

推荐 (维持)

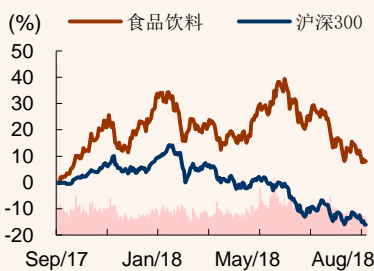
中国白酒行业的现状和未来—强集中，大品牌，全渠道，新传播

2018年09月12日

“招商证券第七届消费高端论坛”食品分论坛纪要之一

上证指数	2656
行业规模	占比%
股票家数 (只)	100 2.8
总市值 (亿元)	24561 5.3
流通市值 (亿元)	21209 5.8

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.4	-10.8	11.6
相对表现	-2.1	10.8	27.3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《食品饮料行业周报(2018.09.10)——中炬改制再推进,社保利好行业集中度》2018-09-10
- 2、《食品饮料中报回顾—白酒分化中聚焦,食品关注高景气》2018-09-10
- 3、《食品饮料行业周报(2018.09.03)——白酒分化中聚焦,食品买入高景气》2018-09-04

杨勇胜
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

欧阳予 (研究助理)
ouyangyu@cmschina.com.cn
于佳琦 (研究助理)
yujiaqi@cmschina.com.cn
李泽明 (研究助理)
lizeming@cmschina.com.cn

8月30日“招商证券第七届品牌消费与服务高端论坛”食品饮料分论坛上,白酒专家分享了对白酒行业现状及未来发展趋势等方面的观点。专家首先分析了白酒上市公司半年报的情况,然后分析了河南、河北两个典型的白酒市场的竞争格局及带给中国白酒的启示。同时专家指出,次高端市场面临较好的发展机遇,背后的核心驱动力是“白酒最能适合消费升级”,且次高端产品正在组建和成为中国白酒的明星阵容。专家认为中国白酒行业未来的发展趋势是:强集中,大品牌,全渠道,新传播。分享全面而深度,推荐阅读。

中国白酒上市公司半年报:

从白酒公司半年报来看,总结有三点值得关注:第一是茅台五粮液的增速明显高于洋河泸州老窖,第二水井坊和舍得次高端、高盈利性,第三是“二线名酒+区域龙头”数一数二,这两个要叠加,优势就会相当明显。单单是二线名酒品牌没有高占有率也不行,这一轮很难享受到消费升级,不是品牌价值很高的企业也不行,也很难享受本轮消费升级的红利。所以像汾酒、古井、今世缘、老白干、酒鬼,既是二线名酒也是省内最好的品牌,在省内必须数一数二,数三数四都不行。

河南河北两个市场给中国白酒的启示:

1) 河南市场—河南是一个地产酒近乎全面沦陷的市场。在河南,地产酒最大的仰韶预计不会超过15亿;第二个是赊店,也只有7-8亿;然后杜康和宋河都是3-4亿的规模。看到这些指标,大家就知道很多名酒的增长来自哪里了。洋河在河南超过30亿,泸州老窖也超20亿,名酒的增长是以很多四五线城市的地产酒沦陷为代价的,包括价格的沦陷、品质的沦陷、品牌的沦陷等。

2) 河北市场—河北是一个全国性品牌和地产酒共生共荣的市场。在保定,泸州老窖渗透率很高,承德有板城。预计未来山东市场很可能会像河北,比如舍得在山东的济南、聊城、德州有巨大市场份额、高业绩增长。地域性品牌要全国化,希望不大,不如老老实实在家门口做好。河北市场的启发:地域细分的分散性市场,地产酒更容易以全产品线生存和发展。

次高端市场的新机遇:

次高端容量没有高端市场大,但它是成长速度最快的一个市场,基数小。二线名酒把发力点集中到次高端。①次高端千亿级市场背后的核心驱动力是“白酒最能适合消费升级”。白酒价格是白酒价值的重要组成部分,白酒就是卖价格的,就是要越卖越贵,消费者买酒就是买面子,所以在次高端市场上机会很大;②次高端产品正在组建和成为中国白酒的明星阵容。水晶剑南春18年有可能超过100亿元,是当之无愧次高端之王;水井坊、舍得“价格化品牌的双子座”现象已经呈现;梦之蓝、红花郎、青花汾、泸州老窖60版、旗帜西凤、习酒窖藏1988、汉酱、贵州大曲等名门新秀,也正在分享蛋糕。

中国白酒行业的主要特征和趋势:

复兴期。从行业周期看,中国白酒正处于本轮复兴期的中期
强集中。从行业格局看,相对市场份额或集中度将是决定盈利能力的关键。
大品牌。从行业竞争看,“品质+品牌”正在成为名优白酒经营的新着眼点
全渠道。从流通领域看,要从全渠道、新零售的视角再定义终端价值。
新传播。从传播推广看,基于移动多屏的内容营销、内容传播发展迅猛。

风险提示:终端需求低于预期,行业竞争加剧。

本文为白酒行业专家在招商证券 8 月 30 日-31 日“第七届品牌消费与服务高端论坛”食品饮料分论坛上，发表的《中国白酒行业的现状和未来》主题演讲纪要。

嘉宾简介：白酒行业资深专家。

一、中国白酒上市公司半年报

白酒企业半年报，关注的有三个点：

第一个点看**半年报的前四家**，前四家我们明显地能感觉到，从上半年的增长来看，茅台和五粮液的增长率比洋河和泸州老窖要快得多，但是从预收款等指标来看，到三季度的时候除了茅台可能不要像以前那么乐观。所以第一个要关注前四家半年度的收入增长，因为它们代表着中国白酒的高端和次高端，意义重大。

第二个应该关注的是**今年上半年利润增长超过 100%的企业**。有老白干、水井坊和舍得，老白干估计有合并报表的因素在里面，但在这里能明显看到水井坊和舍得对未来市场的启示，这个指标还是很值得关注的，水井坊、舍得利润增长率均超过了 100%，舍得报表营收增长速度并不高（实际营收增长也不错），但它利润增长却是上市公司的第二。

第三个，我们看到山西汾酒收入增长率 47.4%，古井贡酒 30.3%，今世缘 31%，老白干 31.8%，酒鬼酒 41.3%。把它们合在一起看，剔除水井坊（59%），它们是有共同特征的，就是我曾经强调要**重点关注的“二线名酒品牌+区域市场龙头”叠加型企业**，而实际上增长率特别好的就是这种企业。第一他是二线名酒品牌基因好，第二它又是高占有率市场，至少在一个省级市场单位里数一数二，这类型的企业是这一轮受益最大的。

因此，从报表上看，总结有三点值得关注：第一是茅台五粮液的增速明显高于洋河泸州老窖，第二水井坊和舍得次高端、高盈利性，第三是二线名酒+区域数一数二，这两个要叠加，优势就会相当明显。单单是二线名酒品牌没有高占有率市场也不行，这一轮很难享受到消费升级，不是品牌价值很高的企业也不行，也很难享受本轮消费升级的红利。所以像汾酒、古井、今世缘、老白干，酒鬼既是二线名酒也是省内最好的品牌。在省内必须数一数二，数三数四都不行。分析还要关注它是否有高市场占有率，不能只看纵向同比增长。

二、河南河北两个市场给中国白酒的启示

1、第一个市场——河南市场

河南是一个地产酒近乎全面沦陷的市场。在河南，地产酒最大的仰韶估计不超过 15 亿；第二个是赊店，赊店在南阳，南阳是中国人口比较多的几个地级市之一，也只有 7-8 亿；然后杜康和宋河都是 3-4 亿多的规模。为什么给大家看这些指标？这样就知道很多名酒的增长来自哪里了。洋河在河南超过 30 亿，泸州老窖也超 20 亿，名酒的增长是以很多四五线城市的地产酒沦陷为代价的。

1) 消费升级机会在哪里——价格的两次沦陷

第一次机会-海之蓝在河南占有了 100-150 元的价格带，100-150 元这个价位也给了地产酒的发展机会，这个机会被洋河抓走了，我估计海之蓝一款产品在河南销售肯定是过 20 亿的

第二次机会河南地产酒又丧失掉了，就是**剑南春、习酒窖藏 1988**带来的**300-600 元价格带的机会**。河南市场消费升级特别明显，300-600 元价位快速放量，剑南春在河南市场的销售收入去年超十个亿。今年还有一个在 400-500 元价格的酒**习酒窖藏 1988**，这款单品很有可能今年在河南市场突破 8 个亿。因此，河南市场实际上已经反映了消费升级机会在哪里。

2) 品质的两次沦陷

河南为什么成为了全国品牌收获的地方，一个对于上市公司来说很好的市场？与品质有关系。我一直在说，**白酒越来越回归品质**。

首先，**洋河海之蓝的绵柔型+低度化**。洋河靠“绵柔”在河南取得了巨大成功，是 42 度卖的好，河南以前最低的度数是 45-46 度。

第二个机会，**剑南春和习酒窖藏，恰恰相反，是醇厚型+高度化**。带来次高端市场的增长，在次高端市场，特别是 300-600 元、甚至 600 元以上价位，完全是靠高度酒放量。

3) 品牌的两次沦陷

就是**全国性品牌取代地产酒**的现象，所以河南市场是很有价值的，河南市场是舍得省外第一大市场。河南是价格细分的集中性市场，在不同的价格带实现了品牌的竞争化，很容易被全国性品牌“封顶”。

2、第二个市场——河北市场

河北是一个**全国性品牌和地产酒共生共荣的市场**。在保定，泸州老窖渗透率很高，承德有板城。我估计未来山东市场很可能会像河北，比如舍得在山东的济南、聊城、德州有巨大市场份额、高业绩增长。地域性品牌要全国化，希望不大，不如老实实在家门口做到 50 亿，否则企图全国化难度都很大。**河北市场的启发：地域细分的分散性市场，地产酒更容易以全产品线生存和发展。**

三、次高端市场的新机遇

实际上次高端容量是没有高端市场大的，但目前从成长性上来讲，它是成长速度最快的一个市场，实际上个人更看好 100-300 元的价格区间。300-600 元为什么能成长，因为它原本的基数就不大，所以在这里面真正的次高端之王是剑南春，它 80%-90% 的销售收入是通过 52 度水晶剑来实现的。

关于次高端市场，**首先飞天茅台的需求不代表高端酒的消费性需求趋势**。分析茅台需求的时候要去看是消费性需求还是投资性需求。消费性需求就是买了后至少一年内就要拧开盖子喝了，如果买了后一年都还没喝，就搞不清楚是不是为了消费购买的。这个指标对于飞天茅台的分析特别重要，很多人说，飞天茅台的稀缺性必然带来整个高端酒市场整体的稀缺，也有很多人说，买不到飞天茅台一定去买五粮液，也不一定。要看需求，消费性需求有可能买不到飞天茅台就买五粮液，投资性需求的话买不到飞天茅台就买理财产品去了。所以高端酒不能用茅台、飞天茅台去判断消费性需求趋势，用五粮液、国窖 1573 去判断消费需求是对的。

第二，五粮液、国窖 1573 在 6-7 月相继“停货控价”，反映了高端酒市场供需趋于平衡、甚至已经略有过剩。五粮液、国窖上半年业绩不错，这是可以理解的，但在这种局面下对三季度怎么预期值得关注。不约而同地停货控价反映了供需关系的变化。

再往下看——二线名酒的竞争交线在哪里。洋河要保住第三名的地位一定要靠梦之蓝，这个方向是对的，它的增量大部份是靠梦3和梦6，一定不是梦9。泸州老窖“争三”靠60版，剑南春百亿靠普剑，郎酒百亿靠红花郎10年、15年增量，汾酒“越级”靠青花汾，但汾酒对青花汾投入不够、对战略市场关注度不够，实际是很有机会的。

二线名酒把发力点集中到次高端。首先，次高端千亿级市场背后的核心驱动力是“白酒最能适合消费升级”。不能说啤酒、水都适合消费升级，因为他们本质卖的是量；如果在经济学上说价格是价值的反映，在白酒上不完全是这样，白酒价格就是白酒价值的重要组成部分，白酒就是卖价格的，不会涨价的白酒品牌是无能的品牌，在白酒行业就是要越卖越贵，消费者买酒就是买面子，所以在次高端市场上机会很大。

二是，次高端产品正在组建和成为中国白酒的明星阵容。水晶剑南春2018年有可能超过100亿元，是当之无愧次高端之王；水井坊、舍得作为中国名酒的老树新枝，“价格化品牌的双子座”现象已经呈现；梦之蓝（新国酒）、红花郎、青花汾酒（骨子里的中国）、泸州老窖60版、旗帜西凤、习酒窖藏1988、汉酱、贵州大曲等名门新秀，也正在分享蛋糕；次高端是已经是二线名酒的主战场，但地产酒省级龙头企业在次高端也是跃跃欲试，比如“今世缘·国缘”、“一品景芝·芝香”、“河套王20年”。

从白酒行业现在高增长的黑马来看，只有举得高，才能走得远，只有价格高，才能全国化，价格和产品是有关联性的。举个例子，贵州习酒，它的窖藏系列占比超过50%，价格在500元左右，省外市场占比也大于50%，河南超8亿元。四大名酒均已经在次高端发力，众人拾柴火焰高，市场是做出来的。不断冲刺天花板，次高端机会还是很大的。次高端市场是要营销，要品牌；有市场，有资质。不是随便县城小酒厂搞出来的次高端，那是样品，不是产品，次高端的主要机会还在上市公司手中。

四、中国白酒行业的主要特征和趋势

对未来中国白酒行业五个趋势的判断：**复兴期、强集中、大品牌、全渠道、新传播。**

1、复兴期

从行业周期看，中国白酒正处于本轮复兴期的中期。判断行业周期的主要指标是销售数量、市场价格、营业收入、经营利润等，白酒行业高景气的主要特征是“价量齐升，价格优先于数量”。白酒行业关注价格比关注数量重要，它真正的增长点在于价格上而不是销量上。高端酒市场价量提升基本上到顶了，但是价格还有上升的空间；次高端价量提升空间大，未来100-300更有机会。

中国白酒行业是有周期性的，比如2005-2012年七八年是黄金期，2013年-2016年上半年三年多是调整期。很多人担心这一轮宏观经济会影响白酒行业，实际上从历史上看不是影响白酒的主要因素，比如从2008年金融危机、最近几年的大国制造等看白酒行业周期并未与宏观经济同步。决定中国白酒行业周期最重要的因素是“牛鞭效应”，就是供需关系的变化，而这背后是白酒区别于其他大多数快消品的本质：不但没有保质期，而且酒是陈的香。

随之而来的去库存，这就是调整期。飞天茅台基酒的产能限制以及名优白酒高层对库存的理性谨慎，将延长本轮的白酒复兴期；用产量滞后4年的看，平均销量与产量的比值在81.5%；要关注2016年产量33000吨，2017年产量38000吨。

2、强集中

从行业格局看，相对市场份额或者说集中度将是决定盈利能力的关键。市场地位决定了它在市场上投入的大小。

- 中国白酒 600 元/瓶以上高端酒市场的“1+2+X”基本定局，1 是飞天茅台，2 是五粮液、国窖，X 代表二线名酒的高端产品。稀缺性是高端酒竞争的核心。
- 300-600 元/瓶次高端市场的“1+2+X”正在成局，1 是剑南春，2 是水井坊+舍得，X 是二三线名酒的高端产品。品牌价值构建是次高端竞争的核心，仅靠营销很难赢得次高端市场之战，过渡营销可能适得其反。
- 150-300 元/瓶新大众酒价格带，将成为全国名优白酒和省级龙头白酒持久战的交战区。新大众酒价格带需要“品牌+渠道”双轮渠道。

一个价格或区域的细分市场，“1（领导者）+2（挑战者）+X（补缺者）”的格局很可能是常态。行业逐步进入供需平衡期，相对市场份额应该成为白酒企业拟定经营战略的关键指标。

3、大品牌

从行业竞争看，“品质+品牌”正在成为名优白酒经营的新着眼点。实际上这一轮的竞争是品质+品牌的竞争，品牌力、产品力优先于营销力和渠道力。做品牌就是讲故事。品牌价值构建和传递得到白酒业关注，中国白酒的新文化运动愈演愈烈。“产区价值+创新品类+品牌文化+战略单品”成为中高档白酒品牌价值构建新方法论。西凤在排队，增长也很好，正在做次高端。

4、全渠道

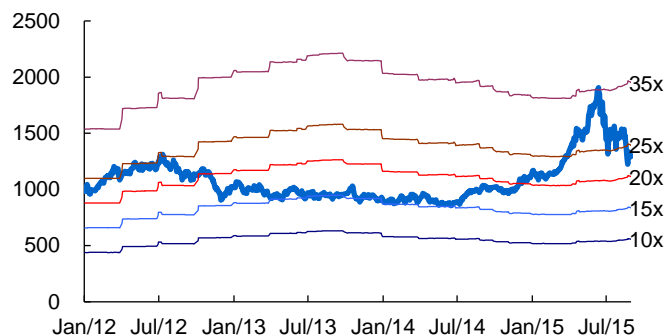
从流通领域看，要从全渠道、新零售的视角再定义终端价值。渠道在发生改变：餐饮价值回归，特别是风味特色店、城市综合体餐饮；酒行大店稀缺，销量向主流品牌、主力产品集中带来名烟名酒店的减少。80 后进入消费白酒的主力年龄，要根据他的购买习惯去研究。

还要与新零售结合，社区超市赋能，天猫新零售、京东新通路赋能社区超市新零售，真正线上线下融合、现代物流匹配；社群圈层补充，社群营销、圈层营销与新零售终端的结合；同时，要注重餐饮、酒行、商超、社群等的全渠道系统营销、整合营销能力。

5、新传播

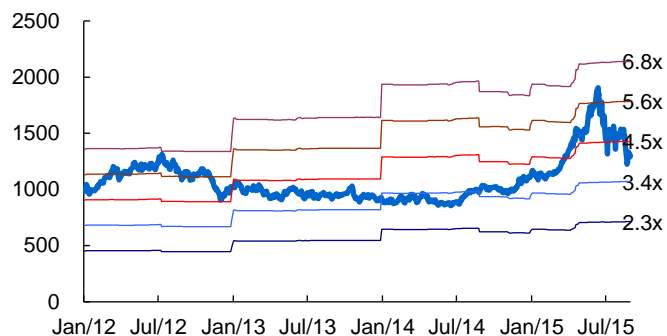
从传播推广看，基于移动多屏的内容营销、内容传播发展迅猛。白酒行业在传播上正在寻求改变，以前白酒一贯土豪，随便在某卫视砸 5 个亿。现在在传播上关注移动多屏，就是为了对接 80 后的需求，80 后不愿意去小店，更常去绿地缤纷、万达等城市综合体。名酒店陈列失效，KA 卖场价格标杆失效，酒店盘中盘失效。80 后看什么？电视、广播、报纸、户外传统四大广告边际效应递减。

图 6: 食品饮料行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 食品饮料行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《食品饮料行业周报—中炬改制再推进，社保利好行业集中度》2018-09-10
- 2、《食品饮料中报回顾—白酒分化中聚焦，食品关注高景气》2018-09-10
- 3、《食品饮料行业周报—白酒分化中聚焦，食品买入高景气》2018-09-04

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 年就职于申万研究所，2014 年加入招商证券，6 年食品饮料研究经验。

李晓峥：食品饮料高级分析师，数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券，3 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学研究型硕士，2017 年加入招商证券，1 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，2016 年就职安信证券，2017 年加入招商证券。

李泽明：四川大学本科，北京大学金融学硕士，2017 年就职国泰君安证券，2018 年加入招商证券，1 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。