

# 白酒复盘：共性与个性，背后暗喻了过去和未来

## ——近3年白酒行业调整期复盘深度报告

### 报告导读

我们认为近3年来每轮白酒调整期的预期偏差主要来源于对微观指标的认知不足/对宏观指标预期的变化，且在预期修正后，产业发展逻辑将以更全的面貌示人，当前行业呈现消费升级加速推动结构性分化加速态势，而长期保持低库存+消费结构稳健使得酒企周期性变弱。另外，我们通过复盘过去20年的四轮超额收益阶段特征，认为宏观指标重要性日益凸显，微观指标可观测结构性机会。落地到21年来看，需继续坚守行业龙头，并紧握高弹性高成长标的机会。

### 主要内容

#### □ 历史复盘：共性与个性，背后均暗喻了过去和未来

我们通过复盘本轮白酒景气周期中的短暂调整期（18H2/20H1/21Q1），从共性和个性角度分析每轮调整背后出现预期偏差原因：

**共性因素方面：**我们可以从每轮调整期估值修复过程中看出，每次调整市场预期偏差来源为对微观指标的认知不足/对宏观指标预期的变化：1）短暂调整（18H2）估值修复原因：春糖反馈积极使得市场对基本面信心增强+外资持续+流动性充裕、稳增长等政策利好逐步释放；2）短暂调整期二（20H1）估值修复原因：需求回暖+流动性宽松；3）短暂调整期三（21Q1）估值修复原因：通胀预期抗通胀性较强的白酒板块受益。

**个性因素方面：**每轮调整阶段都有其存在预期差原因的个性因素。在预期修正背后，暗含了市场目光局限性及行业逻辑的变化：16-18年每年行业逻辑均存在较大差别（即拥有较强的节点感），19年开始白酒行业周期延续感较强（进入了消费升级驱动的白酒品牌集中、结构升级的时代，优势企业尽享消费升级红利，强升级、大品牌、新品类趋势延续至今），与此同时，在事件/情绪预期下，行业升级加速、结构性分化加速，与此同时酒企更为理性，长期保持低库存+消费结构稳健使得酒企周期性变弱。

#### □ 本轮调整期：事件直接催化+情绪间接催化+资金面原因

今年白酒市场风格经历了从买确定性到杀估值、估值修复、博弈成长与业绩弹性，再次进入杀估值阶段。年前在爆款基金发行带来增量资金叠加海内外经济修复推升盈利增长预期背景下，高端酒表现优异，但在央行流动性收紧预期下，出现杀估值行情，此后通胀预期的演绎推动抗风险能力较强的白酒板块迎来估值修复行情，并进入博弈高业绩弹性阶段，因而盈利弹性最大的次高端酒（动销超预期+结构升级+经销商加速拓张=业绩高弹性逻辑）迎来行情。近期受事件直接催化+情绪间接催化+资金面原因多维度因素影响，再次进入板块估值调整阶段。我们认为消费税落地几率小，高端酒政策风险低，结合中秋旺季和估值切换催化，把握错杀后带来的配置机会。

#### □ 宏观指标重要性日益凸显，微观指标可观测结构性机会

历史上每一次板块调整往往伴随着——宏观层面（流动性及通胀预期等变化）、微观层面（微观跟踪指标变化）、认知预期差变化，通过复盘近3年板块调整原因及过去20年的四轮超额收益阶段特征，我们认为宏观指标变动为板块风格轮动的根本原因，宏观指标推动板块情绪向好背景下，微观指标可用来进一步观测板块结构性机会。落地到21年来看，宏观/微观指标均为重要先行指标：受流动性及通胀预期变化、市场风险偏好变化等因素影响，今年白酒市场风格反复切换，考虑到当前白酒板块基本面向好趋势未变，在流动性较18/19年更

### 行业评级

食品饮料

看好

#### 分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

邮箱：mali@stocke.com.cn

#### 联系人：张潇倩

执业证书号：S1230520090001

邮箱：zhangxiaolian@stocke.com.cn

### 相关深度报告

《21Q2 基金持仓报告：食品饮料配置比例下降，重视高成长&边际改善机会》（210729）

《白酒动态更新：白酒行业迎来拐点了吗？》（210726）

《水井坊深度：轻装上阵，高端可期》（210706）

《五粮液更新报告：超高端及团购表现优异，经营进入正循环》（210630）

《白酒动态更新：千元价位带持续扩容将带来行业第二增长极》（210510）

《山西汾酒深度：“国改”赋能汾酒速度，外延+升级挖掘强品牌潜力》（210601）

《白酒动态更新：解决当下白酒方面最重要的三个问题》（210324）

《酒鬼酒深度报告：双引擎带动高质量发展，酒鬼酒改革红利持续释放》（210126）

《ST 舍得深度报告：品质之上是老酒，浓香老酒属舍得》（201231）

为宽松，但较 20 年略紧的背景下，21 年白酒整体行情的先行指标应兼具宏观及微观层面——宏观方面（决定市场风格偏好）为流动性、通胀预期变化相关指标，比如：CPI、社零增速、M2 增速、基建投资增速等宏观指标，而结构性行情指标则为批价、库存、动销等传统微观指标。

#### □ 坚守行业龙头，紧握高弹性高成长标的机会

**宏观层面来看**，21 年下半年信用收缩后经济下行压力增大，货币政策逐渐走向放松，无风险收益率继续下行并带动成长股发力，形成股债双牛。总体来看，下半年宽松的货币政策及流动性较为宽松的环境利好白酒成长股发展；

**微观层面来看**：1) 批价方面：受益于贵州茅台、泸州老窖批价上行，次高端酒及三四线主要酒企批价均稳步上移；2) 库存方面，当前酒企量价策略均较为合理，库存方面均保持较低位置；3) 打款发货节奏方面，主要品牌酒企今年打款发货节奏大多较往年快。

**催化层面来看**：21H1 业绩预期目前已打的较满，因此季报催化已被平抑；疫情下，9 月的中秋国庆旺季催化是否仍将存在还需要紧密观测，另外，由事件引发的板块悲观情绪仍在蔓延，在我们认为消费税预计短期内不会落地，高端酒政策风险较小/酒企基本面向好趋势未变情况下，若疫情得到有效控制，中秋国庆旺季仍将为近期板块催化剂；

**估值层面来看**：当前白酒板块整体估值近 20 年的 87.4%位置，处于 2006 年 7 月、2008 年 8 月、2010 年 10 月左右水平。考虑到白酒行业盈利能力强、竞争格局优，当前横向比较来看估值已具一定性价比，白酒周期弱化、行业格局优使得估值波动逐步弱化，其中优质酒企业绩环比改善趋势将延续至下半年，较强的业绩确定性 & 成长性可消化目前估值。

**落地到酒企来说**：坚守行业龙头，紧握高弹性高成长标的机会。从宏观角度来看，无风险收益率继续下行将带动具备高利润弹性的成长股发力，在行业需求端确定性较强背景下，白酒中的阶段性高成长弹性标的有望获得超额收益；从微观角度来看，高净值人群购买力的提升孕育消费升级下高端及次高端酒发展机遇，我们认为次高端酒出色的业绩弹性及微观交易结构下次高端酒筹码空间仍相对较为宽松将推升次高端酒表现。

## 投资建议

**行业方面**：结合下半年宏观、中观及当下微观情况，我们认为货币政策趋于宽松利好高成长业绩高弹性标的，板块整体景气度向好趋势未变，结合中秋旺季和估值切换催化，错杀后带来的配置机会。

**个股方面**：白酒板块仍处震荡期，紧握结构性机会。首推业绩确定性高且逐季改善的高端酒，如贵州茅台、五粮液；同时推荐业绩弹性较高、成长性强的次高端酒标的，如舍得股份、水井坊、山西汾酒、酒鬼酒等；另外，建议关注业绩阶段性改善低估值区域酒，比如：今世缘、迎驾贡酒等。

**风险提示**：疫情影响超预期；白酒动销恢复不及预期；食品安全风险。

## 正文目录

<b>一、历史复盘：共性与个性，背后均暗喻了过去和未来</b>	<b>6</b>
1.1. 短暂调整期一（18H2）：三季报不及预期引发的调整	6
1.1.1. 调整期触发因素：业绩增速放缓+市场情绪	6
1.1.2. 基本面情况复盘：18Q3 白酒板块收入及净利润增速双双放缓	6
1.1.3. 股价与估值复盘：市场对酒企基本面担忧情绪发酵，估值回落迅速	7
1.2. 短暂调整期二（20H1）：疫情引发的调整	8
1.2.1. 调整期触发因素：疫情影响行业需求+市场情绪	8
1.2.2. 基本面情况复盘：受疫情影响显著，高端酒表现最为稳健	8
1.2.3. 股价与估值复盘：随着需求端回暖，估值股价稳步双升	10
1.3. 短暂调整期三（21Q1）：情绪层面引发的调整	12
1.3.1. 调整期触发因素：主因交易面（情绪）原因，而非基本面原因	12
1.3.2. 基本面情况复盘：基本面向好趋势不改，景气度持续提升	12
1.3.3. 股价与估值复盘：调整期间中小市值酒企表现亮眼，次高端引领板块走出调整	13
1.4. 总结：预期偏差有共性原因，每次预期修正背后都是行业逻辑的变化	15
1.4.1. 从共性和个性角度分析，每轮调整背后出现预期偏差原因？	15
1.4.2. 每次预期修正后，行业发展逻辑有什么变化？	17
<b>二、本轮调整期（21Q3）：事件直接催化+情绪间接催化+资金面原因</b>	<b>20</b>
2.1. 事件直接催化：表观上水井坊业绩不及预期，但实际是个性问题	21
2.2. 情绪间接催化：白酒政策风险及消费税落地风险	21
2.3. 资金面原因：情绪原因导致资金流出白酒板块	22
<b>三、当前行业先行指标是什么？未来将行至何处？</b>	<b>23</b>
3.1. 宏观指标重要性日益凸显，微观指标可观测结构性机会	23
3.2. 坚守行业龙头，紧握高弹性高成长标的机会	25
<b>投资建议</b>	<b>30</b>
<b>风险提示</b>	<b>30</b>

## 图表目录

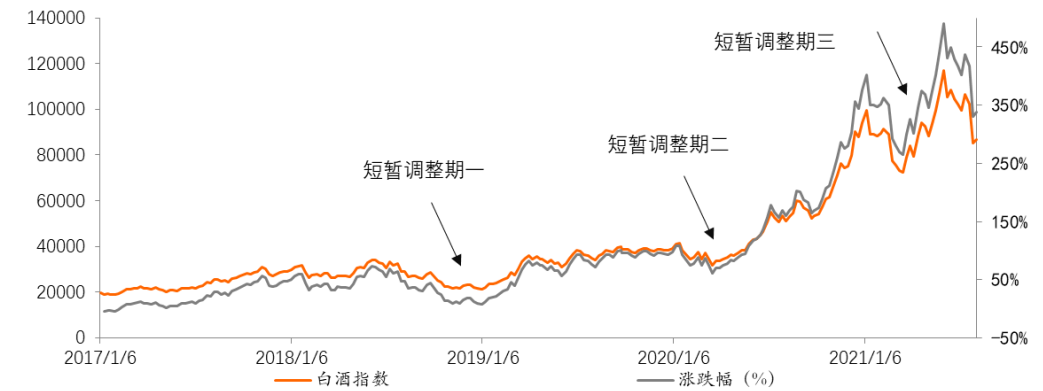
图 1: 近三年来白酒板块经历了过轮明显调整期	6
图 2: 18Q3 白酒板块整体收入及利润增速均出现放缓	7
图 3: 五粮液批价情况一览	7
图 4: 贵州茅台批价情况一览	7
图 5: 18H2 白酒板块经历两轮估值/预期修复	8
图 6: 18H2 白酒板块股价下跌	8
图 7: 20H1 白酒行业营业收入增速为 2.14%	9
图 8: 20H1 仅高端酒营业收入增速为正, 为 10.32%	9
图 9: 20H1 白酒行业净利润增速为 7.95%	9
图 10: 20H1 高端酒和次高端二线名酒净利润增速最快	9
图 11: 白酒板块涨幅居前	10
图 12: 一季度白酒行业主要受盈利贡献驱动	10
图 13: 20H1 高端酒估值整体波动幅度较小, 老窖曾最低跌至 25 倍以下	11
图 14: 21Q1 白酒行业营业收入同比增速为 22.93%	12
图 15: 21Q1 白酒行业净利润同比增速为 17.86%	12
图 16: 21H1 股价情况一览	13
图 17: 21H1 估值情况一览	14
图 18: 21Q1 高端酒估值情况稳定, 跌至 40 倍左右出现回弹	14
图 19: 2014 年后消费结构得到优化	16
图 20: 居民对白酒消费能力提升	16
图 21: 白酒规模以上酒企收入增速放缓	17
图 22: 白酒规模以上酒企净利润增速放缓	17
图 23: 18 年白酒行业处于价格驱动阶段	17
图 24: 白酒产业分布从金字塔型、纺锤型变为哑铃型	19
图 25: 白酒市场份额不断向高端酒聚集	19
图 26: 本轮白酒行业调整主要关键词	20
图 27: 近期白酒行业进入短暂调整期	20
图 28: 16Q2-21Q2 水井坊费用率情况	21
图 29: 16Q2-21Q2 水井坊销售及管理费用情况	21
图 30: 流向白酒的资金量较此前下降	22
图 31: 近两周机构净买入额 (亿元)	22
图 32: 白酒在四个阶段取得过超额收益	23
图 33: 不同白酒周期的 GDP 增速变化情况	24
图 34: 不同白酒周期的工业企业利润增速变化情况	24
图 35: 不同白酒周期的房地产投资增速变化情况 (%)	24
图 36: 不同白酒周期的房屋新开工面积增速变化情况 (%)	24
图 37: 不同白酒周期的货币及通胀价格 (%)	24
图 38: 不同白酒周期的社零增速情况 (%)	24
图 39: 宏观因子传导机制	25
图 40: 主要单品批价均稳定向上 (单位: 元/瓶)	26
图 41: 贵州茅台批价走势 (单位, 元/瓶)	26

图 42: 五粮液批价走势 (单位, 元/瓶) .....	26
图 43: 主要单品库存均处于 2 个月内健康水平 (单位: 天) .....	26
图 44: 白酒板块目前估值位于近 20 年 87.4% 位置 .....	27
图 45: 贵州茅台目前估值位于近 20 年 86.3% 位置 .....	27
图 46: 五粮液目前估值位于近 20 年 86.8% 位置 .....	27
图 47: 泸州老窖目前估值位于近 20 年 65.2% 位置 .....	27
图 48: 高净值人群购买力的提升孕育消费升级下高端及次高端酒发展机遇 .....	28
图 49: 次高端酒 ROE 实际上已实现对高端酒的反超 .....	28
图 50: 20Q1-21Q2 高端酒重仓比例变化情况 .....	29
图 51: 20Q1-21Q2 次高端二线名酒重仓比例变化情况 .....	29
图 52: 酒企 PE/利润 CAGR 情况一览 .....	29
表 1: 20 年 1-8 月个股月度涨跌幅情况 .....	11
表 2: 19Q1/21Q1 酒企收入及净利润增速情况一览 .....	13
表 3: 中小市值酒企在一季度表现较优异 .....	14
表 4: 16-18 年酒企单季度收入、利润同比增速 .....	18
表 5: 20Q3 优质酒企已基本追上上半年损失的量 .....	19
表 6: 估值及股价表一览 .....	30

## 一、历史复盘：共性与个性，背后均暗喻了过去和未来

我们通过复盘本轮白酒景气周期中的短暂调整期（18H2/20H1/21Q1）触发因素、基本面、估值及股价情况，从而总结几轮调整的共性，进而探究现今哪些观测指标最为重要。

图 1：近三年来白酒板块经历了过轮明显调整期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.1. 短暂调整期一（18H2）：三季报不及预期引发的调整

#### 1.1.1. 调整期触发因素：业绩增速放缓+市场情绪

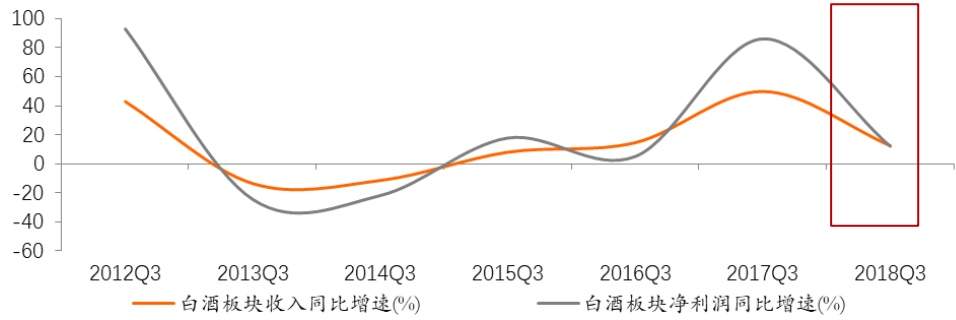
**背景：**18Q3 酒企业绩基本呈增速放缓趋势主因：1) 宏观经济波动（增速放缓）；2) 酒企渠道扩张速度放缓，经济下滑担忧加剧导致企业控制发货节奏主动控货（如五粮液、口子窖等）；3) 上年同期基数较高影响。

**调整期触发因素：**五粮液批价回落、酒企（尤其是茅台）基本面增速放缓、中秋节销售数据一般、秋糖会上负面言论频出使得市场悲观情绪开始发酵。具体基本面情况下文将展开解读；情绪方面，受市场情绪的影响，多家上市公司于三季报发布前后表达了对经济的担忧，表示可能主动控制发货节奏，市场担忧情绪较为浓厚。

#### 1.1.2. 基本面情况复盘：18Q3 白酒板块收入及净利润增速双双放缓

**业绩增速放缓显著，产品结构升级+提价为盈利能力提升主要驱动力。**18Q3 白酒板块实现收入 486.93 亿元，同比增长 27.98%；实现净利润 161.08 亿元，同比增长 11.93%，板块收入和利润增速双双放缓，除受到宏观经济波动影响之外，增速放缓主要是一方面原因为上年同期业绩基数均较高（除老窖外）；另一方面原因为：酒企渠道扩张速度放缓，经济下滑担忧加剧导致企业控制发货节奏主动控货（如五粮液、口子窖等）。从盈利水平来看，18Q3 白酒板块毛利率为 79.31%，同比提高 2.74 个百分点；期间费用率为 17.40%，同比提高 0.84 个百分点，其中销售费用率同比提升 1.34 个百分点，主要是酒企旺季加大投放所致；净利率为 35.39%，同比下降 0.16 个百分点，主要与部分酒企消费税补缴、营业税金比例提升等因素有关，整体来看，产品结构升级与产品提价是推动行业盈利能力提升的主要力量。

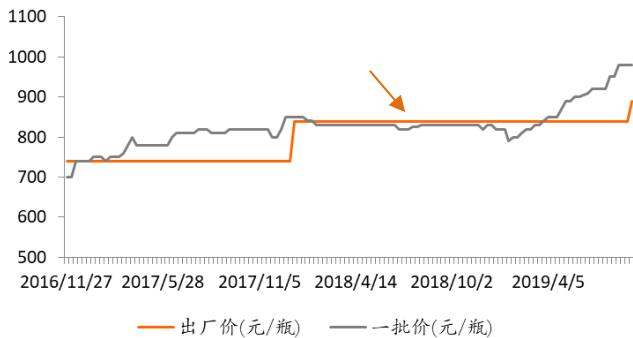
图 2：18Q3 白酒板块整体收入及利润增速均出现放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

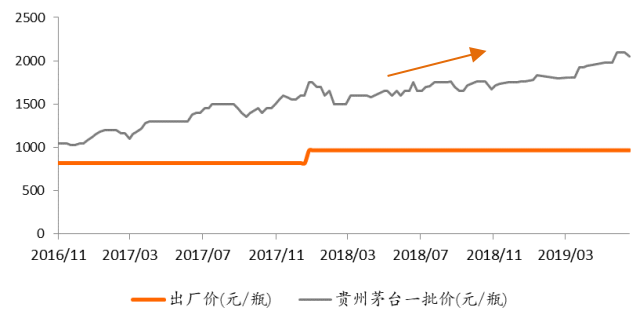
从白酒价格及库存来看：五粮液批价略显疲软，贵州茅台批价淡季依旧坚挺。五粮液因放量 18Q2 批价下行，7 月停货后，终端销售和价格均有所改善，批价相比 6 月有小幅提升，9 月北京上海地区在 830 左右，12 月提前执行 19 年计划，增加发货，批价在 820-830 元左右；而贵州茅台即使在淡季批价也保持坚挺，年底飞天批价坚挺在 1720 元；库存方面，贵州茅台库存均处于低位，而五粮液淡季库存较高，后通小商调拨大商存量消化渠道库存，整体偏良性状态。

图 3：五粮液批价情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：贵州茅台批价情况一览

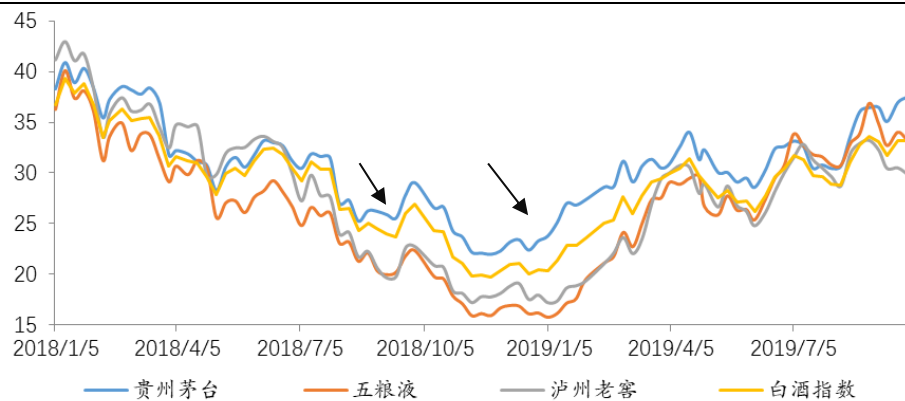


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.1.3. 股价与估值复盘：市场对酒企基本面担忧情绪发酵，估值回落迅速

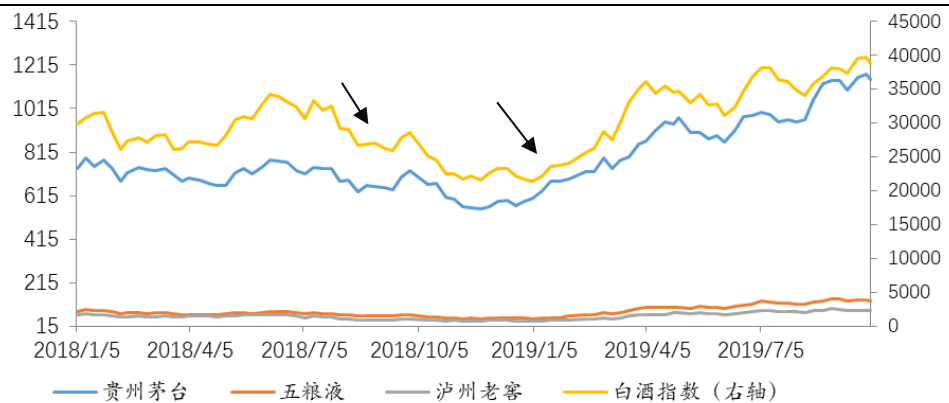
估值回落至历史中枢靠下位置，后期经历了两轮预期/估值修复。受市场对于白酒未来业绩增速下行有所担忧情绪影响下，白酒板块估值已达历史中枢下位，后因春节动销表现较好，市场信心得到提振，估值重回 30 倍以上。

图 5：18H2 白酒板块经历两轮估值/预期修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：18H2 白酒板块股价下跌



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 1.2. 短暂调整期二（20H1）：疫情引发的调整

### 1.2.1. 调整期触发因素：疫情影响行业需求+市场情绪

**背景：**新冠疫情于 20 年春节前爆发，在影响经济发展的同时，极大的影响了白酒需求端，造成白酒行业 20Q2 基本面承压。

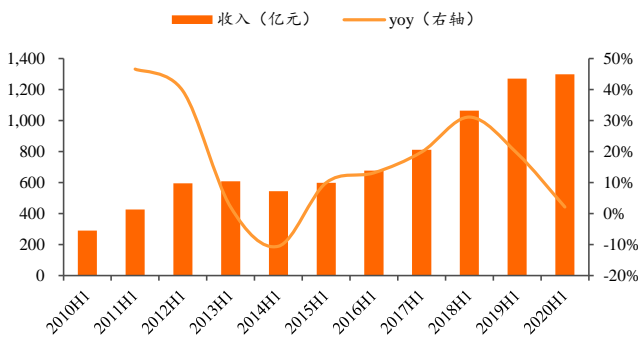
**调整期触发因素：**基本面向下（需求端下滑造成业绩承压）+市场情绪。

### 1.2.2. 基本面情况复盘：受疫情影响显著，高端酒表现最为稳健

**收入端：**高端酒表现最为稳健，分化进一步拉大。20H1 白酒行业营业收入同比增长 2.14% 至 1298.87 亿元，具体来看：1) 高端酒业绩稳健，次高端二线名酒及区域龙头酒增速普遍放缓，区域三四线酒整体业绩承压，区域三四线酒中，20H1 仅有顺鑫农业收入实现增长，显示牛栏山抗压性较好。**利润端：**结构升级叠加销售费用下降推动盈利能力提升。20H1 白酒行业归母净利润同比增长 7.95% 至 478.42 亿元，具体来看，高端酒、次高端二线名酒、区域龙头酒、区域三四线酒利润增速分别同比变动 14.49%、9.93%、-9.84%、-23.93% 至 366.77、20.57、79.32、12.11 亿元。

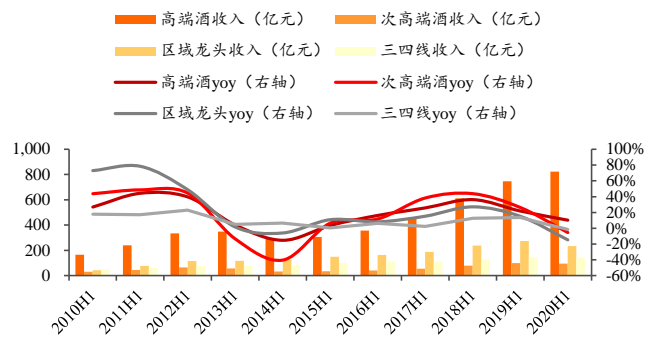


图 7：20H1 白酒行业营业收入增速为 2.14%



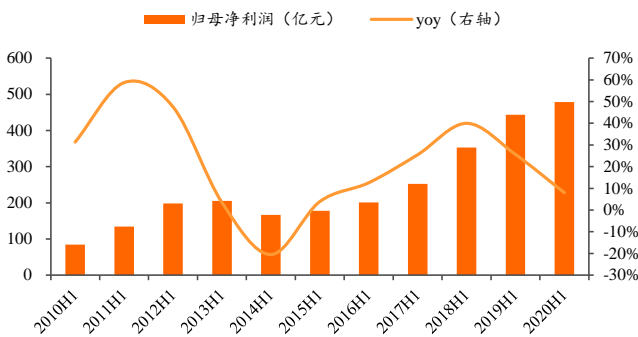
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：20H1 仅高端酒营业收入增速为正，为 10.32%



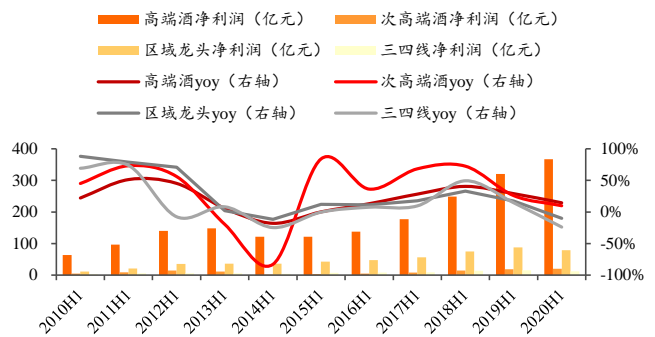
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：20H1 白酒行业净利润增速为 7.95%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：20H1 高端酒和次高端二线名酒净利润增速最快



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**从影响时间段来看：**一季度影响最明显，之后逐季改善。疫情对一季度动销影响最明显，主因：20 年疫情爆发时点在春节前几日，疫情主要影响节中、后消费，在国家倡导“不外出、不聚餐、不拜年”的背景下，春节后白酒的礼品消费及聚餐消费需求明显下滑，部分封城地区动销几乎归零；从酒企报表上看，20 年部分酒企一季度报表仍表现较好，主因节前消费受影响程度低/节前打款正常，酒企提前确认打款所致，大部分酒企二季度报表明显承压，下半年业绩改善速度逐季加速，部分优质酒企已于三季度完成了对上半年缺失业绩的回补；

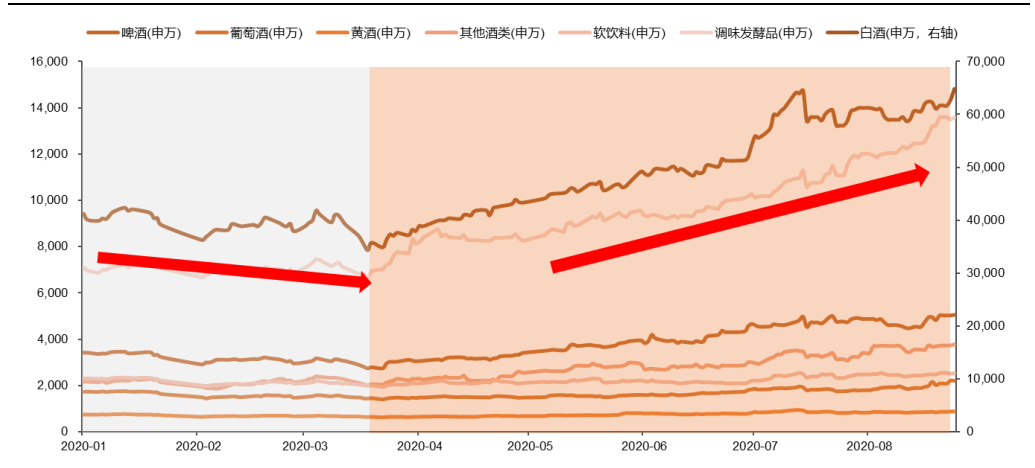
**从影响程度来看：**高端及低端酒表现稳健，次高端酒分化大。动销层面：总体呈现两端强，中间分化明显的态势，20Q3 随着宴席消费场景的逐步恢复，总体动销环比不断改善；业绩层面：礼品属性较强的高端酒及需求较为刚性的低端酒受疫情影响整体较小，20Q1/20Q2 贵州茅台、五粮液、顺鑫农业均实现双位数增长，而次高端酒分化显著，其中山西汾酒表现亮眼，口子窖全年业绩回正仍存一定压力；

**从白酒价格及库存来看：**价跌后迅速回升，渠道库存保持健康。疫情爆发之初白酒批价迅速下跌，贵州茅台批价一度跌破 2000 元，随着疫情逐步缓解，贵州茅台批价持续上升，同时，酒企相继通过控货提价方式来保证库存端健康、稳定品牌价值，20 年白酒行业以价升为主旋律，酒企较为理性使得渠道保持健康状态。

### 1.2.3. 股价与估值复盘：随着需求端回暖，估值股价稳步双升

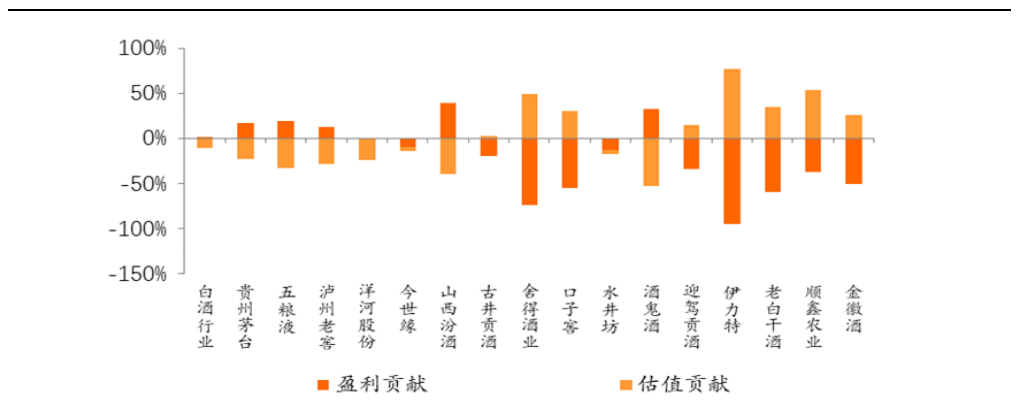
**估值复盘：**20Q1 白酒行业股价下跌 7.1 个百分点，其中盈利贡献度为 0.4%，估值贡献度为-10%，白酒行业较强的盈利能力为 20Q1 股价提升的主要因素，20Q2 在终端动销逐步恢复的背景下，市场预期回升推动估值上移，估值成为二季度股价主要驱动因素。

图 11：白酒板块涨幅居前



资料来源：Wind，浙商证券研究所注：数据截止 20.08.25

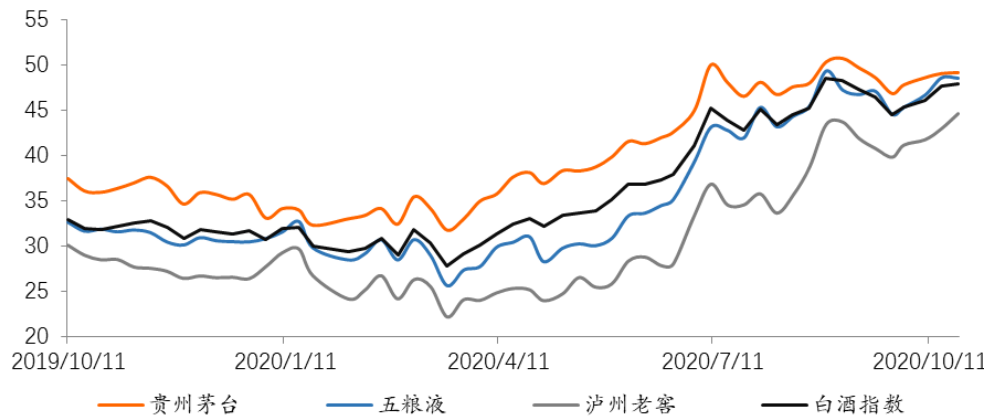
图 12：一季度白酒行业主要受盈利贡献驱动



资料来源：Wind，Wind，浙商证券研究所

**股价复盘：**通过复盘 20 年 1-8 月白酒行业个股涨跌幅，可以发现 2-3 月确定性较强的贵州茅台涨幅居前；4 月盈利能力较强、估值具备一定性价比的古井贡酒、五粮液涨幅居前；5-6 月金徽酒、迎驾贡酒、老白干、舍得酒业等低估值标涨幅居前；7-8 月成长性强、估值仍有提升空间的古井、老窖、今世缘、洋河涨幅位居前列。综合来看，较强的盈利能力及性价比较高的估值为个股实现高增长的必要条件之一。

图 13: 20H1 高端酒估值整体波动幅度较小, 老窖曾最低跌至 25 倍以下



资料来源: Wind, Wind, 浙商证券研究所

表 1: 20 年 1-8 月个股月度涨跌幅情况

	1月		2月		3月		4月				
	涨跌幅	估值	涨跌幅	估值	涨跌幅	估值	涨跌幅	估值			
古井贡酒	5.4	34.4	顺鑫农业	5.0	50.4	顺鑫农业	7.8	56.3	山西汾酒	19.0	48.2
酒鬼酒	3.3	40.2	贵州茅台	0.4	32.2	山西汾酒	5.0	40.5	古井贡酒	18.1	32.4
山西汾酒	2.2	41.2	今世缘	-4.4	25.4	贵州茅台	4.4	33.9	五粮液	17.9	30.3
顺鑫农业	-0.5	48.0	五粮液	-4.4	26.9	金种子酒	-1.0	-16.6	洋河股份	17.4	20.1
水井坊	-0.7	30.4	山西汾酒	-5.9	38.8	伊力特	-1.1	12.9	今世缘	15.8	28.0
洋河股份	-3.0	21.9	洋河股份	-9.1	19.9	迎驾贡酒	-1.2	13.9	贵州茅台	13.9	38.6
老白干酒	-4.1	23.9	泸州老窖	-9.5	23.6	泸州老窖	-1.3	23.2	酒鬼酒	12.7	34.8
舍得酒业	-4.4	19.0	伊力特	-11.8	12.8	水井坊	-3.7	25.5	泸州老窖	7.5	25.0
泸州老窖	-4.6	26.1	老白干酒	-12.2	21.0	五粮液	-4.6	25.7	水井坊	7.1	27.3
五粮液	-5.2	28.1	金徽酒	-12.2	21.1	舍得酒业	-4.9	15.1	舍得酒业	5.4	15.9
今世缘	-5.7	26.6	口子窖	-12.2	15.6	今世缘	-5.9	24.2	金徽酒	5.3	20.5
金徽酒	-6.1	24.0	水井坊	-12.5	26.6	金徽酒	-6.0	19.4	老白干酒	1.4	19.2
金种子酒	-6.3	-18.8	迎驾贡酒	-12.8	14.0	古井贡酒	-7.5	27.4	迎驾贡酒	0.5	14.0
迎驾贡酒	-6.4	16.0	金种子酒	-13.2	-16.3	口子窖	-9.6	14.4	口子窖	-0.4	14.4
伊力特	-6.7	14.5	酒鬼酒	-13.5	34.8	老白干酒	-10.5	19.0	金种子酒	-2.9	-16.1
口子窖	-7.1	17.8	古井贡酒	-14.6	29.4	酒鬼酒	-12.6	30.9	伊力特	-3.8	12.4
贵州茅台	-11.0	32.1	舍得酒业	-17.2	15.8	洋河股份	-14.2	17.1	顺鑫农业	-11.4	49.8
	5月		6月		7月		8月				
	涨跌幅	估值	涨跌幅	估值	涨跌幅	估值	涨跌幅	估值			
酒鬼酒	42.2	47.7	酒鬼酒	92.0	83.0	古井贡酒	43.0	51.1	泸州老窖	18.8	43.7
金徽酒	38.6	28.1	老白干酒	47.7	28.7	泸州老窖	29.5	37.2	古井贡酒	14.9	58.7
迎驾贡酒	24.6	17.3	舍得酒业	47.3	24.8	洋河股份	28.4	27.6	今世缘	14.4	42.8
山西汾酒	22.9	57.6	伊力特	41.8	19.2	五粮液	27.1	48.5	顺鑫农业	11.9	63.5
舍得酒业	17.3	18.4	金种子酒	31.6	-21.0	山西汾酒	24.4	81.1	酒鬼酒	11.5	83.1
五粮液	16.8	33.1	水井坊	29.5	36.9	贵州茅台	14.7	51.2	伊力特	11.3	21.2
伊力特	16.6	14.2	五粮液	24.4	38.2	今世缘	9.2	37.4	水井坊	11.2	41.9
口子窖	16.6	16.5	金徽酒	23.8	32.6	顺鑫农业	8.6	56.7	口子窖	10.6	19.3
今世缘	15.6	31.5	迎驾贡酒	22.5	18.7	金种子酒	8.6	-22.8	五粮液	8.3	52.6
老白干酒	13.5	21.7	山西汾酒	18.9	65.2	水井坊	4.1	37.7	迎驾贡酒	6.2	19.9
泸州老窖	12.7	26.9	今世缘	17.6	34.2	伊力特	1.2	19.0	金徽酒	5.8	34.0
古井贡酒	12.2	36.0	泸州老窖	17.5	28.8	迎驾贡酒	0.2	18.8	山西汾酒	3.4	83.9
贵州茅台	12.2	41.7	口子窖	16.8	17.8	老白干酒	-0.4	28.6	贵州茅台	2.9	52.6
水井坊	10.7	29.8	贵州茅台	10.6	44.6	舍得酒业	-1.0	24.5	老白干酒	2.6	29.4
金种子酒	9.0	-17.5	古井贡酒	9.0	36.1	金徽酒	-1.6	32.1	金种子酒	2.1	-23.3
洋河股份	8.9	21.5	洋河股份	8.1	21.5	口子窖	-1.8	17.4	洋河股份	0.8	27.8
顺鑫农业	1.1	50.2	顺鑫农业	7.4	52.2	酒鬼酒	-10.2	74.5	舍得酒业	-8.3	22.5

资料来源: Wind, 浙商证券研究所注: 1) 涨跌幅数据为单月数据, 8 月涨跌幅数据截止

20.08.25; 2) 估值取每个月月末 PE (TTM) 值; 3) 橙色为高端酒; 橘色为区域性酒企; 灰色为全国次高端二线名酒品牌; 浅黄色为全国三四线品牌)

### 1.3. 短暂调整期三（21Q1）：情绪层面引发的调整

#### 1.3.1. 调整期触发因素：主因交易面（情绪）原因，而非基本面原因

**背景：**1) 交易面：20 年底在经销商大会频传利好消息+春节前高端酒动销旺盛、渠道信心高涨使得市场对板块预期过高+爆款基金发行带来增量资金+海内外经济修复背景下，一线白酒龙头持续上涨继续抱团，而节后受央行流动性收紧预期压制影响+20 年底流动性溢价带来的估值提升稳定性弱，出现杀估值行情；2) 基本面：基本面坚挺仍具支撑，春节动销超预期后，价格的持续提升将进一步验证白酒行情仍处于高景气阶段，主要酒企利润正处于上行通道。

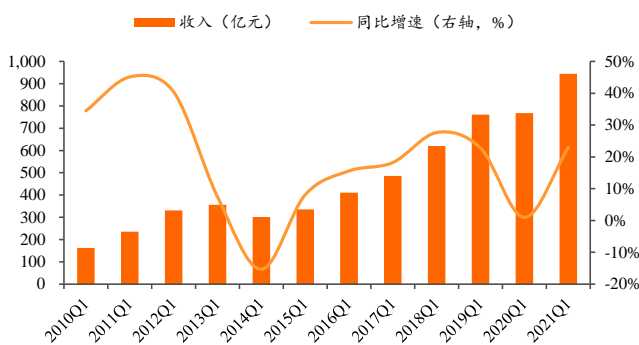
**调整期触发因素：**本轮白酒板块经历急跌深度调整主因交易面（情绪）原因，而非基本面原因。

#### 1.3.2. 基本面情况复盘：基本面向好趋势不改，景气度持续提升

**基本面来看，21Q1 趋势表现向好。收入端：**21Q1 白酒行业营业收入为 944.41 亿元，分别同比增长 22.93%，次高端酒（88.12%）> 区域龙头酒（20.68%）> 高端酒（17.44%）> 三四线酒（12.84%），具体来看——高端酒表现稳健，全国性次高端酒表现超预期，区域酒分化加大。21Q1 有 13 家酒企收入增速超 19Q1 同期；**利润端：**21Q1 白酒行业归母净利润分别为 355.87 亿元，分别同比增长 17.86%，次高端酒（106.13%）> 三四线酒（44.09%），> 高端酒（13.06%）> 区域酒（8.05%），具体来看：高端酒保持稳健增长；次高端二线名酒利润端表现超预期；区域龙头分化不断加大，10 家酒企 21Q1 净利润增速超 19Q1 同期。

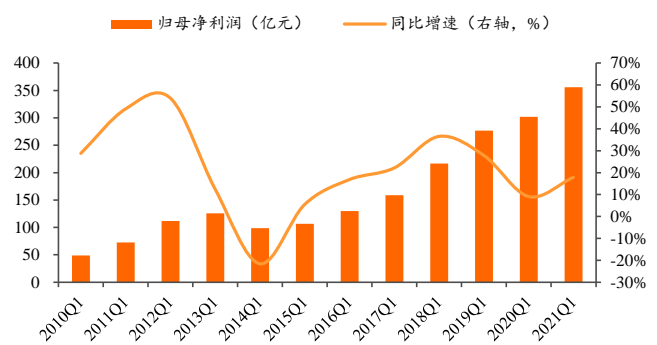
**从白酒价格及库存来看：主要酒企批价稳健，库存健康。**今年以来茅台、五粮液、泸州老窖等酒企批价均处于上移状态，其中贵州茅台当前批价已超 3000 元，五粮液及泸州老窖批价分别已达 990/920 元。库存方面，酒企均十分注重对库存的把控，主流酒企库存均处于合理水平，其中贵州茅台、水井坊、口子窖等酒企库存多处于 0.5-1 个月内。

图 14：21Q1 白酒行业营业收入同比增速为 22.93%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：21Q1 白酒行业净利润同比增速为 17.86%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2: 19Q1/21Q1 酒企收入及净利润增速情况一览

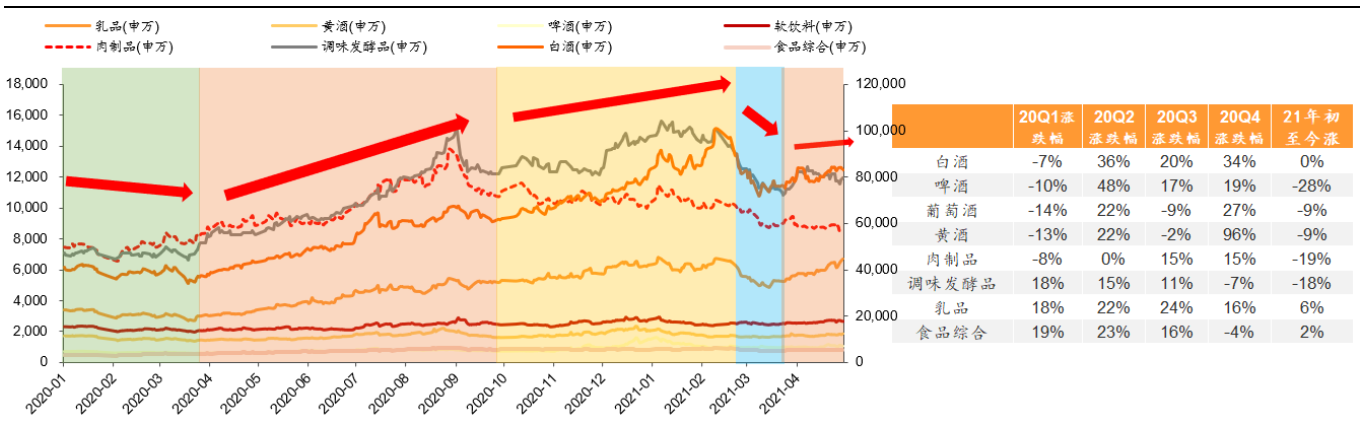
营业收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)					
		2019Q1	2021Q1	差值		2019Q1	2021Q1	差值	
1	伊力特	0.1	255.3	255.2	1	青青稞酒	-41.8	1630.0	1671.8
2	酒鬼酒	30.5	190.4	159.9	2	伊力特	23.8	1475.8	1452.0
3	ST舍得	34.1	154.2	120.2	3	ST舍得	21.5	1031.2	1009.7
4	青青稞酒	-23.0	86.9	110.0	4	酒鬼酒	16.2	178.9	162.7
5	金种子酒	-6.1	52.1	58.2	5	金徽酒	-9.9	99.3	109.3
6	山西汾酒	20.1	77.0	56.9	6	水井坊	41.2	119.7	78.5
7	皇台酒业	-7.7	41.6	49.3	7	山西汾酒	22.6	77.7	55.1
8	迎驾贡酒	2.7	48.9	46.2	8	口子窖	21.4	72.7	51.3
9	水井坊	24.2	70.2	45.9	9	迎驾贡酒	9.0	58.5	49.4
10	金徽酒	5.5	48.4	43.0	10	今世缘	26.0	38.8	12.8
11	口子窖	9.0	50.9	41.9	11	古井贡酒	34.8	27.9	-6.9
12	泸州老窖	23.7	40.9	17.1	12	五粮液	30.3	21.0	-9.2
13	今世缘	31.1	35.4	4.2	13	顺鑫农业	17.2	5.7	-11.4
14	洋河股份	14.2	13.5	-0.7	14	泸州老窖	43.1	26.9	-16.2
15	五粮液	26.6	20.2	-6.4	15	皇台酒业	50.5	32.9	-17.6
16	贵州茅台	23.9	11.7	-12.2	16	洋河股份	15.7	-3.5	-19.2
17	古井贡酒	43.3	25.9	-17.4	17	贵州茅台	31.9	6.6	-25.3
18	顺鑫农业	19.9	-0.7	-20.7	18	老白干酒	57.1	-14.6	-71.7
19	老白干酒	55.8	-0.3	-56.1	19	金种子酒	21.5	-85.6	-107.1

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 1.3.3. 股价与估值复盘: 调整期间中小市值酒企表现亮眼, 次高端引领板块走出调整

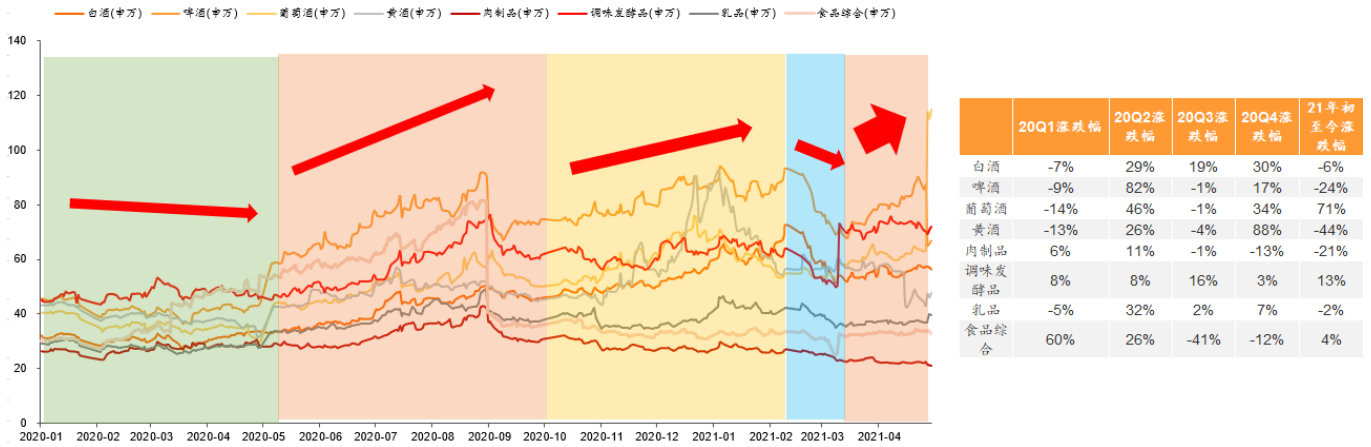
受市场情绪影响, 21Q1 白酒板块经历了一轮短暂的深跌, 但回调速度也较迅速, 我们认为调整期间中小市值酒企表现亮眼背后的逻辑: 我们发现进入深度调整期后, 头部酒企表现弱于中小市值酒企, 这背后的原因或为: 1) 前期头部酒企因机构抱团较为严重导致估值偏高, 叠加业绩超预期概率较低, 估值仍处于调整阶段; 2) 部分中小市值酒企基本面较为优质, 或存在超预期可能, 叠加机构仓位较低, 易出现较高涨幅。21Q1 末端由次高端带动, 板块估值重新回到上行通道, 其中高端酒整体估值波动幅度较小, 呈现出较强抗压性。

图 16: 21H1 股价情况一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 日期截止 21 年 5 月 5 日

图 17: 21H1 估值情况一览



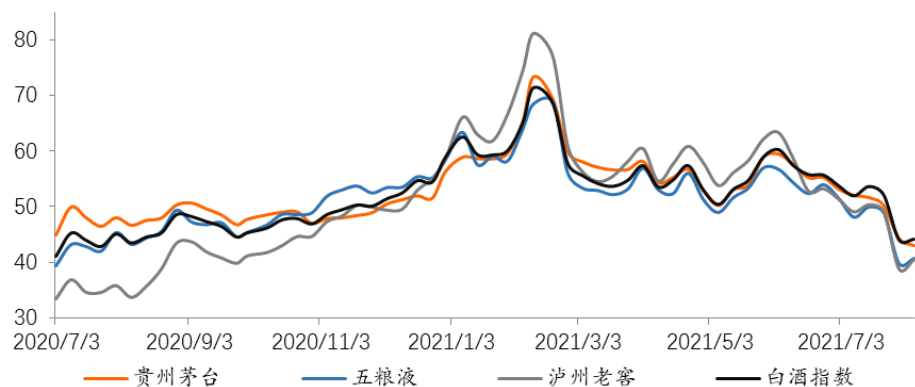
资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 日期截止 21 年 5 月 5 日

表 3: 中小市值酒企在一季度表现较优异

1个月前		2个月前		3个月前		4个月前		5个月前		6个月前	
1	山西汾酒 35.6%	1	舍得酒业 68.5%	1	舍得酒业 158.3%	1	舍得酒业 200.8%	1	舍得酒业 195.0%	1	舍得酒业 150.2%
2	皇台酒业 25.7%	2	皇台酒业 62.5%	2	水井坊 76.6%	2	酒鬼酒 84.9%	2	皇台酒业 51.9%	2	酒鬼酒 63.3%
3	舍得酒业 9.7%	3	山西汾酒 53.0%	3	酒鬼酒 68.0%	3	水井坊 80.6%	3	酒鬼酒 44.3%	3	水井坊 52.2%
4	迎驾贡酒 6.1%	4	青青稞酒 33.5%	4	青青稞酒 64.9%	4	青青稞酒 67.4%	4	水井坊 40.5%	4	迎驾贡酒 29.0%
5	酒鬼酒 3.9%	5	酒鬼酒 29.0%	5	皇台酒业 59.6%	5	迎驾贡酒 57.7%	5	青青稞酒 40.4%	5	山西汾酒 19.4%
6	口子窖 2.5%	6	水井坊 24.5%	6	伊力特 54.4%	6	伊力特 53.6%	6	伊力特 33.9%	6	伊力特 8.5%
7	伊力特 2.1%	7	金种子酒 22.8%	7	山西汾酒 34.6%	7	山西汾酒 43.1%	7	迎驾贡酒 24.5%	7	青青稞酒 8.2%
8	青青稞酒 2.0%	8	迎驾贡酒 19.9%	8	迎驾贡酒 27.7%	8	皇台酒业 40.4%	8	山西汾酒 19.7%	8	泸州老窖 4.3%
9	金种子酒 0.2%	9	老白干酒 17.8%	9	老白干酒 25.9%	9	金徽酒 40.1%	9	金徽酒 18.1%	9	贵州茅台 3.9%
10	水井坊 -0.1%	10	伊力特 16.1%	10	洋河股份 25.8%	10	金种子酒 34.1%	10	口子窖 7.6%	10	金徽酒 2.1%
11	古井贡酒 -1.6%	11	口子窖 10.6%	11	金种子酒 23.9%	11	老白干酒 23.7%	11	老白干酒 6.8%	11	五粮液 2.1%
12	洋河股份 -3.4%	12	洋河股份 9.3%	12	金徽酒 20.2%	12	口子窖 19.8%	12	金种子酒 6.1%	12	口子窖 -0.1%
13	五粮液 -4.6%	13	古井贡酒 6.0%	13	古井贡酒 14.7%	13	今世缘 10.9%	13	五粮液 2.3%	13	今世缘 -4.8%
14	贵州茅台 -6.4%	14	五粮液 5.5%	14	今世缘 11.4%	14	洋河股份 9.6%	14	洋河股份 1.6%	14	皇台酒业 -8.4%
15	今世缘 -8.3%	15	贵州茅台 3.5%	15	五粮液 11.2%	15	五粮液 6.4%	15	古井贡酒 -1.2%	15	古井贡酒 -11.4%
16	金徽酒 -9.2%	16	今世缘 2.2%	16	口子窖 11.0%	16	古井贡酒 2.9%	16	贵州茅台 -1.9%	16	洋河股份 -12.2%
17	老白干酒 -9.5%	17	金徽酒 0.9%	17	泸州老窖 4.9%	17	泸州老窖 0.3%	17	今世缘 -2.1%	17	金种子酒 -15.9%
18	泸州老窖 -14.2%	18	泸州老窖 -7.7%	18	贵州茅台 3.3%	18	贵州茅台 -2.2%	18	泸州老窖 -8.4%	18	老白干酒 -16.0%
19	顺鑫农业 -15.8%	19	顺鑫农业 -14.9%	19	顺鑫农业 -9.9%	19	顺鑫农业 -22.6%	19	顺鑫农业 -36.0%	19	顺鑫农业 -41.7%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 日期截止 21 年 6 月 30 日

图 18: 21Q1 高端酒估值情况稳定, 跌至 40 倍左右出现回弹



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 1.4. 总结：预期偏差有共性原因，每次预期修正背后都是行业逻辑的变化

### 1.4.1. 从共性和个性角度分析，每轮调整后出现预期偏差原因？

(一) 【共性因素】我们可以从每轮调整期估值修复过程中看出，每次调整期市场预期偏差来源为对微观指标的认知不足/对宏观指标预期的变化：

**短暂调整期一（18H2）估值修复原因：春糖反馈积极使得市场对基本面信心增强+外资持续流入。**具体来看：1) 外部市场来看，北上资金开始加速流入。19年初以来在 QFII 额度加大、MSCI 后续纳入 A 股权重提升催化之下，外资持续流入，此外在资本市场加快开放、流动性改善等因素带动下，整体市场风险偏好有所升温，促成板块平均估值水平回升以茅五为代表的基本面较好且估值较低的龙头品种股价率先上行（19年初上涨顺序分别为：茅台、顺鑫→口子、今世缘、汾酒、五粮液、古井、老窖→水井、伊力特）；2) 19Q1 渠道普遍反馈酒企一季度销售好于预期，春节以来动销良性且库存处于较低水平（其中五粮液通过低价销售，销量同比增长了 20%+），名酒对 19 年规划积极（比如五粮液分解第八代五粮液投放节奏；泸州老窖春节销售超预期等），且年度业绩预告基本符合预期，行业预期实现大幅修正；3) 流动性充裕、稳增长等政策利好逐步释放。

**短暂调整期二（20H1）估值修复原因：需求回暖+流动性宽松。**在疫情逐步得到控制下，需求逐步回暖，同时酒企表现理性严控库存，通过提价方式实现“占位守位”，市场信心回升+流动性整体宽松推动股价估值于 20 年中实现双升。

**短暂调整期三（21Q1）估值修复原因：通胀预期下，抗通胀性较强的白酒板块受益。**年前在爆款基金发行带来增量资金+海内外经济修复背景下，一线白酒龙头持续上涨继续抱团，年后受央行流动性收紧预期压制影响，出现杀估值行情，后期伴随通胀预期逐步演绎，白酒股作为抗通胀品种 3 月中迎来估值修复行情。

(二) 【个性因素】除了共性外，每轮调整阶段都有其存在预期差原因的个性因素，在预期修正背后，暗含了市场目光局限性及行业逻辑的变化：

**短暂调整期一（18H2）：表现的五粮液批价下行、预收款环比下降略超预期、部分酒企库存较上年略高而引发市场担忧；实际上市场轻视了消费人群转变后消费韧性的增强，低估了经历了深度调整期的酒企适应市场的能力。**

**表现现象产生原因：**

1) 五粮液批价下行——主因高端酒放量；

2) 预收款环比下降略超预期——并非体现经销商打款积极性降低，实际上与公司销售政策有关，公司主动调整预收款可加强渠道控制力、控制库存，同时可减少经销商占款，同时，预收款环比下降也与时间错配有关（18年茅台7月的货于7月1日打款，而6月的货则于5月25日左右打款，打款周期缩短至20天以内）；

3) 舍得、水井坊及老窖等酒企库存较上年略高——主因当年制定的目标较为激进（水井坊全年收入计划40%增长，年初大区计划60-80%的增长）。春节发的货未被消化完全导致节后库存较高，经过二季度消化库存后，年中整体库存均已降至正常水平，三季度酒企渠道库存多处于1-2个月，其中茅台库存不足半个月，整体处于健康水平，且经销商囤货意愿低，未出现渠道堰塞湖现象。

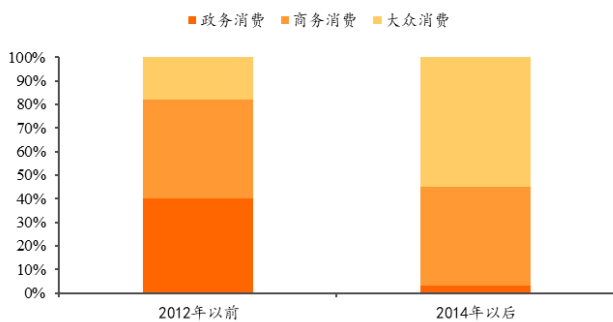
出现预期差的原因：

1) 刚经历了主要消费群体转换，对大众消费群体韧性强这一点认知不充分。消费结构已较 13 年前得到优化的白酒行业承压能力更强（大众消费承接政务消费，行业集中度持续提升），大众消费崛起且底盘扎实，因此在中国经济预期回落、中美贸易战或带来后续影响背景下，受益于消费升级，居民购买力短期内不会受到经济放缓的影响，白酒行业景气度实际上并未下降；

2) 观测板块需求端不应单从预收款、批价等单因素观测，全要素考虑方能描绘全局。19Q3 市场未充分意识到贵州茅台预收款环比下降的同时，茅台批价淡季不淡（批价仍在上行，8 月批价达 1700 元以上）、经销商库存极低、终端需求仍强劲，而更多的将目光放在了“预收款环比下降”这一点上，类似的，市场对五粮液库存始终处于相对低位（显示动销良性）关注度不够，而对批价下行过度解读；

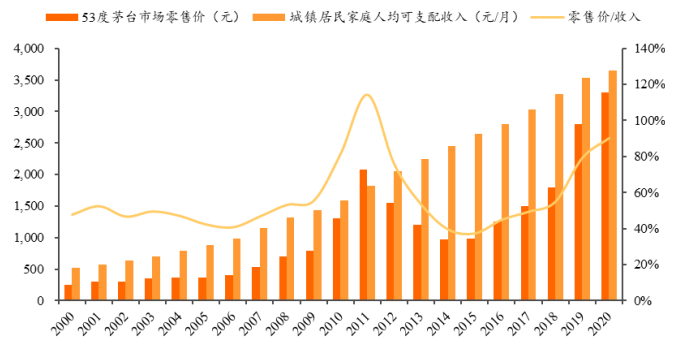
3) 市场低估了产业对市场的适应调节能力。经历了深度调整后，产业对市场的适应能力更强：经销商端：经销商除了队伍稳定、资金更集中于主业外，正是 18Q3 经销商普遍偏谨慎的态度使得其于 18Q4 不会再努力压货，而转为去库存，为来年春节实现良性动销奠定基础，另外，白酒二批、三批商角色正逐步削弱，坐商变行商，整体库存周期正逐步弱化。厂商端：经过 15-18 年主流价位带不断提升、行业均价快速拉升后，在宏观经济存在下行压力下，酒企于 18H2 纷纷开始寻找量价平衡点，我们可以从 19 年春节旺季销售情况中发现，实际主要酒企在量价策略上已经做出了选择，以价换量稳增长为主基调，厂家政策更加收放自如，运营能力也有了较大提升。

图 19：2014 年后消费结构得到优化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：居民对白酒消费能力提升

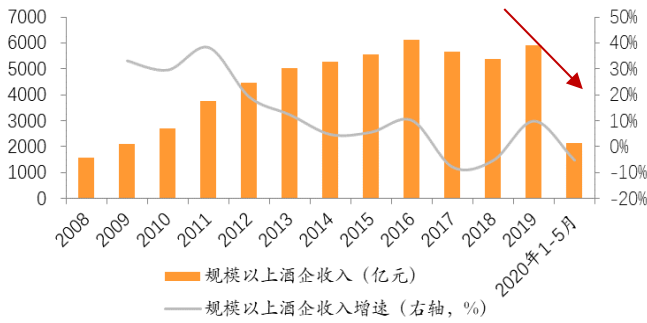


资料来源：Wind，浙商证券研究所

**短暂调整期二 (20H1)：本轮调整根源并非预期偏差，而是需求端被抑制造成市场信心短暂下挫。**相较于 18H2 市场的回调，20H1 市场的回调更多在于市场无法预估疫情何时能得到控制/对需求端的影响会有多大，因而出现恐慌性板块下挫，但这并非仅仅出现在白酒行业中，而是全行业共同面临的现象，因此本轮调整主要原因并非预期出现偏差，而是需求端被抑制导致市场信心受挫。即使酒企 20Q2 酒企报表端注定将普遍承压，但在市场对白酒产业整体趋势向好、酒企更为理性、需求后期将充分释放、消费基础稳固、渠道结构不断改善认知较为充分情况下（对白酒行业的认知逐渐完成从周期行业向消费行业的过渡），疫后白酒估值及股价实现迅速回升。另外，由于市场流动性充裕、白酒龙头业绩确定性高，后期出现了资金抱团白酒龙头现象。

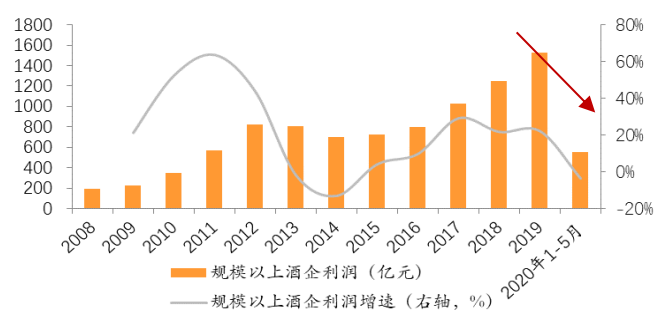


图 21：白酒规模以上酒企收入增速放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：白酒规模以上酒企净利润增速放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

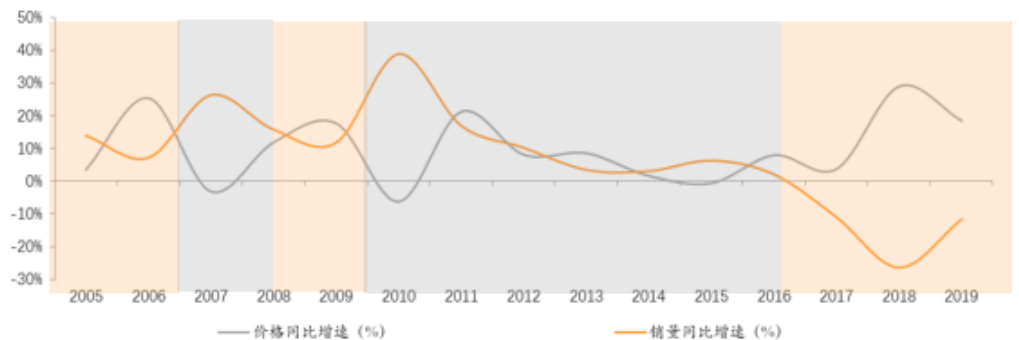
**短暂调整期三 (21Q1)：前期预期过高使得其边际效用逐步减弱，20 年底流动性溢价带来的估值提升稳定性弱。**20 年底在经销商大会频传利好消息、21 年春节前高端酒动销旺盛、渠道信心高涨使得市场对板块预期过高，因而后期边际效用逐步减弱，与此同时，20 年底流动性溢价带来的估值提升稳定性弱，流动性预期收紧、市场风格调整等因素影响，即使基本面仍呈向好趋势，市场对业绩容忍度变低，资金面、情绪面行为推动高估值白酒板块出现大幅回调。

#### 1.4.2. 每次预期修正后，行业发展逻辑有什么变化？

行业发展趋势客观存在，在预期被修正后以更真实的面孔呈现在大众眼前。

**18H2 阶段行业逻辑发生了最为明显的转变：**白酒行业从由总量经济高速增长驱动的白酒量价齐升的时代专向由消费升级驱动的白酒品牌集中、结构升级的时代（量减价增），行业周期性在酒企普遍严控库存下已出现明显减弱趋势，优势品牌将尽享消费升级红利，具体来看：1) 经济环境方面，经济受投资的驱动作用减弱，消费贡献增强，消费升级趋势明显；2) 产业环境方面，产量增速放缓，较为普遍的压库存行为不再盛行，库存健康，价格显著回升；3) 需求端方面，大众消费崛起，需求结构向好。另外，资金层面，过去板块缺乏重价值而轻趋势的长线投资者，低估值、高盈利、大市值、高股息的股票备受外资青睐，因而外资加速入局白酒利于估值体系的稳定性。

图 23：18 年白酒行业处于价格驱动阶段



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表 4：16-18 年酒企单季度收入、利润同比增速**

单季度收入增速		2016/3/31	2016/6/30	2016/9/30	2016/12/31	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31
高端酒	贵州茅台	16.91%	13.13%	14.77%	28.59%	33.24%	32.95%	115.88%	28.92%	31.24%	46.40%	3.20%	35.71%
	五粮液	31.03%	-1.11%	13.49%	4.84%	15.11%	23.30%	43.03%	19.94%	36.80%	37.73%	23.17%	31.32%
	泸州老窖	16.01%	14.98%	22.30%	28.44%	20.34%	18.42%	32.53%	14.96%	26.20%	24.73%	31.36%	21.76%
次高端二线名酒	山西汾酒	2.45%	17.56%	17.79%	-4.62%	48.29%	30.20%	46.81%	17.64%	48.56%	45.30%	30.58%	63.83%
	酒鬼酒	3.70%	-14.77%	12.30%	31.98%	8.63%	52.54%	26.35%	48.14%	46.12%	36.60%	30.81%	30.57%
	水井坊	13.88%	53.64%	31.23%	61.83%	32.78%	129.67%	108.93%	51.12%	87.73%	33.03%	27.21%	17.91%
区域龙头酒	舍得酒业	35.35%	13.23%	69.21%	6.52%	0.04%	28.03%	14.04%	9.05%	21.95%	10.05%	56.77%	57.70%
	古井贡酒	10.57%	14.90%	12.23%	22.00%	17.88%	24.59%	14.59%	7.48%	17.80%	48.50%	18.25%	18.43%
	洋河股份	9.32%	1.17%	9.39%	5.21%	10.90%	17.65%	19.55%	20.81%	25.68%	26.97%	20.11%	5.08%
三四线酒	今世缘	7.75%	4.95%	11.24%	-3.73%	20.74%	11.73%	12.90%	13.21%	31.11%	30.36%	35.60%	3.21%
	口子窖	20.29%	4.25%	5.89%	5.26%	16.33%	19.90%	13.72%	79.20%	21.02%	27.51%	8.15%	19.61%
	顺鑫农业	12.35%	4.93%	40.57%	14.80%	5.77%	2.69%	-8.41%	19.33%	3.37%	20.52%	-14.34%	-0.49%
三四线酒	伊力特	6.30%	-3.36%	4.42%	5.67%	8.73%	-7.72%	24.51%	25.10%	8.63%	36.30%	9.47%	-1.09%
	金徽酒	23.82%	3.06%	4.85%	-2.56%	3.89%	12.50%	-12.19%	11.51%	5.44%	19.06%	-22.83%	27.08%
	金种子酒	-8.57%	-17.29%	-30.17%	-14.55%	-27.05%	-20.30%	-7.54%	15.56%	-11.64%	7.30%	-3.44%	12.48%
三四线酒	老白干酒	10.45%	21.27%	1.21%	-4.05%	2.65%	12.55%	1.56%	2.96%	6.14%	75.05%	56.22%	42.99%
	迎驾贡酒	3.23%	-8.11%	2.00%	14.97%	4.43%	1.58%	-0.98%	6.10%	11.87%	8.88%	13.50%	10.23%
	青青稞酒	-5.55%	18.19%	-0.06%	21.10%	-11.71%	1.82%	-12.57%	-6.00%	5.04%	2.96%	-4.85%	3.63%

单季度利润增速		2016/3/31	2016/6/30	2016/9/30	2016/12/31	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31
高端酒	贵州茅台	1.20%	1.11%	0.36%	0.43%	2.52%	3.10%	13.84%	6.68%	3.89%	4.15%	0.27%	4.76%
	五粮液	3.19%	-1.03%	-0.70%	0.70%	2.38%	4.01%	6.41%	6.09%	3.83%	5.52%	1.96%	4.36%
	泸州老窖	1.00%	0.78%	3.07%	18.44%	3.45%	3.06%	3.41%	2.28%	3.27%	3.57%	4.55%	3.11%
次高端二线名酒	山西汾酒	3.69%	0.02%	0.75%	-0.09%	5.87%	10.86%	12.10%	-1.00%	5.18%	6.95%	6.02%	3.82%
	酒鬼酒	4.85%	-4.88%	2.44%	5.63%	3.10%	33.64%	2.56%	3.86%	6.89%	1.35%	3.85%	0.33%
	水井坊	6.27%	52.16%	18.13%	34.07%	1.77%	7.44%	12.23%	2.17%	6.80%	40.40%	5.16%	2.67%
区域龙头酒	舍得酒业	17.86%	36.31%	123.18%	69.93%	23.55%	9.54%	0.48%	8.94%	10.25%	28.68%	22.35%	4.29%
	古井贡酒	1.36%	1.20%	2.60%	1.50%	1.85%	6.21%	6.42%	4.21%	4.25%	12.06%	4.61%	2.51%
	洋河股份	1.03%	0.11%	1.09%	0.93%	1.17%	2.04%	1.82%	0.58%	2.67%	3.13%	2.15%	0.30%
三四线酒	今世缘	1.06%	1.74%	0.69%	-0.12%	2.57%	1.76%	0.95%	0.78%	3.18%	3.12%	3.55%	0.36%
	口子窖	5.44%	3.93%	1.51%	0.68%	2.08%	4.82%	2.20%	19.92%	3.72%	4.32%	0.88%	8.40%
	顺鑫农业	-0.87%	0.00%	-6.02%	8.77%	0.72%	0.23%	7.12%	0.02%	9.46%	10.40%	9.92%	2.51%
三四线酒	伊力特	2.14%	-1.68%	-0.35%	-1.37%	2.68%	0.09%	0.14%	11.31%	0.84%	8.81%	-2.18%	4.28%
	金徽酒	3.28%	17.41%	1.63%	2.63%	2.30%	2.79%	-2.41%	2.40%	0.66%	2.94%	-9.19%	2.87%
	金种子酒	4.00%	-23.65%	-11.99%	-4.93%	-7.70%	9.27%	8.64%	-5.41%	1.71%	-1.35%	-391.29%	302.43%
三四线酒	老白干酒	4.03%	-4.05%	4.71%	5.64%	3.53%	20.53%	1.85%	6.87%	8.10%	105.86%	4.14%	12.68%
	迎驾贡酒	2.36%	0.17%	3.05%	4.95%	1.29%	-4.53%	-3.13%	1.41%	1.25%	4.05%	1.80%	1.75%
	青青稞酒	-0.96%	-8.16%	-1.24%	57.93%	-2.96%	-1.56%	-9.02%	-103.29%	-1.49%	-6.65%	-12.85%	11.02%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

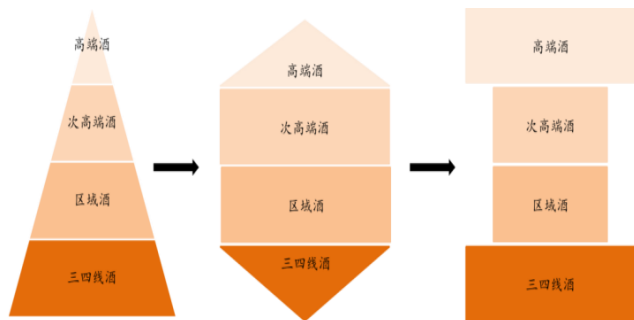
**20 年疫情爆发后，行业逻辑总体方向未变，但发展速度得到了加快：**在消费持续升级背景下，我们之前所反复提及的“强升级（白酒行业消费升级趋势延续，高端酒收入及利润占比不断提升，白酒产业分布从金字塔型、纺锤型变为哑铃型，酱酒品类也是一个强升级的品类）、大品牌（集中化的本质是大品牌，品牌将是企业最大的护城河，强者恒强为大品牌的直接体现）、新品类（未来 5—10 年新品类会快速发展）”三大趋势不变，疫情叠加提价潮加速酒企分化（具有提价能力的酒企均已实现成功提价，提价潮进一步加剧酒企分化），酒企更为理性，进入弱周期。高端酒（扩容性增长）、次高端酒（持续升级，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利）、酱酒（增速领先行业）、光瓶酒（确定性较强，有望持续受益于消费升级）为 20 年的四大风口。

表 5：20Q3 优质酒企已基本追上上半年损失的量

	2019Q1收入 增速 (%)	2019Q2收入 增速 (%)	2019Q3收入 增速 (%)	2019Q4收入 增速 (%)	2020Q1收入 增速 (%)	2020Q2收入 增速 (%)	2020Q3收入 增速 (%)	2019Q1净利 润增速 (%)	2019Q2净利 润增速 (%)	2019Q3净利 润增速 (%)	2019Q4净利 润增速 (%)	2020Q1净利 润增速 (%)	2020Q2净利 润增速 (%)	2020Q3净利 润增速 (%)
酒鬼酒	26.6	27.1	27.1	20.7	15.1	12.9	56.4	30.3	33.7	34.6	24.9	19.0	6.4	419.0
金种子酒	-6.1	-10.0	-24.9	-57.3	-32.9	-0.7	35.8	21.5	-2834.8	-809.0	-232.5	-391.8	30.9	-27.2
山西汾酒	30.5	40.5	9.5	27.5	-9.7	18.4	25.2	16.2	60.1	-39.5	87.4	32.2	16.1	69.4
今世缘	31.1	26.6	32.4	31.2	-9.4	3.8	21.0	26.0	24.1	28.3	34.9	-9.5	1.9	32.7
水井坊	24.2	29.3	19.7	30.5	-21.6	-90.1	18.9	41.2	7.5	53.4	60.3	-12.6	-172.6	33.1
舍得酒业	20.1	26.3	34.5	26.0	1.7	18.8	18.4	22.6	38.0	53.6	3.1	39.4	62.0	24.9
五粮液	23.9	12.0	13.8	14.5	12.8	10.1	17.8	31.9	20.3	17.1	2.7	16.7	10.2	15.0
老白干酒	55.8	12.3	-11.3	4.8	-34.2	-9.0	16.4	57.1	7.1	-21.0	25.1	-44.0	-32.6	49.7
古井贡酒	43.3	4.3	11.9	15.1	-10.6	-3.5	15.1	34.8	49.3	35.8	-19.0	-18.7	-16.5	3.9
泸州老窖	23.7	26.0	21.9	14.4	-14.8	6.2	14.5	43.1	36.0	35.5	15.3	12.7	22.5	52.6
金徽酒	34.1	5.0	9.1	29.4	-42.0	22.7	14.4	21.5	2.1	9.6	198.4	-73.5	141.7	40.1
迎驾贡酒	2.7	19.6	8.9	7.3	-33.5	-17.3	12.4	9.0	57.8	34.2	17.6	-34.1	9.4	27.8
顺鑫农业	0.1	-12.0	13.9	26.4	-70.4	9.5	9.6	23.8	-44.8	35.7	4.5	-94.4	-10.9	-789.8
贵州茅台	19.9	12.0	34.3	33.7	15.9	9.5	8.5	17.2	89.9	-69.7	-30.5	-17.6	8.9	6.9
洋河股份	14.2	2.1	-20.6	-36.5	-14.9	-18.6	7.6	15.7	2.0	-23.1	-78.0	-0.5	-10.4	14.1
口子窖	9.0	16.3	-0.2	13.6	-42.9	-25.1	6.8	21.4	23.0	-1.8	8.5	-55.4	-30.5	-5.9
青青稞酒	-23.1	-21.2	12.5	7.7	-44.6	-14.0	-32.4	-41.8	-2339.5	505.9	-58.7	-109.3	-8.4	-675.5
伊力特	5.5	-1.9	70.4	6.2	-33.4	51.8	-36.1	-9.9	-29.2	878.0	10.1	-47.0	163.1	-44.1

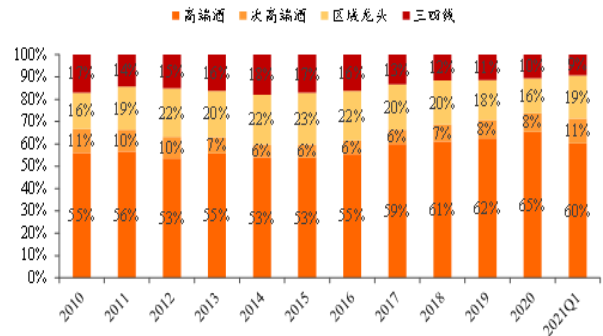
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：白酒产业分布从金字塔型、纺锤型变为哑铃型



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：白酒市场份额不断向高端酒聚集



资料来源：Wind，浙商证券研究所

21Q1 以来，行业格局变化明显，高端、次高端、酱酒均实现强势发展：市场对酱酒热将延续（具体酱酒相关内容可参见酱酒三部曲深度报告：《酱酒深度报告（一）：一峰独立群峰竞秀，酱酒品类强势崛起（201018）》、《酱酒系列深度（二）：寻香觅味酱酒行，探索行业新趋势（210410）》、《酱酒系列深度（三）：六问六答，郎酒更新招股书下的酱酒冷思考（210618）》）、酒企 21H1 业绩普遍将实现高增这一认知预期充分，而次高端今年的超预期扩容发展则将原本市场认知度较低的水井坊、舍得等酒企推上了 C 位，具体来看，伴随着剑南春、泸州老窖相继实现提价，次高端酒价位带正迎价位带整体提升、价格带不断细化、400/600 元主流价位带成为新的能放量的价位带等变化。

总结来看：16-18 年每年行业逻辑均存在较大差别（即拥有较强的节点感），而 19 年开始白酒行业周期延续感较强（进入了消费升级驱动的白酒品牌集中、结构升级的时代，优势企业尽享消费升级红利，强升级、大品牌、新品类趋势延续至今），与此同时，在事件/情绪预期下，行业升级加速、结构性分化加速，与此同时酒企更为理性，长期保持低库存+消费结构稳健使得酒企周期性变弱。

## 二、本轮调整期（21Q3）：事件直接催化+情绪间接催化+资金面原因

作为微观交易结构最为拥挤的赛道之一，今年白酒市场风格经历了从买确定性到杀估值、估值修复、博弈成长与业绩弹性，再次进入杀估值阶段。年前在爆款基金发行带来增量资金叠加海内外经济修复推升盈利增长预期背景下，高端酒表现优异，但在央行流动性收紧预期下，出现杀估值行情，此后通胀预期的演绎推动抗风险能力较强的白酒板块迎来估值修复行情，并进入博弈高业绩弹性阶段，因而盈利弹性最大的次高端酒（动销超预期+结构升级+经销商加速拓张=业绩高弹性逻辑）迎来行情。近期受多维度因素影响，再次进入板块估值调整阶段，我们认为近期白酒行业的调整主要来源于以下三方面：

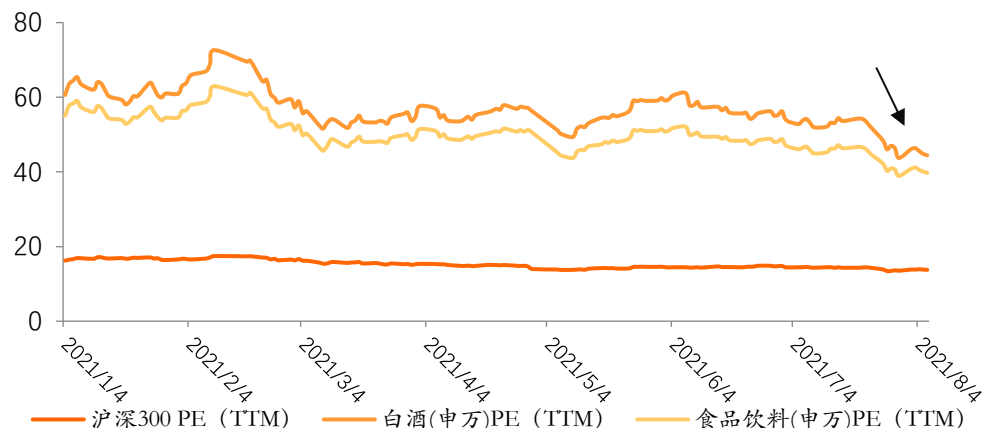
- 1) 事件直接催化原因。白酒板块第一份中报（水井坊）的利润端表现不及预期引发市场对酒企中报业绩的担忧&对下半年业绩压力较大的担忧；
- 2) 情绪间接催化。本轮调整情绪面原因占比较大，教育政策落地后引发的余震加剧了市场对白酒政策风险的担忧；
- 3) 资金面原因。新能源等高成长性板块吸引了较多资金入局。

图 26：本轮白酒行业调整主要关键词



资料来源：浙商证券研究所

图 27：近期白酒行业进入短暂调整期



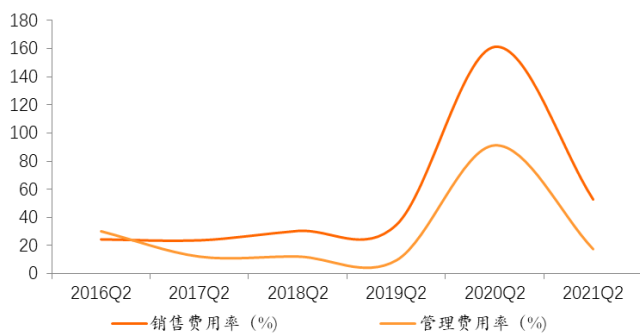
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.1. 事件直接催化：表观上水井坊业绩不及预期，但实际是个性问题

表观上来看，水井坊 21Q2 利润不及预期，甚至引发市场产生对板块业绩的担忧。水井坊 21Q2 收入为 5.97 亿元，同比增加 691.49%；21Q2 归母净利润为-0.42 亿元，同比增加 52.05%（减亏 0.46 亿元），21Q2 为负的净利润确实略不及预期，甚至引发市场：1）对其他酒企 21Q2 业绩是否会不及预期的担忧；2）即使业绩超预期，下半年业绩是否能保证高增（高基数背景下）的担忧（为近期部分机构降低白酒仓位的原因之一）。

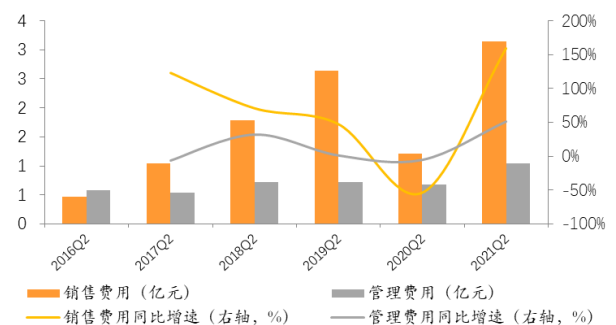
本质上来看，为水井坊主动控货+费用前置的个性原因，由此线性推导行业业绩不合理。21Q2 公司利润端表现略不及预期，主因费用较往年高——21Q2 销售费用率和管理费用率分别为 52.72%、17.37%，而这背后原因是费用前置问题——1）销售费用方面，公司今年将“消费者培育”、“高端化”等方面列为重点工作，为迎接新财年的到来，公司将央视广告费/高尔夫、网球大师赛赞助/高端品鉴会/国家宝藏费用投入等相关销售费用集中计 21Q2。考虑到公司 2~6 月均采取控货举措叠加 21Q2 计入了部分下半年费用，公司将轻装上阵步入下一财年。

图 28：16Q2-21Q2 水井坊费用率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 29：16Q2-21Q2 水井坊销售及及管理费用情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**总结：**水井坊 21Q2 业绩不及预期背后为个性原因，而非基本面共性原因，当前主要酒企库存均处于合理位置，需求端表现正常，发货进度甚至普标快于往年同期，板块整体景气度向好，21Q2 酒企业绩低基数下高增长可期，不必过分担忧不及预期这一问题，但需考虑业绩超预期或带来下半年报表端业绩压力问题。

## 2.2. 情绪间接催化：白酒政策风险及消费税落地风险

### 一、白酒政策风险

受“双减”政策落地及前期互联网反垄断措施影响，市场对于“一个政策能对一个行业产生深远影响”这一概念认识更深刻，从而担忧白酒行业存在政策风险，市场悲观情绪蔓延为资金外逃原因之一。

**总结来看：**从消费结构来看，当前主要消费群体为商务消费，政策风险或较此前小；虽然消费税和消费场景从严等传闻从未中断，但始终未得到实质性确认，因此市场或过度担忧。

### 二、消费税落后或对板块产生负面影响

目前市场上针对消费税存在以下两种传闻：

(1) 按白酒不同度数设定不同比例税率或取消从量定额

我们认为：由于白酒主流度数为 52 度、53 度，且产品横跨几十元至上千元，根据度数来划分税率无法起到差异化税收效果，不符合公平与效率税收原则，因此实施概率较低。假设实施，拥有较强成本转移能力的高端酒企受影响较小；

(2) 白酒行业或迎来消费税征收环节后移

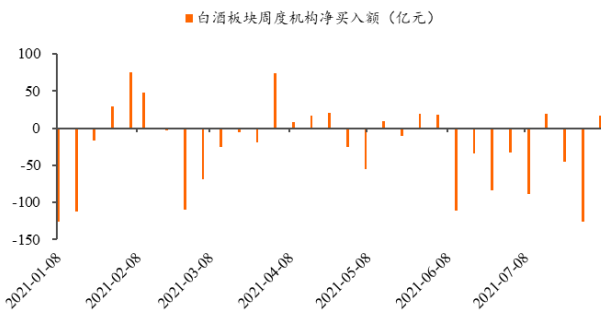
我们认为：首先，消费税属于价内税，一般在应税消费品的生产、委托加工和进口环节缴纳，以出厂口径销售额作为税基，现行征收政策为量价复合征收，从价征收 20% 加从量征收 0.5 元/500 克，由于价款中已包含消费税，因此在批发、零售环节中不必纳税；消费税后移的提出将现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，消费税基将变为批发口径或者零售口径，对于白酒行业来说，虽然白酒流通渠道较为复杂，渠道漏交率会上升，整体来看税基仍将扩大、征收额将增加。假设将白酒纳入实施范围，从中小酒企角度来看，消费税征收环节后移将对渠道价差较大的中小企业产生明显负面影响，对渠道价差较小、渠道力较强的中小企业影响较小。从高端酒企角度来看，高端酒受益于较强的渠道力及议价力，避税能力及向下游转移税负能力强，因此下调出厂价概率较小，增加的消费税将由流通环节承担。整体来看，消费税征收环节后移将加剧白酒行业分化，渠道力及议价力强的酒企有望受益，而大众酒竞争将加剧。

**总结来看：**考虑到：1) 消费税传闻已流传数年，且增加税种需要人大立法，目前没有相关提案消息，不必过度担忧；2) 即使消费税实施新规，具备较强成本转移能力的高端酒受疫情小，强者恒强。

### 2.3. 资金面原因：市场风格切换导致资金出现外流

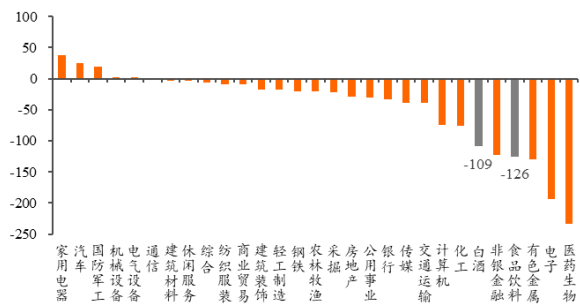
外资担忧白酒政策或影响基本面叠加当下市场风格偏成长，使得流向白酒的资金量(包括海外资金)有所下降。

图 30：流向白酒的资金量较此前下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：截止 8 月 8 日

图 31：近两周机构净买入额（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：截止 8 月 8 日

### 三、当前行业先行指标是什么？未来将行至何处？

#### 3.1. 宏观指标重要性日益凸显，微观指标可观测结构性机会

历史上每一次板块调整往往伴随着——宏观层面（流动性及通胀预期等变化）、微观层面（微观跟踪指标变化）、认知预期差变化，具体来看：

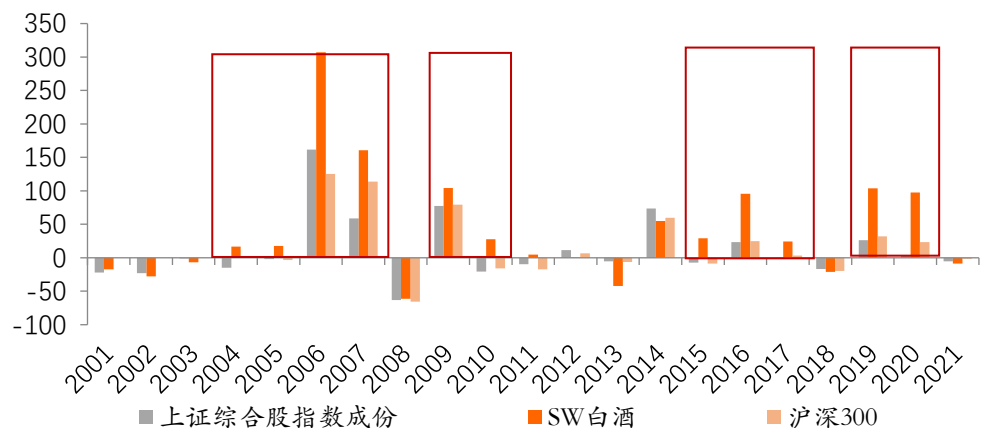
1) 18H2、21Q1 均存在明显预期偏差（对微观指标的认知不足/对宏观指标预期的变化）导致板块调整问题，而 20 年下跌主因需求端消失带来的基本面问题。我们认为市场对白酒板块的预期偏差始终将存在，只是在各个阶段在不同方面体现，比如 18H2 对行业要素分析不完全/低估了产业的自我调节能力，该轮调整估值业绩双杀，但估值因素占比更大；21 年初伴随着爆款基金发行将带来增量资金、海内外经济不断修复、21Q1 酒企业绩将高增预期下，白酒板块一度表现强势，但后期因流动性缩进叠加预期透支，板块进入调整阶段，估值下跌为调整的主要原因；当今虽然板块基本面向好趋势未变，但市场对 21Q2 及下半年酒企业绩的担忧/对政策风险的担忧引发资金流出，估值下杀为主要原因。

2) 当预期偏差逐步修正后，行业发展逻辑往往会更清晰的呈现在市场面前。16-18 年每年行业逻辑均存在较大差别（即拥有较强的节点感），而 19 年开始白酒行业周期延续感较强（进入了消费升级驱动的白酒品牌集中、结构升级的时代，优势企业尽享消费升级红利，强升级、大品牌、新品类趋势延续至今），与此同时，行业升级加速、结构性分化加速、企更为理性，长期保持低库存+消费结构稳健使得酒企周期性变弱。

**先行观测指标：应兼具宏观及微观层面，在基本面整体向好趋势不变情况下，宏观指标凸显重要性。**我们认为宏观指标变动为板块风格轮动的根本原因，宏观指标推动板块情绪向好背景下，微观指标可用来进一步观测板块结构性机会：

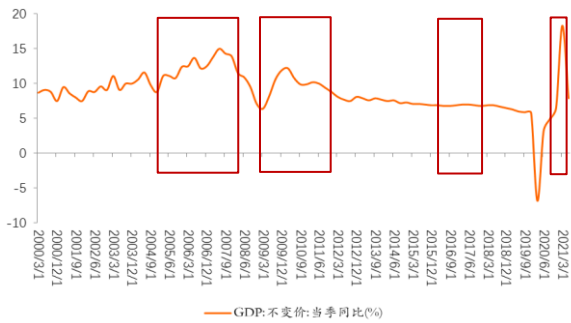
1) **基本面向好为取得超额收益的根本驱动力，能取得超额收益的阶段拥有相似的宏观背景：**复盘历史可以发现，2004-2007/2009-2010/16-2017/19-20 年白酒有明显超额收益，行业基本面改善为白酒在结束调整后持续取得超额收益的根本驱动力，而活跃的经济/宽松的流动性/宽松的货币政策为共同的宏观背景——经济活跃程度影响白酒实物消费、宽松货币政策刺激白酒金融消费，具体来看，通过信贷或货币政策的宽松，投资增速回升、经济增速阶段性改善、企业利润增厚、居民可支配收入增速提升，在流通性宽松背景下，高端酒特有的保值能力将进一步刺激白酒投资需求。

图 32：白酒在四个阶段取得过超额收益



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 33: 不同白酒周期的 GDP 增速变化情况



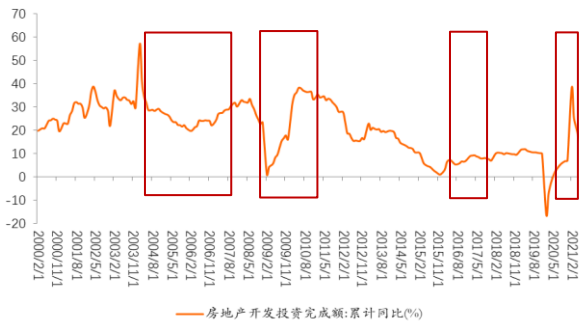
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 34: 不同白酒周期的工业企业利润增速变化情况



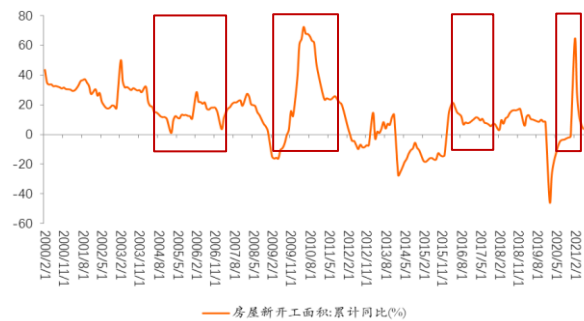
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 35: 不同白酒周期的房地产投资增速变化情况 (%)



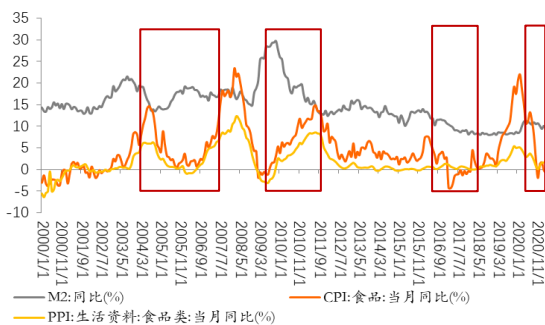
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 36: 不同白酒周期的房屋新开工面积增速变化情况 (%)



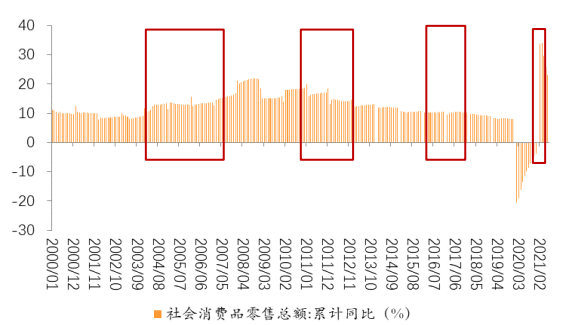
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 37: 不同白酒周期的货币及通胀价格 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 38: 不同白酒周期的社零增速情况 (%)



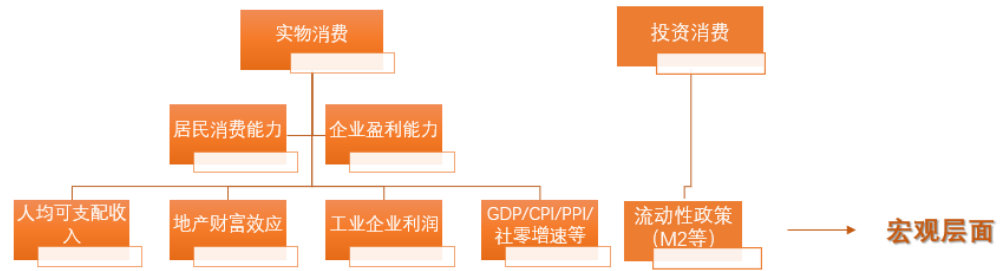
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

- 2) 几轮行业景气周期中, 酒企批价、库存、动销、预收款、回款节奏等微观指标为判断酒企业绩增长速度及质量的关键指标。
- 3) 每轮调整阶段结束先行指标略有差异: 固投增速及货币供应量为 03/09 年两轮白酒行情的先行指标 (领先 6 个月以上); 餐饮收入增速及房价财富为 15 年行情先行指标 (领先 3 个月以上); 贵州茅台批价、外资持股比例为 18 年白酒行情先行指标 (领先 1-2 个月左右); 餐饮收入增速、茅台批价等为 20 年白酒行情先行指标 (领先 2-3 个月左右)。
- 4) 落地到 21 年来看, 宏观/微观指标均为重要先行指标: 受流动性及通胀预期变化、市场风险偏好变化等因素影响, 今年白酒市场风格经历了从买确定性、杀估值、估值修复、博弈业绩弹性、杀估值这几大阶段, 考虑



到当前白酒板块基本面向好趋势未变，在流动性较 18/19 年更为宽松，但较 20 年略紧的背景下，21 年白酒整体行情的先行指标应兼具宏观及微观层面——宏观方面（决定市场风格偏好）为流动性、通胀预期变化相关指标，比如：**CPI、社零增速、M2 增速、基建投资增速**等宏观指标，而结构性行情指标则为**批价、库存、动销**等传统微观指标。

图 39：宏观因子传导机制



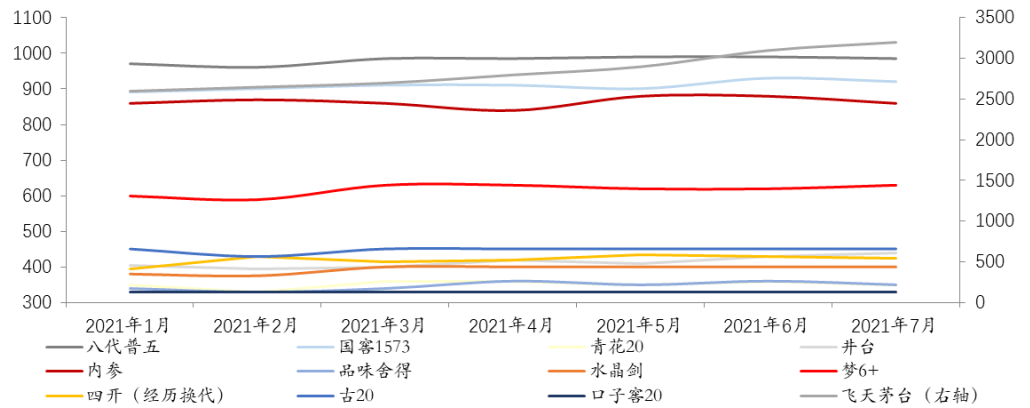
资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.2. 坚守行业龙头，紧握高弹性高成长标的机会

我们将现有情况套入框架中进行验证及预测：

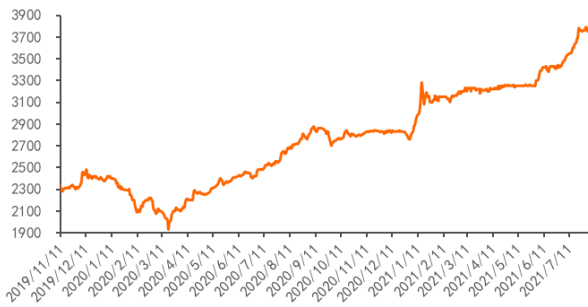
- (一)宏观层面来看——下半年宽松的货币政策及流动性较为宽松的环境利好白酒板块发展，推荐关注次高端酒等高成长性标的。浙商宏观李超团队表示，7月降准意味着货币政策转向宽松，而这并非短期行为，具有一定的持续性，因此后续大概率仍有降准及定向降息。21年下半年信用收缩后经济下行压力增大，货币政策逐渐走向放松（通过降准偿还到期MLF并释放流动性、再贷款和定向降息等方式实现），无风险收益率继续下行利于高成长标的有较好表现，形成股债双牛（详细内容可参阅《【浙商宏观】下半年是否还有降准？》、《【浙商宏观】核心宏观分歧十问十答》等）。
- (二)微观层面来看——微观层面无明显重大风险。1)批价方面：今年以来贵州茅台批价从年初的2600元左右提升至当前的超3000元；五粮液批价在淡季未控量的背景下坚挺在历史较高位置（980-990元左右）；泸州老窖批价亦升至高位（930元左右），总体来看，受益于贵州茅台、泸州老窖批价上行，主要次高端及三四线酒企批价均实现上移；2)库存方面，当前酒企量价策略均较为合理，以价为主，库存方面均保持较低位置（库存低为白酒周期性减弱的重要原因之一）；3)打款发货节奏方面，受益于需求端旺盛、动销良好，主要品牌酒企今年打款发货节奏大多较往年快，全年业绩情况向好，但由于20H2酒企业绩基数较高，21H2业绩增速面临一定压力。

图 40：主要单品批价均稳定向上（单位：元/瓶）



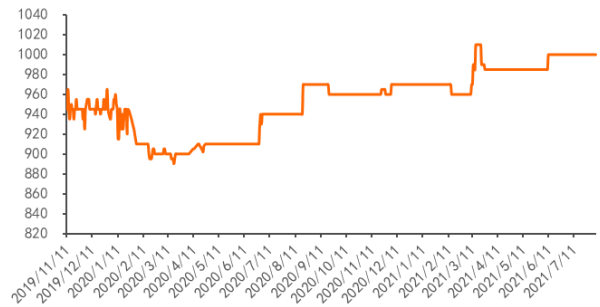
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 41：贵州茅台批价走势（单位，元/瓶）



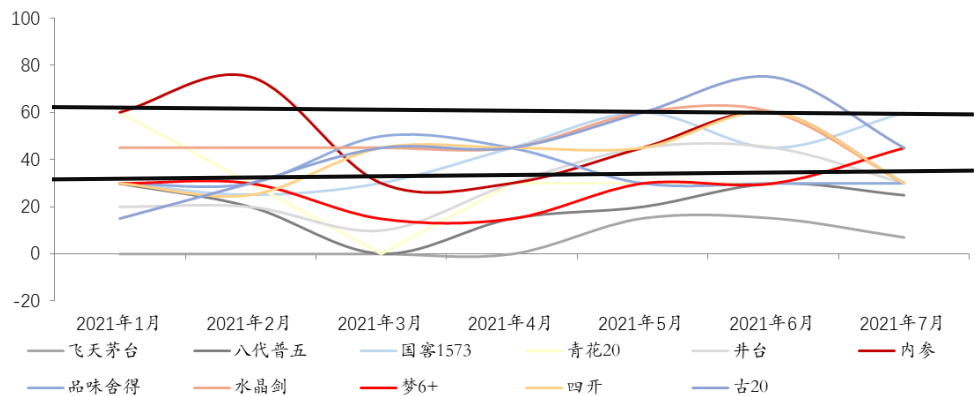
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 42：五粮液批价走势（单位，元/瓶）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 43：主要单品库存均处于 2 个月内健康水平（单位：天）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

(三) 催化层面来看——中秋国庆旺季催化仍需观测。1) 催化方面：21H1 业绩预期目前已打的较满，20Q3 高基数下，21Q2 业绩超预期=21H2 业绩压力较大，因此季报催化已被平抑；疫情下，9 月的中秋国庆旺季催化是否仍将存在还需要紧密观测；3) 情绪方面，由事件引发的板块悲观情绪仍在蔓延，不仅仅是对政策风险的担忧，亦是对下半年酒企业绩的担忧，甚至有“白酒行业明后年将步入下行周期”等观点发声。总体来看，目前板块估值下跌主要受情绪面影响，但在：消

费税预计短期内不会落地，同时考虑到当前主要消费人群为大众消费，高端酒政策风险较小/酒企基本面向好趋势未变情况下，若疫情得到有效控制，中秋国庆旺季仍将为近期板块催化剂。

(四) 估值层面来看——当前板块估值已具一定性价比。当前白酒板块整体估值近 20 年的 87.4% 位置，处于 2008 年 8 月、2010 年 10 月、2006 年 7 月左右水平。考虑到白酒行业盈利能力强、竞争格局优，当前横向比较来看估值已具一定性价比，白酒周期弱化、行业格局优使得估值波动逐步弱化，其中优质酒企业绩环比改善趋势将延续至下半年，较强的业绩确定性及其成长性可消化目前估值。

图 44：白酒板块目前估值位于近 20 年 87.4% 位置



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：截止 20 年 8 月 10 日

图 45：贵州茅台目前估值位于近 20 年 86.3% 位置



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：截止 20 年 8 月 10 日

图 46：五粮液目前估值位于近 20 年 86.8% 位置



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：截止 20 年 8 月 10 日

图 47：泸州老窖目前估值位于近 20 年 65.2% 位置



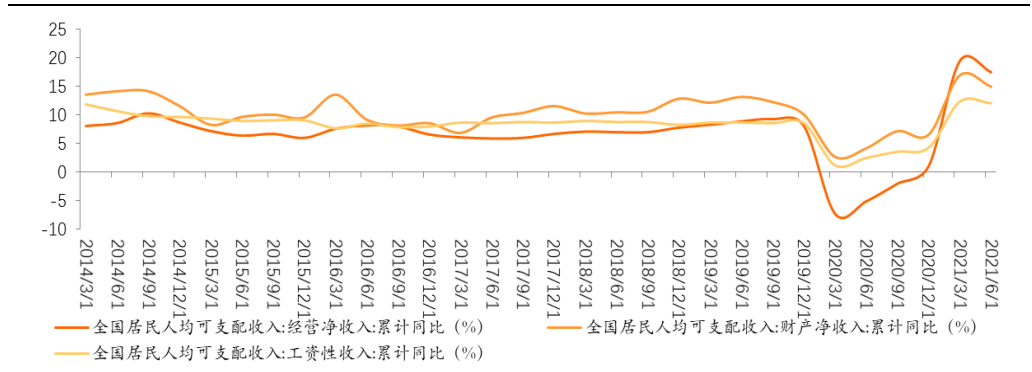
资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：截止 20 年 8 月 10 日

### 落地到酒企来说：坚守行业龙头，紧握高业绩弹性的次高端酒

从宏观角度来看，无风险收益率继续下行将带动成长股发力，在行业需求端确定性较强背景下，白酒中的阶段性高成长弹性标的有望获得超额收益；从微观角度来看，我们认为次高端酒出色的业绩弹性及微观交易结构下次高端酒筹码空间仍相对较为宽松将推升次高端酒表现。次高端酒盈利弹性来源于：

- (1) 本轮经济向上修复和相对宽松的流动性环境放大财富效应，高净值人群购买力的提升孕育消费升级下高端及次高端酒发展机遇，并为次高端酒产品结构稳步升级奠定消费基础。基于全国居民人均可支配收入指标来看，即使在疫情期间，财产净收入受负面影响较小，而工资性收入在后疫情恢复阶段表现乏力，折射到消费端来看，高净值人群具更强的消费能力，助推高价位酒市场不断增长。

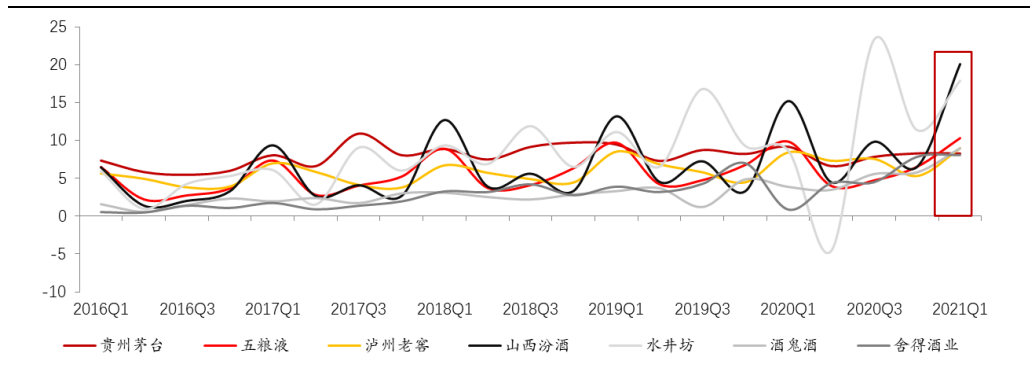
图 48：高净值人群购买力的提升孕育消费升级下高端及次高端酒发展机遇



资料来源：Wind，浙商证券研究所

(2) 次高端酒当前周期成长向上，相较于高端酒稳健的业绩，次高端酒盈利高弹性特性凸显。从价位带变化来看，次高端酒当前处于整体扩容、价格带长拉宽阶段：1) 次高端酒整体价位带的上移助力优质次高端酒冲破原有竞争环境。随着次高端酒上沿泸州老窖及次高端酒下沿剑南春价格上移，次高端酒整体价位带将从 300-800 元区间提升 350-1000 元区间；2) 次高端酒主流放量价位带出现变化，新价位带出现。在这一过程中，能在 400 元及 600 元主流价位带实现放量的酒企将取得竞争优势，从而实现快速成长，与此同时，600-800 元价位带将成为新的能实现放量的价位带；3) 在次高端价格带延长、拓宽、新价格带出现背景下，今年次高端酒企普遍通过快速招商+提结构实现迅速发展，驱动 ROE 增长的主要因素从之前的周转率提升转变至利润率提升（企业增长质量得到进一步提升，盈利增长的持续性更强），同时次高端酒 ROE 实际上已实现对高端酒的反超（自 16 年开始次高端酒 ROE 处于持续抬升过程），部分次高端酒实现生命周期曲线中的二次成长。

图 49：次高端酒 ROE 实际上已实现对高端酒的反超



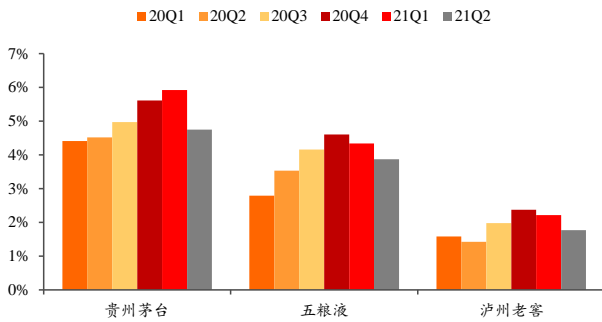
资料来源：Wind，浙商证券研究所

而高端酒 21Q2 迎来策略性调仓，但仍为行业前十大重仓股，次高端酒机构持仓比例提升，但筹码空间仍较为宽松：

(1) 高端酒：21Q2 迎来策略性调仓，仍为行业前十大重仓股。20 年搜狐海内外流动性增强+疫情影响下宏观经济下行，确定性高、ROE 高、业绩稳定性强的高端酒大受资金追捧，而 21Q2 贵州茅台、五粮液、泸州老窖重仓比例分别环比 21Q1 下降 1.18、0.46、0.45pcts 至 4.75%、3.87%、1.77%，此前拥挤的交易结构已有缓和。目前贵州茅台仍为全行业重仓持股榜首，五粮液位居第三，泸州老窖仍位列前十名。近期板块回调后，贵州茅台、五粮液、泸州老窖的 21 年 PE 对标海外奢侈品估值相对偏低，作为核心资产具备较高的配置价值。

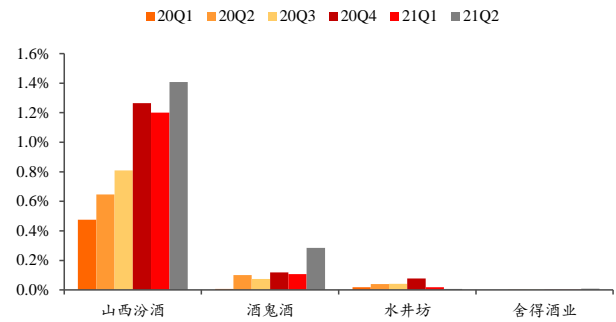
(2) **次高端酒：未来三年业绩有望维持较快增速，高成长性获得市场青睐。**洋河股份、山西汾酒、酒鬼酒 21Q2 重仓比例分别为 1.41%、0.74%、0.28%，环比 21Q1 提升 0.28、0.21、0.18pcts，从筹码空间来看，次高端酒板块整体持仓体量较高端酒仍有较大差距，从边际层面看，次高端酒持仓占比增速均值高于高端酒，近期行业风格轮动加速，有望进一步助推次高端酒表现机会。我们通过 PEG 把标的当前的价值和未来的成长进行关联，次高端二线名酒和次高端区域龙头酒未来三年 PEG 有望降低至 1 倍左右，对应其高成长性而言，当前估值水平具备较高配置价值。

图 50：20Q1-21Q2 高端酒重仓比例变化情况



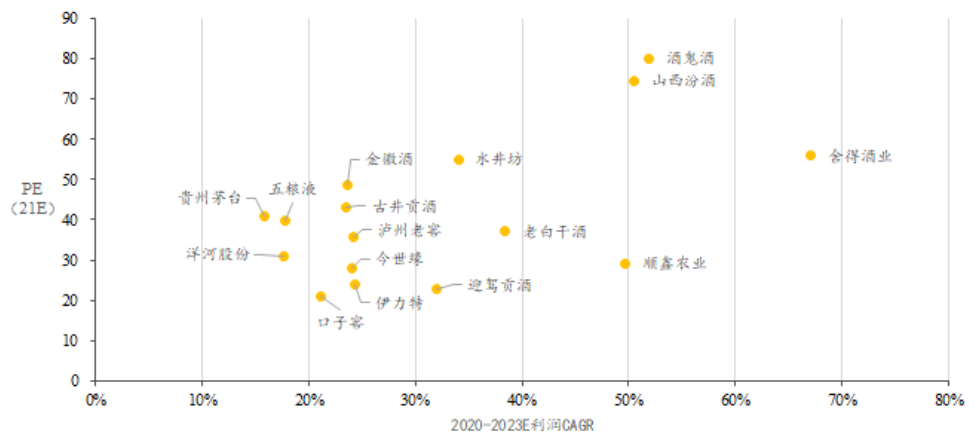
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 51：20Q1-21Q2 次高端二线名酒重仓比例变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 52：酒企 PE/利润 CAGR 情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：利润增速采取浙商研究所盈利预测情况计算

**表 6：估值及股价表一览**

日期	2021/8/11	收盘价	总市值(亿)	EPS	市盈率	EPS			PE		
						21E	22E	23E	21E	22E	23E
600519	贵州茅台	1,750.5	21,989.7	38.8	45.1	42.5	49.4	56.8	41.2	35.5	30.8
000858	五粮液	246.2	9,556.5	5.6	44.3	6.3	7.5	8.8	39.2	32.9	27.9
000568	泸州老窖	190.2	2,786.0	4.4	43.1	5.2	6.4	8.0	36.9	29.6	23.9
<b>高端酒均值</b>									<b>39.1</b>	<b>32.6</b>	<b>27.5</b>
600809	山西汾酒	324.2	3,955.6	3.3	98.0	4.1	5.6	7.3	78.8	58.1	44.6
000799	酒鬼酒	226.1	734.6	2.0	110.7	2.6	3.7	5.4	86.9	60.6	42.0
600779	水井坊	124.0	605.6	2.1	60.2	2.2	2.9	3.6	56.4	43.0	34.3
600702	舍得酒业	215.0	722.4	2.5	84.4	3.4	4.7	6.4	62.8	45.3	33.7
<b>次高端二线名酒均值</b>									<b>71.2</b>	<b>51.7</b>	<b>38.7</b>
000596	古井贡酒	197.9	1,046.3	3.8	51.5	4.4	5.4	6.5	44.5	36.4	30.4
002304	洋河股份	174.5	2,630.3	4.9	35.8	5.5	6.6	7.8	31.7	26.5	22.5
603369	今世缘	43.5	545.5	1.4	30.4	1.5	1.9	2.3	28.1	22.7	18.7
603589	口子窖	56.9	341.5	2.4	23.5	2.8	3.3	3.9	20.3	17.0	14.5
<b>区域龙头酒均值</b>									<b>31.2</b>	<b>25.7</b>	<b>21.5</b>
603198	迎驾贡酒	37.5	300.0	1.4	27.5	1.5	1.9	2.2	24.7	19.9	17.0
000860	顺鑫农业	33.2	246.1	0.6	55.9	1.2	1.5	1.8	28.8	22.5	18.1
600197	伊力特	25.1	118.5	1.0	25.5	1.1	1.3	1.5	23.8	19.7	16.6
603919	金徽酒	37.6	190.9	0.8	49.1	0.8	1.0	1.2	46.6	38.0	30.9
600559	老白干酒	22.7	203.6	0.3	67.2	0.6	0.8	0.9	37.2	29.6	24.5
<b>三四线酒均值</b>									<b>32.2</b>	<b>25.9</b>	<b>21.4</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：表格数据采取 WIND 一致预期数据

## 投资建议

**行业方面：**结合下半年宏观、中观及当下微观情况，我们认为货币政策趋于宽松利好高成长业绩高弹性标的，板块整体景气度向好趋势未变，结合中秋旺季和估值切换催化，错杀后带来的配置机会。

**个股方面：**白酒板块仍处震荡期，紧握结构性机会。首推业绩确定性高且逐季改善的高端酒，如贵州茅台、五粮液；同时推荐业绩弹性较高、成长性强的次高端酒标的，如舍得股份、水井坊、山西汾酒、酒鬼酒等；另外，建议关注业绩阶段性改善低估值区域酒，比如：今世缘、迎驾贡酒等。

## 风险提示

- 1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；
- 2、高端酒批价上涨不及预期。

## 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

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>