

食品饮料行业深度报告

2021 年报&22Q1 白酒行业总结: 行业维持高确定性, 高端酒盈利能力提升, 次高端放量高增

增持 (维持)

2022 年 05 月 06 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

投资要点

■ 2021 白酒需求旺盛, 高端酒费控加强, 次高端及区域酒企放量高增。

产品结构优化提升毛利率, 板块销售净利率 37%。白酒板块营收同比+18%, 归母净利润同比+18%, 合同负债同比+38%, 经营性现金流净额同比+56%, 创新高。板块销售毛利率同比+1pct, 期间费用率同比+1pct, 板块销售净利率 37%, 与 2020 年同期基本持平。

高端白酒费用管控能力增强, 归母净利率 43%。高端酒收入同比+14%, 合同负债同比+24%, 经营性现金流量净额同比+38%, 表现良好; 盈利能力方面, 期间费用率 12%, 相比疫情之前下降明显, 归母净利润同比+15%, 归母净利率 43%, 稳步提升。茅五泸经营稳健, 茅台系列、五粮液系列、国窖系列均实现量价齐升。

次高端放量高增, 归母净利率 28%, 区域酒企快增, 归母净利率 22%。次高端营收同比+37%, 合同负债同比+91%, 经营性现金流量净额同比+223%, 成绩亮眼。盈利能力方面, 期间费用率 23%, 逐年小幅下降, 归母净利润同比+31%, 归母净利率 28%, 恢复疫情前的正常水平, 主要大单品系列放量增长, 价增为辅, 推动全年高增。同时, 区域酒收入同比+23%, 合同负债同比+51%, 经营性现金流量净额同比+67%。盈利能力方面, 期间费用率 26%, 逐步下降, 归母净利润同比+24%, 归母净利率 22%, 较为稳定。

■ 2022Q1 开门红, 开门红, 盈利能力持续提升。

春节旺季动销良好, 盈利能力持续提升, 销售净利率 41%。22Q1 板块营收同比+19%, 归母净利润同比+26%, 21Q4+22Q4 营收同比+17%, 归母净利润同比+21%, 产品结构较好推动毛利率持续抬升+费控能力增强+收入规模效应带动销售净利率同比+2pct 至 41%。

高端酒 Q1 稳健经营, 归母净利率 46%。2022Q1 高端白酒营收同比+17%, 归母净利润同比+22%; 贵州茅台营销改革持续推进, Q1 业绩超预期; 老窖特曲恢复高增、国窖增速同比 20%+, 推动业绩超预期; 五粮液稳健经营。

次高端 Q1 放量继续高增, 归母净利率 35%。2022Q1 次高端营收同比+36%, 归母净利润同比+44%; 山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、洋河股份的产品结构普遍较好, 经销商量增质提, 继续放量高增。

区域酒受益于走亲访友场景逐步恢复, 归母净利率 27%。区域酒板块营收同比+25%, 归母净利润同比+38%, 酒企的收入增速普遍在 25-30%, 迎驾贡酒和金徽酒收入增速在 30-40%。

■ 投资建议: 2021 年需求旺盛, 酒企全年表现优; 2022Q1 板块继续表现优秀, 奠定全年的经营基础, 白酒的确定性优势凸显。当前处于白酒淡季, 我们认为疫情影响相对较小, 部分场景仍有望在下半年进行回补, 对于全年的经营节奏影响较小。展望 Q2 及 2H22, 我们认为板块思路仍坚持“优先关注高端白酒+下半年积极拥抱有弹性次高端”, 全年重点推荐贵州茅台, 推荐山西汾酒、泸州老窖、五粮液、舍得酒业。

■ 风险提示: 经济环境疲软、疫情后场景恢复不及预期、食品安全问题

行业走势



相关研究

《食品饮料重点板块业绩前瞻》

2022-04-17

《疫情影响下, 高端白酒影响较小, 乳制品需求刚性》

2022-04-10

《原奶价格的复盘与影响》

2022-03-27

内容目录

1. 2021年：需求叠加，全年白酒需求旺盛，次高端酒企表现亮眼	5
1.1. 行业表现：2021年圆满收官，行业景气度高	5
1.2. 价格带表现：高端盈利能力强，收入增速表现为次高端>区域酒>高端	7
1.3. 个股表现：茅五泸大单品量价齐升，次高端及地产酒企放量高增	11
2. 2022Q1：开门红，开门稳，酒企综合表现略超预期	13
2.1. 行业表现：Q1开门红顺利完成，板块盈利能力提升	13
2.2. 价格带表现：高端稳健增长，收入增速为次高端>区域酒>高端	16
2.3. 个股表现：Q1销售产品结构普遍较好，部分酒企业绩超预期	20
3. 总结与投资建议	23
4. 风险提示	23

图表目录

图 1:	2016-2021 年行业营收及同比	5
图 2:	2016-2021 年行业归母净利润及同比	5
图 3:	2016-2021 年行业合同负债及同比	5
图 4:	2016-2021 年行业应收账款、票据及同比	5
图 5:	2016-2021 年行业存货周转天数及周转率	6
图 6:	2016-2021 年行业应收账款周转天数及周转率	6
图 7:	2016-2021 年行业经营活动现金流净额及同比	6
图 8:	2016-2021 年行业销售收到现金及同比	6
图 9:	2016-2021 年行业期间费用率	6
图 10:	2016-2021 年行业税金率	6
图 11:	2016-2021 年行业销售毛利率及销售净利率	7
图 12:	2016-2021 年高端酒营业收入及同比	7
图 13:	2016-2021 年高端酒合同负债及同比	7
图 14:	2016-2021 年高端酒销售收到现金及同比	8
图 15:	2016-2021 年高端酒经营性现金净额及同比	8
图 16:	2016-2021 年高端酒税金率及期间费用率	8
图 17:	2016-2021 年高端酒归母净利润及归母净利率	8
图 18:	2016-2021 年次高端酒营业收入及同比	9
图 19:	2016-2021 年次高端酒合同负债及同比	9
图 20:	2016-2021 年次高端酒销售收到现金及同比	9
图 21:	2016-2021 年次高端酒经营性现金净额及同比	9
图 22:	2016-2021 年次高端酒税金率及期间费用率	9
图 23:	2016-2021 年次高端酒归母净利润及归母净利率	9
图 24:	2016-2021 年区域酒营业收入及同比	10
图 25:	2016-2021 年区域酒合同负债及同比	10
图 26:	2016-2021 年区域酒销售收到现金及同比	10
图 27:	2016-2021 年区域酒经营性现金净额及同比	10
图 28:	2016-2021 年区域酒税金率及期间费用率	11
图 29:	2016-2021 年区域酒归母净利润及归母净利率	11
图 30:	16Q1-22Q1 行业营收及同比	13
图 31:	16Q1-22Q1 行业归母净利润及同比	13
图 32:	16-22 年 Q1+Q4 行业营收及同比	13
图 33:	16-22 年 Q1+Q4 行业归母净利润及同比	13
图 34:	16Q1-22Q1 行业合同负债及同比	14
图 35:	16Q1-22Q1 行业应收账款、票据及同比	14
图 36:	16Q1-22Q1 行业经营活动现金流净额及同比	14
图 37:	16Q1-22Q1 行业销售收现及同比	14
图 38:	16-22 年 Q1+Q4 行业经营活动现金流净额及同比	14
图 39:	2016Q1-2022Q1 行业期间费用率	15
图 40:	2016Q1-2022Q1 行业税金率	15
图 41:	2016Q1-2022Q1 行业销售毛利率及销售净利率	15
图 42:	2022Q1 高端酒营收及同比	16

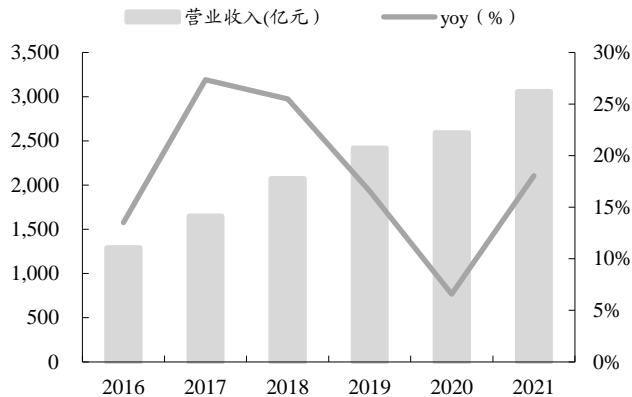
图 43:	2021Q4+2022Q1 高端酒营收及同比	16
图 44:	2022Q1 高端酒归母净利润及同比	16
图 45:	2021Q4+2022Q1 高端酒归母净利润及同比	16
图 46:	2022Q1 高端酒归母净利率	17
图 47:	2021Q4+2022Q1 高端酒归母净利率	17
图 48:	2022Q1 次高端营收及同比	17
图 49:	2021Q4+2022Q1 次高端营收及同比	17
图 50:	2022Q1 次高端归母净利润及同比	18
图 51:	2021Q4+2022Q1 次高端归母净利润及同比	18
图 52:	2022Q1 次高端归母净利率	18
图 53:	2021Q4+2022Q1 次高端归母净利率	18
图 54:	2022Q1 区域酒营收及同比	19
图 55:	2021Q4+2022Q1 区域酒营收及同比	19
图 56:	2022Q1 区域酒归母净利润及同比	19
图 57:	2021Q4+2022Q1 区域酒归母净利润及同比	19
图 58:	2022Q1 区域酒归母净利率	19
图 59:	2021Q4+2022Q1 区域酒归母净利率	19
表 1:	主要上市白酒企业 2021 年业绩增速表现及主要产品系列表现	12
表 2:	主要上市酒企收入业绩及增速表现 (单位: 亿元, %)	20
表 3:	主要上市酒企的合同负债表现 (单位: 亿元)	21
表 4:	主要上市酒企销售收入及销售商品收到现金收入增长率对比 (%)	22
表 5:	主要上市酒企的一季度销售费用率及管理费用率对比 (%)	22

1. 2021年：需求叠加，全年白酒需求旺盛，次高端酒企表现亮眼

1.1. 行业表现：2021年圆满收官，行业景气度高

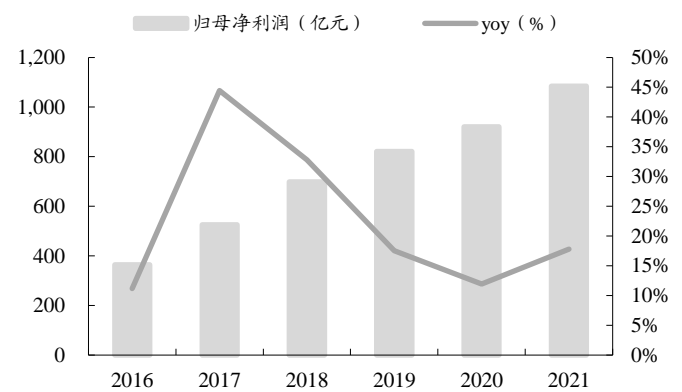
收入利润稳定增长，增速回到2019年水平。2021年白酒上市公司合计营业收入为3055亿元，同比增长18%；归母净利润1084亿元，同比增长18%，增速回到2019年的水平。上市酒企放量增长，消费升级推动价格持续走高，板块收入利润双位数增长。

图1：2016-2021年行业营收及同比



数据来源：Wind、东吴证券研究所

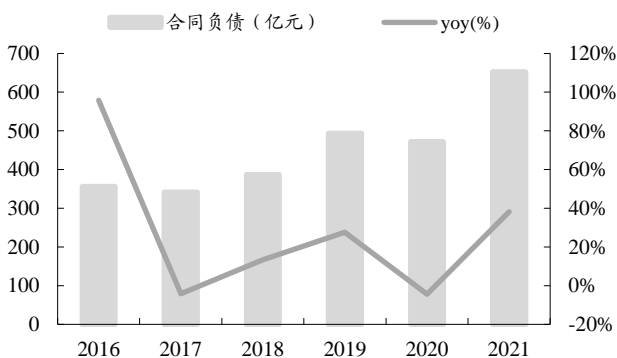
图2：2016-2021年行业归母净利润及同比



数据来源：Wind、东吴证券研究所

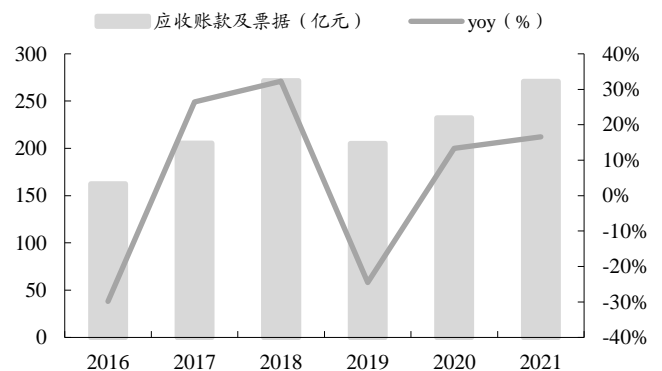
合同账款增速转负为正，应收账款及票据增速放缓。2021年白酒上市公司合同负债总额为652亿元，同比增长38%（2020年同期为-4.42%），恢复正增长，并且高于同期收入增速利润增速，下游消费需求较为旺盛；2021年白酒板块应收账款及票据为271亿元，同比增长17%，对比2020年同期增速略有放缓。

图3：2016-2021年行业合同负债及同比



数据来源：Wind、东吴证券研究所

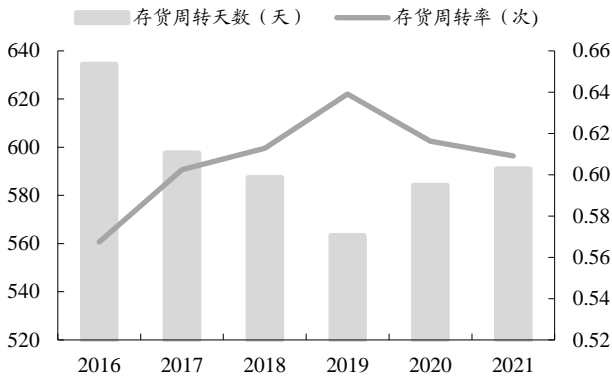
图4：2016-2021年行业应收账款、票据及同比



数据来源：Wind、东吴证券研究所

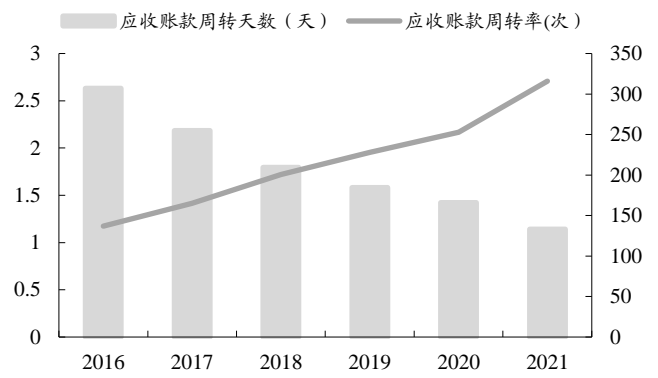
存货周转率保持稳定，应收账款周转率持续提升。2016-2021年白酒行业存货周转率整体稳定，2021年存货周转率为0.61次；2021年应收账款周转天数1.14天，应收账款周转率316次，营运能力持续提高。

图5: 2016-2021年行业存货周转天数及周转率



数据来源: Wind、东吴证券研究所

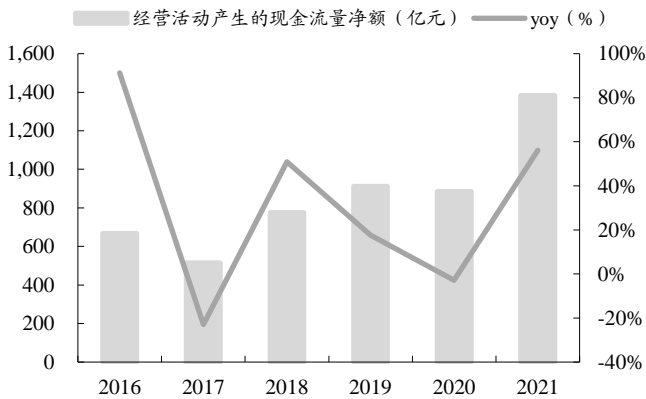
图6: 2016-2021年行业应收账款周转天数及周转率



数据来源: Wind、东吴证券研究所

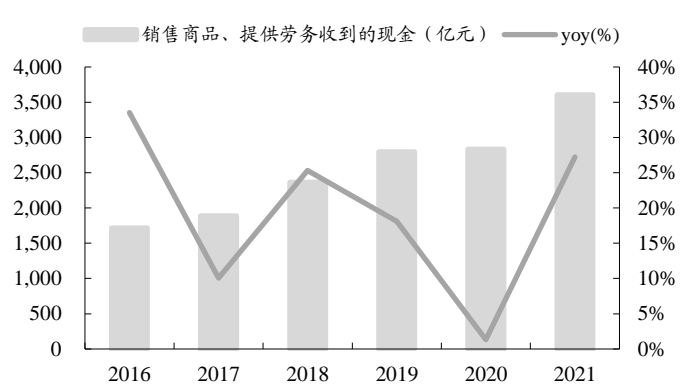
经营性现金流净额新高, 销售收现同比大幅提升。2021年白酒板块经营性现金流净额为1382亿元, 同比增长56%; 2021年白酒板块销售收现3603亿元, 同比增长27%。

图7: 2016-2021年行业经营活动现金流净额及同比



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图8: 2016-2021年行业销售收到现金及同比

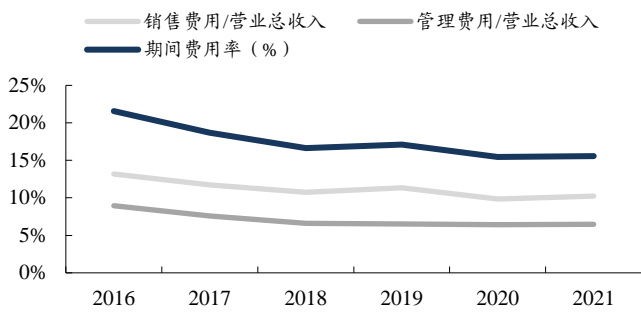


数据来源: Wind、东吴证券研究所

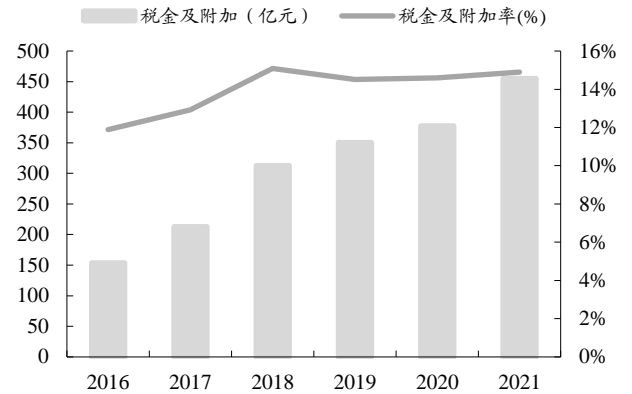
销售毛利率稳定提升, 销售净利率保持稳定。受益于产品结构持续优化及消费升级驱动提价, 2021年白酒板块毛利率同比+1pct至79%; 全年白酒板块税金及附加率15%左右, 保持稳定, 期间费用为480亿元, 期间费用率同比提高1pct至16%, 2021年白酒板块整体销售净利率为37%, 与2020年同期基本持平。

图9: 2016-2021年行业期间费用率

图10: 2016-2021年行业税金率

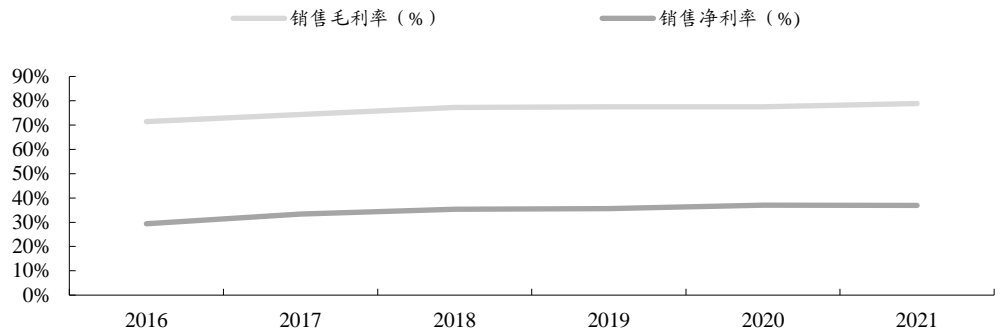


数据来源: Wind、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图11: 2016-2021年行业销售毛利率及销售净利率



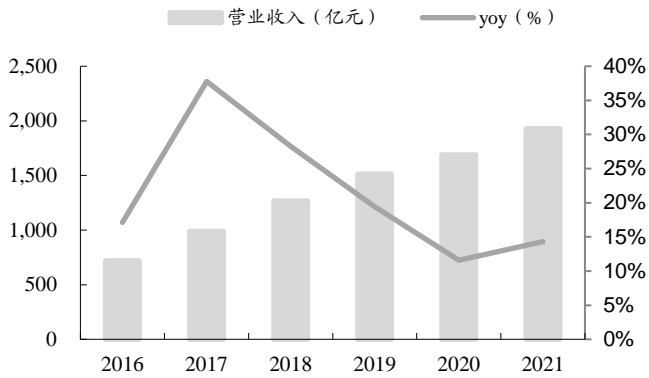
数据来源: Wind、东吴证券研究所

1.2. 价格带表现: 高端盈利能力强, 收入增速表现为次高端>区域酒>高端

高端白酒板块经营稳健, 费用管控能力增强, 归母净利率稳步提升。2021年高端白酒板块上市酒企合计收入1930亿元, 同比+14%, 截至2021年底, 合同负债293亿元, 同比+24%; 销售收现2228亿元, 同比+19%, 与收入+合同负债的数值基本符合, 经营性现金流量净额985亿元, 同比+38%, 表现良好; 盈利能力方面, 税金及附加率14%, 保持稳定, 期间费用224亿元, 同比+14%, 期间费用率12%, 比疫情之前期间费用率充分下降明显, 体现高端酒企费用管控能力的提升, 归母净利润838亿元, 同比+15%, 归母净利率43%, 保持稳步提升态势。

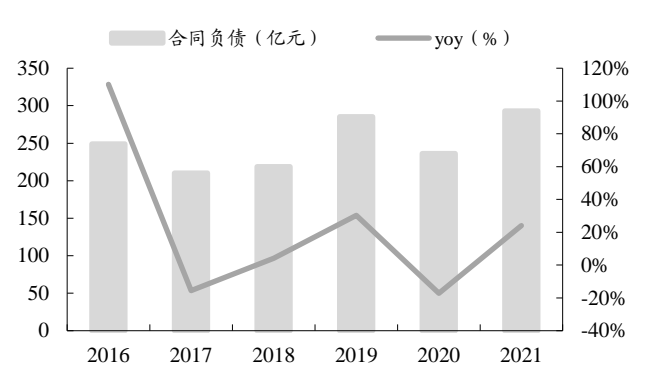
图12: 2016-2021年高端酒营业收入及同比

图13: 2016-2021年高端酒合同负债及同比



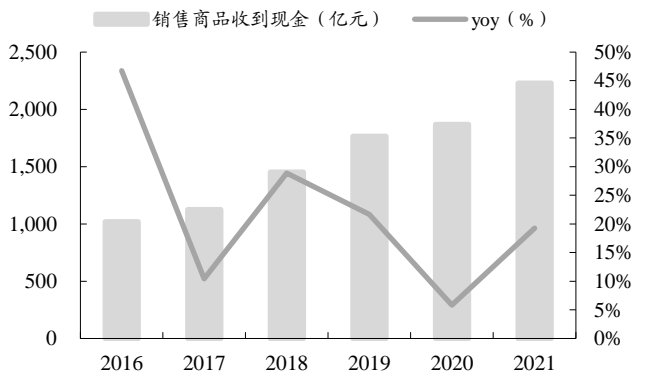
数据来源: wind、东吴证券研究所

图14: 2016-2021年高端酒销售收到现金及同比



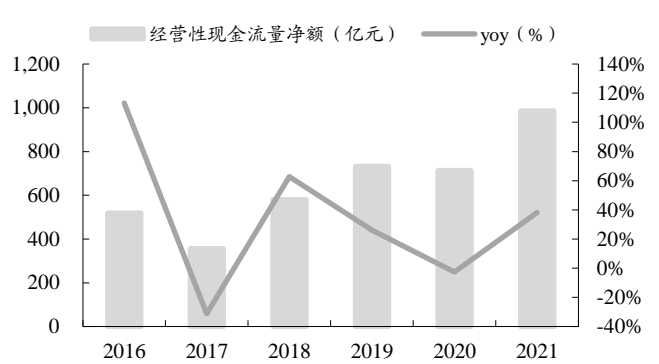
数据来源: wind、东吴证券研究所

图15: 2016-2021年高端酒经营性现金净额及同比



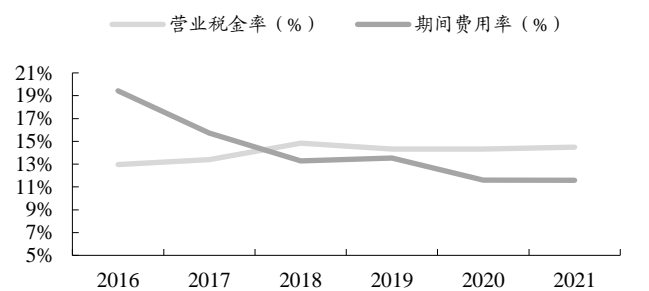
数据来源: wind、东吴证券研究所

图16: 2016-2021年高端酒税金率及期间费用率

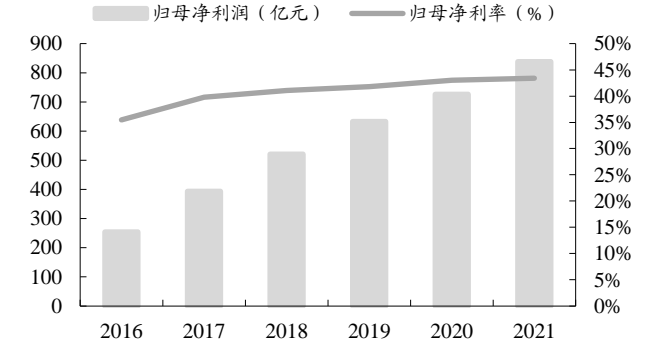


数据来源: wind、东吴证券研究所

图17: 2016-2021年高端酒归母净利润及归母净利率



数据来源: wind、东吴证券研究所

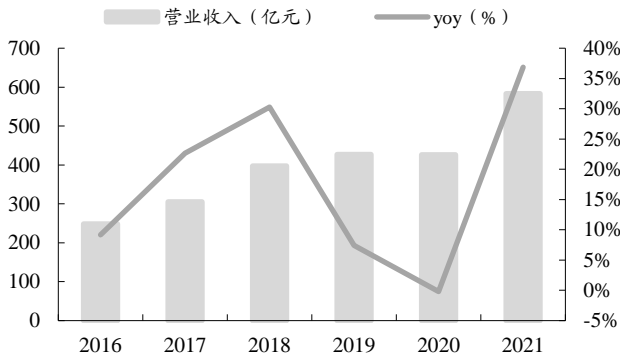


数据来源: wind、东吴证券研究所

全国化酒企保持高速增长, 合同负债和现金流表现亮眼, 渠道信心充足。2021年全

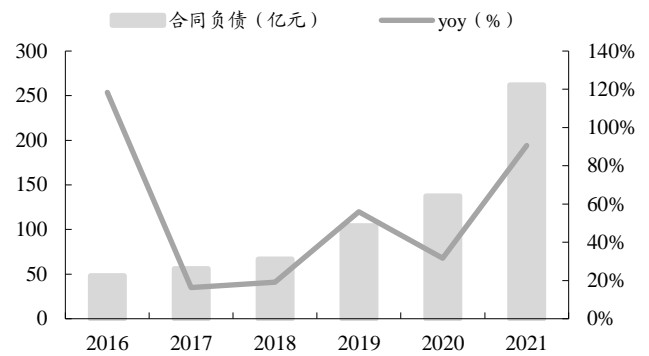
国化次高端上市酒企合计收入 583 亿元，同增 37%，保持高增速，截至到 2021 年底，合同负债 262 亿元，同比+91%；销售收现 773 亿元，同比+75%，经营性现金流量净额 284 亿元，同比+223%，回款增速保持亮眼，侧面体现经销商的信心。盈利能力方面，税金及附加率 17%，保持稳定，期间费用 132 亿元，同比+31%，期间费用率 23%，呈现逐年小幅下降的趋势，说明次高端酒企的管控费用能力逐步增强，归母净利润 162 亿元，同比+31%，归母净利率 28%，恢复疫情前的正常水平。

图18: 2016-2021 年次高端酒营业收入及同比



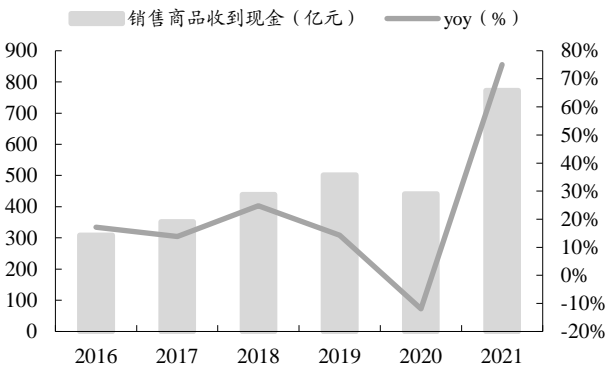
数据来源: wind、东吴证券研究所

图19: 2016-2021 年次高端酒合同负债及同比



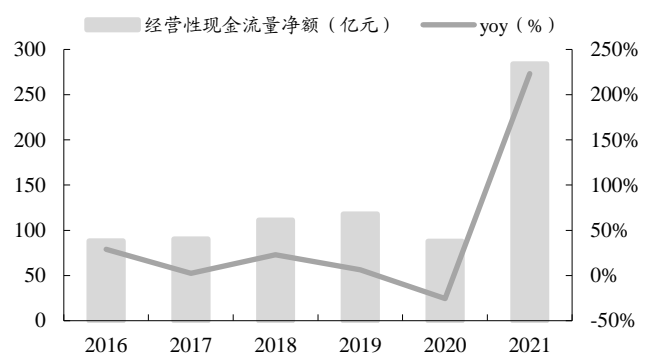
数据来源: wind、东吴证券研究所

图20: 2016-2021 年次高端酒销售收到现金及同比



数据来源: wind、东吴证券研究所

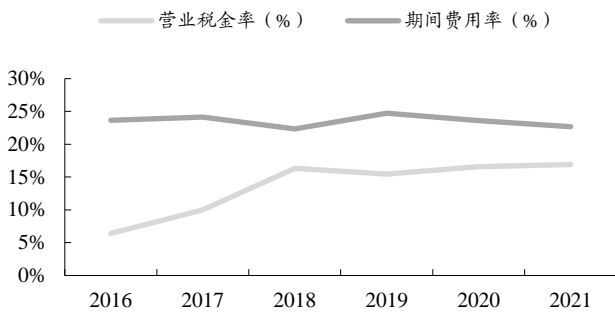
图21: 2016-2021 年次高端酒经营性现金净额及同比



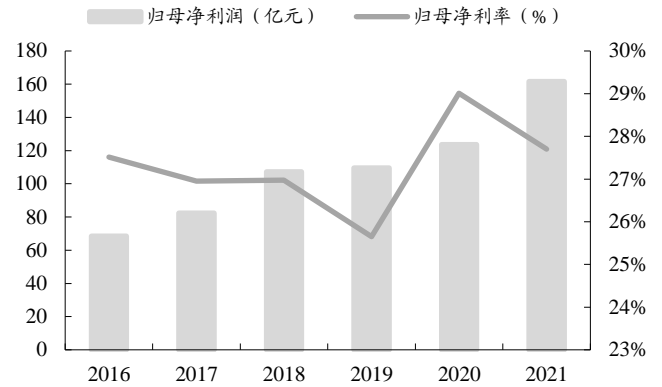
数据来源: wind、东吴证券研究所

图22: 2016-2021 年次高端酒税金率及期间费用率

图23: 2016-2021 年次高端酒归母净利润及归母净利率



数据来源: wind、东吴证券研究所

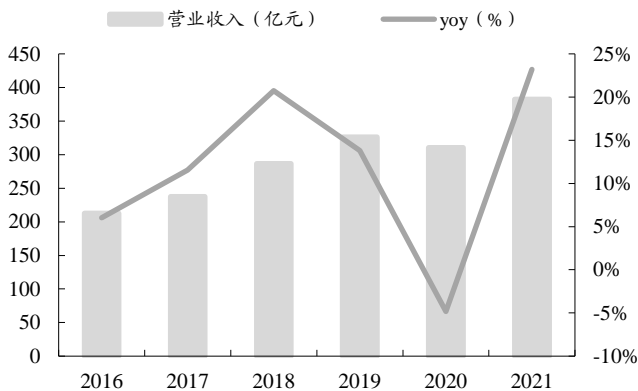


数据来源: wind、东吴证券研究所

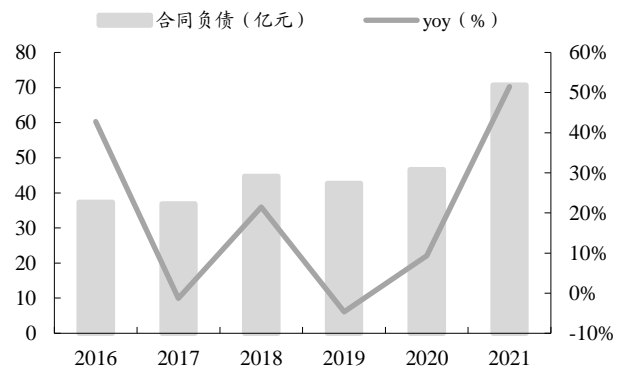
区域酒企保持快速增长, 合同负债和现金流表现较好, 需求良好。2021 年区域地产酒上市酒企合计收入 382 亿元, 同增 23%, 截至 2021 年底, 合同负债 71 亿元, 同比+51%, 销售收现 451 亿元, 同比+34%, 经营性现金流量净额 116 亿元, 同比+67%, 增速仅次于全国化次高端酒企。盈利能力方面, 税金及附加率 16%, 保持稳定, 期间费用 101 亿元, 同比+22%, 期间费用率 26%, 呈现逐步下降的趋势, 管控费用能力逐步提升, 归母净利润 83 亿元, 同增 24%, 归母净利率 22%, 近几年保持较为稳定。

图24: 2016-2021 年区域酒营业收入及同比

图25: 2016-2021 年区域酒合同负债及同比



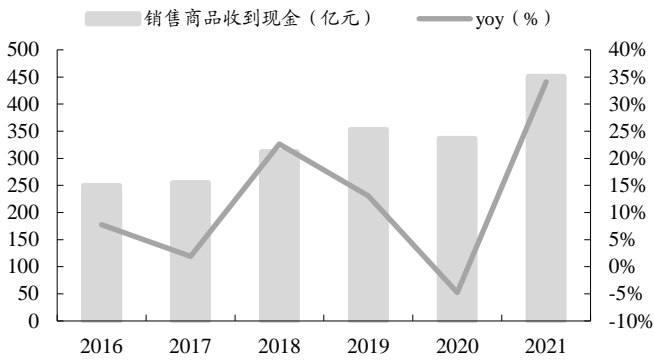
数据来源: wind、东吴证券研究所



数据来源: wind、东吴证券研究所

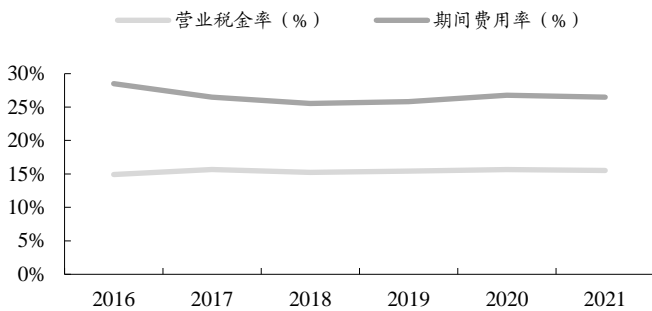
图26: 2016-2021 年区域酒销售收到现金及同比

图27: 2016-2021 年区域酒经营性现金净额及同比



数据来源: wind、东吴证券研究所

图28: 2016-2021年区域酒税金率及期间费用率

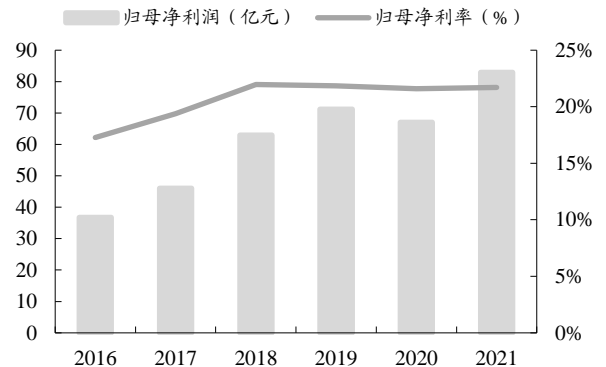


数据来源: wind、东吴证券研究所



数据来源: wind、东吴证券研究所

图29: 2016-2021年区域酒归母净利润及归母净利润率



数据来源: wind、东吴证券研究所

1.3. 个股表现: 茅五泸大单品量价齐升, 次高端及地产酒企放量高增

高端酒稳健经营, 主要大单品量价齐升。贵州茅台 2021 年总营收 1090 亿元, 同比+12%, 归母净利润 524 亿元, 同比+12%, 保持稳健增长; 茅台酒量增 6%, 价增 4%, 量价稳定增长, 系列酒量增 2%, 价增 24%, 受提价推动吨价实现较大的提升; 直营渠道 240 亿元, 同比+82%, 占营收比重的 23%, 同比提升 9pct, 表现亮眼。2021 年的销量受制于基酒产能释放有所瓶颈, 但全年非标提价完毕, 直销占比稳步提升, 且丁总上任以后稳步推进营销改革, 茅台电商平台、非标新品、系列酒新品等陆续问世, 为未来业绩贡献提供多样的弹性点, 市场信心充足。**五粮液** 2021 年营收 662 亿元, 同比+16%, 归母净利润 234 亿元, 同比+17%, 保持双位数稳健发展。五粮液产品量增 4%, 价增 8%, 实现价稳量升, 全年普五动销创新高, 经典五粮液工作逐步推进; 系列酒量+15%, 价增 31%, 系列酒梳理进一步显成效。**泸州老窖** 2021 年营收 206 亿元, 同比+24%, 归母净利润 80 亿元, 同比+32%, 其中我们预计国窖保持 25-30% 的快速增长、特曲经过上半年

提价控货整理后下半年提速，全年产品结构仍然向中高端持续优化，中高端产品占总收入的 90%，同比提升 5pct。

次高端酒企放量高增，吨价稳步提升。山西汾酒 2021 年营收 204 亿元，同比+43%，归母净利润 54 亿元，同比+73%，继续保持高速增长；汾酒系列量增 28%，价增 10%，预计青花同比增速接近 70%，推动吨价有较好的提升，老白汾实现恢复性的高增，产品体系进一步梳理完善；省内/省外分别营收同比+31%/53%，省外收入占比提升至 63%，尤其南方市场销售平均增幅达 60%以上，产品结构优化+全国化布局思路清晰。**酒鬼酒**营收 34 亿元，同比+87%，归母净利润 9 亿元，同比+82%；内参量增 77%，价增 2%，持续高增，酒鬼系列量增 74%，价增 9%，恢复高增；经销商数量较 20 年净增加 493 家至 1256 家，产品系列高增+经销商量增质提推动全年表现亮眼。**舍得酒业**营收 50 亿元，同比+84%，归母净利润 13 亿元，同比+114%，以舍得系列为主的中高档酒全年量增 65%、吨价增 10%，低档酒量增 98%，价增 62%，沱牌复兴初显成效；经销商数量净增加 491 家，复星入住后，公司战略进一步明确，内外信心充足，实现恢复性高增。**水井坊**营业收入 46 亿元，同比+54%，归母净利润 12 亿元，同比+64%，其中高档酒量增 41%，价增 10%，8 大核心市场同比增长 61%，持续高端化战略+深耕核心市场，促进全年的加速增长。**洋河股份** 254 亿元，同比+20%，归母净利润 75 亿元，同比+0.3%，白酒业务量增+18%，价增 3%，经销商量增质提，全年实际销售亮眼。此外，还有区域地产酒，**古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘**在量的推动下保持快速增长。

表1: 主要上市白酒企业 2021 年业绩增速表现及主要产品系列表现

	同比增速		主要产品系列表现		
	营业收入	归母净利润	量 yoy	价 yoy	备注
贵州茅台	12%	12%	6%	4%	茅台系列
五粮液	16%	17%	4%	8%	五粮液系列
泸州老窖	24%	32%	25%	3%	中高档系列
山西汾酒	43%	73%	28%	10%	汾酒系列
舍得酒业	84%	114%	65%	10%	中高档酒
酒鬼酒	87%	82%	74%	9%	酒鬼系列
水井坊	54%	64%	41%	10%	高档酒
洋河股份	20%	0.3%	18%	3%	白酒业务
今世缘	25%	29%	22%	11%	特 A+
古井贡酒	29%	24%	25%	-0.1%	年份原浆
口子窖	25%	35%	18%	6%	高档系列
迎驾贡酒	33%	45%	46%	-0.1%	中高档系列
金种子酒	17%	-340%	-17%	6%	中高档系列
金徽酒	3%	-2%	24%	2%	高档系列
伊力特	8%	-9%	-18%	22%	高档系列
老白干酒	12%	25%	-10%	17%	衡水老白干系列
顺鑫农业	-4%	-76%	-5%	5%	白酒业务

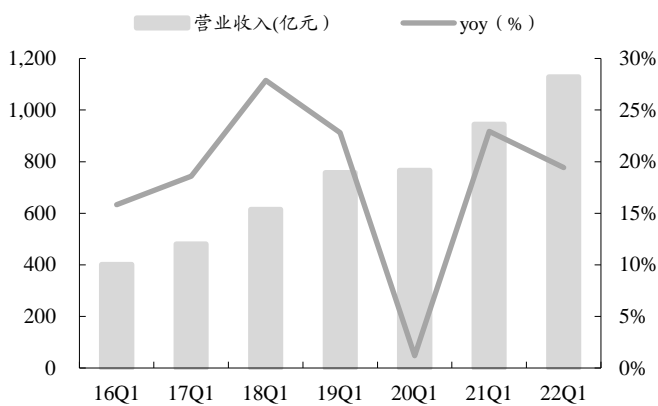
数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所（注：贵州茅台为营业总收入）

2. 2022Q1：开门红，开门稳，酒企综合表现略超预期

2.1. 行业表现：Q1 开门红顺利完成，板块盈利能力提升

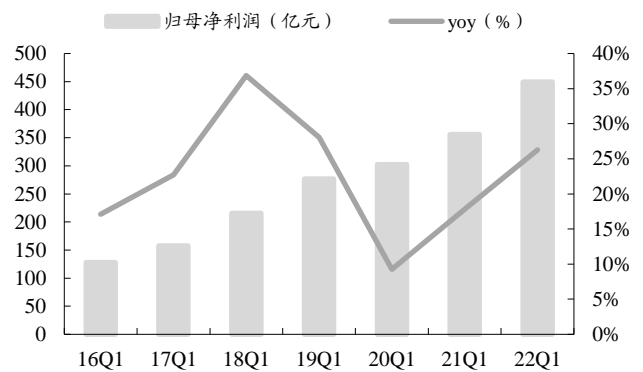
收入利润双位数增长，利润增速超营收增速。2022Q1 白酒行业合计营业收入为 1128 亿元，同比+19%；归母净利润 449 亿元，同比+26%，利润增速远高于营收增速。21Q4+22Q1 白酒行业合计营业收入 1899 亿元，同比+17%，归母净利润 708 亿元，同比+21%。整体业绩表现良好，奠定全年的销售基调。

图30：16Q1-22Q1 行业营收及同比



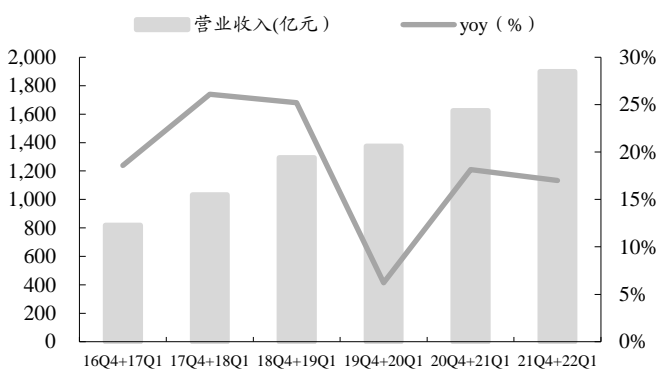
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图31：16Q1-22Q1 行业归母净利润及同比



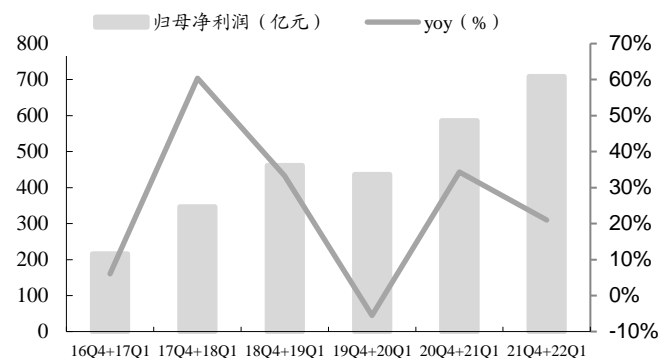
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图32：16-22 年 Q1+Q4 行业营收及同比



数据来源：Wind、东吴证券研究所

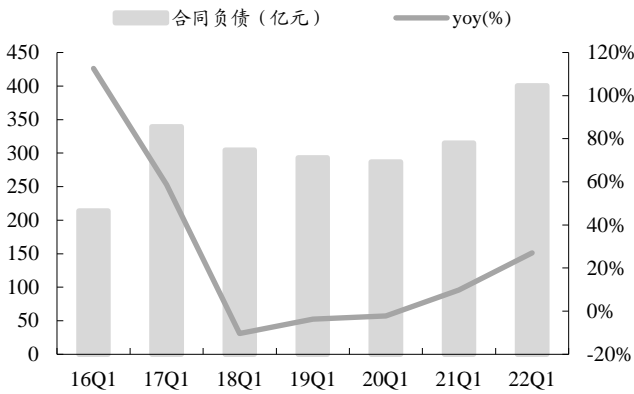
图33：16-22 年 Q1+Q4 行业归母净利润及同比



数据来源：Wind、东吴证券研究所

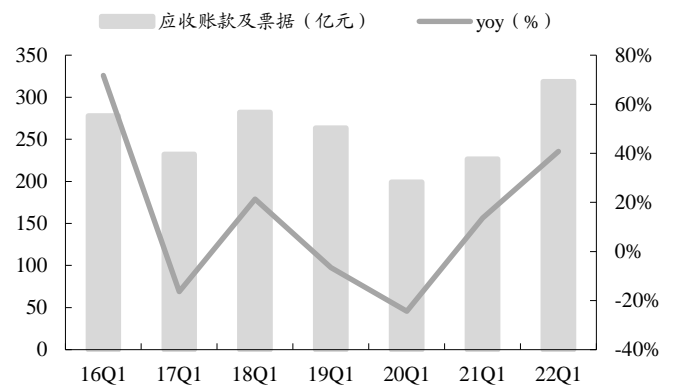
合同负债侧面反映信心，应收账款及票据有所提升。2022Q1 白酒上市公司合同负债 400 亿元，同比增长 27%，保持较高增长幅度；应收账款及票据为 319 亿元，同比增长 41%，主要系部分酒企为缓解下游经销商资金压力，应收票据有所增加。

图34: 16Q1-22Q1 行业合同负债及同比



数据来源: Wind、东吴证券研究所

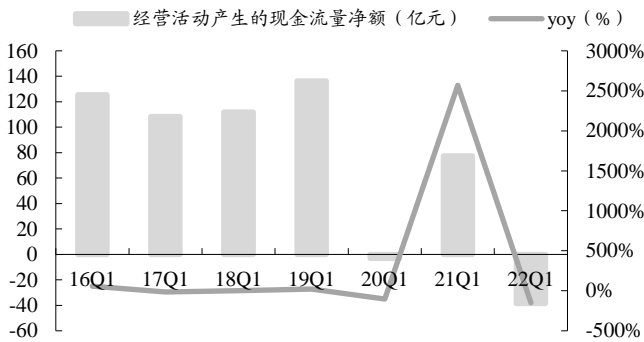
图35: 16Q1-22Q1 行业应收账款、票据及同比



数据来源: Wind、东吴证券研究所

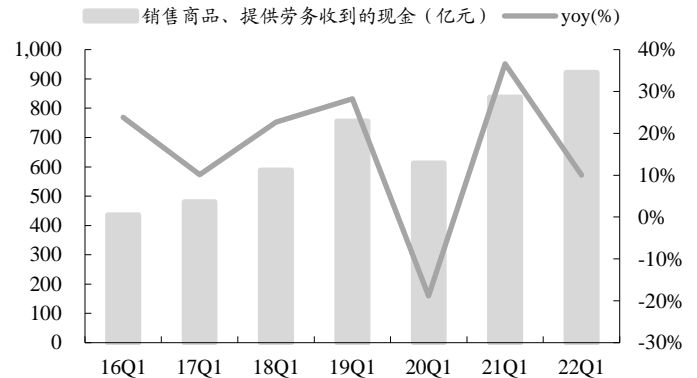
经营性现金流净额下降，销售收现持续提升。2022Q1 白酒板块经营性现金流净额为-39 亿元，比如贵州茅台财务公司吸收集团公司其他成员单位资金减少，经营性现金净额-69 亿元；21Q4+22Q1 合计经营现金流净额为 566 亿元，同比减少 4%；2022Q1 白酒板块销售收现 922 亿元，同比增长 10%。

图36: 16Q1-22Q1 行业经营活动现金流净额及同比



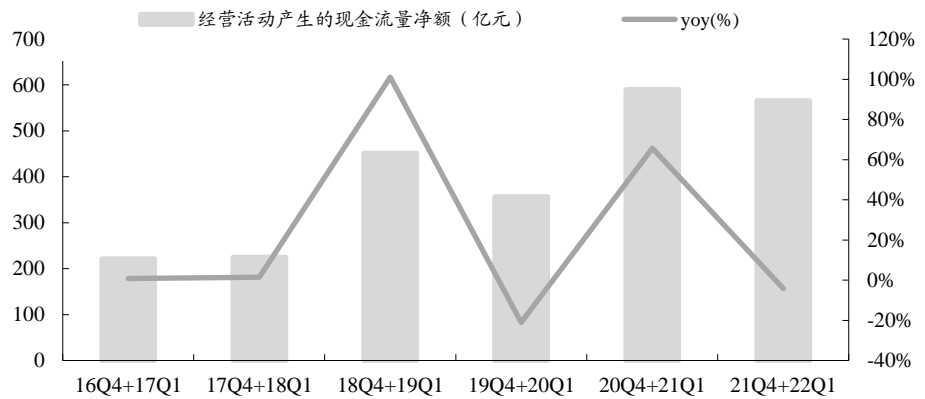
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图37: 16Q1-22Q1 行业销售收现及同比



数据来源: Wind、东吴证券研究所

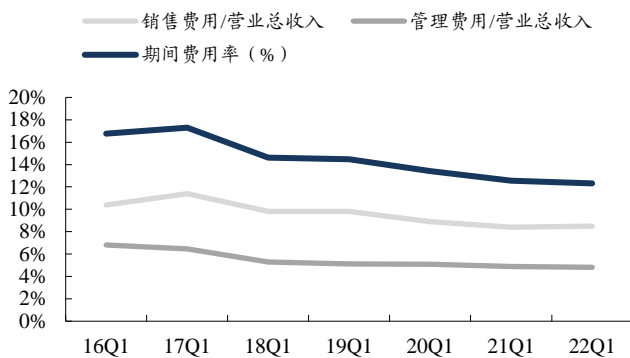
图38: 16-22 年 Q1+Q4 行业经营活动现金流净额及同比



数据来源: Wind、东吴证券研究所

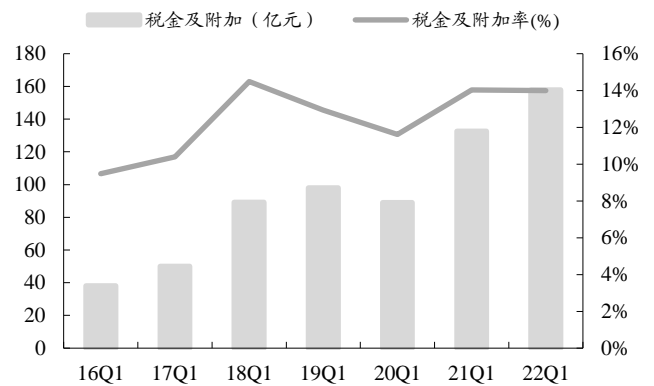
毛利率持续抬升+费控能力增强, 净利润率稳步上行。2022Q1 白酒行业销售毛利率同比+2pct 至 80%, 期间费用率同比-1pct 至 12%, 税金率稳定在 14%左右, 毛利率上行叠加费用率下降, 带动销售净利率同比+2pct 至 41%, 盈利能力继续提升。

图39: 2016Q1-2022Q1 行业期间费用率



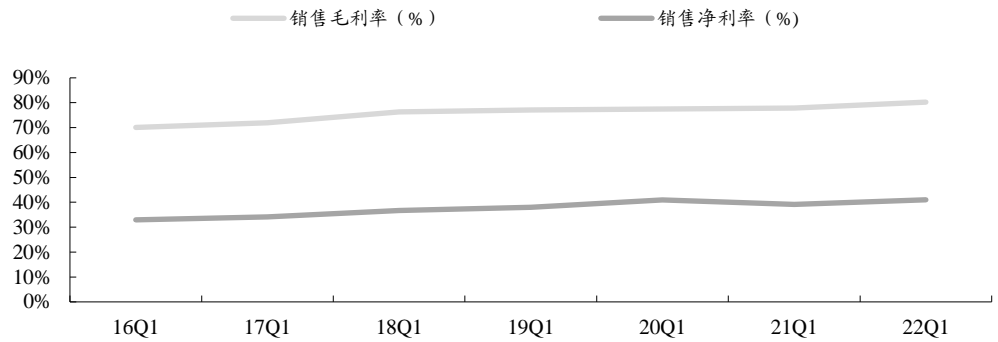
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图40: 2016Q1-2022Q1 行业税金率



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图41: 2016Q1-2022Q1 行业销售毛利率及销售净利率

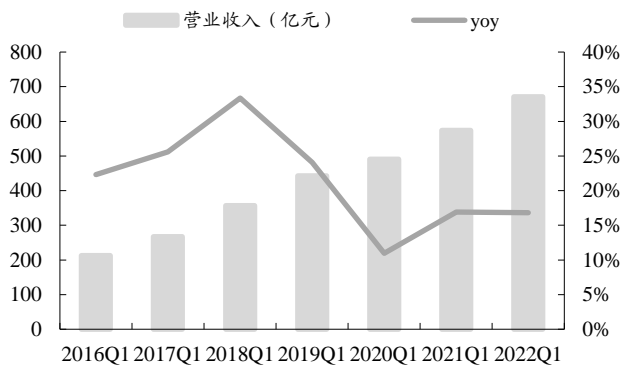


数据来源: Wind、东吴证券研究所

2.2. 价格带表现: 高端稳健增长, 收入增速为次高端>区域酒>高端

高端酒 Q1 收入保持稳定增长, 盈利能力持续提升。2022Q1 高端白酒板块上市公司营收 670 亿元, 同比+17%, 归母净利润 309 亿元, 同比+22%, 保持稳健, 板块归母净利率 46%, 同比疫情前大幅提升; 2021Q4+2022Q1 营收 1225 亿元, 同比+16%, 归母净利润 539 亿元, 同比+20%, 保持持续提升的态势。

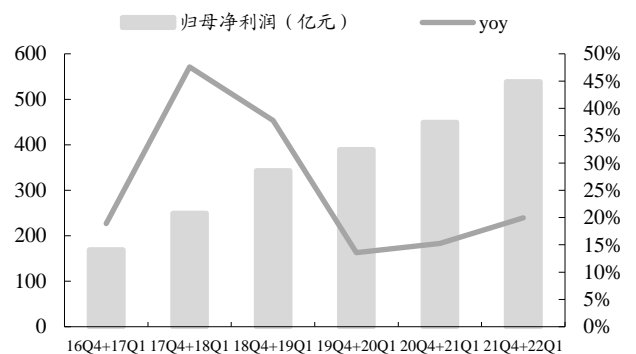
图42: 2022Q1 高端酒营收及同比



数据来源: wind、东吴证券研究所

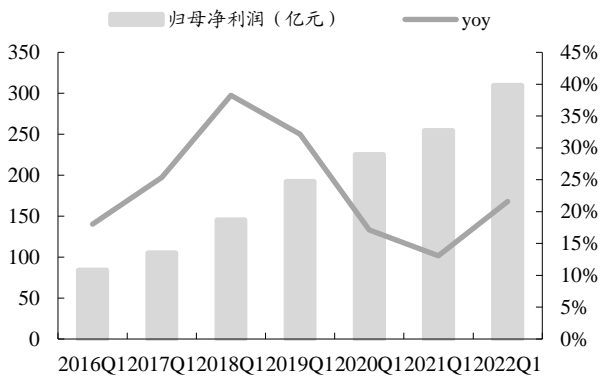
图44: 2022Q1 高端酒归母净利润及同比

图43: 2021Q4+2022Q1 高端酒营收及同比



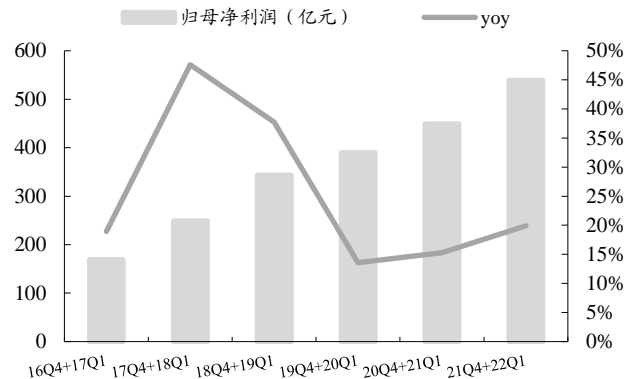
数据来源: wind、东吴证券研究所

图45: 2021Q4+2022Q1 高端酒归母净利润及同比



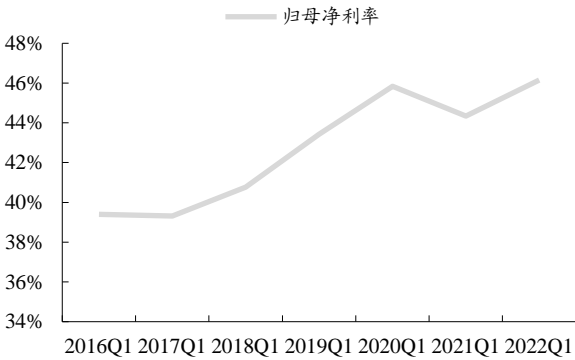
数据来源: wind、东吴证券研究所

图46: 2022Q1 高端酒归母净利润



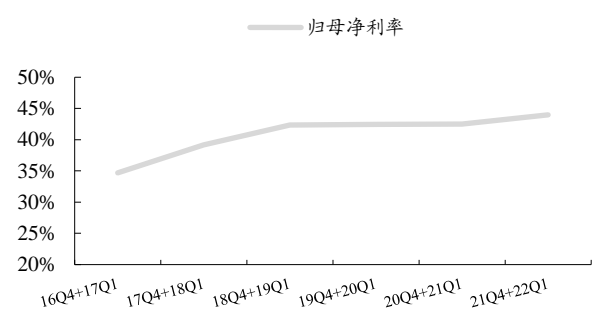
数据来源: wind、东吴证券研究所

图47: 2021Q4+2022Q1 高端酒归母净利润



数据来源: wind、东吴证券研究所

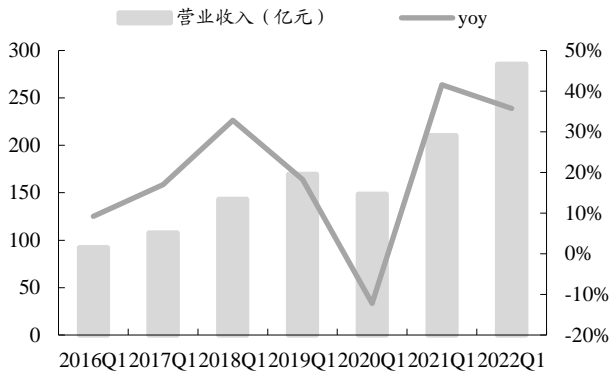
图48: 2022Q1 次高端营收及同比



数据来源: wind、东吴证券研究所

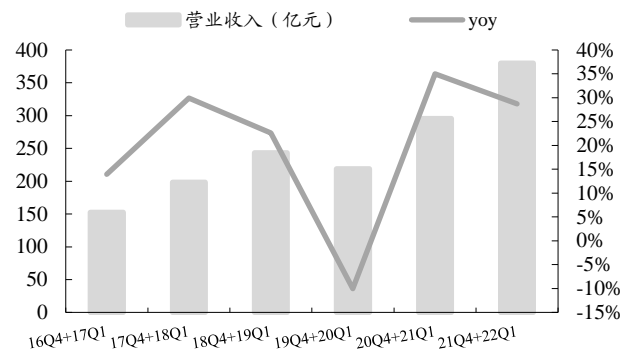
图49: 2021Q4+2022Q1 次高端营收及同比

次高端 Q1 收入保持高增，归母净利率相对稳定。2022Q1 全国化次高端上市公司营收 285 亿元，同比+36%，归母净利润 101 亿元，同比+44%，保持高速增长，板块归母净利率 35%，同比疫情前提升 4pct；2021Q4+22Q1 营收 380 亿元，同比+29%，归母净利润 115 亿元，同比+33%，跟疫情前保持相对稳定。



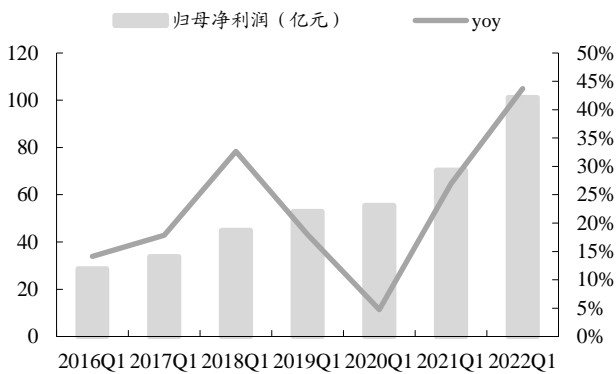
数据来源: wind、东吴证券研究所

图50: 2022Q1次高端归母净利润及同比



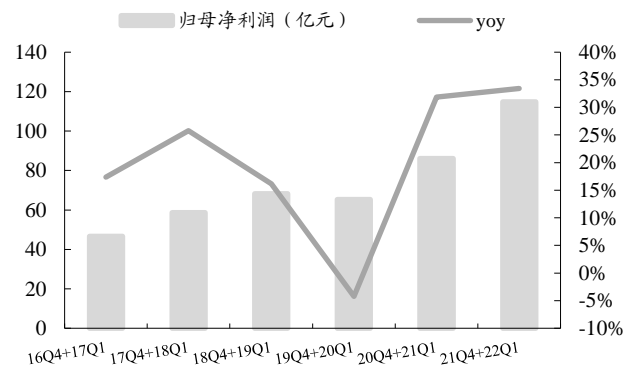
数据来源: wind、东吴证券研究所

图51: 2021Q4+2022Q1次高端归母净利润及同比



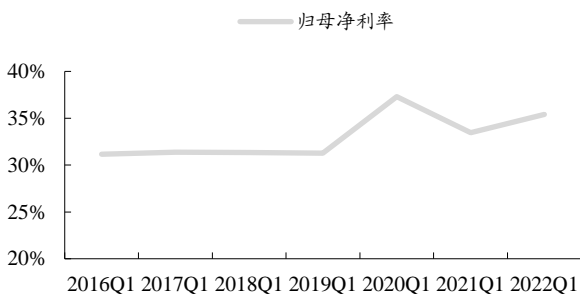
数据来源: wind、东吴证券研究所

图52: 2022Q1次高端归母净利润率

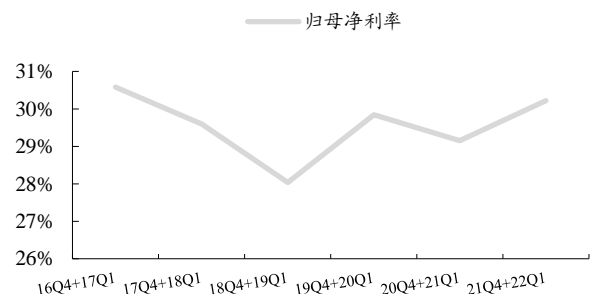


数据来源: wind、东吴证券研究所

图53: 2021Q4+2022Q1次高端归母净利润率



数据来源: wind、东吴证券研究所

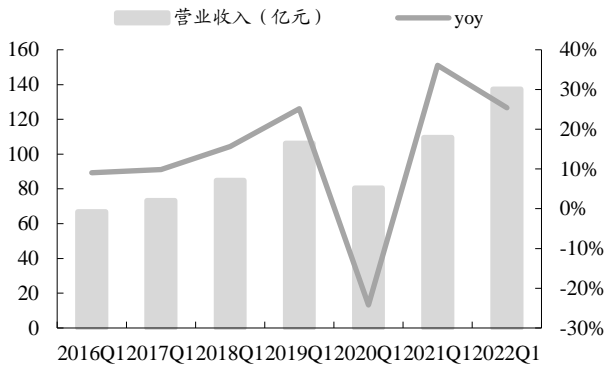


数据来源: wind、东吴证券研究所

区域酒企 Q1 收入快速增长, 归母净利润保持小幅增长。2022Q1 区域化酒企上市

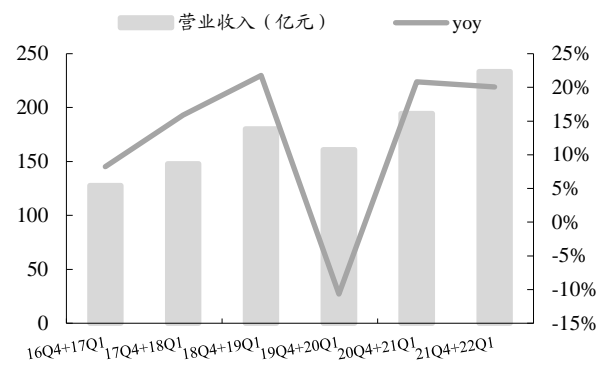
公司营收 137 亿元，同比+25%，归母净利润 37 亿元，同比+38%，保持快速增长，板块归母净利率 27%，同比疫情前小幅提升；2021Q4+2022Q1 营收 234 亿元，同比+20%，归母净利润 56 亿元，同比+20%，近几年保持相对稳定态势。

图54: 2022Q1 区域酒营收及同比



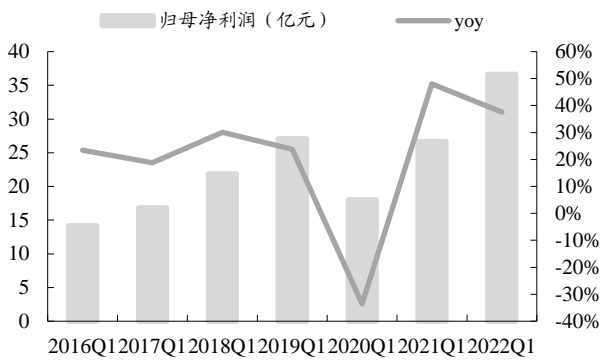
数据来源: wind、东吴证券研究所

图55: 2021Q4+2022Q1 区域酒营收及同比



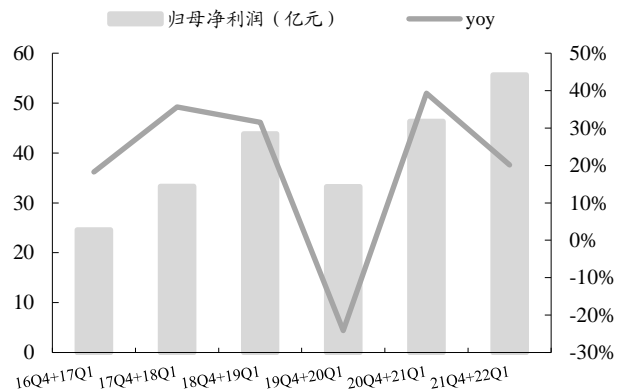
数据来源: wind、东吴证券研究所

图56: 2022Q1 区域酒归母净利润及同比



数据来源: wind、东吴证券研究所

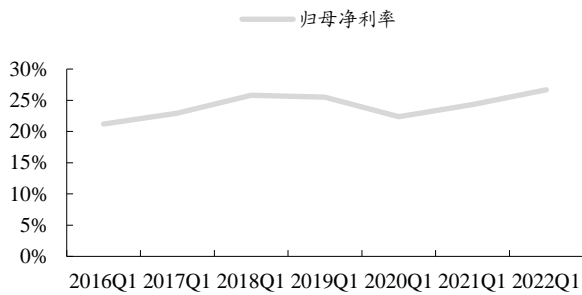
图57: 2021Q4+2022Q1 区域酒归母净利润及同比



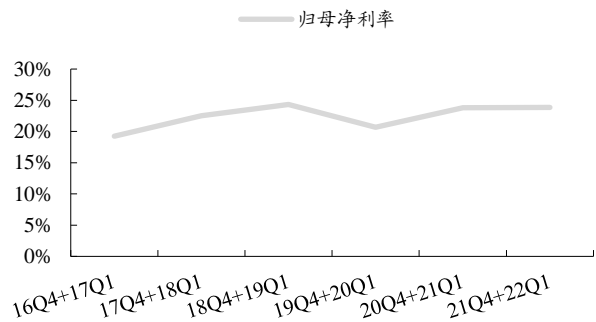
数据来源: wind、东吴证券研究所

图58: 2022Q1 区域酒归母净利率

图59: 2021Q4+2022Q1 区域酒归母净利率



数据来源: wind、东吴证券研究所



数据来源: wind、东吴证券研究所

2.3. 个股表现: Q1 销售产品结构普遍较好, 部分酒企业绩超预期

业绩表现:

1) 高端: 茅泸业绩超市场预期, 五粮液稳健符合预期。贵州茅台 2022Q1 实现营业总收入 332 亿元, 同比+18%, 归母净利润 172.45 亿元, 同比+24%, 超出此前业绩预告, 非标收入推动茅台酒 Q1 收入 288.6 亿元, 同比+17%, 直销渠道收入占比 34%, 大幅提升。泸州老窖 2022Q1 营收同比+26%, 归母净利润同比+33%, 其中中国窖同比增速 20%+, 特曲恢复快速增长。五粮液 2022Q1 营收 275.48 亿元, 同比+13%; 归母净利润 108.23 亿元, 同比+16%, 业绩稳健增长。

2) 次高端: 产品结构普遍较好, 经销商量增质提。山西汾酒 Q1 收入同比+44%, 归母净利润同比+70%, 汾酒系列同比+44%, 我们预计青花同比增长 60-70%左右, 经销商净增加 93 家至 3617 家。舍得酒业 Q1 收入同比+83%, 归母净利润同比+76%, 中高档酒同比+91%, 经销商净增加 157 家至 2409 家。酒鬼酒 Q1 收入同比+86%, 归母净利润同比+94%, 我们预计内参高增、酒鬼实现快速增长。水井坊 Q1 收入同比+14%, 归母净利润同比-14%, 其中高档酒同比+13%, 占比提升至 98%。洋河股份 2022Q1 实现营收 130.26 亿元, 同比+24%; 归母净利润实现 49.85 亿元, 同比+29%, 梦 6+高增, 梦 3 水晶版省内实现对老梦 3 的替代, 海天升级换代逐步推进。

3) 区域酒: 走亲访友场景有所恢复, 春节动销较好。受益于春节返乡人群增加+走亲访友聚饮场景增加, 区域酒春节动销表现较好, 收入增速普遍在 25-30%, 迎驾贡酒和金徽酒收入增速在 30-40%。

表2: 主要上市酒企收入业绩及增速表现 (单位: 亿元, %)

	22Q1				21Q4+22Q1	
	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入 yoy	归母净利润 yoy
贵州茅台	332	18%	172	24%	16%	21%

五粮液	275	13%	108	16%	12%	15%
泸州老窖	63	26%	29	33%	28%	36%
山西汾酒	105	44%	37	70%	21%	48%
舍得酒业	19	83%	5	76%	65%	41%
酒鬼酒	17	86%	5	94%	53%	62%
水井坊	14	14%	4	-14%	14%	-14%
洋河股份	130	24%	50	29%	29%	27%
今世缘	30	25%	10	24%	22%	26%
古井贡酒	53	28%	11	35%	33%	26%
口子窖	13	12%	5	16%	9%	28%
迎驾贡酒	16	37%	6	49%	25%	23%
金徽酒	7	39%	2	43%	-3%	-14%
老白干酒	9	20%	3	374%	17%	198%
伊力特	6	15%	1	-18%	-8%	-43%
金种子酒	3	17%	0	-74%	12%	-128%
顺鑫农业	39	-29%	1	-72%	-16%	-146%

数据来源：wind、东吴证券研究所（注：贵州茅台为营业总收入）

经营质量：回款方面大部分酒企合同负债保持同比增长的良好趋势，考虑春节备货影响，合并 21Q4 及 22Q1 看销售现金及收入增长表现来看，贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、金徽酒等的酒企销售现金收入增速明显高于确认的收入；库存方面，高端酒库存周转天数下降，次高端及部分地产酒存货周转天数有所提升，经过 2021 年扩张后，当前仍处于正常区间。

表3：主要上市酒企的合同负债表现（单位：亿元）

	21Q1	2021 年	22Q1	22Q1-21Q1 (亿元)	22Q1 环比 2021 年 (亿元)
贵州茅台	53	127	83	30	-44
五粮液	50	131	36	-14	-95
泸州老窖	17	35	18	1	-17
山西汾酒	29	74	39	10	-35
舍得酒业	4	7	4	-1	-3
酒鬼酒	6	14	7	1	-7
水井坊	7	10	8	1	-1
洋河股份	61	158	98	36	-60
今世缘	5	21	11	7	-9
古井贡酒	19	18	47	27	29
口子窖	4	7	4	0	-3
迎驾贡酒	4	6	5	1	-1
金种子酒	1	1	1	-1	0
金徽酒	2	4	4	2	0
伊力特	0	1	1	1	0

老白干酒	13	14	21	8	7
顺鑫农业	37	26	13	-24	-12

数据来源 wind、东吴证券研究所

表4: 主要上市酒企销售收入及销售商品收到现金收入增长率对比 (%)

	22Q1		21Q4+22Q1	
	销售现金 yoy	收入 yoy	销售现金 yoy	收入 yoy
贵州茅台	41%	18%	23%	16%
五粮液	-35%	13%	-5%	12%
泸州老窖	16%	26%	21%	28%
山西汾酒	72%	44%	79%	21%
舍得酒业	45%	83%	44%	65%
酒鬼酒	17%	86%	41%	53%
水井坊	2%	14%	10%	14%
洋河股份	-15%	24%	28%	29%
今世缘	21%	25%	33%	22%
古井贡酒	55%	28%	59%	33%
口子窖	3%	12%	7%	9%
迎驾贡酒	36%	37%	31%	25%
金种子酒	-10%	17%	18%	12%
金徽酒	57%	39%	7%	-3%
伊力特	43%	15%	0%	-8%
老白干酒	15%	20%	11%	17%
顺鑫农业	-31%	-29%	-44%	-16%

数据来源: wind、东吴证券研究所

费用率: 收入规模效应明显, 费效比进一步提升。受收入增速快速增长, 大部分酒企 22Q1 的销售费用率下降, 春节期间费用率保持稳中有降, 动销表现良好, 整体费效比进一步提升, 其中水井坊费用率提升幅度较大, 主要系春节旺季活动费用同比提升幅度较大, 主要运用于高端产品的圈层营销和冬奥会等活动联名等。

表5: 主要上市酒企的一季度销售费用率及管理费用率对比 (%)

	销售费用率					管理费用率				
	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	22Q1 同比 (pct)	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	22Q1 同比 (pct)
贵州茅台	3.9%	2.6%	2.0%	1.6%	-0.4	6.5%	6.2%	6.4%	6.5%	0.1
五粮液	7.2%	8.5%	7.1%	7.4%	0.3	4.5%	3.6%	4.1%	3.8%	-0.3
泸州老窖	16.9%	13.7%	13.5%	10.7%	-2.8	3.9%	4.9%	4.2%	4.8%	0.6
山西汾酒	20.7%	21.4%	17.9%	11.2%	-6.8	4.0%	5.5%	3.2%	2.6%	-0.6
舍得酒业	26.1%	25.2%	14.5%	18.5%	3.9	11.9%	17.0%	9.6%	10.8%	1.2
酒鬼酒	26.2%	23.9%	22.2%	21.8%	-0.4	6.9%	7.3%	3.5%	1.7%	-1.8
水井坊	29.8%	23.7%	21.7%	29.0%	7.3	5.9%	8.7%	5.0%	7.0%	2.1

洋河股份	6.4%	6.7%	6.3%	6.6%	0.3	5.0%	5.7%	5.4%	4.8%	-0.6
今世缘	15.9%	12.5%	11.8%	13.0%	1.2	2.3%	2.6%	2.3%	2.2%	-0.1
古井贡酒	31.8%	30.2%	29.5%	30.2%	0.6	4.3%	6.2%	5.8%	6.3%	0.5
口子窖	9.0%	16.5%	12.1%	14.9%	2.8	3.5%	6.0%	4.7%	4.9%	0.2
迎驾贡酒	9.2%	13.0%	8.3%	7.8%	-0.5	4.1%	5.7%	4.8%	3.9%	-0.8
金种子酒	21.1%	28.5%	21.7%	19.5%	-2.1	12.3%	19.0%	10.5%	11.6%	1.1
金徽酒	10.5%	12.4%	11.6%	15.7%	4.1	7.0%	11.8%	10.8%	8.6%	-2.2
伊力特	4.3%	8.1%	5.2%	7.1%	1.9	2.4%	5.8%	3.9%	3.4%	-0.5
老白干酒	24.8%	32.3%	32.6%	36.7%	4.2	9.4%	11.1%	12.0%	11.1%	-0.9
顺鑫农业	9.4%	6.6%	4.4%	8.6%	4.3	4.9%	3.7%	4.3%	6.6%	2.3

数据来源：wind、东吴证券研究所（注：管理费用的计算包含研发费用）

3. 总结与投资建议

2021年需求旺盛，酒企全年表现优。疫情后宽松的宏观经济政策加速消费升级，白酒企业保持快速增长，2021年需求的叠加，终端需求旺盛，大部分白酒企业终端动销表现优；次高端及区域酒在消费升级的推动下小幅价增，在终端需求的推动下实现放量高增，全年表现优，高端酒企继续保持稳健的增长和渠道管理。

2022Q1成绩单优秀，白酒确定性优势凸显。在担忧投资减少、宏观经济环境表现偏弱和去年相对高基数的背景下，春节动销反馈良好是一剂强心剂，酒厂在春节期间的回款进度良好，对于Q1业绩确定性高，对板块有比较坚实支撑。3月以来疫情管控表现陆续超出市场预期，白酒作为业绩确定性最强的板块仍递交出了一份满意的Q1成绩单，无论从报表增速还是报表质量都表现优。

全年板块思路：在今年大环境背景下，我们坚持“优先高端白酒确定性 + 积极拥抱具备弹性的次高端”。Q1板块表现优秀，奠定好全年的基础，Q2主要是次高端和区域地产酒或受疫情封控有所影响，总体来说Q2处于白酒的传统淡季，我们认为部分场景仍有望在下半年进行回补，疫情影响相对较小，当前看对于全年的经营节奏影响较小。我们认为Q2仍优先高端白酒，持续关注高端酒的积极变化，比如贵州茅台营销改革的继续落地、五粮液内外部经营优化等，下半年从场景复苏、品牌力、渠道利润、动销表现角度重点遴选次高端个股。**全年重点推荐贵州茅台，推荐山西汾酒、泸州老窖、五粮液、舍得酒业。**

4. 风险提示

经济环境疲软。白酒行业的发展与经济的景气度存在较大的相关性，若宏观经济放缓，行业增速整体也会有负面影响。

疫情后场景恢复不及预期。3月以来全国局部地区疫情反复造成部分消费场景缺失，

若疫情影响下消费场景恢复不及预期，一定程度影响行业后续业绩。

食品安全问题。食品安全是食品饮料企业发展的红线，若行业发生了重大的食品安全问题则会对品牌、消费者信心、市场投资者信心等各方面造成负面影响

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

