

行业深度

食品饮料

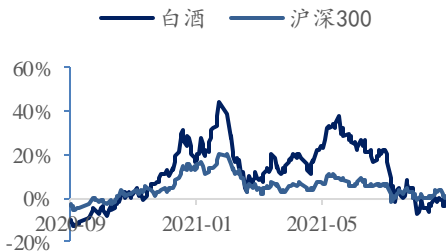
白酒结构性繁荣，高端稳中有进，次高端成长性凸显

2021年09月21日

评级 领先大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
白酒	6.61	-18.70	-16.01
沪深 300	0.34	-5.82	-7.47

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

杨苑

yangyuan@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-84403490

相关报告

- 《食品饮料：食品饮料行业跟踪：白酒迎双节备货积极，食品多数 Q3 边际改善》 2021-09-07
- 《食品饮料：食品饮料行业跟踪：理性看待板块波动，白酒行业发展基础仍优》 2021-08-10
- 《食品饮料行业跟踪-白酒淡季不淡，大众品关注边际改善》 2021-07-07

重点股票	2021E		2022E		2023E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
贵州茅台	42.67	39.51	49.62	33.98	56.55	29.81	推荐
五粮液	6.29	32.11	7.53	26.82	8.83	22.87	推荐
泸州老窖	5.32	34.21	6.70	27.16	8.22	22.14	推荐
山西汾酒	4.52	70.10	6.07	52.20	8.15	38.88	推荐

资料来源：Wind，财信证券

投资要点：

- 白酒板块 2021 中报业绩综述：2021H1 白酒板块 19 家上市公司合计实现营业收入 / 归母净利润 1579.41/578.66 亿元，分别同比 +21.56%/+20.95%，白酒板块收入与利润端整体表现佳。其中高端延续稳健增长态势，Q2 业绩释放加速；次高端则展现出高成长性，收入与利润高速增长；中端及大众白酒上半年实现恢复式增长，但与疫情前 2019H1 相比内生增长动能相对较弱，多数公司 Q2 业绩增速放缓，公司间成长能力分化明显。回款、现金流与预收款验证上半年高端与次高端的较高景气度，高端白酒下半年持续稳增的蓄力充足。我们将在本文中分价格带解析酒企增长的主要驱动力，并以此窥视行业发展的现状与特征。
- 高端产品渠道结构优化，次高端产品升级扩张加速。高端白酒：核心高端产品维持较强增长势能，同时系列酒或发力实现量价齐升或结构调整优化，此外直营/团购渠道占比提升，产品结构与渠道结构双优化持续推动高端白酒收入增长与盈利能力提升。从历史来看，预收款是反映高端白酒景气度边际变化的重要指标，上半年高端回款与现金流表现优秀，预收账款环比增幅显著，报表质量较高，后续业绩释放空间充足，亦反映高端白酒景气度延续。次高端白酒：高端化动作持续落地，产品结构进一步改善，核心产品的高速增长是主要贡献；同时次高端酒企的全国化进程显著，在省内基本盘稳固的基础上加速省外市场扩张。中端及大众白酒：公司间表现分化，代表性区域酒龙头次高端化进展较好，乘消费升级与次高端扩容之东风，核心产品贡献显著，省内渠道精耕效果较好。
- 白酒行业结构性繁荣趋势将延续。高端需求稳健、行业壁垒较高、格局较为稳定，宏观经济稳健增长、中产及以上阶级人群扩容、消费升级趋势延续共同推动高端白酒需求侧扩容，而供给侧高品质白酒产能稀缺意味着高端白酒价格带仍有上移空间，预计未来高端白酒行业保持稳健增长态势。次高端方面，受益于高端白酒价格带上移以及消费升级浪潮推动，次高端白酒具备较大的行业扩容空间，但次高端白酒的行业壁垒相对较低，全国化次高端品牌、区域龙头酒企以及众多酱酒新入局者均在次高端战场角力，竞争格局略逊于高端白酒。而在白酒行业整体量不增的大背景下，中端及大众白酒内生增长动能较弱，酒企增长主要靠提升市场份额以及上延至次高端价格带参与增量竞争，预计未来行业继续分化。从中报反映出的不同价格带酒企战略重点来看，高端品牌的运营已相对成熟，产品结构优化与渠道体系优化是高端酒企进一步提升盈利能力的主要驱动力；而次高端品牌加速抢占更高产品价格带，并普遍加大招商力度进行市场扩张，高端化+全国化依然是次高端未来业绩增长的主要驱动；其他区域龙头酒企重点打造并推广产品矩阵中的次高端产品，渠道方面主要进行省内渠道精耕，并逐步有序拓展省外市场。

- **情绪扰动估值回落，行业基本面依然坚挺。**近期政策风险担忧情绪持续发酵，白酒板块估值明显回落。对于主要的行业政策风险担忧，我们的观点如下：1. 理性看待白酒座谈会的召开，有关部门关注到当前行业主要风险点，有利于维护行业发展秩序，促进行业中长期良性增长与良性竞争，头部酒企将最为受益。2. 消费税征收后移加剧行业分化，顶级名优白酒品牌力极强、需求旺盛而供给相对稀缺，渠道价差大且酒企对于渠道有极强的话语权，受税收政策变化的影响有限。结合中报业绩以及近期渠道动销来看，白酒中秋动销平稳，龙头酒企即将完成全年任务，行业基本面依然稳健。
- **布局优质标的，坚守价值回归。**我们认为白酒行业基本面稳健，情绪扰动下估值明显回落，优质标的投资价值已经凸显。高端白酒行业壁垒较高，竞争格局稳定，是长期最具备确定性的赛道，高端三强公司经营能力出色，将继续随行业稳健增长，推荐长期价值凸显的贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568）。当前次高端行业仍有消费升级需求扩容红利，但次高端价格带玩家众多、竞争激烈，具备良好品牌基础、渠道管理能力突出、经营战略清晰、内部活力较强的次高端酒企有望从激烈竞争中脱颖而出，更为顺畅的兑现高端化+全国化逻辑，从而持续释放业绩弹性。重点推荐品牌势能向上，全国化深入推进的山西汾酒（600809）；建议关注改革红利释放，经营改善持续性强的洋河股份（002304）；关注省外市场高速扩张、高端内参消费氛围渐起带来业绩高弹性的酒鬼酒（000799）。区域酒企中建议关注省内市场渠道基础扎实、产品结构明显优化的今世缘（603369）。
- **风险提示：食品安全风险；行业监管趋严风险；市场秩序混乱风险；宏观经济大幅下行风险。**

内容目录

1 白酒板块中报业绩综述：高端稳中有进，次高端凸显弹性	5
2 高端白酒：产品渠道双优化，收入高质量，业绩稳提升	7
2.1 收入稳健增长，产品与渠道结构优化.....	7
2.2 盈利能力稳中有升，后续业绩释放余力充足.....	9
3 次高端白酒：产品结构升级，全国化扩张加速，业绩弹性释放	11
3.1 收入高速增长，产品结构优化，全国化进程显著.....	11
3.2 费用率整体下行，业绩弹性凸显.....	14
4 中端及大众酒：内生增长动能相对较弱，酒企间分化明显	16
5 行业基本面整体稳健，布局白酒优质标的	18
5.1 白酒中报充分行业发展特征以及公司经营战略选择.....	18
5.2 情绪扰动估值回落，行业基本面依然坚挺.....	19
5.3 布局优质标的，坚守价值回归.....	21
6 风险提示	22

图表目录

图 1：2021H1 收入增速：次高端>高端>中端及大众.....	5
图 2：2021Q2 收入增速：次高端>高端>中端及大众.....	5
图 3：2021H1 归母净利增速：次高端>中端及大众>高端.....	6
图 4：2021Q2 归母净利增速：次高端>高端>中端及大众.....	6
图 5：高端白酒历年预收款增速变化.....	11
图 6：次高端酒企 2019H1-2021H1 收入 CAGR.....	12
图 7：次高端酒企 2021H1 归母净利增速排序.....	14
图 8：次高端酒企 19H1-21H1 归母净利 CAGR 排序.....	14
图 9：次高端 21H1 净利率提升幅度-对比 2020H1.....	16
图 10：次高端 21H1 净利率提升幅度-对比疫情前 19H1.....	16
图 11：白酒行业总产量与同比增速.....	19
图 12：白酒指数走势与年初以来涨跌幅.....	20
图 13：白酒板块 PE 估值.....	20
表 1：白酒板块营业收入（亿元）及增速.....	5
表 2：白酒板块归母净利润（亿元）及增速.....	6
表 3：白酒板块毛利率及同比变化（pct）.....	6
表 4：白酒板块净利率及同比变化（pct）.....	6
表 5：白酒板块销售回款（亿元）.....	7
表 6：白酒板块经营性净现金流（亿元）.....	7
表 7：白酒板块预收款（亿元）.....	7
表 8：高端白酒公司营业收入（亿元）及增速.....	8
表 9：高端白酒毛利率及同比变化（pct）.....	9
表 10：高端白酒公司归母净利润（亿元）及增速.....	9
表 11：高端白酒净利率及同比变化（pct）.....	10
表 12：高端白酒销售回款（亿元）.....	10
表 13：高端白酒经营性净现金流（亿元）.....	10

表 14: 高端白酒预收款 (亿元)	11
表 15: 次高端营业收入 (亿元) 与增速	11
表 16: 次高端酒企毛利率及同比变化 (pct)	13
表 17: 次高端归母净利润 (亿元) 与增速	14
表 18: 次高端酒企销售费用率及同比变化 (pct)	15
表 19: 次高端酒企管理费用率及同比变化 (pct)	15
表 20: 次高端酒企净利率及同比变化 (pct)	15
表 21: 次高端销售回款情况	16
表 22: 次高端预收款情况	16
表 23: 中端及大众白酒营业收入 (亿元) 与增速	17
表 24: 中端及大众白酒归母净利润 (亿元) 与增速	17
表 25: 中端及大众白酒净利率及同比变化 (pct)	18

1 白酒板块中报业绩综述：高端稳中有进，次高端凸显弹性

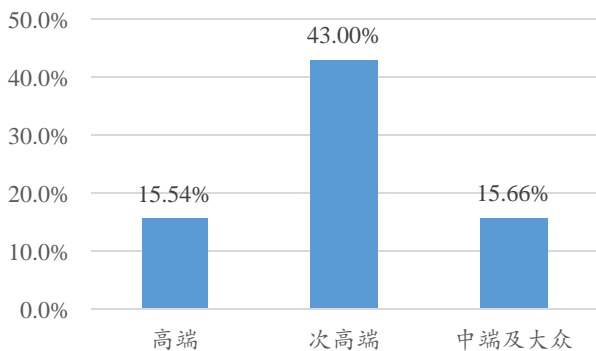
营收：白酒板块保持较高收入增速，次高端领先，高端稳健。2021H1 白酒板块 19 家上市公司合计实现营业收入 1579.41 亿元，同比增长 21.56%；Q2 单季度白酒板块合计实现营业收入 634.88 亿元，同比增长 19.57%。分价格带来看，2021H1 次高端白酒营收增长最快（+43.00%），高端白酒同比+15.54%，中端及大众酒同比+15.66%；Q2 单季度次高端领先优势更显著（+50.55%），高端白酒延续稳增（+12.87%），中端及大众白酒同比+9.30%，慢于板块整体增速，且与疫情前 2019H1 水平相比增长动能相对较弱。

表 1：白酒板块营业收入（亿元）及增速

	2021H1	同比	较 2019H1	2021Q2	同比	较 2019Q2
白酒总计	1579.41	21.56%	24.18%	634.88	19.57%	24.22%
高端	951.56	15.54%	27.47%	385.57	12.87%	23.39%
次高端	406.11	43.00%	26.98%	154.54	50.55%	35.63%
中端及大众	221.74	15.66%	7.90%	94.78	9.30%	11.96%

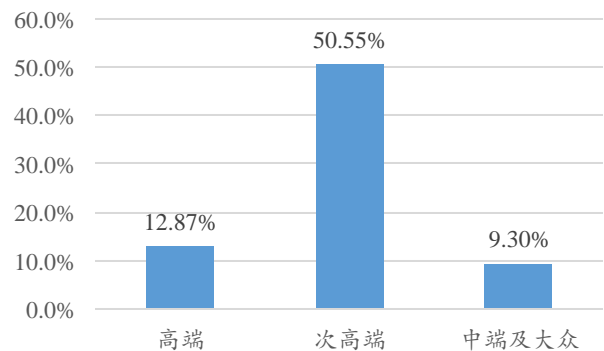
资料来源：Wind，财信证券

图 1：2021H1 收入增速：次高端>高端>中端及大众



资料来源：Wind，财信证券

图 2：2021Q2 收入增速：次高端>高端>中端及大众



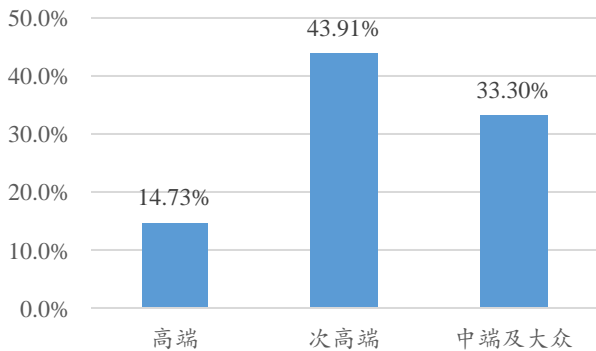
资料来源：Wind，财信证券

利润：白酒板块 Q2 利润加速释放，次高端凸显业绩弹性，高端稳中有升。利润端，2021H1 白酒上市公司合计实现归母净利润 578.66 亿元，同比增长 20.95%；Q2 单季度合计实现归母净利润 222.84 亿元，同比增长 26.20%，业绩释放加快。分价格带来看，2021H1 次高端白酒归母净利增长最快（+43.91%），高端白酒同比+14.73%，中端及大众酒同比+33.30%；Q2 单季度次高端领先优势更显著（+89.09%），高端白酒稳中有升（+17.38%），中端及大众白酒同比+9.22%。

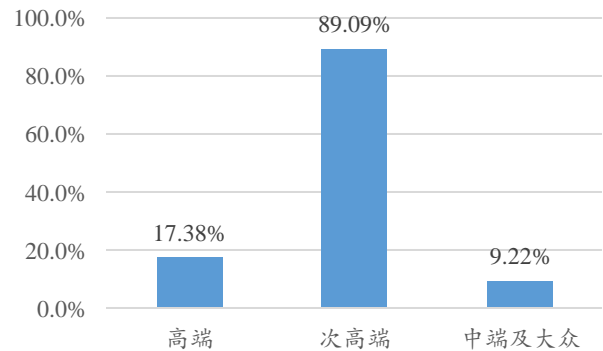
表 2：白酒板块归母净利润（亿元）及增速

	2021H1	同比	较 2019H1	2021Q2	同比	较 2019Q2
总计	578.66	20.95%	30.62%	222.84	26.20%	34.07%
高端	420.81	14.73%	31.35%	166.36	17.38%	29.71%
次高端	122.07	43.91%	40.29%	43.59	89.09%	65.88%
中端及大众	35.79	33.30%	0.38%	12.89	9.22%	10.40%

资料来源：Wind，财信证券

图 3：2021H1 归母净利增速：次高端>中端及大众>高端


资料来源：Wind，财信证券

图 4：2021Q2 归母净利增速：次高端>高端>中端及大众


资料来源：Wind，财信证券

利润率：白酒板块盈利能力整体提升。2021H1 毛利率同比提升 0.92pct，主因多数酒企产品结构优化效果明显，部分酒企亦受益于渠道结构优化与全国化扩张带动产品放量。上半年次高端、中端及大众白酒净利率同比提升，其中次高端 Q2 业绩表现强势；高端白酒上半年毛利率提升幅度较小，净利率同比略有下滑，主因茅台系列酒占比提升、系列酒促销活动增加以及 Q1 税金及附加扰动，但 Q2 盈利能力加速改善。

表 3：白酒板块毛利率及同比变化 (pct)

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2021H1 同比	2021Q2 同比	2021Q1 同比
白酒	77.47%	76.82%	77.91%	0.92	1.56	0.47
高端	84.48%	84.26%	84.63%	0.23	1.01	-0.33
次高端	75.90%	75.50%	76.14%	1.97	2.77	1.54
中端及大众	50.31%	48.73%	51.49%	2.92	1.92	3.62

资料来源：Wind，财信证券

表 4：白酒板块净利率及同比变化 (pct)

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2021H1 同比	2021Q2 同比	2021Q1 同比
白酒	38.12%	36.68%	39.09%	-0.13	2.11	-1.70
高端	46.57%	45.60%	47.24%	-0.21	2.06	-1.83
次高端	30.29%	28.57%	31.35%	0.42	6.20	-2.77
中端及大众	16.20%	13.62%	18.12%	2.17	-0.03	3.79

资料来源：Wind，财信证券

现金流：回款、现金流与预收款表现佳，验证行业景气。2021H1 白酒板块销售回款同比增长 29.44%，快于整体收入增速 21.56%，2021H1 经营性净现金流同比大幅增长

198.14%，与去年同期受疫情影响基数较低有关。回款与现金流均是次高端表现最佳，Q2 多数次高端酒企回款有加速态势。高端回款与现金流表现健康，Q2 预收账款环比增长显著，后续增长留有余力。中端与大众白酒头部公司回款与现金流表现较好，部分公司 Q2 则略显疲态，收入增长质量不高。回款、现金流与预收款验证上半年高端与次高端的较高景气度，高端白酒下半年持续稳增的蓄力充足。

表 5：白酒板块销售回款（亿元）

子行业	2021H1	同比	2021Q2	同比
高端	972.08	19.50%	473.94	7.52%
次高端	407.19	65.46%	187.38	111.37%
中端及大众	223.68	25.08%	103.92	11.03%
总计	1602.94	29.44%	765.24	22.82%

资料来源：Wind，财信证券

表 6：白酒板块经营性净现金流（亿元）

子行业	2021H1	同比	2021Q2	同比
高端	331.65	128.44%	278.35	102.69%
次高端	63.46	689.84%	33.57	-672.92%
中端及大众	1.42	-107.03%	7.24	24.35%
总计	396.53	198.14%	319.15	132.46%

资料来源：Wind，财信证券

表 7：白酒板块预收款（亿元）

行标签	2021Q2 末	2021Q2 增量	2021Q2 环比	2021Q2 同比
高端	169.93	49.63	41.3%	24.3%
次高端	128.73	1.22	1.0%	67.4%
大众酒	63.17	-3.94	-5.9%	13.3%
总计	361.82	46.91	14.9%	34.3%

资料来源：Wind，财信证券

综合来看，上半年白酒板块收入与利润端整体表现佳，子行业间增速分化。高端延续稳健增长态势，Q2 业绩释放加速；次高端则展现出高成长性，收入与利润高速增长；中端及大众白酒上半年实现恢复式增长，但与疫情前 2019H1 相比内生增长动能相对较弱，多数公司 Q2 业绩增速放缓，公司间成长能力分化明显。下文中我们将分价格带解析酒企增长的主要驱动力，并以此窥视行业发展的现状与特征。

2 高端白酒：产品渠道双优化，收入高质量，业绩稳提升

2.1 收入稳健增长，产品与渠道结构优化

收入端，高端白酒整体稳健增长。2021H1 贵州茅台/五粮液/泸州老窖营收增速分别同比+11.68%/+19.45%/+22.04%，2021Q2 单季度分别同比+11.61%/+18.02%/+5.67%。茅台在大收入体量基础上继续稳健增长，五粮液保持高双位数增长，老窖 Q2 收入增速放缓主因特曲等产品提价后调整。

表 8：高端白酒公司营业收入（亿元）及增速

	2021H1	同比	较 2019H1	2021Q2	同比	较 2019Q2
贵州茅台	490.87	11.68%	24.31%	218.16	11.61%	22.26%
五粮液	367.52	19.45%	35.36%	124.27	18.02%	29.98%
泸州老窖	93.17	22.04%	16.27%	43.13	5.67%	12.22%
高端合计	951.56	15.54%	27.47%	385.57	12.87%	23.39%

资料来源：Wind，财信证券

高端酒稳增，系列酒发力，产品结构进一步优化。贵州茅台：2021H1 茅台酒实现收入 429.49 亿元，同比+9.39%，系列酒实现收入 60.60 亿元，同比大幅增长 30.32%。茅台酒产品结构进一步优化，预计上半年普通飞天茅台投放量同比持平或微增，Q2 非标茅台发货节奏加快并伴随着 Q1 非标酒提价效应显现；系列酒量价齐升带动收入高增，上半年系列酒亦有普遍提价，同时系列酒加大招商力度，H1 新增 62 个经销商大部分为系列酒经销商。**五粮液：**2021H1 五粮液产品/系列酒产品分别实现营收 271.38/69.63 亿元，同比+17.27%/+38.57%。五粮液产品销量同比+7.22%，吨价同比+9.37%，充分兑现量价齐升逻辑，主要驱动力为普五计划外发货占比持续提升+超高端经典五粮液市场推广顺利+其他非标产品放量；系列酒产品量增 29.45%，价增 7.05%，同样量价齐升，主因系列酒调整到位开始贡献业绩，同时 2021 年公司大力推动五粮春等系列酒品牌的产品升级增强增长动能。**泸州老窖：**2021H1 中高档酒/其他酒类分别实现收入 82.2/9.8 亿元，同比+23.4%/+7.5%。中高档销量同比+6.3%，吨价同比+16.1%，其中国窖 1573 上半年预计维持 20%以上增速，依然是量增的主要贡献，吨价提升主因产品结构升级及直接提价；其他酒类销量同比大幅下滑 29.1%，预计与去年 Q2 大量补货导致高基数、今年 Q2 二曲产品换代后短期停货有关，吨价大幅提升 36.7%，主因特曲等产品提价。老窖中高档酒收入增速领先，对营业收入的贡献进一步提升至 88.2%（同比提升约 1.0pct），产品结构升级明显。

渠道结构持续优化，直营/团购渠道占比提升。贵州茅台：2021H1 直销渠道实现收入 95.0 亿元，同比增长 84.5%，占酒类销售收入的比重为 19.39%，同比提升 7.66pct，较 2021Q1 环比继续提升 1.85pct；批发渠道实现收入 395.1 亿，同比小幅增长 1.9%。**五粮液：**2021H1 经销渠道实现营收 271.67 亿元，同比+3.72%，而毛利率水平更高的直销模式实现收入 69.35 亿元，同比大幅增长 251.01%，对酒类收入的营收贡献较 2020 年末进一步提升 6.88pct 至 20.34%，主因今年公司对团购业务与线上业务的重视程度加大。上半年五粮液产品全国范围内经销商净增加 21 名，其中东部区域净增加 20 名。**泸州老窖：**上半年电商平台、自媒体等新兴渠道（主要为直接面向消费者的渠道）实现营收 5.31 亿元，同比大幅增长 84.71%，传统经销模式营收 86.63 亿元，同比+19.03%；Q2 末国内经销商数量降至 1899 名，较去年末净减少 148 名（同比-11.05%），公司渠道战略重点有逐渐向新兴渠道转移趋势。

产品结构与渠道结构的优化在毛利率端有所反映，茅台系列酒增长突出导致毛利率小幅下滑，五粮液与泸州老窖毛利率提升。贵州茅台：2021H1 整体毛利率小幅下滑 0.08pct，主因毛利率相对茅台酒而言较低的系列酒增长更快，而直营占比提升在一定程度上缓冲

毛利率下滑幅度。**五粮液**：2021H1 整体毛利率同比提升 0.42pct 至 74.96%，其中五粮液产品/系列酒产品毛利率分别提升 0.62%/2.02%，产品结构优化叠加渠道结构改善共同拉动毛利率提升。**泸州老窖**：2021H1 公司整体毛利率 85.67%，同增 3.83pcts，主因产品结构持续优化与直接提价带动吨价提升，其中中高档酒毛利率同比提升 2.0pct 至 90.6%，其他酒类毛利率同比提升 13.4pct 至 47.4%。此外，五粮液与老窖 Q2 毛利率提升速度有所加快。

表 9：高端白酒毛利率及同比变化 (pct)

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2021H1 同比	2021Q2 同比	2021Q1 同比
贵州茅台	91.38%	91.01%	91.68%	-0.08	-0.20	0.00
五粮液	74.96%	72.06%	76.43%	0.42	1.35	-0.10
泸州老窖	85.67%	85.24%	86.04%	3.83	7.77	-0.81

资料来源：Wind，财信证券

2.2 盈利能力稳中有升，后续业绩释放余力充足

茅台 Q2 税金扰动消除，高端白酒 Q2 利润增速重新高于营收增速，彰显盈利能力稳健性。利润端，2021H1 高端白酒三家公司合计实现归母净利润 420.81 亿元，同比增长 14.73%，Q2 单季度实现归母净利润 166.36 亿元，同比增长 17.38%，业绩增速边际提升。**茅台** 2021H1 利润增速 9.08%，慢于收入增速 11.68%，主因 Q1 税金及附加在去年同期低基数上同比高增 (+56.4%) 对利润造成拖累，**2021Q2 税金及附加扰动消除**，税金及附加率 (13.81%) 维持在正常水平，Q2 归母净利润同比增长 12.53%，快于当期营业收入增速 11.61%，盈利能力依然稳健。Q2 高端白酒归母净利增速 (+17.38%) 重新高于营收增速 (+12.87%)，盈利能力稳中有升。

表 10：高端白酒公司归母净利润 (亿元) 及增速

公司	2021H1	同比	较 2019H1	2021Q2	同比	较 2019Q2
贵州茅台	246.54	9.08%	23.57%	107.00	12.53%	22.57%
五粮液	132.00	21.60%	41.40%	38.77	23.03%	35.53%
泸州老窖	42.26	31.23%	53.70%	20.60	36.10%	66.74%
高端合计	420.81	14.73%	31.35%	166.36	17.38%	29.71%

资料来源：Wind，财信证券

费用率方面，茅台销售费用率 Q2 提升，五粮液与泸州老窖销售费用率下降，其他费用率指标整体平稳。贵州茅台：2021H1 销售费用率基本持平，Q2 销售费用率同比提升 0.72pct，主因系列酒促销费用增加；2021H1 管理费用率同比提升 0.36pct，主因薪酬费用、商标使用许可使用费等增加。**五粮液**：费用率指标较为稳定，2021H1 销售费用率 9.67%，同比下降 0.68%，与广告费用投放压缩有关，管理/研发/财务费用率同比变化不大。**泸州老窖**：2021H1 销售费用率同降 1.87pct，Q2 单季度同比降 3.55%，主要系广告宣传费用投放缩减，对盈利能力提升起了重要推动作用，其他费用率指标较为稳定。

净利率方面，高端白酒 Q2 净利率均有所提升，老窖盈利能力提升幅度最大。贵州

茅台：2021H1 净利率同比小幅下滑 1.05pct 至 3.39%；Q2 税金及附加扰动消除，净利率同比提升 0.92pct 至 52.41%。**五粮液**：2021H1 净利率同比提升 0.71pct 至 37.67%，Q2 单季度同比提升 1.23pct。**泸州老窖**：2021H1 净利率同比提升 3.55pct 至 37.67%，Q2 单季度同比大幅提升 11.66pct，盈利能力显著提升。

表 11：高端白酒净利率及同比变化 (pct)

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2021H1 同比	2021Q2 同比	2021Q1 同比
贵州茅台	53.39%	52.41%	54.17%	-1.05	0.92	-2.63
五粮液	37.67%	32.67%	40.22%	0.71	1.23	0.39
泸州老窖	45.79%	48.37%	43.56%	3.55	11.66	-5.03

资料来源：Wind，财信证券

回款与现金流表现优秀，预收账款环比增加，报表质量较高，后续业绩释放空间充足。高端白酒 2021H1 销售回款同比增长 19.50%，快于同期收入增速（15.54%），Q2 同比增长。2021H1 经营性净现金流大幅增长 128.44%，Q2 延续高增（+102.69%）。回款与现金流表现优秀，反映收入增长质量较高。从历史来看，预收款是反映高端白酒景气度边际变化的重要指标，2012-2013 茅台、五粮液预收款增速下滑并降幅增大对应高端白酒行业开始步入深度调整期，2015 年茅台与五粮液预收款率先大幅回升，标志行业新一轮景气周期的开始。2021Q2 单季度茅台/五粮液预收款余额环比增长 73.1%/26.9%，为下半年增长充分蓄力，也反映 Q2 动销良好，经销商打款积极性高，高端白酒景气度延续。老窖环比减少 16.8%，与 Q2 的控货提价策略有关，但 Q2 末预收款余额同比仍大幅增长 139.4%，短期季度间波动不影响长期向上趋势。

表 12：高端白酒销售回款 (亿元)

公司	2021H1	同比	2021Q2	同比
贵州茅台	502.70	8.23%	279.69	13.79%
五粮液	360.85	26.11%	150.19	-5.70%
泸州老窖	108.53	72.76%	44.06	23.32%
高端	972.08	19.50%	473.94	7.52%

资料来源：Wind，财信证券

表 13：高端白酒经营性净现金流 (亿元)

公司	2021H1	同比	2021Q2	同比
贵州茅台	217.19	72.09%	232.04	124.90%
五粮液	87.07	645.42%	32.02	35.11%
泸州老窖	27.38	275.71%	14.28	36.66%
高端	331.65	128.44%	278.35	102.69%

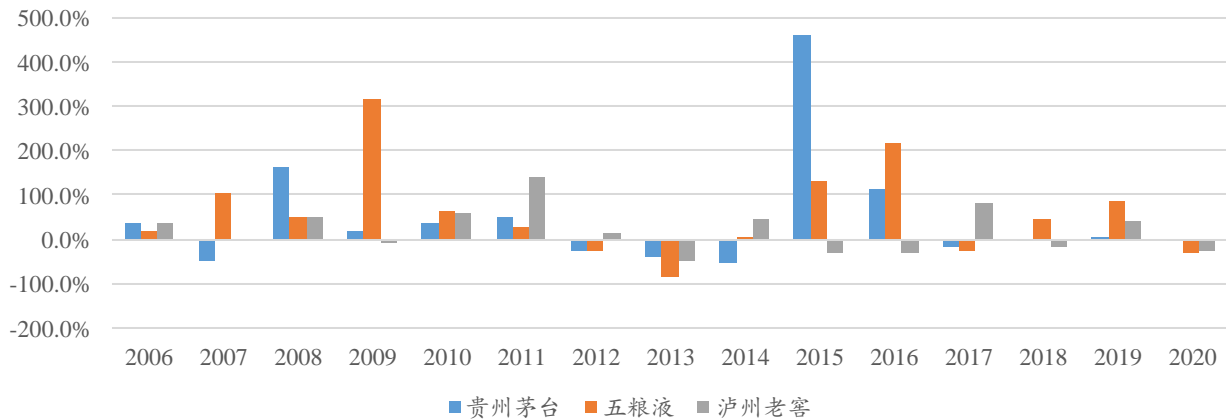
资料来源：Wind，财信证券

表 14：高端白酒预收款（亿元）

公司	2021Q2 末	2021Q2 增量	2021Q2 环比	2021Q2 同比
贵州茅台	92.44	39.04	73.1%	-2.3%
五粮液	63.41	13.43	26.9%	75.2%
泸州老窖	14.08	-2.84	-16.8%	139.4%
高端	169.93	49.63	41.3%	24.3%

资料来源：Wind，财信证券

图 5：高端白酒历年预收款增速变化



资料来源：Wind，财信证券

3 次高端白酒：产品结构升级，全国化扩张加速，业绩弹性释放

3.1 收入高速增长，产品结构优化，全国化进程显著

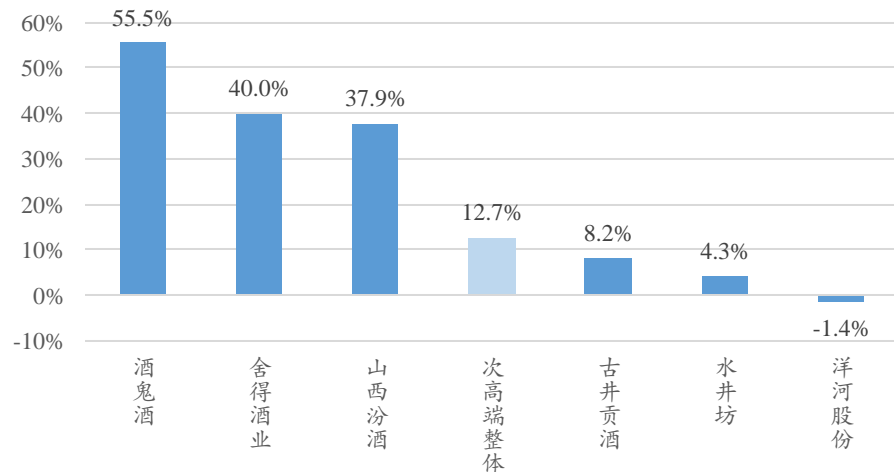
2021H1 次高端收入强势增长，酒鬼酒、舍得酒业、山西汾酒内生增长动能领先。2021H1 次高端 6 家公司合计实现营业收入 406.11 亿元，同比增长 43.00%，增幅居所有白酒子板块之首。2020Q2 多数次高端酒企受疫情影响收入基数较低，若剔除疫情影响对比 2019 年同期来看，酒鬼酒、舍得酒业、山西汾酒 19H1-21H1 两年平均复合增速领先，均在 35% 以上，内生增长动力较强。次高端酒企 Q2 单季度实现营收 154.54 亿元，同比增长 50.55%，延续高增长态势。

表 15：次高端营业收入（亿元）与增速

公司	2021H1	同比	较 2019H1	2021Q2	同比	较 2019Q2
山西汾酒	121.19	75.51%	90.03%	47.87	73.23%	106.36%
洋河股份	155.43	15.75%	-2.85%	50.23	20.74%	-1.68%
水井坊	18.37	128.44%	8.70%	5.97	691.49%	-21.48%
酒鬼酒	17.14	137.31%	141.74%	8.06	96.82%	122.19%
舍得酒业	23.91	133.09%	95.92%	13.63	119.34%	160.64%
古井贡酒	70.07	26.96%	17.02%	28.77	28.56%	24.05%
次高端	406.11	43.00%	26.98%	154.54	50.55%	35.63%

资料来源：Wind，财信证券

图 6：次高端酒企 2019H1-2021H1 收入 CAGR



资料来源：Wind，财信证券

核心产品高速增长是主要贡献，高端化动作持续落地，产品结构进一步改善。

山西汾酒：2021H1 汾酒/系列酒/配制酒分别实现营业收入 110.34/3.06/6.72 亿元，同比 +76.08%/+2.55%/+147.78%。高端及次高端的青花系列是增长主力，结合渠道调研我们预计上半年青花实现翻倍式增长，收入贡献超过 30 亿元，其中青花 20 放量显著，青花 30 复兴版成功导入占位千元价格带，并有青 40 等形象产品相继推出，产品矩阵进一步完善，高端化战略落地显成效。

洋河股份：2021 中高档酒/普通酒分别实现营业收入 125.53/26.01 亿元，分别同比 +16.48%/+19.18%。上半年核心产品梦 6+ 动销旺盛持续放量，结合渠道调研我们预计梦 6+ 增速在 45% 左右，Q2 延续高增态势；梦 3 水晶版在全国推广顺利，逐步完成对老版的替代；梦 9 及以上产品同样保持较高增速，天之蓝、梦之蓝全面企稳，为后续产品升级换代打好基础，洋河品牌下产品体系明显改善。

水井坊：2021H1 高端/中端产品分别实现营业收入 17.81/0.54 亿元，同比 +128.22%/+129.50%。公司持续推进高端化战略，资源集中投放重点打造井台、典藏及以上高端产品，已成立专门部门负责高端产品的运营，并成立一家高端产品营销公司，广告营销等活动也重点聚焦高端产品，当前品牌宣传与消费者教育工作有序进行，公司规划下半年推出典藏新品，将进一步向上产品结构。

酒鬼酒：2021H1 内参/酒鬼/湘泉分别实现营业收入为 5.20/9.80/0.91 亿元，同比 +86.1%/+170.5%/+36.7%。高端战略大单品内参强势增长 Q2 加速，结合渠道调研我们预计 Q2 内参实现翻倍以上增长；次高端酒鬼系列上半年红坛顺利换代动销良好，且有其他次高端产品提价，酒鬼系列吨价同比提升 9% 左右，产品结构持续改善。

舍得酒业：2021H1 中高档酒/低档酒分别实现营业收入 18.8/3.2 亿元，同比 +149.01%/+235.52%。中高档产品中，藏品舍得、智慧舍得等高端新品加强运作，战略大单品品味舍得持续放量，产品销售结构优化；沱牌产品矩阵进一步完善，沱牌曲酒、沱牌特级 T68 等较高价格产品市场表现更为突出。快速的渠道扩张以及较高的产品性价比助力舍得、沱牌全线高速增长。

古井贡酒：年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼实现收入 50.70/8.06/5.81 亿元，同比 +15.5%/+14.1%/+319.6%。古 8 及以上产品快速放量，带动年份原浆均价同增 24.6%，产品结构明显优化；上半年黄鹤楼在低基数上实现恢复性高增。

全国化进程显著，山西汾酒、酒鬼酒等省外市场扩张加速，省内基本盘稳固。

山西汾酒：2021H1 省内/省外分别实现收入 47.18/72.94 亿元，分别同比+50.64%/+96.92%。省外市场延续高增，营收占比已达 60.7%，较去年末提升约 4 个百分点。上半年省内/省外经销商数量分别增加 40/211 家至 685/2462 家，在全国市场可控终端网点数量突破 100 万家。汾酒省外市场拓展明显，同时省内市场优势巩固、稳健增长，为省外扩张提供有力支撑，整体来看，汾酒展现出极强的全国化势能。

酒鬼酒：公司加速在全国的招商，2021H1 华北/华东/华南/华中/其他地区经销商净增加 37/23/42/134/56 家，总经销商数量净增加 292 家至 1055 家，较 2020 年末增长 38.3%。2021 年公司重点进行省外扩张，内参省外以大商为核心，酒鬼省外加速招商与渠道网络扩张，从结果来看，渠道调研反馈内参、酒鬼省外增速较省内更快，公司在省外地级市场覆盖率快速提升（目标 100%，当前已达 90%），全国化扩张势能正盛。

舍得酒业：2021H1 公司继续加大空白市场招商铺货力度，批发代理渠道实现收入 20.1 亿元，占比达到 91.83%，同比大幅增长 153.57%；2021H1 公司经销商净增加 283 家，Q2 净增加 103 家。2021H1 省内市场同比增长 174.63%，省外市场同比增长 146.03%，公司“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东南南”的全国化布局策略成效显著。同时互联网渠道亦有明显发力增强渠道全面立体性，2021H1 电商渠道收入实现同比大幅增长 233.47%。

古井贡酒：2021H1 安徽大本营所在的华中市场实现营收 60.25 亿元，同比增长 23.54%，华北/华南市场分别实现营收 5.05/4.72 亿元，分别同增 40.30%/67.51%，华北+华南市场收入贡献提升 2.31pct 至 13.93%，省外市场开拓快速推进。公司继续加大招商力度，2021H1 华中/华北/华南经销商净增加 213/83/32 家。

洋河股份：2021H1 省内/省外分别贡献收入 72.25/79.29 亿元，同比+16.27%/+17.54%，占比分别为 47.67%/52.33%，省外市场增速略高于省内，省内省外整体上均衡发展。省内/省外经销商分别净增加 51/61 家至 3167/5996 家。公司在江苏省内渠道布局已初步完成，省内龙头地位稳固，省外扩张稳步推进，其中河南、山东、安徽等市场是渠道工作的重点。

水井坊：公司省外南区/北区/东区收入增速领先，剔除 2020 年基数效应后，较 2019H1 分别同比+38%/+16%/+14%；省内所在西区收入下滑 8%，主因省内市场竞争趋于激烈。

毛利率方面，2021H1 次高端酒企毛利率均同比提升，舍得酒业、山西汾酒、水井坊毛利率提升幅度居前，主要得益于产品结构优化与部分产品提价。2021Q2 次高端酒企毛利率水平加速提升，水井坊同比大幅提升 12.4% 主要受去年同期低基数影响，汾酒、酒鬼酒同比提升 6.30%/5.16% 表现亮眼。

表 16：次高端酒企毛利率及同比变化 (pct)

公司	2021H1	2021Q2	2021Q1	2021H1 同比	2021Q2 同比	2021Q1 同比
山西汾酒	74.99%	77.22%	73.54%	3.29	6.30	1.31
洋河股份	74.43%	70.82%	76.16%	1.22	-1.23	2.42
水井坊	84.54%	83.49%	85.05%	2.17	12.40	1.51
酒鬼酒	80.24%	81.19%	79.40%	0.16	5.16	-6.00
舍得酒业	78.78%	79.68%	77.60%	3.78	2.95	5.24
古井贡酒	76.40%	75.56%	76.99%	0.20	1.01	-0.33
次高端	75.90%	75.50%	76.14%	1.97	2.77	1.54

资料来源：Wind，财信证券

3.2 费用率整体下行，业绩弹性凸显

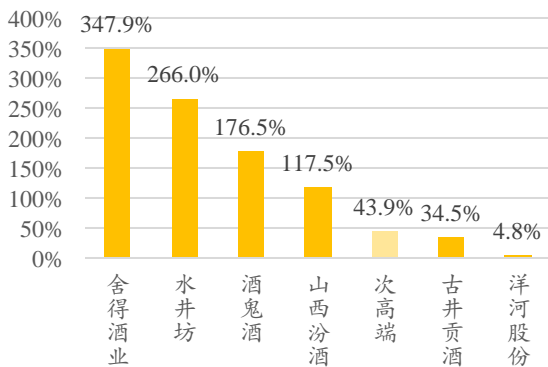
次高端利润弹性凸显。2021H1 次高端 6 家公司合计实现归母净利润 122.07 亿元，同比增长 43.91%，Q2 单季度实现归母净利润 43.59 亿元，同比大幅增长 89.09%，业绩弹性凸显，且 Q2 利润加速释放。舍得酒业、水井坊、酒鬼酒、山西汾酒利润增速居前，剔除 2020H1 疫情影响，从 2019H1-20121H1 两年平均复合增速来看，依然是舍得、水井坊、酒鬼酒、汾酒业绩弹性更大。

表 17：次高端归母净利润（亿元）与增速

公司	2021H1	同比	较 2019H1	2021Q2	同比	较 2019Q2
山西汾酒	35.44	117.54%	197.75%	13.62	239.43%	335.42%
洋河股份	56.61	4.82%	1.43%	17.99	28.61%	15.25%
水井坊	3.77	266.01%	11.10%	-0.42	52.05%	-134.81%
酒鬼酒	5.10	176.55%	227.49%	2.42	174.05%	191.45%
舍得酒业	7.35	347.94%	296.64%	4.34	215.33%	410.90%
古井贡酒	13.79	34.53%	10.45%	5.64	45.39%	21.38%
次高端	122.07	43.91%	40.29%	43.59	89.09%	65.88%

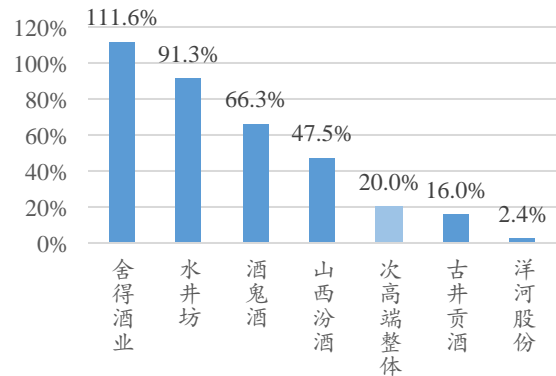
资料来源：Wind，财信证券

图 7：次高端酒企 2021H1 归母净利增速排序



资料来源：Wind，财信证券

图 8：次高端酒企 19H1-21H1 归母净利 CAGR 排序



资料来源：Wind，财信证券

费用端，整体来看，次高端酒企 2021H1 费用率同比下降，主因动销恢复、费用投放效率提升，收入端高速增长。山西汾酒 2021H1 销售费用率/管理费用率同比-3.4/-2.4pct 至 16.73%/3.89%，规模效益持续显现。舍得酒业同样在收入端高速增长背景下费用率录得显著降幅。虽上半年多数酒企费用投放正常，水井坊为深入实施高端化战略，加大在电视节目、体育活动中的品牌露出力度，同时承办糖酒会及相关活动，积极宣传高端品牌形象，短期费用投放较多，2021H1 销售费用/管理费用率分别为 31.75%/8.96%，其中 Q2 确认销售费用 3.15 亿元，同比大幅增长 159.1%，销售费用率高达 52.72%，管理费用率高达 17.37%，显著高于往年正常水平（2020Q2 收入受疫情冲击明显导致费用率高基数，2021Q2 收入正常化）。

表 18：次高端酒企销售费用率及同比变化（pct）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2021H1 同比	2021Q2 同比	2021Q1 同比
山西汾酒	16.74%	14.89%	17.95%	-3.37	-3.31	-3.44
洋河股份	8.62%	13.47%	6.31%	-0.18	0.08	-0.43
水井坊	31.75%	52.72%	21.66%	-4.81	-	-2.02
酒鬼酒	21.85%	21.49%	22.17%	-2.57	-3.36	-1.69
舍得酒业	14.53%	14.53%	14.54%	-8.26	-6.67	-10.70
古井贡酒	28.94%	28.12%	29.52%	-0.37	0.03	-0.63

资料来源：Wind，财信证券

注：水井坊 2020Q2 销售费用率异常，不具可比性。

表 19：次高端酒企管理费用率及同比变化（pct）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2021H1 同比	2021Q2 同比	2021Q1 同比
山西汾酒	3.89%	4.95%	3.19%	-2.40	-2.56	-2.28
洋河股份	5.99%	8.77%	4.67%	-0.73	-1.42	-0.50
水井坊	8.96%	17.37%	4.91%	-7.39	-	-3.74
酒鬼酒	3.93%	4.49%	3.43%	-3.36	-2.83	-3.82
舍得酒业	9.43%	9.89%	8.82%	-5.32	-3.75	-7.64
古井贡酒	6.67%	8.19%	5.62%	-0.49	-0.82	-0.30

资料来源：Wind，财信证券

注：水井坊 2020Q2 管理费用率异常，不具可比性。

次高端盈利能力提升，Q2 盈利改善更明显。从净利率表现来看，次高端子板块 2021H1 毛利率整体同比提升 1.97pct，Q2 提升 6.20pct，舍得、水井坊、汾酒上半年净利率提升在 5 个百分点以上，其中汾酒 Q2 加速释放利润，单季度净利润率同比提升 15.32%，较疫情前 2019Q2 提升 15.25pct。舍得酒业 2021H1 毛利率较疫情前 2019H1 提升 14.83pct。洋河股份上半年净利率同比下滑 3.77%，主要受到 Q1 公允价值变动的不利影响，白酒主业盈利能力实则提升，Q2 净利率同比提升 2.20%。

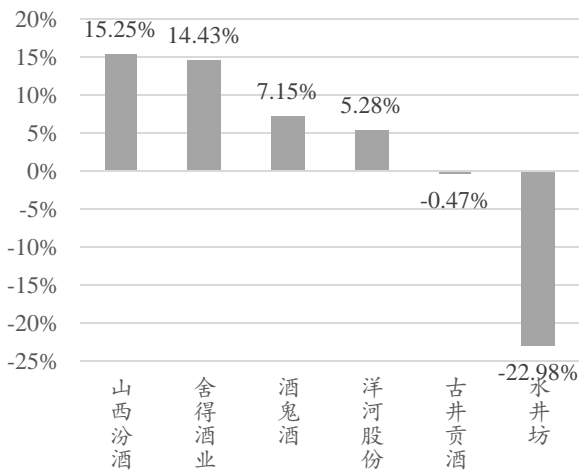
表 20：次高端酒企净利率及同比变化（pct）

公司	2021H1	2021Q2	2021Q1	2021H1 同比	2021Q2 同比	2021Q1 同比
山西汾酒	29.53%	29.13%	29.80%	6.11	15.32	-0.04
洋河股份	36.45%	35.81%	36.76%	-3.77	2.20	-6.44
水井坊	20.54%	-7.06%	33.82%	7.72	-	7.62
酒鬼酒	29.78%	30.07%	29.52%	4.23	8.47	-1.22
舍得酒业	31.35%	32.33%	30.06%	14.52	9.57	22.34
古井贡酒	20.27%	20.20%	20.32%	2.04	3.43	1.09

资料来源：Wind，财信证券

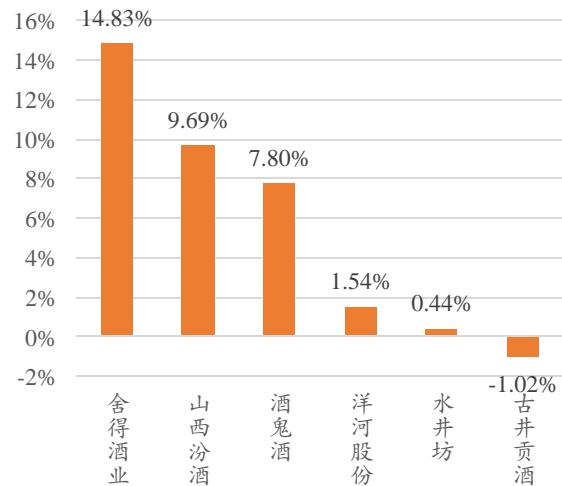
注：水井坊 2020Q2 净利率异常，不具可比性。

图 9：次高端 21H1 净利率提升幅度-对比 2020H1



资料来源：Wind，财信证券

图 10：次高端 21H1 净利率提升幅度-对比疫情前 19H1



资料来源：Wind，财信证券

上半年次高端销售回款表现亮眼，舍得酒业、酒鬼酒、水井坊回款实现翻倍以上增长，洋河股份、山西汾酒销售回款同样高速增长，报表反映次高端动销强势恢复。预收款方面，除酒鬼酒 Q2 末环比 Q1 增幅明显外，其他酒企涨跌各现，整体变化不大。对下半年业绩增长的判断需紧密跟踪当季度动销情况。

表 21：次高端销售回款情况

公司	2021H1	同比	2021Q2	同比
山西汾酒	114.31	54.56%	62.71	73.64%
洋河股份	147.83	84.85%	53.50	166.66%
水井坊	18.97	112.46%	5.43	345.24%
酒鬼酒	19.36	123.60%	11.33	99.52%
舍得酒业	26.07	132.60%	13.57	113.30%
古井贡酒	80.65	27.27%	40.83	112.58%

资料来源：Wind，财信证券

表 22：次高端预收款情况

公司	2021Q2 末	2021Q2 增量	2021Q2 环比	2021Q2 同比
山西汾酒	32.59	3.29	11.2%	52.0%
洋河股份	55.17	-6.12	-10.0%	39.7%
水井坊	6.39	-0.85	-11.7%	26.7%
酒鬼酒	8.73	2.91	50.1%	307.6%
舍得酒业	3.72	-0.72	-16.1%	141.8%
古井贡酒	22.14	2.70	13.9%	204.3%

资料来源：Wind，财信证券

4 中端及大众酒：内生增长动能相对较弱，酒企间分化明显

整体来看，中端与大众白酒表现分化，行业内生增长动力相对较弱。收入端，2020 年中端及大众白酒的消费场景受疫情冲击较多，2021H1 中端及大众白酒整体回暖，营收

整体同比增长 15.66%，其中收入规模居前的顺鑫农业增速仍然为负，区域白酒龙头今世缘、口子窖表现较好。对比疫情前同期水平，中端及大众白酒子行业增长 7.90%，显著慢于白酒行业整体增速。**利润端**，2021H1 子行业整体同比增长 33.30%，同比 2019H1 仅微增 0.38%，但 Q2 利润增速边际提升。公司间表现分化，相较于 2019H1，规模较小的青青稞酒利润弹性凸显，金徽酒、迎驾贡酒与今世缘也有较大增长。

表 23：中端及大众白酒营业收入（亿元）与增速

公司	2021H1	同比	较 2019H1	2021Q2	同比	较 2019Q2
今世缘	38.51	32.20%	26.06%	14.55	27.32%	32.16%
口子窖	22.43	42.90%	-7.28%	10.70	35.05%	1.19%
老白干酒	16.52	10.61%	-15.71%	8.97	21.77%	10.76%
迎驾贡酒	20.86	52.46%	10.82%	9.37	57.07%	29.90%
金徽酒	9.72	36.59%	19.28%	4.64	25.60%	54.11%
伊力特	10.31	29.85%	9.60%	4.86	-24.07%	15.24%
顺鑫农业	91.91	-3.46%	9.21%	37.06	-7.26%	1.50%
皇台酒业	0.25	-35.82%	51.05%	0.13	-56.95%	38.10%
金种子酒	5.45	32.98%	7.60%	2.50	15.85%	15.02%
青青稞酒	5.79	63.61%	6.92%	2.00	32.34%	13.77%
中端及大众	221.74	15.66%	7.90%	94.78	9.30%	11.96%

资料来源：Wind，财信证券

表 24：中端及大众白酒归母净利润（亿元）与增速

公司	2021H1	同比	较 2019H1	2021Q2	同比	较 2019Q2
今世缘	13.35	30.92%	24.47%	5.29	20.52%	22.83%
口子窖	6.87	41.34%	-23.18%	2.67	9.95%	-23.62%
老白干酒	1.24	6.10%	-35.86%	0.68	32.48%	-10.77%
迎驾贡酒	5.91	77.63%	32.98%	2.22	122.30%	143.20%
金徽酒	1.87	55.89%	38.85%	0.72	15.58%	179.35%
伊力特	2.12	45.04%	5.10%	0.81	-41.53%	53.83%
顺鑫农业	4.76	-13.27%	-26.59%	1.02	-47.57%	-53.29%
皇台酒业	-0.12	-500.00%	-26.11%	-0.08	-182.37%	-21.26%
金种子酒	-0.98	-79.75%	207.46%	-0.49	-74.30%	20.38%
青青稞酒	0.75	314.49%	235.03%	0.04	112.43%	-113.48%
中端及大众	35.79	33.30%	0.38%	12.89	9.22%	10.40%

资料来源：Wind，财信证券

表 25：中端及大众白酒净利率及同比变化 (pct)

公司	2021H1	2021Q2	2021Q1	2021H1 同比	2021Q2 同比	2021Q1 同比
今世缘	34.66%	36.38%	33.62%	-0.34	-2.05	0.83
口子窖	30.65%	24.99%	35.81%	-0.34	-5.70	4.52
老白干酒	7.49%	7.42%	7.58%	-0.38	0.39	-1.11
迎驾贡酒	28.46%	23.75%	32.30%	4.04	6.94	2.00
金徽酒	19.28%	15.55%	22.69%	2.39	-1.35	5.79
伊力特	21.08%	17.29%	24.48%	2.82	-4.07	19.13
顺鑫农业	5.26%	2.79%	6.93%	-0.58	-2.23	0.49
皇台酒业	-47.82%	-58.41%	-36.02%	-55.49	-88.95	40.13
金种子酒	-17.89%	-19.72%	-16.32%	-4.83	-6.94	-2.95
青青稞酒	12.64%	1.27%	18.65%	23.90	22.74	22.29
中端及大众	16.20%	13.62%	18.12%	2.92	-0.03	3.79

资料来源：Wind，财信证券

区域酒龙头次高端化进展较好，乘消费升级东风，核心产品贡献显著。今世缘：今年以来公司加大力度推动产品结构升级，集中资源培育定位较高的 V 系列产品，对其构建价格体系、渠道体系和消费者培育体系，渠道开拓效果较好，品牌知名度得到显著提升；同时推出四开国缘新品，完成产品升级迭代，并在营销上发力配合，取得了较好的推广效果。报表端，2021H1 今世缘高端与次高端核心产品所属的特 A+/特 A 类产品分别实现收入 25.29/10.12 亿元，同比+49.74%/+12.79%，特 A+收入高速增长，收入占比进一步提升至 65.91%（同比提升 7.78%），产品结构升级明显，充分受益于次高端扩容红利。

迎驾贡酒：次高端生态洞藏系列产品加快内部结构升级，占位安徽省白酒消费主流价格带。受益于次高端行业扩容、前期渠道改革与品牌建设红利释放，上半年洞 6、洞 9 产品放量明显，预计实现翻倍式增长，同时洞 16、洞 20 处于培育期积蓄势能，未来有进一步提升产品结构的潜力。

5 行业基本面整体稳健，布局白酒优质标的

5.1 白酒中报充分行业发展特征以及公司经营战略选择

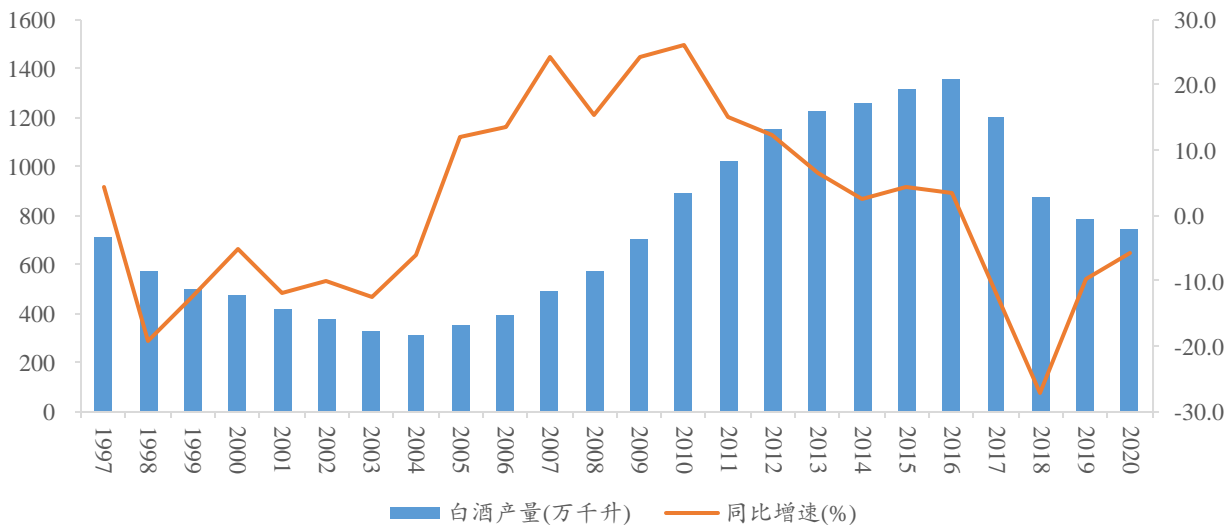
我们认为，高端稳健增长、次高端成长性凸显是表象，是行业发展特征以及公司经营战略选择的结果。高端方面，高端白酒消费人群经济实力相对较强，高端白酒需求本身具备较强的稳定性，同时由于行业壁垒较高，需要超强的品牌力以及过硬的产品品质作为基础，行业格局较为稳定。长期来看，宏观经济稳健增长、中产及以上阶级人群扩容、消费升级趋势延续共同推动高端白酒需求侧扩容，而供给侧高品质白酒产能稀缺意味着高端白酒价格带仍有上移空间，预计未来高端白酒行业保持稳健增长态势。

次高端方面，受益于高端白酒价格带上移以及消费升级浪潮推动，次高端白酒具备较大的行业扩容空间，因此 2021 年上半年，在疫情修复需求回补叠加高端白酒高景气向下传导的共同作用下，次高端迎来百花齐放的繁荣发展时期。但次高端白酒的行业壁垒

相对较低，全国化次高端品牌、区域龙头酒企以及众多酱酒新入局者均在次高端战场角力，竞争格局略逊于高端白酒。部分酒企已成功探索出适合的战略路径，当前紧抓行业发展机遇期增强自身势能并逐步扩大领先优势，因此在行业景气上行时期展现出更强的成长性。

中端及大众酒方面，上半年行业整体恢复性增长，主因去年中低端白酒消费受疫情影响较多。在白酒行业整体量不增的大背景下，中端及大众白酒内生增长动能较弱，酒企增长主要靠提升市场份额以及上延至次高端价格带参与增量竞争，预计未来行业继续分化。

图 11：白酒行业总产量与同比增速



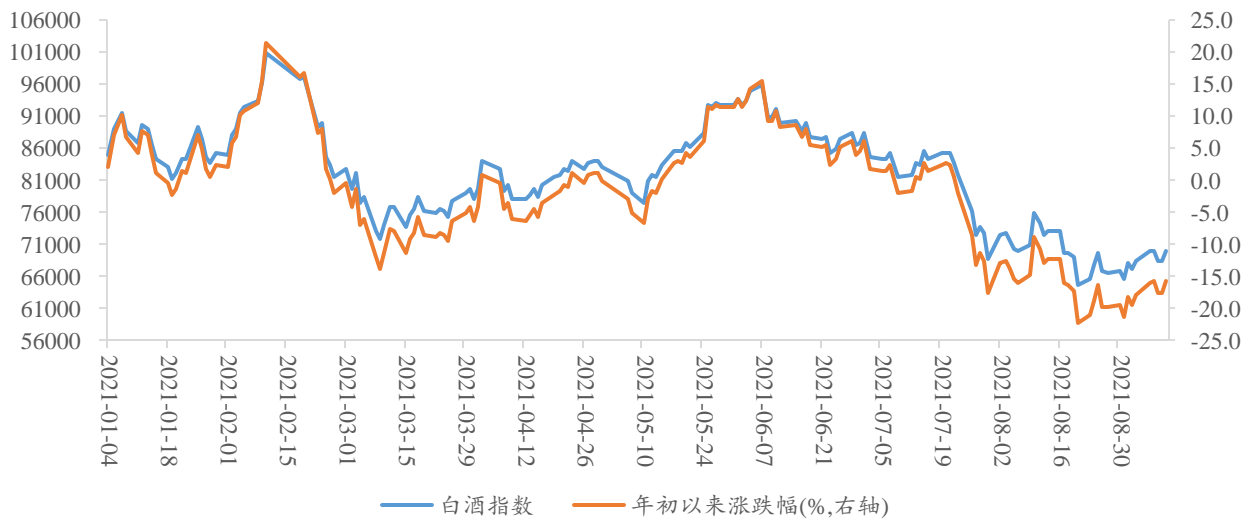
资料来源：Wind，财信证券

从中报反映出的不同价格带酒企战略重点来看，高端品牌的运营已相对成熟，产品结构优化与渠道体系优化是高端酒企进一步提升盈利能力的主要驱动力；而次高端品牌加速抢占更高产品价格带，并普遍加大招商力度进行市场扩张，高端化+全国化依然是次高端未来业绩增长的主要驱动；其他区域龙头酒企重点打造并推广产品矩阵中的次高端产品，渠道方面主要进行省内渠道精耕，并逐步有序拓展省外市场。

5.2 情绪扰动估值回落，行业基本面依然坚挺

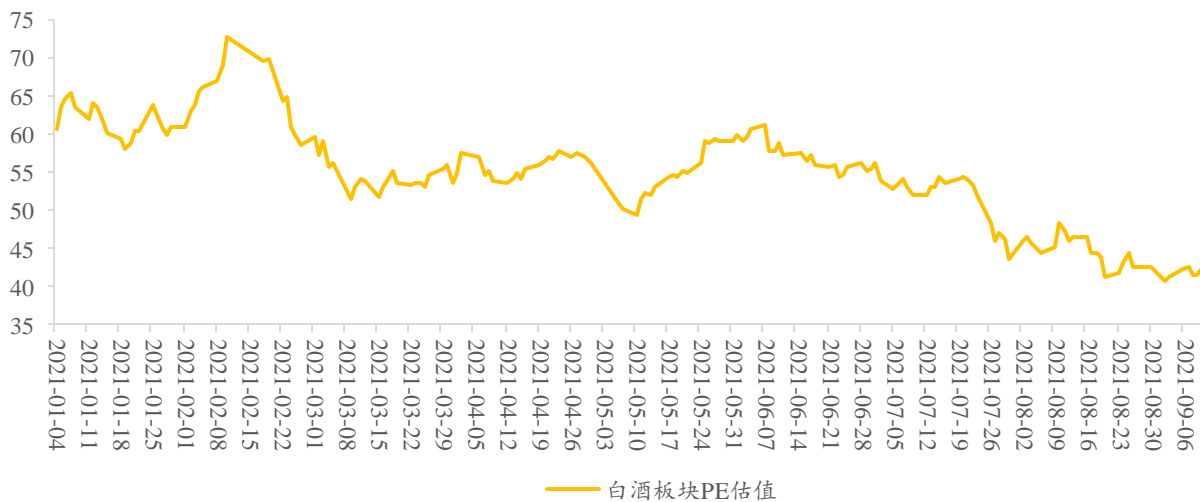
政策风险担忧情绪持续发酵，白酒板块估值明显回落。7月底政策层对于其他行业的严监管引发恐慌情绪，叠加此前白酒消费税征收端后移的传闻一直存在，市场担忧对白酒行业的不利政策也将出现。8月中旬国家市场监督管理总局价监竞争局召开白酒市场秩序监管座谈会，担忧情绪再度发酵，白酒板块大幅受挫。

图 12：白酒指数走势与年初以来涨跌幅



资料来源：Wind，财信证券

图 13：白酒板块 PE 估值



资料来源：Wind，财信证券

对于主要的行业政策风险担忧，我们的观点如下：**1. 理性看待白酒座谈会的召开，政策层维护市场秩序将利好行业长期发展。**座谈会就资本大量进入酱酒产业以及部分名酒价格过快上涨问题征集多方意见，旨在维护白酒市场秩序，有助于行业长期健康发展。座谈会召开的背景为近两年来酱酒热度高涨，需求扩张叠加产业链各环节利润丰厚吸引大量资本入局，茅台镇小酱酒企业数量增长并存在产能无序扩张问题，酱酒价格在渠道累库、资本助推背景下持续上涨，为白酒行业长期发展积聚了一定风险；此外，近期茅台酒批价上涨较快亦引发对行业风险担忧。有关部门关注到当前行业主要风险点，有利于维护行业发展秩序，促进行业中长期良性增长与良性竞争，头部酒企将最为受益。此外，本次会议以座谈会形势召开，邀请酒企、行业专家、资本市场人士等多方人士参与讨论，属于常规性座谈，而非出台明确政策打压白酒行业、限制白酒价格。**2. 消费税征收后移加剧行业分化，龙头酒企受影响有限，政策落地仍需时间。**消费税征收端后移对

酒企的影响不宜一概而论。顶级名优白酒品牌力极强、需求旺盛而供给相对稀缺，渠道价差大且酒企对于渠道有极强的话语权，因而具备将税基扩大压力转嫁至渠道的能力，企业盈利能力本身几乎不受影响。对于采取渠道全控价模式的企业而言，消费税征收端后移并不会导致税负增加，因此税收政策改革对其影响有限。对于其他酒企而言，受消费税政策改变的影响取决于对渠道话语权的强弱，其根本决定因素是品牌力。因此，我们认为消费税政策改变将加剧行业分化，强者恒强的趋势更加明显。值得注意的是，白酒终端流通渠道广而复杂，监管难度较大，因此消费税征收端后移政策的落地或还需要时间。

疫情反复对旺季动销影响有限，茅台加强双节期间市场管控。除政策担忧外，由于此前疫情再次散点复发，市场担忧白酒旺季动销受到影响，也在一定程度上压制了白酒板块表现。本轮南京疫情用时 1 月便实现新增病例的清零，反映国内疫情防控能力较强。从渠道反馈来看，高端白酒需求稳健，次高端白酒在本轮疫情的中后期基本恢复正常。8 月下旬茅台集团对部门省区销售公司传达了中秋国庆双节期间“稳市稳价”工作要求，其中包括“100%拆箱、100%清零、100%开票”的三个 100%政策（节前 100%清零指 9 月 21 日前销售库存 80%，10 月 7 日前清空 100%库存），经销商提高零售比例等。我们认为这是茅台对渠道增强管控的表现，有助于提高茅台开瓶率、降低渠道库存，从其影响来看，一方面减弱渠道库存带来的波动放大效应，增强渠道健康程度；另一方面将缓解此前茅台市场价格快速上涨的压力，巩固真实消费需求。疫情风险可控，叠加龙头公司加强市场价格管控，我们认为白酒行业基本面仍然健康。

白酒迎双节动销回款良好，行业景气延续，龙头酒企即将完成全年任务。散瓶茅台批价月中上涨至 3150 元附近，受监管政策担忧以及茅台出台稳市稳价要求影响，批价快速下跌至 2850 元附近，而后又快速回升。最新渠道反馈茅台今年中秋发货量较去年同期增加 1000 吨，中秋节前散瓶批价上涨至 3000 元附近，整箱茅台批价来到 3850-3880 元左右，中秋节加大投放量后批价平稳回落。普五今年弱化淡季控货挺价而保持正常发货节奏，9 月以来价格维持在 980-990 左右，中秋节期间批价表现平稳；当前已达成全年任务九成，预计 9 月底前将全部完成。国窖 8 月进入控货状态，批价在稳定在 900 元左右，库存处于较低水平，目前发货恢复正常，整体回款进度较好，全年目标完成的确定性高。整体来看，经销商双节旺季备货积极，酒企回款进度良好，预计 Q3 白酒基本面稳中有升。

5.3 布局优质标的，坚守价值回归

我们认为白酒行业基本面稳健，情绪扰动下估值明显回落，优质标的投资价值已经凸显。高端白酒行业道壁垒较高，竞争格局稳定，是长期最具备确定性的赛道，高端三强公司经营能力出色，将继续随行业稳健增长，推荐长期价值凸显的贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568）。当前次高端行业仍有消费升级需求扩容红利，但次高端价格带玩家众多、竞争激烈，具备良好品牌基础、渠道管理能力突出、经营战略清晰、内部活力较强的次高端酒企有望从激烈竞争中脱颖而出，更为顺畅的兑现高端

化+全国化逻辑，从而持续释放业绩弹性。重点推荐品牌势能向上，全国化深入推进的山西汾酒（600809）；建议关注改革红利释放，经营改善持续性强的洋河股份（002304）；关注省外市场高速扩张、高端内参消费氛围渐起带来业绩高弹性的酒鬼酒（000799）。区域酒企中建议关注省内市场渠道基础扎实、产品结构明显优化的今世缘（603369）。

6 风险提示

食品安全风险；行业监管趋严风险；市场秩序混乱风险；宏观经济大幅下行风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438