

## 现阶段板块机会大于风险

### --白酒板块 2023A&24Q1 业绩总结和投资机会梳理

#### 核心观点:

- 白酒行业基本面在弱周期底部磨底，基本面变化并不快，整体业绩增长呈线性趋势。因此 2023 年报、2024 年一季报中披露的信息还是可以告诉我们行业过去和当前所处状态的更多信息，并基于此对未来一段时间的行业发展和投资机会做出合理推演。复盘梳理下来，我们的结论：
- 预计 2024 年业绩增长确定性较强。**2022 年以来板块整体业绩保持了稳健的增长，增长韧性较强，营收和利润同比增速均在 15%+。从白酒企业十四五规划角度，我们预计高端、部分次高端和区域酒企在 2024 年业绩增长确定性较强。同时我们认为 2024-2025 年将维持稳定的增速，而非增速下行趋势。
- 预计出厂端的均价表现仍然向上。**来自于：1) 去年 11 月至今年，高端和次高端陆续提升了出厂价。价格的提升和传导将修复渠道利润。2) 次高端和区域酒企的产品销售以放量为主，但在压力较大的 2023 年多数企业依然实现了产品均价的提升。我们认为 2024 年部分次高端和区域酒企吨价仍将保持提升，主要来源于产品结构进一步优化。
- 全国化扩张效果分化。**区域酒企全国化扩张的工作仍然在持续推进，但全国化扩张效果分化。2023 年多数酒企省内表现更好的成长性，但仍有部分品牌例如汾酒、古井贡酒，弱周期下依然推动了省外市场销售的较快增长。我们预计 2024 年趋势持续。
- 估值有提升空间。**公募基金在 2023 年下半年以来增加了白酒板块重仓配置。从估值角度看，我们认为板块估值有提升空间。
- 投资建议：**压力较大的 2023 年已经过去，2024 年春节旺季已过，白酒上市公司整体业绩增长韧性得到验证，个股分化趋势延续。现阶段来看，板块机会大于风险，建议增配白酒板块，标的上继续看好高端（茅五泸）、次高端山西汾酒、部分区域酒企（古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘），营销 C 段化领先的珍酒李渡；未来一段时间建议重点关注：①白酒产品价格提升传导；②行业整体需求拐点；③国内资金利率进一步下行或美联储降息等因素带来的白酒板块估值提升机会。
- 风险提示：**价格提升传导不及预期风险；需求不及预期的风险。

## 白酒 II

推荐 (维持)

#### 分析师

刘来珍

☎: 021-20252647

✉: liulaizhen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: s0130523040001

#### 研究助理 韩勉

☎: 010-80927653

✉: hanmian\_yj@chinastock.com.cn

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河食饮】食品饮料行业 2024 年度策略: 供需矛盾缓解

【中国银河研究】数字经济: 数字化助力食品饮料企业降本增效

## 目 录

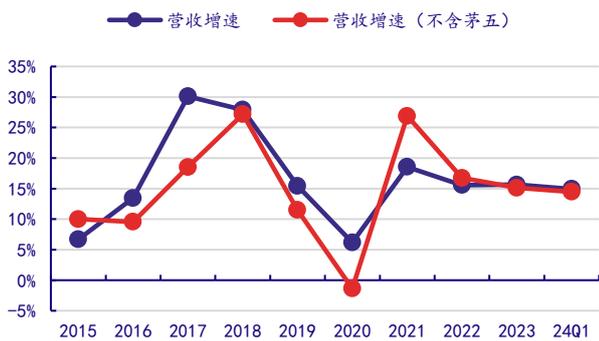
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、白酒板块 2023 年报、2024 一季报梳理复盘 ..... | 3  |
| （一）板块整体业绩韧性增长，板块内分化趋势延续.....      | 3  |
| （二）穿越周期的酒企在 2024 年有更强的确定性.....    | 4  |
| （三）均价依然向上，全国化效果分化.....            | 6  |
| （四）公募基金重仓比例提升 .....               | 7  |
| （五）板块估值有提升空间 .....                | 8  |
| 二、白酒板块投资机会.....                   | 10 |
| 三、风险提示.....                       | 11 |

## 一、白酒板块 2023 年报、2024 一季报梳理复盘

### (一) 板块整体业绩韧性增长，板块内分化趋势延续

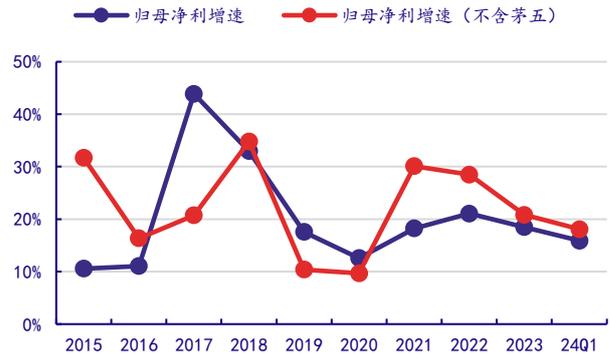
白酒板块整体业绩保持韧性增长。从 18 家 A 股上市的白酒企业业绩数据加总来看，2023、2024Q1 板块营收保持韧性增长，同比增速在 15%+；2022 年以来归母净利润同比增速高于营收增速，即净利率逐年提升，但提升趋势在放缓，截止 24Q1 板块净利润同比增速与营收增速已较为接近，绝对值仍在 15%+。剔除茅台、五粮液来看，结论相同。

图1：A 股白酒板块整体营收同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：A 股白酒板块整体归母净利润同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

板块内分化趋势延续，分化运行时长已久。高端酒企保持稳健的业绩增长，部分区域酒企保持业绩快速增长态势，次高端及以下延续分化趋势。从增长放缓的代表性品牌来看，调整至今已历时三个季度到 3 年以上不等。最早是低档酒顺鑫农业的白酒业务自 2021 年增长停滞，并持续调整至今（已历时 3 年+）；然后是次高端酒鬼酒自 22Q2 开始增速下降，持续调整至今（历时 2 年）；水井坊在 22Q4-23Q1 进行去库存调整，现已恢复至稳健增长状态；洋河自 2023 年下半年开始呈增长放缓趋势；舍得 24Q1 营收增速放缓，利润增长放缓是自 2023 年下半年开始。

表1：2022 年以来白酒上市公司季度收入增速

| 分类  | 公司   | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 高端  | 贵州茅台 | 18%  | 16%  | 15%  | 17%  | 19%  | 20%  | 13%  | 20%  | 18%  |
|     | 五粮液  | 13%  | 10%  | 12%  | 10%  | 13%  | 5%   | 17%  | 14%  | 12%  |
|     | 泸州老窖 | 26%  | 24%  | 22%  | 16%  | 21%  | 30%  | 9%   | 21%  | 21%  |
| 次高端 | 山西汾酒 | 44%  | 0%   | 33%  | 50%  | 20%  | 32%  | 14%  | 27%  | 21%  |
|     | 洋河股份 | 24%  | 17%  | 18%  | 6%   | 16%  | 16%  | 11%  | -22% | 8%   |
|     | 舍得酒业 | 83%  | -16% | 31%  | 6%   | 7%   | 32%  | 8%   | 28%  | 4%   |
|     | 水井坊  | 14%  | 10%  | 7%   | -25% | -40% | 2%   |      | 51%  | 9%   |
|     | 酒鬼酒  | 86%  | 5%   | 2%   | -27% | -43% | -32% | -37% | 22%  | -49% |
|     | 古井贡酒 | 28%  | 30%  | 22%  | 25%  | 25%  | 27%  | 23%  | 9%   | 26%  |
|     | 今世缘  | 25%  | 14%  | 26%  | 28%  | 27%  | 31%  |      | 27%  | 23%  |
| 地产酒 | 迎驾贡酒 | 37%  | 2%   | 24%  | 16%  | 22%  | 29%  | 22%  | 19%  | 21%  |
|     | 口子窖  | 12%  | -8%  | 6%   | -2%  | 21%  | 34%  | 5%   | 10%  | 11%  |
|     | 老白干酒 | 20%  | 25%  | 28%  | -5%  | 10%  | 10%  | 13%  | 18%  | 13%  |
|     | 金种子酒 | 17%  | 3%   | -19% | -8%  | 25%  | 31%  | 43%  | 7%   | -3%  |
|     | 金徽酒  | 39%  | 12%  | -9%  | 1%   | 27%  | 21%  | 48%  | 17%  | 20%  |
| 低档酒 | 伊力特  | 15%  | 5%   | -60% | -33% | 19%  | -6%  | 144% | 86%  | 12%  |
|     | 天佑德酒 | 11%  | -14% | -23% | -14% | -6%  | 53%  | 44%  | 42%  | 33%  |
|     | 顺鑫农业 | -29% | -30% | 7%   | -21% | 5%   | -19% | 0%   | -31% | -1%  |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）穿越周期的酒企在 2024 年有更强的确定性

**高端、部分次高端和区域酒企穿越周期。**十四五期间伴随疫情、经济周期等因素引起的白酒行业周期调整，从 2021-2023 年目标完成情况来看，高端酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端山西汾酒，区域酒古井贡酒、今世缘、老白干酒做到了高质量完成经营计划，自身业绩增长曲线并没有被行业周期破坏，具备穿越周期的能力。另一方面，因行业弱周期和自身基数变大，短期的增长阻力确实在变大，2023 年上述酒企中泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘的目标营收增速和实际营收增速差距在收敛；例外的情况是，古井贡酒在 24Q1 的营收增速重新加速，增长的势能较强，23Q4 或仅仅是为减轻渠道压力和开门红的蓄力的短期调整。

**2024 年有更强的确定性。**2024 年是十四五目标的倒数第二年，对于确保十四五战略目标如期甚至提前完成较为关键。对于上述具备穿越周期能力的酒企而言，均设定了与 2023 年增速基本持平的营收增长目标。从周期角度而言，我们认为 **2023 年是行业增长阻力最大的一年，2024 年面临经济企稳恢复进而带动白酒需求向好变化的机会，而供给端酒企也在通过“逆势”提升出厂价缓解供需量的矛盾、修复渠道利润，以及营销重心进一步向 C 端服务下沉和场景创造以充分挖掘销售增长空间。**

**表2：十四五期间白酒上市公司业绩目标设定及完成情况**

| 公司   |      | 指标             | 2021                     | 2022                        | 2023                       | 2024                             | 十四五战略目标   |  |
|------|------|----------------|--------------------------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------------|---|--|
| 高端   | 贵州茅台 | 目标营收增速         | 11%                      | 15%                         | 15%                        | 15%                              | 茅台集团营收和利税“双翻番”  |  |
|      |      | 实际营收增速         | 12%                      | 17%                         | 19%                        |                                  | E: 集团2024-25年2年营收CAGR+10.3%                               |  |
|      | 五粮液  | 目标营收增速         | 两位数增长                    | 两位数增长                       | 两位数稳健增长                    | 两位数稳健增长                          | 原酒产能达到20万吨,基酒储存能力达100万吨,销售收入突破1000亿元,利税总额达到800亿元          |  |
|      |      | 实际营收增速         | 16%                      | 12%                         | 13%                        |                                  | E: 2024-25年2年营收CAGR+9.6%                                  |  |
|      | 泸州老窖 | 目标营收增速         | 15%                      | 15%                         | 15%                        | 15%                              | 重回中国白酒行业“前三”  |  |
|      |      | 实际营收增速         | 24%                      | 22%                         | 20%                        |                                  | E: 假设汾酒2024-25年营收CAGR+20%,则泸州老窖需CAGR+23.3%                |  |
| 次高端  | 山西汾酒 | 目标营收增速         | 30%                      | 25%                         | 20%                        | 20%                              | 到2025年,进军白酒行业第一阵营,实现“三分天下有其一”,重树“汾老大”的品牌地位                |  |
|      |      | 实际营收增速         | 43%                      | 31%                         | 22%                        |                                  | E: 2024-25年营收CAGR+20%                                     |  |
|      | 洋河股份 | 目标营收增速         | 10%                      | 15%                         | 15%                        | 5%-10%                           | 十四五酒业倍增计划(2025年营业收入达到500亿,对应净利润165亿)                      |  |
|      |      | 实际营收增速         | 20%                      | 19%                         | 10%                        |                                  | E: 2024-25年2年营收CAGR+22.9%,净利CAGR+28.3%                    |  |
|      | 舍得酒业 | 目标增速           |                          | 股权激励: 营收+19.5%, 归母净利润+12.4% | 股权激励: 营收+22.4%或归母净利润15.7亿元 | 股权激励: 营收不低于+41.5%或归母净利润不低于+15.8% | 坚持四大战略,包括老酒战略、双品牌战略、年轻化战略、国际化战略;进一步提升企业的行业地位。             |  |
|      |      | 实际增速           | 84%                      | 营收+21.8%, 归母净利润+35.3%       | 营收+16.9%, 归母净利润17.1亿元      |                                  |   |  |
|      | 水井坊  | 目标增速           | 营收+43%, 净利+35%           | 营收、净利+15%                   | 全年营收、净利润同比增长               | 营收和净利润保持增长                       | 成为高端浓香头部品牌之一  |  |
|      |      | 实际增速           | 营收+54%, 净利+12%           | 营收+0.8%, 净利+12%             | 营收+6%, 净利+4%               |                                  |   |  |
|      | 酒鬼酒  | 目标营收增速         |                          |                             |                            |                                  | 突破30亿,跨越50亿,争取迈向100亿                                      |  |
|      |      | 实际营收增速         | 87%                      | 19%                         | -30%                       |                                  |   |  |
|      | 区域酒  | 古井贡酒           | 目标增速                     | 营收+16.59%, 利润总额+15.08%      | 营收+15.3%, 利润总额+11.94%      | 营收+20.26%, 利润总额+34.21%           | 营收+20.72%, 净利+25.55%                                      | 2021年提出十四五营收突破200亿元,2023年末进一步提出聚焦300亿元目标 |
|      |      |                | 实际增速                     | 营收+29%, 利润总额+28%            | 营收+26%, 利润总额+41%           | 营收+21%, 利润总额+42%                 |   | E: 2024-25年2年营收CAGR+21.7%                |
| 迎驾贡酒 |      | 目标营收增速         |                          |                             |                            | 双位数增长                            | 着力打造百亿迎驾、百年品牌   |  |
|      |      | 实际营收增速         | 33%                      | 20%                         | 22%                        |                                  | E: 2024-2025年2年营收CAGR+22%                                 |  |
| 口子窖  |      | 目标营收增速         |                          |                             | 股权激励: 营收+15%或净利+15%        | 股权激励: 营收+12%或净利+17%              | 股权激励: 2025年营收不低于77亿元或净利不低于23.25亿元                         |  |
|      |      | 实际营收增速         | 25%                      | 2%                          | 16%                        |                                  |   |  |
| 金种子  |      | 目标营收增速         |                          |                             |                            |                                  | 实现销售收入50亿   |  |
|      |      | 实际营收增速         | 17%                      | -2%                         | 24%                        |                                  | E: 2024-25年2年营收CAGR+84.5%                                 |  |
| 今世缘  |      | 目标增速           | 营收+15%-28.9%, 净利+15%-21% | 营收+17%-25%, 净利+11%-16%      | 营收+27%, 净利+24%             | 营收+20.79%, 净利+17.98%             | 2021年提出十四五期间做到100亿元,挑战目标150亿元。2023年末进一步提出“铺定2025年营收150亿元” |  |
|      |      | 实际增速           | 营收+25%, 净利+30%           | 营收+23%, 净利+23%              | 营收+28%, 净利+25%             |                                  | E: 2024-25年2年营收CAGR+21.9%                                 |  |
| 老白干酒 |      | 目标增速           | 营收+10%, 营业利润+17%         | 营收+12%, 营业利润+12%            | 营收+11%, 营业利润7.4亿元          | 营收+10%, 营业利润+14%                 | 巩固衡水老白干在河北白酒市场的绝对地位                                       |  |
|      |      | 实际增速           | 营收+12%, 营业利润+17%         | 营收+16%, 营业利润+84%            | 营收+13%, 营业利润8.8亿元          |                                  |   |  |
| 金徽酒  | 目标增速 | 营收+15%, 净利+21% | 营收+40%                   | 营收+24%, 净利+43%              | 营收+17.7%, 净利+23.8%         | 2026年目标50亿元                      |   |  |
|      | 实际增速 | 营收+3%, 净利-2%   | 营收+12%, 净利-14%           | 营收+27%, 净利+16%              |                            | E: 2024-2026年3月营收CAGR+25.2%      |   |  |

|      |      |                   |                   |                 |                  |   |
|------|------|-------------------|-------------------|-----------------|------------------|---|
| 伊力特  | 目标增速 | 营收+28%，利润总额+18.5% | 营收+21%，利润总额+19.8% | 营收+54%，利润总额+99% | 营收+25.5%，利润总额+8% | 2025年营收目标35亿元<br><br>E：2024-25年2年营收CAGR+25.3%                         |
|      | 实际增速 | 营收+7%，利润总额1%      | 营收-16%，利润总额-48%   | 营收+37%，利润总额+90% |                  |   |
| 天佑德酒 | 目标增速 |                   |                   | 股权激励：营收+15%-20% | 股权激励目标：营收+7%-13% | 进一步巩固公司在青稞酒行业的领袖企业地位，未来五年成为中国西部地区最具影响力的白酒生产企业，成为上市酒企中最具特色和差异化优势的白酒企业。 |
|      | 实际增速 | 营收+38%            | 营收-7%             | 营收+24%          |                  |   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （三）均价依然向上，全国化效果分化

**从出厂端的量价角度来看：**高端酒企在2023年的销售量增更多，但行业龙头已经通过提升出厂价改善2024年的供需格局，这对于维护行业整体价值量和行业秩序、提升下游渠道信心较为重要。

2023年次高端的量价表现是分化的局面，仅汾酒是量、价齐升均衡驱动的增长，品牌势能支撑大单品的快速扩张；洋河在产品结构进一步向上方面依然面临环境阻力；舍得的产品结构则表现为进一步下移，由此销量获得增长；水井坊的量价表现均较为保守，弱周期下的β属性特点更为明显。次高端是某一价格带大单品驱动酒企整体业绩增长的发展模式，由于自身跨区域组织管理资源有限，价格带卡位和品牌势能对大单品的发展速度影响较大。而品牌势能是个慢变量，结合舍得、洋河等销售表现，在弱周期和存量竞争的环境下，价格带向下做容易、向上做难。我们预计2024年在需求全面好转之前，次高端分化局面维持。

2023年区域酒企的量价表现稳健性更好，均是以放量为主；多数均价也实现了小幅提升，这表明在局部区域消费升级的机会依然存在。我们预计2024年区域酒企通过市场精耕，和多价格带系列化产品的丰富供给，依然可以在大本营市场挖掘到更多增长机会。

零售价每瓶百元以下的低档酒领域，从代表性的汾酒玻汾、牛栏山产品来看，中枢价格50元上下是比较好的市场，玻汾占据此价格带做成行业标杆，无论销量表现还是渠道利润都毋庸置疑；低价如零售价20元左右的牛栏山，或因低收入消费群体的消费低迷，销量承压，酒厂通过提价弥补销售收入的下降。

酱酒品牌，珍酒在2023年的销售增长更多靠高端产品推动，更多通过捕捉圈层营销的机会获得增长，非大单品放量模式。预计走向大单品模式也依赖于消费环境的进一步好转。

表3：2023年白酒上市公司的销量和均价表现

|     | 酒企   | 产品类别                                  | 2023年报表收入 |        | 出厂均价      |       | 量 YoY | 价 YoY |
|-----|------|---------------------------------------|-----------|--------|-----------|-------|-------|-------|
|     |      |                                       | (亿元)      | 销量(万吨) | (元/500ml) |       |       |       |
| 高端  | 茅台   | 茅台酒                                   | 1,266     | 4.2    | 1,503     | 11.1% | 5.7%  |       |
|     | 五粮液  | 五粮液                                   | 628       | 3.9    | 812       | 18.0% | -3.8% |       |
| 次高端 | 山西汾酒 | 中高价白酒-青花汾酒、巴拿马金奖系列、老白汾酒系列；每升130元及以上产品 | 232       | 6.0    | 193       | 11.3% | 10.1% |       |
|     | 舍得酒业 | 中高档酒（舍得、沱牌天曲）百元以上的酒                   | 57        | 1.9    | 148       | 27.9% | -9.3% |       |
|     | 水井坊  | 高档：水井坊品牌系列                            | 47        | 1.0    | 235       | -1.0% | 4.7%  |       |
| 区域酒 | 古井贡酒 | 年份原浆                                  | 154       | 6.3    | 121       | 20.6% | 5.6%  |       |
|     | 迎驾贡酒 | 中高档酒：洞藏系列、金星系列、银星系列                   | 50        | 3.2    | 80        | 20.5% | 6.1%  |       |
|     | 口子窖  | 高档酒                                   | 48        | 3.1    | 92        | 13.4% | 2.8%  |       |
|     | 今世缘  | 特A及以上                                 | 94        | 3.4    | 138       | 25.4% | 2.5%  |       |

|      |           |             |     |      |       |        |       |
|------|-----------|-------------|-----|------|-------|--------|-------|
| 今世缘  | 其中：特 A+   | 65          | 1.4 | 232  | 18.4% | 5.7%   |       |
| 老白干酒 | 高档酒       | 26          | 0.6 | 209  | 14.4% | -2.7%  |       |
| 老白干酒 | 中档酒       | 14          | 1.2 | 59   | 19.0% | 1.6%   |       |
| 伊力特  | 高档酒：玉酒，老窖 | 15          | 0.7 | 106  | 45.3% | 0.9%   |       |
| 金徽酒  | 100-300 元 | 13          | 0.8 | 85   | 35.8% | -2.6%  |       |
| 低档酒  | 山西汾酒      | 低价白酒-普通汾酒系列 | 85  | 6.0  | 29    | 18.5%  | 1.4%  |
|      | 顺鑫农业      | 白酒          | 68  | 36.7 | 9     | -26.0% | 13.8% |
| 酱酒   | 珍酒李渡      | 珍酒          | 46  | 1.3  | 180   | -1.8%  | 22.0% |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

在次高端和区域酒企的全国化扩张方面，结合 2023 年和 24Q1 的报表数据，各家区域酒企向外区域扩张的工作都在持续推进；弱周期环境下，多数品牌省内大本营市场的销售增长速度快于省外；唯山西汾酒、古井贡酒的全国化扩张的动能和效果仍然较强。

表4：2023 年度和 2024 年一季度白酒上市公司省内外收入表现

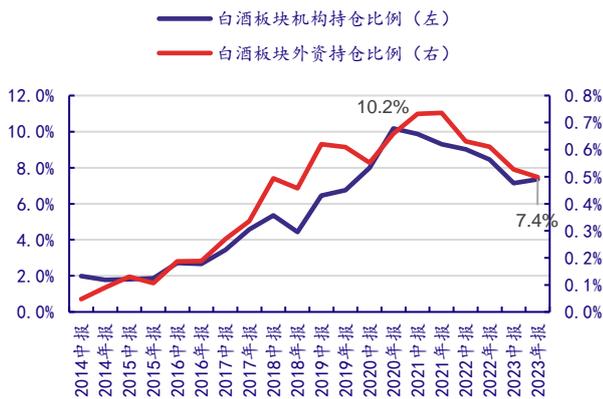
| 人民币百万元      | 2023   | 1Q24        | 2023        | 1Q24        | 2023  | 1Q24       |
|-------------|--------|-------------|-------------|-------------|-------|------------|
| <b>山西汾酒</b> |        | <b>古井贡酒</b> |             | <b>今世缘</b>  |       |            |
| 山西省内收入      | 12,084 | 5,597       | 华中收入        | 17,107      | 江苏收入  | 9,371      |
| YoY         | 20.4%  | 11.4%       | YoY         | 19.2%       | YoY   | 27.7%      |
| 省外收入        | 19,659 | 9,700       | 华北收入        | 1,843       | 省外收入  | 727        |
| YoY         | 22.8%  | 27.6%       | YoY         | 39.0%       | YoY   | 40.2%      |
| <b>洋河股份</b> |        | <b>华南收入</b> |             | <b>老白干酒</b> |       |            |
| 江苏收入        | 14,393 |             | YoY         | 26.9%       | 河北收入  | 3,039      |
| YoY         | 8.0%   |             |             |             | YoY   | 8.9%       |
| 省外收入        | 18,096 |             | <b>迎驾贡酒</b> |             | 湖南收入  | 979        |
| YoY         | 11.9%  |             | 安徽收入        | 4,517       | YoY   | 28.2%      |
|             |        |             | YoY         | 31.5%       |       | 21.2%      |
| <b>舍得酒业</b> |        | <b>省外收入</b> |             | 1,884       | 468   | <b>金徽酒</b> |
| 四川收入        | 1,883  | 542         | YoY         | 6.9%        | -1.0% | 甘肃收入       |
| YoY         | 16.8%  | 12.2%       |             |             |       | YoY        |
| 省外收入        | 4,678  | 1,421       | <b>口子窖</b>  |             |       | YoY        |
| YoY         | 15.6%  | -0.1%       | 安徽收入        | 4,902       | 1,484 | 省外收入       |
|             |        |             | YoY         | 17.5%       | 11.8% | YoY        |
|             |        |             | 省外收入        | 947         | 251   | 伊力特        |
|             |        |             | YoY         | 6.6%        | 8.5%  | 疆内收入       |
|             |        |             |             |             |       | YoY        |
|             |        |             |             |             |       | 省外收入       |
|             |        |             |             |             |       | YoY        |
|             |        |             |             |             |       |            |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### （四）公募基金重仓比例提升

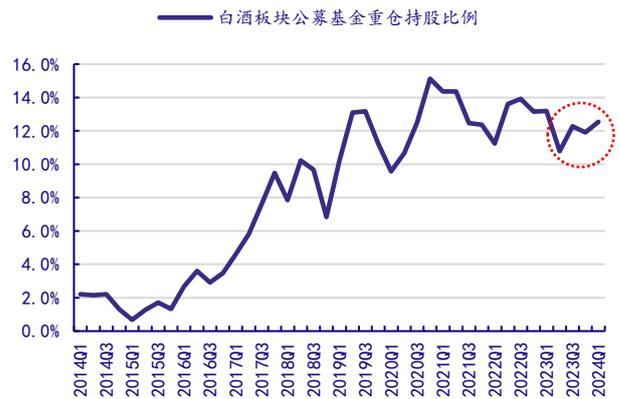
从全部机构持仓来看，2020 年之后机构削减了白酒板块持仓比例，但整体降幅不大，绝对比例仍然保持在相对高位。从公募基金重仓持股的数据来看，2020 年之后白酒板块在公募基金的重仓持股中占比变化幅度更小；短期数据来看，虽然 2023 年下半年围绕基本面的悲观情绪加重，但公募基金重仓比例逆势上升。

图3：白酒板块全部机构和外资持仓比例



资料来源：机构年报，中国银河证券研究院

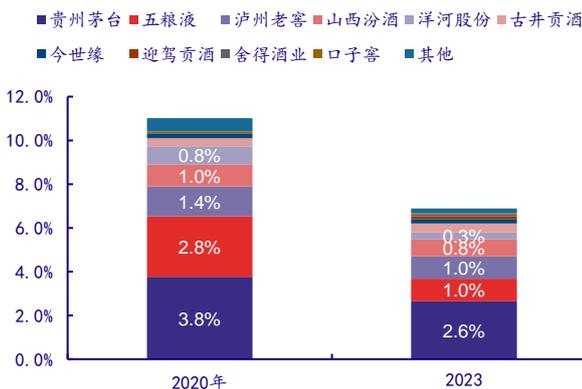
图4：白酒板块公募基金重仓持股比例



资料来源：公募基金季报，中国银河证券研究院

从持仓结构上来看，比较集中，全部机构 2023 年 7.4% 的持股比例中茅台贡献了 2.6%，茅五汾合计贡献 5.5%。从 2023 下半年至 24Q1 本轮公募基金重仓持股对白酒加仓来看，茅台、五粮液、汾酒以及优质区域酒企获加仓，泸州老窖、洋河股份和部分次高端酒企重仓持有比例下降。

图5：白酒个股在机构白酒板块持仓中的占比



资料来源：机构年报，中国银河证券研究院

图6：白酒个股在公募基金重仓持股中的占比变化

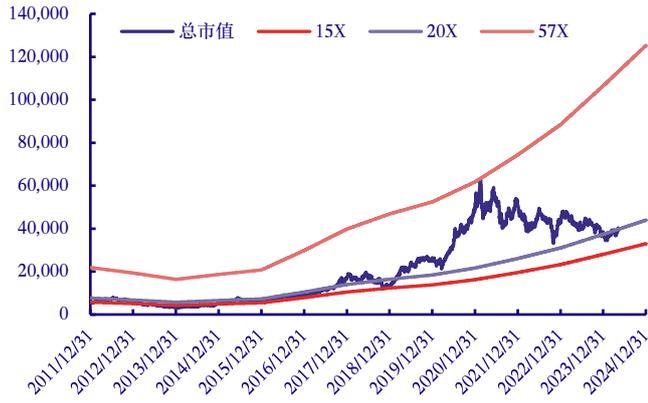


资料来源：公募基金季报，中国银河证券研究院

## （五）板块估值有提升空间

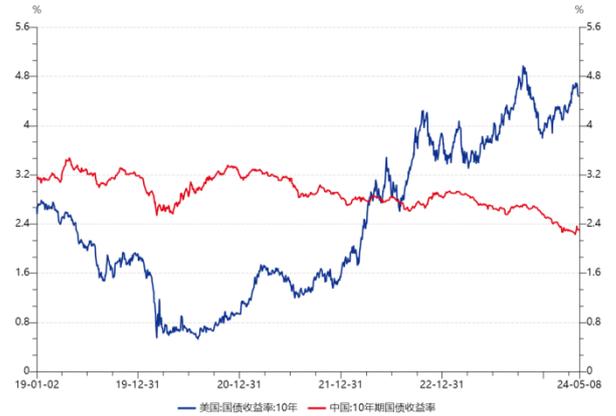
从 P/E 指标来看，目前板块股价在  $PEG \approx 1$  的位置，P/E 仍低于 2020 年 3 月疫情最严重时的低点。我们预期至 2025 年板块盈利增速中枢较前两年变化不大，且分红比例预期逐年稳步提升，并结合国内外资金利率，我们认为白酒板块估值有提升空间。

图7: 白酒(申万)指数 P/E Band



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 中国 10 年期国债利率和美国 10 年期国债利率



资料来源: 中国货币网, 美国财政部, 中国银河证券研究院

表5: 白酒上市公司分红情况

| 代码        | 公司简称 | 2023 分红金额 (亿元) | 2023 年分红比例 | 2022 年分红比例           | 2023 股息率 |
|-----------|------|----------------|------------|----------------------|----------|
| 600519.SH | 贵州茅台 | 388            | 52%        | 87.3% (其中特别分红 43.9%) | 1.8%     |
| 000858.SZ | 五粮液  | 181            | 60%        | 55%                  | 3.1%     |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 79             | 60%        | 60%                  | 2.9%     |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 53             | 51%        | 50%                  | 1.7%     |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 70             | 70%        | 60%                  | 4.9%     |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 24             | 52%        | 50%                  | 1.7%     |
| 603369.SH | 今世缘  | 12             | 40%        | 36%                  | 1.7%     |
| 603198.SH | 迎驾贡酒 | 9              | 52%        | 52%                  | 1.5%     |
| 600702.SH | 舍得酒业 | 11             | 61%        | 21%                  | 2.9%     |
| 000799.SZ | 酒鬼酒  | 3              | 59%        | 40%                  | 2.0%     |
| 600779.SH | 水井坊  | 4              | 35%        | 34%                  | 2.0%     |
| 603589.SH | 口子窖  | 9              | 52%        | 58%                  | 3.7%     |
| 600559.SH | 老白干酒 | 4              | 62%        | 39%                  | 2.1%     |
| 6979.HK   | 珍酒李渡 | 6              | 38%        |                      | 1.7%     |
| 600199.SH | 金种子酒 |                | -          |                      |          |
| 000860.SZ | 顺鑫农业 |                |            |                      | 0.1%     |
| 603919.SH | 金徽酒  | 2              | 60%        | 55%                  | 1.8%     |
| 600197.SH | 伊力特  | 2              | 54%        |                      | 1.9%     |
| 002646.SZ | 天佑德酒 | 1              | 69%        | 37%                  | 1.1%     |

资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

表6: 白酒板块质量回报双提升行动方案中关于分红的表述

| 代码        | 名称   | 历史现金分红情况   | 未来分红情况  |
|-----------|------|--|---|
| 000858.SZ | 五粮液  | 近三年来现金分红每年均超 100 亿元, 2022 年度现金分红 146.8 亿元创上市以来新高。      | 未来, 公司将稳步提升分红率, 持续加大投资者回报。  |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 每年现金分红比例不低于 30%。上市以来公司累计现金分红总额 353.53 亿元, 分红率达 61.45%。 | 未来, 公司将在保证正常经营和长远发展的前提下, 合理制定利润分配政策, 切实让投资者分享企业的成长与发展成果。            |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 公司自 2009 年上市以来累计派现金分红比例达 52%, 最近一年现金分红比例提升至 60%。       | 公司将不断强化投资者回报, 继续统筹好业绩增长与股东回报的 动态平衡, 兼顾公司的长远利益、全体股东的整体利益及公司的可持续发展, 通 |

过实施持续、稳定的利润分配政策等方式，进一步与投资者共享企业发展成果。

公司将在保证正常经营和长远发展的前提下，合理制定利润分配政策，让投资者分享企业的成长与发展成果。

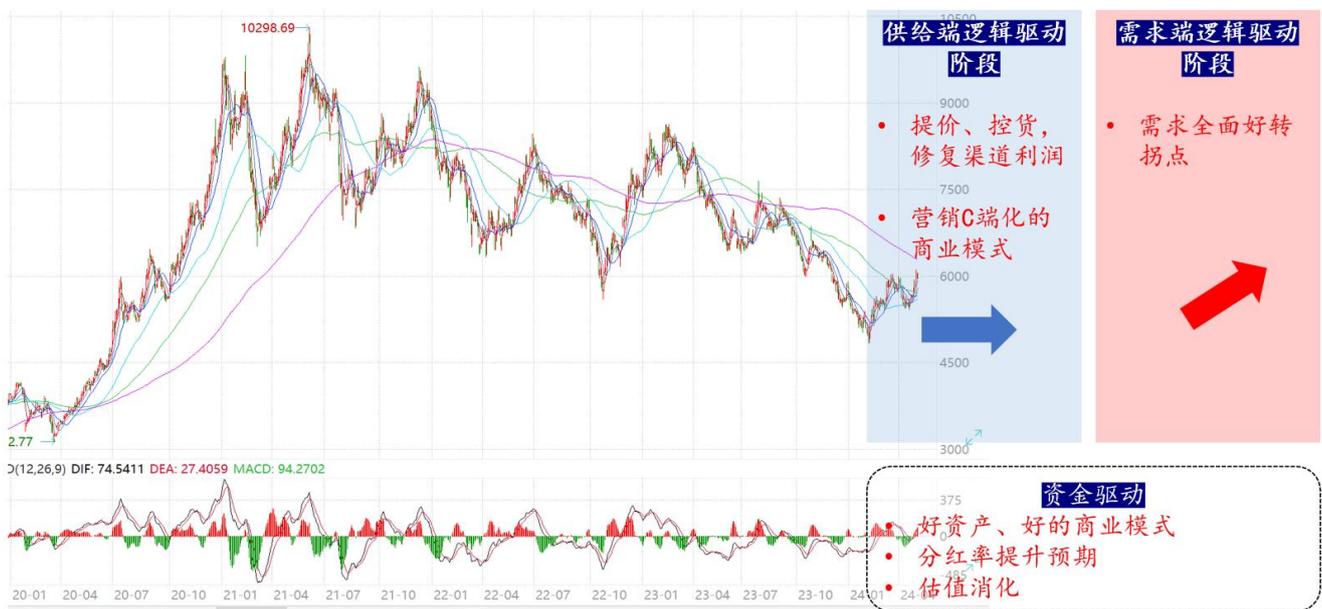
000596.SZ 古井贡酒 最近一年公司现金分红比例达 50.45%。

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

## 二、白酒板块投资机会

行业周期将经历从供给端逻辑到需求端逻辑驱动的发展阶段，当前仍处于供给端逻辑驱动阶段。这个阶段基于基本面的投资机会：1) **龙头企业提价、控货推动产品价格提升和渠道利润改善的行业小周期**。这一点符合我们在 2024 年度投资策略报告《供需矛盾缓解》中的预测。从 2023 年 11 月茅台提价到 2024 年 2-4 月各价位段大单品提价，出厂价提价动作已实施，目前处在渠道传导过程中，对于最终效果需保持关注。2) **营销 C 端化的商业模式的个股投资机会**。营销 C 端化是白酒企业经营模式中长期调整变化趋势，数字化工具在营销端的应用是其中一项（详见【中国银河研究】数字经济：数字化助力食品饮料企业降本增效）。区域酒企的商业模式在 C 端服务方面更具优势，也因此部分优质区域酒企的业绩在弱周期下展现出了更强的业绩增长韧性。如果供给端驱动阶段持续的时间较长，则此类企业的股价有机会突破前高。需求端驱动更多取决于宏观经济、消费环境的向好变化，**这个阶段板块将普涨，前期受损的次高端酒企股价弹性更大**。在基本面两个阶段的变化中穿插的是**资金面因素驱动的板块上涨行情**，当资金价格更为便宜、或海外资金流入，作为优质资产的白酒板块仍将是增配首选，且个股分红比例有提升预期，板块富有韧性的业绩增长也使估值伴随时间推移被逐步消化。

图9：未来一段时间白酒板块投资机会



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表7：去年至今年白酒企业上调产品出厂价情况

| 公司   | 品牌 | 单品     | 出厂价上调幅度(元) | 批发价格     | 上调时间        |
|------|----|--------|------------|----------|-------------|
| 贵州茅台 |    | 飞天茅台   | +200       | 2970(整箱) | 2023年11月1日起 |
| 五粮液  |    | 普五(八代) | +50        | 935      | 2024年2月5日起  |
| 舍得酒业 | 舍得 | 品味舍得   | +20        | 325      | 2024年1月1日起  |

|      |      |        |     |     |             |
|------|------|--------|-----|-----|-------------|
| 剑南春  |      | 水晶剑    | +15 | 405 | 2024年3月1日起  |
| 今世缘  | 国缘   | 四开     | +20 | 420 | 2024年3月1日起  |
|      |      | 对开     | +10 | 265 |             |
|      |      | 单开     | +8  |     |             |
| 山西汾酒 | 青花系列 | 青花20   | +20 | 350 | 2024年3月15日起 |
| 郎酒   | 红花郎  | 红花郎15年 | +30 | 450 | 2024年4月1日起  |
|      |      | 红花郎10年 | +20 | 293 |             |
| 泸州老窖 | 窖龄   | 窖龄30   | +15 | 195 | 2024年4月1日起  |
|      |      | 窖龄20   | +10 |     |             |

资料来源：各公司公告，百菜酒价，中国银河证券研究院

### 三、风险提示

价格提升传导不及预期风险；需求不及预期的风险。

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: A 股白酒板块整体营收同比增速 .....           | 3  |
| 图 2: A 股白酒板块整体归母净利同比增速 .....         | 3  |
| 图 3: 白酒板块全部机构和外资持仓比例 .....           | 8  |
| 图 4: 白酒板块公募基金重仓持股比例 .....            | 8  |
| 图 5: 白酒个股在机构白酒板块持仓中的占比 .....         | 8  |
| 图 6: 白酒个股在公募基金重仓持股中的占比变化 .....       | 8  |
| 图 7: 白酒（申万）指数 P/E Band .....         | 9  |
| 图 8: 中国 10 年期国债利率和美国 10 年期国债利率 ..... | 9  |
| 图 9: 未来一段时间白酒板块投资机会 .....            | 10 |

## 表格目录

|  |    |
|--|----|
| 表 1: 2022 年以来白酒上市公司季度收入增速 .....            | 3  |
| 表 2: 十四五期间白酒上市公司业绩目标设定及完成情况 .....          | 5  |
| 表 3: 2023 年白酒上市公司的销量和均价表现 .....            | 6  |
| 表 4: 2023 年度和 2024 年一季度白酒上市公司省内外收入表现 ..... | 7  |
| 表 5: 白酒上市公司分红情况 .....                      | 9  |
| 表 6: 白酒板块质量回报双提升行动方案中关于分红的表述 .....         | 9  |
| 表 7: 去年至今年白酒企业上调产品出厂价情况 .....              | 10 |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘来珍**，食品饮料行业分析师，上海交通大学金融学硕士，7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准  | 评级                         | 说明                        |
|---|----------------------------|---------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。 | 行业评级                       | 推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上        |
|   |                            | 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间 |
|   |                            | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上         |
| 公司评级  | 推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上         |                           |
|   | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间 |                           |
|   | 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间   |                           |
|   | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上          |                           |

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn