

证券研究报告|专题报告

食品饮料

行业评级：强于大市（维持评级）

2023年8月23日



中秋国庆预期稳稳落地 白酒板块预期修复在途

证券分析师：

刘畅 执业证书编号：S0210523050001

张东雪 执业证书编号：S0210523060001

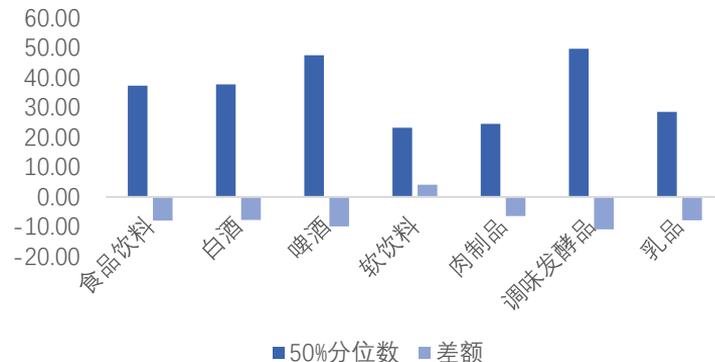
请务必阅读报告末页的重要声明

- **板块整体估值低于疫情至今的PE中枢，安全垫较高。**2023年元旦至今，白酒板块PE (TTM) 下跌11%，自3月下跌19%，春节后3月1日至今下行19%。宏观方面，疫情三年社会经济发展被按下了暂停键，从政商务需求来看，现阶段整体仍然偏弱。今年开门红后，3月开始白酒整体消费复苏不及预期，库存与动销压力下，行业加速分化。
- **白酒企业之间出现分化，次高端受商务消费不及预期的影响，估值受损较严重。**从基本面看，高端酒需求端力量强韧，经过疫情三年并未缩减，但悲观市场情绪致PE下行。次高端当前估值水平较低，区域龙头本轮估值损失略少。随着经济持续回暖，带动白酒消费复苏，政策促消费措施的出台落地或成为有力的外部引擎。
- **中秋国庆白酒消费有支撑，预期修复在途。**22年中秋国庆，受疫情影响，经销商信心仍未完全恢复，打款意愿不强，各地区对中秋动销的期待较低。今年中秋国庆作为疫情三年后的第一个真正常态化的白酒旺季，消费支撑力较足，预计会有较好反弹。
- **投资建议：**首推兼具业绩增长稳定性和性价比的高端酒五粮液，关注稳定性较强的高端酒泸州老窖、疫后修复弹性较高叠加产品结构升级的金徽酒、以及酱酒热理性回归后受益于品牌化消费趋势叠加产能不断释放的珍酒李渡。
- **风险提示：**经济修复不及预期，中秋国庆旺季动销不及预期的风险

食品饮料板块整体估值低于疫情至今的PE中枢，安全垫较高

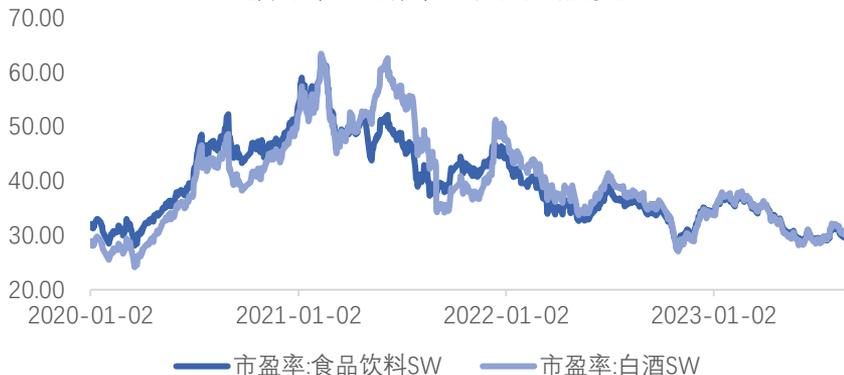
- 整体来看，2023年元旦至今，白酒板块PE（TTM）下跌11%，自3月下跌19%，春节后3月1日至今下行19%。
- 2020年疫情至今，SW食品饮料板块估值中位数为37.28X，其中白酒/啤酒/软饮料/肉制品/调味发酵品/乳制品板块PE中位数分别为37.78X/47.48X/23.27X/24.52X/49.72X/28.49X。从变化幅度看，当前食品饮料板块除软饮料板块以外，估值均低于2020年至今的估值中位数，其中白酒当前估值较疫情至今的PE差额为7.72。从时间维度看，三年间，2583个交易日中，白酒板块PE增幅大于食品饮料板块的时间为51%。
- 参考历史规律，食品饮料板块变化整体来说早于白酒板块，预计修复的传导过程亦可将从经济修复→餐饮链&出行率先复苏→白酒动销加速&去库存的顺序进行。

图表：2020年1月至今SW食品饮料各子板块PE中位数及与现估值差额



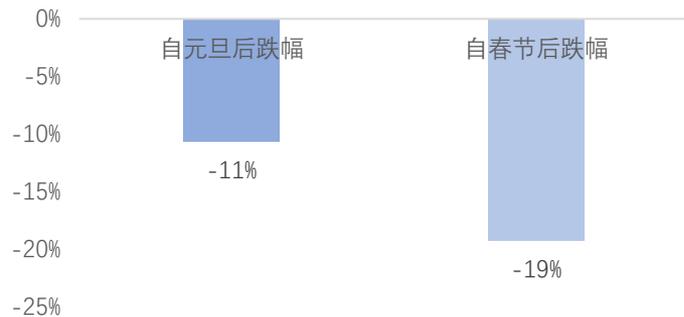
资料来源：wind，华福证券研究所

图表：食品饮料与白酒板块估值变化



资料来源：wind，华福证券研究所

图表：白酒板块估值变化

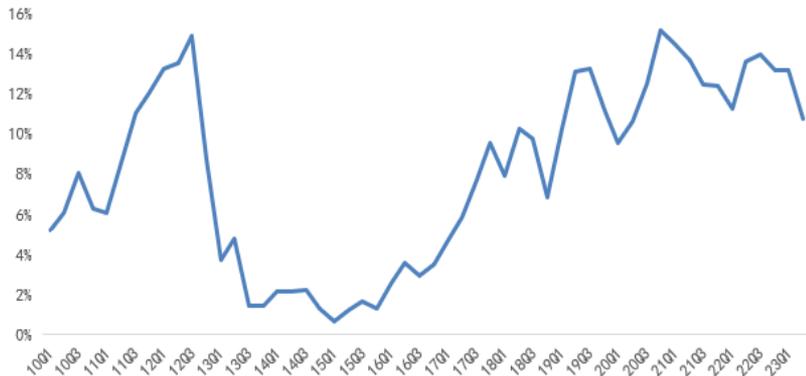


资料来源：wind，华福证券研究所

基金持仓：白酒持仓环比下滑，高端酒配置稳定

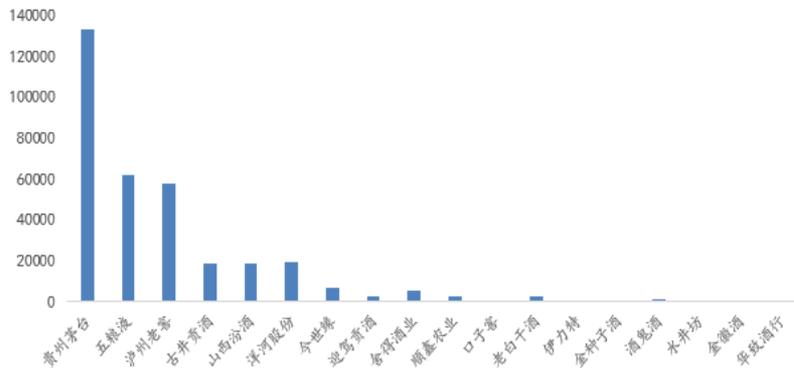
- 22Q2-23Q2白酒持股总市值占比分别为13.61%/13.92%/13.17%/13.20%/10.76%，23Q2基金白酒持仓环比23Q1下降2.44pct，白酒获减配。
- 从持有基金数来看，截至23年6月，沪深港股TOP10中白酒上市公司占据3席，分别是贵州茅台（排名第一，排名季度环比未变）、五粮液（排名第三，排名季度环比未变）、泸州老窖（排名第五，排名季度环比下降一名）。23Q1排名第九的山西汾酒跌出前十。
- 从基金的持仓市值来看，截至23年3月，沪深港股TOP20中白酒占据4席，分别是贵州茅台（排名第一，同23Q1）、泸州老窖（排名第四，环比排名下降1名）、五粮液（排名第五，同23Q1）以及古井贡酒（排名第十八，较23Q1排名下降5名）。山西汾酒（23Q1排名第七名）与洋河股份（23Q1排名第十四）跌出前20。高端酒配置相对稳定，白酒头部企业仍为重仓热点。

图表：白酒持仓市值占比



资料来源：wind，华福证券研究所

图表：23Q2白酒持股总市值(百万元)



资料来源：wind，华福证券研究所

基金持仓：白酒持仓环比下滑，高端酒配置稳定

□ 从持有基金数来看：

- 高端酒企：2023Q2，贵州茅台/五粮液/泸州老窖持有基金数分别为1584家/827/678家，分别环比下降130家/192/184家。
- 次高端酒企：山西汾酒/舍得酒业/酒鬼酒/水井坊持有基金数均有所下降，分别下降202/125/17/4家。
- 区域酒企：老白干酒/洋河股份持有基金数分别为20家/158家，分别环比下降108家/92家，幅度较大。迎驾贡酒/顺鑫农业/伊力特/金徽酒重仓持有基金数上升，分别增加23/13/1/1家。

□ 从持股市值看：

- 高端酒企贵州茅台/五粮液/泸州老窖市值占比位居前三，2023Q2基金重仓比例分别为2.14%/0.99%/0.93%。
- 次高端酒企山西汾酒/舍得酒业/酒鬼酒/水井坊2023Q2基金重仓比例分别为0.30%/0.09%/0.02%/0.002%。
- 区域酒中，洋河股份/老白干酒基金重仓比例为0.31%/0.04%，变化较大。

图表：白酒板块基金持仓

代码	名称	持有基金数量	持有基金数季度变化	持有公司家数	持股总量(万股)	持股占流通股比(%)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)	持仓市值环比变动(万股)
600519.SH	贵州茅台	1,584	-130	136	7,838.75	6.24	0.4832	2.14	-448.65
000858.SZ	五粮液	827	-192	118	37,662.99	9.70	0.2246	0.99	-1,742.40
000568.SZ	泸州老窖	678	-184	109	27,544.97	18.81	0.2104	0.93	-1,228.00
000596.SZ	古井贡酒	190	-29	63	7,532.61	18.44	0.0679	0.30	-199.37
600809.SH	山西汾酒	160	-202	58	9,917.47	8.13	0.0669	0.30	-3,889.85
002304.SZ	洋河股份	158	-92	57	14,693.09	9.79	0.0703	0.31	-961.37
603369.SH	今世缘	140	-45	51	12,338.53	9.84	0.0237	0.11	399.93
603198.SH	迎驾贡酒	103	23	43	3,734.57	4.67	0.0087	0.04	1,451.78
600702.SH	舍得酒业	74	-125	32	4,363.11	13.19	0.0197	0.09	-1,092.58
000860.SZ	顺鑫农业	61	13	25	6,692.77	9.02	0.0082	0.04	638.04
603589.SH	口子窖	45	-38	22	1,443.77	2.42	0.0026	0.01	-1,215.71
600559.SH	老白干酒	20	-108	9	10,310.08	11.49	0.0092	0.04	-7,010.68
600197.SH	伊力特	19	1	10	1,610.83	3.41	0.0016	0.01	-426.28
600199.SH	金种子酒	16	-15	8	1,559.55	2.37	0.0013	0.01	-398.43
000799.SZ	酒鬼酒	6	-17	6	1,600.85	4.93	0.0053	0.02	-869.78
600779.SH	水井坊	3	-4	2	211.43	0.43	0.0005	0.00	-30.39
603919.SH	金徽酒	3	1	2	107.32	0.21	0.0001	0.00	105.73
300755.SZ	华致酒行	1	-3	1	7	0	0	0	-7

资料来源：wind，华福证券研究所

□ 宏观方面，疫情三年社会经济发展被按下了暂停键，从政商务需求来看，现阶段整体仍然偏弱。国家统计局公布的数据显示，7月，社会消费品零售总额同比上涨2.5%，涨幅比6月收窄0.6个百分点；据国家统计局数据，我国7月制造业PMI 51.4，不及预期 51.5，较上月 PMI数据 51.7相比有所回落。另外，非制造业PMI 54.5，较上月54.9相比也有所回落。分企业规模看，大型企业PMI为52.9%，比上月上升0.2个百分点，连续两个月回升；中型企业PMI为49.6%，比上月下降0.9个百分点，落至临界点以下；小型企业PMI为48.9%，比上月下降1.2个百分点，低于临界点。在经济与消费的恢复期，结合当前行业量降价升的大背景，“少喝酒”、“喝好酒”的需求更为凸显，高端酒需求更为刚性，受影响更小，次高端品牌受影响最大。

图表：PMI 指数变化



资料来源：wind，华福证券研究所

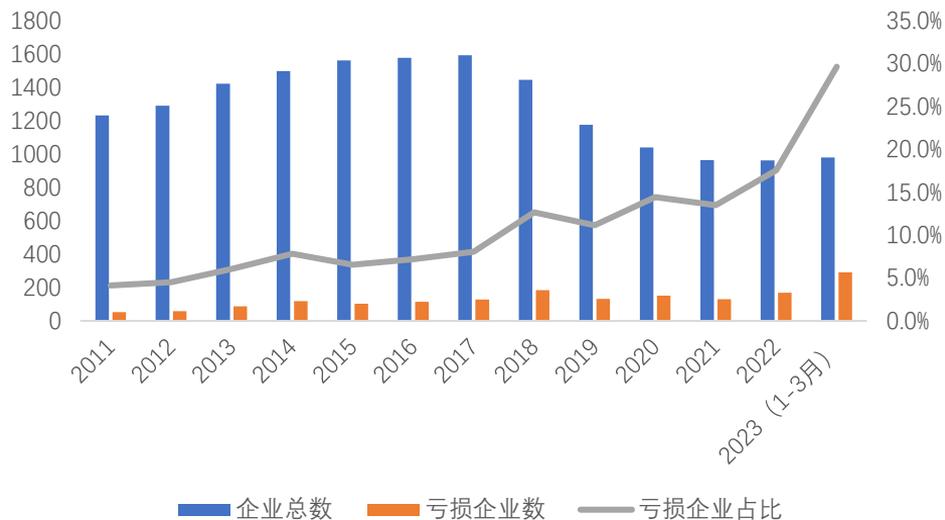
图表：居民人均可支配收入及增速



资料来源：wind，华福证券研究所

- 今年开门红后，3月开始白酒整体消费复苏不及预期，库存与动销压力下，行业加速分化。今年1-3月，纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业共979家，其中亏损企业290个，企业亏损面为29.62%，为2011年以来的峰值。白酒上市公司已为行业龙头，具有更强的抗风险能力，故疫情至今多数上市公司业绩相对稳健。在马太效应下，中小型酒企加速出清，为龙头企业增长带来空间。1-3月，规模以上白酒企业累计完成销售收入1918.23亿元，与上年同期相比增长1.75%；累计实现利润总额579.92亿元，与上年同期相比增长10.64%。

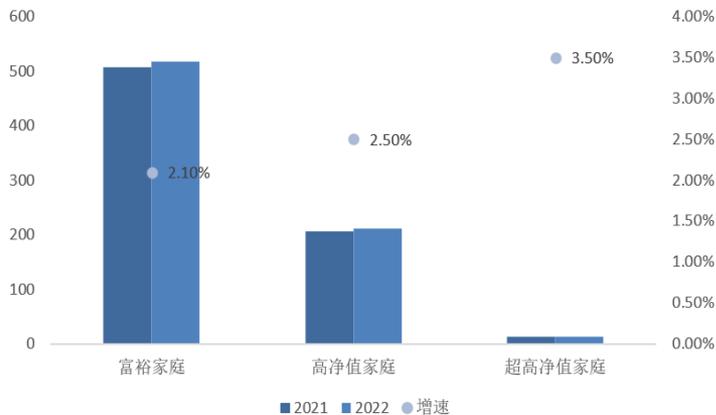
图表：1-3月，白酒亏损企业占比创下新高



资料来源：人民网，中国酒业新闻网，酒志网，国家统计局，贵州茅台年报，新浪新闻，
《2019中国酒业经济运行报告》，中国酒业协会，华福证券研究所

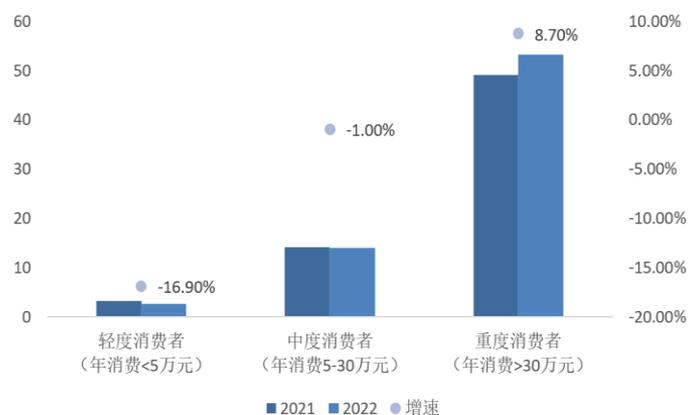
- 高端白酒价格坚挺背后的逻辑是高端消费人群扩容+该人群消费力持续提升，疫情三年不改其势。胡润研究院数据显示，尽管2022年受疫情影响我国经济有所承压，但600万及以上资产的家庭数量依旧保持增长，高端酒主要消费客群仍在扩容。从消费额看，BCG《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告（2022年版）》亦证明，虽然中轻度奢侈品消费者的购买额有所下降，但高消费额的“重度消费者”22年消费保持了8.7%的强劲增长，疫情并未削减高端酒消费人群的购买力。

图表：高端白酒消费客群仍在扩容



资料来源：胡润研究院、华福证券研究所

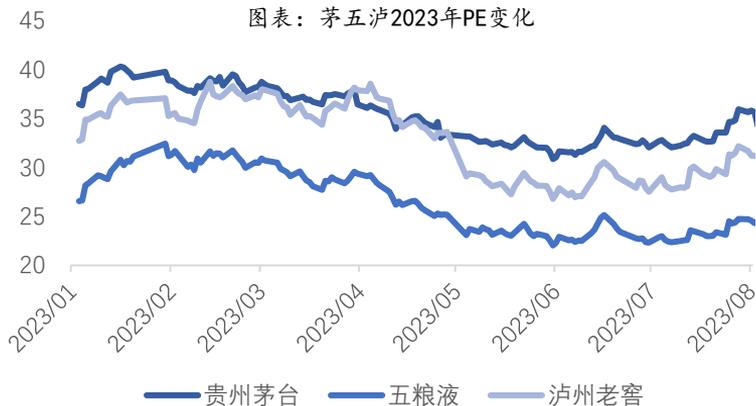
图表：高端白酒消费客群消费力经过疫情并未下降



资料来源：BCG、华福证券研究所

高端酒业绩韧性强，悲观市场情绪致PE下行

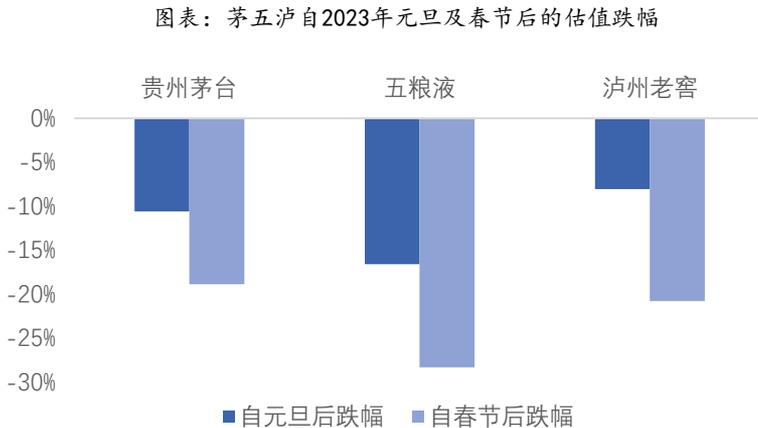
- 疫后消费场景回归，茅五泸2023Q1迎来开门红，营收与净利润迎来双增长，疫情期间积压的库存得以迅速消化；进入第二季度，受宏观数据和销售淡季的影响，市场对白酒行业预期转弱，高端酒尽管基本面仍有较好韧性，但估值端受悲观情绪影响，整体趋势下行。
- 高端白酒3月后估值调整较大。自2023年1月1日，贵州茅台PE下跌10.6%，五粮液下跌16.6%，泸州老窖下跌8%。茅五泸PE自春节后的跌幅均超过自元旦后的跌幅，分别为18.9%、28.3%、20.8%。茅台作为白酒龙一，更具刚需属性，五粮液与老窖PE走势更有相似性。



资料来源：wind，华福证券研究所



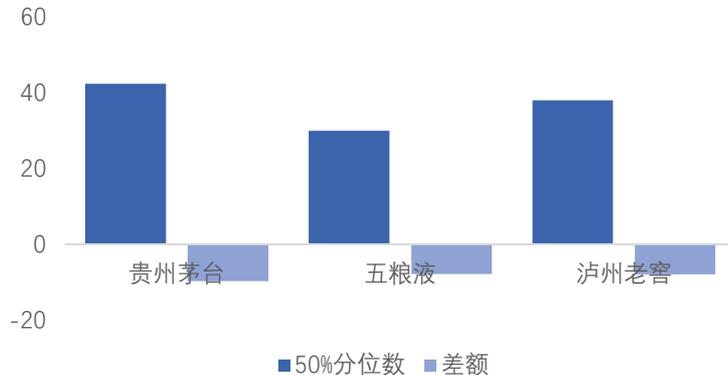
资料来源：ifind，华福证券研究所



资料来源：wind，华福证券研究所

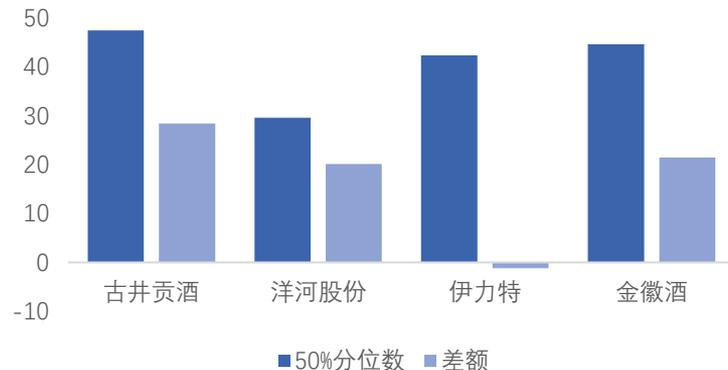
- 历史短期估值（2021.1.1-2023.08.22）对比来看：**与2021年起的**历史短期估值50%分位数**相比，**高端酒茅五泸及次高端当前估值均低于50%分位数水平**，区域龙头中，除伊力特以外，古井、洋河、金徽酒估值高于21年至今的50%分位数。
- 次高端及以下企业估值出现分化。**其中，有**基地市场背书**的区域酒企业**绩增长更有保障**，Q1在**春节返乡潮**背景下，**消费场景率先复苏**，业绩表现较好，导致本轮估值损失略少。泛全国化的次高端酒企**基地市场优势相对较弱**，且受白酒**商务消费不及预期**影响，估值下降更多。

图表：高端白酒疫情至今估值情况



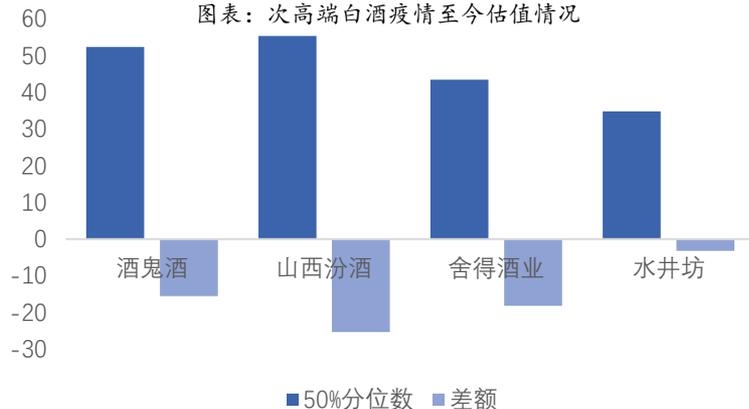
资料来源：wind，华福证券研究所

图表：区域白酒疫情至今估值情况



资料来源：wind，华福证券研究所

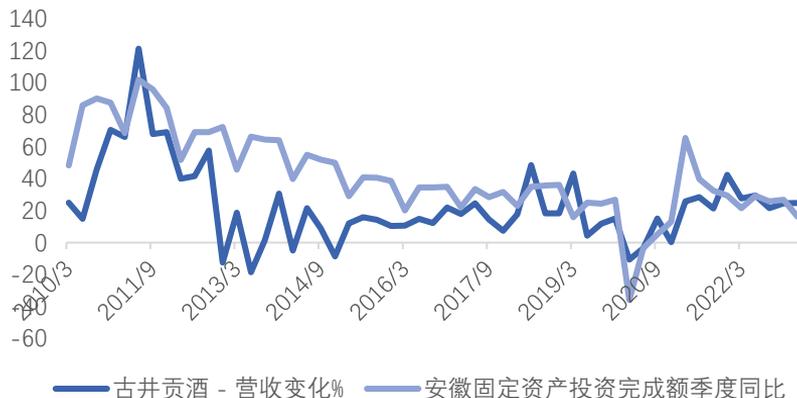
图表：次高端白酒疫情至今估值情况



资料来源：wind，华福证券研究所

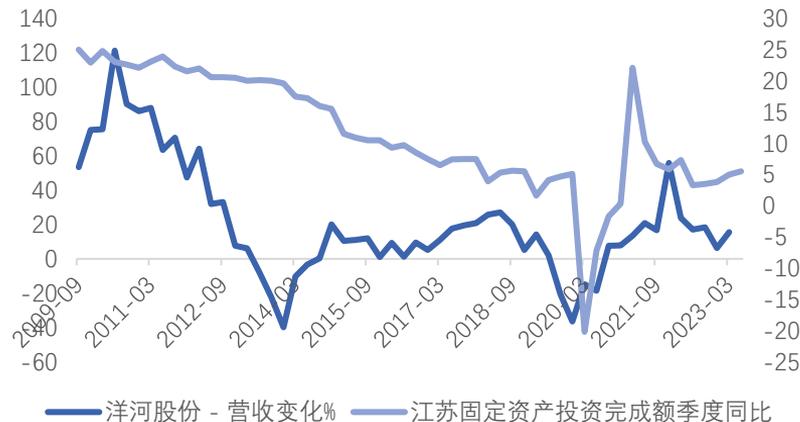
- **经济持续回暖，带动白酒消费复苏。**对于政商务消费而言，其与经济增长水平、项目开工的相关度较高。尽管短期内经济仍在压力下持续修复，但在世界经济增长乏力，美欧等发达国家集体收紧货币政策的背景下，上半年，我国GDP同比增长5.5%，增速比一季度回升1.0个百分点，比去年同期提高3.0个百分点，比疫情2020-2022年的平均增速提高1.0个百分点，经济增速恢复较快。分季度看，一季度GDP同比增长4.5%，二季度增长6.3%，一季度增速比去年四季度回升1.6个百分点，二季度比一季度回升1.8个百分点，经济持续回暖。
- **政策促消费措施的出台落地或成为有力的外部引擎。**当地基建发展或将拉动区域白酒龙头消费量，即如果后续地区基建大发展，或许会拉动当地区域白酒的发展，区域白酒龙头或迎来发展新机遇。自国家发展改革委7月30日会议明确加大宏观政策调控力度、促消费扩投资、支持实体经济发展、深化改革开放、夯实经济安全根基、保障和改善民生等六方面任务以来，市场信心得到提振。在当前宏观层面持续修复、白酒基本面平稳、市场对中秋国庆旺季预期偏低的背景下，白酒走出修复期的内驱动力相对有限，此时政策促消费措施的出台落地成为有力的外部引擎。

图表：古井增速与当地投资增速关联度



资料来源：wind，华福证券研究所

图表：洋河增速与当地投资增速关联度



资料来源：wind，华福证券研究所

2022年中秋国庆时间轴



2023年中秋国庆时间轴



□ 22年中秋国庆，受疫情影响，经销商信心仍未完全恢复，打款意愿不强，各地区对中秋动销的期待较低。从预期来看，呈现先低后高的态势。

□ 23Q3的中秋国庆白酒消费支撑力足，驱动力包括：

- 1) 去年中秋国庆受疫情影响导致消费场景缺失严重，基数较低；
- 2) 疫情放开后，今年开门红期间大部分消费者仍在新冠康复中，饮酒力和消费场景并未完全恢复，故真正完全的恢复的旺季为今年中秋；
- 3) 疫情放开以来，此前库存压力较大的酒企的渠道库存经过今年上半年的不断消化，已基本回落至正常良性水平，渠道更为健康有助于酒企政策的顺利落地；
- 4) 今年3月进入白酒行业淡季后，对宏观的担忧导致消费者和经销商预期趋于谨慎保守，群体悲观情绪蔓延，导致市场放大短期担忧，悲观预期被反向印证，但实际动销上主流名优酒企仍表现稳健；
- 5) 从近期宏观政策上看，政策面持续释放引导经济和消费提振的信号较为积极，民营企业信心回筑和房地产企业回升有助于次高端及以上白酒消费频次的提升。

- **投资建议：**首推兼具业绩增长稳定性和性价比的高端酒五粮液，关注稳定性较强的高端酒泸州老窖、疫后修复弹性较高叠加产品结构升级的金徽酒、以及酱酒热理性回归后受益于品牌化消费趋势叠加产能不断释放的珍酒李渡。
- **风险提示：**
 - **经济修复不及预期：**高端与次高端酒与经济活动景气度相关性较高，若经济修复不及预期，则企业与个人的消费力下降，影响白酒公司营收。
 - **中秋国庆旺季动销不及预期的风险：**中秋国庆作为疫情三年后的第一个真正常态化的白酒旺季，对渠道库存消化、酒企全年回款等方面有重要贡献，若中秋国庆消费不及预期，则影响白酒公司营收。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

