

食品饮料行业

报告原因：专题报告

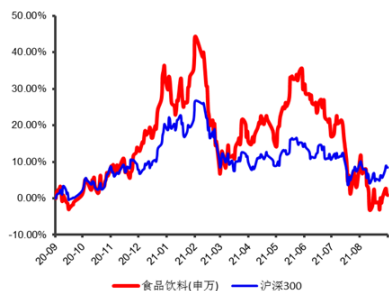
2020年9月10日

白酒行业中报综述

Q2 延续高增长，次高端表现亮眼

行业研究/专题报告

食品饮料板块近一年市场表现



投资要点

- 市场回顾：食品饮料跑输大盘，子板块表现分化。**截止 2021 年 9 月 6 日，食品饮料板块下跌 17.82%，同期沪深 300 指数下跌 5.33%，在申万 28 个行业板块中，食品饮料行业涨幅排名第 27。从子行业情况来看，子板块涨幅不一。上半年市场 V 字走势，进入三季度后此前筹码集中度过高，公募基金调仓所致叠加中秋需求受疫情影响、水井坊中报数据显示二季度亏损、白酒监管座谈会等利空因素，白酒深度回调，大众食品面临成本及费用的挑战，经营业绩承压，影响股价。2021 年 1-8 月，食品饮料行业排名前 10 股票中，除了新上市的公司，白酒公司和其他酒类比较多，白酒板块中舍得酒业、水井坊、迎驾贡酒比较亮眼；部分调味发酵品、休闲食品等个股股价下跌 40% 以上。
- 行业盈利能力：白酒行业持续向好，次高端较为突出。**食品饮料大部分子行业二季度业绩下滑，白酒板块比较稳健。经历了 2020 年的大起大落，2021 上半年的酒业整体处于平稳发展期。申万白酒上市企业 2021H1 实现营业收入总额为 1589.98 亿元，同比增长 21.13%；实现归母净利润为 577.91 亿元，同比增长 20.64%。2021Q2 白酒上市公司实现收入 641.30 亿元，同比增长 19.53%，同比 2019Q2 增长 24%，实现净利润 222.80 亿元，同比增长 25.81%，同比 2019Q2 增长 33.82%，2021 年二季度收入维持高增，净利润环比提速。分价格带，2021H1 高端白酒增速稳健，次高端酒最为突出：1) 高端白酒，去年高端白酒受疫情影响最小，业绩更为稳健。2) 次高端白酒：低基数下反弹明显，表现亮眼；3) 区域名酒环比改善，其中迎驾贡酒表现显著。
- 行业收益质量：经营活动产生的现金流净额、合同负债表现较好。**2021Q2 申万白酒行业实现经营活动产生的现金流净额为 319.34 亿元，同比增长 131.85%，经营活动现金流净额改善明显。从上市酒企个股来看，2021 上半年 19 家上市白酒企业中，有 14 家企业现金流净流入。伊力特、皇台酒业、金种子酒、口子窖、顺鑫农业经营活动产生的现金流量净额处于净流出的状态，分别为 -0.06 亿元、-0.14 亿元、-1.97 亿元、-2.53 亿元和 -14.68 亿元。此外，和 2019H1 年相比，2021H1 年有 11 家白酒企业经营活动产生的现金流量净额同比有所增长，分别为洋河股份、泸州老窖、舍得酒业、今世缘、老白干酒、酒鬼酒、山西汾酒、迎驾贡酒、五粮液、伊力特。此外，对白酒行业上市公司来说，

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



合同负债就如酒企业绩的“蓄水池”，21Q2末白酒行业合同负债为382.80亿，同比上升40.68%，环比提升14.90%，整体来说，高端白酒需求稳健，次高端白酒中汾酒、酒鬼酒、经销商打款积极性较高；区域龙头伊力特、洋河股份、今世缘2021年二季度合同负债环比增速亮眼，为其业绩增长奠定基础。

➤ **行业发展：基本面整体景气度不减，下半年结构繁荣性局面延续。**

2021上半年白酒业绩稳健增长，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20H1低基数下和21年需求回暖下表现出较好的业绩弹性，比如水井坊、舍得酒业、酒鬼酒等。白酒行业基本面整体景气度不减，虽然下半年基数较高，预计今年下半年业绩增速会低于上半年，但结构繁荣性局面延续。当前白酒股价已较多反应政策、消费需求疲软、风险偏好等因素。我们认为目前白酒估值已到合理区间，配置价值进一步凸显。紧握一线白酒，寻找高弹性二、三线。

➤ **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. 市场回顾：食品饮料跑输大盘，子板块表现分化.....	4
2. 行业盈利能力：白酒行业持续向好，次高端较为突出.....	6
2.1 食品饮料 Q2 业绩增速放缓，白酒相对较优.....	6
2.2 白酒业绩呈逐季修复向好，次高端弹性最大.....	8
2.3 产品提价+结构升级+费用率下降，盈利能力不断提高.....	11
3.行业收益质量：经营活动产生的现金流净额、合同负债表现较好.....	14
3.1 现金流逐季回暖，区域白酒表现更加.....	14
3.2 2021Q2 合同负债同比改善，二、三线白酒增速较高.....	16
4.行业发展.....	17
4.1 基本面整体景气度不减，下半年结构繁荣性局面延续.....	17
4.2 十四五规划目标积极，业绩确定性强.....	18
5. 重点公司推荐.....	20
6.投资风险.....	21

1. 市场回顾：食品饮料跑输大盘，子板块表现分化

截止 2021 年 9 月 6 日，食品饮料板块下跌 17.82%，同期沪深 300 指数下跌 5.33%，在申万 28 个行业板块中，食品饮料行业涨幅排名第 27。从子行业情况来看，子板块涨幅不一，其软饮料表现最靓丽，上涨 25.23%，成为 2021 年 1-8 月最大的赢家，其次是其他酒类（2.53%）、葡萄酒（0.91%）；调味发酵品跌幅最大，下跌 41.35%，其次是肉制品（-37.93%）、黄酒（-31.26%）。

图 1：2021 年以来申万一级行业区间涨跌幅

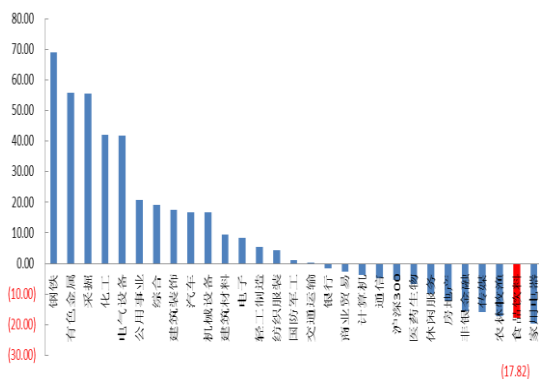
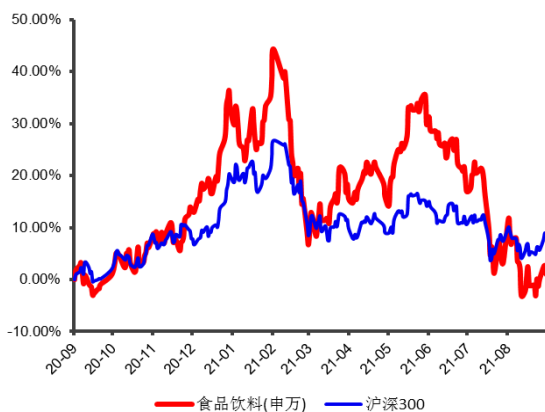


图 2：2021 年以来食品饮料相对沪深 300 涨跌幅



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 3：2021 年以来食品饮料子行业累计涨跌幅

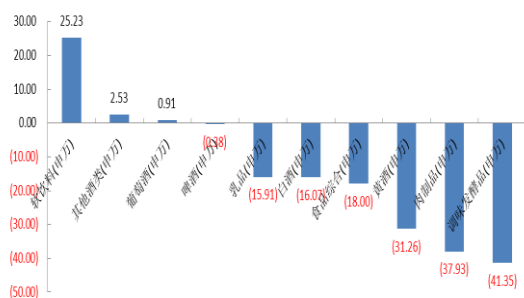
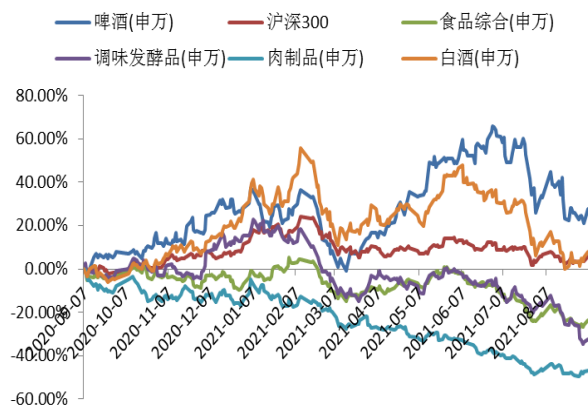


图 4：2021 年食品饮料子行业相对沪深 300 涨跌幅



资料来源:wind, 山西证券研究所

资料来源:wind, 山西证券研究所

具体来看：2021 年初申万食品饮料指数显著跑输大盘，主要在于春节前受白酒板块反弹影响，板块具有显著超额收益，但节后开盘至 3 月中旬，国内流动性收紧预期以及美债收益率持续上行等因素对高估值板块造成冲击，食品饮料板块进行回调。进入二季度，随着年报以及一季报的陆续发布，利润弹性释放，以二三线白酒出现强势反弹，带动食品饮料板块指数回升。然而进入三季度后此前筹码集中度过高，公募

基金调仓所致叠加中秋需求受疫情影响、水井坊中报数据显示二季度亏损、白酒监管座谈会等利空因素，白酒深度回调，大众食品面临成本及费用的挑战，经营业绩承压，影响股价。2021年1-8月，食品饮料行业排名前10股票中，除了新上市的公司，白酒公司和其他酒类比较多，白酒板块中舍得酒业、水井坊、迎驾贡酒比较亮眼；部分调味发酵品、休闲食品等个股股价下跌40%以上，比如天味食品（-68.48%）、中炬高新（-49.82%）、日辰股份（-49.45%）、盐津铺子（-48.94%）等。

表 1：食品饮料上市公司年初至今涨幅前十

代码	股票名称	股价	涨幅 (%)
605499.SH	东鹏饮料	188.31	184.76
600702.SH	舍得酒业	196.70	130.51
605337.SH	李子园	42.06	105.45
600238.SH	海南椰岛	17.80	104.13
000848.SZ	承德露露	13.30	92.33
605089.SH	味知香	76.32	85.78
600084.SH	*ST 中葡	3.90	71.81
600365.SH	ST 通葡	4.20	69.35
600779.SH	水井坊	133.79	62.48
603198.SH	迎驾贡酒	55.22	60.78

资料来源：wind，山西证券研究所（截止 9.6）

表 2：食品饮料上市公司年初至今跌幅前十

代码	股票名称	股价	跌幅 (%)
603317.SH	天味食品	21.48	-68.48
300997.SZ	顺鑫农业	34.19	-52.76
600872.SH	中炬高新	32.95	-49.82
000860.SZ	日辰股份	39.31	-49.45
002216.SZ	盐津铺子	55.76	-48.94
002702.SZ	惠发食品	9.52	-47.14
000895.SZ	欢乐家	16.80	-45.81
603536.SH	良品铺子	33.06	-43.32
603027.SH	千禾味业	17.62	-43.26
002695.SZ	双汇发展	25.56	-43.03

表 3：食品饮料白酒上市公司年初至今涨幅前十

代码	股票名称	股价	涨幅 (%)
600702.SH	舍得酒业	196.7	130.51
600779.SH	水井坊	133.79	62.48
603198.SH	迎驾贡酒	55.22	60.78
000799.SZ	酒鬼酒	225.13	44.25
603156.SH	养元饮品	34.71	39.57
600809.SH	山西汾酒	280.77	4.79
600197.SH	伊力特	28.98	4.01
603919.SH	金徽酒	37.05	-7.99
000995.SZ	*ST 皇台	28.78	-9.78
600519.SH	贵州茅台	1670.67	-15.60

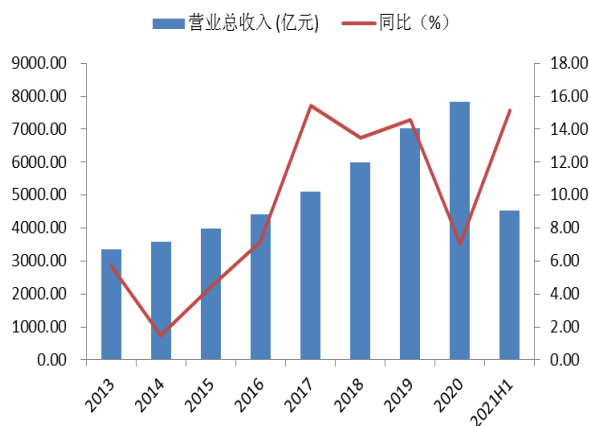
资料来源：wind，山西证券研究所（截止 9.6）

2. 行业盈利能力：白酒行业持续向好，次高端较为突出

2.1 食品饮料 Q2 业绩增速放缓，白酒相对较优

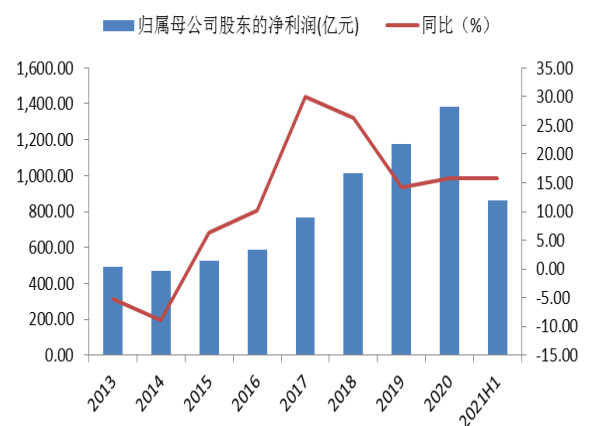
2021 二季度食品饮料行业业绩增速放缓。2021 上半年申万食品饮料行业营业总收入为 4521.64 亿，同比增长 15.15%；归母净利润为 863.14 亿，同比增长 15.85%。2020Q1 至 2021Q2 行业营业收入分别为 1917.80 亿、1835.12 亿、1965.56 亿、2029.21 亿、2413.64 亿、2067.71 亿，同比增长 0.2%、6.04%、7.64%、7.07%、22.72%、6.73%。归母净利润分别为 390.93 亿、328.94 亿、348.04 亿、302.60 亿、501.48 亿、355.21 亿，同比增长-0.61%、25.48%、17.91%、31.94%、26.41%、2.91%。可以看出，食品饮料板块二季度整体增速放缓，主要在于高基数、需求疲软等影响。

图 5：食品饮料板块 2013-2021H1 收入增速



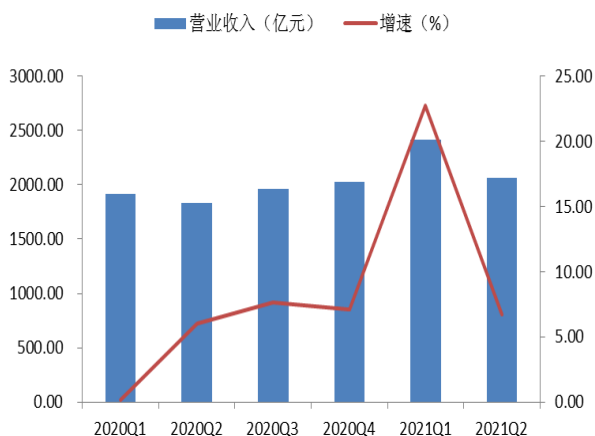
资料来源:wind, 山西证券研究所

图 6：食品饮料板块 2013-2021H1 归母净利润增速



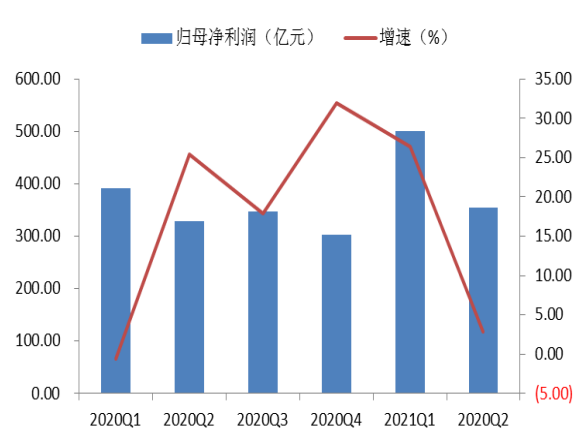
资料来源:wind, 山西证券研究所

图 7：食品饮料板块 2020-2021 单季度收入增速



资料来源:wind, 山西证券研究所

图 8：食品饮料板块 2020-2021 单季度归母净利润增速



资料来源:wind, 山西证券研究所

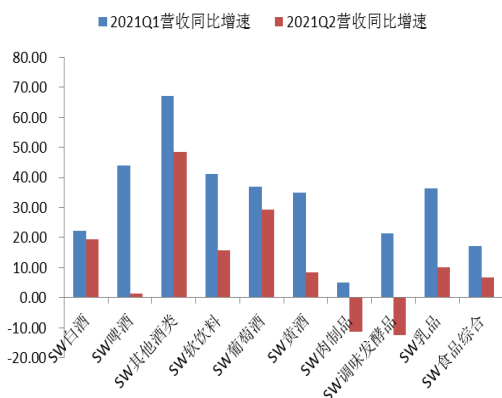
大部分子行业二季度业绩下滑，白酒板块比较稳健。2021H1，收入增速相对较快的子板块包括其他酒类、葡萄酒、软饮料和黄酒，收入增速分别为 57.02%、33.85%、31.74% 和 24.27%；（2）2021H1 净利润增速较快的子板块是其他酒类、葡萄酒、黄酒和乳品，归母净利润增速分别为 236.02%、186.77%、52.59% 和 49.36%。从单季度来看，调味品二季度业绩下滑，主要是行业的经营成本受原材料影响很大以及社区团购对渠道和价格体系冲击；白酒需求持续景气，次高端表现较为亮眼；啤酒板块 21H1 业绩受去年低基数影响实现高增，但二季度增速放缓；乳制品二季度业绩增速环比回落，主要系去年同期渠道补库存导致基数偏高。此外，2021H1 食品饮料收入增速和利润在 2019H1 的基础上实现增长，显示疫情对业绩的负面冲击基本消退，收入方面，增速较快的子板块分别是肉制品（77.55%）、其他酒类（42.45%）、食品综合（38.11%）；归母净利润方面，增速较快的子板块分别是其他酒类（432.20%）、食品综合（80.32%）、啤酒（40.84%）。

表 4：食品饮料子行业盈利能力变化（亿元）

板块名称	2021H1 营收	同比增长 (%)	同比 2019 年 (%)	2021H1 归母净利润	同比增长 (%)	同比 2019 年 (%)
SW 其他酒类	22.17	57.02	42.45	4.60	236.02	432.20
SW 葡萄酒	26.45	33.85	-29.96	3.64	186.77	-43.23
SW 软饮料	141.46	31.74	3.30	25.60	42.16	38.45
SW 黄酒	15.88	24.27	-14.50	1.53	52.59	-17.31
SW 乳品	878.27	21.38	27.51	63.50	49.36	38.32
SW 白酒	1589.98	21.13	23.90	577.91	20.64	30.51
SW 啤酒	346.56	17.56	25.33	36.39	22.42	40.84
SW 食品综合	629.94	13.12	38.11	72.82	-15.83	80.32
SW 调味发酵品	208.04	3.70	19.36	41.73	-8.23	10.17
SW 肉制品	662.89	-3.12	77.55	35.41	-11.47	29.53

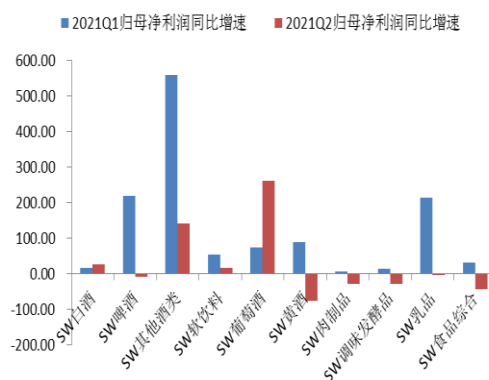
资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：食品饮料子板块单季度收入增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：食品饮料子板块单季度利润增速

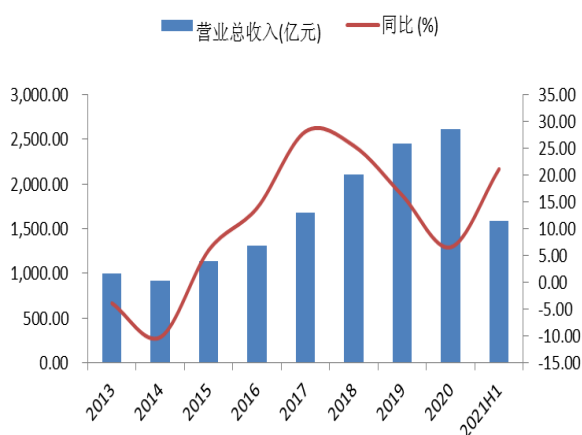


资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 白酒业绩呈逐季修复向好，次高端弹性最大

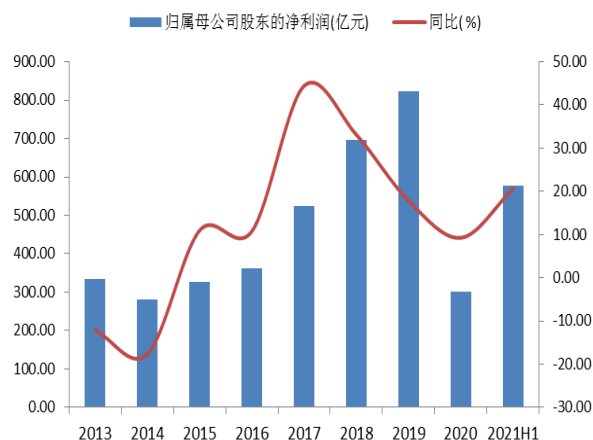
2021Q2 白酒上市公司收入稳健增长，净利润增长环比提速。经历了 2020 年的大起大落，2021 上半年的酒业整体处于平稳发展期。申万白酒上市企业 2021H1 实现营业收入总额为 1589.98 亿元，同比增长 21.13%；实现归母净利润为 577.91 亿元，同比增长 20.64%。2021Q2 白酒上市公司实现收入 641.30 亿元，同比增长 19.53%，同比 2019Q2 增长 24%，实现净利润 222.80 亿元，同比增长 25.81%，同比 2019Q2 增长 33.82%，2021 年二季度收入维持高增，净利润环比提速。

图 11：白酒上市公司收入表现



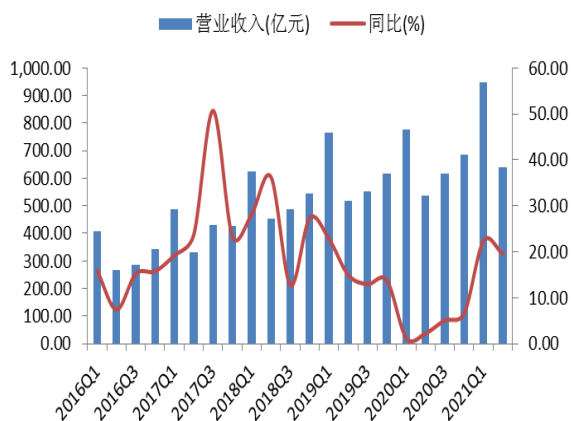
资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：白酒上市公司盈利表现



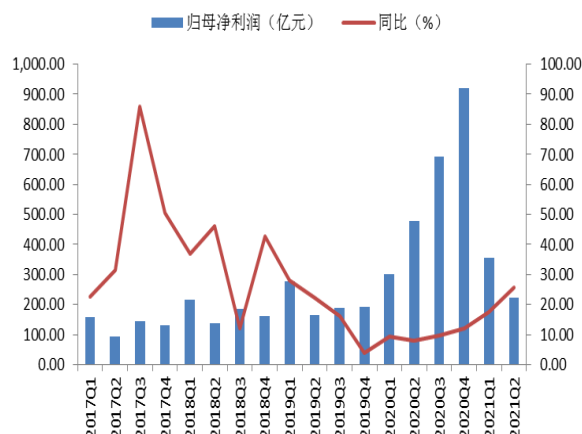
资料来源：wind，山西证券研究所

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

上市酒企业绩基本上已显著超疫情前水平。在 19 家上市白酒企业中，营收增幅超过 50% 的有 6 家，酒鬼酒增速最高，增速为 137.31%，其次是舍得酒业、水井坊、山西汾酒、青青稞酒、迎驾贡酒；营收增幅在 10%-50%

之间的有 11 家，增速由高到低分别是口子窖、金徽酒、金种子酒、今世缘、伊力特、古井贡酒、泸州老窖、五粮液、洋河股份、贵州茅台、老白干酒；营收负增长的只有两家企业，分别是顺鑫农业、皇台酒业。此外，与 2019 上半年相比，2021 上半年有 3 家企业的营收呈现出下降，分别是洋河股份、口子窖、老白干酒，但下降幅度都不大，上市酒企业绩基本上已显著超疫情前水平，而在营收增速方面，酒鬼酒增速最高（141.74%），其次是舍得酒业（95.92%）、山西汾酒（90.03%）。

在净利润方面，2021 上半年实现同比增长的上市酒企有 17 家，其中增速超过 100%的有 5 家，分别是舍得酒业（347.94%）、青青稞酒（314.49%）、水井坊（266.01%）、酒鬼酒（176.55%）、山西汾酒（120.80%）；另有 9 家酒企的利润实现两位数增长，增速由高到低，分别是迎驾贡酒、金徽酒、伊力特、口子窖、古井贡酒、泸州老窖、今世缘、五粮液。与 2019 年相比，实现增长的上市酒企有 15 家，其中增速最高的是舍得酒业（296.64%）、青青稞酒（240.91%）、酒鬼酒（227.49%）、金种子酒（207.46%），实现负增长只有四家企业，分别是口子窖（-23.18%）、皇台酒业（-26.11%）、顺鑫农业（-26.59%）、老白干酒（-35.86%）。

分价格带，2021H1 高端白酒增速稳健，次高端酒最为突出。 1) 高端白酒：去年高端白酒受疫情影响最小，业绩更为稳健。贵州茅台上半年营收和归母净利润为 07.22、246.54 亿元，分别同比增长 11.15%、9.08%，业绩基本符合预期，盈利能力保持稳定；五粮液上半年产品量价齐升，直营渠道表现亮眼，业绩稳健增长，为全面完成预期目标奠定了稳固基础；老窖 Q2 营业收入 43.13 亿元，同比增长 5.67%，归母净利润为 20.60 亿元，同比增长 36.10%，收入增速放缓，主要在于二季度公司控制发货节奏、特曲窖龄等处于提价后调整期。2) 次高端白酒：低基数下反弹明显，表现亮眼。山西汾酒 21Q2 收入 47.87 亿元，同比增长 73.23%，归母净利润 13.62 亿元，同比增长 239.43%，主要在于产品高端化、市场全国化、双轮驱动推动上半年营收和净利大增；酒鬼酒 Q2 收入利润同比增长 96.82%/174.05%，主要在于内参酒鬼量价齐升，省外扩张有序推进。区域名酒环比改善，其中迎驾贡酒表现显著，洞藏放量升级提速，21Q2 业绩大超预期，21Q2 实现营收 9.37 亿元（+57.07%），较 19Q2 增长 29.90%；实现归母净利润 2.22 亿元（+122.30%）。

表 5：2019-2021H2 白酒上市公司收入情况（亿元）

类别	证券简称	2021H1	同比 2019H1	同比 2020H1	2021Q2	同比 2019Q2	同比 2020Q2
高端	贵州茅台	507.22	23.19%	11.15%	226.57	21.21%	11.41%
	五粮液	367.52	35.36%	19.45%	124.27	29.98%	18.02%
	泸州老窖	93.17	16.27%	22.04%	43.13	12.22%	5.67%
次高端	山西汾酒	121.19	90.03%	75.64%	47.87	106.36%	73.43%
	水井坊	18.37	8.70%	128.44%	5.97	-21.48%	691.49%

	舍得酒业	23.91	95.92%	133.09%	13.63	160.64%	119.34%
	酒鬼酒	17.14	141.74%	137.31%	8.06	122.19%	96.82%
区域龙头	洋河股份	155.43	-2.85%	15.75%	50.23	-1.68%	20.74%
	古井贡酒	70.07	17.02%	26.96%	28.77	24.05%	28.56%
	口子窖	22.43	-7.28%	42.90%	10.70	1.19%	35.05%
	今世缘	38.52	26.02%	32.20%	14.56	32.10%	27.32%
	老白干酒	16.52	-15.71%	10.61%	8.97	10.76%	21.77%
	伊力特	10.31	9.60%	29.85%	4.86	15.24%	-24.07%
	金徽酒	9.72	19.28%	36.59%	4.64	54.11%	25.60%
	金种子酒	5.45	7.60%	32.98%	2.50	15.02%	15.85%
	迎驾贡酒	20.86	10.82%	52.46%	9.37	29.90%	57.07%
	皇台酒业	0.25	51.05%	-35.82%	0.13	38.10%	-56.95%
	青青稞酒	5.79	6.83%	63.61%	2.00	13.64%	32.34%
低端酒	顺鑫农业	91.91	9.21%	-3.46%	37.06	1.50%	-7.26%

资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：2019- 2021H2 白酒上市公司归母净利润情况（亿元）

类别	证券简称	2021H1	同比 2019H1	同比 2020H1	2021Q2	同比 2019Q2	同比 2020Q2
高端	贵州茅台	246.54	23.57%	9.08%	107.00	22.57%	12.53%
	五粮液	132.00	41.40%	21.60%	38.77	35.53%	23.03%
	泸州老窖	42.26	53.70%	31.23%	20.60	66.74%	36.10%
次高端	山西汾酒	35.44	197.75%	120.80%	13.62	335.42%	258.21%
	水井坊	3.77	11.10%	266.01%	-0.42	-134.81%	-52.05%
	舍得酒业	7.35	296.64%	347.94%	4.34	410.90%	215.33%
	酒鬼酒	5.10	227.49%	176.55%	2.42	191.45%	174.05%
区域龙头	洋河股份	56.61	1.43%	4.82%	17.99	15.25%	28.61%
	古井贡酒	13.79	10.45%	34.53%	5.64	21.38%	45.39%
	口子窖	6.87	-23.18%	41.34%	2.67	-23.62%	9.95%
	今世缘	13.35	24.47%	30.92%	5.29	22.83%	20.52%

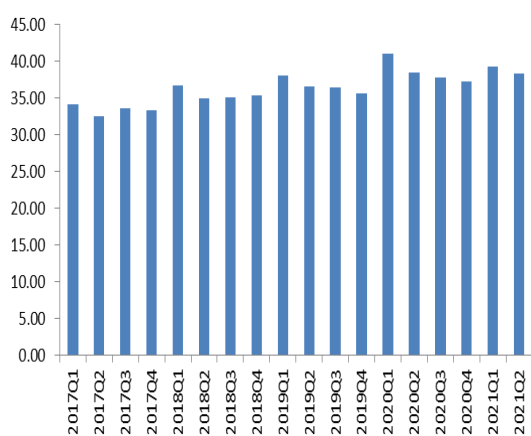
	老白干酒	1.24	-35.86%	6.10%	0.68	-10.77%	32.48%
	伊力特	2.12	5.10%	45.04%	0.81	53.83%	-41.53%
	金徽酒	1.87	38.85%	55.89%	0.72	179.35%	15.58%
	金种子酒	-0.98	207.46%	79.75%	-0.49	20.38%	74.30%
	迎驾贡酒	5.91	32.98%	77.63%	2.22	143.20%	122.30%
	皇台酒业	-0.12	-26.11%	-500.00%	-0.08	-21.26%	-182.37%
	青青稞酒	0.75	240.91%	314.49%	0.04	114.29%	112.43%
低端酒	顺鑫农业	4.76	-26.59%	-13.27%	1.02	-53.29%	-47.57%

资料来源：wind，山西证券研究所

2.3 产品提价+结构升级+费用率下降，盈利能力不断提高

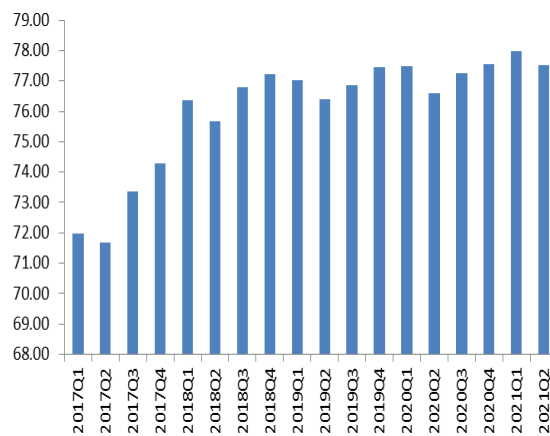
2021H1 白酒板块的整体销售净利率为 41.37%，同比增加 0.26pct，盈利能力逐步提高。具体来看，1) 2021H1 白酒板块销售毛利率分别为 72.97%，同比增加 1.00pct，白酒板块毛利率稳步提升，主要在于产品提价叠加结构升级；2) 销售期间费用率方面，2021H1 白酒板块销售费用率/管理费用率为 9.45%/5.58%，同比减少 0.05pct/0.22pct。此外，酒企上半年费用投放节奏及力度不同，销售费用率表现不一，其中高端、次高端白酒销售费用率同比下降，部分区域龙头同比上升，例如今世缘、金徽酒等，其中今世缘 2021H1 销售费用率为 10.24，同比提升 1.55 个百分点，主因公司加大广告宣传投入和开展促销活动，金徽酒 2021H1 销售费用率为 16.42%，同比增加 3.55pct，主因公司开展大客户运营，加大品牌建设和消费者培育投入；管理费用率除了贵州茅台、老白干酒外等，普遍同比下降。

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

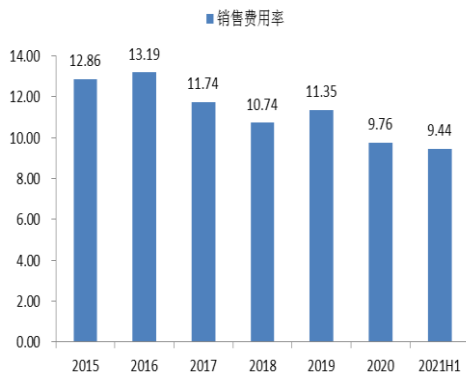
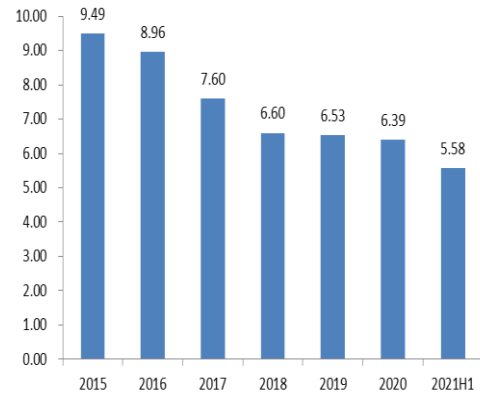


图 18：白酒板块管理费用率表现



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 7：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	21Q2
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	9.03
	五粮液	9.78	12.01	13.11	12.64	10.17	12.34	13.51	11.92	9.29	11.72
	泸州老窖	19.61	22.53	26.39	30.86	17.13	18.28	19.66	23.35	16.58	16.44
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	20.43
	水井坊	35.18	38.93	35.39	36.55	31.42	51.49	34.46	36.57	25.90	39.87
	舍得酒业	38.70	40.12	38.08	36.14	42.75	38.66	35.80	33.45	23.63	24.23
	酒鬼酒	32.71	31.82	35.65	35.03	29.69	30.73	29.55	30.25	25.28	25.46
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	14.85
	古井贡酒	36.07	35.95	35.00	36.62	35.92	35.52	34.95	35.98	34.75	34.92
	口子窖	12.17	13.78	12.64	12.99	22.02	22.49	20.41	19.46	16.62	19.89
	今世缘	18.09	14.62	16.80	21.03	14.82	11.55	16.85	21.60	13.76	12.44
	老白干酒	33.94	35.03	36.81	35.32	43.85	39.73	38.78	37.67	44.83	43.07
	伊力特	6.14	11.12	9.23	10.55	10.91	7.89	8.59	8.94	8.06	10.49
	金徽酒	17.34	23.02	27.14	25.54	23.90	26.87	29.21	24.19	22.06	27.33
	金种子酒	30.86	38.64	40.24	42.92	42.20	41.16	39.45	34.69	31.16	33.35
	迎驾贡酒	12.91	18.19	19.10	17.69	18.30	22.06	21.21	18.16	12.99	14.74
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	10.63

资料来源：wind，山西证券研究所

表 8: 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	21Q2
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	2.54
	五粮液	7.24	9.76	10.90	9.95	8.54	10.35	11.47	9.73	7.09	9.67
	泸州老窖	16.93	19.20	22.70	26.47	13.67	14.56	15.40	18.56	13.48	12.70
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	16.74
	水井坊	29.81	32.00	28.72	30.08	23.69	36.57	25.45	27.97	21.66	31.75
	舍得酒业	26.09	25.40	23.98	21.66	25.24	22.79	21.37	19.86	14.54	14.53
	酒鬼酒	26.16	25.70	28.86	25.39	23.86	24.42	24.22	23.20	22.17	21.85
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	8.62
	古井贡酒	31.83	30.74	29.41	30.57	30.15	29.31	29.33	30.32	29.52	28.94
	口子窖	9.01	9.47	8.32	8.47	16.53	16.07	14.59	13.62	12.10	14.50
	今世缘	15.87	12.85	14.02	17.50	12.48	8.69	13.57	17.09	11.84	10.24
	老白干酒	24.83	26.17	27.59	25.80	32.30	30.28	29.10	28.42	32.59	33.04
	伊力特	4.27	8.12	6.26	6.12	8.07	6.55	6.56	7.14	5.21	7.64
	金徽酒	10.49	13.26	16.23	14.99	12.41	12.87	14.69	12.84	11.62	16.42
	金种子酒	21.15	28.65	29.47	34.17	28.48	28.49	28.66	26.03	21.69	22.62
	迎驾贡酒	9.22	13.55	13.89	12.26	12.98	15.60	14.93	12.17	8.27	9.41
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	4.95

资料来源：wind，山西证券研究所

表 9: 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	21Q2
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	6.92
	五粮液	4.54	4.80	4.99	5.55	3.61	4.41	4.63	4.78	4.07	4.39
	泸州老窖	3.90	4.53	5.02	5.69	4.87	5.14	5.25	5.59	4.23	5.11
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	3.96
	水井坊	5.91	7.59	7.28	7.12	8.74	16.47	9.84	9.36	4.95	9.06
	舍得酒业	11.93	14.16	13.58	13.96	17.04	15.16	14.12	13.33	9.59	10.24

	酒鬼酒	6.89	7.77	8.66	10.33	7.29	7.38	7.34	8.57	3.49	4.23
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	6.89
	古井贡酒	4.29	5.29	5.89	6.99	6.15	7.45	7.34	8.19	5.84	6.96
	口子窖	3.49	4.51	4.62	4.81	6.01	6.88	6.39	6.26	4.65	5.78
	今世缘	2.31	2.59	3.39	4.54	2.63	3.26	3.57	4.91	2.27	2.88
	老白干酒	9.44	8.90	9.12	9.38	11.08	8.99	9.24	8.88	12.00	9.86
	伊力特	2.45	2.98	2.74	5.41	5.82	2.69	3.19	2.68	3.94	3.39
	金徽酒	7.01	9.85	10.93	10.72	11.82	14.30	14.74	11.78	10.80	11.39
	金种子酒	12.33	13.03	14.32	12.95	19.04	15.95	14.02	11.22	10.53	12.66
	迎驾贡酒	4.05	5.08	5.53	5.66	5.74	6.72	6.46	6.11	4.78	5.38
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	4.76

资料来源：wind，山西证券研究所

3.行业收益质量：经营活动产生的现金流净额、合同负债表现较好

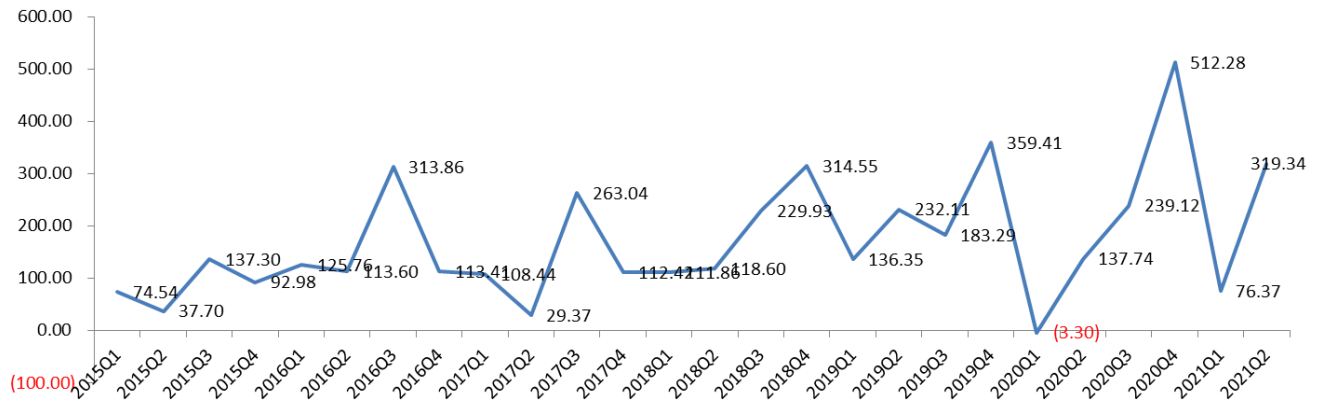
3.1 现金流逐季回暖，区域白酒表现更加

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。2021Q2 申万白酒行业实现经营活动产生的现金流净额为 319.34 亿元，同比增长 131.85%，经营活动现金流净额改善明显。

从上市酒企个股来看，2021 上半年 19 家上市白酒企业中，有 14 家企业现金流净流入。伊力特、皇台酒业、金种子酒、口子窖、顺鑫农业经营活动产生的现金流量净额处于净流出状态，分别为-0.06 亿元、-0.14 亿元、-1.97 亿元、-2.53 亿元和-14.68 亿元。此外，和 2019H1 年相比，2021H1 年有 11 家白酒企业经营活动产生的现金流量净额同比有所增长，分别为洋河股份、泸州老窖、舍得酒业、今世缘、老白干酒、酒鬼酒、山西汾酒、迎驾贡酒、五粮液、伊力特。



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 10：白酒上市公司现金流增速情况

类别	证券简称	19Q1 经营性 净现金流	20Q1 经营 性净现金流	21Q1 经营 性净现金流	19H1 经营 性净现金流	20H1 经营 性净现金流	21H1 经营 性净现金流
高端	贵州茅台	11.89	23.03	-14.85	240.87	126.21	217.19
	五粮液	79.27	-12.02	55.05	83.66	11.68	87.07
	泸州老窖	5.61	-3.16	13.10	17.07	7.29	27.38
次高端	山西汾酒	25.05	1.26	2.46	16.91	12.25	21.59
	水井坊	2.46	0.81	6.12	5.04	-2.02	2.78
	舍得酒业	-0.11	-0.74	3.90	-1.39	-0.61	8.72
	酒鬼酒	-0.06	-0.48	1.95	1.22	2.33	6.79
区域龙头	洋河股份	1.23	-3.29	29.20	-5.10	-27.33	20.93
	古井贡酒	10.11	16.33	-13.74	10.42	23.42	2.64
	口子窖	0.65	-2.95	-2.73	1.96	-3.88	-2.53
	今世缘	-0.54	-2.36	5.33	2.98	-0.26	11.61
	老白干酒	-0.58	-3.10	3.11	-1.79	-2.14	5.07
	伊力特	0.71	-2.38	-0.24	-0.20	0.34	-0.06
	金徽酒	1.65	-0.75	-0.32	2.10	0.23	0.85
	金种子酒	-1.68	-0.92	-1.39	-1.78	-1.24	-1.97
	迎驾贡酒	-1.67	-3.83	1.46	-1.76	-4.47	2.46

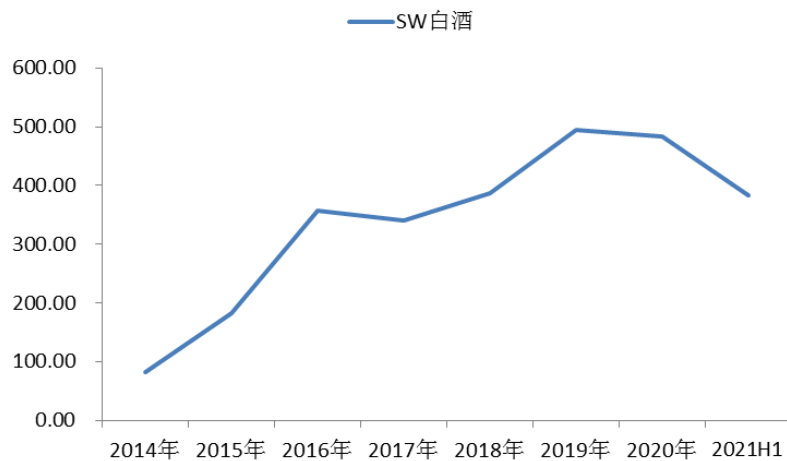
	皇台酒业	0.00	-0.17	0.02	-0.12	-0.08	-0.14
	青青稞酒	-0.06	-0.99	1.01	-0.99	-1.44	0.82
低端酒	顺鑫农业	2.37	-8.58	-12.06	-1.64	-7.29	-14.68

资料来源：wind，山西证券研究所

3.2 2021Q2 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。21Q2 末白酒行业合同负债为 382.80 亿，同比上升 40.68%，环比提升 14.90%，只有 2 家白酒公司合同负债同比出现下滑，分别是贵州茅台（-2.32%）、顺鑫农业（-17.33%），其中同比增速排名是：环比下降的只有 6 家企业，分别是老白干酒（-0.08%）、口子窖（-0.27%）、金徽酒（-2.02%）、迎驾贡酒（-2.92%）、顺鑫农业（-11.73%）、泸州老窖（-16.78%）。整体来说，高端白酒需求稳健，次高端白酒中山西汾酒、酒鬼酒、经销商打款积极性较高；区域龙头伊力特、洋河股份、今世缘 2021 年二季度预收账款环比增速亮眼，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 11: 白酒上市公司合同负债情况 (亿元)

类别	证券简称	2021Q1	同比 2020Q1(%)	同比 2019Q1(%)	2021Q2	同比 2020Q2(%)	同比 2019Q2(%)	环比增加 (%)
高端酒	贵州茅台	53.41	-22.70%	-53.09%	63.28	-2.32%	-24.58%	18.48%
	五粮液	49.86	4.54%	2.72%	55.17	74.86%	45.33%	10.65%

	泸州老窖	16.92	170.16%	31.62%	14.08	139.35%	1.14%	-16.78%
次高端酒	山西汾酒	29.30	81.85%	143.55%	29.45	51.96%	120.06%	0.51%
	水井坊	7.24	2277.85%	1683.97%	8.72	26.69%	973.91%	20.44%
	舍得酒业	4.41	157.73%	193.78%	4.96	140.16%	194.02%	12.47%
	酒鬼酒	5.81	258.55%	385.36%	6.48	307.48%	1071.56%	11.53%
区域龙头	洋河股份	61.29	-4.71%	210.55%	92.44	39.74%	210.05%	50.82%
	古井贡酒	19.44	26.75%	74.23%	22.14	204.34%	328.07%	13.89%
	口子窖	3.71	-18.42%	-24.16%	3.70	14.47%	-3.68%	-0.27%
	今世缘	4.82	65.20%	65.26%	6.39	84.13%	110.87%	32.57%
	老白干酒	12.87	44.76%	126.33%	12.86	107.71%	290.02%	-0.08%
	伊力特	0.37	-11.07%	-68.65%	1.12	372.63%	57.74%	202.70%
	金徽酒	1.98	46.73%	13.85%	1.94	33.13%	38.40%	-2.02%
	金种子酒	1.26	66.04%	25.53%	1.36	41.76%	15.93%	7.94%
	皇台酒业	0.03	152.89%	50.74%	0.03	173.00%	100.74%	0.00%
	迎驾贡酒	4.11	36.89%	42.90%	3.99	23.56%	86.91%	-2.92%
低端酒	青青稞酒	0.48	77.78%	45.45%	0.48	118.18%	-25.00%	0.00%
	顺鑫农业	36.92	-13.23%	-28.55%	32.59	-17.33%	-40.57%	-11.73%

资料来源：wind，山西证券研究所

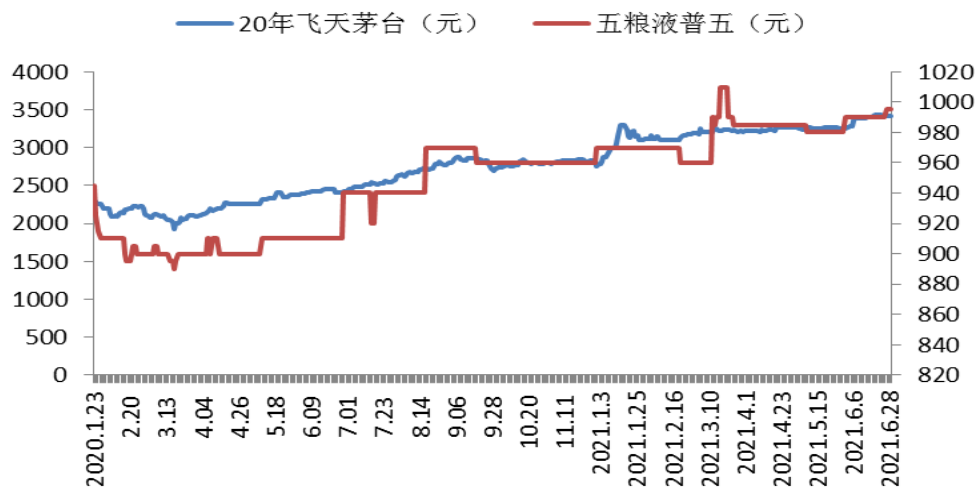
4.行业发展：基本面整体景气度不减，下半年结构繁荣性局面延续

4.1 基本面整体景气度不减，下半年结构繁荣性局面延续

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上半年白酒业绩稳健增长，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20H1低基数下和21年需求回暖下表现出较好的业绩弹性，比如水井坊、舍得酒业、酒鬼酒等。目前散瓶茅台3000元左右，整箱茅台3800元以上的价格，虽然公司采取拆箱政策稳定批价，批价仍上行；普五批价上行至990-1000元，国窖价格已升至

910元左右，高端酒呈现整体繁荣。此外，伴随茅台、五粮液价格的持续高位，让出600-800元价格带，次高端酒顺势提价+产品结构升级。因此，疫情控制稳中向好，消费数据回暖，预计接下来的白酒动销可能仍将维持良性势头。

图 21：茅台、五粮液一批价情况



资料来源：今天酒价格，山西证券研究所

白酒行业基本面整体景气度不减，虽然下半年白酒基数较高，预计今年下半年业绩增速会低于上半年，但结构繁荣性局面延续。具体来看，一是高端白酒稳中求进，行稳致远。二是高端化引领结构升级，量价齐升，二三线业绩延续弹性。与高端白酒龙头略微“平淡”的表现不同，今年次高端白酒步入新一轮发展周期，表现最为靓丽，虽然目前为止一些次高端和区域龙头已经从底部反弹了很多，但增速和势能仍在。

4.2 十四五规划目标积极，业绩确定性强

根据中国酒业协会统计，2020年1-12月，全国规模以上白酒企业产量740.73万千升，同比下降2.46%；销售收入5836.39亿元，同比增长4.61%；利润1585.41亿元，同比增长13.35%。协会预计到十四五末，白酒行业产量将稳定控制在800万千升，比“十三五”末增长6.7%，年均递增1.3%；销售收入将达到8000亿元，比“十三五”末增长35.6%，年均递增6.3%；实现利润2000亿元，比“十三五”末增长37.0%，年均递增6.5%。白酒行业进入新一轮发展周期，未来总量萎缩，消费迭代升级，市场份额向头部集中。随着“十四五”规划的实施，各大酒企都提出了五年翻番或翻两番的目标，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（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，高端白酒不断拔高下，势必会带动次高端价位带的升级，同时，中产阶层持续扩容促进中高端白酒消费。考虑到未来五

年增长的确定性，目前白酒板块估值仍具备性价比。

表 12：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	2021 年公司计划实现主营业务收入 39.57 亿元

			亿元，同比减少 10.73%	
	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%	-

资料来源：公司年报，酒说微信公众号，山西证券研究所

5. 重点公司推荐

白酒行业基本面整体景气度不减，虽然下半年基数较高，预计今年下半年业绩增速会低于上半年，但结构繁荣性局面延续。今年二三线小酒股价涨幅与一线名酒的股价涨幅差距较大，板块行情分化。当前白酒股价已较多反应政策、消费需求疲软、风险偏好等因素。我们认为目前白酒估值已到合理区间，配置价值进一步凸显。紧握一线白酒，寻找高弹性二、三线。

站在这个时间点，我们建议关注 3 条主线：（1）坚持一线白酒阵地，贵州茅台、五粮液、泸州老窖；（2）寻找高弹性二、三线标的，山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊；（3）关注低估值业绩有望超预期个股，今世缘、古井贡酒，洋河股份等。

山西汾酒 (600809.SH)：双轮驱动效果显著，汾酒继续加速度。2021 年是汾酒“十四五”的开局之年，上半年收入同比增长 75.51%，实现归母净利润 35.44 亿元，同比增长 117.54% 我们认为产品高端化、市场全国化、双轮驱动是推动上半年营收和净利大增的主要因素，全年 30% 左右的增长目标完成确定性强。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 54 亿、70 亿、93 亿，EPS 分别为 4.46 元、5.75 元、7.64 元，对应当前股价 PE 分别为 65 倍、50 倍、38 倍。维持“买入”评级。

五粮液 (000858.SZ)：业绩稳健增长，直营渠道表现亮眼。公司 2021H1 实现营业收入 367.52 亿元，同

比增长 19.45%，归母净利润为 132 亿元，同比增长 21.6%，业绩稳中有进，为全面完成预期目标奠定了稳固基础，主要在于公司持续巩固经销渠道，加大力度拓展团购渠道，第八代五粮液上半年动销情况超预期，“直销模式”销售收入大幅增加。我们认为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 34 倍、29 倍、25 倍。维持“买入”评级。

今世缘(603369.SH)：业绩符合预期，特 A+类产品表现亮眼。公司 2021H1 实现营业收入为 38.51 亿元，同比+32.20%，归母净利润为 13.35 亿，同比+30.92%，主要在于结构性调整成效明显，次高端及以上产品增幅较快，省外板块有序推进。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。上半年业绩符合预期，随着下半年白酒销售旺季的到来以及江苏地区疫情防控形势的逐步好转，今世缘年内有望完成全年任务目标。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 29 倍、24 倍、20 倍。维持“买入”评级。

6.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

