

白酒行业：如何理解当前资产定价

2023年5月5日

推荐/维持

食品饮料 | 行业报告

分析师	孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
分析师	王洁婷 电话：021-225102900 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070003

投资摘要：

在经历了 2018 年-2021 年的增长之后，市场对于白酒行业的成长性判断发生很大的变化，认为白酒行业未来几年会进入到低速增长的区间。所以 21 年之后，白酒板块进入业绩增，但是估值不涨的环境中。从趋势来看，现阶段估值天花板的打破需要白酒行业市场需求的整体复苏去验证行业成长空间被打开，即今年白酒行业估值的突破需要行业需求整体的回暖，以及白酒消费价格带的整体提升。

对于全年宏观经济展望，我们有这样几个判断：**1 是消费是滞后于经济复苏的**，在经济复苏周期中，消费是复苏中期表现明显的行业。经济复苏从 12 月份（疫情政策调整）开始，预期消费会落后经济复苏 6-9 个月，所以今年下半年会是消费复苏重要观察窗口。**2 是对今年需求持续复苏的判断不变**，当前需求复苏从个人消费需求开始，随着宏观经济的向好，商务活动会更加活跃，白酒的需求将会得到支撑。**3 是美国利率下行，对国内核心资产定价有帮助。**

而从行业角度来看，1 必须要承认今年是白酒小年，今年春节较早（2023 年 1 月 21 日）以及明年春节较晚（2024 年 2 月 10 日），注定 23 年销售整体有向前后挤压的结果。2 是今年需要消化渠道库存，2022 年受疫情影响，实际动销情况弱于酒企销售数据，渠道库存较高，会导致一部分库存在 2023 年上半年进行消化。同时一些酱酒在 22 年崩盘，导致次高端价位带酱酒库存也需要在 23 年进行消化。所以库存对行业反弹高度有影响。

投资观点：在宏观和行业的这几个判断之下，我们认为现阶段市场对宏观经济和需求复苏还未走出博弈阶段，需要结合渠道库存和批价表现进一步确认行业的复苏。但是从全年角度来看，判断今年白酒行业的股价将呈前低后高的趋势，上半年主要去消化不利的因素（库存高、需求弱），下半年经济的回暖会带动需求整体复苏，同时利率环境对估值有支撑，有望实现双击。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，白酒需求回暖不及预期，主流酒企批价回升不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2020	2021	2022	2023E	2020	2021	2022	2023E		
贵州茅台	37.17	41.76	49.93	58.79	47.29	42.10	35.21	29.90	10.07	推荐
五粮液	5.141	6.023	6.876	8.03	32.91	28.09	24.60	21.07	5.18	推荐
古井贡酒	3.68	4.45	5.95	7.6	73.36	60.67	45.37	35.52	7.70	推荐
泸州老窖	4.1	5.43	7.06	8.7782	55.01	41.54	31.95	25.69	8.59	-
山西汾酒	3.5504	4.3749	6.6492	8.4544	68.76	55.80	36.71	28.87	11.15	-

资料来源：公司财报、东兴证券研究所，未评级公司预测来源于同花顺一致预期

目 录

1. 对当期估值水平的理解	3
1.1 当前估值水平是高是低	3
1.2 当前股价在博弈什么	4
2. 下半年资产定价如何走?	4
2.1 经济复苏推动需求复苏	5
2.2 估值环境利好	6
3. 我们的观点	6
4. 风险提示	7
相关报告汇总	8

插图目录

图 1: 白酒历史市盈率水平 (以上年业绩为基数)	3
图 2: 白酒历史市盈率水平 (以上年业绩为基数)	3
图 3: 社会融资规模增量变化与白酒收入增长	5
图 4: 地方财政支出增速与白酒产量增长	5
图 5: 国内食品饮料板块估值与美国 10 年期国债收益率	6
图 6: 居民人均可支配收入和支出同比	错误!未定义书签。
图 7: 短期贷款及票据融资新增量	错误!未定义书签。

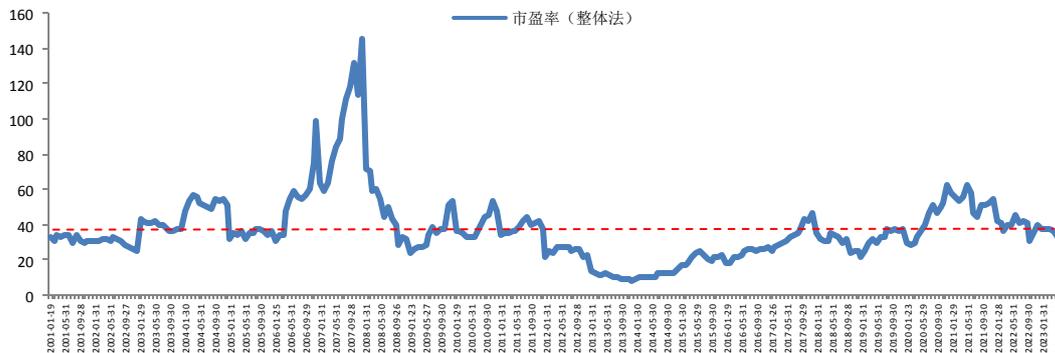
1. 对当期估值水平的理解

1.1 当前估值水平是高是低

在经历了 2018 年-2021 年的增长之后，市场对于白酒行业的成长性判断发生很大的变化，认为白酒行业未来几年会进入到低速增长的区间。所以 21 年之后，白酒板块进入业绩增，但是估值不涨的环境中。从趋势来看，现阶段估值天花板的打破需要白酒行业市场需求的整体复苏去验证行业成长空间被打开，即今年白酒行业估值的突破需要行业需求整体的回暖，以及白酒消费价格带的整体提升。而当前白酒板块估值水平，则反映了当前市场在基本面和复苏预期之间的博弈程度。

当前白酒板块的估值是高是低是非常难量化的，但是估值水平又是理解当前白酒股价涵盖哪些市场预期的基础。我们从白酒历史估值来看，将 2001 年以来白酒板块的估值（以上年业绩做基数）做平均计算，历史均值是 37.53 倍。当前（5 月 4 日）白酒板块估值水平是 32.38 倍，略低于历史平均水平，与均值差 13.7%。

图1：白酒历史市盈率水平（以上年业绩为基数）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

用同样的方法算白酒净利润增速的历史平均水平是 23.65%，2022Q4 行业平均增速是 19.14%，较历史均值低 19.09%。我们假设白酒估值历史平均与白酒净利润历史平均水平相匹配，即 23.65% 的净利润增长中枢对应 37.53 倍的估值水平，那么当前白酒净利润增速与历史均值的比例显著低于估值的比例 5.39%，即认定为这个差距是估值中的市场溢价博弈。

图2：白酒历史市盈率水平（以上年业绩为基数）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.2 当前股价在博弈什么

如果假设白酒估值历史平均与白酒净利润历史平均水平相匹配，即 23.65% 的净利润增长中枢对应 37.53 倍的估值水平，那么当前估值溢价中包含的我们认为主要还是对宏观经济复苏预期，以及对未来利率下行可能的预期。

疫情之后(2022年11月以来)，白酒板块经历了几波博弈行情，首先是需求复苏博弈，白酒指数(884188)从2022年11月1日的3797点一路上涨到2023年2月20日5421点，涨幅达到42.7%。这波上涨虽然也受到同期人民币汇率升值的助推，但是市场整体围绕经济复苏、需求复苏在交易。春节以后，市场开始进入对春节需求消费的确认中，由于今年春节时间较为靠前(1月21日)，今年春节白酒总体消费情况略逊于去年同期，市场对全年需求复苏预期进行调整，板块进入调整期。至4月糖酒会，市场对糖酒会反馈的信息感到悲观，从4月6日开始白酒指数持续下行，特别是3月份CPI、PPI数据出来后，市场对未来宏观通缩预期加强，指数从5188点下降到5月4日的4728点，跌幅8.8%。指数从2月20日高点计算，累计下跌12.7%。

当前虽然市场对未来需求复苏的趋势分歧不大，但是对需求复苏高度进入观望期，这段时间股价回调本质是市场对于下半年宏观经济复苏信心的体现。而打破估值预期可能的变量，来自于宏观经济自身的复苏，以及刺激政策进一步落地。微观表现是今年白酒行业估值的突破需要行业需求整体的回暖，以及白酒消费价格带的整体提升。

2. 下半年资产定价如何走？

对于全年宏观经济展望，我们有这样几个判断：**1 是消费是滞后于经济复苏的**，在经济复苏周期中，消费是复苏中期表现得行业。经济复苏从12月份(疫情政策调整)开始，预期消费会落后经济复苏6-9个月，所以今年下半年会是消费复苏重要观察窗口。**2 是对今年需求持续复苏的判断不变**，当前需求复苏从个人消费需求开始，随着宏观经济的向好，商务活动会更加活跃，白酒的需求将会得到支撑。**3 是美国利率下行，对国内核心资产定价有帮助。**

而从行业角度来看，1 必须要承认今年是白酒小年，今年春节较早(2023年1月21日)以及明年春节较晚(2024年2月10日)，注定23年销售整体有向前后挤压的结果。2 是今年需要消化渠道库存，2022

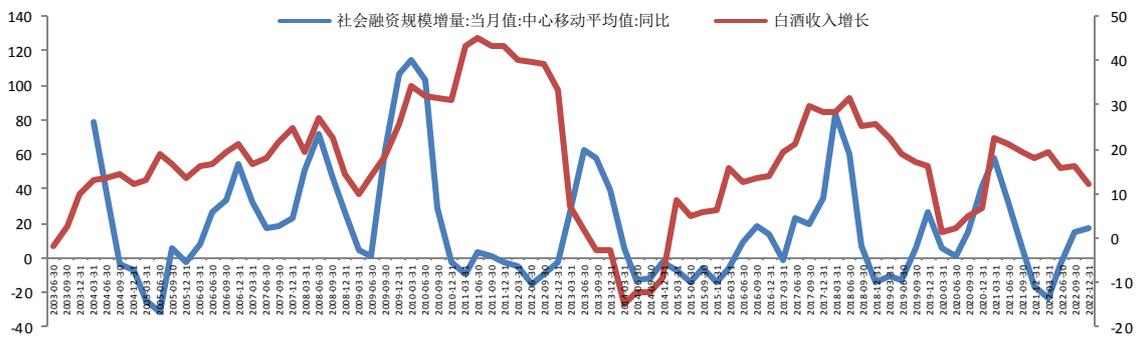
年受疫情影响，实际动销情况弱于酒企销售数据，渠道库存较高，会导致一部分库存在 2023 年上半年进行消化。同时一些酱酒在 22 年崩盘，导致次高端价位带酱酒库存也需要在 23 年进行消化。所以库存对行业反弹高度有影响。

在宏观和行业的这几个判断之下，我们认为现阶段市场对宏观经济和需求复苏还未走出博弈阶段，需要结合渠道库存和批价表现进一步确认行业的复苏。但是从全年角度来看，判断今年白酒行业的股价将呈前低后高的趋势，上半年主要去消化不利的因素（库存高、需求弱），下半年经济的回暖会带动需求整体复苏，同时利率环境对估值有支撑，有望实现双击。

2.1 经济复苏推动需求复苏

经济复苏推动商务活动活跃，并带动白酒消费增加，这个逻辑我们认为会贯穿全年。从历史来看，白酒行业繁荣程度与经济周期趋势基本一致，略落后 2-3 个季度。我们将社会融资规模增量进行 6 个月移动平均的同比增速与白酒上市公司收入增长进行比较（如下图），将社会融资规模同比增长数据右移 3 个季度后，在趋势上有一致性。

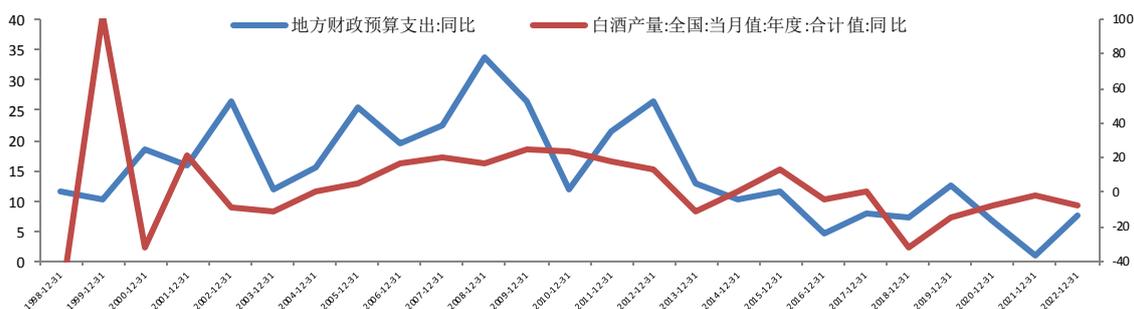
图3：社会融资规模增量变化与白酒收入增长



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

此外白酒产量来看，地方财政支出的变动趋势与白酒行业产量变动趋势较为一致。2023 年 1-2 月公共财政支出同比 7.0%，高于 2022 年的全年增速 6.1%，也高于 5.6% 的全年预算支出增速，体现了“保持必要支出强度”。2023 年 1-2 月公共财政支出完成全年预算的 14.9%，是 2003 年以来的同期新高，支出前置特征明显。

图4：地方财政支出增速与白酒产量增长



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.2 估值环境利好

此前我们在报告中曾阐述过，食品饮料资产定价与美国利率水平之间的关系，发现国内食品饮料估值在2011年之后的变化，与美国食品饮料估值与国债收益率变化一致，且国内食品饮料估值与美国10年期国债相关性高于国内10年期国债收益率，即国外利率水平对国内核心资产估值有较强的影响。

虽然当前美国就业表现仍较好，叠加消费显示出较好韧性，通胀下行但仍显示出一定波动，美联储即便结束加息，市场预期利率仍有较大可能在高位维持较长时间。但是从较长维度看，美国利率下行仍是趋势。今年下半年或能看到美国降息窗口。

图5：国内食品饮料板块估值与美国10年期国债收益率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 我们的观点

在宏观和行业的这几个判断之下，我们认为现阶段市场对宏观经济和需求复苏还未走出博弈阶段，需要结合渠道库存和批价表现进一步确认行业的复苏。但是从全年角度来看，判断今年白酒行业的股价将呈前低后高的趋势，上半年主要去消化不利的因素（库存高、需求弱），下半年经济的回暖会带动需求整体复苏，同时利率环境对估值有支撑，有望实现双击。

4. 风险提示

宏观经济复苏不及预期，白酒需求回暖不及预期，主流酒企批价回升不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业报告：关注糖酒会带来情绪催化	2023-04-03
行业普通报告	食品饮料行业报告：原奶价格跌破4元，下行趋势仍延续	2023-03-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：白酒进入基本面平稳期，市场预期呈现分化	2023-03-20
行业普通报告	食品饮料行业报告：平价新零售业态渠道红利，带来休闲食品企业新增长	2023-03-08
行业普通报告	食品饮料行业报告：“新国标”有望加速婴配粉行业的筑底回升	2023-02-28
行业普通报告	食品饮料行业报告：婴配粉新国标正式实施，将加速行业集中度提升	2023-02-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：预制菜首次写入中央一号文件	2023-02-21
行业普通报告	食品饮料行业报告：上下游价格剪刀差持续扩大，利润有望回流向食品制造企业	2023-02-14
行业普通报告	食品饮料行业报告：春节消费趋势回暖，次高端白酒显著复苏	2023-02-06
行业普通报告	食品饮料行业报告：春节消费回暖，消费趋势分析	2023-01-31
公司普通报告	千味央厨（001215）：22年稳健增长，23年更上一层楼	2023-04-21
公司普通报告	千味央厨（001215）：直营恢复迅速，经销快速发展	2022-10-26
公司普通报告	涪陵榨菜（002507）：22年利润率改善明显，静待23年收入端提振	2023-03-28
公司普通报告	涪陵榨菜（002507）：下半年高增确定性强，产品多元化初现成效	2022-08-02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526