

行业研究

景气依旧，静待催化

——关于近期白酒板块大幅调整的思考

要点

白酒板块现大幅调整主要是经济复苏预期强化驱动周期与消费类股配置再平衡。

(1) 2016年-2020年消费/周期风格指数估值之比历经5年持续抬升，从2020年全年维度看，消费/周期风格指数估值之比的月度均值为1.74。(2) 消费类股盈利预期依旧稳定，但是周期类股盈利弹性明显增大，截至2月24日，按一致盈利预测汇总的消费风格、周期风格、金融风格指数的核心成分股对应2021/22年动态PE为29倍/27倍、17倍/15倍、8/7倍，市场阶段性风格出现转换。(3) 从盈利和市值配比角度来看，消费品内部亦存在结构再平衡的压力。

回溯历史，周期品板块盈利反转并不会对食品饮料板块形成负面压制：从历史经验来看，2006年经济总需求扩张带来的全面牛市下，食品饮料板块收益突出，2009年经济过热叠加政策紧缩导致牛熊转换，食品饮料龙头亦能防御。2015年供给收缩导致周期品利润弹性大幅释放，食品饮料指数呈现先抑后扬态势。因此，周期品出现明显的盈利反转迹象不会对食品饮料板块形成负面压制。其次，周期品盈利的持续通常伴随总需求的扩张，从而引发通胀压力，将进一步释放白酒的提价能力，进而凸显在流动性收缩背景下的防御价值。

春节旺季白酒动销反馈超预期，行业基本面向好：2021年春节期白酒整体动销表现超出预期，高端白酒春节期间需求旺盛，价格坚挺，依旧维持高景气度，一季度业绩增长确定性较高，茅五泸预期均实现双位数增长。茅台节后批价维持相对稳定，库存水平接近于零，五粮液受益于茅台拆箱政策，承接部分送礼需求，动销表现较为亮眼，老窖批价稳步提升，库存水平较低，后续价格将继续上涨从而实现顺价销售。次高端白酒低开高走，政策放宽以及餐饮聚会场景弥补大型婚宴需求，由于去年基数较低，21年上半年预期将实现较高增长，主要酒企业绩弹性较高，预期下半年开始逐渐分化。

稀缺的抗通胀能力、长期稳定的回报率以及持续增长的需求奠定高端白酒赛道优势：高端白酒具备较强的抵御通胀能力，横向比较来看，五粮液和茅台的批价涨幅超过同期中国富豪消费价格指数中大部分的商品和服务。从ROE回报率来看，白酒行业具备其他行业难以企及的强劲/稳定的盈利能力。从需求角度看，若仅考虑高净值人群的扩容，预计2019-2025年高端白酒年需求量复合增速中性/乐观条件下约为9%/13%，需求较为稳定，高端白酒赛道优势较为突出。

投资建议：近期白酒板块出现较大回调，周期品相对较低的估值水平叠加较高盈利弹性，市场风格出现阶段性转换。从基本面来看，21年春节旺季白酒动销反馈良好，行业维持高景气度，一季度业绩支撑较强，有望催化板块回升，股价及估值回调后，板块将迎来更佳投资机会。高端白酒赛道优势明显，业绩增长确定性最高，重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端白酒将继续分化，建议关注品牌和渠道运作层面具备全国化基础的酒企，推荐山西汾酒，关注洋河股份。

风险分析：宏观经济下行风险，国内疫情再次蔓延，行业竞争加剧。

食品饮料
买入（维持）

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

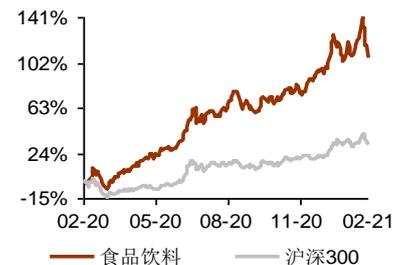
分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

高端白酒春节消费维持良性——2021年春节期白酒动销反馈跟踪（2021-02-17）

动销良性，高端稳健——2021年春节旺季白酒动销跟踪反馈（2021-01-31）

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
600519.SH	贵州茅台	2122.78	32.80	36.28	45.17	65	59	47	买入
000858.SZ	五粮液	280.00	4.48	5.24	6.29	62	53	45	买入
000568.SZ	泸州老窖	235.21	3.17	4.02	4.85	74	58	48	买入
600809.SH	山西汾酒	313.10	2.22	3.34	4.08	141	94	77	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-26；汇率按1HKD=0.83449CNY换算

目 录

1、跳出白酒看白酒	4
1.1、驱动阶段性风格转换的潜在因素	4
1.2、他强任他强，清风拂山岗	6
2、回到白酒看白酒	9
2.1、白酒基本面坚挺	9
2.2、重申高端白酒的赛道优势	10
2.2.1、稀缺的抗通胀能力	10
2.2.2、强劲/稳定的 ROE 回报	11
2.2.3、稳步扩容的消费需求	11
3、投资建议	12
4、风险分析	12

图目录

图 1: 消费品/周期品历年估值波动情况及 PE 估值之比	4
图 2: 2006-2020 年消费/周期 PE 估值之比的月度均值	4
图 3: wind 一致盈利预测计算的各风格指数估值	4
图 4: 市场一致盈利预测计算的 2021/22 年消费/周期估值比	4
图 5: 根据 wind 一致盈利预测计算的 2021/22 年周期/消费品整体归母净利润增速	5
图 6: 2006 年各板块涨幅表现 (%)	6
图 7: 2002-08 年 A 股上中下游代表性板块的归母净利润增速 (%)	6
图 8: 2009-2011 年期间通胀压力明显上升	7
图 9: 2009-2012 年工业企业利润累计同比	7
图 10: 2009-2011 年茅台出厂价和零售价持续提升	7
图 11: 2008-2011 年 A 股消费品各板块净利润增速表现 (%)	7
图 12: 2015-2017 年期间供给侧改革推升工业企业利润率	8
图 13: 2016-2018 年工业企业分行业利润总额累计同比 (%)	8
图 14: 2015-2016 年食品饮料行业指数运行 (以 2015 年定基)	9
图 15: 2015/2016 年各板块指数全年涨跌幅 (%)	9
图 16: 申万四级子行业历年 ROE 表现中位数 (2000-2019 年)	11

表目录

表 1: 消费风格指数内部归母净利润与市值占比 (%)	5
表 2: 2011 年食品饮料板块各公司股价涨跌幅 (%)	8
表 3: 2025E 高端白酒销量测算	11
表 4: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	13

附表目录

附表 1: 历年食品饮料板块超额收益驱动因素一览	13
--------------------------------	----

1、跳出白酒看白酒

1.1、 驱动阶段性风格转换的潜在因素

潜在现象一：2016年-2020年消费/周期估值之比历经5年持续抬升。对“估值锚”的定量分析以及估值何时向均值回归进行判断是一件比较困难的事情，历史的数值提供了“后视镜视角”的分析素材。截止2020年12月31日，消费风格/周期风格估值（取中信风格指数定义，以静态估值作为参考口径，下同）比达到1.87，处于单月历史较高水平。从全年维度看，2020年消费风格/周期风格估值之比的月度均值为1.74，延续了自2016年以来持续提升的态势。而从历史上看，在2007年和2012年，消费/周期估值均出现过明显的拐点。

图 1：消费品/周期品历年估值波动情况及 PE 估值之比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 备注：风格指数选取中信风格指数（下同）

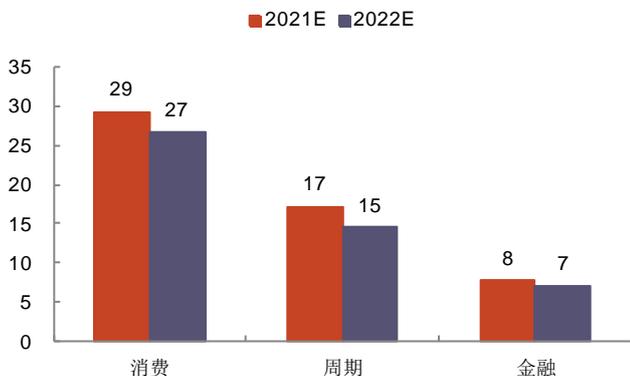
图 2：2006-2020 年消费/周期 PE 估值之比的月度均值



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

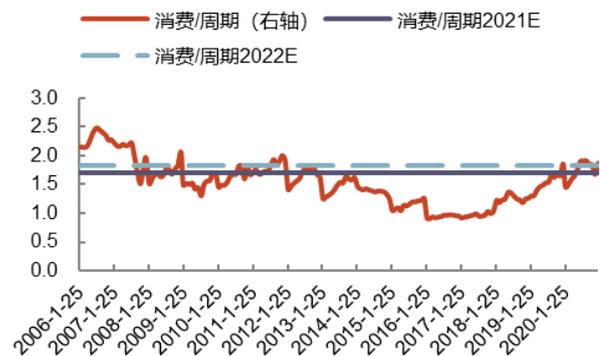
潜在现象二：消费类股盈利预期依旧稳定，但是周期类股盈利弹性明显增大。截至2月24日，wind一致盈利预测汇总的消费风格、周期风格、金融风格指数的核心成分股对应2021/22年动态PE为29倍/27倍、17倍/15倍、8/7倍。2021年消费/周期PE动态估值之比依然处于1.7倍。企业盈利方面，wind一致盈利预测汇总的消费风格/周期风格核心股票（指存在卖方对其进行盈利预测）以整体法计算的2021/22年归母净利润增速分别为25%/11%和50%/20%；以中位数计算的2021/22年归母净利润增速分别为25%/22%和33%和25%。

图 3：wind 一致盈利预测计算的各风格指数估值



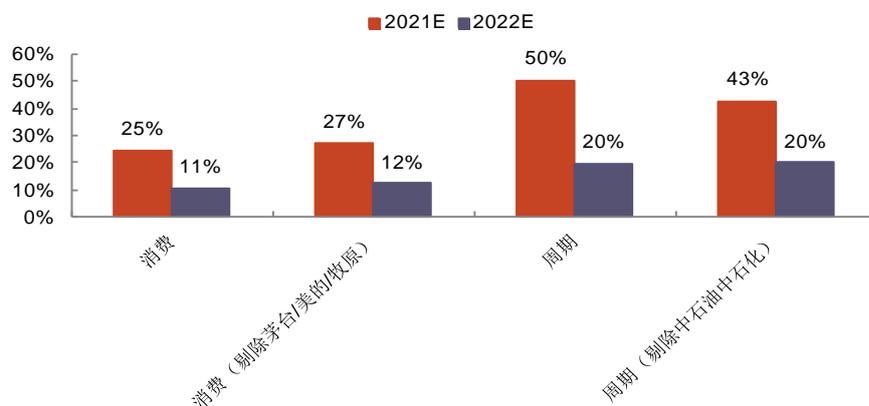
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 备注：数据为2021年2月24日计算值

图 4：市场一致盈利预测计算的 2021/22 年消费/周期估值比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 备注：数据截至2020年12月31日

图 5：根据 wind 一致盈利预测计算的 2021/22 年周期/消费品整体归母净利润增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 备注：数据为 2021 年 2 月 25 日计算值

潜在现象三：单纯从盈利和市值配比的角度来看，消费品内部存在结构再平衡的压力。在风险偏好下行期间，市场会弱化对行业赛道优势以及公司竞争壁垒的溢价。

表 1：消费风格指数内部归母净利润与市值占比 (%)

行业	市值占比	归母净利润占消费风格样本比重			样本数
		2020E	2021E	2022E	
白酒	35%	22%	21%	23%	16
白色家电III	9%	13%	13%	13%	4
百货	0%	0%	1%	1%	5
餐饮	0%	0%	0%	0%	2
超市及便利店	1%	1%	1%	1%	7
出版	1%	2%	2%	2%	12
畜牧养殖	6%	16%	16%	12%	12
动物疫苗及兽药	0%	0%	0%	0%	4
非乳饮料	0%	1%	1%	1%	2
非住宅物业开发和运营	1%	5%	5%	5%	7
黑色家电III	0%	1%	1%	1%	2
化学制剂	8%	6%	6%	7%	33
景区	1%	0%	1%	1%	8
酒店	1%	0%	0%	1%	3
旅游服务	0%	0%	0%	0%	3
贸易III	0%	0%	0%	0%	3
其他家电	1%	0%	0%	1%	3
肉制品	1%	2%	2%	2%	5
饲料加工	1%	2%	1%	1%	6
调味品	5%	2%	2%	2%	8
小家电III	1%	2%	2%	2%	14
医疗服务	9%	3%	3%	3%	16
医疗器械	10%	10%	10%	10%	46
医药流通	3%	5%	4%	5%	14
印刷	0%	0%	0%	0%	1
照明电工	1%	1%	1%	1%	6
中成药	5%	5%	5%	5%	20
中药饮片	0%	0%	0%	0%	1

资料来源：Wind，光大证券研究所整理 备注：行业分类采用中信风格指数，数据为 2021 年 2 月 24 日计算值

1.2、他强任他强，清风拂山岗

历史经验显示，周期品出现明显的盈利反转迹象时不会对食品饮料板块形成负面压制。其次，周期品盈利的持续通常伴随总需求的扩张，从而引发通胀压力，这会进一步释放白酒的提价能力，进而凸显在流动性收缩背景下的防御价值。

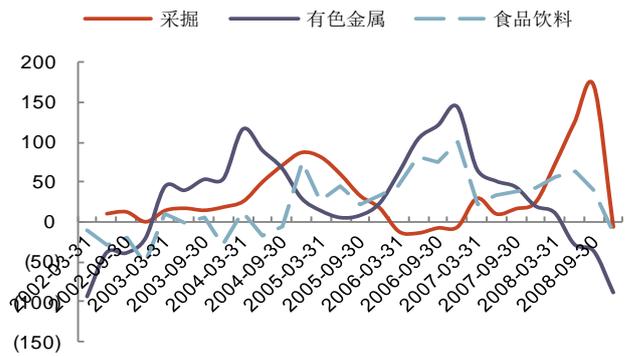
以 2006 年的情形为例，若是经济总需求扩张来的全面牛市，食品饮料板块不会缺席。在经历了 2004 年严厉的宏观调控之后，国内货币供应量开始逐步恢复。M2 的回升从 2005 年初一直持续至 2006 年上半年。并且信贷投放的力度也大超市场预期，从而带动需求快速反弹，工业企业利润在二季度开始显著回升。CPI 于 2005 年三季度开始企稳，并在 2006 年开始迈入长达两年的趋势性上升期（当时 CPI 见顶是在 2008 年一季度）。与此同时，叠加当时人民币升值的预期，2006 年市场的流动性环境相当宽裕。上游资源类品受益于基础原材料市场的繁荣，下游消费品受益于持续扩大的 CPI-PPI 剪刀差，均成为利润高增的典型行业。从板块表现来看，虽然有色金属、钢铁等板块股价涨幅明显，但食品饮料行业凭借利润高速增长，板块全年上涨 171%，仅次于非银和银行，位列所有板块第三。

图 6：2006 年各板块涨幅表现（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，备注：行业分类采用申万指数，下同

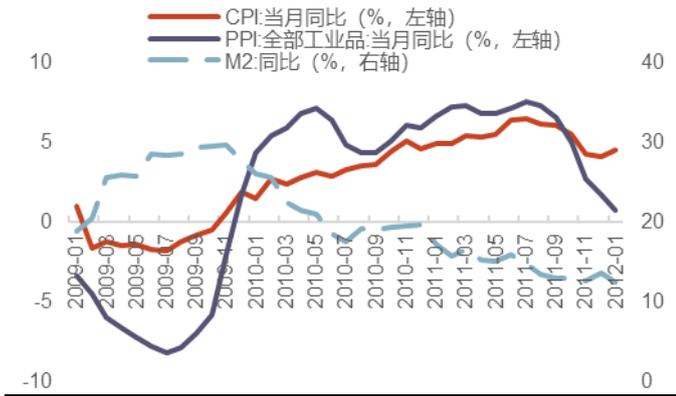
图 7：2002-08 年 A 股上中下游代表性板块的归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

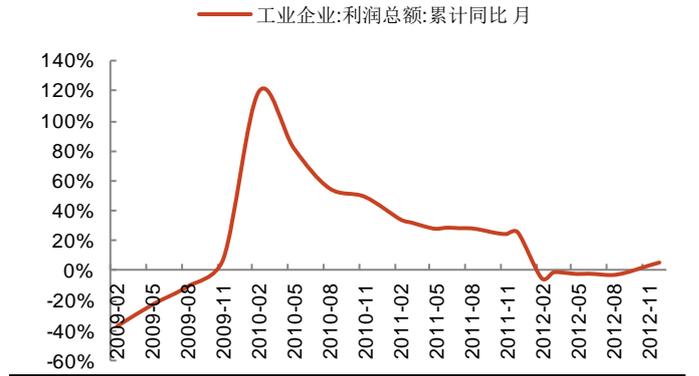
以 2009 年的情形为例，若是经济过热叠加政策紧缩导致的牛熊转换，食品饮料龙头亦能防御。2008 年三季度开启的信贷扩张和稍早时候启动的基建投资在 2009 年见效显著，企业利润在 2009 年迎来快速增长。但是受制于不断显现的通胀压力和资产泡沫压力，紧缩的宏观调控政策造成需求开始收缩，工业企业利润增速从 2010 年下半年开始逐步回落直至 2011 年年末见底。2009-2011 年的宏观背景与 2004-2006 年期间的一个共同特征是货币/信贷都经历了一轮快速的扩张。不同的地方则是，通胀压力使得政策紧缩的强度和跨度都比 2004-2006 年更大。值得注意的是，在此期间，茅台出厂价和零售价迅速提升，渠道价差从 2009 年的 300 元上涨至 2011 年的近 900 元，渠道价差占零售价的比重接近 60%，较 05/06 年的 18%/33% 出现了大幅提升。总体来看，2009-2011 年期间，宏观经济和指数走势完美演绎了一轮典型的牛熊转换。2009/2010/2011 年，食品饮料板块涨跌幅排名分别位列全市场 15/7/2 名，在风险偏好下行的背景下，板块防御价值凸显。但是，我们同样也观察到板块内部股价表现的明显分化，在估值大幅压缩的 2011 年，板块内股价实现正收益的仅有茅台/洋河/等龙头企业。

图 8: 2009-2011 年期间通胀压力明显上升



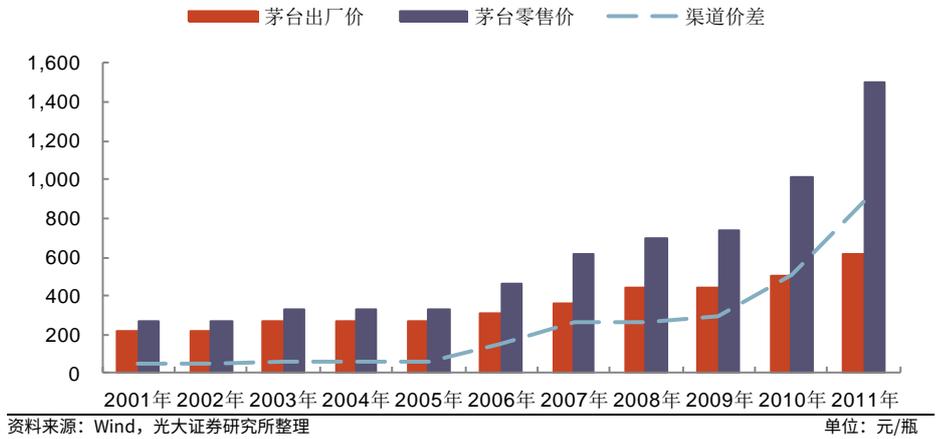
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 9: 2009-2012 年工业企业利润累计同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

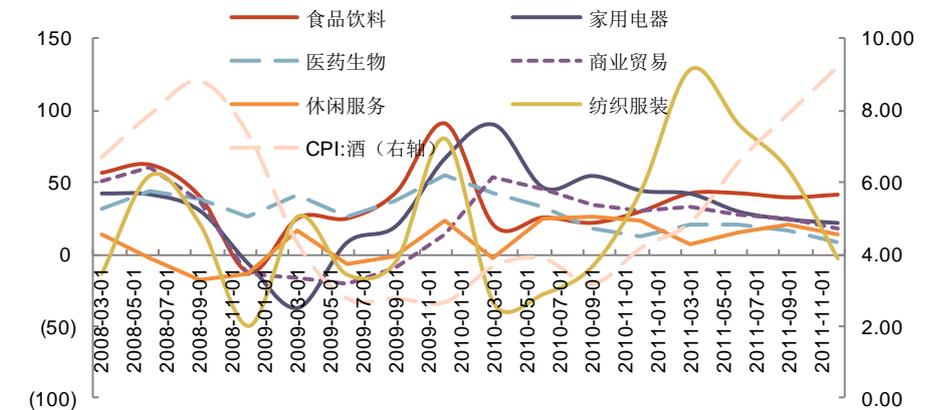
图 10: 2009-2011 年茅台出厂价和零售价持续提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

单位: 元/瓶

图 11: 2008-2011 年 A 股消费品各板块净利润增速表现 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

表 2：2011 年食品饮料板块各公司股价涨跌幅（%）

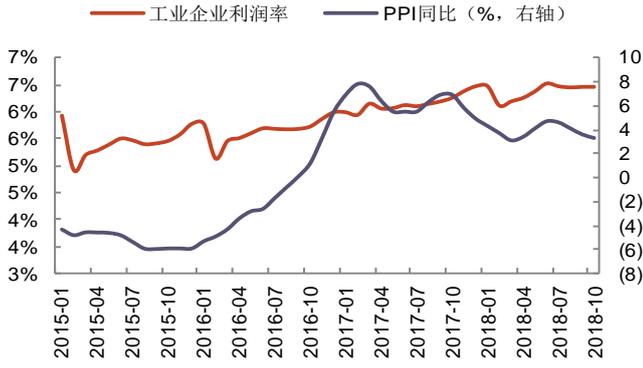
代码	简称	2011 年涨跌幅 (%)	代码	简称	2011 年涨跌幅 (%)	代码	简称	2011 年涨跌幅 (%)
600519.SH	贵州茅台	16.9	600882.SH	广泽股份	-16.4	000860.SZ	顺鑫农业	-37.6
002304.SZ	洋河股份	15.7	002481.SZ	双塔食品	-16.4	002515.SZ	金字火腿	-39.1
000869.SZ	张裕 A	14.1	000895.SZ	双汇发展	-19.0	600197.SH	伊力特	-40.4
000752.SZ	西藏发展	13.0	600702.SH	舍得酒业	-21.6	002330.SZ	得利斯	-42.2
000799.SZ	酒鬼酒	7.8	600059.SH	古越龙山	-23.1	002570.SZ	*ST 因美	-42.8
000596.SZ	古井贡酒	7.7	600543.SH	莫高股份	-24.8	002568.SZ	百润股份	-43.4
002582.SZ	好想你	7.0	600616.SH	金枫酒业	-27.0	600872.SH	中炬高新	-43.5
600887.SH	伊利股份	6.8	600073.SH	上海梅林	-27.4	002329.SZ	皇氏集团	-44.5
300146.SZ	汤臣倍健	4.9	000019.SZ	深深宝 A	-27.8	600559.SH	老白干酒	-44.5
600600.SH	青岛啤酒	-3.0	000729.SZ	燕京啤酒	-28.2	002507.SZ	涪陵榨菜	-44.6
600779.SH	水井坊	-4.0	600199.SH	金种子酒	-28.6	600084.SH	中葡股份	-45.2
000858.SZ	五粮液	-4.4	000716.SZ	黑芝麻	-29.1	600573.SH	惠泉啤酒	-46.1
000568.SZ	泸州老窖	-6.8	200019.SZ	深深宝 B	-29.4	600305.SH	恒顺醋业	-46.9
600809.SH	山西汾酒	-7.2	600429.SH	三元股份	-30.2	600132.SH	重庆啤酒	-48.4
600597.SH	光明乳业	-11.6	600186.SH	莲花健康	-30.3	600365.SH	通葡股份	-50.0
002646.SZ	青青稞酒	-12.4	600238.SH	*ST 椰岛	-32.3	002495.SZ	佳隆股份	-50.6
002557.SZ	洽洽食品	-13.4	000848.SZ	承德露露	-32.4	002461.SZ	珠江啤酒	-50.7
000995.SZ	*ST 皇台	-13.6	600300.SH	维维股份	-34.1	000929.SZ	兰州黄河	-52.9
002216.SZ	三全食品	-15.4	600419.SH	天润乳业	-35.6	600866.SH	星湖科技	-60.5

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

以 2015 年的情形为例，若是供给收缩导致的周期品利润弹性大幅释放，食品饮料指数表现同样也能先抑后扬。2015 年底开启的“三去一降一补”（即：去产能、去库存、去杠杆，降成本、补短板）成为 2016-2017 年宏观经济运行的主要特征。（1）一方面，基建和财政托底经济增长；另外一方面，海外需求的复苏对出口部门形成支撑。供给侧改革成效显著，工业企业产能利用率大幅回升，PPI 强劲反弹推动工业企业利润率甚至恢复至 2005 以来的最好水平。（2）与此同时，货币政策的工作重心在督促金融部门的杠杆去化和调降实体融资成本。2016 年开始的新增信贷收缩一直持续至 2017 年二季度，银行间资金成本从 2016 年三季度迅速提升。（3）从企业盈利来看，需求惯性下滑导致行业和行业之间的差异越来越取决于行业本身竞争格局的变化，供给侧改革进一步带来行业内部之间利润加速向龙头倾斜。工业企业利润方面，钢铁有色弹性最大，食品制造基本走平，酒饮制造利润增速中枢从 4% 上升 15%，利润率从 9.6% 上升至 12%，较 2012 年之前的景气周期更高。（4）从市场表现来看，2016-2017 年市场风格分化演绎到极致，流动性紧缩使得 A 股整体估值提升十分有限，但是，食品饮料板块连续两年位列 28 个行业涨幅第一，相对 A 股的估值溢价从 14% 提升至 80%。

图 12：2015-2017 年期间供给侧改革推升工业企业利润率

图 13：2016-2018 年工业企业分行业利润总额累计同比（%）

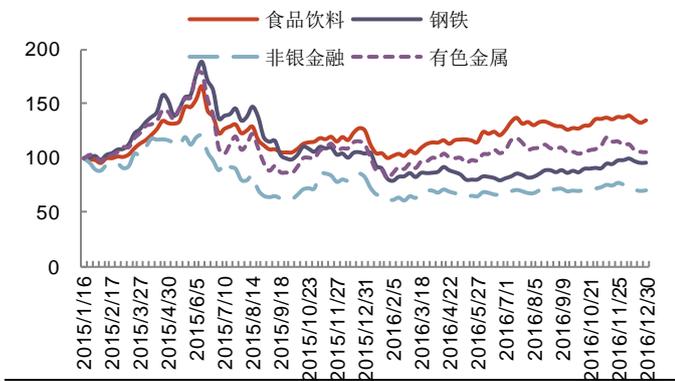


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理



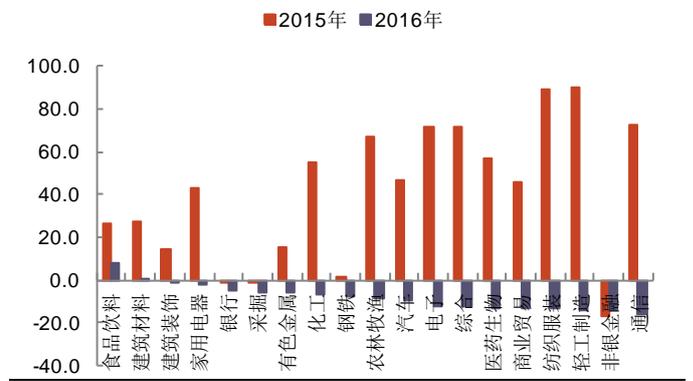
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 14: 2015-2016 年食品饮料行业指数运行 (以 2015 年定基)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 15: 2015/2016 年各板块指数全年涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

2、回到白酒看白酒

2.1、白酒基本面坚挺

2021 年春节期间白酒整体动销表现超出预期。年初国内疫情有所反复，市场对于春节旺季白酒动销存在担忧。节后据渠道反馈，春节期间白酒动销表现优于预期。分地区来看，21 年春节销售周期延长，就地过年下省会城市餐饮、聚会场景相比往年大幅增加，一二线城市白酒市场表现超预期，低线城市消费需求向高线城市转移，区域表现有所分化。分场景来看，年前由于政府防控政策，大型宴会等场景受到一定冲击，之后政策放宽，宴席等场景有所恢复，元宵节之前逐渐回补，餐饮市场较为旺盛，也会弥补大型婚宴需求。

高端白酒增长确定性最高，业绩支撑较强。高端白酒消费场景以送礼、商务宴请为主，未受疫情影响，依旧维持高景气度。春节期间高端白酒需求旺盛，价格坚挺，库存水平处于低位，短期来看一季度业绩增长确定性较高，分具体公司来看：

贵州茅台：需求端持续旺盛，春节前整箱/散瓶价格分别为 3200/2400 元左右，节后批价维持相对稳定，未出现往年节后价格大幅回落的情况，整箱批价维持 3100 元以上，散瓶批价依旧 2400 元左右。多地库存水平接近于零，1-2 月发货计划已执行完毕，供需关系依旧紧张。1 月份茅台开始执行 100%拆箱销售政策，

预期节后拆箱政策不会长期执行，批价将呈现稳中有增，整体销售将维持双位数的稳健增长。

五粮液：动销表现优于预期，经销商已完成 40-50%回款，受益于茅台拆箱政策，五粮液承接了部分送礼需求，春节期间销售相比去年同期增长 20%以上，库存水平较低，基本维持在 20 天至一个月的水平。高端经典五粮液销售体系已搭建完成，市场反馈良好，部分地区如华北市场团购渠道占比明显提升。节前普五批价 960 元左右，目前主要市场批价提升至 970-980 元，后续高需求支撑下，五粮液将继续挺价，批价有望在端午节前突破千元，预计一季度公司整体回款增长 20%以上。

泸州老窖：动销表现良好，经销商回款进度在 40-50%之间，国窖批价稳定上涨，节前一批价 860 元左右，春节期间华北、华中等地区批价上涨到 870-880 元之间，西南地区达到 900 元以上，库存水平基本在 1 个月以内。后续五粮液批价超过千元，将为老窖价格提升打开空间，预期老窖批价将继续提升，端午期间有望达到 930 元，从而实现顺价销售，上半年整体销售有望实现 20%以上增长。此外，21 年公司将更多费用投入品鉴会等大型活动，以提高品牌影响力与认可度。

次高端白酒有望低开高走，业绩弹性较高，后续将逐渐分化。1 月份大型婚宴等场景被叫停，次高端白酒受到一定冲击，渠道及终端备货积极性减弱。后续随着政策放宽，消费场景逐渐恢复，叠加春节期间餐饮聚会等消费场景弥补，次高端白酒收入有望呈现低开高走的态势。由于去年基数较低，21 年上半年预期将实现较高增长，主要酒企业绩弹性较高，预期下半年开始将出现分化，从重点公司来看：

山西汾酒：动销表现亮眼，春节旺季相比去年同期增长 20%以上，经销商回款 30-40%之间，库存水平较为健康，基本在一个月以内。青花 30 复兴版市场表现较好，调价较为顺利，成交价已经超过 1000 元。青花 20 批价有所上涨，预计今年价格将进一步提升，玻汾持续放量。21 年汾酒将加大费用投放至青花 20 陈列、复兴版品鉴会等活动，整体预期一季度将实现高速增长。

洋河股份：梦 6+动销较为理想，梦 3 水晶版上市铺货较为成功，春节期间全国范围内海之蓝销售有所下滑，天之蓝销售基本持平，对销售增长有所拖累，公司春节期间整体实现个位数增长。江苏省内回款进度 30%以上，梦系列库存维持在 1 个月左右的健康水平，海之蓝、天之蓝库存一个半月以内。批价方面，梦 6+/水晶版批价分别为 590/440 元左右，相对稳定。后续公司将对海之蓝、天之蓝进行改版升级，梦 6+依旧为公司主要增长贡献点，复兴版市场接受度有待继续验证。

古井贡酒：经销商回款进度在 40-50%之间，安徽省内餐饮聚会场景较为旺盛，对之前消费场景有所弥补，春节期间动销相比去年同期有双位数增长，但相比 19 年同期依旧有所下降，一季度预期增长可以达到 20%以上。库存水平较为良性，在一个半月左右。具体产品来看，古 20 动销较为理想，产品结构持续升级，8 年以上产品增长较快。

2.2、重申高端白酒的赛道优势

2.2.1、稀缺的抗通胀能力

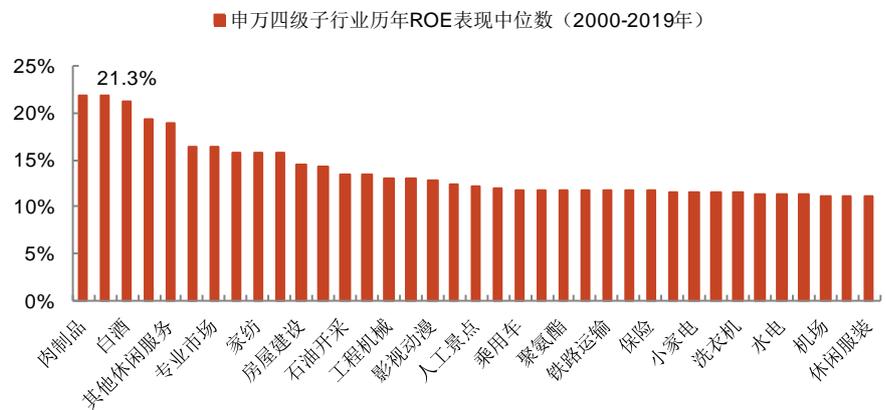
横向比较来看，2008-2019 年，五粮液和茅台的批价涨幅超过同期中国富豪消费价格指数中大部分的商品和服务。2008-2019 年，飞天茅台与普五的一批价同比增速与 GDP 平减指数的波动基本同步，完全分享了物价水平上升的价格红利。

我们通过引入 GDP 指数与 M2 指数近似估算 2008-2019 年中国物价增速（M2 增速-GDP 增速）为 91%。在此期间，五粮液一批价增幅 91%，与我们模拟的物价增速持平。但飞天茅台一批价增幅高达 329%。茅台通过强化产品稀缺性与品牌故事，推动了自身从顶级消费品向兼顾奢侈品属性的顶级投资品转变。（详见我们于 2021 年 1 月发布的报告《王者归来，价值复兴——五粮液（000858.SZ）投资价值分析报告》）

2.2.2、强劲/稳定的 ROE 回报

以 A 股的 227 个细分子行业（按申万四级子行业分类）2000-2019 年的 ROE（扣非，整体法）中位数来看，白酒行业具备其他行业难以企及的强劲/稳定的盈利能力。

图 16: 申万四级子行业历年 ROE 表现中位数（2000-2019 年）



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 备注: 仅显示中位数高于 10% 的行业

2.2.3、稳步扩容的消费需求

不考虑物价因素，仅考虑高净值人群的扩容，估算 2019-2025 年高端白酒年需求量复合增速中性/乐观约为 9%/13%。根据 2019 年销量数据，茅五泸+青花郎合计销量约为 7 万吨，BCG 估算 2019 年中国上层中产（月可支配收入 1.2 至 2.2 万元）/富裕人群（月可支配收入 2.2 万元以上）的家庭数为 6630/1776 万户，假设上述家庭均有高端白酒的消费意愿，计算平均每户每年购买 2 瓶。（2）根据 BCG 预测，2025 年，中国上层中产/富裕人群的家庭数合计达到 1.41 亿户，不考虑单个家庭年消费需求的扩大，反推估算 2025 年中国高端白酒的潜在需求为 11.8 万吨，较 2019 年已实现销量的复合增速为 9%。考虑上层中产/富裕人群家庭数量在 2019-2025 年的增幅分别为 56%/113%，若假设仅有富裕人群作为高端白酒的最终消费群体，2019-2025 年高端白酒潜在需求量的复合增速有望达到 13%。

表 3: 2025E 高端白酒销量测算

年份	高端酒合计销量 (万吨)	中产家庭 (百万户)			上层中产/富裕人群家庭高端酒平均购买量 (瓶/户/年)		
		上层中产	富裕人群	上层中产+富裕人群合计	上层中产	富裕人群	上层中产+富裕人群加总的平均消费
2019 年	7.01	66.30	17.76	84.06	2.2	8.4	1.8
2025 年 E	11.8	103.63	37.78	141.42	2.3	8.4	1.8

资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所测算;

注: 在上层中产/富裕人群家庭高端酒平均购买量测算中, 我们假设高端酒销量仅由对应人群的消费带动, 且假设 2025 年上层中产/富裕人群的户均消费量与 2019 年持平。

3、投资建议

从基本面来看，21年春节旺季白酒动销反馈良好，行业维持高景气度，基本面向好，一季度业绩支撑较强，有望催化板块回升，近期股价及估值水平回调后，板块迎来更佳投资机会。高端白酒赛道优势明显，业绩增长确定性最高，重点推荐**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**，次高端白酒有待继续分化，建议关注在品牌和渠道运作层面具备全国化基础的酒企，推荐**山西汾酒**，关注**洋河股份**。

4、风险分析

- 1) **宏观经济下行风险**：若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- 2) **国内疫情再次蔓延**：疫情防控对餐饮消费场景影响较大，若国内疫情形势再次严峻，防控措施升级，则会对餐饮、聚会、宴席等消费场景造成较大冲击，从而影响企业业绩。
- 3) **行业竞争加剧**：白酒行业内部竞争较为激烈，疫情后企业加大品牌宣传与推广投入，竞争加剧下企业盈利可能受损。

表 4：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	目标价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
600519.SH	贵州茅台	2122.78	1334.46	32.80	36.28	45.17	65	59	47	19.6	16.7	13.9	买入	维持
000858.SZ	五粮液	280.00	158.81	4.48	5.24	6.29	62	53	45	14.6	12.6	10.8	买入	维持
000568.SZ	泸州老窖	235.21	116.75	3.17	4.02	4.85	74	58	48	17.8	15.0	12.7	买入	维持
600809.SH	山西汾酒	313.10	86.41	2.22	3.34	4.08	141	94	77	36.6	28.5	22.4	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-02-26；汇率按 1HKD=0.83449CNY 换算

附表 1：历年食品饮料板块超额收益驱动因素一览

时间段	年份	食品饮料涨跌幅 (%)	A 股涨跌幅 (%)	食品饮料板块归母净利润 (%)	A 股归母净利润增速 (%)	估值扩张贡献 (%)	净利润相对优势贡献 (%)	超额收益	超额收益产生来源
2000-2004 年	2000 年	50.5	51.9	2.21	7.88			不明显	
	2001 年	-14.4	-24.0	-11.6	-25.94	5.9%	19.4%		
	2002 年	-16.3	-18.9	-45.6	5.35	10.7%	-48.4%		
	2003 年	-9.9	-2.8	-32.7	34.78	6.2%	-50.0%		
	2004 年	-12.5	-16.8	74.1	25.03	6.3%	39.2%		
2005-2011 年	2005 年	6.3	-11.5	33.8	-6.24	37.5%	42.7%	开始出现	盈利驱动
	2006 年	171.0	103.9	98.8	45.48	3.2%	36.7%		盈利驱动
	2007 年	124.8	167.2	62.3	47.47	9.3%	10.1%		周期品主导
	2008 年	-58.7	-62.8	-12.2	-17.58	6.8%	6.5%		--
	2009 年	109.9	105.6	88.41	24.51	-22.1%	51.3%		盈利驱动，估值拖累，超额不明显
	2010 年	20.8	-6.8	29.8	36.92	34.6%	-5.2%		估值扩张
	2011 年	-10.4	-28.6	38.2	11.53	-2.1%	23.9%		盈利驱动
2012-2015 年	2012 年	-0.7	4.9	44.0	-0.13	-33.3%	44.2%	负	估值拖累
	2013 年	-7.4	6.3	-5.2	13.79	-11.8%	-16.7%		盈利拖累
	2014 年	16.0	44.9	-8.9	5.17	0.7%	-13.3%		盈利拖累
	2015 年	26.6	35.3	6.3	-0.92	8.6%	7.3%		盈利弱复苏，A 股风格转换
2016-2019 年	2016 年	7.4	-13.6	10.1	5.69	4.3%	4.2%	明显	盈利持续复苏，估值扩张
	2017 年	53.9	2.2	30.03	17.97	32.5%	10.2%		盈利得到确认，估值扩张明显
	2018 年	-21.95	-29.99	26.21	-2.31	0.3%	29.2%		盈利得到确认
	2019 年	72.87	32.17	13.09	5.64	15.2%	7.1%		估值扩张

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------