

白酒 II

报告日期：2023 年 03 月 19 日

23Q1 白酒表现平稳，业绩确定性强

——2023Q1 白酒业绩前瞻专题

投资要点

短期看，我们认为 23Q1 大众消费表现优秀保证板块业绩具备强确定性；中长期看，我们看好消费升级提速下行业集中度提升红利持续释放，头部酒企将持续受益。我们认为近期板块催化剂为：①23Q1 季报行情；②糖酒会（4 月）招商催化；③改革新品上新铺货；④批价变化等，推荐关注三条主线：①季报季行情+潜在弹性的“2+2”投资组合：古井贡酒/洋河股份+舍得酒业/金徽酒；②新品招商线：口子窖/顺鑫农业；③高端酒主线：贵州茅台/五粮液/泸州老窖。

□ 问题一：在预期充分的当下，还有 23Q1 业绩超预期机会的酒企吗？

我们认为 23Q1 白酒行业整体呈现“高端酒稳健、大众消费表现超预期、商务消费逐步修复”、“终端需求前低后高，渠道信心环比持续改善”状态。

消费价位带来看：高端/大众价位带表现优异。①春节期间：受益于送礼刚需，高端酒动销同比实现正增长；大众价位带强品牌力酒企实现量价齐升（走亲访友/婚宴聚饮等场景表现优异）；次高端酒价位表现相对疲软；②节后：在强劲回补需求下，大众价位带酒仍延续前期势能，次高端酒动销则处于逐步修复中。

回款进度来看：回款表现顺利。①春节期间：受 12 月疫情/春节时点较早等影响，整体回款进度较去年同期基本持平（次高端酒略慢）；②节后：受益于回补消费/需求同比正增长/渠道信心持续提升，补货/回款持续进行使得当前主要酒企回款进度与去年持平，预计 23Q1 部分优质酒企（区域酒为主）回款进度有望超去年同期水平。

库存来看：库存处于正常区间。①春节期间：春节期间行业各价位带库存水平差异较大，其中高端酒/区域酒库存水平较次高端酒整体低，行业库存位居合理水平；②节后：在回补消费+主动控货下，行业库存较春节期间略降。

批价来看：批价表现稳定向好。①春节期间：次高端/区域酒批价节后略正常下降；②节后：主要酒企批价均表现平稳向上。

基于以上，我们更新了酒企 2023Q1 盈利预测前瞻（通过假设收入占比&回款情况）：

整体看：预计 23Q1 主要酒企利润增速中枢仍可保持在 20%左右，且后续随着修复加速，板块全年利润弹性可期；

个股看：预计 23Q1 高端酒业绩平稳，次高端酒略承压，区域酒普遍表现优秀，其中泸州老窖/古井贡酒/洋河股份/今世缘/迎驾贡酒/金徽酒等标的 23Q1 利润增速均有望超 20%，古井贡酒/洋河股份/金徽酒等标的均有望成为季报超预期标的；

备注：山西汾酒/酒鬼酒/舍得酒业/迎驾贡酒等酒企 22Q1 利润增速>40%（基数较高）。

行业评级：看好(维持)

分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师：张潇倩
执业证书号：S1230520090001
zhangxiaolian@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《【浙商食饮】白酒行业 2023 年专题报告（一）：继续看好白酒投资机会，建议加大配置力度（20230115）》 2023.01.16
- 2 《【浙商食饮】2023 年白酒行业风险排雷手册-年度策略报告姊妹篇（20221212）》 2022.12.13
- 3 《【浙商食饮】白酒行业 2023 年度投资策略：疾风知劲草，掘金价值底（20221128）》 2022.11.29

表 1：2023Q1 白酒企业业绩前瞻一览

公司	收入增速 (%)				净利润增速 (%)			
	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1E	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1E
贵州茅台	13%	12%	18%	17%	17%	7%	24%	18%
五粮液	15%	20%	13%	15%	19%	21%	16%	17%
泸州老窖	-15%	41%	26%	24%	13%	27%	33%	26%
山西汾酒	2%	77%	44%	16%	39%	78%	70%	17%
酒鬼酒	-10%	190%	86%	负增速	32%	179%	94%	负增速
舍得酒业	-42%	154%	83%	0%	-73%	1031%	76%	-3%
古井贡酒	-11%	26%	28%	22%	-19%	28%	35%	28%
洋河股份	-15%	14%	24%	18%	0%	-3%	29%	20%
今世缘	-9%	35%	25%	28%	-10%	39%	24%	26%
口子窖	-43%	51%	12%	16%	-55%	73%	16%	18%
迎驾贡酒	-34%	49%	37%	25%	-34%	58%	49%	27%
金徽酒	-33%	48%	39%	20%	-47%	99%	43%	36%

资料来源：浙商证券研究所，注：更新至 2023. 3. 19

□ 站在当下时点，应该如何做推荐？

近期板块催化剂为：①23Q1 季报行情；②糖酒会（4 月）招商催化；③改革新品上新铺货；④批价变化等。短期看，我们认为 23Q1 大众消费表现优秀保证板块业绩具备强确定性；中长期看，我们看好消费升级提速下行业集中度提升红利持续释放，头部酒企将持续受益。

第一条主线：季报季行情+潜在弹性的“2+2”投资组合

【推荐关注：古井贡酒/洋河股份+舍得酒业/金徽酒】

古井贡酒：23Q1 看，23Q1 为公司第一个集团激励落地后潜在放业绩的季度，业绩或潜在超预期；全年看，费用率下行&结构上行&省外加速，古井为 23 年难得的利润率或上行&且具弹性标的。

洋河股份：23Q1 看，回款顺利当前业绩预期低，或超预期；全年看，估值具备强安全边际，商务动销修复下 M6+有望实现超预期发展。

舍得酒业：23Q2 看，低基数下 23Q2 业绩增速弹性高；全年看，全年收入增速 30%目标可达性强&结构向上趋势确定。

金徽酒：23Q1 看，收入增速表现平稳背景下，利润端弹性大；全年看，低基数下，全国化加速叠加结构升级赋予业绩潜力。

第二条主线：新品招商线

【推荐关注：口子窖/顺鑫农业】

口子窖：兼香系列新品经销渠道加速铺货，23Q1 业绩具备弹性，后期存股权激励落地预期。

顺鑫农业：1 月动销恢复加速，白牛二基本盘修复确定同时金标年度目标达成率高，23 年业绩端或存高弹性。

第三条主线：高端酒主线

【推荐关注：贵州茅台/五粮液/泸州老窖】

贵州茅台估值为板块（高端酒）中枢，同时五粮液批价为高端酒表现催化剂之一，看好后续茅五泸向上趋势。

表 2：酒企盈利预测更新

2023/3/19 证券简称	收入增速 (%)			净利润增速 (%)			收盘价 (元)	EPS (TTM)	PE (浙商预期)	
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E			22E	23E
贵州茅台	17%	16%	14%	19%	17%	16%	1742.0	47.4	29.9	25.7
五粮液	12%	16%	18%	15%	19%	21%	188.5	6.7	22.9	18.9
泸州老窖	22%	22%	20%	27%	26%	25%	235.7	6.7	27.3	21.9
山西汾酒	30%	25%	21%	48%	29%	23%	267.2	6.2	32.1	26.1
酒鬼酒	26%	26%	24%	30%	29%	24%	128.5	3.5	28.0	22.5
水井坊	9%	16%	17%	7%	20%	19%	72.1	2.6	22.9	19.2
舍得酒业	25%	31%	27%	24%	38%	32%	175.1	4.4	27.3	20.7
古井贡酒	23%	22%	21%	34%	31%	28%	262.9	5.6	34.4	26.8
洋河股份	22%	20%	19%	29%	22%	19%	159.5	6.2	20.2	16.9
今世缘	23%	28%	23%	22%	28%	24%	59.0	1.9	23.3	18.8
口子窖	5%	20%	16%	0%	21%	16%	69.0	3.0	19.9	17.1
迎驾贡酒	25%	20%	18%	30%	25%	20%	63.7	2.0	22.6	18.8
金徽酒	20%	23%	17%	-2%	40%	23%	26.5	0.6	30.0	24.4

资料来源：浙商证券研究所，注：更新至 2023.3.19

□ 风险提示

- 1、经济修复不及预期，导致商务消费复苏弱于预期；
- 2、高端酒批价下行；
- 3、食品安全风险；
- 4、行业政策风险。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>