

春糖总结—产业回归平常心，积极寻求结构性机会

2024 年 03 月 26 日

推荐

维持评级

► **导言：**第 110 届成都春季糖酒会首次以“过完春节过春糖”的“春糖节”形式与地方文旅融合，相较过往食品饮料产业链企业的招商展销呈现出浓浓“烟火气”。随着行业集中度的持续提升，大单品经销稳定，以及智业、媒介的发展与社交的即时性，**春糖线下招商展销功能已逐步转向趋势论坛百家争鸣、品牌方更多着力于价值展示与经销渠道政策、信心的传达。我们认为周期拐点的自下而上的判断可以“先量后价”，即优先关注渠道库存去化情况、跟踪终端动销流速（产业需求），对于这次春糖，我们有一些观察和思考：**

► **①产业预期回归平常心：保存量+做增量，寻求确定性、结构性机会。**相较于节前高库存导致的悲观预期，市场核心流量产品、价位段内卷化，有量无价，渠道利润摊薄已成为常态，春节库存去化稳定了渠道“做增量”的信心。

► **②行业量跌价增，集中度进一步提升，分化加剧。**白酒行业量跌价增趋势不会改变，价格增长仍是主要驱动力，集中度会进一步向名优品牌、区域核心渠道商、核心产区集中。

► **③品牌正面交锋，胜负待定：名酒与区域酒在核心价位段、区域市场逐步对垒。**全国性品牌下沉，区域龙头品牌价值升级，**名品系列化+开发定制总经销模式正加速侵蚀区域酒企的生存成长空间**，如茅台酱香系列酒、五粮液浓香系列酒、泸州老窖特曲大成浓香以及总经销产品进一步下沉。

► **④品类层面：香型品类非好酒划分标准，现阶段浓香主体稳定、酱香企稳、清香稳增，多香并存是常态。**浓香、酱香、清香等品类成长势能主要来自龙头品牌的价格引领，根本上是不同发展阶段下呈现的渠道利润分配结果，以生意思维保障好合作伙伴的合理诉求远重于品类差别，多香并存是消费多元、引领品牌运营水平基本追平后的必然结果。

► **⑤产品层面：产品品质提升是根本。**预期未来酒体品质将随酿酒、储酒规模提升而稳步提高，区域消费偏好酒精度数高低背后是消费能力塑造的结果，不能代表品质高低。

► **⑥价格层面：升级与降级并存，核心场景将更加细分。**商务宴请分层分化，招待费用、销售费用预算缩减影响商务价位段升级速度甚至降档；而大众消费价位仍稳步成长，即“光瓶酒进城，盒装酒下乡”，光瓶酒价位向上延伸，100 元升级至 200 元仍在持续，重视 500 元接待分水岭价格带。

► **⑦渠道层面：结构改变，品牌将争夺有效售点，核心渠道商集中度加速提升。**“终端为王”时代，**以分销化求量（非品牌方偏好）与团购支撑求价稳定增长两种，核心终端话语权进一步提升**，而前期依靠烟草导流、店销坐商门店淘汰或将加速。

► **投资建议：**行业投资预期回归常态，行业企业加大分红预期提升，估值仍处于较低区间，现阶段推荐泸州老窖（多线产品支撑发展的业绩确定性）、五粮液（经营改善，批价回升）、山西汾酒（500 元以内青花 20 仍处于高势能）、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘（省内的渗透率提升与开系、V 系产品定价权争夺）、老白干酒等，关注口子窖、伊力特、舍得酒业等经营改善预期的兑现。

► **风险提示：**渠道库存去化不及预期；企业量价措施不及预期；食品安全问题。
重点公司盈利预测、估值与评级



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理 胡慧铭

执业证书：S0100122070002

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

1. 乳制品 10 月线下商超&11 月线上淘系月度数据跟踪：双十一提振短期需求，低温奶线上增速亮眼-2023/12/31

2. 民生食饮周报 20231224：批价环比稳定，左侧优选确定性-2023/12/24

3. 食品饮料行业 2024 年度投资策略（酒饮篇）：取势，优选高势能-2023/12/19

4. 食品饮料行业 2024 年度投资策略（食品篇）：本立而道生——必选胜在规模，可选胜在场景-2023/12/15

5. 调味品行业 2023 年三季度业绩综述：看好复调高景气，关注龙头经营向上趋势-2023/11/10

代码	简称	股价	EPS (元)	PE (倍)	评级

		(元)				2022A	2023E	2024E	
			2022A	2023E	2024E				
600519.SH	贵州茅台	1,689.01	49.93	58.78	69.44	34	29	24	推荐
000858.SZ	五粮液	151.72	6.88	7.85	8.83	22	19	17	推荐
000568.SZ	泸州老窖	183.20	7.04	9.04	11.48	26	20	16	推荐
600809.SH	山西汾酒	246.52	6.64	8.51	10.69	37	29	23	推荐
000596.SZ	古井贡酒	257.92	5.95	8.34	10.82	43	31	24	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 25 日收盘价）

目录

1 产业预期回归平常心：保存量+做增量，积极寻求确定性、结构性机会	3
1.1 行业量跌价增，集中度进一步提升，分化加剧	3
1.2 名酒与区域酒正面交锋，品牌是底层逻辑，运营决定成败	6
1.3 品类多香并存，价位升级与降级并存	7
1.4 渠道结构改变，品牌将争夺有效售点，核心渠道商集中度加速提升	9
2 核心论坛嘉宾观点及酒企会议	11
2.1 王朝成：酒业再平衡与酒企新选择	11
2.2 名酒之跃·2024 名酒价值生产力大会	12
2.3 上市酒企大会汇总	14
3 盈利预测	21
4 风险提示	22
插图目录	23
表格目录	23

1 产业预期回归平常心：保存量+做增量，积极寻求

确定性、结构性机会

相较于节前高库存导致的悲观预期，市场核心流量产品、价位段的内卷化，有量无价，渠道利润摊薄已成为常态，春节库存去化稳定了渠道“做增量”的信心。我们认为周期拐点的自下而上的判断可以“先量后价”，即优先关注渠道库存去化情况、跟踪终端动销流速（产业需求）。

1.1 行业量跌价增，集中度进一步提升，分化加剧

白酒行业量跌价增的趋势不会改变，价格增长仍是主要驱动力，集中度会进一步向名优品牌、向区域核心渠道商、核心产区集中。根据中国酒业协会数据，2023年全国白酒行业实现总产量629万千升，同比下降5.1%；完成销售收入7563亿元，同比增长9.7%；实现利润总额2328亿元，同比增长7.5%。另据国家统计局披露2023年规模以上白酒企业产量449.2万千升，同比下降2.8%，主要系白酒新国标统计口径变化所致，不影响趋势判断。

表1：2019-2023年中国产量、收入、利润数据变化情况

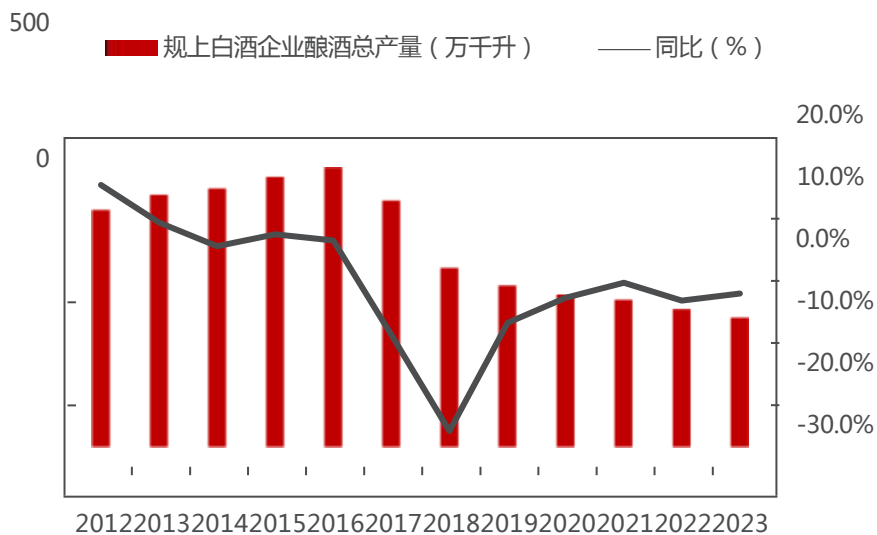
时间	产量（万千升）	同比	销售收入（亿元）	同比	利润（亿元）	同比
2019年	785.95	-0.76%	5617.82	8.24%	1404.09	14.54%
2020年	740.73	-2.46%	5836.39	4.61%	1585.41	13.35%
2021年	715.63	-0.59%	6033.48	18.60%	1701.94	32.95%
2022年	671.24	-5.58%	6626.45	9.64%	2201.72	29.36%
2023年	629.00	-5.10%	7563.00	9.70%	2328.00	7.50%

资料来源：中国酒业协会，酒业家，民生证券研究院

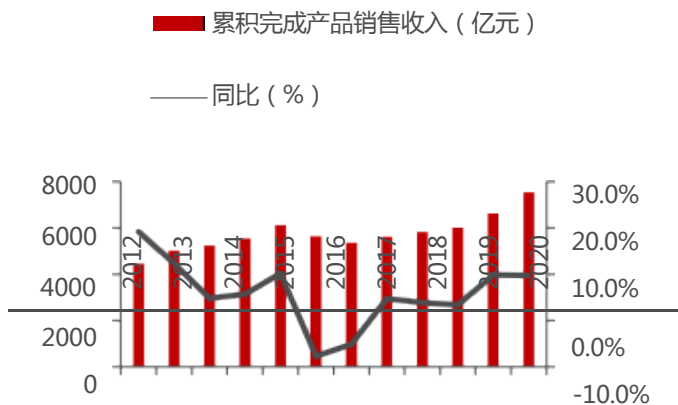
图1：白酒行业自2016年产量见顶后，保持下降趋势

1000

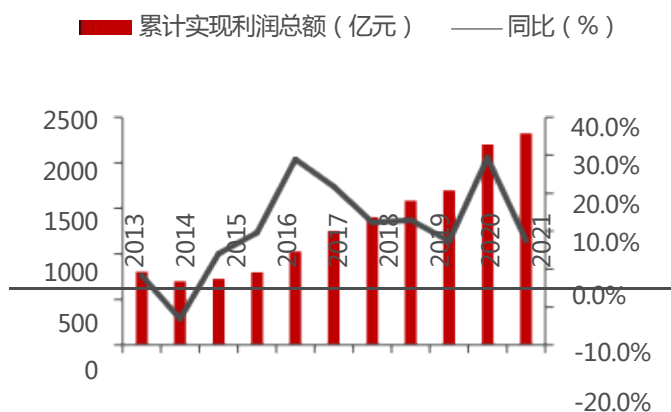
1500



资料来源：中国酒业协会，民生证券研究院

图2：2023 年白酒行业收入 7563 亿元， 同增 9.7%


资料来源：中国酒业协会，民生证券研究院

图3：2023 年白酒行业利润 2328 亿元， 同增 7.5%


资料来源：中国酒业协会，民生证券研究院

另附：3月22日，在中国酒业协会第六届理事会第六次（扩大）会议上，中国酒业协会公布了2023年度多项酒业数据。

根据中国酒业协会行业统计分析及测算，2023年全国酿酒行业完成酿酒总产量6131万千升，同比增长1.1%。其中，饮料酒产量4758万千升，同比增长0.9%；发酵酒精产量1373万千升，同比增长5.7%。2023年，全国酿酒行业累计完成产品销售收入10802.6亿元，同比增长9.3%；累计实现利润总额2628.2亿元，同比增长7.6%。

从不同酒种来看，2023年，根据行业统计，全国白酒行业实现总产量629万千升，同比下降5.1%；完成销售收入7563亿元，同比增加9.7%；实现利润总额2328亿元，同比增长7.5%。

全国啤酒行业“量价齐升”，实现总产量3789万千升，同比增长0.8%，实现销售收入为1863亿元，同比增长8.6%；实现利润总额260亿元，同比增长15.1%。在饮料酒中营收占比提升2.08个百分点，利润占比提升1.06个百分点。

全国酿酒葡萄栽培面积约158.8万亩，葡萄酒企业1885家。2023年，全国葡萄酒行业完成酿酒总产量30万千升，同比增长3.4%；累计完成销售收入90.9亿元，同比增长4.8%；累计实现利润总额2.2亿元，同比增长2.8%。

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/677101005043006056>