

食品饮料

报告日期：2023年07月02日

估值底+预期底背景下，关注二季报有望超预期标的

——白酒行业 23Q2 业绩前瞻

投资要点

- 在当前行业处于估值底+预期底背景下，白酒作为经济强相关性板块，我们期待潜在政策催化下的板块弹性表现，23H2 将关注三大投资主线：①首先关注季报超预期或事件催化主线，比如：迎驾贡酒/顺鑫农业/洋河股份/金徽酒/古井贡酒等；②其次关注确定性主线：看好高端酒需求韧性表现，当前首推估值具备性价比&业绩具备确定性的高端酒，比如：贵州茅台/泸州老窖/五粮液等；③同时关注复苏弹性主线：看好随着消费加速复苏，需求&业绩端弹性均较大的次高端酒，比如：舍得酒业/山西汾酒/水井坊等。

□ 23Q2 哪些酒企业绩或超预期？

23Q2 白酒行业整体回款进度较优、库存处于正常水平、批价总体稳定，分价格带看，高端酒稳健、区域酒较优、次高端酒承压。

回款进度来看：整体回款进度表现较优，高端酒及区域酒端午回款进度均表现优秀，次高端酒企端午回款进度相对承压。

库存来看：高端酒/区域酒库存普遍仍处于正常状态（前期陆续发货，短期发货对库存水平影响不大），次高端酒库存短期呈上升趋势。当前部分酒企的高库存原因为酒企对增速有着一定要求（不断发货），产业端实际上仍处向上扩张阶段，预计随着后续动销消化有望逐步回落。

批价来看：1) 短期：受外部因素影响，23 年主要酒企均采用“稳价增量”举措以锚定业绩，端午前后部分酒企批价略有波动。2) 中期：由于大众消费升级仍在延续，因此白酒价格带提升的中期趋势不改，叠加酱酒扩容，次高端仍为中期扩容的主流价格带。

基于以上，我们更新了酒企 2023Q2 盈利预测前瞻：

整体看：主要酒企收入增长中枢为 20% 左右，费用管控&低基数下部分酒企利润增速超收入增速，期待潜在政策催化下的全年板块业绩弹性。

个股看：高端酒业稳健、次高端酒分化（酒鬼酒、水井坊略显承压）、区域酒表现普遍较优，其中迎驾贡酒/顺鑫农业/洋河股份/金徽酒/古井贡酒 23Q2 季报或有望超预期。

图1：23Q2 白酒企业盈利预测

公司	收入增速 (%)		净利润增速 (%)	
	23Q1	23Q2 (E)	23Q1	23Q2 (E)
贵州茅台	19%	16%	21%	17%
五粮液	13%	15%	16%	16%
泸州老窖	21%	22%	29%	26%
山西汾酒	20%	24%	30%	28%
酒鬼酒	-43%	负双位数增长	-42%	负双位数增长
水井坊	-40%	2%	-56%	高增（低基数）
舍得酒业	7%	31%	7%	35%
古井贡酒	25%	22%	43%	30%
洋河股份	16%	20%	16%	23%
今世缘	27%	28%	25%	28%
口子窖	21%	22%	10%	27%
迎驾贡酒	22%	28%	27%	30%
金徽酒	27%	14%	10%	40%
老白干酒	10%	13%	-62%	31%（扣非）
顺鑫农业	5%	28%	214%	500%

资料来源：wind，浙商证券研究所

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：潘俊汝
 执业证书号：S1230123050013
 panjunru@stocke.com.cn

研究助理：张家祯
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

相关报告

1 《持续推荐顺鑫农业，关注二季报有望超预期标的》

2023.07.02

2 《端午白酒回款优秀，大众品 618 榜单公布》 2023.06.25

3 《端午回款为短期关注点，大众品处在渐进式恢复阶段》

2023.06.19

□ **站在当下时点，应该如何做推荐？**

□ **问题 1：23 年 VS22 年 10 月，白酒板块调整原因及异同？**

①外部原因：对未来宏观经济预期不稳，担忧与经济存强关联性的白酒或面临：终端需求不稳&后期业绩增速降速等情况；

②内部原因：高库存&批价下行&产能扩张，叠加 23 年高目标下，市场担忧白酒行业或迎拐点。

当前白酒板块处于预期底、估值具处于强性价比区间，且外部环境存在潜在催化剂、内部环境中白酒库存周期仍存在渠道和终端的安全垫、高端&大众&300-400 元价位带销量仍在恢复，因此我们对下半年仍谨慎乐观，看好 23H2 板块弹性。

□ **问题 2：如何研判 23 年白酒行业特征？**

①量：量的恢复和增长仍然确定。短期量增为核心动力，产品布局多元受益，酒企在擅长的价位带做增量，同时坚定核心产品不动摇，积极布局中长期发展；渠道提质增量趋势延续，头部酒企经销商平均规模持续提升。

②价：价位短期升级动力变差，但中期趋势不改。主因：1) 高端酒：22-25 年高端酒占比有望提升，引领整体吨价向上；2) 次高端：当前外部环境处于复苏通道、宴席消费场景档次仍在提升（当前次高端价位宴席占比提升）、酱酒价格带持续拉宽，均助力次高端在未来两年仍将为扩容最快的价格带。

□ **问题 3：强性价比区间下，23H2 差异化白酒投资策略？**

在当前行业处于估值底+预期底背景下，白酒作为经济强相关性板块，我们期待潜在政策催化下的板块弹性表现，23H2 将关注三大投资主线：①首先关注季报超预期或事件催化主线，比如：迎驾贡酒/顺鑫农业/洋河股份/金徽酒/古井贡酒等；②其次关注确定性主线：看好高端酒需求韧性表现，当前首推估值具备性价比&业绩具备确定性的高端酒，比如：贵州茅台/泸州老窖/五粮液等；③同时关注复苏弹性主线：看好随着消费加速复苏，需求&业绩端弹性均较大的次高端酒，比如：舍得酒业/山西汾酒/水井坊等。

□ **风险提示**

经济表现不及预期风险；高端酒批价下行风险；食品安全风险等。

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>