

白酒 II

报告日期：2023 年 05 月 01 日

大众&高端酒恢复优秀，板块弹性潜力强

——白酒行业 22 年&23Q1 总结深度报告

投资要点

- 我们认为：23Q1 行业消费升级趋势不改，需求率先恢复的高端酒&区域酒收入&盈利端均呈弹性表现，后续有望呈现“强者恒强”；次高端酒则因需求恢复较慢影响，短期业绩承压，但考虑到 Q2 低基数+需求仍处于恢复阶段，次高端酒业绩或将呈强弹性。当前板块估值已具备强性价比，由情绪主导的板块下跌为难得的上车良机，仍坚持推荐关注：①高端酒主线：贵州茅台/五粮液/泸州老窖。②季报季行情：古井贡酒/洋河股份+舍得酒业；③新品招商线：口子窖/顺鑫农业。
- 白酒板块回顾：23Q1 高端/区域表现亮眼，预收整体实现同比正增长
收入及利润端：22 年白酒行业收入及净利润分别同比变动 15.09%、20.34%；23Q1 收入及净利润分别同比变动 15.75%、19.12%。
收入端来看，受益于春节期间高端&大众价位带动销表现超预期，23Q1 高端酒/大众酒收入同比变动+17.15%/19.71%，而次高端酒受需求仍未明显恢复影响，收入增速表现放缓（+6.47%）；
利润端来看，高端酒&区域酒延续显著增长趋势的同时，次高端酒利润/收入增速剪刀差较 Q1-3 缩小显现其整体仍略承压。
盈利能力端：23Q1 白酒行业毛利率及净利率分别同比变动+0.52/+1.16 个百分点至 80.76%/41.01%，其中区域酒毛利率/净利率提升幅度最大。整体看，22 年/23Q1 分别有 12/11 家酒企利润增速高于收入增速，行业结构提升趋势未改；
费用率端：费用改革下（将部分此前投向渠道的费用更多的投向消费者，通过规模费用的投放以保持渠道体力的同时加强消费者端拉力，从而进一步抢抓潜在的回补消费），费用使用率提升使得全行业费用率下降，22 年&23Q1 酒企销售费用率分别同比-0.32/-0.61 个百分点；
预收端：23Q1 白酒行业合同负债同比/环比变动+1.35%/-35.73%至 405.09 亿元，优质酒企预收/回款均同比增长显著，蓄水池表现优异，其中古井贡酒/老白干酒等合同负债值创近年新高。
经营性现金流端：受益于 22Q1 低基数+贵州茅台/五粮液/洋河股份等标的经营性现金流表现优秀，23Q1 行业经营性现金流同比迎来恢复性超高增长。
- **思考与展望：财报背后需值得关注的点？如何把握投资机会？**
 - 1) 23Q1 酒企动销和库存表现健康&仍具潜力。当前整体白酒行业批价/库存均位于健康区间，由于当前需求仍处于恢复阶段，多数酒企短期在保证“价”稳的同时追求“量”，从而导致批价在淡季或有小幅波动，但后续随着需求逐步恢复，我们认为优质酒企“量价齐升”可期；
 - 2) 后疫情下价位带变化仍持续演绎，升级趋势不改。23Q1 价位带呈新分化，大众（婚宴+朋友聚饮等）/高端酒（送礼等）率先享受恢复红利，导致对应单品市占率提升明显：①千元价位带：茅五泸等强品牌力高端酒动销超预期；②次高端价位：次高端价位带仍在扩容，但受需求影响，恢复速度略慢；③中高档价位：100-300 元成熟单品表现优异，处于大众价位带的次高端酒市占率提升明显。全年看，大众&高端价位带有望享受全年需求恢复红利，而次高端酒或于 23H2 实现结构快速提升&扩容加速。

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 年糖酒会总结：符合预期下的新六大关键词（20230415）》 2023.04.16
- 2 《23Q1 白酒表现平稳，业绩确定性强》 2023.03.19
- 3 《【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

3) 23Q1 延续此前分化态势，集中度加速提升。行业集中度提升加剧，挤压式增长延续，能做好消费者培育、深耕基地市场等工作的强 α 公司有望实现行业排位再进一步；

4) 渠道稳扎稳打，平均经销商规模持续提升。①全国化酒企来看：普遍经销商数量提升，基地市场占比上移，同时平均经销商规模短期上升。②区域酒企：渠道稳健发展，苏酒和徽酒等拥有经济基础较好的基地市场的区域酒普遍省内收入占比持续提升；

5) 蓄力型酒企潜在业绩弹性大。超 7 家优质酒企预收款/回款均较去年同期实现明显提升，或为 23Q2 表现蓄力；

□ 23Q1 股价/估值复盘：情绪主导股价表现，当前估值具强性价比

3 月市场曾因预期问题估值短期承压，当前白酒板块已进入估值强性价比阶段，随着前期市场被放大的悲观情绪逐步消化/板块情绪逐步企稳，白酒板块有望实现合理估值修复：①从观测指标看，当前白酒处于消费淡季，行业整体批价/库存均处于相对稳定状态，个别产品批价波动为正常情况；②从基本面看，23Q1 酒企业绩确定性强&富有弹性，且合同负债总体充裕，考虑到 22Q2 酒企增速较低，低基数下，23Q2 白酒板块业绩弹性强。推荐布局：23Q2 业绩强弹性且 23Q3 中秋旺季有望迎来超预期表现的白酒板块。

□ 投资建议

历史上每次行业调整期也是洗牌期，蕴含着下一波配置机会，我们对板块未来发展仍保持乐观。我们认为：考虑到需求端仍处于向上通道，消费升级的加速进一步保障板块全年业绩确定性&弹性，由情绪主导的板块下跌为难得的上车良机，仍坚持推荐关注：①高端酒主线：贵州茅台/五粮液/泸州老窖。②季报季行情：古井贡酒/洋河股份+舍得酒业；③新品招商线：口子窖/顺鑫农业。

□ 风险提示

1、经济恢复情况不及预期；2、高端酒批价上涨不及预期。

正文目录

1 横向看，白酒行业盈利能力在细分子行业中具竞争力	6
2 纵向看，23Q1 行业实现稳健增长，高端&区域酒表现优秀	6
2.1 23Q1 酒企业绩实现稳健增长，集中度持续提升	6
2.2 消费升级趋势延续，行业盈利能力改善	10
2.3 结构上移助力盈利提升，费用率整体稳中有降	13
2.4 酒企预收同比表现向好，23Q1 高端酒最为稳定	19
2.5 22 年经营性现金流表现平稳，23Q1 低基数下大幅增长	21
3 思考与展望：财报背后需值得关注的点？如何把握投资机会？	23
3.1 关注点 1：23Q1 酒企动销&库存健康度表现如何	23
3.2 关注点 2：受需求影响价位带表现有所分化，升级趋势不改	23
3.3 关注点 3：23Q1 延续此前分化态势，集中度加速提升	25
3.4 关注点 4：渠道稳扎稳打，平均经销商规模持续提升	27
3.5 关注点 5：“蓄力”型酒企预收质量优，赋予 23Q2 酒企潜在业绩强弹性	28
4 股价/估值复盘：动销恢复为底层逻辑，事件/业绩预期差推动	29
5 投资建议	30
6 风险提示	30

图表目录

图 1: 22 年白酒行业营业收入同比增速为 15.09%.....	7
图 2: 23Q1 白酒行业营业收入同比增速为 15.75%.....	7
图 3: 22 年次高端酒营业收入同比增速最快, 为 24.27%.....	9
图 4: 23Q1 区域龙头营业收入同比增速最快, 为 19.71%.....	9
图 5: 22 年白酒行业净利润同比增速为 20.34%.....	11
图 6: 23Q1 白酒行业净利润同比增速为 19.12%.....	11
图 7: 22 年次高端酒净利润同比增速最快, 为 39.23%.....	11
图 8: 23Q1 区域龙头净利润同比增速最快, 为 20.98%.....	11
图 9: 22 年白酒行业毛利率及净利率情况.....	13
图 10: 23Q1 白酒行业毛利率及净利率情况.....	13
图 11: 22 年各类型酒企毛利率情况.....	13
图 12: 22 年各类型酒企净利率情况.....	13
图 13: 23Q1 各类型酒企毛利率情况.....	14
图 14: 23Q1 各类型酒企净利率情况.....	14
图 15: 22 年销售及管理费用率同比变动-0.32、-0.48 百分点.....	14
图 16: 23Q1 销售及管理费用率同比变动-0.61、-0.60 百分点.....	14
图 17: 22 年白酒行业经营性现金流净额同比下降 30.24%.....	22
图 18: 23Q1 白酒行业经营性现金流净额同比上升 748.44%.....	22
图 19: 23Q1 城镇居民可支配收入增速趋势向上.....	23
图 20: 23Q1 社零总额同比仍处于修复阶段.....	23
图 21: 22 年白酒规模以上企业收入实现近 10%的增长.....	24
图 22: 22 年白酒规模以上企业净利润实现近 30%的增长.....	24
图 23: 23Q1 贵州茅台收入占比提升明显.....	26
图 24: 23Q1 山西汾酒收入占比提升明显.....	26
图 25: 23Q1 今世缘收入占比提升明显.....	26
图 26: 23Q1 古井贡酒收入占比提升明显.....	26
图 27: 估值涨跌幅情况一览.....	29
图 28: 板块涨跌幅情况一览.....	30
表 1: 22 年、23Q1 白酒行业收入及净利润增速在细分子行业中具较强竞争力.....	6
表 2: 高端酒及区域龙头酒收入及净利润占比正不断攀升.....	10
表 3: 22 年有 12 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速.....	12
表 4: 23Q1 有 11 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速.....	12
表 5: 在 22 年销售/管理费用率波动的背景下, 主要酒企毛利率及净利率均实现同比提升.....	15
表 6: 23Q1 部分酒企毛利率实现同比提升.....	15
表 7: 2022 年今世缘、金种子酒经营税金率同比提升幅度居前.....	16
表 8: 23Q1 泸州老窖、老白干酒经营税金率同比提升幅度居前.....	16
表 9: 22 年及 23Q1 酒企预收情况一览 (单位: 亿元).....	20
表 10: 22 年/23Q1 酒企现金回款情况一览.....	21
表 11: 22 年及 23Q1 酒企经营性现金流情况一览.....	22

表 12: 23Q1 五粮液/泸州老窖/山西汾酒/古井贡酒/迎驾贡酒/口子窖等酒企毛销差同比提升	25
表 13: 22 年/23Q1 酒企收入/净利润/毛利率/净利率相较于 21 年/22Q1 变动幅度情况一览	25
表 14: 23Q1 次高端酒收入、利润占比同比小幅下降	27
表 15: 主要酒企省内收入占比及具体渠道/市场情况分析一览	28
表 16: 23Q1 酒企合同负债/收入比及合同负债同比增速情况一览	28
表 17: 23Q1 酒企回款/收入比及回款同比增速情况一览	29

1 横向看，白酒行业盈利能力在细分子行业中具竞争力

22 年&23Q1 白酒板块盈利能力在细分子行业中竞争力领先，景气度延续。22 年/23Q1 白酒细分子版块收入增速分别为 15%/16%（位居细分子版块 3/5 位）；归母净利润增速分别为 20%/19%（位居细分子版块 8/10 位），受益于社交、收藏、礼赠等多重属性带来的需求韧性，尽管疫情带来的系列影响对消费场景产生一定冲击，22 年及 23Q1 白酒行业收入及净利润增速相较于其他细分子行业表现均具竞争力。涨跌幅方面，受市场担忧经济增速下行或影响白酒需求、白酒景气度进入弱周期、担忧疫后复苏斜率不及预期等因素影响，22 年至今白酒行业涨跌幅位于子版块居后位置，当前板块估值已逐步回落至具性价比位置。

表1：22 年、23Q1 白酒行业收入及净利润增速在细分子行业中具较强竞争力

排序		2022年营业收入同比增速 (%)		2023Q1营业收入同比增速 (%)		2022年归母净利润同比增速 (%)		2023Q1归母净利润同比增速 (%)		2022年涨跌幅 (%)		2023年至今涨跌幅 (%)
1	电力设备	43.5	电力设备	23.9	农林牧渔	155.0	社会服务	139.8	煤炭	32.5	传媒	76.3
2	石油石化	24.0	社会服务	19.3	电力设备	80.3	综合	82.5	计算机	24.8	通信	51.5
3	白酒	15.1	综合	18.8	有色金属	67.2	农林牧渔	70.8	社会服务	17.6	石油石化	40.2
4	基础化工	14.7	非银金融	16.2	商贸零售	60.9	非银金融	64.7	综合	9.9	计算机	39.2
5	公用事业	14.4	白酒	15.7	公用事业	55.8	计算机	53.7	通信	6.6	电子	31.8
6	有色金属	14.3	农林牧渔	15.6	煤炭	49.1	公用事业	40.7	石油石化	5.1	建筑装饰	31.6
7	农林牧渔	12.7	食品饮料	10.8	石油石化	30.5	商贸零售	32.4	交通运输	4.6	国防军工	12.0
8	医药生物	9.5	通信	8.6	白酒	20.3	电力设备	31.5	商贸零售	0.6	家用电器	11.7
9	通信	9.3	建筑装饰	7.4	通信	17.2	美容护理	29.8	房地产	-0.2	机械设备	11.2
10	交通运输	7.9	美容护理	5.6	食品饮料	12.3	白酒	19.1	银行	-0.6	有色金属	10.8
11	国防军工	7.9	汽车	4.5	建筑装饰	10.1	食品饮料	18.2	建筑装饰	-3.3	非银金融	9.8
12	煤炭	7.6	国防军工	4.1	家用电器	9.8	传媒	17.9	美容护理	-5.8	银行	8.8
13	食品饮料	7.5	纺织服饰	3.9	银行	7.6	家用电器	13.3	非银金融	-7.4	医药生物	7.7
14	建筑装饰	7.4	交通运输	3.8	汽车	-1.4	建筑装饰	12.3	农林牧渔	-8.0	纺织服饰	6.6
15	美容护理	7.4	公用事业	3.7	基础化工	-5.9	通信	9.0	机械设备	-10.3	公用事业	6.0
16	汽车	3.9	家用电器	3.6	医药生物	-6.3	汽车	6.5	家用电器	-10.4	交通运输	4.8
17	轻工制造	2.0	有色金属	3.1	国防军工	-7.8	交通运输	3.2	纺织服饰	-11.0	环保	4.8
18	计算机	0.8	房地产	2.6	机械设备	-8.8	银行	2.4	食品饮料	-11.3	钢铁	4.1
19	银行	0.7	医药生物	2.0	环保	-13.3	煤炭	2.0	医药生物	-11.7	煤炭	2.7
20	家用电器	-0.4	环保	2.0	非银金融	-27.0	环保	1.3	基础化工	-11.7	社会服务	1.3
21	电子	-1.4	商贸零售	1.4	电子	-28.5	机械设备	-4.6	公用事业	-12.2	轻工制造	0.9
22	环保	-1.7	银行	1.4	轻工制造	-32.4	国防军工	-4.8	白酒	-12.5	农林牧渔	-0.4
23	机械设备	-1.8	机械设备	1.4	美容护理	-35.2	纺织服饰	-5.3	有色金属	-12.9	汽车	-0.4
24	纺织服饰	-2.8	石油石化	0.3	社会服务	-41.7	石油石化	-9.6	传媒	-13.1	白酒	-0.7
25	非银金融	-5.5	建筑材料	0.1	纺织服饰	-42.7	有色金属	-21.6	轻工制造	-13.9	食品饮料	-1.1
26	传媒	-6.2	煤炭	-0.6	交通运输	-44.5	房地产	-22.9	汽车	-14.6	建筑材料	-1.5
27	钢铁	-6.4	传媒	-0.8	建筑材料	-46.2	轻工制造	-27.7	电力设备	-14.8	电力设备	-3.2
28	社会服务	-6.6	计算机	-1.2	计算机	-46.7	医药生物	-27.8	钢铁	-17.7	基础化工	-3.6
29	综合	-7.9	钢铁	-5.1	传媒	-66.9	基础化工	-47.0	国防军工	-17.7	综合	-4.4
30	房地产	-8.2	基础化工	-6.9	钢铁	-73.1	电子	-58.5	环保	-18.4	商贸零售	-4.5
31	商贸零售	-9.1	电子	-7.6	综合	-83.1	建筑材料	-64.5	建筑材料	-23.9	房地产	-5.1
32	建筑材料	-12.7	轻工制造	-8.4	房地产	-338.1	钢铁	-69.7	电子	-24.8	美容护理	-8.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 纵向看，23Q1 行业实现稳健增长，高端&区域酒表现优秀

2.1 23Q1 酒企业绩实现稳健增长，集中度持续提升

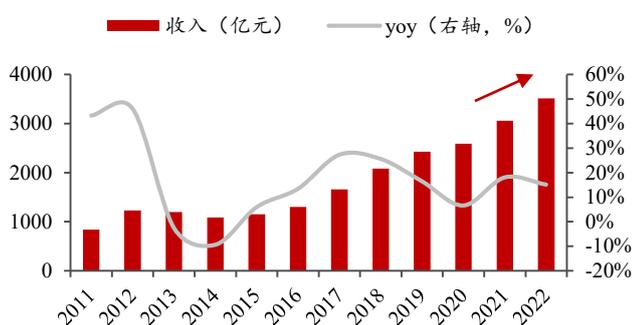
23Q1 酒企业绩稳健增长，集中度加速向高端/大众优质酒企聚集。22 年白酒行业营业收入同比增长 15.09%至 3516.60 亿元，实现稳健增长；23Q1 白酒行业营业收入为 1305.18 亿元，同比增长 15.75%。随着消费场景逐渐恢复，多数酒企 23Q1 终端动销明显改善，业绩实现稳健增长。分档次看：1) 高端酒：刚需属性使得其动销几乎不受消费场景变化影响，23Q1

春节期间动销实现超预期表现，因而报表端亦有弹性增长；2) 次高端酒：22 年/23Q1 收入占比分别变动+0.86、-1.14 个百分点至 11.66%、12.66%，酒企间分化显著，其中山西汾酒受益于其中档产品表现优异，收入/净利润 23Q1 均实现 20% 增长；3) 区域龙头酒：在春节返乡人口增加+基地市场优势+区域经济相对景气的背景下，22 年/23Q1 收入占比分别提升 0.68、0.77 个百分点至 18.58%、22.17%，业绩明显回升。分拆看：

1) 22 年营业收入增速：次高端酒 (+24.27%) > 区域龙头酒 (+19.61%) > 高端酒 (+15.62%) > 三四线酒 (-11.07%)；

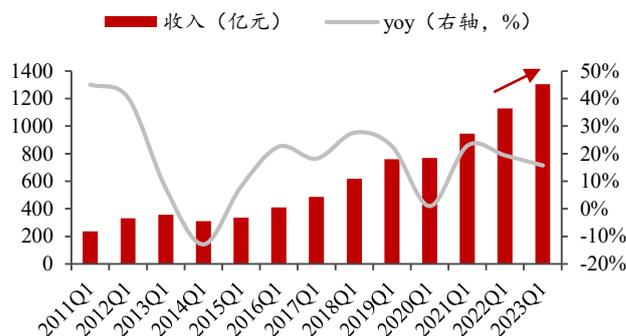
2) 23Q1 营业收入增速：区域龙头酒 (+19.71%) > 高端酒 (+17.15%) > 三四线酒 (+9.26%) > 次高端酒 (+6.47%)。

图1： 22 年白酒行业营业收入同比增速为 15.09%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2： 23Q1 白酒行业营业收入同比增速为 15.75%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

具体来看——高端酒表现优秀，全国性次高端酒整体承压表现分化，区域酒延续强劲销售表现：

一、高端酒：22 年高端酒业绩符合预期，23Q1 贵州茅台/泸州老窖业绩均超预期。具体来看：

1) 贵州茅台：22 年业绩符合预期，23Q1 业绩超预期。22 年：公司营业收入为 1241.0 亿元 (+16.9%)，其中茅台酒/系列酒收入分别为 1078.3/159.4 亿元 (+15.4%/26.6%)。23Q1：公司实现营业收入 387.56 亿元 (+20.0%)。23Q1 茅台酒、系列酒分别实现收入 337.22/50.14 亿元 (+16.8%/46.3%)，其中：1) 23Q1 飞天茅台回款进度/投放节奏均与去年相近，在飞天茅台投放总量较去年微增背景下，茅台酒收入保持优异增长主因公司非标产品收入占比提升。2) 系列酒：受益于系列酒新品加大投放+提价红利释放+内部结构提升，具体看：22 年 1 月公司对 6 个 200 元以下低价产品进行清理，并对金王子等 6 款产品提价 10-15%；23Q1 公司加大对 22Q1 新上线的茅台 1935 投放量+加大低价窜货查处力度，系列酒延续高增发展态势。

2) 五粮液：业绩符合预期，系列酒结构提升显著。22 年：公司实现收入 739.69 亿元 (+11.72%)。2022 年公司酒类业务收入 675.63 亿元 (+9.45%)，吨价提升显著（销量/吨价分别同比变动-30.04%/+56.45%），主因：五粮浓香公司优化产品结构，全年共清理 12 个品牌，向中高价位产品聚焦+21 年销量基数高，导致系列酒量/价同比-38.13%/+56.61%，收入-3.11%至 122.27 亿元；而五粮液产品表现平稳（收入+12.67%至 553.35，其中量/价同比+12.21%/+0.41%）。23Q1：公司实现收入 311.39 亿元 (+13.03%)，主要受益于强品牌力+高性价比，预计八代五粮液收入以量升为主。

3) 泸州老窖：22 年业绩符合预期，23Q1 利润略超预期。22 年：全年营收 251.24 亿元，同比+21.71%，其中：中高档酒（国窖 1573+泸州老窖特曲+百年泸州老窖窖龄酒）/其

他酒类（泸州老窖头曲、泸州老窖黑盖）营业收入 221.33/26.34 亿元（+20.30%/+30.52%），销量分别同比+16.87%/+6.52%，吨价分别同比+2.94%/+22.52%，其中中档酒表现亮眼。**23Q1**：公司营收 76.10 亿元，同比+20.57%。23Q1 公司业绩超预期，主因国窖发挥品牌引领作用的同时，泸州老窖系列发挥第二增长极效用：1）预计 23 年春节期间国窖 1573 保持稳健增长；2）受益于 Q1 大众酒消费表现优秀，窖龄特曲等中档酒动销表现优秀，预计中档及以上产品持续提升。

二、次高端酒：商务消费恢复不及预期使得次高端（特别偏中上沿价位）产品需求恢复略弱，其中 23Q1 中低档收入占一定比例的山西汾酒业绩具弹性，而（次高端酒偏中上沿价位占比较高的）舍得酒业/酒鬼酒/水井坊业绩则短期承压，具体来看——

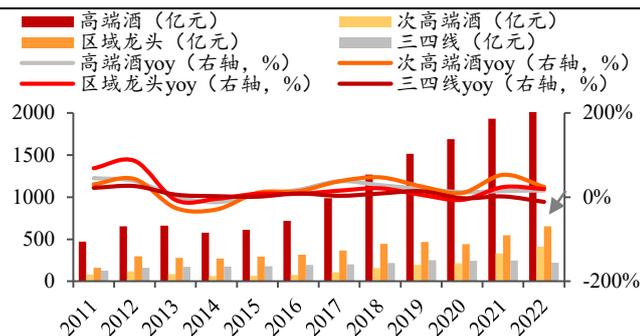
1) 山西汾酒：22 年业绩符合预期，23Q1 利润端超预期。22 年：公司营收 262.14 亿元，同比+31.26%，青花系列销售额成功突破百亿，收入占比预计超 40%，青花 20 增速表现优秀；**23Q1：**公司营收 126.82 亿元，同比+20.44%，青花 30 复兴版增速放缓（自春节后持续控货），青花 20 增速高于青花系列，平均表现强劲。

2) 酒鬼酒：22 年业绩符合预期，23Q1 业绩短期承压。22 年：公司实现营业收入 40.50 亿元(+18.63%)，内参/酒鬼/湘泉系列营收分别为 11.6/22.7/2.2 亿元，同比+12%/+19%/+26%，内参增速较缓主因疫情对中高价产品影响更大，其中内参系列量/价分别+15%/-3%，毛利率变动-0.5 个百分点至 91.6%；酒鬼系列量/价分别+18%/持平，毛利率变动+0.5 个百分点至 80.0%；**23Q1：**公司实现营业收入 9.65 亿元（-42.87%），受益于公司以健康为第一要义，当前库存&批价均有所好转，公司有望通过加强 C 端消费者培育&费用改革&聚焦单品&价格向上等方式，发力 23H2，从而实现集团业绩高目标要求。

3) 舍得酒业：业绩符合预期，大众价位带产品表现优异。22 年：公司实现营业收入 60.56 亿元，同比增长 21.86%，其中中高档酒收入较去年同期提升 25.88%至 48.8 亿元，收入占比较去年同期变动+1.6 个百分点至 86.2%；普通酒（沱牌大曲）收入较去年同期变动+10.9%。**23Q1：**公司实现营业收入 20.21 亿元(+7.28%)，普通酒（沱牌大曲）收入同比+13.21%至 2.36 亿，受益于春节期间大众价位表现优异，23Q1 收入占比提升 0.69 个百分点至 12.38%；中高档酒收入同比+6.05%至 2.36 亿元。考虑到后续消费加速修复+公司聚焦“品味舍得+藏品十年（升级版）”+4 月 1 日起对品味舍得等多款产品终端价格上调，公司有望在“稳价格、控库存、强动销”核心原则下，实现价盘保持稳定/结构稳步提升。

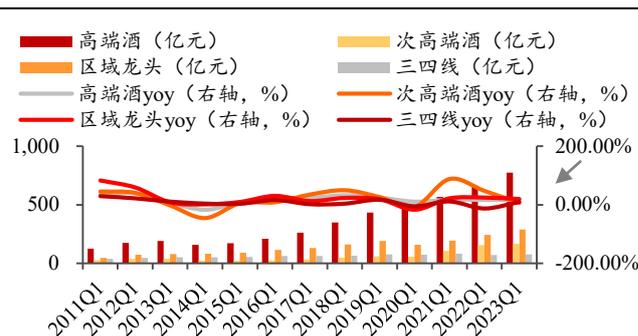
4) 水井坊：Q1 业绩短期承压，Q3 有望恢复双位数增长。22 年：全年营收 46.73 亿，同比+0.88%，其中高档/中档酒（天号陈及系列酒）收入 45.03/1.25 亿元（-0.36%/+22.15%），中档酒收入占比提升（天号陈加速铺货），量/价变动+8.34%/+12.74%；高端酒量/价变动-3.02%/+2.75%，核心产品价值链稳定。**23Q1：**营收 8.53 亿，同比-39.69%，其中高档/中档酒实现收入 8.02/0.46 亿元（-41.04%/+10.78%），中档酒收入占比较去年同期提升 2.45 个百分点至 5.40%，得益于天号陈完成铺货。当前公司批价/渠道库存均相对稳定，且 23Q1 末 10 亿合同负债显现渠道信心度仍高，Q2 有望追回回款进度。

图3： 22年次高端酒营业收入同比增速最快，为24.27%



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：高端酒为茅五泸；次高端二线名酒为山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得；区域龙头酒为洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒；区域三四线酒为顺鑫农业、伊力特、金徽酒、金种子酒、天佑德酒等

图4： 23Q1区域龙头营业收入同比增速最快，为19.71%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

三、区域酒：大众婚宴/聚饮消费旺盛推动动销增长，23Q1业绩高增&具持续性

徽酒——古井贡酒 23Q1 利润表现超预期，经营质量扎实，后续业绩弹性可期；迎驾贡酒结构稳步上行，省内大众消费表现优异推升占比；口子窖收入表现优异，新品上市结构优化。

1) 古井贡酒：22年业绩符合预期，23Q1 利润超预期。22年：公司实现收入 167.13 亿元 (+25.95%)，其中年份原浆系列（量/价分别增 21.77%、6.82%）在消费结构升级，预计古 16 及以上产品加速放量，古井贡酒系列量价齐增（量/价分别增 9.11%、6.72%），收入占比变动-1.06 个百分点至 12.29%；黄鹤楼完成对赌，实现收入 12.63 亿元，同增 11.38%（量/价分别 5.13%、5.94%）；23Q1：公司实现收入 65.84 亿元 (+24.83%)，受益于春节期间返乡人数增加+22Q4 公司对古 16/20 开票价大幅提升+省外发展高结构（古 8 及以上产品预计占比>70%）&省的古 16 收入占比提升显著+费用率确定性下行，古井贡酒 23Q1 利润增长超预期。

2) 口子窖：业绩基本符合预期，产品结构优化。22年：公司实现收入 51.35 亿元(+2.12%)，其中 22 年公司销量、吨价增速分别为-0.76%、+2.64%，价升为核心驱动力。受益于大众价位表现稳定，高档酒收入+1.94%至 48.70 亿元（量/价同比-1.29%/+3.27%），中档酒/低档酒均实现稳健发展（收入增速分别为-5.95%/+6.47%）；23Q1：公司实现总收入 15.92 亿元 (+21.35%)，其中高档、中档、低档白酒分别同比增长 11.29%、17.37%、20.19%，高档酒收入占比提升 0.94 个百分点至 96.80%，中档酒收入亦实现稳步增长。

3) 迎驾贡酒：业绩符合预期，结构持续提升。22年：公司全年营收 55.05 亿元，同比 +19.59%，中高档酒收入占比分别较去年同期变化 4.05 个百分点至 75.58%；23Q1：公司营收 19.16 亿元，同比+21.11%，23Q1 中高档酒收入占比较去年同期提升 0.27 个百分点至 82.16%，当前省公司洞藏系列收入占比持续提升的同时，洞藏内部结构亦在稳步向上，库存处于健康水平。

苏酒：洋河股份享受产品升级红利，业绩表现稳定；今世缘受益于大众消费表现旺盛，23Q1 主要单品动销超预期，业绩优秀。

4) 洋河股份：22年业绩符合预期，23Q1 实现开门红。22年：公司实现营业收入 301.05 亿元 (+18.76%)。22 年公司白酒销量同比增长 6.15%至 19.53 万吨，吨价同比增长 13.09%至 15.02 万元/吨，其中中高档酒占比提升 1.79 个百分点至 88.90%。公司持续巩固梦 6+战略

主体地位，升级海之蓝等产品，推出梦之蓝手工班（大师），加强水晶梦消费者培育。**23Q1**：23 实现营业收入 150.46 亿元（+15.51%），回款进度与去年同期基本持平；库存逐步消化，当前批价稳中向上。

5) 今世缘：业绩符合预期，产品升级有序推进。**22 年**：营业收入同比增长 23.09%至 78.85 亿元，其中特 A+类收入 51.97 亿元（+24.78%），特 A 类收入 20.93 亿元（+22.12%），V 系列收入增速 50%+；**23Q1**：实现收入 38.02 亿元（+27.26%），其中特 A+类收入 24.29 亿元（+25.01%），特 A 类收入 11.11 亿元（+34.15%），V 系列增速快于 2022 年。

表2： 高端酒及区域龙头酒收入及净利润占比正不断攀升

分类	酒企	收入增速 (%)		归母净利润增速 (%)		收入占比 (%)		归母净利润占比 (%)		收入占比同比变化 (%)		归母净利润占比同比变化 (%)	
		2022年	2023Q1	2022年	2023Q1	2022年	2023Q1	2022年	2023Q1	2022年	2023Q1	2022年	2023Q1
高端酒	贵州茅台	16.9	20.0	19.6	20.6	35.3%	29.7%	48.1%	38.9%	0.54%	1.05%	-0.32%	0.47%
	五粮液	11.7	13.0	14.2	15.9	21.0%	23.9%	20.5%	23.4%	-0.63%	-0.57%	-1.10%	-0.65%
	泸州老窖	21.7	20.6	30.3	29.1	7.1%	5.8%	7.9%	6.9%	0.39%	0.23%	0.61%	0.54%
次高端酒	山西汾酒	31.3	20.4	52.4	29.9	7.5%	9.7%	6.2%	9.0%	0.92%	0.38%	1.30%	0.75%
	舍得酒业	21.9	7.3	35.3	7.3	1.7%	1.5%	1.3%	1.1%	0.10%	-0.12%	0.14%	-0.12%
	酒鬼酒	18.6	-42.9	17.4	-42.4	1.2%	0.7%	0.8%	0.6%	0.03%	-0.76%	-0.02%	-0.60%
	水井坊	0.9	-39.7	1.4	-56.0	1.3%	0.7%	0.9%	0.3%	-0.19%	-0.60%	-0.17%	-0.51%
区域龙头酒	洋河股份	18.8	15.5	24.9	15.7	8.6%	11.5%	7.2%	10.8%	0.26%	-0.02%	0.26%	-0.32%
	今世缘	23.1	27.3	23.3	25.2	2.2%	2.9%	1.9%	2.3%	0.15%	0.26%	0.05%	0.11%
	古井贡酒	25.9	24.8	36.8	42.9	4.8%	5.0%	2.4%	2.9%	0.41%	0.37%	0.29%	0.49%
	口子窖	2.1	21.3	-10.2	10.4	1.5%	1.2%	1.2%	1.0%	-0.19%	0.06%	-0.40%	-0.08%
	迎驾贡酒	19.6	21.1	23.0	26.6	1.6%	1.5%	1.3%	1.3%	0.07%	0.07%	0.03%	0.08%
	金种子酒	-2.1	25.5	-12.4	-228.1	0.3%	0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.06%	0.03%	0.01%	-0.05%
三四线酒	老白干酒	15.5	10.4	81.8	-61.5	1.3%	0.8%	0.5%	0.2%	0.01%	-0.04%	0.18%	-0.40%
	伊力特	-16.2	18.5	-47.1	37.0	0.5%	0.6%	0.1%	0.3%	-0.17%	0.01%	-0.16%	0.04%
	顺鑫农业	-21.5	4.6	-758.1	214.4	3.3%	3.1%	-0.5%	0.6%	-1.55%	-0.33%	-0.61%	0.38%
	金徽酒	12.5	26.6	-13.7	10.4	0.6%	0.7%	0.2%	0.3%	-0.01%	0.06%	-0.08%	-0.03%
	天佑德酒	-7.0	-6.2	19.0	-29.5	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	-0.07%	-0.07%	0.00%	-0.10%
分档次看													
高端酒		15.6	17.2	19.1	19.7	63.5%	59.4%	76.5%	69.2%	0.27%	0.68%	-0.83%	0.32%
次高端酒		24.3	6.5	39.2	14.1	11.7%	12.7%	9.2%	10.9%	0.86%	-1.14%	1.23%	-0.47%
区域龙头酒		19.6	19.7	22.3	21.0	18.6%	22.2%	14.0%	18.4%	0.68%	0.77%	0.21%	0.26%
三四线酒		-11.1	9.3	-64.1	7.6	6.3%	5.8%	0.3%	1.5%	-1.81%	-0.31%	-0.62%	-0.11%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 消费升级趋势延续，行业盈利能力改善

白酒行业整体仍呈现消费升级趋势。22 年白酒行业归母净利润同比增长 20.34%至 1304.66 亿元；23Q1 白酒行业归母净利润分别为 535.21 亿元，同比增长 19.12%，酒企盈利能力进一步提升。分档次来看：1) 高端酒：经营韧性突出，22 年/23Q1 净利润增速分别变动+3.75、-1.88 个百分点至 19.07%、19.73%；2) 次高端酒：22 年/23Q1 净利润增速分别变动-37.94/-47.46 个百分点至 39.23%、14.13%，22 年增速下降主要系 21 年高基数，23Q1 增速下降主因商务消费需求恢复不及预期；3) 区域龙头酒：区域消费升级趋势明显，带动酒企经营质量提升，23Q1 受益春节返乡潮+区域经济发展+消费场景复苏，净利润增速领先于其余价位带，22 年/23Q1 净利润增速分别变动+8.53、-8.52 个百分点至 22.32%、20.98%。分拆来看：

1) 22 年净利润增速分别为：次高端酒 (+39.23%) > 区域龙头 (+22.32%) > 高端酒 (+19.07%) > 三四线酒 (-64.11%);

2) 23Q1 净利润增速分别为：区域龙头 (+20.98%) > 高端酒 (+19.73%) > 次高端酒 (+14.13%) > 三四线酒 (+7.58%)。

图5： 22 年白酒行业净利润同比增速为 20.34%



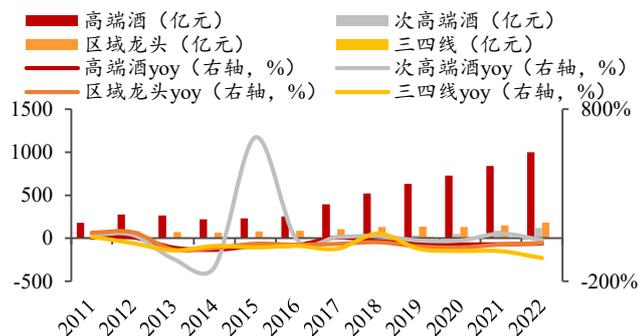
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6： 23Q1 白酒行业净利润同比增速为 19.12%



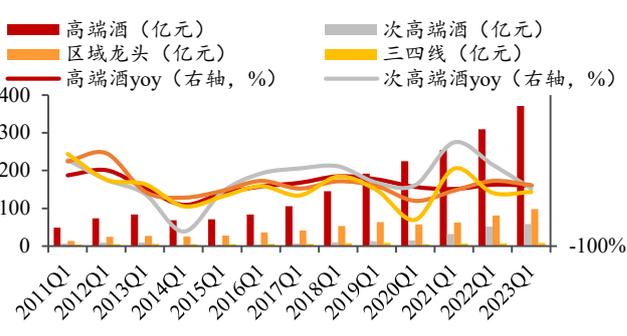
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7： 22 年次高端酒净利润同比增速最快，为 39.23%



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：2015 年次高端酒净利润增速为 637.04%

图8： 23Q1 区域龙头净利润同比增速最快，为 20.98%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

产品结构升级趋势不改，22 年/23Q1 分别有 12/11 家酒企利润增速高于收入增速，高端/区域龙头酒表现亮眼。老白干酒、天佑德酒、山西汾酒、舍得酒业等 12 家酒企 22 年净利润增速超收入增速，表现优异；顺鑫农业、伊力特、古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖等 11 家酒企 23Q1 净利润增速超收入增速。我们认为在消费升级趋势不改的背景下，白酒行业的产品结构有望进一步优化，酒企利润空间逐渐打开，盈利能力或将持续改善，品牌酒企整体维持较高质量发展。

表3： 22年有 12 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速

证券简称	归母净利润增速 (%)			营业收入增速 (%)			2022净利润增速-收入增速
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
老白干酒	-22.68	24.50	81.81	-10.73	11.93	15.54	66.26
天佑德酒	-418.66	154.93	19.05	-39.07	38.00	-7.04	26.09
山西汾酒	56.39	72.56	52.36	17.63	42.75	31.26	21.10
舍得酒业	14.42	114.35	35.31	2.02	83.80	21.86	13.45
古井贡酒	-11.58	23.90	36.78	-1.20	28.93	25.95	10.83
泸州老窖	29.38	32.47	30.29	5.29	23.96	21.71	8.58
洋河股份	1.35	0.34	24.91	-8.76	20.14	18.76	6.15
迎驾贡酒	2.47	44.96	22.97	-8.60	32.58	19.59	3.38
贵州茅台	13.33	12.34	19.55	11.10	11.88	16.87	2.69
五粮液	14.67	17.15	14.17	14.37	15.51	11.72	2.45
水井坊	-11.49	63.96	1.40	-15.06	54.10	0.88	0.52
今世缘	7.46	29.50	23.34	5.12	25.12	23.09	0.25
酒鬼酒	64.15	81.75	17.38	20.79	86.97	18.63	-1.25
金种子酒	133.94	-339.76	-12.45	13.55	16.70	-2.11	-10.34
口子窖	-25.84	35.38	-10.24	-14.15	25.37	2.12	-12.36
金徽酒	22.44	-1.95	-13.73	5.89	3.34	12.49	-26.22
伊力特	-23.48	-8.53	-47.10	-21.71	7.53	-16.24	-30.87
顺鑫农业	-48.10	-75.64	-758.08	4.10	-4.14	-21.46	-736.62

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：红色加粗酒企表示该时期利润增速高于收入增速

表4： 23Q1 有 11 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速

证券简称	归母净利润增速 (%)					营业收入增速 (%)					23Q1净利润增速-收入增速
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	
顺鑫农业	-72.06	-162.74	88.08	-160.00	214.40	-28.78	-29.52	6.94	-21.07	4.63	209.78
伊力特	-17.55	-75.18	-79.18	-44.43	36.97	14.67	4.70	-60.04	-33.14	18.53	18.44
古井贡酒	34.90	45.32	19.27	58.21	42.87	27.71	29.55	21.58	24.66	24.83	18.03
山西汾酒	70.03	-4.33	56.96	127.11	29.89	43.62	0.35	32.54	49.95	20.44	9.45
泸州老窖	32.72	28.97	31.05	27.86	29.11	26.15	24.09	22.28	16.32	20.57	8.54
迎驾贡酒	49.07	4.13	13.30	18.53	26.55	37.23	0.09	23.39	15.39	21.11	5.44
五粮液	16.08	10.30	18.50	10.77	15.89	13.25	10.04	12.24	10.31	13.03	2.85
贵州茅台	23.58	17.29	15.81	20.55	20.59	18.43	16.06	15.61	17.09	20.00	0.58
酒鬼酒	94.46	-18.74	21.12	-55.70	-42.38	86.04	5.25	2.47	-27.12	-42.87	0.49
洋河股份	29.07	6.07	40.45	3.67	15.66	23.82	17.10	18.37	6.29	15.51	0.15
舍得酒业	75.75	-29.67	55.66	75.87	7.34	83.25	-16.27	30.91	5.62	7.28	0.06
今世缘	24.46	16.30	27.32	27.54	25.20	24.70	14.02	26.15	27.58	27.26	-2.06
口子窖	15.53	-4.92	-0.16	-39.58	10.37	11.80	-7.87	5.69	-1.90	21.35	-10.97
金徽酒	42.78	-34.50	-96.68	-18.63	10.41	38.79	12.23	-9.12	0.69	26.61	-16.20
水井坊	-13.54	116.88	9.98	-19.06	-56.02	14.10	10.36	6.99	-25.37	-39.69	-16.33
天佑德酒	53.43	-367.57	-96.67	-10.91	-29.46	11.49	-13.64	-23.25	-14.24	-6.23	-23.23
老白干酒	373.72	41.60	36.56	24.65	-61.51	20.36	24.57	27.93	-4.79	10.43	-71.94
金种子酒	74.21	13.32	-73.21	-132.15	-228.11	17.05	2.57	-18.59	-8.28	25.48	-253.59

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：红色加粗酒企表示该时期利润增速高于收入增速

2.3 结构上移助力盈利提升，费用率整体稳中有降

产品结构持续上移，推动盈利能力提升。受益于产品结构升级+渠道结构优化，22年/23Q1白酒行业毛利率同比提升1.34/0.52个百分点至80.19%/80.76%，受费用率+税金及附加率与利息收入波动影响，行业净利率同比变动+1.62、+1.16个百分点至37.10%/41.01%，且分化较大。拆分来看：

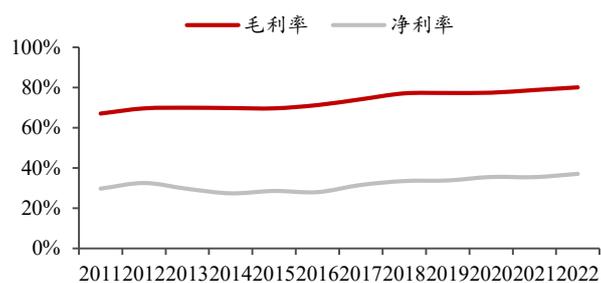
酒企22年毛利率分别同比变动：三四线酒(+4.28个百分点)>区域龙头酒(+0.51个百分点)>高端酒(+0.46个百分点)>次高端酒(-0.05个百分点)；

酒企22年净利率分别同比变动：次高端酒(+3.16个百分点)>高端酒(+1.30个百分点)>区域龙头酒(+0.62个百分点)>三四线酒(-2.46个百分点)。

酒企23Q1毛利率分别同比变动：三四线酒(+1.66个百分点)>高端酒(+0.46个百分点)>区域龙头酒(+0.07个百分点)>次高端酒(-0.32个百分点)；

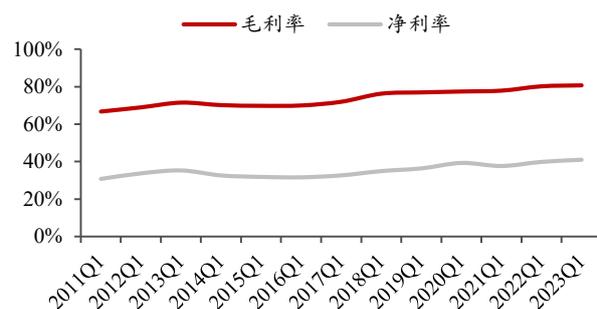
酒企23Q1净利率分别同比变动：次高端酒(+2.38个百分点)>高端酒(+1.03个百分点)>区域龙头酒(+0.36个百分点)>三四线酒(-0.16个百分点)。

图9：22年白酒行业毛利率及净利率情况



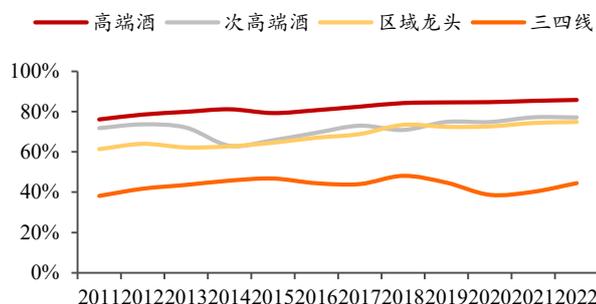
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：23Q1白酒行业毛利率及净利率情况



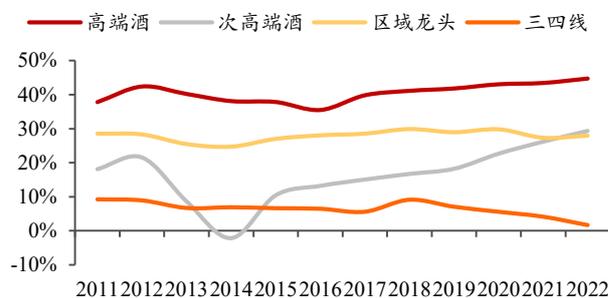
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：22年各类型酒企毛利率情况



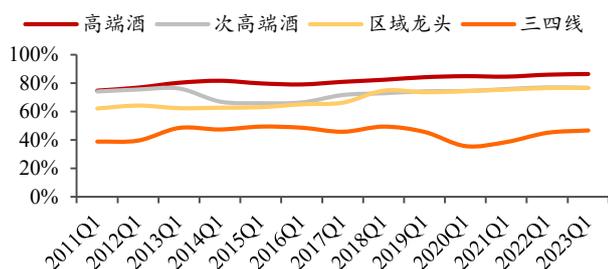
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：22年各类型酒企净利率情况



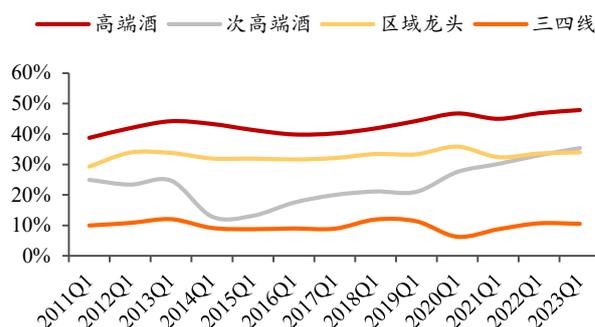
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13: 23Q1 各类型酒企毛利率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

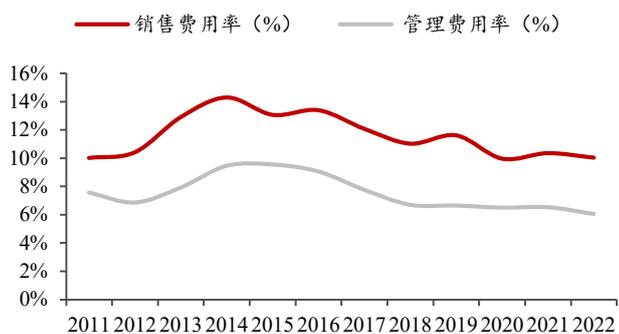
图14: 23Q1 各类型酒企净利率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

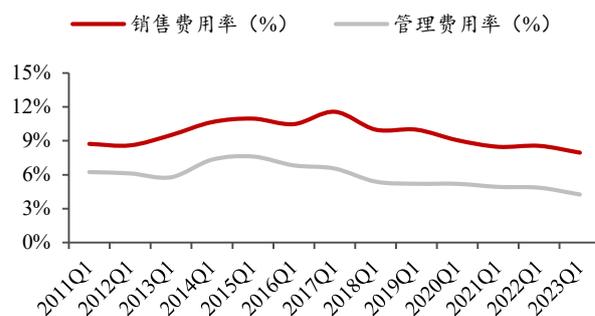
22 年和 23Q1 酒企销售费用率波动, 费用改革推动管理费用率下降; 22 年: 销售费用率方面, 全年来看泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、金种子酒、舍得酒业、五粮液、迎驾贡酒、老白干酒、天佑德酒、洋河股份销售费用率均同比小幅下降, 主要酒企销售费用率控制较好, 其中金徽酒、伊力特均处于拓展市场, 品牌培育阶段, 费用投入增加; **23Q1:** 23Q1 白酒行业销售费用率同比下降 0.61 个百分点至 7.95%, 8 家酒企销售费用率均有所提升。其中酒鬼酒受费用改革影响减少渠道投入, 短期回款呈现低积极性, 导致销售费用率提升幅度居首。管理费用率方面来看, 费用改革下 (将部分此前投向渠道的费用更多的投向消费者, 通过规模费用的投放以保持渠道体力的同时加强消费者端拉力, 从而进一步抢抓潜在的回补消费), 费用使用率提升使得全行业费用率下降, 22 年&23Q1 酒企销售费用率分别同比-0.32/-0.61 个百分点。

图15: 22 年销售及管理费用率同比变动-0.32、-0.48 百分点



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 23Q1 销售及管理费用率同比变动-0.61、-0.60 百分点



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表5: 在 22 年销售/管理费用率波动的背景下, 主要酒企毛利率及净利率均实现同比提升

	22 年毛利	较上年		22 年销售	较上年		22 年管理	较上年			
	率 (%)	变动		费用率	变动		费用率	变动			
				(%)			(%)				
1	顺鑫农业	31.73	3.82	1	金徽酒	20.89	5.34	1	伊力特	4.58	2.02
2	古井贡酒	77.17	2.07	2	伊力特	12.16	4.13	2	顺鑫农业	7.36	1.54
3	今世缘	76.59	1.98	3	顺鑫农业	8.77	2.94	3	天佑德酒	14.32	1.44
4	老白干酒	68.36	1.04	4	今世缘	17.62	2.53	4	水井坊	7.60	1.02
5	泸州老窖	86.59	0.89	5	口子窖	13.63	0.92	5	金徽酒	10.80	0.75
6	迎驾贡酒	68.02	0.48	6	水井坊	27.37	0.88	6	金种子酒	9.98	0.58
7	山西汾酒	75.36	0.45	7	酒鬼酒	25.28	0.10	7	口子窖	5.22	0.17
8	贵州茅台	91.87	0.33	8	贵州茅台	2.59	0.08	8	今世缘	4.09	0.07
9	口子窖	74.16	0.26	9	洋河股份	13.88	-0.10	9	五粮液	4.15	-0.23
10	五粮液	75.42	0.07	10	天佑德酒	24.87	-0.25	10	泸州老窖	4.63	-0.49
11	水井坊	84.49	-0.02	11	老白干酒	30.32	-0.41	11	老白干酒	8.51	-0.63
12	舍得酒业	77.72	-0.09	12	迎驾贡酒	9.17	-0.56	12	贵州茅台	7.07	-0.65
13	酒鬼酒	79.63	-0.34	13	五粮液	9.25	-0.57	13	古井贡酒	6.98	-0.72
14	洋河股份	74.6	-0.72	14	舍得酒业	16.78	-0.84	14	洋河股份	6.43	-0.79
15	金徽酒	62.78	-0.96	15	金种子酒	20.56	-2.01	15	迎驾贡酒	3.47	-0.82
16	天佑德酒	62.02	-1.05	16	古井贡酒	27.93	-2.27	16	酒鬼酒	4.32	-1.02
17	金种子酒	26.45	-2.35	17	山西汾酒	12.98	-2.84	17	山西汾酒	4.63	-1.21
18	伊力特	48.05	-3.4	18	泸州老窖	13.73	-3.71	18	舍得酒业	9.69	-2.44

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表6: 23Q1 部分酒企毛利率实现同比提升

	23Q1 毛利	较上年		23Q1 销售	较上年		23Q1 管理	较上年			
	率 (%)	变动		费用	变动		费用	变动			
				(%)			(%)				
1	顺鑫农业	37.72	4.87	1	酒鬼酒	26.03	4.22	1	水井坊	10.18	3.69
2	酒鬼酒	81.54	1.77	2	水井坊	31.91	2.91	2	酒鬼酒	3.63	1.90
3	古井贡酒	79.67	1.77	3	今世缘	15.92	2.88	3	口子窖	5.22	0.77
4	泸州老窖	88.09	1.66	4	金徽酒	17.83	2.11	4	老白干酒	11.43	0.72
5	今世缘	75.39	1.09	5	天佑德酒	14.04	1.08	5	天佑德酒	7.68	0.57
6	山西汾酒	75.56	0.81	6	洋河股份	7.41	0.81	6	伊力特	3.03	0.51
7	伊力特	51.45	0.43	7	舍得酒业	19.26	0.80	7	今世缘	2.08	0.14
8	贵州茅台	92.6	0.23	8	贵州茅台	1.92	0.32	8	五粮液	3.52	-0.03
9	五粮液	78.39	-0.02	9	顺鑫农业	8.41	-0.22	9	金徽酒	7.23	-0.23
10	迎驾贡酒	71.18	-0.19	10	伊力特	6.64	-0.50	10	洋河股份	3.74	-0.32
11	洋河股份	76.6	-0.7	11	五粮液	6.78	-0.60	11	山西汾酒	2.08	-0.48
12	金徽酒	64.97	-1.38	12	金种子酒	18.57	-0.98	12	顺鑫农业	5.84	-0.51
13	口子窖	76.63	-1.4	13	古井贡酒	28.83	-1.33	13	迎驾贡酒	2.60	-0.51
14	水井坊	83.17	-1.75	14	迎驾贡酒	6.41	-1.36	14	古井贡酒	5.47	-0.61
15	舍得酒业	78.38	-2.45	15	泸州老窖	9.08	-1.58	15	泸州老窖	3.28	-1.10
16	天佑德酒	63.61	-4.47	16	口子窖	12.66	-2.28	16	贵州茅台	5.11	-1.32
17	老白干酒	65.42	-4.81	17	山西汾酒	7.95	-3.20	17	舍得酒业	8.10	-2.36
18	金种子酒	27.23	-7.37	18	老白干酒	25.88	-10.86	18	金种子酒	5.88	-3.44

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表7： 2022 年今世缘、金种子酒经营税金率同比提升幅度居前

	2018 税金及附加/营收	2019 税金及附加/营收	2020 税金及附加/营收	2021 税金及附加/营收	2022 税金及附加/营收	2021-2020 差值 (百分点)	2022-2021 差值 (百分点)
今世缘	16.92%	18.09%	17.42%	17.25%	16.20%	-0.17	1.40
金种子酒	12.23%	10.46%	11.48%	11.28%	10.67%	-0.20	0.98
贵州茅台	15.33%	14.91%	14.63%	14.41%	14.90%	-0.22	0.67
天佑德酒	16.82%	15.82%	17.79%	15.70%	15.15%	-2.09	0.53
伊力特	13.74%	14.04%	15.13%	16.53%	16.65%	1.40	0.47
酒鬼酒	16.00%	15.95%	15.62%	15.27%	16.19%	-0.35	0.33
金徽酒	15.06%	14.11%	13.97%	14.16%	14.62%	0.19	0.24
顺鑫农业	13.25%	11.48%	9.72%	10.70%	11.67%	0.98	0.19
老白干酒	15.38%	15.33%	15.96%	15.56%	16.05%	-0.40	0.18
古井贡酒	14.72%	15.29%	15.79%	15.31%	16.90%	-0.48	-0.07
舍得酒业	14.40%	13.28%	14.23%	14.70%	14.91%	0.47	-0.17
迎驾贡酒	15.66%	15.47%	15.08%	15.32%	15.00%	0.24	-0.19
口子窖	15.92%	15.20%	15.35%	15.28%	15.23%	-0.07	-0.20
水井坊	15.17%	15.87%	15.57%	15.90%	15.73%	0.33	-0.35
洋河股份	15.60%	13.84%	16.19%	16.36%	14.58%	0.17	-0.40
五粮液	14.76%	13.94%	14.12%	14.79%	14.53%	0.67	-0.48
山西汾酒	19.14%	18.97%	17.89%	18.68%	17.55%	0.79	-1.13
泸州老窖	12.30%	12.49%	13.35%	13.88%	14.03%	0.53	-2.09
白酒行业	15.10%	14.51%	14.59%	14.90%	14.99%	0.31	0.09

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：白酒整体数据为板块数据，剔除皇台外的 18 家酒企）

表8： 23Q1 泸州老窖、老白干酒经营税金率同比提升幅度居前

	22Q1 单季度税金及附加/营收	22Q2 单季度税金及附加/营收	22Q3 单季度税金及附加/营收	22Q4 单季度税金及附加/营收	23Q1 单季度税金及附加/营收	22Q1-21Q1 差值 (百分点)	23Q1-22Q1 差值 (百分点)
泸州老窖	10.42%	8.97%	9.04%	14.03%	12.27%	-2.54	1.85
老白干酒	13.47%	16.48%	16.15%	16.05%	15.12%	-1.47	1.65
金种子酒	11.20%	10.76%	10.24%	10.67%	12.40%	-0.79	1.20
口子窖	13.40%	14.77%	15.17%	15.23%	14.54%	-1.17	1.14
天佑德酒	14.73%	15.75%	15.28%	15.15%	15.63%	-0.93	0.90
金徽酒	13.40%	14.64%	14.65%	14.62%	14.20%	-1.22	0.80
贵州茅台	13.43%	15.12%	15.65%	14.90%	14.09%	-0.61	0.66
山西汾酒	13.79%	16.37%	16.57%	17.55%	14.40%	1.30	0.61
迎驾贡酒	14.21%	14.47%	14.58%	15.00%	14.43%	-0.79	0.22
五粮液	14.15%	14.03%	14.06%	14.53%	14.32%	0.42	0.17
古井贡酒	14.42%	14.18%	15.36%	16.90%	14.47%	-1.21	0.05
酒鬼酒	15.66%	15.96%	15.91%	16.19%	15.68%	0.85	0.02
水井坊	15.73%	17.31%	16.50%	15.73%	15.65%	0.47	-0.08
今世缘	15.92%	13.98%	16.37%	16.20%	14.97%	-0.14	-0.95
顺鑫农业	10.84%	12.37%	11.04%	11.67%	9.81%	0.45	-1.03
洋河股份	16.80%	14.78%	15.19%	14.58%	15.69%	0.31	-1.11
舍得酒业	15.13%	14.49%	15.05%	14.91%	13.74%	0.47	-1.39
伊力特	16.08%	16.12%	15.76%	16.65%	13.34%	-0.63	-2.74

白酒行业	12.95%	11.63%	14.04%	14.00%	14.19%	-0.40	0.11
------	--------	--------	--------	--------	--------	-------	------

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 白酒整体数据为板块数据, 剔除皇台外的 18 家酒企)

具体盈利情况来看——23Q1 高端酒&区域酒呈现强盈利弹性, 次高端盈利提升速度略放缓。

一、高端酒: 贵州茅台 Q1 再超预期, 23 年 15% 增速业绩可达性; 五粮液盈利能力稳定, 强品牌力+高性价比利于动销表现; 泸州老窖结构升级+费用管控优秀, 23Q1 利润端超预期。

1) 贵州茅台: 23Q1 利润增速略超预期, 费用率保持稳健。22 年公司归母净利润为 627.16 亿元, 同比增长 19.55%; 23Q1 归母净利润为 207.95 亿元, 较去年同期提升 20.59%。22 年: 公司毛利率和净利率分别为 91.87%/52.68%, 毛利率稳中有增, 盈利能力持续提升。全年销售费用率和管理费用率分别+0.08/-0.65 个百分点至 2.59%/7.07%, 销售费用增加主因酱香系列酒广告支出及公司加大市场拓展费用投入。23Q1: 公司毛利率同比+0.23 个百分点至 92.60%, 净利率为 55.54%, 同比基本持平。Q1 期间费用率 5.96% (同比下降 1.06 个百分点), 其中销售费用率/管理费用率分别+0.32/-1.32 个百分点至 1.92%/5.11%。

2) 五粮液: 23Q1 盈利能力稳定, 费用管控良好。22 年公司实现归母净利润 266.91 元 (+14.17%), 23Q1 公司实现归母净利润 125.42 亿元 (+15.89%)。22 年: 22 年公司毛利率/净利率分别同比变动+0.07/+0.79 个百分点至 75.42%/37.81%; 销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.57/-0.23 个百分点至 9.25%/4.15%, 促销费占比下降。23Q1: 受益于强品牌力+高性价比, 23Q1 动销端表现优秀。Q1 公司毛利率/净利率同比-0.02/+0.81 个百分点至 78.39%/42.09%, 净利率上行主因费用管控较好, 其销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.60/-0.04 个百分点至 6.78%/3.52%;

3) 泸州老窖: 23Q1 利润超预期, 盈利能力稳定向好。22 年归母净利润 103.65 亿元, 同比+30.29%, 23Q1 归母净利润 37.13 亿元, 同比+29.11%。22 年: 2022 年公司毛利率/净利率分别同比+0.89%/+2.99 个百分点至 86.59%/41.44%, 主因结构升级+费用管控优秀: 销售费用率/管理费用率同比-3.71/-0.49 个百分点至 13.73%/4.63%。23Q1: 受益于产品结构升级+22 年末合同负债优异+费用管控优秀 (Q1 销售费用率/管理费用率分别同比变动-1.58/-1.23 个百分点至 9.08%/3.61%), 公司毛利率/净利率分别同比变动+1.94/+20.73 个百分点至 88.09%/48.91%, 其中销售费用下降主因促消费减少。

二、次高端酒: 23Q1 次高端酒利润端分化大, 其中山西汾酒受益于中档酒表现优秀, 利润端表现超预期, 而酒鬼酒/水井坊等酒企则因中高价位产品需求恢复较弱, 导致利润端短期承压, 但后续在低基数下具强弹性——

1) 山西汾酒: 费用率持续下行, 23Q1 盈利超预期。22 年公司归母净利润 80.96 亿元, 同比+52.36%, 23Q1 归母净利润 48.19 亿元, 同比+29.89%。22 年: 受益于青花 20 驱动青花系列占比提升+费用率下行, 销售费用率/管理费用率分别同比-2.84/-1.21 个百分点至 12.98%/4.63%, 22 年公司毛利率/净利率分别同比+0.45/+4.13 个百分点至 75.36%/31.12%。23Q1: 公司毛利率/净利率分别同比+0.81/+2.71 个百分点至 75.56%/38.11%, 盈利超预期主因费用后移确认 (渠道精细化, 返利奖励后移兑现) 导致费用率下行 (Q1 销售费用率/管理费用率分别同比-3.20/-0.48 个百分点至 7.95%/2.08%) +青花 20 驱动产品结构抬升。

2) 酒鬼酒: 23Q1 盈利端短期承压, 费用加大投放。22 年公司实现归母净利润 10.49 亿元 (+17.38%), 23Q1 公司实现归母净利润 3.00 亿元 (-42.38%)。22 年: 公司毛利率/净利率

分别同比-0.34/-0.28个百分点至 79.63%/25.89%；销售费用率/管理费用率分别同比+0.10/-1.02个百分点至 25.28%/4.32%；**23Q1**：公司毛利率/净利率分别同比变动+1.77/+0.27个百分点至 81.54%/31.12%，由于 23Q1 公司营业成本变动-47.87%（或因渠道政策减弱）+内参占比小幅提升，即使费用率上行（Q1 销售费用率/管理费用率分别同比变动+4.21/+1.90 个百分点至 26.03%/3.63%），盈利端仍表现平稳；一年期以上长期存款集中产生的财务利息原因影响，导致 Q1 毛销差下降 2.45 个百分点。

3) 舍得酒业：23Q1 盈利端表现平稳，费用率略下降。22 年公司实现归母净利润 16.85 亿，同比增长 35.31%，23Q1 公司实现归母净利润 5.69 亿元（+7.34%）。**22 年**：公司毛利率/净利率较去年同期变动-0.1/+2.5 个百分点至 77.7%/28.08%，主因公司提高费用利用率，其中销售/管理费用率同比变动-0.8/-2.4 个百分点至 16.8%/9.7%；**23Q1**：公司毛利率/净利率分别同比变动-2.45/-0.23 个百分点至 78.38%/28.16%，主因结构略下行+夜郎古并表=成本阶段性略承压，而净利率降幅窄于毛利率主因期间费用率同比-1.41 个百分点至 27.03%：销售费用率/管理费用率分别同比+0.80/-2.36 个百分点至 19.26%/8.10%。

4) 水井坊：Q1 业绩短期承压，Q2 有望追回进度。22 年实现归母净利润 12.16 亿，同比+1.40%，23Q1 实现归母净利润 1.59 亿，同比-56.02%。**22 年**：公司毛利率/净利率分别同比-0.02/+0.13 个百分点至 84.49%/26.02%；销售/管理费用率同比变动+0.89/+1.02 个百分点至 27.37%/7.60%；**23Q1**：公司毛利率/净利率分别同比-1.75/-6.94 个百分点至 83.17%/18.69%，主因结构略向下+费用率上行（销售/管理费用率同比+2.91/+3.69 个百分点至 31.91%/10.18%）。

三、区域酒龙头：受益于春节期间婚宴&聚饮消费表现超预期+基地市场消费升级持续，盈利能力提升明显

徽酒——受益于元旦后省内消费恢复超预期+消费升级趋势延续，酒企均实现较好发展，其中古井贡酒利润超预期；迎驾贡酒结构稳步上行叠加费用管控良好致盈利能力提升；口子窖则因新品上市下加大货折等成本费用，在销售费用率平稳下，表现盈利端略承压，具体来看——

1) 古井贡酒：盈利能力持续向上，23Q1 利润端表现超预期。22 年公司实现归母净利润 31.43 亿元（+36.78%），23Q1 公司实现归母净利润 15.70 亿元（+42.87%）。**22 年**：公司结构仍向上延伸，同时毛利率提升 2.07 个百分点至 77.17%，为盈利增长奠定坚实基础。23Q1：22Q4 公司对古 16/20 开票价大幅提升+省外发展高结构（古 8 及以上产品预计占比>70%）& 省内古 16 收入占比提升显著+费用率确定性下行，23Q1 利润端表现持续超预期。

2) 口子窖：业绩符合预期，23Q1 费用率提升拖累净利率。22 年公司实现归母净利润 15.50 亿元（-10.24%），23Q1 公司实现归母净利润 5.36 亿元（+10.37%）。**22 年**：公司毛利率/净利率分别同比变动+0.26%/-4.16 个百分点至 74.16%/30.19%，净利率下滑主因费用率上行：销售费用率/管理费用率分别同比变动+0.92/+0.17 个百分点至 13.63%/5.22%。**23Q1**：税金及附加提升+利息收入减少+期间费用率上行（23Q1 期间费用率同比变动+0.93 个百分点至 17.89%，其中销售费用率/管理费用率分别同比变动-2.28/+0.77 个百分点至 12.66%/5.22%，财务费用从-2.86 亿元变为-0.21 亿元）下，净利率-3.35 个百分点至 33.66%。

3) 迎驾贡酒：23Q1 结构稳步上行趋势不改，叠加费用管控良好推动盈利能力稳步提升。22 年公司实现归母净利润 17.05 亿元，同比+22.97%；23Q1 公司实现归母净利润 7.00 亿元，同比+26.55%。**22 年**：公司盈利能力稳步提升，公司毛利率/净利率分别同比+0.48/+0.73 个百分点至 68.02%/31.03%，原因之一为费用管控良好：销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.56/-0.82 个百分点至 9.17%/3.47%。**23Q1**：公司延续盈利向好趋势，公司毛利率/净利率

分别同比-0.19/+1.66 个百分点至 71.18%/36.71%，主因：1)结构稳步小幅提升；2)费用管控良好。23Q1 公司销售费用率/管理费用率分别同比-1.36/-0.51 个百分点至 6.41%/2.60%。

苏酒：洋河股份改革红利有望加速释放；今世缘践行高端化战略，盈利能力稳步提升，具体来看——

4) 洋河股份：23Q1 业绩符合预期，盈利能力维持稳定。(22 年公司实现归母净利润 93.78 亿元 (+24.91%)；23Q1 实现归母净利润 57.66 亿元 (+15.66%)。公司盈利能力维持稳定，23Q1 毛利率、扣非净利率同比变动-0.70/+0.05 个百分点至 76.60%/37.66%，销售费用率/管理费用率分别变动+0.82/-0.31 pct。

5) 今世缘：特 A 类以上销量高增推动结构升级，高端化战略下销售费用率显著提升。22 年公司实现归母净利润 25.03 亿 (+23.34%)，23Q1 归母净利润 12.55 亿 (+25.20%)。22 年：在四开及对开增速优于整体背景下，公司毛利率/净利率同比提升 1.98/0.06pct 至 76.59%/31.74%，销售/管理费用率同比变动+2.53/+0.07pct，销售费用率提升主因高端化战略下消费者培育费用增加所致；**23Q1：**毛利率/净利率同比变动+1.09/-0.54pct 至 75.39%/33.01%，结构升级推动毛利率提升；销售/管理费用率同比变动+2.88/+0.16pct，销售费用率提升主因消费者培育及广告投入增加所致。

2.4 酒企预收同比表现向好，23Q1 高端酒最为稳定

预收款角度来看——

环比来看，白酒行业预收正常下降，其中古井贡酒等环比提升：23Q1 白酒板块预收款 458.18 亿元，环比下降明显，主要系：1) 酒企往往于 Q4 开始打款，因此部分款项将确认于 22Q4 预收，发货后才确认至 23Q1 收入，因此 Q1 预收环比下降为常态。2) 22 年 12 月各区域受疫情影响，动销&回款积极性差，因此部分 22Q4 打款的货未能消化，留至 23Q1 发货(确认报表)。个股来看，古井贡酒、老白干酒、舍得酒业、金种子酒环比实现正增长，合同负债提升与控货节奏相匹配，回款表现优异。

同比来看，多家酒企预收增幅亮眼，蓄水池实力强劲：

1) 22 年：22 年酒企总预收为 709.72 亿元，同比下降 26.53 亿元，其中三四线酒预收整体增幅最大，顺鑫农业、金徽酒预收实现超 40% 的同比提升。

2) 23Q1：23Q1 酒企总预收为 458.18 亿元，同比提升 5.16 亿元，其中高端酒预收整体增长幅度最大，五粮液实现超 50% 的增幅；舍得酒业、金种子酒超 100% 的同比增幅，预收表现亮眼。总结来看，当前主要酒企仍拥有强实力的蓄水池，有望实现超额回弹。

3) 个股层面：据年报数据显示，五粮液、舍得酒业、水井坊、口子窖、顺鑫农业、金种子酒、天佑德酒 23Q1 预收实现同比超 10% 正增长，其中金种子酒 23Q1 预收同比达 +140.58%；除此之外，贵州茅台、迎驾贡酒、金徽酒、老白干酒均 22 年/23Q1 预收同比正增长，预示其后续业绩或具备一定弹性潜力。

值得注意的是，由于经销商发货采用先款后货模式，发货和打款时间的错配将造成预收账款的确认，这也是白酒预收款产生的主要原因，但由于近年来预收款这一指标因受企业确认节奏、渠道政策等因素影响明显，因此预收款作为行业景气度前瞻指标的意义相对有所弱化。

表9：22年及23Q1酒企预收情况一览（单位：亿元）

档次	证券简称	2022		2023Q1		预收款项余额				环比变动 2023Q1- 2022
		合同负债	其他流动 负债	合同负债	其他流动 负债	2022	YOY (%)	2023Q1	YOY (%)	
高端酒	贵州茅台	154.72	19.79	83.30	9.80	174.51	22.43%	93.10	0.54%	-81.41
	五粮液	123.79	15.45	55.36	6.19	139.24	-5.58%	61.55	50.20%	-77.69
	泸州老窖	25.66	3.34	17.26	2.24	29.00	-26.89%	19.50	-2.11%	-9.50
次高端酒	山西汾酒	69.08	4.77	41.72	2.22	73.85	-8.68%	43.94	0.21%	-29.91
	舍得酒业	2.98	0.43	7.97	1.37	3.40	-55.45%	9.34	107.04%	5.94
	酒鬼酒	4.33	0.74	3.67	0.90	5.07	-67.52%	4.57	-41.48%	-0.50
	水井坊	10.27	0.37	9.98	0.31	10.65	6.16%	10.29	20.42%	-0.35
	洋河股份	137.42	13.12	69.75	2.42	150.54	-15.64%	72.17	-30.93%	-78.37
区域龙头 酒	今世缘	20.40	2.65	11.43	1.49	23.05	-1.31%	12.92	0.62%	-10.14
	古井贡酒	8.27	10.45	47.45	19.73	18.71	-28.71%	67.18	6.35%	48.47
	迎驾贡酒	6.61	0.57	5.01	0.43	7.18	11.81%	5.44	6.78%	-1.74
	口子窖	5.63	0.32	4.45	0.17	5.95	-17.54%	4.62	17.85%	-1.32
区域三四 线酒	顺鑫农业	38.65	4.51	18.36	1.88	43.16	50.55%	20.24	37.34%	-22.92
	金徽酒	5.10	0.66	4.27	0.55	5.76	42.29%	4.83	6.77%	-0.93
	老白干酒	14.91	1.94	22.09	2.97	16.85	10.13%	25.06	6.87%	8.21
	伊力特	0.80	0.11	0.76	0.10	0.90	-2.22%	0.86	-33.25%	-0.04
	金种子酒	1.10	0.14	1.70	0.22	1.25	12.75%	1.92	140.58%	0.68
	天佑德酒	0.58	0.08	0.56	0.07	0.66	-5.70%	0.63	33.62%	-0.03
合计	高端酒	304.17	38.58	155.92	18.24	342.75	3.96%	174.16	13.45%	-168.59
	次高端酒	86.66	6.30	63.34	4.81	92.97	-18.56%	68.15	5.30%	-24.82
	区域酒	178.32	27.11	138.10	24.24	205.44	-15.00%	162.33	-14.35%	-43.10
	三四线酒	61.14	7.43	47.74	5.79	68.57	35.15%	53.53	18.28%	-15.03
白酒行业		630.30	79.42	405.09	53.09	709.72	-3.60%	458.18	1.14%	-251.54

数据来源：Wind，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所注：受企业会计准则变动影响（《企业会计准则第14号—收入》的通知（财会〔2017〕22号）），20年1月1日起上市企业收入确认时间点判断标准发生变化，其中预收款项中含税部分重分类为合同负债，不含税金额部分列入其他流动负债。

回款方面来看——

同比延续增长态势，酒企持续分化。 高端酒方面回款均有所提升，22年贵州茅台/泸州老窖回款1,406.92/259.13亿元，同比提升17.91%/14.93%，23Q1五粮液回款286.37亿元，同比提升108.49%；次高端酒方面酒企分化明显，其中山西汾酒、舍得酒业22年/23Q1均实现同比正增长，分别回款287.13/98.17、60.14/22.36亿元，同比增长14.63%/10.66%、0.19%/22.99%；区域龙头酒方面，今世缘23Q1回款实现同比增长33.69%，古井贡酒、迎驾贡酒22年及23Q1均表现优异，22年/23Q1古井贡酒、迎驾贡酒分别实现回款173.49/77.55、64.80/19.46亿元，同比增速为11.69%/25.76%、23.84%/20.51%。除舍得酒业和酒鬼酒外所有酒企22年回款均大于收入，23Q1老白干酒、古井贡酒、天佑德酒回款与收入比例高达168.45%、117.79%、113.43%。

表10: 22年/23Q1酒企现金回款情况一览

档次	回款 (亿元)		yoy(%)		回款/收入(%)		现金净流量 (亿元)		yoy(%)		
	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	
高端酒	贵州茅台	1,406.92	357.63	17.91%	13.58%	113.37	92.28	366.99	52.45	-42.68%	176.28%
	五粮液	817.71	286.37	1.01%	108.49%	110.55	91.97	244.31	95.36	-8.75%	380.37%
	泸州老窖	259.13	80.42	14.93%	7.26%	103.14	105.68	82.63	15.09	7.33%	33.34%
次高端酒	山西汾酒	287.13	98.17	14.63%	10.66%	109.53	77.41	103.10	34.33	34.86%	-2.98%
	舍得酒业	60.14	22.36	0.19%	22.99%	99.31	110.66	10.41	2.28	-53.29%	-45.59%
	酒鬼酒	33.99	7.60	-16.74%	-19.27%	83.91	78.82	4.01	1.66	-74.39%	286.52%
区域龙头酒	水井坊	52.41	8.77	-1.85%	-36.71%	112.16	102.81	13.14	-0.16	-19.36%	-104.14%
	洋河股份	308.88	103.17	-16.09%	28.88%	102.60	68.57	36.48	14.03	-76.19%	145.81%
	今世缘	96.62	34.27	12.93%	33.69%	122.54	90.12	27.80	8.97	-8.08%	46.56%
	古井贡酒	173.49	77.55	11.69%	25.76%	103.80	117.79	31.08	30.79	-40.85%	10.89%
	迎驾贡酒	64.80	19.46	23.84%	20.51%	117.71	101.58	18.40	4.89	21.28%	-8.00%
区域三四线酒	口子窖	52.17	12.14	6.99%	6.93%	101.60	76.30	8.29	-2.31	5.55%	-247.89%
	顺鑫农业	148.38	22.84	6.79%	-23.01%	127.05	55.87	14.50	-15.81	515.73%	-57.16%
	金徽酒	24.42	9.31	12.18%	10.02%	121.37	104.18	3.19	2.34	14.32%	-12.92%
	老白干酒	50.71	16.89	-3.28%	0.31%	108.99	168.45	6.21	2.53	-44.83%	-56.60%
	伊力特	17.37	7.14	-19.49%	11.20%	106.99	96.56	-1.50	2.44	-249.65%	78.78%
	金种子酒	14.17	4.54	6.88%	38.42%	119.53	104.98	-4.62	-0.01	-1.26%	99.16%
	天佑德酒	10.89	4.50	-6.60%	-0.07%	111.16	113.43	-0.03	0.59	-104.72%	-10.56%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5 22年经营性现金流表现平稳, 23Q1低基数下大幅增长

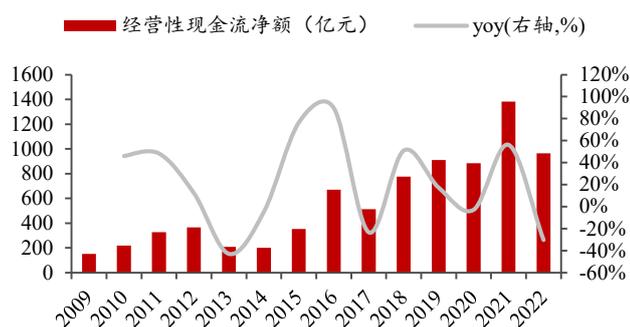
22年酒企经营性现金流表现稳定, 23Q1同比扭负为正实现大幅增长。受益于22Q1低基数+贵州茅台/五粮液/洋河股份等标的经营性现金流表现优秀, 23Q1行业经营性现金流同比迎来恢复性超高增长:

1) **贵州茅台**: 23Q1经营性现金流同比增加176.16%至52.40亿元, 主要系公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司存放中央银行和同业款项净增加额减少, 以及贵州茅台集团财务有限公司客户存款和同业存放款项净增加;

2) **五粮液**: 23Q1经营性现金流同比增加380.59%至95.40亿元, 主要系消费逐步复苏, 贷款中现金收取比例提高, 以及22Q1低基数的综合影响;

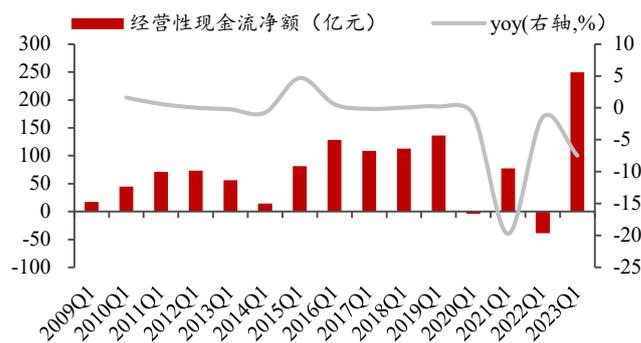
3) **洋河股份**: 23Q1经营性现金流同比增加145.81%至14.03亿元, 主因23Q1销售收入增长, 以及支付的各项税费减少。

图17: 22年白酒行业经营性现金流净额同比下降30.24%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 23Q1白酒行业经营性现金流净额同比上升748.44%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表11: 22年及23Q1酒企经营性现金流情况一览

排序	经营性现金流净额 (亿元)				排序	经营性现金流净额 (亿元)			
		2021年	2022年	yoy			22Q1	23Q1	yoy
1	顺鑫农业	-3.50	14.50	380.59%	1	五粮液	-34.00	95.40	380.59%
2	山西汾酒	76.50	103.10	34.77%	2	酒鬼酒	0.40	1.70	325.00%
3	迎驾贡酒	15.20	18.40	21.05%	3	贵州茅台	-68.80	52.40	176.16%
4	金徽酒	2.80	3.20	14.29%	4	洋河股份	-30.60	14.00	145.75%
5	泸州老窖	77.00	82.60	7.27%	5	伊力特	1.40	2.40	71.43%
6	口子窖	7.90	8.30	5.06%	6	今世缘	6.10	9.00	47.54%
7	金种子酒	-4.60	-4.60	0.00%	7	泸州老窖	11.30	15.10	33.63%
8	今世缘	30.20	27.80	-7.95%	8	古井贡酒	27.80	30.80	10.79%
9	五粮液	267.70	244.30	-8.74%	9	山西汾酒	35.40	34.30	-3.11%
10	水井坊	16.30	13.10	-19.63%	10	迎驾贡酒	5.30	4.90	-7.55%
11	古井贡酒	52.50	31.10	-40.76%	11	天佑德酒	0.70	0.60	-14.29%
12	贵州茅台	640.30	367.00	-42.68%	12	金徽酒	2.70	2.30	-14.81%
13	老白干酒	11.30	6.20	-45.13%	13	舍得酒业	4.20	2.30	-45.24%
14	舍得酒业	22.30	10.40	-53.36%	14	顺鑫农业	-10.10	-15.80	-56.44%
15	酒鬼酒	15.60	4.00	-74.36%	15	老白干酒	5.80	2.50	-56.90%
16	洋河股份	153.20	36.50	-76.17%	16	金种子酒	-1.60	0.00	-100.00%
17	天佑德酒	0.70	0.00	-100.00%	17	水井坊	3.90	-0.20	-105.13%
18	伊力特	1.00	-1.50	-250.00%	18	口子窖	1.60	-2.30	-243.75%
	总计	1385.90	949.90	-31.46%		总计	-38.50	249.40	747.79%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 思考与展望：财报背后需值得关注的点？如何把握投资机会？

3.1 关注点 1：23Q1 酒企动销&库存健康度表现如何

库存/批价方面：多数酒企库存保持在 2-3 个月左右，经营状态健康。市场认为 23Q1 主要酒企未采取严格控货挺价，从而导致未出现“淡季控货挺价/库存下降/批价下行”理想状态，继而担忧后续酒企经营健康发展度。我们认为：①对于恢复较好的大众价位/高端价位带酒来看，为确保全年业绩目标的达成，主要酒企仍以“抢夺回补消费”为主线发展，因而主要产品在淡季仍在正常发货，同时部分酒企亦为批价稳定进行了严格控货，总体看批价稳定度高；②对于需求端恢复度略弱的次高端酒来看，主要酒企 23Q1 并未要求回款进度，同时采取控制发货原则保证市场健康，因此虽然短期库存较行业平均健康库存水平（2 个月）略高，但发展方向趋好，后续随着需求修复，库存有望逐步恢复至健康水平。

3.2 关注点 2：受需求影响价位带表现有所分化，升级趋势不改

高净值人群仍不断增加叠加白酒需求刚性，消费升级趋势不可逆。从消费力角度看，高净值人群的增加/消费力的增强/居民对品牌化的追求等不断推动行业结构升级：据国家统计局数据显示，22 年 3 月城镇居民人均可支配收入累计同比相较 22 年 12 月提升 0.1 个百分点至 4.00%，整体表现平稳；社会消费品零售总额 3 月当月同比增速环比提升 7.10 个百分点至 10.60%，趋势向上。从数据看，22 年规模以上酒企收入/净利润增速分别约为 10%/29%，且 22 年&23Q1 上市公司整体收入/净利润亦呈现强成长性，利润弹性显著。考虑到当前我国高净值人群的数量/质量均不断提升，且居民收入中长期呈增长趋势为消费持续升级提供动力。从消费属性看，白酒需求具备的社交属性/送礼属性/金融属性赋予其消费刚性，亦为消费升级趋势不可逆原因之一。

图19： 23Q1 城镇居民人均可支配收入增速趋势向上



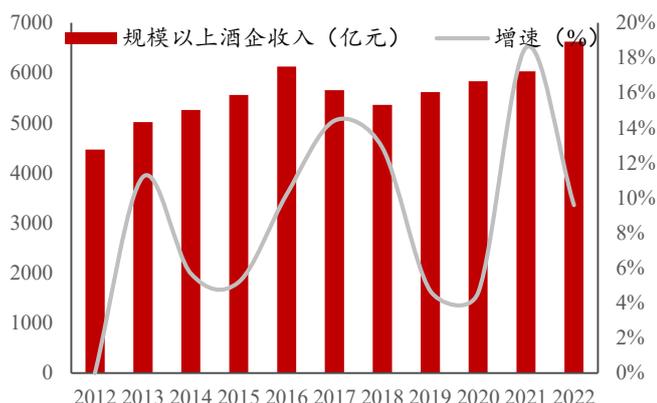
资料来源：招商私人财富报告，浙商证券研究所

图20： 23Q1 社零总额同比仍处于修复阶段



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图21: 22年白酒规模以上企业收入实现近10%的增长



资料来源: 国家统计局、中国酒业协会等, 浙商证券研究所

图22: 22年白酒规模以上企业净利润实现近30%的增长



资料来源: 国家统计局、中国酒业协会等, 浙商证券研究所

23Q1 价位带呈新分化, 23年大众(婚宴+朋友聚饮等)/高端酒(送礼等)率先享受恢复红利, 市占率提升明显。我们从23Q1白酒行业利润增速与收入增速剪刀差收窄(23Q1行业归母净利润增速-收入增速约为3.37%, 环比/同比变动-1.77/-3.49个百分点)+整体仍实现毛利率/净利率增长来看, 白酒行业升级趋势仍在, 但结构性出现速度变化, 其中: 在旺季放大效应下, 次高端酒需求尚未明显复苏+大众/千元以上高端需求恢复迅速=一定程度上行业结构升级提速被拖累, 而茅五泸等高端酒, 以及以婚宴/聚饮为主线的大众酒则表现优秀, 市占率提升明显:

千元价位带来看: 茅五泸等强品牌力高端酒动销超预期。千元价位近年来发展节奏有所变化, 正迎来挤压式发展阶段, 其中强品牌为脱颖而出的核心竞争力, 因此贵州茅台/五粮液/泸州老窖等具备强送礼属性的高端酒在春节期间, 动销表现整体超预期动销, 而接近千元价位带的产品则表现略承压。具体到产品上看: ①贵州茅台: 23Q1利润端(归母净利润增速)表现超预期(+19%), 主因非标产品&直销渠道收入占比提升; ②五粮液: 23Q1利润端表现稳定, 动销亦保持强增长; ③泸州老窖: 23Q1利润端表现略超预期, 预计国窖1573系列动销实现双位数增长。

次高端价位来看: 次高端价位带仍在扩容, 但恢复速度略慢。23Q1所有价位带中, 次高端酒(归母净利润增速-收入增速)值下降最为明显(高端酒/次高端酒/区域酒分别环比变动-0.98/-35.19/7.92个百分点; 分别同比变动-2.15/-6.25/-3.40个百分点), 但与此同时, 毛利率持平/净利率同比微升, 显示次高端酒仍具备强盈利能力, 但扩容速度受需求端影响暂时有所减缓, 或主因: 次高端酒与商务/经济复苏关联度最高, 而高端酒消费偏刚性/区域酒消费受回补性婚宴/聚饮驱动, 使得次高端价位带恢复速度相对较慢。对应到产品看: ①山西汾酒: 23Q1青花30复兴版增速低于青花系列15-20%的收入增速; ②舍得酒业: 预计23Q1高价位产品增速低于中高价位平均; ③水井坊: 23Q1高档/中档酒实现收入8.02/0.46亿元(-41.04%/+10.78%), 高档酒表现不及预期拖累利润; ④酒鬼酒: 23Q1利润不及预期原因之一为内参回款进度略承压。

中高档价位带中, 100-300元成熟单品表现优异, 市占率提升明显。23Q1受区域务工人员流动、区域酒春节动销超预期使后续渠道补库存积极性高、消费升级趋势延续叠加集中化提升, 100-300元的诸多成熟单品实现双位数增长, 比如: ①古井贡酒: 受益于200-500元价位带加速扩容+宴席回补明显, 预计23Q1古8/古16业绩增速仍较古20快; ②迎驾贡酒: 23Q1中高档酒收入占比同比提升0.27个百分点至82.61%; ③口子窖: 23Q1高档酒收入占比+0.94

个百分点至 96.80%；④今世缘：23Q1 特 A 类占比提升 1.53 个百分点主因返乡潮下中高端价格带表现优异，受益于婚宴表现优异，今世缘 23Q1 动销表现较洋河股份强。

表12：23Q1 五粮液/泸州老窖/山西汾酒/古井贡酒/迎驾贡酒/口子窖等酒企毛销差同比提升

	2022Q1			2023Q1			23Q1-22Q1	
	毛利率(%)	销售费用率(%)	毛销差(%)	毛利率(%)	销售费用率(%)	毛销差(%)	毛销差(个百分点)	
高端酒	贵州茅台	92.4	1.6	90.8	92.6	1.9	90.7	-0.1
	五粮液	78.4	7.4	71.0	78.4	6.8	71.6	0.6
	泸州老窖	86.4	10.7	75.8	88.1	9.1	79.0	3.2
次高端酒	山西汾酒	74.8	11.2	63.6	75.6	8.0	67.6	4.0
	舍得酒业	80.8	18.5	62.4	78.4	19.3	59.1	-3.3
	酒鬼酒	79.8	21.8	58.0	81.5	26.0	55.5	-2.4
	水井坊	84.9	29.0	55.9	83.2	31.9	51.3	-4.7
区域酒	洋河股份	77.3	6.6	70.7	76.6	7.4	69.2	-1.5
	古井贡酒	77.9	30.2	47.7	79.7	28.8	50.8	3.1
	今世缘	74.3	13.0	61.3	75.4	15.9	59.5	-1.8
	迎驾贡酒	71.4	7.8	63.6	71.2	6.4	64.8	1.2
	口子窖	78.0	14.9	63.1	76.6	12.7	64.0	0.9
三四线酒	老白干酒	70.2	36.7	33.5	65.4	25.9	39.5	6.1
	顺鑫农业	32.9	8.6	24.2	37.7	8.4	29.3	5.1
	金种子酒	34.6	19.5	15.1	27.2	18.6	8.7	-6.4
	金徽酒	66.3	15.7	50.6	65.0	17.8	47.1	-3.5
	伊力特	51.0	7.1	43.9	51.5	6.6	44.8	0.9
	天佑德酒	68.1	13.0	55.1	63.6	14.0	49.6	-5.6

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：1) 毛销差(%) 数据>60%标红，反之标绿；2) 茅销差同比变化百分比栏中，若为正标红，反之标蓝。

表13：22年/23Q1 酒企收入/净利润/毛利率/净利率相较于 21 年/22Q1 变动幅度情况一览

	营业收入增速(%)		归母净利润增速(%)		毛利率差值(个百分点)		净利率差值(个百分点)		
	2022年	2023Q1	2022年	2023Q1	2022年-2021年	23Q1-22Q1	2022年-2021年	23Q1-22Q1	
高端酒	贵州茅台	16.87	20.00	19.55	20.59	0.33	0.23	0.21	-0.05
	五粮液	11.72	13.03	14.17	15.89	0.07	-0.01	0.80	0.81
	泸州老窖	21.71	20.57	30.29	29.11	0.89	1.66	2.99	3.10
次高端酒	山西汾酒	31.26	20.44	52.36	29.89	0.45	0.80	4.13	2.71
	舍得酒业	21.86	7.28	35.31	7.34	-0.09	-2.45	2.51	-0.23
	酒鬼酒	18.63	-42.87	17.38	-42.38	-0.33	1.77	-0.27	0.27
	水井坊	0.88	-39.69	1.40	-56.02	-0.02	-1.75	0.13	-6.94
区域酒	洋河股份	18.76	15.51	24.91	15.66	-0.72	-0.70	1.55	0.11
	古井贡酒	25.95	24.83	36.78	42.87	2.07	1.78	1.56	2.80
	今世缘	23.09	27.26	23.34	25.20	1.98	1.09	0.06	-0.54
	迎驾贡酒	19.59	21.11	22.97	26.55	0.48	-0.19	0.74	1.66
	口子窖	2.12	21.35	-10.24	10.37	0.26	-1.40	-4.16	-3.35
三四线酒	老白干酒	15.54	10.43	81.81	-61.51	1.04	-4.80	5.56	-19.08
	顺鑫农业	-21.46	4.63	-758.08	214.40	3.83	4.87	-6.61	5.36
	金徽酒	12.49	26.61	-13.73	10.41	-0.96	-1.38	-4.28	-3.05
	伊力特	-16.24	18.53	-47.10	36.97	-3.40	0.43	-6.14	3.03
	天佑德酒	-7.04	-6.23	19.05	-29.46	-1.05	-4.47	1.89	-6.38
	金种子酒	-2.11	25.48	-12.45	-228.11	-2.35	-7.37	-2.03	-5.81

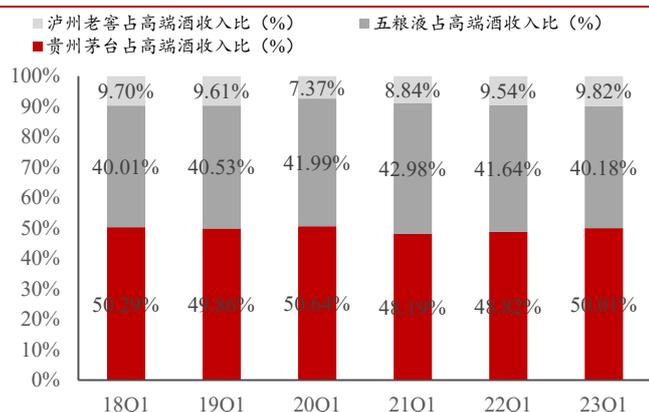
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3 关注点 3：23Q1 延续此前分化态势，集中度加速提升

行业集中度提升加剧，挤压式增长延续，强 α 公司有望实现行业排位再进一步，23Q1 大众价位占比高的酒企市占率提升明显。自 17 年以来白酒行业销量持续小幅下滑，行业进

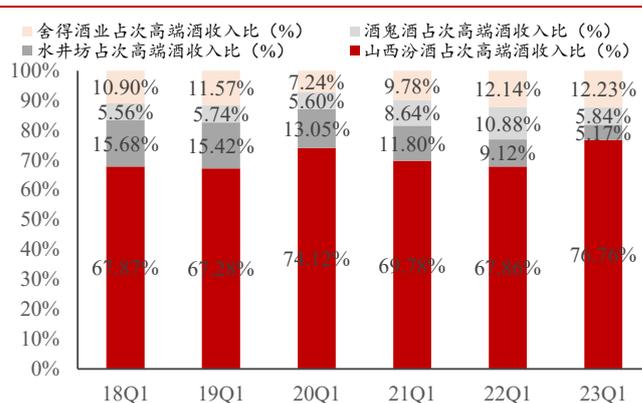
入“量平价增”阶段，并在过程中存在明显的“挤压效应”和行业集中度提升。在这一过程中，名酒最享受集中度提升红利，同时，部分企业（不论地产酒还是次高端）将实现排位洗牌，强α公司（能做好基地市场、做好消费者培育等工作）有望脱颖而出，这一趋势在 23Q1 继续延续。另外，由于 23Q1 大众价位表现优异，因此收入中大众价位带产品占比较高&α强的酒企市占率提升明显。

图23： 23Q1 贵州茅台收入占比提升明显



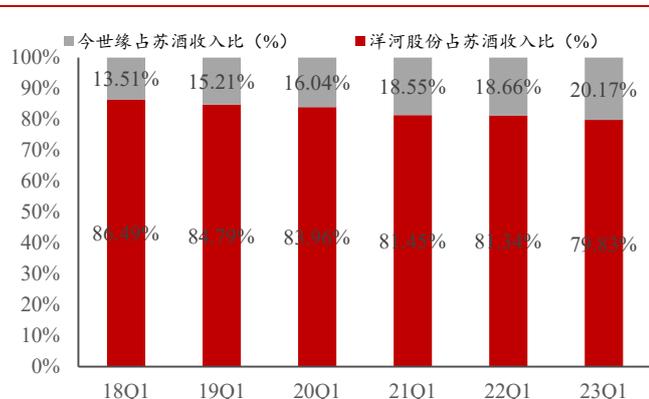
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图24： 23Q1 山西汾酒收入占比提升明显



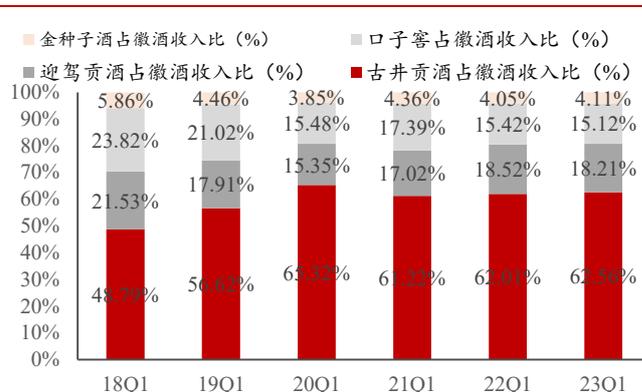
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图25： 23Q1 今世缘收入占比提升明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图26： 23Q1 古井贡酒收入占比提升明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表14: 23Q1 次高端酒收入、利润占比同比小幅下降

	收入占比				收入占比变动 (个百分点)			
	2019	2020	2021	2022	19-18年	20-19年	21-20年	20-21年
高端酒	62.3%	65.3%	63.2%	63.5%	1.6%	2.9%	-2.1%	0.3%
次高端酒	8.1%	8.3%	10.8%	11.7%	0.6%	0.3%	2.5%	0.9%
区域龙头	19.3%	17.0%	17.9%	18.6%	-2.0%	-2.3%	0.9%	0.7%
三四线	10.3%	9.4%	8.1%	6.3%	-0.2%	-0.9%	-1.3%	-1.9%

	净利润占比				净利润占比变动 (个百分点)			
	2019	2020	2021	2022	19-18年	20-19年	21-20年	20-21年
高端酒	77.0%	78.9%	77.3%	76.5%	2.5%	2.0%	-1.7%	-0.8%
次高端酒	4.3%	5.3%	8.0%	9.2%	0.6%	1.0%	2.7%	1.3%
区域龙头	16.5%	14.3%	13.8%	14.0%	-2.4%	-2.3%	-0.5%	0.2%
三四线	2.1%	1.5%	0.9%	0.3%	-0.7%	-0.7%	-0.5%	-0.7%

	收入占比				收入占比变动 (个百分点)			
	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1	20Q1-19Q1	21Q1-20Q1	22Q1-21Q1	23Q1-22Q1
高端酒	62.7%	59.9%	58.7%	59.4%	5.7%	-2.8%	-1.3%	0.7%
次高端酒	7.3%	11.1%	13.8%	12.7%	-0.7%	3.9%	2.6%	-1.1%
区域龙头	20.7%	20.5%	21.4%	22.2%	-4.4%	-0.1%	0.9%	0.7%
三四线	9.3%	8.4%	6.1%	5.8%	-0.7%	-0.9%	-2.3%	-0.3%

	净利润占比				净利润占比变动 (个百分点)			
	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1	20Q1-19Q1	21Q1-20Q1	22Q1-21Q1	23Q1-22Q1
高端酒	74.5%	71.5%	68.9%	69.2%	5.2%	-3.0%	-2.6%	0.4%
次高端酒	5.1%	8.9%	11.4%	10.9%	0.5%	3.8%	2.5%	-0.5%
区域龙头	18.9%	17.6%	18.1%	18.4%	-4.0%	-1.2%	0.5%	0.3%
三四线	1.5%	2.0%	1.6%	1.5%	-1.6%	0.5%	-0.3%	-0.2%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.4 关注点 4: 渠道稳扎稳打, 平均经销商规模持续提升

无论是采取扎根基地市场战略, 还是采取全国化的酒企, 渠道经营质量均持续向上。我们将酒企按省内/省外收入占比是否超过 50% 分为全国化酒企/区域性酒企, 认为:

1) **全国化酒企来看:** 贵州茅台因主动控制经销渠道, 因此 22 年经销商数量/规模双降; 而五粮液仍以招商为主, 因此经销商规模小幅下降; 泸州老窖则通过缩减经销商方式提升经销商质量。另外, 22 年次高端酒经销商增加比例较 21 年有所下降 (招商速度放缓), 其中舍得酒业下降最为显著, 而平均经销商规模方面, 除舍得酒业外, 其余次高端酒均因经销商数量增加+收入增速放缓, 均出现不同程度下滑。

2) **区域酒企:** 依托稳定向好的业绩增长, 区域酒企在经销商稳步增长的同时, 经销商平均规模亦实现稳步上行。

我们认为: 优质酒企大商老商占比提升的背后, 意味着基地市场规模的提升/成熟大单品规模的提升, 而拥有基地市场&成熟大单品意味着酒企将拥有较强的抗风险能力。我们更看好追求高质量增长下, 大商老商占比/成熟单品占比较高的酒企。

表15: 主要酒企省内收入占比及具体渠道/市场情况分析一览

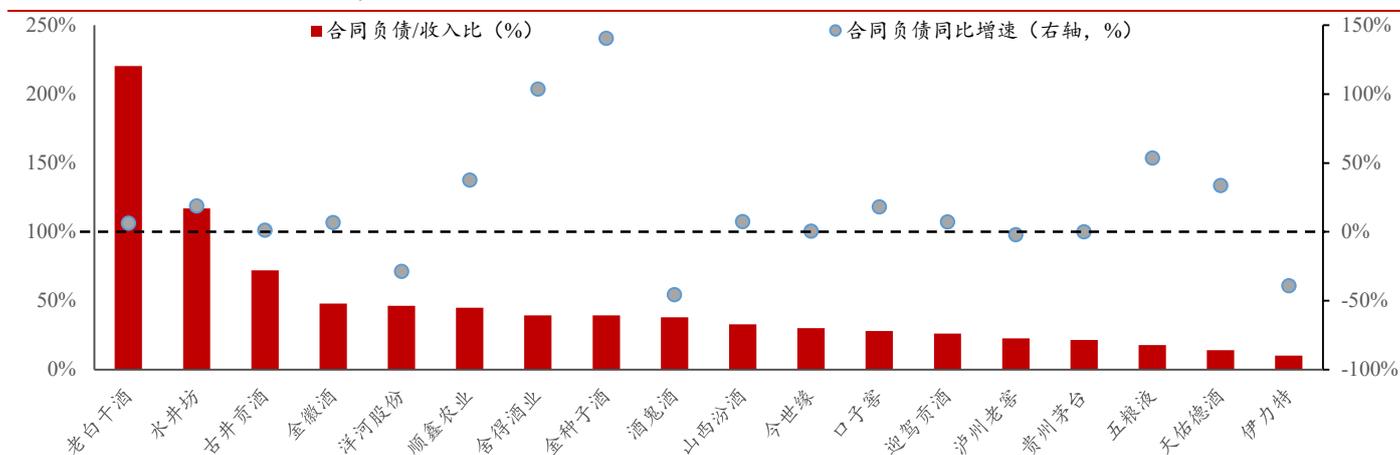
		2021年					2022年				
		经销商数量(家)	经销商数量yoy (%)	经销商渠道收入规模yoy (%)	平均经销商规模yoy (%)	省内收入占比 (%)	经销商数量(家)	经销商数量yoy (%)	经销商渠道收入规模yoy (%)	平均经销商规模yoy (%)	省内收入占比 (%)
高端酒	贵州茅台	2193	2.00%	0.55%	-1.42%	预计<50%	2189	-0.18%	-9.31%	-9.14%	预计<50%
	五粮液	2656	35.44%	10.48%	-38.54%	预计<50%	3144	18.37%	7.19%	-9.45%	预计<50%
	泸州老窖	1931	-13.06%	24.40%	43.08%	预计<50%	1829	-5.28%	19.36%	26.01%	预计<50%
次高端酒	山西汾酒	3524	21.69%	49.31%	61.05%	40.74%	3637	3.21%	31.25%	-3.11%	38.54%
	舍得酒业	2252	27.88%	91.98%	50.12%	25.77%	2158	-4.17%	26.02%	31.51%	28.49%
	酒鬼酒	1256	64.61%	86.87%	13.52%	预计<50%	1586	26.27%	18.61%	-6.07%	预计<50%
	水井坊	44	-4.35%	58.66%	65.87%	预计<50%	50	13.64%	1.15%	-10.99%	预计<50%
区域龙头酒	洋河股份	8142	-10.04%	21.32%	34.86%	46.55%	8238	1.18%	19.91%	18.51%	45.16%
	今世缘	1051	10.86%	24.79%	12.56%	93.37%	1014	-3.52%	22.85%	27.33%	93.65%
	古井贡酒	4007	18.17%	28.93%	9.11%	85.24% (华中区域)	4399	9.78%	25.95%	14.73%	85.89% (华中区域)
	迎驾贡酒	1275	1.27%	32.72%	31.05%	63.50%	1334	4.63%	20.71%	15.37%	66.09%
	口子窖	765	12.17%	25.43%	11.82%	82.10%	859	12.29%	1.58%	-9.53%	82.43%
区域三四线酒	顺鑫农业	432	-7.10%	41.32%	52.12%	32.94% (北京地区)	442	2.31%	-21.20%	-22.98%	34.09% (北京地区)
	金徽酒	589	27.49%	1.18%	-20.64%	81.23%	736	24.96%	13.92%	-8.84%	78.78%
	老白干酒	10437	-23.49%	7.27%	40.20%	66.44% (河北地区)	11023	5.61%	18.31%	12.02%	64.15% (河北地区)
	伊力特	55	3.77%	6.86%	2.98%	73.89% (新疆地区)	64	16.36%	-29.55%	-39.46%	70.83% (新疆地区)
	天佑德酒	592	17.00%	43.79%	22.90%	67.29% (青海地区)	597	0.84%	-7.68%	-8.45%	64.67% (青海地区)
	金种子酒	426	-6.58%	25.09%	33.89%	87.88%	297	-30.28%	-8.04%	31.91%	86.62%

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所, 注: 省内收入<50 的酒企数据标粗

3.5 关注点 5: “蓄力”型酒企预收质量优, 赋予 23Q2 酒企潜在业绩强弹性

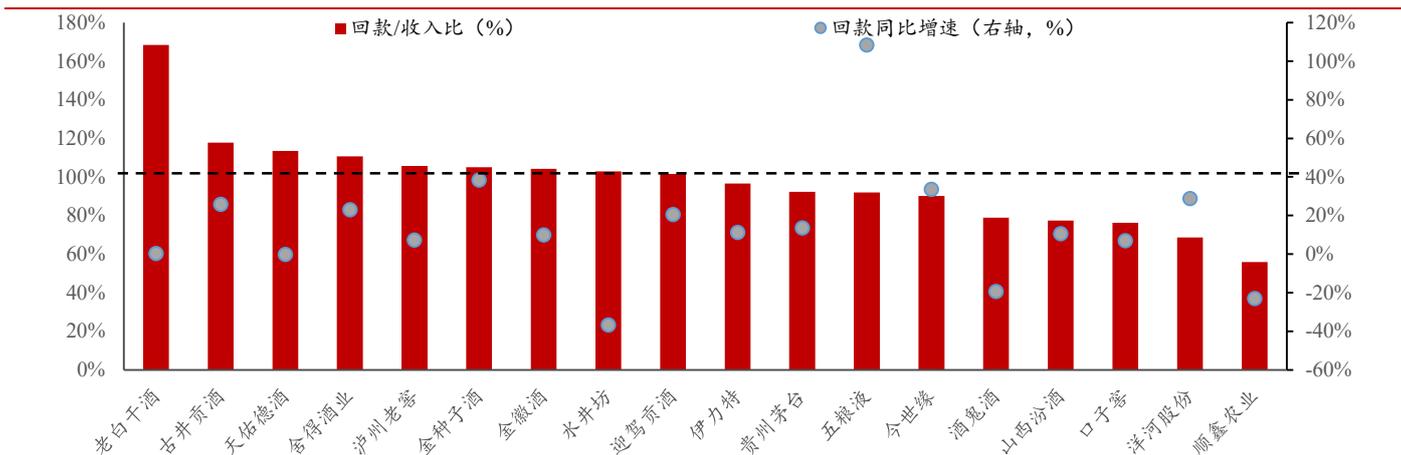
优质酒企预收款/回款均较去年同期实现明显提升, 或为 23Q2 蓄力。我们发现作为蓄水池的预收款 23Q1 表现分化, 其中古井贡酒、舍得酒业、金种子酒、老白干酒预收环比实现 40%+ 增加, 金种子酒、舍得酒业、五粮液、顺鑫农业、天佑德酒、水井坊、口子窖预收均同比实现超 10% 的增长; 老白干酒、水井坊、古井贡酒预收占收入比超 70%。我们认为预收蓄水池较为充裕的酒企 23Q2 业绩弹性或更高。

表16: 23Q1 酒企合同负债/收入比及合同负债同比增速情况一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表17: 23Q1 酒企回款/收入比及回款同比增速情况一览

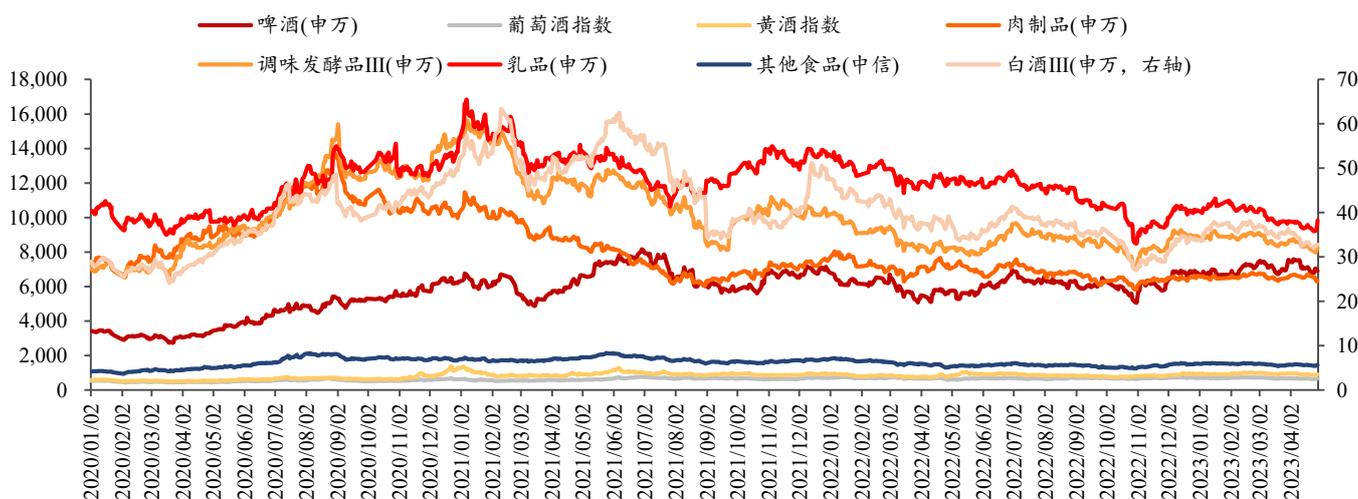


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4 股价/估值复盘: 动销恢复为底层逻辑, 事件/业绩预期差推动

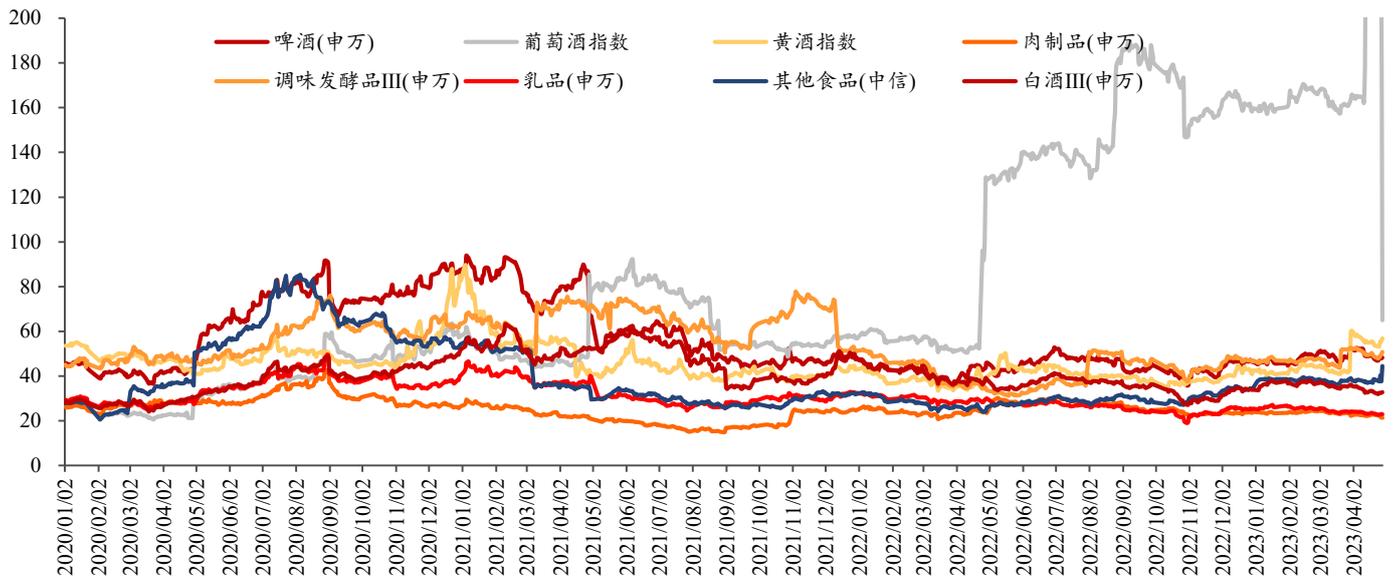
今年年初以来, 白酒板块经历了结构性的轮动行情, 春节后板块估值在结构性机会中回落, 我们认为主因预期原因: 经济恢复情况/终端商务动销情况较 2 月乐观预期略弱、进入淡季导致动销较前期弱等。从情绪面看, 当前白酒板块已进入估值强性价比阶段, 随着前期市场被放大的悲观情绪逐步消化/板块情绪逐步企稳, 白酒板块有望实现合理估值修复; 从观测指标看, 当前白酒处于消费淡季, 行业整体批价/库存均处于相对稳定状态, 个别产品批价波动为正常情况; 从基本面看, 23Q1 酒企业绩确定性强&富有弹性, 且合同负债总体充裕, 考虑到 22Q2 酒企增速较低, 低基数下, 23Q2 白酒板块业绩弹性强, 推荐布局: 23Q2 业绩强弹性且 23Q3 中秋旺季有望迎来超预期表现的白酒板块。

图27: 估值涨跌幅情况一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 日期截止 2023 年 5 月 1 日

图28： 板块涨跌幅情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：日期截止 2023 年 5 月 1 日

5 投资建议

基本面表现强劲，情绪导致的下跌为上车良机

板块潜在催化剂：6 月端午期间回款表现向好；23Q2 白酒板块低基数下业绩高弹性；23Q2-3 需求加速向好下批价企稳上行；23Q3 中秋国庆旺季动销表现超预期等。

投资建议：历史上每次行业调整期也是洗牌期，蕴含着下一波配置机会，我们对板块未来发展仍保持乐观。我们认为：考虑到需求端仍处于向上通道，消费升级的加速进一步保障板块全年业绩确定性&弹性，由情绪主导的板块下跌为难得的上车良机，仍坚持推荐关注：
①高端酒主线：贵州茅台/五粮液/泸州老窖。②季报季行情：古井贡酒/洋河股份+舍得酒业；
③新品招商线：口子窖/顺鑫农业。

6 风险提示

1. 消费恢复速度不及预期或影响动销。若终端消费恢复不及预期，或影响白酒终端动销情况，进而影响酒企业绩。
2. 高端酒批价上涨不及预期。若终端需求疲软造成高端酒批价上涨不及预期，或导致中低价位带酒企批价亦承压，从而造成行业性批价/库存压力。

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>