

白酒板块事件点评报告

积极性政策持续加码，板块底部信号增多

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码: S0980523090001

联系人: 张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

事项:

9月24日国新办新闻发布会释放系列宽松政策,9月26日政治局会议定调积极,政策持续加码,内需及消费板块整体受益,白酒作为顺周期优质资产,获资金流入青睐,周涨幅领先大盘。

国信食品饮料观点: 近日积极性政策相继出台,货币政策力度加强,房地产、消费及资本市场等方面指引积极。白酒行业作为宏观经济和生活的“润滑剂”,政策刺激下板块景气度有望顺周期提升,估值修复在先:1)当前板块估值处于2014年来15%分位数,充分交易市场动销平淡及增速下修预期,宏观经济预期向下好估值支撑力度得到加强;2)行业短期基本面仍有压力,预计会在三季报及四季度销售情况集中体现,但基本面压制因素逐步减弱,筑底信号增多,长期消费需求回暖或将迎来基本面驱动行情。**投资建议:** 建议布局板块整体,首推品牌力强、复苏阶段配置价值突出的高端龙头五粮液、贵州茅台,产品布局完善、渠道管理精细化的超跌标的泸州老窖、山西汾酒,看好基本面稳健的区域龙头古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒复苏阶段胜率,也建议关注改革性标的口子窖、洋河股份及全国性次高端白酒的业绩弹性。**风险提示:** 宏观经济及需求复苏不及预期,挤压式竞争加剧,食品安全问题。

评论:

◆ 近日积极性政策相继出台,货币政策力度加强,重视房地产、消费及资本市场

9月24日国新办新闻发布会上宽松政策多箭齐发,货币政策加强力度,包括降准+降息、降低存量房贷利率和统一房贷首付比例、支持股票市场稳定发展等,强化证券市场支撑力度。年内还将视市场流动性的状况择机进一步下调利率,经济预期向好。

9月26日召开政治局会议,房地产、消费、资本市场方面指引积极。本次会议相较于7月底政治局会议,1)房地产市场政策定调转向,要促进房地产市场止跌回稳;2)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;3)努力提振资本市场,引导中长期资金入市,支持上市公司并购重组。一揽子积极性政策刺激,国内消费及资本市场信心得到提振。

表1: 9月24日国新办新闻发布会“一行一局一会”联合发布多项政策

部门	政策
	<p>降低存款准备金率和政策利率,并带动市场基准利率下行。</p> <ul style="list-style-type: none"> · 近期将下调存款准备金率0.5个百分点,向金融市场提供长期流动性约1万亿元;在今年年内还将视市场流动性的状况,可能择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。 · 7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点,从目前的1.7%调降至1.5%,同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行,保持商业银行净息差的稳定。
中国人民银行	<p>降低存量房贷利率,统一房贷最低首付比例。</p> <ul style="list-style-type: none"> · 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近,预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。 · 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例,将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%。 · 将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款,中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%,增强对银行和收购主体的市场化激励。
	<p>创设新的货币政策工具,支持股票市场稳定发展。创设证券、基金、保险公司互换便利,支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押,从中央银行获取流动性,这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。创设股票回购、增持专项再贷款,引导银行向上市公司和主要股东提供贷款,支持回购和增持股票。</p>
证监会	<p>推动构建“长钱长投”的政策体系,发布促进并购重组的措施。1) 突出增强资本市场内在稳定性。2) 突出服务实体经济回升向好和经济高质量发展。3) 突出保护中小投资者合法权益。</p> <p>推动中长期资金入市,重点提出三方面举措。一是大力发展权益类公募基金。二是完善“长钱长投”的制度环境。三是持续改善资本</p>

市场生态。

促进并购重组六条举措。一是大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级。二是积极鼓励上市公司加强产业整合。三是进一步提高监管包容度。四是下大力气提升重组市场交易效率。

优化“无还本续贷”政策 阶段性扩大到中型企业。一是将续贷对象由原来的部分小微企业扩展至所有小微企业，二是将续贷政策阶段性扩大到中型企业，期限暂定为三年，三是调整风险分类标准。
对六家大型商业银行增加核心一级资本。扩大试点城市范围至北京等 18 个城市。

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

表2：2024年7月&9月政治局会议部分内容对比

时间	2024年7月	2024年9月
财政政策	实施好 积极的财政政策 。要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。要优化财政支出结构，兜牢“三保”底线。	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“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。
货币政策	实施好 稳健的货币政策 。要综合运用多种货币政策工具，加大对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	加大 财政货币政策逆周期调节力度 。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。
房地产	要落实好促进 房地产市场平稳健康发展 的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。	要促进房地产市场 止跌回稳 ，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切， 调整住房限购政策，降低存量房贷利率 ，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
扩内需	提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向 惠民、促消费 ，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。	要把 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 。要培育新型消费业态。要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。
资本市场	要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。	努力提振资本市场，大力引导 中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点 。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。

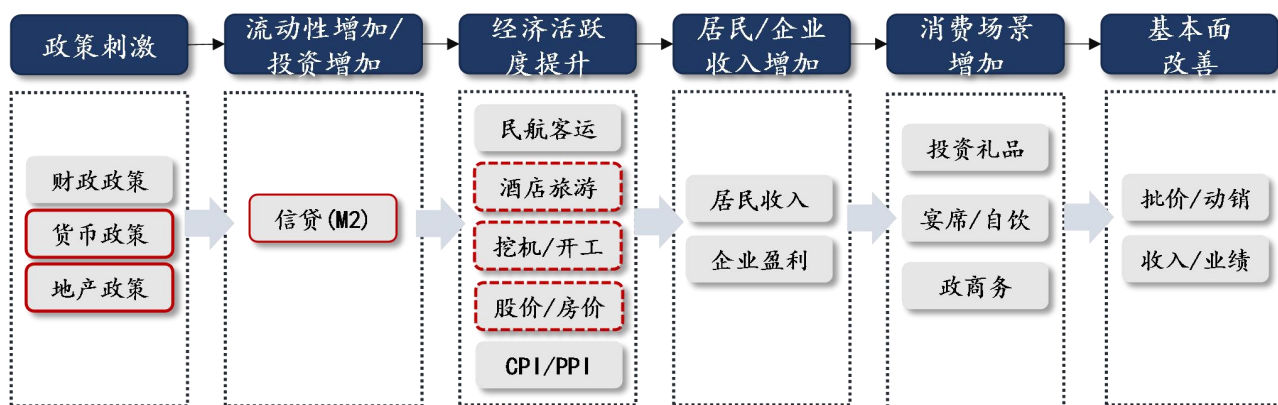
资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

◆ 白酒行业作为宏观经济和生活的“润滑剂”，政策刺激下估值端率先修复

白酒行业兼具**消费品属性**和**顺周期属性**。白酒产品本质上是广泛流通于各社交需求下的消费品，按照消费场景的不同白酒需求可分为投资、礼赠、商务、宴席、自饮等。其中，居民可支配收入对白酒大众消费量、价均有影响（一般消费品逻辑）；2014年以来商务交流场景在白酒整体消费中比例提升，加强了行业消费需求与宏观经济的相关性；而飞天茅台批价上涨催生了超高端白酒的投资和收藏属性。

本次积极政策密集出台，基本面左侧预期加速确认，估值率先修复。本周白酒指数上涨（截至2024/9/27收盘）29.5%，其中P/E（24年）自15.4倍提升20.1%至18.4倍；反应前期估值低位下，市场对白酒板块基本面筑底信心增加，悲观预期逐步开始修正。按照传导路径推演，1）本次政策组合拳中货币政策和房地产支持力度超预期加强，有望改善国内流动性环境、促进投资和消费；2）努力提振资本市场的指引同向提振股票在内的居民家庭财富相关因素；3）多地发放消费券，国庆旺季起消费者信心有望逐步恢复。

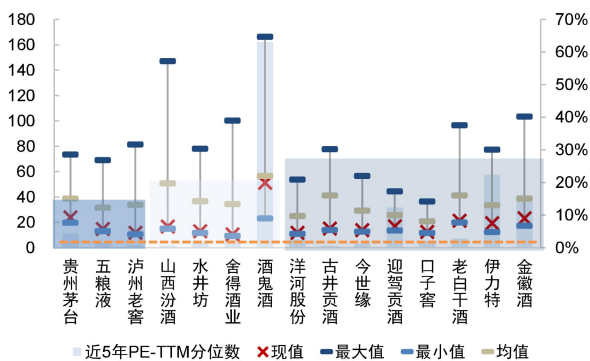
图1：政策刺激-白酒基本面改善传导路径



资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所推导&整理

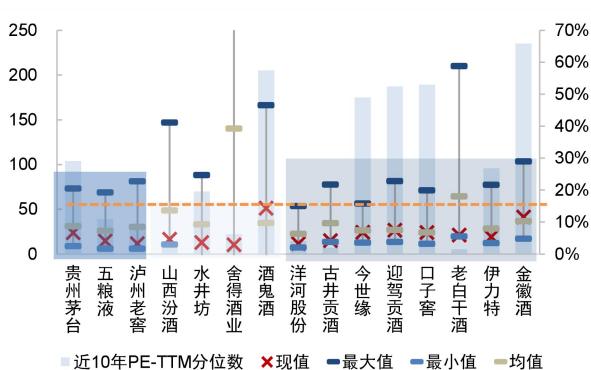
当前板块估值与持仓比例双低位，市场对增速下修预期充分，估值支撑力增强。今年二季度以来白酒需求及动销转弱、茅台批价经历2轮下跌，市场对板块增长中枢下修的预期在股价下跌过程中交易比较充分；中秋旺季消费氛围不及预期，市场担忧春节及明年行业动销情况，基本面不确定性下估值进一步下修。当前白酒板块PE(TTM)处于2019年来1.1%/2014年来15.4%的分位数水平；24Q2公募主动偏股型基金重仓白酒比例环比下降3.11pcts至8.56%，超配比例环比下降2.6pcts至4.17%，为2018年来最低位。我们认为，中秋平淡过渡、国庆回补力度不高的背景下，年内白酒景气度上行的可能性不大，经营压力预计在三季报及四季度市场表现中集中体现；但情绪面上，政策刺激下消费信心修复，基本面筑底预期逐步得到加强，估值或很难再行走低，可以适当乐观。

图2：白酒板块当前PE对应2019年来1.1%分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2024/9/26

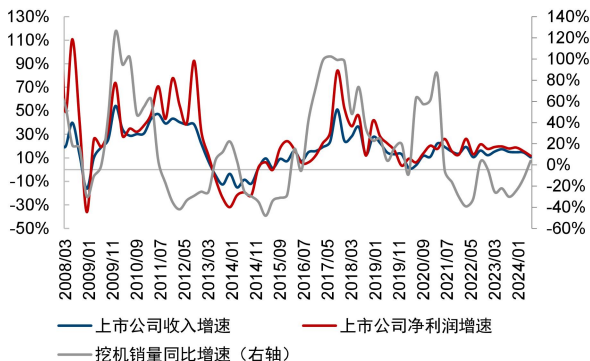
图3：白酒板块当前PE对应2014年来15.4%分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2024/9/26

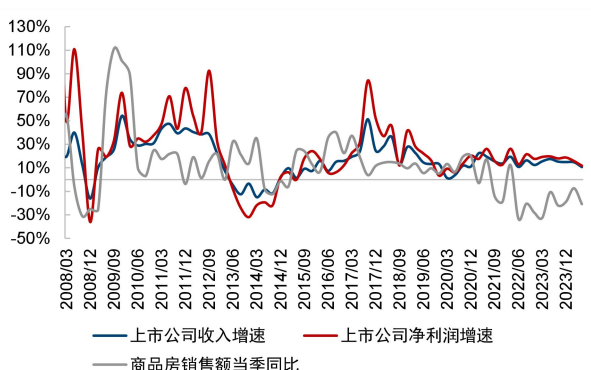
白酒板块基本面表现相对稳健，建议关注宏观数据先行指标改善。中报表现看，白酒板块整体兑现稳健增长，销售收现反应需求和渠道压力逐步传导至品牌端，部分公司主动调整经营管理节奏为渠道纾压。但白酒板块利润率空间高（24Q2整体36%，高于饮食平均水平20%），在手现金充足，头部酒企仍有能力维持费投水平应对存量竞争，调整阶段中基本面韧性突出；未来随消费氛围逐步改善、白酒需求企稳向上，综合能力突出的优质酒企有望充分承接下一轮消费升级红利。考虑到白酒顺周期属性特征较强，建议关注挖机销量、商品房成交量、CPI/PPI等宏观数据改善情况，同时建议关注酒店/旅游等场景客单价、飞天茅台批价走势，作为行业景气度拐点的先验指标。

图4：白酒板块收入/净利润增速与挖机销量增速拟合



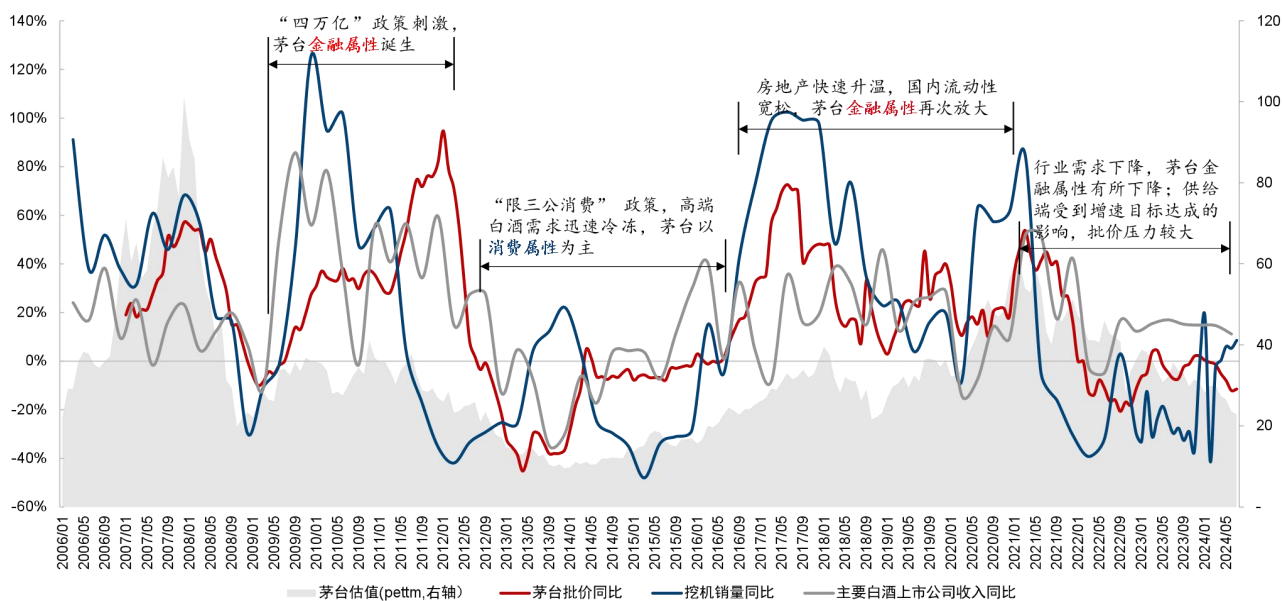
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：白酒板块收入/净利润增速与商品房销售额增速拟合



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：贵州茅台及板块估值与飞天茅台批价增速相关性



资料来源：公司公告、今日酒价、Wind，国信证券经济研究所推导&整理

◆ 类似 2014-15 年、2018-19 年周期中后段，政策底确认，板块底部信号增多

当前时点与 2014-15 年、2018-19 年周期具有一定相似性。14Q3 房地产政策逐步放松，估值率先企稳回升，2015 年棚户区改造意见进一步推动经济增速，限制三公消费对消费场景的压制逐步消减，15Q3 起白酒基本盘面大幅改善；2018 年 11 月习总书记民营企业座谈会提振市场信心，开启降息降准，估值在市场博弈中震荡修复，而后伴随经济活跃度的实质性提升板块开启上涨。我们认为此次政策在货币及地产齐发力，底部信号已经具备，未来一段时间内或将看到行业基本面风险出清与经济预期回暖交织的状态，建议跟踪国庆动销环比表现，不必过分悲观。

图7：2010-2015 年白酒板块估值与业绩走势



图8：2016-2019 年白酒板块估值与业绩走势



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理；注：周期复盘详细报告见我们 2023 年 10 月 23 日发布的《白酒行业专题研究 1：长坡厚雪好赛道，底部静待价值回归》

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理；注：周期复盘详细报告见我们 2023 年 10 月 23 日发布的《白酒行业专题研究 1：长坡厚雪好赛道，底部静待价值回归》

◆ 投资建议

建议布局板块整体，四季度或在基本面与情绪面的博弈中震荡上行。首推品牌力强、复苏阶段配置价值突出的高端龙头五粮液、贵州茅台，产品布局完善、渠道管理精细化的超跌标的泸州老窖、山西汾酒，看好基本面稳健的区域龙头古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒复苏阶段胜率，也建议关注改革性标的口子窖、洋河股份及全国性次高端白酒（舍得酒业、酒鬼酒）的业绩弹性。

表3：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE（预测）	
			2024/9/27	2024/9/27	2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,629	20,466	869.42	993.19	23.5	20.6
000858.SZ	五粮液	优于大市	148	5,735	337.84	377.10	17.0	15.2
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	136	2,003	152.51	175.28	13.1	11.4
600809.SH	山西汾酒	优于大市	199	2,428	128.72	153.66	18.9	15.8
002304.SZ	洋河股份	优于大市	91	1,373	102.80	108.98	13.4	12.6
000799.SZ	酒鬼酒	中性	47	153	3.70	4.31	41.3	35.4
600702.SH	舍得酒业	中性	54	181	14.05	15.48	12.9	11.7
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	185	976	58.60	72.03	16.6	13.5
603589.SH	口子窖	优于大市	44	262	19.46	21.83	13.5	12.0
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	66	530	29.00	35.69	18.3	14.9
603369.SH	今世缘	优于大市	47	588	37.96	45.88	15.5	12.8
603919.SH	金徽酒	优于大市	20	101	4.01	4.91	25.3	20.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：采用 Wind 一致预测

◆ 风险提示

宏观经济及消费需求复苏不及预期，悲观情绪再度演绎影响估值；竞争边际加剧，酒企费用端及利润率承压；渠道库存高企、调整惯性加大；食品安全风险。

相关研究报告：

- 《食品饮料周报（24 年第 20 周）-白酒淡季聚焦市场秩序管控，啤酒短期催化因素增多》——2024-05-27
- 《2024 年春节白酒动销总结：消费倾向随人口返乡而提高，氛围好于节前跟踪》——2024-02-19
- 《食品饮料 2024 年度策略报告（二）-白酒：需求扰动因素减少，在复苏中分化》——2024-01-02
- 《白酒行业专题研究 1-长坡厚雪好赛道，底部静待价值回归》——2023-10-23
- 《白酒 2023 年中秋展望-预计平稳落地、分化延续，是验证优秀公司的关键节点》——2023-09-13

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032