

食品饮料行业深度报告

白酒行业：刺激政策修渠引水，估值修复拨云见月

增持（维持）

2024年09月27日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

投资要点

■ **24年 vs 14年，政策加码，水到渠成。**9月24日以来，国新办发布会、政治局会议等频频释放刺激政策加码信号：1)是流动性方面，央行宣布下调存准，并降低OMO及LPR等贷款利率。2)是资本市场方面，宣布创设支持股票市场的流动性工具，包括证券、基金、保险公司互换便利、股票回购增持再贷款，并发布促进中长期资金入市的意思和促进并购重组的六条措施。3)是经济刺激方面，中央政治局会议定调积极，提出要加大财政货币政策逆周期调节力度，认真落实“三个区分开来”，为担当者担当、为干事者撑腰，并且首次提到促进地产市场“止跌企稳”。**政策组合拳密集公布，有望沿风险偏好修复（“三个区分开来”、地产“止跌回稳”等表述积极）→入市资金修复（外资short cover反转、ETF认购放大、上市公司回购增持增多、股票市场流动性支持工具落地等）→基本面修复（居民房贷利息支出下降提振消费、地产链压力缓解等）**路径对股市实现积极传导。我们认为，**当前情形与2014年存在相似性，认为行业估值有望先于盈利确认底部拐点，随后盈利二阶导改善将进一步强化板块情绪支撑。**1) **风偏改善、增量资金入市是拉动估值底部修复的充分条件。**14年7月，券商两融业务放松；24年9月，提出设立支持股票市场的货币工具等。2) **伴随板块业绩压力释放，白酒悲观预期将迎来边际修正。**14年中秋过后，全年盈利预期趋于清晰，且年内酒企均主动控货去库，业绩下滑风险基本出清；24年中秋，旺季动销负增引导行业预期充分下修，酒企亦纷纷降速去库，白酒库存、批价硬着陆风险有望缓解。3) **地产政策松绑进一步强化未来增长信心。**14年9月，地产全面下调首付及贷款利率，此后半年内接连4次降息；24年9月，政治局会议首提地产“止跌回稳”，后续政策方式与执行力度值得期待。

■ **行业周期底部渐进，板块走势春光渐暖。**1) 2022年以来，白酒行业（剔除茅台）当年PE从25~30倍压缩至10~15倍，反映伴随宏观不确定性加强，行业估值范式从PEG向DCF稳增长模型转变，预期收紧导致市场不愿意对未来增长定价。**此次流动性改善叠加顺周期预期提振推动的估值修复，路径反之亦然。**① 预计业绩稳定的白马标的将首先站稳DCF框架下的15xPE；② 伴随经济刺激政策渐进，盈利预期修复有望推动白马标的实现跨年估值切换（2025年预期从此前担忧下滑~中单增长，温和修正至中单~双位数增长）；③ 乐观情形下，业绩保持行业领先的白酒标的，估值有望再次切回PEG定价框架。2) **伴随板块业绩压力释放，白酒悲观预期后续有望迎来边际修正，关注25年春节前后：**① 经过24中秋国庆~25春节的需求压力测试，行业悲观盈利预期消化充分。② 预计2025年多数酒企业绩目标将维持务实盘整基调，经过春节旺季消化，白酒库存担忧有望逐步缓解。③ 25Q2起婚喜宴步入旺季，24年低基数基础上，预计需求同比有正向承托。④ 届时白酒同期基数亦已全面回落。

■ **投资建议：**参考2014年白酒指数走势以及当前白酒估值所隐含的市场预期，认为白酒板块估值拐点将早于基本面拐点确认。24Q4经历中秋国庆悲观情绪集中释放、年底跨年度预期重塑，在刺激政策助力下，乐见板块估值见底回升。**受益流动性改善叠加顺周期刺激加码，白酒作为早周期品种，且业绩稳定性较强，攻守兼备属性突出。**1) 业绩稳定+股息率突出个股，存在股东增持再贷款的资金面支撑，**推荐估值对风险偏好敏感、估值修复空间较大的泸州老窖、贵州茅台，关注珍酒李渡。**2) 存量房贷利率下调、消费券发放等政策释放居民消费潜力，**行业周期底部左侧，推荐业绩增长能见度较高的，山西汾酒、五粮液、迎驾贡酒。**

■ **风险提示：**消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《食品综合 2024 年中报总结：淡季需求弱，分化加剧》

2024-09-04

《调味品&乳制品 2024 年中报总结：需求承压，调整在途》

2024-09-04

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 24 年 vs14 年，政策加码，水到渠成..... | 4 |
| 1.1. 顺周期刺激政策加码，分母端迎来积极修复..... | 4 |
| 1.2. 类 2014，白酒估值将获有力承托..... | 5 |
| 2. 行业周期底部渐进，板块走势春光渐暖 | 8 |
| 2.1. 从估值框架看行业 PE 筑底修复路径..... | 8 |
| 2.1.1. 本轮白酒估值下杀经历估值范式与估值久期的双重转变..... | 8 |
| 2.1.2. 受益流动性改善，看好后续白酒估值筑底修复..... | 9 |
| 2.2. 从盈利周期看行业基本面修复节奏..... | 9 |
| 3. 投资建议 | 10 |
| 4. 风险提示 | 10 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 2013~14 年期间白酒市值先于盈利见底 | 5 |
| 图 2: 白酒板块(剔除茅台)PE-ttm 变化对比..... | 5 |
| 图 3: 2012~15 年 vs2022~24 年宏观政策复盘..... | 6 |
| 图 4: 2012~15 年 vs2022~24 年白酒行业复盘..... | 7 |
| 图 5: 汾酒 2025 年业绩预期变化..... | 8 |
| 图 6: 汾酒估值定价从 25PE 逐步向当年 PE 切换 | 8 |
| 图 7: 白酒行业涨跌幅 vs 当年盈利增速预期变化..... | 9 |
| 图 8: 白酒行业涨跌幅 vs 当年 PE 变化 | 9 |
| 图 9: 2024 年普飞(散瓶)批价波动加剧..... | 10 |
| 图 10: 白酒盈利周期变化..... | 10 |
| | |
| 表 1: 近期宏观刺激政策梳理..... | 4 |

1. 24年 vs 14年，政策加码，水到渠成

1.1. 顺周期刺激政策加码，分母端迎来积极修复

9月24日以来，国新办发布会、政治局会议等频频释放刺激政策加码信号：

1) 是流动性方面，央行在国新办新闻发布会上宣布下调存准，并降低OMO及LPR等贷款利率。

2) 是资本市场方面，央行宣布创设支持股票市场的流动性工具，包括证券、基金、保险公司互换便利(首期操作规模5000亿元)以及股票回购增持再贷款(首批3000亿元)，并发布促进中长期资金入市的意见和促进并购重组的六条措施。证监会同日发布《上市公司监管指引第10号——市值管理(征求意见稿)》，要求主要指数成份股公司需披露市值管理制度，长期破净公司需披露估值提升计划。

3) 是经济刺激方面，中央政治局会议定调积极，提出要加大财政货币政策逆周期调节力度，认真落实“三个区分开来”，为担当者担当、为干事者撑腰。关于地产托底，央行提出降低存量房贷利率至新发放房贷利率，统一首套房和二套房首付比例；中央政治局会议首提促进房地产市场止跌回稳。关于促进消费，上海市随即举办新闻通气会介绍《我市服务消费券发放方案》，投入市级财政资金5亿元。

政策组合拳密集公布，有望沿风险偏好修复(“三个区分开来”、地产“止跌回稳”等表述积极)→入市资金修复(外资short cover反转、ETF认购放大、上市公司回购增持增多、股票市场流动性支持工具落地等)→基本面修复(居民房贷利息支出下降提振消费、地产链压力缓解等)路径对股市实现积极传导。白酒行业作为早周期品种，且周期左侧业绩稳定性仍强，在顺周期政策加码背景下，估值有望率先修复。

表1: 近期宏观刺激政策梳理

| 时间 | 会议/文件 | 主要内容 |
|-----------|-----------------------------|--|
| 2024/9/24 | 国务院新闻办公室新闻发布会 | <p>1) 货币政策: 下调存款准备金率0.5个百分点, 年底前有可能进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点; 7天逆回购利率下调0.2个百分点;</p> <p>2) 地产政策: 降低存量房贷利率并统一房贷最低首付比例(①引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近, 预计平均降幅大约在0.5个百分点左右; ②将全国层面的二套房贷最低首付比例由25%下调到15%, 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例); 将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款, 央行的资金支持比例从60%提高至100%; 研究允许政策性银行、商业银行支持有条件的企业市场化收购房企土地等。</p> <p>3) 资本市场: 央行提出将创设新的货币政策工具以支持股票市场稳定发展, 包括证券、基金、保险公司互换便利(首期操作规模5000亿元)以及股票回购增持再贷款(首批3000亿元), 支持回购和增持股票; 正在研究平准基金。证监会宣布将发布促进中长期资金入市的意见和促进并购重组的六条措施; 坚决打击财务造假、操纵市场等违法违规行为; 进一步优化权益类基金产品注册, 大力推动宽基类基金产品创新; 多措并举提高上市公司质量和上市公司投资价值; 长期破净公司要制定价值提升的计划; 支持汇金公司加大对资本市场增持力度。金融监管总局表示将鼓励发展创业投资、扩大保险资金长期投资改革试点。</p> |
| 2024/9/24 | 《上市公司监管指引第10号——市值管理(征求意见稿)》 | <p>1) 明确市值管理的定义, 上市公司开展市值管理应当以提高上市公司质量为基础, 依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份增持和回购等方式提升上市公司投资价值。</p> <p>2) 明确上市公司董事和高级管理人员、控股股东等关键少数的责任义务。</p> <p>3) 要求主要指数成份股公司需披露市值管理制度, 长期破净公司需披露估值提升计划。</p> <p>4) 明确禁止市值管理中的违法违规行为。</p> |

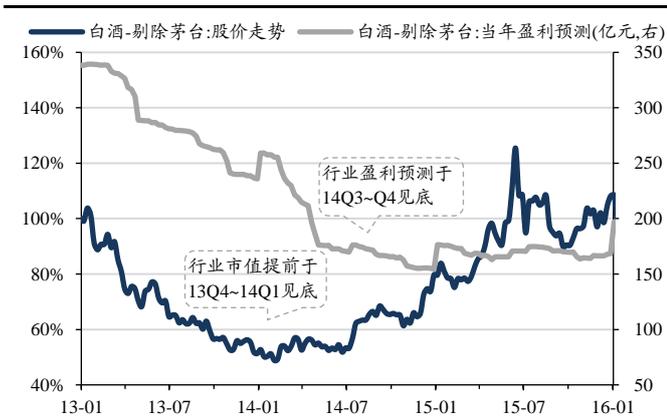
| | | |
|-----------|---------------------------|--|
| 2024/9/25 | 上海市举办新闻通气会介绍《我市服务消费券发放方案》 | <p>1) 本轮服务消费券投入市级财政资金5亿元,按照各领域消费占比和市民需求情况,消费券资金分配为:餐饮3.6亿元、住宿9000万元、电影3000万元、体育2000万元。</p> <p>2) 本轮上海市服务消费券分两个阶段发放,每个阶段高频滚动发放消费券。第一阶段9月底至10月底,国庆期间将发放更多餐饮、电影消费券,营造消费热潮,吸引外来消费。第二阶段11月至12月,淡季多发住宿、体育消费券,拉动淡季消费。</p> |
| 2024/9/26 | 中共中央政治局会议 | <p>1) 经济总体平稳但出现新的情况和问题,努力完成全年目标。</p> <p>2) 要加大财政货币政策逆周期调节力度,保证必要的财政支出,切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债,更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率,实施有力度的降息。</p> <p>3) 促进房地产市场止跌回稳。加大白名单支持、限购放松、降低存量房贷等。</p> <p>4) 努力提振资本市场,关注中长期资金入市、并购重组、公募改革和中小投资者保护。</p> <p>5) 帮助企业渡过难关,进一步规范涉企执法、监管行为。</p> <p>6) 把促消费和惠民生结合起来。促进中低收入群体增收,提升消费结构。</p> <p>7) “三个区分开来”:把干部在推进改革中因缺乏经验、先行先试出现的失误错误,同明知故犯的违纪违法行为区分开来;把尚无明确限制的探索性试验中的失误错误,同明令禁止后依然我行我素的违纪违法行为区分开来;把为推动发展的无意过失,同为谋取私利的违纪违法行为区分开来。</p> |
| 2024/9/26 | 《关于推动中长期资金入市的指导意见》 | <p>1) 建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。多措并举提高上市公司质量,鼓励具备条件的上市公司回购增持,有效提升上市公司投资价值。</p> <p>2) 大力发展权益类公募基金,支持私募证券投资基金稳健发展。</p> <p>3) 着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。</p> |

数据来源:证监会、国新办、新华社、证券时报、东吴证券研究所

1.2. 类 2014, 白酒估值将获有力承托

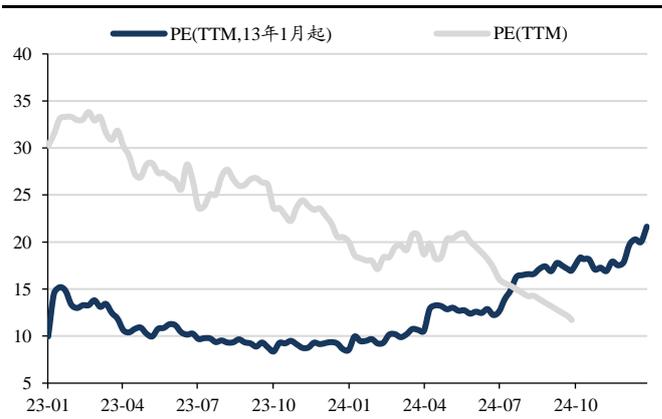
当前情形与 2014 年存在相似性,认为行业估值有望先于盈利确认底部拐点,随后盈利二阶导改善将进一步强化板块情绪支撑。1) 风偏改善、增量资金入市是拉动估值底部修复的充分条件。14 年 7 月,券商两融业务放松;24 年 9 月,提出设立支持股票市场的货币工具等。2) 伴随板块业绩压力释放,白酒悲观预期将迎来边际修正。14 年中秋过后,全年盈利预期趋于清晰,且年内酒企均主动控货去库,例如国窖宣布停货+库存回购等,业绩下滑风险基本出清;24 年中秋,旺季动销负增引导行业预期充分下修,酒企亦纷纷降速去库,白酒库存、批价硬着陆风险有望缓解。3) 地产政策松绑进一步强化未来增长信心。14 年 9 月,地产全面下调首付及贷款利率,此后半年内接连 4 次降息;24 年 9 月,政治局会议首提地产“止跌回稳”,后续政策方式与执行力度值得期待。

图1: 2013~14 年期间白酒市值先于盈利见底



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图2: 白酒板块(剔除茅台)PE-ttm 变化对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

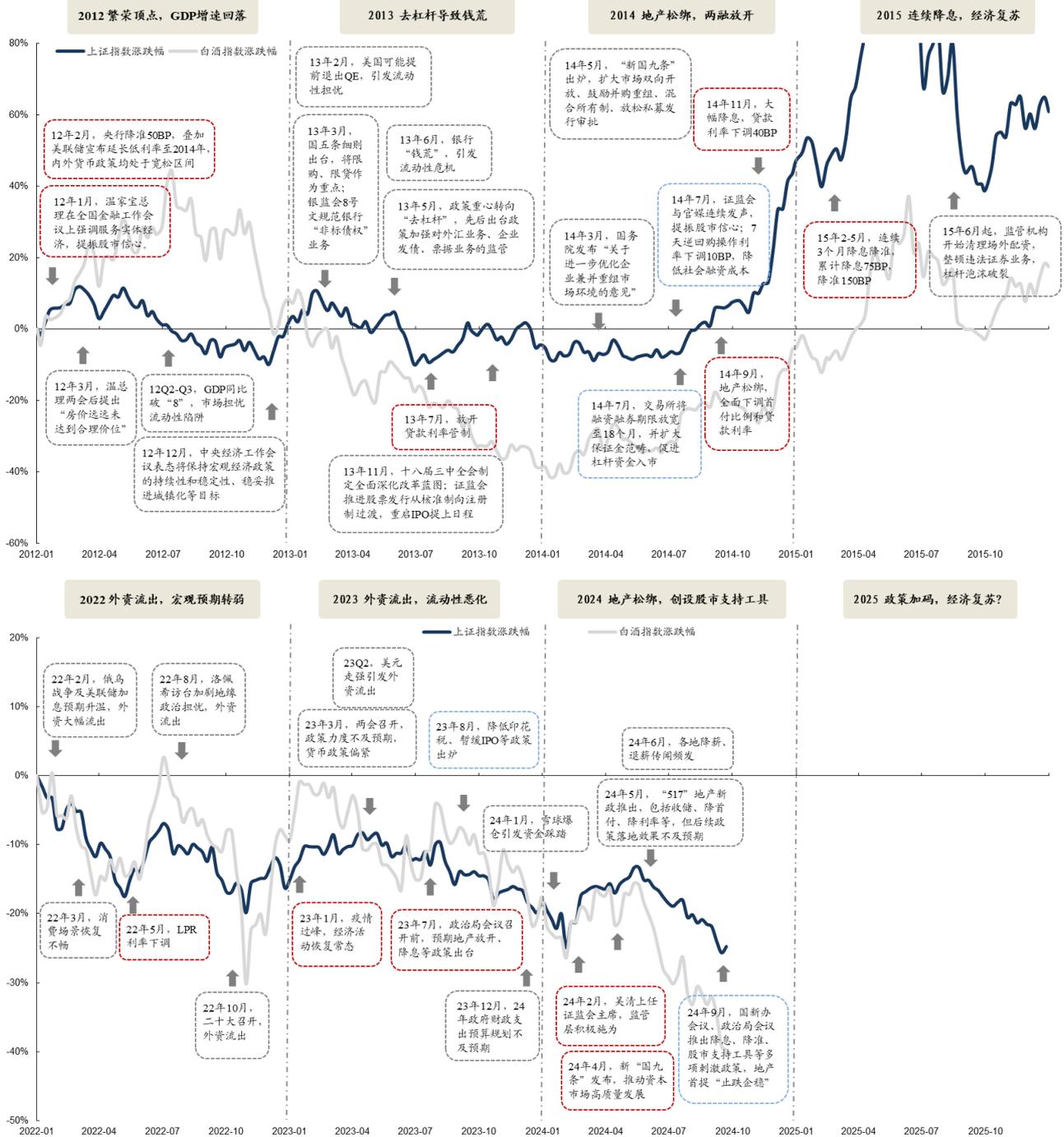
流动性层面, 2024 与 2014 年均经历流动性由紧转松, 股市迎来增量资金承托。

· 2014 年, 此前金融“去杠杆”导致银行系统爆发钱荒, 并进一步引发流动性危

机，股市低迷不振，直至7月官媒发声要以多种方式降低融资成本，并且券商“两融”业务迎来放松，增量资金入市盘活大盘走势。

2024年，此前中美利差导致外资持续流出，叠加公募基金净卖出限制，股市活跃度持续走弱，而9月央行提出创设支持股票市场的流动性工具（股票回购增持再贷款等），帮助提振股市估值中枢，特别是业绩稳定+股息率突出的优质白马标的，资金面预期显著改善。

图3：2012-15年 vs 2022-24年宏观政策复盘

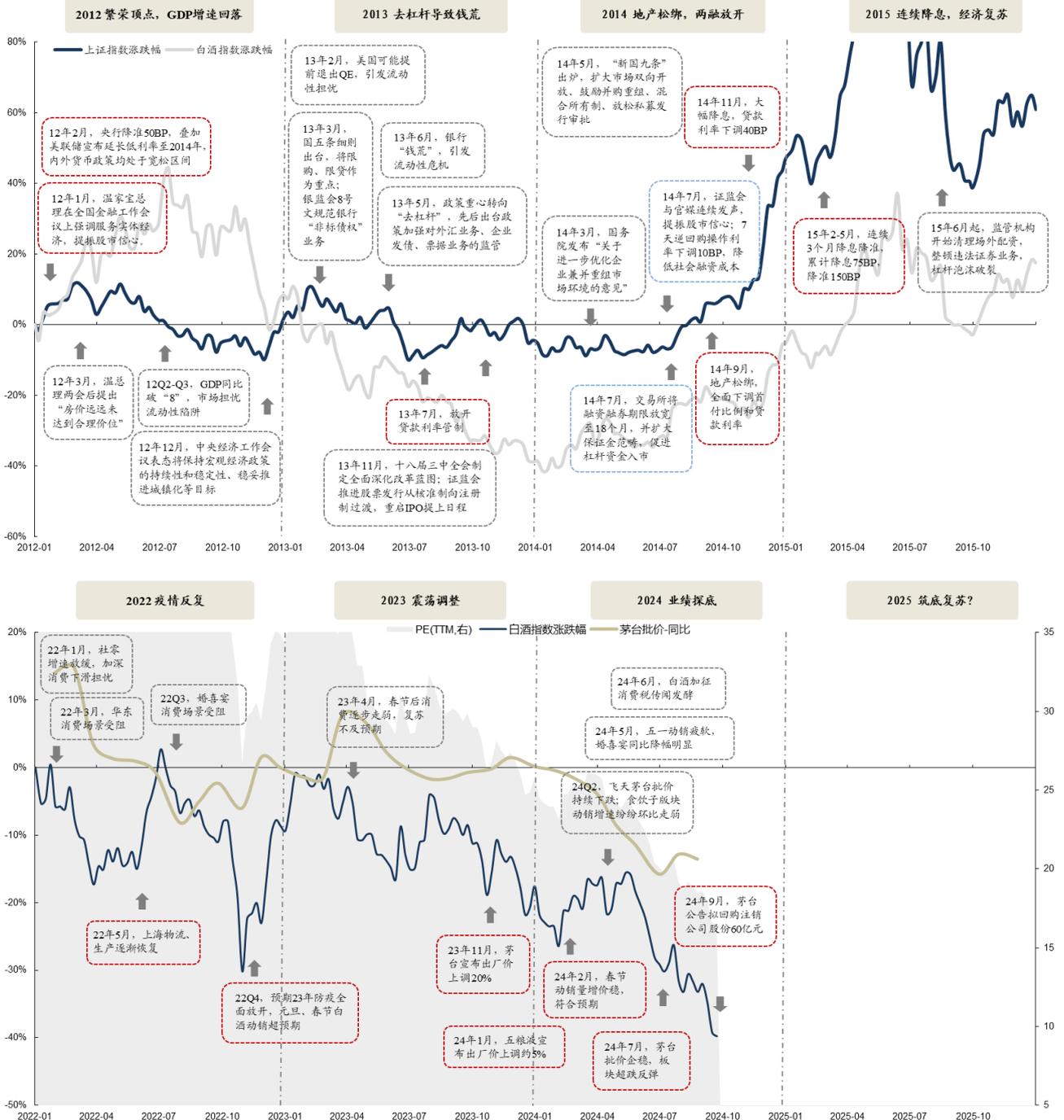


数据来源: wind, 东吴证券研究所

行业中观层面，2014年酒企业绩压力集中出清，呵护盈利预期企稳；而2024年随着酒企陆续控速去库，行业盈利预期有望实现良性修正。

- 2014年，在酒企加码系列酒布局、茅台扩大招商、老窖停货+回购库存等动作带动下，白酒板块业绩压力逐步出清。经过14Q3中秋国庆旺季，板块全年业绩预期趋于清晰，好于此前担忧业绩腰斩的悲观预期，推动板块市值回升。
- 2024年，酒企自24Q2起陆续转向降速控货基调，帮助库存及批价风险温和释放。预计2025年多数酒企业绩目标将延续务实盘整基调，经过25年春节压力测试，市场对白酒库存周期硬着陆导致业绩下滑的担忧有望逐步消除。

图4：2012-15年 vs 2022-24年白酒行业复盘



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 行业周期底部渐进，板块走势春光渐暖

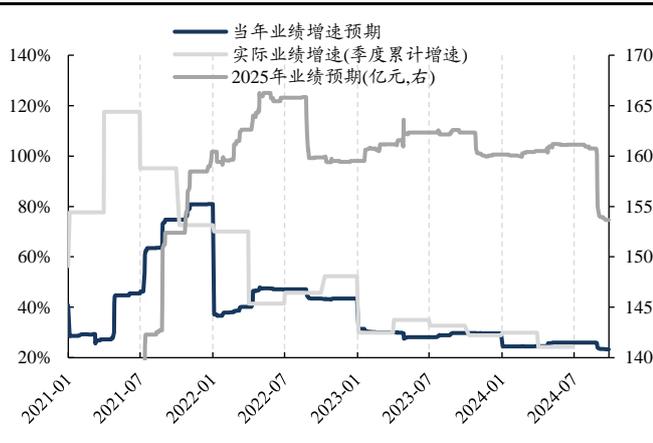
2.1. 从估值框架看行业 PE 筑底修复路径

2.1.1. 本轮白酒估值下杀经历估值范式与估值久期的双重转变

本轮白酒下跌，主因行业估值体系大幅下移。2021 年以来，伴随经济发展步入转型阶段、人口老龄化趋势加剧，市场对于消费长期增长前景的不确定性担忧放大，白酒市值持续下杀。一方面源于业绩预期较此前的乐观展望有一定下修，另一方面估值体系也伴随盈利增长前景变化发生显著切换。

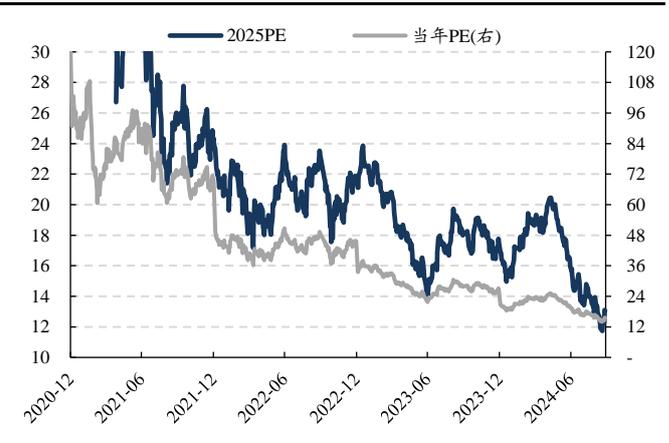
业绩方面，白酒龙头盈利兑现稳定性强，十四五期间业绩预期下修幅度相对可控。以山西汾酒为例，2021~2024 年期间对于十四五“终局”的盈利预期波动不大，2021 年行业繁荣顶峰，参考公司十四五 400~500 亿收入规划，给 35%~40%净利率，当时对 2025 年的盈利预测给到 160~170 亿区间；到 2024 年，市场预计公司 2025 年收入约 450 亿元上下（参考 wind 一致预测），利润 150 亿出头，2024 年给出的市场一致预期较 2021 年仅下修约 10%。

图5：汾酒 2025 年业绩预期变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

图6：汾酒估值定价从 25PE 逐步向当年 PE 切换



数据来源：wind，东吴证券研究所

估值方面，伴随宏观不确定性放大，市场风险偏好走弱，白酒行业估值范式经历了从 PEG 到 DCF 甚至是 DDM 的切换；估值久期也在快速收缩，从终局估值定价向当年估值定价切换。PEG 范式隐含的估值假设是未来 10 年盈利增速维持 10~20%，按远期给 10~15 倍 PE，年化 10%左右收益率倒推，即当前 PEG 可以给到 1~1.5*g。而 DCF 范式隐含的估值假设是按短期低增长甚至不增长预期，给 8%左右的贴现率，即 PE 给到 12~15 倍。

2021 年繁荣顶峰阶段，白酒市值参考酒企十四五规划一度炒到 25~30x 25PE，即对景气上行阶段终局盈利（2025 年盈利）按照 PEG 框架进行定价。而 2024 年板块周期性探底阶段，白酒市值定价只愿意给到 10~15x 当年 PE，在 DCF 框架下，隐含的盈利假

设是中长期低增长甚至不增长，并且短期甚至有负增长可能（估值给到当年 PE 15x 以下的，系按照业绩可能出现的下滑幅度进行估值折让）的悲观预期。

图7: 白酒行业涨跌幅 vs 当年盈利增速预期变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图8: 白酒行业涨跌幅 vs 当年 PE 变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.1.2. 受益流动性改善，看好后续白酒估值筑底修复

参考本轮估值下杀路径，此次流动性改善叠加顺周期预期提振推动的估值修复，路径反之亦然。

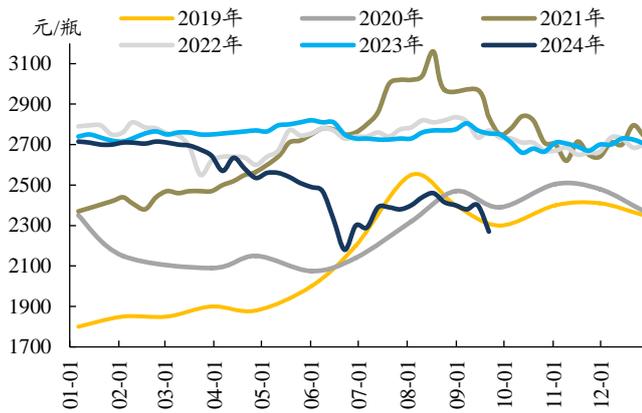
- 1) 预计业绩稳定的白马标的将首先站稳 DCF 框架下的 15xPE;
- 2) 伴随经济刺激政策渐进，盈利预期修复有望推动白马标的的实现跨年估值切换（2025 年预期从此前担忧下滑~中单增长，温和修正至中单~双位数增长）;
- 3) 乐观情形下，业绩保持行业领先的白酒标的，估值有望再次切回 PEG 定价框架。

2.2. 从盈利周期看行业基本面修复节奏

伴随企业送礼预算萎缩、居民消费下台阶，预计 2024 年中秋国庆、2025 年春节将是白酒动销集中承压的 2 个旺季（预判春节送礼刚需好于中秋）。在此期间白酒盈利预期将面临两重压力测试：1) 白酒消费自 24Q2 以来环比走弱，24 中秋国庆及 25 春节作为后续检验白酒消费强度的 2 个旺季，动销下滑幅度存在不确定性（我们预估 25 春节动销表现好于已经过去的 24 中秋）。2) 24 年底~25 春节或是渠道主动抛货去库、加快现金收回的集中节点，将考验酒企渠道调控能力。

预计盈利预期有望于 25 春节前后筑底企稳，进一步缓解板块情绪压制。1) 经过 24 中秋国庆~25 春节的需求压力测试，行业悲观盈利预期消化充分。2) 预计 2025 年多数酒企业绩目标将维持务实盘整基调，经过春节旺季消化，白酒库存担忧有望逐步缓解。3) 25Q2 起婚喜宴步入旺季，24 年低基数基础上，预计需求同比有正向承托。4) 届时白酒同期基数亦已全面回落。

图9：2024年普飞（散瓶）批价波动加剧



数据来源：wind，东吴证券研究所

图10：白酒盈利周期变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 投资建议

参考2014年白酒指数走势以及当前白酒估值所隐含的市场预期，认为白酒板块估值拐点将早于基本面拐点确认。24Q4 经历中秋国庆悲观情绪集中释放、年底跨年度预期重塑，在刺激政策助力下，乐见板块估值见底回升。

受益流动性改善叠加顺周期刺激加码，白酒作为早周期品种，且业绩稳定性较强，攻守兼备属性突出。1) 业绩稳定+股息率突出个股，存在股东增持再贷款的资金面支撑，推荐估值对风险偏好敏感、估值修复空间较大的泸州老窖、贵州茅台，关注珍酒李渡。2) 存量房贷利率下调、消费券发放等政策释放居民消费潜力，行业周期底部左侧，推荐业绩增长能见度较高的，山西汾酒、五粮液、迎驾贡酒。

4. 风险提示

消费修复不及预期风险：经济复苏进度不及预期或导致消费修复兑现缓慢，次高端及以上产品价格带上升以及扩容可能不及预期。

行业竞争加剧风险：一方面行业内竞争持续加剧推动酒企持续出清，另一方面由于竞争加剧导致酒企盈利能力下降。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>