



Research and  
Development Center

# 供需要素重新匹配，大变局中迎价值重估

—2024 年度食品饮料策略报告

2024 年 01 月 05 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

食品饮料 行业

投资评级 看好

上次评级 看好

# 供需要素重新匹配，大变局中迎价值重估

2024年01月05日

## 本期内容提要：

- 食品饮料服务社会全体，但更多品类或品牌的消费量由更广大人群完成，庞大人口的品质升级红利仍是食品饮料公司最坚实的价值基础。供给侧生产厂家、渠道商、零售商的稳态经营已经被打破，当下正处在从非稳态到新稳态的建立过程中，可以进一步提高供给和需求匹配效率的公司将迎来更大的发展机遇。
- 需求是商业的起点，当下需求发生明显变化。供给的滞后或黏性与新的需求形成错配，既为新一代的创业者提供了时代性机遇，也给成功企业带来较大挑战与转型的机会。我们重新定义消费升级为消费者效用提升，消费升级不应该与消费价格高低画等号。品质升级、选择权的增加、良好的购物体验都可以提高消费者效用，对应消费升级。
- 品牌溢价的“价”为“价值”而非“价格”。品牌的目的是为了更高效率的实现销售，而不是涨价。品牌端的投资机会来自“放下”品牌地位，“忘记”品牌溢价，让合作伙伴获利，赢得消费者认可。制造端的投资机会来自价值创造的精准性，针对更广大下沉市场的消费群体，低价格带研发、低成本定价可以更好的满足基础消费品品质升级的需要。渠道端的价值来自更高效率的传递价值，而形成壁垒的零售需要更多浓缩差异化经营的抓手以此建立消费者信任。

## ➢ 白酒板块：

弱复苏导致周期调整拉长，分化加剧中优选确定性。不可否认，三年疫情影响与酒企业绩持续增长之间的矛盾，导致白酒行业的渠道库存压力不断增加，核心还是供需关系的不匹配。从2023年的实际情况看，大众宴席率先实现场景修复及回补，高端价位的送礼、社交需求仍然刚性，商务活动恢复不及预期，次高端价位进一步消费升级的动力不足，行业各价位间逐步产生分化，高端酒及地产酒龙头的增长相对稳健，而次高端酒则面临一些压力。

重视消费者培育及渠道工作，延续长期发展势能。行业进入茅台做市场时代，过去靠渠道快速扩张获取市场份额的时代已过，当下更需要精心做好消费者培育工作，考验着各酒企的团队组织力和渠道管理效率。当行业红利的浪潮退去，各酒企应该重视起核心市场的有效终端网点覆盖度提升，挖掘渠道下沉深度，加快县区市场的精耕，以实现行业周期波动中的平稳过渡。

投资建议：推荐需求刚性、品牌护城河突出、业绩稳定强的高端白酒，如贵州茅台、五粮液、泸州老窖；具有较独立势能、全国化单品种路径清晰的山西汾酒；在区域市场组织力、渠道力突出且仍具消费升级逻辑的地产酒龙头，如迎驾贡酒、今世缘、古井贡酒、洋河股份；消费复苏好转下仍具成长弹性的次高端品牌，如舍得酒业、水井坊、酒鬼酒，以及改革融合驱动下的金种子酒。

➤ **大众食品板块:**

**啤酒:** 长期应当关注啤酒公司内部结构性变化, 低端啤酒向上整合的趋势对公司吨酒收入的提升仍有一定贡献。且大麦价格 24 年有望低双位数下降, 啤酒成本或改善, 推荐**青岛啤酒、重庆啤酒**。

**饮料:** 23 年饮料行业变化主要有两大趋势: 1) 消费者口味变淡, 健康化趋势明显。2) 价格优势突出, 大包装饮料受消费者青睐。推荐能量饮料高增、通过新品补水啦+乌龙上茶持续构建“能量+”的品类矩阵的**东鹏特饮**; 推荐在健康化趋势下, 包装饮用水和无糖茶有望持续增长的**农夫山泉**。

**乳制品:** 伴随经济在疫情后的持续恢复, 乳制品人均消费量有望持续增长。考虑到原奶周期的长度, 我们预计 24 年奶价有望呈现筑底态势, 毛利率有望抬升。推荐 24 年业绩出现反转后, 估值有望迎来修复, 形成戴维斯双击的**伊利股份**。

**食品添加剂:** 尽管 23 年国内下游消费品市场复苏偏弱, 但营养健康相关的添加剂公司业绩却不乏增长, 这一方面来自于国内消费者对营养健康相关产品的旺盛需求, 另一方面也来自海外经济稳定所带来的订单。推荐新产能即将投产, 24 年业绩有望高增的**百龙创园**。

**休闲食品:** 国内零售渠道变革、消费者更加理性和成熟的大背景下, 国内消费由供给驱动切换到需求主导的时代, 关注渠道效率提升的投资机会以及积极拥抱新渠道、供应链效率高及产品有创新能力的厂商投资机会。渠道端推荐渠道效率提升的量贩零食行业头部品牌**万辰集团**, 关注提出高端性价比策略、推出社区零食店的**三只松鼠**及降价积极变革的**良品铺子**。厂商端推荐积极拥抱量贩零食新渠道的**盐津铺子、甘源食品**, 以及通过大包装持续提升渗透率具备品类整合红利的**劲仔食品**; 关注积极拥抱零食量贩渠道的**洽洽食品、好想你**。关注原材料价格回落、市占率有望进一步提升的**绝味食品、周黑鸭**。

**调味品:** 2023 年调味品企业的成本端压力仍存, 大豆、白糖和糖蜜等价格仍在高位。考虑到部分原材料价格有下跌的走势, 我们预计相关调味品企业有望享受成本红利, 推荐**海天味业、千禾味业、安琪酵母**。调味料由单一向复合发展的趋势明显, 复合调味料品类增长领先, 随规模效应提升, 净利率同比仍有望延续提升趋势, 推荐**天味食品**。

**速冻品:** 餐饮连锁化趋势明显, 未来餐饮端对于速冻半成品的需求将日益旺盛。预制菜行业高速发展, 在服务消费者的同时很好地为商家降本增效。高效的大 B 客户有望带动供应链企业发展。立高食品积极变革, 提升管理运营效率, 同时推出创新烘焙单品, 已初见成效。推荐**安井食品、千味央厨、立高食品**。

➤ **风险因素:** 宏观经济不确定风险; 食品安全风险; 行业竞争加剧风险; 成本上行风险。

## 目录

1. 供需要素重新匹配，大变局中迎价值重估	6
1.1 供需重新匹配，迎未有之大变局	6
1.2 需求特征调整带来新发展机遇	6
1.3 重新定义消费升级为消费者效用提升	6
1.4 食品饮料的服务群体是更广大的人民群众	6
1.5 品牌溢价的“价”为“价值”而非“价格”	7
1.6 产品力是匹配消费人群潜在需求的供给能力	7
1.7 渠道效率提升实现精准的价值传递	7
1.8 竞争优势需要多维度的建立	8
1.9 重视“人”的价值	8
2. 白酒：分化中优选确定性，尊重市场方得始终	8
2.1 周期波动中，行业集中度进一步提升	8
2.2 波动中分化加剧，腰部价位阻力增加	9
2.3 行业进入做市场时代，尊重市场方得始终	10
2.4 重点公司	12
3. 啤酒：场景恢复，成本有望改善	15
3.1 高端化短期略有承压，大麦价格有望下降	15
3.2 重点公司	17
4. 饮料：口味健康化，性价比趋势明显	17
4.1 无糖茶行业扩容，大包装受青睐	17
4.2 重点公司	19
5. 乳制品：莫为浮云遮望眼，风物长宜放眼量	19
5.1 长期：空间广阔，成长依旧	19
5.2 中期：需求平稳，奶价回落	20
5.3 重点公司	21
6. 食品添加剂：健康风潮已至，天然营养为基	22
6.1 健康风潮已至，原料市场可期	22
6.2 重点公司	23
7. 休闲食品：需求主导时代开启，量贩零食兴起	24
7.1 渠道变革：效率提升，量贩零食兴起	26
7.2 品类红利：行业具备品类整合红利，厂商拥抱新渠道周转率提升明显	28
7.3 渠道变革+品类红利：厂商拥抱渠道变革，周转率提升明显	29
7.4 重点公司	29
8. 调味品：品类分化，挤压增长	31
8.1 调味品百强企业增长稳健，品类复合化趋势明显	31
8.2 原材料成本下行释放业绩弹性	32
8.3 重点公司	33
9. 速冻食品：提质增效，效率为先	33
9.1 品类创新带动行业扩容	33
9.2 高效的大B客户带动供应链增长	34
9.3 重点公司	35
10. 投资策略	36
10.1 白酒板块	36
10.2 大众品板块	36
11. 风险因素	37

## 表目录

表 1: 牛奶中含有丰富蛋白质和钙	20
表 2: 消费市场由供给驱动转向需求导向	25
表 3: 相比湖南发展相对成熟区域，次成熟市场/发展市场人均保有量仍有较大提升空间	27
表 4: 行业 23 年整合进度超预期	28
表 5: 2022 年酱油品类高价带占比提升	32
表 6: 糖蜜价格对毛利率的敏感性分析	32

## 图目录

图 1: 建国以来中国新出生人口数量变化情况	9
图 2: 2016 年后白酒行业产量逐年下降	9

图 3: 2016 年后上市酒企营收占比逐年攀升	9
图 4: 2023 年前三季度上市酒企收入利润表现	10
图 5: 次高端主要上市酒企收入增速表现	10
图 6: 2021 年以来茅台所做的市场工作梳理	11
图 7: 酒企数字化扫码红包活动	11
图 8: 酒企演唱会营销活动	12
图 9: 截止 2023 年 10 月全国规模以上啤酒企业产量同比+2.3%	15
图 10: 2023Q3 啤酒个股基本面走势有所分化	15
图 11: 2023Q1-Q3 青岛啤酒主品牌销量增速高于副品牌	15
图 12: 2023Q1-Q3 重庆啤酒主流酒收入增速高于低端酒	15
图 13: 2023Q3 青岛啤酒吨酒收入增速高于同期重庆啤酒	15
图 14: 2023H1 华润啤酒吨酒收入增速略低于青岛啤酒	15
图 15: 青岛啤酒股份公司啤酒制造成本拆解	16
图 16: 2023 年上半年啤酒吨成本保持在低个位数增长	16
图 17: 进口大麦均价从 6 月开始回落, 10 月同比-23.3%	16
图 18: 打包易拉罐价格在 7 月后同比上涨 10%左右	16
图 19: 瓦楞纸价格持续下跌, 三季度跌幅均在 10-15%左右	17
图 20: 玻璃价格在 5 月后有所上扬, 三季度涨幅扩大	17
图 21: 饮料细分品类中即饮茶、能量饮料增长迅速	18
图 22: 农夫山泉推出东方树叶 900ml 规格包装	18
图 23: 无糖茶的消费人群并不是局限于传统爱茶人士, 而是渗透到年轻人中	18
图 24: 2023 年无糖茶品牌密集上新	19
图 25: 世界各国人均乳制品消费量与人均 GDP 水平存在较强的正相关性	20
图 26: 2023 年乳制品需求整体平稳	21
图 27: 2023 年奶价持续回调	21
图 28: 全球营养健康风潮已至	23
图 29: 原料品类丰富多彩	23
图 30: 折扣业态以价格杀手呈现, 背后是渠道效率的提升	25
图 31: 折扣业态表现为提供有性价比的产品, 背后是渠道+供应链全供给环节效率的提升	26
图 32: 零食量贩实现经销零售一体化, 提升渠道效率	26
图 33: 量贩零食实现更高效率, 迭代其他零食零售渠道	26
图 34: 零食量贩业态当前处于快速跑马圈地阶段	27
图 35: 行业当前竞争格局为两超多强	27
图 36: 盐津铺子/甘源食品/劲仔食品品类市占率提升逻辑 量快速提升	28
图 37: 休闲食品行业较多品类仍具市占率提升红利	29
图 38: 拥抱零食量贩渠道后, 厂商周转率显著提升	29
图 39: 拥抱零食量贩渠道后, 厂商 ROE 提升明显	29
图 40: 调味品零售市场规模增速下滑	31
图 41: 调味品百强企业收入保持稳健增长	31
图 42: 复合调味料收入增速领先	31
图 43: 复合调味料产量增速领先	31
图 44: 22 年黄豆和豆粕价格仍有上涨	32
图 45: 22 年白糖价格小幅提升, 糖蜜价格大幅反弹	32
图 46: 速冻食品行业保持高单位数增速	34
图 47: 预制菜行业规模快速扩张	34
图 48: 餐饮连锁化率加速提升	34
图 49: 国内餐饮连锁化程度有提高空间	34
图 50: 近年来肯德基收入增速提升	35
图 51: 肯德基门店数量逆势增长	35
图 52: 肯德基数字化订单持续提升	35
图 53: 2022 年包装食品销售额同比增长超过 50%	35



## 1. 供需要素重新匹配，大变局中迎价值重估

### 1.1 供需重新匹配，迎未有之大变局

“时代的企业”说明的是捕捉到时代机遇（需求）而成就的商业传奇（商业模式）。“企业的时代”往往显得以自我为中心，迎来的很可能是壁垒思维的创新之殇。过去三十年，食品饮料各品类经历了产能为王、渠道为王、品牌为王的历史性阶段，特殊的时代红利带来了品牌大发展、渠道大发展、产品大发展。在经济大发展、收入提升、资产价格提升的大环境下，消费者品牌意识强，对品牌提价相对不敏感，供给侧生产厂家、渠道、零售商也实现了相对的稳态经营。而这一稳态已经被打破，当下正处在从非稳态到新稳态的建立过程中。供给侧提供的各要素是充分的，需求侧的选择也是充分的，基于新的需求特征、物流、信息化、城镇化、人口结构、移动互联网等更底层的影响因素，**食品饮料行业中可以进一步提高供给和需求匹配效率的公司将迎来更大的发展机遇。**除少数以社交属性为基础的品牌驱动型商业模式，很多品类的增长，量的逻辑先于价的逻辑，成本逻辑、周转逻辑将优先于提价逻辑和毛利逻辑，针对更广大消费群体的低价格带研发、低成本领先将给转型升级的企业带来价值重估的投资机会。

### 1.2 需求特征调整带来新发展机遇

**需求是商业的起点，也是消费品研究的第一性原理。**如何实现低成本、高效率的满足需求是供给侧的商业模式，某种需求广泛存在而供给方相较同行更好的满足视为“护城河”。商业的魅力恰恰在于需求具备时代特征。当需求发生明显变化，而供给的滞后或黏性与新的需求形成错配，既为新一代的创业者提供了时代性机遇，也给成功企业带来较大挑战与转型的机会。

**物美价廉、健康悦己、彰显个性、追求颜值等正在成为新消费群体的需求特征。**我们既看到了例如无糖茶、NFC 果汁、能量饮料、光瓶酒、平价咖啡等实现增长来自背后的品类优势，也看到了短视频电商、量贩零食店、会员店、折扣店、社区团购等快速发展来自高效率的匹配需求。我们看到了新中产对价格较高的面子消费需求有所回落，但消费行为仍然存在品质红线，比如消费价格回落到 9.9 元的瑞幸咖啡，而很少会降到速溶咖啡。我们看到了下沉市场的基础消费品供给并不充分，过去供给侧的升级方向更多瞄准了高线城市的需求，而多层分销体系依然存在较高的通路成本和高加价率。

### 1.3 重新定义消费升级为消费者效用提升

**消费升级不应该与消费价格高低画等号。**食品饮料是民生行业，白酒、啤酒、饮料、乳品、休闲食品、预制品、调味品、食品添加剂等行业为 14 亿人提供丰富的产品和服务，各行业的供给方不断创新，为消费者提供品质更好、种类更丰富的产品选择。与此同时，各渠道和零售系统也通过持续的效率提升，满足消费者多、快、好、省的顾客价值。**品质升级、选择权的增加、良好的购物体验都可以提高消费者效用，对应消费升级。**反过来，不得不减少某些品类或某些品牌的消费，或者受收入降低预期影响而主动选择品质更差的商品，对应消费降级。因此，当我们对消费升级或降级的定义与消费者效用挂钩的时候，我们发现资本市场对以消费价格下降所对应的“消费降级”与我们日常大量调研看到的广大消费群体追求品质、选择权增加、购物愈加便利这样的“消费升级”形成矛盾。核心是消费升级的定义并没有达成共识。我们认为，消费不仅是一个经济问题，还是一种社会文化映射和价值取向。

### 1.4 食品饮料的服务群体是更广大的人民群众

**食品饮料服务社会全体，但更多品类或品牌的消费量由更广大人群完成，庞大人口的品质**

**升级红利仍是食品饮料公司最坚实的价值基础。**根据国家统计局2022年统计公报，全国收入最低的20%人口人均月可支配收入约717元，中间偏下的20%人口人均月可支配收入约1609元，中间的20%人口人均月可支配收入约2550元，中间偏上的20%人口人均月可支配收入约3950元，最高的20%人口人均月可支配收入约7510元。富裕阶层购买力强、选择权最多，消费相对平稳有升。中产阶层购买力受收入预期、资产价格涨跌预期影响较大，选择权有相应增加或减少。而广大人群的购买力有限，对必需品和基础消费品有更多需求。按价格带划分品类或品牌，少数偏社交属性的高端消费品类的头部品牌，在富裕阶层的消费需求相对稳定；中产阶层过去由于收入上涨预期、资产价格上涨预期、商务活动高景气等原因，也部分选择了高端品类的头部品牌，这部分高价格带的消费有所回落，但存在品质红线，品质升级需求仍在；更广大人民群众的日常基础消费品的品质升级持续。

### 1.5 品牌溢价的“价”为“价值”而非“价格”

**品牌的目的是为了更高效率的实现销售，而不是涨价。**我们看到瑞幸跟茅台联名，喜茶跟FENDI联名，价格或价格带高低并不能说明品牌力的高低。在消费者可以接受涨价的时期，提价掩盖了很多供给侧的问题，强势品类品牌压迫渠道实现增长，强势渠道压迫弱品类品牌实现增长，价盘相对稳定，供给侧各方都实现了增长。从长期来看，消费者是理性的，消费者购买商品不是冲着品牌溢价，而是物有所值或物超所值，重复购买对应的是商品价值的体现。高端品、大众品为消费者创造并满足从基础物质到社交精神等方方面面的需求。过去很多年，我们看到很多品类品牌可以较为轻松的实现涨价，可能是换了包装或升级配方，消费者也享受了更高的品质的商品，但整体来说，有一部分“价格”的涨幅可能已经超越了“价值”的涨幅。即使高端品的价格可以作为品牌力的表征，也不能一味地通过价格上涨来表达品牌诉求。涨价的出发点还是为顾客创造价值，而非涨价本身。**品牌端的投资机会来自“放下”品牌地位，“忘记”品牌溢价，让合作伙伴获利，赢得消费者认可。**

### 1.6 产品力是匹配消费人群潜在需求的供给能力

**产品创新的难度在于对消费人群潜在需求的满足能力。**由此，产品力强即对消费群体在特定消费场景使用这些产品完成特定目的的满足能力强，且供应链可以实现规模化生产。人群在迭代，消费习惯在演进，市场充斥着大量供给与需求不精准的匹配，很多渠道存在“品销不合一”的现象。企业价值源自为消费者创造价值，而不精准的供给既是创新的需要，又是创新的成本，但核心离不开创新方向的准确性。对于产品创新来说，无论是内容物本身、包装样式，还是为产品赋予的情感价值、社交价值、精神价值等，都需要与时俱进。针对中产阶层的品质升级需求，厂家可以提供更多“物美价廉”的选择，“物美”说的是品质要好，“价廉”不等于品牌力低，而是商业效率进步与需求理性的相遇。**针对更广大下沉市场的消费群体，低价格带研发、低成本定价可以更好的满足基础消费品品质升级的需要。**我们认为，从大部分品类中国人均消费量低于世界的角度看，食品饮料行业仍然具有较大的发展空间，大多数品类如果真正实现了物美价廉，可以有效激发更多需求。**制造端的投资机会来自价值创造的精准性。**

### 1.7 渠道效率提升实现精准的价值传递

**更效率的渠道有机会对应更大的市场份额，低效率的渠道面临消费者的用脚投票。**对渠道和零售终端来说，效率的内涵是动销快。而要做到动销快，一是低成本的传递价值，对应中间环节的低成本和低加价率；二是，精准选品，甚至由需求决定供给，把选择商品的权利交给消费者。白牌红利出现，我们看到由于移动互联网发展对消费者购物决策中信息不对称的消除加快，随着零售商崛起带来的自有品牌化趋势，在消费理性的助推下，消费者更加重视品类的需求。整车红利出现，减少货物在仓库和配送的流转环节可以显著降低渠道成本，例如量贩零食门店相当于前置仓，货物从生产厂家到门店只需要两次整车配送，

相比分销体系多次配送的环节少、运费和仓库成本降低。预售红利出现，对于非即时性购买需求的品类，社区团购可以提供先下单、次日送达的服务，无论价格还是匹配需求的精准度上，都是一种高效率的供给方式。轻前端销售，重后端选品，重新回归商品为王，把商品的选择权交还给消费者。需求缓慢复苏的大环境下，渠道破价打破了不同渠道的利益平衡，生产厂家对低价渠道从拒绝到供应链支持加速了高效率线下零售终端的崛起。**渠道端的价值来自更高效率的传递价值，而形成壁垒的零售需要更多浓缩差异化经营的抓手，例如自由品牌，从而建立消费者信任。**

## 1.8 竞争优势需要多维度的建立

**真正的竞争优势是需求侧的强绑定能力和供给侧的规模优势。**需求侧的强绑定能力源于消费者的忠诚度。无论产品品牌还是渠道品牌，当建立起消费者的忠诚度，就可以更容易实现低成本的引流和运营，从而实现高效率的供给。供给侧的规模优势体现为在实现需求满足的供给上，成本可以随规模的增大而降低，生产端、渠道端、传播端都可以出现规模效应。而随着消费人群分层、渠道分层、供应链分层的出现，已经建立的规模优势可能出现部分被解构的趋势，而新规模优势同时将在新的生产端、渠道端、传播端重塑。可口可乐历经百年，并没有因渠道变迁而减弱品牌力，但建立了全渠道市占率高占的规模优势。因此，对于生产端，高效率的渠道反而在采购、制造、仓储、配送等环节实现了降本提效，同时并没有影响制造商或品牌商建立品牌影响力的能力。因此，对于食品饮料上市公司，积极拥抱高效率渠道，就是拥抱渠道背后的消费人群，针对性的研发适合这类人群消费的产品，会迎来更多的增长机会，品牌力也不会因此减弱，企业价值有望迎来重估。

## 1.9 重视“人”的价值

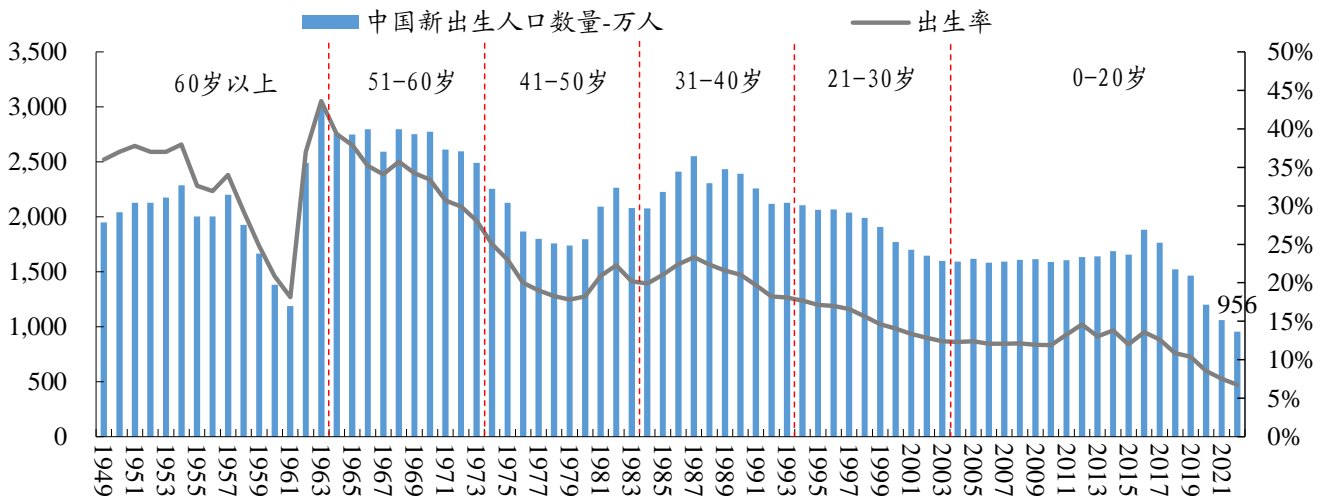
**好的商业模式、好的团队和文化、好的价格是价值投资分析框架的三要素。**好的商业模式要紧扣时代变化，好的团队和文化成为商业模式持续迭代的保障。85后、90后的接班人、创业者、高管团队正在成为企业经营的核心力量，他们具有与时俱进的商业认知，又能够在年龄上具备理解消费群体的优势。要实现伟大的品牌，必然需要几代奋斗者的努力，而国内数量庞大的消费群体的品质需求提供了企业成长所需的肥沃土壤。我们认为，几乎各个品类都可以做出更大的公司，产品的与时俱进、持续创新，新渠道的不断破局，品牌影响力的持续提升，从需求上并没有出现企业发展的天花板。短期的增长瓶颈无疑更多是供给侧的原因，不能只停留在公司内部利益考量，或者渠道利益的平衡，又或是竞争导向的考量，而要以消费者为中心，以市场为中心，在更高维度做出正确的战略抉择。

# 2.白酒：分化中优选确定性，尊重市场方得始终

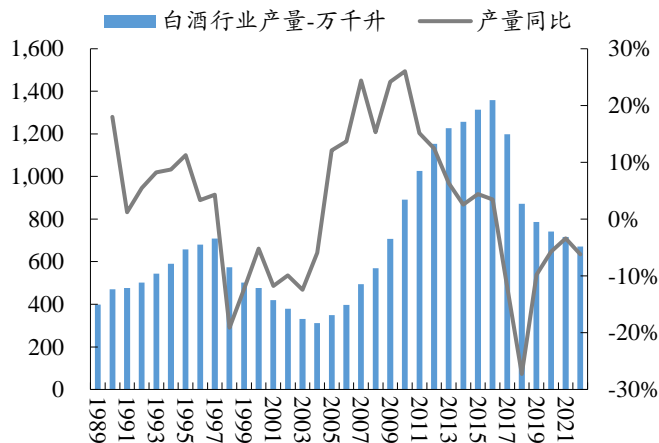
## 2.1 周期波动中，行业集中度进一步提升

**白酒总产量下降趋势明显，头部名酒份额攀升。**一方面，随着人们越来越注重健康的消费观，“少喝酒、喝好酒”成为主流，在有限的消费量下更追求品质的提升；另一方面，随人口结构变化，适龄的消费人群数量也略有下降。因此，从大的趋势上看，国内白酒总产量自16年以来逐年下滑，我们预计往后或保持在600万千升左右。在消费总量下降的趋势下，头部名酒的市场份额逐年攀升，一方面名酒的品质更获消费者认可，另一方面名酒作为生产工具，具有更高的社交效率。

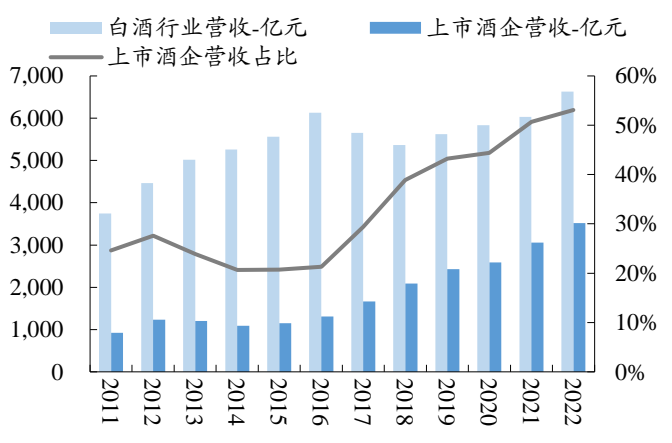


**图 1：建国以来中国新出生人口数量变化情况**


资料：国家统计局，信达证券研发中心

**图 2：2016 年后白酒行业产量逐年下降**


资料：国家统计局，信达证券研发中心

**图 3：2016 年后上市酒企营收占比逐年攀升**


资料：国家统计局，Wind，信达证券研发中心

**名酒流动性较优，渠道也更为拥护。**销售行业存在一个特点，随单品规模增大、渠道网点覆盖度提升，产品价格往往会变得透明，渠道毛利润也逐渐下降。当经济环境较好时，消费者的个性化选择增强，经销商及终端更愿意推广高毛利的开发品，流通性单品更多承担引流作用。但当经济环境波动时，消费者更愿意追求社交效率而选择名酒产品，开发品的推广难度加大，为避免资金流通性风险，经销商及终端也更加依赖流通性单品，由此进一步催化行业集中度的提升。

## 2.2 波动中分化加剧，腰部价位阻力增加

**疫情影响下渠道问题累积，各价位之间呈现分化。**不可否认，三年疫情影响与酒企业绩持续增长之间的矛盾，导致白酒行业的渠道库存压力不断增加，核心还是供需关系的不匹配，疫情期间主要受制于消费场景的缺失，而疫情后则与经济活力恢复、居民收入增加更为相关。从2023年的实际情况看，大众宴席率先实现场景修复及回补，高端价位的送礼、社交需求仍然刚性，商务活动恢复不及预期，次高端价位进一步消费升级的动力不足，行业各价位间逐步产生分化，高端酒及地产酒龙头的增长相对稳健，而次高端酒则面临一些压力。

**图 4：2023 年前三季度上市酒企收入利润表现**

单位：百万元		23Q1-3				23Q3			
分类	酒企	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
高端	贵州茅台	103,268	18.48%	52,876	19.09%	33,692	14.04%	16,896	15.68%
	五粮液	62,536	12.11%	22,833	14.23%	17,030	16.99%	5,796	18.52%
	泸州老窖	21,943	25.21%	10,566	28.58%	7,350	25.41%	3,476	29.43%
全国次高端	山西汾酒	26,744	20.78%	9,431	32.68%	7,733	18.55%	2,664	27.12%
	舍得酒业	5,245	13.62%	1,295	7.93%	1,717	7.86%	375	3.01%
	酒鬼酒	2,142	-38.54%	479	-50.75%	601	-36.66%	57	-77.65%
	水井坊	3,588	-4.84%	1,022	-3.08%	2,062	21.48%	820	19.61%
苏酒	洋河股份	30,283	14.35%	10,203	12.47%	8,410	11.03%	2,341	7.46%
	今世缘	8,363	28.35%	2,636	26.63%	2,394	28.04%	586	26.38%
徽酒	古井贡酒	15,953	24.98%	3,813	45.37%	4,643	28.39%	1,033	46.78%
	迎驾贡酒	4,804	23.42%	1,655	37.57%	1,661	21.89%	591	39.48%
	口子窖	4,446	18.18%	1,348	12.22%	1,533	4.67%	501	8.36%
	金种子酒	1,073	31.73%	-35	74.30%	305	43.28%	3	103.67%
二线地产酒	老白干酒	3,846	11.30%	418	-21.60%	1,614	12.87%	201	17.87%
	金徽酒	2,019	29.32%	273	27.55%	496	47.84%	18	884.79%
	伊力特	1,643	25.77%	229	68.88%	423	143.89%	53	363.75%
	天佑德酒	941	19.06%	106	6.19%	280	48.81%	9	2693.13%
	皇台酒业	113	8.55%	4	-4.68%	38	14.99%	0	-33.69%
光瓶酒	顺鑫农业	8,807	-3.28%	-292	-1159.20%	2,596	0.33%	-211	-1606.51%

资料：Wind，信达证券研发中心

全国性次高端更具弹性，地产酒龙头韧性突出。就过往十年的表现看，在行业顺周期中，全国性次高端酒企凭借品牌认知底蕴，在更快的渠道布局中获得更高的成长弹性；在行业调整阶段，全国性次高端酒企的开疆扩土受阻，相反，地产酒龙头在大本营市场拥有更坚实的渠道基础，表现出的抗波韧性更强。这里其实反映出品牌力的边界概念，横向上全国性名酒的品牌力更强，纵向上地产酒龙头在局部市场也有足够的品牌力认知，不同时期，品牌力在各个方向上的优势发挥不同。

**图 5：次高端主要上市酒企收入增速表现**

营收同比	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1-3
山西汾酒	49%	44%	-6%	-36%	5%	7%	37%	55%	27%	18%	43%	31%	21%
舍得酒业	42%	54%	-28%	2%	-20%	26%	12%	35%	20%	2%	84%	22%	14%
水井坊	-18%	10%	-70%	-25%	134%	38%	74%	38%	26%	-15%	54%	1%	-5%
酒鬼酒	72%	72%	-59%	-43%	55%	9%	34%	35%	27%	21%	87%	19%	-39%
洋河股份	67%	36%	-13%	-2%	9%	7%	16%	21%	-4%	-9%	20%	19%	14%
今世缘	-	16%	-3%	-5%	1%	5%	16%	27%	30%	5%	25%	23%	28%
古井贡酒	76%	27%	9%	2%	13%	15%	16%	25%	20%	-1%	29%	26%	25%
迎驾贡酒	-	16%	1%	-13%	-1%	4%	3%	11%	8%	-9%	33%	20%	23%
口子窖	21%	20%	-2%	-8%	14%	10%	27%	18%	9%	-14%	25%	2%	18%

资料：Wind，信达证券研发中心

### 2.3 行业进入做市场时代，尊重市场方得始终

外部环境有阻力时，更应“修炼内功”。作为行业龙头，茅台已具备较强的品牌力护城河。自丁雄军董事长上任以来，我们可以看到更多发展理念的提出、更多渠道动作的落地，无论是i茅台引领的直销渠道推广，还是产品体系的完善，亦或是茅台冰淇淋、酱香拿铁等联名营造的氛围传播，都在持续强化茅台的品牌影响力以及年轻消费群体的培育。除了茅台自身的努力，多年来建立起的厂商共赢关系也在持续发挥着渠道力量，成倍放大了活动效果，加快影响力传播。23年以来，茅台还格外重视老酒市场，茅台老酒是茅台价格和收藏

属性稳定的护城河，“买当年酒、喝往年酒，品陈年酒、收藏老酒”，新酒和老酒在价格上形成正循环。这些密集开展的市场工作无一不是在修炼茅台的品牌内功，来抵御行业的周期性波动。

图 6：2021 年以来茅台所做的市场工作梳理



**【产品体系完善】**  
彩釉珍品、茅台1935、100ml 飞天、节气酒



**【多样化文创手办】**  
茅台冰淇淋-蒙牛  
酱香拿铁-瑞幸  
茅台酒心巧克力-德芙

**【直销渠道推广】**  
i 茅台  
直营店  
企业团购



**【年轻化联名产品】**  
茅台冰淇淋-蒙牛  
酱香拿铁-瑞幸  
茅台酒心巧克力-德芙



资料：i 茅台，信达证券研发中心

数字化加强消费者互动，渠道深耕加快。23 年以来，我们看到酒企营销更加以消费者为核心，数字化 BC 联动下的扫码红包、演唱会营销、回厂游活动，更多费用投向 C 端，使得费用落地更有效率。种种变化都预示着，酒企的营销工作正在朝精细化运作演变，过去靠渠道快速扩张获取市场份额的时代已过，当下更需要精心做好消费者培育工作，考验着各酒企的团队组织力和渠道管理效率。当行业红利的浪潮退去，撒胡椒面式的汇量增长难以延续，单点深耕成为如今的主流，各酒企应该重视起核心市场的有效终端网点覆盖度提升，挖掘渠道下沉深度，加快县区市场的精耕，以实现行业周期波动中的平稳过渡。

图 7：酒企数字化扫码红包活动

品牌	主题	奖项设置	活动时间	品牌	主题	奖项设置	活动时间	品牌	主题	奖项设置	活动时间
国窖1573 融典	扫码验真伪 赢现金红包	特等奖15739元 一等奖1573元 二等奖157.3元 三等奖57.3元 四等奖15.73元	2023.01.01- 2023.10.31	洋河	海之蓝	一等奖：4888元微信现金红包 二等奖：“海之蓝”再来一瓶兑奖卡 三等奖：“海之蓝”20元特激活红包袋卡 四等奖：“海之蓝”红包翻倍卡 五等奖：2元微信现金红包	2023.04.01- 2023.06.30	茅台集团 (2017 酿造)	国台图标 开盖有奖	特等奖：1L 陈年酒 一等奖：1999.99元 二等奖：999.99元 三等奖：99.99元 四等奖：19.99元 五等奖：9.9元	2023.01.01- 2023.12.31
五粮液1618	开瓶扫码 感恩有礼	特等奖2000元 一等奖500元 二等奖200元 三等奖100元 四等奖30元	2023.03.01- 2023.11.25	天之蓝	转盘赢大奖 多重好礼嗨翻天	一等奖：4888元微信现金红包 二等奖：“天之蓝”再来一瓶兑奖卡 三等奖：“天之蓝”50元特激活红包袋卡 四等奖：“天之蓝”红包翻倍卡 五等奖：3元微信现金红包		浦发	红色大升级 开瓶迎金喜	红色金额随机：48元、66元、88元、99元、4999元，瓶瓶有红包	2023.05.01- 2023.12.31
39度五粮液	开瓶扫码 感恩有礼	特等奖2000元 一等奖200元 二等奖100元 三等奖50元 四等奖20元	2023.03.01- 2023.11.25	古26	壹等奖：现金红包1999元 贰等奖：现金红包29元 叁等奖：现金红包29元 肆等奖：现金红包19元			泸州老窖+双蒸	冰鉴正宗 一起开黑盖	一等奖：888元 二等奖：再来一瓶500ml 装本品 三等奖：8.88元 四等奖：1.88元 每瓶开盖扫码得888分+88成长值	2023.06.01- 2023.10.31
习酒	习酒扫码欢乐季	特等奖：微信红包4999元壹个 一级：53度习酒J375 375ml 壹套 二级：53度习酒8500 (2021) 500ml 壹品 三级：53度J2500+VIP品鉴酒500ml 壹品 四级：53度习酒J2X50 (品鉴酒) 500ml 壹品 五级：微信红包8.8元壹个 六级：微信红包8.88元壹个	2022.04.15- 2023.12.31	古20	壹等奖：现金红包1999元 贰等奖：现金红包29元 叁等奖：现金红包19元 肆等奖：现金红包10元			舍得 (品味舍得/智慧舍得/本真舍得/舍得中国红厚道酒)	花好月圆同 舍得正浓时 中秋国庆开瓶扫码 赢双喜好礼	特等奖：20g生肖金条 一等奖：5g生肖金条 二等奖：99.9微信现金红包 三等奖：19.9微信现金红包 四等奖：9.9微信现金红包	2023.09.25- 2023.10.25
红花郎	红花郎 绽放全国20年 开盖扫码赢大奖	特等奖：15L红花郎大酒 一等奖：500ml 红花郎产品 二等奖：30元 三等奖：那酒酒 肆等奖：那酒酒 肆千498酒/肆千五698酒	2023.03.01- 2024.02.29	古16	壹等奖：现金红包1666元 贰等奖：现金红包26元 叁等奖：现金红包16元 肆等奖：现金红包8元			古15	特等奖：1.5L 外酒赠金兔1坛 一等奖：本品1瓶 二等奖：现金红包25元 三等奖：8.8元		
郎牌特曲	开盖扫码赢红包	特等奖：再来一瓶本品 一等奖：50元 二等奖：20元 三等奖：9.9元 四等奖：279那酒酒	2022.12.01- 2023.12.31	古8	壹等奖：现金红包999元 贰等奖：现金红包50元 叁等奖：现金红包40元 肆等奖：现金红包30元 伍等奖：现金红包5元			古8	特等奖：1.5L 外酒赠金兔1坛 一等奖：本品1瓶 二等奖：现金红包15元 三等奖：6.88元		
郎牌特曲 兼香T质 (T6/T8/T9)	喝郎牌特曲抽金条	奖品一：10g 足金金条1根 奖品二：再来一瓶本品 (T6不参与) 奖品三：4.8/6.8/7.8/10.8/18.8元 10倍红包翻倍概率5% 5倍红包翻倍概率5% 2倍红包翻倍概率2%	2022.12.01- 2023.12.31	古7	壹等奖：现金红包666元 贰等奖：现金红包40元 叁等奖：现金红包30元 肆等奖：现金红包20元 伍等奖：现金红包5元			古7	特等奖：1.5L 外酒赠金兔1坛 一等奖：本品1瓶 二等奖：现金红包10元 三等奖：6.88元		
				古5	壹等奖：现金红包99元 贰等奖：现金红包26元 叁等奖：现金红包6元 肆等奖：现金红包2元			古5	特等奖：1.5L 外酒赠金兔1坛 一等奖：本品1瓶 二等奖：现金红包10元 三等奖：6.88元		

资料：酒说，信达证券研发中心



**图 8：酒企演唱会营销活动**


资料：淮海晚报，云酒头条，信达证券研发中心

**尊重消费者，尊重经销商，方能驶远方。**由于白酒具有“无保质期”、“存放品质提升”、“老酒升值”等属性，渠道的调节能力高于一般消费品，因此周期波动性相对较弱。如弹簧一样，渠道可承受的压力也是有上限的，且随着压力的积累，可承压的空间也在逐步减小。三年疫情以来，厂商矛盾不断积压，渠道利润持续压缩甚至亏损，库存对资金的占用也愈发严重，厂商博弈情绪加重。这种情况下，如果酒厂不能考虑到渠道的承压能力与感受，一而再的透支品牌，可能会越来越失去渠道的向心力，不利于长期的品牌宣传和消费者培育工作。对于消费者也同样，过去几年过快的提价动作增加了消费成本，与居民收入水平的提升幅度不一致，也过度透支了消费者的钱包。面对当前环境，酒企更应从尊重市场的角度出发，在追求自身增长的同时，更多考虑渠道、消费者的感受，着手解决积累的矛盾，这样才是为长期发展做加法。

## 2.4 重点公司

**贵州茅台：提价落地后，更具战略自主性。**在行业周期波动中，茅台近两年通过直销占比的提升、非标产品的放量和提价、系列酒新品推出等工具，实现了量价齐升的高质量增长。随着 11 月 1 日飞天茅台提价落地，2024 年公司的收入及利润增长均有较强保障，并且不排除后续对零售指导价调整的可能，在面对行业不确定中，具有更强的战略主动，实现对周期的穿越。同时，我们看到茅台在做市场方面的努力，以及通过与老酒市场的进一步合作实现价格的正向循环，不断积累品牌势能及价值。从连续两年的特别分红角度看，当前茅台的股息率也有更强的市场吸引力，既具备稳定的业绩成长价值，又具备较好的资本回报，投资性价比凸显。

**五粮液：量价统筹方向明确，加快改善渠道利润。**公司刚刚召开 1218 发展大会，传递积极信号。2024 年公司重点任务包括：1) 强化品牌文化建设，做好形象提升；2) 强化产品体系建设，提升市场份额（八代五粮液全年不增量、固化计划内配额，提升 1618、低度配额占比，推广经典五粮液专业化运营）；3) 强化营销服务能力，做好市场拓展；4) 强化品质支撑保障，提质增效；5) 强化厂商共建共享，渠道盈利提升。此外，公司将择机适度调整八代五粮液的出厂价，抓好量价关系统筹，实行营销过程考核激励及老酒价值挖掘。从工作方向看，公司更加注重解决市场核心矛盾，对量价的把控方向明确，为实现稳健增长添砖加瓦。

**泸州老窖：战略防御转向战略进攻，产品矩阵加快融合。**疫情影响下，老窖的组织力迟迟



无法发挥优势，23年以来，公司加快渠道深耕布局，从二季度的“春雷行动”开始，配合五码产品的推广，推动渠道费用模式的改革，实现了高质稳健的增长。四季度以来，公司开启“挖井行动”，加快核心市场的纵向覆盖，为春节销量抢夺奠定基础，并且通过短期价格促销，解决价差矛盾，加快回款进度。我们预计，2023年公司将迈入300亿规模的新台阶，站在新起点，国窖的品牌氛围有望向下拉动泸州老窖品系的布局，并借助数字化工具，加快老窖品系的浓香复兴方针，实现品牌矩阵的进一步融合，为更高的发展目标做实塔基。

**山西汾酒：发展势能正向上，稳中求进蓄能量。**2018年以来，汾酒的国企改革和全国化发展无疑是成功的，凭借名酒之势、清香之势、汾酒之势乘风而上，在多价位形成大单品布局。2023年，公司在三季度主动控速，10月开始执行新的渠道模式，实现了价格稳中有升，渠道库存更加良性，厂商信任关系紧密，为2024年开门红蓄力。我们认为，在品牌复兴逐步做实的基础上，青花汾酒有望在百亿基础上迎来新突破，公司也将努力做大20、做强30、做实40、坐高50，不断拔高汾酒的品牌价值。同时，华东、华南市场的汾酒消费氛围已基本确立，在全国化持续推进的基础上，我们认为，凭借多价位单品布局优势，公司有望维持稳健发展，并保持势能积蓄，走好复兴之路。

**舍得酒业：波动中保持定力，做长期主义者。**在面对行业波动时，公司具备多价位带互补实现增长的能力，品味舍得作为公司大单品稳住基本盘，T68、舍之道在中低价位取得较快增长，藏品十年平台公司成立，夜郎古酒庄也在组织的整合调整中。虽然23年公司费用投入有所提升，但我们认为，从投入方向上看，并没有直接折为渠道利润，而是坚持打造品牌影响力和强化消费者培育，价盘稳定。我们认为公司仍然保持了战略定力，虽然短期压力客观存在，但未来并没有被透支，静待花开。此外，近期公司人事上有所调整，蒲总升任公司董事长，公司聘请快消领域人才担任总裁，形成“强强联合”，有望在核心管理团队稳定的基础上，为百亿事业的实现增添动能。

**水井坊：跨越调整期，重回稳增长。**公司在疫情期间已完成渠道的轻装调整，2023年三季度重回增长，我们预计全年营收同比有望实现转正。下半年以来，公司将品宣重心落至“井台·酒中美学”，发力珍酿八号的宴席消费场景，并加快新井台及井台·逸品的市场推广，取得较好成效。在艾恩华代总经理的带领下，FY24公司展现出新的发展面貌，有望在低基数基础上实现一定的成长弹性。

**酒鬼酒：坚定落实改革，挖掘新动能。**2023年，酒鬼酒进行了营销战略转型，虽然营收增长上承压，但费用改革带来了动销的快速提升，大单品红坛18的开瓶、宴席场次、核心终端都实现了大幅增长，窜货明显下降。2024年，公司目标实现恢复性增长，从“品质力、品牌力和渠道力”三个方面苦练内功，坚守价格定位，聚焦核心单品，在省内大本营建粮仓，在省外样板市场树信心。公司已于23年成立了湖南事业部，强化省内精耕细作、全渠道覆盖。省外则聚焦打造20个地级样板市，推动核心终端建设与消费者培育。虽然在转型中存在阵痛，但公司仍有望在解决问题中迎来新的发展，更早的启动改革也是为了更快走出调整期，只要坚守品牌价值定位，终会守得云开见月明。

**洋河股份：管理层调整，或带来新活力。**作为苏酒龙头品牌，洋河在省内的市场基础较牢，且仍具有价位引领优势，省外依靠海之蓝大单品深耕县乡市场，在行业波动中表现出较强的抗波能力。近期，公司上任四位副总裁，年轻化趋势较为明显，有望加快新的可行性规划的落地，改善库存偏高、结构升级不及预期等问题。总体来看，我们认为公司2024年双位数增长的实现可能性较高，当前估值落于低位，已较充分反映市场的担忧。

**今世缘：站在百亿新起点，保持向上势能。**公司已公告2023年营收预计突破百亿，我们认为2024年公司的发展心态或有所不同，更加稳健延续增长，并将对现有渠道问题进行梳

理，主动调节。1) 产品规划上：高沟有望在低基数上保持高增长；今世缘品牌随调整见效加快市场拓展；V系还在培育期、成长期，V3也将在区域发展上更加平衡，主动调控增速、消化渠道库存；单开、淡雅将保持动能，开系换代产品或在一二季度之间导入市场。2) 区域发展上：规模低的贡献增速，规模高的贡献体量，围绕降低库存、优化损耗、终端减负，实现高质发展。当前，今世缘在省内的的发展势头正盛，苏中地区的消费氛围稳步提升，有望在后百亿时代加快省内的进一步深耕布局，并坚定克服全国化难题，聚焦资源打造省外核心地级市市场。

**古井贡酒：次高端升级持续，省外扩张加码。**1) 安徽近年来经济发展增速依然较快，因此在行业整体次高端价位带增速放缓的形势下，省内次高端扩容趋势依然明显。2) 受益于23年宴席场景的回补，古16实现较快增长。市场担心24年宴席场景需求下降，我们认为，一方面，宴席场景主要为“面子”消费，需求相对刚性，“能上不能下”；另一方面，随着大众消费水平的提高，宴席的定义扩展，从以前动辄几十桌的大型宴会，现在扩展为3-5桌起步的小型宴会。我们预计24年宴席需求依然稳健。3) 针对古20省外窜货回流问题，公司层面可以通过扫码返利等手段加强管控，但更为重要的是加强品牌建设。古20是公司发力全国化、次高端的核心单品，需要聚焦资源、精准投放，坚持战略定力。我们认为公司全国性名酒的基因和优秀的组织管理能力是全国化发展的重要基础和支撑。

**迎驾贡酒：品牌势能强劲，错位竞争。**洞藏系列品牌势能提升，消费者自点率、自带率均有提高。我们认为百亿迎驾的发展主要来自：1) 错位竞争：目前产品结构中，洞6占比仍高，该价位带可实现与古井的错位竞争；洞9及以上产品的渠道利润优于竞品，且与古井终端成交价保持价差。2) 区域扩张：我们预估24年省内营收占比约70%，其中，合六准占比约70%，由大本营市场向周边辐射，仍有发展空间。3) 覆盖率和渗透率提升：我们预计，随着规模的扩张和竞争加剧，公司的渠道管理精细化将进一步加强，体现在核心市场渗透率和覆盖率提升。

**金种子：改革加码，蓄势待发。**23年上半年，公司深入推进多项制度改革，进行组织管理、产品、品牌重塑。随着头号种子、馥合香陆续上市，公司进一步加快“啤白融合”和新品培育。1) 组织建设：渠道调研中，我们了解到从经销商到终端都对华润体系具备较强信心，一方面有赖于华润的品牌和口碑效应；另一方面产品渠道利润较为丰厚。华润管理体系较为精细高效，并通过数字化等手段进一步提质增效，通过组织培训加速团队融合与赋能。2) 头号种子：公司坚持高线光瓶酒产品定位，同时推出不同规格价位带产品以满足不同消费需求，其渠道与啤酒终端重合率约90%，华润全国1万多家经销商、200多万家餐饮终端助力打造全国化大单品。3) 馥合香：馥7、馥9卡位省内主流价位带，受益于安徽省内消费升级，且渠道利润优于竞品。金种子酒具备历史基因、香型优势，阜阳市场具备市场资源，发展前景广阔。

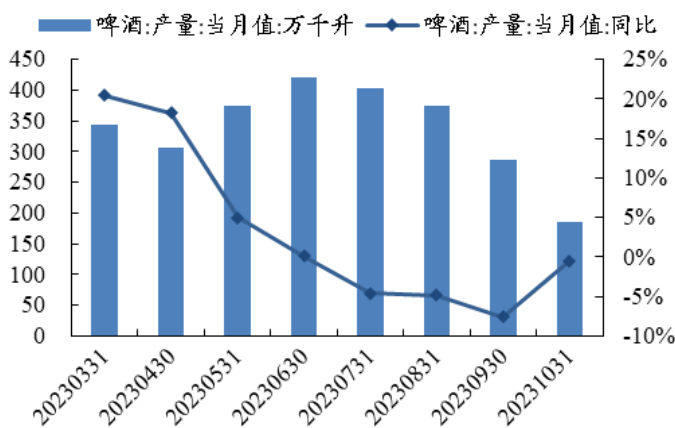
**金徽酒：省内升级结构优化，品牌引领布局全国。**1) 西北市场近年来随着经济发展水平的提升，白酒市场容量逐步扩张且竞争相对温和，渠道建设成本较高，整体易守难攻。2) 龙头地产酒受益于省内消费升级，与全国性名酒形成错位竞争，市占率提升空间大。金徽酒经营战略务实，组织管理效率逐步提升，省内“全区域布局”+省外“不对称营销”，有望实现多点开花。3) 公司管理层较为年轻，内部改革不断激发组织活力，管理效率提升。

### 3.啤酒：场景恢复，成本有望改善

#### 3.1 高端化短期略有承压，大麦价格有望下降

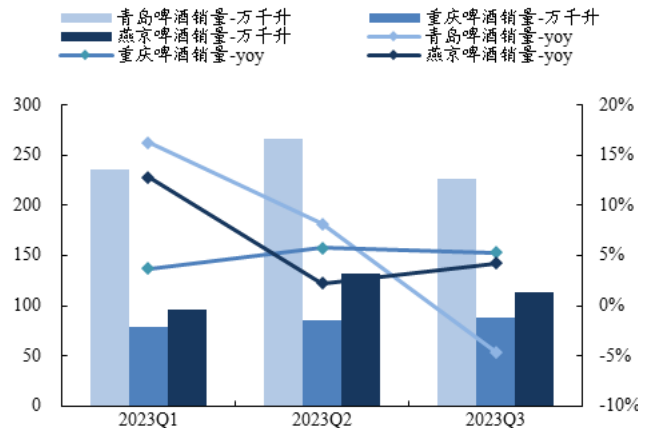
受益于后疫情时代场景恢复，行业整体实现微增。截止 23 年 10 月，全国规模以上啤酒企业产量同比+2.3%，我们认为主要原因在于上半年受益于消费场景的恢复，其中 3 月和 4 月分别同比+18.25%、+20.5%。而进入旺季以后，行业增长趋势环比向下，7 月开始产量降幅有所扩大，我们认为主要原因：一方面 22 年同期基数较高，属于正常波动；另一方面 23 年夏季北方雨水较多，对啤酒消费有一定的影响。三季度，啤酒个股的基本面走势有所分化，2023Q3 青岛啤酒销量同比-4.6%，重庆啤酒销量同比+5.3%，燕京啤酒同比+4.2%。

图 9：截止 2023 年 10 月全国规模以上啤酒企业产量同比+2.3%



资料：Wind，信达证券研发中心

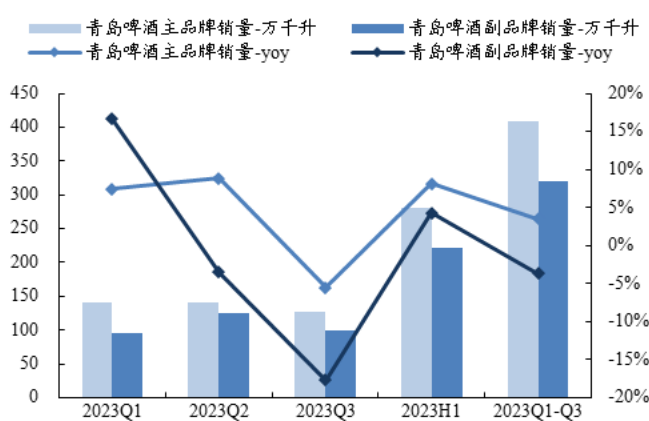
图 10：2023Q3 啤酒个股基本面走势有所分化



资料：Wind，信达证券研发中心

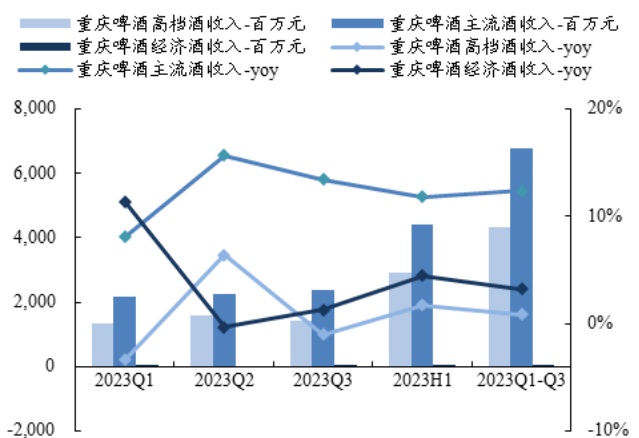
**8-10 元价格带稳步增长，超高端产品略有承压。**我们认为 23 年消费环境发生的变化是消费者更加理性、更加注重价格是否能给他们带来相匹配的消费体验。从啤酒高端化进程来看，超高端啤酒略有承压，但是 8-10 元价格带仍保持了较好的增长。2023Q1-3 青岛啤酒主品牌销量同比+3.5%，高于副品牌销量增速-3.7%；重庆啤酒主流酒收入同比+12.4%，高于低端酒收入增速+3.2%；2023H1 华润啤酒次高端及以上销量同比+26.4%。市场担忧啤酒高端化是否仍会持续，我们认为长期应当关注啤酒公司内部结构性变化，低端啤酒向上整合的趋势对公司吨酒收入的提升仍有一定贡献。其中，由于青岛啤酒和华润啤酒吨价低于外资品牌为主导的重庆啤酒和百威亚太，因此受益明显，2023Q3 青岛啤酒吨酒收入同比+7.5%，2023H1 华润啤酒吨酒收入同比+4.4%。

图 11：2023Q1-Q3 青岛啤酒主品牌销量增速高于副品牌



资料：Wind，信达证券研发中心

图 12：2023Q1-Q3 重庆啤酒主流酒收入增速高于低端酒

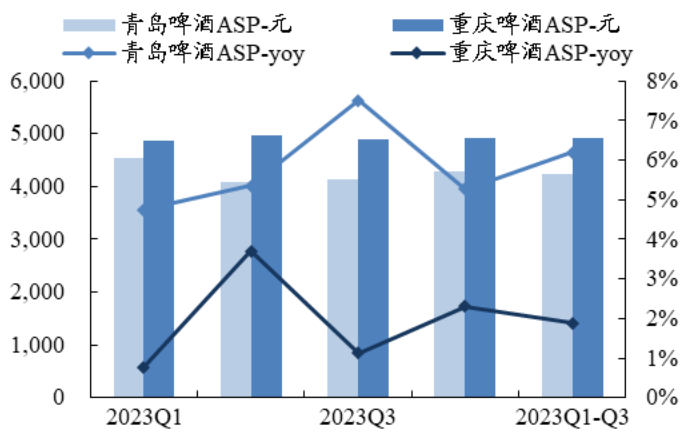


资料：Wind，信达证券研发中心

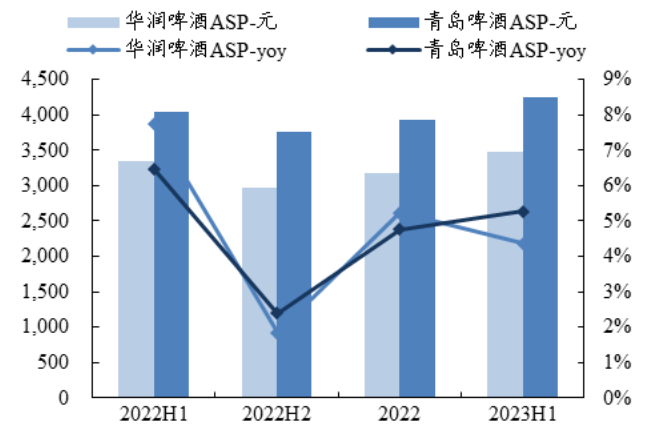
图 13：2023Q3 青岛啤酒吨酒收入增速高于同期重庆啤酒

图 14：2023H1 华润啤酒吨酒收入增速略低于青岛啤酒





资料：Wind, 信达证券研发中心

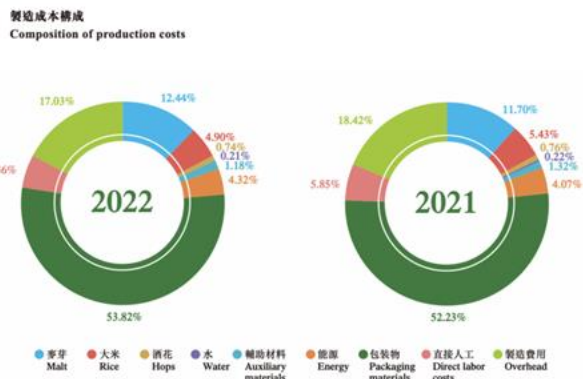


资料：Wind, 信达证券研发中心

**大麦价格有望低双位数下降，啤酒成本或改善。**大麦和包材价格是啤酒成本研究的核心变量，以青岛啤酒 2022 年披露的成本构成来看，制造成本中占比最高的为包装物，包含了玻璃瓶、铝罐、瓦楞纸等，占比 53.82%；麦芽占比 12.44%；大米占比 4.90%。目前成本走势有所分化，其中进口大麦均价从 6 月开始有所回落，10 月同比-23.3%；瓦楞纸价格持续下跌，三季度跌幅均在 10-15%左右；而玻璃价格在 5 月后有所上扬，三季度涨幅扩大，同比+20%左右；打包易拉罐价格也在 7 月后同比上涨 10%左右。展望 24 年，我们认为大麦价格的改善有望对冲包材成本的压力，啤酒公司成本端或小幅改善。

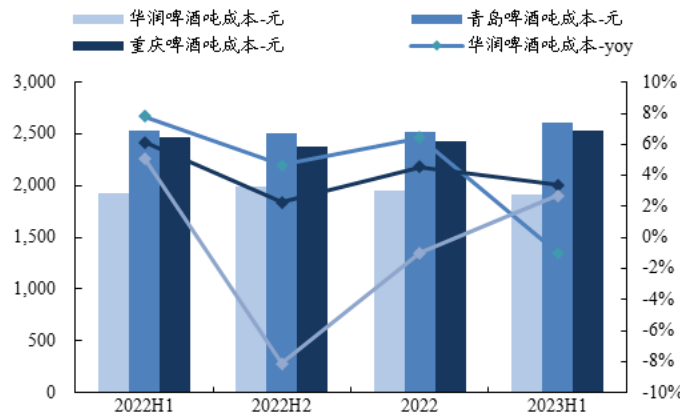
图 15：青岛啤酒股份公司啤酒制造成本拆解

图 16：2023 年上半年啤酒吨成本保持在低个位数增长



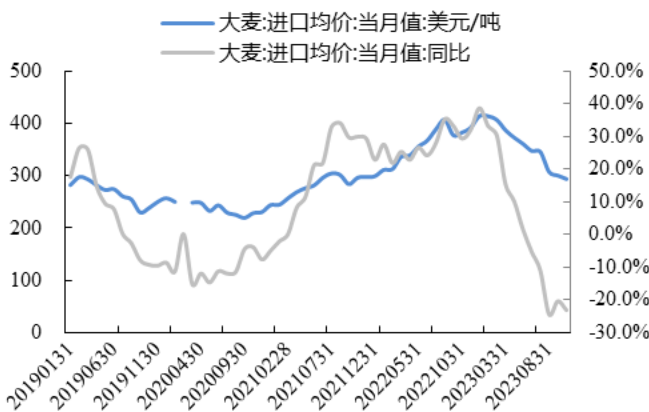
资料：青岛啤酒公司公告, 信达证券研发中心

图 17：进口大麦均价从 6 月开始回落，10 月同比-23.3%

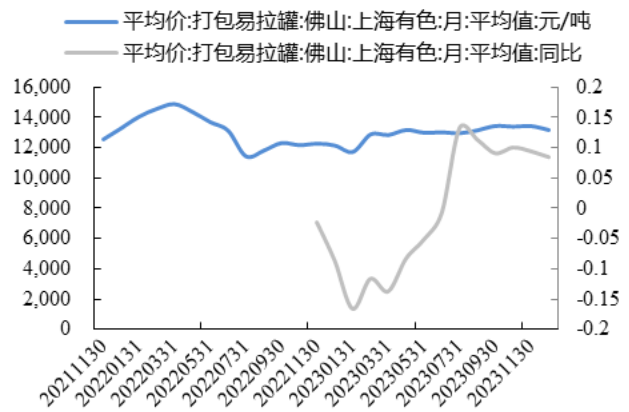


资料：Wind, 信达证券研发中心

图 18：打包易拉罐价格在 7 月后同比上涨 10%左右

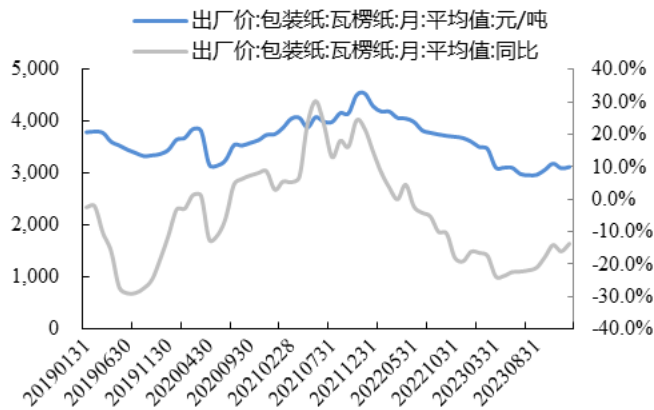


资料：Wind, 信达证券研发中心

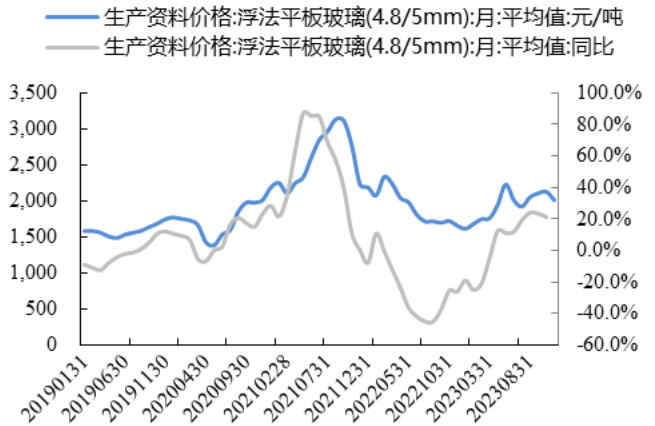


资料：Wind, 信达证券研发中心



**图 19: 瓦楞纸价格持续下跌、三季度跌幅均在 10-15%左右**


资料 : Wind, 信达证券研发中心

**图 20: 玻璃价格在 5 月后有所上扬, 三季度涨幅扩大**


资料 : Wind, 信达证券研发中心

### 3.2 重点公司

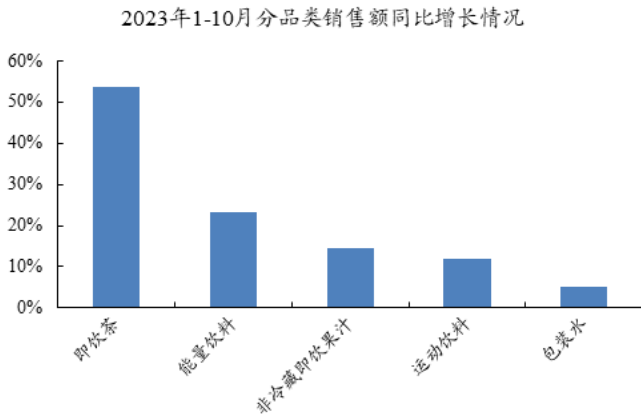
**青岛啤酒:** 在 23 年消费力走弱的环境下, 市场担忧啤酒行业高端化增速放缓, 但我们认为核心要关注啤酒公司内部结构性变化, 低端啤酒向上整合的趋势对公司吨酒收入的提升仍有一定的贡献。青岛啤酒是国内啤酒酿造历史长达百年的企业, 品牌底蕴深厚, 产品品质优异, 我们认为, 经典+纯生+白啤三大主力升级产品有望继续在沿黄河流域的主力市场实现较好的增长, 优势市场的结构升级+成本改善释放的利润弹性有望超出市场预期。

**重庆啤酒:** 由于宏观环境变化+公司内部调整, 我们预计 23 年疆外乌苏、1664 等高端产品有所承压。但长期来看, 公司的核心竞争力在于 6+6 品牌矩阵, 对啤酒生意的理解更强调产品创新, 因此我们看好重庆啤酒对旗下品牌调性的提炼, 品牌资产的沉淀是不可复制的。目前, 公司积极应对宏观挑战, 不断优化经销商体系并且加大投入。展望 24 年, 我们认为疆外乌苏有望逐渐回暖, 乐堡、重庆、大理等主流产品有望在优势市场继续保持较好的增长。此外从分红角度来看, 公司从 2021 年至今的分红率基本维持在 80%以上, 近 12 个月股息率在 A 股食品饮料 125 家公司中位居第 6, 具备较好的资本回报。

## 4. 饮料: 口味健康化, 性价比趋势明显

### 4.1 无糖茶行业扩容, 大包装受青睐

从 23 年饮料行业变化来说, 我们认为主要有两大趋势: **1) 消费者口味变淡, 健康化趋势明显。** 经过疫情三年后, 消费者对饮料的需求从单一的好喝过渡到更加注重健康天然等功能诉求, 根据马上赢的线下监测, 饮料细分品类中茶饮料、能量饮料、果汁饮料 2023 年 1-10 月销售额增长较快。**2) 价格优势突出, 大包装饮料受消费者青睐。** 面对消费者的变化, 很多品牌方都顺势推出了经典单品的大包装, 比如农夫山泉推出东方树叶两个口味的 900ml 包装。从价格来看, 大包装更加实惠, 500ml 东方树叶的终端零售价一般在 5 元左右, 而 900ml 则是 6 元, 大包装的平均单价要便宜 33%左右。

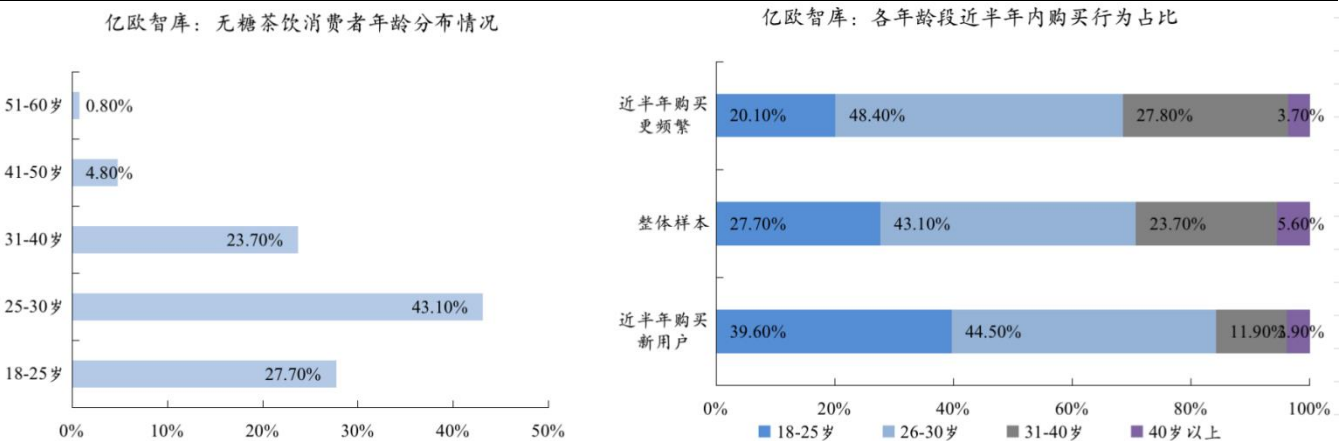
**图 21：饮料细分品类中即饮茶、能量饮料增长迅速**


资料：马上赢数据，信达证券研发中心

**图 22：农夫山泉推出东方树叶 900ml 规格包装**


资料：食评方，信达证券研发中心

**无糖茶行业扩容，消费人群渗透率提升。**在过去 2-3 年中，即饮茶饮料减糖化趋势明显，以农夫山泉东方树叶和三得利为代表的无糖茶品牌在 23 年表现的尤其明显，上半年农夫山泉茶饮料业务同比+59.8%，超过了 22 年同期增速+51.6%，而三得利乌龙茶也出现了经销商断货的状况。**市场担忧无糖茶增长的持续性，我们认为核心是要看无糖茶是否满足了消费者的需求，而这一需求是否处于增长的阶段。**从消费者需求角度来看，相比于含糖饮料，无糖茶特点体现在更为解渴且可以一天内饮用多瓶，并不需要担心蔗糖或者代糖对身体造成的负担，因此能够满足消费者希望解渴、但比包装饮用水更有味道、比含糖饮料健康的产品。从消费者需求强弱变化来看，我们发现无糖茶的消费人群并不是局限于传统爱茶人士，而是渗透到年轻人中。根据亿欧智库，经常消费无糖茶的群体中，30 岁（含 30 岁）以下人群占 70.8%；近半年的新用户中，30 岁（含 30 岁）以下的消费群体占比达到 84.1%；25 岁（含 25 岁）以下的消费者尝鲜意愿更强。

**图 23：无糖茶的消费人群并不是局限于传统爱茶人士，而是渗透到年轻人中**


资料：亿欧智库，信达证券研发中心

**在行业扩容的背景下，无糖茶竞争加剧。**根据 DT 商业观察，2023 年 41 款茶饮料新品中，总计有 18 个品牌推出 25 款无糖茶新品、36 个口味，无糖茶的创新超过了六成。我们认为，竞争者可以分为三类：**1) 传统茶饮品牌：**三得利在 2021 年推出茉莉乌龙、2022 年推出橘皮乌龙后，2023 年又推出栀意乌龙；农夫山泉旗下的东方树叶也推出黑乌龙作为新常规口味；**2) 其他传统饮料品牌：**可口可乐旗下的淳茶舍冷萃系列上新茉莉花茶和武夷大红袍；喜茶推出空茶系列玄米大麦植物饮料；东鹏特饮推出乌龙上茶；**3) 新锐品牌：**有丛气、果子熟了、茶小开等。因此，从竞争格局的演绎上来看，我们认为头部品牌将凭借已经建立的品牌优势和渠道基础实现较快的增长，而其他品牌将受益于品类增长取得一些份额。

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/798045000115006023>