

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

白酒三季度销售延续良好稳增势头

——白酒 20221Q-3Q 业绩分析及四季度投资策略

证券研究报告-行业分析报告

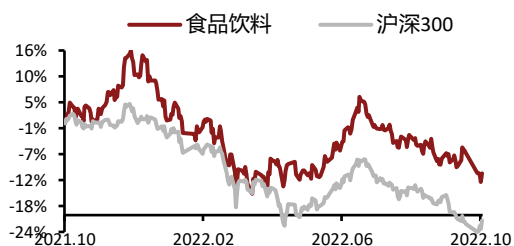
同步大市(调降)

盈利预测和投资评级

发布日期：2022 年 10 月 24 日

公司简称	21EPS	22EPS	22PE	评级
五粮液	6.0	7.0	21.8	增持
泸州老窖	5.4	6.9	27.8	增持
今世缘	1.6	2.0	21.1	增持
金徽酒	0.6	0.9	26.9	增持
古井贡酒	4.4	5.7	38.7	增持

食品饮料相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《食品饮料行业专题研究：预制食品增势延续，全年业绩前低后高》 2022-09-21

《食品饮料行业专题研究：需求复苏、成本下降，下半年盈利将改善》 2022-09-02

《食品饮料行业半年度策略：成本下降，盈利改善，关注资产业绩弹性》 2022-06-24

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 经历了 2021 年的市场主动补库存，白酒 2022 年的销售增长自然回落，但是依然保持强劲，预计增长放缓将持续至四季度。尽管白酒的增长中枢下沉，房地产政策转向以及基建项目实施对于白酒消费的繁荣仍具有中期积极意义。
- 相比营收数据，白酒 20221H 的销售现金流相对偏弱，反映出市场补库的意愿不及 2021 年，四季度的销售现金流将会成为年内景气度的重要指标。
- 从存货周转来看，当前白酒的动销较 2018、2019 年明显放缓，终端消费和经销商预期将会成为未来改善的重要因素。
- 2022 年上半年，高档白酒的销售增长相对较好，基本扭转了之前的颓势，反映了市场预期的积极转变。地方名酒的消费升级将取决于地方的经济状况、市场竞争格局和消费基本盘等因素。整体来看，徽酒、苏酒的消费升级仍受到了一定负面的影响，表现为高档产品由高增降为低增。
- 整体来看，在动销放缓及高档消费偏弱的情况下，白酒的盈利并没有大幅下滑。20221Q，白酒盈利向上急速修复；20222Q，由于疫情防控扩大化，白酒盈利再次下行。相比 2021 年，2022 年白酒上市公司的库存压力相对较小，市场环境一旦转暖，上市公司的反应将更加灵活，盈利有望很快上行。
- 从三季度业绩预告来看，白酒上市公司的基本面延续了 2021 年和 2022 上半年的良好修复势头。考虑到四季度是白酒消费旺季，白酒四季度业绩有望环比、同比进一步提升。
- 投资策略：展望四季度，白酒基本面有望延续一季度的强劲修复势头。就一线高档白酒而言，2022 年上半年其销售情况已经明显好转，四季度随着消费旺季到来，高档名酒的动销将得以延续。就地方名酒而言，随着房地产“一城一策”在各地出台，以及地方基建项目推行实施，地方经济和财政转好的预期变得明朗，有助于加快地方名酒的动销，地方的白酒消费有望重拾升级进程。我们给予白酒行业“同步大市”的投资评级，推荐五粮液、泸州老窖、今世缘、金徽酒和古井贡酒。

风险提示：疫情反复，扰动消费市场；系统性风险下，重仓白酒的“北上资金”加剧离场。

1. 销售：增长较 2019 年同期仍有差距

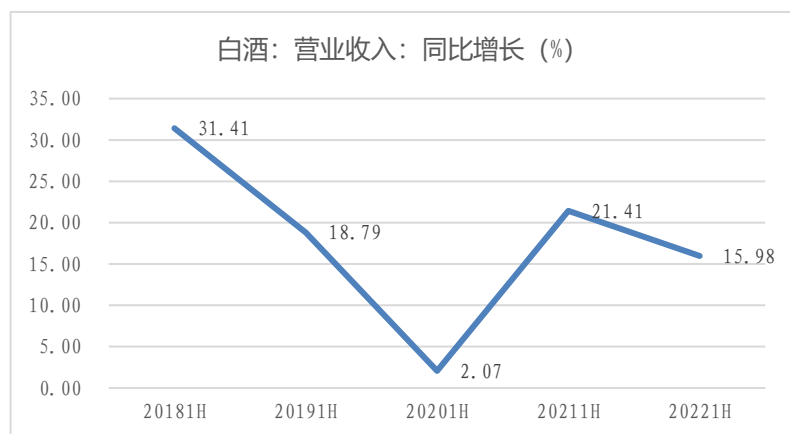
1.1. 销售收入

经历了 2021 年的市场主动补库存,白酒 2022 年的销售增长自然回落,但是依然保持强劲,预计增长放缓将持续至四季度。尽管白酒的增长中枢下沉,房地产政策转向以及基建项目实施对于白酒消费的繁荣仍具有中期积极意义。

经历了 2021 年的市场主动补库存,白酒 2022 年的销售增长自然回落:2022 年上半年,白酒上市公司的收入增长冲高回落至 15.98%,但是依然保持强劲。预计增长放缓将持续至四季度,进入四季度后,配合节日到来白酒的销售增长有望进一步提振。

中期来看,白酒的销售增长弱于 2018、2019 年的同期水平,增长中枢下沉,白酒仍处于向上修复的阶段。房地产政策转向以及基建项目实施,对于白酒消费的繁荣具有中期积极意义。

图表：白酒板块的收入增长情况



资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

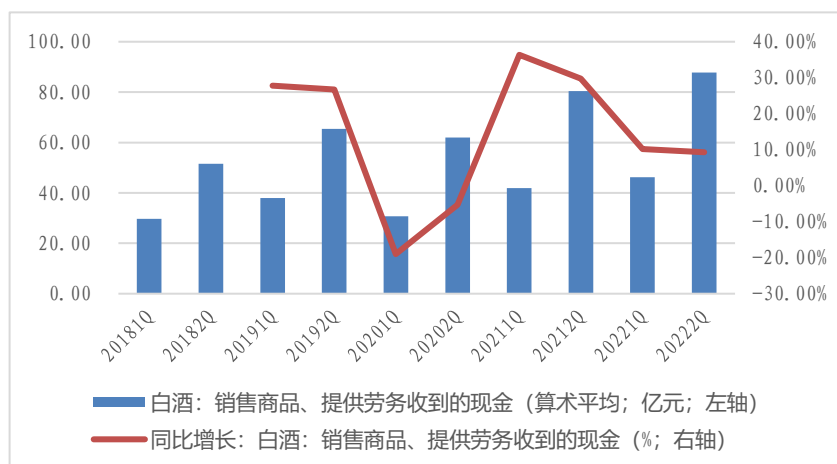
1.2. 销售现金

相比营收数据,白酒 2022H1 的销售现金流相对偏弱,反映出市场补库的意愿不及 2021 年,四季度的销售现金流将会成为年内景气度的重要指标。

2022 年一、二季度,白酒的销售现金流增幅回落至 9.31%,而 2021 年同期白酒的销售现金流增长了 29.7%,2019 年增长 26.6%。此外,当期的销售现金流增幅较收入低 7 个百分点,现金表现弱于收入。偏弱的现金流反映出市场补库的意愿不足,四季度的销售现金流将会成为年内景气度的重要指标。

就上市公司而言,在经历了两三个季度的冲高后,多数白酒上市公司二季度的销售现金转为同比负增长或低增长;而部分的销售现金持续走强,如水井坊和泸州老窖。但是,上述情况更可能由上市公司的销售节奏不同所造成。

图表：白酒板块销售现金流表现

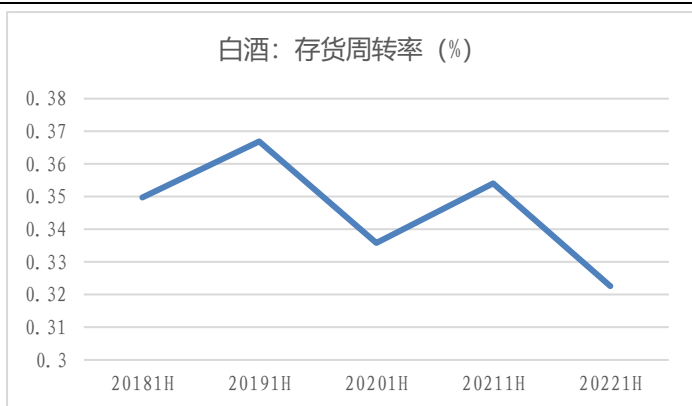


资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

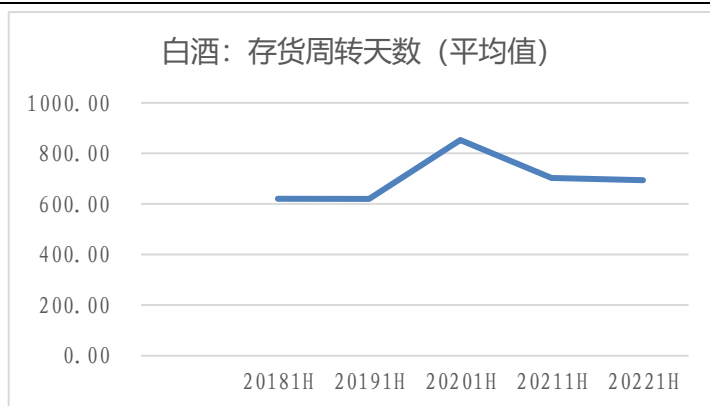
2. 周转率下降，动销放缓

从存货周转来看，当前白酒的动销较 2018、2019 年明显放缓，终端消费和经销商预期将会成为未来改善的重要因素。具体地，2022H1，白酒的存货周转率为 0.32，较 2021、2020、2019、2018 年同期分别下降 0.03、0.02、0.05 和 0.03；上市公司的平均商品存货天数从 2018、2019 年同期的 620 天左右上升至 694.26 天，但是较 2020、2021 年同期显著下降。2022 年上半年，白酒的库存商品金额同比增加，可能是动销放缓以及存货价格上涨所致。

图表：白酒存货周转率

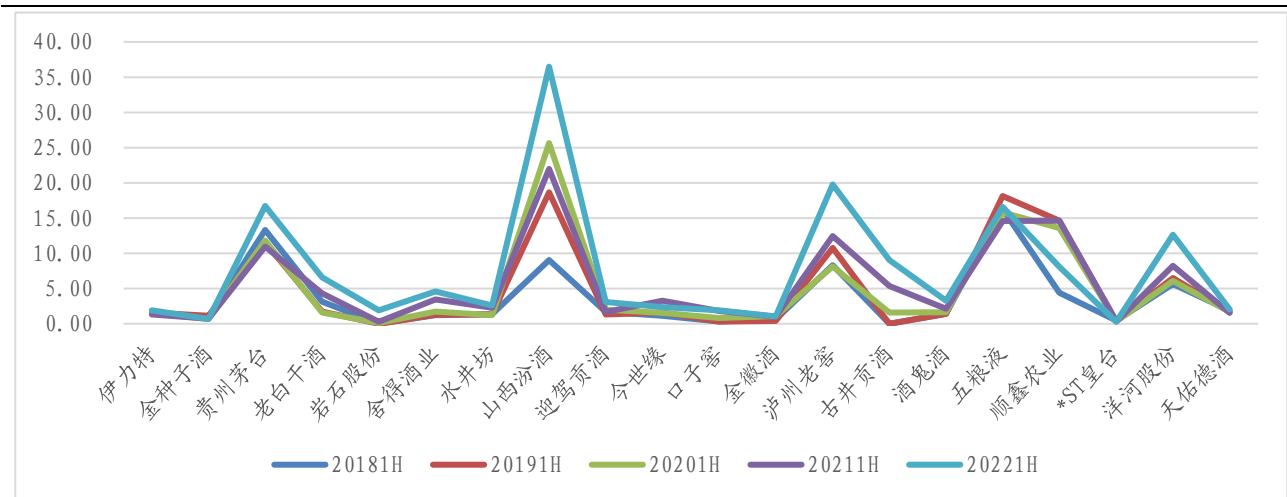


图表：白酒存货周转天数



资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

图表：白酒库存商品金额（亿元）



资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

3. 高档白酒的市场预期转好

3.1. 国酒

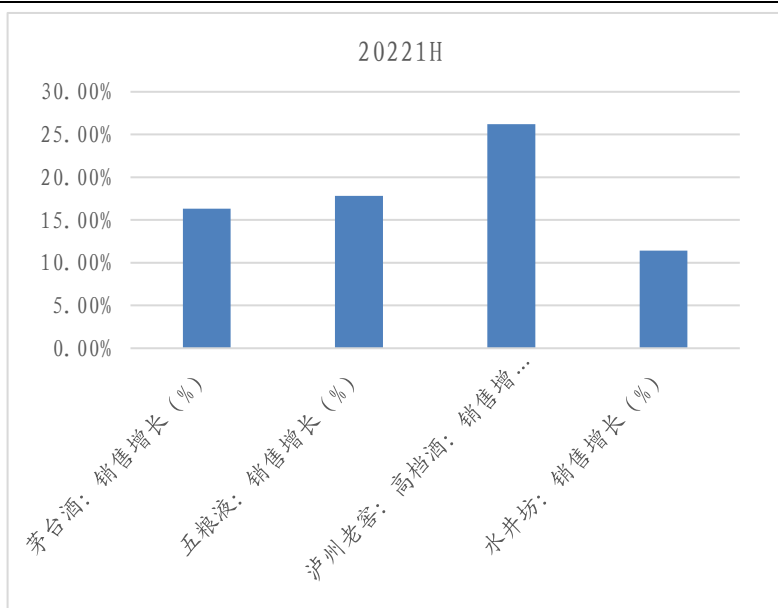
2022 年上半年，高档白酒的销售增长相对较好，基本扭转了之前的颓势，反映了市场预期积极转变。

以茅台酒为例，2015 至 2019 年期间，茅台酒在 1 至 6 月的销售增长平均为 20.7%，在 2020 至 2022 年期间，该增幅降至 12.85%。但是，2022H，茅台酒的销售增长达到 16.34%，高于期间平均值 3.5 个百分点，反映出经销商对高档白酒的预期正在改观，也印证了市场对高档白酒仍有补库需求。

以泸州老窖为例，2015 至 2019 年期间，其高档酒在 1 至 6 月的平均销售增幅是 63.18%，2021-2022 年期间该增幅降至 24.83%。2022H，泸州老窖的高档白酒销售额同比增长 26.21%，高于近两年来的平均值 1.4 个百分点，反映出高档浓香低位转暖的迹象。

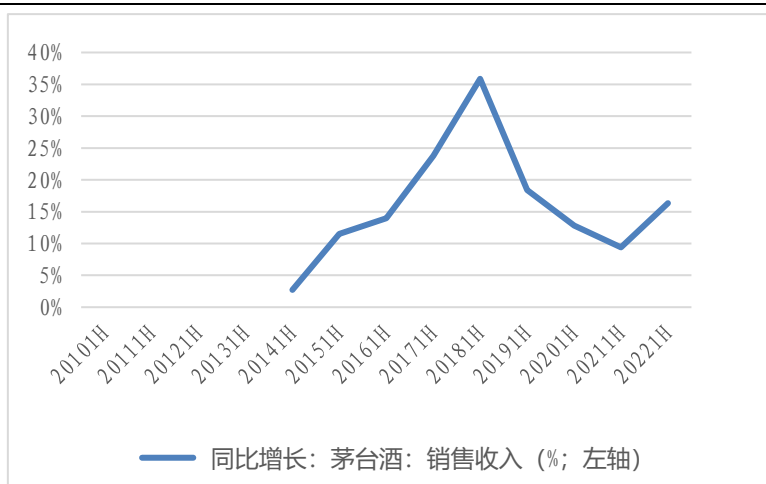
此外，考虑到二季度疫情封控对华东和华南地区的白酒消费影响较大，且 2021 年同期的基数较高；因而，剔除上述因素后 2022H 高档白酒的销售情况更为乐观。

图表： 高档白酒 20221H 的销售增长



资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

图表： 茅台酒和茅台系列酒的销售增长



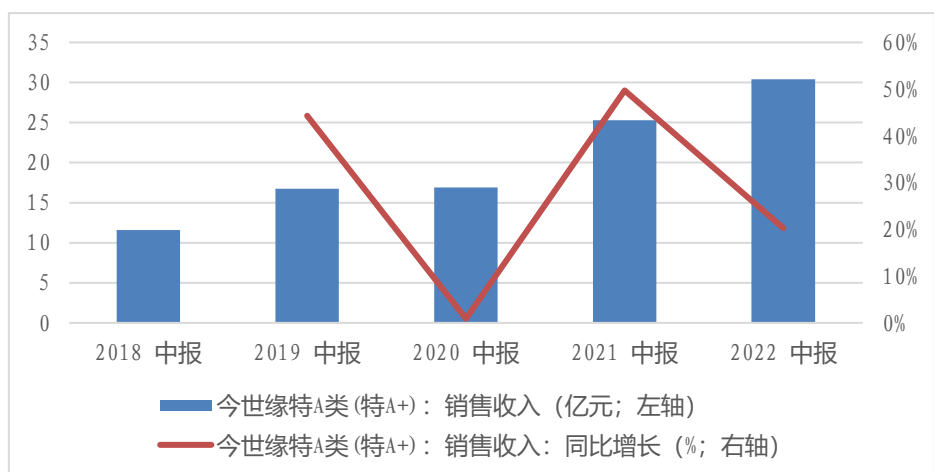
资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

3.2. 地方名酒

近三年来，地方名酒的消费升级取决于地方的经济状况、市场竞争格局和消费基本盘等因素。整体来看，徽酒、苏酒的消费升级仍受到了一定负面的影响，表现为高档产品由高增降为低增，而西北地区的白酒消费升级延续了疫情之前的良好态势。

以今世缘为例，2018至2019年期间，今世缘特A+在1至6月的销售均增为47.64%，2020至2022年期间，该增长降至23.63%，其中20221H增20.22%。

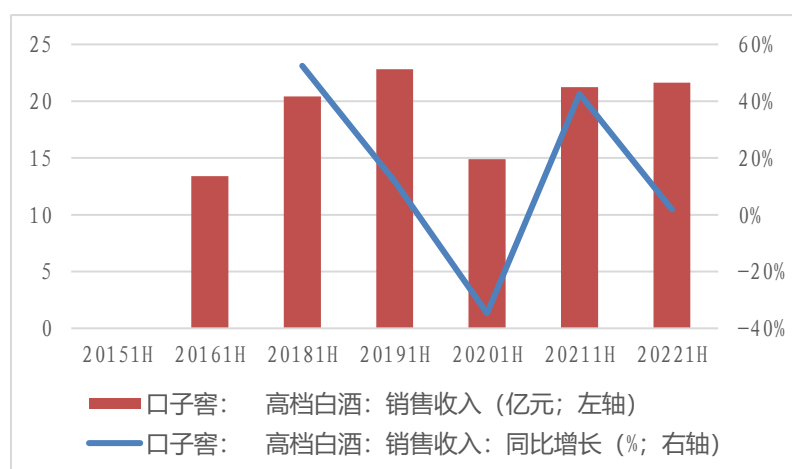
图表：今世缘特A+销售增长



资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

徽酒的消费升级也遇到一些阻力，以口子窖为例，2018至2019年期间，口子窖的高档产品在1至6月的销售平均增幅为32%，在2020至2022年上半年期间，高档酒的销售增幅降至3.23%。徽酒市场的竞争更为激烈，白酒消费也较为饱和；此外，安徽处于中部地区，受到疫情影响也较大。

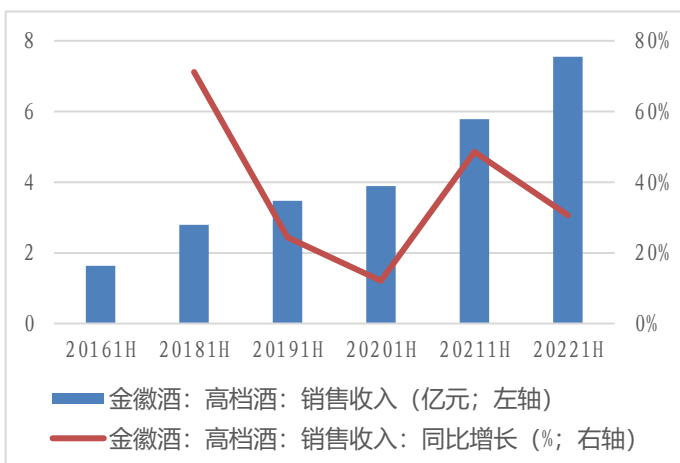
图表：口子窖高档产品的销售情况



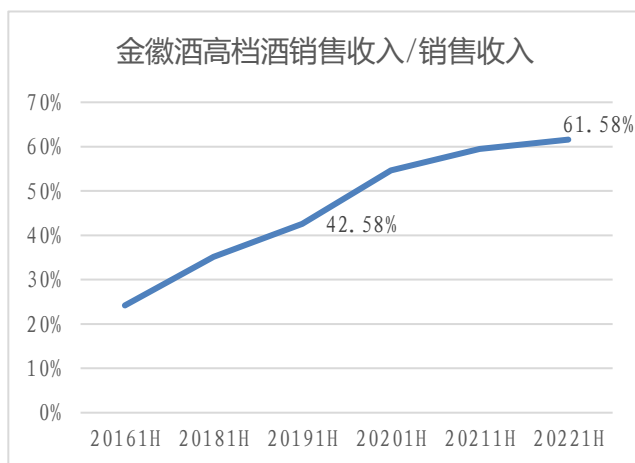
资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

金徽酒是西北名酒，传统的核心市场在甘南，近年来市场向兰州和河西走廊拓展；在推进市场的同时，金徽酒的产品结构也实现了大幅提升。以金徽酒为例，2018至2019年期间，金徽酒的高档产品在1至6月的销售均增为26.8%，在2020-2022年的上半年期间，高档产品仍保持了30.44%均增水平。截至2022年中期，高档产品在金徽酒产品结构中的销售占比达到61.58%，较2019年同期上升了19个百分点。2020年以来，由于西北地区地广人稀，受到疫情影响相对轻微，可能是区域消费升级仍得以延续的原因之一。

图表：金徽高档白酒的销售增长



图表：金徽高档白酒在销售中的占比提升



资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

4. 二季度白酒毛利率下滑

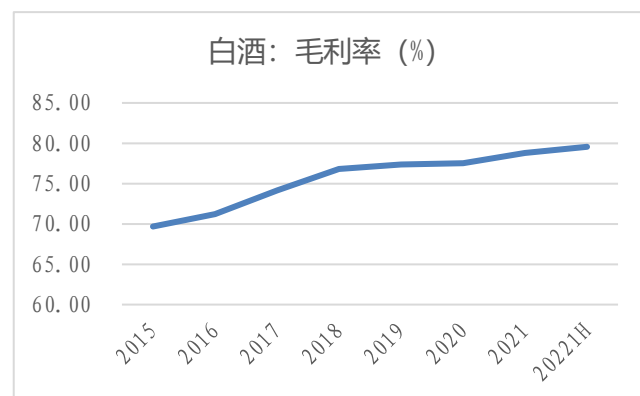
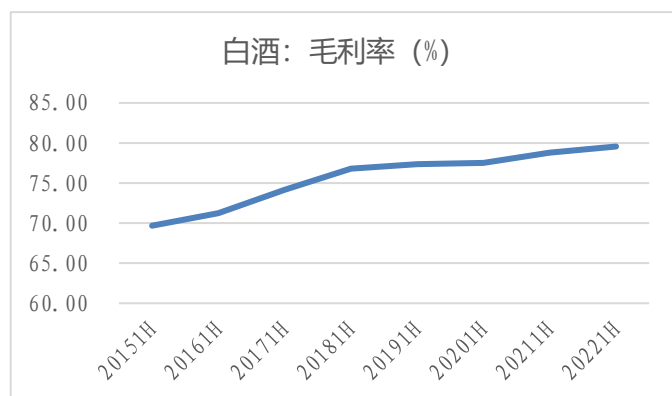
整体来看，在动销放缓及高档消费偏弱的情况下，白酒的盈利并没有大幅下滑。20221Q，白酒盈利向上急速修复；20222Q，由于疫情防控扩大化，白酒盈利再次下行。相比2021年，2022年白酒上市公司的库存压力相对较小，市场环境一旦转暖，上市公司的反应将更加灵活，盈利有望很快上行。

2021年，白酒以渠道去库存和市场调整为主，盈利处于阶段性低点。但是，整体来看，在动销放缓及高档消费偏弱的情况下，白酒的毛利率并没有大幅下滑，白酒促销力度加大是其原因之一。

20221Q，白酒盈利向上急速修复，毛利率在一季度触及2020年以来的高点；之后20222Q，由于疫情防控扩大化，白酒盈利再次下行。

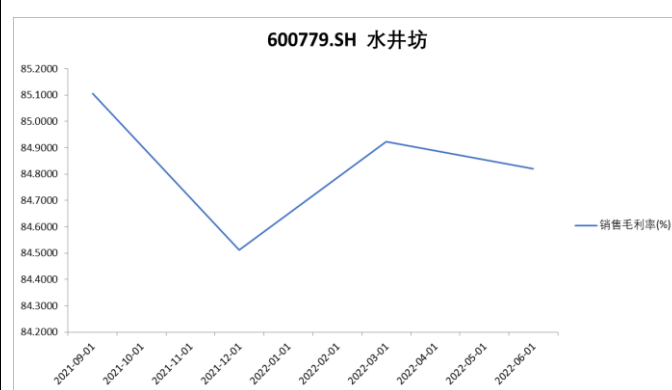
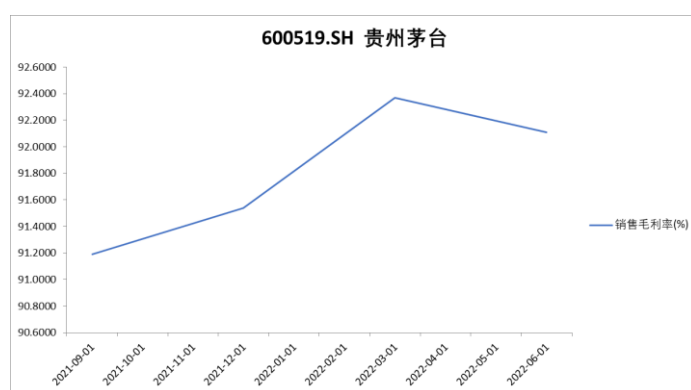
展望后期，在经历了20222Q的淡季后，20223Q、20224Q社会补库有望转向积极。相比2021年，2022年的市场环境有所不同：经历了2021年的主动去库存后，2022年白酒上市公司的库存压力相对较小，市场环境一旦转暖，上市公司的反应将更加灵活，盈利将很快上行。

图表：白酒的毛利率仍上升



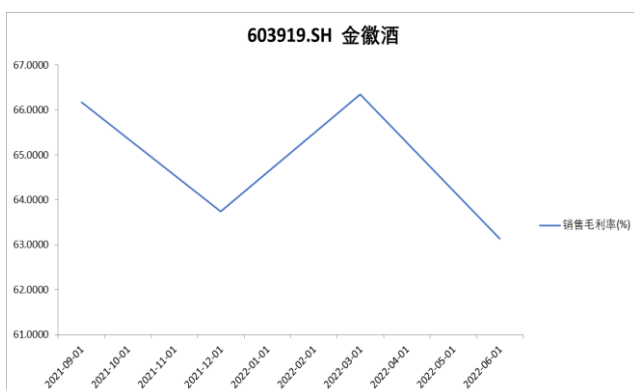
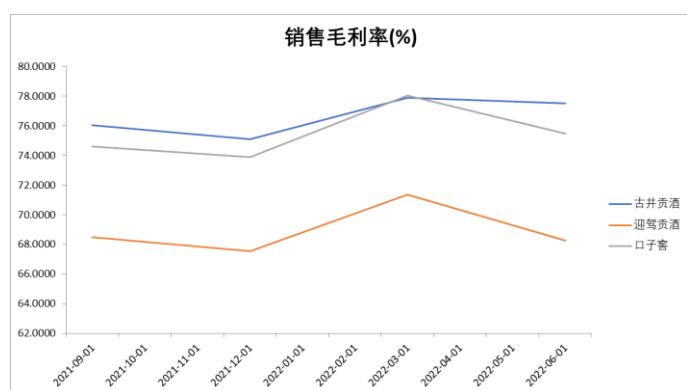
资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

图表：2022Q 白酒上市公司毛利率下滑



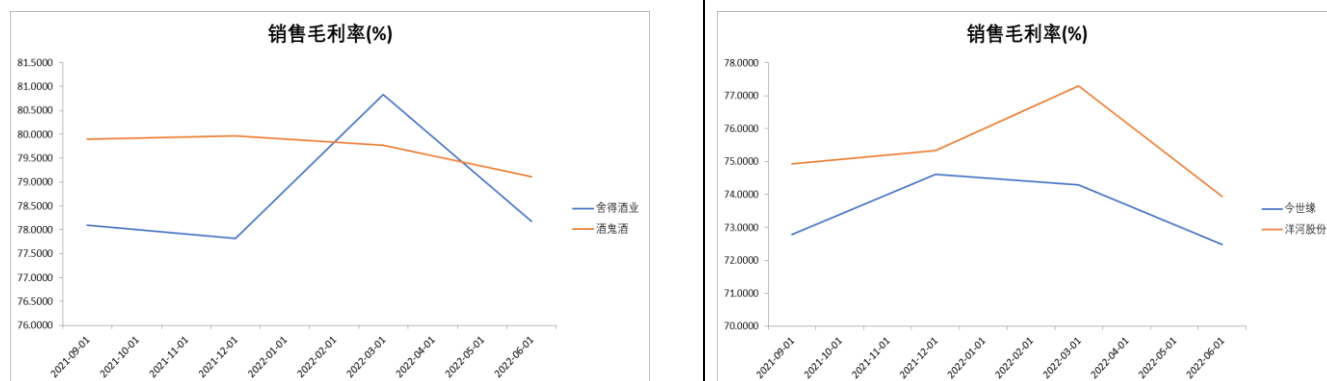
资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

图表：2022Q 白酒上市公司毛利率下滑



资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

图表：2022Q 白酒上市公司毛利率下滑

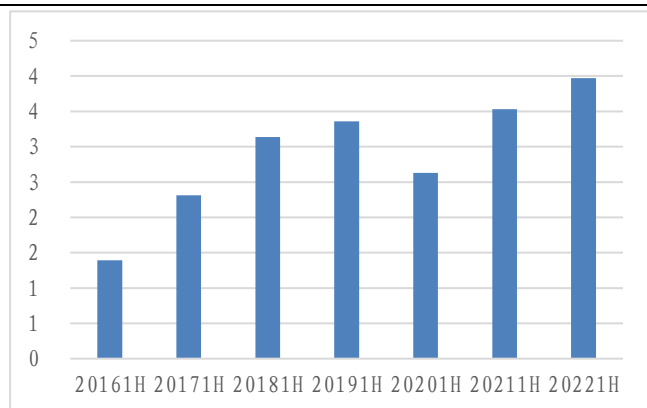


资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

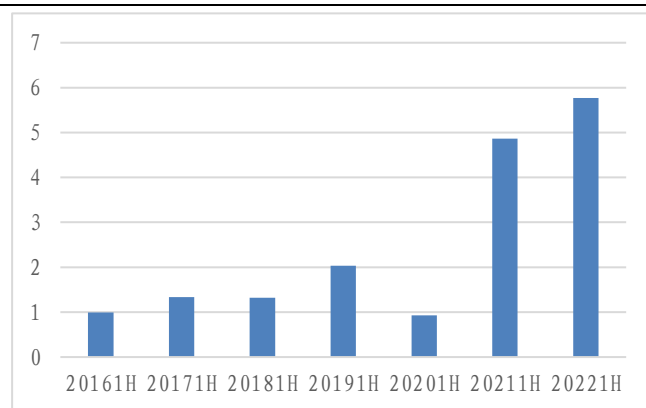
5. 广告、促销投入加大

近两年来，白酒上市公司在促销方面的投入力度较大，通过促销应对疲弱的消费和激烈的行业竞争。20221H，白酒上市公司投入的促销费用平均为 5.77 亿元，比 2019 年同期增加 3.74 亿元，增加幅度为 184%；同期，投入的广告费用平均为 3.97 亿元，比 2019 年同期增加 0.61 亿元。近两年来，上市公司加大了促销方面的投入，是上市白酒企业为应对疲弱的消费和激烈的行业竞争而采取的阶段性策略。

图表：白酒上市公司广告费用（平均；亿元）



图表：白酒上市公司促销费用（平均；亿元）



资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

6. 三季度，白酒销售持续改善

从三季度业绩预告来看，白酒上市公司的基本面延续了 2021 年和 2022 上半年的良好修复势头。考虑到四季度是白酒消费旺季，白酒四季度业绩有望环比、同比进一步提升。

从已发布的业绩预告来看，20221Q-3Q 多数公司的营收增幅维持在 15%以上，归母净利润增幅维持在 20%以上，延续了前期的增长势头。具体地，在 2021 年实现高增的公司如山西汾酒和水井坊，在高基数下 2022 年前三季度的业绩增长收敛；除此，多数公司维持了稳健的业绩增长，基本上克服了环境所带来的波动，如贵州茅台、今世缘、泸州老窖、古井贡酒，上述公司的前三季度营收维持在 15%-25%增幅区间，归母净利润维持在 20%-35%的增幅区间，与上年同期持平。

考虑到四季度是白酒消费旺季，白酒四季度业绩有望环比、同比进一步提升。整体来看，在促销政策的托举下，白酒动销在偏弱的消费环境中可有保证。

图表：白酒三季度业绩延续良好势头

	2021 1H	20211-3Q	2022 1H	2022 1-3Q	20223Q
贵州茅台：同比增长：营业收入(%)	11.68%	11.05%	17.38%	16.77%	15.61%
贵州茅台：同比增长：归属于母公司所有者的净利润(%)	9.08%	10.17%	20.85%	19.14%	15.81%
山西汾酒：同比增长：营业收入(%)	75.51%	66.24%	26.53%	28.00%	
山西汾酒：同比增长：归属于母公司所有者的净利润(%)	117.54%	95.13%	41.46%	42.00%	
水井坊：同比增长：营业收入(%)	128.44%	75.91%	12.89%	10.00%	7.00%
水井坊：同比增长：归属于母公司所有者的净利润(%)	266.01%	99.35%	-2.00%	5.00%	10.00%
老白干：同比增长：营业收入(%)	10.61%	10.90%	22.65%		
老白干：同比增长：归属于母公司所有者的净利润(%)	6.10%	7.05%	191.43%	41.00%	
今世缘：同比增长：营业收入(%)	32.20%	27.18%	20.66%	22.18%	
今世缘：同比增长：归属于母公司所有者的净利润(%)	30.92%	29.33%	21.22%	22.53%	
泸州老窖：同比增长：营业收入(%)	22.04%	21.65%	25.19%		
泸州老窖：同比增长：归属于母公司所有者的净利润(%)	31.23%	30.32%	30.89%	30.73%	
古井贡酒：同比增长：营业收入(%)	26.96%	25.19%	28.46%	26.35%	
古井贡酒：同比增长：归属于母公司所有者的净利润(%)	34.53%	28.05%	39.17%	35.57%	

资料来源：中原证券 同花顺 IFIND

7. 投资策略及风险提示

展望四季度，白酒基本面有望延续一季度的强劲修复势头。就一线高档白酒而言，2022 年上半年其销售情况已经明显好转，四季度随着消费旺季到来，高档名酒的动销将得以延续。就地方名酒而言，随着房地产“一城一策”在各地出台，以及地方基建项目推行实施，地方经济和财政转好的预期变得明朗，有助于加快地方名酒的动销，地方的白酒消费有望重拾升级进程。我们给予白酒行业“同步大市”的投资评级，推荐五粮液、泸州老窖、今世缘、金徽酒和古井贡酒。

风险提示：疫情反复，扰动消费市场；系统性风险下，重仓白酒的“北上资金”加剧离场。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。