

# 食品饮料行业5月月度策略

## 一季报兑现稳健增长，多重利好下市场信心修复

行业研究 · 行业专题

食品饮料

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：李文华

liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523070002

证券分析师：杨苑

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090003

联系人：张未艾

zhangweiai@guosen.com.cn

■ **食品饮料行业4月表现概述：年报及一季报兑现稳健增长，淡季消费信心缓慢修复。**

■ **白酒：一季报业绩兑现开门红，淡季市场秩序保持良性。**从板块表现看，4月白酒指数环比+1.2%，下旬以来随着年报和一季报逐步兑现，白酒板块展现出较强经营韧性，市场信心有所修复。市场端看，主流产品库存稳定去化，批价表现稳定（除飞天茅台受供需扰动批价继续承压）。具体公司看：

➢ **高端白酒品牌韧性凸显：**茅台4月批价仍有一定压力，主因淡季需求较弱+供给量较大（当前发货和打款进度快于去年），公司季度间经营节奏的能力较强，随着渠道逐步消化库存，后续飞天批价将企稳；五粮液终端动销良性，1618和39度五粮液在费投力度支持下高速增长，普五供给端持续优化，4月批价在940-945元，渠道信心和经销商预期修复；老窖一季报兑现结构升级+费效比提升，回款表现较好，4月批价环比持平。

➢ **次高端中汾酒确定性强：**一季度看汾酒青花系列品牌势能持续释放（青花20增速领先），单个经销商盈利能力增长显著，动销支撑下，预计提价效果逐步向终端传导。

➢ **区域白酒基本盘稳固，徽酒利润端增长更好：**1) **苏酒看**，洋河、今世缘Q1阶段性应对竞争增投费用，利润率小幅下降，全年维度看今世缘国缘品牌势能仍将持续释放，洋河管理回归务实，经营有望边际改善。2) **徽酒看**，区位优势发展势能较好，结构升级的趋势仍在（古8→古16，洞9→洞16），省内竞争格局相对良性，龙头古井引领下，迎驾、口子窖均有发展空间。

■ **大众品：年报及一季报营收端表现分化，受益于成本下行、效率改善，利润相对表现更优。**

➢ **啤酒：行业逐步迈过第一季度高基数，结构升级及成本下行支撑利润较快增长。**啤酒企业一季报披露完毕，多数啤酒企业在去年同期高基数、需求偏弱的压力下，第一季度销量略有承压，但啤酒行业结构升级趋势延续。目前行业迈过第一季度及4月份的销量高基数，逐步进入销售旺季。考虑到基数效应的影响，我们预计全年啤酒行业销量增速呈现前低后高走势。啤酒行业高端化趋势延续，叠加全年成本红利释放，主要啤酒企业盈利能力预计继续提升，全年利润有望保持较快增长。推荐具备核心产品势能强、盈利能力持续提升的标的。

➢ **调味品：预计复合调味品、零添加赛道延续高景气，成本改善趋势延续。**2024年在板块低基数、餐饮端的修复和消费复苏的背景下，继续看好调味品板块收入端的季度环比改善。同时，当前处在成本下行周期，2024Q1调味品板块盈利能力修复在报表端已有体现。预计板块整体成本呈持续改善趋势，继续看好板块盈利端修复。建议积极布局复调及零添加细分赛道龙头，并关注改革型公司产品渠道梳理情况。

➢ **乳制品：2024Q1节后需求较为平淡，盈利能力改善。**由于消费环境较弱，虽然2024Q1后春节礼赠场景带动高端白奶消费有所回暖，但是节后需求恢复平稳，整体乳制品消费依然较为低迷。受益于原奶价格下行，乳品板块成本改善趋势明显，盈利能力持续修复。行业龙头一季度经营稳健，推荐布局估值修复的全国性液态奶龙头，关注细分板块需求复苏和区域乳企全国化扩张。

➢ **速冻食品：下游渠道表现分化，龙头经营强韧。**2023年速冻板块B端恢复好于C端，特别是大B渠道受益于低基数与下游门店基础显示出更强的弹性，中小B复苏节奏略慢。进入2024Q1后中小B端下游关店带来的负面影响逐渐消弭，行业需求出现边际改善，持续推荐经营稳健的速冻龙头。

➢ **休闲食品：旺季集中备货叠加动销旺盛，一季报收入增速环比回升。**2023Q4受到春节错期因素影响，部分休闲食品公司收入增速有所放缓，春节旺季备货集中至2024Q1，叠加零食动销旺盛，多数休闲食品公司收入增速回升，生产型休闲食品公司持续受益。推荐布局渠道改革红利释放的标的以及成本压力缓解的低估值龙头。

■ **投资建议：**5月推荐组合为**五粮液、山西汾酒、青岛啤酒**。

■ **风险提示：**宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；行业竞争加剧导致企业盈利能力受损；地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

01

白酒板块4月回顾：淡季库存稳定去化，年报&一季报展现业绩韧性

02

主要白酒公司跟踪：一季度业绩兑现开门红，淡季市场秩序保持良性

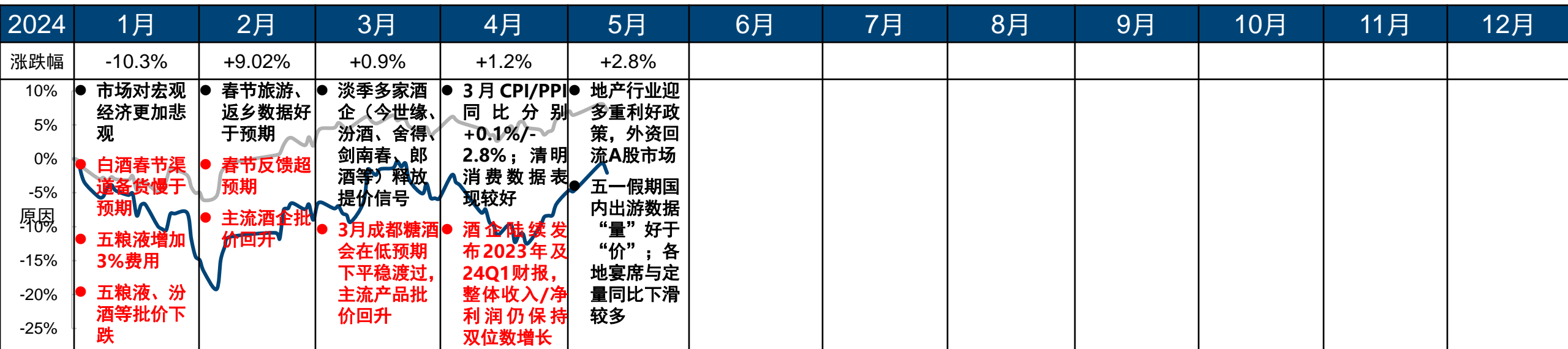
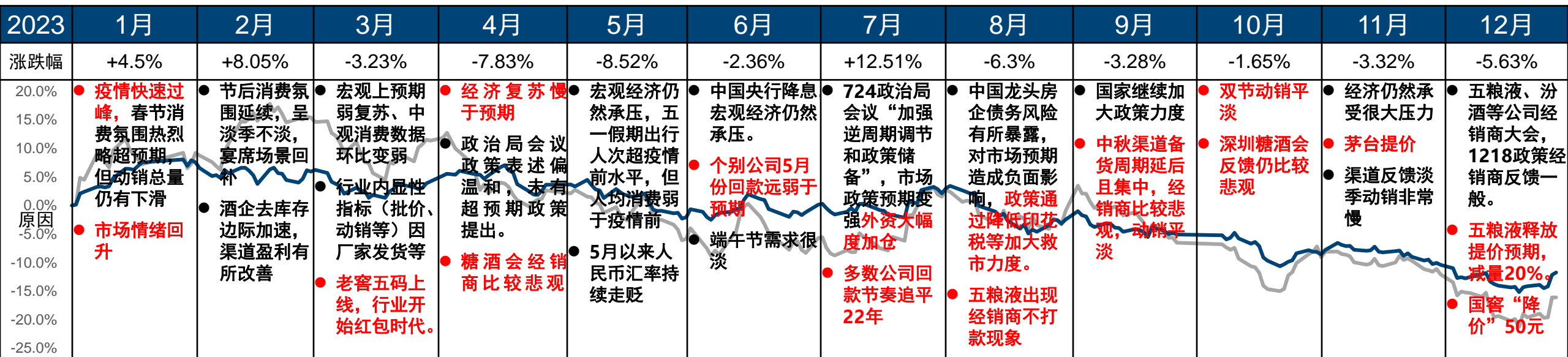
03

投资组合、盈利预测及风险提示

04

附录：4月行业重要事件

# 2024年4月：年报及一季报展现业绩韧性，淡季市场秩序保持良性



资料来源：Wind、酒业家、云酒头条，国信证券经济研究所；注：数据截至2024.5.8

— 白酒指数 — 沪深300

# 高端批价：4月茅台批价仍有一定压力（发货较多），普五批价940-945元



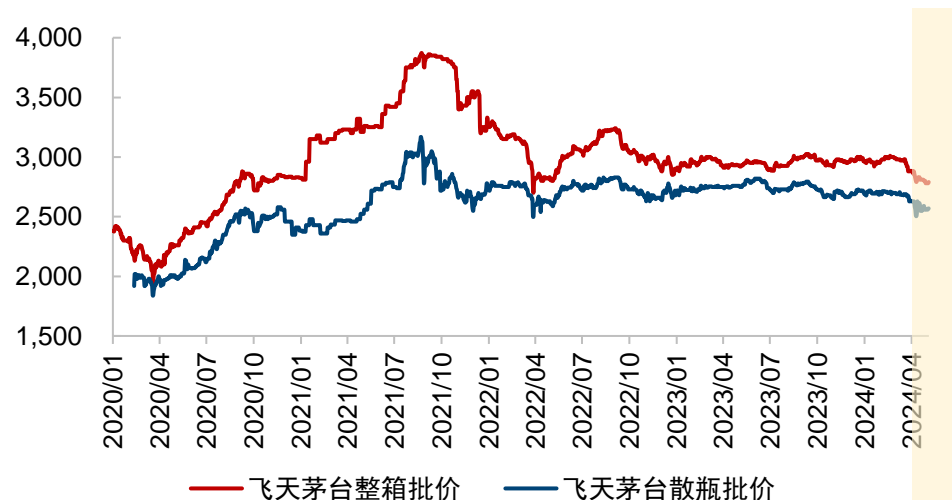
- 据公司财报，“i茅台”2024Q1销售收入53.43亿元，同比+9.0%。  
据平台统计，2024年至今“i茅台”累计发货金额约6-亿元。
- 4月茅台渠道供给量仍较多，批价仍有一定压力。根据今日酒价数据，目前箱装/散装批价在2790元/2570元，较4月初下降90/60元。4月打款、发货均已完成，渠道库存在1个月以内，但淡季需求较弱，飞天批价走势未见明显起色。
- 普五批价小幅上升至940-945元。根据百荣酒价数据，4月普五批价继续小幅上涨5元，目前在940-945元左右。淡季公司保持少量、精准市场投放，渠道库存良性，经销商对普五批价预期有所改善。

表：“i茅台”数据跟踪

时间	项目	珍品	茅台生肖酒	茅台生肖375礼盒装*2	茅台1935	总计
2022年	累计投放量（吨）	120	1699	126	1315	3261
	累计发货金额（亿元）	11.06	84.94	6.07	31.24	133.31
2023年	累计投放量（吨）	95	2333	90	2388	4906
	累计发货金额（亿元）	8.19	115.74	6.40	58.09	188.43
2024年至今	累计投放量（吨）	36	609	105	869	1619
	累计发货金额（亿元）	3.27	30.46	5.04	20.65	59.42

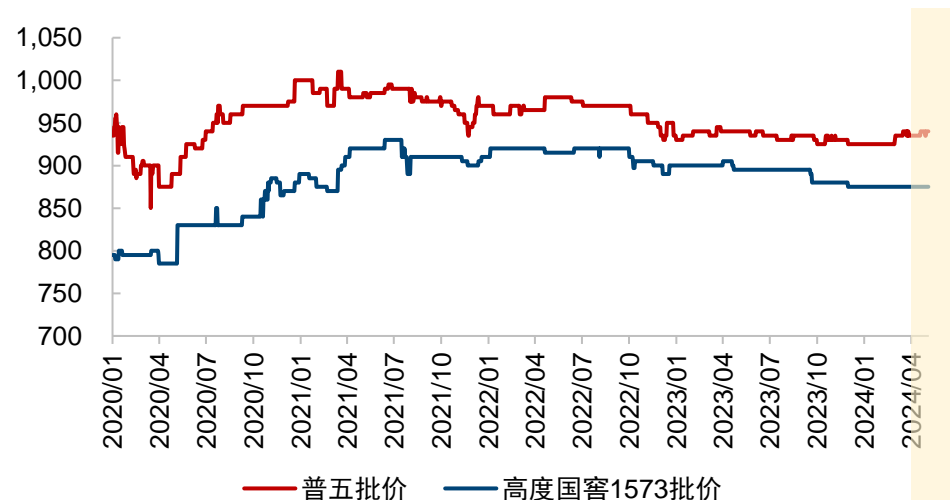
资料来源：i茅台app，国信证券经济研究所；数据截至2024.5.7

图：茅台批价走势（元）



资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所；数据截至2024.5.4

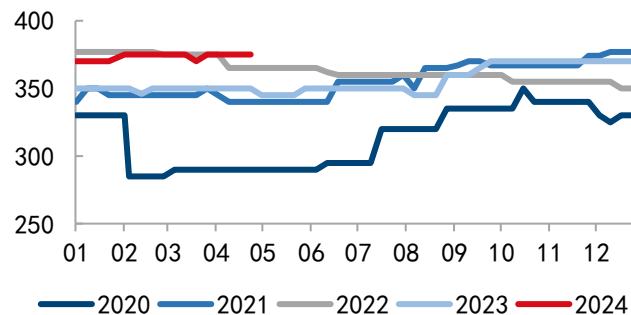
图：普五和高度国窖批价走势（元）



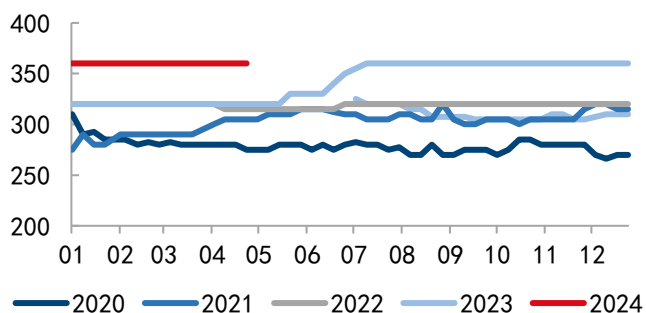
资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所；数据截至2024.5.4

# 次高端批价：主流产品4月批价表现稳定，品味舍得有所上涨

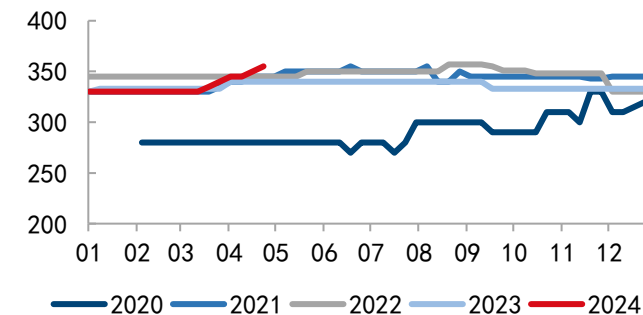
青花20批价375元——本月持平



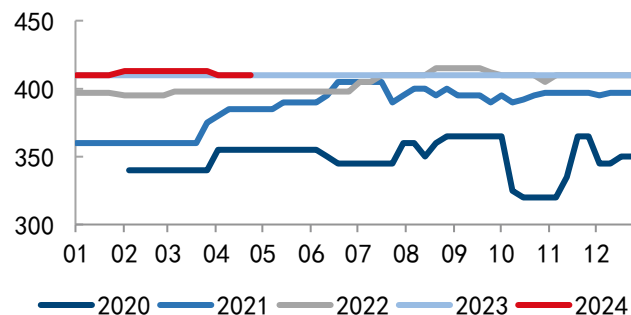
臻酿8号批价360元——本月持平



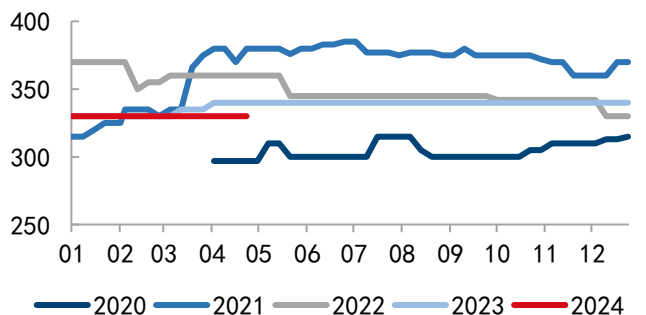
品味舍得批价355元——本月+10元



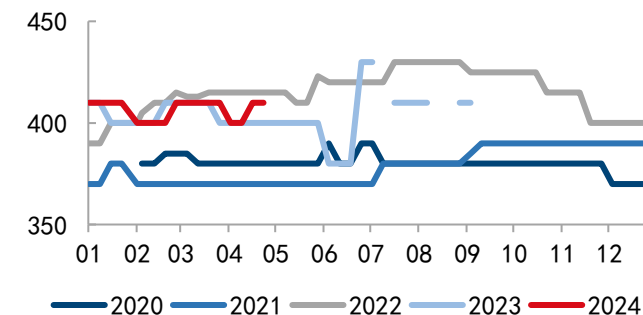
水晶剑批价410元——本月-3元



珍15批价330元——本周持平

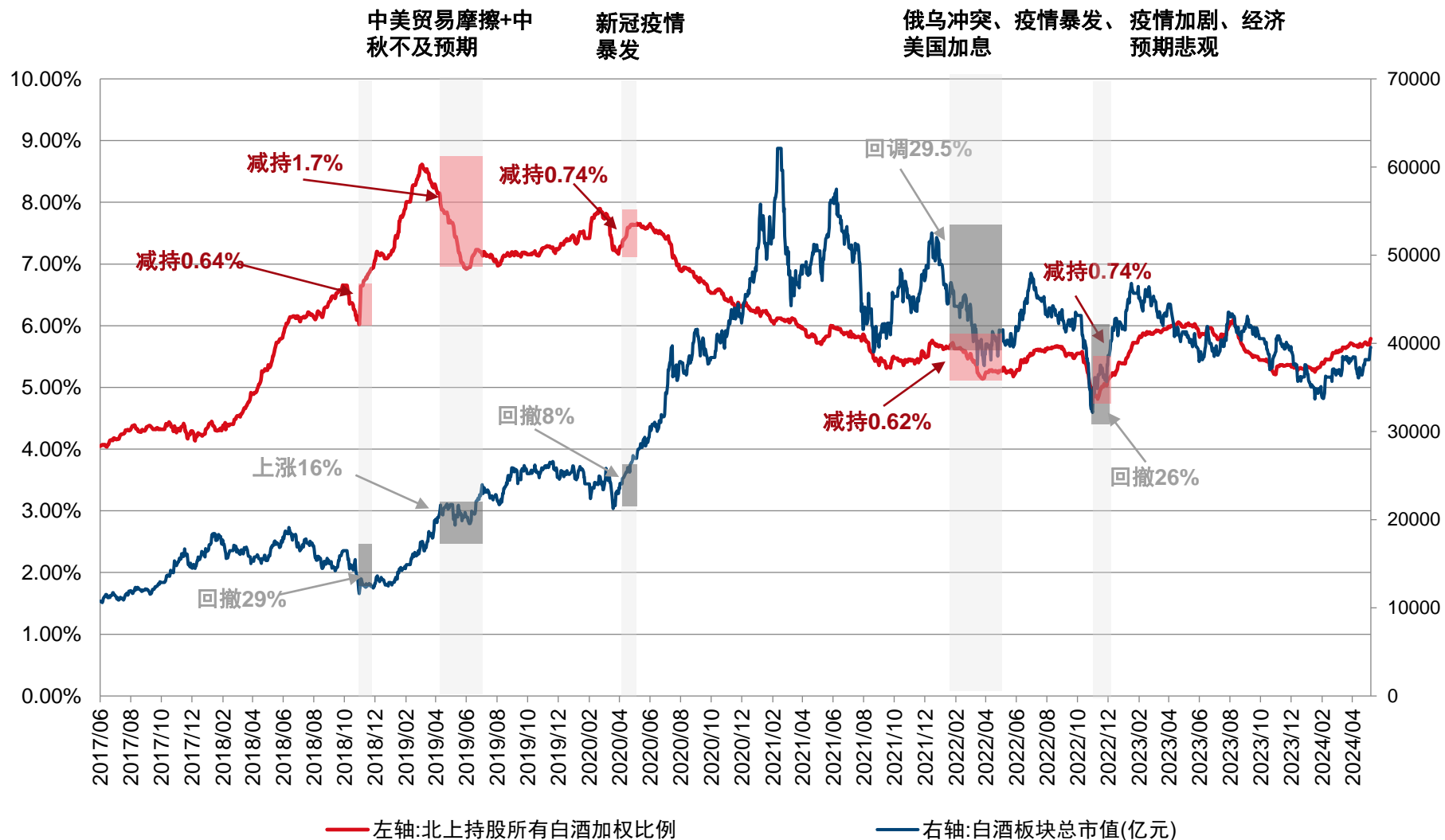


国缘四开批价410元——本周持平



# 北上资金：4月小幅减持白酒0.03%，5月以来外资回流，持股白酒比例增加0.10%

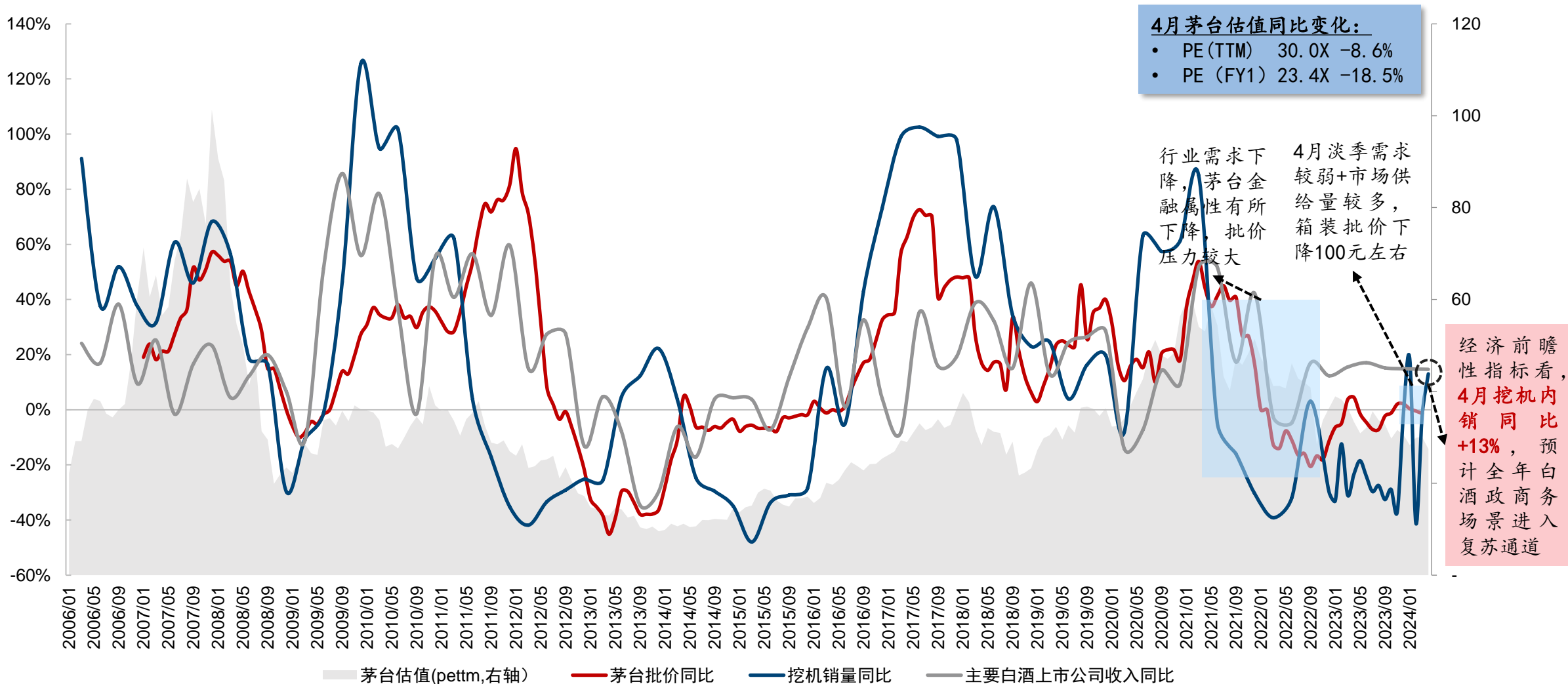
图：北上资金持股情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

# 景气度跟踪：4月茅台批价仍有压力，主因淡季供需变化所致，挖机销量同比改善

图：茅台批价同比增速及估值情况



资料来源：Wind、今日酒价、公司公告，国信证券经济研究所；注：数据截至2024.4.30



01

白酒板块4月回顾：淡季库存稳定去化，年报&一季报展现业绩韧性

02

主要白酒公司跟踪：一季度业绩兑现开门红，淡季市场秩序保持良性

03

投资组合、盈利预测及风险提示

04

附录：4月行业重要事件

# 2024Q1业绩回顾：整体兑现开门红，内部分化加剧



- 整体看，白酒板块一季报兑现稳健增长，一季度开局良好。2024Q1白酒板块收入1508.7亿元，同比增长14.7%；归母净利润619.9亿元，同比增长15.7%。
- 分价格带看，分化趋势延续。高端品牌韧性较强；次高端中汾酒受益于青花品牌势能持续释放+费效比提升，仍是确定性最强的公司；徽酒古井、迎驾产品结构升级趋势持续兑现，利润率提升明显；苏酒受省内竞争影响阶段性在成本和费用端增加投入。

表：主流白酒上市公司2024Q1业绩回顾

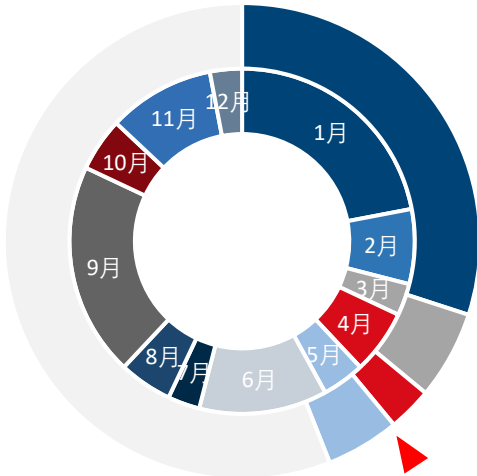
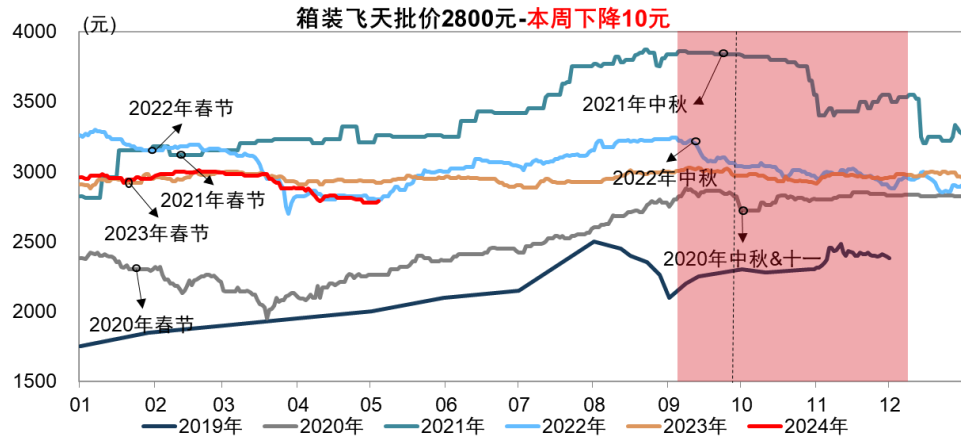
证券简称	营业总收入 (亿元)	YOY	收入+Δ预收 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	销售收现 (亿元)	YOY	经营性净现金流 (亿元)	YOY	毛利率	同比变化	销售费用率	同比变化	管理费用率	同比变化	
全国化 高端	贵州茅台	464.85	18.0%	418.82	29.9%	240.65	15.7%	462.57	29.3%	91.87	75.2%	92.61%	0.02pct	2.5%	0.5pcts	4.4%	-0.7pcts
	五粮液	348.33	11.9%	330.16	35.9%	140.45	12.0%	217.69	-24.0%	5.16	-94.6%	78.43%	0.03pct	7.5%	0.8pcts	3.1%	-0.5pcts
	泸州老窖	91.88	20.7%	90.50	33.7%	45.74	23.2%	106.41	32.3%	43.59	188.9%	88.37%	0.28pct	7.8%	-1.2pcts	2.5%	-0.8pcts
全国化 次高端	山西汾酒	153.38	20.9%	138.99	39.7%	62.62	30.0%	142.02	44.7%	70.41	105.1%	77.46%	1.9pct	7.5%	-0.5pcts	2.0%	-0.1pcts
	水井坊	9.33	9.4%	8.65	4.9%	1.86	16.8%	9.30	6.0%	-1.02	上年为负	80.47%	-2.71pct	35.1%	3.2pcts	9.5%	-0.7pcts
	舍得酒业	21.05	4.1%	20.64	-18.1%	5.50	-3.4%	19.17	-14.3%	1.08	-52.4%	74.16%	-4.22pct	16.3%	-2.9pcts	7.9%	-0.2pcts
	酒鬼酒	4.94	-48.8%	4.44	-50.6%	0.73	-75.6%	3.18	-58.1%	-2.65	-259.8%	71.08%	-10.46pct	33.9%	7.9pcts	8.0%	4.3pcts
区域 酒企	洋河股份	162.55	8.0%	109.65	32.4%	60.55	5.0%	129.06	25.1%	48.50	245.8%	76.03%	-0.56pct	8.5%	1.1pcts	2.8%	-0.9pcts
	古井贡酒	82.86	25.9%	115.02	9.5%	20.66	31.6%	83.67	7.9%	24.54	-20.3%	80.35%	0.68pct	27.2%	-1.7pcts	4.8%	-0.7pcts
	今世缘	46.71	22.8%	32.44	11.6%	15.33	22.1%	37.30	8.8%	10.02	11.6%	74.23%	-1.16pct	14.2%	-1.8pcts	2.2%	0.1pcts
	迎驾贡酒	23.25	21.3%	21.06	19.9%	9.13	30.4%	23.19	19.2%	6.20	26.7%	75.09%	3.91pct	6.7%	0.3pcts	2.3%	-0.3pcts
	口子窖	17.68	11.1%	17.45	18.4%	5.89	10.0%	14.02	15.5%	-1.04	上年为负	76.48%	-0.15pct	12.1%	-0.6pcts	5.3%	0.1pcts
	老白干酒	11.30	12.7%	19.73	14.7%	1.36	33.0%	19.87	17.6%	4.10	61.9%	62.72%	-2.71pct	22.9%	-3pcts	8.4%	-3pcts
	伊力特	8.31	12.4%	8.50	15.5%	1.59	7.1%	7.77	8.7%	1.60	-34.5%	51.89%	0.44pct	6.6%	0pcts	2.7%	-0.4pcts
	金种子酒	4.19	-3.0%	4.23	-14.1%	0.18	142.9%	4.39	-3.4%	-1.05	上年为负	44.52%	17.29pct	17.1%	-1.4pcts	7.1%	1.2pcts
	金徽酒	10.76	20.4%	11.31	39.5%	2.21	21.6%	12.38	33.1%	3.43	46.6%	65.40%	0.43pct	18.0%	0.2pcts	7.9%	0.7pcts

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 1、贵州茅台：4月批价表现仍然较弱，推荐张德芹为董事长人选

表：公司财务信息及基本面表现更新

	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年预测			2024Q1业绩	
财务信息	根据年报，2024年公司主要目标是：实现营业总收入较上年度增长15%左右，完成固定资产投资61.79亿元	收入（+15.5%）	利润（+17.0%）	对应24年PE	收入（+18.0%）	利润（+15.7%）
		1739.2亿元	874.4亿元	24.1x	464.8亿元	240.7亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）		批价表现		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>4月茅台整体价盘走势仍表现疲软，主因淡季需求较弱+流通渠道量较多。从渠道看，公司当前回款、发货进度均快于去年同期；从一季度收入看，<b>测算价增/量增分别贡献5%/10-13%</b>，批发代理渠道增速快于直销渠道。</li> <li>Q1利润增速慢于收入主因税金及附加率扰动影响，毛利率同比持平。</li> <li>4月30日公司发布公告，原董事长丁雄军因工作调整辞去相应职务，推荐<b>张德芹为董事长</b>人选。张德芹先生在茅台集团工作经验丰富，此前担任习酒董事长。</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>4月货逐步到位，非标产品投放量增加，飞天批价仍有一定压力。</li> <li>从2023年开始公司开始调节市场节奏，春节和中秋加大礼品属性产品发货量，淡季节奏放缓，保护价格。</li> </ul> 		

资料来源：今日酒价，贵州茅台，国信证券经济研究所；注：数据截至2024.4.30，回款数据内圈为2023财年/外圈为2024财年，**数据仅反应公司节奏快慢，不代表公司具体完成情况，不作为收入增速测算依据**

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

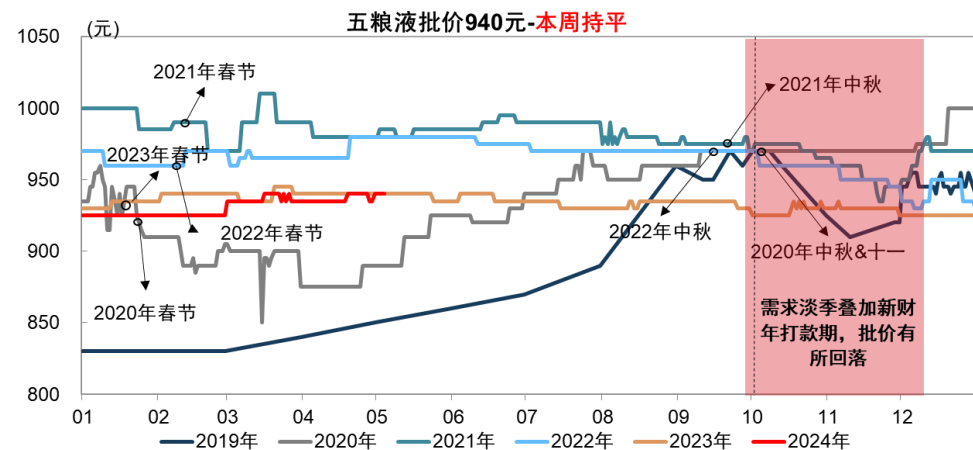
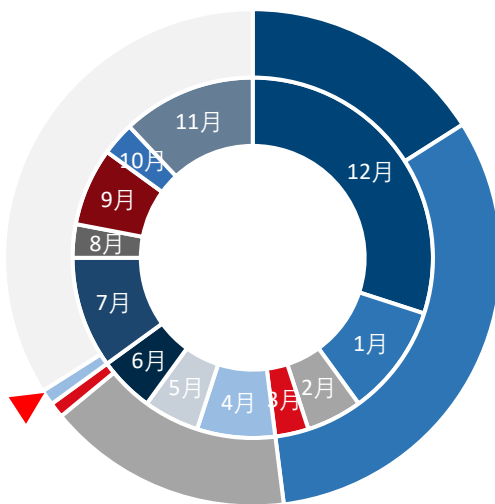
## 2、五粮液：一季度1618、39度五粮液增速显著，45、68度五粮液即将上市

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年预测			2024Q1业绩	
	预计收入增速双位数	收入（+11.3%）	利润（+12.0%）	对应24年PE	收入（+11.9%）	利润（+12.0%）
	926.7亿元	338.2亿元	15.8x	348.3亿元	140.5元	

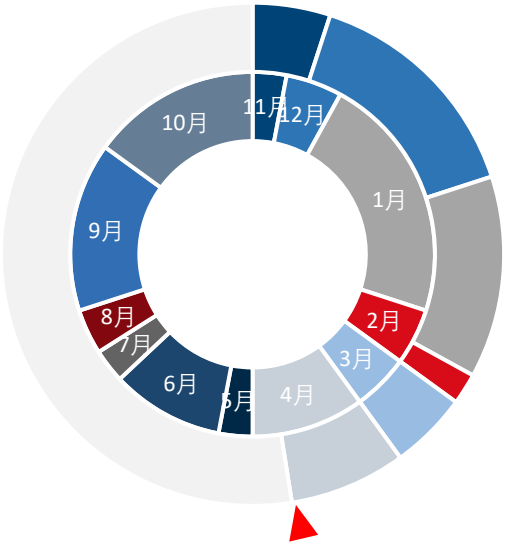
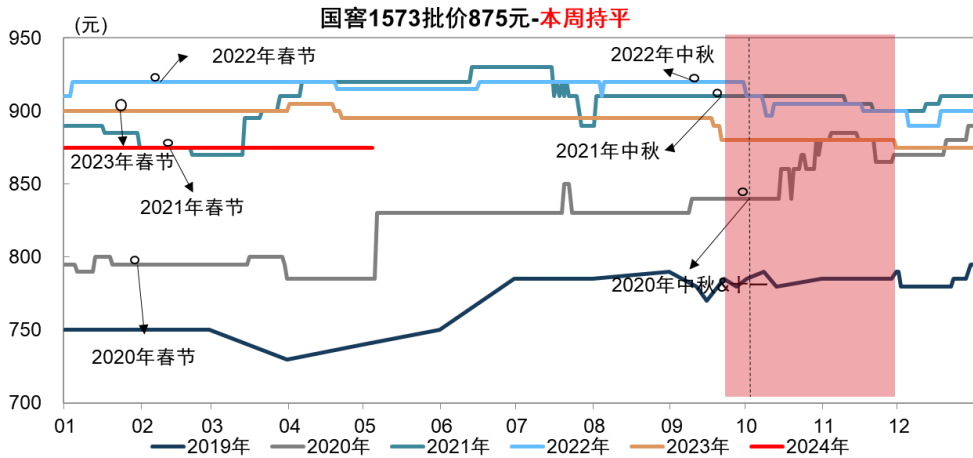
基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）	批价表现
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Q1业绩看，普五提价减量的背景下，部分区域<b>五粮液1618、39度五粮液增速超过50%</b>，凭借品牌力抢夺竞品份额；虽产品结构有所下移，但受益于<b>成本端改善和生产效率的提升</b>，整体毛利率同比持平。</li> <li>● 普五淡季批价表现较好，4月环比继续提升5-10元，主因公司减少发货量同时实施精准投放。五粮液终端消费需求已开瓶饮用为主，淡季动销保持在稳定的流速，库存健康。</li> <li>● 45度、68度五粮液将在5月正式上市，其中45度针对中度高端白酒需求，目标在对应受众市场抢夺竞品份额；68度定位小众精品市场，严格控量。</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 保持动销良性+库存合理的基础上，公司淡季中保持低投放量+提高市场投放精准度（经销商配合度高、动销较好的地区配额多），普五批价4月继续环比提升5元至<b>940-945元</b>，也反应出经销商对普五未来批价预期提升。</li> </ul>



资料来源：百荣酒价，微酒，酒说，国信证券经济研究所；注：数据截至2024.4.30，回款数据内圈为2023财年/外圈为2024财年，**数据仅反应公司节奏快慢，不代表公司具体完成情况，不作为收入增速测算依据**

### 3、泸州老窖：管理禀赋突出，费效比持续提升，高度国窖价盘稳定

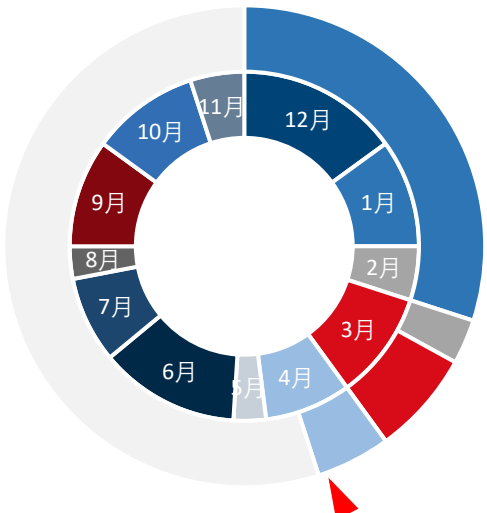
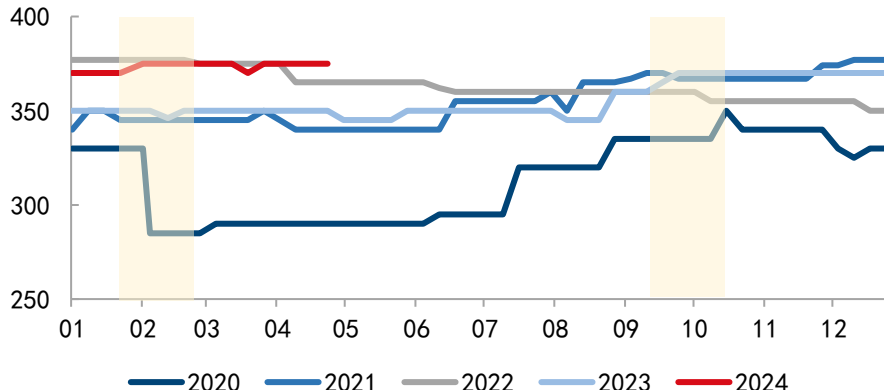
表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年预测		2024Q1业绩		
		收入（+20.0%）	利润（+21.5%）	对应24年PE	收入（+20.7%）	利润（+23.2%）
	预计收入增速20%左右	362.8亿元	160.9亿元	15.7x	91.9亿元	45.7亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）		批价表现		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Q1业绩看，<b>国窖同比增长稳健、腰部产品复苏较好</b>（60版增速领先）、老字号调整到位后步入增长通道；公司费效比持续提升，<b>销售费率和管理费率同比均有下降</b>。</li> <li>● 4月<b>淡季高度国窖批价表现平稳（875元~）</b>，成交价和普五拉开近100元差距，在四川、湖南等国窖品牌力优势区域性价比凸显，动销较快。</li> <li>● 公司管理能力毋庸置疑，在数字化工具和精细化渠道管理下，五一部分区域经销商返利红包有所加大（抢夺市场份额），但价盘端仍保持稳定。</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>● 普五价格表现稳定下，<b>高度国窖批价平稳</b>。目前高度国窖成交价和普五有100元左右差距，在四川、河北、湖南等国窖品牌力强势区域，性价比凸显、库存去化较快。</li> </ul> 		

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：数据截至2024.4.30，回款数据内圈为2023财年/外圈为2024财年，**数据仅反应公司节奏快慢，不代表公司具体情况，不作为收入增速测算依据**

# 4、山西汾酒：青花品牌势能持续释放，单经销商规模增长明显

表：公司财务信息及基本面表现更新

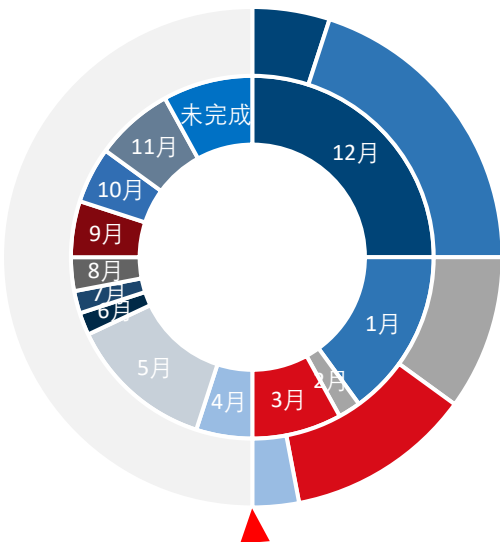
财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年预测			2024Q1业绩	
		收入（+20.5%）	利润（+25.7%）	对应24年PE	收入（+20.9%）	利润（+30.0%）
	预计收入增速目标20%左右	384.7亿元	131.2亿元	22.3x	153.4亿元	62.6亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）		批价表现		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Q1业绩看，产品结构持续升级，<b>青花系列同比增长约30%</b>（20快于复30复兴版），<b>长江以南增长约40%</b>；费用改革逻辑不断兑现，净利率提升2.8pct。</li> <li>● 一季度公司经销商环比减少50家，单经销商体量大幅提升，反应公司增长更多来自于内生而非招商扩点，也侧面引证<b>汾享礼遇模式推广收获成效</b>，预计后续全国各地在汾享礼遇模式下或将陆续涌现样板经销商，单点扩容可持续性较好。</li> <li>● 4月青花20批价稳健，终端动销良好，预计后续提价效应逐步传导至终端。</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>● 青花20品牌势能持续释放，良好动销下，批价表现平稳。</li> <li>● 提价基础上，汾享礼遇模式重塑渠道分润；当前青花20已从单一商务场景切换到多元场景增长，预计后续提价效应有望逐步传导至终端。</li> </ul> <p>青花20批价375元——本月持平</p> 		

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：数据截至2024.4.30，回款数据内圈为2023财年/外圈为2024财年，**数据仅反应公司节奏快慢，不代表公司具体完成情况，不作为收入增速测算依据**

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 5、洋河股份：一季度经营有所恢复，组织强调回归经营管理本质

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年预测			2024Q1业绩	
		收入（+5.2%）	利润（+2.3%）	对应24年PE	收入（+8.0%）	利润（+5.0%）
	年报披露全年收入目标增速在5-10%	348.5亿元	102.4亿元	13.1x	162.5亿元	60.6亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）		批价表现		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Q1业绩看，公司<b>经营有所恢复</b>，M6+在高端宴席和礼赠市场表现较好，省外海之蓝基本盘稳固；春节后公司<b>费用投放精细化程度提升</b>，聚焦高地市场份额抢占。淡季公司回款节奏有所加快，Q1销售收现同比+25.1%（<b>快于收入端</b>）。</li> <li>4月公司召开经销商大会，<b>明确今年加强渠道、终端等基础工作建设</b>，销售团队和经销商考核更加细化。</li> <li><b>产品端推动价格带延申和品类扩展</b>：手工班布局年份战略，价格带裂变；补充推出苹果酒等探索果酒赛道。</li> </ul>			<p>当前批价同比<b>2023年整体略低</b>，公司对南京及部分区域加大宴席场景费用投入，M6+、水晶梦批价略有下降</p> <p>当前批价：M6+/水晶梦/天之蓝/海之蓝省内批价分别为550-560/370-390/270/120-125元</p> <p>2023年同期批价情况：M6+/水晶梦/天之蓝/海之蓝省内批价分别为580/400/290/120元</p>		

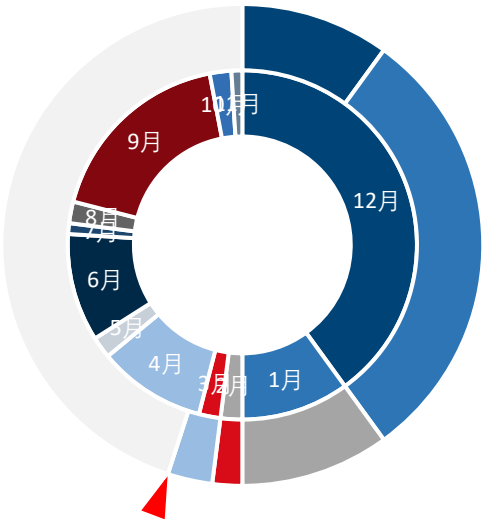
资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：数据截至2024.3.31，回款数据内圈为2023财年/外圈为2024财年，**数据仅反应公司节奏快慢，不代表公司具体完成情况，不作为收入增速测算依据**

# 6、古井贡酒：古16进入放量高增阶段，费效比持续提升

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年预测			2024Q1业绩	
	年报披露去年计划实现营收244.50亿元（同比——20.72%）	收入（+21.0%）	利润（+26.9%）	对应24年PE	收入（+25.9%）	利润（+31.6%）
	245.1元	58.2亿元	20.9x	82.9亿元	20.7亿元	

基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）	批价表现
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Q1业绩看，古16、古20增速领先，省内古8、古5基本盘稳固，产品结构持续升级。销售费率同比-1.7pct，公司在春节阶段性加大费投力度抢占市场份额后，节后费用政策理性收缩+提高精细化投放，净利率+1.4pct。</li> <li>● 公司加强渠道管控力度：省内积极布局终端联盟；省外市场针对，古16、古20培育力度加大，费用精细化管控下窜货现象有所减少。</li> <li>● 全年维度看，徽酒整体竞争格局仍然良性，龙头古井组织管理能力突出，省内增长仍留有余力。</li> </ul>		<p>4月主要产品批价表现平稳，公司加强渠道管控和精细化费用投入政策，窜货有所减少，终端动销良性。</p> <p>当前批价：古20/古16/古8/古5/古5献礼版批价分别为500-520/320/220/115/75-80元，淡季批价表现稳定</p> <p>2023年同期批价情况：古20/古16/古8/古5批价分别为520-540/320/220/120/76元</p>

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：数据截至2024.3.31，回款数据内圈为2023财年/外圈为2024财年，数据仅反应公司节奏快慢，不代表公司具体完成情况，不作为收入增速测算依据

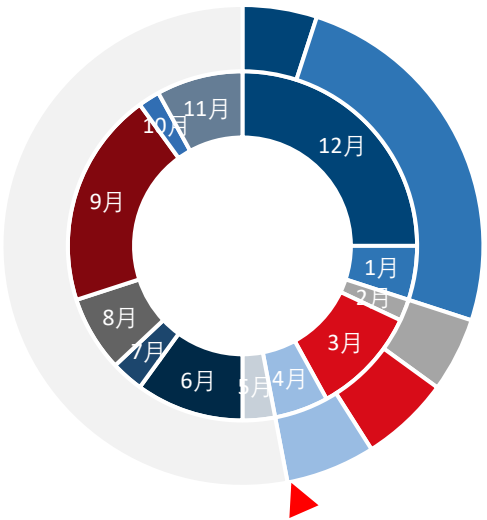
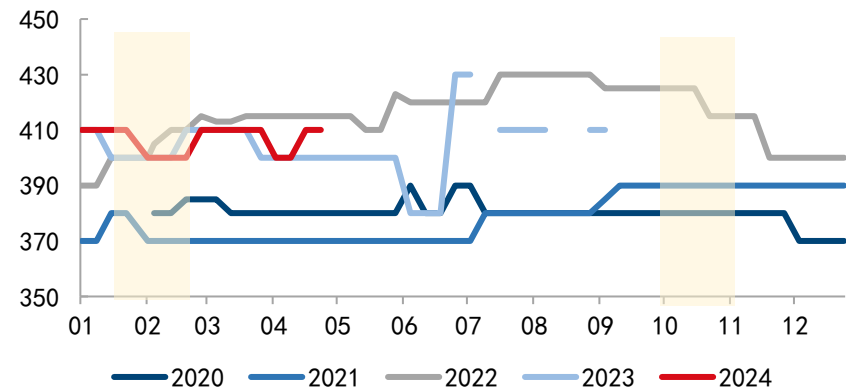


# 7、今世缘：势能释放、动销良性，开系提价后价盘表现稳定

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年预测			2024Q1业绩	
	报表披露2024年经营目标总营收122亿元左右，净利润37亿元左右	收入（+21.2%）	利润（+19.7%）	对应24年PE	收入（+22.8%）	利润（+22.1%）
	122.4亿元	37.5亿元	17.5x	46.7亿元	15.3亿元	

基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）	批价表现
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Q1业绩看，国缘V3、四开、对开、淡雅四大刀尖产品均实现稳健增长，<b>产品势能持续释放</b>；利润率小幅下降主因春节旺季阶段性加大费投抢占市场份额、开系换代提价增加投入所致。</li> <li>● 开系提价+配额制度后，老货库存去化有序；终端动销良好，在为应对竞品竞争补足费用政策后，<b>产品整体价盘仍表现平稳</b>。</li> <li>● 一季度省内大本营市场进一步深耕，但预计今年<b>南京市场竞争会有所加剧</b>；<b>苏南地区V系列培育有所收效</b>，环江苏市场上海、浙北、安徽等区域预计实现规模点状攀升。</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 当前四开/对开批价分别为400-410元/255元，V3批价530-540元，环比持平。</li> </ul> <p>国缘四开批价400-410元——本周持平</p> 

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：数据截至2024.3.31，回款数据内圈为2023财年/外圈为2024财年，**数据仅反应公司节奏快慢，不代表公司具体情况，不作为收入增速测算依据**

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 8、迎驾贡酒：兼具区位优势β+产品势能α，洞藏引领公司高质量增长



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年预测			2024Q1业绩	
	预计20%以上	收入（+20.9%）	利润（+25.5%）	对应24年PE	收入（+21.3%）	利润（+30.4%）
		81.3亿元	28.7亿元	18.1x	23.2亿元	9.1亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）		批价表现		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Q1业绩看，预计洞藏系列增速约40%，毛利率同比+3.9pct；销售费率同比+0.3pct主因为应对竞品竞争加大C端费用投入；<b>产品结构显著升级下净利率仍提升2.7pct。</b></li> <li>整体回款进度50%左右，无需担心经营节奏慢于去年（合肥等快于去年），<b>洞藏产品自点率、开瓶率均较高，Q1业绩侧面验证竞品封锁战略影响不大。</b></li> <li>4月公司经销商大会确立“<b>1233工程的稳健发展路径，多措并举</b>：聚焦洞藏系列升级，聚焦安徽/江苏/上海核心市场运营，提高核心终端质量，推动直营渠道建设等。</li> </ul>			<p><b>省内竞争格局仍然良性，4月洞藏系列批价表现稳定</b></p> <p>当前批价：洞16/洞9/洞6批价分别为285/185/110元，4月环比持平</p> <p>2023年同期批价情况：洞16/洞9/洞6批价分别为290/190-200/105-110元</p>		

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：数据截至2024.3.31，回款数据内圈为2023财年/外圈为2024财年，**数据仅反应公司节奏快慢，不代表公司具体完成情况，不作为收入增速测算依据**

01

白酒板块4月回顾：淡季库存稳定去化，年报&一季报展现业绩韧性

02

主要白酒公司跟踪：一季度业绩兑现开门红，淡季市场秩序保持良性

03

投资组合、盈利预测及风险提示

04

附录：5月行业重要事件

- **五粮液：**1) 公司强化价格管理，普五控量挺价决心坚定，当前公司库存处于合理较低水位，经销商对批价预期提升下更加惜售，预计短期普五批价水平将保持稳定；2) 公司产品矩阵进一步丰富，普五控量背景下，五粮液1618和39度五粮液通过扫码红包+数字化工具放量增长、培育品牌消费氛围，五粮春调整到位、抢夺低线城市200元价位市场份额，文化酒以小体量、高附加值的策略提升渠道利润；3) 2024年定义为公司“营销执行年”，公司对销售团队实施末位淘汰等市场化机制，营销效率提升。维持此前盈利预测：我们预计2024-2025年营业收入926.65/1019.41亿元，同比增长+11.3%/10.0%，归母净利润338.21/376.09亿元，同比增长12.0%/11.2%；当前股价对应PE17.7/15.9倍，公司已逐步找到适合自身的发展方式，若宏观经济向好及需求逐步复苏，公司改革红利有望加速释放，维持买入评级。
- **山西汾酒：**公司产品势能向上，全国化扩张趋势延续：青花20品牌、产品处于势能向上周期，400元价位持续抢占市场份额；分区域看，增速自环山西市场移步至长江以南地区，全国化扩张确定性强；省内看，龙头地位巩固，叠加煤炭经济势能，省内基本盘升级趋势延续。公司组织调整到位，管理能力边际向上：公司主动调整经营节奏，诉求高质量发展，春节期间批价和动销量均表现亮眼，同时裂变营销组织、市场精细化运作等，激发一线团队销售活力。维持此前盈利预测：我们预计2024-2025年公司营收384.74/451.69亿元，同比增长20.5%/17.4%；预计归母净利润131.24/160.66亿元，同比增长25.7%/22.4%；当前股价对应PE25.1/20.5X。考虑到公司经营势能延续，复兴版培育有序推进，维持“买入”评级。
- **青岛啤酒：**公司聚力打造中高档核心产品组合，其中大单品青岛经典消费者认可度显著提升，产品展现出强自然动销能力；青岛白啤渠道拓展较快推进，产品成长性较强；青岛纯生作为老牌高端产品，消费者对其品牌的信任基础较好，随着10-12元档纯生啤酒的消费场景拓展，青岛纯生有望加速增长。核心产品仍在上升周期，为公司持续提升产品结构、强化盈利能力提供保障。短期来看，2024年原材料大麦采购价格同比下降约10%，公司回瓶率提升有助于降低综合包材成本，2024年每千升酒生产成本预计同比下降，有利于放大公司利润增幅。预计2024-2026年公司实现营业总收入357.0/376.0/395.9亿元，同比+5.2%/+5.3%/+5.3%；实现归母净利润50.9/59.5/67.0亿元，同比+19.3%/+16.9%/+12.5%；EPS分别为3.73/4.36/4.91元。当前股价对应2024/2025年PE分别为22/19倍，估值已回落至合理区间，维持“买入”评级。

# 主要风险提示

---

- 1、宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；
- 2、行业竞争加剧导致企业盈利能力受损；
- 3、地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；
- 4、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；
- 5、市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

- [ 01 ] 白酒板块4月回顾：淡季库存稳定去化，年报&一季报展现业绩韧性
- [ 02 ] 主要白酒公司跟踪：一季度业绩兑现开门红，淡季市场秩序保持良性
- [ 03 ] 投资组合、盈利预测及风险提示
- [ 04 ] 附录：5月行业重要事件

# 附录：5月行业重要事件

日期	事件
<b>股东大会</b>	
5月13日	华致酒行(300755.SZ)
5月13日	万辰集团(300972.SZ)
5月14日	百威亚太(001876.HK)
5月14日	双塔食品(002481.SZ)
5月15日	承德露露(000848.SZ)
5月15日	海融科技(300915.SZ)
5月15日	华统股份(002840.SZ)
5月15日	泉阳泉(600189.SH)
5月15日	三只松鼠(300783.SZ)
5月15日	威龙股份(603779.SH)
5月15日	熊猫乳品(300898.SZ)
5月15日	养元饮品(603156.SH)
5月16日	甘源食品(002991.SZ)
5月16日	古越龙山(600059.SH)
5月16日	好想你(002582.SZ)
5月16日	良品铺子(603719.SH)
5月16日	麦趣尔(002719.SZ)
5月16日	青岛食品(001219.SZ)
5月17日	宝立食品(603170.SH)
5月17日	东鹏饮料(605499.SH)
5月17日	海天味业(603288.SH)
5月17日	海欣食品(002702.SZ)
5月17日	妙可蓝多(600882.SH)

日期	事件
<b>股东大会</b>	
5月17日	洽洽食品(002557.SZ)
5月17日	千味央厨(001215.SZ)
5月17日	山西汾酒(600809.SH)
5月17日	西麦食品(002956.SZ)
5月17日	岩石股份(600696.SH)
5月17日	迎驾贡酒(603198.SH)
5月17日	张裕A(000869.SZ)
5月20日	安井食品(603345.SH)
5月20日	海欣食品(002702.SZ)
5月20日	恒顺醋业(600305.SH)
5月20日	华润啤酒(000291.HK)
5月20日	今世缘(603369.SH)
5月20日	克明食品(002661.SZ)
5月20日	顺鑫农业(000860.SZ)
5月20日	味知香(605089.SH)
5月20日	西部牧业(300106.SZ)
5月20日	伊利股份(600887.SH)
5月21日	贝因美(002570.SZ)
5月21日	绝味食品(603517.SH)
5月21日	莲花健康(600186.SH)
5月21日	农夫山泉(009633.HK)
5月21日	三全食品(002216.SZ)
5月21日	新乳业(002946.SZ)

日期	事件
<b>股东大会</b>	
5月22日	来伊份(603777.SH)
5月22日	老白干酒(600559.SH)
5月22日	五芳斋(603237.SH)
5月22日	香飘飘(603711.SH)
5月22日	中国飞鹤(006186.HK)
5月23日	克明食品(002661.SZ)
5月23日	千禾味业(603027.SH)
5月23日	一鸣食品(605179.SH)
5月23日	颐海国际(001579.HK)
5月24日	桂发祥(002820.SZ)
5月27日	华宝股份(300741.SZ)
5月28日	百润股份(002568.SZ)
5月28日	金字火腿(002515.SZ)
5月28日	口子窖(603589.SH)
5月28日	仙乐健康(300791.SZ)
5月29日	古井贡酒(000596.SZ)
5月29日	贵州茅台(600519.SH)
5月30日	澳优(001717.HK)
5月30日	光明乳业(600597.SH)
5月30日	立高食品(300973.SZ)
5月30日	周黑鸭(001458.HK)
5月31日	统一企业中国(000220.HK)
5月31日	重庆啤酒(600132.SH)

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

### 分析师承诺

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。





国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032