



白酒板块 2021 年中报回顾 暨最新投资策略：高质增长 留有余力



行业整体高质增长，兑现预期。21H1 白酒板块上市酒企合计实现收入 1595.5 亿元，同增 21.3%，归母净利润 578.8 亿元，同增 21.0%，收入利润符合前期预期。单季度盈利能力方面，单 Q2 白酒板块净利率为 34.7%，同比提升 1.9pcts，结构升级叠加费投效率提升情况下，盈利能力同样显著提升。

分价格带看，高端酒节奏稳，扩张型次高端势头劲，区域龙头留后劲。高端酒以稳定节奏，茅五符合预期，老窖收入低预期与中低端下滑有关，国窖高增，叠加费用控制，利润超预期高增。扩张型次高端酒企 21H1 收入均高增长，回款扩张明显，费用摊薄明显，势头正劲，兑现预期，汾酒高端化、全国化逻辑加速演绎，21Q2 业绩靓丽，需关注下半年环比增速回落及培育市场费用加大，水井坊、舍得、酒鬼酒得益于去年低基数与全国化持续扩张，增速表现同样亮眼。区域龙头回款质量很高，结构升级也很明显，但费用投放较高，洋河、古井、今世缘均是如此，迎驾贡费用摊薄，业绩高弹性。

产品结构优化，毛利率普遍提升，叠加费投效率提高，净利率整体改善。白酒板块 21H1 毛利率为 77.7%，同比+0.9pct，21Q2 毛利率为 77.1%，同比+1.5pcts，主要系酒企产品结构优化及主力产品提价。费用方面，淡季挺价时期，各酒企费投力度不一，高端销售费用率保持平稳，次高端品牌逐步起势，规模效应下，费投效率提升显著，销售费用率普遍下行；而管理费用摊薄效应逐渐显现，管理费用率普遍下行，净利率整体改善。

现金流较为健康，回款表现靓丽，预收款增长明显。现金流指标来看，21H1 白酒板块销售回款 1602.6 亿元，同增 29.3%，单 Q2 回款 765.0 亿元，同增 22.9%。

其中，高端酒茅台、五粮液、老窖 21H1 回款同增 8.2%、26.1%、72.8%，打款进度符合预期。次高端扩张型酒企汾酒、水井坊、酒鬼酒、舍得市场开拓顺利，21Q2 回款表现亮眼，分别同增 73.6%、345.2%、99.5%、113.3%。区域龙头酒企得益于渠道把控力度提升，渠道打款积极性较高，回款亦有不错表现。

21Q2 白酒板块经营现金流净额合计 319.3 亿元，与净利润比值为 143.2%，环比增加 121.5%，现金流较为健康。预收款方面，21Q2 末白酒上市公司合计 403.5

亿元，环比 Q1 末增长 14.9%，其中高端白酒预收款变化与打款节奏有关，茅台平稳，五粮液高增，老窖停货影响，次高端扩张型酒企体现招商速度，而区域龙头古井、洋河和今世缘预收款同比大幅增长，反映年初疫情反复后渠道打款积极性高。

投资策略：稳健成长，留有余力，高端白酒已到价值区间，阶段性配置区域龙头。白酒中报质量较高，收入利润兑现预期，实际现金流普遍好于报表收入，次高端演绎出扩张期弹性，高端酒和区域龙头留力明显，体现行业稳健增长，报表层面留力充足。市场节奏看，近期白酒板块估值回落明显，体现在消费白马估值中枢回落背景下，市场对行业政策不确定性

的谨慎选择。实际上近期媒体报道的行业价格会议，我们认为更多是针对过热部分的降温，对行业中长期健康发展实则好事，且大众消费升级和品牌集中的行业趋势并未改变。具体标的建议上：

1) 高端茅、五、泸当下已经具备长线配置价值，业绩平稳增长有望延续，而茅台估值消化至 22 年 30-35 倍 PE，五粮液和老窖均在 22 年 25-30 倍 PE，配置价值空间已经显现；

2) 从区域酒企中报质量和结构升级速度看，或指向区域龙头下半年报表增长潜力，三季度可适当配置区域龙头洋河、古井和今世缘；3) 次高端扩张型酒企在招商后需要在下半年至明年巩固真实消费量，市场预期也较高，部分酒企下半年或面临环比明显降速，当下建议谨慎博弈。

风险提示：市场对行业政策不确定性导致估值承压；终端需求回落；批价回落；次高端价格带竞争加剧等。

关键词：疫情 白酒

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_34810

