



南京证券

NANJING SECURITIES

评级：推荐

食品饮料：春糖反馈略超预期 关注龙头韧性再认知

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

摘要

- **食品饮料行业回顾：**2023年，消费呈现弱复苏态势。由于2024年春节时间较晚，春节备货存在错位，开年以来市场对于春节消费预期较低。节前一到两周，白酒、乳制品、休闲食品等品类开始进入密集动销期，春节旺季正式开启。春节期间，居民返乡叠加出行带动大众消费需求提升，整体表现略好于节前预期；白酒表现较为平稳，好于此前市场悲观预期，礼赠、聚饮等刚性需求支撑高端、大众价格带，行业分化加剧，名酒市场投入加大，在挤压式增长中继续保持韧性。
- 居民返乡叠加出行带动大众消费需求提升，整体表现略好于节前预期，白酒等前期调整较多的板块迎来估值修复。截至2024年3月27日，食品饮料行业上涨0.14%，位于申万31个行业第13位。其中，白酒上涨0.94%，啤酒上涨5.90%，调味品下跌0.64%，休闲食品下跌6.79%，乳制品下跌0.69%，肉制品下跌5.82%。SW食品饮料行业估值PE 25.04(TTM)，处于2019年以来5.64%分位数水平，其中，白酒PE 25.52 (TTM)，处于2019年以来8.65%分位数水平；乳制品PE 18.24 (TTM)，处于2019年以来4.14%分位数水平；调味品PE 35.97 (TTM)，处于2019年以来19.17%分位数水平；啤酒PE 28.17 (TTM)，处于2019年以来5.26%分位数水平；肉制品PE 23.87 (TTM)，处于2019年以来55.64%分位数水平；休闲食品PE 27.58 (TTM)，处于2019年以来19.55%分位数水平。

摘要

- **白酒方面：**节前两周至元宵节期间，白酒动销较为密集，春节返乡、走亲访友带动大众价格带需求提升。从总量上看，预计春节白酒消费较去年同期持平微增，但价格带、品牌、区域、消费场景分化延续。分价格带来看，高端酒礼赠需求偏刚性，大众价格带受益大众聚饮、居民理性消费习惯转变延续较高景气度，次高端整体承压。分品牌来看，名酒在回款、动销和库存消化上表现出韧性，高端酒茅台、五粮液、低度国窖动销较好，清香龙头山西汾酒延续扩张态势，地产酒中M3水晶版、国缘四开/对开、古16等表现较优。分场景来看，春节期间，大众聚饮>宴席>礼赠>商务宴请。总体来看，春节期间，白酒表现较为平稳，好于此前市场悲观预期，礼赠、聚饮等刚性需求支撑高端、大众价格带，行业分化加剧，名酒市场投入加大，在挤压式增长中继续保持韧性。
- **春糖调研反馈，**春节期间白酒消费总量呈现平稳态势，但结构分化加剧，高端和大众价格带头部酒企展现较强韧性。今年春节白酒消费呈现以下特点：一是动销更为密集，主要集中在节前一两周至春节期间，主要原因为今年春节涨价预期较弱，消费者备货更加理性，同时，物流更加快捷便利也使得备货周期有所缩短；二是行业进一步分化，份额进一步向名酒集中，消费弱复苏背景下，名酒自点率较高，挤压中小酒企份额。三是消费者更加理性，更加看重性价比，消费者对于价格和品质的关注也使得大众价格带的名酒更加受益；四是消费场景上，大众聚饮和宴席消费依然呈现较高景气度，今年整体开瓶率较高。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，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。估值方面来看，截至2024年3月27日，申万白酒PE 25.52 (TTM)，处于2019年以来8.65%分位数水平，经过一定的估值修复，龙头公司估值仍然具有性价比。预计24年白酒龙头公司仍将保持定力，保持稳健增长，建议逢低关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒等。

摘要

- **大众品方面：**下游需求逐步复苏，上游原奶等原材料成本下降叠加销售费用管理更加精细化，带来乳制品龙头业绩弹性。调味品板块大豆、包材等原材料成本回落，渠道库存逐步消化叠加去年同期低基数，业绩有望迎来逐步改善。啤酒需求端家庭端消费升级继续；成本端澳麦双反政策取消，考虑到大部分啤酒公司已对23年进行锁价，预计带来24年成本下降。
- **风险提示：**食品安全问题带来的风险；宏观经济下行，消费需求不及预期带来的风险；行业监管政策变动，白酒监管、税收等政策趋严带来的风险等。

目 录

一

食品饮料行业回顾

二

白酒：春糖反馈略超预期 龙头公司韧性较强

三

大众品：成本逐步改善 关注业绩拐点

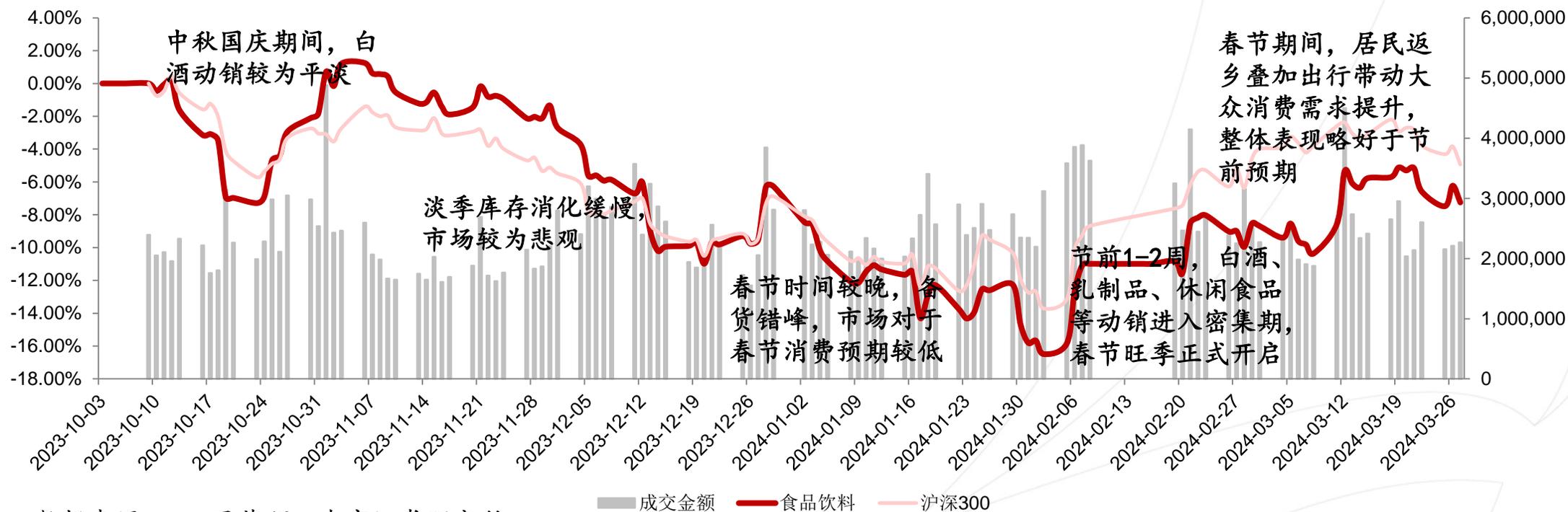
四

投资建议

1.1 返乡叠加出行拉动需求提升 春节消费好于悲观预期

- 2023年，消费呈现弱复苏态势。由于2024年春节时间较晚，春节备货存在错位，开年以来市场对于春节消费预期较低。节前一到两周，白酒、乳制品、休闲食品等品类开始进入密集动销期，春节旺季正式开启。春节期间，居民返乡叠加出行带动大众消费需求提升，整体表现略好于节前预期；白酒表现较为平稳，好于此前市场悲观预期，礼赠、聚饮等刚性需求支撑高端、大众价格带，行业分化加剧，名酒市场投入加大，在挤压式增长中继续保持韧性。

2023年中秋国庆以来SW食品饮料行业股价走势

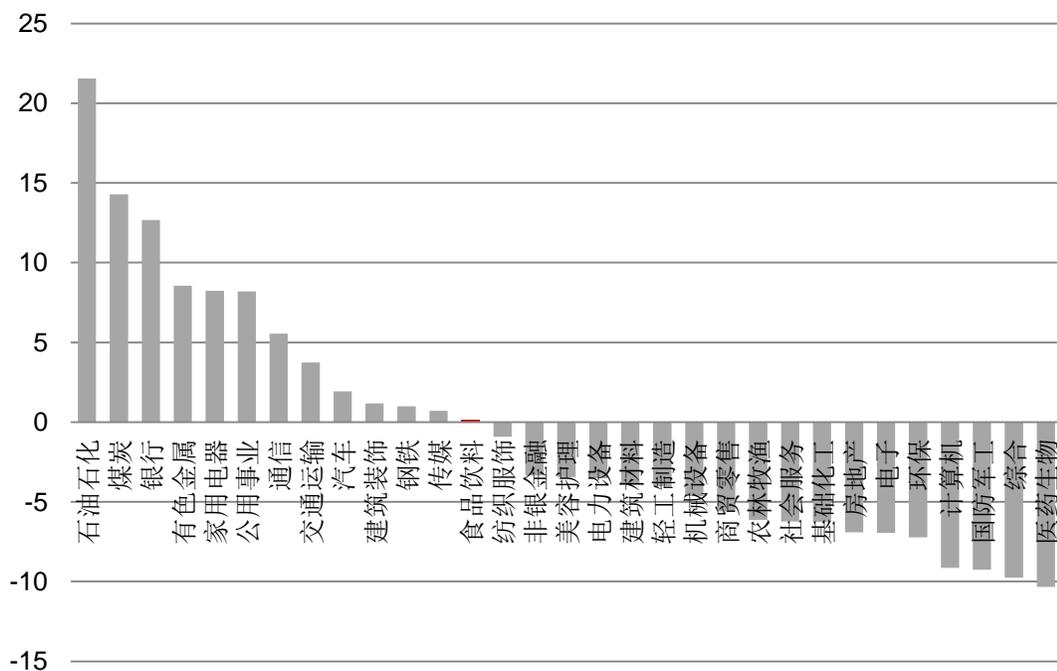


数据来源：同花顺，南京证券研究所

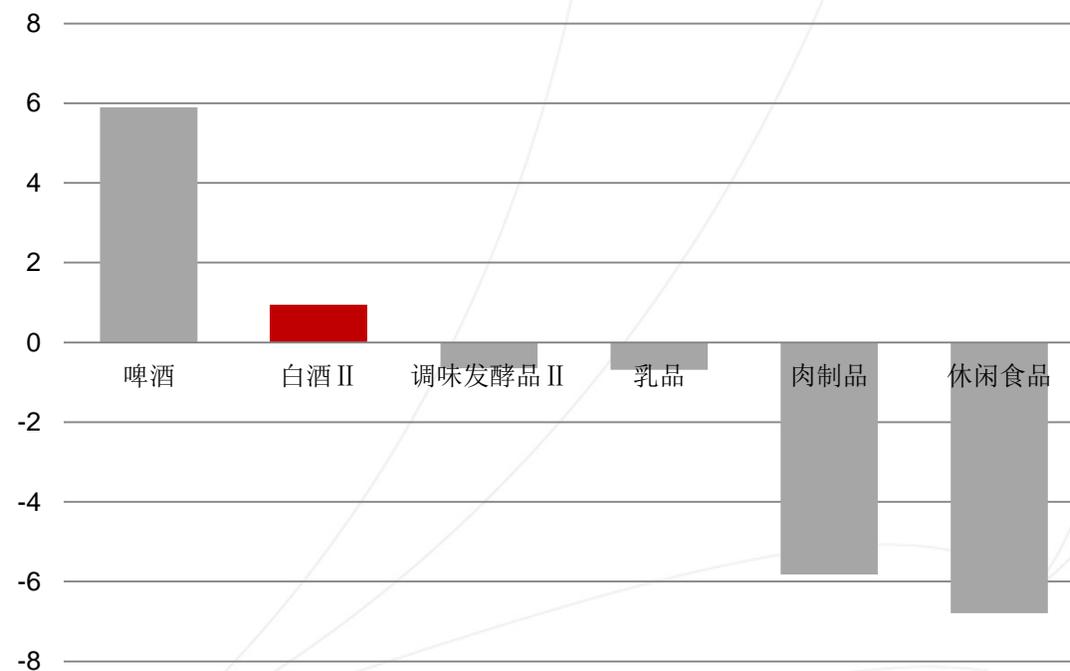
1.2 春节消费略超预期 市场偏好逐步回升

- 居民返乡叠加出行带动大众消费需求提升，整体表现略好于节前预期，白酒等前期调整较多的板块迎来估值修复。截至2024年3月27日，食品饮料行业上涨0.14%，位于申万31个行业第13位。其中，白酒上涨0.94%，啤酒上涨5.90%，调味品下跌0.64%，休闲食品下跌6.79%，乳制品下跌0.69%，肉制品下跌5.82%。

2024年以来SW食品饮料行业涨跌幅 (%)



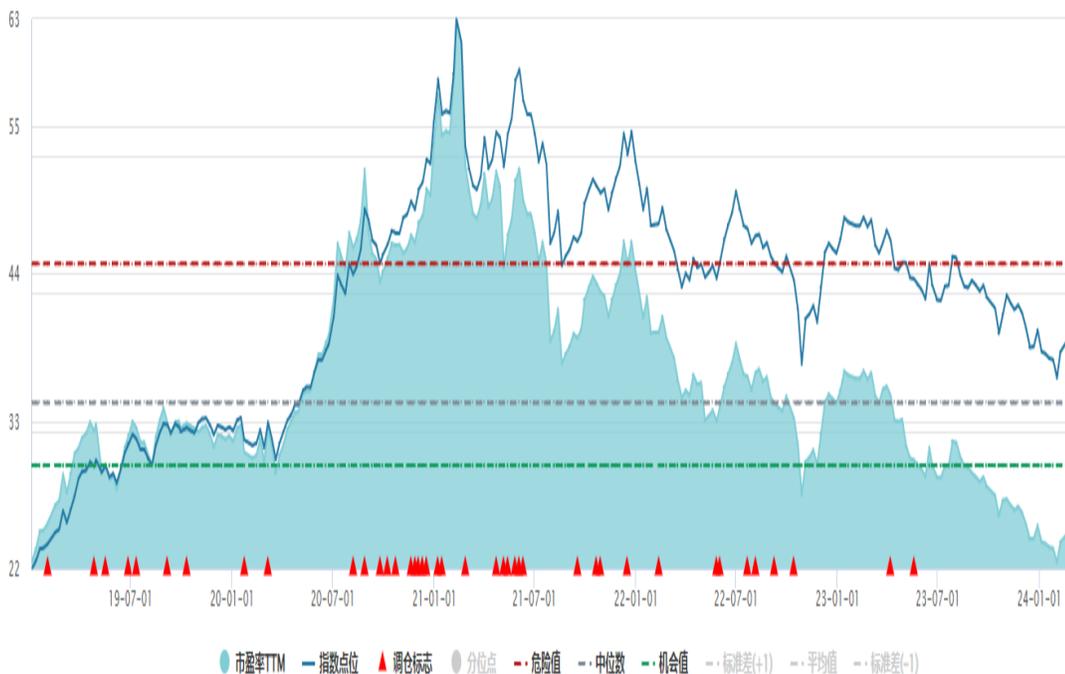
2024年以来食品饮料子板块涨跌幅 (%)



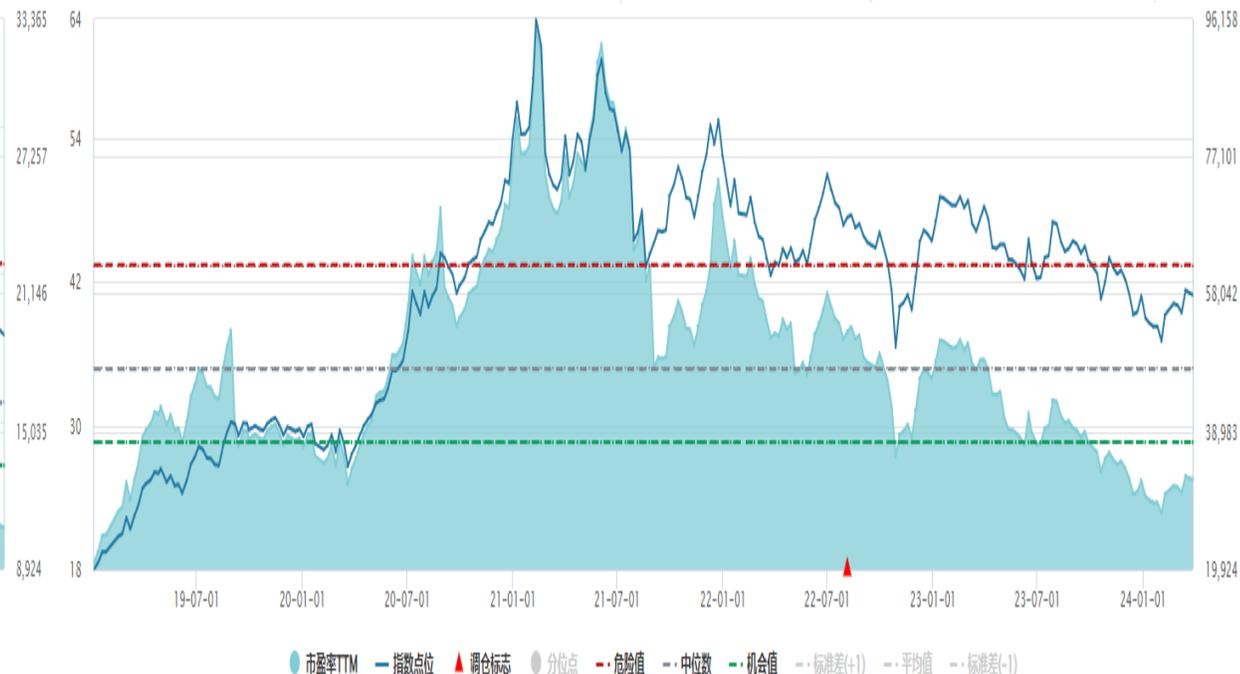
1.3 估值小幅修复 仍处于历史低位

- 截至2024年3月27日，SW食品饮料行业估值PE 25.04(TTM)，处于2019年以来5.64%分位数水平，其中，白酒PE 25.52 (TTM)，处于2019年以来8.65%分位数水平；乳制品PE 18.24 (TTM)，处于2019年以来4.14%分位数水平；调味品PE 35.97 (TTM)，处于2019年以来19.17%分位数水平；啤酒PE 28.17 (TTM)，处于2019年以来5.26%分位数水平；肉制品PE 23.87 (TTM)，处于2019年以来55.64%分位数水平；休闲食品PE 27.58 (TTM)，处于2019年以来19.55%分位数水平。

2019-2024食品饮料行业估值



2019-2024白酒板块估值



目 录

一

食品饮料行业回顾

二

白酒：春糖反馈略超预期 龙头公司韧性较强

三

大众品：成本逐步改善 关注业绩拐点

四

投资建议

2.1 白酒春节动销好于预期 高端/大众酒龙头展现韧性

- 节前两周至元宵节期间，白酒动销较为密集，春节返乡、走亲访友带动大众价格带需求提升。从总量上看，预计春节白酒消费较去年同期持平微增，但价格带、品牌、区域、消费场景分化延续。分价格带来看，高端酒礼赠需求偏刚性，大众价格带受益大众聚饮、居民理性消费习惯转变延续较高景气度，次高端整体承压。分品牌来看，名酒在回款、动销和库存消化上表现出韧性，高端酒茅台、五粮液、低度国窖动销较好，清香龙头山西汾酒延续扩张态势，地产酒中M3水晶版、国缘四开/对开、古16等表现较优。分场景来看，春节期间，大众聚饮>宴席>礼赠>商务宴请。总体来看，春节期间，白酒表现较为平稳，好于此此前市场悲观预期，礼赠、聚饮等刚性需求支撑高端、大众价格带，行业分化加剧，名酒市场投入加大，在挤压式增长中继续保持韧性。

2023年10月以来白酒板块股价走势



2.2 春糖反馈略超预期 关注龙头韧性再认知

- 春糖调研反馈，春节期间白酒消费总量呈现平稳态势，但结构分化加剧，高端和大众价格带头部酒企展现较强韧性。
- 今年春节白酒消费呈现以下特点：一是动销更为密集，主要集中在节前一两周至春节期间，主要原因为今年春节涨价预期较弱，消费者备货更加理性，同时，物流更加快捷便利也使得备货周期有所缩短；二是行业进一步分化，份额进一步向名酒集中，消费弱复苏背景下，名酒自点率较高，挤压中小酒企份额。

白酒龙头公司春节表现情况

品牌	春节表现
贵州茅台	茅台目前回款进度约为25-30%，正在按月有序回款。
五粮液	五粮液开门红回款进度目标为60%+，受普五提价影响，部分大商回款进度完成至80%；春节期间多渠道反馈五粮液自然动销较好，双位数增长，批价小幅提升；推出45度五粮液，卡位600-800元空白市场。
泸州老窖	月底开门红进度目标45%；国窖低度放量，五粮液批价上行，为高度国窖打开空间；泸州老窖全品系协同作战，经销商开始通过互补模式分享渠道，争取基地市场通过国窖1573带动系列酒营收提升。
山西汾酒	汾酒省外青花20放量，省内老白汾、巴拿马基地市场坚实，节后青花20价盘稳步提升，24年公司将更多通过文化重塑、营销重塑和渠道重塑进一步提升综合竞争力。

2.2 春糖反馈略超预期 关注龙头韧性再认知

- 今年春节白酒消费呈现以下特点：三是消费者更加理性，更加看重性价比，消费者对于价格和品质的关注也使得大众价格带的名酒更加受益；四是消费场景上，大众聚饮和宴席消费依然呈现较高景气度，今年整体开瓶率较高。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，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。

白酒龙头公司春节表现情况（续表）

品牌	春节表现
洋河股份	洋河开门红回款进度目标50%；春节期间M3水晶版表现较好。
今世缘	今世缘2月20日/24Q1回款进度目标分别为35%/40%，目前完成回款进度约为40%；今世缘省内春节期间，柔雅/淡雅/对开增长超20%，四开增长17%-18%，V系继续保持较快增长，省内势能较强。
古井贡酒	古井截至3月10日，全国实现回款约140亿元，完成回款进度51%，其中省内完成回款进度43%，省外仍在加速回款中，预计24Q1省外回款进度可达45%。
迎驾贡酒	洞6、洞9卡位安徽省内主流价格带，春节期间动销较好。

2.3 龙头节后挺价/提价 渠道信心逐步恢复

- 春节后，剑南春、汾酒、今世缘等白酒龙头公司进行主力大单品提价，主要意图在于节后淡季提价有利于维护价盘、提升渠道利润，为下一个旺季放量做准备。春糖反馈，名酒经销商经营信心逐步恢复，对提价的接受度较高。

24年以来白酒龙头公司提价情况

公司	提价时间	提价幅度
五粮液	2024. 2. 5	八代五粮液出厂价上调50元至1019元/瓶。
剑南春	2024. 3. 1	水晶剑出厂价上调15元/瓶。
今世缘	2024. 3. 1	五代国缘四开、对开、单开在四代版本基础上分别上调出厂价 20 元/瓶、10 元/瓶、8 元/瓶，建议区域市场同步上调终端供货价、产品零售价及团购价；此外，国缘四开严格执行配额机制，计划内配额执行当期出厂价，计划外配额在当期出厂价基础上，按照上调 10 元/瓶执行。
汾酒	2024. 3. 20	青 20 出厂价低度、高度分别提 10、15 元；老白汾低度、高度各上调 5 元，巴拿马基础版低度、高度各上调 8 元、10 元。
红花郎	2024. 4. 1	红花郎10年、红花郎15年渠道供货价分别提价20元/瓶和30元/瓶。
沱牌特曲	2024. 4. 1	沱牌特曲2.0系列产品价格调整：500ml 窖龄20·沱牌特曲（红色）经销商出厂价上调10元/瓶；500ml 窖龄30·沱牌特曲（蓝色）经销商出厂价上调15元/瓶。

2.6 估值仍处低位 关注高端/大众价格带龙头

- 估值方面来看，截至2024年3月27日，申万白酒PE 25.52（TTM），处于2019年以来8.65%分位数水平，经过一定的估值修复，龙头公司估值仍然具有性价比。预计24年白酒龙头公司仍将保持定力，保持稳健增长，建议逢低关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒等。

龙头公司涨跌幅及估值分位数情况

证券名称	区间涨跌幅 20240101-20240327 (%)	区间涨跌幅 20240201-20240327 (%)	市盈率(PE, TTM)分位数 20190101-20240327 (%)
贵州茅台	-1.4484	5.9873	11.6223
五粮液	8.8019	20.8709	9.3079
泸州老窖	2.8035	25.6471	7.7724
山西汾酒	6.7308	23.0623	15.4217
今世缘	20.4103	32.7754	21.5159
古井贡酒	12.8007	31.8803	30.1195

目 录

一

食品饮料行业回顾

二

白酒：春糖反馈略超预期 龙头公司韧性较强

三

大众品：成本逐步改善 关注业绩拐点

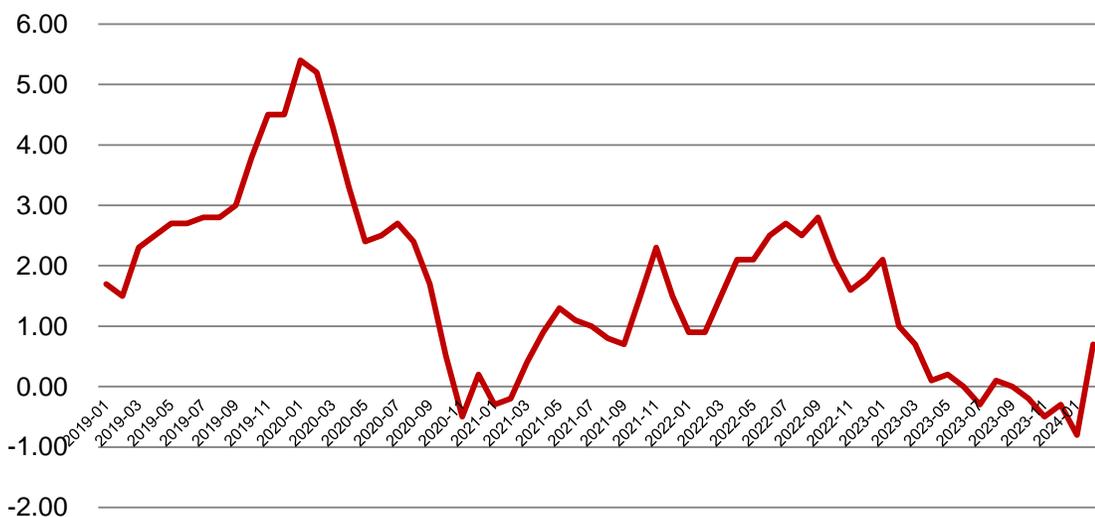
四

投资建议

3.1 2月CPI环比改善 餐饮保持双位数增长

- 2024年3月9日，国家统计局公布2月物价数据，2024年2月CPI同比0.7%，前值-0.8%，环比1%，前值0.3%，CPI同比由降转升，环比改善。主要原因为春节错峰，春节期间消费需求增加叠加雨雪等极端天气影响供给，带来食品价格同比降幅显著收窄，2月鲜菜/鲜果/猪肉分别同比2.9%/-4.1%/0.2%，猪肉结束了长达10个月的同比负增；春节居民返乡叠加出行旅游拉动服务CPI同比增幅扩大至1.9%。
- 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。

中国CPI数据（当月同比，%）



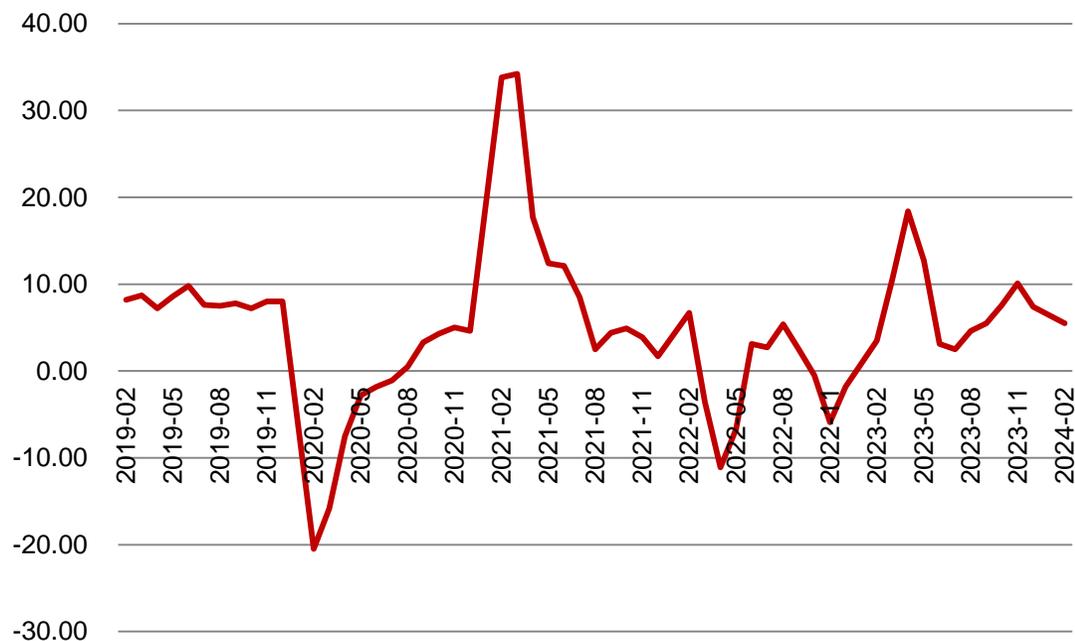
中国制造业PMI (%)



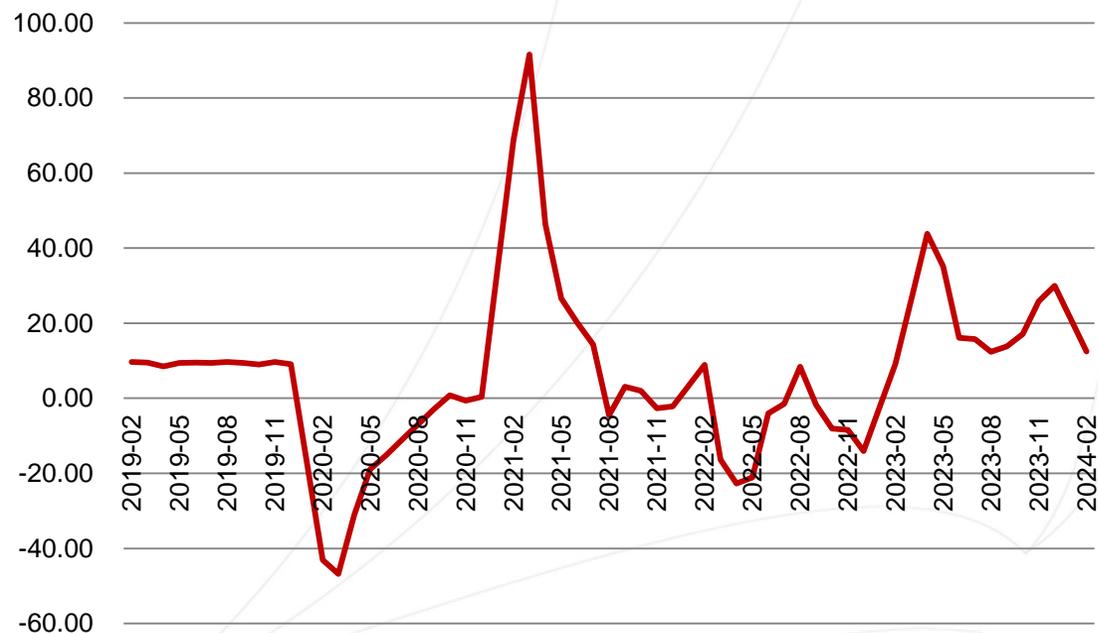
3.1 2月CPI环比改善 餐饮保持双位数增长

- 3月18日，国家统计局公布数据显示，2024年1-2月我国社零总额为81307亿元，同比增长5.5%；除汽车以外的消费品零售总额为74194亿元，同比增长5.2%；其中，餐饮收入9481亿元，同比增长12.5%；烟酒类零售额1265亿元，同比增长13.7%；粮油食品零售额3693亿元，同比增长9.0%；饮料零售额541亿元，同比增长6.9%。虽然去年同期高基数带来1-2月社零总额环比回落，但餐饮、烟酒类收入仍然保持双位数增长，反映出春节期间大众消费整体恢复较好，略超市场预期。

中国社会消费品零售总额（当月同比，%）



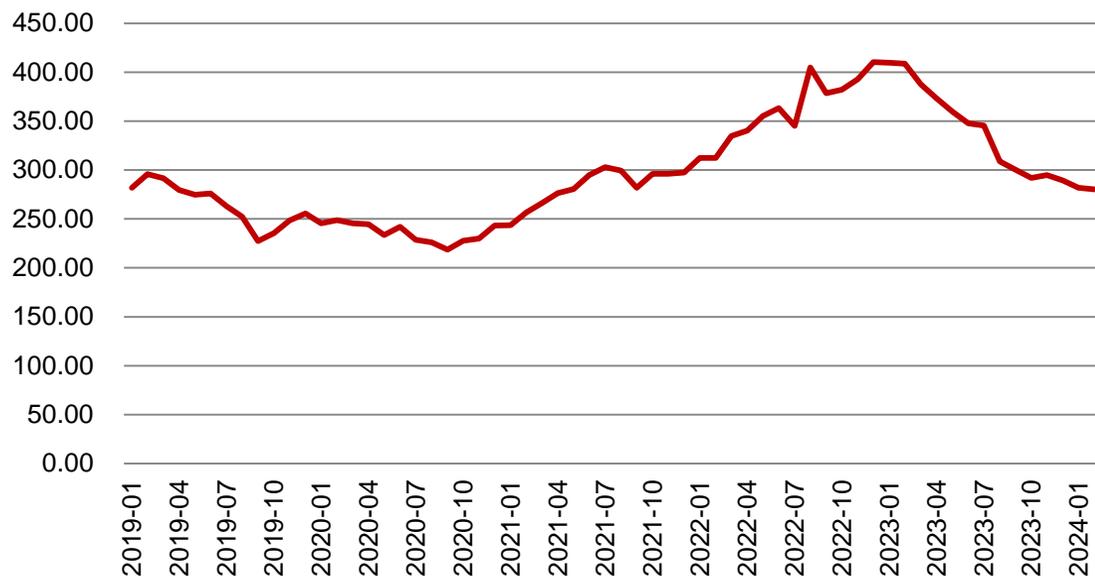
中国社会消费品零售总额：餐饮（当月同比，%）



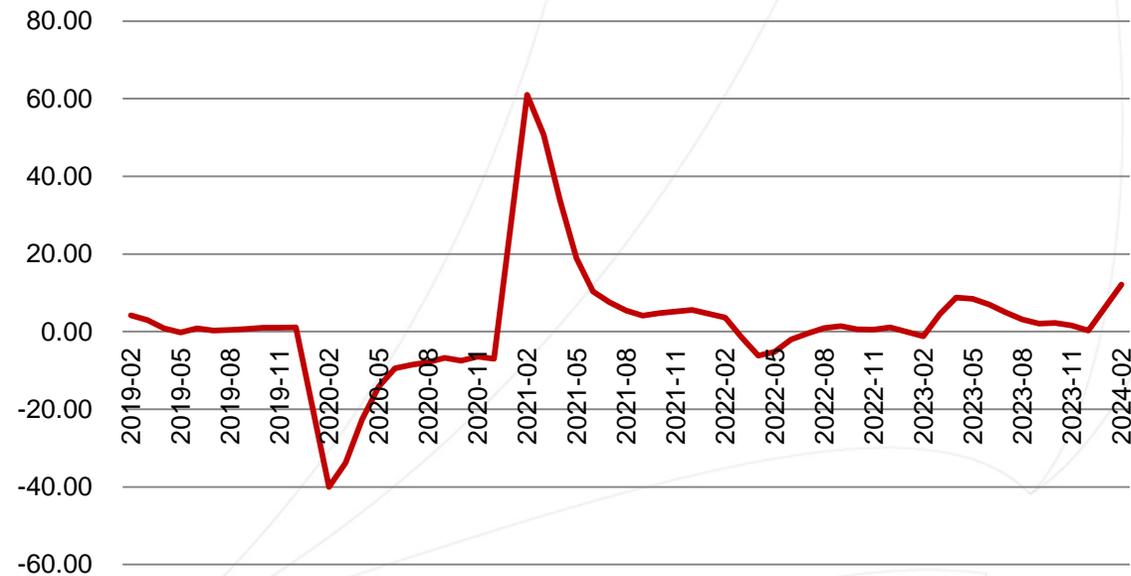
3.2 成本逐步改善 关注业绩拐点

- 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。

大麦进口均价：当月值（美元/吨）



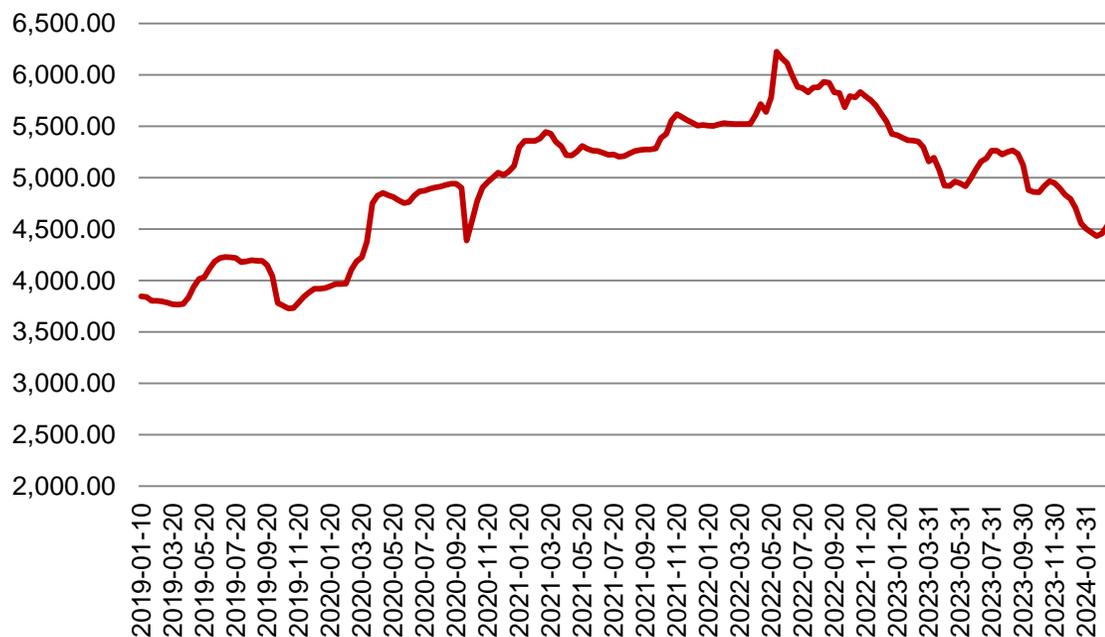
啤酒产量：累计同比 (%)



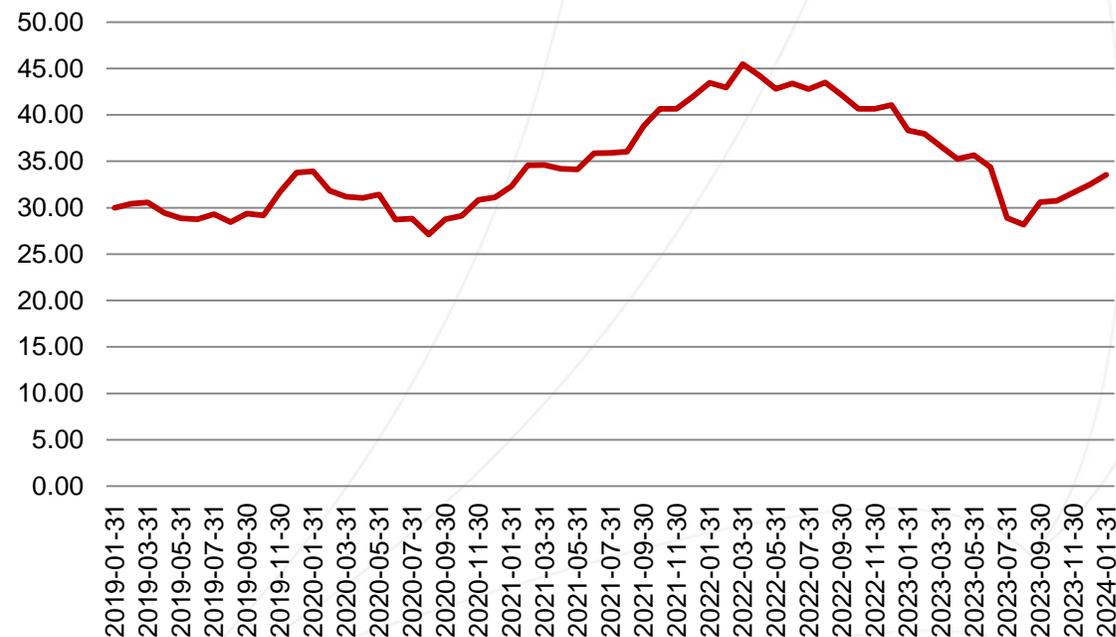
3.2 成本逐步改善 关注业绩拐点

- 调味品板块大豆、包材等原材料成本回落，渠道库存逐步消化叠加去年同期低基数，业绩有望迎来逐步改善。
- 下游需求逐步复苏，上游原奶等原材料成本下降叠加销售费用管理更加精细化，带来乳制品龙头业绩弹性。

大豆(黄豆)价格(元/吨)



恒天然原奶价格(不含增值税, 欧元)



数据来源：同花顺，统计局，南京证券研究所

目 录

一

食品饮料行业回顾

二

白酒：宴席回归常态 高端保持稳健

三

大众品：成本逐步改善 关注业绩拐点

四

投资建议

4.1 投资建议

- **白酒方面：**春糖调研反馈，春节期间白酒消费总量呈现平稳态势，但结构分化加剧，高端和大众价格带头部酒企展现较强韧性。今年春节白酒消费呈现以下特点：一是动销更为密集，主要集中在节前一两周至春节期间，主要原因为今年春节涨价预期较弱，消费者备货更加理性，同时，物流更加快捷便利也使得备货周期有所缩短；二是行业进一步分化，份额进一步向名酒集中，消费弱复苏背景下，名酒自点率较高，挤压中小酒企份额。三是消费者更加理性，更加看重性价比，消费者对于价格和品质的关注也使得大众价格带的名酒更加受益；四是消费场景上，大众聚饮和宴席消费依然呈现较高景气度，今年整体开瓶率较高。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，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。估值方面来看，截至2024年3月27日，申万白酒PE 25.52 (TTM)，处于2019年以来8.65%分位数水平，经过一定的估值修复，龙头公司估值仍然具有性价比。预计24年白酒龙头公司仍将保持定力，保持稳健增长，建议逢低关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒等。
- **大众品方面：**下游需求逐步复苏，上游原奶等原材料成本下降叠加销售费用管理更加精细化，带来乳制品龙头业绩弹性。调味品板块大豆、包材等原材料成本回落，渠道库存逐步消化叠加去年同期低基数，业绩有望迎来逐步改善。啤酒需求端家庭端消费升级继续；成本端澳麦双反政策取消，考虑到大部分啤酒公司已对23年进行锁价，预计带来24年成本下降。

4.2 风险提示

- 食品安全问题带来的风险；
- 消费需求不及预期带来的风险；
- 行业监管政策变动，白酒监管、税收等政策趋严带来的风险等。

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。

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。

投资评级说明

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。