



食品饮料行业近 3 年白酒行业 调整期复盘深度报告：白酒复 盘：共性与个性 背后暗喻了过 去和未来



报告导读

我们认为近 3 年来每轮白酒调整期的预期偏差主要来源于对微观指标的认知不足/对宏观指标预期的变化，且在预期修正后，产业发展逻辑将以更全的面貌示人，当前行业呈现消费升级加速推动结构性分化加速态势，而长期保持低库存+消费结构稳健使得酒企周期性变弱。另外，我们通过复盘过去 20 年的四轮超额收益阶段特征，认为宏观指标重要性日益凸显，微观指标可观测结构性机会。

落地到 21 年来看，需继续坚守行业龙头，并紧握高弹性高成长标的机会。

主要内容

历史复盘：共性与个性，背后均暗喻了过去和未来我们通过复盘本轮白酒景气周期中的短暂调整期（18H2/20H1/21Q1），从共性和个性角度分析每轮调整背后出现预期偏差原因：

共性因素方面：我们可以从每轮调整期估值修复过程中看出，每次调整期市场出现预期偏差差来源为对微观指标的认知不足/对宏观指标预期的变化：1) 短暂调整期一（18H2）估值修复原因：春糖反馈积极使得市场对基本面信心增强+外资持续流入+流动性充裕、稳增长等政策利好逐步释放；2) 短暂调整期二（20H1）估值修复原因：需求回暖+流动性宽松；3) 短暂调整期三（21Q1）估值修复原因：通胀预期下，抗通胀性较强的

白酒板块受益。

个性因素方面：每轮调整阶段都有其存在预期差原因的个性因素。在预期修正背后，暗含了市场目光局限性及行业逻辑的变化：16-18 年每年行业逻辑均存在较大差别（即拥有较强的节点感），19 年开始白酒行业周期延续感较强（进入了消费升级驱动的白酒品牌集中、结构升级的时代，优势企业尽享消费升级红利，强升级、大品牌、新品类趋势延续至今），与此同时，在事件/情绪预期下，行业升级加速、结构性分化加速，与此同时酒企更为理性，长期保持低库存+消费结构稳健使得酒企周期性变弱。

本轮调整期：事件直接催化+情绪间接催化+资金面原因今年白酒市场风格经历了从买确定性到杀估值、估值修复、博弈成长与业绩弹性，再次进入杀估值阶段。年前在爆款基金发行带来增量资金叠加海内外经济修复推升盈利增长预期背景下，高端酒表现优异，但在央行流动性收紧预期下，出现杀估值行情，此后通胀预期的演绎推动抗风险能力较强的白酒板块迎来估值修复行情，并进入博弈高业绩弹性阶段，因而盈利弹性最大的次高端酒（动销超预期+结构升级+经销商加速拓张=业绩高弹性逻辑）迎来行情。近期受事件直接催化+情绪间接催化+资金面原因多维度因素影响，再次进入板块估值调整阶段。我们认为消费税落地几率小，高端酒政策风险低，结合中秋旺季和估值切换催化，把握错杀后带来的配置机会。

宏观指标重要性日益凸显，微观指标可观测结构性机会历史上每一次板块调整往往伴随着——宏观层面（流动性及通胀预期等变化）、微观层面

(微观跟踪指标变化)、认知预期差变化,通过复盘近 3 年板块调整原因及过去 20 年的四轮超额收益阶段特征,我们认为宏观指标变动为板块风格轮动的根本原因,宏观指标推动板块情绪向好背景下,微观指标可用来进一步观测板块结构性机会。落地到 21 年来看,宏观/微观指标均为重要先行指标:

受流动性及通胀预期变化、市场风险偏好变化等因素影响,今年白酒市场风格反复切换,考虑到当前白酒板块基本面向好趋势未变,在流动性较 18/19 年更为宽松,但较 20 年略紧的背景下,21 年白酒整体行情的先行指标应兼具宏观及微观层面——宏观方面(决定市场风格偏好)为流动性、通胀预期变化相关指标,比如:CPI、社零增速、M2 增速、基建投资增速等宏观指标,而结构性行情指标则为批价、库存、动销等传统微观指标。

坚守行业龙头,紧握高弹性高成长标的机会

宏观层面来看,21 年下半年信用收缩后经济下行压力增大,货币政策逐渐走向放松,无风险收益率继续下行并带动成长股发力,形成股债双牛。总体来看,下半年宽松的货币政策及流动性较为宽松的环境利好白酒成长股发展;微观层面来看:1) 批价方面:受益于贵州茅台、泸州老窖批价上行,次高端酒及三四线主要酒企批价均稳步上移;2) 库存方面,当前酒企量价策略均较为合理,库存方面均保持较低位置;3) 打款发货节奏方面,主要品牌酒企今年打款发货节奏大多较往年快。

催化层面来看：21H1 业绩预期目前已打的较满，因此季报催化已被平抑；疫情下，9 月的中秋国庆旺季催化是否仍将存在还需要紧密观测，另外，由事件引发的板块悲观情绪仍在蔓延，在我们认为消费税预计短期内不会落地，高端酒政策风险较小/酒企基本面向好趋势未变情况下，若疫情得到有效控制，中秋国庆旺季仍将为近期板块催化剂；

估值层面来看：当前白酒板块整体估值近 20 年的 87.4%位置，处于 2006 年 7 月、2008 年 8 月、2010 年 10 月左右水平。考虑到白酒行业盈利能力强、竞争格局优，当前横向比较来看估值已具一定性价比，白酒周期弱化、行业格局优使得估值波动逐步弱化，其中优质酒企业绩环比改善趋势将延续至下半年，较强的业绩确定性及成长性可消化目前估值。

落地到酒企来说：坚守行业龙头，紧握高弹性高成长标的机会。从宏观角度来看，无风险收益率继续下行将带动具备高利润弹性的成长股发力，在行业需求端确定性较强背景下，白酒中的阶段性高成长弹性标的有望获得超额收益；从微观角度来看，高净值人群购买力的提升孕育消费升级下高端及次高端酒发展机遇，我们认为次高端酒出色的业绩弹性及微观交易

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34260

