



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

食品饮料行业

推荐白酒板块，优选大众品龙头

西南证券研究发展中心

食品饮料研究团队

2024年10月

一、白酒：中长期配置价值凸显

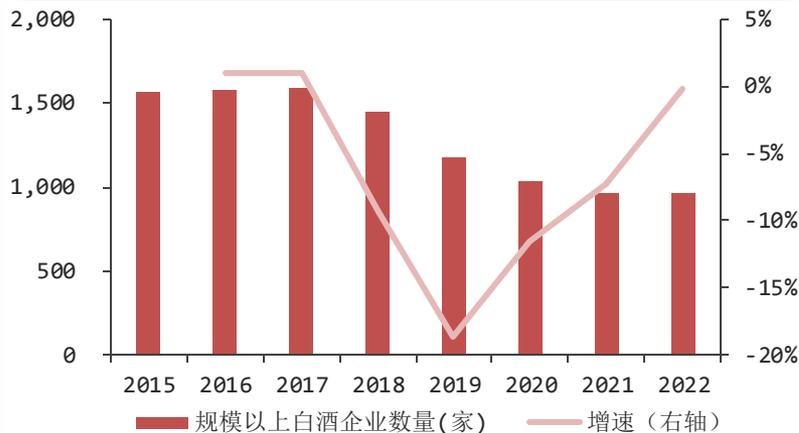
- **2024年春节消费较为理想**：高端和地产酒动销两旺，去化较为理想，次高端有压力。一线名酒：总体动销好于预期，高端动销两旺，量价齐升，库存下降较为理想；地产酒：受益于返乡人群增加，销量均有不同程度增长，但并未发现产品结构升级；次高端：春节备货、回款下降不等，动销量下滑。
- **二季度开始，消费表现并不乐观，静待基本面回暖**：二季度开始，消费有所承压，动销和库存反馈负面；部分高端酒批价有所下移。**但从中长期看，白酒具备较好的配置价值**：
 - ◆ 白酒自身的行业属性并未发生大的变化，行业内部逻辑依然成立。2023年规模以上白酒企业收入7563亿元，利润总额2328亿元，产量629万吨，上市公司市占率分别为53.5%、91.6%、23.7%，产量市占率依然偏低，即使加上全国和区域名酒，产量市占率估计在35%左右，依然有大量的中小酒厂存在；比如山东、河南区域，当地地产酒量依然很大。目前，白酒竞争格局基本形成强者恒强的格局，名酒通过品牌文化、价格带宽度覆盖下移、渠道深耕和下沉以及消费者认知度提升，名酒市占率提升依然是长期趋势。
 - ◆ 白酒升级只是短期受到影响，中长期升级的趋势并未发生变化。2022年下半年以来，消费有所承压，即使在这样的情况下，2022年、2023白酒整体吨价依然是提升的，只是短期升级的节奏受到一定影响，未来随着消费复苏、名酒市占率提升，白酒升级趋势并未发生变化。
 - ◆ 中长期看白酒主力饮酒人群相对稳健。我们统计了人口结构，白酒主力饮酒人群（20-60岁）数量在未来10年不会发生明显的下降，依然是较为稳健的状态。
 - ◆ 深度调整后，白酒估值已处于历史低位。目前看，一线名酒24年估值仅14-24倍，预计收入、利润依然有双位数增长；地产酒估值普遍在20倍以下；整体行业估值处于历史低位，中长期值得重配。

白酒：行业进入挤压式增长阶段，业内企业竞争是主要格局

白酒产量延续下降



规模以上白酒企业数量



上市公司收入市占率提升至53.5%



上市公司利润市占率提升至91.6%

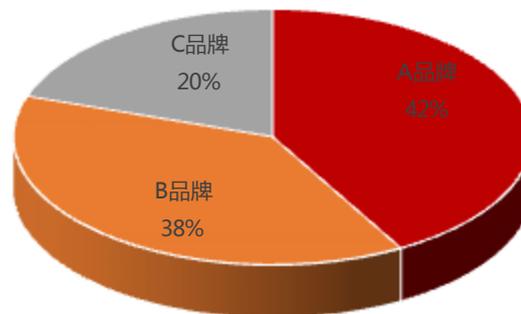


白酒：高端稳健增长，次高端有所放缓

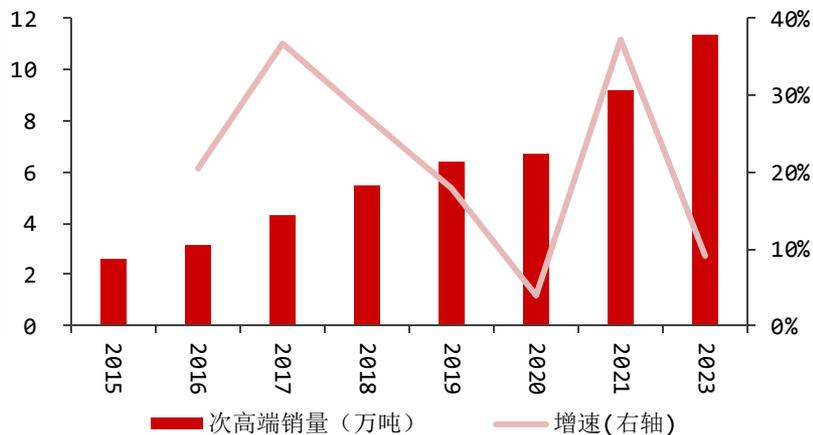
高端酒销量持续稳定增长



2023年高端酒销量市场份额



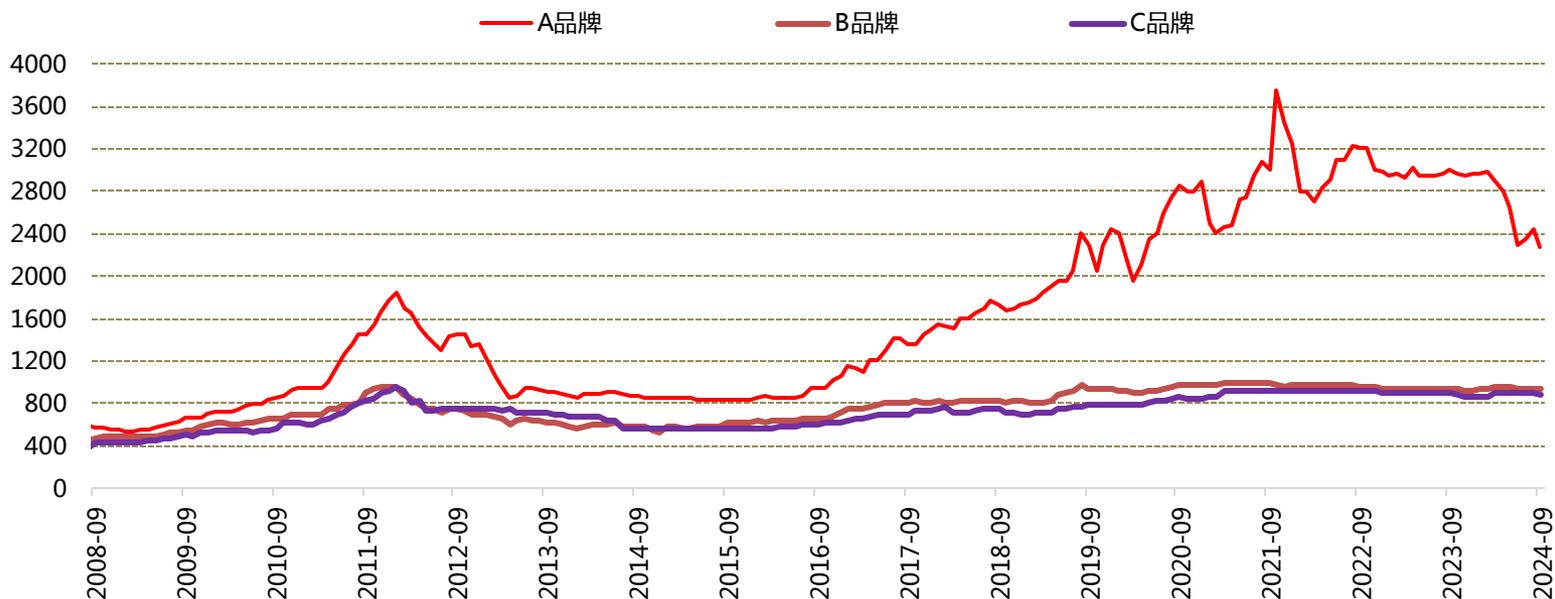
次高端销量快速增长



白酒：高端酒批价——行业景气度风向标

- 高端酒批价对于白酒行业尤其重要，直接反映行业景气度和供需状况。24年二季度在商务消费低迷，餐饮环比走弱的背景下，高端酒景气度边际走弱，渠道备货意愿变差，供需矛盾有所放大；进入三季度后相对比较稳健。

高端酒一批价变化趋势（元）



白酒：库存——虽有压力但相对良性、弱周期成为主旋律

- 2016年白酒复苏以来，库存虽有所增加（尤其是近两年），经销商压力变大，但基本处于相对良性状态（部分品牌压力较大），随着厂家调控和信息化系统渗透，名优白酒库存周期有望平滑。短期来看，对于名优白酒，渠道库存需要关注，但并不是核心重点，未来以厂家主导的平滑行业周期值得期待。
- ◆ 名酒厂家关注可持续增长，不会主动压很多库存，一旦发现库存高企，主动控量保价。
- ◆ 名优厂家均采用更加精细化，对于库存的把控能力较强。
- 基本采用扁平化运作+深度分销模式，厂家销售人员大幅增加，对于市场管控更加到位。
- 信息化系统的导入和使用，增强厂家对于渠道和终端的管理能力。
- ◆ 名优白酒价格，除极少数品牌外，渠道利润并不丰厚，并未触发渠道大规模囤货行为。类比于2012年之前白酒的黄金十年期，此轮白酒复苏周期较短，鲜有渠道暴利的情况，经销商基本没有主动大规模囤货行为。

二、大众品：推荐各子板块龙头

- **啤酒**：即使在消费升级趋势放缓的当下，产品结构持续升级仍为行业高端化提供充足动能，24H1啤酒龙头吨价依然呈现提升态势，但受同期高基数影响，行业整体销量承压明显，受需求复苏较弱及雨涝天气频繁影响，量增存在压力；随着经济好转，啤酒销量稳健、吨价提升值得期待。
- **乳制品**：1、短期看，乳制品公司利润弹性已释放：1) 上游牧业产能释放叠加乳制品消费需求平稳，原奶价格下行，全年奶价仍将保持低位。2) 乳制品企业费用投放效率普遍提高，进一步提高盈利水平。2、中长期看，乳制品板块整体盈利有望持续向上：1) 牧业规模化程度加大，供给端非理性行为引起原奶价格波动的因素逐渐消退，原奶价格有望企稳。2) 乳制品消费升级仍有空间，随着消费逐渐复苏，高端白奶、高端鲜奶等产品更受消费者欢迎，产品结构将持续改善。
- **调味品**：随着B端餐饮行业复苏以及C端调味品健康化趋势持续，行业格局将持续改善。高线市场高端升级+低线市场渠道下沉+社会餐饮复苏，抗周期能力较强，产品结构升级和集中度提升两大增长逻辑不变；优选基本面扎实、业绩确定性强的细分子行业龙头企业。
- **速冻食品**：龙头优势明显，长期增长可期。速冻火锅料行业长期维持双位数增长，而龙头企业规模优势明显；米面制品竞争较为激烈,同时B端与C端渠道相互渗透，加速中小品牌出清，利于行业集中度提升。

风险提示

- 高端酒价格或大幅下滑；
- 原材料价格波动风险；
- 经济增速大幅放缓风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：王书龙

执业证号：S1250523070003

电话：023-63786049

邮箱：wsl@swsc.com.cn

分析师：夏霁

执业证号：S1250523070006

电话：021-58351969

邮箱：xiaji@swsc.com.cn

分析师：舒尚立

执业证号：S1250523070009

电话：023-63786049

邮箱：ssl@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪

执业证号：S1250524070007

电话：023-63786049

邮箱：dyuc@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yflyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jjy@swsc.com.c
	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	xyy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn