

白酒回调后重归优质资产

——食品饮料



投资摘要：

在当前流动性收紧、市场风格转换、顺周期和中小盘蓝筹渐受追捧的大背景下，市场对高估值资产比较谨慎，更加重视基本面增速和估值的平衡。

目前白酒板块呈现基本面向上、行情向下走势，市场担心整体市场景气度、市场风格转换等是否会导致后续进一步回调。我们尝试回顾白酒板块以往波动及估值情况，以构建对板块下一阶段行情的参考。

主要讨论了：1、白酒板块调整与基本面是否有关联；2、白酒行业基本面是否存在较大风险因素；3、白酒行业 21 年基本面走势研判；4、主要企业以往估值水平及同期业绩增速水平；5、未来增速预测及合理估值。

2017 年后市场出现第二次消费抱团，龙头白酒企业高业绩兑现能力受追捧。估值提升对超额收益的贡献度提高。除 02-03、2013 年行业大的调整年份低于市场以外，其余时间白酒板块均不同程度跑赢沪深 300 获得超额收益。业绩增长与估值提升共同贡献超额收益，2020 年 PE 抬升贡献占主要部分。

本轮调整的主要原因不在基本面，更多在于获利资金卖出离场、利率走高打压资产估值、经济复苏背景下市场资金分化转向、监管关注引导市场情绪。

行业仍处升级集中发展周期。白酒行业呈现弱周期的消费属性，历次回调中，12 年行业深度调整板块回撤幅度 60.4%、18 年库存消化期回撤 33.5%、20 年初回撤 16.6%。

拉长视角看白酒行业仍处升级大周期，21 年或走出类似 17 年的基本面特征。由 20Q2 起步的高端景气有望传导到次高端和中低档酒带动行业

- 2020 二季度后高端向次高端传导修复，类似于 2016 年特征。
 - 2020 年景气传导下业绩弹性未全面兑现。
 - 15-17 年处于复苏起步阶段酒企复合增速高。
 - 2017 年市场流动性高，给予高增长酒企较高市盈率。茅沪超过 38 倍、五粮液超过 36 倍、山西汾酒超过 57 倍、酒鬼酒 80 倍、水井坊 86 倍。
- 白酒估值体系转换，体现消费属性。**估值向高端消费品属性靠近。高端白酒茅台、五粮液已实现与全球高端消费品公司的估值对照。

当前市场风格下，资金更重视 PE 与业绩增长的匹配性。我们采用 PEG+确定性溢价的角度，参考 17-20 年的利润和估值，结合品牌后续增长确定性和弹性预测，尝试给出各主要酒企估值中枢。

本轮板块高点回撤幅度已达到 24.35%，大幅回调后估值接近底部、基本面支撑下具备性价比。茅台、五粮液、泸州老窖当前股价（3 月 19 日）对应 21 年 PE 回到 46、41、44 倍左右，今世缘、洋河股份在 28 倍，已回落到 30 倍以下，大部分酒企已接近历史 3-5 年估值中枢。PEG+确定性溢价视角下，高端及具弹性次高端白酒估值回落后买点重现。在今年经济复苏、基本面上行年份参考历史经验，白酒板块难以跑输。

投资策略：整体板块处于震荡筑底阶段，短期内行情仍将受资金行为影响。经历回调后股价支撑因素更多回到业绩长期驱动上。优先推荐盈利稳定和确定性强的白酒茅台、五粮液、泸州老窖，在市场企稳阶段可择优选择拥有高业绩弹性和估值性价比的次高端标的洋河股份、山西汾酒、酒鬼酒、今世缘、古井贡酒。

风险提示：流动性收紧风险、高端酒价格下滑打压行业、行业政策和监管风险

评级

中性（维持）

2021 年 03 月 19 日

曹旭特

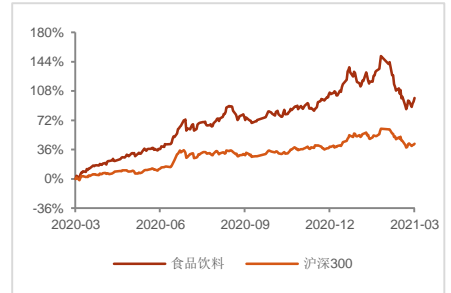
分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

行业基本资料

股票家数	58
行业平均市盈率	32.33
市场平均市盈率	13.57

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《食品饮料行业研究周报：酱酒延续快速崛起 白酒春节动销旺盛》2021-02-22
- 2、《食品饮料行业研究周报：舍得控制权易主 茅台汾酒预增引领板块预期兑现》2021-01-03
- 3、《食品饮料行业研究周报：中高端酒企目标规划积极 发展提质下景气延续》2020-12-28

内容目录

1. 白酒本轮调整不在基本面	4
1.1 市场风格转换后消费抱团.....	4
1.2 估值提升对超额收益的贡献度提高.....	5
1.3 白酒板块调整归因.....	7
2. 行业仍处升级集中发展周期	7
2.1 行业周期性弱化.....	7
2.2 拉长视角看白酒行业仍处升级大周期.....	8
2.3 21 年或走出类似 17 年的基本面特征.....	10
3. 估值回顾与预测	12
3.1 估值体现消费品属性.....	12
3.2 估值回顾与预测.....	13

图表目录

图 1: 2017 年上证 50 指数走势分化显示风格转换	4
图 2: A 股历次抱团行情	错误!未定义书签。
图 3: 行业 2020Q4 基金持仓金额占总市值比例排序	5
图 4: 各行业在市值占比 VS 在总基金持仓占比 (%)	5
图 5: 20 年以来 PE 抬升贡献超额收益主要部分	6
图 6: 近年 PE、EPS 共同贡献板块超额收益	6
图 7: 白酒相对沪深 300 估值溢价	6
图 8: 美债收益率进入上行通道	7
图 9: 中国国债收益率提高压制资产估值	7
图 10: 行业周期性因素影响指数变化	8
图 11: 20 年各酒种产量及同比增长	9
图 12: 20 年各酒种收入及利润增长情况	9
图 13: 白酒规上企业产量 (万千升)	错误!未定义书签。
图 14: 白酒销售收入和利润实现连续增长	错误!未定义书签。
图 15: 白酒当前仍处于 16 年以来持续结构升级的发展期 (营收, 单位: 亿元)	9
图 16: 当前 M2 水平和趋势与 2017 年类似	11
图 17: 16-17 年 PE 茅台五粮液超过 40, 老窖最高达 45	11
图 18: 16-17 年次高端增速亮眼获得更高估值	11
图 19: 贵州茅台过去 3-5 年估值中枢在 30-35	13
图 20: 五粮液过去 3-5 年估值中枢在 25-30	13
图 21: 泸州老窖过去 3-5 年估值中枢在 25-30	13
图 22: 洋河股份过去 3-5 年估值中枢在 20-25	13
图 23: 山西汾酒过去 3-5 年估值中枢在 40-45	13
图 24: 酒鬼酒过去 3-5 年估值中枢在 45-50	13
图 25: 申万白酒年度相对上证指数超额收益率	15
表 1: 白酒行业历次政策拐点	8
表 2: 2019 年白酒上市公司高档产品收入增速优于企业整体增速	10
表 3: 高端传导带动 17 年营收加速	11
表 4: 2017 年净利润增长提速	12

表 5: 估值回顾与预测	13
表 6: 回撤后已落入合理估值区间 (截止 3.18)	15

1. 白酒本轮调整不在基本面

在当前流动性收紧、市场风格转换、顺周期和中小盘蓝筹渐受追捧的大背景下，市场对高估值资产比较谨慎，更加重视基本面增速和估值的平衡。

目前白酒板块呈现基本面向上、行情向下走势，市场担心整体市场景气度、市场风格转换等是否会导致后续进一步回调。整体板块处于震荡筑底阶段，低点仍将受资金行为影响难以判断，我们尝试回顾白酒板块以往波动及估值情况，以构建对板块下一阶段行情的参考。

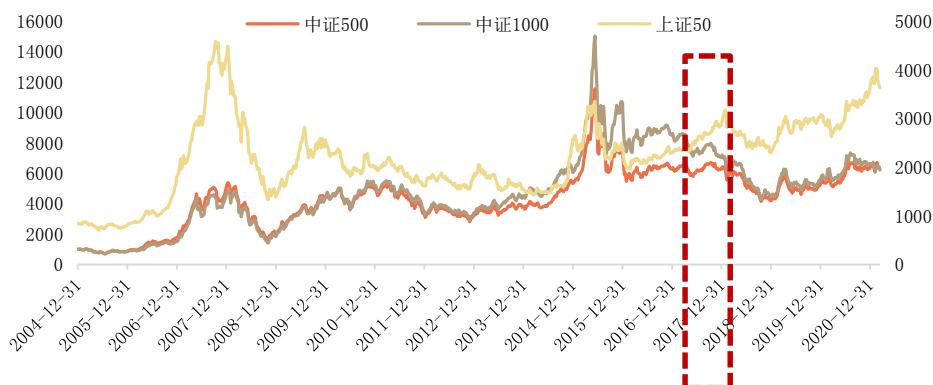
主要讨论了：

- 1、白酒板块调整与基本面是否有关联；
- 2、白酒行业基本面是否存在较大风险因素；
- 3、白酒行业 21 年基本面走势研判；
- 4、主要企业以往估值水平及同期业绩增速水平；
- 5、未来增速预测及合理估值。

1.1 市场风格转换后消费抱团

2017 年后市场风格转换到更多关注各板块业绩稳定的龙头企业。从 2017 年开始，上证 50 指数走势向上，中证 500、1000 向下直到 2018 年底。2017 年之后的 A 股市场出现第二次消费板块抱团，龙头白酒企业高业绩兑现能力受追捧。

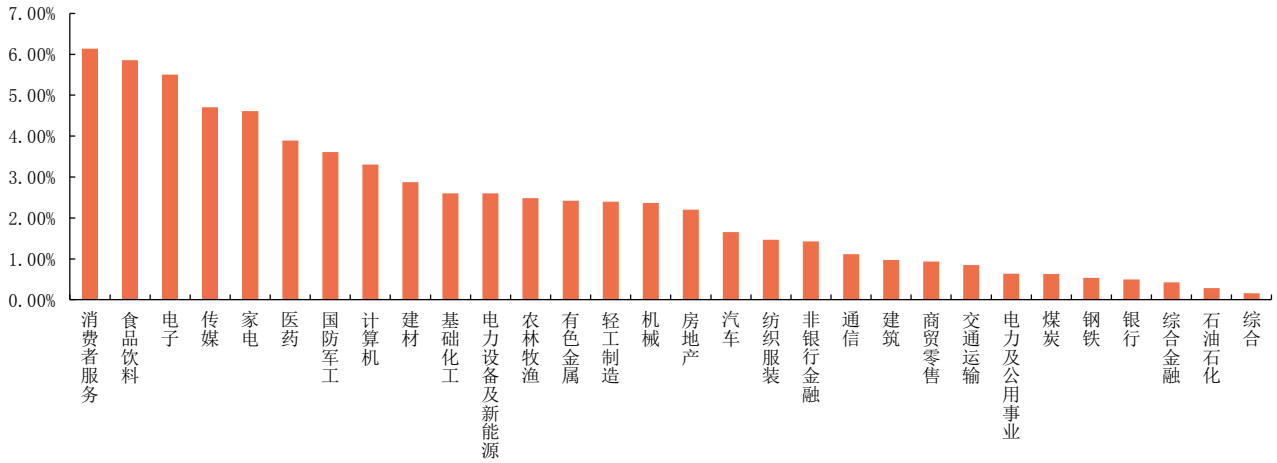
图1：2017 年上证 50 指数走势分化显示风格转换



资料来源：wind、申港证券研究所

食品饮料行业 2020 年底基金持仓金额占行业市值 5.86%，环比提高 0.02pct，占比在中信 30 个板块中位列第 2 位，处于上游水平。

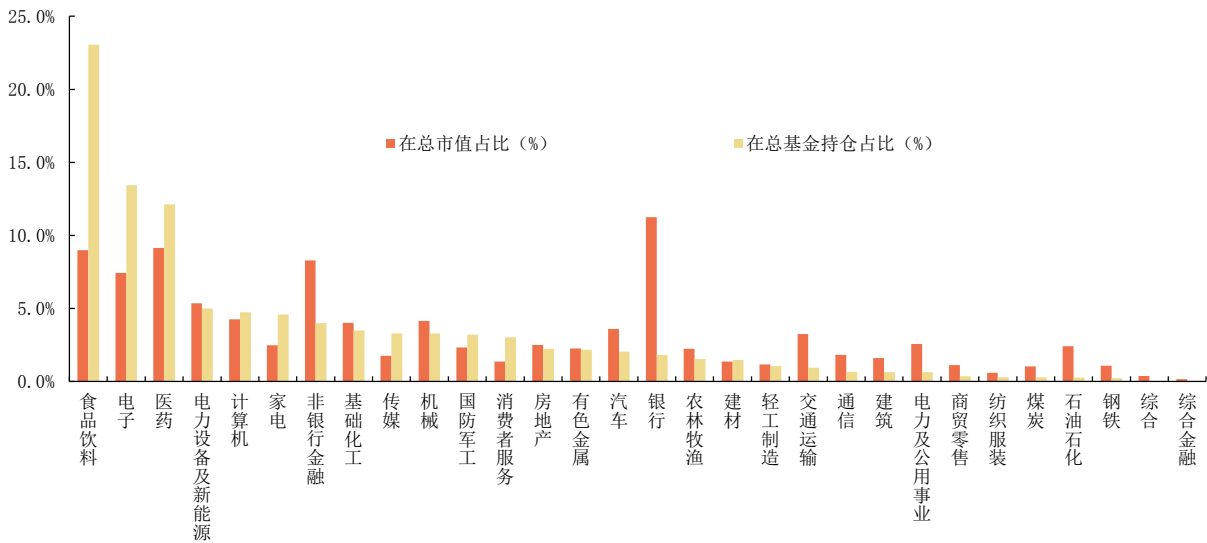
图2：行业 2020Q4 基金持仓金额占总市值比例排序



资料来源：Wind，申港证券研究所

从基金持股角度分析，在截止 2020 年底的 64.23 万亿 A 股总市值中，食品饮料行业占据 5.78 万亿市值，占比 9.0%。在同期基金总持仓 1.79 万亿中，食品饮料行业占据 4134.9 亿，占比 23.1%，整体处于高配水平。

图3：各行业在市值占比 VS 在总基金持仓占比 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

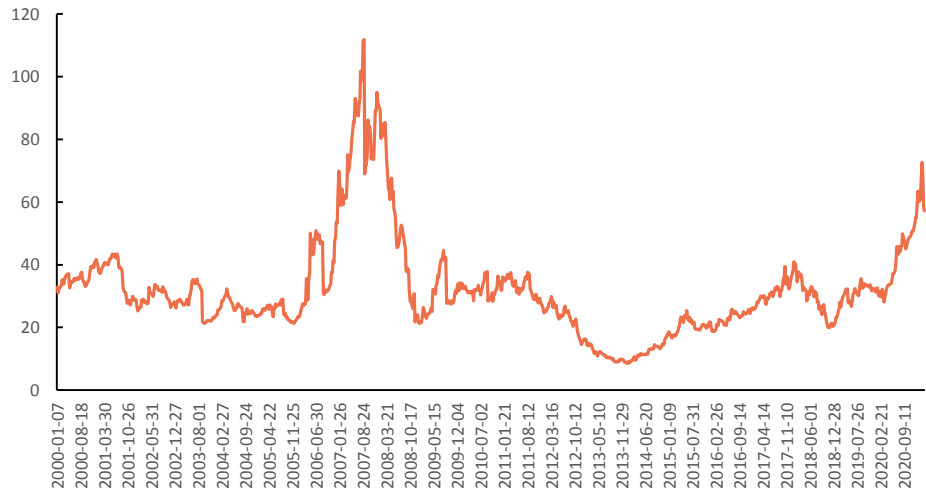
1.2 估值提升对超额收益的贡献度提高

除 02-03、2013 年行业大的调整年份低于市场以外，其余时间白酒板块均不同程度跑赢沪深 300 获得超额收益。分季度看，白酒板块 2004Q1-2005Q2 实现连续 6 个季度、2011Q2-2012Q3 连续 6 个季度、2015Q2-2016Q2 连续 4 个季度以及 2016Q4-2017Q4 连续四个季度跑赢沪深 300 获得超额收益，2020 年超额收益 Q2 达 24.0%、Q4 达 20.4%，达近年来高峰。

食品饮料相对沪深 300 的估值溢价率在 2020 年 12 月达到历史高位。

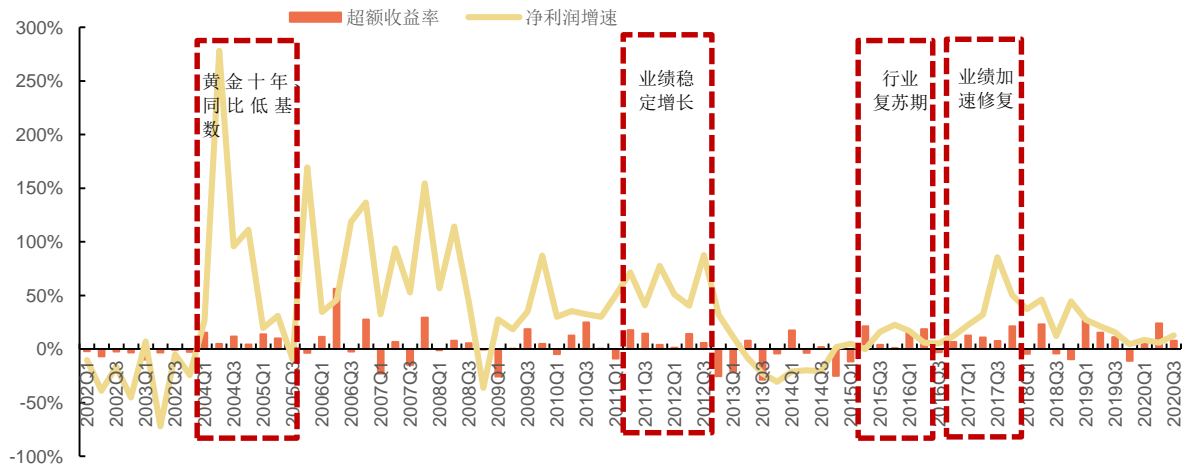
业绩增长与估值提升共同贡献超额收益，进入 2020 年流动性充裕、资金避险、高端业绩持续增带动白酒板块 PE 抬升显著，该阶段超额收益 PE 抬升贡献占主要部分。

图4：20 年以来 PE 抬升贡献超额收益主要部分



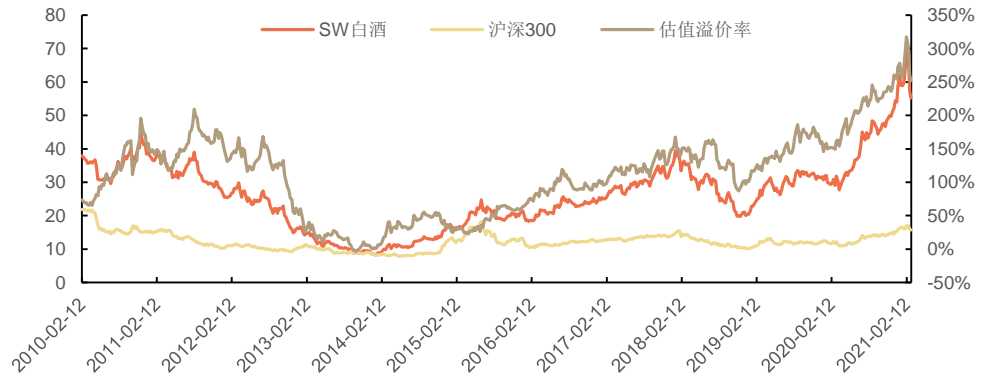
资料来源：wind、申港证券研究所

图5：近年 PE、EPS 共同贡献板块超额收益



资料来源：wind、申港证券研究所

图6：白酒相对沪深 300 估值溢价



资料来源: wind、申港证券研究所

1.3 白酒板块调整归因

我们认为本轮调整的主要原因不在基本面，更多在于资金进出、市场情绪、宏观环境等因素。具体如下：

- 1、去年四季度以来白酒股上涨过快，获利资金卖出离场。
- 2、美债利率上升影响利率预期，十年期国债利率走高打压资产估值。
- 3、全球经济复苏背景下市场资金追捧顺周期板块个股、估值较低的超跌绩优股等。
- 4、监管层担心白酒被过度炒作，交易所予以监管关注引导市场情绪。

图7：美债收益率进入上行通道



资料来源: wind、申港证券研究所

图8：中国国债收益率提高压制资产估值



资料来源: wind、申港证券研究所

2. 行业仍处升级集中发展周期

2.1 行业周期性弱化

白酒行业周期性弱化，基本面不支持大幅回撤。白酒行业以往呈现的周期性主要由宏观经济的波动（08年金融危机、18年经济下行）、政策转向（02年消费税、12年三公消费限制）、行业自身经营周期（12年塑化剂事件、18年渠道库存问题集中

凸显)等带来。随着2012年后行业消费结构调整到以商务及民间消费为主、酒企近年普遍采用配额制理性管控渠道库存等周期因素消除,行业需求与基建投资等外部经济因素的关系弱化,白酒行业呈现弱周期的消费属性。

回顾白酒历次回调,12年三公消费限制政策出台、叠加酒鬼酒塑化剂事件,行业进入深度调整,业绩及估值下行,板块回撤幅度60.4%;18年Q2GDP增速放缓、需求不足,行业库存高企进入消化期,酒企业绩增速放缓,回撤33.5%;20年新冠疫情爆发引发担心指数回撤16.6%,行业周期性减弱消费刚性凸显,高端白酒率先复苏引领板块景气度持续提升。

表1:白酒行业历次政策拐点

时间	轮次	行业状态
1989年	第一次拐点	1989年国家出台政策限制公款宴请及白酒消费,提价过高的企业遭受冲击
1998年	第二次拐点	宏观上的亚洲金融危机背景。同时,山西朔州出现假酒案,白酒行业遭遇信任危机
2002年	第三次拐点	2001年开始我国对酒类消费税政策进行了调整,由以前的从价定率调整为从量定额和从价定率相结合的征税方式。部分白酒企业受此影响,业绩出现下滑
2013年	第四次拐点	“八项规定”的出台导致白酒行业政务需求大幅锐减。同时,行业内爆发塑化剂事件,酒企受损严重

资料来源:公开资料整理、申港证券研究所

图9:行业周期性因素影响指数变化



资料来源:wind、申港证券研究所

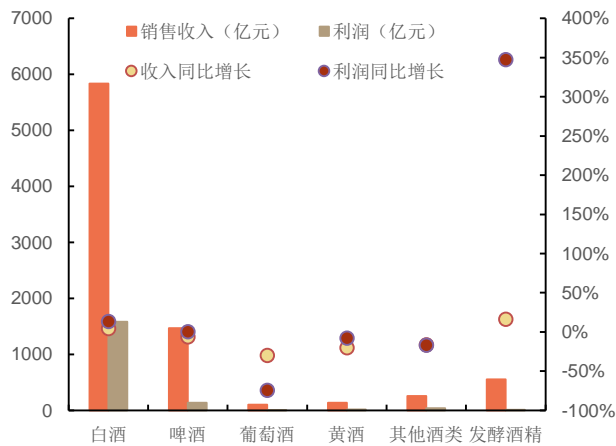
2.2 拉长视角看白酒行业仍处升级大周期

白酒产销优于其他酒种、延续两升两降趋势。中国酒业协会2020年度酒业经济数据显示,全国规模以上白酒企业产量740.73万千升,同比下降2.46%;其他酒种

啤酒、葡萄酒产量分别下降 7.04%、6%。白酒销售收入 5836.39 亿元，同比增长 4.61%；啤酒、葡萄酒、黄酒分别下降 6.12%、29.82%、20.18%。创造利润 1585.41 亿元，同比增长 13.35%，显著好于啤酒的同比增长 0.47%，葡萄酒的同比下降 74.48%，黄酒的同比下降 7.86%。

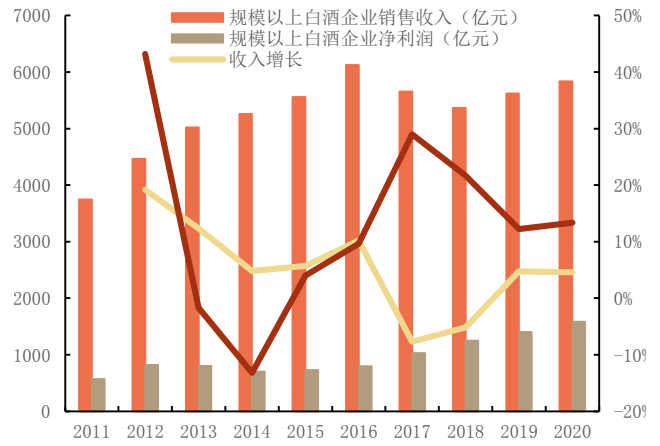
白酒延续两升两降趋势，即规上企业数量、酿酒产量延续减少，销售收入与利润连续增长。

图10：20 年各酒种收入及利润增长情况



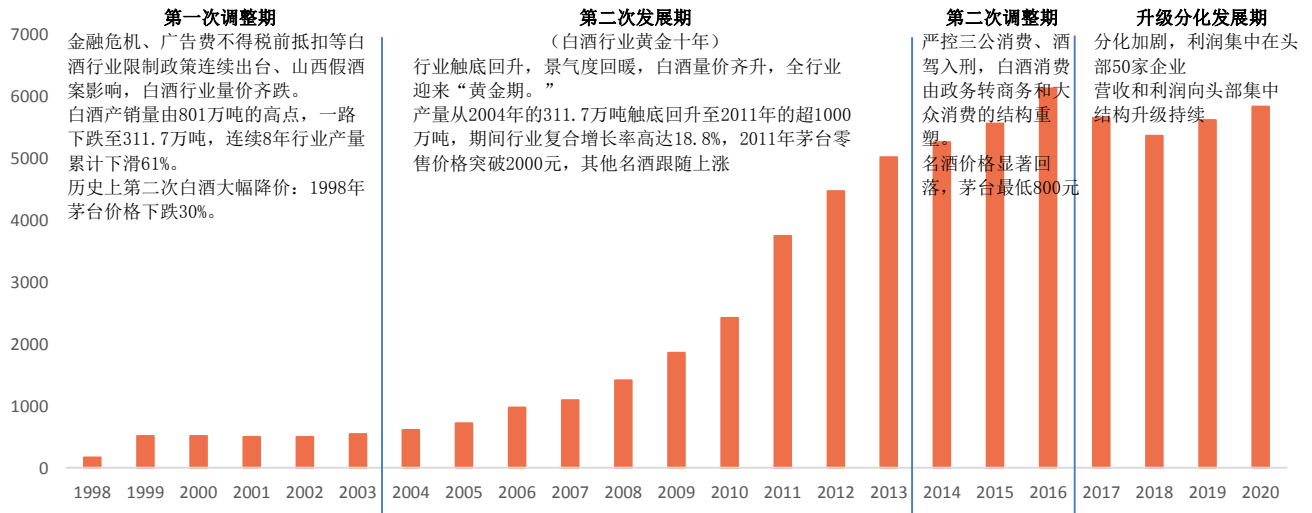
资料来源：中国酒业协会、申港证券研究所

图11：白酒销售收入和利润实现连续增长



资料来源：中国酒业协会、申港证券研究所

图12：白酒当前仍处于 16 年以来持续结构升级的发展期（营收，单位：亿元）



资料来源：wind、申港证券研究所

消费升级和酒企挺价带动下，价格提升和结构走高仍将驱动白酒行业收入和利润超过产量增长。15 年白酒复苏至今，酒企产品结构不断升级是行业成长的主要驱动力，结构升级在茅台五粮液价格锚的带动下，3-5 年确定仍较强，在 19 年上市公司中高档产品增速快于整体增速。

白酒的周期性弱化，行业分化集中、结构升级趋势延续，优势上市龙头企业仍将表现出较好的营收增长空间和业绩稳定性。

表2：2019年白酒上市公司高档产品收入增速优于企业整体增速

	高档产品对应营收	高档产品毛利率	高档产品收入增长	企业增长率
贵州茅台	758	93.78%	15.75%	16.01%
五粮液	396.71	84.59%	34.41%	25.2%
泸州老窖	85.96	92.81%	34.78%	21.15%
口子窖	44.23	76.27%	8.94%	9.44%
水井坊	34.07	83.78%	24.99%	25.53%
今世缘	27.16	83.31%	47.20%	30.35%
伊力特	16.11	61.24%	22.97%	8.33%
金徽酒	6.72	67.88%	26.42%	11.76%
酒鬼酒	3.31	89.89%	35.42%	27.38%

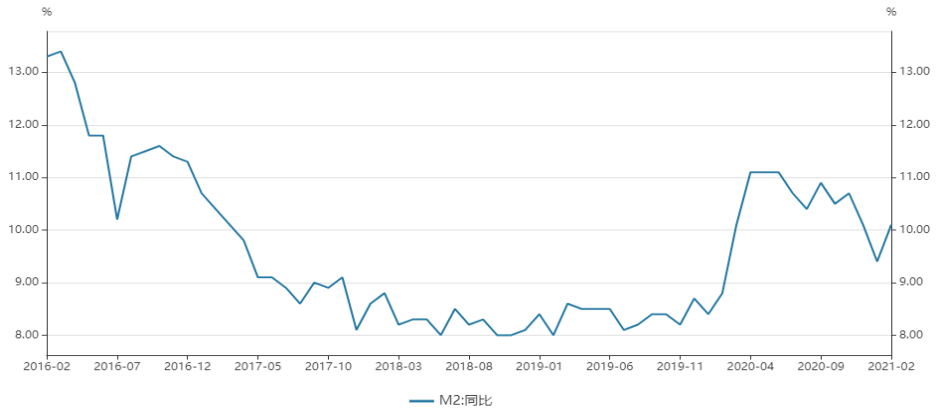
资料来源：公司公告、申港证券研究所

2.3 21年或走出类似17年的基本面特征

21年春节旺季高端动销旺盛、价格稳定增长、渠道库存处于低位，次高端超预期，中低档酒加速复苏。21Q1基本面强劲，由20Q2起步的高端景气有望传导到次高端和中低档酒带动行业，预计21年需求和价格增长由高端传导，可呈现类似2017年的基本面特征。

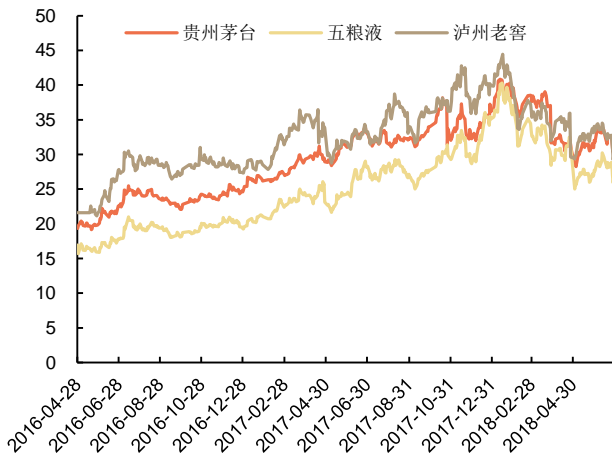
- ◆ **2020 二季度后高端向次高端传导修复，类似于2016年特征。**彼时，2016年高端酒由茅台春节旺销带动开始起步，2017年带动次高端白酒价格和需求的上升，2018年区域性白酒及部分地方性名酒业绩上升。
- ◆ **2020年景气传导下业绩弹性未全面兑现。**20年在茅台、五粮液批价不断提升带动下，行业在旺季前的提价并未完全得以兑现。21年在同期低基数情况下，次高端优势企业预计业绩弹性较高，出现2017年全年的高弹性。
- ◆ **15-17年处于复苏起步阶段酒企复合增速高。**15-17年净利润复合增速茅台32.13%、五粮液26.16%、泸州老窖31.78%、山西汾酒34.61%、酒鬼酒40.62%、水井坊95.11%。
- ◆ **2017年市场流动性高，给予高增长酒企较高市盈率。**2017年M2水平与目前相当，2017Q4白酒企业估值达到年度高点，高端茅台、泸州老窖PE高点超过38倍，中枢位于30-35；五粮液超过36倍，中枢位于25-30；山西汾酒超过57倍，中枢位于45-50；酒鬼酒80倍，中枢位于60-65；水井坊86倍估值，中枢位于70-75。

图13: 当前 M2 水平和趋势与 2017 年类似



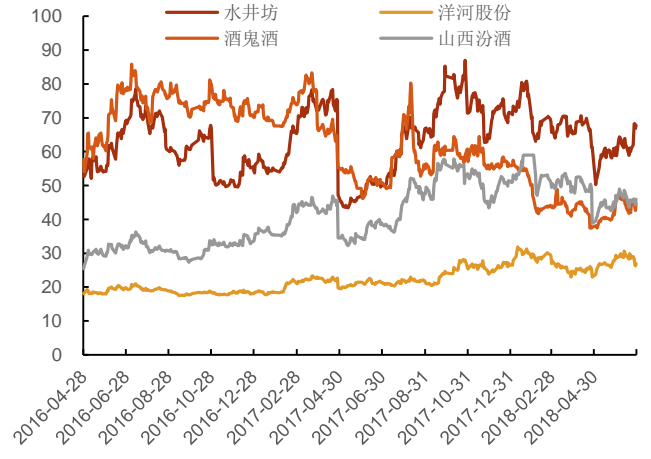
资料来源: wind、申港证券研究所

图14: 16-17 年 PE 茅台五粮液超过 40, 老窖最高达 45



资料来源: wind、申港证券研究所

图15: 16-17 年次高端增速亮眼获得更高估值



资料来源: wind、申港证券研究所

表3: 高端传导带动 17 年营收加速

营收增速 (%)	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016 全年	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017 全年	增速涨幅
贵州茅台	16.9	13.1	14.8	28.6	20.1	33.2	33.0	115.9	28.9	52.1	32.01
五粮液	31.0	-1.1	13.5	4.8	13.3	15.1	23.3	43.0	19.9	23.0	9.67
泸州老窖	16.0	15.0	22.3	28.4	20.3	20.3	18.4	32.5	15.0	20.5	0.15
洋河股份	9.3	1.2	9.4	5.2	7.0	10.9	17.6	19.5	20.8	15.9	8.87
山西汾酒	2.4	17.6	17.8	-4.6	6.7	48.3	30.2	46.8	17.6	37.1	30.37
古井贡酒	10.6	14.9	12.2	22.0	14.5	17.9	24.6	14.6	7.5	15.8	1.27
酒鬼酒	3.7	-14.8	12.3	32.0	8.9	8.6	52.5	26.3	48.1	34.1	25.21
今世缘	7.7	5.0	11.2	-3.7	5.3	20.7	11.7	12.9	13.2	15.4	10.10
水井坊	13.9	53.6	31.2	61.8	37.6	32.8	129.7	108.9	51.1	74.1	36.52
ST 舍得	35.4	13.2	69.2	6.5	26.4	0.04	28.0	14.0	9.1	12.1	-14.32
迎驾贡酒	3.2	-8.1	2.0	15.0	3.8	4.4	1.6	-1.0	6.1	3.3	-0.52
口子窖	20.3	4.3	5.9	5.3	9.5	16.3	19.9	13.7	79.2	27.3	17.77
老白干酒	10.4	21.3	1.2	-4.0	4.4	2.7	12.6	1.6	3.0	4.0	-0.43
伊力特	6.3	-3.4	4.4	5.7	3.4	8.7	-7.7	24.5	25.1	13.3	9.96
金种子酒	-8.6	-17.3	-30.2	-14.6	-16.9	-27.1	-20.3	-7.5	15.6	-10.1	6.75

营收增速 (%)	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016 全年	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017 全年	增速涨幅
金徽酒	23.8	3.1	4.9	-2.6	8.0	3.9	12.5	-12.2	11.5	4.3	-3.68
青青稞酒	-5.5	18.2	-0.1	21.1	5.4	-11.7	1.8	-12.6	-6.0	-8.3	-13.66
顺鑫农业	12.3	4.9	40.6	14.8	16.2	5.8	2.7	-8.4	19.3	4.8	-11.39
皇台酒业	66.2	238.8	187.7	-37.6	70.1	-67.8	-13.4	-97.0	-76.2	-73.2	-143.37

资料来源: wind、申港证券研究所

表4: 2017 年净利润增长提速

净利润增速 (%)	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017	2017 增速涨幅
贵州茅台	12.0	11.1	3.6	4.3	7.8	25.2	31.0	138.4	66.8	62.0	54.13
五粮液	31.9	-10.3	-7.0	7.0	9.9	23.8	40.1	64.1	60.9	42.6	32.73
泸州老窖	10.0	7.8	30.7	184.4	30.9	34.5	30.6	34.1	22.8	30.7	-0.20
洋河股份	10.3	1.1	10.9	9.3	8.6	11.7	20.4	18.2	5.8	13.7	5.12
山西汾酒	36.9	0.2	7.5	-0.9	16.2	58.7	108.6	121.0	-10.0	56.0	39.78
古井贡酒	13.6	12.0	26.0	15.0	15.9	18.5	62.1	64.2	42.1	38.5	22.53
酒鬼酒	48.5	-48.8	24.4	56.3	22.6	31.0	336.4	25.6	38.6	62.2	39.58
今世缘	10.6	17.4	6.9	-1.2	10.1	25.7	17.6	9.5	7.8	18.2	8.15
水井坊	62.7	521.6	181.3	340.7	155.5	17.7	74.4	122.3	21.7	49.2	-106.28
ST 舍得	178.6	363.1	1,231.8	699.3	1,025.1	235.5	95.4	4.8	89.4	79.0	-946.09
迎驾贡酒	23.6	1.7	30.5	49.5	28.8	12.9	-45.3	-31.3	14.1	-2.4	-31.17
口子窖	54.4	39.3	15.1	6.8	29.4	20.8	48.2	22.0	199.2	42.1	12.73
老白干酒	40.3	-40.5	47.1	56.4	47.7	35.3	205.3	18.5	68.7	47.5	-0.18
伊力特	21.4	-16.8	-3.5	-13.7	-1.8	26.8	0.9	1.4	113.1	27.7	29.47
金种子酒	24.6	-236.5	-119.9	-49.3	-67.3	-77.0	92.7	86.4	-54.1	-51.9	15.44
金徽酒	32.8	174.1	16.3	26.3	33.8	23.0	27.9	-24.1	24.0	14.0	-19.80
顺鑫农业	-8.7	0.0	-60.2	87.7	9.6	7.2	2.3	71.2	0.2	6.3	-3.39
皇台酒业	-31.3	-133.1	-1,233.0	-2,188.4	-2,421.6	-257.1	-174.4	85.7	-177.1	6.5	12,428.07

资料来源: wind、申港证券研究所

3. 估值回顾与预测

3.1 估值体现消费品属性

估值向高端消费品属性靠近。行业集中度和大企业经营能力提高,业绩稳定性和抗风险能力在疫情等环境下得到检验。目前白酒估值已摆脱重视短期业绩增速的周期属性、更多靠近贡献稳定现金流的消费品属性,市场给予平稳增长白酒更高的估值水平。

在 A 股外资带动下,高端白酒茅台、五粮液已实现与全球高端消费品公司的估值对照。爱马仕(近三年 CAGR14.1%)、LVMH(近三年 CAGR 24.5%)、开云集团(近三年 CAGR 44.8%)等奢侈品集团估值中枢在 40 倍,同为烈酒公司的帝亚吉欧、保乐力加业绩增速 10%以内、波动性大于国内白酒,估值中枢在 30 倍左右。

3.2 估值回调接近合理

当前市场风格下，资金更重视 PE 与业绩增长的匹配性。我们采用 PEG+确定性溢价的角度，参考 17-20 年的利润 CAGR 水平和过去 3-5 年的估值中枢，结合品牌后续增长确定性和弹性预测，尝试给出估值中枢。

图16：贵州茅台过去 3-5 年估值中枢在 30-35



资料来源：wind、申港证券研究所

图17：五粮液过去 3-5 年估值中枢在 25-30



资料来源：wind、申港证券研究所

图18：泸州老窖过去 3-5 年估值中枢在 25-30



资料来源：wind、申港证券研究所

图19：洋河股份过去 3-5 年估值中枢在 20-25



资料来源：wind、申港证券研究所

图20：山西汾酒过去 3-5 年估值中枢在 40-45



资料来源：wind、申港证券研究所

图21：酒鬼酒过去 3-5 年估值中枢在 45-50



资料来源：wind、申港证券研究所

表5：估值回顾与预测

过去 3-5 年估值中枢	过去 3 年净利润 CAGR	21-23 年营收增速假设	21-23 年合理估值中枢
--------------	----------------	---------------	---------------

	过去 3-5 年估值中枢	过去 3 年净利润 CAGR	21-23 年营收增速假设	21-23 年合理估值中枢
茅台	30-35	19%	17%	40-45
五粮液	25-30	27%	20%	40-45
泸州老窖	25-30	31%	22%	40
洋河股份	20-25	4%	14%	30-35
山西汾酒	40-45	49%	27%	50
酒鬼酒	45-50	39%	40%	50

资料来源：wind、申港证券研究所

贵州茅台：系列酒提价 10-20%、生肖等非标产品不同程度提价后进一步拉高公司盈利水平，茅台酒带动系列酒加速增长，渠道改革稳步推进，扩大直销化增厚利润。茅台集团十四五规划预计营收达到 2000 亿元以上，上市公司预计贡献 1700-1800 亿元。预计公司 21-23 年收入和利润 CAGR 分别为 13%、17%。产能有序提升、业绩确定性最强，对标国际奢侈品公司估值中枢 40-45X。

五粮液：配额制控制分销渠道计划和加大团购投放比例继续支撑批价上移，年后批价稳定至 980 元，迈过千元大关可期。小五粮和经典五粮液持续贡献增量，聚焦高低市场，改革红利持续释放。茅台需求转移和价格天花板提升五粮液发展空间，预计未来 3 年收入、净利润 CAGR 为 15%、20%，合理估值中枢在 40-45X。

泸州老窖：国窖品牌势能带动下高增持续、特曲提价在次高端地位提升，与五粮液竞合发展，渠道深度地产化走出高端阵营差异化发展道路。结合十四五规划，预计未来 3 年收入、净利润 CAGR 为 18%、22%。业绩确定性低于五粮液，合理估值水平应在稍低水平 40 倍。

洋河股份：公司调整措施正确彻底，梦系列新品培育基本成功，渠道和产品正循环建立、经营形势向好。预计未来 3 年营收、净利润 CAGR 为 12%、14%。公司次高端第一大企业、本轮调整后增速有望加快，公司合理估值中枢 30-35 倍。

山西汾酒：青花高端化谋求千元带发力、渠道全国化铺货和渗透率提升仍有较大空间。参考汾酒十四五规划，预计未来 3 年收入、净利润 CAGR 分别为 22%、27%。省内竞争稳定、省外市场高增仍将持续贡献未来优秀业绩，公司未来增长弹性和持续性领先白酒行业公司，给与适当估值溢价，合理估值中枢在 50 倍。

酒鬼酒：内参稳价增量致力于打造中国四大高端白酒品牌之一，产品端聚焦三大单品，次高端以上占比持续提高。湖南基本盘稳定支持全国扩张，省外空间较大。渠道力提升，2021 年实现全面布局空白市场。结合十四五规划，预计未来 3 年营收 CAGR 为 25%、净利润增速 35%，公司合理估值中枢 50 倍。

大幅回调后估值接近底部、基本面支撑下具备性价比。本轮板块高点回撤幅度已达到 24.35%，相对沪深 300 的估值溢价已回落至 2020 年 12 月初水平。茅台、五粮液、泸州老窖当前股价（3 月 19 日）对应 21 年 PE 回到 46、41、44 倍，今世缘、洋河股份在 28 倍、已回落到 30 倍以下，大部分酒企已开始接近历史 3-5 年估值中枢。

茅台充当白酒板块估值的锚，下行空间有限。对比 2017 年估值水平，当前名优酒

业绩兑现能力得到证明、周期性减弱形成对更优估值水平的支撑。PEG+确定性溢价视角下，高端及具弹性次高端白酒估值回落后配置价值重现。

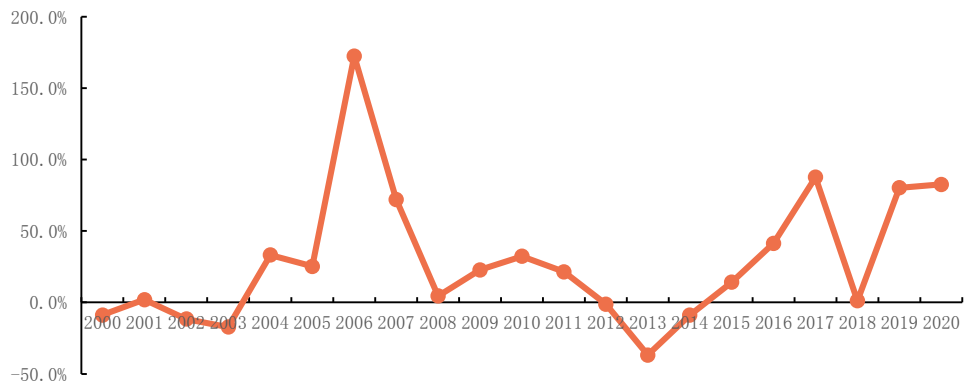
表6：回撤后已落入合理估值区间（截止 3.19）

	高点价格	当前价格	PE-TTM	回撤幅度	21年PE
贵州茅台	2627.88	2010.00	56.6	23.51%	46.47
五粮液	357.19	260.79	52.2	26.99%	41.79
泸州老窖	327.66	214.51	55.5	34.53%	44.22
山西汾酒	464.97	313.00	87.8	32.68%	69.72
洋河股份	268.60	159.71	32.3	40.54%	28.42
酒鬼酒	232.18	143.09	104.0	38.37%	70.33
今世缘	67.98	44.06	37.4	35.19%	28.42
古井贡酒	295.00	187.35	49.8	36.49%	35.19
水井坊	107.68	61.56	43.6	42.83%	32.58
ST 舍得	96.36	72.48	47.2	24.78%	36.31
顺鑫农业	77.74	44.83	57.5	42.33%	35.21
白酒指数	103572.9	78358.03	55.1	24.35%	

资料来源：wind、申港证券研究所（21年PE基于wind一致性预测）

21年基本面上行年份从历史经验看难以跑输。参考过去年份，除02、03、13、14年行业大幅调整的情况下跑输，在其余经济上行、基本面持续增长时期，白酒板块均获得年度超额收益。

图22：申万白酒年度相对上证指数超额收益率



资料来源：wind、申港证券研究所

投资策略：整体板块处于震荡筑底阶段，短期内行情仍将受资金行为影响。经历回调后股价支撑因素更多回到业绩长期驱动上。优先推荐盈利稳定和确定性强的高端白酒茅台、五粮液、泸州老窖，在市场企稳阶段可择优选择拥有高业绩弹性和估值性价比的次高端标的洋河股份、山西汾酒、酒鬼酒、今世缘、古井贡酒。

风险提示：

- 1、流动性收紧风险
- 2、高端酒价格下滑打压行业
- 3、行业政策和监管风险

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上