

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

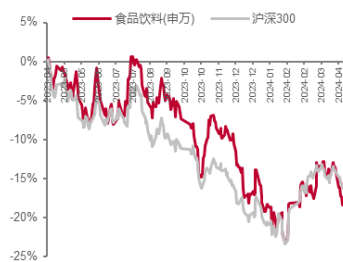
执业证书编号：S0740523070003

Email：yansy@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	121
行业总市值(亿元)	49,830.85
行业流通市值(亿元)	21,989.09

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	2023	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
贵州茅台	1634.03	49.93	59.49	69.48	79.08	32.7	27.47	23.52	20.66	1.66	买入
五粮液	140.49	6.88	7.75	8.89	10.07	20.4	18.13	15.80	13.95	1.34	买入
燕京啤酒	9.49	0.12	0.21	0.33	0.43	79.0	45.19	28.76	22.07	0.85	买入
山西汾酒	240.10	6.65	8.42	10.35	12.31	36.1	28.52	23.20	19.50	1.25	买入
安井食品	81.86	3.75	5.1	6.91	8.73	21.8	16.05	11.85	9.38	0.49	买入

备注：股价为2024年4月12日收盘价。

投资要点

- **白酒：推荐回调后兼具业绩确定性和估值性价比的标的。**本周申万白酒指数下跌6.42%，预计主要由于茅台批价影响市场情绪带动板块下跌。板块中的优质酒企兼具一季报和全年业绩稳定性，调整后性价比凸显，有望迎来业绩催化。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；从春节表现和一季报出发，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；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。
- **新“国九条”颁布，优质食品饮料公司有望迎来估值重塑。**本次“国九条”突出“严监严管”基调，强调严把上市准入关，完善上市审核机制，有效防止注册制改革下“单方面扩容”。更加科学的退市制度建设与更严格有效的监管有助于完善交易所“优胜劣汰”机制，提升上市公司质量，助力资本市场畅通价值发现功能。本次“国九条”鼓励上市公司分红，利润率高、现金流较为充裕的优质食品饮料企业具有较高分红提升潜力，估值有望得到重塑。
- **如何理解近期茅台批价波动及后续走势？**近两周茅台批价波动引发市场关注，在连续下跌后于本周又快速回暖。我们认为前期批价下跌主要由于以下因素的影响：1) 一季度飞天投放节奏偏快，尤其3月的供给端放量较多；2) 部分酒商资金压力同比去年较大，更加追求周转；3) 375ml 巽风酒定价1498元，引发酒商对于500ml 飞天大单品酒价的担忧；4) 3-4月正值白酒淡季，需求侧对流通市场货源的承载力较弱。从历史上看，2022年i茅台推出前也曾造成飞天批价短期大幅波动，主要源于酒商对i茅台上线500ml 飞天的担忧，随后发现产品组合中未纳入飞天后批价快速回升。我们认为今年厂家同样拥有多种有力调控手段，基于对稳价的目标，正在逐步推出组合拳有效稳定市场预期。1) 4月飞天供给端收紧并放慢发货节奏，全年飞天供给预计维持同比稳定。目前渠道反馈4月配额取消散瓶飞天投放，用整箱飞天代替，有助于提升终端成交均价。此外生肖、精品、珍品等非标茅台也环比明显缩量，有助于整体茅台酒价盘回暖；2) 巽风平台上线新品贵州茅台酒春系列文化产品共计6款，有望承接22年24节气酒的销售收入，同时此举也向市场强化了375ml 巽风酒限量投放的预期。另外我们预计巽风酒兑换成本也将于下一周期中提升，推升巽风酒的获得成本。目前渠道对375ml 巽风酒兑换码的收货价已达到1680元，考虑到渠道的加价，预计巽风酒的实际经转换市场成交价已接近2300元/500ml，考虑到巽风酒和普飞的消费场景有明显区隔（难以用于送礼和高端宴请）下应存在一定价差，为普飞提供酒价支撑和信心；3) 茅台还拥有坛储酒、文化酒等

多种增长手段，能够一定程度上减轻非标大单品的投放压力。

- **2023年广东白酒市场稳健扩容，中低价位酒类表现更优。**根据酒业家援引广东酒类协会数据，2023年广东酒类流通收入约614亿元，同增4.95%，其中白酒340亿元同增8.76%，啤酒185亿元同增5.71%，进口烈性酒70亿元同比-0.28%，葡萄酒19亿元同比-36.6%。分价格带看，23年600元以上销售规模165亿元同比-2.9%，100-600元销售规模193亿元同增11.56%，百元以下（含啤酒）销售规模256亿元同增5.47%。整体上看，600元以上价格带连续两年呈下跌趋势，100-600元的中价位却呈现高速增长势头，成为带动广东白酒市场扩容的关键力量，低价位也保持了不俗增速。
- **涪陵榨菜：改革可期，成本回落。**（1）公司新董事长上任后，在管理及战略上积极推进改革。管理方面，承接并推动公司组织架构改革，持续优化部门、岗位及人员配置，提升管理效能；销售方面，结合一线调研情况、市场形势及公司2024年战略规划，进一步明确全年工作任务及目标，同时适时调整部分销售政策和考核机制，夯实基础、激发潜能。（2）公司将从两方面着手提升增长空间。一是加快渠道布局和市场开拓，目前公司渠道布局主要在一二线城市和部分的三四线城市，其中三四线城市占比较少，未来要继续扩大，尤其重视向有消费人口、有消费能力但缺少公司产品的三四线城市延伸，发掘市场增量；二是抓好榨菜根基壮大其他品类，在保持榨菜优势的同时坚持进行萝卜、泡菜、酱类、复调等其他亲缘品类的开发培育，多个赛道多渠道并行，厚积薄发寻求突破。（3）公司榨菜酱为委托加工生产，2023年销量约4000万；豆瓣酱为公司自产，目前产品主要对接B端由餐饮团队进行推广，处于试销阶段，2023年销量几百万，其C端产品处于研发阶段。2024年新品发展值得期待。（4）公司2024年青菜头收购工作已经完成，平均收购价格约800元/吨，去年同期约为1100元/吨，今年收购的青菜头预计将在今年5、6月份开始逐步投入使用。
- **惠泉啤酒：平稳收官，毛利率提升明显。**公司2023年实现收入6.14亿元，同比增长0.04%；实现归母净利润0.49亿元，同比增长21.80%；实现扣非后归母净利润0.45亿元，同比增长21.68%。2023年公司啤酒销量为22.85万千升，同比增长5.33%，啤酒收入为6.00亿元，同比增长-0.19%。其中重点市场大泉州区域销售增长10.91%，餐饮销量增长5.8%，易拉罐产品销量增长9.89%。分档次看，公司中高档销量9.98万千升，同比增长0.10%，中高档收入为3.04亿元，同比下降10.47%；普通档销量12.86万千升，同比增长9.79%，普通档收入为2.96亿元，同比增长13.18%。啤酒业务毛利率同比提升2.37个pct，持续受益于降本增效和成本下行，推动利润弹性释放。
- **劲仔食品：利润高增，开年表现亮眼。**公司发布2024年一季度业绩预告，公司预计实现归母净利润0.70-0.78亿元，同比增长80.00%-100%；预计实现非扣净利润0.55-0.63亿元，同比增长68.30%-92.13%。我们预计1Q24利润率同比提升，主要原因系：1）主要原材料如鳀鱼、鹌鹑蛋、黄豆等价格同比均有所下降；2）营业收入增长带来的规模效应和供应链效益优化；3）获得政府补助等较去年同期有所增加。长期看好公司通过大包装、散称装产品增厚渠道利差，补足渠道短板，通过鹌鹑蛋打造第二增长曲线，产品渠道双轮驱动支撑收入高增；短期看好鹌鹑蛋产能瓶颈突破和原料掌控加强、小鱼与鹌鹑蛋成本回落改

善盈利能力。

- **贵州茅台：业绩超预期，龙年稳增长。**2023年实现营业总收入1,505.60亿元，同比增长18.04%；归属于上市公司股东的净利润747.34亿元，同比增长19.16%。业绩略超预期。1)茅台酒量增驱动力强，1935拉动系列酒结构升级。23年茅台酒销量/单价分别同增11.1%/5.7%，预计23年非标和飞天同步放量，非标中主要由生肖、精品、24节气等驱动，飞天中100ml小茅也贡献了增长。23年系列酒营收约206.30亿元，其中销量/单价分别2.9%/25.7%，毛利率同增2.54pct至79.76%。预计23年系列酒销量仍然受到产能限制，单价的提升主要源于茅台1935拉动的产品结构升级。2)直销占比继续提升，24年或有放缓。23年公司批发代理/直销渠道分别同增7.52%/36.16%，直销渠道收入占比提升至45.67%，我们预计24年i茅台和直销渠道的收入占比提升速度将有所放缓，各渠道增长将更加平衡。3)盈利能力稳健，24年费用率有望改善。23年销售毛利率、销售净利率与22年基本一致。销售费用率同比提升0.5pct至3.09%，主要由于广告及市场拓展费用增加，24年费用投放效率有望提升，推动销售费用率优化；管理费用率同比降低0.61pct至6.46%，主要受益于规模效应。预计24年费用率有望得到进一步优化。4)24年增长目标积极(15%)，提价以外生肖、精品、小茅、坛储酒值得期待，系列酒增长驱动切换。
- **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。