

白酒 II

报告日期：2023 年 09 月 21 日

双节表现预计平稳，看好高端酒&区域酒核心资产

——白酒行业中秋国庆专题&23H1 中报总结

投资要点

□ 23 年白酒中秋国庆双节表现预计平稳，各价位、各区域间或呈现结构性分化和趋势性改善，当前仍存四大认知差，看好高端酒&区域酒核心资产。

□ 中秋国庆展望：中秋国庆白酒表现预计平稳，23 年双节呈现四大特征

23 年白酒中秋国庆双节表现预计平稳，各价位、各区域间或呈现结构性分化和趋势性改善。1) 整体：预计 23 年白酒中秋国庆整体表现平稳，动销表现符合预期，回款进度正常，库存和批价为良性合理状态，各价位、各区域间或存在结构性分化和趋势性改善；2) 特征一：双节合一，节前回款进度正常，预计节后仍有回款补货需求，动销表现平稳，我们预计全年任务完成节点较去年略晚。3) 特征二：高端酒和区域酒彰显强韧性，泛全国化次高端酒对于量价和库存更加理性。4) 特征三：预计经济动能较强的区域结构升级明显，“小区域大市场”的区域龙头酒企虹吸效应更强。5) 特征四：预计双节宴席需求呈大幅增长态势，宴席用酒档次持续升级，酒企加码宴席政策和扫码红包奖励以抢份额、促动销。

□ 白酒行业趋势展望：仍存四大认知差，看好高端酒&区域酒

当前白酒行业仍存四大认知差，我们看好业绩确定性强的中高端酒&区域酒。四大认知差为：1) 高库存低批价不影响白酒行业景气度向上，高库存和低批价的运行模式或将是未来 1-2 年的酒企常态。2) 23 年区域酒表现优异，得益于百元价位大幅扩容，而非区域间挤压式增长。3) 头部 200 亿酒企梯队已现，区域表现和竞争格局分化。4) 酱酒产业趋势进入新周期，增速进入合理化阶段。

□ 白酒中报总结：23Q2 强韧性延续，高端酒&区域酒表现优秀

23H1&23Q2 白酒板块盈利能力在细分行业中领先，景气度延续。23Q2 酒企业绩稳健增长，市场加速向高端酒/全国性次高端/区域龙头酒企集中：高端酒韧性延续，次高端酒表现分化（以汾酒为代表的全国性次高端表现较优/泛全国化酒企相对承压），区域酒受益区域经济景气&百元价格带扩容延续优异表现。产品结构持续上移，推动盈利能力提升：23Q2 高端酒盈利能力保持稳定，部分区域酒呈现强盈利弹性，次高端酒利润端分化明显。酒企预收淡季正常下降，次高端酒预收环比提升，口子窖/五粮液预收同比超 80%。

□ 投资建议：以“老”带“新”，耐心比黄金

白酒作为经济强相关性板块，伴随重磅政策密集落地，我们继续看好顺周期下的白酒板块配置机会。横向看白酒基本面韧性强，重点关注基本面确定性强的核心资产“老”标的，中期关注成长性强的“新”标的：①首选高端酒和区域酒的核心资产标的，主推贵州茅台/泸州老窖/山西汾酒/古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒/口子窖；②同时关注趋势向好的成长性标的，如珍酒李渡/金徽酒；另中期关注泛全国性次高端名酒，如水井坊/舍得酒业等。

□ 风险提示

消费恢复速度不及预期或影响动销；高端酒批价上涨不及预期；第三方数据可信性风险。

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：张家祯

执业证书号：S1230523080001

zhangjiazhen@stocke.com.cn

研究助理：潘俊汝

panjunru@stocke.com.cn

相关报告

1 《大众&高端酒恢复优秀，板块弹性潜力强》 2023.05.03

2 《【浙商食饮】白酒行业 2023 年糖酒会总结：符合预期下的新六大关键词

(20230415)》 2023.04.16

3 《23Q1 白酒表现平稳，业绩确定性强》 2023.03.19

正文目录

1 中秋国庆展望：双节表现预计平稳，23 年或呈现四大特征	5
1.1 经济复盘：经济延续修复态势，重磅政策密集落地	5
1.2 产业复盘：中秋国庆白酒表现预计平稳，23 年双节或呈现四大特征	6
1.3 股价复盘：白酒板块呈结构性轮动行情，弱周期下区域酒表现显著较优	9
2 白酒行业趋势展望：仍存四大认知差，看好高端酒&区域酒	11
2.1 认知差 1：行业韧性强，高库存低批价下白酒行业景气度仍高	11
2.2 认知差 2：区域酒表现优异，得益于百元价位大幅扩容	13
2.3 认知差 3：头部 200 亿酒企梯队已现，“小区域大市场”的区域龙头较优	15
2.4 认知差 4：酱酒产业趋势进入新周期，增速进入合理化阶段	16
3 白酒中报总结：23Q2 强韧性延续，高端酒&区域酒表现优秀	17
3.1 白酒行业盈利能力在细分子行业中具竞争力	17
3.2 23Q2 酒企业绩实现稳健增长，行业强韧性延续	18
3.3 消费升级趋势延续，行业盈利能力改善	22
3.4 结构上移助力盈利提升，费用率整体稳中有降	24
3.5 酒企预收淡季正常下降，次高端酒预收环比提升	30
3.6 经营性现金流表现优异，同比增长亮眼	32
4 投资建议：以“老”带“新”，耐心比黄金	33
5 风险提示	33

图表目录

图 1: GDP 当季同比增速逐季改善.....	5
图 2: 社零当月同比 8 月增速环比改善.....	5
图 3: PPI 当月同比 8 月增速环比改善.....	5
图 4: CPI 当月同比 8 月增速企稳.....	5
图 5: 23 年白酒板块经历了结构性的轮动行情.....	9
图 6: 当前白酒板块估值仍处低位.....	9
图 7: 白酒规模以上企业收入增速回落, 但景气度仍向上.....	11
图 8: 飞天茅台 (同年散装) 批价走势 (元/瓶).....	12
图 9: 普五批价走势 (元/瓶).....	12
图 10: 国窖 1573 批价走势 (元/瓶).....	12
图 11: 汾酒青花 20 42°批价走势 (元/瓶).....	12
图 12: 各省份 2023 年上半年 GDP 累计同比增速 (%).....	16
图 13: 酱香型白酒增速进入合理化阶段.....	16
图 14: 23H1 白酒行业营业收入同比增速为 16.48%.....	19
图 15: 23Q2 白酒行业营业收入同比增速为 17.65%.....	19
图 16: 23H1 区域龙头营业收入同比增速最快, 为 21.04%.....	21
图 17: 23Q2 区域龙头营业收入同比增速最快, 为 23.31%.....	21
图 18: 23H1 白酒行业净利润同比增速为 18.78%.....	23
图 19: 23Q2 白酒行业净利润同比增速为 19.02%.....	23
图 20: 23H1 区域龙头净利润同比增速最快, 为 22.48%.....	23
图 21: 23Q2 次高端净利润同比增速最快, 为 34.54%.....	23
图 22: 23H1 白酒行业毛利率及净利率情况.....	25
图 23: 23Q2 白酒行业毛利率及净利率情况.....	25
图 24: 23H1 各类型酒企毛利率情况.....	25
图 25: 23H1 各类型酒企净利率情况.....	25
图 26: 23Q2 各类型酒企毛利率情况.....	25
图 27: 23Q2 各类型酒企净利率情况.....	25
图 28: 23H1 销售及管理费用率同比变动-0.37、-0.46 百分点.....	26
图 29: 23Q2 销售及管理费用率同比变动-0.10、-0.29 百分点.....	26
图 30: 23H1 白酒行业经营性现金流净额同比+409.48%.....	32
图 31: 23Q2 白酒行业经营性现金流净额同比+116.86%.....	32
表 1: 18-23 年白酒中秋国庆复盘.....	8
表 2: 2015-2023H1 白酒主要标的营业总收入同比增速 (%).....	10
表 3: 2015-2023 年白酒主要标的股价年度涨跌幅 (%).....	10
表 4: 2023 年白酒行业各酒企提价情况.....	12
表 5: 2022-2023 年白酒行业各酒企扫码红包活动开展情况.....	13
表 6: 中国中等收入户收入占比近年来有所提升.....	14
表 7: 22H2 至今酱酒批价略有回落 (元/瓶).....	17
表 8: 23H1、23Q2 白酒行业收入及净利润增速居行业前列.....	18

表 9: 高端酒及区域龙头酒收入及净利润占比正不断攀升	22
表 10: 23Q2 有 9 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速	24
表 11: 在 23H1 销售/管理费用率波动的背景下, 主要酒企毛利率及净利率均实现同比提升	26
表 12: 23Q2 部分酒企毛利率实现同比提升	27
表 13: 2023H1 泸州老窖、金种子酒经营税金率同比提升幅度居前	27
表 14: 23Q2 洋河股份、金种子酒经营税金率同比提升幅度居前	28
表 15: 23H1 酒企预收情况一览 (单位: 亿元)	31
表 16: 23H1 及 23Q2 酒企现金回款情况一览	32
表 17: 23H1 及 23Q2 酒企经营性现金流情况一览	33

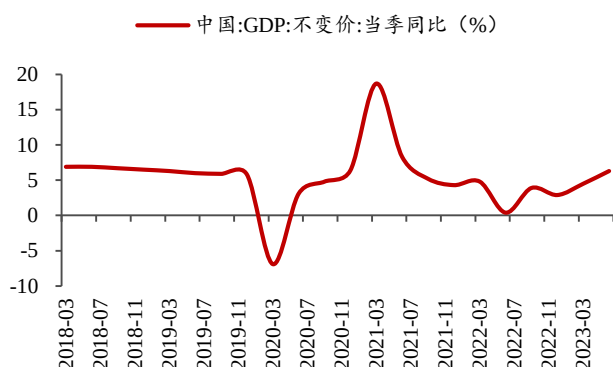
1 中秋国庆展望：双节表现预计平稳，23 年或呈现四大特征

1.1 经济复盘：经济延续修复态势，重磅政策密集落地

经济延续修复态势，供需两端环比改善，消费信心有望恢复。近期 8 月宏观数据公布，8 月规模以上工业增加值同比增长 4.5%，社会消费品零售总额同比增长 4.6%（前值 2.5%），制造业 PMI 指数录得 49.7%（环比提高 0.4 个百分点），供需两端均呈现环比改善态势，整体经济修复形势向好，有利于消费信心恢复。

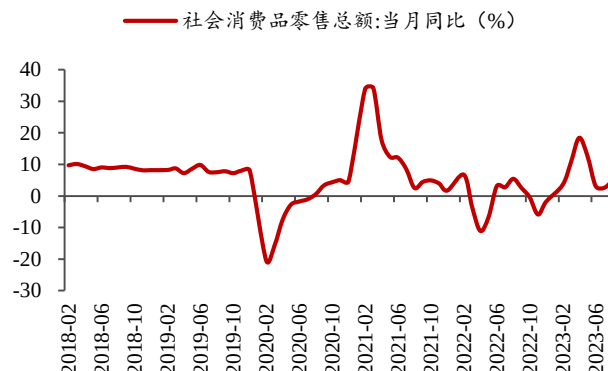
重磅政策密集落地，继续看好顺周期下的白酒板块配置机会。在 7 月政治局会议召开后，一系列重磅政策陆续落地，如降低印花税、降低个人住房贷款最低首付款比例、降存量房贷利率、北京上海等宣布执行“认房不用认贷”政策措施、下调金融机构存款准备金率等。当前政策密集落地的背景下，白酒作为强经济相关性和大市值板块将有望显著受益，我们继续看好顺周期下的白酒板块配置机会。

图1: GDP 当季同比增速逐季改善



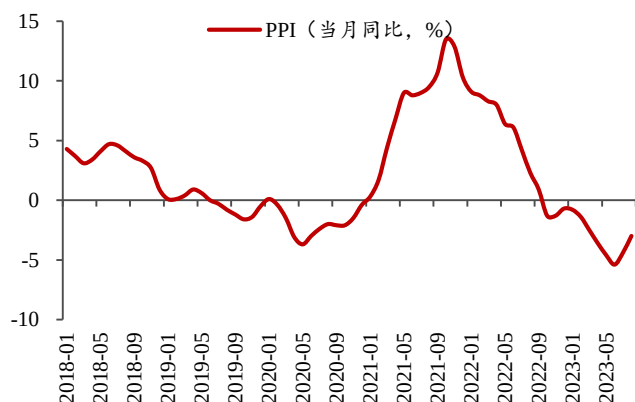
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2: 社零当月同比 8 月增速环比改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3: PPI 当月同比 8 月增速环比改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4: CPI 当月同比 8 月增速企稳



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 产业复盘：中秋国庆白酒表现预计平稳，23 年双节或呈现四大特征

复盘 18-22 年中秋国庆白酒表现，每年均有“特性”和“共性”。

1) “特性”：①2018 年：节前市场情绪较弱，中秋国庆动销较优，我们认为消费结构转为大众消费为主后消费者备货期有所缩短，高端消费仍旺盛、次高端和区域龙头稳健，双节表现略超预期；②2019 年：中秋提前使得 8 月备货同比大增，单中秋节日效应淡化，高端放量下节后批价仍坚挺，次高端分化明显、区域龙头强势；③2020 年：后置性消费注定了双节“旺”，酒企通过密集提价、产品结构升级实现“占位”、“守位”，高端酒价格表现、洋河 M6+动销表现超市市场预期，双节酒企批价库存表现稳定，各主要价格带和区域酒企分化幅度不一，酱酒热势不可挡；④2021 年：整体平淡结构性超预期，分化进一步拉大，消费升级趋势延续态势下价升仍为主旋律，主要酒企库存健康，消费者培育重视程度增强；⑤2022 年：行业表现平稳，结构性繁荣趋势延续，双节间隔时间长导致部分酒企中秋节点回款进度略慢，高端酒/区域龙头酒韧性强，渠道经营质量是否高为重要抗风险决定点，价盘整体稳定库存略高。

2) “共性”：①周期性：受白酒产业周期影响，批价、库存存在周期性波动，次高端和区域酒表现亦存在周期性轮动，高端酒受礼品、高端宴请刚需属性影响相对稳健；②关注指标：回款、批价、库存情况为中秋国庆双节白酒关注的核心指标；③酒企举措：中秋前淡季控量、提价、推新为酒企常规性举措，双节期间稳价放量，在量和价之间做好平衡；④行业趋势：产品结构升级、消费者培育重视程度增强、结构性繁荣趋势延续。

23 年白酒中秋国庆双节表现预计平稳，各价位、各区域间或呈现结构性分化和趋势性改善。

1) 整体：23 年白酒中秋国庆预计整体表现平稳，动销表现符合预期，回款进度正常，库存和批价为良性合理状态，各价位、各区域间或存在结构性分化和趋势性改善；

2) 特征一：双节合一，节前回款进度正常，预计节后仍有回款补货需求，动销表现平稳，我们预计全年任务完成节点较去年略晚。

①回款端：由于今年双节合一，中秋时点晚于去年，当前整体回款进度同比去年中秋前基本一致，预计大部分酒企将于 10-11 月完成全年任务，我们预计全年任务完成时点略慢于去年，我们认为主要系中秋时点延后影响，整体回款进度正常。

②动销端：中秋国庆双节动销一般于节前 5-10 天和双节期间集中爆发，我们预计今年中秋国庆双节动销平稳，宴席场景延续今年火爆表现，礼品需求因刚需属性表现稳健，商务宴请需求仍在恢复中。

3) 特征二：高端酒和区域酒彰显强韧性，泛全国化次高端对于量价和库存更加理性。

①高端酒：我们预计茅五泸 9 月底回款进度与去年同期相近，动销延续优秀表现，我们预计茅台仍为低库存状态、五粮液和泸州老窖库存有所增长，批价表现稳定、环比有所改善，我们认为今年高端酒表现稳健；

②次高端酒：次高端酒分化显著，全国性次高端名酒如山西汾酒等动销表现较优、回款比例与去年同期相近，预计舍得酒业、水井坊、酒鬼酒等泛全国化次高端酒企回款进度较去年略慢，舍得及酒鬼酒库存较去年同期有所上行，我们认为今年泛全国化次高端对于量价、库存更加理性，并未盲目追求压货带来的高增，当前总体库存水平良性可控；

③**区域龙头酒**：区域龙头酒表现优异，主因百元价位带扩容等，且古井、今世缘等主要区域龙头酒企渠道经营质量较高。当前古井、洋河回款进度与去年中秋节前相近，今世缘、口子窖、迎驾贡酒回款进度显著快于去年同期，省内基地市场动销表现优异，库存虽同比有所上行但仍良性合理，我们认为区域龙头酒中以古井为代表的龙一延续稳健优秀表现，以今世缘、迎驾、口子为代表的其他头部区域酒企受益于省内份额的进一步提升呈现更快的增长态势。

4) 特征三：预计经济动能较强的区域结构升级明显，“小区域大市场”的区域龙头酒企虹吸效应更强。

①**区域表现**：白酒作为经济强相关性行业，同时各酒厂也为各地支柱性企业，区域白酒动销表现与经济增长相关性较强，23年经济动能较强的省份如安徽、江苏等白酒消费及结构升级趋势均向好，古井、迎驾、口子、洋河、今世缘23H1业绩均表现较优。

②**区域竞争**：得益于百元价位带扩容，今年“小区域大市场”的区域龙头酒企虹吸效应更强，有强势区域龙头酒的省份（如江苏、安徽等）市场份额向省级头部酒企集中，无强势区域龙头酒的省份（如山东、河南等）市场份额向各地级市龙头酒企集中、呈各地市诸侯割据态势。

5) 特征四：预计双节宴席需求呈大幅增长态势，宴席用酒档次持续升级，酒企加码宴席政策和扫码红包奖励以抢份额、促动销。

①**宴席场景火爆**：宴席场景双节表现火热，9月29号-10月6号节假日期间部分区域餐厅宴会厅已被预定一空。据新闻报道，山东区域部分酒商反馈9月下旬-10月宴席预定量同比翻倍，河南区域部分酒商反馈双节宴席预定总量同比预计有50%以上的增长，湖北区域部分酒商反馈“双节”宴席预定量同比增长30%以上，安徽区域部分酒商反馈“双节”宴席数量预计同比实现翻倍增长。

②**宴席用酒档次提升**：由于宴席用酒彰显宴席档次，近年来宴席用酒的价格带持续提升，合肥市场中古16婚宴用酒占比提升，我们预计江苏市场宴席用酒也从300-400元价格带向600元价格带升级，我们认为未来宴席用酒档次仍有望持续提升。

③**酒企加码宴席政策和扫码红包奖励**：为抢抓宴席需求和促进动销，各酒企加码宴席政策和扫码红包奖励。①茅台酱香系列酒宴席覆盖率提升，台源同步开展100%中奖的开瓶红包活动；②水晶剑推出低门槛（购买一箱即可享受政策）+现金红包（盖内扫码100%中奖，盒盖拉环回收30元一套）+赠酒（10桌以上赠送价值888元鉴藏级剑南春大酒）的促销政策。③古井已与合肥市场多数餐饮店达成合作，推出常规宴席政策+餐费包括酒水政策。④酒鬼酒推出盒盖换酒、开瓶扫码、宴席赠酒三重政策。⑤珍酒、迎驾均加码扫码红包奖励。

表1: 18-23 年白酒中秋国庆复盘

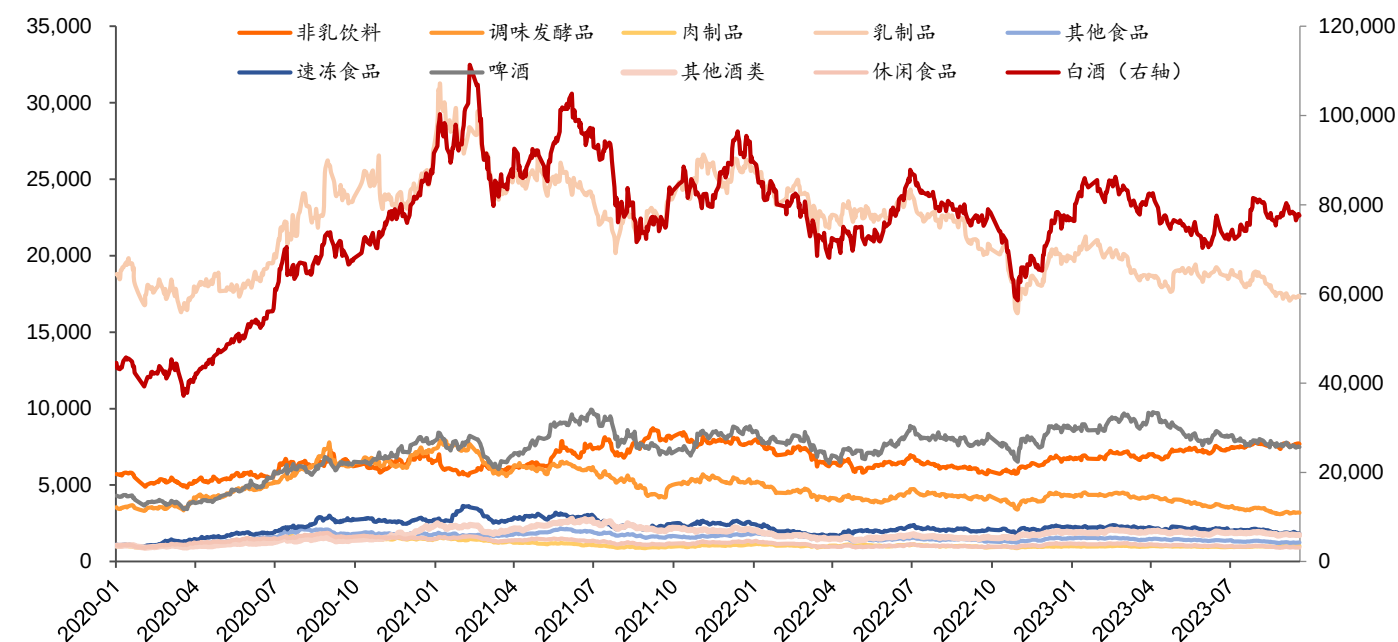
2018年中秋（9月24日）		2019年中秋（9月13日）	
量价节奏	渠道情况	量价节奏	渠道情况
高端酒 节前发货量较前年并未大幅提升、2017Q3基数较高使零五2018Q3业绩增速环比下降	双节节前： 1) 贵州茅台：在节前加大投放量，并要求经销商提前执行10月计划量，但需求端优异的表现将批价仍推升至1750元以上； 2) 五粮液：继续执行控货挺价举措，需求端表现稳定； 双节节后：高端酒销量整体增长15-20%左右，库存有所下降	中秋节前： 1) 贵州茅台：价格产生波动（主因厂家发货节奏加大：严查、精准投放、黄牛出货），需求刚性显现； 2) 五粮液：供应量有所涨价，发货节奏稳健，批价稳定； 3) 泸州老窖：依性价比保持良好动销； 中秋节后：直管放量后，茅台批价仍在2500元左右，较大价差为五粮液、泸州老窖打开空间。在此期间五粮液价格坚挺（节前局部市场批价略有回落至930-940元区间，公司处罚力度严厉），甚至部分地区动销超预期，公司完成全年任务的80%，动销表现平稳	
次高端酒 酒企在旺季前进行一定控货以保持渠道健康，业绩实现较快增长	双节节前：7月提价后动销良性，次高端中洋河表现较稳健； 双节节后：主流次高端酒品牌销量相较于去年同期实现小幅增长	1) 山西汾酒：山西汾酒于5月对青花30上调价格，同时玻汾放量使得三季度收入及利润增速达34.5%、53.6%； 2) 酒鬼酒：次高端酒鬼系列为消化高库存，三季度停货（6月底下发停货通知，9月份恢复发货）导致三季度业绩增速放缓。	中秋节前：涨幅不大，整体呈现分化态势。 中秋节后：企业分化明显。其中山西汾酒：青花放量提价为主，增速继续保持两位数增长
区域龙头酒 区域酒节前迎来提价潮，预收普遍实现高增	结构升级趋势延续，古8、口10均出现明显提速，分化加大	1) 洋河股份：于5月对海天梦及双沟珍宝坊进行调价，但由于库存过高等问题，公司于5月底进入深度改革期，首要目标之一为控制库存，Q3业绩增速为负； 2) 今世缘：6月上调国缘产品后，8月推出V9窖酒，顺利的提价叠加上新使得Q3收入及利润增速分别达32.4%、28.3%； 3) 口子窖：通过推出新品迎接旺季，但Q3业绩不及主因：新品短期内包装产能受限使得新品于三季度贡献几千万元，仍有接近3亿元新品订单已下单但未打款及发货；渠道下沉不及预期	1) 古井贡酒：节前库存低于去年同期，中秋后库存有所提升； 2) 今世缘：节前渠道备货积极，国缘系列表现优异，V系列有爆发迹象
2020年中秋（10月1日，双节并行）		2021年中秋（9月21日）	
量价节奏	渠道情况	量价节奏	渠道情况
高端酒 1) 贵州茅台：6月500ml飞天茅台供货价上调100元/瓶； 2) 五粮液：8月15日晚，五粮液梅博系列新品上市发布会举行，三款产品覆盖300-600元的次高端价位； 3) 泸州老窖：4月-8月频繁提价，如6月24日针对对河南市场提高52度国窖1573经典装价格、8月23日正式提高国窖1573手工红瓷53度产品的建议零售价/团购价等	双节节前： 1) 贵州茅台：批价已提升至超2800元左右高位，同时部分地区零售价已达3300元左右，主：库存不足1个月； 2) 五粮液：需求端较为稳定，在前期调政策落地后，节前批价目稳定在960元以上，库存普遍在1-2个月左右； 3) 泸州老窖：由于9月初进行提价，经销商积极打款使得节前库存略高，在2-3个月左右； 双节节后： 高端酒继续延续稳健向好增长趋势，量上有10%+的增长。 1) 贵州茅台：直管放量叠加经销商抛货使得其批价短暂的下行，但需求强劲迅速推升批价回升； 2) 五粮液：实现旺季放量时仍能提价，超市市场预期； 3) 泸州老窖：实现量价齐升，其中国窖表现强劲，特曲业绩实现回正，2020Q3高端酒业绩表现延续稳健	量价节奏： 1) 贵州茅台：飞天茅台批价整体处于高位，期间曾短暂的从3100元左右下降至2900元左右，但随着供需紧张趋势延续，中秋前后飞天茅台批价再次提升至3100元左右；库存一个月左右； 2) 五粮液：中秋前后八代五粮液在末提量的情况下，批价总体仍稳定在980-1000元，库存2个月左右； 3) 泸州老窖：国窖1573批价稳定在900-930元，批价稳中有升，库存2个月左右	渠道情况： 1) 贵州茅台：飞天茅台批价整体处于高位，期间曾短暂的从3100元左右下降至2900元左右，但随着供需紧张趋势延续，中秋前后飞天茅台批价再次提升至3100元左右；库存一个月左右； 2) 五粮液：中秋前后八代五粮液在末提量的情况下，批价总体仍稳定在980-1000元，库存2个月左右； 3) 泸州老窖：国窖1573批价稳定在900-930元，批价稳中有升，库存2个月左右
次高端酒 1) 山西汾酒：4月-6月均有提价措施，提价产品有42度/53度玻汾、42度/53度青花20等； 2) 剑南春：4月起，剑南春水晶剑、珍藏剑建设零售价分别上调为489元/瓶、788元/瓶； 3) 郎酒：红花郎钻石版8月18日在安徽上市； 4) 酒鬼酒：5月-9月对红坛（高度柔和）、紫坛（柔和）、黄坛（2018版）等产品进行提价/停货的措施	中秋国庆旺季宴席场景动销超预期利好次高端区域酒，同时次高端价位带消费升级加速。2020Q3山西汾酒、酒鬼酒、水井坊表现超预期，含得中秋动销超预期	量价节奏： 1) 山西汾酒：内参省内批价约840左右，省外批价870元，终端成交价约900-950元； 2) 舍得酒业：品味和智慧批价在330-350元和450-460元波动； 3) 水井坊：酿八号和井台、典藏批价约310元和430元、700元，库存一个月左右	渠道情况： 1) 山西汾酒：内参省内批价约840左右，省外批价870元，终端成交价约900-950元； 2) 舍得酒业：品味和智慧批价在330-350元和450-460元波动； 3) 水井坊：酿八号和井台、典藏批价约310元和430元、700元，库存一个月左右
区域龙头酒 1) 古井贡酒：7月13日，公司在安徽省全面提价，包括献礼、古5、古8、古16、古20、古26； 2) 洋河股份：9月3日，洋河对梦之蓝M3产品的价格作了调整：产品供货价提升20元/瓶；终端建议成交价分别不低于420元/瓶（低度）、500元/瓶（高度）； 3) 今世缘：7月1日起，统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价	1) 古井贡酒：前三季度业绩将回正； 2) 洋河股份：双节M6+供不应求，双节已迎来预期拐点； 3) 今世缘：产品结构稳步提升； 4) 口子窖：三季度业绩环比实现改善	量价节奏： 1) 贵州茅台：动销表现较优，茅台酒和系列酒均实现较快增长，近期批价环比稳中有升； 2) 五粮液：八代五粮液量增显著，动销仍表现较优，批价同比略有下行； 3) 泸州老窖：高低度国窖动销增长较快，8月中旬公司上调结算价，当前批价环比总体稳定。	渠道情况： 1) 贵州茅台：回款速度与去年农历同期基本持平，库存维持低位； 2) 五粮液：回款速度和去年农历同期基本持平，库存维持良性； 3) 泸州老窖：回款速度和去年农历同期基本持平，库存维持良性
2022年中秋（9月10日）		2023年中秋（9月29日，双节并行）	
量价节奏	渠道情况	量价节奏	渠道情况
高端酒 预计贵州茅台>五粮液>泸州老窖。由于高端酒多为全国性酒企，且消费属性具备刚性，因此动销受影响小。具体来看，中秋期间贵州茅台动销正常批价稳定，五粮液及泸州老窖近期动销已实现与去年持平，虽五粮液/泸州老窖基地市场四川受管控影响明显，但预计收入占比影响仍较小	1) 贵州茅台：在需求端表现持续强劲下，库存高低与发货节奏直接相关，7-8月公司批价整体表现稳定，8月底渠道销售导致批价超2850元，9月初临近中秋批价逐步回落至2820元左右，库存低于1个月； 2) 五粮液：近期公司加快发货节奏，批价略下降至950元左右； 3) 泸州老窖：国窖1573受益于控量批价坚挺在920元左右，且终端库存正常	1) 贵州茅台：动销表现较优，茅台酒和系列酒均实现较快增长，近期批价环比稳中有升； 2) 五粮液：八代五粮液量增显著，动销仍表现较优，批价同比略有下行； 3) 泸州老窖：高低度国窖动销增长较快，8月中旬公司上调结算价，当前批价环比总体稳定。	1) 贵州茅台：回款速度与去年农历同期基本持平，库存维持低位； 2) 五粮液：回款速度和去年农历同期基本持平，库存维持良性； 3) 泸州老窖：回款速度和去年农历同期基本持平，库存维持良性
次高端酒 预计山西汾酒>舍得酒业>酒鬼酒>水井坊。 1) 舍得酒业：成都区域虽短期动销受抑制，但优于渠道有提价预期&价盘稳定&库存健康，渠道回款积极性提升，同时近期成都部分区域陆续解封利于国庆动销抢抓； 2) 山西汾酒：基地市场渠道反馈动销表现优异，其他省外市场受管控影响较小，预计Q3业绩具备强业绩确定性&弹性	1) 舍得酒业：近期舍得加速回款发货，因此主要区域库存均位居1.5-2.5个月左右，受益于品味舍得升级，渠道有提价预期； 2) 酒鬼酒：省内库存正常，省外部分地区库存达2-3个月，价盘略向上，随着后续动销恢复，库存将逐步下降； 3) 水井坊：库存比去年同期增加； 4) 山西汾酒：省外市场库存大的地区约为1个月，渠道库存水平为近年来低点，青花30复兴版批价稳定在860-880元左右	1) 山西汾酒：动销表现较优，青花系列持续增长，其中青20、青25等核心产品实现较好增长，批价维持稳定。 2) 舍得酒业：7-8月以强动销+去库存为主，舍之道持续增长，品味舍得稳定增长，批价总体稳定； 3) 水井坊：八号延续增长，井台仍为核心产品，批价总体稳定； 4) 酒鬼酒：内参+酒鬼动销稳定，控货挺价下内参批价有所回升。	1) 山西汾酒：回款速度与去年农历同期基本持平，库存良性； 2) 舍得酒业：预计9月底回款速度同比持平，库存同比略有增长； 3) 水井坊：回款速度符合预期，库存良性； 4) 酒鬼酒：回款比例相较于去年农历同期略慢，库存水平略高，库存持续消化中。
区域龙头酒 徽酒优于苏酒； 1) 古井贡酒：主要收入仍在省内，且河南/江苏等主要省外地区受管控影响小，动销表现优异； 2) 迎驾贡酒：主要省外区域为苏北地区，因此动销延续6月强势能； 3) 洋河股份：市场结构中过半为省外市场，当前省外市场区域差异大，其中南京/苏州/上海/海南等区域表现承压，而苏北/两湖/江西/东北表现优异； 4) 今世缘：主要市场为省内，由于省内受管控影响较大，公司通过加大费用投放促进动销	1) 古井贡酒：近期公司正常发货，库存略高，受益于动销表现优秀，预计库存将得到消化，批价稳定； 2) 迎驾贡酒：受益于动销超预期，当前库存处于正常水平价盘稳定，渠道积极性较高； 3) 洋河股份：由于区域动销分化大，部分省外市场库存点状式略高，批价稳定，整体平稳； 4) 今世缘：近期提价推动渠道有涨价预期，同时公司加快发货以抢占市场，库存较去年同期略高	1) 洋河股份：双沟/天之蓝/水晶梦实现较快增长，梦6+和海之蓝表现稳健，批价同比略有下行、环比维持稳定； 2) 今世缘：动销表现较优，V3及渡雅增速较快，四开对开稳健增长，批价同比略有下行、环比维持稳定； 3) 古井贡酒：动销表现较好，古16、古8、古20实现较快增长，批价总体稳定； 4) 迎驾贡酒：洞藏系列动销较优，批价同比略有下行、环比维持稳定； 5) 口子窖：老品动销较优，新品铺货基本完成，老品批价稳中有升。	1) 洋河股份：回款速度和去年农历同期基本持平，进度略慢于去年9月底，库存同比略有提升但仍维持良性； 2) 今世缘：回款速度快于去年农历同期，库存同比略有提升； 3) 古井贡酒：回款速度和去年农历同期基本持平，进度略慢于去年9月底，库存处于良性水平； 4) 迎驾贡酒：回款速度快于去年农历同期，库存略有提升； 5) 口子窖：回款速度快于去年农历同期，库存同比略有提升

资料来源：《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）》、酒业家、酒说、微酒，浙商证券研究所

1.3 股价复盘：白酒板块呈结构性轮动行情，弱周期下区域酒表现显著较优

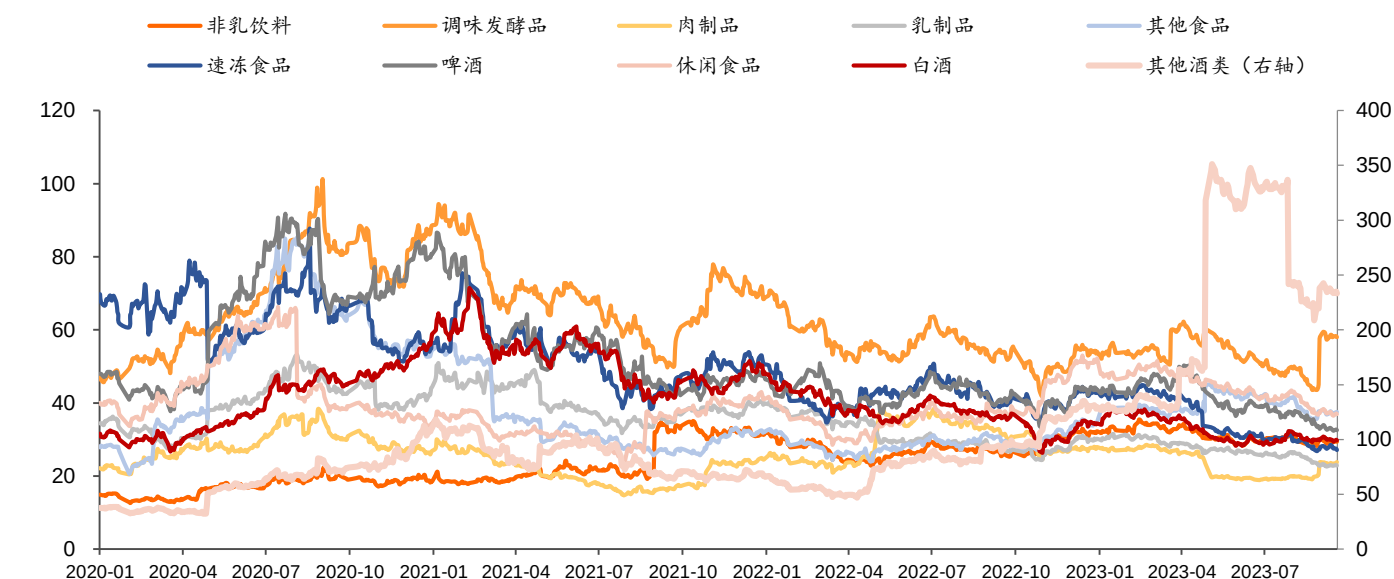
今年年初以来，白酒板块经历了结构性轮动行情：1）春节期间白酒板块表现较优，主因回补性消费&返乡潮下春节白酒动销表现优异；2）春节后板块估值在结构性机会中回落，我们认为主因预期原因：经济恢复情况/终端商务动销情况较2月乐观预期略弱、进入淡季导致动销较前期弱等。3）7月末以来，受政治局会议召开、重磅政策密集出台影响，白酒作为顺周期板块表现较优，股价有所回升。我们认为当前政策密集落地+中报表现较优+预计中秋国庆回款顺利、动销表现平稳，市场信心有望提振，当前白酒板块估值仍具性价比、当前市盈率的近三年分位数仅5.23%，我们继续看好顺周期下的白酒板块配置机会。

图5：23年白酒板块经历了结构性的轮动行情



资料来源：wind，浙商证券研究所，注：各子板块采用中信食品饮料二级行业指数

图6：当前白酒板块估值仍处低位



资料来源：wind，浙商证券研究所，注：各子板块采用中信食品饮料二级行业指数

区域酒和次高端酒呈现周期性轮动，白酒产业弱周期下区域酒表现显著较优。复盘 2015 年至今的行业收入增速、酒企收入增速及酒企股价表现，我们认为 2018 年、2022 年、2023 年白酒行业均处于调整下的弱周期，其中区域酒表现均相对较优，而在行业高景气的 2016-2017 年、2019-2021 年间次高端表现显著更优。我们认为：白酒呈现周期轮动特征，强周期下全国性名酒依托全国化快速招商获得发展红利，弱周期下市场份额向细分区域、细分价位的头部一二名畅销单品集中，区域酒依托基地市场&全价格带产品矩阵在弱周期下表现显著较优。

表2： 2015-2023H1 白酒主要标的营业总收入同比增速（%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
贵州茅台	4%	20%	52%	26%	15%	10%	12%	17%	19%
五粮液	3%	13%	23%	33%	25%	14%	16%	12%	10%
泸州老窖	29%	20%	20%	26%	21%	5%	24%	22%	25%
山西汾酒	5%	7%	37%	47%	26%	18%	43%	31%	24%
酒鬼酒	55%	9%	34%	35%	27%	21%	87%	19%	-39%
水井坊	134%	38%	74%	38%	26%	-15%	54%	1%	-26%
舍得酒业	-20%	26%	12%	35%	20%	2%	84%	22%	17%
古井贡酒	13%	15%	16%	25%	20%	-1%	29%	26%	26%
洋河股份	9%	7%	16%	21%	-4%	-9%	20%	19%	16%
今世缘	1%	5%	15%	26%	30%	5%	25%	23%	28%
口子窖	14%	10%	27%	18%	9%	-14%	25%	2%	27%
迎驾贡酒	-1%	4%	3%	11%	8%	-9%	33%	20%	24%
金徽酒	17%	8%	4%	10%	12%	6%	3%	12%	24%
老白干酒	11%	4%	4%	41%	12%	-11%	12%	16%	10%
顺鑫农业	2%	16%	5%	3%	23%	4%	-4%	-21%	-5%
伊力特	1%	3%	13%	11%	8%	-22%	8%	-16%	8%
天佑德酒	1%	5%	-8%	2%	-7%	-39%	38%	-7%	11%
金种子酒	-17%	-17%	-10%	2%	-30%	14%	17%	-2%	28%
表现较优	次高端酒	高端酒+次 高端酒	高端酒+次 高端酒	高端酒+次 高端酒	高端酒+次 高端酒+地产酒	次高端酒	次高端酒	次高端酒+ 地产酒	地产酒

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表3： 2015-2023 年白酒主要标的股价年度涨跌幅（%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023至今
贵州茅台	29%	56%	112%	-14%	103%	71%	4%	-14%	6%
五粮液	29%	29%	136%	-35%	166%	122%	-23%	-18%	-11%
泸州老窖	37%	25%	104%	-37%	117%	164%	14%	-10%	0%
山西汾酒	-16%	32%	132%	-38%	159%	321%	18%	-9%	-14%
酒鬼酒	22%	15%	34%	-41%	126%	338%	36%	-35%	-35%
水井坊	30%	51%	148%	-32%	67%	64%	46%	-29%	-22%
舍得酒业	23%	-1%	107%	-51%	32%	186%	166%	-30%	-18%
古井贡酒	-1%	25%	46%	-17%	155%	102%	-10%	10%	3%
洋河股份	24%	6%	67%	-16%	20%	120%	-29%	-1%	-16%
今世缘	22%	-1%	20%	-5%	129%	77%	-4%	-5%	18%
口子窖	86%	-24%	45%	-23%	61%	29%	5%	-16%	-7%
迎驾贡酒	78%	-26%	-16%	-17%	47%	81%	102%	-8%	19%
金徽酒	0%	97%	-24%	-34%	54%	202%	-4%	-30%	7%
老白干酒	22%	-2%	34%	-44%	20%	184%	-11%	-1%	-13%
顺鑫农业	14%	4%	-12%	67%	115%	38%	-47%	-22%	-21%
伊力特	22%	2%	64%	-44%	25%	80%	-3%	-8%	-4%
天佑德酒	7%	-15%	-20%	-29%	1%	88%	4%	-27%	-6%
金种子酒	-14%	-8%	-16%	-40%	37%	212%	-13%	58%	-11%
表现较优	高端酒+地 产酒	高端酒+次 高端酒	高端酒+次 高端酒	地产酒	高端酒+次 高端酒+地产酒	次高端酒	次高端酒	地产酒	地产酒

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：2023 年至今涨跌幅截止日期为 2023 年 9 月 21 日

2 白酒行业趋势展望：仍存四大认知差，看好高端酒&区域酒

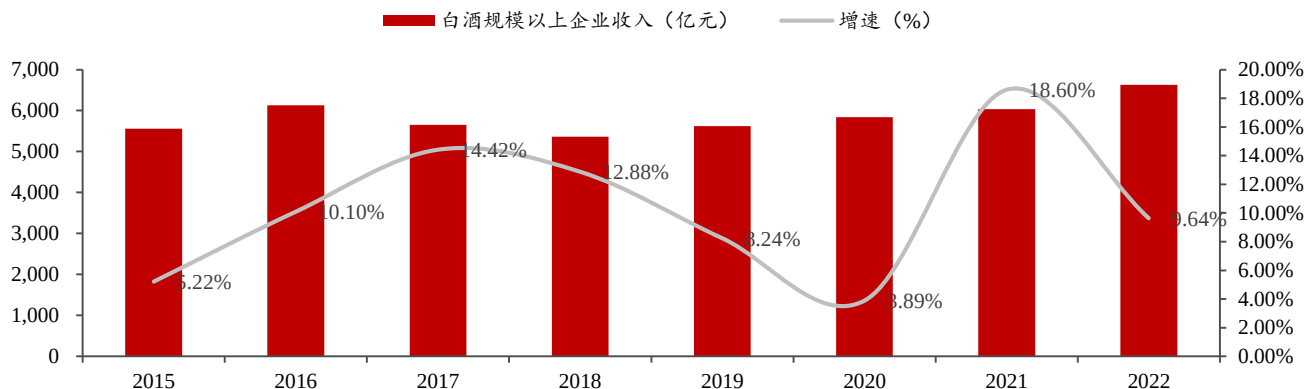
当前白酒行业仍存四大认知差，我们看好业绩确定性强的高端酒&区域酒。四大认知差为：1) 高库存低批价不影响白酒行业景气度向上，高库存和低批价的运行模式或将是未来 1-2 年的酒企常态。2) 23 年区域酒表现优异，得益于百元价位大幅扩容，而非区域间挤压式增长。3) 头部 200 亿酒企梯队已现，区域表现和竞争格局分化。4) 酱酒产业趋势进入新周期，增速进入合理化阶段。

2.1 认知差 1：行业韧性强，高库存低批价下白酒行业景气度仍高

市场认为：白酒企业今年上半年普遍处于高库存低批价的状态，高库存影响未来增长，低批价压制结构升级。

我们认为：高库存低批价不影响白酒行业景气度向上，高库存和低批价的运行模式或将是未来 1-2 年的酒企常态。高库存低批价问题不是需求问题、是源自“供给偏大”，白酒今年或在偏高库存运行，但渠道商和终端店具有一定库存承载能力将会成为库存安全垫，同时 23H1 酒企提价控货频次显著高于去年。近年白酒的“量减价增”趋势更加明显，22 年规上白酒产量减少 5.58%、累计完成产品销售收入同比增长 9.64%至 6626.45 亿元，今年 1-7 月规上白酒产量同比下滑 13.3%至 236.70 万千升，但结构增长仍在，价增驱动收入增长。

图7：白酒规模以上企业收入增速回落，但景气度仍向上



资料来源：中国酒业协会，浙商证券研究所

23 年大单品批价相对承压，酒企积极实施提价控量的稳价举措。复盘 23 年各大单品的批价表现，自 22 年下半年以来整体走势偏弱，主因“供给偏大”。区别于 20 年酒企密集提价希望实现价格带“占位”、“守位”的目标，23 年酒企积极采取提价控量等举措的主要目标为“稳价”，作为锚定高增长目标的补充措施，我们认为该举措对于稳定价格起到了积极作用。

表4: 2023 年白酒行业各酒企提价情况

时间	品牌	提价措施
2023年1月	剑南春	剑南春宣布 52度水晶剑南春500ml装单瓶价格上调20元
	酒鬼酒	自2023年1月1日起, 42度500ML酒鬼酒 终端供货指导价 上调20元/瓶 , 零售指导价 上调20元/瓶
	天佑德酒	于2023年1月1日起, 上调 52度国之德G6 的市场售价, 由 568元/瓶上调为588元/瓶 , 各渠道供货价将同步上调。
2023年2月	泸州老窖	自2月8日起, 泸州老窖特曲老字号 产品实行“价格双轨制”, 即计划外配额52度结算价格按照每500毫升上调30元、38度结算价格按照每500毫升 上调20元 执行。泸州老窖1952产品配额制。
	洋河股份	对 高度/低度M6+ 提出厂价/零售价, 提价后M6+高度整箱4瓶价格约3400元/箱, 低度产品预计 提价幅度约为20+元/瓶 , 预计低度M6+渠道拿货价自540元/瓶上调至560元/瓶, 终端成交价自630-640/瓶提升至650-660/瓶
2023年3月	泸州老窖	自2023年3月20日起, 52度500ml 泸州老窖1952 经销客户计划内结算价格 上调20元/瓶 , 保证金调整为60元/瓶。3月31日起, 38度国窖1573经典装(500ml*6)经销商结算价 上调30元/瓶
	贵州珍酒	自3月1日起 珍八 打款价 上调20元/瓶 、 珍五 打款价 上调20元/瓶 、 老珍酒 打款价 上调10元/瓶
2023年4月	舍得酒业	自2023年4月1日起, 品味舍得(第五代) 、 品味舍得(第四代) 、 品味舍得(精华版) 和 品味舍得(庆典装) 终端售价 上调20元/瓶 。
	郎酒	4月14日, 郎酒销售公司下发青花郎涨价通知, 主要内容为:即日(4月14日)起, 53度青花郎 计划内出厂价 上调100元 。
2023年5月	贵州醇	“贵州醇金典”升级版新品 出厂价提高 12元/瓶 , 建议零售价提高为 628元/瓶 。该产品于5月25日上市发售。
	五粮液	五粮液1618 自6月10日起经销商统一出货价调为990元。
2023年6月	山西汾酒	山西汾酒将于6月20日执行提价, 其中 青花20高度每瓶涨20元 、 青花20低度每瓶涨18元 、 青花30 返点降低变相涨价、 玻汾每瓶涨1元 、 53度青花30 850ml 每瓶涨200元 。
2023年7月	今世缘	40/42度淡雅国缘 产品将于7月1日起开票价 上调3元/瓶 , 建议零售价由各区域自行研究细化实施。
2023年8月	泸州老窖	2023年8月14日起, 国窖1573 结算价提至 980元 。
	水井坊	2023年8月18日起, 水井坊典藏38度500ml*6 的经销商结算价格将 上调15元/瓶 。

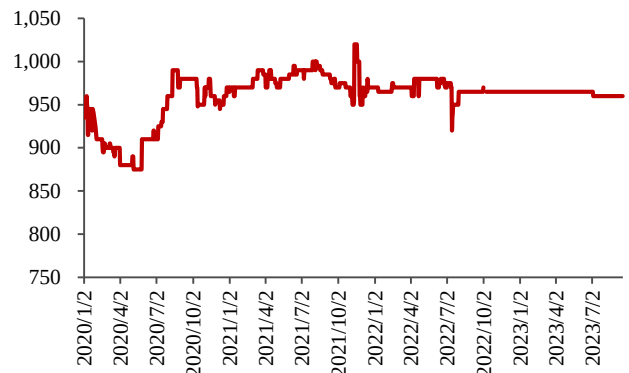
资料来源: 酒业家、酒说、微酒, 浙商证券研究所

图8: 飞天茅台(同年散装)批价走势(元/瓶)



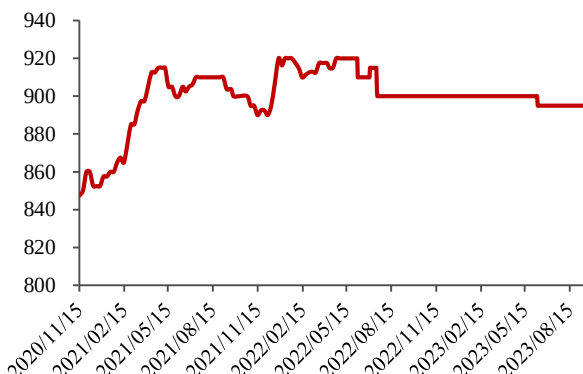
资料来源: 酒价参考, 浙商证券研究所

图9: 普五批价走势(元/瓶)



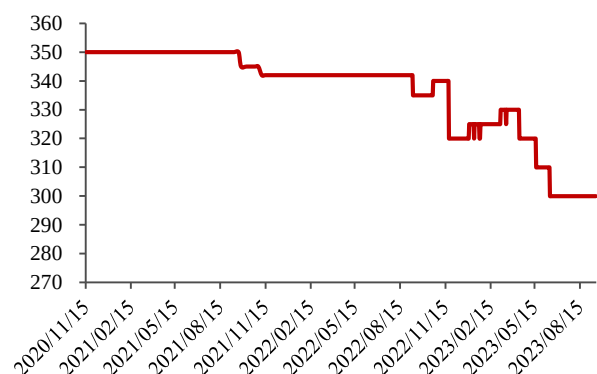
资料来源: 酒价参考, 浙商证券研究所

图10: 国窖 1573 批价走势(元/瓶)



资料来源: 酒价参考, 浙商证券研究所

图11: 汾酒青花 20 42° 批价走势(元/瓶)



资料来源: 酒价参考, 浙商证券研究所

反向红包得到广泛应用，有效促进动销、提升渠道利润、实现厂家&商家&消费者多方共赢。自 22 年以来，反向红包在行业中得到广泛应用，且力度有所加强，我们认为：

1) 反向红包的应用有以下利好：①促进开瓶动销：扫码红包需开瓶后扫码方可获得，有效促进消费者开瓶饮用积极性；②提升终端利润且有效控价：反向红包为消费者扫码得红包的同时终端同步获得红包奖励，增厚终端利润，但由于红包获得的概率性和利润的非固定性，终端并无动力大幅压价；③增强签约终端的粘性：由于反向红包仅有签约终端可以获得，提升了终端与酒企签约的动力，减少了大商和小商之间流货的现象；④监控窜货：扫码红包为数字化系统的应用，有效监控渠道间的窜货；⑤与涨价操作相匹配，多方得利：酒企将反向红包与提价举措同步推出，可有效提升价格、稳定渠道利润、增进消费者动销，实现多方共赢，如剑南春年初将提价 20 元与推出反向红包政策相结合。因此，我们认为反向红包的广泛应用一定程度上抵消了“低批价”对于渠道推广积极性的损伤，延长了大单品的生命周期。

2) 加强反向红包力度的企业有望在中秋国庆表现较优：今年五粮液、古井、迎驾、珍酒李渡于中秋国庆加码反向红包力度，国窖于中秋前将五码合一的新货铺市、出厂价提升、扫码红包政策三者合一推出组合拳，我们认为今年中秋国庆阶段性加码反向红包力度有利于促进动销、抢占份额。

表5： 2022-2023 年白酒行业各酒企扫码红包活动开展情况

品牌	产品	优惠政策	活动日期
五粮液	1618	扫码红包30-2000元（中奖率99.9%）	2022年12月-2023年11月
	39度五粮液	扫码红包20-2000元（中奖率99.9%）	2022年12月-2023年11月
	五粮春	扫码红包8.8-2888元 宴席开盖扫码有机会获得华为mate50 价值5499元	2023年3月-2024年2月
泸州老窖	国窖1573	扫码红包15.73-15739元（中奖率99.99%）	2023年8月25日-2023年10月31日
洋河	M6+/水晶梦/海之蓝/天之蓝	开瓶扫码有基础现金红包 扫码后抽签有机会获得华为 P60 Pro 价值6188元	2023年9月1日-2023年10月31日
	国缘系列	南京区域：最高V3全年畅饮，最低18元微信红包 连云港赣榆区：最高华为P60 Pro，最低3元微信红包 上海区域：最高1888元微信现金红包，最低10元微信红包	2023年9月14日-2023年9月27日 2023年7月15日-2023年11月30日 /
今世缘	D20/D30	举办宴席购买【D20】每开瓶扫码3瓶380微信红包 举办宴席购买【D30】每开瓶扫码3瓶600元微信红包	2022年6月5日-2023年11月30日
	古井	古20 扫码红包10-1999元（中奖率100%） 扫码后刮副卡66-999（中奖率18.5%）	2022年6月25日-2022年12月31日
迎驾贡酒	洞20	现金红包10-1999元	/
	洞16	现金红包9.9-1299元	
	洞9	现金红包5.9-319元	
剑南春	洞6/8	现金红包2.8-128元	2023年3月1日开始
	水晶剑	扫码红包8.88-1888.88元（中奖概率100%）	
水井坊	井台/臻酿8号	特等奖：10g纯金水井坊定制纯金600年徽章一枚 微信红包10.8-38.8元	2022年12月8日-2023年6月30日
郎酒	红花郎（10/15）	特等奖：价值26800元的15L红花郎限量珍藏大酒1瓶	2023年3月-2024年2月
珍酒李渡	珍十五	特等奖：1.5L珍酒错金兔1坛/一等奖：本品一瓶 现金红包8.88-25元	2023年8月15日-2023年10月15日
	珍八	一等奖：本品1瓶/现金红包6.88-15元	
	珍五	一等奖：本品1瓶/现金红包6.88-10元	
	老珍酒	一等奖：本品1瓶/现金红包6.88-10元	
		所有单品6个单品瓶盖换本品1瓶	

资料来源：酒说、微酒、酒业家，浙商证券研究所

2.2 认知差 2：区域酒表现优异，得益于百元价位大幅扩容

市场认为：今年区域酒表现优异，主要得益于区域市场内集中度的提升。

我们认为：23 年区域酒表现优异，得益于百元价位大幅扩容，而非区域间挤压式增长。今年除名优区域酒企表现突出外，5-10 亿规模的中小区域酒企同样增长亮眼，主因在当前宏观经济环境下，受益于低端酒的升级及部分朋友聚饮场景追求“高质性价比”，23 年为近年百元价格带大幅扩容的一年。举例而言：1）今年江苏市场在洋河、今世缘稳步增长背景下，汤沟明确了“三年翻一番，2023 年销售目标 25 亿”的目标（22 年销售收入 18.72 亿元，23 年目标同增 34%）；2）据老白干中报披露，23Q2 孔府家、文王贡分别实现收入 0.34 亿元（+37.6%）、1.25 亿元（+21.8%），收入高增；3）据第二届丛台酒 6.18 全国经销商大会报道，河北丛台酒继 2022 年销量站稳 20 亿阵营后，今年一季度同比增长 46%，预计全年将会继续保持 30%-40% 的增速。

23 年区域酒表现优异主因：

1) 白酒产业弱周期下区域酒表现显著较优。白酒呈现周期轮动特征，强周期下全国性名酒依托全国化快速招商获得发展红利，弱周期下市场份额向细分区域、细分价位的头部一二名畅销单品集中，区域酒依托基地市场&全价格带产品矩阵在弱周期下表现显著较优。

2) 23 年消费呈现 K 型分化态势，中等收入群体收入占比提升驱动百元价位需求扩容。虽 GDP 增长降速，但 2022 年中等收入户收入占比提升至 49.64%，同时浙江等部分省份明确提出提升中等收入群体比例（浙江省十四五实施居民收入和中等收入群体双倍增计划），白酒行业消费升级进程并未完全受阻，呈现 K 型分化态势：1）由于送礼、高端宴请需求仍为刚性，高端酒表现相对较优；2）以商务宴请消费为主的次高端酒表现相对承压；3）伴随中等收入群体收入占比提升，低端酒消费升级和百元价位品牌化驱动下，百元价位的中高端酒或显著受益。

表6：中国中等收入户收入占比近年来有所提升

	中国:居民人均可支配收入:20%低收入户(元)	中国:居民人均可支配收入:20%中等偏下收入户(元)	中国:居民人均可支配收入:20%中等收入户(元)	中国:居民人均可支配收入:20%中等偏上收入户(元)	中国:居民人均可支配收入:20%高收入户(元)	低收入户收入占比(%)	中等收入户收入占比(%)	高收入户收入占比(%)
2013	4,402.43	9,653.67	15,698.00	24,361.25	47,456.56	4.33%	48.94%	46.72%
2014	4,747.30	10,887.40	17,631.00	26,937.40	50,968.00	4.27%	49.88%	45.85%
2015	5,221.17	11,894.02	19,320.11	29,437.64	54,543.54	4.34%	50.37%	45.30%
2016	5,528.70	12,898.92	20,924.35	31,990.40	59,259.46	4.23%	50.39%	45.37%
2017	5,958.43	13,842.78	22,495.32	34,546.84	64,933.96	4.20%	50.00%	45.80%
2018	6,440.48	14,360.52	23,188.90	36,471.36	70,639.51	4.26%	48.99%	46.75%
2019	7,380.00	15,777.00	25,035.00	39,230.00	76,401.00	4.50%	48.86%	46.64%
2020	7,868.75	16,442.72	26,248.87	41,171.74	80,293.83	4.57%	48.75%	46.68%
2021	8,332.80	18,445.50	29,053.30	44,948.90	85,835.80	4.47%	49.54%	46.00%
2022	8,601.10	19,302.70	30,598.30	47,397.40	90,116.30	4.39%	49.64%	45.97%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3) 白酒行业消费升级往往由供给驱动，酒企宣传高端、推广次高端、放量中高端模式成熟。价位扩容自次高端轮动至中高端：近年来区域酒企均定位高端、主推次高端、放量中高端以实现产品结构的升级，次高端价位中宴席占比提升，宴席对于次高端价位的培育和扩容效果显著，对于消费升级的提升带动作用较好。

23 年各场景中宴席场景表现最优，助力百元价位扩容。据媒体报道：红花郎事业部副总经理王武辉表示：白酒宴席市场容量达 2500 亿左右，占比行业总收入 40%左右，精准占位次高端价格带、主攻宴席市场的红花郎今年 1-6 月实现翻倍；剑南春相关负责人介绍，剑南春今年上半年成都宴席市场增长 25%左右。由于目前全国大部分省份主流价格带

仍为中高端，因此预计宴席场景在中高端价位占比最高，23年宴席表现较优、商务宴请相对承压的背景下，百元价位扩容明显，次高端价位相对承压。

4) 22年下半年以来名优酒企纷纷加大百元价位产品布局或推广，百元价位的品牌化趋势凸显。①推出百元新品：22年8月泸州老窖推出高线光瓶酒黑盖，锁定百元价位；郎牌郎重回线下渠道销售；23年8月山西汾酒推出汾酒·献礼版，定位百元价格带，采用定量投放，除首批外，每年固定投放为普通玻汾总量的5%。②焕新/加大百元老品的投放力度：22年9月水井坊宣布焕新天号陈，定位100-300元价格带；23年4月糖酒会上，洋河旗下的洋河大曲宣布焕新上市，定位全国大单品百元标杆；此外今世缘加大淡雅国缘投放力度，舍得加大舍之道投放力度。我们认为伴随名优酒企加大百元价位产品布局推广力度，百元价位的品牌化趋势凸显，有效提升消费者购买意愿。

2.3 认知差 3：头部 200 亿酒企梯队已现，“小区域大市场”的区域龙头较优

市场认为：白酒近年竞争格局未发生大变化，关注的重点在于价位段表现而非区域差异。

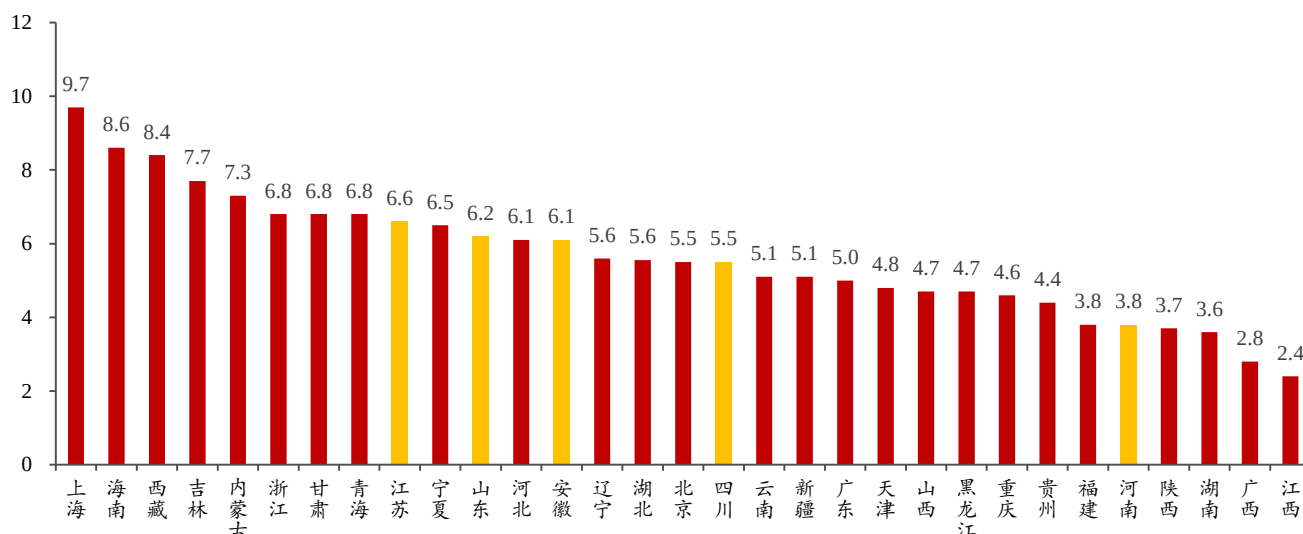
我们认为：头部 200 亿酒企梯队已现，“小区域大市场”的区域龙头虹吸效应更强。

1) 竞争格局：23年将出现9家白酒企业迈过200亿规模、100-200亿规模出现空档（仅今世缘达到百亿）的情况，未来百亿以下规模酒企争夺百亿入场券将更加激烈，达到百亿目标需要在某个价位带做到市场头部或在某个白酒大容量区域做到市场头部。2) 区域差异：23年区域市场表现分化，安徽表现优异，江苏同样表现突出，但河南等市场反馈相对较弱，与上半年各区域GDP增速表现相符（23H1安徽、江苏GDP增长6.1%、6.6%，河南GDP增长3.8%）。

23年区域间经济表现分化，经济强省白酒消费升级动能更强。白酒大省中，江苏、山东、安徽等地GDP增速相对较优，河南增速相对较慢，因此从区域表现上来看，江苏、安徽区域龙头酒今年上半年业绩表现均较为出色，山东虽无省份龙头酒企，但各地级市白酒龙头企业均增速较快；河南渠道反馈略有承压，与当地经济形势相对偏弱相关。我们认为在弱周期下，地产酒和当地经济表现呈现一定的相关性。

区域竞争维度更细，“小区域大市场”的区域龙头虹吸效应更强。虽然23年100-300元扩容态势明显，但分省份存在差异：1) 在区域龙头酒强势的省份如江苏、安徽，区域龙头酒对省内各市各县均有细化深耕布局，区域性小酒厂难以与头部酒企竞争，市场份额向区域龙头酒集中。2) 在无显著区域龙头酒的省份如山东、河南，各地级市区域性小酒厂增长显著，呈现诸侯割据态势。

图12: 各省份 2023 年上半年 GDP 累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

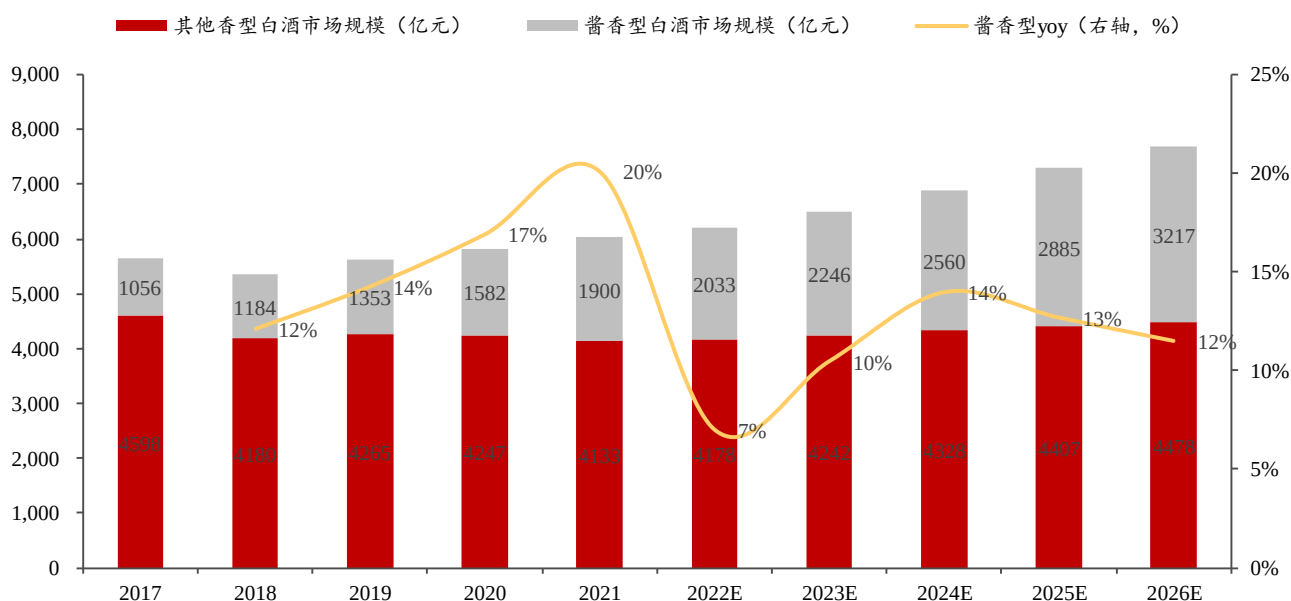
2.4 认知差 4: 酱酒产业趋势进入新周期, 增速进入合理化阶段

市场认为: 酱酒产业已经历 2 年的热度退潮和库存消化, 或于今年调整完毕, 有望在出清后全面重回高增长。

我们认为: 酱酒产业趋势进入新周期, 增速进入合理化阶段。目前酱酒产业趋势为:

- 1) 头部名酒挤压式增长, 茅台表现优秀, 习酒、郎酒稳中有增, 但中小企业、贴牌产品仍在出清。
- 2) 整体批价承压, 但各价格带内消费升级的趋势没有停止。
- 3) 酱酒产业增速将进入合理化阶段。
- 4) 本轮白酒周期拐点需关注经济表现, 头部酒企应保持战略定力、进一步加大产能和品牌投入, 中小酒企应谨慎决策、保护现金流。
- 5) 酱香品类仍有结构性的机会, 未来酱酒占比有望提升, 增长空间仍大。

图13: 酱香型白酒增速进入合理化阶段



资料来源: 珍酒李渡招股说明书, 浙商证券研究所

23 年酱酒产品线向百元价位延伸趋势显著。由于消费场景受限、渠道压货和价格略有回落三重叠加影响，酱酒产品价格在 2022 年均出现较大幅度回调，300-600 元价格带或成为未来酱酒市场的塔基价格带。此外，23 年茅台、习酒、夜郎古均针对百元价位带进行布局，3 月中旬夜郎古推出定位于 150-200 元价位、80-100 元价位酱酒；3 月 28 日茅台家族台源酒新品上市发布，定价 156 元/瓶；7 月习酒推出圆习酒上市定价 168 元/瓶。我们认为，在消费升级与理性回归并存的消费趋势下，酱酒同样需要高品质、大品牌、强性价比的产品，大众酱酒价格带具有广阔消费基础和增长潜力，百元价位酱酒的扩容亦将对百元价位扩容做出显著贡献。

表7： 22H2 至今酱酒批价略有回落（元/瓶）

品名	习酒窖藏1988	郎酒红花郎15	郎酒红花郎10	国台国标2016	珍酒珍十五	珍酒珍十	金沙摘要53°	钓鱼铁盖	潭酒紫潭
2022-06	555	503	320	270	345	265	560	635	365
2022-07	550	495	320	290	345	265	550	620	380
2022-08	550	510	335	275	350	265	560	620	380
2022-09	535	520	330	285	345	260	560	620	375
2022-10	510	500	325	280	340	260	530	620	370
2022-11	505	470	320	270	335	240	525	620	360
2022-12	490	470	300	270	330	235	530	625	360
2023-01	480	470	310	248	330	240	520	620	350
2023-02	490	480	295	255	340	240	515	610	345
2023-03	490	490	300	275	330	255	520	570	345
2023-04	490	520	310	280	340	265	515	580	345
2023-05	480	465	295	280	340	265	520	610	360
2023-06	475	480	300	280	350	265	520	600	340
2023-07	475	470	300	260	350	250	520	590	350
较22年7月表现	-75	-25	-20	-30	5	-15	-30	-30	-30

资料来源：云上酒趣，浙商证券研究所

3 白酒中报总结：23Q2 强韧性延续，高端酒&区域酒表现优秀

3.1 白酒行业盈利能力在细分子行业中具竞争力

23H1&23Q2 白酒板块盈利能力在细分子行业中领先，景气度延续。23H1/23Q2 白酒细分子板块收入增速分别为 16.6%/17.8%（位居细分子板块 5/3 位）；归母净利润增速分别为 19.3%/19.7%（位居细分子板块 7/8 位），受益于社交、收藏、礼赠等多重属性带来的需求韧性，23H1、23Q2 白酒行业收入及净利润增速居行业前列。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、担忧复苏斜率不及预期等因素影响，23 年至今白酒行业涨跌幅位于子板块居后位置，当前板块估值已逐步回落至具性价比位置。

表8: 23H1、23Q2 白酒行业收入及净利润增速居行业前列

排序		2023H1营业收入同比增速(%)		2023Q2营业收入同比增速(%)		2023H1归母净利润同比增速(%)		2023Q2归母净利润同比增速(%)		2023年至今涨跌幅(%)
1	社会服务	30.5	社会服务	40.9	社会服务	172.9	社会服务	238.6	通信	36.2
2	电力设备	20.4	汽车	34.8	综合	80.8	综合	64.1	计算机	25.8
3	汽车	18.9	白酒	17.8	公用事业	31.6	汽车	51.0	传媒	23.9
4	综合	17.3	电力设备	17.3	美容护理	29.2	交通运输	36.4	电子	13.7
5	白酒	16.6	综合	16.2	汽车	26.7	美容护理	29.0	非银金融	11.6
6	国防军工	11.0	国防军工	15.6	交通运输	19.3	纺织服饰	27.0	国防军工	10.6
7	农林牧渔	9.9	传媒	10.2	白酒	19.3	公用事业	25.6	机械设备	9.8
8	食品饮料	9.7	食品饮料	8.4	电力设备	17.6	白酒	19.7	建筑装饰	8.9
9	建筑装饰	6.6	家用电器	7.6	传媒	15.4	商贸零售	17.9	汽车	8.7
10	通信	6.3	机械设备	6.6	食品饮料	14.9	家用电器	14.7	家用电器	8.7
11	家用电器	5.7	建筑装饰	6.0	家用电器	14.1	传媒	13.3	纺织服饰	6.3
12	非银金融	5.6	医药生物	5.6	商贸零售	10.2	国防军工	12.8	轻工制造	5.7
13	美容护理	5.5	公用事业	5.5	通信	8.9	食品饮料	9.9	银行	5.2
14	传媒	4.8	美容护理	5.4	农林牧渔	8.5	通信	8.8	环保	4.2
15	公用事业	4.5	农林牧渔	5.0	纺织服饰	7.8	机械设备	6.1	煤炭	4.2
16	纺织服饰	4.3	纺织服饰	4.7	国防军工	5.7	电力设备	5.9	石油石化	3.6
17	机械设备	4.2	通信	4.2	建筑装饰	4.6	银行	4.7	钢铁	2.0
18	房地产	3.8	房地产	4.1	银行	3.5	环保	2.3	公用事业	1.6
19	医药生物	3.8	环保	0.5	计算机	2.6	轻工制造	-1.0	社会服务	1.3
20	有色金属	1.5	计算机	0.1	环保	1.7	建筑装饰	-1.2	有色金属	1.1
21	环保	1.1	有色金属	0.0	非银金融	1.7	房地产	-10.5	建筑材料	-0.6
22	交通运输	0.9	银行	-0.4	机械设备	1.6	计算机	-11.9	白酒	-1.2
23	商贸零售	0.6	商贸零售	-0.6	房地产	-11.1	医药生物	-15.7	房地产	-1.8
24	银行	0.5	交通运输	-1.6	轻工制造	-11.7	石油石化	-17.9	交通运输	-2.7
25	计算机	-0.5	轻工制造	-3.5	石油石化	-13.9	建筑材料	-25.9	基础化工	-3.6
26	建筑材料	-2.9	建筑材料	-5.1	医药生物	-22.6	非银金融	-34.6	商贸零售	-4.0
27	石油石化	-3.2	非银金融	-5.4	煤炭	-27.8	电子	-38.1	农林牧渔	-4.8
28	轻工制造	-5.8	电子	-5.7	有色金属	-32.5	有色金属	-41.6	医药生物	-6.4
29	电子	-7.1	石油石化	-6.4	建筑材料	-40.2	煤炭	-49.0	综合	-6.6
30	钢铁	-8.4	钢铁	-11.3	电子	-48.6	基础化工	-56.6	美容护理	-7.1
31	煤炭	-8.5	基础化工	-14.5	基础化工	-52.1	钢铁	-71.5	电力设备	-7.4
32	基础化工	-10.9	煤炭	-15.8	钢铁	-70.5	农林牧渔	-484.7	食品饮料	-8.6

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 各行业数据为 SW 板块数据, 涨跌幅截止时间为 2023 年 9 月 13 日

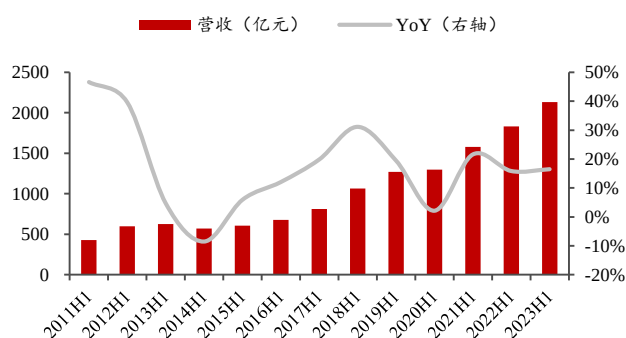
3.2 23Q2 酒企业绩实现稳健增长, 行业强韧性延续

23Q2 酒企业绩稳健增长, 市场加速向高端酒/全国性次高端/区域龙头酒企集中。23H1 白酒行业营业收入同比增长 16.48%至 2131.06 亿元, 实现稳健增长。23Q2 白酒行业营业收入为 825.88 亿元, 同比增长 17.65%。随着消费场景逐渐恢复, 多数酒企 23Q2 终端动销明显改善, 业绩实现稳健增长。分档次看: 1) 高端酒: 依托强品牌力及刚需需求属性, 动销几乎不受消费场景变化影响, 23Q2 延续; 2) 次高端酒: 23H1 /23Q2 收入占比分别变动-0.54、+0.39 个百分点至 12.02%、11.00%, 次高端酒企间分化显著, 其中山西汾酒受益于省内青花 25 等产品表现优异, 收入/净利润 23Q2 均实现 30%+增长; 3) 区域龙头酒: 在基地市场优势+区域经济相对景气+100-300 元价格带扩容的背景下, 23H1 /23Q2 收入占比分别提升 0.81、0.92 个百分点至 21.57%、20.10%, 业绩明显回升。分拆看:

1) 23H1 营业收入增速: 区域龙头酒 (+21.04%) > 高端酒 (+17.35%) > 次高端酒 (+11.49%) > 三四线酒 (+3.03%);

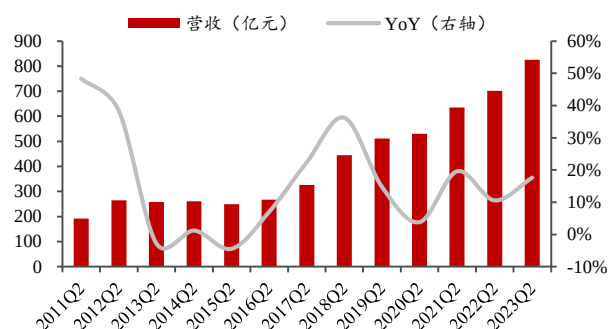
2) 23Q2 营业收入增速: 区域龙头酒 (+23.31%) > 次高端酒 (+21.93%) > 高端酒 (+17.64%) > 三四线酒 (-4.14%)。

图14: 23H1 白酒行业营业收入同比增速为 16.48%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 23Q2 白酒行业营业收入同比增速为 17.65%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

具体来看——高端酒韧性延续，次高端酒表现分化（以汾酒为代表的全国性次高端表现较优/泛全国化酒企相对承压），区域酒受益区域经济景气&100-300 元价格带扩容延续优异表现：

一、高端酒：23H1 高端酒韧性延续，依托品牌力&刚性需求维持稳健增长，23Q2 贵州茅台/泸州老窖业绩超预期。具体来看：

1) **贵州茅台**：23Q2 收入业绩再超预期。23H1：营业总收入 709.87 亿元（+19.42%）。23Q2：营业总收入 316.08 亿元（+20.38%）。23Q2 茅台酒、系列酒实现收入 255.57/50.60 亿元（+21.09%/+21.32%），其中：1）茅台酒：在飞天茅台投放较去年微增背景下，茅台酒收入优异主因非标产品收入占比提升。预计 23Q2 非标产品继续放量，23Q2 飞天茅台回款/投放节奏均与去年相近。2）系列酒：23Q2 系列酒延续较快增长，主因 1935 锚定全年百亿目标+内部结构提升。具体看：1935 在 23 年收入规模目标百亿，并加大了连锁型、社会化终端投放。1935 放量引领下系列酒延续高增，预计当前进度已过半。23Q2 茅台系列酒增速环比有所放缓，主要系外部环境仍在复苏通道+公司控发货节奏+22Q2 系列酒收入高基数（2022 年 3 月 31 日“i 茅台”正式上线），我们认为行业价增趋势不改、次高端在未来两年仍将为扩容最快的价格带，系列酒有望恢复高增态势。

2) **五粮液**：业绩略承压，适度降速保持战略定力。23H1：公司营业总收入 455.06 亿元（+10.39%）。其中，五粮液产品/系列酒产品营业收入 351.79/67.13 亿元（+10.0%/+2.7%），销量分别同比+15.8%/+33.7%，吨价分别同比-5.0%/-23.2%。23Q2：公司营业总收入 143.68 亿元（+5.07%）。

3) **泸州老窖**：业绩再超预期，看好后续业绩增长持续性。23H1：公司酒类业务收入 145.11 亿元（+25.64%），销量/吨价分别同比+10.45%/+13.75%，实现量价齐升。其中，中高档酒类收入 129.90 亿元（+25.24%），销量/吨价分别同比-3.00%/+29.11%，吨价高增或有专营公司结算价提升因素。其他酒类收入 15.21 亿元（+29.23%），销量/吨价分别同比+21.20%/+6.62%。23Q2：公司实现营业总收入 69.83 亿元，同比+30.46%。上半年公司业绩表现超市场预期，主要系中高档酒增长带动结构优化+春雷行动促回款效果显著。下半年公司渠道价盘管理能力有望提升，看好公司业绩增长持续性，预计全年将超额完成 15%的增速目标。

二、次高端酒：商务消费恢复速度依旧较慢，使得次高端价格带内部呈现分化态势，其中以山西汾酒为代表的全国性次高端业绩具弹性，泛全国化次高端酒企酒鬼酒/水井坊业绩则短期承压，具体来看——

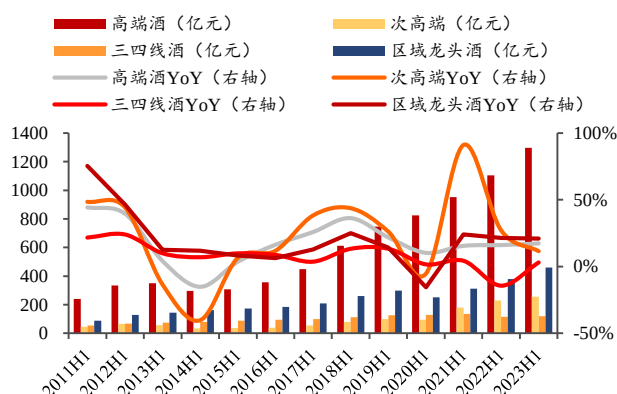
1) 山西汾酒：业绩表现亮眼，青花系列增速领先。**23H1：**公司实现营业总收入 190.11 亿元，同比+24.0%。作为公司核心产品，动销表现亮眼，23H1 占比超 45%（根据测算同比增速在 35-40%之间）。青花 20/青花 25 作为省内核心单品延续高增，青花 20 省内表现优异+省外持续开拓（预计增速略高于平均），青花 25 加速省内布局（预计增速高于青花 20）；青花 30 仍处于消费者教育的导入阶段（预计保持平稳增长）明年将加大力度推广。**23Q2：**公司酒类业务实现收入 62.65 亿元（+32.0%），其中中高价酒类/其他酒类产品收入分别为 44.99 亿元/17.66 亿元，占比分别为 71.8%/28.2%。尽管 Q2 白酒行业整体呈现弱复苏态势，公司凭借品牌影响力及持续优化的产品结构，依然保持较快增长，其中青花系列增速高于公司整体，贡献主要增量。

2) 酒鬼酒：业绩持续承压，仍处于控量调整阶段。**23H1：**公司实现营业总收入 15.41 亿元，同比-39.24%，仍处于渠道库存去化、控货控价的调整阶段。其中，**1) 内参系列：**23H1 实现收入 4.41 亿元(-31.7%)，占比+3.2pct 至 28.7%，其中量-26.2%/价-7.4%。内参系列上半年以“稳价保量”为主要任务，在次高端整体消费承压的背景下，呈现下滑态势。**2) 酒鬼系列：**23H1 实现收入 8.46 亿元(-42.5%)，占比-3.1pct 至 55.0%，其中量-28.8%/价-19.2%，毛利率-0.55pct 至 79.00%。下半年公司将重点提升渠道能力，公司成立独立运营的红坛销售团队，聚焦湖南市场，宴席场景复苏带动红坛动销显著恢复。**3) 湘泉系列：**23H1 实现收入 0.36 亿元(-76.7%)，占比下降 3.8pct 至 2.3%，其中量-80.9%/价+22.0%，主要系公司主动缩量，进行渠道梳理。

3) 舍得酒业：营收表现符合预期，彰显经营控制力。**23H1：**公司实现营业总收入 35.29 亿元，同比+16.64%。分事业部来看：①舍得事业部中舍之道增速领先（我们预计增速 40%-50%），品味仍是核心产品，批价走势稳定（我们预计收入增速与公司整体增速相近）；②沱牌事业部受益于大众消费回暖，高线光瓶酒 T68 表现优秀，产销快速增长，目前规模偏小但增速领先；③国际化事业部增速较快；④要客和老酒事业部表现相对较弱，预计待“藏品十年”推出+平台公司成立后，有望推动老酒事业部增长；⑤夜郎古作为酱香赛道的储备产品，当前仍处于导入期，23H1 营收 0.75 亿元/利润亏损 0.16 亿元，预计公司下半年会加大对于夜郎古的赋能，包括品牌、人员、销售政策等，看好下半年业绩逐季改善。**23Q2：**酒类收入 13.64 亿元（+31.54%），其中中高档酒/低档酒分别实现收入 10.87 亿元（+30.83%）/2.77 亿元（+34.41%），占比分别为 79.68%(-0.43%)/20.32%(+0.43%)。在商务消费复苏缓慢的背景下，次高端整体销售相对承压，但公司二季度仍能实现优异回款，彰显其强经营控制力。

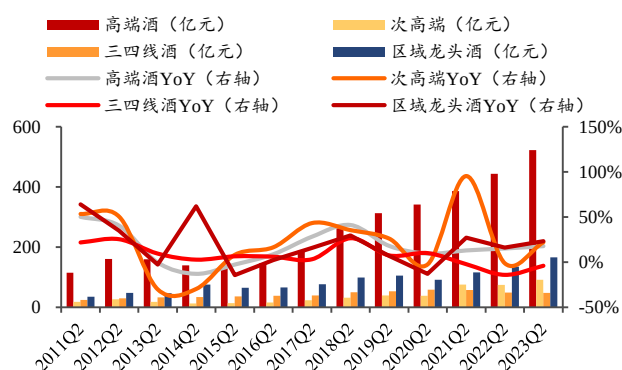
4) 水井坊：Q2 营收正增长符合预期，看好新财年增长。**23H1：**公司实现营业总收入 15.27 亿元，同比下降 26.38%，其中量-14.52%/价-13.31%，主要系 Q1 发货较少。**23Q2：**公司实现营业总收入 6.73 亿元，同比增长 2.22%（符合公司在年报中提出的 23Q2 收入恢复增长的目标）。分产品来看，23Q2 高档/中档酒收入 6.27/0.40 亿元(+0.61%/+102.91%)，毛利率分别-1.92/-4.00pct 至 83.25%/63.07%，中档酒高增主要得益于天号陈铺市提升。公司产品组合布局多价格带：①八号贡献主要销售，受益会战模式表现优异；②井台短期表现不如八号，主要是受需求环境影响+重新上市后老库存待消化，长期仍将引领价值中枢提升。③典藏拟推出文创单品，并于近期对经销商结算价提升 15 元/瓶，高端化战略延续。④天号陈在八大核心市场推广效果较好，承接口粮酒升级。

图16: 23H1 区域龙头营业收入同比增速最快, 为 21.04%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 高端酒为茅五泸; 次高端二线名酒为山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得; 区域龙头酒为洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒; 区域三四线酒为顺鑫农业、伊力特、金徽酒、金种子酒、天佑德酒等

图17: 23Q2 区域龙头营业收入同比增速最快, 为 23.31%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

三、区域酒：大众婚宴/聚饮消费旺盛推动动销增长，23Q2 业绩高增&具持续性

徽酒——古井贡酒 23Q2 业绩表现再超预期，利润率提升逻辑持续兑现，后续业绩弹性可期；迎驾贡酒结构稳步上行，洞藏系列受益省内大众价格带扩容持续放量；口子窖收入表现超预期，老品动销优异，新品稳步铺市。

1) 古井贡酒：22 年业绩超预期，利润弹性持续演绎。23H1：公司实现收入 113.10 亿元（+25.6%）。其中，年份原浆实现营收 87.61 亿元（+30.7%），收入占比变动+2.7 个百分点至 79.8%，销量/吨价分别变动+24.7%/+4.8%。年份原浆系列作为公司主销产品，各价位带产品均实现优异增长：古 8 及以上产品占比持续提升；古 5+献礼+古 7 受益于百元价格带扩容，上半年表现较好；古 8/古 16 充分受益宴席消费复苏，增速领先于整体；古 20 增速略超预期，主要得益于批价管控到位。古井贡酒实现营收 11.11 亿元（+23.3%），收入占比变动-0.2 个百分点至 10.1%，销量/吨价分别变动+9.9%/+12.2%；黄鹤楼及其他实现营收 11.08 亿元（+1.6%）收入占比变动-2.4 个百分点至 10.1%，销量/吨价分别变动-12.7%/+16.4%。23Q2：公司实现收入 47.26 亿元（+26.8%）。

2) 口子窖：Q2 营收超预期，老品动销优异。23H1：公司实现营业总收入 29.12 亿元，同比+26.79%。23Q2：公司实现营业总收入 13.21 亿元，同比增长 34.03%。高档/中档/低档酒收入 12.61/0.12/0.23 亿元（+36.45%/-40.75%/+45.82%），主要受益于徽酒及大众价格带扩容，老品动销亮眼，新品铺市有序进行。预计口 10 增速领先，口 5/6 延续高增，充分享受大众价格带扩容红利，下半年仍有望延续优异表现。

3) 迎驾贡酒：Q2 业绩超预期，洞藏势能持续向上。23H1：公司实现营业总收入 31.43 亿元，同比上涨 24.25%。公司围绕中高档白酒，全面布局“洞藏”系列产品，力求通过提升品牌力、渠道力，扩大中高档市场占有率，进一步提高大单品销量，整体经营符合公司战略规划，营收表现符合预期。23Q2：公司实现营业总收入 12.27 亿元，同比增长 29.48%。23Q2 中高档白酒（洞藏系列、金星系列、银星系列）收入 8.55 亿元（+39.57%），占比提升 4.32pct 至 74.43%，主要得益于洞藏系列持续放量（我们预计洞藏系列 Q2 增速 40%）；低档酒（百年迎驾贡系列、糟坊系列）营收 2.94 亿元（+12.46%），占比下滑 4.32pct 至 25.57%。得益于

洞藏系列持续放量，公司产品矩阵得到进一步优化，未来公司仍将继续重点发力，全年洞藏展望 30 亿销售目标。

苏酒：洋河股份受益宴席高质量复苏，产品升级延续，业绩实现稳定增长；今世缘受益于百元大众消费价格带扩容，经营势能持续向上。

4) 洋河股份：Q2 业绩符合预期，结构持续提升。**23H1：**公司实现营业收入 218.73 亿元 (+15.7%)。销量同比增长 8.7%至 11.59 万吨，吨价同比增长 6.6%至 18.51 万元/吨，其中中高档酒、普通酒分别实现收入 190.51、24.06 亿元，同比增长 17.6%、3.8%，中高档酒占比提升 1.3 个百分点至 88.8%。**23Q2：**公司实现营业收入 68.27 亿元 (+16.1%)。

5) 今世缘：Q2 业绩符合预期，经营势能向上。**23H1：**公司实现营业总收入 59.70 亿元，同比+28.46%。公司特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/C、D 类/其他营业收入 38.18/17.58/2.26/0.84/0.48/0.04 亿元 (+25.56%/+36.86%/+28.34%/+9.55%/+1.87%/-20.21%)。**23Q2：**公司实现营业总收入 21.67 亿元，同比+30.61%。受益于 100-300 元价格带扩容，特 A 类占比显著提升。公司特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/C、D 类/其他营业收入 13.89/6.47/0.73/0.24/0.15/0.02 亿元 (+26.53%/+41.79%/+20.62%/+11.61%/+20.11%/-25.03%)，其中特 A+类收入占比变动-1.87pct 至 64.61%，特 A 类收入占比变动+2.46pct 至 30.08%。受益于今年大众价位扩容，特 A 类占比显著提升。

表9： 高端酒及区域龙头酒收入及净利润占比正不断攀升

分类	酒企	收入增速 (%)		归母净利润增速 (%)		收入占比 (%)		净利润占比 (%)		收入占比同比变化 (%)		归母净利润占比同比变化 (%)	
		2023H1	2023Q2	2023H1	2023Q2	2023H1	2023Q2	2023H1	2023Q2	2023H1	2023Q2	2023H1	2023Q2
高端酒	贵州茅台	19.4	20.4	20.8	21.0	32.65%	37.32%	43.01%	50.40%	1.16%	14.86%	0.51%	22.47%
	五粮液	10.4	5.1	12.8	5.1	21.35%	17.40%	20.37%	14.92%	-1.18%	5.27%	-1.17%	5.40%
	泸州老窖	25.1	30.5	28.2	27.2	6.85%	8.46%	8.48%	11.21%	0.47%	3.71%	0.58%	5.30%
次高端酒	山西汾酒	24.0	31.8	35.0	49.6	8.92%	7.66%	8.09%	6.47%	0.54%	3.40%	0.94%	3.57%
	舍得酒业	16.6	32.1	10.1	14.8	1.66%	1.83%	1.10%	1.16%	0.00%	0.81%	-0.09%	0.48%
	酒鬼酒	-39.2	-32.0	-41.2	-38.2	0.72%	0.70%	0.50%	0.40%	-0.66%	-0.05%	-0.52%	-0.03%
区域龙头酒	水井坊	-26.4	2.2	-45.2	低基数高增	0.72%	0.82%	0.24%	0.14%	-0.42%	0.23%	-0.29%	0.13%
	洋河股份	15.7	16.1	14.1	9.9	10.26%	8.27%	9.40%	6.96%	-0.07%	3.05%	-0.43%	2.71%
	今世缘	28.5	30.6	26.7	29.1	2.80%	2.62%	2.45%	2.64%	0.26%	1.15%	0.14%	1.27%
三四线酒	古井贡酒	25.6	26.8	44.9	47.5	5.31%	5.72%	3.32%	4.02%	0.39%	2.42%	0.59%	2.19%
	口子窖	26.8	34.0	14.6	22.8	1.37%	1.60%	1.01%	1.04%	0.11%	0.73%	-0.04%	0.47%
	迎驾贡酒	24.2	29.4	36.5	60.5	1.47%	1.49%	1.27%	1.21%	0.09%	0.64%	0.16%	0.70%
三四线酒	金种子酒	27.6	30.5	31.3	扭亏为盈	0.36%	0.41%	-0.05%	0.01%	0.03%	0.18%	0.03%	0.11%
	老白干酒	10.2	10.0	-40.2	18.5	1.05%	1.49%	0.26%	0.38%	-0.06%	0.50%	-0.26%	0.17%
	伊力特	7.7	-5.6	37.4	39.8	0.57%	0.58%	0.21%	0.09%	-0.05%	0.13%	0.03%	0.05%
三四线酒	顺鑫农业	-4.7	-18.7	-302.5	亏损	2.91%	2.57%	-0.10%	-1.36%	-0.65%	0.25%	-0.15%	-1.21%
	金徽酒	24.2	21.0	20.1	53.7	0.71%	0.76%	0.30%	0.24%	0.04%	0.30%	0.00%	0.14%
	天佑德酒	11.0	53.0	-2.7	扭亏为盈	0.31%	0.32%	0.12%	0.06%	-0.02%	0.17%	-0.03%	0.09%
分档次来看													
高端酒		17.3	17.4	19.2	18.4	60.85%	63.17%	71.86%	76.53%	0.45%	-0.01%	-0.08%	-0.87%
次高端酒		11.5	11.5	19.8	36.0	12.02%	11.00%	9.94%	8.18%	-0.54%	0.39%	0.04%	0.98%
区域龙头酒		21.0	21.0	22.5	26.3	21.57%	20.10%	17.46%	15.87%	0.81%	0.92%	0.49%	0.83%
三四线酒		3.0	3.0	-21.3	亏损	5.56%	5.72%	0.75%	-0.58%	-0.73%	-1.30%	-0.45%	-0.93%

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：三四线酒亏损主因顺鑫农业 23Q2 亏损

3.3 消费升级趋势延续，行业盈利能力改善

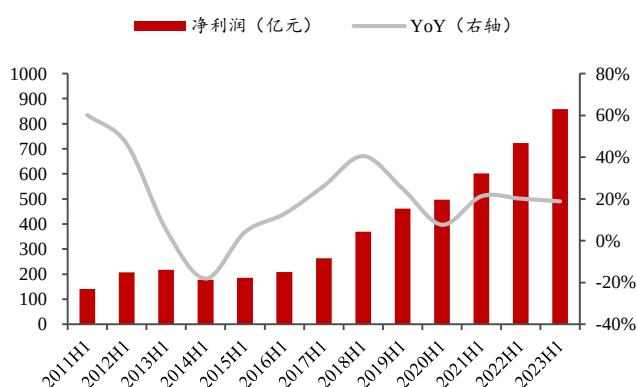
白酒行业整体仍呈现消费升级趋势。22 年白酒行业净利润同比增长 18.78%至 858.89 亿元；23Q2 白酒行业净利润分别为 310.09 亿元，同比增长 19.02%，酒企盈利能力进一步提升。分档次来看：1) 高端酒：经营韧性突出，23H1/23Q2 净利润增速分别变动-0.04、+2.06 个百分点至 18.50%、17.61%；2) 次高端酒：23H1/23Q2 净利润增速分别变动-14.6/+44.11 个百分点至 19.34%、34.54%，23Q2 增速高于 23H1 主因去年控货及消费场景受限下低基数影响；

3) 区域龙头酒: 区域消费升级趋势延续, 带动酒企经营质量提升, 23Q2 受益区域经济发展+消费场景复苏+宴席市场表现优异, 净利润增速领先于其余价位带, 23H1/23Q2 净利润增速分别变动-2.04、+12.63 个百分点至 22.48%、26.43%。分拆来看:

1) 23H1 净利润增速分别为: 区域龙头 (+22.48%) > 次高端酒 (+19.34%) > 高端酒 (+18.50%) > 三四线酒 (-21.30%);

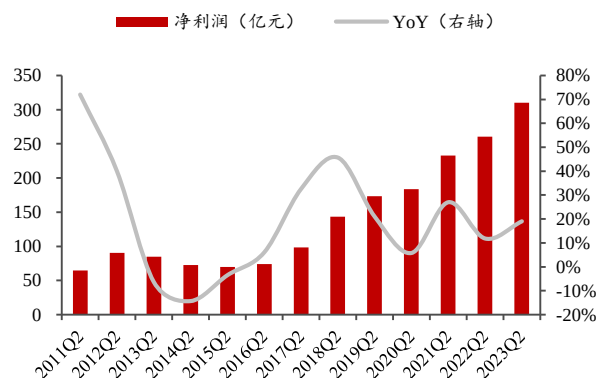
2) 23Q2 净利润增速分别为: 次高端酒 (+34.54%) > 区域龙头 (+26.43%) > 高端酒 (+17.61%) > 三四线酒 (降幅较大, 主因顺鑫农业 23Q2 亏损所致)。

图18: 23H1 白酒行业净利润同比增速为 18.78%



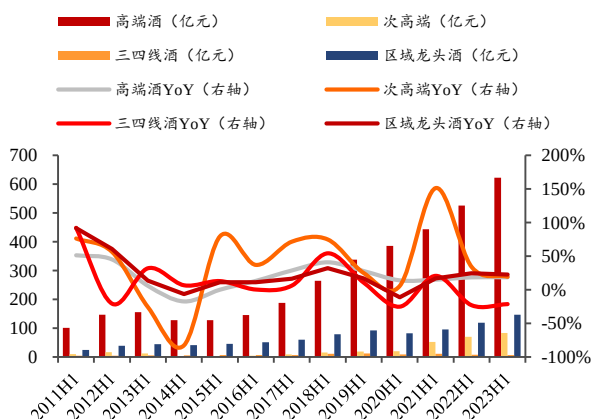
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 23Q2 白酒行业净利润同比增速为 19.02%



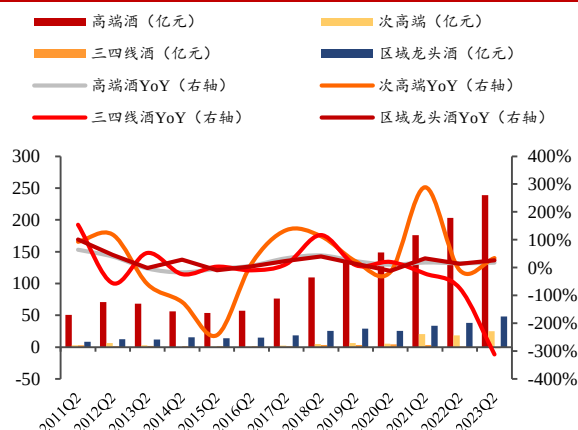
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 23H1 区域龙头净利润同比增速最快, 为 22.48%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 23Q2 次高端净利润同比增速最快, 为 34.54%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

产品结构升级趋势不改, 23H1 /23Q2 分别有 7/9 家酒企利润增速高于收入增速, 区域龙头酒表现亮眼。伊力特、古井贡酒、迎驾贡酒、山西汾酒等 7 家酒企 23H1 净利润增速超收入增速, 表现优异; 水井坊、金种子酒、迎驾贡酒等 9 家酒企 23Q2 净利润增速超收入增速。我们认为在消费升级趋势不改的背景下, 白酒行业的产品结构有望进一步优化, 酒企利润空间逐渐打开, 盈利能力或将持续改善, 品牌酒企整体维持较高质量发展。

表10: 23Q2 有 9 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速

分类	酒企	净利润增速 (%)			营业收入增速 (%)			23H1净利润增速-收入增速	23Q2净利润增速-收入增速
		2023H1	2023Q1	2023Q2	2023H1	2023Q1	2023Q2		
高端酒	贵州茅台	20.0	19.9	20.2	20.8	20.0	21.7	-0.7	-1.5
	五粮液	12.3	15.3	4.6	10.4	13.0	5.1	1.9	-0.4
	泸州老窖	27.7	28.7	26.7	25.1	20.6	30.5	2.6	-3.8
次高端酒	山西汾酒	34.4	29.6	47.6	24.0	20.4	31.8	10.4	15.9
	舍得酒业	9.1	6.4	13.7	16.6	7.3	32.1	-7.6	-18.4
	酒鬼酒	-41.2	-42.4	-38.2	-39.2	-42.9	-32.0	-2.0	-6.2
	水井坊	-45.2	-56.0	508.9	-26.4	-39.7	2.2	-18.8	506.7
区域龙头酒	洋河股份	14.1	15.8	9.6	15.7	15.5	16.1	-1.6	-6.4
	今世缘	26.7	25.2	29.1	28.5	27.3	30.6	-1.8	-1.5
	古井贡酒	44.2	41.1	48.3	25.6	24.8	26.8	18.5	21.5
	口子窖	14.6	10.4	22.8	26.8	21.3	34.0	-12.1	-11.2
	迎驾贡酒	36.4	26.6	60.0	24.2	21.1	29.4	12.2	30.6
	金种子酒	31.8	-230.7	108.7	27.6	25.5	30.5	4.1	78.2
	老白干酒	-40.2	-61.5	18.5	10.2	10.4	10.0	-50.4	8.5
三四线酒	伊力特	33.5	39.1	9.1	7.7	18.5	-5.6	25.7	14.7
	顺鑫农业	-399.1	219.5	-455.2	-4.7	4.6	-18.7	-394.4	-436.5
	金徽酒	18.8	10.1	49.0	24.2	26.6	21.0	-5.5	28.0
	天佑德酒	-4.3	-29.2	257.9	11.0	-6.2	53.0	-15.2	205.0

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 红色加粗酒企表示 23Q2 时期利润增速高于收入增速

3.4 结构上移助力盈利提升, 费用率整体稳中有降

产品结构持续上移, 推动盈利能力提升。受益于产品结构升级+渠道结构优化, 23H1/23Q2 白酒行业毛利率同比提升 0.85/ 1.4 个百分点至 80.46%/ 79.98%, 受费用率+税金及附加率与利息收入波动影响, 行业净利率同比变动+0.78、+ 0.4 个百分点至 40.30%/ 37.55%, 且分化较大。拆分来看:

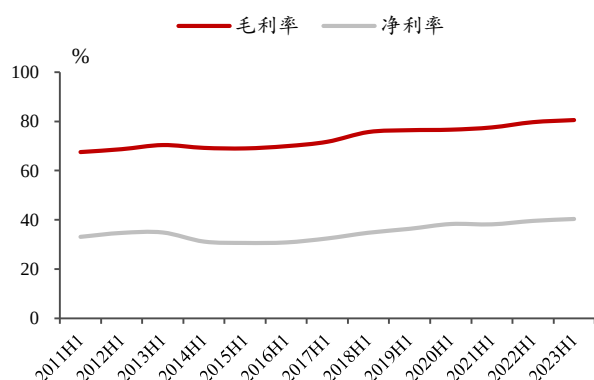
酒企 23H1 毛利率分别同比变动: 三四线酒 (+1.89 个百分点) > 区域龙头酒 (+1.64 个百分点) > 高端酒 (+0.35 个百分点) > 次高端酒 (-0.55 个百分点);

酒企 23H1 净利率分别同比变动: 次高端酒 (+2.14 个百分点) > 高端酒 (+0.46 个百分点) > 区域龙头酒 (+0.37 个百分点) > 三四线酒 (-1.72 个百分点)。

酒企 23Q2 毛利率分别同比变动: 区域龙头酒 (+4.78 个百分点) > 三四线酒 (+1.03 个百分点) > 高端酒 (+0.19 个百分点) > 次高端酒 (-1.08 个百分点);

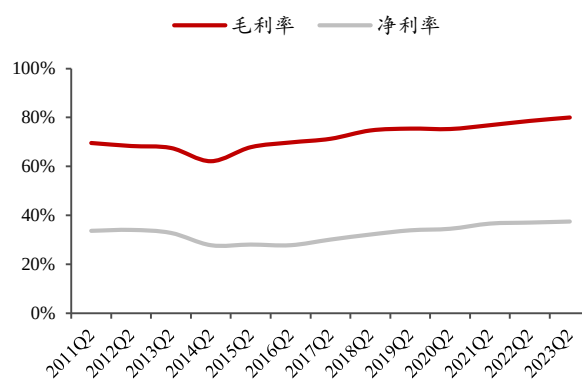
酒企 23Q2 净利率分别同比变动: 次高端酒 (+2.55 个百分点) > 区域龙头酒 (+0.72 个百分点) > 高端酒 (-0.01 个百分点) > 三四线酒 (-5.53 个百分点)。

图22: 23H1 白酒行业毛利率及净利率情况



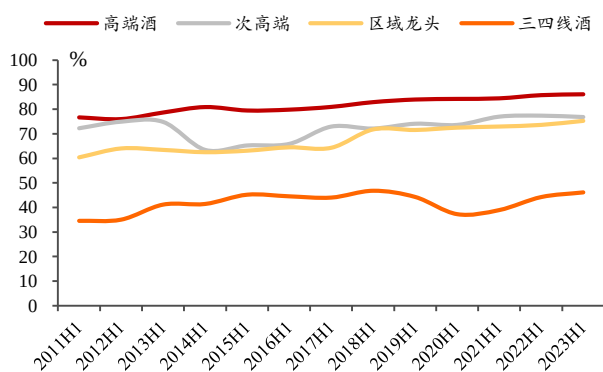
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: 23Q2 白酒行业毛利率及净利率情况



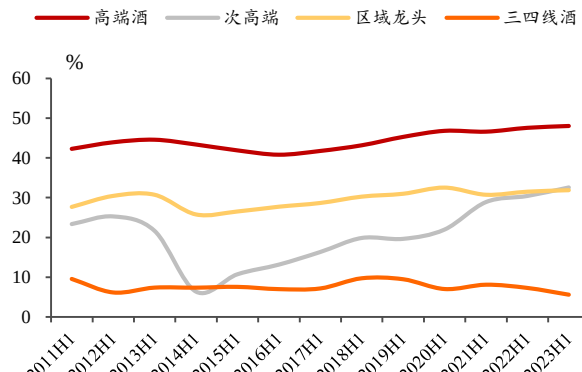
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 23H1 各类型酒企毛利率情况



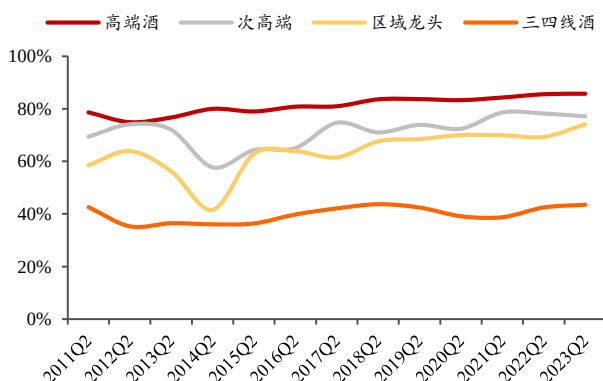
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图25: 23H1 各类型酒企净利率情况



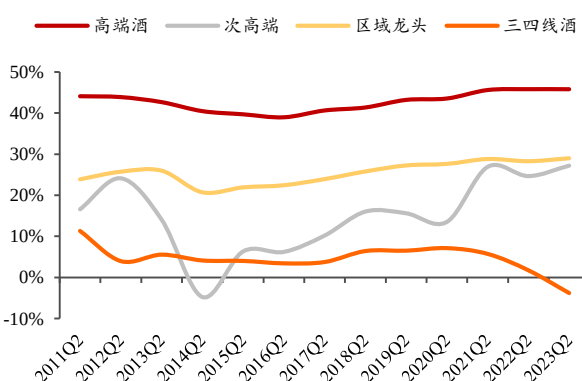
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 23Q2 各类型酒企毛利率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 23Q2 各类型酒企净利率情况

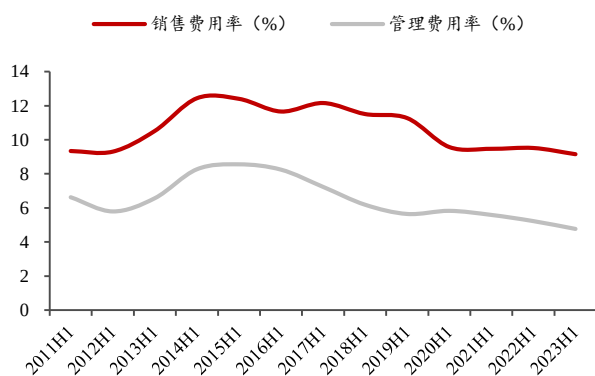


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

23H1 和 23Q2 酒企销售费用率/管理费用率在费用改革推动下均有所下降。23H1: 销售费用率方面, 全年来看金种子酒、山西汾酒、老白干酒、古井贡酒、口子窖、迎驾贡

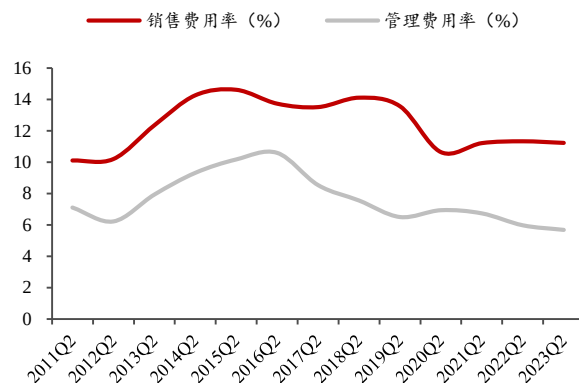
酒、五粮液、泸州老窖、贵州茅台销售费用率均同比下降，主要酒企销售费用率控制较好，其中金徽酒、酒鬼酒均处于拓展市场，品牌培育阶段，费用投入增加；**23Q2**：23Q2白酒行业销售费用率同比下降0.37个百分点至9.16%，9家酒企销售费用率均有所提升。其中酒鬼酒费用改革加速推进，同时在C端前期费用更多投入消费者，借助数字化手段投入购买和营销。而销售模式改革方面，公司开始转移重心至核心烟酒店，促进铺市率。23H1&23Q2酒企管理费率分别同比-0.46/-0.29个百分点。

图28： 23H1 销售及管理费用率同比变动-0.37、-0.46 百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图29： 23Q2 销售及管理费用率同比变动-0.10、-0.29 百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表11： 在 23H1 销售/管理费用率波动的背景下，主要酒企毛利率及净利率均实现同比提升

排序	酒企	23H1 毛利率 (%)	较上年变动	排序	酒企	23H1 销售费用率 (%)	较上年变动	排序	酒企	23H1 管理费用率 (%)	较上年变动
1	迎驾贡酒	70.94	2.67	1	酒鬼酒	27.41	3.86	1	水井坊	14.32	3.57
2	泸州老窖	88.35	2.43	2	金徽酒	19.37	3.16	2	酒鬼酒	5.35	2.39
3	洋河股份	76.12	2.18	3	今世缘	14.91	2.92	3	伊力特	4.34	0.54
4	今世缘	74.47	2.00	4	洋河股份	10.33	2.47	4	老白干酒	9.86	0.50
5	伊力特	47.77	1.50	5	水井坊	35.97	2.43	5	顺鑫农业	6.59	0.22
6	古井贡酒	78.88	1.35	6	顺鑫农业	9.45	2.16	6	今世缘	3.05	0.16
7	顺鑫农业	32.16	1.20	7	天佑德酒	19.72	1.06	7	口子窖	6.17	0.12
8	酒鬼酒	80.15	1.04	8	伊力特	9.11	0.53	8	五粮液	4.16	-0.05
9	金徽酒	63.76	0.63	9	舍得酒业	17.52	0.14	9	金徽酒	10.79	-0.16
10	山西汾酒	76.30	0.40	10	贵州茅台	2.52	-0.02	10	山西汾酒	3.23	-0.24
11	五粮液	76.78	-0.14	11	泸州老窖	10.03	-0.38	11	迎驾贡酒	4.37	-0.59
12	贵州茅台	91.80	-0.31	12	五粮液	9.49	-0.73	12	舍得酒业	10.15	-0.59
13	老白干酒	67.17	-1.03	13	迎驾贡酒	8.59	-0.75	13	贵州茅台	5.50	-0.71
14	口子窖	73.86	-1.61	14	口子窖	13.67	-1.23	14	洋河股份	5.27	-0.89
15	水井坊	82.46	-2.36	15	古井贡酒	26.95	-1.88	15	古井贡酒	5.43	-1.09
16	舍得酒业	75.60	-2.57	16	老白干酒	30.82	-2.47	16	泸州老窖	4.13	-1.16
17	天佑德酒	62.95	-2.77	17	山西汾酒	8.99	-3.66	17	天佑德酒	11.60	-1.31
18	金种子酒	30.10	-3.15	18	金种子酒	13.37	-9.17	18	金种子酒	9.60	-2.48

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表12: 23Q2 部分酒企毛利率实现同比提升

		23Q2 毛利 率 (%)	较上年 变动			23Q2 销售费 用 (%)	较上年 变动			23Q2 管理费用 率 (%)	较上年 变动
1	洋河股份	75.08	8.56	1	顺鑫农业	11.45	6.18	1	酒鬼酒	6.84	1.97
2	迎驾贡酒	70.56	7.41	2	洋河股份	16.78	6.11	2	顺鑫农业	7.28	1.51
3	今世缘	72.86	3.69	3	金徽酒	21.54	4.69	3	金种子酒	12.18	1.20
4	泸州老窖	88.63	3.31	4	老白干酒	34.85	4.36	4	金徽酒	11.48	1.16
5	金徽酒	62.05	3.28	5	今世缘	13.14	3.03	5	伊力特	4.27	0.61
6	金种子酒	33.79	2.36	6	酒鬼酒	29.72	2.71	6	老白干酒	7.99	0.40
7	老白干酒	68.60	2.04	7	伊力特	12.92	2.58	7	今世缘	3.87	0.18
8	天佑德酒	61.96	2.01	8	泸州老窖	11.06	0.95	8	舍得酒业	9.27	0.16
9	伊力特	42.10	1.66	9	迎驾贡酒	11.98	0.07	9	贵州茅台	5.75	0.04
10	古井贡酒	77.78	0.77	10	口子窖	14.90	0.04	10	山西汾酒	4.90	-0.08
11	贵州茅台	90.80	-0.98	11	舍得酒业	15.20	-0.41	11	口子窖	6.89	-0.11
12	酒鬼酒	77.82	0.02	12	贵州茅台	3.26	-0.46	12	五粮液	4.59	-0.18
13	山西汾酒	77.79	-0.61	13	五粮液	15.37	-0.57	13	水井坊	16.92	-0.39
14	五粮液	73.27	-0.65	14	水井坊	41.13	-2.20	14	泸州老窖	4.16	-0.82
15	口子窖	70.52	-1.54	15	古井贡酒	24.33	-2.61	15	迎驾贡酒	4.02	-0.90
16	舍得酒业	71.88	-1.91	16	天佑德酒	28.23	-4.38	16	古井贡酒	4.73	-1.67
17	水井坊	81.56	-3.04	17	山西汾酒	11.06	-4.85	17	洋河股份	6.55	-1.68
18	顺鑫农业	21.45	-6.67	18	金种子酒	6.65	-19.90	18	天佑德酒	14.90	-8.62

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表13: 2023H1 泸州老窖、金种子酒经营税金率同比提升幅度居前

	2019H1 税金及 附加/营收	2020H1 税金及 附加/营收	2021H1 税金及 附加/营收	2022H1 税金及 附加/营收	2023H1 税金及 附加/营收	22H1-21H1 差值 (百分点)	23H1-22H1 差值 (百分点)
泸州老窖	12.82%	8.90%	10.65%	8.97%	10.92%	-1.69	1.96
金种子酒	10.39%	11.46%	11.66%	10.76%	12.61%	-0.91	1.85
口子窖	14.85%	15.08%	15.36%	14.77%	16.13%	-0.59	1.36
洋河股份	13.35%	15.73%	15.67%	14.78%	15.43%	-0.89	0.65
迎驾贡酒	15.04%	14.78%	15.48%	14.47%	15.11%	-1.00	0.64
酒鬼酒	16.44%	15.57%	14.99%	15.96%	16.25%	0.98	0.29
贵州茅台	11.51%	12.28%	13.71%	14.66%	14.93%	0.94	0.28
五粮液	14.05%	13.51%	13.83%	14.03%	14.27%	0.20	0.24
舍得酒业	13.31%	12.97%	13.94%	14.49%	14.63%	0.54	0.15
金徽酒	14.12%	13.96%	13.76%	14.64%	14.77%	0.88	0.13
古井贡酒	14.52%	16.09%	15.27%	14.18%	14.19%	-1.08	0.01
山西汾酒	16.30%	13.63%	14.79%	16.37%	16.31%	1.57	-0.06
天佑德酒	16.86%	18.10%	16.65%	15.75%	15.15%	-0.90	-0.60
老白干酒	15.57%	14.79%	15.25%	16.48%	15.65%	1.22	-0.82
今世缘	13.57%	14.73%	14.07%	13.98%	13.06%	-0.09	-0.91
顺鑫农业	10.07%	8.32%	9.45%	12.37%	10.49%	2.92	-1.89
水井坊	16.49%	16.98%	15.61%	17.31%	15.42%	1.70	-1.89
伊力特	14.13%	15.56%	16.63%	16.12%	13.69%	-0.51	-2.43
白酒行业	13.03%	12.90%	13.79%	14.26%	14.49%	0.47	-1.09

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表14: 23Q2 洋河股份、金种子酒经营税金率同比提升幅度居前

	22Q2 单季度税金 及附加/营收	22Q3 单季度税金 及附加/营收	22Q4 单季度税金 及附加/营收	23Q1 单季度税金 及附加/营收	23Q2 单季度税金 及附加/营收	23Q2-22Q2 差值 (百分点)
洋河股份	10.32%	16.20%	10.11%	15.69%	14.87%	4.56
金种子酒	10.15%	8.79%	11.60%	12.40%	12.88%	2.73
舍得酒业	13.43%	16.13%	14.44%	13.74%	15.82%	2.39
泸州老窖	7.25%	9.17%	25.54%	12.27%	9.45%	2.20
口子窖	16.59%	15.80%	15.39%	14.54%	18.06%	1.46
迎驾贡酒	14.91%	14.78%	16.02%	14.43%	16.17%	1.26
酒鬼酒	16.56%	15.76%	17.96%	15.68%	17.20%	0.64
五粮液	13.80%	14.13%	15.99%	14.32%	14.18%	0.38
古井贡酒	13.85%	18.18%	21.87%	14.47%	13.82%	-0.03
贵州茅台	16.66%	16.24%	12.85%	13.87%	16.26%	-0.40
金徽酒	16.32%	14.70%	14.50%	14.20%	15.58%	-0.75
今世缘	10.48%	22.30%	15.38%	14.96%	9.73%	-0.75
山西汾酒	22.01%	17.02%	22.91%	14.40%	20.13%	-1.88
伊力特	16.16%	13.44%	20.29%	13.34%	14.24%	-1.92
老白干酒	18.92%	15.68%	15.78%	15.12%	16.09%	-2.83
顺鑫农业	14.67%	7.68%	13.90%	9.81%	11.79%	-2.87
天佑德酒	18.23%	13.84%	14.61%	15.63%	14.43%	-3.81
水井坊	20.70%	15.51%	12.53%	15.65%	15.12%	-5.58
白酒行业	14.85%	15.29%	15.66%	14.13%	15.07%	0.22

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 白酒整体数据为板块数据, 剔除皇台外的 18 家酒企)

具体盈利情况来看——23Q2 高端酒盈利能力保持稳定, 区域酒呈现强盈利弹性, 次高端酒利润端分化明显。

一、高端酒: 贵州茅台 Q2 再超预期, 23 年 15% 增速业绩可达性高; 五粮液盈利能力稳定, 其中电视广告费用大幅增加; 泸州老窖结构提升带动毛利率上涨, 净利率因税金附加增加有小幅下降。

1) 贵州茅台: 23Q2 利润增速略超预期, 费用率保持稳健。23H1 实现归母净利润 359.80 亿元 (+20.76%), 23Q2 实现归母净利润 151.86 亿元 (+21.01%)。23Q2 公司毛利率同比-0.98pct 至 90.80%, 或主要系生产成本增加; 净利率同比-0.66pct 至 51.29%, 23Q2 销售费用率/管理费用率分别-0.46/+0.04pct 至 3.26%/5.75%。

2) 五粮液: 23Q2 盈利能力稳定, 费用管控良好。23H1 公司实现归母净利润 170.37 元 (+12.8%), 23Q2 公司实现归母净利润 44.95 亿元 (+5.1%)。23H1: 公司毛利率/净利率分别同比变动-0.1/+0.6 个百分点至 76.8%/39.1%; 销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.7/+0.0 个百分点至 9.5%/4.2%。期内, 公司放缓线下广告费用投入, 大幅增加电视广告费用至 3.18 亿元 (+75.7%)。23Q2: 公司毛利率/净利率分别同比变动-0.6/-0.1 个百分点至 73.3%/32.6%; 销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.6/-0.1 个百分点至 15.4%/5.0%。

3) 泸州老窖: 毛利率提升主因结构优化, 净利率下降主因税金附加增加。23H1 归母净利润 70.90 亿元, 同比+28.17%, 23Q2 归母净利润 33.78 亿元, 同比+27.16%。23H1: 公司毛利率/净利率分别同比+2.43/1.01 个百分点至 88.35%/48.80%, 主因结构升级+费用管控

优秀：销售费用率/管理费用率同比-0.38/-1.16 个百分点至 10.03%/4.13%。**23Q2**：23Q2 公司毛利率/净利率同比+3.31pct/-1.45pct 至 88.63%/48.69%，毛利率提升主要受益于产品结构升级。费用方面，23Q2 公司销售费用率/管理费用率同比分别+0.95pct/-0.82pct 至 11.06%/4.16%。

二、次高端酒：23Q2 次高端酒利润端分化大，其中山西汾酒受益于中档酒表现优秀，利润端表现超预期，而酒鬼酒/水井坊等酒企则因中高价位产品需求恢复较弱，导致利润端短期承压，但后续在低基数下具强弹性——

1) 山西汾酒：费用率持续下行，23Q2 盈利超预期。23H1 公司归母净利润 67.67 亿元，同比+52.36%，23Q2 归母净利润 19.48 亿元，同比+49.57%。**23H1 年：**销售费用率/管理费用率分别同比-3.66 /-0.24 个百分点至 8.99%/3.23%，23H1 公司毛利率/净利率分别同比+0.40 /+2.76 个百分点至 76.30%/35.73%。**23Q2：**23Q2 公司毛利率同比-0.6pct 至 77.8%。费用方面，23Q2 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别-4.9pct/-0.1pct/+0.0pct 至 11.1%/4.9%/0.3%，其中销售费用率的变动主要受费用收缩及费用投放节奏影响，我们预计下半年公司将加强终端维护和品牌建设，加码促销活动。综上，23Q2 公司归母净利率同比+3.7pct 至 30.8%，盈利能力呈现稳中向上。

2) 酒鬼酒：23Q2 盈利端短期承压，费用加大投放。23H1 公司实现归母净利润 4.22 亿元（-41.23%），23Q2 公司实现归母净利润 1.22 亿元（-38.19%）。**23H1：**公司毛利率/净利率分别同比+1.04/-0.92 个百分点至 80.15%/27.37%；销售费用率/管理费用率分别同比+3.86 /+2.39 个百分点至 27.41%/5.35%；**23Q2：**公司毛利率/净利率同比+0.0/-2.1pct 至 77.8%/21.1%，毛利率持平主要系结构优化对冲单品毛利率下降。23Q2 销售/管理费用率同比+2.7/ +2.6pct 至 29.7%/8.0%。销售费用率提升主要系公司二季度加大扫码红包/货折等费用投放力度，并赞助《中国婚礼》发力宴席市场。

3) 舍得酒业：精细化运营优化费用率，盈利能力短期波动。23H1 公司实现归母净利润 9.20 亿，同比+10.07%，23Q2 公司实现归母净利润 3.50 亿元（+14.83%）。**23H1：**公司毛利率/净利率较去年同期变动-2.57 /-1.81 个百分点至 75.60%/26.10%，其中销售/管理费用率同比变动+0.14 /-0.59 个百分点至 17.52%/10.15%；**23Q2：**公司毛利率同比-1.91pct 至 71.88%，主要受夜郎古并表及产品结构影响。费用方面，23Q2 公司销售费用率同比-0.41pct 至 15.20%，主要受运营模式升级为精细化运营影响，下半年进入旺季后公司加大对回厂游等促销活动及品牌建设投入，预计费用将同比提升；管理费用率同比+0.16pct 至 9.27%。综合作用下 23Q2 公司归母净利率同比-3.49pct 至 23.22%，盈利能力稳步发展。

4) 水井坊：Q2 业绩触底回升，符合公司经营规划。23H1 公司实现归母净利润 2.03 亿，同比-45.15%，23Q2 实现归母净利润 0.43 亿，同比+508.87%。**23H1：**公司毛利率/净利率分别同比-2.36 /-4.55 个百分点至 82.46%/13.28%；销售/管理费用率同比变动+2.43 /+3.57 个百分点至 35.97%/14.32%；**23Q2：**23Q2 公司毛利率/净利率-3.04/+5.35pct 至 81.56%/6.43%，净利率提升主要来源于费用收缩+税金减免政策。销售/管理费用率-2.20/-0.39pct 至 41.13%/16.92%（Q2 作为财年中的最后一个季度费用率偏低）。

三、区域酒龙头：重视消费者培育，宣传推广力度逐步加大，酒企盈利能力均有较好提升

徽酒——受益于安徽白酒市场扩容，酒企均实现较好发展，其中古井贡酒结构持续升级带动毛利率提升；迎驾贡酒 Q2 利润超预期；口子窖因市场费用投放加大，盈利能力短期内有所波动，具体来看——

1) 古井贡酒：结构优化升级持续提升毛利率，盈利能力持续向上。23H1 公司实现归母净利润 27.79 亿元（+44.9%），23Q2 公司实现归母净利润 12.10 亿元（+47.5%）。**23H1：**

公司毛利率/净利率分别同比变动+1.4/+3.2 个百分点至 78.9%/25.2%；销售费用率/管理费用率分别同比变动-1.9/-1.1 个百分点至 27.0%/5.2%。**23Q2：**公司毛利率/净利率分别同比变动+0.8/+3.8 个百分点至 77.8%/26.4%；销售费用率/管理费用率分别同比变动-2.6/-1.7 个百分点至 24.3%/4.7%。

2) 口子窖：费用增投致使毛利下降，盈利能力短期有所波动。23H1 公司实现归母净利润 8.48 亿元（+14.64%），23Q2 公司实现归母净利润 3.12 亿元（+22.78%）。**23H1：**公司毛利率/净利率分别同比变动-1.61/-3.08 个百分点至 73.86%/29.11%，净利率下滑主因费用率上行：销售费用率/管理费用率分别同比变动-1.23/+0.12 个百分点至 13.67%/6.17%。**23Q2：**23Q2 公司毛利率/净利率同比-1.54/-2.16pct 至 70.52%/23.63%，毛利率下降主要系 Q2 加大赠酒/货折等市场费用投放，部分费用计入成本。23Q2 销售/管理费用率同比+0.04/-0.11pct 至 14.90%/6.89%。

3) 迎驾贡酒：23Q2 利润超预期，结构优化驱动毛利提升。23H1 公司实现归母净利润 10.64 亿元，同比+36.53%；23Q2 公司实现归母净利润 3.64 亿元，同比+60.94%。**23H1：**公司盈利能力稳步提升，公司毛利率/净利率分别同比+2.67/+3.04 个百分点至 70.94%/33.99%，原因之一为费用管控良好：销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.75/-0.59 个百分点至 8.59%/4.37%。**23Q2：**23Q2 公司毛利率/净利率+7.8pct/+5.7pct 至 70.56%/29.73%，主要系洞藏放量带动结构及利润率提升。23Q2 公司销售费用率为 11.98%，与同期基本持平，管理费用率同比-0.76pct 至 4.02%。23Q2 合同负债 5.05 亿元（同比+34%/环比持平）。

苏酒：洋河股份改革红利有望加速释放；今世缘践行高端化战略，盈利能力稳步提升，具体来看——

4) 洋河股份：促销力度显著加大，盈利能力显著提升。23H1 公司实现归母净利润 78.62 亿元（+14.1%），实现扣非净利润 77.13 亿元（+16.1%）。23Q2 实现归母净利润 20.96 亿元（+9.9%）；实现扣非净利润 20.47 亿元（+17.3%）。23H1 毛利率、扣非净利率同比增长 2.2/0.1 个百分点至 76.1%/35.3%，销售费用率/管理费用率分别同比变动 2.5/-0.9 个百分点至 10.3%/5.3%。23Q2 毛利率、扣非净利率同比增长 8.6/0.3 个百分点至 75.1%/30.0%，销售费用率/管理费用率分别变动 6.1/-1.6 个百分点至 16.8%/7.7%。

5) 今世缘：特 A 类以上销量高增推动结构升级，高端化战略下销售费用率显著提升。23H1 公司实现归母净利润 20.50 亿（+26.70%），23Q2 归母净利润 7.95 亿（+29.13%）。**23H1：**公司毛利率/净利率同比+2.00/-0.48pct 至 74.47%/34.33%，销售/管理费用率同比变动+2.92/+0.16pct，销售费用率提升主因高端化战略下消费者培育费用增加所致；**23Q2：**23Q2 公司毛利率/净利率同比变动+3.67/-0.43pct 至 72.87%/36.68%，毛利率提升或主因扫码红包促销拉动收入增长，红包返利计入费用、未冲减收入，销售/管理费用率同比变动+3.03/+0.11pct 至 13.14%/4.34%。

3.5 酒企预收淡季正常下降，次高端酒预收环比提升

预收款角度来看——

23H1 白酒板块预收款 358.79 亿元，多家酒企预收增幅亮眼，蓄水池实力强劲，其中次高端提升明显，主要系山西汾酒（同比+9.34 亿元）、水井坊（同比+2.54 亿元）、水井坊（同比+1.22 亿元）预收款均有所上涨。具体来看：

1) 23H1: 23H1 酒企总合同负债为 358.79 亿元, 同比下降 19.47 亿元, 其中次高端酒合同负债整体增幅最大, 其中山西汾酒、水井坊实现 9.09 亿元、2.29 亿元的增幅。总结来看, 当前主要酒企仍拥有强实力的蓄水池, 有望实现超额回弹。

2) 个股层面: 据年报数据显示, 五粮液、山西汾酒、舍得酒业、水井坊、今世缘、迎驾贡酒、口子窖、金徽酒、天佑德酒 23Q2 合同负债实现同比超 10% 正增长, 其中口子窖/五粮液 23Q2 合同负债同比达 +83.47%/+94.46%, 我们认为预收蓄水池较为充裕的酒企 23Q3 业绩弹性或更高。

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。

表15: 23H1 酒企预收情况一览 (单位: 亿元)

档次	证券简称	合同负债		同比变动	其他流动负债		同比变动	预收款项余额		同比变动
		2022H1	2023H1	23H1-22H1	2022H1	2023H1	23H1-22H1	2022H1	2023H1	23H1-22H1
高端酒	贵州茅台	96.69	73.34	-23.34	11.66	9.07	-2.59	108.35	82.41	-25.93
	五粮液	18.77	36.49	17.73	2.41	2.71	0.30	21.17	39.20	18.03
	泸州老窖	23.30	19.34	-3.96	3.03	2.51	-0.51	26.32	21.85	-4.47
次高端酒	山西汾酒	48.44	57.53	9.09	3.24	3.49	0.25	51.68	61.02	9.34
	舍得酒业	4.32	5.09	0.76	0.63	1.09	0.46	4.96	6.18	1.22
	酒鬼酒	5.56	4.48	-1.08	0.72	0.86	0.13	6.28	5.33	-0.95
	水井坊	8.57	10.86	2.29	0.16	0.41	0.25	8.73	11.27	2.54
区域龙头酒	洋河股份	79.08	53.23	-25.86	2.49	3.39	0.90	81.57	56.62	-24.96
	今世缘	10.17	11.29	1.12	1.32	1.47	0.15	11.49	12.75	1.26
	古井贡酒	34.28	30.25	-4.03	16.29	16.68	0.39	50.57	46.93	-3.64
	迎驾贡酒	3.78	5.05	1.27	0.28	0.31	0.03	4.06	5.36	1.30
	口子窖	3.96	7.27	3.31	0.18	0.35	0.17	4.14	7.62	3.48
	金种子酒	0.83	0.91	0.08	0.11	0.12	0.01	0.94	1.03	0.09
区域三四线酒	顺鑫农业	19.32	19.42	0.11	2.14	1.90	-0.24	21.45	21.33	-0.13
	金徽酒	2.89	4.42	1.52	0.38	0.58	0.20	3.27	4.99	1.73
	老白干酒	17.05	18.72	1.67	2.19	2.43	0.24	19.24	21.15	1.91
	伊力特	0.86	0.56	-0.31	0.07	0.05	-0.02	0.93	0.60	-0.33
	天佑德酒	0.39	0.56	0.17	0.05	0.07	0.02	0.44	0.64	0.19
合计	高端酒	138.75	129.17	-9.58	17.10	14.30	-2.80	155.84	143.47	-12.38
	次高端酒	66.89	77.96	11.06	4.76	5.85	1.10	71.65	83.81	12.16
	区域酒	132.11	107.99	-24.11	20.67	22.31	1.64	152.78	130.31	-22.47
	三四线酒	40.52	43.68	3.16	4.83	5.04	0.21	45.34	48.71	3.37
白酒行业		378.26	358.79	-19.47	47.35	47.50	0.15	425.61	406.29	-19.32

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

回款方面来看——

同比延续增长态势, 酒企持续分化。 高端酒方面回款均有所提升, 23H1 贵州茅台/泸州老窖回款 690.73/175.84 亿元, 同比提升 12.94%/16.56%, 23H1 五粮液回款 430.52 亿元, 同比提升 36.96%; 次高端酒方面酒企分化明显, 其中山西汾酒、舍得酒业 23H1/23Q2 均实现同比正增长, 分别回款 177.07/78.89、40.13/17.77 亿元, 同比增长 20.50%/35.49%、28.44%/36.02%; 区域龙头酒表现优异, 23H1 及 23Q2 均实现同比增长。三四线酒方面, 金徽酒、老白干酒、天佑德酒 23Q2 回款 7.33/11.37/2.93 亿元, 同比增长 93.07%/24.90%/48.89%。

表16: 23H1 及 23Q2 酒企现金回款情况一览

档次		回款 (亿元)		yoy (%)		回款/收入 (%)		现金净流量 (亿元)		yoy (%)	
		23H1	23Q2	23H1	23Q2	23H1	23Q2	23H1	23Q2	23H1	23Q2
高端酒	贵州茅台	690.73	333.09	12.94%	12.27%	99.28	105.38	303.87	251.42	由负转正	266.25%
	五粮液	430.52	144.15	36.96%	-18.55%	94.61	100.33	113.30	17.94	500.39%	-66.07%
	泸州老窖	175.84	95.42	16.56%	25.75%	120.50	136.65	56.48	41.39	38.53%	40.52%
次高端酒	山西汾酒	177.07	78.89	20.50%	35.49%	93.14	124.66	52.08	17.75	11.22%	55.12%
	舍得酒业	40.13	17.77	28.44%	36.02%	113.74	117.86	6.40	4.12	55.69%	由负转正
	酒鬼酒	13.56	5.95	-30.09%	-40.30%	87.96	103.24	0.83	-0.83	-72.35%	-132.00%
	水井坊	16.90	8.13	-20.63%	9.36%	110.73	120.77	0.13	0.30	815.14%	107.52%
区域龙头酒	洋河股份	158.90	55.73	23.16%	13.83%	72.65	81.63	2.65	-11.38	105.95%	18.27%
	今世缘	57.56	23.29	33.27%	32.64%	96.43	107.47	7.99	-0.99	-6.40%	-141.02%
	古井贡酒	129.67	52.12	23.07%	19.28%	114.65	110.28	47.28	16.49	12.80%	16.55%
	迎驾贡酒	33.28	13.81	28.74%	42.45%	105.87	112.56	2.92	-1.97	59.24%	43.45%
	口子窖	26.72	14.58	26.38%	48.93%	91.75	110.37	0.30	2.61	110.07%	157.53%
	金种子酒	8.73	4.19	44.67%	52.09%	113.77	125.12	-0.13	-0.11	95.83%	92.14%
区域三四线酒	顺鑫农业	43.31	20.47	-36.10%	-46.29%	69.73	96.40	-22.06	-6.25	-331.35%	-226.54%
	金徽酒	16.63	7.33	35.75%	93.07%	109.22	116.37	3.53	1.19	103.26%	224.70%
	老白干酒	28.26	11.37	8.94%	24.90%	126.64	92.52	1.69	-0.85	-4.69%	79.21%
	伊力特	11.23	4.09	-3.50%	-21.60%	92.02	85.04	1.67	-0.77	低基数高增	38.45%
	天佑德酒	7.42	2.93	14.82%	48.89%	112.40	110.85	0.65	0.05	低基数高增	108.29%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.6 经营性现金流表现优异, 同比增长亮眼

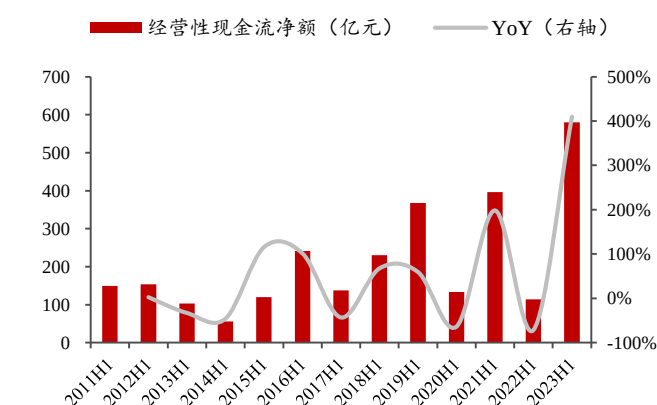
23H1 酒企经营性现金流表现优异, 23Q2 同比大幅增长。受益于 22Q2 低基数+贵州茅台/五粮液/洋河股份等标的的经营性现金流表现优秀, 23Q2 行业经营性现金流同比迎来恢复性较好增长:

1) 贵州茅台: 23Q2 经营性现金流为 251.42 亿元, 主要因公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司存放中央银行和同业款项净增加额减少, 以及销售商品收到的现金增加;

2) 五粮液: 23H1 经营性现金流同比增加 500.39%至 113.30 亿元, 主要系消费逐步复苏, 公司现金回款比例提高, 银行承兑汇票到期收现额度较高, 销售商品提供劳务收到的现金大幅增加, 以及受 22H1 低基数共同影响所致;

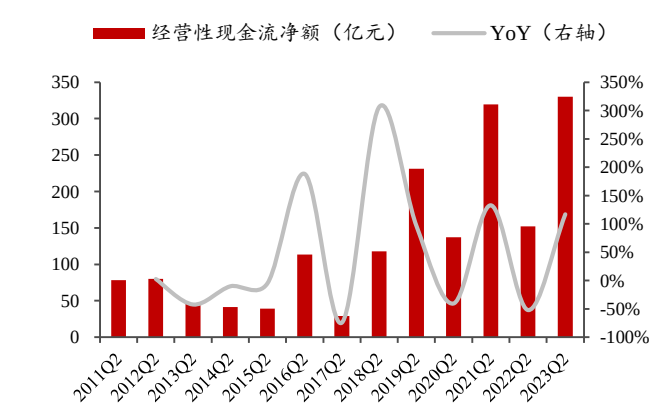
3) 泸州老窖: 23Q2 经营性现金流同比增加 40.52%至 41.39 亿元, 主因公司二季度通过“春雷行动”推进经销商回款。

图30: 23H1 白酒行业经营性现金流净额同比+409.48%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图31: 23Q2 白酒行业经营性现金流净额同比+116.86%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表17: 23H1 及 23Q2 酒企经营性现金流情况一览

排序	经营性现金流净额 (亿元)				排序	经营性现金流净额 (亿元)			
		2022H1	2023H1	yoy			2022Q2	2023Q2	yoy
1	贵州茅台	-0.11	303.87	272290.42%	1	舍得酒业	-0.08	4.12	5339.93%
2	天佑德酒	0.02	0.65	3466.52%	2	贵州茅台	68.65	251.42	266.25%
3	伊力特	0.11	1.67	1381.01%	3	金徽酒	-0.95	1.19	224.70%
4	水井坊	0.01	0.13	815.14%	4	口子窖	-4.53	2.61	157.53%
5	五粮液	18.87	113.30	500.39%	5	天佑德酒	-0.64	0.05	108.29%
6	口子窖	-2.97	0.30	110.07%	6	水井坊	-3.92	0.30	107.52%
7	洋河股份	-44.54	2.65	105.95%	7	金种子酒	-1.43	-0.11	92.14%
8	金徽酒	1.74	3.53	103.26%	8	老白干酒	-4.07	-0.85	79.21%
9	金种子酒	-3.02	-0.13	95.83%	9	山西汾酒	11.44	17.75	55.12%
10	迎驾贡酒	1.83	2.92	59.24%	10	迎驾贡酒	-3.48	-1.97	43.45%
11	舍得酒业	4.11	6.40	55.69%	11	泸州老窖	29.46	41.39	40.52%
12	泸州老窖	40.77	56.48	38.53%	12	伊力特	-1.25	-0.77	38.45%
13	古井贡酒	41.91	47.28	12.80%	13	洋河股份	-13.92	-11.38	18.27%
14	山西汾酒	46.82	52.08	11.22%	14	古井贡酒	14.15	16.49	16.55%
15	老白干酒	1.77	1.69	-4.69%	15	五粮液	52.88	17.94	-66.07%
16	今世缘	8.53	7.99	-6.40%	16	酒鬼酒	2.58	-0.83	-132.00%
17	酒鬼酒	3.01	0.83	-72.35%	17	今世缘	2.41	-0.99	-141.02%
18	顺鑫农业	-5.11	-22.06	-331.35%	18	顺鑫农业	4.94	-6.25	-226.54%
总计		113.76	579.56	409.48%	总计	152.23	330.11	116.86%	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 贵州茅台高增主要系由负转正, 天佑德酒高增主因低基数

4 投资建议: 以“老”带“新”, 耐心比黄金

白酒作为经济强相关性板块, 伴随重磅政策密集落地, 我们继续看好顺周期下的白酒板块配置机会。横向看白酒基本面韧性较强, 重点关注基本面确定性强的核心资产“老”标的, 中期关注成长性强的“新”标的:

- ① 首选高端酒和区域酒的核心资产标的, 主推贵州茅台/泸州老窖/山西汾酒/古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒/口子窖;
- ② 同时关注趋势向好的成长性标的, 如珍酒李渡/金徽酒; 另中期关注泛全国性次高端名酒, 如水井坊/舍得酒业等。

5 风险提示

1. 消费恢复速度不及预期或影响动销。若终端消费恢复不及预期, 或影响白酒终端动销情况, 进而影响酒企业绩。
2. 高端酒批价上涨不及预期。若终端需求疲软造成高端酒批价上涨不及预期, 或导致中低价位带酒企批价亦承压, 从而造成行业性批价/库存压力。
3. 第三方数据可信性风险: 文中引用多处第三方数据, 或因第三方数据存在偏差, 导致结论存在偏差, 仅供参考。

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>