

食品饮料行业

白酒行业 2021 年中期投资策略

维持评级

报告原因：策略研究

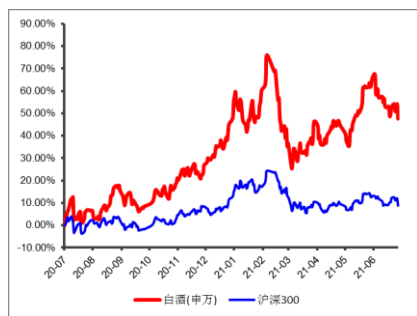
紧握一线白酒，寻找高弹性二三线

看好

2021 年 7 月 4 日

行业研究/投资策略

白酒板块近一年市场表现



投资要点

➤ **白酒行业上半年市场回顾。**市场 v 字走势，子板块表现分化，其他酒类表现最靓丽，上涨 27.64%，成为 2021 年上半年最大的赢家；其次是啤酒（20.74%）、软饮料（13.12%）、葡萄酒（11.26%）、白酒（9.08%）。以春节为节点，白酒估值先扬后抑。春节前，市场对白酒行业预期升高，但节后开盘至 3 月中旬，板块走势流动性预期下的估值回落开始显现疲态。整体看，白酒板块经过节后一波强调整，板块整体估值回落到 40X 水平，进入价值布局区间。随着水井坊、酒鬼酒等次高端白酒一季报超预期，带动了 4 月和 5 月白酒板块出现反弹。目前白酒估值维持在 50 倍左右，处于历史上位，其中酒鬼酒和山西汾酒估值较高，顺鑫农业、迎驾贡酒、今世缘、口子窖估值较低。另外，2021 Q1 公募基金对白酒公司普遍仓位回落，而二季度北向资金对白酒的配置有所分化，水井坊、酒鬼酒、伊力特等二三线酒更受北向资金青睐。

➤ **白酒基本面分析。**2021Q1 高端白酒增速稳健，次高端酒最为突出。2021Q1 申万白酒板块实现营业收入 948.68 亿元，同比 20Q1 增长 22.37%，同比 19Q1 增长 23.93%，实现归母净利润 355.11 亿元，同比 20Q1 增长 17.61%，同比 19Q1 增加 28.52%，板块业绩已显著超疫情前水平。从上市酒企来看，19 家白酒企业当中，从 2021 Q1 收入增速来看，有 13 家企业 2021 年一季度营业收入同比 2019 年一季度增幅为正，5 家企业同比增幅为负，其中，茅台、五粮液、泸州老窖增长稳健，酒业巨头在特殊时期表现出了绝对的抗风险能力，以次高端为主的酒鬼酒、汾酒、舍得等表现最为突出。另外从 2021Q1 利润增速来看，以次高端为主的酒鬼酒、舍得、汾酒、水井坊增幅最为明显，其中酒鬼酒净利润同比 2019Q1 增长 267.12%，舍得酒业净利润增幅同比也接近 200%。此外，从行业收益质量来看，21Q1 末白酒行业合同负债为 333.17 亿，同比上升 16.14%，水井坊、酒鬼酒等合同负债增速较高，为其业绩增长奠定基础。2021Q1 申万白酒行业实现经营活动产生的现金流净额为 76 亿元，同比增长 2413.71%，经营活动现金流净额大幅改善。

➤ **白酒行业投资展望。**2021 白酒实现了开门红，板块业绩已显著超疫情前水平，其中高端白酒稳健增长，次高端和区域性白酒在 20Q1 低基数下和 21 春节强需求下表现出较好的业绩弹性，比如水井坊、舍得酒业、酒鬼酒等。随着贵州茅台、五粮液等一批价止跌回升，贵州茅台、五粮液、

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn



泸州老窖等高端酒价格持续上涨：目前散瓶茅台 2800 元左右，整箱茅台 3300 元以上的价格，虽然公司采取拆箱政策稳定批价，批价仍上行；普五批价上行至 990-1000 元，国窖价格已升至 920 元左右，高端酒呈现整体繁荣。此外，随着茅台、五粮液价格的持续高位，让出 600-800 元价格带，次高端酒顺势提价+产品结构升级。因此，疫情控制稳中向好，消费数据回暖，预计接下来的白酒动销可能仍将维持良性势头。并且伴随“十四五”规划的实施，各大酒企都提出了五年翻番或翻两番的目标，白酒企业对十四五增长目标普遍积极，业绩年复合增长两位数以上。因此，高端白酒不断拔高下，势必会带动次高端价位带的升级，同时，中产阶层持续扩容促进中高端白酒消费。虑到未来五年增长的确定性，目前白酒板块估值仍具备性价比。

投资策略

- 今年二三线小酒股价涨幅与一线名酒的股价涨幅差距较大，板块行情分化。虽短期估值较高，但应重视行业的长期价值，以时间换空间。白酒行业基本面整体景气度不减，虽然下半年基数较高，预计今年下半年业绩增速会低于上半年，但结构繁荣性局面延续。此外，加上白酒业绩中报有望迎来高增长，是板块估值的坚实支撑。紧握一线白酒，寻找高弹性二、三线。站在这个时间点，我们对 21 年的白酒策略集中在 3 条主线：（1）坚持一线白酒阵地，贵州茅台、五粮液、泸州老窖；（2）寻找高弹性二、三线标的，山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊；（3）关注低估值业绩有望超预期个股，今世缘、古井贡酒，洋河股份等。
- **重点公司推荐：**五粮液、山西汾酒、今世缘
- **风险提示：**宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

目录

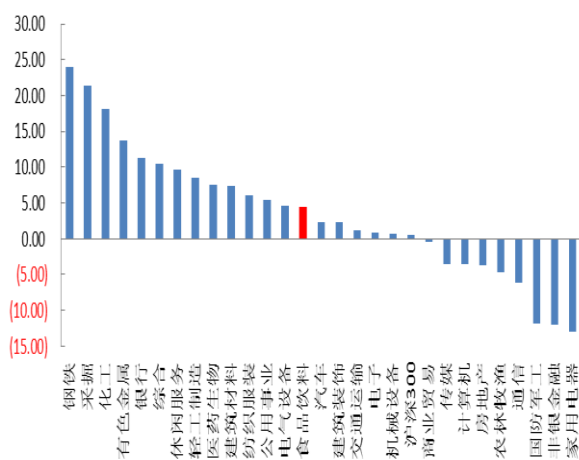
1.白酒行业上半年市场回顾	4
1.1 市场 v 字走势，子板块表现分化	4
1.2 以春节为节点，白酒估值先扬后抑	6
1.3 白酒 Q1 仓位回落，Q2 二线白酒受北向资金青睐	7
2. 白酒基本面分析	9
2.1 市场销售持续改善，烟酒类保持较快增长	9
2.2 2020 业绩增速放缓，2021Q1 全面复苏	10
2.3 2021Q1 高端白酒增速稳健，次高端酒最为突出	11
2.4 现金流逐季回暖，区域白酒表现更加	18
2.5 2021Q1 合同负债同比改善，二、三线白酒增速较高	20
3.白酒行业投资展望	21
3.1 基本面整体景气度不减，下半年结构繁荣性局面延续	21
3.2 十四五规划目标积极，业绩确定性强	24
4.投资策略：紧握一线白酒，寻找高弹性二三线	25
5.重点公司推荐	26
6.投资风险	26

1.白酒行业上半年市场回顾

1.1 市场 v 字走势，子板块表现分化

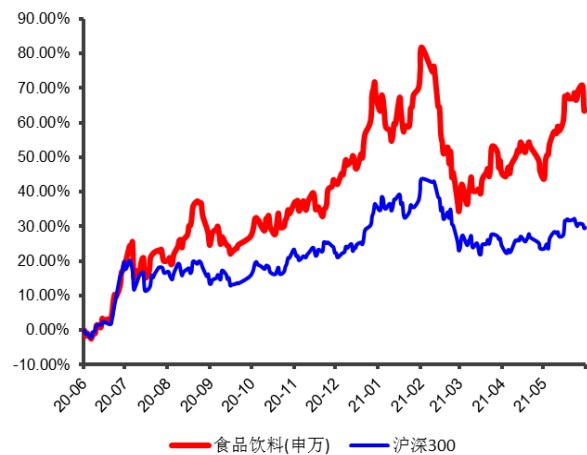
截止 2021 年 6 月 9 日，食品饮料板块上涨 4.47%，同期沪深 300 指数上涨 0.48%，在申万 28 个行业板块中，食品饮料行业涨幅排名第十四。从子行业情况来看，子板块涨幅不一，其他酒类表现最靓丽，上涨 27.64%，成为 2021 年上半年最大的赢家；其次是啤酒（20.74%）、软饮料（13.12%）、葡萄酒（11.26%）、白酒（9.08%）。

图 1：2021 年以来申万一级行业区间涨跌幅



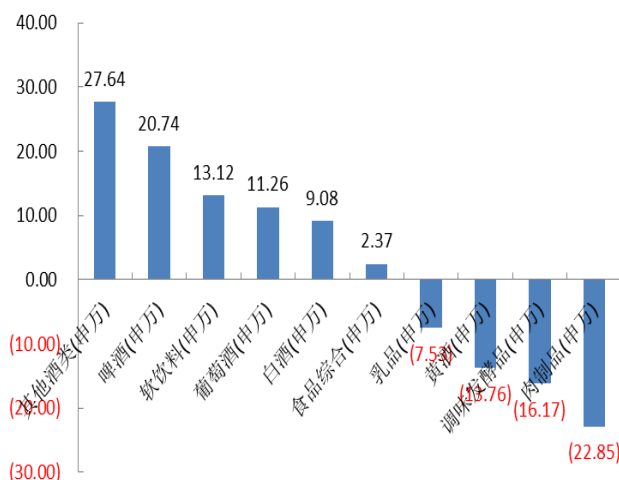
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：2021 年以来食品饮料相对沪深 300 涨跌幅



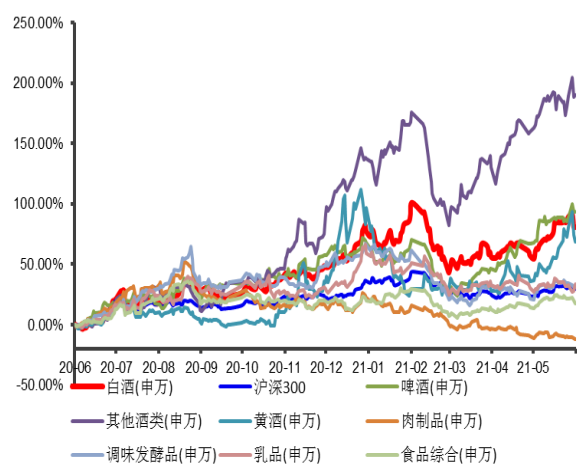
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：2021 年以来食品饮料子行业累计涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：2021 年食品饮料子行业相对沪深 300 涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

具体来看：2021 年初申万食品饮料指数显著跑输大盘，主要在于春节前受白酒板块反弹影响，板块具有显著超额收益，但节后开盘至 3 月中旬，国内流动性收紧预期以及美债收益率持续上行等因素对高估值板块造成冲击，食品饮料板块进行回调。进入二季度，随着年报以及一季报的陆续发布，利润弹性释放，以二三线白酒出现强势反弹，带动食品饮料板块指数回升。个股方面，白酒股优于食品股。2021 年上半年，食品饮料行业排名前 10 股票中，除了新上市的公司，白酒公司和其他酒类比较多。白酒板块中酒鬼酒、水井坊、舍得酒业、山西汾酒股价连创新高，像茅台、五粮液大市值龙头“涨不动”，二三线小酒股价涨幅与一线名酒的股价涨幅差距较大，板块行情分化，主要在于次高端和区域性白酒在 20Q1 低基数下和 21 春节强需求下表现出较好的业绩弹性，比如水井坊、舍得酒业、酒鬼酒等。

表 1：食品饮料上市公司年初至今涨幅前十

代码	股票名称	股价	涨幅 (%)
600238.SH	海南椰岛	29.35	236.58
605337.SH	李子园	56.25	174.76
605089.SH	味知香	109.48	166.50
600702.SH	舍得酒业	216.9	153.86
605499.SH	东鹏饮料	157.1	135.78
605339.SH	南侨食品	53.55	119.02
603020.SH	爱普股份	20.25	104.75
605300.SH	佳禾食品	30	85.19
600084.SH	*ST 中葡	4.09	80.18
300973.SZ	立高食品	157.5	52.91

表 2：食品饮料上市公司年初至今跌幅前十

代码	股票名称	股价	跌幅 (%)
603317.SH	天味食品	28.89	-57.61
300997.SZ	欢乐家	20.95	-32.42
600872.SH	中炬高新	46.12	-29.77
000860.SZ	顺鑫农业	51.2	-29.42
002216.SZ	三全食品	16.9	-26.22
002702.SZ	海欣食品	6.37	-25.62
000895.SZ	双汇发展	34.05	-24.10
603536.SH	惠发食品	13.85	-23.10
603027.SH	千禾味业	28.89	-22.71
002695.SZ	煌上煌	18.31	-19.47

资料来源：wind，山西证券研究所（截止 6.9）

表 3：食品饮料白酒上市公司年初至今涨幅前十

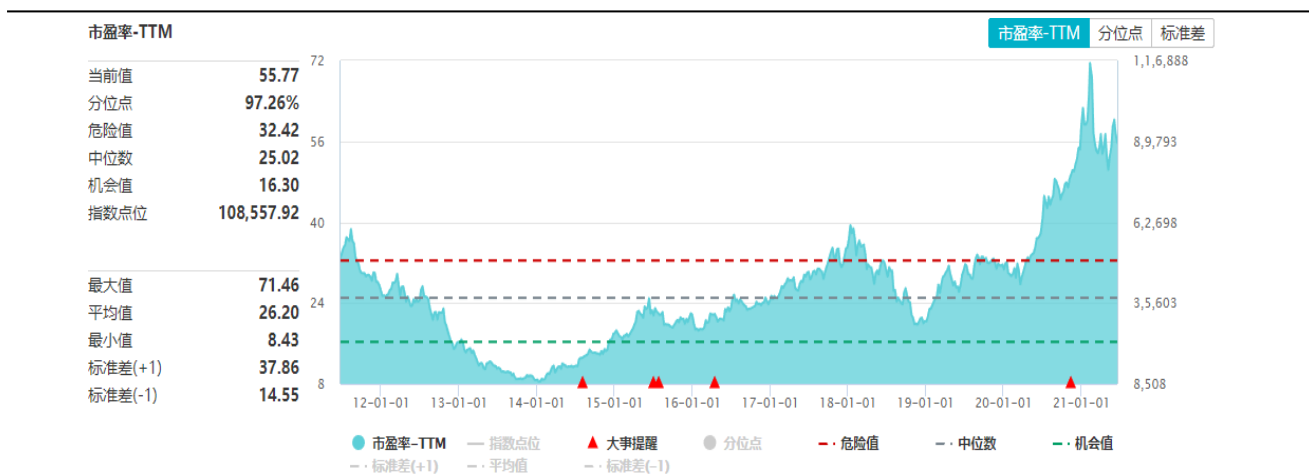
代码	股票名称	股价	涨幅 (%)
600702.SH	舍得酒业	216.9	153.86
600779.SH	水井坊	121.3	46.11
000799.SZ	酒鬼酒	225.97	44.39
600809.SH	山西汾酒	466	24.17
603198.SH	迎驾贡酒	41.08	19.61
000995.SZ	皇台酒业	37.26	16.80
000568.SZ	泸州老窖	262.2	15.94
603919.SH	金徽酒	45.4	12.74
600197.SH	伊力特	31.65	12.00
600519.SH	贵州茅台	2199.5	10.09

资料来源：wind，山西证券研究所（截止 6.9）

1.2 以春节为节点，白酒估值先扬后抑

春节前，市场对白酒行业预期升高，但节后开盘至3月中旬，板块走势流动性预期下的估值回落开始显现疲态。整体看，白酒板块经过节后一波强调整，板块整体估值回落到40X水平，进入价值布局区间。随着水井坊、酒鬼酒等次高端白酒一季报超预期，带动了4月和5月白酒板块出现反弹。目前白酒估值维持在50倍左右，处于历史高位。目前白酒公司估值较为分化，其中酒鬼酒和山西汾酒估值较高，顺鑫农业、迎驾贡酒、今世缘、口子窖估值较低。

图5：白酒行业历史估值情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表4：白酒上市公司估值情况表

代码	证券简称	最新收盘价 (原始币种)	每股收益			市盈率 PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
600519.SH	贵州茅台	2081.64	37.17	42.93	50.05	53.75	48.49	41.59
000858.SZ	五粮液	296.87	5.14	6.29	7.48	56.77	47.23	39.70
002304.SZ	洋河股份	195.60	4.98	5.44	6.36	47.53	35.94	30.75
000568.SZ	泸州老窖	236.50	4.10	5.15	6.39	55.16	45.89	37.03
000596.SZ	古井贡酒	228.10	3.68	4.69	5.70	73.86	48.67	40.03
600809.SH	山西汾酒	471.30	3.55	5.14	6.83	106.22	91.71	69.05
603589.SH	口子窖	74.09	2.13	2.81	3.34	32.40	26.38	22.19
600702.SH	舍得酒业	209.97	1.75	2.90	4.01	49.43	72.47	52.37
000799.SZ	酒鬼酒	257.14	1.51	2.40	3.39	103.44	107.35	75.79
600779.SH	水井坊	124.35	1.50	2.23	2.87	55.45	55.87	43.29
603369.SH	今世缘	55.75	1.25	1.55	1.91	45.94	36.08	29.12
603198.SH	迎驾贡酒	43.32	1.19	1.52	1.88	29.29	28.49	23.06

600197.SH	伊力特	33.92	0.79	1.06	1.28	38.66	32.01	26.47
603919.SH	金徽酒	42.97	0.65	0.80	0.99	61.99	53.47	43.51
000860.SZ	顺鑫农业	42.60	0.57	1.15	1.48	128.11	37.01	28.87
600559.SH	老白干酒	27.60	0.35	-	-	90.36	-	-
000995.SZ	皇台酒业	32.32	0.19	-	-	169.02	-	-
600199.SH	金种子酒	16.90	0.11	0.09	0.15	183.96	184.90	109.88

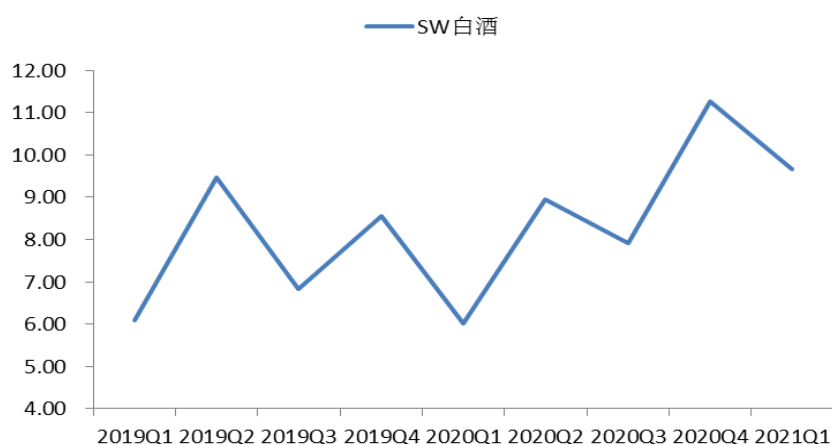
资料来源：wind，山西证券研究所（取得 wind 一致预测，数据更新于 2021.6.21）

1.3 白酒 Q1 仓位回落，Q2 二线白酒受北向资金青睐

2021Q1 白酒基金持股比例环比回落，环比降低 1.6%，基金持股占比依然处于高位。从 2021 一季度基金持股的比例来看，前 5 位依次为泸州老窖（17.69%）、顺鑫农业（16.14%）、山西汾酒（13.70%）、古井贡酒（13.17%）和酒鬼酒（12.79%），基金持股比例环比降幅最大的是顺鑫农业、今世缘。此外，从一季度持股基金数来看，从高到低依次为贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份，从变动数量来看，基金数减少靠前依次为泸州老窖（-719 只）、洋河股份（-659 只）、五粮液（-621 只）、山西汾酒（-462 只）。可以看出，2021 Q1 公募基金对白酒公司普遍仓位回落。

按陆港通持股数量来看，2021Q2 排名靠前的是五粮液（222.08 百万股）、贵州茅台（95.88 百万股）、今世缘（47.98 百万股）、洋河股份（41.12 百万股）和水井坊（39.05 百万股）；正向变动靠前的为五粮液（+8.54 百万股）、水井坊（+7.80 百万股）、伊力特（+5.60 百万股）、迎驾贡酒（+5.44 百万股）和酒鬼酒（+3.78 百万股）。整体来说，北向资金对白酒的配置有所分化，水井坊、酒鬼酒、伊力特等二三线酒二季度更受北向资金青睐。

图 6：白酒基金持股比例变动



资料来源：wind，山西证券研究所

表 5：白酒个股基金持股比例变动情况

证券简称	20Q4 基金持股 比例%	2021Q1 基金持 股比例%	变动	20Q4 持股 基金数	21Q1 持股基数	变动
泸州老窖	19.26	17.69	-1.57	1147	428	-719
顺鑫农业	23.38	16.14	-7.23	385	22	-363
山西汾酒	14.56	13.70	-0.86	744	282	-462
古井贡酒	16.71	13.17	-3.54	429	42	-387
酒鬼酒	14.82	12.79	-2.03	260	76	-184
五粮液	11.63	12.07	0.43	1845	1224	-621
洋河股份	13.28	10.48	-2.80	768	109	-659
口子窖	8.99	7.72	-1.27	206	30	-176
贵州茅台	6.96	7.10	0.14	2146	1779	-367
今世缘	13.87	6.91	-6.96	483	61	-422
水井坊	12.02	6.44	-5.58	224	26	-198
金种子酒	5.05	5.18	0.14	7	2	-5
老白干酒	6.06	4.94	-1.12	29	2	-27
伊力特	4.44	3.82	-0.63	37	1	-36
迎驾贡酒	3.15	3.00	-0.15	114	18	-96
金徽酒	2.18	1.88	-0.30	13	1	-12
舍得酒业	0.07	0.11	0.04	7	4	-3
皇台酒业			0.00	0	0	0

资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：白酒个股北向资金变动情况

证券简称	2021Q1 陆股通 持股数量（百万 股）	2021Q2 陆股通 持股数量（百万 股）	变动（百 万股）	2021Q1 陆股通 持股占比%	2021Q2 陆 股通持股 占比%	变 动 %
五粮液	213.53	222.08	8.54	5.50	5.72	0.22
水井坊	31.25	39.05	7.80	6.40	7.99	1.59
伊力特	0.66	6.26	5.60	0.14	1.33	1.19
迎驾贡酒	11.36	16.80	5.44	1.42	2.10	0.68
酒鬼酒	9.02	12.80	3.78	2.77	3.94	1.17
泸州老窖	29.34	30.40	1.07	2.00	2.07	0.07
古井贡酒	5.46	5.99	0.53	1.42	1.56	0.14
金徽酒		0.33	0.33		0.06	0.06
金种子酒			0.00			0.00
皇台酒业			0.00			0.00

贵州茅台	95.94	95.88	-0.06	7.63	7.63	0.00
舍得酒业	0.49	0.09	-0.40	0.14	0.02	-0.12
老白干酒	8.86	7.19	-1.67	1.01	0.80	-0.21
今世缘	50.61	47.98	-2.62	4.03	3.82	-0.21
山西汾酒	27.48	24.72	-2.76	3.17	2.84	-0.33
顺鑫农业	20.79	16.39	-4.40	2.80	2.20	-0.60
口子窖	28.01	20.99	-7.03	4.66	3.49	-1.17
洋河股份	48.87	41.12	-7.75	3.24	2.72	-0.52

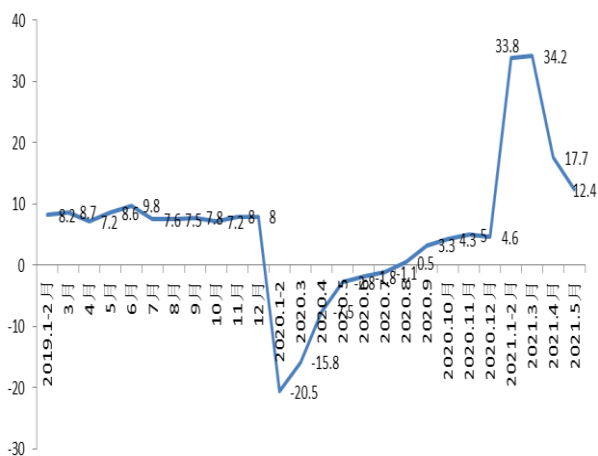
来源：wind，山西证券研究所

2. 白酒基本面分析

2.1 市场销售持续改善，烟酒类保持较快增长

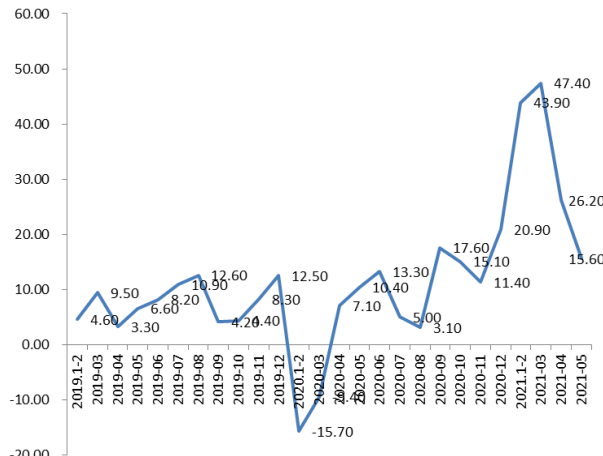
消费市场恢复态势较好。2021年5月份，社会消费品零售总额35945亿元，同比增长12.4%；比2019年5月份增长9.3%，两年平均增速为4.5%，增速回落主要受到去年同期基数变动、前期部分消费需求在3月份释放等因素影响。服务消费明显复苏，餐饮消费增势向好，2021年5月份，餐饮收入同比增长26.6%，受同期基数变化影响，增速比4月份有所回落，两年平均增长1.4%，比4月份两年平均增速加快1.0个百分点。其中烟酒类和饮料类维持两位数较快增长。随着疫情防控常态化，国内消费氛围已基本恢复，预计接下来的烟酒类动销可能仍将维持良性势头。

图7：社会消费品零售总额同比增长速度



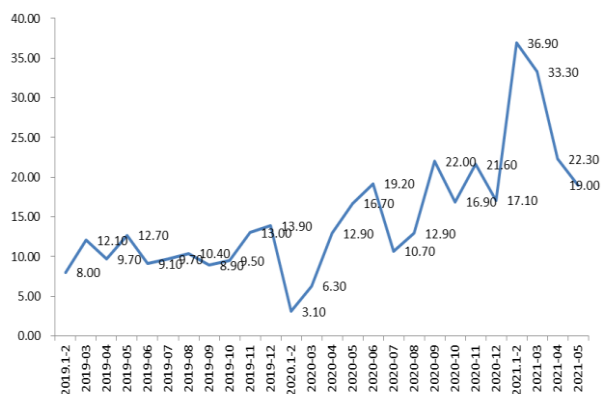
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图8：烟酒类零售额增速情况



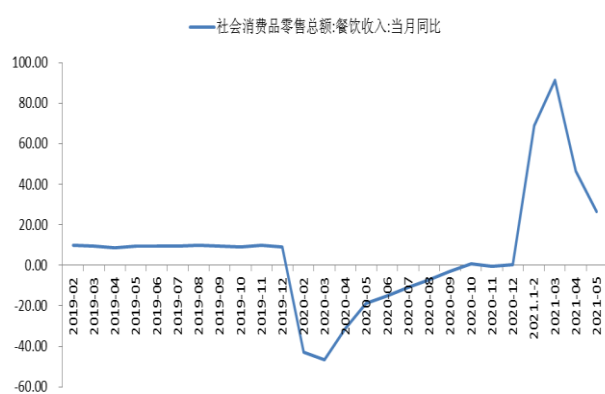
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 9：饮料类零售额增速情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 10：餐饮类收入速情况

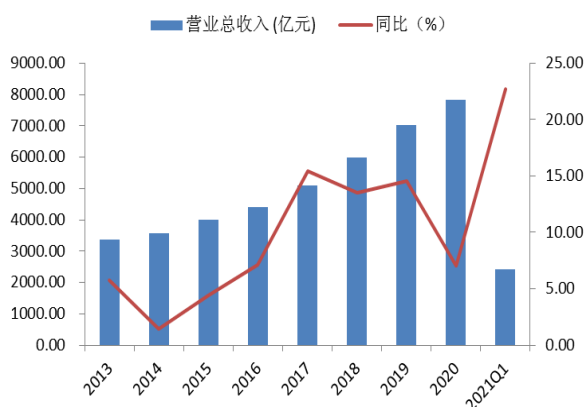


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

2.2 2020 业绩增速放缓，2021Q1 全面复苏

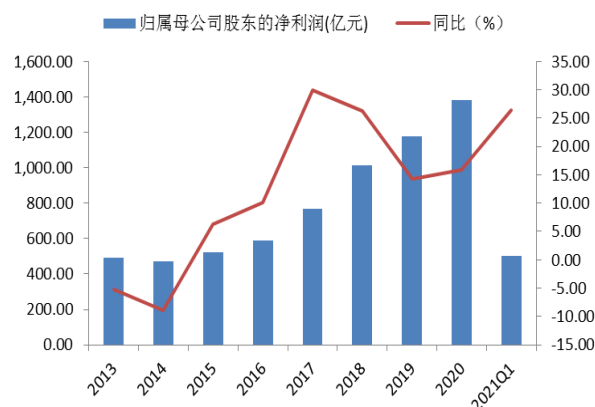
2020 年申万食品饮料行业营业总收入为 7495.89 亿，同比增长 7.07%；归母净利润为 1382.82 亿，同比增长 15.85%，增速前低后高。2021Q1 食品饮料行业营业总收入为 2413.64 亿，同比增长 22.72%，同比 2019Q1 增长 29.56%；归母净利润为 501.48 亿，同比增长 26.41%，同比 2019Q1 增长 29.45%，行业全面复苏。2021Q1，收入增速相对较快的子板块包括其他酒类、啤酒、食品综合、软饮料和葡萄酒，收入增速分别为 67.20%、44.06%、41.21%和 37%；（2）2021Q1 净利润增速较快的子板块是其他酒类、啤酒、乳制品和黄酒，归母净利润增速分别为 557.76%、218.24%、212.98%和 88.83%。具体来看，调味品一季度收入恢复性增长，但盈利普遍承压；乳制品 21Q1 开门红；啤酒结构升级驱动盈利提升；白酒需求持续景气，次高端表现较为亮眼。

图 11：食品饮料板块 2013-2021Q1 收入增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：食品饮料板块 2013-2021Q1 归母净利润增速



资料来源：wind，山西证券研究所

表 7：食品饮料子行业盈利能力变化（亿元）

板块名称	2021Q1 营收	同比增长	同比 2019	2021Q1 归	同比增长	同比 2019
------	-----------	------	---------	----------	------	---------

		(%)	(%)	母净利润	(%)	(%)
SW 其他酒类	10.72	67.20	26.23	2.06	557.76	178.34
SW 啤酒	160.68	44.06	20.83	12.77	218.24	30.36
SW 软饮料	57.97	41.21	-30.71	11.20	54.62	-16.32
SW 葡萄酒	15.93	37.00	-33.25	2.96	74.40	-39.94
SW 乳品	422.51	36.30	22.83	31.72	212.98	21.95
SW 黄酒	10.35	34.81	-13.38	1.48	88.83	-16.02
SW 白酒	948.68	22.37	23.93	355.11	17.61	28.52
SW 调味发酵品	116.36	21.33	30.73	24.88	14.13	33.63
SW 食品综合	314.57	17.04	36.34	38.5426	30.90	86.50
SW 肉制品	355.87	5.13	105.87	20.76	7.399	36.82

资料来源：wind，山西证券研究所

2.3 2021Q1 高端白酒增速稳健，次高端酒最为突出

2020 白酒行业逆势增长，行业集中度进一步提升。2020 年白酒行业虽受新冠疫情影响，白酒产业经济发展也相应放缓，最终实现了逆势增长，充分体现了白酒产业的抗风险能力。具体来看：一是产销稳中微降；二是效益进中向好；三是格局不断优化，市场份额逐渐向头部企业集中。2020 年 1-12 月，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 740.70 万千升，同比下降 2.50%；累计完成销售收入 5836.39 亿元，同比增长 4.60%；累计实现利润 1585.41 亿元，同比增长 13.35%。2020 年规模以上白酒企业数量为 1040 家，同比减少 136 家，表明规模酒企盈利能力稳步增强，白酒行业市场集中度进一步提升，消费升级持续推动白酒行业价值增长，行业高质量发展趋势持续向好。

图 13：规模以上白酒收入情况

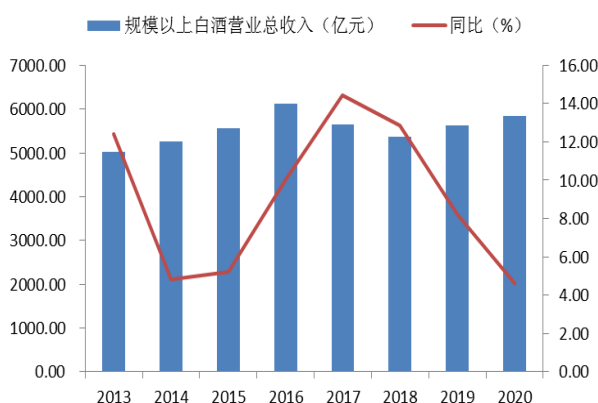
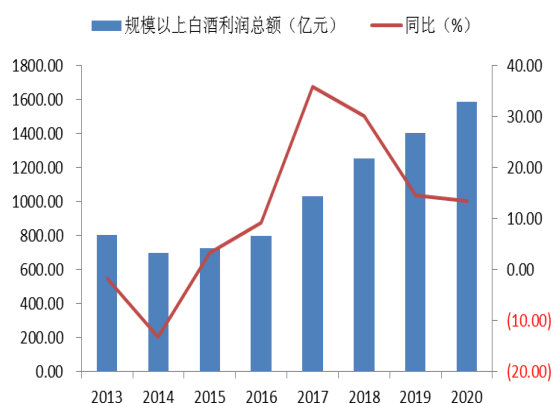
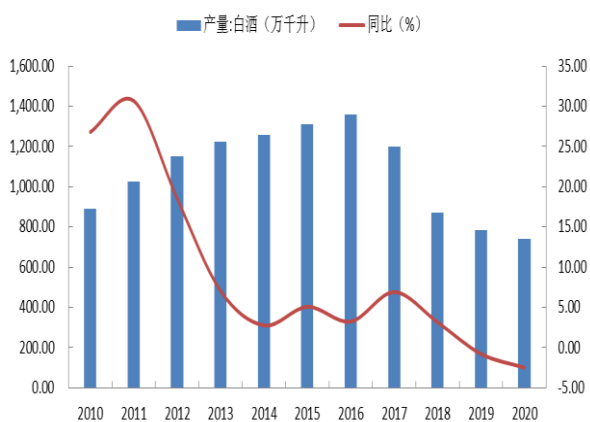


图 14：规模以上白酒利润情况



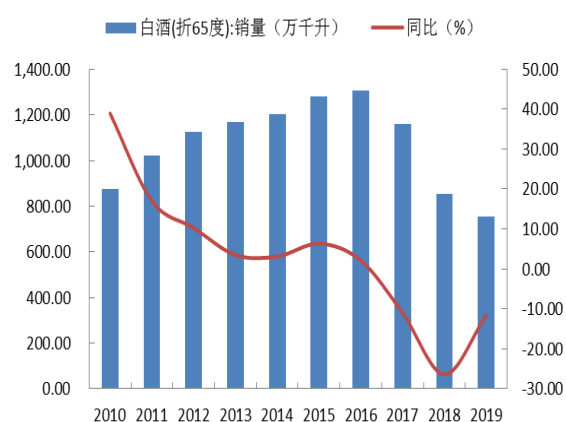
资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所（注：白酒行业增速为调整后数据，根据规模以上白酒企业同比统计口径）

图 15：白酒产量（万千升）



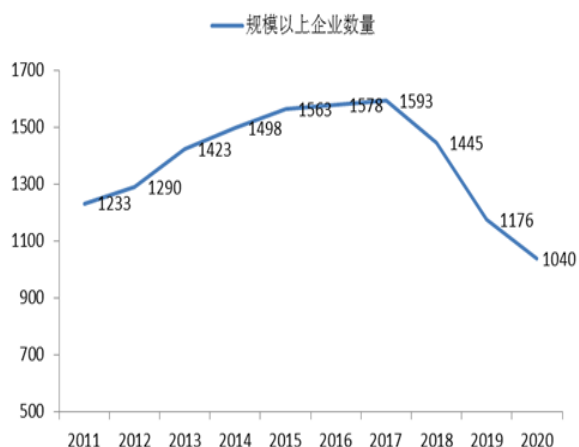
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 16：白酒销量（万千升）



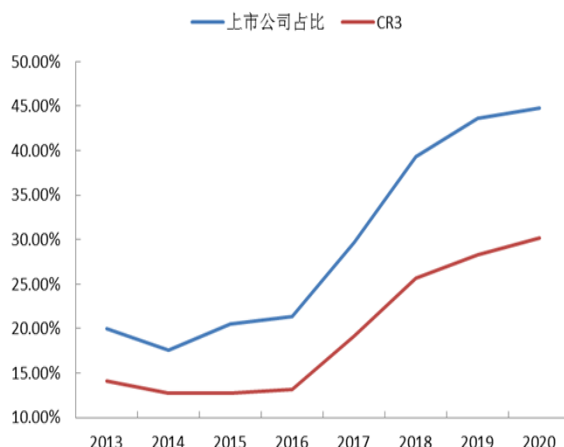
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 17：规模以上白酒企业数量



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

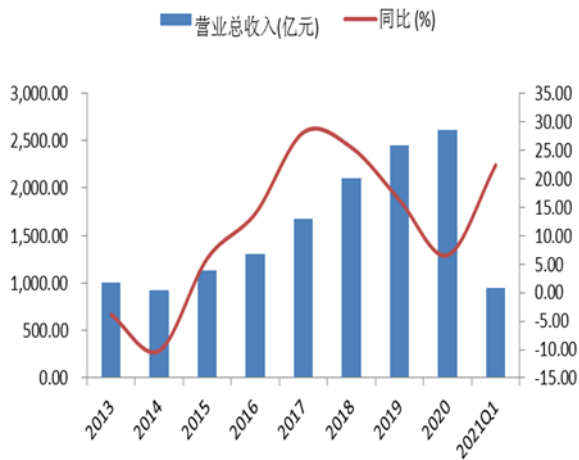
图 18：白酒行业集中程度



资料来源：wind，山西证券研究所

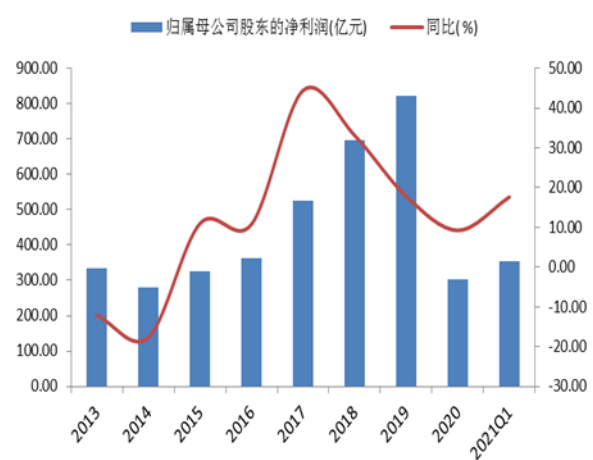
2021Q1 高端白酒增速稳健，次高端酒最为突出。2021Q1 申万白酒板块实现营业收入 948.68 亿元，同比 20Q1 增长 22.37%，同比 19Q1 增长 23.93%，实现归母净利润 355.11 亿元，同比 20Q1 增长 17.61%，同比 19Q1 增加 28.52%，板块业绩已显著超疫情前水平。

图 19：白酒上市公司收入表现



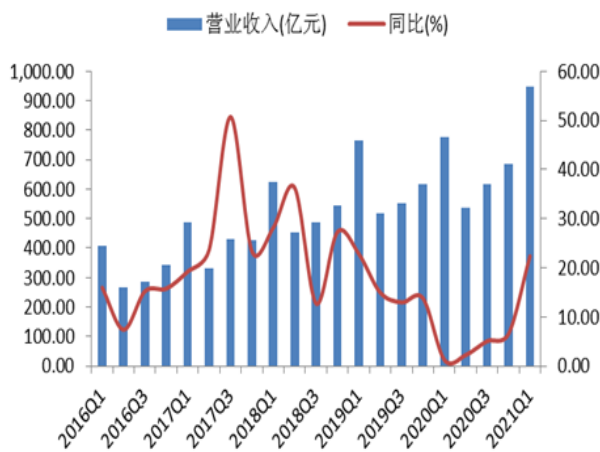
资料来源：wind，山西证券研究所

图 20：白酒上市公司盈利表现



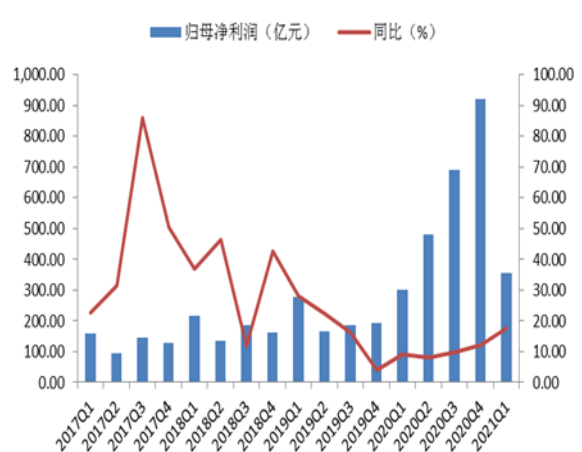
资料来源：wind，山西证券研究所

图 21：白酒板块单季度营业总收入及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 22：白酒板块单季度归母净利润及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

从上市酒企来看，19家白酒企业当中，从2021Q1收入增速来看，有13家企业2021年一季度营业收入同比2019年一季度增幅为正，5家企业同比增幅为负，其中，茅台、五粮液、泸州老窖增长稳健，酒业巨头在特殊时期表现出了绝对的抗风险能力，以次高端为主的酒鬼酒、汾酒、舍得等表现最为突出。另外从2021Q1利润增速来看，以次高端为主的酒鬼酒、舍得、汾酒、水井坊增幅最为明显，其中酒鬼酒净利润同比2019Q1增长267.12%，舍得酒业净利润增幅同比也接近200%。整体来看，相比于2019Q1，高端酒继续保持稳健增长，次高端表现出暴涨的势头，有5家左右的企业营收、净利润出现下滑的趋势。

表 8：2019-2021Q1 白酒上市公司收入情况（亿元）

类别	证券简称	2019	2020	增速	2019Q1	增速	2020Q1	增速	2021Q1	增速

				(%)		(%)		(%)		(%)
高端	贵州茅台	888.54	979.93	10.29	224.81	22.21	252.98	12.54	280.65	10.93
	五粮液	501.18	573.21	14.37	175.90	26.57	202.38	15.05	243.25	20.19
	泸州老窖	158.17	166.53	5.29	41.69	23.72	35.52	-14.79	50.04	40.85
次高端	山西汾酒	118.80	139.90	17.63	40.58	20.12	41.40	1.71	73.32	77.03
	水井坊	35.39	30.06	-15.06	9.30	24.25	7.29	-21.63	12.40	70.17
	舍得酒业	26.50	27.04	2.02	6.97	34.06	4.04	-42.02	10.28	154.21
	酒鬼酒	15.12	18.26	20.79	3.46	30.46	3.13	-9.68	9.08	190.36
区域龙头	洋河股份	231.26	211.01	-8.76	108.90	14.18	92.68	-14.89	105.20	13.51
	古井贡酒	104.17	102.92	-1.20	36.69	43.31	32.81	-10.55	41.30	25.86
	口子窖	46.72	40.11	-14.15	13.62	8.97	7.77	-42.92	11.73	50.90
	今世缘	48.74	51.22	5.09	19.55	31.07	17.71	-9.42	23.97	35.34
	老白干酒	40.30	35.98	-10.73	11.49	55.81	7.56	-34.19	7.54	-0.26
	伊力特	23.02	18.02	-21.71	5.18	0.09	1.53	-70.45	5.44	255.33
	金徽酒	16.34	17.31	5.89	5.14	5.48	3.42	-33.37	5.08	48.43
	金种子酒	9.14	10.38	13.55	2.89	-6.08	1.94	-32.94	2.94	52.11
	迎驾贡酒	37.77	34.52	-8.60	11.60	2.70	7.71	-33.55	11.48	48.90
	皇台酒业	0.99	1.02	2.67	0.07	-7.73	0.08	19.10	0.12	41.62
	青青稞酒	12.54	7.64	-39.07	3.66	-23.05	2.03	-44.56	3.79	86.91
低端酒	顺鑫农业	149.00	155.11	4.10	47.65	19.95	55.24	15.93	54.86	-0.70

资料来源：wind，山西证券研究所

表 9：2019-2021Q1 白酒上市公司归母净利润情况（亿元）

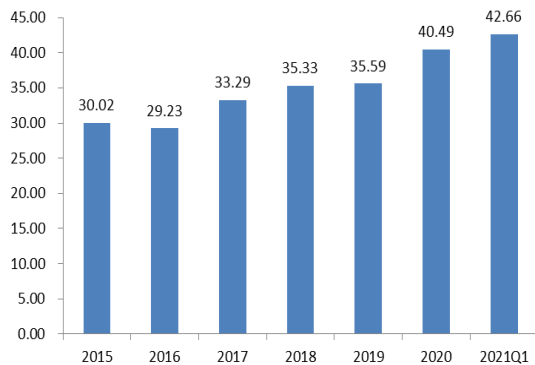
类别	证券简称	2019	2020	增速	2019Q1	增速	2020Q1	增速	2021Q1	增速
高端	贵州茅台	412.06	466.97	13.33	112.21	31.91	130.94	16.69	139.54	6.57
	五粮液	174.02	199.55	14.67	64.75	30.26	77.04	18.98	93.24	21.02
	泸州老窖	46.42	60.06	29.38	15.15	43.08	17.07	12.72	21.67	26.92
次高	山西汾酒	19.39	30.79	56.39	8.77	22.58	12.25	39.36	21.82	77.72

端	水井坊	8.26	7.31	-11.49	2.19	41.16	1.91	-12.64	4.19	119.66
	舍得酒业	5.08	5.81	14.42	1.01	21.53	0.27	-73.46	3.02	1,031.19
	酒鬼酒	3.00	4.92	64.15	0.73	16.18	0.96	32.24	2.68	178.85
区域 龙头	洋河股份	73.83	74.82	1.35	40.21	15.70	40.02	-0.46	38.63	-3.49
	古井贡酒	20.98	18.55	-11.58	7.83	34.82	6.37	-18.71	8.14	27.90
	口子窖	17.20	12.76	-25.84	5.45	21.43	2.43	-55.36	4.20	72.73
	今世缘	14.58	15.67	7.46	6.41	26.00	5.80	-9.52	8.05	38.78
	老白干酒	4.04	3.13	-22.68	1.17	57.14	0.66	-44.05	0.56	-14.59
	伊力特	4.47	3.42	-23.48	1.49	23.83	0.08	-94.42	1.31	1475.80
	金徽酒	2.71	3.31	22.44	1.09	-9.92	0.58	-47.00	1.15	99.34
	金种子酒	-2.05	0.69	133.94	0.09	21.45	-0.26	-391.83	-0.49	-85.60
	迎驾贡酒	9.30	9.53	2.47	3.53	9.02	2.33	-34.07	3.69	58.45
	皇台酒业	0.68	0.33	-50.91	-0.06	50.53	-0.06	0.85	-0.04	32.94
	青青稞酒	0.36	-1.15	-418.6	0.5	-41.84	-0.05	-109.25	0.71	1630
低端 酒	顺鑫农业	8.09	4.20	-48.10	4.29	17.17	3.53	-17.64	3.73	5.73

资料来源：wind，山西证券研究所

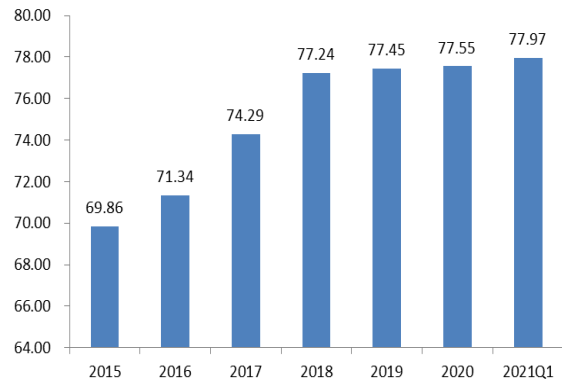
产品提价+结构升级+费用率下降，盈利能力不断提高。2020年和2021Q1申万白酒板块的整体销售净利率分别为40.49%和42.66%，盈利能力逐步提高。具体来看，1) 2020年和2021Q1白酒板块销售毛利率分别为77.55%和77.97%，白酒板块毛利率稳步提升，如果考虑到运输费用计入成本，实际毛利率提高较多，主要在于产品提价和产品结构的优化；2) 销售期间费用率方面，2020年和2021Q1白酒板块销售费用率分别为9.76%和8.38%，管理费用率分别为6.39%和4.88%，白酒板块2020/2021Q1销售费用率同比分别-1.59/-0.52pct，管理费用率同比分别-0.14/-0.23pct。从上市酒企来看，由于运费计入准则、收入增速不同，2020年期间费用率分化较大，高端白酒和次高端白酒同比下降，而区域白酒如洋河股份、口子窖期间费用率提升明显。此外，2021Q1茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒、今世缘等期间费用率均同比下降。

图 23：白酒板块净利率表现



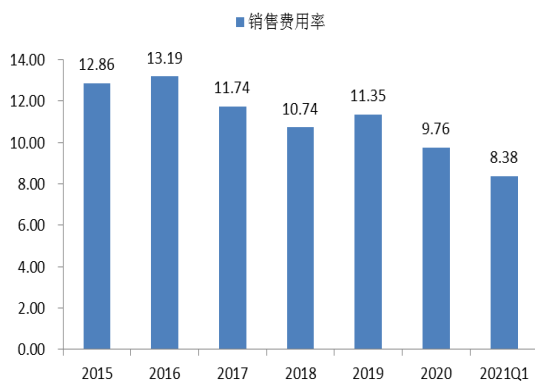
资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：白酒板块毛利率表现



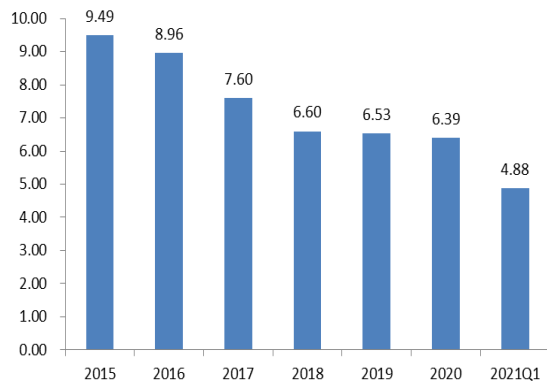
资料来源：wind，山西证券研究所

图 25：白酒板块销售费用率表现



资料来源：wind，山西证券研究所

图 26：白酒板块管理费用率表现



资料来源：wind，山西证券研究所

表 10：白酒上市公司期间费用率情况

类别	证券简称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
高端白酒	贵州茅台	10.80	12.04	11.19	11.12	9.12	9.30	9.24	9.64	8.15
	五粮液	9.78	12.01	13.11	12.64	10.17	12.34	13.51	11.92	9.29
	泸州老窖	19.61	22.53	26.39	30.86	17.13	18.28	19.66	23.35	16.58
次高端	山西汾酒	26.28	27.34	24.27	28.25	26.63	26.13	25.31	23.69	21.06
	水井坊	35.18	38.93	35.39	36.55	31.42	51.49	34.46	36.57	25.90
	舍得酒业	38.70	40.12	38.08	36.14	42.75	38.66	35.80	33.45	23.63
	酒鬼酒	32.71	31.82	35.65	35.03	29.69	30.73	29.55	30.25	25.28
区域龙头	洋河股份	11.27	14.35	17.14	20.02	12.36	15.96	19.60	21.35	11.61
	古井贡酒	36.07	35.95	35.00	36.62	35.92	35.52	34.95	35.98	34.75

	口子窖	12.17	13.78	12.64	12.99	22.02	22.49	20.41	19.46	16.62
	今世缘	18.09	14.62	16.80	21.03	14.82	11.55	16.85	21.60	13.76
	老白干酒	33.94	35.03	36.81	35.32	43.85	39.73	38.78	37.67	44.83
	伊力特	6.14	11.12	9.23	10.55	10.91	7.89	8.59	8.94	8.06
	金徽酒	17.34	23.02	27.14	25.54	23.90	26.87	29.21	24.19	22.06
	金种子酒	30.86	38.64	40.24	42.92	42.20	41.16	39.45	34.69	31.16
	迎驾贡酒	12.91	18.19	19.10	17.69	18.30	22.06	21.21	18.16	12.99
低端酒	顺鑫农业	15.07	15.86	15.69	16.19	11.69	12.69	14.33	13.13	9.37

资料来源：wind，山西证券研究所

表 11：白酒上市公司销售费用率情况

类别	证券简称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
高端白酒	贵州茅台	3.88	4.83	4.12	3.69	2.61	2.55	2.55	2.60	2.02
	五粮液	7.24	9.76	10.90	9.95	8.54	10.35	11.47	9.73	7.09
	泸州老窖	16.93	19.20	22.70	26.47	13.67	14.56	15.40	18.56	13.48
次高端	山西汾酒	20.74	21.57	18.18	21.73	21.39	20.11	18.98	16.27	17.95
	水井坊	29.81	32.00	28.72	30.08	23.69	36.57	25.45	27.97	21.66
	舍得酒业	26.09	25.40	23.98	21.66	25.24	22.79	21.37	19.86	14.54
	酒鬼酒	26.16	25.70	28.86	25.39	23.86	24.42	24.22	23.20	22.17
区域龙头	洋河股份	6.40	8.57	10.76	11.64	6.74	8.80	11.46	12.34	6.31
	古井贡酒	31.83	30.74	29.41	30.57	30.15	29.31	29.33	30.32	29.52
	口子窖	9.01	9.47	8.32	8.47	16.53	16.07	14.59	13.62	12.10
	今世缘	15.87	12.85	14.02	17.50	12.48	8.69	13.57	17.09	11.84
	老白干酒	24.83	26.17	27.59	25.80	32.30	30.28	29.10	28.42	32.59
	伊力特	4.27	8.12	6.26	6.12	8.07	6.55	6.56	7.14	5.21
	金徽酒	10.49	13.26	16.23	14.99	12.41	12.87	14.69	12.84	11.62
	金种子酒	21.15	28.65	29.47	34.17	28.48	28.49	28.66	26.03	21.69
	迎驾贡酒	9.22	13.55	13.89	12.26	12.98	15.60	14.93	12.17	8.27
低端酒	顺鑫农业	9.44	10.17	9.33	9.60	6.57	7.18	8.23	6.31	4.39

资料来源：wind，山西证券研究所

表 12: 白酒上市公司管理费用率情况

类别	证券简称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
高端白酒	贵州茅台	6.52	6.72	6.62	7.00	6.21	6.57	6.59	6.98	6.38
	五粮液	4.54	4.80	4.99	5.55	3.61	4.41	4.63	4.78	4.07
	泸州老窖	3.90	4.53	5.02	5.69	4.87	5.14	5.25	5.59	4.23
次高端	山西汾酒	3.96	5.21	5.84	7.39	5.54	6.43	6.76	7.90	3.25
	水井坊	5.91	7.59	7.28	7.12	8.74	16.47	9.84	9.36	4.95
	舍得酒业	11.93	14.16	13.58	13.96	17.04	15.16	14.12	13.33	9.59
	酒鬼酒	6.89	7.77	8.66	10.33	7.29	7.38	7.34	8.57	3.49
区域龙头	洋河股份	5.03	6.03	6.61	8.72	5.70	7.44	8.40	9.43	5.40
	古井贡酒	4.29	5.29	5.89	6.99	6.15	7.45	7.34	8.19	5.84
	口子窖	3.49	4.51	4.62	4.81	6.01	6.88	6.39	6.26	4.65
	今世缘	2.31	2.59	3.39	4.54	2.63	3.26	3.57	4.91	2.27
	老白干酒	9.44	8.90	9.12	9.38	11.08	8.99	9.24	8.88	12.00
	伊力特	2.45	2.98	2.74	5.41	5.82	2.69	3.19	2.68	3.94
	金徽酒	7.01	9.85	10.93	10.72	11.82	14.30	14.74	11.78	10.80
	金种子酒	12.33	13.03	14.32	12.95	19.04	15.95	14.02	11.22	10.53
	迎驾贡酒	4.05	5.08	5.53	5.66	5.74	6.72	6.46	6.11	4.78
低端酒	顺鑫农业	4.92	4.78	5.45	5.75	3.74	3.85	4.55	5.26	4.30

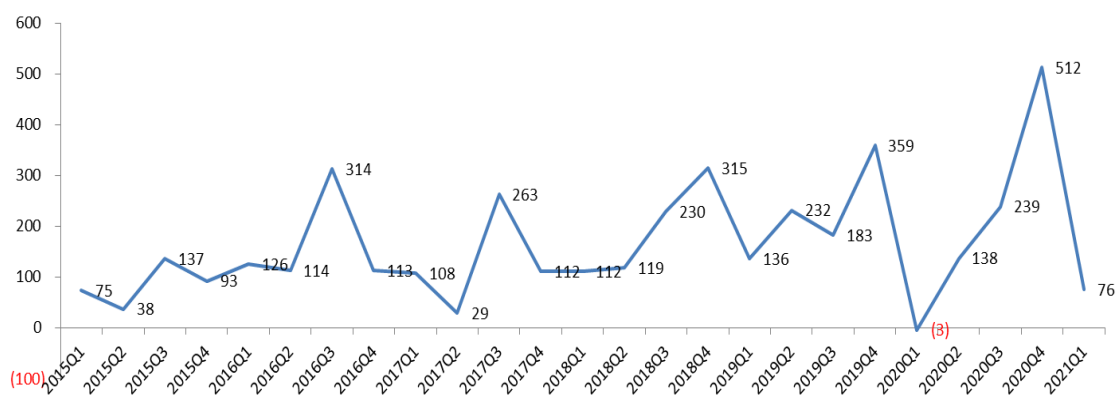
资料来源：wind，山西证券研究所

2.4 现金流逐季回暖，区域白酒表现更加

收益质量是指会计收益所表达的与企业经济价值有关信息的可靠程度。常见的盈利能力评价指标基本上都是以权责发生制为基础通过计算得来的。如：净利润、每股收益、净资产收益率等，可以评价企业盈利能力的数量，不能反应上市公司盈利能力的“质量”。而现金流量的计算，不涉及权责发生制。2020年申万白酒板块实现经营活动产生的现金流净额为885.84亿元，同比减少2.78%；年内Q1至Q4净额分别为-3.30亿、137.74亿、239.12亿、512.28亿，同比增长-102.42%、-40.66%、30.46%、42.53%，现金逐季流回暖。

从上市酒企个股来看，2020年19家上市白酒企业中，有16家企业现金流净流入。皇台酒业、青青稞酒和金种子酒的经营产生的现金流量净额处于净流出的状态，分别为-0.01亿元、-0.79亿元和-1.60亿元。此外，和2019年相比，2020年仅有7家白酒企业经营产生的现金流量净额同比有所增长，分别为贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、顺鑫农业、舍得酒业、酒鬼酒以及老白干酒。其中增长最多的是古井贡酒，由2019年的1.92亿元涨到了36.25亿元，同比增长率高达1783.40%，公司经营产生的现金流量净额大幅增长主要因为收回上一报告期结构性存款所致。2021Q1申万白酒行业实现经营活动产生的现金流量净额为76亿元，同比增长2413.71%，经营活动现金流净额大幅改善。

图 27：上市酒企经营现金流净额情况（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 13：白酒上市公司现金流增速情况

类别	证券简称	19 经营 性净现 金流	20 经营性净 现金流	20 经营性 净现金流 同比增速	2020Q1 经 营性净现金 流	2020Q1 经营 性净现金流	2021Q1 经 营性净现金 流增速
高端	贵州茅台	452.11	516.69	14.29%	23.03	-14.85	-164.47%
	五粮液	231.12	146.98	-36.40%	-12.02	55.05	-558.11%
	泸州老窖	48.42	49.16	1.54%	-3.16	13.10	-514.20%
次高端	山西汾酒	30.77	20.10	-34.67%	1.26	2.46	95.22%
	水井坊	8.68	8.45	-2.58%	0.81	6.12	653.79%
	舍得酒业	6.68	9.97	49.37%	-0.74	3.90	-624.54%
	酒鬼酒	3.82	9.50	148.79%	-0.48	1.95	-508.33%
区域龙头	洋河股份	67.98	39.79	-41.47%	-3.29	29.20	-987.76%
	古井贡酒	1.92	36.25	1783.37%	16.33	-13.74	-184.14%

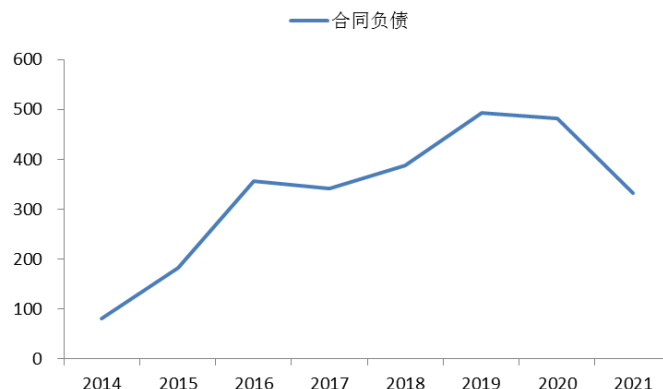
	口子窖	12.97	4.99	-61.55%	-2.95	-2.73	-7.45%
	今世缘	13.07	11.19	-14.43%	-2.36	5.33	-325.40%
	老白干酒	3.82	5.50	44.13%	-3.10	3.11	-200.33%
	伊力特	5.60	2.77	-50.62%	-2.38	-0.24	-89.99%
	金徽酒	3.71	3.37	-9.09%	-0.75	-0.32	-56.90%
	金种子酒	-1.75	-1.60	-8.37%	-0.92	-1.39	50.68%
	迎驾贡酒	9.25	7.29	-21.20%	-3.83	1.46	-138.10%
	皇台酒业	-0.04	-0.01	-71.95%	-0.17	0.02	-111.19%
	青青稞酒	-1.08	-0.79	27.34	-0.99	1.01	201.92
低端酒	顺鑫农业	13.05	15.46	18.47%	-8.58	-12.06	40.50%

资料来源：wind，山西证券研究所

2.5 2021Q1 合同负债同比改善，二、三线白酒增速较高

合同负债对于酒企是一个非常重要的指标。合同负债，是指企业已收或应收客户对价而应向客户转让商品的义务。对白酒行业上市公司来说，合同负债就如酒企业绩的“蓄水池”，合同负债的增加反映经销商打款的积极程度，也为后续业绩增加奠定基础。2020年申万白酒板块合同负债总计达到483.14亿元，比上年减少10.85亿元。有8家白酒公司合同负债同比出现下滑，下滑最严重的三家公司是五粮液、泸州老窖、顺鑫农业，分别下滑31.22%、25.2%、17.82%。合同负债增幅最大的三家公司是皇台酒业、酒鬼酒、古井贡酒，增速均超100%。此外增幅较大的公司还有水井坊、舍得酒业、洋河股份。21Q1末白酒行业合同负债为333.17亿，同比上升16.14%，水井坊、酒鬼酒等合同负债增速较高，为其业绩增长奠定基础。

图 28:白酒板块合同负债情况（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 14：白酒上市公司合同负债情况(亿元)

类别	证券简称	2020	同比	2021Q1	同比 2020Q1(%)	同比 2019Q1(%)
高端酒	贵州茅台	133.22	-3.05%	53.41	-22.70%	-53.09%
	五粮液	86.19	-31.22%	49.86	4.54%	2.72%
	泸州老窖	16.79	-25.20%	16.92	170.16%	31.62%
次高端酒	山西汾酒	31.07	9.41%	29.30	81.85%	143.55%
	水井坊	7.36	98.44%	7.24	2277.85%	1683.97%
	舍得酒业	3.68	45.25%	4.41	157.73%	193.78%
	酒鬼酒	7.19	248.12%	5.81	258.55%	385.36%
区域龙头	洋河股份	88.01	30.32%	61.29	-4.71%	210.55%
	古井贡酒	12.07	127.71%	19.44	26.75%	74.23%
	口子窖	7.70	-3.83%	3.71	-18.42%	-24.16%
	今世缘	10.96	-15.94%	4.82	65.20%	65.26%
	老白干酒	7.07	-11.82%	12.87	44.76%	126.33%
	伊力特	0.89	6.22%	0.37	-11.07%	-68.65%
	金徽酒	2.01	-12.01%	1.98	46.73%	13.85%
	金种子酒	1.29	14.94%	1.26	66.04%	25.53%
	皇台酒业	0.03	307.06%	0.03	152.89%	50.74%
	迎驾贡酒	4.66	14.78%	4.11	36.89%	42.90%
低端酒	青青稞酒	0.31	-13.89%	0.48	77.78%	45.45%
	顺鑫农业	50.88	-17.82%	36.92	-13.23%	-28.55%

资料来源：wind，山西证券研究所

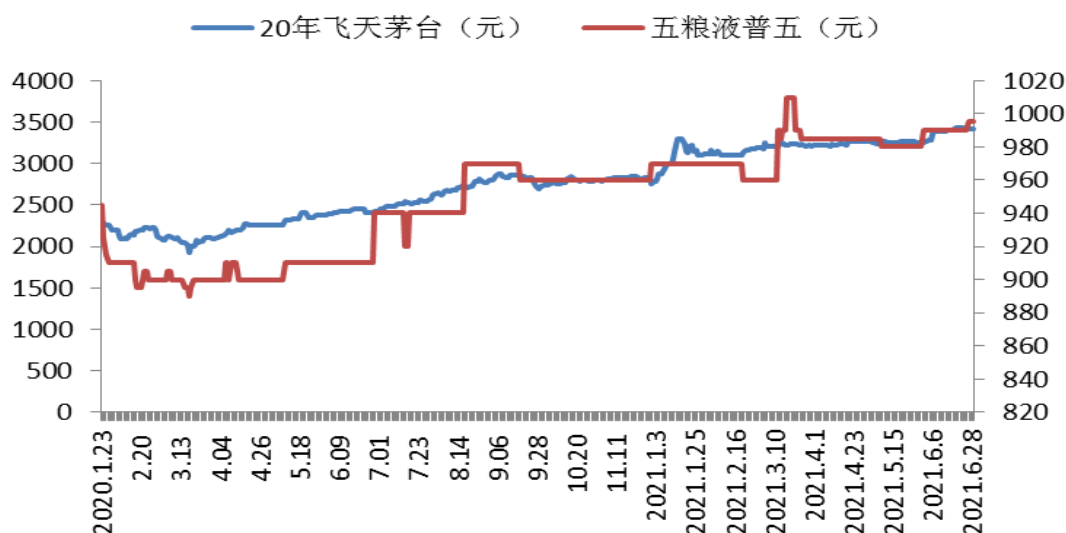
3.白酒行业投资展望

3.1 基本面整体景气度不减，下半年结构繁荣性局面延续

2020 年在新冠疫情影响下，各地对婚礼宴席、商务宴请等聚集性活动进行管控，对白酒企业业绩造成了阶段性影响。受疫情影响，贵州茅台、五粮液、山西汾酒、酒鬼酒完成全年预定任务，部分酒企没有完

成全年预定任务（比如古井贡酒、伊力特、老白干酒等）。2021 白酒实现了开门红，板块业绩已显著超疫情前水平，其中高端白酒稳健增长，次高端和区域性白酒在 20Q1 低基数下和 21 春节强需求下表现出较好的业绩弹性，比如水井坊、舍得酒业、酒鬼酒等。随着贵州茅台、五粮液等一批价止跌回升，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等高端酒价格持续上涨：目前散瓶茅台 2800 元左右，整箱茅台 3300 元以上的价格，虽然公司采取拆箱政策稳定批价，批价仍上行；普五批价上行至 990-1000 元，国窖价格已升至 920 元左右，高端酒呈现整体繁荣。此外，伴随茅台、五粮液价格的持续高位，让出 600-800 元价格带，次高端酒顺势提价+产品结构升级。因此，疫情控制稳中向好，消费数据回暖，预计接下来的白酒动销可能仍将维持良性势头。

图 29：茅台、五粮液一批价情况



资料来源：今天酒价格，山西证券研究所

白酒行业基本面整体景气度不减，虽然下半年白酒基数较高，预计今年下半年业绩增速会低于上半年，但结构繁荣性局面延续。

具体来看，一是高端白酒稳中求进，行稳致远。短期来看，贵州茅台定调平稳，直营渠道投放比例提升以及非标产品提价，推动全年目标有望完成。中长期看，我们认为茅台的稀缺性、高渠道利润护城河构建的安全垫，助力公司稳健增长。五粮液，重点发力数字化转型、市场营销变革、法人治理结构、品牌文化建设、科技研发创新和重大项目建设等 6 大方面驱动业绩继续实现两位数增长。泸州老窖，“国窖 1573 在 2020 年正式完成全国化，目前，全国七个大区已经进入良性发展状态；泸州老窖特曲、百年泸州老窖窖龄酒、泸州老窖头二曲全面完成形象与价格重塑，量价稳步提升，品系金字塔整体竞争优势凸显，我们认为公司将紧紧围绕“精细管理增效益，精准营销拓市场”的发展主题，实现全年目标。

二是高端化引领结构升级，量价齐升，二三线业绩延续弹性。与高端白酒龙头略微“平淡”的表现不同，今年次高端白酒步入新一轮发展周期，表现最为靓丽，虽然目前为止一些次高端和区域龙头已经从底部反弹了很多，但增速和势能仍在。1) 受高端白酒批价上升的影响以及酱酒热等影响，次高端价格带从300-600向600-800升级明显，让出600-800元的价格空间，厂家开始在600元以上价格带布局，如洋河梦6+在600元以上价格带明显放量，青30复兴版和内参占位千元，同时宴席场景恢复拉动次高端整体销售情况。2) 从各大酒企发布的公告及通知来看，今年白酒提价密度和幅度远超过2020年，不仅赋能了二三线酒企业绩弹性加大，次高端酒企更是迎来“二次爆发”。(3) 从我国的人口结构来看，中产阶层持续扩容将不断为提升次高端和区域龙头的白酒消费打下坚实的基础。因此，我们也看到，梦之蓝M6+、青花汾30、品味舍得藏品、水井坊井台、酒鬼红坛20年、今世缘V3等次高端战略单品在渠道、营销及品牌建设上不断发力。

表 15：白酒企业涨价情况

公司名称	时间	提价情况
今世缘	2021.1.1	国缘四开每月1日上调10元，连续三个月。
泸州老窖	2021.1.4	52°国窖1573经典装团购价建议1050元/瓶，零售价持续1399元/瓶；38°国窖1573经典装团购价建议零售750元/瓶，零售价建议999元/瓶。
金种子酒	2021.3.1	金种子年份酒系列以及柔和系列产品在现有产品开票价基础上上调8%-10%。
泸州老窖	2021.3.15	泸州老窖特曲60版52°实行年份化定价：瓶贮年份(N)=当前年份-生产批次对应年份。其中2≤N≤5市场指导价逐年上调80元/瓶；6≤N≤10，市场指导价基础上上调320元/瓶，逐年递增160元/瓶。
古井贡酒	2021.3.25	古井贡酒年份原浆古20 38°42°经销价上调40元/瓶，零售价调整为799元/瓶，52°经销价上调60元/瓶，零售价调整为899元/瓶。
今世缘	2021.5.27	42度单开国缘(550ml版)、42度四开国缘(550ml版)开票价分别上调10元/瓶、60元/瓶；52度四开国缘(新版)开票价上调50元/瓶。
口子窖	2021.5.31	口子窖核心单品5年、6年口子窖分别提价10元/瓶和15元/瓶。出厂价与市场投入费用也进行了相应调整。
西凤酒	2021.5.31	红西凤市场价从1299元/瓶上调至1499元/瓶；珍藏版、七彩西凤等中高端以上产品提价幅度为20%左右；绿瓶西凤为代表的大众消费产品提价幅度稍低，在10-15%左右。
洋河股份	2021.6.4	根据酒说报道，洋河发布梦之蓝M6+调价通知，表示即日起梦之蓝M6+550ml售价统一调整为：52度零售价1199元/瓶，团购成交价880元/瓶；40.8度零售价999元/瓶，团购成交价750元/瓶。

资料来源：酒业家，山西证券研究所

3.2 十四五规划目标积极，业绩确定性强

根据中国酒业协会统计，2020年1-12月，全国规模以上白酒企业产量740.73万千升，同比下降2.46%；销售收入5836.39亿元，同比增长4.61%；利润1585.41亿元，同比增长13.35%。协会预计到十四五末，白酒行业产量将稳定控制在800万千升，比“十三五”末增长6.7%，年均递增1.3%；销售收入将达到8000亿元，比“十三五”末增长35.6%，年均递增6.3%；实现利润2000亿元，比“十三五”末增长37.0%，年均递增6.5%。白酒行业进入新一轮发展周期，未来总量萎缩，消费迭代升级，市场份额向头部集中。随着“十四五”规划的实施，各大酒企都提出了五年翻番或翻两番的目标，白酒企业对十四五增长目标普遍积极，业绩年复合增长两位数以上（如，到2025年茅台集团实现营收目标2000亿、五粮液集团的营收在“十四五”末将突破2000亿元、今世缘规划2025年努力实现营收过百亿（争取150亿））。因此，高端白酒不断拔高下，势必会带动次高端价位带的升级，同时，中产阶层持续扩容促进中高端白酒消费。考虑到未来五年增长的确定性，目前白酒板块估值仍具备性价比。

表9：白酒上市企业2021年目标

类别	证券简称	2020年目标	实际完成情况	2021年目标
高端酒	贵州茅台	营业总收入较上年度增长10%左右	营业总收入979.93亿元，同比增长10.29%	营业总收入较上年度增长10.5%左右
	五粮液	营业总收入实现两位数增长。	2020年，营业收入573.21亿元，同比增长14.37%。	2021年公司经营目标：公司力争实现营业总收入两位数增长
	泸州老窖	难以准确的量化经营目标	营业收入166.53亿元，同比增长5.28%；归母净利润60.06亿元，同比增长29.38%。	力争实现营业收入同比增长不低于15%。
次高端酒	山西汾酒	营业收入增长20%左右	营业收入139.90亿元，同比增长17.63%；归母净利润30.79亿元，同比增长56.39%。	力争实现营业收入较上年度增长30%左右
	水井坊	争取2020年可以实现主营业务收入及净利润与2019年同比基本持平的经营目标	2020年，营业收入30.1亿元、同比-15.1%，归母净利润7.3亿元，同比-11.5%。	2021年，公司力争实现主营业务收入增长43%左右，净利润增长35%左右的经营目标。
	舍得酒业	-	2020年营业收入27.04亿元，同比增长2.02%；归母净利润5.81亿元，同比增长14.42%。	-
	酒鬼酒	-	营业收入18.26亿元，同比增长20.79%；归母净利润4.92亿元，同比增长64.15%。	-
区域龙	洋河股份	营业收入保平	2020年，营业收入211亿元、同	2021年经营目标是实现



头			比-8.8%，归母净利润 74.8 亿元、同比+1.4%，	营业收入同比增长 10% 以上。
	古井贡酒	营业收入 116.00 亿元，同比增长 11.36%；利润总额 29.90 亿元，同比增长 4.08%	2020 年，营业收入 102.92 亿元，同比下降 1.20%；归属于母公司净利润 18.55 亿元，同比下降 11.58%；	2021 年计划实现营业收入 120 亿元，较上年增长 16.59%；2021 年计划实现利润总额 28.47 亿元，较上年增长 15.08%。
	口子窖	-	2020 年营收 40.11 亿元、同比增长 -14.15%，归母净利润 12.75 亿元、同比增长-25.84%。	
	今世缘	营收、净利润均增长 10%	2020 年营业收入 51.2 亿元、同增 5.1%，实现归母净利润 15.7 亿元、同增 7.5%，	2021 年营收目标 59 亿元，争取 66 亿元；净利润目标 18 亿元，争取 19 亿元。
	老白干酒	主营业务收入 41.03 亿元	2020 年归母净利润 3.13 亿元，同比减少 22.68%；营业收入 35.98 亿元，同比减少 10.73%	2021 年公司计划实现主营业务收入 39.57 亿元
	伊力特	营业收入 23 亿元（合并报表），计划实现利润总额 5.5 亿元（合并报表）	2020 年归母净利润 3.42 亿元，同比减少 23.48%；营业收入 18.02 亿元，同比减少 21.71%	2021 年公司争取实现营业收入 23 亿元（合并报表），争取实现利润总额 5.5 亿元（合并报表）。
	金徽酒	营业收入 18.30 亿元，同比增长 11.97%；净利润 3.20 亿元，同比增长 18.25%	营业收入 17.31 亿元，同比 5.89%，归母净利润 3.31 亿元，同比 22.44%	2021 年公司计划实现营业收入 21.00 亿元，比上年增长 21.34%；预计实现净利润 3.80 亿元，比上年增长 14.69%
	金种子酒	-	营业收入 10.38 亿元，同比增长 13.55%；归母净利润 6940.61 万元	公司计划实现全年销售收入 13 亿元
	迎驾贡酒	-	营业收入 34.52 亿元，同比下降 8.60%；归母净利润 9.53 亿，同比增长 2.47%；	-
低端酒	顺鑫农业	-	实现销售收入 101.85 亿元，同比减少 1.01%	-

4.投资策略：紧握一线白酒，寻找高弹性二三线

今年二三线小酒股价涨幅与一线名酒的股价涨幅差距较大，板块行情分化。虽短期估值较高，但应重视行业的长期价值，以时间换空间。白酒行业基本面整体景气度不减，虽然下半年基数较高，预计今年下半年业绩增速会低于上半年，但结构繁荣性局面延续。此外，加上白酒业绩中报有望迎来高增长，是板块估值的坚实支撑。紧握一线白酒，寻找高弹性二、三线。

站在这个时间点，我们对 21 年的白酒策略集中在 3 条主线：（1）坚持一线白酒阵地，贵州茅台、五粮液、泸州老窖；（2）寻找高弹性二、三线标的，山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊；（3）关注低估值业绩有望超预期个股，今世缘、古井贡酒，洋河股份等。

5.重点公司推荐

山西汾酒（600809.SH）：汾酒与竹叶青双轮驱动，2021 业绩实现开门红。2020 年在新的竞争形势下积极寻求新的突破。重点升级、打造“青花 30 复兴版”、“竹叶青”青享版、荣耀版”新品，汾酒与竹叶青“双轮驱动”战略效果明显，全国化品牌发展进程加速提档。2021 年是汾酒“十四五”的开局之年，一季度业绩实现了开门红，全年力争营收实现 30%左右的增长。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，确定性也很强，十四五期间有望实现规模进入行业前三。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 39 亿、50 亿、63 亿，EPS 分别为 4.5 元、5.7 元、7.2 元，对应当前股价 PE 分别为 96 倍、76 倍、60 倍。维持“买入”评级。

五粮液（000858.SZ）：公司盈利能力保持平稳，2021 年经营目标双位数增长。公司十三五完美收官，2021 实现了开门红。展望全年，2021 年公司目标力争实现营收两位数增长，保持行业骨干企业平均增速。我们认为目前白酒行业仍处于以结构性繁荣为特征的新一轮增长的长周期，公司通过持续完善品牌体系、优化渠道建设、强化组织保障，确保企业可持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 241.12 亿、284.83 亿、334.78 亿，EPS 分别为 6.21 元、7.34 元、8.62 元，对应当前股价，PE 分别为 46 倍、39 倍、33 倍。维持“买入”评级。

今世缘(603369.SH)：公司发展战略清晰，2021 年增长目标稳健。公司 2020 年顺利收官，2021 年增长目标稳健，2021 年营收目标 59 亿元，争取 66 亿元；净利润目标 18 亿元，争取 19 亿元，2025 年努力实现营收过百亿，争取 150 亿元。我们认为公司战略目标明确，2021 年增长目标稳健。公司坚决打好“四大战役”，培育市场增长动能，来扩大市场份额，以“国缘 V 系攻坚战”培育增长极，以“国缘开系提升战”夯实基本盘，以“今世缘品牌激活战”打造大单品，以“省外市场突破战”拓展新天地，促进企业持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 19.29 亿、23.49 亿、28.32 亿，EPS 分别为 1.54 元、1.87 元、2.26 元，对应当前股价，PE 分别为 34 倍、28 倍、23 倍。维持“买入”评级。

6.投资风险

宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

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并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 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。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20% 以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

