

推荐（维持）

行业景气度回升，高端白酒确定性强

风险评级：中风险

白酒行业 2020 年及 2021 年一季度业绩综述

2021 年 5 月 12 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

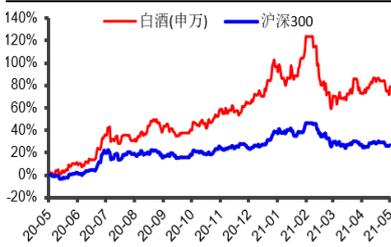
S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

- 白酒行业整体业绩：2020年业绩实现稳健增长，2021Q1增速强势反弹。** 2020年，申万白酒行业18家上市公司共实现营业总收入2612.52亿元，同比增长6.58%；实现归母净利润921.83亿元，同比增长12.14%。受疫情影响，白酒行业业绩增速有所放缓，总体保持稳健增长。2021Q1，白酒行业实现营业总收入948.68亿元，同比增长22.38%，增速同比增加21.11个百分点；与2019Q1相比，营业总收入增长11.32%。2021Q1，实现归母净利润355.11亿元，同比增长17.62%，增速同比增加8.35个百分点；与2019Q1相比，归母净利润增长13.37%。随着疫情好转，消费需求回升，白酒行业2021Q1业绩增速出现反弹。
- 高端白酒确定性强，次高端2021Q1实现快速增长。** 分层级看，2020年仅高端白酒营业总收入增速为正，实现11.09%的增长，次高端白酒/中端白酒/大众白酒的营收增速分别为-0.22%/-2.69%/-1.53%。高端白酒整体受疫情影响有限，中端及以下白酒业绩冲击较大。2021Q1，行业加速复苏，次高端白酒业绩实现高弹性增长。2021Q1，次高端白酒营业总收入同比增长41.55%，归母净利润同比增长26.87%；与2019Q1相比，营业收入增长13.90%，归母净利润增长15.31%。山西汾酒、酒鬼酒、ST舍得等公司业绩增速均实现快增。
- 白酒行业盈利能力：持续提升，税金短期拖累净利率。** 2020年，白酒行业毛利率为77.55%，同比增加0.10个百分点；疫情期间，白酒公司减少宣传推广费用，管理费用率为6.39%，同比减少0.14个百分点；净利率为37.18%，同比增加1.59个百分点。2021Q1，白酒行业毛利率为77.97%，同比增加0.50个百分点，主要受益于高端酒与次高端酒产品结构的升级。管理费用率为4.88%，同比减少0.23个百分点；净利率为39.17%，同比下降1.74个百分点。由于2020Q1基数低，使2021Q1公司税金有所增加，行业净利率短期出现下降。
- 白酒行业预收账款与经营活动现金流净额：2021Q1预收账款与经营活动现金流净额大幅改善。** 2020年，行业实现预收账款471.88亿元，同比下降4.48%；实现经营活动现金流净额885.84亿元，同比下降2.78%。受疫情影响，经销商打款积极性下降，行业预收账款与经营活动现金流净额出现一定幅度下滑。随着国内疫情好转，消费需求的回升，2021年一季度经销商打款大幅改善，预收账款与经营活动现金流净额出现明显回暖趋势。
- 投资策略：** 维持对行业的推荐评级。行业逐步走出疫情影响，景气度持续回升，2021Q1业绩增速强势反弹。分层级看，高端白酒业绩维持稳健增长，凸显高确定性；次高端白酒在2020Q1低基数的基础上，今年一季度业绩实现快增。山西汾酒、酒鬼酒、ST舍得表现相对强势，预计未来次高端白酒

白酒（申万）指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

将持续放量增长；中端白酒与大众白酒表现不一，业绩分化明显。一季度为白酒销售旺季，后续行业进入淡季，预计价格将成为业绩上行的主要催化剂，可重点关注五粮液批价走势。标的方面，建议持续关注高端白酒贵州茅台、五粮液与泸州老窖；次高端酒中，可重点关注山西汾酒、ST舍得以及目前估值相对较低的洋河股份等。

- **风险提示：**宏观经济下行风险，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险等。

目 录

1. 白酒行业业绩	5
1.1 2020 年业绩实现稳健增长，高端白酒确定性强	5
1.2 2021Q1 业绩增速反弹，次高端白酒发展强劲	7
2. 白酒行业盈利能力	9
2.1 2020 年行业盈利能力持续提升，各层级酒企表现不一	9
2.2 2021Q1 费用结构持续优化，税金短期拖累净利率	11
3. 白酒行业预收账款	13
3.1 2020 年行业预收账款同比下降，高端白酒预收增速下滑	13
3.2 2021Q1 预收账款大幅改善	14
4. 白酒行业经营活动现金流净额	16
4.1 2020 年经营活动现金流净额出现下滑，下半年回暖	16
4.2 2021Q1 行业经营活动现金流净额强势复苏	17
5. 重点白酒公司梳理	18
5.1 贵州茅台	18
5.2 五粮液	19
5.3 泸州老窖	21
5.4 山西汾酒	21
5.5 洋河股份	22
6. 投资策略	22
7. 风险提示	23

插图目录

图 1：白酒行业营业总收入与增速	5
图 2：白酒行业归母净利润与增速	5
图 3：白酒行业 Q1 营业总收入与增速	7
图 4：白酒行业 Q1 归母净利润与增速	7
图 5：白酒行业毛利率与净利率	9
图 6：白酒行业期间费用率	9
图 7：白酒行业 Q1 毛利率与净利率	12
图 8：白酒行业 Q1 期间费用率	12
图 9：白酒行业预收账款与增速	13
图 10：白酒行业 Q1 预收账款与增速	14
图 11：白酒行业经营活动现金流净额与增速	16
图 12：白酒行业经营活动现金流净额/归母净利润	16
图 13：白酒行业 Q1 经营活动现金流净额	17
图 14：飞天茅台 2020 散装一批价走势（截止至 2021/5/11）	19
图 15：八代普五一批价走势（截止至 2021/5/11）	20

表格目录

表 1: 2020 年白酒行业业绩单季度表现	5
表 2: 2021Q1 白酒行业上市公司业绩情况	8
表 3: 2020 年白酒行业上市公司毛利率与净利率情况	10
表 4: 2020 年白酒行业上市公司期间费用率情况	11
表 5: 2021Q1 白酒行业上市公司毛利率净利率情况	12
表 6: 2020 年白酒行业预收账款单季度情况	13
表 7: 2020 年白酒行业上市公司预收账款情况	14
表 8: 2021Q1 白酒行业上市公司预收账款情况	15
表 9: 2020 年白酒行业经营活动现金流净额单季度情况	16
表 10: 2020 年白酒行业上市公司经营活动现金流净额情况	17
表 11: 2021Q1 白酒行业上市公司经营活动现金流净额情况	18
表 12: 贵州茅台库存、产量与销量情况	19
表 13: 五粮液库存、产量与销量情况	20
表 14: 泸州老窖库存、产量与销量情况	21
表 15: 山西汾酒库存、产量与销量情况	21
表 16: 重点公司盈利预测及投资评级 (2021/5/11)	22

1. 白酒行业业绩

1.1 2020 年业绩实现稳健增长，高端白酒确定性强

营收实现个位数增长，归母净利润保持两位数增长。2020 年，白酒行业（SW 白酒剔除古井贡酒 B，共 18 家样本公司，下同）实现营业总收入 2612.52 亿元，同比增长 6.58%，增速同比下降 9.69 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 921.83 亿元，同比增长 12.14%，增速同比下降 5.73 个百分点。受疫情影响，白酒行业业绩增速有所放缓，总体保持稳健增长。

2020 年单季度业绩增速下半年回暖。分季度看，白酒行业 2020Q1/Q2/Q3 和 Q4 营收同比增速分别为 1.27%/3.77%/11.70% 和 10.97%，归母净利润同比增速分别为 9.27%/-6.24%/13.58% 和 19.97%。在疫情影响下，白酒行业 2020Q1 业绩承压，营收增速小幅提升。随着疫情得到基本控制，下半年行业逐步回暖，2020Q3/Q4 业绩均实现双位数增长。

图 1：白酒行业营业总收入与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：白酒行业归母净利润与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 1：2020 年白酒行业业绩单季度表现

	营业总收入 (亿元)	营业总收入 YoY	归母净利润 (亿元)	归母净利润 YoY
2020Q1	775.22	1.27%	301.91	9.27%
2020Q2	537.33	3.77%	176.88	6.24%
2020Q3	615.54	11.70%	212.72	13.58%
2020Q4	684.42	10.97%	230.31	19.97%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

高端白酒确定性强。2020 年，高端白酒实现营业总收入 1719.67 亿元，同比增长 11.09%；实现归母净利润 726.58 亿元，同比增长 14.87%。高端白酒整体受疫情影响有限，业绩实现稳健增长。贵州茅台、五粮液、泸州老窖营收增速分别为 10.29%、14.37% 和 5.29%；归母净利润增速分别为 13.33%、14.67% 和 29.38%。分季度看，高端白酒单季度增速波动较小。除泸州老窖 2020Q1 营收增速为负值外，贵州茅台、五粮液单季度业绩均实现正增长。泸州老窖 Q1 营业收入增速下滑主要原因为公司考虑

到疫情影响，主动取消了 2020 年 2 月与 3 月国窖 1573 的配额，使公司产品销量减少。

次高端白酒业绩分化明显，下半年景气度有所上升。2020 年，次高端白酒实现营业总收入 426.26 亿元，同比下降 0.22%；实现归母净利润 123.66 亿元，同比增长 12.56%，板块内部业绩分化明显。其中，山西汾酒、酒鬼酒和 ST 舍得业绩整体表现较好，营收增速分别为 17.63%、20.79%和 2.02%；归母净利润增速分别为 56.39%、64.15%和 14.42%。洋河股份、水井坊表现相对弱势，营收增速分别为-8.76%和-15.06%；归母净利润增速分别为 1.35%和-11.49%。分季度看，次高端白酒在经历上半年业绩下滑后，2020Q3Q4 整体回暖，板块内公司的营收与归母净利润增速均实现正增长。

中端白酒与大众白酒受疫情冲击较大。2020 年，中端白酒与大众白酒分别实现营业总收入 194.25 亿元与 272.34 亿元，分别同比下降 2.69%与 1.53%；分别实现归母净利润 46.97 亿元与 24.62 亿元，分别同比下降 10.97%与 9.65%。中端白酒中，今世缘实现稳健增长，营收增速为 5.09%，归母净利润增速为 7.46%。相比之下，古井贡酒与口子窖业绩增速均出现不同程度下滑。大众白酒中，仅金种子酒营收增速实现两位数增长。顺鑫农业 2020 年归母净利润增速为-48.1%，公司归母净利润增速出现大幅下滑的原因为公司财务费用大幅增加，且有一笔资产减值损失。分季度看，2020 年中端白酒与大众白酒单季度业绩波动较大，受疫情冲击明显。

表 2：2020 年白酒行业上市公司营收情况

白酒层级	公司名称	2020 年营业总收入 (亿元)	营业总收入增速 (%)	单季度营业收入增速 (%)			
				2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
高端白酒	贵州茅台	979.93	10.29	12.54	8.79	7.18	12.12
	五粮液	573.21	14.37	15.05	10.13	17.83	13.92
	泸州老窖	166.53	5.29	-14.79	6.20	14.45	16.45
高端白酒合计		1719.67	11.09	10.96	8.88	10.85	13.11
次高端白酒	山西汾酒	139.90	17.63	1.71	18.44	25.15	33.12
	洋河股份	211.01	-8.76	-14.89	-18.57	7.57	7.82
	水井坊	30.06	-15.06	-21.63	-90.08	18.86	19.32
	酒鬼酒	18.26	20.79	-9.68	12.89	56.37	28.50
	ST 舍得	27.04	2.02	-42.02	18.83	18.40	16.56
次高端白酒合计		426.26	-0.22	-12.28	-11.65	15.70	21.74
中端白酒	今世缘	51.22	5.09	-9.42	3.76	20.99	22.24
	古井贡酒	102.92	-1.20	-10.55	-3.51	15.13	0.39
	口子窖	40.11	-14.15	-42.92	-25.07	6.75	9.77
中端白酒合计		194.25	-2.69	-16.55	-6.81	14.53	7.06
大众白酒	顺鑫农业	155.11	4.10	15.93	9.45	9.57	-19.44
	老白干酒	35.98	-10.73	-34.19	-9.04	16.37	-8.90
	迎驾贡酒	34.52	-8.60	-33.55	-17.30	12.40	8.34
	伊力特	18.02	-21.71	-70.45	51.78	-36.09	-18.59
	金徽酒	17.31	5.89	-33.37	22.70	14.42	29.83

	金种子酒	10.38	13.55	-32.94	-0.72	35.78	69.57
	皇台酒业	1.02	2.67	19.10	220.82	-34.32	-20.41
大众白酒合计		272.34	-1.53	-7.78	7.39	7.20	-7.82

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 2：2020 年白酒行业上市公司归母净利润情况

白酒层级	公司名称	2020 年归母净利润 (亿元)	归母净利润增速 (%)	单季度归母净利润增速 (%)			
				2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
高端白酒	贵州茅台	466.97	13.33	16.69	8.92	6.87	19.70
	五粮液	199.55	14.67	18.98	10.16	15.03	11.34
	泸州老窖	60.06	29.38	12.72	22.51	52.55	40.59
高端白酒合计		726.58	14.87	17.15	10.50	11.88	18.31
次高端白酒	山西汾酒	30.79	56.39	39.36	16.11	69.36	140.38
	洋河股份	74.82	1.35	-0.46	-10.39	14.07	25.39
	水井坊	7.31	-11.49	-12.64	-172.59	33.09	22.68
	酒鬼酒	4.92	64.15	32.24	6.35	419.02	39.26
	ST 舍得	5.81	14.42	-73.46	62.02	24.86	31.83
次高端白酒合计		123.66	12.56	4.71	-11.96	32.49	57.33
中端白酒	今世缘	15.67	7.46	-9.52	1.91	32.70	54.28
	古井贡酒	18.55	-11.58	-18.71	-16.51	3.94	-10.96
	口子窖	12.76	-25.84	-55.36	-30.53	-5.86	-2.93
中端白酒合计		46.97	-10.97	-25.86	-14.08	6.13	3.99
大众白酒	顺鑫农业	4.20	-48.10	-17.64	-10.91	-789.81	-109.35
	老白干酒	3.13	-22.68	-44.05	-32.65	49.70	-40.15
	迎驾贡酒	9.53	2.47	-34.07	9.40	27.80	27.72
	伊力特	3.42	-23.48	-94.42	163.08	-44.10	-3.45
	金徽酒	3.31	22.44	-47.00	141.69	40.07	59.60
	金种子酒	0.69	133.94	-391.83	30.93	-27.17	231.25
	皇台酒业	0.33	-50.91	0.85	195.59	-58.82	-64.12
大众白酒合计		24.62	-9.65	-40.95	27.37	-28.05	23.98

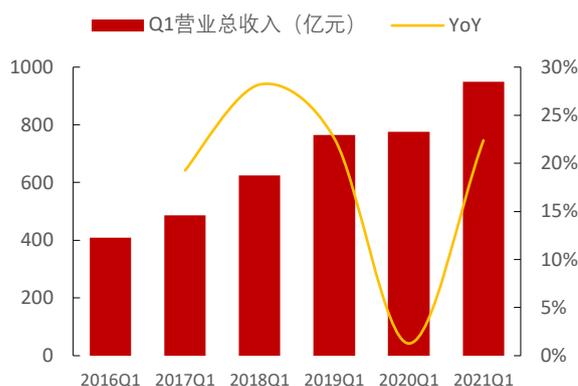
资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 2021Q1 业绩增速反弹，次高端白酒发展强劲

白酒行业 2021Q1 业绩实现快增。2021Q1，白酒行业实现营业总收入 948.68 亿元，同比增长 22.38%，增速同比增加 21.11 个百分点；与 2019Q1 相比，营业总收入增长 11.32%。2021Q1，白酒行业实现归母净利润 355.11 亿元，同比增长 17.62%，增速同比增加 8.35 个百分点，与 2019Q1 相比，归母净利润增长 13.37%。随着疫情好转，消费需求回升，白酒行业复苏回暖趋势进一步显现，业绩增速触底反弹。

图 3：白酒行业 Q1 营业总收入与增速

图 4：白酒行业 Q1 归母净利润与增速



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

高端白酒业绩维持稳健。2021Q1, 高端白酒实现营业总收入 573.93 亿元, 同比增长 16.91%, 与 2019Q1 相比, 营收增长 13.90%; 实现归母净利润 254.45 亿元, 同比增长 13.06%, 与 2019Q1 相比, 归母净利润增长 15.09%。高端白酒受疫情影响相对较小, 业绩增长相对稳健。泸州老窖由于 2020Q1 基数较低, 2021Q1 营收有较大增幅, 实现 40.85% 的增长。贵州茅台 2021Q1 归母净利润增速慢于营收增速主要受消费税金短期拖累。

次高端白酒业绩实现快速增长。2021Q1, 次高端白酒实现营业总收入 210.28 亿元, 同比增长 41.55%, 与 2019Q1 相比, 营收增长 11.48%; 实现归母净利润 70.34 亿元, 同比增长 26.87%, 与 2019Q1 相比, 归母净利润增长 15.31%。次高端白酒在去年低基数基础上, 随着疫情好转业绩逐步释放, 2021Q1 业绩实现高弹性增长。与 2019Q1 营收相对比, 除洋河股份外, 次高端白酒公司营收均实现正增长, 业务发展逐渐恢复至疫情前水平。洋河股份 2021Q1 归母净利润增速下滑主要系公允价值变动所致。ST 舍得归母净利润同比增速大幅增加主要由于 2020Q1 基数低, 2021Q1 动销快速恢复, 预收账款与经营活动现金流净额显著增加所致。

对比 2019Q1, 中端白酒与大众白酒业绩复苏弹性较小。2020Q1, 中端白酒与大众白酒分别实现营业总收入 77.00 亿元与 87.47 亿元, 分别同比增长 32.09% 与 12.87%; 分别实现归母净利润 20.40 亿元与 9.92 亿元, 分别同比增长 39.69% 与 44.81%。中端白酒与大众白酒 2021Q1 景气度回升, 仅顺鑫农业与老白干酒营收增速为负, 分别为 -0.7% 和 -0.26%, 其余公司业绩均实现较快增长。与 2019 年相比, 中端白酒与大众白酒营收分别增长 4.99% 与 2.03%; 归母净利润分别增长 1.76% 与 下降 7.56%。总体来讲, 中端白酒与大众白酒复苏弹性相对有限。

表 2: 2021Q1 白酒行业上市公司业绩情况

	公司名称	2021Q1 营业总收入 (亿元)	同比增速 (%)	相比 2019Q1 增速 (%)	2021Q1 归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	相比 2019Q1 增速 (%)
高端白酒	贵州茅台	280.65	10.93	11.73	139.54	6.57	11.51
	五粮液	243.25	20.19	17.60	93.24	21.02	20.00
	泸州老窖	50.04	40.85	9.55	21.67	26.92	19.61

高端白酒合计		573.93	16.91	13.90	254.45	13.06	15.09
次高端白酒	山西汾酒	73.32	77.11	34.42	21.82	78.16	57.70
	洋河股份	105.20	13.51	-1.71	38.63	-3.49	-1.99
	水井坊	12.40	70.17	15.49	4.19	119.66	38.53
	酒鬼酒	9.08	190.36	61.94	2.68	178.86	92.03
	ST 舍得	10.28	154.21	21.40	3.02	1031.14	73.27
次高端白酒合计		210.28	41.55	11.48	70.34	26.87	15.31
中端白酒	今世缘	23.97	35.34	10.72	8.05	38.78	12.06
	古井贡酒	41.30	25.86	6.10	8.14	27.90	1.96
	口子窖	11.73	50.90	-7.19	4.20	72.73	-12.19
中端白酒合计		77.00	32.09	4.99	20.40	39.69	1.76
大众白酒	顺鑫农业	54.86	-0.70	7.29	3.73	5.73	-6.68
	老白干酒	7.54	-0.26	-18.98	0.56	-14.59	-30.87
	迎驾贡酒	11.48	48.90	-0.52	3.69	58.45	2.21
	伊力特	5.44	255.34	2.47	1.31	1476.14	-6.19
	金徽酒	5.08	48.43	-0.55	1.15	99.36	2.79
	金种子酒	2.94	52.12	1.00	-0.49	-85.62	—
	皇台酒业	0.12	41.76	29.92	-0.04	33.02	—
大众白酒合计		87.47	12.87	2.03	9.92	44.81	-7.56

资料来源：Wind，东莞证券研究所

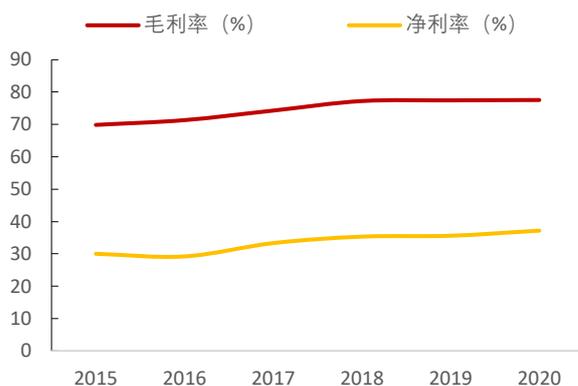
2. 白酒行业盈利能力

2.1 2020 年行业盈利能力持续提升，各层级酒企表现不一

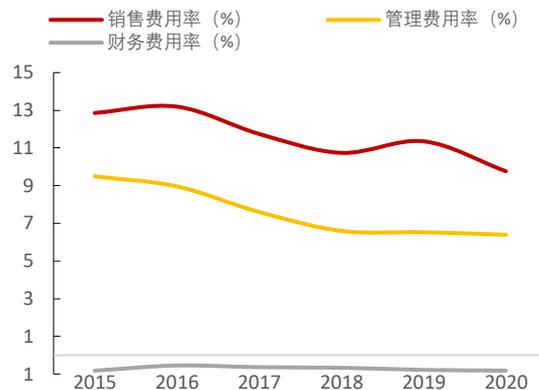
2020 年行业毛利率和净利率同比上升，费用率有所下降。2020 年，白酒行业毛利率为 77.55%，同比增加 0.10 个百分点，毛利率提升主要受益于产品结构的升级。费用率方面，2020 年行业销售费用率为 9.76%，同比减少 1.75 个百分点；管理费用率为 6.39%，同比减少 0.14 个百分点；财务费用率为 -0.82%，同比减少 0.04 个百分点。在疫情影响下，白酒公司减少宣传推广力度，致使销售费用率有所下降。由于行业毛利率上升与费用率下降，2020 年行业净利率为 37.18%，同比增加 1.59 个百分点，盈利能力持续提升。

图 5：白酒行业毛利率与净利率

图 6：白酒行业期间费用率



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

高端白酒与次高端白酒的毛利率净利率均同比增加。2020 年, 高端白酒实现毛利率 84.73%, 同比增加 0.12 个百分点; 实现净利率 45.23%, 同比增加 1.07 个百分点。次高端白酒实现毛利率 73.58%, 同比增加 0.59 个百分点; 实现净利率 29.19%, 同比增加 3.17 个百分点。高端白酒与次高端白酒整体净利率增幅高于毛利率, 净利率增幅较大主要由于销售费用支出明显减少, 使期间费用率下降。高端白酒中, 贵州茅台、五粮液与泸州老窖 2020 年期间费用率同比分别减少 1.48 个百分点、0.72 个百分点与 7.51 个百分点; 净利率同比分别增加 0.71 个百分点、0.11 个百分点与 6.43 个百分点。次高端白酒中, 除水井坊外, 其余公司净利率增幅均大于毛利率。

中端白酒与大众白酒受疫情冲击大, 盈利表现弱于高端白酒与次高端白酒。2020 年, 中端白酒与大众白酒毛利率分别减少 1.22 个百分点与 4.93 个百分点, 净利率分别减少 2.59 个百分点与 0.85 个百分点, 盈利表现相对弱势。在中端白酒与大众白酒中, 仅口子窖、老白干酒、迎驾贡酒与金徽酒的毛利率增幅有所增加, 各层级酒企盈利能力表现不一。

表 3: 2020 年白酒行业上市公司毛利率与净利率情况

白酒层级	公司名称	2020 年毛利率 (%)	同比变动 (%)	2020 年净利率 (%)	同比变动 (%)
高端白酒	贵州茅台	91.41	0.11	52.18	0.71
	五粮液	74.16	-0.30	36.48	0.11
	泸州老窖	83.05	2.43	35.78	6.43
高端白酒合计		84.73	0.12	45.23	1.07
次高端白酒	山西汾酒	72.15	0.23	22.27	4.99
	洋河股份	72.27	0.92	35.47	3.53
	水井坊	84.19	1.32	24.33	0.98
	酒鬼酒	78.87	1.12	26.92	7.11
	ST 舍得	75.87	-0.34	22.46	2.15
次高端白酒合计		73.58	0.59	29.17	3.17
中端白酒	今世缘	71.12	-1.67	30.61	0.67
	古井贡酒	75.23	-1.49	17.95	-2.76

	口子窖	75.17	0.20	31.80	-5.01
中端白酒合计		74.13	-1.22	24.15	-2.59
大众白酒	顺鑫农业	28.36	-7.83	2.75	-2.74
	老白干酒	64.74	3.26	8.70	-1.33
	迎驾贡酒	67.13	2.78	27.72	3.06
	伊力特	48.61	-2.84	18.90	-0.99
	金徽酒	62.51	1.78	19.14	2.59
	金种子酒	27.72	-10.15	6.80	29.09
	皇台酒业	66.79	-8.20	32.93	-35.92
大众白酒合计		41.71	-4.93	9.08	-0.85

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 4：2020 年白酒行业上市公司期间费用率情况

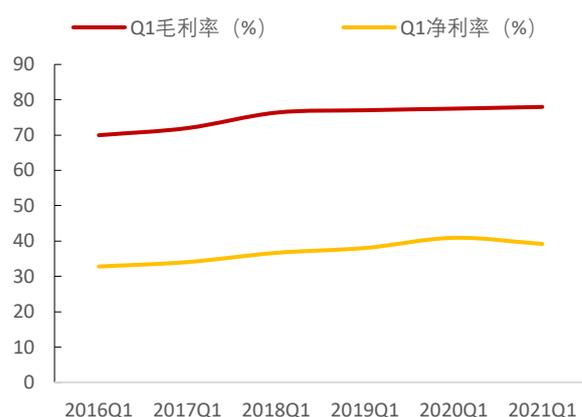
白酒层级	公司名称	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	期间费用率 (%)	同比变动 (%)
高端白酒	贵州茅台	2.60	6.98	-0.24	9.64	-1.48
	五粮液	9.73	4.78	-2.59	11.92	-0.72
	泸州老窖	18.56	5.59	-0.80	23.35	-7.51
次高端白酒	山西汾酒	16.27	7.90	-0.49	23.69	-4.56
	洋河股份	12.34	9.43	-0.41	21.35	1.33
	水井坊	27.97	9.36	-0.76	36.57	0.02
	酒鬼酒	23.20	8.57	-1.51	30.25	-4.77
	ST 舍得	19.86	13.33	0.26	33.45	-2.69
中端白酒	今世缘	17.09	4.91	-0.41	21.60	0.56
	古井贡酒	30.32	8.19	-2.53	35.98	-0.64
	口子窖	13.62	6.26	-0.41	19.46	6.47
大众白酒	顺鑫农业	6.31	5.26	1.57	13.13	-3.05
	老白干酒	28.42	8.88	0.38	37.67	2.36
	迎驾贡酒	12.17	6.11	-0.12	18.16	0.47
	伊力特	7.14	2.68	-0.88	8.94	-1.61
	金徽酒	12.84	11.78	-0.42	24.19	-1.34
	金种子酒	26.03	11.22	-2.56	34.69	-8.23
	皇台酒业	14.75	17.98	8.54	41.26	-6.62

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 2021Q1 费用结构持续优化，税金短期拖累净利率

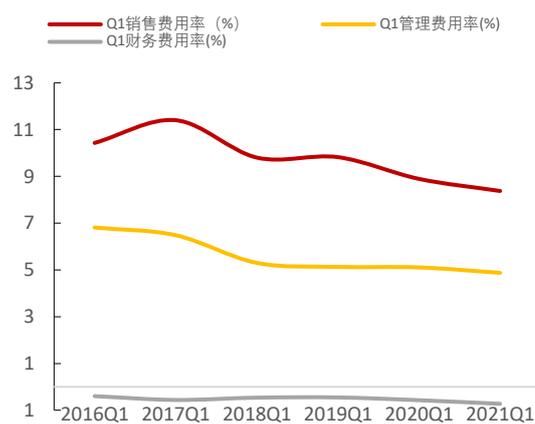
2021 年行业毛利率同比上升，净利率短期有所下降。2021Q1，白酒行业毛利率为 77.97%，同比增加 0.50 个百分点，主要受益于高端酒与次高端酒产品结构的升级。费用率方面，2021Q1 行业销售费用率为 8.38%，同比减少 0.51 个百分点；管理费用率为 4.88%，同比减少 0.23 个百分点；财务费用率为-0.73%，同比减少 0.16 个百分点，行业费用结构持续优化。2021Q1，行业净利率为 39.17%，同比下降 1.74 个百分点，净利率下降主要受短期税金影响。由于 2020Q1 业绩基数低，使 2021Q1 公司税金有所增加，行业净利率短期呈下降趋势。

图 7：白酒行业 Q1 毛利率与净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：白酒行业 Q1 期间费用率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

行业内公司毛利率净利率表现有所分化。2021Q1，高端白酒实现毛利率 84.63%，同比减少 0.33 个百分点；实现净利率 47.24%，同比减少 1.83 个百分点。其中，贵州茅台、泸州老窖由于 2021Q1 税金大幅增加，拖累净利率分别下降 2.63 个百分点与 5.03 个百分点。次高端白酒 2021Q1 实现毛利率 75.98%，同比增加 1.98 个百分点；实现净利率 33.52%，同比减少 3.89 个百分点。次高端白酒 2021Q1 净利率下降主要受洋河股份影响。洋河股份净利率下降主要是投资与公允价值变动所致。ST 舍得 2021Q1 在老酒战略实施下，产品吨价大幅上升，拉动毛利率同比上升 5.24 个百分点。受产品结构、期间费用与税金等影响，中端白酒与大众白酒各公司的毛利率与净利率增速变动差异较大。

表 5：2021Q1 白酒行业上市公司毛利率净利率情况

白酒层级	公司名称	2021Q1 毛利率 (%)	同比变动 (%)	2021Q1 净利率 (%)	同比变动 (%)
高端白酒	贵州茅台	91.68	0.00	54.17	-2.63
	五粮液	76.43	-0.10	40.22	0.39
	泸州老窖	86.04	-0.81	43.56	-5.03
高端白酒合计		84.63	-0.33	47.24	-1.83
次高端白酒	山西汾酒	73.54	1.31	29.80	-0.04
	洋河股份	76.16	2.42	36.76	-6.44
	水井坊	85.05	1.51	33.82	7.62
	酒鬼酒	79.40	-6.00	29.52	-1.22
	ST 舍得	77.60	5.24	30.06	22.34
次高端白酒合计		75.98	1.98	33.52	-3.89
中端白酒	今世缘	73.26	0.05	33.62	0.83
	古井贡酒	76.99	-0.33	20.32	1.09
	口子窖	76.58	-0.93	35.81	4.53
中端白酒合计		75.76	-0.33	26.82	1.87
大众白酒	顺鑫农业	28.91	0.47	6.93	0.49
	老白干酒	67.75	0.21	7.58	-1.11

	迎驾贡酒	69.68	-2.39	32.30	2.00
	伊力特	61.04	11.51	24.48	19.13
	金徽酒	65.50	5.02	22.69	5.79
	金种子酒	24.37	-10.82	-16.32	-2.95
	皇台酒业	66.80	-10.74	-36.02	40.13
	大众白酒合计	41.64	2.99	11.48	2.59

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3. 白酒行业预收账款

3.1 2020 年行业预收账款同比下降，高端白酒预收增速下滑

疫情影响打款节奏，预收账款同比下降。2020 年，白酒行业预收账款为 471.88 亿元，同比下降 4.48%（2020 年部分公司将预收账款科目更为合同负债，此处预收账款将合同负债一并纳入，下同）。分季度看，2020 年上半年受疫情影响，经销商打款积极性下降，行业预收账款增速下滑。2020Q1，白酒行业预收账款为 286.88 亿元，同比下降 2.71%；二季度行业预收账款从 2019 年的-6.35 降至-17.71 亿元。三季度打款回升，同比增长 39.21%。主要原因在于：（1）疫情逐步好转，白酒市场需求持续回升；（2）经销商第二季度以消化库存为主，第三季度开始积极备货。第四季度行业预收账款同比下降 7.09%，主要为 2020 年春节较早，部分回款在 2019Q4 显现，使四季度基数较高。

图 9：白酒行业预收账款与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 6：2020 年白酒行业预收账款单季度情况

	2019 年单季度预收账款 (亿元)	2020 年单季度预收账款 (亿元)	同比增速
Q1	293.25	286.88	-2.17%
Q2	-6.35	-17.71	—
Q3	22.23	30.95	39.21%
Q4	184.85	171.76	-7.09%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

高端白酒预收账款增速均出现不同程度下滑。2020 年，贵州茅台、五粮液与泸州老窖预收账款分别为 133.22 亿元、86.42 亿元与 16.79 亿元，分别同比下降 3.05%、31.03%与 25.20%。高端白酒预收账款下降一方面受疫情影响，经销商为控制存货而减少打款；另一方面为部分公司打款政策发生变化。次高端白酒中，酒鬼酒 2020 年预收账款同比增长 248.25%，主要是公司积极推进全国化进程，招募经销商，内参、等产品增速加快。

表 7：2020 年白酒行业上市公司预收账款情况

公司名称	2019 年预收账款 (亿元)	2020 年预收账款 (亿元)	2020 年同比增速
贵州茅台	137.40	133.22	-3.05%
五粮液	125.31	86.42	-31.03%
泸州老窖	22.44	16.79	-25.20%
山西汾酒	28.40	31.07	9.41%
洋河股份	67.54	88.01	30.32%
水井坊	3.71	7.36	98.44%
酒鬼酒	2.07	7.20	248.25%
ST 舍得	2.53	3.70	46.06%
今世缘	13.04	10.96	-15.94%
古井贡酒	5.30	12.07	127.71%
口子窖	8.00	7.70	-3.83%
顺鑫农业	61.91	51.39	-16.99%
老白干酒	8.02	7.07	-11.82%
迎驾贡酒	4.06	4.66	14.78%
伊力特	0.84	0.89	6.22%
金徽酒	2.28	2.01	-12.01%
金种子酒	1.12	1.32	17.71%
皇台酒业	0.01	0.03	307.06%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 2021Q1 预收账款大幅改善

2021Q1 行业预收账款实现较快增长。2021Q1，白酒行业实现预收账款 314.44 亿元，同比增长 9.6%，与 2019Q1 相比，预收账款增长 3.55%。随着疫情负面因素逐步释放完毕，在去年一季度低基数的基础上，经销商打款积极性提高，预收账款总量整体上升，渠道销售基本恢复常态。

图 10：白酒行业 Q1 预收账款与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

行业内大部分公司预收账款增速提高。2021Q1，除贵州茅台、洋河股份、口子窖、顺鑫农业和伊力特 5 家上市公司外，其余公司预收账款均有所增加。与 2019Q1 相比，仅贵州茅台、口子窖、顺鑫农业和伊力特的预收账款增速为负值。在国内疫情基本得到控制的情况下，经销商一季度打款积极性明显回升。贵州茅台 2021Q1 预收账款增速出现较大幅度下滑，主要原因在于公司近年来优化渠道结构，大力发展直营渠道，并减少经销商数量，直销渠道占比提高。基于 2020Q1 低基数，水井坊 2021Q1 中高端产品收入超预期，预收账款同比增长 2277.85%；与 2019Q1 相比，预收账款增速为 322.37%。

表 8：2021Q1 白酒行业上市公司预收账款情况

公司名称	2020Q1 预收账款 (亿元)	2021Q1 预收账款 (亿元)	同比增速	相比 2019Q1 增速
贵州茅台	69.09	53.41	-22.70%	-31.51%
五粮液	47.69	49.98	4.79%	1.47%
泸州老窖	6.26	16.92	170.16%	14.72%
山西汾酒	16.11	29.30	81.85%	56.06%
洋河股份	64.32	61.29	-4.71%	76.22%
水井坊	0.30	7.24	2277.85%	322.37%
酒鬼酒	1.62	5.81	258.68%	120.35%
ST 舍得	1.71	4.44	159.00%	71.82%
今世缘	2.92	4.82	65.20%	28.55%
古井贡酒	15.33	19.44	26.75%	32.00%
口子窖	4.54	3.71	-18.42%	-12.91%
顺鑫农业	42.54	37.45	-11.98%	-14.86%
老白干酒	8.89	12.87	44.76%	50.44%
迎驾贡酒	3.00	4.11	36.89%	19.54%
伊力特	0.42	0.37	-11.07%	-44.01%
金徽酒	1.35	1.98	46.73%	6.70%
金种子酒	0.76	1.29	69.38%	13.16%
皇台酒业	0.01	0.03	152.89%	22.78%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4. 白酒行业经营活动现金流净额

4.1 2020 年经营活动现金流净额出现下滑，下半年回暖

2020 年行业经营活动现金流净额与经营活动现金流净额/归母净利润占比下降，下半年经营活动现金流净额显著回升。2020 年，白酒行业实现经营活动现金流净额 885.84 亿元，同比下降 2.78%，经营活动现金流净额/归母净利润从 2019 年的 1.11 降至 2020 年的 0.96，经营活动现金流净额增长慢于业绩表现。分季度看，2020 年上半年，行业经营活动现金流净额同比降幅较大，下半年同比增速明显回升。

2020Q1，行业经营活动现金流净额同比下降 102.42%。指标出现下降一方面受疫情影响，另一方面为 2020 年春节较早，部分打款在 2019Q4 已完成。2020 年下半年，随着疫情影响的减弱，Q3/Q4 同比增速分别为 30.46%/42.53%，行业经营性活动现金流净额恢复较快增长。

图 11：白酒行业经营活动现金流净额与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：白酒行业经营活动现金流净额/归母净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 9：2020 年白酒行业经营活动现金流净额单季度情况

	2019 年单季度经营活动现金流净额 (亿元)	2020 年单季度经营活动现金流净额 (亿元)	同比增速
Q1	136.35	-3.30	-102.42%
Q2	232.11	137.74	-40.66%
Q3	183.29	239.12	30.46%
Q4	359.41	512.28	42.53%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

行业内公司经营活动现金流净额表现相对弱势。2020 年，由于白酒公司销售商品、提供劳务收到的现金减少，仅 7 家公司的经营活动现金流净额出现正增长，其余公司的经营活动现金流净额增速均出现不同程度下跌。经营活动现金流净额/归母净利润指标中，仅 8 家公司比值大于 1。中端白酒中的古井贡酒，2020 年经营活动现金流净额同比增长 1783.37%，主要原因是票据贴现回款增加所致。

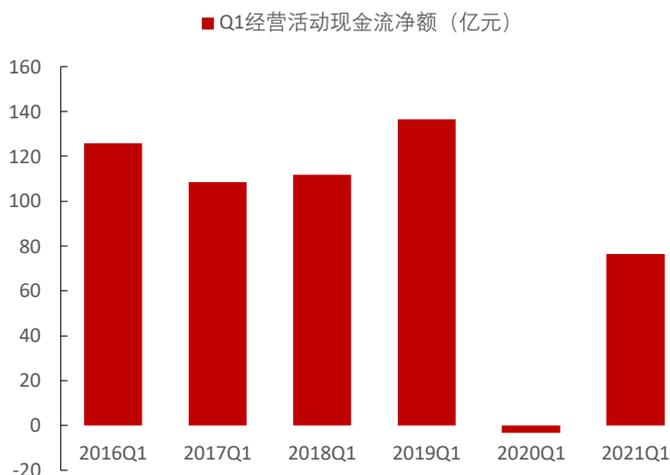
表 10：2020 年白酒行业上市公司经营活动现金流净额情况

公司名称	2019 年经营活动现金流净额 (亿元)	2020 年经营活动现金流净额 (亿元)	同比增速	2020 年 经营活动现金流净额/归母净利润
贵州茅台	452.11	516.69	14.29%	1.11
五粮液	231.12	146.98	-36.40%	0.74
泸州老窖	48.42	49.16	1.54%	0.82
山西汾酒	30.77	20.10	-34.67%	0.65
洋河股份	67.98	39.79	-41.47%	0.53
水井坊	8.68	8.45	-2.58%	1.16
酒鬼酒	3.82	9.50	148.79%	1.93
ST 舍得	6.68	9.97	49.37%	1.72
今世缘	13.07	11.19	-14.43%	0.71
古井贡酒	1.92	36.25	1783.37%	1.95
口子窖	12.97	4.99	-61.55%	0.39
顺鑫农业	13.05	15.46	18.47%	3.68
老白干酒	3.82	5.50	44.13%	1.76
迎驾贡酒	9.25	7.29	-21.20%	0.76
伊力特	5.60	2.77	-50.62%	0.81
金徽酒	3.71	3.37	-9.09%	1.02
金种子酒	-1.75	-1.60	-8.37%	-2.31
皇台酒业	-0.04	-0.01	-71.95%	-0.03

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.2 2021Q1 行业经营活动现金流净额强势复苏

2021Q1 行业经营活动现金流净额同比大幅增长。2021Q1，白酒行业实现经营活动现金流净额 76.37 亿元，较 2020Q1 显著增加。与 2019Q1 相比，经营活动现金流净额下降 25.15%。随着餐饮、礼赠等消费场景恢复常态，行业经营活动现金流净额持续回暖，整体处于复苏态势。

图 13：白酒行业 Q1 经营活动现金流净额


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2021Q1 行业内公司经营活动现金流净额改善明显。与 2020Q1 相比，2021Q1 仅贵州茅台、古井贡酒、顺鑫农业和金种子酒 4 家公司经营活动现金流净额同比出现下降，其余公司经营活动现金流净额同比均有所增加。经销商打款积极性上升带动公司经营活动现金流净额持续向好。贵州茅台经营活动现金流净额下降主要为渠道优化，直营渠道占比增加，公司收到商品与提供劳务的现金有所减少。

表 11：2021Q1 白酒行业上市公司经营活动现金流净额情况

公司名称	2020Q1 经营活动现金流净额 (亿元)	2021Q1 经营活动现金流净额 (亿元)	同比增速	相比 2019Q1 增速
贵州茅台	23.03	-14.85	-164.47%	—
五粮液	-12.02	55.05	—	-16.66%
泸州老窖	-3.16	13.10	—	52.81%
山西汾酒	1.26	2.46	95.22%	-68.64%
洋河股份	-3.29	29.20	—	387.26%
水井坊	0.81	6.12	653.79%	57.64%
酒鬼酒	-0.48	1.95	—	—
ST 舍得	-0.74	3.90	—	—
今世缘	-2.36	5.33	—	—
古井贡酒	16.33	-13.74	-184.14%	—
口子窖	-2.95	-2.73	7.45%	—
顺鑫农业	-8.58	-12.06	-40.50%	—
老白干酒	-3.10	3.11	—	—
迎驾贡酒	-3.83	1.46	—	—
伊力特	-2.38	-0.24	89.99%	—
金徽酒	-0.75	-0.32	56.90%	—
皇台酒业	-0.17	0.02	—	116.22%
金种子酒	-0.92	-1.39	-50.68%	—

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5. 重点白酒公司梳理

5.1 贵州茅台

茅台酒与系列酒双轮驱动+直销渠道加速推进，业绩增长确定性强。公司 2020 年实现营业收入 949.15 亿元，同比增 11.10%；实现归母公司净利润 466.97 亿元，同比增 13.33%。公司 2021Q1 实现营业收入 272.71 亿元，同比增长 11.74%；实现归母净利润 139.54 亿元，同比增长 6.57%，消费税拖累公司整体净利润增速。分品类看，2021Q1，茅台酒实现营收 245.92 亿元，同比增长 10.67%；系列酒实现营收 26.43 亿元，同比增长 21.85%。公司近年来大力发展系列酒，丰富系列酒品类，并对系列酒适度提价，系列酒实现快速增长符合公司双轮驱动的发展战略。分渠道看，2021Q1 公司批发代理渠道营收为 224.57 亿元，与 2020Q1 基本持平；直销渠道营收为 47.77 亿元，同比增长 146.49%。公司渠道改革目前已取得显著成效，直销渠道在未来占比有望进一步提升。

公司产能逐步释放。2020 年，公司茅台酒与系列酒总产量为 7.52 万吨，同比增长 0.15%；总销量为 6.41 万吨，同比下降 0.91%。受疫情影响，公司产品销量有所下降。在产能扩张方面，公司茅台酒制酒新投产车间将于 2021 年 10 月 17 日全面投产，这标志着“十三五”茅台酒技改扩建项目全面完工。工程竣工后，茅台酒基酒年产能将达到 5.6 万吨规模。此外，公司 2018 年实施的系列酒制酒技改工程及配套项目计划将在今年全面建成，预计扩大 3 万吨产能，届时系列酒也将有每年 5.6 万吨产能。预计公司未来酒品库存与产量将随着产能释放而有所增加。

表 12：贵州茅台库存、产量与销量情况

	成品酒库存（吨）	产量（吨）	销量（吨）
2016	16168.33	59887.97	36944.36
2017	13309.48	63787.61	60108.36
2018	14409.19	70216.75	62238.41
2019	11311.61	75044.73	64645.30
2020	8314.11	75160.54	64055.88

资料来源：Wind，东莞证券研究所

飞天茅台一批价稳中有升。自 2020 年春节以来，飞天茅台 2020 散装一批价从 2040 元提高至 2620 元，一批价实现较快增长。在批价上行趋势下，经销商打款积极性增加。目前，飞天茅台出厂价为 969 元，预计产品未来仍具有一定的提价空间。

图 14：飞天茅台 2020 散装一批价走势（截止至 2021/5/11）



数据来源：茅粉鲁智深，东莞证券研究所

5.2 五粮液

五粮液产品表现良好，直销渠道发展强势，业绩符合预期。2020 年，公司实现营业收入 573.21 亿元，同比增长 14.37%；实现归母净利润 199.55 亿元，同比增长 14.67%。2021Q1，公司实现营业收入 243.25 亿元，同比增长 20.19%；实现归母净利润 93.24 亿元，同比增长 21.02%。分品类看，2020 年公司五粮液产品继续保持较快

增长，实现营收 440.60 亿元，同比增长 13.92%；系列酒产品实现营收 83.73 亿元，同比增长 9.81%。分渠道看，公司经销模式实现营收 453.80 亿元，同比增长 4.65%；直销模式实现营收 70.54 亿元，同比增长 140.15%。公司近年来启动数字化营销，引入控盘分利模式，积极扩充团队，直营渠道取得快速发展。

系列酒产销量出现下滑。2020 年，公司实现产量 15.88 万吨，同比下降 5.61%；实现销量 16.04 万吨，同比下降 3.00%。产量端，公司产量下降的主要原因是系列酒产量下滑所致，系列酒产量增速下降 6.67%，五粮液产品产量略有上升。销量端，五粮液产品销量同比增加 5.28%，系列酒产品销量同比下降 4.6%。公司目前 30 万吨陶坛陈酿酒库一期已竣工投产，将新增 8 万吨原酒存储能力。此外，公司在建工程包括成品酒包装及智能仓储配送一体化项目、勾储酒库技改项目、酿酒专用粮工艺仓及磨粉自动化改造项目。随着工程逐步竣工，预计公司库存量与产量将有所增加。

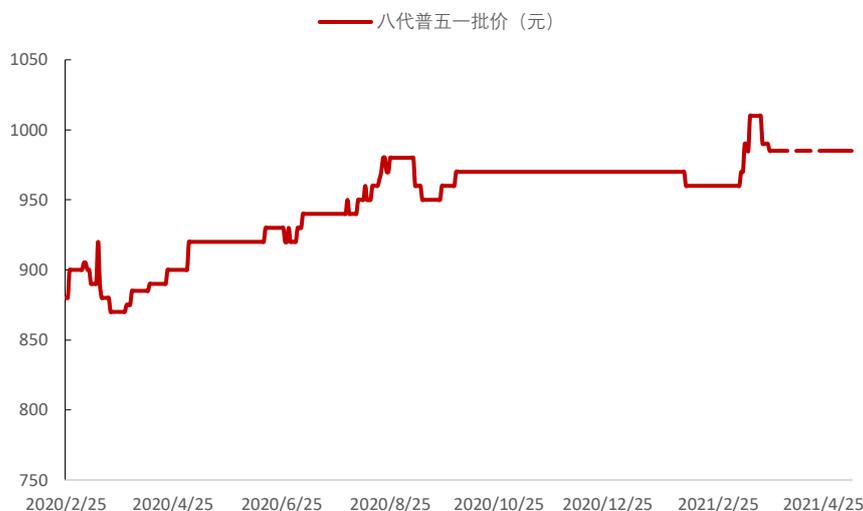
表 13：五粮液库存、产量与销量情况

	成品酒库存（吨）	产量（吨）	销量（吨）
2016	12366	151310	148707
2017	12598	180239	180007
2018	12970	191968	191596
2019	15831	168272	165411
2020	14219	158831	160443

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

普五一批价呈上行趋势。自 2020 年春节以来，八代普五一批价从 880 元提高至 985 元，量价齐升推动公司业绩持续增长。

图 15：八代普五一批价走势（截止至 2021/5/11）



数据来源：茅粉鲁智深，东莞证券研究所

5.3 泸州老窖

产品结构不断升级，公司业绩实现稳健增长。2020 年，公司实现营业收入 166.53 亿元，同比增长 5.28%；实现归母净利润 60.06 亿元，同比增长 29.38%。2021Q1，公司实现营业收入 50.04 亿元，同比增长 40.85%；实现归母净利润 21.67 亿元，同比增长 26.92%。公司于 2020 年 9 月 10 日对国窖 1573 进行提价，高度产品与低度产品分别上调 40 元/瓶、30 元/瓶。随着公司逐步走出疫情影响，预计产品结构升级将进一步带动公司业绩实现增长。

公司产量与销量有所下降。2020 年，公司实现产量 11.14 万吨，实现销量 12.09 万吨，产销量出现不同幅度下滑。中高端白酒的提价，减少了产量下降对销售总额的影响。随着公司产品结构的升级以及技改项目的逐步实施，预计中高端产品将持续成为公司业绩发展的主力。

表 14：泸州老窖库存、产量与销量情况

	库存量 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)
2016	33206.13	176217.11	178991.90
2017	39845.59	160760.38	154120.92
2018	50169.95	156750.50	146426.14
2019	45350.24	137865.20	142684.91
2020	35854.81	111419.73	120915.16

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

5.4 山西汾酒

汾酒实现高增，加速省外市场扩张。2020 年，公司实现营业收入 139.90 亿元，同比增长 17.63%；实现归母净利润 30.79 亿元，同比增长 56.39%，业绩超年度预告上限。2021Q1，公司实现营业收入 73.32 亿元，同比增长 77.03%；实现归母净利润 21.82 亿元，同比增长 77.72%。分品类看，2020 年公司汾酒、系列酒和配制酒分别实现营收 126.29 亿元、5.66 亿元和 6.53 亿元，同比增长 22.64%、-36.22%和 19.23%，汾酒拉动作用明显。分地区看，2020 年，公司省内市场和省外市场分别实现营收 59.96 亿元和 78.52 亿元，分别同比增长 3.88%和 31.74%。公司按照“1357”的市场布局策略，积极布局全国市场，省外市场的快速开拓为公司业绩增长提供坚实基础。

整顿系列酒，公司产销量下滑。2020 年，公司实现产量 11.91 万吨，同比下降 13.24%；实现销量 12.18 万吨，同比下降 3.13%。产销量下降的主要原因是公司对系列酒进行停产整顿，系列酒产销量增速大幅下降所致。由于公司收购发展区股份公司后合并报表发生变化，故 2020 年库存量较上期有所增加。

表 15：山西汾酒库存、产量与销量情况

	库存量 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)
2016	13959.22	45608.60	41705.84

2017	21241.66	59673.98	52391.54
2018	25754.49	76963.44	72450.61
2019	67766.50	137306.43	125732.59
2020	68140.67	119123.67	121797.69

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

5.5 洋河股份

产品结构升级推动盈利能力提升。公司 2020 年实现营业收入 211.01 亿元，同比下降 8.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 74.82 亿元，同比增长 1.35%。公司第一季度实现营业收入 105.2 亿元，同比增长 13.51%；实现归属于上市公司股东的净利润 38.63 亿元，同比下降 3.49%。公司 2020 年受疫情影响，上半年业绩承压，下半年逐步回暖。其中，梦系列对公司业绩贡献度高。目前，M6+已基本完成全国化推广，基本实现对 M6 的替代；M3+正逐步替代 M3，产品结构上移效果显著。

股权激励+员工提薪，激发公司高管与员工工作积极性。目前，公司 10 亿元股票回购已完成，预计新管理层上任将加速股权激励计划的推进。此外，公司在《职能部门宽带薪酬方案》及《“十四五”利润增量共享计划》中提出，2021 年 5 月起公司全员月收入增加 800 元，且今后五年企业效益与员工收入增幅保持同步。该举措的实施，将有效提升员工工作积极性，有利于公司后续业务顺利开展。

6. 投资策略

维持对行业的推荐评级。行业逐步走出疫情影响，景气度持续回升，2021Q1 业绩增速强势反弹。分层级看，高端白酒业绩维持稳健增长，凸显高确定性；次高端白酒在 2020Q1 低基数的基础上，今年一季度业绩实现快增。山西汾酒、酒鬼酒、ST 舍得表现相对强势，预计未来次高端白酒将持续放量增长；中端白酒与大众白酒表现不一，业绩分化明显。一季度为白酒销售旺季，后续行业进入淡季，预计价格将成为业绩上行的主要催化剂，可重点关注五粮液批价走势。标的方面，建议持续关注高端白酒贵州茅台、五粮液与泸州老窖；次高端酒中，可重点关注山西汾酒、ST 舍得以及目前估值相对较低的洋河股份等。

表 16：重点公司盈利预测及投资评级（2021/5/11）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
600519	贵州茅台	1959.00	37.17	42.99	50.17	53.73	43.71	37.46	推荐	维持
000858	五粮液	275.45	5.14	6.28	7.48	56.77	42.03	35.31	推荐	维持
000568	泸州老窖	236.87	4.10	5.14	6.36	55.16	43.99	35.55	推荐	维持
600809	山西汾酒	407.79	3.53	5.11	6.78	106.22	77.44	58.34	推荐	维持
002304	洋河股份	187.00	4.96	5.45	6.36	47.53	34.05	29.20	推荐	维持
600779	水井坊	101.04	1.50	2.20	2.83	55.45	44.99	34.97	推荐	维持
000799	酒鬼酒	203.11	1.51	2.39	3.37	103.44	79.87	56.54	推荐	维持
600702	ST 舍得	145.38	1.73	2.67	3.73	49.43	51.88	37.11	推荐	维持

603369	今世缘	51.88	1.25	1.54	1.91	45.94	32.67	26.38	推荐	维持
000596	古井贡酒	208.16	3.68	4.88	5.92	73.86	41.35	34.00	推荐	维持
603589	口子窖	57.43	2.13	2.84	3.38	32.40	19.64	16.49	推荐	维持
000860	顺鑫农业	47.50	0.57	1.17	1.50	128.11	38.33	29.80	谨慎推荐	维持

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

7. 风险提示

- (1) 宏观经济下行风险。
- (2) 产品提价不及预期。
- (3) 渠道开展不及预期。
- (4) 行业竞争加剧风险。
- (5) 食品安全风险。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn