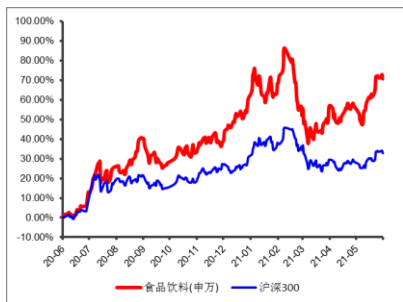


食品饮料行业

报告原因：专题报告

2020年6月3日

食品饮料板块近一年市场表现



分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

白酒行业年报&一季报综述

高端白酒稳健增长，次高端表现亮眼

维持评级

看好

行业研究/专题报告

投资要点

➤ **行业盈利能力：**白酒行业持续向好，次高端较为突出。2020年申万白酒上市公司实现营业总收入2612.52亿元，同比增长6.58%；归母净利润301.91亿元，同比增长9.26%，收入、利润增速同比放缓，整体低于19年。新冠疫情自2020年春节全面爆发，白酒行业受到的影响较为显著，此次疫情对于不同规模、不同发展阶段的公司影响差异较大，业绩也呈现出两级分化的特点：一是高端、体量大的公司业绩增长稳定性更强，茅台、五粮液、汾酒等公司表现较为突出；二是中间带白酒厂商受影响较大，三是恢复呈现差异化，其中高端、次高端恢复较快，而大部分中间带白酒三季度仍未恢复到疫情前增长水平。另外，2021Q1申万白酒板块实现营业收入948.68亿元，同比20Q1增长22.37%，同比19Q1增长23.93%，实现归母净利润355.11亿元，同比20Q1增长17.61%，同比19Q1增加28.52%，板块业绩已显著超疫情前水平。其中，茅台、五粮液、泸州老窖增长稳健，龙头表现出了绝对的抗风险能力，以次高端为主的酒鬼酒、汾酒、舍得等表现最为突出。

➤ **行业收益质量：**经营活动产生的现金流净额、合同负债大幅改善。2020年申万白酒板块实现经营活动产生的现金流净额为885.84亿元，同比减少2.78%；年内Q1至Q4净额分别为-3.30亿、137.74亿、239.12亿、512.28亿，同比增长-102.42%、-40.66%、30.46%、42.53%，现金逐季流回暖。从上市酒企个股来看，2020年19家上市白酒企业中，有16家企业现金流净流入。2021Q1申万白酒行业实现经营活动产生的现金流净额为76亿元，同比增长2413.71%，经营活动现金流净额大幅改善。此外，对白酒行业上市公司来说，合同负债就如酒企业绩的“蓄水池”，申万白酒板块上市白酒公司合同负债总计达到483.14亿元，比上年减少10.85亿元。有8家白酒公司合同负债同比出现下滑，合同负债增幅最大的三家公司是皇台酒业、酒鬼酒、古井贡酒，增速均超100%。2021Q1末白酒行业合同负债为333.17亿，同比上升16.14%，水井坊、酒鬼酒等公司合同负债增速较高，为其业绩增长奠定基础。

➤ **行业发展：**基本面依旧良好，十四五规划目标积极。2020年在新冠疫情影响下，各地对婚礼宴席、商务宴请等聚集性活动进行管控，





对白酒企业业绩造成了阶段性影响。受疫情影响，贵州茅台、五粮液、山西汾酒、酒鬼酒完成全年预定任务，部分酒企没有完成全年预定任务（比如古井贡酒、伊力特、老白干酒等）。2021 白酒实现了开门红，板块业绩已显著超疫情前水平，其中高端白酒稳健增长，次高端和区域性白酒在 20Q1 低基数下和 21 春节强需求下表现出较好的业绩弹性，比如水井坊、舍得酒业、酒鬼酒等。随着疫情防控常态化，国内消费氛围已基本恢复，预计接下来的白酒动销可能仍将维持良性势头。头部白酒企业对十四五增长目标普遍积极，业绩年复合增长两位数以上。因此虑到未来五年增长的确定性，目前白酒板块估值仍具备性价比。短期建议关注：稳健增长的高端酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖；具有业绩弹性的山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒。

- **重点公司推荐：**五粮液、山西汾酒、今世缘
- **风险提示：**宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险



目录

1.行业盈利能力：白酒行业持续向好，次高端较为突出	4
1.1 2020 业绩增速放缓，2021Q1 全面复苏。	4
1.2 白酒业绩呈逐季修复向好，次高端弹性最大	5
1.3 产品提价+结构升级+费用率下降，盈利能力不断提高	10
2.行业收益质量：经营活动产生的现金流净额、合同负债大幅改善	13
2.1 现金流逐季回暖，区域白酒表现更加	13
2.2 2021Q1 合同负债同比改善，二、三线白酒增速较高	15
3.行业发展：基本面依旧良好，十四五规划目标积极	16
4. 重点公司推荐	18
5.投资风险	19

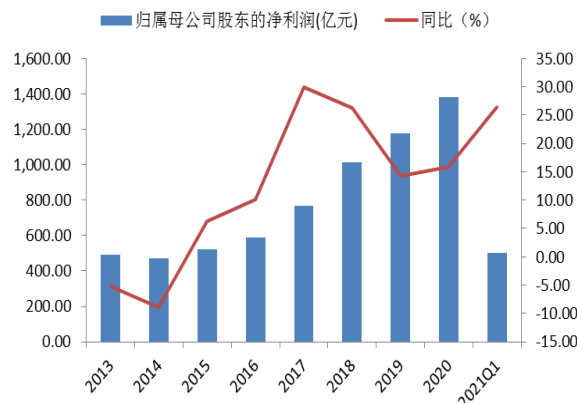
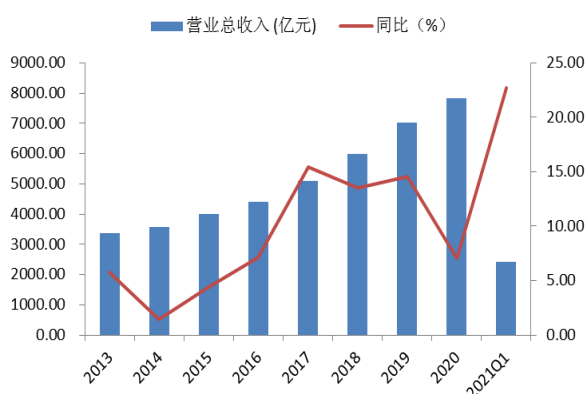
1.行业盈利能力：白酒行业持续向好，次高端较为突出

1.1 2020 业绩增速放缓，2021Q1 全面复苏。

2020 年食品饮料行业业绩增速放缓，增速前低后高。2020 年申万食品饮料行业营业总收入为 7495.89 亿，同比增长 7.07%；归母净利润为 1382.82 亿，同比增长 15.85%，受新冠疫情影响业绩增速放缓，增速前低后高。2020 年 Q1 至 Q4 行业分别实现营业收入 1917.80 亿、1835.12 亿、1965.56 亿、2029.21 亿元，同比增长 0.20%、6.04%、7.64%、7.07%，收入与增速呈现环比回暖趋势；主要由于 2020Q1 线下餐饮消费生产经营受疫情居家隔离影响明显，复工复产后行业逐步恢复正常经营节奏，收入边际改善。Q1 至 Q4 行业归母净利润分别为 390.93 亿、328.94 亿、348.04 亿、302.60 亿，同比增长-0.61%、25.48%、17.91%、31.94%。

图 1：食品饮料板块 2013-2021Q1 收入增速

图 2：食品饮料板块 2013-2021Q1 归母净利润增速

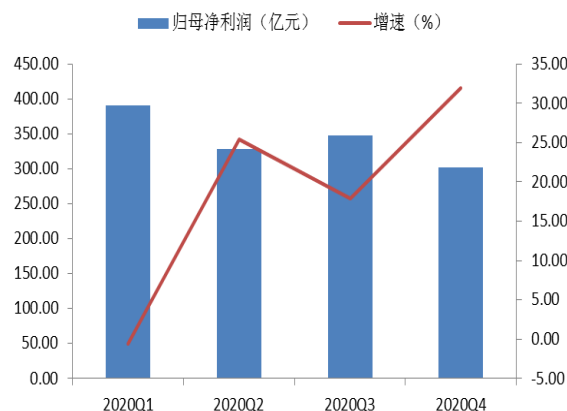
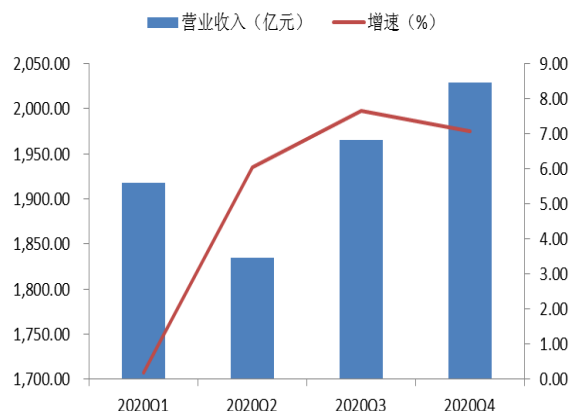


资料来源:wind, 山西证券研究所

资料来源:wind, 山西证券研究所

图 3：食品饮料板块 2020 年单季度收入增速

图 4：食品饮料板块 2020 年单季度归母净利润增速



资料来源:wind, 山西证券研究所

资料来源:wind, 山西证券研究所

2021Q1 啤酒、乳制品增速领先。2021Q1 食品饮料行业营业总收入为 2413.64 亿，同比增长 22.72%，同比 2019Q1 增长 29.56%；归母净利润为 501.48 亿，同比增长 26.41%，同比 2019Q1 增长 29.45%，行业全面复苏。2021Q1，收入增速相对较快的子板块包括其他酒类、啤酒、食品综合、软饮料和葡萄酒，收入增速分别为 67.20%、44.06%、41.21% 和 37%；（2）2021Q1 净利润增速较快的子板块是其他酒类、啤酒、乳品和黄酒，归母净利润增速分别为 557.76%、218.24%、212.98% 和 88.83%。具体来看，调味品一季度收入恢复性增长，但盈利普遍承压；乳制品 21Q1 开门红；啤酒结构升级驱动盈利提升；白酒需求持续景气，次高端表现较为亮眼。

表 1：食品饮料子行业盈利能力变化（亿元）

板块名称	2021Q1 营收	同比增长 (%)	同比 2019 年 (%)	2021Q1 归母净利润	同比增长 (%)	同比 2019 年 (%)
SW 其他酒类	10.72	67.20	26.23	2.06	557.76	178.34
SW 啤酒	160.68	44.06	20.83	12.77	218.24	30.36
SW 软饮料	57.97	41.21	-30.71	11.20	54.62	-16.32
SW 葡萄酒	15.93	37.00	-33.25	2.96	74.40	-39.94
SW 乳品	422.51	36.30	22.83	31.72	212.98	21.95
SW 黄酒	10.35	34.81	-13.38	1.48	88.83	-16.02
SW 白酒	948.68	22.37	23.93	355.11	17.61	28.52
SW 调味发酵品	116.36	21.33	30.73	24.88	14.13	33.63
SW 食品综合	314.5724	17.04	36.34	38.5426	30.90	86.50
SW 肉制品	355.87	5.13	105.87	20.76	7.399	36.82

资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 白酒业绩呈逐季修复向好，次高端弹性最大

2020 白酒行业逆势增长，行业集中度进一步提升。2020 年白酒行业虽受新冠疫情影响，白酒产业经济发展也相应放缓，最终实现了逆势增长，充分体现了白酒产业的抗风险能力。具体来看：一是产销稳中微降；二是效益进中向好；三是格局不断优化，市场份额逐渐向头部企业集中。2020 年 1-12 月，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 740.70 万千升，同比下降 2.50%；累计完成销售收入 5836.39 亿元，同比增长 4.60%；累计实现利润 1585.41 亿元，同比增长 13.35%。2020 年规模以上白酒企业数量为 1040 家，同比减少 136 家，表明规模酒企盈利能力稳步增强，白酒行业市场集中度进一步提升，消费升级持续推动白酒行业价值增长，行业高质量发展趋势持续向好。

图 5：规模以上白酒收入情况

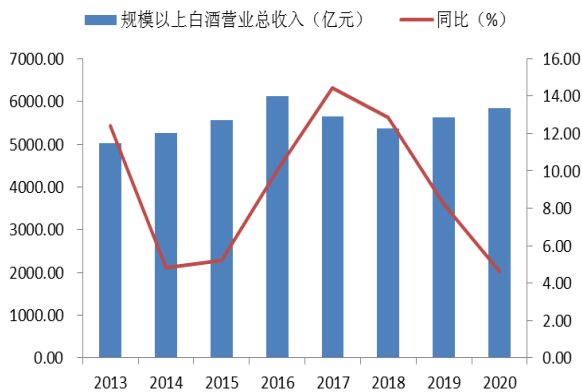
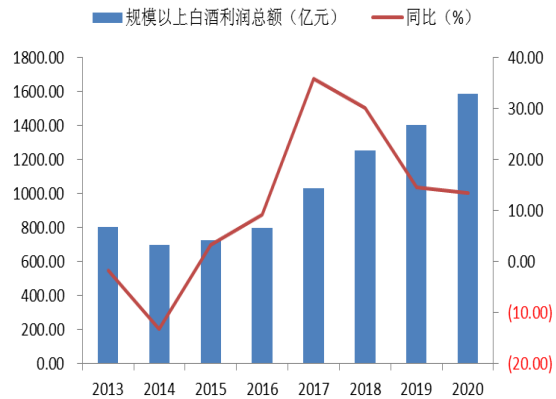


图 6：规模以上白酒利润情况



资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所（注：白酒行业增速为调整后数据，根据规模以上白酒企业同比统计口径）

图 7：白酒产量（万千升）

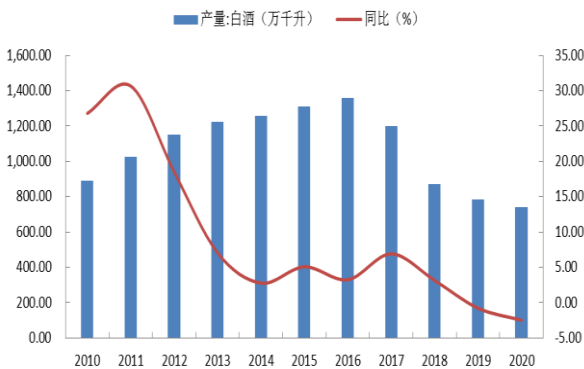
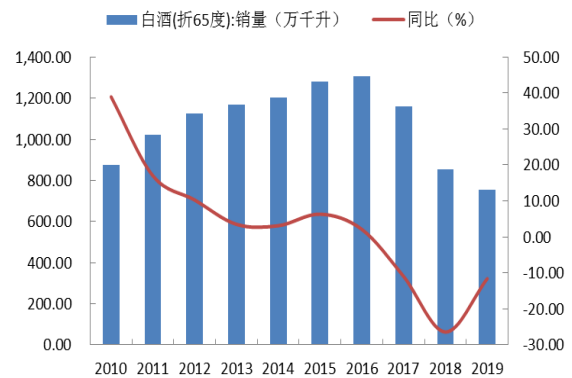


图 8：白酒销量（万千升）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 9：规模以上白酒企业数量

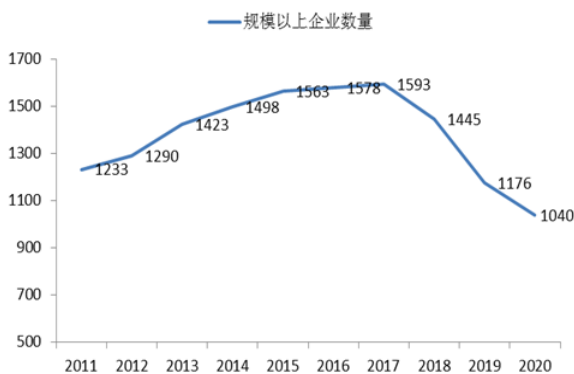
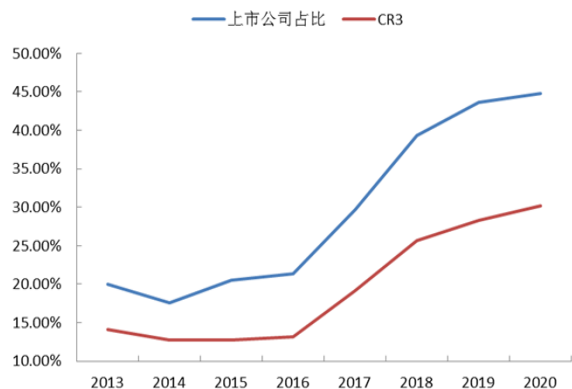


图 10：白酒行业集中程度



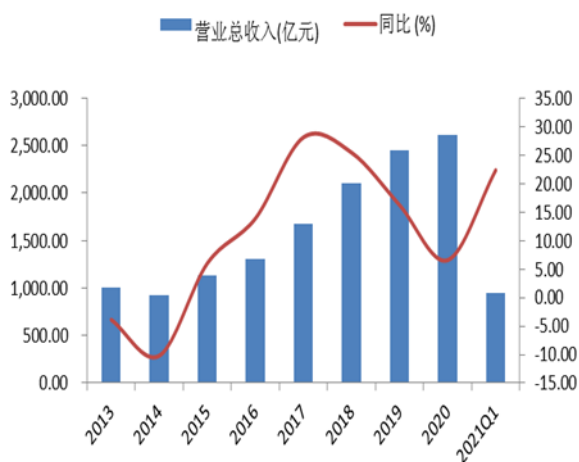
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

业绩逐季修复,企业分化加剧。2020年申万白酒上市公司实现营业总收入2612.52亿元,同比增长6.58%;归母净利润301.91亿元,同比增长9.26%,收入、利润增速同比放缓,整体低于19年。尽管第一季度受到了疫情的影响,17.9%,但20年下半年开始疫情得到有效控制,婚庆、宴席等消费场景恢复,环比逐渐加速,2020年Q1至Q4申万白酒板块分别实现营业收入775.22亿、537.33亿、615.54亿、684.42亿元,同比增长1.25%、2.26%、5.08%、6.58%;Q1至Q4行业归母净利润分别为301.92亿、478.80亿、691.52亿、921.83亿元,同比增长9.26%、8.09%、9.72%、12.09%。19家白酒上市公司中,10家营收增幅为正,其余9家均为负增长,增幅最高为20.79%,最低为-39.07%,两者相差高达59.86%。不过,尽管受到疫情影响,贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、舍得酒业、酒鬼酒、金徽酒等企业2020年仍实现营收、净利润双增长,且净利润增速大于营收增速,在疫情期间保持了较高的成长性,而贵州茅台、五粮液、汾酒等龙头企业甚至实现两位数以上增长,三者营收占白酒股整体营收的60%以上,一定程度上带动了整体白酒股业绩,其他酒企业绩增速存在一定程度的下滑。在营收增速超过10%的5家酒企里,500亿以上规模占2家,百亿以上规模占3家,而在营收出现负增长的9家酒企里,百亿规模以上的有3家,其余6家营收规模均低于50亿。

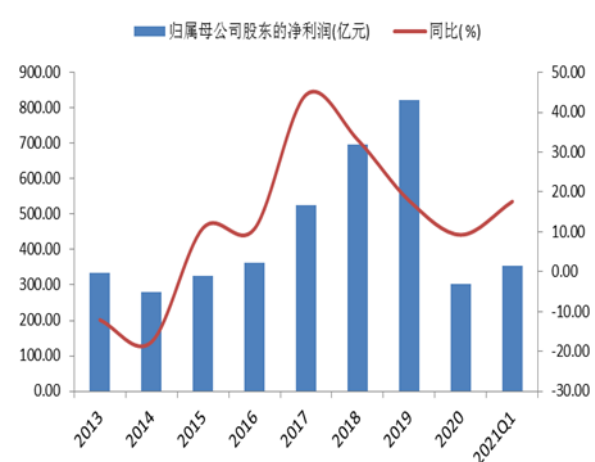
整体来看,两级分化趋势正在加剧。新冠疫情自2020年春节全面爆发,白酒行业受到的影响较为显著,此次疫情对于不同规模、不同发展阶段的公司影响差异较大,业绩也呈现出两级分化的特点:一是高端、体量大的公司业绩增长稳定性更强,茅台、五粮液、汾酒等公司表现较为突出;二是中间带白酒厂商受影响较大,由于春节旺季消失,绝大多数中间带白酒企业一季度收入、净利润均负增长;三是恢复呈现差异化,其中高端、次高端恢复较快,而大部分中间带白酒三季度仍未恢复到疫情前增长水平。

图 11: 白酒上市公司收入表现



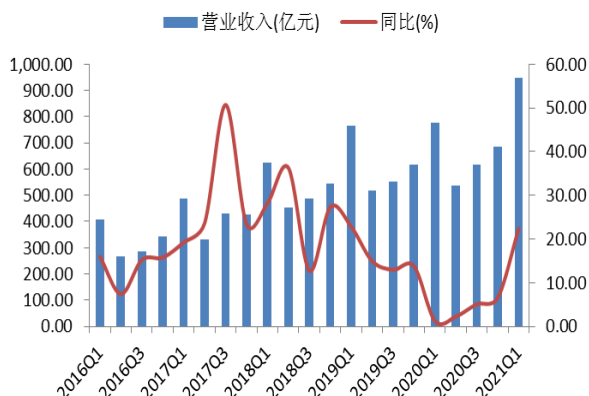
资料来源: wind, 山西证券研究所

图 12: 白酒上市公司盈利表现



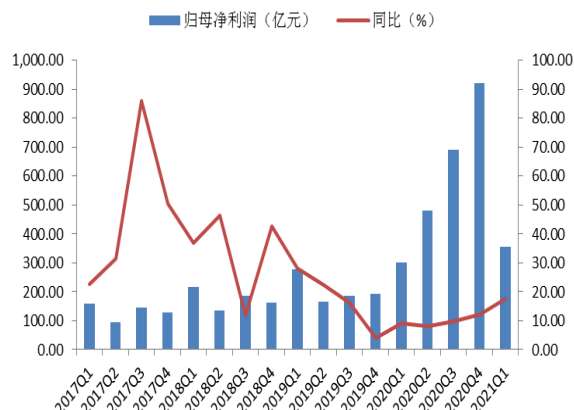
资料来源: wind, 山西证券研究所

图 13：白酒板块单季度营业总收入及同比增长



资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：白酒板块单季度归母净利润及同比增长



资料来源：wind，山西证券研究所

2021Q1 高端白酒增速稳健，次高端酒最为突出。2021Q1 申万白酒板块实现营业收入 948.68 亿元，同比 20Q1 增长 22.37%，同比 19Q1 增长 23.93%，实现归母净利润 355.11 亿元，同比 20Q1 增长 17.61%，同比 19Q1 增加 28.52%，板块业绩已显著超疫情前水平。19 家白酒企业当中，从 2021 Q1 收入增速来看，有 13 家企业 2021 年一季度营业收入同比 2019 年一季度增幅为正，5 家企业同比增幅为负，其中，茅台、五粮液、泸州老窖增长稳健，酒业巨头在特殊时期表现出了绝对的抗风险能力，以次高端为主的酒鬼酒、汾酒、舍得等表现最为突出。另外从 2021Q1 利润增速来看，以次高端为主的酒鬼酒、舍得、汾酒、水井坊增幅最为明显，其中酒鬼酒净利润同比 2019Q1 增长 267.12%，舍得酒业净利润增幅同比也接近 200%。整体来看，相比于 2019Q1，高端酒继续保持稳健增长，次高端表现出暴涨的势头，有 5 家左右的企业营收、净利润出现下滑的趋势。

表 2：2019- 2021Q1 白酒上市公司收入情况（亿元）

类别	证券简称	2019	2020	增速 (%)	2019Q1	增速 (%)	2020Q1	增速 (%)	2021Q1	增速 (%)
高端	贵州茅台	888.54	979.93	10.29	224.81	22.21	252.98	12.54	280.65	10.93
	五粮液	501.18	573.21	14.37	175.90	26.57	202.38	15.05	243.25	20.19
	泸州老窖	158.17	166.53	5.29	41.69	23.72	35.52	-14.79	50.04	40.85
次高端	山西汾酒	118.80	139.90	17.63	40.58	20.12	41.40	1.71	73.32	77.03
	水井坊	35.39	30.06	-15.06	9.30	24.25	7.29	-21.63	12.40	70.17
	舍得酒业	26.50	27.04	2.02	6.97	34.06	4.04	-42.02	10.28	154.21
	酒鬼酒	15.12	18.26	20.79	3.46	30.46	3.13	-9.68	9.08	190.36



区域 龙头	洋河股份	231.26	211.01	-8.76	108.90	14.18	92.68	-14.89	105.20	13.51
	古井贡酒	104.17	102.92	-1.20	36.69	43.31	32.81	-10.55	41.30	25.86
	口子窖	46.72	40.11	-14.15	13.62	8.97	7.77	-42.92	11.73	50.90
	今世缘	48.74	51.22	5.09	19.55	31.07	17.71	-9.42	23.97	35.34
	老白干酒	40.30	35.98	-10.73	11.49	55.81	7.56	-34.19	7.54	-0.26
	伊力特	23.02	18.02	-21.71	5.18	0.09	1.53	-70.45	5.44	255.33
	金徽酒	16.34	17.31	5.89	5.14	5.48	3.42	-33.37	5.08	48.43
	金种子酒	9.14	10.38	13.55	2.89	-6.08	1.94	-32.94	2.94	52.11
	迎驾贡酒	37.77	34.52	-8.60	11.60	2.70	7.71	-33.55	11.48	48.90
	皇台酒业	0.99	1.02	2.67	0.07	-7.73	0.08	19.10	0.12	41.62
青青稞酒	12.54	7.64	-39.07	3.66	-23.05	2.03	-44.56	3.79	86.91	
低端 酒	顺鑫农业	149.00	155.11	4.10	47.65	19.95	55.24	15.93	54.86	-0.70

资料来源：wind，山西证券研究所

表 3：2019- 2021Q1 白酒上市公司归母净利润情况（亿元）

类别	证券简称	2019	2020	增速	2019Q1	增速	2020Q1	增速	2021Q1	增速
高端	贵州茅台	412.06	466.97	13.33	112.21	31.91	130.94	16.69	139.54	6.57
	五粮液	174.02	199.55	14.67	64.75	30.26	77.04	18.98	93.24	21.02
	泸州老窖	46.42	60.06	29.38	15.15	43.08	17.07	12.72	21.67	26.92
次高 端	山西汾酒	19.39	30.79	56.39	8.77	22.58	12.25	39.36	21.82	77.72
	水井坊	8.26	7.31	-11.49	2.19	41.16	1.91	-12.64	4.19	119.66
	舍得酒业	5.08	5.81	14.42	1.01	21.53	0.27	-73.46	3.02	1,031.19
	酒鬼酒	3.00	4.92	64.15	0.73	16.18	0.96	32.24	2.68	178.85
区域 龙头	洋河股份	73.83	74.82	1.35	40.21	15.70	40.02	-0.46	38.63	-3.49
	古井贡酒	20.98	18.55	-11.58	7.83	34.82	6.37	-18.71	8.14	27.90
	口子窖	17.20	12.76	-25.84	5.45	21.43	2.43	-55.36	4.20	72.73
	今世缘	14.58	15.67	7.46	6.41	26.00	5.80	-9.52	8.05	38.78
	老白干酒	4.04	3.13	-22.68	1.17	57.14	0.66	-44.05	0.56	-14.59

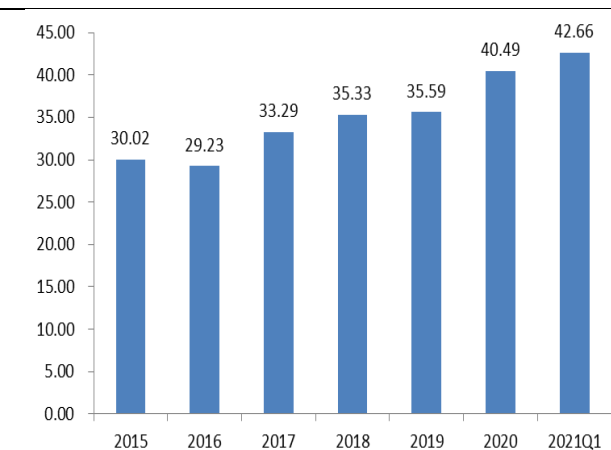
	伊力特	4.47	3.42	-23.48	1.49	23.83	0.08	-94.42	1.31	1475.80
	金徽酒	2.71	3.31	22.44	1.09	-9.92	0.58	-47.00	1.15	99.34
	金种子酒	-2.05	0.69	133.94	0.09	21.45	-0.26	-391.83	-0.49	-85.60
	迎驾贡酒	9.30	9.53	2.47	3.53	9.02	2.33	-34.07	3.69	58.45
	皇台酒业	0.68	0.33	-50.91	-0.06	50.53	-0.06	0.85	-0.04	32.94
	青青稞酒	0.36	-1.15	-418.6	0.5	-41.84	-0.05	-109.25	0.71	1630
低端酒	顺鑫农业	8.09	4.20	-48.10	4.29	17.17	3.53	-17.64	3.73	5.73

资料来源：wind，山西证券研究所

1.3 产品提价+结构升级+费用率下降，盈利能力不断提高

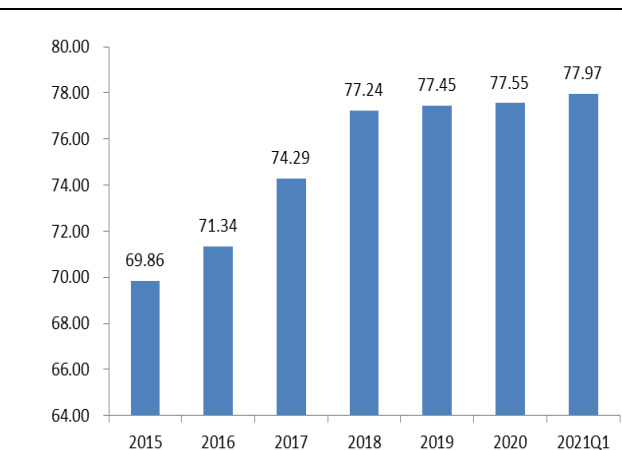
2020Q1 疫情期间费用支出减少，白酒行业盈利能力不断提高。2020 年和 2021Q1 申万白酒板块的整体销售净利率分别为 40.49%和 42.66%，盈利能力逐步提高。具体来看，1) 2020 年和 2021Q1 白酒板块销售毛利率分别为 77.55%和 77.97%，白酒板块毛利率稳步提升，如果考虑到运输费用计入成本，实际毛利率提高较多，主要在于产品提价和产品结构的优化；2) 销售期间费用率方面，2020 和年 2021Q1 白酒板块销售费用率分别为 9.76%和 8.38%，管理费用率分别为 6.39%和 4.88%，白酒板块 2020/ 2021Q1 销售费用率同比分别-1.59/-0.52pct，管理费用率同比分别-0.14/-0.23pct。从上市酒企来看，由于运费计入准则、收入增速不同，2020 年期间费用率分化较大，高端白酒和次高端白酒同比下降，而区域白酒如洋河股份、口子窖期间费用率提升明显。此外，2021Q1 茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒、今世缘等期间费用率均同比下降。

图 15：白酒板块净利率表现



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：白酒板块毛利率表现



资料来源：wind，山西证券研究所

图 17：白酒板块销售费用率表现

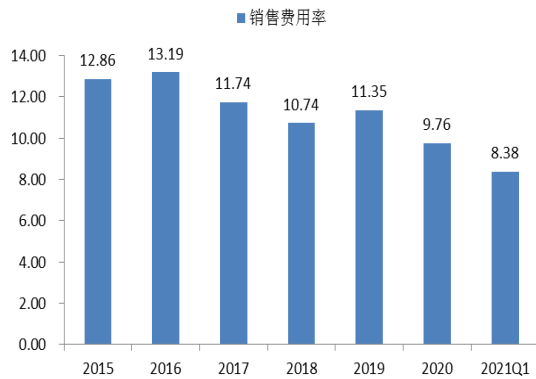
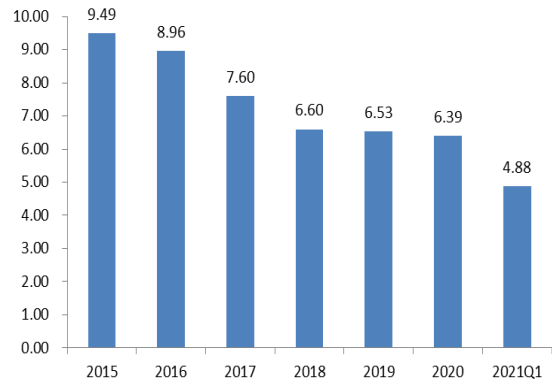


图 18：白酒板块管理费用率表现



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：白酒上市公司期间费用率情况

类别	证券简称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
高端白酒	贵州茅台	10.80	12.04	11.19	11.12	9.12	9.30	9.24	9.64	8.15
	五粮液	9.78	12.01	13.11	12.64	10.17	12.34	13.51	11.92	9.29
	泸州老窖	19.61	22.53	26.39	30.86	17.13	18.28	19.66	23.35	16.58
次高端	山西汾酒	26.28	27.34	24.27	28.25	26.63	26.13	25.31	23.69	21.06
	水井坊	35.18	38.93	35.39	36.55	31.42	51.49	34.46	36.57	25.90
	舍得酒业	38.70	40.12	38.08	36.14	42.75	38.66	35.80	33.45	23.63
	酒鬼酒	32.71	31.82	35.65	35.03	29.69	30.73	29.55	30.25	25.28
区域龙头	洋河股份	11.27	14.35	17.14	20.02	12.36	15.96	19.60	21.35	11.61
	古井贡酒	36.07	35.95	35.00	36.62	35.92	35.52	34.95	35.98	34.75
	口子窖	12.17	13.78	12.64	12.99	22.02	22.49	20.41	19.46	16.62
	今世缘	18.09	14.62	16.80	21.03	14.82	11.55	16.85	21.60	13.76
	老白干酒	33.94	35.03	36.81	35.32	43.85	39.73	38.78	37.67	44.83
	伊力特	6.14	11.12	9.23	10.55	10.91	7.89	8.59	8.94	8.06
	金徽酒	17.34	23.02	27.14	25.54	23.90	26.87	29.21	24.19	22.06
	金种子酒	30.86	38.64	40.24	42.92	42.20	41.16	39.45	34.69	31.16
	迎驾贡酒	12.91	18.19	19.10	17.69	18.30	22.06	21.21	18.16	12.99
低端酒	顺鑫农业	15.07	15.86	15.69	16.19	11.69	12.69	14.33	13.13	9.37

资料来源：wind，山西证券研究所

表 5:白酒上市公司销售费用率情况

类别	证券简称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
高端白酒	贵州茅台	3.88	4.83	4.12	3.69	2.61	2.55	2.55	2.60	2.02
	五粮液	7.24	9.76	10.90	9.95	8.54	10.35	11.47	9.73	7.09
	泸州老窖	16.93	19.20	22.70	26.47	13.67	14.56	15.40	18.56	13.48
次高端	山西汾酒	20.74	21.57	18.18	21.73	21.39	20.11	18.98	16.27	17.95
	水井坊	29.81	32.00	28.72	30.08	23.69	36.57	25.45	27.97	21.66
	舍得酒业	26.09	25.40	23.98	21.66	25.24	22.79	21.37	19.86	14.54
	酒鬼酒	26.16	25.70	28.86	25.39	23.86	24.42	24.22	23.20	22.17
区域龙头	洋河股份	6.40	8.57	10.76	11.64	6.74	8.80	11.46	12.34	6.31
	古井贡酒	31.83	30.74	29.41	30.57	30.15	29.31	29.33	30.32	29.52
	口子窖	9.01	9.47	8.32	8.47	16.53	16.07	14.59	13.62	12.10
	今世缘	15.87	12.85	14.02	17.50	12.48	8.69	13.57	17.09	11.84
	老白干酒	24.83	26.17	27.59	25.80	32.30	30.28	29.10	28.42	32.59
	伊力特	4.27	8.12	6.26	6.12	8.07	6.55	6.56	7.14	5.21
	金徽酒	10.49	13.26	16.23	14.99	12.41	12.87	14.69	12.84	11.62
	金种子酒	21.15	28.65	29.47	34.17	28.48	28.49	28.66	26.03	21.69
	迎驾贡酒	9.22	13.55	13.89	12.26	12.98	15.60	14.93	12.17	8.27
低端酒	顺鑫农业	9.44	10.17	9.33	9.60	6.57	7.18	8.23	6.31	4.39

资料来源：wind，山西证券研究所

表 6:白酒上市公司管理费用率情况

类别	证券简称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
高端白酒	贵州茅台	6.52	6.72	6.62	7.00	6.21	6.57	6.59	6.98	6.38
	五粮液	4.54	4.80	4.99	5.55	3.61	4.41	4.63	4.78	4.07
	泸州老窖	3.90	4.53	5.02	5.69	4.87	5.14	5.25	5.59	4.23
次高端	山西汾酒	3.96	5.21	5.84	7.39	5.54	6.43	6.76	7.90	3.25
	水井坊	5.91	7.59	7.28	7.12	8.74	16.47	9.84	9.36	4.95
	舍得酒业	11.93	14.16	13.58	13.96	17.04	15.16	14.12	13.33	9.59

	酒鬼酒	6.89	7.77	8.66	10.33	7.29	7.38	7.34	8.57	3.49
区域龙头	洋河股份	5.03	6.03	6.61	8.72	5.70	7.44	8.40	9.43	5.40
	古井贡酒	4.29	5.29	5.89	6.99	6.15	7.45	7.34	8.19	5.84
	口子窖	3.49	4.51	4.62	4.81	6.01	6.88	6.39	6.26	4.65
	今世缘	2.31	2.59	3.39	4.54	2.63	3.26	3.57	4.91	2.27
	老白干酒	9.44	8.90	9.12	9.38	11.08	8.99	9.24	8.88	12.00
	伊力特	2.45	2.98	2.74	5.41	5.82	2.69	3.19	2.68	3.94
	金徽酒	7.01	9.85	10.93	10.72	11.82	14.30	14.74	11.78	10.80
	金种子酒	12.33	13.03	14.32	12.95	19.04	15.95	14.02	11.22	10.53
	迎驾贡酒	4.05	5.08	5.53	5.66	5.74	6.72	6.46	6.11	4.78
低端酒	顺鑫农业	4.92	4.78	5.45	5.75	3.74	3.85	4.55	5.26	4.30

资料来源：wind，山西证券研究所

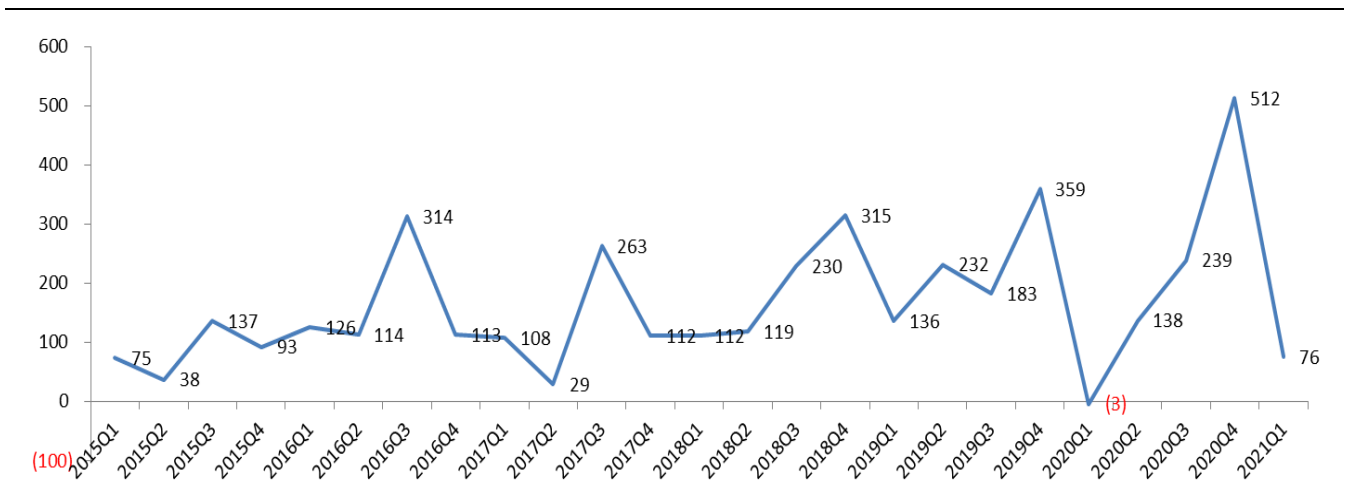
2.行业收益质量：经营活动产生的现金流净额、合同负债大幅改善

2.1 现金流逐季回暖，区域白酒表现更加

收益质量是指会计收益所表达的与企业经济价值有关信息的可靠程度。常见的盈利能力评价指标基本上都是以权责发生制为基础通过计算得来的。如：净利润、每股收益、净资产收益率等，可以评价企业盈利能力的数量，不能反应上市公司盈利能力的“质量”。而现金流量的计算，不涉及权责发生制。经营活动产生的现金流量净额是指经营现金流入量和流出量的差额，现金流是企业赖以生存的基础，也是企业持续发展的力量源泉。2020年申万白酒板块实现经营活动产生的现金流净额为885.84亿元，同比减少2.78%；年内Q1至Q4净额分别为-3.30亿、137.74亿、239.12亿、512.28亿，同比增长-102.42%、-40.66%、30.46%、42.53%，现金逐季流回暖。

从上市酒企个股来看，2020年19家上市白酒企业中，有16家企业现金流净流入。皇台酒业、青青稞酒和金种子酒的经营产生的现金流量净额处于净流出的状态，分别为-0.01亿元、-0.79亿元和-1.60亿元。此外，和2019年相比，2020年仅有7家白酒企业经营产生的现金流量净额同比有所增长，分别为贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、顺鑫农业、舍得酒业、酒鬼酒以及老白干酒。其中增长最多的是古井贡酒，由2019年的1.92亿元涨到了36.25亿元，同比增长率高达1783.40%，公司经营产生的现金流量净额大幅增长主要原因为收回上一报告期结构性存款所致。2021Q1申万白酒行业实现经营活动产生的现金流净额为76亿元，同比增长2413.71%，经营活动现金流净额大幅改善。

图 19：上市酒企经营现金流净额情况（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 7：白酒上市公司现金流增速情况

类别	证券简称	19 经营 性净现 金流	20 经营性净 现金流	20 经营性 净现金流 同比增速	2020Q1 经 营性净现金 流	2020Q1 经营 性净现金流	2021Q1 经 营性净现金 流增速
高端	贵州茅台	452.11	516.69	14.29%	23.03	-14.85	-164.47%
	五粮液	231.12	146.98	-36.40%	-12.02	55.05	-558.11%
	泸州老窖	48.42	49.16	1.54%	-3.16	13.10	-514.20%
次高端	山西汾酒	30.77	20.10	-34.67%	1.26	2.46	95.22%
	水井坊	8.68	8.45	-2.58%	0.81	6.12	653.79%
	舍得酒业	6.68	9.97	49.37%	-0.74	3.90	-624.54%
	酒鬼酒	3.82	9.50	148.79%	-0.48	1.95	-508.33%
区域龙头	洋河股份	67.98	39.79	-41.47%	-3.29	29.20	-987.76%
	古井贡酒	1.92	36.25	1783.37%	16.33	-13.74	-184.14%
	口子窖	12.97	4.99	-61.55%	-2.95	-2.73	-7.45%
	今世缘	13.07	11.19	-14.43%	-2.36	5.33	-325.40%
	老白干酒	3.82	5.50	44.13%	-3.10	3.11	-200.33%
	伊力特	5.60	2.77	-50.62%	-2.38	-0.24	-89.99%
	金徽酒	3.71	3.37	-9.09%	-0.75	-0.32	-56.90%
	金种子酒	-1.75	-1.60	-8.37%	-0.92	-1.39	50.68%

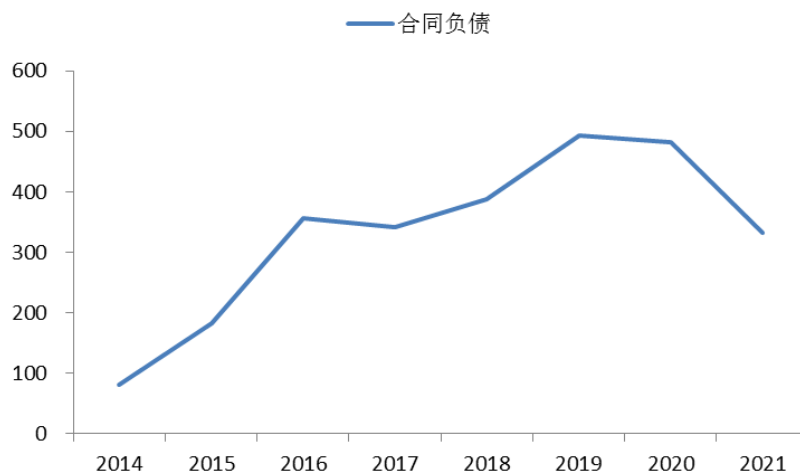
	迎驾贡酒	9.25	7.29	-21.20%	-3.83	1.46	-138.10%
	皇台酒业	-0.04	-0.01	-71.95%	-0.17	0.02	-111.19%
	青青稞酒	-1.08	-0.79	27.34	-0.99	1.01	201.92
低端酒	顺鑫农业	13.05	15.46	18.47%	-8.58	-12.06	40.50%

资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 2021Q1 合同负债同比改善，二、三线白酒增速较高

合同负债对于酒企是一个非常重要的指标。合同负债，是指企业已收或应收客户对价而应向客户转让商品的义务。对白酒行业上市公司来说，合同负债就如酒企业绩的“蓄水池”，合同负债的增加反映经销商打款的积极程度，也为后续业绩增加奠定基础。2020年申万白酒板块合同负债总计达到483.14亿元，比上年减少10.85亿元。有8家白酒公司合同负债同比出现下滑，下滑最严重的三家公司是五粮液、泸州老窖、顺鑫农业，分别下滑31.22%、25.2%、17.82%。合同负债增幅最大的三家公司是皇台酒业、酒鬼酒、古井贡酒，增速均超100%。此外增幅较大的公司还有水井坊、舍得酒业、洋河股份。21Q1末白酒行业合同负债为333.17亿，同比上升16.14%，水井坊、酒鬼酒等合同负债增速较高，为其业绩增长奠定基础。

图 20:白酒板块合同负债情况（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 8: 白酒上市公司合同负债情况(亿元)

类别	证券简称	2020	同比	2021Q1	同比 2020Q1(%)	同比 2019Q1(%)
高端酒	贵州茅台	133.22	-3.05%	53.41	-22.70%	-53.09%
	五粮液	86.19	-31.22%	49.86	4.54%	2.72%

	泸州老窖	16.79	-25.20%	16.92	170.16%	31.62%
次高端酒	山西汾酒	31.07	9.41%	29.30	81.85%	143.55%
	水井坊	7.36	98.44%	7.24	2277.85%	1683.97%
	舍得酒业	3.68	45.25%	4.41	157.73%	193.78%
	酒鬼酒	7.19	248.12%	5.81	258.55%	385.36%
区域龙头	洋河股份	88.01	30.32%	61.29	-4.71%	210.55%
	古井贡酒	12.07	127.71%	19.44	26.75%	74.23%
	口子窖	7.70	-3.83%	3.71	-18.42%	-24.16%
	今世缘	10.96	-15.94%	4.82	65.20%	65.26%
	老白干酒	7.07	-11.82%	12.87	44.76%	126.33%
	伊力特	0.89	6.22%	0.37	-11.07%	-68.65%
	金徽酒	2.01	-12.01%	1.98	46.73%	13.85%
	金种子酒	1.29	14.94%	1.26	66.04%	25.53%
	皇台酒业	0.03	307.06%	0.03	152.89%	50.74%
	迎驾贡酒	4.66	14.78%	4.11	36.89%	42.90%
	青青稞酒	0.31	-13.89%	0.48	77.78%	45.45%
低端酒	顺鑫农业	50.88	-17.82%	36.92	-13.23%	-28.55%

资料来源：wind，山西证券研究所

3.行业发展：基本面依旧良好，十四五规划目标积极

2020年在新冠疫情影响下，各地对婚礼宴席、商务宴请等聚集性活动进行管控，对白酒企业业绩造成了阶段性影响。受疫情影响，贵州茅台、五粮液、山西汾酒、酒鬼酒完成全年预定任务，部分酒企没有完成全年预定任务（比如古井贡酒、伊力特、老白干酒等）。2021白酒实现了开门红，板块业绩已显著超疫情前水平，其中高端白酒稳健增长，次高端和区域性白酒在20Q1低基数下和21春节强需求下表现出较好的业绩弹性，比如水井坊、舍得酒业、酒鬼酒等。随着疫情防控常态化，国内消费氛围已基本恢复，预计接下来的白酒动销可能仍将维持良性势头。头部白酒企业对十四五增长目标普遍积极，业绩年复合增长两位数以上（比如，到2025年茅台集团实现营收目标2000亿、五粮液集团的营收在“十四五”末将突破2000亿元、今世缘规划2025年努力实现营收过百亿（争取150亿））。因此虑到未来五年增长的确定性，目前白酒

板块估值仍具备性价比。短期建议关注：稳健增长的高端酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖；具有业绩弹性的山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒。

表 9：白酒上市企业 2021 年目标

类别	证券简称	2020 年目标	实际完成情况	2021 年目标
高端酒	贵州茅台	营业总收入较上年度增长 10%左右	营业总收入 979.93 亿元, 同比增长 10.29%	营业总收入较上年度增长 10.5%左右
	五粮液	营业总收入实现两位数增长。	2020 年, 营业收入 573.21 亿元, 同比增长 14.37%。	2021 年公司经营目标: 公司力争实现营业总收入两位数增长
	泸州老窖	难以准确的量化经营目标	营业收入 166.53 亿元, 同比增长 5.28%; 归母净利润 60.06 亿元, 同比增长 29.38%。	力争实现营业收入同比增长不低于 15%。
次高端酒	山西汾酒	营业收入增长 20%左右	营业收入 139.90 亿元, 同比增长 17.63%; 归母净利润 30.79 亿元, 同比增长 56.39%。	力争实现营业收入较上年度增长 30%左右
	水井坊	争取 2020 年可以实现主营业务收入及净利润与 2019 年同比基本持平的经营目标	2020 年, 营业收入 30.1 亿元、同比-15.1%, 归母净利润 7.3 亿元, 同比-11.5%。	2021 年, 公司力争实现主营业务收入增长 43%左右, 净利润增长 35%左右的经营目标。
	舍得酒业	-	2020 年营业收入 27.04 亿元, 同比增长 2.02%; 归母净利润 5.81 亿元, 同比增长 14.42%。	-
	酒鬼酒	-	营业收入 18.26 亿元, 同比增长 20.79%; 归母净利润 4.92 亿元, 同比增长 64.15%。	-
区域龙头	洋河股份	营业收入保平	2020 年, 营业收入 211 亿元、同比-8.8%, 归母净利润 74.8 亿元、同比+1.4%,	2021 年经营目标是实现营业收入同比增长 10%以上。
	古井贡酒	营业收入 116.00 亿元, 同比增长 11.36%; 利润总额 29.90 亿元, 同比增长 4.08%	2020 年, 营业收入 102.92 亿元, 同比下降 1.20%; 归属于母公司净利润 18.55 亿元, 同比下降 11.58%;	2021 年计划实现营业收入 120 亿元, 较上年增长 16.59%; 2021 年计划实现利润总额 28.47 亿元, 较上年增长 15.08%。
	口子窖	-	2020 年营收 40.11 亿元、同比增长 -14.15%, 归母净利润 12.75 亿元、同比增长-25.84%。	
	今世缘	营收、净利润均增长 10%	2020 年营业收入 51.2 亿元、同增 5.1%, 实现归母净利润 15.7 亿元、同增 7.5%,	2021 年营收目标 59 亿元, 争取 66 亿元; 净利润目标 18 亿元, 争取 19 亿元。

	老白干酒	主营业务收入 41.03 亿元	2020 年归母净利润 3.13 亿元，同比减少 22.68%；营业收入 35.98 亿元，同比减少 10.73%	2021 年公司计划实现主营业务收入 39.57 亿元
	伊力特	营业收入 23 亿元（合并报表），计划实现利润总额 5.5 亿元（合并报表）	2020 年归母净利润 3.42 亿元，同比减少 23.48%；营业收入 18.02 亿元，同比减少 21.71%	2021 年公司争取实现营业收入 23 亿元（合并报表），争取实现利润总额 5.5 亿元（合并报表）。
	金徽酒	营业收入 18.30 亿元，同比增长 11.97%；净利润 3.20 亿元，同比增长 18.25%	营业收入 17.31 亿元，同比 5.89%，归母净利润 3.31 亿元，同比 22.44%	2021 年公司计划实现营业收入 21.00 亿元，比上年增长 21.34%；预计实现净利润 3.80 亿元，比上年增长 14.69%
	金种子酒	-	营业收入 10.38 亿元，同比增长 13.55%；归母净利润 6940.61 万元	公司计划实现全年销售收入 13 亿元
	迎驾贡酒	-	营业收入 34.52 亿元，同比下降 8.60%；归母净利润 9.53 亿，同比增长 2.47%；	-
低端酒	顺鑫农业	-	实现销售收入 101.85 亿元，同比去年减少 1.01%	-

4. 重点公司推荐

山西汾酒 (600809.SH)：汾酒与竹叶青双轮驱动，2021 业绩实现开门红。2020 年在新的竞争形势下积极寻求新的突破。重点升级、打造“青花 30 复兴版”、“竹叶青”青享版、荣耀版”新品，汾酒与竹叶青“双轮驱动”战略效果明显，全国化品牌发展进程加速提档。2021 年是汾酒“十四五”的开局之年，一季度业绩实现了开门红，全年力争营收实现 30%左右的增长。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，确定性也很强，十四五期间有望实现规模进入行业前三。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 39 亿、50 亿、63 亿，EPS 分别为 4.5 元、5.7 元、7.2 元，对应当前股价 PE 分别为 104 倍、82 倍、65 倍。维持“买入”评级。

五粮液 (000858.SZ)：公司盈利能力保持平稳，2021 年经营目标双位数增长。公司十三五完美收官，2021 实现了开门红。展望全年，2021 年公司目标力争实现营收两位数增长，保持行业骨干企业平均增速。我们认为目前白酒行业仍处于以结构性繁荣为特征的新一轮增长的长周期，公司通过持续完善品牌体系、优化渠道建设、强化组织保障，确保企业可持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 241.12 亿、284.83 亿、334.78 亿，EPS 分别为 6.21 元、7.34 元、8.62 元，对应当前股价，PE 分别为 50 倍、43 倍、36 倍。维持“买入”评级。

今世缘(603369.SH): 公司发展战略清晰, 2021 年增长目标稳健。公司 2020 年顺利收官, 2021 年增长目标稳健, 2021 年营收目标 59 亿元, 争取 66 亿元; 净利润目标 18 亿元, 争取 19 亿元, 2025 年努力实现营收过百亿, 争取 150 亿元。我们认为公司战略目标明确, 2021 年增长目标稳健。公司坚决打好“四大战役”, 培育市场增长动能, 来扩大市场份额, 以“国缘 V 系攻坚战”培育增长极, 以“国缘开系提升战”夯实基本盘, 以“今世缘品牌激活战”打造大单品, 以“省外市场突破战”拓展新天地, 促进企业持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 19.29 亿、23.49 亿、28.32 亿, EPS 分别为 1.54 元、1.87 元、2.26 元, 对应当前股价, PE 分别为 39 倍、32 倍、26 倍。维持“买入”评级。

5.投资风险

宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

