

食品饮料

报告日期：2023年08月10日

“下一个机会”系列三：白酒

——看好顺周期下的区域酒及白酒龙头标的

投资要点

□ 当前政策催化持续发力，白酒作为经济强相关性板块，我们持续看好顺周期反弹下的白酒板块配置机会。

□ 白酒板块前期为什么下跌？

白酒板块自年初1月高点至7月下旬政治局会议前回调幅度超10%，我们认为今年3月以来白酒板块回调主因：

1) 【基本面】①外部原因：市场对未来宏观经济预期不稳，担忧与经济存强关联性的白酒板块或面临：终端需求表现不稳&后期酒企业绩增速降速等情况。②内部原因：上半年部分酒企管理层有所变动，市场担忧未来潜在管理层变动或对酒企中长期经营产生不确定性；淡季下，近期板块内部缺乏强催化。

2) 【政策面】上半年消费复苏斜率较缓，4-6月PMI分别为49.2%、48.8%、49.0%，均位于荣枯线以下，市场情绪相对偏弱。7月政治局会议内容积极、政策密集落地，市场对于经济预期边际向好。

3) 【资金面】上半年资金面聚集AI等热门赛道；2023年4月及5月北向资金均处于净流出状态，分别净流出46、121亿元。

□ 为什么我们认为现在是底部？

【哪些风险已经释放】目前经济预期仍为影响板块β核心因子，后续市场对动销恢复速度判断或随经济预期（制造业/地产业等数据）而波动，伴随近期政治局会议内容积极、政策密集落地，市场对于经济预期边际向好，我们看好后续消费恢复。

【哪些风险尚没释放】市场对于白酒板块“高库存低批价”等存在担忧，进而担忧板块业绩风险。

【未释放风险怎么看】当前核心酒企单品批价稳定&库存处于合理区间，据部分酒企二季报及半年度工作会议，白酒企业23Q2业绩彰显强韧性；考虑到23年酒企以业绩为主要目标，我们认为酒企全年业绩增速确定性强。

【极限下行空间多大】我们认为当前白酒行业基本面风险可控、业绩强韧性，经济预期边际向好利好消费恢复，综合基金持仓比例和估值分位数情况，白酒板块下行空间有限。1) 据23Q2基金持仓数据，23Q2白酒板块基金配置比例仅12.4%，环比23Q1下降3.5pct（白酒为减仓最多的板块），同比22Q2下降2.6pct，为2020Q3以来低位。2) 当前白酒板块市盈率（TTM）仅31倍，近三年估值分位数为11.52%，近五年估值分位数为31.08%，位于近年以来低位。

□ 为什么白酒板块会是下一个机会点？

【压制股价上涨的因素是什么】

我们认为目前市场对于白酒板块仍存过度担忧，压制白酒板块股价上涨，具体而言：

一是对“高库存低批价”过分担忧，我们认为低批价问题不是需求问题、是源自“供给偏大”，白酒今年或在偏高库存运行，但渠道商和终端店会成为库存安全垫。同时，23H1酒企提价控货频次显著高于去年。

二是对于“行业未来两年成长性”过分担忧，我们认为“行业中期价增趋势不改，仅是短期升级动力承压”，行业和名优酒企的规模扩容仍在持续、景气度仍在。

三是对于“中秋国庆和春节表现”处于低预期，我们认为渠道往往为信心的放大器，悲观情绪在消费承压情况下被放大。我们预计中秋国庆为“正常的旺季”，

行业评级：看好(维持)

分析师：杨骥

执业证书号：S1230522030003

yangji@stocke.com.cn

分析师：张家祯

执业证书号：S1230523080001

zhangjiazhen@stocke.com.cn

相关报告

1 《继续强调白酒配置机会，关注中报超预期》 2023.08.06

2 《继续看好顺周期白酒机会，关注中报超预期标的》

2023.07.30

3 《历史持仓低位，把握多重底部机会》 2023.07.25

高端酒和复苏趋势明显的区域酒企基本面预计仍将占优，次高端分化中强或弱主看该品牌的市场根基。

【预计压制因素边际如何变化】

伴随近期政治局会议反馈积极、中央及各地政策相继出台（消费券发放，住建部出台降低首套住房首付比例和贷款利率、个人住房贷款“认房不用认贷”、城中村改造等政策措施），我们认为宏观经济及消费均趋势显著向好，顺周期板块将迎β性重大投资机会，白酒作为经济强相关性板块，基本面有望改善，看好顺周期反弹下的白酒板块配置机会。

□ 如何前瞻把握白酒板块投资机会？

【跟踪哪些前瞻性指标】1) 宏观经济指标；2) 白酒行业回款、批价、库存、动销等基本面指标。

【可能的催化剂是什么】1) 针对经济及消费的政策催化落地；2) 白酒消费需求回升。

【时间和幅度怎么判断】我们认为本轮白酒板块投资机会尚处起步阶段，估值或有望重回年初水平。

□ 如何看待本轮白酒投资机会演绎及差异化选股思路？

我们继续看好顺周期反弹下的白酒板块配置机会。伴随近期政策陆续出台及政策预期演绎，叠加中报密集披露期将至，我们认为近期市场关注重心将重回二季报业绩，建议重点关注区域酒基于业绩确定性下的补涨机会。

【选股思路是什么】1) 注重标的“大小兼顾”；2) 挑选此前高点回撤幅度较大的或本周涨幅相对较小的标的；3) 重点推荐有基本面支撑，二季度业绩确定性较强的标的。

【推荐组合是什么】①首先优选龙头白马中的次高端弹性&高端确定性标的，主推贵州茅台/古井贡酒/泸州老窖/山西汾酒；②优选复苏趋势明显的徽酒、苏酒龙头，主推口子窖/迎驾贡酒。中期仍看好“高档光瓶酒”和“价增趋势延续”下的次高端白酒弹性，如顺鑫农业/舍得酒业。另持续关注五粮液/洋河股份/今世缘/珍酒李渡，并关注金徽酒、老白干酒等二季度业绩表现。

□ 风险提示：经济表现不及预期风险；高端酒批价下行风险等。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>