

强于大市

白酒 2021 年中报综述

2 季度维持高增，全国扩张的次高端表现亮眼

中报收官，2021 年 2 季度营收、净利分别+19.6%、+26.3%。

- **2 季度上市公司延续较快增长，名酒需求十分强劲。** (1) 1H21 收入、净利同比 1H20 分别增 21.6%、21%，同比 1H19 分别增 24.2%、30.6%。2Q21 收入、净利同比 2Q20 分别增 19.6%、26.3%，同比 2Q19 分别增 24.2%、34%。20 年上半年受疫情的影响，报表基数较低，随着消费场景恢复正常，1Q21 和 2Q21 报表实现较快增长，名酒需求十分强劲。(2) 现金流大幅改善，上半年 18 家上市公司现金流净额同比增 195.5%，其中 2Q21 增 131.2%，1H21 合同负债同比增 34.1%，环比 1Q21 增 14.9%。(3) 1H21 白酒上市公司收入增速 (21.6%) 与行业增速 (+22.4%) 差不多，2020 年两者增速分别为 6.9% 和 6.8%，我们判断一方面可能由于统计口径原因，上市公司增速高于行业实际增速，另一方面地产酒呈现复苏态势和普酒热提升了二三线普酒需求。长远来看，我们认为名酒集中度提升的趋势不会改变。(4) 白酒上市公司 1H21 毛利率同比增 0.9pct，产品结构维持上行趋势，1H21 披露可比销量的 7 家上市公司中，有 5 家吨酒均价上行，4 家销量上升。白酒上市公司销售费用率 1H21 同比-0.1pct，同比变化不大，随着线下消费场景的恢复，其中 2Q21 同比增 1.6pct，费用投入恢复正常。
- **高端酒表现稳健，全国扩张的次高端快速增长，部分地产酒复苏。** (1) 茅五泸为代表高端酒，由于渠道控制能力强，20 年上半年报表并未因疫情出现调整，因此 21 年上半年业绩较为平稳。而其它白酒由于 20 年上半年受疫情冲击较大，因此 21 年上半年普遍展现出较高的弹性，特别是全国扩张的次高端酒表现最为突出。(2) 高端酒 (贵州茅台+五粮液+泸州老窖) 1H21 收入、净利增 15.5%、14.7%，2Q21 收入、净利增 12.9%、17.4%，同比 1H19 增 27.4%、31.5%。(3) 全国扩张的次高端酒 (山西汾酒+洋河股份+水井坊+舍得酒业+酒鬼酒)，1H21 收入、净利增 46.9%、45.2%，2Q21 收入、净利增 56.7%、97.9%，同比 1H19 增 29.2%、44.4%。伴随着茅台在超高端价格带的持续引领，次高端和千元价格带快速扩容，全国扩张的次高端酒业绩表现最为亮眼。(4) 地产酒 (古井贡酒+口子窖+迎驾贡酒+今世缘+伊力特+金徽酒+老白干酒+青青稞酒+金种子酒)，1H21 收入、净利增 31.9%、42.3%，2Q21 收入、净利增 25.5%、29.0%，同比 1H19 增 10.3%、9.9%，同比 2Q19 增 21.6%、20.5%，2Q21 改善较为明显。其中，今世缘、金徽酒营收同比 1H19 增速超过 20%，古井贡酒、伊力特、青青稞酒超过 10%。
- **随着近期的回调，白酒布局时点到来，重点关注确定性增长品种和改善型低估值品种。** (1) 各地疫情已有缓解迹象，9 月中秋旺季所受冲击较小。同时，疫情只是短期扰动因素，不会影响 21 年 4 季度和 2022 年的业绩判断。(2) 估值已经进入合理区间，40 倍以内的一线酒有较大的吸引力。(3) 我们重点推荐确定性增长品种和改善型低估值品种，包括贵州茅台、山西汾酒、今世缘、五粮液、金徽酒，关注水井坊、口子窖等。
- **风险提示：**疫情影响时间超预期、行业竞争加剧、原料成本大幅上涨。

相关研究报告

《啤酒行业点评：高端化趋势延续，青岛啤酒 2Q21 利润率继续提升》 20210827

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

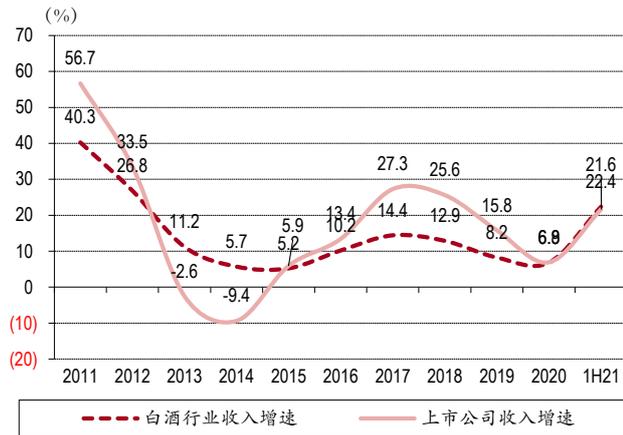
证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

图表 1. 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源: 万得、数说轻工、中银证券

图表 2. 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源: 万得、数说轻工、中银证券

图表 3. 白酒上市公司 1H21 与 2Q21 业绩概览

公司简称	市值 (亿)	收入增速(%)				净利增速(%)				收入 (亿)		净利 (亿)	
		2021/9/2	1H21	2Q21	同比 1H19	同比 2Q19	1H21	2Q21	同比 1H19	同比 2Q19	1H21	2Q21	1H21
贵州茅台	20,335	12	12	24	24	9	13	24	23	491	218	247	107
五粮液	7,811	19	18	35	30	22	23	41	36	368	124	132	39
山西汾酒	3,270	76	73	90	106	121	258	198	335	121	48	35	14
泸州老窖	2,624	22	6	16	12	31	36	54	67	93	43	42	21
洋河股份	2,549	16	21	(3)	(2)	5	29	1	15	155	50	57	18
古井贡酒	1,163	27	29	17	24	35	45	10	21	70	29	14	6
酒鬼酒	677	137	97	142	122	177	174	227	191	17	8	5	2
舍得酒业	629	133	119	96	161	348	215	297	411	24	14	7	4
水井坊	602	128	692	9	(21)	266	(52)	11	(135)	18	6	4	0
今世缘	553	32	27	26	32	31	21	24	23	39	15	13	5
迎驾贡酒	410	52	57	11	30	78	122	33	143	21	9	6	2
口子窖	306	43	35	(7)	1	41	10	(23)	(24)	22	11	7	3
顺鑫农业	243	(3)	(7)	9	2	(13)	(48)	(27)	(53)	92	37	5	1
老白干酒	189	11	22	(16)	11	6	32	(36)	(11)	17	9	1	1
金徽酒	179	37	26	19	54	56	16	39	179	10	5	2	1
伊力特	122	30	(24)	10	15	45	(42)	5	54	10	5	2	1
青青稞酒	90	64	32	7	14	(314)	(112)	235	(113)	6	2	1	0
金种子酒	85	33	16	8	15	80	74	207	20	5	3	(1)	0
合计		22	20	24	24	21	26	31	34	1579	635	579	223

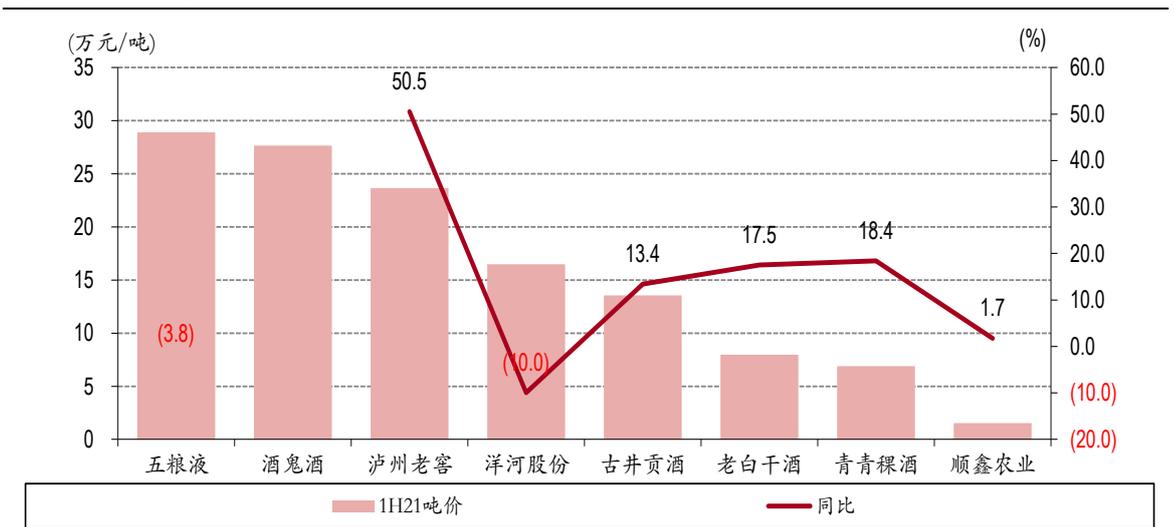
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 不同类白酒 1H21、2Q21 收入、净利增速情况

公司名称	收入增速 (%)				净利增速 (%)			
	同比 1H20	同比 1H19	同比 2Q20	同比 2Q19	同比 1H20	同比 1H19	同比 2Q20	同比 2Q19
高端酒								
贵州茅台 五粮液 泸州老窖 酒鬼酒	15.5	27.4	12.9	23.6	14.7	31.5	17.4	30.0
全国扩张的次高端								
山西汾酒 洋河股份 水井坊 舍得酒业 酒鬼酒	46.9	29.2	56.7	38.2	45.2	44.4	97.9	72.5
地产酒								
古井贡酒 口子窖 迎驾贡酒 今世缘 伊力特 金徽酒 老白干酒 青青稞酒 金种子酒	31.9	10.3	25.5	21.6	42.3	9.9	29	20.5

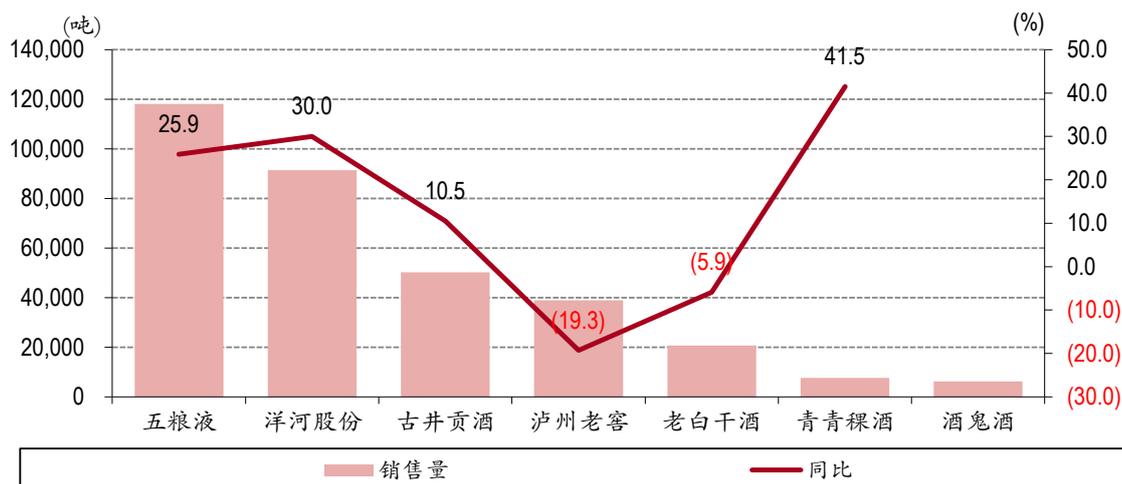
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 白酒上市公司 1H21 吨价及同比增速



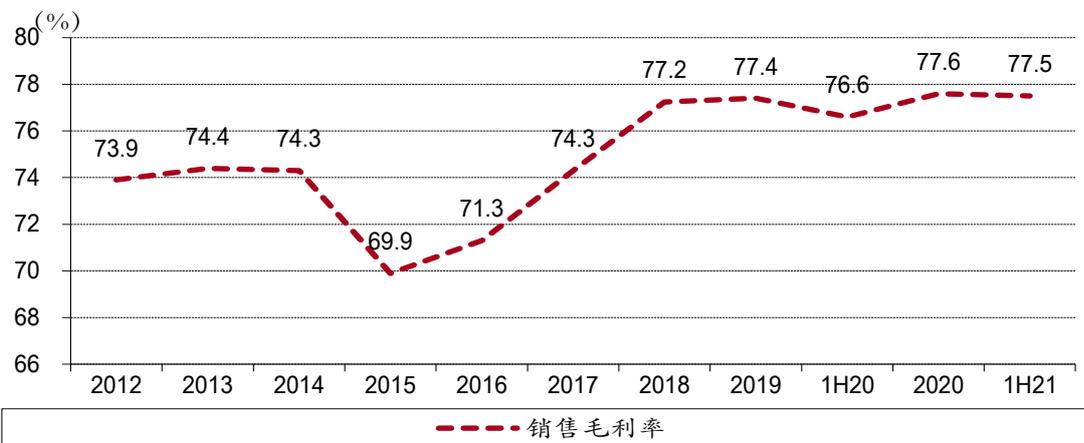
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 白酒上市公司 1H21 年销量及同比增速



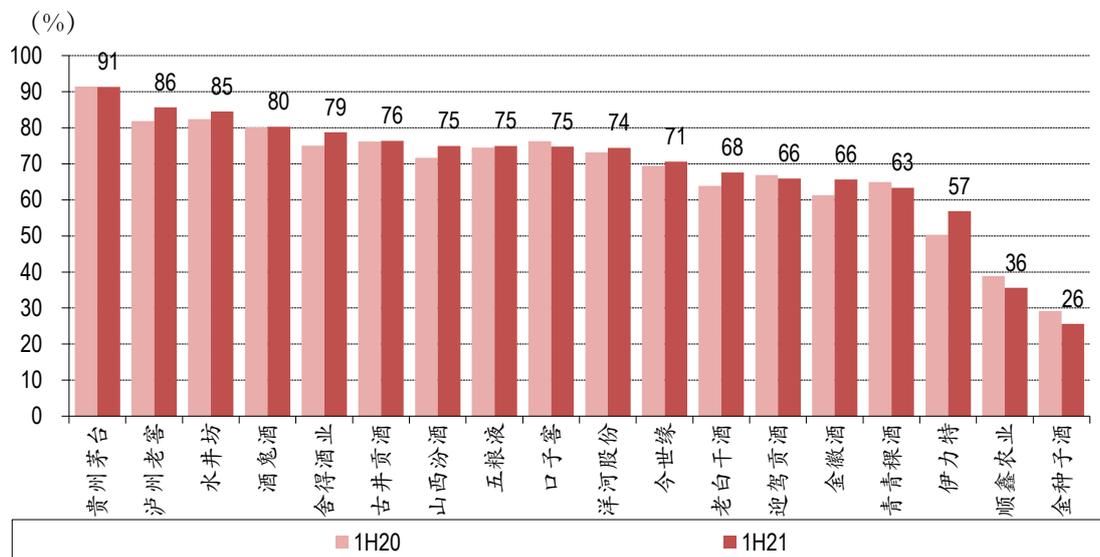
资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 白酒上市公司 1H21 毛利率同比增 0.9pct



资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 白酒上市公司销售毛利率对比



资料来源: 万得, 中银证券

注: 顺鑫农业为白酒业务毛利率

图表 9. 地产酒大本营和非大本营收入增速变化

(%)	2020			1H21			备注
	省内 收入增速	省内 收入占比	省外 收入增速	省内 收入增速	省内 收入占比	省外 收入增速	
洋河股份	(7)	47	(9)	16	48	18	江苏
山西汾酒	4	43	32	51	39	97	山西
口子窖	(17)	80	1	48	79	26	安徽
迎驾贡酒	(6)	62	(10)	49	62	61	安徽
今世缘	5	94	6	31	93	42	江苏
金徽酒	1	83	38	31	78	65	甘肃
伊力特	(29)	67	3	40	75	8	新疆
老白干	(7)	66	(27)	11	68	0.2	华北

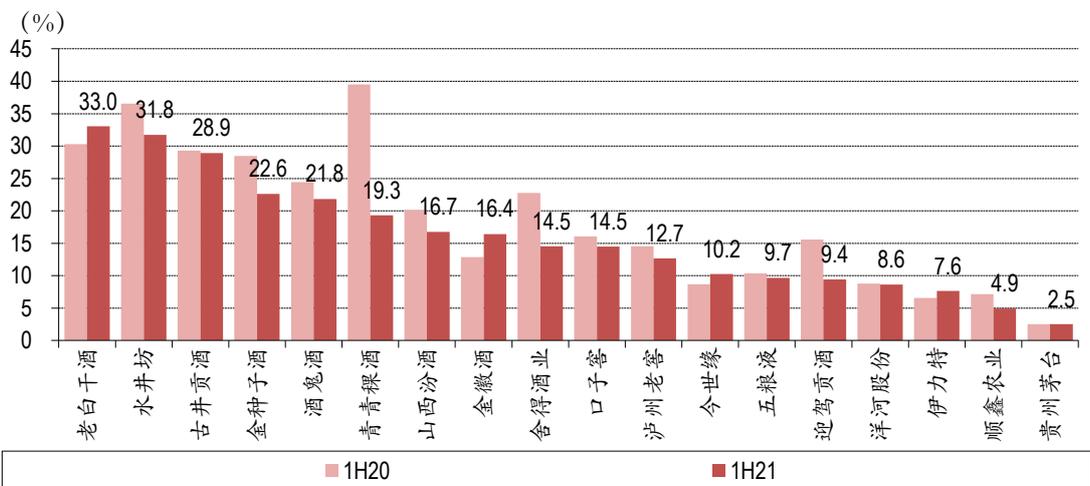
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 白酒上市公司销售费用率 1H21 同比-0.1pct，同比变化不大



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 白酒上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 1H21 经营活动现金流净额及同比增速



资料来源：万得，中银证券

附录图表 13. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2020A	2021E	2020A	2021E	资产 (元/股)
600519	贵州茅台	买入	1,618.8	20,335	37.17	42.85	43.5	37.8	128.8
000858	五粮液	买入	201.2	7,811	5.14	6.01	39.1	33.5	22.9
600809	山西汾酒	买入	268.0	3,270	2.52	4.51	106.2	59.4	9.8
000568	泸州老窖	买入	179.1	2,624	4.10	5.15	43.7	34.8	16.6
000860	顺鑫农业	增持	32.7	243	0.57	0.96	57.4	34.1	10.9
002304	洋河股份	增持	169.2	2,549	4.97	5.51	34.1	30.7	26.3
000596	古井贡酒	未有评级	220.0	997	3.51	4.52	62.7	48.7	29.6
603919	金徽酒	买入	35.3	179	0.65	0.83	54.1	42.7	5.6
000869	张裕 A	买入	31.5	170	0.69	0.79	45.7	39.9	15.1
603369	今世缘	买入	44.1	553	1.25	1.54	35.3	28.7	7.2
600779	水井坊	未有评级	123.2	602	1.50	2.20	82.3	56.1	3.9
603589	口子窖	未有评级	51.0	306	2.13	2.73	32.4	18.6	12.0

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至 2021 年 9 月 2 日，未有评级数据为万得一致预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371