



白酒 2021 年中报总结：高 端酒稳定增长 次高端弹性 突出



本期投资提示：

短期受负面情绪影响，板块波动大幅加剧，估值明显回落，白酒板块中长期配置价值凸显，建议关注企业长期成长，弱化基数原因带来的趋势波动。中长期看，高端酒是兼具高确定性和高景气度的优质赛道，量价齐升趋势确定。次高端仍然是高成长性赛道，且价格带的分层会不断深化。我们看好高景气优质赛道（高端+次高端）及自身品牌力强且管理与团队优秀的头部企业，首推山西汾酒，重点推荐贵州茅台、洋河股份、五粮液、泸州老窖；关注顺鑫农业、古井贡酒、今世缘。

重要信息回顾：

基本面分析：高端酒景气确定，次高端弹性突出。

1、21H1 白酒实现营收 1476 亿元，同比增长 23.4%，净利润 574.25 亿元，同比增长 21.13%。21H1 高端酒收入与净利润增速均在 15%左右，表现依然稳健，确定性最强。

次高端收入利润，板块内部分化仍然明显，山西汾酒表现最为强势。21Q2 白酒行业实现营业收入 593.19 亿元，同比增长 21.79%，净利润 222.34 亿元，同比增长 26.82%。21Q2 白酒行业收入增速环比略降，净利润增速环比提升。

2、21H1 高端酒均实现两位数收入增长，茅五收入增长的价格贡献大于销量贡献，国窖 1573 收入增长的销量贡献大于价格贡献，批价持续向

上，渠道库存低位，从高端酒的量价表现来看，高端酒确定性仍强，且增长质量高。次高端消费场景以商务宴请和宴席为主，2021 年上半年疫情影响淡化，消费场景基本恢复，且有一定 20 年缺失的消费需求在 21 年回补，因此次高端 21H1 增长弹性明显。从 21H1 次高端主要品牌的增长表现来看，分化进一步加剧，龙头强者恒强。

3、21H1 白酒行业净利率同比下降 0.71 个百分点，高端酒净利率下降主因茅台短期税率波动影响，五泸净利率均有提升，次高端净利率下降主因洋河公允价值变动损益影响，剔除这一因素后次高端为净利率提升幅度最大的品种，中端酒盈利能力明显恢复。21Q2 白酒行业净利率同比提升 1.7 个百分点，次高端与高端酒净利率提升最为明显。

4、21Q2 末白酒行业预收账款 313.6 亿元，环比增长 24.95%，二季度虽然是白酒消费淡季，但预收款逆势增长，说明白酒消费需求恢复后渠道信心充足。茅台预收款环比增长 70%以上，表现强势。

5、21H1 白酒行业经营性现金流净额 329.93 亿元，同比增长 123.72%，销售商品、提供劳务收到的现金 1509.74 亿元，同比增长 31.97%，现金流表现亮丽。21Q2 白酒行业经营性现金流净额 230.99 亿元，同比增长 62.23%，销售商品、提供劳务收到的现金 723.23 亿元，同比增长 25.29%，泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、今世缘现金流表现亮丽。

估值分析：板块估值回落，好公司长期享有估值溢价。二季度以来白酒板块估值明显回落，主因：1、市场担忧政策和监管层面对白酒形成压力，

主要包括消费税、政策打压白酒尤其是高端酒的需求和价格；2、市场对白酒行业短期景气趋势以及中长期景气度存在担忧；3、在 20Q3 高基数情况下，21Q3 面临增速放缓的压力；4、短期市场担忧疫情对三季度动销产生影响，进而影响 21 年全年增长。我们认为：1、当前白酒龙头估值已经回落到相对合理的水平，政策层面的担忧随着时间推移会逐步消退；2、21Q3 增速放缓是基数原因，而非基本面发生了较大变化；3、疫情影响是阶段性、局部性的，不影响头部品牌中长期增长；4、行业过去五年快速增长后基数已大，增速放缓是正常现象，但渠道仍然处于库存良性、价格稳定上行、动销良好的状态，行业景气度未发生趋势性变化。中长期看，白酒尤其是高端和次高端赛道仍然是长期成长性突出且确定性较强的黄金赛道，头部品牌仍然是商业模式优秀、企业管理与团队优秀的好公司，具备长期稳定增长、持续创造现金流的能力，中长期仍然会享有一定估值溢价。对于短期增长势能强劲，成长性突出的品牌，短期估值溢价更高。

风险提示：经济下行影响白酒整体需求；食品安全问题；酱酒热导致行业竞争加剧。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34767

