

行业研究

平稳运行，蓄力较足

——白酒板块 2021 年三季报总结

要点

收入端：总体平稳，升级延续。21Q3 白酒板块总营收 712.84 亿，同比增长 15.45%，增速较 21Q1 (+23%) / Q2 (+19%) 有所放缓，估计与去年三季度疫情影响渐消、双节旺季表现较好、今年三季度疫情反复、中秋国庆错位有关。按酒企划分来看，全国性次高端 (+53.96%) > 地产名酒 (+19.14%) > 高端白酒 (+11.26%) > 中端及大众白酒 (-3.85%)。高端白酒三季度以稳为主，估计价增贡献相对更高。全国性次高端白酒虽然由于基数原因增幅环比放缓，但势头依旧突出，汾酒 Q3 继续强劲增长。区域性名酒中，苏酒受疫情影响增速略有放缓，徽酒产品结构提升，继续稳健增长。

盈利端：产品结构优化，净利率有所波动。1) **毛利率：**21Q3 白酒板块毛利率 79.2%，同比+1.41pct。高端白酒、全国性次高端、地产名酒、中端及大众酒毛利率分别同比+0.35/+1.99/+2.11/+3.37pct，产品结构继续优化。2) **费用率&税金率：**21Q3 白酒板块销售费用率 11.05%，同比-0.56pct，管理及研发费用率 6.86%，同比基本持平，部分酒企 Q3 税金占收入比重出现一定波动。3) **净利率：**21Q3 白酒板块整体净利率 35.89%，同比基本持平。高端白酒净利率普遍提升，次高端白酒净利率有所分化。4) **净利润：**21Q3 白酒板块归母净利润 246.20 亿元，同比增加 15.9%，高端白酒、全国性次高端、地产名酒归母净利润分别同比+13.80%/+55.18%/+5.39%，次高端白酒仍表现出业绩弹性。

营运层面：回款强劲，留有余力。1) 21Q3 白酒板块销售回款 835.58 亿元，同比增加 31.63%，明显快于收入增速 (+15.45%)。高端白酒、全国性次高端、地产名酒、中端及大众白酒销售回款分别同比+24%/+104%/+40%/-1%，茅台、五粮液以及多数次高端酒企回款增幅较高。2) 21Q3 白酒板块经营活动净现金流合计 381.40 亿元，同比增加 59.33%，现金流情况较为健康。3) 截至三季度末，白酒板块合同负债+其他流动负债合计 421.95 亿，环比二季度末增加 19 亿元 (+4.73%)，高端白酒预收款表现相对平稳，次高端白酒增幅较为明显，渠道信心较足。

投资建议：从三季报表现来看，白酒板块收入平稳增长，环比有所降速，但回款增速明显快于收入，报表留有余力，后续蓄力较足。**高端白酒**以稳为主，加之今年以来的估值消化，从长期角度来看具备较高的配置价值，推荐**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**。**次高端白酒**弹性释放依旧明显，全国性名酒中首推**山西汾酒**，产品布局全面、全国化持续推进、品牌势能进一步验证，区域名酒中推荐**洋河股份、今世缘**，估值水平相对较低，洋河改革稳步推进，21 年以来成效逐步兑现，今世缘经营稳健，近期回购股份、股权激励预期强化，有望对估值形成催化。

风险分析：宏观经济增速下行风险，国内疫情反复，行业竞争加剧。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600519.SH	贵州茅台	1803.00	37.17	41.81	47.90	49	43	38	买入
000858.SZ	五粮液	204.94	5.14	6.17	7.40	40	33	28	买入
000568.SZ	泸州老窖	231.20	4.10	5.27	6.35	56	44	36	买入
600809.SH	山西汾酒	286.70	3.53	4.77	6.15	81	60	47	买入
002304.SZ	洋河股份	186.10	4.97	5.13	6.47	37	36	29	买入
603369.SH	今世缘	52.67	1.25	1.62	1.96	42	33	27	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-01

食品饮料

买入（维持）

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

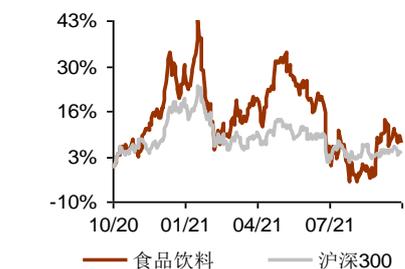
联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、业绩综述.....	4
2、收入端：总体平稳，升级延续.....	4
2.1、白酒板块收入增长稳健，增幅环比放缓.....	4
2.2、高端白酒：以稳为主，价增贡献较高.....	5
2.3、全国性次高端：增长势头延续.....	6
2.4、地产名酒：苏酒、徽酒稳健增长.....	6
3、盈利端：产品结构优化，净利率有所波动.....	7
3.1、毛利率：继续抬升，次高端提升明显.....	7
3.2、费用率&税金率：销售费效比优化，税金短期波动.....	8
3.3、净利率：高端提升，次高端分化.....	9
3.4、净利润：稳步上行，仍有弹性.....	10
4、营运层面：回款强劲，留有余力.....	10
5、投资策略及基本面跟踪.....	12
6、风险分析.....	13

图目录

图 1: 白酒板块单季总营收及同比	5
图 2: 分类型酒企单季总营收同比	5
图 3: 汾酒 21 年前三季度青花系列增长亮眼	7
图 4: 今世缘特 A+、特 A 类产品贡献主要收入	7
图 5: 白酒板块整体及分类型毛利率水平	8
图 6: 单季度白酒板块毛利率同比变化 (单位: pct)	8
图 7: 2020 年以来白酒板块销售费用率同比 (单位: pct)	9
图 8: 2020 年以来白酒板块管理及研发费用率同比 (单位: pct)	9
图 9: 白酒板块整体及分类型净利率水平	9
图 10: 白酒板块单季净利率同比变动 (单位: pct)	9
图 11: 白酒板块归母净利润及同比	10
图 12: 分类型酒企归母净利润同比增速	10
图 13: 白酒板块销售回款及同比	11
图 14: 分类型酒企销售回款同比变动	11
图 15: 白酒板块经营活动净现金流情况 (单位: 亿元)	11
图 16: 21 年三季度末次高端白酒预收款环比提升	12

表目录

表 1: 白酒板块上市公司 2021 年三季度收入业绩表现	4
表 2: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	14

1、业绩综述

2021年三季度白酒板块整体收入和净利润实现平稳增长，现金回款表现更优。2021年三季度19家白酒上市公司合计实现总营收712.84亿元，同比增加15.45%，归母净利润合计246.20亿元，同比增加15.90%，销售现金回款合计835.58亿元，同比增加31.63%。收入与净利润增长平稳，增速相较Q1/Q2有所放缓，销售回款增幅快于收入增幅，后续业绩具备一定蓄水池。

表 1：白酒板块上市公司 2021 年三季度收入业绩表现

公司	21Q3 总营收 /亿元	21Q3 总营收同比	21Q3 归母净利润 /亿元	21Q3 归母净利润同比	21Q3 销售回款/亿元	21Q3 销售回款同比
贵州茅台	263.32	9.99%	126.12	12.35%	291.60	17.10%
五粮液	129.69	10.61%	41.27	11.84%	158.80	59.39%
泸州老窖	47.93	20.89%	20.49	28.48%	43.98	-14.81%
山西汾酒	51.38	47.81%	13.35	53.24%	74.04	152.46%
洋河股份	63.99	16.66%	15.51	-13.10%	80.31	40.63%
酒鬼酒	9.26	128.66%	2.10	43.43%	7.14	43.07%
水井坊	15.86	38.93%	6.23	56.27%	20.15	35.02%
舍得酒业	12.16	64.84%	2.34	59.65%	17.24	95.23%
古井贡酒	30.95	21.37%	5.90	15.09%	38.43	66.28%
今世缘	14.83	15.76%	3.64	23.82%	19.59	12.49%
口子窖	13.86	24.02%	4.63	22.70%	13.42	39.61%
顺鑫农业	24.20	-16.54%	-1.04	20Q3 亏损 1.15 亿	30.28	-5.61%
迎驾贡酒	10.95	27.00%	3.70	86.23%	12.05	22.99%
伊力特	4.34	19.00%	0.54	-3.23%	2.39	-21.46%
金种子酒	2.62	3.18%	-0.47	20Q3 亏损 0.51 亿	1.50	-49.26%
老白干酒	11.18	11.34%	1.25	8.00%	16.37	9.32%
金徽酒	3.69	10.65%	0.56	44.31%	4.98	32.49%
青青稞酒	2.54	32.05%	0.10	20Q3 亏损 0.29 亿	2.87	18.52%
皇台酒业	0.11	-24.40%	-0.04	-548.60%	0.45	128.09%
白酒企业合计	712.84	15.45%	246.20	15.90%	835.58	31.63%

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：顺鑫农业营收包含屠宰、房地产等业务收入

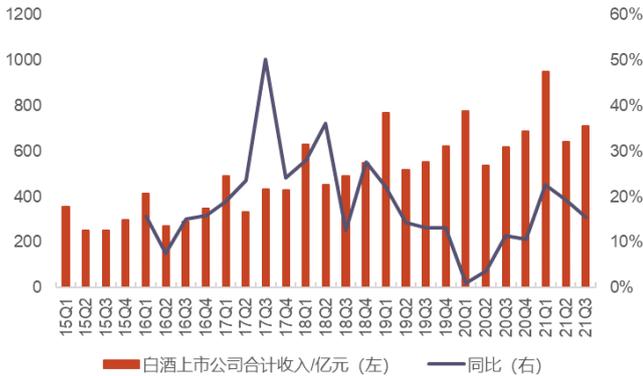
2、收入端：总体平稳，升级延续

2.1、白酒板块收入增长稳健，增幅环比放缓

21Q3白酒板块收入稳步增长，增速有所放缓。2021年三季度白酒上市公司合计实现总营收712.84亿元，同比增长15.45%，增速较21Q1(+22.54%)/Q2(+19.38%)有所放缓，估计与去年三季度疫情影响渐消、双节旺季表现较好、今年三季度疫情反复、中秋国庆错位有关。

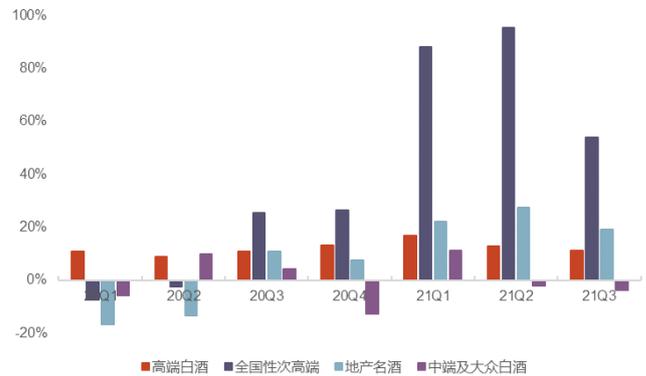
按酒企类型划分来看，21Q3总营收同比增速：全国性次高端(+53.96%)>地产名酒(+19.14%)>高端白酒(+11.26%)>中端及大众白酒(-3.85%)。全国性次高端白酒势能延续，增幅相对显著，苏酒、徽酒等地产名酒稳健增长，高端白酒增速略有放缓，中端及大众白酒规模略有萎缩。

图 1：白酒板块单季总营收及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：分类型酒企单季总营收同比



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：高端白酒为茅五泸，全国性次高端白酒包括汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得，地产名酒包括洋河、古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒，其余为中端及大众白酒，下同

2.2、 高端白酒：以稳为主，价增贡献较高

高端白酒三季度以稳为主，估计价增贡献相对更高。21Q3 高端白酒（茅台、五粮液、老窖）总营收合计 440.94 亿元，同比增长 11.26%，增速相较 Q1（+16.92%）、Q2（+12.73%）略有放缓。由于茅台酒可供基酒产能限制，五粮液 Q3 侧重整理渠道、加快库存去化，估计高端整体量增较为平稳，茅台酒直供渠道占比提升、五粮液国窖计划外配额占比增加、经典五粮液配额投放，估计均价提升有较高贡献。

贵州茅台：21Q3 总营收 263.32 亿元，同比增长 9.99%。**分产品来看，**21Q3 茅台酒收入 220.43 亿元，同比增长 5.55%，估计增幅主要来自非标产品、渠道结构调节带来的均价提升。系列酒 Q3 收入 34.79 亿元，同比增长 48.07%，延续高增态势。截至 9 月底国内经销商共 2095 个，前三季度分别增加/减少 62/13 个经销商，且以增加系列酒经销商、减少优化茅台酒经销商为主。**分渠道来看，**21Q3 直销渠道收入 51.81 亿，同比增长 57.93%，占比 20.30%，较 20Q3 提升 6pct。直销渠道扁平化建设取得明显成效，中秋国庆双节茅台酒投放以天猫、京东、商超、厂家自营店为主，21Q3 批发渠道收入 203.41 亿元，同比增加 1.94%。

五粮液：21Q3 营收 129.69 亿元，同比增长 10.61%，略低于此前预期，增速环比下降估计与 Q3 控货以加速渠道库存去化、双节错位影响收入确认节奏有关。另外华东疫情反复、去年同期基数较高也有一定影响，Q3 厂家通过量价管控基本实现库存良性、价格稳定。今年以来普五执行计划内 889/计划外 999 的出厂价，价格双轨制下渠道结构逐渐优化，估计普五均价平稳抬升。经典五粮液从 7 月底开始采取“1+N+2”渠道模式重点运作，投放回款按节奏推进，目前以培育消费者、卡位高端赛道为主。系列酒矩阵进一步优化清晰，五粮春在提价升级之后成为重点发展产品，在江浙等地区针对宴席场景，初步反馈较好。

泸州老窖：21Q3 营收 47.93 亿元，同比增加 20.89%。估计国窖系列稳步增长，收入维持双位数增速，中高档酒类收入贡献下，估计整体均价亦稳步提升。渠道反馈国庆旺季结束后国窖全年回款任务已经完成，华东、华北等地区库存基本在一个月以内的良性水平。截止 10 月中旬高度 1573 批价 910 元左右，与八代普五价差缩小，低度 1573 批价 650 元左右，在华东、华北等市场反馈良好，估计 Q3 增速高于高度产品。特曲、窖龄系列环比改善，估计三季度实现较高增幅。

2.3、全国性次高端：增长势头延续

全国性次高端白酒继续维持较高增速，21Q3 营收同比 53.96%（21Q1/Q2 分别同比+88.12%/+95.34%），虽然由于基数原因增幅环比放缓，但势头依旧强劲。

山西汾酒：21Q3 营收 51.38 亿元，同比增加 47.81%。**分产品来看，**21Q3 汾酒/系列酒/配制酒营收 47.31/1.84/1.99 亿，同比+50.60%/+53.92%/-1.63%。前三季度青花系列增长亮眼，收入同比实现翻倍增长，估计青花 20 放量贡献较多，玻汾在控货下收入实现 30-40%的同比增幅，巴拿马收入同比增长 30-40%，表现较为平稳，老白汾由于去年同期基数原因，估计增幅相对突出。**分地区来看，**21Q3 省内/省外收入 21.38/29.77 亿元，同比+41%/+53%，占比 42%/58%。截至三季度末，公司省内/省外经销商数量分别为 732/2694 个，相较二季度末净增 47/232 个，省外招商动作继续推进，渠道布局逐步进入收获期。

水井坊：21Q3 营收 15.86 亿元，同比增加 38.93%，其中销量、均价分别同比 29.38%/7.35%，呈现量价齐升，Q2 公司积极控货以保证渠道和终端库存良性，同时在井台、八号涨价预期下，渠道备货较为积极。分产品看，Q3 高档酒、中档酒收入为 15.60/0.25 亿元，同比+39.6%/+5.3%，其中井台、臻酿八号贡献主要收入，高端典藏尚处于导入期，以培育品牌和消费者为主。

酒鬼酒：21Q3 营收 9.26 亿元，同比增加 128.66%。内参、酒鬼快速增长，产品升级趋势持续，全国化铺货推进，助力规模扩张。

舍得酒业：21Q3 营收 12.16 亿元，同比增加 64.84%，中高档酒类收入 9.6 亿元，同比增加 62.7%，低档产品收入 1.6 亿元，因沱牌系列基数较低，增幅较为明显。

2.4、地产名酒：苏酒、徽酒稳健增长

区域性名酒 21Q3 收入 134.57 亿元，同比增加 19.14%。苏酒中洋河改革成效逐步兑现，今世缘受疫情影响增速略有放缓，徽酒中古井、口子窖、迎驾贡酒单季实现 20%+的同比增长，环比放缓但产品结构提升，继续稳健增长。

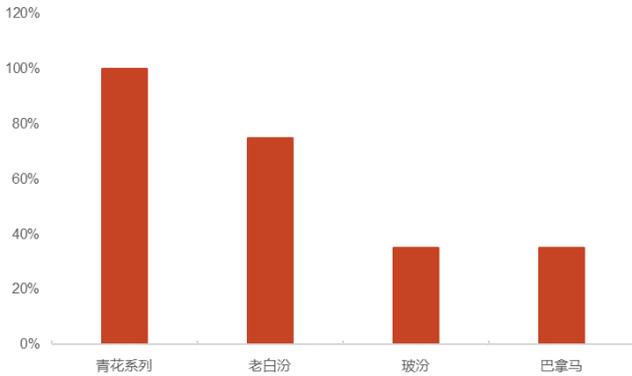
洋河股份：21Q3 营收 63.99 亿元，同比增长 16.66%，梦 6+延续亮眼表现，估计 Q3 省内销售规模同比增速达到 50%，三季度结束已基本完成全年任务，省外销售规模占比约 30-40%，河南、山东体量较大。梦 3 水晶版新老产品换代尚需一定时间验证，叠加同价格带面临国缘四开等竞品，估计 Q3 表现相对平稳。海之蓝、天之蓝恢复明显，且由于去年同期基数较低，估计 Q3 亦实现较高增幅。双沟品牌在公司高投入、战略重视下取得不错表现，前三季度销售额同比增长 35%+，估计 Q3 同比增幅 30%+，高端产品头排苏酒、绿苏增长更加迅速。

今世缘：21Q3 营收 14.83 亿，同比增长 15.76%，增速环比放缓估计与省内疫情反复有关。**分产品看，**21Q3 特 A+类产品收入 10.11 亿，同比+16.35%，占比 68.38%，特 A 类产品收入 3.52 亿，同比+17.7%，占比 23.8%，A 类及以下产品占比进一步压缩。**分区域看，**省内/省外收入 13.76/1.04 亿，同比+15%/24%，占比 93%/7%，省内依旧贡献主要收入，南京地区因 7-8 月份疫情影响，Q3 收入略有下滑。

古井贡酒：21Q3 营收 30.95 亿元，同比增加 21.37%。古 8 及以上产品增长较快，古 16、古 20 在低基数下维持高速增长，带动产品结构继续上移。

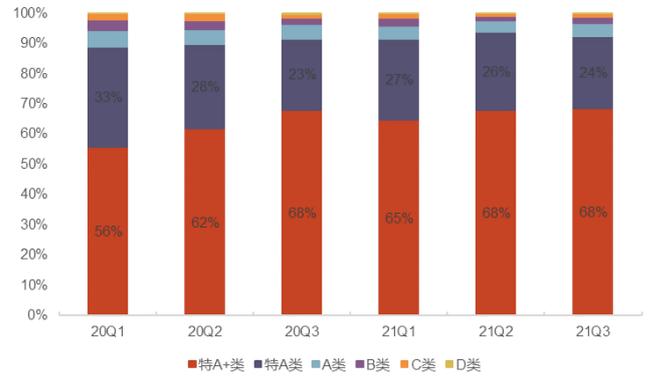
口子窖：21Q3 营收 13.86 亿元，同比增加 24%，高档白酒收入同比增长 23%，兼香 518、口子 10、口子 20 等表现良好。

图 3：汾酒 21 年前三季度青花系列增长亮眼



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

图 4：今世缘特 A+、特 A 类产品贡献主要收入



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：今世缘特 A+类为出厂指导价 300 元（含税）以上的产品，特 A 类为 100—300 元价位带产品

3、盈利端：产品结构优化，净利率有所波动

3.1、毛利率：继续抬升，次高端提升明显

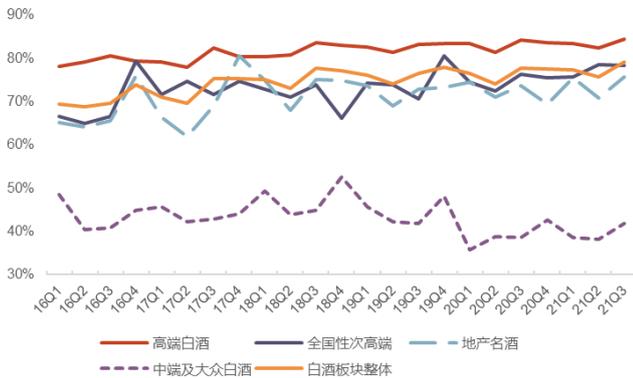
2021Q3 白酒板块整体毛利率 79.20%，同比提升 1.41pct，毛利率抬升主要系产品结构继续优化。 分开来看，高端白酒、全国性次高端、地产名酒、中端及大众酒毛利率分别为 84.54%/78.30%/75.78%/41.93%，同比 +0.35/+1.99/+2.11/+3.37pct。

高端白酒：21Q3 毛利率 84.54%，同比+0.35pct。 贵州茅台毛利率 91.1%，同比小幅下滑 0.22pct，估计主要与系列酒占比提升有关（Q3 系列酒收入占比同比提升 3.52pct）。五粮液毛利率 76.12%，同比+1.62pct，环比 Q2 提升 4.06pct，主因计划外配额打款占比提升以及经典五粮液配额投放市场所带动。泸州老窖 21Q3 毛利率 87.51%，同比提升 0.61pct，中高端产品占比提升推动产品结构继续优化。

全国性次高端白酒：21Q3 毛利率 78.30%，同比提升 1.99pct。 汾酒 21Q3 毛利率 76.2%，同比提升 3.11pct，青花系列增长强劲、占比提升，毛利率上行明显。水井坊 21Q3 毛利率 85.76%，同比提升 1.46pct。酒鬼酒 21Q3 毛利率 79.25%，同比提升 2.05pct。舍得 21Q3 毛利率 76.75%，同比下滑 1.91pct，估计主要因舍得、沱牌的产品结构调整。

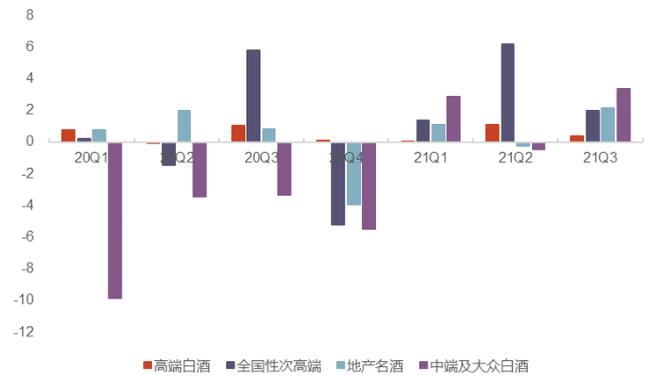
地产名酒：21Q3 毛利率 75.78%，同比提升 2.11pct。 洋河 21Q3 毛利率 76.15%，同比提升约 3pct，估计主要因梦 6+ 增长带来的结构升级。今世缘 21Q3 毛利率 78.48%，同比提升 1.7pct，特 A 及以上产品占比提升、核心单品提价推动毛利率上行。古井贡酒毛利率 75.25%，同比略下滑 0.27pct，估计主要与货折有关。口子窖 21Q3 毛利率 74.31%，同比-2.43pct，主要因 20 年产品结构升级较快、中档产品阶段性调整，迎驾贡酒 21Q3 毛利率 73.37%，同比大幅提升 10.5pct，主要因洞藏系列高速增长、产品结构提升明显。

图 5：白酒板块整体及分类型毛利率水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：单季度白酒板块毛利率同比变化（单位：pct）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、费用率&税金率：销售费效比优化，税金短期波动

21Q3 白酒板块销售费用率 11.05%，同比小幅下滑 0.56pct。 高端白酒、全国性次高端、地产名酒、中端及大众酒销售费用率分别为 7.33%/16.82%/17.08%/17.56%，同比-0.18/-0.93/-3.37/+0.62pct。

高端白酒：旺季费投效率有所优化。贵州茅台 21Q3 销售费用率 2.40%，同比下降 0.16pct，五粮液 21Q3 销售费用率 14.22%，同比-0.19pct，泸州老窖 21Q3 销售费用率 15.73%，同比下滑 1.29pct，Q3 旺季费效比进一步优化，渠道费用有所收缩。

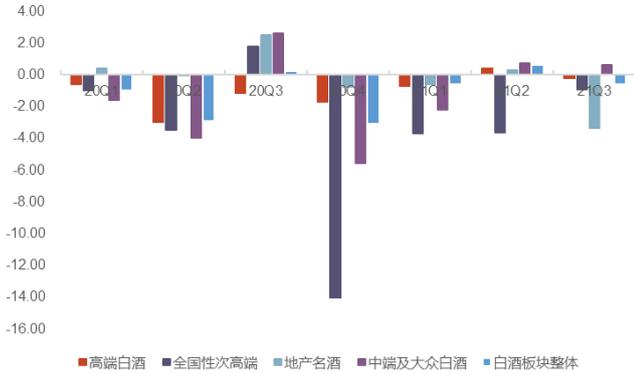
全国性次高端：汾酒 21Q3 销售费用率 14.72%，同比下滑 2pct，主要因公司三季度收缩对玻汾的费用投放。水井坊 21Q3 销售费用率 13%，同比下降 4.63pct，估计主要因费用确认节奏、三季度疫情影响下投放有所缩减。舍得 21Q3 销售费用率 21.41%，同比提升 2pct，主要因旺季加大渠道招商、品鉴等消费者培育。酒鬼酒 21Q3 销售费用率 28.97%，同比提升 5.1pct，估计主要因加大市场投入、确认销售团队激励费用等。

地产名酒：21Q3 洋河销售费用率 13.48%，同比下降 4.48pct，费效比明显提升，今世缘销售费用率 18.41%，同比下滑 6.25pct，估计主要因去年同期市场投入较多、今年 Q3 因省内疫情影响线下投放活动有所减少。古井贡酒销售费用率 28.27%，同比下滑 1.1pct，口子窖销售费用率 12.28%，同比下降 0.23pct，相对稳定。

21Q3 白酒板块管理及研发费用率 6.86%，同比基本持平。 高端白酒、全国性次高端、地产名酒、中端及大众白酒管理及研发费用率分别为 6.57%/6.52%/6.99%/9.76%，同比+0.47/-1.13/-1.35/+1.24pct，全国性和区域性次高端白酒费效比提升相对明显，汾酒 21Q3 管理及研发费用率 5.81%，同比下滑 1.63pct，洋河管理及研发费用率 7.15%，同比下降 3.61pct。

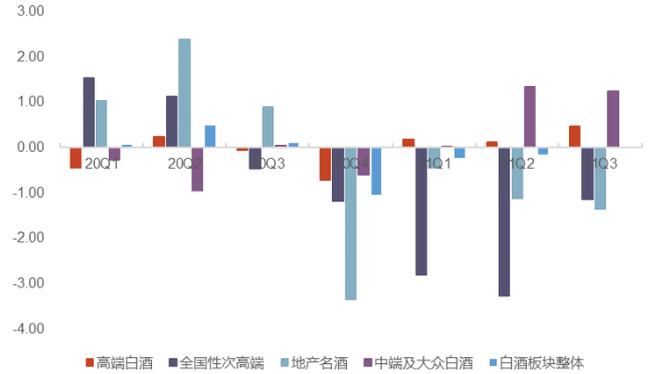
税金缴纳方面，由于去年疫情影响生产、缴纳节奏等影响，部分酒企 Q3 税金占收入比重出现波动，也对净利率造成一定影响。21Q3 茅台税金及附加占总营收比重 13.86%，同比下降 2.06pct，五粮液税率 15.22%，同比提升 1.17pct，老窖税率 11.34%，同比下降 2.68pct，汾酒税率 19.91%，同比提升 3.73pct，洋河税率 18.89%，同比提升 5.72pct，估计主要与消费税缴纳节奏有关，今世缘税率 24.69%，同比提升 2.2pct。

图 7：2020 年以来白酒板块销售费用率同比（单位：pct）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：2020 年以来白酒板块管理及研发费用率同比（单位：pct）



资料来源：Wind，光大证券研究所

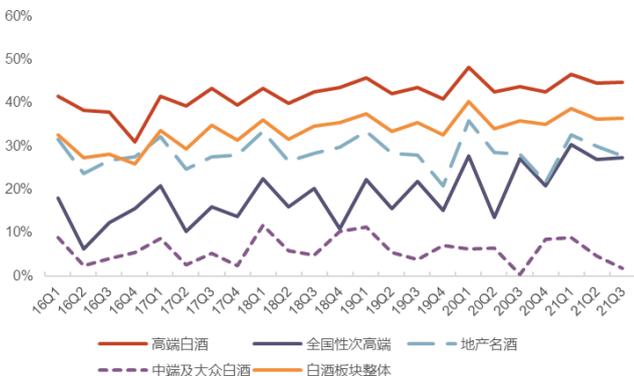
3.3、净利率：高端提升，次高端分化

21Q3 白酒板块整体净利率 35.89%，同比提升 0.09pct，基本持平。高端白酒、全国性次高端、地产名酒、中端及大众白酒净利率分别为 44.73%/27.31%/24.96%/1.78%，同比+0.96/+0.23/-3.22/+1.40pct。

高端白酒净利率普遍提升。茅台 Q3 归母净利率 47.9%，同比提升 1pct，主要来自于税率下降的贡献，五粮液 21Q3 净利率 33.37%，同比+0.48pct，老窖净利率 42.21%，同比提升 2.73pct，结构升级、费效优化推动利润率稳步抬升。

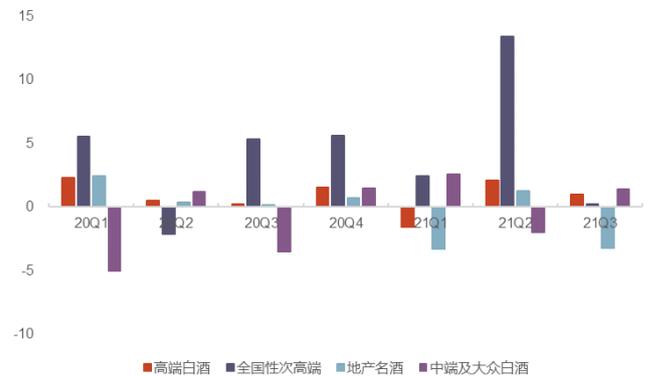
次高端白酒净利率有所分化，主要与费用确认、税金缴纳、个别酒企非经损益有关。汾酒 21Q3 净利率 26.23%，同比提升 1.48pct，地产名酒净利率同比有所下滑，估计与洋河 Q3 的非经损益扰动有关，Q3 洋河计提公允价值变动损益-3.72 亿元（20Q3 计提 3.26 亿元），导致净利率出现较大幅度下滑（同比-8.31pct）。若剔除洋河的非经常性损益，地产名酒 21Q3 净利率同比有所提升。

图 9：白酒板块整体及分类型净利率水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：白酒板块单季净利率同比变动（单位：pct）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.4、净利润：稳步上行，仍有弹性

21Q3 白酒板块归母净利润合计 246.20 亿元，同比增加 15.90%。高端白酒、全国性次高端、地产名酒归母净利润合计分别为 187.88/24.02/33.38 亿元，同比 +13.80%/+55.18%/+5.39%。

高端白酒：茅台、五粮液、老窖 21Q3 归母净利润分别同比 +12.35%/+11.84%/+28.48%，茅台业绩稳增符合预期，五粮液略低于预期主要与 Q3 夯实渠道、疫情等影响下收入放缓有关，老窖在结构升级、费投优化下继续释放业绩弹性。

全国性次高端：21Q3 利润增速相较 Q1/Q2 有所放缓，但业绩弹性释放下，增幅依旧突出，其中汾酒 21Q3 归母净利润同比增加 53.24%，水井坊净利润同比增长 56.27%，业绩增速略超预期。酒鬼酒净利润同比增加 43.43%，扣非净利润同比增加 131.63%，舍得净利润同比增加 59.65%，环比上半年有所回落。

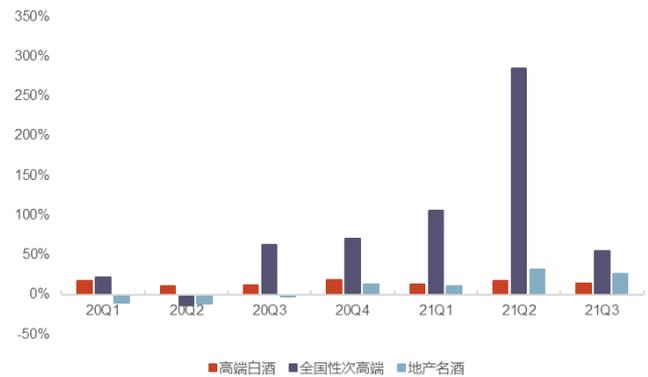
地产名酒：净利润增速相对平稳，判断与洋河的非经损益影响有关，剔除非经扰动后净利润同比提升 26.12%。洋河扣非净利润同比增长 23%，今世缘归母净利润同比增加 24%。徽酒中古井贡酒净利润同比+15%，增速相对平稳主要与费用确认节奏有关，口子窖归母净利润同比+23%，迎驾贡酒净利润大幅增加 86%，产品结构提升、费用控制贡献下利润实现高增。

图 11：白酒板块归母净利润及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：分类型酒企归母净利润同比增速



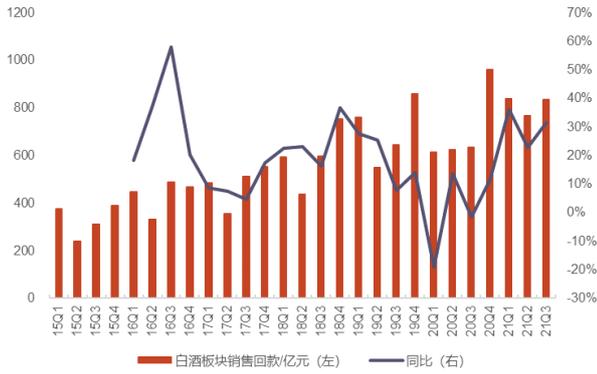
资料来源：Wind，光大证券研究所

4、营运层面：回款强劲，留有余力

21Q3 白酒板块销售回款合计 835.58 亿元，同比增加 31.63%，明显快于收入增速（15.45%）。高端白酒、全国性次高端、地产名酒、中端及大众白酒销售回款分别为 494.38/118.57/163.80/58.82 亿元，同比+24%/+104%/+40%/-1%。

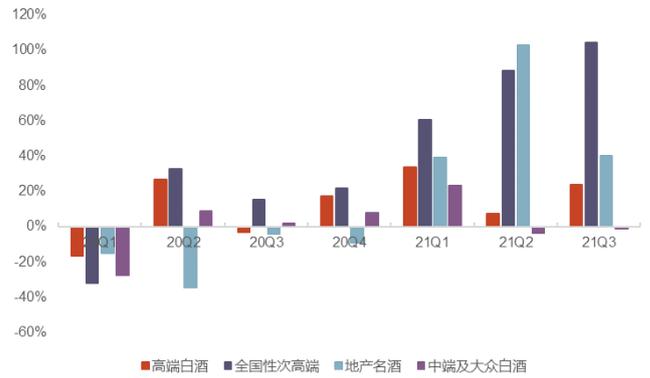
高端白酒中，茅台、五粮液销售回款增幅均高于收入增幅，老窖 Q3 销售回款同比有所下滑，估计主要与公司三季度停货挺价动作有关。**次高端白酒中**多数酒企回款增速较高，汾酒 21Q3 销售回款同比增加 152.46%，势头依旧强劲，洋河 21Q3 销售回款同比增长 40.63%，来年蓄力较足。

图 13: 白酒板块销售回款及同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

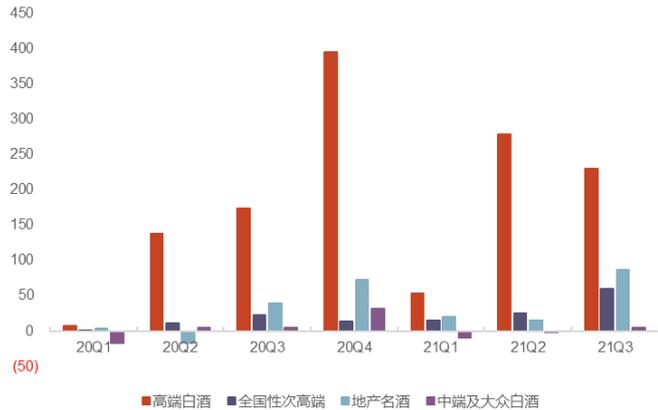
图 14: 分类型酒企销售回款同比变动



资料来源: Wind, 光大证券研究所

现金流方面，21Q3 白酒板块经营活动净现金流合计 381.40 亿元，同比增加 59.33%。高端白酒、全国性次高端、地产名酒、中端及大众酒经营活动净现金流分别同比+32%/+168%/+122%/+17%，现金流情况较为健康。

图 15: 白酒板块经营活动净现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

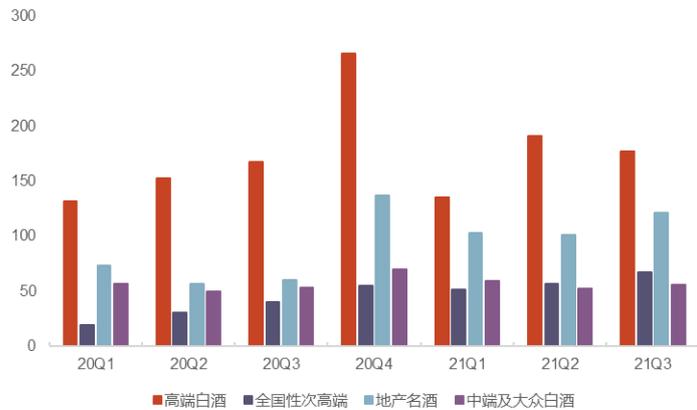
截至 21 年三季度末，白酒板块合同负债+其他流动负债（原预收账款）合计达到 421.95 亿元，环比二季度末增加 19.05 亿元 (+4.73%)，高端白酒、全国性次高端、地产名酒、中端及大众白酒预收款分别较二季度末 -7.27%/+18.21%/+19.34%/+5.37%。

高端白酒合同负债表现较为平稳。茅台按月打款发货、维持正常节奏，预收款基本持平，五粮液 9 月底合同负债及其他流动负债 52.96 亿，较 6 月底减少 18.46 亿，估计与季度打款节奏有关，结合销售回款的靓丽表现，估计经营质量依旧较高。老窖截至 9 月底合同负债及其他流动负债合计 21.53 亿元，环比 6 月底增加 35%，渠道端信心仍足，后续业绩增长具备支撑。

次高端白酒预收款增幅相对明显，渠道积极性较高。截至 9 月底汾酒合同负债及其他流动负债 43.18 亿，环比 6 月底增加 17.24%，洋河合同负债及其他流动负债 67 亿元，环比 6 月底增加 11 亿，进一步验证经销商积极性逐渐恢复。今世

缘预收款 9.73 亿，环比 6 月底增加 2.41 亿，从近几年来看也处于历史高位，此外水井、舍得、古井贡酒预收款均环比提升，体现渠道信心较足、仍有一定蓄力。

图 16：21 年三季度末次高端白酒预收款环比提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

5、投资策略及基本面跟踪

从三季报表现来看，白酒板块收入平稳增长，整体增速环比有所放缓，主要因基数原因、三季度疫情有所反复、双节错位、部分酒企控货维护库存等因素导致，但回款增速明显快于收入增速，经营现金流较为健康，报表留有余力，后续蓄力较足。净利润平稳增长，主要因收入放缓的基础上，酒企费用确认、税金比率波动、以及部分酒企非经损益影响，但毛利率整体稳步抬升，产品结构升级的主旋律不变。

高端白酒：三季报表现以稳为主，后续高质量增长可期，行业分化加剧下，高端白酒需求支撑较强、竞争格局优良、品牌壁垒深厚，依旧具备较高的增长确定性。加之今年以来白酒板块以估值消化为主，茅台、五粮液的估值水平已经接近 2019 年以来中枢水平，从长期角度来看具备较高的配置价值，推荐**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**。

贵州茅台：渠道调节效果明显，直供渠道占比有望继续提高，从而提升实际均价。22 年可供基酒的产能紧张问题有望缓解，量价贡献下后续增长有望提速，另外飞天茅台价格降温，截至 10 月底批价 2600-2700 元，据微酒报道，10 月公司取消除普茅之外的其他茅台酒开箱政策，后续取消普茅开箱政策预期较强，整箱和散瓶价差或将缩小，价格有望逐步市场化。系列酒延续高增态势，酱酒渠道热降温下有望持续良性增长。

五粮液：虽然 Q3 增速有所放缓，但全年回款任务完成无忧，旺季终端动销良好进一步验证五粮液强品牌力。普五平稳运行，价格双轨制下均价有所抬升，经典五粮液战略布局清晰，尚处培育期，系列酒聚焦核心产品、进行提价升级，有望逐步放量，三季度夯实渠道基础后，后续发展势能仍足。

泸州老窖：渠道反馈 10 月国窖全年回款任务基本完成，特曲、窖龄系列三季度有所改善，公司坚持配额与顺价制，销售工作稳步推进。同时亦加大发展泸州老窖品牌，下半年推出新品黑盖，占位高线光瓶酒细分赛道，10 月发布次高端新品泸州老窖 1952，向上拉升泸州老窖品牌高度，未来双品牌发力可期。股权激励已于 9 月出台，绑定核心管理层，后续品牌势能有望加速释放。

次高端白酒：三季度虽然增速环比放缓，但弹性释放依旧较为明显。多数酒企回款增长靓丽，预收款环比增加，渠道积极性较高，四季度业绩依旧具备支撑，产品结构升级趋势延续。**全国性名酒中首推山西汾酒**，产品全面布局、全国化持续推进、品牌势能进一步验证，**区域性名酒中推荐洋河股份、今世缘**，估值水平相对较低，在基地市场支撑下经营向上趋势持续，洋河稳步推进改革措施，薪酬体系、管理机制有所优化，21年以来改革成效逐步兑现，今世缘经营稳健、核心单品表现强势，叠加近期回购股份、股权激励预期强化，估值水平有望抬升。

山西汾酒：河南等渠道反馈全年回款任务已经完成，增长势头延续。汾酒各价格带布局全面，玻汾作为高性价比产品，逐步发展为全国性大单品，青花系列作为中坚力量，青20今年以来在价格上涨情况下放量明显，后续有望继续全国化扩张。复兴版目前批价825元左右，将继续培育以介入千元价格带，老白汾、巴拿马作为腰部品牌亦有较大发展空间。全国化布局顺利推进，品牌效应支撑下业绩弹性有望进一步释放，预期后续汾酒仍有望延续高增。

洋河股份：1) 管理端：薪酬考核、管理体系均有优化，之前已经推出股权激励，有利于增强管理层、业务骨干积极性。2) 产品端：梦6+增长亮眼，明年高增速有望持续，省外划定重点城市，稳扎稳打进行扩张，水晶版基本完成招商铺货动作，新老产品更新还需一定时间。天之蓝、海之蓝作为成熟单品，按节奏进行升级换代，双沟今年开始发力，老字号品牌有望逐渐复兴。3) 渠道端：厂商关系逐步优化，库存维持良性水平，各产品利润空间明显改善。4) 营销端：侧重消费者培育，费用投放亦有所转变。

今世缘：截至10月底估计省内回款基本完成，产品结构升级延续，核心单品四开在南京等市场产品力强劲，升级换代稳步推进，同时加大对V3培育力度，V3作为新产品利润空间具备优势，三季度已初步开始放量，后续有望继续贡献量增。10月31日发布回购股份方案，拟以不超过5.18亿元、不超过67.27元/股的价格，回购660-770万股股份，占回购前总股本的0.53%-0.61%，用于股权激励计划，若后续股权激励成功落地，有望对估值提供进一步催化。

6、风险分析

- 1) **宏观经济增速下行风险：**若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- 2) **国内疫情反复：**若国内疫情形势再次严峻，防控措施升级，则会对餐饮、聚会、宴席等消费场景造成较大冲击，从而影响白酒企业业绩。
- 3) **行业竞争加剧：**白酒行业内部竞争较为激烈，疫情后企业加大品牌宣传与推广投入，竞争加剧下企业盈利可能受损。

表 2：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
600519.SH	贵州茅台	1803.00	37.17	41.81	47.90	49	43	38	14.0	12.0	10.2	买入	维持
000858.SZ	五粮液	204.94	5.14	6.17	7.40	40	33	28	9.3	8.0	6.8	买入	维持
000568.SZ	泸州老窖	231.20	4.10	5.27	6.35	56	44	36	14.7	12.2	10.2	买入	维持
600809.SH	山西汾酒	286.70	3.53	4.77	6.15	81	60	47	25.6	22.7	16.5	买入	维持
002304.SZ	洋河股份	186.10	4.97	5.13	6.47	37	36	29	7.3	6.7	6.0	买入	维持
603369.SH	今世缘	52.67	1.25	1.62	1.96	42	33	27	8.0	6.8	5.8	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-01

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE