

食品饮料

高端稳，次高端快，地产酒弹性初现—2021 中报总结白酒篇

财报总结：中报预期兑现，现金流略超预期。前期预期差兑现（次高端延续高增长，地产酒业绩弹性初现）。作为消费里面的“长青赛道”，高端酒稳字当头，试图熨平周期，去年疫情期间逆势稳增长，今年白酒“大牛市”增速表现中规中矩。次高端作为板块的强 beta 品种，上半年弹性尽显，不少公司业绩翻番，地产酒作为后周期品种，利润弹性初现。

现金流表现超预期，合同负债蓄力旺季发展，关注地产高端与地产酒业绩弹性。各家酒企在渠道回款回归正常化后，现金流情况同比改善明显，同时各家酒企 2021Q2 合同负债较同期处于高位，当前过半上市酒企合同负债占 2020Q3 单季度营收比超 50%，蓄水池效应显著，预计随着疫情扰动影响逐渐减弱，旺季动销可期。

财报梳理：恢复正在途中，价格带分化持续演绎。收入端：次高端弹性十足，地产酒企稳恢复。高端酒 2021H1/Q2 营收增速为 15.2%/12.7%，进入白酒动销淡季后增速环比有所回落，整体表现稳健；次高端 2021H1/Q2 营收增速为 43.9%/54.5%，业绩增速为 41.9%/94.3%，高弹性兑现；地产酒龙头 2021H1/Q2 营收增速分别为 33.6%/32.9%，业绩增速为 39.4%/35.3%，企稳恢复；大众酒方面顺鑫农业受疫情扰动仍有承压。

利润端：经营正常化+消费升级，有望持续贡献板块利润，毛利率方面，2021Q2 单季度板块毛利率同比提高 1.5pct 至 77.1%，主要系消费升级持续叠加动销正常化后规模效应影响，从各价格带角度来看，次高端酒企增幅最为明显，部分优质地产酒龙头得益于产品结构优秀，毛利率亦同比提高。**税金率方面，**经营逐渐回归正常，2020Q1 部分企业低税金率的影响淡化，但老窖与水井坊营业税金率仍同比有大幅下降；**费用率方面，**经营恢复正常后，次高端得益于规模效应费用率呈下降态势，地产酒较同期变化幅度较小；**净利率方面，**2021H1/Q2 板块归母净利率为 36.3%/34.7%，分别同比-0.1pct/+1.9pct，其中 2021Q2 单季度净利率改善较为明显，主要系毛利率同比提升叠加经营正常化后税金率同比下降所致。

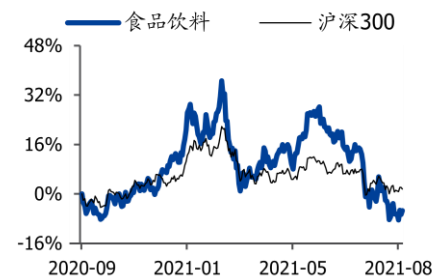
现金流&合同负债：整体回暖，蓄力旺季。销售回款方面，板块整体同比改善明显，次高端尤其亮眼，多家酒企 2021Q2 回款同比增长超 100%、增长明显，从回款占收入比的角度看，大部分企业超 100%，行业仍呈现良性发展态势；**合同负债方面，**2021Q2 末白酒板块合同负债合计为 361.1 亿元，同比+34.1%、环比+14.9%，表明渠道信心十足，高合同负债助力酒企旺季动销，看好下半年发展。

投资建议：随着估值的回落，白酒行业“泡沫”基本出清，茅五泸作为基本盘进入价值布局区间，目前板块保持高景气度，次高端有望延续高增长，地产酒业绩弹性逐渐显现，中长期来看，消费升级仍在途中，白酒行业集中度有较大提升空间，看好名优酒的量价空间，核心推荐水井坊、古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖，并重视茅五等价值标的的配置价值。

风险提示：疫情反复影响终端动销，高端酒价盘大幅波动，行业竞争加剧。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

研究助理 郝宇新

邮箱：haoyuxin@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：高端化提速，盈利改善兑现——2021 中报总结啤酒篇》2021-09-04
- 2、《食品饮料：酒类行业研究笔记》2021-08-23
- 3、《食品饮料：消费升级明显，静待淡季切换—安徽白酒草根调研反馈》2021-08-07



内容目录

1、财报总结：基本面优秀，关注下半年预期差.....	3
2、财报梳理：恢复正在途中，价格带分化持续演绎.....	4
2.1 收入端：次高端弹性十足，地产酒企稳恢复.....	5
2.1.1、高端酒：整体稳健，老窖独秀.....	5
2.1.2、次高端：高弹性兑现，旺季仍可期.....	6
2.1.3、地产酒龙头：企稳恢复，后周期属性有望逐级兑现.....	7
2.1.4、大众酒：疫情扰动仍有承压.....	8
2.2 利润端：经营正常化+消费升级，有望持续贡献板块利润.....	10
2.2.1、毛利率：Q2毛利率同比提高明显，消费升级仍在进行中.....	10
2.2.2、营业税金率：经营回归正常，税金波动逐季淡化.....	11
2.2.3、费用率：经营恢复与规模效应摊薄费用率，地产酒略有承压.....	11
2.2.4、净利率：基数效应与消费升级共振，Q2板块盈利改善明显.....	12
2.3 现金流&预收款：整体回暖，蓄力旺季.....	13
2.3.1、销售回款：同比改善明显，次高端表现瞩目.....	13
2.3.2、预收款（合同负债）：同比大幅改善，蓄力旺季动销.....	14
风险提示.....	15

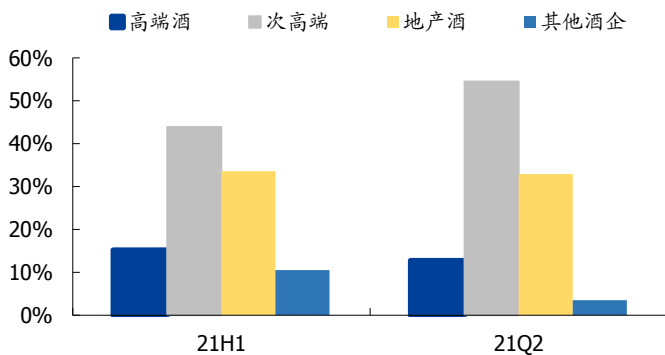
图表目录

图表 1: 各价格带上市酒企营收增速.....	3
图表 2: 各价格带上市酒企归母净利润增速.....	3
图表 3: 上市白酒企业 21Q2 预收账款占 20Q3 单季度收入比.....	3
图表 4: 次高端酒企营收与业绩增速.....	4
图表 5: 地产酒龙头营收与业绩增速.....	4
图表 6: 白酒上市公司合计收入及增速.....	4
图表 7: 白酒上市公司合计归母净利润及增速.....	4
图表 8: 白酒行业收入及增速.....	5
图表 9: 白酒行业利润总额及增速.....	5
图表 10: 单季度高端白酒营收增速.....	6
图表 11: 单季度次高端白酒营收增速.....	6
图表 12: 单季度地产酒营收增速.....	6
图表 13: 单季度其他酒企营收增速.....	6
图表 14: 白酒上市公司收入及增速（亿元）.....	8
图表 15: 部分上市酒企量价拆分.....	9
图表 16: 白酒上市公司归母净利润及增速（亿元）.....	9
图表 17: 白酒上市公司毛利率变化.....	10
图表 18: 白酒上市公司单季度营业税金率及 2021Q2 变化情况.....	11
图表 19: 白酒上市公司费用率变化.....	12
图表 20: 白酒上市公司净利率变化.....	13
图表 21: 白酒上市公司现金汇款及经营现金流净额变化（亿元）.....	13
图表 22: 白酒上市公司预收款（合同负债）变化情况（亿元）.....	14

1、白酒中报总结：高端稳、次高端快、地产酒弹性初现

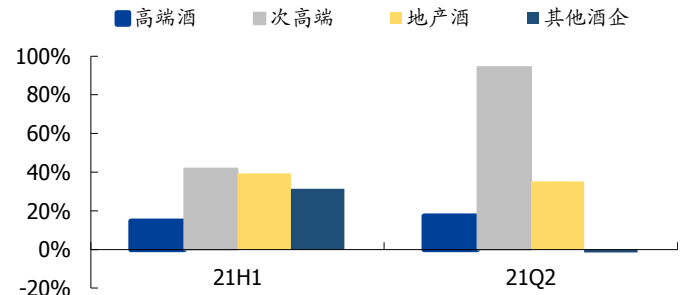
中报兑现预期，高端稳、次高端快、地产酒弹性初现。作为消费里面的“长青赛道”，高端酒稳字当头，试图熨平周期，去年疫情期间逆势稳增长，今年白酒“大牛市”增速表现中规中矩。次高端作为板块的强 beta 品种，上半年弹性尽显，不少公司业绩翻番，地产酒作为后周期品种，利润弹性初现。

图表 1：各价格带上市酒企营收增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

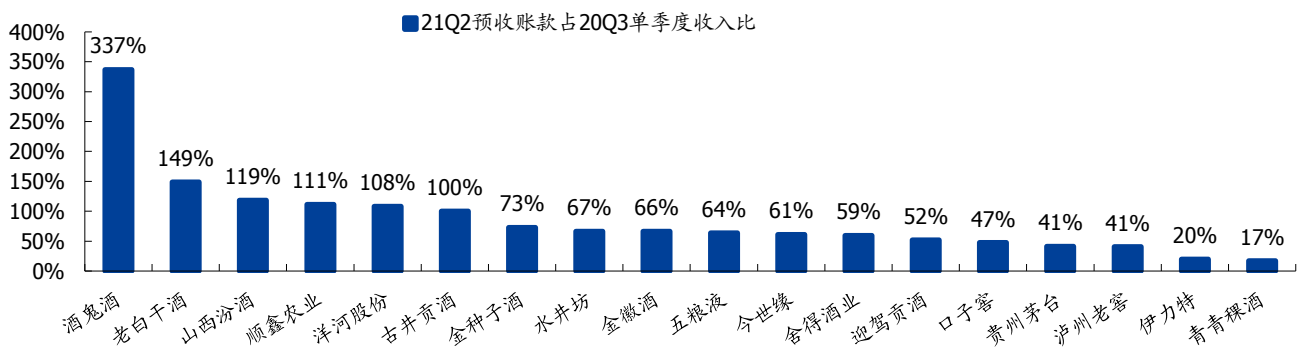
图表 2：各价格带上市酒企归母净利润增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

现金流表现超预期，合同负债同比大幅提高，下半年增长无虞。在营收与业绩之外，各家酒企现金流情况改善明显、渠道回款正常化，同时不论是次高端、地产酒还是高端酒，都有较高的合同负债（预收款）作为蓄水池进入下半年，其中过半公司当期合同负债占 2020Q3 收入比重超过 50%，随着疫情扰动减弱、旺季动销来临，我们预计下半年白酒板块业绩增长无虞。

图表 3：上市白酒企业 21Q2 预收账款占 20Q3 单季度收入比

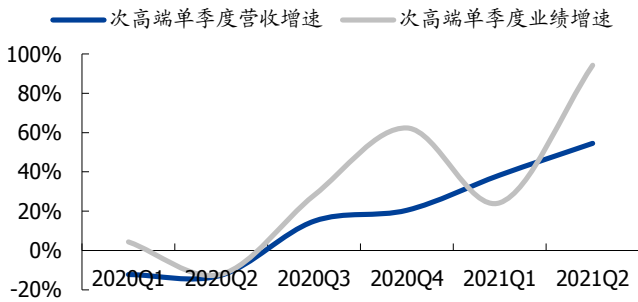


资料来源：Wind，国盛证券研究所

次高端保持高景气，地产酒后周期利润弹性进入兑现期。前期我们多次强调次高端的业绩弹性和地产酒的预期差，次高端得益于经营正常化与消费升级趋势，上半年弹性明显，而地产酒作为后周期品种，随着消费升级向区域名酒的渗透，产品结构优化与前期投放费用效果的逐渐兑现，其利润率弹性将会逐渐显现。从板块增速来看，次高端当前业绩弹性明显大于收入弹性，而地产酒营收与业绩增速处于持平状态，净利率未见明显

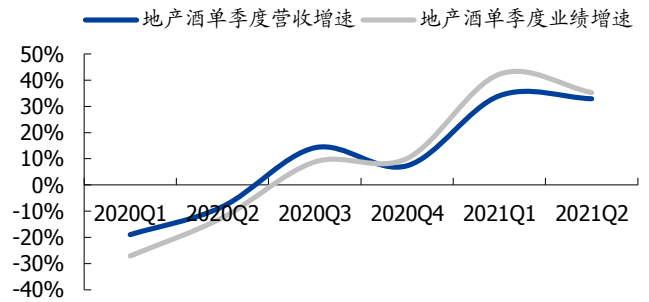
提升，预计未来将迎来改善空间。从 Q2 情况来看，古井、洋河作为龙头公司，利润加速增长，今世缘、口子窖下半年亦有望恢复利润弹性。

图表 4: 次高端酒企营收与业绩增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 地产酒龙头营收与业绩增速



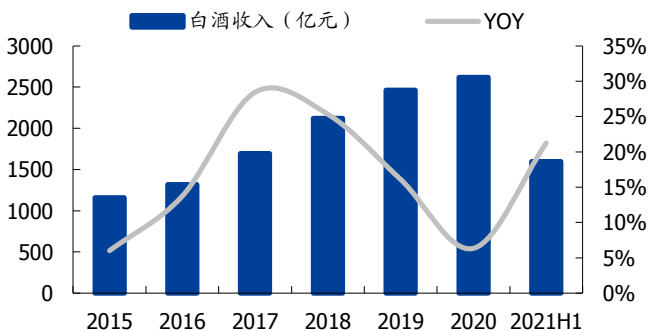
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、财报梳理：恢复正在途中，价格带分化持续演绎

恢复仍在途中，行业量价齐升。根据白酒行业协会数据，2021 年上半年中国白酒行业实现总产量 385 万千升，同比+12.8%，营收 3340.3 亿元，同比+22.4%，实现利润 953.2 亿元，同比+30.7%，从上市酒企的数据来看，2021 年上半年上市酒企实现营收 1595.5 亿元，同比+21.3%，实现归母净利润 578.8 亿元，同比+21.0%，其中上市酒企业绩增速明显慢于行业水平，主要系基数原因，2020 年同期白酒行业利润增速 (+2.2%) 慢于上市酒企 (+5%)。行业收入增速不仅来自于销量恢复性增长，吨价上行趋势显著增厚收入弹性，整体呈现量价齐升的局面，消费升级仍在持续。

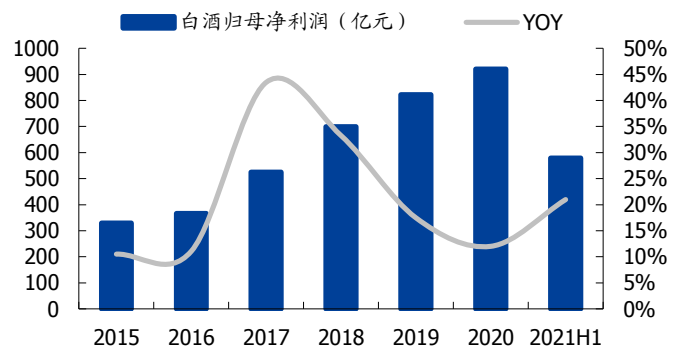
量价管控得当，消费升级趋势明显。2021 年春节动销回归正常，随着白酒行业进入动销淡季，Q2 各家酒企纷纷开启量价调控，控制发货力挺批价上行，优化利润空间以强化经销商信心，其中高端白酒整箱茅台批价约 3800、五粮液逼近千元、国窖稳步上行站稳 900，千元价格带中普五、国窖、青花郎和青花 30 复兴版各有看点，放量在即。高端白酒价格维持高位不仅为次高端白酒的发展打开空间，亦代表着行业景气度维持高位。次高端价格带内，各酒企多在 300-600 元采用双产品布局，近年随着价格天花板打开与次高端企业品牌力上行，600-800 元价格带成为新的机会价格带，洋河 M6+、水井新典藏等产品跃跃欲试，白酒行业内消费升级趋势方兴未艾。

图表 6: 白酒上市公司合计收入及增速



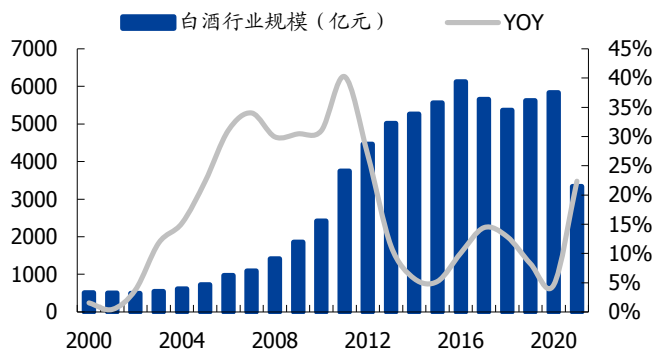
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 白酒上市公司合计归母净利润及增速



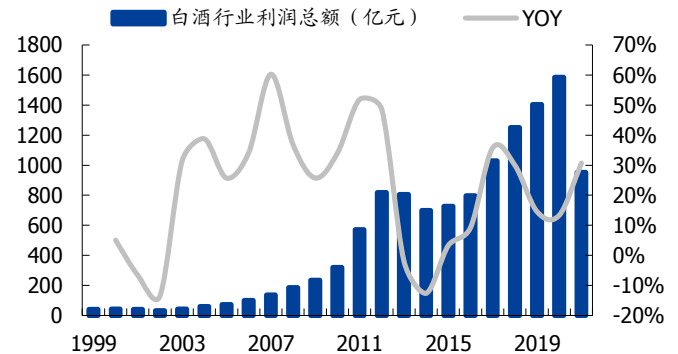
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 白酒行业收入及增速



资料来源: 中国酒业协会, 国盛证券研究所

图表9: 白酒行业利润总额及增速



资料来源: 中国酒业协会, 国盛证券研究所

2.1 收入端: 次高端弹性十足, 地产酒企稳恢复

2.1.1、高端酒: 整体稳健, 老窖业绩独秀

整体表现稳健, 老窖业绩展现高弹性。2021H1 高端酒三家公司合计实现营收 967.9 亿元, 同增 15.2%, 其中 2021Q2 单季度营收同增 12.7%, 增速环比 Q1 的 16.9% 有所回落, 主要系进入白酒动销淡季各家均有控量挺价的举措, 三家公司合计实现归母净利润 420.8 亿元, 同比+14.7%, 板块表现稳健。2021H1 贵州茅台、五粮液和泸州老窖营收/归母净利润增速分别为 11.1%/9.1%、19.4%/21.6%、22.0%/31.2%, 其中茅台业绩增速略慢于营收增速, 主要系 Q2 税金缴纳节奏问题仍有影响, 2021Q2 单季度的角度看, 贵州茅台营收/归母净利润增速分别为 11.4%/12.5%, 增速回归正常; 老窖业绩增速显著快于收入端, 主要系 Q2 公司针对中低档产品进行控货梳理, 高端国窖保持较快增速、占比提高拉动毛利率, 叠加中档酒停货减少销售费用投放, 共同贡献单季度归母净利率同增 10.7pct 至 47.8%。

与 2019 年同期相比, 收入表现稳健, 老窖业绩弹性瞩目。与 2019H1/Q2 相比, 高端白酒三家公司在收入端整体呈现稳健增长态势, 老窖由于 2021Q2 中低端产品控货调整的原因, 收入增速慢于茅五, 2021H1 贵州茅台、五粮液、泸州老窖营收较 2019 年同期增长 23.2%/35.4%/16.3%。从业绩端来看, 2021H1 贵州茅台、五粮液、泸州老窖归母净利润较 2019H1 相比增速分别为 23.6%/41.4%/53.7%, 从 2021Q2 单季度来看, 三家业绩增速分别为 22.6%/35.5%/66.7%, 老窖展示出高业绩弹性。

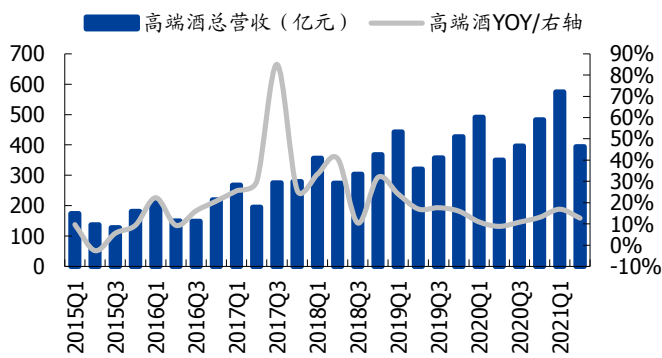
贵州茅台: 吨价显著上行, 直销占比再创新高。量价来看, 我们预计 Q2 实际飞天茅台出货量约 7000 吨, 同比持平略增, Q2 非标产品提价效应逐步显现, 茅台酒总体均价预计同比提升 7% 左右。分产品来看, 2021Q2 茅台酒实现营收 183.6 亿元, 同增 7.7%, 系列酒实现营收 34.2 亿元, 同增 37.7%, 经过两年调整, 系列酒加大招商力度, 稳步放量, 截至 Q2 末公司增加 62 家系列酒经销商。分渠道来看, Q2 公司直销渠道 (主要为公司直营店渠道) 实现收入 47.27 亿元, 同增 47.1%, 单季度占茅台酒比例已达 25.8%, 同比提升 6.9pcts。

五粮液: 收入符合预期, 量价提升正向循环。全年双位数增长目标稳中推进, 上半年主力产品量价齐升。分产品来看, 上半年五粮液酒实现营收 271.38 亿元, 同比 +17.3%, 其中销量 1.62 万吨, 同比+7.2%, 吨价 167.6 万元, 同比+8.4%。系列酒实现营收 69.6 亿元, 同比+38.6%, 其中销量 10.2 万吨, 同比+29.5%, 吨价 6.8 万元, 同比+7.1%。分渠道来看, 上半年直营渠道占比提升至 20%, 经销商体系亦有小幅调

整，其中东部地区增加经销 20 家，计划外占比稳步提升，全年来看，普五计划外配额占比有望突破 30%。与此同时，公司中报合同负债 63.28 亿元，同比显著增长，体现出经销商的打款积极性和品牌认可度。

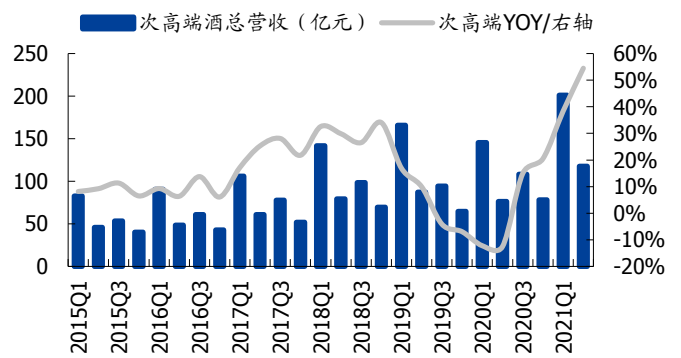
泸州老窖：国窖维持增速，中低端整理渠道。2021H1 公司中高档酒实现销售收入 82.2 亿，占营收比较同期提高 1.01pct 至 88.2%，其中中高档酒销售吨价同增 16.1%至 57.6 万元/吨，产品结构优化明显，预计 2021Q2 营收增长主要系国窖贡献增量，预计同比+20-30%，中档特曲等产品由于 Q1 旺季增长势头迅猛、Q2 公司以去化库存为主，预计同比双位数下滑，低端产品预计下滑幅度更甚，主要系目前公司中低端产品处于梳理阶段、二曲 Q2 换代停货，据糖酒快讯消息目前大成浓香公司已成立，未来将负责运营高光、头曲和二曲三大品牌，预计三季度中低端酒销售将逐渐恢复正常。2021H1 公司整体销量同比-19.3%，吨价同比大幅提高、同比+51.2%，国窖放量增长带动产品结构优化，吨价提升效果明显。

图表 10: 单季度高端白酒营收增速



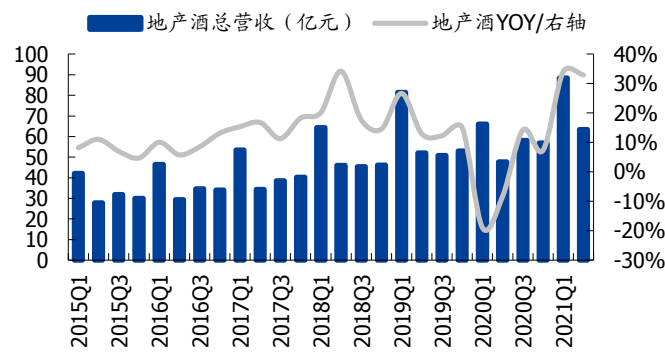
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 包含贵州茅台、五粮液、泸州老窖

图表 11: 单季度次高端白酒营收增速



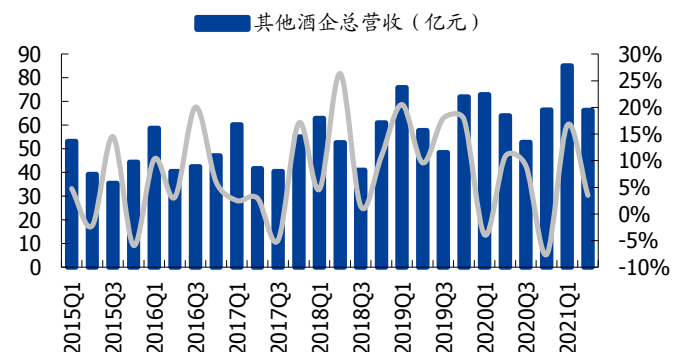
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 包含舍得酒业、水井坊、山西汾酒、洋河股份

图表 12: 单季度地产酒营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 包含古井贡酒、口子窖、今世缘、迎驾贡酒

图表 13: 单季度其他酒企营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 包含酒鬼酒、顺鑫农业、皇台酒业、伊力特、金种子酒、老白干酒、金徽酒

2.1.2、次高端：高弹性兑现，旺季仍可期

次高端展现高弹性，牛市“方兴未艾”旺季动销可期。2021H1 次高端四家公司（山西汾酒、洋河股份、水井坊、舍得酒业）合计实现营收 318.9 亿元，同比+43.9%，实现归母净利润 103.2 亿元，同比+41.9%；2021Q2 单季度四家公司合计实现营收 117.7

亿元，同比+54.5%，实现归母净利润 35.5 亿元，同比+94.3%，Q2 业绩弹性突显，主要系 1) 洋河 21Q1 存在业绩高基数扰动；2) 次高端酒企 20Q2 普遍受疫情防控影响较大，板块 20Q2 业绩增速为-12.1%；3) 产品结构优化提振毛利率（21Q2 单季度毛利率同比+3.1pct 至 75.1%）叠加收入摊薄费用影响。即将迎来 Q3 白酒动销旺季，当前疫情影响逐渐淡化、区域疫情反复得到有效控制，次高端增长逻辑未受影响，同时板块内部看点十足，水井坊成立新体外销售公司运作典藏及以上高端产品，今世缘 V 系亦采取经销商联盟的形式运作，渠道创新有望加速产品放量增长，洋河 M6+ 已获市场验证、升级自上而下，汾酒青花 30 复兴版剑指千元价格带，青花 20 显著放量。

与 2019 年同期相比，汾酒、舍得高增长，水井、洋河实现基本恢复。山西汾酒 2021H1/Q2 营收较 2019 年同期增速为 90.0%/106.4%，舍得为 95.9%/160.6%，汾酒与舍得近年经营改善叠加渠道开拓影响，增长明显，业绩端同样取得显著高增，山西汾酒、舍得酒业 2021H1 业绩较 2019 年同期增长 197.8%/296.6%。洋河 2021H1/Q2 营收较 2019 年同期增速为-2.8%/-1.7%，洋河自 19Q3 进入调整期，经过两年改革与调整，当前营收水平已基本恢复 2019 年同期水平，业绩端 2021Q2 较 2019 年同期增长 15.2%，业绩端已实现正增长；水井坊增速分别为 8.7%/-21.5%，Q2 收入与业绩增速慢于 2019 年同期主要系公司仍有停货控价行为。

山西汾酒：青花引领高增，品牌势起复兴加速度。 1) 分产品来看，2021 上半年汾酒/系列酒/配制酒增速分别为 76%/2.6%/148%，汾酒占比达到 92%。其中青花系列引领高增，青花 20 在 400 元价格带竞争优势明显，经过多年培育进入放量阶段，青花 30 复兴版卡位千元价格带，稳扎稳打，消费者培育工作稳扎稳打，下半年有望贡献营收增量。除此之外，玻汾保持较快增速，中档价格带金奖系列作为补位产品，全国化进程亦在推进。2) 分区域来看，2021 上半年省外营收同比增长 97%，占比提升至 60%，环山西地区维持高增，其中河南、山东作为传统强势地区，市占率稳步提升，北京、内蒙等市场亦进入放量期。此外，公司深化“1357+10”市场布局，对长三角、珠三角市场进行深化拓展，加速长江以内成长型市场开拓，2021 上半年南方核心市场增速远高于全国市场平均水平。

洋河股份：M6+放量高增，双沟全面发力。 分产品来看，2021H1 公司中高档酒实现收入 125.53 亿元，同增 16.5%，普通酒实现收入 26.01 亿元，同增 19.2%，我们预计梦 6+ 保持高增，梦 3 水晶版同比实现正增长，天之蓝、海之蓝产品企稳。同时，公司上半年加大对双沟品牌的运营，双沟品牌实现快速增长，子公司双沟酒业实现收入 27.29 亿元，去年同期仅为 7.11 亿元；分区域来看，2021H1 省内实现收入 72.25 亿元，同增 16.3%，省外实现收入 79.29 亿元，同增 17.5%，占比 52.3%，同比提升 0.8pct。此外，截至 Q2 末，公司省内经销商 3167 家，净增加 51 家，省外经销商 5996 家，净增加 61 家。

水井坊：Q2 收入略超预期，低库存高回款为下半年蓄力。 Q2 公司实现营收 5.97 亿元，略超市场预期，同增 691.5%，同时单季度公司销售毛利率为 83.5%，同比+12.4pct，主要系去年公司为携手经销商共渡难关选择主动控货，导致基数较低，当前已回归正常发展。2021H1 水井坊白酒销量同比-47.7%、吨价同比+337.0%，主要系去年同期水井坊系列产品均处于停货状态。Q2 作为白酒销售淡季，公司积极主动梳理公司团队和经销商渠道，渠道库存水平处于近年低位，同时经销商打款积极预收款维持高位，下半年开启新发展。公司积极创新营销模式，推动由部分经销商组建高端产品销售公司，发力典藏及以上产品，卡位 600 元以上“蓝海”价格带，打开未来发展空间。

2.1.3、地产酒龙头：企稳恢复，后周期属性有望逐季兑现

2021H1 地产酒龙头四家公司（古井贡酒、口子窖、今世缘、迎驾贡酒）合计实现营收 318.9 亿元，同比+33.6%，实现归母净利润 39.9 亿元，同比+39.4%；2021Q2 单季度地产酒龙头实现营收 63.4 亿元，同比+32.9%，实现归母净利润 15.8 亿元，同比

+35.3%。整体来看继 20Q2 营收与业绩增速转正后，地产酒龙头逐季改善趋势明显，但 Q2 由于处于白酒动销淡季，叠加部分区域受疫情反复影响（如今世缘的大本营市场江苏），Q2 增速较 Q1 环比放缓，但从产品盈利能力以及净利率的角度可见，2021Q1、Q2 单季度地产酒龙头归母净利润率分别同比+1.6/0.4pct，利润弹性正逐渐显现，其后周期品种的属性有望在下半年及明年春节期间得以验证，边际改善值得期待。

与 2019 年同期相比，地产酒表现各异、基本实现恢复。地产酒龙头方面，与 2019 年同期相比，古井贡酒、今世缘和迎驾贡酒均实现营收与业绩双正增长，其中今世缘表现最为瞩目，2021H1 营收与业绩较 2019 年同期增长 26.0%、24.5%，考虑到 Q2 江苏疫情影响，今世缘得益于优秀的产品结构及苏酒市场近年消费升级，发展势头良好，口子窖 2021H1 表现仍不及 2019 年同期，但 2021Q2 营收较 2019Q2 同增 1.2%，单季度收入率先实现同比持平。

古井贡酒：年份原浆结构升级显著，黄鹤楼实现较好恢复。公司 2021H1 白酒业务实现收入 68.09 亿元，同增 25.3%，分产品来看，年份原浆/古井贡酒实现收入 50.70/8.06 亿元，同增 15.5%/14.1%，其中年份原浆系列销量同降 7.33%，均价同增 24.6%，预计公司年份原浆古 8 及以上产品顺应省内消费升级趋势放量增长，古井贡酒系列销量同增 14.1%，均价同比持平，公司整体销量同增 10.5%、吨价同增 14.9%。2021H1 黄鹤楼实现收入 5.81 亿元，同增 319.6%，同比 2019H1 增长 26.9%，疫情后实现较好的恢复。分区域来看，公司华中/华北/华南分别实现收入 60.25/5.05/4.72 亿元，同比 23.5%/40.3%/67.5%。

今世缘：国缘占比提升，省外招商持续推进。我们预计国缘系列占比继续上移至 80% 左右。1) 分产品来看，Q2 特 A+ 实现收入 9.82 亿元，同增 39.5%，占比 67.2%，同比提升 5.7pcts，特 A 实现收入 3.77 亿元，同增 25.8%，其中预计四开和对开上半年实现较快增速，高端 V 系列保持高速增长。2) 分地区来看，Q2 省内总体保持稳健增长，同增 28.5%，苏中大区/淮海大区/苏南大区/淮安大区实现较快增长，分别同增 39.1%/33.6%/33.4%/34.3%，南京大区/盐城大区保持稳健增长，同增 21.5%/15.5%。省外 H1 营收 2.83 亿元，同增 31.3%，其中 Q2 营收 1.09 亿元，同增 14.7%，上半年公司省外招商持续推进，Q2 省外净增经销商 70 家，上半年累计经销商数量达 618 家。

口子窖：低基数下高增长，已恢复至 19 年水平。分产品来看，2021H1 公司高档酒/中档酒/低档酒分别实现收入 21.24 亿元/4480 万元/4284 万元，分别同增 42.8%/82.1%/34.6%，基本恢复至 2019 年水平，今年 2-5 月份公司主动控货提价，放缓了发货节奏，渠道库存处于相对较低位置。同时，由于去年年底宣布兼香 518 产品将会在 5 月份上市，518 配额相对比较紧张，因此经销商对其他产品打款也留有余力。

2.1.4、大众酒：疫情扰动仍有承压

顺鑫农业：白酒收入持平略增，地产去化加速。分业务来看，公司上半年白酒业务实现收入 65.36 亿元，同比增长 1.1%，其中 Q2 预计白酒收入持平略下滑，主要系北京市场疫情影响，中高端产品略有下滑；猪肉业务上半年实现收入 21.50 亿元，同比下滑 21.7%；房地产业务实现营收 4.22 亿元，同比增长 35%，地产去化明显加速。分地区来看，公司北京地区实现 38.44 亿元，同比下滑 8.7%，主要系局部地区疫情防控带动北京防控措施加强，部分消费场景受到影响，外阜地区实现收入 53.48 亿元，同增 0.7%。

图表 14：白酒上市公司收入及增速（亿元）

	2021H1	YoY	较 19H1	2021Q2	YoY	较 19Q2
贵州茅台	507.2	11.1%	23.2%	226.6	11.4%	21.2%
五粮液	367.5	19.4%	35.4%	124.3	18.0%	30.0%

泸州老窖	93.2	22.0%	16.3%	43.1	5.7%	12.2%
洋河股份	155.4	15.7%	-2.8%	50.2	20.7%	-1.7%
山西汾酒	121.2	75.6%	90.0%	47.9	73.4%	106.4%
水井坊	18.4	128.4%	8.7%	6.0	691.5%	-21.5%
舍得酒业	23.9	133.1%	95.9%	13.6	119.3%	160.6%
酒鬼酒	17.1	137.3%	141.7%	8.1	96.8%	122.2%
古井贡酒	70.1	27.0%	17.0%	28.8	28.6%	24.1%
口子窖	22.4	42.9%	-7.3%	10.7	35.0%	1.2%
今世缘	38.5	32.2%	26.0%	14.6	27.3%	32.1%
老白干酒	16.5	10.6%	-15.7%	9.0	21.8%	10.8%
顺鑫农业	91.9	-3.5%	9.2%	37.1	-7.3%	1.5%
伊力特	10.3	29.9%	9.6%	4.9	-24.1%	15.2%
迎驾贡酒	20.9	52.5%	10.8%	9.4	57.1%	29.9%
金徽酒	9.7	36.6%	19.3%	4.6	25.6%	54.1%
金种子酒	5.4	33.0%	7.6%	2.5	15.9%	15.0%
青青稞酒	5.8	63.6%	6.9%	2.0	32.3%	13.8%
合计	1595.5	21.3%	23.8%	643.2	19.4%	23.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 部分上市酒企量价拆分

	营业收入 (亿元)			销量 (吨)			吨价 (万元/吨)		
	20H1	21H1	YoY	20H1	21H1	YoY	20H1	21H1	YoY
五粮液	307.7	367.5	19.4%	93,777.4	118,047.0	25.9%	32.8	31.1	-5.1%
泸州老窖	76.3	93.2	22.0%	48,164.3	38,881.8	-19.3%	15.9	24.0	51.2%
洋河股份	134.3	155.4	15.7%	70,284.7	91,342.2	30.0%	19.1	17.0	-10.9%
古井贡酒	55.2	70.1	27.0%	45,480.1	50,236.4	10.5%	12.1	13.9	14.9%
水井坊	8.0	18.4	128.4%	4,527.8	2,366.8	-47.7%	17.8	77.6	337.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 白酒上市公司归母净利润及增速 (亿元)

	2021H1	YoY	较 19H1	2021Q2	YoY	较 19Q2
贵州茅台	246.5	9.1%	23.6%	107.0	12.5%	22.6%
五粮液	132.0	21.6%	41.4%	38.8	23.0%	35.5%
泸州老窖	42.3	31.2%	53.7%	20.6	36.1%	66.7%
洋河股份	56.6	4.8%	1.4%	18.0	28.6%	15.2%
山西汾酒	35.4	120.8%	197.8%	13.6	258.2%	335.4%
水井坊	3.8	266.0%	11.1%	(0.4)	52.0%	-134.8%
舍得酒业	7.4	347.9%	296.6%	4.3	215.3%	410.9%
酒鬼酒	5.1	176.5%	227.5%	2.4	174.0%	191.5%
古井贡酒	13.8	34.5%	10.5%	5.6	45.4%	21.4%
口子窖	6.9	41.3%	-23.2%	2.7	10.0%	-23.6%
今世缘	13.3	30.9%	24.5%	5.3	20.5%	22.8%

老白干酒	1.2	6.1%	-35.9%	0.7	32.5%	-10.8%
顺鑫农业	4.8	-13.3%	-26.6%	1.0	-47.6%	-53.3%
伊力特	2.1	45.0%	5.1%	0.8	-41.5%	53.8%
迎驾贡酒	5.9	77.6%	33.0%	2.2	122.3%	143.2%
金徽酒	1.9	55.9%	38.9%	0.7	15.6%	179.3%
金种子酒	(1.0)	-79.8%	207.5%	(0.5)	-74.3%	20.4%
青青稞酒	0.8	314.5%	235.0%	0.0	-112.4%	113.5%
合计	578.8	21.0%	30.6%	222.9	26.3%	34.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 利润端: 经营正常化+消费升级, 有望持续贡献板块利润

2.2.1、毛利率: Q2 毛利率同比提高明显, 消费升级仍在进行中

2021H1 白酒板块平均毛利率 77.7%, 同比+0.9pct, 2021Q2 单季度白酒板块平均毛利率为 77.1%, 同比+1.5pct, 主要系消费升级持续叠加动销正常化后规模效应影响, 大部分酒企毛利率较 2019 年同期实现正增长, 可见疫情对消费升级的影响仅是暂缓、而非中断。**高端酒方面**, 贵州茅台变化幅度较小, 2021Q2 单季度五粮液与泸州老窖毛利率提升明显, 其中五粮液同比+1.4pct 至 72.1%, 主要系计划外打款增厚吨价叠加系列酒调整到位, 泸州老窖毛利率同比+7.8pct 至 85.2%, 主要系 Q2 中低档产品控货调整、国窖放量增长带动产品结构优化。**次高端方面**, 消费升级持续演绎, 山西汾酒、水井坊、舍得等企业毛利率均同比上行, 其中水井主要系去年大规模停货导致今年规模效应凸显、提振毛利率; 洋河股份 Q2 毛利率同比微降预计主要系双沟占比提升的影响。**地产酒龙头方面**, 各酒企毛利率普遍较同期上涨, 预计主要系动销正常化后恢复性增长。**大众酒方面**, 顺鑫农业受非白酒业务拖累, 具体到白酒业务毛利率整体持平微增。

图表 17: 白酒上市公司毛利率变化

	2021H1	同增 (pcts)	较 19H1 (pcts)	2021Q2	同增 (pcts)	较 19Q2 (pcts)
贵州茅台	91.7%	-0.1	-0.5	91.3%	-0.2	-0.6
五粮液	75.0%	0.4	1.1	72.1%	1.4	1.9
泸州老窖	85.7%	3.8	6.0	85.2%	7.8	4.9
洋河股份	74.4%	1.2	3.5	70.8%	-1.2	2.7
山西汾酒	75.0%	3.3	3.5	77.2%	6.3	6.6
水井坊	84.5%	2.2	2.3	83.5%	12.4	1.7
舍得酒业	78.8%	3.8	4.3	79.7%	3.0	5.5
酒鬼酒	80.2%	0.2	2.7	81.2%	5.2	3.6
古井贡酒	76.4%	0.2	-0.3	75.6%	1.0	1.2
口子窖	74.8%	-1.5	-1.2	72.8%	-2.3	-0.7
今世缘	70.6%	1.1	-1.4	66.2%	2.6	-1.0
老白干酒	67.6%	3.8	6.0	67.5%	7.5	4.9
顺鑫农业	27.5%	-1.8	-9.4	25.3%	-5.0	-9.5
伊力特	56.9%	6.6	5.6	52.3%	1.8	2.8
迎驾贡酒	65.9%	-1.0	2.9	61.3%	1.1	5.1
金徽酒	65.7%	4.4	7.8	65.9%	3.8	8.2

金种子酒	25.6%	-3.5	-15.8	27.1%	3.4	-8.7
青青稞酒	63.3%	-1.6	-1.5	62.8%	-1.7	-1.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2.2、营业税金率: 经营回归正常, 税金波动逐季淡化

2020H1 受疫情影响, 由于生产和销售错期导致部分公司税金确认时间点相对延后, 导致各家酒企 2020Q2 单季度营业税金率基数有所不同。如茅台、汾酒、洋河等企业由于 2020Q2 加紧生产导致当季度营业税金率较高, 2021Q2 单季度茅台/汾酒/洋河营业税金率分别同比下降 1.7/3.3/5.9pct, 显著增强单季度净利率, 而泸州老窖由于 2021Q2 税金缴纳较少、当季盈利能力亦有较大提高, 水井坊则是由于去年同期收入下滑严重导致营业税金率同期较高, 2021Q2 单季度同降 10.0pct 至 16.3%, 恢复至正常水平。

图表 18: 白酒上市公司单季度营业税金率及 2021Q2 变化情况

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q2 同增 (pcts)
贵州茅台	12.5%	14.4%	18.9%	9.7%	15.5%	15.9%	15.7%	13.6%	13.8%	-1.7
五粮液	14.3%	13.4%	14.1%	13.3%	13.9%	14.0%	15.4%	13.7%	14.0%	0.2
泸州老窖	14.2%	9.9%	13.9%	5.9%	11.5%	14.0%	19.6%	13.0%	8.0%	-3.5
洋河股份	11.4%	13.2%	19.3%	15.0%	17.3%	13.2%	26.5%	16.5%	14.0%	-3.3
山西汾酒	21.3%	19.0%	25.1%	6.6%	24.2%	16.2%	27.7%	12.5%	18.3%	-5.9
水井坊	17.3%	15.3%	15.3%	16.0%	26.3%	15.1%	15.0%	15.3%	16.3%	-10.0
舍得酒业	12.1%	13.0%	13.4%	14.7%	11.8%	14.9%	15.1%	14.7%	13.4%	1.6
酒鬼酒	16.5%	16.2%	15.2%	15.0%	16.0%	15.9%	15.5%	14.8%	15.2%	-0.8
古井贡酒	14.2%	15.3%	17.3%	15.9%	16.4%	15.8%	15.1%	15.6%	14.7%	-1.7
口子窖	15.7%	14.5%	16.5%	14.9%	15.2%	15.2%	15.8%	14.6%	16.2%	1.0
今世缘	10.7%	26.4%	24.7%	16.1%	12.6%	22.5%	18.8%	16.1%	10.8%	-1.8
老白干酒	16.2%	14.6%	15.5%	14.1%	15.5%	16.5%	17.1%	14.9%	15.5%	0.0
顺鑫农业	9.6%	12.7%	13.7%	7.8%	9.1%	7.6%	16.1%	10.4%	8.1%	-1.0
伊力特	13.7%	13.3%	14.5%	18.8%	14.8%	12.4%	16.1%	16.7%	16.5%	1.8
迎驾贡酒	15.7%	14.8%	16.7%	13.4%	16.6%	15.1%	15.4%	15.0%	16.1%	-0.5
金徽酒	14.4%	13.0%	14.7%	14.5%	13.5%	13.8%	14.1%	14.6%	12.8%	-0.7
金种子酒	9.6%	9.3%	11.6%	11.1%	11.8%	10.7%	12.0%	12.0%	11.3%	-0.5
青青稞酒	18.9%	15.2%	14.9%	14.9%	22.3%	16.2%	18.7%	15.7%	18.5%	-3.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2.3、费用率: 经营恢复与规模效应摊薄费用率, 地产酒略有承压

销售费用率: 动销恢复与规模效应带动销售费用率正常化, 地产酒费用投入略有提高。由于 2020H1 部分企业受疫情影响收入下滑, 而部分销售费用仍继续投放, 使得收入的规模效应未得到体现、销售费用率过高, 2021H1 随着动销正常后, 水井坊/舍得/迎驾贡酒/金种子酒/青青稞酒销售费用率分别同比下降 4.8/8.3/6.2/5.9/20.2pct, 其中水井坊 2021Q2 单季度销售费用率同降 108.3pct 至 52.7%, 主要系两个季度公司均采取了控货举措、2021Q2 相对收入更正常化, 老窖也在 Q2 由于中档酒控货调整而减少了对费用投入, 使得单季度销售费用率同降 3.5pct 至 11.8%。部分地产酒 2021Q2 单季度销售费用率有所上行, 主要系促进淡季动销、备战旺季与冲抵疫情影响所致, 如今世

缘/老白干/伊力特 Q2 单季度销售费用率同比+4.8/5.2/4.2pct，而古井贡酒在收入高增的情况下销售费用率同比持平。

管理费用率：回归正常化，管理费用率稳定。2021Q2 单季度白酒上市酒企管理费用率为 6.6%，同比-0.2pct，部分酒企变化较大，如水井坊管理费用率同比下降 73.4pct 至 17.4%，舍得、酒鬼酒、金徽酒和青青稞酒管理费用率也有不同程度下降，而鲜有公司管理费用率大幅提高，主要系生产经营活动回归正常化后管理费用率亦趋于正常。

图表 19: 白酒上市公司费用率变化

	销售费用率				管理费用率			
	2021H1	同增 (pcts)	2021Q2	同增 (pcts)	2021H1	同增 (pcts)	2021Q2	同增 (pcts)
贵州茅台	2.5%	0.0	3.2%	0.7	6.9%	0.4	7.5%	0.6
五粮液	9.7%	-0.7	14.7%	0.9	4.2%	0.0	4.7%	-1.0
泸州老窖	12.7%	-1.9	11.8%	-3.5	4.7%	0.0	5.6%	0.8
洋河股份	8.6%	-0.2	13.5%	0.1	6.0%	-0.7	8.8%	-1.4
山西汾酒	16.7%	-3.4	14.9%	-3.3	3.9%	-2.4	5.0%	-2.6
水井坊	31.8%	-4.8	52.7%	-108.3	9.0%	-7.4	17.4%	-73.4
舍得酒业	14.5%	-8.3	14.5%	-6.7	9.4%	-5.3	9.9%	-3.8
酒鬼酒	21.8%	-2.6	21.5%	-3.4	3.9%	-3.4	4.5%	-2.8
古井贡酒	28.9%	-0.4	28.1%	0.0	6.7%	-0.5	8.2%	-0.8
口子窖	14.5%	-1.6	17.1%	1.5	5.4%	-0.9	6.6%	-0.5
今世缘	10.2%	1.5	7.6%	4.8	2.6%	-0.3	3.6%	-0.2
老白干酒	33.0%	2.8	33.4%	5.2	9.4%	0.8	7.8%	1.3
顺鑫农业	4.9%	-2.2	5.8%	-2.2	4.6%	0.8	5.2%	1.3
伊力特	7.6%	1.1	10.3%	4.2	2.5%	0.9	1.8%	0.6
迎驾贡酒	9.4%	-6.2	10.8%	-8.2	4.4%	-1.4	4.9%	-2.1
金徽酒	16.4%	3.5	21.7%	8.4	10.1%	-1.2	10.8%	-2.7
金种子酒	22.6%	-5.9	23.7%	-4.8	10.2%	-4.9	11.8%	-0.1
青青稞酒	19.3%	-20.2	27.4%	-21.6	10.4%	-8.3	16.7%	-3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2.4、净利率：基数效应与消费升级共振，Q2 板块盈利改善明显

Q2 板块盈利能力大幅改善。2021H1/Q2 白酒板块归母净利率为 36.3%/34.7%，分别同比-0.1pct/+1.9pct，其中 2021Q2 单季度净利率改善较为明显，主要系毛利率同比提升叠加经营正常化后税金率同比下降所致。高端酒方面，泸州老窖业绩弹性显现，归母净利率同比提高 10.7pct 至 47.7%，主要系毛利率提振（同比+7.8pct）与销售费用率下降（同比-3.6pct）共同作用，五粮液 Q2 由于直营与计划外产品占比提高带动整体盈利能力提高。次高端方面，山西汾酒、水井坊、舍得酒业净利率提升明显，其中山西汾酒得益于营收高质量增长提升毛利率、摊薄降低费用率，公司净利率同增 14.7pct 至 28.4%，舍得与汾酒情况相似，高增带动盈利能力大幅改善，而水井坊尽管存在控货但收入仍较同期实现较大幅增长、单季度减亏明显。地产酒龙头方面，口子窖和今世缘盈利能力略有承压，洋河与古井呈改善趋势，迎驾贡酒得益于收入高增摊薄销售费用（同比-8.2pct），公司净利率提高 7.0pct 至 23.7%。其他酒企中，青青稞酒 2021Q2 较同期扭亏实现净利率大幅提升，酒鬼酒收入高增叠加产品结构优化，净利率同比+8.5pct 至 30.1%。

图表 20: 白酒上市公司净利率变化

	2021H1	同增 (pcts)	较 19H1 (pcts)	2021Q2	同增 (pcts)	较 19Q2 (pcts)
贵州茅台	48.6%	-0.9	0.1	47.2%	0.5	0.5
五粮液	35.9%	0.6	1.5	31.2%	1.3	1.3
泸州老窖	45.4%	3.2	11.0	47.7%	10.7	15.6
洋河股份	36.4%	-3.8	1.5	35.8%	2.2	5.3
山西汾酒	29.2%	6.0	10.6	28.4%	14.7	15.0
水井坊	20.5%	7.7	0.4	-7.1%	109.5	-23.0
舍得酒业	30.8%	14.8	15.6	31.8%	9.7	15.6
酒鬼酒	29.8%	4.2	7.8	30.1%	8.5	7.1
古井贡酒	19.7%	1.1	-1.2	19.6%	2.3	-0.4
口子窖	30.6%	-0.3	-6.3	25.0%	-5.7	-8.1
今世缘	34.6%	-0.3	-0.4	36.4%	-2.0	-2.7
老白干酒	7.5%	-0.3	-2.4	7.6%	0.6	-1.8
顺鑫农业	5.2%	-0.6	-2.5	2.8%	-2.1	-3.2
伊力特	20.6%	2.2	-0.9	16.6%	-4.9	4.2
迎驾贡酒	28.4%	4.0	4.7	23.7%	7.0	11.0
金徽酒	19.3%	2.4	2.7	15.5%	-1.3	7.0
金种子酒	-17.9%	-4.7	-11.7	-19.6%	-6.6	-0.9
青青稞酒	13.0%	22.9	8.8	1.9%	22.0	17.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3 现金流&预收款: 整体回暖, 蓄力旺季

2.3.1、销售回款: 同比改善明显, 次高端表现瞩目

次高端回款表现亮眼, 改善趋势显著。分价格带来看, 高端酒方面老窖回款同比改善最大, 2021H1 回款同增 72.8%, 次高端酒企 2021Q2 单季度回款普遍同比高增, 其中洋河股份/山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒/古井贡酒回款分别同比+166.7%/73.6%/345.2%/113.3%/99.5%/112.6%, 其中不仅有当前较同期经营回归正常化的影响, 还体现出次高端行业仍处于较高景气周期。从回款占收入比的角度看, 多数酒企回款占收入比超 100%, 仅水井坊、舍得、口子窖和金种子酒回款未超营收。

图表 21: 白酒上市公司现金汇款及经营现金流净额变化 (亿元)

	回款		YOY		回款/收入		现金净流量		YOY	
	2021H1	2021Q2	2021H1	2021Q2	2021H1	2021Q2	2021H1	2021Q2	2021H1	2021Q2
贵州茅台	502.7	279.7	8.2%	13.8%	99.1%	123.4%	217.2	232.0	72.1%	124.9%
五粮液	360.8	150.2	26.1%	-5.7%	98.2%	120.9%	87.1	32.0	645.4%	35.1%
泸州老窖	108.5	44.1	72.8%	23.3%	116.5%	102.1%	27.4	14.3	275.7%	36.7%
洋河股份	147.8	53.5	84.9%	166.7%	95.1%	106.5%	20.9	-8.3	-176.6%	-65.6%
山西汾酒	114.3	62.7	54.6%	73.6%	94.3%	131.0%	21.6	19.1	76.2%	74.1%
水井坊	19.0	5.4	112.5%	345.2%	103.3%	91.1%	2.8	-3.3	-237.6%	18.0%
舍得酒业	26.1	13.6	132.6%	113.3%	109.0%	99.5%	8.7	4.8	-1518.4%	3662.1%

酒鬼酒	19.4	11.3	123.6%	99.5%	112.9%	140.6%	6.8	4.8	191.0%	72.4%
古井贡酒	80.6	40.8	27.3%	112.6%	115.1%	141.9%	2.6	16.4	-88.7%	131.0%
口子窖	20.6	9.6	36.2%	48.4%	91.8%	89.4%	-2.5	0.2	-34.6%	-121.3%
今世缘	40.2	19.0	75.8%	48.8%	104.4%	130.7%	11.6	6.3	-4566.2%	198.3%
老白干酒	26.0	11.4	57.7%	32.2%	157.7%	127.5%	5.1	2.0	-336.9%	105.0%
顺鑫农业	81.4	38.4	-5.6%	-6.8%	88.6%	103.7%	-14.7	-2.6	101.5%	-302.8%
伊力特	10.7	6.2	7.6%	-23.1%	104.1%	128.4%	-0.1	0.2	-116.6%	-93.3%
迎驾贡酒	22.5	10.6	81.5%	45.9%	107.9%	113.3%	2.5	1.0	-155.0%	-255.7%
金徽酒	10.4	5.0	36.6%	10.6%	107.2%	108.6%	0.9	1.2	267.8%	19.7%
金种子酒	4.7	1.1	20.5%	-57.5%	87.0%	44.0%	-2.0	-0.6	-59.2%	84.0%
青青稞酒	6.7	2.3	77.1%	38.1%	115.5%	113.0%	0.8	-0.2	157.5%	-58.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3.2、预收款(合同负债): 同比大幅改善, 蓄力旺季动销

2021Q2 末白酒板块合同负债合计为 361.1 亿元, 同比+34.1%, 经营回归正常后各酒企打款发货节奏回归正常, 同时不同于 2020Q2 合同负债环比下降, 2021Q2 白酒板块合同负债环比提高 14.9%, 表明渠道信心十足、各酒企纷纷蓄力 Q3 旺季动销。从价格带来看, 高端白酒中五粮液与泸州老窖表现亮眼, 其中五粮液不仅同比+74.9%、环比亦+26.9%; 次高端白酒中, 回款同比普遍增长明显, 环比 Q1 变化不大、涨跌各现; 地产酒龙头中, 由于去年基数原因, 合同负债普遍同比大幅提高、环比改善趋势明显, 如酒鬼酒、口子窖和今世缘合同负债环比+50.2%/+33.8%/+34.4%。

与 2019 年同期相比, 合同负债普遍高增、行业景气度仍在高位。次高端酒企合同负债普遍较 2019 年同期增长明显, 洋河股份/山西汾酒/水井坊/舍得酒业分别增长 210.1%/120.1%/974.0%/194.0%, 地产酒方面, 酒鬼酒、古井贡酒、今世缘和老白干亦同比大幅增长, 当前行业景气度仍处于高位, 下半年白酒动销旺季可期。

图表 22: 白酒上市公司预收款(合同负债)变化情况(亿元)

	预收款		YoY			QoQ	
	21Q1	21Q2	21Q1	21Q2	较 19Q2	21Q1	21Q2
贵州茅台	53.4	92.4	-22.7%	-2.3%	-24.6%	-59.9%	73.1%
五粮液	49.9	63.3	4.5%	74.9%	45.3%	-42.2%	26.9%
泸州老窖	16.9	14.1	170.2%	139.4%	1.1%	0.8%	-16.8%
洋河股份	61.3	55.2	-4.7%	39.7%	210.1%	-30.4%	-10.0%
山西汾酒	29.3	32.6	81.9%	52.0%	120.1%	-5.7%	11.2%
水井坊	7.2	6.4	2278.1%	26.7%	974.0%	-1.7%	-11.7%
舍得酒业	4.4	3.7	157.7%	140.2%	194.0%	19.9%	-16.3%
酒鬼酒	5.8	8.7	258.6%	307.5%	1072.6%	-19.3%	50.2%
古井贡酒	19.4	22.1	26.8%	204.3%	328.1%	61.1%	13.9%
口子窖	3.7	5.0	-18.4%	14.4%	-3.7%	-51.9%	33.8%
今世缘	4.8	6.5	65.2%	84.1%	110.9%	-56.0%	34.4%
老白干酒	12.9	12.9	44.8%	107.7%	290.0%	82.0%	-0.1%
顺鑫农业	36.9	29.4	-13.2%	-17.3%	-40.6%	-27.4%	-20.2%
伊力特	0.4	1.1	-11.1%	372.6%	57.7%	-58.1%	198.6%

迎驾贡酒	4.1	4.0	36.9%	23.6%	86.6%	-11.8%	-2.9%
金徽酒	2.0	1.9	46.7%	33.1%	38.4%	-1.3%	-2.1%
金种子酒	1.3	1.4	66.0%	41.8%	15.9%	-2.1%	7.4%
青青稞酒	0.5	0.5	79.1%	122.5%	-24.8%	52.5%	1.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

疫情反复影响终端动销, 高端酒价盘大幅波动, 行业竞争加剧。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com