整体毛利率 76.6%，同比提升 0.3pct，其中高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒毛利率分别为 83.21%/73.75%/42.32%，同比 +0.48pct/+0.02pct/-5.09pct。2020 年收入准则调整下运输费用计入营业成本，高端白酒得益于均价提升，毛利率稳步上行，次高端白酒毛利率基本持平。2021 年 Q1 白酒板块毛利率 77.26%，同比提升 0.71pct，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒毛利率分别为 83.46%/75.92%/42.55%，同比提升 0.04pct/1.33pct/3.22pct，21 年 Q1 毛利率同样受到收入准则调整影响，高端白酒毛利率基本持平，次高端白酒受产品结构升级带动，毛利率有所提升。

图 3：2020 年白酒毛利率同比变化（单位：pct）



资料来源：Wind，光大证券研究所

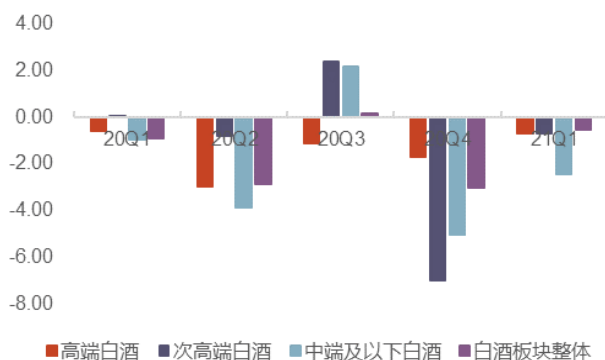
图 4：单季度白酒板块毛利率同比变化（单位：pct）



资料来源：Wind，光大证券研究所

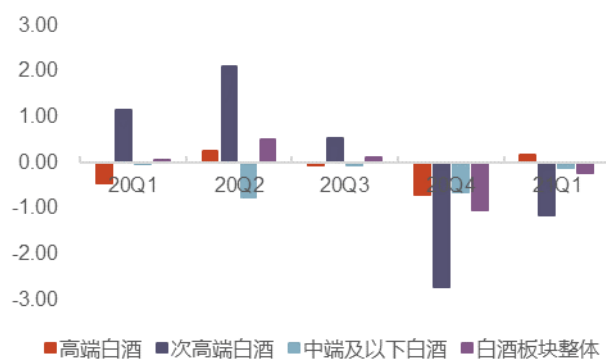
费用率层面，2020 年四季度以来白酒整体板块以及各价格带销售费用率同比下降，估计主要与收入准则调整下运输费用不再计入销售费用、企业费用投放效率提升有关。管理和研发费用较为刚性，伴随 20 年四季度以来销售逐渐恢复，多数企业费用率有所降低。

图 5：2020 年以来白酒板块销售费用率同比（单位：pct）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：2020 年以来白酒板块管理及研发费用率同比（单位：pct）

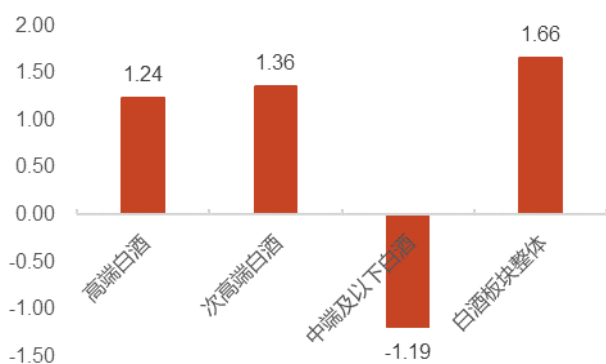


资料来源：Wind，光大证券研究所

净利率层面，2020 年白酒板块整体净利率为 36.59%，同比提升 1.66pct，其中高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒净利率分别为 44.42%/27.59%/8.39%，同比+1.24pct/+1.36pct/-1.19pct，高端白酒和次高端白酒净利率稳步提升，中端及以下白酒盈利能力有所降低。

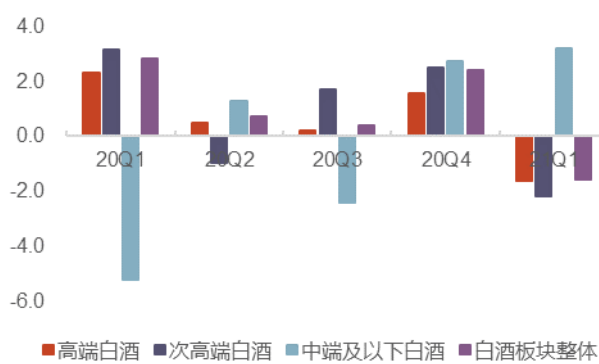
2021 年 Q1 白酒板块整体净利率 38.77%，同比降低 1.56pct，其中高端白酒/次高端白酒净利率分别为 46.58%/31.72%，同比-1.59pct/-2.18pct。21Q1 净利率同比下降主要因短期因素扰动，例如受税金缴纳节奏影响，茅台 21Q1 净利率同比下降 2.63pct，泸州老窖净利率同比下降 5.03pct，受公允价值变动损益影响，洋河 21Q1 净利率同比下降 6.44pct。若剔除这些短期因素影响，估计高端白酒、次高端白酒盈利能力依旧有所提升。

图 7：2020 年白酒净利率同比变动（单位：pct）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：单季度白酒净利率同比变动（单位：pct）



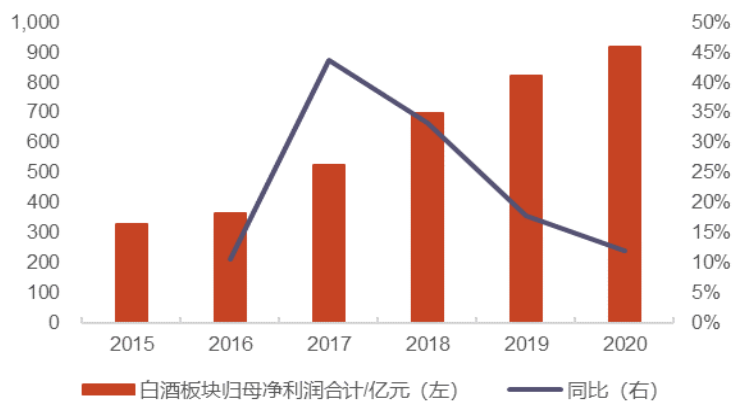
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2、 高端白酒归母净利增速亮眼

2020 年白酒上市企业合计实现归母净利润 920.68 亿元，同比增长 11.95%，分板块归母净利润增速：高端白酒（+14.87%）>次高端白酒（+5.13%）>中端及以下白酒企业（-15%）。高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒合计实现归母净利润 726.58/170.63/23.47 亿元，同比+14.87%/+5.13%/-15.00%，高端白酒为板块归母净利润增长的主要贡献。

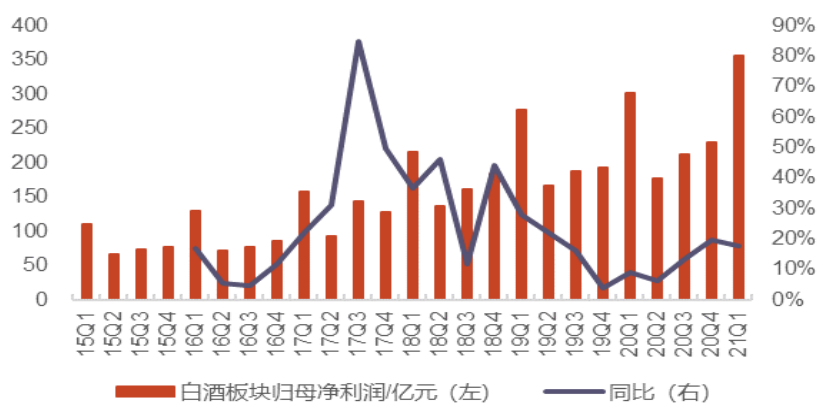
2021 年 Q1 白酒企业合计实现归母净利润 355.82 亿元，同比增长 17.87%，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒分别同比增长 13.06%/29.61%/56.30%。若对比 2019 年一季度，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒归母净利润增速分别为 32.45%/24.99%/-12.15%，高端白酒增速最为亮眼，次高端利润增长亦明显提速。

图 9：2020 年白酒板块归母净利润同比增长 11.95%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：单季度白酒板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 2：白酒上市公司 2020 年及 2021 年 Q1 归母净利润及增速

公司	2020 年归母净利润/亿元	2020 年归母净利润同比	21Q1 归母净利润/亿元	21Q1 归母净利润同比	相比 2019 年 Q1 增速
贵州茅台	466.97	13.33%	139.54	6.57%	24.36%
五粮液	199.55	14.67%	93.24	21.02%	43.99%
泸州老窖	60.06	29.38%	21.67	26.92%	43.06%
高端白酒企业	726.58	14.87%	254.45	13.06%	32.45%
山西汾酒	30.79	58.85%	21.82	78.16%	148.69%
洋河股份	74.82	1.35%	38.63	-3.49%	-3.94%
酒鬼酒	4.92	64.15%	2.68	178.85%	268.75%
水井坊	7.31	-11.49%	4.19	119.66%	91.90%
ST 舍得	5.81	14.42%	3.02	1031.19%	200.21%
古井贡酒	18.55	-11.58%	8.14	27.90%	3.97%
今世缘	15.67	7.46%	8.05	38.78%	25.57%
口子窖	12.76	-25.84%	4.20	72.73%	-22.90%
次高端白酒企业	170.63	5.13%	90.74	29.61%	24.99%
顺鑫农业	4.20	-48.10%	3.73	5.73%	-12.91%
迎驾贡酒	9.53	2.47%	3.69	58.45%	4.47%
伊力特	3.42	-23.48%	1.31	1475.80%	-11.99%
金种子酒	0.69	-133.94%	-0.49	-	-
老白干酒	3.13	-22.68%	0.56	-14.59%	-52.21%
金徽酒	3.31	22.44%	1.15	99.34%	5.65%
青青稞酒	-1.15	-418.66%	0.71	-	41.48%
皇台酒业	0.33	-50.91%	-0.04	-	-
中端及以下白酒企业	23.47	-15.00%	10.64	56.30%	-12.15%
白酒企业合计	920.68	11.95%	355.82	17.87%	28.54%

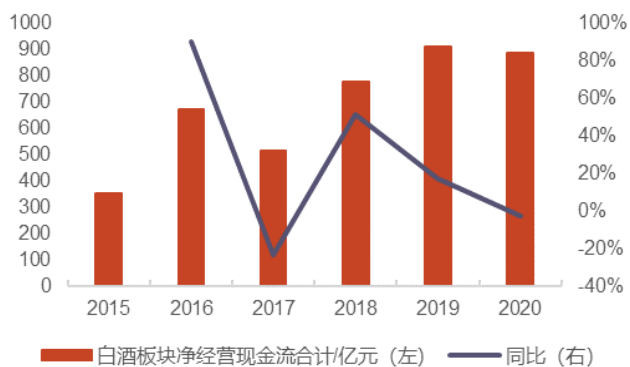
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：顺鑫农业归母净利润包含屠宰等业务，青青稞酒 2020 年 Q1 归母净利润亏损 467 万元

3、营运层面：21Q1 现金流与销售回款大幅改善

2020 年白酒企业经营活动现金流净额合计 885.05 亿元，同比减少 2.75%，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒企业分别同比减少 2.57%/3.87%/1.75%，主要因 2020 年春节较早，部分经销商回款已于 2019 年四季度完成，另外疫情对企业现金流也有一定影响。

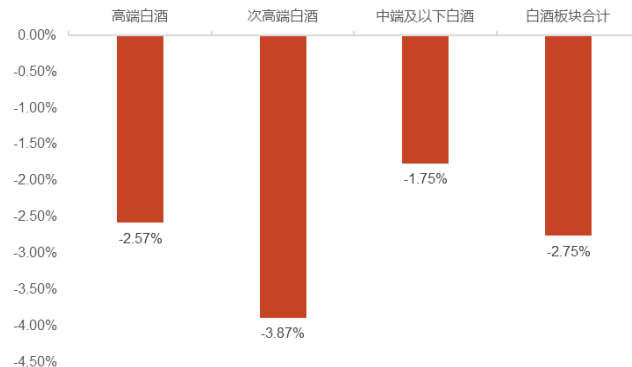
21Q1 白酒企业经营现金流同比大幅改善，经营现金流净额合计 77.38 亿元（2020 年 Q1 为-4.29 亿元），主要因 21 年以来消费场景逐渐恢复，同时 21 年春节时间较晚，经销商旺季打款备货相比 20 年更多集中在一季度。从销售回款来看，21Q1 白酒企业销售回款合计 837.70 亿元，同比提升 36.15%，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒企业分别同比增加 33.68%/43.03%/31.71%。

图 11：白酒板块经营现金流及同比变化



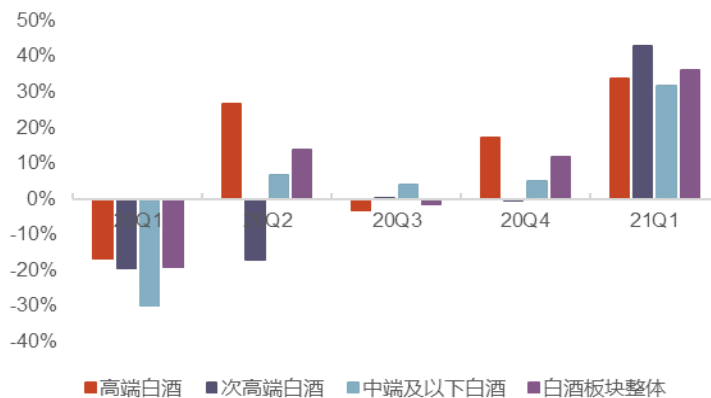
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：各板块白酒 2020 年净经营现金流同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

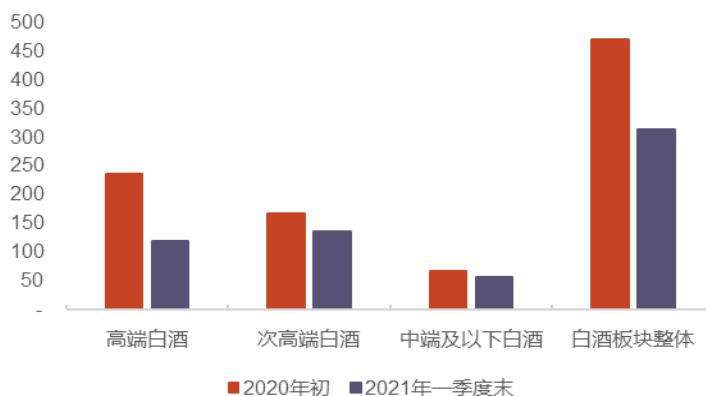
图 13：白酒企业销售回款同比变动



资料来源：Wind，光大证券研究所

截至 21 年一季度末，白酒企业合同负债合计达到 314.22 亿元，相较年初减少 33.34%，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒分别减少 49.12%/19.06%/13.59%，主要受经销商季节性打款节奏所致。

图 14：21 年一季度末合同负债（单位：亿元）相较年初减少



资料来源：Wind，光大证券研究所

4、基本面展望：高端表现强劲，次高端加速产品升级

展望 2021 年全年，高端白酒基本面强劲，高景气度有望延续，为业绩增长确定性最高的优质标的。

贵州茅台：目前飞天茅台散瓶批价 2500-2600 元，整箱批价 3200 元以上，春节旺季后批价一直处于高位。一季度受消费税扰动影响，净利率同比下降，同时公司控货下估计实际投放量同比减少。后续在销量方面，伴随公司发货节奏恢复正常，估计飞天茅台销量将稳健增长，均价方面，近期生肖酒、精品酒出厂价提升已基本落地，且经销渠道中 50%左右的计划量转向直销渠道，预计后续将贡献 6%以上的利润增量。公司将加大飞天茅台在电商、商超、自营店的投放量，通过渠道结构转变带动均价提升。系列酒将继续通过产品升级实现均价上升，茅台王子酒、汉酱等主要品牌将提价并加大投放，有望享受酱酒行业红利实现高速增长。双轮驱动保障未来发展，公司基本面依旧坚挺。

五粮液：目前普五批价 980 元左右，价格稳中有升，后续淡季挺价预期较强，有望在年内达到 1100 元。主品牌产品体系已初步完善，八代五粮液核心大单品地位将持续巩固，公司今年将推出经典五粮液 20、30、50 高端新品，小五粮定价次高端并通过团购渠道投放。系列酒将继续加强品牌化运作，目标十四五期间实现 200 亿规模。渠道层面将继续大力发展团购渠道（2020 年占比已达到 20%左右），预期 21 年占比将持续提升，有望达到 30%，并且通过数字化体系强化对传统渠道的管控。21 年开门红为全年业绩奠定基础，强品牌力支撑以及改革红利释放下，全年业绩增长可期。

泸州老窖：目前国窖 1573 批价 900 元以上，后续受益于茅台价格稳居高位、五粮液淡季挺价，国窖价格提升预期较强。特曲系列发力中端及次高端，将继续提价，特曲 60 为标杆产品，2020 年销售收入突破 10 亿元，2021 年有望快速发展。区域布局方面，2020 年河南会战圆满收官，后续有望将成功经验复制到更多区域。公司近期推出高管薪酬管理办法，将打造以经营业绩为主要依据的考核机制，该方案有助于进一步提高管理团队积极性，激发公司活力。2021 年开门红下，全年业绩高增长可期，后续将享受高端白酒赛道红利持续增长。

次高端白酒 21 年一季度迅速恢复，叠加去年同期低基数，多数酒企一季度同比实现较高增长，全年来看产品结构升级趋势显著，价格带将进一步上移。

山西汾酒：全国层面汾酒系列回款进度超过 50%，21 年全年目标完成可期。后续公司将加快产品升级步伐，复兴版市场接受度已得到验证，青花 30 升级换代逐步完成，青花系列收入占比有望持续提升，玻汾继续放量，在光瓶酒行业的大单品地位稳固，老白汾也将进行调整升级。省外市场将从之前的“抓两头，带中间”策略转向玻汾、老白汾、青花、巴拿马四条产品线并举策略，实现各价格带全面覆盖，进一步加大全国化布局。

洋河股份：目前全国层面经销商回款进度已达到 50%，库存水平较为良性，预期后续价格压力较小，全年收入双位数增长可期。Q1 业绩超预期验证公司本轮调整见效，经营拐点已现，后续梦 6+ 为主要驱动，有望享受 600 元次高端价格带扩容红利，在全国层面实现放量。海之蓝、天之蓝恢复增长，市场份额得以保持，水晶版升级换代仍有待验证。此外，公司将逐渐独立并大力发展双沟品牌，以形成洋河、双沟双品牌驱动。

今世缘：全年来看，国缘品牌依旧为公司增长的主要驱动，品牌势能有望继续释放，国缘四开为核心单品，收入占比超过 40%，后续公司将继续进行产品升级换代，伴随老版四开库存逐渐消化，新版四开有望在二季度投放，并定位 500 元价格带，高增速有望延续。V 系列以 V3、V9 两大单品为主，尚处发展初期，2020 年实现收入 2.6 亿元。公司已成立 V9 事业部，战略上给予足够重视，长期来看 V 系列具备较大发展潜力。

古井贡酒：春节期间安徽省内动销呈现先抑后扬态势，公司一季度收入同比增速较高，古 8 及以上产品增速较快，占公司销售额比重超过 40%，全年占比有望进一步提升。全年来看公司将采取全国化、次高端战略，推动古 20 在省外扩张，继续产品结构调整，通过次高端价格带红利实现高增长。

5、投资建议

高端白酒维持高景气度，基本面强劲，为业绩增长确定性最高的黄金赛道，推荐**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**，次高端白酒加快产品结构升级与全国化扩张，推荐品牌资产深厚、全国化布局成效显著的**山西汾酒**，以及产品升级与渠道调整见效、目前估值水平相对较低的**洋河股份**。

6、风险分析

- 1) **宏观经济增速下行风险：**若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- 2) **国内疫情反复：**若国内疫情形势再次严峻，防控措施升级，则会对餐饮、聚会、宴席等消费场景造成较大冲击，从而影响白酒企业业绩。
- 3) **行业竞争加剧：**白酒行业内部竞争较为激烈，疫情后企业加大品牌宣传与推广投入，竞争加剧下企业盈利可能受损。

表 3：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
600519.SH	贵州茅台	2006.78	37.17	43.63	50.71	54	46	40	15.6	13.2	11.1	买入	维持
000858.SZ	五粮液	285.00	5.14	6.36	7.57	55	45	38	12.9	11.0	9.4	买入	维持
000568.SZ	泸州老窖	255.58	4.10	5.16	6.35	62	50	40	16.2	13.6	11.3	买入	维持
600809.SH	山西汾酒	410.25	3.53	5.24	7.09	116	78	58	36.6	25.2	18.9	买入	维持
002304.SZ	洋河股份	192.50	4.97	5.60	6.47	39	34	30	7.5	6.8	6.2	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE