

食品饮料

2024Q2 酒类前瞻：白酒分化延续，啤酒升级节奏放缓

白酒：商务需求仍在复苏途中，次高端价位影响更大

2023Q3 以来工业企业利润同比增速降幅收窄，2024Q1 转正达 4.30%，固定资产投资完成额、房地产开发投资完成额当月增速均延续提升，预计随着宏观经济改善，商务消费逐步复苏，白酒企业真实动销有望迎来改善契机。茅台批价受短期因素影响有波动，当前公司采取多措施稳定价格，批价逐步企稳。今年以来五粮液、国窖 1573 等批价均较稳定，当前普五等批价与飞天的批价差较大，我们认为与飞天批价波动不具有明显相关性。

白酒：大众需求稳中有升，大众价格带品牌集中度提升

2024 年宴席市场需求稳中有升，根据名酒研究所，五一期间多地宴席消费减少约 30%，该部分需求通过餐饮等小型聚会等得到部分补充，根据美团数据，5 月 1-3 日全国餐饮堂食订单量同比增长超 73%；根据商务部，端午假期重点监测餐饮企业销售额同比增长 7.4%。我们认为大众价格带与宏观经济的相关度更低，消费韧性更强；大众价位段品牌集中，区域龙头一般全价格带布局，更适应当前市场需求，且 2024 年加大对 100-300 元价格带的投入力度，因此我们预计大众价格带尤其是区域龙头表现仍亮眼。

白酒：需求弱复苏，品牌分化延续

(1) 高端酒：商务需求整体仍在复苏中，超高端稳健增长，我们预计五粮液动销有小幅增长，我们估算 2024Q2 高端酒整体动销增长为大个位数至双位数，茅五沪报表韧性较强。(2) 次高端：次高端价格带需求较弱，我们估算 2024Q2 次高端行业动销略有下滑，其中品牌分化加剧，汾酒动销领先行业，舍得和酒鬼库存仍待去化。(3) 区域酒：2023 年来 100-300 元价格带需求较好，区域龙头充分受益该价格带扩容，其中主力产品势能向上、渠道利润领先的酒企如古井、今世缘、迎驾、老白干等预计表现更好。

啤酒：旺季升级节奏放缓，期待下半年销量低基数下复苏

2024 年 1-5 月我国啤酒累计产量同比增长 0.70%，二季度基数已逐步开始转低，下半年行业产量有望重回正增长。消费端而言，啤酒消费量呈现区域分化和价位段分化的特征，分区域看，南方二季度受降水影响而北方市场销量相对更优；分价位段看，餐饮修复较慢下高价位段啤酒增长降速，而中档酒替代低档酒的趋势仍在延续。成本方面，主要原料延续下行或低位企稳，其中大麦价格持续下行，包材端我们预计铝锭价格或已出现向下拐点、玻璃与瓦楞纸则有望低位企稳，啤酒企业成本压力有望延续趋缓。

投资建议：优选报表兑现度高、估值具备性价比的标的

白酒：份额优先，优选报表兑现度高的标的。白酒行业驱动由需求端逐步向供给端倾斜，展望未来需求增速放缓，集中度仍有较大提升空间。当前综合考虑股息率+业绩增速，板块估值具备性价比。随着促经济政策强化，行业估值有望筑底回升。核心推荐：围绕宏观预期改善+报表兑现度高推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，围绕区域集中度提升推荐山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、老白干酒等。

啤酒：量价修复在望，关注低估值龙头。我国啤酒企业高端化在消费弱复苏的情况下或以结构性升级为短期主要特性，但参考美国经验，我们认为国内啤酒高端化空间仍大，且仍为行业主要逻辑。短期看，二季度市场预期修正，随着下半年基数转低、成本红利的进一步体现，推荐低估值的啤酒龙头青岛啤酒、华润啤酒以及改革预期的燕京啤酒，建议关注重庆啤酒。

风险提示：宏观经济不达预期、行业竞争加剧、食品安全问题、消费不及预期

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：邓周贵

执业证书编号：S0590524040005

邮箱：dzhg@glsc.com.cn

分析师：徐锡联

执业证书编号：S0590524040004

邮箱：xuxl@glsc.com.cn

分析师：刘景瑜

执业证书编号：S0590524030005

邮箱：jyl@glsc.com.cn

联系人：吴雪枫

邮箱：wxuef@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《食品饮料：如何看待大众品成本红利超预期》2024.06.30
- 2、《食品饮料：大众品需求专题：逆水行舟，寻找大众品的需求亮点》2024.06.18

正文目录

1. 白酒：淡季偏淡，预计二季度板块延续分化	3
1.1 商务需求仍在复苏途中，次高端价位影响更大	3
1.2 大众需求稳中有升，大众价格带品牌集中度提升	4
1.3 预计 2024Q2 产品结构升级趋势略有放缓，消费者费用投放加大	5
1.4 2024Q2 前瞻：需求弱复苏，品牌分化延续	6
2. 啤酒：旺季升级节奏放缓，期待下半年销量低基数下复苏	8
2.1 产量基数走低，成本压力趋缓	8
2.2 2024Q2 前瞻：结构升级放缓，成本持续优化	10
3. 投资建议：优选报表兑现度高、估值具备性价比的标的	11
3.1 白酒：优选报表兑现度高的标的	11
3.2 啤酒：关注低估值龙头	11
4. 风险提示	11

图表目录

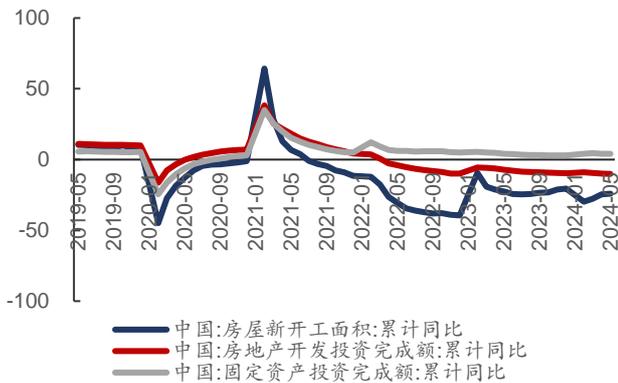
图表 1：固定资产投资累计增速仍在磨底（%）	3
图表 2：工业企业利润增速与白酒板块收入同比正相关	3
图表 3：固定资产投资完成额当月增速有所回升	3
图表 4：房地产开发投资完成额当月增速有所回升	3
图表 5：茅台批价有望企稳（元/瓶）	4
图表 6：五泸批价整体稳健（元/瓶）	4
图表 7：5 月餐饮与社零当月同比增速提升，有望补足部分减少的宴席需求	5
图表 8：2023 年全国结婚登记人数累计同比增长，部分婚宴需求或体现在 2024 年	5
图表 9：2023Q1 以来公司销售毛利率提升节奏趋缓	5
图表 10：白酒主要上市公司收入预测（亿元，%）	8
图表 11：白酒主要上市公司归母净利润预测（亿元，%）	8
图表 12：1-5 月啤酒产量累计同比增长 0.70%	9
图表 13：啤酒月度产量增速逐月回升（%）	9
图表 14：2023 年来大麦价格下行	10
图表 15：瓦楞纸价格底部企稳	10
图表 16：浮法玻璃价格仍在底部	10
图表 17：铝锭价格或将下行	10
图表 18：啤酒主要上市公司收入雨归母净利润预测（亿元，%）	11

1. 白酒：淡季偏淡，预计二季度板块延续分化

1.1 商务需求仍在复苏途中，次高端价位影响更大

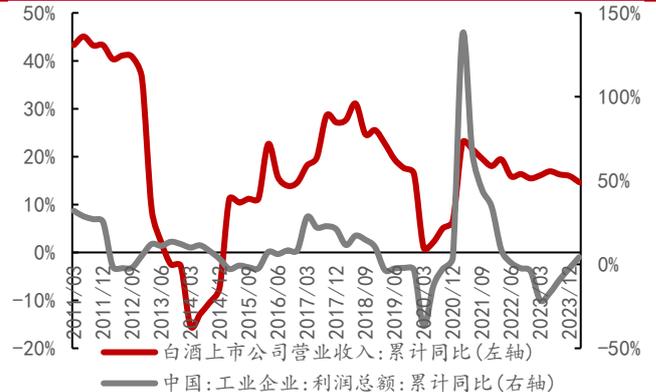
宏观弱复苏背景下，投资数据当月同比延续好转，白酒商务需求复苏在途。白酒商务需求主要与宏观经济活动正相关，宏观经济的边际回暖有望带动白酒商务需求逐步复苏。复盘历史数据，白酒板块上市公司营业收入同比增速与工业企业利润同比增速正相关。2023Q3 以来工业企业利润同比增速降幅收窄，2024Q1 增速已转正达 4.30%；固定资产投资完成额截至 2024 年 5 月累计同比增长 4%，从当月增速来看已呈改善趋势，4 月同比增速转正，为 7.86%，5 月同比增长延续，同比增长 7.92%；房地产开发投资完成额当月同比降幅收窄，4 月同比-7.29%，5 月同比-4.74%。预计未来随着宏观经济的改善，商务消费逐步复苏，白酒企业真实动销有望迎来改善契机。

图表1：固定资产投资累计增速仍在磨底 (%)



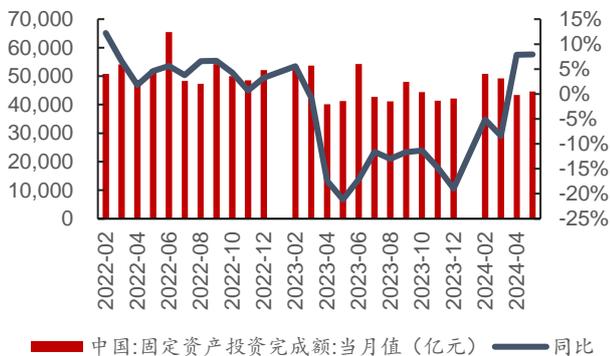
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：工业企业利润增速与白酒板块收入同比正相关



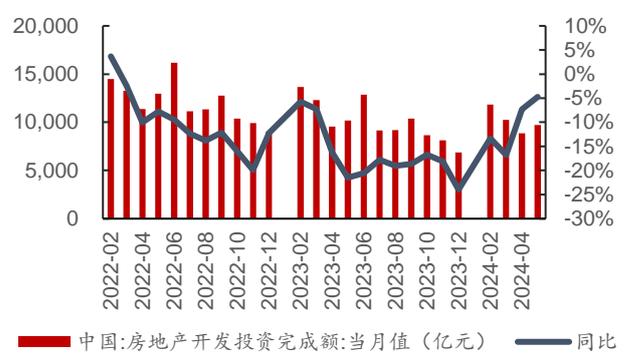
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：固定资产投资完成额当月增速有所回升



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：房地产开发投资完成额当月增速有所回升



资料来源：Wind，国联证券研究所

茅台批价受短期因素影响有所波动，当前逐步企稳。近期茅台批价下行主要受黄牛竞争激烈、电商 618 活动加剧竞争等短期因素的影响，当前公司采用多措施稳定价格，包括在企业团购等渠道采取控货措施、取消 12 瓶装飞天茅台的市场投放、取消飞天茅台的开箱政策、部分区域 15 年陈年茅台酒和精品茅台将暂停发货等，我们

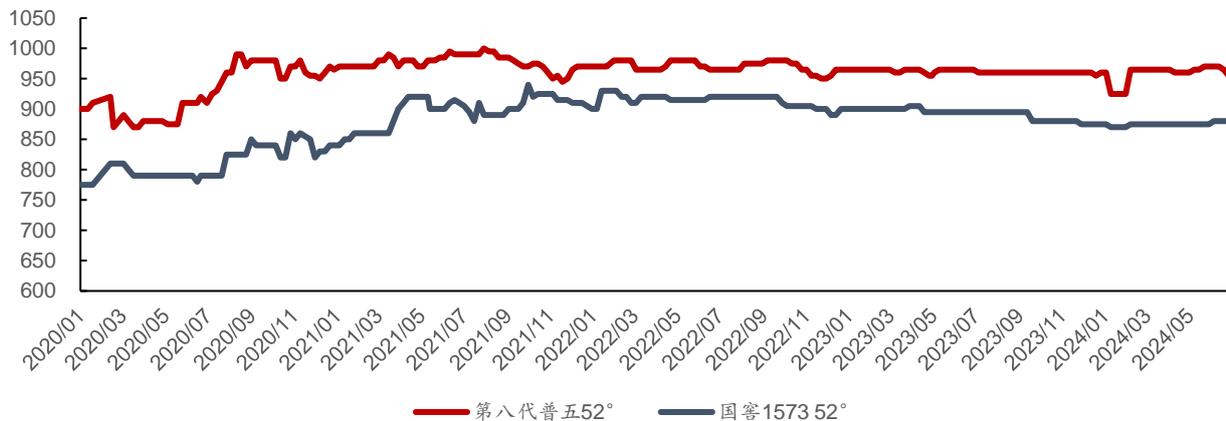
预计批价有望逐步企稳。今年以来五粮液、国窖 1573 等批价均较稳定，截至目前未受茅台批价短期波动的影响。当前普五的批价与飞天的批价差距较大，我们认为并没有直接相关性。

图表5：茅台批价有望企稳（元/瓶）



资料来源：今日酒价，国联证券研究所

图表6：五泸批价整体稳健（元/瓶）



资料来源：今日酒价，国联证券研究所

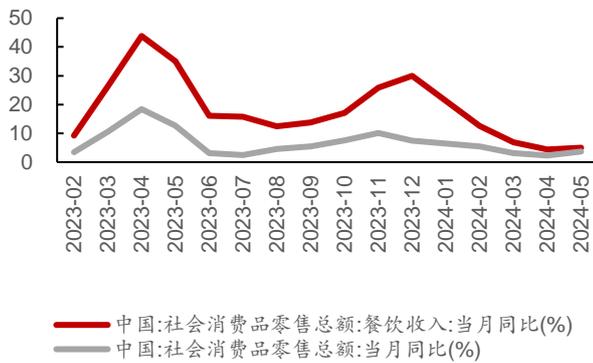
1.2 大众需求稳中有升，大众价格带品牌集中度提升

2024 年宴席需求高基数下增速有所放缓，通过餐饮等小型聚会得到部分补充。 2023 年受益于返乡和婚宴数量超预期，宴席市场需求增长亮眼，2024 年宴席市场需求在高基数下增速有所放缓，根据名酒研究所，五一期间多地宴席消费减少约 30%，该部分需求通过餐饮等小型聚会等得到部分补充，根据美团数据，5 月 1-3 日全国餐饮堂食订单量同比增长超 73%；根据商务部，端午假期重点监测餐饮企业销售额同比增长 7.4%。

大众价格带区域龙头表现仍亮眼。我们认为大众节日白酒消费时间更加集中，节

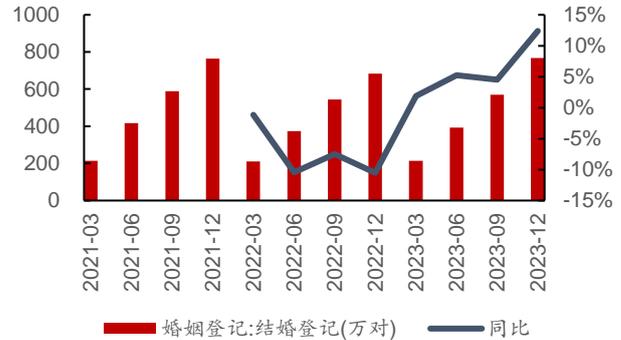
日消费档次易升难降，该价格带与宏观经济的相关度更低，消费韧性更强；大众价位的品牌集中，区域龙头一般全价格带布局，更加适应当前市场需求情况，在 2024 年加大了对中档 100-300 元价格带的投入力度，因此我们预计大众价格带尤其是区域龙头表现仍较为稳健。

图表7：5 月餐饮与社零当月同比增速提升，有望补足部分减少的宴席需求



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表8：2023 年全国结婚登记人数累计同比增长，部分婚宴需求或体现在 2024 年



资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.3 预计 2024Q2 产品结构升级趋势略有放缓，消费者费用投放加大

自 2023Q1 以来主要上市酒企毛利率升级节奏放缓，主要由于：（1）商务需求整体恢复情况偏弱，100-300 元大众消费价格带动销需求较好；（2）酒企为了抢占回款、提升市占率、去化库存，货折增加。

费用投放方面，数字化提升酒企费用效率，预计 2024Q2 酒企表观费用率保持基本平稳。2023 年以来酒企逐步淡化之前的渠道费用、加大了消费者端费用投放，酒企对于渠道的运作更加精细化，通过终端模糊返利、消费者扫码红包等形式，促进终端动销，加大了开瓶率，一定程度上减少了经销商的窜货乱价行为。我们预计 2024Q2 酒企表观费用率保持基本平稳。

图表9：2023Q1 以来公司销售毛利率提升节奏趋缓

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
贵州茅台	92.37%	91.78%	91.42%	91.85%	92.60%	90.80%	91.52%	92.56%	92.61%
五粮液	78.41%	73.92%	73.29%	73.74%	78.39%	73.27%	73.41%	75.60%	78.43%
泸州老窖	86.43%	85.32%	88.49%	86.15%	88.09%	88.63%	88.65%	87.91%	88.37%
山西汾酒	74.75%	78.40%	77.91%	69.05%	75.56%	77.79%	75.04%	72.06%	77.46%
舍得酒业	80.83%	73.79%	78.65%	75.75%	78.38%	71.88%	74.63%	72.27%	74.16%
酒鬼酒	79.77%	77.80%	81.73%	78.47%	81.54%	77.82%	75.69%	76.64%	71.08%
水井坊	84.92%	84.60%	84.44%	83.84%	83.17%	81.56%	83.71%	83.10%	80.47%
洋河股份	77.30%	66.51%	76.03%	75.08%	76.60%	75.08%	74.87%	69.62%	76.03%
今世缘	74.30%	69.20%	79.61%	86.45%	75.39%	72.87%	80.72%	88.36%	74.23%
古井贡酒	77.90%	77.01%	73.72%	79.63%	79.67%	77.78%	79.42%	79.17%	80.35%
迎驾贡酒	71.37%	63.16%	69.10%	66.72%	71.18%	70.56%	72.96%	70.71%	75.09%

口子窖	78.03%	72.06%	72.80%	73.42%	76.63%	70.52%	77.81%	75.10%	76.48%
金种子酒	34.60%	31.43%	19.85%	19.21%	27.23%	33.79%	50.04%	52.65%	44.52%
老白干酒	70.23%	66.55%	67.22%	69.98%	65.42%	68.60%	66.17%	68.24%	62.72%
伊力特	51.02%	40.44%	41.02%	58.28%	51.45%	42.10%	50.63%	47.45%	51.89%
金徽酒	66.35%	58.77%	60.59%	63.48%	64.97%	62.05%	62.65%	58.42%	65.40%
顺鑫农业	32.85%	28.12%	30.49%	34.96%	37.72%	21.45%	22.79%	43.68%	37.15%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.4 2024Q2 前瞻: 需求弱复苏, 品牌分化延续

1.4.1 高端酒: 超高端稳健增长, 五粮液动销小幅增长

由于商务需求整体仍在复苏途中, 我们估算二季度高端酒整体动销增长为大位数至双位数。其中龙头公司茅五泸需求韧性较强, 公司在整体需求稳健增长约束下做量价平衡的选择。

贵州茅台: 需求平稳, 量有增长, 低库存运行。端午节后批价波动引发经销商的短期恐慌和公司股价波动, 公司近期采取一系列措施稳定批价, 根据百荣酒价, 7月1日飞天整箱/散瓶批价分别为 2530/2320 元/瓶, 环比企稳, 渠道与市场信心有望回暖。预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比+12%/+13%。

五粮液: 公司股东大会表示今年八代普五遵循量价平衡原则, 新增计划量向 1618、39 度、45 度、68 度、文化酒等倾斜, 当前主品牌动销和回款符合预期, 库存水平合理, 占有率高、复购率高、开瓶率高、社会库存低, 在千元价位段领先优势明显。2月5日起五粮液核心大单品第八代五粮液出厂价将从 969 元/瓶提升至 1019 元/瓶, 节后淡季进入控量挺价阶段, 根据百荣酒价数据, 7月1日八代普五批价为 925 元/瓶。我们判断五粮液端午动销小幅增长, 预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比+8%/+10%。

泸州老窖: 公司今年已对大营销体系进行了 5 轮迭代升级, 在数字化管理上实现新突破, 同时低度产品在品质、品牌及市场口碑上优势凸显, 有望为公司带来新的增量, 当前 38 度国窖 1573 占比已从 15% 提升至 50%。我们判断当前国窖回款进度合理, 渠道库存位于合理水平, 蓄水池。根据百荣酒价数据, 7月1日高度国窖批价 875 元/瓶。我们预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比+15%/+15%。

1.4.2 次高端: 动销承压, 回款表现分化

由于商务接待需求的复苏节奏整体较慢, 次高端价格带整体需求较为疲弱。我们估算 2024Q2 次高端行业动销略有下滑, 其中品牌分化加剧, 汾酒青花 20 在 400 元价位段流行度高, 波汾仍是口粮酒首选之一, 动销领先行业; 舍得、酒鬼酒动销有待回暖。

山西汾酒：我们判断汾酒动销增速延续领先行业，一方面受益于“清香热”，另一方面汾酒作为清香龙头，青花 20 在 400 元价位品牌力领先。我们预计省内回款进度良好、省外回款进度更快，今年整体回款进度正常、库存正常。6 月份汾酒对老白汾和巴拿马升级提价，着重打造宴席市场，有望带动全年增速提升。7 月 1 日青花 20 批价 355 元，环比略有下滑。预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比+17%/+20%。

舍得酒业：商务接待需求恢复较弱，预计公司品味舍得以上产品回款动销承压，舍之道、沱牌等大众价位产品贡献主要增长。由于舍得品牌库存偏高，回款进度慢于去年，预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比-10/-20%。

酒鬼酒：根据公司投资者关系管理信息披露，公司 2024 年来动销较 2023 年已有较大提升，目前内参甲辰版价格稳定、动销良好、客户积极性回升，红坛价格稳定、动销提速，整体库存有所下降，市场信心有所恢复。由于公司此前库存包袱较大，预计 2024Q2 收入仍将承压，我们预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比-10%/-20%。

1.4.3 区域酒：大众价格带表现仍亮眼，龙头强者恒强

大众价格带需求与经济的相关性弱于次高端，受益于集中度提升和居民消费升级，2023 年以来 100-300 元价格带需求较好。区域龙头品牌在该价格带有完善布局，充分受益该价格带扩容，其中主力产品势能向上、渠道利润领先的酒企表现更好。

洋河股份：公司对全国大区进行优化整合和联动，我们判断 4-5 月回款略有提速，但今年整体回款进度略慢于去年，渠道库存仍然合理偏高。价格方面，根据百荣酒价，7 月 1 日 M6+/M3 水晶版/天之蓝/海之蓝批价分别为 570/423/280/135 元/瓶。我们预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比+5%/+5%。

今世缘：我们判断公司今年以来动销实现双位数增长，回款进度略快于去年同期。根据公司投资者关系管理信息披露，对开、单开、淡雅、V3 增速都较好，整体库存同比有所下降。预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比+21%/+20%。

古井贡酒：安徽整体需求略有放缓但龙头韧性充足，我们预计二季度古井整体动销增长领先行业，整体回款进度较快，省内回款进度略快于省外。分产品来看，古 16 和古 20 增长领先，省内消费升级趋势延续。公司今年继续对省外市场稳扎稳打，我们预计古 7、古 8 省外较快增长趋势或将延续，预计 2024Q2 收入和归母净利润分别同比+17%/+27%。

迎驾贡酒：公司渠道操作稳扎稳打，渠道库存位于合理水平、包袱较轻，叠加产品尚在成长期，动销领先，渠道利润较厚，经销商回款较为积极。我们预计洞藏系列活延续高增进一步带动公司量价齐升，预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比+15%/+16%。

老白干酒:公司加速改革,从市场出发,高档酒库存消化模式更迭重回良性增长、中档酒精简产品、提升对主流价格带产品的重视度,同时进行费用优化、将人员向优势区域转移,顺势而为、向内要效率下我们预计公司 2024 年收入与利润都有望实现较亮眼的表现,预计 2024Q2 回款基本符合预期进度、库存同比下降,预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比+10%/+25%。

图表10: 白酒主要上市公司收入预测 (亿元, %)

	2024E	2025E	2023YOY	2024YOY	2025YOY	2024Q2YOY	2024Q2E
贵州茅台	1,736.07	1,970.91	18.0%	15.3%	30.9%	12%	38.05
五粮液	927.05	1,026.31	12.6%	11.3%	23.2%	8%	11.57
泸州老窖	355.34	408.83	20.3%	17.5%	35.2%	15%	10.62
山西汾酒	386.56	456.38	21.8%	21.1%	42.9%	17%	10.93
舍得酒业	75.76	85.70	16.9%	7.0%	21.0%	-10%	-1.61
酒鬼酒	28.54	33.00	-30.1%	0.9%	16.6%	-10%	-0.68
古井贡酒	246.37	290.15	21.2%	21.6%	43.3%	17%	8.20
迎驾贡酒	81.32	97.34	22.1%	21.0%	44.8%	15%	1.99
口子窖	67.09	77.18	16.1%	12.5%	29.5%	10%	1.42
洋河股份	360.76	387.61	10.0%	8.9%	17.0%	5%	3.46
今世缘	123.24	150.29	28.0%	22.0%	48.8%	21%	4.76
老白干酒	59.18	65.87	13.0%	12.6%	25.3%	10%	1.33

资料来源: Wind, 国联证券研究所预测

图表11: 白酒主要上市公司归母净利润预测 (亿元, %)

	2024E	2025E	2023YOY	2024YOY	2025YOY	2024Q2YOY	2024Q2E
贵州茅台	1,736.07	1,970.91	18.0%	15.3%	30.9%	13%	19.87
五粮液	927.05	1,026.31	12.6%	11.3%	23.2%	10%	4.59
泸州老窖	355.34	408.83	20.3%	17.5%	35.2%	15%	5.22
山西汾酒	386.56	456.38	21.8%	21.1%	42.9%	20%	4.10
舍得酒业	75.76	85.70	16.9%	7.0%	21.0%	-20%	-0.90
酒鬼酒	28.54	33.00	-30.1%	0.9%	16.6%	-20%	-0.44
古井贡酒	246.37	290.15	21.2%	21.6%	43.3%	27%	3.54
迎驾贡酒	81.32	97.34	22.1%	21.0%	44.8%	16%	0.74
口子窖	67.09	77.18	16.1%	12.5%	29.5%	10%	0.41
洋河股份	360.76	387.61	10.0%	8.9%	17.0%	5%	1.10
今世缘	123.24	150.29	28.0%	22.0%	48.8%	20%	1.79
老白干酒	59.18	65.87	13.0%	12.6%	25.3%	25%	0.54

资料来源: Wind, 国联证券研究所预测

2. 啤酒: 旺季升级节奏放缓, 期待下半年销量低基数下复苏

2.1 产量基数走低, 成本压力趋缓

2024 年 1-5 月我国啤酒累计产量同比增长 0.70%, 下半年基数逐步走低。供给端来看, 2023 年下半年行业产量同比增速多数居于负值, 呈现供需两弱状态, 尤其

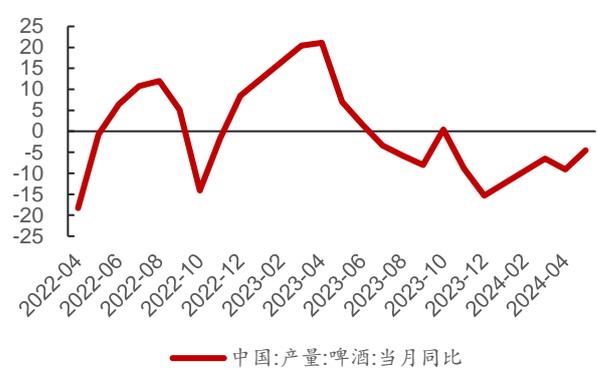
2023年11/12月啤酒行业产量同比分别下降8.90%/15.30%，体现出较明显的去库存特征，2024年1-2月啤酒累计产量达566.6万千升，同比增长12.1%，我们认为这在一定程度上反映了厂商对啤酒消费信心的改善，3-5月产量同比下滑或受去年基数偏高的影响，同比增速已在逐月回升。整体看，2024年1-5月啤酒产量累计同比增长0.70%，二季度基数已逐步开始转低，下半年行业产量有望重回正增长。消费端而言，啤酒消费量呈现区域分化和价位段分化的特征，分区域看，南方二季度受降水影响，多数区域销量受损，北方市场销量相对更优；分价位段看，由于餐饮修复较慢，高价位段（10元以上）的啤酒消费增长降速，中档酒（5-6元）替代低档酒（3元以下）的趋势仍在延续。

图表12：1-5月啤酒产量累计同比增长0.70%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：啤酒月度产量增速逐月回升 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

主要原料多数延续下行或低位企稳，啤酒企业成本压力延续趋缓。啤酒企业成本中酿酒原材料、包材两者占比相对较高。大麦是啤酒生产的重要原材料之一，澳麦“双反”取消叠加供求调整价格持续下行，进口均价自2023年延续下行，已从2022年12月高点410.42美元/吨下降至2024年5月的267.57美元/吨，环比4月下行2.01%。包材方面，铝锭价格自2022年高点下行后2024年上半年略有抬升、当前向下拐点或已出现，瓦楞纸平稳在较低区间，而玻璃价格3月起跌幅较大、当前同样在低位企稳。展望下半年，瓦楞纸下游需求无明显变化、叠加纸厂库存压力较大，纸价仍有可能进一步下跌；由于玻璃生产特点，供需难以平衡，2024年以来市场产能过剩、供大于求，预计下半年企业或通过降价减少库存，考虑到产销偏弱，玻璃价格或同样将维持低位。综合而言，我们预计下半年啤酒企业成本压力整体有望延续趋缓。

图表14：2023 年来大麦价格下行



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表15：瓦楞纸价格底部企稳



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表16：浮法玻璃价格仍在底部



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表17：铝锭价格或将下行



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 2024Q2 前瞻：结构升级放缓，成本持续优化

青岛啤酒：需求弱复苏背景下，预计 2024Q2 销量有所回落，其中中低价位产品销量受损会更大，带动公司产品结构升级，吨价提升。受益于成本改善、费用率平稳，利润表现有望好于收入。预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比-6%/+8%。

重庆啤酒：预计二季度高端啤酒乌苏和 1664 等受消费端影响，8-10 元价格带的乐堡、嘉士伯和风花雪月等产品表现较好、成为公司增长主力，整体来看预计公司二季度有望实现量价齐升。公司将继续推进大城市发展，注重核心基地市场的发展，将大城市计划与高端化升级关联起来，推动核心市场产品结构稳定升级，在费用端将进一步聚焦优势市场和优势品牌。预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比+2%/+10%。

燕京啤酒：改革势能持续释放，团队积极性较高，预计二季度 U8 环比加速，带动销量实现双位数增长，大单品发力带动其他产品和弱势区域增长带动公司量价齐

升。成本红利叠加生产成本有所优化，同时公司内部的降本增效（包括人员优化、供应链与数字化升级等）对公司费用端的改善仍将继续体现，我们预计 2024Q2 公司收入和归母净利润分别同比+3%/+30%。

图表18：啤酒主要上市公司收入及归母净利润预测（亿元，%）

收入	2024E	2025E	2023YOY	2024YOY	2025YOY	2024Q2YOY	2024Q2E
青岛啤酒	357.71	375.98	5.5%	5.4%	10.8%	-6.0%	-6.59
重庆啤酒	156.32	164.61	5.5%	5.5%	11.1%	2.0%	0.92
燕京啤酒	153.47	163.94	7.7%	8.0%	15.3%	3.0%	1.26
归母净利润	2024E	2025E	2023YOY	2024YOY	2025YOY	2024Q2YOY	2024Q2E
青岛啤酒	50.05	58.19	15.0%	17.3%	36.3%	8%	1.66
重庆啤酒	14.79	15.94	5.8%	10.7%	19.3%	10%	0.58
燕京啤酒	9.42	12.45	83.0%	46.1%	93.1%	30%	1.65

资料来源：Wind，国联证券研究所预测

3. 投资建议：优选报表兑现度高、估值具备性价比的标的

3.1 白酒：优选报表兑现度高的标的

份额优先，优选报表兑现度高的标的。白酒行业驱动由需求端逐步向供给端倾斜，展望未来需求增速放缓，集中度仍有较大提升空间。当前综合考虑股息率+业绩增速，板块估值具备性价比。随着促经济政策强化，行业估值有望筑底回升。核心推荐：围绕宏观预期改善+报表兑现度高推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，围绕区域集中度提升推荐山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、老白干酒等。

3.2 啤酒：关注低估值龙头

量价修复在望，关注低估值龙头。我国啤酒企业高端化在消费弱复苏的情况下或以结构性升级为短期主要特性，但参考美国经验，啤酒均价长期的提升逻辑较稳固、受宏观经济短期低迷的影响不大，龙头达成高端化共识、通过产品结构优化升级不断推进高端化，均价持续稳步提升，我们认为国内啤酒高端化空间仍大，且仍为行业主要逻辑。短期看，二季度市场预期修正，随着下半年基数转低、成本红利的进一步体现，推荐低估值的啤酒龙头青岛啤酒、华润啤酒以及改革预期的燕京啤酒，建议关注重庆啤酒。

4. 风险提示

(1) 宏观经济不达预期的风险。若宏观经济不达预期，可能导致白酒消费偏弱、酒企业绩表现不达预期。

(2) 行业竞争加剧的风险。若行业竞争加剧，可能导致酒企费用投放增加、影响实际业绩。

(3) 食品安全的风险。若行业出现食品安全问题，可能导致消费者信心减弱、减少消费，进而导致企业业绩不达预期。

(4) 消费不及预期。若消费不及预期，可能导致白酒消费偏弱、酒企业绩表现不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼