

行业研究

高端稳健增长，次高端弹性继续释放

——白酒行业 2021 年半年报总结

要点

收入端：板块稳步增长，次高端增幅显著。 21Q2 白酒上市公司合计实现营业收入 643.30 亿元，同比增长 19.38%，若对比 2019 年 Q2，营收增长 23.81%。分价格带来看，21Q2 总营收同比增速：次高端白酒 (+47.36%) > 高端白酒 (+12.73%) > 中端及以下白酒 (+3.22%)，若对比 19Q2，次高端白酒 (+32.66%) > 高端白酒 (+22.74%) > 中端及以下白酒 (+10.23%)。高端白酒维持稳步增长态势，Q2 淡季以挺价为先，渠道及投放结构转变带动均价提升，若剔除茅五泸的系列酒等产品，21H1 茅台酒、五粮液主品牌、老窖中高档酒类营收合计达 690.60 亿元，同比增长 13.39%，量价贡献相对均衡。次高端及地产酒继续在低基数的基础上释放弹性，产品结构升级趋势持续，收入实现高增。

盈利端：利润率抬升，费投相对稳定。 1) **毛利率：**21Q2 白酒板块毛利率 75.82%，同比提升 1.66pct，毛利率稳步提升，高端白酒、次高端白酒、中端及以下白酒 21Q2 毛利率 82.46%/74.58%/41.39%，同比提升 1.09/2.56/0.75pct。2) **费用率：**21Q2 白酒板块销售费用率 11.08%，同比+0.59pct，管理及研发费用率 7%，同比-0.16pct，次高端白酒费投效率有所提升。3) **净利率：**21Q2 白酒板块净利率 36.20%，同比提升 2.14pct，高端白酒、次高端白酒、中端及以下白酒净利率同比+2.07/+4.57/-0.33pct，高端与次高端白酒均有明显提升。4) 21Q2 白酒板块归母净利润 222.84 亿元，同比增长 26.20%，对比 19Q2 增长 34.07%。高端白酒、次高端白酒、中端及以下白酒归母净利润合计分别为 166.36/51.55/4.93 亿元，同比+17.38%/+72.57%/-1.10%，较 19Q2 增长 29.71%/51.25%/27.33%，高端白酒维持稳健表现，次高端白酒释放业绩弹性。

营运层面：销售回款增速略快于收入增速，现金流明显改善。 21Q2 白酒板块销售回款 765.24 亿元，同比增长 22.82%，略快于收入增速 (19.38%)，相比 19Q2 增长 39.68%，动销表现良性。高端白酒、次高端白酒、中端及以下白酒销售回款分别为 473.94/215.96/75.34 亿元，同比+7.52%/+100.20%/+1.30%，相比 19 年 Q2 增长 36.06%/66.23%/8.21%。板块经营活动净现金流合计 319.15 亿元，同比增长 132.46%，对比 19 年 Q2 增长 38.06%，亦有明显改善。

投资建议：从中报表现来看，白酒收入与净利润呈良好增长态势，高端白酒稳字当头，盈利能力、回款表现等稳步上行，推荐具备品牌力支撑、业绩增长确定性高、估值回落至合理位置的**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**。次高端白酒业绩弹性释放，在去年基数较低的情况下实现强势增长，产品结构升级趋势显著，下半年基数效应逐渐减弱，建议在次高端扩容红利下把握酒企自身的产品升级与经营改善，推荐品牌势能拉升、全国化成效显著的**山西汾酒**，以及改革目标逐步兑现、估值具有足够安全边际的**洋河股份**。

风险分析：宏观经济增速下行风险，国内疫情反复，行业竞争加剧。

食品饮料 买入（维持）

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

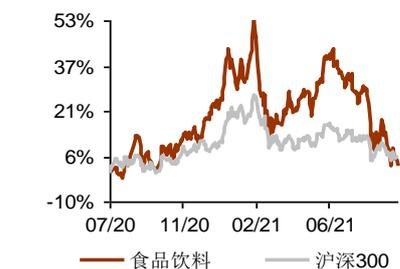
联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600519.SH	贵州茅台	1622.01	37.17	43.63	50.71	44	37	32	买入
000858.SZ	五粮液	207.71	5.14	6.36	7.57	40	33	27	买入
000568.SZ	泸州老窖	182.18	4.10	5.16	6.35	44	35	29	买入
600809.SH	山西汾酒	278.99	3.53	4.40	5.81	79	64	48	买入
002304.SZ	洋河股份	171.00	4.97	5.60	6.47	34	31	26	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-09-01

目 录

1、业绩综述.....	4
2、收入端：高端稳健增长，次高端快速成长	4
2.1、21Q2 白酒板块收入稳步上行.....	4
2.2、高端白酒：稳字当头	5
2.3、次高端白酒：产品升级加速	6
3、盈利端：利润率抬升，费投相对稳定	7
3.1、毛利率：产品结构优化提升毛利率	7
3.2、费用率：费投维持相对稳定	7
3.3、净利率：整体提升，次高端上行更加显著	8
3.4、净利润：高端稳步增长，次高端增速亮眼	9
4、营运层面：动销良性，销售回款增速更快	10
5、近期动销跟踪.....	11
6、投资建议.....	13
7、风险分析.....	13

图目录

图 1: 白酒板块单季总营收及同比	5
图 2: 分价格带酒企单季总营收及同比	5
图 3: 21H1 汾酒青花系列占比估计超过 35%	6
图 4: 今世缘特 A 类以上产品占比持续提升	6
图 5: 白酒板块整体及分价格带毛利率水平	7
图 6: 单季度白酒板块毛利率同比变化 (单位: pct)	7
图 7: 2020 年以来白酒板块销售费用率同比 (单位: pct)	8
图 8: 2020 年以来白酒板块管理及研发费用率同比 (单位: pct)	8
图 9: 白酒板块整体及分价格带净利率水平	9
图 10: 单季度白酒净利率同比变动 (单位: pct)	9
图 11: 白酒板块归母净利润及同比	9
图 12: 分价格带归母净利润同比增速	9
图 13: 白酒板块销售回款及同比	10
图 14: 白酒板块整体及分价格带销售回款变动 (单位: pct)	10
图 15: 白酒板块单季净经营性现金流	11
图 16: 分价格带白酒板块净经营性现金流 (单位: 亿元)	11
图 17: 21 年二季度末整体合同负债 (单位: 亿元) 相较一季度末有所增加	11

表目录

表 1: 白酒板块上市公司 2021 年二季度收入业绩表现	4
表 2: 茅台酒、五粮液主品牌、老窖中高档酒类营收及同比	6
表 3: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	14

1、业绩综述

2021年二季度白酒板块整体收入业绩均实现稳步增长。2021年二季度19家白酒上市企业合计实现营业总收入643.30亿元，同比增长19.38%，对比2019年Q2增长23.81%。归母净利润合计222.84亿元，同比增长26.20%，对比19年Q2增长34.07%，销售回款合计765.24亿元，同比增长22.82%，对比19年Q2增长39.68%。收入与净利润增长稳健，销售回款同比增速略快于收入增速，动销表现良好。

表1：白酒板块上市公司2021年二季度收入业绩表现

公司	21Q2 总营收 /亿元	21Q2 总营收同比	21Q2 归母净利润 /亿元	21Q2 归母净利润同比	21Q2 销售回款/亿元	21Q2 销售回款同比
贵州茅台	226.57	11.41%	107.00	12.53%	279.69	13.79%
五粮液	124.27	18.02%	38.77	23.03%	150.19	-5.70%
泸州老窖	43.13	5.67%	20.60	36.10%	44.06	23.33%
山西汾酒	47.87	73.43%	13.62	258.21%	62.71	73.64%
洋河股份	50.23	20.74%	17.99	28.61%	53.50	166.66%
酒鬼酒	8.06	96.82%	2.42	174.05%	11.33	99.52%
水井坊	5.97	691.49%	-0.42	-	5.43	345.24%
舍得酒业	13.63	119.34%	4.34	215.33%	13.57	113.30%
古井贡酒	28.77	28.56%	5.64	45.39%	40.83	112.58%
今世缘	14.56	27.32%	5.29	20.52%	19.02	48.82%
口子窖	10.70	35.05%	2.67	9.95%	9.56	48.37%
顺鑫农业	37.06	-7.26%	1.02	-47.57%	38.45	-6.77%
迎驾贡酒	9.37	57.07%	2.22	122.30%	10.62	45.95%
伊力特	4.86	-24.07%	0.81	-41.53%	6.25	-23.06%
金种子酒	2.50	15.85%	-0.49	-	1.10	-57.52%
老白干酒	8.97	21.77%	0.68	32.48%	11.44	32.22%
金徽酒	4.64	25.60%	0.72	15.58%	5.03	10.60%
青青稞酒	2.00	32.34%	0.04	-	2.26	38.07%
皇台酒业	0.13	-56.95%	-0.08	-182.37%	0.20	-35.84%
白酒企业合计	643.30	19.38%	222.84	26.20%	765.24	22.82%

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：顺鑫农业营收包含屠宰、房地产等业务收入，水井坊、金种子酒、青青稞酒20Q2归母净利润分别为-0.88/-0.28/-0.30亿元。

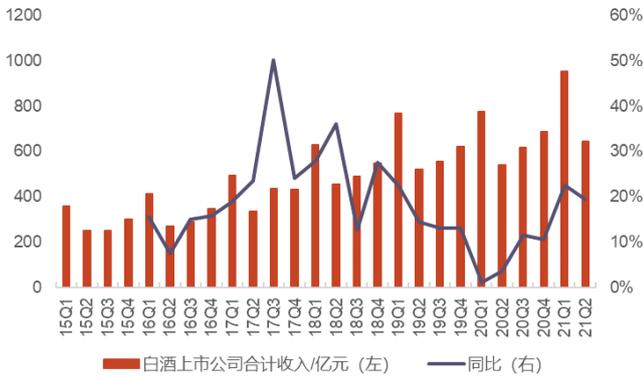
2、收入端：高端稳健增长，次高端快速增长

2.1、21Q2 白酒板块收入稳步上行

21Q2白酒板块稳健增长，量价均有贡献。2021年二季度白酒上市公司合计实现营业总收入643.30亿元，同比增长19.38%，考虑去年同期疫情影响仍存在一定的低基数效应，若对比2019年Q2，板块营收增长23.81%。

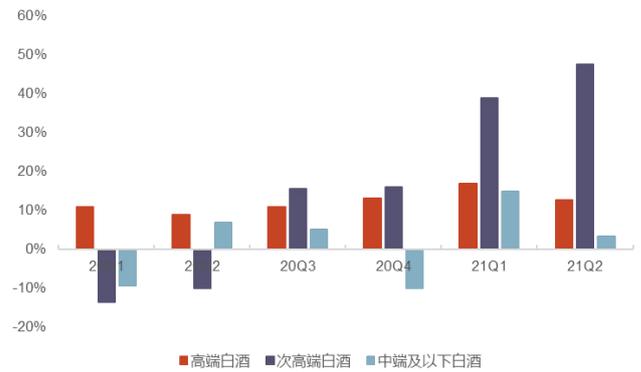
分价格带来看，21Q2总营收同比增速：次高端白酒(+47.36%)>高端白酒(+12.73%)>中端及以下白酒(+3.22%)，若对比19Q2，次高端白酒(+32.66%)>高端白酒(+22.74%)>中端及以下白酒(+10.23%)。高端白酒维持稳步增长态势，次高端继续在低基数的基础上释放弹性，收入实现高增。

图 1：白酒板块单季总营收及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：分价格带酒企单季总营收同比



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：高端白酒为茅五泸，次高端白酒包括汾酒、洋河、酒鬼酒、水井坊、舍得、古井贡酒、今世缘、口子窖，其余为中端及以下白酒，下同

2.2、 高端白酒：稳字当头

二季度为白酒行业传统淡季，高端白酒以挺价为先，渠道及投放结构转变带动均价提升，销量增速维持平稳。

贵州茅台：21Q2 营收 218.16 亿元，同比增长 11.61%，其中茅台酒收入 183.57 亿元，同比增加 7.74%，生肖酒、精品酒等非标产品提价后二季度开始发货，估计对 Q2 收入增长贡献较高。系列酒收入 34.18 亿元，同比增长 37.71%，快速增长主要因去年同期基础较低以及今年价格有所提升。21Q2 直销渠道收入 47.27 亿元，同比增加 47.06%，占比 21.71%，相较 Q1（17.54%）继续提升。批发渠道收入 170.48 亿元，同比增加 4.55%，增长较为平稳。

五粮液：21H1/Q2 营收分别为 367.52/124.27 亿元，同比增长 19.45%/18.02%，五粮液主品牌上半年收入 271.4 亿，同比增长 17.3%，销量/均价分别同比增长 7.2%/9.4%，销量稳步增长，价格提升主要系普五计划内/计划外结构调整拉升均价。系列酒实现较快增长，销量增速更快估计与去年同期基数较低有关。21H1 经销/直销收入 271.7/69.4 亿，同比增长 3.7%/251.0%，经销模式表现相对平稳，直销模式大幅增长主要因团购业务和线上销售增长较为明显。

泸州老窖：21H1/Q2 营收分别为 93.17/43.13 亿元，同比增长 22.04%/5.67%。中高档酒类（国窖 1573、特曲、窖龄）上半年营收 82.18 亿元，同比增长 23.45%，估计国窖增速相对较高，贡献主要增量。Q2 单季收入同比增速较 Q1（40.9%）明显下滑，估计主要因：①20 年春节较早导致中低端产品收入更多集中在 2019 年 Q4 确认，叠加疫情影响，去年 Q2 基数相对较高（20Q1/Q2 营收 35.5/40.8 亿），淡旺季出现一定错配。②特曲受渠道和价格调整影响，估计 Q2 收入有所承压，二曲谋划产品升级换代，短期销售受到一定影响。

若剔除茅五泸的系列酒等次高端及以下产品，21H1 茅台酒、五粮液主品牌、老窖中高档酒类营收合计达 690.60 亿元，同比增长 13.39%，量价贡献相对均衡。21H1 五粮液主品牌销量、均价分别同比增长 7.22%/9.37%，老窖的中高档酒类（国窖、窖龄、特曲）销量、均价同比增长 6.31%/16.12%，均价拉升主要因国窖占比提高，单就国窖 1573 来看，估计量价增长较为均衡，价格增长主要系计划内/外结构调整。

表 2：茅台酒、五粮液主品牌、老窖中高档酒类营收及同比

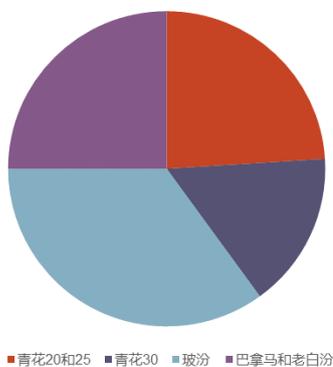
	2020H1	2021H1
茅台酒营收/亿元	392.61	429.49
同比	12.84%	9.39%
五粮液产品营收/亿元	231.42	271.38
同比		17.27%
五粮液产品销量/吨	15099	16189
同比		7.22%
五粮液产品均价（万元/吨）	153.27	167.63
同比		9.37%
老窖中高档酒类营收/亿元	66.57	82.18
同比		23.45%
老窖中高档酒类销量/吨	13406	14252
同比		6.31%
老窖中高档酒类均价（万元/吨）	49.66	57.66
同比		16.12%
营收合计/亿元	690.60	783.06
同比		13.39%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

2.3、次高端白酒：产品升级加速

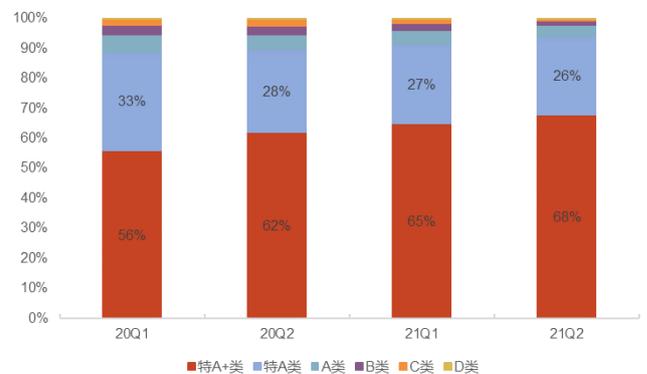
21Q2 次高端白酒产品结构优化趋势持续，同时叠加低基数影响，收入快速增长。山西汾酒 Q2 营收 47.87 亿元，同比增长 73.23%。上半年青花系列收入增长亮眼，估计同比增长接近翻倍，占比达到 35%，产品结构优化下均价提升明显。洋河 Q2 营收 50.23 亿元，同比增加 20.74%，上半年梦系列收入估计增长近 20%，梦 6+ 收入增速估计超过 50%。今世缘 Q2 收入 14.56 亿元，同比增加 27.32%，特 A+ 类产品收入 9.82 亿，同比增长 39.6%，占比提升至 67.8%，A 类及以下产品收入同比下滑。古井贡酒 Q2 收入 28.8 亿元，同比增长 28.6%，上半年年份原浆收入 50.7 亿，同比增长 15.5%，主要由均价提升驱动，古 8 及以上产品占比明显提升。水井坊 Q2 收入 5.97 亿元，同比增长 691.49%，上半年高档产品收入 17.8 亿，同比增长 128.22%。

图 3：21H1 汾酒青花系列占比估计超过 35%



资料来源：渠道调研估算，光大证券研究所

图 4：今世缘特 A 类以上产品占比持续提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、盈利端：利润率抬升，费投相对稳定

3.1、毛利率：产品结构优化提升毛利率

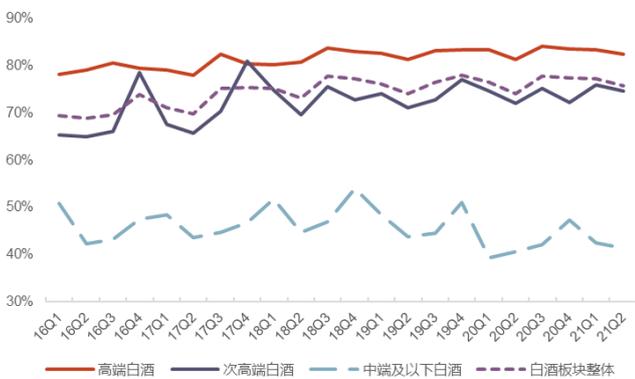
2021Q2 白酒板块整体毛利率 75.82%，同比提升 1.66pct，考虑到存在运输费用调整至营业成本的影响，毛利率同比上行主要系产品结构优化。分价格带来看，高端白酒、次高端白酒、中端及以下白酒 21Q2 毛利率分别为 82.46%/74.58%/41.39%，同比提升 1.09/2.56/0.75pct。

高端白酒：21Q2 毛利率 82.46%，同比提升 1.09pct。贵州茅台毛利率 91.01%，同比-0.2pct，略有下滑估计因系列酒占比有所提升。五粮液 21Q2 毛利率 72.06%，同比提升 1.35pct，其中五粮液/系列酒品牌上半年毛利率 86.16%/58%，同比提升 0.62/2.02pct，系列酒品牌聚焦取得成效，毛利率明显提升。老窖 21Q2 毛利率 85.24%，同比提升 7.77pct，中高档酒类上半年毛利率 90.6%，同比提升 2.0pct，主要因国窖贡献主要增量、占比提升。

次高端白酒：21Q2 毛利率 74.58%，同比提升 2.56pct，毛利率上行更加明显。汾酒 21Q2 毛利率 77.22%，同比提升 6.3pct，主要因青花占比提升带动产品结构持续优化。洋河 Q2 毛利率 70.82%，同比-1.23pct，毛利率略有下滑，估计因改革见效后海之蓝、天之蓝恢复正增长，相比去年同期占比有所恢复。今世缘 21Q2 毛利率 66.18%，同比提升 2.56pct，古井贡酒 21Q2 毛利率 75.6%，同比+1.0pct，同样因产品结构改善。

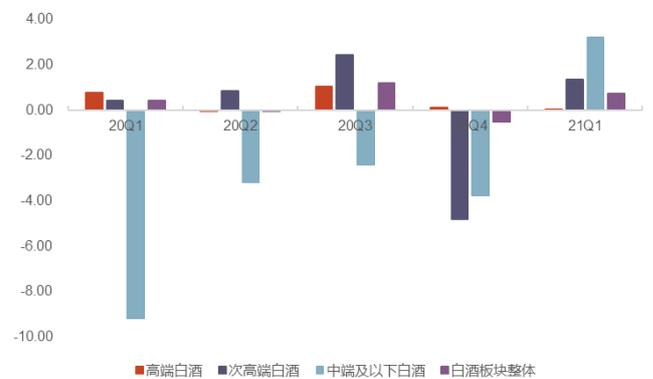
中端及以下白酒：21Q2 毛利率 41.39%，同比+0.75pct，表现相对稳定。

图 5：白酒板块整体及分价格带毛利率水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：单季度白酒板块毛利率同比变化（单位：pct）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、费用率：费投维持相对稳定

费用率层面，21Q2 白酒板块销售费用率 11.08%，同比提升 0.59pct，高端白酒/次高端白酒/中端及以下白酒销售费用率分别为 7.78%/17.68%/12.72%，同比+0.38/-0.35/-0.17pct。

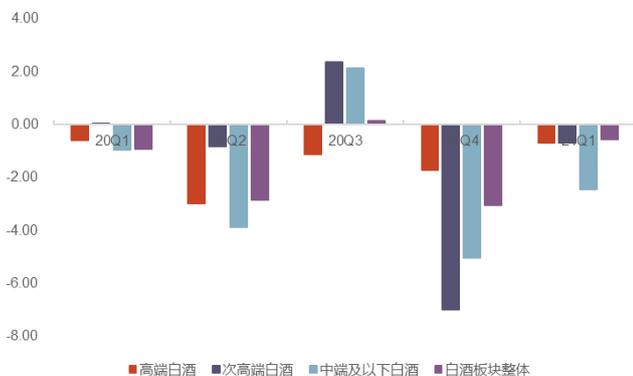
高端白酒：品牌力支撑下费用投放相对较少、费效比较高。贵州茅台销售费用率 3.32%，同比+0.75pct，主要因加大系列酒促销，高端茅台酒系列估计销售费用率低于整体水平。五粮液 21Q2 销售费用率 14.73%，同比提升 0.9pct。泸州老

窖 21Q2 销售费用率 11.79%，同比下降 3.55pct，主要因 Q2 以国窖为主，广告宣传费明显缩减（广告宣传费上半年同比减少 24.17%）。

次高端白酒：因品牌建设、渠道投入力度较大，销售费率水平相对较高。**汾酒** Q2 销售费用率 14.89%，同比下降 3.3pct，主要因上半年费用投放相比任务完成节奏较慢。**洋河** Q2 销售费用率 13.47%，同比+0.08pct。**今世缘** Q2 销售费用率 7.6%，同比提升 4.78pct，主要因去年同期营销投放较少、今年促销活动及广告投入增加，导致销售费用大幅增长（Q2 同比+243%）。**水井坊** Q2 销售费用率 52.72%，销售费用 3.15 亿元，同比增加 159%，品牌高端化建设下费用投放高增。

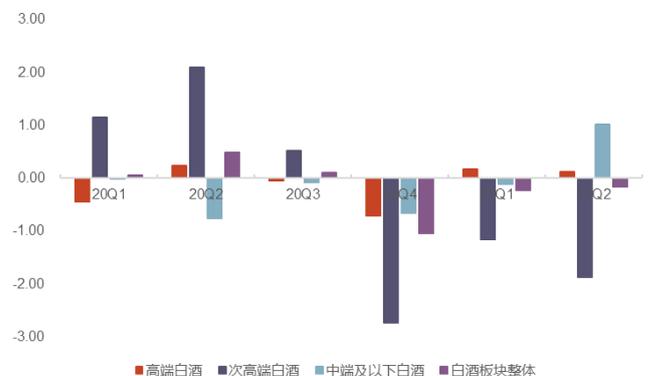
21Q2 白酒板块管理及研发费用率 7%，同比-0.16pct，高端白酒、次高端白酒、中端及以下白酒分别为 6.61%/7.87%/6.91%，同比+0.11/-1.87/+1.01pct。高端白酒费投维持相对稳定，次高端白酒费投效率有所提升。

图 7：2020 年以来白酒板块销售费用率同比（单位：pct）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：2020 年以来白酒板块管理及研发费用率同比（单位：pct）

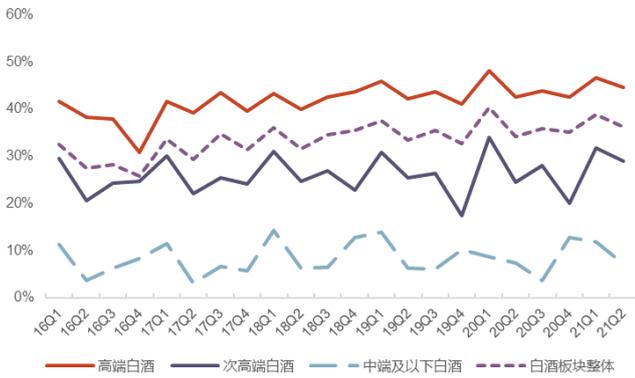


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3、净利率：整体提升，次高端上行更加显著

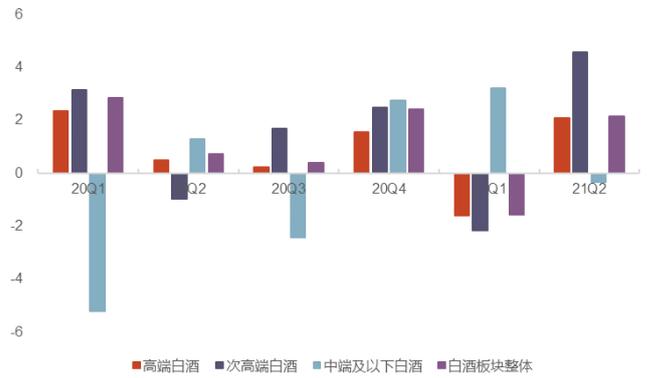
净利率层面，2021 年 Q2 白酒板块整体净利率 36.20%，同比提升 2.14pct，高端白酒、次高端白酒、中端及以下白酒净利率分别为 44.63%/28.99%/7.11%，同比+2.07/+4.57/-0.33pct。**高端白酒毛利率稳步上行**，贵州茅台二季度税金扰动消除，净利率 52.42%，同比提升 0.92pct。**五粮液** Q2 净利率 32.67%，同比提升 1.23pct。**泸州老窖** Q2 净利率 48.37%，同比提升 11.67pct，提升显著主要系结构升级、税金比率下降叠加费投控制。**次高端白酒净利率提升显著**，主要因产品结构升级带动毛利率整体提升。

图 9：白酒板块整体及分价格带净利率水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：单季度白酒净利率同比变动（单位：pct）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.4、净利润：高端稳步增长，次高端增速亮眼

2021 年 Q2 白酒板块归母净利润合计 222.84 亿元,同比增长 26.20%,对比 2019 年 Q2 同比增长 34.07%。高端白酒、次高端白酒、中端及以下白酒归母净利润合计分别为 166.36/51.55/4.93 亿元,同比+17.38%/+72.57%/-1.10%,对比 19 年 Q2 增长 29.71%/51.25%/27.33%。

高端白酒业绩增长较为稳健,贵州茅台 21Q2 归母净利润 106.80 亿元,同比增长 12.53%,五粮液 21Q2 归母净利润 38.77 亿元,同比增长 23.03%,均符合预期,泸州老窖 Q2 归母净利润 20.60 亿元,同比增长 36.10%,因国窖占比较高叠加费投控制,净利润增长显著。

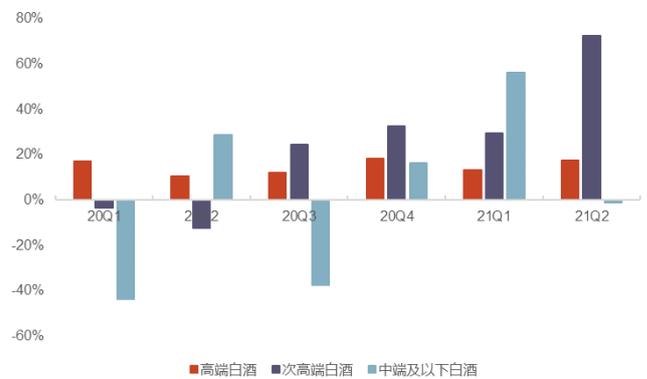
次高端白酒业绩弹性释放,净利润增长亮眼。汾酒 21Q2 归母净利润 13.62 亿元,同比增长 239.43%,品牌势能拉升下利润高增。洋河 21Q2 归母净利润 17.99 亿元,同比增长 28.61%,改革目标逐步兑现,业绩表现靓丽。今世缘 Q2 归母净利润 5.29 亿元,同比增加 20.52%。古井贡酒 Q2 归母净利润 5.64 亿元,同比大幅提升 45.39%。

图 11：白酒板块归母净利润及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：分价格带归母净利润同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

4、营运层面：动销良性，销售回款增速更快

2021年Q2白酒板块销售回款合计765.24亿元，同比增长22.82%，略快于收入增速（19.38%），相比19年Q2增长39.68%，整体动销较为良性。高端白酒、次高端白酒、中端及以下白酒销售回款分别为473.94/215.96/75.34亿元，同比+7.52%/+100.20%/+1.30%，相比19Q2增长36.06%/66.23%/8.21%。

高端白酒：贵州茅台21Q2销售回款279.69亿，同比增长13.79%，**五粮液**21Q2销售回款150.19亿，同比减少5.7%，**老窖**21Q2销售回款44.06亿，同比增长23.35%，整体表现稳健。

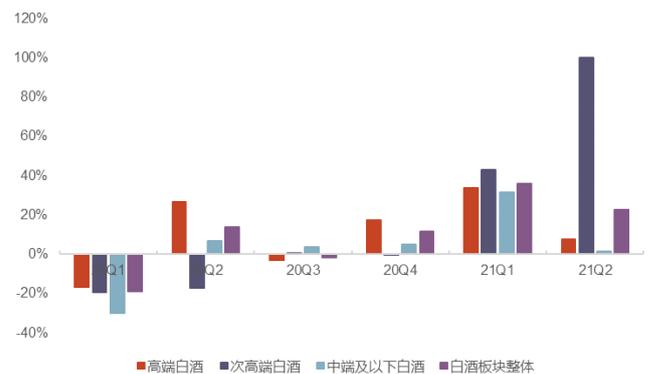
次高端白酒：汾酒21Q2销售回款62.71亿元，同比增长73.64%，**洋河**21Q2销售回款53.5亿元，同比增长166.7%，**今世缘**21Q2销售回款19亿元，同比增长48.82%，**古井贡酒**21Q2销售回款40.83亿元，同比增长112.58%，较去年同期均有明显改善。

图 13：白酒板块销售回款及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：白酒板块整体及分价格带销售回款变动（单位：pct）



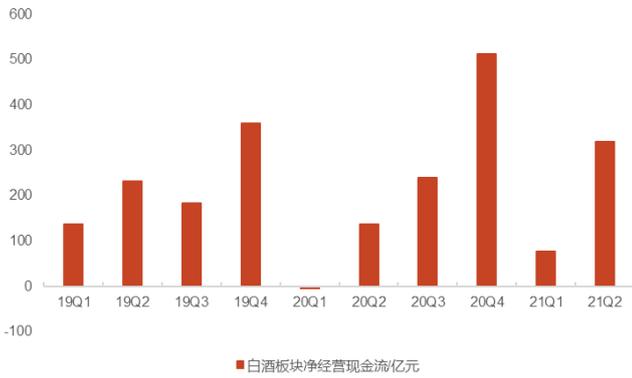
资料来源：Wind，光大证券研究所

2021年Q2白酒板块经营活动净现金流合计319.15亿元，同比增长132.46%，对比19年Q2增长38.06%。

高端白酒净经营现金流278.35亿元，同比增加102.7%，**贵州茅台**Q2经营活动净现金流232.04亿元，同比增长124.9%，**五粮液**21Q2经营活动净现金流32.02亿元，同比增加35.1%，估计与银行承兑汇票到期收现增加有关，**老窖**Q2经营性现金净流量14.28亿，同比增长36.65%。

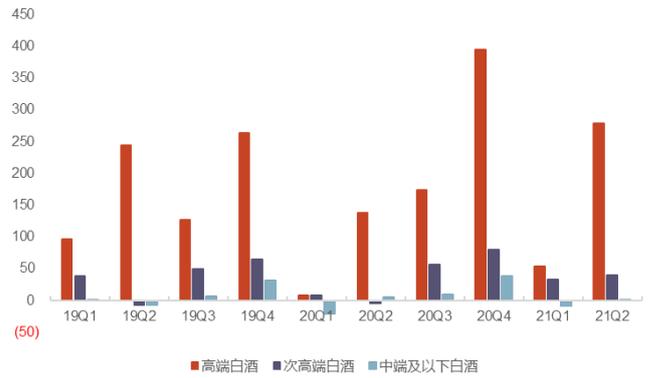
次高端白酒净经营现金流40.04亿元，较去年同期（-4.68亿元）明显改善，**汾酒**21Q2经营活动净现金流19.13亿元，同比增长74.06%，**洋河**21Q2经营活动净现金流-8.26亿元（去年同期-24.05亿元），**今世缘**21Q2经营活动净现金流6.28亿元，同比增长198.26%，**古井贡酒**21Q2经营活动净现金流16.38亿元，同比增长131%。

图 15: 白酒板块单季净经营性现金流



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 分价格带白酒板块净经营性现金流 (单位: 亿元)



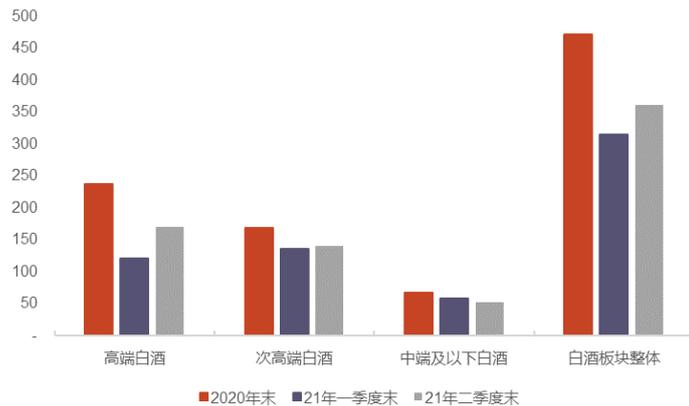
资料来源: Wind, 光大证券研究所

截至 21 年二季度末, 白酒板块合同负债合计达到 361.15 亿元, 相较一季末增加 46.94 亿元。高端白酒、次高端白酒、中端及以下白酒合同负债分别为 169.80/140.13/51.22 亿元, 相较一季度末增加 49.62 亿元/增加 4.12 亿元/减少 6.81 亿元。

高端白酒合同负债明显增加, 其中截至 6 月底茅台/五粮液合同负债分别为 92.44/63.28 亿元, 相较一季度末增加 39.03/13.43 亿元, 渠道打款备货信心较足, 老窖合同负债 14.08 亿元, 相较一季度末减少 2.84 亿元, 估计与公司全面控货有关。

次高端白酒合同负债略有增加, 截至 6 月底汾酒/洋河/今世缘/古井贡酒合同负债分别为 32.59/55.17/6.48/22.14 亿元, 相较一季度末增加 3.29 亿元/减少 6.12 亿元/增加 1.66 亿元/增加 2.70 亿元。

图 17: 21 年二季度末整体合同负债 (单位: 亿元) 相较一季度末有所增加



资料来源: Wind, 光大证券研究所

5、近期动销跟踪

根据三季度以来的渠道反馈, 主要酒企回款与发货节奏正常, 相较去年同期有所提升, 高端白酒因近期价格管控、投放量增加等原因, 批价较之前略有回落, 渠

道积极性较高，动销表现稳健。次高端白酒如汾酒、洋河、今世缘等截至 8 月底回款进度已达到 70-80%以上，三季度以来江苏、河南等疫情有所反复，宴席、聚会等场景受到一定影响，但**后续中秋、国庆双节消费有望回补，整体来看完成全年任务确定性较高。**

贵州茅台：短期动销来看，整箱/散瓶飞天批价 3800/2900 元左右，散瓶茅台价格略有回落，估计与近期控价政策有关，打款发货节奏正常，后续中秋国庆旺季需求旺盛，预期茅台市场投放量也将有所增加。全年来看，量增较为平稳，渠道结构转变带动均价提升，为 21 年收入和业绩增长的主要驱动。系列酒借酱酒红利快速发展，渠道推力较强，且公司注重单品培育、推动产品升级，预期下半年低基数红利减弱后，系列酒主要凭借产品提价与结构升级实现较快增长。

五粮液：目前河南、浙江等渠道反馈八代五粮液批价 970-990 元，较前期出现一定松动，伴随中秋旺季临近、市场投放量增加，价格波动属正常现象，预计后续将维持相对稳定。截至 8 月底河南等回款进度达到 80%，华东等计划内进度 60%以上，计划外达到 85%以上，完成全年任务确定性较高。公司 7 月以来重点发展经典五粮液，锚定意见领袖、培育消费氛围，以提前占位 2000 元价格带，拔高品牌价格标杆。系列酒方面近期重点发展五粮春，二代新品提价至 200 元以上，二季度进行渠道铺设、新品规划，后续系列酒围绕五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个主要品牌，有望贡献新增量。

泸州老窖：截至 7 月底国窖 1573 在部分主要市场任务完成率达到 80%，全年任务达成确定性较高，淡季公司对国窖以挺价为主，目前国窖批价 910 元左右，价格相对稳定，二季度以来逐渐转向顺价模式，加强执行经销商配额制度，价格管控下国窖有望进入量价正循环阶段。特曲二季度重点调整价格、理顺渠道，短期留有余力，后续有望逐步释放。同时，公司增强对泸州老窖的品牌培育，二曲 Q2 谋划升级换代，公司 6-7 月成立大成浓香公司，负责头曲、二曲、高光三大品牌的运营，后续国窖、泸州老窖双品牌发展可期，高光亦有望成为第三曲线。

山西汾酒：截至 8 月中旬多数市场任务完成进度已达 80%，全年目标达成确定性较高。公司对青花系列投放力度较大，青 20 及青 25 凭借汾酒品牌支撑，有望维持较高增长，复兴版重点培育品牌势能、侧重终端培育，当前阶段挺价重于放量，另外推出青花 40 布局 2000 元价位。巴拿马推进省外铺货，计划与青 20 共同支撑腰部品牌。玻汾作为高性价比产品，下半年将采取控货政策，预期占比将略有下降。未来公司品牌梯队完善，复兴势能向上，全国市场拓张值得期待。

洋河股份：梦 6+升级换代基本完成，为后续放量的主要支撑，目前批价 650 元左右，水晶版前期各项措施效果显现，二季度开始动销环比改善，批价 450-460 元，新版天之蓝已于 7 月上市，市场费用投入较高、渠道利润增厚。截至 7 月底渠道整体库存水平两个月左右，相比去年同期明显降低，回款进度已达到 70%，预计中秋完成全年销售目标。

今世缘：截至 7 月底南京、盐城等地销售任务已完成 70%以上，预计将于国庆完成全年任务。上半年四开提价升级，新版四开价位 450-500 元左右，提价后在省内势头依旧较为强劲，2020 年以来四开在总营收中的占比进一步提升，估计目前四开和对开占比合计超过 60%。V 系列为战略重心，其中 V9 定位商务高端，以塑造品牌形象为主，V3 位于 600-700 元价位，预期享受该价格带扩容红利逐步实现放量。

水井坊：目前八号批价 305 元左右，井台批价 425 元，典藏批价 610 元左右。公司二季度控货，三季度放量，截至 8 月底库存一个月以内。7 月中旬开始新财年打款，目前新财年回款进度 30%左右。近期已成立水井坊高端白酒销售有限公司，注册资本 1.02 亿元，共 25 家经销商成为股东，成员以各区省代为主，预计将于 14 个重点城市推进典藏产品，发力高端化。

6、投资建议

从中报表现来看，白酒行业收入与净利润呈良好增长态势，高端白酒稳字当头，盈利能力、回款表现等稳步上行，推荐具备品牌力支撑、业绩增长确定性高、估值回落至合理位置的**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**。次高端白酒业绩弹性释放，在去年基数较低的情况下实现强势增长，得益于高端白酒价格高位、消费升级带来价格带上移，产品结构升级的趋势显著，下半年基数效应逐渐减弱，建议在次高端扩容红利下把握酒企自身的产品升级与经营改善，推荐品牌势能拉升、全国化成效显著的**山西汾酒**，以及改革目标逐步兑现、估值具有足够安全边际的**洋河股份**。

7、风险分析

- 1) **宏观经济增速下行风险**：若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- 2) **国内疫情反复**：若国内疫情形势再次严峻，防控措施升级，则会对餐饮、聚会、宴席等消费场景造成较大冲击，从而影响白酒企业业绩。
- 3) **行业竞争加剧**：白酒行业内部竞争较为激烈，疫情后企业加大品牌宣传与推广投入，竞争加剧下企业盈利可能受损。

表 3: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
600519.SH	贵州茅台	1622.01	37.17	43.63	50.71	44	37	32	13	11	9	买入	维持
000858.SZ	五粮液	207.71	5.14	6.36	7.57	40	33	27	9	8	7	买入	维持
000568.SZ	泸州老窖	181.18	4.10	5.16	6.35	44	35	29	12	10	8	买入	维持
600809.SH	山西汾酒	278.99	3.53	4.40	5.81	79	64	48	25	23	17	买入	维持
002304.SZ	洋河股份	171.00	4.97	5.60	6.47	34	31	26	7	6	5	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-09-01

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE