

底部寻金，四维聚焦优选稳健和关注困境反转两类标的

——2024白酒行业年度策略报告

赵瑞 食品饮料分析师
SAC执证编号：S0110522120001
zhaorui2022@sczq.com.cn

易嘉豪 联系人
yijiahao@sczq.com.cn

核心观点

1.2023年复盘：2023年白酒行业行情整体较弱，走势跑输沪深300。主要原因有如下三个方面，一是宏观维度经济弱复苏，市场普遍预期不高；二是中观行业维度白酒产品和批价有一定压力。三是交易维度外资持续流出和公募基金持仓下降对板块走势有一定影响。企业基本面方面，高端白酒发展整体稳健，次高端和地产酒业绩有所分化，估值在经过2021、22、23年三年左右的回调后，绝大多数的企业市盈率估值已经处于五年来10%以下的分位水平。

2.展望2024年：根据四维聚焦模型，宏观维度，十年美债收益率目前已经开始下行，站在大类资产配置角度，若未来美债收益率持续下行，A股市场和白酒板块有望迎来外资回流，或迎一波新的投资机会。同时系列稳增长政策持续出台，投资者情绪预期有望逐步改善。

行业维度，茅台逆周期提价打开行业量价空间，以中期发展的维度来看，消费升级依然是长周期趋势，品牌品质升级依然是主旋律，主要白酒行业上市公司未来业绩仍有可能量价齐升。

企业维度：结合过往五年白酒行业上市公司分红情况，目前行业虽面临挑战，但白酒行业上市公司分红率有望提高，投资者回报有望提升。

交易维度：当前板块估值较低，有一定安全边际。

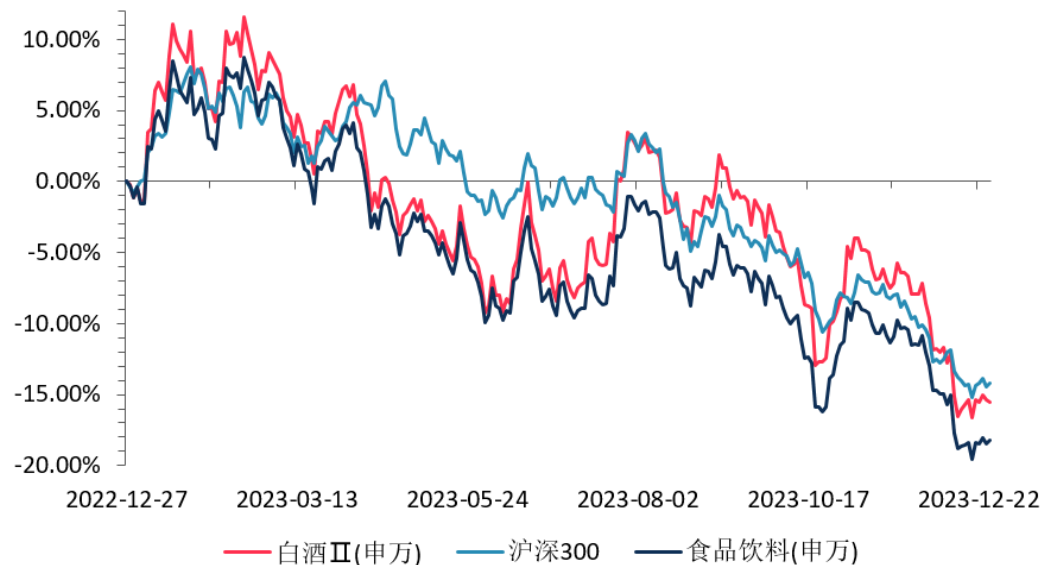
3.投资建议：目前市场主要对宏观经济增长速度、白酒产品市场库存和批发价格以及2024年白酒行业上市公司的报表整体增速是否会下降有一定担忧。我们认为头部白酒企业依然有望凭借自己的品牌品质优势获得良好稳健发展，有根据地市场的区域酒龙头依然有望在2023年基础上进一步做好区域精耕工作，前期处于改革期回调幅度较大的白酒上市公司也有望迎来困境反转，值得重点关注。

推荐个股：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、水井坊、金徽酒。关注洋河股份、酒鬼酒、舍得酒业。

◆ 风险提示

宏观经济增长不达预期、食品安全风险、行业政策风险、批价上涨不及预期或批价下行风险等

最近一年走势



资料来源：聚源数据，首创证券研究发展部

相关报告

《白酒行业深度报告：激荡三十年,白酒龙头企业兴衰沉浮的启示与展望》——2023.10.12

目录

- 1.2023年复盘：消费弱复苏背景下白酒行业行情一般**
- 2.展望2024年：四维聚焦白酒行业战略布局机遇凸显**
- 3.投资建议：优选稳健和关注困境反转两类标的**
- 4.风险提示**

1.2023年复盘：消费弱复苏背景下白酒行业行情表现一般

1.1 23年白酒板块走势复盘：行情较弱，过去一年整体表现一般

根据自由流通市值加权平均法，2023年全年，食品饮料板块指数下跌14.9%，在31个申万一级行业中排名倒数第8，2022年全年食品饮料板块下跌15.1%，在31个申万一级行业中排名第13，2021年食品饮料板块下跌6.0%，在31个申万一级行业中排名倒数第5。

白酒板块作为食品饮料的二级子行业，2023年的行情走势与食品饮料板块大致类似，在经历了2019和2020年的大涨后，白酒板块经历了连续大约三年的调整，整体仍处于去估值进程中。

图表：2021-2023年申万一级行业收益率情况

序号	证券简称	区间涨跌幅		区间涨跌幅		区间涨跌幅	
		[区间首日] 2021-01-01 [区间尾日] 2021-12-31 [单位] %	[区间首日] 2022-01-01 [区间尾日] 2022-12-31 [单位] %	[区间首日] 2023-01-01 [区间尾日] 2023-12-31 [单位] %			
1	通信(申万)	3.0474	-15.5982	25.7529			
2	传媒(申万)	-0.4744	-26.0662	16.7963			
3	计算机(申万)	1.3685	-25.4692	8.9669			
4	电子(申万)	16.0377	-36.5352	7.2513			
5	石油石化(申万)	20.2538	-13.9252	4.3173			
6	煤炭(申万)	39.5996	10.9465	4.1183			
7	家用电器(申万)	-19.5401	-20.9485	3.7735			
8	机械设备(申万)	14.8297	-20.7369	3.3137			
9	汽车(申万)	17.1967	-20.1337	3.2858			
10	纺织服饰(申万)	3.3892	-14.6593	0.3374			
11	公用事业(申万)	31.3818	-16.3584	-1.1644			
12	非银金融(申万)	-17.5454	-21.3413	-2.6726			
13	建筑装饰(申万)	16.3865	-10.9558	-5.3704			
14	国防军工(申万)	11.1699	-25.3044	-6.7873			
15	环保(申万)	20.6443	-22.8387	-7.0378			
16	医药生物(申万)	-5.7295	-20.3374	-7.0481			
17	轻工制造(申万)	11.6477	-20.0428	-7.2518			
18	银行(申万)	-4.5847	-10.4653	-7.8943			
19	钢铁(申万)	34.0587	-23.7842	-8.1794			
20	有色金属(申万)	40.4731	-20.3113	-8.6954			
21	综合(申万)	13.8060	10.5669	-12.2337			
22	农林牧渔(申万)	-4.9316	-11.4338	-13.1281			
23	基础化工(申万)	37.1943	-19.0770	-14.6886			
24	食品饮料(申万)	-6.0093	-15.1162	-14.9385			
25	交通运输(申万)	2.5656	-3.4138	-15.6309			
26	社会服务(申万)	-10.2676	-2.2338	-22.0134			
27	建筑材料(申万)	4.4595	-26.1320	-22.6439			
28	电力设备(申万)	47.8640	-25.4339	-26.1871			
29	房地产(申万)	-11.8863	-11.1659	-26.3913			
30	商贸零售(申万)	-4.6007	-7.0764	-31.3045			
31	美容护理(申万)	0.1328	-6.7424	-32.0281			

图表：2021-2023年申万食品饮料二级子行业收益率情况

证券简称	区间涨跌幅		区间涨跌幅		区间涨跌幅	
	[区间首日] 2021-01-01 [区间尾日] 2021-12-31 [单位] %	[区间首日] 2022-01-01 [区间尾日] 2022-12-31 [单位] %	[区间首日] 2023-01-01 [区间尾日] 2023-12-31 [单位] %			
休闲食品(申万)	-11.6865	-10.0097	-31.2749			
调味发酵品II(申万)	-24.2669	-12.2963	-30.1943			
非白酒(申万)	-1.3983	-2.6229	-27.7114			
食品加工(申万)	-14.5212	-11.0772	-18.2202			
饮料乳品(申万)	-3.2977	-23.0191	-13.1942			
白酒II(申万)	-2.5838	-15.3699	-11.6795			

资料来源：Wind，首创证券研究发展部

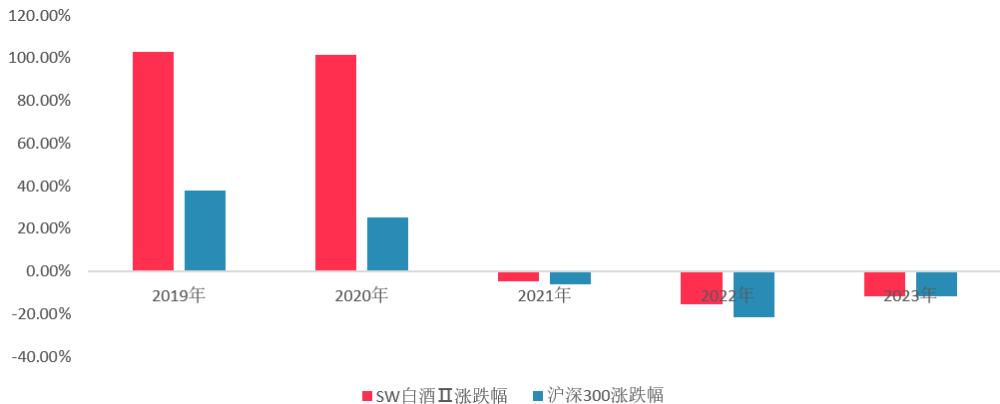
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

1.1 23年白酒板块走势复盘：行情较弱，过去一年整体表现一般

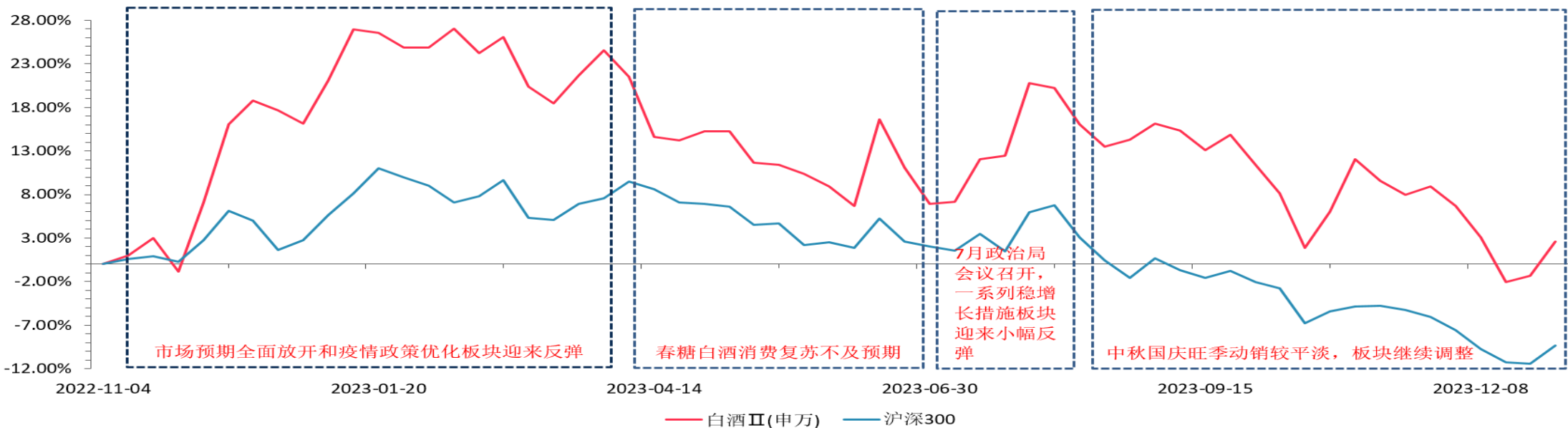
2023年全年申万白酒涨跌幅为-11.68%，跑输沪深300全年-11.38%的涨跌幅度。白酒板块自2019,2020年大幅上涨以来，已经连续三年为负收益。

行情表现方面，自2022年11月以来，白酒板块受益于预期疫情全面放开和防疫政策调整，迎来一波反弹，但后续由于春糖期间和中秋国庆旺季期间整体反应较为平淡，2023年全年行情走势较弱，仍以调整为主。

图表：2019-2023年申万白酒板块涨跌幅与沪深300涨跌幅比较（自由流通市值加权平均）



图表：2022年11月至今白酒行业收益率走势情况复盘



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

资料来源：Wind，首创证券研究发展部

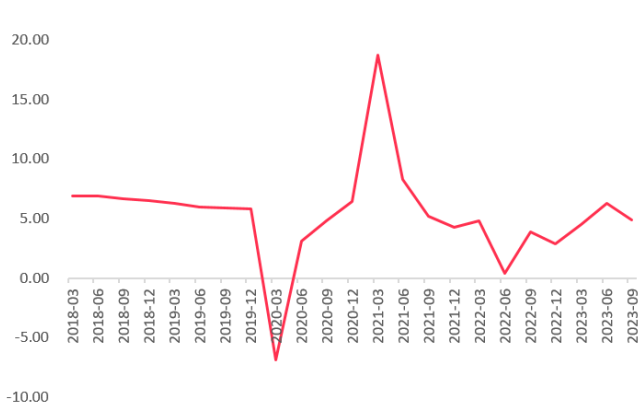
1.2 白酒板块走势较弱的原因之一:宏观维度经济弱复苏,市场预期不高

2023年中国前三季度GDP增速分别为4.5%, 6.3%和4.9%, GDP整体增速低于2019年疫情前6%+的增速水平, 我们认为资本市场对于未来整体经济走势的不确定性担忧是白酒板块2023年走势较弱的原因之一。

同时, 2023年中国房地产市场价格继续调整, 根据国家统计局中国70个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数, 2023年全年上述两个价格指数同比增速均为负值, 由于房地产资产是我国居民财富的重要组成部分, 房价的下跌和居民财富的缩水可能对于社会整体消费产生了一定程度的影响, 从而影响了2023年的板块情绪。

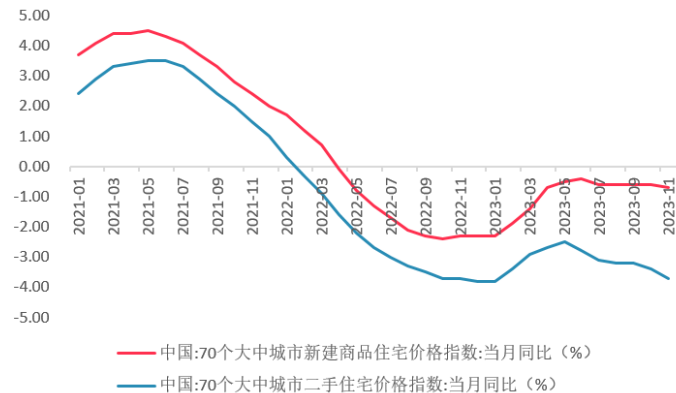
另外, 2023年前11月单月每月CPI同比增速均低于2.1%, 其中酒类CPI单月每月的同比增速均低于1.6%, CPI同比增速下滑一定程度上反映了我国当前整体消费需求有待提振。结合我国消费者信心指数, 我们发现, 2023年消费者对于就业前景、消费意愿、以及收入水平的信心均不高, 这或许也为2023年白酒板块表现较弱提供了一些合理解释。

图表: 2018年至今GDP季度环比增速情况 (%)



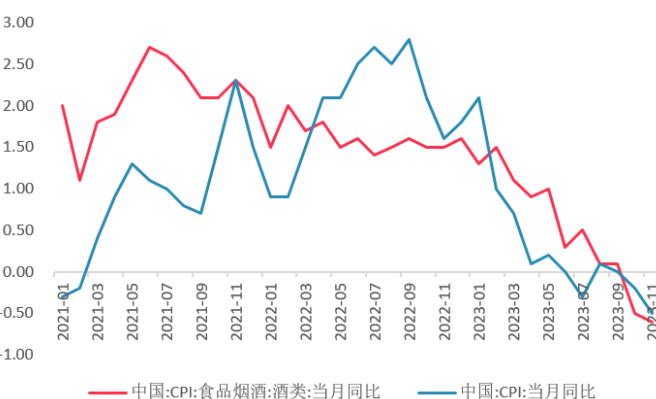
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图表: 21年至今70城新建商品房和二手住宅价格指数同比增速 (%)



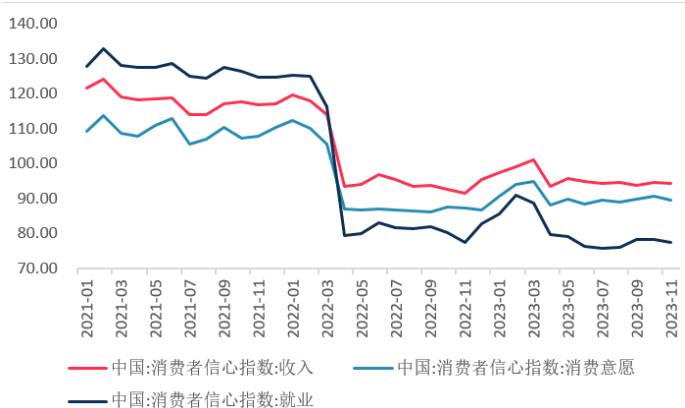
资料来源: Wind, 国家统计局, 首创证券研究发展部

图表: 2021年至今中国CPI同比增速情况 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图表: 21年至今消费者信心指数(收入、消费意愿、就业)情况



资料来源: Wind, 国家统计局, 首创证券研究发展部

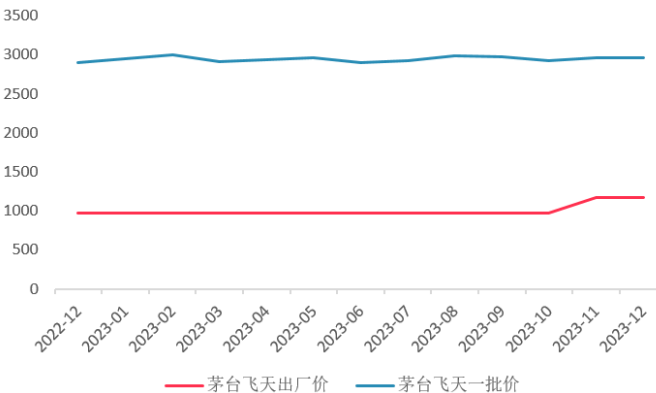
1.3 白酒板块走势较弱的原因之二:中观行业维度批价和库存有一定压力

根据国家统计局数据，2023年前11月份中国白酒累计产量395.8万千升，同比2022年下滑6%，白酒行业目前整体产能仍处于去化过程之中。

23年行业渠道库存面临一定程度的压力，主流上市白酒企业除飞天茅台的市场出厂价、批发价顺价外，其他知名白酒企业的主要单品，例如第八代五粮液、国窖1573、青花20等产品均有一定程度的倒挂。

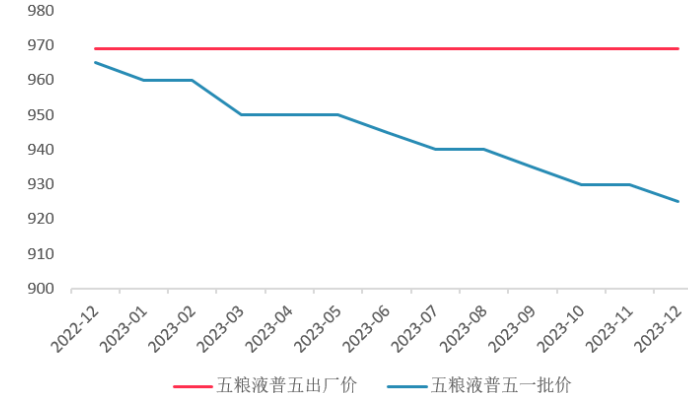
我们认为主要品牌核心单品价格倒挂引发了市场对白酒板块的担忧，因此2023年板块走势相对较弱。

图表：2023年茅台出厂价和批发价情况（元）



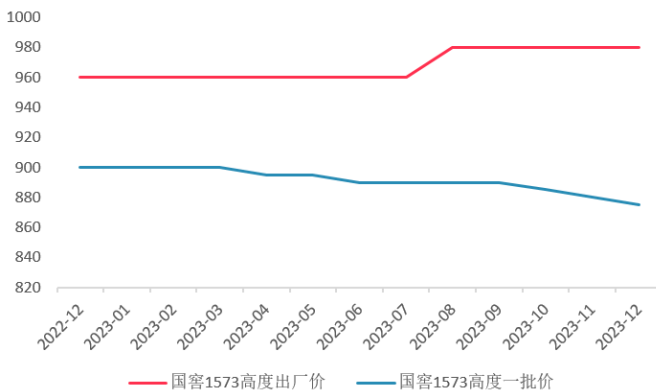
资料来源：今日酒价等，首创证券研究发展部

图表：2023年五粮液（8代）出厂价和批发价情况（元）



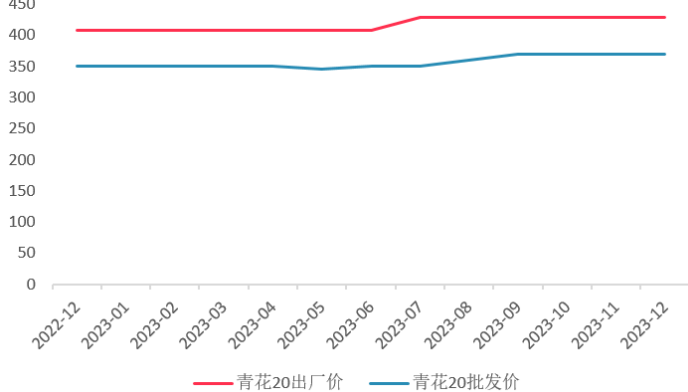
资料来源：今日酒价等，首创证券研究发展部

图表：2023年高度国窖1573出厂价和批发价情况（元）



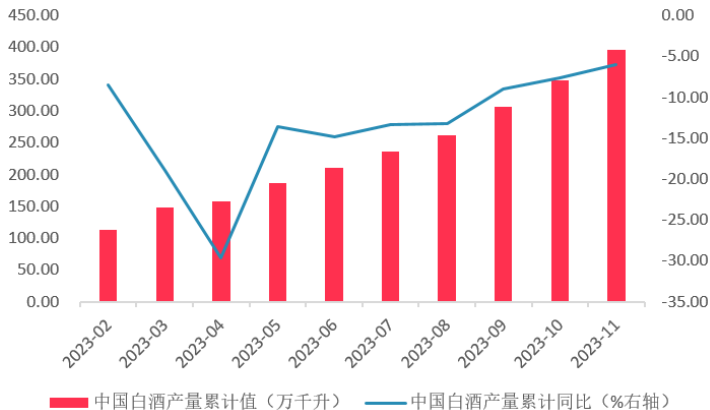
资料来源：今日酒价等，首创证券研究发展部

图表：2023年青花20出厂价和批发价情况（元）



资料来源：今日酒价等，首创证券研究发展部

图表：2023年白酒产量情况（万千升，%）



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

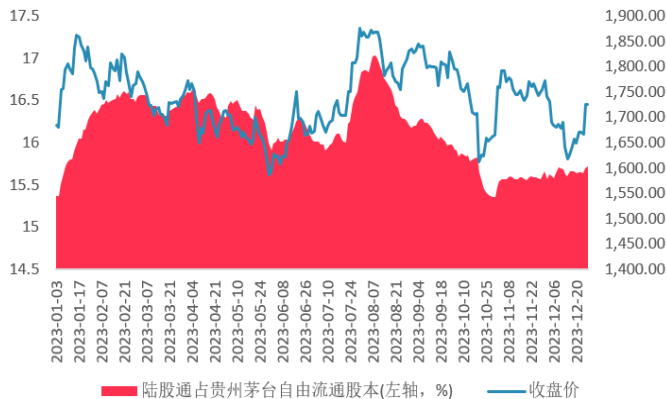
1.4 白酒板块走势较弱的原因之三:交易维度外资流出对行业有一定影响

根据万得数据，2023一季度主要白酒企业的外资持股比例呈上升趋势，而三四季度外资在主要白酒企业的持股比例呈明显下降趋势。

其中五粮液和山西汾酒的外资持股比例在头部白酒企业中减配明显，五粮液的外资持股从2023年初的12.88%下降到2023年末的9.98%，山西汾酒的外资持股从23年初的8.43%下降到23年末的6.34%（陆股通占自由流通股本）。

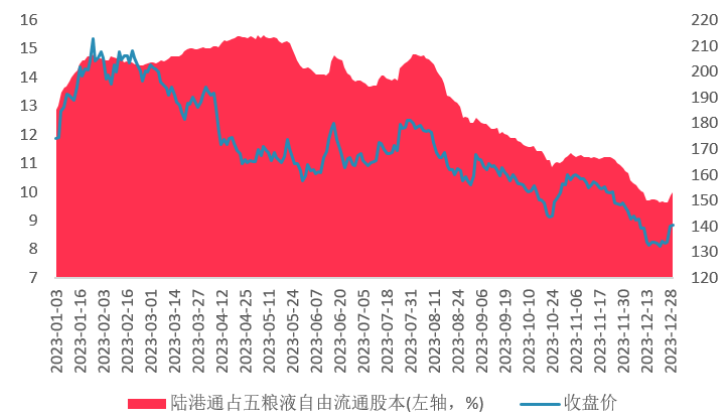
贵州茅台、泸州老窖、洋河股份陆股通占自由流通股2023年末相比于23年初略有上升。

图表：2023年茅台陆股通持股情况（%，元）



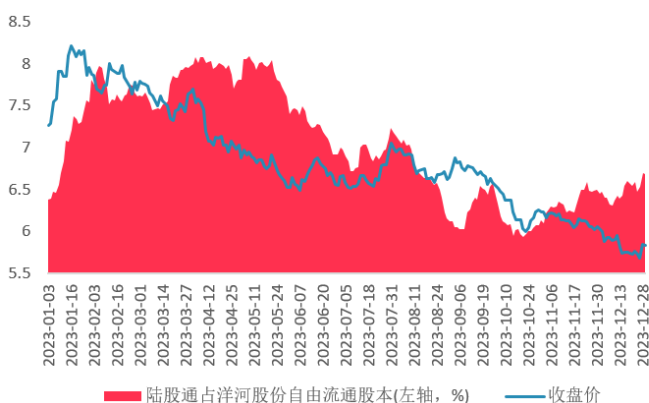
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：2023年五粮液陆股通持股情况（%，元）



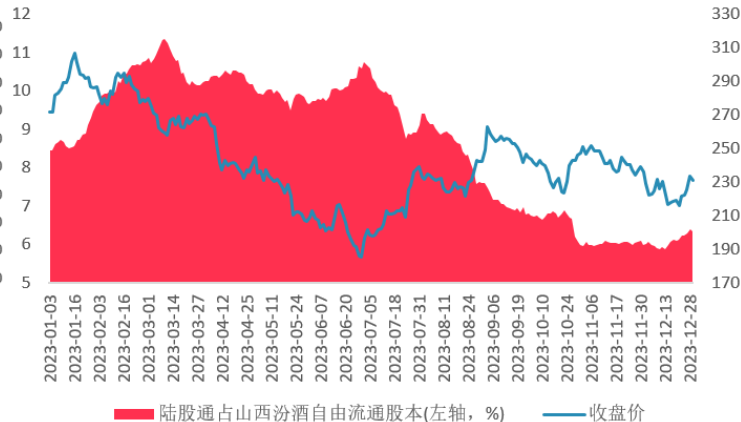
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：2023年洋河股份陆股通持股情况（%，元）



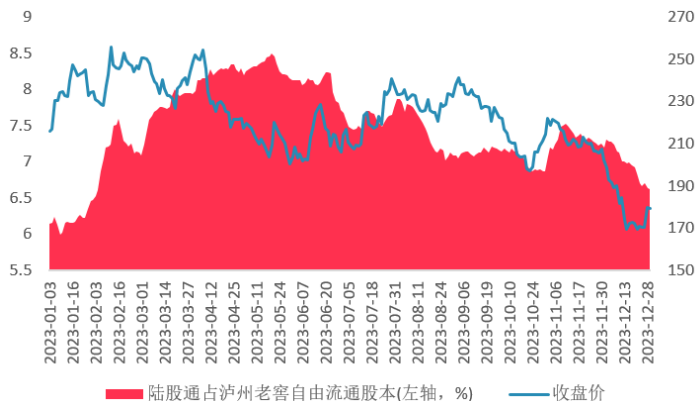
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：2023年山西汾酒陆股通持股情况（%，元）



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：2023年泸州老窖陆股通持股情况（%，元）



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

1.4 白酒板块走势较弱的原因之三:交易维度外资流出对行业有一定影响

根据万得陆股通持股占白酒上市公司自由流通股比例数据，2023年20家白酒行业上市公司，除金种子、岩石股份和皇台酒业三家白酒上市公司2023年初外资无法购买外，2023年年末陆股通持股比例占流通市值上升的有8家，下降的有9家。

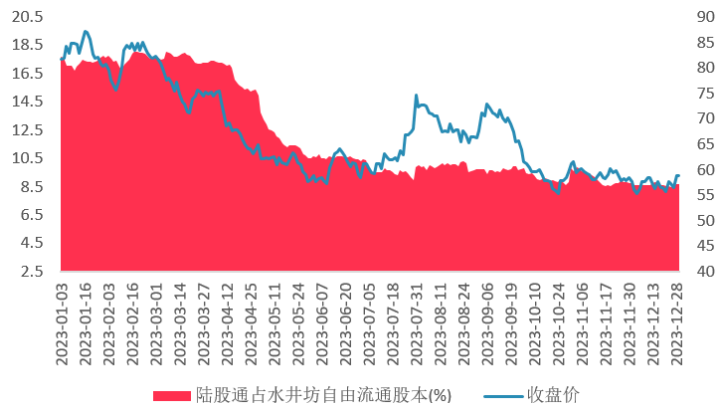
其中水井坊和顺鑫农业的外资持股比例下降最大，分别从23年初的17.67%下降到23年末的8.67%，和23年初的5.5%下降到23年末的0.9%。陆股通持股比例舍得23年末较年初上涨3.43pct，涨幅最高。

我们认为外资的流出对于板块的走势产生了一定影响。

图表：2023年白酒行业上市公司陆股通持股占自由流通市值情况

证券简称	沪(深)股通持股占自由流通股比例 [交易日期] 2023-01-03 [单位] %↓	沪(深)股通持股占自由流通股比例 [交易日期] 2023-12-29 [单位] %	2023年年末相比于23年初陆股通占流通市值变化 (pct)
水井坊	17.67	8.67	-9.00
贵州茅台	15.37	15.72	0.34
五粮液	12.88	9.98	-2.90
山西汾酒	8.43	6.34	-2.09
洋河股份	6.38	6.68	0.30
泸州老窖	6.14	6.62	0.48
口子窖	5.92	5.93	0.01
今世缘	5.51	5.07	-0.44
顺鑫农业	5.50	0.90	-4.61
酒鬼酒	5.27	2.51	-2.76
古井贡酒	5.22	5.09	-0.13
迎驾贡酒	5.18	5.30	0.11
老白干酒	4.79	1.88	-2.91
伊力特	1.02	0.49	-0.53
天佑德酒	0.80	2.32	1.52
金徽酒	0.79	1.72	0.93
舍得酒业	0.04	3.47	3.43
皇台酒业			
岩石股份		1.84	
金种子酒		1.63	

图表：2023年水井坊陆股通持股情况（%，元）



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

资料来源：Wind，首创证券研究发展部

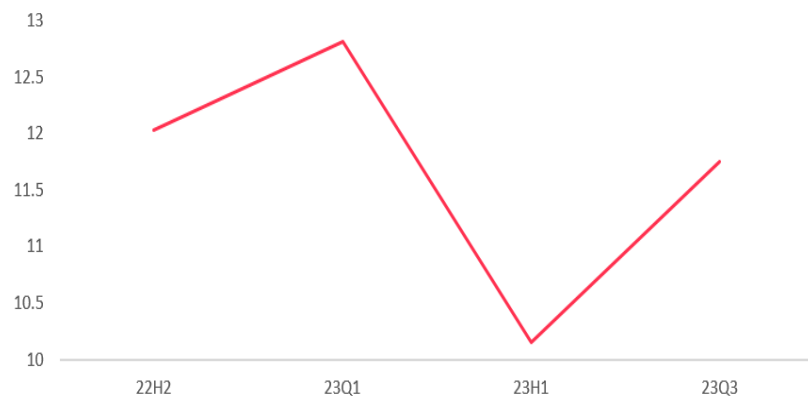
1.4 白酒板块走势较弱的原因之三:交易维度公募基金重仓持仓有所下降

截至23年第三季度，以股票型基金和混合型基金为研究基础（剔除被动指数和偏债混合基金），根据万得数据，2023年第三季度白酒行业占公募基金重仓股的比例为11.74%，相比于22年底和23Q1的高点均有所下降，公募基金重仓股对白酒行业进行了减配操作。

其中贵州茅台、泸州老窖、五粮液和山西汾酒是公募重仓股持股比例最高的四只白酒行业个股。但除泸州老窖外，其余三只相比于22年年底配置比例均有所下滑。

我们认为23年公募的减持对于板块走势也产生了一定影响。

图表：22H2至23Q3白酒行业（sw）占公募基金重仓股比例情况（%）



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：22年年底至23Q3白酒行业及个股占公募基金重仓股比例情况

名称	22年年报持有基金数	22年年报该个股在重仓股中配置比例 (%)	23Q1持有基金数	23Q1该个股在重仓股中配置比例 (%)	23H1持有基金数	23H1该个股在重仓股中配置比例 (%)	23Q3持有基金数	23Q3该个股在重仓股中配置比例 (%)
贵州茅台	1,268	4.65	1,198	4.47	1,092	4.04	1,222	4.60
泸州老窖	592	2.07	644	2.39	518	1.98	630	2.27
五粮液	582	2.07	679	2.30	547	1.88	488	1.78
山西汾酒	320	1.22	280	1.13	111	0.44	277	0.94
洋河股份	165	0.71	185	0.69	102	0.49	113	0.49
古井贡酒	147	0.72	173	0.80	159	0.66	225	0.91
今世缘	115	0.14	142	0.20	113	0.16	184	0.27
舍得酒业	102	0.16	173	0.30	66	0.15	59	0.12
迎驾贡酒	58	0.05	63	0.06	95	0.10	132	0.20
老白干酒	51	0.11	102	0.20	17	0.06	20	0.05
酒鬼酒	26	0.08	17	0.07	5	0.01	9	0.01
口子窖	25	0.01	68	0.07	38	0.03	44	0.04
金种子酒	17	0.01	25	0.02	14	0.02	16	0.02
顺鑫农业	13	0.01	35	0.09	48	0.10	10	0.00
水井坊	12	0.01	7	0.01	3	0.01	22	0.01
伊力特	10	0.01	11	0.02	17	0.02	11	0.01
金徽酒	3	0.00			3	0.00	13	0.00
天佑德酒	1	0.00					1	0.00
珍酒李渡							16	0.01
申万白酒行业合计		12.02		12.81		10.15		11.74

资料来源：Wind，首创证券研究发展部

1.5 白酒上市公司基本面复盘：高端稳健，次高端和地产酒分化

2023年前三季度白酒行业上市公司表现如右表所示：

分价位段来看，高端白酒的整体发展依然较为稳健，营收和扣非净利润增速前三季度均实现双位数增长，营收增速方面泸州老窖>贵州茅台>五粮液。

次高端价位段白酒上市公司业绩有所分化，其中前三季度山西汾酒、古井贡酒营收和扣非净利润同比增速维持在20%+以上，洋河股份保持双位数增长。舍得酒业第三季度营收增速回落至个位数水平，水井坊第三季度营收和扣非净利润均实现双二十增长，但是前三季度整体营收和扣非净利润增速依然为负值，酒鬼酒当前仍处于费用改革期，前三季度业绩同比于2022年有所下滑。

地产酒方面，今世缘、金徽酒、迎驾贡酒等酒企业绩增长均在20%以上。但受到宏观经济环境、行业批价、资金博弈等层面的因素影响，2023年白酒板块除贵州茅台、迎驾贡酒、皇台酒业全年股价实现上涨外，其余公司均有不同程度的下跌。

图表：23Q3和至前三季度白酒行业个股营业收入及扣非净利润同比增长率

档次	证券简称	2023第三季度 营业总收入同比 增长率(%)	2023第三季度扣除非 经常性损益后的净利 润同比增长率(%)	2023前三季度 营业总收入同比 增长率(%)	2023前三季度扣除非经常 性损益后的净利润同比增 长率(%)	2023年股价区间 涨跌幅(%)
高端	贵州茅台	13.1	15.3	17.3	19.0	2.6
	五粮液	17.0	18.2	12.1	13.6	-20.5
	泸州老窖	25.4	29.1	25.2	28.4	-18.5
次高端	山西汾酒	13.6	27.3	20.8	32.8	-17.7
	洋河股份	11.0	11.4	14.4	15.0	-29.7
	古井贡酒	23.4	46.9	25.0	45.2	-11.7
	舍得酒业	7.9	3.2	13.6	8.4	-38.6
	水井坊	21.5	20.5	-4.8	-2.6	-29.7
	酒鬼酒	-36.7	-78.2	-38.5	-51.4	-46.3
	今世缘	28.0	25.9	28.3	27.3	-3.0
	金徽酒	47.8	176.6	29.3	27.0	-6.9
区域性酒企	迎驾贡酒	21.9	36.8	23.4	37.4	7.7
	口子窖	4.7	7.9	18.2	12.8	-19.3
	老白干酒	12.9	21.2	11.3	22.1	-17.2
	金种子酒	43.3	93.0	31.7	68.4	-30.7
	天佑德酒	43.8	123.2	19.1	6.4	-10.7
	岩石股份	76.2	788.8	72.1	127.6	-27.7
	伊力特	143.9	356.6	25.8	58.5	-10.0
	皇台酒业	15.0	-29.5	8.5	-3.5	5.1
	顺鑫农业	0.3	-1,607.1	-3.3	-1,089.5	-28.6

资料来源：Wind，首创证券研究发展部

1.5 白酒上市公司基本面复盘：高端稳健，次高端和地产酒分化

从2023年三季度末合同负债维度观察白酒行业上市公司发展状况，高端白酒的发展保障依然充足，其中茅台的合同负债超110亿元，五粮液和泸州老窖三季报末的合同负债同比增速维持在30%+和50%+的水准。

次高端白酒的合同负债情况有所分化，除山西汾酒和水井坊2023年三季度末的合同负债同比增速维持在接近双位数和双位数以上的增长水准外，其余次高端白酒的合同负债同比于2022年均有所下滑。

地产酒方面，23年三季度末，今世缘合同负债与22年同期基本相当，金徽酒的合同负债同比增速超50%，迎驾贡酒的合同负债同比增速超20%。

不同白酒行业上市公司的发展有所分化，我们认为23年三季度末合同负债有良好增长的公司有望为全年业绩目标实现蓄水。

图表：2023年前三季度白酒行业个股合同负债和预收款同比增长情况

档次	证券简称	2023 三季报末合同负债 (亿元)	2022 三季报末合同负债 (亿元)	2023 三季末合同负债同比增速	2023 三季度末合同负债和预收账款的和 (亿元)	2022 三季度末合同负债和预收账款的和 (亿元)	2023 三季末合同负债预收账款的和同比增速
高端	贵州茅台	113.95	118.37	-3.7%	113.95	118.37	-3.7%
	五粮液	39.49	29.63	33.3%	39.70	29.80	33.2%
	泸州老窖	29.62	19.00	55.8%	29.62	19.00	55.8%
次高端	山西汾酒	51.72	47.25	9.5%	51.73	47.25	9.5%
	洋河股份	55.16	81.73	-32.5%	55.16	81.73	-32.5%
	古井贡酒	33.15	37.63	-11.9%	33.15	37.63	-11.9%
	水井坊	11.21	9.76	14.9%	11.21	9.76	14.9%
	舍得酒业	3.26	3.62	-9.9%	3.26	3.65	-10.4%
	酒鬼酒	2.51	3.45	-27.2%	2.52	3.45	-27.2%
	今世缘	13.11	13.72	-4.5%	13.11	13.72	-4.5%
区域性酒企	金徽酒	4.32	2.76	56.3%	4.32	2.76	56.3%
	迎驾贡酒	5.06	4.19	20.8%	5.06	4.19	20.8%
	老白干酒	20.26	19.84	2.1%	20.26	19.84	2.1%
	口子窖	3.83	3.85	-0.4%	3.83	3.85	-0.4%
	顺鑫农业	14.57	16.48	-11.6%	15.12	17.02	-11.2%
	岩石股份	3.16	1.24	155.8%	3.17	1.24	156.0%
	金种子酒	0.98	0.94	4.2%	0.99	0.95	4.2%
	伊力特	0.37	0.70	-46.5%	0.37	0.70	-46.4%
	天佑德酒	0.92	0.43	112.9%	0.92	0.43	112.9%
皇台酒业	0.03	0.02	16.1%	0.03	0.02	29.7%	

资料来源：Wind，首创证券研究发展部

1.6 白酒上市公司基本面复盘：估值回落，多数个股具备一定吸引力

根据申万白酒II (801125.SI)指数，自2021年2月白酒板块市盈率达到63.4倍，处于95%的历史分位以来。白酒板块通过三年左右时间去估值，截至23年12月28日，板块整体估值为25.4倍，处于33%的历史分位值。

从个股来看，高端白酒近五年的市盈率分位值皆位于10%以下，上市以来的分位值茅台和五粮液均位于25%以下。次高端白酒除古井贡酒和酒鬼酒外，近五年分位值皆位于5%以下，上市以来分位值皆位于15%以下。

地产酒方面，今世缘近五年的市盈率分位值位于5%以下，上市以来的分位值位于10%以下。

图表：2021年至今申万白酒板块PE情况



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：2023年底申万白酒板块上市公司市盈率分位数情况

档次	证券简称	上市以来市盈率分位数 (%)	近五年市盈率分位数 (%)	近三年市盈率分位数 (%)	市盈率 PE(TTM) [交易日期] 2023-12-28 [单位] 倍
高端	贵州茅台	52.1	9.2	4.3	30.4
	五粮液	16.2	2.8	1.9	18.4
	泸州老窖	22.6	2.9	1.5	20.8
次高端	山西汾酒	14.9	4.5	4.1	27.3
	洋河股份	13.2	0.9	1.5	15.8
	古井贡酒	22.9	13.1	1.4	28.6
	舍得酒业	0.9	1.6	2.5	17.8
	水井坊	11.6	3.2	5.4	24.3
	酒鬼酒	41.3	45.2	44.2	43.2
	今世缘	8.7	3.0	1.7	19.8
区域性酒企	金徽酒	46.0	34.2	5.5	36.7
	迎驾贡酒	42.4	39.7	5.6	24.6
	口子窖	7.1	9.4	8.8	16.0
	老白干酒	16.9	38.1	11.2	34.7
	岩石股份	19.6	0.7	1.0	55.5
	天佑德酒	71.0	17.5	9.0	80.0
	皇台酒业	72.8	75.6	75.1	436.8
	伊力特	74.0	68.8	48.1	40.2
	金种子酒				-
	顺鑫农业				-

资料来源：Wind，首创证券研究发展部

2.展望2024年：四维聚焦白酒行业战略布局机遇凸显

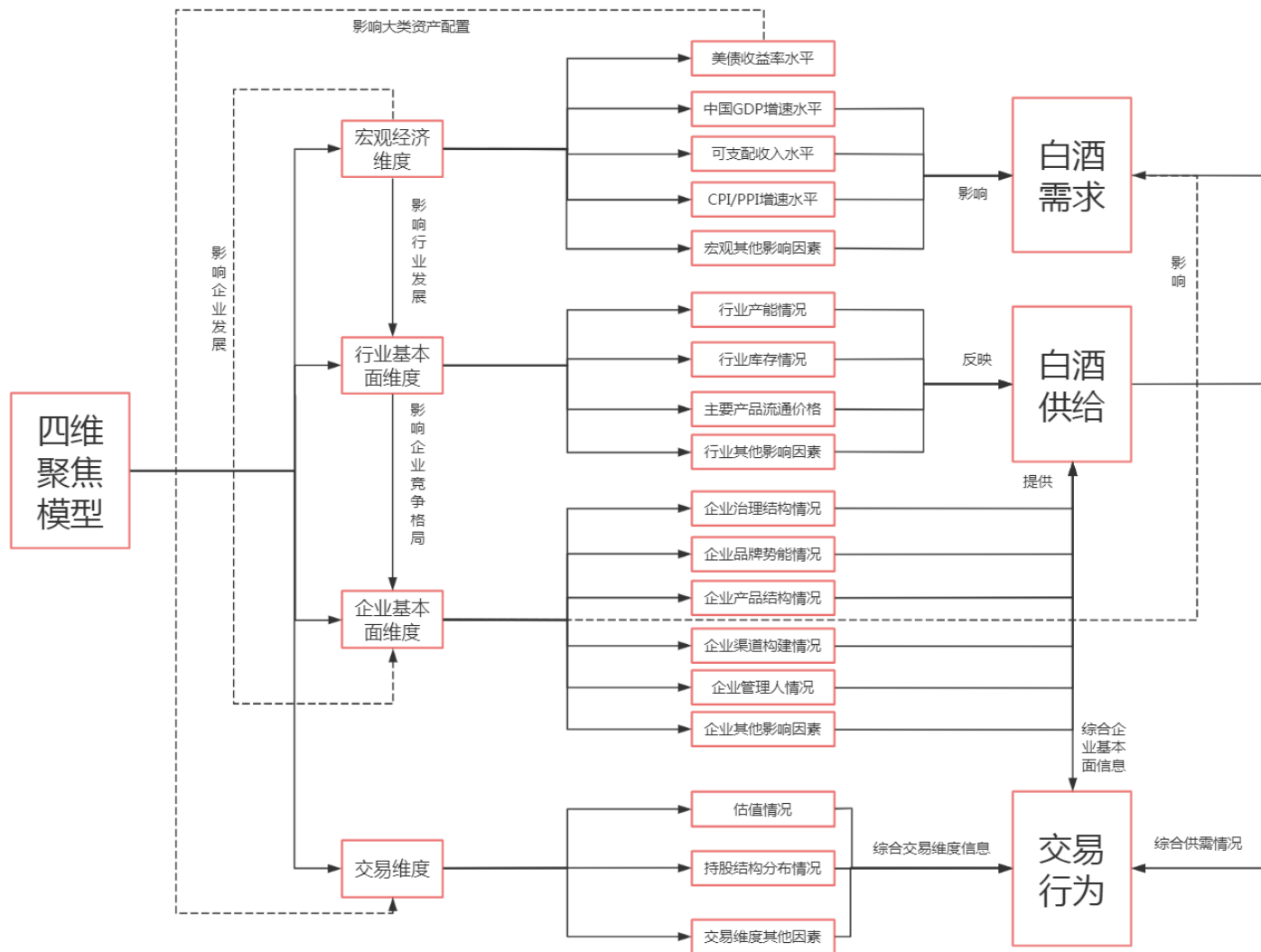
2.1 白酒行业四维聚焦模型简介

图表：白酒行业四维聚焦模型简介

我们对白酒行业的研究框架进行了梳理，建立了白酒行业四维聚焦模型。

模型从宏观经济维度、行业基本面维度、企业基本面维度和交易维度四个大的维度进行展开。

通过研究四个维度对白酒行业的供给、需求和交易行为等因素的影响来研究白酒行业的投资价值。



资料来源：首创证券研究发展部整理

2.2 宏观维：十年美债收益率开始下行，A股大类资产配置价值逐渐显现

根据wind数据，如图所示，我们发现美债十年期国债收益率与白酒板块走势呈现一定负相关性。

伴随2023年10月19日美债收益率达到4.98%的阶段高点后，截止2023年底，美债收益率开始回调，随着美债收益率的走低，A股优质的权益资产的性价比在上升，我们预计如果未来美债收益率持续下行，A股市场尤其是白酒板块有望迎来外资回流，或迎一波新的投资机会。

图表：2013年至今美债10年期收益率与申万白酒指数走势情况



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

2.2 宏观维：系列稳增长政策持续出台，投资者情绪预期有望逐步改善

由于之前疫情对经济活动形成了一定的抑制，叠加宏观、房地产、外资等方面的因素，对白酒行业的投资者情绪有一定影响，但是伴随着各类稳增长的措施相继出台，我们认为未来经济有望逐步企稳，投资者情绪有望逐步改善，而当经济回暖时，板块有望迎来新的投资机会。

图表：2023年7月以来政策梳理

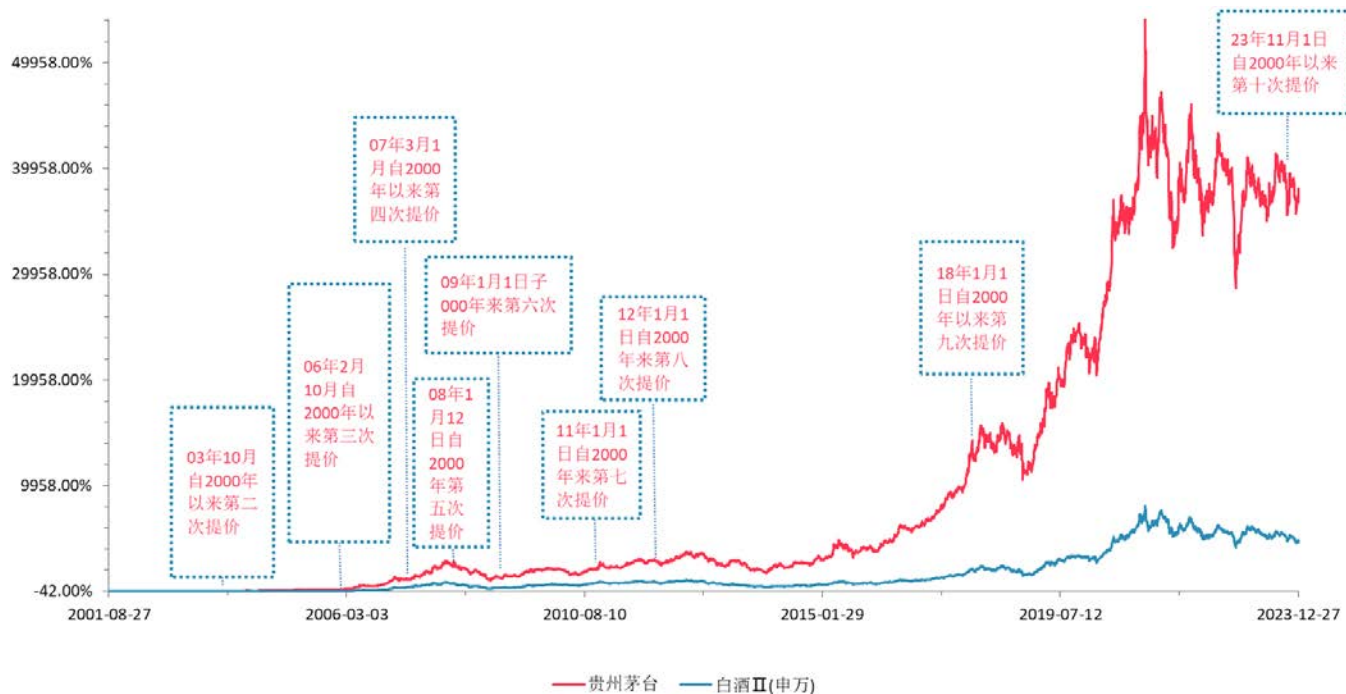
时间	政策	发布机构	核心要点
2023年7月19日	《关于促进民营经济发展壮大的意见》	国务院	加快营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，优化民营经济发展环境，依法保护民营企业产权和企业家权益，全面构建亲清政商关系。
2023年7月21日	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	国务院	在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。
2023年7月24日	中共中央政治局会议	中共中央政治局	着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。
2023年7月28日	《关于恢复和扩大消费的措施》	国务院	稳定大宗消费。扩大服务消费，促进农村消费，拓展新型消费，完善消费设施，优化消费环境。
2023年8月18日	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
2023年8月27日	《关于减半征收证券交易印花税的公告》	证监会	为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。
2023年10月11日	中央汇金增持四大行股份	中央汇金	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行分别发布公告称，汇金公司于2023年10月11日通过上海证券交易所交易系统增持其A股股份。汇金公司拟在未来6个月内以自身名义继续在二级市场增持其股份。
2023年10月24日	增发1万亿元国债	国务院	中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。
2023年12月7日	中共中央政治局会议	中共中央政治局	稳字当头、稳中求进，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。

资料来源：政府官网，首创证券研究发展部整理

2.3 行业维：茅台逆周期提价行业量价空间打开，行业中期发展可期

2023年10月31日晚，茅台发布重大事项公告经研究决定，自11月1日起上调本公司53%vol 贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约为20%。伴随着飞天茅台出厂价的提升，白酒行业整体的量价空间得以打开，尽管当期主流产品出厂价和批发价格有所倒挂，但是从中期发展的维度来看，主要白酒行业上市公司未来业绩仍有可能量价齐升。

图表：2001年茅台上市至今提价后股价和白酒板块走势情况



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：贵州茅台历次提价一览

时间	贵州茅台出厂价（元）
2000年	185
2001年8月	218
2003年10月	268
2006年2月	308
2007年3月	358
2008年1月	438
2010年1月	499
2011年1月	619
2012年9月	819
2018年1月	969
2023年11月	1169

资料来源：金十数据，首创证券研究发展部

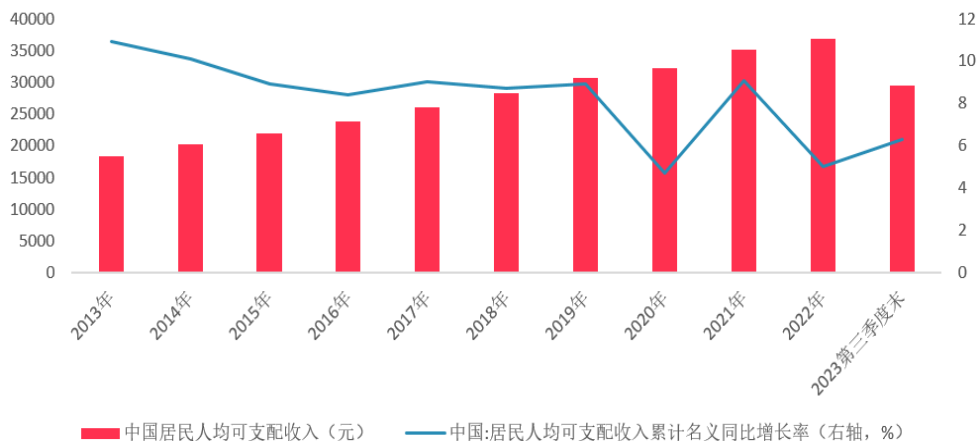
2.3 行业维：消费升级依然是长周期趋势，品牌品质升级依然是主旋律

2013-2022年9年间，中国人均可支配收入CAGR为8.1%，老百姓整体可支配收入呈上升趋势。2023年前三季度中国人均可支配收入同比增速为6.3%，尽管收入增速较疫情前年份有所下滑，但是整体趋势依然是向上的。

结合今年主要知名白酒企业的营销动作可以看出，根据公开资料整理，涉及提价的动作为15次，涉及的白酒企业为12家，主要知名白酒企业依然将提价作为树立品牌形象和增强企业竞争力的重要手段。

我们认为未来消费升级依然是长周期趋势，品牌品质升级依然是主旋律。

图表：2013年至今中国居民人均可支配收入和同比增长情况（元，%）



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：2023年全年主要白酒企业提价控价措施

时间	企业	提价控价措施
2023年1月	剑南春	剑南春宣布52度水晶剑南春500ml装单瓶价格上调20元
	酒鬼酒	自2023年1月1日起，42度500ML酒鬼酒终端供货指导价上调20元/瓶，零售指导价上调20元/瓶
2023年2月	泸州老窖	自2月8日起，泸州老窖特曲老字号产品实行“价格双轨制”，即计划外配额52度结算价格按照每500毫升上调30元、38度结算价格按照每500毫升上调20元执行。泸州老窖1952产品配额制。
	洋河股份	2月16日，洋河股份停止接收全国经销商客户梦之蓝M6+产品订单，恢复开票时间另行通知。洋河M6+市场价格同步上涨
2023年3月	泸州老窖	自2023年3月20日起，52度500ml泸州老窖1952经销客户计划内结算价格上调20元/瓶，保证金调整为60元/瓶。3月31日起，38度国窖1573经典装（500ml*6）经销商结算价上调30元/瓶
	贵州珍酒	自3月1日起珍八打款价上调20元/瓶、珍五打款价上调20元/瓶、老珍酒打款价上调10元/瓶
2023年4月	舍得酒业	自2023年4月1日起，品味舍得（第五代）、品味舍得（第四代）、品味舍得（精华版）和品味舍得（庆典装）终端售价上调20元/瓶。
	郎酒	4月14日，郎酒销售公司下发青花郎涨价通知，主要内容为：即日（4月14日）起，53度青花郎计划内出厂价上调100元。
2023年6月	五粮液	五粮液1618自6月10日起经销商统一出货价调为990元。
	青花汾酒	山西汾酒将于6月20日执行提价，其中青花20高度每瓶涨20元、青花20低度每瓶涨18元、青花30返点降低变相涨价、玻汾每瓶涨1元、53度青花30 850ml每瓶涨200。
2023年7月	今世缘	40/42度淡雅国缘产品将于7月1日起开票价上调3元/瓶，建议零售价由各区域自行研究细化实施。
2023年8月	泸州老窖	2023年8月14日起，国窖1573结算价提至980元。
	水井坊	2023年8月18日起，水井坊典藏38度500ml*6的经销商结算价格将上调15元/瓶。
2023年11月	茅台	2023年11月1日起，53%vol贵州茅台酒（飞天、五星）上调出厂价格，平均上调幅度约为20%
	泸州老窖	52度泸州老窖60版特曲五码装（500ml*6）经销商结算价上调至478元/瓶，43度泸州老窖60版特曲五码装（500ml*6）经销商结算价上调至438元/瓶，38度泸州老窖60版特曲五码装（500ml*6）经销商结算价上调至428元/瓶。

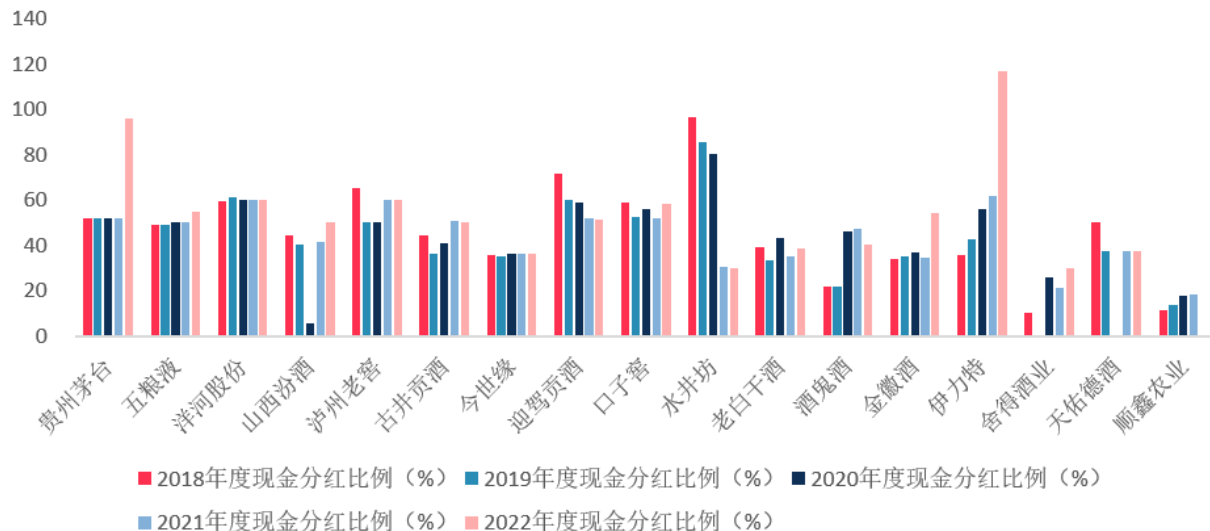
资料来源：公开资料整理，首创证券研究发展部

2.4 企业维：白酒行业上市公司分红率有望提高，投资者回报有望提升

2023年11月20日晚，茅台发布特别分红公告，公司拟向全体股东每股派发现金红利19.106元（含税）。以2023年9月30日总股本12.56亿股计，此次派发现金红利累计240亿元（含税）。

我们统计了申万二级主要白酒上市公司2018-2022年的现金分红情况，18-22年五年有四年以上分红记录的上市公司有17家，其中22年分红比例大于等于18年分红比例的有10家，我们认为若未来白酒行业上市公司分红率继续提高，投资者回报则有望提升。

图表：2018-2022年主要白酒行业上市公司现金分红比例情况



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：2018-2022年主要白酒行业上市公司现金分红比例情况

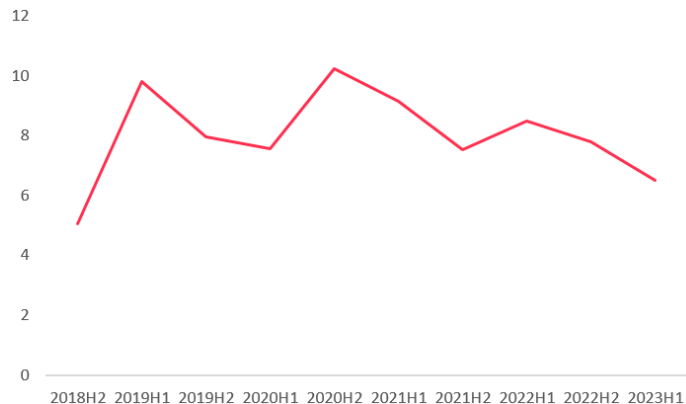
证券简称	2018年度现金分红比例 (%)	2019年度现金分红比例 (%)	2020年度现金分红比例 (%)	2021年度现金分红比例 (%)	2022年度现金分红比例 (%)
贵州茅台	52	52	52	52	96
五粮液	49	49	50	50	55
洋河股份	59	61	60	60	60
山西汾酒	45	40	6	41	50
泸州老窖	65	50	50	60	60
古井贡酒	45	36	41	51	50
今世缘	36	35	36	36	36
迎驾贡酒	72	60	59	52	52
口子窖	59	52	56	52	58
水井坊	96	86	80	30	30
老白干酒	39	33	43	35	39
酒鬼酒	22	22	46	47	40
金徽酒	34	35	37	34	54
伊力特	36	43	56	62	117
舍得酒业	10		26	21	30
天佑德酒	50	37		37	38
顺鑫农业	11	14	18	18	
金种子酒	10				
岩石股份					
皇台酒业					

资料来源：Wind，首创证券研究发展部

2.5 交易维：当前板块估值较低，有一定安全边际

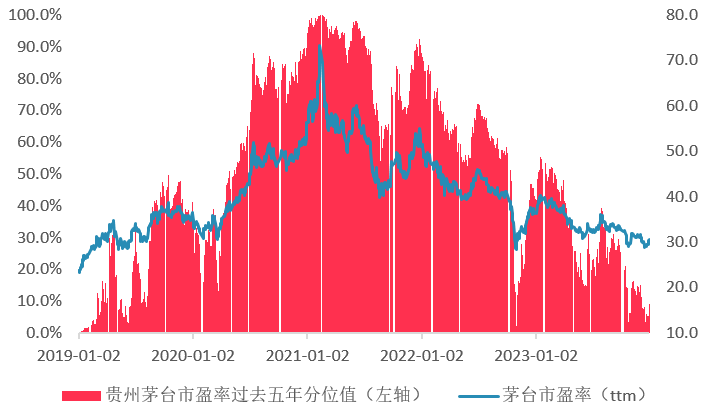
根据万得数据，剔除被动指数型基金和偏债混合型基金的股票型基金和混合型公募基金白酒行业23H1持股市值占全部股票持股市值比例为6.51%，已接近于2018年年底水平，且主要白酒上市公司市盈率水平处于近五年低位，我们认为当前白酒行业上市公司估值有一定安全边际，若宏观经济复苏超预期，板块情绪和估值水平都有望提升。

图表：18年底至今公募白酒持股市值占全部股票市值比例（%）



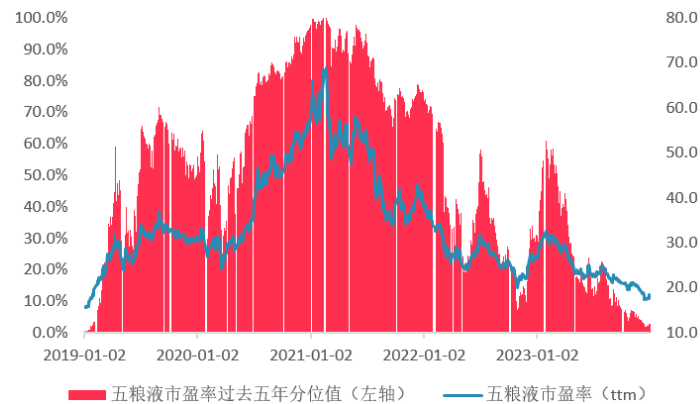
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：贵州茅台19-23年底市盈率历史分位情况



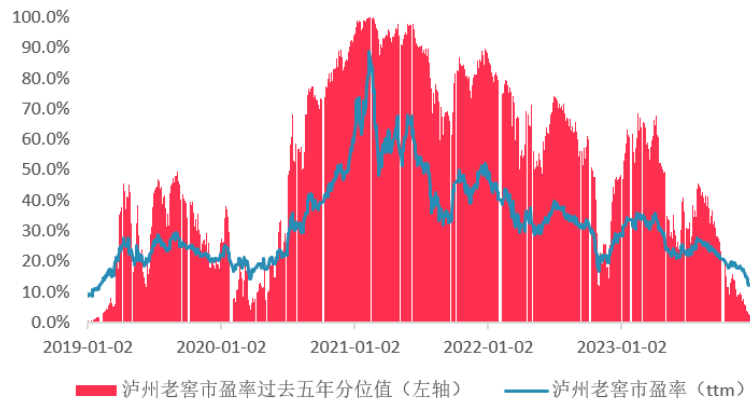
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：五粮液19-23年底市盈率历史分位情况



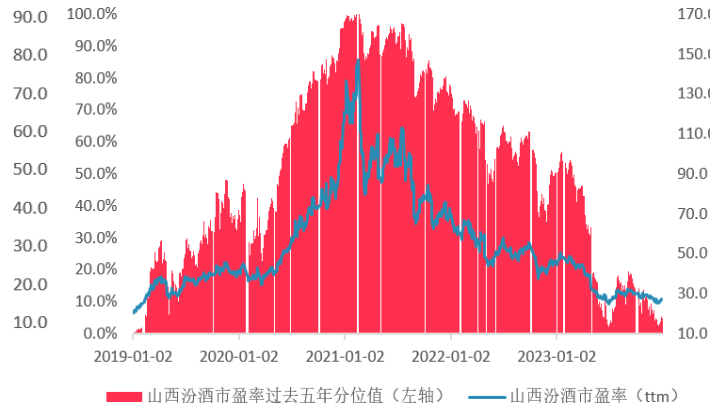
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：泸州老窖19-23年底市盈率历史分位情况



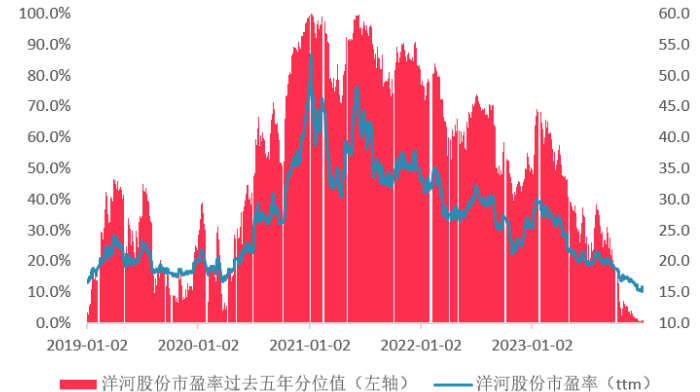
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：山西汾酒19-23年底市盈率历史分位情况



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

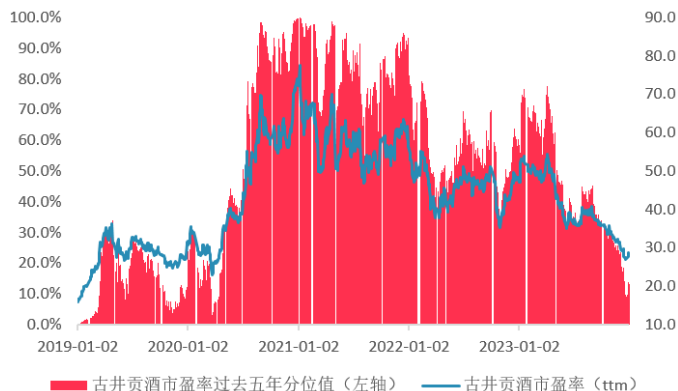
图表：洋河股份19-23年底市盈率历史分位情况



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

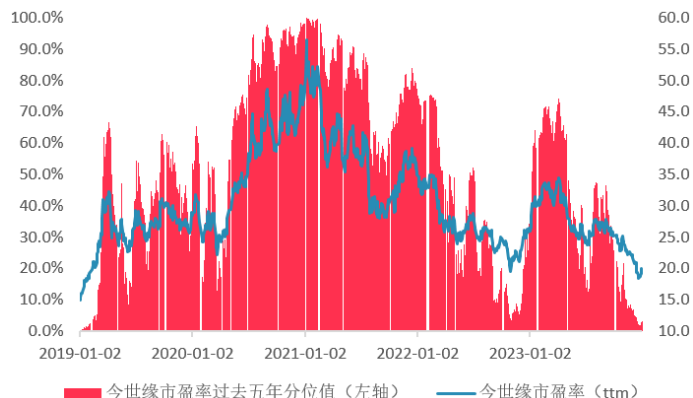
2.5 交易维：当前板块估值较低，有一定安全边际

图表：古井贡酒19-23年底市盈率历史分位情况



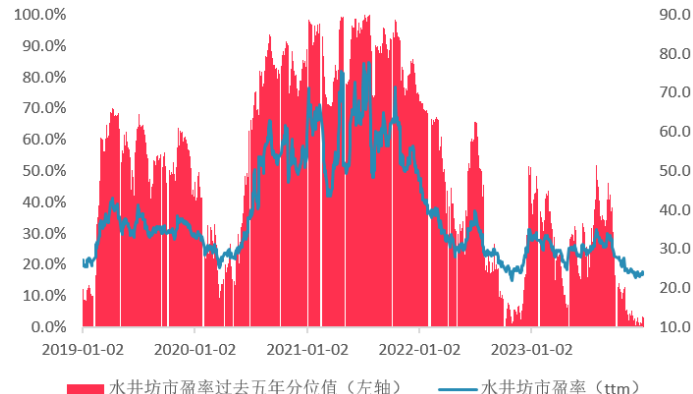
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：今世缘19-23年底市盈率历史分位情况



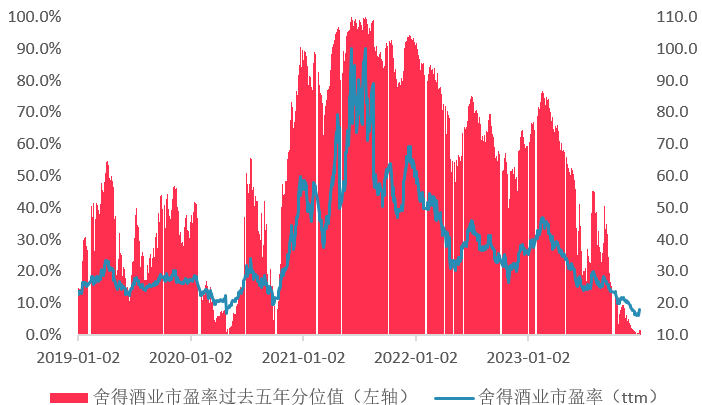
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：水井坊19-23年底市盈率历史分位情况



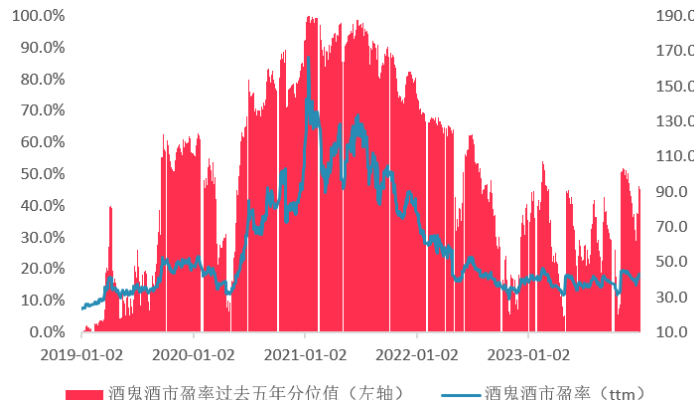
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：舍得酒业19-23年底市盈率历史分位情况



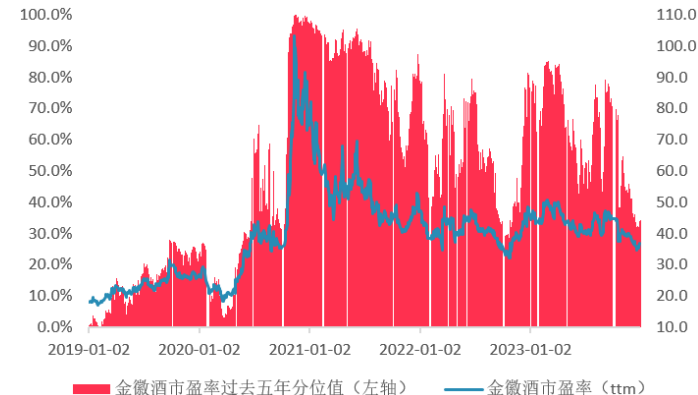
资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：酒鬼酒19-23年底市盈率历史分位情况



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图表：金徽酒19-23年底市盈率历史分位情况



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

3.投资建议：优选稳健和关注困境反转两类标的

3.投资建议：优选稳健和关注困境反转两类标的

当前市场对于白酒板块的担忧主要体现在三个方面，一方面是由于白酒是经济的润滑剂，市场担忧未来如果宏观经济增长不及预期，伴随商务活动的减少，白酒上市公司的业绩将会受到影响。其次市场比较关注当前产品市场的渠道价格和库存情况，目前主要白酒产品的批发价格有一定程度倒挂，投资者对于经销商的盈利水平和经销商未来是否会持续经营有一定疑虑。另外，市场对于2024年白酒行业上市公司的报表整体增速是否会下降也有一定担忧。

我们认为头部白酒企业依然有望凭借自己的品牌品质优势获得良好稳健发展，有根据地市场的区域酒龙头依然有望在2023年基础上进一步做好区域精耕工作，前期处于改革期回调幅度较大的白酒上市公司伴随改革逐步落地也值得重点关注。

推荐个股：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、水井坊、金徽酒。关注洋河股份、酒鬼酒、舍得酒业。

图表：主要覆盖白酒行业上市公司盈利预测情况

日期	2023-12-29	收盘价（元）	营业总收入预测（亿元，首创）			归母净利润预测（亿元，首创）			EPS盈利预测（元/股，首创）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	1,726.00	1495.44	1720.06	1978.41	735.04	843.82	969.04	58.51	67.17	77.14	29.5	25.7	22.4
000858.SZ	五粮液	140.31	832.15	925.10	1029.73	303.36	340.62	382.74	7.82	8.78	9.86	18.0	16.0	14.2
002304.SZ	洋河股份	109.90	346.90	391.02	440.88	104.40	117.39	135.22	6.93	7.79	8.97	15.9	14.1	12.2
600809.SH	山西汾酒	230.73	315.64	366.84	427.70	102.70	122.57	146.48	8.42	10.05	12.01	27.4	23.0	19.2
000568.SZ	泸州老窖	179.42	313.94	369.95	437.02	131.28	157.29	186.57	8.92	10.69	12.68	20.1	16.8	14.2
000596.SZ	古井贡酒	232.80	205.67	242.32	282.77	43.33	51.50	60.53	8.20	9.74	11.45	28.4	23.9	20.3
603369.SH	今世缘	48.75	100.70	120.45	144.13	31.18	37.05	44.20	2.49	2.95	3.52	19.6	16.5	13.8
600702.SH	舍得酒业	96.70	67.79	77.91	89.64	18.18	21.41	24.56	5.46	6.43	7.37	17.7	15.0	13.1
600779.SH	水井坊	58.77	48.12	55.29	63.52	12.56	14.34	16.36	2.57	2.94	3.35	22.8	20.0	17.5
000799.SZ	酒鬼酒	73.15	28.68	34.42	41.30	6.11	7.21	8.91	1.88	2.22	2.74	38.9	33.0	26.7
603919.SH	金徽酒	24.62	25.69	30.75	36.81	3.75	4.75	5.82	0.74	0.94	1.15	33.3	26.3	21.5

资料来源：Wind，首创证券研究发展部

4.风险提示

4.风险提示

宏观经济增长不及预期风险：如果宏观经济增长不达预期，则可能影响公司产品需求，导致收入、业绩不达预期。

食品安全风险：如果出现食品安全问题，对于白酒行业上市公司的业绩可能会造成一定影响。

行业政策风险：如果出台限制性行业政策、例如管控相应产品的消费场景或加大行业的税收等可能将会对上市公司业绩造成一定影响。

批价上涨不及预期或批价下行风险：白酒行业主流产品价格是供需结果的反映，受市场关注度较高，如果未来批价下行或者上涨不及预期，将对白酒行业上市公司的行情走势造成一定影响。

分析师简介

赵瑞：农业及食品饮料行业分析师，复旦大学金融硕士，2022年11月加入首创证券研究发展部。

易嘉豪：南开大学金融硕士，首席研究员，主要覆盖白酒行业，五年行业产业研究经验，一年食品饮料买方研究经历，四年头部白酒企业市场研究及一线运营经历，2023年5月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。本报告清晰准确地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，分析师将对报告的内容和观点负责。分析师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。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。

，首创证券不因收件人收到本报告而视其为首创证券的客户。本报告所载的全部内容仅供客户做参考之用，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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。客户需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经首创证券书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

投资评级说明

股票/行业投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为股票投资评级和行业投资评级（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；香港市场以恒生指数为基准。

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间
	减持	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现

谢谢!