

# 食品饮料

## 三季报总结之白酒篇：表观留有余力，景气轮动正在演绎

**三季报总结：表观留有余力，景气轮动正在演绎。**我们在之前的中报总结里面对下半年的基本面作出了“高端稳、次高端快、地产酒弹性初现”的判断，三季报来看基本验证了我们的此前的判断，各个价格带的景气轮动正在演绎。高端表现平稳，部分指标存在亮点，次高端虽有降速，但仍旧维持较快增速，弹性继续维持，地产酒中报之后预收款基本再创新高，景气度维持上行趋势，迎驾贡业绩超预期，口子窖收入端首次实现同比19年正增长，古井今世缘预收高增，蓄力明年。

**收入端：次高端延续高增，地产酒迎驾一枝独秀。高端酒：**总体表现相对平稳，我们预计吨价增长带来的驱动高于销量增长带来的驱动。**次高端：**板环比虽有降速，但仍旧维持较快增速。我们认为次高端增长逻辑未受影响，同时板块内部看点十足，水井坊成立新体外销售公司运作典藏及以上高端产品，汾酒青花30复兴版剑指千元价格带，青花20显著放量。**地产酒龙头：**疫情影响收入增长，迎驾贡一枝独秀。整体来看继20Q2营收与业绩增速转正后，地产酒龙头逐季改善趋势明显，但由于江苏安徽疫情影响，Q3提速并不明显，利润弹性正逐渐显现，边际改善值得期待。**大众酒：**疫情扰动仍有承压，顺鑫农业白酒业务持平，地产加速去化。

**利润端：结构优化拉动毛利率上行，高基数下费用率回归。毛利率：**高端酒方面，五粮液老窖结构升级。贵州茅台毛利率变化幅度不大，主要系低毛利率系列酒占比提升影响。次高端方面，消费升级持续演绎，山西汾酒、水井坊、酒鬼酒等企业毛利率均同比上行。地产酒龙头方面，中高价格带放量效果逐步显现。地产酒中洋河、今世缘、迎驾贡、老白干Q3毛利率均有不同程度的上行。**费用率：**高基数下销售费用率有所回归。今年旺季同比去年则稍显平淡，因此大多数酒企销售费用率同比有所下降，只有部分处于明显招商扩张期的企业环比才加大费用投放力度，如舍得和酒鬼酒。**净利率：**受益于毛利率的提升和费用率的下行，板块整体净利率有所提升。其中，酒鬼酒单季度净利率下滑主要系非经常性因素影响。

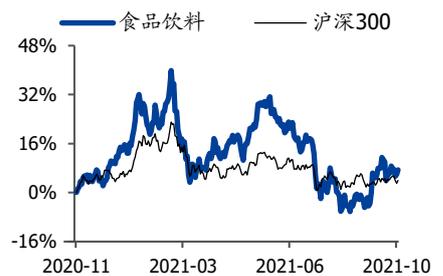
**现金流&预收款：高端预收表现分化，次高端地产酒预收亮眼蓄力明年。销售回款：**低基数下持续改善。分价格带来看，高端酒方面茅台表现平稳，五粮液回款增速高于收入增速，预计三季度加速发货所致，次高端和地产酒企2021Q3单季度回款普遍同比高增，其中不仅有当前较同期经营回归正常化的影响，还体现出次高端行业仍处于较高景气周期。**预收款（合同负债）：**多数公司预收款蓄水池效应明显，其中山西汾酒、洋河股份、古井贡酒等公司现金流表现明显优于表观增速，为后续发展蓄力。

**投资建议：**目前板块保持依旧保持高景气度，高端以稳为主，次高端有望延续高增长，地产酒业绩逐渐显现，景气度在价格带之间的轮动正在逐步演绎，中长期来看，消费升级仍在途中，白酒行业集中度有较大提升空间，看好名优酒的量价空间，核心推荐水井坊、古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖，并重视茅五等价值标的中线配置机会。

**风险提示：**疫情反复影响终端动销，高端酒价盘大幅波动，行业竞争加剧。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

### 相关研究

- 1、《食品饮料：啤酒&饮料2021三季报总结：短期成本压力不改长期向好趋势》2021-10-31
- 2、《食品饮料：2021Q3基金持仓分析：整体降配，次高端与乳制品获加配》2021-10-30
- 3、《食品饮料：美日啤酒大单品发展复盘及启示》2021-10-24

## 内容目录

1、三季报总结：表观留有余力，景气轮动正在演绎 .....	3
2、财报梳理：次高端延续高增，地产酒迎驾一枝独秀 .....	3
2.1 收入端 .....	4
2.1.1 高端酒：平稳增长，价增高于量增 .....	4
2.1.2 次高端：板块依旧维持高增速，增长逻辑未受影响 .....	4
2.1.3 地产酒龙头：疫情影响收入增长，迎驾贡一枝独秀 .....	5
2.1.4 大众酒：疫情扰动仍有承压 .....	6
2.2 利润端 .....	7
2.2.1 毛利率：Q3 毛利率同比提高明显，地产酒中高价格带放量效果逐步显现 .....	7
2.2.2 营业税金率：整体稳定，部分公司存在波动 .....	8
2.2.3 费用率：高基数下销售费用率有所回归 .....	9
2.2.4 净利率：板块整体净利率有所提升 .....	10
3.1 现金流&预收款 .....	11
3.1.1 销售回款：多数公司回款优于表观增速 .....	11
3.1.2 预收款（合同负债）： 高端分化，地产酒龙头表现亮眼 .....	12
风险提示 .....	13

## 图表目录

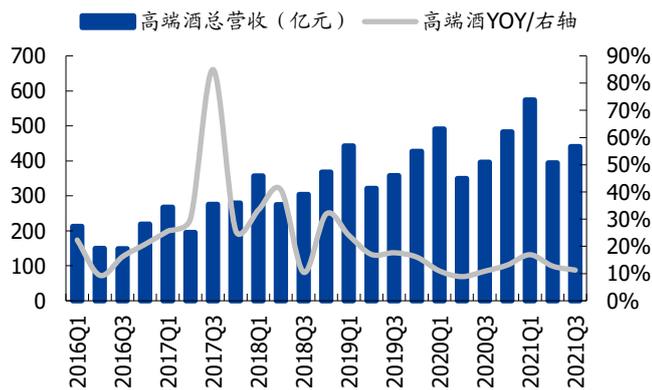
图表 1: 高端酒单季度营收及增速 .....	3
图表 2: 次高端单季度营收及增速 .....	3
图表 3: 地产酒单季度营收及增速 .....	3
图表 4: 其他白酒单季度营收及增速 .....	3
图表 5: 白酒上市公司合计收入及增速 .....	4
图表 6: 白酒上市公司合计归母净利润及增速 .....	4
图表 7: 白酒上市公司收入及变化 .....	6
图表 8: 白酒上市公司归母净利润及变化 .....	7
图表 9: 白酒上市公司毛利率及变化 .....	8
图表 10: 白酒上市公司单季度营业税金率及变化情况 .....	9
图表 11: 白酒上市公司单季度销售和管理费用率及变化情况 .....	10
图表 12: 白酒上市公司净利率及变化情况 .....	11
图表 13: 白酒上市公司单季度回款、现金净流量及变化情况 .....	12
图表 14: 白酒上市公司单季度预收款及变化情况 .....	13

## 1、三季度总结：表观留有余力，景气轮动正在演绎

我们在之前的中报总结里面对下半年的基本面作出了“高端稳、次高端快、地产酒弹性初现”的判断，三季度来看基本验证了我们的此前的判断，各个价格带的景气轮动正在演绎。高端表现平稳，部分指标存在亮点，次高端虽有降速，但仍旧维持较快增速，弹性继续维持，地产酒中报之后预收款基本再创新高，景气度维持上行趋势，迎驾贡业绩超预期，口子窖收入端首次实现同比19年正增长，汾酒古井今世缘等公司预收高增，蓄力来年发展。

图表 1: 高端酒单季度营收及增速

图表 2: 次高端单季度营收及增速

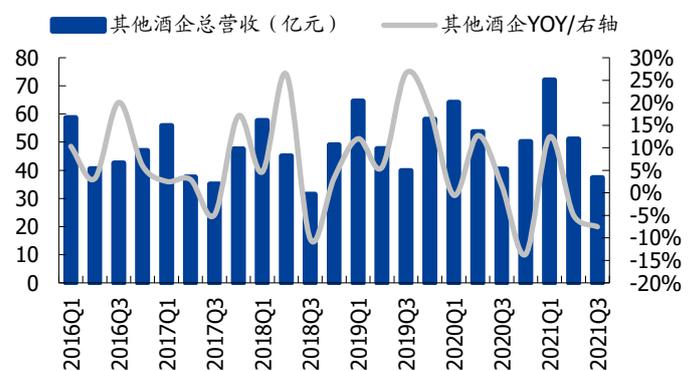
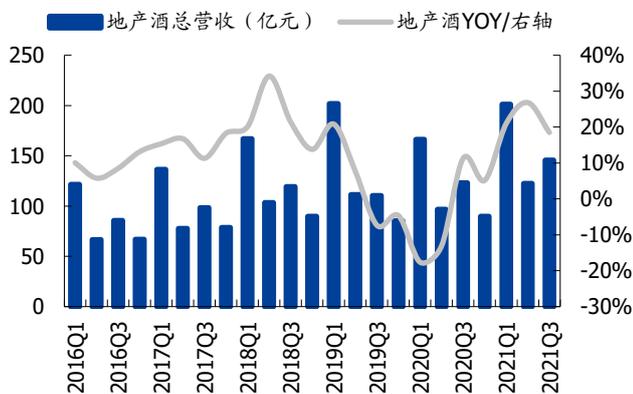


资料来源: wind、国盛证券研究所 注: 高端酒分类为茅台、五粮液、泸州老窖

资料来源: wind、国盛证券研究所 注: 次高端酒分类为汾酒、水井坊、舍得、酒鬼酒

图表 3: 地产酒单季度营收及增速

图表 4: 其他白酒单季度营收及增速



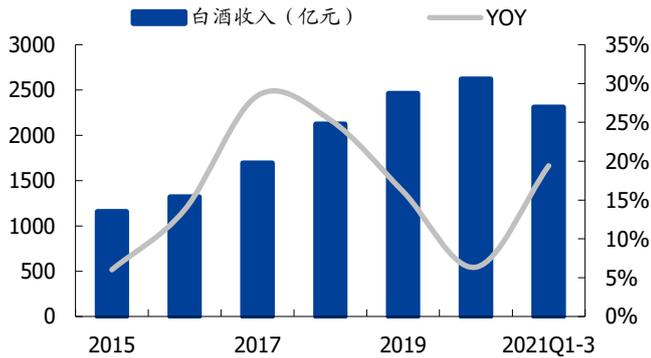
资料来源: wind、国盛证券研究所 注: 地产酒分类为洋河、古井、今世缘、口子窖、迎驾贡酒、老白干

资料来源: wind、国盛证券研究所

## 2、财报梳理：次高端延续高增，地产酒迎驾一枝独秀

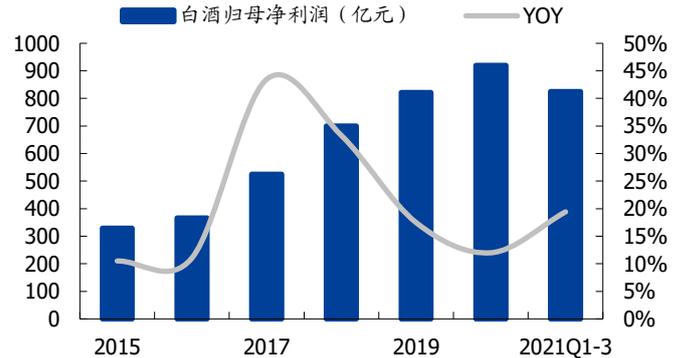
根据白酒行业协会数据，2021Q1-3 中国白酒行业实现总产量 501 万千升，同比+6.5%，从上市酒企的数据来看，2021Q1-3 上市酒企实现营收 2308.24 亿元，同比+19.4%，实现归母净利润 825.02 亿元，同比+19.4%。行业收入增速不仅来自于销量恢复性增长，吨价上行趋势显著增厚收入弹性，整体呈现量价齐升的局面，消费升级仍在持续。

图表 5: 白酒上市公司合计收入及增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 6: 白酒上市公司合计归母净利润及增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

## 2.1 收入端

### 2.1.1 高端酒: 平稳增长, 价增高于量增

2021Q1-3 高端酒三家公司合计实现营收 1408.84 亿元, 同增 13.9%, 其中 2021Q3 单季度实现营收 440.94 亿元, 同增 11.3%, 三家公司合计实现归母净利润 608.69 亿元, 同增 14.4%, 其中 2021Q3 单季度归母净利润 187.88 亿元, 同增 13.8%。高端酒总体表现相对平稳, 我们预计吨价增长带来的驱动高于销量增长带来的驱动。

**茅台: 茅台酒量稳价增, 系列酒放量, 直销占比继续提升。**我们预计 Q3 飞天茅台出货量约 8500 吨左右, 同比基本持平, 非标产品提价效应逐步显现, 茅台酒总体均价预计同比提升 5% 左右。分产品来看, 2021Q3 茅台酒实现营收 220.43 亿元, 同增 5.5%, 系列酒实现营收 34.79 亿元, 同增 48.1%, 系列酒在提价和结构升级下延续较快增长。分渠道来看, Q3 公司直销渠道(主要为公司直营店渠道)实现收入 51.81 亿元, 同增 57.9%, 单季度占茅台酒比例已达 23.5%, 同比提升 7.8pcts。

**五粮液: 短期增速放缓, 主因回款发货节奏调整。**Q3 公司营收增速明显放缓, 主要系: 21H1 回款发货节奏领先, “量重于价”, 端午过后普五淡季仍保持充裕投放, Q3 预计主要以库存去化为主, 但前三季度整体进度保持正常, 大商反馈发货进度已有 85%, 回款进度更高。当前普五渠道库存健康, 动销表现平稳, 公司基本盘保持稳固; 基数偏高。2020 年公司提出“三损三补”, 积极加强团购、线上等直销渠道建设, 并不断完善新品布局, 伴随公司渠道管控日渐精进、产品矩阵不断清晰, 浓香高端第一品牌的中长期量价趋势仍然相对更确定。

**泸州老窖: 国窖按进度推进, 中档酒提速明显。**2021Q3 公司实现营收 47.9 亿元, 同比增长 21%, 其中国窖销售按进度推进, 在去年高基数的效应下, 我们预计三季度仍保持了双位数的同比增速。中档酒经历了二季度的库存去化, 我们预计三季度特曲、窖龄恢复较高增速, 低档酒仍处于产品梳理阶段,

### 2.1.2 次高端: 板块依旧维持高增速, 增长逻辑未受影响

2021Q1-3 次高端四家公司(山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业)合计实现营收 269.27 亿元, 同比+77.0%, 实现归母净利润 75.69 亿元, 同比+110.0%; 2021Q3 单季度四家公司合计实现营收 117.7 亿元, 同比+54.5%, 实现归母净利润 35.5 亿元, 同比+94.3%。

环比虽有降速，但仍旧维持较快增速。次高端增长逻辑未受影响，同时板块内部看点十足，水井坊成立新体外销售公司运作典藏及以上高端产品，洋河 M6+ 已获市场验证、升级自上而下，汾酒青花 30 复兴版剑指千元价格带，青花 20 显著放量。

**山西汾酒：青花维持高增，省外维持高增。**分产品来看，2021Q3 汾酒/系列酒/配制酒增速分别为 50.6%/53.9%/-1.6%，汾酒占比达到 93%。公司持续坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，进一步优化产品架构，持续推进青花汾酒圈层拓展和市场推广工作。其中根据调研，我们预计青花系列维持高增，玻汾保持相对稳健增速，中档价格带金奖系列作为补位产品，全国化进程亦在推进。分区域来看，2021Q3 省内/省外同增 41%/53%，省外占比 58.2%，环比虽有回落，省外仍维持高速增长。公司深化“1357+10”市场布局，加大长江以南市场拓展力度，推动江、浙、沪、皖、粤等市场稳步突破。此外，Q3 省内/省外经销商净增 47/232 家，公司经销商达 3426 家，全国空白市场布点仍快速推进。

**水井坊：量价齐升带动增长，旺季如期而至。**Q3 单季度公司营收同比+38.9%，分量价来看，Q3 单季度公司销量同比+29.4%至 3723.1 千升，吨价同比+7.3%至 42.6 万元/千升，量价齐升共同贡献增长，预计主要系 1) Q2 公司主动控货使得渠道与终端库存处于低位，Q3 进入消费旺季带动高增长；2) 据酒业家报道，公司于 9 月底提高核心产品建议零售价，渠道在提价预期下加快备货节奏。从产品结构来看，Q3 单季度公司高档/中档酒分别实现营收 15.6/0.2 亿元，分别同比+39.6%/+5.3%，产品高端化趋势向好。Q3 合同负债为 8.7 亿元，同比+22.1%，环比提高 2.3 亿元，预计主要来自于经销商打款（Q2 仅 3275 万）。

### 2.1.3 地产酒龙头：疫情影响收入增长，迎驾贡一枝独秀

2021Q1-3 地产酒龙头五家公司（洋河股份、古井贡酒、口子窖、今世缘）合计实现营收 441.89 亿元，同比+22.4%，实现归母净利润 129.92 亿元，同比+13.6%。整体来看继 20Q2 营收与业绩增速转正后，地产酒龙头逐季改善趋势明显，但由于江苏安徽疫情影响，Q3 提速并不明显，但利润弹性正逐渐显现，边际改善值得期待。

**洋河股份：收入高增，大单品放量，合同负债蓄力未来。**公司 2021Q3 单季度实现营收 64.0 亿元，同比+16.7%，销售商品收到现金 80.3 亿元，同比+40.6%，公司期末合同负债 65.1 亿元，同比+68.3%，预计公司“百日攻坚”行动进展顺利，蓄力来年发展。同时 2021Q3 单季度公司销售毛利率 76.2%，同比+3.0pct，预计主要系产品结构持续升级，省内 M6+ 旺季放量增长，M3 水晶版与新版天之蓝持续产品结构升级，未来可期。

**古井贡酒：古 8 及以上实现高增长，古 20 省外市场表现亮眼。**结合草根调研情况来看，我们预计古 5、献礼版收入同比持平略增，古 8 及以上产品顺应省内消费升级趋势，保持较快增速，其中古 20 收入预计延续高增，省外市场表现亮眼。

**今世缘：V 系延续高增，省内疫情影响增速。**我们预计国缘系列占比继续上移至 80% 左右。1) 分产品来看，2021Q3 特 A+ 类/特 A 类实现收入 10.11/3.52 亿元，同增 16.3%/17.7%，特 A+ 类占比 68.4%，同比提升 0.44pct，其中预计四开和对开维持稳健增长，高端 V 系列保持高速增长。2) 分地区来看，Q3 省内总体保持稳健增长，同增 15.0%，南京大区/盐城大区受疫情影响较大，单季度增速分别为-1.6%/6.7%，其他大区同增 20% 以上。省外 Q3 营收 1.04 亿元，同增 23.7%，增速环比有所提升，省外净增经销商 52 家。

**口子窖：兼香 518 逐步发力，口子系列稳健增长。**分产品来看，2021Q3 公司高档酒/中档酒/低档酒分别实现收入 13.21 亿元/3548 万元/1735 万元，分别同增 22.9%/117.0%/2.9%。具体来看，新品兼香 518 聚焦次高端价格带，享受徽酒消费升级红利，单独成立团购部门，推出后表现亮眼，经销商打款积极，报表端预计显著贡献收

入增量，同时，我们预计口子6年及以上也保持稳健增长。

#### 2.1.4 大众酒：疫情扰动仍有承压

**顺鑫农业：白酒业务持平，地产加速去化。**分业务来看，由于北京市场疫情反复影响，预计公司中高端产品略有下滑，我们预计 Q3 白酒收入持平略下滑；由于猪价影响，猪肉业务 Q3 同比下滑；公司持续加大房地产业务去化力度，我们预计 Q3 房地产业务收入同比小幅增长。

图表 7：白酒上市公司收入及变化（亿元）

	2021Q1-3	YoY	2021Q3	YoY
贵州茅台	770.5	10.7%	263.3	10.0%
五粮液	497.2	17.0%	129.7	10.6%
泸州老窖	141.1	21.6%	47.9	20.9%
洋河股份	219.4	16.0%	64.0	16.7%
山西汾酒	172.6	66.3%	51.4	47.9%
水井坊	34.2	75.9%	15.9	38.9%
舍得酒业	36.1	104.5%	12.2	64.8%
酒鬼酒	26.4	134.2%	9.3	128.7%
古井贡酒	101.0	25.2%	30.9	21.4%
口子窖	36.3	35.0%	13.9	24.0%
今世缘	53.4	27.2%	14.8	15.8%
老白干酒	27.7	10.9%	11.2	11.3%
顺鑫农业	116.1	-6.5%	24.2	-16.5%
伊力特	14.6	26.4%	4.3	19.0%
迎驾贡酒	31.8	42.6%	10.9	27.0%
金徽酒	13.4	28.3%	3.7	10.7%
金种子酒	8.1	21.6%	2.6	3.2%
青青稞酒	8.3	52.5%	2.5	32.1%

资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 8: 白酒上市公司归母净利润及变化 (亿元)

	2021Q1-3	YoY	2021Q3	YoY
贵州茅台	372.7	10.2%	126.1	12.4%
五粮液	173.3	19.1%	41.3	11.8%
泸州老窖	62.8	30.3%	20.5	28.5%
洋河股份	53.2	116.0%	13.4	55.9%
山西汾酒	24.0	379.1%	6.2	56.3%
水井坊	4.9	58.9%	2.3	59.7%
舍得酒业	9.1	175.5%	2.1	43.4%
酒鬼酒	56.6	-21.3%	15.5	-13.1%
古井贡酒	19.7	28.0%	5.9	15.1%
口子窖	11.5	33.2%	4.6	22.7%
今世缘	17.0	29.3%	3.6	23.8%
老白干酒	2.5	7.0%	1.2	8.0%
顺鑫农业	3.7	-14.2%	(1.0)	-9.7%
伊力特	2.7	31.6%	0.5	-3.2%
迎驾贡酒	9.6	80.8%	3.7	86.2%
金徽酒	2.4	53.1%	0.6	44.3%
金种子酒	(1.4)	37.4%	(0.5)	-8.1%
青青稞酒	0.9	-232.7%	0.1	-134.7%

资料来源: wind、国盛证券研究所

## 2.2 利润端

### 2.2.1 毛利率: Q3 毛利率同比提高明显, 地产酒中高价格带放量效果逐步显现

2021Q1-3 白酒板块平均毛利率 78.3%, 同比+1.1pcts, 主要系消费升级持续叠加动销正常化后规模效应影响, 大部分酒企毛利率较 2019 年同期实现正增长。

**高端酒方面, 五粮液老窖结构升级。**贵州茅台毛利率变化幅度不大, 主要系低毛利率系列酒占比提升影响, 2021Q3 五粮液与泸州老窖毛利率提升明显, 其中五粮液同比提升 1.6pcts, 泸州老窖毛利率同比提升 0.6pct, 高端酒内部结构升级明显, 五粮液经典五粮液和老窖的国窖占比均在持续提升。

**次高端方面, 消费升级持续演绎。**山西汾酒、水井坊、酒鬼酒等企业毛利率均同比上行, 产品结构提升和提价是主因。

**地产酒龙头方面, 中高价格带放量效果逐步显现。**地产酒中洋河、今世缘、迎驾贡、老白干 Q3 毛利率均有不同程度的上行。我们预计在今年整体经济活动复苏的背景下, 地产酒省内市场的消费升级正在持续演绎, 因此地产酒的中高价格带正在经历快速放量的过程, 如洋河 M6+、今世缘 V 系列、迎驾贡的洞藏系列均保持同比较高增速, 从而带动毛利率的提升。古井、口子窖毛利率单季度提升不显著预计是货折因素的影响, 赠酒等货折因素抵减收入。

图表 9: 白酒上市公司毛利率及变化

	2021Q1-3	同增 (pcts)	2021Q3	同增 (pcts)
贵州茅台	91.2%	-0.1	90.8%	-0.2
五粮液	75.3%	0.7	76.1%	1.6
泸州老窖	86.3%	2.7	87.5%	0.6
洋河股份	74.9%	1.7	76.1%	3.0
山西汾酒	75.4%	3.2	76.2%	3.1
水井坊	85.1%	1.6	85.8%	1.5
舍得酒业	78.1%	1.6	76.7%	-1.9
酒鬼酒	79.9%	0.8	79.2%	2.0
古井贡酒	76.0%	0.1	75.2%	-0.3
口子窖	74.6%	-1.9	74.3%	-2.4
今世缘	72.8%	1.1	78.5%	1.7
老白干酒	67.8%	2.7	68.0%	1.2
顺鑫农业	26.9%	-1.1	24.6%	1.0
伊力特	52.9%	3.4	43.5%	-4.2
迎驾贡酒	68.5%	3.1	73.4%	10.5
金徽酒	66.2%	3.5	67.5%	1.8
金种子酒	26.7%	-1.0	28.9%	3.7
青青稞酒	63.8%	-1.6	64.7%	-1.3

资料来源: wind、国盛证券研究所

### 2.2.2 营业税金率: 整体稳定, 部分公司存在波动

整体来看, 各家公司营业税金率保持稳定, 单季度同比变化不大。部分公司存在一定程度上的波动, 其中泸州老窖因疫情去年税金率呈现前低后高的状态, 因此季度间存在一定波动, 汾酒因生产节奏问题, 税金率同比有所上升, 今世缘三季度因疫情影响生产节奏, 税金率单季度同比有所下滑。

图表 10: 白酒上市公司单季度营业税金率及变化情况

	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q3 同 增 ( pcts)
贵州茅台	12.5%	14.3%	9.7%	12.3%	13.5%	14.2%	13.6%	13.7%	13.8%	0.3
五粮液	13.9%	13.9%	13.3%	13.5%	13.7%	14.1%	13.7%	13.8%	13.9%	0.3
泸州老窖	11.9%	12.5%	5.9%	8.9%	10.7%	13.4%	13.0%	10.7%	8.3%	-2.3
洋河股份	13.3%	13.8%	15.0%	15.7%	15.0%	16.2%	16.5%	15.7%	14.9%	-0.1
山西汾酒	17.1%	19.0%	6.6%	13.6%	14.5%	17.9%	12.5%	14.8%	17.1%	2.6
水井坊	16.1%	15.9%	16.0%	17.0%	15.9%	15.6%	15.3%	15.6%	16.0%	0.1
舍得酒业	13.2%	13.3%	14.7%	13.0%	13.8%	14.2%	14.7%	13.9%	13.2%	-0.5
酒鬼酒	16.4%	16.0%	15.0%	15.6%	15.7%	15.6%	14.8%	15.0%	15.2%	-0.5
古井贡酒	14.7%	15.3%	15.9%	16.1%	16.0%	15.8%	15.6%	15.3%	14.9%	-1.1
口子窖	14.7%	15.2%	14.9%	15.1%	15.1%	15.4%	14.6%	15.4%	16.1%	1.0
今世缘	16.9%	18.1%	16.1%	14.7%	17.1%	17.4%	16.1%	14.1%	12.1%	-5.0
老白干酒	15.3%	15.3%	14.1%	14.8%	15.5%	16.0%	14.9%	15.3%	15.6%	0.1
顺鑫农业	10.7%	11.5%	7.8%	8.3%	8.1%	9.7%	10.4%	9.5%	8.5%	0.4
伊力特	13.8%	14.0%	18.8%	15.6%	14.6%	15.1%	16.7%	16.6%	16.5%	2.0
迎驾贡酒	15.0%	15.5%	13.4%	14.8%	14.9%	15.1%	15.0%	15.5%	15.9%	1.1
金徽酒	13.8%	14.1%	14.5%	14.0%	13.9%	14.0%	14.6%	13.8%	12.9%	-1.0
金种子酒	10.1%	10.5%	11.1%	11.5%	11.2%	11.5%	12.0%	11.7%	11.3%	0.2
青青稞酒	16.3%	15.8%	14.9%	18.1%	17.4%	17.8%	15.7%	16.6%	17.6%	0.2

资料来源: wind、国盛证券研究所

### 2.2.3 费用率: 高基数下销售费用率有所回归

**销售费用率:** 去年三季度疫情影响逐步消除, 进入旺季酒企倾向于加大费用投放, 抢占消费恢复后白酒的强劲需求的旺季市场。今年旺季同比去年则稍显平淡, 因此大多数酒企销售费用率同比有所下降, 只有部分处于明显招商扩张期的企业环比才加大费用投放力度, 如舍得和酒鬼酒。

**管理费用率:** 生产经营活动回归正常化后管理费用率趋于正常。

图表 11: 白酒上市公司单季度销售和管理费用率及变化情况

	销售费用率				管理费用率			
	2021Q1-3	同增 (pcts)	2021Q3	同增 (pcts)	2021Q1-3	同增 (pcts)	2021Q3	同增 (pcts)
贵州茅台	2.5%	-0.1	2.4%	-0.2	7.0%	0.5	7.3%	0.7
五粮液	10.9%	-0.6	14.2%	-0.2	4.3%	-0.1	4.8%	-0.1
泸州老窖	13.7%	-1.7	15.7%	-1.3	4.9%	0.1	5.2%	0.2
洋河股份	10.0%	-1.4	13.5%	-4.5	6.2%	-1.0	6.6%	-1.6
山西汾酒	16.1%	-2.8	14.7%	-2.0	4.4%	-2.2	5.7%	-1.6
水井坊	23.1%	-2.4	13.0%	-4.6	6.8%	-3.0	4.3%	-0.8
舍得酒业	16.9%	-4.5	21.4%	2.0	10.6%	-3.2	12.9%	0.5
酒鬼酒	24.3%	0.1	29.0%	5.1	4.1%	-2.8	4.4%	-1.7
古井贡酒	28.7%	-0.6	28.3%	-1.1	7.4%	0.4	9.0%	2.3
口子窖	13.7%	-0.9	12.3%	-0.2	4.9%	-0.9	4.2%	-0.9
今世缘	12.5%	-1.1	18.4%	-6.3	3.1%	-0.2	4.2%	0.1
老白干酒	32.3%	3.2	31.1%	3.8	8.9%	0.0	8.2%	-1.2
顺鑫农业	6.0%	-2.2	10.1%	-1.6	5.4%	1.0	8.6%	1.9
伊力特	7.2%	0.6	6.0%	-0.6	2.6%	0.5	2.8%	-0.2
迎驾贡酒	9.9%	-5.0	10.8%	-3.1	4.3%	-1.1	4.1%	-0.6
金徽酒	18.1%	3.4	22.4%	3.9	10.6%	-1.6	11.9%	-2.1
金种子酒	24.2%	-4.5	27.5%	-1.4	10.7%	-2.5	11.9%	1.6
青青稞酒	22.6%	-17.9	30.1%	-12.3	11.7%	-6.5	14.7%	-2.8

资料来源: wind、国盛证券研究所

#### 2.2.4 净利率: 板块整体净利率有所提升

受益于毛利率的提升和费用率的下行, 板块整体净利率有所提升。其中, 酒鬼酒单季度净利率下滑主要系非经常性因素影响。迎驾贡洞察系列放量, 产品结构显著改善, 盈利能力快速提升。

图表 12: 白酒上市公司净利率及变化情况

	2021Q1-3	同增 (pcts)	2021Q3	同增 (pcts)
贵州茅台	48.4%	-0.3	49.4%	1.1
五粮液	34.8%	0.6	31.8%	0.4
泸州老窖	44.5%	3.0	42.8%	2.5
洋河股份	32.9%	-5.1	24.2%	-8.3
山西汾酒	28.3%	4.5	26.0%	1.3
水井坊	29.2%	3.4	39.3%	4.4
舍得酒业	26.9%	9.3	19.3%	-0.6
酒鬼酒	27.3%	-2.1	22.7%	-13.5
古井贡酒	19.5%	0.4	19.1%	-1.0
口子窖	31.7%	-0.4	33.4%	-0.4
今世缘	31.8%	0.5	24.6%	1.6
老白干酒	9.0%	-0.3	11.2%	-0.3
顺鑫农业	3.2%	-0.3	-4.3%	-0.3
伊力特	18.2%	0.7	12.5%	-2.9
迎驾贡酒	30.2%	6.4	33.8%	10.8
金徽酒	18.1%	2.9	15.1%	3.5
金种子酒	-17.9%	-2.1	-17.8%	2.2
青青稞酒	10.2%	22.0	4.0%	19.2

资料来源: wind、国盛证券研究所

### 3.1 现金流&预收款

#### 3.1.1 销售回款: 多数公司回款优于表观增速

分价格带来看, 高端酒方面茅台表现平稳, 五粮液回款增速高于收入增速, 预计三季度加速发货所致, 次高端和地产酒企 2021Q3 单季度回款普遍同比高增, 其中不仅有当前较同期经营回归正常化的影响, 还体现出次高端行业仍处于较高景气周期。

图表 13: 白酒上市公司回款、现金净流量及变化情况 (亿元)

	回款		YOY		现金净流量		YOY	
	2021Q1-3	2021Q3	2021Q1-3	2021Q3	2021Q1-3	2021Q3	2021Q1-3	2021Q3
贵州茅台	794.3	291.6	11.3%	17.1%	367.5	150.3	46.4%	20.4%
五粮液	519.6	158.8	34.7%	59.4%	154.0	66.9	290.5%	141.1%
泸州老窖	152.5	44.0	33.3%	-14.8%	39.6	12.2	41.4%	-41.1%
洋河股份	228.1	80.3	66.4%	40.6%	54.7	33.8	-1332.7%	47.7%
山西汾酒	188.4	74.0	82.4%	152.5%	61.2	39.6	243.9%	613.4%
水井坊	39.1	20.2	64.0%	35.0%	14.4	11.7	91.3%	21.9%
舍得酒业	43.3	17.2	116.1%	95.2%	16.2	7.5	341.5%	74.3%
酒鬼酒	26.5	7.1	94.1%	43.1%	7.6	0.8	46.6%	-71.2%
古井贡酒	119.1	38.4	37.7%	66.3%	39.5	36.9	53.2%	1448.4%
口子窖	34.0	13.4	37.5%	39.6%	2.7	5.2	-285.5%	116.6%
今世缘	59.8	19.6	48.4%	12.5%	18.7	7.1	187.4%	4.9%
老白干酒	42.4	16.4	34.7%	9.3%	11.0	6.0	127.9%	-14.5%
顺鑫农业	111.7	30.3	-5.6%	-5.6%	-12.2	2.5	44.8%	-322.8%
伊力特	13.1	2.4	0.8%	-21.5%	-0.7	-0.6	155.5%	1.7%
迎驾贡酒	34.5	12.0	55.7%	23.0%	6.6	4.2	1634.4%	-13.9%
金徽酒	15.4	5.0	35.2%	32.5%	-0.8	-1.6	37.1%	105.0%
金种子酒	6.2	1.5	-9.4%	-49.3%	-3.1	-1.2	118.0%	482.6%
青青稞酒	9.6	2.9	54.2%	18.5%	1.0	0.2	-183.7%	-36.0%

资料来源: wind、国盛证券研究所

### 3.1.2 预收款 (合同负债): 高端分化, 地产酒龙头表现亮眼

从价格带来看, 高端白酒中存在分化, 茅台按月打款按月发货, 预收款表现稳定, 环比变化不大, 五粮液预收款环比下降明显, 老窖国窖前三季度基本完成全年任务, 预收款环比增长 35.3%; 次高端方面, 汾酒、水井、舍得回款任务完成较优, 经销商打款积极, 预收款环比均有不同幅度的增长, 酒鬼酒预收款环比下滑主要系三季度加速发货所致。地产酒龙头中, 继中报之后, 各家地产酒龙头的预收款继续环比改善, 如古井、洋河、今世缘、老白干、迎驾贡等酒企预收款同比和环比均实现高增, 报表充分留力。

图表 14: 白酒上市公司预收款及变化情况 (亿元)

	预收款		YoY		QoQ	
	21Q2	21Q3	21Q2	21Q3	21Q2	21Q3
贵州茅台	92.44	91.37	-2.3%	-2.9%	73.1%	-1.2%
五粮液	63.28	46.91	74.9%	7.0%	26.9%	-25.9%
泸州老窖	14.08	19.05	139.4%	54.8%	-16.8%	35.3%
洋河股份	55.17	65.10	39.7%	68.3%	-10.0%	18.0%
山西汾酒	32.59	38.21	52.0%	42.2%	11.2%	17.2%
水井坊	6.39	8.71	26.7%	22.1%	-11.7%	36.3%
舍得酒业	3.70	8.52	140.2%	194.8%	-16.3%	130.5%
酒鬼酒	8.72	5.21	307.5%	56.9%	50.2%	-40.2%
古井贡酒	22.14	27.93	204.3%	229.7%	13.9%	26.2%
口子窖	4.96	4.09	14.4%	-16.0%	33.8%	-17.5%
今世缘	6.48	8.61	84.1%	35.8%	34.4%	32.9%
老白干酒	12.86	17.48	107.7%	81.1%	-0.1%	36.0%
顺鑫农业	29.45	28.28	-17.3%	-19.1%	-20.2%	-4.0%
伊力特	1.12	0.56	372.6%	7.6%	198.6%	-50.3%
迎驾贡酒	3.99	3.87	23.6%	14.1%	-2.9%	-2.9%
金徽酒	1.94	1.72	33.1%	21.9%	-2.1%	-11.3%
金种子酒	1.36	1.16	41.8%	-11.1%	7.4%	-14.3%
青青稞酒	0.48	0.48	122.5%	19.2%	1.0%	-1.5%

资料来源: wind、国盛证券研究所

## 风险提示

疫情反复影响终端动销, 高端酒价盘大幅波动, 行业竞争加剧。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com