



## 景气得到验证 向上趋势延续-白酒板块 21 年中报总结

——食品饮料

### 投资摘要：

上周截止 9 月 3 日收盘，食品饮料指数周涨幅为 1.28%，领先于沪深 300 的周涨幅 0.33%，在申万一级行业涨跌幅排名为第 14 名。年初至今申万一级行业上涨 15 个，下跌 13 个。食品饮料行业年涨跌幅为-19.65%，位列 28 个一级行业第 27 位。食品饮料当前行业 PE (TTM) 38.58，处于历史中位。

### 每周一谈：景气得到验证 向上趋势延续-白酒板块 21 年中报总结

**21 年上半年食品饮料各子版块中啤酒、乳制品亮眼，白酒紧随其后领先板块。**啤酒、乳品增长强劲、净利润增长快于营收，其他大众品板块的同期基数、成本上升、渠道侵蚀拖累影响业绩表现。相对 19 年，白酒、啤酒、乳品表现强劲，调味发酵品及肉制品出现净利增长慢于营收增长的增收不增利的情况。

**白酒 Q2 增速放缓，盈利能力进一步提升。**上半年白酒实现营收 1595.8 亿元，同比增长 21.25%；净利润 578.7 亿元，同比增长 20.9%。Q2 营收、净利润增长 19.4%、26.2%，行业 Q2 环比出现放缓，主要与二季度基数效应减弱有关。疫情影响下，行业自 20Q2 以来延续复苏向上趋势，淡季酒企挺价下产品结构走高及优势企业费用摊薄和淡季投放节奏调整等带动行业维持较高景气度。

**分阵营看，次高端受益于消费升级及行业景气传导，上半年表现最优，地产增速明显。**分阵营看，21 年上半年营收及净利润增长次高端表现最优，增长情况呈现次高端>高端>中档及大众酒，营收增速三个阵营分别为 42.0%、15.2%、12.7%，净利润增速为 42.5%、34.8%、14.7%。

山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业等全国化招商仍在红利期，营收快速增长势头延续全年、同时市场精细化运营紧跟其后、营销调整向好内生增量逐步释放。古井贡酒省内市场进一步收割份额，净利润好于此前市场预期，下半年旺销势头延续。洋河股份恢复到调整前的水平，今世缘推动 V 系列联盟体等渠道改革，次高端以上价位势能全面提升。水井坊落地高端销售公司，渠道低库存下 Q3 开门红确定性高。全年看次高端价位带的细分、酱酒烘托及自身消费扩容优势领先于其他阵营，高景气度延续仍有望全年占优。

高端 Q2 茅台量增稳健，税率恢复常态。五粮液淡季表现稳健，经典五粮液批价持续上行至千元附近，梳理产品结构进一步提升毛利。泸州老窖营收受停货挺价节奏影响 Q2 季度营收增速放缓，费用缩减明显带动净利润强劲增长。

**相对 19 年同期看，高端稳健快速增长，次高端表现分化。**板块上半年相对 19 年同期营收净利润增速在 23.8%、30.6%。高端三家公司较为稳健，次高端表现分化，扩张期酒企汾酒、舍得、酒鬼酒依然表现高增。中档及大众酒中老白干和口子窖不及同期。

**毛销差持续向好，上半年提升至 67.2%，处于近年高位。**上半年达到 67.2%，环比 20 年整体提升 0.4pct，处于近年高位，板块盈利能力不断增强。毛利率同比提升 1.1pct 至 76.7%，源于结构升级特别是次高端价位的消费上移。

**销售费用率高端平稳、次高端摊薄效应明显，管理费用率平稳下降。**Q2 淡季销售占比较少、固定费用分摊影响各家表现。上半年销售费用率及管理费用率分别同比下降 0.1、0.2pct。管理费用率受摊薄影响，各家公司基本呈现下降。

**预收款同比及环比增加，渠道信心较强，酒企回款政策影响表现。**上半年合计预收款 361.82 亿元，增幅 34.3%，显示渠道信心恢复、且淡季挺价效应下刺激渠道打款。高端产品渠道需求旺盛、停货挺价刺激回款。次高端均较同期增加，洋河库存控制及经销商减负下、预收环比一季度末有所回落但同比仍明显增长，舍得、水井坊环比小幅回落。汾酒、今世缘、古井贡环比提升，源于新品招商和疫情影响节奏。

**回款同比增长显著，回款与营收同步，净现金流良性。**上半年合计回款 1603 亿元，同比增长 29.3%，其中 Q2 增长 22.9%。Q2 淡季且未开始旺季打款，整体上半年打款与营收同步。同时，经营净现金流同比增加 263.5 亿元，维持

评级

增持（维持）

2021 年 09 月 05 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

### 行业基本资料

股票家数	121
行业平均市盈率	38.58
市场平均市盈率	13.67

### 行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

1、《食品饮料行业研究周报：白酒未迎实质性政策调控 行稳致远仍是主旋律》

2021-08-23

2、《食品饮料行业研究周报：大众品低点将过 白酒不惧扰动迎布局良机》

2021-08-08

3、《食品饮料行业研究周报：次高端业绩验证 下半年关注各阵营增速转换节点》

2021-07-18

21Q1 开始的正净现金流，行业现金流较为健康。

**投资策略：**中报验证白酒板块经营基本面仍强劲向上，行情回调后估值回落到价值区间。当前高端量价向好及次高端全国化发展和价位带扩容带动下板块高景气度有望延续到下半年。建议布局基本面扎实的高端及一线白酒茅五汾，推荐次高端兼具短期业绩弹性和中长期改善的标的舍得酒业、洋河股份以及估值有优势、经营好转的古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒。食品板块建议关注 2B 模式投资机会：安井食品、餐饮供应链相关企业千味央厨、立高食品。

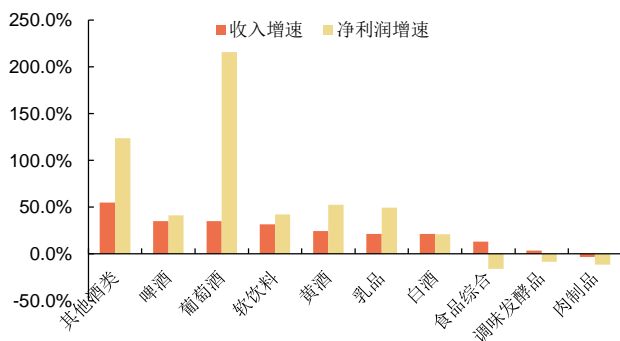
**风险提示：**疫情扩散限制消费场景；价格管理及销售不及预期；政策收紧

## 1. 每周一谈：景气得到验证 向上趋势延续-白酒板块 21 年中报总结

21 年上半年食品饮料各子版块中啤酒、乳制品亮眼，白酒紧随其后领先板块。上半年各子行业中啤酒、乳品增长强劲、净利润增长快于营收，营收净利润分别增 35.2%、41.3%和 21.4%、49.6%。其他大众品板块的同期基数、成本上升、渠道侵蚀拖累影响业绩表现。

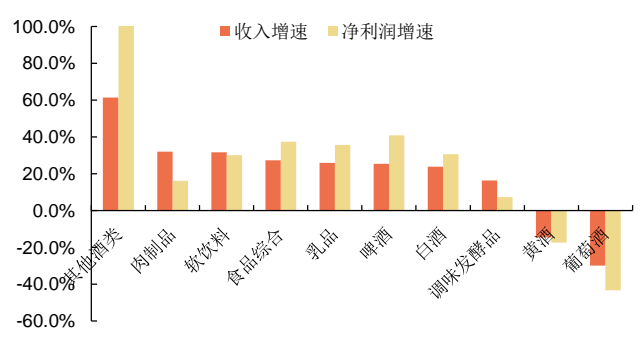
相对 19 年营收和净利润看，白酒 (+23.8%、+30.6%)、啤酒 (+25.3%、+40.8%)、乳品 (+26.0%、+35.7%) 表现强劲，在结构升级和费用摊薄带动下，各版块中高速增长、净利润超过收入增长，盈利能力持续增强。调味发酵品及肉制品出现净利增长慢于营收增长的增收不增利的情况。

图1：各子行业相对 20 年同期增速情况



资料来源：wind、申港证券研究所

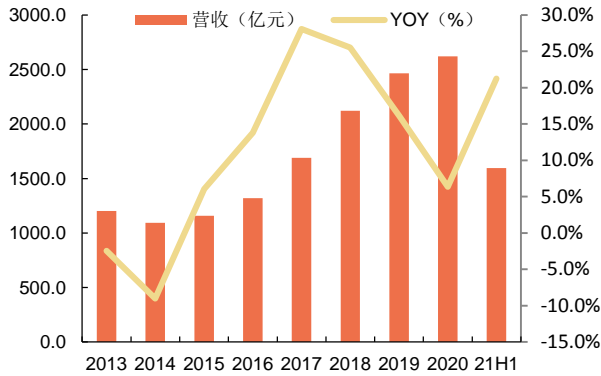
图2：各子行业相对 19 年同期增速



资料来源：wind、申港证券研究所

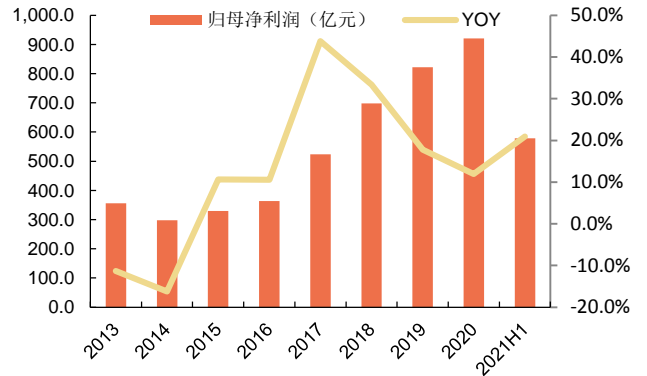
**白酒 Q2 增速放缓，盈利能力进一步提升。**21 年上半年白酒上市公司实现营收 1595.8 亿元，同比增长 21.25%；净利润 578.7 亿元，同比增长 20.9%。利润增长不及营收，主要受高端阵营中茅台 Q1 利润增速影响。其中 Q2 营收、净利润增长 19.4%、26.2%，环比 Q1 变化-3.1pct、8.3pct。行业 Q2 环比出现放缓，主要与二季度基数效应减弱有关。疫情影响下，行业自 20Q2 以来延续复苏向上趋势，淡季酒企挺价下产品结构走高及优势企业费用摊薄和淡季投放节奏调整等带动行业维持较高景气度。

图3：白酒上市公司历年营收及同比增长



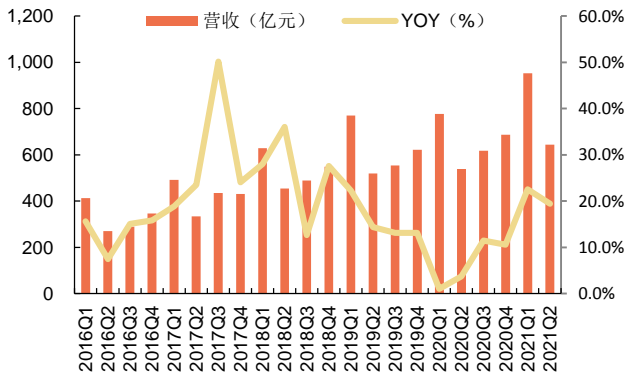
资料来源：wind、申港证券研究所

图4：白酒上市公司历年归母净利润及同比增长



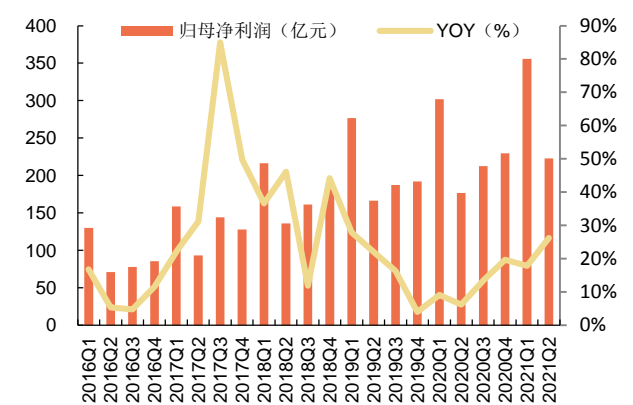
资料来源：wind、申港证券研究所

图5：季度营收增长情况



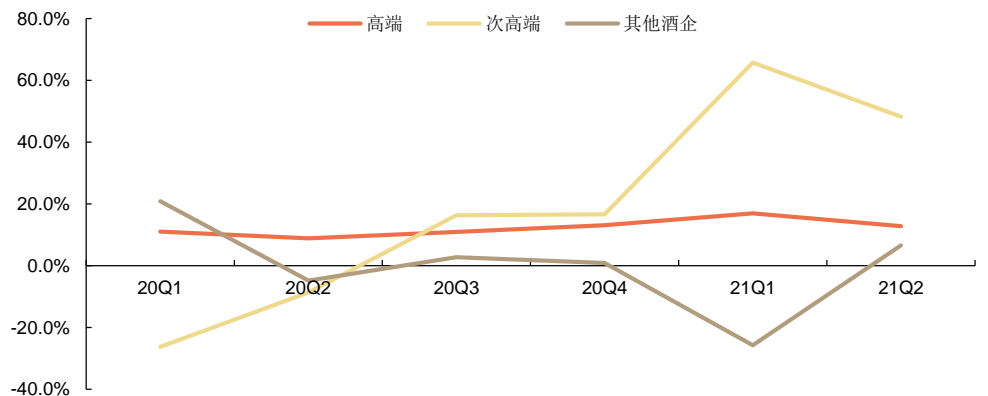
资料来源：wind、申港证券研究所

图6：季度净利润增长情况



资料来源：wind、申港证券研究所

图7：次高端延续 20Q3 以来营收增速更优水平



资料来源: wind、申港证券研究所

分阵营看，次高端受益于消费升级及行业景气传导，上半年表现最优，地产减速明显。分阵营看，21年上半年营收及净利润增长次高端表现最优，增长情况呈现次高端>高端>中档及大众酒，营收增速三个阵营分别为42.0%、15.2%、12.7%，净利润增速为42.5%、34.8%、14.7%。

次高端在20Q3至今增速领先其他阵营，21Q2景气传导效应明显、业绩增速次高端>高端>中档及大众酒。次高端显著好于其他阵营酒企，营收、净利润分别增长48.2%、78.1%，营收增速环比Q1放缓但仍优于其他阵营

整体来看，次高端受益同期低基数及较为稳健的结构升级及全国化发展，对增长空间的开拓程度最大。山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业等全国化招商仍在红利期，营收快速增长势头延续全年、同时市场精细化运营紧跟其后、营销调整向好内生增量逐步释放。三家公司上半年营收增长亮丽，分别达到75.6%、137.3%、133.1%。山西汾酒市场收获效应明显，21H1公司净利率同比提升5.42pct至29.53%，其中Q2净利率同比显著提升13.6pct至29.13%。Q2产品结构上移同时Q2货折减少、毛利率同比提升6.3pct至77.22%。同时，税金及附加比例下降、省外投入下调与销售摊薄费用率。舍得酒业Q2延续大力度调整经销商体系、新增招商仍留有余量，上半年增长主要来源于老商的内生改善和二梯队市场的增长。古井贡酒省内市场进一步收割份额，古8以上次高端产品占比约至40%提升显著，Q2营收及净利润增长28.6%、45.4%，净利润好于此前市场预期，下半年旺销势头延续。洋河股份恢复到调整前的水平，逐步完成梦系列和天之蓝等主要产品换代，M6+预计实现50%以上增长、M3水晶版逐步完成对老产品的替代有望中秋旺季实现增长。今世缘推动V系列联盟体等渠道改革，试点后有望推广将带动批价提升和V系形成市场氛围，次高端以上价位势能全面提升。水井坊落地高端销售公司，在总代改革上取得突破，亦完成典藏产品的去库存和提批价，渠道低库存下Q3开门红确定性高。全年看次高端价位带的细分、酱酒烘托及自身消费扩容优势领先于其他阵营，高景气度延续仍有望全年占优。

高端受茅台Q1税率影响下净利增长较慢、整体净利润增速不及营收增长。Q2茅台量增稳健，税率恢复常态。五粮液淡季表现稳健，Q2营收、净利润同增18.0%、23.0%。经典五粮液批价持续上行至千元附近，梳理产品结构进一步提升毛利、推广经典五粮液和完成五粮春产品的换代上市，同时加强渠道改革驱动价格升级、在成都区域市场和经典五粮液上尝试新体系，预计下半年市场稳健发展仍将延续。泸州老窖营收受停货挺价节奏影响、Q2季度营收增速放缓至5.7%，公司销售费用缩减明显带动净利润亦强劲增长36.1%。

**表1：次高端弹性最佳、高端稳健**

	营收			营收增速			净利润			净利润增速		
	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1
贵州茅台	280.65	226.57	507.22	10.9%	11.4%	11.1%	139.54	107.00	246.54	6.6%	12.5%	9.1%

敬请参阅最后一页免责声明

4 / 14

证券研究报告

	营收			营收增速			净利润			净利润增速		
五粮液	243.25	124.27	367.52	20.2%	18.0%	19.4%	93.24	38.77	132.00	21.0%	23.0%	21.6%
泸州老窖	50.04	43.13	93.17	40.9%	5.7%	22.0%	21.67	20.60	42.26	26.9%	36.1%	31.2%
<b>高端合计</b>	<b>573.93</b>	<b>393.97</b>	<b>967.90</b>	<b>16.9%</b>	<b>12.7%</b>	<b>15.2%</b>	<b>254.45</b>	<b>166.36</b>	<b>420.81</b>	<b>13.1%</b>	<b>17.4%</b>	<b>14.7%</b>
洋河股份	105.20	50.23	155.43	13.5%	20.7%	15.7%	38.63	17.99	56.61	-3.5%	28.6%	4.8%
山西汾酒	73.32	47.87	121.19	77.1%	73.4%	75.6%	21.82	13.62	35.44	78.2%	258.2%	120.8%
今世缘	23.97	14.56	38.52	35.3%	27.3%	32.2%	8.05	5.29	13.35	38.8%	20.5%	30.9%
水井坊	12.40	5.97	18.37	70.2%	691.5%	128.4%	4.19	-0.42	3.77	119.7%	-52.0%	266.0%
酒鬼酒	9.08	8.06	17.14	190.4%	96.8%	137.3%	2.68	2.42	5.10	178.9%	174.0%	176.6%
舍得酒业	10.28	13.63	23.91	154.2%	119.3%	133.1%	3.02	4.34	7.35	1031.1%	215.3%	347.9%
古井贡酒	41.30	28.77	70.08	25.9%	28.6%	27.0%	8.14	5.64	13.79	27.9%	45.4%	34.5%
<b>次高端合计</b>	<b>275.54</b>	<b>169.09</b>	<b>444.64</b>	<b>38.4%</b>	<b>48.2%</b>	<b>42.0%</b>	<b>86.54</b>	<b>48.88</b>	<b>135.42</b>	<b>28.1%</b>	<b>78.1%</b>	<b>42.5%</b>
老白干酒	7.54	8.97	16.52	-0.3%	21.8%	10.6%	0.56	0.68	1.24	-14.6%	32.5%	6.1%
口子窖	11.73	10.70	22.43	50.9%	35.0%	42.9%	4.20	2.67	6.87	72.7%	10.0%	41.3%
迎驾贡酒	11.48	9.37	20.86	48.9%	57.1%	52.5%	3.69	2.22	5.91	58.5%	122.3%	77.6%
顺鑫农业	54.86	37.06	91.91	-0.7%	-7.3%	-3.5%	3.73	1.03	4.76	5.7%	-47.6%	-13.3%
金徽酒	5.08	4.64	9.72	48.4%	25.6%	36.6%	1.15	0.72	1.87	99.4%	15.6%	55.9%
金种子酒	2.94	2.50	5.45	52.1%	15.8%	33.0%	-0.49	-0.49	-0.98	85.6%	74.3%	79.8%
伊力特	5.44	4.86	10.31	255.3%	-24.1%	29.9%	1.31	0.81	2.12	1476.1%	-41.5%	45.0%
青青稞酒	3.79	2.00	5.79	86.9%	32.3%	63.6%	0.71	0.04	0.75	-1629.6%	-112.4%	-314.5%
皇台酒业	0.12	0.13	0.25	41.8%	-57.0%	-35.8%	-0.04	-0.08	-0.12	-33.0%	-182.3%	-499.7%
<b>地产合计</b>	<b>102.99</b>	<b>80.23</b>	<b>183.23</b>	<b>18.0%</b>	<b>6.6%</b>	<b>12.7%</b>	<b>14.84</b>	<b>7.60</b>	<b>22.44</b>	<b>60.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>34.8%</b>
<b>总计</b>	<b>952.47</b>	<b>643.30</b>	<b>1,595.77</b>	<b>22.5%</b>	<b>19.4%</b>	<b>21.25%</b>	<b>355.82</b>	<b>222.84</b>	<b>578.66</b>	<b>17.9%</b>	<b>26.2%</b>	<b>20.9%</b>

资料来源: wind、申港证券研究所

相对 19 年同期看, 高端稳健快速增长, 次高端表现分化。板块上半年相对 19 年同期营收净利润增速在 23.8%、30.6%。高端三家公司较为稳健, 茅台季度间较为稳定、五粮液营收净利润增速最优, 泸州老窖营收增速慢于其他量价、但受益于费用节约和结构提升, 上半年净利润增速最高。

次高端表现分化, 扩张期酒企汾酒、舍得、酒鬼酒依然表现高增。洋河较 19 年同期持平, 基本恢复到调整前水平。今世缘、古井贡酒表现稳健。中档及大众酒中老白干和口子窖不及同期。

**表2: 高端及次高端相对 19 年增长仍较优**

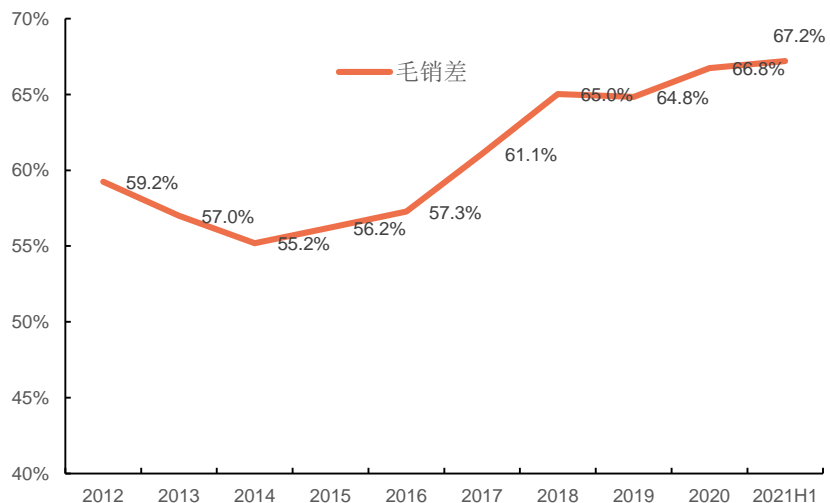
	营收			相对 19 年增长			净利润			相对 19 年增长		
	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1
贵州茅台	280.65	226.57	507.22	24.8%	21.2%	23.2%	139.54	107.00	246.54	24.4%	22.6%	23.6%
五粮液	243.25	124.27	367.52	38.3%	30.0%	35.4%	93.24	38.77	132.00	44.0%	35.5%	41.4%
泸州老窖	50.04	43.13	93.17	20.0%	12.2%	16.3%	21.67	20.60	42.26	43.1%	66.7%	53.7%
<b>高端合计</b>	<b>573.93</b>	<b>393.97</b>	<b>967.90</b>	<b>29.7%</b>	<b>22.7%</b>	<b>26.8%</b>	<b>254.45</b>	<b>166.36</b>	<b>420.81</b>	<b>32.4%</b>	<b>29.7%</b>	<b>31.4%</b>
洋河股份	105.20	50.23	155.43	-3.4%	-1.7%	-2.8%	38.63	17.99	56.61	-3.9%	15.2%	1.4%



	营收		相对 19 年增长			净利润			相对 19 年增长			
山西汾酒	73.32	47.87	121.19	80.7%	106.4%	90.0%	21.82	13.62	35.44	148.7%	335.4%	197.8%
今世缘	23.97	14.56	38.52	22.6%	32.1%	26.0%	8.05	5.29	13.35	25.6%	22.8%	24.5%
水井坊	12.40	5.97	18.37	33.4%	-21.5%	8.7%	4.19	-0.42	3.77	91.9%	-134.8%	11.1%
酒鬼酒	9.08	8.06	17.14	162.3%	122.2%	141.7%	2.68	2.42	5.10	268.8%	191.4%	227.5%
舍得酒业	10.28	13.63	23.91	47.4%	160.6%	95.9%	3.02	4.34	7.35	200.2%	410.9%	296.6%
古井贡酒	41.30	28.77	70.08	12.6%	24.1%	17.0%	8.14	5.64	13.79	4.0%	21.4%	10.5%
<b>次高端合计</b>	<b>275.54</b>	<b>169.09</b>	<b>444.64</b>	<b>22.2%</b>	<b>35.3%</b>	<b>26.9%</b>	<b>86.54</b>	<b>48.88</b>	<b>135.42</b>	<b>28.9%</b>	<b>59.8%</b>	<b>38.6%</b>
老白干酒	7.54	8.97	16.52	-34.4%	10.8%	-15.7%	0.56	0.68	1.24	-52.2%	-10.8%	-35.9%
口子窖	11.73	10.70	22.43	-13.9%	1.2%	-7.3%	4.20	2.67	6.87	-22.9%	-23.6%	-23.2%
迎驾贡酒	11.48	9.37	20.86	-1.0%	29.9%	10.8%	3.69	2.22	5.91	4.5%	143.2%	33.0%
顺鑫农业	54.86	37.06	91.91	15.1%	1.5%	9.2%	3.73	1.03	4.76	-12.9%	-53.3%	-26.6%
金徽酒	5.08	4.64	9.72	-1.1%	54.1%	19.3%	1.15	0.72	1.87	5.7%	179.3%	38.8%
金种子酒	2.94	2.50	5.45	2.0%	15.0%	7.6%	-0.49	-0.49	-0.98	-641.8%	20.4%	207.5%
伊力特	5.44	4.86	10.31	5.0%	15.2%	9.6%	1.31	0.81	2.12	-12.0%	53.8%	5.1%
青青稞酒	3.79	2.00	5.79	3.6%	13.8%	6.9%	0.71	0.04	0.75	41.5%	-113.5%	235.0%
皇台酒业	0.12	0.13	0.25	68.8%	38.0%	51.0%	-0.04	-0.08	-0.12	-33.5%	-21.3%	-26.1%
<b>地产合计</b>	<b>102.99</b>	<b>80.23</b>	<b>183.23</b>	<b>1.7%</b>	<b>8.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>14.84</b>	<b>7.60</b>	<b>22.44</b>	<b>-15.5%</b>	<b>3.1%</b>	<b>-10.0%</b>
<b>总计</b>	<b>952.47</b>	<b>643.30</b>	<b>1595.77</b>	<b>23.83%</b>	<b>23.81%</b>	<b>23.82%</b>	<b>355.82</b>	<b>222.84</b>	<b>578.66</b>	<b>28.5%</b>	<b>34.1%</b>	<b>30.6%</b>

资料来源: wind、申港证券研究所

毛销差持续向好，上半年提升至 67.2%，处于近年高位。受高端酒不断拉高价格天花板、白酒产品提价及消费结构走高带动，白酒板块毛销差 21 上半年达到 67.2%，环比 20 年整体提升 0.4pct，处于近年高位，板块盈利能力不断增强。

**图8：白酒板块毛销差持续走高**


资料来源: wind、申港证券研究所

上半年白酒板块毛利率同比提升 1.1pct 至 76.7%，Q2 毛利率 75.8%较 20Q2 增长 1.7pct，主要源于结构升级特别是次高端价位的消费上移。其中，次高端提升幅度最大，Q2 提升 2.9pct、显著好于高端及中档及大众酒。

高端看，上半年茅台毛利率平稳，Q2 与同期持平。五粮液受益于经典五粮液和五粮春等系列酒结构优化，Q2 毛利率同比提升 1.4pct。泸州老窖在国窖 1573 增长及大面积提价带动下，Q2 毛利率增长 7.8pct。

次高端中汾酒、水井坊及酒鬼酒毛利率 Q2 提升明显。汾酒受益于青花系列内部的挺价升级换挡及货折减少、腰部产品高增拉升结构、控量玻汾，Q2 毛利率提升 6.3pct。水井坊 Q2 去库存下结构走高和加大典藏、井台的培育和上量。酒鬼酒内参继续高增长带动整体毛利，同时酒鬼系列新产品换代成功和放量带动毛利提升。洋河 Q2 中低端产品放量拖累整体毛利率提升，同比下降 1.2pct。舍得、今世缘、古井贡酒受益于结构升级，毛利平稳上升，Q2 分别提升 3.0、2.6、1.0pct。

**表3：各阵营毛利率变化**

毛利率	20Q1	20Q2	20H1	21Q1	21Q2	21H1	21Q1-20Q1	21Q2-20Q2	21H1-20H1
贵州茅台	88.4%	87.7%	88.1%	89.1%	87.6%	88.4%	0.6%	0.0%	0.3%
五粮液	76.5%	70.7%	74.5%	76.4%	72.1%	75.0%	-0.1%	1.4%	0.4%
泸州老窖	86.9%	77.5%	81.8%	86.0%	85.2%	85.7%	-0.8%	7.8%	3.8%
<b>高端合计</b>	<b>83.4%</b>	<b>81.4%</b>	<b>82.6%</b>	<b>83.5%</b>	<b>82.5%</b>	<b>83.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.5%</b>
洋河股份	73.7%	72.1%	73.2%	76.2%	70.8%	74.4%	2.4%	-1.2%	1.2%
山西汾酒	72.2%	70.9%	71.7%	73.5%	77.2%	75.0%	1.3%	6.3%	3.3%
今世缘	73.2%	63.6%	69.4%	73.2%	66.1%	70.6%	0.1%	2.6%	1.1%
水井坊	83.5%	71.1%	82.4%	85.1%	83.5%	84.5%	1.5%	12.4%	2.2%
酒鬼酒	85.4%	76.0%	80.1%	79.4%	81.2%	80.2%	-6.0%	5.2%	0.2%
舍得酒业	72.4%	76.7%	75.0%	77.6%	79.7%	78.8%	5.2%	3.0%	3.8%
<b>次高端合计</b>	<b>74.5%</b>	<b>71.8%</b>	<b>73.5%</b>	<b>75.9%</b>	<b>74.7%</b>	<b>75.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.9%</b>	<b>1.9%</b>
古井贡酒	77.3%	74.6%	76.2%	77.0%	75.6%	76.4%	-0.3%	1.0%	0.2%
老白干酒	67.5%	60.1%	63.9%	67.7%	67.5%	67.6%	0.2%	7.5%	3.8%
口子窖	77.5%	75.1%	76.3%	76.6%	72.8%	74.8%	-0.9%	-2.3%	-1.5%
迎驾贡酒	72.1%	60.2%	66.9%	69.7%	61.3%	65.9%	-2.4%	1.1%	-1.0%
顺鑫农业	28.4%	30.3%	29.2%	28.9%	25.3%	27.5%	0.5%	-5.0%	-1.8%
金徽酒	60.5%	62.1%	61.3%	65.5%	65.9%	65.7%	5.0%	3.8%	4.4%
金种子酒	35.2%	23.7%	29.1%	24.4%	27.1%	25.6%	-10.8%	3.4%	-3.5%
伊力特	49.5%	50.5%	50.3%	61.0%	52.3%	56.9%	11.5%	1.8%	6.6%
青青稞酒	65.3%	64.6%	65.0%	63.6%	62.8%	63.3%	-1.7%	-1.7%	-1.6%
皇台酒业	77.6%	73.2%	74.2%	66.8%	53.5%	59.8%	-10.8%	-19.7%	-14.4%
<b>地产合计</b>	<b>42.7%</b>	<b>44.3%</b>	<b>43.4%</b>	<b>46.4%</b>	<b>45.6%</b>	<b>46.1%</b>	<b>3.7%</b>	<b>1.3%</b>	<b>2.6%</b>
<b>总计</b>	<b>76.6%</b>	<b>74.2%</b>	<b>75.6%</b>	<b>77.3%</b>	<b>75.8%</b>	<b>76.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.1%</b>

资料来源：申港证券研究所

**销售费用率高端平稳、次高端摊薄效应明显，管理费用率平稳下降。Q2 淡季销售**

占比较少、固定费用分摊影响各家表现。上半年销售费用率及管理费用率分别同比下降 0.1、0.2pct。

高端茅台五粮液提升 0.7、0.9pct，老窖费用率基数较高、投入进入收获期费用节约明显、Q2 下降 3.5pct。次高端销售增长摊薄下，Q2 费用水平基本延续下降趋势，其中今世缘新品培育及渠道费用投入加大 Q2 上升 4.8pct。洋河增 0.1%基本持平。管理费用率受摊薄影响，各家公司基本呈现下降。

**表4：销售费用率与管理费用率同比变化**

	销售费用率			销售费用率同比变化			管理费用率			管理费用率同比变化		
	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1
贵州茅台	2.0%	3.2%	2.5%	-0.6%	0.7%	0.0%	6.3%	7.5%	6.9%	0.2%	0.6%	0.4%
五粮液	7.1%	14.7%	9.7%	-1.5%	0.9%	-0.7%	3.9%	4.7%	4.2%	0.4%	-1.0%	0.0%
泸州老窖	13.5%	11.8%	12.7%	-0.2%	-3.5%	-1.9%	3.9%	5.6%	4.7%	-0.6%	0.8%	0.0%
<b>高端费用率</b>	<b>5.2%</b>	<b>7.8%</b>	<b>6.2%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>0.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.4%</b>	<b>5.6%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
洋河股份	6.3%	13.5%	8.6%	-0.4%	0.1%	-0.2%	4.7%	8.8%	6.0%	-0.5%	-1.4%	-0.7%
山西汾酒	17.9%	14.9%	16.7%	-3.4%	-3.3%	-3.4%	3.2%	5.0%	3.9%	-2.3%	-2.6%	-2.4%
今世缘	11.8%	7.6%	10.2%	-0.6%	4.8%	1.5%	2.1%	3.6%	2.6%	-0.4%	-0.2%	-0.3%
水井坊	21.7%	52.7%	31.8%	-2.0%	-108.3%	-4.8%	4.9%	17.4%	9.0%	-3.7%	-73.4	-7.4%
											%	
酒鬼酒	22.2%	21.5%	21.8%	-1.7%	-3.4%	-2.6%	3.4%	4.5%	3.9%	-3.8%	-2.8%	-3.4%
舍得酒业	14.5%	14.5%	14.5%	-10.7%	-6.7%	-8.3%	8.8%	9.9%	9.4%	-7.6%	-3.8%	-5.3%
古井贡酒	29.5%	28.1%	28.9%	-0.6%	0.0%	-0.4%	5.6%	8.2%	6.7%	-0.3%	-0.8%	-0.5%
<b>次高端费用率</b>	<b>14.9%</b>	<b>17.7%</b>	<b>16.0%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>5.5%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-1.4%</b>
老白干酒	32.6%	33.4%	33.0%	0.3%	5.2%	2.8%	11.3%	7.8%	9.4%	0.5%	1.3%	0.8%
口子窖	12.1%	17.1%	14.5%	-4.4%	1.5%	-1.6%	4.3%	6.6%	5.4%	-1.2%	-0.5%	-0.9%
迎驾贡酒	8.3%	10.8%	9.4%	-4.7%	-8.2%	-6.2%	4.0%	4.9%	4.4%	-0.9%	-2.1%	-1.4%
顺鑫农业	4.4%	5.8%	4.9%	-2.2%	-2.2%	-2.2%	4.2%	5.2%	4.6%	0.5%	1.3%	0.8%
金徽酒	11.6%	21.7%	16.4%	-0.8%	8.4%	3.6%	9.4%	10.8%	10.1%	0.5%	-2.7%	-1.2%
金种子酒	21.7%	23.7%	22.6%	-6.8%	-4.8%	-5.9%	8.7%	11.8%	10.2%	-9.7%	-0.1%	-4.9%
伊力特	5.2%	10.3%	7.6%	-2.9%	4.2%	1.1%	3.1%	1.8%	2.5%	-0.2%	0.6%	0.9%
青青稞酒	15.1%	27.4%	19.3%	-17.4%	-21.6%	-20.2%	7.1%	16.7%	10.4%	-10.5%	-3.4%	-8.3%
皇台酒业	33.2%	31.4%	32.2%	-6.6%	24.0%	18.0%	53.6%	45.2%	49.1%	-16.0%	33.9%	25.4%
中端及地产	9.1%	13.3%	10.9%	-2.5%	0.1%	-1.4%	5.2%	6.3%	5.7%	-0.3%	0.8%	0.2%
<b>平均费用率</b>	<b>8.4%</b>	<b>11.1%</b>	<b>9.5%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>4.9%</b>	<b>6.7%</b>	<b>5.6%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>

资料来源：wind、申港证券研究所

**预收款同比及环比增加，渠道信心较强，酒企回款政策影响表现。**白酒板块 21 年上半年合计预收款 361.82 亿元，同比增加 92.44 亿元，增幅 34.3%，显示渠道信心恢复、且淡季挺价效应下刺激渠道打款。高端酒茅台略有下降主要与渠道政策有关，五粮液预收增 75.3%、泸州老窖 141.2%增长强劲，预计主要与高端产品渠道需求旺盛、停货挺价刺激有关。次高端均较同期增加，洋河库存控制及经销商减负下、预



收环比一季度末有所回落但同比仍明显增长，舍得、水井坊环比小幅回落。汾酒、今世缘、古井贡环比提升，源于新品招商和疫情影响节奏。预收款与企业回款政策密切相关，酒企价格体系和经销商减负等政策均影响回款表现。

**表5：合同负债及预收款情况**

	21Q1 末	21H1 末	同比增加	环比一季度末增减
贵州茅台	53.41	92.44	-2.19	39.04
五粮液	49.98	63.41	27.22	13.43
泸州老窖	16.92	14.08	8.20	-2.84
洋河股份	61.29	55.17	15.69	-6.12
山西汾酒	29.30	32.59	11.14	3.29
今世缘	4.82	6.48	2.96	1.66
水井坊	7.24	6.39	1.35	-0.85
酒鬼酒	5.81	8.73	6.58	2.91
舍得酒业	4.44	3.72	2.18	-0.72
古井贡酒	19.44	22.14	14.86	2.70
老白干酒	12.87	12.86	6.67	-0.02
口子窖	3.71	4.96	0.62	1.25
迎驾贡酒	4.11	3.99	0.76	-0.12
顺鑫农业	37.45	29.94	-5.68	-7.50
金徽酒	1.98	1.94	0.48	-0.04
金种子酒	1.29	1.38	0.42	0.09
伊力特	0.37	1.12	0.88	0.74
青青稞酒	0.48	0.48	0.27	0.00
皇台酒业	0.03	0.03	0.02	0.00
<b>合计</b>	<b>314.92</b>	<b>361.82</b>	<b>92.44</b>	<b>46.91</b>

资料来源：wind、申港证券研究所

**回款同比增长显著，回款与营收同步，净现金流良性。**上半年合计回款 1603 亿元，同比增加 364.6 亿元、增长 29.3%，其中 Q2 增长 22.9%。高端茅五泸回款增长 8.2%、26.1%、72.8%。次高端高增阶段企业山西汾酒、酒鬼酒、舍得增速明显，Q2 淡季且未开始旺季打款，整体上半年打款与营收同步。同时，上半年经营净现金流 396.53 亿元，同比增加 263.5 亿元，维持 21Q1 开始的正净现金流，行业现金流较为健康。

**表6：各企业回款/营收表现**

	回款/营收						同比变化		
	20Q1	20Q2	20H1	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1
贵州茅台	86%	121%	102%	79%	123%	99%	-7.0%	2.6%	-2.7%

	回款/营收						同比变化		
五粮液	63%	151%	93%	87%	121%	98%	23.9%	-30.4%	5.2%
泸州老窖	76%	88%	82%	129%	102%	116%	52.6%	14.6%	34.2%
高端合计	76%	126%	97%	87%	120%	100%	10.9%	-5.8%	3.6%
洋河股份	65%	48%	60%	90%	107%	95%	25.0%	58.3%	35.6%
山西汾酒	91%	131%	107%	70%	131%	94%	-21.0%	0.2%	-12.9%
今世缘	57%	112%	79%	88%	131%	104%	31.4%	18.9%	25.9%
水井坊	106%	162%	111%	109%	91%	103%	3.4%	-70.8%	-7.8%
酒鬼酒	95%	139%	120%	88%	141%	113%	-6.8%	1.9%	-6.9%
舍得酒业	120%	102%	109%	122%	100%	109%	1.8%	-2.8%	-0.2%
古井贡酒	135%	86%	115%	96%	142%	115%	-38.2%	56.1%	0.3%
次高端合计	84%	89%	86%	87%	122%	101%	3.3%	33.2%	14.7%
老白干酒	104%	117%	111%	194%	127%	158%	89.7%	10.1%	47.1%
口子窖	112%	81%	96%	94%	89%	92%	-17.6%	8.0%	-4.5%
迎驾贡酒	66%	122%	91%	103%	113%	108%	37.0%	-8.6%	17.2%
顺鑫农业	81%	103%	91%	78%	104%	89%	-3.2%	0.5%	-2.0%
金徽酒	90%	123%	107%	106%	109%	107%	16.0%	-14.7%	0.0%
金种子酒	69%	120%	96%	124%	44%	87%	54.3%	-76.0%	-9.0%
伊力特	121%	127%	126%	82%	128%	104%	-38.3%	1.7%	-21.5%
青青稞酒	105%	108%	107%	117%	113%	115%	11.3%	4.7%	8.8%
皇台酒业	96%	99%	98%	154%	147%	150%	57.9%	48.6%	52.2%
<b>地产合计</b>	<b>86%</b>	<b>107%</b>	<b>96%</b>	<b>96%</b>	<b>106%</b>	<b>100%</b>	<b>9.6%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>4.2%</b>
<b>总计</b>	<b>79%</b>	<b>116%</b>	<b>94%</b>	<b>88%</b>	<b>119%</b>	<b>100%</b>	<b>8.8%</b>	<b>3.3%</b>	<b>6.4%</b>

资料来源: wind、申港证券研究所

**投资策略:** 中报验证白酒板块经营基本面仍强劲向上, 行情回调后估值回落到价值区间。当前高端量价向好及次高端全国化发展和价位带扩容带动下板块高景气度有望延续到下半年。建议布局基本面扎实的高端及一线白酒茅五汾, 推荐次高端兼具短期业绩弹性和中长期改善的标的舍得酒业、洋河股份以及估值有优势、经营好转的古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒。食品板块建议关注 2B 模式投资机会: 安井食品、餐饮供应链相关企业千味央厨、立高食品。

#### 风险提示:

- 1、疫情扩散限制消费场景
- 2、价格管理及销售不及预期
- 3、政策收紧

## 2. 本周食品饮料行情回顾

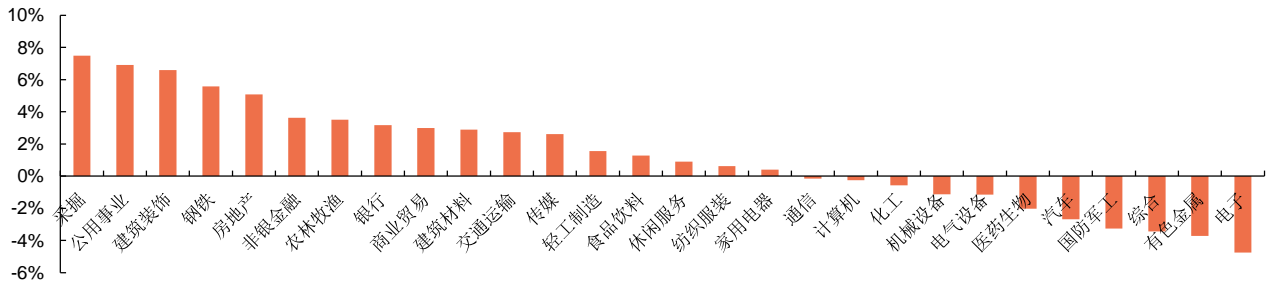
本周食品饮料指数周涨幅为1.28%，领先于沪深300的周涨幅0.33%，在申万一级行业涨跌幅排名为第14名。子板块周涨幅：白酒（2.36%）、啤酒（-3.84%）、黄酒（1.67%）、葡萄酒（1.55%）、其他酒类（-2.86%）、软饮料（2.19%）、肉制品（2.90%）、调味发酵品（-10.64%）、乳品（5.99%）、食品综合（-1.14%）。

周涨跌幅前五名分别为迎驾贡酒、龙大肉食、古井贡酒、ST通葡、皇台酒业；周涨跌幅后五名分别为双塔食品、ST威龙、重庆啤酒、天味食品、海天味业。

年初至今申万一级行业上涨15个，下跌13个。食品饮料行业年涨跌幅为-19.65%，位列28个一级行业第27位。子板块今年以来涨幅：白酒（-17.95%）、啤酒（-5.43%）、黄酒（-32.71%）、葡萄酒（0.84%）、其他酒类（2.76%）、软饮料（18.87%）、肉制品（-38.64%）、调味发酵品（-42.52%）、乳品（-16.84%）、食品综合（-20.37%）。

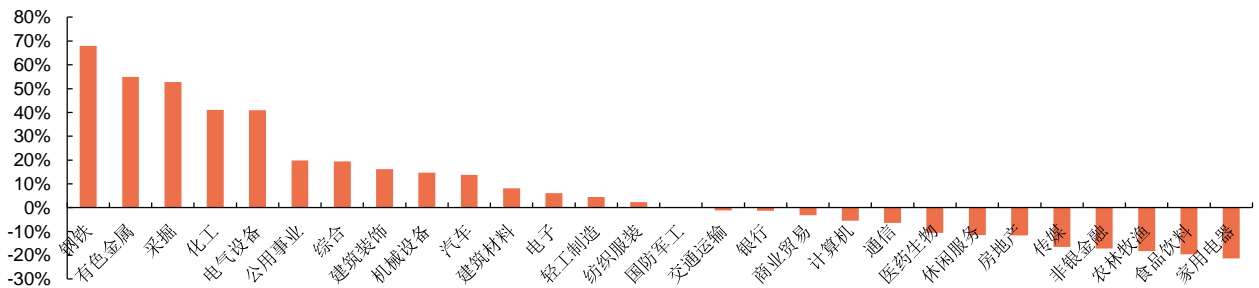
食品饮料当前行业PE（TTM）38.58，处于历史中位。

图9：申万一级行业周涨跌幅对比



资料来源：wind、申港证券研究所

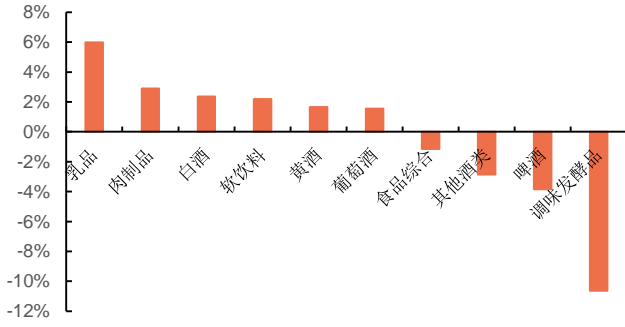
图10：申万一级行业年初至今涨跌幅对比



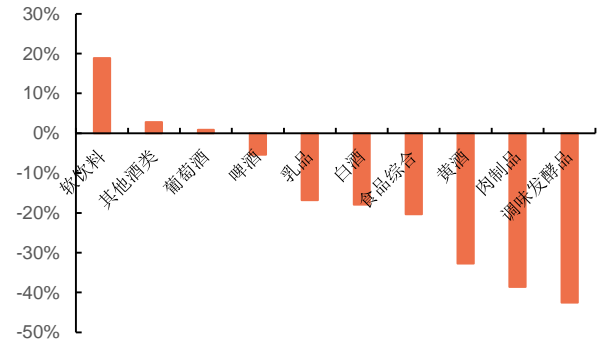
资料来源：wind、申港证券研究所

图11：申万食品饮料子板块周涨跌幅

图12：申万食品饮料子板块年初至今涨跌幅

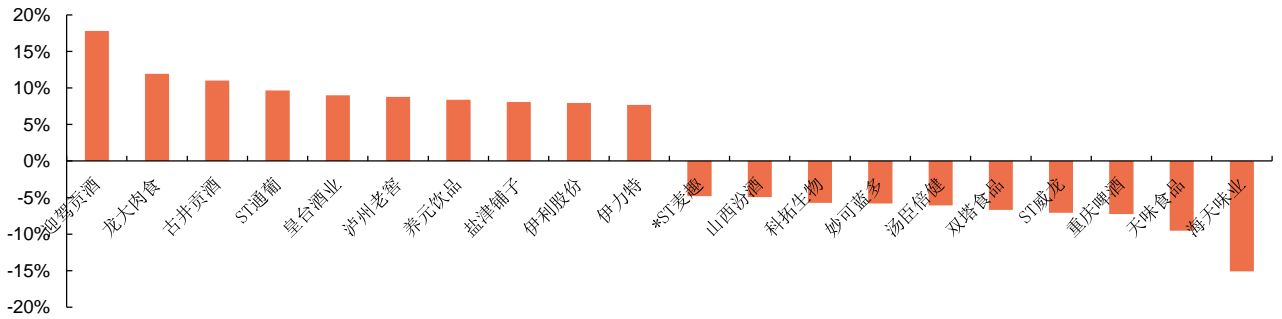


资料来源: wind、申港证券研究所



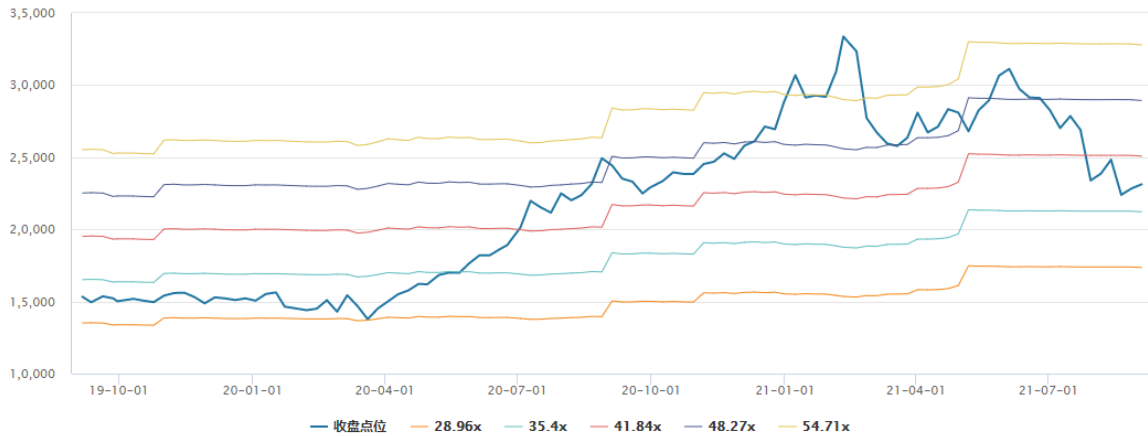
资料来源: wind、申港证券研究所

图13: 食品饮料周涨跌幅前后十名公司



资料来源: wind、申港证券研究所

图14: 食品饮料行业估值水平



资料来源: wind、申港证券研究所

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上