

食品饮料行业点评报告

白酒节后小结：酒企层面展望积极，行情驱动力表现仍足 增持（维持）

2023 年 02 月 28 日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

投资要点

■ **微观经济活力逐步恢复可期，场景恢复进行时。**22 年 12 月防疫政策优化后，场景逐步放开，跨区域流通逐步恢复，叠加刚需属性宴席需求有所回补。此外，由于 23 年春节时间对比往年有所提前，节前举办宴席时间压缩，部分婚丧嫁娶等需求延迟至节后举办，渠道调研反馈部分区域 2-3 月份及 23Q2 婚丧嫁娶等宴席预定有增加。公司层面看，泸州老窖反馈节后有部分客户补货，且宴席/团拜活动在陆续进行，公司预计恢复消费潮会持续一段时间到 4-5 月份左右；国台 23 年计划开展宴席 3 万场、50 万桌，覆盖 500 万人，将从样本市场打造、宴席型终端建设、宴席型酒店深度拓展等多方面发力，全面带动市场的发展，高目标侧面彰显公司对 23 年宴席市场恢复的强信心。此外，23 年 1 月企业信贷提升、融资更偏于基建城投方向，微观经济活力逐步恢复可期，从而带动商务需求的恢复，如舍得反馈预计商务上半年缓慢恢复，下半年表现更好；江苏区域白酒专家预计疫后商务场景会有一定增加；汾酒区域专家提出预计公司 2023 年将重点运作长三角/珠三角，主要系这两个是商务招待用酒频繁的区域。此外，酒评网调研反馈单位聚餐、商务宴请等消费场景在正月开工后逐步增加。价位方面，商务宴请、企业聚餐等场景里面高端、次高端价位段白酒销量稳定，当前逐步恢复至往年的 8-9 成。

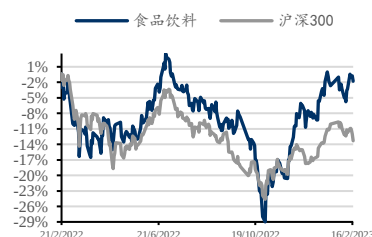
■ **长期趋势不变，信心有望传导。**白酒行业消费升级和集中度提升的趋势延续，茅台批价稳定，行业价格空间仍在。23 年春节期间尤其是正月期间动销表现超酒企预期，库存持续消化，且酒企近几年随着数字化的进程对于量价把控能力持续增强，我们预计酒企 23 年二季度后随着经济逐步回暖批价有望实现稳定提升；酒企开年信心充足，在微观经济恢复和场景修复带动下，信心有望逐步接续传导到渠道。

■ **资金层面：板块持仓环比略有回落，外资持续加大白酒配置。**1) 基金层面：22Q4 板块基金重仓持股占比较 Q3 略有下降，处于历史中枢偏上位置。22Q4 白酒板块基金重仓持股占比 13.15%，环比 Q3 下降 0.76pct，超配比例 6.67%。当前水位 80.45%，位于历史中枢偏上区间。2) 外资持股层面：白酒板块陆股通持股占比和持股市值近三月持续上升，但陆股通持股占比仍处于历史较低位置。当前白酒板块陆股通持股占比为 5.66%，当前水位 33.26%，仍处于历史中枢偏下。从持股市值看：白酒板块当前陆股通持股市值 2663.22 亿元，当前水位 62.59%，处于历史中枢略微偏高位置。

■ **白酒板块观点：复苏主线清晰，全年持乐观态度。**宏观催化&场景恢复&信心传导&趋势向上带动预期提升，我们认为当前板块持续表现动力仍足。对全年我们保持弱动销和慢复苏→逐步加快的向好态势，资金长期流入仍有空间，当前板块长期价值显现。推荐主线上，我们在年度策略报告里面详述 23 年的节奏和考量，择价仍优于择时，一季度的回调仍是上车较好时点：1) 经济β推动角度重点推荐**五粮液/泸州老窖**；2) 宴席场景复苏的角度重点推荐**洋河股份/迎驾贡酒**；3) 受损次高端复苏的角度重点推荐**舍得酒业**，关注酒鬼酒的恢复。4) 全年维度**贵州茅台**确定性最强，稳定性最高。

■ **风险提示：**经济恢复不及预期、动销不及预期、食品安全问题

行业走势



相关研究

《策略会反馈：复苏主线清晰，布局正当时》

2023-02-13

《22Q4 基金持仓分析：白酒持仓环比略有下降，大众品持仓表现分化》

2023-02-13

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢**汤军**和**王颖洁**的指导。

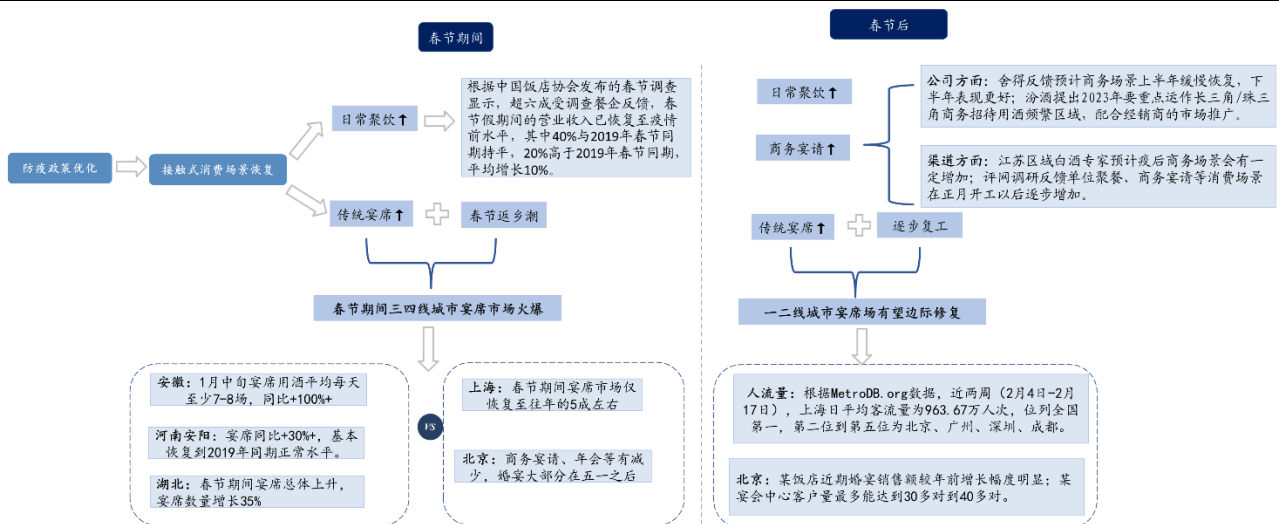
1. 微观经济活力逐步恢复可期，场景恢复进行时

场景方面，宴席市场恢复强劲，消费信心持续向好。22年12月防疫政策优化后，场景逐步放开，跨区域流通逐步恢复，叠加刚需属性宴席需求有所回补。根据酒业家，目前中国白酒宴席市场容量超过2000亿元，占白酒市场总量的40%以上，回补的宴席需求推动白酒渠道库存消化和终端动销。

1月企业中长期贷款放量，释放企业预期转暖信号。2023年1月企（事）业单位贷款增加4.68万亿元，其中中长期贷款增加3.5万亿元，同比多增1.4万亿元，占比76.1%，创下有统计以来单月信贷投放最高纪录，作为制造业先行指标，企业中长期贷款的增加说明融资更偏于基建城投方向，释放了经济后续有望企稳向上的积极信号。

整体来看，微观经济活力逐步恢复可期，往后看商务宴请/宴席场景有望修复。企业中长期贷款高增意味着企业对经济未来预期持续转暖，有望带动商务消费持续恢复。伴随疫情影响逐步消散，跨区域商务出行逐步恢复，往后看有望推动商务宴请场景修复。

图1：场景修复逻辑图



数据来源：酒业家、时代周报、东吴证券（香港）

2. 长期趋势不变，信心有望传导

消费升级趋势延续，行业集中度不断提升。2016年白酒行业复苏以来，大众消费替代政务消费，行业的核心驱动因素转变为消费升级，消费升级在既有的速率轨道上持续提升，白酒消费整体呈现品牌化、品质化、产区化发展趋势，行业集中度不断提升。

茅台批价稳定，行业价格空间仍在。当前茅台批价站稳2000元/瓶以上，在消费升级+通胀的推动下，为其它价位段打开了充分的价格空间，行业景气度仍在，且具有较大的提价空间。未来我们更看好高端、次高端价格带的扩容。

1月以来动销表现超酒企预期，提振市场信心。春节期间尤其是正月期间动销表现

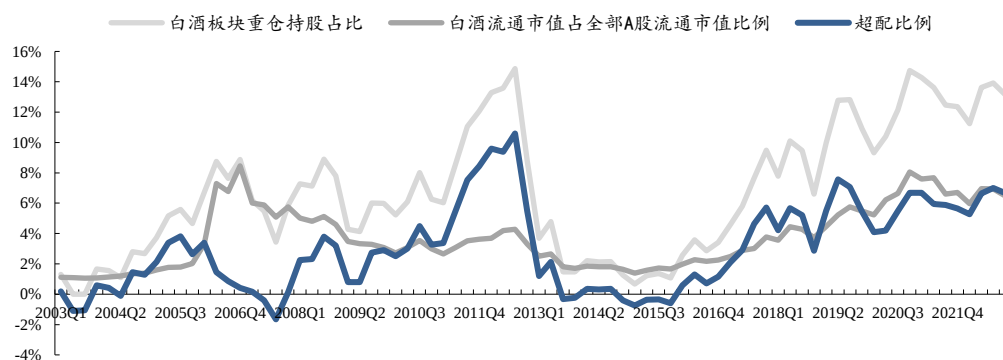
超酒企预期，整体对于1月动销表现评价乐观，呈现环比改善的态势，对后续场景恢复和全年销售展望积极，士气较足。

数字化加持下酒企量价把控能力增强，批价有望稳定提升。名优酒企近年来不断推进数字化进程，通过对数字化系统的搭建，实时把握成品酒的生产、仓储、物流、终端实际动销、经销商库存、商家打款等重要数据，各个环节越来越可视化，对于量价把控能力持续增强。我们预计酒企二季度后随着经济逐步回暖批价有望实现稳定提升。在微观经济恢复和场景修复带动下，运营信心逐步接续传导到渠道。

3. 资金层面：板块持仓环比略有回落，外资持续加大白酒配置

22Q4 板块基金重仓持股占比较 Q3 略有下降，处于历史中枢偏上位置。白酒板块陆股通持股占比和持股市值近三月持续上升，但陆股通持股占比仍处于历史较低位置。

图2：白酒板块基金重仓持股占比变化



数据来源：wind、东吴证券（香港）

4. 观点：复苏主线清晰，全年持乐观态度

综上，宏观催化&场景恢复&信心传导&趋势向上带动预期提升，我们认为当前板块持续表现动力仍足。对全年我们保持弱动销和慢复苏→逐步加快的向好态势，资金的长期流入仍有空间，当前板块长期价值显现。

在推荐主线上，我们在年度策略报告里面详述 23 年的节奏和考量，择价仍优于择时，一季度的回调仍是上车较好时点：1) 经济β推动角度重点推荐五粮液/泸州老窖；2) 宴席场景复苏的角度重点推荐洋河股份/迎驾贡酒；3) 受损次高端复苏的角度重点推荐舍得酒业，关注酒鬼的恢复。4) 全年维度贵州茅台确定性最强，稳定性最高。

5. 风险提示

经济恢复不及预期、动销不及预期、食品安全问题。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

