

白酒行业：白酒，估值底在哪里？

2021年03月10日

看好/维持

食品饮料

行业报告

近期白酒板块出现较大的回调，基本面并未发生大的变化，但是市场对于估值分歧较大，主要是美债利率走高、国内流动性紧缩的影响，在估值确定性被压制的趋势下，我们希望通过对标历史，去找到白酒估值的底部。

可观察的2017年。我们将2017年做为一个重要的观察年份，因为2017年是市场风格转换的重要一年，即市场风格从喜欢炒题材炒个股，开始对业绩稳定的各个板块龙头白马企业给予关注，权重股开始受到资金的青睐。业绩确定性的公司，被给予了更高的估值，被赋予了更多的确定性溢价。所以我们将2017年作为食品饮料估值重构的起点，将2017年白酒板块基本面和当时市场环境在目前的情况进行对比，去寻找本轮白酒板块回调的估值底部。

估值底在哪里。2017年白酒板块的整体估值达到35倍，整个板块的归母净利润增速为44.92%。对比2017年和当前白酒板块估值来看，由于利润增速较快，2017年白酒板块PEG整体小于1，当前PEG在1.5-2.5之间。但是当前白酒企业净利率水平和ROE水平比2017年都有较大的提升，企业盈利能力有较大的改善，在估值水平上，我们认为可以享受更高的PEG水平。即估值可以按照PEG1.5倍（中枢）水平+确定性溢价来确定白酒板块的估值。按照这个方法计算出来，我们认为白酒板块估值在30-40倍为合理估值水平，即板块整体有10%-30%的下跌空间。

盈利支撑和利率拐点是估值变化的拐点。本轮调整主要是受美债收益率走高、流动性紧缩预期带来的白酒板块估值的分歧，全球高估值资产都有所回落，所以判断在利率走高期内白酒估值依然会受到压制。但是在今年的市场环境下，有盈利支撑的板块会是市场接下来资产配置中的重要方向，所以我们认为本轮白酒估值拐点有两个观察点----美债利率拐点和白酒基本面景气上升的拐点。

看好白酒景气提升逻辑。从经济周期角度来看，在经济周期前期周期价格上涨后，消费是较好的配置板块，受益于轻度通胀，食品饮料利润往往有较好的表现，所以我们看好今年下半年白酒行业基本面景气提升带来的市场资金回归以及对估值的推动。

投资策略：重点推荐贵州茅台、五粮液、洋河股份

风险提示：疫情加重带来的经济增速下降、消费出现大幅下滑、公司管理不及预期等。

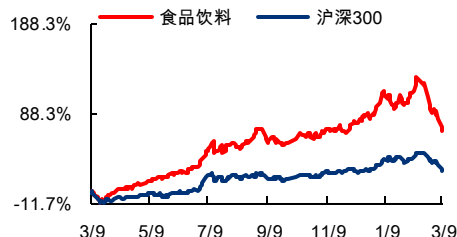
行业重点公司盈利预测与评级

	EPS(元)			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
贵州茅台	32.80	36.59	43.26	36.06	52.94	45.31	16.58	强烈推荐
五粮液	4.48	5.17	6.24	29.67	46.87	39.16	11.72	强烈推荐
洋河股份	4.90	4.98	5.62	22.56	47.57	29.66	6.49	强烈推荐

行业基本资料

行业基本资料		占比%
股票家数	110	2.62%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	65277.36	7.83%
流通市值(亿元)	61132.48	9.84%
行业平均市盈率	42.18	/
市场平均市盈率	22.13	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

研究助理：韦香怡

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

目 录

1. 从乐观预期到估值回归	4
1.1 未有反弹的开年回调	4
1.2 估值分歧	5
2. 估值底在哪里.....	5
2.1 可观察的 2017 年.....	5
2.2 基本面差异	7
2.3 市场环境和流动性预期	8
3. 估值拐点.....	10
3.1 通胀预期下的业绩景气向上	10
3.2 经济复苏，消费景气领先	11
3.2.1 工业品价格向下游传导	11
3.2.2 PMI 回升，白酒消费场景恢复	12
3.2.3 全球依然处于经济复苏初期，可选消费存在投资价值	12

插图目录

图 1： 板块涨跌幅.....	4
图 2： 板块涨跌幅.....	4
图 3： 白酒资金净买入（单位：亿元）	5
图 4： 美债收益率.....	5
图 5： 上证 50 跟创业板股指	6
图 6： 白马股 2017 年后开始受到资本重视.....	6
图 7： 茅台股价不断创新高.....	6
图 8：	6
图 9： 2017 年估值对比.....	7
图 10： 茅台批价不断增高	8
图 11： 市场环境对比.....	8
图 12： M2 增速.....	9
图 13： 白酒估值与市场流动性	9
图 14： 食品饮料收入和利润对 CPI 有很好追随性.....	10
图 15： CPI 预期平均值.....	11
图 16： CPI 与白酒利润增速.....	11
图 17： PPI 同比.....	11
图 18： 主要原材料购进价格与白酒净利润	12
图 19： PMI	12

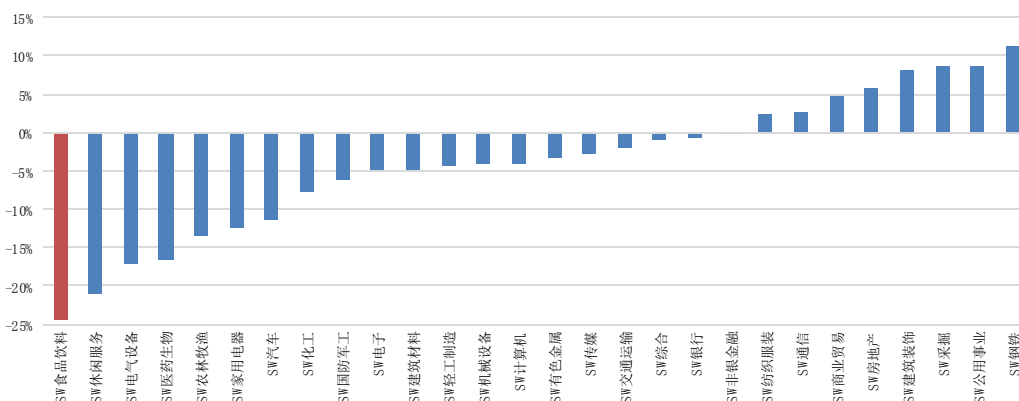
图 20: 美林投资时钟	12
图 21: M2 增速	13
图 22: GDP 增速	13
图 23: 美国新增非农就业人口	14
图 24: 美国分行业 PPI	14

1. 从乐观预期到估值回归

1.1 未有反弹的开年回调

2021 年春节成为白酒板块估值预期的分水岭，春节之前受终端备货影响以及 1 月份动销数据影响，市场对于白酒销售较为乐观，而春节之后受美债收益率抬升和市场对流动性担忧的影响，食品饮料板块股价大幅回调，特别是白酒板块，出现大幅杀估值的行情。自 2021 年 2 月 17 日以来，食品饮料板块呈现断崖式下跌，从绝对跌幅来看，食品饮料跌幅 24.43%，为 A 股跌幅最大的板块。

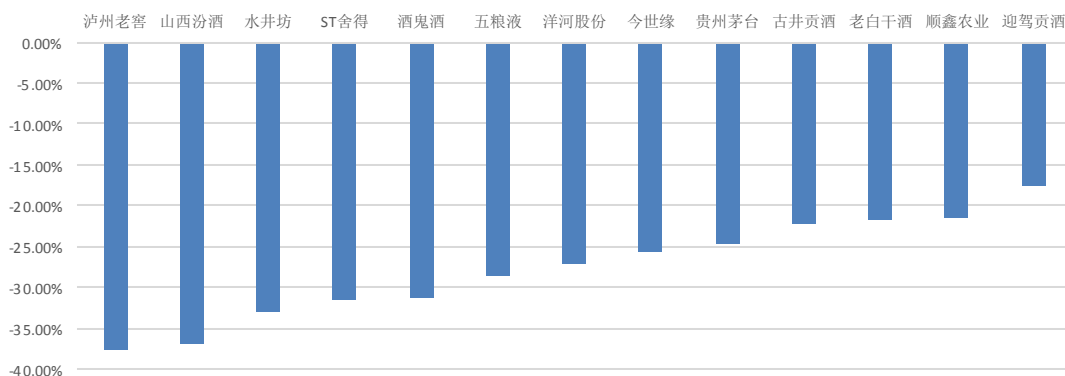
图1：板块涨跌幅



资料来源：wind，东兴证券研究所

其中白酒板块从 2 月 17 日以来累计跌幅 27.43%，泸州老窖、山西汾酒等公司领跌，跌幅超过 30%。个股几乎没有强有力的反弹。

图2：板块涨跌幅



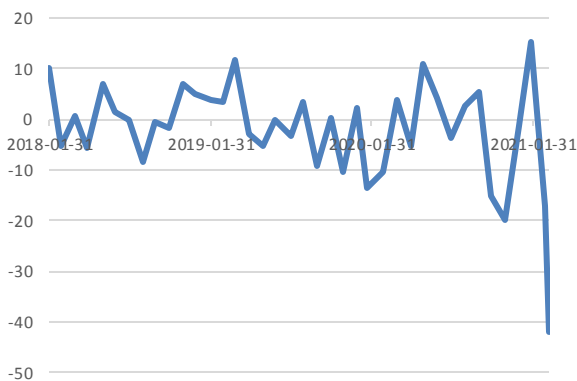
资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2 估值分歧

近期板块回调，我们认为有几个因素影响：1、节前白酒板块涨幅较大，节后部分获利盘回吐；2、周期板块吸引资金，部分资金卖出消费；3、近期美债利率上行，导致国外资金对估值偏好发生变化，对高估值资产的估值整体有压制；4、国内经济不断复苏，市场对未来国内货币政策有收紧预期，对流动性的担忧引发对高估值板块的配置策略变化。

我们认为板块整体回调主要是与市场行为相关，基本面变化不大，即此轮调整主要是受美债收益率走高、流动性紧缩预期带来的白酒板块估值的分歧，导致资金从白酒板块大规模流出。为市场对前期在宽松流动性下估值超前于基本面的修正，即食品饮料企业业绩增速与市场估值之差在逐渐收窄。

图3：白酒资金净买入（单位：亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：美债收益率



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 估值底在哪里

2.1 可观察的 2017 年

我们将 2017 年做为一个重要的观察年份，因为 2017 年是市场风格转换的重要一年，即市场风格从喜欢炒题材炒个股，开始对业绩稳定的各个板块龙头白马企业给予关注，权重股开始受到资金的青睐。从 2017 年开始，业绩确定性的公司和市场的龙头白马，被给予更高的估值，被赋予了更多的确定性溢价。食品饮料板块的估值重构也是从 2017 年开始，即 2017 年之后特别是 2019 年以来，白酒股价上涨在业绩上涨的基础上，更多的体现为估值的拔高。

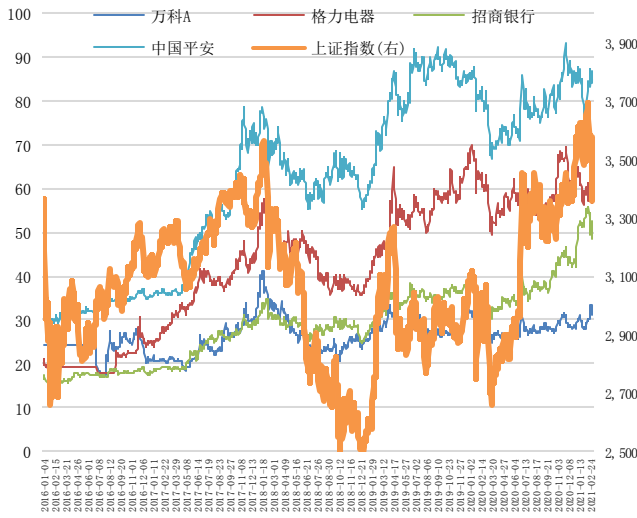
2017 年以来，能看到上证 50 指数明显走强于创业板指数，以行业龙头为代表的白马股更多的受到了资本市场的青睐。所以我们将 2017 年作为食品饮料估值重构的起点，也作为观察本轮食品饮料估值底部的重要观察点。我们将 2017 年白酒板块基本面和当时市场环境与目前的情况进行对比，去寻找本轮白酒板块回调的估值底部。

图5：上证50跟创业板股指



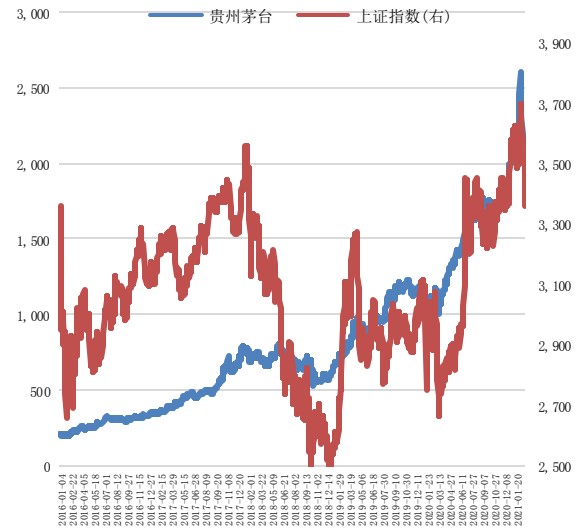
资料来源：wind，东兴证券研究所

图6：白马股 2017 年后开始受到资本重视



资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：茅台股价不断创新高



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2 基本面差异

2017年白酒板块的整体估值达到35倍，整个板块的归母净利润增速为44.92%，当年茅台归母净利润达到61.97%的高点。对比2017年和当前白酒板块估值来看，由于利润增速较快，2017年白酒板块PEG整体小于1，当前PEG在1.5-2.5之间。但是当前白酒企业净利率水平和ROE水平比2017年都有较大的提升，企业盈利能力有较大的改善，在估值水平上，我们认为可以享受更高的PEG水平。

图9：2017年估值对比

	2017年					2021年				
	PE	归母净利润同比(2017)	PEG	净利率	ROE	PE	归母净利润同比(2021市场一致预测)	PEG	净利率	ROE
SW白酒	35.17	44.92%	0.78	32.13%	24.03%	42.37	20.00%	2.12	34.70%	
贵州茅台	36.15	61.97%	0.58	49.82%	29.61%	45.31	18.24%	2.48	48.36%	28.79%
五粮液	35.06	42.58%	0.82	33.41%	18.14%	39.16	20.67%	1.89	36.23%	24.13%
泸州老窖	39.97	30.69%	1.30	25.03%	16.86%	40.33	21.87%	1.84	35.93%	26.64%
洋河股份	36.38	13.73%	2.65	33.23%	22.45%	29.66	13.29%	2.23	35.34%	19.29%
山西汾酒	51.53	56.02%	0.92	16.63%	18.03%	65.78	29.43%	2.24	21.84%	30.28%
今世缘	22.02	18.21%	1.21	30.33%	17.02%	29.42	25.33%	1.16	30.57%	20.03%
水井坊	71.66	49.24%	1.46	16.38%	21.23%	33.45	33.19%	1.01	23.83%	33.51%
酒鬼酒	55.87	62.18%	0.90	19.83%	8.78%	63.18	42.41%	1.49	25.98%	19.79%

资料来源：wind，东兴证券研究所*注：PE计算中E选取以当年利润为基数

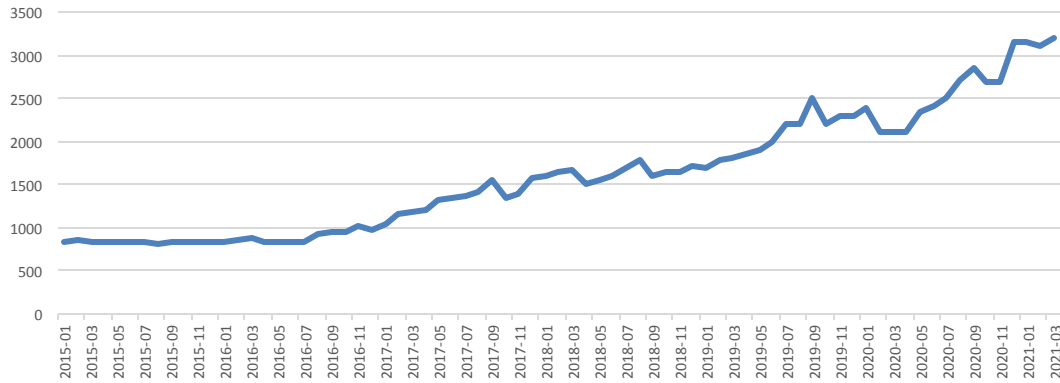
从基本面来看，2017年，白酒板块整体处于复苏阶段，逐渐摆脱了“三公消费”影响，白酒企业特别是高端白酒快速复苏，价格和销量并肩齐涨，经历了上一轮的去库存周期，企业对于渠道的库存也有较高的管理。市场对于白酒长期稳定的增长有较为一致的预期。

对比2021年，当前白酒板块整体景气度仍然在上行通道，且市场对于白酒行业的基本面预期也较为一致。今年春节期间消费有较好的恢复，从终端反馈信息来看，今年春节白酒动销整体好于往年，主流白酒公司春节销售同比均有较好的增幅，且由于受疫情影响，今年终端备货量较低，目前渠道库存在低库存水平上，显示经营较为良性，景气继续向上。

从基本面角度来比较，我们认为近几年白酒板块虽然很难达到2017年增速顶点，但是白酒行业的景气度仍然是向上的，且从一个较长时间看，白酒板块有持续性增长和盈利的能力这一点没有变化。从这个角度来看，当前对基本面的估值体系已经与2017年发生了很大变化，市场更愿意给稳定增长的企业以更高的估值。

所以我们认为从基本面角度来看，我们认为估值可以按照 PEG1.5 倍（中枢）水平+确定性溢价来确定白酒板块的估值。按照这个方法计算出来，我们认为白酒板块估值在 30-40 倍为合理估值水平，即板块整体有不到 10%-30%的下跌空间。

图10：茅台批价不断增高



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.3 市场环境和流动性预期

在锚定 2017 年估值之后，我们去进一步比对当前经济环境和市场环境与 2017 年的异同，去进一步探讨合理估值的底部在哪里。

2017 年上证指数 3307 点，市盈率(TTM)18.15 倍。2021 年 3 月 8 日上证指数 3421 点，市盈率(TTM) 15.8 倍。从绝对值来看，市场的整体估值水平比较相似。从活跃度来看，2017 年全年上证成交额为 1703 亿元，但是 2021 年 3 月 8 日以前上证成交额为 4538 亿元，成交量有较大的扩大。从新成立基金规模来看，当前市场资金流入量也较 2017 年有较大的改善。

图11：市场环境对比

		收盘价	成交量 (亿股)	成交额 (亿元)	年换手率	市盈率
2017/12/29	上证指数	3307.17	141.59	1703.57	144%	18.15
	深证成指	11040.45	139.77	1954.71	295.39%	36.21
	创业板指	1752.65	27.71	490.66	347.99%	49.15
	1 年期国债收益率	3.76%				
	10 年期国债收益率	3.89%				
	成立新基金数量	975 只				
	首募规模	7865.43 亿元				
2021/3/8	上证指数	3421.41	187.05	4538.59		15.8

深证成指	13863.81	403.29	5254.28		30.69
创业板指	2728.84	107.09	1864.42		61.48
1年期国债收益率	2.61%				
10年期国债收益率	3.27%				
成立新基金数量	228只				
首募规模	8205.07亿元				

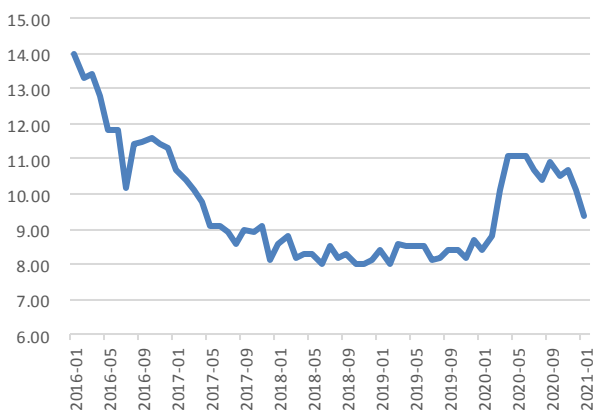
资料来源：wind，东兴证券研究所

与目前类似，2017年也是在放水后的市场环境，2016年M2增速达到11.3%，2017年全年M2增速达到8.2%。对比2020年M2增速是10.2%，2021年1月M2增速为9.4%。对比2017年，我们认为信贷未有失速下行，主要是市场预期带来的短期流动性紧张。（在近期国新办发布会上，银保监会主席郭树清表示2021年贷款利率将回升，这一表态印证经济复苏增强，引发市场对于后市流动性的担忧，并给高估值板块带来压制。）

2018年在流动性收紧的状态下，市场整体估值被压制，白酒板块估值也是回落的状态，但是由于业绩向上，白酒板块并未出现明显下跌的情况。

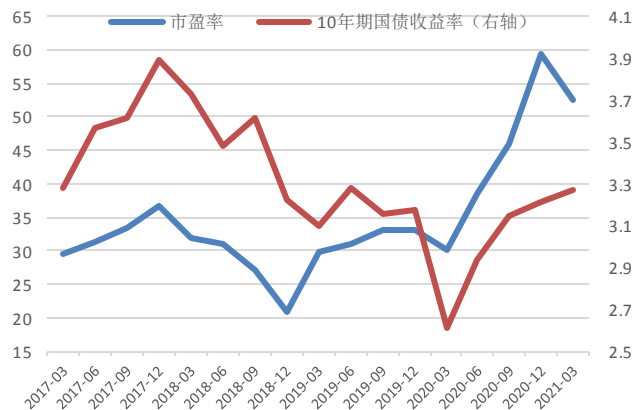
2019年和2020年，白酒结束了2016年以来的业绩快速恢复期，进入稳定增长期，但是这两年白酒估值却不断上行，反应了市场在流动性宽松的环境下，对估值预期和容忍度都较为乐观。随着今年市场对流动性预期调整，白酒板块估值会受到压制，直到白酒板块整体出现业绩超预期，基本面上行或能继续带来基本面推动的估值提升。

图12：M2增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图13：白酒估值与市场流动性



资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 估值拐点

本轮调整主要是受美债收益率走高、流动性紧缩预期带来的白酒板块估值的分歧，全球高估值资产都有所回落，所以判断在利率走高期内白酒估值依然会受到压制。但是在当前的市场环境下，有盈利支撑的板块会是市场接下来资产配置中的重要方向，所以我们认为本轮白酒估值拐点有两个观察点----美债利率拐点和白酒基本面景气上升的拐点。

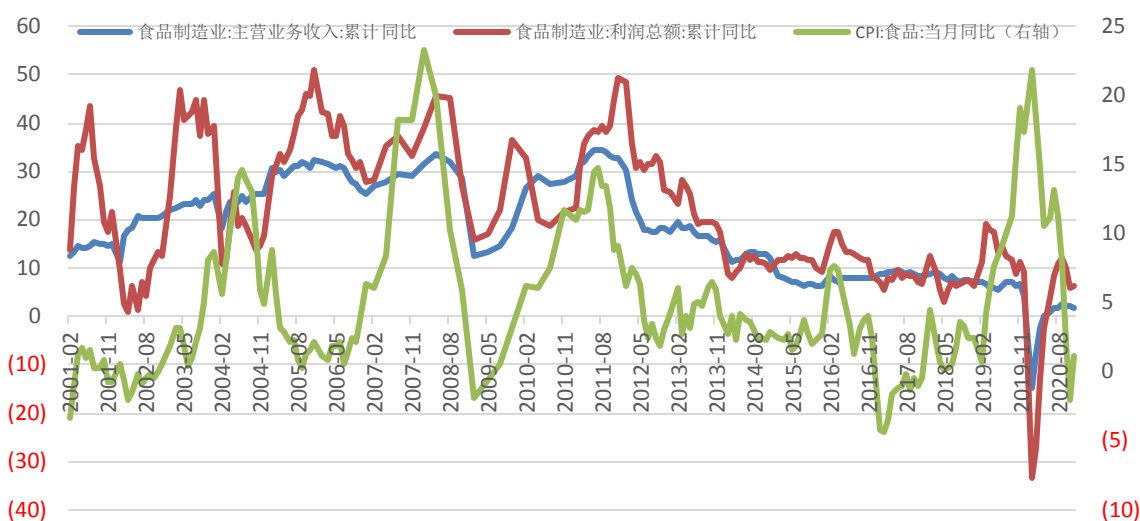
从经济周期角度来看，在经济周期恢复前期，周期价格上涨后，消费是较好的配置板块，受益于轻度通胀，食品饮料利润往往有较好的表现，所以我们看好今年下半年白酒行业基本面景气提升带来的市场资金回归以及对估值的推动。

我们看好食品饮料长期的增长逻辑，看好消费粘性所带来的业绩稳定增长的能力。从短期来看，我们认为下半年 CPI 有望上行，经济逐渐复苏带来消费繁荣，特别是在内循环经济下，消费反弹确定性较高，食品饮料企业业绩增速有望超预期。

3.1 通胀预期下的业绩景气向上

历史上看，食品制造业的成长性和宏观经济具有较高的相关性，特别是食品制造业的营收和利润跟当期物价有较强追随性，食品制造企业收入与食品价格走势基本一致，食品企业利润略滞后于物价变动。

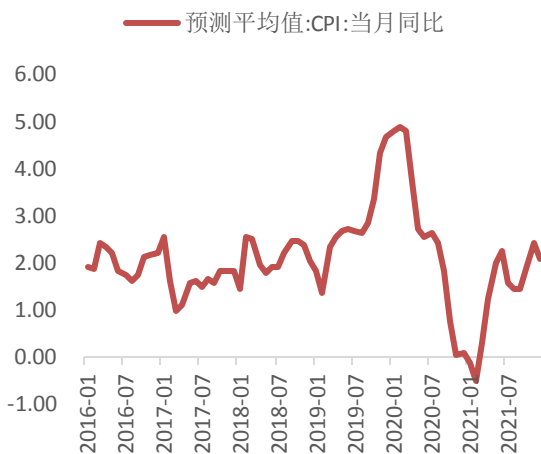
图14：食品饮料收入和利润对 CPI 有很好追随性



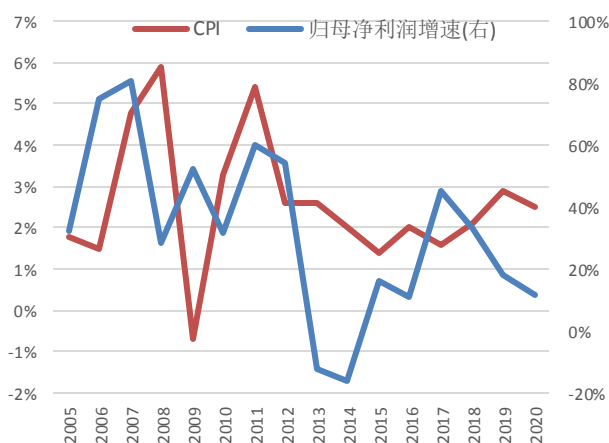
资料来源：wind，东兴证券研究所

由于去年一季度基数过高，今年一二月份 CPI 同比较低，但根据万得预测 CPI 数据，2 月份以后 CPI 会开始上升。今年政府工作报告指出，今年发展主要预期目标包括：国内生产总值增长 6%以上；居民消费

价格涨幅 3%左右。我们推测，以目前春节销售的情况来看，白酒需求向好，随着 CPI 的温和上升，白酒存在提价的基础，2021 年量价有望同时回升。

图15: CPI 预期平均值


资料来源: wind, 东兴证券研究所

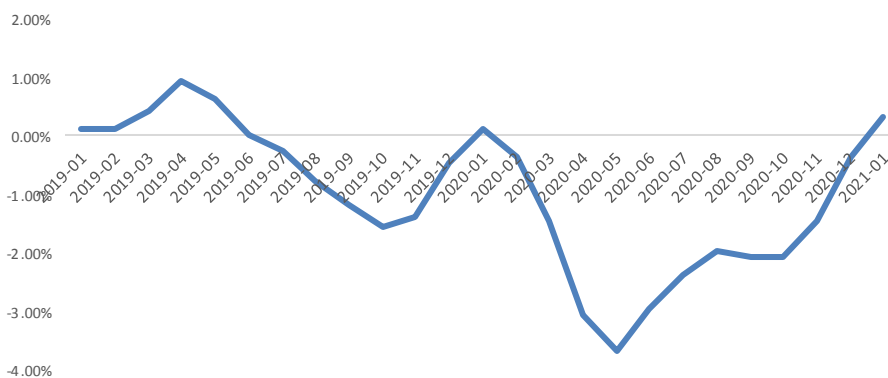
图16: CPI 与白酒利润增速


资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.2 经济复苏，消费景气领先

3.2.1 工业品价格向下游传导

与 CPI 变动相一致，从经济周期来看，消费一般会在经济后周期有较好的表现，特别是食品饮料。当前工业品价格较快反弹为经济上行周期的前期表现，近期大宗商品价格快速增长反映了这一趋势。随着工业品价格逐渐向下游传导，非猪肉类食品类价格有望追随增长，即在后经济增长周期，食品饮料企业利润有望改善。

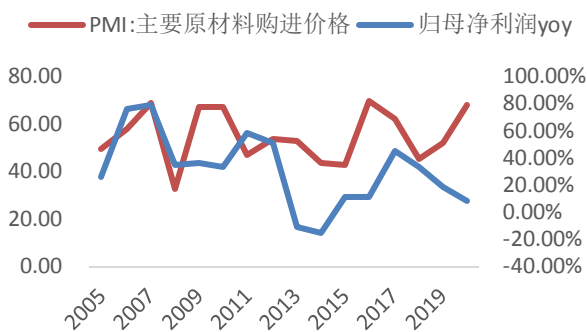
图17: PPI 同比


资料来源：wind，东兴证券研究所

3.2.2 PMI 回升，白酒消费场景恢复

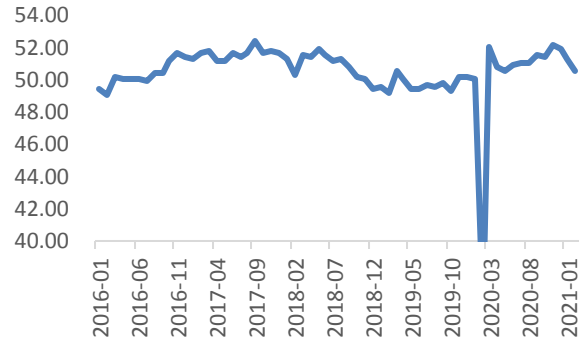
随着经济活动的恢复，PMI 会上升。与 CPI 相比，白酒净利润增速与 PMI 原材料购进价格的相关性更强。我们认为，在经济活跃，原材料价格上涨时商务宴请的需求上升，将推动白酒消费。去年下半年我国生产经济逐步复苏，我国 PMI 原材料购进价格从去年下半年开始企稳抬升，预计未来随着全球经济的回暖，我国 PMI 将进一步回升。2020 年因白酒需求受到疫情的抑制，白酒企业净利润增速被压制。根据市场主流宏观观点预期，2021 年经济从疫情影响下继续恢复。随着疫情的好转，以及经济继续复苏，食品饮料板块景气度也会进一步提升，特别是在通胀环境下，食品饮料基本面超预期有望带来新一轮的增长。

图 18：主要原材料购进价格与白酒净利润



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 19：PMI

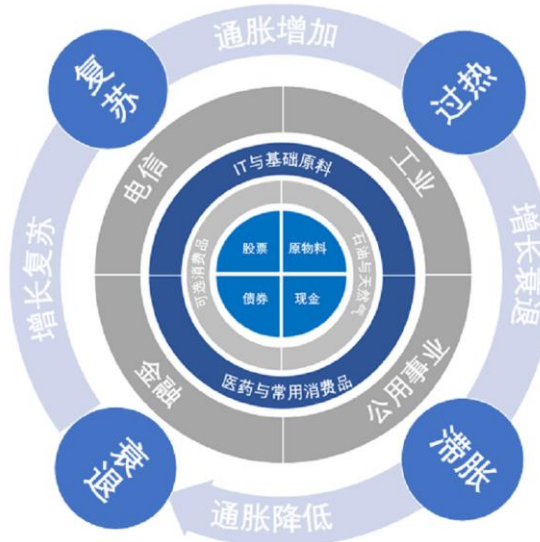


资料来源：wind，东兴证券研究所

3.2.3 全球依然处于经济复苏初期，可选消费存在投资价值

根据美林时钟，在经济复苏及通胀初期，可选消费股票能够获得较好的收益，这也是前一轮白酒估值上涨的原因之一。

图 20：美林投资时钟



资料来源：wind，东兴证券研究所

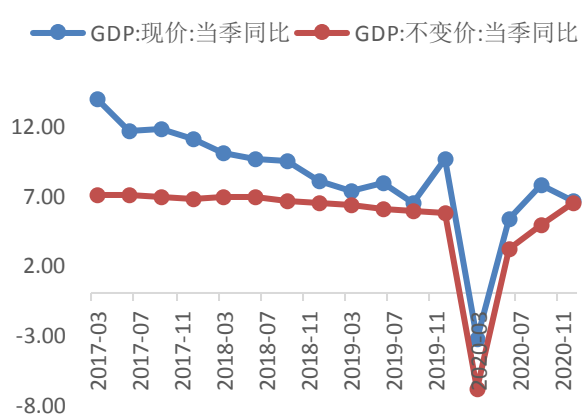
如今，我国经济依然处于疫情后的复苏阶段，虽然大宗商品价格有所上涨，但整体来看，PPI 依然处于从底部反弹的阶段。从目前的经济数据以及货币政策来看，我国仍不具备经济过热的基础。

图21：M2 增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

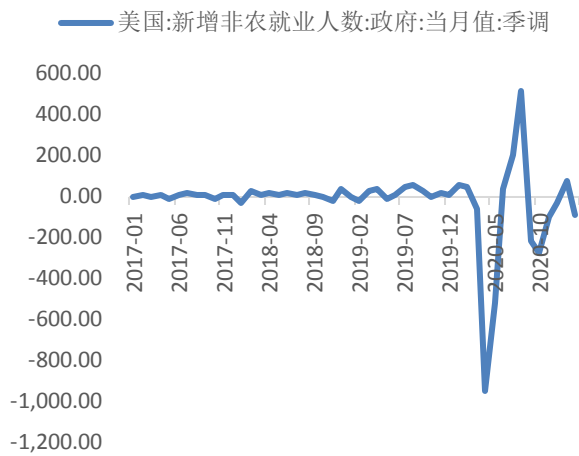
图22：GDP 增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

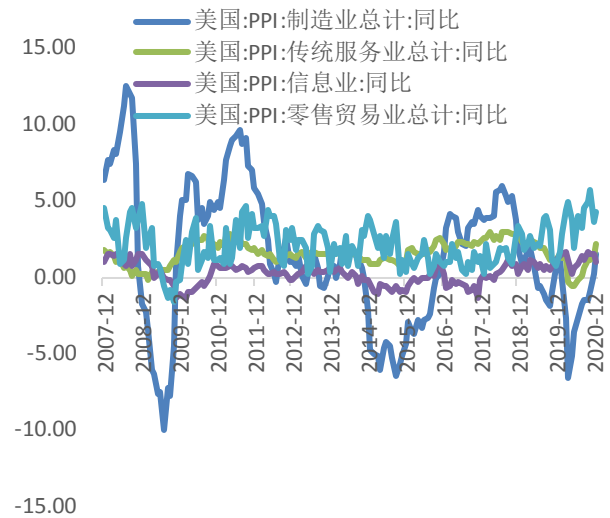
欧美由于疫情严重，复苏的速度滞后于我国。前期疫情导致停工停产，在经济恢复的初期，需求恢复快于生产恢复，短期供需极不平衡叠加货币超发引起全球大宗商品价格反弹。但从目前美国的经济数据来看，非农就业波动较大，2 月份回到负值，制造业 PPI 依然较低迷，经济依然处于复苏初期，从资产配置的角度来看，可选消费股票具备投资价值。

图23：美国新增非农就业人口



资料来源：wind，东兴证券研究所

图24：美国分行业 PPI



资料来源：wind，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

美国俄亥俄州立大学本科，普渡大学硕士，4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。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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