

白酒行业迎来拐点了吗？

——白酒行业动态点评

报告导读

今日白酒板块出现大幅回调，水井坊、酒鬼酒等多只标的跌停，引发市场关于“白酒行业迎来拐点了吗”、“白酒行业目前的风险点是什么”等问题的热议，我们针对当前最常见的四个问题进行讨论，认为：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。

主要内容

□ 担忧一：白酒也会像近期的教育、互联网行业一样，受政策影响？

我们认为昨日板块大跌的原因之一为：受“双减”政策落地及前期虎粮网反垄断措施影响，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。实际上，今年来，市场针对白酒政策风险问题一直始终较为关注，认为高端酒批价过高等事件将引发政策风险（此前中纪委网站发文双节前点名高端白酒/媒体平台“学习小组”曾发表文章《变味的茅台谁在买单？》等事件的发生已大大提升市场对政策风险的敏感度）。

我们认为：从消费结构来看，当前主要消费群体为商务消费，高端酒因批价过高而被点名不会对实际消费产生显著影响，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，因此目前整体行业政策风险较小，市场或过度担忧这一点。

□ 担忧二：消费税传闻从未间断，是否会影响企业利润表现？

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，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。

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

《周观点：洋河股份持股计划落地，推荐业绩高弹性&具催化剂标的》（20210718）

《洋河股份点评报告：持股计划覆盖面广，助推业绩加速向上》（20210718）

《怡亚通首次覆盖深度：三年重整重构，怡亚通重新起》（20210715）

《阿里渠道6月酒类线上数据跟踪点评：618催化下环比提升显著，价格仍为主要驱动力》（20210713）

《山西汾酒业绩点评：外延+升级挖掘强品牌潜力，21Q2利润表现超预期》（20210712）

《舍得酒业21Q2业绩快报点评：21Q2利润略超预期，高端化战略落地中》（20210712）

《舍得酒业更新报告：老酒高端化战略赋能，规模扩张进行时》（20210701）

《今世缘跟踪报告：高质量发展开新局，国缘及V系发展可期》（20210712）

《周观点：看好区域酒发展，食品板块配置机会显现》（20210711）

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。

□ 担忧三：白酒行业是否会像 2012 年一样库存周期达又一次顶点？

“库存周期”这一现象主要体现在上一轮白酒周期中，即 11-12 年由于政务消费需求旺盛，经销商库存位置较高，而“三公政策”的出台使得需求断崖式下跌，库存达到高点，而后随着消费群体实现转换、酒企更为理性，本轮周期酒企库存一直保持较低位置，整体库存周期得到弱化。另外，上一轮“库存周期”的触发点为“特定事件”，而非“白酒存在自身的周期规律”。

总结来看：考虑到当前行业景气向上趋势未改、酒企库存均处于较低健康位置、特定事件发生概率小（塑化剂、假酒、税改等方面），当前可弱化“库存周期”这一观测指标的作用，无需过度担忧因“库存周期”变化带来的行业拐点。

□ 担忧四：酱酒过热的“泡沫”破灭对行业会带来什么影响？

前期我们曾在《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》中探讨过酱酒“实际消费率偏低”及“产能提升或带来危机”等话题，我们认为：1) 对于贵州茅台、郎酒、习酒等一二线酱酒来说，实际终端消费率占比较高，整体呈现供不应求态势；对于三四线酱酒企业来说，偏低的实际消费率（或不足 30%，甚至更低）或引发酱酒库存过高，从而引发崩盘；2) 在未崩盘前：高端酒方面，品牌力较强的其他香型酒将在高端酒价位（送礼消费为主）中实现稳健占位；次高端酒方面，300-500 元中，酱酒对其影响总体较小；虽然酱酒收入将在 500-800 元价位带逐步提升，但由于该价位带亦在扩容，其他香型酒企存在较大发展空间，仍可期待高成长；3) 在崩盘后：中小酱酒企业的崩盘对具备较强实力酱酒企业的影响较小，同时对其他香型的头部企业发展亦不会产生负面影响。

总结来看：酱酒“泡沫”即使破碎，对上市酒企影响较小，不必过度担忧。

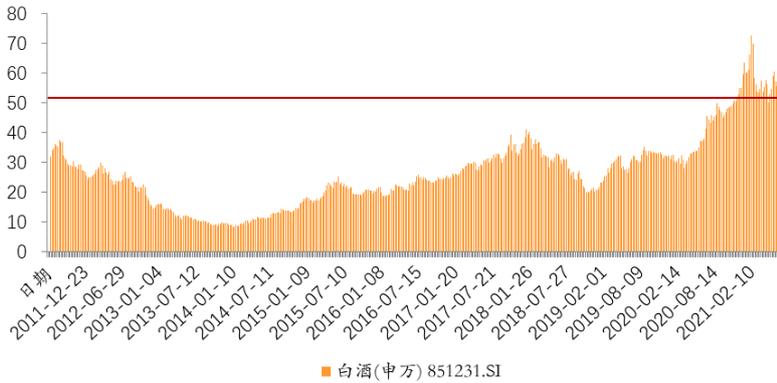
□ 从近期基金持仓情况、板块估值等角度看，如何选股？

2021H1 基金持仓情况：21H1 食品饮料板块虽仍位居全行业持仓比例首位，但重仓持股比例有所回调。21H1 重仓持股比例环比 21Q1 下降 1.77pcts 至 16.20%，其中 21H1 白酒板块重仓持股比例环比 21Q1 下降 1.66pcts 至 13.38%。分价格带来看，高端酒持仓比例下降、次高端酒持仓比例提升，高端酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖 21H1 重仓持股比例环比 21Q1 下降 1.18、0.46、0.45pcts；次高端酒洋河股份、山西汾酒、酒鬼酒 21H1 重仓持股比例环比 21Q1 上升 0.28、0.21、0.18pcts。具体个股而言，贵州茅台仍稳居全行业重仓持股排行榜榜首，五粮液位居全行业重仓持股排行榜第三名。

板块估值情况：建议关注估值合理的高端酒和区域龙头酒。经过 7 月 26 日的调整后，高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）2021-2023 年的估值均值（Wind 一致预期，下同）为 40.2、33.5、28.3 倍，次高端二线名酒（山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业）2021-2023 年的估值均值为 70.2、51.2、38.5 倍，区域龙头酒（古井贡酒、洋河股份、今世缘、口子窖）2021-2023 年的估值均值为 33.1、27.2、22.8 倍，三四线酒（迎驾贡酒、顺鑫农业、伊力特、金徽酒、老白干酒）的估值均值为 32.5、26.1、21.6 倍。建议关注估值调整后较为合理的高端酒以及低估值的区域龙头酒：1) 目前高端酒估值对标海外奢侈品估值相对偏低，近期爱马仕国际、LVMH 股价纷纷创历史新高，其估值水平分别为 98.1、46.3 倍，当前高端酒估值在 45 倍左右，相对偏低。2) 目前以洋河股份、今世缘为代表的区域龙头酒估值在

白酒板块中相对偏低，且基本面有较强支撑，或为二季报披露及中秋旺季催化阶段率先反弹的标的。

图 1：当前白酒板块处于近十年历史估值的 94%分位



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理，注：采取 WIND 一致预期数据

表 1：当前主要酒企估值情况一览

日期	2021/7/26	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE		
						21E	22E	23E	21E	22E	23E
600519	贵州茅台	1,804.1	22,663.2	37.9	47.7	42.8	49.9	57.4	42.2	36.1	31.4
000858	五粮液	249.5	9,686.2	5.6	44.9	6.3	7.5	8.8	39.7	33.3	28.3
000568	泸州老窖	199.7	2,924.8	4.4	45.2	5.2	6.4	8.0	38.7	31.1	25.0
600809	山西汾酒	320.0	3,904.4	3.3	96.7	4.1	5.6	7.3	77.8	57.3	44.0
000799	酒鬼酒	215.6	700.4	2.0	105.6	2.6	3.7	5.4	82.9	57.7	40.1
600779	水井坊	129.2	631.0	2.1	62.7	2.2	2.9	3.5	58.2	45.0	36.5
600702	舍得酒业	212.4	713.8	2.5	83.3	3.4	4.7	6.4	62.1	44.7	33.3
000596	古井贡酒	204.9	1,083.3	3.8	53.3	4.4	5.4	6.5	46.1	37.7	31.4
002304	洋河股份	182.5	2,750.1	4.9	37.5	5.5	6.6	7.7	33.1	27.7	23.6
603369	今世缘	48.4	607.7	1.4	33.9	1.5	1.9	2.3	31.3	25.3	20.9
603589	口子窖	61.0	366.0	2.4	25.2	2.8	3.3	3.9	21.8	18.2	15.5
603198	迎驾贡酒	35.0	280.1	1.4	25.7	1.5	1.9	2.2	23.1	18.6	15.9
000860	顺鑫农业	33.6	249.3	0.6	56.6	1.2	1.5	1.8	29.2	22.8	18.3
600197	伊力特	25.6	120.7	1.0	26.0	1.1	1.3	1.5	24.3	20.1	16.9
603919	金徽酒	38.4	194.7	0.8	50.1	0.8	1.0	1.2	47.6	38.7	31.5
600559	老白干酒	23.4	209.6	0.3	69.2	0.6	0.8	0.9	38.3	30.5	25.2
600199	金种子酒	14.8	97.3	0.1	207.1	0.1	0.2	0.3	161.8	96.2	53.4

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理，注：采取 WIND 一致预期数据

□ 投资建议：在震荡中寻找确定性与超预期

行业方面：我们认为食品饮料板块下跌来源于多方面，比如社零数据不及预期，带来市场对于消费二次探底的担心/市场对白酒板块政策风险担忧加剧等。但白酒行业属性决定更看中高净值人群消费情况，而不简单对照平均购买力，赛道优势仍然明显。结合基本面调研，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；同时推荐具备催化剂、业绩阶段性改善低估值区域酒，比如：洋河股份、今世缘、迎驾贡酒、口子窖；明年弹性标的仍然推荐次高端酒标的，比如：水井坊、舍得酒业、酒鬼酒、山西汾酒，过程中应关注估值市值性价比。

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

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>