

食品饮料行业6月月度策略

消费淡季需求弱复苏，行业压力与韧性共存

行业研究 · 行业专题

食品饮料

投资评级：优于大市

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5月表现概述：消费淡季需求走弱，头部酒企彰显韧性。

■白酒：淡季白酒需求较弱，行业压力与韧性共存。板块表现看，5月白酒指数环比-2.7%，淡季消费需求下降，宴席场景退潮，市场信心减弱。市场端看，酒企淡季聚焦去库挺价，主流产品批价表现稳定（除飞天茅台受供需扰动批价继续承压）。近期公司密集召开股东大会，传递出对长期发展质量的坚守，当前阶段看具备长期战略定力的公司基本盘优势已逐步显现：

➢高端白酒供给端积极因素增加：茅台5月批价仍有一定压力，主因商务和送礼需求较弱，经销商对批价预期信心不足；股东大会新任董事长张德芹强调长期发展质量，给出品牌内涵“责任与担当”，预计随公司组织调整到位、提振渠道信心、优化产品节奏后飞天批价将企稳回升；五粮液终端动销良性，1618和39度五粮液延续高势能增长，5月45度、68度五粮液面市，渠道信心和经销商预期持续修复，批价表现延续稳健；老窖淡季经营节奏正常，灵活调整渠道和费用政策，国窖批价稳定。

➢次高端中汾酒管理能力持续改善：公司近期对老白汾提价，青花20升级换代，导入“五码合一”系统，加强渠道和价盘管控力，进一步夯实品牌和产品基本盘优势。

➢区域白酒受宴席下滑影响，动销压力下聚焦基本盘维护：1) 苏酒看，洋河、今世缘增加消费者端费用投入，洋河今年围绕“聚焦+转型”开展工作，国缘品系在成本驱动下批价上升。2) 徽酒看，合肥市场宴席场景（尤其200元价位）竞争加剧，酒企阶段性加大费投，古井批价短期波动系发货节奏扰动，省内各价位优势仍然稳固，迎驾品牌势能凸显，费效比逻辑逐步兑现。

■大众品：消费需求仍待改善，头部企业积极应变、夯实内功。部分个股受益于成本下行、效率提升，利润增长具备韧性。

➢啤酒：夏季升温叠加大型体育赛事即将揭幕，啤酒板块短期催化因素逐渐增多。由于消费环境仍显疲弱以及去年同期高基数，预计5月啤酒龙头销量承压。二季度啤酒厂商更加重视库存健康，4-5月份渠道库存有所去化。展望6月及下半年，随着天气逐渐升温叠加大型体育赛事陆续揭幕，预计啤酒行业景气度边际改善，带来销量及收入增速企稳回升，啤酒板块上涨的催化因素增多。虽消费环境仍显疲弱，但啤酒龙头结构升级展现较强韧性，尤其是8-12元价格带重点产品销量增速相对较快。此外，全年主要原材料成本下行，啤酒企业盈利能力预计持续提升，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：二季度淡季行业平稳运行，头部企业继续即将拥抱新兴渠道。目前休闲零食行业下游渠道之间流量持续分化，量贩零食、内容电商等以高性价比为特点的渠道快速发展，给具备强供应链能力的头部品牌提供较好的增长机会。休闲零食行业二季度处于淡季，行业整体增速环比一季度春节旺季正常回落，但深化改革后的企业继续享受次轮渠道红利，预计收入维持较快增速。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：6月推荐组合为**五粮液、青岛啤酒、盐津铺子**。

■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5月回顾：淡季白酒需求较弱，行业压力与韧性共存

02

主要白酒公司跟踪：酒企股东大会密集召开，供给端积极因素增加

03

投资组合、盈利预测及风险提示

04

附录：6月行业重要事件

2024年5月：淡季白酒消费需求走弱，股价小幅下跌

2023	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
涨跌幅	+4.5%	+8.05%	-3.23%	-7.83%	-8.52%	-2.36%	+12.51%	-6.3%	-3.28%	-1.65%	-3.32%	-5.63%
原因	<ul style="list-style-type: none"> ● 疫情快速过峰，春节消费氛围热烈略超预期，但动销总量仍有下滑 ● 市场情绪回升 	<ul style="list-style-type: none"> ● 节后消费氛围延续，呈淡季不淡，宴席场景回补 ● 酒企去库存边际加速，渠道盈利有所改善 	<ul style="list-style-type: none"> ● 宏观上预期弱复苏、中观消费数据环比变弱 ● 行业内显性指标（批价、动销等）因厂家发货等 ● 老窖五码上线，行业开始红包时代。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 经济复苏慢于预期 ● 政治局会议政策表述偏温和，超预期政策提出。 ● 糖酒会经销商比较悲观 	<ul style="list-style-type: none"> ● 宏观经济仍然承压，五一假期出行人次超疫情前水平，但人均消费弱于疫情前 ● 5月以来人民币汇率持续走贬 	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国央行降息宏观经济仍然承压。 ● 个别公司5月份回款远弱于预期 ● 端午节需求很淡 	<ul style="list-style-type: none"> ● 724政治局会议“加强逆周期调节和政策储备”，市场预期政策预期变强 ● 多数公司回款节奏追平22年 	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国龙头房企债务风险有所暴露，对市场预期造成负面影响，政策通过降低印花税率等加大救市力度。 ● 五粮液出现经销商不打款现象 	<ul style="list-style-type: none"> ● 国家继续加大政策力度 ● 中秋渠道备货周期延后且集中，经销商比较悲观，动销平淡 	<ul style="list-style-type: none"> ● 双节动销平淡 ● 深圳糖酒会反馈仍比较悲观 	<ul style="list-style-type: none"> ● 经济仍然承压受很大压力 ● 茅台提价 ● 渠道反馈淡季动销非常慢 	<ul style="list-style-type: none"> ● 五粮液、汾酒等公司经销商大会，1218政策经销商反馈一般。 ● 五粮液释放提价预期，减量20%。 ● 国窖“降价”50元
2024	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
涨跌幅	-10.3%	+9.02%	+0.9%	+1.2%	-2.7%	-4.4%						
原因	<ul style="list-style-type: none"> ● 市场对宏观经济更加悲观 ● 白酒春节渠道备货慢于预期 ● 五粮液增加3%费用 ● 五粮液、汾酒等批价下跌 	<ul style="list-style-type: none"> ● 春节旅游、返乡数据好于预期 ● 春节反馈超预期 ● 主流酒企批价回升 	<ul style="list-style-type: none"> ● 淡季多家酒企（今世缘、汾酒、舍得、剑南春、郎酒等）释放提价信号 ● 3月成都糖酒会在低预期下平稳渡过，主流产品批价回升 	<ul style="list-style-type: none"> ● 3月CPI/PPI同比分别+0.1%/-2.8%；清明消费数据表现较好 ● 酒企陆续发布2023年及24Q1财报，整体收入/净利润仍保持双位数增长 	<ul style="list-style-type: none"> ● 4月CPI/PPI同比分别+3.0%/-2.5%，5月PMI回落至49.5%。 ● 白酒淡季消费需求走弱，酒企动销压力较大 ● 酒企股东大会密集召开 							

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：5月茅台批价继续阴跌（供需影响），普五批价稳定在940-945元

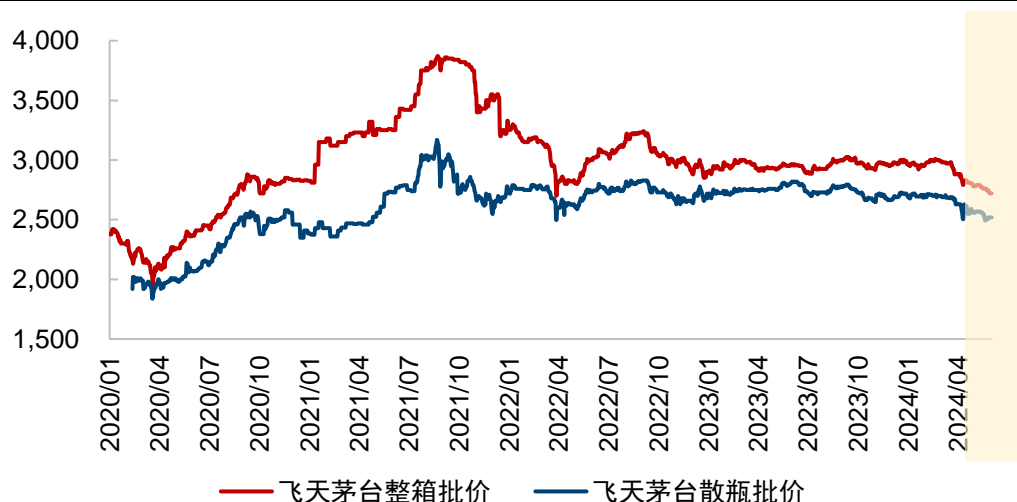
- 据公司财报，“i茅台”2024Q1销售收入53.43亿元，同比+9.0%。
据平台统计，2024年至今“i茅台”累计发货金额约74.5亿元。
- 5月茅台批价继续阴跌，主要系市场供需影响。根据今日酒价数据，5月底箱装/散装批价在2720元/2520元，较月初下降60/40元。上半年公司经营节奏快于去年同期，批发渠道供给量有所增加；但淡季需求较弱，经销商对批价预期不高。
- 普五表现平稳，目前在940-945元。根据百荣酒价数据，5月普五批价维持在940-945元左右。淡季公司保持少量、精准市场投放，渠道库存良性；经销商综合打款成本上升，批价平稳下更加惜售。

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	茅台1935文创版	总计
2022年	累计投放量（吨）	120	1699	126	1315	2024.5.20起 常规版1935 从申购进入 云购通道	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至今	累计投放量（吨）	49	788	142	990	9	1978
	累计发货金额（亿元）	4.52	39.41	6.80	23.52	0.21	74.46

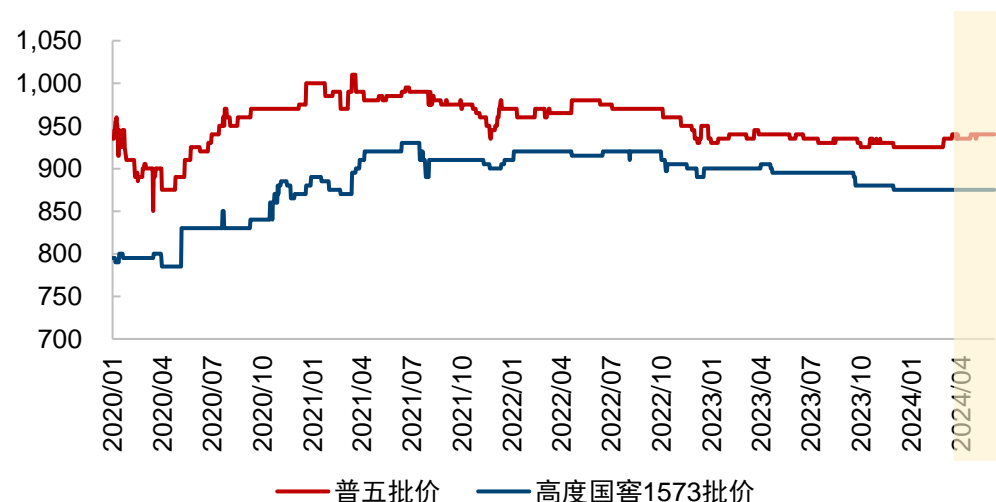
资料来源：i茅台app，国信证券经济研究所整理；数据截至2024.6.7

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整理；数据截至2024.6.1

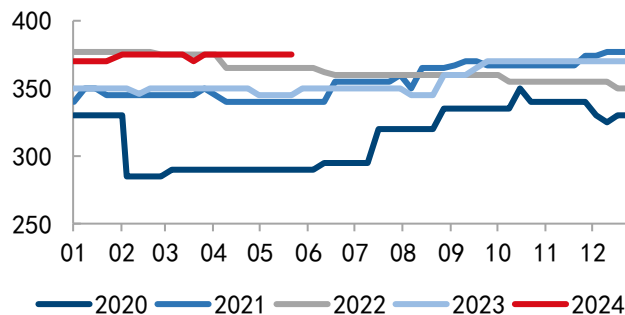
图：普五和高度国窖批价走势（元）



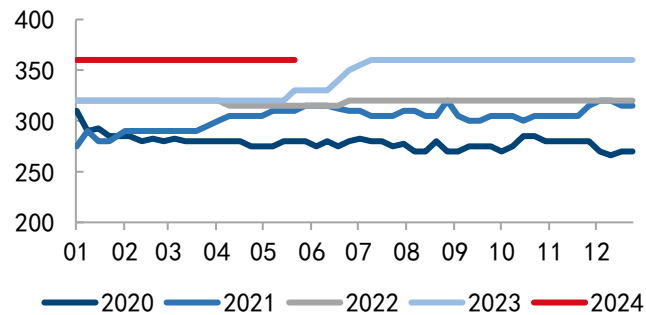
资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2024.6.1

次高端批价：主流产品5月批价表现稳定，酒企淡季聚焦去库挺价

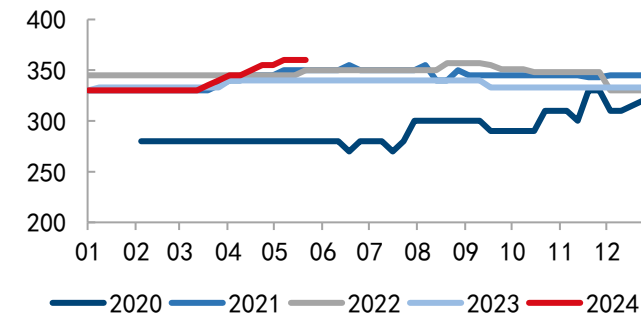
青花20批价375元——本月持平



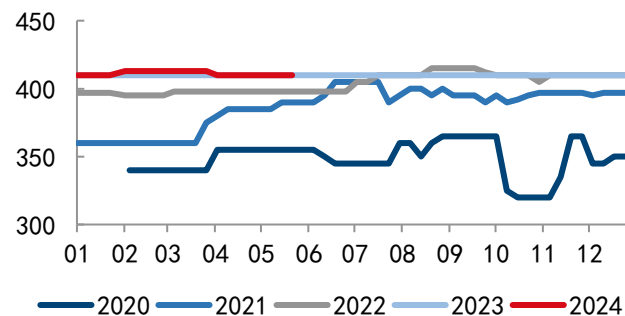
臻酿8号批价360元——本周持平



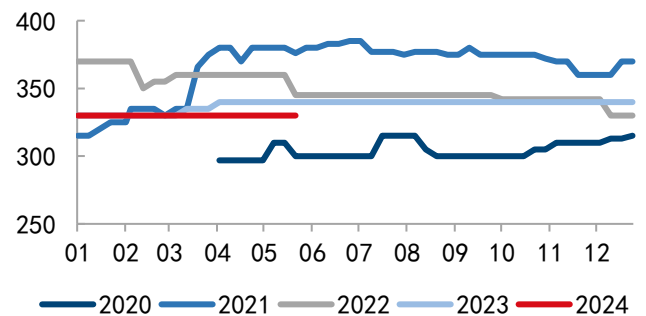
品味舍得批价330元——本月+5元



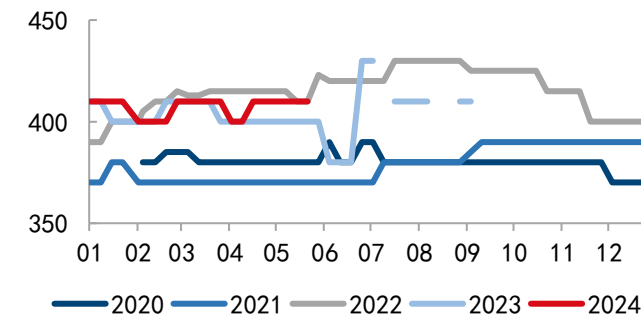
水晶剑批价413元——本月持平



珍15批价330元——本月持平

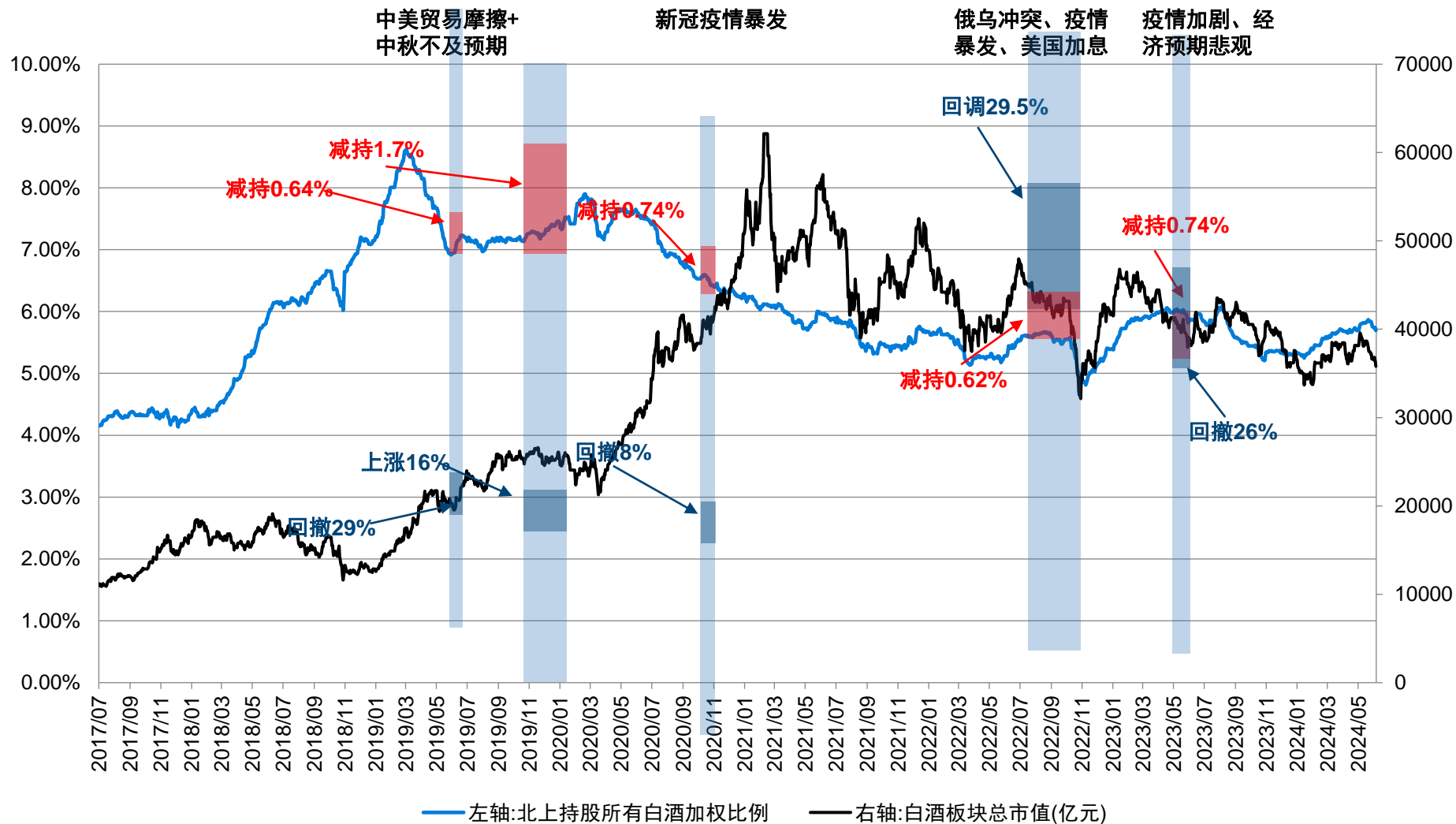


国缘四开批价——本月持平



北上资金：5月增持白酒0.06%，主要系月初外资回流较多

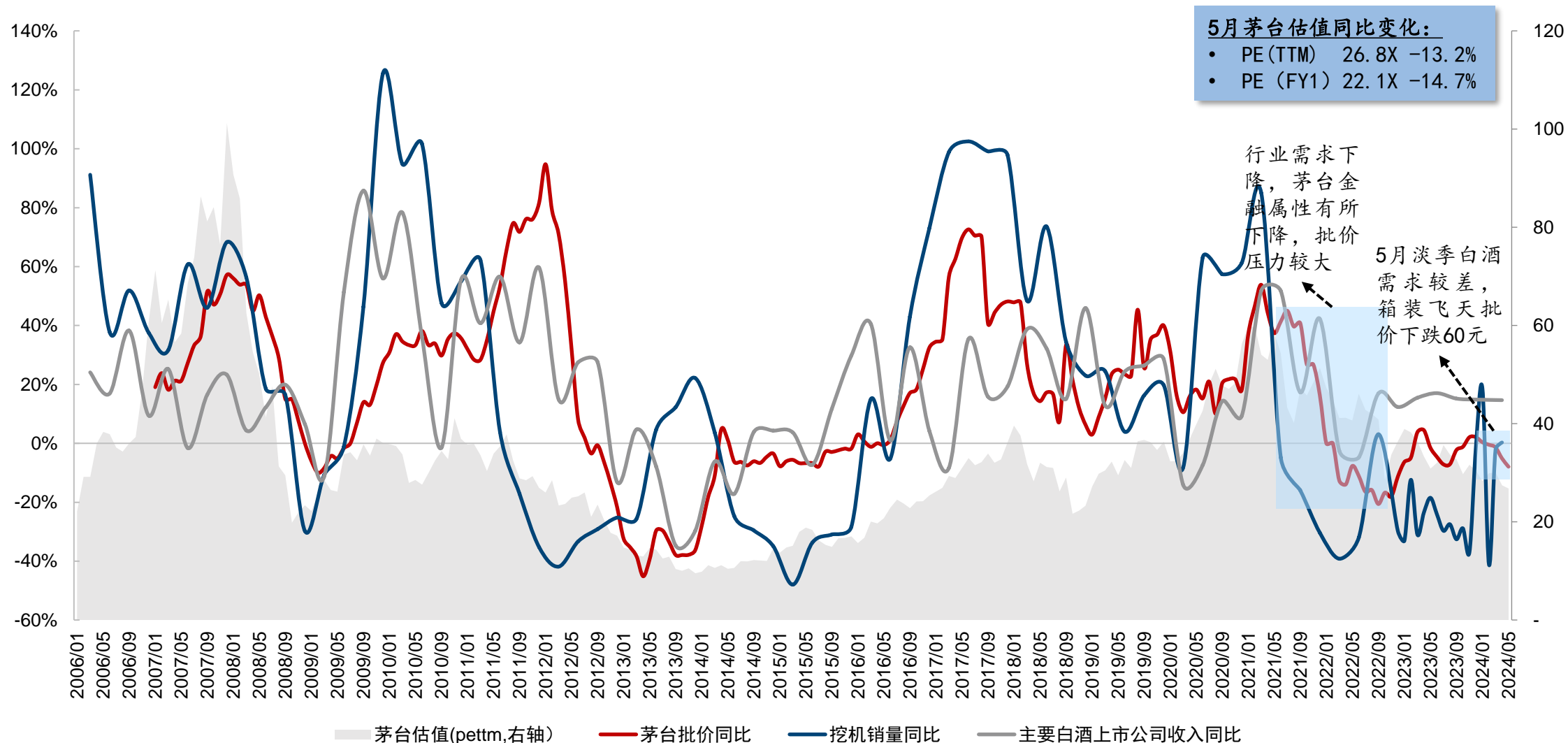
图：北上资金持股情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2024.6.7

景气度跟踪：5月茅台批价仍有压力，PE(TTM)回落至27X

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2024.5.31

01

白酒板块5月回顾：淡季白酒需求较弱，行业压力与韧性共存

02

主要白酒公司跟踪：酒企股东大会密集召开，供给端积极因素增加

03

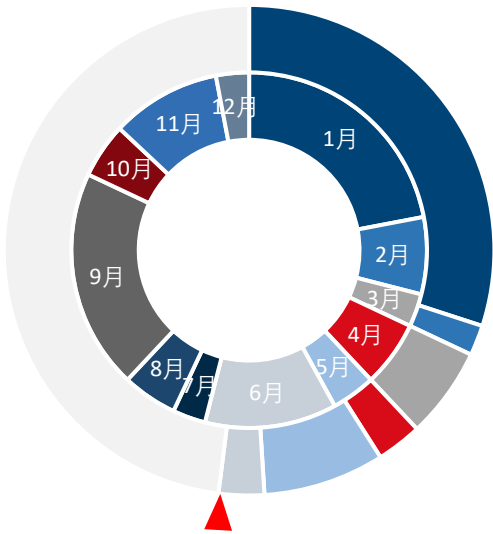
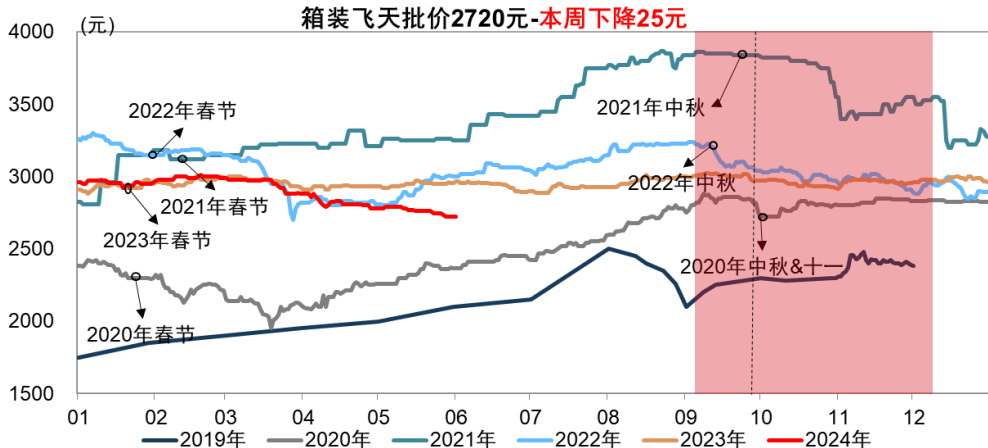
投资组合、盈利预测及风险提示

04

附录：6月行业重要事件

1、贵州茅台：股东大会强调长期主义，供给端有望逐步优化

表：公司财务信息及基本面表现更新

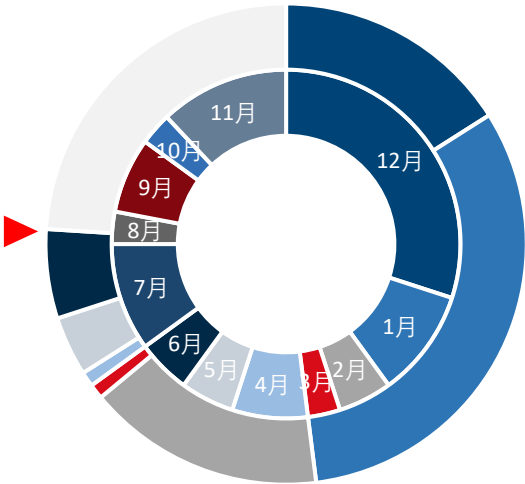
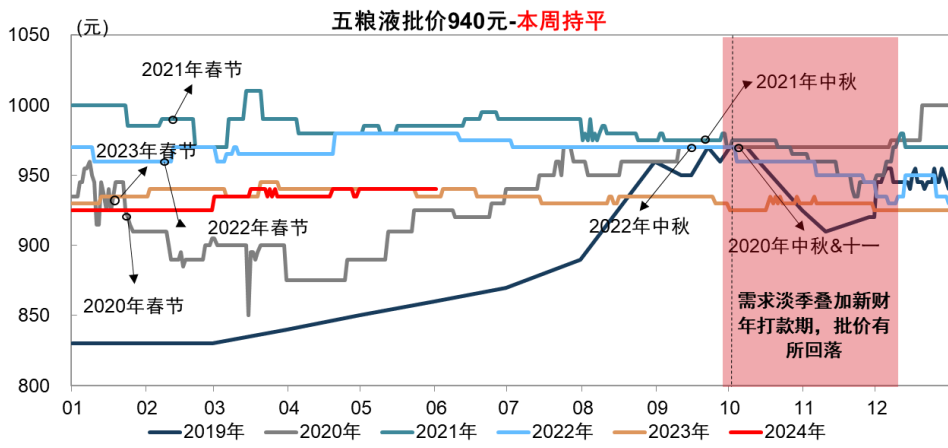
财务信息	2024年目标（描述）	2024年盈利预测及估值		
	根据年报，2024年公司主要目标是：实现营业总收入较上年度增长15%左右，完成固定资产投资61.79亿元	收入（+15.5%） 1739.2亿元	利润（+17.0%） 874.4亿元	对应24年PE 23.3x
基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）	批价表现	
	<ul style="list-style-type: none"> ● 5月飞天批价表现仍有压力，发货节奏及市场供需扰动仍是主要原因。5月配额公司分别在五一前后分两批打款发货，每次对应全年任务3-4%，截至五月经营节奏较去年同期快7%左右。目前6月打款已完成3-4%。预计6月发货比例同比降低。 ● 股东大会董事长张德芹定调高质量发展，讲话传达1)短期不会刻意降速、坚守长期高质量发展；2)重视经销商利益；3)茅台镇酒企竞合发展；4)坚持品牌责任与担当的内涵等要点。 ● 预计后续公司将推进组织人事调整、提振渠道信心、产品节奏优化等，飞天批价有望逐步企稳。 		<ul style="list-style-type: none"> ● 5月茅台批价继续阴跌，1)供给端看，公司分别在五一前后分2批打款发货，每次3-4%；2)需求端看，商务场景未出现明显改善，宴席受高基数等影响下滑幅度较大。 	

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2024.6.7，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：侧翼产品迂回保护普五，淡季批价表现稳定

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）	2024年盈利预测及估值		
	预计收入增速双位数	收入（+11.0%）	利润（+12.0%）	对应24年PE
		924.3亿元	338.4亿元	16.3x
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"> 普五淡季批价表现较好，5月稳定在940-945元。淡季中公司保持理性投放节奏，针对库存低于全年任务10%的经销商补充发货。6月端午窗口预计投放量环比增多，但整体库存水平低、终端动销流畅、经销商综合打款提升且对批价预期较好，看好全年普五批价的稳定性。 侧翼产品迂回保护普五，贡献销量。1618、39度五粮液持续获得宴席市场份额，动销增速超过50%；5月45、68度五粮液正式上市，其中45度产品在湖南、河南、安徽等中度主流市场尝试运作，与竞品形成差异化竞争。 公司加强销售费用的审核与管控，经营效率、费效比逐步改善。 		<ul style="list-style-type: none"> 淡季公司保持低投放量+动态精准发货，当前普五库存较低、动销流速相对较快，经销商综合打款成本提高，整体更加惜售。5月普五批价表现稳定，维持在940-954元。 	

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2024.6.7，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

3、泸州老窖：淡季经营节奏稳健，灵活调节费用政策提高渠道积极性



表：公司财务信息及基本面表现更新

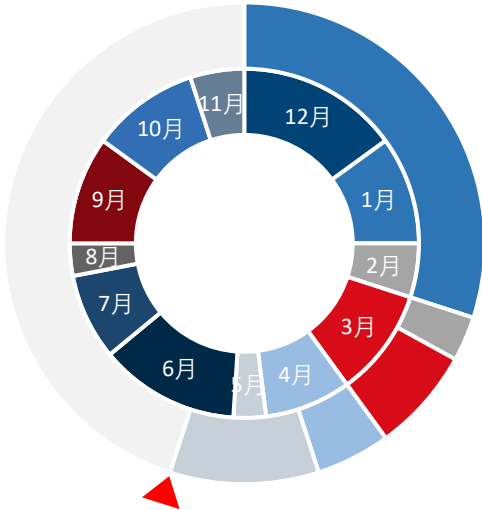
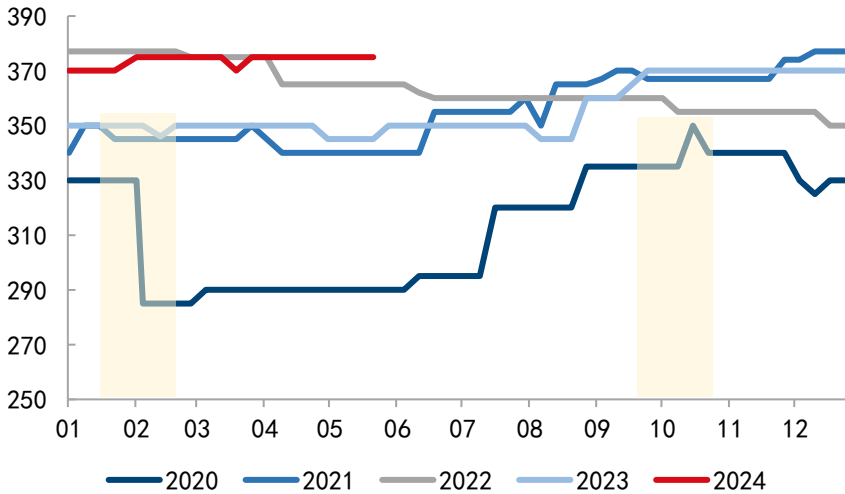
财务信息	2024年目标（描述）	2024年盈利预测及估值		
	预计收入增速20%左右	收入（+20.0%）	利润（+21.5%）	对应24年PE
		362.8亿元	160.9亿元	15.4x
基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）	批价表现	
	<ul style="list-style-type: none"> ● 5月高度国窖批价表现平稳（875-880元），叠加扫码红包返利政策，批价与成交价与普五拉开100元左右差距，在四川、湖南等国窖品牌力优势区域性价比凸显。 ● 公司管理能力毋庸置疑，淡季打款、发货节奏稳健，灵活调节经销商和费用政策，推出：1) 鹰计划（第一阶段雏鹰计划），增加进货1-5箱的终端陈列费，考核开瓶动销数据，扩大终端覆盖面；2) 小盘计划，用于做经销商的客勤维护，提高打款积极性。 ● 公司利用数字化工具降低渠道下沉后的管理成本，整体费用投放更精准，今年仍有费效比提升趋势。 		<ul style="list-style-type: none"> ● 高度国窖5月批价平稳，维持在875-880元。淡季需求较弱，动销平缓，但公司渠道管理力突出，灵活调整经销商政策，国窖批价表现仍然平稳。 	

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2024.6.1，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

4、山西汾酒：老白汾提价，青花20焕新，巩固公司高质量发展基础

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）	2024年盈利预测及估值		
	预计收入增速目标20%左右	收入（+20.5%）	利润（+25.7%）	对应24年PE
		384.7亿元	131.2亿元	22.1x
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"> 5月青花20批价表现稳健，淡季公司按照正常进度推进打款和发货，整体经营进度和去年相差不多。 6. 20起青花20、老白汾全新升级面市，其中老白汾全系列开票价每瓶上涨5元，经销商打款积极性提升；新版青花20导入“五码合一”系统，提升终端价（打款价不变），强化公司对渠道和价格的管理。 2023年及24Q1验证公司单经销商体量增长的能力，能通过空白网点的导入工作拓展收入增量。2024年是汾酒渠道持续补足短板的一年，预计在基本盘夯实、渠道管理提升后，预计青花30·复兴版在产品设计和营销组织上会有新的举措。 		<ul style="list-style-type: none"> 5月公司按照正常进度推进打款和发货，消费淡季公司聚焦渠道和终端基础性工作，青花20批价稳定在375元。 <p>青花20批价375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2024.5.31，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**

5、洋河股份：加强消费者端费用投入，今年坚持“聚焦+转型”战略



表：公司财务信息及基本面表现更新

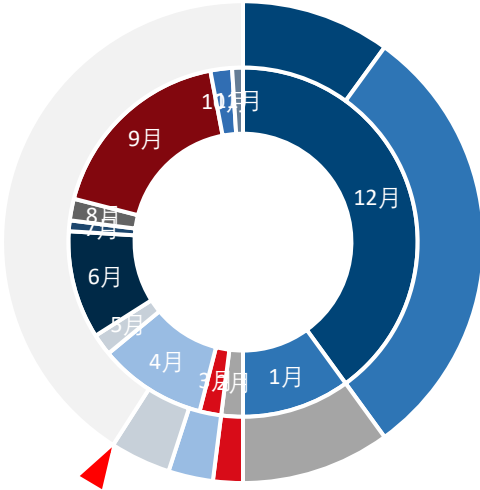
财务信息	2024年目标（描述）	2024年盈利预测及估值		
	年报披露全年收入目标增速在5-10%	收入（+5.2%）	利润（+2.3%）	对应24年PE
	348.5亿元	102.4亿元	12.5x	
基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）	批价表现	
	<ul style="list-style-type: none"> 淡季公司打款和发货进度正常，库存同比有所增加，分产品看M6+库存相对较高，主因商务场景没有明显复苏下，次高端价格带动销整体承压。 股东大会强调公司重视长期发展，5-10%的收入增速基于外部环境、发展阶段、内部调整。今年公司将围绕“聚焦+转型”开展工作：1) 深耕省内和长三角市场，优化组织、经销商和终端管理；2) 聚焦高地市场；3) 加大消费者端投入；4) 绵柔年份战略；5) 聚焦大单品；6) 革新组织风气，加强渠道基础工作。 今年公司政策力度有所加大，预计后续将在南京增加团购商、扶植大商以及推出新产品补充价格带。 		<p>今年公司加大消费者端费用投入，5月批价相较2023年同期偏低；商务弱复苏下，M6+动销承压</p> <p>当前批价：M6+/水晶梦/天之蓝/海之蓝省内批价分别为530-540/380-390/270/120-125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2024.5.31，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

6、古井贡酒：短期批价波动系发货节奏扰动，公司渠道控盘能力依然扎实

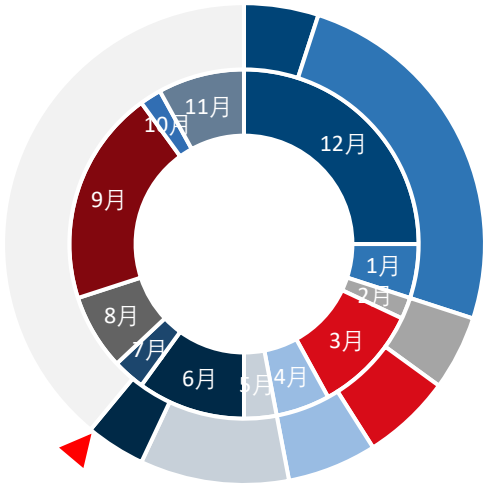
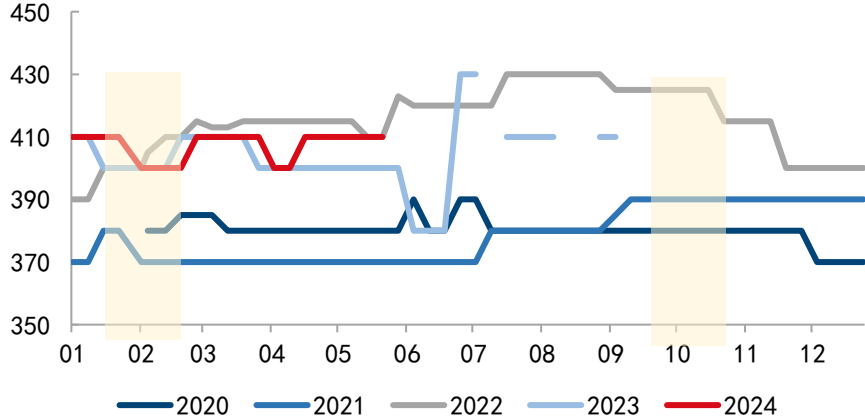
表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	2024年盈利预测及估值		
	年报披露去年计划实现营收244.50亿元（同比+20.72%）	收入（+21.0%） 245.1元	利润（+26.9%） 58.2亿元	对应24年PE 22.1x
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"> 5月安徽省宴席场景竞争加剧，其中婚宴受去年高基数和寡妇年等因素影响下滑幅度超过双位数，但满月宴、升学宴等有一定支撑。 短期批价波动系发货节奏扰动，5月下旬公司为抢占端午动销窗口，回款节奏有所加快，目前古8批价在190-195元（下滑幅度并不大）。库存看，省内处于合理范围，省外考核动销下持续下降，渠道健康置信度依然较高。 古井的市场化运作能力和渠道控盘能力依然扎实，淡季聚焦库存去化、消费者端培育，阶段性加强费用投入主要系存量竞争中抢占份额，对全年价盘的稳定度影响不大。 		<p>5月主要产品批价表现环比小幅下降，主因淡季需求走弱，安徽省内宴席场景竞争加剧，婚宴下滑幅度超双位数，满月宴升学宴等有所补充</p> <p>当前批价：古20/古16/古8/古5/古5献礼版批价分别为490-530/315-330/195-210/115/75-80元，批价环比4月小幅下降</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2024.5.31，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：价盘表现稳中有升，增加消费者端费用投入

表：公司财务信息及基本面表现更新

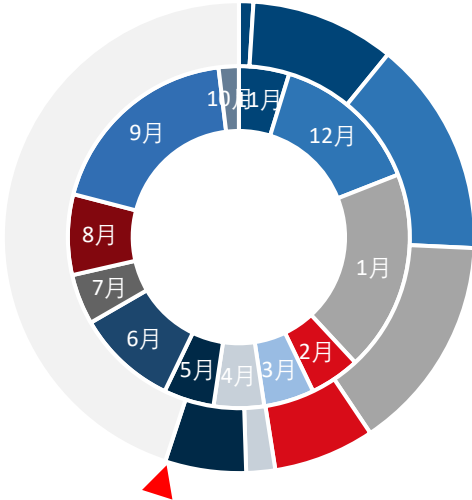
财务信息	2024年目标（描述）	2024年盈利预测及估值		
	报表披露2024年经营目标总营收122亿元左右，净利润37亿元左右	收入（+21.2%）	利润（+19.7%）	对应24年PE
		122.4亿元	37.5亿元	17.2x
基本面	公司近期变化及关键变量	经销商节奏（测算）	批价表现	
	<ul style="list-style-type: none"> ● 5月公司主要单品批价稳中有升，当前四开410-420元、对开260-270元，环比4月上涨5-10元，主要系提价后经销商打款成本上升推动。 ● 省内部分优势地区进一步抢夺竞品份额，终端需求支撑下，经销商积极性较高，库存环比4月有所增加。 ● 为应对高地市场竞争，公司增加消费者端费用投入，例如在南京市场加大广告、演唱会活动等费用力度。 		<p>• 当前四开/对开批价分别为410-420元/260-270元，环比有所上升，淡季公司聚焦去库挺价。</p> <p>国缘四开批价410-420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2024.5.31，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

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：洞藏品牌势能持续释放，费用投放理性克制

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）	2024年盈利预测及估值		
	预计20%以上	收入（+20.9%）	利润（+25.5%）	对应24年PE
		81.3亿元	28.7亿元	18.3x
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"> 合肥地区宴席市场存量环境下，洞藏系列显示出较强的品牌动销势能，消费者自点率高于竞品。 动销需求支撑下，公司在费用投入上理性克制，现金投入比例较少（经销商垫付扫码红包，公司兑付费用酒），淡季价盘表现稳定。另外，大额费用支出审批流程较为严格，营销团队套取费用的概率很低。 今年公司收入增长确定性强：1）洞藏品牌仍处于生命周期的中段，省内渠道仍有加密空间；2）产品结构持续升级，目前增长抓手已经从洞6向洞9转移。 		<p>公司费用投入保持理性，5月洞藏系列批价稳中有升</p> <p>当前批价：洞16/洞9/洞6批价分别为290/190/110元，环比4月小幅提升</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2024.5.31，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5月回顾：淡季白酒需求较弱，行业压力与韧性共存

02

主要白酒公司跟踪：酒企股东大会密集召开，供给端积极因素增加

03

投资组合、盈利预测及风险提示

04

附录：6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，经销商综合打款成本提升+批价预期提升下更加惜售，预计全年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；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924.39/1020.54亿元，同比增长+11.0%/10.4%，归母净利润338.32/376.02亿元，同比增长12.0%/11.2%；当前股价对应PE16.3/14.7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“优于大市”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，产品定位目前增长势能最突出的8-10元细分价格带，产品自然动销能力及渠道渗透能力较强；青岛白啤渠道拓展较快推进，展现较强成长性；旺季公司将加大对于青岛纯生产品的投入，青岛纯生品牌基础较好，后续增速有望回升。公司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。二季度销量基础压力较大，但目前库存水平有所回落，三季度开始销量预计恢复正增长。此外，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，全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2024-2025年公司实现营业总收入348.9/359.5亿元，同比+2.8%/+3.1%，归母净利润49.5/56.5亿元，同比+16.0%/+14.2%，当前股价对应PE分别为22/19倍，估值已回落至合理区间，维持“优于大市”评级。
- **盐津铺子：**公司战略转型红利持续释放，在已初步完成全渠道布局后，现阶段将进一步推动全渠道精耕，如量贩零食渠道扩大门店覆盖面并增加进场SKU数量、电商渠道灵活运营并乘势扩大规模、定量流通渠道积极开拓经销商客户。完备的供应链体系、健全的激励机制也将助力公司长期高质量发展。短期来看，魔芋、鹌鹑蛋等核心产品市场认可度高，且公司通过向上游延伸实现降本的效果，产品性价比凸显，目前在多细分渠道处于放量状态。预计2024-2025年公司营业总收入52.4/63.4亿元，同比+27.3%/+21.1%；归母净利润6.7/8.9亿元，同比增长+32.5%/32.3%，当前股价对应PE分别为19/14倍，维持“优于大市”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5月回顾：淡季白酒需求较弱，行业压力与韧性共存

02

主要白酒公司跟踪：酒企股东大会密集召开，供给端积极因素增加

03

投资组合、盈利预测及风险提示

04

附录：6月行业重要事件

附录：6月行业重要事件

日期	事件
股东大会	
6月7日	金种子酒 (600199.SH)
6月12日	现代牧业 (11117.HK)
6月12日	蒙牛乳业 (2319.HK)
6月13日	天佑德酒 (002646.SZ)
6月21日	珍酒李渡 (6979.HK)
6月21日	伊力特 (600197.SH)

日期	事件
分红	
6月11日	千禾味业 (603027.SH)
6月11日	东鹏饮料 (605499.SH)
6月12日	今世缘 (603369.SH)
6月13日	晨光生物 (300138.SZ)
6月14日	洽洽食品 (002557.SZ)
6月14日	海融科技 (300915.SZ)
6月14日	金枫酒业 (600616.SH)
6月14日	天味食品 (603317.SH)
6月14日	安井食品 (603345.SH)
6月14日	味知香 (605089.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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	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
	弱于大市	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、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