

行业研究 | 行业深度研究 | 食品饮料

白酒调整期复盘： 估值拐点隐现，期待需求传导



| 报告要点

白酒行业驱动由需求端逐步向供给端倾斜，展望未来需求增速放缓，集中度仍有较大提升空间。当前综合考虑股息率+业绩增速，板块估值安全边际高。随着分母端驱动强化，行业估值有望逐步筑底。首推品牌壁垒高的贵州茅台、五粮液，其次推荐山西汾酒、老白干酒、迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘等。

| 分析师及联系人



邓周贵

SAC: S0590524040005



徐锡联

SAC: S0590524040004



刘景瑜

SAC: S0590524030005



吴雪枫

食品饮料

白酒调整期复盘： 估值拐点隐现，期待需求传导

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《食品饮料：大众品 2024Q3 前瞻：需求延续分化，期待修复弹性》2024. 10. 16
- 2、《食品饮料：24Q3 酒类前瞻：白酒集中度提升，啤酒成本红利延续》2024. 10. 15



扫码查看更多

➤ 白酒板块周期中估值先于业绩反应

每轮白酒板块从步入深度调整到重新走牛，共可分为 5 个阶段，包括估值下行期、戴维斯双杀期、磨底期、估值修复期、戴维斯双击期。当前板块处于磨底期，宏观弱复苏，伴随着板块业绩增速的寻底过程，政策驱动之下估值有望筑底。

➤ 两轮调整期股价均领先于宏观指标和批价见底

2012-2015、2018 年两轮调整中白酒指数领先多数宏观指标触底，白酒指数分别在 2014/1/10、2018/10/30 触底，宏观指标中 PMI、M2 增速与房地产投资完成额当月同比增速分别在两轮调整中领先或同步白酒指数触底。股价底同样领先批价底，2014/01 股价底后茅台/普五/1573 批价均在下半年触底而后企稳回升；2018/10 股价底前后茅台批价稳健增长，而普五/1573 批价则分别在股价底后 1/3 个月触底。

➤ 两轮调整板块业绩均有调整

2012-2015 年调整期中白酒多数企业归母净利润自 2013Q2 开始同比下滑，板块连续 6 个季度同比负增长。2018 年调整期行业进入挤压式增长阶段，板块受益龙头集中度显著提升，业绩韧性较强，未出现同比负增长，但 2018Q3 板块与部分公司增速环比下行较显著，茅台 2018Q3 单季度收入和利润均只实现小个位数增长。

➤ 底部反转后高端酒超额收益高，中长期次高端弹性大

调整期中茅台与量增/报率率先改善的大众价位段白酒股价大概率跑赢行业。两轮底部后白酒板块超额收益均较显著，底部后 3-6 个月高端酒表现较优，2014/01 指数底部后 3/6 个月茅台/五粮液分别涨幅 23.96%/32.45%；2018/10 指数底部后 3/6 个月茅台/五粮液分别涨幅 25.63%/112.59%，领先行业。中长期来看，次高端与高端酒弹性均大，2014-2018H1 中茅台/水井坊/五粮液最高涨幅领先行业，而 2018/11-2021H1 中酒鬼酒/汾酒/舍得/老窖最高涨幅领先行业。

➤ 当前业绩预期逐步修正，宏观层面存在改善契机

宏观而言，宏观政策转向、“一行一局一会”一系列宣布超预期政策、政治局会议明确刺激经济，经济需求有望持续改善。基本面而言，板块业绩 2021Q3 起下修，当前部分头部公司业绩增速开始修正，茅台批价今年来多次异动，进一步释放行业库存压力。估值而言，假设茅台/洋河 2024 年分红率分别为 75%/70%、其他酒企维持 2023 年分红率不变，我们测算当前茅/五/沪/汾酒/洋河股息率分别为 3.7%/4.2%/5.3%/2.8%/6.3%，PE 分别为 18/13/10/15/11 倍，茅台/洋河提出的三年分红方案有望强化板块的估值支撑。考虑市场无风险收益率已显著低于前两个底部，板块估值底亦应高于此前两个底部。

➤ 投资建议：维持行业“强于大市”评级

白酒行业驱动由需求端逐步向供给端倾斜，展望未来需求增速放缓，集中度仍有较大提升空间。当前综合考虑股息率+业绩增速，板块配置性价比凸显。政策转向背景下，分母端驱动不断强化，行业有望迎来估值拐点。首推品牌壁垒高的贵州茅台、五粮液，其次推荐山西汾酒、泸州老窖、老白干酒、迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘等，建议关注舍得酒业、酒鬼酒、金种子。

风险提示：宏观经济不达预期，行业竞争加剧，食品安全问题

投资聚焦

核心逻辑

本篇报告中，我们通过复盘 2012-2015 年以及 2018 年两轮白酒行业的调整期，判断调整期板块回暖预期先行。总结而言，两轮周期中股价领先于宏观指标和批价见底，行业业绩韧性受益集中度提升有所增强。当前调整期中，与白酒强相关的宏观指标已落入底部区域，宏观政策转向、“一行一局一会”一系列宣布超预期政策、政治局会议明确刺激经济，白酒需求有望迎来改善，居民消费潜力进一步释放下白酒板块或将迎来新一轮发展周期，且部分头部公司业绩增速已开始修正，茅台批价今年多次异动、其他产品批价基本处于成本线，行业库存风险和价格风险压力有所释放。宏观需求弱复苏背景下，板块业绩增速处于寻底过程中，在政策驱动下，估值有望筑底。我们复盘两轮调整期后股价涨幅，认为底部后白酒板块较大盘的超额收益均较显著，底部后 3-6 个月高端酒表现有望领先行业，而中长期来看次高端与高端酒弹性均较大。

投资看点

- 基本面寻底，宏观出现改善契机。本轮调整期当前基本面寻底、部分头部公司业绩开始下修，市场预期回归理性，且宏观层面存在改善契机，我们预计板块估值有望逐步筑底。宏观而言，与白酒强相关的经济指标已落入底部区域，9 月 24 日国新办公布一揽子政策，一方面有望激发居民消费潜力、减轻企业压力，另一方面有望有效缓解地产投资端对经济的拖累，减轻经济预期偏弱对白酒商务社交场景恢复的压制。随着经济需求的改善，居民就业改善、收入预期回暖和企业盈利改善仍将是驱动板块业绩增长主要力量，品牌名酒的高质量增长值得期待。基本面而言，头部酒企的经营具备稳健性，2018 年调整期之后，行业挤压式增长特征显现，头部酒企份额大幅提升。需求弱复苏背景下，市场对行业增速降速有所预期，当前头部酒企业绩预期回归合理。估值层面，行业现金流良好，龙头公司分红能力和分红意愿高，对板块估值形成良好支撑，随着流动性的改善和分母端的催化，板块估值有望触底回升。
- 份额优先，首推品牌壁垒高的茅台/五粮液。白酒行业驱动由需求端逐步向供给端倾斜，展望未来需求增速放缓，集中度仍有较大提升空间。当前综合考虑股息率+业绩增速，板块估值安全边际高。随着分母端驱动强化，行业估值有望逐步筑底。首推品牌壁垒高的贵州茅台、五粮液，其次推荐山西汾酒、泸州老窖、老白干酒、迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘等，建议关注舍得酒业、酒鬼酒、金种子。

正文目录

| | |
|-----------------------------------------|----|
| 1. 白酒两轮调整复盘：股价底领先批价底，估值先于业绩企稳..... | 6 |
| 1.1 白酒板块周期中估值先于业绩反应 | 6 |
| 1.2 2012-2015、2018 年两轮调整股价底略领先于经济底..... | 7 |
| 1.3 两轮底部股价底均领先于批价底 | 10 |
| 1.4 两轮调整期板块业绩有所调整 | 12 |
| 1.5 调整期股价表现：茅台与大众价位段白酒跑赢概率高..... | 14 |
| 1.6 底部反转之后：3-6 个月高端超额收益显著，中长期次高端弹性大 .. | 16 |
| 2. 投资建议：维持行业“强于大市”评级 | 19 |
| 2.1 基本面寻底，宏观出现改善契机 | 19 |
| 2.2 份额优先，首推品牌壁垒高的茅台/五粮液..... | 25 |
| 3. 风险提示 | 25 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 图表 1：白酒板块或正寻底，宏观催化之下估值有望修复 | 6 |
| 图表 2：2015 年起业绩企稳、估值回升 | 7 |
| 图表 3：2019 年起估值修复、业绩企稳 | 7 |
| 图表 4：宏观指标中 PMI 领先白酒指数触底 | 8 |
| 图表 5：白酒指数低点领先 M2 与社融同比增速低点 | 8 |
| 图表 6：PMI 低点领先于白酒指数 | 8 |
| 图表 7：白酒指数低点领先 CPI 与 PPI 同比增速 | 8 |
| 图表 8：白酒指数低点领先房地产开发投资完成额当月同比增速低点 | 9 |
| 图表 9：白酒指数低点领先固定资产投资完成额当月同比增速低点 | 9 |
| 图表 10：宏观指标中 M2 增速、房地产投资完成额当月同比增速与白酒指数同步触底 | 9 |
| 图表 11：M2 与社融同比增速与白酒指数低点接近 | 9 |
| 图表 12：白酒指数低点领先 PMI 低点 | 10 |
| 图表 13：白酒指数低点领先 CPI 同比增速低点 | 10 |
| 图表 14：白酒指数与房地产投资完成额当月同比增速同月到达低点 | 10 |
| 图表 15：白酒指数低点领先固定资产投资完成额当月同比增速低点 | 10 |
| 图表 16：2014 开年股价触底，下半年批价触底..... | 11 |
| 图表 17：茅台 2014/01 底部后批价 2014/10 触底回升 | 11 |
| 图表 18：普五与 1573 批价均在 2014 年下半年触底 | 11 |
| 图表 19：2018/10 股价触底，茅台批价稳步提升、五粮液与老窖股价底领先普五与 1573 批价底 | 11 |
| 图表 20：茅台 2018/10 底部前后批价稳步提升 | 12 |
| 图表 21：普五与 1573 批价均在 2018/10 同步触底 | 12 |
| 图表 22：2014 调整期白酒收入连续 6 个季度下滑 | 12 |
| 图表 23：2014 调整期白酒业绩连续 6 个季度下滑 | 13 |
| 图表 24：2018 调整期茅台单季度收入小个位数增长 | 13 |
| 图表 25：2018 调整期茅台单季度业绩小个位数增长 | 14 |

| | |
|---------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 26: 茅台与部分地产酒调整期涨跌幅领先 | 15 |
| 图表 27: 2013 年顺鑫/伊力特/老白干/古井/茅台表现相对领先..... | 15 |
| 图表 28: 2014 年洋河/老白干/古井/茅台/五粮液表现相对领先..... | 15 |
| 图表 29: 2018 年顺鑫/今世缘/茅台/洋河/迎驾表现相对领先..... | 15 |
| 图表 30: 2014/01 底部后高端酒中茅台超额收益显著, 五粮液表现相对优于老窖 | 16 |
| 图表 31: 2018/10 底部后 1 个月/3 个月老窖/茅台相对涨幅分别领先高端酒 ... | 16 |
| 图表 32: 2014/01 白酒指数达到底部后 3/6 个月内茅台/五粮液分别涨幅领先.. | 17 |
| 图表 33: 2018/10 白酒指数达到底部后 3/6 个月内茅台/五粮液分别涨幅领先.. | 17 |
| 图表 34: 2022/10 白酒指数达到底部后 3/6 个月内五粮液/老窖分别涨幅领先.. | 17 |
| 图表 35: 2014-2018H1 茅台、水井上涨幅度 8 倍、五粮液上涨 6 倍, 领跑白酒行业 | 18 |
| 图表 36: 2018/11-2021H1 酒鬼酒、汾酒、舍得上涨幅度超 12 倍、老窖上涨幅度近 8 倍, 领跑白酒行业 | 18 |
| 图表 37: 居民端对白酒消费的驱动逐渐强化 | 20 |
| 图表 38: 白酒行业集中度呈提升趋势 | 20 |
| 图表 39: 社融趋势反转对白酒板块走出调整具有较强的指示意义 | 21 |
| 图表 40: 地产投资过去与白酒指数关联度较高 | 21 |
| 图表 41: 当前部分相关宏观指标的拐点有望逐步确立 | 22 |
| 图表 42: 本轮调整期酒鬼酒收入多个季度下滑 | 22 |
| 图表 43: 本轮调整期酒鬼酒归母净利润已连续六个季度同比下滑 | 23 |
| 图表 44: 2011/12-2013/3 整箱飞天批价跌幅 53% | 24 |
| 图表 45: 2021/9-2024/7 整箱飞天批价跌幅 35% | 24 |
| 图表 46: 茅台批价年内多次异动, 风险有所释放 (元/瓶) | 24 |
| 图表 47: 五泸批价整体稳健 (元/瓶) | 24 |
| 图表 48: 2024Q2 业绩增速仍在寻底 | 25 |

1. 白酒两轮调整复盘：股价底领先批价底，估值先于业绩企稳

1.1 白酒板块周期中估值先于业绩反应

白酒板块周期可划为五个阶段。每轮白酒板块从步入深度调整到重新走牛，共可分为5个阶段，分别为估值下行期、戴维斯双杀期、磨底期、估值修复期、戴维斯双击期。2012-2015年以及2018年两轮白酒板块调整均展现出了类似的特征。

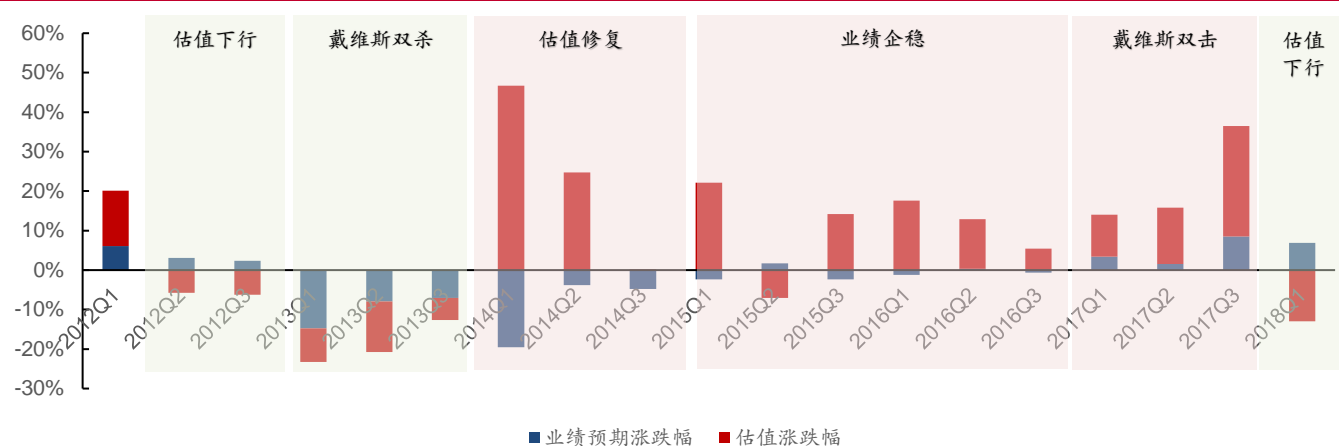
图表1：白酒板块或正寻底，宏观催化之下估值有望修复

| 发展阶段 | ①估值下行 | ②戴维斯双杀 | ③磨底 | ④估值修复 | ⑤戴维斯双击 |
|-------|--------------------|----------------------|------------------------------|----------------------------|-------------------------------|
| 宏观经济 | 增速较好，部分时期出现过热 | 受外生冲击或政策收紧影响增速承压 | 经济增长压力最大，市场预期最悲观 | 缓慢恢复，社融等先行恢复 | 增长动能恢复，市场预期好转 |
| 货币政策 | 逐渐收紧，开始加息 | 加息幅度和频率降低 | 紧转松，降息降准 | 持续宽松，力度加大 | 维持宽松，至经济恢复 |
| 基本面情况 | 高端酒量价齐升，二线酒渠道延续扩张 | 高端酒批价冲高回落，二线酒渠道中止扩张 | 高端酒批价震荡，部分动销承压，渠道诉求从争利润变为保现金 | 高端酒批价震荡、动销恢复，渠道对白酒景气度持观望态度 | 高端酒批价重回上行通道，渠道风险偏好提升、重新追求超额利润 |
| 报表增速 | 收入利润高增，预收款&现金流表现亮眼 | 收入利润增速明显放缓甚至转负，现金流承压 | 收入利润增速低于预期，现金流持续承压 | 报表利空落地，收入利润增速预期好转 | 收入利润增长环比加速，增速预期上调、甚至仍超预期 |
| 估值表现 | 高位回调至中枢附近 | 持续下行至底部 | 震荡筑底 | 缓慢上行或快速上行后震荡 | 持续上行 |

资料来源：国联证券研究所

2012-2015年调整期估值领先业绩回暖。拆分行业业绩预期与估值进行涨跌幅归因，2012年行业业绩逐季上调但估值已呈下行趋势，2013年行业业绩逐季下修，前三季度估值下降呈戴维斯双杀；2014年行业估值率先回升、业绩环比下修幅度有所放缓；2015年行业业绩逐步企稳、估值小幅抬升；2016年起行业逐步进入估值业绩双升的戴维斯双击阶段。

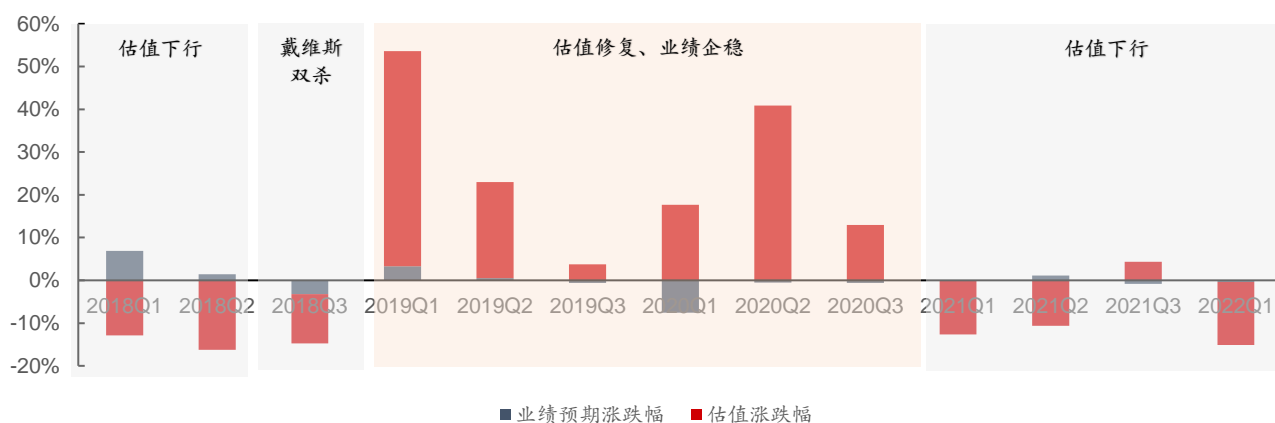
图表2：2015年起业绩企稳、估值回升



资料来源：Wind，国联证券研究所

2018Q3 调整后估值大幅修复、业绩逐步企稳。2018年上半年行业业绩逐季上调，估值呈下行趋势；2018Q3行业业绩与估值双双下修，呈戴维斯双杀，市场整体信心偏弱；2019年预期改善，行业估值大幅回升并持续提升。2020年下半年，业绩企稳，板块迎来戴维斯双击；2021年估值领先业绩下行，行业逐步进入新一轮调整。

图表3：2019年起估值修复、业绩企稳



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 2012-2015、2018年两轮调整股价底略领先于经济底

白酒是经济活动的润滑剂，商务需求与经济活动的活跃度息息相关。宏观经济数据改善之下白酒板块的商务需求有望随着宏观经济活动的回暖逐步复苏。2012-2015、2018年两轮调整中股价底均领先于实际的经济底，白酒指数领先绝大多数经济宏观指标回暖。

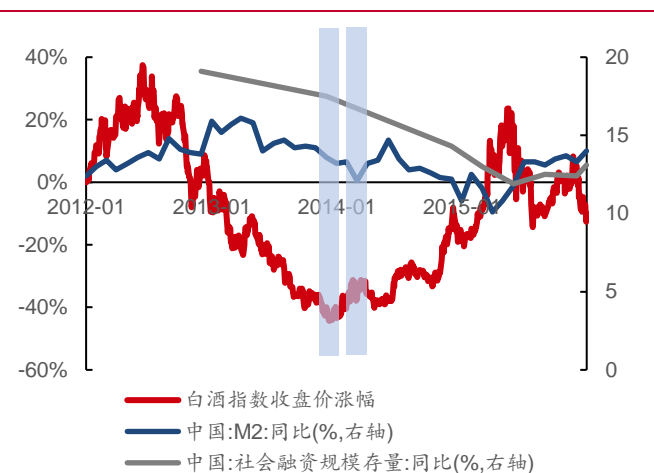
2014年白酒指数领先大多数宏观指标触底。白酒指数在2014/1/10达到底部5584.66。财政政策方面,2014年7月政治局会议强调“稳增长”,2015年中央提出“积极的财政政策加力增效”,财政政策进一步跟进;货币政策方面,2013年中起政策逐步宽松,6月通过SLF进行短期调控、12月以SLO三天注入3000亿元流动性,2014年上半年定向宽松、M2增速在3月触底达12.1%,下半年转向全面宽松,2015年全年共4次全面降准、5次降息,带动M2从2015年1月10.8%增加到2016年1月14.0%;地产政策方面,房地产投资完成额当月同比增速在2014年12月达阶段性底部,为-1.94%,2015年6月国务院提出棚改货币化,推进化解楼市库存。

图表4: 宏观指标中PMI领先白酒指数触底

| 指标 | 触底时间 | 具体数值 | 底部较白酒指数触底先后 |
|------------------|-----------|---------|-------------|
| 白酒指数 | 2014/1/10 | 5584.66 | - |
| M2 同比 | 2014/03 | 12.10% | 滞后 |
| 固定资产投资 当月同比 | 持续下行 | - | - |
| PMI | 2013/07 | 50.3 | 领先 |
| 房地产投资完 成额当月同比 | 2014/12 | -1.94% | 滞后 |
| CPI 同比 | 2014/04 | 1.80% | 滞后 |
| PPI 同比 | 2014/03 | -2.30% | 滞后 |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表5: 白酒指数低点领先M2与社融同比增速低点



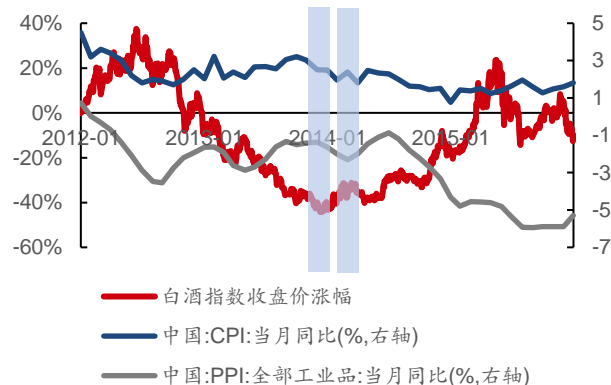
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: PMI 低点领先于白酒指数



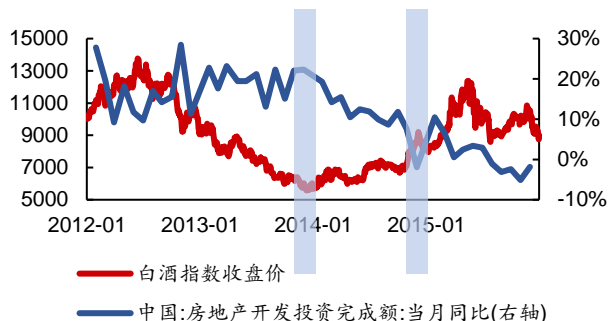
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 白酒指数低点领先CPI与PPI同比增速



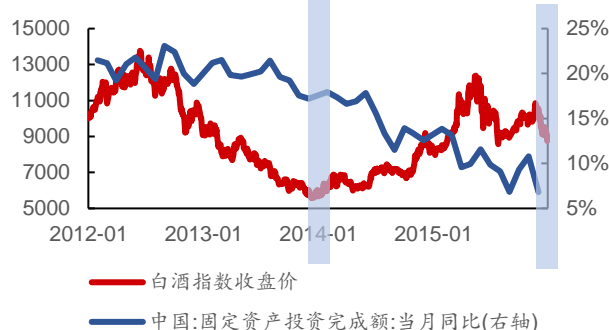
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表8：白酒指数低点领先房地产开发投资完成额当月同比增速低点



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：白酒指数低点领先固定资产投资完成额当月同比增速低点



资料来源：Wind，国联证券研究所

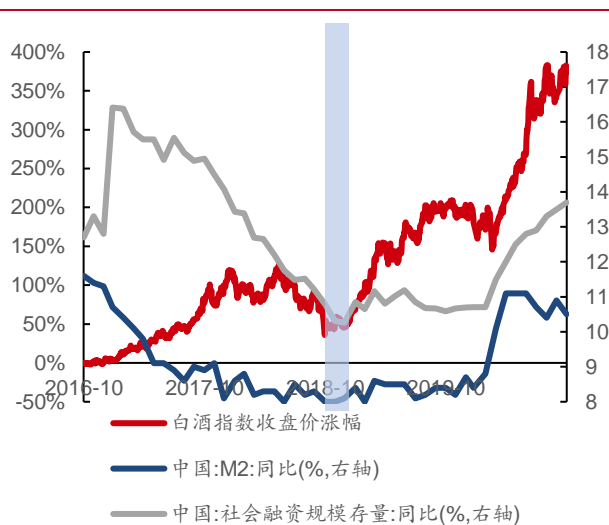
2018 年底白酒指数同步或领先宏观指标触底。白酒指数在 2018/10/30 达到底部 18085.51。财政政策方面，2018 年下半年逐步宽松，宏观政策由“去杠杆”转为“稳杠杆”；货币政策方面，2018 年 7 月、10 月和 2019 年 1 月和年中均有降准，M2 同比增速与白酒指数在同月触底，为 8%，社融增速在 2018/10 触底，为 10.26%，而后有所回升；地产政策方面，2018 年增加调控、强调“房住不炒”，房地产投资完成额当月同比与白酒指数在同月触底，为 7.68%。同时，叠加一系列减税降费措施使企业信心恢复，消费预期好转，白酒走出调整。

图表10：宏观指标中 M2 增速、房地产投资完成额当月同比增速与白酒指数同步触底

| 指标 | 触底时间 | 具体数值 | 底部较白酒指数底部先后 |
|--------------|-----------------|----------|-------------|
| 白酒指数 | 2018/10/30 | 18085.51 | - |
| M2 同比 | 2018/10 | 8.00% | 同步 |
| 社融同比 | 2018/12 | 10.26% | 滞后 |
| 固定资产投资当月同比 | 2018/12 | -53.43% | 滞后 |
| PMI | 2019/02 | 49.2 | 滞后 |
| 房地产投资完成额当月同比 | 2018/10 | 7.68% | 同步 |
| CPI 同比 | 2018/01、2019/02 | 1.50% | 滞后 |
| PPI 同比 | 持续下行 | - | 滞后 |

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：M2 与社融同比增速与白酒指数低点接近



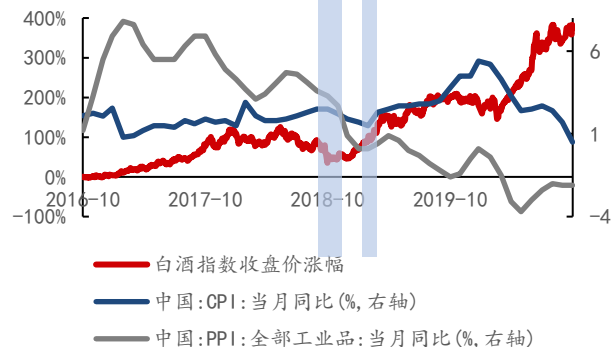
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12: 白酒指数低点领先 PMI 低点



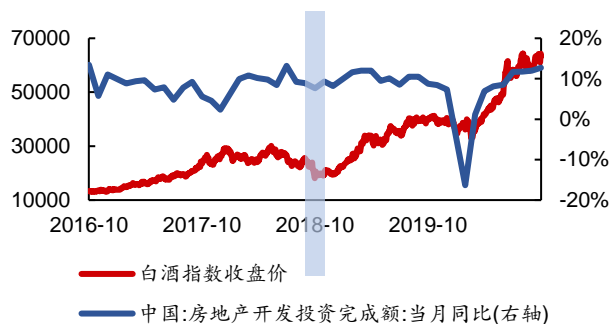
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 白酒指数低点领先 CPI 同比增速低点



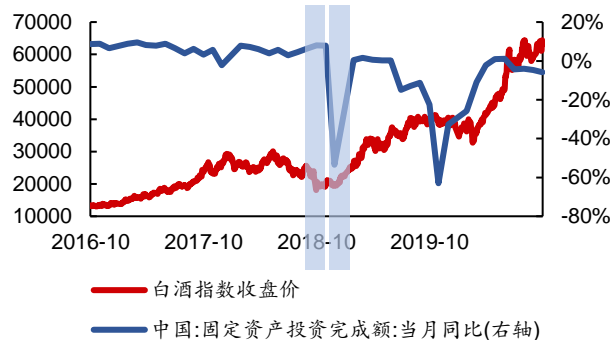
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 白酒指数与房地产投资完成额当月同比增速同月到达低点



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 白酒指数低点领先固定资产投资完成额当月同比增速低点



资料来源: Wind, 国联证券研究所

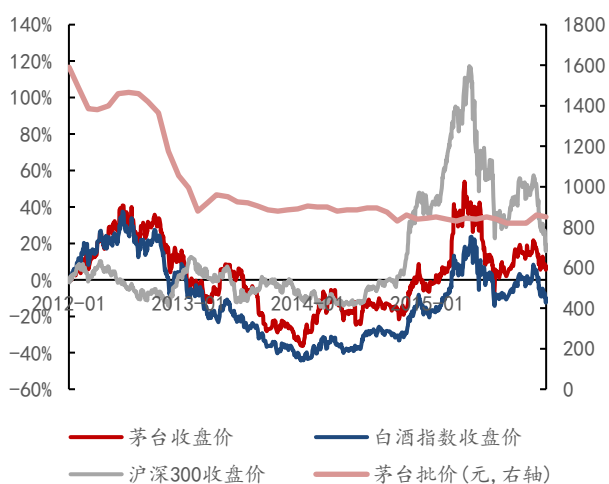
1.3 两轮底部股价底均领先于批价底

2014/01 股价底领先于批价底。自 2012 年“八项规定”出台以来，茅台批价持续下行，2013 年中略有回暖后重新回落至 890 元。2014 年茅台股价在 2014/1/20 触底，底部 PE（当年）为 7.67 倍，而茅台批价在 2014 年年底降至 830 元，2015Q1 基本维持在 840 元左右、年底略有回升至 860 元。五粮液股价在 2014/1/6 触底，底部 PE（当年）为 5.16 倍，普五批价自 2014/12/31 触底达 530 元后逐步企稳回升，2015 年底稳定在约 620 元。老窖股价在 2014/2/7 触底，底部 PE（当年）为 5.65 倍，1573 批价自 2014/8/31 达 520 元后逐步企稳回升，2015 年底稳定在约 560 元。

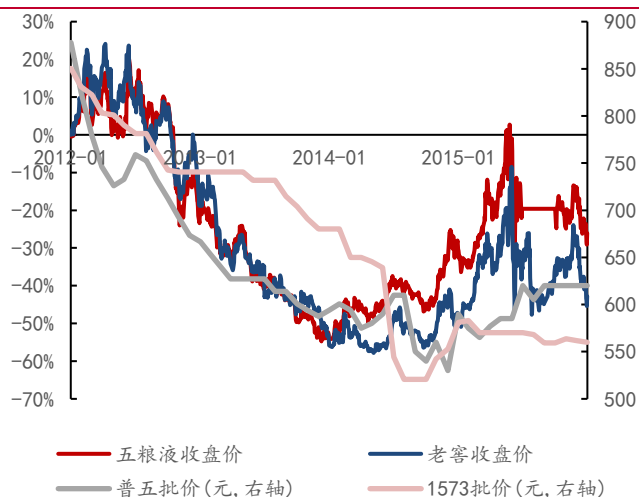
图表16: 2014 开年股价触底, 下半年批价触底

| 指标 | 触底时间 | 具体数值 | 底部较白酒指数触底先后 |
|----------------------|-----------------|-----------------|-------------|
| 白酒指数 | 2014/1/10 | 5584.66 | - |
| 沪深300 | 2014/1/20 | 2169.55 | 滞后 |
| 茅台股价 | 2014/1/15 | 118.76 元 | 滞后 |
| 茅台 PE-TTM / PE (当年) | 2014/1/15 | 8.83 倍/7.67 倍 | 滞后 |
| 茅台批价 | 2014/10/31 | 830 元 | 滞后 |
| 五粮液股价 | 2014/1/6 | 14.60 元 | 领先 |
| 泸州老窖股价 | 2014/2/7 | 16.24 元 | 滞后 |
| 五粮液 PE-TTM / PE (当年) | 2014/1/8 | 5.95 倍 / 5.16 倍 | 领先 |
| 老窖 PE-TTM / PE (当年) | 2014/1/24 | 5.86 倍 / 5.65 倍 | 滞后 |
| 普五批价 | 2014/12/31 | 530 元 | 滞后 |
| 1573 批价 | 2014/8/31 | 520 元 | 滞后 |

资料来源: Wind, 今日酒价, 百荣酒价, 国联证券研究所

图表17: 茅台 2014/01 底部后批价 2014/10 触底回升


资料来源: Wind, 今日酒价, 百荣酒价, 国联证券研究所

图表18: 普五与 1573 批价均在 2014 年下半年触底


资料来源: Wind, 今日酒价, 百荣酒价, 国联证券研究所

2018/10 底部前后茅台批价稳步提升, 五泸股价底领先于批价底。2018/10/30 白酒指数触底, 茅台、五粮液、老窖底部对应的 PE(当年)分别为 18.97/14.28/14.65 倍, 较 2014 年底部有所抬升。2018/10 股价底部前后茅台批价维持稳健提升, 2018Q3 批价基本稳定在 1700 元, 2019Q1 开始继续上行, 而普五、1573 则分别自 2018/11、2019/01 达 795/708 元后逐步企稳回升, 2020/10 普五/1573 分别稳定提升至约 970/860 元。

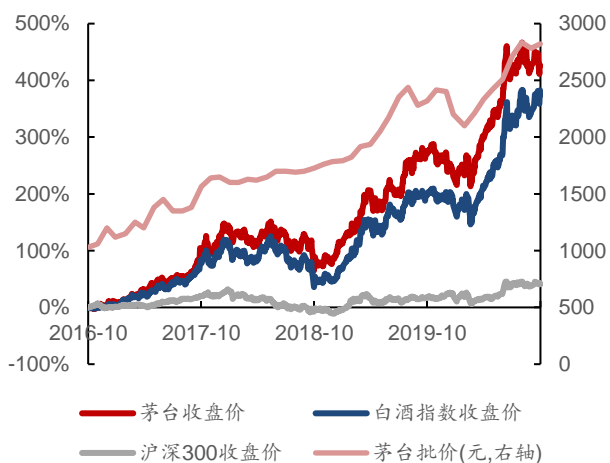
图表19: 2018/10 股价触底, 茅台批价稳步提升、五粮液与老窖股价底领先普五与 1573 批价底

| 指标 | 触底时间 | 具体数值 | 底部较白酒指数触底先后 |
|------|------------|----------|-------------|
| 白酒指数 | 2018/10/30 | 18085.51 | - |

| | | | |
|----------------------|------------|-----------------|----|
| 沪深 300 | 2018/10/29 | 3076.89 | 领先 |
| 茅台股价 | 2018/10/30 | 524.00 元 | 同步 |
| PE-TTM / PE (当年) | 2018/10/30 | 20.68 倍/18.97 倍 | 同步 |
| 茅台批价 | - | 稳步提升 | - |
| 五粮液股价 | 2018/10/30 | 47.49 元 | 同步 |
| 泸州老窖股价 | 2018/10/29 | 35.60 元 | 领先 |
| 五粮液 PE-TTM / PE (当年) | 2018/10/30 | 15.11/14.28 倍 | 同步 |
| 老窖 PE-TTM / PE (当年) | 2018/10/29 | 15.75/14.65 倍 | 领先 |
| 普五批价 | 2018/11/30 | 795 元 | 滞后 |
| 1573 批价 | 2019/1/31 | 708 元 | 滞后 |

资料来源: Wind, 今日酒价, 百荣酒价, 国联证券研究所

图表20: 茅台 2018/10 底部前后批价稳步提升



资料来源: Wind, 今日酒价, 百荣酒价, 国联证券研究所

图表21: 普五与 1573 批价均在 2018/10 同步触底



资料来源: Wind, 今日酒价, 百荣酒价, 国联证券研究所

1.4 两轮调整期板块业绩有所调整

2012-2015 年调整期中行业业绩连续 6 个季度同比下滑, 2018 年调整期前后整体业绩韧性较强。回顾 2012-2015 年调整期, 白酒行业与多数企业归母净利润自 2013Q2 开始连续同比下滑, 其中白酒板块连续 6 个季度同比负增长; 而 2018 年调整期前后白酒板块业绩韧性较强, 未出现同比负增长, 但 2018Q3 板块与部分公司增速环比下行较显著, 茅台 2018Q3 单季度收入和利润均只实现小个位数增长。

图表22: 2014 调整期白酒收入连续 6 个季度下滑

| 时期 | 白酒 | 茅台 | 五粮液 | 老窖 | 汾酒 | 酒鬼 | 水井 | 舍得 | 古井 | 迎驾 | 口子 | 洋河 | 今世缘 | 老白干 |
|--------|-----|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|----|----|-----|-----|------|
| 2013Q1 | 7% | 19% | 5% | -3% | 26% | -62% | -50% | -4% | 19% | - | - | 6% | - | 32% |
| 2013Q2 | -5% | -4% | 0% | 9% | -21% | -55% | -63% | -24% | -18% | - | - | -8% | - | -10% |

| | | | | | | | | | | | | | | |
|--------|------|-----|------|------|------|------|--------|------|-----|-----|-----|------|-----|------|
| 2013Q3 | -13% | 17% | -40% | 3% | -14% | -81% | -79% | -21% | 2% | - | - | -22% | - | -17% |
| 2013Q4 | -4% | 38% | -9% | -36% | -36% | 16% | -101% | -47% | 31% | - | - | -40% | - | 31% |
| 2014Q1 | -15% | 4% | -23% | -49% | -44% | -59% | -77% | -24% | -5% | - | - | -10% | - | -7% |
| 2014Q2 | -9% | -1% | -28% | -5% | -42% | -46% | -23% | 29% | 22% | - | - | -3% | - | -33% |
| 2014Q3 | -12% | -5% | -7% | -61% | -43% | -10% | 76% | 15% | 9% | - | - | 0% | -3% | 41% |
| 2014Q4 | 1% | 10% | 7% | -75% | 16% | -42% | -2811% | 3% | -9% | - | - | 20% | 3% | 47% |
| 2015Q1 | 8% | 15% | 0% | 22% | -8% | 98% | 255% | -10% | 12% | - | - | 10% | 2% | 38% |
| 2015Q2 | 0% | 5% | -9% | -14% | 9% | 50% | 85% | -18% | 16% | - | - | 11% | 3% | 38% |
| 2015Q3 | 8% | 0% | 15% | 16% | 17% | 38% | 69% | -37% | 14% | -6% | 18% | 12% | -8% | 6% |
| 2015Q4 | 7% | -3% | 10% | 225% | 16% | 42% | 172% | -18% | 10% | -1% | -1% | 1% | 7% | -6% |
| 2016Q1 | 16% | 17% | 31% | 16% | 2% | 4% | 14% | 35% | 11% | 3% | 20% | 9% | 8% | 10% |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表23: 2014 调整期白酒业绩连续 6 个季度下滑

| 时期 | 白酒 | 茅台 | 五 粮 液 | 老 窖 | 汾 酒 | 酒 鬼 | 水 井 | 舍 得 | 古 井 | 迎 驾 | 口 子 | 洋 河 | 今 世 缘 | 老 白 干 |
|--------|------|------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------------|
| 2013Q1 | 12% | 21% | 19% | -12% | 53% | -92% | -37% | -48% | 20% | - | - | 7% | - | 11% |
| 2013Q2 | -8% | -9% | 8% | -6% | -21% | -86% | -60% | -139% | -57% | - | - | -3% | - | -53% |
| 2013Q3 | -24% | 12% | -52% | -6% | -56% | -105% | -214% | -130% | -11% | - | - | -27% | - | -41% |
| 2013Q4 | -32% | 41% | -59% | -49% | -369% | -255% | - | -96% | -27% | - | - | -62% | - | -73% |
| 2014Q1 | -22% | 3% | -28% | -57% | -54% | -84% | -175% | -86% | -7% | - | - | -15% | - | -31% |
| 2014Q2 | -20% | -3% | -36% | -31% | -92% | -324% | -281% | -108% | 4% | - | - | -8% | - | -126% |
| 2014Q3 | -22% | -9% | -46% | -68% | -81% | 204% | -82% | -79% | -1% | - | - | -7% | -4% | 7% |
| 2014Q4 | 1% | 15% | 30% | -150% | -81% | -62% | 22% | 71% | -5% | - | - | 4% | -1% | 66% |
| 2015Q1 | 6% | 18% | -16% | 10% | -37% | 1071% | -156% | -46% | 6% | - | - | 11% | 1% | 40% |
| 2015Q2 | 0% | 0% | -21% | 3% | 262% | -144% | -106% | -2% | 9% | - | - | 12% | 3% | 198% |
| 2015Q3 | 16% | 2% | 85% | 5% | 123% | -168% | -213% | -36% | 17% | 26% | 48% | 13% | 1% | 27% |
| 2015Q4 | 24% | -12% | 40% | -141% | -463% | -229% | -107% | -57% | 57% | -1% | -3% | 72% | 35% | 30% |
| 2016Q1 | 16% | 12% | 32% | 10% | 37% | 49% | 63% | 179% | 14% | 24% | 54% | 10% | 11% | 40% |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表24: 2018 调整期茅台单季度收入小个位数增长

| 时期 | 白酒 | 茅台 | 五 粮 液 | 老 窖 | 汾 酒 | 酒 鬼 | 水 井 | 舍 得 | 古 井 | 迎 驾 | 口 子 | 洋 河 | 今 世 缘 | 老 白 干 |
|--------|-----|-----|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------------|
| 2017Q4 | 23% | 29% | 20% | 29% | 18% | 48% | 51% | 9% | 7% | 6% | 79% | 21% | 13% | 3% |
| 2018Q1 | 28% | 31% | 37% | 26% | 49% | 46% | 88% | 22% | 18% | 12% | 21% | 26% | 31% | 6% |
| 2018Q2 | 36% | 46% | 38% | 25% | 45% | 37% | 33% | 10% | 49% | 9% | 28% | 27% | 30% | 75% |
| 2018Q3 | 13% | 3% | 23% | 31% | 31% | 31% | 27% | 57% | 18% | 13% | 8% | 20% | 36% | 56% |
| 2018Q4 | 28% | 36% | 31% | 22% | 109% | 31% | 18% | 58% | 18% | 10% | 20% | 5% | 3% | 43% |

| | | | | | | | | | | | | | | |
|--------|-----|-----|-----|------|-----|------|------|------|------|------|------|------|-----|------|
| 2019Q1 | 23% | 24% | 27% | 24% | 25% | 30% | 24% | 34% | 43% | 3% | 9% | 14% | 31% | 56% |
| 2019Q2 | 15% | 12% | 27% | 26% | 29% | 40% | 29% | 5% | 4% | 20% | 16% | 2% | 27% | 12% |
| 2019Q3 | 13% | 14% | 27% | 22% | 47% | 9% | 20% | 9% | 12% | 9% | 0% | -21% | 32% | -11% |
| 2019Q4 | 13% | 14% | 21% | 14% | 12% | 27% | 31% | 29% | 15% | 7% | 14% | -36% | 31% | 5% |
| 2020Q1 | 1% | 13% | 15% | -15% | 2% | -10% | -22% | -42% | -11% | -34% | -43% | -15% | -9% | -34% |
| 2020Q2 | 4% | 10% | 10% | 6% | 19% | 13% | -90% | 19% | -4% | -17% | -25% | -19% | 4% | -9% |
| 2020Q3 | 12% | 8% | 18% | 14% | 26% | 56% | 19% | 18% | 15% | 12% | 7% | 8% | 21% | 16% |
| 2020Q4 | 11% | 13% | 14% | 16% | 31% | 28% | 19% | 17% | 0% | 8% | 10% | 8% | 22% | -9% |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表25: 2018 调整期茅台单季度业绩小个数增长

| 时期 | 白酒 | 茅台 | 五粮液 | 老窖 | 汾酒 | 酒鬼 | 水井 | 舍得 | 古井 | 迎驾 | 口子 | 洋河 | 今世缘 | 老白干 |
|--------|-----|-----|-----|-----|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 2017Q4 | 50% | 67% | 61% | 33% | -10% | 39% | 22% | 89% | 42% | 14% | 199% | 6% | 11% | 69% |
| 2018Q1 | 37% | 39% | 38% | 33% | 52% | 69% | 68% | 103% | 43% | 12% | 37% | 27% | 32% | 81% |
| 2018Q2 | 46% | 42% | 55% | 36% | 69% | 14% | 404% | 287% | 121% | 40% | 43% | 31% | 32% | 1059% |
| 2018Q3 | 12% | 3% | 20% | 45% | 60% | 38% | 52% | 224% | 46% | 18% | 9% | 22% | 37% | 41% |
| 2018Q4 | 44% | 48% | 44% | 31% | 46% | 3% | 27% | 43% | 25% | 17% | 84% | 3% | 1% | 127% |
| 2019Q1 | 28% | 32% | 30% | 43% | 24% | 16% | 41% | 22% | 35% | 9% | 21% | 16% | 26% | 57% |
| 2019Q2 | 22% | 20% | 34% | 36% | 38% | 60% | 7% | 2% | 49% | 58% | 23% | 2% | 24% | 7% |
| 2019Q3 | 16% | 17% | 35% | 36% | 55% | -39% | 53% | 10% | 36% | 34% | -2% | -23% | 28% | -21% |
| 2019Q4 | 4% | 3% | 25% | 15% | 20% | 87% | 60% | 198% | -19% | 18% | 9% | -78% | 35% | 25% |
| 2020Q1 | 9% | 17% | 19% | 13% | 40% | 32% | -13% | -73% | -19% | -34% | -55% | 0% | -10% | -44% |
| 2020Q2 | 6% | 9% | 10% | 23% | 22% | 6% | -173% | 62% | -17% | 9% | -31% | -10% | 2% | -33% |
| 2020Q3 | 13% | 7% | 15% | 53% | 69% | 419% | 33% | 25% | 4% | 28% | -6% | 14% | 33% | 50% |
| 2020Q4 | 20% | 20% | 11% | 41% | 155% | 39% | 23% | 32% | -11% | 28% | -3% | 25% | 54% | -40% |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.5 调整期股价表现: 茅台与大众价位段白酒跑赢概率高

调整期中, 茅台与量增或报表率先改善的低价位段白酒跑赢行业的概率较大。复盘 2013、2014、2018 年白酒企业涨跌幅, 调整期低价位段白酒跑赢行业的概率较大, 2013 年顺鑫旗下牛栏山畅销, 公司股价表现领先行业, 2013 年涨幅达 15.21%, 而其他白酒公司 2013 年股价均有所下行; 2014 年洋河涨幅领先行业, 达 101.05%, 老白干酒国企改革推动同时公司量价齐升带动营收表现突出, 公司收入业绩增速较多数同行领先一个季度转正, 古井同样实现量价齐升且收入业绩增速领先多数同行两个季度转正, 两者涨幅也较为领先, 分别为 91.18%/67.94%; 2018 年顺鑫旗下牛栏山全国化快速推进, 公司股价表现再次领先行业, 2018 年涨幅达 66.82%, 而其他白酒公司 2018 年股价均有所下行。此外, 茅台在每轮调整期中年涨幅均位列行业前五,

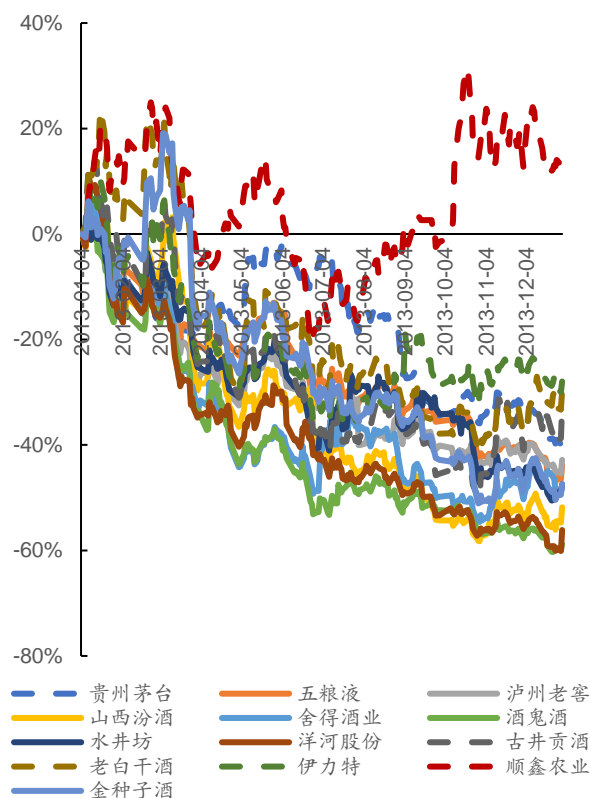
2013/2014/2018 年分别-36.56%/+66.94%/-14.21%，调整期中具有较稳健的相对收益。

图表26：茅台与部分地产酒调整期涨跌幅领先

| | 2013 年 | 2014 年 | 2018 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 贵州茅台 | -36.56 | 66.94 | -14.21 |
| 五粮液 | -42.58 | 42.87 | -35.11 |
| 泸州老窖 | -38.54 | 8.10 | -37.09 |
| 山西汾酒 | -52.31 | 21.72 | -37.72 |
| 舍得酒业 | -46.78 | 24.10 | -51.02 |
| 酒鬼酒 | -56.54 | 3.82 | -41.37 |
| 水井坊 | -46.58 | -4.12 | -31.55 |
| 洋河股份 | -54.87 | 101.05 | -16.14 |
| 古井贡酒 | -33.23 | 67.94 | -16.90 |
| 老白干酒 | -28.44 | 91.18 | -43.75 |
| 伊力特 | -26.42 | 15.24 | -43.75 |
| 顺鑫农业 | 15.21 | 22.49 | 66.82 |
| 金种子酒 | -46.05 | 16.32 | -40.48 |
| 迎驾贡酒 | - | - | -16.89 |
| 口子窖 | - | - | -22.88 |
| 金徽酒 | - | - | -34.49 |
| 今世缘 | - | 14.32 | -5.44 |
| 食品饮料(申万) | -7.36 | 16.03 | -21.95 |
| 沪深300 | -7.65 | 51.66 | -25.31 |

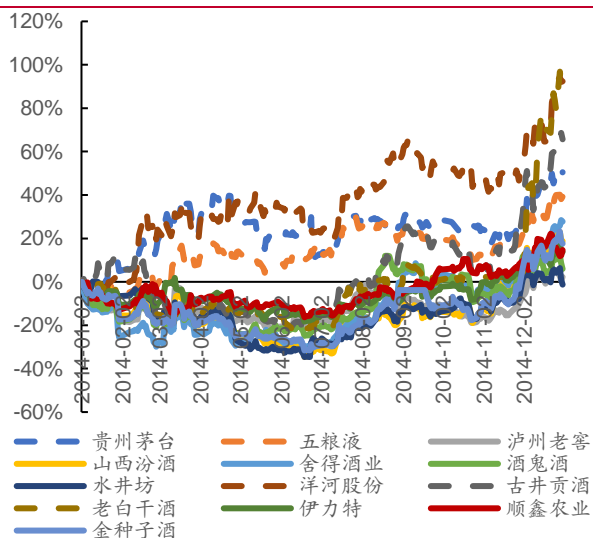
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表27：2013年顺鑫/伊力特/老白干/古井/茅台表现相对领先



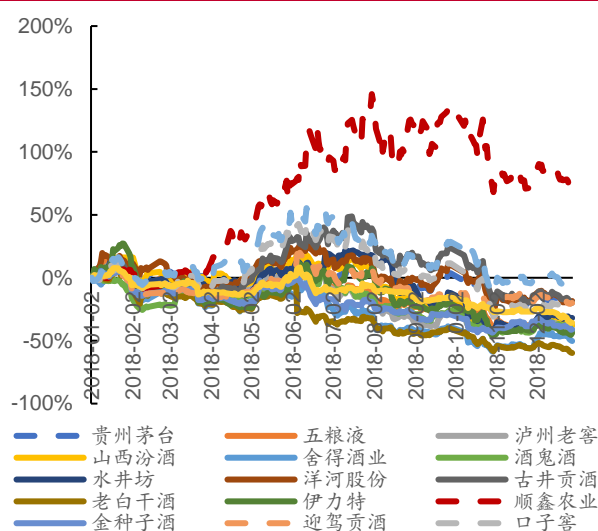
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表28：2014年洋河/老白干/古井/茅台/五粮液表现相对领先



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表29：2018年顺鑫/今世缘/茅台/洋河/迎驾表现相对领先



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.6 底部反转之后：3-6 个月高端超额收益显著，中长期次高端弹性大

2014/01 底部后白酒板块超额收益较显著，高端酒中茅台相对涨幅更为领先、五粮液略优于老窖。白酒指数与沪深 300 分别在 2014/01/10、2014/01/20 见底。茅台股价于 2014/01/15 见底，收盘价 118.76 元，对应 PE-TTM8.83 倍，PE（当年）7.67 倍，自底部起 1 个月/3 个月茅台涨幅分别达 20.33%/46.93%，相对白酒指数超额收益分别为 11.67%/26.47%、相对沪深 300 指数超额收益分别为 16.40%/46.00%。五粮液/老窖股价分别于 2014/01/06、2014/02/07 见底，其中五粮液自底部起 1 个月/3 个月涨幅分别达 0.68%/17.60%，相对白酒指数超额收益分别为-0.05%/+2.44%、相对沪深 300 指数超额收益分别为 1.85%/19.98%；老窖自底部起 1 个月/3 个月涨幅分别达 2.21%/2.44%，相对白酒指数超额收益分别为-11.61%/-11.88%、相对沪深 300 指数超额收益分别为 4.20%/3.66%。

图表30：2014/01 底部后高端酒中茅台超额收益显著，五粮液表现相对优于老窖

| 底部后涨幅 | 茅台涨跌幅 | 五粮液涨跌幅 | 老窖涨跌幅 | 茅台相对白酒指数 | 五粮液相对白酒指数 | 老窖相对白酒指数 | 茅台相对沪深 300 | 五粮液相对沪深 300 | 老窖相对沪深 300 |
|-------|--------|--------|-------|----------|-----------|----------|------------|-------------|------------|
| 1 个月 | 20.33% | 0.68% | 2.21% | 11.67% | -0.05% | -11.61% | 16.40% | 1.85% | 4.20% |
| 3 个月 | 46.93% | 17.60% | 2.44% | 26.47% | 2.44% | -11.88% | 46.00% | 19.98% | 3.66% |

资料来源：Wind，国联证券研究所

2018/10 底部后白酒板块超额收益同样显著，1 个月/3 个月内老窖/茅台相对涨幅分别领先高端酒。白酒指数与沪深 300 分别在 2018/10/30、2018/10/29 见底。茅台股价于 2018/10/30 见底，收盘价 524.00 元，对应 PE-TTM 为 20.68 倍，PE（当年）18.97 倍，自底部起 1 个月/3 个月茅台涨幅分别达 7.82%/29.01%，相对白酒指数超额收益分别为-2.21%/+5.36%、相对沪深 300 指数超额收益分别为 5.82%/27.14%。五粮液/老窖股价分别于 2018/10/30、2018/10/29 见底，其中五粮液自底部起 1 个月/3 个月涨幅分别达 10.32%/20.61%，相对白酒指数超额收益分别为 0.29%/-3.03%、相对沪深 300 超额收益分别为 8.31%/18.74%；老窖自底部起 1 个月/3 个月涨幅分别达 12.22%/21.85%，相对白酒指数超额收益分别为 8.67%/-0.04%、相对沪深 300 指数超额收益分别为 10.24%/18.05%。

图表31：2018/10 底部后 1 个月/3 个月老窖/茅台相对涨幅分别领先高端酒

| 底部后涨幅 | 茅台涨跌幅 | 五粮液涨跌幅 | 老窖涨跌幅 | 茅台相对白酒指数 | 五粮液相对白酒指数 | 老窖相对白酒指数 | 茅台相对沪深 300 | 五粮液相对沪深 300 | 老窖相对沪深 300 |
|-------|--------|--------|--------|----------|-----------|----------|------------|-------------|------------|
| 1 个月 | 7.82% | 10.32% | 12.22% | -2.21% | 0.29% | 8.67% | 5.82% | 8.31% | 10.24% |
| 3 个月 | 29.01% | 20.61% | 21.85% | 5.36% | -3.03% | -0.04% | 27.14% | 18.74% | 18.05% |

资料来源：Wind，国联证券研究所

板块内对比来看，指数底部后 3-6 个月高端酒表现较为领先。2014/01 白酒指数到达底部后 1 个月洋河/茅台涨幅领先其他白酒，分别达 28.00%/13.48%，底部后 3 个月/6 个月茅台/五粮液分别涨幅领先，其中茅台底部后 3 个月涨幅 23.96%，五粮液底部后 6 个月涨幅 32.45%。2018/10 底部后 1 个月洋河、口子窖、舍得、酒鬼、汾酒等次高端白酒涨幅领先，但 3 个月/6 个月期来看仍然分别是茅台/五粮液涨幅领先行业，其中茅台底部后 3 个月涨幅 25.63%，五粮液底部后 6 个月涨幅 112.59%。2022/10 底部后 1 个月舍得、古井、老窖涨幅表现领先行业，而底部后 3-6 个月仍是高端酒表现领先，五粮液、老窖分别在底部后 3 个月/6 个月涨幅领先行业，其中五粮液底部后 3 个月涨幅 56.55%，老窖底部后涨幅 30.50%。

图表32：2014/01 白酒指数达到底部后 3/6 个月内茅台/五粮液分别涨幅领先

| 底部后 涨幅 | 白酒指数 | 贵州茅台 | 五粮液 | 泸州老窖 | 山西汾酒 | 酒鬼酒 | 水井坊 | 舍得酒业 | 古井贡酒 | 迎驾贡酒 | 口子窖 | 洋河股份 | 今世缘 | 老白干酒 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|------|-----|--------|-----|--------|
| 1 个月 | 7.87% | 13.48% | 4.30% | 2.69% | -0.12% | -0.62% | -9.63% | -3.78% | -18.58% | - | - | 28.00% | - | -1.80% |
| 3 个月 | 14.75% | 23.96% | 20.22% | 0.67% | -10.08% | -5.97% | -13.89% | 0.96% | 1.20% | - | - | 11.01% | - | 0.09% |
| 6 个月 | 24.81% | 21.23% | 32.45% | 17.84% | 10.80% | 14.58% | 11.68% | 15.75% | 12.99% | - | - | 3.71% | - | 16.05% |

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表33：2018/10 白酒指数达到底部后 3/6 个月内茅台/五粮液分别涨幅领先

| 底部后 涨幅 | 白酒指数 | 贵州茅台 | 五粮液 | 泸州老窖 | 山西汾酒 | 酒鬼酒 | 水井坊 | 舍得酒业 | 古井贡酒 | 迎驾贡酒 | 口子窖 | 洋河股份 | 今世缘 | 老白干酒 |
|-----------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 个月 | 5.84% | 2.93% | 8.81% | 7.72% | 10.85% | 10.99% | 7.97% | 11.96% | 3.21% | 3.55% | 12.20% | 13.34% | 6.31% | 6.90% |
| 3 个月 | 21.50% | 25.63% | 25.23% | 12.11% | 11.41% | 5.49% | -1.50% | 8.89% | 12.67% | -0.89% | 13.80% | -5.67% | 12.06% | -4.42% |
| 6 个月 | 80.12% | 77.45% | 112.59% | 104.62% | 43.79% | 37.56% | 70.06% | 20.43% | 83.13% | 24.05% | 57.59% | 24.51% | 50.37% | 25.18% |

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：2022/10 白酒指数达到底部后 3/6 个月内五粮液/老窖分别涨幅领先

| 底部后 涨幅 | 白酒指数 | 贵州茅台 | 五粮液 | 泸州老窖 | 山西汾酒 | 酒鬼酒 | 水井坊 | 舍得酒业 | 古井贡酒 | 迎驾贡酒 | 口子窖 | 洋河股份 | 今世缘 | 老白干酒 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 1 个月 | 17.22% | 18.44% | 17.50% | 18.97% | 10.19% | 16.20% | 10.82% | 25.80% | 20.93% | 1.49% | 16.05% | 8.21% | 12.31% | 9.94% |

| | | | | | | | | | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 3 个月 | 41.24% | 36.72% | 56.55% | 51.58% | 13.86% | 18.42% | 30.06% | 21.15% | 16.65% | 37.03% | 18.51% | 24.20% | 37.59% | 26.39% |
| 6 个月 | 19.37% | 20.66% | 20.73% | 30.50% | -28.03% | -32.55% | -28.50% | -11.48% | -9.38% | -13.85% | -2.87% | -23.55% | -3.58% | -9.15% |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

中长期来看,次高端与高端酒弹性较大。更长时间维度来看,2014-2018H1、2018/11-2021H1 两段时期内,白酒板块分别实现最高涨幅 447.66%/428.47%,而沪深 300 对应时期内最高涨幅分别为 158.95%/102.02%。分公司来看,2014-2018H1 中水井坊、茅台、五粮液最高涨幅领先行业,分别达 850.91%/793.41%/621.15%,而 2018/11-2021H1 中酒鬼酒、汾酒、舍得、老窖最高涨幅领先行业,分别达 1738.19%/1505.47%/1201.45%/798.49%。

图表35: 2014-2018H1 茅台、水井上涨幅度 8 倍、五粮液上涨 6 倍,领跑白酒行业

| | 2014-2018H1 最高股 价涨幅 | 2016-2018 收入 CAGR | 2016-2018 业绩 CAGR | 2014-2018H1 估值 (PETTM) 涨幅 | 2014-2018H1 最高 市值 (亿元) |
|--------|------------------------|----------------------|----------------------|------------------------------|---------------------------|
| 白酒板块 | 447.66% | 26.34% | 38.50% | 305.79% | 19617.98 |
| 水井坊 | 850.91% | 54.80% | 60.55% | -25.22% | 271.73 |
| 贵州茅台 | 793.41% | 37.65% | 45.11% | 226.61% | 10039.41 |
| 五粮液 | 621.15% | 27.71% | 40.45% | 314.77% | 3482.80 |
| 洋河股份 | 512.58% | 18.58% | 18.01% | 255.99% | 2252.95 |
| 古井贡酒 | 489.05% | 20.15% | 42.95% | 101.97% | 473.94 |
| 山西汾酒 | 460.54% | 45.94% | 55.69% | 248.79% | 581.07 |
| 泸州老窖 | 457.77% | 25.39% | 34.47% | 339.48% | 1074.69 |
| 舍得酒业 | 416.72% | 23.03% | 106.44% | 58.91% | 170.03 |
| 老白干酒 | 412.10% | 21.22% | 77.79% | 63.14% | 174.92 |
| 伊力特 | 280.14% | 12.01% | 24.33% | 67.78% | 130.49 |
| 迎驾贡酒 | 276.69% | 7.16% | 6.78% | -25.12% | 396.08 |
| 口子窖 | 260.64% | 22.82% | 39.87% | -8.86% | 396.00 |
| 金徽酒 | 240.29% | 7.00% | 7.96% | -13.16% | 118.05 |
| 顺鑫农业 | 218.42% | 3.84% | 34.31% | -10.22% | 237.71 |
| 今世缘 | 216.21% | 20.94% | 23.52% | 56.43% | 303.09 |
| 酒鬼酒 | 214.67% | 34.63% | 43.20% | -44.23% | 102.87 |
| 金种子酒 | 12.69% | -4.31% | 144.68% | 2693.81% | 89.70 |
| 沪深 300 | 158.95% | - | - | - | - |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表36: 2018/11-2021H1 酒鬼酒、汾酒、舍得上涨幅度超 12 倍、老窖上涨幅度近 8 倍,领跑白酒行业

| | 2018/11-2021H1 最高 股价涨幅 | 2018-2021 收入 CAGR | 2018-2020 业绩 CAGR | 2018/11-2021H1 估值 (PETTM) 涨幅 | 2018/11-2021H1 最 高市值 (亿元) |
|------|---------------------------|----------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 白酒板块 | 428.47% | 13.58% | 15.78% | 213.94% | 62750.40 |
| 酒鬼酒 | 1738.19% | 42.22% | 58.90% | 455.47% | 886.18 |

| | | | | | |
|--------|----------|--------|----------|---------|----------|
| 山西汾酒 | 1505.47% | 28.64% | 53.58% | 373.30% | 4565.06 |
| 舍得酒业 | 1201.45% | 30.96% | 53.89% | 289.80% | 860.06 |
| 泸州老窖 | 798.49% | 16.50% | 31.66% | 215.70% | 4599.18 |
| 五粮液 | 667.34% | 18.26% | 20.43% | 239.38% | 13368.26 |
| 金徽酒 | 577.22% | 6.94% | 7.90% | 163.31% | 275.95 |
| 古井贡酒 | 503.34% | 15.17% | 10.67% | 232.72% | 1601.66 |
| 水井坊 | 450.26% | 18.00% | 27.43% | 157.96% | 747.84 |
| 今世缘 | 415.39% | 19.69% | 20.81% | 133.54% | 833.99 |
| 金种子酒 | 404.77% | -2.69% | -217.76% | -56.66% | 212.27 |
| 贵州茅台 | 402.60% | 12.98% | 14.22% | 144.49% | 32673.70 |
| 老白干酒 | 361.10% | 3.97% | 3.57% | 150.17% | 350.17 |
| 迎驾贡酒 | 298.09% | 9.47% | 21.07% | 111.16% | 633.20 |
| 顺鑫农业 | 250.05% | 7.19% | -48.39% | 153.77% | 567.30 |
| 洋河股份 | 243.69% | 1.62% | -2.56% | 142.07% | 3973.93 |
| 伊力特 | 206.76% | -3.01% | -9.92% | 112.25% | 170.29 |
| 口子窖 | 163.36% | 5.61% | 4.06% | 90.05% | 503.52 |
| 沪深 300 | 102.02% | - | - | - | - |

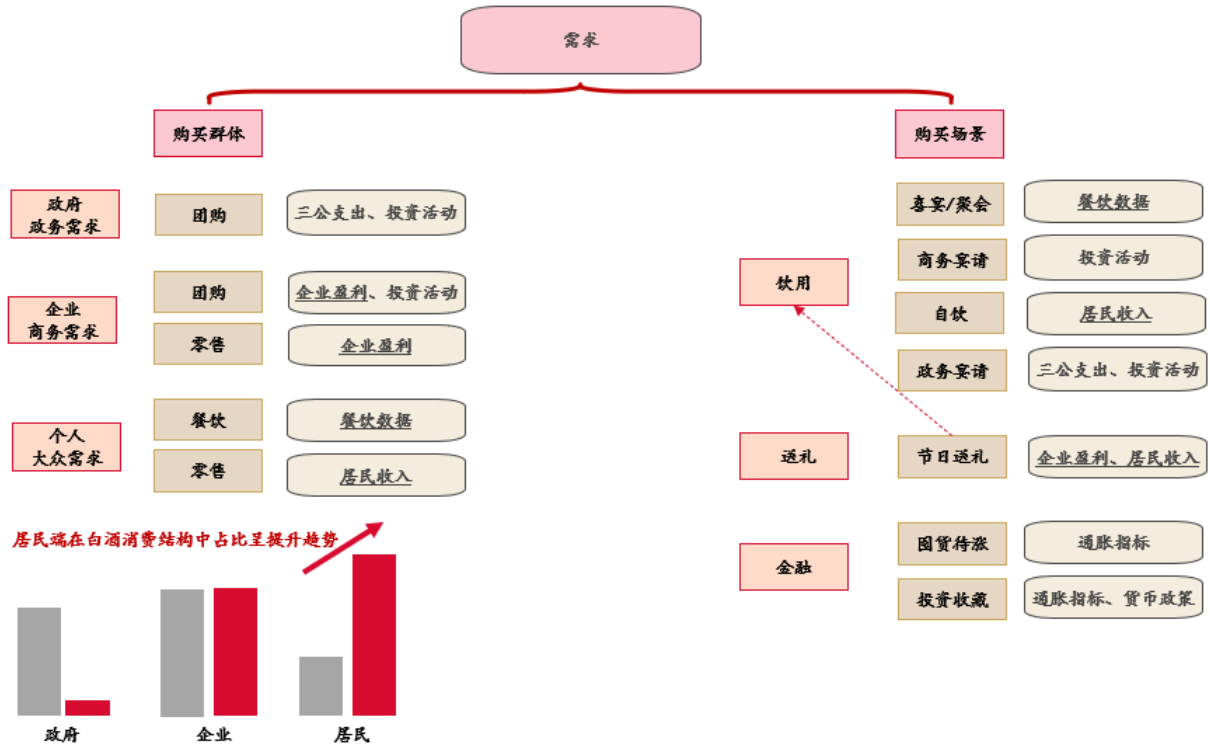
资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 投资建议：维持行业“强于大市”评级

2.1 基本面寻底，宏观出现改善契机

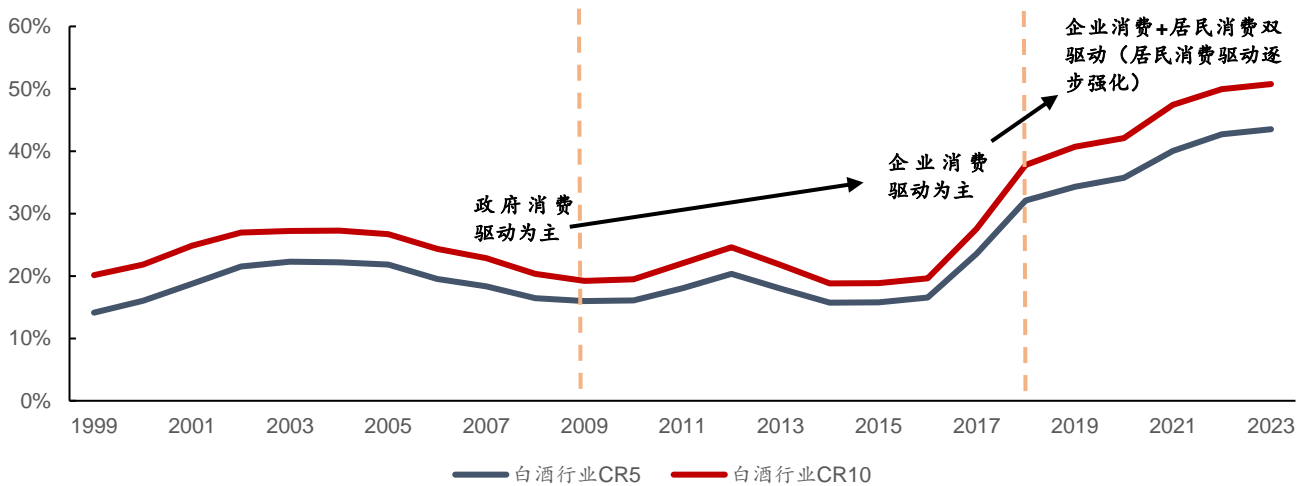
白酒消费中个人消费占比呈大幅提升趋势，居民与企业收入增长已成为行业长期增长的核心驱动因素。白酒购买群体主要包括政府、企业、个人，对应的主要消费场景分别为政务宴请、商务宴请、喜宴/聚会或自饮，政商务宴请、喜宴、自饮等分别主要受到投资活动、餐饮表现、居民个人可支配收入等宏观经济指标的影响。三公消费禁令下，国内白酒消费从政务消费向商务消费和个人消费转变，居民已成为白酒重要的消费群体，白酒消费当前主要由居民与企业端需求双轮驱动，因此居民收入改善与消费升级、企业盈利改善与商务场景恢复是行业增长的核心驱动因素。

图表37：居民端对白酒消费的驱动逐渐强化



资料来源：临沂市食品工业协会，格隆汇，国联证券研究所

图表38：白酒行业集中度呈提升趋势

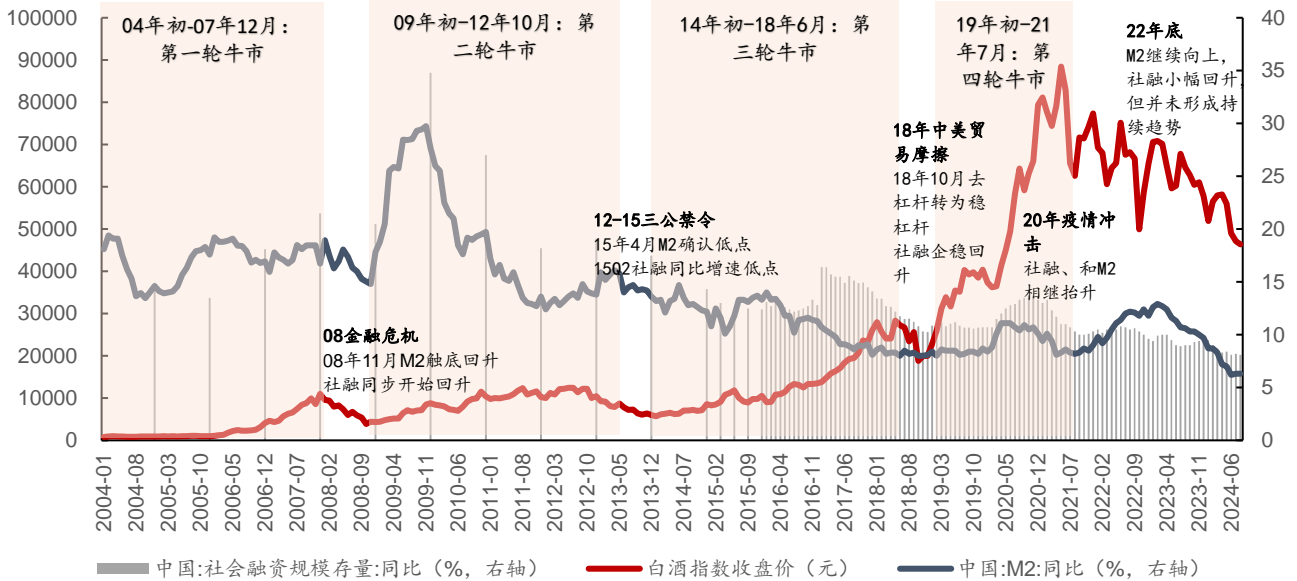


资料来源：Wind，中国酒业协会，国联证券研究所

宏观而言，与白酒强相关的经济指标当前已经落入底部区域。一方面从反映货币政策的M2、社融来看，9月24日国新办新闻发布会公布下调存款准备金率、7天逆回购操作利率，在流动性释放和社融企稳的情况下，经济发展预期改善，相应的白酒的

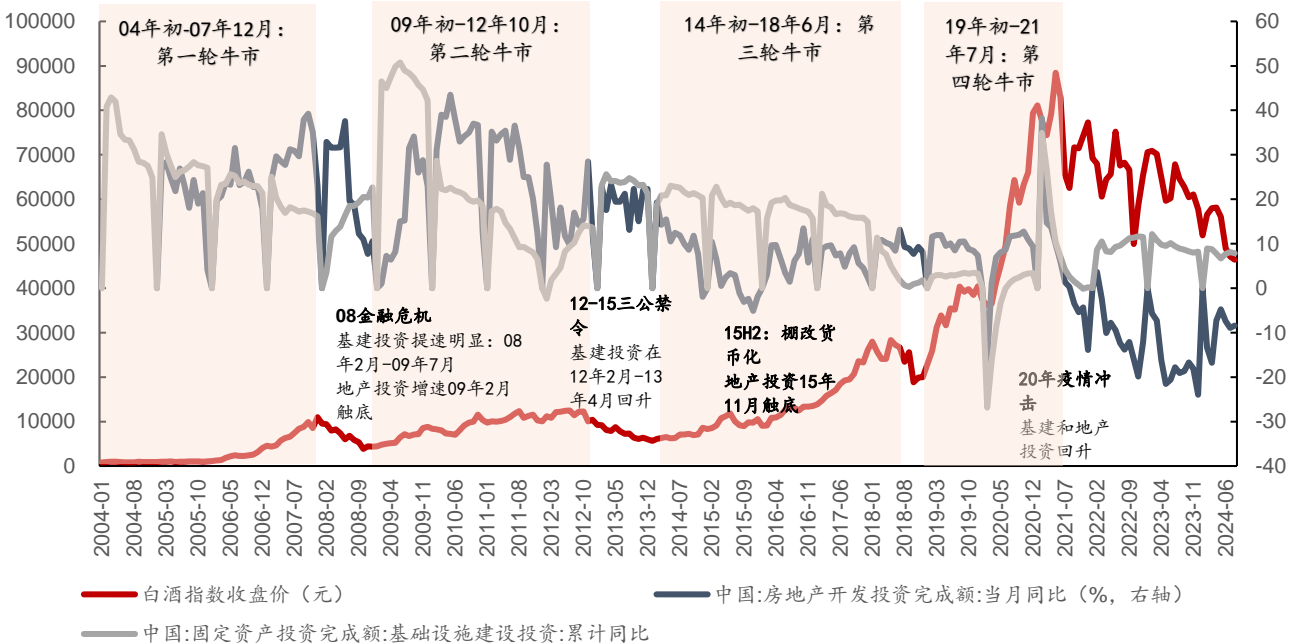
商务社交场景增多。另一方面，从投资数据来看，当前地产投资处在偏低位置，国新办公布提高保障性住房再贷款中央资金支持比例，支持收购房企存量土地等一揽子政策，预计地产投资端对经济的拖累也将有效缓解。

图表39：社融趋势反转对白酒板块走出调整具有较强的指示意义



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表40：地产投资过去与白酒指数关联度较高



资料来源：Wind，国联证券研究所

宏观政策转向、“一行一局一会”一系列宣布超预期政策、政治局会议明确调刺激经济，需求有望迎来改善，居民消费潜力进一步释放下白酒板块或将迎来新一轮发展周期。考虑宏观经济的调整背景和板块的调整时长，当前调整期与 2012-2015 年调整期存在相似之处，两轮调整的背后都有经济转型与消费结构转变。2012 年“三公禁令”下，白酒购买主体发生变化，行业增长从政府消费驱动逐步转向企业消费驱动，2021 年调整背后的经济下行、地产周期回落也导致消费群体和消费场景发生了较大的变化，企业端仍在驱动行业增长，同时来自居民端消费的驱动也在稳步强化。当前政策不断加码，国新办公布以 5000 亿元互换便利支持上市公司、以两方面举措打通中小微企业融资的堵点和卡点，有望减轻企业端压力；公布降低存量房贷利率、下调二套房最低首付比例等一揽子政策，有望推动居民消费潜力释放。居民就业改善、收入预期回暖和企业盈利改善将是驱动板块业绩增长主要力量，品牌名酒的高质量增长值得期待。

图表41：当前部分相关宏观指标的拐点有望逐步确立

| 指标 | 2014 年 | 2018 年 | 2024 年 | |
|----------|-------------|------------|-------------|---------------|
| 白酒板块反转时间 | 申万白酒指数 | 2014 年 1 月 | 2018 年 10 月 | 拐点或已至 |
| 货币政策 | 社融规模存量同比 | - | 2018 年 12 月 | 当前有企稳迹象 |
| | M2 同比 | 2014 年 3 月 | 2018 年 10 月 | 当前有企稳迹象 |
| 财政政策 | 固定资产投资同比 | 持续下行 | 2018 年 8 月 | 2023 年 11 月 |
| 制造业景气度 | PMI 指数 | 2013 年 7 月 | 2019 年 2 月 | 2024 年 3 月起下行 |
| 地产景气度 | 商品房销售面积累计同比 | 2015 年 2 月 | 2019 年 2 月 | 2024 年 6 月起磨底 |

资料来源：Wind，国联证券研究所

基本面而言，当前板块业绩预期逐步寻底，个别公司调整时间已较长。本轮调整期行业整体业绩韧性较强，行业的集中度提升幅度显著大于此前几轮调整期，这与头部酒企的运营效率和消费群体的品牌认知强化都较为相关。同时，受经济周期影响较大的次高端价位段品牌如酒鬼酒自 2022Q4 至今归母净利润已连续 6 个季度同比下滑，且较多酱香品牌在 2022 年后收入也有大幅下降。2018 年调整期之后，行业挤压式增长特征更加明显，头部酒企份额大幅提升，需求弱复苏背景下，当前头部酒企业绩预期已有所修正，随着板块业绩增速寻底，估值有望率先筑底。

图表42：本轮调整期酒鬼酒收入多个季度下滑

| 时期 | 白酒 | 茅台 | 五粮液 | 老窖 | 汾酒 | 酒鬼 | 水井 | 舍得 | 古井 | 迎驾 | 口子 | 洋河 | 今世缘 | 老白干 |
|--------|-----|-----|-----|-----|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 2021Q3 | 15% | 10% | 11% | 21% | 48% | 129% | 39% | 65% | 21% | 27% | 24% | 17% | 16% | 11% |
| 2021Q4 | 14% | 14% | 11% | 29% | -25% | 11% | 14% | 45% | 43% | 14% | 6% | 56% | 16% | 14% |

| | | | | | | | | | | | | | | |
|--------|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|
| 2022Q1 | 19% | 18% | 13% | 26% | 44% | 86% | 14% | 83% | 28% | 37% | 12% | 24% | 25% | 20% |
| 2022Q2 | 11% | 16% | 10% | 24% | 0% | 5% | 10% | -16% | 30% | 2% | -8% | 17% | 14% | 25% |
| 2022Q3 | 16% | 16% | 12% | 22% | 33% | 2% | 7% | 31% | 22% | 24% | 6% | 18% | 26% | 28% |
| 2022Q4 | 12% | 17% | 10% | 16% | 50% | -27% | -25% | 6% | 25% | 16% | -2% | 6% | 28% | -5% |
| 2023Q1 | 16% | 20% | 13% | 21% | 20% | -43% | -40% | 7% | 25% | 22% | 21% | 16% | 27% | 10% |
| 2023Q2 | 18% | 22% | 5% | 30% | 32% | -32% | 2% | 32% | 27% | 29% | 34% | 16% | 31% | 10% |
| 2023Q3 | 16% | 14% | 17% | 25% | 14% | -37% | 21% | 8% | 23% | 22% | 5% | 11% | 28% | 13% |
| 2023Q4 | 15% | 20% | 14% | 9% | 27% | 22% | 51% | 28% | 9% | 19% | 10% | -22% | 27% | 18% |
| 2024Q1 | 15% | 18% | 12% | 21% | 21% | -49% | 9% | 4% | 26% | 21% | 11% | 8% | 23% | 13% |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

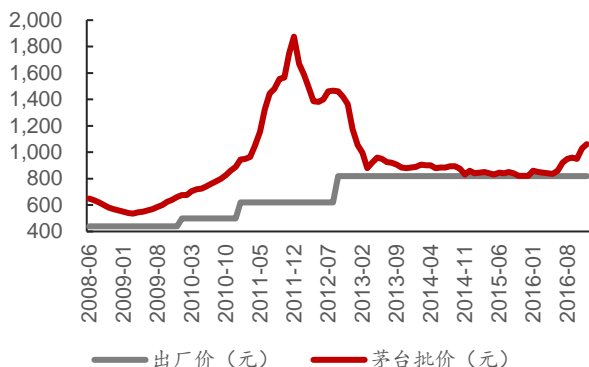
图表43: 本轮调整期酒鬼酒归母净利润已连续六个季度同比下滑

| 时期 | 白酒 | 茅台 | 五粮液 | 老窖 | 汾酒 | 酒鬼 | 水井 | 舍得 | 古井 | 迎驾 | 口子 | 洋河 | 今世缘 | 老白干 |
|--------|-----|-----|-----|-----|------|------|-------|------|-----|-----|------|-------|-----|------|
| 2021Q3 | 16% | 12% | 12% | 28% | 56% | 43% | 56% | 60% | 15% | 86% | 23% | -13% | 24% | 8% |
| 2021Q4 | 13% | 18% | 12% | 41% | -30% | 8% | -13% | 2% | 4% | 0% | 40% | 0% | 30% | 76% |
| 2022Q1 | 26% | 24% | 16% | 33% | 70% | 94% | -14% | 76% | 35% | 49% | 16% | 29% | 24% | 374% |
| 2022Q2 | 13% | 17% | 10% | 29% | -4% | -19% | -117% | -30% | 45% | 3% | -5% | 6% | 16% | 42% |
| 2022Q3 | 21% | 16% | 18% | 31% | 57% | 21% | 10% | 56% | 19% | 14% | 0% | 40% | 27% | 37% |
| 2022Q4 | 18% | 21% | 11% | 28% | 127% | -56% | -19% | 76% | 58% | 20% | -40% | 4% | 28% | 25% |
| 2023Q1 | 19% | 21% | 16% | 29% | 30% | -42% | -56% | 7% | 43% | 27% | 10% | 16% | 25% | -62% |
| 2023Q2 | 20% | 21% | 5% | 27% | 50% | -38% | 509% | 15% | 48% | 59% | 23% | 10% | 29% | 19% |
| 2023Q3 | 18% | 16% | 19% | 29% | 27% | -78% | 20% | 3% | 47% | 39% | 8% | 7% | 26% | 18% |
| 2023Q4 | 19% | 19% | 10% | 25% | 2% | -10% | 53% | -2% | 49% | 26% | 7% | -161% | 19% | 42% |
| 2024Q1 | 16% | 16% | 12% | 23% | 30% | -76% | 17% | -3% | 32% | 30% | 10% | 5% | 22% | 33% |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

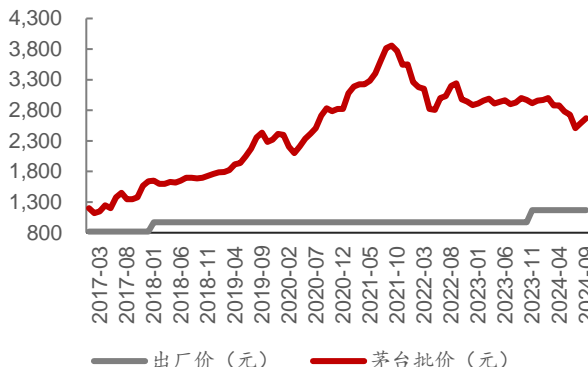
批价而言，茅台批价本轮高点向下跌幅 35%，其他产品普遍倒挂，成本对价格或有支撑。2024 年以来，茅台批价出现多次异动，风险有一定释放，公司采取多种措施进行稳价：在企业团购等渠道采取控货措施、1*12 停发、调整 i 茅台发货节奏等，中秋国庆旺季茅台批价受发货影响正常回落，我们认为虽仍有部分下行压力，但参考 2011-2013 年批价下行周期，当前批价下行或已进入斜率放缓阶段，下行空间已较小。五粮液、国窖 1573 等批价均较稳定，截至目前未受茅台批价短期波动的影响。当前普五的批价与飞天的批价差距较大，我们认为并没有直接相关性。同时以普五为代表的产品批价已经接近成本，向下有支撑。

图表44: 2011/12-2013/3 整箱飞天批价跌幅 53%



资料来源: 今日酒价, 百荣酒价, 国联证券研究所

图表45: 2021/9-2024/7 整箱飞天批价跌幅 35%



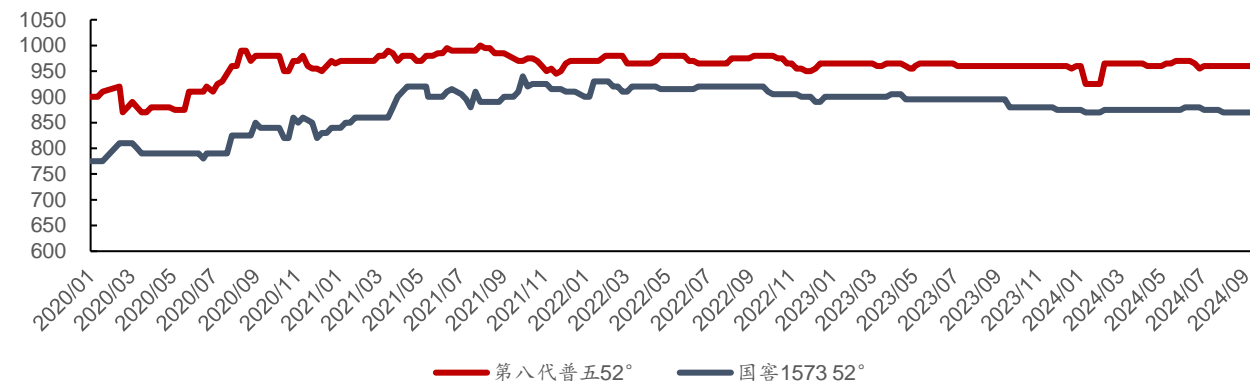
资料来源: 今日酒价, 百荣酒价, 国联证券研究所

图表46: 茅台批价年内多次异动, 风险有所释放 (元/瓶)



资料来源: 今日酒价, 百荣酒价, 国联证券研究所

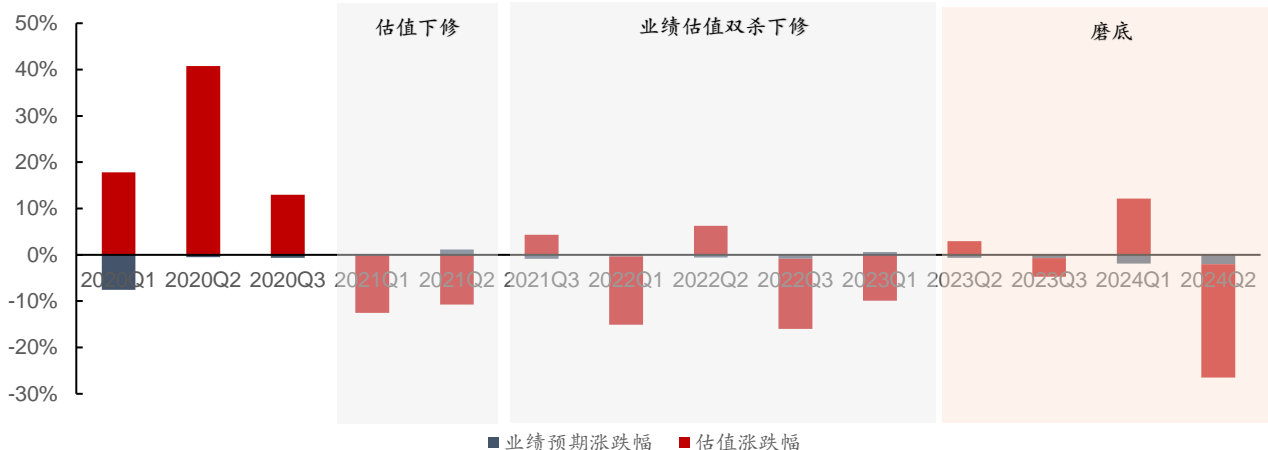
图表47: 五泸批价整体稳健 (元/瓶)



资料来源: 今日酒价, 百荣酒价, 国联证券研究所

政策催化之下，板块估值有望筑底。涨跌幅归因来看，拆分行业业绩预期与估值，当前调整期中板块估值 2021Q1 开始下行，2021Q2 起业绩逐步下修、估值延续下行，2023Q2 业绩延续下修，当前头部酒企业绩开始逐步修正，板块业绩增速有望逐步寻底。考虑到当前宏观政策不断加力，估值筑底回升的驱动正在强化。

图表48：2024Q2 业绩增速仍在寻底



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 份额优先，首推品牌壁垒高的茅台/五粮液

白酒行业驱动由需求端逐步向供给端倾斜，展望未来需求增速放缓，集中度仍有较大提升空间。当前综合考虑股息率+业绩增速，板块配置价值凸显。随着分母端驱动强化，行业估值有望逐步筑底。首推品牌壁垒高的贵州茅台、五粮液，其次推荐山西汾酒、泸州老窖、老白干酒、迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘等，建议关注舍得酒业、酒鬼酒、金种子。

3. 风险提示

宏观经济不达预期的风险。若宏观经济不达预期，可能导致白酒消费偏弱、酒企业绩表现不达预期。

行业竞争加剧的风险。若行业竞争加剧，可能导致酒企费用投放增加、影响实际业绩。

食品安全的风险。若行业出现食品安全问题，可能导致消费者信心减弱、减少消费，进而导致企业业绩不达预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 弱于大市 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼