

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

行业增速整体放缓，中低端增长可期

——白酒行业 2019 年度策略

分析师：

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

2018 年 11 月 29 日

内容提要：

- 行业整体趋势：1、至今为止，复苏主要仍集中于一二线名酒阵营中。在经济低迷的背景下，马太效应仍将是主旋律。2、国内白酒市场容量未增加，复苏的因素主要是产品平均价格提升。3、行业第二次全国化进程面向二、三线白酒开启。4、酒类电商有望逐渐成为常规化渠道。
- 高端：增速放缓、供需不变。1、前期行业调整去库存带来的行业补偿性增长主要为短期利好。2、中长期发展趋势主要看宏观及消费结构。基建投资增速下降对行业产生负面影响，高净值人群的增加及贫富差距的扩大仍将提供高端品类增长空间。3、预计保证动销为高端酒企2019年的工作重点，茅台缺口或将利好泸州老窖业绩。
- 次高端：业绩或进入瓶颈期，竞争加剧。1、低迷的宏观经济将提升消费者对价格敏感度并降低商务宴请需求，2019年次高端业绩或将进入瓶颈期。2、竞争形势将升级，资本雄厚的公司市占率或扩大领先优势，但盈利能力将下降。
- 中端：2019年或加速扩容。200-300元价格带消费为大众消费升级区间，100-200元的价位对应原本消费100元以下白酒消费人群的升级区间。未来一段时间，低线城市消费增长大概率将继续提速，利好中端加速扩容。
- 低端：消费升级叠加集中化，线上增量亦可观。1、低端白酒迎来消费升级，2019年增速或领先白酒行业平均水平。2、近年来名优酒企运营状况不断改善，未来必然会加速挤压式扩张，低端市场的集中度会加快提升。3、未来低收入人群上网增量仍然可观，为低端白酒龙头公司提供了更为高效的终端扩张途径。
- 风险提示：食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；美联储货币政策变化；国内外资本市场波动风险。

食品饮料与上证综指走势图



行业评级

中性

相关报告

- 1、白酒行业增速不及预期，后续或将继续调整 20181105
- 2、市场恐慌情绪缓解，秋糖会、三季报或提振板块 201801029
- 3、误传上调消费税引白酒大跌，业绩仍具较高确定性 201801015
- 4、板块走势独占鳌头，白酒旺季成绩或超预期 20180929

目录

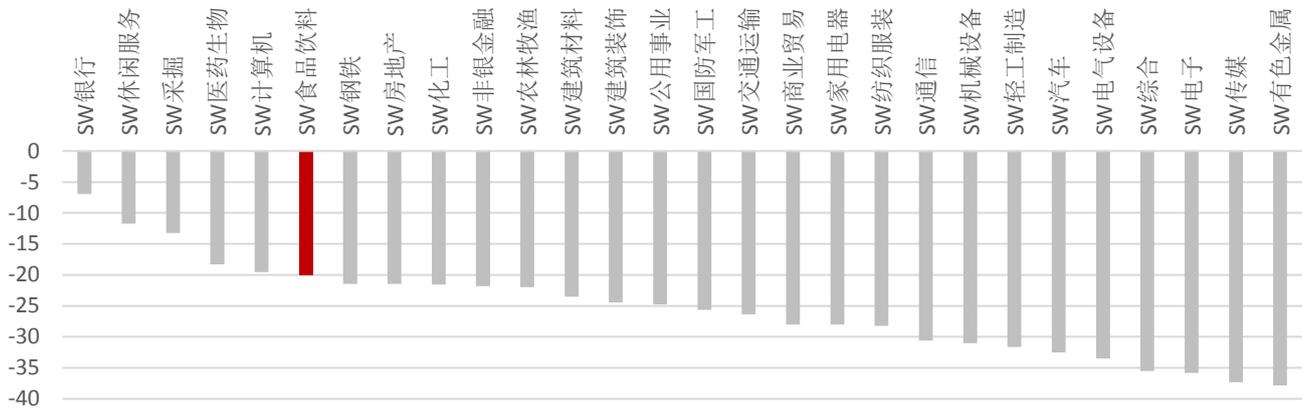
1、食品饮料及白酒板块表现回顾	4
2、白酒板块分析	6
2.1 白酒行业整体发展特点	7
2.1.1 名优酒企复苏，马太效应将持续	7
2.1.2 销量未增，消费升级提升业绩	8
2.1.3 全国化进程加速	9
2.1.4 电商平台逐渐成为常规渠道	10
2.2 高端（600元以上）：增速放缓、供需不变	11
2.2.1 增速放缓，结构继续转变，供给依然紧张	11
2.2.2 重点保证动销，大概率提价，茅台缺口仍存	14
2.3 次高端（300-600元）：业绩或进入瓶颈期，竞争加剧	14
2.3.1 前期业绩弹性最大，2019年或进入瓶颈期	14
2.3.2 竞争加剧，费用升高，差异化竞争	16
2.4 中端（100-300元）：2019年或加速扩容	17
2.4.1 低线城市人口基数大且加速回流	17
2.4.2 三四线城市中产阶级崛起，消费升级趋势不改	18
2.5 低端（100元以下）：消费升级叠加集中化，线上增量亦可观	19
2.5.1 消费继续升级，品牌力将成为核心竞争力	19
2.5.2 提高性价比赢得消费者，小厂危机龙头机遇	19
2.5.3 低端酒线上消费增长可期	20
3、重点公司	20
3.1 泸州老窖：形势把握精准、腰部产品发力	20
3.2 洋河股份：消费升级及省外扩张持续利好公司业绩	21
3.3 古井贡酒：加速全国化及次高端化	22
3.4 顺鑫农业：市占率持续上升、南方板块开始发力	22
4、风险提示	23

图表目录

图 1: 2018.1.1-11.23 申万 28 个一级行业累计收益率 (%)	4
图 2: 食品饮料板块估值 (倍)	4
图 3: 2018.1.1-11.23 食品饮料子板块涨跌幅 (%)	5
图 4: 2018.1.1-11.23 白酒个股涨跌幅 (%)	5
图 5: 白酒板块估值 (倍)	5
图 6: 白酒板块营收、净利润同比增长 (%)	7
图 7: 白酒上市公司营收增长 (%)	7
图 8: 白酒单季度净利润增长 (%)	7
图 9: 白酒行业及一二线酒企 ROE (%)	8
图 10: 白酒行业及一二线酒企 ROE 增长率 (%)	8
图 11: 白酒产量变动	9
图 12: 白酒销量及库存变动	9
图 13: 高端白酒营业收入及增速	11
图 14: 高端白酒净利润及增速	11
图 15: 飞天茅台、普五、国窖出厂价 (元)	12
图 16: 飞天茅台、普五零售价 (元)	12
图 17: 基础设施建设投资及白酒营收同比增长 (%)	13
图 18: 中国高净值人群数量及增速	13
图 19: 全国居民收入基尼系数	13
图 20: 次高端白酒营业收入及增速	14
图 21: 次高端白酒净利润及增速	14
图 22: 2011-2018 年不同档次白酒公司单季度营收同比增长 (%)	15
图 23: 不同档次白酒销售费用/营业收入 (%)	16
图 24: 中国城市人口结构 (%)	18
图 25: 2017 年中国部分城市房价收入比 (%)	18
图 26: 2012、2022E 中产阶层分布 (%)	18
图 27: 2012、2022E 我国中产阶层占比 (%)	18
图 28: 中国城镇及农村恩格尔系数 (%)	19
图 29: 中国网民规模及互联网普及率	20
图 30: 中国手机网民规模及占比	20
表 1: 白酒板块个股涨跌幅及估值	6
表 2: 次高端白酒 2016 年以来价格调整	15
表 3: 重点公司估值情况	23

1、食品饮料及白酒板块表现回顾

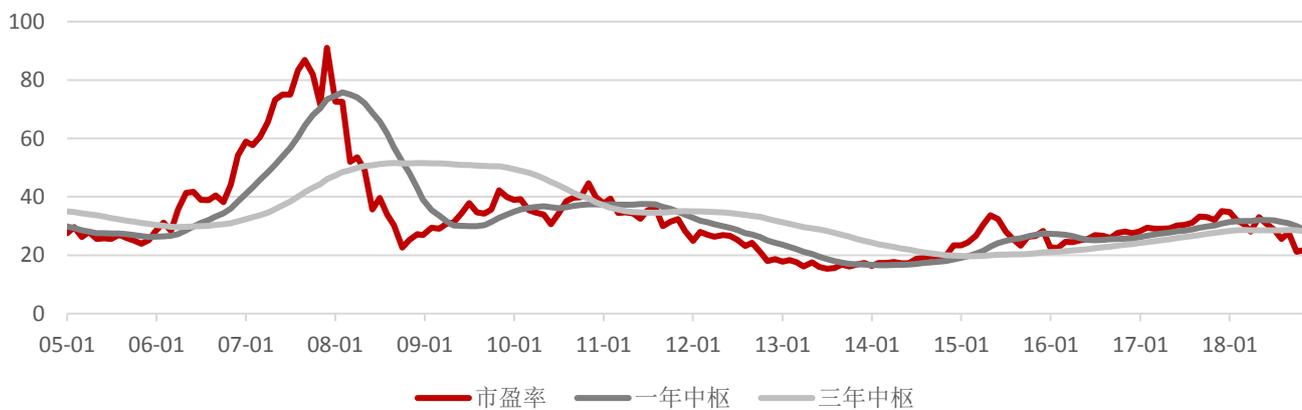
图 1：2018.1.1-11.23 申万 28 个一级行业累计收益率 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

2018年1月1日至11月23日，申万28个一级行业均出现下跌，食品饮料板块以-20.04%排名第6，位列银行、休闲服务、采掘等行业之后。板块PE较去年同期下降32.43%，目前估值水平低于行业1年及3年均值，处于相对历史低位。板块主要自2018年6月开始下跌，在此之前，经历了2016年初至2018年初两年的行业高景气，资金纷纷抱团板块内业绩确定性强、增长稳定的行业龙头公司，预期其业绩呈线性增长。但随着经济的不断下行，消费板块的滞后效应显现，行业增速开始放缓，茅台、伊利等公司业绩不达市场预期，叠加市场情绪较为脆弱，导致板块近期调整较为剧烈。

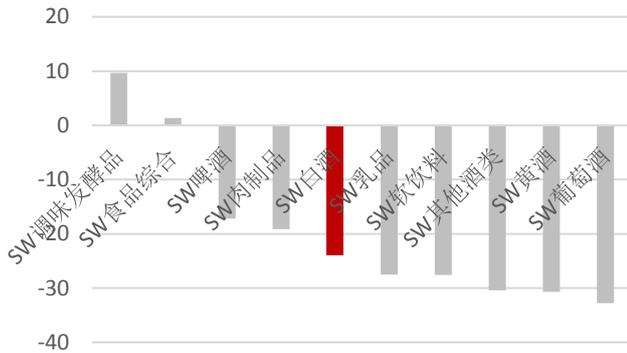
图 2：食品饮料板块估值 (倍)



资料来源：WIND，国开证券研究部

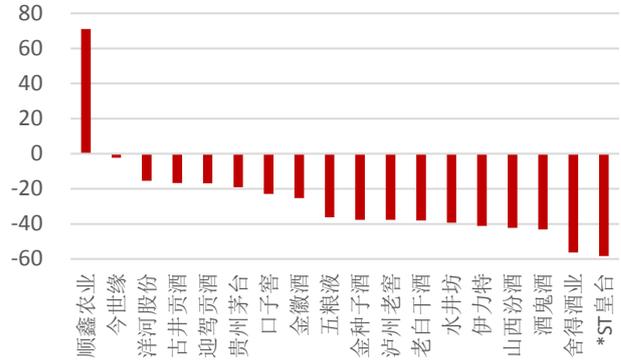
从子板块来看，2018年1月1日至11月23日，板块中仅有调味品、食品综合两子板块获得正收益，分别上涨9.70%、1.36%。葡萄酒(-32.75%)、黄酒(-30.68%)、其他酒类(-30.40%)跌幅最大。

图 3: 2018.1.1-11.23 食品饮料子板块涨跌幅 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 4: 2018.1.1-11.23 白酒个股涨跌幅 (%)

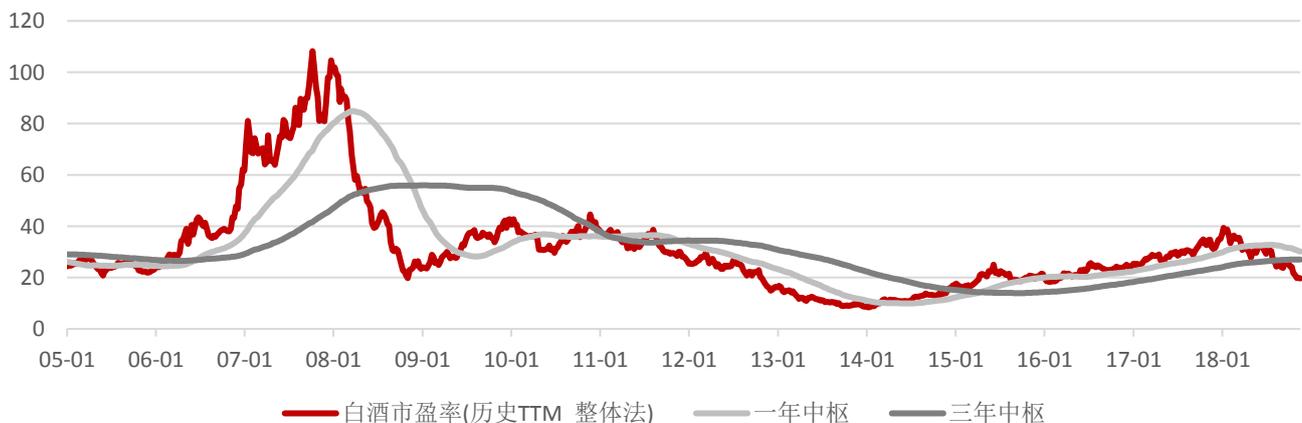


资料来源: WIND, 国开证券研究部

白酒板块市值占食品饮料板块的90%，因此两者估值变化高度相关，但相比较而言白酒子板块的波动率更大，2018年6月12日至10月30日，食品饮料、白酒板块分别下跌28%、32%（沪深300下跌12%），主要系前期板块估值上涨幅度较大及2018年第三季度行业增速放缓所致。

个股方面，2018年初至11月23日，顺鑫农业凭借低端酒消费升级和集中度上升，估值大幅上调，以70.06%的涨幅在白酒板块中排名第一，为板块唯一上涨的个股。除顺鑫农业、*ST皇台外，其余个股2018年6月12日至11月23日跌幅均超过25%，其中次高端白酒降幅最大。

图 5: 白酒板块估值 (倍)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

表 1: 白酒板块个股涨跌幅及估值

证券简称	收盘价 (元) 2018.11.23	区间涨跌幅 20180101-1123 (%) ↓	区间涨跌幅 20180612-1123 (%)	PE (TTM) (倍)	PB (LF) (倍)	PS (TTM) (倍)
顺鑫农业	32.70	71.06	-9.59	26.56	2.48	1.54
今世缘	14.97	-2.31	-33.38	16.34	3.14	5.05
洋河股份	95.50	-15.45	-30.79	17.80	4.41	6.00
古井贡酒	54.11	-16.66	-35.20	16.96	3.80	3.25
迎驾贡酒	14.12	-16.83	-27.25	15.33	2.78	3.33
贵州茅台	556.90	-19.02	-27.19	21.98	6.83	10.29
口子窖	35.07	-22.88	-43.22	15.54	3.64	5.14
金徽酒	13.32	-25.30	-26.89	20.48	2.55	3.57
五粮液	50.02	-36.21	-38.22	15.91	3.26	5.18
金种子酒	4.78	-37.74	-33.41	549.58	1.19	2.11
泸州老窖	40.23	-37.76	-39.70	17.79	3.64	4.76
老白干酒	13.61	-38.06	-38.91	31.15	3.43	2.80
水井坊	28.09	-39.29	-42.98	24.73	7.89	5.05
伊力特	13.61	-41.25	-44.29	15.53	2.55	2.82
山西汾酒	32.49	-42.27	-48.16	20.06	4.70	3.47
酒鬼酒	15.50	-43.13	-45.33	22.82	2.38	4.63
舍得酒业	20.38	-56.26	-52.84	21.40	2.81	3.46
*ST 皇台	5.96	-58.26	-4.64	—	-5.73	64.19

资料来源: WIND, 国开证券研究部

2、白酒板块分析

白酒属周期性行业,与宏观经济走势有较高相关性,一般滞后经济周期 1-2 年。2003 年开始,行业进入了高速发展的“黄金十年”,这一时期政商务消费市场主导了行业的发展,直至 2012 年限制三公消费结束。2012 年下半年,白酒板块进入估值和业绩双双下降的戴维斯双杀时期,调整时间长、幅度大。

经历 3 年深度调整后,自 2016 年开始,行业进入复苏阶段,名优企业营收、净利润同比高速增长,经营状况快速好转。如今,行业复苏长即将进入第四年,与之前相比,无论是经济形势、竞争格局还是消费结构都发生了很大变化,本报告将从现阶段行业整体发展特点入手,再分析高、次高、中、低四档市场,尝试发现不同档位市场的特点。

图 6: 白酒板块营收、净利润同比增长 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

2.1 白酒行业整体发展特点

2.1.1 名优酒企复苏, 马太效应将持续

2015年末期, 茅台业绩开始率先复苏, 引领名优酒企触底反弹。2018年白酒板块整体景气度仍然较高, 高端、个性化产品供不应求, 经销商反馈动销良好, 库存处于低位。2018年前三季度白酒上市公司实现营业收入1563.26亿元, 净利润512.93亿元, 分别同比增长24.85%、30.01%, 三季度增速回落主要是去年同期高基数所致。个股来看, 白酒百亿营收大营将在今年突破7家, 上市酒企绝大多数公司自2016年开始均实现营收、净利润双增长, 2018年前三季度19家公司中17家实现净利润两位数增长。

图 7: 白酒上市公司营收增长 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

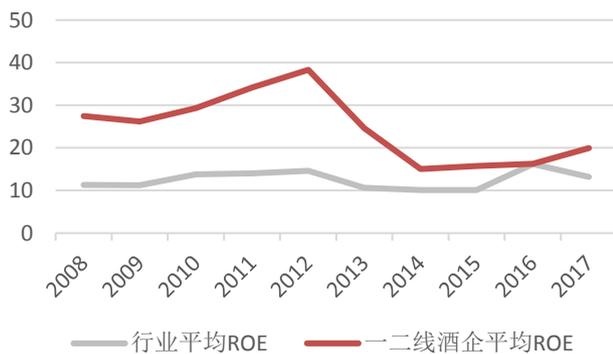
图 8: 白酒单季度净利润增长 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

但是，至今为止，此轮由高端白酒引领的行业复苏，主要仍集中于一二线名酒阵营中，在近几年糖酒会上，名优酒企的招商火爆和其他地方性品牌的冷清便可见一斑。我们选取贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、水井坊、舍得酒业七家上市公司作为一二线酒企代表。通过一二线名优酒企与行业平均ROE实际值及增速对比可以看出，由于八项规定主要打击了高端白酒市场，2012-2016年行业整体盈利能力与名优企业逐步缩小了差距，但2017年名优企业ROE重新突破20%，增速达32%，行业整体ROE却呈现负增长，两者差距再次扩大。在经济低迷的背景下，我们认为马太效应仍将是行业发展的主旋律。

图 9: 白酒行业及一二线酒企 ROE (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 10: 白酒行业及一二线酒企 ROE 增长率 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

2.1.2 销量未增，消费升级提升业绩

产销量方面，2018年上半年，白酒产量增速继续下降，其中4个月环比负增长，6月份同比出现负增长，产量与去年相比下降明显。但与此相反，行业的销售额增长与销售利润增长率自2015年起持续上升。也就是说，国内白酒市场容量并未上涨，引领行业回暖复苏的因素是产品平均价格的大幅提升。

白酒的价格提升主要归功于近年来国民可支配收入稳步上涨带来的消费者对产品的需求量和价格承受能力的大幅增长。如今，各阶层消费者对于品牌、内容、品质等方面均具有更高要求，而对价格的敏感度相对减弱。

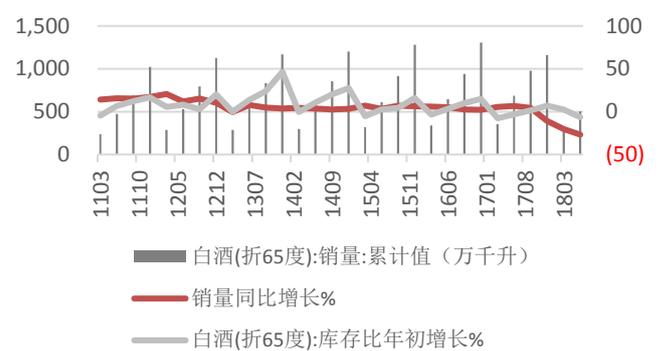
从面子及精神消费角度看，消费者对高端白酒价格上涨的容忍度最高。2018年上半年，以茅台酒为首的白酒高端及次高端产品营收增长继续维持高位，几乎所有品牌高端白酒都同比增长超20%，其中古井贡酒的古8估计翻倍，今世缘的国缘v6、汾酒2018年4-5月青花系列保持了70-80%

的高增速，洋河梦之蓝也大幅上涨超50%。而传统高端茅台、五粮液、泸州老窖优势突出，增速均超30%，继续强势扩张。

图 11: 白酒产量变动



图 12: 白酒销量及库存变动



资料来源：WIND，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

销量方面，与前几年较为平稳的增长相比，自2017年四季度白酒销量出现大幅下滑，同时行业库存也有所下降，并未出现滞销，除茅台旺季主动放量，众多名优酒企纷纷采取控货提价的策略。2018年以来，5月份水井进行控货，6月份，五粮液部分渠道提价，汾酒对青花全面停货，老窖西南区建议渠道价提升至810元。除茅台外，名优白酒还未形成卖方市场，企业通过控制发货节奏调节供需关系，实现价格上行，提高渠道盈利能力。主动控货使公司业绩更加稳健、渠道发展更加健康，也客观拉长了行业的增长周期。

2.1.3 全国化进程加速

随着区域酒企资本的壮大、品牌声誉的提升与渠道的扩大及下沉，在如今消费者品牌意识越发强化的市场环境下厚积薄发，行业第二次全国化进程面向二、三线白酒开启。如汾酒的省外增长达52.97%，酒鬼酒、口子窖、洋河省外酒类营收同比增长均超30%。

与此同时，行业的集中度在显著提升，CR6从2014年20%上升至2017年的33%，且逐渐加速，在行业低速增长期，龙头效应愈发明显，市场份额加速向行业龙头集中。

首先，在经过量价齐升的黄金发展十年之后，白酒行业已经进入到一个较为平稳的发展周期，马太效应是行业的趋势。在黄金十年中，中国规模以上白酒企业的营业收入从不到500亿元发展到5000亿元，名优企业已经基本确立了自己的市场形象与地位。随着近年来企业对渠道的不断深耕，消费者对品牌的认可度也在持续提升，而随着消费升级，更多的潜在消费者开始转化为有效客户。名优酒企依靠品牌对其他小厂商形成

挤压式增长。

第二，自2017年起，名优酒企开始自发组织论坛、工作会等活动，共同探讨行业形势、沟通战略目标，开始主动“组队”发展。无论是仁怀、遵义产区的“双十”品牌推介会还是川黔共同打造的“中国白酒金三角”，都表明酒企在谋划抱团争雄。此外，由于白酒的发展受地域、文化因素影响较大，即使是名优酒企，想要突破非传统区域市场仍具有难度，酒企开始制定联合战略攻克目标地区。例如“茅、五、泸、郎”在2017年9月共同举办了“川黔名酒·情系东北”2017峰会，意在通过川黔名酒情系东北的活动，共同推荐川黔美酒。

另外，经过2012-2015年的行业调整之后，大部分企业业绩下滑，与繁荣期相比资产价值大幅缩水，而由于许多地方性企业并未走出经营困境，出售意愿提高，目前为优质企业实现低成本扩张并购的最佳时期。近年来，老白干“1+4”联动、古井收购黄鹤楼、泸州老窖持股川发展酒业等并购案例或预示着新一轮白酒并购潮的开始，名优企业均将目标标的选定为尚在低谷期的地方优质品牌，看重其渠道能力、话语权及产品互补性。

2.1.4 电商平台逐渐成为常规渠道

2018年双十一，酒类电商最大的变化是不再以降价大促销的价格战模式争夺销量及流量。电商纷纷推出定制产品、引入符合产品气质的新兴推销手段（抖音、直播等）方式进行更理性、合理的营销，自觉维护厂家价格体系与品牌形象，酒仙网更是线上与线下并行提高销量。

我们认为，通过近几年的磨合，酒类电商平台已经认识到价格与品牌对于白酒厂商的重要性，摒弃了互联网公司牺牲利润搏流量的思维模式，有望逐渐成为一个与商超（KA）、餐饮等渠道并列的常规化渠道。虽然这种模式在短期表现为销量增长大幅下降，但长期来看，渠道盈利能力的增强显然有利于平台的健康发展，为白酒企业打开了一个把控终端效率更高的新渠道。

值得注意的是，随着品牌意识的增强及资本门槛不断提升，白酒线上销售业绩不论是在平台还是在品牌方面，分化都在加剧。根据电商平台透露，一些中小酒类电商销售数据惨淡，但是与大厂商合作密切、近期加入阿里旗下的1919酒类直供在刚结束的双十一当天销售破亿。品牌方面，茅台、五粮液销售额当日破亿元，洋河、泸州老窖紧随其后，但小品牌

则由于搜索、点击量低以及淘宝相关营销支出少等原因，无法进入靠前的页面，基本无人问津。

2.2 高端（600元以上）：增速放缓、供需不变

2.2.1 增速放缓，结构继续转变，供给依然紧张

图 13: 高端白酒营业收入及增速



图 14: 高端白酒净利润及增速



资料来源：WIND，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

行业大调整之前，高端白酒的主要消费场景为政商务消费，军政消费占比接近40%。因此八项规定的出台，对于高端白酒产生了极其重大且深远的影响。茅五泸合计营业收入自2013年2季度开始延续30个月同比负增长，曾一度下探至-16.88%。

经历了2013-2015年的深度调整，2016年高端白酒整体业绩终于迎来增长。我们认为本轮增长可拆分为两个维度。

1、短期弥补性增长

自2013年开始，高端酒企开始陆续实行去库存与调整价格的策略，力图兼顾市场份额与高端保底价格。泸州老窖由于2013年逆势挺价，库存一度达到8个月水平。通过近3年的调整，2016年，高端酒的社会库存终于基本消化完毕，且凭借多年来积累的忠实客户，动销开始恢复。通过一系列努力，高端白酒市场从供大于求逐渐扭转为供不应求，但飞天茅台当年产量由5年前决定，普五也逐渐开启全部产能，国窖1573坚定实行配额制，高端白酒的稀缺性愈发凸显，社会库存下降至不足2个月，价格重回上升通道。此外，调整过程中，为更好的向重点产品倾斜资源，酒企大幅删减条码，仅茅五泸三家公司就合计砍掉近4000个，产品线迅速聚焦，品牌价值得到聚拢集中。2017年高端白酒迎来量价齐升，当年3季度，茅五泸合计营收及净利润增长率分别高达84%、112%。

因此，此轮高端白酒爆发式增长的根本原因在于2013-2015年行业调整时期去库存带来的行业补偿性增长，但其一，高端白酒产能短期基本见顶，其二，市场销量基本恢复至历史较高水平，因此这种恢复性高速增长是短期的。正如我们两年前指出的那样，市场无法像黄金十年一样维持长期的高速增长，进入2018年，茅五泸合计营收及净利润增速出现较大幅度放缓。

图 15: 飞天茅台、普五、国窖出厂价 (元)

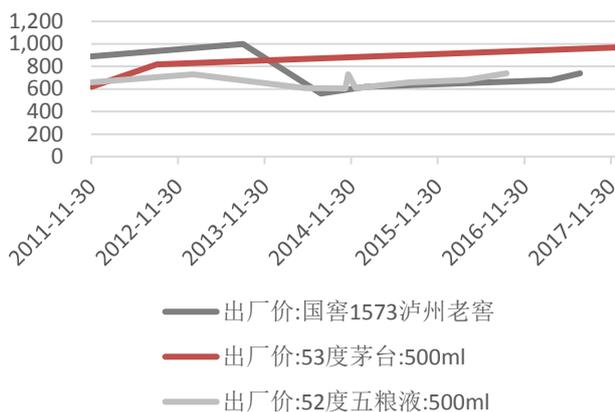


图 16: 飞天茅台、普五零售价 (元)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

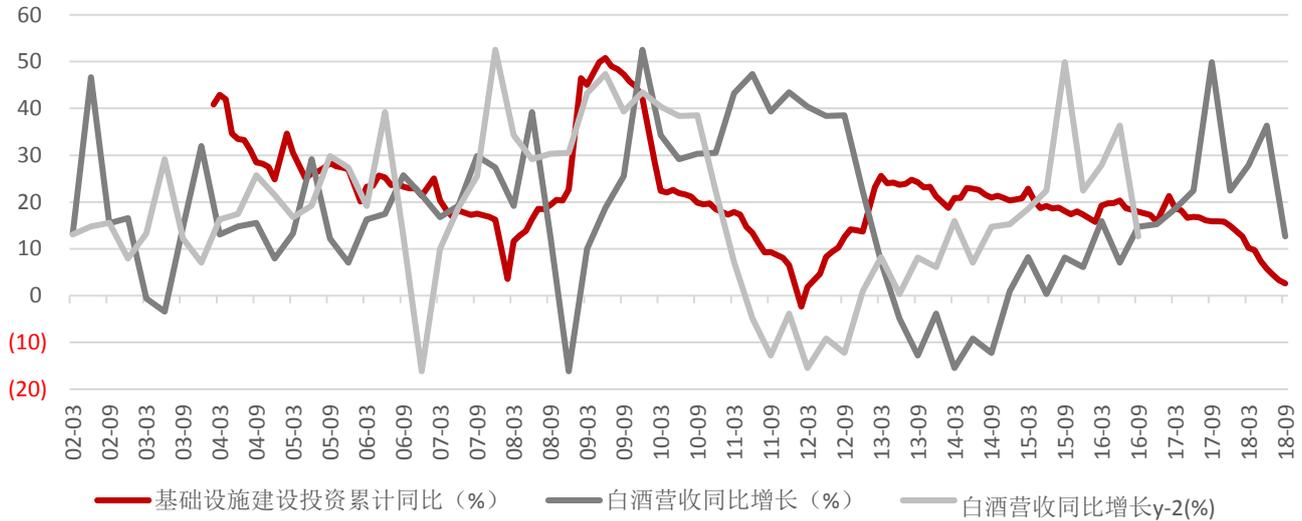
2、长期结构性增长

补偿性的增长基本告一段落，高端白酒后续趋势将如何？我们认为关键变量为宏观及消费结构。

宏观方面，我们观察到高端白酒的营收增长与基建投资的增长率具有一定相关性，且通过回归分析，发现白酒营收滞后于基建投资两年左右，这主要是由于商务宴请为高端白酒消费的重要场景。通过观察我们发现自2017年起，基建投资同比累计增长出现了明显的放缓趋势，从2017年2月的21%下降至2018年10月的不足3%。因此，我们预测，受此影响高端白酒2019、2020两年的营收增长也将会持续放缓。

消费结构方面，高端白酒之所以自2016年之后快速复苏，也部分归功于个人消费者的崛起。如今，党政军消费由2012年前的40%下降到不足5%，商务消费由以前的42%上升至50%左右，而高端个人消费由以前的18%快速上升到约45%。

图 17: 基础设施建设投资及白酒营收同比增长 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

近年来, 中国高净值人群数量不断扩充, 2013-2017 年的复合增长率为 22%。同时, 我国居民收入基尼系数自 2015 年触底后已经连续两年出现小幅上涨, 揭示了我国的贫富差距再次扩大。在此趋势下, 高端个人消费量会继续增长, 且随着财富的累计, 高端白酒的提价空间仍存。

图 18: 中国高净值人群数量及增速



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 19: 全国居民收入基尼系数



资料来源: WIND, 国开证券研究部

因此, 展望 2019 年, 我们认为高端白酒营业收入仍会保持正增长, 速率会由于补偿性增长的告一段落及宏观经济低速放缓, 消费结构中个人消费比例将继续攀升, 并为高端业绩增长提供动力。

2.2.2 重点保证动销，大概率提价，茅台缺口仍存

为应对行业大概率出现的增速放缓，我们预计2019年茅五泸会将保证动销、维持市场供需平衡作为工作重点。实际上，普五及国窖1573于2018年7月份进行了淡季的阶段性停货，此后零售价分别成功上调至1099、969元，一批价格均价分别在820、720元上下。茅台仍然严格控制终端，2018年11月中旬，飞天茅台的一批价格小幅回落至1650元附近，主要系部分经销商额度被下调，短期内抛货以达到要求所致。

价格方面，茅台仍然强势，带领高端价格坚挺。茅台李保芳董事长在2018年海外经销商大会表示公司会奔着千亿努力。由于3万吨的计划量在2020年前维持不变，我们判断公司大概率于2019年下半年提高出厂价。五粮液在刚刚结束的七大运营中心经销商会议传达将从2019年起全面实行“控盘分利”模式，利润力争30%增长。明年将加强价格管理，增强行业放缓背景下价格提升政策的执行力度。泸州老窖目前的价格策略为跟随策略，大概率会随茅五一同提高价格。

此外，值得注意的是，市场对茅台酒需求自2016年修复性上涨发展到如今消费及投资需求相互作用的增长，导致茅台供应缺口逐渐扩大，且或将在明后两年最大化，而此缺口将由同为高端阵营的五粮液及国窖填补，而其中五粮液产能已经全部启用，泸州老窖将有机会承接更多需求，在高端市场上扩大市占率与影响力。

2.3 次高端（300-600元）：业绩或进入瓶颈期，竞争加剧

2.3.1 前期业绩弹性最大，2019年或进入瓶颈期

图 20: 次高端白酒营业收入及增速



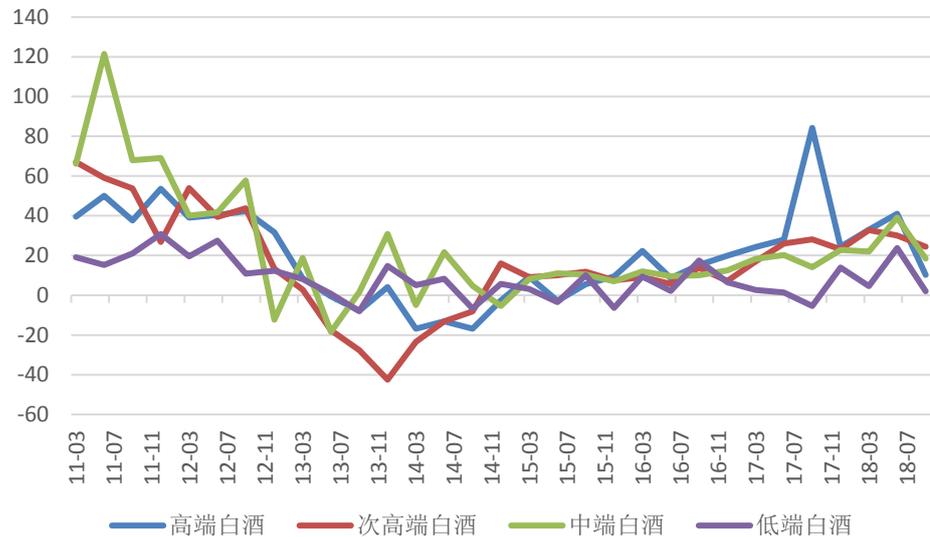
图 21: 次高端白酒净利润及增速



资料来源：WIND，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

图 22: 2011-2018 年不同档次白酒公司单季度营收同比增长 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

与其他档位酒企相比, 次高端酒企业绩波动幅度最大, 尤其在2013年底高端白酒降价到此前次高端的价位带上, 吸引了部分次高端消费者, 导致次高端营收降幅大大高于行业平均。但由于低基数、消费者结构变动不大叠加消费升级, 次高端首先开始复苏, 2017年5月后各个厂家才开始较为密集的提价。2017H1-2018H1, 次高端营收迎来高速发展, 2018上半年水井坊以59%的营收增速排名板块第一, 酒鬼酒、老白干、今世缘也表现亮眼, 营收同比均超过30%。

表 2: 次高端白酒 2016 年以来价格调整

日期	公司	事件
2016.04	山西汾酒	青花瓷 20 年出厂价上调 10 元/瓶
2016.11	水井坊	臻酿八号终端零售价每瓶上涨 10 元
2017.01	剑南春	普剑提价 10 元/瓶, 终端价为 370 元/瓶
	洋河	M3 上调 20 元-30 元/瓶、M6 上调 25 元/瓶
2017.05	剑南春	普剑再次提价 10 元/瓶, 终端价为 380 元/瓶
	山西汾酒	42 度、52 度青花瓷 20 年提 20 元/瓶至 418 元和 398
2017.07	水井坊	臻典藏、井台和珍酿八号出厂价每瓶分别上涨 15、10、10 元。
2017.10	剑南春	调整普剑的零售价格不低于 418 元/瓶
2017.11	山西汾酒	青花 20、30 缩减补贴
2017.12	剑南春	调整 52 度产品建议成交价为 439 元/瓶, 折扣减少 25 元/瓶
	洋河	梦之蓝 M3、M6 出厂价分别上涨 5 元/瓶、10 元/瓶
	水井坊	井台系列上调 30 元, 臻酿 8 号及鸿运装上调 20 元
2018.02	洋河	梦之蓝 M3、M6、M9 出厂价和终端供货价每瓶分别上调 20 元、40 元、60 元
2018.07	洋河	终端零售价 M3 提价 100 元/箱、M6 提价 200 元/箱、M9 提价

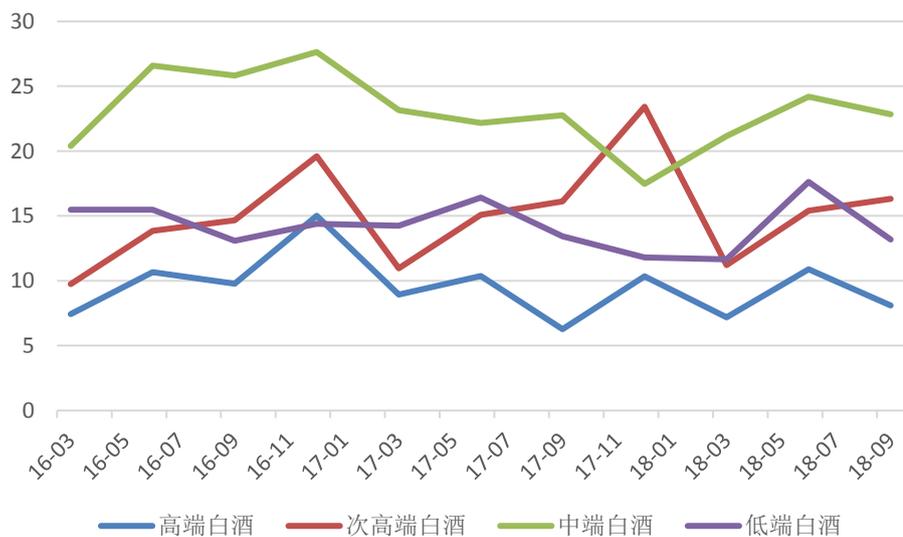
	400 元/箱
水井坊	53 度与 48 度青花 30 汾酒，开票价上调 15 元/瓶

资料来源：酒业家，微酒，国开证券研究部

但是高端与次高端的消费场景较为相似，且更加依赖中高收入层级人群的个人消费及中小企业的商务宴请，随着宏观经济的持续低迷，预计次高端的个人消费者对价格敏感度会有所提高，商务宴请消费的需求也会降低。因此，我们判断2019年次高端产品的提价面临较大压力，销量增速也会较2018年回落，次高端业绩或将进入瓶颈期。

2.3.2 竞争加剧，费用升高，差异化竞争

图 23：不同档次白酒销售费用/营业收入（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

2018年3季度行业整体销售率下降，然而次高端白酒是唯一环比上升的子板块，我们预计2019年该趋势仍将延续，细分市场竞争加剧。次高端白酒整体即将进入业绩难以继续上冲的瓶颈期，在多寡头竞争的市场中，企业必然会加大费用投放、尽力通过差异化经营增强品牌认同度及产品溢价争取更大市场份额。例如水井坊将目标客户定位为“对中国传统物质文化和非物质文化有较高认知、鉴赏和尊重的人群”；酒鬼酒推出高度柔和红坛酒鬼酒，强调口感的提升；今世缘确立了国缘“中国高端中度白酒”的定位。

此外，2018年次高端酒企开始布局高端市场，其中古井贡酒的古8，今

世缘的国缘v6、洋河梦之蓝都加大推动力度。然而，在激烈的竞争态势之下，布局高端市场意味着要投入更多的成本，尤其进一步增加了次高端酒企的销售费用率。

我们预计2019年竞争形势将升级，酒企总成本/营业总收入会进一步升高，雄厚资本的作用更加凸显，次高端竞争门槛不断提高，资本雄厚的公司市占率或扩大领先优势，盈利能力将下降。

2.4 中端（100-300元）：2019年或加速扩容

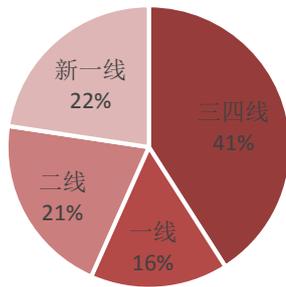
中端白酒市场200-300元价格段主要消费场景为中产消费者的自饮、普通聚饮及大众消费者的宴请、送礼等，而100-200元价格段更多集中于大众的全场景消费。我们判断，中端酒市场未来增量将集中于三、四线中等及中低等收入人群的消费升级贡献。200-300元价格带消费为流主流大众消费升级区间，100-200元的价位对应原本消费100元以下白酒消费人群的升级区间。而未来一段时间，低线城市消费增长大概率将继续提速，利好中端加速扩容。

2.4.1 低线城市人口基数大且加速回流

我国14亿多人口基数巨大，其中一线、二线、三四线城市人口的比例约为4:5:10，三四线人口容量约为一线城市的2.5倍、二线城市的2倍。此外，一二线城市的生活成本、政策规划使流动人口开始向三四线城市回流。成本方面，一二线城市买房压力大，生活成本高。根据中商产业研究院推算出的主要城市房价收入比，北京、厦门、深圳等一二线城市房价收入比较高，其中北京排名第一，房价收入比为6.83，厦门次之，房价收入比为5.94，深圳、上海的房价收入比分别为5.27和4.94。政策方面，2017年，中共中央国务院批复了《北京城市总体规划（2016年-2035年）》，提出到2020年，常住人口规模控制在2300万人以内，2020年以后长期稳定在这一水平。上海则是提出常驻人口上限不超过2500万，且作为2040年的常住人口规模动态调控目标。

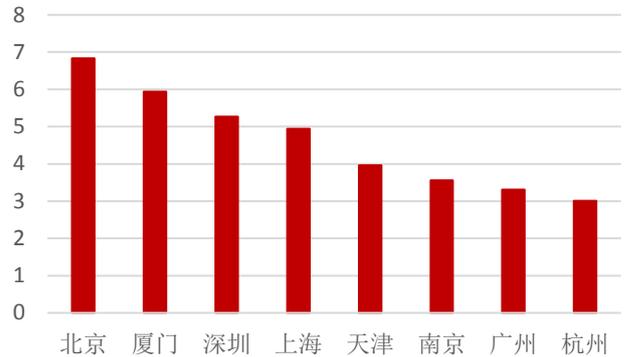
《北京市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》实施情况的中期评估报告显示，2017年常住人口规模为2170.7万人，比2016年减少2.2万人，是自1997年以来首次实现负增长。而截止2017年底，上海外来常住人口972.69万，比上年末减少7.52万，降幅大于北京。越来越多的农民工选择在就近的低线城市中就业，预计2019年三四线城市人口将维持快速增长态势。

图 24: 中国城市人口结构 (%)



资料来源: 中国产业信息网, 国开证券研究部

图 25: 2017 年中国部分城市房价收入比 (%)

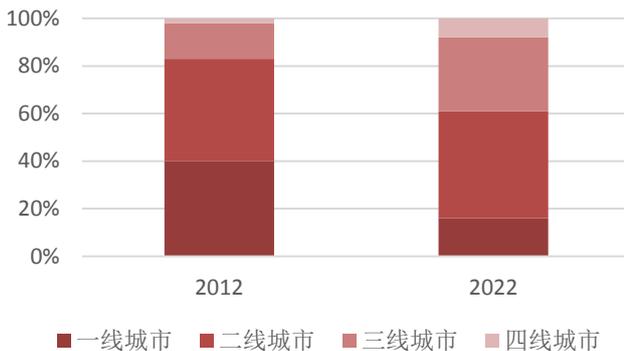


资料来源: 中国产业信息网, 国开证券研究部

2.4.2 三四线城市中产阶层崛起, 消费升级趋势不改

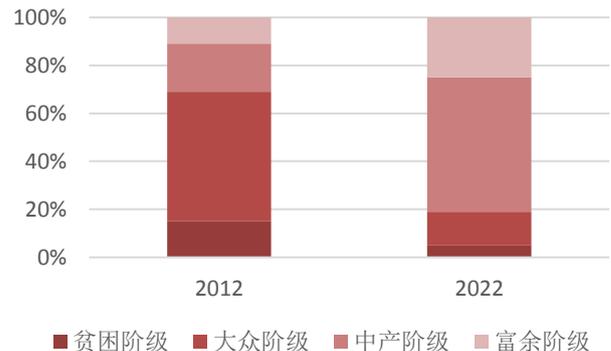
根据相关测算, 2022年中国中产阶层在三、四线城市将合计占全国中产阶层的39%, 较2012年上升22个百分点, 增长显著。而2022年我国中产阶层占比将达到56%, 大部分由大众收入增长扩充。

图 26: 2012、2022E 中产阶级分布 (%)



资料来源: 中国产业信息网, 国开证券研究部

图 27: 2012、2022E 我国中产阶级占比 (%)



资料来源: 中国产业信息网, 国开证券研究部

三四线城市与一二线城市收入差距逐渐缩小, 中高收入人群的分布将继续扩大, 导致三四线城市的消费信心指数增长速率高于一二线城市。根据调查, 2018年上半年, 三线城市消费者信心指数由年初的113点增长至116点, 增长最为显著, 农村继续保持114点的高位, 一线、二线城市较为稳定稳定, 分别为111点和113点。

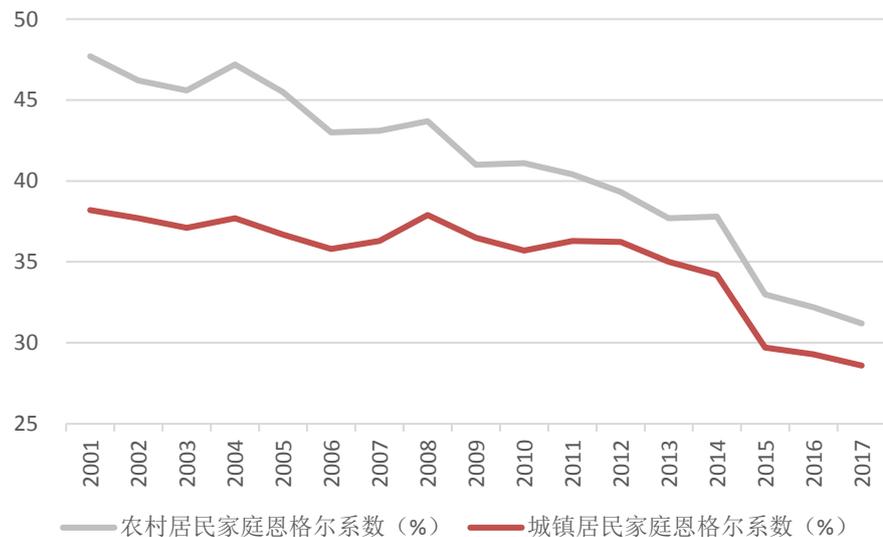
我们认为, 今后国家宏观调控政策仍将继续推动低线城市经济发展与居民收入增长, 中国三四线城市居民的消费能力将持续稳步增强, 快速消费升级仍将持续, 在中期利好中端白酒业绩成长。

2.5 低端（100 元以下）：消费升级叠加集中化，线上增量亦可观

2.5.1 消费继续升级，品牌力将成为核心竞争力

随着居民平均收入的升高及恩格尔系数的逐渐下降，低度酒开始迎来消费升级。但由于高净值人群引领了此次消费升级，且部分低端消费者升级至中端，因此低端白酒是此次最后迎来消费升级红利的品类。进入2018年，可以看到低端白酒市场产生了明显的变化，更多消费者接受为口味及品牌买单，消费者的品牌粘性也更强，尤其在20-50元/瓶的光瓶酒中，牛栏山的“百年二锅头”、泸州的“二曲”、洋河的“洋河蓝优”、汾酒的“光玻汾”系列成为领导型产品的趋势更加明显。我们判断，2019年，品牌在核心区域及全国辐射面广、渠道下沉到位的名优酒企在20-50元价格带的产品销量会继续受益于消费升级，增速或将领先白酒行业平均水平。

图 28：中国城镇及农村恩格尔系数（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

2.5.2 提高性价比赢得消费者，小厂危机龙头机遇

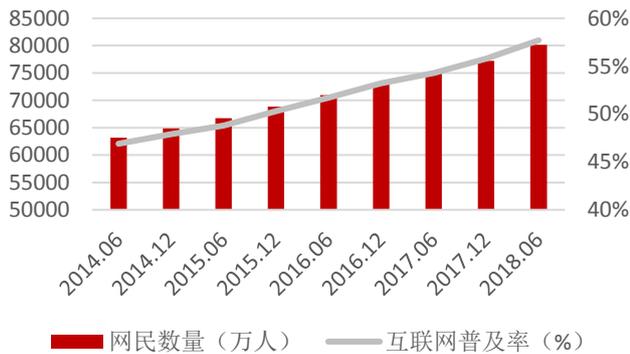
与中高端白酒消费者相比，低端酒消费者的价格敏感度较高，因此低端酒的核心竞争力在于物美价廉，在质量、口味得到消费者认可的情况下，价格低廉的品牌受到追捧，大多数区域性白酒便以“超性价比”为突破，占据了中高端光瓶酒的主导地位。除了对技术提出更高要求外，在原材料

料不断上涨的背景下，公司需要通过先进的内部管理降低费用，并追求高销量达到规模效应。低毛利率使得小酒厂不容易存活，且随着近年行业的复苏，名优酒企运营状况不断改善，大厂商在未来必然会加速挤压式扩张，2019年低端市场的集中度会加快提升。

2.5.3 低端酒线上消费增长可期

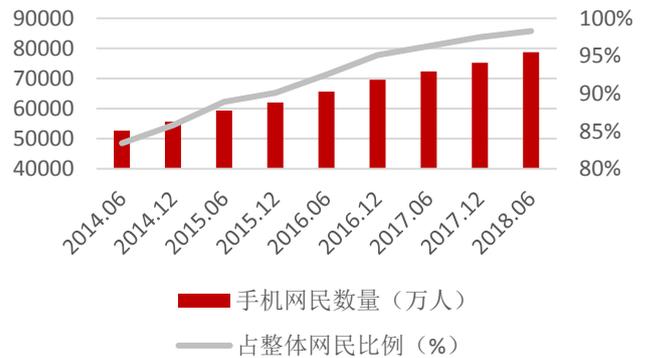
截止2018年6月，中国网民规模达到8.02亿人，2018上半年新增网民数量为2968万人，与2017年相比增长3.8%，互联网普及率达57.7%。中国手机网民规模达到7.88亿人，2018上半年新增手机网民数量为3509万人，与2017年相比增长4.7%。值得一提的是，手机网民占网民数量的比重持续攀升，2018年占比已高达98.3%。在网民收入结构方面，2018上半年，月收入在2001-3000,3000-5000元的网民占比分布为15.3%，21.5%，总和超1/3。我们预计，凭借庞大的基数，未来低收入人群上网增量仍然可观，且网民数量将不断转化为线上消费者，为低端白酒龙头公司提供了更为高效的终端扩张途径。

图 29: 中国网民规模及互联网普及率



资料来源：中国产业信息网，国开证券研究部

图 30: 中国手机网民规模及占比



资料来源：中国产业信息网，国开证券研究部

3、重点公司

3.1 泸州老窖：形势把握精准、腰部产品发力

公司总经理林锋始终强调2016年以来的行业业绩上涨为恢复性上涨，未来行业增速，尤其是高端白酒业绩的增速会放缓，公司在三个方向上给出了解决方案：第一，动态的五大单品战略。2018年公司调换了五大单品中的头曲、二曲代表产品，体现了对低端产品的升级。第二，加强腰

部市场。公司通过成立复兴小组，战略提升特曲品牌地位，提高全系列价格，并推出了特曲60版，升级品牌形象。第三，直营品牌辅助。创新品类方面，公司2017年初收购泸州老窖集团养生酒业，抓住健康和消费升级两大契机，培育企业的业绩增长点。储备品类方面，2018年10月，公司重启泸州老酒坊，价格带为100-200元，意在通过进一步扩充腰部产品，加速提升中端市场占有率。因此，整体来看，泸州老窖的五大单品战略布局是动态且充满活力的，保证了整体策略的连贯性又兼顾了可执行性，有益于公司长期稳步发展。

公司对形势把握精准、处理冷静，已在渠道、库存、挺价上作出精细化管理，并已经提前发力中端市场以应对高端白酒增速的放缓，预计2019年业绩仍将保持平稳且较快增长。

3.2 洋河股份：消费升级及省外扩张持续利好公司业绩

公司核心战场江苏省宏观经济领先全国平均水平，近两年消费升级明显，主流消费价格已突破300元。受益于此，我们判断2018、2019年作为龙头的公司蓝色经典系列将维持较高速增长，梦之蓝增速最快，其次是海之蓝。销售规模上，梦之蓝2018年上半年增速超50%，已经超越天之蓝，海之蓝作为刚需，销售量仍然领先。

公司在省外施行“点点成线、由线成面、由面汇成市”的策略，拓展省外市场，主要针对省外基础好，销量比较大的县市级市场。经过4年的精耕细作，公司在河南、安徽、山东等市场初具规模，未来通过江苏周边市场的持续开发，市场占比持续提升，据2018半年报披露，公司省内省外收入占比约为54:46。预计公司将会加速省外的扩张步伐，将战略市场范围进一步扩大，品牌全国化进程持续助力公司业绩成长。

公司通过前两年的调整，价格稳步提升、费用投放更加有效，渠道利润明显改善。由于销售业绩良好，2018年10月份已经完成全年任务，公司自国庆开始主动控货去库存，用以确保春节旺季市场动销，并为明年提升价格打下基础。

我们预计，2019年公司高端梦之蓝占比仍将提升，海之蓝、天之蓝稳步增长、低端洋河小曲市占率上升，产品结构升级仍是主线，发展节奏兼顾稳健。此外，公司内部运营效率仍有提升空间，预计费用率稳中下降，或可带来业绩更快增长。

3.3 古井贡酒：加速全国化及次高端化

安徽省白酒市场容量约250亿元，主流消费价格向200元以上突破，省会合肥则逐渐向300元上移。在100~300元价格带中，公司主打的年份原浆系列在品牌、质量、渠道等方面具有较强竞争力，在次高端及中高端市场站稳省内龙头地位。

省外布局来看，公司积极拓展省外市场，进军河南、山东、河北、江浙沪等地区。一方面，在河南市场放弃老贡酒，主要聚焦古5、古8，集中资源打造大单品；另一方面，通过黄鹤楼十三五规划“一年打基础，五年

翻两番”，大力布局湖北喜宴市场，管理、渠道、品牌等方面的协同效应逐渐释放。

由于古井在安徽市场的集中度逐步提升后，省内市场定价权也在逐步提升，公司5月初对年份原浆四款核心产品进行提价，2018前三季度毛利率达到77.93%，2018前三季度古井贡酒居行业第三，仅次于贵州茅台和水井坊，且随着中端市场消费进一步的升级与扩容，盈利能力有望快速提升。

今年公司营销大会明确古井贡酒的品牌复兴将坚持“年份原浆战略”，加速全国化布局和次高端产品布局。公司当前已完成全年任务，渠道库存总体保持良性，四季度停货去库存，以待来年轻装上阵，2019年业绩增长可期。

3.4 顺鑫农业：市占率持续上升、南方板块开始发力

近年低端白酒集中度提升明显，作为龙头企业，牛栏山市占率快速提升，2017年达到5.2%，虽然相对中高端市场差距较大，但对标低端其他品牌增长速度亮眼。

公司白酒低端白酒占总收入的70%以上但仍然能保持较高的毛利率，一是由于公司控制成本的能力较高，通过固液法生产、光瓶包装、大商运营模式有效控制总成本；二是经过多年渠道开发及产品整理，客户认可度高，品牌溢价明显。

2015年，公司提出“2+6+2”市场深耕策略，深化“北方板块”的同时，

开始发力“南方板块”。经过三年的开疆扩土，牛栏山已经培育了18个亿元级省级市场，外埠市场营收增长呈加速态势，2018上半年长江三角洲市场销售收入同比增长78%，湖南市场销售收入同比增长103%，新疆市场销售收入同比增长160%，全国化布局收效显著。未来几年，公司将重点打造“样板市场群”，在长三角、珠三角、华北、东北和西北，甄选并培育5-10个外埠重点市场，形成5-10亿元销售规模的省级样板市场。公司全国化战略稳步推进，预计外埠市场业绩的继续提速将成为今后几年最重要的增长动力。

此外，公司2007年开始剥离非主业，目前仅剩白酒、肉制品、地产、纸业等板块，白酒收入占比不断扩大。公司肉制品收入维持30-40亿元，净利润约7000万元，对业绩贡献有限；地产板块由于受政策影响，收入下滑较大，目前正在加速清理库存。我们预计未来公司将进一步聚焦主业，有利于治理效率的提高及盈利能力的上升。

表 3：重点公司估值情况

证券简称	收盘价（元）	EPS 一致预期（元/股）			PE（倍）		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
	2018/11/23						
泸州老窖	40.23	2.170	2.770	3.260	18.54	14.52	12.34
洋河股份	95.50	5.52	6.65	7.90	17.30	14.36	12.09
古井贡酒	54.11	3.30	4.12	5.03	16.40	13.13	10.76
顺鑫农业	32.70	1.42	2.01	2.60	23.03	16.27	12.58

注：除泸州老窖外，上述公司2018-2020年EPS、PE系Wind一致预期。泸州老窖2018-2020年EPS、PE系作者初步预测值。

资料来源：Wind，国开证券研究部

4、风险提示

食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；中美贸易摩擦加剧；国内外资本市场波动风险。

附录:

白酒18家上市公司分类:

一、以主要产品价格档次分类

高端: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖;

次高端: 山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒;

中端: 洋河股份、古井贡酒、今世缘、口子窖、老白干酒、金徽酒;

低端(大众): 顺鑫农业、迎驾贡酒、伊力特、金种子酒、甘肃皇台(*ST皇台)。

二、以规模及影响力分类

一线: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖;

二线: 洋河股份、顺鑫农业、山西汾酒、古井贡酒;

区域龙头(三线): 舍得酒业、老白干酒、水井坊、口子窖、今世缘;

其他(四线): 酒鬼酒、伊力特、金徽酒、金种子酒、迎驾贡酒、甘肃皇台(*ST皇台)。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层