

食品饮料行业2024年度策略（酒饮篇）

# 取势：优选高势能

王言海、李啸、张馨予、胡慧铭



01

复盘2023：结构性复苏

02

白酒：取势，优选高势能

03

啤酒：延续高端化，重视日历效应

04

盈利预测

05

风险提示

CONTENTS

目录





## 白酒投资建议：取势，高端品牌 > 区域品牌 > 次高端价位

- 2023年白酒以品牌高议价能力仍维持了较高景气的业绩增长，但渠道库存的累加与销售费用的扩大逐步凸显，**静态库存或者阶段性库存高企并不可怕，重要的是货品流速**，对应的是资金周转与渠道信心。总体看来：
  - ◆ **高端酒品牌**需求基本稳定，经销商资金、渠道网络等实力强，抗风险能力强；
  - ◆ **次高端酒**受制于商务活动降频、降档等影响，业绩进入调整期；
  - ◆ **区域酒品牌**受益于低线市场人口回流、消费梯次升档至百元+以及家庭端宴席场景的回补，业绩表现较为强势，2024年我们仍坚持区域梯次升级的观点，区域酒仍将延续产品结构升级趋势，核心变量在区域经济，**关注指标为区域产业结构（主导产业如劳动密集型、知识密集型、资源密集型、资本密集型、技术密集型等）所贡献的工业增加值、人口要素（是否有净增长等）、中央转移支付等，而家庭端宴席等消费总场次、规模或将减少，但消费档次稳中有升。**
- 2024年行业需关注核心变量-宏观经济环境，可以把控的是优选品牌质地好，区域产业周期向上、产品周期仍处上行期、品牌竞争格局改善（价格与渠道毛利稳定）的标的，**次高端价位是行业成长价位，有赖于商务活动的活跃度，对经济感知也最为敏感。现阶段以高势能为先，优选公司阿尔法**，我们的推荐及核心逻辑：
  - ◆ **贵州茅台**（行业龙头的定价锚，抗风险能力强）、**五粮液**（品牌优势下产品动销优于同价位，风险在于产品、渠道圈层和治理等新增长动能构建）、**山西汾酒**（**品牌高势能**：其一，汾酒强品牌力在省国资企业赋能下，以清香品类第一、青花20产品卡位500元价格带，契合规上企业KOL采购标准，同时辐射带动产业链企业消费；其二，基地山西市场作为能源大省，具备清香品类消费习惯，助推汾酒在港口航运及能源体系内的影响力；其三，公司治理结构逐步完善，运营团队对终端覆盖率和掌控力较强，主销产品玻汾、青花20/25、巴拿马及老白汾渠道毛利水平较好且稳定）
  - ◆ **泸州老窖**（**管理高势能**：优秀的团队与国窖、泸州老窖双品牌，如补齐东部发达区域及省会高势能圈层经销商短板，则有望二次腾飞）、**珍酒李渡**（优异的上下管理能力与酱酒消费渗透率的提升趋势并未改变，以老珍酒、珍十五、李渡、开口笑、湘窖为代表，多价位产品品牌消费基础较为稳固）。



# 白酒投资建议：取势，高端品牌 > 区域品牌 > 次高端价位

## ➤ 区域酒方面，以区域产业经济为依循，仍看好梯次升级的确定性，推荐标的及逻辑：

◆ **迎驾贡酒：产品高势能**，其一，洞藏系列占比持续提升，洞藏6/9/16/20等会沿着序列内部升档，消费端势能风已起，主销区域渠道利润因销量提升而降低带来的渠道推力势能下降暂不足以影响上行趋势；其二，以省会合肥为基地，可辐射全省乃至安徽籍居民，关键在组织配称；其三，费用前置与独立运营中心显然在核心终端掌控上更易于资源加码。风险在省内竞争加剧，但不影响趋势。

◆ **古井贡酒：徽酒龙头与市场强掌控力是较难逾越的**，省内结构升级享受产业发展红利，激励机制的建立保障净利率维持提升态势。

◆ **今世缘：区域高势能**，国缘品牌淡雅/对开/四开等仍处于省内区域快速成长阶段，以南京、徐州、苏南等高势能区域为基础，省内扩张仍将延续，江苏市场主流消费价位高，未来胜负手在V系等能否取得省内定价权；风险在于发展阶段与省内竞争加剧。

◆ **金徽酒：300+高价位产品在兰州及周边市场能否突围是核心观察指标**；区域消费的梯次升级趋势也将继续支撑100-300价位的成长

◆ **老白干：河北老白干/板城、安徽文王、湖南武陵与山东孔府家**，品牌增长势能与内部革新；风险在于省内竞争加剧。

## ➤ 标的及催化要素：

◆ **洋河股份与口子窖的经营改善**，从估值层面看已具备较高性价比，催化因素或有赖于：①洋河区域管理与授权制度改革，如大区费控协调统筹制度等；从海之蓝、天之蓝的基础盘的巩固到梦之蓝水晶版、M6+的突围；省内南京等高势能区域销售改善。②口子窖新品“兼”系列动销流速是否提升等。

◆ **金种子酒**，改革需要周期，从产品、内控到推广，后续头号种子省内的铺市率有望加速提升、馥合香产品在宴席、团购等场景上实现突破。

◆ **伊力特**，天时、地利、人和，新疆连贯中亚、欧洲，“一带一路”战略与地缘经济，提供未来发展潜力，公司大小老窖及伊力王等产品疆内品牌地位较好，疆外具备较强新疆文化属性，如管理机制建设与营销团队扩张提速，将具备较好的成长性。

◆ **顺鑫农业**：新市民时代文化品牌，迎候15元牛白二升档至30+金标，地产剥离后，白酒主业更加聚焦，催化或在营销组织改革。

◆ **天佑德酒**：静待青海外部市场的样板市场建设。



## 白酒投资建议：取势，高端品牌 > 区域品牌 > 次高端价位

➤ **次高端价位仍是行业成长的重要方向**，我们需要明晰的是现阶段遇到的困难并非完全因企业内部要素导致，“伟大的企业总是诞生于寒冬”，优秀企业仍能以战略前瞻及产品价位布局、渠道管理、团队管理能力将外部冲击降到最低，**如回归顺周期，品牌全国化市场落地仍是成长加速器**。基于“品牌、管理、生意”三条，我们可以看到企业的优势：

◆ **舍得酒业**：老酒与舍得文化战略的坚持，品味、舍之道、沱牌T68等多价位、分品牌、清晰产品线布局与直控渠道的运营团队优势；

### 建议关注：

◆ **酒鬼酒**：湘西特色文化挖掘+“内参”高端品牌突破，2023年主动调整改革为未来蓄力，**未来如坚持红坛、内品、内参大单品模式，以组织团队配称为支撑，强化核心终端的掌控力度，其成长潜力有望释放；**

◆ **水井坊**：国际烈酒的品牌调性、合理库存管控模式下，臻酿八号产品拥有稳定的消费客群与渠道毛利，产品下延或在承接品牌外溢销量与释放酿酒基地产能，**催化要素除短期业绩的周期性外，在于管理的本土化，观察指标在于团队人数扩张，即强化核心终端掌控力度。**



## 啤酒投资建议：重视悲观情绪下龙头估值超跌后的布局机会

啤酒行业高端化趋势仍将延续，净利率提升趋势不会止步，2023年即饮市场消费复苏相对缓慢，展望2024，即饮场景修复仍是核心，成本端或有催化，龙头公司产品结构升级带来利润增速或继续领先收入端，重点推荐公司及逻辑：

◆**青岛啤酒**：结合当前行业需求状况、竞争格局及公司自身产品结构，公司近几年吨价提升确定性较高，一方面8元价格带景气度较高，大单品经典有望持续受益，同时公司仍可继续引导低端品内部出清、迭代，成本压力亦有望向下。我们预计23-25年公司归母净利润为44.1/52.8/61.7亿元，YoY 18.89%/19.67%/16.86%，对应PE为22/19/16倍。

◆**燕京啤酒**：大单品U8有望持续受益于8元价格带红利，同时公司产品线整合稳步推进，塔基产品有望得到夯实，整体增长势能有望延续。此外，公司改革提效逻辑有望持续兑现，看好十四五期间公司利润率弹性。基于大单品持续全国化以及公司改革深化，我们预计23-25年公司归母净利润为6.76/9.48/12.63亿元，YoY 92.02.89%/40.14%/33.24%，对应PE为39/28/21倍。

◆**重庆啤酒**：公司产品结构领先于行业，场景及消费力整体弱复苏下公司高端品增长阶段性受压制。中长期看，行业结构升级空间仍较大，公司产品矩阵丰富完备，并坚持提升组织力、精耕渠道，后续产品组合有望更好协同发展。依托大城市计划的不断深化，公司多个大单品有望持续全国化。我们预计23-25年公司归母净利润为13.67/15.59/17.24亿元，YoY 8.17%/14.09%/10.58%，对应PE为24/21/19倍。

◆**珠江啤酒**：短期纯生大单品成长较快，驱动公司量价维持较好表现。中长期维度，公司在华南地区已具备较高品牌知名度和影响力，公司已启动珠江原浆体验店全国招商，打造品牌形象窗口，以省内市场为中心逐步辐射全国布局，省外市场拓展可期。我们预计23-25年公司归母净利润为7.08/8.72/10.03亿元，YoY 18.34%/23.21%/14.97%，对应PE为26/21/18倍。

➤ **风险提示**：经济修复斜率放缓及消费刺激政策效果不达预期；大宗原材料价格高位震荡或大幅上行，加重大众品企业成本负担；食品安全问题。

# 01. 复盘2023, 结构性复苏

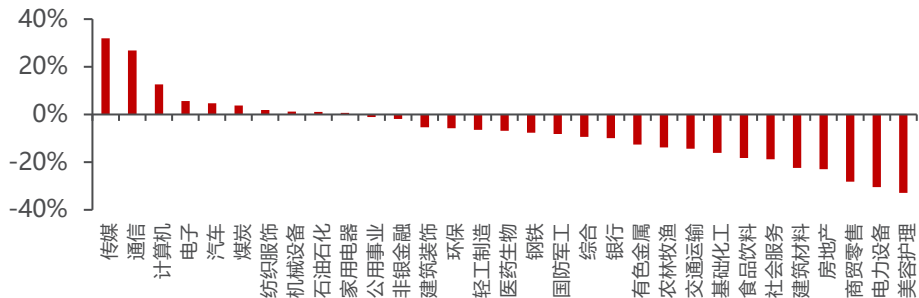
# 1.0 复盘2023：行业延续调整，行业比较投资收益排名靠后

截至12月15日，食品饮料（申万）行业指数下跌18.27%，分子板块来看，软饮料板块实现0.51%正收益，啤酒-33.87%、调味发酵品-33.12%、烘焙食品-29.44%、预加工食品-30.36%等拖累板块，白酒板块下跌15.65%。

图表：2023年食品饮料(申万) 行业年度收益率列第24位，年度涨跌幅-18.27%

年涨幅排名	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	食品饮料 +7.43%	食品饮料 +53.85%	银行	食品饮料 +72.87%	休闲服务	电力设备	煤炭	传媒
2	建筑材料	家用电器	休闲服务	电子	电气设备	有色金属	综合	通信
3	家用电器	银行	食品饮料 -21.95%	建筑材料	食品饮料 +84.97%	煤炭	社会服务	计算机
4	银行	电子	采掘	家用电器	汽车	基础化工	交通运输	电子
5	建筑装饰	钢铁	农林牧渔	农林牧渔	国防军工	钢铁	美容护理	汽车
			/			食品饮料 -6.01%	食品饮料 -15.12%	食品饮料 -18.27%

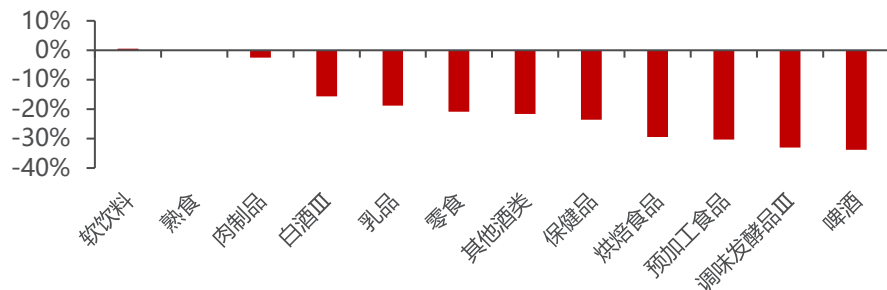
图表：2023年食品饮料(申万) 行业消化估值为主，指数下跌18.27%



图表：食品饮料行业2023年个股涨跌幅前十

名称	年初至今涨跌幅 (%)	名称	年初至今涨跌幅 (%)
惠发食品	106.52%	海天味业	-56.42%
莲花健康	94.10%	绝味食品	-55.26%
康比特	69.15%	酒鬼酒	-51.29%
骑士乳业	63.20%	重庆啤酒	-51.00%
泉阳泉	58.85%	立高食品	-50.49%
威龙股份	46.21%	桃李面包	-50.39%
华统股份	17.94%	妙可蓝多	-50.22%
一鸣食品	16.88%	天味食品	-50.22%
金字火腿	15.38%	味知香	-48.40%
盖世食品	11.45%	舍得酒业	-43.94%

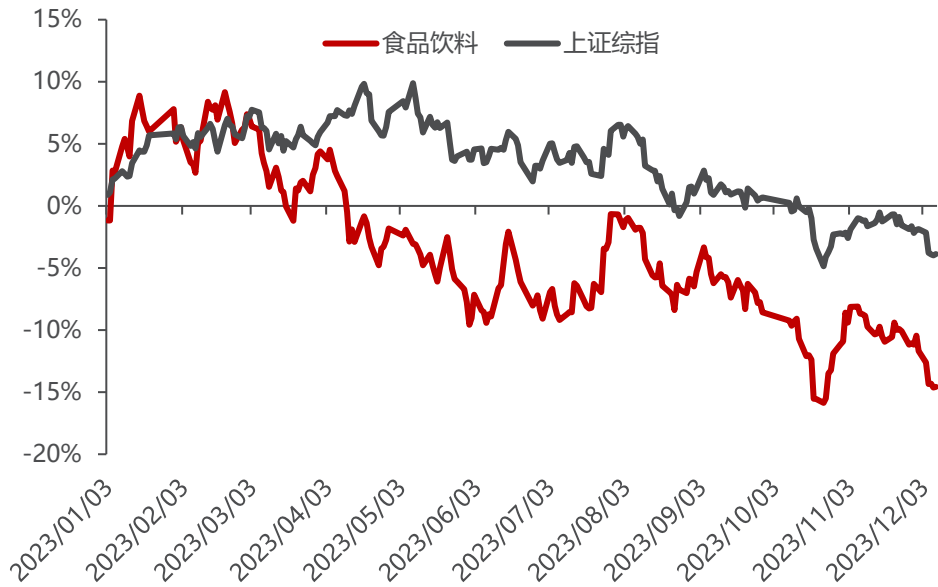
图表：2023年食品饮料子板块软饮料领涨，涨幅为0.51%



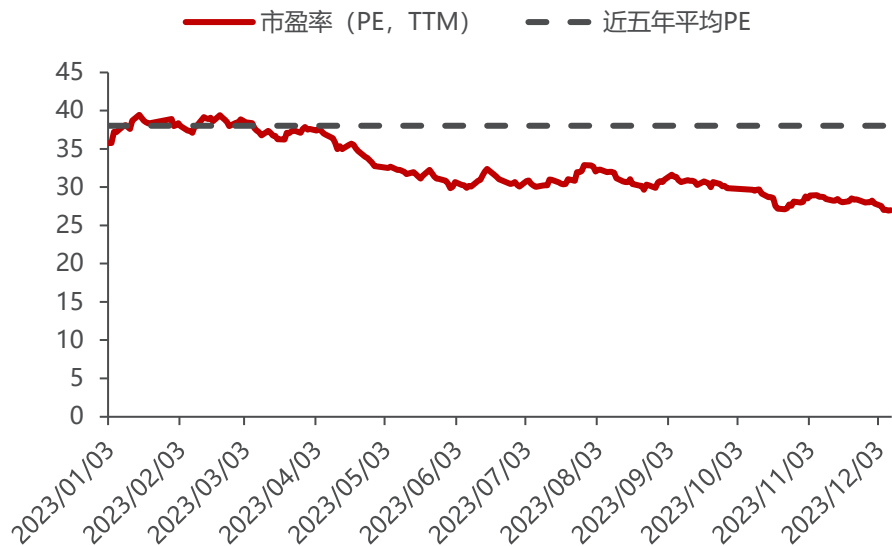
# 1.1 2023年食品饮料行业指数行情波动下行

2023年，食品饮料板块受消费需求复苏节奏影响波动下行，年初复苏斜率超预期，行业迎来开门红；二季度餐饮、商务等场景修复趋缓，行业指数表现环比回落，期间五一、暑期、中秋国庆等节前高峰呈现阶段性行情。整体来看，行业估值水平PE (TTM) 自年初35X左右震荡下修至年底约27X，目前估值水平低于近五年PE (TTM) 平均水平。

图表：2023年食品饮料行业指数行情波动下行

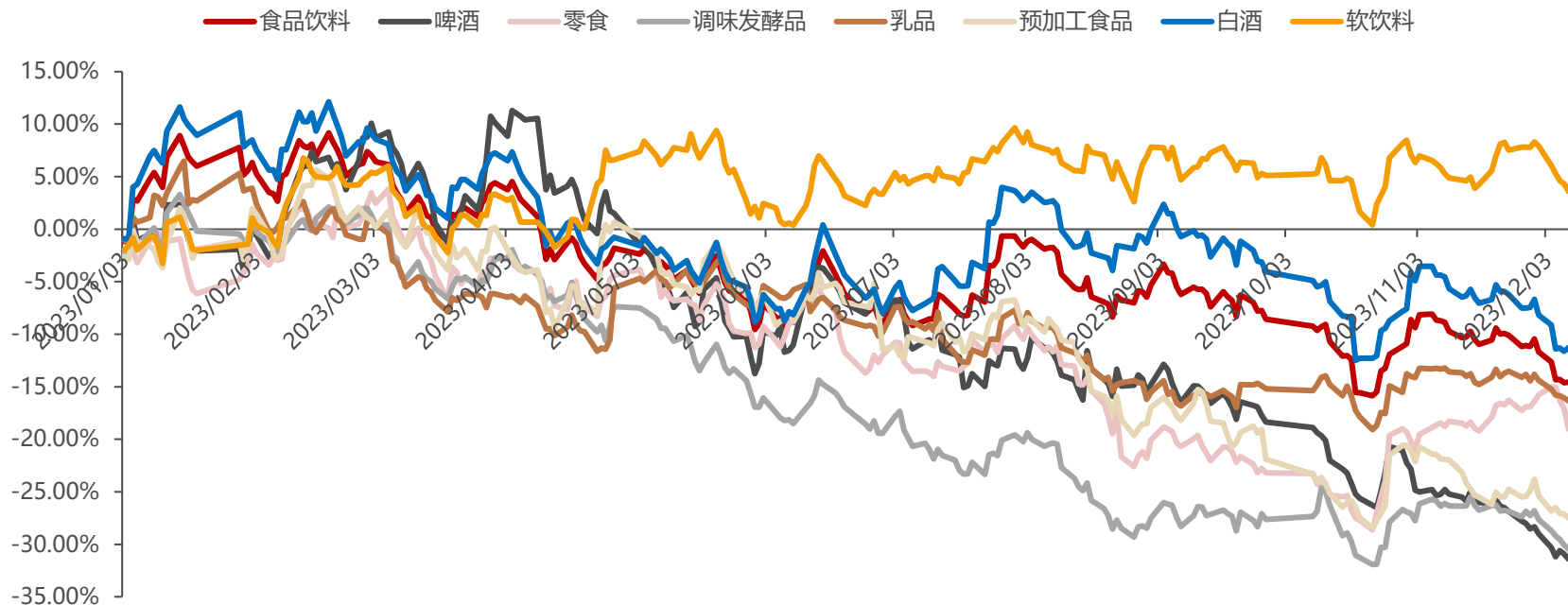


图表：行业估值低于近五年PE (TTM) 平均水平



## 1.2 子板块中，软饮料表现较优，调味品调整较为明显

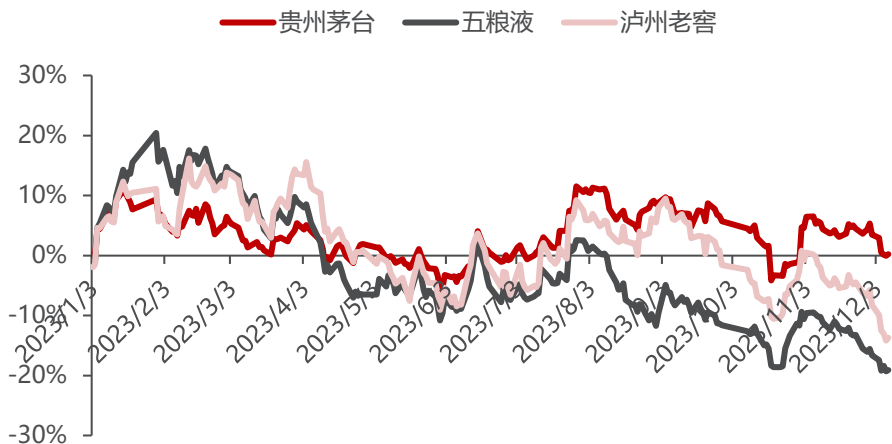
图表：软饮料板块表现较优，调味品板块调整较为明显



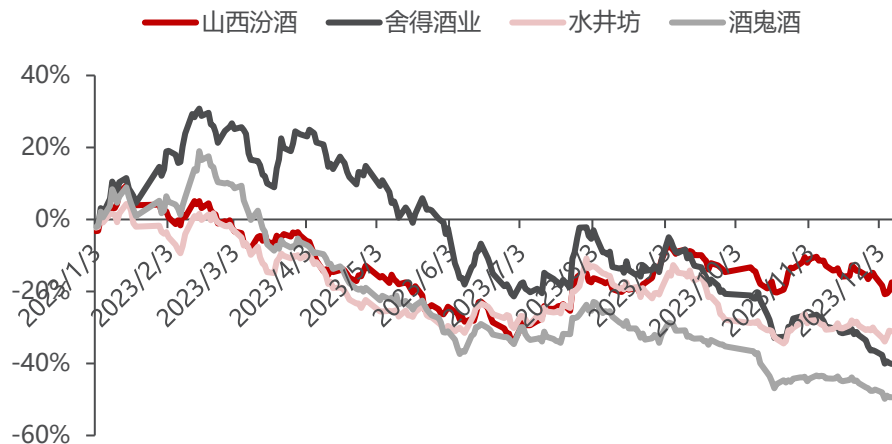
## 1.3 白酒：高端稳健，次高端调整，地产酒分化

- 尽管宏观环境具备压力，但高端白酒需求展现韧性，茅五泸业绩/股价整体表现稳健。次高端白酒受经济环境影响较大，舍得/水井/酒鬼酒均出现明显调整，汾酒在名酒品牌及基地市场加持下更有韧性。

图表：高端白酒中贵州茅台表现稳健



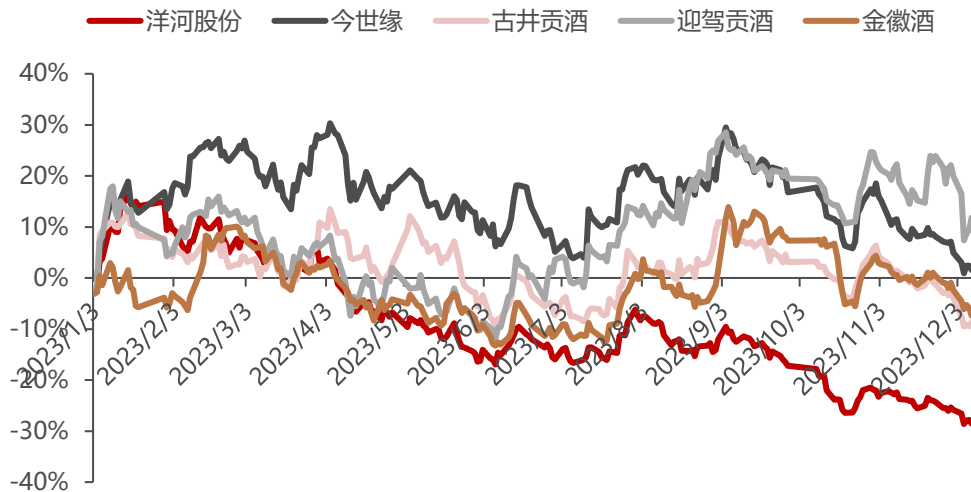
图表：次高端白酒中山西汾酒更有韧性



# 1.3 白酒：高端稳健，次高端调整，地产酒分化

- 地产酒表现分化，安徽、江苏区域经济相对坚挺，大众宴席恢复下需求持续复苏。其中徽酒、苏酒龙二转守为攻，错位竞争，整体表现较好。

图表：地产白酒表现分化，徽酒、苏酒龙二乘势而起



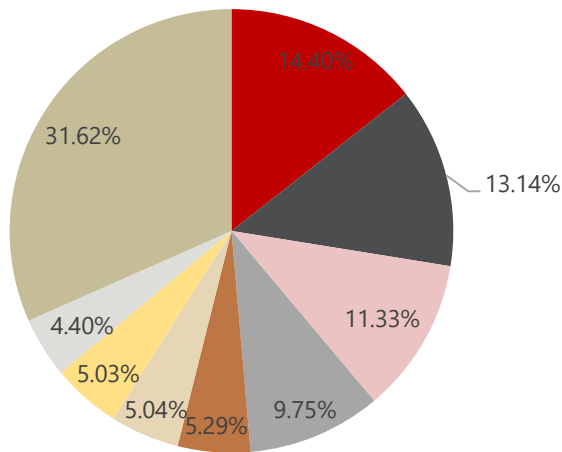
图表：名优酒企业绩增长韧性十足

	2023Q1-3			
	营业收入 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY
<b>高端酒</b>	<b>1877.47</b>	<b>17.00%</b>	<b>862.75</b>	<b>18.83%</b>
贵州茅台	1032.68	18.48%	528.76	19.09%
五粮液	625.36	12.11%	228.33	14.24%
泸州老窖	219.43	25.21%	105.66	28.58%
<b>次高端酒</b>	<b>377.21</b>	<b>10.89%</b>	<b>122.28</b>	<b>18.31%</b>
山西汾酒	267.44	20.78%	94.31	32.68%
舍得酒业	52.45	13.62%	12.95	7.93%
水井坊	35.88	-4.84%	10.22	-3.08%
酒鬼酒	21.42	-38.54%	4.79	-50.75%
<b>区域龙头</b>	<b>638.49</b>	<b>19.53%</b>	<b>196.55</b>	<b>21.47%</b>
洋河股份	302.83	14.35%	102.03	12.47%
古井贡酒	159.53	24.98%	38.13	45.37%
今世缘	83.63	28.35%	26.36	26.63%
迎驾贡酒	48.04	23.42%	16.55	37.57%
口子窖	44.46	18.18%	13.48	12.22%
<b>其他酒企</b>	<b>184.42</b>	<b>7.61%</b>	<b>7.02</b>	<b>-20.42%</b>
老白干酒	38.46	11.30%	4.18	-21.60%
伊力特	16.43	25.77%	2.29	63.88%
顺鑫农业	88.07	-3.28%	-2.92	-1159.20%
金徽酒	20.19	29.32%	2.73	27.55%
金种子酒	10.73	31.73%	-0.35	74.30%
天佑德酒	9.41	19.06%	1.06	6.32%
皇台酒业	1.13	8.55%	0.04	-4.68%

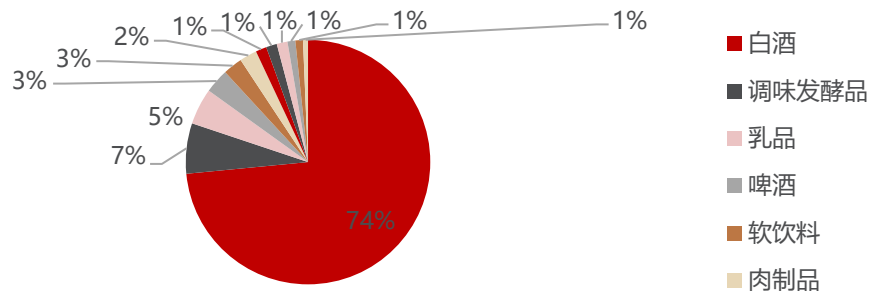
1.4

# 基金三季报显示，食品饮料板块持仓14.4%，板块内白酒占比约74%，贵州茅台、泸州老窖、五粮液、山西汾酒、古井贡酒为前五大持仓。

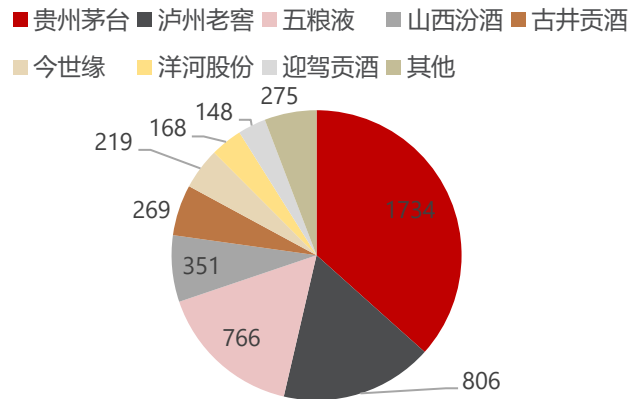
图表：2023年Q3食品饮料、医药、电子、电力设备与新能源、基础化工板块位列实际配置权重前五（%）



图表：2023年子板块内白酒市值占比74%，调味发酵品、乳品、啤酒占比次之



图表：2023年茅台、泸州老窖、五粮液、山西汾酒、古井贡酒位列基金持股前五



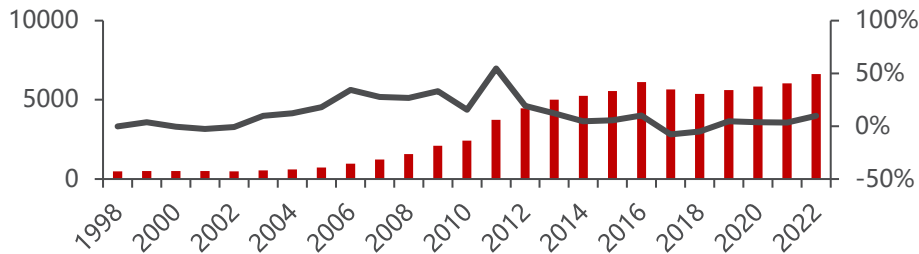
## 02. 白酒：取势，优选 高势能

# 2.1 2023年，行业集中分化与价格驱动逻辑不变，升级价位段下移

- 2022年，我国白酒市场规模约**6626亿元**，同比增速**9.8%**，利润总额**2202亿元**，同比增速**29.4%**左右。行业规上企业2022年963家，同比减少2家。2022年上市公司收入占行业比重53%，归母净利润总额占比82%。
- 2023年，100+价位段迎来梯次升级，升级价位段下移，也驱动区域二三线品牌实现业绩高增。

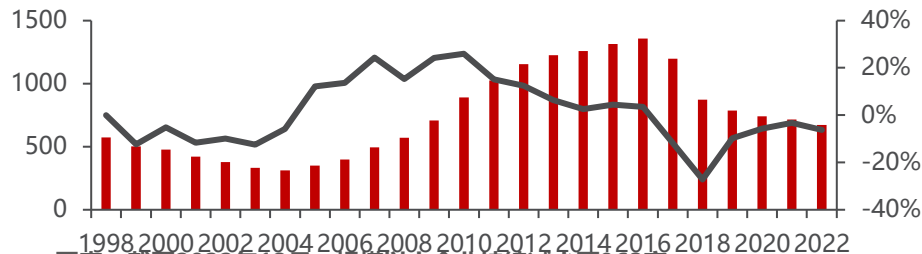
图表：1998-2022年白酒规模企业收入

■ 营收 (亿元)    — yoy (%)



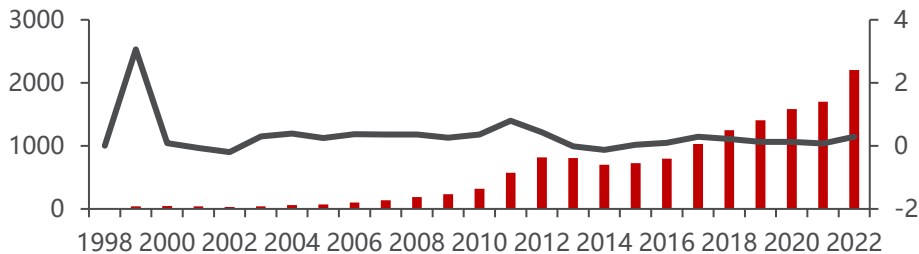
图表：1998-2022年白酒规模企业产量走势

■ 产量 (万千升)    — yoy (%)



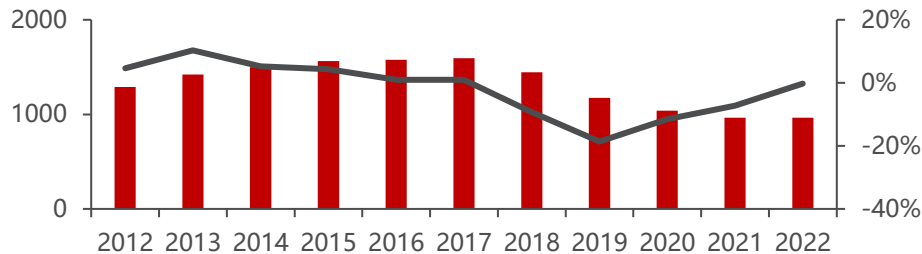
图表：1998-2022年白酒规模企业利润总额走势

■ 利润总额 (亿元)    — yoy (%)



图表：截至2022年12月，规模以上企业持续减少至963家

■ 规上白酒企业数量 (家)    — 同比 (%)



## 2.2 主要酒企三年量价增长概览

图表：2022年上市白酒企业量价增长情况

品牌	销量增长	吨价增长	2022年吨价 (万)
茅台酒	9.66%	29.72%	284.51
五粮液	22.60%	16.70%	168.87
泸州老窖	44.39%	24.17%	59.62
茅台系列酒	0.64%	65.98%	52.65
水井坊	-20.21%	63.96%	42.95
酒鬼酒	103.02%	31.93%	25.26
舍得酒业	226.85%	-24.35%	13.67
今世缘	23.45%	31.39%	20.14
口子窖	-0.25%	9.85%	14.78
山西汾酒	79.77%	37.44%	16.65
洋河股份	5.00%	27.90%	15.10
古井贡酒	26.99%	25.26%	14.10
金徽酒	-14.19%	42.71%	14.12
金种子酒	71.49%	-21.90%	6.71
迎驾贡酒	12.07%	32.31%	9.85
老白干酒	-23.35%	50.91%	8.74
五粮液系列酒	-31.94%	135.58%	12.95
顺鑫农业	-30.94%	14.12%	1.64

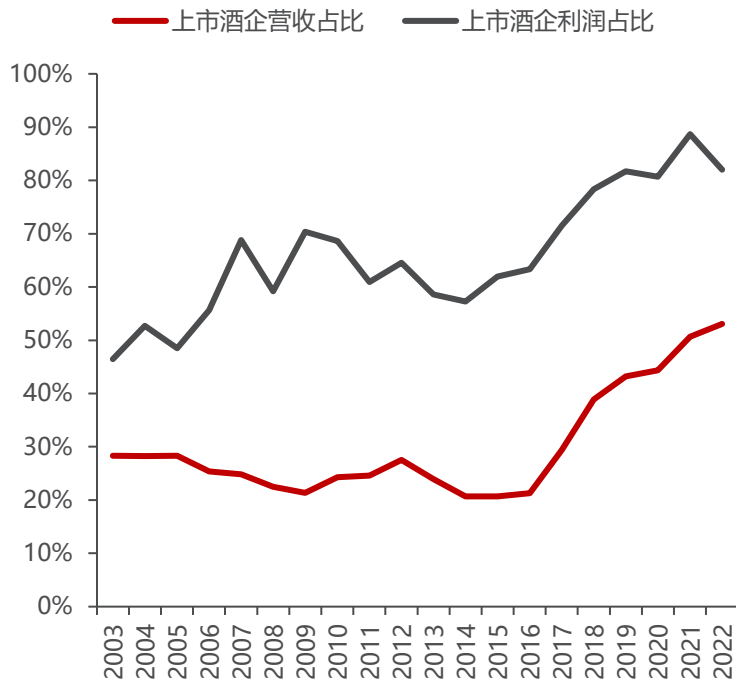
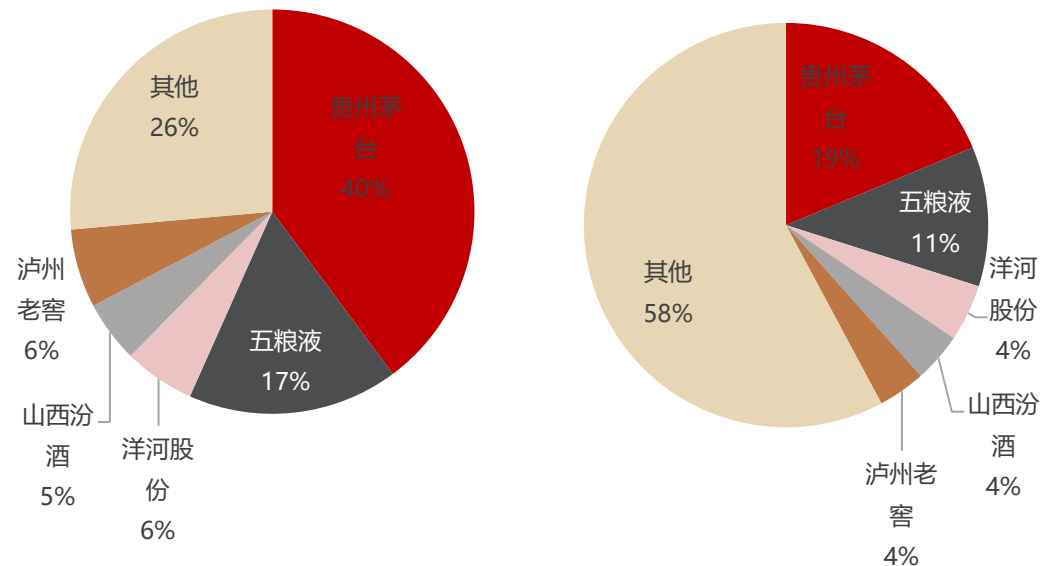
### 总结：

- 酒企量价表现不同价位端有明显差异：
  - 超高端价增为主（控量制造稀缺性）
  - 千元价位持续扩容，价增主要追随五粮液，量增带来企业 $\alpha$
  - 次高端受益量价齐升的行业红利
  - 中低端减量提价
  
- 行业仍保持高端扩容，低端缩量的发展态势，降级放量路线不是战略选择

注：泸州老窖仅计算中高端产品，舍得2019年仍是天洋时代，基数原因导致吨价下降

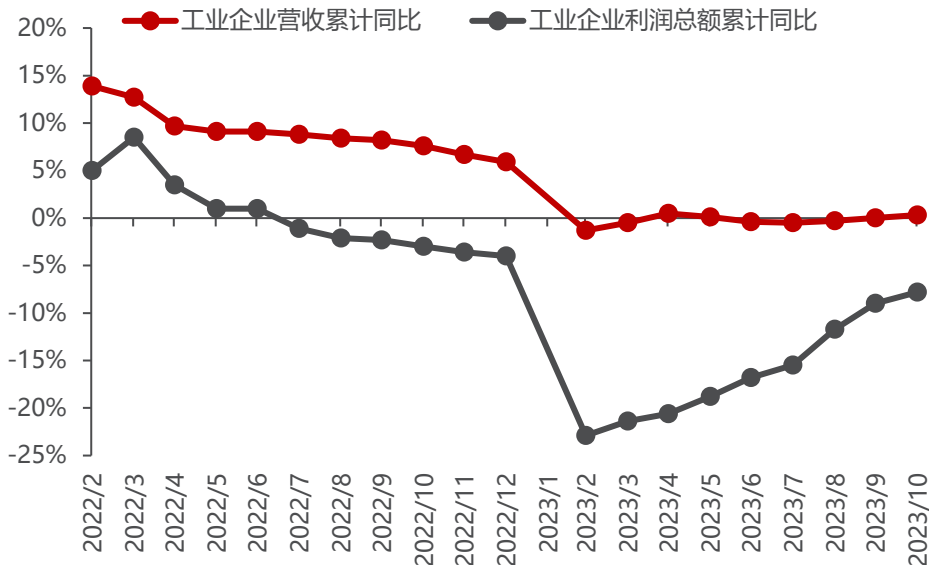
## 2.3 2023年，区域二三线及定制类品牌快速增长归因于消费梯次升级与渠道合理利润诉求

图表：2022年白酒企业CR5利润总额占行业74% 图表：2022年白酒企业CR5收入总额占行业42% 图表：白酒上市公司营收和利润占行业比重

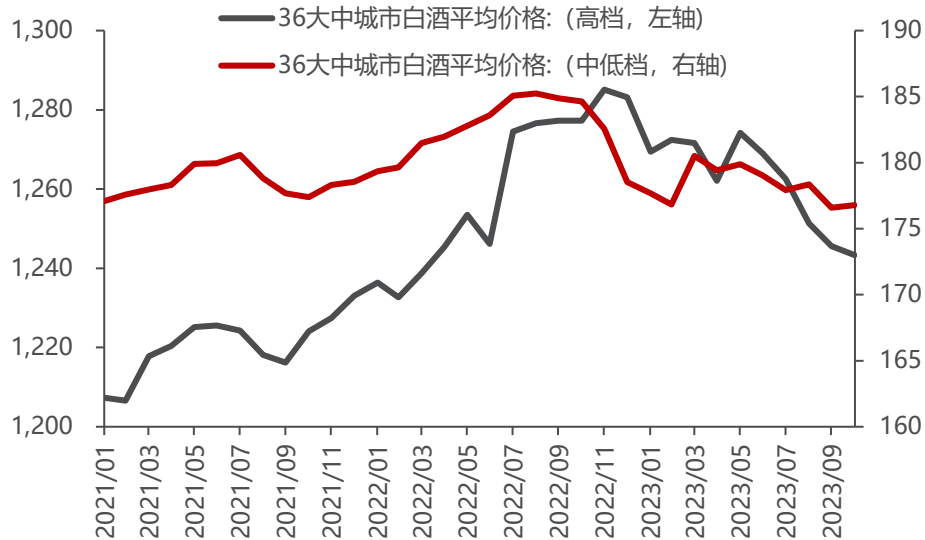


## 2.4 2024年，大众消费有望延续景气，商务端仍待恢复

图表：企业端盈利承压，白酒商务消费仍待恢复



图表：居民消费端白酒价格相对稳定

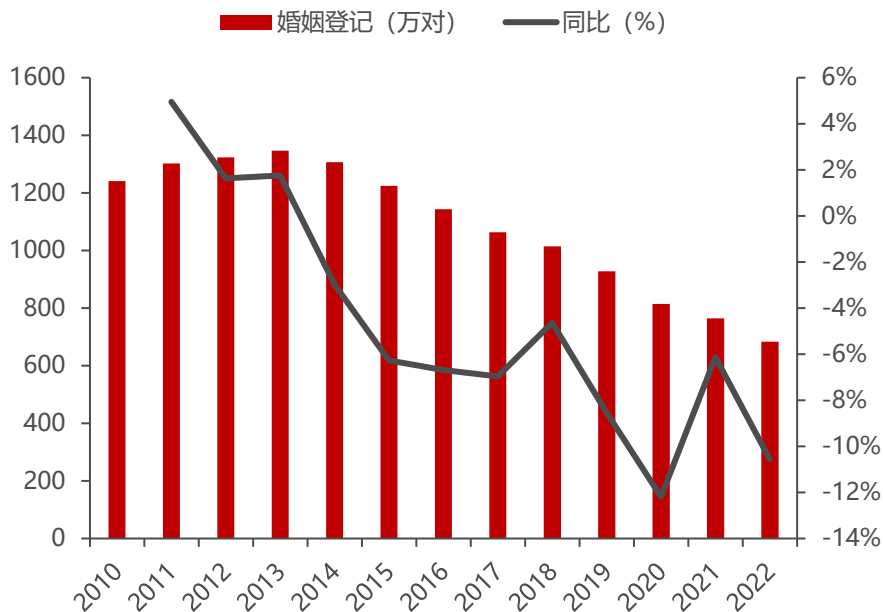


- 2023年年初以来，受制于地产、工业企业利润等多重宏观因素，商务消费持续疲软，静候恢复
- 在宴席回补，居民出行正常下，大众白酒消费表现良好，预计2024年白酒整体需求稳中有升

## 2.5

# 宴席消费或将呈现场次与规模减少，档次稳中有升特征

图表：我国婚姻登记情况



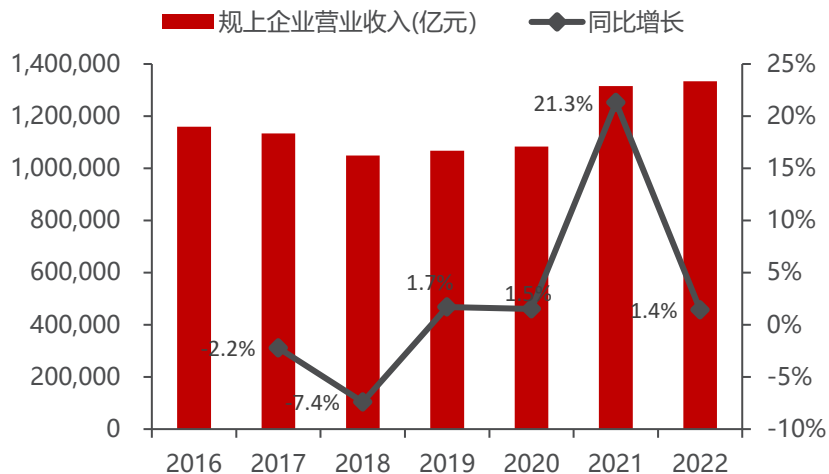
### 宴席对白酒整体消费影响几何？

- ◆ 宴席直接消费占比并不高，其更大的作用在于消费培育，家宴一般价位是介于当地主流价位&商务价位之间；
- ◆ 宴席分为家庭宴席与企业商务宴席，两者销售占比基本平分秋色，家庭宴席如婚宴、宝宝百日宴、谢师宴、升学宴、寿宴生日宴、白事宴等用酒档次以大众消费价格带为主流，与经济发达程度高度相关，一般省会 > 地市 > 县；企业年会、团拜会议、行业会议等，用酒档次略高。
- ◆ **2023年婚宴场次增多，叠加了过往三年登记补办宴席，2024年场次与规模或将减少，影响用酒量；**
- ◆ 民政局数据显示14年起，我国婚姻登记对数逐年下降，2022年依法办理结婚登记683.5万对，比上年下降10.6%，结婚率为4.8‰，比上年下降0.6个百分点；
- ◆ **但对应看白酒销售额尤其是区域品牌并未因此下降，所以：第一，宴席的关键是消费培育，而非销售，在其他商务场景受压制情况下，家庭宴席销售显得更为重要；第二，以销售提档对冲销量下降是趋势性、可持续的。**

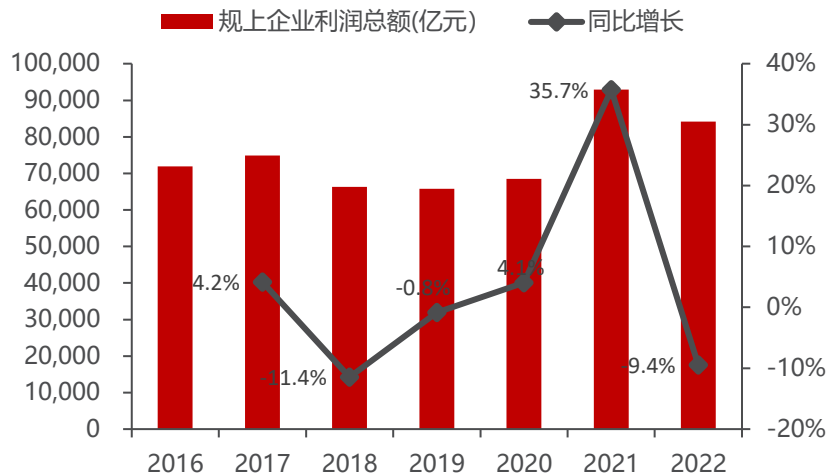
## 2.6 宏观上，跟踪规上企业的复苏节奏与财政转移支付

➢ 2023年1—10月份全国规模以上工业企业实现利润总额61154.2亿元，同比下降7.8%，降幅比1—9月份收窄1.2个百分点。其中，采矿业实现利润总额11142.5亿元，同比下降19.7%；制造业实现利润总额44147.1亿元，下降8.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额5864.6亿元，增长40.0%。从10月份单月数据来看，规模以上工业企业实现利润同比增长2.7%。

图表：规上企业收入情况



图表：规上企业利润情况



## 2.6 各省市财政收入情况2018-2022

图表：我国各省市财政收入情况（单位：亿元）

地区	2018	2019	2020	2021	2022
北京市	5785.9	5817.1	5483.9	5932.3	5714.4
天津市	2106.2	2410.4	1923.1	2141.1	1846.7
河北省	3513.9	3739.0	3826.5	4167.6	4056.3
山西省	2292.7	2347.8	2296.6	2834.5	3454.0
内蒙古自治区	1857.7	2059.7	2051.2	2350.0	2824.4
辽宁省	2616.1	2652.4	2655.8	2765.6	2525.1
吉林省	1240.9	1117.0	1085.0	1144.0	851.0
黑龙江省	1282.6	1262.8	1152.5	1300.5	1290.7
上海市	7108.2	7165.1	7046.3	7771.8	7608.0
江苏省	8630.2	8802.4	9059.0	10015.2	9258.9
浙江省	6598.2	7048.6	7248.2	8262.6	8039.9
安徽省	3048.7	3182.7	3216.0	3498.2	3589.1
福建省	3007.4	3052.9	3079.0	3383.4	3339.2
江西省	2373.0	2487.4	2507.5	2812.2	2948.3
山东省	6485.4	6526.7	6559.9	7284.5	7104.1
河南省	3766.0	4041.9	4168.8	4353.9	4250.4

地区	2018	2019	2020	2021	2022
湖北省	3307.1	3388.6	2511.5	3283.3	3281.1
湖南省	2860.8	3007.2	3008.7	3250.7	3101.8
广东省	12105.3	12654.5	12923.9	14105.0	13260.9
广西壮族自治区	1681.5	1811.9	1716.9	1800.2	1687.7
海南省	752.7	814.1	816.1	921.2	832.4
重庆市	2265.5	2134.9	2094.9	2285.5	2103.4
四川省	3911.0	4070.8	4260.9	4773.2	4880.6
贵州省	1726.9	1767.5	1786.8	1969.4	1886.4
云南省	1994.4	2073.6	2116.7	2278.3	1949.5
西藏自治区	230.4	222.0	221.0	215.6	179.6
陕西省	2243.1	2287.9	2257.3	2775.4	3311.6
甘肃省	871.1	850.5	874.6	1001.9	907.7
青海省	272.9	282.3	298.0	328.8	329.1
宁夏回族自治区	436.5	423.6	419.4	460.0	460.2
新疆维吾尔自治区	1531.4	1577.6	1477.2	1618.6	1889.8

## 2.6 各省市税收收入情况2018-2022

图表：我国各省市税收收入情况（单位：亿元）

地区	2018	2019	2020	2021	2022
北京市	4988.8	4823.0	4643.9	5164.6	4867.1
天津市	1624.9	1634.4	1500.1	1621.9	1346.9
河北省	2555.8	2630.7	2527.3	2735.7	2242.9
山西省	1645.7	1783.7	1626.0	2094.7	2696.6
内蒙古自治区	1399.9	1539.7	1457.8	1671.1	2134.4
辽宁省	1976.1	1929.5	1879.1	1970.9	1664.4
吉林省	891.8	798.0	772.0	809.4	570.6
黑龙江省	980.8	924.4	811.9	870.2	793.4
上海市	6285.0	6216.3	5841.9	6606.7	6349.2
江苏省	7263.7	7339.6	7413.9	8171.3	6803.2
浙江省	5586.6	5898.8	6261.8	7172.0	6620.3
安徽省	2180.7	2209.7	2199.5	2389.9	2246.7
福建省	2237.4	2209.0	2184.7	2493.1	2092.4
江西省	1663.2	1747.6	1701.9	1929.3	1788.9
山东省	4897.9	4849.3	4757.6	5476.0	4795.5
河南省	2656.7	2841.3	2764.7	2842.6	2590.5

地区	2018	2019	2020	2021	2022
湖北省	2463.5	2530.8	1923.5	2559.7	2411.6
湖南省	1959.7	2062.0	2058.0	2246.0	2004.5
广东省	9737.5	10064.0	9882.0	10785.2	9286.1
广西壮族自治区	1122.1	1146.8	1113.2	1191.1	930.4
海南省	628.7	653.3	559.8	742.9	609.3
重庆市	1603.0	1541.2	1430.7	1543.4	1270.9
四川省	2819.8	2888.7	2967.2	3334.9	3151.4
贵州省	1266.0	1204.0	1086.0	1177.2	1021.8
云南省	1423.3	1450.6	1453.1	1514.2	1197.3
西藏自治区	155.9	157.5	143.2	142.2	106.1
陕西省	1774.3	1846.1	1752.1	2237.0	2682.9
甘肃省	610.5	577.9	567.9	667.4	582.8
青海省	205.5	198.7	213.3	234.7	255.8
宁夏回族自治区	298.3	267.5	263.9	300.7	306.8
新疆维吾尔自治区	1051.8	1016.1	910.2	1093.2	1222.3

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

# 2.6

## 转移支付2018-2022：四川、河南、湖南、湖北、河北分列前五，2022年度中央转移支付均超过4000亿元

图表：我国各省市转移支付情况（单位：亿元）

地区	2018	2019	2020	2021	2022
北京市	880.3	923.3	1055.7	1016.3	1585.2
天津市	507.2	482.5	613.5	452.1	655.3
<b>河北省</b>	<b>2770.1</b>	<b>2963.0</b>	<b>3940.6</b>	<b>3481.0</b>	<b>4402.5</b>
山西省	1591.9	1727.8	2231.3	1962.5	2553.6
内蒙古自治区	2352.8	2450.8	2758.7	2465.8	3287.6
辽宁省	2229.8	2350.1	2914.0	2595.5	3352.7
吉林省	1949.9	2133.4	2461.4	2145.2	2915.3
<b>黑龙江省</b>	<b>2839.4</b>	<b>3121.7</b>	<b>3874.0</b>	<b>3012.9</b>	<b>4226.5</b>
上海市	572.5	526.0	830.0	709.2	1148.2
江苏省	1423.3	1433.2	1808.7	1573.4	2514.9
浙江省	892.0	816.1	873.8	823.4	1610.4
<b>安徽省</b>	<b>2742.4</b>	<b>2985.8</b>	<b>3639.1</b>	<b>3141.9</b>	<b>4090.8</b>
福建省	1114.4	1210.8	1476.3	1343.0	1747.8
江西省	2236.0	2478.7	2966.9	2585.1	3314.3
山东省	2447.4	2415.3	3030.4	2664.1	3705.9
<b>河南省</b>	<b>3904.5</b>	<b>4163.2</b>	<b>5067.3</b>	<b>4381.3</b>	<b>5637.8</b>

地区	2018	2019	2020	2021	2022
<b>湖北省</b>	<b>2759.7</b>	<b>3064.6</b>	<b>4784.5</b>	<b>3364.0</b>	<b>4406.0</b>
<b>湖南省</b>	<b>3126.6</b>	<b>3343.7</b>	<b>4111.2</b>	<b>3582.0</b>	<b>4695.5</b>
广东省	1429.9	1334.6	1684.5	1264.3	2626.8
广西壮族自治区	2603.3	2803.9	3381.9	3038.2	3914.2
海南省	758.9	736.5	1019.7	1085.1	1087.9
重庆市	1581.2	1685.2	2081.1	1815.5	2297.0
<b>四川省</b>	<b>4252.8</b>	<b>4597.7</b>	<b>5707.6</b>	<b>4933.0</b>	<b>6486.1</b>
贵州省	2554.3	2656.6	3166.2	3012.9	3650.3
<b>云南省</b>	<b>2832.3</b>	<b>3305.1</b>	<b>4167.6</b>	<b>3373.3</b>	<b>4435.1</b>
西藏自治区	1547.5	1692.8	1977.9	1724.8	2505.2
陕西省	2177.6	2337.4	2871.3	2543.8	3253.8
甘肃省	2210.8	2422.5	2938.5	2533.5	3209.1
青海省	1058.9	1157.1	1442.3	1349.2	1607.5
宁夏回族自治区	779.7	830.8	970.9	887.7	1191.7
新疆维吾尔自治区	2413.0	2699.4	3468.7	3089.2	3934.5

## 2.7 微观上，关注行政级别的赋能与销售团队人数变动

图表：上市白酒公司的控股股东、董事长

公司	控股股东	董事长
贵州茅台	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	丁雄军
五粮液	宜宾发展控股集团有限公司	曾从钦
山西汾酒	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	袁清茂
泸州老窖	泸州老窖集团有限责任公司、泸州市兴泸投资集团有限公司	刘淼
洋河股份	江苏洋河集团有限公司	张联东
古井贡酒	安徽古井集团有限责任公司	梁金辉
今世缘	今世缘集团有限公司	顾祥悦
迎驾贡酒	安徽迎驾集团股份有限公司	倪永培
舍得酒业	四川沱牌舍得集团有限公司	倪强
水井坊	四川成都水井坊集团有限公司	范祥福
口子窖	徐进	徐进
酒鬼酒	中皇有限公司	王浩
老白干酒	河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司	刘彦龙
顺鑫农业	北京顺鑫控股集团有限公司	李颖林
金种子酒	安徽金种子集团有限公司	谢金明
金徽酒	甘肃亚特投资集团有限公司、上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司	周志刚
伊力特	新疆伊力特集团有限公司	陈智
岩石股份	上海贵酒企业发展有限公司	韩啸
天佑德酒	青海天佑德科技投资管理集团有限公司	李银会

图表：上市白酒公司销售团队总人数

品牌	2019	2020	2021	2022	三年增长率
贵州茅台	668	1,169	1,056	1,143	71.11%
五粮液	1,150	1,156	1,159	1,145	-0.43%
泸州老窖	824	877	879	924	12.14%
山西汾酒	1,337	1,636	2,066	2,310	72.77%
舍得酒业	1,138	1,327	1,548	1,961	72.32%
酒鬼酒	499	491	511	442	-11.42%
水井坊	304	283	506	593	95.07%
洋河股份	5,632	5,644	6,087	6,614	17.44%
今世缘	996	1,074	1,070	1,214	21.89%
古井贡酒	2,378	2,619	2,911	3,082	29.60%
迎驾贡酒	1,511	1,617	1,632	1,786	18.20%
口子窖	270	283	299	294	8.89%
金种子酒	496	404	386	370	-25.40%
老白干酒	1,942	1,977	2,166	2,364	21.73%
金徽酒	573	667	738	865	50.96%
伊力特	57	60	81	87	52.63%

# 2.8 对比2012-2014：收入至上，扩品扩商降低门槛，提高费用

图表：上市白酒公司经营战略梳理

公司	2012	2013	2014			
	行业观点	打法	行业观点			
茅台	宏观环境差，白酒行业面临前所未有的压力，竞争压力加大	稳步提升高端，快速发展中端，提高中高档酱香系列产品的市场占有率，确保在中国白酒市场的领先地位，特别是酱香酒市场绝对领先。	行业处于深度调整期	确保高端市场稳定增长;进行下属子、副品牌的有机整合、升级，实施“大力培育中坚品牌”战略，至少 <b>打造两个系列酒品牌成为全国化中高端品牌，实现中低端市场有效扩张。</b>	行业仍处于深度调整期	系列酒改革转型，转变机制，深耕渠道，将贵州茅台酱香酒营销有限公司培育成公司新的经济增长点；优化结构， <b>坚持以市场和顾客为中心，继续回归大众消费、商务消费、民间消费和个人消费。</b>
五粮液	①行业高速增长将放缓，市场竞争激烈； ②行业集中度低，产能结构性过剩； ③高端白酒集中度相对较高，川酒仍占市场主导地位	①高价位产品制定新的市场支持政策，抢占市场份额，构建全价位产品线； ②将中高价位产品与高价位产品的销售并重，打造区域和中高价位品牌，提高销量， <b>扩大中低价位产品市场份额；</b> ③ <b>着手研究开发适合五粮液营销的电子商务。</b>	行业深度调整，发展速度放缓；消费结构转型和消费升级趋势进一步提升， <b>中低端白酒需求保持刚性增长；新兴销售渠道不断涌现</b> ；2014年白酒标准体系将进入全面修订，名优企业将受益于行业规范	① <b>统筹品牌规划，优化各品牌酒类产品及渠道管理，实施有效品牌分类管理和渠道分级管理，加快渠道扁平化、多元化建设，推进电商渠道的建设和完善；</b> ② <b>积极拓展全价位全产品线系列品牌产品，做强龙头产品、做大腰部产品、做实低价位产品；</b> ③ <b>结合区域消费特色，加速区域品牌布局。</b>	行业增长速度放缓，利润回归理性；消费结构调整，消费转型升级趋势进一步加速；营销方式多元发展，销售渠道面临重大变革	①优化品牌结构，积极落实“1+5+N”品牌战略； ② <b>尽快推出个性化创新型产品，着力推出低度酒新品、果酒新品等创新型产品；</b> ③ <b>完善产品销售数据管理和流程优化，建立销售信息管理系统。</b>
泸州老窖	高端白酒消费受到一定程度的抑制，但随着拉动内需政策的逐步深入以及社会保障体系的逐步完善，普通民众的消费能力将逐步增强，对大众消费是长期利好	① <b>以特曲老酒和窖龄酒为主线；</b> ②国窖1573做高度、特曲老酒、窖龄酒两大支撑品牌做强度、头曲、二曲等其他品牌做厚度，并抢市场份额； ③在大坛定制酒、个性化高端定制， <b>包括婚宴、寿宴、升学宴等个性化定制上下功夫；</b> ④在县级市场、空白市场进行招商，推进专卖店体系建设。	白酒行业进入深度调整期，但白酒销量仍保持增长	① <b>引导大商家联合成立特曲公司和窖龄酒公司，解决特曲和窖龄酒的价格倒挂，渠道动力不足的问题，加强窖龄酒品牌的持续运营，解决窖龄消费拉动问题。</b> ②调整招商政策，改“大招商、招大商”为“抢商、控商”。通过抢商抢占目标渠道资源，通过控商理顺市场秩序，达成销售增量。	白酒行业持续深度调整，经济增速逐年放缓和政策高压持续将成为新常态	① <b>坚持国窖1573品牌第一，突出规模产品，取消低效产品，逐步实现产品瘦身。</b> ②推动建立国窖1573品牌专营公司，激发专营公司自主抓销售、抓管理的内生动力。 ③探索众筹销售和直营销售等模式，逐步降低对传统销售渠道的依赖程度，整体提升公司对消费者的掌控水平，努力减少销售环节和降低销售费用。 ④改变广宣方式，适当降低在电视、户外、平面等传统广告宣传媒体上的投入，逐步改变依靠大量资金支撑广告宣传的做法。 ⑤提升大数据收集、分析及运用工作的能力，强化科学决策。
山西汾酒	①较高的增长态势，但产能过剩问题凸显； ②食品安全问题等事件频发	①管理：标准设定、工艺设计、制度落实、控制和舆情检测反应； ②质量：包装材料、酿酒原料、现场管理、绿色食品认证； ③市场：营销，竹叶青酒、杏花村酒市场的布局全国化	①白酒消费总量增速放缓，产能过剩，竞争激烈； ②白酒消费逐步从生产企业主导向消费者主导、从政务消费主导向大众消费主导转变； ③跨区域运营和收购兼并增多； ④中低端白酒竞争激烈； ⑤ <b>新商业模式和电子商务发展壮大</b>	①管理：标准设定、定额管理办法，降本增效； ②质量：包装材料、酿酒原料、现场管理、绿色食品认证； ③市场：拓展新型渠道，差异化营销；传聚焦核心产品，价格管控，营销考核激励； ④品牌营销	①白酒消费总量增速放缓，产量增速放缓； ②跨区域运营和收购兼并增多； ③ <b>高端低迷，中低端白酒竞争激烈；</b>	①管理：与优质经销商或资源型投资人开展深度合作；企业研发体制激发研发积极性，标准设定、工艺设计、制度落实、控制和舆情检测反应； ②质量：包装材料、酿酒原料、现场管理、绿色食品认证； ③营销： <b>定制、电商直销、新媒体平台等多元化营销渠道；维护市场价格</b>

# 2.8 对比2012-2014：收入至上，扩品扩商降低门槛，提高费用

图表：上市白酒公司经营战略梳理

公司	2012	2013	2014	
	行业观点	行业观点	行业观点	
洋河	<p><b>打法</b></p> <p>①宏观政策和经济环境的变化，高端白酒的消费群体将会趋向多元化，白酒行业出现了销量紧缩、消费降档的现象；</p> <p>②市场竞争从扩容式增长走向了挤压式增长；价格从错位走向了同位；品质从差异走向同质；营销手段从创新走向了趋同，白酒产业的集中化程度将越来越高</p> <p>③出台的一系列政策，提倡勤俭节约、科学消费，白酒产品消费理性回归；长期是大众的凸显。随着社会经济的发展，人民生活水平不断提升，国家管控高端消费的政策对大众消费并未产生过大的影响，未来十年将进入大众消费的主流时代</p>	<p><b>打法</b></p> <p>①市场竞争加剧，随着居民消费水平的持续提升，白酒行业将迎来新一轮大众消费的季节；</p> <p>②具有历史、品牌、质量等多种优势的名优白酒企业纷纷重心下沉，开始发力中低端产品市场，将会进一步挤占中小白酒企业的生存空间；</p> <p>③跨区域并购整合将成为一种趋势，白酒产业的集中化程度将逐步提高；</p> <p>④消费理性回归</p>	<p><b>打法</b></p> <p>①利用产品经营和资本经营两种手段，做强做大白酒主业，进一步巩固绵柔白酒领军者的地位；</p> <p>②强化营销平台建设，不断丰富经营品类，追求平台价值最大化；</p> <p>③聚焦主要增长点：团购营销渠道转型、终端改变广告投放方式，聚焦板块市场高效益、抗风险、区域到乡镇，继续推进深度分销，全力推进省外大众酒，实现葡萄酒销售高目标。</p> <p>④辅助增长点：电子商务、定制酒、海外市场，打造品类销售平台、消费服务平台和商品零售平台。</p>	<p><b>打法</b></p> <p>①市场竞争激烈，高端白酒市场销量紧缩，中低端产品异军突起；</p> <p>②传统销售渠道市场竞争面临压力，产业结构和销售模式深入调整；</p> <p>③主打健康品牌和年轻消费者的市场竞争激烈；</p> <p>④跨区域并购整合、集中化程度；</p> <p>⑤市场竞争趋于理性，行业调整已走过降价无底线、促销无节制、压货无条件的恐慌阶段，行业龙头企业开始全面消化市场库存，稳定老产品价格体系，新品融入大众和商务消费主流，</p> <p>⑥销售渠道继续下沉，推进企业混合所有制改革。</p>
古井	<p><b>打法</b></p> <p>①全球经济复杂多变，消费将逐步成为拉动中国经济增长的主引擎，宏观政策总体稳定；</p> <p>②“三公”消费受限，团购渠道受限，高档白酒承压；</p> <p>③食品安全危机；</p> <p>④产能过剩，供大于求，相关政策变化，消费理性回归；</p> <p>⑤高端市场大幅放缓，中高端较快增长，结构分化加剧，品牌企业优势将凸显，行业内兼并重组或不可避免。</p> <p>⑥原材料价格持续上涨，通货膨胀压力逐步增大，内部运营成本不断上升；</p> <p>⑦由扩容式增长进入挤压式增长阶段，行业集中度将提高，市场竞争进一步白热化</p>	<p><b>打法</b></p> <p>①品牌：合作举办活动；推进“三通工程”建设；</p> <p>②管理：精益管理，进一步提高质量管控能力；</p> <p>③产业园项目建设；成本控制；</p>	<p><b>打法</b></p> <p>①全球经济总体上持续改善，外需或将温和回升，2014年反腐倡廉仍将将对高端消费构成冲击，但改革红利释放，预期国内消费增速有望回升；</p> <p>②高端消费受限，中低端竞争加剧，行业内整合加快，白酒诉求进一步亲民化、平民化；</p> <p>③消费者偏好转移，红酒、啤酒、保健酒等替代品快速发展，酒类消费持续多元化；</p> <p>④电商，O2O，连锁等新模式新渠道层出不穷，“渠道扁平化、精细化”</p>	<p><b>打法</b></p> <p>①宏观经济增速放缓、转型不畅、消费受阻，禁酒令、“三公消费”对白酒行业特别是高档白酒造成很大冲击，高档产品销售持续下滑；</p> <p>②大众酒成为行业增长动力，大众酒市场的产品竞争、渠道竞争以及市场竞争加剧。</p> <p>③品类替代加剧，个性化订制兴起。未来葡萄酒、烈性酒、啤酒、果露酒等替代产品竞争将不容忽视；更多酒企成立定制专业部门或者定制酒公司，通过差异化产品来培育新的增长点。</p> <p>④从“一个企业+一个网站”发展成为“一个企业+一个网站+一个网店”的趋势</p>

回顾2012-2015年白酒行业深度调整期，我们认为除了需求端受政策影响压制外，名酒企业也存在对行业发展趋势的误判

- “民酒”战略导致品牌势能下滑，价位上行业向下挤压
- 多元发展低度酒、葡萄酒等，分散了企业资源
- 盲目试水电商等新兴渠道，冲击经销商体系

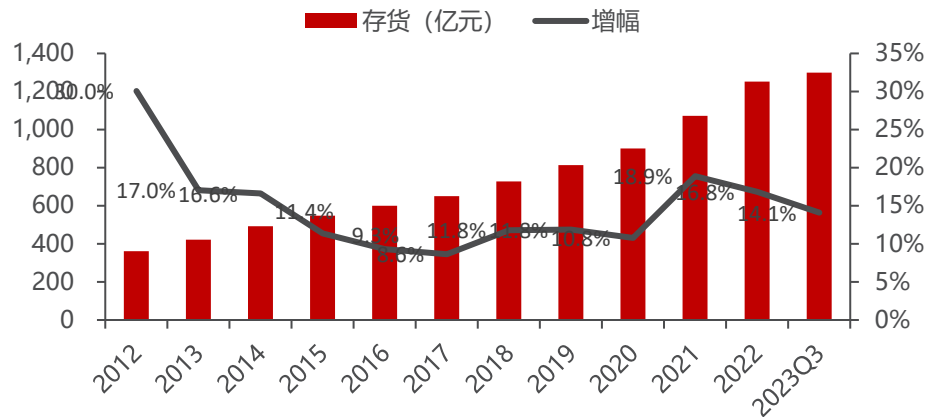
当下名酒企业高管有长期行业经验，采用正确的战略的企业将成长穿越周期，同时企业选择的失误也会被放大，“分化”将是弱需求下白酒企业发展的显著特征

## 2.8 对比2019-2023年：企业端存货有所增加

图表：上市公司存货总量较2019年底增长近60%，企业间分化明显

品牌	2019年底存货 (亿元)	2023三季度末存货 (亿元)	存货增长率	收入增长率
贵州茅台	252.85	409.90	62.1%	45.3%
五粮液	136.80	156.27	14.2%	47.6%
泸州老窖	36.41	110.09	202.3%	58.8%
山西汾酒	52.58	102.76	95.4%	120.7%
舍得酒业	24.18	41.93	73.4%	128.5%
酒鬼酒	9.33	14.51	55.5%	167.9%
水井坊	15.20	24.29	59.8%	32.1%
洋河股份	144.33	164.91	14.3%	30.2%
今世缘	21.51	40.93	90.3%	61.9%
古井贡酒	30.15	64.44	113.7%	60.4%
迎驾贡酒	26.98	43.03	59.5%	45.8%
口子窖	23.33	47.96	105.6%	9.9%
金种子酒	8.38	13.86	65.4%	29.7%
老白干酒	15.77	31.63	100.5%	15.5%
金徽酒	8.48	15.59	83.9%	23.1%
伊力特	7.52	17.22	129.1%	45.3%

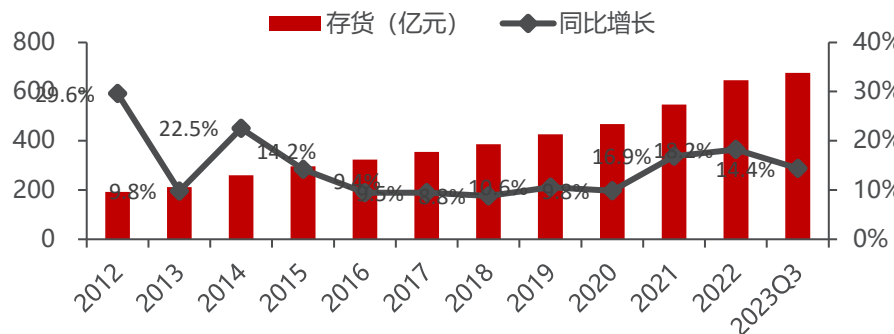
图表：酒企存货稳步增长，近两年增速放缓



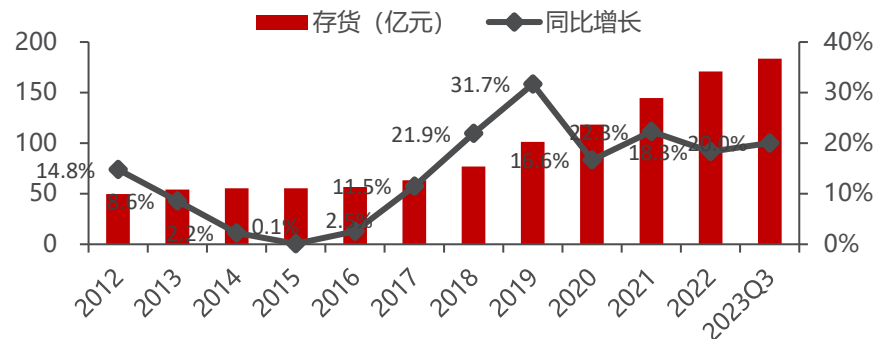
- 随着消费者对白酒品质的要求提升，酒厂均加大储酒规模，行业存货总量稳步上升
- 大多数酒企存货增长与收入增长相匹配，部分酒企存货端增速大幅高于收入端，主要集中在中低档的价位
- 行业长期不缺酒，但长期缺好酒的供需关系依然成立

## 2.8 对比2019-2023年：企业端存货有所增加

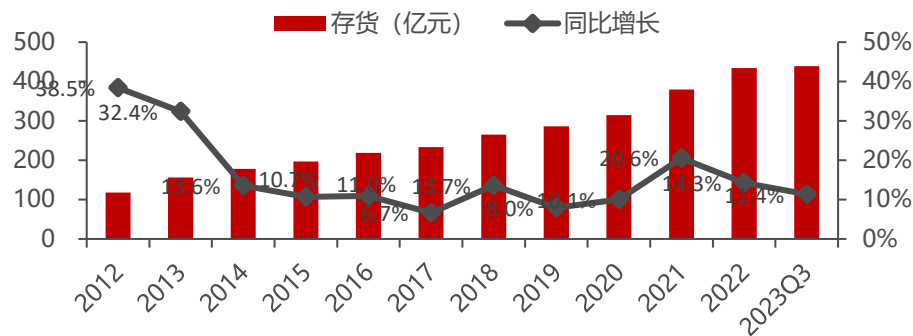
图表：高端白酒（茅五泸）企业存货稳步提升



图表：次高端白酒企业存货增长明显



图表：地产酒企业存货稳步提升

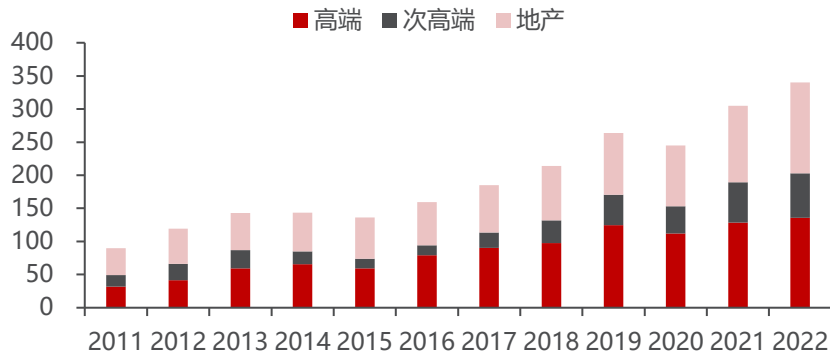


分价位段来看：

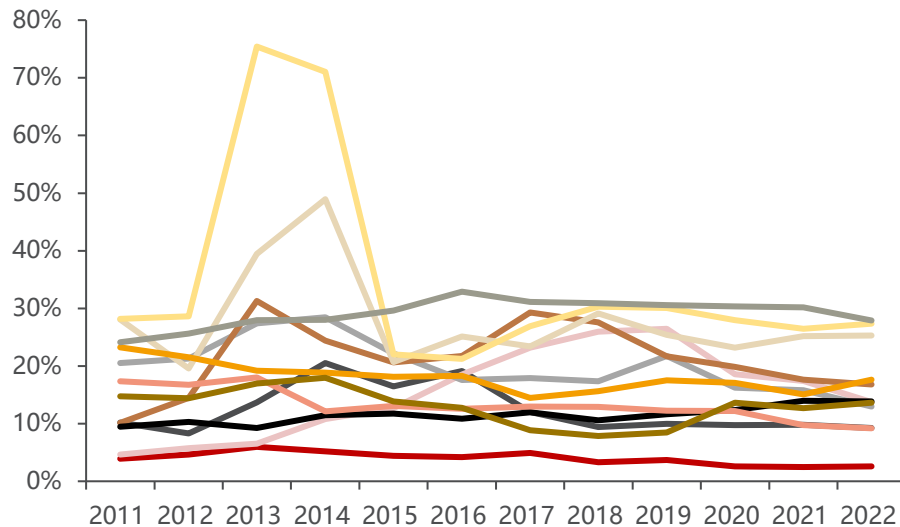
- 高端及地产酒企存货增长整体表现平稳，在2021年提速后逐步回落；
- 次高端价位由于13-15年调整期受冲击较大，16年之前基本无增长，本轮景气周期始终保持近20%的增长速度。

## 2.9 费用端：效率决胜，优势地产酒企或有更好表现

图表：历年主要酒企销售费用变化（单位：亿元）



图表：历年主要酒企销售费用率变化



- 回顾上一轮白酒行业调整周期，在销售费用投入方面，高端白酒整体偏向稳定，次高端白酒初期仍保持较高费用投入，但收入下滑后，费用率表现畸高，企业往往主动缩减费用投入（主要在广告、促销费用等方面）
- 地产酒企业则往往倾向于通过加大费用投入的方式积极谋求增长，从三方面看，企业费效比更优：
  - 聚焦产品，企业费用投放聚焦核心单品，同时产品生命周期处于成长期
  - 聚焦重点市场，重点投放企业基地及优势市场
  - 激励机制完善

# 2.9

## 费用端：效率决胜，优势地产酒企或有更好表现

图表：历年主要酒企销售费用变化（亿元）

品牌	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
贵州茅台	7.20	12.25	18.58	16.75	14.85	16.81	29.86	25.72	32.79	25.48	27.37	32.98
五粮液	20.70	22.59	33.82	43.09	35.68	46.95	36.25	37.78	49.86	55.79	65.04	68.44
泸州老窖	3.90	6.65	6.80	5.79	8.74	15.39	24.12	33.93	41.86	30.91	35.99	34.49
山西汾酒	9.21	13.78	16.67	11.14	9.15	7.75	10.80	16.27	25.81	22.76	31.60	34.04
舍得酒业	1.29	2.83	4.44	3.52	2.38	3.18	4.80	6.10	5.74	5.37	8.76	10.16
酒鬼酒	2.70	3.23	2.70	1.90	1.24	1.65	2.05	3.46	3.84	4.24	8.60	10.24
水井坊	4.18	4.69	3.66	2.59	1.88	2.50	5.51	8.54	10.64	8.41	12.27	12.79
洋河股份	12.09	17.75	13.88	16.80	18.82	18.69	23.87	25.61	26.92	26.04	35.44	41.79
今世缘	5.21	5.59	4.82	4.53	4.40	4.67	4.28	5.86	8.53	8.75	9.68	13.90
古井贡酒	7.98	10.76	12.80	13.04	15.58	19.80	21.70	26.83	31.85	31.21	40.08	46.68
迎驾贡酒	5.01	5.62	6.12	3.60	3.82	3.82	4.07	4.51	4.63	4.20	4.45	5.05
口子窖	3.09	3.61	4.16	4.05	3.58	3.61	3.19	3.36	3.96	5.46	6.39	7.00

## 2.9 关于提价：茅台等属于定价企业，其他企业跟随

图表：2023年酒企提价梳理

品牌	时间	厂方措施
剑南春	1月、2月	52度水晶剑2月15日起上调20元
酒鬼酒	1月	42度酒鬼酒终端供货指导价上调20元
泸州老窖	2月	老字号特曲实施“价格双轨制”，52度/38度计划外结算价分别上调30、20元
	3月	3月20日起，泸州老窖1952结算价上调20元/瓶，31日起，38度国窖1573结算价上调30元/瓶
	8月	52度国窖1573结算价上调至980元
	11月	泸州老窖60版特曲结算价上调至478元/瓶，43度上调至438元，38度上调至428元
贵州珍酒	3月	1日起，珍8、珍5打款价上调20元，老珍酒上调10元
舍得酒业	4月	1日起，品味舍得终端零售价上调20元
郎酒	4月	14日起，53度青花郎出厂价上调100元
山西汾酒	6月	20日起，青花20涨价20元，玻汾涨价1元
今世缘	7月	淡雅开票价上调3元/瓶
水井坊	8月	18日起，典藏结算价上调15元/瓶
洋河股份	11月	40.8度苏酒-头排酒产品的出厂结算价提价30元
贵州茅台	11月	飞天茅台出厂价上调20%

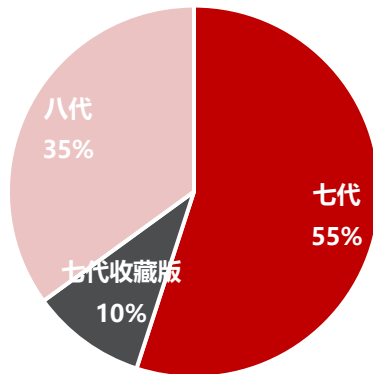
- 2023年以来，多家酒企针对自身产品均有提价动作，但整体对批价提振效果有限：一方面，部分提价动作仅是企业完成回款的战术手段，另一方面，在动销库存压力下，品牌方通过费用或扫码红包等方式返还给了渠道和消费者
- 其中剑南春、青花汾酒提价较为成功，提价后水晶剑批价基本站稳400元；汾酒通过提价并配合Q3严控配额的方式，成功稳住批价及渠道利润，渠道库存也显著消化
- 综合来看，单一的提价动作难以对渠道或者终端消费者产生实质性的影响，合理的配合控货，渠道返利等方式才有望达到更好的效果

## 2.9 换代：控量挺价，理顺渠道利润

### 八代普五升级时间线

- 2018年，普五综合出厂价789，批发价820左右，成交价850-860
- 2018年10月份启动，12月基本确定升级策略
- 2019年2月份五品部组织架构调整，**由七大营销中心调整为21个战区60个基地**
- 2019年3月修订控盘分利机制，**制定第七大代收藏版发配机制**，春糖期间做第八代新品预告
- 2019年4月完成全国大商上市前的沟通和门店商家的一一绑定关系（**新招专职地推人员500人**）
- 2019年5月20日跨版盛典（七代退市，八代上线）
- 2019年5月21日八代正式上市
- 2019年**6-8月完成全国核心终端八代五粮液联谊会**，宣贯八代新品运营策略与口感体验

图表：2019年普五整体配额约15000吨



### 八代升级成功的核心要点分析

- 提前释放升级信号，与大商事先沟通，2018年底渠道出现惜售现象
- 通过推出收藏版，并延迟发货的方式，有效控制供给
- 组织上，营销变革，导入控盘分利，加强经销商管理
- 消费者端，砍掉仿制产品，跨版盛典占据宣传高地，全国范围内广泛开展品鉴
- 最终达到阶段性供应紧缺，推动成交价上行，渠道利润修复

## 2.9 关注数字化：数字化转型的目标是控盘分利与决策效率

图表：酒企数字化形式及成果

### 酒企数字化 转型路径

原粮种植

供应链协同

智能制造

质量管控

数字化营销

协同办公

企业	数字化形式	效果
贵州茅台	1) 2016年6月，“茅台云商”正式上线运营，打造B2B、B2C、O2O和P2P等数字化营销模式于一体的“茅台集团物联网云商平台”。2) 2017年，“茅台云商2.0”上线，要求经销商将30%合同量移至云商平台，并开通天猫茅台云商旗舰店和微信小程序。3) 2022年3月，“i茅台”电商平台上线，开创S2B2C行业先河。4) 2023年1月，茅台巽风APP上线，打造数实融合元宇宙。	1) 茅台通过“i茅台”平台逐步实现茅台酒+系列酒全产品系列线上直营化，长周期下积累数字资产，形成茅台自有可控的客户数据等数字资产，强化数据运用，将各渠道的客户数据信息资料进行有机整合，真正实现内部信息共享、统一管理。2023年3月31日，注册用户3721万，累计销售额达到202.5亿，已成为茅台重要的C端流量入口。2) 巽风要打造社交功能，积累强大的数字资产，将数字流量价值进一步放大。上线首日的注册用户已经超过55万，截至2023年1月2日23时，巽风数字世界用户数正式突破100万。
五粮液	1) 启动数字化转型，获取渠道各节点数据。2) 数据库、新零售、产供销，毛细血管式全覆盖。3) 物流条形码+渠道动销码，打通终端数据库。	数字化营销系统通过厂家、渠道商、消费者层层扫码，收集商品相关的数 据，成品酒生产、仓储、物流、终端实际动销、终端产品库存、商家打款、 订单生产等重要节点的实时数据，实现实时可见。
洋河股份	1) 深度分销模式的运营效率持续提升，对经销商和终端店的赋能力度不断加强，厂商一体化关系更加稳定。2) 更好地做到控盘分利。3) 运用SFA系统、门店助手等工具科学管理市场秩序。	1) 在营收规模接近翻倍的情况下，洋河的经销商队伍只扩大了七分之一左右，从2013年的7000多家增加到如今的8000多家；洋河业务人员数量增加了70%左右，从2013年的3500多人增至如今的6000多人。2) 实现销售政策和营销费用的精准投放。3) 终端店与消费者实现连接，形成BC一体化，由此让采用经销模式的洋河直接触达消费者，并拥有极为宝贵的私域会员资产。
古井贡酒	完成数字化、古井SAP-ERP、CRM等项目实施，前端以数字化营销（CRM）、后端以SAP-ERP为主航道的数字化运营架构体系已搭建完成。	古井贡酒“透明工厂”全流程向社会呈现，实现了制造过程与信息共享双同步、厂商联动精准对接双便利、质量把控与效益提升双保险，古井实现了决胜200亿的换挡提速。
酒鬼酒	以费用改革为主，将过去主要投向大B的营销费用转投向终端和消费者，以促进动销。费用改革通过扫码实施，实行“三码合一”，消费者扫码可得到奖励，与之关联的终端店和经销商得到反向奖励。	费用改革由厂方主导，酒鬼酒得以掌控产品价盘，并固化渠道成员的利润，从而“控盘分利”。

## 2.9 关注经销商：数量与体量，是企业抵御风险能力的重要指标

图表：2019-2022年酒企经销体量增长情况（单位：万元）

企业	2019	2020	2021	2022	三年增长
贵州茅台	3146	3794	3741	3399	8.0%
五粮液	1965	2247	2391	2223	13.1%
山西汾酒（省内）	901	930	1109	1307	45.0%
山西汾酒（省外）	323	349	420	558	72.9%
舍得酒业	129	133	203	262	103.4%
酒鬼酒	223	164	189	182	-18.5%
洋河股份（省内）	312	307	392	447	43.5%
洋河股份（省外）	173	182	252	308	77.5%
今世缘（省内）	1376	1192	1430	1857	34.9%
古井贡酒	344	297	318	368	6.7%
迎驾贡酒（省内）	373	321	425	499	33.6%
口子窖（省内）	915	723	871	872	-4.7%

图表：2019-2022年酒企经销商数量增长情况

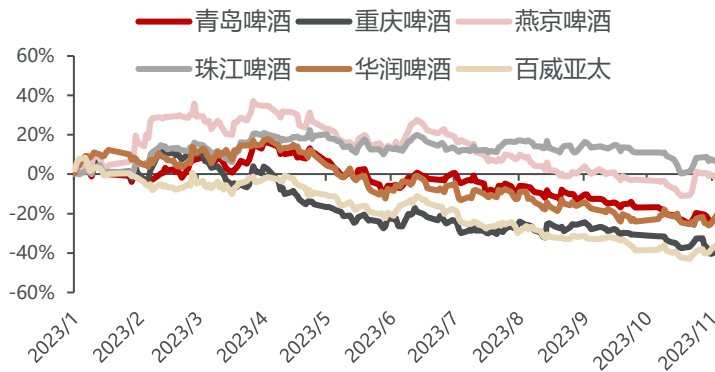
企业	2019	2020	2021	2022	三年增长
贵州茅台	2482	2150	2193	2189	-11.8%
五粮液	1968	1961	2054	2489	26.5%
泸州老窖	2303	2047	1783	1703	-26.1%
山西汾酒（省内）	642	645	728	768	19.6%
山西汾酒（省外）	1847	2251	2796	2869	55.3%
舍得酒业（省内）	317	491	467	323	1.9%
舍得酒业（省外）	1459	1270	1785	1835	25.8%
酒鬼酒	528	763	1256	1586	200.4%
洋河股份（省内）	3302	3116	2950	2977	-9.8%
洋河股份（省外）	6846	5935	5192	5261	-23.2%
今世缘（省内）	330	400	415	395	19.7%
古井贡酒	2951	3391	4007	4399	49.1%
迎驾贡酒	569	623	643	689	21.1%
口子窖	419	439	468	478	14.1%

# 03. 啤酒：高端化延续，重视日历效应

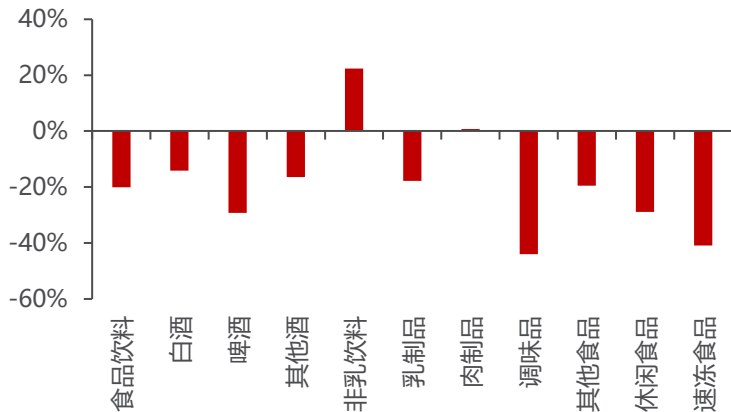
### 3.0 板块表现回顾

- **板块表现回顾：** Q1啤酒板块领涨食品饮料板块，较年初上涨12%，跑赢食品饮料指数11.1pct，主因场景放开后一次性消费回补，下游需求景气度较高。自4月起板块股价持续调整，年初至今啤酒指数跌29%，位列食品饮料10个细分子板块第8位。
- **今年股价承压主要原因：** 1) 销量数据趋势向下，连续两个季度环比降速；2) 2022年相对收益明显，年初估值较高，2023年估值随食品饮料大盘回落；3) 消费整体复苏偏弱导致市场信心不足，同时年底为啤酒消费淡季叠加业绩真空期，板块缺乏正向催化，引发市场对啤酒行业次年需求乃至此后中长期价增逻辑的担忧。

图表：2023年年初至今啤酒企业涨跌幅



图表：年初至今食品饮料板块涨跌幅



## 3.1 回顾2023：旺季总量承压，升级趋势仍在

**23H1 稳健增长，Q3旺季总量增速承压。** 2023年1-10月，我国啤酒行业产量为3180.4万千升，同比增2.2%。从全年销量节奏来看，Q1在场景复苏及消费一次性催化下，除重庆啤酒和百威中国外龙头销量普遍录得双位数增长，进入Q2随着基数逐步提升，各家销量整体表现稳健，普遍中低至中单位数增长，进入Q3，受整体消费疲软、天气、高基数影响，酒企销量增速普遍回落，其中青啤Q3销量同比-11.25%，下滑幅度较大，主因其销售区域北方占比高，我们判断23年北方市场消费容量有所收缩，且其同期基数压力最大，同时与公司主动出清低端品策略有关。23M9，青啤、重啤、燕京、珠江、百威亚太销量分别同比增0.21%、4.96%、5.69%、4.97%、6.03%；相比疫情前，青啤、燕京、百威亚太销量同比19M9分别+1.38%、-3.28%、-0.84%（同期行业产量-4.9%），青啤恢复最好，百威基本恢复至疫情前水平，燕京市场份额则逐步回升。

图表：2023年啤酒企业单季销量及增速（万吨）

	23Q1	同比增速	23Q2	同比增速	23Q3	同比增速
青岛啤酒	236	11.02%	266	2.66%	227	-11.25%
重庆啤酒	82	3.70%	90.32	5.74%	92	5.33%
燕京啤酒	96	12.80%	132.69	2.23%	114	4.25%
珠江啤酒	26	11.50%	42.7	5.17%	46	1.43%
百威亚太	221	9.11%	273.81	9.55%	276	0.56%

图表：2023年啤酒企业累计销量及增速（万吨）

	23H1	同比增速	同比19H1	23M9	同比增速	同比19M9
青岛啤酒	502	6.42%	6.09%	729	0.21%	1.38%
重庆啤酒	173	4.76%	/	265	4.96%	/
燕京啤酒	229	6.42%	-11.19%	343	5.69%	-3.28%
珠江啤酒	69	7.49%	12.31%	115	4.97%	/
华润啤酒	657	4.38%	3.07%	/	/	/
百威亚太	495	9.35%	-0.68%	771	6.03%	-0.84%

注：华润啤酒未披露季报；重啤由于重大资产重组，无19年同口径数据；珠啤19Q3未披露销量

### 3.1 回顾2023：旺季总量承压，升级趋势仍在

由于产品结构、渠道布局及公司竞争策略差异，23年龙头吨价表现呈现一定分化。23M9，青啤、重啤、燕啤、珠啤、百威亚太吨价分别同比增6.20%、1.94%、3.76%、5.47%、5.16%，行业整体升级趋势持续；同比19M9，青啤、燕京、百威亚太分别增22.74%、23.78%、12.85%。

- 青啤：全国化龙头中表现最优，吨价增幅环比22年提速，主要由于1) 8元大单品经典表现强势；2) Q3公司主动出清低端品；3) 23年仍有一定提价贡献
- 百威：夜场占比高，显著受益于场景恢复
- 华润：吨价增长稳健，略慢于青啤主因1) 消费疲软背景下加大费用投放；2) 低端品内部迭代放缓；3) 无提价贡献
- 重啤：吨价增速有所回落，核心系疆外乌苏及1664增速承压
- 燕京：U8大单品受益于行业红利保持较高速增长
- 珠啤：97纯生维持良好增长，公司发力餐饮渠道

图表：2023年啤酒企业单季吨价及增速

元/美元	23Q1	同比增速	23Q2	同比增速	23Q3	同比增速
青岛啤酒	4531	4.76%	4092	5.35%	4133	7.52%
重庆啤酒	4759	0.51%	4880	3.97%	4794	1.25%
燕京啤酒	3661	0.83%	3089	5.30%	4199	4.11%
珠江啤酒	3955	6.51%	4069	5.88%	3854	4.45%
百威亚太	835	3.47%	764	4.87%	721	6.50%

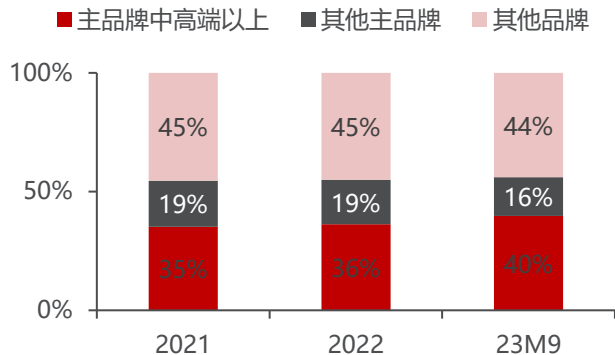
图表：2023年啤酒企业累季吨价及增速

元/美元	23H1	同比增速	同比19H1	23M9	同比增速	同比19M9
青岛啤酒	4299	5.28%	22.97%	4247	6.20%	22.74%
重庆啤酒	4822	2.31%	/	4812	1.94%	/
燕京啤酒	3330	3.72%	32.86%	3619	3.76%	23.78%
珠江啤酒	4026	6.06%	17.07%	3957	5.47%	/
华润啤酒	3484	4.38%	17.99%	/	/	/
百威亚太	795	4.19%	12.38%	768	5.16%	12.85%

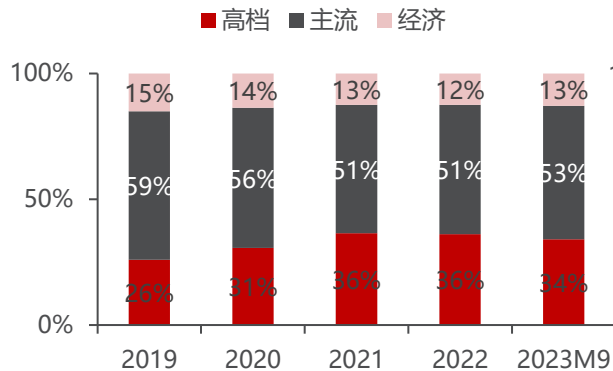
## 3.2 展望2024：关注宏观环境、消费力复苏及现饮场所景气度

- 客观上2023年行业升级速率受宏观环境影响有所放缓，无论是青啤主动出清低端品亦或是华润加大费用投放力度导致吨价增速环比放缓，均是下游需求偏弱的体现。
- ✓ **高端（10元及以上）**：2023年行业中高端产品表现普遍好于2022年，考虑去年场景缺失因素实则升级有所放缓，甚至存在部分降级，主因居民消费信心不足，同时餐饮及夜场恢复较弱（现饮渠道升级相对非现饮更快，一方面现饮渠道为封闭式场所，供给端更易引导消费者升级，同时现饮消费社交属性较强，消费者价格敏感度更低）。其中喜力逆势表现，但预计主要来源于公司持续加大费用投放力度抢夺份额。
- ✓ **次高端（8-10元）**：景气度较好，“两头吃”，一方面承接下面产品升级，同时有一部分10元以上的高端产品向下降级。
- ✓ **主流及以下（6元及以下）**：整体缩量向更高价格带升级，同时内部迭代升级，其中青啤体现较为突出。
- 2024年需求端建议关注宏观经济环境复苏、居民消费信心回暖以及现饮场景景气度。

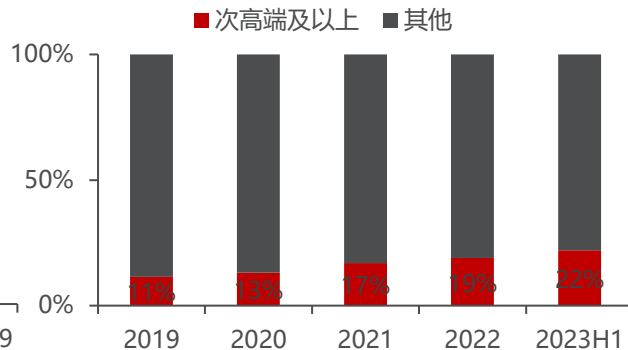
图表：青岛啤酒产品结构变化



图表：重庆啤酒产品结构变化



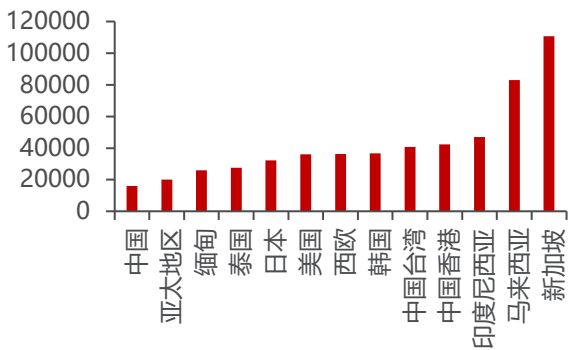
图表：华润啤酒产品结构变化



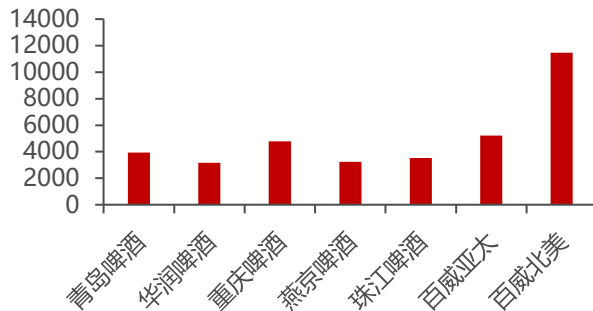
### 3.3 啤酒板块：升级速率有所放缓，但长期趋势不变

- 外部环境变化引发市场对啤酒板块中长期价增逻辑的担忧，客观上行业短期升级速率虽受宏观经济环境影响，但从啤酒产品属性、行业升级阶段、竞争格局等多角度去看，长期趋势不变。
- 产品属性：**低度酒饮刚需、具备强社交属性、单价较低因此升级存在类口红效应。
- 行业阶段：**中国啤酒过去长时间的价格战导致中国啤酒价格畸低，不仅体现在终端售价上，更体现在酒企出厂吨价上。目前虽10元及以上产品升级阶段性速率放缓，但该部分产品占比较小，8元价格带承接过去6元主流价格带向上升级红利明显，同时主流以下低端品仍可内部迭代。若对标海外成熟市场，我国啤酒吨价仍有较大增长空间。
- 竞争格局：**头部集中度高、区域割据，行业竞争格局及态势仍较好，行业失去量增后龙头目标统一高端化，升级供需共同引导。

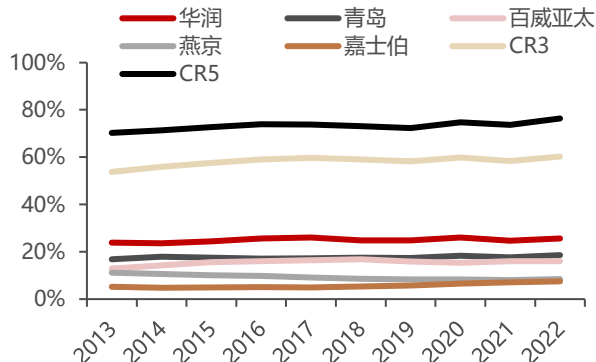
图表：全球啤酒零售均价比较（2022年，元/千升）



图表：分品牌吨价比较（2022年，元/千升）



图表：我国啤酒行业头部集中度高，份额变动边际收窄



### 3.4 成本端：2023压力有所回落，但普遍同比仍为正增长

22H1酿酒原材料大麦等、包材铝罐/玻璃瓶/纸箱等均呈上涨态势，成本压力居于高位，随着22H2包材价格进入下行通道，23年成本压力有所回落并逐步兑现至报表端。23H1华润啤酒吨成本同比下降，红利兑现显著优于同行，判断主因其去年同期基数较高，同时低价包材较早投入使用；燕京吨成本表现亦相对较好，除原材料价格原因外，亦有改革提效贡献，其余龙头吨成本增幅在3%左右。季度节奏来看，23Q2酒企成本压力普遍较Q1进一步缓解，其中重啤、珠江吨成本增幅转负，青啤、百威亚太增幅环比Q1收窄；23Q3龙头吨成本增幅环比持平或提升，主要为基数原因，但从吨成本绝对金额来看基本持平或略有下降。

图表：2023年啤酒企业单季吨成本及毛利率变动

(元/美元每吨)		23Q1	同比增速	23Q2	同比增速	23Q3	同比增速
青岛啤酒	吨成本	2795	3.96%	2452	2.35%	2442	2.45%
	毛利率	38.32%	0.47pct	40.08%	1.76pct	40.93%	2.9pct
重庆啤酒	吨成本	2525	5.65%	2418	-0.10%	2420	3.40%
	毛利率	45.16%	-2.52pct	51.45%	1.85pct	50.53%	-1.09pct
燕京啤酒	吨成本	2315	-2.61%	1678	2.61%	2186	3.71%
	毛利率	36.78%	2.24pct	45.66%	1.41pct	47.96%	0.22pct
珠江啤酒	吨成本	2342	5.80%	2106	-0.87%	2091	2.93%
	毛利率	40.79%	0.40pct	48.24%	3.52pct	45.74%	0.80pct
百威亚太	吨成本	416	5.21%	369	2.32%	336	6.70%
	毛利率	50.22%	-0.8pct	51.67%	1.21pct	51.20%	-0.09pct

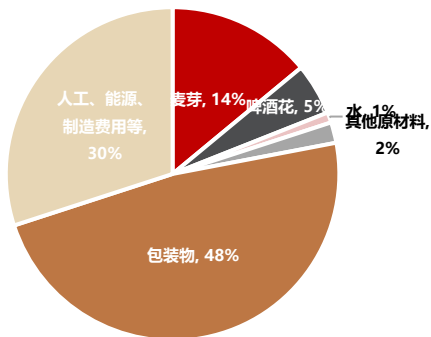
图表：2023年啤酒企业累季吨成本及毛利率变动

(元/美元每吨)		23H1	同比增速	23M9	同比增速
青岛啤酒	吨成本	2613	3.39%	2560	3.35%
	毛利率	39.21%	1.11pct	39.73%	1.66pct
重庆啤酒	吨成本	2537	2.68%	2496	2.92%
	毛利率	48.48%	-0.19pct	49.19%	-0.51pct
燕京啤酒	吨成本	1946	0.86%	2026	1.81%
	毛利率	41.56%	1.66pct	44.03%	1.07pct
珠江啤酒	吨成本	2196	1.78%	2154	2.31%
	毛利率	45.46%	2.29pct	45.57%	1.68pct
华润啤酒	吨成本	1909	-0.99%	/	/
	毛利率	45.22%	2.97pct	/	/
百威亚太	吨成本	390	3.65%	376	4.88%
	毛利率	50.99%	0.25pct	51.06%	0.13%

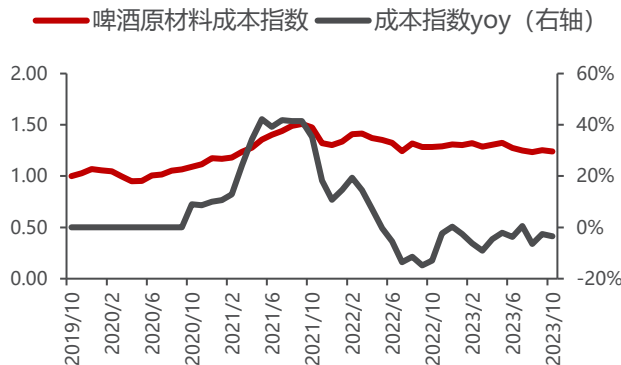
## 3.4 成本端：关注2024年麦芽价格回落

- **啤酒成本拆分：**啤酒企业原材料占比普遍在65%左右，其中酿酒原材料20%左右，麦芽约占15%左右；包材合计占45%左右，根据罐化率及回瓶率不同，玻璃瓶及铝罐占比各家存在一定差异，我们预计铝材占比华润>青啤>重啤。
- ✓ **麦芽：**受俄乌冲突、法国旱灾影响，2022年全球大麦价格呈上行趋势，2023年2月起大麦价格逐步下行，23Q1、Q2、Q3环比+2%、-10%、-12%。此外，自2023年8月5日起我国终止澳麦双反政策，若澳麦后续重返中国预计将降低酒企麦芽采购成本。
- ✓ **包材：**22H1包材价格居于高位，22H2起整体进入下行周期，23H1玻璃、铝材、纸箱价格同比下降明显，下半年基数回落，年初至今玻璃、铝材、纸箱价格分别同比+1%、-8%、-17%，包材价格总体同比下降个位数。环比趋势来看，23Q1疫后复苏后玻璃短期需求快速增长、供应阶段性偏紧造成价格上涨，23Q1、Q2、Q3分别环比+4%、+19%、-2%；铝材价格基本维持稳定；纸箱价格持续温和下行。

图表：啤酒成本占比



图表：啤酒综合成本指数



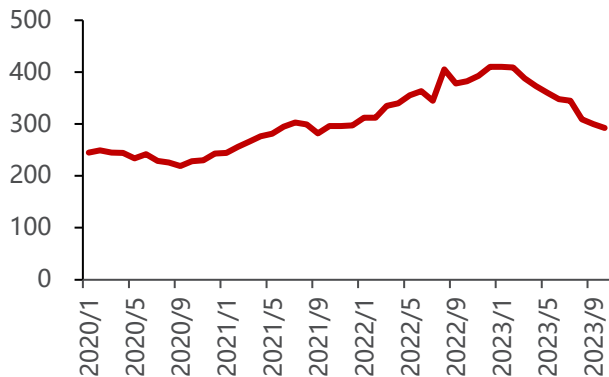
图表：啤酒成本静态测算（青啤为例，横轴为包材价格变动假设、纵轴为麦芽价格变动假设）

吨成本Δ	0%	3%	5%
-5%	-0.7%	0.3%	1.0%
-8%	-1.2%	-0.2%	0.5%
-10%	-1.5%	-0.5%	0.2%
-15%	-2.3%	-1.2%	-0.5%

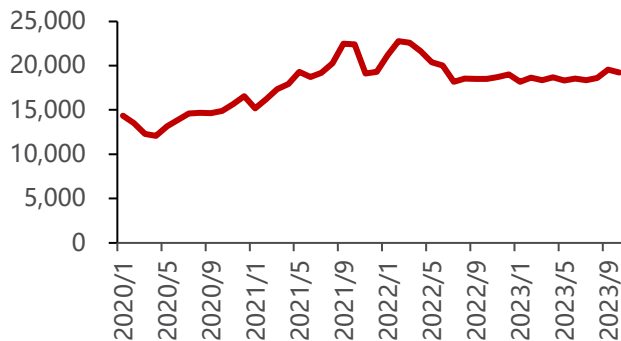
### 3.4

## 成本端：关注2024年麦芽价格回落

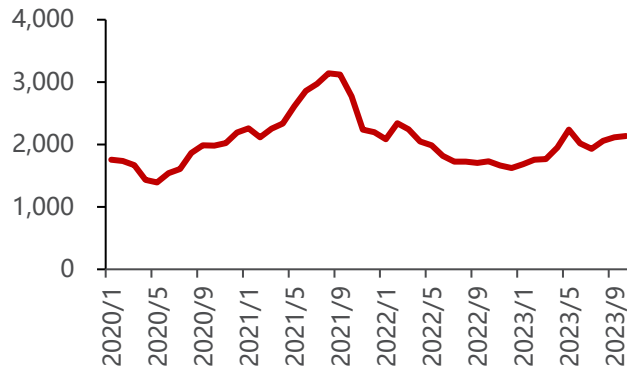
图表：进口麦芽价格走势（美元/吨）



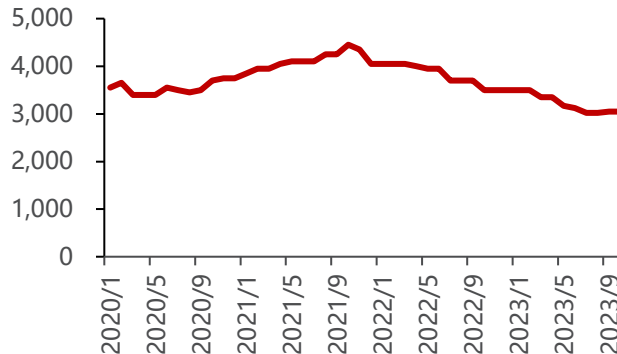
图表：铝锭价格走势（美元/吨）



图表：浮法玻璃价格走势（元/吨）



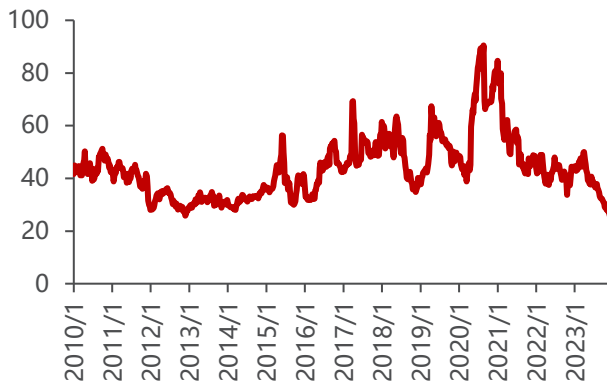
图表：瓦楞纸价格走势（元/吨）



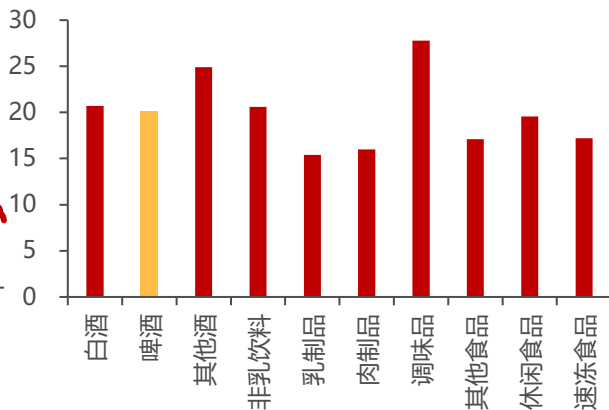
### 3.5 投资建议：重视悲观情绪下龙头估值超跌后的布局机会

- 近期板块估值已回落至过去十几年最底部水平。截至2023年12月8日，啤酒板块PE (TTM) 为26X，已回落至2010年以来最低水平。横向来看，在食品饮料各子版块中，啤酒板块12月8日收盘价对应PE 2024为20x，低于白酒、其他酒、调味品、肉制品版块。青啤/青啤H、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒、华润啤酒对应PE分别为18/12X、19X、22X、30X、15X，其中燕京啤酒净利率仍明显低于其他龙头（22年归母净利率2.7%），后续依靠持续释放利润消化估值，其他龙头估值均已回落至20X附近及以下。
- 估值大幅回落其实是市场悲观情绪的体现，但我们认为中长期看我国啤酒行业仍有较大升级空间，未来3年利润CAGR仍有望保持在双位数水平，建议关注龙头估值超跌后的布局机会。

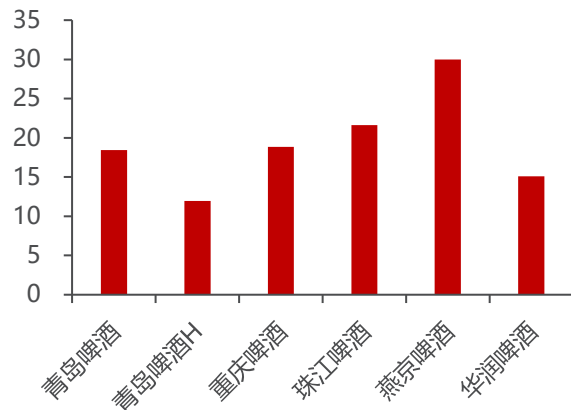
图表：啤酒板块PE TTM



图表：食品饮料子版块PE 2024



图表：啤酒龙头公司PE 2024



# 04. 盈利预测

# 4.1 行业重点公司盈利预测

图表：白酒、啤酒行业重点关注个股

	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2023/12/15	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
高端白酒	600519.SH	贵州茅台	1645.00	49.93	59.24	69.67	33	28	24	推荐
	000858.SZ	五粮液	133.70	6.88	8.06	9.30	19	17	14	推荐
	000568.SZ	泸州老窖	172.05	7.04	9.08	11.20	24	19	15	推荐
次高端白酒	600809.SH	山西汾酒	217.5	6.64	8.51	10.64	33	26	20	推荐
	600702.SH	舍得酒业	89.24	3.78	5.02	6.48	24	18	14	推荐
区域性白酒	002304.SZ	洋河股份	107.35	6.22	7.40	9.03	17	15	12	推荐
	000596.SZ	古井贡酒	225.91	5.95	8.20	10.30	38	28	22	推荐
	603369.SH	今世缘	46.94	1.62	2.03	2.50	29	23	19	推荐
	603198.SH	迎驾贡酒	64.66	1.73	2.27	2.75	37	28	24	推荐
	603589.SH	口子窖	44.09	2.88	2.98	3.40	15	15	13	推荐
	600599.SH	老白干酒	25.51	0.77	0.82	0.99	33	31	26	推荐
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	69.81	2.72	3.41	4.15	26	20	17	推荐
	600132.SH	重庆啤酒	62.41	2.61	3.02	3.66	24	21	17	推荐
	002461.SZ	珠江啤酒	7.95	0.27	0.31	0.35	29	26	23	推荐

资料来源：wind, 民生证券研究院预测

注：股价数据截至2023年12月15日

# 05. 风险提示



## 风险提示

- **1.经济修复斜率放缓及消费刺激政策效果不达预期；**
  - 经济复苏节奏影响白酒、啤酒行业场景修复，商务聚饮、餐饮消费修复不及预期或将影响终端需求，渠道库存周转压力加大，从而影响白酒、啤酒价格体系，导致利益价值链条的受损；
  - 白酒行业需求、税率等受经济刺激政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润产生影响；
  - 居民消费意愿下降，影响消费升级速度，消费分层特征将更加凸显；
- **2.大宗原材料价格高位震荡或大幅上行，加重大众品企业成本负担；**
  - 龙头公司具备一定提价能力，行业其他公司因成本上行被动提价或将导致销量阶段性受损；
- **3. 食品安全问题；**
  - 白酒、啤酒等消费品加工流程环节较多，若发生产品质量安全问题，可能造成一定影响。

# THANKS 致谢

## 民生食品饮料研究团队：



**分析师 王言海**

执业证号：S0100521090002  
邮箱：wangyanhai@mszq.com



**分析师 李啸**

执业证号：S0100521100002  
邮箱：lixiao@mszq.com



**分析师 张馨予**

执业证号：S0100523060004  
邮箱：zhangxinyu@mszq.com



**研究助理 胡慧铭**

执业证号：S0100122070002  
邮箱：huhuiming@mszq.com

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120  
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005  
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

## 分析师声明:

本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登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

## 免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。