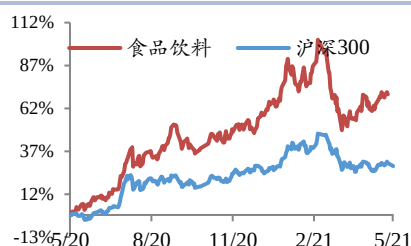


4月白酒战报：业绩落地，消费升级仍是主旋律

行业评级：增持

报告日期：2021-05-06

行业指数与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璿

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

1. 白酒震荡上行，休闲零食一季报表现亮眼 2021-04-25
2. 高端酒价盘同比稳定且有望持续 2021-04-19
3. 大消费行业专题：基本面延续强势，一季报展望乐观 2021-04-16

主要观点：

● 高端名酒：稳健开局，税金基数影响茅泸利润

2021年一季报落地，高端酒茅台、五粮液、泸州老窖基本均实现开门红，其中五粮液业务端强劲实现20%+增长，茅台与泸州老窖均受营业税金基数影响，利润端短期波动。

● 次高端地方酒：消费升级加速，酒企间有所分化

次高端产品是名酒及主流地方龙头酒企近年发展核心增量来源，包括以品味舍得、水井坊臻酿、洋河M6+、M3水晶版，今世缘四开，古井古16、古20，汾酒青花汾等一系列为代表的产品均实现持续快速发展。一季度地产酒次高端产品需求旺盛，疫情推动消费升级持续加速，但100~200元中档酒需求较正常年份边际减弱。整体来看，地产酒龙头多价位覆盖，产品结构向上升级加速，对冲了下方中档产品的增长乏力，各酒企间有所分化，舍得受益于次高端老酒战略业绩高速增长，汾酒延续超预期增长，洋河正逐步拐点兑现。

● 二级市场回顾

近1月食品饮料表现稳健。近1月（2021.4.1~2021.5.6），二级市场食品饮料行业上涨3.0%，在中信30子行业中分别排名第10位，同期沪深300指数上涨0.3%。白酒个股中，ST舍得、水井坊、伊力特等涨幅居前，口子窖、贵州茅台、古井贡酒跌幅居前。

● 投资建议

2021年一季报，白酒行业受益于消费升级，头部企业次高端以上产品量价齐升，短期股价表现虽有分化，但行业景气度仍处较高水平，建议标配贵州茅台、五粮液，同时关注山西汾酒、洋河股份、ST舍得。

● 风险提示

1) 宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2) 国内疫情防控长期化的风险：国内疫情过程中反复，或外部输入风险长期化，消费行为或再受抑制；3) 重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；4) 重大农业疫情风险：畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应。疫病的蔓延容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使畜禽养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。

正文目录

一、高端名酒：稳健开局，税金基数影响茅泸利润	4
1.1 贵州茅台：实际经营符合预期，税金大幅波动但可解释	4
1.2 五粮液：无功无过稳健增长，全面进入改革红利释放期	6
1.3 泸州老窖：税金波动影响短期利润，收入延续快速增长	8
二、次高端地方酒：消费升级加速，低基数下高增长可期	9
2.1 洋河股份：一季报超预期，经营拐点正逐步证实	9
2.2 山西汾酒：延续超预期增长，青花引领核心增量	11
2.3 古井贡酒：业绩稳步增长，徽酒延续单寡头格局	13
2.4 今世缘：深耕省内发力省外，业绩仍处快速增长通道	14
三、二级市场回顾	15
投资建议	16
风险提示	16

图表目录

图表 1 整箱、散瓶飞天茅台一批价走势	5
图表 2 五粮液、国窖 1573 一批价走势	7
图表 3 近 1 月中信 30 个子行业涨跌幅	15
图表 4 4 月白酒个股涨跌幅	15

一、高端名酒：稳健开局，税金基数影响茅泸利润

1.1 贵州茅台：实际经营符合预期，税金大幅波动但可解释

原箱与散瓶普飞价格仍分化。4月，53度普飞原箱批价于3200元上方震荡，散瓶价格稳步上行至2500元，4月拆箱销售要求仍执行。淡季茅台终端供需仍紧张，酒厂明显控货，标准瓶飞天茅台发货节奏慢于往年，消费者买不到酒的情况并未有显著改善，足见尽管有各类政策持续调控，但茅台酒礼品+饮用+金融等多重属性叠加之下，供需紧平衡格局难有改变。

贵州茅台发布一季报，2021年Q1实现营收272.7亿元，YoY+11.7%，实现归母净利润139.5亿元，YoY+6.6%，利润端增速大幅低于收入增速，主因“税金及附加”项同增14亿，YoY+56.4%，公司表示“系公司本部销售给公司控股子公司贵州茅台酒销售有限公司的销量较上年同期增加，消费税及其附加税相应增加”所致，观察母公司利润表，母公司营业成本同增55.3%，反应公司Q1成品酒产量大增，与税金增幅基本相符。税金占收入比重看，2020年Q1/Q2/Q3/Q4分别为10%/16.1%/16.4%/16.1%，2020Q1为异常低值（或因20年Q1疫情影响生产所致），2021Q1恢复至14.0%，简单解释即公司生产节奏变化致税金比率大幅波动，报表端若剔除税金影响，Q1公司经营情况符合预期。报表端Q1毛利率91.68%，较2020年Q1持平，Q1销售费用率2.08%，同降0.63pct，考虑运费会计准备调整影响无异常。

Q1茅台酒收入245.9亿元，YoY+10.7%，系列酒收入26.4亿元，YoY+21.7%，直销占比由20年Q1的7.95%同增9.59pct至17.54%（出厂价1299或1399元），较20年全年的14%亦持续提高，叠加茅台酒产品结构调整（增加非标产品配额占比）助推吨价显著上行，故Q1茅台酒报表端发货量或几乎无微增（21年春节渠道生肖、精品、年份、非标发货量较少，经销商拿货明显少于20年春节）。

2021年直接与间接提价并行。2021年直接提价：茅台精品、生肖、开发产品陆续提价（精品提价17%，生肖提价54%，开发产品提价50~100%），涉及产品销量约15%，平均提升幅度约30~40%，预计全年营收增速净增约3~5pct。2021年间接提价：直销占比持续提升，2021年以来，茅台强制拆箱、联合工商严查经销商等行为，或持续在渠道端有理由地削减经销商传统配额，回收投放至直销中，间接抬升均价，21年Q1直销占比持续提升。

经销商体系进一步优化，渠道把控力度强。Q1国内茅台经销商减少8家，系列酒经销商增加6家，对渠道进一步清理，系列酒受益于酱酒热，2020年各主导产品（三茅一曲四酱）批价均呈现翻倍式增长，汉酱（茅）、茅台1935（原遵义1935）等次高端产品可无压力收割酱酒次高端价格带，茅台系列酒虽仅有百亿体量，但向后看增长动力强劲；茅台酒经销商体系持续削减，预计传统渠道配额难有增长，茅台对渠道把控力度强劲。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,993	108,658	134,261	150,671
收入同比 (%)	10.3%	10.9%	23.6%	12.2%
归属母公司净利润	46,697	52,427	65,607	73,982
净利润同比 (%)	13.3%	12.3%	25.1%	12.8%
毛利率 (%)	91.7%	91.8%	92.1%	92.2%
ROE (%)	31.4%	29.9%	31.3%	29.7%
每股收益 (元)	37.17	41.73	52.23	58.89
P/E	56.3	50.2	40.1	35.6
P/B	16.3	13.9	11.5	9.8
EV/EBITDA	38.8	34.9	28.1	25.0

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 1 整箱、散瓶飞天茅台一批价走势



资料来源: 华安证券研究所整理

1.2 五粮液：无功无过稳健增长，全面进入改革红利释放期

批价触及千元，渠道状态近年最佳。2021年春节渠道普遍反馈全国范围内动销超预期，多数地区完成40%以上任务，部分区域完成50%，销售双位数以上增长，部分点状区域反馈20%+增长。3月下旬普五一批价部分区域已触及千元，渠道顺价利润约600元/箱，普五价格连续经受2020年中秋、2021年春节两次旺季放货考验后，在春节后淡季开启新一轮上涨。库存方面，渠道普遍反应今年库存尤为良性，经销商和终端库存压力较小，渠道健康状态为历年最佳。

五粮液发布年报，2020年实现营收573.2亿元，YoY+14.4%，实现归母净利润199.6亿元，YoY+14.7%，符合预期。2020年毛利率74.16%，同降0.3pct，主要系销售相关运费计入成本确认。公司首次拆分主品牌与系列酒细分量价数据：2020年五粮液主品牌收入441亿元，YoY+13.9%，销量28,139吨，YoY+5.3%，主品牌均价YoY+8.2%；系列酒收入83.7亿元，YoY+9.8%，销量13.2万吨，YoY+4.6%，系列酒均价YoY+15.1%。2020年销售费用率9.7%，同降0.2pct，管理费用率4.6%，同降0.7pct；

公司同时发布一季报，2021年Q1实现营收243.3亿元，同增20.2%，实现归母净利润93.2亿元，同增21.0%，十四五开门红符合预期。经营性现金流净额55.1亿元，较去年同期净流出12亿元大幅改善，销售现金流入210.65亿元，同比+66.04%；Q1毛利率76.43%，同降0.1pct，销售/管理费用率分别同降1.4pct/同增0.4pct。

厂家话语权明显提升，五粮液批价稳中上行。2021年以来，酒厂挺价诉求异常明显，预计全年普五销量增幅有限，均价提升更为重要。普五批价经受住春节旺季放货考验，节后淡季批价稳步上行，目前全国范围内批价高位已站稳千元，低位也在980元上下运行。普五批价稳步上行的本质是市场供求结构优化，供给端：厂家借疫情助渠道进入低库存运行，渠道供给相对受限；需求端：茅台开箱政策叠加开瓶下降助力高端酒增量需求外溢，五粮液明显受益。供给收缩、需求增长形成剪刀差，故供给与需求进入紧平衡，供需紧平衡状态下厂家话语权明显增强，体现在：1）3月要求经销商打款949元牛年纪念酒配额，变相提价；2）未来计划内所欠配额或不再返回给经销商。预计下一步酒厂或在下半年要求经销商按照999元计划外拿货，直接抬升渠道成本，全年计划外团购占比或达30%，年内批价乐观可展望1100元。

经典五粮液稳步推进，产品矩阵愈加完善。经典五粮液出厂价1499元，要求实际团购价不低于2600元，后续将仿照茅台年份酒进行系列化推出经典30、50等产品，从产品战略角度，通过经典五粮液在超高端市场形成一整套价格体系，进而提升五粮液价格体系，预计2021年有望实现约800吨销量，贡献约20亿营收；小五粮稳步推进，375ml出厂价300元，团购价400元+，折算斤酒价格实为600元+次高端产品，进一步完善产品矩阵，目前小五粮由地方平台商专注于团购渠道，尚未放量。

酒厂回收系列酒品牌，变相提价贡献净收入。4月酒厂收回OEM五粮春品牌，各地竞标招商，按原总代分销价格120元打款，较原出厂价70元净增70%，按五粮春15亿报表规模测算，此举变相提价预计贡献约10亿净收入。

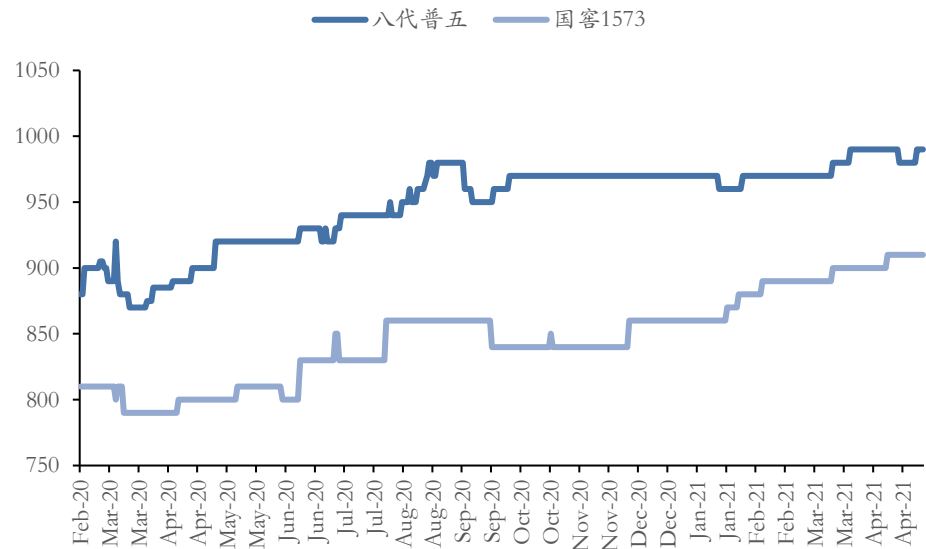
● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	57321	65845	75236	84953
收入同比 (%)	14.4%	14.9%	14.3%	12.9%
归属母公司净利润	19955	23479	27216	30879
净利润同比 (%)	14.7%	17.7%	15.9%	13.5%
毛利率 (%)	74.2%	74.7%	75.3%	75.4%
ROE (%)	23.3%	21.5%	20.0%	18.5%
每股收益 (元)	5.14	6.05	7.01	7.96
P/E	56.77	45.70	39.43	34.75
P/B	13.22	9.83	7.87	6.41
EV/EBITDA	40.01	31.83	26.69	22.86

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 五粮液、国窖 1573 一批价走势



资料来源: 华安证券研究所整理

1.3 泸州老窖：税金波动影响短期利润，收入延续快速增长

批价上挺，终端动销无忧。国窖渠道库存不足一个月、处于较低水平，多数区域已完成全年 50% 任务，此前公司短期取消配额、现已恢复，价格按照 930 元执行（含 20 元保证金），批价站稳 900 元，向后看，基于普五批价部分区域已破千，国窖批价亦有望跟随向上，公司目标年内实现顺价销售，有难度但值得观察。

2020 年财报数据梳理。公司发布 2020 年年报，2020 年实现营收 166.5 亿元，同增 5.3%，实现归母净利润 60.1 亿元，同增 29.4%，与此前业绩快报相一致；2020 年中高档酒收入 YoY+15.3%，销量 YoY-1.5%，均价 YoY+17.1%，毛利率 89.59%，同增 2.18pct，低档酒收入 YoY-32.4%，销量 YoY-18.3%，均价 YoY-17.3%；20 年毛利率 83.05%，同增 2.43pct，销售费用率 18.56%，同降 7.91pct，销售费用率同比显著下降释放利润弹性，管理费用率 5.59%，同比基本稳定。

2021 年一季报数据梳理。公司同时发布一季报，Q1 实现营收 50 亿元，YoY+40.9%，实现归母净利润 21.7 亿元，YoY+26.9%，税金 YoY+209%，净增 4.4 亿元，拖累利润增速，税金占营收比率来看，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别为 5.9%/11.5%/14.0%/19.5%，2020Q1 为异常低值（或系 20 年 Q1 疫情影响生产所致），2021Q1 恢复至 12.9%，简单解释即公司生产节奏变化致税金比率大幅波动，报表端若剔除税金影响，Q1 公司经营情况符合预期（与茅台一季报税金及附加项对利润的影响情况类似）。Q1 销售现金回款 64.5 亿元，YoY+138%，回款势头强劲，与草根情况相符。Q1 毛利率 86.04%，同降 0.81pct，或系 20 年 Q1 受疫情影响国窖占比高及部分运费计入成本。

Q1 销售费用率 13.48%，同降 0.19pct，虽同比变化幅度不大（20 年 Q1 同期疫情影响费用少投），但可见自 20 年 Q1 起，公司连续五个季度销售费用率分别为 13.7%/15.3%/17.0%/25.8%/13.5%，较往年各季度的 15%+/18%+/25%+/30%+ 明显偏低，21 年 Q1 在几乎没有疫情影响下销售费用率再次处于低位（即便考虑运费会计确认调整，Q1 销售费用率应仍较低），或意味着公司维持多年的高费用投放品牌建设正逐步走入收获期，叠加 21 年公司明确将逐步减少模糊返利，转而用顺价利润推动经销商积极性。向后看，销售费用率中枢或走低，净利率或较 18、19 年明显抬升。

茅台红利仍将延续，国窖仍可稳步向上。看高端酒，当前形势下茅台仍在挺价，因此中期茅台红利大概率将持续，下方五粮液、国窖量价齐升仍可期。国窖十四五规划积极，销售口径 2022 年目标 200 亿，2025 年保底 300 亿，挑战 400 亿，CAGR 25%。五粮液已进入供求关系正向循环，批价大概率稳步向上，国窖延续跟随战略，但周围已陆续涌现酱酒、地产酒、名酒的千元产品，例如：酱酒千元产品（汉酱茅、青花郎、国台十五年、国台龙酒、君品习酒、金沙摘要、舍得吞之乎等）、地产千元新高端产品（洋河 M9 手工班、国缘 V9、老白干 1915、古井年三十等）、名酒千元产品（舍得舍不得、水井坊典藏），客观来说，千元价格带竞争环境正在激烈化，故向后看，国窖向上需跟随五粮液、周围需应对新产品竞争，中长期格局需持续跟踪，中短期仍能保持快速增长。

区域化渗透仍具空间，平台公司模式有望复制。国窖呈现全国化品牌、区域化强势特点，薄弱市场提升空间仍大，2020 年公司河南会战引入久泰平台公司模式，2020~2022 年规划国窖销售分别为 5、8、12 亿元，消费者氛围快速培育，有望超预期完成任务；根据国窖销售公司规划，十四五期间将推进“城市群样板市场打造”，制定“2358”区域发展战略，东进南下，选定包括上海、深圳、郑州、成都等在内的九大样板市场，平台公司模式有望逐步复制。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16653	20806	24996	29774
收入同比 (%)	5.3%	24.9%	20.1%	19.1%
归属母公司净利润	6006	7515	9317	11380
净利润同比 (%)	29.4%	25.1%	24.0%	22.1%
毛利率 (%)	83.0%	84.4%	85.9%	87.2%
ROE (%)	26.0%	24.6%	23.3%	22.2%
每股收益 (元)	4.10	5.13	6.36	7.77
P/E	55.16	46.75	37.71	30.88
P/B	14.36	11.49	8.80	6.85
EV/EBITDA	41.01	35.21	27.45	21.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

二、次高端地方酒：消费升级加速，低基数下高速增长可期

2.1 洋河股份：一季报超预期，经营拐点正逐步证实

洋河股份发布年报，2020 年实现营收 211 亿元，YoY-8.8%，实现归母净利润 74.8 亿元，同增 1.3%，实现扣非后归母净利润 56.5 亿元，YoY-13.8%；2020 年毛利率 72.27%，同增 0.92pct；年报中明确“2021 年经营目标是实现营业收入同比增长 10%以上”。

【经营数据】2020 年中高档酒（蓝色经典、双沟珍宝坊等）收入 YoY-7.5%，普通酒（洋河老名酒、双沟大曲等）收入 YoY-14.9%；白酒总销量 15.58 万吨，YoY-16.3%，均价 YoY+8.97%，产品结构明显上移；省内收入 YoY-7.2%，省外收入 YoY-9.2%，省内外占比 47:53；“一商为主、多商帮衬”体系引导下，经销商数量净减少 1097 家；成品酒储量 2.4 万吨，基酒储量 60.9 万吨，洋河+泗阳两大生产基地产能 22 万吨，双沟产能 10 万吨，公司产能及基酒储量充裕；2020 年研发人员增加 153 人，YoY+39%，研发费用增加 1 亿元，YoY+63%，有助于在新一轮产品周期下保证主导产品酒体高品质。

公司同时发布一季报，2021 年 Q1 实现营收 105.2 亿元，YoY+13.5%，实现归母净利润 38.6 亿元，YoY-3.5%（受 20 年 Q1 中银证券公允价值变动影响，20Q1 赚 8 亿，21Q1 亏 1 亿），实现扣非后归母净利润 38.1 亿元，YoY+19%，此前市场预期一季度收入同增 5~8%、预期利润同增约 10%，公司一季度整体超预期。

【财务指标】Q1 毛利率 76.16%，同增 2.42pct，M6+放量带动产品结构上移；销售费用率/管理费用率分别 6.31%/5.40%，分别同降 0.43pct/0.30pct；净利率 36.76%，处于往年最高水平（20 年同期存在中银证券公允价值变动影响，净利率失真，往年净利率通常处于 30~35%区间）；Q1 销售回款现金流 94.3 亿，YoY+57.4%。总体看，一季度财报质量高较高。

新一轮产品生命周期即将全面开启。M6+占位 700 元+价格带，已在对老 M6 完全替代基础上实现增长，省内及部分主流消费价格带较高的省份消费氛围培育较好；M3 水晶版招商铺市已完成，省内消费者接受度略慢，主因系水晶版价格由 400 元上提至 500 元、对四开形成价格跨越，短期价格大幅提升消费者培育周期拉长，参考 M6+培育节奏，后续中秋旺季有望实现放量。后续天之蓝、海之蓝预计分别于年中、年末进行换版升级，故 2021 年起，公司将实现全部主导产品均开启新一轮产品周期。

渠道改革稳步推进，产品换代背后本质是营销模式创新。本轮公司两大核心大单品 M6+、M3 水晶版换代背后的核心是全新控盘分利模式（一物一码，多码关联）带来的营销模式创新。此外，费用投放体系重新确立，将客勤礼品费用转向围绕消费者展开，费用效率得到提升，M6+与 M3 水晶版已形成组合拳；推进厂商一体化改革，建立“一商统筹、多商配衬”模式，当前公司核心产品价格体系稳定，公司与经销商关系显著改善，渠道销售动力增强；公司两大事业部裂变成五个，新增高端、梦之蓝、海天、双沟事业部，进一步细化组织架构，伴随各产品渠道打法分立，有的放矢提升效率。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21101	23498	27441	31550
收入同比 (%)	-8.8%	11.4%	16.8%	15.0%
归属母公司净利润	7482	7763	9425	11183
净利润同比 (%)	1.3%	3.8%	21.4%	18.7%
毛利率 (%)	72.3%	74.7%	76.3%	77.7%
ROE (%)	19.4%	16.8%	16.9%	16.7%
每股收益 (元)	4.98	5.15	6.25	7.42
P/E	47.53	35.58	29.31	24.70
P/B	9.24	5.97	4.96	4.13
EV/EBITDA	43.42	29.71	23.38	18.60

资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 山西汾酒：延续超预期增长，青花引领核心增量

山西汾酒发布年报，2020 年实现营收 139.9 亿元，同增 17.8%，实现归母净利润 30.8 亿元，同增 58.8%，2020 年毛利率 72.15%，省内吨价同增 37.6%，省外吨价同增 9.2%，产品结构提升显著，销售费用率 16.27%，同降 5.46pct，其中 Q4 销售费用同降 24.96pct 释放利润弹性；

公司同时发布一季报，2021 年 Q1 实现营收 73.3 亿元，同增 77%，实现归母净利润 21.8 亿元，同增 77.7%。税金及附加同增 208%，主因 20 年 Q1 生产端受疫情影响波动产生低基数；Q1 毛利率 73.54%，同增 1.32pct，单季度毛利率创新高，销售/管理费用率分别同降 3.44/2.29pct，对冲税金增幅，Q1 净利率 29.80%，为历史最高水平。Q1 省外经销商净增 53 家，公司经销商达 2952 家，全国空白市场布点仍在持续推进。

Q1 汾酒产品同增 79%，业绩超预期增长。至 2020 年末，公司终端数量达 85 万家，管理水平大幅提升，营销组织结构进一步下沉，已形成 30 个省区+40 个管理区的区域营销组织架构。2020 年是公司改革巩固年，分产品看，抓两头青花、玻汾快速增长，青花同增 30%+至约 40 亿元规模，玻汾同增约 25~30%，老白汾基本持平；2021 年 Q1 全国面回款 45~50%，明显快于往年回款比例的 35~40%；分区域看，2020 年 1+3 重点板块持续发力，省内大个位数增长、基本盘稳固，环山西市场同增约 20%，其中山东/河南分别同增约 20%+/30%+，延续快速增长，长江以南同增 50%以上、低基数下高速增长，全国范围内亿元市场过半达 17 个，1357 全国化布局逐步形成，Q1 省内外占比已提升至约 40:60，较 2020 年末 43:57 进一步提升，泛区域化向全国化稳步推进。

青花上提结构，拔中高控底部。公司持续挺价后，青花价格体系进入正向循环，渠道积极性良性。当前青 20 批价 350 元+，青 30 批价 750 元+，老青 30 停产、青 30 复兴版布局千元价格带，青 30 复兴版是汾酒十四五期间的核心千元价格带大单品，出厂价 859 元，团购渠道 950 元+，目前处于消费者培育的早期阶段，汾酒品牌号召力强，复兴版招商回款顺利，北京高地市场已产生快速动销，同时为青 20 打开价格空间。我们认为，不能以传统地产酒布局千元价格带产品的视角来看待复兴版的成长性，复兴版中长期可展望百亿大单品，其优势在于：1) 老青 30 市场价格从 600+提至 800+过程中，动销影响不大；2) 汾酒品牌力足以支撑其千元价格带产品；3) 汾酒清香型品质及口感突出，饮后能够产生一定粘性；4) 青 30 独立化运作。我们认为，青花仍处于产品生命周期核心成长阶段，下阶段重点关注青 30 复兴版在北京高地市场的突破情况，北京市场突破后有望带动华北市场流行性，进而带动华东华南市场。一季度，以华北为代表的部分市场青 20 低基数下高速增长，复兴版打款积极性高；玻汾稳步增长，出于产品结构、产能等考虑，预计十四五期间玻汾放量节奏或稳定于年化 10~15%区间，同时稳步提价，符合公司控底部的产品战略；中高档巴拿马、老白汾低基数下恢复性快速增长，形成多点开花。

十四五营销三阶段发展，推行 13344 营销改革计划。公司将十四五营销分为三个阶段，分别是：1) 2021 年解决经销商结构、实现品牌聚焦、及提升经销商利润；2) 2022~2023 年实现省外高质量发展、尤其是长江以南市场显著突破、实现杏花村规模质量双升、及开拓国际市场；3) 2024~2025 年实现青花规模加速发展、实现汾酒杏花村相互支撑、全面实现 135 市场建设（山西+京津冀板块、豫鲁板块、陕蒙板块+江浙沪、东南、两湖、东北、西北 5 小版块市场均实现规模化）、并在国际市场形成品牌力。营销战略方面推进 13344 计划，其中重点是成立汾酒营销中心聚焦营销改革，聚焦圈层营销、品牌聚焦、国际化发展，品牌上抓两头强腰部（其中青花 30 复兴版提高汾酒品牌势能），强化核心终端建设与团购意见领袖维护工作，持续提升经销商利润，加强品牌能见度。此外，十四五期间公司着力打造竹叶青品牌，推进速度及效果仍待持续观察。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13990	19303	24938	31133
收入同比 (%)	17.6%	38.0%	29.2%	24.8%
归属母公司净利润	3079	4600	6166	7882
净利润同比 (%)	56.4%	49.4%	34.0%	27.8%
毛利率 (%)	72.2%	75.2%	76.3%	77.1%
ROE (%)	31.5%	32.0%	30.0%	27.7%
每股收益 (元)	3.55	5.28	7.07	9.04
P/E	106.22	76.99	57.44	44.93
P/B	33.45	24.63	17.24	12.46
EV/EBITDA	73.95	54.93	39.82	30.35

资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 古井贡酒：业绩稳步增长，徽酒延续单寡头格局

古井贡酒发布年报，2020 年实现营收 102.9 亿元，YoY-1.2%，实现归母净利润 18.5 亿元，YoY-11.6%，实现扣非后归母净利润 17.7 亿元，YoY-6.2%；毛利率 75.98%，同降 0.73pct；2020 年年份原浆实现收入 78.3 亿元，YoY+6.5%，销量 YoY+4%，均价 YoY+2.4%，结构提升对均价贡献不显著，古井系列实现收入 13.8 亿元，YoY-4.1%，黄鹤楼实现收入 5.2 亿元，YoY-55%，净亏损 0.12 亿元，湖北企业受疫情影响严重，拖累公司整体收入及利润；公司修改与黄鹤楼对赌方案，2021/22 年对赌目标分别为收入 17/20.4 亿元。其中 20 年 Q4 收入 22.2 亿元，YoY+0.4%，归母净利润 3.2 亿元，YoY-11%，Q4 表现不及预期。

公司同时发布 2021 年一季报，Q1 实现营收 41.3 亿元，YoY+25.9%，实现归母净利润 8.1 亿元，YoY+27.9%，基本符合预期；Q1 毛利率 76.99%，同降 0.33pct，短期产品结构升级对毛利率贡献不显著，销售费用率 29.52%，同降 0.63pct，Q1 现金回款 39.8 亿元，YoY-9.8%。

省内消费升级持续带动产品结构上移。安徽省内消费升级趋势明确，公司作为徽酒单寡头省内格局清晰，带动公司年份原浆产品结构持续上移。20 年末公司推出千元新高端产品年三十，21 年有望实现过亿元收入，贡献利润弹性；古 20 品牌建设较好，在 500 元价格带快速发展，充分受益于安徽省内消费升级，回款节奏较快，预计后续在核心消费人群中持续放量；古 16、古 8 亦受益于消费升级，在 200~300 元价格带实现增长，预计古 8 以上次高端产品占比约 35%；下方古 5、献礼版渠道利润收窄，客观来说已经进入产品生命周期成熟期，但公司作为地产酒寡头，消费升级大背景下古井几乎一人独享升级红利，借产品结构轮动升级，上方产品接续放量，足以给公司提供持续增长动力。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10292	12336	14067	15925
收入同比 (%)	-1.2%	19.9%	14.0%	13.2%
归属母公司净利润	1855	2288	2668	3072
净利润同比 (%)	-11.6%	23.4%	16.6%	15.1%
毛利率 (%)	75.2%	75.6%	76.0%	76.3%
ROE (%)	18.5%	18.6%	17.8%	17.0%
每股收益 (元)	3.68	4.54	5.30	6.10
P/E	73.86	45.05	38.63	33.55
P/B	13.64	8.36	6.87	5.70
EV/EBITDA	54.07	36.23	30.36	25.45

资料来源：wind，华安证券研究所

2.4 今世缘：深耕省内发力省外，业绩仍处快速增长通道

公司发布 2021 年一季报，实现营业收入 23.9 亿元，同增 35.4%，实现归属于上市公司股东的净利润 8.1 亿元，同增 38.8%；Q1 毛利率 73.26%，同增 0.05pct，销售费用率 11.84%，同降 0.64pct，管理费用率 2.27%，同降 0.36pct。销售现金回款 21.2 亿元，YoY+109%，现金流大幅改善。

拆分产品，Q1 出厂价 300 元以上特 A+类国缘系列（V、K5、四开对开）同增 57%，占比 64.5%，较 2020 年的 60%增 4.5pct，其他系列均个位数增长或下滑，反应消费升级大趋势下，公司产品结构持续上移，次高端产品受益明显（公司产品结构持续提升，但对毛利率拉动并不显著，或系货折因素影响）；省内收入同增 33.1%，其中淮安、南京、盐城、苏南、苏中、淮海分别同增 12.1%/35.1%/19.6%/69.1%/35.1%/67.8%，苏南、淮海增速领跑，省内北部下沉、南部渗透率提升空间仍大；省外市场同增 67.1%快于省内，Q1 省外收入占比 7.3%，较 2020 年的 6.4%增 0.9pct；公司 2021 年营收目标 59 亿元左右，争取 66 亿元，同增约 15.7%~29.4%，净利润目标 18~19 亿元，同增约 14.9%~21.2%，整体来看实现目标压力不大；此外，根据公司五年战略规划测算，预计对应 5 年营收目标 CAGR 约 14%~24%，预计省外市场占比将提升至约 25%。

以 V 系为产品战略导向，稳固发展 K 系基本盘。此前今世缘明确 V 系攻坚战、K 系提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战四大营销战略，并设立省外工作部、V 系高端事业部、市场监管部分别对应营销战略。2020 年国缘 V 系延续快速增长，V 系整体或接近翻倍增长，当前公司明显加强 V 系 V9、V3 战略地位（V3 定位 700 元+，V9 定位 1500 元+，根据公司披露 2020 年 V9 销售收入 1.28 亿元），包括聚焦资源加强宣传推广，谋求 V 系品牌建设后承接消费升级，公司规划 V 系十年百亿规模目标；K 系以维护市场秩序和价格秩序稳定为主要工作，保持 K 系基本盘稳健发展。

四开正待换新升级。公司副总经理胡跃吾此前表示：“2021 年公司将四开进行提档升级，强化国缘四开市场地位。” 2021 年 1 月至 3 月，四开共计上涨 30 元/瓶出厂价，并开启配额制，2 月 4 日，公司下发“暂停接收在销版四开国缘销售订单的通知”。预计新四开或定位 500 元+，对标 M3 水晶版。一方面，通过对产品包装进行精细化升级，融入品质、文化、环保、防伪及信息化互动理念以提升新四开产品力，另一方面，实行配额管理严控价格，通过导入信息化系统、推进终端出库扫码等动作，实现配额制管理的有序推进，并注重 V9 与四开两大核心品项的协同推广。判断次高端四开仍将是公司未来两年核心增量。

● 重要财务指标

单位:百万元

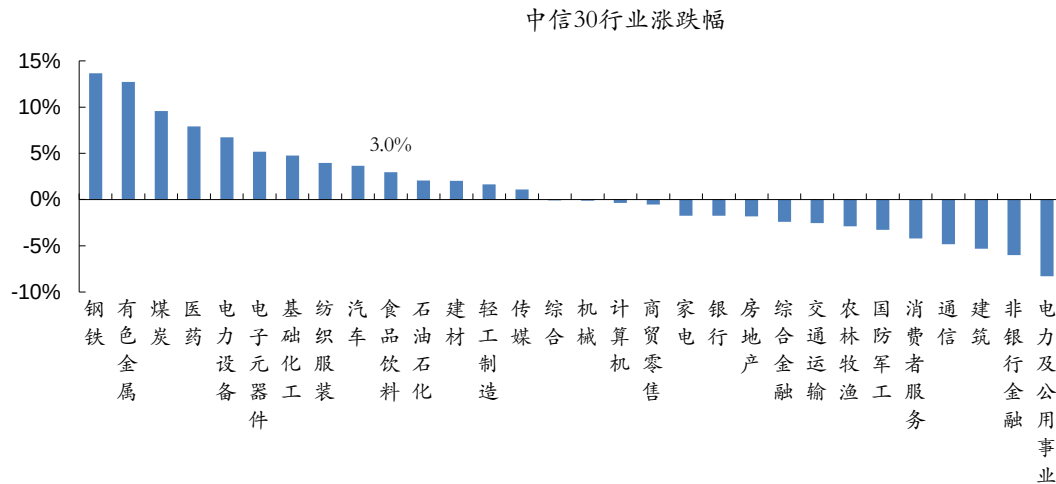
主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5122	6312	7585	8837
收入同比 (%)	5.1%	23.2%	20.2%	16.5%
归属母公司净利润	1567	2016	2488	2971
净利润同比 (%)	7.5%	28.7%	23.4%	19.4%
毛利率 (%)	71.1%	72.9%	74.4%	75.7%
ROE (%)	19.0%	19.6%	19.5%	18.9%
每股收益 (元)	1.25	1.61	1.98	2.37
P/E	45.94	32.94	26.70	22.35
P/B	8.71	6.46	5.20	4.22
EV/EBITDA	39.72	28.73	21.90	17.18

资料来源：wind，华安证券研究所

三、二级市场回顾

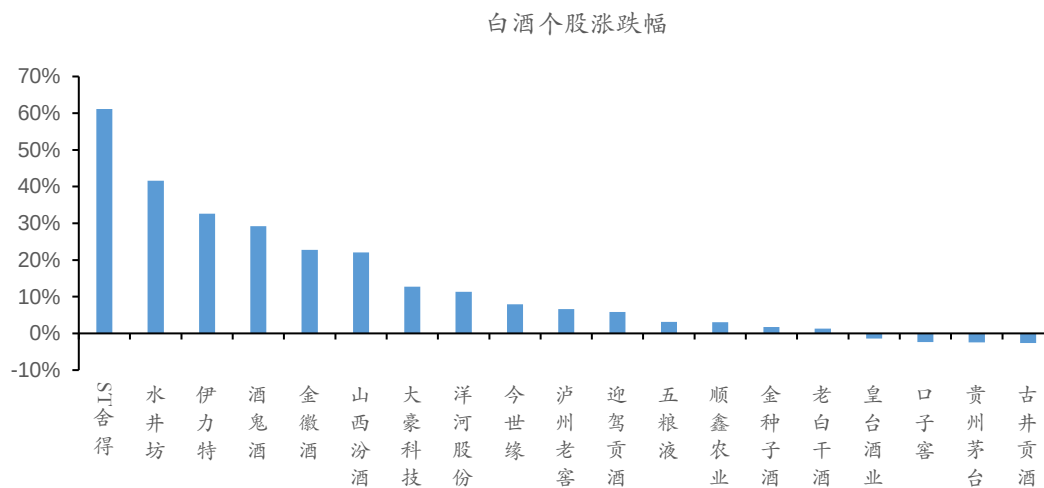
近 1 月食品饮料表现稳健。近 1 月（2021.4.1~2021.5.6），二级市场食品饮料行业上涨 3.0%，在中信 30 子行业中分别排名第 10 位，同期沪深 300 指数上涨 0.3%。白酒个股中，ST 舍得、水井坊、伊力特等涨幅居前，口子窖、贵州茅台、古井贡酒跌幅居前。

图表 3 近 1 月中信 30 个子行业涨跌幅



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 4 月白酒个股涨跌幅



资料来源：wind，华安证券研究所

投资建议

2021 年一季度，白酒行业受益于消费升级，头部企业次高端以上产品量价齐升，短期股价表现虽有分化，但行业景气度仍处较高水平，建议标配贵州茅台、五粮液，同时关注山西汾酒、洋河股份、ST 舍得。

风险提示

- 1) **宏观经济疲软的风险：**经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；
- 2) **国内疫情防控长期化的风险：**国内疫情过程中反复，或外部输入风险长期化，消费行为或再受抑制；
- 3) **重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；
- 4) **重大农业疫情风险：**畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应。疫病的蔓延容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使畜禽养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。

分析师与研究助理简介

分析师：文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人：姚启璠，华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。