

财报掘金：白酒行业 3 季度业绩点评

——食品饮料行业研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

每周一谈：白酒行业 3 季度业绩点评

高端白酒

泸州老窖营收优异，茅台、五粮液紧随其后。22Q3，高端白酒中泸州老窖营收增速最快，为 22.3%，茅台、五粮液略低，分别约为 16% 及 12%。最近 15 个季度，茅台、五粮液全部实现两位数营收增速，老窖除个别季度外均保持稳健增长。高端白酒的防御属性极强。

回款方面，老窖、五粮液增速均略低于营收增速但差异不大。茅台的回款增速较营收高出 4 个 pct。

茅台、五粮液两家公司的报表数据或许低估了公司的真实收入水平。茅台的综合回款高于营收 5.7pct，五粮液的综合回款高于营收 13.1pct，因此我们认为该 2 家公司的营收增速低估了其在 22Q3 的真实销售情况。

茅台、五粮液合同负债增速高于营收和回款，业绩仍有潜力。茅台 22Q3 合同负债 118 亿元，环比+22.4%，五粮液 22Q3 合同负债 30 亿元，环比+57.8%，较强的合同负债增长拉动了茅台、五粮液的综合回款水平。

净利润：泸州老窖高增速，茅台、五粮液稳定增长。贯穿整个“新冠疫情”期间，泸州老窖逐季度保持着较高的利润增速，中枢约为 30%。茅台、五粮液增速略低，但整体业绩非常稳定。

次高端白酒

在次高端品类中，我们认为今世缘、迎驾贡酒的报表营收较为扎实。今世缘回款高于营收增速约 26pct，综合回款也高于营收增速 4.2pct，且当期的合同负债环比增加了 35%。迎驾贡酒的回款超营收增速 5pct，综合回款超营收约 6pct，合同负债环比增 11%。

虽然山西汾酒在 22Q3 的回款（+5.1%）弱于营收（+32.5%），但我们仍认为其报表扎实，值得关注。收入端，22Q2 综合回款（+12.7%）强于营收（+0.4%），推测部分 Q2 回款于 Q3 确认，致 Q3 回款增速弱于营收。此外，公司 22Q3 净利润+57%，该业绩有充分的现金流支撑——自 21Q2 以来，公司经营净现金流总量显著高于净利润，22Q3 的净现比高达 165%，因此我们认为 Q3 汾酒业绩扎实。

市场回顾

最近一周食品饮料指数涨幅-11.7%，在申万 31 个行业中排名第 31，跑输沪深 300 指数 6.58pct，子行业中保健品（-2.06%）相对涨幅较大。

- ◆ 个股涨幅前 5 名：天味食品、会稽山、千味央厨、恰恰食品、威龙股份
- ◆ 个股跌幅前 5 名：华统股份、劲仔食品、泸州老窖、贵州茅台、古井贡 B

投资策略

建议关注：1. 建议在疫后修复过程中，在有较强反弹性赛道选择基本面优秀的公司，建议关注啤酒行业，建议重点关注重庆啤酒，以及怡亚通。2. 建议关注需求刚性或业绩具有一定确定性的板块。如粮油食品类、婴配粉、白奶等细分赛道，建议关注：中国飞鹤、伊利股份、涪陵榨菜。3. 建议关注白酒行业。

风险提示

食品质量及食品安全风险、疫情影响有所反复、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

评级

增持（维持）

2022 年 10 月 30 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

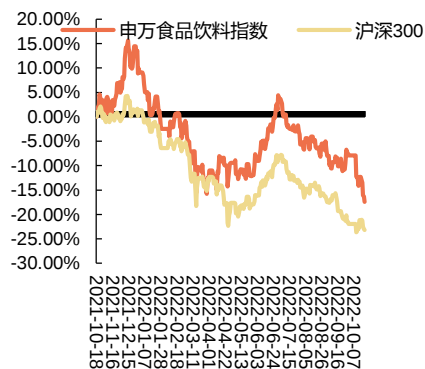
17621838100

行业基本资料

股票家数	119
行业平均市盈率	27.51
市场平均市盈率	21

注：行业平均市盈率采用申万食品饮料市盈率，市场平均市盈率采用中证 500 指数市盈率

行业表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《食品饮料行业研究周报：年轻人的威士忌 酒精饮料行业的黑马》2022-10-24
- 2、《食品饮料行业研究周报：白酒行业：高确定性配置正当时》2022-10-17
- 3、《食品饮料行业研究周报：短期事件冲击不会影响优秀公司的长期价值》2022-10-10

内容目录

1. 每周一谈：财报掘金：白酒行业 3 季度业绩点评	3
2. 市场回顾	6
3. 行业动态	7
4. 风险提示	8

图表目录

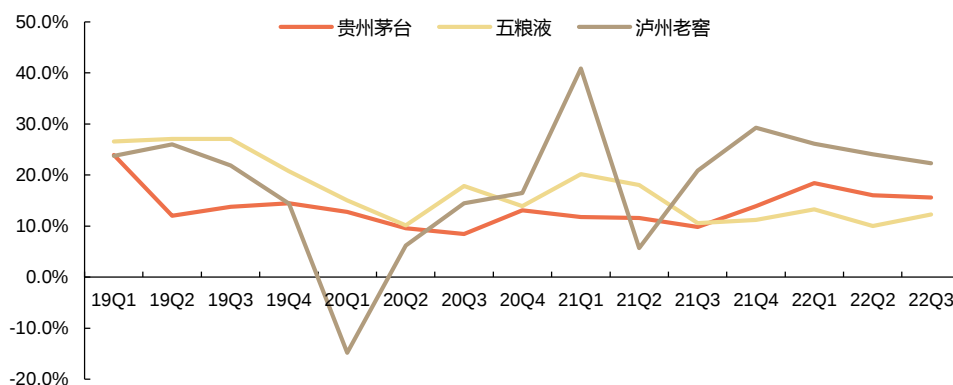
图 1： 高端白酒营收增速稳定	3
图 2： 泸州老窖净利润增速持续较高	4
图 3： 22Q3 次高端酒企营收增速对比	4
图 4： 近 3 年次高端酒企营收增速情况	4
图 5： 汾酒近年来净现比情况	5
图 6： 申万一级行业本周涨跌幅	6
图 7： 申万一级行业年初至今涨跌幅	6
图 8： 食品饮料子行业本周涨跌幅	6
图 9： 食品饮料行业本周涨幅前 10 名	7
图 10： 食品饮料行业本周跌幅前 10 名	7
表 1： 高端白酒 22Q3 单季度业绩增速对比	3
表 2： 次高端白酒 22Q3 单季度业绩增速对比	5

1. 每周一谈：财报掘金：白酒行业 3 季度业绩点评

高端白酒

泸州老窖营收优异，茅台、五粮液紧随其后。22Q3，高端白酒中泸州老窖营收增速最快，为 22.3%¹，茅台、五粮液略低，分别约为 16%及 12%。最近 15 个季度，茅台、五粮液全部实现两位数营收增速，老窖除个别季度外均保持稳健增长。高端白酒的防御属性极强。

图1：高端白酒营收增速稳定



资料来源：Wind，申港证券研究所

回款²方面，老窖、五粮液增速均略低于营收增速但差异不大。茅台的回款增速较营收高出 4 个 pct。由于白酒企业可以利用调整发货节奏或向经销商压货来调节财报，我们引入“综合回款”指标以探求更真实的经营情况，并定义：

- ◆ 综合回款=当期营收-当期经营性应收项目的变化+当期经营性预收项目的变化
- ◆ 经营性应收项目的变化=（应收账款期末余额-期初余额）+（应收票据期末余额-期初余额）
- ◆ 经营性预收项目的变化=（预收账款期末余额-期初余额）+（合同负债期末余额-期初余额）

茅台、五粮液两家公司的报表数据或许低估了公司的真实收入水平。综合回款降低了酒企通过调节报表影响业绩的能力，更加真实反映了酒企的收入情况。据我们计算，茅台的综合回款高于营收 5.7pct；五粮液的综合回款高于营收 13.1pct，因此我们认为该 2 家公司的营收增速未能完全反映其在 22Q3 的真实销售情况。

表1：高端白酒 22Q3 单季度业绩增速对比

公司	营收	回款	归母净利润	经营性净现金流	综合回款
贵州茅台	15.6%	19.6%	15.8%	-37.4%	21.3%
五粮液	12.2%	10.8%	18.5%	33.0%	25.3%
泸州老窖	22.3%	20.1%	31.0%	83.6%	2.6%

¹ 本报告对利润表、现金流量表指标除单独注明外，均采用单季度指标对比。

² 采用现金流量表中“销售商品提供劳务收到的现金”口径

敬请参阅最后一页免责声明

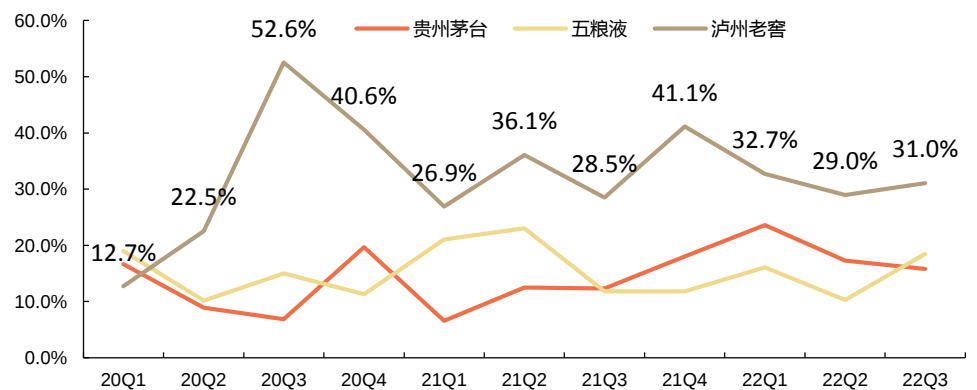
资料来源: Wind, 申港证券研究所

茅台、五粮液合同负债增速高于营收和回款，业绩仍有潜力。茅台 22Q3 合同负债 118 亿元，环比+22.4%，五粮液 22Q3 合同负债 30 亿元，环比+57.8%，较强的合同负债增长拉动了茅台、五粮液的综合回款水平。泸州老窖 22Q3 合同负债 19 亿元，环比-18.4%。

应收类科目边际稳定，但体现出茅台、老窖对下游掌控显著强于五粮液。3 家酒企对于应收类科目态度迥异：泸州老窖无应收票据余额，仅有不足 3 百万应收账款；茅台仅有 1.46 亿应收票据，无应收账款；而五粮液高达 253 亿应收票据和 127 亿应收账款。较高的应收类科目体现出五粮液对经销商的掌控能力显著弱于其他高端酒企，预计与其大商制营销体系有关。不过，考虑到五粮液应收票据全部为银票，预计信用风险极低。边际看，22Q3 三家酒企的应收类科目边际变化不大。

净利润：泸州老窖高增速，茅台、五粮液稳定增长。贯穿整个“新冠疫情”期间，泸州老窖逐季度保持着较高的利润增速，中枢约为 30%。茅台、五粮液增速略低，但整体业绩非常稳定。

图2：泸州老窖净利润增速持续较高

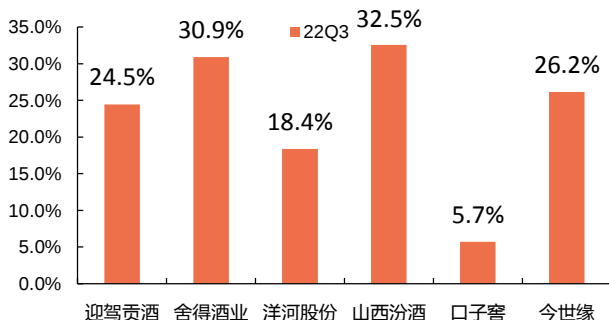


资料来源: Wind, 申港证券研究所

次高端白酒

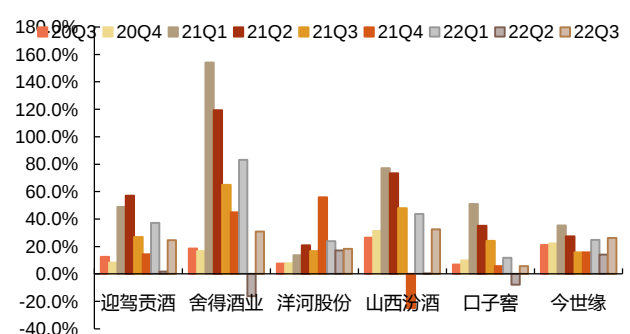
次高端白酒在 22Q3 全部实现营收正增长，除口子窖外，均实现 2 位数增长。其中舍得酒增 31%，山西汾酒增 33%，领衔次高端。近 3 年来看，次高端酒企整体保持了较高的营收增速。

图3：22Q3 次高端酒企营收增速对比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图4：近 3 年次高端酒企营收增速情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

在次高端品类中，我们认为今世缘、迎驾贡酒的报表营收较为扎实。今世缘回款高于营收增速约 26pct，综合回款也高于营收增速 4.2pct，且当期的合同负债环比增加了 35%。迎驾贡酒的回款超营收增速 5pct，综合回款超营收约 6pct，合同负债环比增 11%。

虽然山西汾酒在 22Q3 的回款（+5.1%）弱于营收（+32.5%），但我们仍认为其报表扎实，值得关注。收入端，22Q2 综合回款（+12.7%）强于营收（+0.4%），推测部分 Q2 回款于 Q3 确认所致。此外，公司 22Q3 净利润+57%，该业绩有充分的现金流支撑——自 21Q2 以来，公司经营性净现金流总量显著高于净利润，22Q3 的净现比高达 165%，因此我们认为 Q3 汾酒业绩扎实。

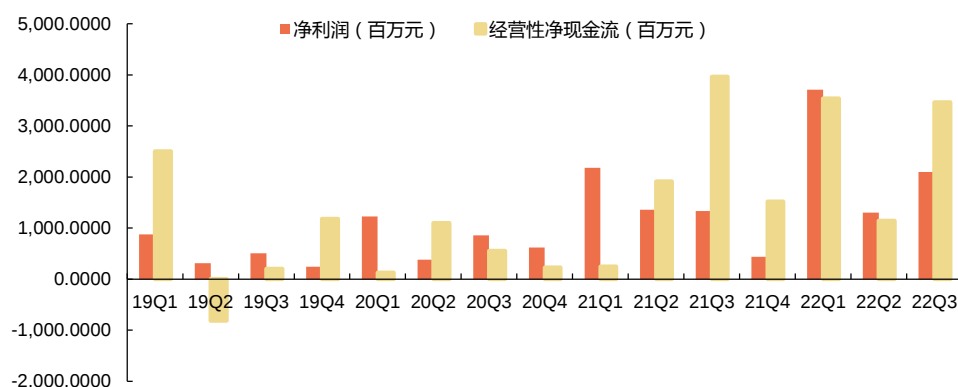
建议对舍得酒业投资前加强研究。虽然公司 22Q3 净利润+56%，但公司 22Q3 的营收增速（+31%）显著高于回款（+1.6%）和综合回款（-9%），且合同负债-16%，部分产品在 Q3 开票确认。虽然公司是以老酒战略见长，但仍建议关注后续两个季度收入持续增长的能力。

表2：次高端白酒 22Q3 单季度业绩增速对比

公司	营收	回款	合同负债 (环比)	综合回款	净利润
迎驾贡酒	24.5%	29.6%	10.8%	30.1%	14.4%
舍得酒业	30.9%	1.6%	-16.3%	-9.0%	55.7%
洋河股份	18.4%	7.7%	3.3%	5.5%	40.4%
山西汾酒	32.5%	5.1%	-2.5%	17.4%	57.0%
口子窖	5.7%	-13.2%	-2.8%	-13.6%	-0.2%
今世缘	26.2%	52.7%	35.0%	30.6%	27.3%

资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：汾酒近年来净现比情况

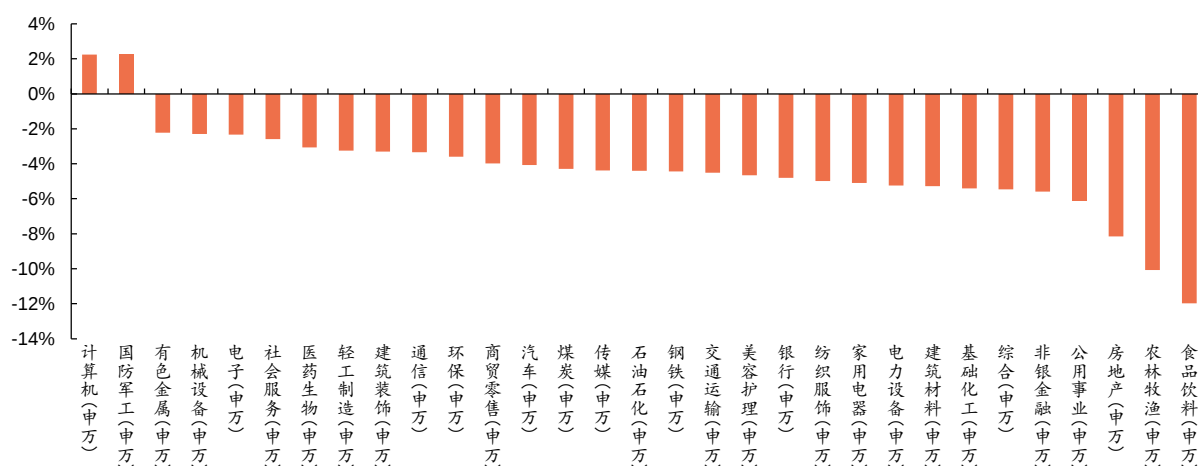


资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 市场回顾

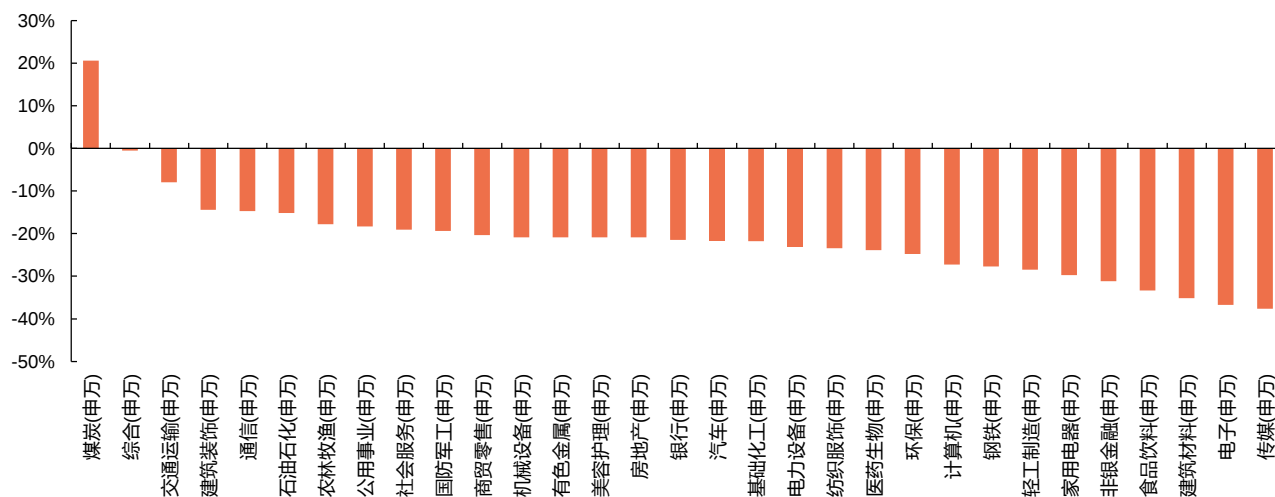
2022年10月24日-10月28日，食品饮料指数涨幅-11.97%，在申万31个行业中排名第31，跑输沪深300指数6.58pct，子行业中保健品（-2.06%）表现相对较好。个股方面，天味食品（+10.9%）、会稽山（+10.2%）、千味央厨（+4.3%）、恰恰食品（+3.5%）、威龙股份（+3.3%）等涨幅居前。

图6：申万一级行业本周涨跌幅



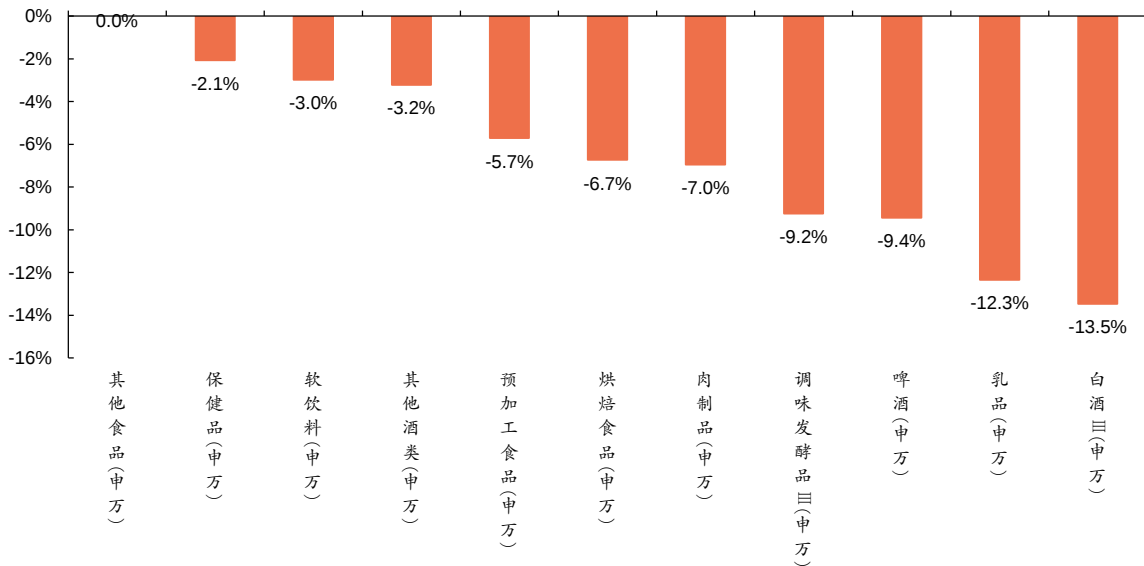
资料来源：Wind，申港证券研究所

图7：申万一级行业年初至今涨跌幅



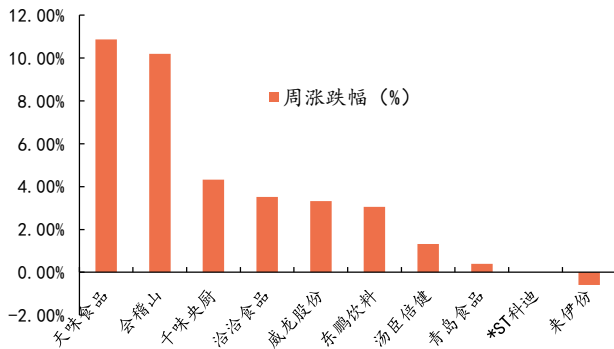
资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：食品饮料子行业本周涨跌幅



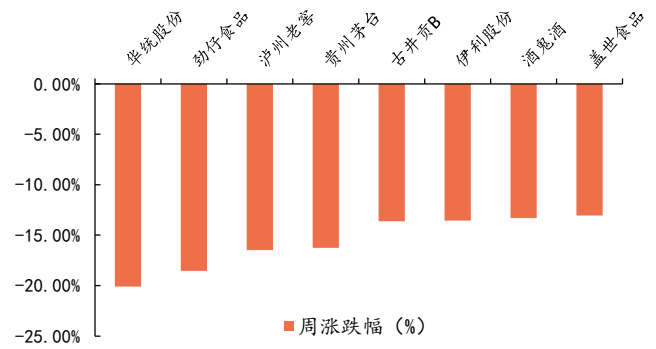
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图9: 食品饮料行业本周涨幅前 10 名



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图10: 食品饮料行业本周跌幅前 10 名



资料来源: Wind, 申港证券研究所

3. 行业动态

劲仔食品: 发布 3 季度报告, 单季度净利润同比增 38%

公司发布 22Q3 财报, 前三季度实现营收 10.1 亿元, 同比增 34.6%, 实现归母净利润 0.9 亿元, 同比增 41.2%, 实现扣非净利润 0.83 亿元, 同比增 56.2%。第三季度实现营收 3.9 亿元, 同比增 40.1%, 实现归母净利润 0.34 亿元, 同比增 47.2%, 实现扣非净利润 0.3 亿元, 同比增 38.4%。

公司营收及净利润增长较高, 主要因公司推行大包装产品策略、开发及优化经销商、终端市场建设以及新产品推广所致。

珠江啤酒: 发布 3 季度报告, 单季度净利润同比略降 9.6%

公司发布 22Q3 财报, 前三季度实现营收 41.1 亿元, 同比增 10.56%, 实现归母净利润 5.7 亿元, 同比略降 4%, 实现扣非净利润 5.3 亿元, 同比增 5.4%。第三季度实现营收 16.8 亿元, 同比增 11.9%, 实现归母净利润 2.57 亿元, 同比略降 9.6%, 实现扣非净利润 2.4 亿元, 同比增 4.14%。

青岛食品：发布 3 季度报告，单季度净利润同比增 34.6%

公司发布 22Q3 财报，前三季度实现营收 10.3 亿元，同比增 16%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比增 23.1%，实现扣非净利润 0.64 亿元，同比增 17.1%。第三季度实现营收 3.82 亿元，同比增 19.2%，实现归母净利润 0.24 亿元，同比增 19%，实现扣非净利润 0.24 亿元，同比增 20%。

桃李面包：发布 3 季度报告，单季度净利润同比降 33.9%

公司发布 22Q3 财报，前三季度实现营收 50.28 亿元，同比增 7.8%，实现归母净利润 4.9 亿元，同比降 13.8%，实现扣非净利润 4.9 亿元，同比降 7.3%。第三季度实现营收 18.2 亿元，同比增 5.7%，实现归母净利润 1.32 亿元，同比降 33.9%，实现扣非净利润 1.5 亿元，同比降 22.7%。

今世缘：23 年营收目标 100 亿元

公司发布 23 年度营销工作计划，全年营业总收入目标为 100 亿元左右，并计划重点开展如下工作：做大 V9 清雅酱香；升级国缘品牌，打造国缘大单品；突破今世缘中高端单品；构建全国化营销模式；升级营销组织管理体系。

安琪酵母：发布 3 季度报告，单季度净利润同比增 20.6%

公司发布 22Q3 财报，前三季度实现营收 89.8 亿元，同比增 18.3%，实现归母净利润 8.97 亿元，同比降 11.9%，实现扣非净利润 8.07 亿元，同比降 10.15%。第三季度实现营收 28.9 亿元，同比增 22.55%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比增 20.6%，实现扣非净利润 2.1 亿元，同比增 22.64%。

4. 风险提示

食品质量及食品安全风险、疫情影响有所反复、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，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，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

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