

## 仓位和估值风险已释放

白酒 II

推荐 (维持)

### 核心观点:

- **事件:** 公募基金重仓持股数据已发布。24Q2 白酒板块公募基金重仓持股比例为 9.9% (公募基金重仓持股中白酒股市值/公募基金持股总市值)。
- **重仓比例回落至 2018 年水平:** 公募基金对白酒的重仓持股比例在 20Q4 达到 15.1% 的历史高点后, 呈波动下行趋势。至 24Q2 持股比例数据降至 9.9%, 较上个季度回落 2.6pcts, 对比历史来看与 2018 年 Q2-Q3 占比相当。2018 年时市场对于板块基本面判断持中性态度, 结合估值(下文分析), 我们认为白酒持仓过高的风险已释放。从具体的标的持股来看, 持仓集中在贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等头部标的上; 对比上个季度, 老白干酒、口子窖逆势增加。
- **板块估值接近历史次低:** 用 Fw1Y 的 P/E 指标来看, 我们预计 2024 年 A 股白酒整体利润同比增速+16%, 截止 2024/7/22 板块 P/E 在 17 倍。这一估值水平: ①**从历史的角度看, 接近次低。**从 2008 年金融危机至今长达 16 年的历史周期来看, 白酒行业在 2012 年受到限制三公消费冲击, 开启第一轮大幅调整。2013 年利润同比-12%, 首次下滑, 板块估值来到历史最低位, P/E 在 11 倍水平。此后板块估值的次低在 2016 年初和 2018 年底的 15 倍的水平。2016 年是行业经历限制三公消费冲击后大调整之后的首个复苏年度, 当年板块利润同比增速+11%; 2018 年是在 2016、2017 连续两年复苏之后, 虽然当年板块利润仍有同比+33%的较高增速, 但因茅台批发价格升速减缓、五粮液批价走平, 以及外部宏观环境走弱(中美贸易摩擦), 市场对于白酒板块未来预期减弱, 因此估值被压低。②**与未来业绩增长匹配性的角度看, 目前估值较为合理。**即 PEG 接近 1。我们认为尽管行业景气度偏弱, 但是行业内企业分化发展、集中度提升的趋势不变, 2023 年 18 家 A 股和 1 家港股上市白酒公司销量占规模以上白酒企业总产量的比重仅在 34%。对于其中的高端酒企、优秀的次高端和区域酒企, 站在十四五规划的角度, 我们认为在 2024-2025 年这些企业会有稳定的业绩增长, 从而使板块整体有较强的业绩增长韧性。③**对比红利资产标的, 白酒板块估值并不高。**例如长江电力、中国神华、中国移动, PEG > 1(根据 Wind 一致预期), 白酒板块的业绩成长性更胜一筹, 而 PEG 仅 ≈ 1 的水平。
- **投资建议:** 综合来看, 我们认为白酒板块仓位风险和估值风险均已释放。行业景气度偏弱和市场集中度提升双向趋势下, 叠加市场风险偏好低, 更加倾向于交易后验的业绩而非业绩前瞻。我们对其中优质标的的业绩不悲观, 建议关注贵州茅台, 五粮液, 山西汾酒, 古井贡酒, 今世缘。
- **风险提示:** 宏观经济指标继续恶化的风险; 消费税改革的风险。

### 分析师

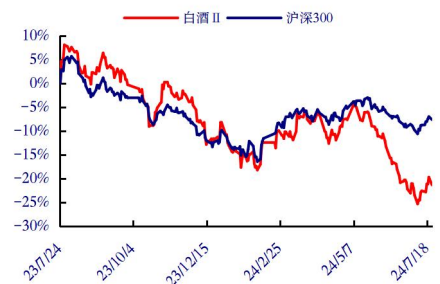
刘来珍

☎: 021 2025 2647

✉: liulaizhen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523040001

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

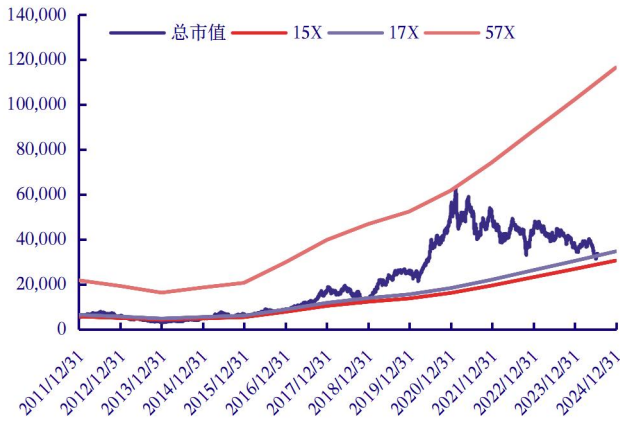
【银河食饮】行业动态-白酒板块: 现阶段板块机会大于风险

图 1：公募基金白酒板块重仓持股比例



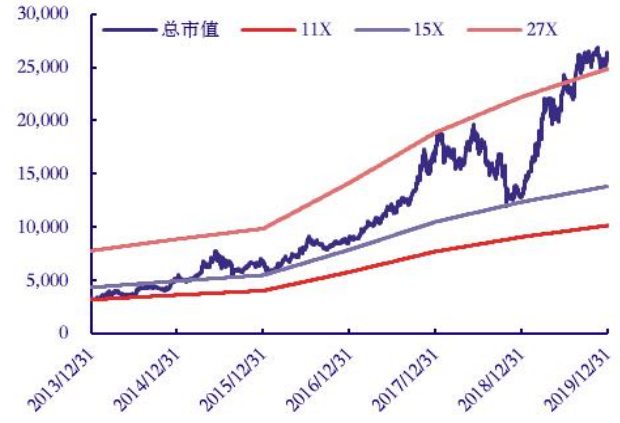
资料来源：公募基金季报，中国银河证券研究院

图 2：白酒板块 Fw1Y P/E Band (2011-今)



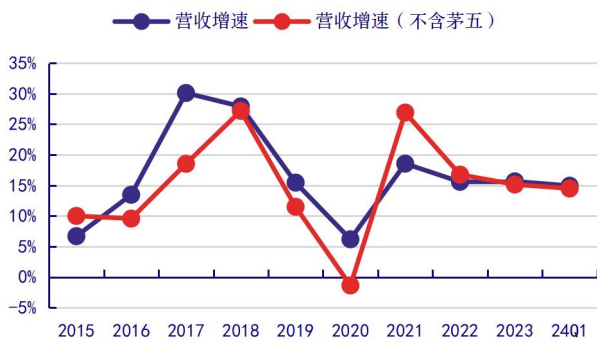
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：白酒板块 Fw1Y P/E Band (2013-2019 年)



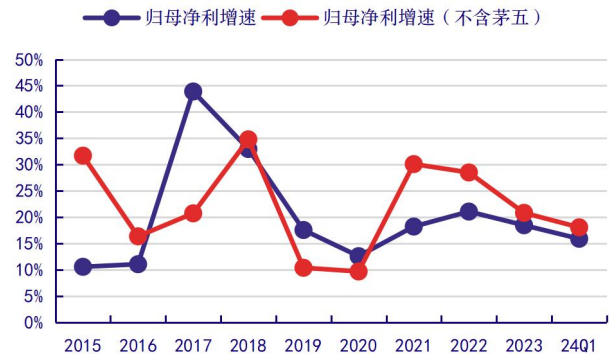
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：A 股白酒板块整体营收同比增速



资料来源：各白酒板块上市公司公告，中国银河证券研究院

图 5：A 股白酒板块整体归母净利润同比增速



资料来源：各白酒板块上市公司公告，中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘来珍**，食品饮料行业分析师，上海交通大学金融学硕士，7年左右食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn