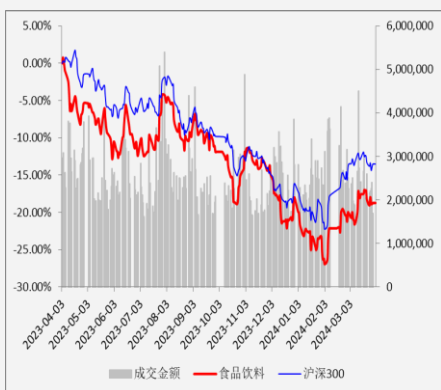




白酒淡季表现平稳 关注财报季超预期机会

行业评级：推荐

近一年该行业相对沪深300走势



分析师声明:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

研究员	宋芳
投资咨询证书号	S0620520090001
电话	025-58519166
邮箱	fsong@njzq.com.cn

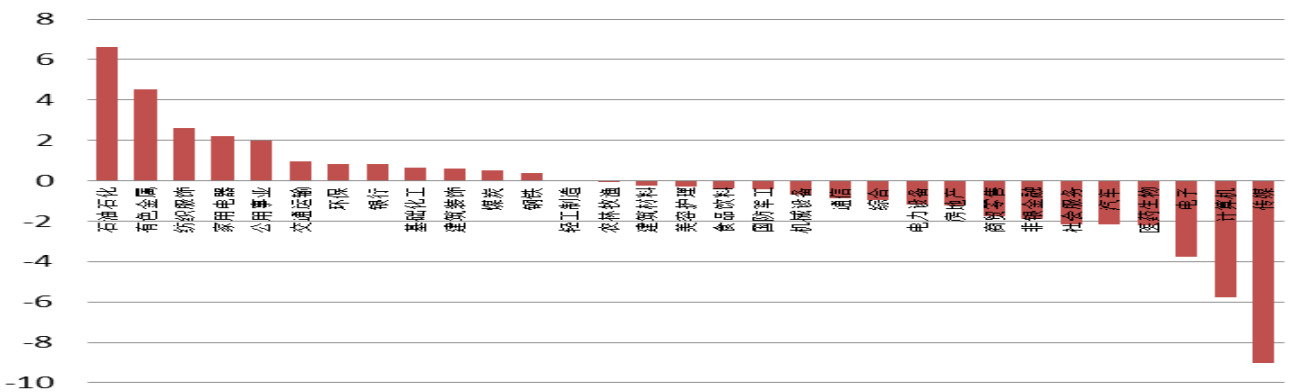
投资要点

- 白酒淡季表现平稳，关注财报季超预期机会。白酒方面，经历春节旺季以价换量后，节后白酒行业进入传统淡季，淡季表现符合预期，渠道价格、经销商心态较为平稳。目前，五粮液、汾酒、今世缘等龙头公司纷纷对核心大单品进行控价/提价，价盘小幅回升，预计经过 2-3 个月的消化，批价大概率能够提升至预期水平，为下一个端午旺季做好准备。经过春糖验证，白酒行业春节期间整体表现平稳，头部品牌展现较强韧性，市场对于头部品牌的确定性有了重新认知；目前，白酒龙头公司估值仍处于历史较低分位数水平，建议关注春糖催化以及年报一季报拥有业绩确定性的标的。**大众品方面**，青岛啤酒发布 2023 年年报，公司 2023 年实现营业收入 339.37 亿元，同比增长 5.49%；实现归母净利润 42.68 亿元，同比增长 15.02%。目前，市场对于公司 24Q1 高基数已有预期，预计在 24 年体育大年的背景下，24Q2 开始基数逐步回落叠加原材料成本下降，业绩有望继续保持稳健增长。
- 投资建议：**白酒方面，经过春糖验证，白酒行业春节期间整体表现平稳，头部品牌展现较强韧性，市场对于头部品牌的确定性有了重新认知；目前，白酒龙头公司估值仍处于历史较低分位数水平，建议关注春糖催化以及年报一季报拥有业绩确定性的标的。**大众品方面**，春节期间，返乡客流增加，人员跨区域流动较去年更加顺畅，节日期间走亲访友、出行旅游带动乳制品、调味品、休闲零食、功能饮料等细分子品类需求增长，大众品复苏态势整体较好，建议关注大众品龙头年报一季报超预期机会。建议逢低关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、伊利股份、海天味业、青岛啤酒等。

一、本周行情回顾

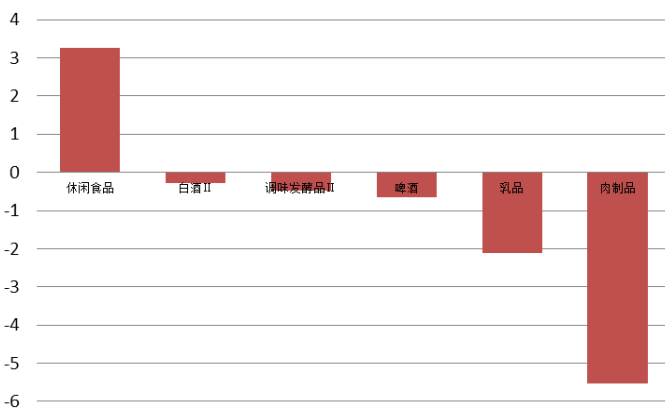
本周 SW 食品饮料行业下跌 0.39%，沪深 300 指数上涨 0.50%，跑输沪深 300 指数 0.89pct；其中，白酒板块下跌 0.27%；调味品板块下跌 0.49%；乳制品板块下跌 2.11%；肉制品板块下跌 5.53%；啤酒下跌 0.65%；休闲食品板块上涨 3.26%。估值方面，经过前期调整，目前板块龙头公司估值基本回落至历史中枢偏下，行业整体估值处于 2019 年以来历史中枢偏下位置，板块估值性价比逐步显现。SW 食品饮料行业 PE（TTM）25.03 倍，其中，白酒板块 PE（TTM）25.50 倍；调味品板块 PE（TTM）30.04 倍；乳制品板块 PE（TTM）18.76 倍；肉制品板块 PE（TTM）19.26 倍；啤酒板块 PE（TTM）24.45 倍；休闲食品板块 PE（TTM）25.92 倍。

图表 1：本周申万一级行业涨跌幅（%）



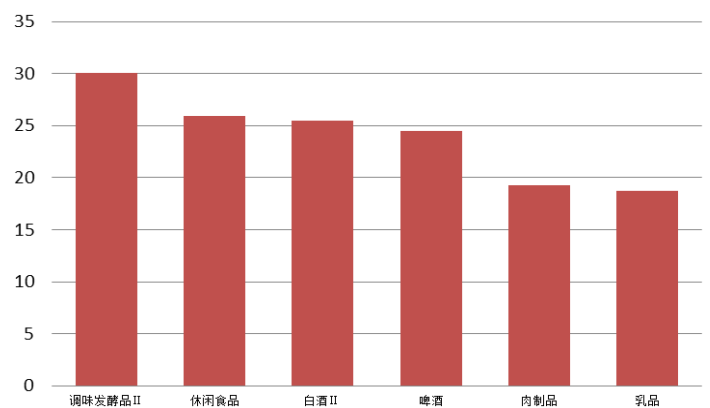
资料来源：同花顺，南京证券研究所

图表 2：本周申万食品饮料二级子行业涨跌幅（%）



资料来源：同花顺，南京证券研究所

图表 3：本周申万食品饮料二级子行业估值（PE，TTM）



资料来源：同花顺，南京证券研究所

二、行业观点

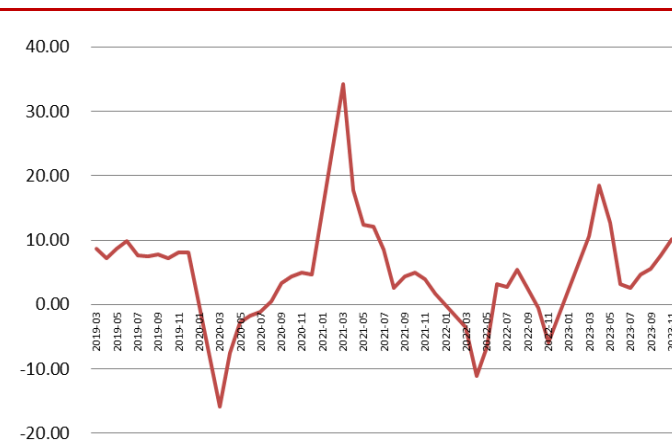
- **白酒淡季表现平稳，关注财报季超预期机会。**3月31日，国家统计局公布最新中国采购经理指数，3月制造业PMI录得50.8%（前值49.1%，彭博一致预期50.1%），非制造业商务活动指数录得53%（前值51.4%，彭博一致预期51.5%），略超市场预期。考虑2月春节因素扰动，3月中下旬生产修复的环比可能超过季节性水平。制造业PMI中非制造业商务活动指数延续扩张趋势，显示服务业和建筑业活动景气度回升。**白酒方面**，经历春节旺季以价换量后，节后白酒行业进入传统淡季，淡季表现符合预期，渠道价格、经销商心态较为平稳。目前，五粮液、汾酒、今世缘等龙头公司纷纷对核心大单品进行控价/提价，价盘小幅回升，预计经过2-3个月的消化，批价大概率能够提升至预期水平，为下一个端午旺季做好准备。分品牌来看，贵州茅台3月普飞发货增加导致批价小幅下行，春节完成回款进度35%+，目前正按月回款。五粮液春节完成全年回款进度约70%，八代普五批价小幅上行，经销商对端午旺季批价提升至预期水平较有信心。泸州老窖春节完成全年回款任务50%，节后国窖1573批价稳定在880元/瓶。山西汾酒春节完成全年回款进度40%，节后青花20、老白汾等核心大单品提价，目前渠道批价稳定。今世缘春节完成全年进度约40%，节后核心大单品四开、对开、单开提价后，目前渠道批价较为稳定；节后动销好于去年，库存消化优于去年。古井贡酒春节完成全年进度53%+，预计24Q1省外回款进度可达45%，古20春节增速预计可达20%，产品结构持续优化升级。经过春糖验证，白酒行业春节期间整体表现平稳，头部品牌展现较强韧性，市场对于头部品牌的确定性有了重新认知；目前，白酒龙头公司估值仍处于历史较低分位数水平，建议关注春糖催化以及年报一季报拥有业绩确定性的标的。**大众品方面**，青岛啤酒发布2023年年报，公司2023年实现营业收入339.37亿元，同比增长5.49%；实现归母净利润42.68亿元，同比增长15.02%；实现扣非归母净利润37.21亿元，同比增长15.94%；其中，23Q4公司实现营业收入29.58亿元，同比下滑3.37%；实现归母净利润-6.40亿元，22Q4为-5.56亿元；实现扣非归母净利润-8.76亿元，22Q4为-6.51亿元；公司拟分配现金分红总额约27.3亿元，分红比例为63.9%，2022年度剔除特别分红的分红比例约为47.8%，分红比例提升。量价拆分来看，公司23年实现销量800.7万千升，同比下滑0.8%；受益青岛经典、白啤等品类较快增长，产品结构升级继续，吨价

同比提升 6.3%。目前，市场对于公司 24Q1 高基数已有预期，预计在 24 年体育大年的背景下，24Q2 开始基数逐步回落叠加原材料成本下降，业绩有望继续保持稳健增长。春节期间，返乡客流增加，人员跨区域流动较去年更加顺畅，节日期间走亲访友、出行旅游带动乳制品、调味品、休闲零食、功能饮料等细分子品类需求增长，大众品复苏态势整体较好，建议关注大众品龙头年报一季报超预期机会。

- **投资建议：白酒方面**，经过春糖验证，白酒行业春节期间整体表现平稳，头部品牌展现较强韧性，市场对于头部品牌的确定性有了重新认知；目前，白酒龙头公司估值仍处于历史较低分位数水平，建议关注春糖催化以及年报一季报拥有业绩确定性的标的。**大众品方面**，春节期间，返乡客流增加，人员跨区域流动较去年更加顺畅，节日期间走亲访友、出行旅游带动乳制品、调味品、休闲零食、功能饮料等细分子品类需求增长，大众品复苏态势整体较好，建议关注大众品龙头年报一季报超预期机会。建议逢低关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、伊利股份、海天味业、青岛啤酒等。

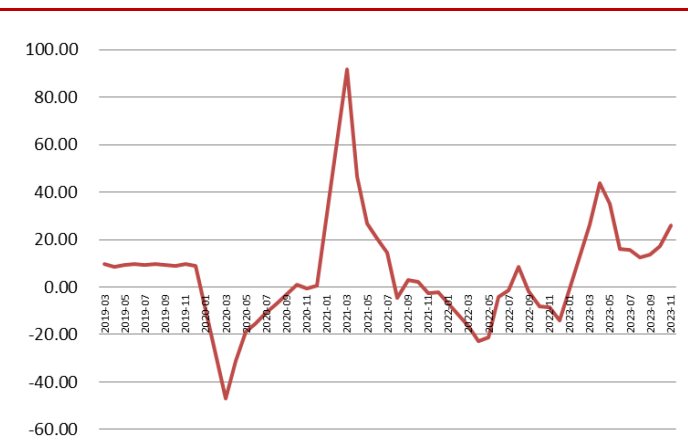
三、行业数据跟踪

图表 4：社会消费品零售总额（当月同比，%）



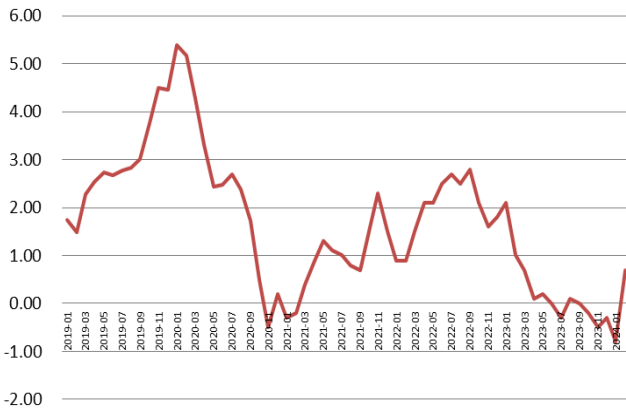
资料来源：同花顺，南京证券研究所

图表 5：社会消费品零售总额：餐饮业（当月同比，%）



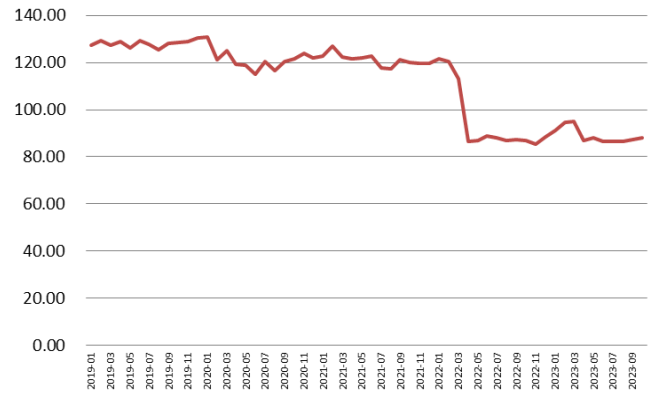
资料来源：同花顺，南京证券研究所

图表 6: CPI (当月同比, %)



资料来源: Wind, 南京证券研究所

图表 7: 消费者信心指数 (%)



资料来源: Wind, 南京证券研究所

四、风险提示

食品安全问题、消费复苏不及预期、行业政策变动等带来的风险。

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对投资者私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

南京证券行业投资评级标准：

- 推 荐：预计 6 个月内该行业指数相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上；
- 中 性：预计 6 个月内该行业指数相对沪深 300 指数涨幅在-10%~10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内该行业指数相对沪深 300 指数跌幅在 10%以上。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 买 入：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
- 增 持：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数涨幅在 5%~15%之间；
- 中 性：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数涨幅在-10%~5%之间；
- 回 避：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数跌幅在 10%以上。