

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：赵襄彭

执业证书编号：S0740524010001

E-mail：zhaoxp@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

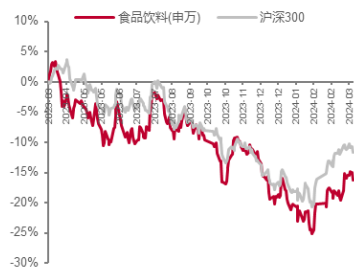
执业证书编号：S0740523070003

Email：yansy@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	121
行业总市值(亿元)	52,286.53
行业流通市值(亿元)	23,108.31

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	1701.35	49.93	58.21	68.28	78.37	34.0	29.23	24.92	21.71	1.80	买入
五粮液	153.43	6.88	7.75	8.89	10.07	22.3	19.80	17.26	15.24	1.46	买入
燕京啤酒	9.04	0.12	0.21	0.33	0.43	75.3	43.05	27.39	21.02	0.81	买入
山西汾酒	246.85	6.65	8.42	10.35	12.31	37.1	29.32	23.85	20.05	1.29	买入
安井食品	87.82	3.75	5.1	6.91	8.73	23.4	17.22	12.71	10.06	0.53	买入

备注：股价为2024年3月22日收盘价。

投资要点

- 白酒：糖酒会后的冷思考。1) 香型逻辑仍在演绎。清香：**本次糖酒会期间清香型白酒品牌的展位热度明显旺盛，汾酒以外的汾阳王等清香型品牌也迎来政府、行业协会、大商的关注。中国酒类流通协会会长王新国表示清香白酒市场规模已超千亿，市场占比即将突破20%。而此前中国酒业协会的数据显示，2022年清香品类的市场占比17%左右，市场规模900亿元左右。清香型目前较浓香、酱香仍偏小众，也具有较强的扩容潜力。**酱香：**从增长质量、投入力度、经销商实力等方面看，酱香向头部五家品牌的集中愈加明显。在四川、江苏等传统浓香省份也能观察到郎酒、习酒、国台等品牌在商务和宴席市场的突破。我们认为白酒行业香型逻辑仍在进行时，清香白酒或在二线品牌的崛起中迎来更快的扩容；酱香白酒的渠道热已回归理性但消费热方兴未艾。**2) 渠道预期仍偏弱。**从糖酒会一线感受来看，经销商对糖酒会的参与度低于春糖，且参与的酒商以参加会议/交流获取信息为主，代理新品牌的意愿偏弱。我们认为行业主流大单品的库存已回归正常水位，酱酒库存的历史包袱得到初步解决，但由于酒厂开门红高要求争夺回款、酒商对未来预期较弱、还有部分超高端、个性化产品存在库存较大等问题，导致渠道资金紧缺的问题仍在。**3) 白酒投资更应关注长期趋势，而非紧盯短期数据和预期波动。**春节前市场对需求预期一度较为悲观；春糖交流中渠道对春节动销、节后需求、价盘预期等方面反馈相对积极；而近日生肖茅台、飞天茅台等价格波动又引发市场对淡季商务需求的担忧。我们认为白酒行业变化相对较缓，行业和品牌的趋势维持时间也很长。优质白酒企业具有优秀的商业模式和较强的需求韧性，在酒商缺钱、预期较弱的环境下，短期发货节奏和淡季需求变化都会让批价有所波动，但不意味着投资逻辑出现根本变化。长期来看，市场份额向头部企业集中、清香和酱香扩容、消费者代际更替和白酒线上化发展是较为确定且影响更大的趋势。**4) 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，推荐业绩确定性强、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。
- 白酒产量销量数据，行业利润增速放缓，需求有支撑。**根据中国酒业协会测算，2023年，根据行业统计，全国白酒行业实现总产量629万千升，同比下降5.1%；

完成销售收入 7563 亿元，同比增加 9.7%；实现利润总额 2328 亿元，同比增长 7.5%。我们认为数据背后主要反映两个信息：1) 行业需求韧性较强：2023 年行业收入同增 9.7%，与 2022 年的收入增速持平；2) 利润压力逐步体现：2023 年利润增速在近五年内首次降到 10% 以内，较 2022 年 29.36% 的利润增速明显放缓。背后反映行业竞争有所加剧，利润增速放缓或源于扫码红包和宴席投入对费用的影响，以及性价比趋势下产品结构承压。预计未来行业产能出清、份额向头部集中仍将是主旋律，品牌力将是下一阶段行业竞争的核心要素。

- **啤酒：1-2 月行业产量增长，华润啤酒 2023 年顺利收官。**根据国家统计局数据，2024 年 1-2 月啤酒行业产量为 566.6 万千升，同比增长 12.1%，扭转了去年下半年持续下滑的趋势。华润啤酒公布 2023 年业绩，全年啤酒收入同比增长 4.5%，销量和吨酒收入同比分别增长 0.5% 和 4.0%。其中次高及以上销量同比增长 18.9%，占比提升 3.5 个 pct。喜力品牌在 2023 年实现接近 60% 的强劲增长，达到 60 万千升的销量目标，雪花纯生、老雪、红爵都实现了快速的双位数增长，有力推动了公司产品结构提升。全年公司吨酒成本同比提升 1.1%，啤酒毛利率同比提升 1.7 个 pct 至 40.2%。2023 年公司 EBIT 同比增长 33.2%，归母净利润同比增长 18.6%。2023H2 公司销量同比下降 4.6%，主要受天气因素和去库存影响，但次高及以上销量同比增长 10%，推动下半年均价仍有 2.8% 的提升。由于销量下降导致固定成本摊薄减弱，2023H2 公司吨酒成本同比提升 4.1%，啤酒毛利率同比下降 0.9 个 pct。下半年公司归母净利润同比下降 7.0%。2024 年公司将持续发力高端化，次高端勇闯天涯 superX 在 2023 年销量为 40 万千升，但增长较小，期待调整后重新开启增长。
- **速冻食品：政策利好行业健康有序发展。**市场监管总局、教育部、工业和信息化部、农业农村部、商务部、国家卫生健康委联合印发《关于加强预制菜食品安全监管 促进产业高质量发展的通知》，旨在强化预制菜食品安全监管，促进预制菜产业健康发展，保障人民群众食品安全。《通知》涵盖范围、标准体系、食安监管、产业发展 4 个方面，对于各方面主要关注点作以下解读：**(1) 范围：**明确预制菜不添加防腐剂，需要经过工业化预加工，不包含主食。推广餐饮环节明示。考虑到教育部、商务部等重要部门也在联合印发的部委之列，明确预制菜范围，推动明示，为其在团餐、餐饮等渠道渗透减轻了舆论阻力，奠定了坚实基础。**(2) 标准体系：**明确研究制定预制菜食品安全国家标准。通过“统筹制定”、“明确规范”、“严谨统一”等表述，把标准体系建设上升到较高的层面，凸显国家高度重视行业科学长远发展。**(3) 食安监管：**加强生产许可管理，提高预制菜行业准入门槛。提升中小企业生产成本与合规成本，加速行业劣质产能出清，利好行业龙头。**(4) 产业发展：**强调优质原料、关键技术创新研发、先进生产工艺设备与良好产业发展环境。体现国家对预制菜的鼓励态度与潜在的政策帮助倾斜，利好行业龙头。
- **舍得酒业：年报符合预期，利润增速有望企稳。**公司发布 2023 年报，2023 年实现营业总收入 70.81 亿元，同增 16.93%；实现归母净利润 17.71 亿元，同增 5.09%。**1) Q4 业绩符合预期，收现回款质量较高。**4Q23 营业收入同增 27.58%；归母净利润同比-1.91%。符合市场预期。报表收现、回款增速快于收入增速。

2) T68 和舍之道带动放量, 期待产品结构压力改善。分产品结构来看: 23 年公司中高档酒/普通酒分别同比+15.96%/+16.11%。23 年中高档酒的量增/价增分别为+27.92%/-9.35%, 预计由于偏大众次高端价格带的舍之道在宴席场景快速放量; 低档酒的量增/价增分别为-7.63%/+25.71%, 预计主要由于高线光瓶 T68 的放量推动同时拉升结构。展望 2024 年, 预计品味舍得和藏品舍得仍将是公司发力重点, 产品结构有望相对改善。3) 毛利率和销售费用有所影响, 盈利能力有望企稳。23 年全年毛利率为 74.50%, 同比-3.22pct。预计主要系新产能带动的成本上升、产品结构及夜郎谷并表影响尚未出清的影响。23 年全年销售费用同增 26.87%, 销售费用率同比+1.43pct, 其中职工薪酬主要受到 23 年销售人员扩充影响, 24 年增速有望放缓, 而差旅费或由于 22 年同期疫情低基数影响。3) 省内外同步发展, 省外招商效果开始显现。分地区来看: 4Q23 公司省内/外收入分别为 5.08/12.09 亿元, 同比分别+11.10%/+36.81%。4Q23 末, 公司经销商数量为 2655 家, 较 2022 年末增加 497 家, 招商势头维持。

- 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。