

# 符合预期下的新六大关键词

——2023年春季糖酒会总结报告

行业评级：看好

分析师  
邮箱  
证书编号

杨骥  
yangji@stocke.com.cn  
S1230520090001

分析师  
邮箱  
证书编号

张潇倩  
zhangxiaoqian@stocke.com.cn  
S1230520090001

**本周我们深度参与了108届成都春季糖酒会，认为虽市场反馈本届糖酒会情况‘不及预期’，但我们认为本届糖酒会情况符合预期，行业整体 $\beta$ 趋势确定性向上，结构性胜负则更看酒企 $\alpha$ ，在当前行业结构性复苏下，分化加速明显。和我们此前每篇糖酒会总结报告一样，我们再次对本届的6个热议关键词进行分析，具体来看：**

① **“渠道情绪” “预期”**：市场普遍认为本届糖酒会不及预期，或主因：糖酒会期间渠道反馈情绪较弱；淡季批价下滑/库存未明显下降被密集反馈；市场对经济发展预期有分歧（当前出口/基建等方面数据均偏弱，导致市场对后续经济恢复速度有分歧）等。我们认为：行业当前仍处于上行周期（经济/消费均处于复苏期），挤压式增长下，结构仍为行业增长主要驱动力，看好具备强提价能力的高端酒&价位处于100-400元的中档酒&次高端酒全年表现。

② **“动销” “库存” “批价”**：虽部分酒企近期动销/批价均略下滑，但我们认为3月为白酒淡季，需求的自然环比下滑所带来的观测指标不稳定为正常情况，且淡季回款占比低，因此无需过于担忧短期指标的波动。

③ **“价位带” “增速”**：市场普遍关注哪些价位带仍将高增长态势，我们预计2023年行业行业仍将以“量减价升”为主旋律，预计2020-2025年白酒行业规模CAGR约为7.23%次高端酒/高端酒仍为发展速度最快的子行业，2023年来看，次高端酒下沿产品恢复速度将较上沿产品快。

④ **“控货挺价” “新品” “低度化”**：**控货**：春节以来，已有多家主流白酒企业宣布对旗下核心产品提价/停货，我们认为当前行业库存压力/价格倒挂情况仍普遍存在，有市场需求/提价动力的品牌酒企核心单品控货挺价旨在稳价格/去库存/提品牌，为淡季正常动作。**新品**：由于今年以来100-300元大众价位带表现优异，因此部分酒企在糖酒会期间推出了大众价位带新品以享受品牌集中度提升带来的短期规模增长；而更多的酒企（以次高端酒为主）仍将目光锚定未来潜在消费升级，前瞻布局高端价位，因此我们认为舍得藏品十年/今世缘六开等产品23年将以培育/提升品牌价值为主，而非短期目标放量产品。**低度化**：随着近年来泸州老窖低度产品表现亮眼，今年预计将有更多酒企入局/发力低度领域，比如：五粮液上新低度产品紫气东来等。

⑤ **“酱酒”**：酱酒当前仍处于大浪淘沙初级过程，价格泡沫已逐步破碎，库存仍处于消化阶段，拥有充足产能&品牌优质的酱酒企业将抢占更多市场份额，同时，随着价位带将缓慢下移至次高端，或对未来次高端酒格局产生一定影响。

⑥ **“调整” “机会”**：当前部分优质标的估值已逐步回落至合理区间，随着经济向上信心不断强化/经济修复持续，板块估值中枢向上抬升确定性强。

**【投资建议】**看好消费升级加速逻辑下板块估值中枢持续抬升机会&23Q1业绩超预期机会&23Q2低基数下板块业绩高弹性机会，推荐关注三条主线：①高性价比比高端酒主线：贵州茅台/五粮液/泸州老窖。②季报季行情+潜在弹性投资组合：古井贡酒（浙商4月金股）/舍得酒业（次高端最优选择）；③新品招商线：口子窖（浙商12月底部推荐）/顺鑫农业。另外，关注估值高性价比&优质区域酒洋河股份机会。

**【风险提示】**高端酒批价下行风险；经济修复速度不及预期风险；食品安全风险；政策风险。

# 目录

CONTENTS

## 01

### “热搜词”

- ① “渠道情绪” “预期”；
- ② “动销” “库存” “批价”；
- ③ “价位带” “增速”
- ④ “控货挺价” “新品” “低度化”；
- ⑤ “酱酒”；
- ⑥ “调整” “机会”

## 02

### “直击现场”

主要酒企除了携核心单品/新品参展外，亦参与了诸多活动

## 03

### 酒企动态/23Q1盈利预测

最新盈利预测更新

## 04

### 投资建议&风险提示

# 01

## “热搜词”

- ① “渠道情绪” “预期” ；
- ② “动销” “库存” “批价” ；
- ③ “价位带” “增速”
- ④ “控货挺价” “新品” “低度化” ；
- ⑤ “酱酒”
- ⑥ “调整” “机会”

参加完几乎所有糖酒会活动后，认为本届糖酒会情况符合预期，行业整体 $\beta$ 趋势确定性向上，结构性胜负则更看酒企 $\alpha$ ，在当前行业结构性复苏下，分化加速明显，但市场普遍反馈本次糖酒会略不及预期，我们认为主因为市场预期位置：

**市场普遍认为本届糖酒会略不及预期：**

- ① 糖酒会前：由于本届糖酒会为疫情后的首届春季糖酒会，市场在糖酒会前普遍认为高热度的糖酒会或能有效提振市场信心，同时酒企/渠道或将传达积极/潜在超预期信号。
- ② 糖酒会期间：市场普遍认为不及预期，造成情绪向下波动，触发点为：糖酒会期间渠道反馈情绪较弱；淡季批价下滑/库存未明显下降被密集反馈；市场对经济发展预期有分歧（当前出口/基建等方面数据均偏弱，导致市场对后续经济恢复速度有分歧）；产品展示火爆但招商未超预期等。

**我们认为本届糖酒会符合预期：**

- ① 情绪分化：当前渠道情绪向下与淡季状态有关，同时在挤压式竞争中，经销商/区域发展/品牌发展之间分化明显，因此反馈态度亦分化。
- ② 指标正常：批价/库存的淡季略波动为行业正常规律，不应过度担忧解读。
- ③ 招商平淡：受过去三年疫情影响，大部分经销商当前对代理新品仍持观望态度，对于实际招商情况相对平淡这一点，在此前已有预期。
- ④ 基本面稳健：高端酒——五粮液来看，我们认为若干元需求扩容超预期则为五粮液批价过干奠定良好基础，若批价始终低位徘徊，基于强动销，五粮液未来亦可实现稳定发展。泸州老窖来看，中档酒势能仍持续释放+高度酒品牌力保持，全年利润弹性确定性仍强。次高端酒——我们看好400元（次高端下沿价位）为中心的次高端放量，带动整体主流次高端酒品牌保持增长，结构性机会跟酒企自身 $\alpha$ 相关。区域酒——在大众价位今年强表现下，更依赖本地动销&库存去化压力较小的区域酒整体反馈普遍更稳健扎实，其中古井贡酒势能不减。

**总结看：我们认为糖酒会期间白酒板块的下挫或主因市场情绪原因，行业当前仍处于上行周期（经济/消费均处于复苏期），挤压式增长下，结构仍为行业增长主要驱动力，看好具备强提价能力的高端酒&价位处于100-400元的中档酒&次高端酒全年表现。**

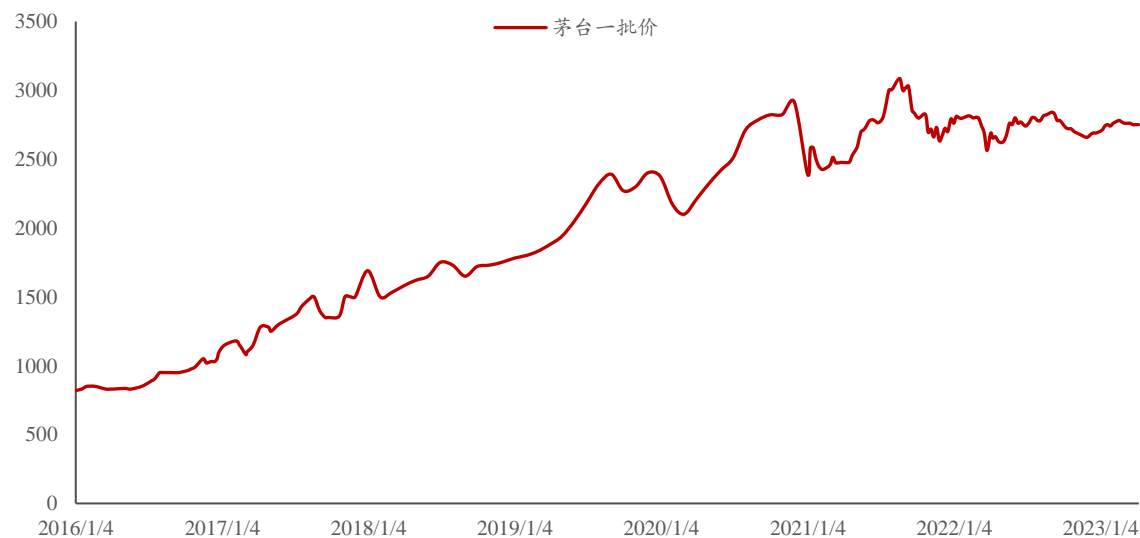
## 1.2 热搜词2：“动销” “库存” “批价”

虽部分酒企近期动销/批价均略下滑，但我们认为3月为白酒淡季，需求的自然环比下滑所带来的观测指标不稳定为正常情况，且淡季回款占比低，因此无需过于担忧短期指标的波动。

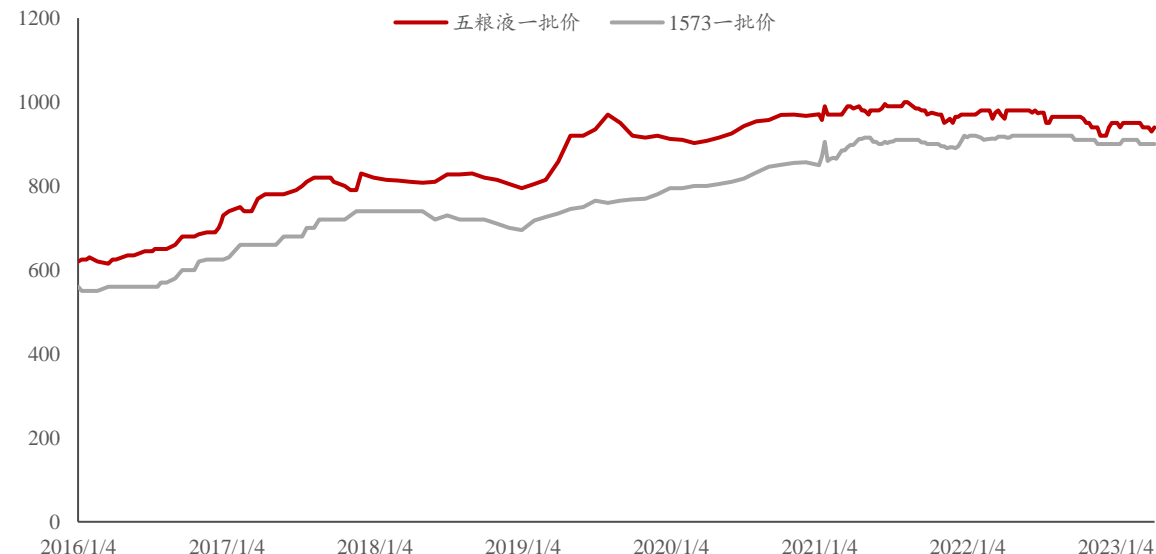
**1) 春节前：**大众消费/高端价位表现优异，徽酒苏酒动销亮眼。在各区域疫情感染率高峰聚集在12月背景下，1月主要区域白酒动销陆续实现恢复，其中大众价位受益于密集婚宴等场景回补+返乡率提升，徽酒/苏酒动销相继超预期；高端酒受益于消费刚需，春节前动销亦实现大幅增长；次高端酒消费场景更偏商务，因此春节前动销仍未实现同比回正（库存亦偏高）。

**2) 春节后：**次高端高价位酒仍在加速修复途中。节后由于白酒进入淡季，整体动销/批价较节前正常略微回落，100-400元大众价位带动销表现平稳向上的同时，次高端高价位酒动销仍略承压，随着商务消费加速修复，此前受疫情损伤最大&基数最低的次高端酒弹性仍为后续看点。

图：贵州茅台一批价近期表现稳健



图：五粮液/泸州老窖一批价近期表现稳健

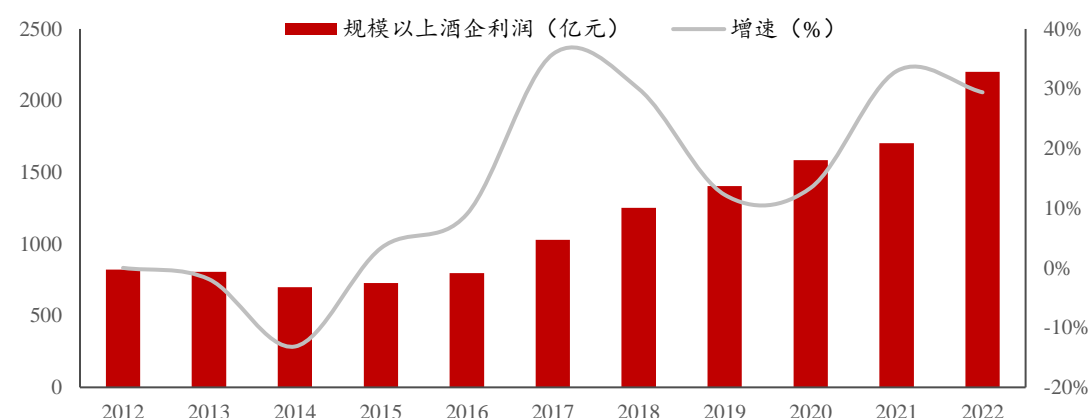
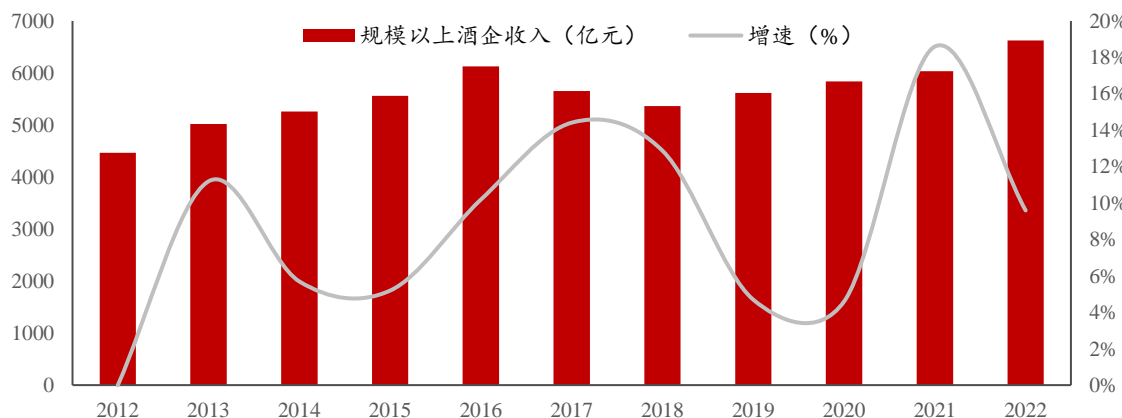


# 1.3 热搜词3: “价位带” “增速”

板块仍强韧性，价增趋势不改，集中度加速提升。2022年在疫情影响下，963家规模以上酒企完成销售收入/净利润6626.5亿元 (+9.6%) /2201.7亿元 (+29.4%)，规模以上酒企累计亏损额18.8亿元 (-15.7%)，板块基本面呈现强韧性，且在消费升级速度放缓背景下，价增仍为核心驱动力，行业集中度仍处于加速提升过程中。

表：2012-2022年规模以上酒企收入/净利润情况一览

年份	规模以上酒企数量 (家)	规模以上酒企收入 (亿元)	增速 (%)	规模以上酒企利润 (亿元)	增速 (%)	平均规模以上酒企收入 (亿元)	增速 (%)	平均规模以上酒企利润 (亿元)	增速 (%)
2022	963	6627	10%	2202	29%	6.88	10%	2.29	30%
2021	965	6033	19%	1702	33%	6.25	11%	1.76	16%
2020	1040	5836	5%	1585	13%	5.61	17%	1.52	28%
2019	1176	5618	8%	1404	15%	4.78	29%	1.19	38%
2018	1445	5364	13%	1251	30%	3.71	5%	0.87	34%
2017	1593	5654	14%	1028	36%	3.55	-9%	0.65	28%
2016	1578	6126	10%	797	9%	3.88	9%	0.51	9%
2015	1563	5559	5%	727	3%	3.56	1%	0.47	0%
2014	1498	5259	6%	699	-13%	3.51	0%	0.47	-18%
2013	1423	5018	11%	805	-2%	3.53	2%	0.57	-11%
2012	1290	4466	-	821	-	3.46	-	0.64	-



数据来源: WIND, 浙商证券研究所

## 1.4 热搜词3: “价位带” “增速”

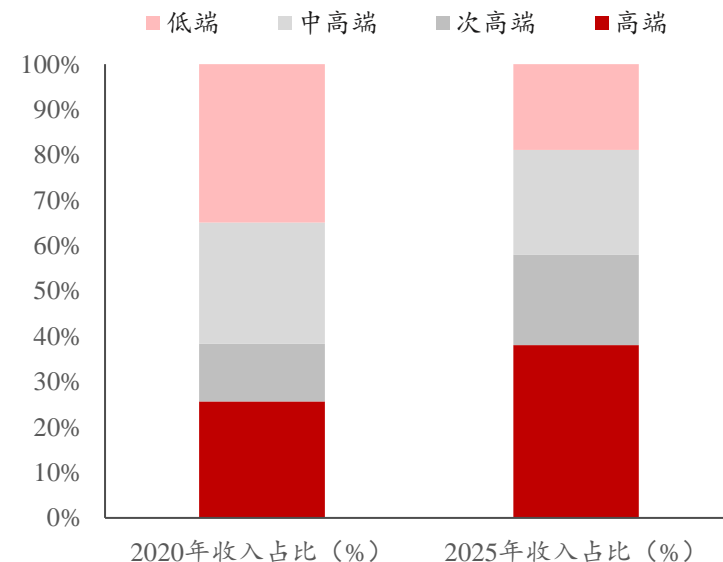
市场普遍关注哪些价位带仍将高增长态势，我们预计2023年行业行业仍将以“量减价升”为主旋律，预计2020-2025年白酒行业规模CAGR约为7.23%（其中量增CAGR约为-2.00%），次高端酒/高端酒仍为发展速度最快的子行业，2023年来看，次高端酒下沿产品恢复速度将较上沿产品快：

1) **高端酒**：消费升级趋势不可逆背景下，千元价格带将继续上移扩容，其中贵州茅台、五粮液等酒企将持续享受千元价位带扩容红利，预计未来三年收入CAGR可达15%（详情可见《五粮液深度报告：价值加速回归，三大边际变化将现（20220804）》）；

2) **次高端**：次高端酒规模约千亿扩容增速或被低估，23年价位下沿产品率先恢复。在次高端酒扩容红利加速释放已步入下半场阶段时刻：① 拥有强次高端酒单品&有基地市场的白酒龙头企业拥有强全国化潜力，享受到更多次高端酒扩容红利（基于本省经济发展迅速基础上），比如：山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、舍得酒业等；② 23年看，由于大众消费率先实现修复，商务消费仍在修复途中，预计全年看次高端酒偏下沿产品表现将更好；

3) **中高端**：100-300元价格带目前处于挤压式增长/再分配式增长阶段，关注这个价位带产品间份额的动态变化，比如：迎驾洞藏的强势崛起原因之一为抢占同价位带其他产品市场份额。

图：预计2025年高端酒收入占比较2020年将提升显著



数据来源：WIND，浙商证券研究所

表：预计2020-2025年白酒行业规模CAGR约为7.23%

价位带	分类	2020年市场规模 (亿元)	收入占比 (%)	2020年白酒量 (万吨)	2025年市场规模 (亿元)	收入占比 (%)	2025年白酒总量 (万吨)	收入CAGR (%)
800元以上	高端	1500	26%	6.8	3150	40%	9.3	16.00%
300-800元	次高端	742	13%	10.6	1650	19%	16.5	17.33%
100-300元	中高端	1560	27%	48.8	1910	22%	47.8	4.13%
0-100元	低端	2034	35%	678.1	1562	18%	600.7	-5.14%
	合计	5836		744.3	8272		674.3	7.23%

数据来源：WIND，浙商证券研究所



## 1.5 热搜词4：“控货挺价” “新品” “低度化”

**控货：**春节以来，已有多家主流白酒企业宣布对旗下核心产品提价/停货（较去年更多），我们认为当前行业库存压力/价格倒挂情况仍普遍存在，有市场需求/提价动力的品牌酒企核心单品控货挺价旨在稳价格/去库存/提品牌，为淡季正常动作，预计后续将有更多品牌酒企加入控货挺价队伍。

**新品：**由于今年以来100-300元大众价位带表现优异，因此部分酒企推出了大众价位带新品以享受品牌集中度提升带来的短期规模增长；而更多的酒企（以次高端酒为主）仍将目光锚定未来潜在消费升级，前瞻布局高端价位，因此我们认为舍得藏品十年/今世缘六开/水井坊生肖酿等产品23年将以培育/提升品牌价值为主，而非短期目标放量产品。

**低度化：**随着近年来泸州老窖低度产品表现亮眼，今年预计将有更多酒企入局/发力低度领域，比如：洋河上新低度产品微分子；五粮液上新低度产品紫气东来等。

表：2023年以来主要酒企控货挺价举措一览

高端酒		
五粮液	控货	五粮液针对1618及低度推出开瓶扫码&终端联动的活动&局部区域控货 2月8日，泸州老窖特曲酒类销售股份有限公司发文，实行“价格双轨制”，强化泸州老窖老字号特曲与晶彩特曲两款产品的配额制管理；对计划外配额结算价作出调整，52度结算价格将按照每500ml上调30元，38度结算价格将按照每500ml上调20元
泸州老窖	控货挺价	2月17日起实行泸州老窖1952产品配额制，2023H1各经销客户配额投放量限定为签订配额总量的50%内，52度计划外配额在计划内配额结算价格基础上提升40元/瓶。自3月20日起，52度泸州老窖1952经销客户计划内结算价格上调20元/瓶，保证金调整为60元/瓶 据渠道反馈，自3月20日起，52度泸州老窖1952经销客户计划内结算价格上调20元/瓶，保证金调整为60元/瓶；自3月31日起，38度国窖1573经典装（500ml*6）经销商结算价格上调30元/瓶，国窖公司华北（东北）大区发文，同时取消38度经典装终端入库扫码奖励及终端分级熔断奖
次高端酒		
舍得股份	挺价	3月1日第五代品味舍得不接受订单后，从4月1日起，品味舍得第五代、第四代、精华版、庆典装等产品终端售价上调20元/瓶
山西汾酒	控货 挺价	于2月初全面控货，计划停货20天左右 自2023年1月1日起，42度500ML酒鬼酒终端供货指导价上调20元/瓶，零售指导价上调20元/瓶
酒鬼酒	控货	22年11月底，酒鬼酒发布《关于明确52度500mL内参酒2023年度销售总量的通知》，决定2023年52度500mL内参酒度销售总量不超过800吨；23年1月初，内参酒再发公告，“在线上，按天、按平台监管排查低价卖货现象；在线下的重点城市设专岗、专人监督产品价格，有低价当天就处理。
区域酒		
洋河股份	挺价 控货	公司将于近日对高度/低度M6+提出厂价/零售价，提价后M6+高度整箱4瓶价格约3400元/箱，低度产品预计提价幅度约为20+元/瓶，预计低度M6+渠道拿货价自540元/瓶上调至560元/瓶，终端成交价自630-640/瓶提升至650-660/瓶 自2月16日起，洋河股份停止接收全国经销商客户梦之蓝M6+产品订单，恢复开票时间另行通知
今世缘	控货挺价	3月6日，国缘四开暂停接收配额销售订单，如有特殊进货需求，按照配额外产品价格执行（开票价每瓶上浮20元）
口子窖	挺价	据3月初渠道反馈：兼香系列正逐步导入流通渠道，渠道改革进行时，新兼香10/20年开票价270/370元，终端价330/488元（分别返利40-60/60-80元不等，返利力度会逐步减小）

# 1.6 热搜词4: “控货挺价” “新品” “低度化”

表：糖酒会期间发布的新品情况

酒厂	产品	价位段	产品战略	区域策略	渠道策略
洋河股份	洋河大曲经典版	100元	<b>产品复兴。</b> 聚焦两大超级单品梳理、升级、优化、淘汰，重塑产品新塔基：1) 聚焦大单品：打造中国大众盒酒第一超级大单品！聚焦光瓶，打造洋河名酒第二增长极；2) 产品瘦身：关停并转，对现有产品进行优胜劣汰，通过合并、淘汰，优化产品结构；3) 产品升级：针对现有存显大单品，形象升级、品质升级、价位升级，小步快涨，推动底密利润向上、价格向上；4) 商业整合：通过大商定制开发，构建超级单品+超级侧翼战略。	<b>市场复兴。</b> 洋河名酒实施“13730深度全国化工程”，即1个根据地市场、3大主销省份、7个成长地区、30个重点城市样板培育，将聚焦核心省份高效率提升，攻坚制高点市场高速增长突破。	<b>营销复兴。</b> 洋河名酒通过规模化网点、标准化渠道、创新化培育，打造了标准化、系统化、规模化、数字化的营销系统。 <b>商业复兴。</b> 从扶持大型经销商、培育潜力经销商、发展转型经销商等三级客户实施新厂商一体化联盟，实现目标、管理、运营、费用一体化。 <b>业务复兴。</b> 即打造全新双轮驱动业务模式，一方面自营战略大单品精细化运营，加快全国化步伐；另一方面，联合、整合大商资源，助力腾飞，形成新的增长点。
	洋河敦煌	50-80元			
	微分子	预计低于百元	<b>轻白酒。</b> 微分子（33.8%vol, 100ml），主要在三个方面对于“传统”进行改造，一是改变传统酒企的外包装形象，微分子不采用重度包装，主张轻度、简约；二是微分子针对的并非传统白酒的饮用场景而是主打露营、派对等休闲娱乐场景；三是微分子在传统的受众群之外，期望链接更多的年轻消费者	<b>布局全国线上线下。</b> 以遍布全国的销售渠道和深耕市场的影响力为骨架，以专注、专业、高效、团结的经销商队伍为武器，打造‘线上+线下’一体化运营模式	<b>渠道模式创新。</b> 藏品十年以前是经销商模式，后面渠道模式可能会再改变，还在探讨，比如是否能模仿国窖/酒鬼酒的平台模式。
舍得酒业	藏品十年（升级版）	800-1499元	<b>千元价位布局产品。</b> 继品味舍得(藏品)、智慧舍得(藏品)升级版上市后，舍得藏品十年本周日焕新上市，其为和品味舍得地位相当的公司重要单品（藏品十年补位千元价位的产品），未来希望量能够做起来，但还需要时间去培育。		
今世缘	六开	零售价1099元	<b>柔雅兼香实现品牌占位。</b> 六开独有“61022”工艺（6个月长发酵，10年以上基酒，2次储存2次调味）。六开新品将实现品牌占位。国缘品牌全国化，以“中国新一代高端白酒”为统领，聚焦“三瓶酒”。战略培育国缘V9；全面推广柔雅兼香；联动提升国缘四开。	<b>节奏化市局。</b> 2023年全国限量开放30个经销名额，有序良性布局拓展。	<b>模式化运营。</b> 组织化体系化开展C端消费培育，协同构建专业化品推团队。机制化保障：若经销商因故退出，对打款未发货及库存给予退出保障。
五粮液	五粮液·紫气东来	/	<b>高品质低度白酒。</b> 这款39度的酒由陈年五粮佳酿勾调而成，面向大企业团购客户和高净值客户（商家单次限量5件），是五粮液锚定低度白酒消费潮流和国际化趋势而重磅推出的高品质低度白酒。	/	/
水井坊	水井坊盛世生肖酿	/	/	/	/

## 1.7 热搜词5：“酱酒”

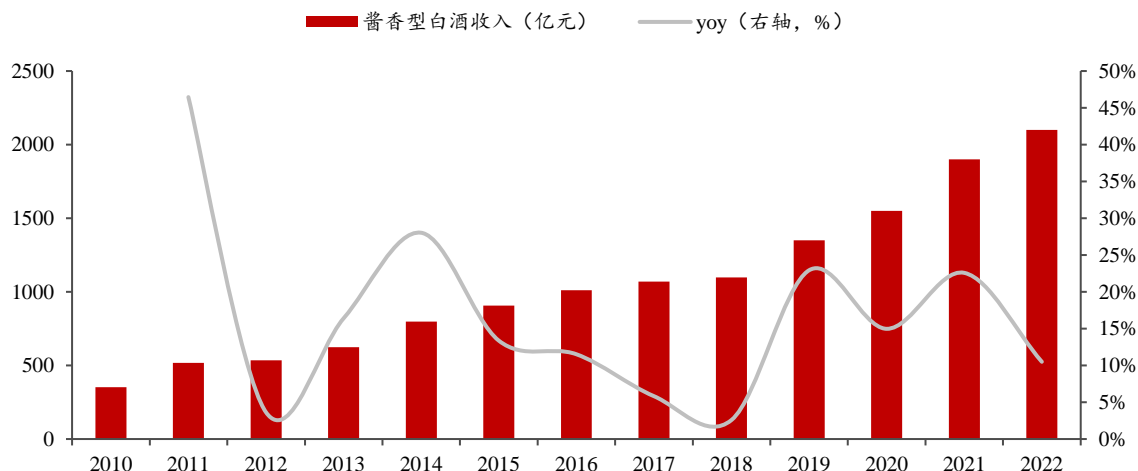
酱酒凭借占全行业10%的产能，实现收入及利润32%、40%的占比。据权图酱酒工作室研究最新数据显示：①2022年，中国酱酒产能约70万千升，同比增长16.7%，约占我国白酒总产量671.2万千升的10.43%；②2022年，中国酱酒实现销售收入2100亿元，同比增长10.5%，约占我国白酒总销售收入6626.5亿元的31.69%；③2022年，中国酱酒实现利润约870亿元，同比增长11.5%，约占我国白酒总利润2201.7亿元的39.51%。

【产业观察】酱酒当前仍处于大浪淘沙初级过程，价格泡沫已逐步破碎，库存仍处于消化阶段，拥有充足产能&品牌优质的酱酒企业将抢占更多市场份额，同时，随着价位带将缓慢下移至次高端（价格带更完善），或对未来次高端酒格局产生一定影响。

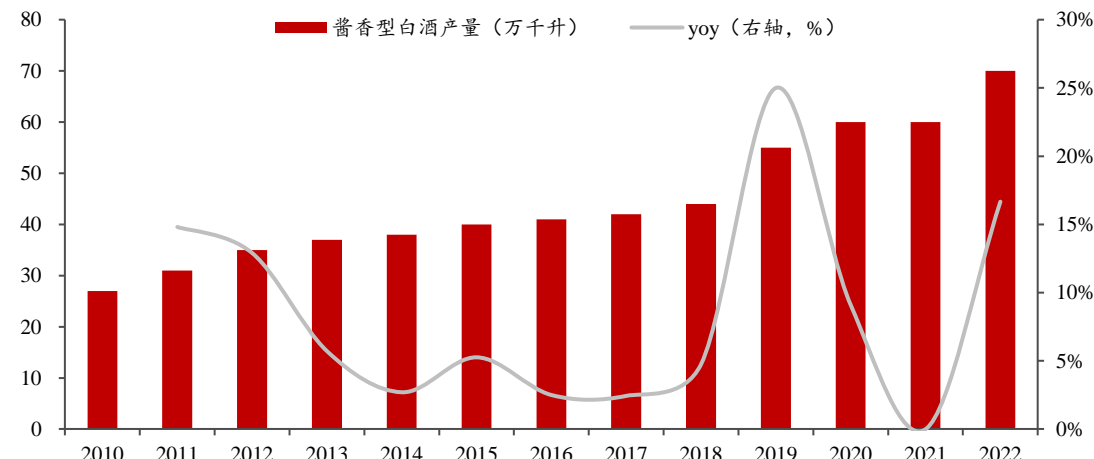
【价格】未来决定酱酒价格的是品牌。我们认为酱酒前几年因处于初级发展阶段，渠道利润高&可不依靠品牌的力量直接切入千元价位，随着行业渠道利润逐步透明化，酱酒也将走入品牌决定价格阶段，虽当前主流酱酒价位还停在千元未向下初探，但我们认为酱酒主流价格带将逐步向下探至次高端，这或对浓香型酒（特别是中高端和次高端）有冲击。

【渠道】21-22年受制于供求关系导致渠道库存仍处高位，同时行业内还混杂了较多贴牌酒，随着价格泡沫逐步破碎，库存逐步消化，动销或重新进入新发展阶段。

图：2010-2022年酱酒规模情况一览



图：2010-2022年酱酒产量情况一览

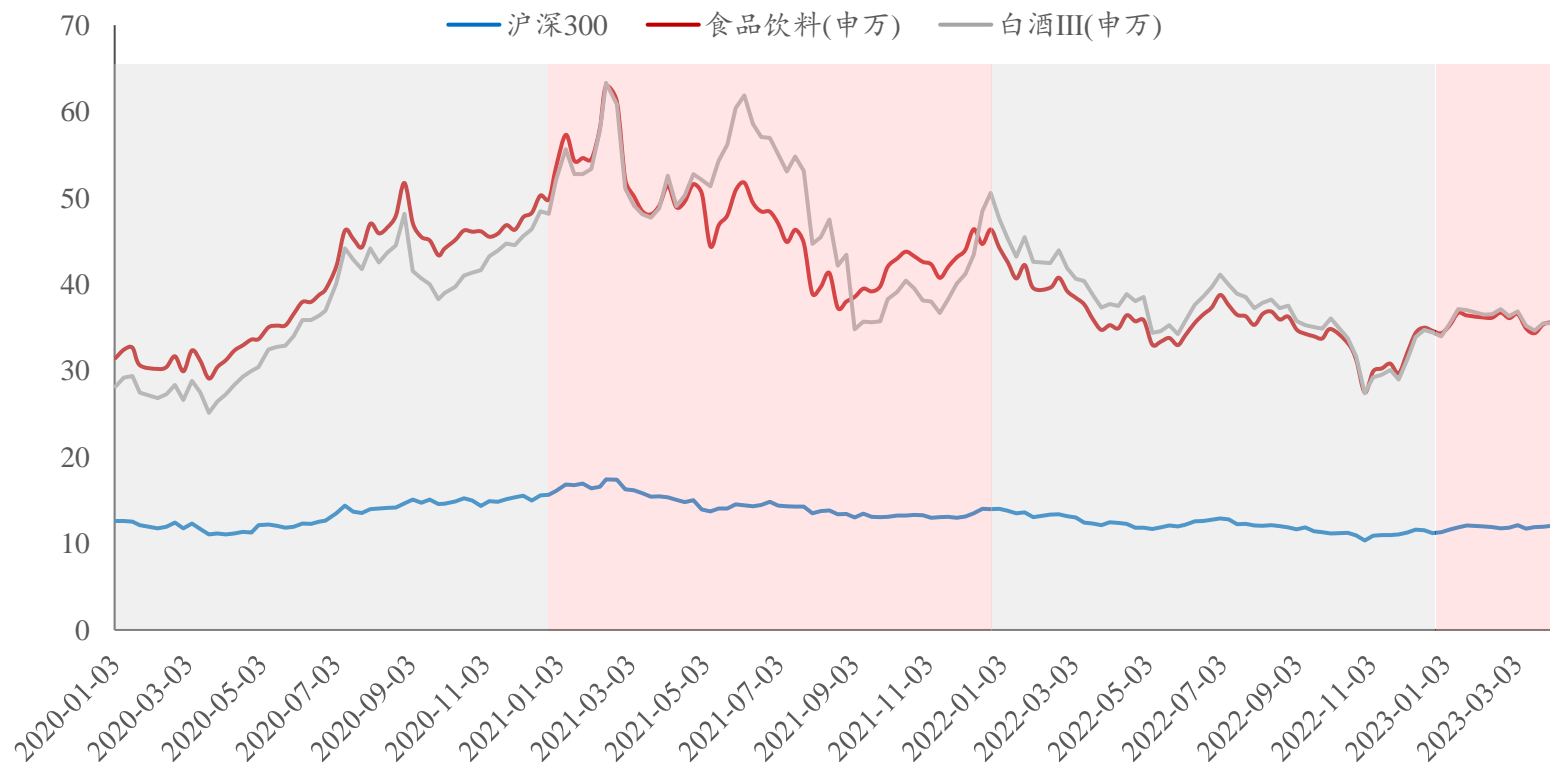


# 1.8 热搜词6: “调整” “机会”

今年年初以来，白酒板块经历了结构性的轮动行情，但总体看，春节后板块估值在结构性机会中略微回落，我们认为主因：

①前期调整原因：当前经济恢复情况/终端商务动销情况较2月乐观预期略弱、进入淡季等；②后期催化：短期看，4月即将来临的糖酒会（板块/结构性催化）/23Q1业绩预期差（结构性催化）/4月中央政治局会议情绪（板块性催化）等均为催化因子；中长期看，经济指标向好/终端商务消费表现等均为催化因子。我们认为：当前部分优质标的估值已逐步回落至合理区间，随着经济向上信心不断强化/经济修复持续，板块估值中枢向上抬升确定性强。

图：23年白酒行业经历了结构轮动行情



表：2022年单季度估值涨跌幅

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
白酒	-23.06%	13.14%	-12.92%	-5.79%	4.56%
非白酒	-26.12%	42.03%	-13.39%	14.35%	11.59%
食品加工	-12.06%	22.65%	-10.67%	5.40%	-1.08%
饮料乳品	-12.98%	3.38%	-15.53%	7.24%	-3.61%
休闲食品	-24.77%	28.47%	-4.35%	36.96%	-4.12%
调味发酵品	-29.49%	6.07%	22.46%	0.02%	11.00%
食品饮料	-22.11%	13.35%	-10.78%	-1.41%	3.55%
沪深300	-11.95%	5.19%	-13.80%	1.13%	6.55%

数据来源：WIND，浙商证券研究所，注：时间截止2023.04.15

# 02

## “直击现场”

主要酒企除了携核心单品/新品参展外，亦参与了诸多活动

## 2.2 茅五泸参展糖酒会，贵州茅台家族产品齐亮相

**总体来看：本届糖酒会氛围热烈。**从参加糖酒会的人数/参展商数量/现场活动频率等角度来看，整体热度较往届高，原因或为：① 本届糖酒会为疫后首次糖酒会，各商家均希望通过本次活动增加曝光度，同时酒商亦通过本次活动视察市场情况；② 春节期间大众价位产品动销表现超预期，且商务消费仍处于恢复期，白酒行业仍处上行通道；③ 有实力的经销商仍在观望新增代理品类。我们预计当前经销商或重点选择具备流通性强渠道利润稳定向好+品牌有历史根基+有配套规划和费用支持的品牌。**具体酒企情况来看——**

**贵州茅台：**茅台集团各酒类子公司和i茅台、巽风数字世界、茅台冰淇淋、茅台文创产品均设独立展位，集中展示了茅台家族产品及茅台文化。

**五粮液：**五粮液携501五粮液、经典五粮液、第八代五粮液等五粮液核心产品和五粮春等五粮浓香战略产品参展，同时，“文传千载，酒承万象”2023五粮液文化酒主题探索馆开馆，36款、153瓶五粮液文化酒精彩亮相；“2023年‘五粮液家有老酒’陈年五粮液全国巡展”首站开启；以“守正创新酿和美，踔厉奋发启新程”为主题的2023年五粮液品牌经销商大会召开，五粮液将按照“三加三减”的思路全力稳定品牌价值回归，实现新一轮高质量发展。另外，公司召开新品发布会，上新紫气东来产品（39度的高品质低度白酒）。

**泸州老窖：**本届糖酒会，泸州老窖特色品牌馆展出旗下核心产品，同时开展了“窖主节”活动，以提升消费者参与感。

图：贵州茅台糖酒会展厅

图：五粮液糖酒会展厅

图：泸州老窖“窖主节”启动



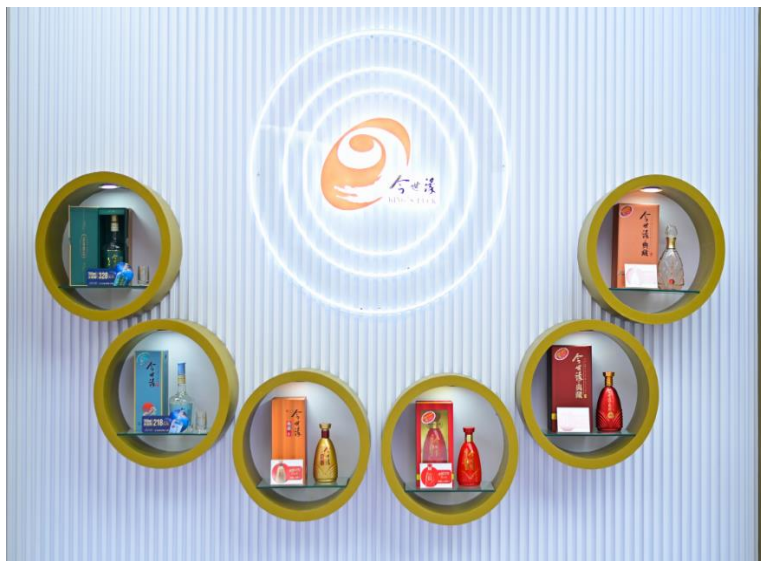
## 2.3 今世缘国缘六开重磅推出，古井贡酒带来最强阵容

**今世缘：**今年春糖今世缘酒业系整个展厅规模最大、投入最多的品牌商，公司携国缘、今世缘、高沟三大品牌五大品系持续亮相，2023年正式提出“缘聚时刻今世缘”的品牌广告语亦亮相。为大力推进落实省外招商工作，全面发力全国化，今世缘酒业全面扩大广告投放面，在机场、高铁枢纽核心圈，以及电梯框架等城市核心圈均有投放。另外，此次春糖今世缘酒业将重磅推出战略新品国缘六开（模式化运营），全面抢占新次高端价格带，推并再次强调全国化必要性，今世缘品牌重点推进“两坚持，三聚焦，两强化”运营策略：坚持销售目标引领，坚持品牌升级传播；聚焦核心单品突破，聚焦核心市场建设，聚焦核心客户培育；强化厂商主体能力建设，强化市场管理规范运营；推动今世缘品牌全面复兴。

**古井贡酒：**今年春糖，古井贡酒“古楼明”天团联袂出击，古井贡酒的浓香型、古香型+黄鹤楼酒的清香型+明光酒业的明绿香型也一同出现在本届春糖。除展位外，古井贡酒在春糖期间还举办两场主题论坛活动：《黄鹤楼|大清香风口下的行业发展趋势高峰论坛》和《古井贡酒|微酒第十七届酒业营销趋势高峰论坛》。

**洋河股份：**洋河在成都开了“名酒复兴”与“轻白酒”两场发布会，洋河大曲（经典版）、洋河全新一代微分子（33.8%vol）上市。洋河焕新升级洋河大曲，一方面，是契合名酒进入发展新周期的逻辑，另一方面，是契合名酒价值融合的表率。

图：今世缘糖酒会展厅现场



图：古井贡酒糖酒会展厅现场



图：洋河股份新品上市



## 2.4 舍得酒业总部设展，酒鬼酒携数十款文创产品亮相

**舍得酒业：**公司首次在运营总部设展，天子呼、吞之乎、智慧·舍得、品味·舍得、沱牌曲酒、沱牌特级等明星产品悉数亮相，同时公司还推出“圣悠活x舍得酒”联名冰激凌，布局沱牌国潮集市。另外，在舍得酒业2023年经销商大会上，公司倪强在主题为《共建新生态 共赢新未来》的致辞中表示，“舍得酒业梦想的实现，需要各位经销商朋友的精诚合作。”为了更好地赋能经销商，倪强从四大层面提出明确的工作方向，同时公司发布新品（藏品十年升级版），同时辅以专属全国化平台商模式（厂家品牌授权、经销股份制合作模式）。

**酒鬼酒：**在“中国酒文化创意产业发展”峰会上，酒鬼酒公司设立了独立展厅，酒鬼酒携十款文创产品高调亮相。在现场，能看到酒鬼酒与荣宝斋合作的“内参·福禄双全”“内参·竹入青云（郑板桥）”，与浙江卫视《万里走单骑》合作的“酒鬼酒·万里走单骑”，与中国国家地理杂志合作的“酒鬼酒·行者无疆”等共十款文创产品。其中，酒鬼酒·万里走单骑作为中国酒文化创意的典范，在峰会上榜获奖。

**山西汾酒：**4月13日，以“共创 共进 共赢”为主题的2023汾酒经销商座谈会在成都召开。会议上，公司表示要提高全国化市场拓展速度，全面推进营销前端数字化的精准落地；要提升清香消费群体的培育深度；要提高汾酒营销人才的培养力度。

图：舍得酒业糖酒会会展现场



图：荣获优秀案例奖的酒鬼酒万里走单骑



图：糖酒会期间山西汾酒召开座谈会





## 2.5 水井坊推出“白酒学坊第一坊”，武陵酒首次亮相

**水井坊：**在第108届春季全国糖酒会期间，川酒成都产区·邛崃携20余家知名酒企集中参展，其中水井坊位居在列。水井坊正式推出“白酒学坊\*第一坊”，为行业内第一家以数字交互式教学及白酒创新体验互动的平台，借由糖酒会，水井坊白酒学坊正式开始推广，2023年将面向全国拓展。本次糖酒会期间，水井坊“1号菌群”第二阶段科研项目也正式启动。

**老白干：**与以往不同，本届糖酒会衡水老白干携旗下4家酒厂、3大香型同时在糖酒会主会场的国际会展中心2号馆集体展出，衡水老白干企业酱酒品牌武陵酒业首次亮相。湖南武陵酒业总经理张毅超表示，“在品质、品牌、集团赋能的基础上，武陵酒有产能、有模式、有自信。”另外，在11月8日举办的酒说第11届顶级思想峰会上，衡水老白干营销有限公司总经理贺延昭讲述了品牌的全国化策略。

图：水井坊正式推出“白酒学坊\*第一坊”



图：衡水老白干企业酱酒品牌武陵酒业首次亮相



# 03

## 酒企动态/Q1 业绩前瞻

## 3.1 高端酒/次高端酒：高端酒动销稳健，次高端酒仍处于修复阶段

预计23年白酒行业发展态势：快转折（动销出现快速变化）、弱复苏（随着经济逐步复苏）、大拐点（仍处增量竞争阶段，面临存量竞争压力）、强分化（同质化严重的当下，分化加剧）、新未来。

### 高端酒：动销平稳向好，库存健康

①**贵州茅台**：当前贵州茅台批价/库存均保持稳定，非标占比持续提升，经营健康/确定性强；

②**五粮液**：市场最关心的“批价”近期略有下降，大多时候稳定在930-940元，库存保持健康，预计后续随着需求端的持续向好/公司或潜在存在控货行为，凭借其高性价比/强动销，批价有望实现稳定向上，另外，除了近期公司发布低度新品外，公司也将在华北等区域加大低度酒投入力度，从而抢抓低度领域市场份额；

③**泸州老窖**：核心产品近期批价随着五粮液向下，亦有小幅波动，库存表现正常，河南区域将通过“中部崛起”得到赋能，有望实现加速向好发展。

### 次高端酒：动销仍处于恢复阶段，库存略高正在消化

①**舍得酒业**：舍得酒业年初以来回款/发货情况好于去年同期，价盘保持稳定态势，2022年公司要求品味舍得/水晶舍得/智慧舍得不低于400/500/600元，看好次高端酒舍得业绩弹性释放。

②**山西汾酒**：当前产品结构仍处于加速恢复期，整体价盘/库存阶段性波动后均将趋于正常（此前渠道库存增加为主动增加，并非强制压货；青花20价格略有波动，但是全国范围动销具备竞争力），后续随着经济修复，青花30复兴版放量有望带动结构上行。

③**酒鬼酒**：内参动销仍因宏观环境短期承压，库存略高，而酒鬼酒动销相对更好，公司或通过重点布局54度内参&低度内参实现产品增量，力争完成50亿业绩目标。

## 3.1 区域酒：受益于大众价位带向好，区域酒表现优秀

### 区域酒：受益于大众价位带向好，区域酒表现优秀

①**古井贡酒**：古井贡酒今年以来回款完成度表现位居行业前列&库存健康&批价稳定，省内以及省外均延续强劲增长势头（回款进度超去年同期），同时结构持续上行（省外所有重点市场古8及以上产品占比均达70%以上，所以古20/8为省外产品结构大头），利润率提升逻辑目前尚未改变，持续推荐古井贡酒。

②**洋河股份**：洋河在回款持平、库存消化、批价提升的背景下，势能显著向上。Q1省内梦6+表现较好，全年将冲刺百亿单品。在今年8月股权激励解禁和组织结构进一步优化升级的背景下，员工积极性强，增长动能较优，全年销售增速有望达20%。

③**今世缘**：公司库存水平健康，春节货基本已发，经营健康。公司产品方面多措并举锚定全年业绩：①团购产品开始走向流通：23年春节期间国缘淡雅柔雅等产品开始试水流通渠道；②普通V系列做团购，同时继续做定制产品；③推出定价1099元的新品六开。在公司激励兑现度高/营销商信心度提升背景下，团购渠道在省内仍有潜力；流通渠道刚起步；省外加速发展等方面均有潜力发展空间。

④**口子窖**：口子窖23年以来通过股权激励&加大各层级绑定考核&进行产品渠道多方位升级等方式推进改革，体现决心，激励目标可达性强。

### 3.3 23Q1白酒板块盈利预测

**整体看：**预计23Q1主要酒企利润增速中枢仍可保持在15-20%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/今世缘/迎驾贡酒等标的23Q1利润增速均有望超20%，古井贡酒/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）。

表：酒企23Q1盈利预测一览

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%	15%	17%	7%	24%	16%
五粮液	15%	20%	13%	13%	19%	21%	16%	15%
泸州老窖	-15%	41%	26%	24%	13%	27%	33%	27%
山西汾酒	2%	77%	44%	20%	39%	78%	70%	20%
酒鬼酒	-10%	190%	86%	负增速	32%	179%	94%	负增速
舍得酒业	-42%	154%	83%	8%	-73%	1031%	76%	5%
古井贡酒	-11%	26%	28%	22%	-19%	28%	35%	28%
洋河股份	-15%	14%	24%	14%	0%	-3%	29%	16%
今世缘	-9%	35%	25%	28%	-10%	39%	24%	26%
口子窖	-43%	51%	12%	20%	-55%	73%	16%	15%
迎驾贡酒	-34%	49%	37%	20%	-34%	58%	49%	23%
金徽酒	-33%	48%	39%	20%	-47%	99%	43%	4%

数据来源：WIND，浙商证券研究所，注：时间截止2023.4.15

# 04

## 站在当下， 如何推荐？

第一：高端酒主线

第二：季报行情

第二：新品招商线

看好消费升级加速逻辑下板块估值中枢持续抬升机会&23Q1业绩超预期机会&23Q2低基数下板块业绩高弹性机会，推荐关注三条主线：

- ①高性价比高端酒主线：贵州茅台/五粮液/泸州老窖。
- ②季报季行情+潜在弹性投资组合：古井贡酒（浙商4月金股）/舍得酒业（次高端最优选择）；
- ③新品招商线：口子窖（浙商12月底推荐）/顺鑫农业；

另外，提示洋河股份机会（高性价比区域酒）。

**近期板块催化剂为：**①23Q1季报行情；②改革新品上新铺货；③批价变化等。短期看，我们认为23Q1大众价位带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：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，受市场情绪影响，当前高端酒板块估值已具备强性价比，看好后续茅五泸向上趋势。

**第二条主线：季报季行情【推荐关注：古井贡酒/舍得酒业】**

**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。

**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。

**第三条主线：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。

## 4.2 推荐逻辑&盈利预测

表：酒企盈利预测一览

日期	2023/4/15	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（TTM）	市盈率（TTM）	EPS			PE（浙商预期）		
						2022	2023	2024	22E	23E	24E
600519.SH	贵州茅台	1713.4	21523.9	49.9	34.3	49.8	58.4	67.7	34.4	29.4	25.3
000858.SZ	五粮液	175.6	6815.7	6.7	26.2	6.9	8.2	10.0	25.3	21.3	17.6
000568.SZ	泸州老窖	229.6	3378.9	6.7	34.1	6.9	8.6	10.8	33.3	26.6	21.3
600809.SH	山西汾酒	243.3	2968.6	6.2	39.4	6.5	8.3	10.2	37.7	29.3	23.8
000799.SZ	酒鬼酒	119.0	386.6	3.5	33.8	3.6	4.6	5.7	33.3	25.9	20.8
600779.SH	水井坊	68.3	333.7	2.6	26.6	2.6	3.1	3.7	26.1	21.7	18.2
600702.SH	舍得酒业	181.6	605.0	5.1	35.9	4.6	6.4	8.5	39.2	28.3	21.4
000596.SZ	古井贡酒	277.3	1465.6	5.6	49.7	5.8	7.6	9.8	47.6	36.3	28.3
002304.SZ	洋河股份	149.9	2259.6	6.2	24.1	6.5	7.9	9.4	23.2	19.0	15.9
603369.SH	今世缘	58.7	736.5	1.9	30.5	2.0	2.5	3.1	29.7	23.2	18.7
603589.SH	口子窖	58.6	351.6	3.0	19.8	2.9	3.5	4.0	20.3	16.9	14.6
603198.SH	迎驾贡酒	59.3	474.6	2.0	29.2	2.3	2.8	3.4	26.3	21.1	17.6
603919.SH	金徽酒	25.4	128.7	0.6	45.9	0.6	0.9	1.1	40.3	28.8	23.4

数据来源：WIND，浙商证券研究所，注：时间截止2023.4.15



# 风险提示

高端酒批价下行风险；  
经济修复速度不及预期风险；  
食品安全风险；  
政策风险。

## 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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

**浙商证券食品饮料团队**  
**Thank you for listening**