

食品饮料行业深度报告

2022 年报&23Q1 白酒行业总结: 行业向上趋势不改, 放量推动增长, 部分利润超预期

增持 (维持)

2023 年 05 月 02 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

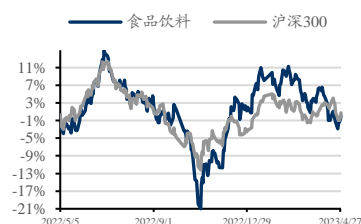
执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

投资要点

- **2022 年: 消费升级趋势不改, 板块收入确定性与利润弹性仍充足。**
- **收入稳定增长, 利润增速创 20 年以来新高。**2022 年白酒上市公司营收 3518 亿元, 同比+15%; 归母净利润 1305 亿元, 同比+20%, 上市酒企持续放量增长, 受益于消费升级价格持续走高, 毛利率同比+1.3pct 至 80.2%, 销售净利率同比+1.3%至 38.3%。
- **高端白酒收入利润双位数增长, 次高端费控推动净利率提升。**2022 年高端白酒收入 2232 亿元, 同比+16%; 归母净利润 998 亿元, 同比+19%, 经营活动现金流净额 694 亿元, 同比-30%; 销售收现 2484 亿元, 同比+11%, 销售毛利率同比+0.5pct 至 85.8%, 销售净利率同比+0.8pct 至 46.5%。22 年次高端白酒收入+24%, 同比+39%, 收入利润增速仍为三个价格带中最高, 经营现金流净额 131 亿元, 与 21 年同期基本持平, 销售费用率/管理费用率同比-2.16pct/-1.15pct, 费控效果较好推动销售净利率同比+3.04pct 至 29.57%。
- **23Q1: 开门红收入如期兑现, 部分酒企利润表现超预期。**收入方面: 高端酒茅泸业绩超市场预期, 五粮液韧性足符合预期。次高端分化明显, 山西汾酒归母净利润同比+29.89%, 利润超预期, 主系青花系列占比提升+费控, 舍得酒业稳健增长符合预期。受益于春节返乡带动及消费场景复苏, 区域酒动销表现整体较好, 收入增速大多稳定在 20-30%之间, 其中洋河省内梦之蓝恢复较好, 省外海之蓝持续跑量, 古井表现亮眼, 归母利润同比+43%, 超市场预期。**经营质量:**合并 23Q1 营收及合同负债同比变动来看, 茅五泸汾舍得实现稳定正增长, 侧面反映蓄水池充足, 销售现金及收入增速来看, 五粮液、舍得酒业、洋河股份、今世缘、古井贡酒、金种子酒销售现金收入增速高于确认的收入。**费用率:**部分酒企在 1 季度加大品宣及消费者培育活动投入, 销售费用率同比有所提升, 如洋河、今世缘等, 整体来看名优酒企盈利能力基本保持稳定。
- **高端双位数稳增长, 次高端阶段性承压, 区域酒受益于春节返乡潮稳健增长。**高端酒在外部环境持续有压力之下仍能够表现稳健, 体现强大的品牌力和动销, 在今年弱复苏环境下仍然有望持续保持领先表现。次高端受库存压力和弱复苏影响在一季度表现上仍存在一定压力, 汾酒舍得得益于公司的节奏充分调整保持稳健, 水井坊由于消费场景减少, 主动控货, 以确保长期持续健康成长; 酒鬼酒主动进行策略调整, 推进费用改革和产品矩阵结构不断优化, 致力于推动公司进一步行稳致远。区域酒方面, 受益于返乡潮带动以及走亲访友场景的增加, 徽酒龙头业绩超预期, 苏酒恢复持续。
- **投资建议:**从一季度渠道表现来看, 在库存较高的情况下, 弱复苏推动消费者行为相对谨慎, 因此高端酒和区域酒持续领先, 报表质量佳, 次高端承压; 我们认为上半年仍然是库存持续消化的阶段。从板块表现来看, 在经历 3-4 月份的调整后, 我们认为预期逐步回归合理, 行业整体趋势不变, 随着后续场景/经济复苏持续, 不管是板块表现, 或者是酒企持续的行为表现可更乐观。全年重点推荐五粮液、泸州老窖、舍得酒业、洋河股份、迎驾贡酒。
- **风险提示:**经济环境疲软、动销恢复不及预期、食品安全问题。

行业走势



相关研究

《量贩零食门店草根调研反馈: 门店前端管理差别大, 产品存区域分化》

2023-04-20

《糖酒会白酒总结报告: 会展如期热闹, 酒企和渠道积极参与, 传递信心》

2023-04-17

内容目录

1. 2022 年：消费升级趋势不改，板块收入确定性与利润弹性充足	4
1.1. 行业表现：22 年顺利收官，盈利能力稳步提升	4
1.2. 价格带表现：高端稳健增长，收入增速表现为次高端>区域酒>高端	5
1.3. 个股表现：高端酒企大单品量价齐升，盈利能力普遍稳步提升	10
2. 23Q1：收入如期兑现，部分酒企利润表现超预期	13
2.1. 外部环境：弱复苏基调逐步确认，短期集中性消费爆发后步入传统淡季	14
2.2. 上市公司表现：开门红如期兑现，龙头表现超预期	15
3. 总结与投资建议	17
4. 风险提示	18

图表目录

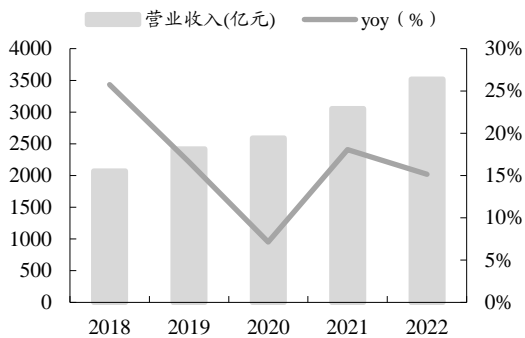
图 1:	2018-2022 年行业营收及同比	4
图 2:	2018-2022 年行业归母净利润及同比	4
图 3:	2018-2022 年行业经营活动现金流净额及同比	4
图 4:	2018-2022 年行业销售收到现金及同比	4
图 5:	2018-2022 年行业销售及管理费用率	4
图 6:	2018-2022 年行业税金率	4
图 7:	2018-2022 年行业销售毛利率及销售净利率	5
图 8:	2018-2022 年高端白酒营收及同比增速	5
图 9:	2018-2022 年高端白酒归母净利润及同比增速	5
图 10:	2018-2022 年高端酒经营活动现金流净额及同比	6
图 11:	2018-2022 年高端酒销售收现及同比	6
图 12:	2018-2022 年高端酒销售费用率	6
图 13:	2018-2022 年高端酒税金率	6
图 14:	2018-2022 年次高端酒营收及同比	7
图 15:	2018-2022 年次高端酒归母净利润及同比	7
图 16:	2018-2022 年次高端酒经营活动现金流净额及同比	7
图 17:	2018-2022 年次高端酒销售收现及同比	7
图 18:	2018-2022 年次高端酒销售及管理费用率	7
图 19:	2018-2022 年次高端酒税金率	7
图 20:	2018-2022 年次高端酒销售毛利率及销售净利率	8
图 21:	2018-2022 年区域酒营收及同比	8
图 22:	2018-2022 年区域酒归母净利润及同比	8
图 23:	2018-2022 年区域酒经营活动现金流净额及同比	9
图 24:	2018-2022 年区域酒销售收到现金及同比	9
图 25:	2018-2022 年区域酒销售及管理费用率	9
图 26:	2018-2022 年区域酒税金率	9
图 27:	2018-2022 年区域酒销售毛利率及销售净利率	9
图 28:	2020-2022 年主要酒企产品系列表现情况	11
图 29:	2022 年至今社融规模当月值及同比	14
图 30:	2022 年至今社会融资规模新增人民币贷款	14
图 31:	23 年 1 月 21-27 日餐饮企业店均营收同比增速	14
图 32:	同庆楼单店店效	14
表 1:	2020-2022 年主要酒企收入利润同比增速	11
表 2:	2020-2022 年主要酒企毛利率、费用率、净利率情况	12
表 3:	2020-2022 年主要酒企现金流情况	13
表 4:	上市航司 1 月主要运营数据	15
表 5:	2023Q1 主要酒企收入利润情况 (亿元, %)	15
表 6:	23Q1 主要酒企现金流情况 (亿元, %)	16
表 7:	23Q1 主要酒企毛利率、净利率及费用率情况	17

1. 2022年：消费升级趋势不改，板块收入确定性与利润弹性充足

1.1. 行业表现：22年顺利收官，盈利能力稳步提升

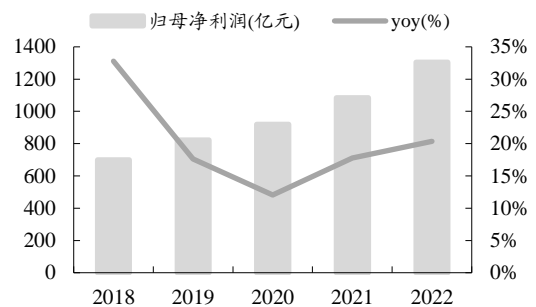
收入稳定增长，利润增速自20年以来持续走高。2022年白酒上市公司合计营业收入为3518亿元，同比增长15%；归母净利润1305亿元，同比增长20%，上市酒企持续放量增长，受益于消费升级价格持续走高，板块收入利润双位数增长。

图1：2018-2022年行业营收及同比



数据来源：wind、东吴证券研究所

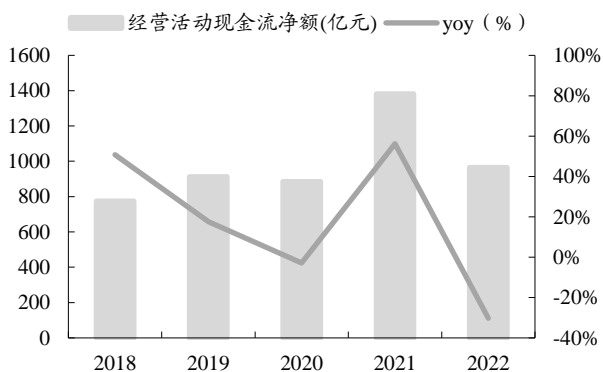
图2：2018-2022年行业归母净利润及同比



数据来源：wind、东吴证券研究所

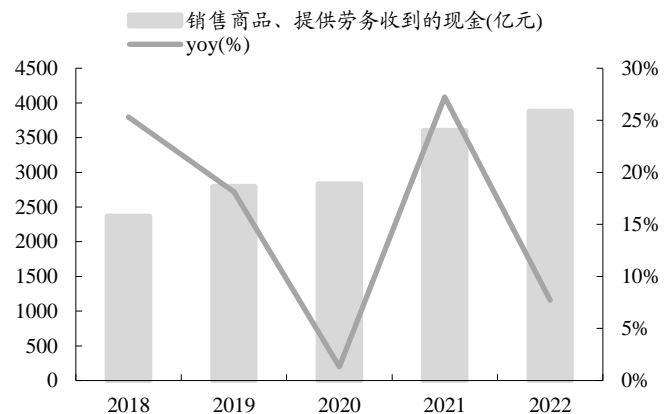
经营性现金流同比下降，销售收现小幅提升。虽然受外部环境影响，2022年白酒板块销售收现3881亿元，同比增长8%，保持小幅正增长；2022年白酒板块经营性现金流净额964亿元，同比下降30%。

图3：2018-2022年行业经营活动现金流净额及同比



数据来源：wind、东吴证券研究所

图4：2018-2022年行业销售收到现金及同比

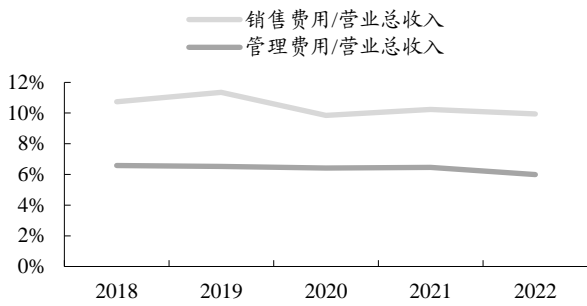


数据来源：wind、东吴证券研究所

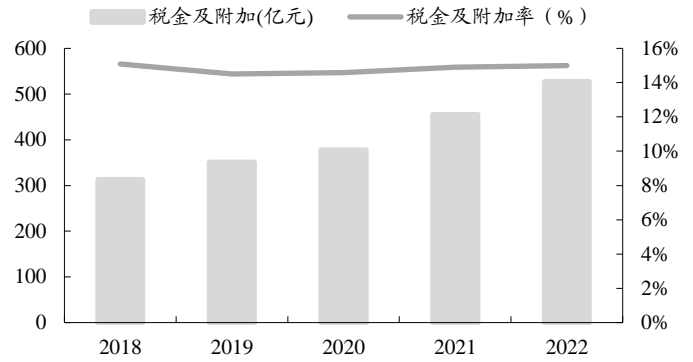
费用率有所下降，盈利能力稳中有升。受益于产品结构持续优化及区域的消费升级，2022年白酒板块毛利率同比+1pct至80%；全年白酒板块税金及附加率15%左右，保持稳定，销售费用率和管理费用率分别为9.94%、5.99%，分别同比-0.3pct、0.46pct。

图5：2018-2022年行业销售及管理费用率

图6：2018-2022年行业税金率

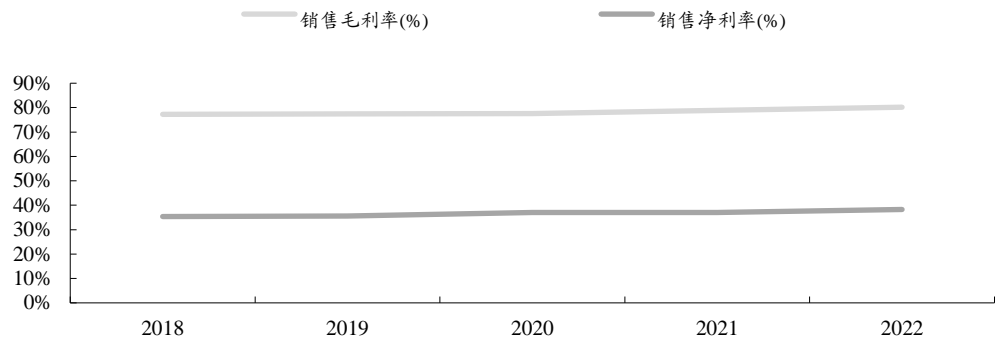


数据来源: wind、东吴证券研究所



数据来源: wind、东吴证券研究所

图7: 2018-2022年行业销售毛利率及销售净利率



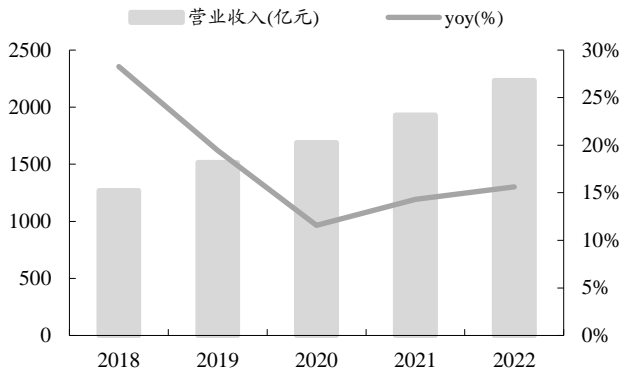
数据来源: wind、东吴证券研究所

1.2. 价格带表现: 高端稳健增长, 收入增速表现为次高端>区域酒>高端

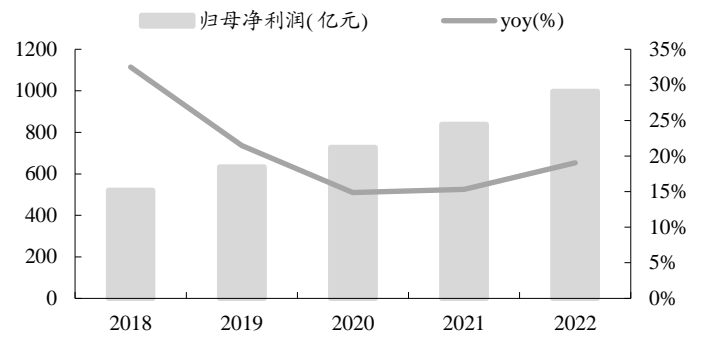
高端白酒收入利润双位数稳定增长, 盈利能力稳定提升。2022年高端白酒板块上市酒企合计收入2232亿元, 同比+16%; 归母净利润998亿元, 同比+19%。上市酒企销售收现2484亿元, 同比增加11%; 经营活动现金流净额为694亿元, 同比下降30%。从利润率角度看, 销售毛利率同比+0.46pct至85.82%, 销售、管理费用率分别同比-0.54pct、0.48pct至6%、5.84%, 销售净利率同比+0.82pct至46.49%。

图8: 2018-2022年高端白酒营收及同比增速

图9: 2018-2022年高端白酒归母净利润及同比增速

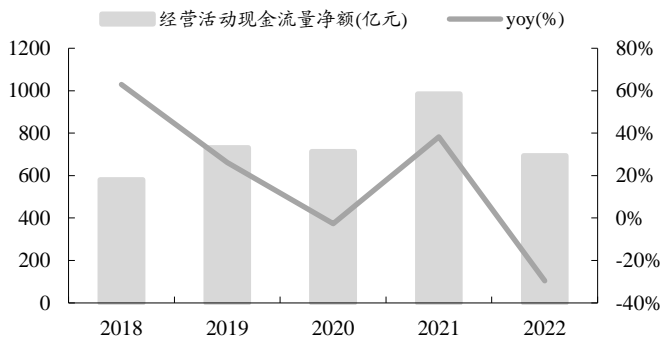


数据来源: wind、东吴证券研究所



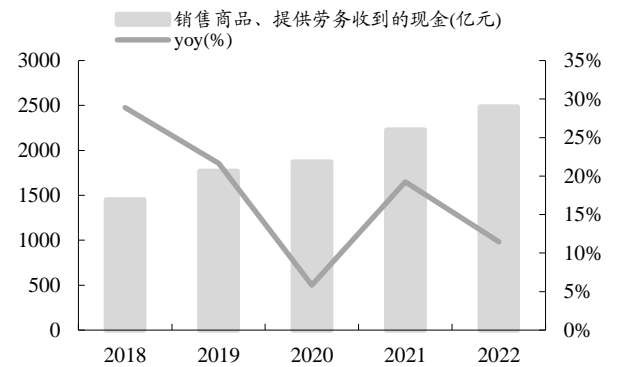
数据来源: wind、东吴证券研究所

图10: 2018-2022年高端酒经营活动现金流净额及同比



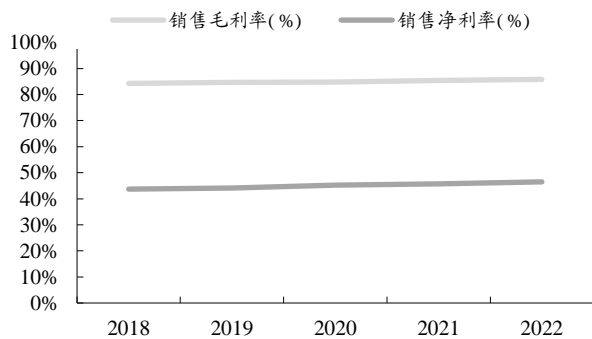
数据来源: wind、东吴证券研究所

图11: 2018-2022年高端酒销售收现及同比



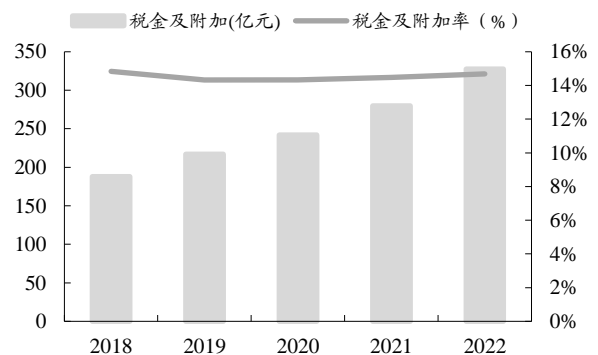
数据来源: wind、东吴证券研究所

图12: 2018-2022年高端酒销售费用率



数据来源: wind、东吴证券研究所

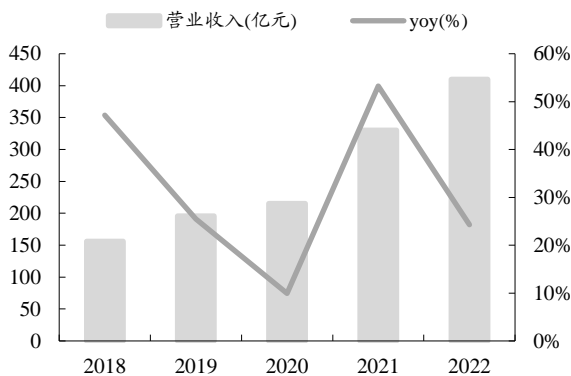
图13: 2018-2022年高端酒税金率



数据来源: wind、东吴证券研究所

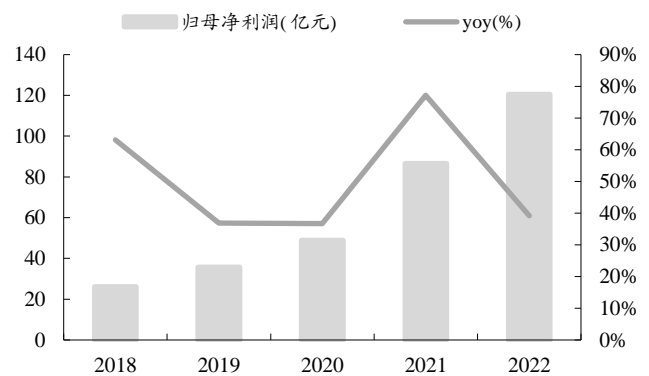
次高端板块现金流有所承压，费控效果明显推动净利率提升。2022 年次高端白酒板块上市酒企收入为 410 亿，同比增长 24%；归母净利润为 120 亿元，同比增长 39%，收入利润增速仍为三个价格带中增速最高。销售收现 434 亿元，同比增长 7%，考虑到去年高基数增速同比回落明显，经营活动现金流净额为 131 亿元，与 21 年同期基本持平，现金流表现有所承压。利润端来看，销售毛利率同比-0.05pct 至 77.17%，销售费用率同比-2.16pct 至 16.4%，管理费用率同比-1.15pct 至 5.69%，；税金率 17%保持稳定，销售净利率同比+3.04pct 至 29.57%。

图14: 2018-2022 年次高端酒营收及同比



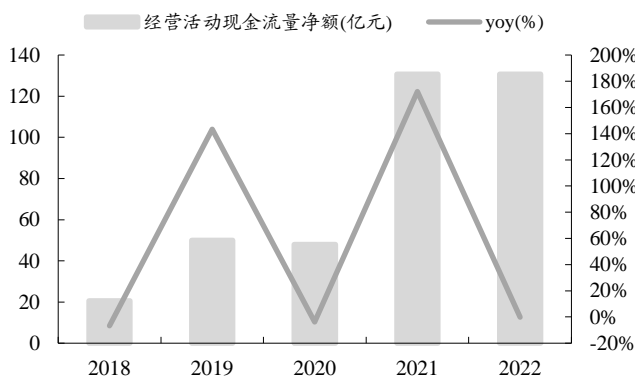
数据来源: wind、东吴证券研究所

图15: 2018-2022 年次高端酒归母净利润及同比



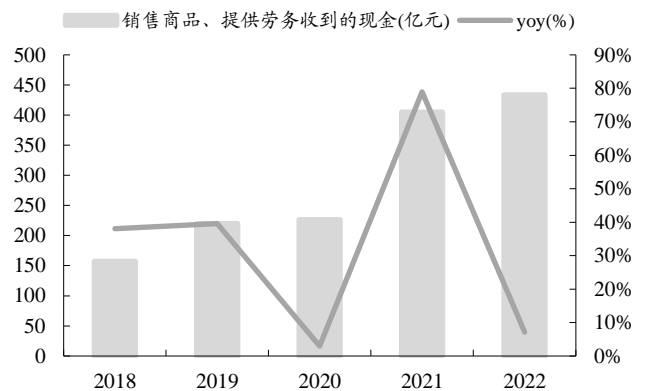
数据来源: wind、东吴证券研究所

图16: 2018-2022 年次高端酒经营活动现金流净额及同比



数据来源: wind、东吴证券研究所

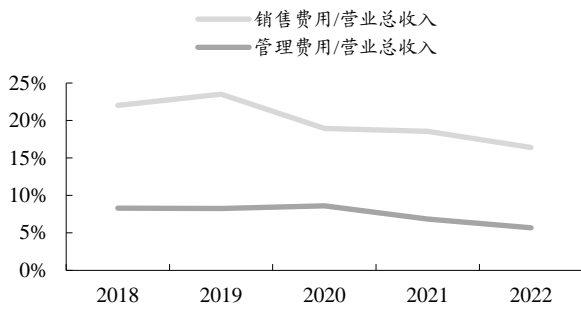
图17: 2018-2022 年次高端酒销售收现及同比



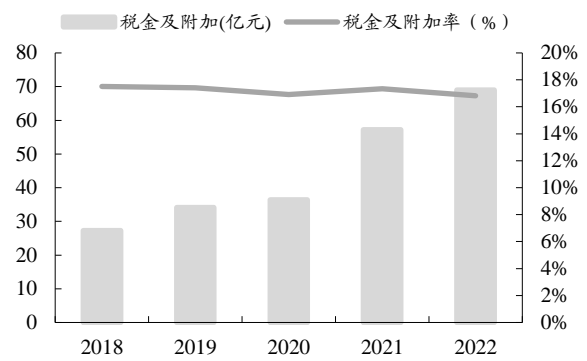
数据来源: wind、东吴证券研究所

图18: 2018-2022 次高端酒销售及管理费用率

图19: 2018-2022 年次高端酒税金率

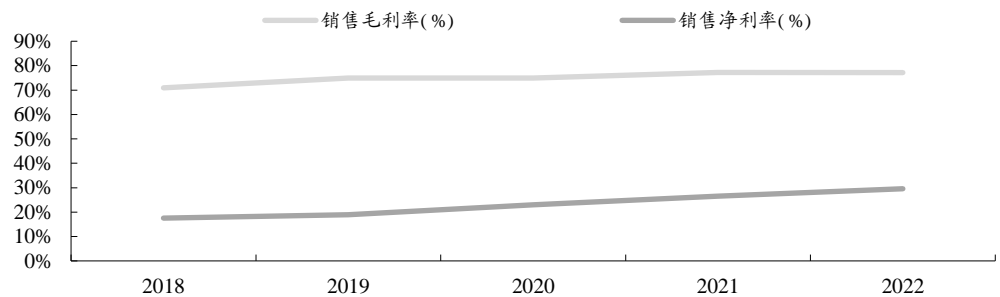


数据来源: wind、东吴证券研究所



数据来源: wind、东吴证券研究所

图20: 2018-2022 年次高端酒销售毛利率及销售净利率

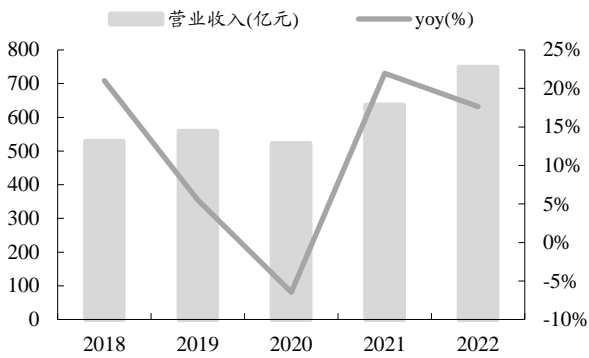


数据来源: wind、东吴证券研究所

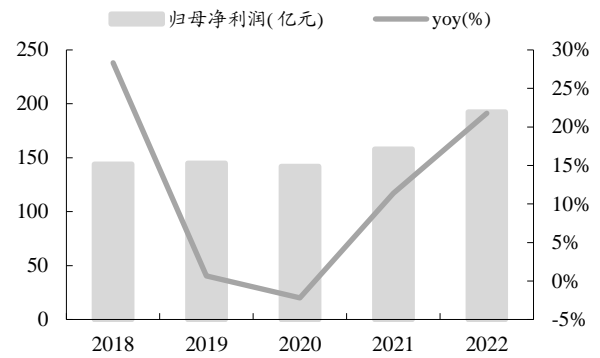
区域酒利润增速创近三年新高,产品结构持续提升,净利率稳定提升。2022 年区域酒营业收入 748 亿元,同比增长 18%; 归母净利润 192 亿元,同比增长 22%,增速创近三年最高水平。现金流方面,销售收现 803 亿元,同比降低 2%; 经营活动现金流净额为 125 亿元,同比减少 53%。2022 年区域白酒销售毛利率同比+0.74pct 到 73%,销售/管理费用率分别为 18.33%、6.27%,分别同比+0.17pct、-0.45pct,税金率同比-0.45pct 至 15.42%,销售净利率同比+0.89pct 到 25.89%左右。

图21: 2018-2022 年区域酒营收及同比

图22: 2018-2022 年区域酒归母净利润及同比



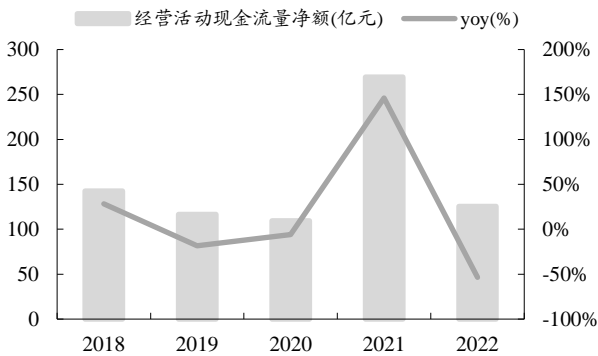
数据来源: wind、东吴证券研究所



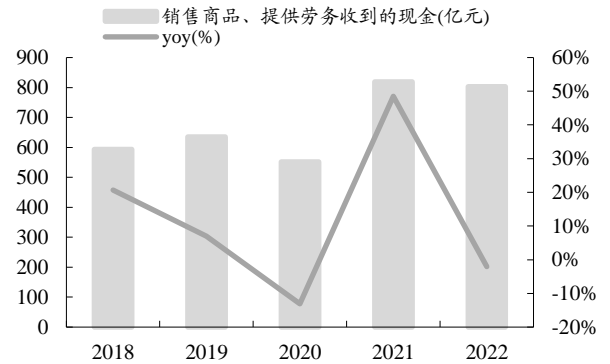
数据来源: wind、东吴证券研究所

图23: 2018-2022年区域酒经营活动现金流净额及同比

图24: 2018-2022年区域酒销售收到现金及同比



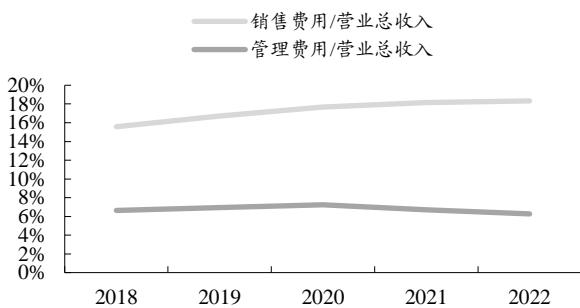
数据来源: wind、东吴证券研究所



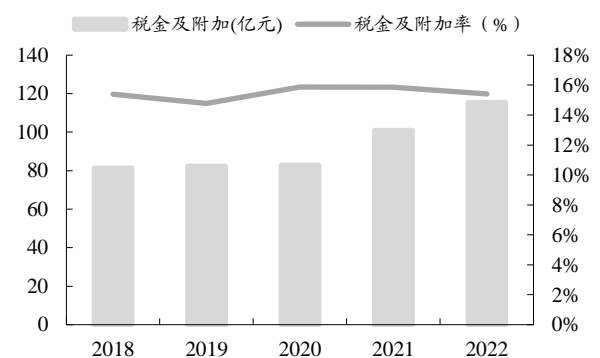
数据来源: wind、东吴证券研究所

图25: 2018-2022年区域酒销售及及管理费用率

图26: 2018-2022年区域酒税金率

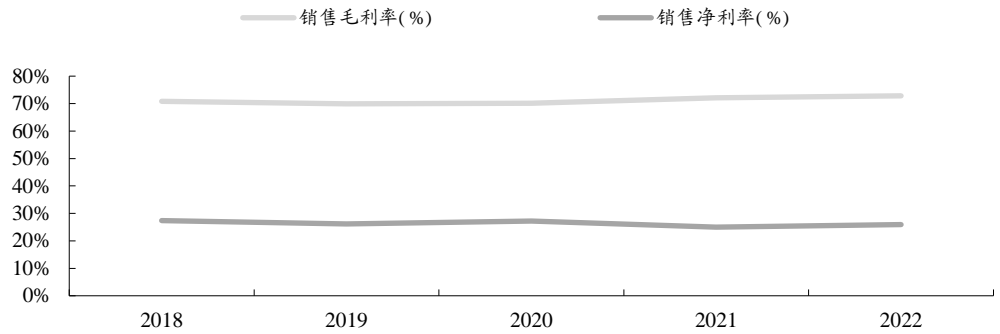


数据来源: wind、东吴证券研究所



数据来源: wind、东吴证券研究所

图27: 2018-2022年区域酒销售毛利率及销售净利率



数据来源：wind、东吴证券研究所

1.3. 个股表现：高端酒企大单品量价齐升，盈利能力普遍稳步提升

高端酒保持双位数增长，主要大单品量价齐升。贵州茅台 2022 年总营收同比+17%，归母净利润比+20%，其中价格增长提升超预期，茅台酒量增 5%，价增 10%，系列酒量增 0.3%，价增 26%，主要系产品结构及直销占比提升所致。**五粮液** 2022 年营收同比+12%，归母净利润同比+16%，保持双位数稳健发展，其中五粮液产品持续放量，动销优秀，全年量增 12%，价增 0.4%。**泸州老窖** 2022 年营收同比+21%，归母净利润同比+30%，其中中高档酒量+16.9%，价+3%，其他酒收入量+6.5%，价+22.5%，国窖品牌保持引领，量价齐升贡献业绩。

次高端酒企表现分化，放量继续促进增长。山西汾酒 2022 年营收同比+31%，归母净利润 52%，青花销售额同比+60%，产品结构持续上移，同时持续放量，其中中高档酒量+32%，价+6%；此外省外收入同比+36.4%，全国化市场拓展步伐加速，其中长江以南市场同比+50%+，省外单个经销商平均贡献+33%至 558 万元，经销商结构进一步优化。**酒鬼酒** 营收同比+18%，归母净利润同比+17%；22 年内参量+15%/价-3%，酒鬼量+18%/价+0.4%，公司在场景受损、去库存动作背景下增速放缓，内参进入修整阶段。**舍得酒业** 营收同比+22%，归母净利润同比+35%，中高档酒收入同比+25.88%，其中量+29.19%，价同比-2.56%；此外单个经销商贡献体量同比+28.96%至 262 万元，持续贯彻优商计划。**水井坊** 营收同比+0.9%，归母净利润同比+1.4%，其中中高档酒量减 3%，价增 3%，渠道梳理下业绩阶段性承压。

区域酒表现稳健，徽酒实现持续放量和结构升级更为明显。古井贡酒 营收同比+25%，归母同比+27%，业绩超预期，年份原浆系列放量，收入 121 亿元，同比+30%，其中量+22%，价+7%，主系古 8 及以上保持高增，古 16 古 20 销售步伐加快。**迎驾贡酒** 23 年营收同比+21%，归母净利润同比+26.55%，中高档产品同比+27.59%，量+5%/价+6%，洞藏保持 30-40%增速，产品结构持续升级。**洋河股份** 营收同比+19%，归母净利润同比+25%，其中中高档酒量+6%/价+13%，省外产品结构略有压力，海之蓝走量优秀，梦之

蓝系列整体增速 20-25%左右。今世缘营收同比+23%，归母净利润同比+25%，特 A+类收入+25%，利润同比+25%，四开继续快速放量，占收入比重进一步提高至 66.18%。

表1: 2020-2022 年主要酒企收入利润同比增速

	收入 yoy (%)			归母 yoy (%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
贵州茅台	10.29	11.71	16.53	13.33	12.34	19.55
五粮液	14.37	15.51	11.72	14.67	17.15	14.17
泸州老窖	5.29	23.96	21.71	29.38	32.47	30.29
山西汾酒	17.63	42.75	31.26	56.39	72.56	52.36
舍得酒业	2.02	83.8	21.86	14.42	114.35	35.31
酒鬼酒	20.79	86.97	18.63	64.15	81.75	17.38
水井坊	-15.06	54.1	0.88	-11.49	63.96	1.4
洋河股份	-8.76	20.14	18.76	1.35	0.34	24.91
今世缘	5.12	25.12	23.09	7.46	29.5	23.34
古井贡酒	-1.2	28.93	25.95	-11.58	23.9	36.78
迎驾贡酒	-8.6	32.58	19.59	2.47	44.96	22.97
口子窖	-14.15	25.37	2.12	-25.84	35.38	-10.24
金种子	13.55	16.7	-2.11	133.94	-339.76	-12.45
老白干	-10.73	11.93	15.54	-22.68	24.5	81.81
金徽酒	5.89	3.34	12.49	22.44	-1.95	-13.73
伊力特	-21.71	7.53	-16.24	-23.48	-8.53	-47.1
顺鑫农业	4.1	-4.14	-21.46	-48.1	-75.64	-758.08

数据来源：公司公告、东吴证券研究所（注：除贵州茅台为总营收外其他均为营业收入）

图28: 2020-2022 年主要酒企产品系列表现情况

	产品分类	营业收入 (亿元)			营收yoy			量yoy			价yoy		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
贵州茅台	茅台酒	848.31	934.65	1,078.34	12%	10%	15%	-1%	6%	5%	13%	4%	10%
	其他系列酒	99.91	125.95	159.39	5%	26%	27%	-1%	1%	0%	6%	24%	26%
五粮液	五粮液产品	440.61	491.12	553.35	14%	11%	13%	5%	4%	12%	8%	7%	0%
	其他酒产品	83.73	126.20	122.27	10%	51%	-3%	-5%	15%	-38%	15%	31%	57%
泸州老窖	中高档酒类	142.37	183.97	221.33	15%	29%	20%	-1%	25%	17%	17%	3%	3%
	其他酒类	22.11	20.18	26.34	-32%	-9%	31%	-18%	-52%	7%	-17%	89%	23%
山西汾酒	汾酒	126.29	179.20	189.3 (中高档酒)	23%	42%	40%	18%	28%	32%	4%	10%	6%
	系列酒	5.66	6.38	71.1 (其他酒)	-37%	13%	14%	-57%	-24%	12%	47%	48%	2%
	配制酒	6.53	12.50		19%	91%		-3%	60%		23%	20%	
舍得酒业	中高档酒	21.29	38.74	48.77	-3%	82%	26%	-	65%	29%	-	10%	-3%
	低档酒	2.21	7.03	7.80	158%	219%	11%	-	98%	11%	-	62%	16%
酒鬼酒	内参系列	5.72	10.34	11.57	73%	81%	12%	-	77%	15%	-	2%	-3%
	酒鬼系列	10.14	19.15	22.70	1%	89%	19%	-	74%	18%	-	9%	0%
	湘泉系列	1.57	1.76	2.21	6%	12%	26%	-	-16%	22%	-	33%	3%
	其他系列	0.78	2.79	3.88	261%	256%	39%	-	102%	23%	-	76%	13%
水井坊	高档	29.28	45.19	45.03	-14%	54%	0%	-11%	40%	-3%	-4%	10%	3%
	中档	0.76	1.02	1.25	-12%	34%	22%	-11%	40%	-3%	-11%	40%	-3%
洋河股份	白酒	201.52	244.40	293.39	-8%	21%	20%	-16%	18%	6%	10%	3%	13%
	红酒	1.82	1.98	1.61	-6%	9%	-19%	-34%	-17%	-9%	42%	32%	-11%
今世缘	特A+类	30.69	41.65	51.97	13%	36%	25%	20%	22%	28%	-5%	11%	-3%
	特A类	15.03	17.14	20.93	-2%	14%	22%	4%	6%	29%	-5%	8%	-5%
	A类	2.54	2.65	3.25	-19%	4%	23%	-15%	-6%	32%	-6%	11%	-7%
古井贡酒	年份原浆	78.34	93.08	121.07	7%	19%	30%	4%	1%	22%	2%	17%	7%
	古井贡酒	13.80	16.09	18.74	-4%	17%	16%	8%	25%	9%	-11%	-7%	7%
	黄鹤楼	4.22	11.34	12.63	-53%	169%	11%	-47%	101%	5%	-11%	34%	6%
迎驾贡酒	中高档白酒	21.27	30.79	39.28	-8%	45%	28%	-21%	46%	20%	16%	-1%	6%
	普通白酒	11.08	12.26	12.69	-7%	11%	4%	-9%	1%	2%	2%	10%	1%
口子窖	高档白酒	38.38	47.77	48.70	-13%	24%	2%	-16%	18%	-1%	3%	6%	3%
	中档白酒	0.51	1.01	0.95	-48%	98%	-6%	-49%	168%	-2%	3%	-26%	-4%
	低档白酒	0.74	0.88	0.94	-24%	20%	6%	-26%	22%	4%	2%	-2%	2%
金种子	中高档酒	2.59	3.43	3.00	-32%	32%	-13%	-12%	-17%	4%	-23%	60%	-16%
	普通白酒	3.33	3.95	3.85	157%	19%	-3%	165%	-12%	18%	-3%	35%	-17%
老白干	衡水老白干系列	20.12	21.07	21.40	-9%	5%	2%	-23%	-11%	-1%	17%	17%	3%
	板城烧锅系列酒	5.05	5.95	8.31	-28%	18%	40%	-38%	5%	26%	17%	12%	11%
	文王贡系列酒	2.97	3.38	4.69	-11%	14%	39%	-15%	10%	30%	5%	3%	7%
	孔府家系列酒	1.48	1.77	1.46	-9%	20%	-18%	-26%	36%	-25%	24%	-12%	10%
	武陵系列酒	4.52	5.37	7.63	28%	19%	42%	14%	8%	-1%	12%	10%	44%
金徽酒	高档	8.67	10.95	12.67	29%	26%	16%	27%	24%	14%	2%	2%	1%
	中档	8.09	6.52	6.81	-10%	-19%	4%	-11%	-20%	-9%	1%	0%	14%
	低档	0.29	0.16	0.34	-31%	-43%	107%	-41%	-46%	26%	17%	4%	64%
伊力特	高档	13.42	13.49	10.00	-17%	1%	-26%	-31%	-18%	-28%	20%	22%	4%
	中档	3.69	4.83	5.05	-31%	31%	4%	-31%	7%	21%	0%	22%	-14%
	低档	0.82	0.83	0.90	-37%	2%	7%	-26%	6%	-18%	-15%	-3%	31%
顺鑫农业	白酒业务	101.85	102.25	81.09	-1%	0%	-21%	-4%	-5%	-24%	3%	6%	5%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所（注：22 年报汾酒产品拆分口径变更为中高档酒和其他酒类）

费用率：管理费用率普遍下降，盈利能力稳步提升。规模扩张及场景限制的原因，多数酒企 22 年销售费用率同比下滑，如泸州老窖、山西汾酒、今世缘等下降幅度居前，规模效应叠加酒企管理效率提升背景下，超半数企业 22 年管理费用率同比下滑。

表2：2020-2022 年主要酒企毛利率、费用率、净利率情况

	毛利率			销售费用率			管理费用率			销售净利率		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
贵州茅台	91.41	91.54	91.87	2.6	2.5	2.59	6.93	7.72	7.07	52.18	52.47	52.68
五粮液	74.16	75.35	75.42	9.73	9.82	9.25	4.55	4.38	4.15	36.48	37.02	37.81
泸州老窖	83.05	85.7	86.59	18.56	17.44	13.73	5.07	5.12	4.63	35.78	38.45	41.44
山西汾酒	72.15	74.91	75.36	16.27	15.82	12.98	7.78	5.84	4.63	22.27	26.99	31.12
舍得酒业	75.87	77.81	77.72	19.86	17.63	16.78	12.56	12.14	9.69	22.46	25.57	28.08
酒鬼酒	78.87	79.97	79.63	23.2	25.18	25.28	7.98	5.34	4.32	26.92	26.17	25.89

水井坊	84.19	84.51	84.49	27.97	26.48	27.37	9.3	6.58	7.6	24.33	25.89	26.02
洋河股份	72.27	75.32	74.6	12.34	13.98	13.88	8.19	7.22	6.43	35.47	29.64	31.19
今世缘	71.12	74.61	76.59	17.09	15.1	17.62	4.47	4.03	4.09	30.61	31.68	31.74
古井贡酒	75.23	75.1	77.17	30.32	30.2	27.93	7.79	7.7	6.98	17.95	17.89	19.46
迎驾贡酒	67.13	67.54	68.02	12.17	9.73	9.17	4.97	4.28	3.47	27.72	30.3	31.03
口子窖	75.17	73.9	74.16	13.62	12.71	13.63	5.81	5.05	5.22	31.8	34.35	30.19
金种子	27.72	28.8	26.45	26.03	22.57	20.56	10.36	9.4	9.98	6.8	-13.66	-15.69
老白干	64.74	67.32	68.36	28.42	30.73	30.32	8.53	9.13	8.51	8.7	9.65	15.21
金徽酒	62.51	63.74	62.78	12.84	15.55	20.89	9.46	10.05	10.8	19.14	18.15	13.88
伊力特	48.61	51.45	48.05	7.14	8.03	12.16	1.77	2.56	4.58	18.9	16.58	10.45
顺鑫农业	28.36	27.91	31.73	6.31	5.83	8.77	5.16	5.81	7.36	2.75	0.71	-5.9

数据来源：wind、东吴证券研究所

经营质量：合并 22 年营收及合同负债同比变动来看，除洋河、酒鬼酒、水井坊、伊力特外其余酒企均保持正增长，侧面彰显发展后劲充足；销售收现方面，主流酒企普遍保持正增长，反映公司动作得当、渠道信心较为充足。

表3：2020-2022 年主要酒企现金流情况

	销售收现 yoy			(营收+Δ合同负债) yoy		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
贵州茅台	12.68	11.49	17.91	9.61	11.57	19.70
五粮液	-0.7	29.18	1.01	-4.53	32.28	3.74
泸州老窖	-7.04	31.23	14.93	-2.24	39.69	7.60
山西汾酒	0.73	84.25	14.63	9.11	70.02	6.21
舍得酒业	8.18	89.06	0.19	6.14	86.56	8.31
酒鬼酒	48.06	81.72	-16.74	49.39	74.38	-23.94
水井坊	-11.06	48.28	-1.85	-10.11	44.02	-2.35
洋河股份	-23.55	70.99	-16.09	-8.91	39.77	-13.33
今世缘	6.1	48.45	12.93	-1.90	50.21	6.52
古井贡酒	0.57	43.73	11.69	11.95	26.61	13.16
迎驾贡酒	-13.31	44.86	23.14	-5.08	34.05	18.29
口子窖	-19.04	28.09	6.99	-12.58	23.99	1.72
金种子	-10.3	10.72	6.88	11.88	11.85	1.53
老白干	-6.34	27.53	-3.28	-20.44	33.54	2.31
金徽酒	3.35	9.52	12.18	-1.84	14.14	11.26
伊力特	-10.17	-8.13	-19.49	-20.36	6.97	-16.24
顺鑫农业	1.05	-21.2	6.79	-6.67	-14.28	5.04

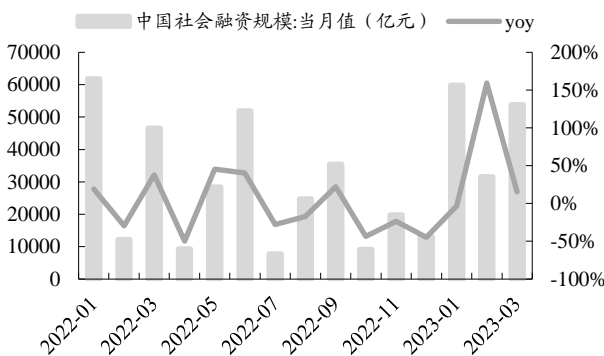
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 23Q1：收入如期兑现，部分酒企利润表现超预期

2.1. 外部环境：弱复苏基调逐步确认，短期集中性消费爆发后步入传统淡季

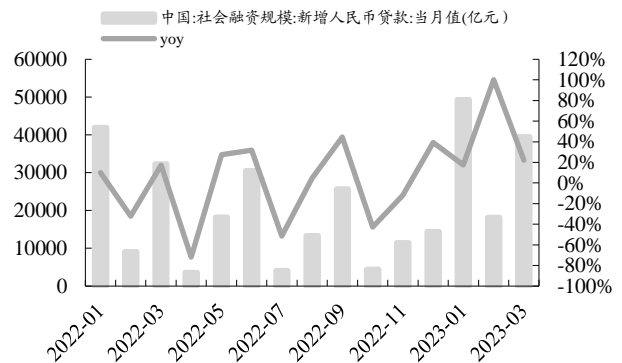
经济弱复苏基调逐步确认，消费信心恢复仍需时间。2023年《政府工作报告》指出2023年GDP增长目标为5%。政策目标以稳为主，循序渐进的促进经济高质量发展；从恢复节奏看，消费信心恢复仍需时间，渐进式弱复苏态势以及并未见宽松政策大量出台，全年经济呈现弱复苏趋势。年后伴随各宏观数据发布，总体弱复苏趋势亦逐步确认。

图29：2022年至今社融规模当月值及同比



数据来源：wind、东吴证券研究所

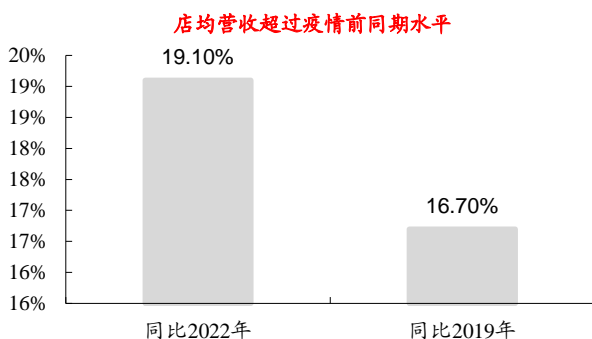
图30：2022年至今社会融资规模新增人民币贷款



数据来源：wind、微酒、东吴证券研究所

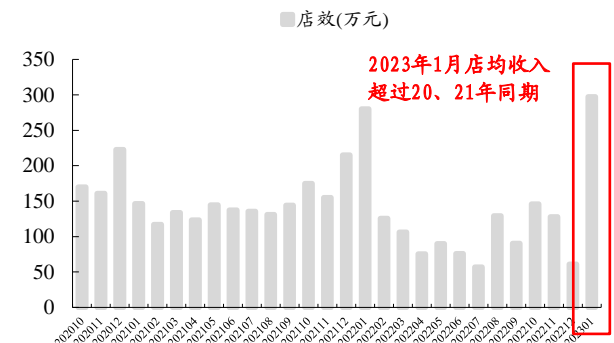
年初场景重启刺激集中性消费，餐饮出行数据环比改善明显。年初以来受益于场景恢复下消费需求集中释放，1-2月餐饮及出行数据表现较好，2023年春节期间（1月21-27日），餐饮企业店均营收同比去年增长19.1%，同比2019年（疫情前）增长16.7%。以深耕大型宴席的同庆楼为例，2023年1月同庆楼单店店效约297万元，为20年疫情爆发以来单月店效最高水平，1月民航国内航线日均执行航班量约10618班次，环比增长85%。日均境内航班相比2019年只下降9.27%，头部航司在运力投入、旅客周转量、客座率等关键指标上，实现全面回升。

图31：23年1月21-27日餐饮企业店均营收同比增速



数据来源：哗啦啦大数据、东吴证券研究所

图32：同庆楼单店店效



数据来源：哗啦啦大数据、东吴证券研究所

表4: 上市航司 1 月主要运营数据

公司名称	客运运力投入同比	旅客周转量同比	客座率同比
中国国航	38.4%	62.2%	10.3%
中国东航	17.2%	42.7%	12.2%
南方航空	25.4%	44.6%	9.7%
吉祥航空	10.1%	30.6%	11.6%
春秋航空	-22%	-6.3%	14.2%
海南航空	51.8%	73.2%	9.8%

数据来源: 民航资源网、东吴证券研究所

春节期间动销回暖, 3 月进入传统消费淡季。1 月份以来至正月十五酒企反馈动销积极, 渠道反馈春节期间高端酒动销同比增长, 次高端恢复到往年的 8-9 成左右, 地产酒在正月期间同比有小幅增长, 各价格带动销符合预期。3 月份进入淡季, 动销环比下降, 高端酒表现仍然向好, 进入控货挺价阶段, 虽然短期价格提升不快, 但是正常库存发货表现下, 价格仍有空间; 次高端方面, 库存高全年增速承压预期并没有改变, 预期到三季度以后可持续恢复; 低档酒方面, 动销小幅逐步恢复, 消费升级的速率变化不快。

2.2. 上市公司表现: 开门红如期兑现, 龙头表现超预期

业绩表现: 茅/泸/汾/古井业绩超预期, 高端酒和区域酒稳健

1) 高端酒: 茅泸业绩超预期, 五粮液韧性足。贵州茅台 2023Q1 实现营收 394 亿元, 同比+19%, 归母净利润 208 亿元, 同比+21%, 超出此前业绩预告, 茅台酒实现收入 337 亿元, 同比+17%, 我们预计价格提升 10%+, 继续亮眼。泸州老窖 23Q1 营收同比+20.57%, 归母净利润同比+29.11%, 国窖系列势能充足, 业绩持续超预期。五粮液 23Q1 营收同比+13%, 归母净利润同比+16%, 普五动销优秀, 业绩韧性强。

2) 次高端: 分化明显, 费控下汾酒利润超预期。山西汾酒 Q1 收入同比+20.44%, 归母净利润同比+29.89%, 利润超预期, 主系青花系列占比提升+费控。舍得酒业 Q1 收入同比+7.28%, 归母净利润同比+7.34%, 23Q1 末共有经销商 2285 家, 对比 22 年末净增加 127 家, 单个经销商贡献收入同比+13%, 经销商培养效果逐步彰显。酒鬼酒 Q1 收入同比-43%, 归母净利润同比-42%, 我们预计主系去年同期高基数以及公司主动调整库存发货节奏所致。

3) 区域酒: 返乡潮持续受益, 古井业绩超预期。受益于春节返乡带动及消费场景复苏, 区域酒动销表现整体较好, 收入增速大多稳定在 20-30%之间, 其中苏酒表现较为稳健, 洋河股份 2023Q1 营收同比+16%; 归母净利润同比+16%, 省内梦之蓝恢复较好, 省外海之蓝持续跑量。今世缘收入同比+27%, 归母净利润同比+25%, 徽酒龙头古井表现亮眼, 23Q1 归母净利润同比+43%, 超市场预期, 迎驾表现符合预期。

表5: 2023Q1 主要酒企收入利润情况 (亿元, %)

营收	Yoy (%)	相比 20Q1CAGR	归母净利润	Yoy (%)	相比 20Q1CAGR
----	---------	-------------	-------	---------	-------------

贵州茅台	397.79	18.66	15.89	207.95	20.59	16.67
五粮液	311.39	13.03	15.45	125.42	15.89	17.64
泸州老窖	76.10	20.57	28.91	37.13	29.11	29.56
山西汾酒	126.82	20.44	45.24	48.19	29.89	57.87
舍得酒业	20.21	7.28	70.97	5.69	7.34	177.37
酒鬼酒	9.65	-42.87	45.59	3.00	-42.38	46.20
水井坊	8.53	-39.69	5.40	1.59	-56.02	-5.82
洋河股份	150.46	15.51	17.53	57.66	15.66	12.94
今世缘	38.02	27.26	29.02	12.55	25.20	29.32
古井贡酒	65.84	24.83	26.13	15.70	42.87	35.09
迎驾贡酒	19.16	21.11	35.44	7.00	26.55	44.29
口子窖	15.92	21.35	26.98	5.36	10.37	30.11
金种子酒	4.32	25.48	30.73	-0.41	-228.11	16.24
金徽酒	8.93	26.61	37.65	1.82	10.41	46.47
伊力特	7.40	18.53	69.03	1.48	36.97	161.08
老白干酒	10.03	10.43	9.85	1.02	-61.51	15.91
顺鑫农业	40.88	4.63	-9.55	3.28	214.40	-2.43

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

经营质量：23Q1 多数酒企合同负债保持同比增长良好趋势，合并 23Q1 营收及合同负债同比变动来看，茅/五/泸/汾/舍得实现稳定正增长，侧面反映蓄水池充足，看销售现金及收入增长表现来看，五粮液、舍得酒业、洋河股份、今世缘、古井贡酒、金种子酒销售现金收入增速高于确认的收入。

表6：23Q1 主要酒企现金流情况（亿元，%）

	销售收现	Yoy	经营性现金流净额	Yoy	合同负债	Yoy	(营收+Δ合同负债) yoy	(营收+Δ合同负债) 相比 20Q1CAGR
贵州茅台	357.63	13.58	52.45	176.28	83.30	0.10	9.88	24.83
五粮液	286.37	108.49	95.36	380.37	55.36	53.48	26.36	17.95
泸州老窖	80.42	7.26	15.09	33.34	17.26	-2.11	18.65	37.82
山西汾酒	98.17	10.66	34.33	-2.98	41.72	7.51	13.01	41.82
舍得酒业	22.36	22.99	2.28	-45.59	7.97	103.57	32.31	78.67
酒鬼酒	7.60	-19.27	1.66	286.52	3.67	-45.67	-63.20	22.73
水井坊	8.77	-36.71	-0.16	-104.14	9.98	18.91	-33.88	12.09
洋河股份	103.17	28.88	14.03	145.81	69.75	-28.58	-26.45	-3.71
今世缘	34.27	33.69	8.97	46.56	11.43	0.62	4.60	29.10
古井贡酒	77.55	25.76	30.79	10.89	47.45	1.12	-17.28	21.51
迎驾贡酒	19.46	20.51	4.89	-8.00	5.01	7.15	19.39	35.49
口子窖	12.14	6.93	-2.31	-247.89	4.45	18.11	25.93	30.73
金种子酒	4.54	38.42	-0.01	99.16	1.70	140.58	84.11	46.55

金徽酒	9.31	10.02	2.34	-12.92	4.27	6.78	1.40	44.74
伊力特	7.14	11.20	2.44	78.78	0.76	-39.17	-2.85	108.89
老白干酒	16.89	0.31	2.53	-56.60	22.09	6.22	-33.42	1.68
顺鑫农业	22.84	-23.01	-15.81	-57.16	83.30	37.54	195.99	-0.17

数据来源：wind、东吴证券研究所

费用率：费用率表现分化，名优白酒盈利能力保持稳定。毛利率相对承压，部分酒企在 1-2 月份动销表现优秀费用有所调整、收入增速下规模效应，整体来看名优酒企盈利能力基本保持稳定。

表7：23Q1 主要酒企毛利率、净利率及费用率情况

	毛利率	同比 pct	销售费用率	同比 pct	管理费用率	同比 pct	净利率	同比 pct
贵州茅台	92.60	0.23	1.92	0.32	5.17	-1.32	55.54	-0.05
五粮液	78.39	-0.01	6.78	-0.60	3.77	0.01	42.09	0.81
泸州老窖	88.09	1.66	9.08	-1.58	3.61	-1.23	48.91	3.10
山西汾酒	75.56	0.80	7.95	-3.20	2.23	-0.41	38.11	2.71
舍得酒业	78.38	-2.45	19.26	0.80	8.92	-1.92	28.16	-0.23
酒鬼酒	81.54	1.77	26.03	4.22	3.75	2.01	31.12	0.27
水井坊	83.17	-1.75	31.91	2.91	10.92	3.91	18.69	-6.94
洋河股份	76.60	-0.70	7.41	0.81	4.18	-0.57	38.39	0.11
今世缘	75.39	1.09	15.92	2.88	2.32	0.16	33.01	-0.54
古井贡酒	79.67	1.78	28.83	-1.33	5.66	-0.67	24.26	2.80
迎驾贡酒	71.18	-0.19	6.41	-1.36	3.56	-0.38	36.71	1.66
口子窖	76.63	-1.40	12.66	-2.28	5.44	0.56	33.66	-3.35
金种子酒	27.23	-7.37	18.57	-0.98	6.41	-5.17	-9.36	-5.81
金徽酒	64.97	-1.38	17.83	2.11	8.54	-0.07	20.28	-3.05
伊力特	51.45	0.43	6.64	-0.50	3.62	0.19	20.45	3.03
老白干酒	65.42	-4.80	25.88	-10.86	11.69	0.64	10.21	-19.08
顺鑫农业	37.72	4.87	8.41	-0.22	6.03	-0.54	7.97	5.36

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3. 总结与投资建议

高端双位数稳增长，次高端阶段性承压，区域酒受益于春节返乡潮稳健增长。高端酒在外部环境持续有压力之下仍能够表现稳健，体现强大的品牌力和动销，在今年弱复苏环境下仍然有望持续保持领先表现。次高端受库存压力和弱复苏影响在一季度表现上仍存在一定压力，汾酒舍得益于公司的节奏充分调整保持稳健，水井坊由于消费场景减少，主动控货，以确保长期持续健康成长；酒鬼酒主动进行策略调整，推进费用改革和产品矩阵结构不断优化，致力于推动公司进一步行稳致远。区域酒方面，受益于返乡潮带动以及走亲访友场景的增加，徽酒龙头业绩超预期，苏酒恢复持续。

当前白酒板块观点：从一季度渠道表现来看，在库存较高的情况下，弱复苏推动消费者行为相对谨慎，因此高端酒和区域酒持续领先，报表质量佳，次高端承压；我们认为上半年仍然是库存持续消化的阶段。从板块表现来看，在经历3-4月份的调整后，我们认为预期逐步回归合理，行业整体趋势不变，随着后续场景/经济复苏持续，不管是板块表现，或者是酒企持续的行为表现可更乐观。全年重点推荐五粮液、泸州老窖、舍得酒业、洋河股份、迎驾贡酒。

4. 风险提示

经济环境疲软。白酒行业的发展与经济的景气度存在较大的相关性，若宏观经济放缓，行业增速整体也会有负面影响。

疫情后场景恢复不及预期。3月以来全国局部地区疫情反复造成部分消费场景缺失，若疫情影响下消费场景恢复不及预期，一定程度影响行业后续业绩。

食品安全问题。食品安全是食品饮料企业发展的红线，若行业发生了重大的食品安全问题则会对品牌、消费者信心、市场投资者信心等各方面造成负面影响

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>

