

食品饮料行业9月投资策略

渠道备货中秋，呈现弱需求、强分化特点

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：杨苑

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090003

证券分析师：柴苏苏

chaisusu@guosen.com.cn

S0980524080003

联系人：张未艾

zhangweiai@guosen.com.cn

■**白酒：白酒延续慢动销，中秋礼品需求偏弱。**8月份属于白酒淡季，延续慢动销，渠道仍然比较谨慎，经销商回款意愿不高，厂家未采取费用政策刺激市场，消费降频现象出现。临近中秋，渠道备货积极性不高，消费氛围弱于去年：消费者更加理性，中秋礼品占比较多，受消费预期影响，月饼、大闸蟹、茶叶、高端白酒等礼品属性商品均有不同程度下滑。分价位看，中档白酒动销优于次高端和高端白酒。分区域看，各地动销均有压力，其中安徽四川表现好于江苏河南河北山东等。分公司看，迎驾口子五粮液汾酒等公司渠道反馈动销相对较好。

■**大众品：消费需求仍待改善，动销表现分化，龙头主动调整，关注行业格局变化。**

➢**啤酒：第二季度行业量价压力有所增大，8月啤酒行业景气度仍待改善。**中报反映第二季度啤酒行业销量、均价压力有所增大。进入8月，疲弱的餐饮消费需求以及部分区域的不利天气依然压制行业表现。此外，部分企业主动去库存，单月出货量同比小幅下滑，行业景气度仍待改善。我们认为当前第一梯队啤酒企业已跟随行业进入调整期，短期行业景气度取决于天气、库存周期等因素，中期等待需求改善，长期行业发展动能则看龙头企业的产品及高端化运营模式调整效果。此前第二梯队啤酒企业的生存空间多被龙头酒企压制在10元价格带以下，高档价格带的体量小、包袱轻，且核心大单品得益于前期持续的渠道建设和消费者培育，正处于成长期，因此业绩增长韧性相对较强。

➢**乳制品：中报乳制品量价均有缺口，7、8月环比改善同比仍承压，建议关注低估值+高股息的龙头乳企。**需求延续弱复苏，成本下行背景下盈利分化，产业链压力在企业报表已经体现。展望H2，报表至暗时刻已过，龙头库存去化甩清包袱，液奶销售环比改善；且24Q3原奶产量同比已持平，预计Q4同比降低，考虑到Q3青贮采购或迎新一轮中小牧场出清，预计生鲜乳价格已经至底部区间。推荐上，龙头伊利估值较低具备安全边际，建议积极关注。

➢**饮料：需求相对有韧性而品类分化，竞争边际趋缓，紧握全国化加速的东鹏、坚持经营质量提升的康统、珍惜优质企业回调布局机会（农夫）。**行业从疫情全面放开第一年的红利共荣，到今年巨头挤压式扩容，企业策略在于泛多元化到保核心盘，通过扩消费人群、抓出行渠道、大规格等驱动成长，而非核心品类降速明显。业绩端，行业成本红利体现，但由于龙头公司同时受益于更明显的单品费投规模效应或优势品类提价，盈利提升更明显，而部分中小企业单Q2在行业内卷下费率大幅提升，业绩承压。8月东鹏延续动销依然高增，且库存历史低位；农夫瓶装水有所恢复；康统即饮茶仍维持景气。建议景气中择优 α ，同时珍惜优质企业回调后的布局机会。

➢**餐饮供应链：中报表现较为平淡，关注旺季动销边际变化。**调味品与速冻食品板块2024年中报已披露完毕，总体表现较为平淡。2024年以来板块受制于经济环境复苏较弱，叠加夏季属于调味品、冻品淡季，行业收入端增速出现放缓现象。根据国家统计局数据，2024年4/5/6/7月餐饮收入4.4%/5.0%/5.4%/3.0%，出现明显放缓；C端则由于消费力偏弱、商超渠道流量下滑亦有承压。盈利端来看，由于大豆等原材料成本处于下行周期，毛利率预计压力不大，但是费用端由于竞争格局有加剧趋势，整体费用投放增加对冲原材料价格红利，板块盈利能力基本持稳。进入秋季后气温转凉，冻品与调味品逐渐进入备货旺季，建议关注旺季动销边际改善与改革标的内部进展。

➢**休闲食品：渠道谨慎备货礼盒产品，零食企业间表现仍有分化。**8月进入中秋节礼赠属性产品的备货高峰，由于需求偏弱、渠道信心不足，8月坚果礼盒渠道商谨慎备货。对于其他礼赠属性不强的休闲食品而言，需求景气度未有显著变化，零食企业的表现仍取决于渠道拓展进展以及核心产品的渗透能力。头部企业凭借较强的渠道拓展能力、品类品牌的渗透能力，收入维持较高增速；部分公司内部或渠道库存调整结束，7-8月恢复增长态势或增速改善。目前零食企业继续加深与量贩零食、电商渠道的合作，并积极拓展会员制超市、特渠、出口等渠道以寻求增量，看好全渠道精耕能力突出、供应链能力领先的休闲零食企业。

■**投资建议：**9月推荐组合为**五粮液/口子窖/贵州茅台、燕京啤酒、伊利股份、东鹏饮料。**

■**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8月回顾：中报反应需求压力，市场延续慢动销

02

主要白酒公司跟踪：中秋消费氛围弱于去年，酒企动销分化

03

大众品板块8月回顾：餐饮消费延续压力，大宗成本处于低位

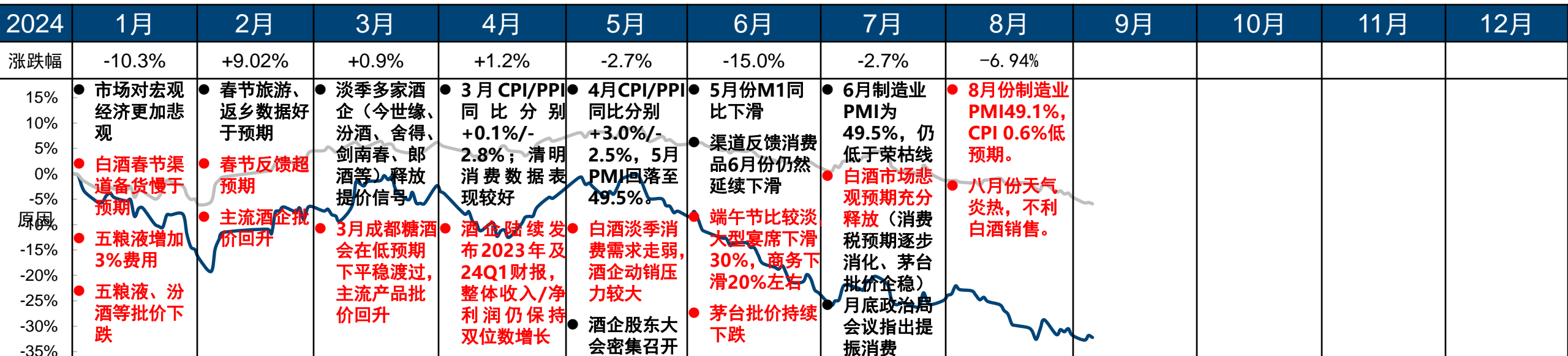
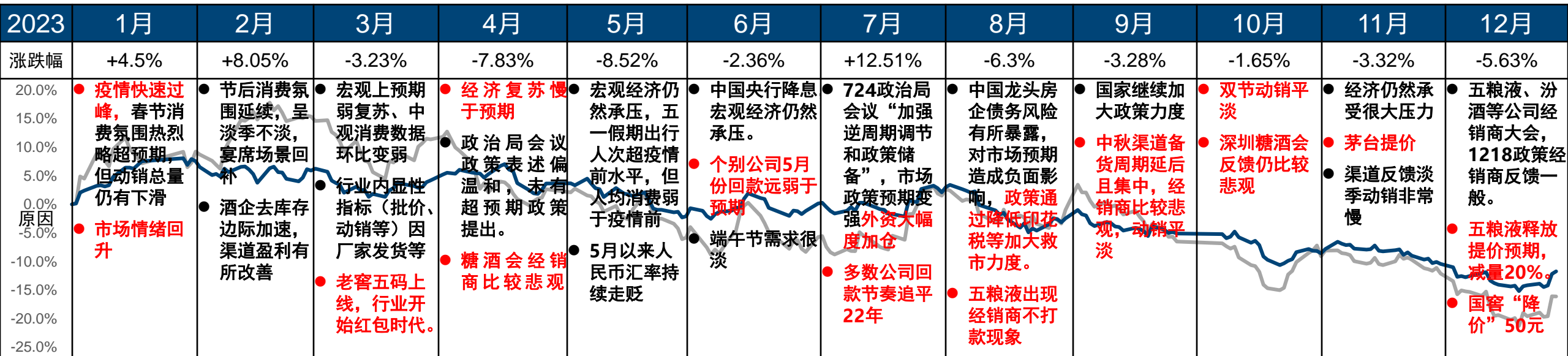
04

投资组合、盈利预测及风险提示

05

附录：9月行业重要事件

2024年8月：白酒延续慢动销，股价跑输沪深300



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2024.8.7

白酒指数 沪深300

高端批价：8月高端酒批价整体表现平稳，9月初飞天茅台批价略有下跌

- 据平台统计，2024年至今“i茅台”累计发货金额约116亿元。
- 8月飞天茅台批价走势平稳，9月初有所下跌。据今日酒价，截至8月底箱装/散装批价2680/2390元，较8月初上涨90/0元；8月仍为消费需求淡季，发货结构控制下，飞天批价整体表现平稳。9月以来箱装/散装茅台批价分别下降130/15元，中秋节前飞天发货较多，叠加中秋礼赠场景平淡，批价有所松动。
- 普五国窖批价基本平稳，当前分别在935/870元。根据百荣酒价数据，当前普五批价较月初上涨5元左右，经销商按照1019元价格打款，成本上行支撑批价；国窖节前加速回款，批价较月初下降5元。

表：“i茅台”数据跟踪

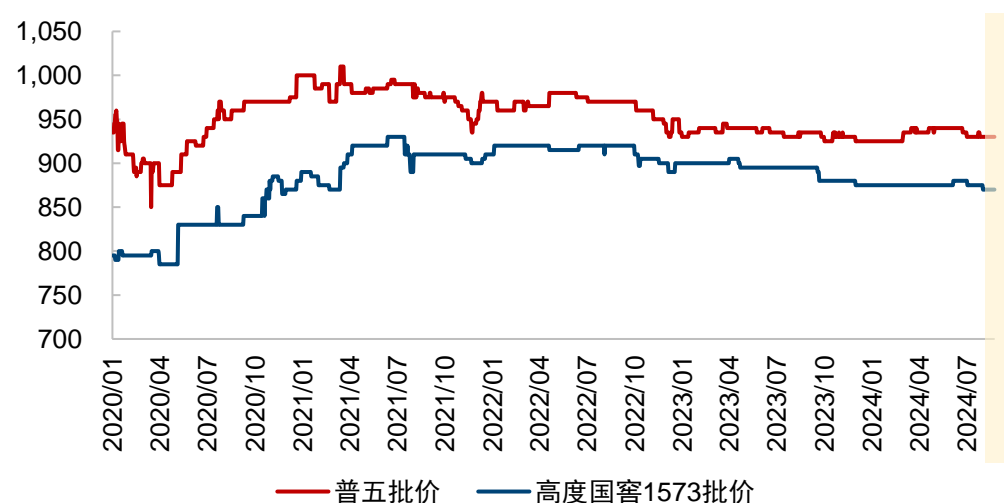
时间	项目	珍品	茅台生肖酒	茅台生肖375礼盒装*2	茅台1935	茅台1935文创版	总计
2022年	累计投放量（吨）	120	1699	126	1315	2024.5.20起 常规版1935 从申购进入 云购通道	3261
	累计发货金额（亿元）	11.06	84.94	6.07	31.24		133.31
2023年	累计投放量（吨）	95	2333	90	2388		4906
	累计发货金额（亿元）	8.19	115.74	6.40	58.09	188.43	
2024至今	累计投放量（吨）	105	1317	263	990	173	2847
	累计发货金额（亿元）	9.63	65.81	12.62	23.52	4.11	115.69

资料来源：i茅台app，国信证券经济研究所整理；数据截至2024/9/11

图：茅台批价走势（元）



图：普五和高度国窖批价走势（元）

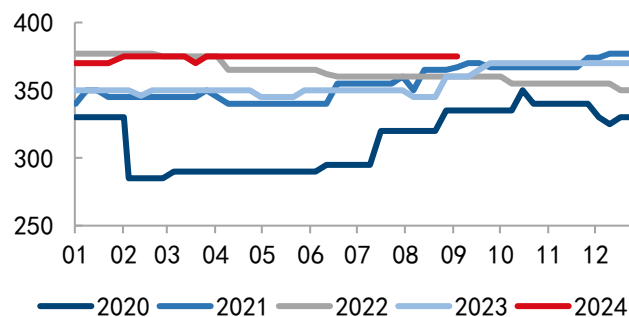


资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2024/9/8

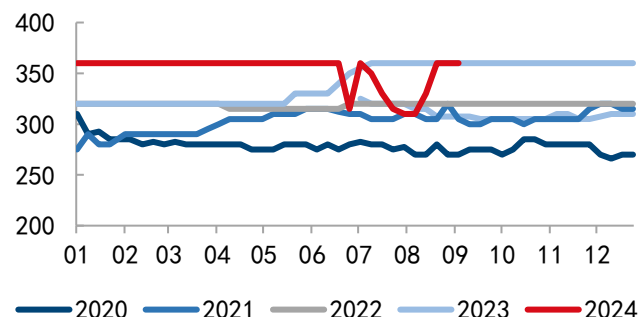
资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2024/9/8

次高端批价：8月延续慢动销，低出货量下批价整体稳定

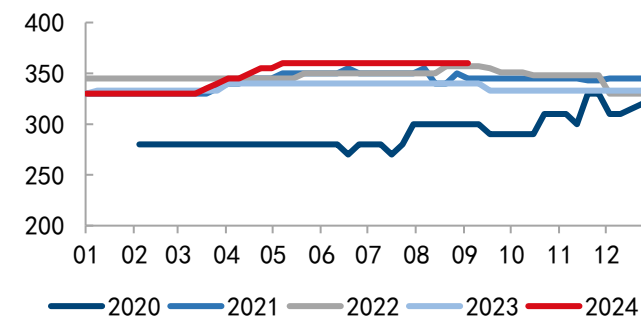
青花20批价375元——本月持平



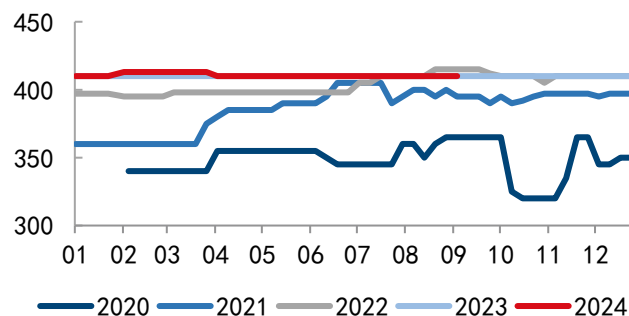
臻酿8号批价360元——本月+20元



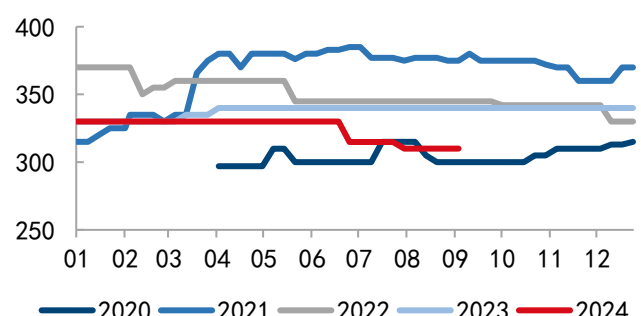
品味舍得批价330元——本月持平



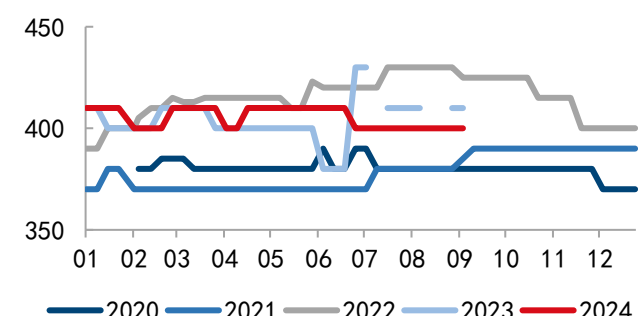
水晶剑批价410元——本月持平



珍15批价330元——本周持平

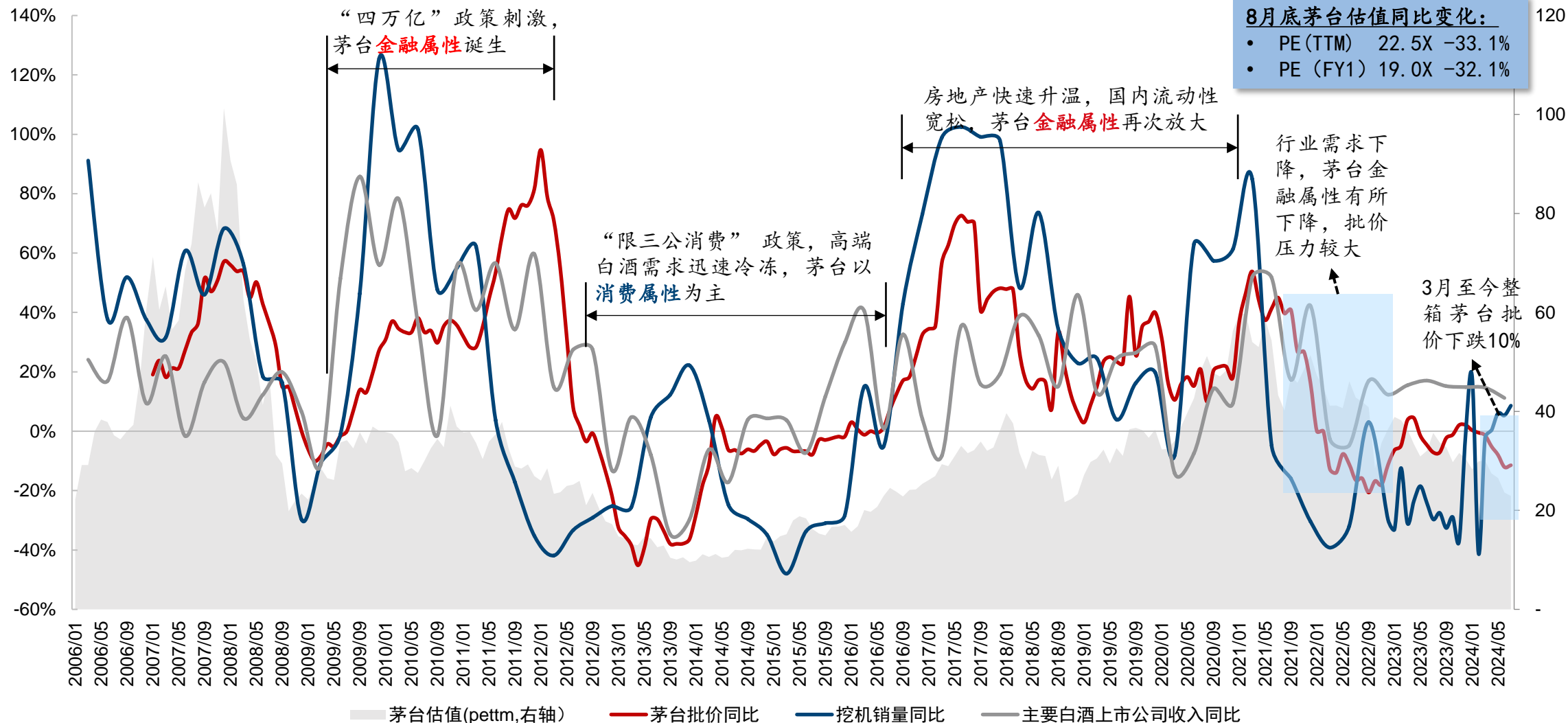


国缘四开批价——本月持平



景气度跟踪：飞天批价反应需求弱景气，8月茅台估值延续下跌

图：茅台估值与飞天批价相关性较强



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2024/8/31

中报回顾：2024Q2整体收入、净利润实现稳健增长，现金回款反应经营压力



国信证券
GUOSEN SECURITIES

表：2024H1及2024Q2白酒上市公司收入、利润及同比增速

			2024H1				2024Q2						
证券代码	证券简称	营业总收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	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
全国化 高端	600519.SH 贵州茅台	834.51	17.6%	416.96	15.9%	369.66	17.0%	374.36	22.3%	176.30	16.1%	408.36	22.6%
	000858.SZ 五粮液	506.48	11.3%	190.57	11.9%	158.15	10.1%	189.25	51.6%	50.12	11.5%	278.79	93.4%
	000568.SZ 泸州老窖	169.05	15.8%	80.28	13.2%	77.16	10.5%	75.23	4.6%	34.54	2.2%	95.21	-0.2%
全国化 次高端	600809.SH 山西汾酒	227.46	19.6%	84.10	24.3%	74.08	17.1%	75.50	-4.5%	21.47	10.2%	73.93	-6.3%
	600779.SH 水井坊	17.19	12.6%	2.42	19.5%	7.85	16.6%	7.06	-7.3%	0.56	29.6%	7.65	-5.9%
	600702.SH 舍得酒业	32.71	-7.3%	5.91	-35.7%	11.65	-22.6%	10.93	-10.4%	0.41	-88.4%	15.20	-14.4%
	000799.SZ 酒鬼酒	9.94	-35.5%	1.21	-71.3%	5.00	-13.3%	5.23	-20.5%	0.48	-60.9%	5.18	-12.9%
区域酒 企	002304.SZ 洋河股份	228.76	4.6%	79.47	1.1%	66.21	-3.0%	47.43	-8.3%	18.92	-9.7%	49.06	-12.0%
	000596.SZ 古井贡酒	138.06	22.1%	35.73	28.5%	55.19	16.8%	31.21	3.8%	15.07	24.6%	58.79	12.8%
	603369.SH 今世缘	73.05	22.3%	24.61	20.1%	26.34	21.5%	22.88	6.3%	9.29	16.9%	24.96	7.1%
	603198.SH 迎驾贡酒	37.85	20.4%	13.79	29.6%	14.61	19.0%	14.08	14.4%	4.66	28.0%	15.56	12.7%
	603589.SH 口子窖	31.66	8.7%	9.49	11.9%	13.99	5.9%	13.41	-16.3%	3.59	15.1%	13.94	-4.4%
	600559.SH 老白干酒	24.70	10.7%	3.04	40.3%	13.40	9.0%	8.38	-6.0%	1.68	46.7%	11.32	-0.5%
	600197.SH 伊力特	13.30	8.9%	1.98	12.1%	4.98	3.6%	4.68	1.7%	0.39	38.9%	3.01	-26.5%
	600199.SH 金种子酒	6.67	-13.2%	0.11	129.3%	2.47	-26.2%	1.98	-22.6%	-0.07	-295.6%	2.23	-46.9%
603919.SH 金徽酒	17.54	15.2%	2.95	16.0%	6.78	7.7%	5.30	-17.7%	0.74	1.9%	6.39	-12.8%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

01

白酒板块8月回顾：中报反应需求压力，市场延续慢动销

02

主要白酒公司跟踪：中秋消费氛围弱于去年，酒企动销分化

03

大众品板块8月回顾：餐饮消费延续压力，大宗成本处于低位

04

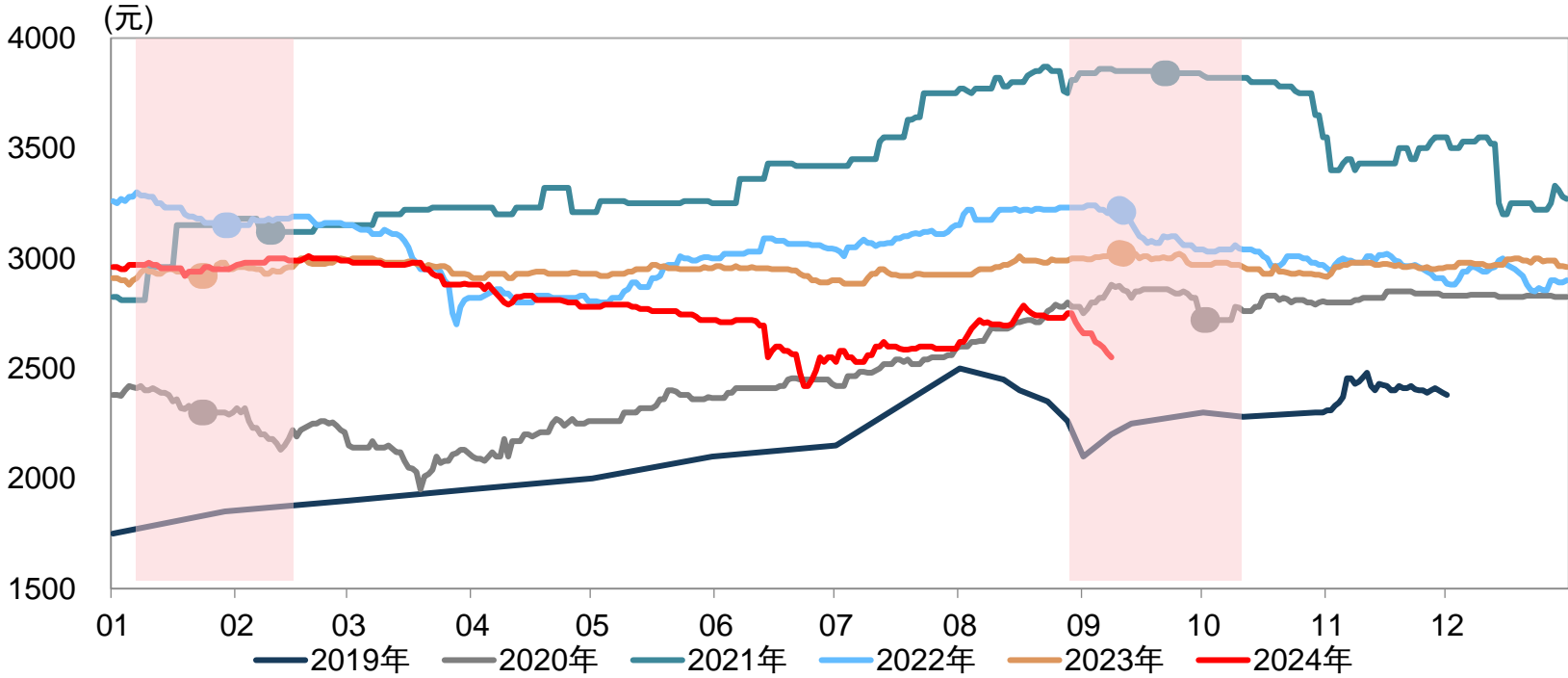
投资组合、盈利预测及风险提示

05

附录：9月行业重要事件

1、贵州茅台：8月茅台批价企稳回升，全年锚定15%收入目标

表：公司财务信息及基本面表现更新

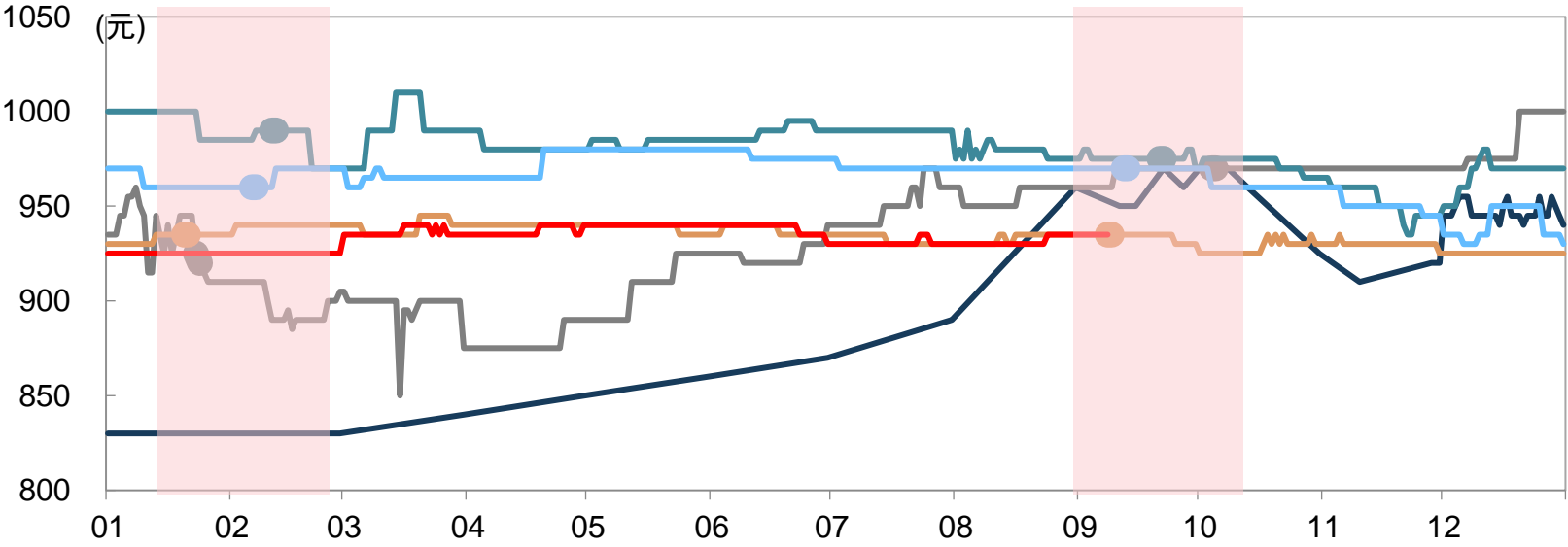
财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年			2024Q2	
		收入（+15.5%）	净利润（+14.0%）	对应24年PE	收入（+17.0%）	净利润（+16.1%）
	根据年报，2024年公司主要目标是：实现营业总收入较上年度增长15%左右，完成固定资产投资61.79亿元	1739.0亿元	852.0元	20.3x	369.7亿元	176.3亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	飞天茅台（箱装）批价表现				
	<ul style="list-style-type: none"> ● 24Q2茅台酒/系列酒收入分别同比+12.9%/+42.5%，飞天类产品占比较多+系列酒高增，结构略有下移，毛利率同比-0.11pcts。6月经销商提前开始Q3回款，对渠道话语权仍然较高公司指引24-26年年度分红率不低于75% ● 多数经销商完成3季度打款，8月份公司继续调节发货结构，优先投放生肖散花飞天等非标类茅台，飞天批价稳中有升，9月进入中秋旺季，产品组合以飞天类茅台为主，取消1*12规格飞天，增投公斤装，满足市场礼品需求，受礼品需求疲软影响，近期批价有所回落。 ● 公司于9月9日公司召开业绩说明会，力争完成全年15%既定目标。 					

资料来源：今日酒价，贵州茅台，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/9/8

2、五粮液：中报高质量落地，中秋动销在高端中最好

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			2024Q2	
	预计收入增速双位数	收入 (+11.0%)	净利润 (+12.0%)	对应24年PE	收入 (+10.1%)	净利润 (+11.5%)
	924.3亿元	338.4亿元	13.3x	158.15亿元	50.12亿元	

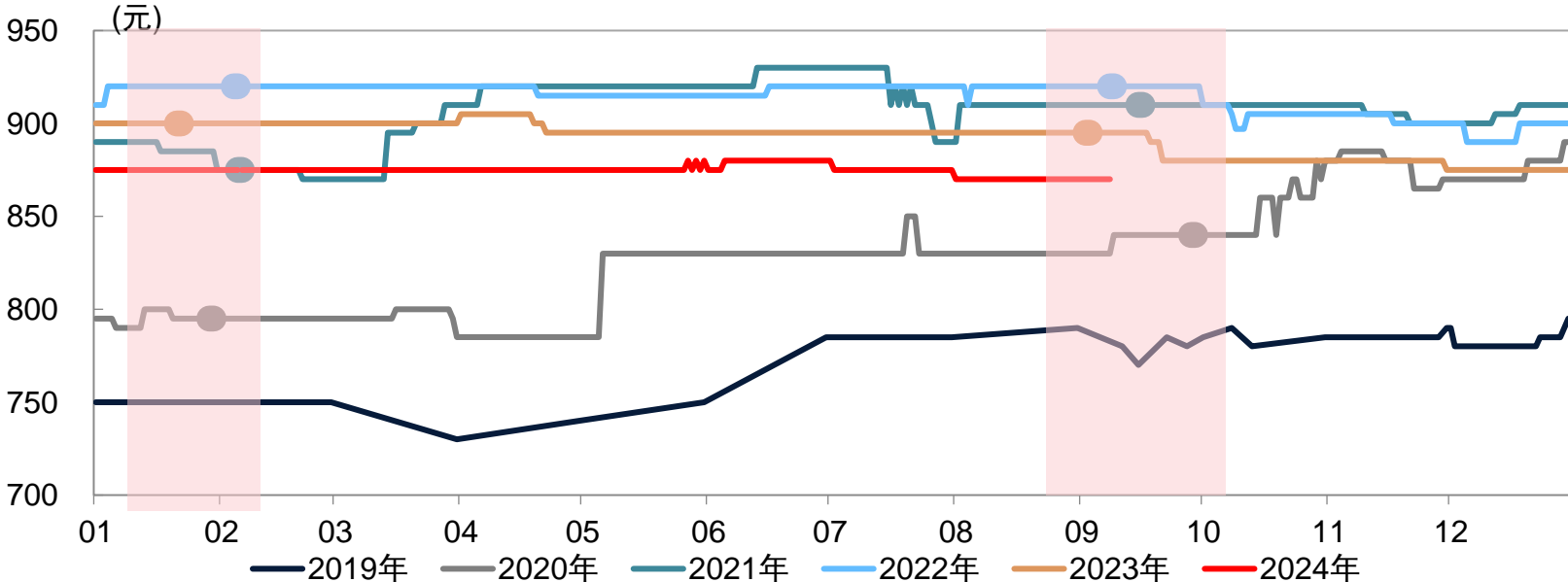
公司近期变化及关键变量	第八代五粮液（普五）批价表现
<p>● 中报反应增长质量良好，其中五粮液1618和低度收入占比超过10%，上半年成为公司重要的增长引擎，为普五争取量价空间，经营开始改善，成本改善和费用优化仍可能看到。现金流及预收款表现强劲，截至目前经营节奏良好。</p> <p>● 8月份以来普五批价保持稳定，专卖店等中小经销商开始1019元价格打款，大商与公司处于观望阶段。近期全国中干会议，调整工资构成，弹性部分占比增加，提高团队积极性。</p> <p>● 中秋旺季五粮液动销在高端中表现最好，1618和低度在苏南和华北已有自然动销趋势。</p>	 <p>— 2019年 — 2020年 — 2021年 — 2022年 — 2023年 — 2024年</p>

资料来源：百荣酒价，微酒，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/9/8

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：中报体现增长压力，主动调整市场节奏

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			2024Q2	
		收入（+15.4%）	净利润（+13.1%）	对应24年PE	收入（+10.5%）	利润（+2.2%）
	预计收入增速20%左右	348.9亿元	149.8亿元	10.4x	77.16亿元	34.54亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	高度国窖1573批价表现				
	<ul style="list-style-type: none"> ● 中报体现一定增长压力，24Q2国窖边际有所降速，中档酒增速较快，如头曲、特曲低度、特曲60版等。Q2净利率承压主因消费税阶段性增加较多（受生产节奏影响）。 ● 8月渠道处于停控货阶段，去化渠道库存，核心产品国窖1573量价表现平稳，批价维持在870元左右。 ● 今年以来，公司全面数字化转型，费用集中在消费者端，渠道费用和部分广告费用有所消减。中秋节受消费预期和礼品疲软影响，国窖封釉一定增长压力。 					

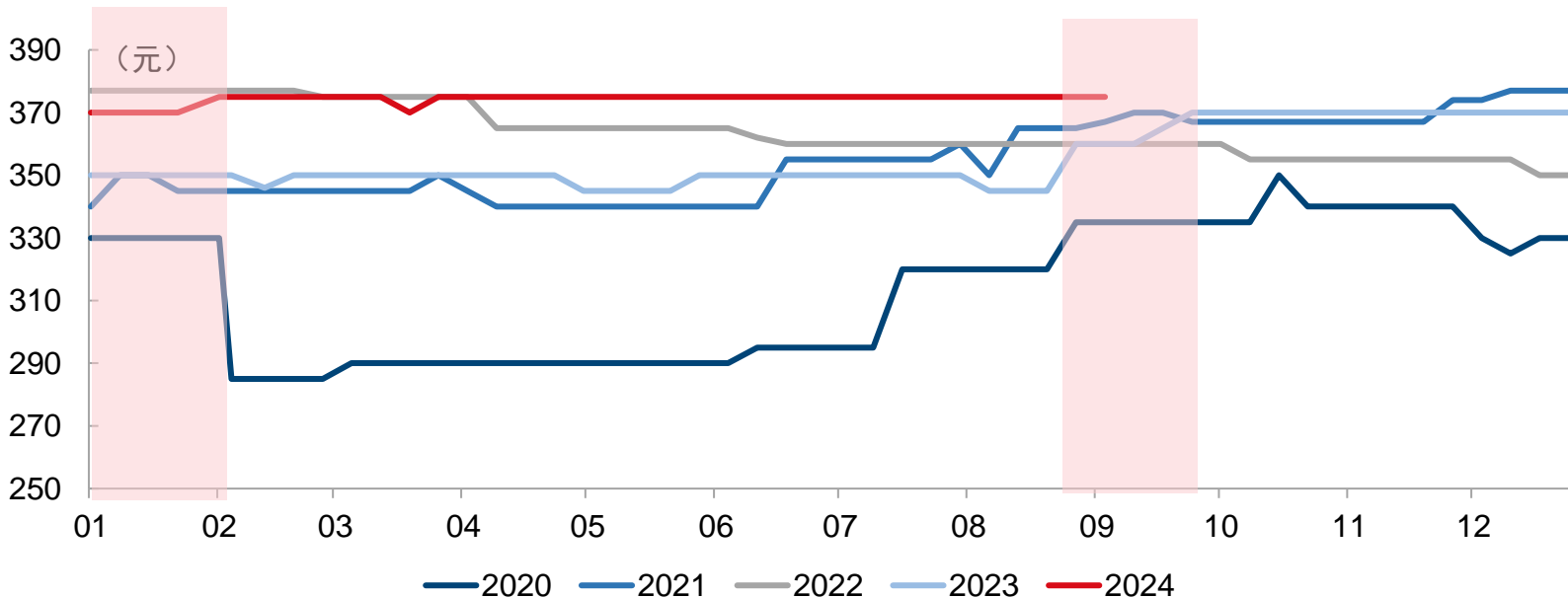
资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/9/8

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：居安思危，市场节奏调整蓄能2025年

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			2024Q2	
	预计收入增速目标20%左右	收入（+20.5%）	利润（+22.0%）	对应24年PE	收入（+17.1%）	利润（+10.2%）
	384.7亿元	127.3亿元	15.3x	74.08亿元	21.47亿元	

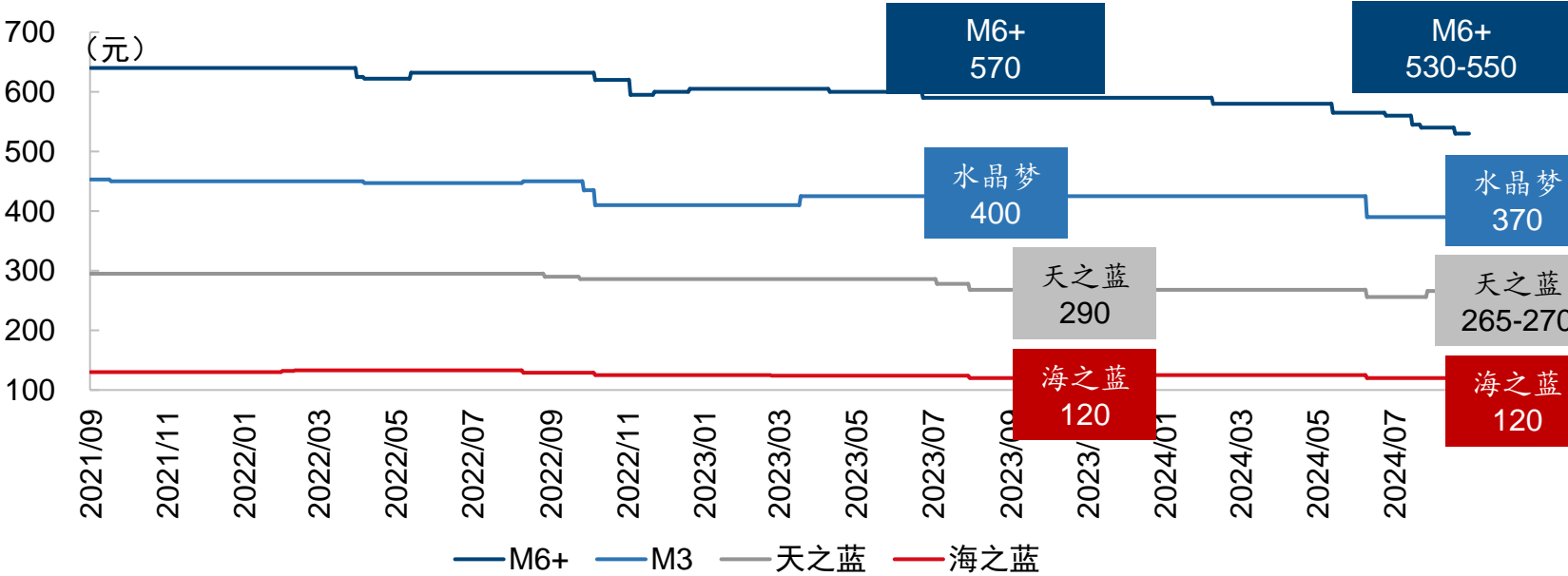
基本面	公司近期变化及关键变量	青花20批价表现
	<ul style="list-style-type: none"> 2024Q2公司主动控制青花系列经营节奏，严控发货量下，青花系列发货同比下滑，腰部产品老白汾增速较快，同时加大玻汾投放量作为调节项，毛利率同比-2.7pcts，淡季去库稳价效果较好，预计Q3青花仍是主导增长产品。 销售任务顺利推进，基于较弱经济背景下，公司适度上调全年回款任务，确保明年春节开门红，并已在省内外进行分解。8月主导产品青花20流通价稳定在360-370元，玻汾因二季度投放较大，批价有所回落。 	

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/9/9

5、洋河股份：降速调整市场节奏，解决历史遗留问题

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			2024Q2	
		收入 (-2.7%)	利润 (-4.9%)	对应24年PE	收入 (-3.0%)	利润 (-9.7%)
	预计收入增速目标5-10%	322.3亿元	95.3亿元	11.7x	66.21亿元	18.92亿元

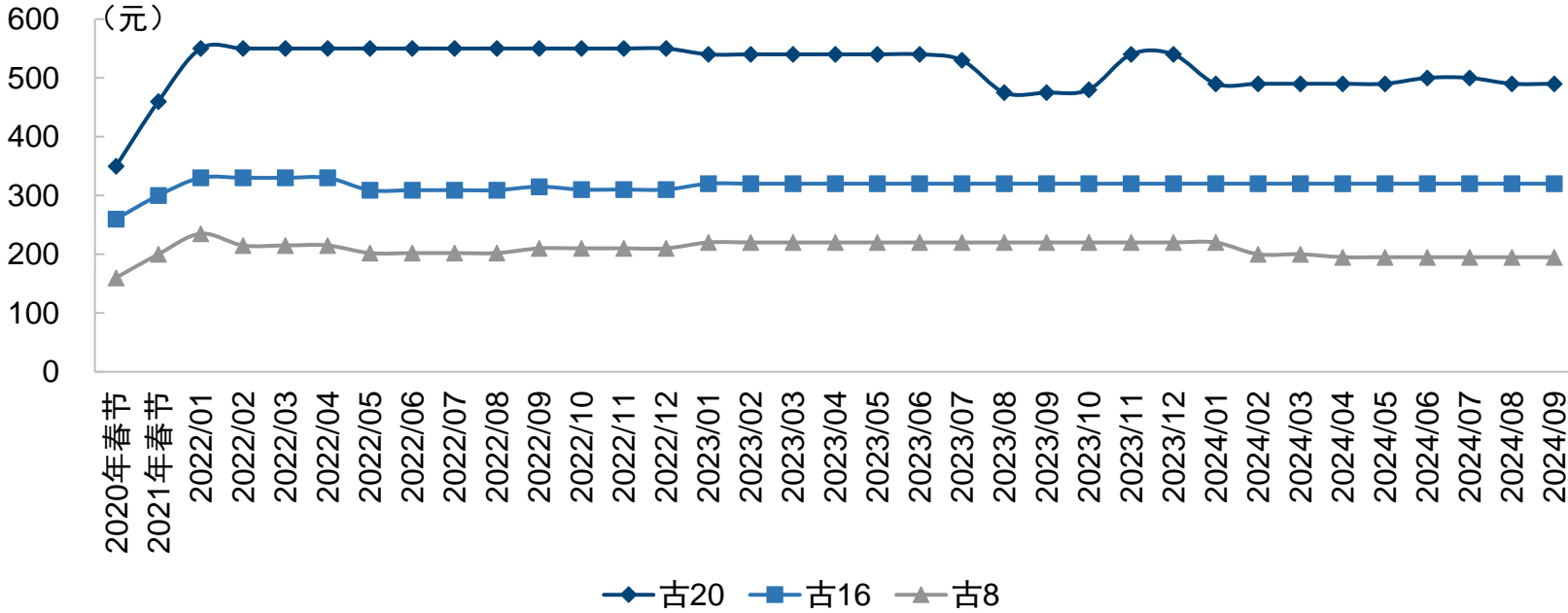
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现	
		批价表现	批价表现
	<ul style="list-style-type: none"> ● Q2行业需求淡季公司主动释放渠道风险，围绕去库存和动销开展工作，毛利率同比-1.4pcts，销售费用率同比+1.76pcts。公司股东回报积极，指引24-26年年度现金分红率不低于70%且分红总额不低于70亿元（含税）。 ● 公司主动调整，市场节奏慢于往年，上半年公司加大费用投放提高产品动销，主导产品价格有所回落，其中M6+批价530元，水晶梦批价370元左右，天之蓝260-270元。 ● 中秋期间，动销承受一定压力，但M6+价格降低后，动销有改善迹象，可继续关注。 	 <p>批价表现图显示了M6+、M3、天之蓝和海之蓝四种产品的批价趋势。M6+和水晶梦在2024年7月分别降至530-550元和370元。天之蓝和海之蓝在2024年7月分别降至265-270元和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：批价数据截至2024/9/9

6、古井贡酒：延续稳健发展，市场节奏感强

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		2024Q2		
	预计收入增长20%	收入（+21.0%）	利润（+26.6%）	对应24年PE	收入（+16.8%）	利润（+24.6%）
		245.1元	58.1亿元	13.9x	55.19亿元	15.07亿元

基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现
	<ul style="list-style-type: none"> ● 24Q2业绩增速优于板块整体，产品结构升级主导净利率提升趋势兑现。行业下行周期公司聚焦省内造血市场，阶段性在春节、端午旺季加大红包力度应对竞争，主导增长产品从古5+8提升至古7/8+16，Q2毛利率同比+2.72pcts。 ● 截至Q2末预收端环比Q1高位下滑主要系淡季省内宴席场景下滑、经销商积极性较低，7月以来回款端已有改善。 ● 中秋省内动销有序开展，公司推出贡系列布局细分价位，抢夺市场份额，中秋期间预计古20动销有所下滑，200元价位段，古8表现最好。 	

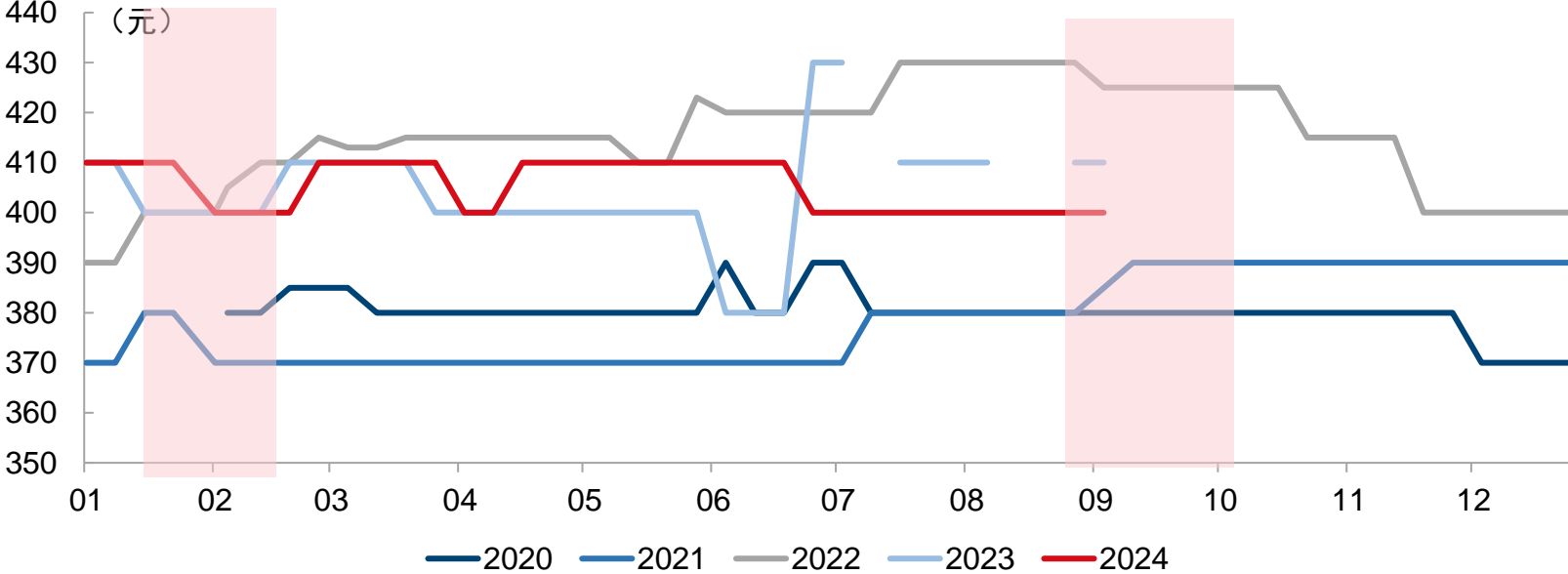
资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/9/9

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

7、今世缘：增长压力有所增加，省内基础仍然占优

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			2024Q2	
	股权激励2024年报表目标122亿元	收入（+21.8%）	利润（+18.3%）	对应24年PE	收入（+21.5%）	利润（+16.9%）
	123.0亿元	37.1亿元	12.7x	26.3亿元	9.3亿元	

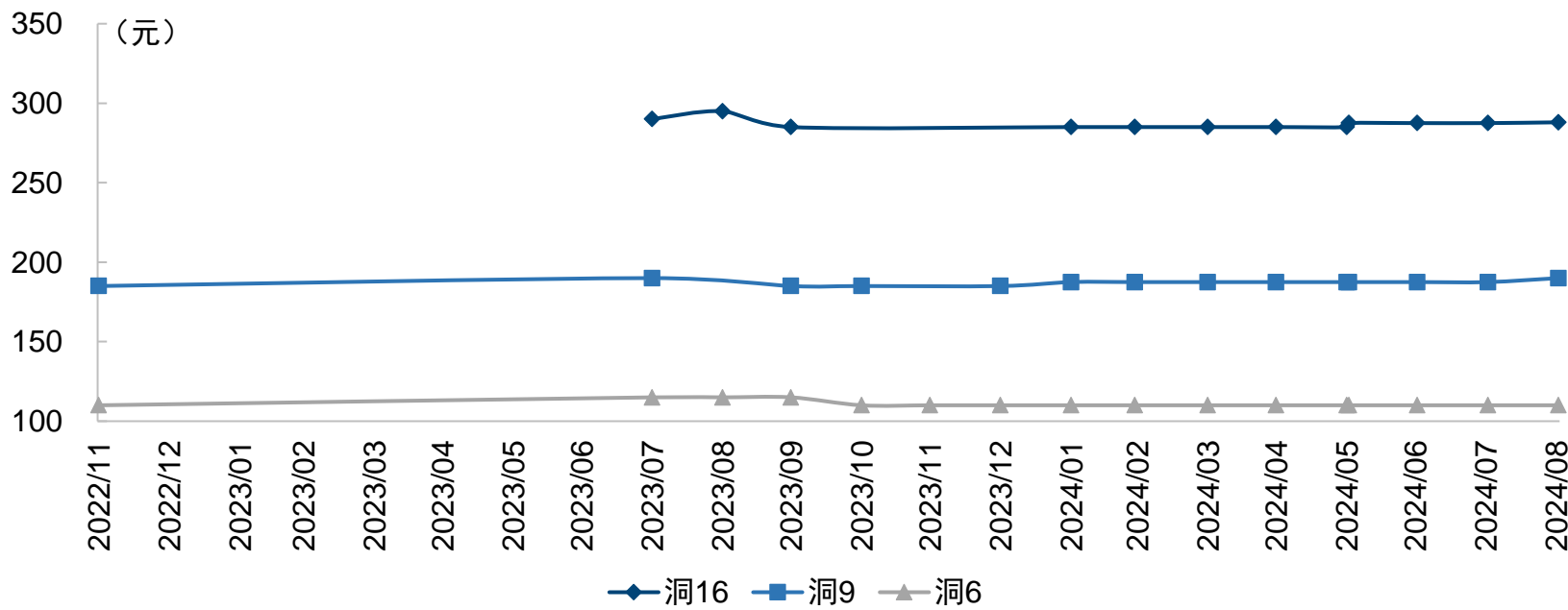
基本面	公司近期变化及关键变量	国缘四开批价表现
	<ul style="list-style-type: none"> ● 24Q2收入增速稳健落地，100元价位淡雅、单开增速领先，四开、对开增速环比收敛但仍保持稳健增长，V6战术补充价格带、低基数下增速较快，毛利率同比+0.15pcts，省内份额得到巩固。Q2净利率承压主要系本期理财产品收益波动。 ● 当前公司回款进度与去年同期相当。8月四开、对开批价基本保持稳定；当前经销商库存3M左右，略高于去年同期。 ● 中秋动销延续上半年趋势，国缘淡雅表现最好，四开、V系列预计动销较去年有所下滑。 	

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/9/9

8、迎驾贡酒：中报兑现高质量增长，市场延续高势能

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			2024Q2	
	预计20%以上	收入（+20.9%）	利润（+25.5%）	对应24年PE	收入（+19.0%）	利润（+28.0%）
		81.3亿元	28.7亿元	13.9x	14.16亿元	4.66亿元

基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现
	<ul style="list-style-type: none"> ● 24Q2净利率同比+2.2pcts，结构升级+费用率下行两端驱动。合肥等优势地区洞9接棒增长，毛利率同比+0.58pcts；销售费用率同比-2.0pcts主因渠道费投保持理性、部分费用滞后到Q3旺季兑付。洞藏仍处于产品势能向上阶段，后续仍有费用增投和渠道加密空间，推动市场份额提升。 ● 截至8月底，公司财年回款进度约80%，库存保持在2-3M健康水位，经营节奏稳健，24Q2及全年基本面确定性较强。 ● 中秋期间迎驾在省内表现好于竞品，尤其是洞6&洞9，仍处于高势能增长阶段。 	

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/9/9

01

白酒板块8月回顾：中报反应需求压力，市场延续慢动销

02

主要白酒公司跟踪：中秋消费氛围弱于去年，酒企动销分化

03

大众品板块8月回顾：餐饮消费延续压力，大宗成本处于低位

04

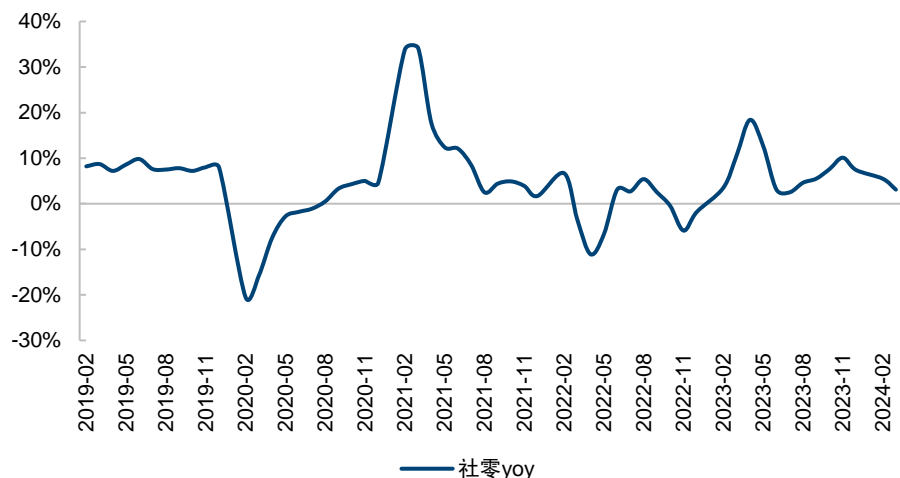
投资组合、盈利预测及风险提示

05

附录：9月行业重要事件

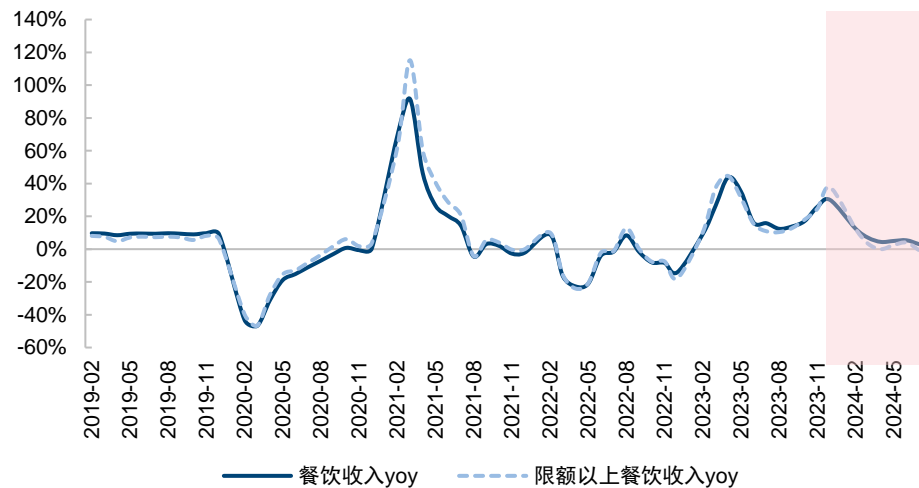
7月餐饮收入增速放缓，8月食品CPI环比回升

图：2017年以来社会零售总额同比变化



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：社零餐饮收入及限额以上餐饮收入同比变化



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

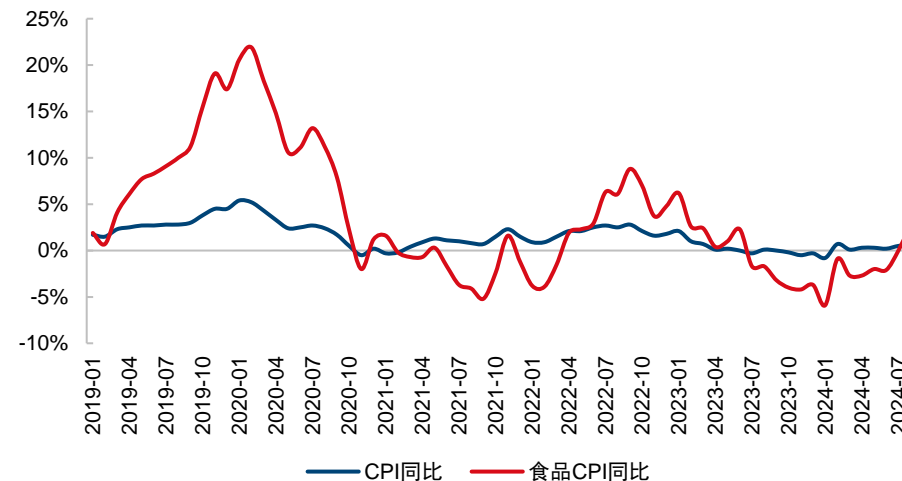
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2017年以来社会零售总额同比变化



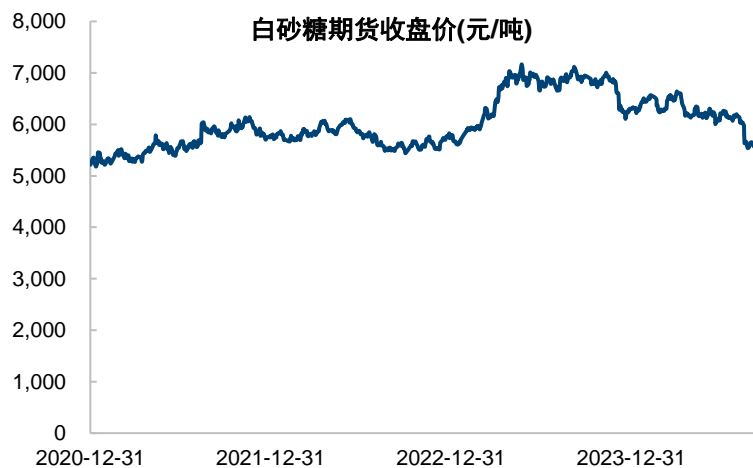
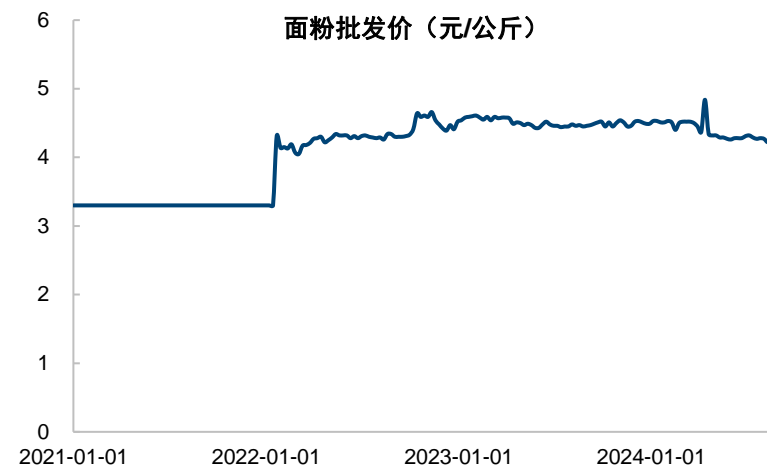
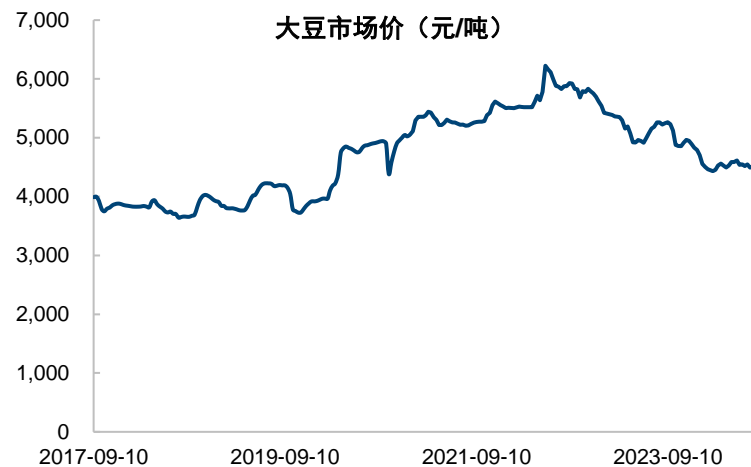
资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：社零餐饮收入及限额以上餐饮收入同比变化



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

部分大宗原材料价格变动



01

白酒板块8月回顾：中报反应需求压力，市场延续慢动销

02

主要白酒公司跟踪：中秋消费氛围弱于去年，酒企动销分化

03

大众品板块8月回顾：餐饮消费延续压力，大宗成本处于低位

04

投资组合、盈利预测及风险提示

05

附录：9月行业重要事件

白酒板块：中报反应需求压力已逐步传导至上市公司报表端，酒企主动调整、去库挺价，维护渠道健康度以换取长期发展空间。中秋临近，消费氛围弱于去年，礼赠场景下滑，下半年动销预计高基数下承压，酒企增长中枢或将逐步下修。存量需求和挤压竞争背景下，优选品牌力突出、确定性强的**五粮液、贵州茅台**，也建议关注改革成效释放、估值性价比高的**口子窖**。

- **五粮液：管理边际改善，高确定性标的。**基本面看，今年双位数收入增速确定性强，普五节奏良好、下半年渠道低库存下批价稳定性有支撑，1618今明两年仍有高增长势能。估值看，当前PE处于历史较低水位，股息率4.0%，公司现金分红指引积极，对估值起向下保护作用。盈利预测及估值：2024年预计收入+10%/净利润+10%，对应24年13.3xPE，维持“优于大市”评级。
- **贵州茅台：商业模式并未动摇，供给端逐步优化。**4月以来茅台批价出现一定波动，几个月来验证在公司供给端的调控动作下，飞天批价仍具有向上的弹性，厂家对渠道仍然具有较高定价权。长期维度茅台高端白酒的优质商业模式并未改变，仍是A股最优质资产之一。盈利预测及估值：2024年预计收入+15.5%/净利润+14.0%，对应24年20.3xPE，维持“优于大市”评级。
- **口子窖：兼8动销势能较好，估值性价比突出。**基本面看，公司灵活调整产品策略，老品口子5&6年基本盘较好，今年高举高打投放兼8，在合肥等市场200元价位份额突破较好，经销商积极性较高，中秋节前动销有所超预期。估值看，前期改革调整阶段已跌至较低水位，股息率4.2%，今年组织、产品、渠道势能向上，支撑双位数业绩增长，预计2024年收入+11.7%/净利润+14.1%，对应24年11.0xPE，维持“优于大市”评级。

啤酒板块：因高端啤酒消费场景仍待修复，8-10元细分价格带增长韧性相对较强，优选大单品成长较快、内部改革红利持续释放的燕京啤酒。

- **燕京啤酒：**今年核心单品燕京U8深入渠道拓展，在成熟市场从餐饮向非现饮渠道渗透，后续公司还将丰富燕京U8品规进一步提升渠道渗透能力。另一方面，公司继续坚定推进内部改革动作，生产供应体系的效率显著提升，成本优化效果明显，有助于促进利润释放。目前燕京啤酒依然是啤酒板块基本面领先的标的，预计全年业绩维持较强成长性。预计2024/2025年公司收入150/159亿元，归母净利润10.1/12.5亿元，对应2024/2025年PE分别为26/21倍，维持“优于大市”评级。

饮料板块：行业景气但竞争加剧，品类品牌具备强话语权的龙头表现更优，推荐成长逻辑相对独立、主业加速同时新品起量的东鹏饮料。

- **东鹏饮料：**今年以来特饮加速全国化，网点任务提前完成，补水啦等第二曲线新品起量，单点卖力持续提升。公司产品定位高性价比，渠道广度与深度兼具，高效的组织体系护航，短期景气度持续兑现，中长期逻辑顺畅，是行业稀缺的平台型企业。预计2024/2025年公司收入155/195亿元，归母净利润29.5/38.1亿元，对应2024/2025年PE29/24x，维持“优于大市”评级。

乳制品板块：受消费力及原奶大幅过剩影响，乳制品量价均有缺口，建议关注低估值+高股息的龙头乳企。

- **伊利股份：**受消费力影响，节后需求回落，公司主动推进新鲜度管理，上半年液奶增长承压，而奶粉、冷饮逆势提升份额，表现均优于行业，且7月以来液奶降幅进一步收窄，渠道库存处于低位。公司23年分红率73%，重视投资者回报，当前估值具备安全边际。预计2024/2025年公司收入1222/1252亿元，归母净利润116/106亿元（2024年内生业绩持平，有一次性出售煤炭子公司收益26亿元），对应2024/2025年PE15/14x，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8月回顾：中报反应需求压力，市场延续慢动销

02

主要白酒公司跟踪：中秋消费氛围弱于去年，酒企动销分化

03

大众品板块8月回顾：餐饮消费延续压力，大宗成本处于低位

04

投资组合、盈利预测及风险提示

05

附录：9月行业重要事件

附录：9月行业重要事件

日期	事件	日期	事件
股东大会		股东大会	
9月12日	千味央厨(001215.SZ)	9月19日	海天味业(603288.SH)
9月12日	青岛食品(001219.SZ)	9月25日	万辰集团(300972.SZ)
9月12日	麦趣尔(002719.SZ)	9月25日	泉阳泉(600189.SH)
9月13日	克明食品(002661.SZ)	9月25日	安井食品(603345.SH)
9月13日	劲仔食品(003000.SZ)	9月27日	莲花控股(600186.SH)
9月13日	欢乐家(300997.SZ)	9月30日	一鸣食品(605179.SH)
9月13日	威龙股份(603779.SH)	9月30日	张裕A(000869.SZ)
9月13日	均瑶健康(605388.SH)	分红派息	
9月18日	燕塘乳业(002732.SZ)	9月13日	天佑德酒(002646.SZ)
9月18日	维维股份(600300.SH)	9月12日	华致酒行(300755.SZ)
9月18日	宝立食品(603170.SH)	9月13日	甘源食品(002991.SZ)
9月18日	绝味食品(603517.SH)	9月13日	桃李面包(603866.SH)
9月18日	巴比食品(605338.SH)	9月19日	中国旺旺(0151.HK)
9月18日	东鹏饮料(605499.SH)	9月25日	万洲国际(0288.HK)
9月18日	春雪食品(605567.SH)	9月25日	安井食品(603345.SH)
9月19日	佳隆股份(002495.SZ)	9月27日	颐海国际(1579.HK)
9月19日	金字火腿(002515.SZ)	9月30日	中国飞鹤(6186.HK)
9月19日	桂发祥(002820.SZ)	解禁	
9月19日	莲花控股(600186.SH)	9月19日	千味央厨(001215.SZ)

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