

场景复苏，景气向好

——白酒行业2023年春季策略PPT

2023年3月7日



作者：叶倩瑜、陈彦彤、杨哲、李嘉祺、汪航宇、董博文

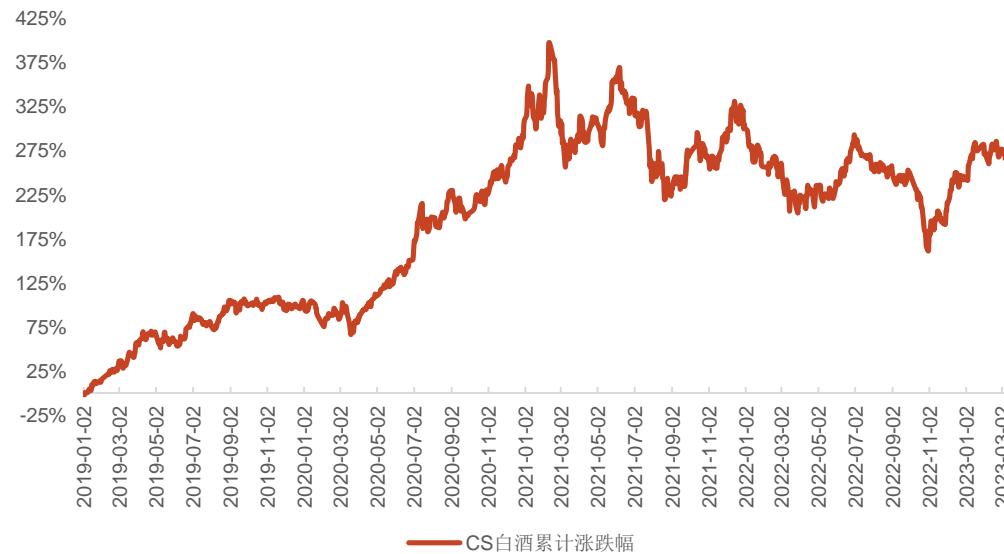


证券研究报告

1.1、板块复盘：预期先行，短期调整

2022年10月底开始，CS白酒指数开始回升，伴随美债收益率自10月下旬以来的触顶回落以及对国内疫情防控政策的预期改善，市场风险偏好回升。2023年初以来宴席聚饮等消费场景较快恢复，春节旺季渠道反馈较为乐观，预期先行，板块继续上涨。当前进入行业传统淡季，一季度业绩尚未兑现，板块近期有所调整、消化此前乐观预期。

图1：2019年初至今CS白酒指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：数据区间为2019年初到2023-03-07

图2：2019年初至今CS白酒指数PE (TTM, 剔除负值)



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：数据区间为2019年初到2023-03-07，单位为倍

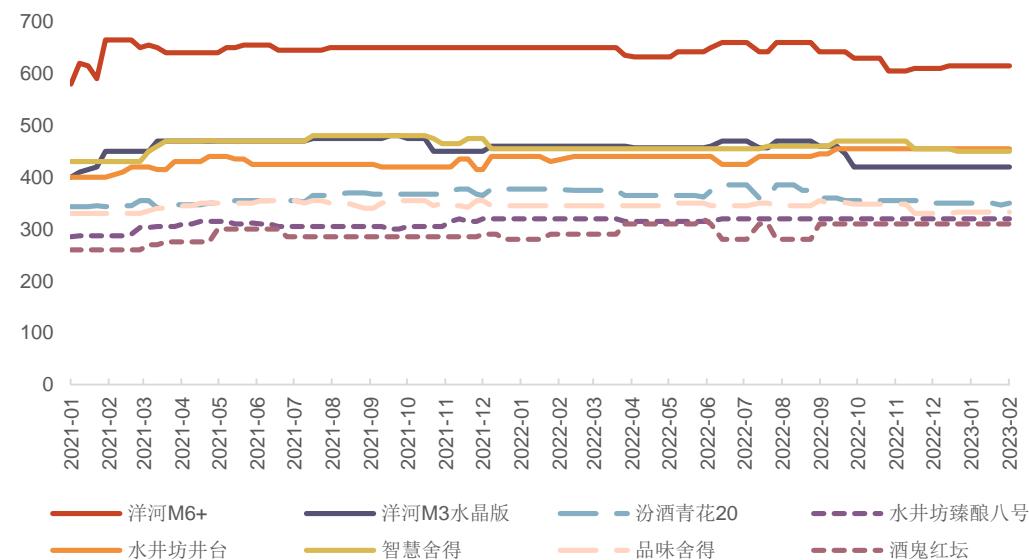
1.2、行业反馈：淡季恢复趋势延续

节后白酒消费延续较好的恢复态势，宴席场次回补为普遍反馈，另外餐饮复工，企业年会、商务宴请等推迟到年后举办，有望支撑消费恢复延续到四五月份。名酒库存基本良性、价盘较为平稳，五粮液/老窖/汾酒库存一个多月，次高端酒企库存处略高水平，但二月以来得到逐渐消化。酒企应对市场运作成熟，此前旺季虽然存在部分以价换量、价格波动，但大方向是管理市场秩序，特别淡季将以维护价格为主，估计价盘没有太多风险。

图3：高端主要单品批价



图4：次高端主要单品批价



资料来源：今日酒价，光大证券研究所，注：单位元/500ML，截至2023-2-24

请务必参阅正文之后的重要声明

- 短期内白酒虽然没有来自产业层面的太多催化，但是宴席等对过去两三年需求的回补将继续支撑上半年的库存消化，下半年有望迎来政策刺激/经济恢复，商务活动进一步恢复，动销或进一步加快。

投资建议：

- 1) 场景的修复、经济的复苏是确定的，但是经济完全恢复到疫情前的时间周期是不确定性的。所以，我们建议投资者围绕需求最稳定、抗风险能力最强、竞争格局最优的赛道布局，首选高端白酒**贵州茅台、五粮液和泸州老窖**。
- 2) 地产酒龙头年初以来动销势头较好，一季度业绩兑现确定性较强，全年看成长性较强，推荐**洋河股份、今世缘**。
- 3) 场景的恢复提供较大的经营弹性，重点关注次高端白酒，推荐**舍得酒业**，以及经营和动销表现优秀、此前估值已得以消化的**山西汾酒**。

风险提示：宏观经济下行风险，国内疫情反复风险，行业竞争加剧风险。

根据公司2022年度生产经营情况公告，贵州茅台2022年实现营业总收入1272亿元左右，同比增长16.20%，实现归母净利润626亿元左右，同比增长19.33%左右。

2022年疫情反复扰动消费场景，但公司逆势实现加速增长，营收和净利润增速创2019年以来新高。公司保持战略定力、持续推进改革，虎年生肖茅台、珍品茅台、茅台1935、100ML飞天茅台等新品精准投放，“i茅台”电商平台上线以来表现亮眼、亦带动渠道结构不断优化。渠道打款发货平稳推进，库存低位，需求韧性较强。维持2022-24年EPS预测为49.87/57.92/66.85元，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，渠道改革不及预期，国内疫情感染反复。

表1：贵州茅台盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	97,993	109,464	127,227	146,605	168,301
营业收入增长率	10.29%	11.71%	16.23%	15.23%	14.80%
净利润 (百万元)	46,697	52,460	62,644	72,75	83,973
净利润增长率	13.33%	12.34%	19.41%	16.14%	15.42%
EPS (元)	37.17	41.76	49.87	57.92	66.85
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.95%	27.68%	27.98%	27.51%	27.04%
P/E	48	43	36	31	27
P/B	13.9	11.9	10.0	8.5	7.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-03-07

请务必参阅正文之后的重要声明

五粮液2022年前三季度实现营业收入557.80亿元，同比增长12.19%，归母净利润199.89亿元，同比增长15.36%。

2022年行业波动下五粮液彰显品牌力优势，公司内部积极改革，权限下放营销战区，市场运作更加灵活。23年春节动销表现亮眼，一月份动销量和发货量同比增长双位数，宴席场景增长较为亮眼，经销商库存良性，终端库存节后得到有效消化。维持2022-24年归母净利润预测268.8/308.1/351.8亿元，折合EPS为6.93/7.94/9.06元，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，普五挺价不及预期，市场竞争加剧。

表2：五粮液盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	57,321	66,209	74,463	84,252	95,042
营业收入增长率	14.37%	15.51%	12.47%	13.15%	12.81%
净利润 (百万元)	19,955	23,377	26,884	30,814	35,182
净利润增长率	14.67%	17.15%	15.00%	14.62%	14.18%
EPS (元)	5.14	6.02	6.93	7.94	9.06
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.28%	23.60%	23.54%	23.46%	23.38%
P/E	39	33	29	25	22
P/B	9.1	7.9	6.8	5.9	5.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-03-07

请务必参阅正文之后的重要声明

2.3、泸州老窖 (000568.SZ)



■ 泸州老窖2022年前三季度实现营业收入175.25亿元，同比增长24.20%，归母净利润82.17亿元，同比增长30.94%。

公司内部动能较足，高度国窖控制配额，保证渠道秩序与价盘稳定，低度国窖在600-700元价格带优势突出，特曲系列增长提速。23年春节动销超出预期，西南等核心区域恢复情况较好、动销双位数增长，全国库存一个多月左右，节后消费趋势延续，特曲60版23年继续规划较高增速。维持2022-24年归母净利润预测为100.97/124.27/150.52亿元，折合EPS为6.86/8.44/10.23元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响动销，高端白酒竞争加剧，费用投放效果不及预期。

表3：泸州老窖盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	16,653	20,642	25,217	30,335	35,937
营业收入增长率	5.28%	23.96%	22.16%	20.30%	18.47%
净利润 (百万元)	6,006	7,956	10,097	12,427	15,052
净利润增长率	29.38%	32.47%	26.92%	23.07%	21.12%
EPS (元)	4.10	5.43	6.86	8.44	10.23
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.03%	28.37%	30.24%	30.48%	30.33%
P/E	60	46	36	29	24
P/B	15.7	12.9	10.9	8.9	7.3

2.4、山西汾酒 (600809.SH)



根据2022年业绩预告，山西汾酒2022年实现营业收入260亿元左右，同比增长30%左右，归母净利润79亿元左右，同比增长49%左右。

公司在不确定的外部环境下彰显经营韧性、超额完成全年目标。产品结构持续优化，22年青花系列收入同比增长达60%，估计收入占比达到40%、较上一年明显提升。公司不断拓展市场，长江以南市场22年收入同比增长超过50%。库存基本在1-1.5个月以内，节后动销维持较快流速。维持2022-24年归母净利润预测79.21/99.52/125.29亿元，折合EPS为6.49/8.16/10.27元，维持“买入”评级。

风险提示：青花系列增长不及预期，省外扩张进展不及预期，市场竞争加剧。

表4：山西汾酒盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	13,990	19,971	26,100	32,689	40,141
营业收入增长率	17.76%	42.75%	30.69%	25.25%	22.80%
净利润 (百万元)	3,079	5,314	7,921	9,952	12,529
净利润增长率	58.85%	72.56%	49.07%	25.64%	25.89%
EPS (元)	3.53	4.36	6.49	8.16	10.27
ROE (归属母公司) (摊薄)	31.49%	34.91%	37.81%	34.91%	32.94%
P/E	75	61	41	33	26
P/B	23.8	21.4	15.5	11.4	8.6

□ 洋河股份2022年前三季度实现营业收入264.83亿元，同比增长20.69%，归母净利润90.72亿元，同比增长25.78%，扣非归母净利润88.43亿元，同比增长29.1%。

公司在省内基础稳固，具备较强的抗风险能力。省外重点市场经过调整，亦进入成长通道，特别安徽、河南、浙江等调整后逐渐恢复。产品升级按梯次推进，省外有望逐步起势。公司积极推动内部改革、营销组织下沉、人员激励强化，向上趋势不断兑现。维持2022-24年归母净利润预测为97.5/112.9/132.0亿元，折合EPS为6.47/7.49/8.76元，维持“买入”评级。

风险提示：省内外竞争加剧，新版海之蓝表现不及预期。

表5：洋河股份盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	21,101	25,350	30,482	35,520	41,550
营业收入增长率	-8.76%	20.14%	20.24%	16.53%	16.98%
净利润 (百万元)	7,482	7,508	9,749	11,294	13,197
净利润增长率	1.35%	0.34%	29.85%	15.85%	16.85%
EPS (元)	4.97	4.98	6.47	7.49	8.76
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.44%	17.67%	18.66%	19.58%	20.59%
P/E	34	34	26	23	19
P/B	6.6	6.0	4.9	4.4	4.0

今世缘2022年前三季度营收65.16亿元，同比增长22.19%，归母净利润20.81亿元，同比增长22.53%。

23年以来场景修复良好，动销超出节前预期，K系列市场基础稳固，国缘四开、对开销量表现较好，淡雅、单开在100-200元价格带增长也较为亮眼，V系列作为高端品项强化运作，V9树立清雅酱香品牌进行形象引领，V3在省内落地布局，整顿后渠道秩序良好，23年公司营收瞄准百亿目标。维持2022-24年净利润预测为25.14/30.70/36.57亿元，折合EPS为2.00/2.45/2.92元，维持“买入”评级。

风险提示：V系列、四开销售不及预期，省内市场竞争加剧。

表6：今世缘盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,119	6,406	7,899	9,538	11,272
营业收入增长率	5.12%	25.12%	23.31%	20.75%	18.18%
净利润 (百万元)	1,567	2,029	2,514	3,070	3,657
净利润增长率	7.46%	29.50%	23.89%	22.13%	19.12%
EPS (元)	1.25	1.62	2.00	2.45	2.92
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.95%	21.83%	22.71%	23.15%	23.08%
P/E	49	38	31	25	21
P/B	9.3	8.3	7.0	5.8	4.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-03-07

请务必参阅正文之后的重要声明

舍得酒业2022年前三季度实现营业收入46.17亿元，同比增长28.05%，实现净利润12.13亿元，同比增长22.4%。

23年春节期间动销、开瓶率表现良好，渠道库存逐渐恢复到正常状态。舍得事业部重点聚焦品味舍得、藏品十年，品味舍得价盘稳定，23年将继续挺价，藏品十年定位千元价格带，舍之道规模扩张较快，在宴席场景表现亮眼。沱牌加大支持力度，包括品牌及广告投入等，空白市场加大开发。维持2022-24年归母净利润预测为15.1/19.8/26.7亿元，折合EPS为4.54/5.96/8.03元，维持“买入”评级。

风险提示：次高端白酒竞争加剧，潜力市场拓展不及预期。

表7：舍得酒业盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,704	4,969	6,113	7,564	10,077
营业收入增长率	2.02%	83.80%	23.01%	23.74%	33.23%
净利润 (百万元)	581	1,246	1,507	1,980	2,666
净利润增长率	14.42%	114.35%	20.96%	31.38%	34.69%
EPS (元)	1.73	3.75	4.54	5.96	8.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.23%	25.98%	24.97%	24.70%	24.96%
P/E	115	53	44	33	25
P/B	18.7	13.8	10.9	8.2	6.2

- **宏观经济下行风险：**若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- **国内疫情反复风险：**疫情防控对餐饮消费场景影响较大，若国内疫情感染再次反复，则会对餐饮、聚会、宴席等消费场景造成较大冲击，从而影响企业业绩。
- **行业竞争加剧风险：**白酒行业内部竞争较为激烈，疫情后企业加大品牌宣传与推广投入，竞争加剧下企业盈利可能受损。

衷心 感谢

光大证券研究所



食品饮料研究团队

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
电话：021-52523657
邮件：yeqianyu@ebscn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002
电话：021-52523689
邮件：chenyt@ebscn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001
电话：021-52523795
邮件：yangz@ebscn.com

联系人：李嘉祺

电话：021-52523658
邮件：lijq@ebscn.com

联系人：汪航宇

电话：021-52523877
邮件：wanghangyu@ebscn.com

联系人：董博文

电话：021-52523798
邮件：dongbowen@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予以通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。