

2023年06月17日

食品饮料

白酒估值复盘专题：回调或至尾声，板块回升在即

► 白酒估值反映宏观预期，往往提前于业绩调整

16年至今白酒板块历经三次深度调整，分别始于2018年中、2021年中及2023年3月。2018年政策“去杠杆”叠加贸易摩擦，宏观前景不确定性增加，白酒业绩环比降速，估值也同步大盘出现缩水；2021年开始疫情持续扰动白酒消费场景，白酒业绩增速虽相对稳健，但需求悲观预期下估值持续承压，股价连续跑输大盘；2023年消费场景恢复、春节需求回补带来白酒小阳春，但3月社融、社零数据环比走弱，加剧行业景气度疑虑，虽一季报整体符合预期，但股价反弹很快结束，全年预期转弱情况下目前23PE再次回到25-30X区间。

► 对比历史调整期，酒企能力的提升使其行稳致远

2022年我国白酒产量为671.2万千升，同比下降6.20%，白酒产量已连续六年呈下降趋势；同时行业CR5从2019年的33.2%上升至2021年的40%，集中度提升了6.8pct。挤压式增长的竞争格局下，行业马太效应愈发明显。面对日益激烈的市场竞争，作为行业头部的上市酒企从体制改革、构建全新战略增长点、优化产品/渠道/区域布局、重塑企业战略与扩建优质产能7个维度综合提升经营管理能力，以巩固并强化各自竞争优势，抗风险能力更加扎实。

► 宏观经济持续修复中，资金面有望迎来改善

受益于疫情影响消退、消费场景修复，我国经济进入疫后修复提振阶段。一季度，受到抑制的消费需求得到集中释放，人员流动量和活动半径增加，市场人气提升，消费复苏明显。进入二季度，需求回补基本释放完毕，工业生产增速开始放缓、消费修复斜率也有所下降，短期内在疤痕效应下经济大概率延续慢复苏态势，但消费需求已边际改善，白酒消费在节假日期间呈现较好热度。此外，美联储加息节奏渐缓；考虑当前经济预期回落或已近底部，市场对6月至7月降息降准及其他扩内需政策存在改善预期。

► 投资建议

从近期白酒动销看，五一部分区域宴席出现小高峰叠加端午小旺季，动销提速、库存去化、信心增强，飞天、普五价盘已修复至健康水平，基于此的以价换量策略顺利推进中。当前白酒板块回调或已至尾声，伴随宏观经济逐步修复，叠加基数效应，二季度至下半年基本面具备更强支撑，全年维度下白酒动销修复与结构升级或仍为主旋律。

当前背景下，我们推崇稳健风格，在板块和标的的选择上优选业绩确定性与估值性价比双高的选项。子板块方面，我们维持观点，优先推荐以苏皖为代表的地产酒，基地市场优势为业绩上保险，经营管理水平为业绩造空间；其次推荐树大根深的高端酒，品牌力保障稳健业绩；建议关注次高端以待风险淡化后择机布局。标的方面，我们重点推荐五粮液、泸州老窖、今世缘、古井；同时重点推荐华润赋能下改革成果逐渐展露的强α标的金种子。

风险提示：海外经济衰退风险；内生动能弱化风险；消费复苏不及预期

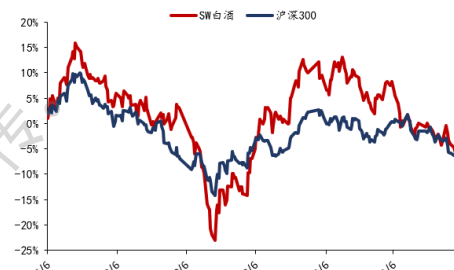
投资建议：

强于大市（维持评级）

上次建议：

强于大市

相对大盘走势



分析师：陈梦瑶

执业证书编号：S0590521040005

邮箱：cmy@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1	板块历史三轮深度调整复盘.....	4
1.1	2018 年调整：经济下行压力增大，估值先于业绩调整.....	5
1.2	2021-2022 年调整：经济承压叠加场景受限，需求严重受损.....	8
1.3	2023 年调整：消费弱复苏加剧业绩增长担忧.....	10
2	白酒企业经营管理能力提升.....	13
2.1	国企改革焕发企业活力.....	13
2.2	高端酒企构建全新战略增长点.....	15
2.3	优化产品结构以契合发展战略.....	17
2.4	渠道改革，厂商一体化生态.....	19
2.5	区域拓展全国化和基地深耕并举.....	20
2.6	战略全面重塑以突破瓶颈.....	21
2.7	产能提前布局彰显长远发展信心.....	21
3	消费环境回暖，资金面有望迎来改善.....	22
3.1	宏观经济修复中，线下消费显弹性.....	22
3.2	储蓄率仍处历史高位，居民消费意愿已触底反弹.....	24
3.3	内部宽松政策呼声提高，外部环境边际改善.....	25
4	风险提示.....	26

图表目录

图表 1：2016 至今白酒指数历经三次下跌.....	4
图表 2：2016 年至今白酒板块 PE-TTM 三次下滑.....	4
图表 3：2018 年白酒业绩增长放缓，估值缩水拖累股价.....	4
图表 4：2021 年疫情持续扰动白酒需求，估值连续下滑.....	4
图表 5：2016 至今白酒指数历经三次下跌.....	5
图表 6：2016 年至今白酒板块 PE-TTM 三次下滑.....	5
图表 7：2017 年开始社融增速持续下降（%）.....	5
图表 8：2018 年起房地产投资增速下行（%）.....	5
图表 9：2018 年高端酒批价横向调整.....	5
图表 10：2018 年高档及中低档白酒终端零售价疲弱.....	5
图表 11：白酒指数 2018 年中开始调整.....	6
图表 12：白酒业绩增速持续下行.....	6
图表 13：白酒估值 2018 年 11 月达到低位.....	6
图表 14：高端酒股价走势.....	7
图表 15：次高端酒股价走势.....	7
图表 16：苏皖地产酒股价走势.....	7
图表 17：其他地产酒股价走势.....	7
图表 18：2021 年起社融增速不断下行（%）.....	8
图表 19：房地产投资额增速快速下降至负值区间（%）.....	8
图表 20：茅台批价自 21 年 8 月起显著下跌.....	8
图表 21：高档酒零售价增速放缓，中低档酒零售价停滞.....	8
图表 22：白酒指数整体与大盘同步下行.....	9
图表 23：白酒行业收入利润增速稳中有降.....	9

图表 24: 板块估值自高点跌至 50%位置	9
图表 25: 高端酒股价走势	9
图表 26: 次高端酒股价走势	9
图表 27: 苏皖地产酒股价走势	10
图表 28: 其他地产酒股价走势	10
图表 29: 社融增速回升势头放缓	10
图表 30: 4 月居民新增贷款转负	10
图表 31: 房地产投资增速仍未转正	10
图表 32: 4 月社零增速不及预期 (亿元)	10
图表 33: 高端酒批价自 23 年 3 月有所下行	11
图表 34: 白酒零售价自 23 年 3 月有所下行	11
图表 35: 白酒指数 2 月开始下行	11
图表 36: 茅五泸 23Q1 业绩环比提速 (%)	11
图表 37: 白酒估值 5 月回到 30X 区间	12
图表 38: 高端酒股价走势	12
图表 39: 次高端酒股价走势	12
图表 40: 苏皖地产酒股价走势	13
图表 41: 其他地产酒股价走势	13
图表 42: 17-19 年山西汾酒收入和利润增速与责任书目标对比	13
图表 43: 股权激励业绩考核目标	14
图表 44: 2017-2022 年舍得酒业业绩表现	15
图表 45: 2017-2022 年茅台直销渠道表现	16
图表 46: 2017-2022 年产品结构表现	16
图表 47: 2017-2022 年茅台经营表现	16
图表 48: 各酒企在细分价格带的代表产品	18
图表 49: 洋河渠道变革时间线	19
图表 50: “一商为主, 多商配称” 体系	19
图表 51: 各酒企“十四五”期间产能情况梳理	22
图表 52: 2023 年一季度 GDP 增速 4.5%略超预期	22
图表 53: 2023 年 4 月全国 CPI-PPI 走弱	22
图表 54: 2023 年 4 月食品价格同比增速下降	23
图表 55: 补库存意愿偏弱但企业活力在恢复	23
图表 56: 2023 年 4 月社零、餐饮增幅显著	23
图表 57: 居民储蓄率到顶持平	24
图表 58: 消费者信心指数触底反弹	24
图表 59: 2023 年商务部发布“6+12+52+N”系列活动安排	24
图表 60: 近一年外资持有茅五泸情况	25

1 板块历史三轮深度调整复盘

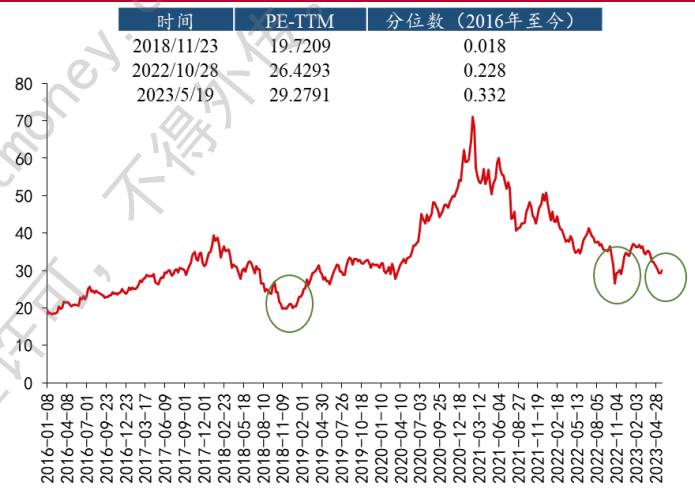
16年至今白酒板块历经三次深度调整，分别始于2018年中、2021年中及2023年3月。伴随股价调整，白酒板块PE亦大幅下滑，调整低点PE分别对应19X(2018.11.23)、26X(2022.10.28)、29X(2023.5.19)，分别处于2016年至今PE的0.018、0.228、0.332分位。

图表 1：2016 至今白酒指数历经三次下跌



资料来源：wind，国联证券研究所

图表 2：2016 年至今白酒板块 PE-TTM 三次下滑



资料来源：wind，国联证券研究所

白酒估值反映宏观预期，往往提前于业绩调整，且估值对股价波动影响更大。经历 2017 年牛市后，2018 年政策“去杠杆”叠加贸易摩擦，宏观前景不确定性增加，白酒业绩环比降速，估值也同步大盘出现缩水。2019 年宏观政策转向带来企业信心恢复和消费预期好转，虽然白酒行业仍处去库存周期，业绩增速进一步下探，但估值却提前大幅回升。2021 年开始疫情持续扰动白酒消费场景，白酒业绩增速虽相对稳健，但需求悲观预期下估值持续承压，股价连续跑输大盘。2022 年底疫情防控政策优化后，场景全面恢复、春节消费回补带来 23 年白酒小阳春，但 3 月社融、社零数据环比走弱，加剧行业景气度疑虑，虽一季报整体符合预期，但股价反弹很快结束，估值相比 23 年初仍有下降。

图表 3：2018 年白酒业绩增长放缓，估值缩水拖累股价

指标	全部A股	食品饮料	白酒
2017 指数涨幅	26.68%	80.84%	104.68%
2017 业绩涨幅	18.15%	29.72%	44.78%
2017 估值涨幅	-0.93%	29.65%	43.21%
2018 指数涨幅	-18.19%	-13.62%	-19.10%
2018 业绩涨幅	-2.21%	25.56%	33.10%
2018 估值涨幅	-33.82%	-36.66%	-41.68%
2019 指数涨幅	44.51%	91.21%	112.26%
2019 业绩涨幅	5.49%	13.39%	17.80%
2019 估值涨幅	23.43%	44.41%	58.82%

资料来源：wind，国联证券研究所

图表 4：2021 年疫情持续扰动白酒需求，估值连续下滑

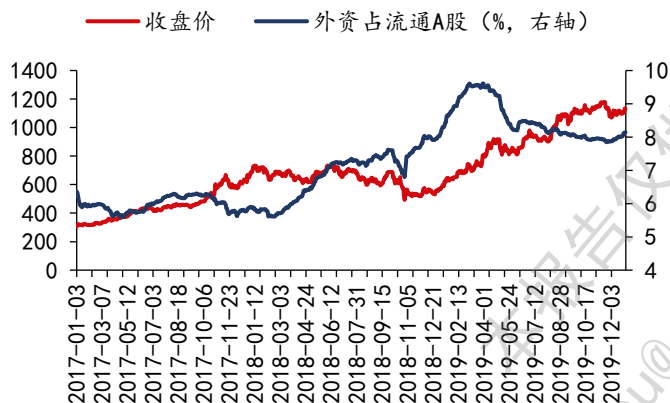
指标	全部A股	食品饮料	白酒
2021 指数涨幅	24.87%	1.63%	2.85%
2021 业绩涨幅	18.02%	11.84%	17.74%
2021 估值涨幅	-13.23%	-18.14%	-17.97%
2022 指数涨幅	-7.21%	-11.32%	-12.51%
2022 业绩涨幅	0.83%	12.34%	20.32%
2022 估值涨幅	-20.91%	-23.44%	-29.18%
2023 (指数、估值截至5.22, 业绩为一季度数据)	11.75%	-1.94%	-1.11%
2023 业绩涨幅	1.37%	18.24%	19.16%
2023 估值涨幅	8.28%	-11.12%	-11.19%

资料来源：wind，国联证券研究所

2018 年调整外资精准低位加仓，2021 年持续调整外资仓位和股价波动基本同

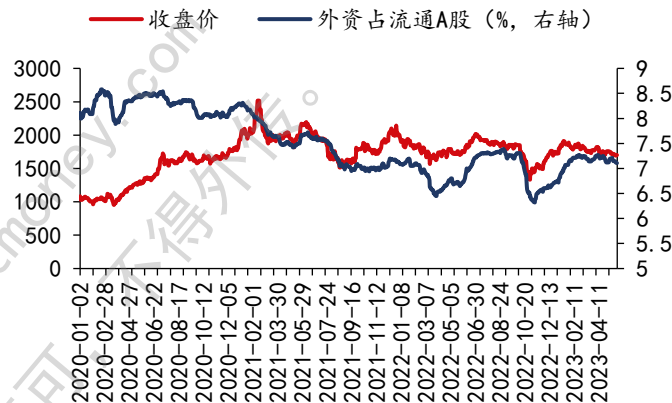
频.以贵州茅台为例,2017-2019年这一轮波动,外资仓位与股价负相关,即2017、2019年上涨中减仓,2018年调整充分后大幅加仓。2021年开始的股价下跌,外资仓位亦同步下降,且2022年3月、2022年11月股价深度调整均与外资快速减仓有关。

图表 5: 2016 至今白酒指数历经三次下跌



资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 6: 2016 年至今白酒板块 PE-TTM 三次下滑

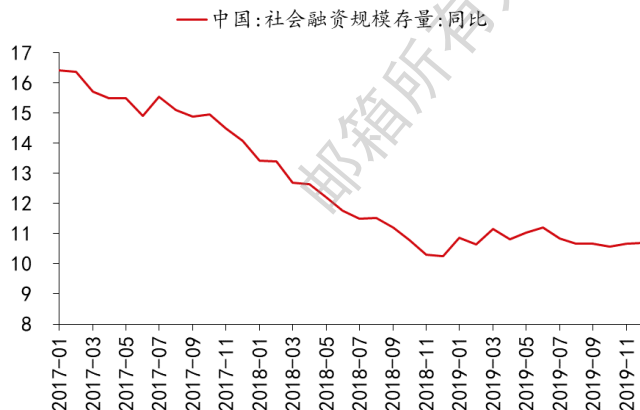


资料来源: wind, 国联证券研究所

1.1 2018 年调整: 经济下行压力增大, 估值先于业绩调整

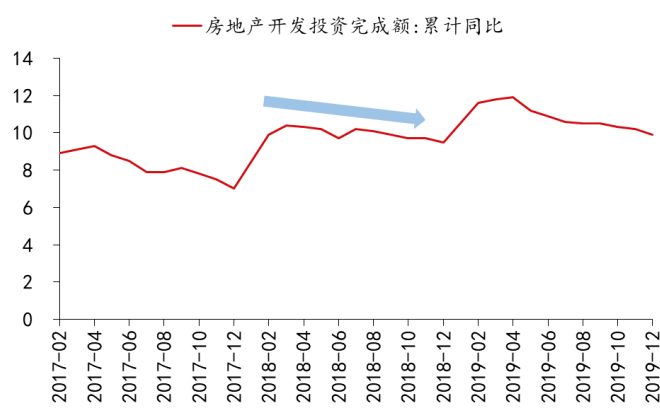
经济下行压力加大。2018 年, 中美贸易摩擦、金融结构性去杠杆等因素的影响下, 国内经济面临下行压力, 社融增速从 2017 年 1 月的 16.41%一路下滑至 2018 年 12 月的 10.26%, 房地产投资完成额增速也在 2018 年放缓。

图表 7: 2017 年开始社融增速持续下降 (%)



资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 8: 2018 年起房地产投资增速下行 (%)

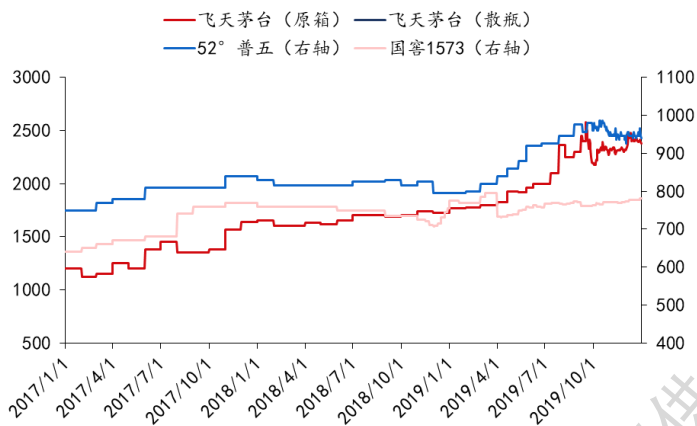


资料来源: wind, 国联证券研究所

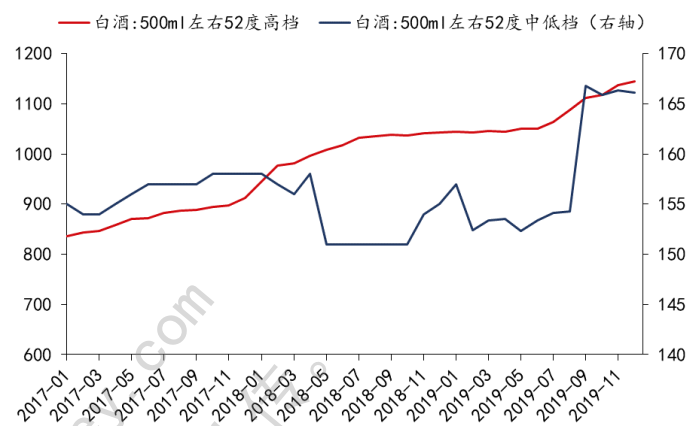
高端酒批价横向调整, 终端价格表现疲弱, 渠道利润收窄。2017 年, 消费升级带动白酒终端需求持续攀升, 白酒行业景气度持续上行, 产品批价、零售价也不断提升。2018 年, 宏观经济增速放缓, 茅五泸批价上涨势头停滞, 直至 2019 年初才恢复上行。白酒终端零售价方面, 高档酒不再上涨, 中低档酒甚至出现下降。

图表 9: 2018 年高端酒批价横向调整

图表 10: 2018 年高档及中低档白酒终端零售价疲弱



资料来源: wind, 国联证券研究所

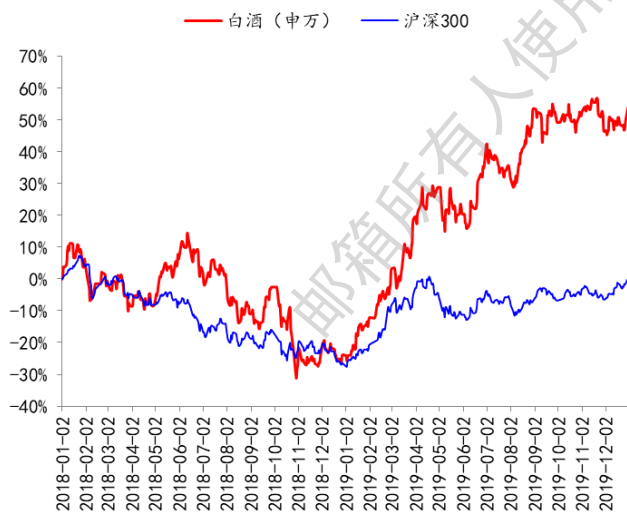


资料来源: wind, 国联证券研究所

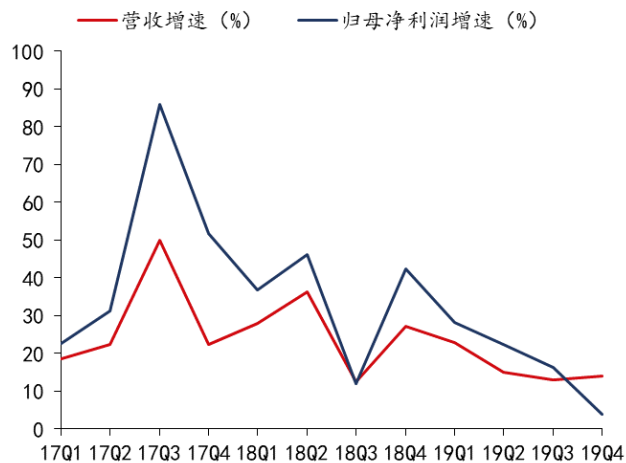
估值先于股价调整，季度业绩走弱带动股价和估值触底。股价：2018年8月出现库存增加、批价回落、动销不畅的情况，白酒指数步入调整。10月秋糖渠道反馈行业景气下滑，茅台三季报业绩低于预期，股价进一步下跌。伴随政策从“去杠杆”转向“稳杠杆”，白酒动销回暖，2019年上半年股价触底回升。**业绩：**18Q3由于行业景气度下降及高基数，收入利润高增态势中止，2019年虽动销向好但行业仍处于去库存周期，业绩增速仍环比下降。**估值：**2018年1月达到38X后下行，从6月30X迅速下降至11月20X，2019年4月估值回到30X水平。

图表 11：白酒指数 2018 年中开始调整

图表 12：白酒业绩增速持续下行



资料来源: wind, 国联证券研究所



资料来源: wind, 国联证券研究所

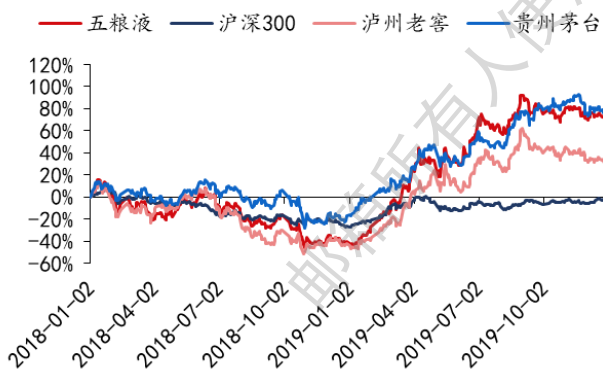
图表 13：白酒估值 2018 年 11 月达到低位



资料来源: wind, 国联证券研究所

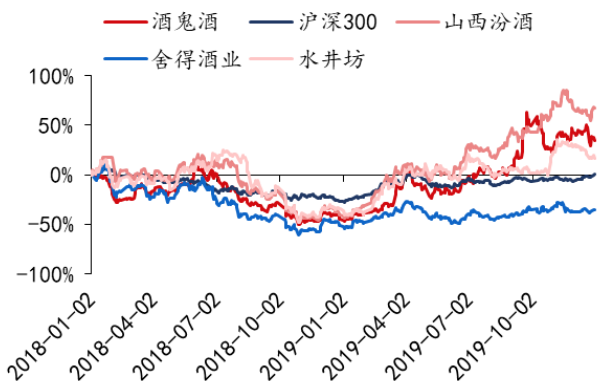
地产酒股价弹性释放，高端表现稳健。 高端表现稳健：2018 年整体调整幅度较小，2019 年茅台、五粮液股价表现较老窖突出。次高端表现分化：2018 年下跌中普遍跑输指数，2019 年汾酒受益改革红利释放涨幅居前。地产酒表现亮眼：2018 年二季度，以顺鑫农业、古井贡酒、今世缘为代表的地产酒大幅跑赢白酒指数。其中顺鑫农业凭借低库存模式、刚需属性、高性价比优势在经济景气不佳时股价一枝独秀。

图表 14：高端酒股价走势



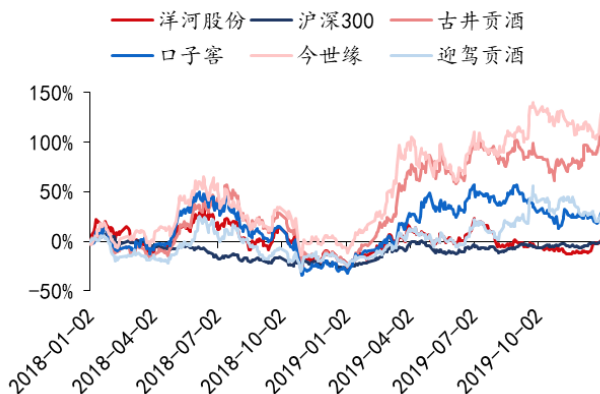
资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 15：次高端酒股价走势



资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 16：苏皖地产酒股价走势



资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 17：其他地产酒股价走势

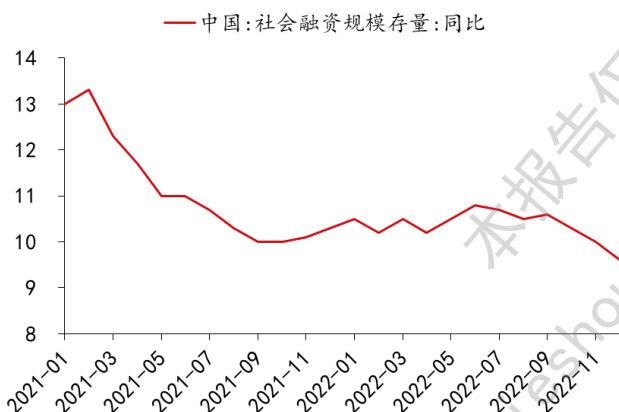


资料来源: wind, 国联证券研究所

1.2 2021-2022 年调整：经济承压叠加场景受限，需求严重受损

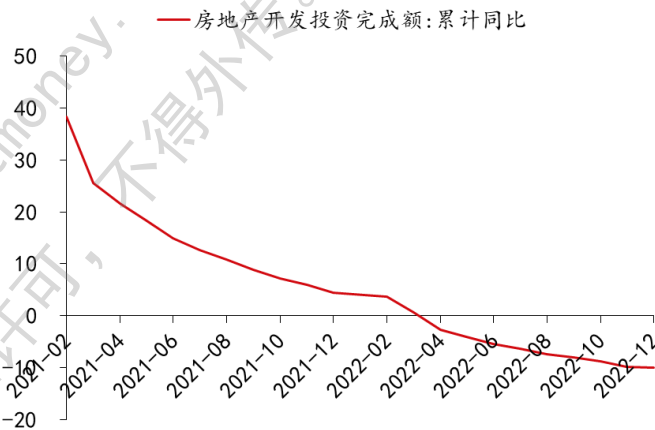
经济承压叠加场景受限，白酒需求受损严重。2021 年开始宏观经济承压：21 年 9 月，社融增速降至 10% 水平，并于 22 年末降至 10% 以下。房地产开发投资完成额增速亦持续下行，22 年 4 月进入负增长区间。2022 年奥密克戎传播，防控措施持续收紧，大型聚餐、会议、婚宴等堂食活动受到严格限制，加上人员流动受限制，跨地区人员流动量急剧减少，宴席消费场景受限。

图表 18：2021 年起社融增速不断下行 (%)



资料来源: wind, 国联证券研究所

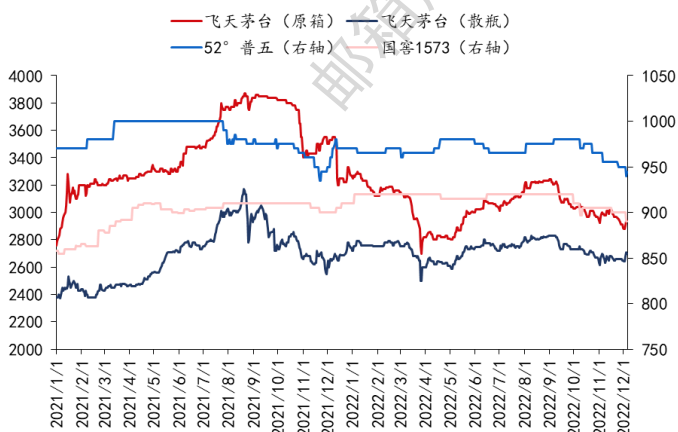
图表 19：房地产投资额增速快速下降至负值区间 (%)



资料来源: wind, 国联证券研究所

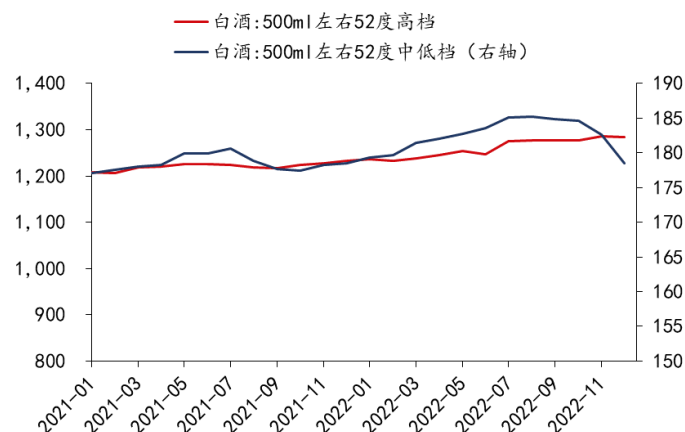
白酒批价表现低迷，终端价格涨速放缓。飞天原箱和散瓶批价自 21 年 8 月高位（分别 3800、3160 元/瓶）快速下降，最大降幅接近 30%。普五和 1573 批价亦保持平稳。2021-22 两年间，高档酒零售价增幅仅有约 6%，涨速明显放缓。中低档酒零售价则先涨后跌，价格停滞不前。

图表 20：茅台批价自 21 年 8 月起显著下跌



资料来源: wind, 国联证券研究所

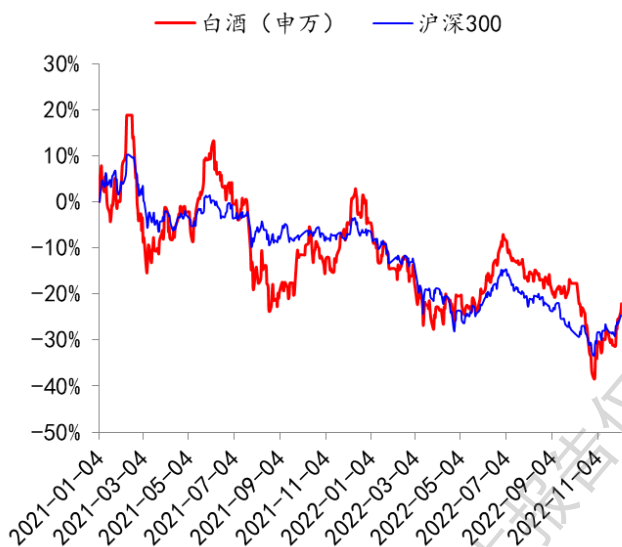
图表 21：高档酒零售价涨速放缓，中低档酒零售价停滞



资料来源: wind, 国联证券研究所

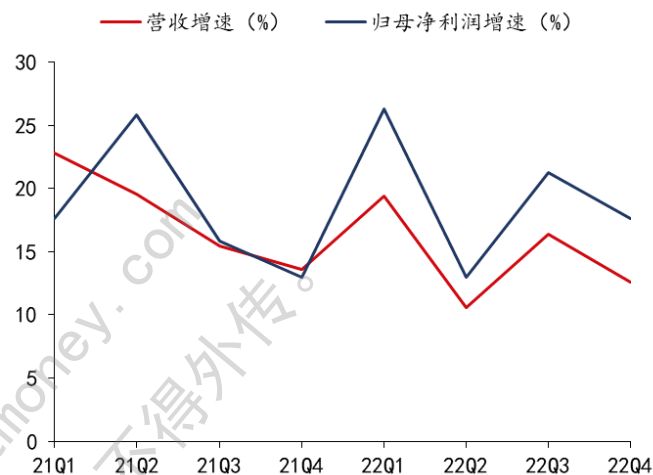
22Q2 业绩增速触底，股价估值同步下行。股价：宏观经济不景气影响白酒需求，2021 年 6 月进入下行通道。期间出现两次反弹：21 年 9 月主因茅台丁雄军董事长上任后提价预期发酵，22 年 5 月主因上海疫情形势好转，市场预期改善。但直至 2022 年底疫情防控政策优化后，股价才触底回升。**业绩：**21 年白酒企业控货挺价，业绩增速逐步放缓，22Q2 因疫情扰动创下新低，三四季度增速环比回升。**估值：**21 年 2 月达到 71X 后下行，22 年 10 月达到底部 26X。

图表 22：白酒指数整体与大盘同步下行



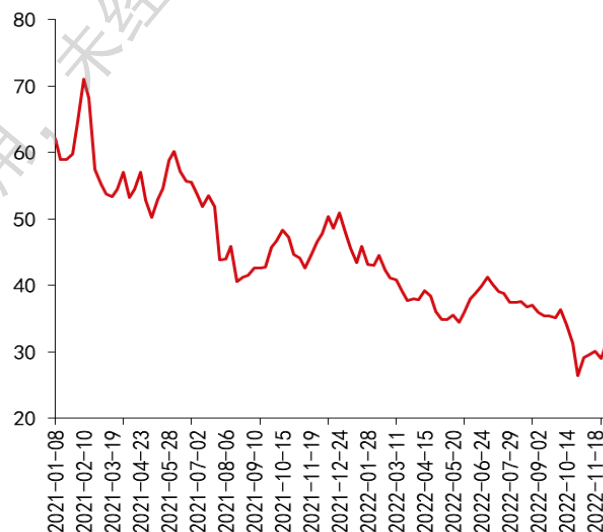
资料来源：wind，国联证券研究所

图表 23：白酒行业收入利润增速稳中有降



资料来源：wind，国联证券研究所

图表 24：板块估值自高点跌至 50%位置

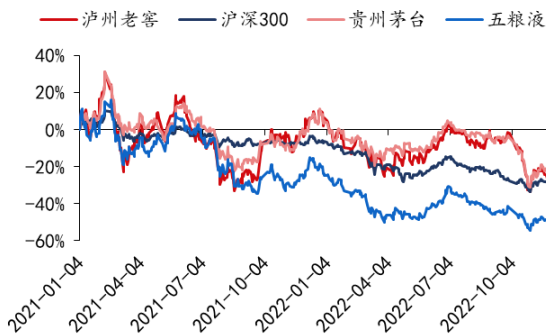


资料来源：wind，国联证券研究所

股价整体表现不佳，仅舍得、迎驾实现可观正收益。仅有舍得、迎驾、汾酒实现正收益，茅台、老窖、古井、伊力特跑赢沪深 300。复星入主舍得，经营步入正轨，品牌修复、招商汇量下业绩弹性释放迎驾受益于大本营消费升级，洞藏高速成长带动 21 年下半年业绩超预期。

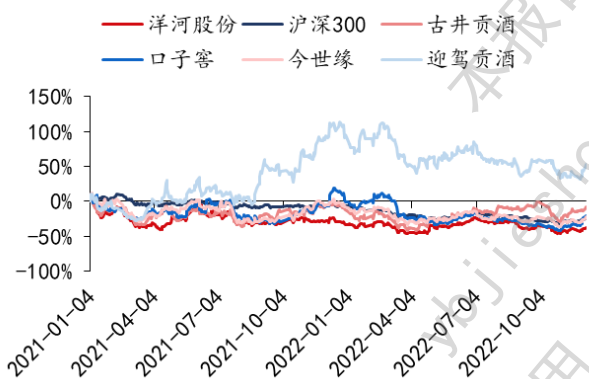
图表 25：高端酒股价走势

图表 26：次高端酒股价走势

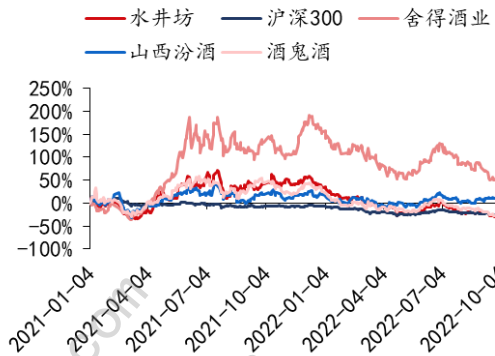


资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 27: 苏皖地产酒股价走势

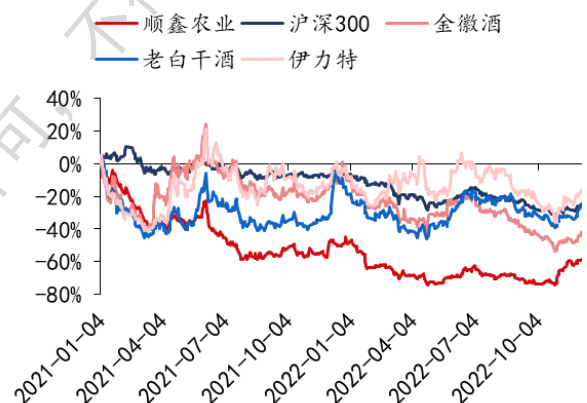


资料来源: wind, 国联证券研究所



资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 28: 其他地产酒股价走势

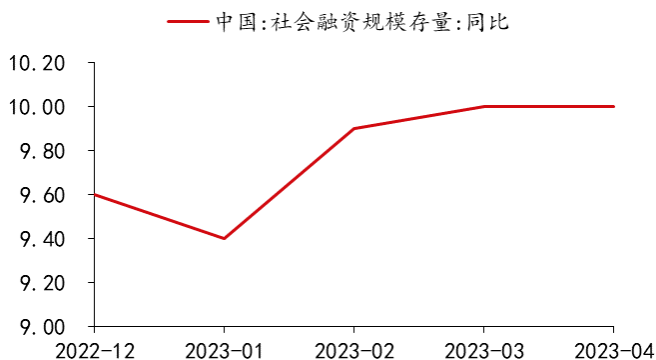


资料来源: wind, 国联证券研究所

1.3 2023 年调整: 消费弱复苏加剧业绩增长担忧

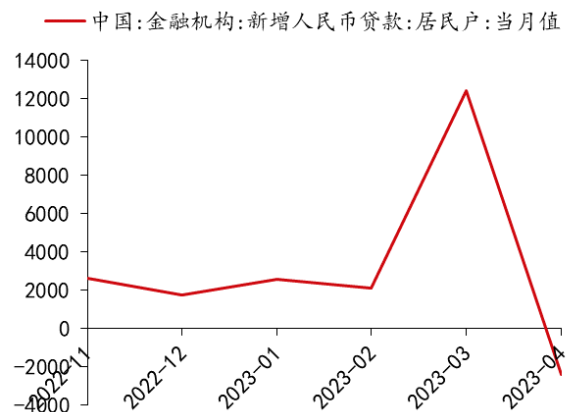
疫后消费持续复苏面临挑战。22 年 12 月疫情防控政策优化后, 宏观经济景气开始修复, 但春节效应后复苏放缓, 表现在社融、地产投资增速环比走平, 4 月居民新增贷款转为负值, 社零亦不及预期。消费意愿、消费力恢复至疫前尚需时日, 白酒行情在春节聚餐热、返乡热催化后迅速降温。

图表 29: 社融增速回升势头放缓



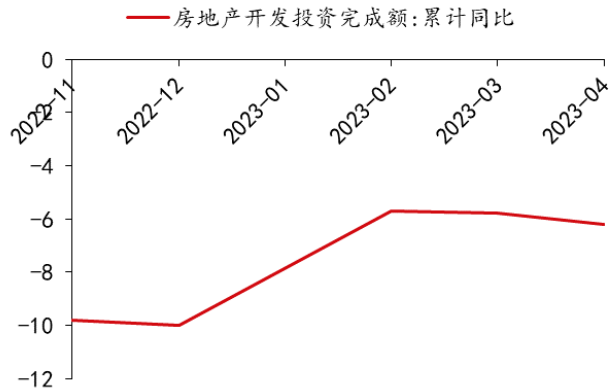
资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 30: 4 月居民新增贷款转负

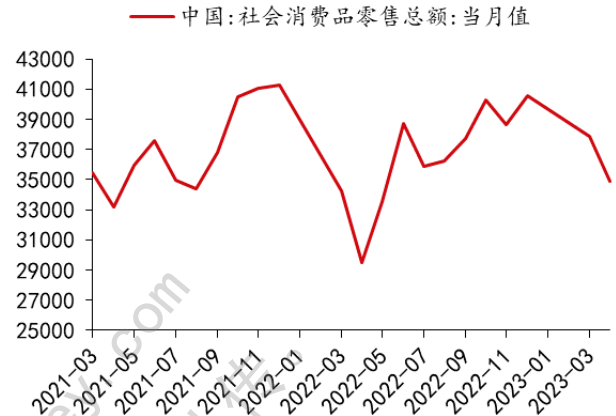


图表 31: 房地产投资增速仍未转正

图表 32: 4 月社零增速不及预期 (亿元)



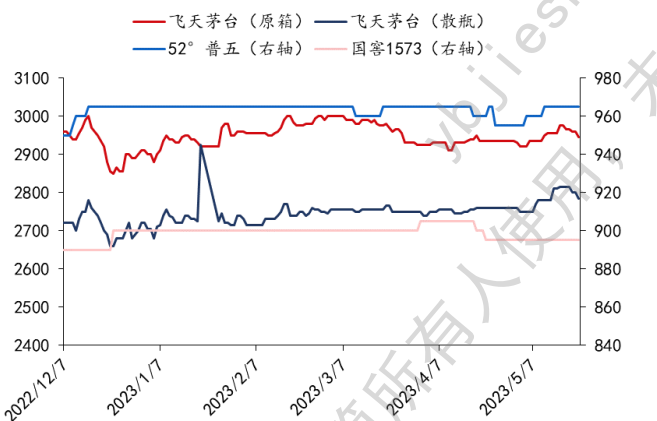
资料来源: wind, 国联证券研究所



资料来源: wind, 国联证券研究所

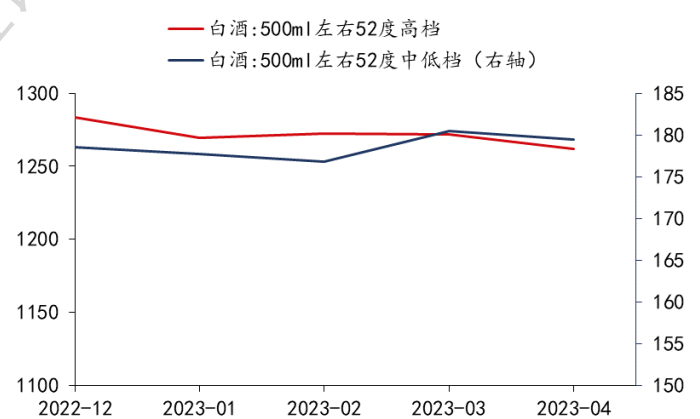
春节后动销转淡，批价和零售价格走弱。批价作为供需信号，自 3 月以来有所下行，主因开门红回款后，淡季动销转弱，渠道去库存压力增加。与批价类似，高档酒与中低档酒零售价格整体亦呈下滑态势。

图表 33: 高端酒批价自 23 年 3 月有所下行



资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 34: 白酒零售价自 23 年 3 月有所下行

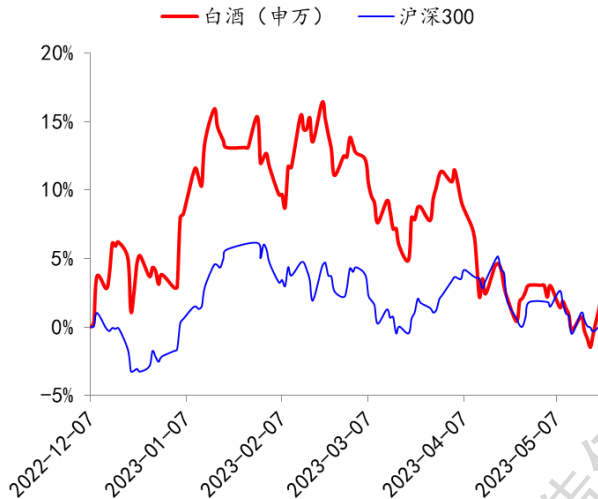


资料来源: wind, 国联证券研究所

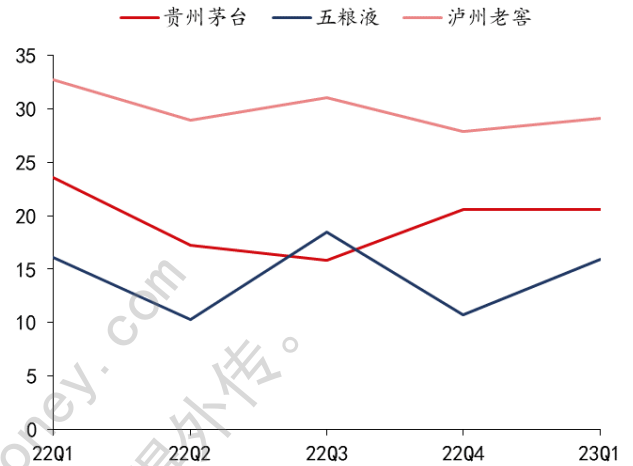
全年预期转弱估值再次回到 30X 区间。股价: 弱复苏逐步验证, 2 月下旬步入下跌通道, 春糖反馈不佳及 4 月宏观数据低迷, 股价持续下跌。**业绩:** 上市酒企普遍达成开门红, 以茅五泸为代表, 23Q1 业绩增速环比提升, 且由于低基数效应, 23Q2 市场预期仍然较高。**估值:** 23 年春节上行至 37X, 5 月回到 30X 以下后有所回升。

图表 35: 白酒指数 2 月开始下行

图表 36: 茅五泸 23Q1 业绩环比提速 (%)

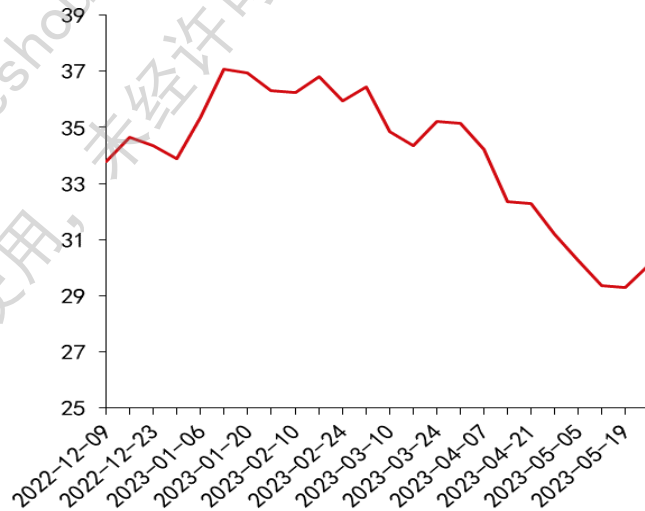


资料来源: wind, 国联证券研究所



资料来源: wind, 国联证券研究所

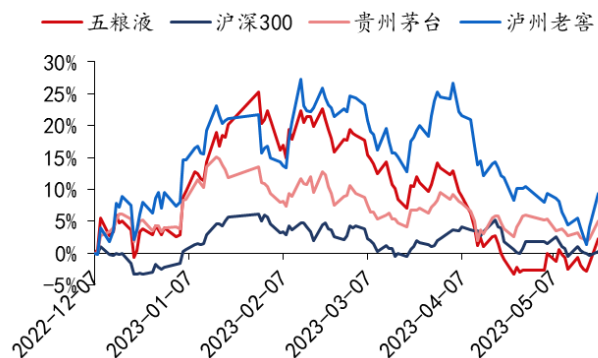
图表 37: 白酒估值 5 月回到 30X 区间



资料来源: wind, 国联证券研究所

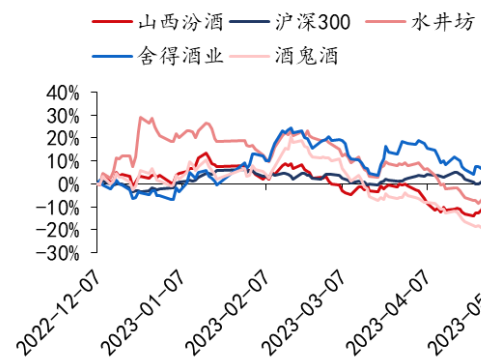
地产酒再次崛起，次高端股价跌幅较大。高端表现稳健：茅五泸均实现小幅正收益。次高端普遍承压：全国层面的消费复苏与次高端关联性较高，仅舍得略有上涨，酒鬼酒、汾酒跌幅接近 20%。地产酒整体向上：受益区域经济活力和自身经营红利，股价表现普遍较好，今世缘涨幅接近 30%，老白干、伊力特涨幅接近 20%。

图表 38: 高端酒股价走势



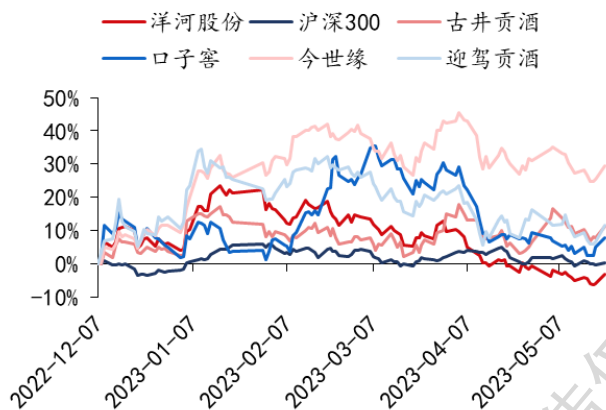
资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 39: 次高端酒股价走势



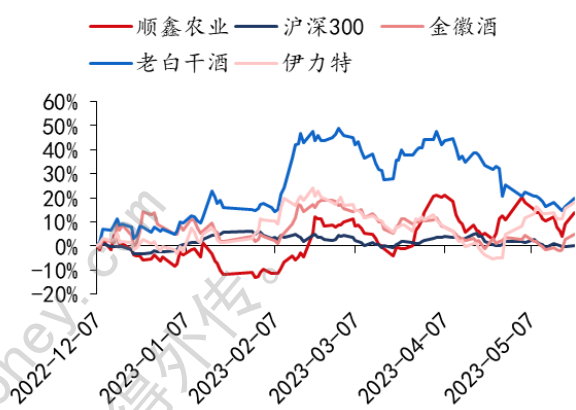
资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 40：苏皖地产酒股价走势



资料来源：wind，国联证券研究所

图表 41：其他地产酒股价走势



资料来源：wind，国联证券研究所

2 白酒企业经营管理能力提升

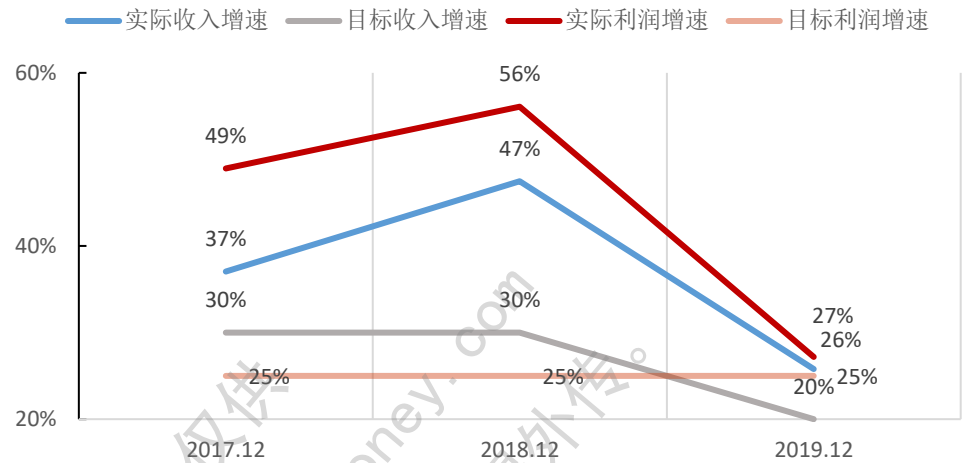
国家统计局数据显示，我国白酒产量已连续六年呈下降趋势，2022 年我国白酒产量为 671.2 万千升，同比下降 6.20%；与此同时，根据中国酒业经济运行报告统计，白酒行业 CR5 从 2019 年的 33.2% 上升至 2021 年的 40%，集中度提升了 6.8pct，挤压式增长的竞争格局下，行业马太效应愈发明显。面对日益激烈的市场竞争，作为行业头部的上市酒企从改制、构建全新增长点、优化产品/渠道/区域布局、战略重塑、扩建产能这 7 个维度综合提升经营管理能力，以巩固并强化各自竞争优势。对比此前的深度调整时刻，酒企的抗风险能力更加扎实，行稳致远。

2.1 国企改革焕发企业活力

通过国企改革，酒企普遍可取得完善公司治理结构、提升决策效率、优化运营和激励机制等效果，近年山西汾酒、舍得和金种子在改革推进下潜能逐渐释放。

山西汾酒：汾酒改革三部曲，激发内生动能。2017 年，汾酒开始一系列改革，第一步，2017 年 2 月与山西省国资委签订当年及三年经营目标考核责任书，成为省属国企目标责任考核改革首个试点企业。第二步，2018 年 2 月引入华润战略资本，引资 51.6 亿元。入主后，华润派驻部分精英履职高管及大量中层骨干，逐渐推进一系列对治理结构、资产梳理、产品结构、营销管理、市场布局的阶段性任务。公司盈利能力提升，利润增速远高于收入增速；走出泛山西市场，长三角珠三角核心地区持续贡献增量。第三步，2019 年 3 月开展股权激励计划，实施对象包括中高层共 395 名人员，并将 ROE、营收增速等作为业绩考核目标，成为全省首家实施股权激励的国有企业。三年改革目标超额完成，2017-2019 年，山西汾酒实现收入同比 +37.1%/47.5%/25.8%，归母净利润同比 +56.0%/54.0%/28.6%。

图表 42：17-19 年山西汾酒收入和利润增速与责任书目标对比



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

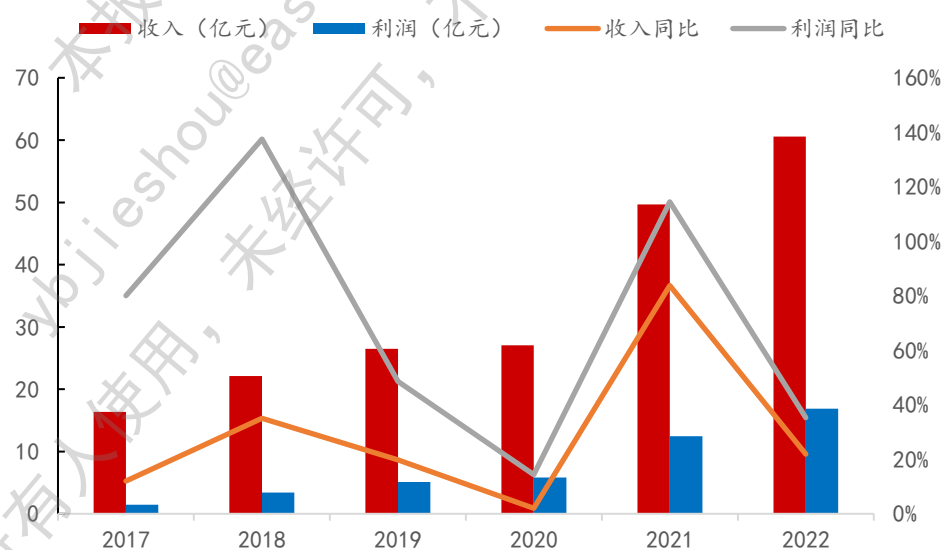
图表 43: 股权激励业绩考核目标

解除限售安排	解除限售时间	业绩考核目标	可解除限售数量占比
第一个解除限售期	自授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	2019 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；以 2017 业绩为基数，2019 年营业收入增长率不低于 90%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2019 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90%；	40%
第二个解除限售期	自授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	2020 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；以 2017 业绩为基数，2020 年营业收入增长率不低于 120%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2020 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90%；	30%
第三个解除限售期	自授予登记完成之日起 48 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	2021 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；以 2017 业绩为基数，2021 年营业收入增长率不低于 150%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2021 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90%。	30%

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所整理

舍得：复兴接力天洋控股，舍得改制柳暗花明。2016 年，天洋控股集团入主，采取高端化战略，重视“舍得”系列中高端产品，同时逐步缩减沱牌系列和定制产品 SKU，聚焦打造沱牌天曲、特曲、优曲三大系列，采取扁平化招商模式。但由于对沱牌系列清理节奏过快以及“快消式”打法等因素，公司终端动销不畅，品牌价值增长缓慢。2020 年底复星接力控股后采取“舍得”+“沱牌”双品牌运作模式，成立沱牌事业部，实现公司分品牌精准化营销，促使沱牌系列销量从 10644 千升上升至 31082 千升。渠道方面，以“1 游（舍得经销商融入复星之旅）+1 平台（舍得经销商与复星体系对接平台）+N 产品（舍得专享版复星生态特色产品、服务及权益）”为体系核心，稳定优质经销商，维护优质客户资源，渠道掌控能力提升。复星的入主使得公司管理赋能，战略清晰，公司 21 年营收实现高增长，发展动能充足。

图表 44：2017-2022 年舍得酒业业绩表现



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

金种子：华润战投为金种子带来破局变量，重回增长轨道。2022 年 2 月华润战略投资金种子成为第二大股东，下半年开始全面主导公司经营活动，通过更换高管，强基增效、全面重构营销体系、梳理并增强产品与渠道三大改革动作，全面赋能金种子经营管理。从效果看，一是成功将平均库存降至多年来最低水平 25%，并将网点覆盖率提升至 50%，从 3 万家增至 5 万家；二是通过成立营销中心，将市场决策权下放至战区 and 一线，以能力匹配性为基准持续更新团队人员，通过上调部分月薪，激励催生内在动力；三是明确公司现阶段产品主线，中低端主要以柔和祥和与新品光瓶酒为抓手，次高端聚焦馥合香，高端产品醉三秋暂不发力。2022 年公司工作重心仍在内外部梳理及改革落地，全年营收 11.86 亿元，同减 2.11%；23Q1 则实现营收 4.32 亿元，同比高增 25.48%，经营稳步提升。

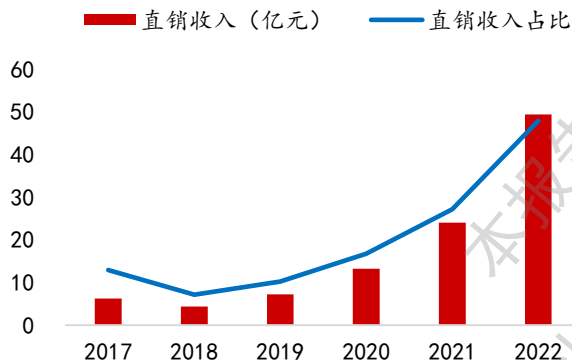
2.2 高端酒企构建全新战略增长点

高端酒作为行业风向标在经营管理方面颇具引领作用，茅台、五粮液与泸州老窖分别根据自身情况构建全新战略增长点，以保证在新阶段获得长足发展。

茅台：非标产品投放增加，直销渠道占比上升。1935、精品茅台等投放量加大，

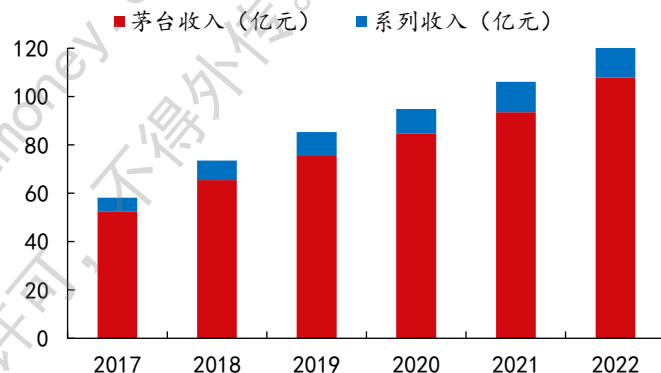
24 节气产品推出，生肖酒在“i 茅台”放量等促使在飞天茅台投放总量微增的情况下，市场份额扩大，收入保持优异增长，23Q1 营收 393.79 亿，同增 18.66%。“i 茅台”效果超预期，截至 2022 年末，注册用户超 3000 万，实现不含税营收 118.83 亿元，成功打通线上直营渠道；叠加线下直营店布局扩张，直销渠道营收 493.79 亿，同增 105.49%，提高盈利能力。23 年 Q1，高毛利直销渠道占比持续提升至 46%，茅台酒有望通过持续提升非标产品占比和直销渠道占比实现量价齐升。

图表 45：2017-2022 年茅台直销渠道表现



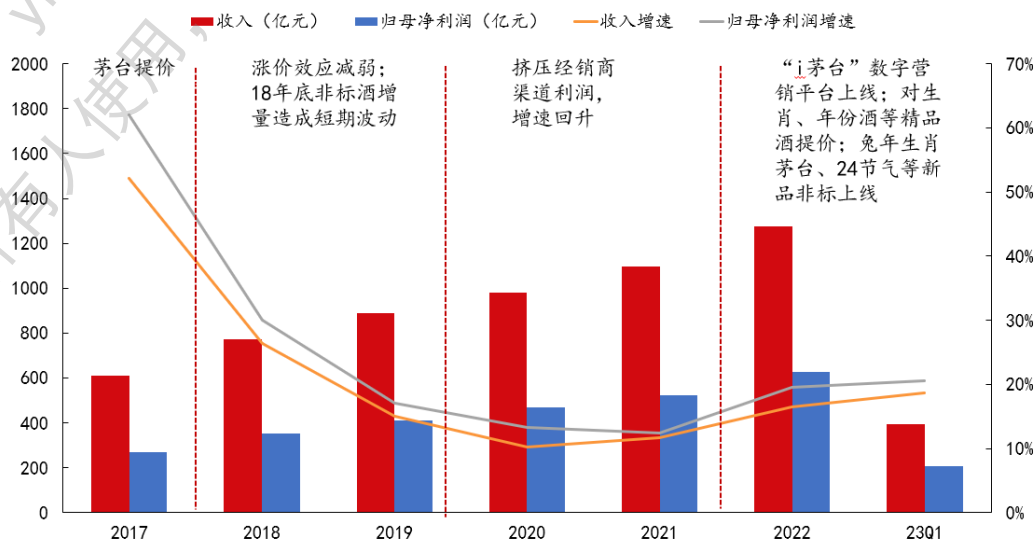
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 46：2017-2022 年产品结构表现



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 47：2017-2022 年茅台经营表现



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

泸州老窖：产品矩阵愈发成熟，全国化深入推进。公司坚持“双品牌、三品系、大单品”战略，由国窖 1573 坚定站位高端市场引领到低度放量抢占增量市场高线次高端，特曲、头曲站稳大众市场，黑盖、高光在光瓶酒赛道精准补位，产品矩阵延展到位；22 年毛利率同比+0.89pct 至 86.6%，净利率 41.3%，创历史新高。公司以低度国窖开辟华北、华东地区，华南地区未来增长空间广阔，通过“百城计划”“浪潮计划”等，深入推进全国化并精准触达核心消费者，强化消费者培育能力和渠道铺设能力。

五粮液：优化产品结构，推进营销变革。在巩固核心产品八代普五的同时，公司升级产品结构，促使五粮春、五粮醇、尖庄等全国性战略大单品和区域性重点品

牌影响力持续增强。清理 12 个品牌，上新和美中国、五福熊猫、兔年生肖酒等多款文化酒，优化品牌矩阵。22 年实施“总部抓总、大区主战”营销策略，21 个营销战区调整为 26 个营销大区，市场反应更迅速、策略更精准。新增专卖店近百家，推进智慧门店 2.0 建设进程，渠道把控力稳步提升。

2.3 优化产品结构以契合发展战略

当前，各酒企产品结构调整主要有四大方向，一是梳理产品主线，明确营销发力点；二是加速高端和次高端布局，精简低端产品；三是进行经典产品品质焕新，提升消费者体验；四是积极布局光瓶酒赛道，抢占行业风口。整体来看，产品端的积极调整契合企业发展战略，即强化了固有基本盘，也在更多层次的价格空间提升了品牌渗透力和市场占有率。

山西汾酒：推陈出新，层次清晰。山西汾酒旗下产品分为汾酒、系列酒和竹叶青酒三大类，汾酒是主要产品线，在推陈出新产品升级后，包含青花、巴拿马、老白汾、玻汾系列，覆盖全价格带。青花系列次高端至超高端价位带，2018 年公司推出超高端青花 50，与青花 40 共同定位超高端市场；青花 20 作为主流大单品卡位次高端，青花 30 主攻高端团购、政商务需求，2020 年公司推出青花 30 复兴版，提升公司产品价格天花板。配合巴拿马系列定位 300-400 元及老白汾经梳理后定位百元及两百元以上的目标，公司在不同价位均有支撑单品，多点发力。

酒鬼酒：稳定酒鬼，主推内参。酒鬼酒产品结构聚焦次高端及高端战略单品，形成内参和酒鬼品牌双轮驱动。内参酒定位覆盖千元以上，2018 年成立销售公司实现内参品牌独立化运作。2019 年发布超高端大师版，2021 年主推新版 52 度内参酒，作为与茅五泸同样的独立高端白酒品牌，内参建立了自己忠实消费群，建立了体量基本盘，让原本没有高端产品的白酒品牌能够在高端价格带有一席之地，直接放大公司产品盈利空间。酒鬼系列发力次高端，形成“1+3”格局，战略单品红坛，以及传承、透明装、内品三个单品，价位覆盖 300-700 元，有效与营销策略协同，满足 C 端需求，支撑营收增长，2022 年营收占比超内参一倍。

洋河：蓝色经典焕新，构建“双名酒、多品牌”发展战略。洋河品牌下，近三年全面升级蓝色经典，由海天系列逐渐转移向梦系列。2019 年推出梦 6 升级产品梦 6+，整体产品质感提升；2020 年推出梦 3 升级产品梦 3 水晶版，稳固省内商务消费群体，盈利能力强；2021 年天之蓝焕新上市，2022 年新版海之蓝上市，成功梳理各品牌价格带间隙，价盘稳步提升。双沟品牌有效提高公司市场份额，头排、绿苏卡位高端与高线次高端价位，填补于梦 6+ 和梦 9 之间；珍宝坊系列丰富中高端空白价位。贵酒在扩充产品线的基础上，作为酱酒丰富了洋河公司香型及产能规模，完善洋河全面布局。2023 年 4 月，公司发布名酒复兴战略，发布新品洋河大曲（经典版），对敦煌系列焕新升级，老名酒丰富产品矩阵。

今世缘：V 系攻坚，开系提升，今世缘激活，高沟复兴。国缘开系为今世缘基本盘和高势能产品，23 年 4 月公司发布千元价格带的战略新品六开，旨在拉高系列产品调性的同时延长产品生命周期，并引领开系出省。18 年起公司顺应江苏消费升级趋势推出国缘 V 系，拉高整体产品结构，其中核心产品 V3 受益省内商务消费升级

和 600 元价位带扩容，重点培育下体量已超 10 亿，23 年将倾斜更多团购资源。公司也对今世缘与高沟品牌提高重视度，一方面加大 D20/30 推广、培育力度，重抓婚喜宴消费场景，并推出星球大瓶酒作为品牌激活的长线战略新品；另一方面发布高沟标样，抢占高线光瓶酒赛道，展现老名酒新风貌。

古井贡酒：四品五香产品矩阵成型，古 20 瞄准百亿级单品目标。公司目前已形成古井贡酒+黄鹤楼+明光酒业+珍藏酒业四大品牌旗下的浓香、清香、酱香、古香、明绿香五大香型的产品矩阵。作为皖酒龙头不断引领省内价格带，2018 年推出 500 元以上的次高端战略大单品古 20，率先拉高战线；2019 年，对献礼和古 5 进行升级；2020 年推出高端产品年三十。目前，古 8/16/20 卡位次高端价位带，古 26 站位高端，年份原浆系列 2022 年实现收入 121.07 亿元，同比+30.07%，带动结构提升。在古 16 作为合肥城市圈主流产品增幅明显的背景下，公司战略前置定位古 20，瞄准百亿单品目标，再一次引领省内升级脚步。

迎驾贡酒：洞藏系列拉高战线，洞 6/9 拉升业绩。2018 年公司完成洞藏系列核心市场布局，洞 6/9/16 主要布局 100-400 元的中高端、次高端，错位竞争使得渠道利润率高于竞品，洞 20、工匠版布局高线次高端价格带。随着省内消费升级，洞 6/9 切入主流价格带，把握区域市场红利，量价齐升。2022 年中高档白酒实现收入 39.28 亿，同增 27.59%，占比 75.6%，洞藏系列收入占比持续提高，品牌势能扩大。

金种子酒：“一体两翼”产品格局成型。在 2020 年开始进行产品结构升级，推出“醉三秋 1507”产品和“馥合香系列”产品分别定位高端和次高端价位，中低端仍以年份酒和种子系列为主。2021 年，柔和系列焕新升级，发布新品“柔和大师”，与馥合香价格带衔接。目前，公司产品呈现“一体两翼”，馥合香系列作为战略核心产品，种子和醉三秋作为两翼，共同推进中高端产品发展。23 年 3 月，光瓶酒战略新品头号种子正式发布，在华润“啤白融合”模式赋能下，有望借助其全国 1 万+经销商、200 万+餐饮终端快速做大体量。

金徽酒：产品矩阵重心上移，引领省内消费升级。金徽酒产品从高到低主要涵盖定位高端价格带的年份系列，次高与中高端价位带的柔和/正能量系列、世纪金徽四/五星，以及中低价位的世纪金徽二/三星、金徽金奖等。2020 年复星入驻后公司重推年份系列拉升品牌调性，重点提升产品结构，22 年百元以上高端产品营收占比升至 63.93%。同时金徽酒作为甘肃白酒龙头，正以金徽 28/18 年引领省内商务消费升级，以柔和/正能量系列引领大众消费升级；柔和系列省内体量已超 6 亿，具备忠实客群；正能量系列已形成陕西等多个样板市场，形成消费氛围。此外，21 年公司推出战略新品金徽老窖正式进军华东市场，当前招商布局与渠道拓展稳步推进，预计今年将在江苏、河南市场取得突破。

图表 48：各酒企在细分价格带的代表产品

价格带	山西汾酒	酒鬼酒	洋河	今世缘	古井贡酒	迎驾贡酒	金种子	金徽酒
高端	青花 30/40	52/54 度内参	M6+/M9/手工班	V 系/六开	古 26/30	洞 20/大师版	醉三秋	28 年/金徽老窖
次高端	青花 20	红坛/传承	水晶梦	对开/四开	古 16/20	洞 16	馥 9/15/20	柔和/能量系列
中端	老白汾	内品	海天系列	单开/典藏/淡雅	古 8/5	洞 6/9	柔和经典 5	世纪金徽四五星
中低端	献礼	湘泉	大曲	A3/青花	献礼	百年/槽坊	柔和种子	陈酿
光瓶酒	玻汾		新世纪/蓝优	高沟标样	乳玻贡	生态迎驾	头号种子	

资料来源：今日酒价，微酒，公司年报，国联证券研究所整理

2.4 渠道改革，厂商一体化生态

目前各酒企均以前期自身优势渠道模式为基础，从渠道分利合理化、渠道层级扁平化、厂商关系一体化等方面推进改革，加强渠道运作掌控力和科学性。以洋河和今世缘为例，前者自 2019 年以来的渠道改革基本解决了前期深度分销模式下库存增多、渠道掌控力不足等问题，通过加强对经销商的重视与关怀程度提升渠道稳定性和质量；后者在保持团购渠道优势的基础上加快流通渠道建设，有助于高势能产品放量。

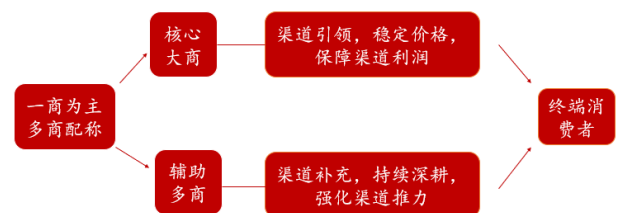
洋河：渠道改革基本完成，厂商关系与时俱进。2019 年，因先前深度分销模式在行业调整中存在库存增多、渠道掌控力不足等问题，洋河开始着手“一商为主、多商配称”的变革，主要针对梦之蓝系列在各区选出一个大商做流通，其余经销商做团购，相较此前都通过经销商下延，渠道抓力更强，费用投放清晰。22 年经销商大会上，洋河提出“1320 战略”，标志着厂商关系进入到共荣共进新阶段，渠道活力在改革后得到进一步释放。

图表 49：洋河渠道变革时间线



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 50：“一商为主，多商配称”体系



资料来源：公司公告，国联证券研究所

今世缘：团购优势显著，流通逐渐发力，“三部一司”架构提高市场组织化拓展能力。公司过去为大商制主导，团购起家。因团购模式起步早，基本盘稳定、打法成熟，目前仍处于优势主导地位。2015 年起公司开始建设流通渠道，由于产品覆盖密度不高，渠道利润足，随着开市势能提高，中高价位产品自然进入流通渠道，当前体量正处于快速上升期。终端建设方面，2019 年起由厂商“1+1”进化为厂/商/终端“1+1+N”的深度协销模式，通过加大终端掌控力度，显著提高了终端服务水

平和营销动作执行效率。2022 年公司营销组织进化，设立 V 系事业部、国缘事业部和今世缘事业部，同时对高沟进行公司化运作，通过分类建队提高市场拓展灵活度。

2.5 区域拓展全国化和基地深耕并举

当前，白酒行业正进入集中度提升下的分化发展阶段，各大酒企根据自身品牌底蕴、影响力与辐射范围，制定了不同的区域市场攻守策略。整体来看，全国范围内的广泛化布局和小区域范围内的根据地精耕均在平衡推进。对于头部企业来说，一方面是覆盖市场范围扩大，另一方面则是市场渗透度提高，两种方式均能够提升其当前的市场基础及未来的发展空间。

➤ 高端酒以老窖为例，全面拓展市场空间

泸州老窖：全国化策略纵深推进，全力拼抢高地市场。分区域看，华北和西南是老窖两大基地市场，前者稳定增长，重点加强区域协同，后者持续拓展深挖，以点带面促发展；华东地区过去五年实现了快速增长，提供更大发展空间；中南地区两湖继续加强推广；河南地区正在逐步调整。目前，公司 5 亿级别省区已超 13 个，全国化进程正持续加速。2023 年，公司将全面深化市场分类，通过打造精英团队、整合资源力量，全力拼抢高地市场，形成全国性高地市场、城市群高地市场和区域性高地市场联动发展的新格局。

➤ 次高端实现更广泛区域稳步突破

山西汾酒：深入推进“1357+10”全国化市场布局，加速汾酒全国化市场拓展步伐。2022 年汾酒省外营收占比达 66.51%，长江以南实现稳步突破，同比增长超过 50%；同时持续巩固拓宽全球销售网络，以汾酒文化、工艺、品牌国际史为主要内容，持续进行海外市场消费者培育，海外市场建设稳步推进，现已覆盖 50+国家和地区。

舍得：聚焦次高端，“四化”推动全国布局。公司聚焦川冀鲁豫及东北等传统优势市场，逐步推进双品牌全国化布局，全面推动“品牌 IP 化、终端场景化、消费者社群化、行动数字化”的“四化”营销模式升级与创新。同时致力于打造“舍得+沱牌”双品牌，不断拓展电商、C2M、企业团购、现代商超、餐饮等新渠道，并利用会员、社群营销等营销手法，进一步拓宽全国市场。

➤ 地产酒立足根据地拓展周边市场

古井贡酒：不断稳固大本营市场，全国化重点布局安徽周边区域。2022 年公司坚持全国化、次高端、古 20+ 的发展战略，持续深化“三通工程”，通过“插旗、打井、育户”加速市场拓展。安徽省内，目前古井在绝大部分市、县均处于绝对领先地位，16 个地市区全部销售过亿，“县县过亿”的目标也基本实现。省外重点围绕江苏、河南、山东、河北等核心区域积极培育。从省外突破路线来看，古井以安徽周边、浓香型白酒消费习惯较浓、区域经济发展水平较高、区位优势明显、辐射能力较强为重点市场筛选标准，确定重点区域后再强化招商布局。目前来看，古井基本实现了品牌产品的全国一体化运营，保持品牌打造、主推产品、营销模式、价格体系和战术动作的一致性。

金徽酒：坚持“布局全国，深耕西北，重点突破”，22 年省外营收同比增长 18.45%。公司市场拓展方面，一是深化甘肃省内基地市场，在大众消费、高端引领方面实现规模突破；二是依托甘肃坐中连六的区位优势，滚动发展环甘肃西北市场，陕西、宁夏、青海、新疆市场销售额稳步提升；三是组建华东、北方、互联网公司，通过品牌引领、差异化产品体验、消费者圈层培育、团购模式开拓新市场，实现重点突破；四是整合公司资源为新市场、线上业务赋能，采用竞合机制，快速提高市场占有率。23 年公司将继续坚持既定战略路径，在甘肃省内市场通过一县一策精准运营，夯实根据地；在西北市场巩固样板的同时扩大市场布局深度；在华东市场、北方市场和互联网市场，继续组建团队、打造样板，通过差异化营销实现区域突破。

2.6 战略全面重塑以突破瓶颈

近年来口子窖经营遇阻，22 年在安徽省内营收体量被迎驾超越，其战略重塑工作逐步展开以期重回高速发展轨道。产品上，2023 年 2 月，口子窖推出“兼系列”作为战略核心，兼 10/20/30 由原有的十年/二十年/三十年型升级而来，布局 300/500/1000 元价格带，半控价模式可以保障渠道合理利润空间。渠道商，2023 年启动渠道扁平化改革，聘请麦肯锡咨询公司指导，率先在芜湖、安庆、蚌埠试点平台商模式运作，一批商与二级分销商及部分终端共同入股经销公司，利于把握分销商动态，强化原有分销商渠道利润；同时加大团购渠道运作力度，渠道进一步下沉，有望推动业绩增长。生产上，2019 年投产东山产区，1 年后便开始建设产业园二期，追求产能与质量并行发展，加上公司沉淀已久的优质基酒储备，为公司规模增长以及兼系列未来份额提供坚实基础。管理上，2023 年 3 月发布限制性股票激励计划，对象为公司高管及核心骨干人员共 58 人，拟授予 313 万股，授予价 35.16 元，股权激励体现改革决心。

2.7 产能提前布局彰显长远发展信心

参照“十四五”业绩目标，整体来看各酒企的产能和储酒不会影响业绩达成，部分酒企在设计产能已足够支撑营收目标的情况下积极扩产，彰显未来发展信心。现有产能方面，按照最保守假设到 2025 年吨价不变，经我们测算，口子窖、金徽酒凭借现有产能已经可以满足 2025 年营收要求；五粮液、泸州老窖、舍得、洋河、古井现有年产能均达到测算要求 80%以上；茅台、山西汾酒、酒鬼酒、今世缘、迎驾、金种子以现有年产能计算仅达到测算要求的 73%、76%、47%、56%、79%、54%，但原酒储备也较充足；目前酒鬼酒、今世缘、金种子相对最突出，因此亟需扩产。总体上，考虑到吨价的稳步上升，各酒企产能对于实现业绩目标不存在缺陷。

中国酒业协会理事长宋书玉 2022 年指出：“中国酒业已经进入新一轮产业调整阶段，产业结构、产品结构、市场和消费结构均面临变革与调整。”从历史经验来看，每一轮周期调整都是一次“弯道超车”的机遇，需要酒企具有穿越周期布局的战略眼光。2021-2022 年，名酒企业普遍开启了新一轮的产能扩张计划，此轮扩产主要是基于名酒品牌与代表性品类的扩产，更多是对优质基酒的追求，为品牌在次高端与高端市场竞争做准备，也为未来的弯道超车打下基础，预计 2023 年头部酒企产能释放将成为酒业发展的重要方向。

图表 51：各酒企“十四五”期间产能情况梳理

	2022 年 白酒营收 (亿元)	2022 年 白酒销量 (万吨)	吨价 (万元/ 吨)	成品酒设 计产能 (万吨)	产能预计 营收 (亿元)	原酒储量 (万吨)	十四五期 间新建产 能 (万吨)	2025 年 营收目标 (亿元)
贵州茅台	1237.72	6.82	181.55	8.08	1466.95	26.41	1.98	2000
五粮液	675.63	12.72	53.13	17.85	948.41	18.28	6.00	1000
泸州老窖	247.66	8.62	28.74	17.00	488.53	40.26	8.00	500
山西汾酒	260.40	17.69	14.72	20.70	304.63	14.97	5.10	400
酒鬼酒	40.37	1.49	27.07	1.75	47.42	3.52	1.08	100
水井坊	46.28	1.08	42.95	1.48	63.58	5.00	3.30	/
舍得酒业	56.56	4.14	13.67	6.00	82.02	13.27	6.00	100
洋河股份	295.00	19.53	15.10	31.96	482.67	62.34	/	(2024) 500
今世缘	78.54	3.90	20.16	4.16	83.81	12.18	3.80	150
古井贡酒	161.68	11.47	14.10	11.50	162.11	19.16	13 (成品 酒)	200
口子窖	50.59	3.42	14.78	8.00	118.27	28.08	2.00	100
迎驾贡酒	51.98	5.28	9.85	8.00	78.80	19.62	3.00	100
金种子酒	6.85	1.02	6.71	4.00	26.85	4.79	0.75	50
老白干酒	43.50	4.98	8.74	5.34	46.66	8.86	0.66	/
金徽酒	19.81	1.40	14.12	3.50	49.40	4.54	/	30 (2024)

资料来源：公司年报，国联证券研究所整理

3 消费环境回暖，资金面有望迎来改善

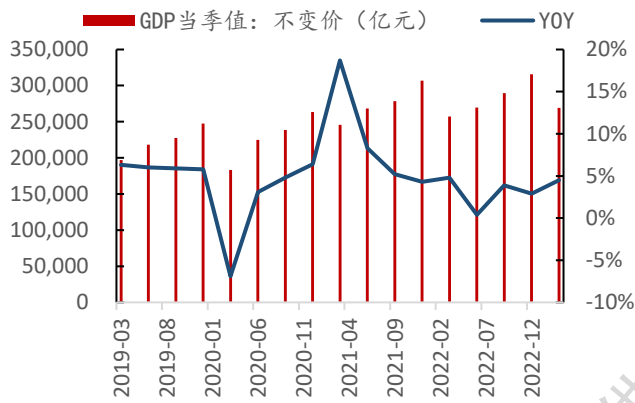
受益于疫情影响消退、消费场景修复，我国经济进入疫后修复提振阶段。一季度，受到抑制的消费需求得到集中释放，人员流动量和活动半径增加，市场人气提升，消费复苏明显。进入二季度，需求回补基本释放完毕，工业生产增速开始放缓，消费修复斜率也有所下降，短期内在疤痕效应下经济大概率延续慢复苏态势。根据国联宏观《稳增长政策仍需持续加码——5 月经济数据点评》，央行如期宣布降低 MLF 等政策利率 10bp，展望未来预计其他相关领域的稳增长政策也可能进一步推出，包括政策性金融工具、专项再贷款，以及适度对一二线地产限购、限贷等措施做出调整等。

3.1 宏观经济修复中，线下消费显弹性

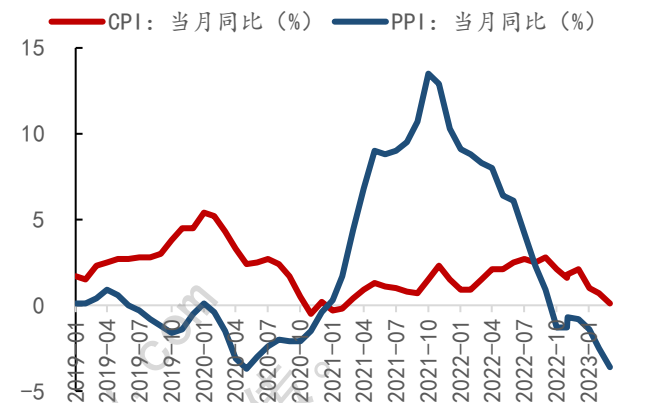
各省份普遍将提振信心、稳增长作为 2023 年的重点工作。2023 年 1 月以来，各省（区、市）陆续召开了地方两会并发布 2022 年地方政府工作报告，涵盖对 2022 年工作的总结以及 2023 年经济和社会发展任务的展望。与 2022 年底中央经济工作会议的基调一致，全国多数省份都强调要大力提振市场信心、激发市场活力。具体措施包括优化营商环境、保护民营企业产权、解决民企困难等。此外，各省份也普遍继续强调稳增长，促进经济运行整体好转，具体措施包括扩大内需、确保政策落实落地等。2023 年一季度 GDP 实际增速 4.5%，略好于市场预期，表明国内经济在多方努力下正在逐渐修复。

图表 52：2023 年一季度 GDP 增速 4.5%略超预期

图表 53：2023 年 4 月全国 CPI-PPI 走弱



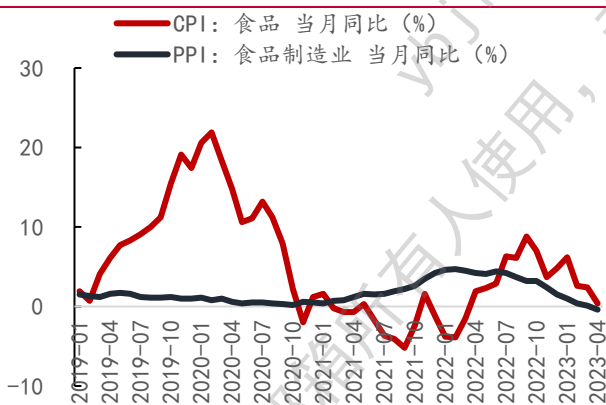
资料来源: wind, 国联证券研究所



资料来源: wind, 国联证券研究所

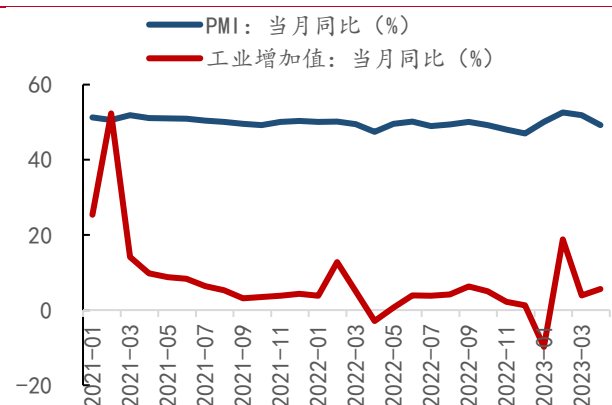
进入二季度, 4月CPI同比+0.1%, 食品价格指数同比+0.4%, 增速均有回落; 全国PPI环比3月增速进一步下探, 从-2.5%降为-3.6%, 食品PPI也由正转负, 物价呈低位运行态势; 5月制造业PMI相较4月进一步下滑至48.80%, 表明当前补库存意愿仍偏弱。但全国规模以上工业增加值同比增长5.6%, 环比增速亦提高1.7pct, 表明企业活力仍在恢复, 当前CPI-PPI持续走弱或为经济复苏“冷启动”阶段表现。

图表 54: 2023 年 4 月食品价格同比增速下降



资料来源: wind, 国联证券研究所

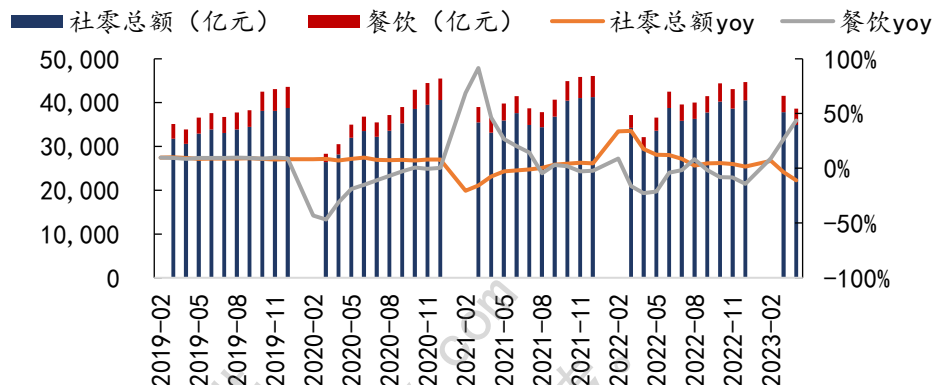
图表 55: 补库存意愿偏弱但企业活力在恢复



资料来源: wind, 国联证券研究所

五一出游热度回升, 线下消费显弹性。从社零消费数据来看, 4月社零总额同比+18.4%, 略低于市场预期, 但餐饮收入同比高增43.8%, 相关服务业复苏趋势强劲。公开数据显示, 五一期间国内出游人次及旅游收入同比分别+70.83%、128.9%, 景区门票量同比增长9倍, 重点餐饮企业销售额同增57.9%, 国内热门城市机票、酒店预订量均超疫情前水平。尽管今年五一人均出游消费仅540元, 低于2019年的603元, 表明消费能力尚未恢复, 但整体显示出行相关消费热度明显回升, 本地以餐饮为代表的线下消费也表现强劲, 相比商品零售显现更强修复弹性。

图表 56: 2023 年 4 月社零、餐饮增幅显著



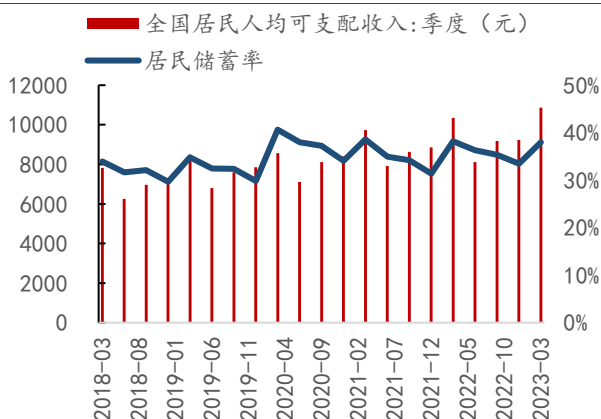
资料来源：wind，国联证券研究所整理

作为疫后经济复苏阶段的首个小长假，白酒消费区域存在分化，但不少区域表现亮眼。进入4月中下旬，“婚宴五一档酒店一桌难求”等话题轮番登上热搜，安徽、湖南、上海、江苏、成都等地宴席热度高涨，广州、深圳多地出现热门产品库存紧张情况，同时名酒开瓶量显著提升。根据云酒头条，五粮液全系列产品4月29-5月2日开瓶量同比高增109%，5月1日当天扫码量创历史新高，突破元春期间峰值。整体来看，受疫情影响明显的出行和餐饮场景仍是最明确的弹性方向，白酒等消费场景依赖度高的行业品类有望持续受益。

3.2 储蓄率仍处历史高位，居民消费意愿已触底反弹

2023Q1 居民储蓄率达 38%，仍处高位，但央行第一季度城镇储户问卷调查报告显示，倾向于“更多消费”的居民占 23.2%，比上季增加 0.5 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 58.0%，比上季减少 3.8 个百分点，储蓄率增速有望放缓。同时，居民消费意愿已触底反弹，23 年 3 月消费者信心指数回升至 94.9；结合商务部将今年定为“消费提振年”并发布全年“6+12+52+N”促消费活动引导，当前的储蓄存量和储蓄增长有望支撑未来更长期的居民消费增长。

图表 57：居民储蓄率到顶持平



资料来源：wind，国联证券研究所

图表 58：消费者信心指数触底反弹



资料来源：wind，国联证券研究所

图表 59：2023 年商务部发布“6+12+52+N”系列活动安排

“6”	六大主题活动。1-2月迎春消费季，3月全国消费促进月；之后还将开展绿色消费季、暑期消费季、金秋购物节、国际消费季。
“12”	依托进博会等12个重点展会，促进供需对接，引领消费趋势。
“52”	全年52周，因地制宜安排各项活动，如“赏冰乐雪欢乐春节”、“家电焕新绿享生活”、“喜迎亚运 嗨购亚洲”等。
“N”	支持各地结合自己的特色和消费场景，举办各具特色的消费活动，如京津冀消费季、上海五五购物节、浙江“浙里来消费”等。

资料来源：中国经济网，国联证券研究所整理

3.3 内部宽松政策呼声提高，外部环境边际改善

经济预期回落或已近底部，板块回升可期。过去两年影响预期的疫情、经济等关键因素的不确定性在2023年出现系统性下降，由此带来的困境反转有望在资金面得到较好反应。

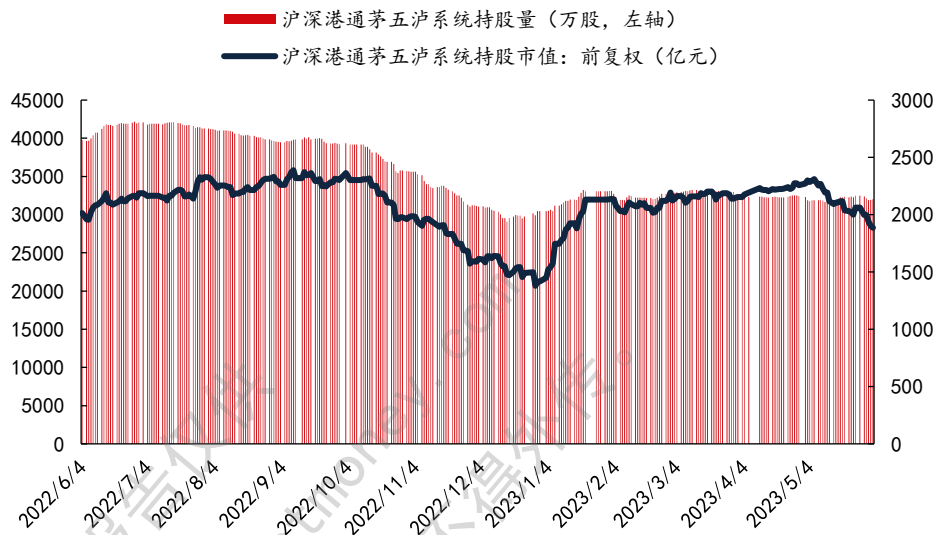
➤ 内部宽松政策呼声提高，稳增长政策有望进一步推出

今年3月27日，央行将金融机构存款准备金率下调25bp，根据国联固收《2023年3月份央行全面降准点评》，本次降准将释放长期资金约5000亿元，有助于稳定资金面基本盘；随后4月8日部分中小银行再次下调存款利率，或是利率处于下行通道的信号。当前是政府观察经济的重要窗口期，从5月宏观数据来看，巩固经济复苏态势仍需更有力的政策对冲，随着呼吁扩张性财政和货币政策的声量提高，预计6月至7月政策或将调整和加码，降息降准及其他扩内需政策有望进一步推出，有助于市场预期回升。

➤ 美联储短期加息预期升温影响有限

美联储加息预期升温，但预计对白酒板块影响有限。此前市场倾向认为美联储在6月加息的概率并不大，但6月2日美国劳工统计局数据发布后，由于就业人数增幅超预期，美联储掉期交易增加了市场对美联储到7月加息的预期，加息定价达到22个基点，同时根据CME美联储观察工具，到7月累计加息25个基点的概率也有所上升，达50.7%。尽管美联储加息预期升温将对外资流向有所影响，但目前白酒板块外资所占总市值仅5.61%，短期加息预期升温即使有影响也较有限。同时，随着美国债务上限达成共识，未来加息会逐渐趋缓，明年或有机会进入降息周期。美元强势地位的扭转往往预示着全球资本重回扩张，这将有助于改善资金投资流向选择。

图表 60：近一年外资持有茅五泸情况



资料来源：wind，国联证券研究所整理

4 风险提示

海外经济衰退风险；内生动能弱化风险；消费复苏不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对该证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层 **上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：0510-82833337 电话：021-38991500

传真：0510-82833217 传真：021-38571373

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层 **深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：010-64285217 电话：0755-82775695

传真：010-64285805