

强于大市

食品饮料行业 2024 年度策略

白酒进入换挡期，关注黄酒变革，大众品结构性亮点多

2023 年食品饮料板块跌幅较大，子板块估值普遍回落。白酒正进入换挡期，把握优质个股投资机会，我们预计 23 年 4 季度和 24 年春节将延续惯性增长。其他酒龙头积极寻求突围，重点关注黄酒变化。大众品需求有望持续复苏，看好啤酒、速冻食品、低温白奶的成长空间，关注低估值改善型品种。

支撑评级的要点

- 2023 年食品饮料板块跌幅较大，子板块估值普遍回落。**（1）2023 年食品饮料板块表现较弱，板块下跌 14.9%，在 31 个一级行业中排名第 24，跑输沪深 300。（2）由于消费复苏速度偏慢，虽然多数食品饮料子板块业绩延续增长态势，但估值普遍回落。
- 白酒正进入换挡期，把握优质个股投资机会。**（1）报表端来看，2023 年白酒上市公司报表端实现较快增长，盈利能力继续提升。为了应对行业环境及消费趋势的变化，上市酒企纷纷加大渠道和消费者返利的力度，提升主销产品性价比，但主力产品终端价普遍承压。分品种来看，1-3Q23 一线酒稳健增长，全国型次高端酒增速放缓，地产酒受益宴席需求维持稳健增长。（2）需求端来看，现阶段终端需求处于弱复苏态势，随着地产及相关行业增速放缓，经济增长驱动因素发生变化，赚快钱时代进入赚慢钱时代，同时龙头市占率达到较高水平，行业增速与上市公司增速将逐步趋同，我们判断白酒行业正进入换挡期。白酒消费者需求将从面子消费转向高性价比。酒企的战略及增长模式也将随着行业的变化进行调整。但是长远来看，我们认为大众消费将延续升级趋势，次高端的需求有望持续增加。（3）我们预计 4 季度和 24 年春节将延续惯性增长。现阶段白酒需求弱复苏，行业处于弱平衡状态，主力产品价格稳定，库存处于正常区间，酒企制定了积极的增长目标，因此我们判断预计 23 年 4 季度和 24 年春节将延续 10% 以上的惯性增长。
- 其他酒龙头积极寻求突围，重点关注黄酒变化。**（1）葡萄酒行业整体承压，行业数据未出现明显好转。龙头张裕推出限制性股权激励，在机制改革上迈出一大步，静待行业环境转暖。（2）古越龙山积极推进产品高端化和年轻化。2023 年 6 月，公司公告董监高增持公司股票，增持金额明显高于 2022 年薪酬，其中董事长增持金额为 2022 年薪酬的 3 倍左右，体现了管理层对公司的信心。我们判断，2024-2025 年改革效果将逐步体现，业绩或将持续提速，长期成长潜力较大。
- 大众品需求有望持续复苏，看好啤酒、速冻食品、低温白奶的成长空间，关注低估值改善型品种。**大众品 3 季度需求复苏力度偏弱，不过现阶段的消费趋势，并不能简单归类于降级与升级，而是两者并存，未来随着居民收入预期的稳定，有望重拾升级态势。长远来看，地产对居民消费的挤出效应减弱，反而会带动大众品需求持续增长。（1）啤酒结构升级趋势确定，随着 95 后、00 后成为核心消费人群，个性化和高端化产品占比提升，价格中枢将持续上升。受益澳麦双反取消带来的成本改善，2024 年啤酒企业业绩持续向上确定性较强。（2）中国食品的速冻化率仍然偏低，速冻食品还有较大的成长空间，当前龙头企业市占率较低，公司积极拓展经营半径，产品及渠道布局扎实，综合竞争实力显著。（3）2023 年餐饮行业虽然有明显复苏，但是调味品渠道压力犹存。中炬高新大股东股权纷争结束，此前的土地诉讼也达成和解，具有华润背景的核心高管有望助力公司提升餐饮渠道占比，2024 年有望困境反转、营收提速。（4）关注低估值改善型品种承德露露，现阶段 PE 处于低位，公司在华北的消费者基本盘稳固，随着内部激励机制的逐步完善，以及产品、区域、渠道布局思路的成熟，从而带动业绩和估值双升，向上弹性较大。

相关研究报告

《食品饮料行业周报》20240102
 《食品饮料行业周报》20231225
 《食品饮料行业周报》20231217

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

推荐组合

- （1）白酒：**山西汾酒、泸州老窖、今世缘、贵州茅台；**（2）大众品：**承德露露、安井食品、青岛啤酒、绝味食品。

评级面临的主要风险

宏观经济波动，渠道库存偏高，原料价格波动。

目录

市场回顾：食品饮料板块跌幅较大，子板块估值普遍回落	5
酒类：白酒进入换挡期，啤酒持续升级，重视黄酒变革	8
白酒：2023 年弱复苏，2024 年换挡期.....	8
啤酒：结构升级趋势确定，成本持续改善，估值回落后迎来布局良机	13
其它酒：龙头企业积极寻求突围，重点关注黄酒的变化	16
食品：需求有望持续复苏，结构性亮点较多.....	19
速冻食品：龙头综合优势明显，长期看好安井食品	19
乳制品：短期需求偏弱，关注高股息率龙头和差异化品种	20
调味品：2023 年需求端压力犹存，基调龙头内部调整，复调景气度延续	23
休闲零食：零食量贩渠道加速扩张，关注供应链端具备优势的制造类企业	25
卤制品：消费环境发生变化，单店压力延续，成本压力减轻	26
投资思路-白酒把握优质个股，重视黄酒，看好大众品长期空间	29
风险提示	31

图表目录

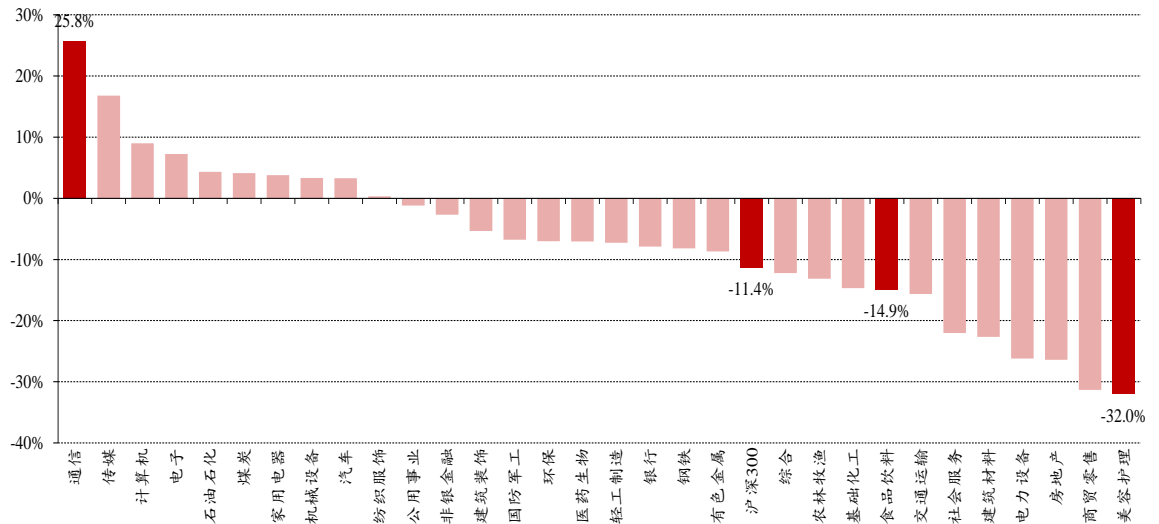
图表 1. 2023 年申万一级行业涨跌对比.....	5
图表 2. 2023 年食品饮料子行业涨跌对比.....	5
图表 3. 2022 年-2023 年食品饮料子行业分季度绝对涨跌幅情况.....	6
图表 4. 2023 年食品饮料子行业估值与归母净利变动情况.....	6
图表 5. 2023 年食品饮料个股涨跌排名.....	7
图表 6. 白酒行业与上市公司营收增速对比.....	8
图表 7. 白酒行业与上市公司利润增速对比.....	8
图表 8. 白酒上市公司 2023 年经营计划.....	9
图表 9. 规上白酒企业数量持续减少.....	9
图表 10. 1Q23 上市白酒集中度提升至 68.3%.....	9
图表 11. 食品饮料类社零数据当月同比增速.....	9
图表 12. 食品饮料类社零数据累计同比增速（13-23.11）.....	9
图表 13. 茅台整箱及散瓶批价.....	10
图表 14. 普五及国窖 1573（高度）批价.....	10
图表 15. 2021 至今，300-600 元次高端主流产品批价.....	10
图表 16. 白酒上市公司 1-3Q23 毛利率同比增 0.6pct，3Q23 毛利率同比增 0.1pct.....	11
图表 17. 不同类白酒 1-3Q23 与 3Q23 收入、归母净利增速情况.....	12
图表 18. 地产行业占 GDP 比重变化.....	13
图表 19. 地产相关行业（建筑+地产）占 GDP 比重变化.....	13
图表 20. 啤酒行业产量累计值、累计同比.....	14
图表 21. 主要啤酒企业 1-3Q23 吨价、同比增速.....	14
图表 22. CPI 显示 3Q23 需求较弱、消费升级动力不强.....	14
图表 23. 3Q23 消费意愿指数、预期指数持续低迷.....	14
图表 24. 3Q23 啤酒企业吨价逆势延续上涨趋势.....	15
图表 25. 铝锭、玻璃价格变动（截至 2023 年 12 月 10 日）.....	15
图表 26. 瓦楞纸价格变动（截至 2023 年 12 月 10 日）.....	16
图表 27. 进口大麦价格变动（截至 2023 年 9 月）.....	16
图表 28. 中国葡萄酒行业收入和增速数据.....	17
图表 29. 2023 年 1-10 月，国内葡萄酒产量同比降 30.2%.....	17
图表 30. 2023 年 1-10 月瓶装葡萄酒进口量同比降 28.1%.....	17
图表 31. 2023 年 1-10 月进口葡萄酒消费量占比.....	17
图表 32. 中国进口葡萄酒主要来源国的进口额及增速.....	17
图表 33. 葡萄酒上市企业营收及利润.....	17
图表 34. 黄酒行业及上市酒企营收增速.....	18
图表 35. 黄酒行业利润及上市酒企营收增速.....	18

图表 36. 黄酒上市企业营收及利润.....	18
图表 37. 古越龙山“只此青绿只此青玉”联名款产品.....	18
图表 38.速冻板块营收及同比增速.....	19
图表 39.速冻板块归母净利润及同比增速.....	19
图表 40. 速冻食品公司业绩概览.....	19
图表 41. 棕榈油价格高位回落.....	20
图表 42. 白砂糖价格有所回升.....	20
图表 43. 面粉价格同比处于高位.....	20
图表 44. 猪肉价格持续走低.....	20
图表 45. 中国乳制品产量及同比增速.....	21
图表 46. 牛奶、酸奶零售价变化.....	21
图表 47. 1-3Q23 乳制品板块费用率、利润率同比变化情况.....	21
图表 48. 生鲜乳价格变动（截至 2023 年 12 月 6 日）.....	22
图表 49. 进口奶粉、液态奶价格（截至 2023 年 10 月）.....	22
图表 50. 中国婴幼儿奶粉市场规模、同比增速（2019-2023）.....	22
图表 51.奶粉行业主要企业 1H23 营收、同比增速.....	22
图表 52. 奶粉行业主要企业 1H23 归母净利润、同比增速.....	22
图表 53. 2018 至 2023 年前三季度调味品板块营收及同比增速.....	23
图表 54. 2018 至 2023 年前三季度调味品板块归母净利及同比增速.....	23
图表 55. 2023 年餐饮收入实现较快恢复.....	24
图表 56. 1-3Q23 调味品企业毛利率同比变化.....	24
图表 57. 1-3Q23 调味品企业销售费用率同比变动.....	24
图表 58. 零食板块内部出现分化现象.....	25
图表 59. 零食板块营收、归母净利润变化.....	25
图表 60. 主要休闲零食企业 1-3Q23 营收及同比增速.....	25
图表 61. 主要休闲零食企业 1-3Q23 销售净利率及同比变动.....	25
图表 62. 卤制品主要上市公司业绩情况.....	26
图表 63. 卤制品龙头企业每年新增门店数量.....	26
图表 64. 卤制品龙头企业门店总数.....	26
图表 65. 鸭副产品价格持续回落.....	26
图表 66. 1-3Q23 卤制品龙头销售费用率普遍下降.....	27
图表 67. 1-3Q23 卤制品龙头销售毛利率.....	27
图表 68. 卤制产品品类多元化发展.....	27
图表 69. 2020 年至 2023 年休闲卤制品门店数量变化.....	28
图表 70. 2015 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM).....	30

市场回顾：食品饮料板块跌幅较大，子板块估值普遍回落

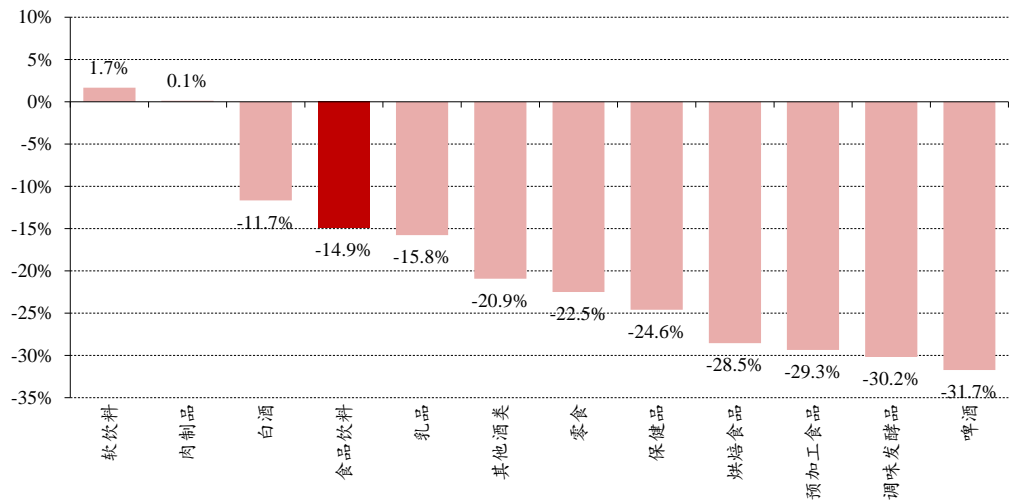
2023 年食品饮料板块表现较弱，板块下跌 14.9%，在 31 个一级行业中排名第 24，跑输沪深 300。食品饮料子行业中，除软饮料、肉制品板块为正增长外，其他板块股价普遍有所回落；白酒下跌 11.7%，在子行业中排名靠前；预加工食品、调味发酵品、啤酒的跌幅较大，股价变化幅度分别为-29.3%、-30.2%和-31.7%。

图表 1. 2023 年申万一级行业涨跌对比



资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 2023 年食品饮料子行业涨跌对比



资料来源：Wind，中银证券

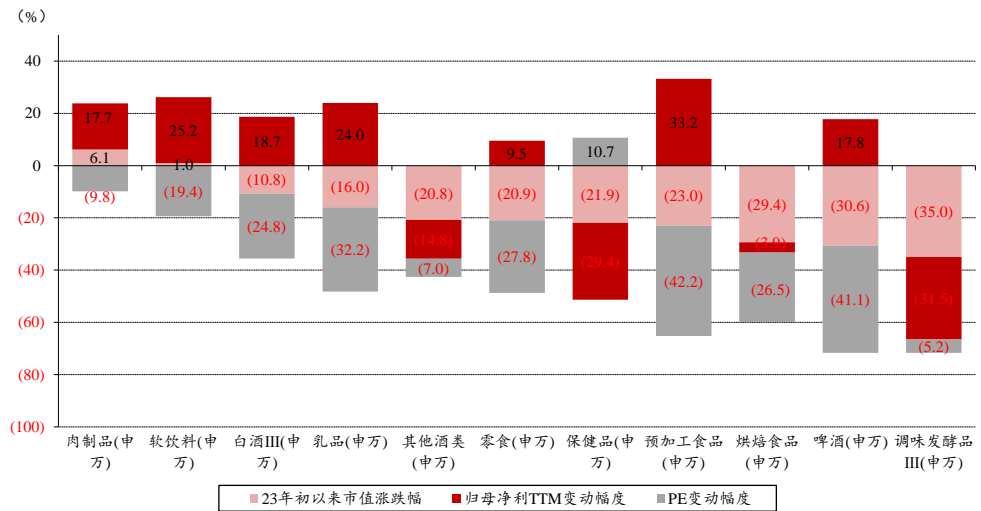
图表 3. 2022 年-2023 年食品饮料子行业分季度绝对涨跌幅情况

行业分类	1Q22 (%)	2Q22 (%)	3Q22 (%)	4Q22 (%)	1Q23 (%)	2Q23 (%)	3Q23 (%)	4Q23 (%)	2023 (%)
软饮料	(20.1)	6.2	(17.1)	17.1	3.4	(0.0)	1.7	(1.6)	1.7
沪深 300	(14.5)	6.2	(15.2)	1.8	4.6	(5.1)	(4.0)	(10.7)	(11.4)
乳品	(12.5)	6.4	(15.9)	(2.5)	(6.2)	(3.9)	(6.0)	(6.6)	(15.8)
肉制品	(6.3)	2.0	(13.2)	5.1	(0.1)	(7.2)	3.1	8.0	0.1
预加工食品	(30.1)	36.3	(11.1)	10.2	0.2	(11.6)	(11.8)	(20.2)	(29.3)
白酒	(21.6)	24.1	(11.3)	(1.8)	7.2	(14.2)	4.2	(4.0)	(11.7)
其他酒类	(26.6)	15.2	(12.0)	26.5	3.7	(6.3)	(11.9)	(18.6)	(20.9)
保健品	(9.9)	-7.0	(18.8)	25.1	(4.4)	(0.3)	(14.8)	(20.9)	(24.6)
食品饮料	(20.4)	20.2	(11.8)	0.6	4.4	(12.9)	0.5	(6.4)	(14.9)
烘焙食品	(23.2)	12.7	(15.8)	18.6	3.5	(16.2)	(11.8)	(17.7)	(28.5)
零食	(19.3)	8.2	(11.9)	23.1	(2.8)	(9.5)	(12.8)	(11.9)	(22.5)
啤酒	(22.4)	31.1	(8.9)	7.5	10.1	(16.5)	(11.2)	(25.7)	(31.7)
调味发酵品	(18.3)	15.6	(9.7)	2.9	(2.8)	(17.1)	(10.2)	(13.4)	(30.2)

资料来源: Wind, 中银证券

由于消费复苏速度偏慢, 虽然多数食品饮料子板块业绩延续增长态势, 但估值普遍回落。2023 年除烘焙食品、其他酒类、保健品、调味发酵品外, 其他食品饮料子板块的归母净利润 (TTM) 均有不同幅度的提升, 其中预加工食品、软饮料提升幅度较大, 白酒板块归母净利润 (TTM) 提升了 18.7%。但由于消费复苏速度偏慢, 除保健品外, 其他食品饮料子板块的 PE (TTM) 均出现了不同幅度的下降。乳品、啤酒、预加工食品下降幅度较大, 均超过了 30%。白酒 PE (TTM) 下降了 24.8% 至 25 倍左右。

图表 4. 2023 年食品饮料子行业估值与归母净利变动情况



资料来源: Wind, 中银证券

估值回调下, 食品饮料板块个股普遍呈下跌态势。2023 年以来, 食品饮料板块 123 只个股中, 22 只个股上涨, 占比 18%, 101 只个股下跌, 占比 82%。其中, 涨幅前五的个股分别是莲花健康、惠发食品、*ST 西发、威龙股份和泉阳泉。跌幅前五的个股分别是绝味食品、妙可蓝多、立高食品、酒鬼酒、重庆啤酒。

图表 5. 2023 年食品饮料个股涨跌排名

年涨幅前十名公司	年涨幅 (%)	年涨幅后十名公司	年涨幅 (%)
莲花健康	123	绝味食品	(56)
惠发食品	95	妙可蓝多	(50)
*ST 西发	74	立高食品	(49)
威龙股份	66	酒鬼酒	(46)
泉阳泉	54	重庆啤酒	(46)
华统股份	23	嘉必优	(44)
金字火腿	18	海天味业	(42)
青岛食品	18	良品铺子	(41)
一鸣食品	16	舍得酒业	(39)
香飘飘	15	桃李面包	(39)

资料来源: Wind, 中银证券

酒类：白酒进入换挡期，啤酒持续升级，重视黄酒变革

白酒：2023 年弱复苏，2024 年换挡期

2023 年报表端实现较快增长，终端需求呈现弱复苏态势。（1）1-3Q23 白酒收入、归母净利润同比增 16.3%、18.9%，报表端实现了较快增长，终端需求呈现了弱复苏的态势。2023 年春节和节后需求出现明显改善，主要由于 22 年 4 季度受压制的白酒需求延后兑现。2Q23 收入、归母净利润分别同比增 17.8%、19.7%，环比 1 季度提速，一方面需求逐步复苏，另一方面上年同期基数较低。3Q23 同比增 15.5%、17.9%，环比 2Q23 小幅降速，整体延续了较好的增长惯性，虽然经济复苏进程不确定，但名酒对主力产品价格的态度更加务实，保持价格稳定的前提之下，主动出击，双节营销动作较多，加大红包返利等手段促进动销，尽量加快出货。（2）1-3Q23 现金流改善较为明显，白酒上市公司经营活动产生的现金流净额同比+137%，上年同期在疫情背景下，多家上市公司加大了对渠道的支持力度，放松了打款要求，因此 2023 年现金流恢复正常。（3）2023 年 1-11 月社零数据的餐饮收入同比+19.4%，烟酒类零售额同比+10.9%，低基数上实现较快增长。

现阶段白酒处于弱平衡状态。2023 年白酒的市场情绪走了一轮过山车。1-2 月受益于疫后需求的集中释放，产业界和投资者对后市的需求较为乐观，从 2023 年上市公司年初制定的经营计划目标来看，酒厂对 2023 年展现出了较强的信心，贵州茅台、泸州老窖同比增 15%左右，五粮液双位数增长，山西汾酒、古井贡酒、今世缘 20%+，伊力特由于基数较低，目标增速较高。但 3 月份之后需求集中释放的效果减弱，淡季需消化前期的渠道库存，终端价格出现回落，导致市场情绪从乐观变为悲观。进入下半年之后，白酒未出现强周期的调整，渠道库存处于可控位置，经销商接受了需求偏弱的现实，行业处于弱平衡的状态。

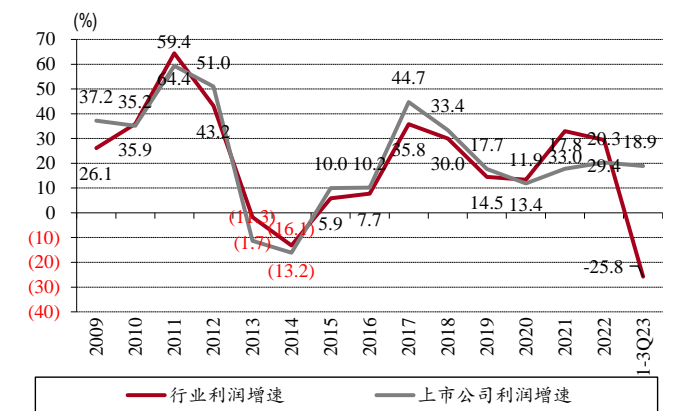
2023 年行业集中度继续提升。2021 年白酒上市公司营收占行业比重为 44.2%，2022 年比重提升到 53.3%，1Q23 上升至 68.3%（1Q22 为 59.9%）。1-3Q22 白酒上市公司收入增速（16.3%）高于行业增速（1-7 月，+7.7%）。2022 年规上白酒数量为 963 家，相比 2017 年高点的 1593 家减少 630 家。

图表 6. 白酒行业与上市公司营收增速对比



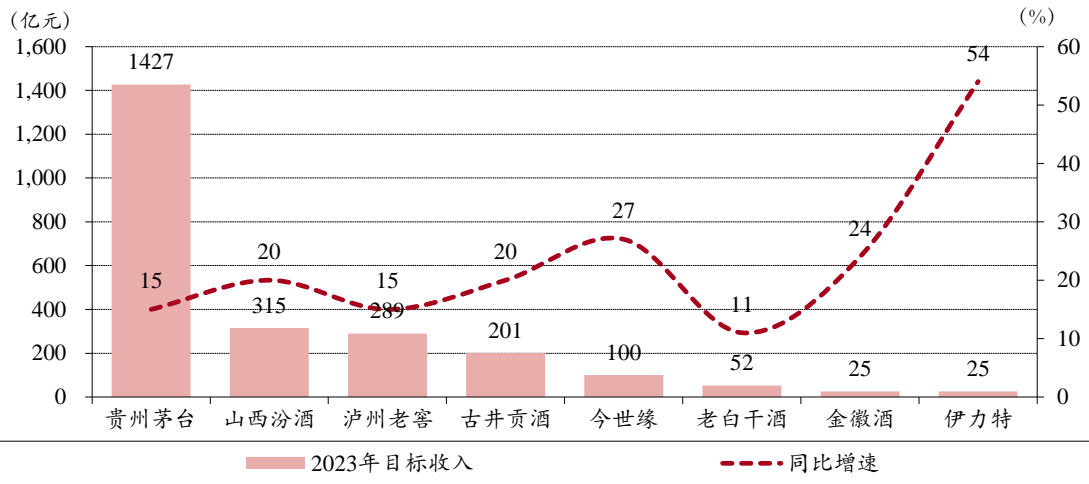
资料来源：iFinD、国家统计局、中国酒业协会、中银证券
注：行业数据截至 2023 年 1-7 月

图表 7. 白酒行业与上市公司利润增速对比



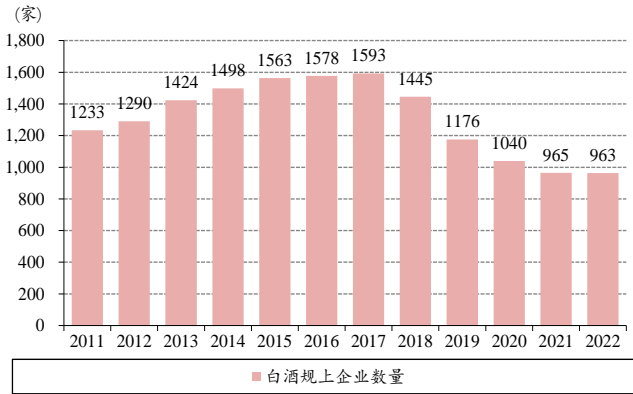
资料来源：iFinD、国家统计局、中国酒业协会、中银证券
注：行业数据截至 2023 年 1-7 月

图表 8. 白酒上市公司 2023 年经营计划



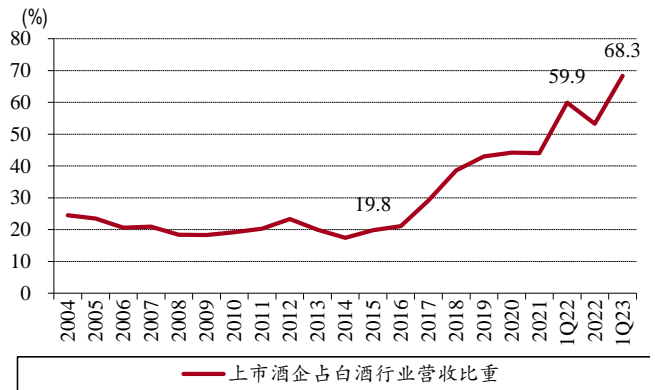
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 规上白酒企业数量持续减少



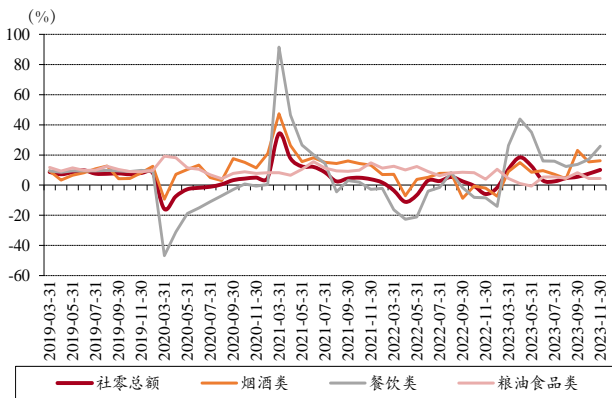
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 10. 1Q23 上市白酒集中度提升至 68.3%



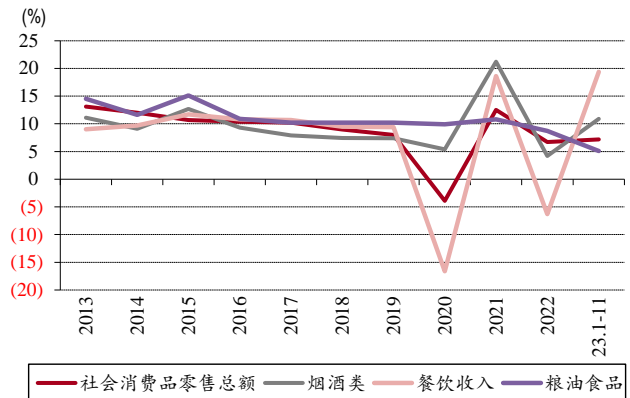
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 11. 食品饮料类社零数据当月同比增速



资料来源：国家统计局，中银证券

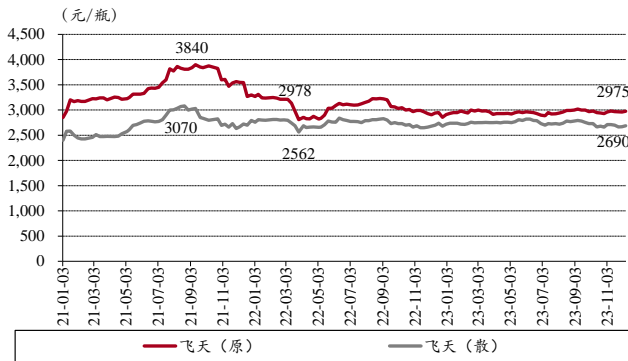
图表 12. 食品饮料类社零数据累计同比增速 (13-23.11)



资料来源：国家统计局，中银证券

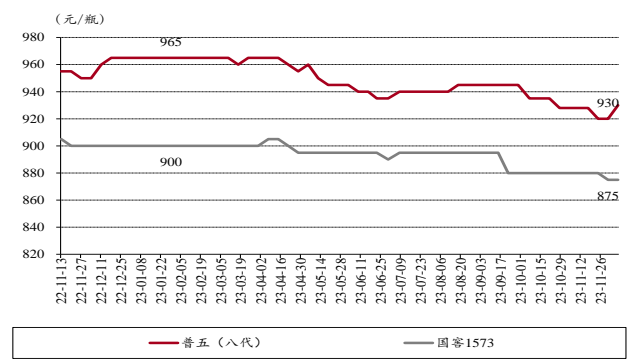
1-3Q23 产品结构小幅上行, 其中 3Q23 变化不大, 名酒提升产品性价比, 主力产品终端价承压。(1) 白酒板块 1-3Q23 毛利率同比增 0.6pct, 产品结构维持了小幅上行趋势, 其中 3Q23 毛利率同比增 0.1pct, 销售费用率 1-3Q23 同比降 0.2pct, 其中 3Q23 同比增 0.2pct。3 季度毛利率上行速度放缓, 销售费用率小幅提升, 各个酒企加大了渠道和消费者返利的力度, 提升主销产品的性价比, 同时加大了大众价位产品的推广力度, 以应对行业环境和消费趋势的变化。白酒上市公司盈利能力继续提升, 1-3Q23 和 3Q23 归母净利率均有小幅上升。(2) 根据今日酒价数据, 2023 年散茅均价 2740 元, 同比 2022 年基本持平, 其中 4Q23 均价 2700 元, 环比 3Q23 降 60 元左右。根据今日酒价数据, 2023 年五粮液均价 945-950 元, 同比 2022 年增降 20 元左右, 其中 4Q23 均价 930 元, 环比 3Q23 降 10-15 元, 同比 4Q22 降 30-40 元。

图表 13. 茅台整箱及散瓶批价



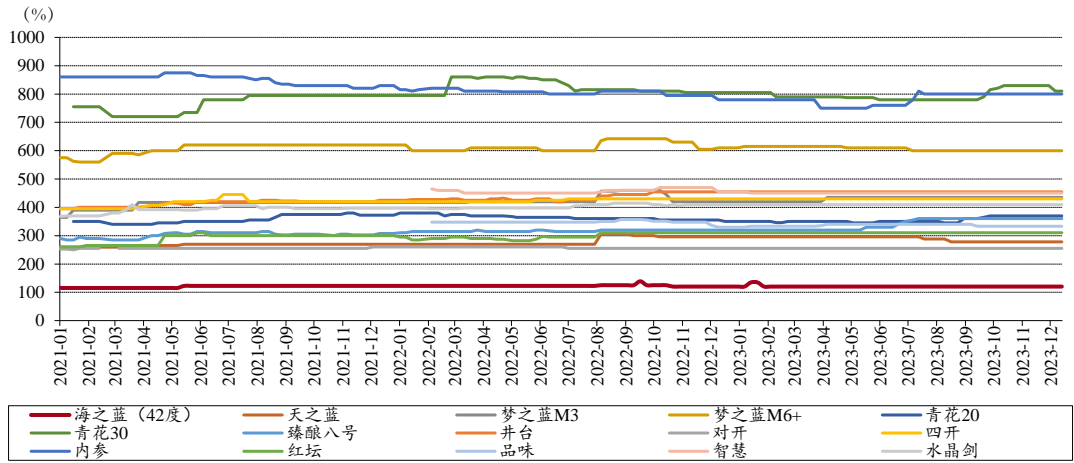
资料来源: 今日酒价, 中银证券

图表 14. 普五及国窖 1573 (高度) 批价



资料来源: 今日酒价, 中银证券

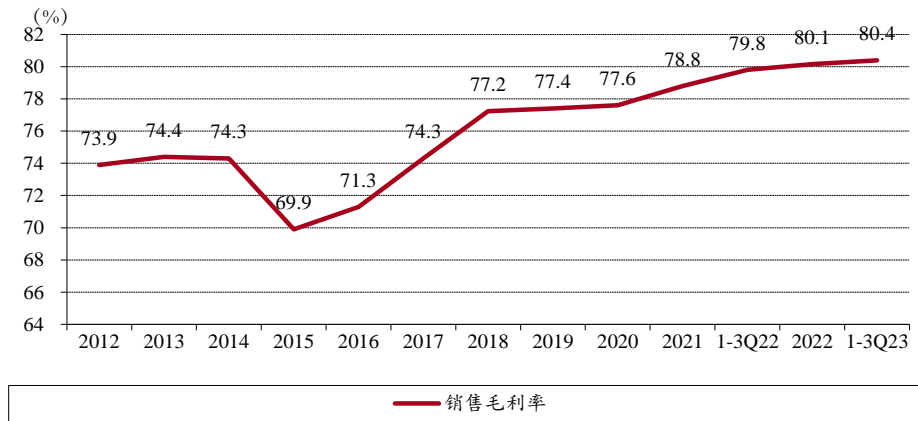
图表 15. 2021 至今, 300-600 元次高端主流产品批价



资料来源: 今日酒价, 中银证券

注: 白酒批价更新至 2023 年 12 月 15 日

图表 16. 白酒上市公司 1-3Q23 毛利率同比增 0.6pct, 3Q23 毛利率同比增 0.1pct



资料来源：万得，中银证券

分品种看，1-3Q23 一线酒稳健增长，全国型次高端放缓，地产酒受益于宴席需求。

(1) 一线酒高端酒（贵州茅台+五粮液+泸州老窖）维持了稳健增长势头，1-3Q23 收入、归母净利润同比增 17.0%、18.8%，3Q23 同比分别增 16.2%、18.0%。其中贵州茅台降速，五粮液提速，泸州老窖延续高增。贵州茅台 3Q23 普茅和 1935 控制发货节奏，业绩增速略有放缓，营收同比增 14.0%，归母净利润同比增 15.7%。五粮液 3Q23 营收同比增 17%，环比提速，一方面去年 3 季度基数较低，另一方面提升产品性价比，终端动销情况较好。泸州老窖实施积极性进攻策略，高端酒维持较快增速，报表质量优异。

(2) 由于白酒商务需求恢复进度较慢，全国型次高端酒（山西汾酒+洋河股份+水井坊+舍得酒业+酒鬼酒）受影响较大，1-3Q23 收入、归母净利润同比增 12.4%、17.0%，3Q23 同比分别增 10.2%、11.7%。山西汾酒、洋河股份、舍得酒业 3 季度营收同比分别增 13.6%、11.0%、7.9%，均慢于上半年，酒鬼酒营收延续了较大的下滑态势，水井坊上半年渠道控货较为坚决，3 季度营收提速至 21.5%。

(3) 地产酒（古井贡酒+口子窖+迎驾贡酒+今世缘+伊力特+金徽酒+老白干酒+天佑德酒+金种子酒），1-3Q23 收入、归母净利润同比增 23.6%、31.2%，3Q23 同比分别增 23.5%、38.9%，受益于宴席消费的恢复和业绩低基数，3 季度整体表现较好。今世缘、古井贡酒和迎驾贡酒营收延续了 20% 以上的增速，产品结构升级推动了古井贡酒利润率大幅提升。口子窖可能受新老产品更替的影响，仅增长 5%。西北白酒龙头伊力特、金徽酒、天佑德酒，营收和利润在低基数上均实现了较快的反弹。老白干酒收入同比增长 13%，维持稳健增长。

图表 17. 不同类白酒 1-3Q23 与 3Q23 收入、归母净利增速情况

分类	公司名称	营业收入及同比增速				归母净利及同比增速			
		1-3Q23 (亿元)	YOY (%)	3Q23 (亿元)	YOY(%)	1-3Q23 (亿元)	YOY (%)	3Q23 (亿元)	YOY (%)
高端酒	贵州茅台	1877	17.0	581	16.2	863	18.8	262	18.0
	五粮液								
全国扩张的 次高端	泸州老窖	680	12.4	205	10.2	224	17.0	63	11.7
	山西汾酒								
	洋河股份								
	水井坊								
地产酒	舍得酒业	431	23.6	133	23.5	104	31.2	30	38.9
	酒鬼酒								
	古井贡酒								
	口子窖								
	迎驾贡酒								
	今世缘								
	伊力特								
金徽酒									
老白干酒									
天佑德酒									
金种子酒									

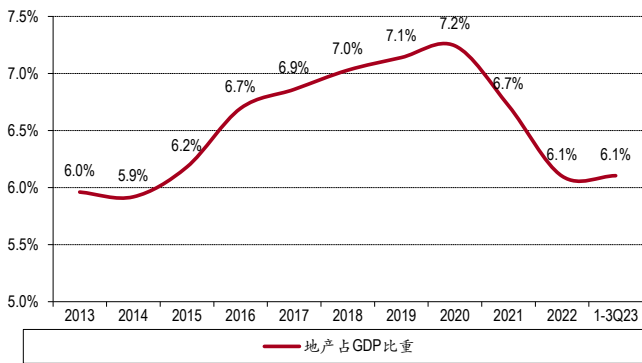
资料来源: iFinD, 中银证券

预计 4 季度和 24 年春节将延续惯性增长。现阶段白酒需求弱复苏, 行业处于弱平衡状态, 主力产品价格盘稳定, 库存处于正常区间, 酒企制定了积极的增长目标, 因此我们判断预计 4 季度和 24 年春节将延续 10% 以上的惯性增长。

复盘历史, 两个重要因素驱动了 2016-2021 年白酒行业繁荣。(1) 地产及相关行业的快速扩张, 推升了高端白酒的需求, 这也是茅台酒价格从 800 元涨到 3000 元以上的原因之一, 并带动了各个价格带的升级。茅台酒和五粮液终端价 2021 年开始回落, 与地产行业调整的时点相关。由于经济增长驱动因素发生变化, 预计未来几年高端酒核心单品价格直接上行的难度较大。(2) 行业集中度快速提升, 上市公司制定激进的销售目标, 并倒逼公司内部释放制度红利, 维持了大幅超越行业的收入增速, 上市公司收入占行业比重从 2015 年 20% 左右上升 2022 年的 53%, 如果剔除统计口径的影响, 我们判断实际占比可能明显高于 53%, 达到 70% 以上。考虑白酒需求特点, 与大众品不同, 我们判断未来行业将形成分香型、分区域、分价格的细分领域寡头竞争格局, 上市公司集中难度以形成类似于啤酒 CR5 超过 90% 高市占率, 集中度继续快速上行的难度加大, 未来两年行业增速与上市公司增速可能逐步趋同。

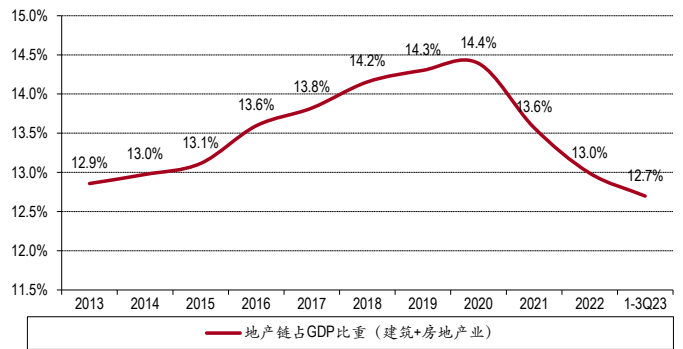
白酒正进入换挡期。随着地产及相关行业增速放缓, 经济增长驱动因素发生变化, 赚快钱时代进入赚慢钱时代, 同时龙头市占率达到较高水平, 行业增速与上市公司增速将逐步趋同, 我们判断白酒行业正进入换挡期。白酒消费者需求将从面子消费转向高性价比。酒企的产品战略, 将从打磨大单品、树立价格标杆, 满足同质化的需求, 演变为构建产品矩阵, 满足多样化和个性化需求, 能更精细地挖掘消费者需求的酒企有望胜出。酒企增长模式, 从粗放式的渠道扩张, 转为更精细地挖掘消费者需求。长远来看, 我们认为大众消费将延续升级趋势, 次高端的需求有望持续增加。

图表 18. 地产行业占 GDP 比重变化



资料来源: iFind, 中银证券

图表 19. 地产相关行业 (建筑+地产) 占 GDP 比重变化



资料来源: iFind, 中银证券

重视大清香的机会。(1) 香型口感并非一成不变, 随着山西汾酒的崛起, 清香型成为新风口, 香型类似的老白干酒等有望受益。(2) 大清香 2023 年有抱团作战的动作, 力争三分天下有其一, 随着消费者口感的培育, 清香热有望延续。(3) 中国酒业协会发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见》提出, “十四五”期间, 清香型白酒的市场规模将突破 200 万千升、1300 亿元, 行业占比由 15% 提升至 20% 以上。

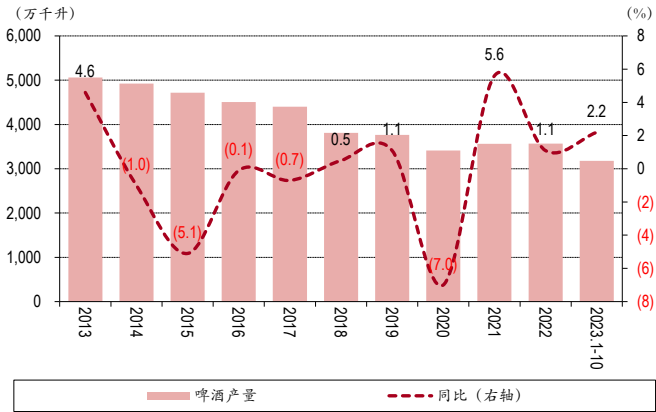
白酒优选抗风险能力强的龙头酒企, 重视次高端、大清香, 关注核心消费群体的偏好变化。中长期来看, 我们认为在存量竞争的行业背景下, 优选抗风险能力及渠道控盘能力较强的龙头酒企, 以及可环大本营扩张的省级龙头。关注核心消费群体的偏好变化, 有望孕育出新的成长点。推荐山西汾酒、泸州老窖、今世缘、贵州茅台。

现阶段首推山西汾酒, 公司向上势能不减, 预计未来两年将维持较快的业绩增速。(1) 12 月 6 日 2023 汾酒全球经销商大会在山西太原召开。本次经销商大会时点早于往年 20 天左右, 显示公司提早为 2024 年谋划布局, 团队积极进取。(2) 虽然 2023 年全国型次高端酒受商务需求疲软的影响, 向上升级乏力, 但长远来看, 这个价格带仍有较大的成长空间。分产品看, 汾酒多价格带同时发力, 特别是未来次高端以上价格带将成为主要增长点, 青 30 未来有望接棒青 20。分区域看, 环山西市场精耕细作, 全国化深度推进, 增长的确性强。现阶段汾酒向上势能不减, 改革红利仍在释放, 渠道体系健康, 随着人事调整完成, 营销活动有序推进, 预计 2024 年营收有望小幅提速。未来两年业绩增速持续领先行业。

啤酒: 结构升级趋势确定, 成本持续改善, 估值回落后迎来布局良机

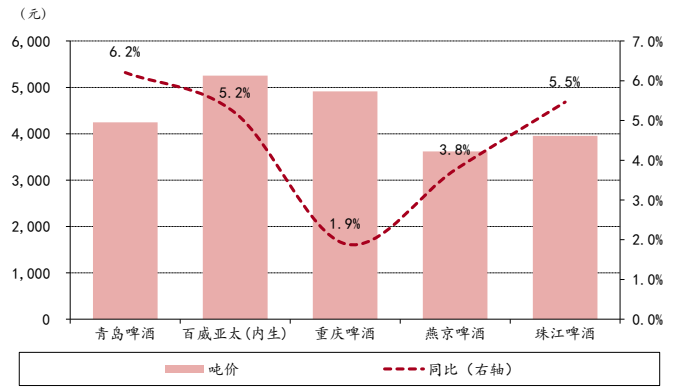
1-3Q23 啤酒企业吨价延续上行趋势, 3 季度需求较弱。整体来看, 2023 年啤酒企业延续了结构性升级趋势, 主要啤酒企业 1-3Q23 吨价同比+5.1%。其中青岛啤酒/百威亚太(内生)/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒 1-3Q23 吨价分别同比+6.2%/+5.2%/+1.9%/+3.8%/+5.5%。需求端, 受益于疫情后即饮场景的恢复, 2023 年啤酒需求有所反弹, 1-10 月啤酒产量 3180.4 万千升, 同比+2.2%。但从节奏上来看, 3Q23 作为啤酒消费旺季, 需求整体偏弱, 7、8、9 月啤酒单月产量分别同比-3.4%、-5.8%、-8.0%。

图表 20. 啤酒行业产量累计值、累计同比



资料来源: iFind, 中银证券

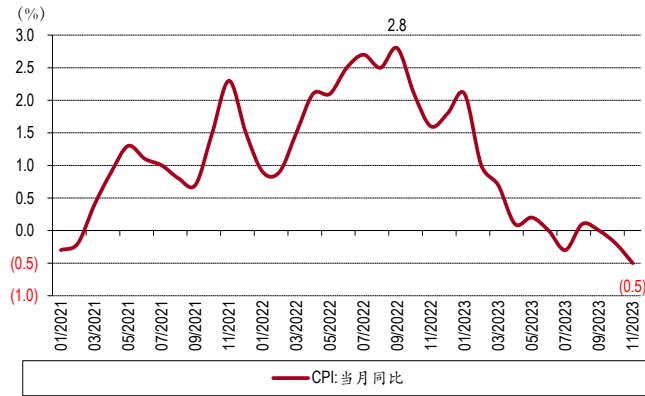
图表 21. 主要啤酒企业 1-3Q23 吨价、同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

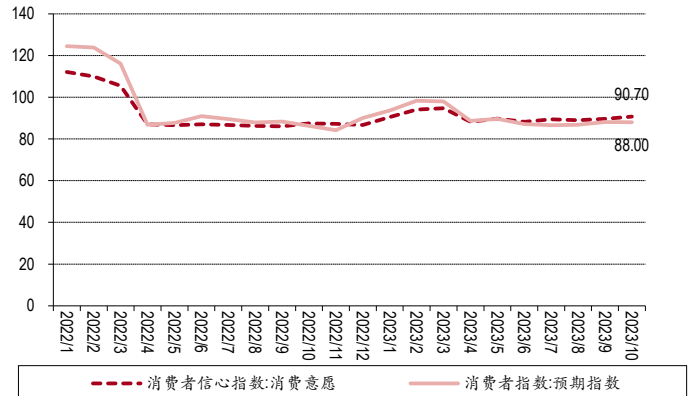
我们认为, 3Q23 在消费升级动能不足的背景下, 啤酒企业吨价依然延续了较快的上涨趋势, 印证啤酒行业结构升级的趋势。复盘历史, 产能出清、竞争格局改善、消费升级是驱动啤酒企业结构快速升级、吨价快速上行的三大核心要素。2023 年 7、8、9 月份 CPI 分别同比-0.3%、+0.1%、+0.0%, 延续了二季度的低迷趋势, 显著低于一季度与 2022 年。与此同时, 三季度消费者消费意愿、预期指数持续低迷, 连续 3 个月处于 80-90 区间, 表明消费者信心不足。整体来看, 3Q23 大众品消费升级的动能不强, 但啤酒行业依然延续了结构升级趋势, 吨价持续提升。披露三季报的五家核心企业(百威亚太(中国)、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒) 3Q23 平均吨价同比+4.4%, 且各企业吨价同比均实现正增长。

图表 22. CPI 显示 3Q23 需求较弱、消费升级动力不强



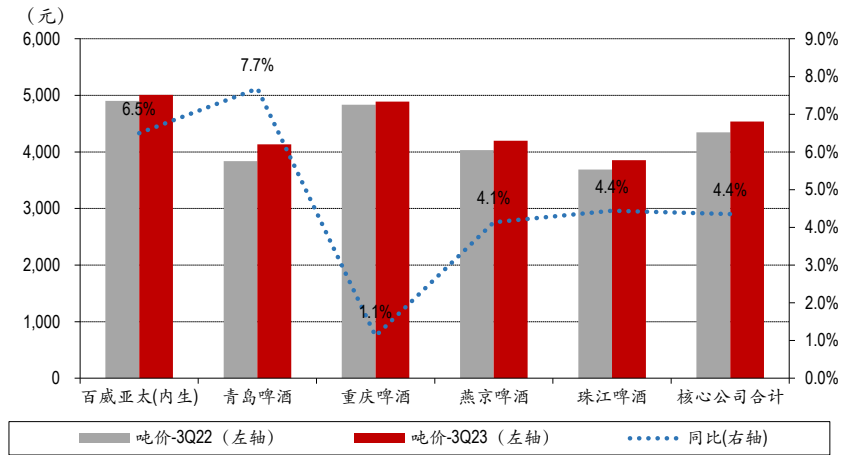
资料来源: iFind, 中银证券

图表 23. 3Q23 消费意愿指数、预期指数持续低迷



资料来源: iFind, 中银证券

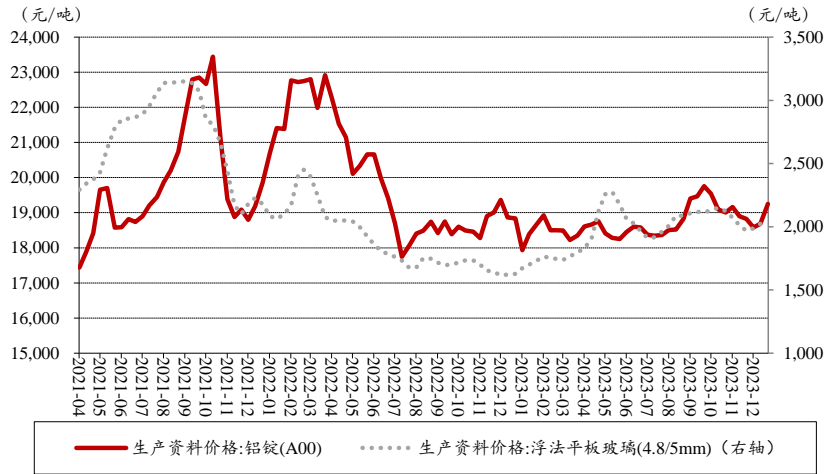
图表 24. 3Q23 啤酒企业吨价逆势延续上涨趋势



资料来源：各公司财务报告，中银证券

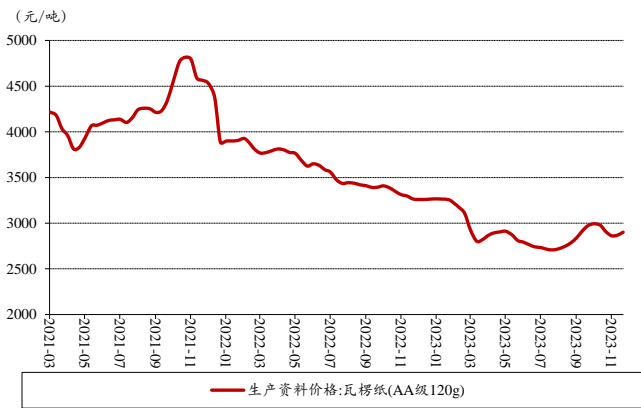
澳麦双反取消后，2024 年啤酒企业吨成本增幅有望收窄，提高啤酒企业业绩增长的确定性。根据商务部的公告，自 2023 年 8 月 5 日起，我国将终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。在不考虑双反税的情况下，澳麦成本显著低于当前啤酒企业使用的法麦、加麦。考虑到采购节奏、锁价、需求激增可能导致的供给不足问题后，我们预计澳麦双反取消的影响将大部分体现在 2024 年报表端，同时还会有部分影响陆续体现在后续报表中。综合考虑铝材、玻璃近期的价格波动、采购模式，罐化率加大等因素的影响后，预计对 2024 年啤酒企业吨成本增速应在低单位数（0.5%-2.5%），增幅较 2023 年有望显著放缓。

图表 25. 铝锭、玻璃价格变动（截至 2023 年 12 月 10 日）



资料来源：iFind，中银证券

图表 26. 瓦楞纸价格变动（截至 2023 年 12 月 10 日）



资料来源: iFind, 中银证券

图表 27. 进口大麦价格变动（截至 2023 年 9 月）



资料来源: iFind, 中银证券

展望未来，成本改善、估值回落后啤酒板块迎来布局良机，建议关注前期超跌标的。我们认为，啤酒企业结构升级进程具有韧性，在竞争格局改善、产能出清两大因素的推动下，中期来看啤酒企业仍将延续结构性升级进程。如果消费力能够复苏，在高端化进程的推动下，啤酒企业吨价依然具备广阔的提升空间。与此同时，受益于澳麦双反取消带来的成本改善，2024 年啤酒企业业绩持续向上的确定性较强。推荐青岛啤酒，建议关注积极推进改革的燕京啤酒。

其它酒：龙头企业积极寻求突围，重点关注黄酒的变化

葡萄酒行业整体承压，行业数据未出现明显好转。受到白酒和进口酒的冲击，国内葡萄酒行业收入规模断崖式下滑，从 2016 年的 484.5 亿元滑落至 2022 年的 91.9 亿元。进口葡萄酒消费量占比也从 2016 年的 29.8% 提升至 53.7%。虽然 2020 年 8 月商务部公告中国将对澳洲实施反倾销，但是从我们追踪的数据发现，虽然近两年澳洲酒受到政策限制，但是因为消费者对红酒“舶来品”的属性短期较难改变，所以 2021 年法国酒、智利酒进口量提升较为明显，并未明显改变国产酒产量下滑的趋势，行业收入及产量均处于历史底部位置。回顾葡萄酒行业历年发展，2003 年至 2012 年，是葡萄酒行业发展的“黄金十年”，量价齐升，龙头张裕营收 2003 至 2012 年营收 CAGR 为 20%。我们认为，2013 年至今行业规模出现断崖式下滑，除了受白酒及进口酒双重冲击以外，与此前国内龙头酒企对消费者的培育工作不够扎实有关。

龙头张裕推出限制性股权激励，积极改革。从上市葡萄酒企业表现来看，龙头张裕面对行业困境仍积极改革。2023 年 4 月，公司公告限制性股票激励计划（草案），公司拟向激励对象授予限制性股票 685 万股，占公司股本总额的 1%，授予价格 15.69 元/股，授予对象总人数共计 211 人，其中高管 10 人，占授予股票总数的比例为 21.8%。根据公司设定的业绩考核目标，2023 年至 2025 年公司营收规模分别不低于 43.3、47.2、51.2 亿元，净利规模分别不低于 5.1、5.3、5.6 亿元，22 至 25 年 CAGR 分别为 9.3%、9.4%。从公司前三季度业绩表现来看，完成业绩考核的难度较大，不过我们认为，此次在股份公司层面推出股权激励表明公司在机制改革上迈出了一大步，近两年公司内部持续在组织架构、产品结构及渠道布局上积极改革，整体趋势向好，静待行业环境转暖，公司改革成效显现。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/356153241051010035>