



白酒行业 2021 年报及 2022 年一季报综述：结构化升级延 续 2022 实现开门红



投资要点:

整体: 食品饮料行业 2021 年逐季回落, 2022Q1 白酒板块韧性最强。

2021 年食品饮料行业业绩增速放缓, 增速前高后低。主要在于: 1) 基数端, 2020Q1 线下餐饮消费生产经营受疫情居家隔离影响明显基数较低, 之后业绩基数逐季改善; 2) 成本端, 原材料成本自 2021 年三季度加速上行; 3) 需求端, 从 2021 年下半年开始疫情多点散发, 消费需求疲软。

2022Q1 食品饮料板块提速, 白酒板块好于非白酒板块, 2022Q1 收入和利润同比增速最快是白酒行业。具体来看, 虽然 2021 年四季度龙头大众品公司纷纷提价以应对成本上涨带来的压力, 但原材料成本仍处于高位, 且需求疲软, 因此盈利普遍承压; 乳制品 2021 年盈利承压, 2022 年将重回升势; 啤酒结构升级驱动盈利提升; 2022 年春节期间白酒动销良好, 实现开门红。

盈利能力: 白酒行业持续向好, 酒企 2022 普遍实现开门红。2021 年申万白酒上市公司实现营业总收入 3045.84 亿元, 同比增长 17.84%; 归母净利润 1083.38 亿元, 同比增长 17.52%, 业绩增速回到 19 年水平。每个价位段利润增速高于收入增速, 且从增速看, 次高端 > 区域龙头 > 高端 > 低端。次高端白酒高速增长主要在于: 中高档产品结构升级是酒企实现高质量增长的根本动因; 全国化市场拓展是实现高增长的直接动因; 品牌溢价是实现跑赢增长的间接原因。22 年顺利实现开门红, 主要在于大多酒企均于春节前完成大部分回款。19 家白酒企业中, 从 2022Q1 收入增速来看,

17 家营收保持增长势头，15 家酒企实现两位数以上增长；17 家利润收保持正增长，17 家酒企实现两位数以上增长，分价格带增速来看，次高端 > 区域龙头 > 高端 > 低端。此外，2021 年和 2022Q1 申万白酒板块的整体销售净利率分别为 37.07% 和 41.07%，盈利能力逐步提高，主要在于产品提价和产品结构的优化。

收益质量：22Q1 蓄水池强劲，区域龙头表现靓丽。2021 年申万白酒板块实现经营活动产生的现金流净额为 1381.67 亿元，同比增加 55.97%，现金流增速快于收入增速，年内 Q1 至 Q4 净额分别为 76.37 亿、319.34 亿、381.24 亿、604.73 亿，现金逐季流回暖。2022 年一季度国内疫情呈多点反弹影响，2022Q1 申万白酒行业实现经营活动产生的现金流净额为 -39.17 亿元，环比大幅下降，分价格带来看，2022Q1 年经营活动产生的现金流量净额增速：区域龙头 > 低端白酒 > 次高端白酒 > 高端白酒，主要在于由于一季度苏酒和徽酒动销超预期。此外，22Q2 末白酒行业合同负债为 446.25 亿，环比减少 223.13 亿元，主要在于春节打款主要集中在 21 年末，22Q1 释放预收账款，但仍然处于历史高位，并且多家酒企预收账款位于 2016 年同期以来高点，蓄水池实力强劲。从 2022 年 Q1 末合同负债同比增速来看，区域龙头 > 次高端 > 高端 > 低端白酒，2022Q1 区域龙头酒企合同负债增长最为显著，发展：外部环境短期扰动，看好白酒反弹机会。2022 年白酒实现了开门红，其中高端白酒延续稳健增长；次高端酒增长势能依旧；区域龙头表现分化，其中苏酒和徽酒表现亮眼。短期看，新型冠状病毒疫情局部反复，导致部分区域的聚饮市场、宴席市场受到一

定影响，二季度为行业传统淡季，销售任务比重较低，估计对于基本面不会有超预期冲击。中长期看，在消费升级的驱动下，白酒行业分化进一步加剧，高端、次高端白酒受益于结构升级，其市场容量呈现扩张趋势，中低端白酒由于其消费人群分布较广且以自饮为主，整体增速有所放缓且竞争日趋激烈。因此，在存量竞争的阶段，白酒企业的产品结构仍将继续升级，以高档酒（含中高档）为主导的产品结构盈利能力更强，有望在新一轮增长周期内拥有更多进位可能。此外，从估值看，当前白酒板块绝对估值水平处于近五年中位数水平，大部分酒企估值回落到 20-30 倍，配置价值突出。

投资建议：2022 年白酒行业基本面整体景气度不减，仍具有结构性行情。

站在这个时间点，我们对 22 年的白酒策略集中在 3 条主线：1) 坚守一线阵地：贵州茅台直营渠道投放比例提升以及非标产品提价效应凸显；五粮液通过结构调整拉动吨价上行；泸州老窖发展势能不减，股权激励保障增长，2022 高端白酒有望加速增长。2) 寻找低基数高弹性标的：区域

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41754

