

行业研究

白酒复苏趋势延续，三月动销继续改善

——光大证券食品饮料行业周报（20230306-20230312）

要点

本周观点：本周我们重点跟踪泸州老窖、酒鬼酒、舍得酒业，上述公司普遍反馈 2-3 月白酒消费复苏的趋势延续，复苏行情有望延续至五月，一方面宴席、团拜活动等节后延续，另外商务活动也在恢复，相关展会、交流会议等增加，虽然经济整体恢复需要时间，但是过去两三年压抑的商务交往/会面需求提前释放，推动商务场景有较好恢复，2-3 月份动销表现较好、也能对此前因为短期疫情感染而损失的动销形成一定弥补，渠道库存处于正常可控范围。具体来看，**1) 老窖：**经销商渠道库存 1-1.5 个月，终端库存较低，主要产品库存低于去年同期水平，国窖 1573 市场表现较为坚挺，一季度经销商亦有补货需求。**2) 酒鬼酒：**酒鬼系列库存约在全年任务的 30% 上下，省内比省外库存较低，内参在大部分区域库存正常。2-3 月份销售增长较好，3 月份继续发货。**3) 舍得：**库存基本控制在三个月以内，动销增长对库存去化的效果较为明显，特别宴席场景延续不错趋势。

我们整体维持此前观点，三月虽然没有来自产业和渠道端的太多催化，但是白酒消费恢复的趋势较为明确，宴席、商务交往等场景的恢复将继续支撑复苏行情延续，库存整体在正常水平，无需过分担忧渠道秩序，一线名酒五粮液、老窖、汾酒等渠道库存基本在一个半月以内，舍得/酒鬼等库存亦处于正常水平，且动销周转较快、可以支撑酒企继续发货的情况下将库存维持在可控范围，同时酒企费用转型、挺价增厚渠道利润的方向明确。例如内参削减较多 B 端费用转向 C 端，强化 C 端团队、提高销售人员素质和能效，坚定挺价方向。当前市场对一季报预期较为明确，估计一季报将平稳过渡，二季度继续关注库存去化、批价上挺情况，同时考虑去年同期基数较低，营收增速有望加快。

立高食品：1) **制造端：**公司已打造华北（河南新乡）、华东（浙江长兴）、华南（广州、佛山）三大生产基地，全国化布局进一步完善，公司预计到 2027 年将实现百亿产值的目标；2) **消费场景：**C 端场景多元化大势所趋，在此背景下，经销商与厂家的配合应更为紧密；3) **营销变革：**建立营销平台承接多元品类，使产品在一个地区流通顺畅。此外，让前台而非中台主导经营，以配合研发中心提高反应速度。公司在全国建立了 8 只推广团队，为终端门店赋能，宣传卖点；4) **组织架构：**过去为事业部制，未来将变为团队作战制，销售、市场推广、研发等团队共同维护客户；5) **信息化：**信息化对公司营销改革至关重要，公司在用友网络的营销云赋能下，简化了内部流程，实现账号全统一、政策全自动、交易全透明、物流全掌控、库存实时查询、数据智能分析等功能。

投资建议：我们维持当下的配置思路：（1）场景的修复、经济的复苏是确定的，但是经济完全恢复到疫情前的时间周期是不确定性的。所以，我们建议投资者围绕需求最稳定、抗风险能力最强、竞争格局最优的赛道布局，首选高端白酒**贵州茅台、五粮液和泸州老窖**；（2）场景的恢复提供较大的经营弹性，重点关注次高端白酒，首推标的为**舍得酒业**；（3）消费场景逐步恢复的预期下，大众品依然可围绕门店+供应链展开，核心推荐标的是**绝味食品、安井食品、立高食品**；另外建议关注业绩稳健、估值合理的细分龙头，推荐**伊利股份**以及**洽洽食品**。

风险分析：宏观经济下行风险，原材料成本波动，食品安全问题，竞争加剧。

食品饮料

买入（维持）

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebcn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebcn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebcn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebcn.com

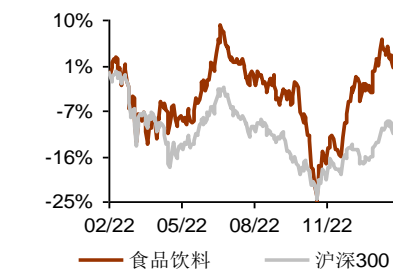
联系人：董博文

dongbowen@ebcn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebcn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 本周观点.....	4
2、 重点公司跟踪.....	4
3、 重点数据跟踪.....	5
4、 重要公司公告.....	7
5、 重点公司盈利预测、估值及评级	8
6、 重点报告汇总.....	8
7、 投资建议.....	8
8、 风险分析.....	9

图目录

图 1：食品饮料板块市盈率（TTM，整体法，倍）	5
图 2：食品饮料板块市盈率（TTM，中值，倍）	5
图 3：高端白酒单品批价（元）	5
图 4：飞天茅台整箱/散瓶批价（元）	5
图 5：次高端白酒主要单品批价（元）	6
图 6：生猪平均价	6
图 7：猪肉平均价	6
图 8：白条鸡平均批发价	6
图 9：白鲢鱼平均批发价	6
图 10：大豆现货平均价	7
图 11：玉米平均价	7
图 12：豆粕平均价	7
图 13：生鲜乳平均价	7

表目录

表 1：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	8
表 2：建议关注 2 月 06 日发布的紫燕食品投资价值研究报告	8

1、本周观点

白酒：本周我们重点跟踪泸州老窖、酒鬼酒、舍得酒业，上述公司普遍反馈 2-3 月白酒消费复苏的趋势延续，复苏行情有望延续至五月，一方面宴席、团拜活动等节后延续，另外商务活动也在恢复，相关展会、交流会议等增加，虽然经济整体恢复需要时间，但是过去两三年压抑的商务交往/会面需求提前释放，推动商务场景有较好恢复，2-3 月份动销表现较好、也能对此前因为短期疫情感染而损失的动销形成一定弥补，渠道库存处于正常可控范围。具体来看，**1) 老窖：**经销商渠道库存 1-1.5 个月，终端库存较低，主要产品库存低于去年同期水平，国窖 1573 市场表现较为坚挺，一季度经销商亦有补货需求。**2) 酒鬼酒：**酒鬼系列库存约在全年任务的 30% 上下，省内相比省外库存较低，内参在大部分区域库存正常。2-3 月份销售增长较好，3 月份继续发货。**3) 舍得：**库存基本控制在三个月以内，动销增长对库存去化的效果较为明显，特别宴席场景延续不错趋势。

我们整体维持此前观点，三月虽然没有来自产业和渠道端的太多催化，但是白酒消费恢复的趋势较为明确，宴席、商务交往等场景的恢复将继续支撑复苏行情延续，库存整体在可控范围，无需过分担忧渠道秩序，一线名酒五粮液、老窖、汾酒等渠道库存基本在一个半月以内，舍得/酒鬼等库存亦处于正常水平，且动销周转较快、可以支撑酒企继续发货的情况下将库存维持在可控范围，同时酒企费用转型、挺价增厚渠道利润的方向明确。例如内参削减较多 B 端费用转向 C 端，强化 C 端团队、提高销售人员素质和能效，坚定挺价方向。当前市场对一季报预期较为明确，估计一季报将平稳过渡，二季度继续关注库存去化、批价上挺情况，同时考虑去年同期基数较低，营收增速有望加快。

立高食品：本周我们对立高食品进行了调研，有如下观点更新：**1) 制造端：**公司已打造华北（河南新乡）、华东（浙江长兴）、华南（广州、佛山）三大生产基地，全国化布局进一步完善，公司预计到 2027 年将实现百亿产值的目标，全球引进科技生产设备，同步聘请技术工程师自研产线，自动化能力先进；**2) 消费场景：**C 端场景多元化大势所趋，在此背景下，经销商与厂家的配合需要更为紧密；**3) 营销变革：**建立营销平台承接多元品类，使产品在一个地区流通顺畅。此外，让前台而非中台主导经营，以配合研发中心提高反应速度。公司在全国建立了 8 只推广团队，为终端门店赋能，宣传卖点；**4) 组织架构：**过去为事业部制，未来将变为团队作战制，销售、市场推广、研发等团队共同维护客户；**5) 信息化：**信息化对公司营销改革至关重要，公司在用友网络的营销云赋能下，简化了内部流程，实现账号全统一、政策全自动、交易全透明、物流全掌控、库存实时查询、数据智能分析等功能。

2、重点公司跟踪

泸州老窖：国窖 1573 市场表现较为坚挺，主销区域西南、华东、华中等表现较好，一季度经销商有补货需求，经销商库存 1-1.5 个月，终端库存也较低。高度 1573 批价 900 元左右、相对比较平稳，低度 1573 收入占比 40% 左右。其他产品，头曲去年下半年增速较快，特曲 60 版去年收入增速较高，黑盖、1952、高光以产品培育为主。

酒鬼酒：2 月单月销售增长表现较好，估计 3 月延续较好趋势，库存整体属于正常水平，酒鬼系列库存存在全年任务的大概 30% 上下，省内相对省外较低，内参大部分区域库存正常，春节后批价约 790 元。公司今年削减较多 B 端费用给到 C 端、帮助销货，52 度内参会控制配额。红坛营收增速较快，22 年成为酒鬼系

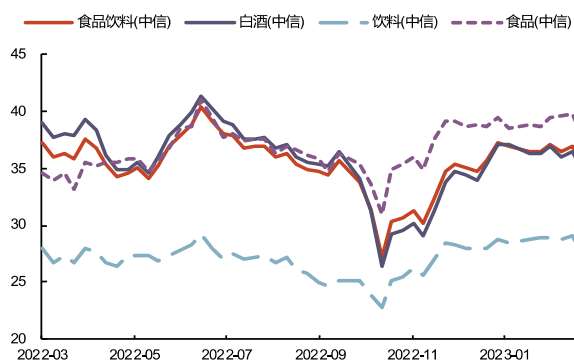
列占比最高单品，今年规划继续实现较快增长，省外大力发展红 20，突出红坛大单品地位。

舍得酒业：西南部分区域反馈目前回款进度在 20%+，库存基本控制在三个月以内（包括终端库存），动销速度较快有助于在任务增加的同时去化库存，特别一些成熟型区域宴席场景表现较为强劲。产品端品味舍得收入占比较为稳定，目前批价 360 元左右、预期后续将继续上移，舍之道处于上升趋势，市场氛围继续强化。

3、重点数据跟踪

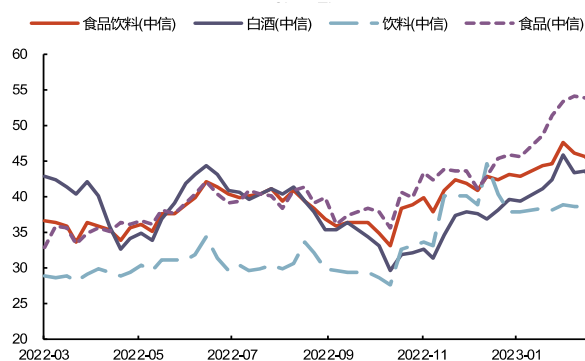
截至 2023 年 3 月 10 日，食品饮料板块估值水平（PE TTM，剔除负值）为 35 倍，较年初下降约 1.1%，其中中信白酒指数 PE（TTM，剔除负值）为 35 倍，较年初下降约 1.4%；中信饮料指数 PE（TTM，剔除负值）为 28 倍，较年初下降约 1.6%；中信食品指数 PE（TTM，剔除负值）为 38 倍，较年初下降约 1.7%。

图 1：食品饮料板块市盈率（TTM，整体法，倍）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2023 年 3 月 10 日

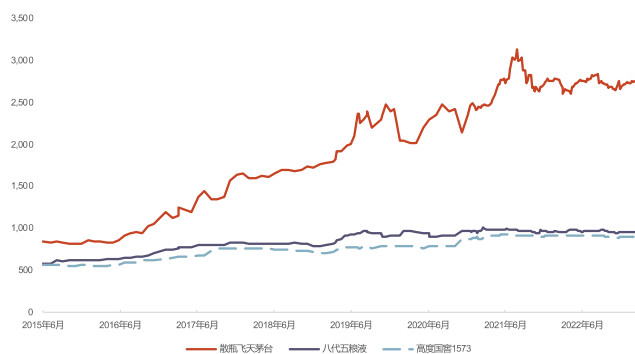
图 2：食品饮料板块市盈率（TTM，中值，倍）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2023 年 3 月 10 日

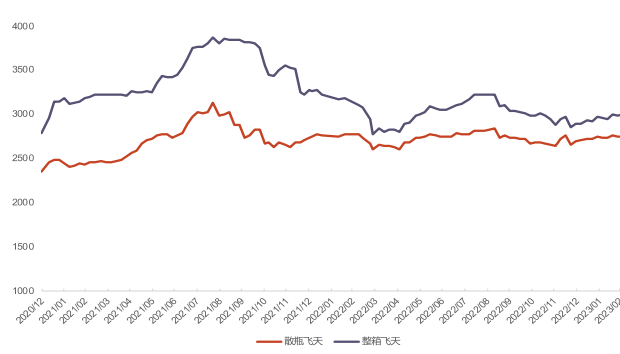
截至 2023 年 3 月 10 日，飞天茅台散装批价 2750 元，环周维持不变。整箱批价 2990 元，环周下降 10 元。八代五粮液批价 965 元，环周维持不变。高度国窖 1573 批价 900 元，环周维持不变。

图 3：高端白酒单品批价（元）



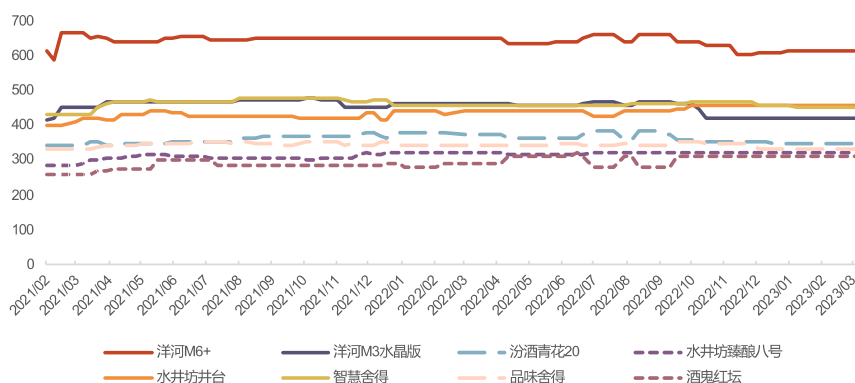
资料来源：今日酒价，注：截至 2023 年 3 月 10 日

图 4：飞天茅台整箱/散瓶批价（元）



资料来源：今日酒价，注：截至 2023 年 3 月 10 日

图 5：次高端白酒主要单品批价（元）



资料来源：今日酒价，注：截至 2023 年 3 月 10 日

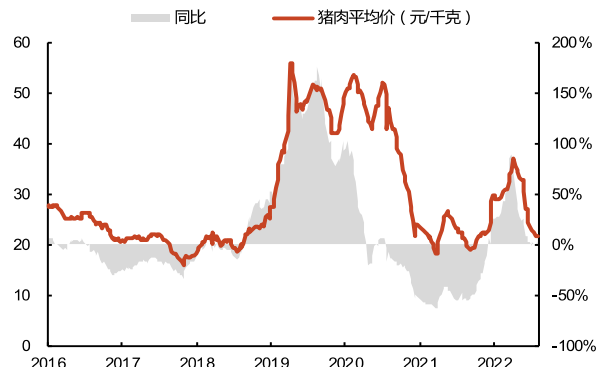
截至 2023 年 2 月 24 日，生猪平均价为 15.80 元/千克，同比+25.60%；猪肉平均价为 21.87 元/千克，同比+7.00%。截至 2023 年 3 月 10 日，白条鸡平均批发价为 18.03 元/公斤，同比+6.18%；白鲢鱼平均批发价为 9.19 元/公斤，同比-10.08%。

图 6：生猪平均价



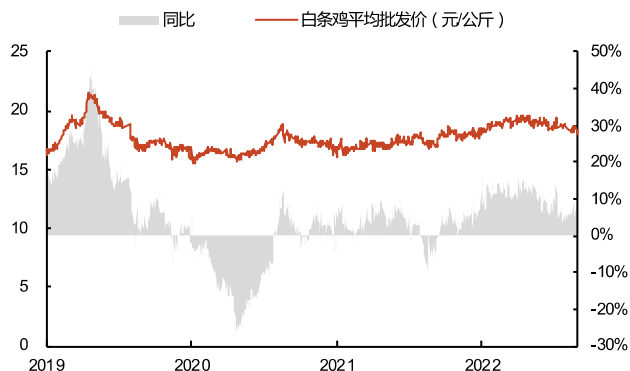
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 2 月 24 日

图 7：猪肉平均价



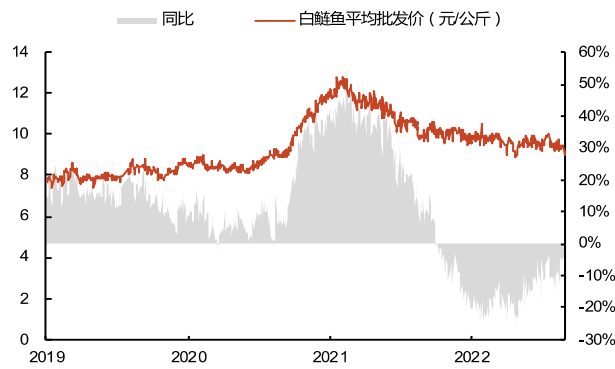
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 2 月 24 日

图 8：白条鸡平均批发价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 3 月 10 日

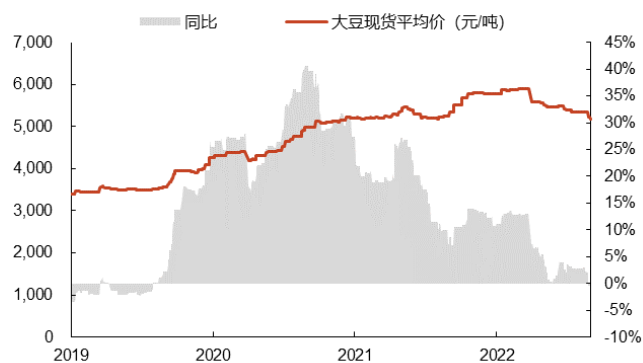
图 9：白鲢鱼平均批发价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 3 月 10 日

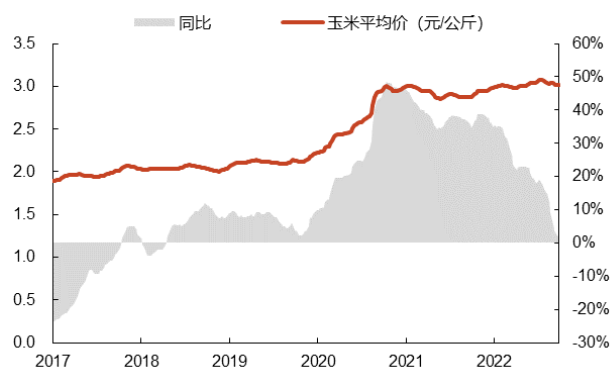
截至 2023 年 3 月 10 日,大豆现货平均价为 5172 元/吨,同比-1.27%。截至 2023 年 3 月 1 日,玉米平均价为 3.00 元/公斤,同比+0.33%。豆粕平均价为 4.79 元/公斤,同比+22.51%;生鲜乳平均价为 4.02 元/公斤,同比-4.51%。

图 10: 大豆现货均价



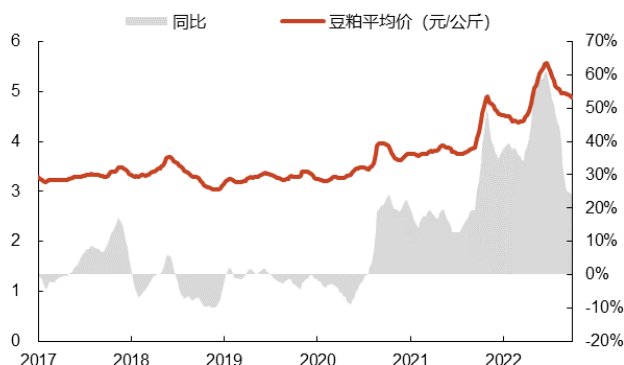
资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2023 年 3 月 10 日

图 11: 玉米均价



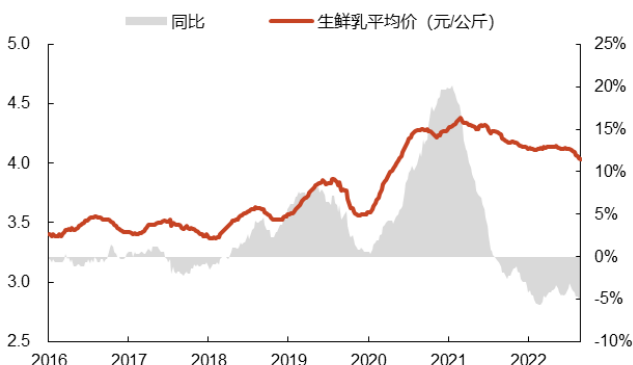
资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2023 年 03 月 01 日

图 12: 豆粕均价



资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2023 年 03 月 01 日

图 13: 生鲜乳均价



资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2023 年 03 月 01 日

4、重要公司公告

伊利股份 2023 年 3 月 11 日公司发布关于股东股份质押公告: 公司股东呼和浩特投资有限责任公司质押公司 657.14 万股, 占公司总股本的 0.10%, 质押用途为生产经营。本次质押后, 呼和浩特投资有限责任公司累计质押公司 2.07 亿股, 占其所持股份比例的 38.46%, 占公司总股本的 3.24%。

光明乳业 2023 年 3 月 11 日公司发布关于获得政府补助的公告: 公司于 2022 年 10 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日, 累计获得政府补助 5799 万元, 其中与收益相关的政府补助 1706 万元, 与资产相关的政府补助 1479 万元。

南侨食品 2023 年 3 月 11 日公司发布 2023 年 2 月营业收入简报: 公司 2023 年 2 月合并营业收入为人民币 2.34 亿元, 同比增长 45.08 %。

5、重点公司盈利预测、估值及评级

表 1：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	净利润 (亿元)			EPS (元)			P/E(x)		
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E
600519.SH	贵州茅台	1,750.00	524.60	626.44	727.55	41.76	49.87	57.92	42	35	30
000858.SZ	五粮液	195.24	233.77	268.84	308.14	6.02	6.93	7.94	32	28	25
000568.SZ	泸州老窖	237.98	79.56	100.97	124.27	5.43	6.86	8.44	44	35	28
600809.SH	山西汾酒	262.15	53.14	79.21	99.52	4.36	6.49	8.16	60	40	32
600702.SH	舍得酒业	185.65	12.46	15.07	19.80	3.75	4.54	5.96	50	41	31
002304.SZ	洋河股份	164.14	75.08	97.49	112.94	4.98	6.47	7.49	33	25	22
603369.SH	今世缘	60.06	20.29	25.14	30.70	1.62	2.00	2.45	37	30	25
603517.SH	绝味食品	45.00	9.81	2.59	11.61	1.60	0.41	1.84	28	110	24
603345.SH	安井食品	158.90	6.82	10.83	13.97	2.79	3.69	4.76	57	43	33
002216.SZ	三全食品	16.23	6.41	7.83	8.40	0.73	0.89	0.96	22	18	17
300973.SZ	立高食品	96.49	2.83	1.62	2.95	1.67	0.95	1.74	58	102	55
001215.SZ	千味央厨	75.50	0.88	1.01	1.29	1.02	1.17	1.49	74	65	51
605089.SH	味知香	75.40	1.33	1.53	1.86	1.33	1.53	1.86	57	49	41
603866.SH	桃李面包	16.47	7.63	8.49	9.85	0.80	0.89	1.03	21	19	16
605338.SH	巴比食品	32.22	3.14	2.47	2.89	1.27	0.99	1.17	25	33	28
002557.SZ	洽洽食品	43.44	9.29	9.77	10.89	1.83	1.93	2.15	24	22	18
603719.SH	良品铺子	37.04	2.82	3.91	4.91	0.70	0.98	1.22	53	38	30
600887.SH	伊利股份	29.11	87.05	93.54	107.62	1.36	1.46	1.68	21	20	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-03-10

6、重点报告汇总

表 2：建议关注 2 月 06 日发布的紫燕食品投资价值研究报告

报告类型	发布时间	报告名称	标的公司/行业
公司简报	2023.02.26	收入端稳健，期待成本端改善——洽洽食品（002557.SZ）2022 年业绩快报点评	洽洽食品
公司深度	2023.02.06	佐餐卤味掌舵手，百味紫燕展望千城万店——紫燕食品（603057.SH）投资价值研究报告	紫燕食品
公司简报	2023.01.30	收入持续稳健增长，盈利能力环比提升——安井食品（603345.SH）2022 年业绩快报点评	安井食品
公司简报	2023.01.19	业绩超预期，增长势能延续——山西汾酒（600809.SH）2022 年度业绩预告点评	山西汾酒
公司简报	2023.01.12	股权激励激发团队活力，门店业务助力业绩增长——良品铺子（603719.SH）2023 年员工持股计划(草案)点评	良品铺子

资料来源：光大证券研究所

7、投资建议

我们维持当下的配置思路：（1）场景的修复、经济的复苏是确定的，但是经济完全恢复到疫情前的时间周期是不确定性的。所以，我们建议投资者围绕需求最稳定、抗风险能力最强、竞争格局最优的赛道布局，首选高端白酒**贵州茅台**、**五粮液**和**泸州老窖**；（2）场景的恢复提供较大的经营弹性，重点关注次高端白酒，首推标的为**舍得酒业**；（3）消费场景逐步恢复的预期下，大众品依然可围绕门店+供应链展开，核心推荐标的是**绝味食品**、**安井食品**、**立高食品**。另外一方面，建议关注业绩稳健、估值合理的细分龙头，推荐**伊利股份**以及**洽洽食品**。

8、风险分析

宏观经济下行风险

宏观经济下行对人群消费力产生影响，从而对部分市场造成影响。

原材料成本波动

原材料价格波动，对各公司成本端造成一定影响。

食品安全问题

食品安全问题的出现会影响公司经营层面表现。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE