

白酒 II

报告日期：2022 年 11 月 05 日

行业集中度持续提升下，预收指标显示行业分化趋势加速

——22Q3 白酒行业业绩总结

投资要点

- 我们认为 22Q3 酒企业绩保持稳健向好发展趋势，消费升级趋势不改。次高端受益于结构升级叠加“预收”调节等，收入增速/净利润增速/毛利率以及净利率等指标均表现亮眼；区域酒以及高端酒均延续强势能，且预收实现环比/同比明显增长显示其后续发力潜能强。站在当下，我们仍最看好有业绩确定或超预期，再有改革和事件催化标的，比如：1) 基本面强者恒强（贵州茅台/泸州老窖/古井贡酒等）；2) 低估值&确定性（五粮液/洋河股份等）。

- 白酒板块回顾：22Q3 次高端/区域酒表现优异，疫情影响下分化加剧

收入及利润端：22Q3 收入及净利润分别同比变动+16.29%、+21.44%，其中满足基地市场受疫情影响小+有成熟单品+不依赖招商扩张+实力强劲四大条件的次高端酒/区域龙头收入增速表现居前（分别为+24.61%、+19.15%）；利润端来看，22Q3 利润/收入增速剪刀差较 Q1-3 缩小显示结构升级趋势较疫情前仍略放缓，次高端酒（+41.55%）/区域龙头（+26.78%）利润增速表现居前。**盈利能力端：**22Q3 白酒行业毛利率及净利率分别环比变动+0.24/+1.24 个百分点至 80.13%/37.54%，其中次高端酒毛利率/净利率双升，次高端盈利端表现亮眼主因预收释放下结构升级叠加费用管控良好推动净利率增长，高端酒稳健，区域酒内部分化明显。**费用率端：**22Q3 酒企费用改革（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）进行时，费用使用率提升使得全行业费用率下降（22Q3 酒企销售/管理费用率分别同比变动-0.25/-0.70pct 至 10.79%/5.83%）；**预收端：**22Q3 末白酒板块预收环比/同比变动+9.07%/+9.92%，显现酒企后续仍具备较强后续潜在弹性空间。

- 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) 22Q3 酒企动销和库存表现健康&具潜力。22Q3 酒企仍将控量挺价作为工作重心，普遍库存位于正常可控水平、批价稳定，多家酒企渠道有提价/价盘继续上移预期；

2) 后疫情下价位带变化仍持续演绎，升级趋势不改。消费升级不可逆下：①千元价位带：新经济发展常态下韧性尽显，千元价位发展节奏有所变化，亦将迎来挤压式发展阶段；②次高端价位：次高端价位仍为扩容加速价位带，叠加内部升级趋势延续，仍为增长最快的价位带之一；③中高档价位：今年受人口流动、区域酒春节动销超预期使得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 元成熟单品表现优异；

3) 22Q3 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) 后疫情下渠道稳扎稳打，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：疫情影响下省内收入占比提升，渠道稳健发展，苏酒和徽酒普遍 22Q3 省内收入占比提升；

5) 蓄力型酒企潜在业绩弹性大。优质酒企预收款/回款均较去年同期实现明显提升，或为 22Q4 表现蓄力；

- 22Q3 股价/估值复盘：动销恢复为底层逻辑，事件/业绩预期差助推

虽短期板块多层面承压，我们仍保持乐观，主因：1) 以 19 年以来的 11—12 家白酒企业为样本趋势确定，并明显优于其他消费品；2) 疾风知劲草，行业集中化加剧在今年真正发生，头部企业享受集中化红利和价位段红利，决定了其健康可持

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 《外资对白酒板块影响大吗？板块迎拐点催化有哪些？——18-19 年白酒行业调整期对当下行业发展的启示》 2022.10.29
- 2 《【浙商食饮】白酒国庆系列专题&22Q3 业绩前瞻：关于国庆背后表现的三点思考（20221009）》 2022.10.09
- 3 《【浙商食饮】白酒中秋国庆系列专题（四）：中秋行业表现平稳，结构性繁荣趋势延续（20220912）》 2022.09.12

续增长和明后年增速仍然确定；3）22Q3 酒企业绩确定性强，未来两月库存消化情况为观测 23Q1 业绩核心点。

□ 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。从确定性视角，我们看好有业绩确定或超预期，再有改革和事件催化标的，比如：1）强者恒强（贵州茅台/泸州老窖/古井贡酒等）；2）低估值&确定性（五粮液/洋河股份等）。

□ 风险提示

1、疫情爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；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仍具竞争力	6
2 纵向看，疫情下酒企分化加剧，优质酒企预收仍丰厚	7
2.1 疫情下收入分化加剧，次高端酒/区域龙头表现优异	7
2.2 消费升级主旋律不改，行业盈利能力持续提升	10
2.3 高端酒盈利能力亮眼，费用率整体表现稳定	12
2.4 预收分化趋势显著，“蓄力”型企业弹性潜力强	18
2.5 疫情影响下经营性现金流增速放缓，高端酒韧性强	20
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？	22
3.1 关注点 1：22Q3 酒企动销&库存健康度表现如何	22
3.2 关注点 2：后疫情下价位带变化仍持续演绎，升级趋势不改	22
3.3 关注点 3：22Q3 延续此前分化态势，集中度加速提升	25
3.4 关注点 4：后疫情下渠道稳扎稳打，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 22Q4 酒企潜在业绩强弹性	29
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
4.1 22Q3 业绩驱动力：动销恢复为底层逻辑，事件/业绩预期差助推	29
4.2 股价/估值复盘：波动中蕴含机遇，结构性行情为主线	30
5 投资建议	31
6 风险提示	32

图表目录

图 1: 22Q1-3 白酒行业营业收入同比增速为 15.99%	7
图 2: 22Q3 白酒行业营业收入同比增速为 16.29%.....	7
图 3: 22Q1-3 次高端酒营业收入同比增速最快, 为 26.33%	9
图 4: 22Q3 次高端酒营业收入同比增速最快, 为 24.61%.....	9
图 5: 22Q1-3 白酒行业净利润同比增速为 21.21%	10
图 6: 22Q3 白酒行业净利润同比增速为 21.44%.....	10
图 7: 22Q1-3 次高端酒净利润同比增速最快, 达 36.54%	11
图 8: 22Q3 次高端酒净利润同比增速最快, 达 41.55%.....	11
图 9: 22Q1-3 白酒行业毛利率及净利率情况.....	13
图 10: 22Q3 白酒行业毛利率及净利率情况.....	13
图 11: 22Q1-3 各类型酒企毛利率情况.....	13
图 12: 22Q1-3 各类型酒企净利率情况.....	13
图 13: 22Q3 各类型酒企毛利率情况.....	13
图 14: 22Q3 各类型酒企净利率情况.....	13
图 15: 22Q1-3 销售及管理费率同比变动-0.04、-0.47 个百分点	14
图 16: 22Q3 销售及管理费率同比变动-0.25、-0.70 个百分点.....	14
图 17: 22Q1-3 白酒行业经营性现金流净额同比下降 43.39%	21
图 18: 22Q3 白酒行业经营性现金流净额同比下降 14.34%.....	21
图 19: 2015 年以来高净值人群数量不断增长	23
图 20: 城镇居民可支配收入基本保持持续正增长	23
图 21: 2022 年 9 月社零总额当月同比增长 2.5%.....	23
图 22: 22H1 白酒规模以上企业收入实现近 17%的增长.....	23
图 23: 疫情期间茅五泸高端酒批价最坚挺, 新晋千元产品批价稳定性较弱	24
图 24: 22Q3 泸州老窖占高端酒收入比提升	26
图 25: 22Q3 山西汾酒占次高端酒收入约 62%.....	26
图 26: 今世缘占苏酒比近年来稳定提升	27
图 27: 22Q3 古井贡酒市占率提升显著, 一超多强格局稳定	27
图 28: 22Q3 酒企预收/收入比及预收同比增速情况一览	29
图 29: 22Q3 酒企回款/收入比及回款同比增速情况一览	29
图 30: 估值涨跌幅情况一览.....	31
图 31: 板块涨跌幅情况一览.....	31
表 1: 22Q3 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: 次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: 22Q1-3 有 13 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速	11
表 4: 22Q3 有 11 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速	12
表 5: 22Q1-3 在销售/管理费用率双降背景下, 主要酒企毛利率实现同比提升	14
表 6: 22Q3 在销售/管理费用率双降背景下, 主要酒企毛利率实现同比提升	15
表 7: 22M9 五粮液、泸州老窖经营税金率同比提升幅度居前.....	17
表 8: 22Q3 古井贡酒、贵州茅台经营税金率同比提升幅度居前	18

表 9: 22Q3 酒企预收同比/环比情况一览 (单位: 亿元)	19
表 10: 22Q3 酒企现金回款同比/环比情况一览.....	20
表 11: 22Q1-3 及 22Q3 酒企经营性现金流情况一览.....	21
表 12: 22Q1-3 及 22Q3 酒企样本公司业绩全景一览.....	22
表 13: 22Q3 补货后, 主要酒企库存仍处于 2 个月左右健康水平	22
表 14: 次高端主要大单品规模/增速情况一览.....	24
表 15: 22Q3/22Q1-3 酒企收入/净利润/毛利率/净利率相较于 21Q3/21Q1-3 变动幅度情况一览.....	25
表 16: 22Q3 次高端酒收入、利润占比相较于 21Q3/20Q3/19Q3 显著提升	26
表 17: 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 18: 22Q3 主要白酒大省受疫情影响时间轴一览.....	30

1 横向看，白酒行业盈利能力在细分子行业中仍具竞争力

22Q3 白酒板块盈利能力在细分子行业中竞争力进一步凸显，景气度仍在。22Q3 白酒细分子版块收入增速分别为 16.30%（位居细分子版块 7 位）；归母净利润增速为 21.45%（位居细分子版块 12 位），受益于白酒行业景气度仍在叠加消费升级趋势不可逆下，行业结构向上趋势不改，22Q3 白酒行业收入及净利润增速相较于 22Q3 年及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、消费税或对行业产生影响、担忧疫情影响白酒需求等因素影响，22 年至今白酒行业涨跌幅均位于子版块居后位置，当前板块估值已回落至具性价比位置。

表1：22Q3 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		2022Q1-3 营业收入 同比增速 (%)	2022Q3营 业收入同 比增速(%)	2022Q1-3归 母净利润同 比增速(%)	2022Q3归 母净利润同 比增速(%)	2021涨跌 幅(%)	2022至今涨跌 幅(%)					
1	电力设备	39.94%	电力设备	42.37%	农林牧渔	133.51%	社会服务	189351.19%	电力设备	47.86%	煤炭	16.67%
2	石油石化	26.29%	综合	25.51%	电力设备	73.17%	综合	2626.84%	有色金属	40.47%	综合	2.25%
3	公用事业	19.65%	汽车	24.64%	有色金属	69.88%	商贸零售	341.61%	钢铁	40.36%	交通运输	-7.77%
4	基础化工	18.35%	公用事业	23.31%	煤炭	68.49%	农林牧渔	180.58%	煤炭	39.60%	通信	-12.91%
5	煤炭	16.63%	农林牧渔	22.07%	综合	67.91%	公用事业	90.51%	基础化工	37.19%	建筑装饰	-13.67%
6	有色金属	16.09%	石油石化	18.22%	通信	38.62%	电力设备	74.87%	公用事业	31.38%	农林牧渔	-14.23%
7	白酒 II	16.00%	白酒 II	16.30%	白酒 II	21.24%	食品加工	60.85%	环保	20.64%	社会服务	-14.60%
8	调味发酵品 II	10.80%	国防军工	12.06%	家用电器	14.11%	汽车	40.44%	石油石化	20.25%	石油石化	-15.85%
9	农林牧渔	9.94%	调味发酵品 II	9.87%	石油石化	13.64%	通信	34.68%	汽车	17.20%	美容护理	-17.24%
10	交通运输	9.74%	非白酒	9.35%	食品饮料	13.24%	有色金属	26.58%	建筑装饰	16.39%	公用事业	-17.57%
11	国防军工	9.40%	医药生物	8.92%	食品加工	8.31%	煤炭	24.44%	电子	16.04%	商贸零售	-17.65%
12	医药生物	9.34%	美容护理	8.84%	银行	8.02%	白酒 II	21.45%	机械设备	14.83%	国防军工	-17.76%
13	综合	9.05%	食品饮料	8.79%	医药生物	7.49%	家用电器	13.65%	综合	13.81%	汽车	-17.93%
14	通信	8.68%	通信	7.38%	非白酒	7.16%	食品饮料	12.33%	轻工制造	11.65%	有色金属	-17.98%
15	建筑装饰	8.37%	建筑装饰	7.30%	商贸零售	6.73%	银行	8.96%	国防军工	11.17%	机械设备	-18.21%
16	食品饮料	7.25%	有色金属	7.23%	国防军工	5.11%	调味发酵品 II	6.80%	建筑材料	4.46%	基础化工	-20.21%
17	非白酒	7.01%	食品加工	6.53%	建筑装饰	4.29%	国防军工	5.70%	纺织服饰	3.39%	电力设备	-20.22%
18	饮料乳品	6.71%	基础化工	6.47%	调味发酵品 II	3.62%	环保	4.63%	通信	3.05%	非白酒	-20.32%
19	美容护理	6.14%	交通运输	5.97%	公用事业	2.78%	非白酒	2.92%	交通运输	2.57%	银行	-20.95%
20	轻工制造	5.88%	轻工制造	4.62%	基础化工	1.72%	医药生物	2.68%	计算机	1.37%	钢铁	-21.33%
21	银行	2.84%	电子	4.27%	汽车	-5.03%	建筑装饰	2.64%	美容护理	0.13%	医药生物	-21.64%
22	家用电器	2.58%	饮料乳品	3.84%	环保	-8.86%	石油石化	-8.45%	传媒	-0.47%	纺织服饰	-21.73%
23	计算机	2.36%	家用电器	1.54%	饮料乳品	-9.88%	轻工制造	-12.53%	非白酒	-1.40%	环保	-22.19%
24	汽车	0.51%	机械设备	1.18%	美容护理	-18.53%	机械设备	-15.84%	白酒 II	-2.58%	房地产	-22.61%
25	休闲食品	0.44%	煤炭	0.99%	非银金融	-22.50%	美容护理	-21.59%	饮料乳品	-3.30%	食品加工	-22.71%
26	纺织服饰	0.14%	计算机	0.02%	机械设备	-22.71%	休闲食品	-27.21%	银行	-4.58%	计算机	-23.30%
27	电子	-2.66%	休闲食品	-0.47%	轻工制造	-27.02%	饮料乳品	-27.54%	商贸零售	-4.60%	休闲食品	-26.33%
28	环保	-3.65%	纺织服饰	-0.55%	纺织服饰	-27.41%	纺织服饰	-28.97%	农林牧渔	-4.93%	调味发酵品 II	-27.10%
29	非银金融	-4.16%	银行	-1.25%	交通运输	-28.17%	非银金融	-29.93%	医药生物	-5.73%	轻工制造	-27.52%
30	传媒	-6.04%	社会服务	-1.41%	传媒	-28.62%	基础化工	-31.42%	食品饮料	-6.01%	非银金融	-28.82%
31	机械设备	-6.08%	传媒	-3.78%	电子	-30.67%	交通运输	-36.17%	社会服务	-10.27%	家用电器	-28.98%
32	钢铁	-6.28%	非银金融	-5.03%	休闲食品	-31.19%	传媒	-36.75%	休闲食品	-11.69%	食品饮料	-29.68%
33	食品加工	-6.44%	商贸零售	-5.17%	建筑材料	-42.96%	电子	-39.15%	房地产	-11.89%	白酒 II	-30.44%
34	商贸零售	-9.16%	环保	-5.51%	计算机	-63.17%	建筑材料	-57.73%	食品加工	-14.52%	建筑材料	-33.80%
35	社会服务	-11.23%	房地产	-9.29%	房地产	-72.45%	计算机	-72.71%	非银金融	-17.55%	饮料乳品	-34.00%
36	房地产	-12.10%	建筑材料	-15.73%	钢铁	-72.73%	房地产	-112.49%	家用电器	-19.54%	电子	-34.26%
37	建筑材料	-12.26%	钢铁	-16.66%	社会服务	-3803.00%	钢铁	-113.51%	调味发酵品 II	-24.27%	传媒	-35.02%

资料来源：Wind，浙商证券研究所，数据截止 2022/11/1

2 纵向看，疫情下酒企分化加剧，优质酒企预收仍丰厚

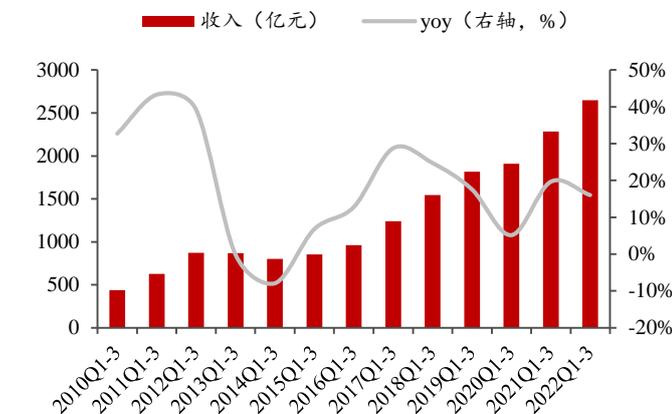
2.1 疫情下收入分化加剧，次高端酒/区域龙头表现优异

次高端酒在释放预收下业绩仍保持高增速增长，区域酒延续强势表现。22Q1-3 白酒行业营业收入同比增长 15.99%至 2649.34 亿元；22Q3 白酒行业营业收入同比增长 16.29%至 819.77 亿元，增速环比上升 0.44 个百分点。分拆来看：

1) 22Q1-3 营业收入增速：次高端酒(26.33%)> 区域龙头(20.89%)> 高端酒(15.88%)> 三四线酒(-9.51%)；

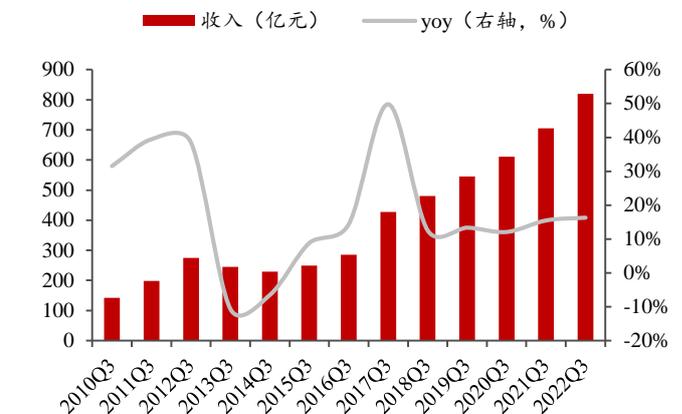
2) 22Q3 营业收入增速：次高端酒(24.61%)> 区域龙头(19.15%)> 高端酒(15.34%)> 三四线酒(1.61%)。

图1： 22Q1-3 白酒行业营业收入同比增速为 15.99%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2： 22Q3 白酒行业营业收入同比增速为 16.29%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

分拆来看——次高端酒在抢抓回补消费叠加预收调节下表现最佳；区域龙头酒整体稳健；高端酒表现稳健。高端酒预收环比增长最快，区域酒预收同比增长最快，两者均实现同比环比增长显示其后续发力潜能强。

次高端酒：22Q3 业绩普遍表现超预期，在中秋国庆旺季抢抓回补消费叠加预收环比下降 4.60pct 背景下，收入端实现+24.61%的双位数增长，其中山西汾酒、舍得酒业引领板块收入端均实现超 30%的高增。具体来看——

1) **山西汾酒：收入端略超预期。**22Q3 公司收入 68.10 亿 (+32.54%)。22Q3 汾酒/杏花村酒/竹叶青酒分别实现收入 64.64 亿元/2.04 亿元/1.15 亿元，其中汾酒收入占比达 95.30% (同比增长 2.79 个百分点)，腰部产品整体增速超预期。Q3 青花 30 复兴版/青 20 收入占比分别为 30-40%/50%，青 20 增速表现亮眼；另外，公司通过控盘运营模式/配额制实现控价以保证渠道价盘/利润稳定，Q3 青花 30 复兴版批价当前稳定在 820-880/380 元左右，库存低；巴拿马/老白汾受益于省内煤炭经济上行叠加中档酒价位产品表现，预计 22Q3 增速表现亮眼贡献业绩；玻汾在控量叠加内部结构升级背景下，22Q3 玻汾收入占比保持稳定，献礼玻汾每年替代 10%的量对利润端有所贡献；配制酒作为双轮驱动之一的竹叶青延续稳健发展。

2) **舍得酒业：收入端超预期。**22Q3 公司收入 15.91 亿 (+30.91%)。由于 22Q2 末预收蓄水池丰盈，Q3 超预期部分来源于预收调节。面对成都等区域遭受疫情不同程度影响，受益于提价（9 月上调品味舍得开票价 20 元/瓶）+结构提升，中高档酒收入占

比同比提升 4.62 个百分点至 90.02% (收入同比提升 40.65%至 13.45 亿元), 低档酒收入下降 8.77%至 1.49 亿元。受益于公司收入中 80%来自于东北川冀鲁豫等成熟市场/100W 级别以上大商, 即使面对成都疫情, 仍具备强抗风险能力, 经销商质量上行显著&省外市场加速开拓&结构持续提升。

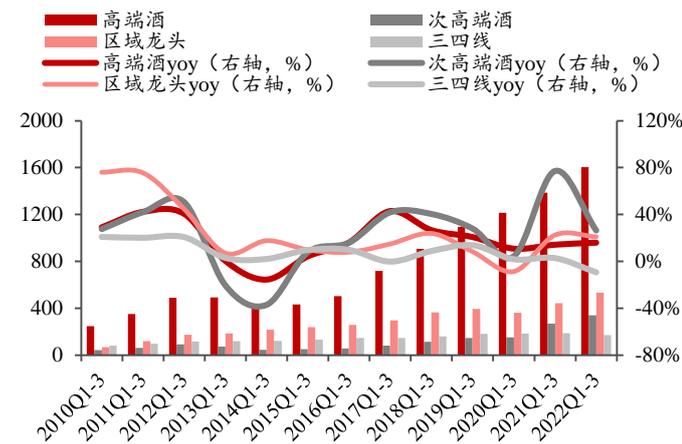
- 3) 酒鬼酒: 收入端符合预期。** 22Q3 公司收入 9.49 亿 (+2.47%)。22Q3 主要产品动销环比改善, 产品结构表现稳定, 具体来看: ①内参系列: 预计 22Q3 内参收入增长仍以量为驱动力, 内参受疫情影响程度高于成熟酒鬼系列, 使得内参实际收入占比同比略下降, 但报表端内参收入占比提升; ②酒鬼系列: 22Q3 预计酒鬼系列仍维持高增态势 (预计增速超 20-30%), 收入占比略提升。强腰部方针下, 公司今年成立了红坛业务发展部和 54 度酒鬼业务发展部以推进红坛深度全国化, 加速 54 度酒鬼布局, 增加酒鬼品牌形象产品以拔高品牌形象, 从而建立更为明细的价格梯队, 争取进一步推升酒鬼系列核心价位带; ③湘泉系列: 预计 22Q3 收入实现双位数高增 (量增为主)。作为香型入门培育系列, 公司将在稳量下逐步实现价格的提升, 主打婚宴场景的内品 22 年在低基数下有望延续高增长发展态势。
- 4) 水井坊: 收入端符合预期。** 22Q3 公司收入 16.97 亿 (+6.99%)。在 Q2 末高库存压力+Q3 疫情强压下, Q3 次高端贡献主要业绩, 占比超 80%/批价稳定在 315 元左右的臻酿八号继续引领规模增长, 4 月推出的升级版井台 (定位 550 元价位带) 亦表现稳定。我们认为随着天号陈新品补位, 次高端价位仍为公司核心收入来源, 未来团购占比有望从当前的 5-10%实现进一步提升。

二、区域酒: 区域龙头业绩因满足基地市场受疫情影响小+有成熟单品+不依赖招商扩张+经营实力强劲, 增速延续 Q2 强势头。具体来看——

- 1) 洋河股份: 收入端略超预期。** 22Q3 公司收入 75.75 亿元 (+18.37%)。22Q3 产品结构持续提升, 次高端产品占比已超 37%, 优于往年。梦之蓝: 4-5 月疫情影响下梦 6+增速仍达 20%, 三季度梦 6+及水晶梦增速环比提升, 当前梦之蓝省外占比仅 30%, 江西、浙江、山东、河南、东北等省外市场势能强劲; 海之蓝: 随着新版海之蓝二季度顺利铺市, 预计三季度增速环比下降, 当前销售口径规模或已破百亿; 双沟: 苏酒全年增速或超 55%。
- 2) 今世缘: 收入端略超预期。** 22Q3 公司收入 18.70 亿 (+26.13%)。22Q3 特 A+类/特 A 类分别实现收入 13.04 亿元 (+28.94%) /4.22 亿元 (+19.79%) 亿元, 占比分别为 69.83% (+1.45pct) /22.58% (-1.22pct)。当前 V3、四开、对开批价稳定在 630、430、270 元左右, 预计 V 系增速预计仍超 50%, 疫情影响下预计 Q3 对开增速超 30%、四开增速超 25%。
- 3) 古井贡酒: 收入端符合预期。** 22Q3 公司收入 37.63 亿 (+21.58%)。其中年份原浆系列仍以量增为主, 收入占比有望持续提升至 75%左右, 毛利率呈上行态势。受益于 200-500 元价位带加速扩容+Q3 宴席回补明显, 预计 22Q3 古 8/古 16 业绩增速仍较古 20 快, 全年古 16/古 20 增速有望达 40%+/30-40%; 古井贡酒预计 22Q3 量增价减趋势不改, 收入占比下滑的同时毛利率提升贡献利润端表现。
- 4) 迎驾贡酒: 收入端符合预期。** 22Q3 公司实现营业总收入 13.63 亿元 (+23.39%)。22Q3 中高档酒 (洞藏系列、金星系列、银星系列) 实现收入 9.34 亿元 (+26.63%), 收入占比提升 1.17 个百分点至 72.65%, 预计当前洞藏系列收入占比已从去年同期的 35%-40%逐步提升至 42-45%, 其中洞 6/9 动销强劲; 22Q3 普通酒 (百年迎驾系列/糟坊系列) 实现收入 3.52 亿元 (+19.46%), 占比略下降。

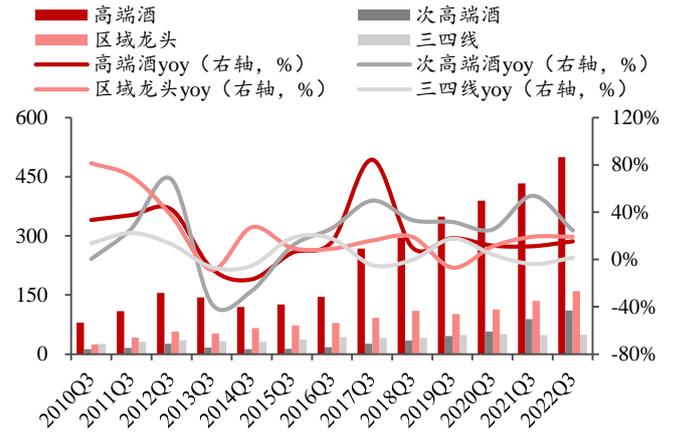
5) **口子窖：收入端低于预期。**22Q3 公司收入 14.65 亿 (+5.69%)。22Q3 公司收入环比实现增长 (Q1-Q3 收入增速分别为+11.80%/-7.87%/+5.69%)，高档酒受疫情影响增速仍放缓 (或因：21Q3 确认了预计 4 亿的兼香 518 收入造成高基数+产品提价影响渠道利润+销售高端产品为主的合肥地区在做营销改革过程中规模大幅下滑)。具体来看：22Q3 高档酒、中档酒、低档酒分别同比增长+5.44%/+1.94%/+27.26%至 13.92/0.37/0.22 亿元，收入占比分别同比变动-0.21%/+0.35%/-0.14%个百分点至 95.98%/2.49%/1.52%。

图3： 22Q1-3 次高端酒营业收入同比增速最快，为 26.33%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4： 22Q3 次高端酒营业收入同比增速最快，为 24.61%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

三、高端酒：具备强抗压能力的高端酒亦取得 15.34% 的双位数收入增长（贵州茅台收入符合预期稳定高增、泸州老窖收入端表现超预期）。其中：

- 1) **贵州茅台：收入端符合预期。**22Q3 公司实现收入 295.43 (+15.61%)，其中茅台酒/系列酒分别实现收入 244.35 亿元 (+10.85%) /49.42 亿元 (+42.04%)，系列酒占比同比提升 3.19pct 至 16.82%，延续超预期表现；在飞天茅台投放总量较去年微增+Q3 加大非标打款力度背景下，茅台酒收入保优异增长主因原有非标产品量价齐升（22 年 1 月公司对生肖、年份酒等精品酒均实现提价；i 茅台主要投放高价位精品酒，预计 22 年 i 茅台营收将超百亿，其中虎茅投放最多）。
- 2) **五粮液：收入端超预期。**22Q3 公司实现收入 145.57 亿元 (+12.24%)。五粮液产品预计 22Q3 收入占比仍超 80%，保持超 15% 的优秀增长，量增仍为主要业绩驱动力；八代五粮液综合打款价提升同时较去年量增+公司加大高价位文创产品开发力度以实现利润增厚等贡献价增（预计贡献 2+个点的吨价）。
- 3) **泸州老窖：收入端略超预期。**22Q3 公司实现营业总收入 58.60 亿元 (+22.28%)。22Q3 低度国窖 1573+特曲延续超预期增长(量价齐升，增速或超>30%)，其中特曲已成为第二增长极（9 月末特曲 60 销售额已破 20 亿），中高档酒收入占比有望提升至近 90%，量仍为主要驱动力；具体国窖系列来看，22Q3 高度国窖 1573 在延续控货挺价背景下，放量环比提升，使得高度国窖 1573 收入占比表现稳定。

表2: 次高端酒及区域龙头酒收入及净利润占比正不断攀升

	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 (%)		
	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3	
高端酒	贵州茅台	16.77%	15.61%	19.14%	15.81%	33.56%	36.04%	44.40%	48.84%	0.2%	-0.2%	-0.8%	-2.4%
	五粮液	12.19%	12.24%	15.36%	18.50%	20.85%	17.76%	19.99%	16.35%	-0.7%	-0.6%	-1.0%	-0.4%
	泸州老窖	24.20%	22.28%	30.94%	31.05%	6.55%	7.15%	8.22%	8.98%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%
次高端酒	山西汾酒	28.32%	32.54%	45.70%	56.96%	8.28%	8.31%	7.11%	7.01%	0.8%	1.0%	1.2%	1.6%
	舍得酒业	28.00%	30.91%	23.76%	55.66%	1.73%	1.94%	1.20%	1.22%	0.2%	0.2%	0.0%	0.3%
	酒鬼酒	32.05%	2.47%	34.98%	21.12%	1.30%	1.16%	0.97%	0.85%	0.2%	-0.2%	0.1%	0.0%
	水井坊	10.15%	6.99%	5.46%	9.98%	1.41%	2.07%	1.06%	2.29%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
区域龙头酒	洋河股份	20.69%	18.37%	25.78%	40.45%	9.90%	9.24%	9.07%	7.28%	0.4%	0.2%	0.3%	1.0%
	今世缘	22.19%	26.15%	22.53%	27.32%	2.44%	2.28%	2.08%	1.55%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%
	古井贡酒	26.35%	21.58%	33.20%	19.27%	4.77%	4.59%	2.62%	2.35%	0.4%	0.2%	0.2%	0.0%
	口子窖	3.67%	5.69%	4.47%	-0.16%	1.41%	1.79%	1.20%	1.55%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
	迎驾贡酒	21.42%	23.39%	24.92%	13.30%	1.45%	1.66%	1.20%	1.42%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%
	金种子酒	0.99%	-18.59%	5.95%	-73.21%	0.30%	0.26%	-0.14%	-0.27%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%
三四线酒	老白干酒	24.78%	27.93%	113.83%	36.56%	1.29%	1.74%	0.53%	0.57%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
	伊力特	-10.77%	-60.04%	-47.57%	-79.18%	0.49%	0.21%	0.14%	0.04%	-0.1%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
	顺鑫农业	-21.57%	6.94%	-92.58%	88.08%	3.40%	3.16%	0.03%	-0.04%	-1.6%	-0.3%	-0.4%	0.4%
	金徽酒	16.42%	-9.12%	-12.08%	-96.68%	0.58%	0.41%	0.21%	0.01%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
天佑德酒	-5.14%	-23.25%	16.93%	-96.67%	0.30%	0.24%	0.10%	0.00%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	
分档次看													
高端酒	15.88%	15.34%	19.28%	18.06%	60.57%	60.95%	72.61%	74.18%	-0.1%	-0.5%	-1.2%	-2.1%	
次高端酒	26.33%	24.61%	36.55%	41.52%	12.84%	13.48%	10.34%	11.37%	1.1%	0.9%	1.2%	1.6%	
区域龙头酒	20.89%	19.16%	24.54%	26.75%	20.16%	19.56%	16.18%	14.15%	0.8%	0.5%	0.4%	0.6%	
三四线酒	-9.51%	1.61%	-18.04%	-3.85%	6.43%	6.02%	0.88%	0.31%	-1.8%	-0.9%	-0.4%	-0.1%	

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

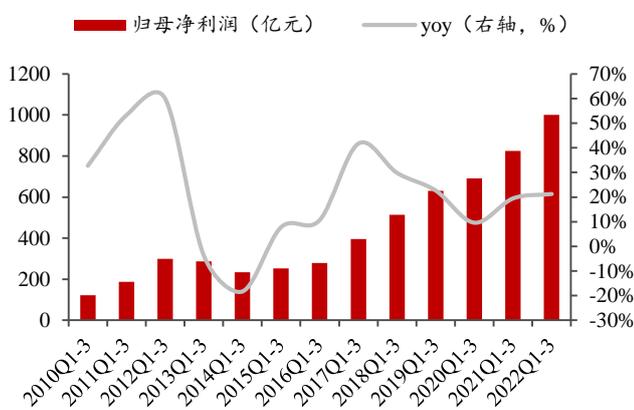
2.2 消费升级主旋律不改，行业盈利能力持续提升

22Q1-3 白酒行业归母净利润同比增长 21.21% 至 1000.01 亿元; 22Q3 白酒行业归母净利润分别为 299.04 亿元, 同比增长 21.44%, 增速环比上升 8.53 个百分点。我们观察到: 22Q1-3 利润增速与收入增速剪刀差为 5.22 个百分点, 而 22Q3 利润增速与收入增速剪刀差为 5.16 个百分点, 显示: Q3 行业虽仍以价升为主, 但在需求端受疫情影响叠加经济增速放缓下, 消费升级速度/行业价升速度暂时有所减缓, 分拆来看:

1) 22Q1-3 净利润增速分别为: 次高端酒 (36.54%) > 区域龙头 (24.54%) > 高端酒 (19.28%) > 三四线酒 (-18.00%);

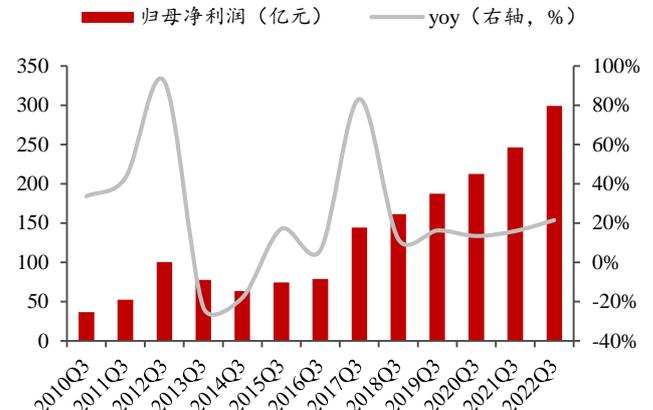
2) 22Q3 净利润增速分别为: 次高端酒 (41.55%) > 区域龙头 (26.78%) > 高端酒 (18.06%) > 三四线酒 (-4.21%)。

图5: 22Q1-3 白酒行业净利润同比增速为 21.21%



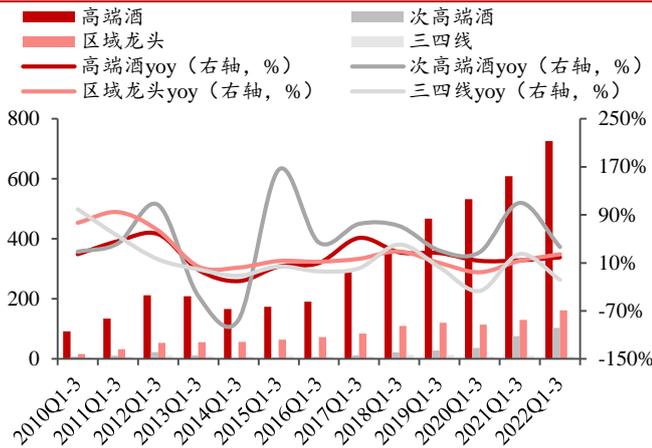
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 22Q3 白酒行业净利润同比增速为 21.44%



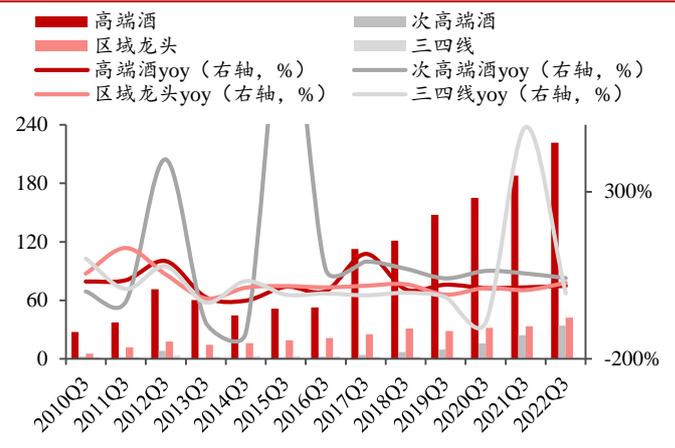
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 22Q1-3 次高端酒净利润同比增速最快, 达 36.54%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 22Q3 次高端酒净利润同比增速最快, 达 41.55%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

产品结构升级延续, 22Q3 有 11 家酒企利润增速高于收入增速, 内部结构分化显著。

22Q1-3 老白干酒、天佑德酒、山西汾酒、古井贡酒等 13 家酒企净利润增速超收入增速, 表现优异; 22Q3 顺鑫农业、舍得酒业、山西汾酒等 11 家酒企净利润增速超收入增速, 其中次高端酒、区域酒龙头利润增速最快, 且内部分化加大。我们认为: 在消费升级持续演绎背景下, 白酒行业的结构升级仍为未来行业发展主调, 长期来看优质酒企净利润提升幅度将持续高于行业平均水平, 同时行业整体利润增速将继续高于收入增速。

表3: 22Q1-3 有 13 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速

证券简称	营业收入同比增速 (%)				净利润同比增速 (%)				22Q1-3 净利润 增速-收入增速
	19Q1-3	20Q1-3	21Q1-3	22Q1-3	19Q1-3	20Q1-3	21Q1-3	22Q1-3	
老白干酒	16.09%	-11.52%	10.90%	24.78%	11.16%	-14.12%	7.05%	113.83%	89.05%
天佑德酒	-13.17%	-33.89%	52.50%	-5.14%	-68.29%	-333.60%	232.74%	16.93%	22.07%
山西汾酒	25.72%	13.05%	66.24%	28.32%	33.36%	43.78%	95.13%	45.70%	17.38%
古井贡酒	21.31%	-1.63%	25.19%	26.35%	38.69%	-11.71%	28.05%	33.20%	6.85%
泸州老窖	23.90%	1.06%	21.65%	24.20%	37.96%	26.88%	30.32%	30.94%	6.74%
洋河股份	0.63%	-10.35%	16.01%	20.69%	1.53%	0.55%	0.37%	25.78%	5.09%
金种子酒	-13.12%	-4.30%	21.58%	0.99%	-4507.33%	-46.65%	-37.36%	5.95%	4.96%
迎驾贡酒	8.69%	-15.82%	42.62%	21.42%	20.55%	-11.41%	80.84%	24.92%	3.50%
五粮液	26.84%	14.53%	17.01%	12.19%	32.12%	15.96%	19.13%	15.36%	3.18%
酒鬼酒	27.34%	16.45%	134.20%	32.05%	14.26%	79.76%	117.69%	34.98%	2.93%
贵州茅台	16.64%	10.31%	11.05%	16.77%	23.13%	11.07%	10.17%	19.14%	2.37%
口子窖	8.05%	-22.47%	35.05%	3.67%	13.51%	-33.35%	33.20%	4.47%	0.80%
今世缘	30.20%	1.96%	27.18%	22.19%	25.74%	1.52%	29.33%	22.53%	0.34%
舍得酒业	16.01%	-4.34%	104.54%	28.00%	10.93%	2.63%	211.92%	23.76%	-4.24%
水井坊	23.93%	-26.58%	75.91%	10.15%	38.13%	-21.49%	99.35%	5.46%	-4.69%
金徽酒	14.64%	-5.53%	28.31%	16.42%	1.29%	-2.28%	53.08%	-12.08%	-28.50%
伊力特	0.83%	-23.34%	26.44%	-10.77%	4.39%	-33.05%	31.63%	-47.57%	-36.80%
顺鑫农业	20.19%	12.27%	-6.51%	-21.57%	23.93%	-34.78%	-14.23%	-92.58%	-71.01%
白酒行业	17.55%	5.11%	19.62%	15.99%	22.61%	9.57%	19.42%	21.21%	5.22%

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: 22Q3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	营业收入同比增速				净利润同比增速				22Q3净利润增速-收入增速
	19Q3	20Q3	21Q3	22Q3	19Q3	20Q3	21Q3	22Q3	入增速
顺鑫农业	34.25%	9.57%	-16.54%	6.94%	34.25%	-789.81%	9.67%	88.08%	81.14%
舍得酒业	9.11%	18.40%	64.84%	30.91%	9.11%	24.86%	59.65%	55.66%	24.75%
山西汾酒	34.45%	25.15%	47.81%	32.54%	34.45%	69.36%	53.24%	56.96%	24.41%
洋河股份	-20.61%	7.57%	16.66%	18.37%	-20.61%	14.07%	-13.10%	40.45%	22.08%
酒鬼酒	9.48%	56.37%	128.66%	2.47%	9.48%	419.02%	43.43%	21.12%	18.65%
泸州老窖	21.86%	14.45%	20.89%	22.28%	21.86%	52.55%	28.48%	31.05%	8.77%
老白干酒	-11.27%	16.37%	11.34%	27.93%	-11.27%	49.70%	8.00%	36.56%	8.64%
五粮液	27.10%	17.83%	10.61%	12.24%	27.10%	15.03%	11.84%	18.50%	6.25%
水井坊	19.71%	18.86%	38.93%	6.99%	19.71%	33.09%	56.27%	9.98%	2.99%
今世缘	32.41%	21.03%	15.76%	26.15%	32.41%	32.70%	23.82%	27.32%	1.16%
贵州茅台	13.81%	8.46%	9.86%	15.61%	13.81%	6.87%	12.35%	15.81%	0.20%
古井贡酒	11.91%	15.13%	21.37%	21.58%	11.91%	3.94%	15.09%	19.27%	-2.31%
口子窖	-0.15%	6.75%	24.02%	5.69%	-0.15%	-5.86%	22.70%	-0.16%	-5.85%
迎驾贡酒	8.93%	12.40%	27.00%	23.39%	8.93%	27.80%	86.23%	13.30%	-10.10%
伊力特	13.90%	-36.09%	19.00%	-60.04%	13.90%	-44.10%	-3.23%	-79.18%	-19.14%
金种子酒	-24.87%	35.78%	3.18%	-18.59%	-24.87%	-27.17%	8.14%	-73.21%	-54.62%
天佑德酒	12.48%	-32.45%	32.05%	-23.25%	12.48%	-675.51%	134.72%	-96.67%	-73.42%
金徽酒	70.38%	14.42%	10.65%	-9.12%	70.38%	40.07%	44.31%	-96.68%	-87.56%
白酒行业	13.33%	12.06%	15.47%	16.29%	16.21%	13.40%	15.92%	21.44%	5.16%

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 高端酒盈利能力亮眼, 费用率整体表现稳定

结构升级叠加费用管控良好推动净利率增长, 高端酒表现优异。受益于主要酒企结构升级趋势延续, 22Q1-3/22Q3 白酒行业毛利率同比提升 1.55/0.24 个百分点至 79.83%/80.31%, 受费用率管控良好+受税金及附加率因各酒企税金缴纳节奏影响, 行业净利率同比提升 1.34、1.24 个百分点至 38.91%/37.54%, 我们认为: 1) 22Q3 净利率提升幅度高于毛利率主因为 Q3 行业费用率下降明显; 2) 次高端酒受益于强费用控制力以及结构稳定上行性, 22Q3 实现毛利率/净利率双升; 高端酒/区域酒毛利率分别同比下降 0.27/0.76pct, 但受益于费用管控较好, 净利率均实现正增长, 分别同比上升 0.54/1.64pct。拆分来看:

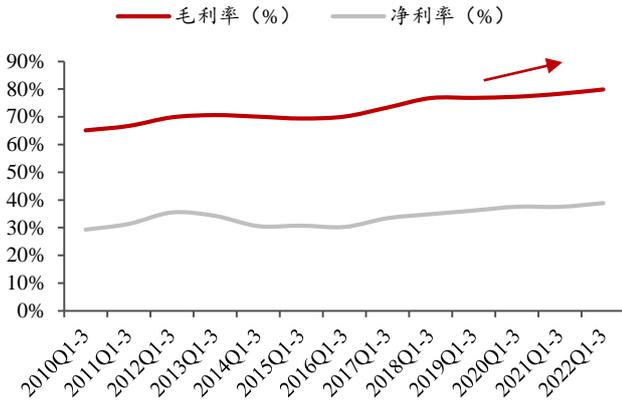
①酒企 22Q1-3 毛利率分别同比变动: 三四线酒 (+4.52 个百分点, 注: 三四线酒毛利率变动最大主因顺鑫农业、金种子酒、天佑德酒低基数下实现毛利率高增) > 高端酒 (+0.82 个百分点) > 次高端酒 (+0.60 个百分点) > 区域龙头酒 (+0.11 个百分点);

②酒企 22Q1-3 净利率分别同比变动: 次高端酒 (+2.19 个百分点) > 区域龙头酒 (+0.92 个百分点) > 高端酒 (+0.82 个百分点) > 三四线酒 (-0.62 个百分点)。

③酒企 22Q3 毛利率分别同比变动: 三四线酒 (+2.35 个百分点, 注: 三四线酒毛利率变动最大主因顺鑫农业低基数下实现毛利率高增) > 次高端酒 (+1.05 个百分点) > 高端酒 (-0.27 个百分点) > 区域龙头酒 (-0.76 个百分点);

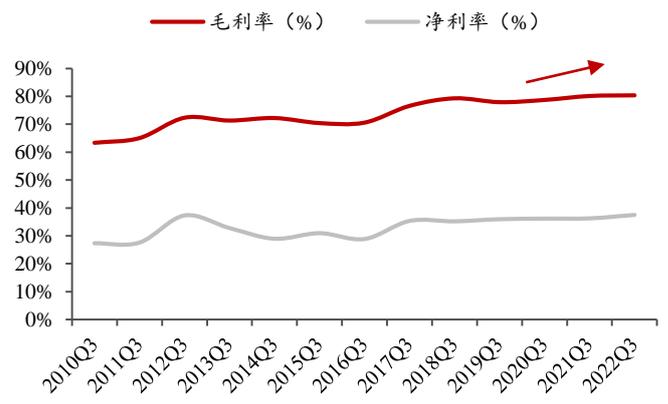
④酒企 22Q3 净利率分别同比变动: 次高端酒 (+3.52 个百分点) > 区域龙头酒 (+1.64 个百分点) > 高端酒 (+0.54 个百分点) > 三四线酒 (-0.08 个百分点)。

图9: 22Q1-3 白酒行业毛利率及净利率情况



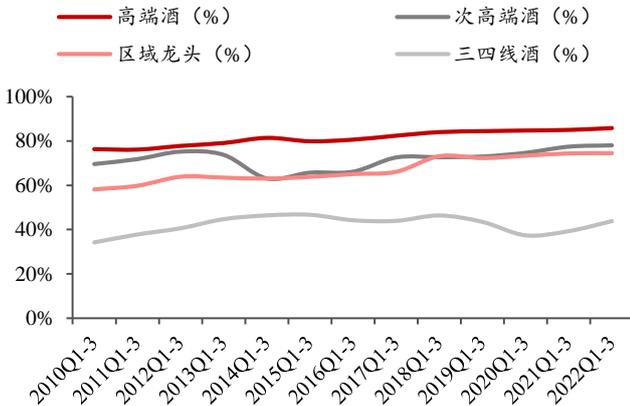
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图10: 22Q3 白酒行业毛利率及净利率情况



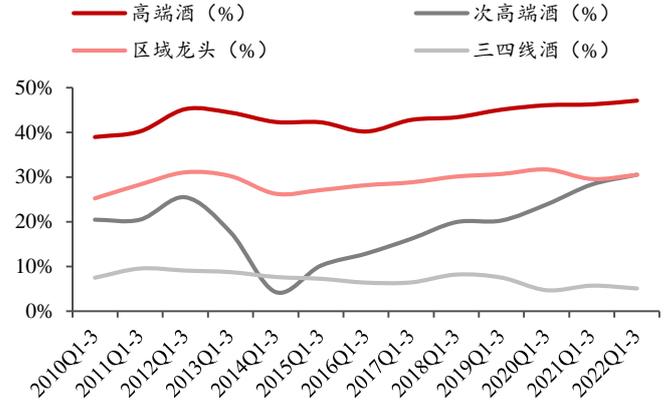
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 22Q1-3 各类型酒企毛利率情况



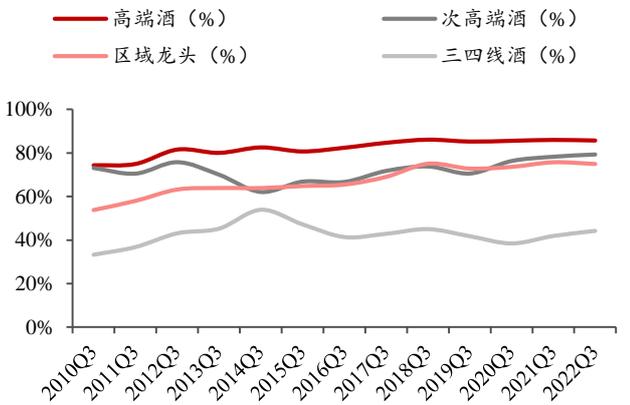
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 22Q1-3 各类型酒企净利率情况



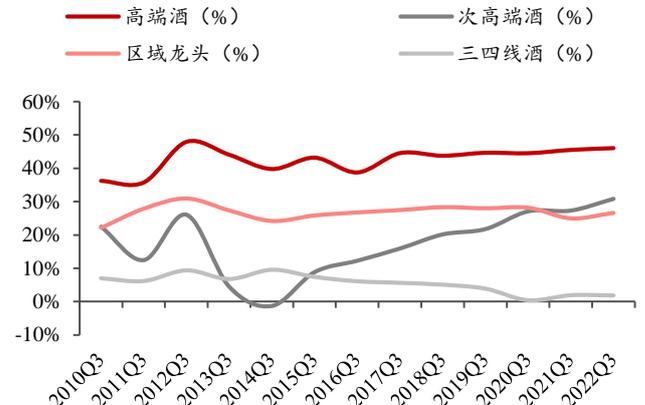
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 22Q3 各类型酒企毛利率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 22Q3 各类型酒企净利率情况



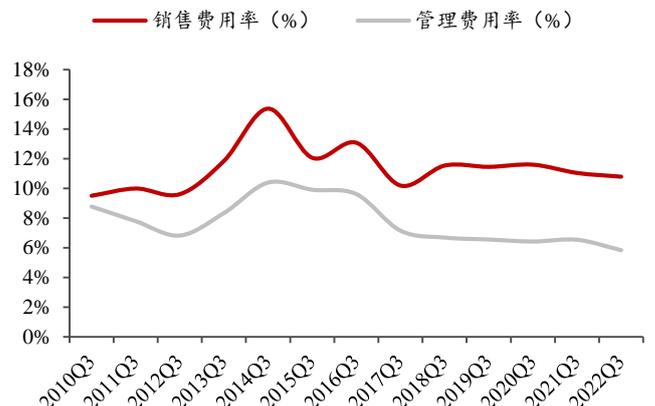
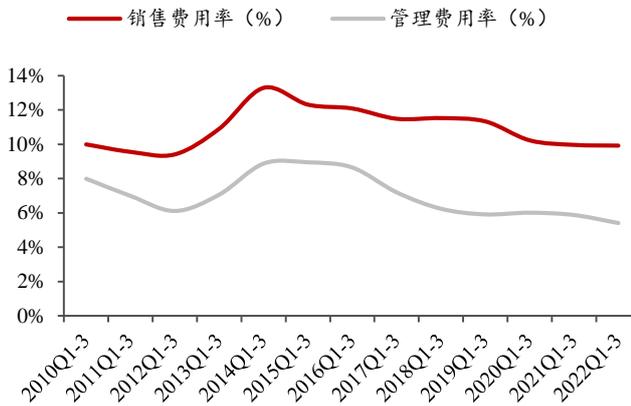
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

22Q3 酒企费用改革进行时, 销售费用率普遍提升以抢抓潜在回补动销, 管理费用普遍下降体现强经营控制力。疫情影响下, 主要酒企今年大多实行了费用改革, 即: 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，实现市占率的提升（因此具备强实力的品牌酒企在疫后将更具市场竞争力）。在费用改革下，22Q3 白酒行业销售费用率同比下降 0.25 个百分点至 10.79%，其中金种子酒、天佑德酒、舍得酒业等 10 家酒企销售费用率均有所提升；管理费用率方面来看，酒企主动加强管理叠加规模效应摊薄费用使得过半数酒企管理费用率较同期实现下降，其中古井贡酒、山西汾酒等酒企管理费用率降幅最大。

图15: 22Q1-3 销售及管理费用率同比变动-0.04、-0.47 个百分点

图16: 22Q3 销售及管理费用率同比变动-0.25、-0.70 个百分点



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表5: 22Q1-3 在销售/管理费用率双降背景下, 主要酒企毛利率实现同比提升

	22Q1-3 毛利	同比		22Q1-3 销售费	同比		22Q1-3 管理	同比			
	率 (%)	变动		用率 (%)	变动		费用率 (%)	变动			
1	顺鑫农业	30.82%	3.96%	1	顺鑫农业	8.46%	2.44%	1	顺鑫农业	7.20%	1.57%
2	金种子酒	29.74%	3.05%	2	金种子酒	26.24%	2.03%	2	伊力特	4.88%	1.40%
3	今世缘	74.52%	1.74%	3	今世缘	14.29%	1.78%	3	天佑德酒	13.97%	1.12%
4	山西汾酒	76.52%	1.16%	4	伊力特	8.57%	1.41%	4	舍得酒业	12.23%	0.92%
5	五粮液	75.97%	0.71%	5	水井坊	24.42%	1.36%	5	金徽酒	13.49%	0.70%
6	贵州茅台	91.87%	0.68%	6	舍得酒业	17.81%	0.96%	6	水井坊	7.61%	0.65%
7	泸州老窖	86.78%	0.48%	7	天佑德酒	22.92%	0.32%	7	泸州老窖	5.53%	0.14%
8	古井贡酒	76.40%	0.36%	8	贵州茅台	2.68%	0.18%	8	口子窖	5.46%	0.11%
9	天佑德酒	64.03%	0.27%	9	口子窖	13.82%	0.17%	9	今世缘	3.31%	-0.02%
10	舍得酒业	78.34%	0.24%	10	酒鬼酒	24.35%	0.00%	10	金种子酒	13.15%	-0.12%
11	迎驾贡酒	68.56%	0.09%	11	五粮液	10.54%	-0.32%	11	老白干酒	9.18%	-0.26%
12	老白干酒	67.79%	0.02%	12	金徽酒	17.73%	-0.34%	12	五粮液	4.29%	-0.29%
13	酒鬼酒	79.82%	-0.07%	13	古井贡酒	28.39%	-0.35%	13	洋河股份	6.56%	-0.40%
14	口子窖	74.43%	-0.15%	14	洋河股份	9.60%	-0.44%	14	山西汾酒	3.82%	-0.69%
15	洋河股份	74.54%	-0.39%	15	迎驾贡酒	9.12%	-0.76%	15	迎驾贡酒	4.69%	-0.69%
16	水井坊	84.65%	-0.46%	16	老白干酒	30.69%	-1.58%	16	贵州茅台	6.33%	-0.75%
17	金徽酒	62.58%	-3.59%	17	泸州老窖	11.48%	-2.24%	17	酒鬼酒	3.64%	-0.83%
18	伊力特	45.57%	-7.37%	18	山西汾酒	13.79%	-2.34%	18	古井贡酒	6.08%	-1.65%
	白酒行业	79.83%	1.55%		白酒行业	9.92%	-0.04%		白酒行业	5.42%	-0.47%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表6: 22Q3 在销售/管理费用率双降背景下, 主要酒企毛利率实现同比提升

	22Q3 毛利率 (%)	同比变动		22Q3 销售费用率 (%)	同比变动		22Q3 管理费用率 (%)	同比变动			
1	顺鑫农业	30.49%	5.89%	1	金种子酒	36.67%	9.17%	1	伊力特	11.90%	8.21%
2	酒鬼酒	81.73%	2.48%	2	天佑德酒	35.94%	5.85%	2	金徽酒	22.76%	6.27%
3	舍得酒业	78.65%	1.90%	3	舍得酒业	8.54%	2.51%	3	舍得酒业	15.07%	1.68%
4	山西汾酒	77.91%	1.72%	4	洋河股份	16.39%	1.66%	4	金种子酒	16.15%	1.59%
5	今世缘	79.61%	1.13%	5	金徽酒	19.98%	1.57%	5	天佑德酒	17.21%	1.04%
6	泸州老窖	88.49%	0.98%	6	酒鬼酒	11.41%	1.32%	6	酒鬼酒	5.44%	0.55%
7	贵州茅台	91.42%	0.58%	7	顺鑫农业	23.32%	0.91%	7	洋河股份	7.58%	0.43%
8	洋河股份	76.03%	-0.12%	8	老白干酒	2.96%	0.56%	8	顺鑫农业	9.31%	0.34%
9	老白干酒	67.22%	-0.78%	9	水井坊	13.95%	0.48%	9	泸州老窖	6.00%	0.09%
10	水井坊	84.44%	-1.32%	10	古井贡酒	13.27%	0.27%	10	老白干酒	8.92%	0.08%
11	口子窖	72.80%	-1.50%	11	迎驾贡酒	12.12%	-0.15%	11	口子窖	4.55%	-0.12%
12	古井贡酒	73.72%	-1.53%	12	伊力特	27.34%	-0.93%	12	今世缘	4.34%	-0.15%
13	伊力特	41.02%	-2.47%	13	五粮液	8.73%	-2.04%	13	五粮液	4.53%	-0.62%
14	五粮液	73.29%	-2.83%	14	口子窖	13.62%	-2.10%	14	水井坊	3.76%	-0.75%
15	迎驾贡酒	69.10%	-4.27%	15	今世缘	26.48%	-2.49%	15	贵州茅台	6.56%	-0.83%
16	天佑德酒	58.89%	-5.84%	16	泸州老窖	11.45%	-2.77%	16	迎驾贡酒	4.20%	-1.18%
17	金徽酒	60.59%	-6.89%	17	贵州茅台	18.63%	-2.78%	17	山西汾酒	4.61%	-1.20%
18	金种子酒	19.85%	-9.07%	18	山西汾酒	27.00%	-4.14%	18	古井贡酒	5.02%	-4.44%
白酒行业		80.31%	0.24%	白酒行业		10.79%	-0.25%	白酒行业		5.83%	-0.70%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

具体盈利情况来看——高端酒盈利端表现依旧强劲, 优质区域酒盈利端表现稳定。

一、高端酒: 结构稳步提升+费用率管控得当+预收提升=盈利能力稳步提升&为后续发展蓄力。贵州茅台在飞天茅台不提价基础上依旧实现 15%+利润增速, 显示强盈利能力; 五粮液改革持续进行中, 五粮液产品收入占比提升的同时系列酒吨价提升显著贡献利润; 泸州老窖中档酒表现亮眼的同时低档酒吨价提升显著, 22Q3 利润表现超预期。

1) 贵州茅台: 22Q3 利润端符合预期, 业绩具备强成长性及业绩确定性。①结构持续升级: 22Q3 公司归母净利润 146.06(+15.81%), 主因: 高毛利的直销占比较去年同比提升 16.92 个百分点至 37.21%+系列酒提价红利释放(22 年 1 月公司对金王子、王子酱香系列经典等 6 款产品提价 10-15%, 总体价增预计贡献 8-10 个点)+茅台酒推出高价位珍品茅台等新品以增厚全年业绩。②费用率下降: 受益于结构升级叠加期间费用率下降, 22Q3 毛利率/净利率同比变动+0.58/-0.83 个百分点至 91.42%/51.48%, 期间费用率同比变动-0.49 个百分点至 8.64%, 其中销售费用率、管理费用率分别同比变动+0.56/-0.83 个百分点至 2.96%/6.56%。

2) 五粮液: 22Q3 利润端超预期, 盈利能力具备起跳潜能。①结构持续升级: 22Q3 公司净利润 48.90 亿元(+18.50%), 公司利润增速高于收入增速显示结构稳步上移, 公司多措并举实现利润稳步提升, 其中 22Q3 五粮浓香公司加速向中高价位产品聚焦, 整体收入延续下降态势(量减价增)背景下, 盈利提升显著; ②费用率下降: 22Q3 毛利率/净利率分别同比变动-2.83/+1.74 个百分点至 73.29%/35.10%, 其中净利率表现优异原因之一为费用管控优秀: 22Q3 期间费用率-3.81 个百分点至 12.59%, 其中销售费用率/管理费用率费用率分别同比变动-2.77/-0.62 个百分点。

3) 泸州老窖: 22Q3 利润端略超预期, 双轮驱动势能持续释放。①中档酒占比提升: 22Q3 公司实现净利润 26.85 亿元 (+31.05%), 其中 22Q3 低度国窖 1573+特曲延续超预期增长(量价齐升, 增速或超>30%), 其中特曲已成为第二增长极(9 月末特曲 60 销售额已破 20 亿), 中高档酒收入占比有望提升至近 90%; 另外受益于头曲实现价格、配额、品牌等运营升级; 黑盖推出后市场反馈较好(锚定十四五百亿目标), 22Q3 系列酒吨价提升显著(价增为主), 毛利率持续提升。②费用率下降: 22Q3 毛利率、净利率分别同比变动+0.98/+3.77 个百分点至 88.49%/45.98%, 22Q3 公司期间费用率同比变动-2.33 个百分点至 18.21%, 其中销售费用率、管理费用率分别同比变动-2.10/+0.09 个百分点至 13.62%/6.00%。

二、次高端酒: 次高端酒盈利端表现亮眼主因预收释放下结构升级叠加费用管控良好推动净利率增长, 其中山西汾酒青花系列实现结构引领, 酒鬼酒、舍得酒业、水井坊等酒企产品结构稳中抬升, 具体来看——

1) 山西汾酒: 22Q3 利润端表现略超预期, 青花系列势能持续释放。①结构持续升级: 22Q3 公司实现净利润 20.96 亿元 (+56.96%), 青花依旧实现结构引领, 其中青花 30 复兴版/青 20 收入占比分别为 30-40%/50%, 青 20 增速表现亮眼, 且公司通过控盘运营模式/配额制实现控价以保证渠道价盘/利润稳定。②费用率小幅提升: 22Q3 毛利率/净利率分别同比变动+1.72/+4.58 个百分点至 77.91%/30.80%, 主因受益于结构提升+营业税金及附加占比同比下降-2.9 个百分点(Q1-3 同比+0.3 个百分点)。22Q3 销售费用率/管理费用率分别同比变动+1.66/-1.20 个百分点, 其中费用率略升主因公司加大渠道费用投入以维护价盘。

2) 酒鬼酒: 22Q3 利润端超预期, 产品结构表现稳定。①结构保持稳定: 22Q3 公司归母净利润 2.54 亿 (+21.12%), 其中季节性预收确认问题使得报表端产品结构抬升(22Q3 预收同比/环比变动-33.79%/-37.90%至 3.90 亿元, 22Q3 主确认了此前内参部分预收。②费用率提升: 22Q3 公司毛利率、净利率同比变动+2.48/+4.12 个百分点至 81.73%/26.77%; 22Q3 公司费用率下行 3.95 个百分点至 29.95%, 其中销售/管理费用率分别变动-2.49、+0.55 个百分点至 26.48%、5.44%, 公司的费用改革旨在结构/方向的调整。

3) 舍得酒业: 22Q3 利润端超预期, 潜能仍在释放途中。①结构持续升级: 22Q3 公司归母净利润 3.65 亿 (+55.66%), 其中受益于提价(9 月上调品味舍得开票价 20 元/瓶)+结构提升, 中高档酒收入占比同比提升 4.62 个百分点至 90.02%(收入同比提升 40.65%至 13.45 亿元), 低档酒收入下降 8.77%至 1.49 亿元。②费用率略降: Q3 期间费用率同比下降 1.17 个百分点至 33.26%, 其中销售费用率、管理费用率分别同比变动-2.78/+1.68 个百分点至 18.63%/15.07%。

4) 水井坊: 22Q3 利润符合预期, 高端引领次高端锚定未来确定性。①结构略提升: 22Q3 公司归母净利润 6.85 亿, 同比+9.98%。在 Q2 末高库存压力+Q3 疫情强压下, Q3 次高端贡献主要业绩, 占比超 80%/批价稳定在 315 元左右的臻酿八号继续引领规模增长, 4 月推出的升级版井台(定位 550 元价位带)亦表现稳定。②费用率下降: 22Q3 公司毛利率/净利率同比变动-1.32/+0.98 个百分点至 84.44%/40.26%, 毛利率略下降主因高端酒占比略下降; 净利率提升或主因: 费用管控增强, 22Q3 公司销售费用率/管理费用率分别同比变动+0.27/-1.06 个百分点至 13.27%/3.27%。

三、区域酒龙头: 受益于疫情影响小叠加本省经济表现向好, 苏酒龙头盈利端略超预期

徽酒——受益于受疫情影响小+省内经济发展向好消费升级趋势延续+中高档产品结构持续提升, 在预收提升显著下, 盈利端整体符合预期, 具体来看:

1) 古井贡酒: 22Q3 利润端符合预期, 经营呈现高质量发展。①结构持续提升: 22Q3 公司归母净利润 7.04 亿 (+19.27%), 受益于 200-500 元价位带加速扩容+Q3 宴席回补明显, 预

计 22Q3 古 8/古 16 业绩增速仍较古 20 快，全年古 16/古 20 增速有望达 40%/30-40%。②费用率下降：在销售费用率下降背景下，毛利率及净利率仍小幅回落（22Q3 毛利率、净利率分别变动-1.53/-0.08 个百分点至 73.72%/19.57%；22Q3 销售费用率、管理费用率分别同比变动-0.93/-4.44 个百分点至 27.34%/5.02%）。

2) 迎驾贡酒：22Q3 利润端表现符合预期，疫情影响下结构上行提速略低于 21Q3。①结构持续提升：22Q3 利润增速低于收入增速或主因：21Q3 公司利润基数较高导致利润增速表现放缓；22Q1-3 来看，洞藏系列占比持续提升&内部结构上行持续，但因 21Q3 结构提升速度加快，高基数下，22Q3 虽结构亦在上行，但提升速度不及 21Q3，从而影响利润端增速表现；毛利较高的直销（含团购）渠道收入占比下降 0.11 个百分点至 5.50%。②费用率下降：22Q3 公司毛利率、净利率同比变动-4.27/-2.64 个百分点至 69.10%/31.28%，考虑到 22Q3 费用率呈下降态势（期间费用率同比变动-3.10 个百分点至 12.91%，其中销售费用率、管理费用率分别同比变动-2.04/-1.18 个百分点至 8.73%/4.20%），盈利端下行或主因结构变化。

3) 口子窖：22Q3 净利润环比改善，营销改革仍在进行时。①结构稳定：22Q3 归母净利润 2.54 亿（-0.16%），22Q1-3 公司业绩受疫情叠加改革速度略不及预期等影响增速放缓，或主因高档酒占比下降，高档酒收入占比同比变动-0.21 个百分点至 95.98%。②费用率平稳：22Q3 公司毛利率、净利率同比变动-1.50/-1.85 个百分点至 72.80%/31.55%，盈利能力下降主因结构问题；期间费用率同比下降 0.28 个百分点至 16.57%，其中销售费用率、管理费用率分别同比变动-0.15/-0.12 个百分点至 12.12%/4.55%。

苏酒：结构持续提升+费用率稳定=盈利端稳中向好，其中洋河股份在梦系列势能持续释放、天之蓝以及海之蓝升级换代顺利下结构实现扣非利润端超预期提升；今世缘特 A 产品表现亮眼叠加四开等产品实现高双位数增长，利润端略超预期。

4) 洋河股份：22Q3 扣非利润略超预期，百日大会战力争开门红。①结构持续提升：22Q3 公司归母净利润 21.78 亿元（+40.45%）；扣非归母净利润 22.01 亿元（+30.83%），三季度梦 6+及水晶梦增速环比提升，同时天之蓝、海之蓝升级贡献盈利端；②费用率下降：22Q3 毛利率/净利率同比变动-0.12/+4.48pct 至 76.03%/28.76%，净利率提升主要系财务费用下降+公允价值变动收益减亏 2.44 亿，主因中银证券市值波动较去年同期收窄所致。22Q3 期间费用率同比变动-1.65pct 至 18.59%，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动+0.48/+0.02/-2.14pct 至 13.95%/7.17%/-2.53%，财务费用下降主要系定期存款和活期存款利息收入增加。

5) 今世缘：利润端略超预期，产品结构显著升级。①产品结构升级显著：当前 V3、四开、对开批价稳定，V 系有望保持 50%+高增，四开、对开等大单品仍有望维持 25%-30%+增速，四开品牌势能赋能下特 A 类仍有望维持 20%+增速。同时，当前淮安、南京等基地市场仍能维持 20%+较快增长，苏中市场已呈现强劲增长动能，淮海、苏南、省外潜力较大。②费用率提升：22Q3 毛利率、净利率同比变动+1.13/+0.23pct 至 79.61%/24.78%，毛利率提升显著主因产品结构升级；销售费用率、管理费用率分别同比变动+1.57/-0.15pct 至 19.98%/4.34%。

表7：22M9 五粮液、泸州老窖经营税金率同比提升幅度居前

	18M9 税金及附 加/营收	19M9 税金及附 加/营收	20M9 税金及附 加/营收	21M9 税金及附 加/营收	22M9 税金及附 加/营收	21M9-20M9 差值 (百分点)	22M9-21M9 差值 (百分点)
五粮液	15.04%	13.88%	13.66%	14.19%	14.06%	0.54%	1.70%
泸州老窖	11.44%	11.94%	10.65%	10.89%	9.04%	0.24%	1.57%
贵州茅台	14.29%	12.51%	13.53%	13.76%	15.19%	0.23%	1.43%
山西汾酒	18.40%	17.11%	14.48%	16.32%	16.57%	1.84%	1.22%

舍得酒业	15.15%	13.22%	13.77%	14.62%	15.05%	0.85%	0.98%
酒鬼酒	16.08%	16.36%	15.68%	15.01%	15.91%	-0.67%	0.94%
水井坊	13.95%	16.07%	15.90%	15.71%	16.50%	-0.20%	0.88%
古井贡酒	14.67%	14.74%	15.99%	15.07%	15.36%	-0.92%	0.54%
迎驾贡酒	15.62%	14.96%	14.90%	15.23%	14.58%	0.34%	0.20%
洋河股份	16.08%	13.32%	14.99%	16.61%	15.19%	1.62%	-0.09%
今世缘	15.25%	16.87%	17.10%	17.02%	16.37%	-0.08%	-0.51%
口子窖	15.83%	14.74%	15.15%	15.18%	15.17%	0.04%	-0.59%
老白干酒	15.42%	15.27%	15.47%	15.39%	16.15%	-0.08%	-0.89%
金种子酒	12.73%	10.10%	11.17%	11.16%	10.24%	-0.01%	-0.90%
伊力特	13.85%	13.81%	14.56%	16.54%	15.76%	1.98%	-0.91%
顺鑫农业	12.17%	10.70%	8.14%	9.27%	11.04%	1.13%	-1.00%
金徽酒	14.99%	13.83%	13.92%	13.39%	14.65%	-0.53%	-1.08%
天佑德酒	16.56%	16.30%	17.43%	15.95%	15.28%	-1.48%	-1.69%
白酒行业	14.94%	13.57%	13.69%	14.33%	14.72%	0.64%	0.39%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表8： 22Q3 古井贡酒、贵州茅台经营税金率同比提升幅度居前

	18Q3 税金及附 加/营收	19Q3 税金及附 加/营收	20Q3 税金及附 加/营收	21Q3 税金及附 加/营收	22Q3 税金及附 加/营收	21Q3-20Q3 差值 (百分点)	22Q3-21Q3 差值 (百分点)
古井贡酒	13.25%	15.33%	15.78%	14.62%	18.18%	-1.16%	3.55%
贵州茅台	16.31%	14.36%	15.92%	13.86%	16.24%	-2.05%	2.38%
金徽酒	13.90%	13.03%	13.83%	12.41%	14.70%	-1.42%	2.29%
口子窖	15.18%	14.48%	15.24%	14.90%	15.80%	-0.34%	0.90%
酒鬼酒	16.07%	16.16%	15.88%	15.05%	15.76%	-0.82%	0.71%
舍得酒业	10.43%	13.03%	14.88%	15.94%	16.13%	1.07%	0.19%
老白干酒	16.19%	14.59%	16.48%	15.59%	15.68%	-0.89%	0.09%
迎驾贡酒	15.15%	14.77%	15.08%	14.77%	14.78%	-0.32%	0.01%
水井坊	13.32%	15.35%	15.15%	15.81%	15.51%	0.67%	-0.30%
天佑德酒	16.11%	15.23%	16.19%	14.36%	13.84%	-1.83%	-0.52%
顺鑫农业	13.65%	12.71%	7.56%	8.59%	7.68%	1.03%	-0.91%
五粮液	17.53%	13.40%	14.05%	15.22%	14.13%	1.17%	-1.09%
金种子酒	11.62%	9.33%	10.71%	10.11%	8.79%	-0.60%	-1.32%
泸州老窖	11.93%	9.92%	14.02%	11.34%	9.17%	-2.68%	-2.17%
今世缘	23.54%	26.39%	22.49%	24.69%	22.30%	2.20%	-2.39%
洋河股份	19.51%	13.25%	13.17%	18.89%	16.20%	5.72%	-2.69%
山西汾酒	17.47%	19.00%	16.18%	19.91%	17.02%	3.73%	-2.88%
伊力特	15.97%	13.27%	12.40%	16.33%	13.44%	3.93%	-2.89%
白酒行业	16.70%	14.45%	15.02%	15.22%	15.44%	0.20%	0.21%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.4 预收分化趋势显著，“蓄力”型企业弹性潜力强

22Q3 酒企的收入/净利润/毛利率/净利率/费用率等财务指标能帮助我们复盘过去，但预收指标则可演绎未来，对我们预判 Q4 酒企业绩有指导意义。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。

22Q3 末白酒板块的预收环比/同比变动+9.07%/+9.92%，显现酒企后续仍具备较强后续潜在弹性空间。具体来看——

1) 环比实现正增长：22Q3 预收板块性环比提升显示板块仍以“蓄水”为主（应对不确定的未来），比如高端酒/区域酒板块（其中高端酒环比增长 20.0%），具体包括：五粮液/今世缘/贵州茅台/水井坊/迎驾贡酒/古井贡酒/洋河股份等 10 酒企均环比实现正增长（Q3 实现环比增长的酒企多在发货方面亦注重节奏控制），其中五粮液/今世缘/贵州茅台增长最显著。

2) 同比实现正增长：22Q3 行业预收同比正增长显示行业经营质量不断提升（高端/次高端/区域酒均实现正增长，其中区域龙头同比增长 34.2%），其中 10 家酒企均实现同比正增长，金徽酒/今世缘/古井贡酒增长最显著。

3) 22Q3 收入/预收超 100%：显示其拥有实力雄厚的蓄水池，厂商话语权强，经营实力强，比如：老白干酒/古井贡酒/洋河股份等。

表9： 22Q3 酒企预收同比/环比情况一览（单位：亿元）

排序	酒企	22Q3		22Q3		22Q3 预收/收入
		收入 (亿元)	预收 (亿元)	环比变动 (%)	同比变动 (%)	
1	老白干酒	14.3	22.41	16.47%	13.86%	156.72%
2	古井贡酒	37.63	54.42	7.61%	50.35%	144.61%
3	洋河股份	75.75	84.43	3.49%	25.88%	111.45%
4	金徽酒	3.36	3.12	-4.55%	61.64%	92.87%
5	今世缘	18.7	15.51	34.97%	59.40%	82.93%
6	山西汾酒	68.1	50.12	-3.02%	16.09%	73.60%
7	顺鑫农业	25.87	18.19	-15.23%	-43.07%	70.30%
8	水井坊	16.97	10.02	14.76%	11.05%	59.06%
9	金种子酒	2.13	1.06	12.38%	-20.24%	49.69%
10	贵州茅台	295.43	132.65	22.43%	29.26%	44.90%
11	伊力特	1.73	0.75	-19.72%	35.16%	43.37%
12	酒鬼酒	9.49	3.90	-37.90%	-33.82%	41.10%
13	泸州老窖	58.6	21.48	-18.42%	-0.26%	36.65%
14	迎驾贡酒	13.63	4.56	12.38%	10.14%	33.49%
15	舍得酒业	15.91	4.32	-12.80%	-55.22%	27.16%
16	口子窖	14.65	3.96	-4.39%	-5.93%	27.02%
17	天佑德酒	1.95	0.49	10.26%	-13.33%	24.99%
18	五粮液	145.57	32.84	55.09%	-38.13%	22.56%
高端酒		499.6	186.97	19.97%	5.49%	37.42%
次高端酒		110.47	68.36	-4.58%	0.92%	61.88%
区域龙头		160.36	162.87	7.27%	34.22%	101.57%
三四线酒		49.34	46.01	-0.58%	-17.84%	93.26%
白酒行业		819.77	464.22	9.07%	9.92%	56.63%

资料来源：Wind，浙商证券研究所，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，面对疫情影响，22Q3 白酒板块现金回款环比上升 13.02%，同比提升 12.17%至 936.80 亿元，其中金种子酒、今世缘、金徽酒、五粮液、水井坊、贵州茅台等酒企现金回款同比提升，酒企分化明显。

表10: 22Q3 酒企现金回款同比/环比情况一览

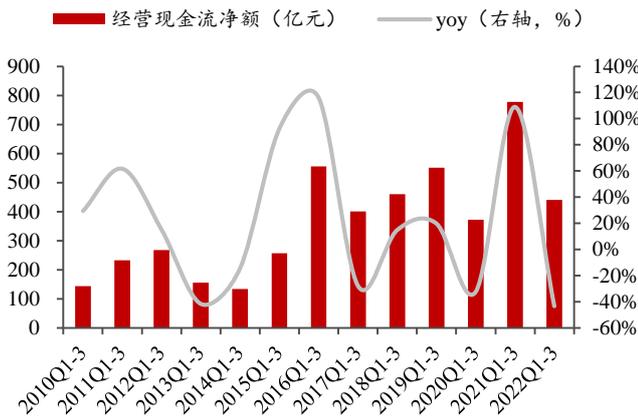
排序	酒企	22Q3		22Q3		22Q2 回款/收入
		收入 (亿元)	回款 (亿元)	环比变动 (%)	同比变动 (%)	
1	金种子酒	2.13	3.95	43.30%	163.87%	185.45%
2	今世缘	18.70	29.90	70.27%	52.68%	159.93%
3	金徽酒	3.36	4.16	9.50%	-16.48%	123.88%
4	五粮液	145.57	175.90	-0.61%	10.77%	120.83%
5	水井坊	16.97	20.21	171.85%	0.30%	119.10%
6	贵州茅台	295.43	348.71	17.53%	19.58%	118.03%
7	天佑德酒	1.95	2.28	15.73%	-20.54%	116.80%
8	迎驾贡酒	13.63	15.62	61.08%	29.62%	114.62%
9	老白干酒	14.30	16.35	79.59%	-0.13%	114.37%
10	山西汾酒	68.10	77.82	33.64%	5.09%	114.26%
11	洋河股份	75.75	86.50	76.68%	7.71%	114.20%
12	舍得酒业	15.91	17.51	34.01%	1.58%	110.02%
13	顺鑫农业	25.87	28.39	-25.52%	-6.25%	109.71%
14	伊力特	1.73	1.76	-66.22%	-26.15%	101.62%
15	古井贡酒	37.63	34.56	-20.90%	-10.07%	91.86%
16	酒鬼酒	9.49	8.70	-12.76%	21.82%	91.71%
17	泸州老窖	58.60	52.83	-30.38%	20.13%	90.15%
18	口子窖	14.65	11.65	19.05%	-13.20%	79.56%
	高端酒	499.61	577.44	5.07%	16.80%	115.58%
	次高端酒	110.48	124.24	40.06%	4.78%	112.46%
	区域龙头	160.34	178.24	37.43%	8.81%	111.16%
	三四线酒	49.34	56.88	-6.67%	-2.56%	115.29%
	白酒行业	819.77	936.80	13.02%	12.17%	114.28%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5 疫情影响下经营性现金流增速放缓，高端酒韧性强

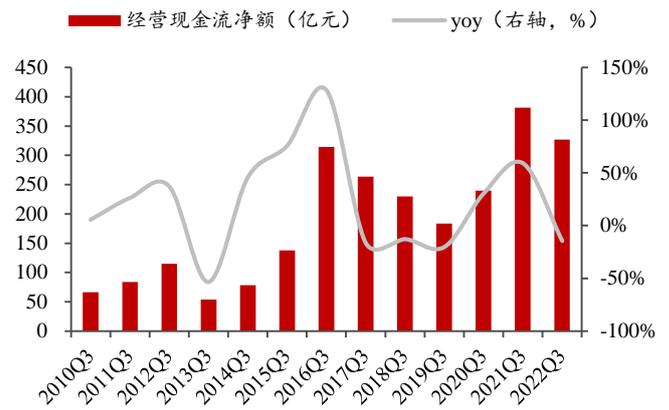
疫情下酒企经营性现金流普遍下降，高端酒韧性强。22Q3 酒企经营性现金流净额同比下降 14.34%至 326.74 亿元，其中有 4 家酒企经营性现金流为负，酒鬼酒、今世缘、泸州老窖实现较大正增长（今世缘表现优异系本期销售商品、提供劳务收到的现金增加所致）。

图17: 22Q1-3 白酒行业经营性现金流净额同比下降 43.39%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 22Q3 白酒行业经营性现金流净额同比下降 14.34%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表11: 22Q1-3 及 22Q3 酒企经营性现金流情况一览

21Q1-3 经营性				22Q1-3 经营					
		现金流净额	性现金流净			现金流净额	性现金流净		
		(亿元)	额 (亿元)			(亿元)	额 (亿元)		
		同比增速				同比增速			
		(%)				(%)			
1	金徽酒	-0.76	0.37	148.31%	1	酒鬼酒	0.8232	2.5721	212.47%
2	泸州老窖	39.56	63.12	59.56%	2	今世缘	7.0998	13.4646	89.65%
3	顺鑫农业	-12.18	-7.01	42.45%	3	泸州老窖	12.1782	22.3533	83.55%
4	山西汾酒	61.24	81.41	32.94%	4	迎驾贡酒	4.1792	6.5095	55.76%
5	古井贡酒	39.53	50.63	28.08%	5	五粮液	66.9041	88.9840	33.00%
6	迎驾贡酒	6.64	8.34	25.75%	6	金徽酒	-1.6110	-1.3682	15.07%
7	今世缘	18.71	22.00	17.59%	7	洋河股份	33.8081	34.9775	3.46%
8	水井坊	14.45	11.09	-23.25%	8	老白干酒	5.9679	5.6783	-4.85%
9	酒鬼酒	7.62	5.58	-26.75%	9	水井坊	11.6669	11.0744	-5.08%
10	五粮液	153.98	107.85	-29.95%	10	山西汾酒	39.6470	34.5868	-12.76%
11	老白干酒	11.03	7.45	-32.48%	11	舍得酒业	7.4527	6.4590	-13.33%
12	舍得酒业	16.17	10.57	-34.64%	12	金种子酒	-1.1642	-1.4886	-27.86%
13	金种子酒	-3.14	-4.51	-43.88%	13	口子窖	5.2371	3.4796	-33.56%
14	贵州茅台	367.52	94.05	-74.41%	14	贵州茅台	150.3283	94.1650	-37.36%
15	口子窖	2.70	0.51	-81.17%	15	古井贡酒	36.8871	8.7149	-76.37%
16	天佑德酒	0.99	0.03	-96.99%	16	天佑德酒	0.1632	0.0116	-92.86%
17	伊力特	-0.67	-1.42	-112.95%	17	伊力特	-0.6121	-1.5363	-150.99%
18	洋河股份	54.74	-9.56	-117.46%	18	顺鑫农业	2.5042	-1.8955	-175.69%
白酒行业		778.13	440.50	-43.39%	381.36		326.74	-14.34%	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表12: 22Q1-3 及 22Q3 酒企样本公司业绩全景一览

档次	证券简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率		净利率	
		2022Q1-3	YOY(%)	2022Q3	YOY(%)	2022Q1-3	YOY(%)	2022Q3	YOY(%)	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3
高端酒	贵州茅台	871.60	16.77%	295.43	15.61%	444.00	19.14%	146.06	15.81%	91.87%	91.42%	53.14%	51.48%
	五粮液	557.80	12.19%	145.57	12.24%	199.89	15.36%	48.90	18.50%	75.97%	73.29%	37.58%	35.10%
	泸州老窖	175.25	24.20%	58.60	22.28%	82.17	30.94%	26.85	31.05%	86.78%	88.49%	47.19%	45.98%
次高端二线名酒	山西汾酒	221.44	28.32%	68.10	32.54%	71.08	45.70%	20.96	56.96%	76.52%	77.91%	32.30%	30.80%
	舍得酒业	46.17	28.00%	15.91	30.91%	12.00	23.76%	3.65	55.66%	78.34%	78.65%	26.26%	23.13%
	酒鬼酒	34.86	32.05%	9.49	2.47%	9.72	34.98%	2.54	21.12%	79.82%	81.73%	27.88%	26.77%
	水井坊	37.71	10.15%	16.97	6.99%	10.55	5.46%	6.85	9.98%	84.65%	84.44%	27.98%	40.38%
区域龙头酒	洋河股份	264.83	20.69%	75.75	18.37%	90.72	25.78%	21.78	40.45%	74.54%	76.03%	34.28%	28.76%
	古井贡酒	127.65	26.35%	37.63	21.58%	26.23	33.20%	7.04	19.27%	76.40%	73.72%	21.22%	19.57%
	今世缘	65.16	22.19%	18.70	26.15%	20.81	22.53%	4.63	27.32%	74.52%	79.61%	31.94%	24.78%
	口子窖	37.62	3.67%	14.65	5.69%	12.02	4.47%	4.62	-0.16%	74.43%	72.80%	31.94%	31.55%
	迎驾贡酒	38.92	21.42%	13.63	23.39%	12.03	24.92%	4.24	13.30%	68.56%	69.10%	31.07%	31.28%
区域三四线酒	顺鑫农业	91.06	-21.57%	25.87	6.94%	0.28	-92.58%	-0.12	88.08%	30.82%	30.49%	0.12%	-0.66%
	金徽酒	15.61	16.42%	3.36	-9.12%	2.14	-12.08%	0.02	-96.68%	62.58%	60.59%	13.68%	0.47%
	老白干酒	34.55	24.78%	14.30	27.93%	5.33	113.83%	1.71	36.56%	67.79%	67.22%	15.44%	11.94%
	伊力特	13.07	-10.77%	1.73	-60.04%	1.40	-47.57%	0.11	-79.18%	45.57%	41.02%	11.29%	7.74%
	金种子酒	8.15	0.99%	2.13	-18.59%	-1.36	5.95%	-0.81	-73.21%	29.74%	19.85%	-16.50%	-37.72%
	天佑德酒	7.90	-5.14%	1.95	-23.25%	1.00	16.93%	0.00	-96.67%	64.03%	58.89%	12.45%	-0.01%
白酒行业		2,649.34	15.99%	819.77	16.29%	1,000.01	21.21%	299.04	21.44%	79.83%	80.31%	38.91%	37.54%

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: 22Q3 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 个月左右, 经营状态健康。22Q3 酒企仍将控量挺价作为工作重心, 部分酒企阶段性的进行全国/区域性停货, 因此在中秋国庆密集发货后, 库存多位居 2 个月内, 批价稳定, 多家酒企渠道有提价/价盘继续上移预期, 酒企经营表现健康&具潜力。

表13: 22Q3 补货后, 主要酒企库存仍处于 2 个月左右健康水平

酒企	<0.5 个月库存	0.5-1 个月库存	1-1.5 个月库存	1.5-2 个月库存	>2 个月库存
贵州茅台					
五粮液					
泸州老窖					
山西汾酒					
舍得酒业					
酒鬼酒					
水井坊					
洋河股份					
今世缘					
古井贡酒					
口子窖					
迎驾贡酒					

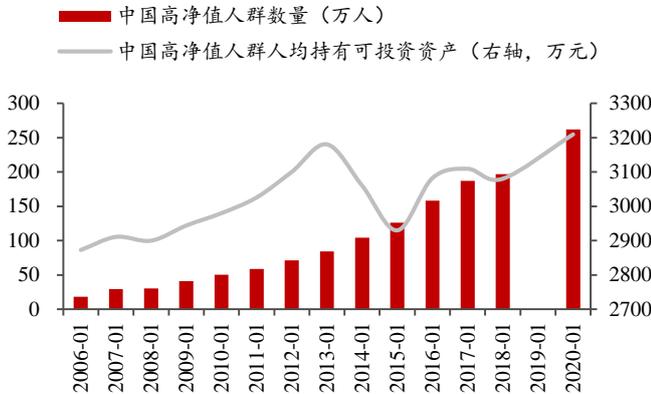
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2 关注点 2: 后疫情下价位带变化仍持续演绎, 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。据招商私人财富报告显示, 20 年高净值人群数量及人均可投资资产规模分别较 17/18 年增长 40.11%/3.22%、32.99%/4.19%; 据国家统计局数据显示, 22 年 6 月起社零数据当月同比由

负转正，9月社零总额当月同比实现+2.5%的正增长，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: 2015年以来高净值人群数量不断增长



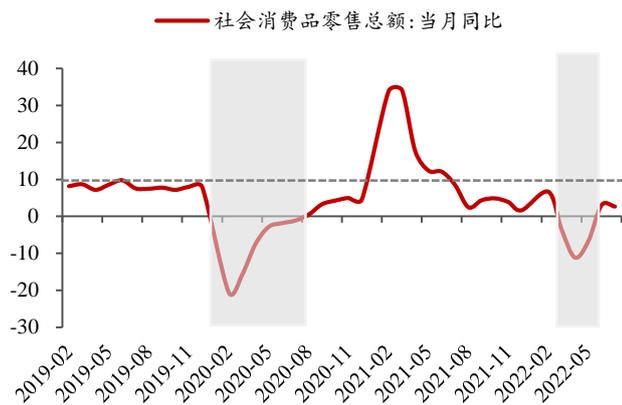
资料来源: 招商私人财富报告, 浙商证券研究所

图20: 城镇居民人均可支配收入基本保持持续正增长



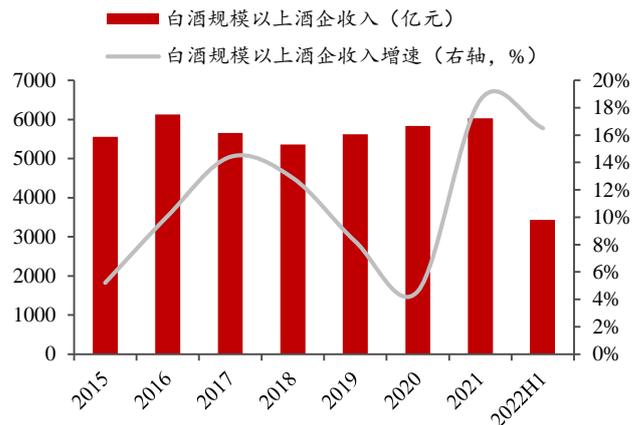
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图21: 2022年9月社零总额当月同比增长2.5%



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图22: 22H1白酒规模以上企业收入实现近17%的增长



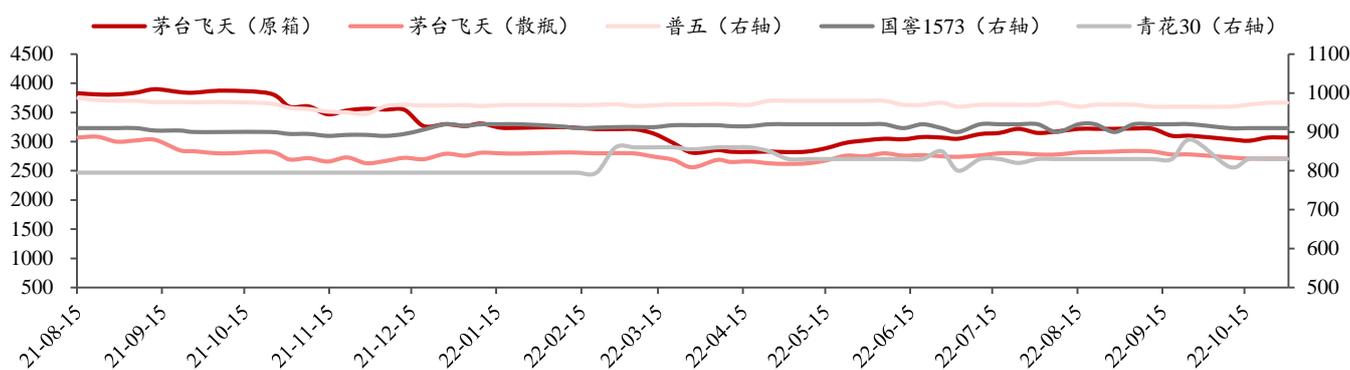
资料来源: 中国白酒协会, 浙商证券研究所

经济增速放缓下 22Q3 消费升级速度或有所放缓，多价位带呈现新特征。我们从 22Q3 白酒行业利润增速与收入增速剪刀差收窄、部分处于成长扩张期的新晋千元价位带产品（比如内参等）动销仍受影响明显等角度可看出，在经济增速放缓背景下，白酒行业消费升级速度略有放缓，且各价位带表现出不同新特点：

千元价位带来看：新经济发展常态下韧性尽显，千元价位发展节奏有所变化，亦将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，因此茅五泸即使面对疫情，动销亦整体保持旺盛，而近年新晋千元价位带产品则动销表现略弱。**次高端价位来看：**次高端价位带仍在扩容。22Q3 来看，1) 第一，从业绩端来看，在次高端产品结构持续升级下，22Q3 次高端价位带酒企利润增速普遍远超出收入增速；2) 第二，从产品结构上看，部分次高端酒价位带单品批价稳定下业绩增速同比提升，比如：①22Q3 舍得酒业中高档酒收入占比同比提升 4.62 个百分点至 90.02%；②青 30 复兴版批价当前稳定在 820-880/380 元左右，青花系列占比持续上行；④Q3 占比超 80%/批价稳定在 315 元左右的臻酿八号继续引领规模增长。我们认为次高端酒价位带仍在扩容叠加内部升级趋势延续，次高端酒价位带仍为增长最快的价位带

之一。3) 中高档价位带中，100-300 元成熟单品表现优异。今年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受益于 200-500 元价位带加速扩容+Q3 宴席回补明显，预计 22Q3 古 8/古 16 业绩增速仍较古 20 快；②22Q3 梦 6+及水晶梦增速环比提升；③特 A+类/特 A 类收入提升下占比分别为 69.83% (+1.45pct) /22.58% (-1.22pct)；④预计当前洞藏系列收入占比已从去年同期的 35%-40%逐步提升至 42-45%，其中洞 6/9 动销强劲等。

图23: 疫情期间茅五泸高端酒批价最坚挺，新晋千元产品批价稳定性较弱



资料来源: Wind, 酒业网, 浙商证券研究所, 数据截止 2022/10/30

表14: 次高端主要大单品规模/增速情况一览

公司	次高端大单品	价格(元)	2019年规模 (亿元)	2020年规模 (亿元)	2021年规模 (亿元)	2022Q1-3 规模/增速 (亿元)
泸州老窖	38度国窖	749	30	38	42	1573 整体 Q3 保持 20%+ 增长， 环比 Q2 有所提高
	窖龄 (30 年/60 年/90 年)	318/428/598	37	34		
洋河	海之蓝	140-150 (新版)		80	Q1 为 23	新版海之蓝 Q2 顺利铺市下 Q3 增速 环比下降，销售口径规模或破百亿 动销环比 Q2 提振，预计增速约 20%
	天之蓝	328	33	28		
	梦 3	388	34	32	125	
	梦 6	580	35	42		
舍得酒业	品味舍得	438	17	18	24	3
	智慧舍得	638				
今世缘	国缘对开	288	24	28	36	Q3 增速超 30%
	国缘四开	468				Q3 增速超 25%
水井坊	臻酿八号	360	28	27	40	预计 Q3 收入/利润增长 7%/10% 新井台上市进展落后于计划
	井台	519				
古井贡酒	古 5	195	24	26	9 (>15)	增速 20%+
	古 8	409				增速超 30%
	古 16	588				增速超 50%
	古 20	789				
山西汾酒	青花 20	438	27	35-37	67	Q3 预计青花系列收入增长 50%+
	青花 30	788				
酒鬼酒	酒鬼红坛	428	10	10	14	内参收入增速近 10%， 酒鬼系列 (含湘泉) 收入约持平
	酒鬼紫坛	538				

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所, 注: 标蓝为 400 元及以下价格带, 标橙为 600 元及以上价格带

高端酒在高毛利率/净利率基数上，22Q1-3 仍实现稳步提升（22Q1-3 毛利率、净利率差值为正）显示其强盈利能力；非高端酒中，22Q3 次高端酒显示较强盈利提升能力，净利率均实现同比提升，毛利率除水井坊外，酒鬼酒、舍得酒业、山西汾酒实现同比提升。

表15: 22Q3/22Q1-3 酒企收入/净利润/毛利率/净利率相较于 21Q3/21Q1-3 变动幅度情况一览

档次	证券简称	营业收入增速 (%)		归母净利润增速 (%)		毛利率差值		净利率差值	
		22Q3	22Q1-3	22Q3	22Q1-3	22Q3-21Q3	22M9-21M9	22Q3-21Q3	22M9-21M9
高端酒	贵州茅台	15.23%	16.52%	15.81%	19.14%	0.58%	0.68%	-0.83%	0.12%
	五粮液	12.24%	12.19%	18.50%	15.36%	-2.83%	0.71%	1.74%	1.03%
	泸州老窖	22.28%	24.20%	31.05%	30.94%	0.98%	0.48%	3.77%	2.61%
次高端二线名酒	山西汾酒	32.54%	28.32%	56.96%	45.70%	1.72%	1.16%	4.58%	3.75%
	舍得酒业	30.91%	28.00%	55.66%	23.76%	1.90%	0.24%	3.34%	-1.19%
	酒鬼酒	2.47%	32.05%	21.12%	34.98%	2.48%	-0.07%	4.12%	0.61%
	水井坊	6.99%	10.15%	9.98%	5.46%	-1.32%	-0.46%	1.10%	-1.24%
区域龙头酒	洋河股份	18.37%	20.69%	40.45%	25.78%	-0.12%	-0.39%	4.48%	1.38%
	古井贡酒	21.58%	26.35%	19.27%	33.20%	-1.53%	0.36%	-0.08%	1.14%
	今世缘	26.13%	22.18%	27.32%	22.53%	1.13%	1.74%	0.23%	0.09%
	口子窖	5.69%	3.67%	-0.16%	4.47%	-1.50%	-0.15%	-1.85%	0.24%
	迎驾贡酒	24.46%	22.38%	14.38%	25.05%	-4.27%	0.09%	-2.64%	0.73%
区域三四线酒	顺鑫农业	6.94%	21.57%	88.08%	92.58%	5.89%	3.96%	3.73%	-3.13%
	金徽酒	-9.12%	16.42%	96.68%	12.08%	-6.89%	-3.59%	-14.62%	-4.45%
	老白干酒	27.93%	24.78%	36.56%	13.83%	-0.78%	0.02%	0.76%	6.46%
	伊力特	-60.04%	10.77%	79.18%	47.57%	-2.47%	-7.37%	-4.60%	-7.20%
	金种子酒	-18.59%	0.99%	73.21%	-5.95%	-9.07%	3.05%	-20.06%	1.32%
	天佑德酒	23.25%	-5.14%	96.67%	16.93%	-5.84%	0.27%	-3.61%	2.57%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.3 关注点 3: 22Q3 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。据国家统计局数据, 上市公司收入/利润占规模以上酒企比从 16 年的 21.31% 提升至 22H1 的 53.24%, 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(22 年以来疫情下行业集中速度再次提升)。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 22Q3 继续延续。

表16: 22Q3 次高端酒收入、利润占比相较于 21Q3/20Q3/19Q3 显著提升

收入占比 (%)								
	2018Q1-3	2019Q1-3	2020Q1-3	2021Q1-3	2022Q1-3	2022M9-2021M9	2022M9-2020M9	2022M9-2019M9
高端酒	59.44%	60.84%	63.98%	61.04%	60.95%	-0.08%	-3.02%	0.11%
次高端酒	7.25%	7.92%	7.87%	11.67%	12.71%	1.05%	4.84%	4.80%
苏酒	15.34%	13.69%	11.95%	11.82%	12.33%	0.52%	0.38%	-1.35%
徽酒	7.89%	7.77%	6.72%	7.33%	7.63%	0.30%	0.91%	-0.14%
三四线酒	10.08%	9.78%	9.48%	8.16%	6.37%	-1.79%	-3.12%	-3.42%

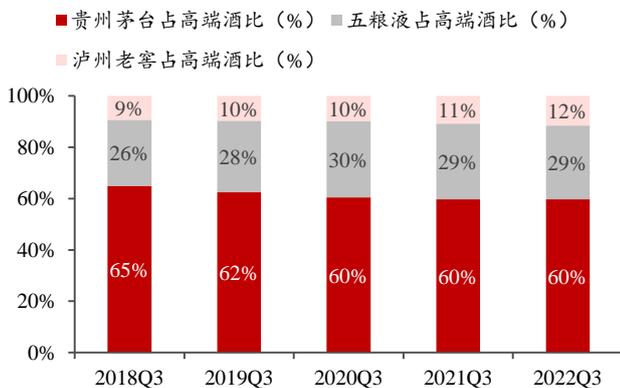
净利润占比 (%)								
	2018Q1-3	2019Q1-3	2020Q1-3	2021Q1-3	2022Q1-3	2022M9-2021M9	2022M9-2020M9	2022M9-2019M9
高端酒	71.91%	74.22%	76.99%	73.78%	72.61%	-1.17%	-4.38%	-1.61%
次高端酒	4.20%	4.48%	5.22%	9.17%	10.34%	1.16%	5.12%	5.86%
苏酒	15.69%	13.39%	12.30%	10.80%	11.15%	0.35%	-1.15%	-2.23%
徽酒	5.63%	5.77%	4.25%	4.95%	5.03%	0.08%	0.78%	-0.74%
三四线酒	2.57%	2.15%	1.24%	1.30%	0.88%	-0.42%	-0.36%	-1.27%

收入占比 (%)								
	2018Q3	2019Q3	2020Q3	2021Q3	2022Q3	2022Q3-2021Q3	2022Q3-2020Q3	2022Q3-2019Q3
高端酒	62.09%	64.57%	64.20%	61.87%	61.32%	-0.54%	-2.88%	-3.24%
次高端酒	7.12%	8.29%	9.33%	12.44%	13.35%	0.91%	4.02%	5.05%
苏酒	14.76%	11.12%	10.96%	11.06%	11.41%	0.35%	0.45%	0.29%
徽酒	7.62%	7.28%	7.34%	7.82%	7.96%	0.14%	0.62%	0.69%
三四线酒	8.41%	8.74%	8.18%	6.81%	5.96%	-0.85%	-2.22%	-2.78%

净利润占比 (%)								
	2018Q3	2019Q3	2020Q3	2021Q3	2022Q3	2022Q3-2021Q3	2022Q3-2020Q3	2022Q3-2019Q3
高端酒	75.22%	78.78%	77.73%	76.30%	74.18%	-2.12%	-3.55%	-4.61%
次高端酒	4.19%	5.08%	7.29%	9.76%	11.37%	1.61%	4.08%	6.29%
苏酒	13.69%	9.54%	9.79%	7.78%	8.83%	1.06%	-0.95%	-0.70%
徽酒	5.51%	5.60%	5.13%	5.78%	5.32%	-0.46%	0.19%	-0.29%
三四线酒	1.39%	1.00%	0.07%	0.39%	0.31%	-0.08%	0.23%	-0.70%

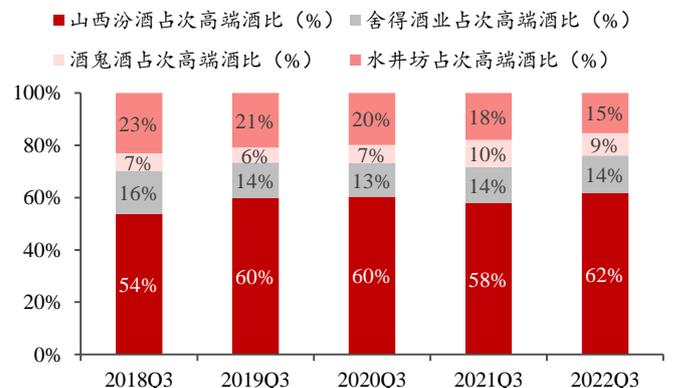
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 22Q3 泸州老窖占高端酒收入比提升



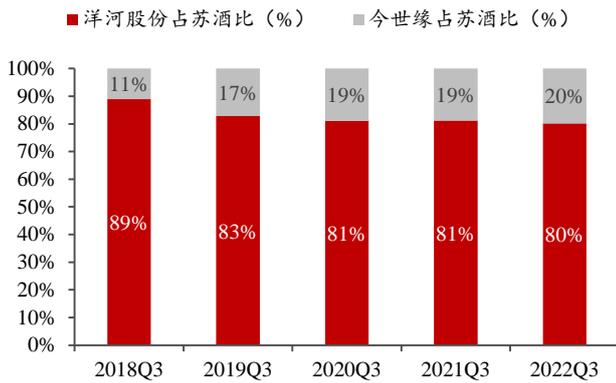
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图25: 22Q3 山西汾酒占次高端酒收入约 62%



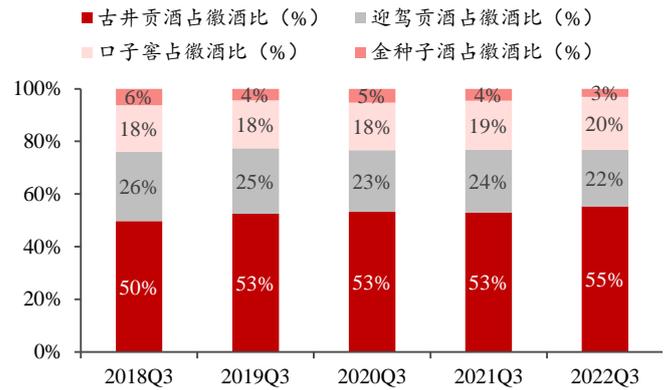
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 今世缘占苏酒比近年来稳定提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 22Q3 古井贡酒市占率提升显著, 一超多强格局稳定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.4 关注点 4: 后疫情下渠道稳扎稳打, 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, 渠道经营质量在疫情下趋于稳健发展。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: 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:

22Q3 山西汾酒合计经销商数量 3729 个 (同比增加 303 家/环比增加 81 家), 平均经销商规模同比提升 18.07%至 590.23 万元/家, 渠道质量表现优异; 市场方面, 公司持续深化“1357+10”市场布局, 受益于省内受疫情影响小叠加煤炭经济发展向好, 22Q3 省内/省外分别同比变动+34.14%/+31.52%, 省外收入占比下降 0.48 个百分点至 57.72%。在高渠道质量下, 预计河南/山东等成熟区域规模或可突破 30 亿, 华东/华南是今年重点市场 (其中广东/华东地区预计今年规模均超 10 亿), 陕西内蒙古仍为潜力市场。

舍得酒业主要收入来源于老基地市场/经销商显示渠道具备抗风险能力, 在公司价盘/库存稳定下, 公司持续拓展省外: ①Q3 公司经销商数量达到 2312 家 (环比下降 144 家), 平均经销商规模为 61.30 万元 (+27.43%), 环比大幅提升; ②省外地区表现亮眼, 22Q3 省内/省外分别实现收入 2.61 亿元 (+10.37%)/11.53 亿元 (+42.31%), 占比分别为 17.45% (-3.65%) /77.17% (+4.81%)。

酒鬼酒在“完善矩阵, 聚焦核心, 丰富文创”、“打造基地, 突破高地, 深度全国化”下, 次高端战略叠加香型差异化逻辑将持续演绎。

水井坊 22Q3 因基地市场疫情原因公司省内动销受影响, 但库存/价盘波动均保持在合理范围内 (有中转仓), 八大核心市场发展稳健。

2) 区域酒企: 疫情影响下省内收入占比提升, 渠道稳健发展:

苏酒: 普遍持续深耕省内, 省内收入占比增长。洋河股份省外高端化顺利推进: 当前梦之蓝省外占比仅 30%, 江西、浙江、山东、河南、东北等省外市场势能强劲。今世缘深耕省内, 22Q3 省内/省外分别实现收入 17.49 亿元 (+27.17%) /1.18 亿元 (+14.19%), 省内占比微增 0.67pct 至 93.67%。省内市场具体来看, 22Q3 淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海分别实现收入 4.70 亿元 (+35.93%) /3.91 亿元 (+19.75%) /2.81 亿元 (+21.08%) /2.27 亿元 (+49.42%) /2.07 亿元 (+18.02%) /1.74 亿元 (+20.43%), 淮安、苏中占比分别提升 1.79/1.88pct, 省内多地增长动能强劲。

徽酒：普遍 22Q3 省内收入占比的同时，经销商实现高质量发展。古井贡酒在省内疫情影响较省外主要市场小下，预计 22Q3 省内收入占比同比提升（省内/外占比约为 6:4），省外市场实现结构性快速扩张。按规划预计 10 亿级别省外市场将陆续呈现；逐步攻坚未过亿的薄弱省外市场，省外占比有望逐步提升至 50%。考虑到今年公司要求增加覆盖核心终端网点（已劣汰过一批），且 21 年底推出了平台公司入股分红机制以加强核心门店和古井的利益绑定，渠道回款积极性高，预计 Q3 经销商仍保持高质量发展。迎驾贡酒 22Q3 公司省内/省外分别实现收入 8.07 亿元（+31.44%）/4.78 亿元（+14.51%），其中省内收入占比提升 3.27 个百分点至 62.78%，省内收入提升主要驱动力来源于经销商的质/量均实现明显提升：1）量：22Q3 省内/外经销商数量分别为 673/665 家，分别环比变动+25/+22 家；2）质：省内/外平均经销商规模分别同比提升 25.58%/9.17%至 119.87/71.92 万元/家，省内经销商规模提升速度优于省外。22Q3 公司经销商数量达到 1338 家（环比增长 47 家），平均经销商规模为 96.04 万元（+18.90%），渠道延续高质量发展。

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。考虑到今年疫情呈现不定时多点爆发，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17：主要酒企省内收入占比及具体渠道/市场情况分析一览

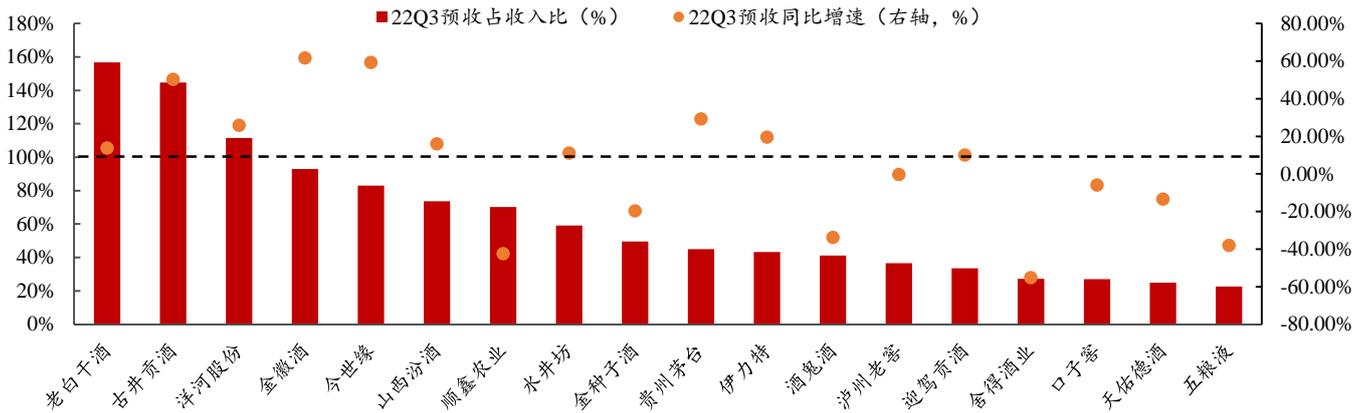
分类	酒企	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021-2018	2021H1	2022H1	2022H1-2021H1
全国化酒企	泸州老窖西南地区	47.99	38.18									
全国化酒企	汾酒省内	56.29	55.63	59.17	56.35	48.69	42.86	40.41	↓ -15.94	38.93	36.75	↓ -2.18
公司持续深化“1357+10”市场布局，受益于省内受疫情影响小叠加煤炭经济发展向好，22Q3省内/省外分别同比变动+34.14%/+31.52%，省外收入占比下降0.48个百分点至57.72%。在高渠道质量下，预计河南/山东等成熟区域规模或可突破30亿，华东/华南是今年重点市场（其中广东/华东地区预计今年规模均超10亿），陕西内蒙古仍为潜力市场。												
全国化酒企	酒鬼酒华中	46.49	70.70	58.46	60.19	58.03						
在“完善矩阵，聚焦核心，丰富文创”、“打造基地，突破高地，深度全国化”下，次高端战略叠加香型差异化逻辑将持续演绎。												
全国化酒企	舍得省内			22.61	22.93	24.25	25.70	25.80	↑ 2.87			
省外地区表现亮眼，22Q3省内/省外分别实现收入2.61亿元（+10.37%）/11.53亿元（+42.31%），占比分别为17.45%（-3.65%）/77.17%（+4.81%）。												
全国化酒企	水井坊省内	13.53	13.11	11.34	8.39	7.97	6.51			7.03		
22Q3因基地市场疫情原因公司省内动销受影响，但库存/价盘波动均保持在合理范围内（有中转仓），八大核心市场发展稳健。												
全国化酒企	洋河股份省内	58.91	53.55	51.36	48.06	44.54	45.31	45.58	↓ -2.48	46.48	45.51	↓ -0.97
省外高端化顺利推进：当前梦之蓝省外占比仅30%，江西、浙江、山东、河南、东北等省外市场势能强劲。												
区域性酒企	今世缘省内	93.50	93.50	93.83	93.99	93.2	93.1	92.58	↓ -1.41	92.27	92.88	↑ 0.61
22Q3省内/省外分别实现收入17.49亿元（+27.17%）/1.18亿元（+14.19%），省内占比微增0.67pct至93.67%。省内22Q3淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海分别实现收入4.70亿元（+35.93%）/3.91亿元（+19.75%）/2.81亿元（+21.08%）/2.27亿元（+49.42%）/2.07亿元（+18.02%）/1.74亿元（+20.43%），淮安、苏中占比分别提升1.79/1.88pct，省内多地增长动能强劲。												
区域性酒企	古井贡酒华中	84.43	87.85	89.98	90.57	89.54	87.60	85.24	↓ -5.33	85.98	87.51	↑ 1.53
在省内疫情影响较省外主要市场小下，预计22Q3省内收入占比同比提升（省内/外占比约为6:4），省外市场实现结构性快速扩张。按规划：预计10亿级别省外市场将陆续呈现；逐步攻坚未过亿的薄弱省外市场，省外占比有望逐步提升至50%。												
区域性酒企	迎驾贡酒省内	54.85	54.94	56.48	55.95	56.23	57.89	59.73	↑ 3.78	62.12	66.41	↑ 4.29
22Q3公司省内/省外分别实现收入8.07亿元（+31.44%）/4.78亿元（+14.51%），其中省内收入占比提升3.27个百分点至62.78%，主要驱动力来源于经销商的质/量均实现明显提升：1）量：省内/外经销商数量分别为673/665家，分别环比变动+25/+22家；2）质：省内/外平均经销商规模分别同比提升25.58%/9.17%至119.87/71.92万元/家，省内经销商规模提升速度优于省外。												
区域性酒企	口子窖省内	76.01	81.78	84.12	83.38	82.08	79.13	81.09	↓ -2.29	77.80	79.33	↑ 1.53
22Q3安徽省内、安徽省外收入分别为11.60/2.91亿元，同比变动+3.23%/+16.38%，其中省外收入占比提升速度快于省内，或因回款确认节奏（疫情影响下相较6月，7月省外回款发货加速）。												
区域性酒企	金徽酒省内		91.67	91.9	91.24	86.21	81.84	76.65	↓ -14.59	76.80	76.11	↓ -0.69
受疫情影响，22Q3甘肃东南部/兰州及周边/甘肃中部/甘肃西部分别实现收入1.05亿元（-4.45%）/0.70亿元（-21.65%）/0.13亿元（-51.60%）/0.27亿元（-33.98%），占比分别为31.91%（+1.71%）/21.35%（-3.29%）/4.03%（-3.50%）/8.13%（-3.01%），其他区域实现1.13亿元（18.08%），收入占比提升8.10个百分点至34.58%。												
区域性酒企	伊力特省内	69.70	73.90	73.71	70.30	73.98	66.75	73.06	↑ 2.76	75.77	81.93	↑ 6.16
区域性酒企	老白干酒省内				68.71	63.12	62.48	61.92	↓ -6.79		57.38	
全国化酒企	顺鑫农业华北	67.32	60.09	54.00	38.12	35.08	35.14	32.63	↓ -5.49	41.45	33.85	↓ -7.60

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

3.5 关注点 5: “蓄力”型酒企预收质量优, 赋予 22Q4 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 22Q4 蓄力。我们发现作为蓄水池的预收款 22Q3 表现分化, 其中五粮液、今世缘、贵州茅台、老白干酒、水井坊、迎驾贡酒、金种子酒、天佑德酒预收均实现环比超 10% 的增长; 伊力特、迎驾贡酒、洋河股份预收同比均实现超 50% 的增长; 老白干酒、古井贡酒、洋河股份预收占收入比起 100%。我们认为预收蓄水池较为充裕的酒企 22Q4 业绩弹性或更高。

图 28: 22Q3 酒企预收/收入比及预收同比增速情况一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 29: 22Q3 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

4.1 22Q3 业绩驱动力: 动销恢复为底层逻辑, 事件/业绩预期差助推

我们认为 22Q3 由于疫情反复, 市场对消费类赛道态度偏悲观, 落地到白酒板块来看, 在经济增速下行叠加行业进入弱景气周期背景下, 具备以下特性的标的均走出阶段性高弹性趋势——

1) 有基地市场&基地市场受疫情影响小(动销恢复情况): 22Q3 江苏、北京、湖南等区域整体受疫情影响较小, 酒企动销率先实现正增长, 因此今世缘、酒鬼酒等标的均阶段性表现优异, 与此同时, 在中秋国庆节前后, 市场亦较为关注酒企动销恢复情况;

2) 酒企自身事件催化: 22Q3 今世缘(调整股权激励计划)等酒企因自身战略方面有明显向好转变, 因此阶段性表现优异;

3) 22Q3 业绩预期差较大: 由于 22Q3 白酒板块业绩一致预期尚未形成, 因此舍得酒业(10月提出增产扩能项目后市场预期随着公司规模效应的显现业绩有望加速兑现)、老白干酒(股权激励落地后, 市场预期公司或将通过释放预收实现 22Q3 业绩高增)等均因为形成较为确定的高增而阶段性表现优异;

我们认为 22Q4 板块驱动力仍将: 以动销恢复和行业库存消化情况为底层投资逻辑, 22Q4 业绩预期差/酒企自身事件催化为重要驱动力。

表18: 22Q3 主要白酒大省受疫情影响时间轴一览

2019 年流通规模(亿元)	7月上	7月中	7月下	8月上	8月中	8月下	9月上	9月中	9月下	10月上	10月中	10月下	
河南	485	16	521	202	305	36	423	187	33	65	219	167	209
江苏	432	575	71	4	0	21	29	6	3	37	139	212	164
山东	390	274	130	358	137	13	59	684	178	65	98	148	610
安徽	320	1393	484	80	5	2	22	18	1	22	123	164	89
四川	296	3	67	153	17	28	619	799	800	208	380	339	377
广东	290	35	144	82	40	59	99	222	30	59	232	374	1303
北京	236	1	1	0	1	4	1	8	6	1	11	41	26
河北	188	0	0	0	36	34	231	88	42	35	109	109	191
湖南	184	0	1	1	5	5	8	2	4	9	110	216	575
浙江	166	11	1	2	521	255	15	13	5	20	106	121	52
甘肃	74	34	1374	2564	148	37	268	144	123	25	296	126	204
新疆	38	0	0	28	1025	3257	1118	300	209	128	1863	2286	1581

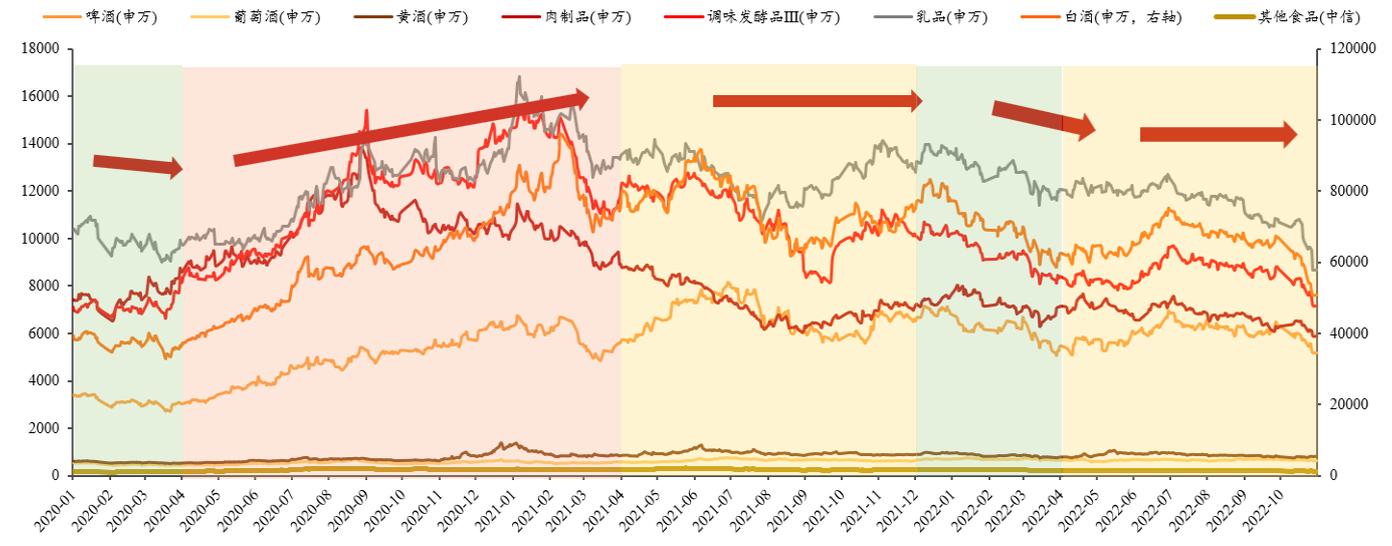
资料来源: 国家统计局, Wind, 浙商证券研究所, 注: 文内数字为确诊+无症状感染者人数, 颜色越深代表疫情严重

4.2 股价/估值复盘: 波动中蕴含机遇, 结构性行情为主线

当前板块基本面尚未有明显变化(积极向好, 批价稳定, 库存正常, 业绩仍具备强确定性); 对于此前我们多次提及的板块压制因素/催化剂来看, 近期或因板块性价比凸显, 板块情绪阶段性将有回升。当前板块压制因素: 资金面压力持续存在/情绪面压力, 包括: β 尚未有明显边际变化(受疫情影响不确定+短期消费数据压力+明年经济增速/消费表现不确定性等); 板块自身缺乏拐点性边际变化(担忧 10-12 月行业去库存情况, 担忧需下调 23Q1/23 盈利预测等)。

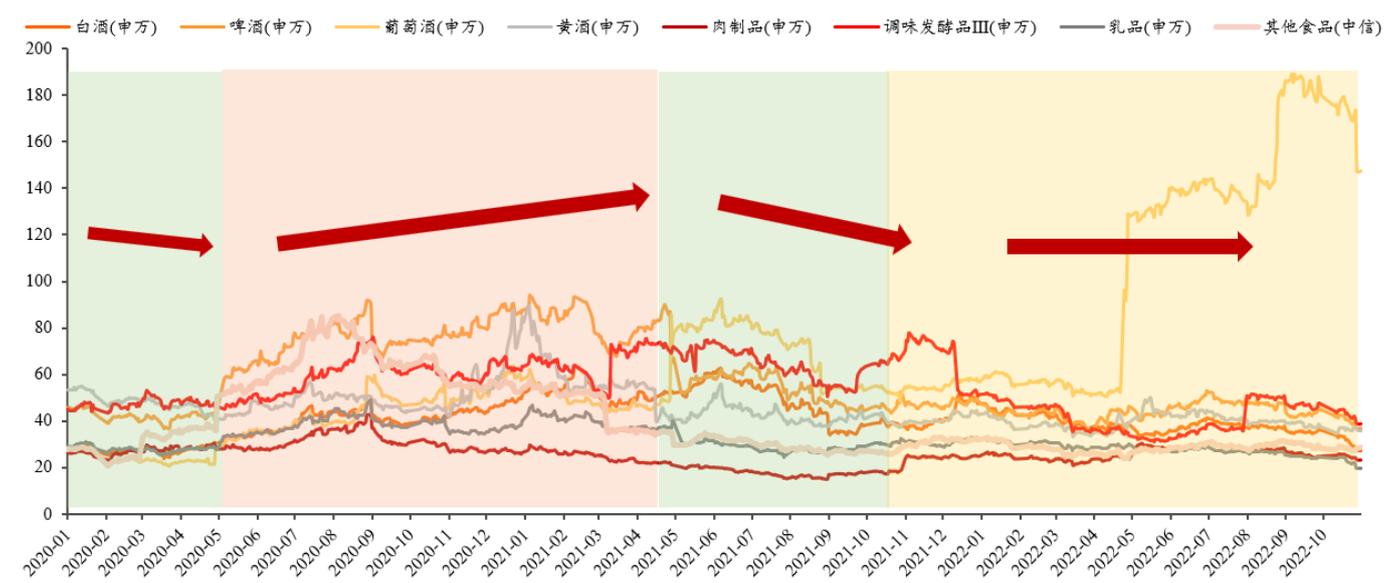
虽短期板块多层面承压, 我们仍保持乐观, 主因: 1) 以 19 年以来的 11-12 家白酒企业为样本趋势确定, 并明显优于其他消费品。2) 疾风知劲草, 行业集中化加剧在今年真正发生, 头部企业享受集中化红利和价位段红利, 决定了其健康可持续增长和明后年增速仍然确定。3) 22Q3 酒企业绩确定性强, 未来两月库存消化情况为观测 23Q1 业绩核心点。

图30: 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 2022 年 10 月 31 日

图31: 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 2022 年 10 月 31 日

5 投资建议

【中长期看——行业仍享受高端&次高端周期扩容红利，看好白酒板块中长期投资机会】

当前白酒行业增长进入下半场，行业仍享受高端&次高端周期扩容红利。从我们的“五大周期论”之产业周期出发：1) 供需角度分析：需求刚性下，行业景气度周期波动将逐步减弱。白酒行业通常 8~10 年看产业大周期(宏观经济的波动将影响居民收入及企业盈利波动，从而形成行业的大周期波动)、5 年看库存小周期(库存决定小周期)，然而在一大周期熨平、两大群体转变、三大属性及五大壁垒下，需求端稳定性强且表现强劲，库存周期弱，行业景气度周期波动将逐步减弱；2) 从行业周期理论角度分析：当前白酒行业处景气度仍延续+增

速稳健阶段。从行业背景、供需关系、竞争者数量等周期论分析因子出发，预计 22 年白酒行业景气度仍延续、增速稳健。具体价格带来看：

1) 高端酒：2021 年高端酒规模约为 1800 亿元，消费升级趋势不可逆背景下，千元价格带将继续上移扩容，其中贵州茅台、五粮液等酒企将持续享受千元价位带扩容红利，预计未来三年收入 CAGR 可达 15%（详情可见《五粮液深度报告：价值加速回归，三大边际变化将现（20220804）》）；

2) 次高端：2021 年次高端酒规模约为千亿，扩容增速或被低估，在次高端酒扩容红利加速释放已步入下半场阶段时刻：1) 拥有强次高端酒单品&有基地市场的白酒龙头企业拥有强全国化潜力，享受到更多次高端酒扩容红利（基于本省经济发展迅速基础上），比如：山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、舍得酒业等；2) 虽然 22Q1-3 高基数下，市场认为全国性次高端酒企业绩增速或将放缓，但短期&中期来看，全国性次高端酒及部分优质区域性酒仍具备高业绩弹性；

3) 中高端：100-300 元价格带目前处于挤压式增长/再分配式增长阶段，关注这个价位带产品间份额的动态变化，比如：迎驾洞藏的强势崛起原因之一为抢占同价位带其他产品市场份额。

【短期看——当前板块多维度潜在催化，担忧情绪下结构性机会显现】

板块潜在催化剂：22Q3 酒企业绩超预期/年底行业库存消化情况超预期/酒企自身存明显向好边际变化/经济提速预期加强/消费数据积极向好等。

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。从确定性视角，我们最看好有业绩确定或超预期，再有改革和事件催化标的，比如：1) 基本面强者恒强（贵州茅台/泸州老窖/古井贡酒等）；2) 低估值&确定性（五粮液/洋河股份等）。

6 风险提示

1. 疫情爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；
2. 高端酒批价上涨不及预期。

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>