

高端韧性强，区域龙头率先复苏

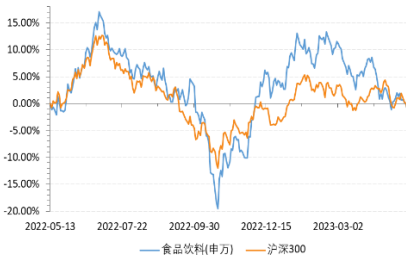
——白酒板块 2022 年年报及 2023 年一季报总结

相关研究：

- 《市场催化加码，把握业绩兑现良机》 2023.03.29
- 《旺季降至，量价支撑强劲》 2023.04.04
- 《情绪面短期扰动，基本面稳步复苏》 2023.04.18

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-0.4	-4.7	0.2
绝对收益	-4.3	-9.4	-0.7

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: (021) 50293534

Email: xw3315@xcsc.com

联系人：李育文

Tel: 021-50295328

Email: liyw3@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路 88 号
中国人寿金融中心 10 楼湘财证券研究所

核心要点：

白酒产量持续下滑，盈利能力进一步增强

2022 年，全国规上白酒企业酿酒总产量同比下降 5.58%，全国规上白酒企业共 963 家，持续下降。2022 年，规模以上白酒企业累计完成产品销售收入 6626.45 亿元，同比增长 9.64%，累计实现利润总额 2201.72 亿元，同比增长 29.36%，盈利能力进一步增强，白酒行业量减价增态势延续。2022 年，上市白酒企业营业收入占白酒行业销售收入比例为 53.78%，呈现持续上升态势，远高于 2018 年 39.76%，白酒行业集中度进一步提升。

收入端：区域龙头率先复苏，高端强韧性稳步增长

从 2023Q1 营业收入表现来看，区域龙头 (19.58%) > 高端 (16.53%) > 三四线 (13.09) > 次高端 (6.47)。受益于消费场景放开，宴请需求高增，区域龙头率先复苏；高端白酒依旧展现强大的需求韧性，保持平稳向上的增长；三四线整体增速由负转正；次高端受渠道高库存的影响，仍然处于消化库存阶段。

利润端：高端、区域龙头稳步增长，次高端消化库存毛利承压

从毛利率来看，白酒板块整体毛利率从 2022Q3 开始逐步修复，次高端毛利增长乏力。2023Q1 白酒板块毛利率为 80.7%，其中高端、次高端、区域龙头、三四线毛利率分别为 86.4%、76.6%、77.2%、52.6%。次高端受渠道高库存影响，价格增长承压，毛利率出现下滑；高端酒随着价格的稳步恢复及部分直销比例的提升，实现毛利率稳步提升；区域龙头稳步推进全国化进程及产品升级带动毛利率提升；三四线酒企努力推进高端化，提升品牌影响力，近年毛利提升亮眼。

合同负债：旺季过后确认回款，合同负债环比下降

2023Q1 末白酒板块合同负债 454.76 亿元，同比上升 1.55%，环比下降 28.93%，同比上升主要为春节需求旺季动销表现良好，渠道打款积极性较高，环比下降主要系旺季过后确认回款所致。分板块来看，除区域龙头外回款降速外，2023Q1 合同负债同比均有正增长。

投资建议

白酒板块在消费场景受限情况下业绩表现依然坚挺，体现白酒需求的强韧性，目前困境已经反转，一季度动销表现良好，结构优化+消费升级带动酒企利润持续提升。建议重点关注需求韧性强、涨价趋势明显的高端白酒，以及受益于宴请、商务需求提高的次高端酒及区域龙头。维持食品饮料行业增持评级。

风险提示

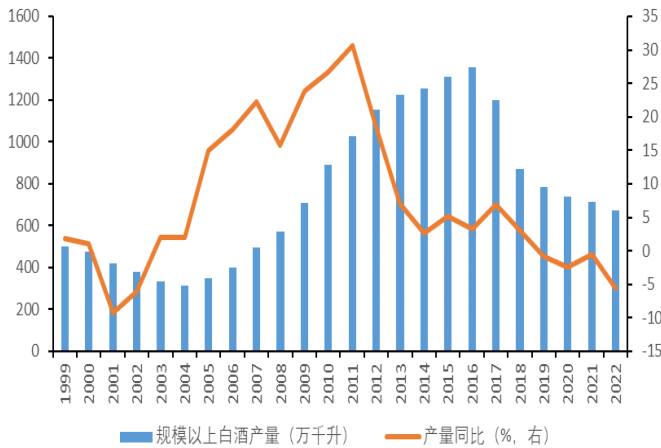
宏观经济恢复不及预期；疫情反复限制消费场景；食品安全问题；市场竞争加剧。

1 白酒行业：产量持续下滑，盈利能力进一步增强

2022年，全国规上白酒企业酿酒总产量671.24万千升，同比下降5.58%，全国规上白酒企业共963家，持续下降。2022年，规模以上白酒企业累计完成产品销售收入6626.45亿元，同比增长9.64%，累计实现利润总额2201.72亿元，同比增长29.36%，盈利能力进一步增强，白酒行业量减价增态势延续。

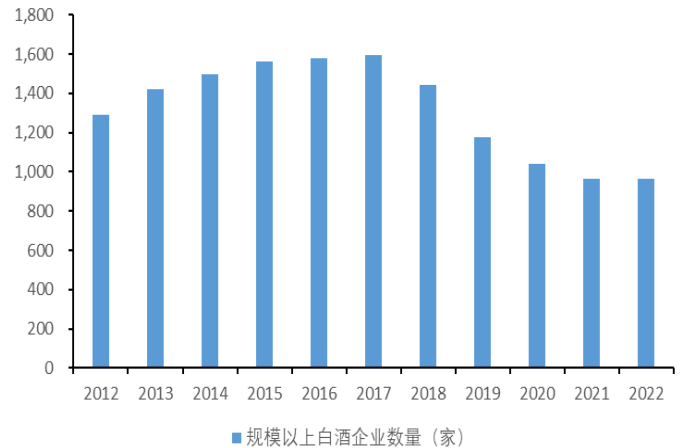
白酒行业集中度进一步提升。2022年，上市白酒企业营业收入占白酒行业销售收入比例为53.78%，呈现持续上升态势，远高于2018年39.76%。从利润端来看，2022年上市白酒企业利润占白酒行业利润比例为59.27%，较上一年略微下降。

图1 规模以上白酒企业产量及同比



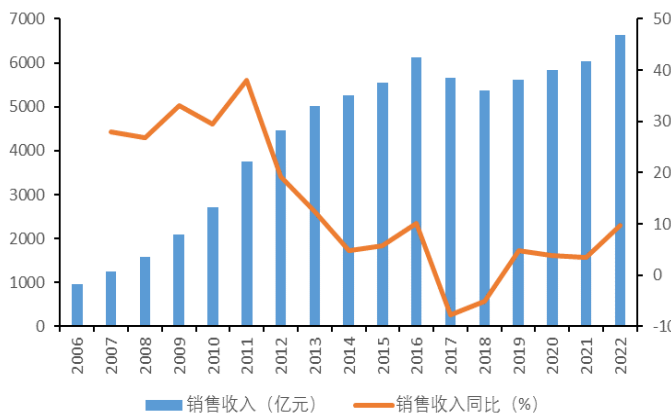
资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

图2 规模以上白酒企业数量



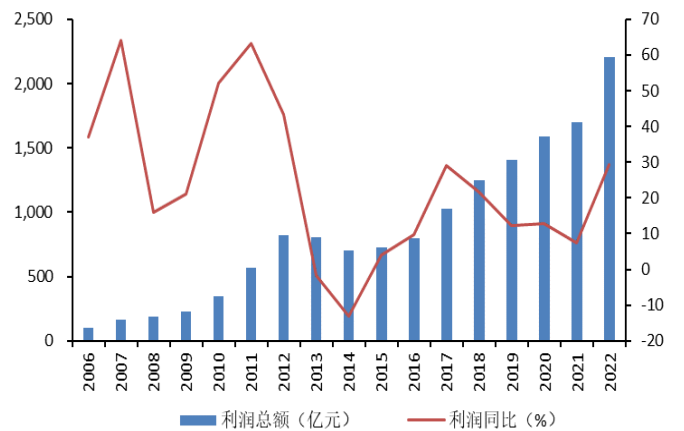
资料来源：中国酒业协会、湘财证券研究所

图2 规模以上白酒企业销售收入及同比



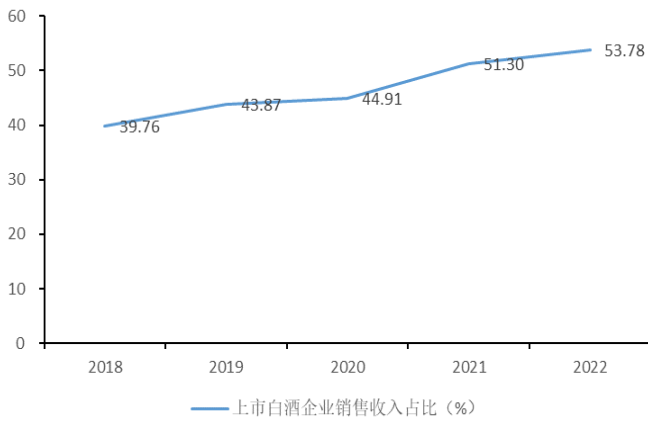
资料来源：中国酒业协会、湘财证券研究所

图4 规模以上白酒企业利润总额及同比



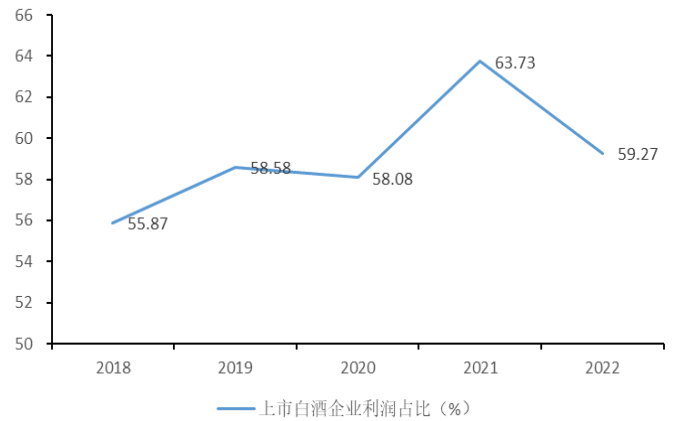
资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

图 5 白酒行业中上市公司收入占比



资料来源: wind、中国酒业协会、湘财证券研究所

图 6 白酒行业中上市公司利润占比



资料来源: wind、国家统计局、湘财证券研究所

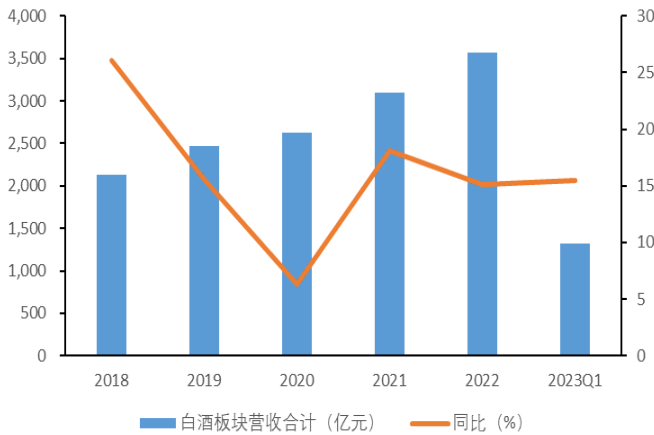
2 收入端：区域龙头率先复苏，高端强韧性稳步增长

2022 年，白酒板块整体实现营业收入 3563.5 亿元，同比增长 15.13%，2023Q1 白酒板块实现营业收入 1315.7 亿元，同比增长 15.5%。按季度划分，22Q1、22Q、22Q3、22Q4、23Q1 白酒板块整体营收同比分别为 19.49%、10.78%、16.19%、12.39%、15.49%。

从 2022 年全年营业收入增速来看，次高端(24.27%)>区域龙头(19.55%)>高端(15.45%)>三四线(-4.29%)。整体来看 2022 年疫情限制白酒消费场景的大背景下，高端白酒依然显现出来较强的需求韧性，同比增速较 2021 年提高 1.29 个百分点；次高端受消费场景限制增速下滑最大，但增速依然维持较高水平；区域龙头凭借强大的渠道力及区域渗透率，给全年营收增长提供有力支撑；三四线受疫情影响波动最大，全年呈现负增长状态。

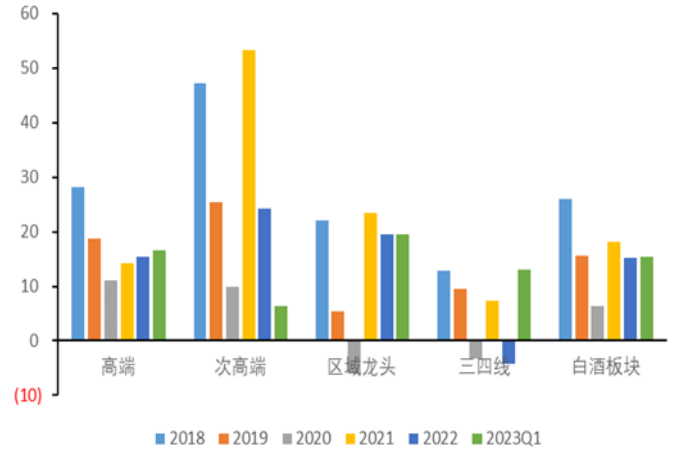
从 2023Q1 营业收入表现来看，区域龙头(19.58%)>高端(16.53%)>三四线(13.09%)>次高端(6.47%)。受益于消费场景放开，宴请需求高增，区域龙头率先复苏；高端白酒依旧展现强大的需求韧性，保持平稳向上的增长；三四线整体增速由负转正；次高端受渠道高库存的影响，仍然处于消化库存阶段。

图 7 白酒板块营业收入合计及同比



资料来源：wind、湘财证券研究所

图 8 上市酒企按照档次分类后营业收入增速对比



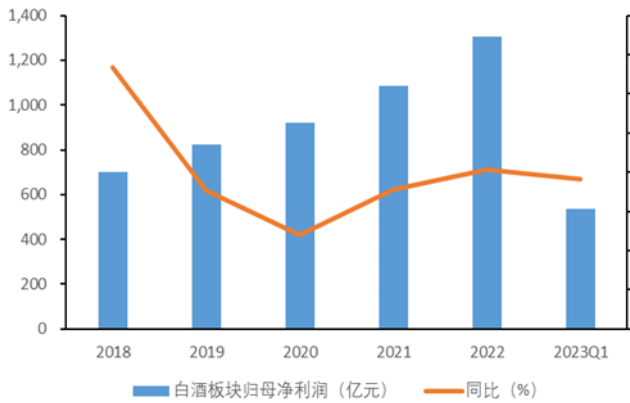
资料来源：wind、湘财证券研究所

3 利润端：高端、区域龙头稳步增长，次高端消化库存 毛利承压

白酒板块 2022 年整体实现净利润 1305.1 亿元，同比增长 20.33%，2023Q1 净利润 535.5 亿元，同比增长 19.16%。从 2022 年全年子版块净利润来看，次高端（39.23%）>区域龙头（22.21%）>高端（19.07%）>三四线（-13.78%），其中高端及区域龙头利润增速均较上一年有所提高。从 2023Q1 子版块净利润来看，区域龙头（20.53%）>高端（19.73%）>三四线（17.45%）>次高端（14.13%），三四线利润端修复亮眼。

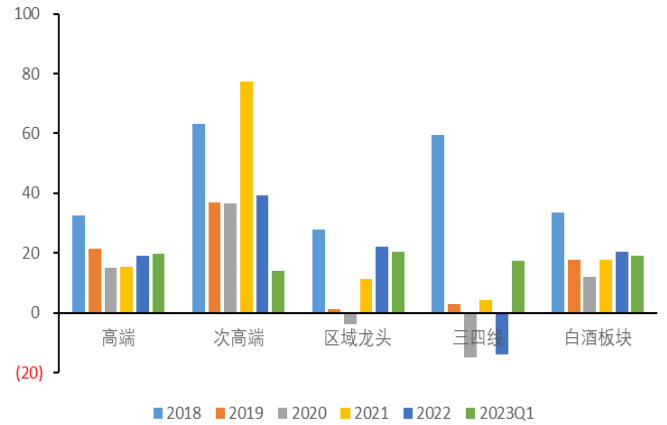
从毛利率来看，白酒板块整体毛利率从 2022Q3 开始逐步修复，次高端毛利增长乏力。2023Q1 白酒板块毛利率为 80.7%，其中高端、次高端、区域龙头、三四线毛利率分别为 86.4%、76.6%、77.2%、52.6%，较 2022Q4 分别增长 0.6pct、-0.6pct、1.7pct、2.6pct。次高端受渠道高库存影响，价格增长承压，毛利率出现下滑；高端酒随着价格的稳步恢复及部分直销比例的提升，实现毛利率稳步提升；区域龙头稳步推进全国化进程及产品升级带动毛利率提升；三四线酒企努力推进高端化，提升品牌影响力，近年毛利提升明显。

图 9 白酒板块归母净利润合计及同比



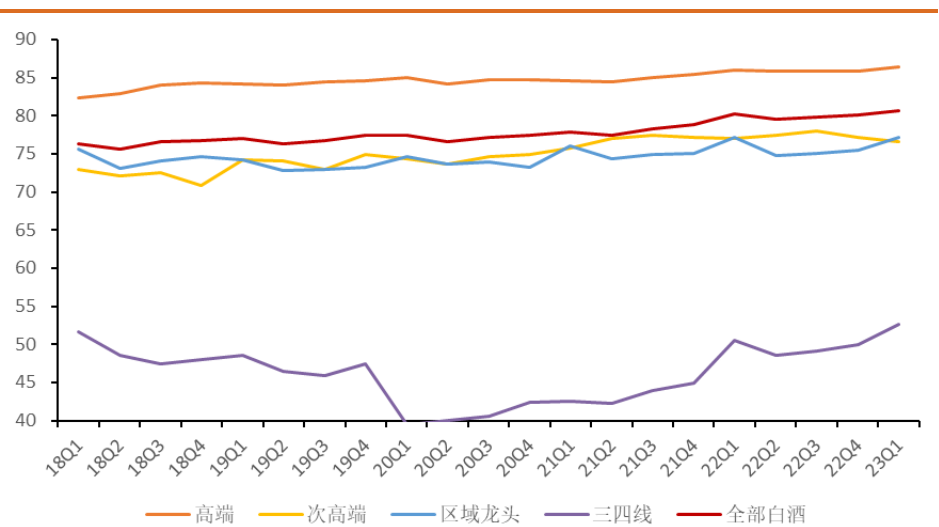
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 10 上市酒企按照档次分类后归母净利润增速对比



资料来源：wind、湘财证券研究所

图 11 白酒行业各子版块管理费用率 (%)

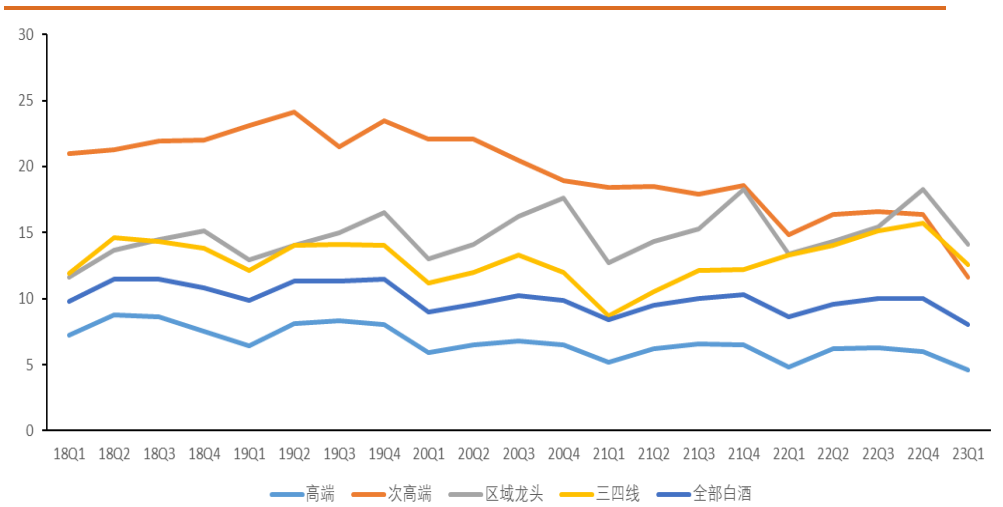


资料来源：Wind，湘财证券研究所

4 期间费用：规模效应显现，管理费用持续优化

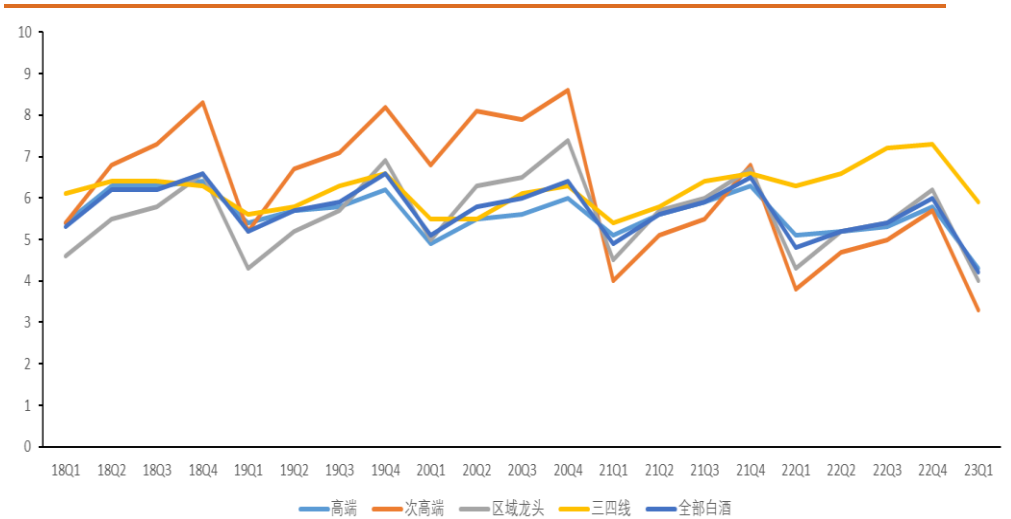
2022 年白酒板块销售费用率为 10.04%，其中高端、次高端、区域龙头、三四线分别为 16.40%、18.28%、15.67%，分别较上年增长-0.54%、-2.16%、-0.02%、3.46%。整体来看，2022 年外部环境扰动下，白酒行业营销活动大幅减小，高端酒企规模效应显现，销售费用率延续下降趋势。2022 年白酒板块管理费用率为 6.00%，其中高端、次高端、区域龙头、三四线分别为 5.84%、5.69%、6.17%、7.32%。疫情放开以来，2023Q1 期间费用持续降低，盈利能力稳步提升。

图 12 白酒行业各子版块销售费用率 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 13 白酒行业各子版块管理费用率 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

5 合同负债：旺季过后确认回款，合同负债环比下降

2023Q1 末白酒板块合同负债 454.76 亿元，同比上升 1.55%，环比下降 28.93%，同比上升主要为春节需求旺季动销表现良好，渠道打款积极性较高，环比下降主要系旺季过后确认回款所致。分板块来看，除区域龙头外回款降速外，2023Q1 合同负债同比均有正增长。

表 1 2023 年白酒板块合同负债情况

合同负债	2023Q1 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)
高端	155.92	13.88	-48.74
次高端	63.34	9.45	-26.91
区域龙头	133.08	-16.67	-22.50
三四线	54.97	18.42	-20.39
全部白酒	454.76	1.55	-28.93

资料来源：wind，湘财证券研究所

6 投资建议

白酒板块在消费场景受限情况下业绩表现依然坚挺，体现白酒需求的强韧性，目前困境已经反转，一季度动销表现良好，结构优化+消费升级带动酒企利润持续提升。建议重点关注需求韧性强、涨价趋势明显的高端白酒，以及受益于宴请、商务需求提高的次高端酒及区域龙头。维持食品饮料行业增持评级。

7 风险提示

宏观经济恢复不及预期；疫情反复限制消费场景；食品安全问题；市场竞争加剧。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。