

白酒板块低估值+预期改善，反弹有望持续

强于大市(维持)

——白酒行业深度报告

2023 年 08 月 08 日

行业核心观点:

当前白酒行业处于估值低位,近期促进消费、扩大内需等政策密集出台,市场信心有所修复。白酒作为宏观经济强相关行业,在政策提振信心背景下,需进一步关注后续宏观经济恢复情况,以及白酒企业升学宴席+双节旺季动销表现和业绩情况,判断基本面有望持续向好,白酒板块有望继续反弹,当前为较好的配置时点。

投资要点:

消费复苏放缓,促消费政策密集发力。今年上半年我国消费逐步恢复,其中与白酒消费密切相关的餐饮行业复苏明显,但6月社零增速明显趋缓,消费者信心指数和居民人均可支配收入增速呈现弱复苏态势,但仍处于过去5年较低的水平。2023年4月政治局会议强调“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”,7月24日中央政治局会议再次谈及促进消费,7月28日国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费的措施》,并出台了恢复和扩大消费的20条措施,政策密集出台改善了市场的悲观预期。

白酒板块处于低估值水平,看好预期好转下的配置机会。前期白酒库存周期及批价倒挂问题凸显,叠加外部宏观环境因素导致市场对白酒板块较为悲观,当前(8月3日)白酒估值位于2018年以来的32%分位,估值处于较低水平,经过较长时间的调整,风险得到较好地释放。此外,白酒板块陆股通持股比例下降,基金对白酒的持仓减配明显,2023Q2山西汾酒、洋河股份与古井贡酒跌出基金重仓前20大公司之列。白酒作为宏观经济强相关行业,在政策提振信心背景下,可持续关注白酒基本面的变化情况,下半年随着经济复苏及节假日消费场景的刺激,渠道库存持续去化,板块有望反弹。

白酒板块基本面向好,行业集中度提升。2023Q1春节白酒需求较旺,A股白酒板块23Q1实现营收/归母净利润1315.7/535.54亿元,同比+15.5%/+19.16%,多数酒企顺利实现开门红。2022年白酒行业总销售额为6626.50亿元,2018-2022年CAGR为5.43%,高端及次高端白酒A股上市公司2018-2022年营收CAGR为15.08%,收入市占率由34.81%提升14.61pcts至49.42%,高端及次高端白酒不断进行市场扩容。此外,白酒产量呈下降趋势,行业进入存量竞争,品牌化、品质化发展趋势愈加明显,规模以上白酒企业数量从2016年的1593家降至2022年的963家,行业集中度不断提高。

高端及次高端白酒恢复较好,高端白酒彰显强大的经营韧性

酒最具韧性,泸州老窖、贵州茅台、五粮液2023Q1均实现开门红,营收/归母净利润增速均表现较好。次高端白酒企业整体业绩实现增长但分化加剧,今世缘、古井贡酒、口子窖、山西汾酒增长强劲,未来势

行业相对沪深300指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

相关研究

终止澳麦“双反”措施利好啤酒盈利,板块情绪升温

政治局会议释放积极信号,贵州茅台获北向资金大幅买入

利好政策频出复苏信号增强,酒企积极行动提振行业信心

分析师: 陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

能有望延续；洋河股份、舍得酒业收入/归母净利润亦实现正增长；水井坊与酒鬼酒业绩短暂承压。中低端白酒企业开年以来复苏较为明显，但表现依旧不及高端及次高端白酒。

投资建议：历史上白酒板块调整结束，高端酒需求往往最先回暖，体现为高端酒茅五泸批价最先恢复上行，高端化发展仍是白酒行业的主旋律。重点推荐：1) **高端白酒：**业绩确定性高，同时护城河较深、壁垒高，建议持续关注高端白酒企业。2) **次高端白酒：**随着经济持续复苏、白酒景气度回升，次高端白酒渠道扩张有望重启，下半年业绩可期，建议持续关注业绩表现较好的次高端白酒龙头企业。

风险因素：政策风险，食品安全风险，经济增速不及预期风险。

正文目录

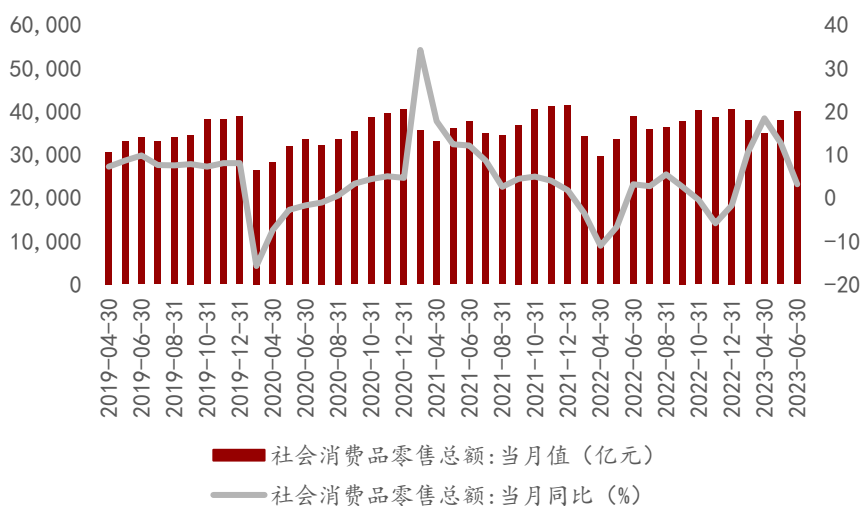
1 消费复苏放缓，促消费政策密集发力	5
2 白酒板块处于低估值水平，看好预期好转下的配置机会	7
2.1 白酒板块目前处于低估值水平	7
2.2 预期改善后，看好白酒板块反弹下的配置机会	10
3 基本面向好，板块分化式复苏	12
3.1 白酒板块业绩韧性较强，行业集中度提升	12
3.2 高端及次高端白酒复苏情况较好，高端白酒彰显强大韧性	15
4 投资建议及风险因素	19
4.1 投资建议	19
4.2 风险因素	19
图表 1: 近年来社会消费品零售数据	5
图表 2: 2023 年 1-6 月社会消费品零售总额主要数据	5
图表 3: 消费者信心指数 (%)	6
图表 4: 居民人均可支配收入累计同比 (%)	6
图表 5: 2023 年促进消费政策密集出台	7
图表 6: 白酒 PE 估值处于 2018 年以来的 32%分位	8
图表 7: 白酒板块陆股通持股比例	8
图表 8: 白酒板块陆股通持股市值	8
图表 9: 茅五泸北向资金持股数量及持股比例	9
图表 10: 基金重仓前 20 大公司	9
图表 11: 2023 年部分白酒企业升学宴政策	10
图表 12: 剑南春酒席升学宴相关政策	11
图表 13: 舍得酒席升学宴相关政策	11
图表 14: 部分白酒公司预计 2023H1 营收同比增速	11
图表 15: 飞天茅台批价跟踪 (元/瓶)	12
图表 16: 普五批价跟踪 (元/瓶)	12
图表 17: 名酒线上零售价跟踪 (元)	12
图表 18: 中国白酒行业市场规模	13
图表 19: 上市白酒公司营收总额及增速	13
图表 20: 上市白酒公司归母净利润总额及增速	13
图表 21: 上市白酒公司合同负债总额及增速	14
图表 22: 高端及次高端白酒公司收入市占率持续提升 (单位: 亿元)	14
图表 23: 白酒产量 (万千升)	15
图表 24: 白酒产量当月值 (万千升)	15
图表 25: 规上白酒企业数量 (家)	15
图表 26: 各档次白酒公司营收 (亿元)	16
图表 27: 各档次白酒公司营收同比增速	16
图表 28: 各档次白酒归母净利润 (亿元)	16
图表 29: 各档次白酒归母净利润同比增速	16
图表 30: 从 2023Q1 营收增速来看, 高端>次高端>中低端 (单位: 亿元)	17
图表 31: 从 2023Q1 归母净利润增速来看, 高端>次高端>中低端 (单位: 亿元)	18

图表 32: 各档次白酒企业合同负债 (亿元)	19
图表 33: 各档次白酒企业合同负债同比增速	19

1 消费复苏放缓，促消费政策密集发力

上半年社零增速较去年提升，但6月增速明显放缓。2023年1-6月社会消费品零售总额同比增长8.2%，较去年增速有明显提升，但6月我国社会消费品零售总额同比增速表现不及预期，较上月大幅下降9.60pcts至3.10%，主要受消费复苏节奏趋缓叠加去年同期基数走高影响。其中，按消费类型分，1-6月商品零售总额同比增长6.8%，6月份商品零售总额同比增长1.7%；1-6月餐饮收入同比增长21.4%，6月份餐饮收入同比增长16.1%，餐饮收入增速表现好于商品零售增速，主要受益于线下消费场景逐步复苏。按经营单位所在地分，1-6月城镇消费品零售额同比增长8.1%，6月份城镇消费品零售额同比增长3.0%；1-6月乡村消费品零售额同比增长8.4%，6月份乡村消费品零售额同比增长4.2%，城乡市场呈现同步恢复趋势，从增速来看，乡村市场销售恢复好于城镇。总体来看，今年上半年我国消费逐步恢复，其中与白酒消费密切相关的餐饮行业复苏明显，但6月社零增速明显趋缓。

图表1：近年来社会消费品零售数据



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

图表2：2023年1-6月社会消费品零售总额主要数据

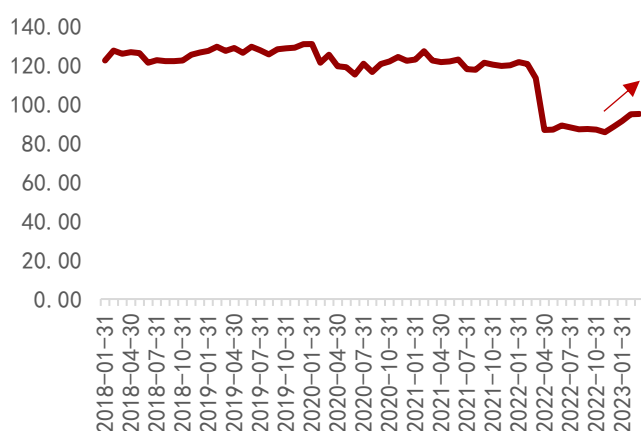
指标	2023年6月		2023年1-6月	
	绝对量(亿元)	同比增长(%)	绝对量(亿元)	同比增长(%)
社会消费品零售总额	39951	3.1	227588	8.2
其中：除汽车以外的消费品零售额	35426	3.7	205178	8.3
其中：限额以上单位消费品零售额	16658	2.3	85341	7.4
其中：实物商品网上零售额	—	—	60623	10.8
按经营地分				
城镇	34563	3.0	197532	8.1
乡村	5388	4.2	30056	8.4
按消费类型分				
餐饮收入	4371	16.1	24329	21.4
其中：限额以上单位餐饮收入	1134	15.4	6230	23.5
商品零售	35581	1.7	203259	6.8

其中：限额以上单位商品零售	15524	1.4	79112	6.3
粮油、食品类	1631	5.4	9161	4.8
饮料类	287	3.6	1433	1.0
烟酒类	460	9.6	2641	8.6
服装、鞋帽、针纺织品类	1238	6.9	6834	12.8
化妆品类	451	4.8	2071	8.6
金银珠宝类	267	7.8	1689	17.5
日用品类	715	-2.2	3748	5.0
体育、娱乐用品类	141	9.2	585	10.5
家用电器和音像器材类	1137	4.5	4270	1.0
中西药品类	592	6.6	3321	11.1
文化办公用品类	441	-9.9	1895	-3.9

资料来源：国家统计局，万联证券研究所

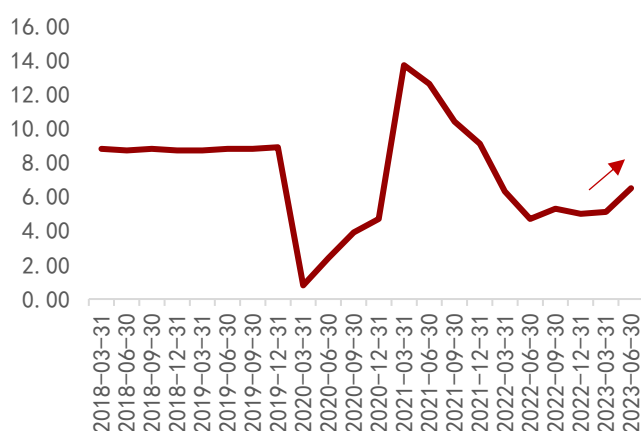
消费者信心指数处于近5年来的底部区域，今年以来呈现弱复苏态势。2023年以来居民人均可支配收入累计同比增速有所回升，但仍低于疫情前的水平，2023年6月居民收入累计同比增长6.5%，较2023年3月增速提高1.4pcts，居民收入的增长有利于带动居民消费能力和消费意愿提升。消费者信心指数仍处于近5年以来的底部区域，但2023年上半年消费者信心指数扭转下降趋势，呈现弱复苏态势。总体来看，2023年上半年消费者信心指数和居民人均可支配收入增速呈现弱复苏态势，但仍处于过去5年较低的水平。消费信心的恢复，亟待从上至下更有力的政策推动。

图表3：消费者信心指数（%）



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

图表4：居民人均可支配收入累计同比（%）



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

近期政策密集发力，促进消费基调已定。2023年4月政治局会议强调“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。2023年7月中央政治局会议再次谈及促进消费，提到要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费，旨在改善消费环境，增强消费信心。7月31日，国务院办公厅转发国家发改委《关于恢复和扩大消费的措施》，《措施》围绕稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境等六个方面，提出20条具体政策举措，力求长短兼顾、务实有效。措施中明确提到要提振的消费行业主要包括：家居、家电、餐饮、预制菜、饮料、酒类、旅游、景区、酒店、运动服饰、免税等。

图表5: 2023年促进消费政策密集出台

时间	事件名称	主要内容
2023年4月28日	中共中央政治局会议	会议强调“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。
2023年7月18日	国家发展改革委举行7月份新闻发布会	国家发展改革委政策研究室主任金贤东表示，将围绕稳定大宗消费、促进汽车消费和电子产品消费、拓展农村消费、优化消费环境等方面抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策。同时强调将坚持常态化召开民营企业座谈会，建立与民营企业沟通交流机制。
2023年7月24日	中共中央政治局会议	在促消费方面，会议提到要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。
2023年7月28日	国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费的措施》	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻党的二十大精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，把恢复和扩大消费摆在优先位置，优化就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，充分挖掘超大规模市场优势，畅通经济循环，释放消费潜力，更好满足人民群众对高品质生活的需要，并出台了恢复和扩大消费的20条措施。

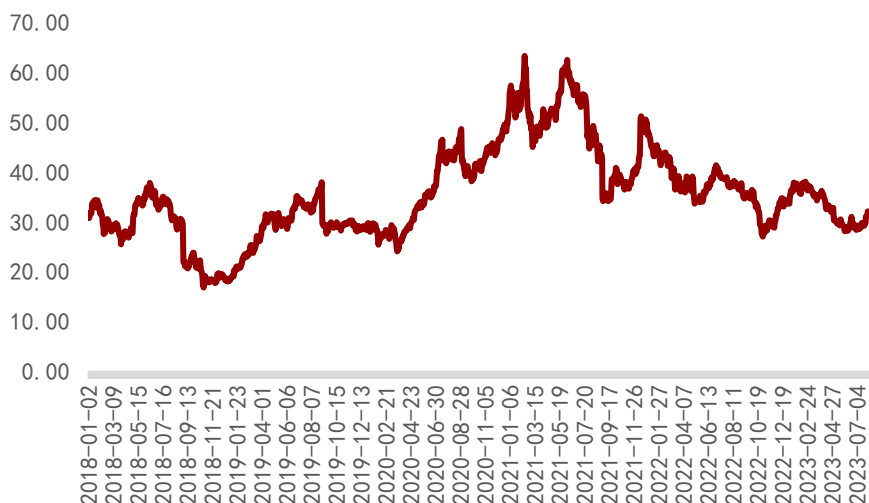
资料来源：中国政府网，国家发展改革委，万联证券研究所

2 白酒板块处于低估值水平，看好预期好转下的配置机会

2.1 白酒板块目前处于低估值水平

白酒行业估值水平处于低位，下半年有望迎来拐点。2018年1月2日至2023年8月3日，申万白酒二级板块PE估值水平最高为63.35倍，PE估值水平最低为16.85倍。2023Q1以来，投资者对白酒板块产生分歧，板块估值有所回落，截至2023年8月3日白酒板块PE估值水平为31.84倍，位于2018年1月2日以来的32%分位，估值处于较低水平，风险得到较好地释放。

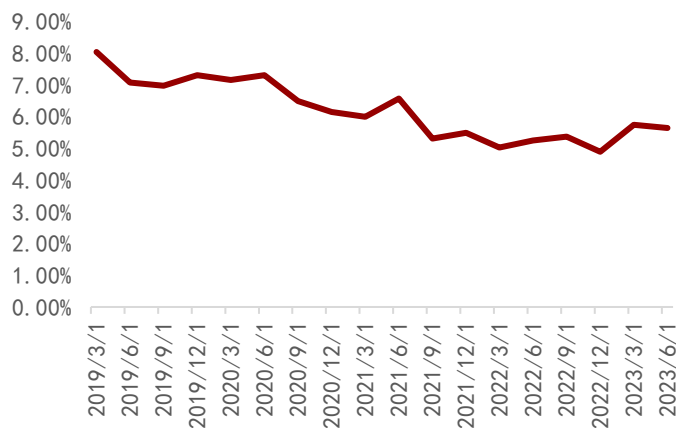
图表6: 白酒PE估值处于2018年以来的32%分位



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

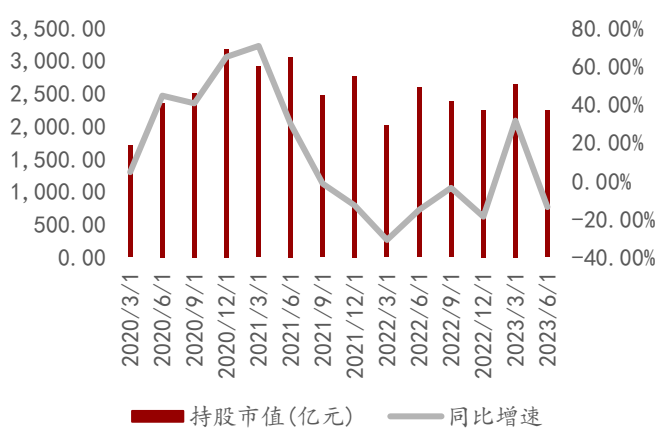
白酒板块陆股通持股比例下降, 持股市值处于历史较低位置。2022年6月底陆股通持有白酒板块市值为2592.58亿元, 2022年10月外资大幅流出导致白酒年内低点, 2023年6月底陆股通持有白酒板块市值为2238.84亿元, 同比减少13.64%, 2023年以来北向资金对白酒的配置持续减少。2023年6月底白酒板块陆股通持股市值占白酒板块流通市值比例为5.65%, 较年初下降0.1pct。对于贵州茅台、五粮液与泸州老窖, 北向资金也有不同程度的减持。

图表7: 白酒板块陆股通持股比例



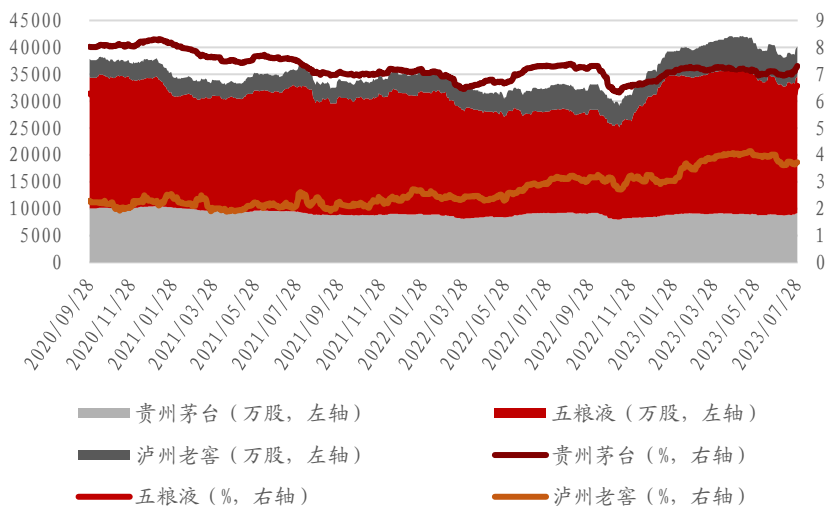
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表8: 白酒板块陆股通持股市值



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表9: 茅五泸北向资金持股数量及持股比例



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

2023Q2基金对白酒的持仓减配明显, 基金重仓的白酒公司数量减少。2023Q1基金重仓前20大公司中有6家白酒公司, 分别是贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份与古井贡酒; 2023Q2基金重仓前20大公司中有3家白酒公司, 分别是贵州茅台、五粮液与泸州老窖, 山西汾酒、洋河股份与古井贡酒跌出基金重仓前20大公司之列。2023Q2, 基金持仓贵州茅台的市值为1326.74亿元, 环比-12.05%, 基金持仓五粮液的市值为615.63亿元, 环比-20.70%, 基金持仓泸州老窖的市值为577.22亿元, 环比-25.34%, 持仓市值均有不同程度的下降, 基金对白酒板块的持有处于较低的位置。

图表10: 基金重仓前20大公司

排序	股票名称	2022Q4	股票名称	2023Q1	股票名称	2023Q2
		基金持仓市值 (亿元)		基金持仓市值 (亿元)		基金持仓市值 (亿元)
1	贵州茅台	1575.43	贵州茅台	1508.45	贵州茅台	1326.74
2	宁德时代	1057.10	宁德时代	1137.96	宁德时代	1173.81
3	五粮液	734.56	五粮液	776.30	五粮液	615.63
4	泸州老窖	663.52	泸州老窖	773.14	泸州老窖	577.22
5	腾讯控股	453.02	腾讯控股	612.73	腾讯控股	533.85
6	山西汾酒	430.74	药明康德	386.40	迈瑞医疗	399.78
7	迈瑞医疗	404.78	迈瑞医疗	384.41	恒瑞医药	369.03
8	药明康德	400.83	山西汾酒	376.13	阳光电源	342.73
9	招商银行	373.56	金山办公	317.33	金山办公	308.27
10	亿纬锂能	363.68	阳光电源	306.22	中兴通讯	296.56
11	隆基绿能	356.56	爱尔眼科	295.66	药明康德	284.95
12	比亚迪	343.80	东方财富	294.22	招商银行	281.04
13	美团-W	338.31	隆基绿能	288.52	比亚迪	270.68
14	阳光电源	332.57	招商银行	286.47	中芯国际	245.68
15	东方财富	311.50	洋河股份	269.02	中际旭创	245.64
16	中国中免	304.73	海康威视	248.88	中微公司	240.91
17	爱尔眼科	302.17	美团-W	240.40	中国平安	235.02

18	洋河股份	278.61	比亚迪	237.19	北方华创	234.13
19	紫光国微	250.75	亿纬锂能	231.99	美团-W	225.77
20	天合光能	244.05	古井贡酒	228.87	晶澳科技	220.45

资料来源：东方财富choice，万联证券研究所

2.2 预期改善后，看好白酒板块反弹下的配置机会

政策发力，市场预期改善。7月24日中共中央政治局召开会议，提出要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费，同时提到“要活跃资本市场，提振投资者信心”，政策对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的目标较此前明显加强，市场悲观预期有所修复。

政策修复市场悲观预期之后，市场后续发展仍需要持续提供动力：1) 下半年经济持续复苏带动消费力增强：当前，我国经济处于疫情冲击后的恢复阶段，经济增长动能逐步增强，居民消费稳步提升，市场主体活力逐步恢复，中国经济可保持长期持续稳定增长。**2) 8月升学宴带来的渠道库存去化：**今年升学宴争夺战开启较早，酒企在营销和政策上发力，寻求实现品牌对潜在客户的精准触达，如剑南春在提升开瓶抽奖力度的基础上定制升学宴政策，根据宴席桌数附赠“强国青年专属礼遇”定制礼盒；舍得酒业活动包含升学赠礼、升学宴套餐政策、清北宴赠酒等，活动产品涉及品味舍得(四代/五代/庆典/精华版)、智慧舍得、水晶舍得、舍之道，政策力度空前。**3) 8月酒企中报业绩兑现。**从当前已经披露上半年主要经营数据的龙头营收增速来看，贵州茅台(+20.76%)、山西汾酒(+23.98%)、今世缘(+28.46%)，高端/次高端白酒中报业绩表现较好，完成全年目标的确定性较强。**4) 中秋、国庆双节前后白酒动销表现可期。**中秋国庆节假旺季白酒需求旺盛，预计白酒行业在8-9月将迎来宴席需求强劲回升，中秋和国庆前后销售有望稳中向好，动销表现有望改善。

图表11：2023年部分白酒企业升学宴政策

公司	主要活动
剑南春	在提升开瓶抽奖力度的基础上定制升学宴政策，根据宴席桌数附赠“强国青年专属礼遇”定制礼盒。
舍得酒业	活动包含升学赠礼、升学宴套餐政策、清北宴赠酒等，活动产品涉及品味舍得(四代/五代/庆典/精华版)、智慧舍得、水晶舍得、舍之道，政策力度空前。
酒鬼酒	酒鬼酒华中大区在原有宴席政策的基础上再次升级，自7月1日-8月30日，使用酒鬼酒产品开展升学宴席，即可获得盒盖换酒、开瓶扫码、宴席赠酒等三重好礼。
古井贡酒	延续了常规的宴席政策，以及所有年份原浆系列产品均有扫码中红包活动。但在推广层面，古井贡酒牵手“伟伟说高考”举办“年份原浆·古20——2023年安徽省高招现场咨询会”，携手近百所高校，搭建考生与高校招生老师沟通交流的无障碍通道，一解家长、学生填志愿的“燃眉之急”。
金种子酒	针对馥7/馥9系列产品推出两大活动：一是凡是活动期间预交定金300元，送“天韵时光露营地”抵用券1张；二是凡举办宴席现金购金种子馥合香(馥7或馥9)达18瓶者，每桌赠送使用产品同品1瓶，同时每三桌另赠“天韵时光露营地”抵用券1张。
迎驾贡酒	在常规宴席基础上针对升学宴特别调整：5-19桌消费洞藏6、洞藏8、洞藏9，每场赠送1L洞9壹瓶；3-19桌洞藏16、洞藏20，每场赠送1L洞16壹瓶，开展升学宴再赠送价值259元礼品壹个。
明光酒业	6月10日-9月10日期间，升学宴用酒选用明绿液，三桌起步可现场赠送5斤装生肖大酒一坛+品牌旅行拉杆箱一个；升学宴用酒选用明绿液，九桌起步可现场赠送品牌电器一台

+品牌旅行拉杆箱一个。

宣酒

以宣10为核心在各地市开展不同的升学宴政策，在合肥市场推出三重好礼：一是合肥市考生凭准考证和录取通知书免费领取宣10壹瓶(仅限前200名)；二是合肥籍考生录取“985”“211”大学，可当日指定场次免费畅饮宣酒10(仅限合肥市区举办)；三是在合肥市区指定终端购买宣酒10以上产品，享受专属赠酒政策。

资料来源：搜狐新闻，网易新闻，万联证券研究所

图表12：剑南春酒席升学宴相关政策

剑南春				
强国青年 金榜题名 多重好礼等你拿				
一、强国青年定制礼盒赠送活动				
● 奖品及价值				
桌数要求	实际使用(瓶)		奖励标准	价值(元)
	500×1×6	250×1×12		
2-9桌	12	24	消费者升学宴奖励 强国青年尊享礼盒一套 (华为耳机Free buds SE一副、 毕加索903签字笔一只、 替换笔芯两只)	529
10桌-30桌	24	48	强国青年尊享礼盒一套 (华为平板Mate Pad SE一台、 毕加索903签字笔一只、 替换笔芯两只)	1669
31桌及以上	36	72	强国青年尊享礼盒一套 (华为平板Mate Pad SE一台、 毕加索903签字笔一只、 替换笔芯两只)	1669
			南极之心(750ml)一瓶	1314

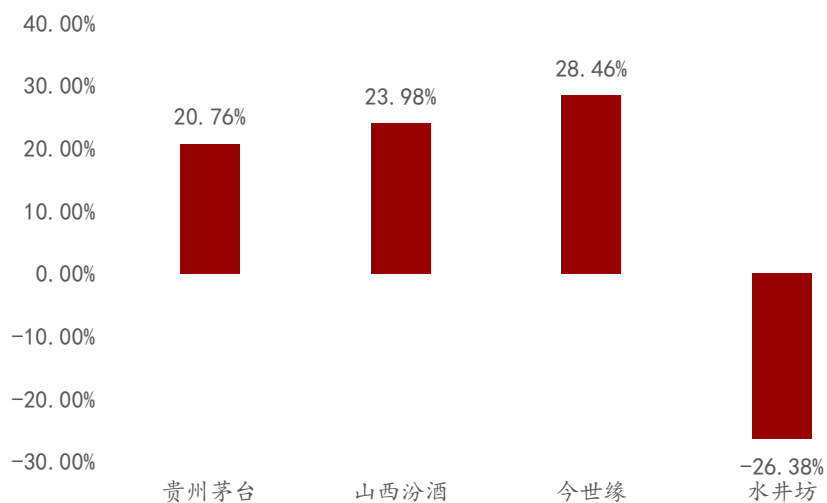
资料来源：酒业家，万联证券研究所

图表13：舍得酒业升学宴相关政策



资料来源：酒业家，万联证券研究所

图表14：部分白酒公司预计2023H1营收同比增速

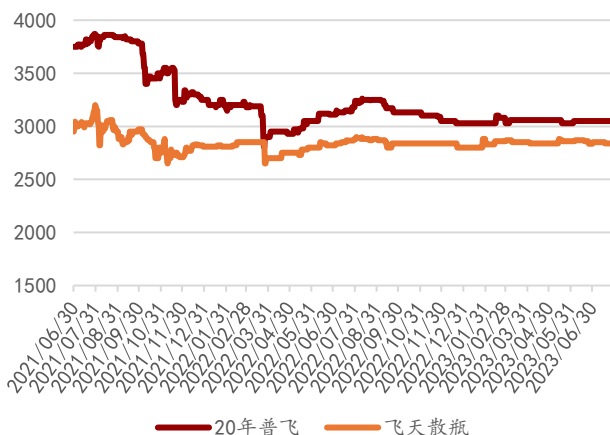


资料来源：公司公告，万联证券研究所

2023年下半年预期向好，关注白酒板块反弹机会。前期白酒库存周期及批价倒挂问题凸显，叠加外部宏观环境因素导致市场对白酒板块较为悲观，经过较长时间的调整，

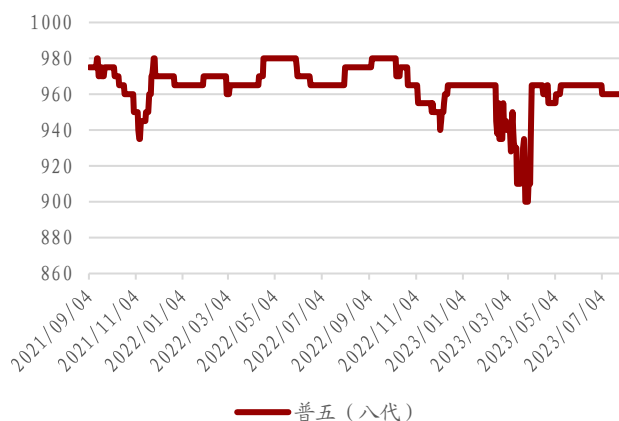
悲观预期已得到较为充足的释放。大多数酒企积极调价控货，批价维持在相对稳定的水平，库存正在持续消化中。叠加2023年下半年经济形势有望向好、升学宴高峰期+中秋国庆旺季刺激、政策不断出台促消费扩内需，预计动销情况将有所改善。白酒作为宏观经济强相关行业，在政策提振信心背景下，可持续关注白酒基本面的变化情况，并进一步关注后续宏观经济恢复情况、业绩、宴席+双节旺季动销表现，当前我们看好板块后续反弹，目前处于配置良机。

图表15: 飞天茅台批价跟踪 (元/瓶)



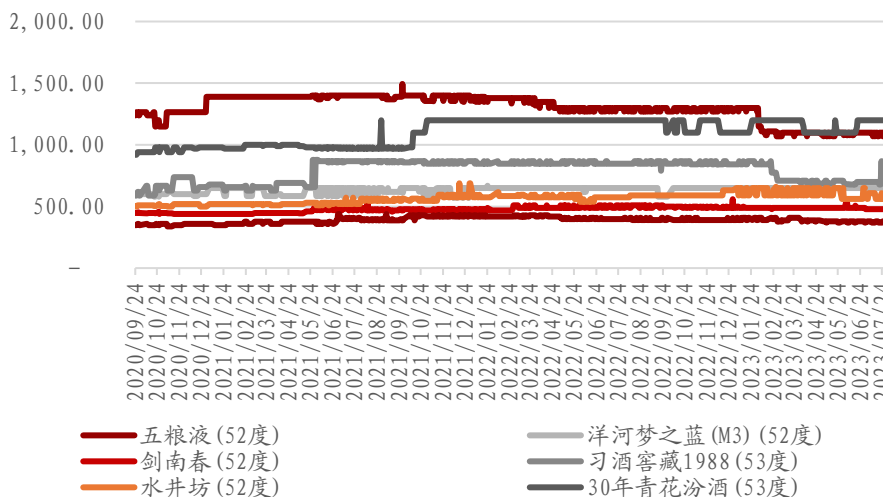
资料来源: 今日酒价, 万联证券研究所

图表16: 普五批价跟踪 (元/瓶)



资料来源: 今日酒价, 万联证券研究所

图表17: 名酒线上零售价跟踪 (元)



资料来源: 京东, 万联证券研究所

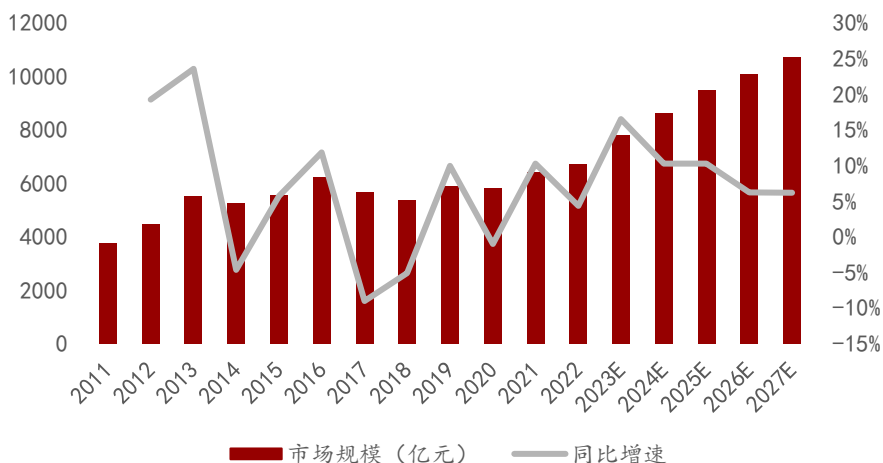
3 基本面向好，板块分化式复苏

3.1 白酒板块业绩韧性较强，行业集中度提升

白酒行业市场规模仍处于增长中。随着中国经济的快速发展和消费者需求的不断扩大，白酒行业的市场规模也在不断增长。据艾媒咨询，2022年中国白酒市场规模已达到6712亿元，2011-2022年行业市场规模CAGR为5.44%，预计2023年/2027年白酒行业市场规模分别为7818亿元/10709亿元，2023-2027年行业市场规模CAGR为8.18%。未来

几年，白酒市场预计还将继续保持稳定的发展态势。

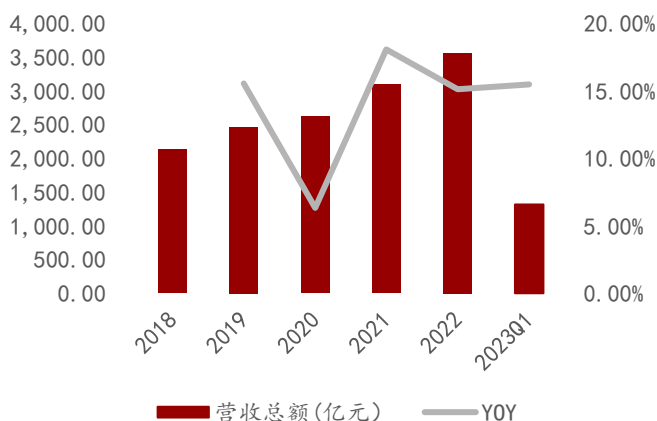
图表18: 中国白酒行业市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

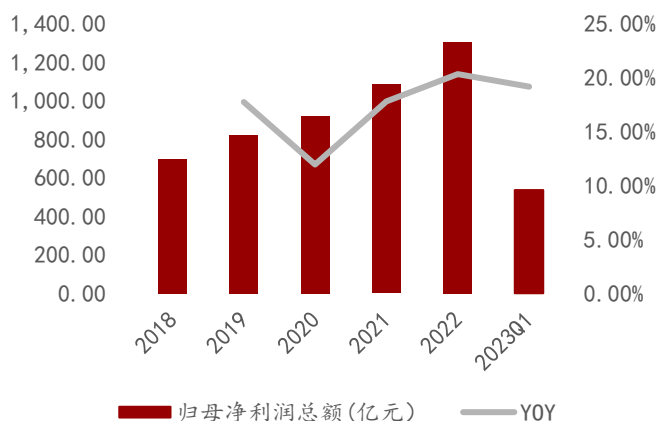
A股白酒板块业绩稳健增长。2022年A股白酒板块整体业绩实现稳健增长, 实现营收/归母净利3563.45/1305.1亿元, 营收/归母净利同比+15.13%/+20.33%, 且结构性升级趋势持续。2023Q1春节白酒需求较旺, 白酒板块23Q1实现营收/归母净利1315.7/535.54亿元, 同比+15.5%/+19.16%, 多数酒企顺利实现开门红。白酒行业上市公司23Q1实现营收同比正增长主因外部宏观环境改善、送礼及聚饮需求增加、宴席等消费场景回补, 白酒消费整体呈现复苏态势, 支撑板块实现收入较快增长。

图表19: 上市白酒公司营收总额及增速



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

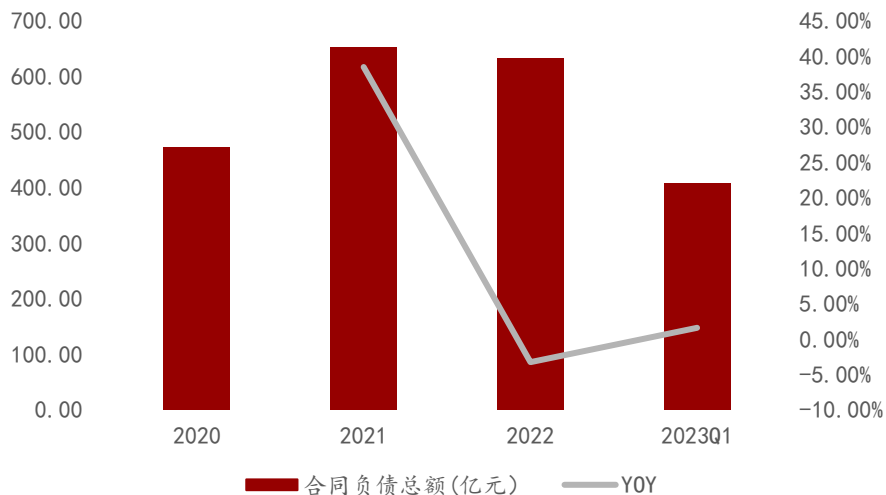
图表20: 上市白酒公司归母净利润总额及增速



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

2022年A股白酒板块合同负债规模同比小幅减少, 23Q1末合同负债规模同比略有增加。2022年末A股白酒板块合同负债为631.6亿元, 同比-3.26%。白酒企业普遍采取先款后货的经营模式, 合同负债(预收账款)代表着经销商的打款意愿。一般来说, 合同负债可以起到业绩蓄水池的作用, 是反应白酒公司经营情况的重要指标。合同负债下滑, 说明经销商打款意愿在下降。2022年受各种因素影响, 上市白酒公司营收增速较2021年有所下滑。2023Q1末白酒行业合同负债为407.31亿元, 较2022Q1末+1.59%, 反映白酒市场正在逐步回温, 合同负债变动一定程度上也反映了行业趋势。

图表21: 上市白酒公司合同负债总额及增速



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

高端及次高端白酒市场份额持续提升, 行业结构不断调整优化。根据中国酒业协会数据, 2018年白酒行业总销售额为5363.83亿元, 2022年销售额为6626.50亿元, 近4年CAGR为5.43%, 而2018-2022年高端及次高端白酒上市公司收入由1867.4亿元增长至3274.81亿元, 对应4年CAGR为15.08%, 收入市占率由34.81%提升14.61pct至49.42%, 白酒行业集中度持续提升, 高端及次高端白酒不断进行市场扩容。

图表22: 高端及次高端白酒公司收入市占率持续提升 (单位: 亿元)

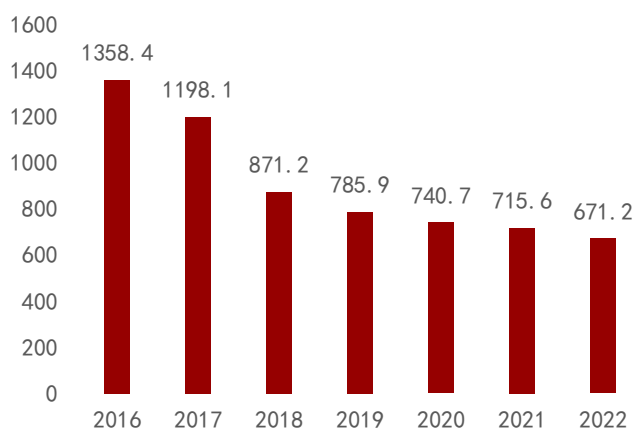
公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
贵州茅台	771.99	888.54	979.93	1,094.64	1,275.54
五粮液	400.30	501.18	573.21	662.09	739.69
泸州老窖	130.55	158.17	166.53	206.42	251.24
洋河股份	241.60	231.26	211.01	253.50	301.05
山西汾酒	93.82	118.80	139.90	199.71	262.14
古井贡酒	86.86	104.17	102.92	132.70	167.13
舍得酒业	22.12	26.50	27.04	49.69	60.56
酒鬼酒	11.87	15.12	18.26	34.14	40.50
今世缘	37.41	48.74	51.22	64.08	78.88
水井坊	28.19	35.39	30.06	46.32	46.73
口子窖	42.69	46.72	40.11	50.29	51.35
高端及次高端销售额	1867.4	2174.59	2340.19	2793.58	3274.81
白酒行业总销售额	5363.83	5617.82	5836.39	6033.48	6626.5
高端及次高端市占率	34.81%	38.71%	40.10%	46.30%	49.42%

资料来源: 同花顺iFind, 国家统计局, 万联证券研究所

白酒产量呈下降趋势, 行业进入存量竞争。2016年白酒产量为1358.4万千升, 2022年白酒产量为671.2万千升, 白酒产量呈明显的下降趋势。从产量变化的角度来看, 我国白酒产量连创新低说明行业进入品质提升和优胜劣汰的发展阶段, 白酒高端化趋势明显, 白酒消费趋势发生“由量到质”的转变。目前, 我国的白酒消费结构属于存

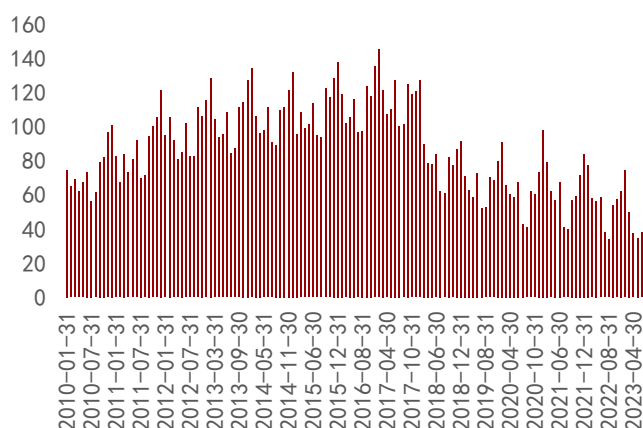
量市场竞争，行业集中度不断提升，品牌化、品质化发展趋势愈加明显。消费者对于酒类品质的要求越来越高，“少喝酒、喝好酒”的理念深入人心，贵州茅台、五粮液等头部酒企近期不断扩产年份酒、老酒等优质产能，而没有品牌特色、品质特色的产能一直严重过剩，白酒产量逐年下降是市场消费结构升级之后的必然结果。近年来，我国白酒销量也在呈现不断下降趋势，当产销量不断下降，而白酒企业营业收入不断提升时，从一定程度上来说是以高端、中高端产品等毛利率较高的产品销售不断提升所致。

图表23: 白酒产量（万千升）



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

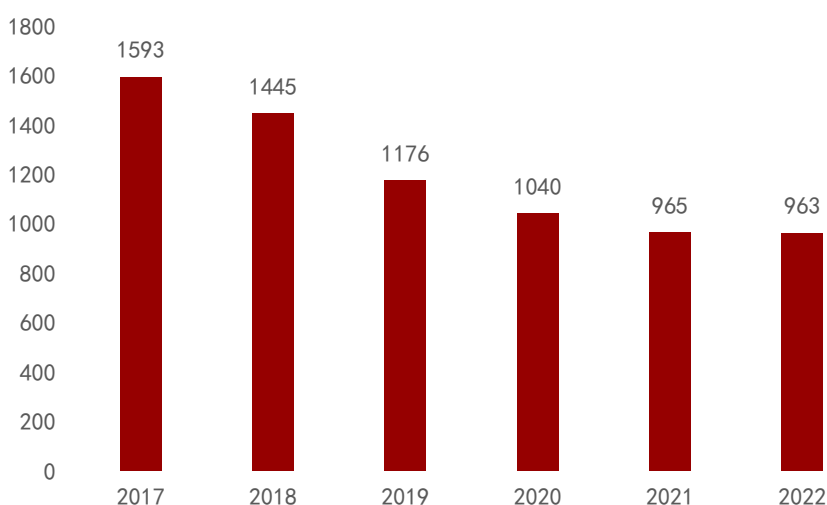
图表24: 白酒产量当月值（万千升）



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

规模以上白酒企业数量持续减少，行业集中度不断提高。从中国酒业协会公布的数据来看，白酒规模以上企业数量自2016年的1593家降至2022年的963家，不断有白酒企业被淘汰出局。与此同时，高端及次高端白酒企业营收占据白酒板块销售额的半壁江山。随着消费者对品牌认知度的持续增强，消费升级的持续推进，未来白酒行业集中度有望进一步提升，长期趋势不变。

图表25: 规上白酒企业数量（家）



资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

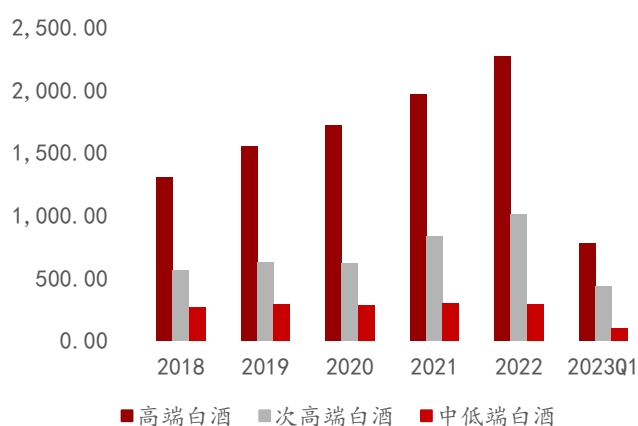
3.2 高端及次高端白酒复苏情况较好，高端白酒彰显强大韧性

2022年高端白酒呈现出较强的韧性、次高端仍处较快增长通道，中低端酒企受消费场

景影响较大。22年A股高端白酒实现营收/归母净利润分别为2266.46亿元/997.72亿元，同比+15.45%/+19.07%，实现稳健增长；次高端白酒营收/归母净利润分别为1008.34亿元/286.2亿元，同比+21.42%/+28.84%，次高端白酒企业整体保持较高增速；中低端白酒营收/归母净利润分别为288.65亿元/21.18亿元，同比-4.29%/-13.78%，表现弱于行业，主因其消费场景受外部因素影响较大。

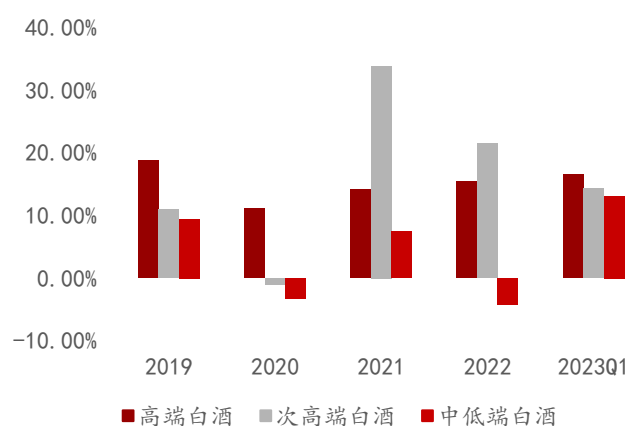
2023Q1高端白酒领先恢复、次高端保持较快增速，中低端酒企经营状况好转。2023Q1A股高端白酒率先恢复，实现营收/归母净利润分别为781.28亿元/370.5亿元，同比+16.53%/+19.73%，营收/归母净利润增速均高于其他档次白酒；次高端白酒营收/归母净利润分别为435.46亿元/149.75亿元，同比+14.24%/+17.95%，依旧保持了较高的增速；中低端白酒营收/归母净利润分别为98.95亿元/15.3亿元，同比+13.09%/+17.45%，同比增速由负转正，经营状况转好，但表现依旧不及高端及次高端白酒。

图表26: 各档次白酒公司营收 (亿元)



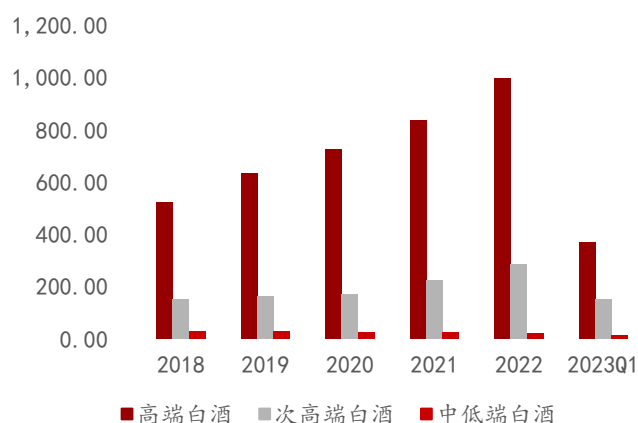
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表27: 各档次白酒公司营收同比增速



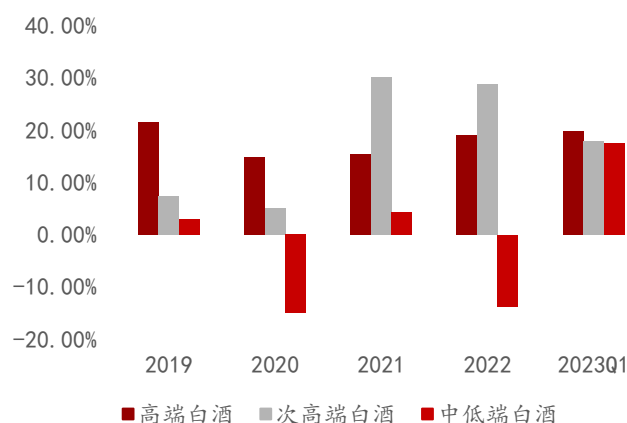
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表28: 各档次白酒归母净利润 (亿元)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表29: 各档次白酒归母净利润同比增速



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

高端白酒企业经营韧性较强。泸州老窖、贵州茅台、五粮液2023Q1均实现开门红。从高端白酒2023Q1收入增速看，泸州老窖（20.57%）>贵州茅台（18.66%）>五粮液（13.03%）。从高端白酒2023Q1归母净利润增速看，泸州老窖（29.10%）>贵州茅台（20.59%）>五粮液（15.89%）。23Q1高端白酒体现出更强的经营韧性，主要系高端白

酒春节旺季礼赠与聚饮需求较高，且高端白酒的护城河更深，收藏价值依旧。泸州老窖坚持“双品牌、三品系、大单品”战略，完善的产品矩阵全面发力，23Q1顺利实现开门红。贵州茅台不断优化渠道建设，大力打造“i茅台”平台，2023H1业绩增速高于原定目标。五粮液作为白酒浓香领军品牌，产品结构进一步优化，一季度复苏明显。

次高端白酒企业整体业绩实现韧性增长但分化加剧。次高端酒企间因2022Q1业绩基数及库存去化进度等差异导致业绩分化明显。从次高端白酒2023Q1收入增速看，今世缘（27.26%）>古井贡酒（24.83%）>口子窖（21.35%）>山西汾酒（20.44%）>洋河股份（15.51%）>舍得酒业（7.28%）>水井坊（-39.69%）>酒鬼酒（-42.87%）。从次高端白酒2023Q1归母净利润增速看，古井贡酒（42.87%）>山西汾酒（29.89%）>今世缘（25.20%）>洋河股份（15.66%）>口子窖（10.37%）>舍得酒业（7.34%）>酒鬼酒（-42.38%）>水井坊（-56.02%）。今世缘/古井贡酒/口子窖/山西汾酒增长强劲，未来势能有望延续；洋河股份/舍得酒业收入/归母净利润增长亦实现正增长；水井坊与酒鬼酒业绩短暂承压，公司面对复杂外部环境主动调整经营节奏，加速库存去化。

中低端白酒企业开年以来复苏较为明显。从中低端白酒2023Q1收入增速看，金徽酒（26.61%）>金种子酒（25.48%）>迎驾贡酒（21.60%）>伊力特（18.53%）>皇台（14.00%）>老白干（10.43%）>顺鑫农业（4.63%）。从中低端白酒2023Q1归母净利润增速看，金种子酒（228.11%）>顺鑫农业（214.40%）>皇台（56.32%）>皇台（56.32%）>伊力特（36.97%）>迎驾贡酒（27.17%）>金徽酒（10.41%）>老白干（-61.51%）。2023Q1金徽酒不断优化营销策略，强化品牌影响力，增加市场投入，市场区域扩大，营收取得较大的增长。金种子酒在华润入驻后不断改革，改革成果在23Q1业绩端初显成效，随着经济修复与消费回暖，公司有望后程发力。

图表30: 从2023Q1营收增速来看，高端>次高端>中低端（单位：亿元）

公司档次	公司名称	2022 年营收	2022 年营收同比	2023Q1 营收	2023Q1 营收同比
高端白酒	贵州茅台	1,275.54	16.53%	393.79	18.66%
	五粮液	739.69	11.72%	311.39	13.03%
	泸州老窖	251.24	21.71%	76.10	20.57%
次高端白酒	洋河股份	301.05	18.76%	150.46	15.51%
	山西汾酒	262.14	31.26%	126.82	20.44%
	古井贡酒	167.13	25.95%	65.84	24.83%
	舍得酒业	60.56	21.86%	20.21	7.28%
	酒鬼酒	40.50	18.63%	9.65	-42.87%
	今世缘	78.88	23.09%	38.03	27.26%
	口子窖	51.35	2.12%	15.92	21.35%
	水井坊	46.73	0.88%	8.53	-39.69%
	顺鑫农业	116.78	-21.46%	40.88	4.63%
中低端白酒	迎驾贡酒	55.05	20.29%	19.16	21.60%
	老白干酒	46.53	15.54%	10.03	10.43%
	金徽酒	20.12	12.49%	8.93	26.61%
	伊力特	16.23	-16.24%	7.40	18.53%
	金种子酒	11.86	-2.11%	4.32	25.48%
	岩石股份	10.91	0.90%	3.88	70.24%
	天佑德酒	9.80	-7.04%	3.96	-6.23%
	*ST 皇台	1.36	49.77%	0.39	14.00%

资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

图表31：从2023Q1归母净利润增速来看，高端>次高端>中低端（单位：亿元）

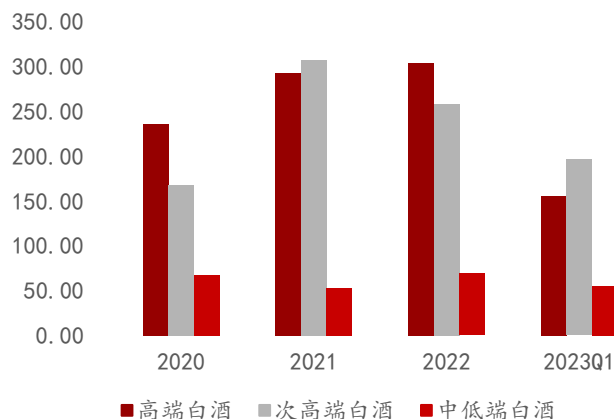
公司档次	公司名称	2022 年归母净 利润	2022 年归母净利 润同比	2023Q1 归母净 利润	2023Q1 归母净利 润同比
高端白酒	贵州茅台	627.16	19.55%	207.95	20.59%
	五粮液	266.91	14.17%	125.42	15.89%
	泸州老窖	103.65	30.29%	37.13	29.10%
次高端白酒	洋河股份	93.78	24.91%	57.66	15.66%
	山西汾酒	80.96	52.36%	48.19	29.89%
	古井贡酒	31.43	36.78%	15.70	42.87%
	舍得酒业	16.85	35.31%	5.69	7.34%
	酒鬼酒	10.49	17.38%	3.00	-42.38%
	今世缘	25.03	23.34%	12.55	25.20%
	口子窖	15.50	-10.24%	5.36	10.37%
	水井坊	12.16	1.40%	1.59	-56.02%
中低端白酒	顺鑫农业	-6.73	-21.46%	3.28	214.40%
	迎驾贡酒	17.05	20.29%	7.00	27.17%
	老白干酒	7.08	15.54%	1.02	-61.51%
	金徽酒	2.80	12.49%	1.82	10.41%
	伊力特	1.65	-16.24%	1.48	36.97%
	金种子酒	-1.87	-2.11%	-0.41	228.11%
	岩石股份	0.37	-39.86%	0.31	201.02%
	天佑德酒	0.75	19.05%	0.77	-29.61%
	*ST 皇台	0.07	-154.27%	0.02	56.32%

资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

2022年中低端酒企合同负债增速较高。22年A股高端白酒企业合同负债为304.17亿元，同比+3.86%；次高端白酒企业合同负债为258.38亿元，同比-15.97%；中低端白酒企业合同负债为69.05亿元，同比+31.44%，增速较全行业较高。

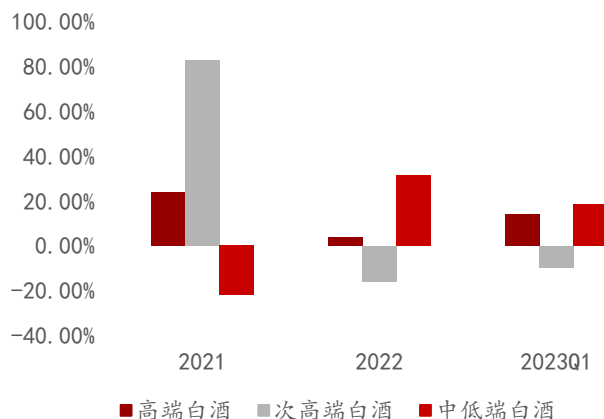
2023Q1高端白酒企业合同负债增速提高、次高端白酒企业跌幅缩小，中低端白酒企业保持快速增长。2023Q1高端白酒企业合同负债为155.92亿元，同比+13.88%，高端白酒企业表现相对稳健；次高端白酒企业合同负债为196.42亿元，同比-9.72%，跌幅较2022年缩小；中低端白酒企业合同负债为54.97亿元，同比+18.42%，同比增速依旧高于高端及次高端白酒企业。

图表32: 各档次白酒企业合同负债(亿元)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表33: 各档次白酒企业合同负债同比增速



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

4 投资建议及风险因素

4.1 投资建议

前期白酒库存周期及批价倒挂问题凸显, 叠加外部宏观环境因素导致市场对白酒板块较为悲观, 经过较长时间的调整, 悲观预期已得到较为充足的释放, 当前白酒行业处于估值低位水平。近期促进消费、扩大内需等政策密集出台, 市场信心有所修复。白酒作为宏观经济强相关行业, 在政策提振信心背景下, 需进一步关注后续宏观经济恢复情况, 以及白酒企业升学宴席+双节旺季动销表现和业绩情况, 判断基本面有望持续向好, 白酒板块有望继续反弹, 当前为较好的配置时点。

历史上白酒板块调整结束, 高端酒需求往往最先回暖, 体现为高端酒茅五泸批价最先恢复上行, 高端化发展仍是白酒行业的主旋律。重点推荐: 1) **高端白酒**: 业绩确定性高, 同时护城河较深、壁垒高, 建议持续关注高端白酒企业。2) **次高端白酒**: 随着经济持续复苏、白酒景气度回升, 次高端白酒渠道扩张有望重启, 下半年业绩可期, 建议持续关注业绩表现较好的次高端白酒龙头企业。

4.2 风险因素

1. 政策风险: 白酒板块与政策关联度较大, 限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来较大的行业调整。
2. 食品安全风险: 食品安全是消费者关注的重中之重, 消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。
3. 经济增速不及预期风险: 白酒板块仍有一定的周期性, 提示经济增速不及预期的风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场