

证券研究报告—深度报告

食品饮料

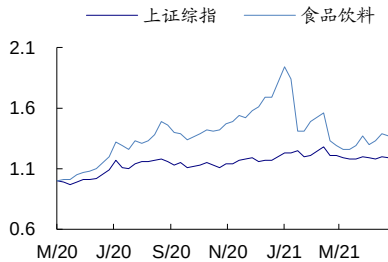
白酒 20 年报暨 21Q1 季报综述

超配

(维持评级)

2021 年 05 月 07 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《国信证券-食品饮料行业 2021Q1 基金持仓分析: 食品饮料持仓小幅下滑, 龙头茅台仍获加仓》——2021-04-26
《食品饮料行业周报: 次高端加速恢复, 整体业绩超预期》——2021-04-20
《食品饮料 4 月投资策略: 春糖验证白酒高景气, 白酒供需两旺仍继续看好》——2021-04-16
《白酒 20Q4 及 21Q1 业绩前瞻: 白酒一季报开门红继续乐观, 关注回调后的布局机会》——2021-03-05
《2021 年春节白酒草根调研: 春节白酒动销超预期, 关注节后提价及补库存需求》——2021-02-19

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

证券分析师: 熊鹏

电话: 021-60875164
E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080002

联系人: 李依琳

电话: 010-88005029
E-MAIL: liyilin1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

复苏与分化并存, 核心酒企持续高景气

● 高端酒稳健增长, 次高端加速复苏弹性明显, 地产酒恢复相对滞后

2020 年疫情后白酒行业需求加速复苏, 酒企业绩也呈逐季改善态势, 2020 年高端、次高端、地产酒和其他酒收入分别增长 11.58%、9.93%、-6.14%和-1.31%, 高端酒持续旺销, 次高端控量挺价去库存下逐步恢复向好。2021Q1 在低基数以及旺盛需求下白酒行业迎来加速增长, 上市酒企总收入及利润增速分别为 22.93%和 17.86%, 2021Q1 收入增速排序为次高端 > 地产酒 > 高端 > 其他, 需求复苏下次高端及地产酒弹性较大, 但个股分化明显。**高端酒: 2020 年及 2021Q1 收入业绩稳健向好**, 茅台收入持续稳健, 2021Q1 利润端受税率基数影响拖累高端酒及白酒行业利润增速, 五粮液及泸州老窖则受益于茅台稀缺以及拆箱政策均呈量价齐升态势;**次高端酒: 2020 年疫情后加速复苏业绩前低后高, 2021Q1 在“疫情影响低基数+2020 年控货挺价后迎来补库存+春节需求复苏”下, 次高端酒企普遍迎来超预期高增**, 次高端酒 (汾酒水井坊舍得酒鬼) 营收/利润同比分别增长 88.12%/106.13%, 显著贡献白酒行业增长;**地产酒: 2020 年疫情影响严重, 2021Q1 有所恢复但增速不高, 同时地产酒分化明显, 优势酒企表现较好**。2020 年地产酒复苏较高端和次高端滞后, 全年收入下滑 6.14%, 2021Q1 受益于行业景气度溢出呈改善趋势, 但普遍增速不高且分化较为明显, 优势酒企表现较好, 如古井和今世缘 2021Q1 收入较 2019Q1 分别增长 12.58%和 22.59%, 洋河收入和扣非利润超预期, 而口子等酒企尚未恢复至 2019 年同期水平。

● 消费升级下毛利率稳步提升, 净利率受税率基数短期扰动

2020 年-2021Q1 在高端和次高端增长带动下白酒行业整体仍呈显著的消费升级趋势, 在产品结构升级以及提价效应释放下, 白酒板块毛利率和净利率基本均稳步提升。2021Q1 受税率基数影响导致白酒上市公司净利率同比下降 1.62pct 至 37.68%, 我们认为税率对净利率影响偏短期扰动, 后续随着结构升级和产品提价持续推进, 预计酒企毛利率有望持续提升, 带动净利率逐步回归。

● 现金流&预收款: 回款及现金流良好, 验证白酒仍高景气

2020 年下半年后行业回款及现金流向好, 白酒景气度持续恢复。2021Q1 白酒上市公司销售回款同比增长 36.13%, 经营净现金流同比由负转正, 渠道打款备货积极无虞。2021Q1 白酒上市公司合计预收款为 350.50 亿元, 同比增长 16.29%, 同比实现良好增长反映行业需求及动销向好, 验证白酒行业仍处在高景气阶段。

● 投资建议: 二季度重点关注动销及价格, 核心推荐一线龙头

二季度淡季重点关注终端动销及价格走势。我们看好一线龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒的成长性及确定性, 同时次高端和中低端白酒中建议关注价格带头部品种如古井贡酒、酒鬼酒、顺鑫农业、今世缘、洋河股份等。

● 风险提示: 宏观经济不达预期, 食品安全问题, 需求增长不达预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
600519	贵州茅台	买入	1903.00	23905	42.57	49.76	44.7	38.2
000858	五粮液	买入	272.10	10562	6.25	7.40	43.5	36.8
000568	泸州老窖	买入	237.40	3477	5.40	6.88	44.0	34.5
600809	山西汾酒	买入	401.22	3497	5.34	7.12	75.1	56.4
000596	古井贡酒	买入	206.45	1040	4.82	5.85	42.8	35.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

板块总结：复苏与分化并存，核心酒企持续高景气	4
收入端：高端酒稳健增长，需求逐步复苏下景气度溢出至次高端及地产酒	6
利润端：毛利率稳步上行，税率基数短期扰动净利率	8
现金&预收：回款及现金流持续向好，白酒消费仍旺	10
重点酒企 2020 年报&2021 一季报梳理	11
投资建议：Q2 关注动销及价格，核心推荐一线龙头	14
风险提示	15
国信证券投资评级	16
分析师承诺	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明	16

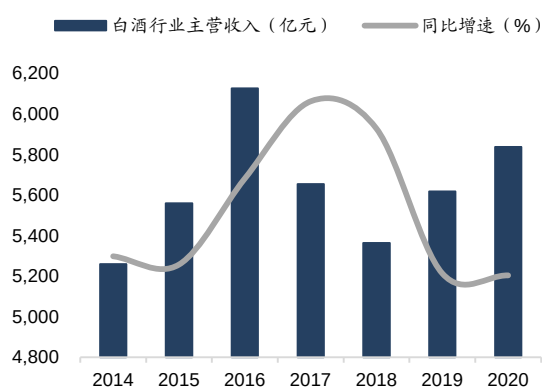
图表目录

图 1: 白酒行业主营收入及同比增速	4
图 2: 白酒行业利润总额及同比增速	4
图 3: 白酒行业分价格带收入同比增速对比	5
图 4: 白酒行业分价格带利润同比增速对比	5
图 5: 白酒上市公司分季度营业收入及同比增速	6
图 6: 白酒上市公司分季度归母净利润及同比增速	6
图 7: 白酒行业分价格带单季度收入同比增速对比	7
图 8: 白酒行业分价格带单季度利润同比增速对比	7
图 9: 白酒行业单季度毛利率及同比变动	8
图 10: 白酒行业单季度净利率及同比变动	8
图 11: 白酒行业单季度销售费用率及同比变化	9
图 12: 白酒行业单季度管理费用率及同比变化	9
图 13: 白酒行业分季度经营净现金流及同比增速	10
图 14: 白酒行业分季度销售回款及同比增速	10
图 15: 白酒行业分季度预收款及同比增速	11
图 16: 白酒行业分价格带预收款同比增速对比	11
表 1: 白酒上市公司营业收入和归母净利润一览表	7
表 2: 白酒上市公司毛利率和净利率一览表	8
表 3: 白酒上市公司销售费用率和管理费用率一览表	9
表 4: 白酒上市公司销售回款及经营现金净流量一览表	10
表 5: 白酒上市公司预收款（合同负债+其他流动负债）一览表	11
表 6: 重点公司盈利预测及估值（截至 2021 年 5 月 6 日）	15

板块总结：复苏与分化并存，核心酒企持续高景气

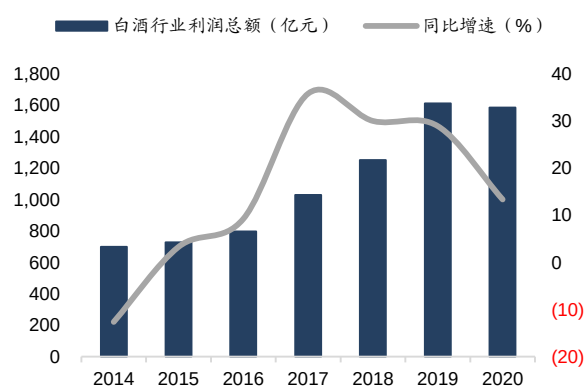
需求复苏延续，白酒行业收入利润环比加速增长。因疫情致白酒消费有所受损，2020年白酒行业收入增速有所放缓，但因存在结构升级和提价效应，利润增速依然快于收入增速。国家统计局数据显示，2020年白酒制造业主营业务收入为5836.39亿元，同比增长4.61%；利润总额为1585.41亿元，同比增长13.35%。2020年白酒上市公司实现收入和净利润分别为2588.34亿元和920.34亿元，同比分别增长6.59%和12.00%，增速分别同比下降9.85pct和5.48pct。2021Q1白酒上市公司实现收入和净利润分别为944.41亿元和355.87亿元，同比分别增长22.93%和17.86%，增速分别同比增加21.94pct和8.82pct，环比改善趋势延续，2021Q1高增除需求恢复外也有部分基数因素，主要系次高端及地产酒贡献较高增长，高端白酒相对稳健。

图 1：白酒行业主营收入及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：白酒行业利润总额及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分化延续，高端酒保持稳健，次高端弹性显现，地产酒恢复滞后分化明显。2020年疫情对各个白酒价格带影响不同，其中高端和大众酒受益需求刚性受影响相对较小，次高端因大量宴席、聚饮等消费场景丧失受损失相对严重。今年次高端酒企在需求恢复持续向暖和高端酒打开价格天花板的背景下进入量价的修复性增长阶段，并因低基数呈现高速增长态势。2020年高端、次高端、地产酒和其他酒收入分别增长11.58%、9.93%、-6.14%和-1.31%，利润分别增长14.87%、36.70%、-3.42%和-34.15%。

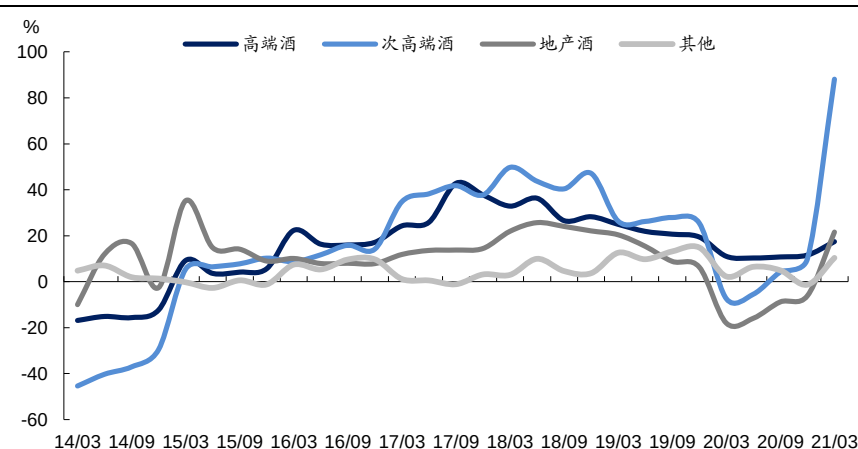
2021Q1 高端、次高端、地产酒和其他酒收入分别增长17.44%、88.12%、21.59%和10.36%，利润分别增长13.06%、106.13%、10.72%和59.62%。

- **高端酒：2020年及2021Q1收入业绩平稳，回款动销及价格表现均佳。** 高端酒受疫情影响较小，2020年全年业绩也相对平稳，2021Q1受益于需求复苏高端酒（茅五泸）营收/利润加速增长，同比分别增长17.44%/13.06%，其中茅五泸收入增速分别为11.74%、20.19%和40.85%，利润增速分别为6.57%、21.02%和26.92%，高端酒利润增速低于收入主要系茅台受税率缴纳节奏影响，五粮液及泸州老窖则持续旺销。春节期间高端酒回款动销平稳向好，茅台开箱政策刺激下批价升高企稳，五泸价格亦受益随之稳步抬升。
- **次高端酒：2020年业绩前低后高，2021Q1低基数下实现高增，业绩弹性释放。** 2020年春节疫情影响后，次高端随着经济复苏业绩逐季向好，同时酒企普遍实行控货挺价策略，渠道及终端轻装上阵，全年来看次高端板块收入仍保持接近10%收入增长。2021Q1经济复苏叠加补库存需求下次高

端酒（汾酒水井坊舍得酒鬼）营收/利润同比分别增长 88.12%/106.13%。其中汾酒、水井、舍得和酒鬼收入增速分别为 77.11%、70.17%、154.21% 和 190.36%，利润增速分别为 78.16%、119.66%、1031.19%和 178.85%，表现十分亮眼，低基数补库外也受益产品结构升级和区域深耕扩张共振。

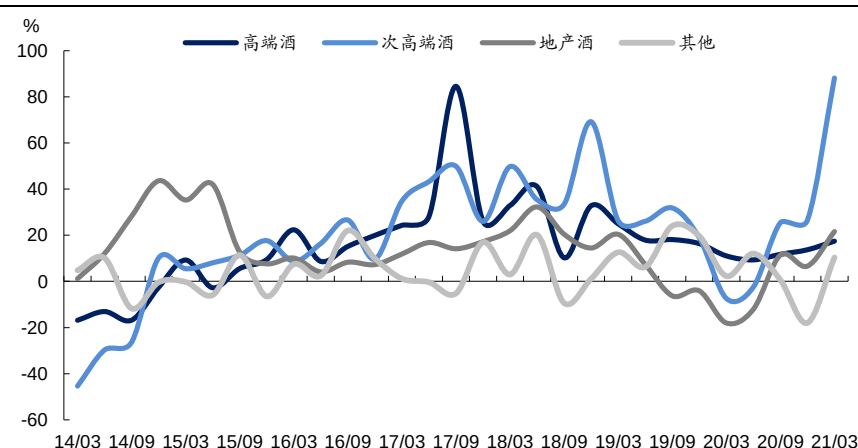
- **地产酒：2020 年疫情影响严重，2021Q1 有所恢复但增速不高，同时地产酒分化明显，优势酒企表现较好。**2021Q1 地产酒（洋河古井今世缘口子等）营收/利润同比分别增长 21.59%/10.72%，整体呈改善趋势，但分化依然明显，优势酒企表现较佳，如古井和今世缘 2021Q1 收入较 2019Q1 增长 12.58%和 22.59%，洋河 2021Q1 收入和扣非利润超预期，同比分别增长 13.51%/19.01%；而口子和金徽酒等酒企尚未恢复至 2019 年同期水平。预计全年分化趋势持续，后续尚需关注 2021Q2 动销和补库情况。

图 3：白酒行业分价格带收入同比增速对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：白酒行业分价格带利润同比增速对比

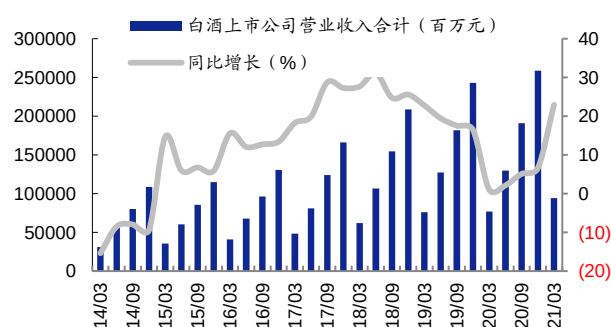


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

收入端：高端酒稳健增长，需求逐步复苏下景气度溢出至次高端及地产酒

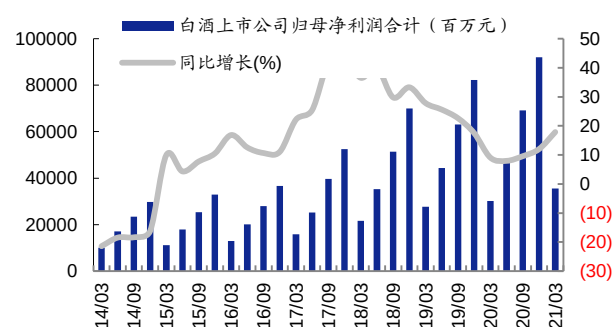
白酒板块：2020 年疫情后需求复苏收入逐季向好，2021 年春节旺季需求进一步向好，高端酒稳健增长，行业景气溢出至次高端及地产酒，2021Q1 白酒板块顺利实现收入利润开门红。2020 年 18 家白酒上市公司合计实现营业收入 2588.34 亿元，同比增长 6.59%，实现归母净利润 920.34 亿元，同比增长 12.00%，疫情影响下仍实现稳健增长。分季度看，2020Q4 白酒上市公司合计实现营业收入 678.94 亿元，同比增长 10.95%，实现归母净利润 229.51 亿元，同比增长 20.01%；2021Q1 白酒上市公司合计实现营业收入 944.41 亿元，同比增长 22.93%，实现归母净利润 355.87 亿元，同比增长 17.86%。2021Q1 在需求改善和动销恢复以及去年同期低基数的背景下，上市酒企收入利润实现良好增长。

图 5：白酒上市公司分季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：白酒上市公司分季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

高端酒：景气依旧，保持稳健成长趋势。2020 年高端酒合计实现营业收入 1688.89 亿元，同比增长 11.58%，实现归母净利润 726.58 亿元，同比增长 14.87%，收入利润增速均高于白酒板块总体增速。其中贵州茅台和五粮液 2020 年收入增速分别为 11.10% 和 14.37%，受益高端酒需求刚性保持稳定增长水平，而泸州老窖收入增速 5.28% 则略低，与公司疫情下主动清库存、控发货、减配额有关。2020 年茅五泸利润增速分别为 13.33%、14.67% 和 29.38%，继续呈稳健增长态势，利润增速快于收入增速主要系高档酒发货动销较好带来的产品结构升级及毛利率提升。

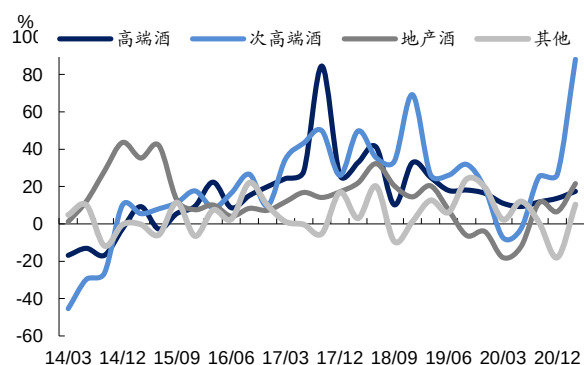
2021Q1 高端酒合计实现营业收入 565.99 亿元，同比增长 17.44%，实现归母净利润 254.45 亿元，同比增长 13.06%，收入利润增速略低于白酒板块总体增速，主要与去年同期高端酒受疫情影响较小基数相对较高有关。2021Q1 茅五泸收入增速分别为 11.74%、20.19% 和 40.85%，其中茅台收入增长平稳，五泸收入增速略超预期，主要受益高端酒扩容、需求和动销保持稳健以及茅台价格高企带来的需求外溢。2021Q1 茅五泸利润增速分别为 6.57%、21.02% 和 26.92%，其中茅台利润增速低预期主要因税金确认时点和收入确认时点不匹配导致税率大幅提升所致，五泸利润稳增长也一定程度上验证了白酒行业高景气持续。

次高端酒：2020 年持续恢复并加速产品结构升级，2021Q1 呈现爆发增长。2020 年次高端酒合计实现营业收入 215.25 亿元，同比增长 9.93%，实现归母净利润 48.83 亿元，同比增长 36.70%。2021Q1 次高端酒合计实现营业收入 105.08 亿元，同比增长 88.12%，实现归母净利润 31.71 亿元，同比增长 106.13%。

其中汾酒、水井、舍得和酒鬼 2021Q1 收入增速分别为 77.11%、70.17%、154.21% 和 190.36%，利润增速分别为 78.16%、119.66%、1031.19%和 178.85%，均实现高速的增长，低基数效应外主要受益产品结构升级和区域深耕扩张共振。

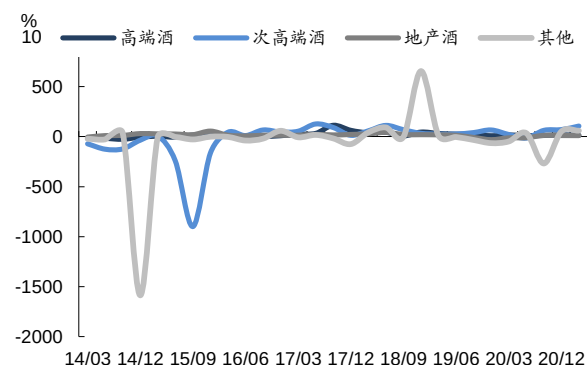
地产酒：业绩随需求逐步恢复，优势企业恢复速度较快。2020 年地产酒合计实现营业收入 493.04 亿元，同比下滑 6.14%，实现归母净利润 137.77 亿元，同比下滑 3.12%。2021Q1 地产酒合计实现营业收入 206.30 亿元，同比增长 21.59%，实现归母净利润 64.43 亿元，同比增长 10.72%。除老白干外，地产酒 2021Q1 收入利润增速均实现平稳较快增长，但优势企业明显恢复更佳，如古井和今世缘 2021Q1 收入较 2019Q1 增长 12.58%和 22.59%，洋河 2021Q1 收入和扣非利润超预期，而口子和金徽酒等酒企尚未恢复至 2019 年同期水平。

图 7：白酒行业分价格带单季度收入同比增速对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：白酒行业分价格带单季度利润同比增速对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：白酒上市公司营业收入和归母净利润一览表

	营业收入（百万元）		同比增速（%）		归母净利润（百万元）		同比增速（%）	
	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1
高端酒	168,889.29	56,599.40	11.58	17.44	72,657.82	25,444.84	14.87	13.06
贵州茅台	94,915.38	27,270.88	11.10	11.74	46,697.29	27,270.88	13.33	6.57
五粮液	57,321.06	24,324.84	14.37	20.19	19,954.81	24,324.84	14.67	21.02
泸州老窖	16,652.85	5,003.68	5.28	40.85	6,005.72	5,003.68	29.38	26.92
次高端酒	21,525.36	10,507.71	9.93	88.12	4,883.30	3,171.28	36.70	106.13
山西汾酒	13,989.80	7,332.07	17.76	77.11	3,079.23	7,332.07	58.85	78.16
水井坊	3,005.71	1,240.09	(15.06)	70.17	731.33	1,240.09	(11.49)	119.66
ST 舍得	2,703.67	1,027.97	2.02	154.21	581.14	1,027.97	14.42	1,031.19
酒鬼酒	1,826.17	907.58	20.79	190.36	491.61	907.58	64.15	178.85
地产酒	49,304.13	20,630.08	(6.14)	21.59	13,776.76	6,443.16	(3.42)	10.72
洋河股份	21,101.05	10,520.00	(8.76)	13.51	7,482.23	10,520.00	1.35	(3.49)
古井贡酒	10,292.06	4,130.02	(1.20)	25.86	1,854.58	4,130.02	(11.58)	27.90
老白干酒	3,597.79	754.48	(10.73)	(0.26)	312.60	754.48	(22.68)	(14.59)
今世缘	5,119.36	2,395.86	5.12	35.35	1,566.91	2,395.86	7.46	38.78
迎驾贡酒	3,452.05	1,148.23	(8.60)	48.90	953.39	1,148.23	2.47	58.45
口子窖	4,011.14	1,173.17	(14.15)	50.90	1,275.74	1,173.17	(25.84)	72.73
金徽酒	1,730.67	508.33	5.89	48.43	331.32	508.33	22.44	99.34
其他	19,115.23	6,703.32	(1.31)	10.36	716.23	527.44	(34.15)	59.62
金种子酒	1,037.93	294.45	13.55	52.11	69.41	294.45	(133.94)	85.60
伊力特	1,802.06	544.27	(21.71)	255.33	341.91	544.27	(23.48)	1,475.80
青青稞酒	763.84	379.07	(39.07)	86.91	-115.09	379.07	(418.66)	(1,630.00)
顺鑫农业	15,511.40	5,485.54	4.10	(0.70)	420.01	5,485.54	(48.10)	5.73
白酒合计	258,834.02	94,440.52	6.59	22.93	92,034.12	35,586.71	12.00	17.86

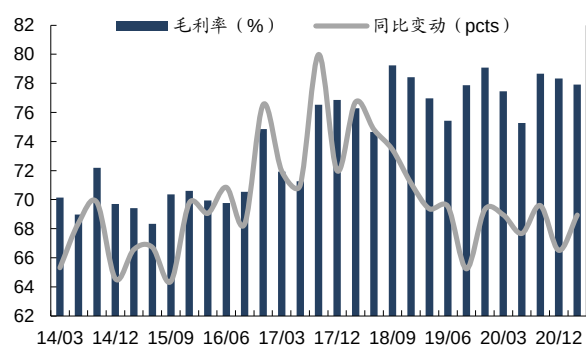
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

利润端：毛利率稳步上行，税率基数短期扰动净利率

毛利率：2020Q4 下行主要系会计调整影响，2021Q1 实现同比提升。2020 年白酒上市公司毛利率为 77.52%，同比增加 0.14pct；2020Q4 白酒上市公司毛利率为 78.34%，同比下降 0.75pct，2020Q4 毛利率下行一方面受会计科目调整（运输费计入营业成本）影响，另一方面也系疫情下酒企加大货折力度。2021Q1 白酒上市公司毛利率为 77.91%，同比增加 0.47pct，主要受益于产品结构优化高档酒占比提升及产品提价效应释放。

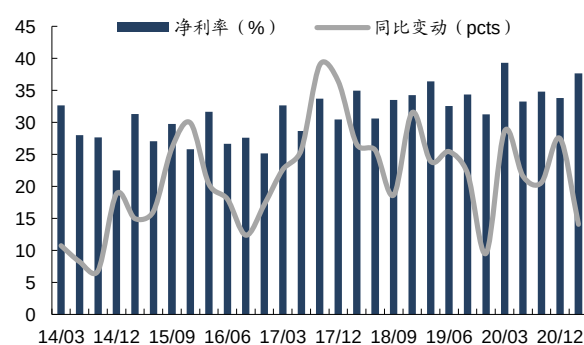
净利率：2020Q4 同比回升，2021Q1 受税收缴纳基数影响略有下行。2020 年白酒上市公司净利率为 35.56%，同比增加 1.72pct；2020Q4 白酒上市公司净利率为 33.80%，同比增加 2.55pct，主要受益产品升级及费率下降带动净利率提升。2021Q1 白酒上市公司净利率为 37.68%，同比下降 1.62pct，主要系税收缴纳节奏变化使得税率上升，去年同期因疫情税金基数较低，今年税金同比有较大幅度的增长。我们认为税率对净利率的影响偏短期扰动，后续随着结构升级和产品提价持续推进，预计酒企毛利率持续提升，带动净利率逐步回归上行。

图 9：白酒行业单季度毛利率及同比变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：白酒行业单季度净利率及同比变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

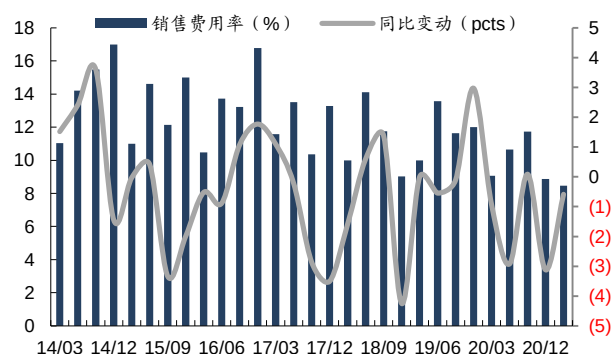
表 2：白酒上市公司毛利率和净利率一览表

	毛利率（%）		同比变动（pcts）		净利率（%）		同比变动（pcts）	
	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1
高端酒	84.73	84.63	0.12	(0.33)	43.02	44.96	1.23	(1.74)
贵州茅台	91.41	91.68	0.11	0.00	49.20	51.17	0.96	(2.48)
五粮液	74.16	76.43	(0.30)	(0.10)	34.81	38.33	0.09	0.26
泸州老窖	83.05	86.04	2.43	(0.81)	36.06	43.30	6.72	(4.75)
次高端酒	74.87	75.80	(0.06)	1.35	22.69	30.18	4.44	2.64
山西汾酒	72.15	73.54	0.23	1.31	22.01	29.76	5.69	0.18
水井坊	84.19	85.05	1.32	1.51	24.33	33.82	0.98	7.62
ST 舍得	75.87	77.60	(0.34)	5.24	21.49	29.37	2.33	22.77
酒鬼酒	78.87	79.40	1.12	(6.00)	26.92	29.52	7.11	(1.22)
地产酒	71.75	75.08	0.47	1.15	27.94	31.23	0.79	(3.06)
洋河股份	72.27	76.16	0.92	2.42	35.46	36.72	3.54	(6.47)
古井贡酒	75.23	76.99	(1.49)	(0.33)	18.02	19.72	(2.12)	0.31
老白干酒	64.74	67.75	3.26	0.21	8.69	7.44	(1.34)	(1.25)
今世缘	71.12	73.26	(1.67)	0.05	30.61	33.62	0.67	0.83
迎驾贡酒	67.13	69.68	2.78	(2.39)	27.62	32.16	2.98	1.94
口子窖	75.17	76.58	0.20	(0.93)	31.80	35.81	(5.01)	4.53
金徽酒	62.51	65.50	1.78	5.02	19.14	22.69	2.59	5.79
其他	31.66	33.28	(8.25)	2.87	3.75	7.87	(1.87)	2.43
金种子酒	27.72	24.37	(10.15)	(10.82)	6.69	(16.52)	29.06	(2.98)
伊力特	48.61	61.04	(2.84)	11.51	18.97	24.15	(0.44)	18.71

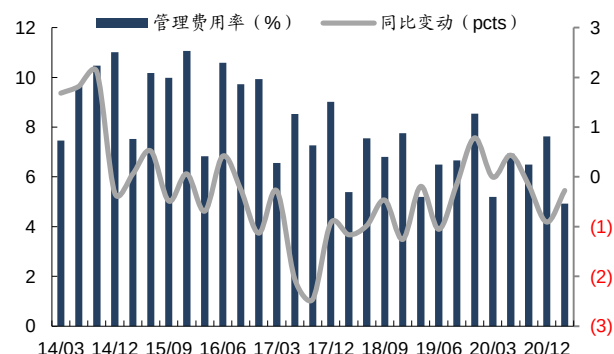
青青稞酒	64.03	63.61	(0.39)	(1.66)	(15.07)	18.84	(17.95)	21.15
顺鑫农业	28.36	28.91	(7.83)	0.47	2.71	6.80	(2.72)	0.41
白酒合计	77.52	77.91	0.14	0.47	35.56	37.68	1.72	(1.62)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2020 年期间费用率被动下降，2021Q1 费用率仍保持低位。2020 年酒企受限于不少活动场景丧失被动减少了部分费用投放并在疫情后主动控费以求提升费效比，其中销售费用收缩最为明显，管理费用小幅波动。2020 年白酒上市公司销售费用率和管理费用率分别为 9.97%和 6.50%，同比分别下降 1.65pct 和 0.15pct，其中次高端酒销售费用收缩最为明显，管理费用小幅提升。2021 年虽终端消费恢复，但酒企对于费用投放依然较为谨慎，2021Q1 费用率同比仍有所下降。2021Q1 白酒上市公司销售费用率和管理费用率分别为 8.47%和 4.92%，同比分别下降 0.59pct 和 0.27pct，其中次高端酒销售及管理费用率同比下降最多。我们认为低费用率一方面与收入高增下规模效应显现及主动控费下费效提升有关，另一方面也与酒企产品升级及量价策略配合有关。考虑到此后酒企尤其次高端在品牌及产品推广和市场扩张方面加大发力，预计 2021Q2 起费用投入将逐步回归到正常水平。

图 11: 白酒行业单季度销售费用率及同比变化


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 白酒行业单季度管理费用率及同比变化


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 3: 白酒上市公司销售费用率和管理费用率一览表

	销售费用率		同比 (pcts)		管理费用率		同比 (pcts)	
	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1
高端酒	6.64	5.24	(1.58)	(0.73)	6.07	5.17	(0.31)	0.15
贵州茅台	2.68	2.08	(1.15)	(0.63)	7.15	6.53	(0.07)	0.14
五粮液	9.73	7.09	(0.21)	(1.45)	4.55	3.91	(0.75)	0.44
泸州老窖	18.56	13.48	(7.91)	(0.19)	5.07	3.95	(0.17)	(0.62)
次高端酒	18.94	18.42	(4.57)	(3.69)	8.61	3.96	0.37	(2.82)
山西汾酒	16.27	17.95	(5.46)	(3.44)	7.78	3.19	0.58	(2.28)
水井坊	27.97	21.66	(2.11)	(2.02)	9.30	4.91	2.24	(3.74)
ST 舍得	19.86	14.54	(1.80)	(10.70)	12.56	8.82	(1.08)	(7.64)
酒鬼酒	23.20	22.17	(2.19)	(1.69)	7.98	3.43	(1.71)	(3.82)
地产酒	17.87	13.13	0.98	(0.72)	7.37	4.86	0.39	(0.50)
洋河股份	12.34	6.31	0.70	(0.43)	8.19	4.67	0.17	(0.50)
古井贡酒	30.32	29.52	(0.25)	(0.63)	7.79	5.62	1.22	(0.30)
老白干酒	28.42	32.59	2.62	0.29	8.53	11.33	(0.55)	0.55
今世缘	17.10	11.84	(0.41)	(0.64)	4.47	2.05	0.23	(0.37)
迎驾贡酒	12.17	8.27	(0.09)	(4.71)	4.97	4.00	0.00	(0.92)
口子窖	13.62	12.10	5.14	(4.43)	5.81	4.28	1.12	(1.21)
金徽酒	12.84	11.62	(2.15)	(0.79)	9.46	9.43	0.49	0.53
其他	8.83	5.82	(2.99)	(2.36)	5.66	4.46	(0.52)	(0.14)
金种子酒	26.03	21.69	(8.14)	(6.78)	10.36	8.72	(0.71)	(9.71)

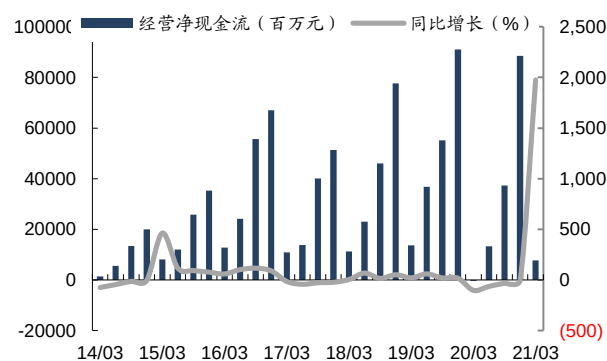
伊力特	7.14	5.21	1.01	(2.86)	1.77	3.14	(2.86)	(0.17)
青青稞酒	40.65	15.05	8.30	(17.40)	18.53	7.11	6.54	(10.50)
顺鑫农业	6.31	4.39	(3.29)	(2.19)	5.16	4.18	(0.47)	0.51
白酒合计	9.97	8.47	(1.65)	(0.59)	6.50	4.92	(0.15)	(0.27)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

现金&预收: 回款及现金流持续向好, 白酒消费仍旺

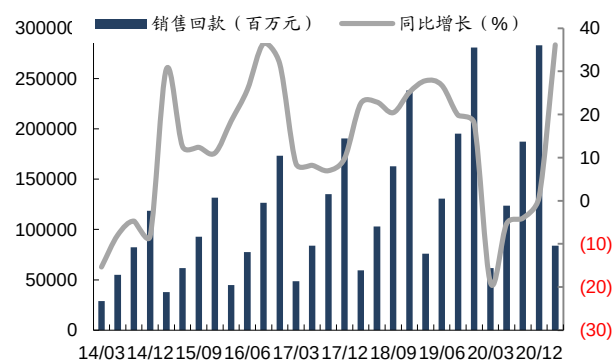
现金&回款: 2020 年逐步改善, 2021Q1 表现良好。2020 年白酒上市公司销售回款合计 2831.58 亿元, 同比增长 0.80%, 经营净现金流合计 885.06 亿元, 同比小幅下滑。2021Q1 白酒上市公司销售回款合计 837.52 亿元, 同比增长 36.13%, 经营净现金流合计 77.36 亿元, 同比由负转正。2020Q4 和 2021Q1 结合看, 酒企回款及现金流表现普遍较好, 改善恢复趋势明显, 反映出渠道打款备货较为积极。

图 13: 白酒行业分季度经营净现金流及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 白酒行业分季度销售回款及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 4: 白酒上市公司销售回款及经营现金净流量一览表

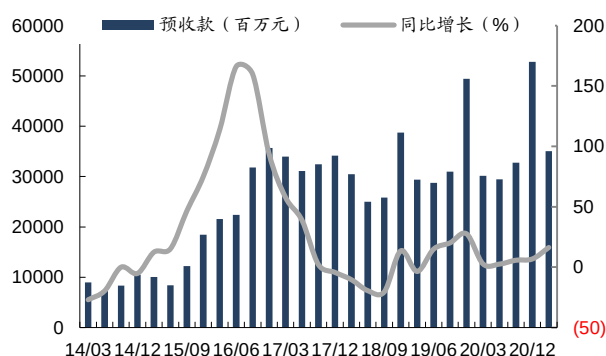
	销售回款 (亿元)		同比增速		经营现金净流量 (亿元)		同比增速	
	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1
贵州茅台	107,024.38	22,300.94	12.68	1.99	51,669.07	-1,484.89	14.29	(164.47)
五粮液	62,667.58	21,065.89	(0.70)	66.04	14,698.33	5,505.48	(36.40)	558.11
泸州老窖	17,181.83	6,447.30	(7.04)	137.93	4,916.10	1,310.04	1.54	514.20
山西汾酒	13,594.92	5,159.86	0.98	36.36	2,009.82	246.41	(32.42)	68.98
水井坊	3,601.12	1,353.64	(11.06)	75.60	845.32	612.23	(2.58)	653.75
ST 舍得	3,174.85	1,250.42	8.18	157.92	997.18	389.52	49.37	624.51
酒鬼酒	2,246.63	802.33	48.06	169.55	950.15	194.69	148.79	508.32
洋河股份	21,527.43	9,432.57	(23.55)	57.45	3,978.79	2,919.56	(41.47)	987.75
古井贡酒	10,807.61	3,981.80	0.57	(9.83)	3,624.54	-1,373.65	1,783.40	(184.14)
老白干酒	4,111.39	1,461.23	(6.34)	85.76	550.43	310.57	44.13	200.33
今世缘	5,763.28	2,118.99	6.10	109.89	1,118.77	532.90	(14.43)	325.40
迎驾贡酒	3,612.42	1,187.63	(13.31)	131.96	728.76	145.86	(21.20)	138.10
口子窖	3,807.22	1,102.51	(19.04)	27.15	498.73	-273.04	(61.55)	7.45
金徽酒	1,987.27	538.20	3.35	74.93	337.14	-32.27	(9.09)	56.90
金种子酒	1,197.72	363.78	(10.30)	171.57	-160.29	-138.88	8.37	(50.67)
伊力特	2,348.06	447.72	(10.17)	142.39	276.50	-23.87	(50.62)	89.99
青青稞酒	870.39	442.77	(39.66)	107.02	-78.78	100.87	27.34	201.92
顺鑫农业	17,634.19	4,294.54	1.05	(4.56)	1,545.55	-1,205.88	18.47	(40.50)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

预收款: 2020 年预收充足, 2021Q1 环比正常回落但同比仍有较好增长, 验证白酒景气度复苏。2020 年白酒上市公司合计预收款(合同负债+其他流动负债)

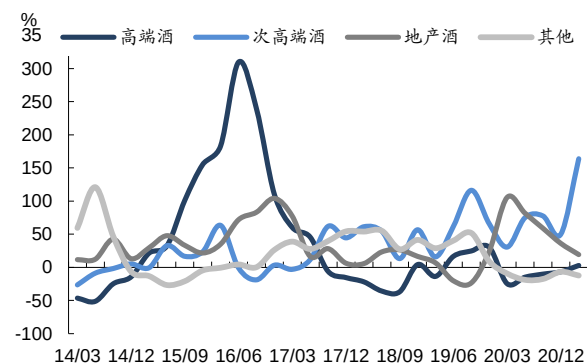
为 527.78 亿元，同比增长 6.77%，环比增长 61.11%，反映出随着行业需求及动销转暖，渠道有较强的打款积极性。2021Q1 白酒上市公司合计预收款为 350.50 亿元，同比增长 16.29%，环比下降 33.59%，其中次高端酒企预收同比显著高增，同比实现良好增长反映出 2021Q1 行业需求及动销稳健，环比下降主要与今年春节错峰及经销商春节旺季备货较多有关。

图 15: 白酒行业分季度预收款及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 白酒行业分价格带预收款同比增速对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 5: 白酒上市公司预收款（合同负债+其他流动负债）一览表

	预收款（百万元）		同比增速（%）		环比增速（%）	
	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1
高端酒	26,564.45	13,549.92	(6.84)	2.74	58.31	(48.99)
贵州茅台	14,931.35	6,011.54	8.67	(22.02)	41.40	(59.74)
五粮液	9,736.00	5,627.95	(22.30)	18.01	101.59	(42.19)
泸州老窖	1,897.10	1,910.43	(15.48)	169.09	36.47	0.70
次高端酒	5,503.63	5,209.37	49.93	163.77	35.41	(5.35)
山西汾酒	3,510.85	3,310.97	23.63	105.49	30.67	(5.69)
水井坊	766.75	743.07	106.69	2,342.15	7.51	(3.09)
ST 舍得	416.00	498.88	64.14	191.24	43.93	19.92
酒鬼酒	810.03	656.45	291.93	305.16	115.78	(18.96)
地产酒	14,724.15	11,994.35	36.04	19.14	91.87	(18.54)
洋河股份	9,599.56	6,358.88	42.14	(1.13)	143.86	(33.76)
古井贡酒	1,527.37	2,595.00	188.26	69.24	36.99	69.90
老白干酒	794.37	1,442.63	(0.94)	62.25	(17.70)	81.61
今世缘	1,238.68	544.72	(5.01)	86.68	95.31	(56.02)
迎驾贡酒	505.68	447.68	24.63	34.74	34.33	(11.47)
口子窖	831.93	381.73	3.94	(15.96)	70.75	(54.11)
金徽酒	226.55	223.72	(0.61)	65.75	42.08	(1.25)
其他	5,986.26	4,296.75	(6.82)	(12.49)	41.16	(28.22)
金种子酒	145.82	142.91	29.73	66.04	(1.54)	(2.00)
伊力特	101.57	37.66	20.69	(10.52)	96.85	(62.92)
青青稞酒	35.57	54.28	(2.13)	102.52	(11.21)	52.60
顺鑫农业	5,703.30	4,061.90	(7.88)	(14.57)	42.55	(28.78)
白酒合计	52,778.49	35,050.38	6.77	16.29	61.11	(33.59)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

重点酒企 2020 年报&2021 一季报梳理

- **贵州茅台**: 20 年公司营收/利润同比分别+10.29%/+13.33%，业绩增速略超预期，主要受益于直销和非标酒收入占比提升推动吨价及毛利率提升，同时销售费用率下降也拉升净利率。分产品看，20 年茅台酒收入同比+11.91%，其中量价同比分别-0.72%/+12.73%；系列酒收入同比+4.70%，

其中量价同比分别-1.13%/+5.90%。分渠道看，20年直销渠道收入同比+82.66%，收入占比提升5.47pct至13.96%。21Q1公司营收/利润同比分别+11.74%/+6.57%，利润增速较低主要系消费税拖累，21Q1税金及附加率由9.68%增长至13.64%，测算剔除税率影响后净利润增速约14%，净利率仍有小幅提升。分产品看，21Q1公司系列酒收入26.4亿，同比增长21.9%，茅台酒收入245.9亿，同比增长10.7%。分渠道看，批发渠道收入224.6亿，同比持平，直销渠道收入47.8亿，同比增长146.5%，收入占比提升9.6pct至17.5%。21年公司计划营业总收入同比+10.5%左右（历年基本都超额完成），我们认为在茅台集团规划的指引下和直销渠道放量、非标和系列酒产品提价落地的支撑下，21年全年业绩前低后高仍值得期待。

- **五粮液：**20年公司营收/利润同比分别+14.37%/+14.67%；21Q1营收/利润同比分别+20.19%/+21.02%，基本符合预期，开门红动销积极得以验证。21Q1销售回款210.66亿元（+66.04%），现金回款亮眼。分产品看，五粮液和系列酒齐头并进，20年五粮液收入同比+13.92%，其中量价同比分别+5.28%/+8.21%；系列酒收入同比+9.81%，其中量价同比分别-4.60%/+15.10%，系列酒升级瘦身见成效。分渠道看，团购放量助推直销收入快速增长，20年经销/直销收入同比分别+79.60%/+140.15%，直销收入占比13.45%（+7.11pct）。展望全年，提价放量依然是公司成长主线。在行业消费升级持续、千元价格带扩容、茅台价格高企需求溢出的大背景下，公司凭借极强品牌力有望尽享千元价格带扩容红利，提价放量空间仍广，叠加计划外团购渠道和新品经典五粮液及小五粮放量，全年业绩可期。
- **泸州老窖：**20年公司营收/利润同比分别+5.29%/+29.38%，业绩增速快于收入主要系高档酒发货动销较好带来产品结构持续升级，预计国窖全年增速超过20%。21Q1公司营收/利润同比分别+40.85%/+26.92%，收入略超，利润基本符合预期。春节期间国窖发货动销两旺，特曲也有较好恢复性增长，渠道打款发货进度正常，顺利实现开门红。21Q1末公司合同负债16.92亿元，同比大幅增长10.66亿元，一季度销售商品收到现金64.47亿元，同比增长137.9%，主要系一季度需求旺盛经销商打款较为积极。21Q1公司毛利率同比下滑0.81pct至86.04%，主要系20Q1疫情影响下国窖占比比较高以及运输费调整至成本项核算。21Q1销售费用率维持低位，但由于税金率大幅扰动净利率，净利率同比下滑5.03pct至43.56%。公司提出“十四五”坚定重回中国白酒行业“前三”目标，21年作为开局之年，公司全面确立由守转攻格局，终端需求旺盛价格持续上行下，全年业绩高增无虞。
- **山西汾酒：**20年公司营收/利润同比分别+17.63%/+56.39%；21Q1营收/利润同比分别+77.03%/+77.72%，业绩持续超预期。20年公司全国化布局快速推进，长江以南市场平均增速超过50%，青花收入增速约35%，玻汾增速也接近30%。21Q1收入利润高增主要系青花系列市场影响力进一步提升，销售稳步增长，同时各销售区域提前布局春节旺季，聚焦宴会团购渠道，终端促销活动不断，尤其是省外销售效果较好，21Q1省外经销商增加53家，营业收入43.46亿元，同比增长108.38%。21年公司收入增速目标30%，十四五开局积极可为。今年公司将全面构建“2+2”品牌整体架构，持续推动汾酒和竹叶青品牌“双轮驱动”，市场营销持续深化“1357+10”市场布局，实现汾酒系列稳步增长目标。
- **水井坊：**20年公司营收/利润同比分别-15.06%/-11.49%，业绩符合预期，逐季改善恢复向好。20年上半年公司在疫情下主动实施控货去库存，下半年通过扩大宴席场景投入、强化团购资源，20Q3/20Q4白酒收入实现18.9%/19.5%的同比增长，销量实现16.9%/18.2%的同比增长，业绩逐渐底部反转。21Q1公司营收/利润同比分别+70.17%/+119.66%，其中高档/

中档产品收入同比分别+68.92%/+151.14%，春节消费恢复较好，且受益于公司产品结构改善以及井台、臻酿八号等产品提价。公司年报指引 21 年目标收入增速 43%左右，净利润增速 35%左右，当前公司一季报实现开门红，同时渠道库存去化后有较强的补库存需求，在次高端较好的恢复性需求下，公司全年增长目标有望顺利完成。同时公司 4 月份公告设立酱酒公司，有望强化在次高端价格带的竞争优势，打造第二增长曲线。

- **ST 舍得：**20 年公司营收/利润同比分别+2.02%/+14.42%，21Q1 营收/利润同比分别+154.21%/+1031.19%，业绩超预期，主要受益实控人及管理层变动后对产品和渠道重新梳理，回款动销快速恢复。分产品看，21Q1 中高/低档酒收入同比分别+166.98%/+295.04%，舍得回款动销趋势向好，主力产品批价回升，沱牌复兴提速，定制品贡献增量。渠道拓展成效初显，经销商队伍不断扩容，21Q1 经销商净增 180 家。大本营市场加强深耕巩固，21Q1 省内/省外收入 2.64/5.66 亿元，同比增长 260.92%/144.39%，省内占比升至 28.38%（+6.59pct）。品牌和渠道战略更加清晰，市场运作渐入佳境。21Q1 以来动销形势喜人，渠道库存逐步去化，产品价格稳中有升，渠道利润也逐步回升，目前品味舍得批价 340~350 元左右，有望持续提升。经销商反馈 21 年区域考核目标为增量 30%左右，低基数下实现概率较大，完成后可享受提成。21 年公司继续推进产品裂变和经销商赋能，渠道拓展有望提速，省外核心市场的打造也有望成为新增长点。
- **酒鬼酒：**20 年公司营收/利润同比分别+20.79%/+64.15%，其中内参/酒鬼收入增速分别为+72.88%/+0.82%，内参快速放量势头不减，酒鬼修复性增长显现。20 年 52 度内参、红坛酒鬼、传承酒鬼销售占比达 26%/12%/7%，三大战略单品具雏形，产品主线不断清晰。21Q1 营收/利润同比+190.36%/+178.85%，收入利润高弹性主要受益内参与酒鬼双高增拉升毛利率，预计 21Q1 内参/酒鬼收入增速约 50%/+350%。21Q1 经营现金流 9.50 亿元（+148.79%），合同负债 5.81 亿元（+258.55%），渠道打款动销积极。21 年公司将实施“1379”发展战略，延续内参“稳价增量”、酒鬼“价量齐升”的战略思路，继续推进产品提价控盘和全国化招商布局，打造优商体系和样板市场。据渠道反馈，当前内参回款和动销持续积极，省内内参回款进度约 70%+，全年内参系列收入或实现翻倍增长。同时省外扩张成效初显，21 年京津冀、河南等重点市场销售额有望破亿元。
- **洋河股份：**20 年公司营收/利润同比分别-8.76%/+1.35%，利润增速快于收入增速主要系梦系列适当放量，次高端产品结构升级拉升整体利润水平。20 年公司中高端酒营收 176.48 亿元（-7.15%），普通酒营收 26.87 亿元（-14.86%），整体销量 15.58 万吨（-16.27%），测算均价同比提升 8.97%。21Q1 公司营收/利润同比分别+13.51%/-3.49%，扣非后归母净利润同比+19.01%，收入和扣非后利润均超预期。春节期间公司新品动销较好，渠道调整后积极性较高，预计 21Q1 梦系列整体增速超过 20%，拉动公司整体收入利润增长。当前公司改革渐入佳境，新老管理层顺利交接，并规划 21 年收入 10%以上增长。公司各方面调整逐步见效，产品端陆续推出 M6+、水晶版 M3，春节期间新品动销顺畅，渠道端理顺后经销商积极性较高，后续预计大概率将继续对天之蓝、海之蓝进行升级，内生动力强劲。
- **今世缘：**20 年公司营收/利润同比分别+5.09%/+7.46%，21Q1 营收/利润同比分别+35.35%/+38.78%，业绩符合预期，特 A+类以上产品收入快增及占比提升推动利润率稳中有升。分产品看，21Q1 特 A+/特 A/A/B/C/D 类产品收入同比+56.99%/+9.05%/+6.76%/+1.53%/+2.43%/-19.99%/-35.06%，特 A+类产品表现突出，占比提升 8.96pct 至 64.84%，国缘势头不减，仍是主要增长极。V 系增长较快，21Q1 V 系达成 20 年 50%左右的销售体量，

其中 V9 占 V 系 40% 左右的销售体量。目前四开动销势头仍好，目前老四开价格稳步抬升，经销商打款积极，新四开 21Q2 在省内开始投放。V 系省内表现亦佳，有望保持快速放量势头，未来 V 系尤其 V9 是公司重中之重，21 年将按照 V 系“板块突破，点状布局”的策略，把江苏市场打造成 V 系 10 亿级核心市场，并打造 8 个千万级省外市场。21 年在宴席等消费场景恢复和次高端扩容的背景下，国缘有望继续驱动业绩稳增长。

- **古井贡酒**：20 年公司营收/利润同比分别-1.20%/-11.58%，21Q1 营收/利润同比分别+25.86%/+27.90%，年报及一季度业绩增速略低于预期，预计主要系疫情就地过年政策下，春节旺季终端需求未完成恢复。分产品看，20 年年份原浆系列收入同比增长 6.52%，古井贡酒系列下滑 4.10%，黄鹤楼受疫情冲击较大同比下滑 52.97%。21Q1 随着经济复苏公司销售逐步向好，收入/利润均恢复至超过 19 年同期水平，相对于省内竞品情况更好，市场份额持续提升。21 年公司计划实现营业收入 120 亿元，同比增长 16.59%，实现利润总额 28.47 亿元，同比增长 15.08%，结合过去几年目标跟实际完成情况，规划基本均为保底目标（2020 年疫情除外）。短期看随着经济逐步复苏，公司古 8 以上产品放量有望带动业绩持续上行，从中长期看，古井作为安徽省内白酒龙头，将持续享受消费升级以及集中度提升带来的红利，同时陆续推进省外泛区域扩张，双品牌双百亿实现可期。
- **口子窖**：20 年公司营收/利润同比分别-14.15%/-25.84%，21Q1 营收/利润同比分别+50.90%/+72.73%，连续 5 个季度持续改善，为全年业绩奠基。分产品看，公司高中低档产品全线恢复，21Q1 高中低档酒收入分别增长 51.28%/45.55%/46.88%，低基数效应外也反映公司主动梳理产品价格及费用见成效（渠道反馈口子 5 年/6 年/小池窖/御尊费用砍掉约 40%）。公司加大初夏及以上产品投入，大力发展团购渠道，加强经销商优胜劣汰，改革全面发力。21 年公司继续深化营销体系变革，加大团购渠道运作力度，推进省内渠道下沉和省外长三角、京津冀、大湾区等重点市场发展。目前公司已从市场防守者转为进攻者，渠道及营销调整逐步推进，未来可期。

投资建议：Q2 关注动销及价格，核心推荐一线龙头

一季报验证白酒行业高景气，板块业绩兑现。展望二季度及下半年，行业主线为动销和价格。对于白酒行业而言，二季度一般是传统销售淡季，酒企重在梳理渠道并推动产品提价及升级。在今年需求持续改善和酒企十四五开局年的大背景下，全年看各酒企将有望一直保持稳健向好的态势。从近期渠道跟踪反馈看，目前白酒终端动销平稳向好，渠道库存良性，价盘稳中有升，端午及中秋旺季可期。对于报表端而言，我们预计 2021Q2 优势酒企收入/利润有望继续保持快速增长。

总体而言，我们认为当前阶段下，应重视兼具业绩确定性及中长期成长稳定性的行业龙头，若资金面表现反复、市场风格切换调整下，适合从更长远的视角精选行业优质标的进行配置。重申 2021 年投资的三条主线：1. 优选业绩确定性强、具估值提升空间的龙头；2. 优选边际改善显著，具有估值性价比的公司；3. 优选成长潜力充足的赛道，以长期视角审视公司价值。从更长视角看，疫情推动了行业洗牌、渠道升级转型、新品类新消费习惯快速养成，形成新投资机遇。

个股方面，我们仍然看好贵州茅台、五粮液、泸州老窖等高端酒受益消费升级及品牌集中化趋势的增长逻辑，业绩确定性较强，同时在次高端及中低端建议关注价格带头品种如山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业、今世缘、洋河股份等。

表 6: 重点公司盈利预测及估值 (截至 2021 年 5 月 7 日)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	买入	1,903.00	37.17	42.57	49.76	51.20	44.70	38.24	13.64
000858	五粮液	买入	272.10	5.14	6.25	7.40	52.93	43.54	36.77	11.11
000568	泸州老窖	买入	237.40	4.10	5.40	6.88	57.90	43.96	34.51	13.78
600809	山西汾酒	买入	401.22	3.55	5.34	7.12	113.01	75.13	56.35	29.23
000596	古井贡酒	买入	206.45	3.68	4.82	5.85	56.10	42.83	35.29	9.58
002304	洋河股份	买入	186.10	4.98	5.25	6.21	37.34	35.45	29.97	6.62
603369	今世缘	买入	51.74	1.25	1.51	1.90	41.43	34.26	27.23	7.15
000860	顺鑫农业	买入	46.18	0.57	1.06	1.40	81.56	43.57	32.99	4.22

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济增速放缓。如果总需求有下行压力,影响企业和居民人均收入及消费意愿,会对整体白酒行业消费造成压力,白酒公司收入利润增长或将放缓。

食品安全问题。食品安全问题一旦出现,相关公司乃至全行业的生产经营都可能受到较大的冲击。

需求增长不达预期。如果白酒行业需求增长不及预期,白酒公司基本面或受到影响。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032