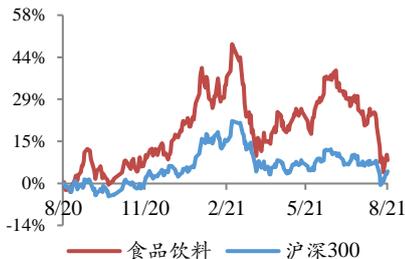


## 7月白酒战报：中报逐步落地，估值回落机大于危

行业评级：增持

报告日期：2021-08-08

### 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. 风格切换影响白酒板块估值下移 2021-08-01
2. 烘焙：工业化提速，催生产业链新机遇 2021-07-31
3. 五粮液人事调整落地，管理能力持续提升 2021-07-25

### 主要观点：

#### ● 高端名酒：基本面稳健，二季度无忧

高端酒持续挺价，7月茅台整箱与散瓶批价加速上行，中报落地符合预期，五粮液回款计划外打款比例逐步提升，老窖河南会战略有调整，关注中秋旺季五粮液普五批价走势。

#### ● 次高端地方酒：消费升级快速，次高端产品持续受益

2021年，次高端价格带快速放量，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。二季度名酒及地产酒次高端产品需求旺盛，同时100~200元中档酒需求增幅边际放缓。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，舍得受益于渠道调整到位开启新一轮招商、次高端老酒战略业绩高速增长，汾酒延续高增长，洋河正逐步兑现拐点。预计古井贡酒、今世缘二季度均能实现收入快速增长。

#### ● 二级市场回顾

近1月食品饮料表现稳健。近1月(2021.6.30~2021.7.31)，二级市场食品饮料行业下跌19%，在中信30子行业中分别排名第29位，同期沪深300指数下跌7.3%。白酒个股中，舍得酒业、山西汾酒、金徽酒跌幅较小，皇台酒业、顺鑫农业、大豪科技跌幅靠前。

#### ● 投资建议

7月，茅台批价加速上行，同时板块出现快速回调，中报季临近，建议配置二季度业绩快增长、确定性高的酒企。建议标配贵州茅台、五粮液、山西汾酒，并关注经营观点逐步确认的洋河股份、及具备业绩弹性的舍得酒业。

#### ● 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：基本面稳健，二季度无忧.....            | 4  |
| 1.1 贵州茅台：批价持续上行，二季度业绩符合预期.....     | 4  |
| 1.2 五粮液：厂家话语权显著增强，全面进入改革红利释放期..... | 6  |
| 1.3 泸州老窖：河南略作调整，多数区域仍快速增长.....     | 8  |
| 二、次高端地方酒：消费升级快速，次高端产品持续受益.....     | 9  |
| 2.1 洋河股份：股权激励落地，业绩加速可期.....        | 9  |
| 2.2 山西汾酒：回款进度仍快，青花引领核心增量.....      | 10 |
| 2.3 古井贡酒：徽酒单寡头格局明确，全国化推进目标坚定.....  | 11 |
| 2.4 今世缘：四开正式换新升级，业绩仍处快速增长通道.....   | 12 |
| 2.5 舍得酒业：二季度持续高增长，经营质量健康可控.....    | 13 |
| 三、二级市场回顾.....                      | 14 |
| 投资建议.....                          | 15 |
| 风险提示.....                          | 15 |

## 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 ..... | 14 |
| 图表 4 7 月白酒个股涨跌幅 .....         | 14 |

# 一、高端名酒：基本面稳健，二季度无忧

## 1.1 贵州茅台：批价持续上行，二季度业绩符合预期

**散瓶整箱批价同时上行。**7月，53度普飞原箱批价加速涨至3750元上方，散瓶批价继续上扬，普遍达到3000元以上，环比6月上涨10%。淡季茅台终端供需仍紧张，渠道反馈飞天茅台酒到货节奏较慢是价格持续上行的主要原因，酒厂仍持续控货，标准瓶飞天茅台酒发货节奏慢于往年，在茅台酒礼品+饮用+金融等多重属性叠加之下，供需紧张平衡格局难有改变。

**H1 实际经营符合预期，税金扰动基本消除。**2021年H1茅台实现营收490.9亿元，YoY+11.7%，实现归母净利润246.5亿元，YoY+9.1%，利润端增速略慢于收入增速，主因“税金及附加”项同增13.5亿，YoY+24%（Q1税金同增14亿，YoY+56.4%），主要系Q1生产节奏变化致税金比率波动较大，已在一季报点评时指出，此处不再赘述，Q2税金及附加项YoY-1%，税金比率14.34%，已恢复至相对正常水平。报表端H1毛利率91.38%，较2020年H1基本持平，H1销售费用率2.63%，受系列酒促销费用增长影响同增0.08pct，管理费用率7.10%，受薪酬费用、商标许可使用费等增加影响同增0.53pct，费用率略有增长但整体无异常。H1现金回款502.7亿，YoY+8.23%，H1末合同负债余额92.44亿元，环比Q1末增加39.03亿元，二季度回款状况较好。拆分Q2，茅台实现营收218.2亿元，YoY+11.6%，实现归母净利润107亿元，YoY+12.5%。

**H1 直营占比稳步提升，系列酒快速增长。**H1茅台酒收入429.5亿元，YoY+9.4%，系列酒收入60.6亿元，YoY+30.3%，其中Q2茅台酒收入183.4亿元，YoY+7.7%，系列酒收入34.2亿元，YoY+37.7%，系列酒或受益于提价+调结构实现快速增长；直销占比由20年H1的11.7%同增7.7pct至19.4%，较21年Q1的17.5%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，Q2端午后非标发货节奏略有加快，团购渠道加大精品生肖年份等非标发货）助推吨价显著上行，故预计H1茅台酒报表端发货量或无明显增长。

**经销商体系进一步优化，渠道把控力度强。**H1国内经销商增加62家（主要系增加系列酒经销商），减少12家（主要系减少茅台酒经销商），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，预计传统渠道配额或持续萎缩，直营占比稳步提升，茅台对渠道把控力度强劲。

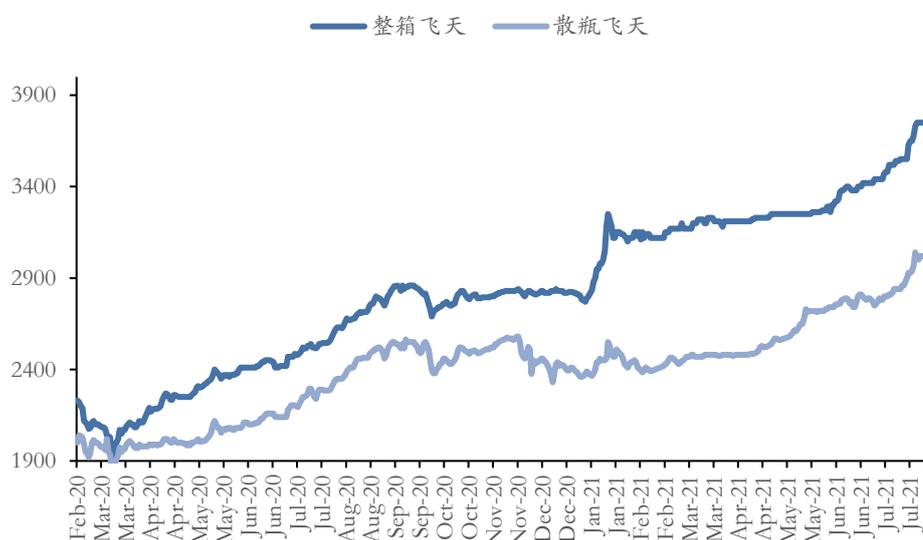
● 重要财务指标

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       | 59.7   | 48.2    | 38.5    | 34.2    |
| P/B       | 16.3   | 13.3    | 11.1    | 9.4     |
| EV/EBITDA | 38.8   | 33.6    | 27.0    | 24.0    |

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：厂家话语权显著增强，全面进入改革红利释放期

**批价千元上下波动，999 占比持续提升。**至 7 月末，多数区域已完成普五计划内回款，计划外回款约 70%。普五一批价部分区域已基本站稳千元，渠道综合顺价利润约 500 元/箱，河南市场受水灾影响批价短期略有波动；库存方面，渠道普遍反应库存尤为良性，经销商和终端库存压力较小，渠道健康状态为历年最佳。8 月将逐步进入中秋旺季备货季，酒厂或将加大发货量，结构上 999 元计划外占比或显著提升。

**厂家话语权强势，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，近期供需紧平衡状态下厂家话语权明显增强，体现在：1) 部分区域经销商调整，成都、北京削减部分经销商，按区域划分流通经销商、同时加大团购经销商布局，后续或在逐步在全国范围内推广，公司渠道运作能力愈加成熟；3) 6 月起公司要求计划内打款与计划外打款同步，继续强力推动计划外 999 占比提升。目前经销商逐步按照流通（889 元）与团购（计划外 999 元）1: 1 打款，直接抬升渠道成本，全年计划外团购占比或达 30%，预计中秋前批价有望全面站稳千元，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 1399 元，要求实际团购价不低于 2600 元，四季度存提价预期，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，公司股东会反馈，预计 2021 年有望实现约 2000 吨销量，贡献约 50 亿营收，超出此前预期，但短期自点动销相对有限，仍需持续进行核心消费者圈层培育；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。

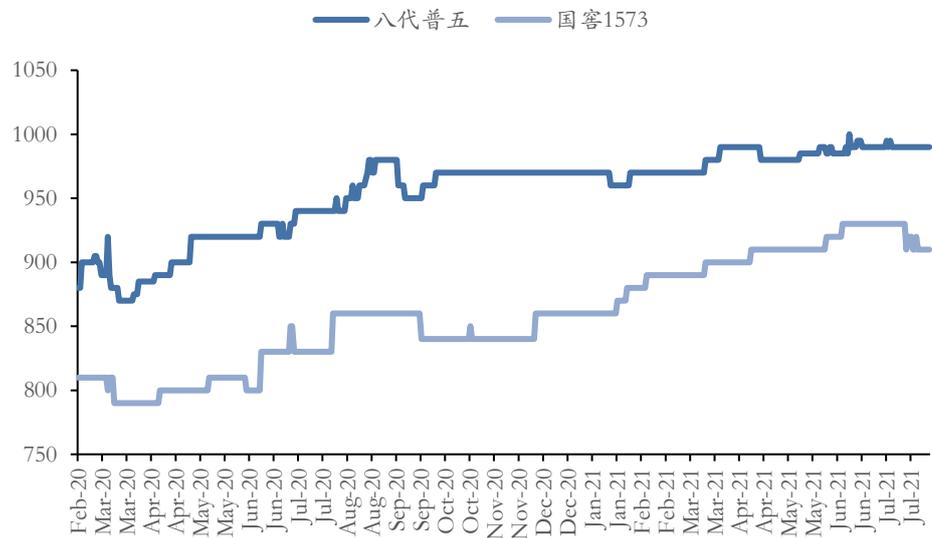
● 重要财务指标

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 | 37.39 | 31.26 | 26.86 |
| P/B       | 13.22 | 8.27  | 6.54  | 5.26  |
| EV/EBITDA | 40.01 | 25.54 | 20.54 | 16.96 |

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：河南略作调整，多数区域仍快速增长

**延续挺价，费用投放方向逐步调整。**国窖多数区域已完成全年约70%任务，华北约40%增长，华东华南低基数下快速增长，河南高度国窖打款价按照950元执行（含60元保证金），批价约920元，渠道顺价利润约30元，终端利润约50元；淡季部分区域渠道库存有所抬升，7月末公司对国窖、窖龄酒、特曲停货，传递涨价预期。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，高度国窖正逐步实现顺价销售，但短期渠道推力，低度国窖渠道利润充分，年末存提价预期；此外，国窖渠道费用投放逐步调整，烟酒店费用逐步减少，向消费者环节转移。

**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）、地产千元中高端产品（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。

**分销问题解决，河南略做调整。**2020~2022年规划国窖销售分别为5、8、12亿元，2020年公司河南会战引入久泰平台公司模式，快速解决渠道货物分销压力，但消费者氛围培育仍需持续推进，动销需逐步提升，久泰模式下河南市场渠道利润体系相对透明，当前回款及增长弱于全国其他市场，前期公司河南会战模式逐步向1+1模式转变，解决会战期间产生的市场掌控力度不足、费用投放不够精细、消费者培育效率不高等问题，1+1厂商协作模式有助于公司长期可持续发展；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 | 35.23 | 28.41 | 23.26 |
| P/B       | 14.36 | 8.65  | 6.63  | 5.16  |
| EV/EBITDA | 41.01 | 26.15 | 20.16 | 15.69 |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 二、次高端地方酒：消费升级快速，次高端产品持续受益

### 2.1 洋河股份：股权激励落地，业绩加速可期

**股权激励落地，明确 15% 收入增长目标。**此前公司回购总额 10 亿元用于员工股权激励，员工购买价格 103.73 元为回购均价，激励人数超 5000 人，股权激励广度充分，人均 20 万，公司前三把手张联东董事长、钟雨总裁、刘化霜执行总裁分别获得 1000 万额度，锁定期 24 个月，业绩考核目标 2021/22 年收入增长均为 15%。

**新任董事长分管销售，做加法仍可期待。**6 月公司销售公司领导发生分管业务调整，由新任董事长张总分管集团贸易全面工作，短期引起市场对营销战略担心。我们认为，公司经过近两年调整，产品矩阵、营销打法已基本成型，对于已经见效的战略，大概率不会做系统性调整，而是做战术加法。

**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，M6+ 计划 2023 年实现销售口径收入百亿；M3 水晶版招商铺市已完成，老 M3 库存基本消化完毕，省内消费者接受度略慢，主因系水晶版价格由 400 元上提至 450 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。天之蓝已于 7 月进行换版升级，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，后续新版天之蓝也使用数字化营销系统；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 | 33.04 | 26.89 | 22.36 |
| P/B       | 9.24  | 5.63  | 4.65  | 3.85  |
| EV/EBITDA | 43.42 | 27.54 | 21.36 | 16.68 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2.2 山西汾酒：回款进度仍快，青花引领核心增量

**回款进度仍快，青花价格体系稳步上行。**至7月末，山东、河南、河北等环山西核心市场回款比例65%+，山西省内回款约70%，回款进度快于往年同期，预计二季度仍将保持高速增长。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800元，复兴版批价850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950-1100元，7月5日青花推出青40，定位1399元。

**二季度利润端延续超预期增长。**山西汾酒发布半年度业绩预告，预计21年H1实现营收117.3~124.2亿元，同增70-80%，预计实现归母净利润33.7~36.91亿元，同增110-130%；拆分21年Q2，预计实现营收43.98~50.88亿元，同增59-84%，预计实现归母净利润11.9~15.11亿元；同增213-297%，Q2净利润率约27-30%，二季度利润低基数下增长超预期。

**主要省份回款进度较快，业绩超预期增长。**截至2021年上半年，公司终端数量突破100万家，较2020年末的85万家持续快速提升，环山西市场及南方市场收入大幅增长。截至2021年Q2末，预计以河北、山西、山东为代表的环山西核心市场打款进度约65-70%，快于往年同期回款比例的约50%，同增60%+；长江以南或约翻倍增长，低基数下高速增长，目前全国范围内亿元市场过半达17个，1357全国化布局逐步形成，预计H1省外占比或稳步提升至60%+，较2020年末43:57进一步提升，泛区域化向全国化稳步推进。

**拔中高控底部，复兴版可乐观展望。**复兴版消费者快速培育，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。

### ● 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       | 148.70 | 71.16 | 54.12 | 43.16 |
| P/B       | 46.83  | 25.01 | 17.10 | 12.25 |
| EV/EBITDA | 73.95  | 35.84 | 26.19 | 20.12 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2.3 古井贡酒：徽酒单寡头格局明确，全国化推进目标坚定

**回款稳健，次高端以上快速增长。**至7月末公司回款比例约65-70%，预计Q2收入端可实现约25%增长，春节库存基本消化完毕，渠道库存水平低于往年同期，后续将逐步开启中秋备货打款。

**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；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、献礼版客观来说已经进入产品生命周期成熟期，公司推进保盘、保价、保量、保位，并逐步在省内推进渠道下沉。古井作为地产酒寡头，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。

**全国化两手抓，省外市场开拓稳步推进。**公司2024年规划200亿营收中约50%来自于省外市场，目前省外市场占比约30%，公司明确全国化两手抓，一手招商布局覆盖，另一手抓重点市场深度占有。目前江苏以南京、苏州为代表的市场快速推进，江苏已取代河南成为公司省外第一大市场，公司省外江苏、河北等市场产品结构布局较高，顺应消费升级发展较快；河南早年是公司省外规模较大的市场，但产品结构较低，以献礼、古5为主，公司已提出河南再造新安徽，逐步推进产品结构、客户资源等切换，仍需时间。

### ● 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       | 77.53  | 43.59 | 37.38 | 32.47 |
| P/B       | 14.32  | 8.09  | 6.65  | 5.52  |
| EV/EBITDA | 54.07  | 33.17 | 27.72 | 23.16 |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 2.4 今世缘：四开正式换新升级，业绩仍处快速增长通道

**回款及批价均稳健。**至7月末公司回款比例约65%+，新四开批价约450元，环比稳定，尚未达到480元的要求，库存约1.5个月，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%，原股权激励考核目标65.47亿元，净利润目标18~19亿元，同增约14.9%~21.2%，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，2021年V3布局新型团购经销商寻求增量；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。

**四开正式换新升级。**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”。5月27日，公司下发调价通知，6月1日起，新四开开票价上调50元，批价要求450~480元，终端定位500元价格带。营销方面，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 | 26.06 | 21.12 | 17.68 |
| P/B       | 8.71  | 5.11  | 4.11  | 3.34  |
| EV/EBITDA | 39.72 | 22.20 | 16.70 | 12.88 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2.5 舍得酒业：二季度持续高增长，经营质量健康可控

舍得酒业发布半年度业绩预告，预计 21 年 H1 实现归母净利润 7~7.5 亿元，同增 332-357%，拆分 21 年 Q2，预计实现归母净利润 4~4.5 亿元；同增 190-226%，二季度利润低基数下增长超预期。

**主导产品快速增长，预计收入亦高增长。**预计 Q2 公司收入端接近翻倍增长，环比 Q1 或亦有双位数增长，公司通过 2020 年一年的控量、保价、市场回升、终端库存下降、利润回升等调整（品味舍得批价同比上涨约 50 元至约 350 元），顺应次高端行业扩容，原有经销商主导产品品味舍得形成快速放量，收入增长质量较高；目前收入结构中，大单品品味舍得占比约一半，沱牌占约 3 成，智慧舍得、吞之乎、天子呼等产品占比较低；此外，2021 年起公司开放开发产品，SKU 数量由 2020 年中约 600 个提升至目前过千个，通过开发产品在空白市场进行舍得消费氛围烘托，公司老酒战略正逐步被市场接受。

**建立 39 个重点市场，高质量招商贡献增长。**公司在全国范围内建立 39 个重点市场，目标以点带面，通过重点市场带动周边市场形成放量；招商方面，公司选择当地有能力的经销商分品牌、分渠道招商，不只是做短期的招商式增长，而是对经销商持续投入，陪伴其长大，要求长期稳定发展。4 月春糖，公司新经销商招商积极，一季报公布环比净增 180 家，半年预计净增约 400 家，招商贡献收入增量。

**费用精细化投入，渠道精细化运作。**2021 年，公司费用投入更加精细化，维持智慧讲堂的投入，增加重点市场地面投入，增加新媒体费用投入，将费用用在刀刃上，重点聚焦消费者培育及品牌塑造；此外，公司控库存挺价将是常态，通过出库扫码控制渠道库存稳定在合理水平，以确保业绩健康增长。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

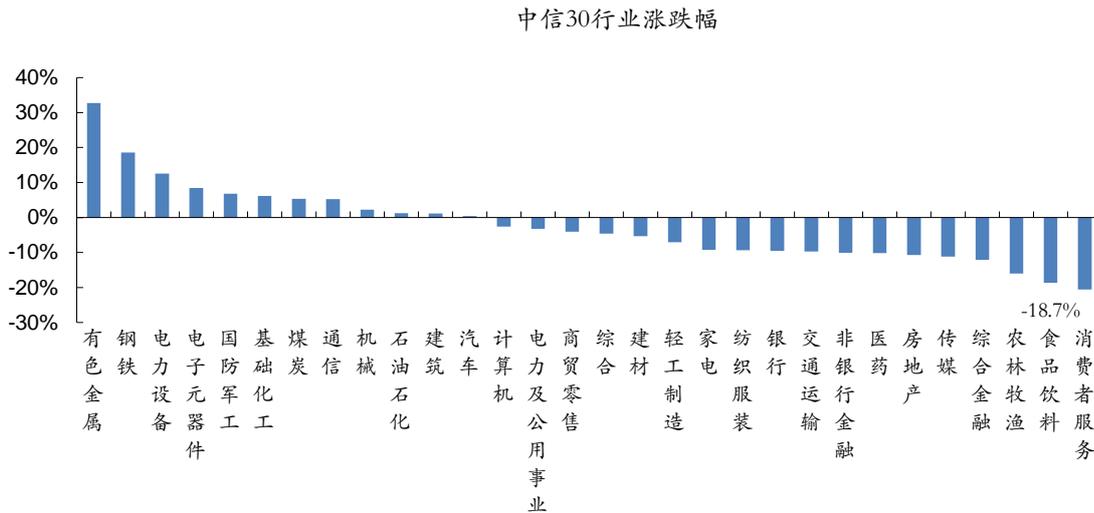
| 主要财务指标    | 2020A | 2021E  | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入      | 2704  | 4736   | 6492  | 8344  |
| 收入同比 (%)  | 2.0%  | 75.2%  | 37.1% | 28.5% |
| 归属母公司净利润  | 581   | 1253   | 1786  | 2369  |
| 净利润同比 (%) | 14.4% | 115.6% | 42.5% | 32.7% |
| 毛利率 (%)   | 75.9% | 79.3%  | 80.9% | 82.1% |
| ROE (%)   | 16.2% | 25.9%  | 27.0% | 26.4% |
| 每股收益 (元)  | 1.75  | 3.73   | 5.31  | 7.05  |
| P/E       | 49.40 | 51.14  | 35.88 | 27.04 |
| P/B       | 8.02  | 13.26  | 9.68  | 7.13  |
| EV/EBITDA | 32.07 | 38.34  | 25.83 | 18.77 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

### 三、二级市场回顾

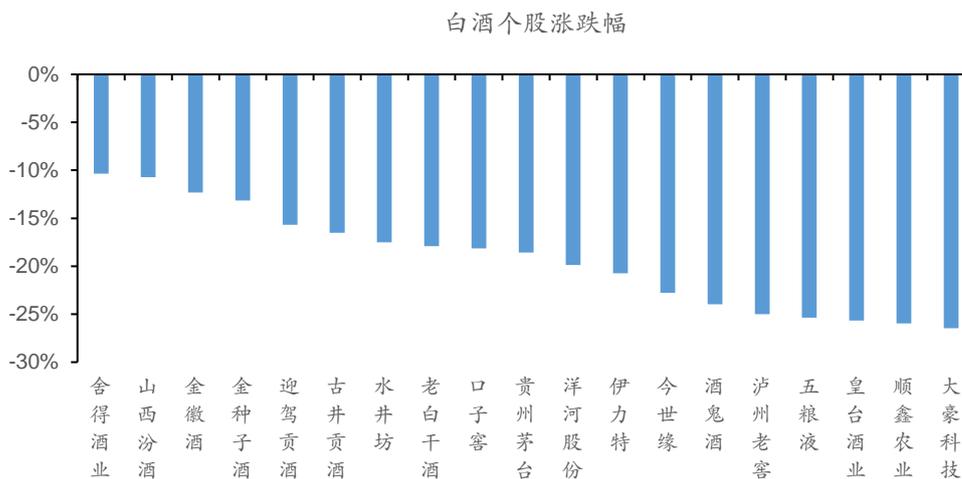
近1月食品饮料表现稳健。近1月(2021.6.30~2021.7.31)，二级市场食品饮料行业下跌19%，在中信30子行业中分别排名第29位，同期沪深300指数下跌7.3%。白酒个股中，舍得酒业、山西汾酒、金徽酒跌幅较小，皇台酒业、顺鑫农业、大豪科技跌幅靠前。

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 7月白酒个股涨跌幅



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 投资建议

7月，茅台批价加速上行，同时板块出现快速回调，中报季临近，建议配置二季度业绩快增长、确定性高的酒企。建议标配贵州茅台、五粮液、山西汾酒，并关注经营观点逐步确认的洋河股份、及具备业绩弹性的舍得酒业。

## 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，十三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达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。