

21Q3 白酒业绩前瞻：次高端高弹性，高端稳健

——业绩前瞻专题报告

主要内容

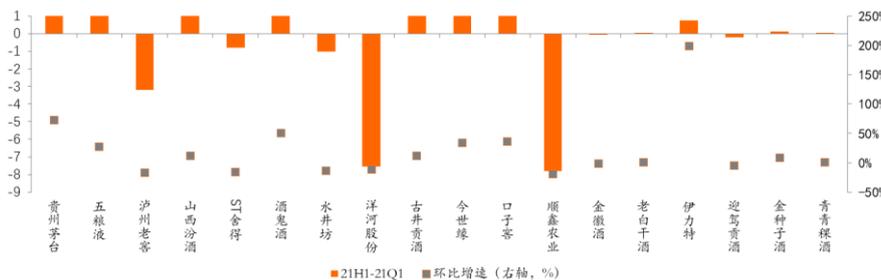
□ 问题一：21Q3 哪些酒企业绩超预期概率大？

此前市场担忧：①21Q3 酒企业绩在去年同期高基数上面临一定压力；②担忧政策层面或对高端酒有不利影响。

我们认为：21Q3 酒企业绩将进一步分化，其中次高端酒业绩将继续保持高弹性，存在较大预期差，而高端酒业绩延续稳健增长态势，具体来看：

- 1) 21H1 高端及次高端酒预收款表现尤其优秀，或将通过蓄水池进行调节，从而延续高增速发展态势；
- 2) 次高端酒继续享受消费升级红利，享受价位带扩容带来的量价齐升，其中酒鬼酒、舍得酒业利润增速均或实现超预期增长，山西汾酒利润增速继续保持高增长，水井坊将迎来新财年首季度“开门红”；
- 3) 高端酒需求仍表现强劲，贵州茅台利润增速或约为 15-20%，五粮液及泸州老窖利润增速均或超 25%，显业绩弹性；
- 4) 区域酒分化逐步拉大，其中洋河股份及古井贡酒利润均继续保持高增。

表 1：21H1 酒企预收款环比变动绝对值/百分比（左轴，亿元/右轴，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

表 2：21Q3 单季度酒企业绩预测情况一览（仅供参考）

		2021Q3 单季度业绩（预测）			
		营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
高端酒	贵州茅台	266.4	15%	133.6	19%
	五粮液	143.0	22%	46.1	25%
	泸州老窖	51.5	30%	19.9	25%
次高端酒	山西汾酒	46.9	35%	13.7	60%
	酒鬼酒	8.5	110%	2.3	60%
	水井坊	14.3	25%	5.2	30%
	舍得酒业	12.5	70%	2.9	100%
区域酒	洋河股份	68.6	25%	25.0	40%
	古井贡酒	31.9	25%	6.7	30%
	今世缘	15.5	21%	3.4	14%
	口子窖	12.5	12%	4.1	8%
	迎驾贡酒	9.5	10%	2.6	30%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

行业评级

食品饮料

看好

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

邮箱：mali@stocke.com.cn

联系人：张潇倩

执业证书号：S1230520090001

邮箱：zhangxiaolian@stocke.com.cn

相关报告

《21Q2 白酒业绩前瞻：高端酒稳健，次高端高弹性》（20210625）

《白酒行业 2020 年报业绩前瞻：业绩逐季改善，分化持续加大》（20210210）

《白酒行业双节回顾&Q3 业绩前瞻：白酒行业回暖明显，高端酒延续稳健发展态势》（20201015）

□ 问题二：当前主要酒企发货&回款&批价&库存情况如何？

贵州茅台：直营非标占比提升贡献利润，预计 21Q3 利润增速或约为 19%。

- ① 批价方面，三季度茅台批价整体处于 2900-3200 元左右位置，9 月初在茅台发货+“座谈会”召开背景下，批价曾短暂的从 3100 元左右下降至 2900 元左右，但随着供需紧张趋势延续，即使发货放量，9 月中下旬飞天茅台批价再次提升至 3100 元左右，节中随着前期惜售的经销商开始放货+发货节奏加快，批价环比下降 200-250 元左右至 2800-2900 元左右；
- ② 发货节奏方面，当前经销渠道已发 9 月货，部分地区开始陆续收到 10 月货，直营渠道继续放量（麦德龙中秋国庆预计投放 2 万瓶飞天，大润发双节拟投放 8 万瓶飞天等），另外，由于非标产品发货节奏加快，预计 21Q3 非标占比及直营占比提升将进一步增厚利润；
- ③ 打款节奏方面，目前经销商已在打 10 月款。另外，茅台 1935 即将投入市场以布局千元价位。

五粮液：预计 21Q3 量增超 10%，利润增速或约为 25%。

- ① 批价方面，21Q3 五粮液批价稳定在 970-1000 元左右，近期普五批价约为 970-980 元左右，在放量背景下仍表现平稳。公司后续发货压力小，主要打款为 999 的货，未来批价上行趋势确定性强；
- ② 发货节奏方面，今年公司整体发货进度较往年快，当前发货进度在 85% 左右，库存压力整体较小；
- ③ 打款节奏方面，经销商打款进度约为 90%+（计划内当前已基本打完），公司有望于 11 月提前完成全年任务。

泸州老窖：批价稳站 900 元价位带，21Q3 利润增速或约为 25%。批价方面，21Q3 国窖批价稳定在 910-930 元；发货节奏方面，8 月公司通过控货以维持渠道健康，库存降低后目前已正常发货，发货进度预计在 80-90% 左右，库存在 2 个月内的健康水平；打款节奏方面，全国层面国窖经销商打款进度约为 90%，同期增长超 30%。

山西汾酒：青花势能持续释放，21Q3 利润增速或约为 60%。批价方面，近期青 20、青 30 省内批价分别为 360-380、800-850 元左右，青 30 复兴版批价约为 900 元，成交价超千元，省内及省外公司继续对青花系列实行配额制以管控价格、提升利润，中秋期间省内动销优秀，预计青花系列仍将保持高增速增长；打款节奏方面，当前省内大商及省外主要大商于 9 月底将基本完成全年目标，全国打款进度预计已超 80%，21Q3 整体回款进度预计同比增长超 50%，报表端将延续高增态势。

酒鬼酒：动销表现优秀，21Q3 利润增速或约为 60%。批价方面，近期省内内参及老红坛、紫坛批价分别为 830-850、300、390 元左右，今年 9 月公司已发布新内参，包装及酒质的升级利于进一步提升消费者认可度。当前全国层面来看，内参及酒鬼系列全年回款已基本完成，整体来看，21Q3 内参及酒鬼系列均实现超高增速增长。

水井坊：高端化战略落地中，21Q3 利润增速或约为 30%。批价方面，近期省内臻酿八号、井台、典藏批价分别为 300、420、610 元左右，7 月中经销商开始新财年的打款，预计 7-9 月回款将实现 30% 左右的同比增长。另外，高端品牌事业部从 8.15 开始打款发货，不设考核目标。

舍得酒业：新招商叠加产品放量推升业绩，21Q3 利润增速或约为 100%。7-8 月份回款约 9 亿元左右，预计 21Q3 整体回款 19-20 亿以上。

洋河：9 月底完成全年任务，预计 21Q3 利润增速或约为 40%。批价方面，海之蓝及天之蓝省内批价分别约为 120、270 元；梦 6+ 省内批价约为 580-690 元，成交价约为 640-650 元，省外高度成交价在 780 元左右；梦 3 水晶版批价约为 415-420 元，成交在 450 元左右。发货进度方面，当前发货进度预计超 80%；打款进度方面，当前洋河省内主要地区回款进度预计约

为 90%，公司目标 9 月底完成百日攻坚战，预计三季度公司将延续亮眼增速。另外，今年双沟预计实现 50%+ 的增长或明显贡献业绩。

今世缘：四开换代稳步推进中，预计 21Q3 利润增速或约为 14%。近期省内国缘老四开、新四开及对开批价分别为 420、470、260 元左右，批价较为稳健，省内部分经销商反馈当前库存略高。南京地区经销商回款进度大多在 80-90% 左右。预计 V 系列高增，V9 收入翻番，同时低度新品上市或将进一步增强竞争力。

古井贡酒：古 20 增长势头向好，预计 21Q3 利润增速或约为 30%。近期省内献礼版、5 年、8 年、16 年、20 年批价分别约为 80/100/200/290/450 元左右，总体走势较为平稳，其中古 16、20 保持高增速发展。公司三季度末已接近完成全年回款指标，预计 10 月将发货完毕，省外完成度优于省内。

口子窖：营销改革加速落地中，预计 21Q3 利润增速或约为 8%。近期口子 5、6、10、20 年批价分别为 78/105/220/330 元，二季度公司继续加大营销改革力度，渠道调整已初显成效，公司正在积极改变单一大商的模式，并推出兼香 518 新品以布局 500-600 元价格带，公司业绩或将实现环比改善。

迎驾贡酒：洞藏系列持续发力，预计 21Q3 利润增速或约为 30%。近期洞 6/9/16 实际成交价分别约为 125、220-230、300-320 元，价格稳定。合肥地区洞藏 9 月初至今出货量预计同比增长近 40%，且整体产品结构处于持续升级阶段——当前洞 6+洞 9 占比约为 60%，21H1 收入已实现翻倍增长；洞 16、洞 20 仍处培育阶段，增速非常快，总体来看，洞藏系列上半年预计实现超 60% 的增长，21Q3 或将延续高增速。市场方面，迎驾贡酒省外收入占比达 42%（高于其他徽酒），基于迎驾在省外部分区域有着较好市场基础，随着洞藏持续导入江苏、上海、无锡等区域，洞藏系列有望实现内生外延式发展。

□ 问题三：站在当下时点，应该如何做推荐排序？

近期除了关注国庆白酒动销外，亦需加大对 21Q3 酒企业绩预期的关注（下个月即将进入业绩披露期），同时需关注高端及次高端酒配置的平衡性。推荐配置稳健性强的高端酒，比如：茅台、五粮液；推荐估值具备性价比/21Q3 业绩或超预期的次高端标的（弹性大），比如：舍得酒业、古井贡酒、迎驾贡酒、水井坊、酒鬼酒、今世缘、山西汾酒等。

风险提示：1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；2、高端酒批价上涨不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>