

2024-3-1



白酒行业策略报告

K型复苏分化加剧，优选高端和地产酒龙头

分析师：郭梦婕

证书编号：S1190523080002

分析师：肖依琳

证书编号：S1190523100003

太平洋证券股份有限公司证券研究报告
行业策略报告

核心要点：K型复苏分化加剧，优选高端和地产龙头

- **白酒行业进入存量竞争分化加剧，历经3年调整估值处于历史低位。** 2016年开始白酒行业进入量减价增阶段，2016-2022年白酒产量和吨价CAGR分别为-11.09%/12.4%，收入规模持续增长。同时行业集中度不断提升，名优酒企享受份额提升红利，2017-2022年白酒行业CR5从21.5%提升至41.0%。2022年以来行业格局分化加剧，同价格带中头部酒企虹吸竞品份额，白酒行业进入存量竞争时代。白酒行业经连续调整三年后，回撤幅度达43%，已经历一个中等规模的调整幅度，调整时间已远超前三次调整。目前白酒行业估值位于近5年的3.92%和近3年的5.30%分位数，上市酒企2024年估值大多落于15-20X高性价比区间。经过近3年估值消化白酒板块配置安全垫充足，多数酒企24年目标保持15%以上增长，白酒板块估值性价比凸显。
- **2023年白酒行业呈现K型复苏，宴席和大众用酒需求旺盛，酒企加码营销和加强终端返利政策。** 2023年受益于人口流动和场景放开，宴席回补明显，表现火热，节假日旅游和返乡人数高增带动民间大众用酒需求提升，商务消费经历春节后的爆发式复苏后迅速转弱。不同场景恢复的强弱差异带来不同价格带之间的需求分化，高端表现稳健，次高端内部分化，以宴席为主的品牌动销良好，500-800元次高端产品需求转弱。300元以下的大众价格带产品需求旺盛，地产酒龙头表现较优。从价格层面来看，2023年由于消费需求不及预期影响白酒批价逐步走弱，其中二线酱香品牌和次高端500-800元产品批价下滑幅度较大，超高端茅系产品和大众价格带产品批价相对稳定。2023年11月初茅台出厂价上调20%左右，预计增厚2024年收入/利润分别为3.8%/4.8%。2024年2月5日五粮液八代提价50元/瓶，出厂价涨至1019元/瓶。高端白酒引领行业提价，五粮液提价后打开次高端价格提升空间，后续剑南春、今世缘等陆续跟进提价动作，头部酒企开始进入密集提价期。从库存表现来看，2023年白酒行业渠道库存压力普遍加大，高端茅五库存平稳，次高端内部分化，汾酒库存水平和同期接近较为良性，其他次高端品牌库存较同期增加1个月左右，地产酒库存普遍增加0.5-1个月。各家酒企纷纷加码营销活动和提升促销力度，如推出扫码红包等加大终端和消费者返利力度促进终端动销，次高端和苏酒销售费用率普遍有所抬升。
- **2024年酒企目标积极，春节动销超预期，商务需求有望回暖。** 2024年酒企目标展望较为积极，目前高端和地产白酒春节回款顺利。2024年春节白酒动销超预期，高端白酒送礼需求表现超预期，大众宴席、走亲访友礼赠旺季表现火热，100-300元价格带在多地畅销。强势品牌价盘回升&库存去化理想，高端和地产龙头动销领先。展望2024年商务需求低基数下有望逐步回暖，大众用酒需求稳定，伴随宏观经济好转白酒行业有望复苏。优选确定性强以及动销增速领先的标的，重点推荐贵州茅台/五粮液/迎驾贡酒/山西汾酒，对应2024年PE预计分别为23/16/18/22X。

目录 CONTENTS

01

行业持续量减价增，品牌分化加剧演化

02

价盘走势分化较大，高端酒提价潜力积蓄

03

行业历经3年调整，估值处于历史低位

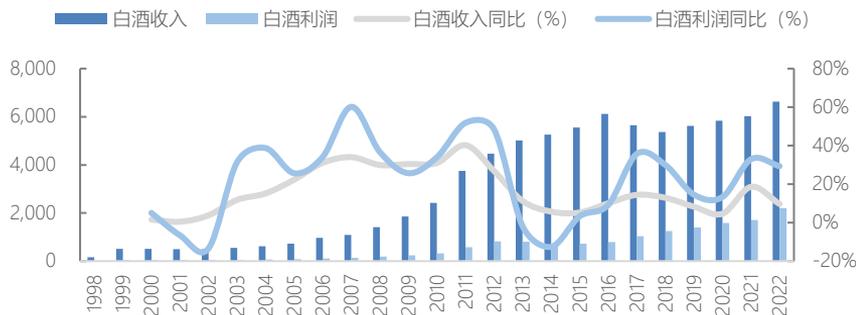
04

24年酒企目标保持积极，春节动销超预期

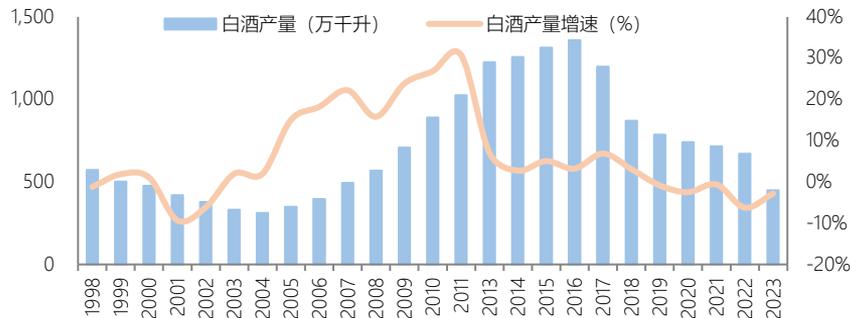
量减价增仍为行业主旋律，收入利润持续创新高

▶ 白酒行业仍处于量减价增阶段，收入规模持续增长。2010-2022年我国白酒市场规模从2421亿元增长至6626亿元，收入CAGR为8.75%，利润总额从318.61亿元增长至2202亿元，利润CAGR为17.48%。白酒产量自2016年见顶后逐步回落，从2016年的1358万吨下降至2022年的671万吨，CAGR为-11.09%，2023年全年白酒产量约449万吨（因年初白酒认定标准改变），同比下降-2.8%，降幅有所收窄；白酒吨价除在深度调整期间略有下滑，自2016年以来持续提升，2016-2022年吨价CAGR为12.4%，2022年达到9.87万元/千升。消费升级背景下，行业利润率水平从2016年的13.0%提升到2022年的33.2%。我们认为未来在“少喝酒，喝好酒”的观念下，量减价增仍将是行业的主旋律，产量降幅预计持续缩窄，行业规模仍会在价的驱动下持续增长，净利率水平预计仍有提升空间。

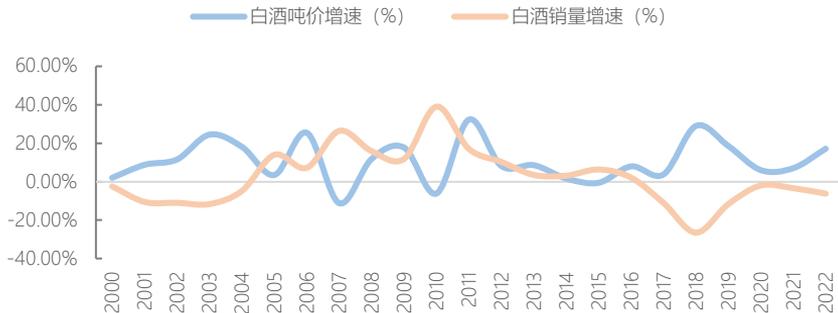
图表：白酒行业收入及利润（亿元）



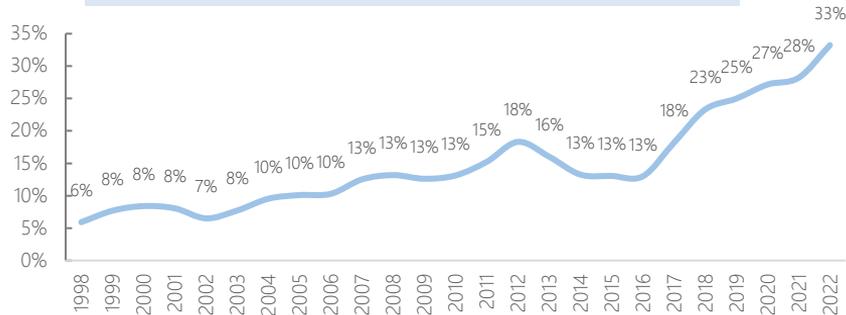
图表：白酒行业产量（万千升）



图表：白酒行业量价增速情况



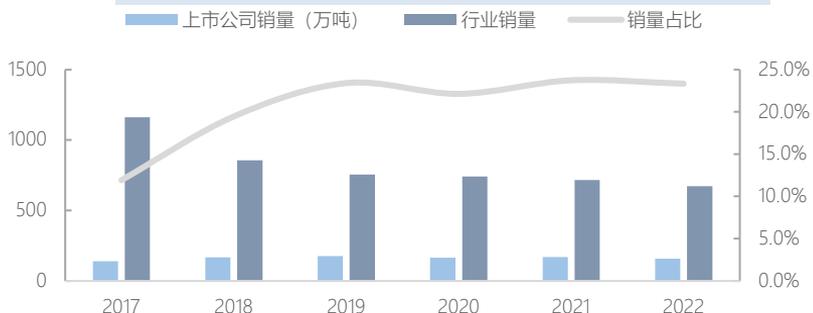
图表：白酒行业净利率



弱周期下上市酒企凸显抗压能力，行业集中度持续提升

► **行业集中度不断提升，龙头酒企弱周期中韧性凸显。**白酒行业竞争格局呈现向头部集中的趋势，2017-2022年白酒行业CR5从21.5%提升至41.0%，利润总额占比从64.0%提升到73.6%。2022年上市白酒企业销量占比为23.3%，上市酒企占行业收入与利润总额比例分别为53.3%/82.1%。我们认为行业集中度提升的趋势仍将持续，行业高速扩容的增长时代已经过去，量减价增下呈现挤压式增长，以上市公司为主的头部酒企在品牌认知、渠道布局、各价位段核心大单品等具备竞争优势，在行业下行期间具备较强的抗压能力，市场份额有望进一步提高。参考国内外食品饮料成熟行业，预计未来十年白酒行业CR5有望提升至60-70%。

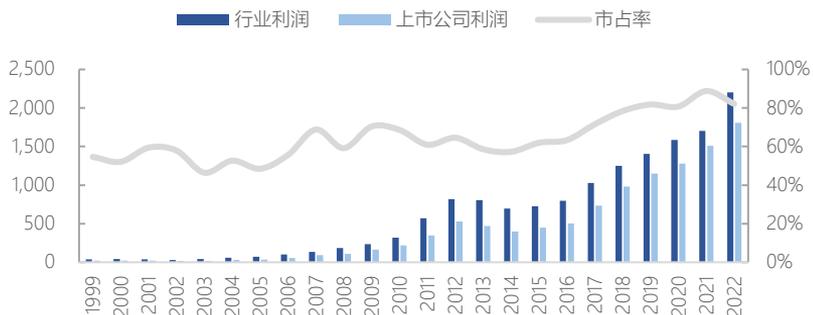
图表：白酒行业与上市公司销量（万吨）



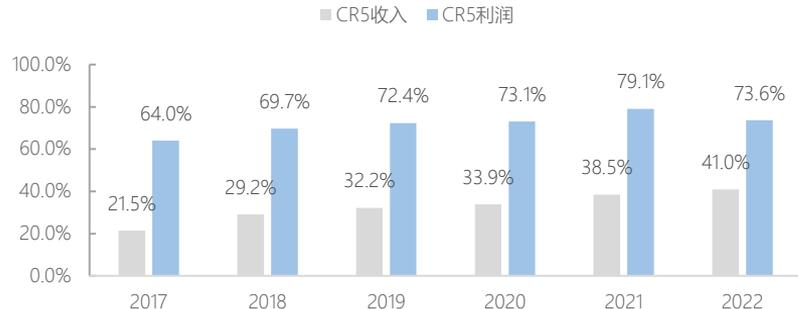
图表：白酒行业与上市公司收入（亿元）



图表：白酒行业与上市公司利润（亿元）



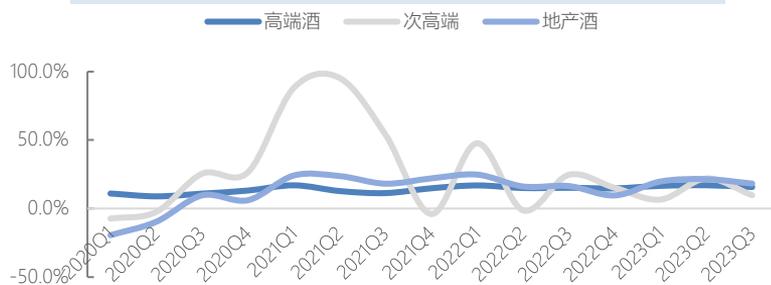
图表：白酒行业CR5收入及利润占比



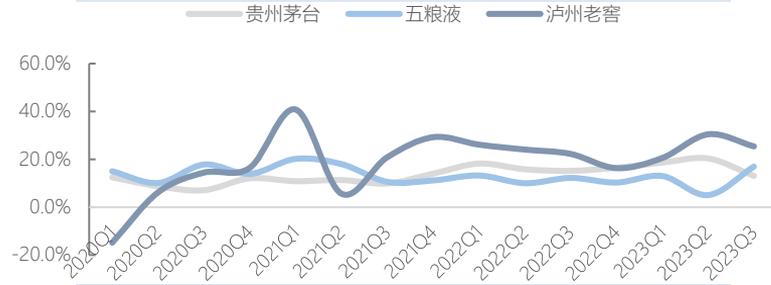
行业分化加剧，高端白酒&地产酒持续稳健

- ▶ **行业分化加剧，高端酒韧性凸显，全国次高端和地产酒内部分化明显。**2023年前三季度高端酒/次高端/地产酒收入增速分别为 16%/ 11%/ 20%，季度间高端酒与地产酒增长较为稳健，体现出弱周期下高端酒的强品牌力和地产酒牢固的基地市场，同时也符合需求端呈现K型消费的特征。另外，我们从2024年春节动销中发现行业分化加剧中头部品牌虹吸效应明显，比如千元价格带中五粮液动销领先，次高端中汾酒和剑南春领先竞品，同一价格带中头部品牌拥有虹吸效应抢夺其他竞品份额。
- ▶ 高端酒中茅台和五粮液受益于强品牌力，动销情况领先，老窖凭借强管理和精细化运营，低度国窖+特曲60放量驱动增长；由于商务场景仍未恢复，叠加此前大量招商铺市下库存累积，次高端部分品牌面临一定压力，内部分化加剧，汾酒受益于自身品牌势能和大单品青花系列放量，仍维持较高增长；地产酒拥有强势的基地市场，产品结构基本实现全价位覆盖，弱周期下普遍增长稳健，其中古井、迎驾、今世缘表现亮眼。

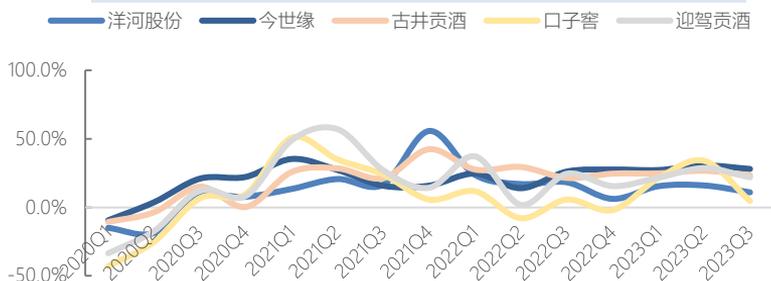
图表：各白酒板块收入增速



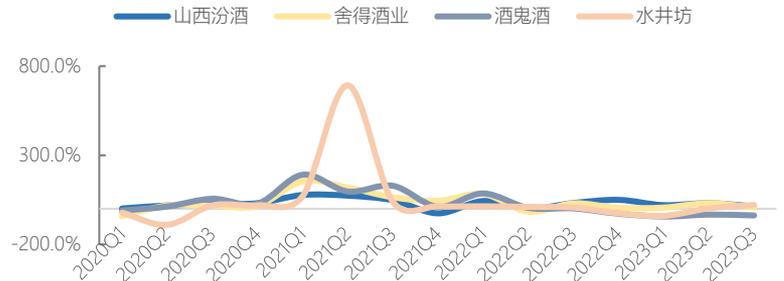
图表：高端白酒收入增速



图表：地产酒收入增速



图表：次高端白酒收入增速



资料来源：wind，公司公告，太平洋研究院整理

目录 CONTENTS

01

行业持续量减价增，品牌分化加剧演化

02

价盘走势分化较大，高端酒提价潜力积蓄

03

行业历经3年调整，估值处于历史低位

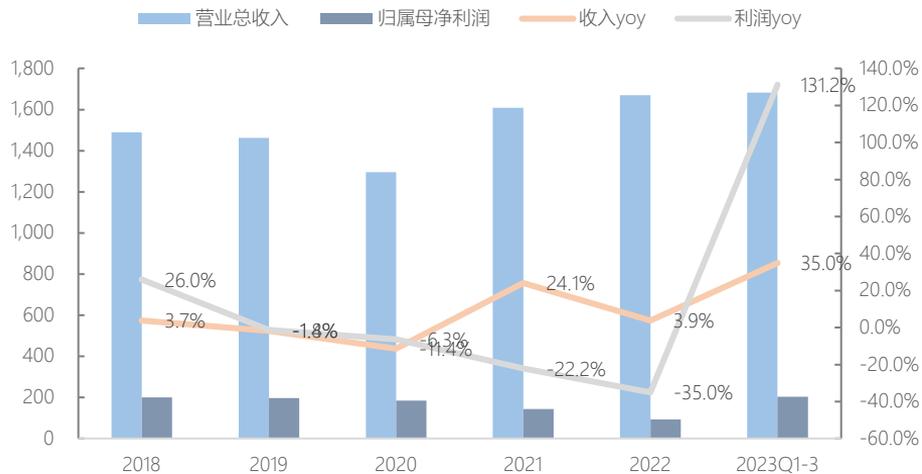
04

24年酒企目标保持积极，春节动销超预期

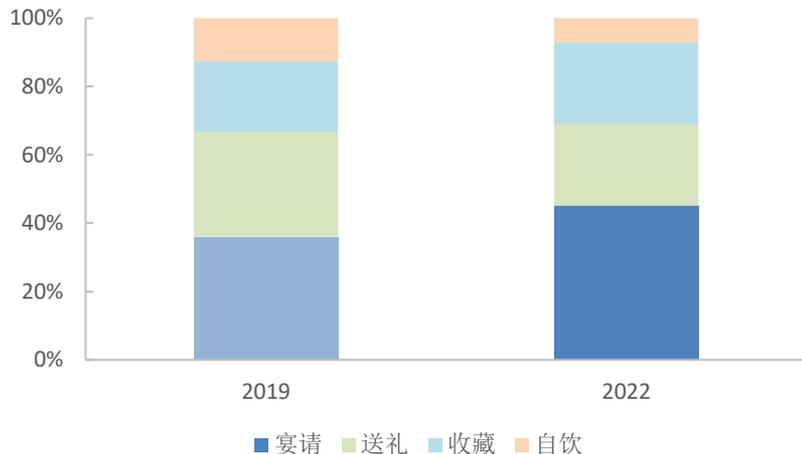
宴席回补表现火热，大众消费需求稳定，商务消费走弱

- ▶ **宴席场景火爆，大众消费需求稳定，商务需求疲软。** 2023年受益于人口流动和场景放开，宴席回补明显表现火热，节假日旅游和返乡人数高增带动民间大众用酒需求提升，商务消费经历春节后的爆发式复苏后迅速转弱。从下游B端企业用酒来看，白酒饮用量占比靠前的地产和基建行业2023年需求走弱，对白酒需求受到一定影响。
- ▶ **宴席回补明显，带动次高端和大众酒表现较优。** 积压的宴席需求释放以及场景放开推动宴席场次和规模均实现较快增长，根据渠道调研反馈剑南春宴席数量同比实现双位数亮眼增长，宴席高增带动100-400元白酒需求提升。地产酒的次高端价位和全国次高端龙头均实现明显增长，2023年前三季度汾酒/古井/迎驾/今世缘收入增速分别为20.78%/24.98%/23.42%/28.35%。
- ▶ **商务消费疲软，500-800元价格带需求受损。** 2023年商务宴请表现疲软，商务消费主流价格带为500-800元，其主流单品收入增速有所降速，如2023年前三季度古20和梦6+增速较2022年增速放缓，同时500-800元价格带主流单品批价基本呈现走弱的趋势。

图表：同庆楼营收及利润（百万元）



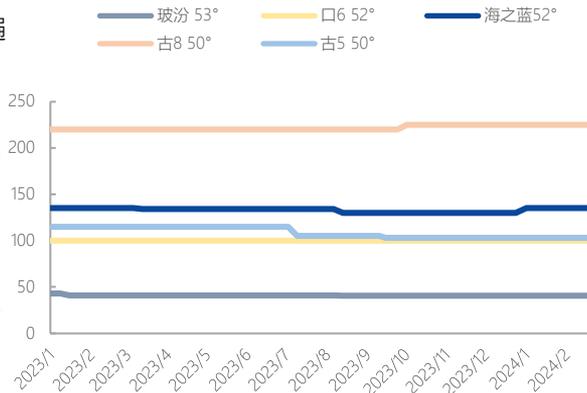
图表：白酒消费场景



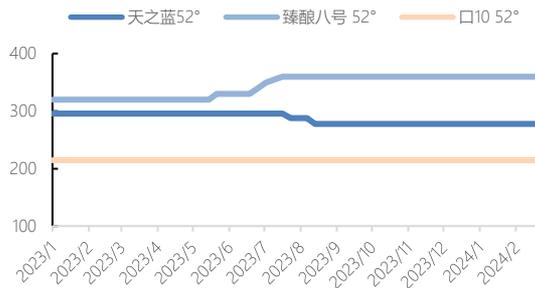
2023年白酒批价走弱，100-300元价格带批价较为稳定

- ▶ 2023年由于消费需求不及预期影响白酒批价走弱，二线酱香品牌和次高端500-800元产品批价走弱，超高端茅系产品和大众价格带产品批价相对稳定。
- ▶ 2023年节后进入淡季批价普遍走弱，进入6月批价开始分化。分阶段来看，2023年年初白酒批价普遍较为坚挺，3月末进入淡季且消费恢复不及预期，各价格带白酒批价有所下滑。2023年批价表现有所分化，200-300元的中档酒、300-400元次高端受益于宴席场景（婚寿宴，升学宴等）持续火爆，批价开始恢复提升，多数在2023年下半年表现坚挺。500-600元的高线次高端和800-1000元的千元酱酒自3月份开始下滑以后价格持续低迷，全年表现疲软。2000元以上的超高端白酒在3-4月和6-7月的淡季及双节前批价下滑明显，全年走势较为平稳。
- ▶ 100-300元大众价格带主流单品批价较为稳定。从400-500元价格带来看，特曲60/茅台/水晶梦最新批价（2024年2月22日）分别为420/455/435元，同比变动为-1.18%/+0%/+3.57%。从300-400元价格带来看，口20/珍15/品味舍得/古16/青花20/水晶剑批价分别为320/340/330/320/375/413元，同比变动为0%/0%/-0.9%/0%/+7.14%/+0.73%，该价格带整体表现较为稳定。从200-300元价格带来看，截至2月22日，天之蓝/臻酿8号/口10 批价分别为278/360/215元，同比变动为-6.08%/+12.5%/0%。从200元以下价格带来看，玻汾/口6/海之蓝/古8/古5 批价分别为40.5/100/135/225/103元，同比变动为-1.22%/0%/0%/+2.27%/-10.43%，整体较为稳定，古5批价降幅较大。

图表：200元以下价格带主流白酒批价



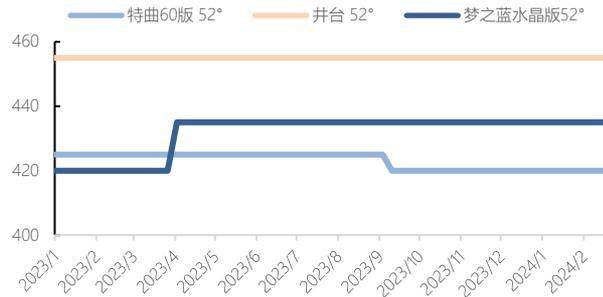
图表：200-300元价格带主流白酒批价



图表：300-400元价格带主流白酒批价



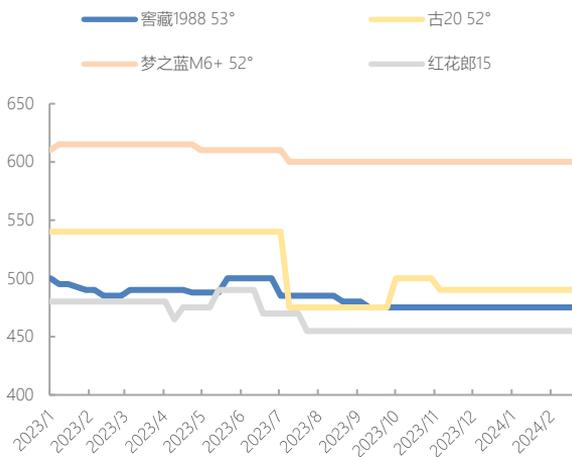
图表：400-500元价格带主流白酒批价



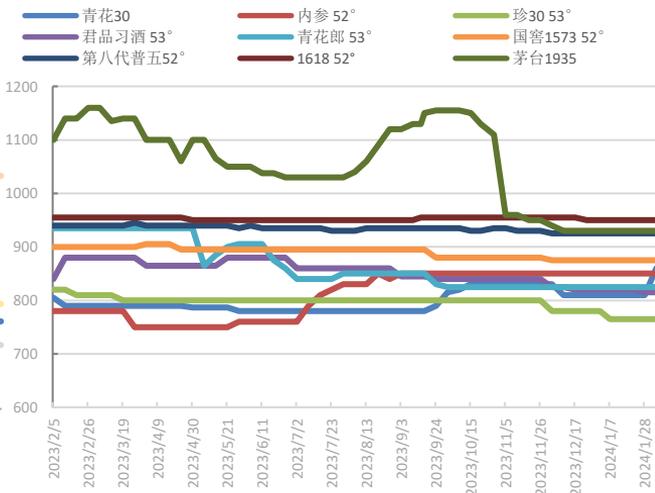
高线次高端、千元酱酒批价走弱，超高端茅系价格表现平稳

➤ **高线次高端及千元酱酒批价走弱，飞天茅台价格稳定略升。**从500-600元价格带来看，主要白酒单品均有所下滑，其中习酒窖藏1988/古20/梦6+ 批价分别为470/490/590元（2024年2月22日），同比变动为-4.08%/-9.26%/-4.07%。从800-1000元价格带来看，青花30复兴版/内参/珍30/君品习酒/青花郎/国窖1573/普五批价分别为860/850/765/815/825/875/925元，同比变动为+6.83%/+8.97%/-6.71%/-2.98%/-11.76%/-2.78%/-1.6%，五粮液和国窖（高度）批价较去年同期下跌15-20元，汾酒青30批价韧性较强，青花郎、珍30、君品习酒等千元酱酒批价跌幅明显较大。1935批价表现疲软，较同期价格下跌235元。2000元以上的茅系产品表现较好，其中飞天（整箱）/飞天（散装）/精品茅台批价分别为3000/2710/3315元，同比分别为+1.35%/-0.18%/+1.69%，2024年春节后飞天茅台批价环比节前略有提升。

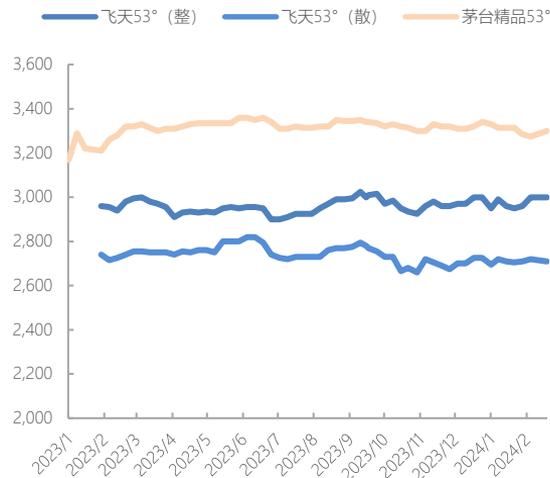
图表：500-600元价格带主流白酒批价



图表：800-1000元价格带主流白酒批价



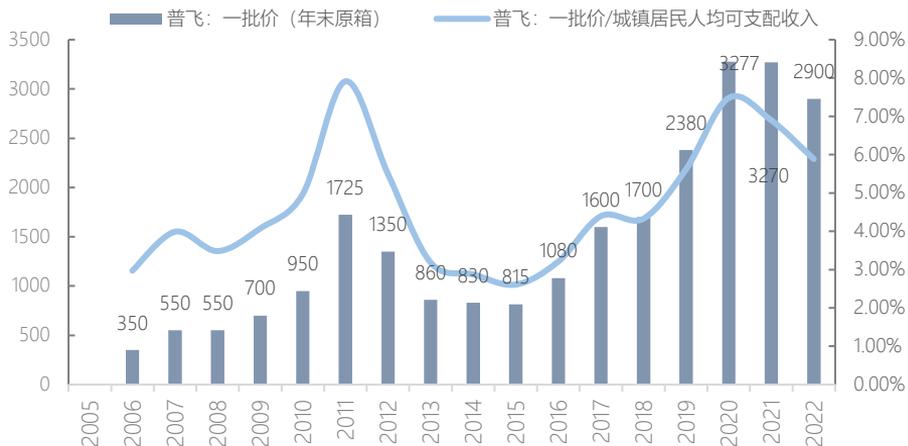
图表：2000元以上价格带主流白酒批价



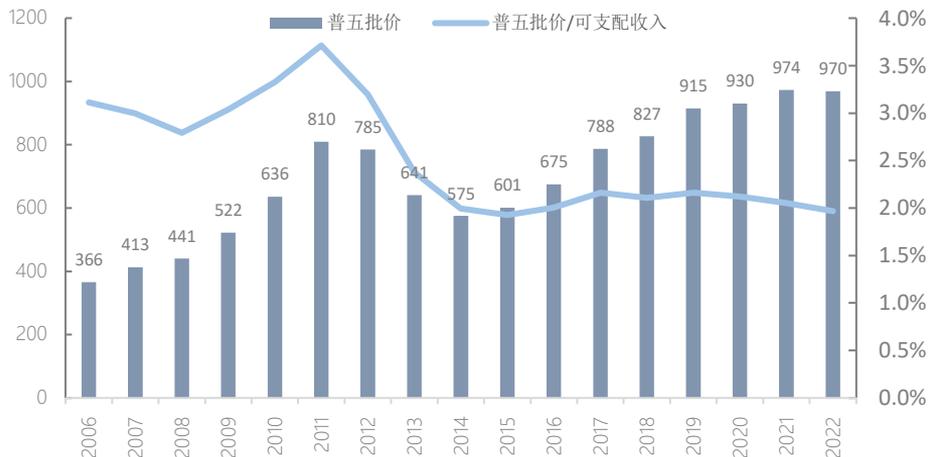
高端酒提价潜力积蓄，茅台和五粮液陆续提价

- **茅台批价断层，普五批价为白酒行业的价格引领指标。**茅台目前批价/城镇居民可支配收入为5.88%，处于近五年的中位数水平，但远高于2013-2018年水平。茅台由具备较强的投资金融属性，其批价已经远远超出普五和国窖，形成一个巨大的断层，五粮液的批价成为压制白酒行业价格的天花板。当前普五批价/城镇居民人均可支配收入为1.97%，比值已经接近2015年的底部的1.93%。普五的批价预计将成为白酒行业的价格引领指标，若五粮液解决好量价关系，伴随经济好转下推动普五批价上行，有望打开千元和次高端价格上升空间。
- **茅台率先提价，五粮液跟随提价。**价格是白酒行业的生命线，提价是品牌长期发展的基础和拉升品牌价值的手段，高端白酒尤为如此。2023年11月初茅台提出厂价20%，预计增厚24年收入/利润分别为3.8%/4.8%，继2018年后时隔5年后再次提价；2023年11月五粮液提出计划让经销商2024年合同计划量缩减20%，后于2024年1月30日宣布自2月5日起提价50元/瓶，出厂价涨至1019元/瓶。同时剑南春宣布3月1日起52°水晶剑南春每瓶上涨15元，出厂价从458元进一步上调至463元，头部酒企开始进入密集提价期。

图表：茅台批价和批价/可支配收入指标变动情况



图表：五粮液批价和批价/可支配收入指标变动情况



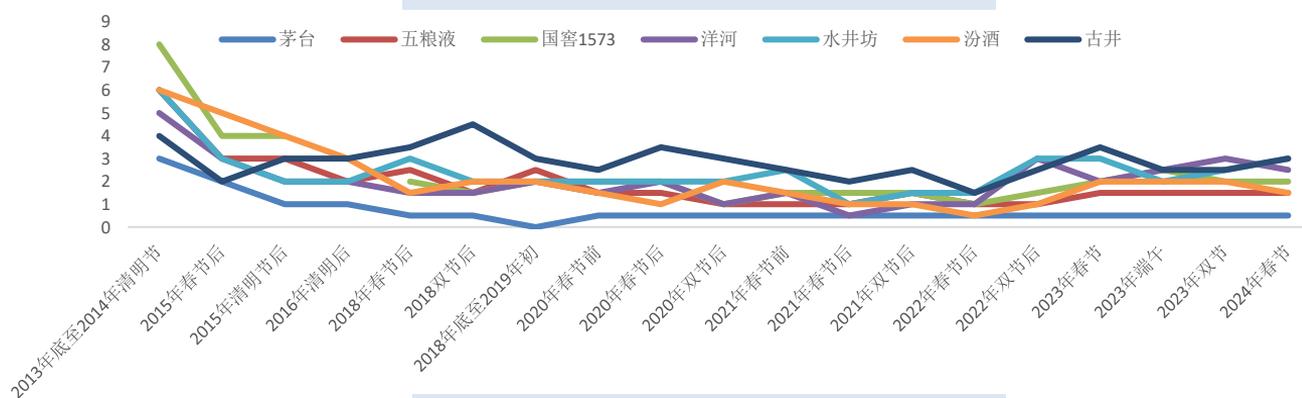
渠道库存合理偏高且存在分化，成品酒库存水位有所上行

- 2023年白酒行业渠道库存压力加大，高端库存平稳，次高端内部分化，地产酒略有增加。
- 高端酒渠道库存维持在合理水平，截至2024年2月18日，茅台/五粮液/老窖分别为0.5M/1.5M/2.5M，去年同期为0.5M/1.5M/2M。
- 地产酒动销良好但追求2023年高目标增长，库存略有增加，目前洋河/今世缘/古井/迎驾的库存分别为2.5-3M/2.5M/3M/2M，去年同期为2-3M/2-2.5M/2.5M/2M，多数较去年增加0.5M或持平。
- 次高端由于全国化布局未有主要基地市场，在行业需求疲软阶段库存表现略有压力，内部分化明显。目前汾酒/舍得/水井坊/酒鬼酒库存分别为1.5M/3M/3M/3M，去年同期为1.5M/2M/3M/3M，汾酒和同期持平，其他均有所增加。

- 从上市公司期末成品酒库存/年度销量来看，库存水平有所升高。2021-2022成品酒库存量/年度销量比值存在明显上升，其中汾酒，老窖上升较为明显，2022年末比值分别达到63.3%和50.7%，五粮液和茅台小幅上升，2022年末比值均为18.3%。地产酒也有所上升，例如洋河/古井/今世缘/迎驾分别从2020年末的15.3%/12.3%/19.1%/9.8%上升至2022年末的23.8%/33.4%/33.4%/13.2%。

资料来源：渠道调研，公司公告，wind，太平洋研究院整理

图表：主流白酒渠道库存（月）



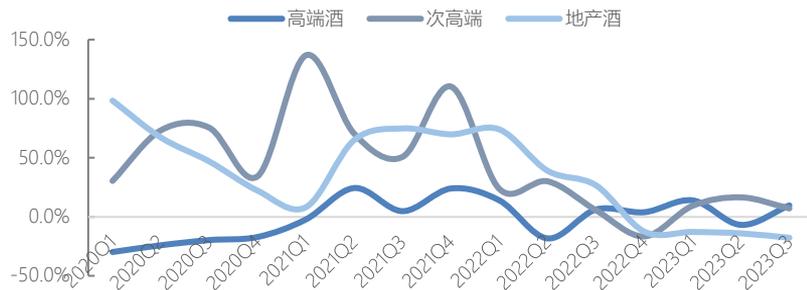
图表：白酒上市公司库存成品酒量/年度销量

库存量/销售量	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
贵州茅台	22.1%	23.2%	17.5%	13.0%	15.5%	18.3%
五粮液	7.0%	6.8%	9.6%	8.9%	11.6%	18.3%
泸州老窖	25.9%	34.3%	31.8%	29.7%	67.9%	63.3%
山西汾酒	40.5%	35.5%	53.9%	55.9%	59.8%	50.7%
舍得酒业	28.3%	26.7%	23.8%	34.3%	22.9%	20.4%
酒鬼酒	47.6%	41.9%	44.0%	32.9%	47.6%	49.5%
水井坊	34.6%	25.6%	23.8%	31.0%	39.7%	30.3%
洋河股份	12.6%	11.6%	9.8%	15.3%	24.0%	23.8%
今世缘	23.5%	28.8%	24.8%	19.1%	36.2%	33.4%
古井贡酒	12.0%	12.7%	15.5%	12.3%	19.4%	33.4%
口子窖	4.7%	5.9%	9.8%	19.8%	17.2%	16.3%
迎驾贡酒	7.5%	7.1%	8.2%	9.8%	13.3%	13.1%
金种子酒	2.8%	6.8%	14.8%	4.2%	8.2%	7.2%
金徽酒	19.4%	23.4%	18.7%	15.4%	17.4%	31.5%
老白干酒		21.3%	11.7%	16.6%	33.8%	40.2%

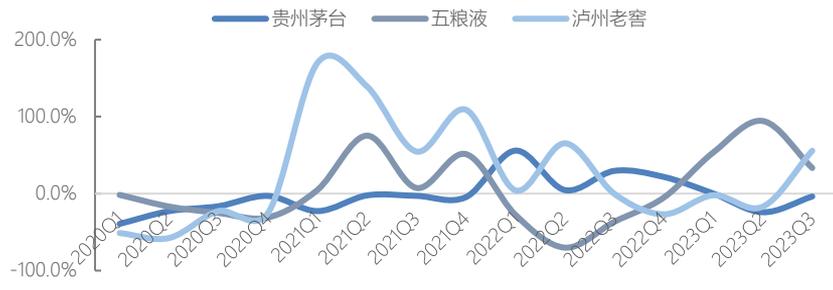
白酒行业合同负债增速降速，高端酒蓄水池仍充足

- ▶ **2023年白酒行业合同负债增速降速，高端酒蓄水池仍为充足。**白酒行业进入2023年后合同负债增速有所下降，地产酒自2022Q4合同负债开始步入负增长，次高端自2022年Q4转负后2023年有所恢复。从2023Q3合同负债同比增速来看，高端>次高端>地产酒，分别为9.5%、7.2%、-17.6%，高端酒业绩蓄水池仍较为充足，但次高端和地产酒的蓄水池有所压缩。
- ▶ 从高端酒来看，茅台按月度打款合同负债较为平滑，五粮液和老窖合同负债2023Q3同比增长分别为33.2%/55.8%，蓄水池仍充足；地产酒中，2023Q3迎驾贡酒合同负债同比增长20.8%，今世缘和口子窖分别下降4.5%和0.4%，洋河和古井下降幅度较大，分别为-32.5%/-11.9%；次高端中，2023Q3汾酒和水井坊合同负债增长表现亮眼，分别为9.5%/14.9%，舍得和酒鬼酒下降幅度较大，分别为-10.4%/-27.2%。整体来看高端酒、部分地产酒业绩蓄水池依然充足。

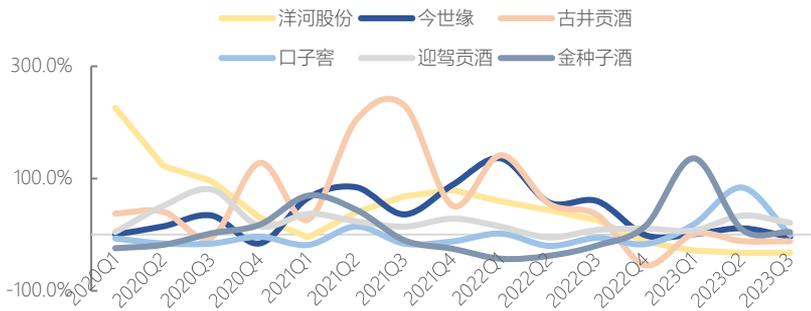
图表：各白酒板块合同负债增速



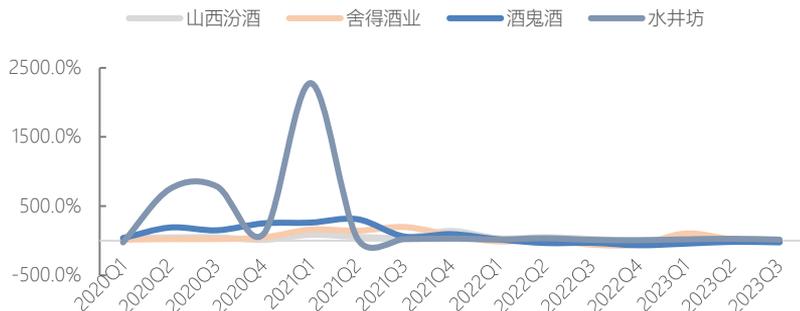
图表：高端白酒合同负债增速



图表：地产酒合同负债增速



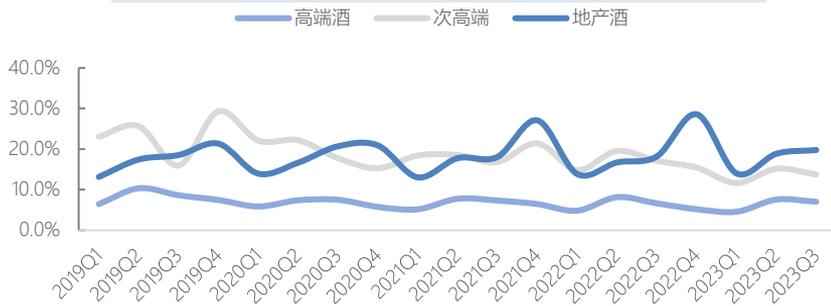
图表：次高端白酒合同负债增速



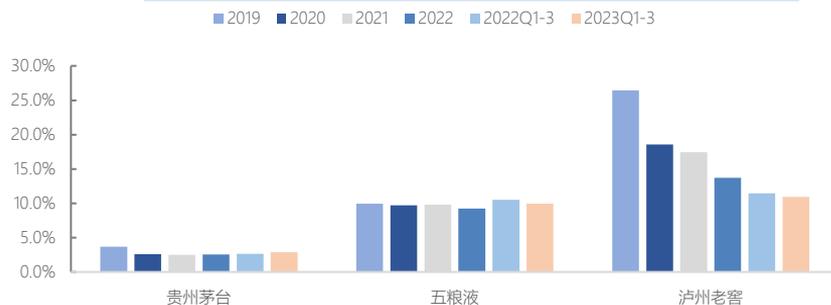
酒企加码营销活动和提升终端促销力度，销售费用率有所抬升

酒企纷纷加大促销政策，更多转向终端费用投放。2023年酒企为促进动销纷纷加强促销政策，例如扫码红包、旅游、演唱会、品鉴等，销售费率普遍有所提高。次高端费用投放普遍扩张，地产酒中，苏酒竞争激烈费用率上升幅度较大，徽酒受益于省内消费扩容，整体费率投放较为理性；高端酒除茅台外费用投放逆势收缩。同时各家酒企普遍将原先渠道费用转向投入到终端消费者活动上，如加大终端扫码红包和烟酒店返利。高端酒凭借强品牌力，整体费用率投放处于收缩状态，2023年前三季度老窖和五粮液均同比下降0.50pct；地产酒分化比较大，苏酒明显竞争激烈，2023年前三季度洋河和今世缘的销售费率同比分别上升2.2pct/3.3pct，在省内各区域市场和各价格带直面竞争，在红包返利、宴席买赠、广告等费投上持续走高，徽酒表现仍较好，2023年前三季度古井、迎驾、金种子销售费率分别下降1.0pct/0.6pct/8.5pct；次高端中，2023年前三季度汾酒费用同比下降4.3%，动销速度领先，舍得加大费用投放促进动销，同比上升1.0pct，酒鬼积极发力刺激终端动销和宴席消费，推动库存消化，费用率在收入基数变小下同比上升5.5pct。

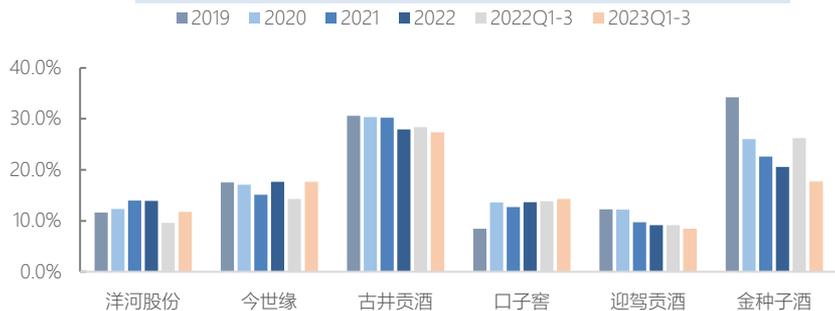
图表：各白酒板块销售费率



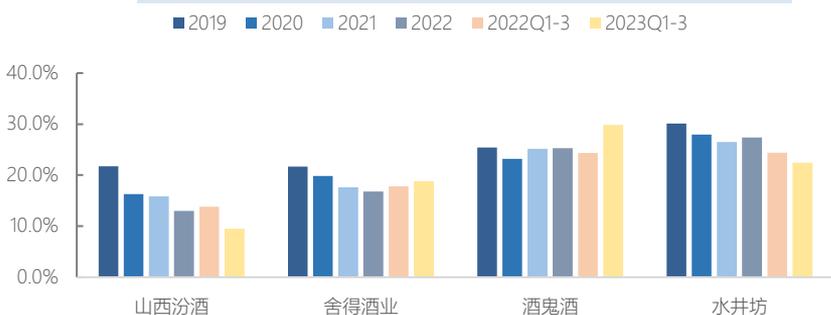
图表：高端白酒销售费率



图表：地产酒销售费率



图表：次高端白酒销售费率



资料来源：wind，公司公告，太平洋研究院整理

目录 CONTENTS

01

行业持续量减价增，品牌分化加剧演化

02

价盘走势分化较大，高端酒提价潜力积蓄

03

行业历经3年调整，估值处于历史低位

04

24年酒企目标保持积极，春节动销超预期

行业历经3年中等级别调整，估值性价比凸显

- 白酒行业连续调整三年，已经历一个中等规模的调整幅度。**目前申万白酒指数自2021年2月达到顶峰，至今大幅下跌+横盘已经调整接近3年，行业目前回撤43%左右，基本属于中等级别以上的调整幅度，并已超过2018年调整幅度。调整时间已经远远超过前三次（2007/10-2008/12历时14个月；2012/7-2014/2月历时19个月；2018/1-2018/12月历时12个月）。本轮周期调整主要是在疫情影响下全球货币宽松叠加中国消费升级加速，催生了白酒行业的阶段性泡沫，而后随着美元加息、国内需求复苏乏力经济活跃度降低以及酒厂为达成任务目标导致白酒库存累积，茅台酒价格见顶回落，行业批价倒挂严重。
- 行业估值已经处于底部区间，性价比凸显。**截至2023年2月21日，申万白酒PE-TTM为24.89X，分位数位于近10年的35.62%、近5年的3.92%、近3年的5.30%，虽行业估值尚未跌至2008年底和2018年底的18X，但大多上市酒企24年PE已在15-20X高性价比区间，例如茅台/五粮液/老窖/汾酒的24年PE预计约23X/16X/15X/22X，除了茅台以外估值均接近2018年末。经过近3年估值消化，目前板块配置安全垫充足，而且多数酒企24年目标仍能保持在15%以上的增速，白酒板块估值性价比凸显。

图表：当下白酒回撤与估值同历史对比

区间最大跌幅	贵州茅台	最低估值 PE-ttm	五粮液	最低估值 PE-ttm	泸州老窖	最低估值 PE-ttm	白酒 II(申万)	最低估值 PE-ttm
2007/10-2008/12	-62.2%	18.46倍 (2008年11月)	-74.3%	27.54倍 (2008年11月)	-63.8%	18.56倍 (2008年10月)	-66.5%	17.68倍 (2008年11月)
2012/7-2014/5	-53.3%	8.88倍 (2014年1月)	-61.0%	6.22倍 (2014年1月)	-60.6%	6.18倍 (2014年1月)	-59.4%	7.85倍 (2014年1月)
2018/1-2018/12	-33.5%	21.63倍 (2018年10月)	-47.3%	15.11倍 (2018年10月)	-50.5%	17.51倍 (2018年11月)	-39.8%	18.06倍 (2018年11月)
24年2月20日距离21年最高的回撤及当前估值								
2021/1-至今回撤	-31.9%	29.47	-59.1%	17.66	-48.9%	17.76	-43.4%	23.95

资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表：申万白酒指数及市盈率TTM

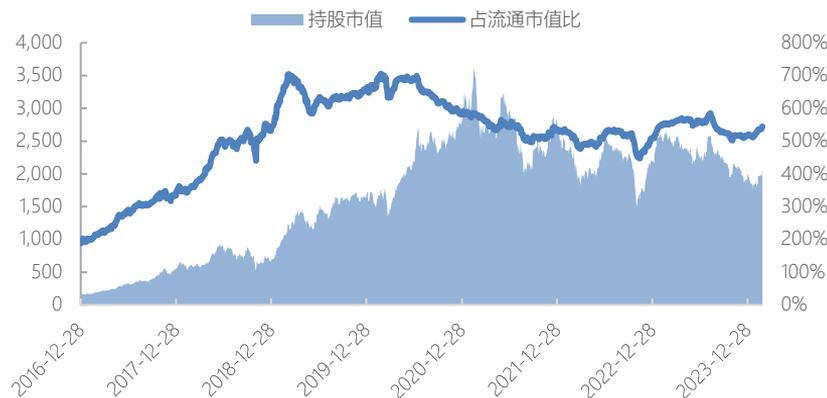


2023Q4公募基金持仓11.6%，北上资金持仓5.1%

➢ 公募持仓白酒占比自2021Q1的17.4%降至2023Q4的11.6%。2023Q4白酒板块持仓比例环比-0.7pct至11.6%，较2021Q1的17.4%已经下降5.8pct。另外2023年Q4公募基金重仓股中，持有市值前五的食品饮料标的分别为贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒，市值分别为1269.5、526.5、487.6、329.7、187.1亿元，占公募持仓比例分别为4.7%、1.9%、1.8%、1.2%、0.7%，持仓比例较2023年Q3环比分别变动-0.8、-0.3、-0.3、+0.1、-0.2pct，白酒在公募基金持仓Q4均有所下滑。

➢ 北上持有白酒流通市值5.44%，较高点回落1.57pct。截至2024年2月21日，北上资金持有白酒市值占流通市值5.44%，较2020年2月的7.01%下降约1.57pct，环比23年底的5.02%提升0.42pct。分公司来看，当下茅台北上持股占市值7.11%，低于2018年12月和2020年3月；五粮液北上持股比例4.45%，与2022年10月底的4.42%基本持平；老窖北上持股比例3.36%，接近2018年12月底的3.17%；汾酒北上持股比例为2.24%，与2022年10月底的2.23%基本持平；洋河持股比例3.04%，低于2018年12月和2020年3月。

图表：北上资金持有白酒行业占比



图表：2021年到2023年各季度食品饮料板块公募重仓持仓比例

	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
食品饮料	13.3%	14.1%	12.9%	15.7%	15.7%	16.5%	16.0%	13.4%	14.8%	15.1%	16.4%	17.4%
白酒	11.6%	12.3%	10.8%	13.3%	13.2%	14.0%	13.6%	11.3%	12.4%	12.5%	13.6%	14.4%
调味发酵品	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%
啤酒	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.5%
保健品	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
预加工食品	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
休闲食品	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
乳品	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.8%	1.2%
软饮料	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

图表：北上资金持有白酒企业占比总市值

白酒(区间最低)	2018.12	2020.3	2022.10	2024.2.21
贵州茅台	7.91%	7.90%	6.33%	7.11%
五粮液	8.88%	8.24%	4.42%	4.45%
老窖	3.17%	2.13%	2.73%	3.36%
汾酒	0.73%	3.18%	2.23%	2.24%
古井	0.80%	1.67%	1.68%	1.96%
洋河	7.80%	8.21%	2.06%	3.04%
今世缘	0.72%	4.27%	2.00%	2.73%
舍得	0.05%	1.01%	0.03%	2.02%
水井	8.45%	6.39%	3.40%	3.57%

资料来源：wind，太平洋研究院整理

目录 CONTENTS

01

行业持续量减价增，品牌分化加剧演化

02

价盘走势分化较大，高端酒提价潜力积蓄

03

行业历经3年调整，估值处于历史低位

04

24年酒企目标保持积极，春节动销超预期

2024年春节白酒动销超预期，高端和地产龙头动销领先

- **白酒大盘动销正增长超预期，强势品牌价盘回升&库存去化理想，高端和地产龙头动销领先。**
- **春节白酒动销总结：**白酒春节动销正增长超出市场预期前期悲观预期，高端及地产酒表现较优。今年春节白酒动销时点较晚但销售周期拉长，返乡、出游等数据均超出市场预期创历史新高。高端白酒送礼需求表现超预期，大众宴席、走亲访友礼赠旺季表现火热，100-300元价格带在多地畅销。部分强势产品价盘较节前企稳回升，部分品牌库存去化效果较好，经销商和终端信心较节前有所修复。品牌分化加剧，强势品牌具备虹吸效应，高端白酒及地产龙头强者恒强，核心单品动销增长较好，五粮液、古井、迎驾、今世缘、珍酒、汾酒动销增速领先。当前高端及地产酒龙头顺利完成开门红进度目标，好于节前预期，2024Q1业绩确定性较高，叠加估值处于历史低位，节后有望修复春节预期差。
- **白酒春节动销整体表现好于预期，同比去年实现正增长。**今年春节白酒动销预期变化经历三个阶段，1月中下旬市场预期较为悲观，普遍预期春节白酒行业动销下滑。2月初旺季效应显现，部分品牌开始实现正增长，春节后白酒大盘整体动销实现正增长，多个品牌表现超预期。今年春节白酒消费体现三个特征，第一是返乡出行人数创新高，2024年春节假期8天全国国内旅游出游达到4.74亿人次，同比增长34.3%，同比2019年增长19.0%，居民出行意愿强烈和返乡出行人数高增长带动送礼、聚饮、宴席三大场景需求均实现正增长，其中送礼和宴席需求略超市场预期。第二是启动时间晚爆发更加集中，今年白酒春节周期跨度长，但终端动销从1月25日后陆续启动，我们走访市场进行渠道调研发现终端烟酒店在2月初动销环比1月下旬有明显改善，终端流速提高后终端信心有所增强，今年春节白酒需求爆发更加集中，节前需求环比大幅增加。第三是品牌之间分化加剧头部品牌虹吸效应明显，比如千元价格带中五粮液动销领先，次高端中汾酒和剑南春领先竞品，同一价格带中头部品牌拥有虹吸效应抢夺其他竞品份额。今年白酒动销好于预期体现在：1) 春节期间白酒大盘动销整体实现正增长，部分品牌动销增速超预期。2) 头部品牌批价逐步抬升，五粮液/汾酒青花20/洋河水晶梦节后批价环比节前上涨。3) 库存去化超预期，部分头部品牌库存去化效果较好，节后库存低于去年同期水平。
- **分价格带：价格带呈现高低两头需求强的特点。**今年高端白酒送礼表现超出预期，韧性充足，高端茅五泸动销均实现正增长。次高端300-500元内部分化严重，次高端大盘略有增长，主要增长集中在剑南春和汾酒。500-800元价格带由于商务消费需求不及同期，动销普遍较为疲软。大众消费呈现往100-200元价格带集中的趋势，徽酒、苏酒龙头100-200元价格带产品均实现正增长，部分动销实现双位数增长。
- **分场景：返乡出行人数高增长带动送礼、聚饮、宴席三大场景需求均实现正增长，其中送礼和宴席需求略超市场预期。**宴席场景多地反馈表现强劲，以宴席为主的剑南春动销反馈中高个位数增长。民间大众消费用酒需求火热，年夜饭预定、聚饮以及走亲访友送礼表现亮眼，2月以来民间送礼和宴席消费者购酒需求明显起来，大众酒动销改善。商务需求自去年二季度转弱以来仍未改善，商务送礼场景有所减少，多数地区反馈降频不降档，少数地区存在降档情况。
- **分品牌：高低两头需求更具韧性，品牌间分化加剧强者恒强。**动销超预期的品牌为五粮液、迎驾贡酒、山西汾酒。根据渠道调研，1) 汾酒、迎驾、今世缘、茅台动销增长双位数。2) 古井省内动销增速预估10%左右，五粮液各省份渠道调研普遍反馈动销增速接近双位数或高个位数，河南/山东/江苏/安徽增长接近双位数，四川/湖南动销增长中高个位数。3) 剑南春动销增速中高个位数，侧面反应宴席需求仍高于去年。4) 老窖、金徽酒、洋河动销同比中个位数增长。5) 舍得、水井、酒鬼动销反馈持平略增，其中舍得在四川和东北地区动销增长较好。
- **分省份：春节后各大省份动销基本实现正增长。**安徽、河南、四川、江苏动销增速相对靠前，基本实现中高个位数增长。山东、湖南、华北地区反馈动销实现中低个位数增长，广东市场持平。和春节前渠道调研对比来看，各省份节后动销增速环比节前均有明显改善。

2024年春节白酒动销超预期，高端和地产龙头动销领先

- 春节动销超预期，价盘回升和库存去化理想，高端和地产酒回款顺利推进。高端稳健五粮液超预期，次高端汾酒动销领先，迎驾动销超预期。我们从库存、批价和回款三个方面对酒企春节表现进行分析。
- 1) **回款**：今年春节酒企回款时间早于往年，部分酒企前期回款节奏较慢临近春节回款进度开始加速。高端白酒和地产龙头回款较为顺利，根据渠道调研反馈，高端茅/五/泸回款进度快于去年同期，分别为30%/60%/40%。次高端回款普遍偏慢，珍酒和汾酒回款进度在30%，和去年同期持平，水井坊/舍得/酒鬼回款普遍慢于同期。地产龙头节前加快回款进度，古井/迎驾/今世缘/洋河回款比例为50%/35%/30-35%/30%+，古井和今世缘回款进度与去年持平。
- 2) **库存**：根据渠道调研反馈，高端白酒库存基本和同期持平，其中五粮液和老窖库存去化好于预期，五粮液如山东、江苏地区反馈库存水平较低，普遍库存在1-2个月。老窖华北地区库存80天左右，较节前库存下降，和同期持平，西南地区库存1-1.5个月。次高端白酒库存普遍增加，其中汾酒库存表现最优仅为1.5个月，和同期持平。舍得/水井坊/酒鬼库存较同期增加0.5-1个月，均在3个月左右。地产白酒龙头库存表现有所分化，徽酒龙头库存略增，古井/迎驾省内库存为2-3/1.5-2个月，苏酒今世缘/洋河库存均为2.5-3个月，较同期略增0.5个月。
- 3) **批价**：茅台飞天、五粮液、汾酒青20、洋河水晶梦、古8节后批价抬升，其中五粮液和汾酒节前批价已开始逐步上行，其余品牌批价相对稳定。茅台（散）/普五/国窖批价2700/930-940/870-880元，环比节前提升10/10/0元，高端白酒批价稳定上行。次高端中青花20和水晶梦节后批价上行10元，大众价格带中古8批价抬升5元。

图表：2024年春节分品牌动销情况

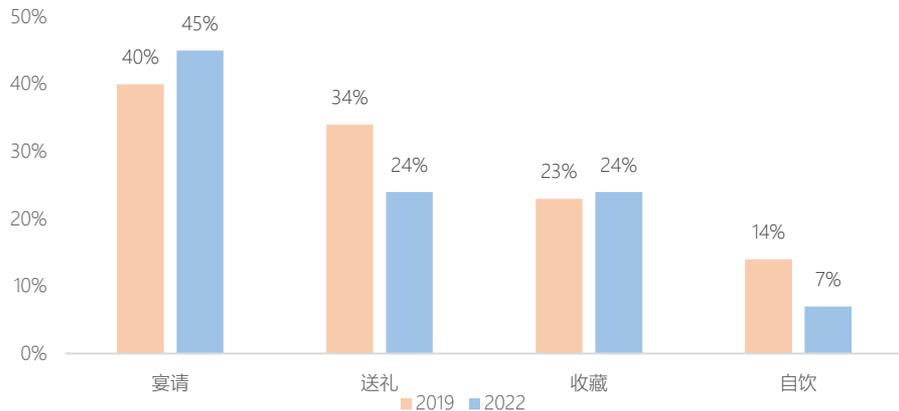
	回款/发货情况比例	回款/发货 同比去年情况	批价变化（环比春节前）	库存和库存春节去化情况	库存同比去年/往年
茅台	回款30%/发货30%	快5%	散茅批价2670元-2700元，整箱2950元，茅台1935批价920-930元，终端成交价950-960元。	飞天库存7-10天，非标库存1个月，飞天库存环比节前有所下降。	持平
五粮液	回款60%	快10%	五粮液批价930-950元，四川、河南地区批价950和940元，普遍较节前上升10元。	江苏多个经销商是零库存或者较低库存7-15天，与去年同期一致。 河南库存60天，四川1个月。	持平
老窖	回款约35%	持平	山东国窖低度暗流价650-660元，高度880-890元。天津低度国窖630元，高度国窖880-900元。	华北库存从节前3个月下降到80天，和同期持平。后续3月目标调整到75天。天津3个月，低于同期0.5个月。四川1个多月，河南70天，湖南3个月。	基本持平，环比节前下降10天
汾酒	回款30-35%	持平	玻汾/青花20/2530批价44/360-370/375/860元，环比节前均有提升，青20环比节前上升10元。	省内库存：青花30系列库存35-40天；青花20库存35天；巴拿马20库存25天；老白汾30-35天；玻汾30天。	基本持平
舍得	回款10%+	略慢	四川：品味340元，环比节前上升10元；舍之道环比节前提升5元。 山东：品味310-320元。	四川库存3-3.5个月，1月库存4个月，节后库存有所下降。东北库存70天，山东库存32天。	同比增加0.5-1个月，环比节前库存略有下降0.5个月
水井坊	回款15%	略慢	八号/井台为305/410元，同比-5元/-30元。	河南：总库存85天，比节前高10天。 山东：总库存40%+。	同比增加1个月，环比节前增加10天。
古井	回款进度50%，其中省内回款进度56%，省外接近40%	整体回款进度快5%，省外慢于同期。	古5/8/16/20批价为100/210-220/315/480-490元，环比节前分别变化0/-5/+5/+10元，古8小幅下滑，古16/20批价提升。	省内库存2-3个月，省外库存3-4个月。	省内库存持平，省外库存略增0.5-1个月。
迎驾	回款40%	略慢5%	洞6/9/16批价为110/185/280元，环比节前保持稳定，节前价格波动有所回落洞6/9每箱批价下降10/20元。	迎驾库存1.5-2个月左右，同期略增。洞6/9库存1个半月，洞16库存2个月，洞20库存2个半月，库存与去年差别不大，洞20库存较高，合肥地区春节期间洞6和洞16出现缺货情况。	库存持平略增
洋河	回款40%/发货35%	慢5%	水晶梦批价从1月中旬的360-370上升到380元，成交价目前420-430元。梦6+省内批价580元，梦3省内390元，天之蓝省内270元，海之蓝省内115元。	江苏：梦6+约2个月，梦3约2个月，天之蓝和海之蓝在2.5-3个月。 河南：梦6+约2.5个月，水晶梦2个月，天之蓝多2.5-3个月	同比略增0.5个月
今世缘	回款40%	持平	对开/四开为260/400元，同比持平/+10元。环比节前下降5元	南京：对开、单开2个月，四开、淡雅3个月，V3约2.5个月。 江苏：四开和淡雅3个月，V3约2.5个月，单开和对开2个月	同比略增0.5个月

资料来源：渠道调研，太平洋研究院整理

展望2024年商务场景有望迎来修复，大众用酒需求刚性

▶ 展望2024年商务场景有望迎来修复，宴席场景趋于稳定，大众用酒需求刚性。白酒的消费场景主要有宴席、送礼、收藏、自饮等，根据渠道调研了解，2022年宴席/送礼/收藏/自饮消费占比分别约45%/24%/25%/7%，较2019年分别+5%/-10%/+1%/-7%。2023年7月以来国内宏观政策越发积极，包括促进民营经济发展，活跃资本市场，提振房地产等等，10月后陆续推出万亿国债增发、城中村改造、保障性住房、平急两用基础设施等增量政策。政策组合拳预计能在2024年体现出对经济的支撑，为2024年消费场景恢复与消费力提升起到一定促进作用，预计2024年白酒的商务消费场景有望逐步修复。2023年婚宴等宴席场景表现火爆，主要由于回补较多，预计2024年宴席场景在高基数下量增有限。2024年春节出行返乡人数创新高，带动大众用酒需求火热，我们认为在消费信心逐步修复状态下叠加旅游出行复苏，大众用酒需求将保持刚性。

图表：白酒消费场景变化



资料来源：网络资料整理，国务院官网，国家税务总局官网，财政部官网，太平洋研究院整理

图表：2023年7月以来主要的宏观刺激政策

时间	会议	主要内容
2023.12.8	中央政治局会议	在连续数年延续的“稳中求进”总基调的基础上，增加了“以进促稳、先立后破”的要求，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。
2023.11.27	2023年第三季度中国货币政策执行报告	加快培育新动能新优势。落实好房地产“金融16条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。
2023.10.24	第十四届全国人民代表大会常务委员会关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定	授权国务院在授权期限内，在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。授权期限为决定公布之日起至2027年12月31日
2023.10.24	《国务院关于提请审议增发2023年国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力以及调整2023年中央预算的议案》	中央财政将在2023年四季度增发国债1万亿元，全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升抵御自然灾害的能力。其中，2023年拟安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元。
2023.10.12	住建部	城中村改造将与保障性住房建设相结合，各地城中村改造土地除安置房外的住宅用地及其建筑规模，原则上应当按一定比例建设保障性住房。
2023.8.31	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	首套/二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于20%/30%。二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点。
2023.8.31	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	自2023年9月25日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。

- **投资建议：**春节期间白酒动销表现好于预期，高端白酒和地产白酒龙头韧性充足，动销实现良性增长同时库存去化理想。重点推荐全年确定性较强以及动销增速领先的贵州茅台/五粮液/迎驾贡酒/山西汾酒，对应2024年PE预计分别为23/16/18/22X。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；行业竞争风险；食品安全风险；行业政策变动风险。

图表：重点推荐公司盈利预测

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 2024/2/29
			22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E	
600519	贵州茅台	买入	49.9	59.1	72.4	83.4	33.7	28.5	23.2	20.2	1,695
858	五粮液	买入	6.9	7.8	8.8	10	20.2	17.9	15.9	14	142.25
600809	山西汾酒	买入	6.6	8.4	10.4	12.8	34.4	27	21.8	17.7	175.75
603198	迎驾贡酒	买入	2.1	2.8	3.5	4.4	29.4	22.1	17.6	14	63.95

行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。