

证券研究报告—深度报告

食品饮料

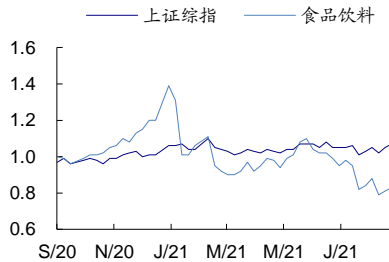
白酒中报总结暨 9 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 09 月 08 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《调味品跟踪报告: 拐点渐近, 关注改善》——2021-08-02  
 《国信证券-大众食品板块 8 月投资策略: 短期波动不改长期价值, 关注龙头企业经营改善机会》——2021-08-02  
 《白酒行业 8 月投资策略: 行业景气依旧, 静待价值回归》——2021-08-02  
 《国信证券-食品饮料行业中报业绩前瞻: 白酒高增持续, 食品关注下半年改善》——2021-07-14  
 《白酒动态跟踪: Q2 表现稳健, 渠道持续高景气》——2021-07-13

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855  
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

证券分析师: 李依琳

电话: 010-88005029  
 E-MAIL: liyilin1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521070002

行业投资策略

中报业绩稳健, 配置价值凸显

● 21H1 行业增长稳健, 高端平稳, 次高端弹性显现, 地产龙头起势

1、收入利润: 21H1 白酒行业在较低基数和需求复苏下, 整体收入利润稳健增长。21H1 上市酒企收入和利润增速分别为 21.6%和 21.0%, 21Q2 上市酒企收入和利润增速分别为 19.6%和 26.3% (较 19Q2 +24.2%/+34.0%)。分价格带看, 21Q2 收入和利润增速排序均为次高端 (95.3%/285.1%) > 地产酒 (26.8%/31.3%) > 高端 (12.9%/17.4%) > 其他 (-7.2%/-49.9%)。高端酒量价齐升景气依旧, 次高端及地产酒受益产品及价格升级+需求复苏收入弹性较大, 但个股业绩分化依然明显, 如山西汾酒、酒鬼酒、迎驾贡酒等因全国化招商推进和产品快速放量推动收入利润高增, 水井坊、口子窖等收入平稳增长, 但利润因销售费用增加短期承压。2、利润率: 在产品升级、提价效应、销售节奏、费用确认节奏等综合影响下, 上市酒企利润率稳步提升。21Q2 上市酒企毛利率/净利率为 76.8%/35.1% (+1.6pct/+1.9pct), 其中高端/次高端/地产酒毛利率同比分别+1.0pct/+6.2pct/+0.5pct, 高端/次高端/地产酒净利率同比分别+1.7pct/+13.0pct/+1.0pct。3、现金及预收: 行业需求及动销稳中向好, 现金流明显改善, 预收款处于高位。21H1 上市酒企销售回款/经营净现金流同比增长 29.5%/198.1%。

● 21H2 白酒景气度持续, 预计中秋需求平稳, 龙头业绩确定性仍强

渠道跟踪看 21H2 景气度仍持续, 局部地区疫情影响有限, 高端消费依然旺盛, 白酒基本面仍有较强确定性。一方面, 当前茅台批价坚挺, 五泸批价平稳, 持续体现高端酒有较强的需求支撑, 奠定白酒板块良好景气度; 另一方面, 局部地区疫情影响逐渐消费, 消费场景逐步恢复, 虽大众消费倾向短期承压, 但高端和次高端价格带扩容趋势未改, 大众消费升级和品牌集中趋势未变, 高端酒和优势次高端酒企仍有望量价齐升, 在全国市场深度扩张, 持续成长。同时近期渠道跟踪反馈中秋打款顺利进行, 动销平稳, 随着局部地区疫情影响逐步减弱, 消费场景也有望在节前基本恢复, 预计中秋国庆旺季表现会继续稳中向好。

● 投资建议: 优质白酒中长期配置价值凸显, 重点推荐一线龙头

近期名酒估值已回归价值区间。21H2 白酒公司业绩增速将回归平稳, 市场演绎将更多关注真实动销持续性以及边际改善机会。建议继续坚守高端白酒龙头五粮液、泸州老窖、贵州茅台, 关注次高端持续增长的山西汾酒、酒鬼酒, 重视基本面边际改善的洋河股份、今世缘。

● 风险提示: 宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 食品安全问题。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
600519	贵州茅台	买入	1,670.7	20,987	42.57	49.76	39.2	33.6
000858	五粮液	买入	211.5	8,208	6.25	7.40	33.8	28.6
000568	泸州老窖	买入	187.0	2,739	5.40	6.88	34.6	27.2
600809	山西汾酒	买入	280.8	3,426	4.56	6.22	61.6	45.1
000799	酒鬼酒	买入	225.1	732	2.95	4.29	76.3	52.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 内容目录

<b>白酒板块中报总结：中报业绩稳健，行业整体景气度较佳</b> .....	4
收入端：高端增长稳健，次高端展现高弹性，地产酒平稳增长.....	4
利润端：受产品升级和提价效应以及费率下降等影响，利润率稳步上行.....	6
现金&预收：现金流明显改善，预收款较为充足，盈利质量良好.....	8
<b>近期白酒基本面核心问题讨论</b> .....	10
<b>近期白酒动销跟踪：中秋打款顺利，动销稳中向好</b> .....	12
<b>白酒板块表现回顾：板块波动剧烈，估值明显回落</b> .....	12
市场表现回顾.....	12
白酒数据追踪.....	14
<b>投资观点及建议：板块估值回落，优质龙头中长期配置价值凸显</b> .....	15
<b>风险提示</b> .....	16
<b>国信证券投资评级</b> .....	17
<b>分析师承诺</b> .....	17
<b>风险提示</b> .....	17
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	17

## 图表目录

图 1: 白酒上市公司分季度收入同比增速对比 .....	4
图 2: 白酒上市公司分季度归母净利润同比增速对比 .....	4
图 3: 白酒行业分价格带收入同比增速对比 .....	5
图 4: 白酒行业分价格带归母净利润同比增速对比 .....	5
图 5: 白酒行业分价格带单季度收入同比增速对比 .....	5
图 6: 白酒行业分价格带单季度利润同比增速对比 .....	5
图 7: 白酒行业单季度毛利率及同比变动 .....	7
图 8: 白酒行业单季度净利率及同比变动 .....	7
图 9: 白酒行业单季度销售费用率及同比变化 .....	8
图 10: 白酒行业单季度管理费用率及同比变化 .....	8
图 11: 白酒行业分季度经营净现金流及同比增速 .....	9
图 12: 白酒行业分季度销售回款及同比增速 .....	9
图 13: 白酒行业分季度预收款及同比增速 .....	9
图 14: 白酒行业分价格带预收款同比增速对比 .....	9
图 15: 大盘和申万一级行业月度涨跌幅 .....	13
图 16: 食品饮料行业子板块月度涨跌幅 .....	13
图 17: 大盘和申万一级行业估值情况 .....	13
图 18: 食品饮料行业子板块估值情况 .....	13
图 19: 食品饮料行业个股月度涨跌幅及排名 .....	13
图 20: 高端酒一批价走势 (元/瓶) .....	14
图 21: 次高端酒一批价走势 (元/瓶) .....	14
图 22: 高端酒零售价走势 (元/瓶) .....	15
图 23: 次高端酒零售价走势 (元/瓶) .....	15
图 24: 贵州茅台估值进入相对合理区间 .....	16
表 1: 白酒上市公司营业收入和归母净利润一览表 .....	6
表 2: 白酒上市公司毛利率和净利率一览表 .....	7
表 3: 白酒上市公司销售费用率和管理费用率一览表 .....	8
表 4: 白酒上市公司销售回款及经营现金净流量一览表 .....	9
表 5: 白酒上市公司预收款 (合同负债+其他流动负债) 一览表 .....	10
表 6: 重点公司盈利预测及估值 .....	16

## 白酒板块中报总结：中报业绩稳健，行业整体景气度较佳

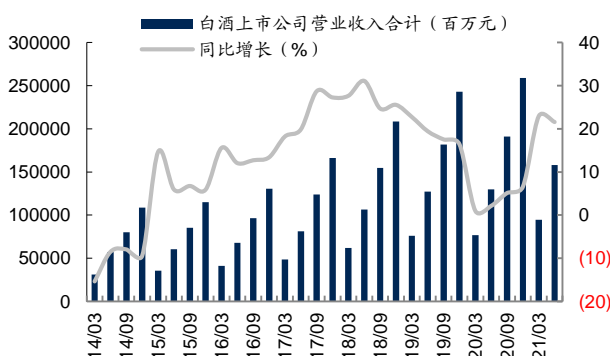
### 收入端：高端增长稳健，次高端展现高弹性，地产酒平稳增长

**2021Q2 整体酒企收入呈良好增长态势。**2021H1 18 家白酒上市公司合计实现营业收入 1579.16 亿元，同比增长 21.58%，较 2019Q2 增长 24.18%；实现归母净利润 578.78 亿元，同比增长 20.98%，较 2019Q2 增长 30.60%。其中，2021Q2 白酒上市公司合计实现营业收入 634.75 亿元，同比增长 19.62%，较 2019Q2 增长 24.22%；实现归母净利润 222.92 亿元，同比增长 26.31%，较 2019Q2 增长 34.04%。总体来看，多数酒企上半年的营收、利润均呈现良好增长态势，白酒行业依旧维持高景气度。

**分价格带来看，高端稳健，次高端增速亮眼，地产酒龙头起势。**2021H1 高端、次高端、地产酒和其他酒收入分别为 951.56 亿元、180.61 亿元、333.53 亿元和 113.46 亿元，同比增长 15.54%、91.08%、23.52%和 2.42%，归母净利润分别为 420.81 亿元、51.67 亿元、99.66 亿元和 6.65 亿元，同比增长 14.73%、151.22%、17.21%和 9.91%。其中，2021Q2 高端、次高端、地产酒和其他酒收入分别为 385.57 亿元、75.53 亿元、127.23 亿元和 46.42 亿元。同比增长 12.87%、95.34%、26.78%和-7.22%，归母净利润分别为 166.36 亿元、19.95 亿元、35.23 亿元和 1.38 亿元，同比增长 17.38%、285.06%、31.29%和-49.85%。

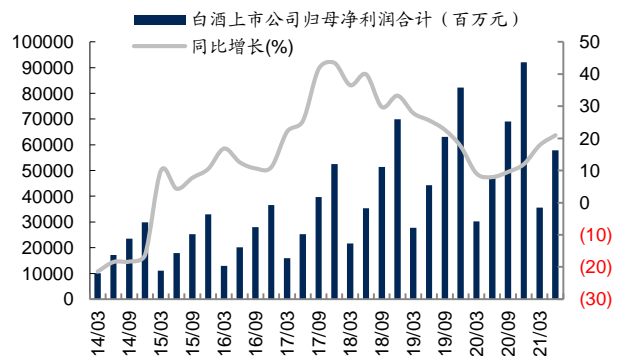
- **高端酒：**2021Q2 高端酒茅五泸收入增速分别为 11.61%、18.02%和 5.67%，归母净利润增速分别为 12.53%、23.03%和 36.10%。
- **次高端酒：**2021Q2 次高端酒汾酒、水井和酒鬼收入增速分别为 73.43%、691.49%、119.34%和 96.82%，归母净利润增速分别为 258.21%、-52.05%、215.33%和 174.05%。其中，2021Q2 山西汾酒、酒鬼酒等因全国化招商快速推进和产品持续放量，业绩延续 2021Q1 高增态势表现继续突出，水井坊受费用投放增加影响，利润短期承压。
- **地产酒：**2021Q2 地产酒洋河、古井、老白干、今世缘、迎驾、口子、金徽酒收入增速分别为 20.74%、28.56%、21.77%、27.32%、57.07%、35.05%和 25.60%，归母净利润增速分别为 28.61%、45.39%、32.48%、20.52%、122.30%、9.95%和 15.58%。2021Q2 区域龙头如洋河、今世缘、迎驾贡酒等产品结构升级明显，收入保持稳定增长，但仍保持较高的费用投放，如口子窖等受费用投放增加影响，利润短期有所承压。

图 1：白酒上市公司分季度收入同比增速对比



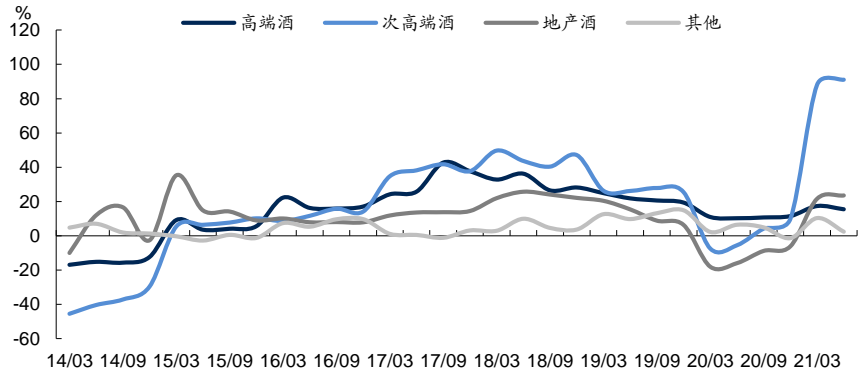
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：白酒上市公司分季度归母净利润同比增速对比



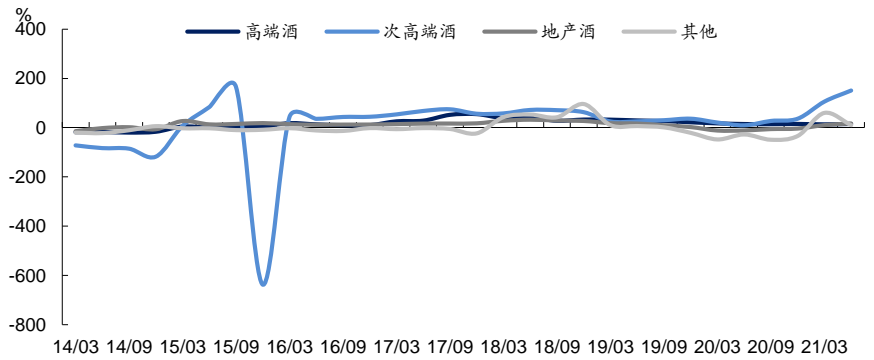
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 白酒行业分价格带收入同比增速对比



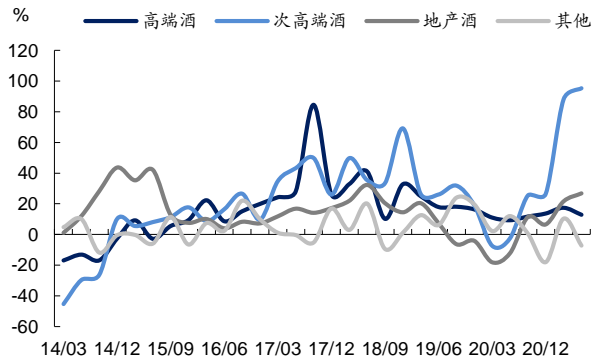
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 白酒行业分价格带归母净利润同比增速对比



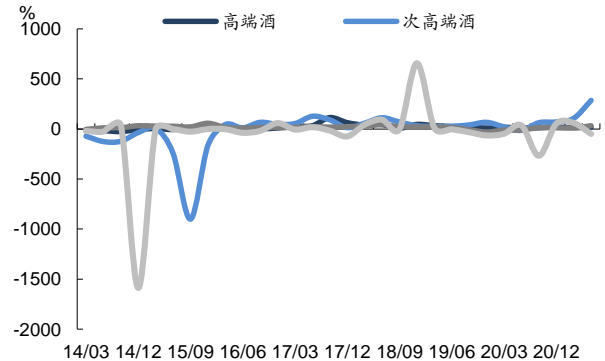
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 白酒行业分价格带单季度收入同比增速对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 白酒行业分价格带单季度利润同比增速对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表 1: 白酒上市公司营业收入和归母净利润一览表**

	营业收入 (百万元)		同比增速 (%)			归母净利润 (百万元)		同比增速 (%)		
	2021Q2	2021H1	2021Q1	2021Q2	2021H1	2021Q2	2021H1	2021Q1	2021Q2	2021H1
<b>高端酒</b>	<b>38,556.52</b>	<b>95,155.92</b>	<b>17.44</b>	<b>12.87</b>	<b>15.54</b>	<b>16,635.83</b>	<b>42,080.67</b>	<b>13.06</b>	<b>17.38</b>	<b>14.73</b>
贵州茅台	21,816.39	49,087.28	11.74	11.61	11.68	10,699.52	24,653.99	6.57	12.53	9.08
五粮液	12,426.71	36,751.55	20.19	18.02	19.45	3,876.76	13,200.37	21.02	23.03	21.60
泸州老窖	4,313.42	9,317.10	40.85	5.67	22.04	2,059.55	4,226.32	26.92	36.10	31.23
<b>次高端酒</b>	<b>7,552.90</b>	<b>18,060.61</b>	<b>88.12</b>	<b>95.34</b>	<b>91.08</b>	<b>1,995.40</b>	<b>5,166.68</b>	<b>106.13</b>	<b>285.06</b>	<b>151.22</b>
山西汾酒	4,786.68	12,118.75	77.11	73.43	75.64	1,361.52	3,543.57	78.16	258.21	120.80
水井坊	596.82	1,836.91	70.17	691.49	128.44	(42.13)	377.29	119.66	(52.05)	266.01
酒鬼酒	806.16	1,713.73	190.36	96.82	137.31	242.42	510.32	178.85	174.05	176.55
<b>地产酒</b>	<b>12,723.19</b>	<b>33,353.26</b>	<b>21.59</b>	<b>26.78</b>	<b>23.52</b>	<b>3,522.51</b>	<b>9,965.67</b>	<b>10.72</b>	<b>31.29</b>	<b>17.21</b>
洋河股份	5,023.26	15,543.26	13.51	20.74	15.75	1,798.92	5,661.45	(3.49)	28.61	4.82
古井贡酒	2,877.48	7,007.50	25.86	28.56	26.96	564.33	1,378.80	27.90	45.39	34.53
老白干酒	897.06	1,651.54	(0.26)	21.77	10.61	68.31	124.46	(14.59)	32.48	6.10
今世缘	1,454.89	3,850.75	35.35	27.32	32.20	529.29	1,334.70	38.78	20.52	30.92
迎驾贡酒	937.29	2,085.52	48.90	57.07	52.46	222.27	591.48	58.45	122.30	77.63
口子窖	1,069.67	2,242.83	50.90	35.05	42.90	267.32	687.39	72.73	9.95	41.34
金徽酒	463.54	971.87	48.43	25.60	36.59	72.07	187.39	99.34	15.58	55.89
<b>其他</b>	<b>4,642.49</b>	<b>11,345.81</b>	<b>10.36</b>	<b>(7.22)</b>	<b>2.42</b>	<b>137.82</b>	<b>665.25</b>	<b>59.62</b>	<b>(49.85)</b>	<b>9.91</b>
金种子酒	250.44	544.88	52.11	15.85	32.98	(49.07)	(97.72)	85.60	74.30	79.75
伊力特	486.25	1,030.52	255.33	(24.07)	29.85	80.61	212.06	1,475.80	(41.53)	45.04
青青稞酒	200.03	579.09	86.91	32.34	63.61	3.78	75.21	(1,630.00)	(112.43)	(314.49)
顺鑫农业	3,705.77	9,191.31	(0.70)	(7.26)	(3.46)	102.49	475.70	5.73	(47.57)	(13.27)
<b>白酒合计</b>	<b>63,475.09</b>	<b>157,915.61</b>	<b>22.93</b>	<b>19.62</b>	<b>21.58</b>	<b>22,291.56</b>	<b>57,878.27</b>	<b>17.86</b>	<b>26.31</b>	<b>20.98</b>

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

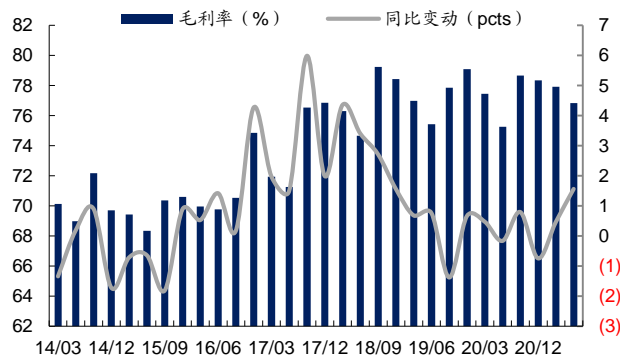
**利润端: 受产品升级和提价效应以及费率下降等影响, 利润率稳步上行**

**毛利率: 2021H1 白酒上市公司毛利率为 77.48%, 同比增加 0.92pct; 2021Q2 白酒上市公司毛利率为 76.83%, 同比增加 1.56pct。分价格带看, 2021Q2 高端/次高端/地产酒/其他酒毛利率分别为 82.46%/78.58%/70.41%/29.84%, 同比分别+1.01 pct /+6.18 pct /+0.47 pct/-3.83pct。其中高端毛利率稳步上行, 其中茅台毛利率保持平稳, 五粮液团购占比提升和系列酒结构优化推动毛利率上行, 老窖受益国窖高增占比提升毛利率也有提升; 次高端酒因产品升级和提价效应明显, 带动毛利率大幅提升; 地产酒如金徽酒、迎驾贡酒等毛利率亦有稳步提升。**

**净利率: 2021H1 白酒上市公司净利率为 36.65%, 同比下降 0.18pct; 2021Q2 白酒上市公司净利率为 35.12%, 同比增加 1.86pct。分价格带看, 2021Q2 高端/次高端/地产酒/其他酒净利率分别为 43.15%/26.42%/27.69%/2.97%, 同比分别+1.66pct/+13.02pct/+0.95pct/-2.52pct。其中高端和地产酒净利率稳步提升, 其中茅台、老窖等酒企 21Q1 因税金确认节奏导致税金率较高拖累净利率的影响在 21Q2 有所消除; 次高端酒在毛利率提升以及规模效应下费用率下降双重推动下净利率大幅提升。**

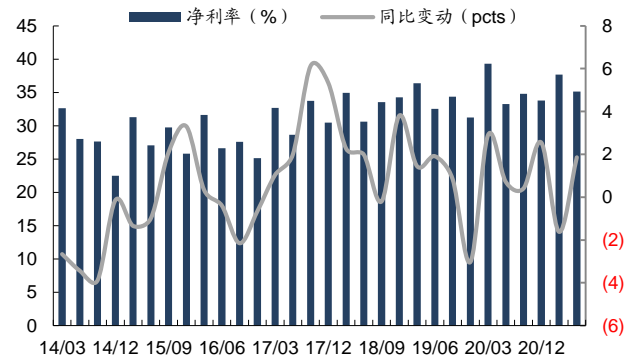


图 7: 白酒行业单季度毛利率及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 白酒行业单季度净利率及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

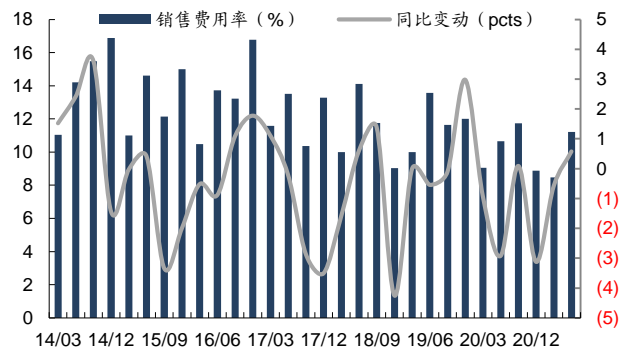
表 2: 白酒上市公司毛利率和净利率一览表

	毛利率 (%)		同比变动 (pcts)		净利率 (%)		同比变动 (pcts)	
	2021Q2	2021H1	2021Q2	2021H1	2021Q2	2021H1	2021Q2	2021H1
<b>高端酒</b>	<b>84.26</b>	<b>84.48</b>	<b>1.01</b>	<b>0.23</b>	<b>43.15</b>	<b>44.22</b>	<b>1.66</b>	<b>(0.31)</b>
贵州茅台	91.01	91.38	(0.20)	(0.08)	49.04	50.22	0.40	(1.20)
五粮液	72.06	74.96	1.35	0.42	31.20	35.92	1.27	0.64
泸州老窖	85.24	85.67	7.77	3.83	47.75	45.36	10.68	3.18
<b>次高端酒</b>	<b>78.58</b>	<b>76.96</b>	<b>6.18</b>	<b>3.35</b>	<b>26.42</b>	<b>28.61</b>	<b>13.02</b>	<b>6.85</b>
山西汾酒	77.22	74.99	6.30	3.29	28.44	29.24	14.67	5.98
水井坊	83.49	84.54	12.40	2.17	(7.06)	20.54	109.45	7.72
酒鬼酒	81.19	80.24	5.16	0.16	30.07	29.78	8.47	4.23
<b>地产酒</b>	<b>70.41</b>	<b>73.30</b>	<b>0.47</b>	<b>0.85</b>	<b>27.69</b>	<b>29.88</b>	<b>0.95</b>	<b>(1.61)</b>
洋河股份	70.82	74.43	(1.23)	1.22	35.81	36.42	2.19	(3.80)
古井贡酒	75.56	76.40	1.01	0.20	19.61	19.68	2.27	1.11
老白干酒	67.52	67.62	7.45	3.77	7.61	7.54	0.62	(0.32)
今世缘	66.18	70.58	2.55	1.14	36.38	34.66	(2.05)	(0.34)
迎驾贡酒	61.27	65.90	1.08	(0.99)	23.71	28.36	6.96	4.02
口子窖	72.77	74.76	(2.29)	(1.51)	24.99	30.65	(5.70)	(0.34)
金徽酒	65.88	65.68	3.81	4.37	15.55	19.28	(1.35)	2.39
<b>其他</b>	<b>29.84</b>	<b>31.88</b>	<b>(3.83)</b>	<b>(0.01)</b>	<b>2.97</b>	<b>5.86</b>	<b>(2.52)</b>	<b>0.40</b>
金种子酒	27.10	25.62	3.38	(3.52)	(19.60)	(17.93)	(6.57)	(4.67)
伊力特	52.29	56.91	1.77	6.59	16.58	20.58	(4.95)	2.15
顺鑫农业	25.30	27.46	(5.04)	(1.78)	2.77	5.18	(2.13)	(0.59)
<b>白酒合计</b>	<b>76.83</b>	<b>77.48</b>	<b>1.56</b>	<b>0.92</b>	<b>35.12</b>	<b>36.65</b>	<b>1.86</b>	<b>(0.18)</b>

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

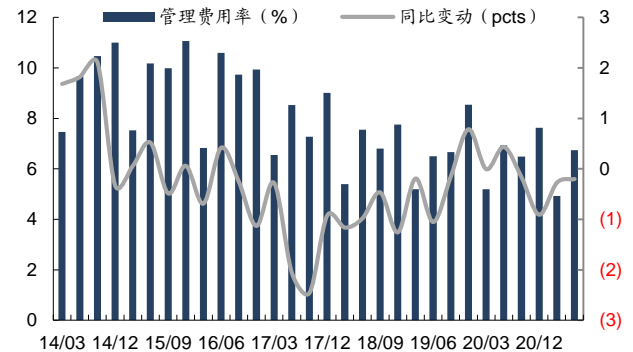
**费用率:** 2021H1 白酒上市公司销售费用率和管理费用率分别为 9.58% 和 5.65%，同比分别下降 0.13pct 和 0.26pct。2021Q2 白酒上市公司销售费用率和管理费用率分别为 11.22% 和 6.73%，同比分别增加 0.57pct 和下降 0.20pct。21Q2 为白酒传统销售淡季，酒企普遍挺价，其中茅五销售费用率保持平稳，次高端酒因规模效应显现销售费用率普遍下行，地产酒销售费用率略有提升；而管理费用随着酒企内部管理效率提升和摊薄效应显现，整体也普遍下行。

图 9: 白酒行业单季度销售费用率及同比变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 白酒行业单季度管理费用率及同比变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 3: 白酒上市公司销售费用率和管理费用率一览表

	销售费用率		同比 (pcts)		管理费用率		同比 (pcts)	
	2021Q2	2021H1	2021Q2	2021H1	2021Q2	2021H1	2021Q2	2021H1
<b>高端酒</b>	<b>7.94</b>	<b>6.34</b>	<b>0.38</b>	<b>(0.29)</b>	<b>6.57</b>	<b>5.74</b>	<b>0.11</b>	<b>0.12</b>
贵州茅台	3.32	2.63	0.75	(0.02)	7.82	7.10	0.60	0.34
五粮液	14.73	9.67	0.91	(0.68)	4.69	4.17	(0.96)	(0.04)
泸州老窖	11.79	12.70	(3.55)	(1.87)	5.61	4.72	0.76	0.00
<b>次高端酒</b>	<b>18.52</b>	<b>18.46</b>	<b>(3.65)</b>	<b>(3.67)</b>	<b>6.78</b>	<b>5.14</b>	<b>(3.32)</b>	<b>(3.00)</b>
山西汾酒	14.89	16.74	(3.31)	(3.37)	4.95	3.89	(2.56)	(2.40)
水井坊	52.72	31.75	(108.32)	(4.81)	17.37	8.96	(73.37)	(7.39)
酒鬼酒	21.49	21.85	(3.36)	(2.57)	4.49	3.93	(2.83)	(3.36)
<b>地产酒</b>	<b>17.93</b>	<b>14.96</b>	<b>0.87</b>	<b>(0.08)</b>	<b>7.58</b>	<b>5.90</b>	<b>(1.02)</b>	<b>(0.67)</b>
洋河股份	13.47	8.62	0.08	(0.18)	8.77	5.99	(1.42)	(0.73)
古井贡酒	28.12	28.94	0.03	(0.37)	8.19	6.67	(0.82)	(0.49)
老白干酒	33.41	33.04	5.21	2.76	7.77	9.40	1.35	0.76
今世缘	7.60	10.24	4.78	1.55	3.62	2.65	(0.15)	(0.31)
迎驾贡酒	10.81	9.41	(8.17)	(6.19)	4.91	4.41	(2.07)	(1.41)
口子窖	17.14	14.50	1.53	(1.57)	6.59	5.38	(0.53)	(0.93)
金徽酒	21.70	16.42	8.39	3.55	10.81	10.09	(2.70)	(1.20)
<b>其他</b>	<b>8.16</b>	<b>6.77</b>	<b>(1.76)</b>	<b>(2.18)</b>	<b>5.73</b>	<b>4.98</b>	<b>1.32</b>	<b>0.47</b>
金种子酒	23.72	22.62	(4.79)	(5.87)	11.85	10.16	(0.12)	(4.86)
伊力特	10.35	7.64	4.16	1.09	1.81	2.51	0.59	0.89
青青稞酒	27.37	19.31	(21.59)	(20.20)	16.69	10.42	(3.44)	(8.26)
顺鑫农业	5.78	4.95	(2.25)	(2.23)	5.24	4.61	1.32	0.83
<b>白酒合计</b>	<b>11.22</b>	<b>9.58</b>	<b>0.57</b>	<b>(0.13)</b>	<b>6.73</b>	<b>5.65</b>	<b>(0.20)</b>	<b>(0.26)</b>

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

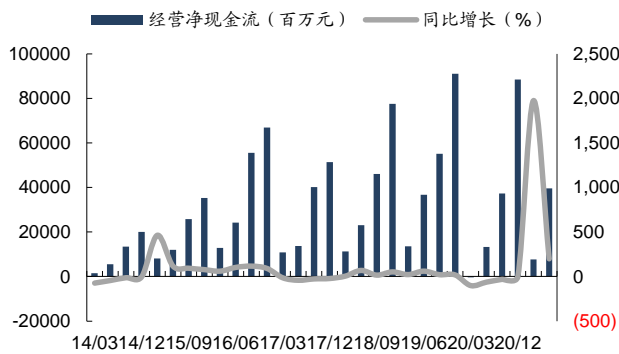
**现金&预收: 现金流明显改善, 预收款较为充足, 盈利质量良好**

**现金&回款:** 2021H1 白酒上市公司销售回款合计 1602.56 亿元, 同比增长 29.45%, 经营净现金流合计 396.67 亿元, 同比增长 198.07%。现金流明显改善, 反映行业需求及动销稳中向好。

**预收款:** 2021H1 末白酒上市公司合计预收款为 402.87 亿元, 同比增长 36.66%, 环比增长 14.94%。整体预收款维持相对高位, 为下半年业绩蓄力。其中高端酒回款按酒企计划平稳推进, 次高端酒受益市场扩张及招商顺利, 渠道回款也较为积极, 区域龙头得益于产品结构升级和渠道把控增强, 回款也有不错表现。

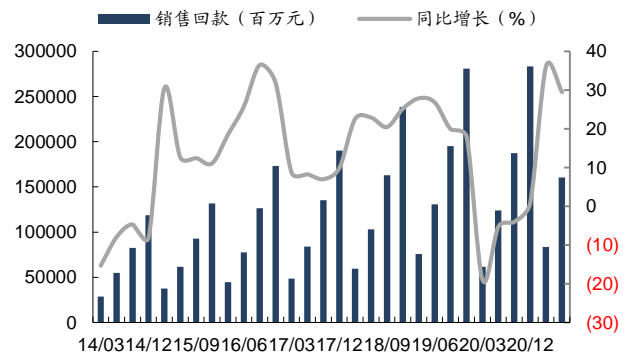


图 11: 白酒行业分季度经营净现金流及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 白酒行业分季度销售回款及同比增速



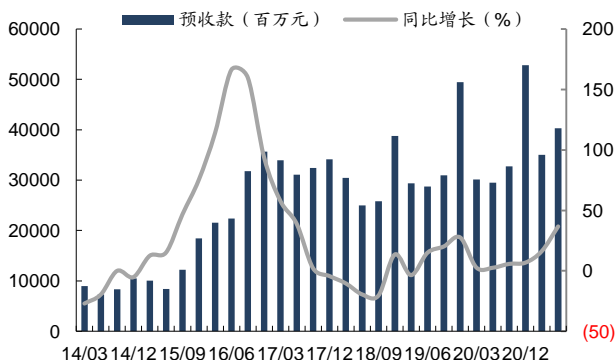
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 4: 白酒上市公司销售回款及经营现金净流量一览表

	销售回款 (百万元)		同比增速		经营现金净流量 (百万元)		同比增速	
	2021Q1	2021H1	2021Q1	2021H1	2021Q1	2021H1	2021Q1	2021H1
贵州茅台	22,300.94	50,269.93	1.99	8.23	-1,484.89	21,719.47	(164.47)	72.09
五粮液	21,065.89	36,084.80	66.04	26.11	5,505.48	8,707.49	558.11	645.42
泸州老窖	6,447.30	10,852.94	137.93	72.76	1,310.04	2,738.24	514.20	275.71
山西汾酒	5,159.86	11,431.04	36.36	54.56	246.41	2,159.29	68.98	47.65
水井坊	1,353.64	1,897.07	75.60	112.46	612.23	278.09	653.75	237.65
酒鬼酒	802.33	1,935.58	169.55	123.60	194.69	679.34	508.32	191.01
洋河股份	9,432.57	14,782.99	57.45	84.85	2,919.56	2,093.25	987.75	176.58
古井贡酒	3,981.80	8,064.79	(9.83)	27.27	-1,373.65	263.97	(184.14)	(88.73)
老白干酒	1,461.23	2,604.95	85.76	57.72	310.57	506.61	200.33	336.85
今世缘	2,118.99	4,021.33	109.89	75.77	532.90	1,160.55	325.40	4,566.19
迎驾贡酒	1,187.63	2,249.50	131.96	81.47	145.86	245.66	138.10	154.96
口子窖	1,102.51	2,058.31	27.15	36.19	-273.04	-253.32	7.45	34.64
金徽酒	538.20	1,041.58	74.93	36.55	-32.27	85.09	56.90	267.80
金种子酒	363.78	473.96	171.57	20.51	-138.88	-197.14	(50.67)	(59.19)
伊力特	447.72	1,072.27	142.39	7.61	-23.87	-5.65	89.99	(116.63)
青青稞酒	442.77	668.76	107.02	77.13	100.87	82.46	201.92	157.45
顺鑫农业	4,294.54	8,139.22	(4.56)	(5.62)	-1,205.88	-1,468.42	(40.50)	(101.48)

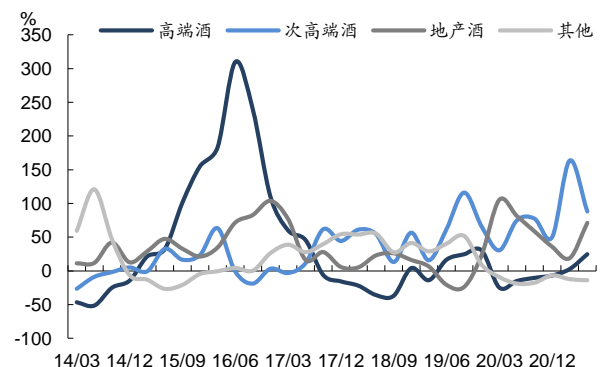
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 白酒行业分季度预收款及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 白酒行业分价格带预收款同比增速对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表 5: 白酒上市公司预收款 (合同负债+其他流动负债) 一览表**

	预收款 (百万元)		同比增速 (%)		环比增速 (%)	
	2021Q1	2021H1	2021Q1	2021H1	2021Q1	2021H1
<b>高端酒</b>	<b>13,549.92</b>	<b>19,100.81</b>	<b>2.74</b>	<b>24.75</b>	<b>(48.99)</b>	<b>40.97</b>
贵州茅台	6,011.54	10,367.67	(22.02)	(1.93)	(59.74)	72.46
五粮液	5,627.95	7,142.03	18.01	75.03	(42.19)	26.90
泸州老窖	1,910.43	1,591.12	169.09	141.17	0.70	(16.71)
<b>次高端酒</b>	<b>5,209.37</b>	<b>5,728.30</b>	<b>163.77</b>	<b>88.16</b>	<b>(5.35)</b>	<b>9.96</b>
山西汾酒	3,310.97	3,682.24	105.49	71.72	(5.69)	11.21
水井坊	743.07	643.12	2,342.15	27.53	(3.09)	(13.45)
酒鬼酒	656.45	985.48	305.16	307.44	(18.96)	50.12
<b>地产酒</b>	<b>11,994.35</b>	<b>11,832.43</b>	<b>19.14</b>	<b>71.40</b>	<b>(18.54)</b>	<b>(1.35)</b>
洋河股份	6,358.88	5,603.16	(1.13)	41.93	(33.76)	(11.88)
古井贡酒	2,595.00	2,888.81	69.24	179.55	69.90	11.32
老白干酒	1,442.63	1,445.45	62.25	133.55	81.61	0.20
今世缘	544.72	731.91	86.68	108.07	(56.02)	34.37
迎驾贡酒	447.68	425.47	34.74	20.26	(11.47)	(4.96)
口子窖	381.73	518.63	(15.96)	19.73	(54.11)	35.86
金徽酒	223.72	218.99	65.75	33.17	(1.25)	(2.11)
<b>其他</b>	<b>4,296.75</b>	<b>3,625.26</b>	<b>(12.49)</b>	<b>(14.08)</b>	<b>(28.22)</b>	<b>(15.63)</b>
金种子酒	142.91	155.76	66.04	43.84	(2.00)	8.99
伊力特	37.66	129.51	(10.52)	447.79	(62.92)	243.92
青青稞酒	54.28	54.77	102.52	151.45	52.60	0.90
顺鑫农业	4,061.90	3,285.22	(14.57)	(19.20)	(28.78)	(19.12)
<b>白酒合计</b>	<b>35,050.38</b>	<b>40,286.81</b>	<b>16.29</b>	<b>36.66</b>	<b>(33.59)</b>	<b>14.94</b>

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 近期白酒基本面核心问题讨论

**观点 1: 消费升级驱动的白酒景气上升的趋势仍在持续, 行业集中下白酒上市公司整体受益。**结论 1): 消费升级和行业集中度提升的逻辑依然是主导白酒行业的核心逻辑, 这一趋势不会轻易改变, 白酒行业的景气周期亦不会轻易结束。高端和次高端白酒价格带依然在持续扩容的通道上。高端白酒在较为稳定的竞争格局下, 将长期享受消费升级红利, 呈现稳定持续的量价齐升趋势; 而次高端白酒在享受消费升级的同时, 行业集中度提升空间亦非常大。因此我们得出的结论是: 中长期看消费升级和集中度提升决定了高端和次高端白酒价格带持续扩容的趋势不会轻易改变。结论 2): 短期看, 高端和次高端价格带的白酒有面子消费属性和生产资料属性, 高端白酒消费品属性更强, 大众消费疲软对其影响相对较小。① 高端酒 (1000 元以上) 具有更强的社交属性、生产资料属性和面子属性, 甚至有金融属性和奢侈品属性; 由于其高端消费属性更强, 受到大众消费意愿变化的影响更小。② 次高端 (300 元以上价格带) 价格带白酒的消费场景依然更集中在宴席场景, 亦有面子消费属性, 偏高端消费和刚需消费, 消费升级仍是主旋律。结论 3): 退一步讲, 即使在悲观情况下, 短期受宏观或疫情一些因素影响导致白酒消费需求减弱, 亦只会短期影响白酒消费升级的节奏, 长期不会改变消费升级和行业集中的趋势。悲观情况下, 即使有边际消费倾向减弱的情况, 我们认为对于白酒行业而言, 从去年到今年已经验证, 白酒这一轮消费升级驱动的行业景气周期仍处于初期阶段, 短期宏观层面的变化只会对白酒批价提升的速度略有影响, 不会影响价格提升的趋势, 更不会出现价格大幅下跌的情况。(详细内容后面会继续讨论) 结论 4): 龙头公司抗风险的能力更强, 白酒上市公司整体都属于受益于行业集中度提升的公司和品牌。对于龙头公司的增长而言, 具体影响取决于: 消费升级 (主流价格带提升) + 集中度提升 (还有横向拓张的增长) + 短期消费需求疲软 (悲观假设下) 三种力量综合作用的结果。而据我们观察, 目前看, 消费升级驱动的白酒价格提升的趋势仍在持续, 且非常健康。

**观点 2: 当下白酒行业价格及库存没有明显泡沫, 主流厂家量价策略得当熨平行业周期。**结论 1): 2012 年白酒行业确实存在价格泡沫。2012 年白酒行业确实是存在泡沫的, 最直接的体现就是现在很多白酒批价至今仍没有回到 2012 年的最高点。但是需要注意的是, 2012 年白酒行业存在泡沫的背景是当时白酒厂家的渠道管理非常粗放, 库存控制能力非常有限, 在这种背景下, 渠道商在价格上涨趋势下囤货和炒作的行为非常严重, 导致价格虚高, 严重脱离需求, 最终行业出现泡沫。结论 2): 回看当下, 经历了 2012-2015 年行业深度调整的洗礼, 目前白酒行业的情况有了本质的变化——所有白酒厂家的渠道管控能力都有了质的飞跃: ① 厂家知道在什么情况下应该采取什么策略, 不会从策略上犯大的错误, 这一点在 2020 年疫情的应对上就是很好的体现; ② 渠道结构上, 经销商数量更多, 渠道结构更加扁平化和精细化, 这使得库存更分散、经销商炒作价格的难度更大; ③ 渠道管控手段更有效更丰富, 比如数字化管理和扫码系统, 都给了厂家有力的支持去做更有效的管控库存。结论 3): 根据目前我们调研到的情况, 我们认为白酒的渠道库存和价格都处于健康状态(除部分酱酒外, 后面会讨论)。从渠道反馈来看, 目前主要品牌的渠道库存基本都很健康(除了部分酱酒库存相对较高); 退一步讲即使白酒行业仍有库存周期, 我们也认为当下行业也还处于渠道加库存的早期阶段。目前白酒行业整体的价格和库存都没有明显泡沫。

**观点 3: 高端白酒需求仍较为旺盛, 持续看好五粮液批价上涨趋势。**茅台附带金融属性, 因此加剧了价格的波动, 而随着茅台和五粮液价差的逐渐拉大, 茅台批价的波动对五粮液批价的影响力在减弱。考虑大部分白酒公司批价的天花板是五粮液而非茅台, 我们认为分析五粮液的批价相较于茅台的批价更有意义。然而关于五粮液批价变化的分析我们认为要注意以下几点:

- 五粮液的批价是在持续稳定上涨的, 这一点毋庸置疑, 分歧只是在于上涨节奏和市场预期的节奏是否匹配而已。
- 在一个增量和扩容的市场(千元价格带仍在持续扩容中), 过快的提价会损失销量, 企业需要在量价之间寻求平衡; 这可能是造成批价上涨节奏和市场预期有差异的原因之一。
- 五粮液通过推出八代顺利实现了渠道顺价, 渠道价盘得以理顺, 在理顺价格机制的过程中可能也会对批价提升的速度有一点影响。
- 2000 元左右价格带的经典五粮液的表现是超预期的。

总结来看, 我们坚定看好五粮液批价上涨的趋势, 且上涨趋势确定性强。当下市场的分歧无非在于批价上涨节奏和市场预期的节奏是否一致的问题, 五粮液批价上涨所代表的行业中长期的景气上行趋势仍没有变化。同时, 随着茅台和五粮液之间的价差空间拉大, 2000 元左右价格带(典型单品如经典五粮液)的消费需求出现快速增长亦说明行业的景气趋势以及五粮液未来吨价提升的空间较为可观。

**观点 4: 主流酱酒库存风险相对可控, 杂牌酱酒或有风险, 但不会对行业造成较大冲击。**结论 1): 首先我们判断酱酒价格的持续上涨不仅是因为渠道热、资金热的原因, 最本质的原因还是供需不匹配, 酱酒的优质产能太少。当然, 渠道热也会加剧价格波动。权图酱酒数据显示, 2021 年可供销售的大曲坤沙级酱酒远远小于 30 万千升, 真实数据可能不会超过 15 万千升, 约占中国白酒销量的 2%, 占比远低于 5%。结论 2): 目前我们调研下来, 主流的酱酒知名品牌, 经销商库存比较高的普遍在 3-5 个月; 但我们依然认为目前主流酱酒的库存水平没有太大风险, 主要有以下几个原因: ① 正如前面提及的产能稀缺和供求失衡是行业最基本的事实和最主导的因素; 这意味着渠道如果稍微降价就能很快将库存动销出去。② 主流酱酒主要集中在 300 元以上尤其是 500-800 元的价格带, 且集中在团购渠道, 量小、渠道较为封闭, 风险相对可控。结论 3): 贴牌或杂牌酱酒(非主流品牌酱酒企业)可能存在价格虚高和库存较大的风险, 但不会

对行业造成较大冲击。从目前我们调研到的情况看，杂牌酱酒企业的渠道库存确实较高，主要受资金热和渠道热驱动，由于品牌影响力较弱，在消费需求疲软时会面临较大的风险。但我们认为由于整体酱酒产能和市场规模较小，同时集中在封闭渠道，加上杂牌酱酒的品牌影响力本身较弱，在目前的背景下，即使部分杂牌酱酒出现风险，亦不会对行业造成较大冲击。

## 近期白酒动销跟踪：中秋打款顺利，动销稳中向好

据近期渠道反馈，主要酒企回款和发货正常，中秋渠道打款顺利推进，终端动销基本平稳。高端白酒中，茅台动销依旧旺盛，批价仍在高位，随着8月下旬白酒座谈会的召开以及茅台公司出台“稳市稳价”政策，近期批价略有回落。普五、国窖1573整体批价稳定，打款进度良好，库存保持健康。随着中秋临近，渠道打款和备货有序推进，同时疫情及自然灾害等短期扰动影响也正在逐步减弱，消费场景有望在节日之前基本恢复，中秋旺季动销情况有望稳中向好。

### 核心白酒公司最新渠道反馈

**贵州茅台：**当前飞天茅台整箱批价3750元左右，散瓶批价2800元左右，受近期价格管控政策影响，批价环比略有回落。部分经销商打款进度已到9/10月份，目前经销商渠道库存在1周左右，市场依然供不应求。

**五粮液：**当前普五批价普遍在980-990元左右，环比基本平稳。经销商整体打款进度约80%左右，其中大商计划内配额基本打完款，计划外配额打款进度在80%左右，当前渠道库存在20-30天左右。

**泸州老窖：**当前国窖批价保持在910-920元左右，环比基本平稳。目前仍在控量挺价。经销商整体打款进度在90%左右（计划内+计划外），发货进度在80%左右，渠道库存在1.5-2个月。

**山西汾酒：**目前河南青花30复兴版批价约880元，市场零售价格在1050-1060元，青花20批价在375元左右。整体库存在1-2个月。

**洋河股份：**目前梦6+批价在650元左右。经销商整体打款进度在70%左右。江苏省内动销正随疫情影响减弱而逐渐正常化。

**今世缘：**目前新四开批价在430-435元左右，价格较为稳定，势头依然强劲，V3批价在530-540元左右。预计中秋节前江苏省内动销将恢复到正常水平。

## 白酒板块表现回顾：板块波动剧烈，估值明显回落

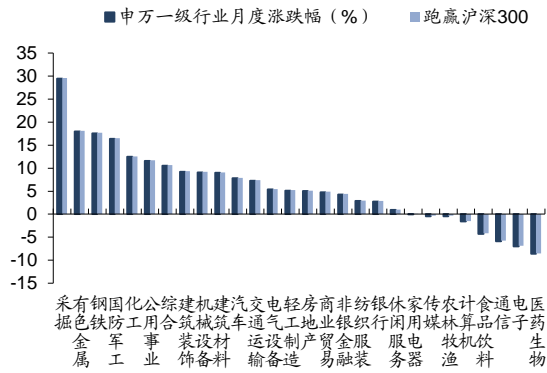
### 市场表现回顾

**板块方面，**本月（2021年8月1日-8月31日）沪深300跌0.12%，食品饮料板块跌4.28%，跑输大盘近4.16pcts，位居申万一级行业第25位。食品饮料行业各子板块中，软饮料涨7.84%领先，葡萄酒涨4.22%，乳品涨3.22%，其他酒类跌0.84%，肉制品跌1.46%，啤酒跌1.49%，食品综合跌3.73%，白酒跌4.54%，黄酒跌6.09%，调味发酵品跌16.76%排名最后。

**估值方面，**截至2021年8月31日，沪深300动态PE12.88X，较上月略降；食品饮料行业37.28X，较上月略降。食品饮料行业细分板块估值：葡萄酒108.50X（较上月略涨），其他酒类106.09X（较上月略降），调味发酵品50.54X（较上月下降），啤酒48.14X（较上月略降），黄酒43.88X（较上月略涨），白酒41.73X（较上月略降），软饮料28.42X（较上月略涨），乳品26.61X（较上月略涨），食品综合24.74X（较上月略降），肉制品15.12X（较上月略降）。

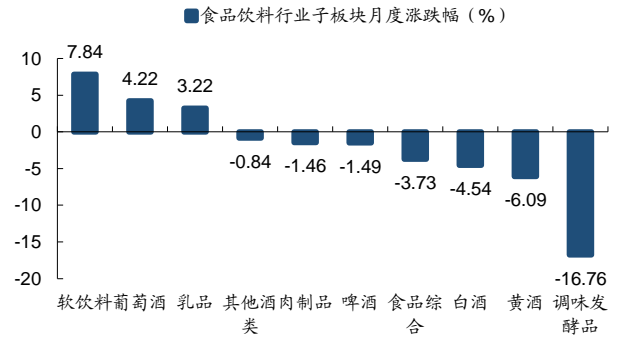


图 15: 大盘和申万一级行业月度涨跌幅



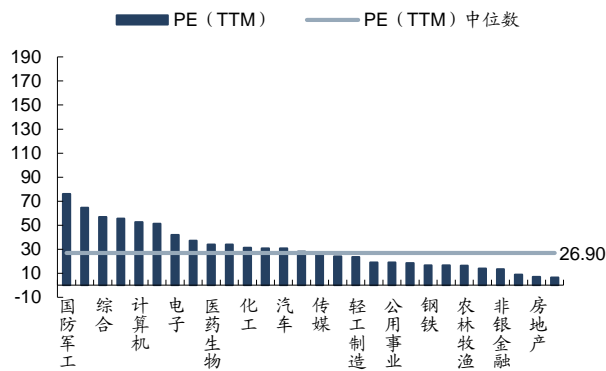
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 食品饮料行业子板块月度涨跌幅



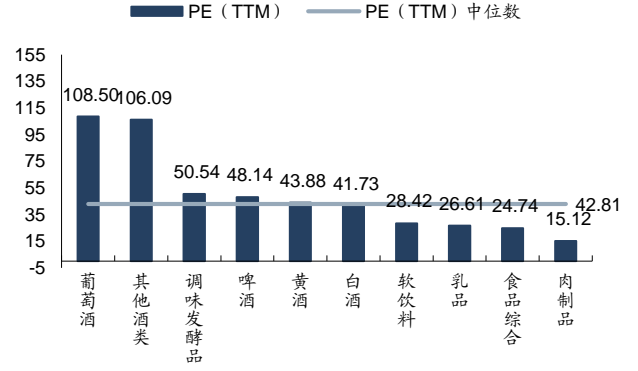
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 大盘和申万一级行业估值情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

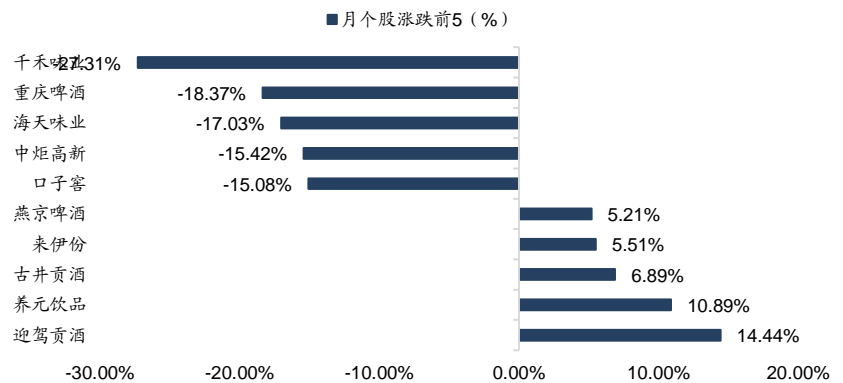
图 18: 食品饮料行业子板块估值情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

个股方面, 8月食品饮料行业涨跌幅居前5位的个股为: 迎驾贡酒(+14.44%)、养元饮品(+10.89%)、古井贡酒(+6.89%)、来伊份(+5.51%)、燕京啤酒(+5.21%), 居后5位的个股为: 千禾味业(-27.31%)、重庆啤酒(-18.37%)、海天味业(-17.03%)、中炬高新(-15.42%)、口子窖(-15.08%)。

图 19: 食品饮料行业个股月度涨跌幅及排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

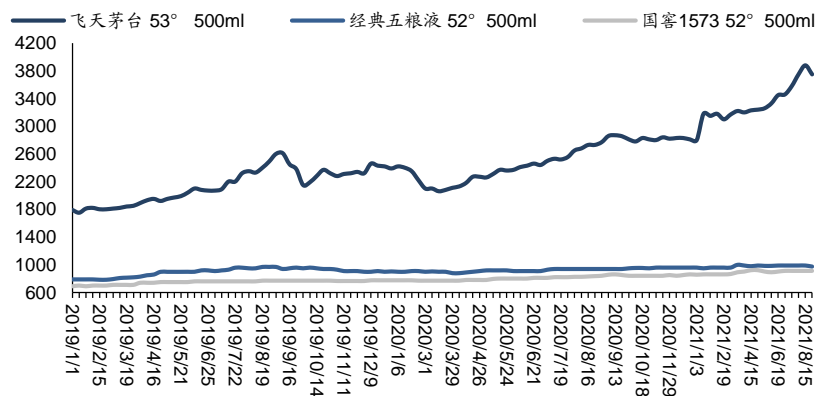
## 白酒数据追踪

### 白酒价格走势

**批价方面**，据郑州 8 月 27 日最新渠道调研数据，普飞批价 3750 元，较上两周持平；普五批价 975 元，较上两周下降 15 元；国窖批价 910 元，较上两周持平；青花汾酒 30 年批价 830 元，较上两周上涨 30 元；水井坊井台批价 425 元，较上两周持平；水晶剑批价 400 元，较上两周下降 5 元。

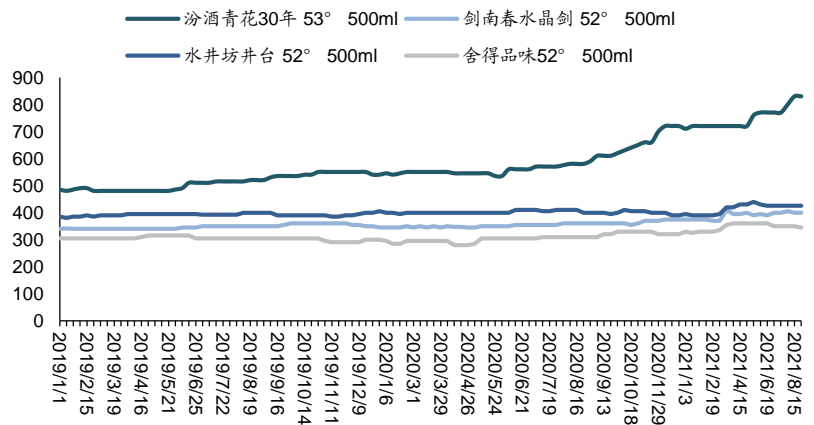
**零售价方面**，据京东 2021 年 8 月 31 日最新数据，普五售价 1379 元，较上周下降 20 元；国窖售价 1399 元，较上周持平；青花汾酒 30 年售价 969 元，较上周持平；洋河梦 3 售价 619 元，较上周上涨 34.5 元；水井坊井台售价 545 元，较上周下降 20 元；水晶剑售价 468 元，较上周下降 11 元。

图 20: 高端酒一批价走势 (元/瓶)



资料来源: 渠道调研、国信证券经济研究所整理

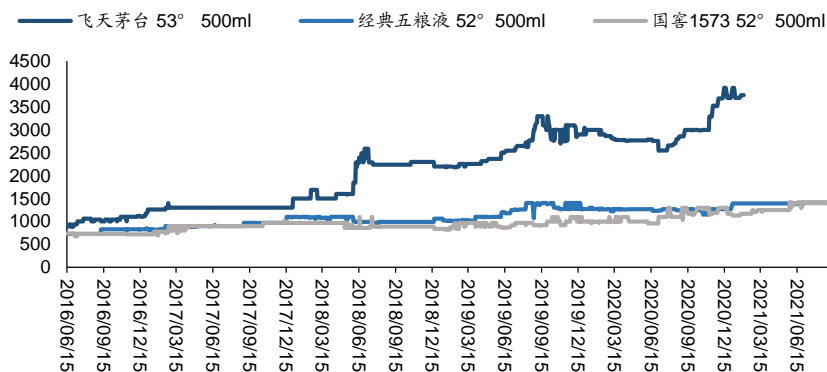
图 21: 次高端酒一批价走势 (元/瓶)



资料来源: 渠道调研、国信证券经济研究所整理

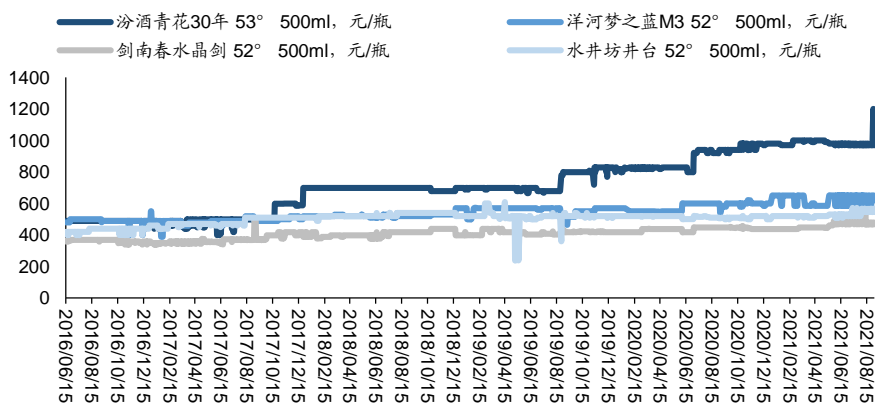


图 22: 高端酒零售价走势 (元/瓶)



资料来源: iFind、京东、国信证券经济研究所整理

图 23: 次高端酒零售价走势 (元/瓶)

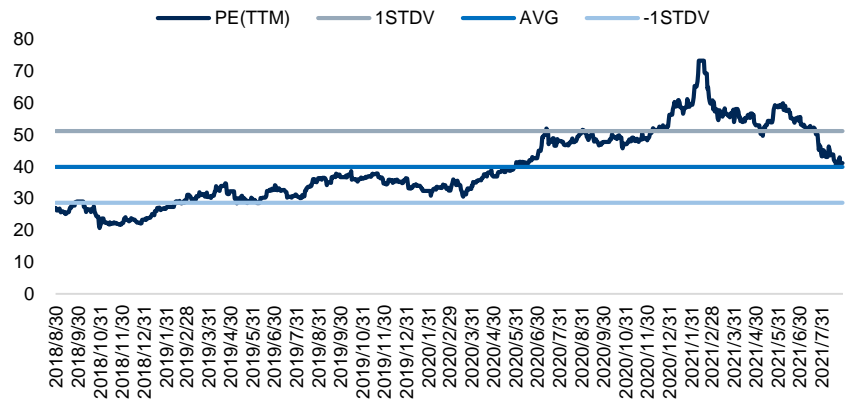


资料来源: iFind、京东、国信证券经济研究所整理

## 投资观点及建议: 板块估值回落, 优质龙头中长期配置价值凸显

茅五泸估值回落, 已进入价值布局区间。2 季度以来, 受市场对白酒行业有监管政策可能趋严、行业需求及景气度减弱、酒企下半年增速放缓等多方面的担忧影响, 白酒板块的股价和估值均明显下跌。随着基本面反馈持续平稳、行业景气度持续验证、疫情扰动影响减弱, 市场情绪逐渐回归平稳, 茅五泸股价下跌幅度已明显收窄, 目前估值水平已经进入合理区间。如贵州茅台 21 年市盈率为 39 倍, 已接近近三年平均水平。

图 24: 贵州茅台估值进入相对合理区间



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**我们的观点:** 展望 2021H2, 受基数效应减弱影响, 除茅台外的酒企增长速度将回归平稳, 考虑上半年增长情况良好, 全年业绩仍有较强确定性, 市场演绎将更多关注真实动销持续性以及边际改善机会。建议继续坚守高端白酒龙头五粮液、泸州老窖、贵州茅台, 关注次高端持续增长的山西汾酒、酒鬼酒等, 重视基本面边际改善的洋河股份、今世缘等。

**9 月白酒板块重点推荐:** 五粮液、泸州老窖、贵州茅台、山西汾酒、酒鬼酒、洋河股份、今世缘。

表 6: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (9月6日)	EPS			PE			PB 2020
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	买入	1,670.7	37.17	42.57	49.76	44.9	39.2	33.6	12.98
000858	五粮液	买入	211.5	5.14	6.25	7.40	41.1	33.8	28.6	9.23
000568	泸州老窖	买入	187.0	4.10	5.40	6.88	45.6	34.6	27.2	11.27
603369	山西汾酒	买入	280.8	2.52	4.56	6.22	111.4	61.6	45.1	25.96
000799	酒鬼酒	买入	225.1	1.51	2.95	4.29	148.8	76.3	52.5	23.30
600779	水井坊	买入	133.79	1.50	2.12	2.79	89.4	63.1	48.0	33.95
002304	洋河股份	买入	171.86	4.98	5.55	6.72	34.5	31.0	25.6	6.53
603369	今世缘	买入	44.83	1.25	1.51	1.90	35.9	29.7	23.6	6.22
000596	古井贡酒	买入	226.43	3.68	4.82	5.85	61.5	47.0	38.7	7.66
603589	口子窖	买入	53.02	2.13	2.74	3.38	24.9	19.4	15.7	4.41
603919	金徽酒	买入	37.05	0.65	0.77	0.92	57.0	48.1	40.3	6.61

数据来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 风险提示

宏观经济修复不及预期; 需求增长不达预期; 食品安全问题。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032