

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email：xiongxiw@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email：hect@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

执业证书编号：S0740523070003

Email：yansy@zts.com.cn

分析师：赵襄彭

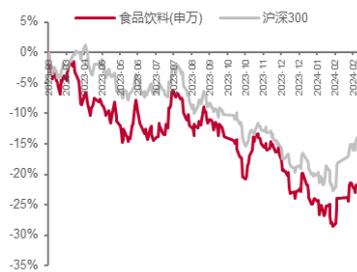
执业证书编号：S0740524010001

E-mail：zhaoxp@zts.com.cn

基本状况

上市公司数 121  
行业总市值(亿元) 51,108.47  
行业流通市值(亿元) 22,586.20

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS				PE				PEG	评级
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
贵州茅台	1685.06	49.93	58.21	68.28	78.37	33.7	28.95	24.68	21.50	1.79	买入
五粮液	142.59	6.88	7.75	8.89	10.07	20.7	18.40	16.04	14.16	1.36	买入
燕京啤酒	8.68	0.12	0.21	0.33	0.43	72.3	41.33	26.30	20.19	0.78	买入
山西汾酒	237.00	6.65	8.42	10.35	12.31	35.6	28.15	22.90	19.25	1.24	买入
安井食品	89.19	3.75	5.1	6.91	8.73	23.7	17.49	12.91	10.22	0.54	买入

备注：股价为2024年3月1日收盘价。

投资要点

- 白酒淡季投资看什么？1) 名酒价盘有望向上。库存：**春节后渠道反馈名酒库存环比、同比均有改善，经过两年左右的调整，渠道经营杠杆降低和进货意愿趋于谨慎，渠道库存周期有望见底。**批价：**在此基础之上，飞天茅台、八代普五、国窖、青花郎、青花20节后批价均好于节前。**调价：**近期多个大单品宣布上调出厂价，有助于提升渠道价格预期和成本底线，包括国缘开系停货调价、四开更新换代，红花郎10年/15年调价，水晶剑出厂价上调15元，以及八代普五2月起执行新出厂价等。整体来看，今年多个因素支撑下名酒价盘有望在淡季向上。**2) 报表。**春节旺季的动销表现为名酒全年盈利预测提供了支撑。**春节动销：**渠道反馈飞天茅台、八代普五、青花20、窖藏1988、古5古8等品牌在春节期间动销量同比有增长，名酒动销好于白酒整体表现。**节后补货：**批发市场和经销商反馈节后仍有陆续补货，一方面印证春节终端动销较为积极，另一方面也有利于酒厂后续小批量回款。**3) 推荐业绩有支撑，估值性价比比较强的标的。**从估值性价比角度，推荐后续量价逻辑有望拉动估值回暖的老窖、五粮液等；从中长期维度，推荐香型扩容逻辑清晰、渠道推力占优的茅台、汾酒；从春节表现上，推荐春节动销强劲、受益于消费者性价比需求的古井、今世缘、迎驾等。
- 白酒线上化之风已至，将为行业带来什么。**白酒销售长期以商超、烟酒店等线下渠道为主，因此市场缺乏对于白酒线上渠道的深度研究。本周我们推出白酒线上化发展深度研究，首次系统地研究了白酒线上化发展的进程、推动因素及影响。**1) 他山之石与白酒线上化进程：**定位高端、注重消费体验的奢侈品近年快速完成线上化变革，反映了消费者代际更替对消费习惯和渠道的影响力。当下白酒线上渠道参与者日益丰富，业外互联网巨头成为关键变量，中国烈酒渗透率已达17%，白酒线上渠道维持高速增长趋势。**2) 近几年推动白酒线上化加速发展的新因素：**白酒大单品、大流量、保质期长、强流通、高货值的特点天然适合电商，同时保真和时效性是线上发展的核心痛点。当下供需新形势下性价比成为催化剂、平台加码价格力下白酒成为百亿补贴重要载体、消费者代际更替下的行为变化、互联网巨头纷纷入局酒业新零售等因素共同推动线上化加速发展；**3) 白酒线上化对行业的影响。**用户在哪里，营销资源就应投到哪里，目前白酒消费者线上获取信息比例已经高于线下（1.16X），年轻消费者更甚

(2.38X)。越下沉、越线上，线上化将是名酒下沉的重要机遇，也将推动行业份额向具有流量的头部名酒集中。4) 推荐品牌流量大、线上化改革较快的全国化名酒。互联网巨头携“百亿补贴”入局和消费者的代际更替等因素推动白酒线上化进程加速发展。一方面引发了价盘管理、渠道分流等方面的挑战，但也带来了高效营销、年轻新客群和下沉市场的机遇。长期看品牌强势的全国化名酒将享有流量优势，同时线上化改革较快的酒企和渠道有望占得先机。推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒、洋河等全国化名酒，建议关注线上和线下均布局完善的酒商品牌华致酒行。

- **百威亚太：百威中国完美收官，2023Q4 均价增长强劲。**根据公司公告，2023Q4 百威中国收入增长 11.1%；其中销量下降 3.1%，主要受消费者信心疲软影响；均价增长 14.7%，结构持续提升，百威及超高端产品收入在 2023Q4 实现双位数增长。第四季度百威中国 EBITDA 同比增长 44.4%，盈利能力提升 480 个基点。2023 年百威中国销量增长 4.3%，市占率提升 69 个基点，收入和均价分别增长 12.8%和 8.1%，EBITDA 同比增长 17.4%，盈利能力提升 132 个基点。百威金尊和黑金等创新性产品实现强劲双位数增长，合计销量超过 10 万千升。2022-2023 年，百威的经销城市数量从 201 个扩张到 220 个，超高端产品组合的经销城市数量从 51 个扩张到 63 个。百威中国是中国高端啤酒的龙头，在市场对消费降级普遍担忧的情况下，2023 年尤其是 2023Q4 其均价仍保持了强劲的增长，产品结构持续提升，对行业具备引领作用。我们认为中国啤酒行业产品结构仍然较低，中长期具备提升空间，无需过度担忧升级停滞甚至降级，持续看好啤酒行业高端化及 2024 年旺季低基数下的销量修复。
- **天味食品：春节销售符合预期，渠道+产品持续发力。**(1) 公司春节总体销售情况符合预期。C 端春节制定了备货、区域间调货、物流保障等措施，保证产品供应，渠道动销平稳。B 端与公司合作的主要餐饮客户均是头部餐饮企业，抗风险能力较强，表现相对平稳，食萃也按照年初制定的计划在执行。(2) 公司坚持深化 C 端线上线下渠道体系建设，并加强 B 端渠道的进一步挖掘，同时通过现有优势经销体系，赋能 B、C 两端，实现多方位全渠道多场景触达。在 B 端，公司进行大 B 和小 B 餐饮场景开发，以 C 端经销商网络赋能小 B 业务发展，聚焦餐饮用户实现渠道开拓和用户拓展；在 C 端，公司搭建线下经销商战略联盟体系，以经销商为中心做生意增长，提升经销商市场运营能力和渠道服务能力，最终升级为品牌运营商。(3) 产品开发策略围绕健康化战略，2023 年公司完成了 C 端产品全系去防腐剂。2023 年开发的“鲜番茄”汤料产品通过行业首创的含有 50% 以上新鲜番茄颗粒和不含防腐剂，全面提升产品风味。另一重点单品 3.0 厚火锅，树立好人家火锅底料的高端引领者形象，拉高好人家火锅底料在消费者心智中的品牌地位。(4) 天味食品和食萃食品的合作，实现了 1+1 大于 2 的效果。通过协助食萃食品提升生产能力，加强研发，提高内部运营管理能力，加大信息化系统投入等基础能力建设，食萃食品的综合实力进一步提升。公司对食萃食品的并购整合能够较好补齐公司中小 B 线上渠道、客户及产品，使公司具备了服务包括从单店到大型连锁餐饮在内的所有 B 端客户的能力，公司也在线上渠道业务方面与食萃实现资源和业务协同。

- **安井食品：需求持续修复，长期仍旧看好。**根据渠道反馈，我们预计 Q1 动销超悲观预期。同时我们预计部分客户仍未完成财年目标同时渠道库存预计偏低，考虑到公司新增了油炸串烤等品相，且与此前的渠道存在协同，预计数据向好的趋势或延续至 Q2。长期，预制菜仍是大势所趋，公司目前仍是胜率较高的公司。中期看，锁鲜装卡位精准，油炸、串烤和火锅周边等产品渠道存在协同，量价逻辑仍旧顺畅。
- **洽洽食品：业绩符合预期，静待经营拐点。**公司发布 2023 年业绩快报。公司 2023 年收入 68.1 亿元，同比-1.1%；归母净利润 8.1 亿元，同比-17.5%，扣非归母净利润 7.1 亿元、同比-16.2%，其中 2023Q4 收入 68.1 亿元、同比-6.9%，归母净利润 3.0 亿元、同比-14.3%，扣非归母净利润 2.9 亿元、同比-11.6%。符合市场预期。回顾 2023 年，多因素影响下业绩略有下滑。由于第一季度和第四季度均受到春节跨期因素的影响，同时受到葵花籽原料采购成本上升的影响，公司收入利润略有下滑。2023 年，通过重点推进渠道精耕项目，进行弱势市场提升、县乡突破以及新场景、新渠道的拓展，公司每日坚果和坚果礼盒的渠道渗透率提升，在零食量贩渠道业绩提升较快，同时公司也加大了风味坚果产品的试销力度。公司电商通过抖音、拼多多等渠道，不断进行突破；海外市场持续深耕东南亚市场，渠道不断渗透深化，总体销售有恢复性增长。展望 2024 年，收入、利润预计恢复稳健增长。收入端：瓜子产品基数较低，新品、新渠道等有望逐步起量；坚果产品预计加快渠道精耕建设，增加产品铺市率，同时新品也有望贡献一定增量。利润端：葵瓜子一年一季，成本回落预计较为确定，净利率修复趋势预计逐季明朗。
- **消费复苏可期，积极买入食品饮料。**产业层面经历了 2-3 年的调整，问题出清，今年低预期的背景下，商家积极去库存，白酒以及基础调味品实际动销好于预期；随着预期的修复以及政策的加码，我们认为食品饮料具备较好的投资价值。
  - **白酒重点推荐：茅台、泸州老窖、古井、山西汾酒、今世缘、五粮液、迎驾等；**
  - **大众品重点推荐：燕京啤酒、安井、青啤、重啤、天味、劲仔、千禾、伊利、颐海、中炬、海天等。关注绝味、洽洽、安琪等公司成本改善带来的机会。**
  - **风险提示：全球以及国内疫情扩散风险、外资大幅流出风险、政策风险、渠道调研样本偏差风险、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。