

食品饮料行业点评报告

23Q1 白酒板块业绩前瞻：预期较稳定，看好当前白酒板块配置价值

增持（维持）

2023年03月27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

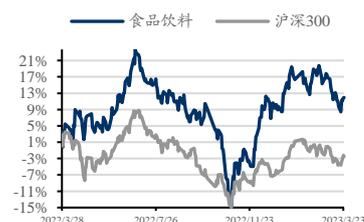
■ **弱复苏引发担忧，板块震荡回调：**3月1日以来板块跌幅3.0%，古井、口子、老窖相对跌幅较小，酒鬼、顺鑫、水井坊跌幅靠后。市场担忧多集中于弱复苏基调下动销受影响。1) 23年GDP增长目标为5%，以稳为主，循序渐进促进高质量发展；消费信心恢复仍需时间，未见宽松政策大量出台。2) 年初以来需求集中释放，1月份以来至正月十五酒企反馈动销积极，各区域渠道反馈良好，3月份淡季动销环比下降，市场更担忧经济弱复苏会后续进一步影响酒企实际动销。

■ **主要酒企 23Q1 经营情况：**1) **贵州茅台：**散飞/原箱批价分别为2750/2935元，库存1个月以内，当前回款比例近35%，茅台1935近期线上线上活动增加，我们预计23Q1总营收同比+16%。2) **五粮液：**发货进度约40%（追平22年），公司加强对于串货乱价行为惩罚力度、部分区域控货，批价940-950元，我们预计23Q1营收同比+16%。3) **泸州老窖：**当前回款进度30%+，批价约900元，逐步控货提价稳定价格。公司反馈当前库存1个多月，节后部分客户补货，我们预计23Q1营收同比+22%。4) **山西汾酒：**2月份全面停货20天，当前库存1.5M左右，阶段性控货已结束，回款发货进度35%-40%；青20批价约350元、复兴版790-800元。公司反馈1月份动销相对平稳，2月控货去库存保持较好价盘，1季度目标有能力完成，我们预计23Q1营收同比+18%。5) **酒鬼酒：**整体回款进度30%左右，发货较慢，全国库存约30%。当前内参批价约780元，未来目标往830-840元提升，红坛约310元（省内批价有提升），考虑22年高基数和去库存动作，我们预计23Q1营收同比双位数下滑。6) **舍得酒业：**回款发货进度20%+，一季度主业增长为主，库存在2-3个月良性区间，我们预计23Q1营收同比基本持平。7) **洋河股份：**省内外回款约45%，发货约4个月-4个半月，综合库存在2-3个月，省内梦6+动销相对较好库存相对更低，2月16日起停止接受经销商M6+产品订单，目前价格较为稳定，近期恢复接受订单，海之蓝批价130-140元，天之蓝290-300元，M3水晶版420元，M6+约615元，我们预计23Q1营收同比+18%。8) **今世缘：**回款进度40%出头，3月公司暂停接收四开配额销售订单，综合库存2-3个月，3月以消化库存为主，我们预计23Q1营收同比+23%。9) **古井贡酒：**当前进度40%+，合肥地区达成45%，库存2-3个月（不高于22年），下次回款预计端午节。古20批价540元，古16约320元，合肥经销商反馈古16及20动销增速较快，我们预计23Q1营收同比+20%。10) **迎驾贡酒：**一季度回款发货完成，合肥地区节前回款进度约60%，春节动销较好，节后洞6批价有回升，洞9/16整箱批价760/1250元，我们预计23Q1营收同比+23%。

■ **估值具备性价比，看好板块配置价值。**3月份以来板块调整动销表现正常，近期各名酒酒企也陆续进入查价格/控货阶段，保持正常节奏，后续批价有望坚挺及提升，估值性价比呈现；从全年来看复苏主线清晰，23H2比H1趋势更加向好，我们仍看好行业贝塔，对板块保持全年乐观。4月春糖在即酒企控货进行时，看好当前白酒板块配置价值。**当前推荐投资主线为：**1) 全年确定性维度重点推荐五粮液，推荐泸州老窖，高端酒企加强消费者培育，渠道动作推进价稳，且业绩预期变动较小，确定性高；2) 推荐洋河股份：宴席后续持续恢复受益品种，内部有变化持续观察落地，当前市场预期差大；3) 弹性角度推荐舍得酒业/迎驾贡酒。

■ **风险提示：**消费复苏不及预期、食品安全问题。

行业走势



相关研究

《餐饮降本增效专题：如何看待复苏弹性？》

2023-03-13

《板块个股1-2月经营良好，期待继续复苏》

2023-03-13

1. 淡季动销表现正常，板块估值性价比凸显

1.1. 板块震荡回调下市场担忧何在？

正月十六至今，白酒板块跌幅 2.6%；从 3 月 1 日以来板块跌幅 3.0%，板块震荡回调，个股方面，古井（+0.7%）、口子（-0.7%）、老窖（-1.7%）相对跌幅较小，酒鬼、顺鑫、水井坊跌幅靠后。

弱复苏引发担忧，板块震荡回调。年初以来估值修复&动销推动下行情表现也较好。但步入 3 月以来板块震荡回调，市场担忧主要集中于在弱复苏的基调下，担忧动销受影响。1) 一方面，2023 年《政府工作报告》指出 2023 年 GDP 增长目标为 5%。政策目标以稳为主，循序渐进的促进经济高质量发展；从恢复节奏看，消费信心恢复仍需时间，渐进式弱复苏态势以及并未见宽松政策大量出台。2) 另一方面，年初以来受益于场景恢复下消费需求集中释放，春节期间板块动销回暖，1 月份以来至正月十五酒企反馈动销积极，各区域渠道反馈良好，3 月份进入淡季，动销环比下降，市场更担忧经济弱复苏会后续进一步影响酒企实际动销。

1.2. 酒企 23Q1 经营情况如何？

我们集中保持渠道交流，综合当前公司及渠道的反馈来看，1) 3 月进入动销淡季，动销环比下滑，大部分地区反馈淡季动销表现正常，从我们调研的北京、山东、成都经销商反馈动销同比表现更好。2) 酒企端及渠道端维持对于全年销售的信心，年前大众宴席/送礼场景表现较好，年后大众宴席表现仍在持续，商务宴席场景持续修复过程中，场景表现、厂商信心仍持续。

看各个酒企表现方面，高端酒保持节奏稳健，动销良好，酒企动作前置，23Q1 季报表现较好。区域酒进入持续消化库存阶段，部分价盘略有波动，但整体较为稳定，23Q1 季报表现预计有较好的双位数的增长。次高端春节期间动销集中，叠加库存和去年高基数影响，23Q1 季报除汾酒外其他表现预计略承压。当前我们对于各酒企 23Q1 前瞻如下：

贵州茅台：本周散飞/原箱批价分别为 2750/2935 元，库存在 1 个月以内，当前回款比例接近 35%，3 月份货在发，茅台 1935 前期发货投放量较多，近期线上线下活动增加，批价在 1100-1150 元之间，环比下降 50 元左右，我们预计 23Q1 总营收同比+16%。

五粮液：发货进度 40%左右（追平去年），当前公司各层面加强对于串货乱价行为的惩罚力度、部分区域控货，批价 940-950 元保持稳定。公司调研反馈，1) 通过提批价、增加高收益率产品（如生肖酒销售毛利率超 20%）、完善考核体系来提升经销商利润；2) 普五价格打法有战略性安排，从渠道/品牌/产品多方面共同提升形成价格；经典继续拔高度，上半年不设 KPI；今年在业绩增长发力的是文创，我们预计 23Q1 营收同比+16%。

泸州老窖：当前回款进度 30%+，批价维持在 900 元左右，目前逐步采取控货提价方式稳定价格：如 2 月 8 日起老字号特曲实行“价格双轨”，23 年上半年 1952 各经销商

户配额投放量限定为签订配额总量的 50%以内，52 度 500 毫升计划外配额在计划内配额结算价格基础上提升 40 元/瓶，跟去年不同（去年大范围停货到 5 月）。公司反馈当前库存 1 个多月，节后部分客户补货，2 月开始有商务场景在推进，场景持续预计到 4-5 月份。我们预计 23Q1 营收同比+22%。

山西汾酒：2 月份全面停货 20 天，当前库存 1.5M 左右，阶段性控货已结束，回款发货进度 35%-40%；青 20 批价约 350 元、复兴版 790-800 元左右，相对稳定。公司反馈近期经营和人员方面均稳定，1 月份动销相对平稳，2 月控货去库存，保持较好的价盘，1 季度目标有能力完成；二季度起将重点推进复兴版的品鉴、消费者培育等基础性工作，我们预计 23Q1 营收同比+18%。

酒鬼酒：整体回款进度 30%左右，发货较慢，全国库存 30%左右。当前内参批价 780 元左右，未来目标是往 830-840 元提升，红坛 310 元左右，省内批价有所提升。公司在未来一段时间会推进 54 度产品销售；红坛团队 23 年考核（几乎比 22 年翻一番），持续打造 21 个红坛样板市场，考虑 22 年高基数和去库存动作，我们预计 23Q1 公司营收同比双位数下滑。

舍得酒业：回款发货进度 20%+，一季度主业增长为主，库存在 2-3 个月的良性区间。22 年利润超预期，今年销售百亿目标坚定。公司近期发布《关于调整品味舍得终端售价的通知》，宣布自 4 月 1 日起，品味舍得之第五代、第四代、精华版、庆典装终端售价上调 20 元/瓶，目的主要系进一步稳定价格。我们预计 23Q1 营收同比基本持平。

洋河股份：省内外回款 45%左右，发货 4 个月-4 个半月左右，综合库存在 2-3 个月，省内梦 6+动销相对较好库存相对更低，公司 2 月 16 日起停止接受全国经销商客户 M6+产品订单，目前价格整体较为稳定，近期恢复接受订单，当前海之蓝批价 130-140 元，天之蓝 290-300 元，M3 水晶版 420 元，M6+批价 615 元左右，较为稳定，我们预计 23Q1 营收同比+18%。

今世缘：回款进度 40%出头，3 月 6 日起公司暂停接收四开配额销售订单（如有需求按照配额外价格执行），综合库存 2-3 个月之间，3 月主要以消化库存为主。后续春糖将推出六开，成交价定位于 800 元价位段。公司 1-2 月总营收 31 亿元左右/+27%；归母净利润 11.8 亿元左右/同比+25%，我们预计 23Q1 营收同比+23%。

古井贡酒：2023 年公司 200 亿目标坚定。当前进度 40%+，合肥地区达成 45%，库存 2-3 个月（不高于去年），下次回款预计端午节。古 20 批价 540 元，古 16 批价 320 元，古 8 批价 220 元左右，古 5 批价 115 元左右，合肥经销商反馈古 16 及 20 动销增速较快，2-3 月有部分企业订单和宴席回补，我们预计 23Q1 营收同比+20%。

迎驾贡酒：一季度回款发货完成，其中合肥地区节前回款进度 60%左右，当前主要工作在于梳理宴席、商谈包量终端。整体春节期间动销较好，节后洞 6 批价有所回升，洞 9/16 整箱批价 760/1250 元相对稳定，我们预计 23Q1 营收同比+23%。

表1: 主要酒企 22 年及 23Q1 业绩前瞻

	营收 yoy					归母净利润 yoy				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4 (E)	23Q1 (E)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4 (E)	23Q1 (E)
贵州茅台	18.4%	16.1%	15.6%	15.4%	16%	23.6%	17.3%	15.8%	19.0%	17%
五粮液	13.3%	10.0%	12.2%	11.9%	16%	16.1%	10.3%	18.5%	10.1%	17%
泸州老窖	26.1%	24.1%	22.3%	20.7%	22%	32.7%	29.0%	31.0%	17.1%	23%
山西汾酒	43.6%	0.4%	32.5%	40.8%	18%	70.0%	-4.3%	57.0%	61.8%	17%
酒鬼酒	86.0%	5.3%	2.5%	负增长	负增长	94.5%	-18.7%	21.1%	-71.2%	负增长
舍得酒业	83.3%	-16.3%	30.9%	5.6%	-1%	75.7%	-29.7%	55.7%	75.9%	-4%
水井坊	14.1%	10.4%	7.0%	-25.4%	负增长	-13.5%	116.9%	10.0%	-19.0%	负增长
洋河股份	23.8%	17.1%	18.4%	15.3%	18%	29.0%	6.0%	40.5%	75.1%	19%
今世缘	24.7%	14.0%	26.1%	25.3%	23%	24.5%	16.3%	27.3%	23.3%	21%
古井贡酒	27.7%	29.5%	21.6%	14.9%	20%	34.9%	45.3%	19.3%	22.9%	21%
迎驾贡酒	37.2%	0.1%	23.4%	16.0%	23%	49.1%	4.1%	13.3%	17.6%	24%
口子窖	11.8%	-7.9%	5.7%	-1.2%	15%	15.5%	-4.9%	-0.2%	-44.5%	15%
金徽酒	38.8%	12.2%	-9.1%	0.7%	24%	42.8%	-34.5%	-96.7%	-18.6%	28%

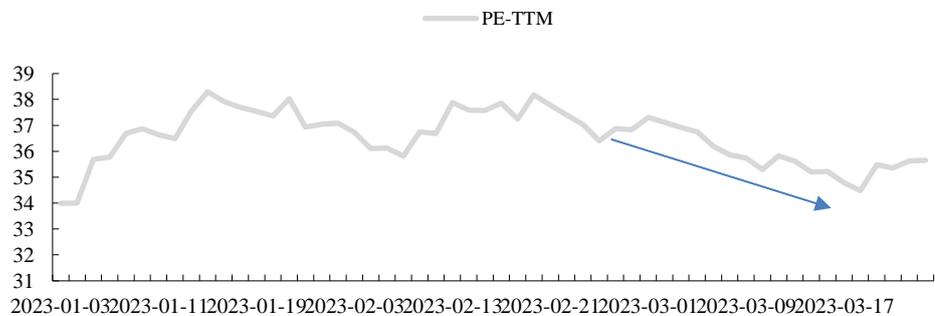
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所预测 (注:其中贵州茅台为营业总收入, 其余均为营业收入)

1.3. 当前白酒板块观点

估值具备性价比, 看好板块配置价值。3 月份以来板块调整, 动销表现正常, 近期各名酒酒企也陆续进入查价格/控货阶段, 保持正常节奏, 后续批价有望坚挺及提升, 估值性价比呈现; 从全年来看复苏主线清晰, H2 比 H1 趋势更向好, 我们仍看好行业贝塔, 对板块保持全年乐观。4 月春糖在即酒企控货进行时, 看好当前白酒板块配置价值。

当前推荐投资主线为: 1) 从全年确定性维度, 重点推荐五粮液, 推荐泸州老窖, 高端酒企加强消费者培育, 渠道动作推进价稳, 且业绩预期变动较小, 确定性高; 2) 推荐洋河股份: 宴席后续持续恢复受益品种, 内部有变化持续观察落地, 当前市场预期差大; 3) 弹性角度推荐舍得酒业/迎驾贡酒。

图1: 23 年以来白酒板块估值水平



数据来源: wind、东吴证券研究所

2. 风险提示

消费复苏不及预期、食品安全问题。

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>

