



白酒 2021 年三季报总结： 板块分化加剧 次高端维持 高弹性



本期投资提示：

短期来看，三季报披露完毕，市场主要的担忧仍然集中于消费税，四季度白酒以消化库存为主，同时为明年春节做准备。从当前的渠道表现来看，名酒品牌库存良性，价格稳定，普遍为 22 年蓄力，22 年春节开门红表现值得期待。中长期看，高端酒增长确定性强，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。展望 22 年，我们优选 1) 确定高增长；2) 环比改善且加速增长两类品种，看好高景气优质赛道及自身品牌力强且管理与团队优秀的头部企业，首推山西汾酒与泸州老窖，重点推荐洋河股份、贵州茅台、五粮液；关注古井贡酒、今世缘。

基本面分析：21Q3 板块分化加剧，次高端维持高弹性。

1、21 年前三季度白酒实现营收 2152 亿元，同比增长 21.34%，净利润 821.89 亿元，同比增长 19.36%。21 年前三季度高端酒收入与净利润增速均在 14%左右，表现依然稳健。

次高端收入利润增速均在 35%以上，板块内部分化仍然明显，汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得表现强势。21Q3 白酒行业实现营业收入 675.6 亿元，同比增长 17.07%，净利润 247.64 亿元，同比增长 15.44%。21Q3 白酒行业增速普遍放缓，但次高端增长弹性仍然突出。

2、21 年前三季度高端酒均实现 10%左右或以上增长，茅台五粮液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，当前高端酒批价持续向上，渠道库存低位。次高端消费场景以商务宴请和宴席为主，21Q3 疫情影响淡化，消费场景基本恢复，因此 21Q3 次高端主要品牌仍然体现出明显的增长弹性。从 21Q3 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、21 年前三季度白酒行业净利率同比下降 0.65 个百分点，21Q3 白酒行业净利率同比下降 0.62 个百分点，净利率同比下降主因洋河公允价值变动损益影响，若剔除非经常性损益影响，21Q3 白酒行业扣非净利率同比提升 0.08 个百分点。高端酒净利率提升 1 个百分点，主因毛利率提升和税率下降。次高端扣非净利率同比提升 2.47 个百分点，扣非净利率提升主因毛利率提升、销售费用率和管理费用率下降。中端酒净利率同比提升 1.9 个百分点，主因毛利率提升与管理费用率和税率下降。

4、21Q3 末白酒行业预收账款 388.42 亿元，环比增长 5.57%，次高端中除酒鬼酒外预收款均环比明显增长，中端酒预收款表现分化，古井贡酒、老白干酒预收款环比增长较多。

高端酒中泸州老窖预收款环比增长 35%，表现强势。21 年前三季度白酒行业经营性现金流净额 663.61 亿元，同比增长 93.46%，销售商品、提供劳务收到的现金 2310.24 亿元，同比增长 32.71%，现金流表现亮丽。21Q3 白酒行业经营性现金流净额 349.67 亿元，同比增长 69.4%，销售商品、提供劳务收到的现金 800.49 亿元，同比增长 34.16%，贵州茅台、五粮液、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒现金流表现亮丽。

估值分析：板块估值继续回落，好公司具备配置性价比。

三季度板块估值继续回落，板块持仓下降，主因：1、市场担忧政策打压白酒消费及影响白酒盈利；2、在 20Q3 高基数情况下，多数酒企 21Q3 增速放缓。随着三季报的落地，市场对三季度增速放缓的担忧释放完毕，当前主要担忧消费税政策的落地。我们认为，政策的方向及落地时间点均存在不确定性，且无需对政策过度悲观，优秀的企业具备应对政策压力的能力。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_28615

