

预期和估值的修复之年

食品饮料行业2024年春季投资策略

证券分析师：吕昌 A0230516010001 周缘 A0230519090004 曹欣之 A0230522080002
研究支持：严泽楠 A0230122090002 熊智超 A0230122050006 任钰泉 A0230122070002
2024.3.28



主要内容

1. 板块回顾
2. 白酒板块投资策略
3. 大众品板块投资策略

2024年至今食品饮料板块表现回顾

图1.1：2024年以来申万一级子行业年度超额收益

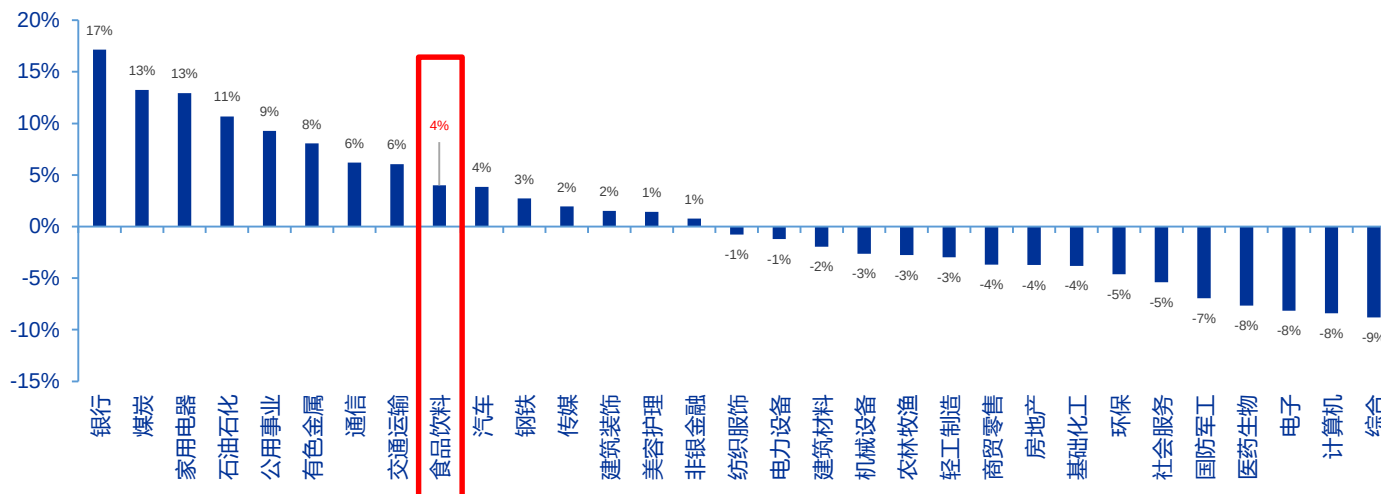
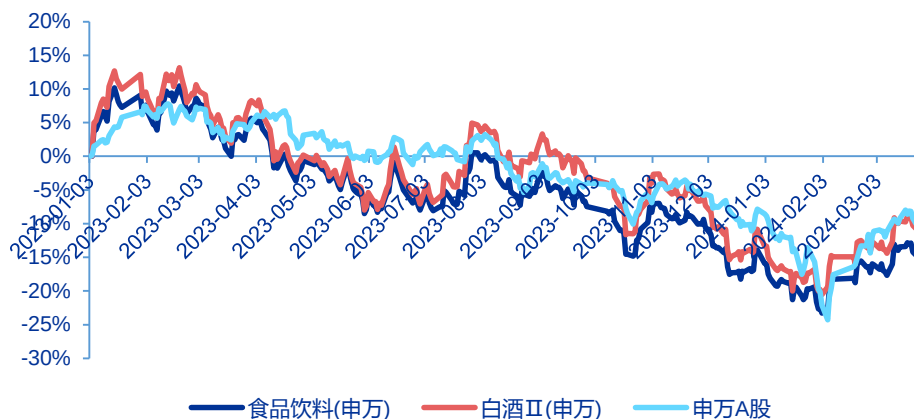


图1.2：2023年以来食品饮料指数全年走势



2024年至今食品饮料板块表现回顾

- 2024年以来，食品饮料板块跑赢申万A指4.0个百分点
- 各子行业表现分化，其中食品加工（跑输申万A指6.1个百分点）、白酒（跑赢申万A指6.4个百分点）、啤酒（跑赢申万A指10.6个百分点）、其他酒类（跑输申万A指10.8个百分点）、饮料乳品（跑赢申万A指6.9个百分点）、休闲食品（跑输申万A指5.3个百分点）、调味品（跑输申万A指0.8个百分点）。

表1.1：食品饮料各子行业相对于申万A指的超额收益情况

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
食品饮料	-4.61%	1.6%	-11.3%	2.8%	-6.5%	15.9%	1.7%	-2.3%	-1.9%	-8.7%	5.1%	-2.9%	4.0%
食品加工(申万)	-8.34%	-9.9%	-7.9%	4.8%	-0.9%	3.6%	0.0%	8.9%	-7.4%	-3.1%	-2.9%	0.5%	-6.1%
白酒Ⅲ(申万)	-3.00%	3.8%	-11.9%	3.3%	-7.7%	19.8%	2.1%	-4.7%	0.9%	-10.0%	8.8%	-3.9%	6.4%
啤酒(申万)	-7.87%	37.6%	-27.6%	14.3%	-8.5%	26.8%	4.6%	4.6%	3.8%	-12.4%	-6.6%	-12.3%	10.6%
其他酒类(申万)	2.53%	30.7%	-18.7%	-17.7%	-12.7%	11.0%	1.5%	23.6%	-2.6%	-2.2%	-7.3%	-3.5%	-10.8%
饮料乳品(申万)	-4.82%	-8.2%	0.6%	2.3%	0.4%	2.1%	-2.6%	-3.2%	-11.2%	0.9%	0.0%	2.9%	6.9%
休闲食品(申万)	-3.19%	-8.0%	-12.7%	6.1%	-11.3%	10.5%	0.0%	18.3%	-12.7%	-8.5%	-5.1%	-2.8%	-5.3%
调味发酵品Ⅱ(申万)	-12.46%	-8.0%	-12.6%	0.6%	-4.4%	11.4%	3.7%	0.0%	-9.1%	-13.0%	-5.6%	0.5%	-0.8%

图1.3：23Q4食品饮料板块重仓持股市值占比13.64%

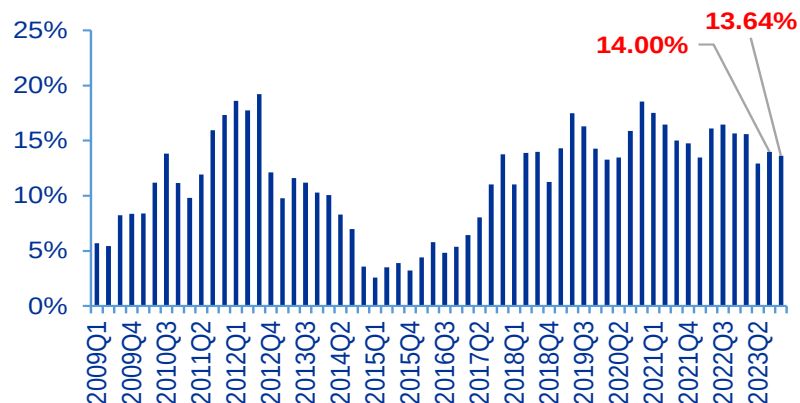


图1.4：23Q4白酒板块重仓持股市值占比11.90%

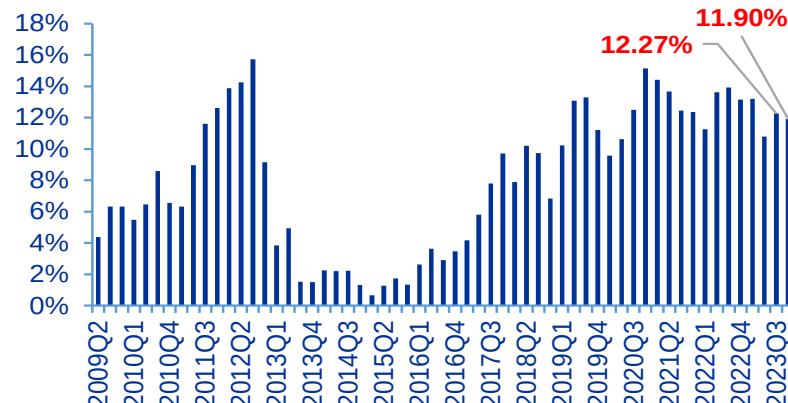


图1.5：23Q4食品饮料板块配置系数为1.82

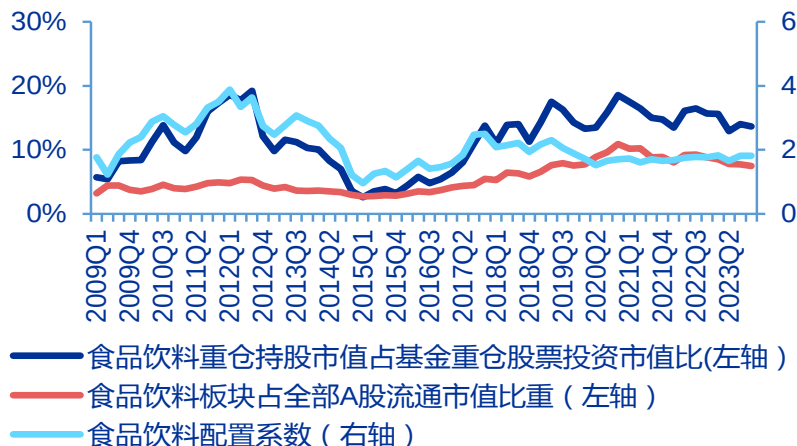
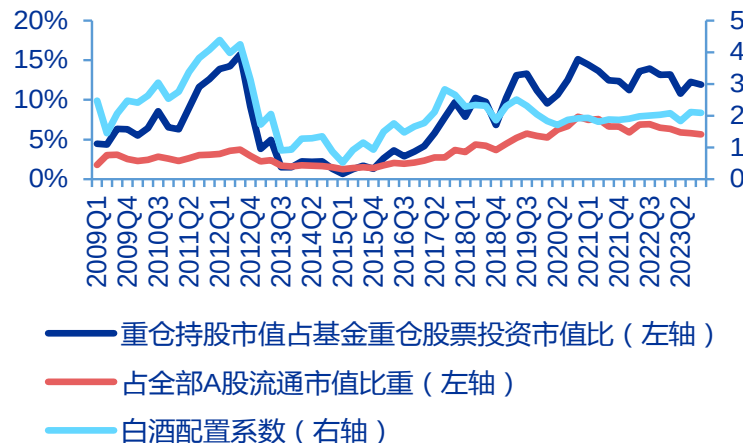


图1.6：23Q4白酒板块配置系数为2.10



主要内容

1. 板块回顾
2. 白酒板块投资策略
3. 大众品板块投资策略

白酒景气周期受宏观经济影响

■ 全年维度，受宏观经济影响，我们对白酒行业的整体需求依然谨慎。

图2.1：2010年以来PMI月度数据
(月度，%)



图2.2：2010年以来CPI月度数据
(月度，%)



图2.3：工业企业利润同比增速
(月度，%)



图2.4：城镇失业率 (月度，%)



图2.5：餐饮收入同比增速 (当月，%)

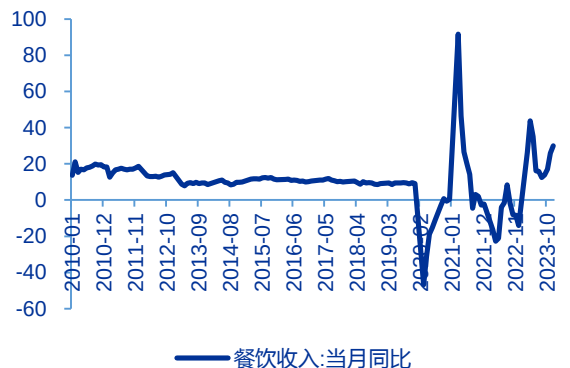
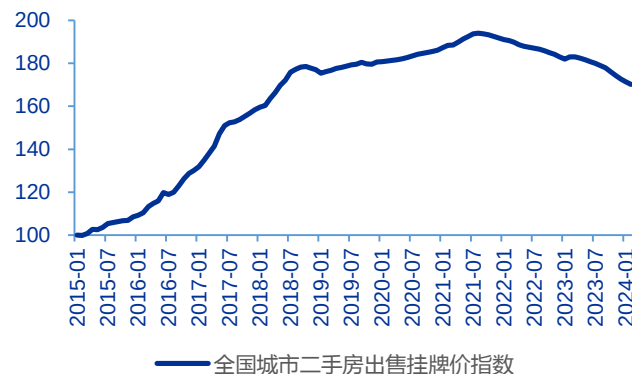


图2.6：中国二手房出售挂牌价指数



- 历史经验看，茅台价格与月均可支配收入的比值，可以用来衡量行业景气和供需关系。茅台目前批价约为城镇居民月均工资的70%，处于偏高水平。
- 飞天茅台批价自2021年9月以来进入下行周期，已调整两年半，批价趋于稳定。

图2.7：高端白酒批价与居民月均收入比

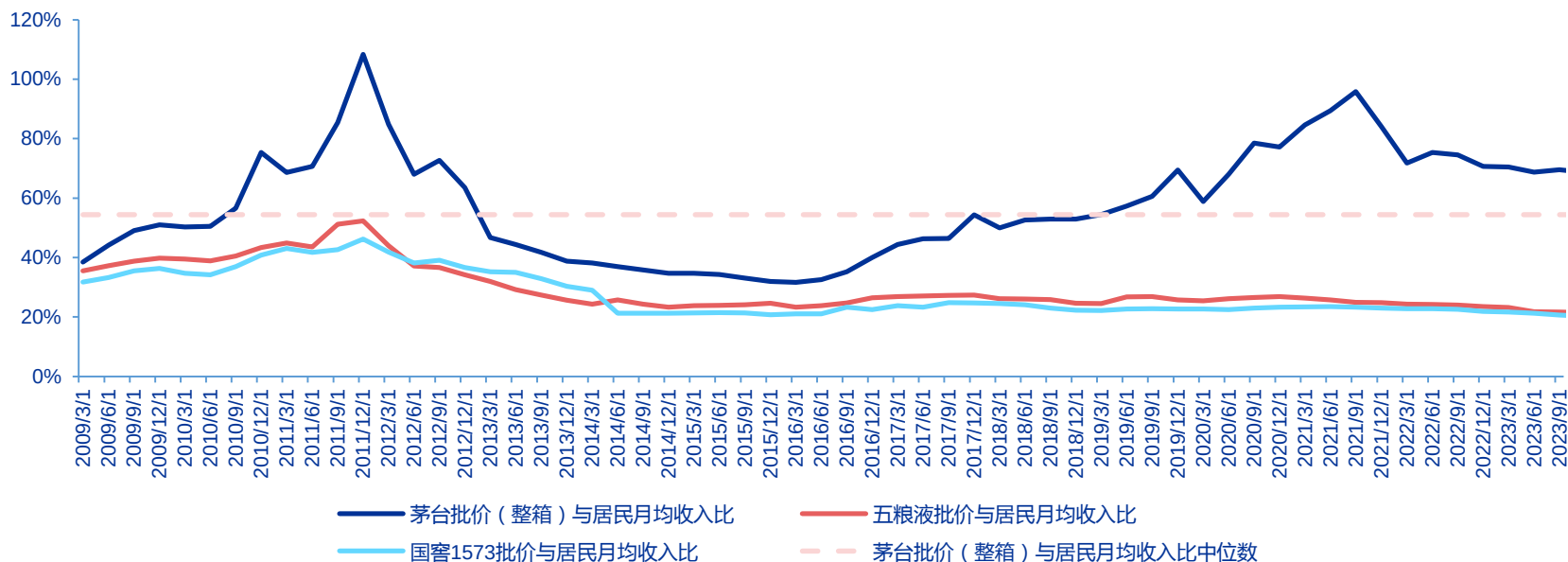


表2.1：2012-2024年茅五泸批价年涨跌幅

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24年1-3月
茅台	-33%	-4%	-1%	35%	47%	5%	42%	15%	18%	-13%	3%	-1%
五粮液	-18%	-3%	14%	16%	12%	-3%	13%	8%	0%	-3%	-3%	2%
国窖1573	-9%	-25%	6%	17%	19%	-3%	10%	6%	7%	-1%	-3%	1%

24年春节动销符合预期 节后名酒状态良性

- 2024年春节动销符合预期，春节后需求回归到淡季的常态水平；库存与去年同期基本持平或略有提升；价格多数稳定，部分宣布提价的品种节后批价小幅上行，五粮液批价在940-950元，青20和国缘四开批价小幅上行。

表2.2：白酒主要品牌2024年春节价格和库存情况

公司	价格		库存	
	23Q1	24Q1	23Q1	24Q1
贵州茅台	散瓶批价2750元，整箱批价2915元	散瓶批价2675元，整箱批价2930元	低于1个月	低于1个月
五粮液	普五批价945元	普五批价945元	1-1.5个月	1个月左右
泸州老窖	高度国窖批价900元，低度国窖批价630-640元	高度国窖批价880元，低度国窖批价620元	1-2个月	2个月左右
汾酒	青花复兴版批价790-810元，青花20批价355	青花复兴版批价860元，青花20批价360-370元	1-2个月	1-2个月
洋河	梦6+批价610元，水晶梦批价430-440元	梦6+批价590元，水晶梦批价430-440元	2个月左右	2-3个月
古井贡	古20批价580-600元，古16批价320元，古8批价220元，古5批价115元	古20批价550元，古16批价320元，古8批价220元，古5批价105元	2个月左右	2-3个月
今世缘	四开批价410元，V3批价540元	四开批价415元，V3批价550元	2个月左右	2-3个月
舍得	品味舍得批价330-350元	品味舍得批价330-340元	2个月左右	2个月以上
酒鬼	内参批价750-800元	内参批价850元	3个月左右	3个月以上

白酒主要高端和次高端产品价格走势

图2.8：飞天茅台价格走势

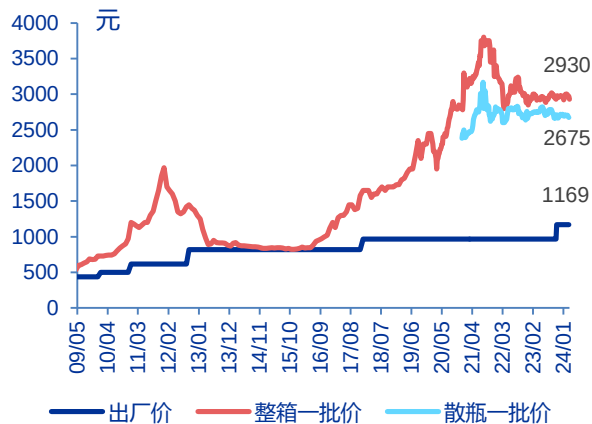


图2.9：生肖茅台（当年整箱）价格走势



图2.10：五粮液价格走势



图2.11：国窖1573价格走势

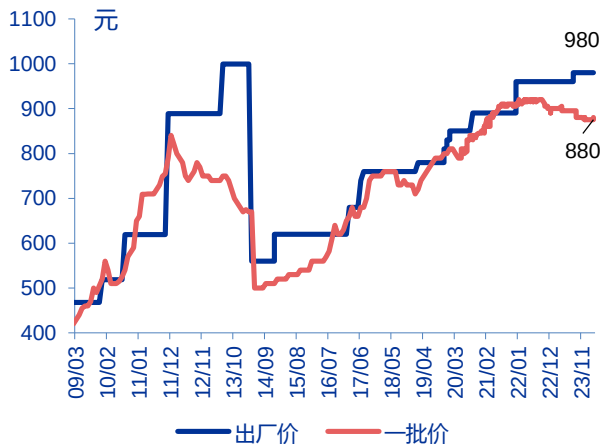


图2.12：剑南春价格走势

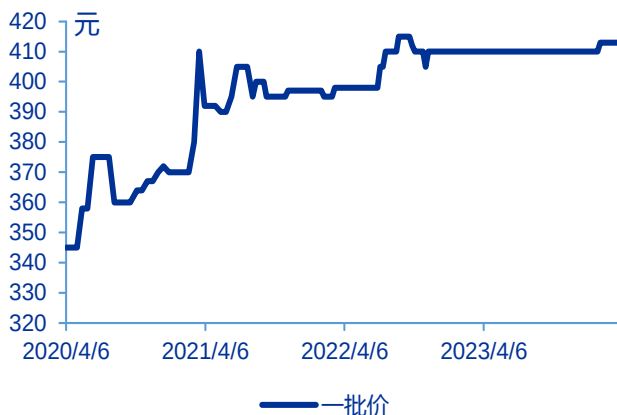
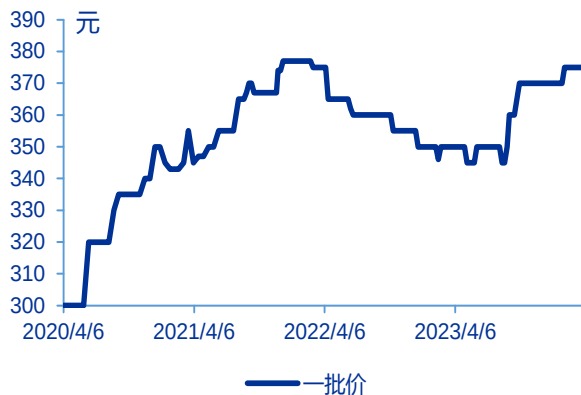


图2.13：汾酒青花20价格走势



长期空间：进入缩量时代 结构和份额提升提供增长空间

- 假设头部品牌均能完成十四五规划，预计23-25年top6企业收入CAGR为15.38%，2015-2020年top6企业的收入CAGR为19.9%，未来头部品牌增速将自然放缓。
- Top6企业2022年收入市占率为43.4%，销量市占率为11.4%；如果企业都实现2025年增长目标，则2025年Top6收入市占率将达到60.2%，提高16.7pct；销量市占率将达到16.1%，提高4.6pct。市占率将加速提升。
- 预计到25年后头部品牌市占率提升空间将有限，提升速度明显放缓，由于基数原因增速也将放缓，因此头部品牌之间的竞争也将进一步加剧。

表2.3：Top6白酒上市公司2025E市占率及量价增速

	2015	2020	2022	2023E	2025E	2015-2020CAGR	2020-2023ECAGR	2023-2025ECAGR
行业收入（亿）	5,559	5,836	6,626	6,858	7,347	1.0%	5.5%	3.50%
YoY	5.7%	3.9%	9.8%	3.5%				
行业产量（万吨）	1,313	741	671	638	575	-10.8%	-4.9%	-5.00%
Top6收入（亿）	841	2,080	2,878	3,321	4,420	19.9%	16.9%	15.38%
Top6收入占比	15.1%	35.6%	43.4%	48.4%	60.2%			
Top6销量（吨）	671,511	709,900	768,480	817,861	926,346	1.1%	4.8%	6.43%
Top6销量占比	5.1%	9.6%	11.4%	12.8%	16.1%			
Top6均价（万/吨）	13	29	37	41	48	18.5%	11.5%	8.41%

长期空间：次高端及以上产品占比提升 次高端仍在扩容

- 长期消费升级，次高端以上产品占比不断提高的趋势持续，当下尤其200-500元价格带受益。
- 以美国为例，美国的烈酒消费结构在不断地向高端与超高端提升（相当于我国次高端及以上）。2003年至2018年，美国高端烈酒占比提升了6.6个百分点，超高端烈酒占比提升了14个百分点，高端及以上产品销量占比为35%。
- 如果远期白酒产量为500万吨（2023年为629万吨），假设其中30%为次高端以上白酒，比例参考海外烈酒高端以上的结构，则远期次高端以上白酒销量约150万吨，较当前仍有约2倍的增长空间。

图2.14：2003-2022美国烈酒销量占比

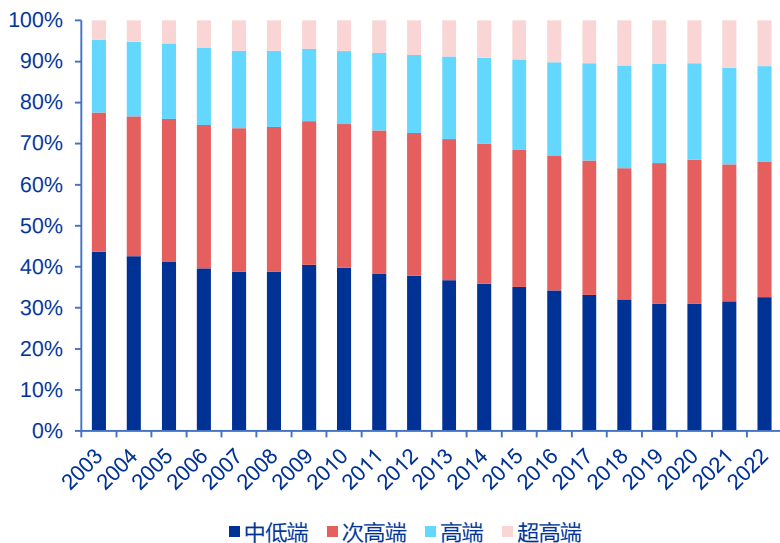


图2.15：2003-2022美国烈酒收入占比

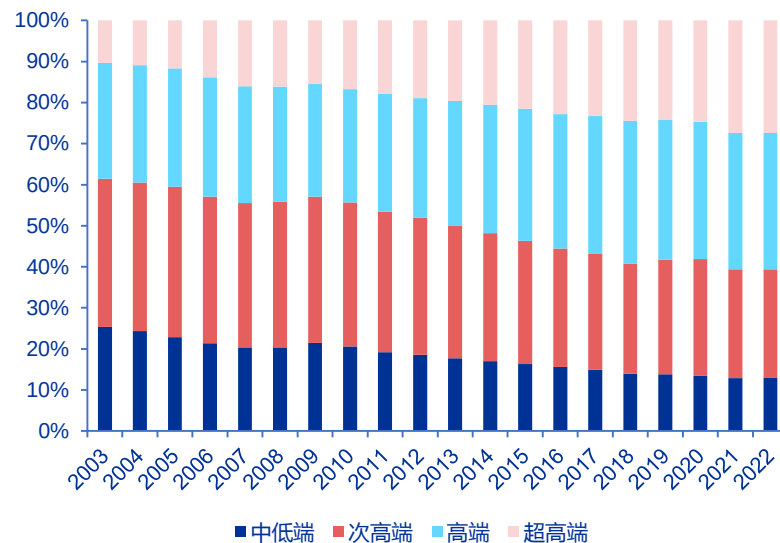


图2.16：白酒板块绝对PE走势

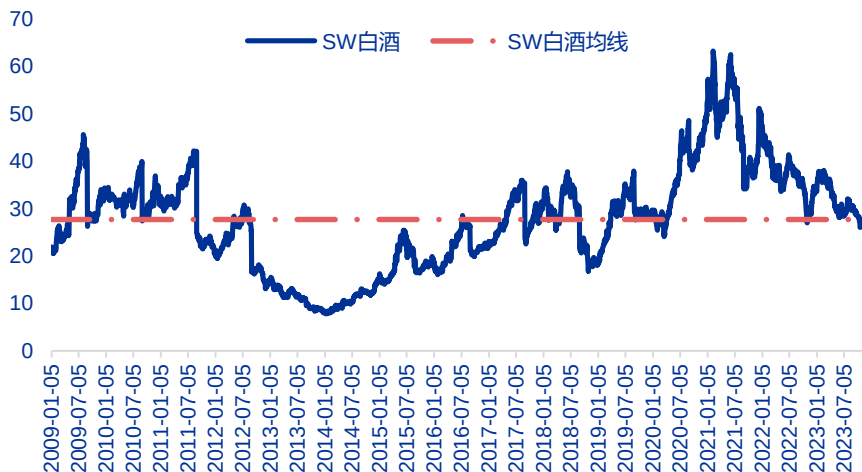


图2.17：白酒板块相对PE走势

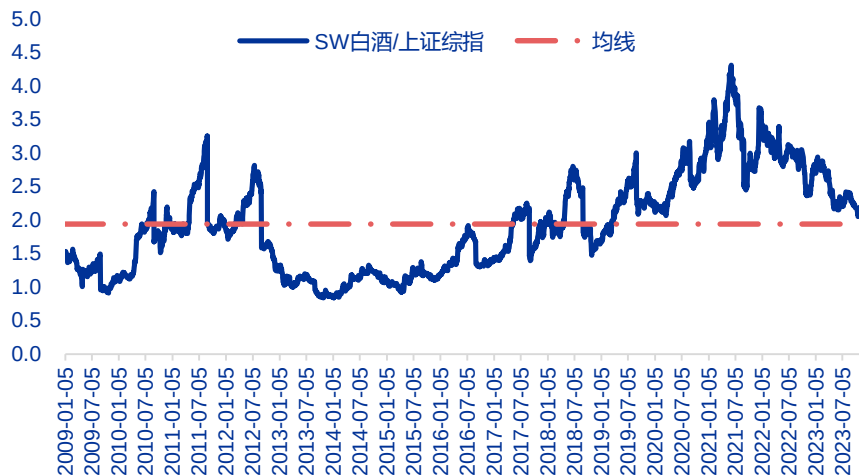


图2.18：贵州茅台18年1月至今北向资金持股比例

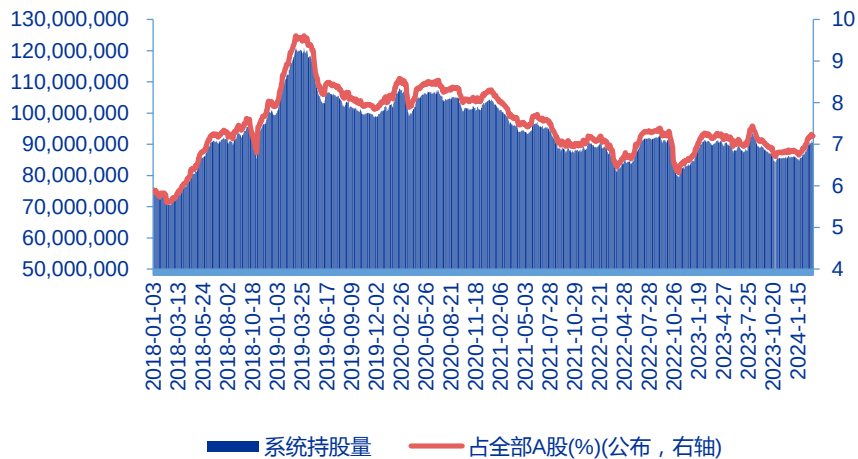
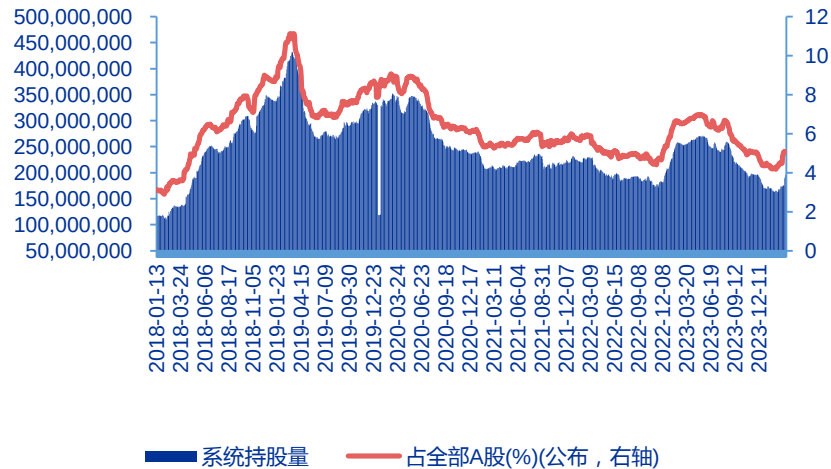


图2.19：五粮液18年1月至今北向资金持股比例



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/52704014100006062>