

21Q2 白酒业绩前瞻：高端酒稳健，次高端高弹性

——专题报告

主要内容

□ 问题一：21Q2 酒企业绩预期？

我们认为高端酒中，21Q2 五粮液业绩或表现出较高业绩弹性；次高端酒中，水井坊将在低基数下实现超高增长，而舍得、酒鬼酒、山西汾酒亦等酒企业绩均拥有优异表现；区域酒中，洋河股份业绩或超预期，口子窖业绩增速回正确定性强，今世缘、古井贡酒向好发展势头不减。总体来看，21Q2 白酒板块业绩预计全面向好。

表 1：21Q2 酒企业绩预测情况一览（仅供参考）

	2021Q1				2021Q2 (预测)			
	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
贵州茅台	272.7	11.7	139.5	6.6	219~223	12-14%	107~109	13-15%
五粮液	243.2	20.2	93.2	21.0	126.4	20%	39.4	25%
泸州老窖	50.0	40.9	21.7	26.9	50	21-22%	18.9	25%
山西汾酒	73.3	77.0	21.8	77.7	46.9	70%	6.8	80%
酒鬼酒	9.1	190.4	2.7	178.9	7.0	70%	2.2-2.7	150%-200%
水井坊	12.4	70.2	4.2	119.7	4.5-5	500%-560%	1.1-1.2	230%-240%
舍得酒业	10.3	154.2	3.0	1031.2	13.7	120%	3.5	155%
洋河股份	105.2	13.5	38.6	-3.5	54.1	30%	18.9	35%
古井贡酒	41.3	25.9	8.1	27.9	28.0	25%	4.9	27%
今世缘	24.0	35.4	8.1	38.8	14.6	28%	5.8	33%
口子窖	11.7	50.9	4.2	72.7	12.7	60%	4.3-4.4	75-80%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

□ 问题二：当前主要酒企发货&回款&批价&库存情况如何？

贵州茅台：结构稳步提升，关注 6 月发货进度。批价方面：近期飞天散瓶批价从 2720 持续提升至 2800 元，整箱批价上涨至 3400 元以上，主因供需仍处于紧平衡状态；打款节奏方面，目前公司已打完 6 月款，部分地区开始打 7-8 月款；发货进度方面，飞天茅台 6 月配额仍在发货中，非标产品发货进度较往年快，其中部分地区精品酒 7 月配额已发货完毕，整体结构向好。我们认为当前应紧密关注贵州茅台发货节奏（1-5 月飞天茅台发货进度较往年慢），预计 21Q2 公司利润增速约为 13-15%。

五粮液：部分地区批价已上千元，业绩弹性较大。批价方面，近期成都等地批价已过千，全国范围内主要批价约 980 元左右；打款节奏方面，部分地区经销商打款进度已超 60%，好于去年同期；发货进度方面，酒厂仍按销售进度及库存情况进行发货。我们认为二季度五粮液量价表现整体优异，其中经典五粮液量的提升及团购占比增长有效优化产品结构，同时五粮春、五粮醇、尖庄等系列酒增速可观（预计全年收入或分别达 30、35~40、20 亿元）。

泸州老窖：批价站上 900 元，二季度有望延续增长。批价方面，近期国窖批价约为 900-920 元；回款方面，当前河北、河南、湖南等地打款节奏均超 60%，二季度公司回款情况较好。

山西汾酒：青花势能持续释放，长江以南市场迅速拓展。批价方面，近期青花 20 批价约为 338-355 元，青花 30 批价约为 759-800 元，复兴版 30 团购价约为 960-1100 元；分产品看，青花系列继续保持高增长，玻汾打款较

行业评级

食品饮料

看好

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

邮箱：mali@stocke.com.cn

联系人：杨骥

执业证书号：S1230119120017

邮箱：yangji@stocke.com.cn

联系人：张潇倩

执业证书号：S1230520090001

邮箱：zhangxiaolian@stocke.com.cn

相关深度报告

《周观点：白酒板块震荡加剧，建议配置核心资产》(20210613)

《周观点：白酒板块延续向好表现，关注 Q2 超预期个股》(20210606)

《周观点：请回答：如何看待酱酒热？是否会布局？》(20210529)

《周观点：中期策略会&股东大会专题周报：结构性分化仍为主线》(20210523)

《周观点：看好千元价位带扩容，关注受益于酱酒热的酒水流通商》(20210516)

《周观点：在震荡中寻找确定性&超预期》(20210509)

《酒水行业 2020&2021Q1 总结：三大趋势，两大逻辑，一大预判》(20210505)

《周观点：市场风格迎来切换，财报密集发布周到来》(20210425)

为积极主因市场存在控量+提价预期；打款方面，主要地区打款进度均超60%，河南、山东等地区打款节奏已超70%，较往年表现优。

酒鬼酒：内参依旧延续强势表现，酒鬼酒系列高增。近期湖南地区内参批价约为860元，受提价影响，省内经销商普遍回款80%左右，酒鬼系列回款超70%，二季度内参依旧延续强势表现，酒鬼酒系列实现高增长。

水井坊：二季度控货，预计下半年业绩有望加速。近期湖南地区臻酿八号出厂价300元，批价315元；井台出厂开票价470元，批价440元；典藏出厂价595元，批价约为725元，实际成交价740-780元左右，库存1个月左右，受二季度控货因素影响，二季度业绩增速或受一定影响，预估Q2完成5亿左右。公司近期在高端化、消费者培育、品牌部署等方面规划有较大变化，预计下半年业绩有望实现加速增长。另外，据公告显示，2021年7月31日前水井坊与国威的合作框架协议或将落地，与国威合作或将增厚明年公司业绩。

洋河：M6+批价稳中有升，天之蓝即将迎来升级。近期海之蓝、天之蓝、M3水晶版、M6+批价约为120、270、415-420、620元左右；产品方面，M6+延续强势表现，批价稳中有升，另外，今年双沟、贵酒、洋河将实现独立团队运作，其中双沟上半年实现高增长（预计今年收入或达45亿元），苏酒产品2021H1收入或超今世缘V系列；南京市场打款进度超60%，整体库存较为健康。2021Q2业绩或超预期。

今世缘：四开换代稳步推进中，回款表现优异。近期国缘四开批价420-430元；对开批价255元，省内主要地区经销商打款进度超60%，淮安地区打款进度超70%，优于往年同期。目前公司老四开已停货，新四开替换顺利进行中（批价约为460元左右）。

古井贡酒：古20增长势头向好，结构稳步升级。近期献礼版、5年、8年、16年、20年批价分别约为75-80、100、200、290、450元，当前打款进度超60%，部分经销商已按上调后价格打古20款（530元/瓶）；产品方面，2021H1古8及以上产品收入占比或超50%，黄鹤楼在低基数下实现高增长；回款情况良好，库存较低。

口子窖：营销改革加速落地中，业绩环比改善显著。近期口子5、6、10、20年批价分别为78、105、220、330元，二季度公司继续加大营销改革力度，渠道调整已初显成效，公司正在积极改变单一大商的模式，业绩较一季度有明显提升。

□ 问题三：站在当下时点，应该如何做推荐排序？

白酒行业繁荣和景气趋势、扩张动力未变，行业机会在于消费升级推动高端及次高端酒持续扩，把握白酒震荡中寻找核心资产配置机会：

1) 高端酒：首推五粮液（批价过千等催化剂），同时关注贵州茅台Q2超预期机会（6月发货节奏）；2) 次高端：综合考虑估值因素和企业自身逻辑变化，首推水井坊（看好改革带来逻辑变化），关注今世缘；3) 关注Q2业绩超预期+估值具性价比标的，推荐洋河股份等。

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。

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>