

继续看好白酒投资机会，建议加大配置力度

——2023年白酒行业旺季专题报告（一）

行业评级：看好

分析师：

姓名

杨骥

邮箱

yangji@stocke.com.cn

执业证书编号

S1230522030003

分析师：

姓名

张潇倩

邮箱

zhangxiaoqian@stocke.com.cn

执业证书编号

S1230520090001

本文以春节前的打款&备货&动销视角，对2023年白酒春节行情进行了回顾及展望

经销商&股东大会回顾：基于看好疫情管控优化下经济&消费逐步恢复，“稳健加速发展”、“结构性升级”等为关键词。23年是贵州茅台“持续发展”年；是五粮液“稳中求进”年；是洋河股份“营销转型”年；是山西汾酒“品牌战略全面落地”年；是今世缘“百亿目标”年.... 预计23年白酒迎强投资机会，将从22年的 α 式投资转向为 β 式投资，关注集中度提升及消费升级两大逻辑。

关注点一：23年回款呈“波动、后延、分化”三大特点，23Q1业绩分化或大。今年渠道打款呈现“波动（打款节奏伴随着渠道回款信心的巨大波动）、后延（预计区别于往年春节后为淡季，由于23年春节后疫情程度或减轻，因此或迎回补性消费，从而推动动销时间延长）、分化（酒企回款进度/库存/批价走势分化）”三大特点，考虑23年酒企普遍面临高基数+动销节奏波动+库存较往年略高+消费场景复苏节奏不一等情况，23Q1预计业绩分化显著：① 高端酒：总体保持稳健发展态势，其中泸州老窖业绩弹性最高；② 次高端酒：高基数下普遍业绩短期承压；③ 区域酒：动销恢复速度快+回款顺利下，23Q1业绩具备弹性。

关注点二：动销节奏——2-3月动销为决定23Q1动销实现正增长关键点。我们认为23Q2低基数+消费加速恢复使得23年春节动销观测意义更多体现在——① 业绩层面来看，“哪些酒企渠道回款积极性更高/23Q1业绩确定性强/有先发优势”等；② 股价层面，市场相较于库存，当前或更关注动销边际变化（比如：估值水平相对低的次高端酒若动销有边际变化，即使库存依旧高，股价仍或领先于库存下降迎高弹性）。着眼于23年春节：① 疫情分布及时间（疫情感染率率先到达高峰的区域春节动销恢复较快，当前主要白酒省份动销加速恢复，预计保持“量微跌价仍增”；② 春运数据（高于去年同期）；③ 动销时间点（节前1-2周消费活跃度提升，节前动销预计同比下降，但节后有望迎回补消费），认为：① 高端酒&区域酒动销表现优异，次高端酒恢复速度略在之后；② 随着消费持续恢复，强品牌力酒企有望加速库存消化&实现持续回款。2-3月潜在回补消费或推动补货潮的。

关注点三：何时/如何布局——三大超预期，建议加大配置力度。市场普遍认为：① 节后淡季或致23Q1动销略承压；② 酒企或以偏高库存姿态进入23Q2。**我们认为——预期差1：**春节部分酒企动销加速恢复（存在分化，贵州茅台/五粮液/古井贡酒动销预计实现同比正增长），在2-3月潜在回补性动销或兑现下，23Q1优质酒企动销或实现正增长；**预期差2：**当前今年春节时间点早，库存较往年平均值实际上并未显著高，各家酒企打款发货节点动作不同，但优质酒企并未进行压货。**市场普遍认为：**当前板块估值上行空间有限。**我们认为——预期差3：**在经济&消费后续将逐月向好背景下，基于看好23Q3中秋国庆旺季板块内部升级趋势将再次重新加速演绎，我们认为作为板块估值锚的贵州茅台估值或有较大上行空间，从而带动板块上行，我们看好23年白酒板块整体向上机会，因此“仓位”是23年的决胜手。全年预计将遵循“高端酒贯穿，区域酒-次高端酒轮动上行”风格发展，23年2-4月建议提前布局次高端酒（酒鬼酒/舍得酒业等）。

【投资建议】短期看：预计23年“高端酒贯穿，区域酒-次高端酒”有望轮动上涨，当前继续强化“高端酒+区域酒”配置，2-4月建议提前布局次高端酒，相关标的：酒鬼酒、舍得酒业等。中长期看：推荐关注23年&中长期基本面具备确定性的标的，相关标的：五粮液（年度金股）/贵州茅台/泸州老窖/古井贡酒（年度金股）/山西汾酒等。

【风险提示】疫情反复造成消费不及预期；食品安全风险。

目录

C O N T E N T S

01

经销商大会/业绩目标梳理

23年各酒企最新战略方向：紧抓机遇，稳中加速发展

02

关注点一：打款节奏

呈现“波动、后延、分化”三大特点

03

关注点二：动销节奏

2-3月动销为决定23Q1动销实现正增长关键点

04

关注点三：何时/如何布局

三大超预期！建议提前布局次高端！

01

经销商大会/ 业绩目标梳理

23年各酒企最新战略方向：
紧抓机遇，稳中加速发展



1.1 股东大会总结回顾：稳健加速发展，结构性升级趋势不改

近期各酒企相继召开经销商大会&股东大会&交流会&发布业绩预告，酒企对22年的战略态度逐步明朗，整体来看——基于看好疫情管控优化下经济&消费逐步恢复，“稳健加速发展”、“结构性升级”等为关键词。

虽主要酒企未公开提出明确增长目标，但仍以高质量稳加速为主。23年是贵州茅台“持续发展”年；是五粮液“稳中求进”年；是洋河股份“营销转型”年；是山西汾酒“品牌战略全面落地”年；是今世缘“百亿目标”年，其中古井贡酒公开明确提出23年200亿目标（报表端）；今世缘公告23年100亿目标（激励目标），另外，泸州老窖/洋河股份/舍得酒业等酒企23年股权激励目标分别为2021-2023 年每年ROE不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位；每年净利润相较 2019 年的增长率不低于对标企业 75 分位；每年成本费用占营业收入比例不高于 65%/增速目标15%（内部销售目标更高）/营业收入不低于74.1亿元或归母净利润不低于 15.7亿元，从公开目标来看，23年酒企业绩增速将总体保持稳健加速发展态势。

板块预判：23年白酒迎强投资机会，将从22年的α式投资转向为β式投资，关注集中度提升及消费升级两大逻辑。从五大周期论角度分析，我们认为：1) 23年在业绩低基数下，随着经济/消费边际向好，预计板块或迎β式上扬；2) 全年预计将遵循“**高端酒贯穿，区域酒-次高端酒轮动上行**”风格发展，其中春节受益于高端酒/区域酒回款表现优异&返乡率提升带来大众价位动销加速恢复&高端酒送礼需求刚性使得动销优异，“**高端酒+区域酒**”为主线风格，预计后续随着β向好趋势验证，政商务消费场景表现或超预期，次高端酒&五粮液或迎强弹性（其中次高端酒23Q1业绩或承压，23Q2-4业绩弹性高）。

表：主要酒企股权激励目标情况一览（23年）

公司	股权激励草案公布日	股权激励草案公布日股价	授予价格	授予人数	股权激励规模	2023年激励目标
舍得酒业	2018年11月30日	22.38	10.51	362	778.1万股	激励有效期截止于2022年
山西汾酒	2018年12月14日	27.96	19.28	395	568万股	激励有效期截止于2021年
水井坊	2019年7月6日	51.38	25.56	13	24.22万股	激励有效期截止于2022年
今世缘	2020年4月24日	31.65	29.06	不超过360	1250万股	激励有效期截止于2022年
洋河股份	2021年7月16日	206.41	103.73	不超过5100	945.85万股	激励有效期截止于2022年
泸州老窖	2021年9月27日	205.04	92.71	441	692.86万股	2023年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值；相较2019年，2023年净利润增长率不低于对标企业75分位值；2023年成本费用占营业收入比例不高于65%。
老白干酒	2022年4月18日	21.62	10.34	209	1759万股	2023年净资产收益率不低于10%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平；2023年净利润较2020年复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平；2023年主营业务收入占比不低于95%。
舍得酒业	2022年10月15日	137.65	69.04	284	116.91万股	2023年营业收入不低于74.1亿元或2023年归母净利润不低于15.7亿元

数据来源：WIND，浙商证券研究所



1.2 股东大会总结回顾：稳健加速发展，结构性升级趋势不改

具体来看——

- **高端酒：稳健发展为主，业绩略带弹性。** 23年茅五泸增速平稳发展中略带弹性——贵州茅台：公司22年通过加大高价位非标投放+渠道改革加速（通过上线i茅台等方式推升直销占比加速提升）+丰富i茅台产品矩阵以提升吨价+系列酒提价等方式使得利润增速达19%，在营销改革持续及提价预期下，预计23年贵州茅台收入/利润增速均有望继续超15%；五粮液：在“价稳量升”预期下，预计23年收入/利润增速分别为16%/19%（或存经济提速带来价升超预期带来的业绩超预期可能）；泸州老窖：考虑低度国窖1573+特曲/窖龄等腰部产品在高费用投入下，将延续加速发展态势，高度国窖1573发展稳健，预计23年收入/利润增速分别为22%/26%。
- **次高端酒：业绩增速同比或普遍放缓，Q2-3弹性或将显现。** 23年预计山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒等次高端酒预计将在疫后加速招商/拓市场以实现回补，同时酒鬼酒等酒企将继续梳理存在问题，考虑到次高端酒业绩基数较高，预计23年业绩增速将普遍放缓至>20%增速，其中23Q1业绩或将普遍明显承压，但后续随着经济加速向上，业绩仍或呈高弹性；
- **区域龙头酒：发展势能持续向上，春节或迎优异表现。** 考虑到徽酒势能强劲（古井贡酒在次高端化+全国化加速+集团层面股权激励落地背景下，净利率抬升弹性确定性强；迎驾贡酒回款顺利结构向上，全年或完成>20%收入增速；口子窖产品升级激活渠道活力+渠道改革进行中）、苏酒弹性尽显（洋河股份走出调整期释放改革红利；今世缘冲击百亿目标），预计区域酒23年将延续22年弹性表现，其中受益于春节返乡率提升（大众价位带表现较优）+动销加速恢复，区域酒23Q1业绩具备一定确定性。

表：主要酒企23年盈利预测

23年官方业绩指引		预计收入增速（%）
贵州茅台		16%
五粮液	稳健增长	>15%
泸州老窖		>20%
山西汾酒	业绩再攀新高	>20%
酒鬼酒		>15%
水井坊	F22收入增速15%	15-16%
舍得酒业		>20%
洋河股份		20%
今世缘	百亿收入目标	28%
古井贡酒	200亿收入目标	22-23%
迎驾贡酒		>20%
口子窖		15%

数据来源：WIND，浙商证券研究所



1.3 股东大会总结回顾：稳健加速发展，结构性升级趋势不改

表：22年12月以来酒企经销商大会/股东大会主要会议内容

时间	会议	2023年规划
20221214	贵州茅台股东大会	公司始终在长期发展战略中关注中期短期，在逆周期中要跨越周期，顺周期时要抓住机遇发展，这样是公司稳健的战略。公司的产品带、价格带、渠道三件事情不会偏废某一个产品/价格/渠道，公司让不同的产品带/价格带/渠道协同优化共同发力，使得贵州茅台行稳致远。
20221217	洋河股份经销商大会	洋河未来发展的几大原则，是战略方向趋向 高端化 ，面向国际化，转向数字化，走向生态化，从产品升级、品牌塑造、市场营销几个方面开展八大战役，并从6大数据平台来对内部管理进行全面的考核，组织机构真正进行组织变革。其中，经销商是关键，要做大做强经销商，为此，公司将推出1320战略服务举措，真正从1.0、2.0、3.0再到共生4.0，真正来提高经销商的参与感、获得感、成就感，实现 营销模式转型 。
20221218	五粮液1218大会	明年 稳中求进 。2023年营销方针，以实现人民对美好生活的向往为目标，强化品牌文化打造，市场培育机制，渠道利润增效，构建更加紧密的厂商命运共同体。按照公司营销方针和品质为基、文化铸魂、守正创新的总要求，将从品牌、产品、服务、盈利四个方面做好各项重点工作：讲好五粮液故事，进一步做强品牌； 引领市场消费趋势 ，进一步做优产品；围绕三个上帝，进一步做精服务；增强经销商盈利，进一步做实成果。
20221224	山西汾酒经销商大会	2023 年，将迎来汾酒品牌战略全面落地，营销改革持续深入， 经营业绩再攀新高 的重要一年。未来公司将解决五大问题：1) 品牌发展不够均衡问题；2) 国际战略化实施不够充分；3) 汾酒营销基础管理体系不完善问题逐步显现；4) 经销商结构不够合理，优质大商比例不是很高；5) 青花汾酒战略落地不全面。下一步工作：围绕 13348 营销思路，围绕 1 个中心（以汾酒营销的高质量发展为中心）、3 大任务（一是 品牌价值快速提升的任务 ；是国际化战略调整转型的任务；是产品结构优化的任务完善的任务）、3 大行动、4 大体系、坚持 8 个坚持，23年将以青花 20 汾酒为发展的基准线，向上提升青花 30 青花 40 产品的档次和规模， 推动青花汾酒全系列产品市场占有率要实现重大的突破 。
20221226	今世缘发展大会	明确 2023 年为“ 品牌价值提升年 ”、“ 经销主体优化提升年 ”，共同 锁定百亿目标 。1) 营销改革：落实“经营中心”任务，赋能“四部一司”，优化收入分配。2) 区域协调：省内以县区为单位精耕攀顶，省外 2023 年确立 10 大板块市场，高管挂责联系，力争通过 3-5 年把每个地级市打造成亿元板块。3) 产品：打造多品牌矩阵架构。另外，2023 年将推进“ 两大提升 ”：品牌价值提升，主体优化提升；深化“ 五化举措 ”：① 升级高端化品牌矩阵 。②构建全国化突破路径。③深化一体化厂商模式，实施“1234”工程，厂商模式升级为“1+1+N”。④锻造专业化营销组织。
20221230	茅台集团年度工作会议	将“美”进行到底 。会议中提及：2023年要围绕产品端、价格端、渠道端和平台端，加强茅台酒市场管理与建设，要持续做好尊品、珍品、精品、飞天、43 度喜宴100ml 茅台酒的市场开发与维护；高标准研发推出兔年生肖酒，推出尊品团购版和精品文化版茅台酒。要 强化产品价格管理 ，以自营公司终端零售价的 90%科学合理设定分销价。渠道端。要统筹整合各个营销渠道资源，构建线上线下融合发展的多维营销渠道体系，打造美的渠道生态。数字渠道方面，要 持续优化 i 茅台数字营销平台 ， 适时在线投放更多品类产品 ，积累数据资源，放大数字流量价值。

数据来源：WIND，新浪，酒业家，浙商证券研究所

02

关注点一 打款节奏

23年打款特点：“波动、后延、分化”



2.1 回款“时间点/顺利度/进度”均分化大，开门红仍可期

复盘22年渠道打款特点：呈现“早、平、稳”三大特点

- **早**：打款早。春节日期较往年早，使得整体打款较早，同时进货多频次小批量。
- **平**：打款目标平中略高，开门红概念削弱。行业整体打款目标较往年水平整体趋平略高；酒企注重库存合理性，因此没有普遍高喊开门红。
- **稳**：打款完成度较稳。虽部分地区受疫情一定影响，在部分酒企年底提前轧账扎帐+控货背景下，动销回款顺利。

着眼23年渠道打款特点：“波动、后延、分化”三大特点

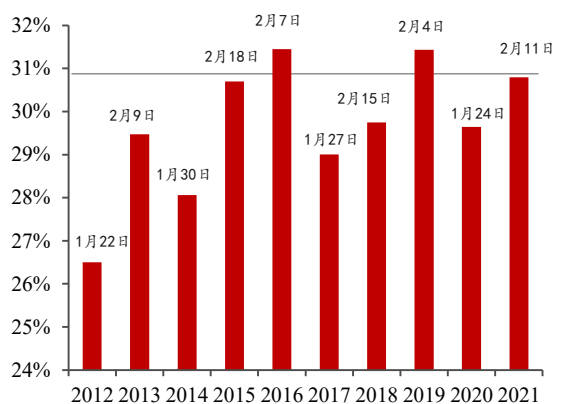
- **波动**：23年春节的打款节奏伴随着渠道回款信心的巨大波动（12月部分区域有一周不动销导致渠道信心回落）&较高库存，同时也伴随着元旦以来的快修复（渠道信心加强），但预计整体春节回款进度或不及去年。
- **后延**：由于23年春节时间点较早，且12-1月年会/婚宴等消费场景受疫情影响部分阶段性搁置，我们预计区别于往年春节后为淡季，由于春节后疫情程度或减轻，因此或迎回补性消费，从而推动动销时间延长，拉平来看，预计23Q1优质酒企动销仍能实现正增长。
- **分化**：酒企回款进度/库存/批价走势分化。基于动销分化背景下，流通性强/动销更优的品牌渠道回款积极性强，而库存偏高&动销略弱酒企回款顺利度则相对弱；同时，考虑到22年受疫情影响酒企库存/批价水平差异大，在春节后，预计动销相对偏弱的酒企或仍面临库存相对较高/批价承压等问题。

表：2022H2主要白酒大省受疫情影响时间轴一览

	2019年 流通规 模 (亿 元)	2019年12月														
		8月上 旬	8月中 旬	8月下 旬	9月上 旬	9月中 旬	9月下 旬	10月上 旬	10月中 旬	10月下 旬	11月上 旬	11月中 旬	11月下 旬	12月上 旬	12月中 旬	12月下 旬
河南	485	6	12	40	34	6	8	42	103	74	736	1707	1373	1186	509	378
江苏	432	12	11	12	13	12	32	89	98	142	45	273	402	315	80	84
山东	390	24	42	23	99	43	25	30	21	34	65	143	690	407	317	248
安徽	320	0	0	2	0	0	0	5	3	24	2	26	50	76	13	43
四川	296	62	106	849	953	661	347	350	167	138	265	1083	1808	1609	860	1293
广东	290	353	219	320	621	171	242	526	593	995	3215	9359	12547	15674	9814	20901
北京	236	57	122	48	106	87	52	110	230	214	415	1567	7105	9829	4715	7637
河北	188	2	0	7	11	0	2	3	1	2	4	29	715	51	95	146
湖南	184	6	4	17	5	9	6	45	70	134	127	59	272	270	464	1753
浙江	166	55	118	10	13	9	22	30	91	30	20	188	553	1085	767	274
甘肃	74	21	2	11	1	2	0	1	0	14	58	78	50	10	2	9
新疆	38	1	44	78	20	17	2	209	263	179	278	267	208	66	0	53

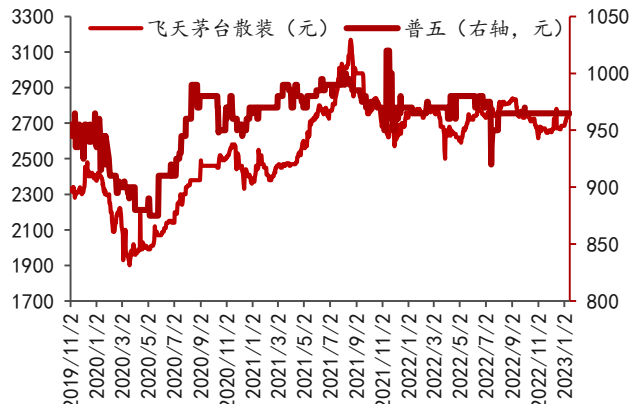
数据来源：WIND，百度，浙商证券研究所。注：颜色标记以疫情严重程度划分，由深及浅分别为本土确诊病例>100、50-100、<50。

图：2022Q1酒企收入占全年比约>30%



数据来源：WIND，浙商证券研究所，注：日期为除夕日期

图：近期飞天茅台批价表现稳定向上



数据来源：WIND，第一酒价，浙商证券研究所



2.2 预计22Q4酒企业绩平稳，23Q1基本面分化显著

三大特点使得拥有高基数的23Q1酒企业绩分化显著，其中高端酒/区域酒业绩确定性强

春节比例：随着中秋国庆旺季逐步变淡，春节酒水消费集中度越来越高，春节收入占去年收入比呈上升态势。对于五粮液等酒企来说，节前如果能完成30%左右的回款进度，全年业绩完成压力小，如果能完成40%的回款进度，全年业绩完成大概率无虞，一般高端酒春节期间能完成全年35%左右（大致节奏：腊月30前出货占春节期间比60%+，初七至元宵占春节期间比35%左右，元宵节前会把35%配额的70%出完）。

22Q4：考虑到中秋国庆期间白酒动销表现平稳，且部分优势酒企提前实现全年回款目标，业绩达成度较好，我们预计22Q4主要品牌酒企业绩将保持平稳增长；

23Q1：考虑23Q1部分酒企业绩基数较高+回款节奏/库存&批价健康度差异大+疫情感染率率先达到高点的区域春节期间动销复苏速度快（比如：川酒/徽酒等），高端酒&区域酒业绩相对确定性强，而次高端酒仍普遍面临高基数+高库存+回款压力略大问题。基于此，我们对23Q1酒企业绩进行了初步预测：**1）高端酒：**总体保持稳健发展态势，其中泸州老窖业绩弹性最高；**2）次高端酒：**高基数下普遍业绩短期承压；**3）区域酒：**动销恢复速度快+回款顺利下，23Q1业绩具备弹性。

表：22Q1酒企普遍业绩增速偏高

		收入增速（%）				净利润增速（%）			
证券代码	证券简称	2021	2022	21Q1	22Q1	2021	2022	21Q1	22Q1
600519.SH	贵州茅台	12%	17%	12%	18%	12%	19%	7%	24%
000858.SZ	五粮液	16%	12%	20%	13%	17%	15%	21%	16%
000568.SZ	泸州老窖	24%	22%	41%	26%	-69%	27%	27%	33%
600809.SH	山西汾酒	43%	32%	77%	44%	73%	43%	78%	70%
000799.SZ	酒鬼酒	87%	26%	190%	86%	82%	30%	179%	94%
600779.SH	水井坊	54%	9%	70%	14%	64%	7%	120%	-14%
600702.SH	舍得酒业	84%	27%	154%	83%	114%	30%	1031%	76%
000596.SZ	古井贡酒	29%	23%	26%	28%	24%	34%	28%	35%
002304.SZ	洋河股份	20%	22%	14%	24%	0%	29%	-3%	29%
603369.SH	今世缘	25%	22%	35%	25%	30%	23%	39%	24%
603589.SH	口子窖	25%	5%	51%	12%	35%	5%	73%	16%
603198.SH	迎驾贡酒	33%	25%	49%	37%	45%	30%	58%	49%
603919.SH	金徽酒	3%	20%	48%	39%	-2%	-2%	99%	43%

03

关注点二 动销节奏

2-3月动销为决定23Q1动销实现正增长关键点

3.1 复盘20/21年：高端酒具强确定，呈“量微跌价快增”趋势

复盘20/21年：高端酒均保持较强确定性，整体呈现“量微跌价快增”趋势，行业分化加大

- **异**——2020年与21年春节因疫情爆发时间点、影响区域、防疫政策情况、消费者信心、渠道应对举措等不同，造成对白酒旺季表现影响不同（见下图）；
- **同**——1) 均对春节动销（销量分布）造成影响；2) 均对高端酒影响较小，中高端酒影响较大；3) 均一定程度上影响渠道备货情绪；4) 均影响后续酒企操作等。

图：2020年与21年疫情对白酒行业的影响度对比

复盘20年：2020年疫情影响逐季消减，高端酒始终保持较强确定性

从影响时间段来看：一季度影响最明显，之后逐季改善

疫情对一季度动销影响最明显，主因：2020年疫情爆发时点在春节前几日，疫情主要影响节前、后消费，部分封城地区动销几乎归零；从酒企报表上看，2020年部分酒企一季度报表仍表现较好，主因节前消费受影响程度低/节前打款正常，酒企提前确认打款所致，大部分酒企一季度报表均明显承压，二季度出现边际改善，下半年业绩改善速度逐季加速，部分优质酒企已于三季度完成了对上半年缺失业绩的回补；

从影响程度来看：高端及低端酒表现稳健，次高端酒分化大

动销层面：总体呈现两端强，中间分化明显的态势，20Q3随着宴席消费场景的逐步恢复，总体动销环比不断改善；业绩层面：礼品属性较强的高端酒及需求较为刚性的低端酒受疫情影响整体较小，2020Q1/2020Q2贵州茅台、五粮液、顺鑫农业均实现双位数增长，而次高端酒分化显著，其中山西汾酒表现亮眼，口子窖全年业绩回正仍存一定压力；

从白酒价格及库存来看：价跌后迅速回升，渠道库存保持健康

疫情爆发之初白酒批价迅速下跌，贵州茅台批价一度跌破2000元，随着疫情逐步缓解，贵州茅台批价持续上升，节后批价回升至3200元左右，在贵州茅台批价持续上升背景下，酒企相继通过控货提价方式来保证库存端健康、稳定品牌价值，2020年白酒行业以价升为主旋律，酒企较为理性使得渠道保持健康状态。

数据来源：WIND，浙商证券研究所

复盘21年：2021 年对比 2019 年“量微跌价快增”，两头强中间分化趋势延续

从影响时间段来看：覆盖整个春节

21年疫情自年初起零散小范围持续，呈小范围点状零散分布，春节返乡需持7日内核酸证明，影响时间段覆盖整个春节。

从影响程度来看：影响销量分布，高端酒影响度低，其中五粮液销量表现超预期

21年本地过年率提升显著，餐饮表现超预期。据百度数据显示春运期间迁徙指数显示，21年春运量较去年同期下降超40%，一二线城市就地过年人口明显增加。春节期间餐饮商户销售额同比增长约 1.3 倍，餐饮全国性表现火爆（除疫情反复严重地区），主要原因为各地小规模聚餐量增加显著（后补需求，另外，在小规模聚餐中，白酒饮酒量增加及品类升级等消费行为变化利好白酒），同时婚宴随着疫情得到控制而逐步恢复，宴席的旺盛保障了需求端稳定。

从白酒价格及库存来看：节后批价正常短期下跌，21Q2低库存下正常补货

春节后贵州茅台（箱/散瓶）批价出现节后下跌正常情况，节后处于 3100-3250 元/2450-2550 元左右位置（前期批价抬升主因：1) 需求端旺盛；2) 酒厂要求计划量的100%要在线下开零卖，近期批价略微下降主因公司加大检查力度；五粮液节后批价稳定在 980 元以上左右。另外，酒企在21Q2在整体低库存下进行了正常补货，业绩实现低基数下高增长。

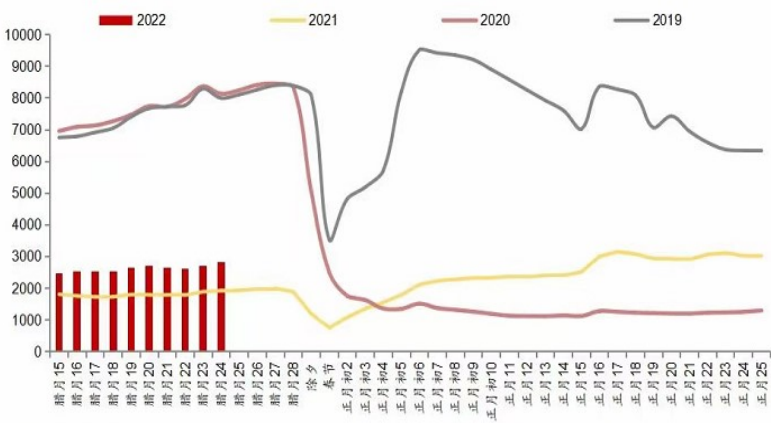


3.2 复盘22年：动销密集时点较晚，安徽区域表现亮眼

复盘22年：回补性消费将减轻疫情对白酒大省影响，动销密集时点较晚，安徽动销表现超预期

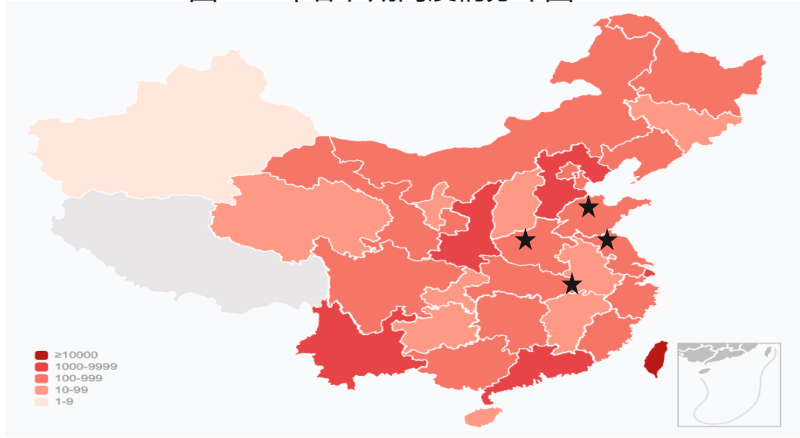
- **比较1：从22年节前疫情分布来看/影响时间段来看：**22年白酒大省为疫情重省，持续时间覆盖发货阶段。22年疫情主要分布省份地区为河南、陕西、天津、北上广、杭州等地区，部分省份严重度较21年高；本轮疫情影响期覆盖了主要酒企春节发货阶段，但节前河南等地已于节前陆续解封，总体看，动销表现角度看，华东>华中=西南>华南>华北，除河南等受疫情影响明显区域，其他主要地区总体表现平稳。三四线城市受益于返乡消费，总体表现优于一二线城市。
- **比较2：从22年春节运输数据来看：**22年春节运输数据好于21年同期，安徽等区域返乡消费回升（推动动销超预期）。2020年由于疫情爆发在春节前几日，大部分春运已完成，因此22年春运数据同比低于20年；21年由于部分省区对疫情管控严格+22年对疫情防控相对宽松，因此22年春运数据同比大幅高于21年（21年返乡政策严格的徽酒最受益）。具体数据方面：春运前10天（截止2022.1.26），旅客量累计约2.62亿人次，同比21年+45%，同比20年-65%，同比19年-65%。
- **比较3：从22年动销时点来看：**动销时间点较晚，节前2周消费活跃度开始提升。22年消费者在节前最后两周活跃度逐步增加，终端动销时间有所缩短。
- **比较4：从白酒价格及库存来看：**批价整体稳定向好，除徽酒节后低库存外主要酒企库存正常。22年春节期间高端酒整体需求平稳，次高端酒表现分化明显，徽酒及苏酒有明显节后补库存需求，主要单品批价稳中向好，库存健康。

图：22年春运前10天旅客量同比21年+45%



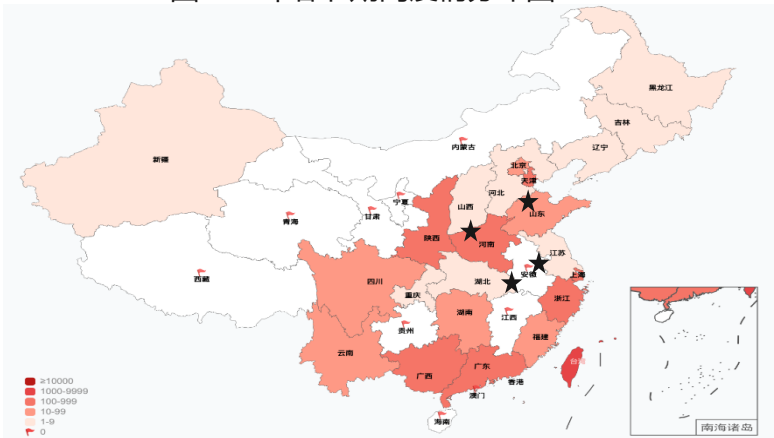
数据来源：WIND，新浪，浙商证券研究所

图：21年春节期间疫情分布图



数据来源：新浪，浙商证券研究所，注：打星号省份为流通规模超400亿白酒大省

图：22年春节期间疫情分布图



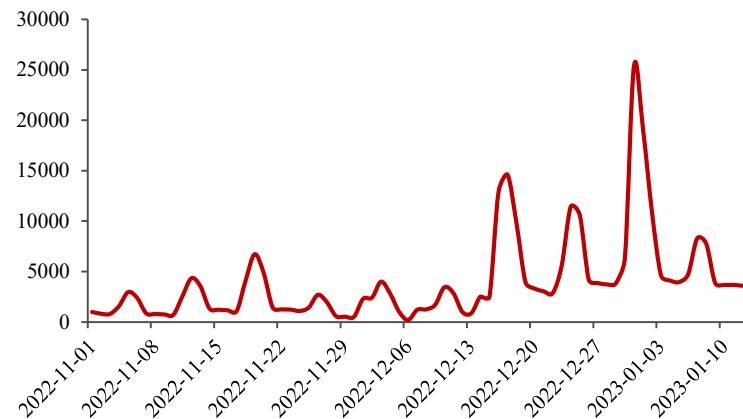
数据来源：新浪，浙商证券研究所，注：数据截止2022.1.25，打星号省份为流通规模超400亿白酒大省

3.3 着眼23年：2-3月动销为决定23Q1动销实现正增长关键点

着眼23年：预计23年春节期间动销加速恢复，2-3月回补消费或推动23Q1动销正增长

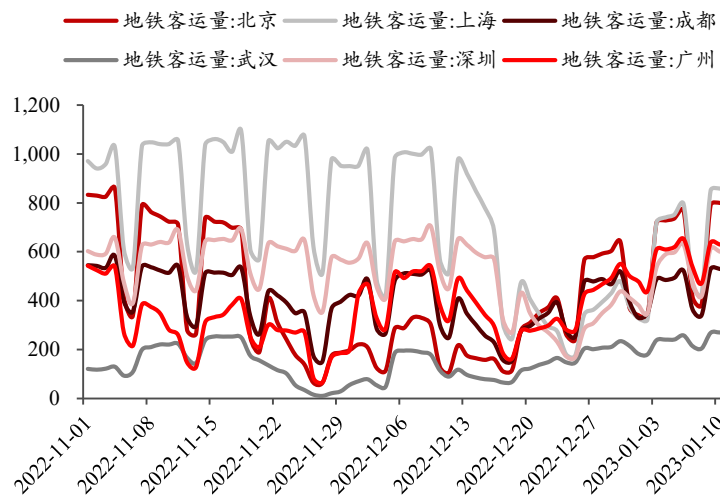
- **比较1：从23年节前疫情影响分布区域来看/影响时间段来看：**疫情感染率率先到达高峰的区域春节动销恢复较快，当前主要白酒省份动销加速恢复，预计保持“量微跌价仍增”。23年春节和过去两年情况差异巨大：①全国层面流动性放开，预计返乡率将大幅提升（带动礼品/小型聚餐消费）；②各地感染率高峰到达时间不一，导致不同区域消费场景恢复时间不一（四川/安徽等区域元旦后整体动销恢复显著加速），节前两周时点四川/河南/安徽/江苏等区域动销加速恢复；③受疫情影响，大型聚饮场景恢复速度仍慢，但家庭小范围聚饮（大众价位带）预计仍将有向好表现。考虑到疫情或持续影响春节期间部分终端动销，预计23年春节白酒总动销量低于22年，但随着经济&消费逐步恢复，动销或有强弹性表现。
- **比较2：从23年春节运输数据来看：23年春节运输数据好于22年同期。相较于21-22年，23年春运数据表现优异。具体数据方面：**截止2023.1.13（从春运第一天2023.1.7开始），全国春运旅客量累计约2.61亿人次，同比22年+44.03%，同比19年-48.18%。据国务院初步预计，春运期间（2023.1.7-2023.2.15）客流总量约为20.95亿人次，同比22年+99.5%，同比21年+140.80%，同比20年+42.42%，同比19年-29.97%。
- **比较3：从23年动销时点来看：节前动销预计同比下降，但节后有望迎回补消费。①节前两周为动销活跃时点。**由于元旦后主要白酒消费区域疫情影响才逐步边际趋缓，叠加返乡率提升将进一步导致节前消费活跃（回家前消费者往往会有临时购买大众酒行为），23年节前2周各地消费活跃度出现明显提升。②**23Q3优质酒企动销有望实现正增长。**受疫情影响，节前动销整体同比下降，但随着后续消费恢复，回补型消费（婚宴/年会等）或将推动2-3月动销增长，从而拉动23Q1优质酒企动销实现正增长，因此23年2-3月动销应为重点观测点。
- **比较4：从白酒价格及库存来看：节前普遍批价同比略降库存略升，看好节后回补消费。**受2022年库存偏高+近期春节加速发货影响，主要品牌节前批价较去年同期普遍略降的同时，库存略升（整体仍处于正常水平）。预计随着节后动销持续修复，聚饮回补消费或推动库存进一步下降。

图：全国电影票房收入（单位：万元）



数据来源：WIND，浙商证券研究所

图：全国重要城市地铁客运量仍在恢复（单位：万人次）



数据来源：WIND，浙商证券研究所

3.4 着眼2023：相较于“库存”，“动销边际变化”为核心关注点

着眼2023：“动销边际变化”为核心跟踪点

我们认为23Q2低基数+消费加速恢复使得23年春节动销观测意义更多体现在——①业绩层面来看，“哪些酒企渠道回款积极性更高”→“哪些酒企能在库存方面有先发优势”→“哪些酒企23Q1/23Q2业绩确定性强/弹性高”等；②股价层面，市场相较于库存，当前或更关注动销边际变化（比如：估值水平相对低的次高端酒若动销有边际变化，即使库存依旧高，股价仍或领先于库存下降迎高弹性）。

分析：当前动销恢复度看：高端酒&区域酒>次高端酒

1) 高端酒：23年春节经济活跃度提升保证拥有刚性求的高端酒动销向好，供需紧平衡推动批价上行。疫情管控优化放开后，随着经济活动活跃度边际向好（中央经济工作会议明确恢复经济为2023首要目标），高端酒的刚需属性（礼品/投资属性等）愈发凸显，向好的动销推升批价上行，其中：贵州茅台在月发货同时，批价仍持续上行至2740元，显示需求上行；五粮液受益于公司加强库存管理，在需求逐步上行阶段，批价从12月的920元逐步提升至当前的940-960元。另外，受益于全国化高端酒品牌具有较强区域调配能力，预计23Q2将以低库存姿态进入补货阶段。

表：2023年春节前主要酒企批价较去年同期略下降，茅台批价坚挺

	批价			2022年1月库存	2023年1月库存
	2021年2月	2022年1月	2023年1月		
贵州茅台	散飞2400-2500元，箱茅3300元	散飞2790；整箱飞天3200元 茅台15年7300；虎年生肖酒5800；茅台1935为1650元	飞天茅台散装/箱装/1935批价分别为2740/2935/1165元左右	库存1个月以内，快速出货状态	库存1个月以内，快速出货状态
五粮液	普五960-970元	普五970-980元	八代五粮液批价约960元，保持稳定。	普五库存1个月左右，经典五粮液3个月左右	普五库存1.5-2个月
泸州老窖	国窖1573（高度）860-880元	国窖1573（高度）920元	国窖1573/特曲60批价约为900/430元，保持稳定。	库存1.5个月左右	库存1.5-2个月左右
山西汾酒	青花20/30分别约为340-360/700-750元	青20/青30复兴版分别380/850元	青花30复兴版/青花20/老白汾10/老白汾15/玻汾批价分别为830/370/120/160/43元，批价表现稳定。	1个月左右	1-1.5个月左右
酒鬼酒	内参/老红坛分别约为860-900/260元	红坛/紫坛分别290/360-370元，新版内参880元	省内内参酒/老红坛批价稳定在770-810/285元左右，保持稳定。	省内酒鬼/内参库存均在1.5个月左右，省外库存平均在2月	省内酒鬼/内参库存均在1.5-2个月左右，省外库存平均>2.5个月
水井坊	典藏、井台、臻酿8号分别约为570元/395元/285元	臻酿八号/井台分别约为325-335/440，新版典藏630-640元	典藏/井台/臻酿8号批价分别为670/420/305元。	渠道库存0.5-1个月内	渠道库存>2.5个月
古井贡酒	古8/20成交价分别约为210-220/500元	古20/古8/古5批价为545/216/105元	古20/古16/古8/古5批价分别为540/320/220/115元。	省内年份原浆系列库存近2月	省内年份原浆系列库存2-2.5个月
洋河	海之蓝/天之蓝/水晶M3/M6+成交价分别125-130/290/575/650元	海之蓝/天之蓝/M3水晶版/M6+分别约为120/310/410+/批价600-610+元	M6+/M3水晶版/天之蓝/海之蓝省内批价分别为640/460/305/140元，保持稳定。	省内梦之蓝库存1.5个月左右，海天库存2个月左右	省内梦之蓝库存2-2.5个月左右，海天库存>2.5个月左右
口子窖		口子5年/6年/10年/20年/兼香518成交价110-115/130/260/360/500+元	口子30年/20年/10年/6年批价分别为720/320/220/95元	省内平均库存1.5-2个月	省内平均库存1.5-2个月
迎驾贡酒	洞6/9进货价约为110/180元 成交价约为130/200-220元左右	洞6/洞9终端价约为96/240元	洞6/9/16促销底价105-110/200/290元。	2个月左右	省内平均库存1.5-2个月
今世缘	国缘四开420元	国缘四开420-430元左右	对开/四开批价约为255/420元。	省内平均库存近2个月	省内平均库存2个月
舍得酒业	品味舍得340元	品味舍得/智慧舍得分别370+/500+元	舍之道/品味舍得/智慧舍得批价分别约150/350/480元左右，环比持平。	核心市场库存1.5-2个月左右	核心市场库存2.5个月左右

数据来源：WIND，实时酒价，浙商证券研究所

3.5 着眼2023：相较于“库存”，“动销边际变化”为核心关注点

2) 次高端酒：春节前后仍为疫情多发期，偏可选型次高端酒动销普遍略承压。由于次高端酒使用场景多为大型婚宴/商务宴请/聚餐等社交型场景，且动销与经济增速关联度较高，因此在春节前疫情感染高发阶段，次高端酒动销普遍仍一定程度承压（山西汾酒动销相对优秀），尚未迎来明显边际变化，且库存仍处于相对高位置。

3) 区域酒：各区域疫情感染率高峰到达时间点不同，导致区域间春节动销恢复度存差异。在春运交通数据向好背景下，23年春节返乡率的提升或利好流动性大众价位带消费，同时由于家庭型小范围聚餐消费场景受疫情影响较小，处于大众价位带的品牌区域酒动销将迎来加速修复过程（消费场景率先修复）。其中：①安徽/四川：安徽/四川等区域疫情感染率高峰点在12月中，因此1月第1周开始终端动销已开始加速恢复，因此普遍低库存的徽酒表现亮眼；②江苏：江苏1月第2周开始终端动销出现明显加速修复，同时今世缘等酒企回款进度亦开始显著加快；③江浙区域：由于江浙区域疫情感染率高峰出现在元旦前，因此元旦后动销有相对较好恢复；④河南：由于河南22Q4封城造成省内库存较大，同时疫情恢复度亦相对较慢，使得河南区域动销恢复速度略慢。

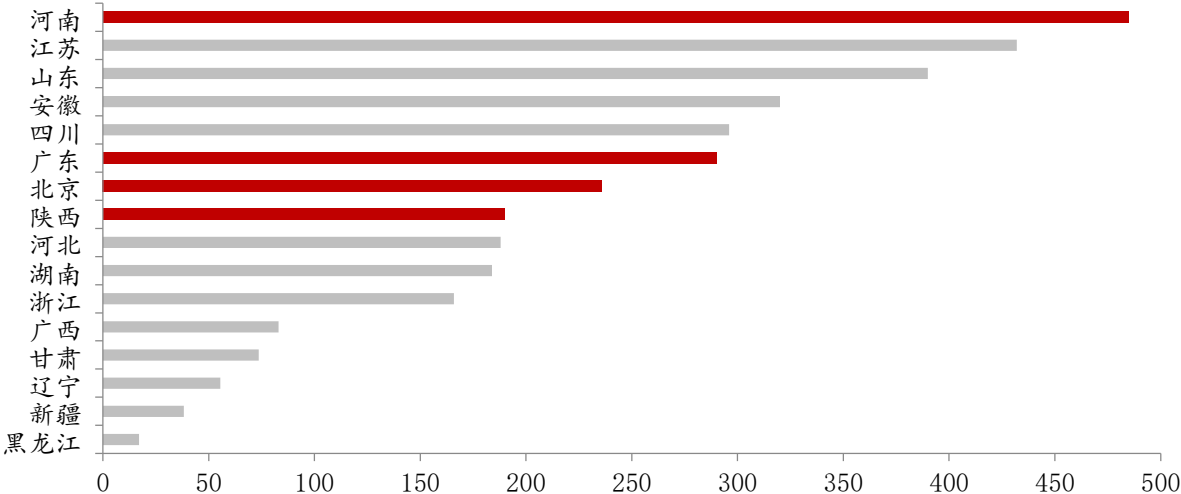
总结来看：由于23年春节动销分化较大，预计节后库存水平亦有较大差异；考虑到部分酒企有股权激励目标设定，23Q2出现行业性控货挺价可能性较小，消费逐月恢复背景下，强品牌力酒企有望加速库存消化&实现持续回款。我们依然看好强品牌力酒企于23Q3白酒旺季，动销在库存保持正常水平下实现同比19年正增长。

表：铁路/公路/水路/民航数据逐步恢复中，春运向好概率大

	农历腊月十六	农历腊月十七	农历腊月十八	农历腊月十九	农历腊月二十	农历腊月二十一	农历腊月二十二
铁路（万人次）	601.8	613.6	660.7	651.3	668.8	680.2	741.5
相较2019年同期	-35.7%	-31.4%	-27.3%	-30.2%	-32.7%	-35.2%	-26.7%
相较2022年同期	18.4%	27.7%	36.5%	25.8%	17.3%	14.4%	32.8%
公路（万人次）	2735	2773	2905	2937	2962	2976	3108
相较2019年同期	-50.9%	-51.0%	-49.5%	-49.9%	-51.9%	-51.2%	-52.0%
相较2022年同期	46.9%	44.1%	52.3%	51.6%	49.7%	49.2%	60.9%
水路（万人次）	39.2	43.1	41.1	40.9	41.6	46.7	40.8
相较2019年同期	-44.0%	-48.4%	-63.0%	-56.2%	-54.6%	-50.0%	-66.3%
相较2022年同期	7.4%	19.1%	21.1%	9.3%	9.8%	22.6%	21.9%
民航（万人次）	97.6	107	105.7	116	116.4	120.8	129.9
相较2019年同期	-41.3%	-36.1%	-39.3%	-34.5%	-34.7%	-33.4%	-27.2%
相较2022年同期	24.9%	34.5%	30.3%	33.1%	33.2%	35.5%	48.2%

数据来源：人民网，浙商证券研究所

图：主要白酒销售大省白酒行业规模（2019年流通规模口径，亿元）



数据来源：中国酒类流通行业白皮书，浙商证券研究所

04

关注点三 何时/如何布局

三大超预期，建议加大配置力度

4.1 三大预期差引燃投资机会，建议加大配置力度

区别于市场主流观点的三大观点

- **疫情动销影响——市场普遍认为23年春节动销仍将受疫情影响，①节后淡季或致23Q1动销略承压；②酒企或以偏高库存姿态进入23Q2。我们认为——**

预期差1：虽春节部分酒企动销加速恢复（存在分化，贵州茅台/五粮液/古井贡酒动销预计实现同比正增长），我们认为在2-3月潜在回补性动销或兑现下，23Q1优质酒企动销或实现正增长；

预期差2：首先，当前今年春节时间点早，考虑正月部分动销，预计库存较往年平均值实际上并未显著高（预计高5%，处于健康范围内），其次，各家酒企打款发货节点动作不同，但优质酒企并未进行压货。

- **推荐标的——市场普遍认为当前板块估值上行空间有限。我们认为——**

预期差3：在经济&消费后续将逐月向好背景下，基于看好23Q3中秋国庆旺季板块内部升级趋势将再次重新加速演绎，我们认为作为板块估值锚的贵州茅台估值或有较大上行空间（16-21年消费升级加速期，贵州茅台估值中枢大多处于35-40X），从而带动板块上行，我们看好23年白酒板块整体向上机会，因此“仓位”是23年的决胜手。全年预计将遵循“高端酒贯穿，区域酒-次高端酒轮动上行”风格发展，当前继续强化“高端酒+区域酒”配置，23年2-4月建议提前布局次高端酒！相关标的：酒鬼酒、舍得酒业。

附：次高端酒提前布局逻辑

① **酒鬼酒（内参动销边际变化为催化剂）：**23年为内参调整年，虽短期公司有库存批价压力（市场预期已至底部），公司将通过聚焦单品，发展高价值产品拉动净利润提升，在次高端价位需求将逐步修复下，净利润预计仍有弹性增长。

② **舍得酒业（库存&动销边际变化为催化剂）：**23年为舍得加速发展年，虽短期渠道回款积极性略弱（市场预期亦在较低位置），公司将在聚焦大单品时，注重结构的提升&渠道质量的提升，盈利端有较大弹性。

投资建议：关注集中度提升及消费升级两大逻辑，紧握两大投资主线

- **短期看：**疫情管控优化主线。我们认为在疫情管控优化下，23年春节人口流动率提升或推动大众送礼/聚餐消费/宴席消费价位带（100-400元）成熟单品实现动销高增长（区域酒为主），**预计23年全年“高端酒贯穿，区域酒-次高端酒”有望实现轮动上涨**，当前继续强化“高端酒+区域酒”配置，2-4月建议提前布局次高端酒，相关标的：酒鬼酒、舍得酒业等。
- **中长期看：**品牌势能&强者恒强。推荐关注2023年&中长期基本面具备确定性的标的，观测指标包含是否具备强经营实力及抗风险能力&业绩驱动力来自成熟单品而非招商&业绩抗压性等。相关标的：五粮液（年度金股）/贵州茅台/泸州老窖/古井贡酒（年度金股）/山西汾酒等。

图：2023年主要酒企盈利预测一览表

日期 证券代码	2023/1/14 证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（TTM）	市盈率（TTM）	利润增速（浙商预测）				EPS			PE（浙商预期）		
						2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024	22E	23E	24E
600519.SH	贵州茅台	1887.0	23704.5	47.4	39.8	12%	19%	17%	16%	49.8	58.4	67.7	37.9	32.3	27.9
000858.SZ	五粮液	198.6	7708.1	6.7	29.6	17%	15%	19%	21%	6.9	8.2	10.0	28.6	24.1	20.0
000568.SZ	泸州老窖	244.3	3595.8	6.7	36.3	-69%	27%	26%	25%	6.9	8.7	10.8	35.5	28.3	22.7
600809.SH	山西汾酒	306.6	3740.3	6.2	49.6	73%	43%	34%	27%	6.2	8.3	10.6	49.3	36.8	29.0
000799.SZ	酒鬼酒	146.7	476.6	3.5	41.6	82%	30%	29%	24%	3.6	4.6	5.7	41.1	31.9	25.7
600779.SH	水井坊	85.8	419.0	2.6	33.4	64%	7%	20%	19%	2.6	3.1	3.7	32.8	27.3	22.9
600702.SH	舍得酒业	175.7	585.3	4.4	39.7	114%	30%	41%	28%	4.9	6.9	8.8	36.1	25.6	20.0
000596.SZ	古井贡酒	295.3	1560.7	5.6	52.9	24%	34%	31%	28%	5.8	7.6	9.8	50.7	38.7	30.1
002304.SZ	洋河股份	182.7	2753.0	6.2	29.4	0%	29%	22%	19%	6.5	7.9	9.4	28.3	23.1	19.4
603369.SH	今世缘	58.7	736.5	1.9	30.5	30%	23%	28%	23%	2.0	2.5	3.1	29.6	23.1	18.8
603589.SH	口子窖	61.8	370.8	3.0	20.8	35%	5%	15%	16%	3.0	3.5	4.1	20.4	17.7	15.2
603198.SH	迎驾贡酒	72.2	577.6	2.0	35.6	45%	30%	25%	20%	2.3	2.8	3.4	32.1	25.7	21.4
603919.SH	金徽酒	26.3	133.4	0.6	45.2	-2%	-2%	40%	23%	0.6	0.9	1.1	41.8	29.9	24.3

数据来源：WIND，浙商证券研究所

4.3 风险提示

疫情反复造成消费不及预期；

若疫情反复，白酒动销或不及预期，从而造成酒企业绩不及预期

食品安全风险

若发生食品安全风险，酒企&行业均存在估值下杀风险

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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

浙商证券食品饮料团队
Thank you for listening