

## 酒企主动调整或平滑波动 股息与估值均具备吸引力

——食品饮料行业点评

### 投资摘要：

普飞批价是白酒市场行情的短期关键变量，3月下旬以来降幅较大压制市场表现。主要原因为需求端不振叠加阶段性渠道变动影响。23年以来酒企旺季要销量、淡季挺价格，渠道库存压力加大。批价反映供需关系较为直接，且数据获取方便，更容易影响投资者对后续基本面的信心。我们认为批价作为单一市场类指标主要反映过去的情况，难以综合反映酒企营销动作和预测后续基本面走势。24年行业面临着主力增长场景是否能顺利切换、价位和香型的降级替代等问题，目前存在不确定性引发市场担心。

**酒企主动纾解渠道压力，23年及24Q1业绩兑现仍好。**2023年高端和地产龙头白酒业绩韧性较强，次高端业绩分化。23年以来白酒各季度营收增速波动不大，净利润增速有所回落。毛利率整体保持上行，扩张型次高端表现承压。销售费用率小幅提升，管理费用率节约明显。毛销差23年及24Q1同比持续走高，盈利能力较好。23年白酒整体归母净利润率同比提升1.05pct，提升空间主要来源为23年毛销差同比提升0.95pct、管理费用率同比节约0.47pct。

24Q1销售收现低于同期营收增速，季度末应收款同比增长15.09%，酒企主动纾解经销商现金压力。23Q4加24Q1销售收现同比增长11.71%，增速低于同期营收增速的14.93%。24Q1末企业应收项目同比增长15.09%，酒企对经销商使用票据给予宽松政策主动纾解。预收款（合同负债+预收账款）质量较好，酒企间分化明显。综合预收款情况来看，高端24Q1订单收入均高于同期报表端营收增速，次高端山西汾酒表现良好，其余白酒中老白干酒、金徽酒、伊力特表现较优。

**白酒企业23年存在净现金流改善，龙头公司具备提升分红的能力和潜在空间。**上市公司整体自由现金流23年同比增长18.6%，与净利润同比增长幅度18.84%相当，整体23年自由现金流/归母净利润达到90.11%，整体质量较高。从自由现金流提升幅度看，高端酒及地产酒部分公司改善明显，五粮液、水井坊、老白干酒及迎驾贡酒等同比提升超过60%。以自由现金流/归母净利润减去现金分红比例衡量企业分红潜在提升空间，茅台、五粮液及老白干酒、迎驾贡酒、古井贡酒、水井坊等潜在空间较好。上一轮行业调整期的2013-2016年，多数龙头企业仍普遍提高分红金额。参考家电等其他集中度更高的消费品行业情况，在行业逐步成熟、企业增速平缓后，提升分红的现金支出、维持较好的ROE水平会是企业回报股东、应对考核的更优选择。

**当前市场对白酒板块的核心关注点在于未来基本面的波动，我们认为当前时点与上一轮白酒调整时期相比，波动有望得到平滑的有利因素主要在于：**

- 行业产能集中度和营收利润集中度已较大程度提高。
- 龙头酒企渠道短板补齐，市场化程度已较高可减少单一渠道的依赖。
- 数字化能力较好，营销控盘能力较大程度提高。
- 酒企主动进行大单品挺价、向延伸价位要销量，营销动作促动销。
- EPS与PE共同驱动股价，PE溢价率处于低位，股息率较优。

**投资建议：**目前酒企对主销大单品批价和库存的管理较为精细化和理性，下半年渠道压力有望得到缓解，且上市公司已开始重视产品延伸、提高有机会做好的细分价位的战略地位，该部分增量有望加大和进一步分担增长目标。板块后续有望演绎季报业绩超预期+价盘库存边际变化+分红提升预期驱动股价的逻辑。建议从价位承接、区域格局优化、渠道率先出清、分红率提升角度寻找投资标的。建议关注确定性较强的高端白酒贵州茅台、五粮液，增长质量较高的山西汾酒，竞争格局利好的今世缘，区域势能及空间较大的古井贡酒、迎驾贡酒，低位且存在反转预期的酒鬼酒、顺鑫农业、舍得酒业。

**风险提示：**行业批价和库存管理不及预期、需求复苏不及预期、流动性扩张不及预期

评级

增持（维持）

2024年06月19日

徐广福

分析师

SAC 执业证书编号：S1660524030001

王伟

研究助理

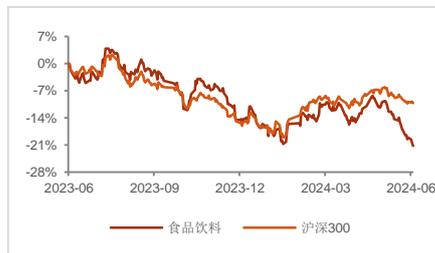
SAC 执业证书编号：S1660123050007

### 行业基本资料

股票家数	121
行业平均市盈率	20.4
市场平均市盈率	11.9

注：行业平均市盈率采用申万食品饮料市盈率，市场平均市盈率采用沪深300指数市盈率

### 行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

1、《食品饮料行业研究周报：白酒淡季夯实市场基础 重视啤酒预期回升》

2024-05-29

2、《食品饮料行业点评：白酒板块2023年报及24年一季度报总结-业绩顺利兑现分化下关注酒企增长质量》2024-05-16

3、《食品饮料行业研究周报：白酒一季报靓丽 动销观察指标+分红预期有望引导市场》2024-04-30

## 内容目录

1. 白酒阶段性批价下调压制市场情绪.....	4
1.1 茅台批价波动 CPI 持续不振压制升级消费.....	4
1.2 投资者担心基本面 消费场景承接乏力.....	5
2. 酒企主动纾解渠道压力 23 年及 24Q1 业绩兑现仍好.....	8
2.1 业绩回顾：收入利润增长稳健 毛销差扩大.....	8
2.2 主动纾解渠道压力 预收情况分化.....	14
3. 白酒现金流改善 红利投资属性加强.....	16
4. 酒企主动调整或平滑波动 分化下筛选投资标的.....	21
4.1 集中度和酒企控盘能力提升可抵御波动.....	21
4.2 酒企主动调整 估值溢价处于低位.....	23

## 图表目录

图 1： 飞天茅台批价变化影响近期白酒板块表现.....	4
图 2： 食品 CPI 承压 23 年 7 月开始连续为负值.....	4
图 3： 高端酒批价（单位：元）.....	5
图 4： 次高端升级价位产品批价（单位：元）.....	5
图 5： 次高端产品批价（单位：元）.....	5
图 6： 中档价位产品批价（单位：元）.....	5
图 7： 白酒行业单季度营收增速变化情况及去库存进程.....	6
图 8： 2017 年后白酒消费以商务和个人为主.....	6
图 9： 酒类从业者认为 23 年回暖主要在于场景回补.....	7
图 10： 酒类从业者认为 23 年消费动力仍不足的主要原因.....	7
图 11： 酒企宴席活动政策力度加大.....	7
图 12： 品质创新时代同香型降级替代较为常见.....	8
图 13： 白酒季度净利润增速有所回落.....	10
图 14： 白酒板块季度营收及同比增长情况.....	10
图 15： 白酒板块季度净利润及同比增长情况.....	10
图 16： 白酒板块各季度毛销差走势.....	13
图 17： 行业调整期龙头企业普遍提高分红金额.....	19
图 18： 调整期龙头企业面临集中度下降的压力.....	20
图 19： SW 白酒股息率阶段性高点超过 5%.....	20
图 20： SW 食品饮料股息率趋近上一轮高点.....	20
图 21： 行业进入规模竞争时代 前五大公司占比在 2016 年后迅速提高.....	21
图 22： 2016 年后行业产量连续下降.....	22
图 23： 主要上市公司产量较为稳定.....	22
图 24： 酒企上轮周期至今招商增长明显（经销商数量：个）.....	23
图 25： 2013-2023 年行业销售人员数量增长明显.....	23
图 26： 酒企依靠数字化系统掌控渠道运行.....	23
图 27： 上一轮行业剧烈调整期部分高端产品出厂价主动下调.....	24
图 28： 泸州老窖在上一轮调整期产品结构变化.....	25
图 29： 汾酒提高定位 100-200 元大众价位老白汾的战略地位.....	25
图 30： 白酒指数相对沪深 300 估值溢价率已跌到较低位置.....	26

表 1: 23 年高端及地产龙头表现较优, 24Q1 大众酒利润弹性明显.....	9
表 2: 23 年次高端阵营毛利率回落.....	11
表 3: 销售费用率平稳增长而管理费用率节约.....	12
表 4: 23 年各阵营均实现毛销差提升.....	13
表 5: 23 年及 24Q1 归母净利润率、税金及附加比率.....	14
表 6: 23Q4+24Q1 销售收现低于同期营收增速给渠道释放压力.....	15
表 7: 白酒预收款变化情况与营收增速对比.....	16
表 8: 白酒自由现金流提升幅度和整体质量仍较为优秀.....	17
表 9: 主要上市公司 23 年分红比例和分红总额提升较好.....	18
表 10: 主要酒企中大部分公司具备现金分红提升空间.....	18
表 11: 白酒股息率和现金分红比例具备高股息投资特征.....	19
表 12: 2021-22 年上市公司密集公告扩产.....	22

## 1. 白酒阶段性批价下调压制市场情绪

### 1.1 茅台批价波动 CPI 持续不振压制升级消费

贵州茅台作为行业投资价值的锚，其主要产品普飞批价是白酒市场行情的短期关键变量。根据今日酒价数据，截至6月13日飞天茅台整箱批价2720元、较同期下降235元、今年以来下降240元，散飞批价2450元、较同期下降360元、今年以来下降240元。其中3月下旬以来降幅较大，影响市场表现。

需求弱叠加阶段性渠道扰动对批价形成压制。茅台批价不振主要原因为经济复苏缓慢需求平淡，目前处于淡季不足以对价格形成向上支撑，阶段性渠道囤货抛压短期冲击市场价格。预计公司将调控渠道回款和投放节奏，后续价格有望止跌回升。高端酒在23年凭借需求韧性和企业精细化的发货和动销运作，各家公司实现较好的年报业绩增长、24Q1也实现较好的报表表现和业绩储备。

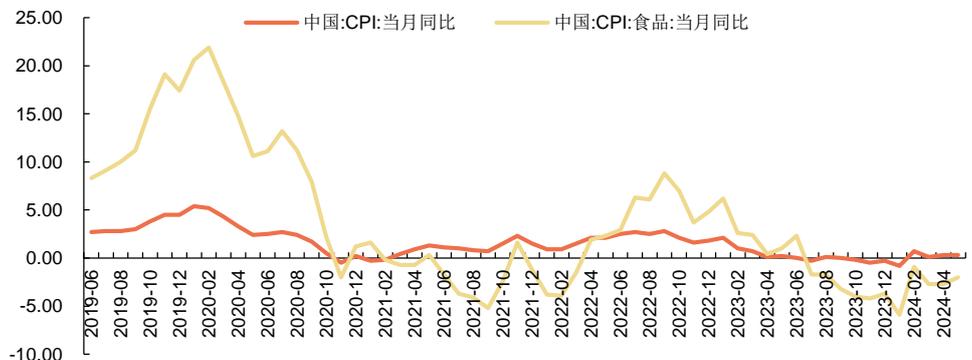
图1：飞天茅台批价变化影响近期白酒板块表现



资料来源：今日酒价、同花顺 ifind，申港证券研究所

受房地产市场低迷、居民就业和收入预期不稳定等因素影响，物价水平低位运行。根据国家统计局 CPI 数据，食品 CPI 月同比从 2023 年 7 月开始至今连续为负值，商品价格回升压力较大。

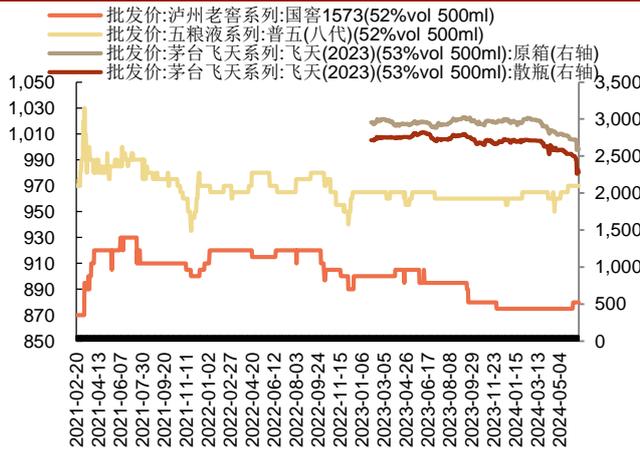
图2：食品 CPI 承压 23 年 7 月开始连续为负值



资料来源：wind，申港证券研究所

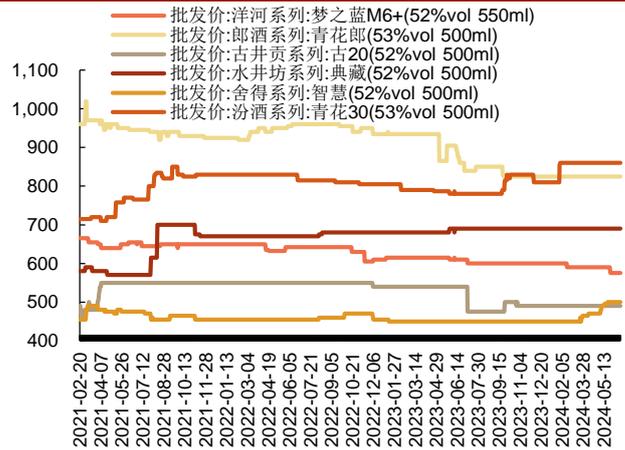
各主要价格带龙头及代表品牌批价较为稳定。根据今日酒价数据，普五受配额减量及消费价位转移、出厂价涨价等影响，库存较低、正常动销较好，经销商打款成本提高抑制低价抛货倾向，年内批价较为坚挺，目前批价表现稳定。次高端升级价位中，青花30控量挺价及23年提价带动下批价稳步提升、智慧舍得量增减少推动批价走高。次高端不乏批价上移产品，部分公司控货去库存较为严格或者推进渠道改革解决前期问题带动主销产品批价回升。

图3：高端酒批价（单位：元）



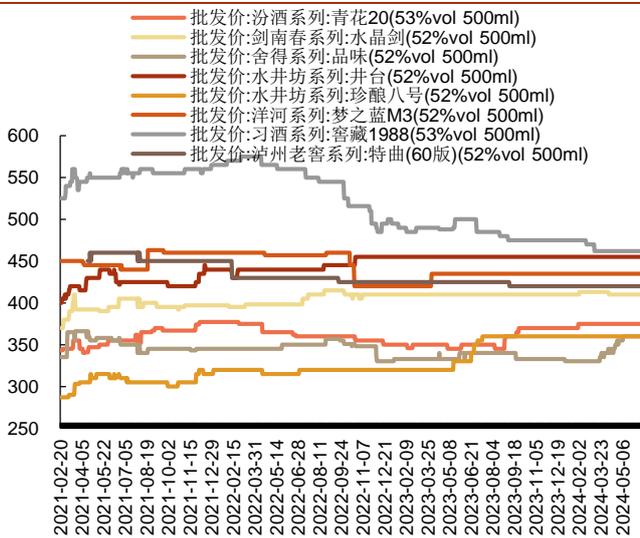
资料来源：今日酒价，datayes！，申港证券研究所

图4：次高端升级价位产品批价（单位：元）



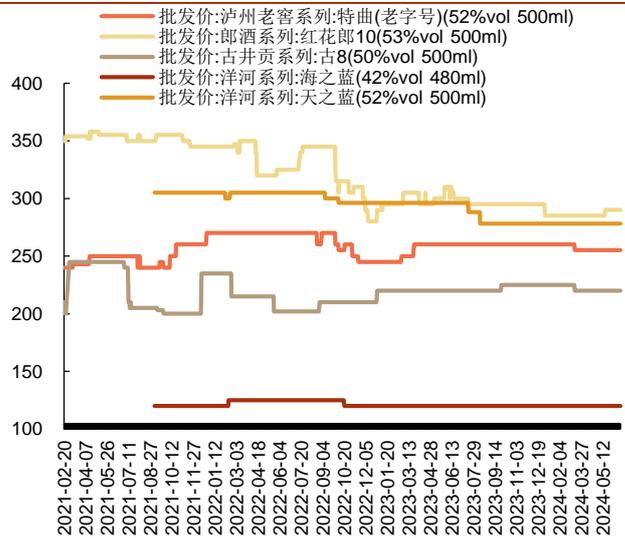
资料来源：今日酒价，datayes！，申港证券研究所

图5：次高端产品批价（单位：元）



资料来源：今日酒价，datayes！，申港证券研究所

图6：中档价位产品批价（单位：元）

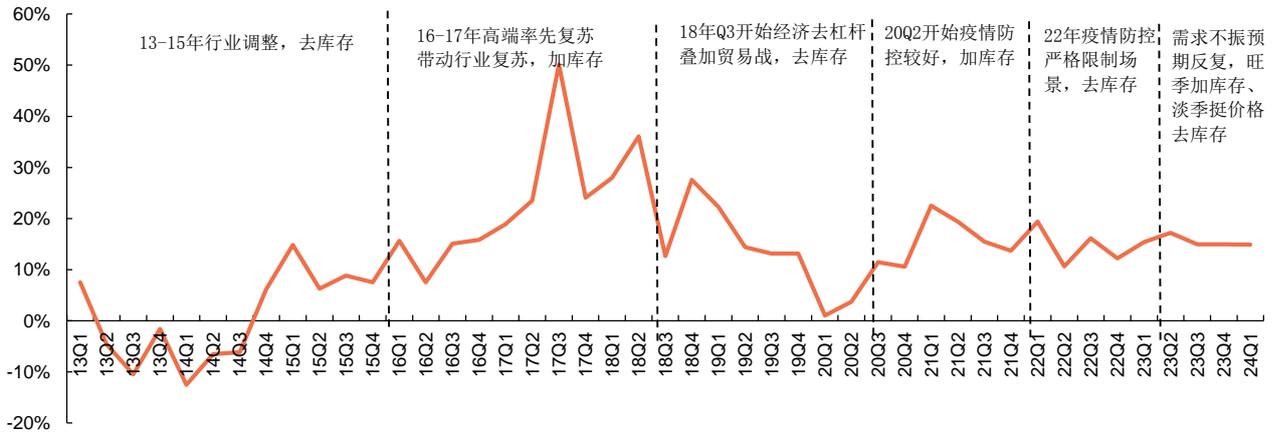


资料来源：今日酒价，datayes！，申港证券研究所

## 1.2 投资者担心基本面 消费场景承接乏力

23年以来酒企延续旺季要销量、淡季去库存挺价格的节奏，渠道库存压力加大，投资者节前担忧24年春节消费，24年春节实际情况好于市场预期，带动板块情绪阶段性回升。批价反映供需关系较为直接，且数据获取方便，较容易影响投资者对后续基本面的担心。我们认为批价作为单一市场类指标主要反映过去的情况，难以综合反映酒企营销动作和预测后续基本面走势。

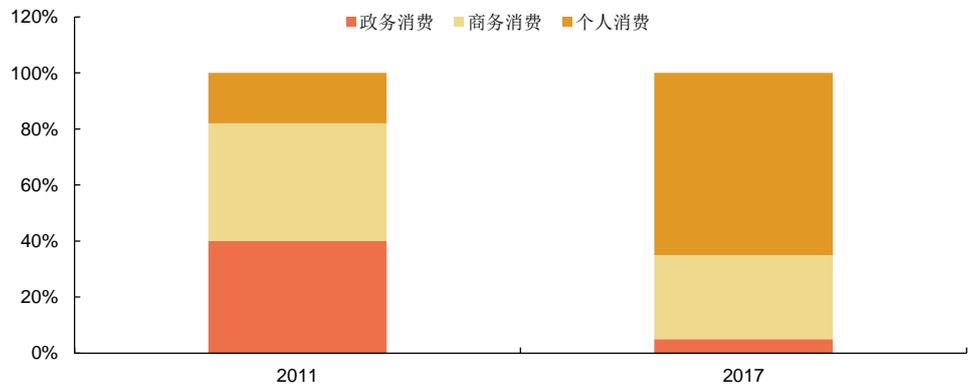
图7：白酒行业单季度营收增速变化情况及去库存进程



资料来源：wind，申港证券研究所

17年后商务和大众消费承接政务消费成为白酒消费主力，白酒对消费政策的变动钝化。白酒以前的成长周期中政策是主要的影响因素，目前白酒消费的周期属性减少，刚需属性增加，影响白酒消费的主要因素变为商务活动和个人消费。根据中国酒业协会数据，白酒的政务消费占比由2011年的40%降至2017年的5%、同期商务消费占比由42%降至30%，个人消费则由18%大幅上升至65%。

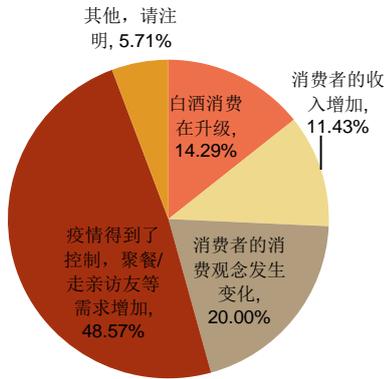
图8：2017年后白酒消费以商务和个人为主



资料来源：中国酒业协会 CADA 公众号《2019年食品烟酒消费支出占比28.2%—用数据分析中国酒行业的消费现状》，申港证券研究所

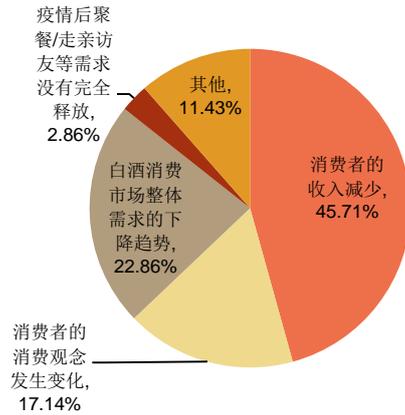
疫情放开后23年宴席消费火热，成为白酒走量重要场景。23年消费场景放开后，宴席回补需求和个人聚饮带动家宴市场火爆。根据中国酒业协会2023年中发布的《2023中国白酒市场中期研究报告》，酒商认为23年行业回暖的主要原因在于场景的放开和回补，酒类消费升级及收入增加为次要因素。根据行业媒体23年中秋国庆双节期间在河南、山东、四川、安徽、湖北、河北等多个区域市场的调研，以婚宴为主的宴席市场较为火爆，很多酒商宴席预定量增长30%以上，个别酒商宴席预定量暴增一倍以上。

图9：酒类从业者认为 23 年回暖主要在于场景回补



资料来源：中国酒业协会，酱酒新视界公众号“解读《2023 中国白酒市场中期研究报告》”，申港证券研究所

图10：酒类从业者认为 23 年消费动力仍不足的主要原因



资料来源：中国酒业协会，酱酒新视界公众号“解读《2023 中国白酒市场中期研究报告》”，申港证券研究所

酒企在宴席市场针对性投放费用，对终端和消费者抢夺较为激烈，厂商投入叠加消费回补，宴席场景火爆带动大众价位 100-300 元产品走货较好、同时吸引名酒和高端酒加码宴席渠道。在大众消费体现较好的安徽及江苏市场，大众价位产品今世缘淡雅和古 5 等增速较好。

图11：酒企宴席活动政策力度加大

品牌	政策要点
产品/主题/时间	奖励政策/合格标准
39度、1618、盒装五粮液宴席活动	满足单款活动产品3件及以上，同时宴席桌数3桌及以上，经核实后即可获赠经典五粮液小酒手提袋礼盒（100ml*2）一盒或5L五粮液人家大坛酒一坛；满足单款活动产品10件及以上，同时宴席桌数10桌及以上，经核实后即可获赠五粮液限定品生或新款300ml一瓶
洋河	天之蓝 天之蓝 天之蓝水晶版 宴席用酒适用对应产品，开瓶扫码每瓶赠1瓶，多开多赠，瓶瓶有红包
泸州老窖特曲	消费者买赠：根据消费者购酒数量及桌数法对应用酒 倒酒服务：根据当天餐桌配置专属倒酒服务礼仪 开盖扫码活动：开盖扫码有机会中16元、20元、30元50元、88元、188元红包及“再来一瓶” 会员权益：泸州老窖会员中心积分兑奖、会员购酒权益
水晶剑南春	办宴会 享史多好礼 e-9桌 四款酒具礼盒选其一 10-20桌 50度剑南春（大曲华章）2瓶750ml壹瓶 31-60桌 50度剑南春（大曲华章）2瓶1500ml壹瓶 81桌及以上 52度剑南春（蓝韵经典）20瓶3000ml壹瓶 购酒2件及以上（酒水总零售）≥8000ml，经现场核实开展宴会的50% 6桌及以上，瓶盖拉环回收桌数的50%
红花牌（红10、红15）	二重好礼 办宴尊享好礼 2-9桌 12瓶及以上 十二生肖酒具1套 10-19桌 红花牌15118瓶及以上 750ml红花牌 11瓶 20桌及以上 红花牌15136瓶及以上 1.65L红花牌 11瓶 红花牌10148瓶及以上
郎牌郎酒	开盖扫码大奖 特等奖 “再来一瓶” 醒脾酒 一等奖 50元现金红包 二等奖 20元现金红包 三等奖 9.9元现金红包 四等奖 279瓶酒酒 办宴会 享好礼 桌数：两桌及以上 消费者活商 购酒：四件及以上 每件赠送香煎或饮料
国台	品国台 国台 国台 国台 国台 2-9桌 10-19桌 20-29桌 30-49桌 购酒要求：1瓶1瓶购酒数向上取整 开瓶要求：桌数≥50%开瓶数向上取整 消费者奖励 大建商支持 C组 活力 8矿泉水 10瓶/瓶/

资料来源：酒说公众号《宴席热场景，争夺白热化》，申港证券研究所

### 24 年面临着主力增长场景的变化、价位和香型的降级替代

#### (1) 主力增长场景是否能顺利切换

从白酒需求端看，23 年低迷的商务场景改善不明显，宴席市场受同期高基数、婚庆

年份不佳等影响较为平淡，个人消费刚性好于企业消费、但主力价位较低。跟随经济复苏节奏，商务宴请和送礼一季度回升后又有所承压，影响 500-800 元次高端升级价位及高端产品表现。得益于春节略超预期，端午前库存消化普遍较好，目前酒企基础动作在于抢终端、做消费培育，对宴席仍保持较高投入力度，主力产品挺价格、新品持续铺货培育。

(2) 价位和香型的消费替代中如何受益

经济复苏进程缓慢，消费支出下降情况下，消费出现替代和降级，白酒消费更强调性价比。市场向各价位的代表产品、龙头企业集中，五粮液、青花汾酒等在千元价位、清香品类有较为明显的价格和香型代表性，自然动销较好。消费替代除价位降级替代外，同香型更高性价比产品将优先受益。

图12：品质创新时代同香型降级替代较为常见

**营销创新**

- ✓ 终端盘中盘
- ✓ 消费者盘中盘
- ✓ 1+1协销
- ✓ 深度分销
- ✓ 社群营销



**品质创新**

- ✓ 酱酒：品质崛起、香型转移
- ✓ 老酒、真年份：浓香存储、舍得老酒、贵州醇
- ✓ 香型细化：古井烤麦香、古香、陶香、酒鬼酒馥郁香
- ✓ 产品主义崛起：茅台、五粮液、汾酒、酒鬼酒

资料来源：微酒公众号《最具“破坏性”的品质创新是什么？》，申港证券研究所

## 2. 酒企主动纾解渠道压力 23 年及 24Q1 业绩兑现仍好

### 2.1 业绩回顾：收入利润增长稳健 毛销差扩大

**2023 年高端和地产龙头白酒业绩韧性强，次高端业绩分化。**白酒板块上市公司 23 年合计实现营收 4104.83 亿元、同比+15.55%，营收增速同比提升 0.55pct。归母净利润 1550.59 亿元、同比+18.84%，增速同比降低 1.52pct。其中 23Q4 酒企消化库存为春节旺季蓄力，营收增速较前三季度有所回落、低于全年整体增速。

各阵营 23 年营收增速排序为高端（16.51%）>地产龙头（16.31%）>次高端（14.15%）>大众酒（3.35%），归母净利润增速为大众酒（228.18%）>高端（18.46%）>地产龙头（18.06%）>次高端（16.44%）。

**24Q1 板块营收/净利润分别增长 14.92%/15.85%，较同期增速小幅降低。**合并计算 23Q4+24Q1 情况下，板块整体营收/净利润分别同比增长 14.93%/16.92%，较同期增速分别提升 0.83pct/降低 1.63pct。

- ◆ 高端韧性较强，茅台增长途径丰富、业绩不断超预期，五粮液千元价位性价比突出自然动销良好，泸州老窖全系列产品发力、渠道下沉和终端占领亮眼。
- ◆ 次高端阵营除汾酒产品放量和消费氛围仍较强外、其余次高端企业受到商务场景

需求复苏缓慢且省外市场拓展阻力加大压制，24Q1 舍得及酒鬼酒归母净利润同比下滑，水井坊同期低基数下回升明显。

- ◆ 地产龙头中徽酒及苏酒受益于本地经济活力和居民节庆和宴席消费较好、本地竞争格局变化及市场集中，古井贡酒、迎驾贡酒品牌势能释放，今世缘补齐薄弱区域扭转省内格局，优势地产龙头次高价位以上升级延续、同时大众价位增长较好。

表1：23 年高端及地产龙头表现较优，24Q1 大众酒利润弹性明显

证券简称	营收 (亿元)						归母净利润 (亿元)					
	2023	YOY	24Q1	YOY	23Q4+24Q1	YOY	2023	YOY	24Q1	YOY	23Q4+24Q1	YOY
贵州茅台	1,505.60	18.04%	464.85	18.04%	917.29	18.90%	747.34	19.16%	240.65	15.73%	459.23	17.42%
五粮液	832.72	12.58%	348.33	11.86%	555.69	12.65%	302.11	13.19%	140.45	11.98%	214.23	11.33%
泸州老窖	302.33	20.34%	91.88	20.74%	174.79	14.93%	132.46	27.79%	45.74	23.20%	72.54	23.78%
<b>高端合计</b>	<b>2,640.66</b>	<b>16.51%</b>	<b>905.06</b>	<b>15.84%</b>	<b>1,647.77</b>	<b>16.30%</b>	<b>1181.91</b>	<b>18.46%</b>	<b>426.84</b>	<b>15.21%</b>	<b>746.00</b>	<b>16.17%</b>
山西汾酒	319.28	21.80%	153.38	20.94%	205.22	22.50%	104.38	28.93%	62.62	29.95%	72.69	25.19%
舍得酒业	70.81	16.93%	21.05	4.18%	39.41	13.91%	17.71	5.09%	5.50	-3.37%	10.26	-2.70%
水井坊	49.53	6.00%	9.33	9.38%	22.98	30.93%	12.69	4.36%	1.86	16.82%	4.33	35.07%
酒鬼酒	28.30	-30.14%	4.94	-48.80%	11.81	-22.76%	5.48	-47.77%	0.73	-75.56%	1.42	-62.21%
<b>次高端合计</b>	<b>467.92</b>	<b>14.15%</b>	<b>188.71</b>	<b>14.22%</b>	<b>279.42</b>	<b>18.92%</b>	<b>140.26</b>	<b>16.44%</b>	<b>70.72</b>	<b>20.93%</b>	<b>88.71</b>	<b>17.36%</b>
洋河股份	331.26	10.04%	162.55	8.03%	190.98	2.30%	100.16	6.80%	60.55	5.02%	58.68	-3.37%
古井贡酒	202.54	21.18%	82.86	25.85%	125.87	19.51%	45.89	46.01%	20.66	31.61%	28.42	35.99%
今世缘	101.00	28.05%	46.71	22.82%	64.06	23.84%	31.36	25.30%	15.33	22.12%	20.33	21.27%
老白干酒	52.57	12.98%	11.30	12.67%	25.41	15.49%	6.66	-5.89%	1.36	33.04%	3.84	38.81%
迎驾贡酒	67.20	22.07%	23.25	21.33%	42.41	20.17%	22.88	34.17%	9.13	30.43%	15.46	28.60%
口子窖	59.62	16.10%	17.68	11.05%	32.84	10.76%	17.21	11.04%	5.89	10.02%	9.62	8.81%
<b>地产龙头合计</b>	<b>814.19</b>	<b>16.31%</b>	<b>344.34</b>	<b>15.00%</b>	<b>481.57</b>	<b>11.82%</b>	<b>224.16</b>	<b>18.06%</b>	<b>112.92</b>	<b>13.73%</b>	<b>136.35</b>	<b>11.75%</b>
顺鑫农业	105.93	-9.30%	40.57	-0.75%	58.42	-12.28%	-2.96	56.09%	4.51	37.42%	4.47	219.93%
金徽酒	25.48	26.64%	10.76	20.41%	16.04	19.38%	3.29	17.35%	2.21	21.58%	2.77	11.66%
金种子酒	14.69	23.92%	4.19	-3.02%	8.16	1.52%	-0.22	88.21%	0.18	142.87%	0.30	132.86%
伊力特	22.31	37.46%	8.31	12.39%	14.19	34.37%	3.40	105.43%	1.59	7.08%	2.70	54.94%
天佑德酒	12.10	23.50%	5.26	32.77%	7.95	35.76%	0.90	19.02%	1.08	40.43%	0.92	74.78%
皇台酒业	1.54	12.96%	0.36	-5.73%	0.78	9.27%	-0.15	-304.04%	0.01	-64.64%	-0.18	-387.33%
<b>大众酒合计</b>	<b>182.05</b>	<b>3.35%</b>	<b>69.46</b>	<b>5.43%</b>	<b>105.55</b>	<b>0.33%</b>	<b>4.26</b>	<b>228.18%</b>	<b>9.57</b>	<b>37.45%</b>	<b>10.99</b>	<b>6921.44%</b>
<b>白酒合计</b>	<b>4,104.83</b>	<b>15.55%</b>	<b>1,507.57</b>	<b>14.92%</b>	<b>2,514.31</b>	<b>14.93%</b>	<b>1,550.59</b>	<b>18.84%</b>	<b>620.06</b>	<b>15.85%</b>	<b>982.05</b>	<b>16.92%</b>

资料来源: wind, 申港证券研究所

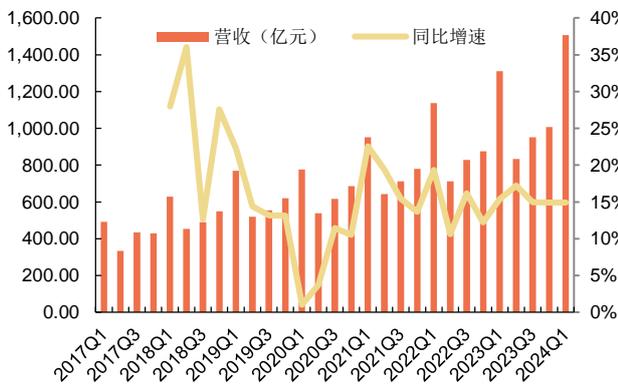
23 年以来白酒各季度营收增速波动不大，净利润增速有所回落。23 年下半年渠道库存强压力下，上市公司 23 年及 24Q1 利润增速均未出现低于营收增速的情况，主要原因为分化下各价位龙头企业结构升级延续，企业精细化调整销售费用投向及节奏、保持毛销差正增长，管理费用率普遍节约、对冲了销售费用率走高。从季度间各阵营营收和归母净利润增长节奏看，高端营收增速波动较小、归母净利润增速回落，主要原因为贵州茅台 23 年上半年增速基数较高。白酒 24Q1 顺利收官，全年看 24H1 归母净利润增长或有一定基数压力。

图13：白酒季度净利润同比增速有所回落

	营业收入增速					走势	归母净利润增速					走势
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	
高端	16.53%	16.95%	15.66%	16.86%	15.84%		19.73%	18.36%	17.97%	17.48%	15.21%	
次高端	6.47%	21.93%	9.64%	30.06%	14.22%		14.13%	35.99%	15.19%	5.14%	20.93%	
地产龙头	19.37%	22.13%	15.98%	4.56%	15.00%		18.37%	24.67%	19.32%	3.08%	13.73%	
大众酒	9.11%	-5.80%	16.99%	-8.22%	5.43%		46.35%	-489.47%	-62.11%	120.81%	37.45%	
白酒合计	15.39%	17.20%	14.98%	14.94%	14.92%		19.12%	19.71%	17.74%	18.81%	15.85%	

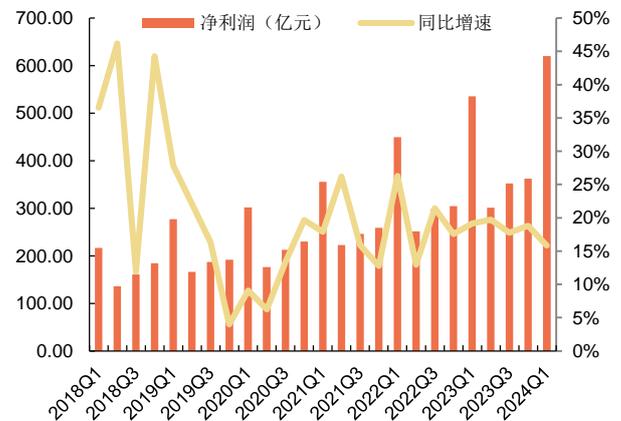
资料来源：wind，申港证券研究所

图14：白酒板块季度营收及同比增长情况



资料来源：wind，申港证券研究所

图15：白酒板块季度净利润及同比增长情况



资料来源：wind，申港证券研究所

毛利率整体保持上行，扩张型次高端表现承压。23年白酒板块整体毛利率同比提升1.10pct至80.50%，地产龙头中古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒受益竞争格局转好、产品结构持续提升，毛利率分别同比提升1.90、1.76、3.35pct，大众酒中金种子新品铺货和高端化带动毛利率同比提升13.88pct。次高端毛利率均出现一定程度下降，主要原因为年内商务宴请复苏疲弱，中低档产品增速快于整体带动重心下移，其中舍得酒业在营收保持稳定情况下，舍之道和光瓶酒增速较快，带动毛利率下降3.22pct，酒鬼酒、水井坊23年均出现毛利率下降。

24Q1 高端毛利率提升0.24pct至86.00%，次高端山西汾酒毛利率提升1.90pct较为亮眼，其余次高端延续23年毛利率同比下行趋势、单季度毛利率继续有所回落。地产龙头中洋河、今世缘单季度毛利率回落，主要为次高端升级价位需求复苏缓慢、新品换代及中等价位产品增速较高的短期节奏影响。徽酒中迎驾贡酒毛利率同比提升3.91pct、在产品结构提升带动下毛利率提升幅度明显。大众酒中金徽酒、伊力特、金种子酒毛利率同比回升。24Q1白酒毛利率整体同比增长0.45pct。

**表2：23 年次高端阵营毛利率回落**

证券简称	2022 毛利率	2023Q1 毛利率	2023 毛利率	2024Q1 毛利率	23 年同比 增减 (pct)	24Q1 同比 增减 (pct)
贵州茅台	89.38%	91.13%	90.21%	91.20%	0.83	0.07
五粮液	75.42%	78.39%	75.79%	78.43%	0.37	0.03
泸州老窖	86.59%	88.09%	88.30%	88.37%	1.71	0.28
<b>高端合计</b>	<b>84.52%</b>	<b>85.76%</b>	<b>85.45%</b>	<b>86.00%</b>	<b>0.93</b>	<b>0.24</b>
山西汾酒	75.36%	75.56%	75.31%	77.46%	-0.05	1.90
舍得酒业	77.72%	78.38%	74.50%	74.16%	<b>-3.22</b>	<b>-4.22</b>
水井坊	84.49%	83.17%	83.16%	80.47%	<b>-1.33</b>	<b>-2.70</b>
酒鬼酒	79.63%	81.54%	78.35%	71.08%	<b>-1.29</b>	<b>-10.46</b>
<b>次高端合计</b>	<b>77.17%</b>	<b>76.65%</b>	<b>76.20%</b>	<b>77.07%</b>	<b>-0.97</b>	<b>0.43</b>
洋河股份	74.60%	76.60%	75.25%	76.03%	0.64	-0.56
古井贡酒	77.17%	79.67%	79.07%	80.35%	1.90	0.68
今世缘	76.56%	75.37%	78.32%	74.22%	1.76	-1.15
老白干酒	68.36%	65.42%	67.15%	62.72%	-1.20	-2.71
迎驾贡酒	68.02%	71.18%	71.37%	75.09%	3.35	3.91
口子窖	74.16%	76.63%	75.19%	76.48%	1.03	-0.15
<b>地产龙头合计</b>	<b>74.47%</b>	<b>76.40%</b>	<b>75.73%</b>	<b>76.35%</b>	<b>1.26</b>	<b>-0.05</b>
顺鑫农业	31.73%	37.72%	31.80%	37.15%	0.07	-0.57
金徽酒	62.78%	64.97%	62.44%	65.40%	-0.35	0.43
伊力特	48.05%	51.45%	48.23%	51.89%	0.18	0.44
金种子酒	26.45%	27.23%	40.32%	44.52%	13.88	17.29
天佑德酒	62.02%	63.61%	63.01%	63.02%	0.99	-0.59
皇台酒业	63.82%	64.49%	61.18%	64.66%	-2.64	0.17
<b>大众酒合计</b>	<b>38.36%</b>	<b>43.98%</b>	<b>41.11%</b>	<b>45.84%</b>	<b>2.75</b>	<b>1.86</b>
<b>白酒合计</b>	<b>79.40%</b>	<b>80.38%</b>	<b>80.50%</b>	<b>80.83%</b>	<b>1.10</b>	<b>0.45</b>

资料来源：wind，申港证券研究所

**销售费用率小幅提升，管理费用率同比降低。**23 年/24Q1 销售费用率同比提升 0.15/0.06pct，其中高端阵营中贵州茅台销售费用率分别同比提升 0.50/0.53pct，预计主要为系列酒渠道和广宣推广加大所致。五粮液对低度产品及 1618 扫码红包加大投入，23 年/24Q1 销售费用率同比提升 0.11/0.75pct。

2023 年次高端在场景复苏缓慢情况下，企业主动调整费用投放节奏，山西汾酒动销势能较好、企业主动控制费用投放，23 年销售费用率节约 2.91pct。舍得酒业 23 年销售费用率同比增加 1.43pct，预计主要与公司逆势持续培育市场，在藏品 10 年、首府战役等产品培育和区域市场进攻中加大营销投入、增加销售人员职工薪酬扩大有关。酒鬼酒 23 年及 24Q1 营收同比下降，销售费用率同比升高 6.94 及 7.90pct。地产酒中洋河股份、今世缘 23 年销售费用率升高，预计与年内扫码红包投放、宴席赠酒等推广增加有关。徽酒古井贡酒、迎驾贡酒精细化费用投放，23 年销售费用率有所降低，省内竞争格局较好。

上市公司整体 23 年/24Q1 管理费用率分别达 5.52%/2.89%，同比分别下降 0.47/1.34pct，酒企主动控制开支及营收增长摊薄下管理费用率实现同比下降。

**表3：销售费用率平稳增长而管理费用率节约**

证券简称	销售费用率				管理费用率			
	2023	2024Q1	23 年同比 增减 (pct)	24Q1 同比 增减 (pct)	2023	2024Q1	23 年同比 增减 (pct)	24Q1 同比 增减 (pct)
贵州茅台	3.09%	2.45%	0.50	0.53	6.46%	4.44%	-0.60	-0.67
五粮液	9.36%	7.53%	0.11	0.75	3.99%	3.06%	-0.16	-0.47
泸州老窖	13.15%	7.85%	-0.58	-1.23	3.77%	2.49%	-0.86	-0.79
<b>高端合计</b>	<b>6.22%</b>	<b>4.96%</b>	<b>0.22</b>	<b>0.40</b>	<b>5.37%</b>	<b>3.71%</b>	<b>-0.47</b>	<b>-0.59</b>
山西汾酒	10.07%	7.47%	-2.91	-0.48	3.76%	1.99%	-0.87	-0.09
舍得酒业	18.21%	16.32%	1.43	-2.93	8.98%	7.90%	-0.72	-0.20
水井坊	26.40%	35.06%	-0.96	3.15	7.31%	9.47%	-0.29	-0.70
酒鬼酒	32.22%	33.93%	6.94	7.90	5.85%	7.97%	1.53	4.34
<b>次高端合计</b>	<b>14.37%</b>	<b>10.52%</b>	<b>-2.03</b>	<b>-1.11</b>	<b>5.06%</b>	<b>3.17%</b>	<b>-0.63</b>	<b>-0.15</b>
洋河股份	16.26%	8.52%	2.38	1.11	5.33%	2.85%	-1.10	-0.89
古井贡酒	26.84%	27.18%	-1.09	-1.66	6.75%	4.79%	-0.23	-0.68
今世缘	20.76%	14.16%	3.14	-1.76	4.24%	2.20%	0.14	0.12
老白干酒	27.16%	22.91%	-3.16	-2.97	7.89%	8.44%	-0.62	-3.00
迎驾贡酒	8.65%	6.72%	-0.51	0.31	3.11%	2.34%	-0.36	-0.26
口子窖	13.88%	12.06%	0.25	-0.59	6.83%	5.31%	1.61	0.09
<b>地产龙头合计</b>	<b>19.35%</b>	<b>14.31%</b>	<b>0.99</b>	<b>0.27</b>	<b>5.64%</b>	<b>0.00%</b>	<b>-0.48</b>	<b>-4.17</b>
顺鑫农业	11.38%	5.41%	2.61	-3.01	8.08%	5.44%	0.73	-0.40
金徽酒	21.02%	17.98%	0.13	0.15	10.79%	7.91%	-0.01	0.69
伊力特	9.40%	6.63%	-2.75	0.00	3.56%	2.66%	-1.02	-0.37
金种子酒	15.97%	17.15%	-4.60	-1.42	8.91%	7.07%	-1.07	1.19
天佑德酒	23.83%	14.37%	-1.05	0.34	12.36%	7.32%	-1.96	-0.36
皇台酒业	22.91%	23.60%	4.62	5.28	15.95%	20.67%	0.83	2.57
<b>大众酒合计</b>	<b>13.78%</b>	<b>8.98%</b>	<b>1.55</b>	<b>-1.57</b>	<b>8.32%</b>	<b>5.81%</b>	<b>0.21</b>	<b>-0.09</b>
<b>白酒合计</b>	<b>10.09%</b>	<b>7.97%</b>	<b>0.15</b>	<b>0.06</b>	<b>5.52%</b>	<b>2.89%</b>	<b>-0.47</b>	<b>-1.34</b>

资料来源：wind，申港证券研究所

毛销差 23 年及 24Q1 同比持续走高，盈利能力较好。23 年白酒毛销差同比提高 0.95pct，各阵营毛销差同比均有所提升、增幅方面大众酒>次高端>高端>地产龙头。

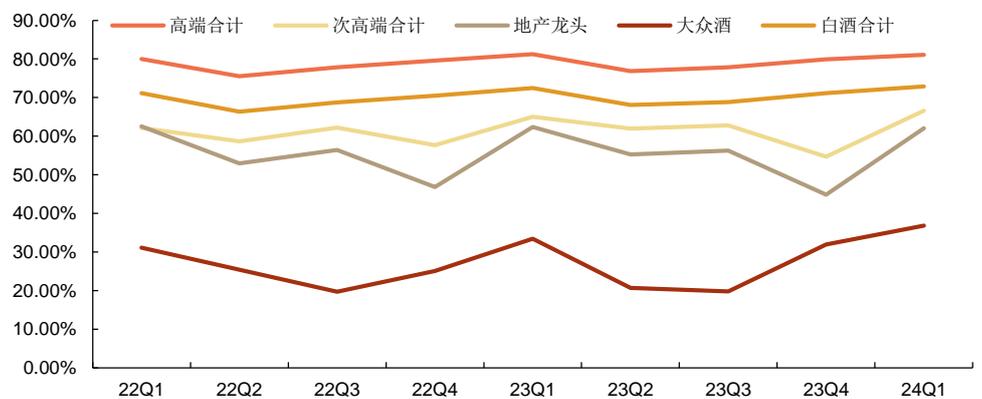
- ◆ 高端毛销差 24Q1 同比下降 0.16pct，主要为茅台、五粮液加大系列酒和渠道推广致销售费用率同比提高，消减了毛利率的同比提升。
- ◆ 次高端企业舍得酒业、酒鬼酒、水井坊顺应市场压力、调整产品结构，中低端产品增长较好，23 年及 24Q1 毛利率同比下降，毛销差同比均有所降低。这种毛销差降低的状况随着经济复苏和季度基数切换、后续有望得到扭转。
- ◆ 地产龙头分化，徽酒企业古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖 23 年及 24Q1 毛销差均同比提高，苏酒中洋河 23 年及 24Q1 毛销差均同比下降，今世缘 23 年毛销差同比下降、24Q1 同比提升。大众酒企业中，金种子调整产品体系、毛销差同比显著提升、伊力特提升产品结构、毛销差同比提升。

表4：23年各阵营均实现毛销差提升

证券简称	22年毛销差	23年毛销差	23年同比 提升 (pct)	24Q1毛销差	24Q1同比 提升 (pct)
贵州茅台	86.79%	87.13%	0.33	88.75%	-0.46
五粮液	66.17%	66.43%	0.26	70.89%	-0.72
泸州老窖	72.86%	75.15%	2.29	80.53%	1.52
<b>高端合计</b>	<b>78.52%</b>	<b>79.23%</b>	<b>0.71</b>	<b>81.04%</b>	<b>-0.16</b>
山西汾酒	62.37%	65.23%	2.86	69.99%	2.38
舍得酒业	60.94%	56.29%	-4.65	57.84%	-1.29
水井坊	57.13%	56.75%	-0.37	45.41%	-5.86
酒鬼酒	54.35%	46.13%	-8.22	37.15%	-18.36
<b>次高端合计</b>	<b>60.77%</b>	<b>61.83%</b>	<b>1.06</b>	<b>66.56%</b>	<b>1.54</b>
洋河股份	60.72%	58.98%	-1.74	67.52%	-1.67
古井贡酒	49.23%	52.22%	2.99	53.17%	2.33
今世缘	58.94%	57.56%	-1.38	60.06%	0.61
迎驾贡酒	58.86%	62.72%	3.86	68.37%	3.60
口子窖	60.53%	61.32%	0.78	64.42%	0.44
老白干酒	38.03%	39.99%	1.96	39.80%	0.26
<b>地产龙头合计</b>	<b>56.11%</b>	<b>56.38%</b>	<b>0.27</b>	<b>62.04%</b>	<b>-0.32</b>
顺鑫农业	22.97%	20.43%	-2.54	31.75%	2.44
金徽酒	41.89%	41.42%	-0.47	47.42%	0.28
伊力特	35.89%	38.82%	2.93	45.26%	0.44
金种子酒	5.88%	24.36%	18.48	27.38%	18.71
天佑德酒	37.15%	39.18%	2.04	48.65%	-0.92
皇台酒业	45.53%	38.27%	-7.26	41.06%	-5.11
<b>大众酒</b>	<b>26.13%</b>	<b>27.33%</b>	<b>1.20</b>	<b>36.85%</b>	<b>3.43</b>
<b>白酒合计</b>	<b>69.46%</b>	<b>70.41%</b>	<b>0.95</b>	<b>72.85%</b>	<b>0.39</b>

资料来源：wind，申港证券研究所

图16：白酒板块各季度毛销差走势



资料来源：wind，申港证券研究所

白酒企业税金及附加比率 23 年/24Q1 同比增加 0.24pct/0.42pct，白酒企业消费税主要为生产和销售环节的从量税及从价税收，生产和销售的错期对季度税率形成一定扰动，预计全年来看税率仍将保持平稳。

**23 年白酒整体归母净利润率同比提升 1.05pct，提升空间主要来源为 23 年毛销差同比提升 0.95pct、管理费用率同比节约 0.47pct。**次高端阵营中山西汾酒 23 年及 24Q1 归母净利润率均同比提升，幅度分别为 1.81pct/2.83pct，经营质量较高。地产龙头中，徽酒优于苏酒，古井贡酒及迎驾贡酒 23 年及 24Q1 归母净利润率均同比提升、苏酒企业洋河股份和今世缘同期归母净利润率同比小幅下降。

表5：23 年及 24Q1 归母净利润率、税金及附加比率

证券简称	归母净利润率				税金及附加比率			
	2023	2024Q1	23 年同比 增减 (pct)	24Q1 同比 增减 (pct)	2023	2024Q1	23 年同比 增减 (pct)	24Q1 同 比增减 (pct)
贵州茅台	49.64%	51.77%	0.47	-1.04	14.77%	15.49%	0.27	1.62
五粮液	36.28%	40.32%	0.20	0.04	15.05%	13.95%	0.52	-0.37
泸州老窖	43.81%	49.78%	2.56	0.99	13.67%	12.44%	-0.36	0.17
<b>高端</b>	<b>44.76%</b>	<b>47.16%</b>	<b>0.74</b>	<b>-0.26</b>	<b>14.73%</b>	<b>14.58%</b>	<b>0.27</b>	<b>0.69</b>
山西汾酒	32.69%	40.83%	1.81	2.83	18.27%	13.34%	0.71	-1.05
舍得酒业	25.02%	26.14%	-2.82	-2.04	14.33%	14.23%	-0.58	0.48
水井坊	25.62%	19.96%	-0.40	1.27	15.69%	13.59%	-0.04	-2.06
酒鬼酒	19.36%	14.86%	-6.53	-16.26	17.97%	19.15%	1.78	3.47
<b>次高端</b>	<b>29.98%</b>	<b>37.48%</b>	<b>0.59</b>	<b>2.08</b>	<b>17.38%</b>	<b>13.61%</b>	<b>0.56</b>	<b>-0.85</b>
洋河股份	30.24%	37.25%	-0.91	-1.07	15.91%	16.01%	1.33	0.32
古井贡酒	22.66%	24.93%	3.85	1.09	15.06%	15.04%	-1.84	0.57
今世缘	31.05%	32.81%	-0.68	-0.19	14.82%	15.53%	-1.37	0.56
老白干酒	12.67%	12.05%	-2.54	1.85	16.65%	16.81%	0.60	1.69
迎驾贡酒	34.04%	39.27%	3.07	2.74	15.40%	14.19%	0.40	-0.24
口子窖	28.87%	33.34%	-1.32	-0.31	15.12%	14.10%	-0.11	-0.44
<b>地产龙头</b>	<b>27.53%</b>	<b>32.79%</b>	<b>0.41</b>	<b>-0.36</b>	<b>15.51%</b>	<b>15.52%</b>	<b>0.02</b>	<b>0.35</b>
顺鑫农业	-2.79%	11.11%	2.97	3.09	10.81%	9.78%	-0.86	-0.03
金徽酒	12.91%	20.55%	-1.02	0.20	14.74%	14.21%	0.12	0.01
伊力特	15.23%	19.12%	5.04	-0.95	14.24%	14.90%	-2.41	1.56
金种子酒	-1.50%	4.21%	14.28	13.72	14.59%	16.04%	3.93	3.65
天佑德酒	7.40%	20.59%	-0.28	1.12	15.21%	15.09%	0.06	-0.54
皇台酒业	-9.74%	2.40%	-15.13	-3.99	19.51%	15.99%	-0.43	-0.55
<b>大众酒</b>	<b>2.34%</b>	<b>13.78%</b>	<b>4.22</b>	<b>3.21</b>	<b>12.45%</b>	<b>11.89%</b>	<b>-0.20</b>	<b>0.53</b>
<b>白酒合计</b>	<b>37.77%</b>	<b>41.13%</b>	<b>1.05</b>	<b>0.33</b>	<b>15.09%</b>	<b>14.55%</b>	<b>0.24</b>	<b>0.42</b>

资料来源：wind，申港证券研究所

## 2.2 主动纾解渠道压力 预收情况分化

24Q1 销售收现低于同期营收增速，季度末应收款同比增长 15.09%，酒企主动纾解经销商现金压力。23 年白酒销售收现 4518.98 亿元、同比增长 16.45%，同期营收 4104.83 亿元、增速 15.55%，收现表现好于实际营收。23Q4+24Q1 销售收现 2643.08

亿元，同比增长 11.71%，增速低于同期营收增速的 14.93%。同时，24Q1 末企业应收项目（以应收票据及应收账款+应收账款融资计算）为 449.67 亿元，环比 23 年末增长 193.89 亿元，同比增长 15.09%，显示在旺季渠道大力回款压力下，酒企对经销商使用票据给予宽松政策，对经销商现金压力进行主动纾解。23Q4+24Q1 经营性净现金流同比下降 6.1%，其中高端同比下降 12.8%，预计主要受渠道回款票据使用加大及支出较多影响。

**表6：23Q4+24Q1 销售收现低于同期营收增速给渠道释放压力**

证券简称	销售收现				同期营收增速		经营性净现金流			
	2023	YOY	23Q4+24Q1	YOY	2023	23Q4+24Q1	2023	YOY	23Q4+24Q1	YOY
贵州茅台	1,637.00	16.35%	987.03	22.72%	18.04%	18.90%	665.93	81.5%	257.79	-20.8%
五粮液	1,053.50	28.84%	603.01	-1.76%	12.58%	12.65%	417.42	70.9%	198.70	-14.3%
泸州老窖	315.89	21.91%	145.85	7.36%	20.34%	14.93%	106.48	28.9%	59.55	72.2%
<b>高端合计</b>	<b>3,006.39</b>	<b>21.04%</b>	<b>1,735.89</b>	<b>11.71%</b>	<b>16.51%</b>	<b>16.30%</b>	<b>1,189.84</b>	<b>71.5%</b>	<b>516.04</b>	<b>-12.8%</b>
山西汾酒	301.31	4.94%	200.80	25.08%	21.80%	22.50%	72.25	-29.9%	69.63	24.3%
舍得酒业	73.60	22.39%	38.05	12.75%	16.93%	13.91%	7.16	-31.3%	2.44	14.8%
水井坊	56.36	7.53%	25.48	29.51%	6.00%	30.93%	17.34	32.0%	2.76	46.5%
酒鬼酒	25.13	-26.07%	8.95	-33.69%	-30.14%	-22.76%	0.51	-87.2%	-2.71	-3321.6%
<b>次高端合计</b>	<b>456.40</b>	<b>5.24%</b>	<b>273.28</b>	<b>20.15%</b>	<b>14.15%</b>	<b>18.92%</b>	<b>97.25</b>	<b>-25.6%</b>	<b>72.11</b>	<b>20.0%</b>
洋河股份	348.54	12.84%	222.17	13.04%	10.04%	2.30%	61.30	68.1%	66.37	10.5%
古井贡酒	207.97	19.88%	118.14	6.32%	21.18%	19.51%	44.96	44.7%	12.31	9.5%
今世缘	120.61	24.83%	69.14	19.64%	28.05%	23.84%	28.00	0.7%	18.21	23.2%
老白干酒	58.14	14.64%	31.30	23.67%	12.98%	15.49%	7.95	27.9%	3.76	189.6%
迎驾贡酒	76.27	17.69%	47.68	11.41%	22.07%	20.17%	21.98	19.4%	17.69	18.3%
口子窖	57.91	10.99%	31.19	-1.04%	16.10%	10.76%	9.11	9.8%	3.90	-28.7%
<b>地产龙头合计</b>	<b>869.42</b>	<b>16.44%</b>	<b>519.62</b>	<b>11.73%</b>	<b>16.31%</b>	<b>11.82%</b>	<b>173.30</b>	<b>35.1%</b>	<b>122.23</b>	<b>13.4%</b>
顺鑫农业	105.73	-28.74%	65.34	-12.94%	-9.30%	-12.28%	-7.38	-150.9%	8.31	45.9%
金徽酒	29.36	20.25%	19.70	13.79%	26.64%	19.38%	4.50	41.0%	5.48	6.1%
伊力特	23.06	32.78%	15.07	35.64%	37.46%	34.37%	3.02	-301.7%	2.52	6.8%
金种子酒	13.03	-8.10%	4.55	-47.80%	23.92%	1.52%	0.89	-119.3%	-1.30	982.2%
天佑德酒	13.87	27.33%	8.70	30.99%	23.50%	35.76%	1.04	-3214.1%	0.81	53.2%
皇台酒业	1.72	24.67%	0.92	20.83%	12.96%	9.27%	0.06	-42.8%	0.07	-1.7%
<b>大众酒合计</b>	<b>186.76</b>	<b>-13.78%</b>	<b>114.29</b>	<b>-4.44%</b>	<b>3.35%</b>	<b>0.33%</b>	<b>2.13</b>	<b>-81.7%</b>	<b>15.90</b>	<b>16.0%</b>
<b>白酒合计</b>	<b>4,518.98</b>	<b>16.45%</b>	<b>2,643.08</b>	<b>11.71%</b>	<b>15.55%</b>	<b>14.93%</b>	<b>1,462.53</b>	<b>51.6%</b>	<b>726.28</b>	<b>-6.1%</b>

资料来源：wind，申港证券研究所

**预收款（合同负债+预收账款）质量较好，酒企间分化明显。**23 年末预收款 531.04 亿元、季度环比增加 126.74 亿元，24Q1 末预收款 407.61 亿元、同比增加 0.42%。从各阵营 24Q1 预收款同比增速看，次高端（13.91%）>高端（9.71%）>白酒整体（0.42%）>地产龙头（-8.48%）>大众酒（-32.98%）。从预收款同比增速角度看，泸州老窖、山西汾酒 24Q1 预收款同比增速较快，渠道预收情况较好。

从订单收入增速与报表端营收增速对比看，24Q1 订单收入（24Q1 营收+当季度预收款环比变化）同比增速 27.38%，高于 24Q1 报表端营收增速，整体预收质量仍较好。综合预收款情况来看，高端 24Q1 订单收入均高于同期报表端营收增速，次高端中山西汾酒表现良好，其余白酒中老白干酒、金徽酒、伊力特表现较优。

表7：白酒预收款变化情况及与营收增速对比

证券简称	2023 年预收款 (亿元)	YOY	2024Q1 预收款 (亿元)	YOY	24Q1 营收+预收款环比变化	YOY	24Q1 报表端营收增速
贵州茅台	141.26	-8.70%	95.23	14.33%	418.82	29.92%	> 18.04%
五粮液	68.82	-44.48%	50.65	-8.78%	330.16	35.89%	> 11.86%
泸州老窖	26.73	4.15%	25.35	46.88%	90.50	33.69%	> 20.74%
<b>高端合计</b>	<b>236.81</b>	<b>-22.19%</b>	<b>171.23</b>	<b>9.71%</b>	<b>839.48</b>	<b>32.61%</b>	<b>15.84%</b>
山西汾酒	70.29	1.75%	55.90	33.99%	138.99	39.74%	> 20.94%
舍得酒业	2.79	-6.62%	2.44	-69.58%	20.70	-17.95%	4.18%
水井坊	12.20	18.72%	11.51	15.32%	8.65	4.92%	9.38%
酒鬼酒	2.85	-34.32%	2.35	-36.02%	4.44	-50.56%	-48.80%
<b>次高端合计</b>	<b>88.12</b>	<b>1.67%</b>	<b>72.19</b>	<b>13.91%</b>	<b>172.78</b>	<b>21.75%</b>	<b>14.22%</b>
洋河股份	111.05	-19.19%	58.15	-16.62%	109.65	32.44%	> 8.03%
古井贡酒	14.01	69.50%	46.17	-2.70%	115.02	9.52%	25.85%
今世缘	24.00	17.65%	9.73	-14.86%	32.44	11.63%	22.82%
老白干酒	15.21	1.99%	23.64	7.01%	19.73	14.65%	> 12.67%
迎驾贡酒	7.33	10.95%	5.15	2.70%	21.06	19.92%	21.33%
口子窖	3.97	-29.42%	3.75	-15.71%	17.45	18.43%	> 11.05%
<b>地产龙头合计</b>	<b>175.58</b>	<b>-9.14%</b>	<b>146.60</b>	<b>-8.48%</b>	<b>315.36</b>	<b>18.38%</b>	<b>15.00%</b>
顺鑫农业	22.09	-43.57%	8.47	-55.14%	26.95	30.74%	> -0.75%
金徽酒	5.75	12.84%	6.31	47.65%	11.31	39.53%	> 20.41%
伊力特	0.73	-7.98%	0.92	20.84%	8.50	15.47%	> 12.39%
金种子酒	1.11	-2.34%	1.14	-34.15%	4.22	-14.14%	-3.02%
天佑德酒	0.81	39.37%	0.72	28.56%	5.17	31.20%	32.77%
皇台酒业	0.03	-19.64%	0.03	-8.80%	0.37	-4.91%	-5.73%
<b>大众酒合计</b>	<b>30.53</b>	<b>-34.77%</b>	<b>17.59</b>	<b>-32.98%</b>	<b>56.51</b>	<b>24.70%</b>	<b>5.43%</b>
<b>白酒合计</b>	<b>531.04</b>	<b>-15.85%</b>	<b>407.61</b>	<b>0.42%</b>	<b>1,384.14</b>	<b>27.38%</b>	<b>14.92%</b>

资料来源：wind，申港证券研究所

### 3. 白酒现金流改善 红利投资属性加强

白酒企业 23 年存在净现金流改善，龙头公司具备提升分红的能力和潜在空间。

目前市场高股息风格投资成为重要方向，政策层面也强调分红和股东回报。消费类企业尤其是白酒行业具备稳定的现金流、较少的资本开支以及稳健的成长性，在目前估值压制和业绩成长情况下，具备股息率持续提升潜力。

白酒 23 年自由现金流整体质量及改善幅度仍较为优秀，具备提升分红的能力。白酒因其产品的独特使用场景、商业模式的优越性，自由现金流特征明显。根据自由现金流构成，在 23 年行业整体净利润增长、资本开支力度不大情况下，上市公司整体自由现金流 23 年同比增长 18.6%，与净利润同比增长幅度 18.84% 相当，整体 23 年自由现金流/归母净利润达到 90.11%，整体质量较高。

从自由现金流提升幅度看，高端酒及地产酒部分公司改善明显，五粮液、水井坊、老白干酒及迎驾贡酒等同比提升超过 60%。比较自由现金流与当年归母净利润，贵州茅台、五粮液、老白干、金徽酒等 23 年自由现金流/净利润比值较高，显示当年自由现金流增长质量较高，归母净利润以外资本开支、经营活动资金占用等减项有所减少，具备持续提升分红的能力。

**表8：白酒自由现金流提升幅度和整体质量仍较为优秀**

证券简称	2022 年企业自由 现金流量 FCFF (单位：亿元)	2023 年企业自由 现金流量 FCFF (单位：亿元)	同比提升	22FCFF/ 归母净利 润	23FCFF/ 归母净利 润
贵州茅台	625.74	773.75	23.7%	100%	104%
五粮液	223.62	381.15	70.4%	84%	126%
泸州老窖	66.91	78.71	17.6%	65%	59%
山西汾酒	89.86	-23.14	-125.8%	111%	-22%
舍得酒业	6.14	8.42	37.1%	36%	48%
水井坊	4.64	7.71	66.3%	38%	61%
酒鬼酒	1.44	-3.66	-354.9%	14%	-67%
洋河股份	59.15	65.87	11.4%	63%	66%
古井贡酒	38.58	40.24	4.3%	123%	88%
今世缘	23.35	15.97	-31.6%	93%	51%
老白干酒	2.34	7.36	213.9%	33%	111%
迎驾贡酒	10.51	19.19	82.5%	62%	84%
口子窖	10.28	8.26	-19.7%	66%	48%
金徽酒	2.86	3.80	32.8%	102%	116%
<b>上市公司合计</b>	<b>1,177.67</b>	<b>1,397.26</b>	<b>18.6%</b>	<b>90.26%</b>	<b>90.11%</b>

资料来源：wind，申港证券研究所

23 年大部分上市白酒公司现金分红比例同比提升，整体年度累计分红总额同比增加 122.47 亿元，增幅为 12.6%。高端五粮液和泸州老窖现金分红比例分别同比提升 5.00pct 和 0.01pct，两者现金分红比例均超过 60%，贵州茅台含特别分红的 23 年现金分红比例为 84.01%，近两年的分红水平在白酒主要上市公司中处于高位。次高端企业和大部分地产企业分红比例同比提升，主要企业中老白干酒、酒鬼酒、舍得酒业、洋河股份等分红比例提升，其中洋河股份在 23 年进一步提高到 70% 的现金分红比例，对股东回报较为重视。

**表9：主要上市公司 23 年分红比例和分红总额提升较好**

证券简称	2022 年度现金分红比例 (已宣告) (单位: %)	2023 年度现金分红比例 (已宣告) (单位: %)	23 年同比提升 (pct)	2022 年度累计分红总额 (已宣告) (亿元)	2023 年度累计分红总额 (已宣告) (亿元)	23 年同比增加 (亿元)
贵州茅台	95.78	84.01	-11.77	600.73	627.87	27.15
五粮液	55.00	60.00	5.00	146.80	181.27	34.47
泸州老窖	60.00	60.01	0.01	62.19	79.49	17.30
山西汾酒	50.03	51.07	1.05	40.50	53.31	12.81
舍得酒业	29.65	40.18	10.52	5.00	7.12	2.12
水井坊	30.07	35.03	4.96	3.66	4.44	0.79
酒鬼酒	40.28	59.31	19.04	4.22	3.25	-0.97
洋河股份	60.08	70.09	10.01	56.34	70.20	13.86
古井贡酒	50.45	51.83	1.38	15.86	23.79	7.93
今世缘	36.37	39.76	3.39	9.10	12.47	3.37
老白干酒	38.78	61.81	23.03	2.74	4.12	1.37
迎驾贡酒	51.61	45.46	-6.15	8.80	10.40	1.60
口子窖	58.06	52.23	-5.82	9.00	8.99	-0.01
上市公司				<b>968.69</b>	<b>1,091.16</b>	<b>122.47</b>
整体合计						

资料来源: wind, 申港证券研究所

我们以自由现金流/归母净利润-现金分红比例, 作为企业分红的潜在可提升空间的衡量指标, 茅台、五粮液及老白干酒、迎驾贡酒、古井贡酒、水井坊等均具备较好的持续提升分红的潜在空间。

**表10：主要酒企中大部分公司具备现金分红提升空间**

证券简称	22 自由现金流/归母净利润	23 自由现金流/归母净利润	现金分红比例(已宣告) (%)	可提升空间 (%)
贵州茅台	100%	104%	84.01	19.52
五粮液	84%	126%	60.00	66.16
泸州老窖	65%	59%	60.01	-0.59
山西汾酒	111%	-22%	51.07	-73.25
舍得酒业	36%	48%	40.18	7.34
水井坊	38%	61%	35.03	25.75
酒鬼酒	14%	-67%	59.31	-126.19
洋河股份	63%	66%	70.09	-4.33
古井贡酒	123%	88%	51.83	35.85
今世缘	93%	51%	39.76	11.17
老白干酒	33%	111%	61.81	48.70
迎驾贡酒	62%	84%	45.46	38.41

资料来源: wind, 申港证券研究所

对比白酒行业龙头企业与目前市场典型高股息个股的股息率和年度分红比例, 可以

看出 2023 年白酒龙头股息率已趋近电力、煤炭、高速公路、银行等高股息个股，现金分红比例除贵州茅台含特别分红后表现较高外，五粮液等仍有进一步提升现金分红比例的空间，现金分红比例提高后同等股价情况下可带动股息率进一步提升。

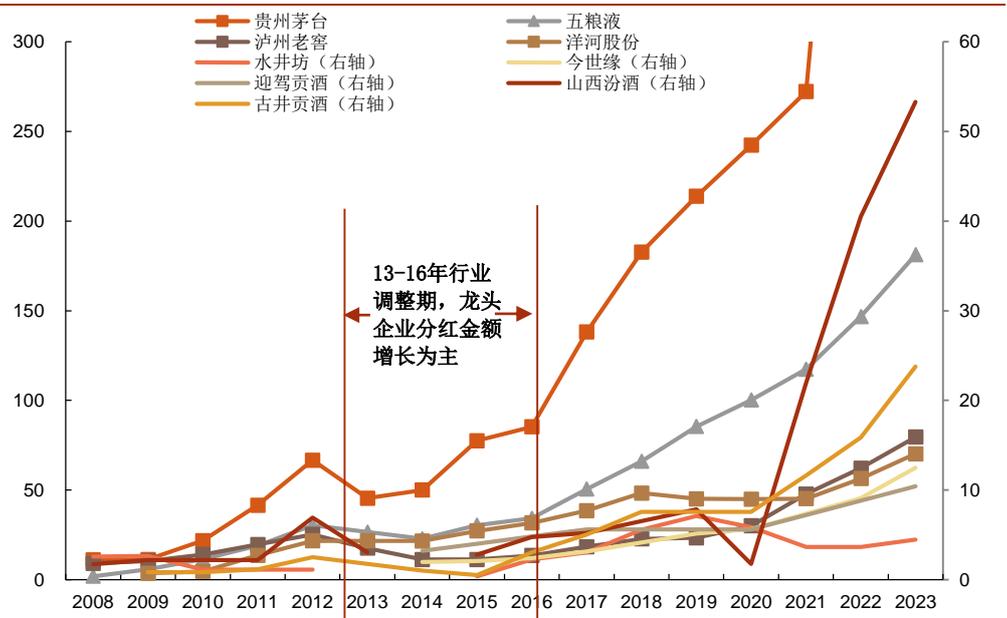
表11：白酒股息率和现金分红比例具备高股息投资特征

证券简称	2021 股息率 (%)	2022 股息率 (%)	2023 股息率 (%)	2021 年度现金分红比例 (已宣告) (%)	2022 年度现金分红比例 (已宣告) (%)	2023 年度现金分红比例 (已宣告) (%)
贵州茅台	1.38	3.04	3.18	51.90	95.78	84.01
五粮液	2.19	2.74	3.39	50.19	55.00	60.00
洋河股份	3.32	4.14	5.16	60.20	60.08	70.09
伊利股份	3.55	3.85	4.44	70.58	70.21	73.25
长江电力	2.87	3.01	2.89	70.57	94.29	73.66
中国神华	5.69	5.71	5.06	100.39	72.77	75.22
山东高速	4.49	4.49	4.71	63.05	67.63	61.66
中国石化	7.56	5.71	5.55	79.91	64.48	68.22
美的集团	2.61	3.84	4.60	40.87	58.16	61.63
工商银行	5.43	5.62	5.67	30.01	30.01	30.00
中国电信	2.92	3.37	4.01	59.94	65.00	70.09

资料来源：wind，申港证券研究所

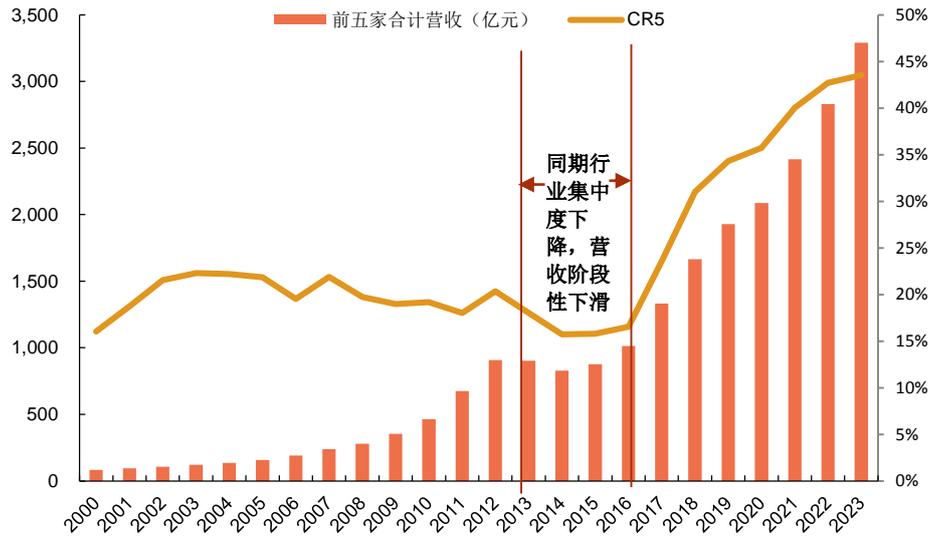
上一轮行业调整期的 2013-2016 年，酒企出现年度级别的归母净利润下滑、期间营收 CR5 下降情况下，多数龙头企业仍普遍提高分红金额。走出调整期后 2017 年开始行业集中度进一步提高、酒企后续分红率及分红金额提升更为可观。

图17：行业调整期龙头企业普遍提高分红金额



资料来源：wind，申港证券研究所

图18：调整期龙头企业面临集中度下降的压力



资料来源：中国酒业协会，国家统计局，wind，datayes!，酒说，云酒头条，申港证券研究所

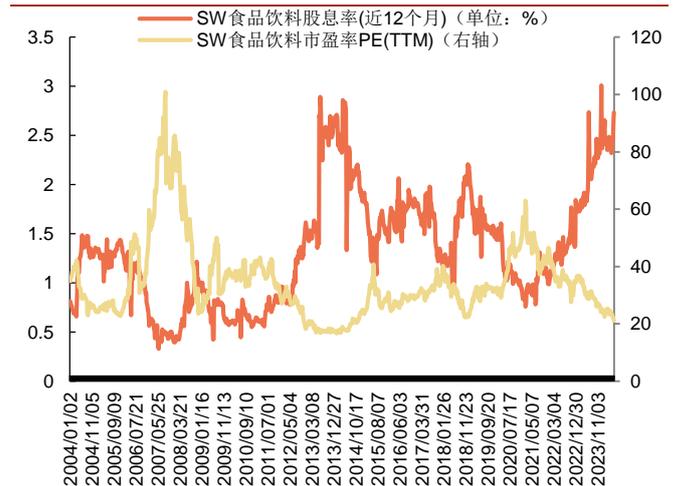
13-16年阶段性行业调整时期，SW白酒股息率高点超过5%，在行业基本面调整期间，龙头酒企遵守上市公司分红政策和政策层面对分红的指导意见，加大现金分红力度和送红股形式落实股东回报。最近一轮白酒高峰行情，在21年初达到阶段性市盈率高点，近年分红比例和分红金额不降的情况下，股息率呈现逐步提高趋势。整体食品饮料行业股息率在白酒、调味品等权重子行业市盈率回落、双汇和伊利等龙头企业加大分红情况下，趋近上一轮高点，呈现较好的投资回报，且本轮周期市场集中度更高、业绩稳定性更好，高速资本开支阶段过去，行业分红率突破新高可期。

图19：SW白酒股息率阶段性高点超过5%



资料来源：wind，申港证券研究所

图20：SW食品饮料股息率趋近上一轮高点



资料来源：wind，申港证券研究所

参考家电等其他集中度更高的消费品行业情况，在行业逐步成熟、企业增速平缓后，提升分红的现金支出、维持较好的ROE水平会是企业回报股东、应对考核的更优选择。食品饮料龙头尤其是白酒企业从提升分红的空间到提升分红的空间方面均具备较好的潜力。

## 4. 酒企主动调整或平滑波动 分化下筛选投资标的

当前市场对白酒板块的核心关注点在于未来基本面的波动，我们认为当前时点与上一轮白酒调整时期相比，波动有望得到平滑的有利因素主要在于：

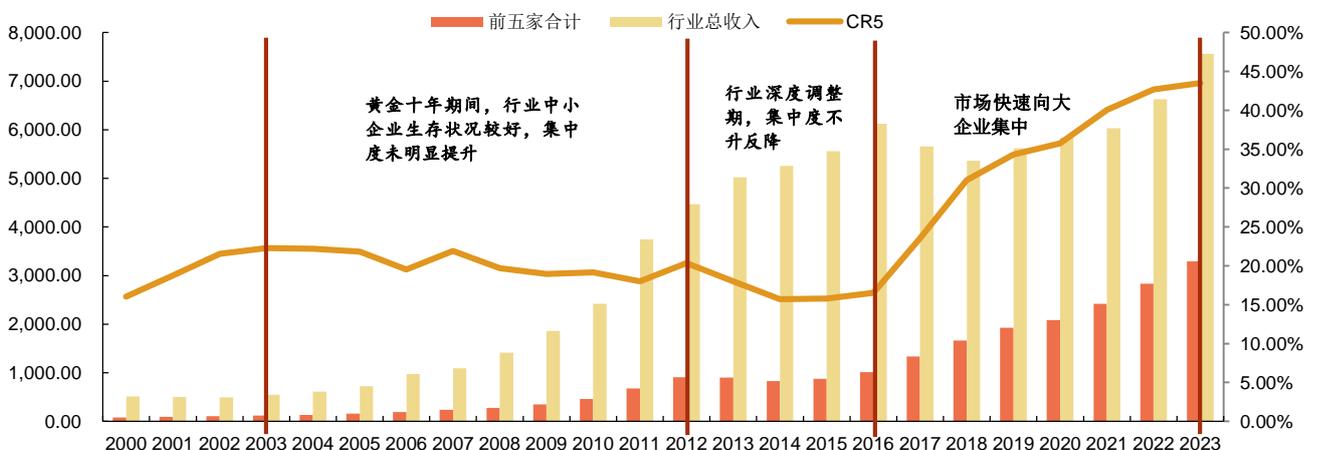
- ◆ 行业产能集中度和营收利润集中度已较大程度提高。
- ◆ 龙头酒企的渠道短板补齐，渠道市场化程度已较高可减少单一渠道的依赖。
- ◆ 数字化能力较好，营销控盘能力较大程度提高。
- ◆ 酒企主动进行大单品挺价、向延伸价位要销量，营销动作促动销。
- ◆ EPS 与 PE 共同驱动股价，PE 溢价率处于低位，股息率较优。

### 4.1 集中度和酒企控盘能力提升可抵御波动

#### 1、产量及营收份额集中度较高

2017 年后市场份额快速向大企业集中。03-12 年的白酒黄金十年期间，行业总收入逐年提高，中小企业生存空间较大，期间集中度未出现提升，2003 年营收 CR5 为 22.29%、2012 年在 20.34%。13-16 年行业深度调整，龙头企业面临渠道结构的大切换、价格体系重建等剧烈变化，营收 CR5 到 2016 年降到 16.55%。17 年后市场快速向大企业集中，18 年及 20 年后虽然面临着外贸和疫情管控压力，行业集中度仍稳定增长，至 2023 年营收 CR5 快速升高到 43.52%。参考集中度较高的食品细分行业及业外其他行业，白酒营收 CR5 仍有较可观的提升空间，集中度提高过程中，上市公司作为经营能力领先企业将率先受益。

图21：行业进入规模竞争时代 前五大公司占比在 2016 年后迅速提高

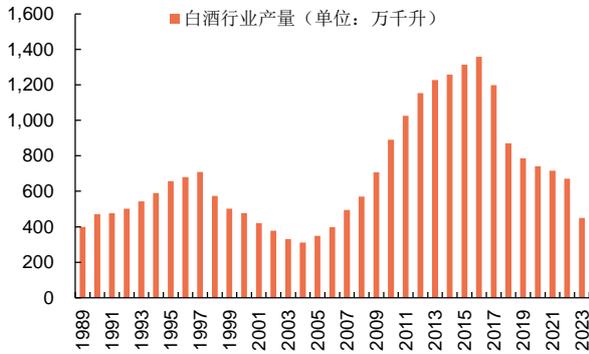


资料来源：中国酒业协会，国家统计局，wind，datayes!，酒说，云酒头条，申港证券研究所，申港证券研究所

产量集中度提高，行业对市场供应量的调控将更精细。白酒全行业产量在 2016 年

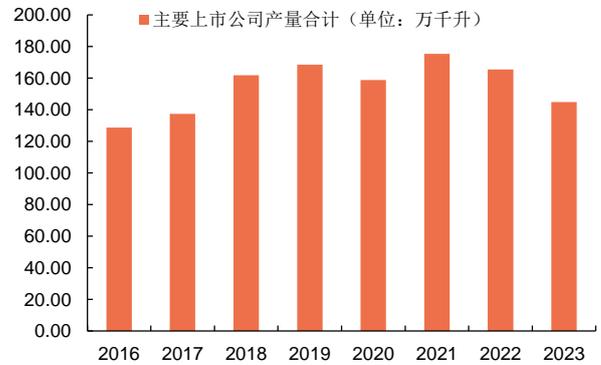
达到高点 1358.36 万千升后持续下降，2023 年产量为 449.20 万，2016-2023 年复合增速为-14.62%。主要上市公司产量较为平稳，行业产量减少预计主要为中小企业产能出清。

图22：2016年后行业产量连续下降



资料来源: wind, 国家统计局, 申港证券研究所

图23：主要上市公司产量较为稳定



资料来源: 各公司年报, 申港证券研究所

行业基建投资提升，上市公司掌握优质产能。21-22 年为上市公司公告扩建产能活跃期，优势产能向上市公司进一步集中，龙头企业产能充足后可进一步构建品质创新和产能竞争优势。根据行业媒体预测，到 2025 年白酒 8 大主产区产能将占据白酒行业产能规划约 68.07%。

表12：2021-22 年上市公司密集公告扩产

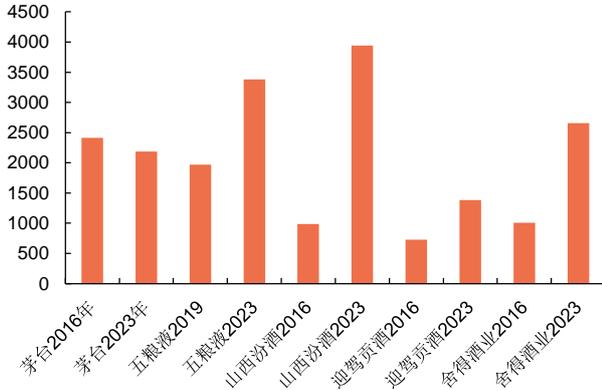
时间	公司	扩产计划
2022.1	贵州茅台	投资 41.1 亿元扩产 1.2 万吨系列酒产能、制曲和储酒产能
2021.12	泸州老窖	投资 47.83 亿元，竞拍泸州白酒产业园区土地使用权 950 亩，可新增年产基酒 8 万吨
2021.7	古井贡酒	定增 50 亿元扩产年产 6.66 万吨原酒项目
2022.2	今世缘	投资 90.76 亿元投资南厂区智能化酿酒陈贮中心项目，新增浓香 1.8 万吨、酱香 2 万吨产能
2022.3	山西汾酒	投资 91.02 亿元建设汾酒 2030 技改原酒产能扩建项目，新增原酒产能 5.1 万吨
2021.9	酒鬼酒	投入 23 亿元扩产 1.08 万吨基酒
2022.4	舍得酒业	总投资 70.54 亿元建设新增原酒产能 6 万吨
2022.5	水井坊	投资总额 40.48 亿元建设 1.72 万吨基酒产能

资料来源: 新浪财经, 申港证券研究所

酒业营销控盘能力和渠道掌控力取得长足进步，渠道精细化、营销下沉可对抗行业波动。我们比较 2013-2023 年上市酒企销售人员数量，剔除迎驾贡酒、金徽酒、口子窖等上市较晚的公司，在同口径下销售人员数量增长 126.17%在 2023 年达到 2.43 万人、同期营业收入增长 250.05%。高端茅五泸合计销售人员由 2013 年的 1451 人增加至 2023 年的 3342 人、增幅 130.32%，高端渠道掌控力大大提高，补充了以往营销渠道建设不足的短板。另一方面，从经销商增长角度看，五粮液、山西汾酒、

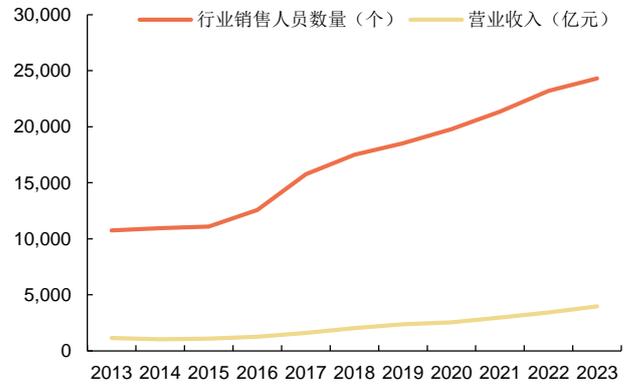
迎驾贡酒及舍得酒业经销商数量从上轮周期至今增长显著。近年全国化布局成熟的高端及区域强势酒企，开始以单商规模提升贡献主要收入增长，西北等部分区域酒企及全国化次高端酒企仍以招商为主贡献增长。

图24：酒企上轮周期至今招商增长明显（经销商数量：个）



资料来源：公司各年度年报，申港证券研究所

图25：2013-2023 年行业销售人员数量增长明显



资料来源：wind，申港证券研究所

2014 年开始互联网及数字化应用在消费品行业开始普及，一物一码在技术上变得成熟。大型酒企多建有一物一码系统，酒企借助扫码工具及时掌控库存和走货价格、货物进销存、营销基础动作、费用投入等，避免厂家盲目加库存、渠道价格混乱、经销商套费用等现象出现。

图26：酒企依靠数字化系统掌控渠道运行

一物一码@五码合一（主流方式）

通过五码合一技术对企业多级包装产品在产线上进行五码关联赋码改造，实现“盖内码、盖外码、箱内码、箱外码、垛码”的数据采集关联，形成五码合一，基于EBC（企业业务能力）系统实现防伪追溯、扫码营销、渠道管控、分销返利、渠道库存管理等功能，实现“货物流向”的数字化。

层级码	三级包装码：垛码	二级包装码：箱码		一级包装码：瓶码	
同级码	箱码—垛码	箱外码	箱内码	盖外码	盖内码
码职能	仓储物流	物流+追溯	动销	物流+追溯	防伪+营销
赋码方式	产线关联采集	包材商关联赋码		瓶盖厂关联赋码	
使用角色	工厂、仓库	经销商业务员	门店	导购员业务员	消费者
关键动作	关联采集 入库/出库	签收/出货 扫码签收	开箱领奖 返利登记	物流追溯 返利登记	防伪营销 触发返利



米多，用数字化提升营销效率！

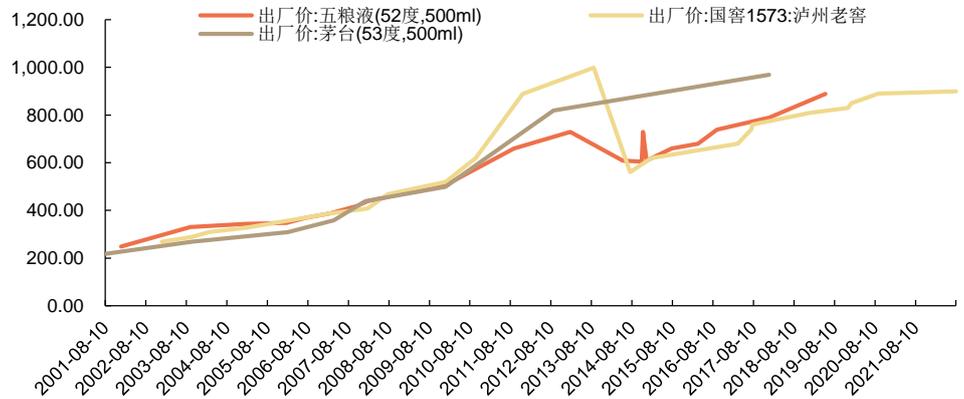
资料来源：米多大数据引擎，新经销公众号《为什么说“五码合一”是快消品渠道数字化的基础设施？》，申港证券研究所

4.2 酒企主动调整 估值溢价处于低位

回顾历史，酒企在周期下行阶段多做主动调整，上一轮行业调整期的13-16年，酒

企由政务团购转向商务团购、开发关键意见领袖做动销方式的转型，市场化不足的酒企加大渠道下沉和营销补短板，部分酒企主动下调价格顺应市场，借助产品换代理理顺价格体系解决价格倒挂，顺利进入新的增长周期。

图27：上一轮行业剧烈调整期部分高端产品出厂价主动下调



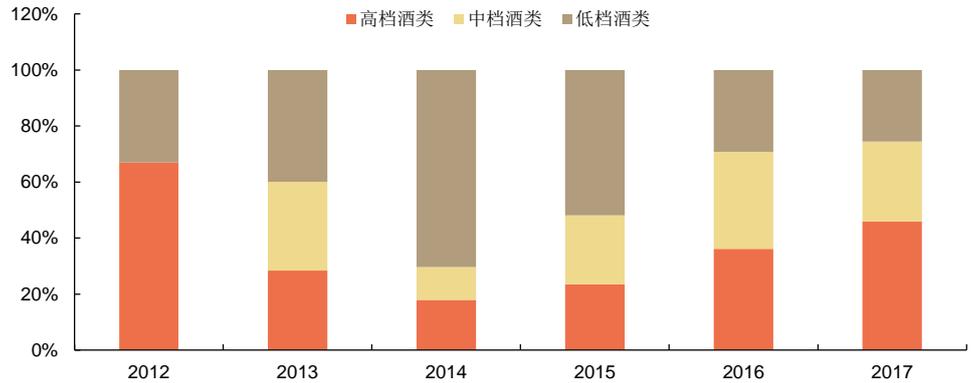
资料来源：wind，申港证券研究所

目前从上市公司和渠道层面对后续需求复苏持谨慎态度，2022-2023 年渠道加库存使经销商库存接近饱和、终端库存仍有空间但进货较为谨慎。综合看，全年酒企报表端增长难以超过实际动销。需求侧复苏缓慢，酒企主动做价位和渠道的延伸贴近目前动销仍较好且后续有望扩容的 100-300 元等价格，控制放量节奏、确保主销大单品价盘稳定，聚焦费用抢夺终端和消费者，积极消化库存。

**大单品调节加库节奏保价格、中低价位提高战略定位求增长。**酒企面临业绩增长压力，过往通常旺季要销量、淡季挺价格，营收增长以量增为主。商务和升级需求不振情况下，酒企策略主动转向，主销大单品产品价格不做穿、库存保持紧平衡，在其他产品上量求增长。

**以往主要精力放在高端价位的企业开始重视产品结构下沉、突出高动销的中低价位。**贵州茅台在茅台非标产品加大投放，在 1935 等系列酒产品放量，23 年系列酒增长好于茅台酒。五粮液重新重视 1618 产品，加大宴席渠道红包投放，普五 2024 年减量涨价推动批价回升和渠道盈利。巩固普五品牌地位，在前期低度产品发力基础上，推出 45 度和 68 度分支产品，同时构建经典五粮液第二根产品支柱和核心增长点，做经典五粮液产品细化、抢占超高端市场。五粮液新度数产品提供更多价位和场景选择，预计与其他非标产品一起承担更多增长任务。浓香酒公司开展市场分级分类打法，打造大单品、导入和美春等产品。泸州老窖特曲 60 版加快导入，低度国窖和系列酒战略地位提高。

图28：泸州老窖在上一轮调整期产品结构变化



资料来源：公司各年度年报，申港证券研究所（注：其中2012年高档酒类与后续年份高档+中档酒类同口径）

次高端价位仍处于调整状态，酒企开始把以往有机会做好的中低价位提高战略定位重做一遍。600-800元升级价位承压明显，300-500元在商务场景有一定流速。次高端酒企一般价格带较宽、目前同步重视主推产品和动销产品，价位延伸更积极，同时区域上倾向于聚焦、退回强势市场等。汾酒品牌势能强劲、增长质量较优，推进青花20升级、老白汾的提价换代，企业把以往有机会做好的中低价位提高战略定位重新发力。舍得舍之道、T68产品高增获得企业更多关注，以点带面围绕核心城市继续做消费者品鉴、高端产品培育。洋河手工班区分年份做产品细化，扩大梦之蓝手工班品牌优势，提前做高端市场的消费培育。酒鬼酒产品聚焦酒鬼酒红坛和52度内参酒，红坛核心终端建设显成效，实现库存去化，开瓶量和宴席场次逐步向好。坚定52度内参升级后的控盘分利，推进费用改革、通过数字化精准控货，维护渠道利润。

图29：汾酒提高定位100-200元大众价位老白汾的战略地位



资料来源：汾酒经销商大会，名酒观察公众号《老白汾全系涨价，汾酒为500亿“壮腰”》，申港证券研究所

聚焦区域市场，部分酒企主动放缓外埠市场开发进程。酒鬼酒深度调整后24年聚

焦做深做透湖南市场，深化经销商布局 and 核心终端建设，重点市场做到精耕，推进县乡市场渠道下沉。洋河面对省内竞争格局的压力，开始重视省内外进展的平衡。舍得酒业重视优商扶商和单商规模提升，营销动作体现聚焦战略。

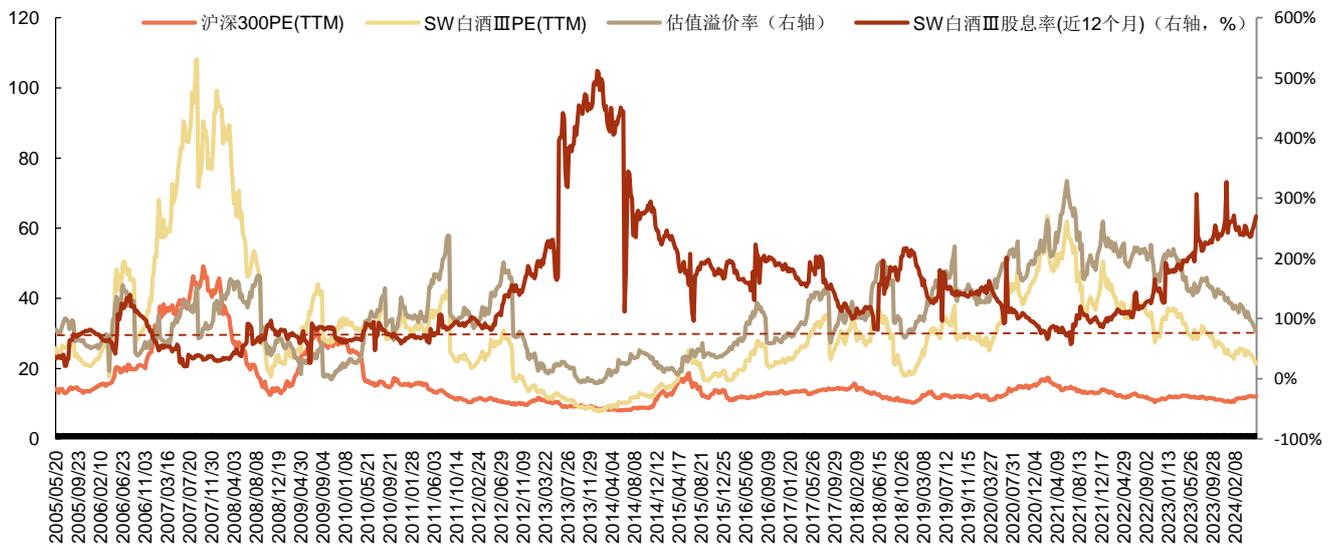
**老产品继续做消费者培育、新产品积极抢占终端，酒企市场进程延续。**酒企推新品的速度未明显下降，高端和强势地产酒企向上延伸提前培育升级价位，持续做好品鉴会和消费者培育。同时重视产品精细化运作，新品重视铺货、抢占终端。国窖等五码合一产品持续培育消费者，特曲产品继续加强铺货。酒企细分价位的持续推新和培育，丰富了其产品价格带，寻找新的销售增长点较为积极。

下半年经济复苏进程值得期待，白酒需求考验期待顺利过渡。白酒消费以往与房地产和制造业的景气及财富效应正相关，近期地产需求端政策持续放开，经济或由底部复苏。白酒消费短期以量增贡献为主，企业积极在价位延伸上找销量、聚焦费用保利润，强势酒企仍有余力挺价推新，行业复苏期利于集中度进一步提高。

**白酒行业周期性弱化，基本面难以大幅回调。**白酒行业以往周期性波动主要由宏观经济的波动（08年金融危机、18年经济下行）、政策转向（02年消费税、12年三公消费限制）、行业自身经营周期（12年塑化剂事件、19年渠道库存问题集中凸显）等带来。随着行业消费结构调整到以商务及民间消费为主、酒企近年普遍采用配额制、数字化手段理性管控渠道库存等周期因素减弱，集中度和企业能力提升明显，波动或难以导致基本面大幅回调。

截止6月14日SW白酒指数相对沪深300估值溢价率为78%，已跌到较低水平，2017年以来板块大部分时间估值溢价率均超过该值。另一方面，从股息投资角度看，我们将股息率与同期估值溢价率对照可见，同样估值溢价情况下目前股息率处于历史较优水平，板块整体投资价值仍较大。

图30：白酒指数相对沪深300估值溢价率已跌到较低位置



资料来源：wind，申港证券研究所（注：估值溢价率以SW白酒IIIPE(TTM)/沪深300PE(TTM)-1计算）

**投资建议：**目前酒企对主销大单品批价和库存的管理较为精细化和理性，下半年渠道压力有望得到缓解，且上市公司已开始重视产品延伸、提高有机会做好的细分价位的战略地位，该部分增量有望加大和进一步分担增长目标。板块后续有望演绎季报业绩超预期+价盘库存边际变化+分红提升预期驱动股价的逻辑。建议从价位承接、区域格局优化、渠道率先出清、分红率提升角度寻找投资标的。建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台、五粮液，增长质量较高的山西汾酒，竞争格局利好的今世缘，区域势能及空间较大的古井贡酒、迎驾贡酒，低位且存在反转预期的酒鬼酒、顺鑫农业、舍得酒业。

**风险提示：**

- 1、行业批价和库存管理不及预期
- 2、需求复苏不及预期
- 3、流动性扩张不及预期

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 投资评级说明

### 申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

### 申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）