

一杯敬传承，一杯敬繁华

——白酒行业深度报告之框架篇

行业深度

◆白酒行业历史超额收益明显，基本面是最核心驱动因素之一。2002-18年，白酒指数在其中的12年取得相较于上证综指的相对收益，期间白酒指数上涨超1700%，而上证综指仅上涨51%，长期超额收益明显。基本面是驱动白酒板块持续取得超额收益的最核心因素，以茅台为例，2002-2018年的收入和净利润的年均复合增速分别达到26%和33%。

◆从白酒行业供需模型解读其持续稳健成长能力：1)需求端：从白酒的特殊消费场景引入行业需求的“量”和“价”分拆。根据白酒不同消费场景从宏观和中观两个维度构建白酒行业“量”的需求模型，而白酒相较于其他消费品特殊的消费场景带来白酒无可比拟的定价权，品牌力是决定其提价能力的重要因素。从“量”的角度来看，白酒特殊的消费场景及产品保值特性分别从宏观层面及行业层面刺激了白酒需求的周期性波动，虽然长期增量有限，但是刚需属性突显。从“价”的角度来看，高端白酒具有相对最强的提价能力；次高端价格带白酒的提价能力依赖于高端白酒提价打开空间；中高端白酒的提价能力相对落后，未来将通过产品结构的提升实现出厂价的增长。2)供给端：宏观政策、中观渠道推力及微观企业产能限制是决定白酒供给端的几大核心因素。

◆基于对白酒供需模型的搭建，我们分别从宏观、中观和微观三个维度梳理各个层面的驱动因子，构建出白酒行业的投资框架，并得出结论：1)宏观：经济活跃度影响实物消费、宽松货币政策刺激金融消费；2)中观：渠道库存放大周期波动、行业集中度仍在提升通道；3)微观：产能情况、渠道价差及治理等因素在同样的宏观和中观背景下因公司而异。通过复盘2002-18年白酒行业超额收益表现，我们发现其共性历史背景在于1)宏观层面：投资增速回升，宏观经济增速阶段性改善，企业部门利润增速改善，居民可支配收入增速提高，流动性较为宽裕；2)中观层面：渠道补库存需求增加，行业集中度提升。

◆投资策略：年初以来基本面预期修正+估值修复推动板块超额收益，当前时点公司估值普遍在合理区间，白酒行业进入中秋旺季动销观望期，重点观测茅台直营放量之后的批价表现及五粮液挺价之后的动销反馈。由于板块估值和预期未明显高估，叠加MSCI增量资金入市及增值税税率下调等潜在利好，给予白酒行业“买入”评级，重点推荐贵州茅台/五粮液/泸州老窖/洋河股份等。长周期来看，白酒是国内所有消费品行业最好的赛道之一，是最佳长期配置板块之一。

◆风险提示：经济增速放缓、物价下行、成本大幅上涨、食品安全问题等。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
600519	贵州茅台	982.52	27.71	33.18	39.44	35	30	25	买入
000858	五粮液	126.43	3.45	4.39	5.36	37	29	24	买入
000568	泸州老窖	85.10	2.36	3.17	4.01	36	27	21	买入
002304	洋河股份	129.05	5.39	6.26	7.20	24	21	18	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年7月10日

白酒：买入（首次）

分析师

张喆(执业证书编号：S0930519050003)

021-52523805

zhangzhe@ebsecn.com

叶倩瑜(执业证书编号：S0930517100003)

021-52523657

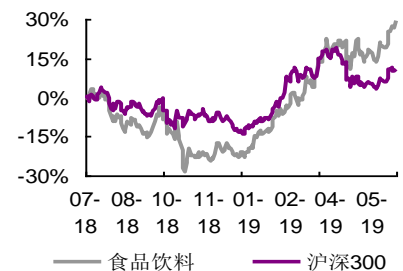
yeqianyu@ebsecn.com

周翔(执业证书编号：S0930518080002)

021-52523853

zhouxiang@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

白酒行业十年复盘之2010年——中档地产酒崛起之年-光大食品饮料行业周报 20190630

..... 2019-06-30

白酒行业十年复盘之2009年——复苏之年-光大食品饮料行业周报 20190622

..... 2019-06-22

酱油厂商在线上的差异化竞争策略-光大食品饮料行业周报 20190601

..... 2019-06-01

从DCF视角探讨海天当前的估值——光大食品饮料行业周报 20190511

..... 2019-05-14

投资聚焦

研究背景

2016年开始，食品饮料板块开启了一轮以白酒行业为主导的牛市行情。其实不仅仅是过去三年，拉长历史周期来看白酒行业的二级市场表现也体现出“牛长熊短”的特点，以2002年（茅台上市之后第一个完整年度）为回顾的起点，2002-2018年这17年间，白酒（申万行业指数）行业指数共有12个年份取得了相较于上证综指的相对收益。为什么白酒行业能够持续取得相对收益，和其他消费行业比、白酒行业具备哪些优势和特点，白酒行业的研究和投资框架如何搭建，这些问题正是本文的研究背景。

我们的创新之处

1) 基于白酒行业特殊的消费场景，我们延伸出了对白酒消费“量”和“价”两个维度的驱动因素的分拆，搭建起白酒行业的需求模型。在供给端，宏观政策、中观渠道推力及微观企业产能限制是决定白酒供给端的几大核心因素。

2) 从各个层面的驱动因子出发，希望能够搭建出白酒行业的投资框架，对于不同阶段白酒的投资机会进行前瞻性判断。宏观：经济活跃度、企业及居民的收入水平、货币及信贷政策等；中观：渠道库存情况、行业集中度等；微观：产能情况、渠道价差及公司治理等。

投资观点

白酒是国内所有消费品行业最好的赛道之一，不同于其他消费品，白酒的消费场景包括礼品消费、社交消费及投资消费等三大类，特殊的消费特性决定了行业龙头企业相对稳定的量增及无可比拟的提价能力。虽然会有一定的周期波动，但是长周期来看，量价齐升带来的收入和利润年均复合增速的良好表现是行业持续取得超额收益的核心驱动因素。

2016-2018年是第三次调整期之后的白酒行业新一轮景气周期，在景气周期初期行业去库存接近尾声，行业需求结构回升理性；同时供给侧改革、棚户区改造等一系列政策推动了企业部门和居民的消费能力提升，白酒行业迎来中观和宏观层面的双重需求刺激。但是伴随着宏观刺激因素和中观加库存动能同时边际变弱，2018年下半年开始白酒行业的景气度平稳回落，但并未出现像之前三次调整期的深度调整。同时自下而上的消费升级趋势加速，名酒的集中度仍在持续提升，展现出更稳健的增长能力。

当前时点公司估值普遍达到合理区间，在春节开门红及淡季渠道价格上挺的利好推动下，白酒行业进入旺季动销观望期，重点观测茅台直营放量之后的批价表现及五粮液提价之后的动销反馈。由于板块估值和预期未高估，叠加MSCI增量资金入市及CPI上行压力下的抗通胀效应等潜在利好，建议拉长投资周期，给予白酒行业“买入”评级，重点推荐贵州茅台/五粮液/泸州老窖/洋河股份等。

目 录

1、 历史表明白酒是一个值得长期投资的好行业	8
1.1、 白酒行业历史超额收益明显	8
1.2、 基本面是获取股价超额收益的最核心驱动因素之一	9
2、 从白酒行业供需模型解读其持续稳健成长能力	10
2.1、 需求：消费场景主导“量”+“价”	11
2.2、 供给：行业政策及产能限制为核心变量	33
3、 白酒投资框架探讨	37
3.1、 宏观：经济活跃度影响实物消费、宽松货币政策刺激金融消费	38
3.2、 中观：渠道库存放大周期波动、行业集中度仍在提升通道	41
3.3、 复盘历史验证白酒投资框架的适用性	45
4、 重点公司	47
4.1、 贵州茅台：王者茅台、龙头风范	47
4.2、 五粮液：大胆破局、红利释放	52
4.3、 泸州老窖：步步为营、品牌复兴	57
4.4、 洋河股份：脚踏实地、改革典范	62
5、 风险提示	66

图表目录

图 1：2009-2018 年申万白酒指数与上证综指的涨跌幅对比.....	8
图 2：主要白酒上市公司上市之后的股价年均复合涨幅情况.....	8
图 3：茅台上市之后的收入和利润增速变化情况.....	10
图 4：五粮液上市之后的收入和利润增速变化情况.....	10
图 5：白酒行业供需模型.....	11
图 6：从消费场景出发构建白酒行业需求模型.....	12
图 7：白酒行业近些年的产量变化.....	12
图 8：国内 GDP 增速历史上的变化情况.....	13
图 9：工业企业利润总额增速历史上的波动情况.....	13
图 10：房地产开发投资完成额历史上的波动情况.....	13
图 11：白酒景气周期下游分销体系中会出现类似牛鞭效应放大需求.....	14
图 12：白酒行业的应收科目占收入的比重同样呈现出周期性波动.....	14
图 13：2012-13 年银基集团的收入和利润下降明显.....	15
图 14：2012 年银基集团的库存大幅增加.....	15
图 15：白酒需求呈现周期性波动的归因逻辑推导图.....	15
图 16：近年来国内的人口老龄化趋势明显（单位：%）.....	16
图 17：中国现在的酒精类饮品消费结构情况.....	16
图 18：中国人均酒精消费量增速快于全球平均水平.....	17
图 19：中国人均酒精消费量远低于主要发达国家.....	17
图 20：中国的人均酒精消费量在全球范围内仍有较大提升空间.....	17
图 21：中国所在地区近年来人均酒精消费量仍有提升.....	18
图 22：2016 年人均收入水平越高人均酒精消费量越大.....	18
图 23：近年来中国的戒酒人群占比下降明显.....	18
图 24：WPR 地区在 15-19 岁人群酒精消费者占比提升.....	18
图 25：白酒目前仍是中国最主要的酒精消费品类.....	19
图 26：2001 年之后飞天茅台的出厂价格提高 5 倍.....	19
图 27：上市之后茅台的收入增速由量和价共同贡献.....	19
图 28：白酒消费能够满足马斯洛需求理论中相对高层次的需求.....	20
图 29：高档白酒的价格弹性更高提价能力更强.....	21
图 30：中低档白酒的提价能力弱于高档白酒.....	21
图 31：白酒行业在市场化竞争之后的龙头品牌变更史.....	21
图 32：1998 年山西假酒案爆发汾酒收入下滑明显.....	22
图 33：20 世纪 90 年代中期五粮液收入规模增长迅速.....	22
图 34：1998-2003 年茅台和五粮液的收入规模对比.....	23
图 35：2003 年五粮液的收入结构.....	23
图 36：2005 年茅台实现了对五粮液的净利润反超.....	23

图 37 : 2008 年飞天茅台的出厂价反超五粮液	23
图 38 : 2013 年初五粮液逆势提价之后渠道利润倒挂 (单位 : 元)	24
图 39 : 行业第三次调整期茅台实现对五粮液收入反超	24
图 40 : 2012 年后茅台与五粮液高端产品销量差距拉大	25
图 41 : 近年来茅台在收入和利润上的优势差距逐渐拉大	25
图 42 : 2012-15 年行业调整时期茅台的渠道价格体系并未出现倒挂 (单位 : 元)	26
图 43 : 2013 年以来老酒市场的规模增长迅速	26
图 44 : 2013 年老酒市场价格指数变化情况	26
图 45 : 茅台商城上年份酒进行明码标价销售	27
图 46 : 茅台的老酒收藏价格相对完善透明	27
图 47 : 构建高端白酒品牌价值的几大核心要素	28
图 48 : 全国白酒的价格带体系划分	28
图 49 : 高端白酒三大品牌近年来的销量变化情况	29
图 50 : 高端白酒的销量在行业中占比不足 1%	29
图 51 : 飞天茅台出厂价与人均可支配收入的增速对比	30
图 52 : 近年来飞天茅台价格占人均可支配收入的比重	30
图 53 : 次高端价格带白酒市场规模仍处于扩容期	30
图 54 : 以水井为例, 次高端白酒的收入增速波动性大	30
图 55 : 古井年份原浆系列的白酒收入占比逐年提升	32
图 56 : 今世缘特 A 类产品的收入占比逐年提升	32
图 57 : 不同价格带白酒的提价能力不尽相同	33
图 58 : 白酒行业的供给模型	33
图 59 : 消费税为白酒行业最主要的税种之一	34
图 60 : 消费税对于茅台的盈利能力影响相对较大	34
图 61 : 历史上来看消费税政策的调整会对白酒景气度产生影响	35
图 62 : 茅台的生产工艺流程图	36
图 63 : 近年来茅台基酒产量的变化情况	36
图 64 : 茅台五年前的基酒产量决定了当年的供应量	36
图 65 : 白酒行业供需模型	37
图 66 : 白酒行业的投资框架	38
图 67 : 白酒行业投资框架中的宏观影响因子	38
图 68 : 白酒指数历史上有过三个超额收益明显的阶段	39
图 69 : 基本面改善推动阶段内白酒指数超额收益明显	39
图 70 : 2001-2011 年 CPI 与 PPI 变化 (%)	39
图 71 : 2002-2008 年上中下游代表行业利润增速 (%)	39
图 72 : 2006-2012 年期间的信贷环境 (%)	40
图 73 : 2009-2011 年期间货币及通胀价格 (%)	40
图 74 : 2012-2018 年新增信贷/社融滚动同比增速情况	40

图 75 : 2015 年开始 PPI 回升带动工业企业利润率回升	40
图 76 : 不同白酒景气周期的 GDP 增速变化情况	41
图 77 : 不同白酒景气周期的工业企业利润增速变化情况	41
图 78 : 不同白酒景气周期的房地产投资增速变化情况	41
图 79 : 不同白酒景气周期房屋新开工面积增速变化情况	41
图 80 : 结构优化和集中度提升是当前白酒行业的发展趋势	42
图 81 : 中观层面看白酒行业的调整期表现	42
图 82 : 53 度飞天茅台的历史出厂价和一批价表现 (单位 : 元)	43
图 83 : 52 度五粮液的历史出厂价和一批价表现 (单位 : 元)	43
图 84 : 贵州茅台预收款的历史变化情况	44
图 85 : 五粮液预收款的历史变化情况	44
图 86 : 白酒行业的应收科目占收入的比重同样呈现出周期性波动	44
图 87 : 白酒行业投资框架中的中观影响因子	45
图 88 : 白酒行业超额收益表现历史复盘	46
图 89 : 不同价格带白酒的超额收益表现历史复盘	46
图 90 : 贵州茅台的股权结构 (2019 年 7 月)	47
图 91 : 贵州茅台上市之后的收入增速历史表现情况	47
图 92 : 贵州茅台上市之后的净利润增速历史表现情况	47
图 93 : 近十年来贵州茅台的收入结构变化情况	48
图 94 : 近十年来贵州茅台的毛利结构变化情况	48
图 95 : 量价齐升共同推动茅台的业绩增长	49
图 96 : 上市之后的茅台酒销量变化情况	49
图 97 : 上市之后的茅台酒基酒产量变化情况	49
图 98 : 上市之后的茅台酒销售吨价变化情况	50
图 99 : 直销渠道的销售均价高于批发经销渠道	50
图 100 : 五粮液的股权结构 (2019 年 7 月)	52
图 101 : 五粮液上市之后的收入增速历史表现情况	52
图 102 : 五粮液上市之后的净利润增速历史表现情况	52
图 103 : 近十年来五粮液的收入结构变化情况	53
图 104 : 近十年来五粮液的毛利结构变化情况	53
图 105 : 2012-15 年五粮液的出厂价和一批价表现	54
图 106 : 截止到 2019 年春糖, 普五的销售计划及完成情况	54
图 107 : 五粮液控盘分利模式下各环节设定的增值收益来源	55
图 108 : 泸州老窖的股权结构 (2019 年 7 月)	57
图 109 : 泸州老窖上市之后的收入增速历史表现情况	58
图 110 : 泸州老窖上市之后的净利润增速历史表现情况	58
图 111 : 近年来泸州老窖的收入结构变化情况	59
图 112 : 近年来泸州老窖的毛利结构变化情况	59

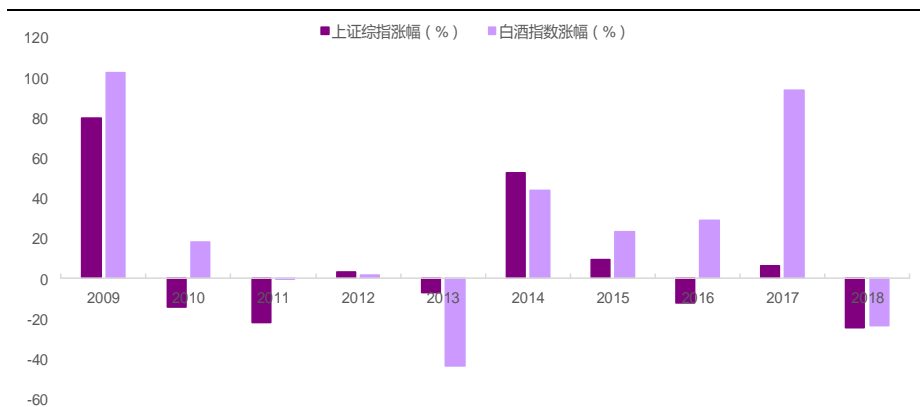
图 113：泸州老窖是 2014-18 年收入和利润年均复合增速最快的高端白酒	59
图 114：国窖 1573 的出厂价变化情况	60
图 115：国窖 1573 的销量变化情况	60
图 116：洋河股份的股权结构（2019 年 7 月）	62
图 117：洋河股份上市之后的收入增速历史表现情况	63
图 118：洋河股份上市之后的净利润增速历史表现情况	63
图 119：洋河省外市场的收入占比提升明显	64
图 120：公司销售吨价仍在稳步提升	64
表 1：白酒超额收益来源分拆	9
表 2：海天、伊利等其他食品饮料细分龙头的提价频率远不如白酒龙头	20
表 3：历年全国评酒会的获奖品牌情况	22
表 4：2012-15 年茅台年底经销商大会的量价战略	25
表 5：目前次高端价格带白酒的代表产品	31
表 6：目前中高端价格带白酒的代表产品	31
表 7：历史上白酒消费税政策的变化情况	34
表 8：不同香型的白酒生产工艺也不相同	35
表 9：贵州茅台的主要产品结构（2019 年 6 月）	48
表 10：贵州茅台业务分拆预测	50
表 11：贵州茅台财务数据和估值分析	51
表 12：贵州茅台与白酒行业估值对比	51
表 13：五粮液的主要产品结构（2019 年 6 月）	53
表 14：五粮液近期加大对系列酒品牌的整治力度	54
表 15：五粮液业务分拆预测	56
表 16：五粮液财务数据和估值分析	56
表 17：五粮液与白酒行业估值对比	57
表 18：泸州老窖的主要产品结构（2019 年 6 月）	58
表 19：2014-17 年国窖 1573 的量价政策梳理	60
表 20：泸州老窖业务分拆预测	61
表 21：泸州老窖财务数据和估值分析	61
表 22：泸州老窖与白酒行业估值对比	62
表 23：洋河股份的主要产品结构（2019 年 6 月）	63
表 24：洋河股份业务分拆预测	65
表 25：洋河股份财务数据和估值分析	65
表 26：洋河股份与白酒行业估值对比	66

1、历史表明白酒是一个值得长期投资的好行业

1.1、白酒行业历史超额收益明显

我们以 2002 年（茅台上市之后第一个完整年度）为回顾的起点，2002-2018 年这 17 年间，白酒（申万行业指数，下同）行业指数共有 12 个年份取得了相较于上证综指的相对收益，其中仅有 2002-03 年和 2012-14 年未能跑赢上证综指，在大部分时间内白酒指数大幅跑赢上证综指，相对收益最明显的是 2006-07 年及 2017 年。整体来看，2002-2018 年白酒指数上涨超 1700%，而同期的上证综指仅上涨 51.52%，长期超额收益明显。

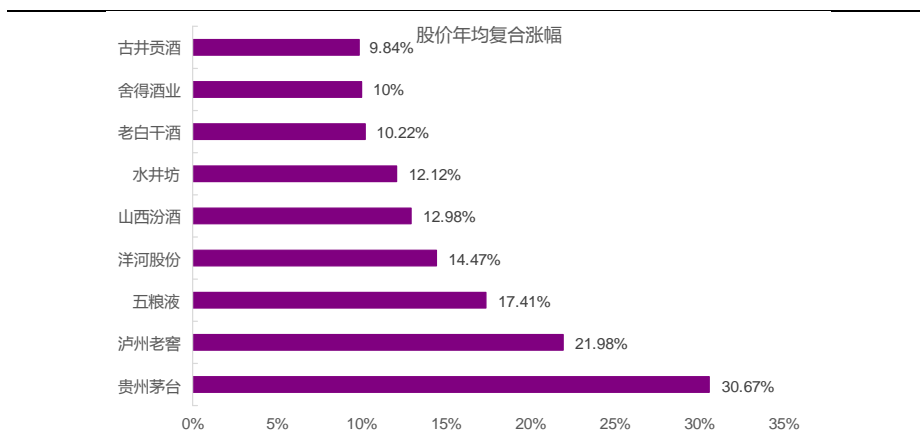
图 1：2009-2018 年申万白酒指数与上证综指的涨跌幅对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

从个股的角度，暂不考虑最近 5 年上市的次新股，贵州茅台上市之后的股价年均复合涨幅达到 30% 以上，泸州老窖和五粮液也分别达到 21.96% 和 17.41%，股价年均复合涨幅位列白酒行业的前三位。同时大部分白酒上市公司在上市之后的年均复合涨幅均在 10% 左右，考虑到白酒公司的上市时间均在 20 年左右，能达到 10% 以上的股价年均复合增幅，长周期整体的投资回报已经相当可观。

图 2：主要白酒上市公司上市之后的股价年均复合涨幅情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、基本面是获取股价超额收益的最核心驱动因素之一

在 2019 年度策略报告《行稳致远，格局为王——食品饮料超额收益那些事儿》中，我们曾对白酒板块的超额收益来源进行详细的分析：2000 年以来白酒板块相对于大盘的超额收益基本可以划分为四个片段：2000-2003 年基本同步、2004-2011 年超额收益明显、2012-2015 年深度调整、2016-2017 年再次获取明显的超额收益。在 2004-2011 年及 2016-17 年白酒相对收益明显的时期，整个行业的利润增速均出现明显改善；而在 2012-2015 年跑输大盘期间，白酒行业的利润增速也下降明显。可以说基本面是驱动白酒板块持续取得超额收益的最核心因素之一，通常情况下基本面大幅好转也会带来估值的提升从而为板块带来戴维斯双击行情。

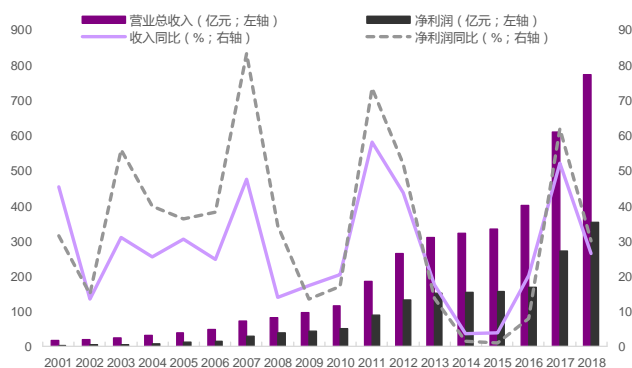
表 1：白酒超额收益来源分析

时间段	年份	白酒涨跌幅 (%)	A 股涨跌幅 (%)	白酒归母净利润增速 (%)	A 股归母净利润增速 (%)	白酒历史 PE	A 股历史 PE	估值扩张贡献 (%)	净利润相对优势贡献 (%)	超额收益	超额收益产生来源
2000-2003	2000 年	89.6	51.9	-8.7	5.0	54	68			不明显	
	2001 年	-40.8	-24.0	-27.3	-34.9	42	45	17%	12%		
	2002 年	-26.1	-18.9	-59.5	4.4	49	59	-12%	-61%		
	2003 年	-18.7	-2.8	53.3	35.4	76	39	135%	13%		
2004-2011	2004 年	6.1	-16.8	10.8	26.1	40	23	-9%	-12%	开始显现	
	2005 年	18.9	-11.5	69.4	-6.3	46	21	24%	81%		盈利驱动
	2006 年	368.6	103.9	62.8	50.4	83	39	-2%	8%		盈利驱动
	2007 年	164.9	167.2	113.6	59.5	126	49	19%	34%		周期品主导
	2008 年	-60.4	-62.8	23.4	-18.3	26	14	-33%	51%		盈利驱动，估值拖累，超额不明显
	2009 年	102.7	105.6	43.4	23.8	47	35	-23%	16%		估值扩张
	2010 年	18.0	-6.8	31.8	37.0	39	20	46%	-4%		盈利驱动
	2011 年	-0.3	-28.6	60.2	11.8	27	13	8%	43%		估值拖累
2012-2015	2012 年	2.0	4.9	54.5	0.1	16	14	-44%	54%	负	估值拖累
	2013 年	-43.6	6.3	-12.1	13.8	9	12	-38%	-23%		估值、盈利拖累
	2014 年	44.0	44.9	-17.9	5.4	18	17	42%	-22%		盈利拖累
	2015 年	23.6	35.3	10.6	-2.5	22	23	-8%	13%		盈利弱复苏，A 股风格转换
2016-2017	2016 年	29.1	-13.6	10.7	5.6	26	21	22%	5%	明显	盈利持续复苏，估值扩张
	2017 年	94.1	2.2	44.4	17.9	35	20	56%	23%		盈利得到确认，估值扩张明显
2018	2018 年	-21.9	-26.1	30.0	18.9	21	14	-19%	9%	不明显	估值拖累

资料来源：Wind，光大证券研究所注：估值扩张贡献=当年白酒板块相对 A 股估值倍数/上年白酒板块相对 A 股估值倍数，净利润相对优势贡献=(白酒板块净利润增幅+1)/(A 股净利润增幅+1)-1；数据口径选择白酒(申万)、申万 A 股，由于白酒(申万)指标 2010 年之前市盈率数据缺失，2010 年之前口径采用葡萄酒和白酒指数(wind)

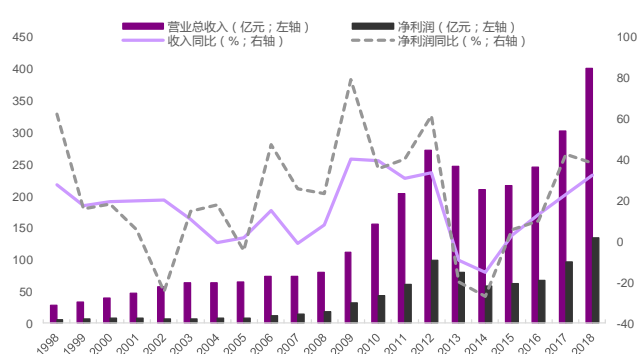
我们以龙头公司茅台和五粮液为例，2002年上市之后到2018年的最新财报，茅台的营业总收入从18.35亿提高到近772亿元、净利润从3.77亿元提高到352.04亿元，收入和净利润的年均复合增速分别为26%和33%。五粮液1999年上市，1999-2018年期间，其收入规模从33.08亿提高到400.3亿元、净利润从6.49亿元提高到133.84亿元，收入和净利润的年均复合增速也分别达到了14%和17%。

图3：茅台上市之后的收入和利润增速变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图4：五粮液上市之后的收入和利润增速变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

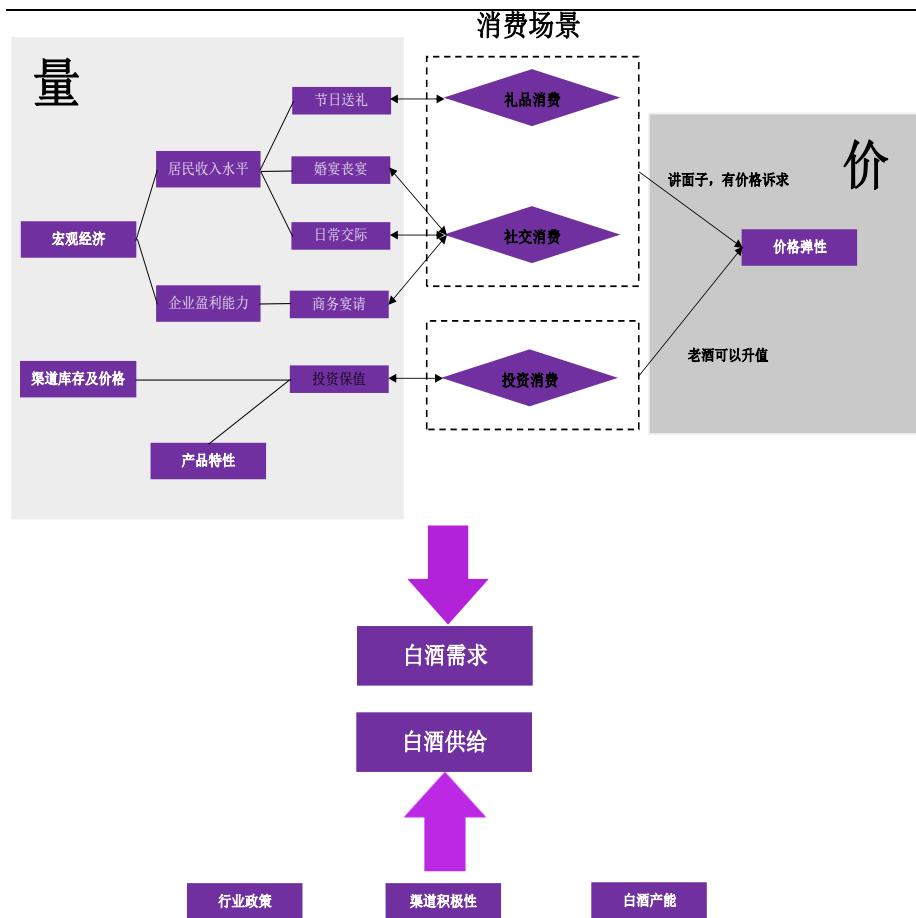
2、从白酒行业供需模型解读其持续稳健成长能力

既然基本面是驱动白酒行业持续取得超额收益的重要因素，那么对于白酒行业持续稳健能力的基本面解读是研究白酒行业的重要一环。白酒行业相对于其他消费品有什么特殊的优势？为什么优秀的白酒龙头能够获得持续的收入和利润增长？如何看待行业龙头未来的成长性？我们通过构建一个白酒行业的供需模型来解释这些问题。

需求端：从白酒的特殊消费场景引入行业需求的“量”和“价”分析。根据白酒的不同消费场景从宏观和中观两个维度构建白酒行业“量”的需求模型，而白酒相较于其他消费品特殊的消费场景同样带来白酒无可比拟的定价权，品牌力是决定其提价能力的重要因素，据此构建白酒行业“价”的研究框架。

供给端：宏观政策、中观渠道推力及微观企业产能限制是决定白酒供给端的几大核心因素。虽然白酒需求端的研究相对重要于供给，但是纵观行业发展史，白酒行业相较于其他消费品更容易受到政策等一系列因素的影响。

图 5：白酒行业供需模型



资料来源：光大证券研究所

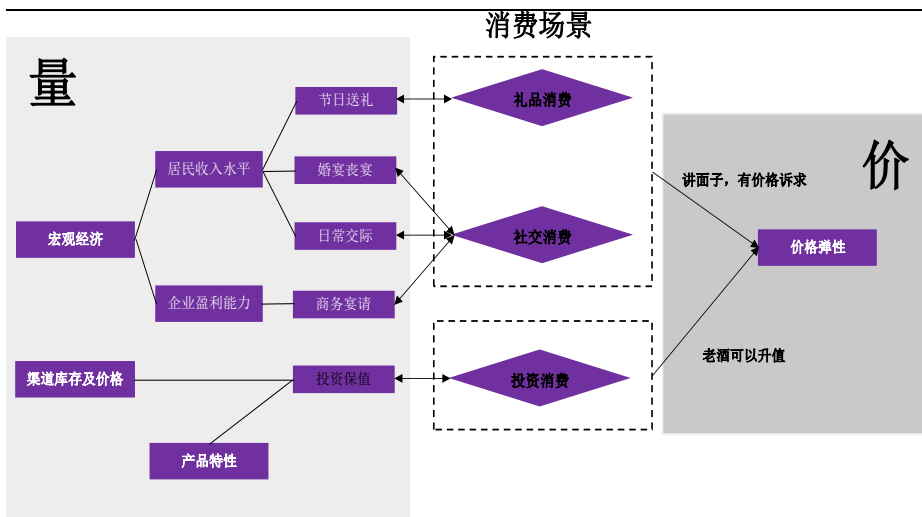
2.1、需求：消费场景主导“量”+“价”

我们构建的白酒需求模型是基于消费场景而延伸出的对白酒消费“量”和“价”两个维度的驱动因素的分拆，我们认为正是白酒消费场景和其他消费品的不同，才带来白酒行业周期波动相对更明显但长期看集中度仍有提升空间以及远超于其他消费品行业的定价能力。

中国的白酒文化源远流长、根深蒂固，不同于其他消费品以满足自身温饱为主的消费特性，白酒的消费场景中包含其特有的社交等其他属性。限制三公消费政策出台之后，白酒的政务消费需求已经被充分挤压，我们认为现阶段白酒的消费场景主要有以下几种类型：

- 1) 社交性消费：主要包括企事业单位的商务宴请、居民的日常交际及婚宴丧宴消费；
- 2) 礼品性消费：居民的节日期间或者日常求人所托时的送礼需求；
- 3) 投资性消费：白酒特别是高端白酒的保值能力带来投资需求。

图 6：从消费场景出发构建白酒行业需求模型



资料来源：光大证券研究所

2.1.1、量：周期波动性强、增量空间相对有限

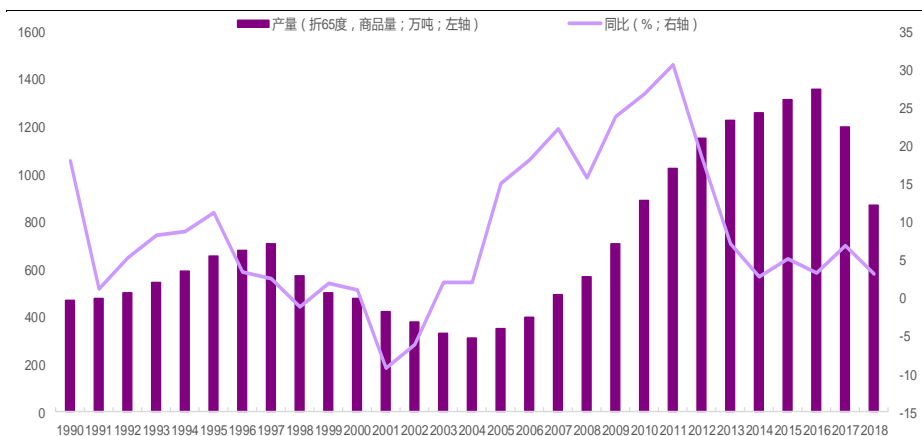
虽然我国的白酒文化历史悠久,但是白酒行业真正市场化运作是从1988年开始,到现在也仅有三十年的时间。按照国家统计局对白酒规模以上生产企业的统计数据,截止到2018年国内白酒产量约为871.2万吨,可比口径下同比小幅增长3.1%,继续保持2013年以来的个位数增长趋势。同时可以发现,国内白酒行业的产量有相对明显的周期波动,分别在1989-1992年、1998-2003年以及2012-2015年出现过三次较为明显的调整。

1) 1989-1992年: 1988年国家税务局出台《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》,直接放开13种名酒价格,名酒迎来历史上第一次大幅提价。但是1989年开始国家出台政策限制公款宴请及白酒消费,同时当时货币政策趋紧,部分产品提价过高、不少酒厂受到严重负面影响。

2) 1998-2003年: 1998年在亚洲金融危机的背景下,山西爆发假酒案;同时2001年消费税政策变化,白酒计税办法由从价定率调整为从量定额和从价定率相结合的计税办法,白酒行业迎来深度调整。

3) 2012-2015年: 2012年政府出台限制三公消费的规定,同时酒鬼酒爆出塑化剂事件,白酒行业的三公消费需求被刺破,再次迎来调整。

图 7：白酒行业近些年的产量变化



资料来源：国家统计局，光大证券研究所 注：2011年后统计口径有变化

1) 为什么白酒行业的需求量周期波动性更强?

原因一：消费场景决定白酒的消费与宏观经济相关性更强。白酒所特有的社交文化及送礼属性使白酒无论是在企业消费还是在居民消费端都和经济环境及货币政策有较强的相关性。1) 企业消费端，宏观经济增长预期较好时企业宴请活动频繁、白酒的需求较强，反之则白酒的需求较弱；2) 居民消费端，白酒作为重要的送礼和婚宴丧宴场合产品，在消费时往往夹杂面子等一系列情感附加值，白酒的单品价格要远高于其他日常消费品，和居民的实际可支配收入有较强的关系，同样容易受到经济波动的影响。而在限制三公消费政策出台前，政府部门的白酒消费同样和经济波动的相关性较强。

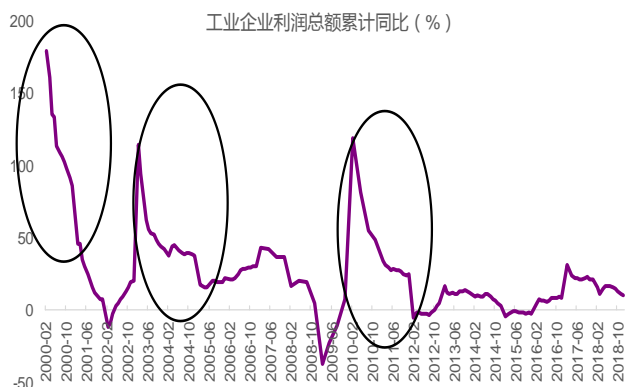
回顾白酒行业市场化之后的三次调整可以发现，**虽然历次调整都会伴随行业限制政策或者食品安全事故等黑天鹅事件，但是所处的宏观背景都具有共通性，即经济增速阶段性放缓、三驾马车之一的投资增速放缓、企业部门的利润增速回调、居民可支配收入增速下降。**以企业部门盈利能力的观测指标工业企业的利润增速为例，在 1998-2003 年以及 2012-2015 年均出现了阶段性的增速环比放缓。

图 8：国内 GDP 增速历史上的变化情况



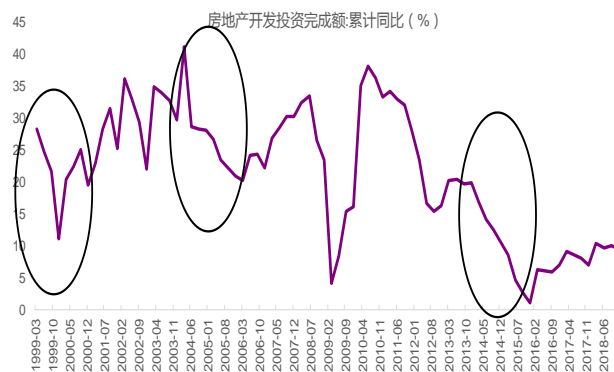
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 9：工业企业利润总额增速历史上的波动情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

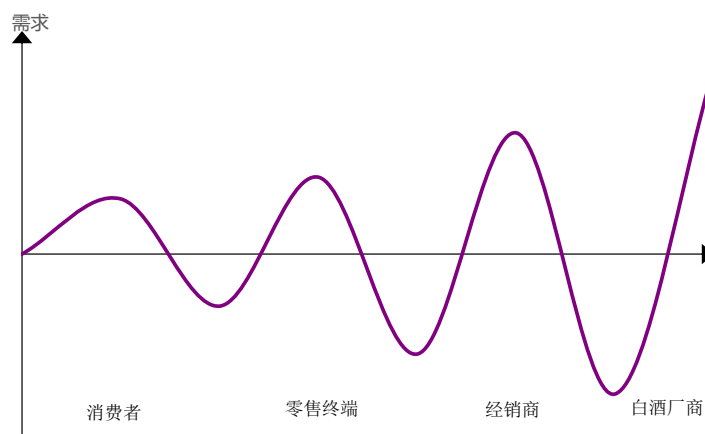
图 10：房地产开发投资完成额历史上的波动情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

原因二：白酒特别是高端白酒的保值特性刺激渠道和居民的囤积库存需求，完成行业层面的加杠杆过程。类似于经济学中的“牛鞭效应”，即供应链环节上的一种需求变异放大现象。由于白酒的生产工艺特点，白酒不仅没有保质期的限制，以酱香型白酒为代表、其储藏时间越长往往越具有升值的空间。在白酒景气周期，白酒价格处于上升通道，一方面厂商可以向经销商渠道进行压货，另一方面无论是经销商为代表的渠道端还是居民，都会有一定的囤积白酒需求，造成厂商出货口径的白酒需求被加杠杆放大。同样在白酒景气下行周期，杠杆也会被刺破，加大了白酒需求量的周期波动性。

图 11：白酒景气周期下游分销体系中会出现类似牛鞭效应放大需求



资料来源：光大证券研究所

由于渠道库存的波动而带来的白酒需求波动可以通过中微观指标去验证：首先，在白酒景气度下行周期，终端动销放缓之后经销商库存压力变大、产品周转速度变慢，经销商开始出现资金紧张。由于白酒厂商在下游供应链体系中处于强势的地位，正常情况下基本采取先款后货的方式，在经销商资金链紧张的情况下，从厂商层面可以观测到的是给经销商的信用政策在放宽，厂商报表中的应收项（应收票据+应收款项）占收入的比重在提升。我们详细统计了2002-2017年白酒行业所有上市公司的应收项占收入的比重，该比重从2003年的15.5%迅速下降到2005年的10%左右；而2012-2015年深度调整期，该指标从7.6%提高到20.4%，之后又在2016-2018年下降到12%左右。

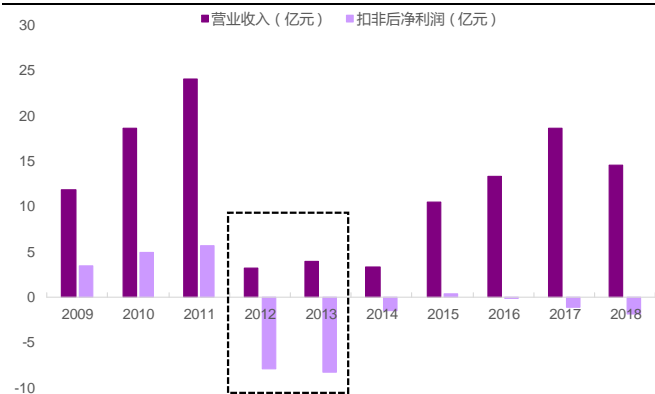
图 12：白酒行业的应收科目占收入的比重同样呈现出周期性波动



资料来源：公司公告，光大证券研究所

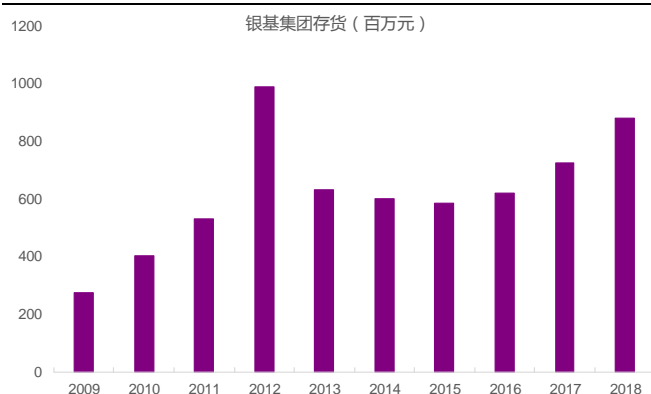
在白酒调整时期经销商层面的反应会更加迅速和明显，以经销白酒为主业的港股上市公司银基集团的财务数据为例，2012-2015年白酒调整期公司利润表中收入体量快速下降并同时出现了大幅的亏损，资产负债表中的库存也出现了快速上升。

图 13：2012-13 年银基集团的收入和利润下降明显



资料来源：公司公告，光大证券研究所

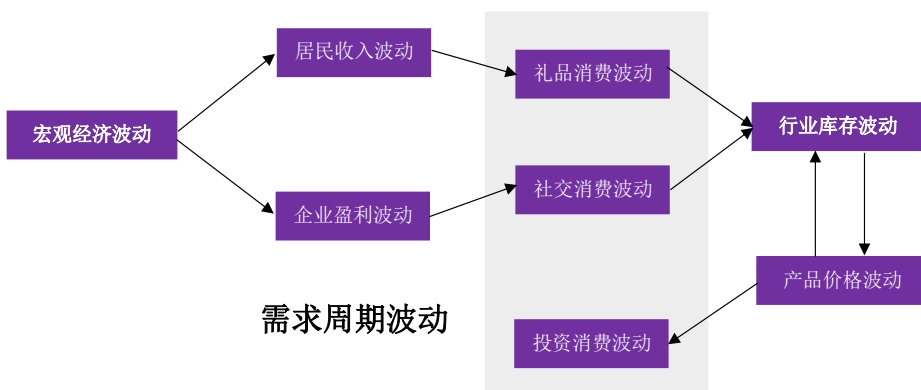
图 14：2012 年银基集团的库存大幅增加



资料来源：公司公告，光大证券研究所

综上所述，白酒特殊的消费场景及产品保值特性分别从宏观层面及行业层面刺激了白酒需求的周期性波动。宏观经济趋势向好时，无论是企业部门的盈利还是居民的可支配收入都有改善，白酒的社交消费及礼品消费需求均有推动。而白酒特殊的保值能力使得在白酒顺景气周期中，经销商和终端消费均有加库存的意愿和能力，白酒的投资需求会被进一步激发，这样行业层面的类牛鞭效应又放大了白酒的周期性波动。与之相反，在经济下行周期，企业和居民部门的盈利能力下降带来白酒社交需求和礼品需求的活跃度下降，产品价格出现下降、渠道库存开始提高之后，行业层面也会进一步去库存，白酒的需求波动同样非常明显。

图 15：白酒需求呈现周期性波动的归因逻辑推导图



资料来源：光大证券研究所

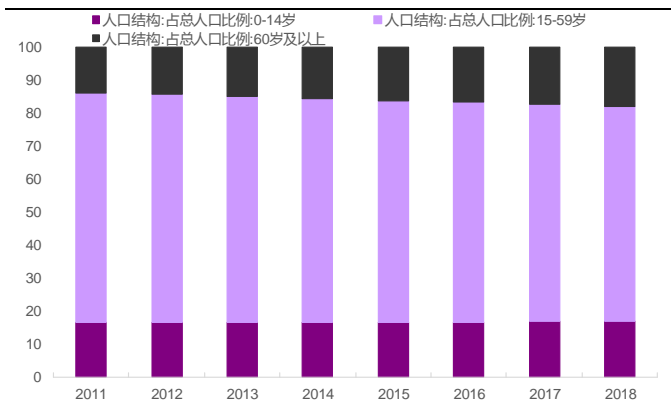
2) 白酒行业长期量增有限，但刚需属性突显

对于白酒长期需求的判断同样需要跳脱出传统的消费品研究框架：所有的消费品最终都会直面消费者，所以消费品成长空间的探讨离不开人均消费量的空间预判，而人均消费量的判断又与人口结构、消费习惯、消费能力以及是否存在潜在可替代品等一系列因素有关。近些年市场对于白酒行业长期需求空间的主要质疑也主要集中在这些维度：

(1) 人口红利边际递减且老龄化趋势明显的背景下，年轻人对白酒的认可度和接受度不如长辈，未来主力消费人群的白酒消费频次是否会下降？

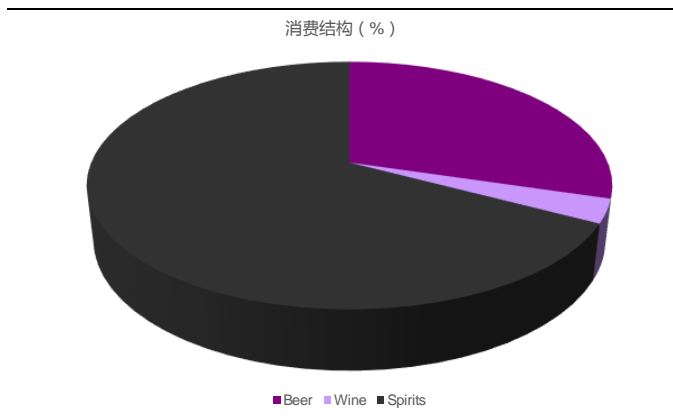
(2) 红酒、啤酒等一些低酒精类饮品是否会对白酒产生替代效应？

图 16：近年来国内的人口老龄化趋势明显（单位：%）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 17：中国现在的酒精类饮品消费结构情况



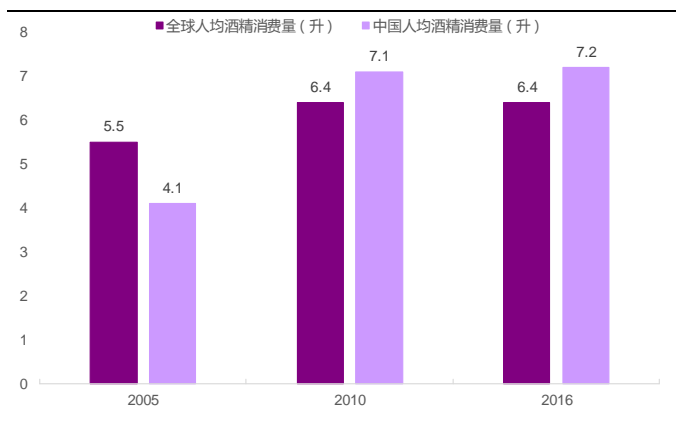
资料来源：WHO，光大证券研究所

数据显示，从人口结构上来看，60岁及以上的人口占比已经从2011年的13.7%快速提高到2018年的17.9%，伴随着人口出生率的下降，未来人口老龄化的趋势预计仍会持续。同时根据WHO的数据，目前我国的酒精类饮品消费结构中，以白酒为代表的烈酒仍占比高达67.2%，啤酒和红酒的占比分别为29.6%和3.1%（按照烈酒40度、啤酒4度、红酒8度计入来计算纯酒精量，下同），白酒仍旧是国内酒精消费的最主要构成，未来有可能面临红酒等其他品类的替代。

但是，再次从白酒的消费场景出发，白酒特殊的社交和礼品消费属性给白酒的需求带来相对独特的“刚性”，从某种意义上来说白酒是在经济发展、人际交往等一系列社会活动中所必不可少的刚需品，白酒的消费需求具备大多数消费品所没有的穿越周期的能力。

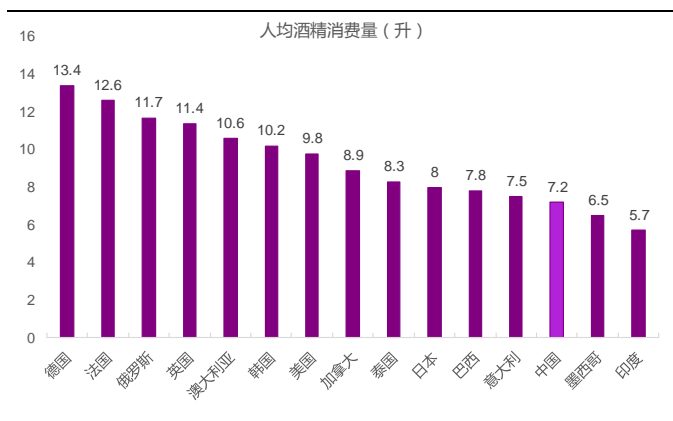
我们以世界卫生组织（WHO）2018年最新版《全球酒精与健康状况报告》的数据作为参考，报告显示2016年中国的人均酒精消费量为7.2升，相较于2005年4.1升、2010年7.1升的人均消费量仍保持增长状态。与此同时，2016年全球的人均酒精消费量为6.4升，增长速度相对缓慢。在世界范围内，中国的人均酒精消费量远低于主要的发达国家，人均酒精消费量较高的德国和法国分别达到13.4升和12.6升，中国的人均酒精消费量仍有较明显的提升空间。

图 18：中国人均酒精消费量增速快于全球平均水平



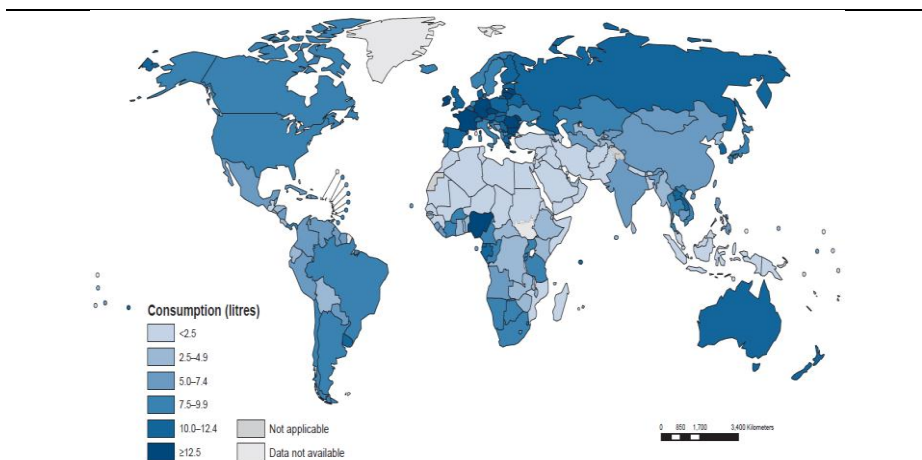
资料来源：WHO，光大证券研究所

图 19：中国人均酒精消费量远低于主要发达国家



资料来源：WHO，光大证券研究所

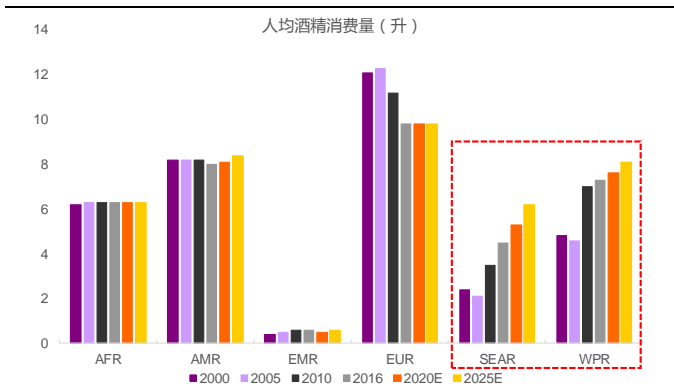
图 20：中国的人均酒精消费量在全球范围内仍有较大提升空间



资料来源：WHO，光大证券研究所

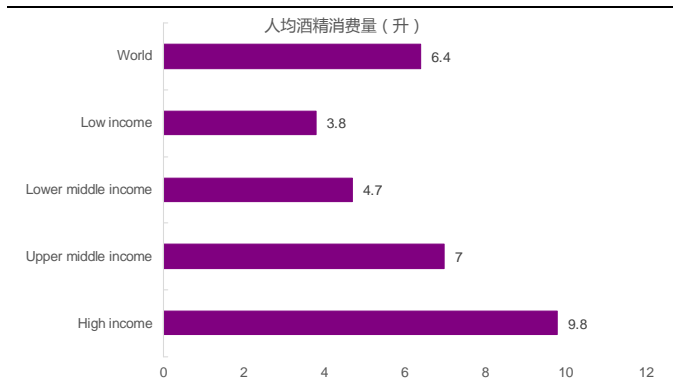
人均酒精消费量和经济发展水平有非常明显的相关关系。世界卫生组织的报告同样显示，全球范围内人均酒精消费量和经济发展水平有非常明显的相关关系。一般情况下，经济发展水平越高、速度越快，人均酒精消费量越高、戒酒人群的占比也会越低。两个数据可以说明：1) 2016 年全球人均酒精消费量为 6.4 升，高收入水平国家和中高收入水平国家的人均酒精消费量分别为 9.8 升和 7 升，远高于低收入国家(3.8 升)和中低收入国家(4.7 升)。2) 从近些年来不同区域的人均酒精消费量增长速度来看，中国所在的西太平洋地区 (Western Pacific Region、简称 WPR) 和印度所在的东南亚地区是增长最快的两大地区 (South-East Asiaregions、简称 SEAR)，其中西太平洋地区的人均酒精消费量从 2000 年的 4.8 升提高到 2016 年的 7.3 升，世界卫生组织预计到 2025 年将达到 8.1 升；东南亚地区的人均酒精消费量从 2000 年的 2.4 升提高到 2016 年的 4.5 升，世界卫生组织预计到 2025 年将达到 6.2 升。

图 21：中国所在地区近年来人均酒精消费量仍有提升



资料来源：WHO

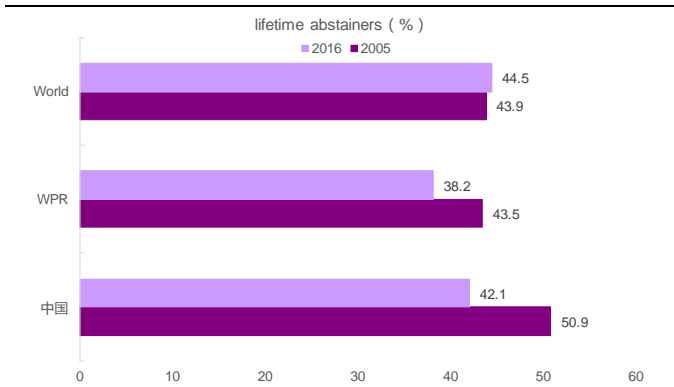
图 22：2016 年人均收入水平越高人均酒精消费量越大



资料来源：WHO

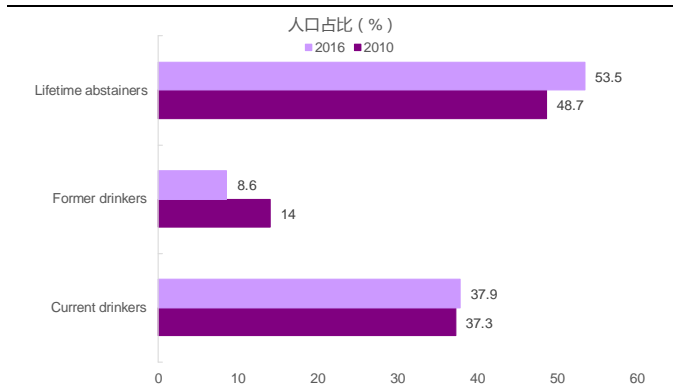
人口结构的变化对白酒消费的边际影响无需过分悲观：白酒作为经济活动中的“润滑剂”，具有一定的刚需属性，其需求和经济发展的速度有更强的相关关系。虽然人口结构以及主力消费人群的消费习惯变化势必会对白酒的消费产生一定负面影响，但是过分悲观解读是不必要的。我们同样用 WHO 的一组数据来说明：WHO 将消费者分为消费人群 (current drinkers)、前消费人群 (former drinkers) 和戒酒人群 (lifetime abstainers) 三类，2010-2016 年中国的戒酒人群占比从 50.9% 下降到 42.1%；同时在 15-19 岁之间的年轻消费群体中，中国所在的西太平洋地区酒精消费人群的占比也从 2010 年的 37.3% 小幅提高到 37.9%。

图 23：近年来中国的戒酒人群占比下降明显



资料来源：WHO，光大证券研究所

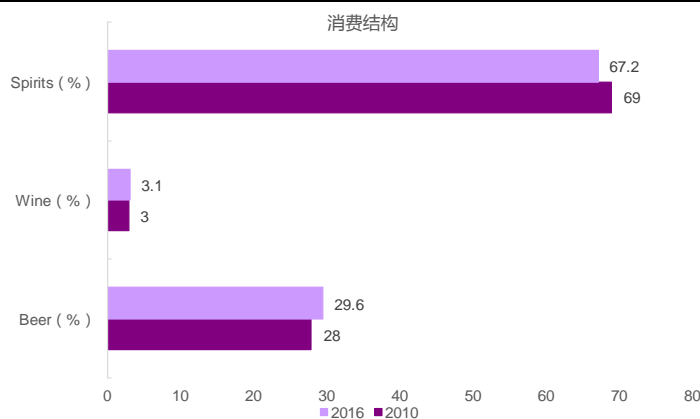
图 24：WPR 地区在 15-19 岁人群酒精消费者占比提升



资料来源：WHO，光大证券研究所

其他酒精饮品对白酒的替代作用同样不明显：对于白酒的替代品问题，数据显示以红酒和啤酒为代表的其他酒精类饮品对白酒的替代效用并不明显。2010 年以白酒为代表的烈酒消费占比为 69%，2016 年虽然略有下降，但是仍达到 67.2%，依然是目前酒精消费的最主要品类。2010-2016 年啤酒的消费占比从 28% 小幅提高到 29.6%，红酒的消费占比从 3% 小幅提高到 3.1%。

图 25：白酒目前仍是中国最主要的酒精消费品类



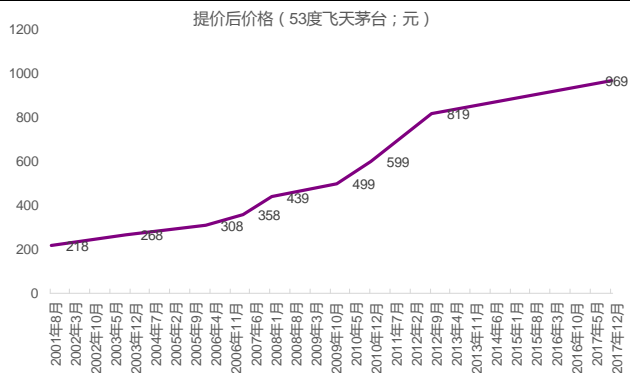
资料来源：WHO，光大证券研究所

综上所述，我们认为从传统的消费品需求研究框架出发来判断白酒的长期成长性会忽略白酒的消费特性及其在经济活动中特有的刚需属性。虽然人口结构和消费习惯的变化、可替代品的出现会在一定程度上影响白酒的边际需求，但是全球范围内来看，白酒的需求和经济发展的水平和速度等相关性更强。中国是当前经济发展速度最快的经济体之一，白酒虽然增长弹性相对有限但我们无需担心白酒的需求出现趋势性下降。

2.1.2、价：提价能力无可比拟，结构优化、集中度提升是大势所趋

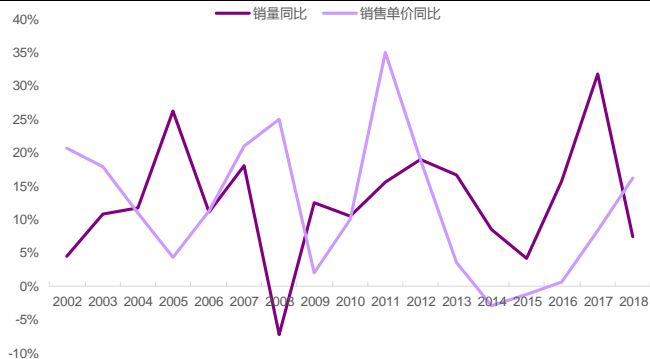
特殊的消费场景及消费属性不仅带来白酒相对刚性的消费需求，更带来其无可比拟的定价权优势：形成消费粘性之后品牌消费品公司往往具备定价权优势，这也使得品牌消费品既能够将上游原材料成本的压力顺利转移给下游消费者、保证稳定的盈利能力，又有助于其产品价格长周期内跑赢通胀指数，为收入的增长贡献价格的弹性。对于白酒而言，这种定价权优势会更加显著：无论是社交消费还是礼品消费，消费者会更倾向为高定价的高端白酒产品买单，而满足在消费过程中的潜在的除温饱之外的更高层次需求。我们以定价权最强的贵州茅台为例，2001 年开始，飞天茅台的出厂价从 178 元一路上涨到 2017 年的 969 元，年均复合增速达到 11.2%，成为上市之后收入增长的除量增之外的重要贡献因素。

图 26：2001 年之后飞天茅台的出厂价格提高 5 倍



资料来源：公司公告，光大证券研究所

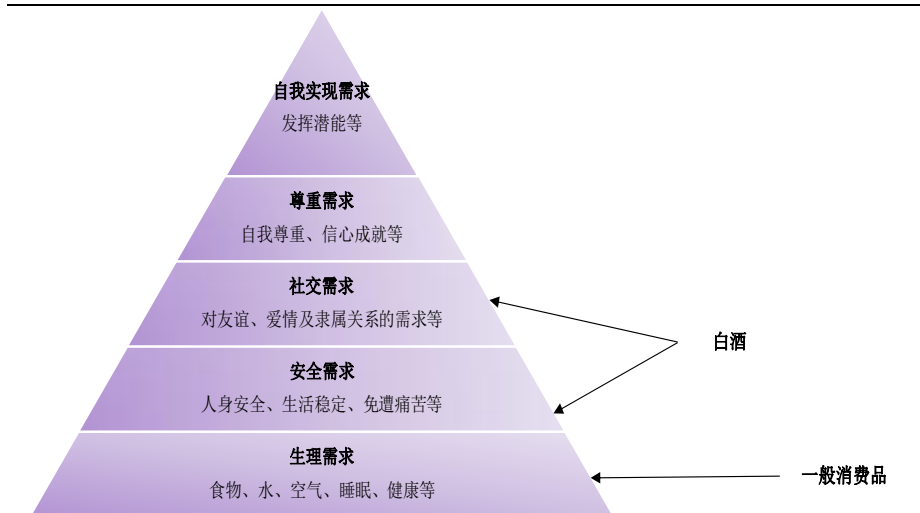
图 27：上市之后茅台的收入增速由量和价共同贡献



资料来源：公司公告，光大证券研究所

按照经典的需求层次理论，白酒能够满足更高层次的消费需求：按照经济学理论，消费者购买商品时愿意支付的价格取决于商品的边际效用，商品满足消费者的需求层次越高，消费者能接受的产品定价也越高。影响品类定价权的竞争格局、消费粘性以及潜在替代品等，归根到底都是该商品对于消费者的边际效用。对于一般消费品而言，消费者在消费过程中通常满足的只是生理需求，而白酒能够满足社交、安全等更高层次的需求，理应获得更高的产品溢价。

图 28：白酒消费能够满足马斯洛需求理论中相对高层次的需求



资料来源：光大证券研究所

横向对比来看，白酒龙头的直接提价能力远强于其他消费品细分龙头：如果与海天、伊利等其他食品饮料龙头进行横向对比，茅台无论是在提价频率还是每次的提价幅度上都优势明显。不考虑产品结构升级对于产品销售均价的拉升作用，以海天为代表的调味品龙头基本延续每两年一次的提价周期，每次的加权提价幅度都在小个位数左右；而乳业龙头伊利近年来唯一的主力常温白奶产品直接提价发生在 2013 年，至今已经有 5 年的时间未进行过直接提价。

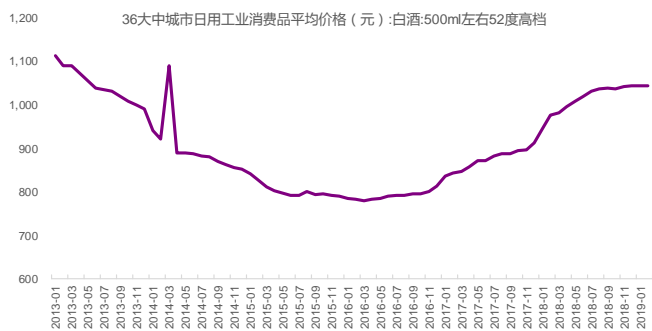
表 2：海天、伊利等其他食品饮料细分龙头的提价频率远不如白酒龙头

时间	品牌	提价事件
2012/9	海天味业	上调蚝油和调味酱产品出厂价 7%-8%
2014/12	海天味业	收入占比 60% 的产品提价 4%-5%
2016/12	海天味业	收入占比 70%-80% 的产品提价 5% 左右
2013/8	伊利股份	纯奶产品提价在 8% 至 9% 之间

资料来源：公司公告，光大证券研究所

纵向对比来看，高档白酒的提价能力远强于中低档白酒：不同品牌的白酒提价能力也不尽相同，一般而言价格带越高、品牌价值越高的白酒品牌提价能力越强。发改委对于 36 个大中城市的日常白酒消费价格数据表明，2013 年以来高端白酒的终端消费价格虽然受到限制三公消费带来的第三次白酒深度调整影响呈现出明显的周期波动，但是调整结束后其弹性也更为明显。最新的 36 个大中城市 52 度高档白酒（500ml）消费价格已经从 2016 年初的 780 元左右上涨至 2019 年初的 1040 元以上。形成较为明显对比的是，52 度中低档白酒（500ml）消费价格波动较小，2013-2019 年期间在 120-160 元区间内波动。

图 29：高档白酒的价格弹性更高提价能力更强



资料来源：国家发改委，光大证券研究所

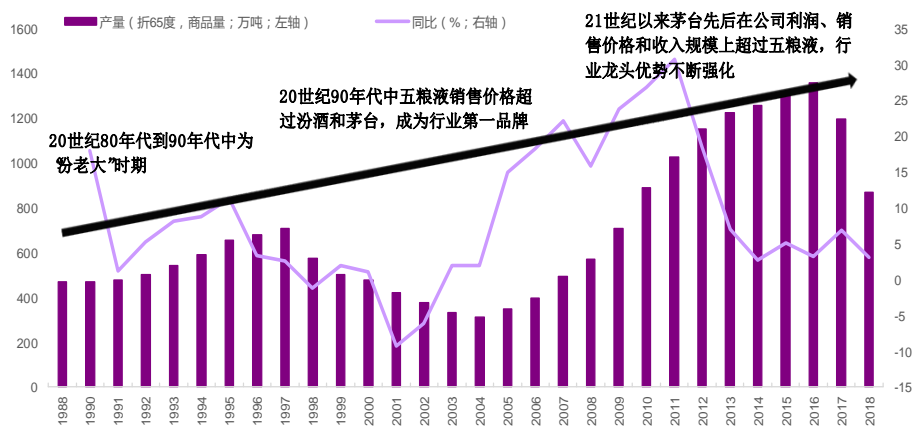
图 30：中低档白酒的提价能力弱于高档白酒



资料来源：国家发改委，光大证券研究所

终端价格是白酒品牌力的最终呈现结果，品牌力越强、消费品的产品溢价越高，终端成交价格也越高且持续提价的能力会越强。我们认为，品牌力是区分白酒终端价格表现的最核心因素，消费者愿意给白酒付出产品溢价归根到底是为白酒的品牌力在社交及送礼消费中所发挥的特殊作用买单。而品牌力护城河的维护和构造是日积月累的过程，纵观白酒行业在市场化竞争之后的发展历史，曾经先后经历过汾酒时代、五粮液时代和现在的茅台时代。我们通过复盘白酒王座的变更史，总结各大品牌在发展过程中的经验和教训，看茅台如何成为现在的白酒之王。

图 31：白酒行业在市场化竞争之后的龙头品牌变更史



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

1) 20 世纪 80 年代-90 年代初：汾酒时代。1949 年 6 月国营山西杏花村汾酒厂成立，并且在 1952 年的第一届全国评酒会中和茅台、泸州大曲、西凤酒共同获奖成为全国四大名酒。此后 1963 年和 1979 年第二届和第三届全国评酒会中汾酒再次获奖，成为清香型白酒的代表。正值改革开放之际，政府决定扩建发展全国十大名酒厂，汾酒抓住机遇于 1985 年成为全国最大的名白酒生产基地，当年产量突破 8000 吨，占当时全国 13 种名白酒产量的一半，并且从 1988 年开始连续多年位居白酒行业第一。

表 3：历年全国评酒会的获奖品牌情况

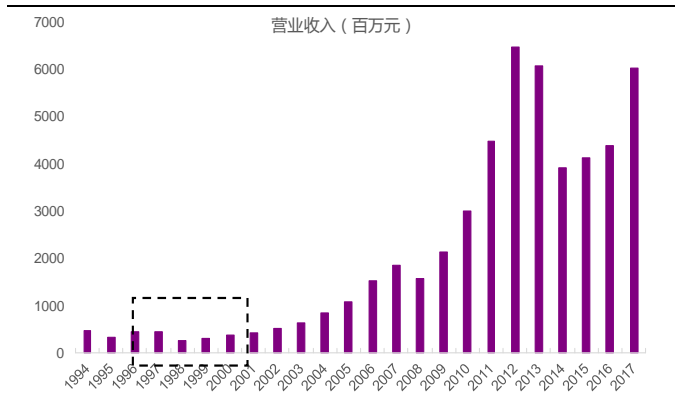
时间	届数	获奖数量	获奖品牌
1952	第一届	4	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
1963	第二届	8	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979	第三届	8	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984	第四届	13	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989	第五届	17	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：轻工业部、中国食品协会，光大证券研究所

1988 年国家税务总局发布《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》，直接放开当时 13 种名酒的价格，白酒正式进入市场化阶段，1989 年五粮液率先提价，此后汾酒也加入涨价行列。但此后政府发布《关于在国内公务活动中严禁用公款宴请和有关工作餐的规定》，严禁用公款形式购买烟酒；同时当时货币政策趋紧，产品提价过高的名酒收到严重影响，白酒行业迎来第一次调整期。调整期结束之后，部分名酒开始根据市场需求进行涨价，汾酒由于战略原因坚持不涨价，错过了发展机遇，并且逐渐脱离了高端白酒的阵营。

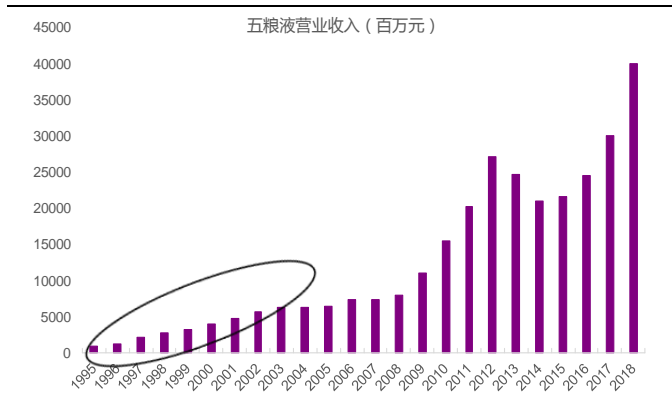
此后 1998 年爆发山西假酒案，虽然和汾酒没有任何关系，但汾酒的社会形象依然受到巨大负面冲击，从上市公司的财务数据可以看到：1998 年山西汾酒的收入规模从前一年的 4.5 亿大幅下降到 2.5 亿，此后虽然缓慢恢复但直至 2002 年才超过 1997 年的收入规模，“汾老大”的时代宣告正式终结。

图 32：1998 年山西假酒案爆发汾酒收入下滑明显



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 33：20 世纪 90 年代中期五粮液收入规模增长迅速

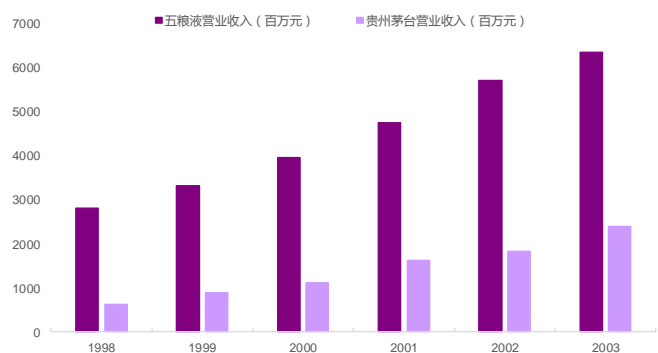


资料来源：公司公告，光大证券研究所

汾酒的得与失：汾酒的崛起得益于前三届全国评酒会连续获奖之后奠定的清香型白酒龙头地位，并在改革开放之后抓住名酒发展机遇，快速扩张产能。汾酒的势弱则是在白酒由计划经济时代向市场经济时代转变之后，由于保守的价格战略未能全面参与名酒的涨价，逐渐在消费者心中失去了高端品牌地位。同时山西假酒案的爆发对汾酒的品牌形象产生严重损害，汾酒的龙头地位一去不复返。

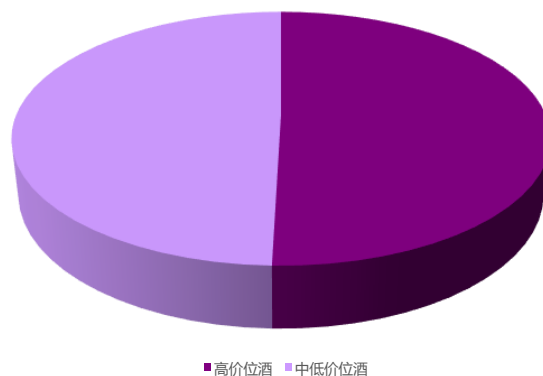
2) 20世纪90年代中期-21世纪初：五粮液时代。如果说汾酒由于未能抓住市场经济时代名酒涨价的机遇而逐渐远离高端白酒阵营，那么五粮液便是充分受益于名酒涨价时代，并且在终端价格上实现对汾酒、茅台等其他名酒的反超。在20世纪90年代中期，五粮液开始执行品牌买断模式，即利用自身过剩的生产能力与品牌号召力，为其他品牌加工生产相关产品，同时以五粮液的品牌为质量提供背书。从第一个买断运营品牌“五粮醇”开始，公司相继与不同合作伙伴开发了“金六福”、“浏阳河”、“京酒”、“老作坊”等一系列买断品牌。从20世纪90年代到21世纪初五粮液迎来了快速发展阶段，收入规模从1995年的9.15亿快速增长到2003年的63.3亿，年均收入复合增速达到27%，在行业第二次调整期逆势增长，而2003年茅台的收入规模只有24亿元。2003年五粮液63.3亿的收入中，高价位酒和中低价位酒分别贡献31.9亿和31.2亿元，几乎分别占据了半壁江山。

图 34：1998-2003 年茅台和五粮液的收入规模对比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

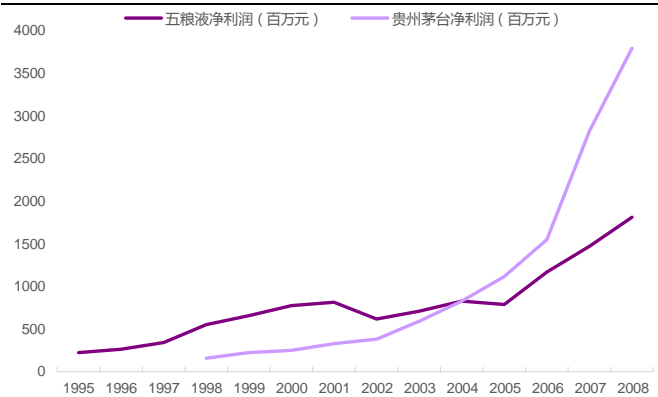
图 35：2003 年五粮液的收入结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

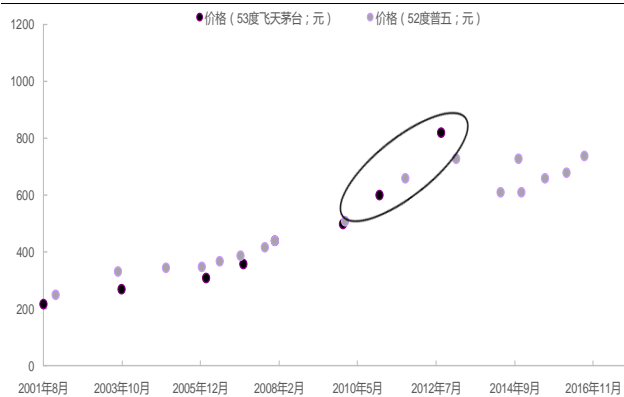
但是买断经营模式下的五粮液虽然收入规模不断壮大，但盈利能力却出现下降，2005年五粮液和茅台的收入规模分别为64.2亿和39.3亿元，然而净利润分别为7.9亿和11.2亿，茅台实现了在净利润上的反超。2008年飞天茅台的出厂价上调至439元，实现了对五粮液的反超。与此同时五粮液的主品牌价值也在不断稀释，并且在第三次白酒调整期失去行业第一把交椅。

图 36：2005 年茅台实现了对五粮液的净利润反超



资料来源：公司公告，光大证券研究所

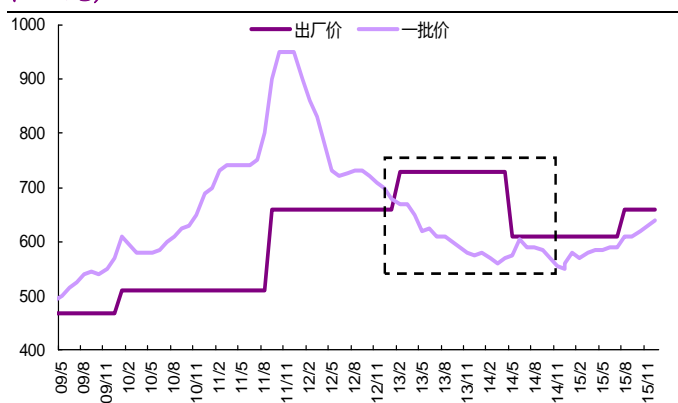
图 37：2008 年飞天茅台的出厂价反超五粮液



资料来源：公司公告，光大证券研究所

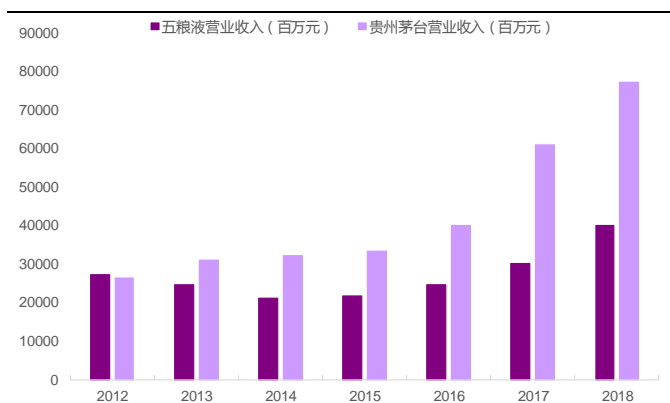
除了买断经营模式下五粮液品牌价值的不断稀释，2012-15年第三次行业调整期错误的价格策略也对五粮液的品牌力造成了极大的伤害。2012年政府出台限制三公消费的规定，高端白酒的三公需求泡沫被刺破，行业迎来深度调整。五粮液在行业调整初期逆势提价，2013年2月将普五的出厂价提高10%至725元，虽然此后公司采用提高经销商补贴比例、开发低度产品等一系列措施来保证经销商盈利，但是倒挂的渠道价格大幅伤害了经销商的积极性。此后2014年5月五粮液将普五的出厂价从725元下调至609元，经过此次一年左右时间内的价格先上调后下调，五粮液的品牌力被严重损害。反观茅台在调整期间始终坚持飞天茅台819元的出厂价格，并强制性要求经销商维护1519元/瓶的终端零售价格，通过量的控制来维护渠道利润和品牌价值。

图 38: 2013 年初五粮液逆势提价之后渠道利润倒挂(单位: 元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 39: 行业第三次调整期茅台实现对五粮液收入反超

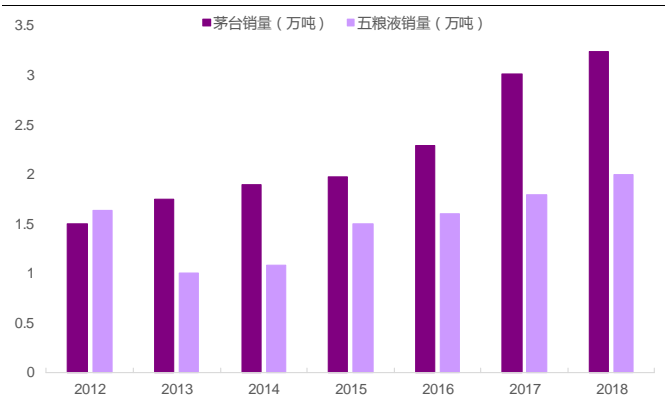


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

五粮液的得与失: 作为浓香型白酒的代表之一，五粮液在白酒市场经济初期通过提价实现在销售价格上对其他名酒的反超；同时实行品牌买断模式快速扩大了收入规模，在 20 世纪末到 21 世纪初的十年间成为行业龙头。但是品牌买断模式下公司五粮液主品牌的品牌价值被稀释，公司的盈利能力逐渐被茅台反超，在第三次行业调整时期由于错误的价格战略在和茅台的竞争中逐渐处于劣势并丧失了领先地位。

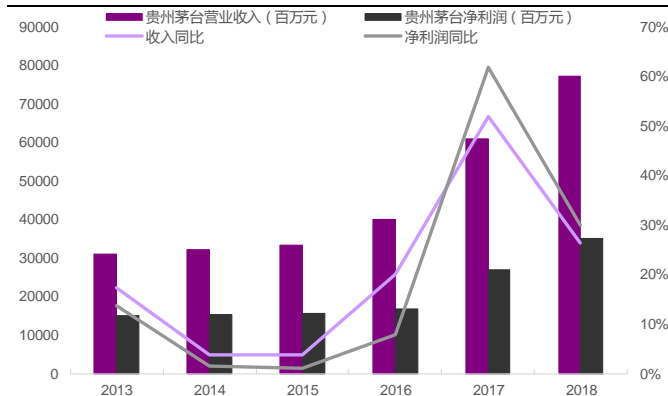
3) 21 世纪初至今: 茅台时代。 2005 年茅台净利润超过五粮液，2008 年飞天茅台的出厂价超过五粮液，2013 年茅台在收入规模及高端产品的销量上超过五粮液，茅台时代正式到来。2018 年茅台实现销售收入 772 亿，同比增长 26%；实现净利润 352 亿，同比增长 30%，和五粮液的优势差距仍在逐渐扩大。

图 40: 2012 年后茅台与五粮液高端产品销量差距拉大



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 41: 近年来茅台在收入和利润上的优势差距逐渐拉大



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2012-15 年在白酒调整期间, 五粮液价格战略上的错误执行以及前期经营买断模式下子品牌对主品牌价格的稀释给了茅台实现反超的机会。针对限制三公消费对高端白酒行业需求的重大打击, 茅台迅速做出调整: 1) 坚守价格底线: 2012 年经销商大会严格要求经销商必须坚挺茅台零售价格 1519 元, 团购价必须在 1400 元以上; 2) 控量保价: 2013 年茅台以 999 元的价格放开了代理权, 2014-15 年均确定不增加投放量, 提出“不增加销量、不增加新经销商、不降低出厂价格”的三大原则。

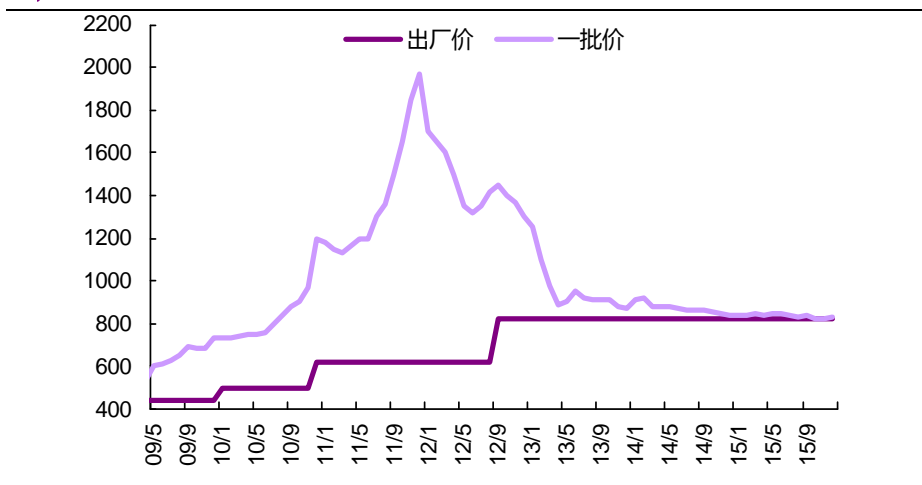
表 4: 2012-15 年茅台年底经销商大会的量价战略

时间	量价策略
2012 年	要求经销商必须坚挺茅台零售价格 1519 元, 团购价必须在 1400 元以上
2013 年	以 999 元的价格放开代理权, 十年来首次放开代理权 (按照 30 吨 999 价格打款即可换来 3 吨 819 价格的经销权, 并且开放供应给贵州酒交所、酒仙网、京东商城)
2014 年	2015 年茅台酒投放量与 2014 年持平, 绝不增量, 同时深挖“生肖”酒、个性化酒等市场的潜力, 坚持出场合同价和零售价不动摇
2015 年	不降价、不增量、不增加经销商

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

虽然 2012-15 年高端白酒的三公需求泡沫被挤压, 飞天茅台的一批价也出现大幅度的回落, 茅台坚守出厂价格的底线, 并且通过严格控量的方式消化渠道库存, 经销商的盈利空间虽然大幅度收窄, 但是并未出现渠道价格体系的倒挂。同时出厂价格的维护也进一步奠定了茅台的品牌力基础, 酱香酒龙头茅台逐步成为白酒之王。

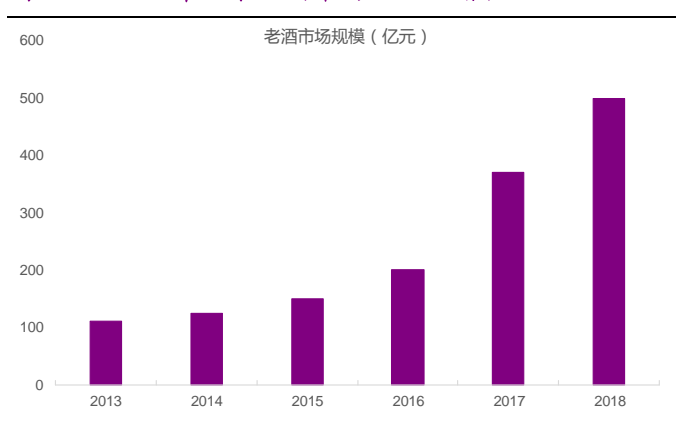
图 42：2012-15 年行业调整时期茅台的渠道价格体系并未出现倒挂（单位：元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

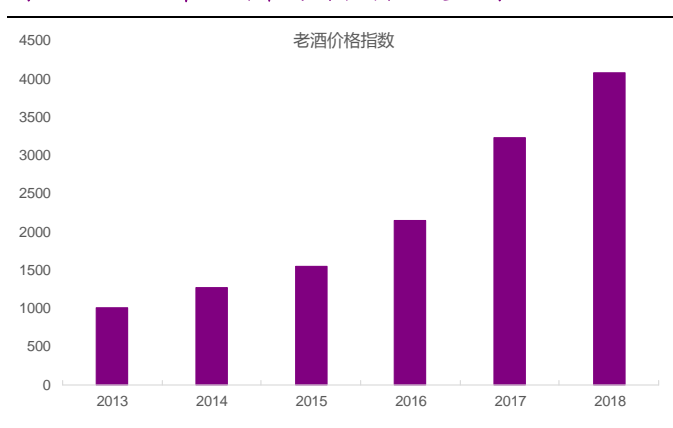
通过品牌营销提升茅台品牌价值：茅台老酒市场的维护为典型代表。除了相对合理的量价政策执行，茅台在品牌营销上也非常注重其品牌价值的维护和强化，最有代表性的便是茅台老酒市场的建立。2009 年北京荣宝拍卖公司率先组织中国名优老酒拍卖；2010 年北京歌德拍卖公司第一次举办了“中国陈年名酒专场拍卖会”；2014 年中国酒业协会成立了名酒收藏委员会，通过组织对名酒鉴定、收藏、估价、拍卖和出具权威鉴定文件证书等一系列规范和引导措施，引导老酒市场秩序。根据 2019 年中国酒业协会联合歌德盈香发布的《中国老酒市场指数》报告，2018 年国内老酒市场规模已经达到 500 亿元，老酒的购买人数也从 2013 年的 278 万人增加到 2018 年的 1068 万人。如果以 2013 年作为 1000 点的价格基数，2018 年的老酒市场指数已经达到了 4080 点，以一瓶 1991 年生产的 500ml 飞天茅台为例，2013 年时其老酒市场价格为 3100 元/瓶，2018 年在老酒市场的价格已经达到 21230 元/瓶。

图 43：2013 年以来老酒市场的规模增长迅速



资料来源：中国酒业协会，光大证券研究所

图 44：2013 年老酒市场价格指数变化情况



资料来源：中国酒业协会，光大证券研究所

茅台最早推出年份酒制度，老酒收藏价值建立最为完善：虽然年份酒和老酒的概念不尽相同，年份酒是指在基酒中添加了一定比例的特定年份老酒，而老酒是指酿造出来后经过数年正常存放的成品酒。但是无论是年份酒的推出还是老酒价格系统的搭建，茅台均走在行业前列，都进一步激发了茅台酒

的收藏价值和茅台的品牌价值。1) 年份酒：茅台是我国较早推出“年份酒”制度的公司，1997 首次包装 30 年、50 年老酒，1998 年首次包装 80 年老酒，1999 年首次包装 15 年老酒，目前 15 年、30 年、50 年、80 年四种年份酒一直在保持生产。以茅台商城上的销售价格为例，目前 15 年、30 年、50 年的销售价格分别为 4999/11999/18999 元/瓶。

图 45：茅台商城上年份酒进行明码标价销售



茅台50年份酒（53度、500ml）
销售价格：18999元/瓶

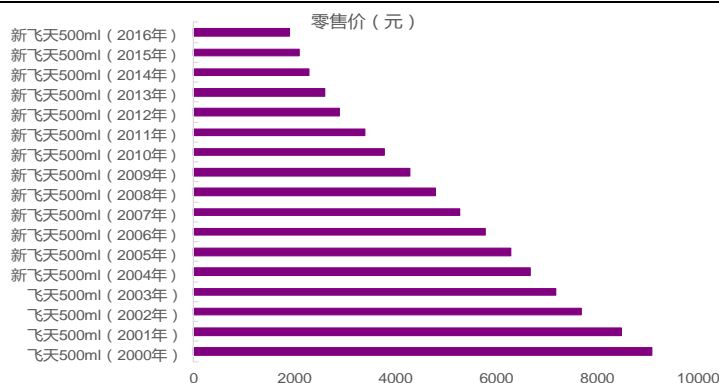
茅台30年份酒（53度、500ml）
销售价格：11999元/瓶

茅台15年份酒（53度、500ml）
销售价格：4999元/瓶

资料来源：茅台商城，光大证券研究所

2) 茅台老酒：除了年份酒制度的推行，茅台在老酒市场的价格体系建设也是所有名酒中最为完善的。茅台老酒的价格会随着存储时间的拉长而提升，而且时间越长价格提升的幅度也会越高。以 2018 年茅台销售公司对茅台老酒的零售指导价格为例，2016 年生产的 53 度飞天茅台终端指导价格为 1899 元，2012-2016 年期间生产的茅台酒存储时间每长一年、每瓶价格提升 200-300 元；而 2012 年之前的茅台老酒存储时间每长一年、每瓶价格提升 400-500 元，2000 年生产的 53 度飞天茅台终端指导价格达到 9099 元。这样相对透明的老酒价格体系能够强化茅台老酒的收藏价值，从而促进茅台品牌的品牌价值提升。

图 46：茅台的老酒收藏价格相对完善透明

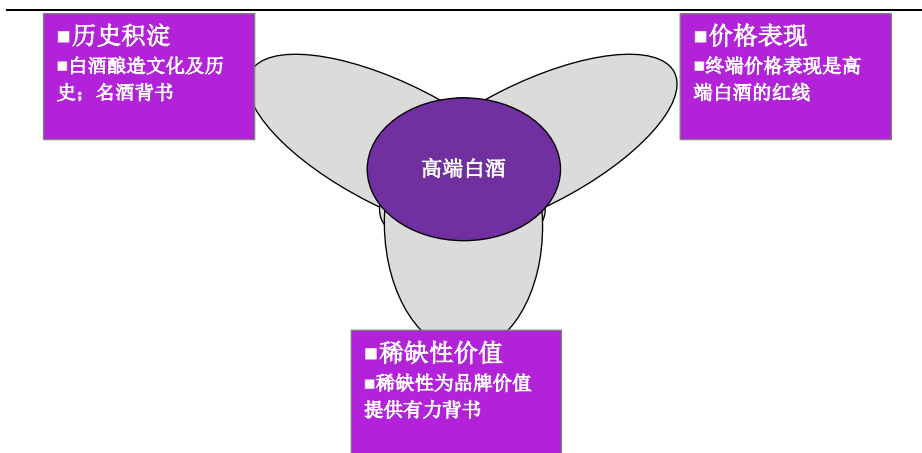


资料来源：茅台销售公司，光大证券研究所

综上所述，白酒品牌力的构造既需要历史的积淀也需要常年的维护和经营。历史的积淀和当地的酿酒文化及历史传承有关，同时新中国成立之后的五次全国评酒会也进一步强化了名酒的品牌背书，在白酒市场化运作之后提供品牌积淀。然而从第一届评酒会的四大名酒到第二、三届的八大名酒以及后两届更多的获奖品牌，茅台能够脱颖而出成为白酒之王，汾酒和五粮液也曾经历过第一品牌的年代，这和其在品牌积淀基础上抓住市场机遇的品牌运作有密不可分的关系。通过复盘白酒王座的变更史，我们认为：1) **价格是高端白酒的生命线**：消费者愿意为白酒特别是高端白酒的特殊社交属性付出

产品溢价。五粮液的崛起正是抓住了市场化运作之后名酒涨价的良机，而茅台的反超也是在行业调整期坚持价格红线不放松，给调整之后的崛起奠定基础。2) 稀缺性能够为高端白酒的品牌价值提供有力背书：消费者买单高端白酒的价格溢价背后一定蕴含着其供给的稀缺性，同时稀缺性又能催生高端白酒的收藏价值，提升其内在品牌力价值。汾酒在白酒市场化初期积极扩产，产量位居行业第一的同时也丧失了稀缺性；五粮液通过买断经营模式快速扩张其收入和市场份额，五粮液主品牌的品牌力被逐渐稀释。

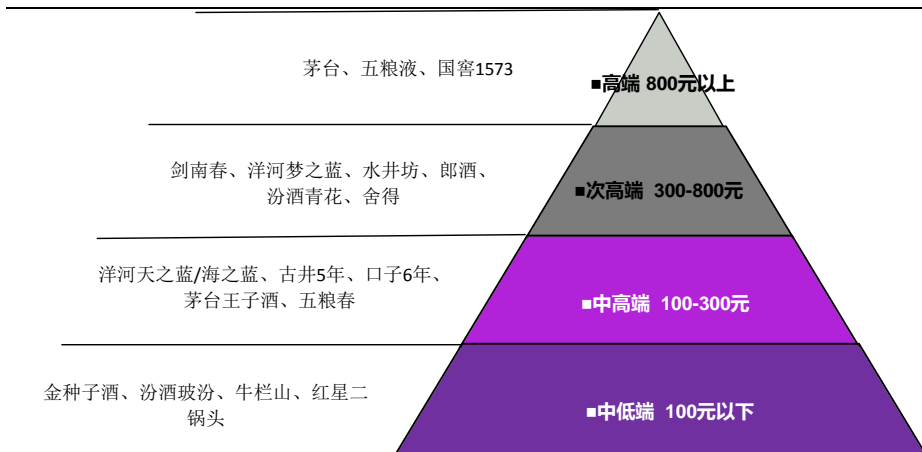
图 47：构建高端白酒品牌价值的几大核心要素



资料来源：光大证券研究所

白酒行业价格带鲜明，不同价格带的竞争格局也不尽相同：正是由于白酒品牌价值的打造是日积月累的过程，同时消费者愿意给白酒付出产品溢价归根到底是为白酒的特定品牌力在社交及送礼消费中所发挥的特殊作用买单，白酒行业形成了比其他消费品行业更鲜明的产品价格带体系。以主力产品的终端销售价格为划分标准，单瓶在 800 元以上为高端白酒、300-800 元之间为次高端白酒、100-300 元之间为中高端白酒、100 元以下为中低端白酒。目前高档白酒主要为茅台、五粮液以及国窖 1573 三大品牌；次高端价格带以剑南春、洋河梦之蓝、水井坊、郎酒、汾酒青花、舍得等为代表；中高端价格带以地产酒主力产品洋河海之蓝、天之蓝、古井年份原浆 5 年、口子窖 6 年以及高端白酒系列酒茅台王子酒、五粮春、老窖特曲等；中低端白酒以金种子、汾酒玻汾、牛栏山等品牌为主。

图 48：全国白酒的价格带体系划分

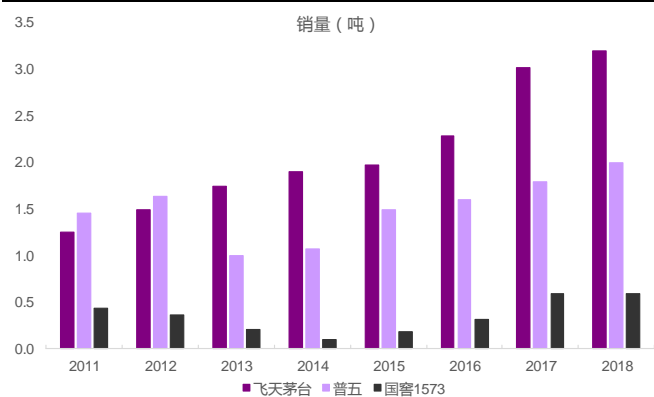


资料来源：光大证券研究所

1) 高端白酒：格局清晰且集中度高，销量占比仍在提升通道。在白酒各大价格带中，高端白酒的竞争格局最清晰且集中度最高，三大品牌茅台、五粮液及国窖 1573 手握高端白酒的三张入场券，其余品牌虽有战略性高端产品布局（如水井坊菁翠、洋河梦 9 及手工班、郎酒青花郎、酒鬼内参等），但绝对体量很小。2011-18 年三大品牌的销量合计从 3.2 万吨提高到 5.8 万吨，年均复合增速超 9%，如果从 2015 年行业调整期结束开始计算，2015-18 年的销量年均复合增速达到 16.5%。不仅增长明显，高端白酒的销量行业占比（折 65 度）持续扩大，并超过 0.5%。

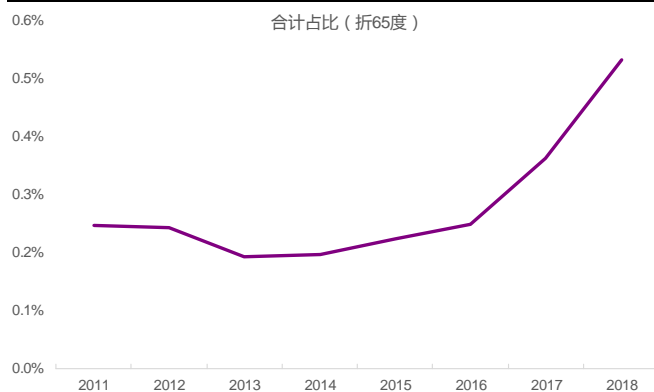
相较于其他白酒，高端白酒的社交和礼品属性更强，和经济活动的活跃程度关联性更强，我们认为随着经济的发展及高端白酒存储价值的逐步开发，高端白酒的销量占比仍会处于提升通道。但是正如前文所述，品牌力的积淀绝非一蹴而就，每次行业调整期总会有品牌脱离高端白酒阵营，在景气周期想要再获高端白酒的入场券仍相对困难。在高端白酒在整个行业销量比重提升的背景下，茅台、五粮液及国窖 1573 三大品牌有机会充分受益于价格带需求的扩容，增长最为确定。

图 49：高端白酒三大品牌近年来的销量变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

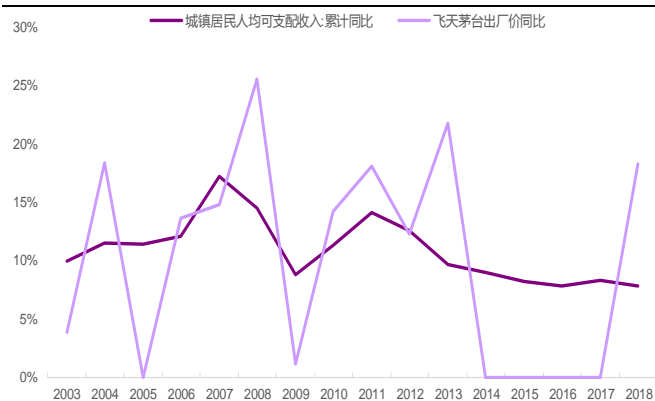
图 50：高端白酒的销量在行业中占比不足 1%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

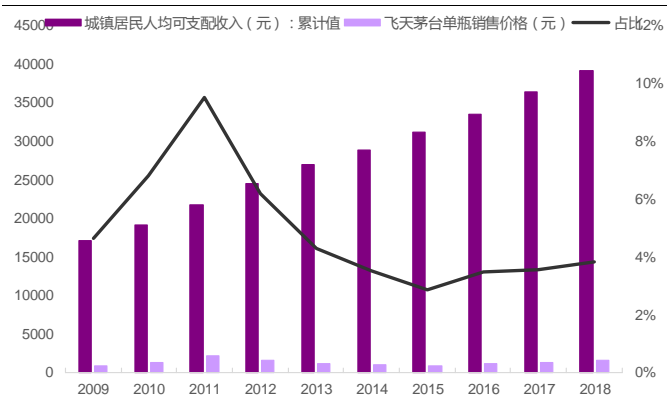
长周期看，茅台的出厂价格提高或与居民消费能力的提升同步：同样，高端白酒的提价能力最强，未来有望和经济发展的速度及居民消费能力提升的速度保持同步。我们以飞天茅台的出厂价格与城镇居民人均可支配收入的增速进行对比，2002-2008 年两者基本同步，年均复合增速分别为 11.9% 和 12.5%；2009-2012 年三公消费被充分挖掘，飞天茅台的出厂价格的年均复合增速达到了 14.8%，而同期的城镇居民人均可支配收入年均复合增速为 12.7%，如果考虑飞天茅台在这个时期的终端价格泡沫，终端销售价格的年均复合增速更加明显；2013 年至今，城镇居民可支配收入增速为 7.8%，而飞天茅台仅有一次提价，出厂价年均复合增速为 3.4%。如果不考虑期间的周期波动，2009-2018 年飞天茅台的出厂价格与城镇居民人均可支配收入的年均复合增速分别为 9.1% 和 9.6%，基本保持同步。因此，我们认为长周期来看，飞天茅台的出厂价格有望与城镇居民人均可支配收入的提升同步，五粮液和国窖 1573 也会充分受益于飞天茅台的价格提升。

图 51：飞天茅台出厂价与人均可支配收入的增速对比



资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所

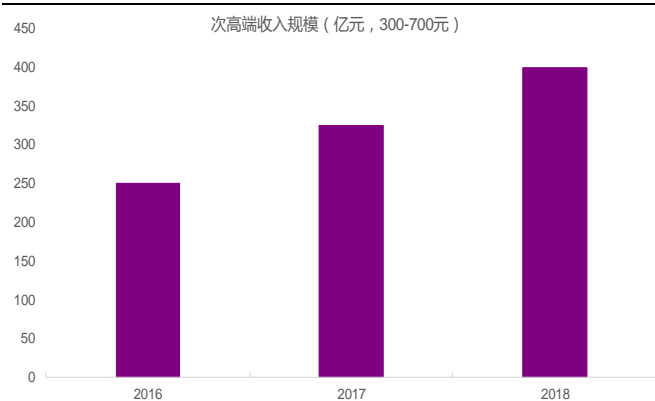
图 52：近年来飞天茅台价格占人均可支配收入的比重



资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所

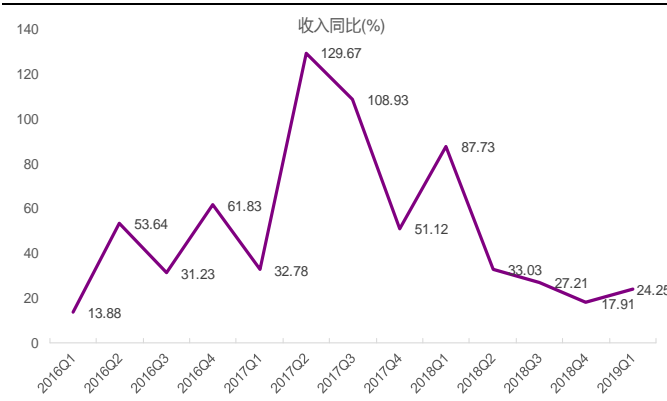
2) 次高端白酒：长期受益于消费升级，集中度仍有较大提升空间。次高端价格带（此处为 300-700 元统计口径）在 2016-18 年经历了相对较快的增长，出厂口径市场规模从 2016 年的 250 亿元增长到 2018 年 400 亿元左右。次高端白酒的主要消费场景有两类：1) 普通居民包括喜宴在内的宴请需求；2) 中小型企业的商务宴请需求。从次高端价格带的增长驱动因素来看，一方面居民可支配收入提高带来的消费升级需求在提升，特别是在经济较发达地区的喜宴场景，300-500 元价格带的产品已经成为消费主力。另一方面，次高端价格带白酒产品在部分地区的中小型企业商务宴请中也扮演着重要角色，因此次高端白酒的需求也和经济环境相关，但是次高端白酒的消费粘性不如高端白酒，受经济波动的影响更大。

图 53：次高端价格带白酒市场规模仍处于扩容期



资料来源：微酒，光大证券研究所

图 54：以水井为例，次高端白酒的收入增速波动性大



资料来源：公司公告，光大证券研究所

在竞争格局方面，不同于高端白酒茅台、五粮液和国窖 1573 绝对主导的竞争格局，次高端价格带仍相对分散。现在全国主流的次高端白酒主要包括三类：1) 以剑南春、郎酒和水井为代表的全国市场品牌，其中剑南春的品牌影响力在全国范围内最强，水井等品牌在第三轮白酒深度调整之前的主流价格带定位于高端，行业调整期价格带下移，目前没有基地消费市场；2) 以洋河梦之蓝系列、汾酒青花系列和古井年份原浆 16 年/20 年等为代表的地产白酒的次高端价格带产品，此类品类均有强势的基地市场，并且在基地市场的产品结构从中高端逐步过渡到次高端。从收入绝对体量上来说，剑南春和洋河梦系列占比相对较高，其余品牌相对较为分散。3) 高端白酒品牌的次高端价格带产品，以低度五粮液和老窖特曲 60 为代表。

表 5：目前次高端价格带白酒的代表产品

定位	品牌	代表产品
全国市场品牌	剑南春	52 度水晶剑
	水井坊	井台瓶、臻酿八号
	郎酒	红花郎 10 年、红花郎 15 年
	舍得	品味舍得
高端品牌	五粮液	39 度/45 度五粮液
	泸州老窖	特曲 60
区域市场品牌	洋河	梦之蓝系列
	汾酒	青花系列
	古井	年份原浆 16 年/20 年
	口子窖	口子 10 年/20 年
	今世缘	国缘四开

资料来源：公开资料整理，光大证券研究所

次高端具备提价能力，但是提价幅度及公司的受益程度弱于高端品牌：由于次高端品牌在一定区域或者消费场合内同样扮演着社交及面子消费功能，因此次高端价格带的白酒同样具备一定的提价能力。在 2016-17 年的白酒景气周期内，由于次高端价格带自身定位等特点，其市场规模快速扩容，在高端白酒价格带拉升的情况下，主流次高端品类剑南春、水井坊、洋河梦之蓝、汾酒青花系列等均进行了产品的提价。但是次高端价格带的竞争格局相对分散而且主流产品的经销商均面临盈利能力相对有限的问题，厂商提价之后通常以货补、费用支持等方式返回终端网点及经销商，因此次高端白酒提价对于厂商的受益程度同样弱于高端白酒。

2) 中高端白酒：地产酒主流价格带产品，增量有限但集中度仍可提升。中高端白酒（100-300 元）是居民日常消费的主流价格带，也承担一部分居民宴请消费的功能，基本很少出现在企业商务宴请的场合。目前白酒行业的中高端白酒主要包括两种类型：（1）地产白酒的主力产品，以洋河的天之蓝和海之蓝系列、古井的年份原浆 5 年、口子窖 6 年等为代表；（2）高端及次高端白酒的系列酒或者低端品牌，如五粮春、老窖窖龄酒系列、郎酒特曲等。全国范围内看，洋河的天之蓝和海之蓝系列是在这个价格带市场占有率最高的品牌之一。

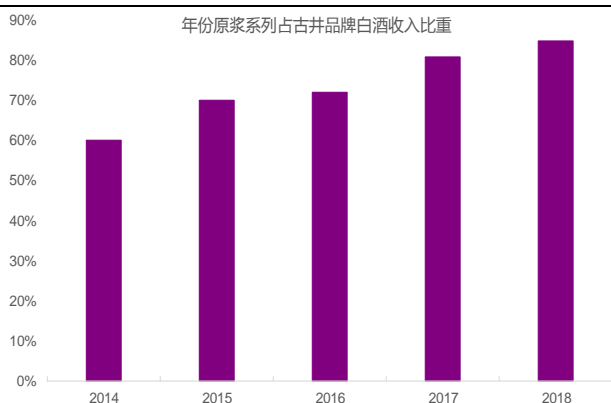
表 6：目前中高端价格带白酒的代表产品

定位	品牌	代表产品
次高端品牌	郎酒	郎酒特曲
	舍得	沱牌特曲
高端品牌	五粮液	五粮春/五粮醇
	泸州老窖	窖龄酒/特曲
区域市场品牌	洋河	天之蓝/海之蓝系列
	汾酒	老白汾系列
	古井	年份原浆 8 年/5 年
	口子窖	口子 6 年/5 年
	今世缘	国缘对开、国缘单开

资料来源：公开资料整理，光大证券研究所

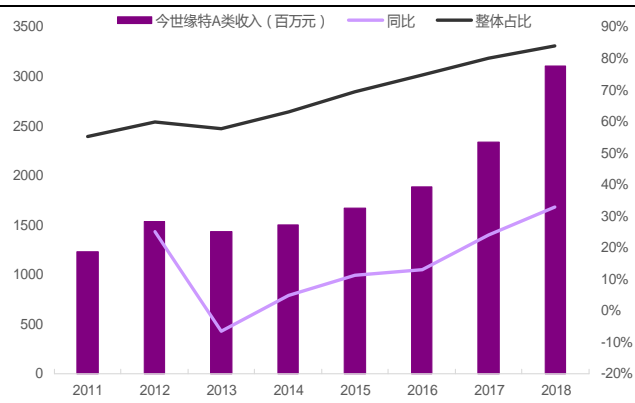
地产酒品牌向次高端价格带过度或成常态：由于中高端价格带白酒以居民日常消费或者宴请消费为主，因此当地居民的消费升级是驱动整个价格带白酒规模扩张的核心因素。伴随着居民消费能力的提高，地产酒的主流产品已经慢慢开始由中高端产品向次高端价格带过度，未来中高端白酒的市场份额增量相对有限。以古井贡酒为例，安徽省内已经基本完成年份原浆品牌系列对古井贡酒系列的升级替代，在此基础上主力产品从定位 100-150 价格带的年份原浆 5 年和献礼版向定位 300 元左右的年份原浆 8 年以及价格更高的年份原浆 16 年和 20 年产品，目前年份原浆 8 年以上的产品已经成为安徽省内最主要的增长动力。在品牌建设上，未来也会着重在 300 元以上价格带树立年份原浆的品牌，而在 300 元以下逐渐淡化年份原浆的品牌。

图 55：古井年份原浆系列的白酒收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

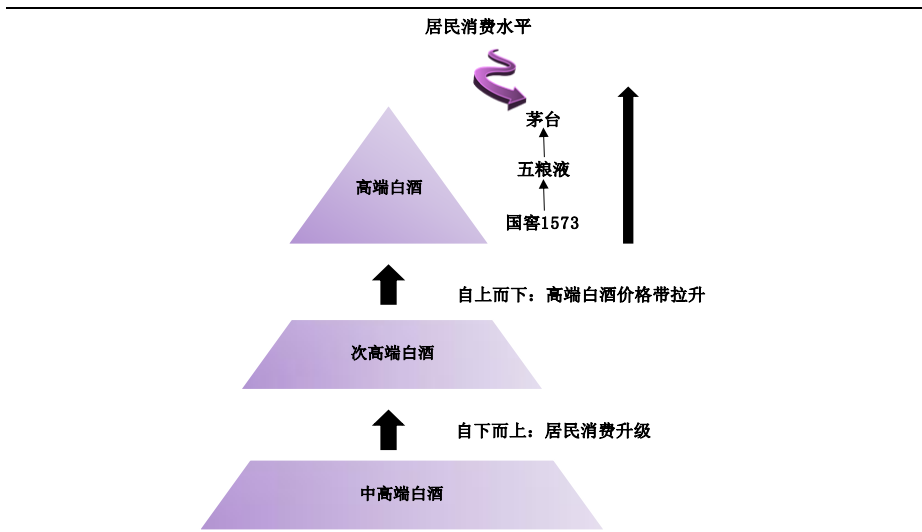
图 56：今世缘特 A 类产品的收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

综上所述，特殊的消费场景及消费属性带来白酒尤其是高端白酒无可比拟的定价权优势，因为无论是社交消费还是礼品消费，白酒能够满足除温饱需求之外的潜在更高层次的需求。同时，我们认为终端价格是白酒品牌力的最终呈现结果，纵观白酒第一品牌变更史，品牌力的维护既需要历史的积淀也需要正确的战略执行和品牌宣传。白酒的品牌力越强、消费者愿意付出的产品溢价越高，终端成交价格也越高且持续提价的能力会越强，这也就造成了白酒行业形成比其他消费品更为鲜明的价格带体系。分价格带来看，1) 高端白酒的提价能力更强，虽然需求的周期波动造成高端白酒的提价能力会有波动，但是长周期来看高端第一品牌茅台的出厂价格提升趋势或与居民消费能力的提升同步，五粮液和国窖 1573 也会充分受益于茅台的价格上涨；2) 次高端价格带白酒的提价能力仅次于高端白酒，同时依赖于高端价格带白酒价格提升后打开空间，但是次高端价格带相对分散的市场格局使得提价后对于酒厂的业绩贡献程度弱于高端白酒；3) 中高端白酒的提价能力相对落后，在消费升级的趋势下，地产酒的主流产品已经慢慢开始由中高端产品向次高端价格带过度，未来通过结构的提升实现出厂价的提高或许是比直接提价更常见的方式。

图 57：不同价格带白酒的提价能力不尽相同



资料来源：光大证券研究所

2.2、供给：行业政策及产能限制为核心变量

消费品研究框架中需求的预判通常会优先于供给层面的推断，对于白酒行业亦是如此，在市场化竞争中如何把产品推向消费者是决定行业及行业内企业成长性的核心因素。但是因为白酒市场化运作时间相对较短且是高赋税行业、白酒的生产周期较长，造成白酒容易受到行业政策及自身产能限制的影响；同时结合需求模型中讨论的库存周期，渠道的积极性同样会对白酒的供给产生影响。因此，我们从宏观行业政策、中观渠道推力及微观企业产能限制几大方面来构建白酒的供给模型。中观的渠道推力我们在需求模型中已经进行了解释，因此在供给模型中我们主要对行业政策及产能限制的影响进行详细的阐述。

图 58：白酒行业的供给模型

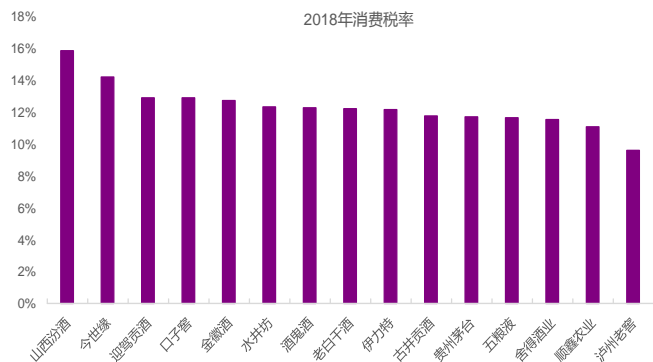


资料来源：光大证券研究所

1) 宏观行业政策：消费税政策为主要的影响因素之一。在行业政策方面，市场化运作之后消费税政策的调整对于白酒企业的盈利能力以及行业的景气度有较大的影响。白酒行业的消费税采用从量定额和从价定率相结合的计税办法，是白酒行业最主要的税种之一。以最新披露的年度财报为数据来源，主要白酒上市公司的消费税/收入的比重均在 10%以上，其中占比最高的山西汾酒接近 17%。以贵州茅台 2018 年财报为例，2018 年茅台的销售

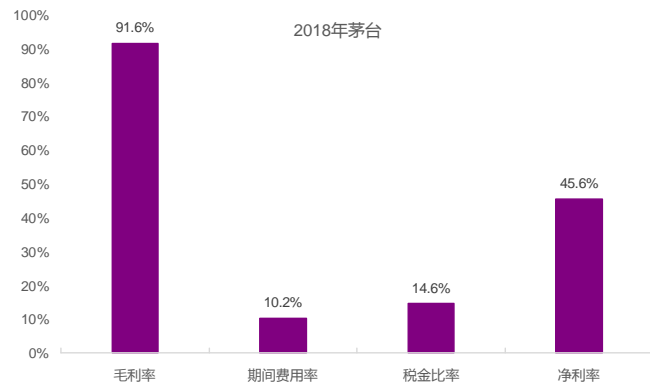
毛利率和净利率分别为 91.6%和 45.6%，期间费用率为 10.2%、销售税金比率为 14.6%，销售税金的变化对利润的影响程度高于期间费用，而销售税金中消费税的占比接近 80%。

图 59：消费税为白酒行业最主要的税种之一



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 60：消费税对于茅台的盈利能力影响相对较大



资料来源：公司公告，光大证券研究所

白酒市场化运作之后，其消费税的征收政策也在不断变化和完善，也是不断趋严的过程。变化主要体现在：1) 计税方式：从 1993 年开始白酒消费税实行从价定率征收，并且区分了粮食类白酒和薯类白酒的税率，2001 年开始粮食白酒、薯类白酒计税办法由从价定率调整为从量定额和从价定率相结合的计税办法，并一直沿用至今。2) 征收税率：1993 年粮食白酒、薯类白酒分别采用 25%和 15%的区分税率征收，2001 年计税方式变化之后从价定率的征收比率未变、新增粮食及薯类白酒 0.5 元/500g 的从量定额计税方式。2004 年取消了粮食白酒和薯类白酒的差别税率、改为 20%的统一税率，每斤白酒 0.5 元的从量定额税率不变。3) 征收环节：2005 年开始，对设立销售公司的白酒生产企业核定消费税最低计税价格，2009 年和 2017 年分别对委托加工收回的白酒销售给销售单位及设立多级销售单位的行为核定最低计税价格。

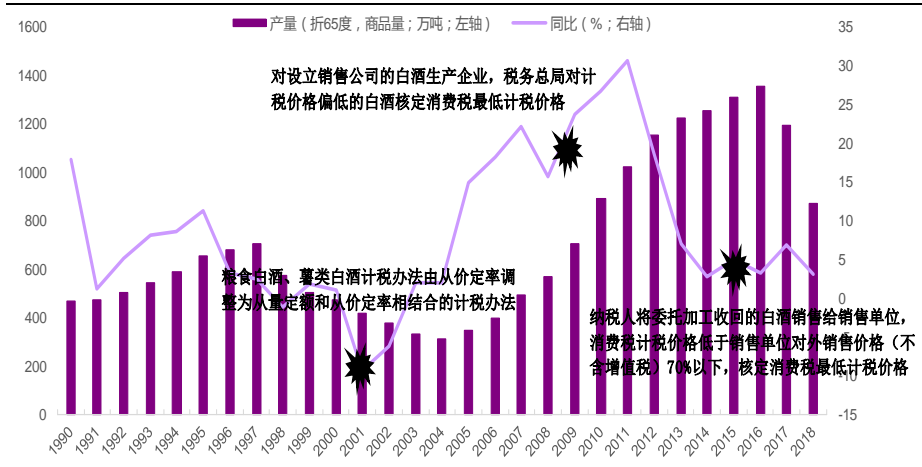
表 7：历史上白酒消费税政策的变化情况

时间	相关消费税政策
1993 年	发布《中华人民共和国消费税暂行条例实施细则》，白酒实行从价定率征收、区分粮食类白酒税率（25%）和薯类白酒税率（15%）
2001 年	财政部、国家税务总局下发关于调整酒类产品消费税政策的通知，粮食白酒、薯类白酒计税办法由从价定率调整为从量定额和从价定率相结合的计税办法，其中从价定率：粮食白酒 25%、薯类白酒 15%；从量定额：粮食白酒、薯类白酒每斤（500 克）0.5 元
2004 年	取消了粮食白酒和薯类白酒的差别税率、改为 20%的统一税率，每斤白酒 0.5 元的从量定额税率不变
2005 年	对设立销售公司的白酒生产企业，税务总局制定了《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，对计税价格偏低的白酒核定消费税最低计税价格：白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下的，消费税最低计税价格由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定。其中生产规模较大，利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择在选择在销售单位对外销售价格 60%至 70%范围内
2009 年	制定《关于白酒消费税最低计税价格核定问题的公告》，纳税人将委托加工收回的白酒销售给销售单位，消费税计税价格低于销售单位对外销售价格（不含增值税）70%以下，核定消费税最低计税价格
2017 年	国家税务总局发布关于进一步加强白酒消费税征收管理工作的通知，对白酒生产企业设立多级销售单位销售的白酒，税务机关应按照最终一级销售单位对外销售价格核定生产企业消费税最低计税价格；自 2017 年 5 月 1 日起，白酒消费税最低计税价格核定比例由 50%至 70%统一调整为 60%

资料来源：国家税务总局，光大证券研究所

历史上看，消费税政策的调整会对白酒行业景气度产生影响。白酒消费税的征收方式不断完善同时也不断趋严，回顾白酒行业的景气周期波动，消费税政策的重大调整会对行业景气度产生较大的影响。最有代表性的是1998-2003年第二次行业调整期间，2001年白酒消费税新政将白酒的计税办法由从价定率调整为从量定额和从价定率相结合，加大了白酒行业的消费税负担，在一定程度上加速了行业的调整。

图 61：历史上来看消费税政策的调整会对白酒景气度产生影响



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

2) 微观产能限制。白酒尤其是优质名酒的产能限制主要体现在：(1) 生产周期的限制：白酒的生产周期相对较长，当然不同香型白酒的生产工艺不相同，也就造成不同香型白酒的生产周期不同，一般情况下酱香酒工艺的基酒生产周期最长，生产周期的限制也就会带来名酒的产能限制。(2) 优质酒出酒率的限制：所谓出酒率就是在特定生产环境下单位粮食所产出的酒精含量 50%的白酒产量，通过生产工艺的改进可以提高名酒优质酒出酒率，从而增加名酒的供应能力。

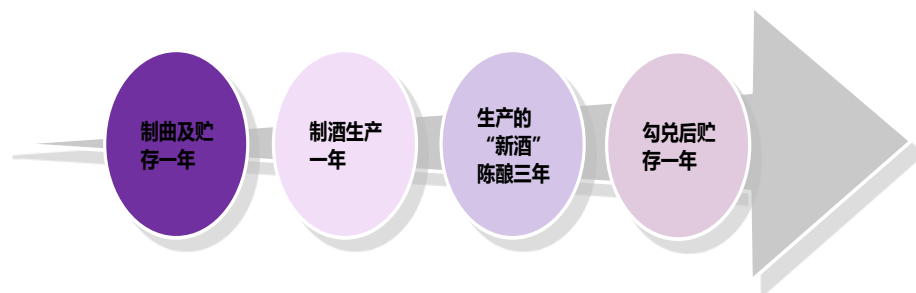
表 8：不同香型的白酒生产工艺也不相同

白酒香型	代表品牌	工艺特点
酱香型	茅台	以高粱为原料，以小麦高温制成的高温大曲或纵曲和产酯酵母为糖化发酵剂，采刚高温堆积，一年一周期，二次投料，八次发酵，以酒养糟，七次高温烤酒，多次取酒，长期陈贮
浓香型	五粮液 老窖	以高粱、大米等谷物为原料，以大麦和豌豆或小麦制成的中、高温大曲为糖化发酵剂，混蒸续饹、酒糟配料、老窖发酵、缓火蒸馏、贮存、勾兑等酿造工艺酿造而成的
清香型	汾酒	以高粱等谷物为原料，以大麦和豌豆制成的中温大曲为糖化发酵剂(有的用麸曲和酵母为糖化发酵剂)，采用清蒸清糟酿造工艺、固态地缸发酵、清蒸流酒

资料来源：公开资料整理，光大证券研究所

以酱香型白酒的代表贵州茅台的生产工艺为例，茅台酱香型白酒的生产工艺特点为“三高三长”，“三高”是指茅台酱香型白酒生产工艺是高温制曲、高温堆积发酵、高温蒸馏酒；“三长”是指茅台酱香型白酒基酒生产周期长，大曲贮存时间长，茅台酱香型白酒基酒酒龄长。茅台酒的生产从投料到出商品酒约须经 6 年时间，制曲及贮存一年、制酒生产一年、生产的“新酒”陈酿三年、勾兑后贮存一年，这样茅台酒的实际供应就会严格受限于生产周期以及生产流程中的基酒产量限制。

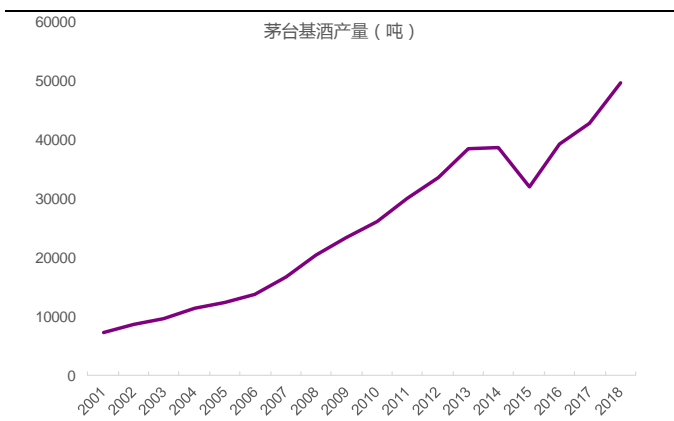
图 62：茅台的生产工艺流程图



资料来源：公司公告，光大证券研究所

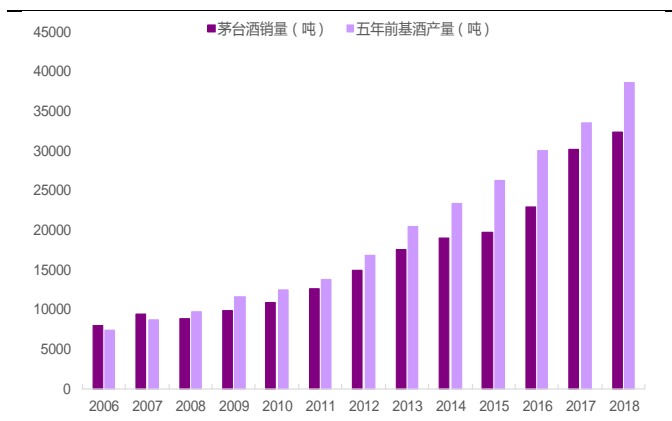
生产工艺决定了茅台每年供应量相对可以跟踪：按照茅台的生产工艺，根据五年前的茅台酒产量，再扣减由于损耗带来的一定比例的非商品率，就可以估算出当年茅台酒可能的供应量。在推算过程中可能会有边际影响的是茅台的老酒库存量（在勾兑过程中加入一定比例以前年份盘勾贮存的半成品酒俗称老酒，其贮存期一般在五年以上，根据茅台工艺的要求每年都会存留一定量酒用于以后年份的勾兑），原则上来说当茅台的供应较为紧张的情况下，可以通过老酒的库存进行调节。

图 63：近年来茅台基酒产量的变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 64：茅台五年前的基酒产量决定了当年的供应量



资料来源：公司公告，光大证券研究所

综上，我们从白酒的消费场景及消费特性出发构建了白酒的供需模型，通过这个供需模型，可以解决我们在第二部分开头提出的三个问题：

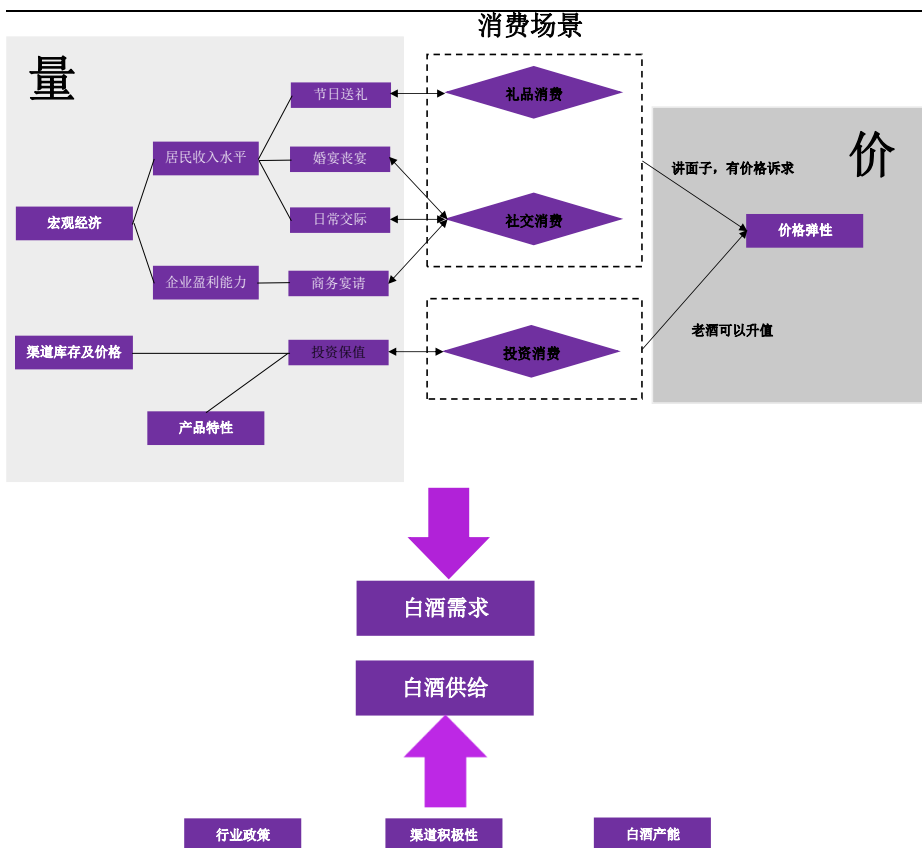
1) 白酒行业相对于其他消费品有什么特殊的优势？白酒消费场景包括礼品消费、社交消费及投资消费三大类，特殊的消费特性决定了行业相对稳定的量增及无可比拟的提价能力。

2) 为什么优秀的白酒龙头能够获得持续的收入和利润增长？量：需求周期波动性较强，但作为社会经济活动的润滑剂，白酒的需求具有一定的刚性，其长期成长性无需过分担心；价：特殊消费属性带来白酒尤其是高端白酒无可比拟的定价权优势，因为白酒能够满足除温饱需求之外的潜在更高层次的需求，消费者愿意给白酒付出产品溢价归根到底是为白酒的品牌力在社交及送礼消费中所发挥的特殊作用买单。

3) 如何看待行业龙头未来的成长性? 白酒的品牌力越强、消费者愿意付出的产品溢价越高, 终端成交价格也越高且持续提价的能力会越强, 这也造成了白酒行业形成比其他消费品更为鲜明的价格带体系。不同价格带的竞争格局和发展趋势不同, 在未来量增的确定性上高端 > 次高端 > 中高端, 在持续提价能力上高端 > 次高端 > 中高端。

因此, 可以肯定的是白酒几乎是国内所有消费品行业中最棒的赛道, 行业龙头持续稳定的收入和利润增速是驱动其持续取得超额收益的最核心因素, 历史上白酒行业有着丰厚的投资回报率, 未来或许仍将如此。

图 65: 白酒行业供需模型



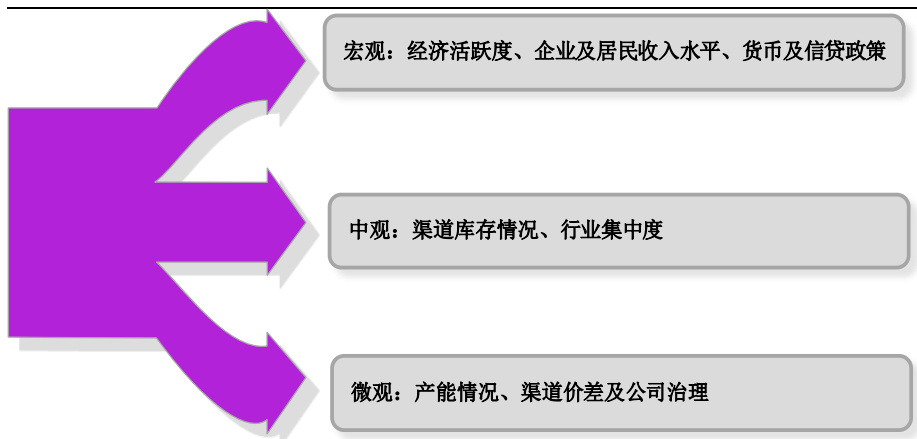
资料来源: 光大证券研究所

3、白酒投资框架探讨

完成对白酒供需模型的搭建之后, 我们对于驱动白酒行业增长的宏观、中观及微观因素都有更清晰认知。从各个层面的驱动因子出发, 希望能够搭建出白酒行业的投资框架, 对于不同阶段白酒的投资机会进行前瞻性判断。

- 1) 宏观: 经济活跃度、企业及居民的收入水平、货币及信贷政策等;
- 2) 中观: 渠道库存情况、行业集中度等;
- 3) 微观: 产能情况、渠道价差及公司治理等。

图 66：白酒行业的投资框架



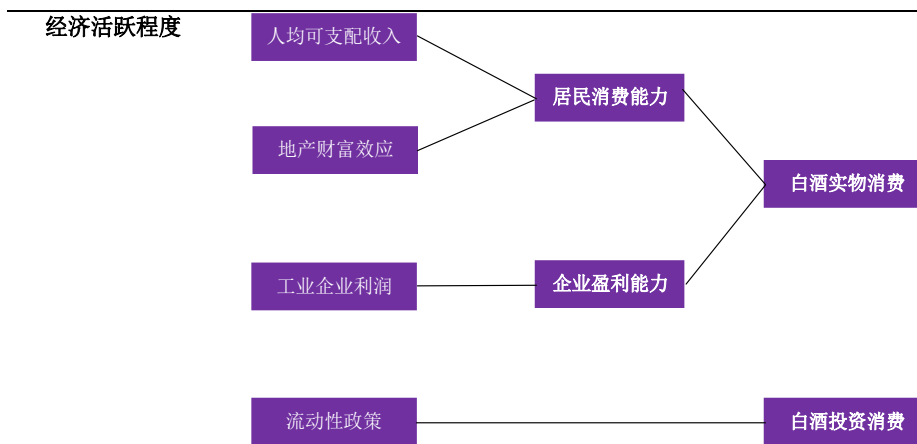
资料来源：光大证券研究所

微观层面，不同公司的治理结构不同，白酒企业以国企为主，若有机制上的突破和改善，则有望提高公司的运营效率，自下而上带来持续增长的动力。其次，公司管理层在不同时期采取的包括量价战略在内的经营策略也不尽相同，相同宏观和中观环境下的经营效果也会有所差异；不同香型白酒的生产工艺不同，产能限制等客观因素也会影响公司的战略选择。由于微观层面的因素相对较为复杂，在我们的投资框架中不再详细介绍。

3.1、宏观：经济活跃度影响实物消费、宽松货币政策刺激金融消费

按照我们的需求模型分类，白酒尤其是高端白酒有实物消费和金融消费两大类型，其中实物消费又包括礼品消费和社交消费。在需求模型对于白酒“量”和“价”两大增长驱动因素的分析中，宏观经济的活跃度会影响到企业部门的盈利能力以及居民的可支配收入，从而对白酒的实物消费需求产生影响；同时较为宽松的货币政策下，高端白酒作为稳定的保值品种，其金融投资属性可能被更充分的挖掘。因此在宏观层面，经济活跃度影响实物消费、宽松货币政策刺激金融消费，可以从两个维度对白酒行业的景气度进行较为前瞻的预判。

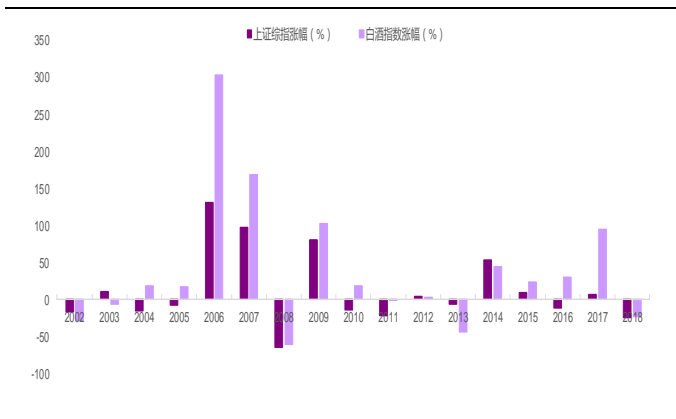
图 67：白酒行业投资框架中的宏观影响因子



资料来源：光大证券研究所

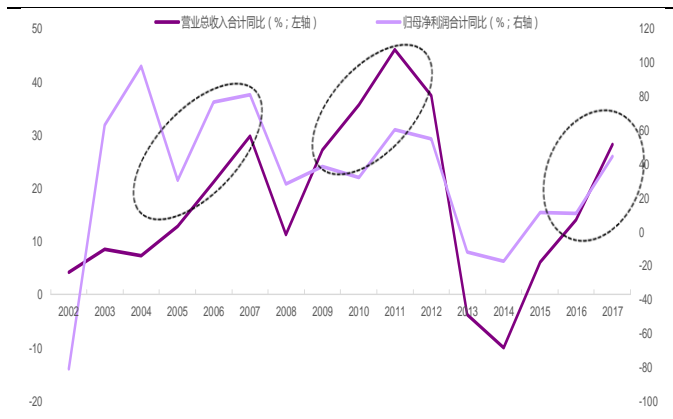
复盘历史可以发现，2002 年以来白酒行业指数曾有过三个阶段取得了明显的超额收益，分别是 2004-2007 年、2009-2011 年和 2016-17 年。在白酒有明显超额收益的这三个阶段，行业基本面均出现比较明显的改善，行业整体收入和净利润增速均呈现出上升的趋势，正如我们报告开头的观点，基本面是白酒持续取得超额收益的最根本驱动力。

图 68：白酒指数历史上有过三个超额收益明显的阶段



资料来源：Wind，光大证券研究所

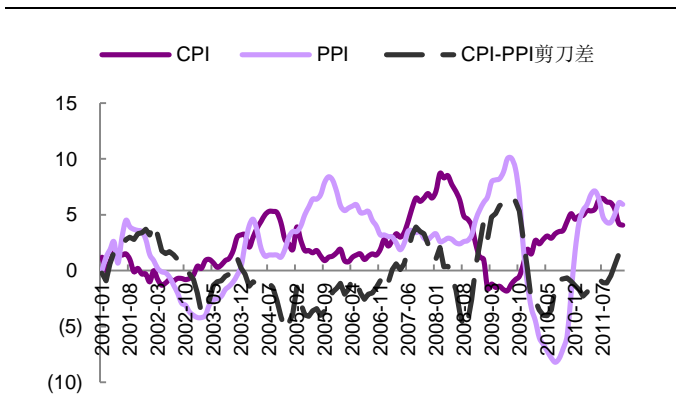
图 69：基本面改善推动阶段内白酒指数超额收益明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

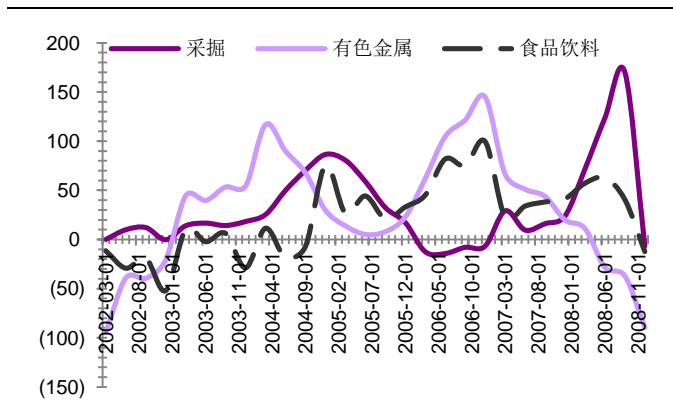
2004-2007 年的宏观背景基本特征：货币/信贷显著放松提振需求、通胀温和上行带动 CPI-PPI 剪刀差扩大。在经历了 2004 年严厉的宏观调控之后，国内货币供应量开始逐步恢复，M2 的回升从 2005 年初一直持续至 2006 年上半年。同时 CPI 于 2005 年三季度开始企稳，并在 2006 年开始迈入长达两年的趋势性上升期；另外一方面，受制于产能过剩，PPI 指数趋势性回落直至 2007 年上半年才得以结束。CPI-PPI 剪刀差的触底回升，下游受成本约束的行业迎来转机，以农副加工食品为主的下游消费品行业毛利率出现显著抬升。

图 70：2001-2011 年 CPI 与 PPI 变化（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 71：2002-2008 年上中下游代表行业利润增速（%）

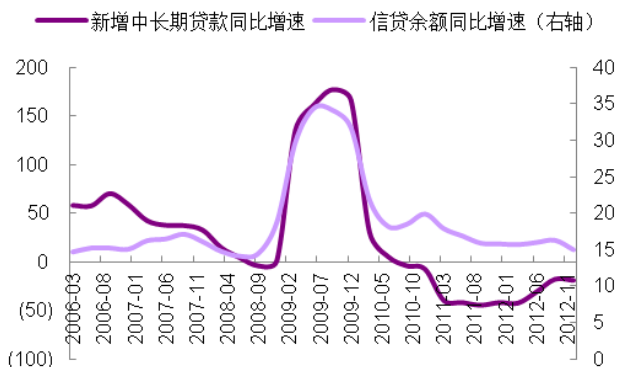


资料来源：Wind，光大证券研究所

2009-2011 年的宏观背景基本特征：信贷快速扩张，工业企业利润增速改善明显。不同的地方则是，通胀压力使得政策紧缩的强度和跨度都比 2004-2006 年更大。2008 年三季度开启的信贷扩张和稍早时候启动的基建投资在 2009 年见效显著，工业企业利润在 2009 年迎来爆发式增长。之后受制于不断显现的通胀压力和资产泡沫压力，紧缩的宏观调控政策造成需求开始收缩，工业企业利润增速从 2010 年下半年开始逐步回落直至 2011 年年

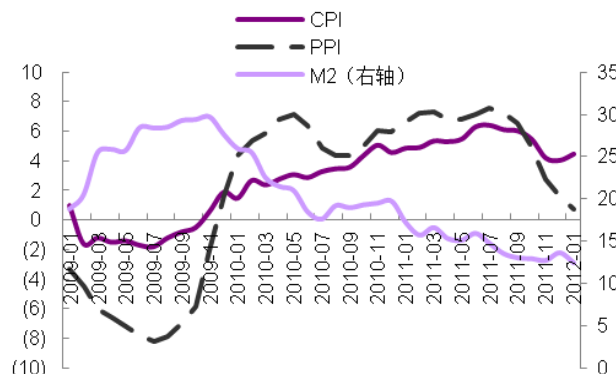
未见底。2009-2011 年，食品饮料行业成为消费品中利润增长率最为稳定、平均增速最高的行业。

图 72：2006-2012 年期间的信贷环境 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

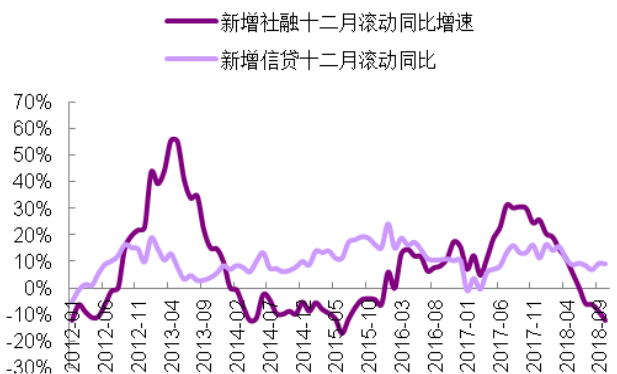
图 73：2009-2011 年期间货币及通胀价格 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

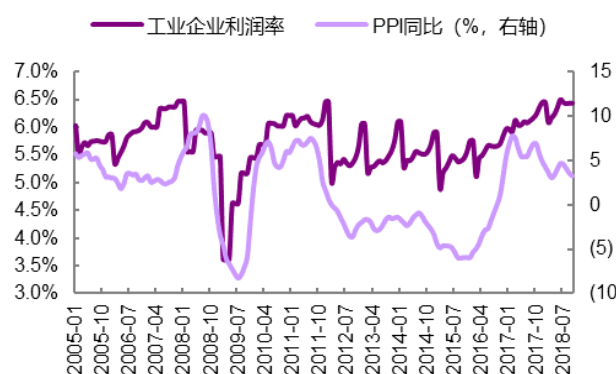
2016-2017 年的宏观背景基本特征：供给侧改革推动工业企业利润改善明显。2015 年底开启的“三去一降一补”（即：去产能、去库存、去杠杆，降成本、补短板）成为 2016-2017 年宏观经济运行的主要特征。货币政策的工作重心在督促金融部门的杠杆去化和调降实体融资成本，2016 年开始的新增信贷收缩一直持续至 2017 年二季度，银行间资金成本的上升从 2016 年三季度迅速提升上升。在地产和制造业投资增速惯性下滑的背景下，基建和财政托底经济增长。供给侧改革成效显著，工业企业产能利用率大幅回升，PPI 强劲反弹推动工业企业利润率甚至恢复至 2005 以来的最好水平。

图 74：2012-2018 年新增信贷/社融滚动同比增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

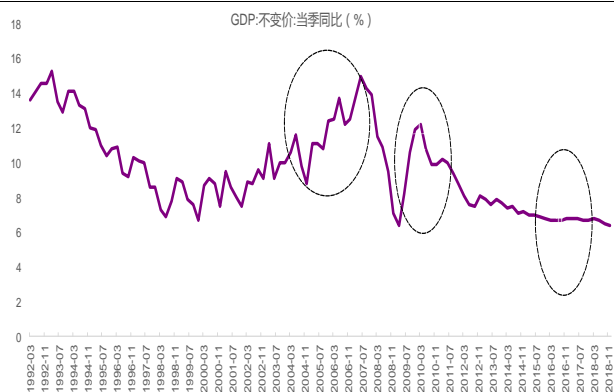
图 75：2015 年开始 PPI 回升带动工业企业利润率回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

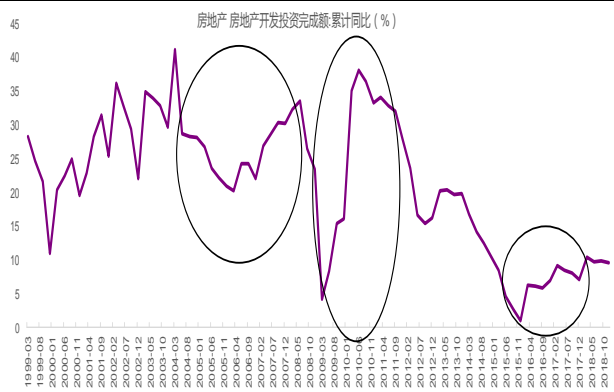
经济活跃程度影响白酒实物消费、宽松货币政策刺激白酒金融消费：综上所述，在 2004-2007 年、2009-2011 年和 2016-17 年这三个历史阶段，白酒行业的基本面环比改善、白酒指数取得了相对明显的超额收益。虽然这三个历史阶段均有特定的历史背景，但是共性同样明显：通过信贷或者货币政策的宽松，投资增速回升、经济增速阶段性改善，同时企业部门的利润增速改善、居民的可支配收入增速也有提高。同时，在流动性宽裕的背景下，高端白酒特有的保值能力也进一步刺激了白酒的投资需求。

图 76: 不同白酒景气周期的 GDP 增速变化情况



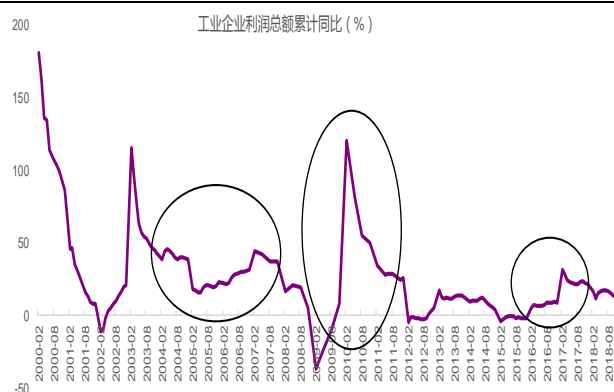
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 78: 不同白酒景气周期的房地产投资增速变化情况



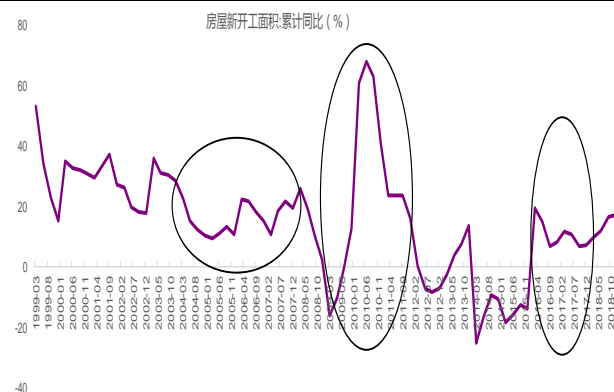
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 77: 不同白酒景气周期的工业企业利润增速变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 79: 不同白酒景气周期房屋新开工面积增速变化情况

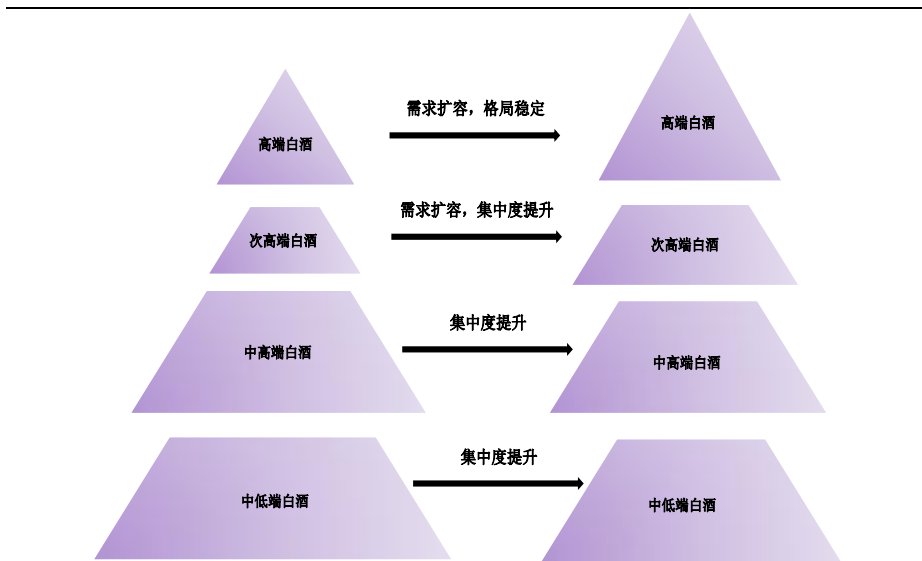


资料来源: Wind, 光大证券研究所

3.2、中观：渠道库存放大周期波动、行业集中度仍在提升通道

1) 增量平稳的情况下，需求结构优化是基调：在白酒的供需模型中我们明确提出，虽然白酒的需求周期波动性较强，但作为社会经济活动的润滑剂，白酒的需求具有一定的刚性，长周期来看成长性无需过分担心，需求相对平稳。同样得益于白酒特殊的消费属性，消费升级大势下的白酒的价格弹性会更加明显。因此，在消费量增平稳的情况下，高端白酒和次高端白酒价格带仍处于需求扩容期，未来将充分受益于经济的增长及居民消费能力的提升；而中高端和中低端价格带的白酒需求将会平稳回落。同样，不同价格带的竞争格局也不尽相同，虽然需求都在扩容期，但是高端白酒三大品牌飞天茅台、五粮液和国窖 1573 的竞争格局清晰，次高端白酒价格带相对较为分散，集中度仍有较大的提升空间。因此，考虑中观层面需求波动的前提是要正确认知白酒行业不同价格带的需求及竞争格局变化，消费升级是贯穿周期波动的不变驱动因素。

图 80：结构优化和集中度提升是当前白酒行业的发展趋势



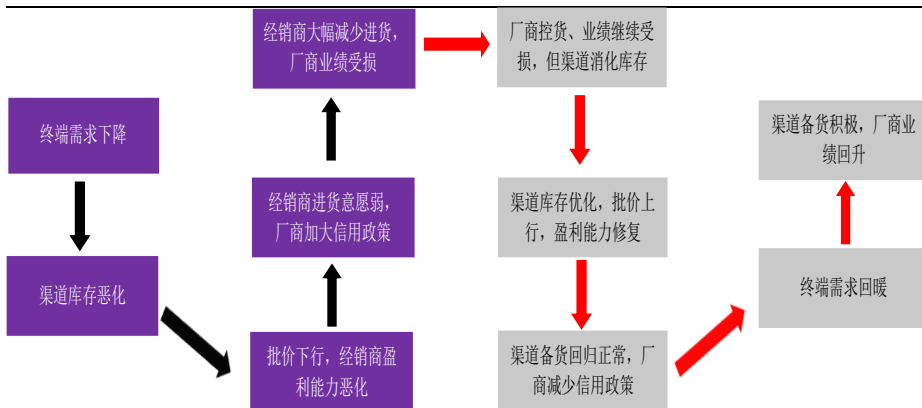
资料来源：光大证券研究所

2) 价格、库存等中观指标可作为行业景气度波动的预判因素：由于渠道层面的补库存特性以及白酒行业一般情况下对经销商先款后货的打款模式，白酒行业的景气度变化是可以通过在行业中观层面的经销商渠道库存、产品批价以及厂商层面的信用政策、预收款项及应收款项变化等指标进行前瞻性的预判。

在行业调整初期，终端需求下降带来经销商渠道库存的恶化进而产品批价下行、经销商的盈利能力开始受损，经销商的进货意愿变弱之后厂商加大信用政策刺激经销商进货，此时厂商的资产负债表和现金流量表开始变弱。若经销商的库存问题始终没能得到缓解，厂商信用政策的短期刺激效用也会弱化，经销商大幅减少进货同时厂家的利润表受损。

在行业调整末期，厂商通过主动控货降低渠道的库存压力，渠道库存压力优化之后产品批价上行，虽然厂商的业绩仍有压力但是经销商的盈利能力开始修复。经销商库存消化完毕之后，厂商逐步减少信用政策并且经销商回归到正常备货状态，厂商的资产负债表和现金流量表开始改善，并且最终验证到利润表的优化。

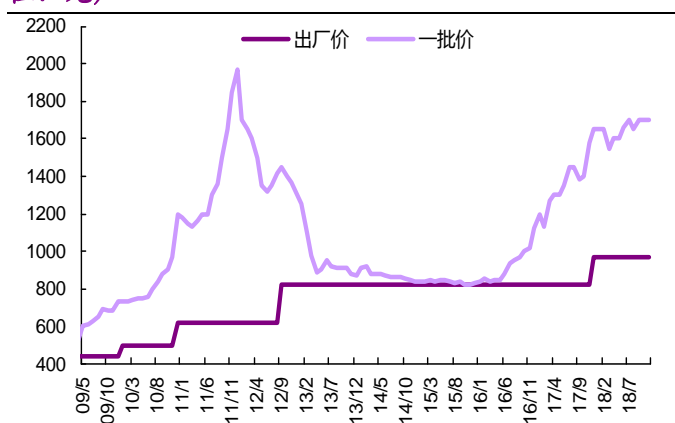
图 81：中观层面看白酒行业的调整期表现



资料来源：光大证券研究所

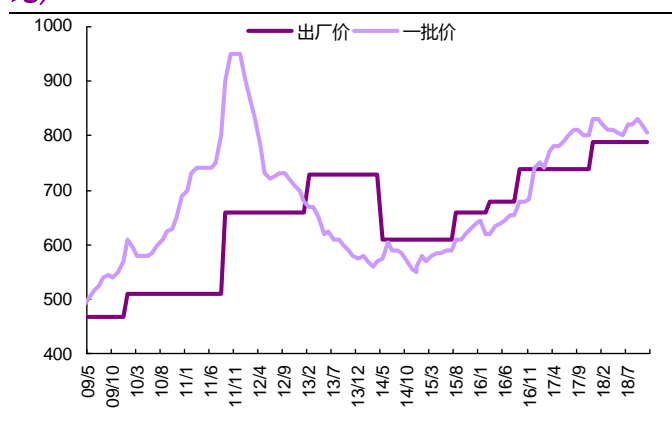
产品批价：所谓批价是指白酒经销商的供货价，批价一方面能够反映出白酒产品在经销商层面的实际供需情况，另一方面也对经销商的实际盈利能力有重要的影响。在白酒行业调整初期，行业需求放缓、经销商库存压力变大的直接结果就是产品批价的下行。以2012-15年白酒行业调整期为例，飞天茅台的批价从最高点的近2000元快速下降到830-840元，五粮液的批价也从最高950元下降到550-560元左右。2016年白酒行业调整期结束，飞天茅台和五粮液的批价再次打开了上行的空间。因此，白酒特别是高端白酒的批价趋势是整个行业景气度的重要观测指标之一。

图 82：53 度飞天茅台的历史出厂价和一批价表现（单位：元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 83：52 度五粮液的历史出厂价和一批价表现（单位：元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

预收账款：白酒厂商的预收账款主要是因为：1) 对经销商的发货采用先款后货的模式，由于发货和打款时间的错配造成预收账款的确认；2) 大部分白酒厂商采用产销分离的模式，由专门的销售子公司进行产品的销售，由于生产部门和销售部门的产销时间错配同样会造成预收账款的确认。其中第一种情况是白酒预收账款产生的主要原因，也可以作为经销商打款积极性的重要观测指标。在行业调整初期，渠道库存压力提升之后经销商的打款积极性下降，白酒企业的预收款变化也会有较为明显的影响。2012年白酒行业第三轮调整期开始，贵州茅台和五粮液的预收款峰值均出现在了2011年，2012-2014年出现大幅下降、此后在2015年企稳。但是值得一提的是，2018年开始，茅台开始严格按照按月打款的模式，预收款作为行业景气度前瞻指标的意义相对有所弱化。

图 84：贵州茅台预收款的历史变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

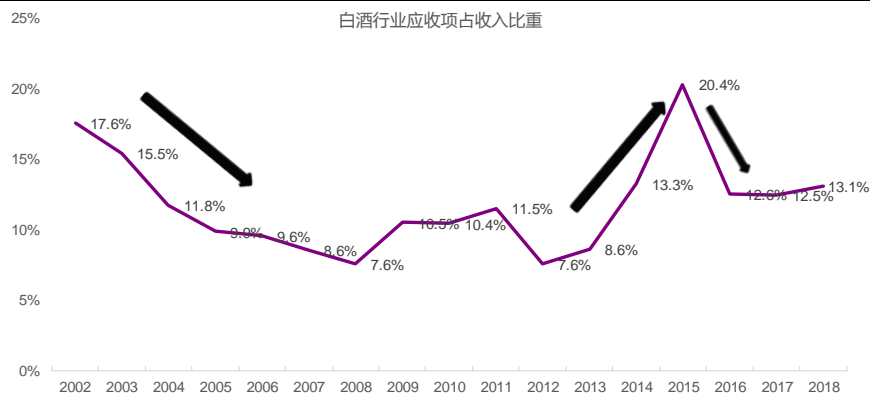
图 85：五粮液预收款的历史变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

应收款项：虽然白酒厂商对经销商通常采用先款后货的打款政策，但是在行业调整初期厂商通常也会放宽一定的信用政策来维护经销商的进货意愿，通常体现在应收票据的支持。因此，以应收票据为代表的应收款项的变化同样可以作为行业景气度的前瞻指标之一。历史上来看，2012-15 年行业整体应收款项占收入的比重从 7.5% 大幅提高到 19.9%，并在 2015 年达到高点后回落。

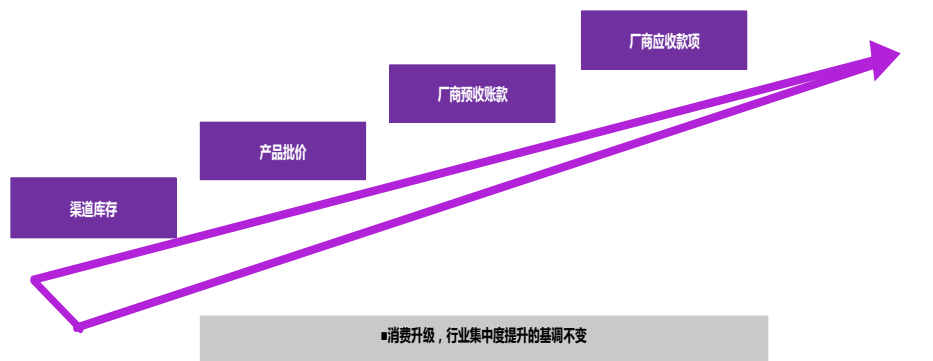
图 86：白酒行业的应收科目占收入的比重同样呈现出周期性波动



资料来源：公司公告，光大证券研究所

综上所述，渠道库存的波动通常会放大白酒的需求波动，加速白酒行业景气周期的波动，所以白酒景气周期的变化通常可以通过产品批价、厂商预收款及应收款变动等行业中观指标去验证。但是，在考虑白酒景气周期波动之前，需要明确的是当前国内白酒的竞争格局及消费结构，无论白酒景气周期如何波动，消费升级背景下白酒行业的消费结构优化、各价格带名酒的集中度提升是中长期内不变的基调。

图 87：白酒行业投资框架中的中观影响因子



资料来源：光大证券研究所

3.3、复盘历史验证白酒投资框架的适用性

复盘 2002-18 年的白酒行业超额收益表现，我们将历史分为五个阶段：

1) 2002-2003 年：白酒第二次行业调整末期，在此阶段我们发现白酒应收账款占收入比重出现明显下降，表明行业去库存已经基本结束，此阶段白酒行业的利润表现已经开始修复，但是收入复苏不明显，从股价表现上来看未能实现超额收益；

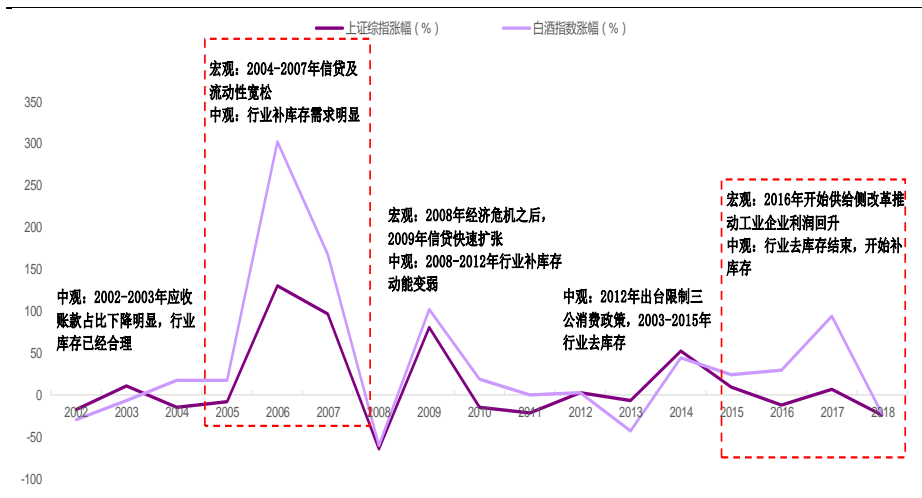
2) 2004-2007 年：宏观因子中信贷及货币政策宽松，刺激白酒行业的消费需求，同时行业开始进入到补库存阶段，在此阶段茅台的预收款提升明显。同时白酒行业的收入端开始复苏，白酒的超额收益明显。

3) 2008-2012 年：2009 年信贷政策放松之后对经济形成托底态势，白酒行业的需求从宏观层面得到刺激。除 2008 年略有波动之外，行业的收入和利润增速维持在高位，虽然茅台、五粮液等通过开发政务消费市场预收款大幅提升，但是经销渠道的补库存动能已经在边际弱化。在此阶段白酒行业仍保持超额收益，但是超额收益幅度相较于 2004-07 年下降明显。

4) 2013-15 年：2012 年限制三公消费政策的出台刺破了高端白酒的政务消费需求及价格泡沫，行业渠道加速去库存，在此阶段白酒行业除 2015 年之外均未能取得超额收益。

5) 2016-2018 年：白酒行业去库存接近尾声，行业需求结构回升理性。同时供给侧改革、棚户区改造等一系列政策推动了企业部门和居民的消费能力提升，白酒行业再次迎来中观和宏观层面的双重需求刺激，超额收益明显。

图 88：白酒行业超额收益表现历史复盘

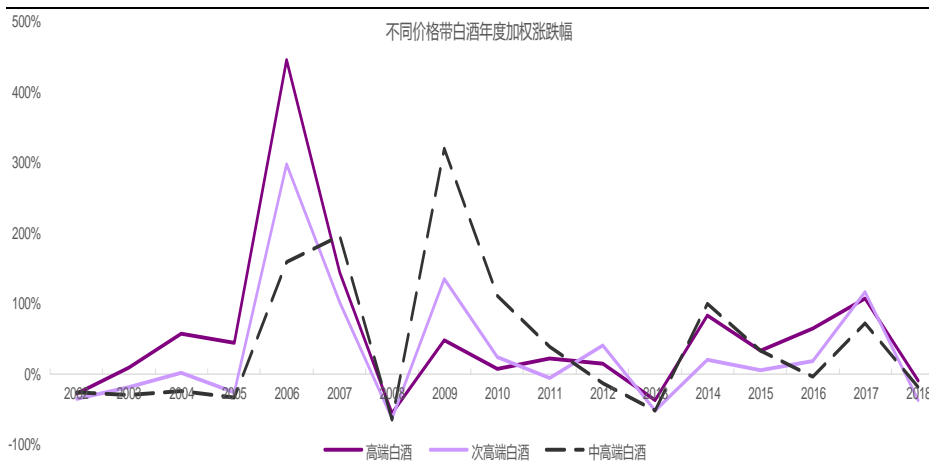


资料来源：Wind，光大证券研究所

因此，2004-07 年和 2016-18 年白酒超额收益最明显的两个阶段所具备的共性是：渠道刚经历过去库存阶段，中观的补库存需求显著；宏观政策面相对友好，刺激了白酒的消费需求，也就是说这两个阶段均经历了“宏观+中观”的双重需求刺激。而 2002-03 年和 2013-15 年同属于行业去库存阶段，白酒行业未能取得超额收益，2008-12 年由于宏观政策的托底，白酒的政务消费被充分挖掘，但是行业中观的补库存动能已经有所弱化，中观的观测数据体现为应收款项占收入的比重环比提升，在次阶段白酒虽有超额收益但是并不明显。

如果按照不同价格带区分来观测不同阶段的不同价格带的白酒超额收益表现，可以发现的是：1) 虽然不同时期会有所波动，但是高端白酒的弹性在长周期来看最为明显，是最好的投资品种；2) 在行业复苏的初期，例如 2004-06 年和 2016-17 年是高端白酒超额收益最明显的阶段；3) 行业复苏中期，例如 2006-07 年以及 2017 年次高端白酒的弹性会充分释放；4) 中高端白酒在 2009-2011 年超额收益明显，在此阶段以金种子酒、古井贡酒等为代表的地产酒以本地区域为发展轴心，强化当地市场营销建设并且增强向周边的辐射能力，实现了穿越周期的股价表现。

图 89：不同价格带白酒的超额收益表现历史复盘



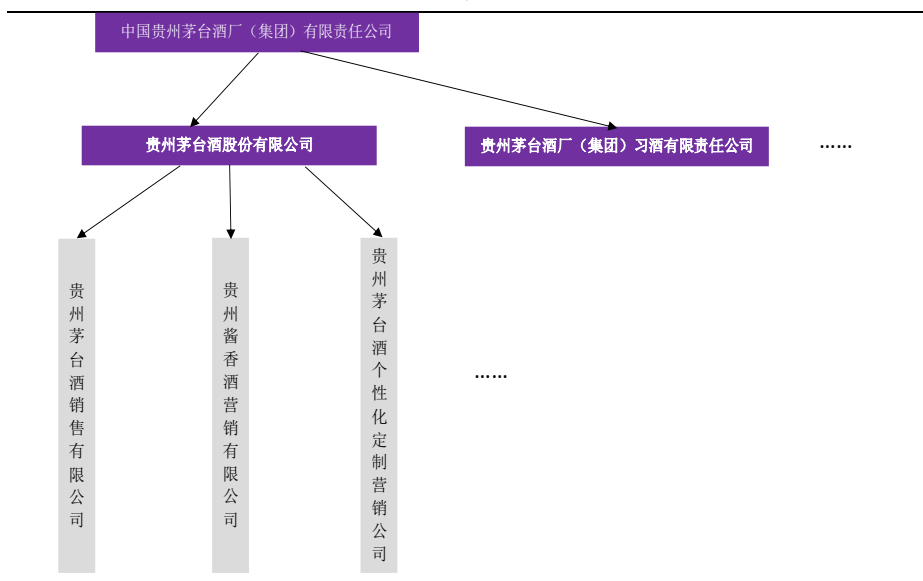
资料来源：Wind，光大证券研究所

4、重点公司

4.1、贵州茅台：王者茅台、龙头风范

股权结构：贵州茅台的控股股东为中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司，实际控制人为贵州省国资委，控股股东中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司除了控股上市公司之外，还有贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司、贵州茅台酒厂（集团）保健酒业有限公司等其他白酒相关资产。上市公司贵州茅台股份有限公司有两个重要的子公司：贵州茅台酒销售有限公司和贵州酱香酒营销有限公司，分别负责茅台酒和系列酒的销售。

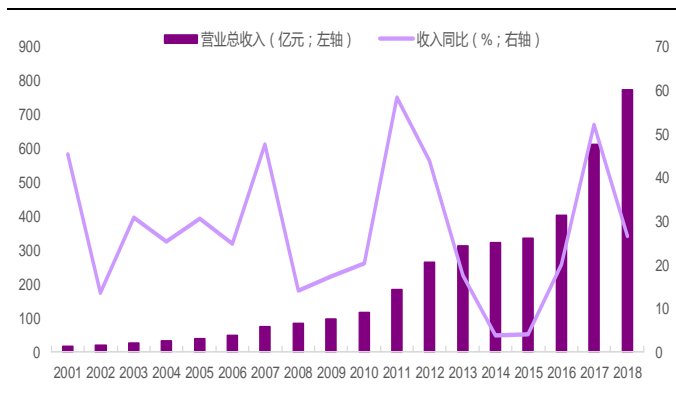
图 90：贵州茅台的股权结构（2019 年 7 月）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

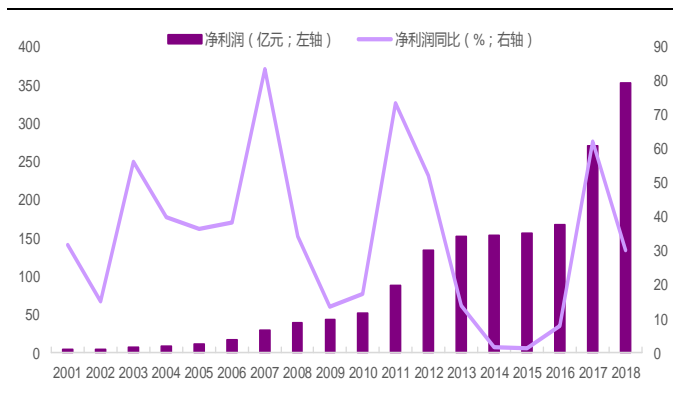
历史业绩回顾：2001 年贵州茅台正式上市，2001-2018 年上市公司的营业总收入从 16.2 亿增长到近 772 亿，年均复合增速高达 25.5%；2001-2018 年上市公司的净利润从 3.3 亿增长到近 352 亿，年均复合增速更是达到 31.7%；公司的净利率水平也从 2001 年的 20.3% 提高到 2018 年 45.6%。上市之后的近 20 年时间内，贵州茅台成为收入体量最大同时也是最赚钱的白酒企业。

图 91：贵州茅台上市之后的收入增速历史表现情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 92：贵州茅台上市之后的净利润增速历史表现情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

产品结构：贵州茅台的产品结构主要由茅台酒和系列酒两大类构成，分别由贵州茅台酒销售有限公司和贵州酱香酒营销有限公司两个销售子公司进行销售。1) 茅台酒：主力产品是53度飞天茅台，除此之外还有茅台年份酒、茅台生肖酒、精品茅台等。2) 系列酒：包括赖茅、汉酱、茅台王子酒和茅台迎宾酒等品牌。

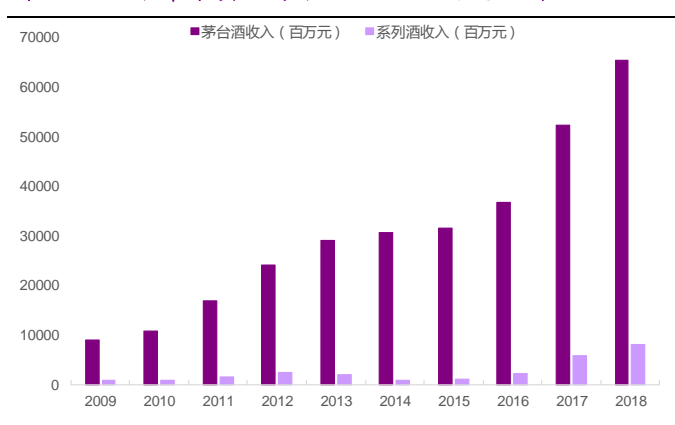
表 9：贵州茅台的主要产品结构（2019 年 6 月）

	产品系列	产品名称	市场指导价（元/瓶）
茅台酒	茅台年份酒系列	茅台 50 年年份酒	18999
		茅台 30 年年份酒	11999
		茅台 15 年年份酒	4999
	茅台酒系列	茅台生肖酒（猪年）	1699
		53 度飞天茅台	1499
		53 度五星茅台	1489
系列酒	赖茅系列	赖茅（金樽）	798
		赖茅（红御）	558
		赖茅（传承）	458
	其他系列酒系列	茅台王子酒	228
		茅台迎宾酒	128

资料来源：茅台云商，光大证券研究所

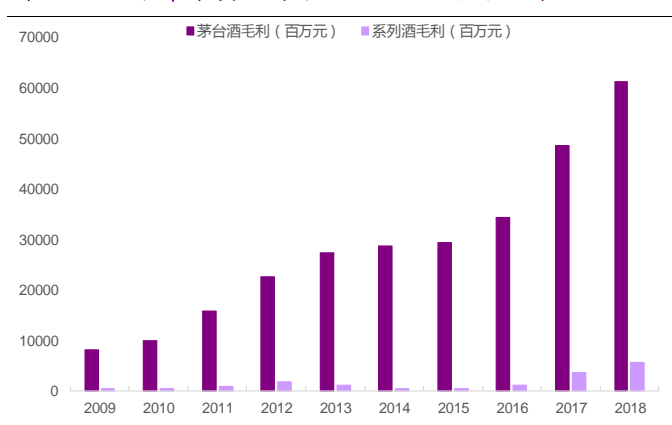
无论是在收入结构还是利润贡献上，茅台酒系列都是贵州茅台最主要的业务构成。以 2018 年年报为例，茅台酒实现销售收入 654.87 亿元，占主营酒类业务收入的比重为 89%；茅台酒实现销售毛利 613.89 亿元，占主营酒类业务毛利的比重为 91.5%。2018 年茅台酒的毛利率达到 93.74%，也远高于系列酒 71.05% 的毛利率。

图 93：近十年来贵州茅台的收入结构变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

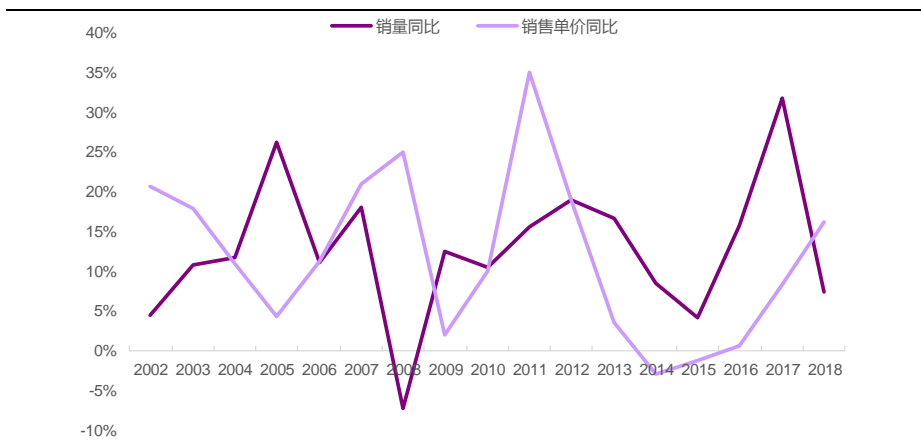
图 94：近十年来贵州茅台的毛利结构变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

如果说白酒行业是国内消费品的最佳赛道，那么茅台就是白酒行业的最佳长期投资标的，核心在于强大的品牌护城河带来茅台无可比拟的“量”+“价”的长期稳定提升空间。复盘一下 2001-2018 年公司主要业务茅台酒的收入增速表现，销量的年均复合增速为 12.5%，而销售均价的年均复合增速为 11.4%，共同推动了收入的稳健增长。同时持续的均价提高也推动了茅台酒业务的盈利能力提升，2006-2018 年毛利率从 84.5% 提高到 93.7%，利润的复合增速表现更优于收入。

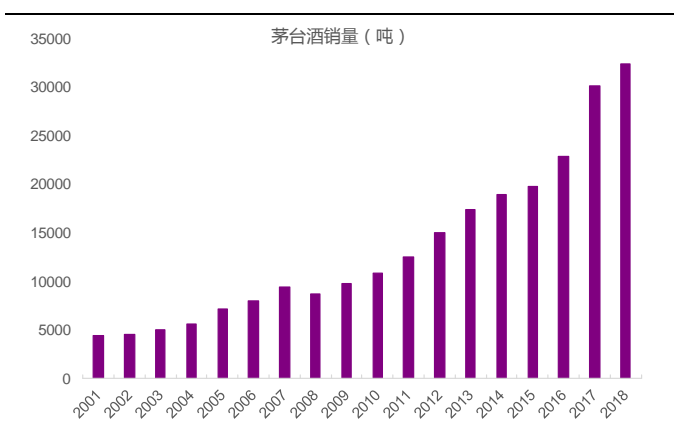
图 95：量价齐升共同推动茅台的业绩增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

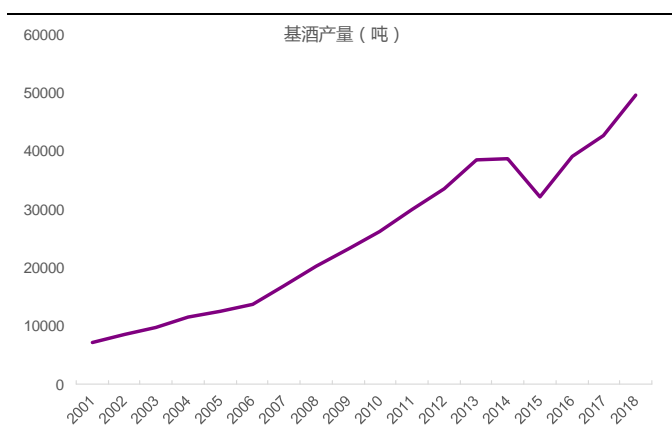
1) 量：消费属性+金融属性兼具，长期渗透率提升空间明显。2001-2018年茅台酒的销量从4400吨增长到约3.25万吨，如果按照统计局公布的2018年白酒行业871.2万吨(折65度)的总产量计算，茅台的销量占比不足0.4%。以瓶数计算，3.25万吨的茅台酒销量大概对应不足7000万瓶的销量，假设中国14亿人口对应4.7亿户家庭(户均3人)，那么茅台的家庭平均消费渗透率仍不足15%。茅台是白酒行业的第一品牌，除了商务宴请等正常消费属性之外的存储升值需求同样明显，进一步提升了白酒的长期量增空间。同时由于酱香酒生产工艺的限制，茅台酒每年的供应量相对有限，能够保证公司的需求长期稳健的增长。

图 96：上市之后的茅台酒销量变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 97：上市之后的茅台酒基酒产量变化情况

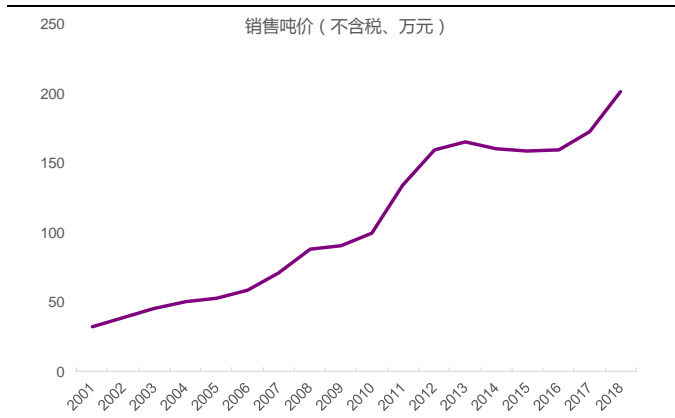


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2) 价：直接提价能力行业最强，产品结构+渠道结构优化推动均价间接提升。根据公司的年报，2001-2018年茅台酒的销售吨价从32万元提高到近202万元。1) 直接提价：正如我们的白酒行业供需模型中所述，无论是社交消费还是礼品消费，消费者会更倾向为高定价的高端白酒产品买单，而满足在消费过程中的潜在更高层次、除温饱之外的需求。作为品牌力最强的白酒品牌，从2001年开始飞天茅台的出厂价从178元一路上涨到969元，年均复合增速达到11.2%，长周期来看茅台的出厂价提升幅度有持续跑赢通胀的能力。2) 间接提价：除了直接提价之外，茅台还可以通过产品结构和渠道结构的优化实现均价的间接提高。一方面，茅台生肖酒、精品茅台及年份酒等更高端产品的出厂价均高于普通飞天茅台；另一方面，2019年开始

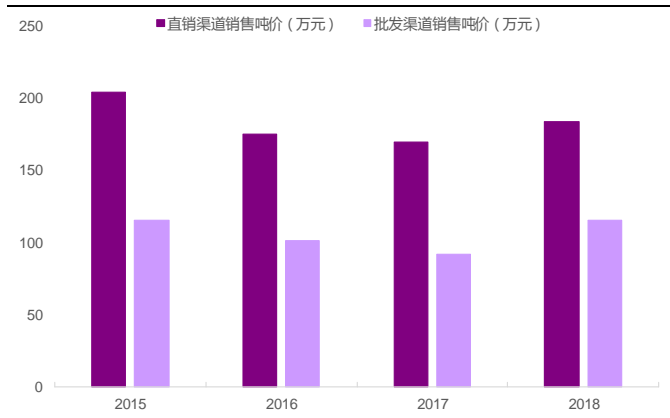
公司开始渠道体系的破局之年，2018 年取缔的违规经销商的配额将会通过直营渠道释放，按照公司年报披露的数据，直营渠道的销售吨价显著高于批发经销渠道。

图 98：上市之后的茅台酒销售吨价变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 99：直销渠道的销售均价高于批发经销渠道



资料来源：公司公告，光大证券研究所

关键假设

(1) 对于主营茅台酒业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 14.33%/15.26%/15.50%，其中考虑到 2019-20 年基酒的供应仍相对短缺，销量的增长分别为 3%/2%，2021 年产能压力有所释放，预计销量同比增长 10%；销售吨价方面，产品结构及渠道结构的优化有望推动均价提升，同时丰厚的渠道利润为茅台直接提价提供客观提交，我们预计 2019-21 年的均价增长分别为 11%/13%/5%。

(2) 系列酒业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 34.40%/26.50%/21.00%，其中销量的增长分别为 12%/10%/10%，销售吨价的增长分别为 20%/15%/10%。

(3) 其他业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 10.05%/5.00%/4.76%。

(4) 毛利率和费用率，考虑到茅台酒销售均价的提升，我们预测公司 2019/2020/2021 年综合毛利率分别为 93.9%/94.7%/95.2%；费用率方面，我们预测公司 2019/2020/2021 年销售费用率分别为 3.20%/3.15%/3.00%；我们预测公司 2019/2020/2021 年管理费用率分别为 6.80%/6.70%/6.50%。

表 4：贵州茅台业务分拆预测

项目 (单位, 百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
茅台酒收入	30637.4	31545.7	36714.4	52394.3	65487.4	74871.7	86297.1	99673.2
yoy(%)	5.44%	2.96%	16.38%	42.71%	24.99%	14.33%	15.26%	15.50%
系列酒收入	935.45	1108.39	2126.56	5774.3	8077.3	10855.9	13732.7	16616.6
yoy(%)	5.44%	2.96%	16.38%	42.71%	39.88%	34.40%	26.50%	21.00%
其他业务收入	644.34	792.81	1314.11	2894.17	3634.71	4000	4200	4400
yoy(%)	331.86%	23.04%	65.75%	120.24%	25.59%	10.05%	5.00%	4.76%
毛利率	92.6%	92.2%	91.2%	89.8%	91.1%	93.9%	94.7%	95.2%
销售费用率 (%)	5.30%	4.55%	4.33%	5.13%	3.49%	3.20%	3.15%	3.00%
管理费用率 (%)	10.70%	11.67%	10.77%	8.11%	7.23%	6.80%	6.70%	6.50%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

盈利预测与投资建议：我们预测贵州茅台 2019/2020/2021 年实现营业收入 855.89/994.23/1151.23 亿元，分别同比增长 16.23%/16.16%/15.79%；实现归母净利润 421.47/501.02/591.87 亿元，分别同比增长 19.73%/18.87%/18.13%；对应 EPS 分别为 33.18/39.44/46.59 元，当前股价对应 2019/2020/2021 年的 PE 分别为 30x/25x/21x，虽然略高于板块平均估值，但是考虑到高端白酒扩容背景下，茅台量+价长期稳定提升空间的确定性，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：经济环境波动影响高端白酒需求；直营渠道扩建速度不达预期；食品安全事件等

表 5：贵州茅台财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	58,217.86	73,638.87	85,589.28	99,422.66	115,123.43
营业收入增长率	49.81%	26.49%	16.23%	16.16%	15.79%
净利润（百万元）	27,079.36	35,203.63	42,147.97	50,102.41	59,186.67
净利润增长率	61.97%	30.00%	19.73%	18.87%	18.13%
EPS（元）	21.32	27.71	33.18	39.44	46.59
ROE（归属母公司） （摊薄）	29.61%	31.20%	30.95%	30.44%	29.96%
P/E	46	35	30	25	21
P/B	14	11	9	8	6
EV/EBITDA	33	25	20	17	15

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 7 月 10 日

表 6：贵州茅台与白酒行业估值对比

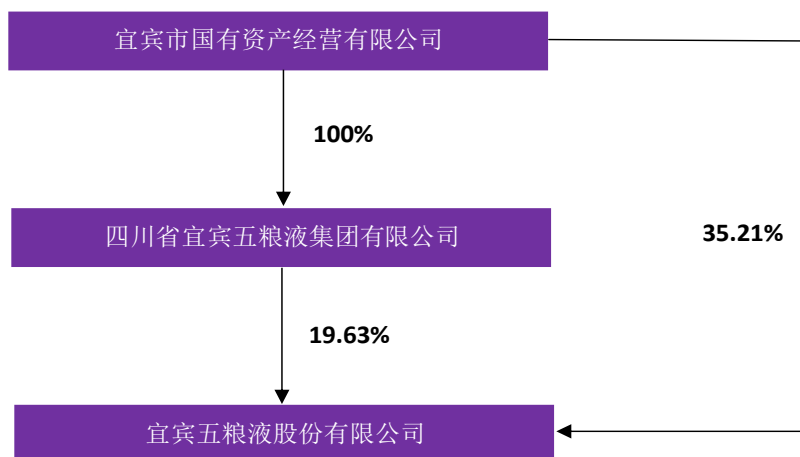
股票代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				18-21cagr	PEG
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
000858.SZ	五粮液	126.43	3.45	4.39	5.36	6.38	37	29	24	20	23%	1.27
000568.SZ	泸州老窖	85.10	2.36	3.17	4.01	4.93	36	27	21	17	28%	0.96
002304.SZ	洋河股份	129.05	5.39	6.26	7.20	8.13	24	21	18	16	15%	1.40
600809.SH	山西汾酒	70.10	1.69	2.20	2.75	3.29	41	32	26	21	25%	1.28
600779.SH	水井坊	50.78	1.19	1.55	1.94	2.40	43	33	26	21	27%	1.23
600702.SH	舍得酒业	29.55	1.02	1.35	1.78	2.19	29	22	17	14	29%	0.76
000799.SZ	酒鬼酒	27.34	0.69	0.93	1.22	1.48	40	29	22	18	29%	1.01
000860.SZ	顺鑫农业	48.35	1.30	1.57	2.01	2.46	37	31	24	20	24%	1.31
000596.SZ	古井贡酒	122.49	3.37	4.36	5.46	6.66	36	28	22	18	25%	1.10
603369.SH	今世缘	29.75	0.92	1.16	1.45	1.76	32	26	21	17	24%	1.06
603589.SH	口子窖	63.76	2.55	3.07	3.61	4.20	25	21	18	15	18%	1.15
603198.SH	迎驾贡酒	18.93	0.97	1.05	1.11	1.16	20	18	17	16	6%	2.94
600559.SH	老白干酒	13.70	0.54	0.56	0.72	0.92	25	25	19	15	19%	1.27
603919.SH	金徽酒	15.94	0.71	0.76	0.90	1.08	22	21	18	15	15%	1.41
	平均值						32	26	21	18		1.31
600519.SH	贵州茅台	982.52	27.71	33.18	39.44	46.59	35	30	25	21	19%	1.57

资料来源：Wind，光大证券研究所；其中茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份 EPS 为光大证券研究所预测；其余 EPS 取 wind 一致盈利预期；股价时间为 2019 年 7 月 10 日

4.2、五粮液：大胆破局、红利释放

股权结构：五粮液的控股股东为宜宾市国有资产经营有限公司，通过直接持有上市公司股权和全资子公司四川省宜宾五粮液集团有限公司间接持有上市公司股权，合计持有占总股本 54.84% 的股权。同时五粮液于 2018 年通过定向增发的方式完成了核心管理层及经销商代表的持股，其中定增参与方国泰君安资管计划由五粮液第 1 期员工持股计划出资，君享五粮液 1 号资金来源为为五粮液部分优秀经销商及其相关人员共 23 名。定增完成后，五粮液第 1 期员工持股计划和君享五粮液 1 号分别持有占总股本 0.61% 和 0.5% 的股权。

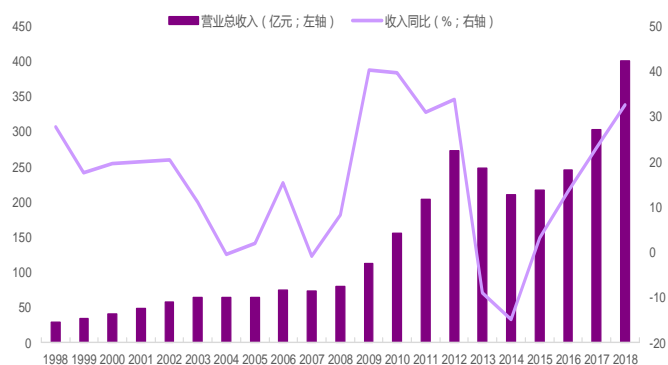
图 100：五粮液的股权结构（2019 年 7 月）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

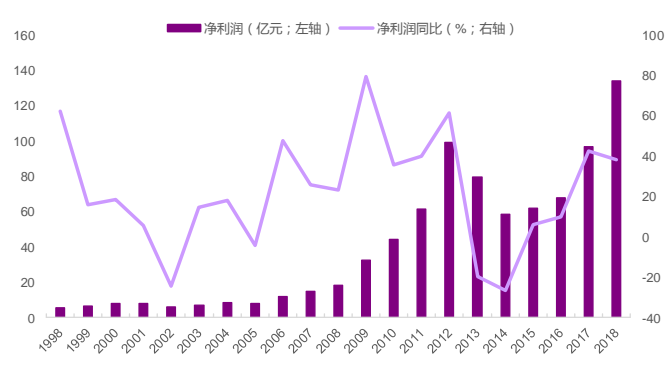
历史业绩回顾：1998 年五粮液上市，上市之后 1998-2018 年公司的营业总收入从 28.14 亿增长到 400.3 亿，年均复合增速为 14.2%；1998-2018 年公司的净利润从 5.53 亿增长到 133.84 亿，年均复合增速更是达到 17.3%；净利率水平从 1998 年的 19.7% 提高到 2018 年 33.4%。虽然进入到 21 世纪之后，茅台先后在净利润、收入及高端白酒的销量上实现了对五粮液的反超，五粮液主力产品 52 度五粮液的终端售价也被 53 度飞天茅台逐渐拉开了差距，但是五粮液仍是白酒行业仅次于茅台具备全国品牌影响力的企业，在行业中的地位不言而喻。

图 101：五粮液上市之后的收入增速历史表现情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 102：五粮液上市之后的净利润增速历史表现情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

产品结构：五粮液的产品结构同样主要由五粮液酒和系列酒两大类构成，其中，五粮液品牌执行“1+3”的产品策略（其中1是指“普五”，3是指“高端五粮液、年轻时尚版五粮液和国际版五粮液”）；系列酒产品结构打造成“4+4”的品牌矩阵，即第一个4是指打造五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄等4个全国性的大单品；第二个4是指打造4个个性化的产品，锁定主流价位、打造大单品。

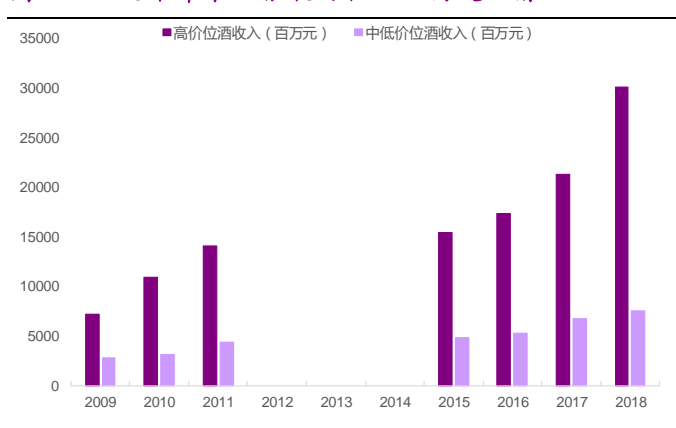
表 7：五粮液的主要产品结构（2019 年 6 月）

产品系列	产品名称	市场指导价（元/瓶）
高端五粮液系列	五粮液缘定晶生	2980
五粮液系列	52 度普五（第七代）	1199
	52 度五粮液（交杯）	1199
	53 度五粮液（1618）	1199
	42 度五粮液	759
	39 度五粮液	719
系列酒	五粮春	50 度五粮春（268）/45 度五粮春（218）
	五粮醇	50 度五粮醇盛世经典（139）
	五粮特头曲	52 度五粮特曲（258）
	尖庄	52 度尖庄铁盒装（98）

资料来源：京东，光大证券研究所

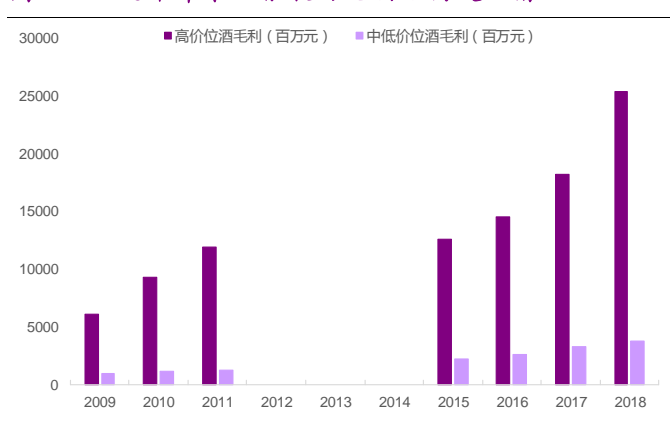
虽然以五粮液酒为代表的高价位带白酒无论是在销售收入还是毛利的占比都处于绝对领先地位，但是和茅台相比，五粮液的低端白酒收入和毛利占比仍是略高的。2018 年公司高价位带白酒实现销售收入 301.89 亿元，占酒类业务收入的比重为 80%；高价位带白酒实现销售毛利 254.52 亿元，占酒类业务毛利的比重为 86.9%。20 世纪 90 年代中期，五粮液通过品牌买断模式实现了收入和利润的快速扩张，系列酒成为重要的增长驱动因素；2009 年以来高价位带白酒的收入占比不断提升，从 2009 年的 72% 提高到 2018 年的 80%。

图 103：近十年来五粮液的收入结构变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所（2012-14 年报未披露）

图 104：近十年来五粮液的毛利结构变化情况

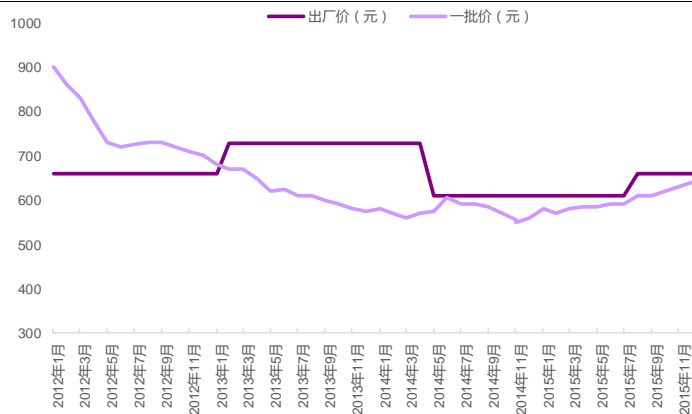


资料来源：Wind，光大证券研究所（2012-14 年报未披露）

产品升级换代+渠道体系改革，2019 年五粮液大胆破局：2012-15 年白酒行业第三次调整期五粮液错误的价格策略不仅极大的挫伤了渠道的积极性，也对五粮液的品牌力造成负面影响。2013 年 2 月五粮液将普五的出厂价提高 10% 至 725 元，虽然此后公司采用提高经销商补贴比例、开发低度产品等一系列措施来保证经销商盈利，但是倒挂的渠道价格大幅伤害了经销商

的积极性。此后 2014 年 5 月五粮液将普五的出厂价从 725 元下调至 609 元，经过此次一年左右时间内的价格先上调后下调，五粮液的品牌力被严重损害。2016 年白酒行业见底复苏之后，五粮液与茅台的品牌影响力逐渐拉开，渠道积极性一直是制约五粮液发展的核心问题之一。

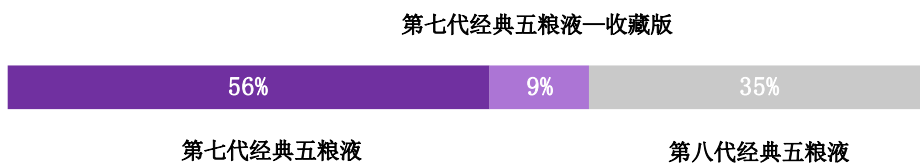
图 105：2012-15 年五粮液的出厂价和一批价表现



资料来源：公司公告，光大证券研究所

1) 五粮液换代升级，坚定挺价提升经销商盈利空间：2019 年新一代普五即将上市，通过第八代普五的推出，五粮液在量价政策上的操作更加务实合理。首先，2019 年春节期间茅台供应偏紧给予五粮液充分的放量空间，截止到今年春糖前 1.5 万吨的普五整体配额中，第七代普五已经完成整体配额的 56%，即 8400 吨，给后续的控制挺价奠定了良好的基础。其次，为了实现出厂价和一批价的顺利上挺，通过出厂价 859 元的收藏版产品进行过渡，同时主动清理系列酒品牌，维护五粮液的品牌价值，引导经销商进一步挺价。2019 年春糖之后，普五的一批价逐渐已经从 820 元左右上挺到 900 元以上，为出厂价定价在 889 元的第八代普五上市奠定价格基础。在一批价上挺的过程中，经销商的盈利能力也大幅改善，渠道的积极性提升明显。

图 106：截止到 2019 年春糖，普五的销售计划及完成情况



资料来源：五粮液经销商大会，光大证券研究所

表 8：五粮液近期加大对系列酒品牌的整治力度

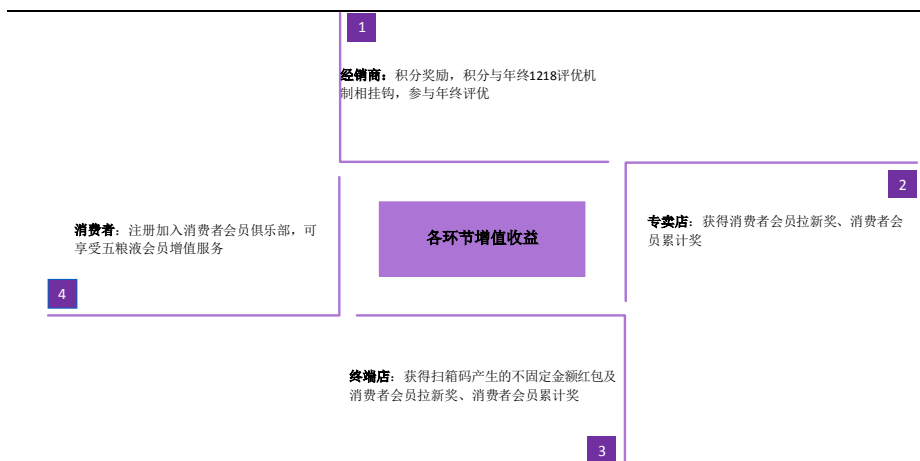
时间	事件
2019 年 4 月 4 日	五粮液下发《关于清理下架和停止销售“VVV”、“东方娇子”等系列酒品牌的通知》，此次清理涉及“VVV”、“五粮 PTVIP”、“东方娇子”和“壹玖壹捌 1918”四个品牌共 22 款产品。通知明确要求各营销战区要在 4 月 25 日前全面督导此项工作的完成
2019 年 4 月 9 日	五粮液下发《关于清理下架和停止同质化产品销售的通知》，整顿“高仿”产品，重拳清理 25 个产品的 46 个规格。通知明确要求各营销战区要在 4 月 25 日前全面督导此项工作的完成
2019 年 4 月 12 日	五粮液集团正式颁布《“五粮液”品牌产品开发及清退管理标准》、《五粮液集团系列酒品牌和产品开发及清退管理标准》等相关文件，责成各营销单位对照相关管理制度，按照“三性一度”要求，全面梳理现有品牌及产品结构，在依法合规和与经销商平等协商的基础上，分类分步推进整改和清退工作

资料来源：公开资料整理，光大证券研究所

2) 新普五控盘分利，渠道体系重构：第八代普五在推广过程中将严格执行“控盘分利”的核心销售策略，所谓控盘分利，是在正常销售获利基础上向真正动销并做好消费者培育的经销商、终端做额外收益倾斜。通过控盘分利，厂商可以掌握实现对终端消费者的掌控，保证各环节利润体系；而经销商及终端则可以实现正常顺价价差和增值收益两大获益方式。

为了能够保证控盘分利政策的执行，五粮液无论是在新普五的产品包装还是在营销人员的配备和营销政策的支持上都做了重要的改进。1) 在产品包装上，新普五在酒箱、酒盒、瓶盖处多码关联、整体绑定，利于层层扫码，实施控盘分利；2) 在营销层级上，今年五粮液取消其他营销中心，成立21个战区60个基地市场，渠道架构更加扁平化、更接近市场；3) 在销售人员的配备上，专职访销人员增加至500人，加强核心终端的日常维护，保障控盘分利落地执行。

图 107：五粮液控盘分利模式下各环节设定的增值收益来源



资料来源：五粮液经销商大会，光大证券研究所

关键假设

(1) 高价位酒业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 28%/17%/15%，主要得益于五粮液的量价齐升，2019 年通过第七代普五到第八代普五的过度顺利实现出厂价格的上挺，同时作为白酒行业第二品牌，五粮液的销量有望持续受益于高端白酒价格带的需求扩容，预计 2019-21 年高价位酒收入占酒类收入比重为 81.63%/81.89%/82.14%。

(2) 中低价位酒业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 15%/15%/13%，中低价位酒收入占酒类收入比重比为 18.37%/18.11%/17.86%。

(3) 其他业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 17%/15%/15%。

(4) 毛利率和费用率，考虑到五粮液出厂均价的提升，我们预测公司 2019/2020/2021 年综合毛利率分别为 75.58%/76.96%/77.51%；费用率方面，在控盘分利渠道变革的背景下，公司销售人员的数量仍处于提升阶段，整体销售费用率相对平稳，我们预测公司 2019/2020/2021 年销售费用率分别为 10.00%/10.15%/10.00%；我们预测公司 2019/2020/2021 年管理费用率分别为 5.70%/5.50%/5.30%。

表 9：五粮液业务分拆预测

项目 (单位, 百万元)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
高价位酒收入	15507.12	17416.08	21393.54	30189.15	38642.11	45211.27	51992.96
yoy(%)		12.31%	22.84%	41.11%	28.00%	17.00%	15.00%
中低价位酒收入	4838.77	5288.45	6698.43	7562.79	8697.21	10001.79	11302.02
yoy(%)		9.29%	26.66%	12.90%	15.00%	15.00%	13.00%
其他业务收入	1313.4	1839.27	2094.81	2278.26	2665.56	3065.40	3525.21
yoy(%)		40.04%	13.89%	8.76%	17.00%	15.00%	15.00%
毛利率	69.20%	70.20%	72.01%	73.80%	75.58%	76.96%	77.51%
销售费用率 (%)	16.47%	19.13%	12.01%	9.44%	10.00%	10.15%	10.00%
管理费用率 (%)	9.83%	8.73%	7.52%	5.85%	5.70%	5.50%	5.30%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

盈利预测与投资建议：我们预测五粮液 2019/2020/2021 年实现营业收入 500.05/582.78/668.20 亿元，分别同比增长 24.92%/16.55%/14.66%；归母净利润 170.29/208.25/247.52 亿元，同比增长 27.23%/22.29%/18.86%；对应 EPS 分别为 4.39/5.36/6.38 元，当前股价对应 2019/2020/2021 年 PE 分别为 29x/24x/20x，略高于行业平均估值水平。2019 年以来五粮液在产品 and 渠道上积极变革，并充分受益于茅台一批价格的提升，在放量的基础上同时实现了产品批价和零售价格的上挺，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：经济环境波动影响高端白酒需求；普五价格上挺力度不达预期；食品安全事件等

表 10：五粮液财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	30,186.78	40,030.19	50,004.88	58,278.46	66,820.19
营业收入增长率	22.99%	32.61%	24.92%	16.55%	14.66%
净利润 (百万元)	9,673.72	13,384.25	17,029.21	20,824.66	24,751.72
净利润增长率	42.58%	38.36%	27.23%	22.29%	18.86%
EPS (元)	2.49	3.45	4.39	5.36	6.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.14%	21.08%	23.04%	24.09%	24.47%
P/E	51	37	29	24	20
P/B	9	8	7	6	5
EV/EBITDA	36	26	20	16	14

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 7 月 10 日

表 11：五粮液与白酒行业估值对比

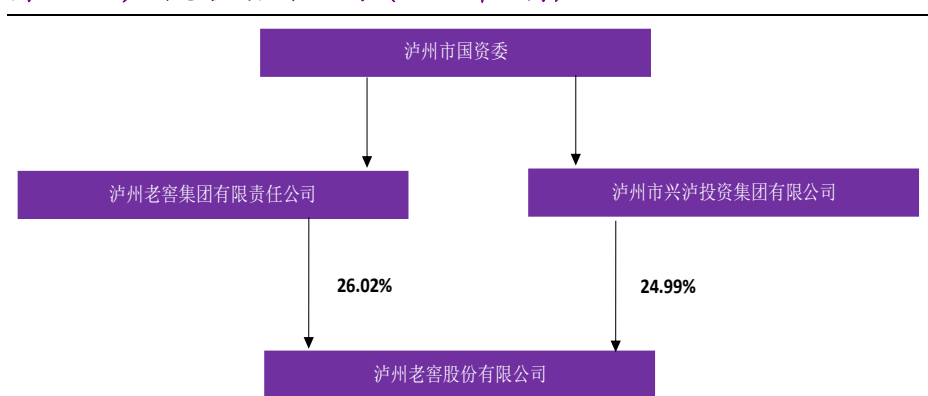
股票代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				18-21cagr	PEG
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
600519.SH	贵州茅台	982.52	27.71	33.18	39.44	46.59	35	30	25	21	19%	1.57
000568.SZ	泸州老窖	85.10	2.36	3.17	4.01	4.93	36	27	21	17	28%	0.96
002304.SZ	洋河股份	129.05	5.39	6.26	7.20	8.13	24	21	18	16	15%	1.40
600809.SH	山西汾酒	70.10	1.69	2.20	2.75	3.29	41	32	26	21	25%	1.28
600779.SH	水井坊	50.78	1.19	1.55	1.94	2.40	43	33	26	21	27%	1.23
600702.SH	舍得酒业	29.55	1.02	1.35	1.78	2.19	29	22	17	14	29%	0.76
000799.SZ	酒鬼酒	27.34	0.69	0.93	1.22	1.48	40	29	22	18	29%	1.01
000860.SZ	顺鑫农业	48.35	1.30	1.57	2.01	2.46	37	31	24	20	24%	1.31
000596.SZ	古井贡酒	122.49	3.37	4.36	5.46	6.66	36	28	22	18	25%	1.10
603369.SH	今世缘	29.75	0.92	1.16	1.45	1.76	32	26	21	17	24%	1.06
603589.SH	口子窖	63.76	2.55	3.07	3.61	4.20	25	21	18	15	18%	1.15
603198.SH	迎驾贡酒	18.93	0.97	1.05	1.11	1.16	20	18	17	16	6%	2.94
600559.SH	老白干酒	13.70	0.54	0.56	0.72	0.92	25	25	19	15	19%	1.27
603919.SH	金徽酒	15.94	0.71	0.76	0.90	1.08	22	21	18	15	15%	1.41
	平均值						32	26	21	18		1.31
000858.SZ	五粮液	126.43	3.45	4.39	5.36	6.38	37	29	24	20	23%	1.27

资料来源：Wind，光大证券研究所；其中茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份 EPS 为光大证券研究所预测；其余 EPS 取 wind 一致盈利预期；股价时间为 2019 年 7 月 10 日

4.3、泸州老窖：步步为营、品牌复兴

股权结构：泸州老窖的实际控制人为泸州市国资委，泸州市国资委分别通过子公司泸州老窖集团有限责任公司和泸州市兴泸投资集团有限公司持有上市公司占比 26.02%和 24.99%的股权，合计持有约占比 51%的股权。老窖集团对股份公司的控制力相对较弱，其业务涵盖了产业园、白酒交易中心、现代农业开发、金融、投资科技等非酒类业务。

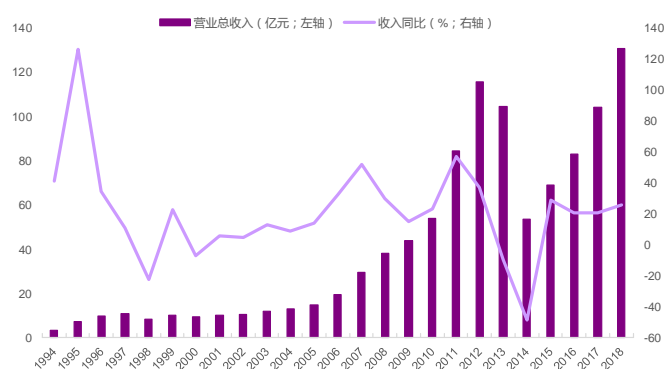
图 108：泸州老窖的股权结构（2019 年 7 月）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

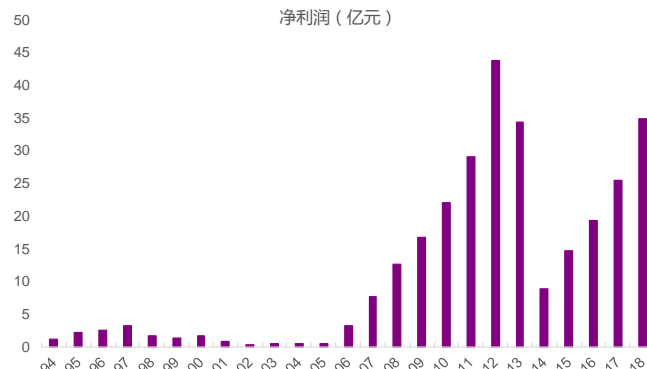
历史业绩回顾：泸州老窖早在 1994 年就正式上市，是上市最早的白酒公司之一。1994-2018 年上市公司的营业总收入从 3.17 亿增长到近 130.55 亿，年均复合增速为 16.8%；1994-2018 年上市公司的净利润从 1.05 亿增长到 34.86 亿，年均复合增速为 15.7%。虽然和茅台和五粮液相比，泸州老窖无论是在收入还是利润体量都有着相对明显的差距，但是浓香型白酒的代表之一，老窖的品牌价值仍使其稳坐高端白酒的第三把交椅。

图 109：泸州老窖上市之后的收入增速历史表现情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 110：泸州老窖上市之后的净利润增速历史表现情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

产品结构：泸州老窖的产品价格带更为齐全，大致可以分为：1) 高档白酒国窖 1573 系列，国窖 1573 和飞天茅台、五粮液是目前国内白酒行业三大高端品牌；2) 中档白酒窖龄和特曲系列，其中窖龄系列定位 200-500 价格带，主要包括窖龄 90 年/60 年/30 年。特曲系列包括定位在 400-500 元的特曲 60 版、300-400 元的特曲晶彩版与纪念版、200-300 元的老字号特曲；3) 低档白酒头曲和二曲系列，分别定位于 100-200 元以及 100 元以下的价格带。

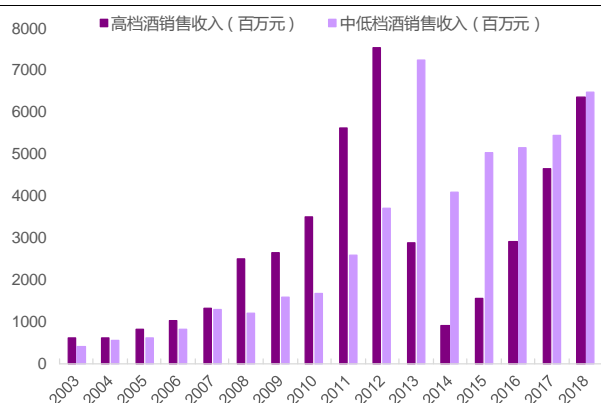
表 18：泸州老窖的主要产品结构（2019 年 6 月）

产品系列	产品名称	市场指导价 (元/瓶)
国窖 1573 系列	52 度国窖 1573 (中国品味)	2888
	52 度国窖 1573 (鸿运 568)	1298
	52 度国窖 1573	969
窖龄系列	52 度窖龄 90 年	548
	52 度窖龄 60 年	358
	52 度窖龄 30 年	258
特曲系列	52 度特曲 60 版	480
	52 度特曲酒纪念版	408
	52 度特曲酒晶彩版	358
	52 度特曲酒	248
头曲及二曲系列	52 度八年窖头曲	158
	52 度六年窖头曲	128
	52 度二曲	189 (500ml*12)

资料来源：京东，光大证券研究所

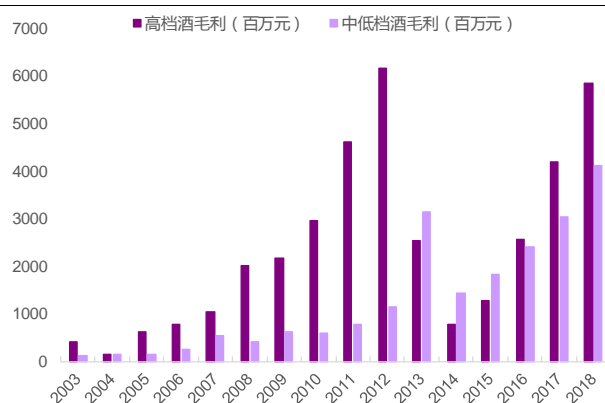
在 2012 年白酒深度调整之前，高档白酒是最主要的收入和毛利来源，2012 年高档白酒的收入和毛利占比分别达到 67%和 84%。然而在 2013-15 年的行业调整期国窖 1573 由于错误的价格战略丢失了大量的市场份额，因此中低档白酒的收入和毛利占比快速提升，2014 年高档白酒的收入和毛利占比分别只有 18%和 35%。2015 年之后，高档白酒国窖 1573 再次成为公司成长的最核心推动力。以 2018 年年报为例，高档白酒实现销售收入 63.78 亿元，占酒类业务收入的比重为 49.6%；高档白酒实现销售毛利 58.58 亿元，占酒类业务毛利的比重为 58.7%。

图 111：近年来泸州老窖的收入结构变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

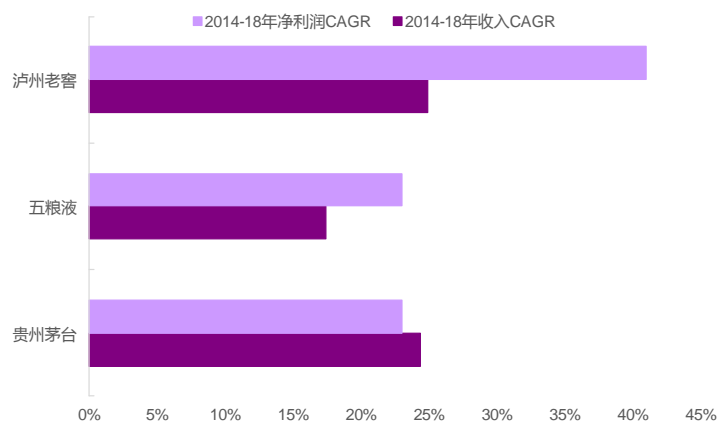
图 112：近年来泸州老窖的毛利结构变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

泸州老窖是2014-18年收入和利润年均复合增速最快的高端白酒，未来仍将受益于高端白酒的消费扩容。20014-2018年泸州老窖的收入和净利润年均复合增速分别为25%和41%，均位于高端白酒三大品牌的第一位。在行业调整期结束之后，老窖通过自上而下大刀阔斧的改革顺利实现了“深蹲起跳”：1) 人事：董事长刘淼+总经理林峰于2015年上任，不仅年富力强、还均出身于销售一线；2) 渠道体系：废除染泉模式，成立专营公司，相较于染泉公司的大商模式，专营公司采用深度分销、直控终端的模式；3) 产品布局：确认五大单品战略，低端酒大幅度砍掉开发品牌。4) 价格策略：2014年国窖1573开始降价，并逐步顺价保证经销商盈利，培养渠道积极性。

图 113：泸州老窖是2014-18年收入和利润年均复合增速最快的高端白酒



资料来源：公司公告，光大证券研究所

以国窖1573的量价政策为例，2014年4月和7月先后两次降价，降价之后的价格体系为计划内560元、计划外620元。此后2014年下半年国窖1573宣布停货直到2015年1月开始逐步发货，并且取消了560元计划内结算价，保留620元的计划外价格，此时一批价从500元上涨到520元左右。2015年3月公司实施了回购国窖1573业务，同时国窖1573公司成立之后开始重塑渠道体系，到2016年下半年国窖1573的一批价逐步上行到620元以上，并且实现了渠道的顺价。此后国窖1573开启了提价周期，并且在2017年7月将出厂价上涨到740元。

表 19：2014-17 年国窖 1573 的量价政策梳理

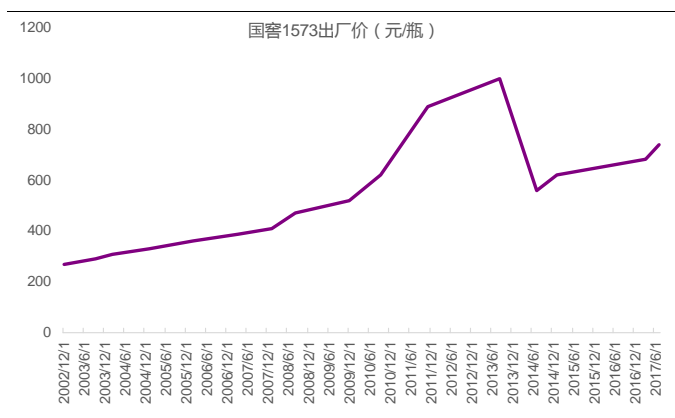
时间	具体措施
2014 年 4 月	国窖 1573 出厂价从 999 元下调至 680 元
2014 年 7 月	国窖 1573 出厂价下调到计划内 560 元、计划外 620 元
2014 年 9 月	国窖 1573 宣布停货
2015 年 1 月	国窖 1573 逐步恢复发货，但取消了 560 元计划内结算价，保留 620 元的计划外价格；国窖 1573 专营公司成立
2015 年 3 月	实施回购国窖 1573 业务
2016 年 1 月	2016 年 1 月至春节前停止国窖 1573 的发货
2016 年 9 月	四川区域内全面启动“国窖 1573 终端配额制”新模式，实行统一配送价格
2016 年 10 月	价格双轨制：国窖 1573 经典装计划内配额结算价保持不变，计划外配额价格为 660 元/瓶；除此之外还出台了国窖 1573 经典装保证金制度，计划内结算价加收 20 元/瓶保证金
2016 年 12 月	国窖 1573 计划外配额计算价调整为 740 元/瓶。同时即日起至 2016 年 12 月 24 日暂停接受国窖 1573 订单，原定尚未执行的 2016 年 12 月配额作废
2017 年 3 月	国窖 1573 出厂价上涨至 680 元/瓶
2017 年 7 月	国窖 1573 出厂价上涨至 740 元/瓶

资料来源：公开资料整理，光大证券研究所

手握高端白酒入场券，老窖长期受益于高端白酒的需求扩容及价格弹性：

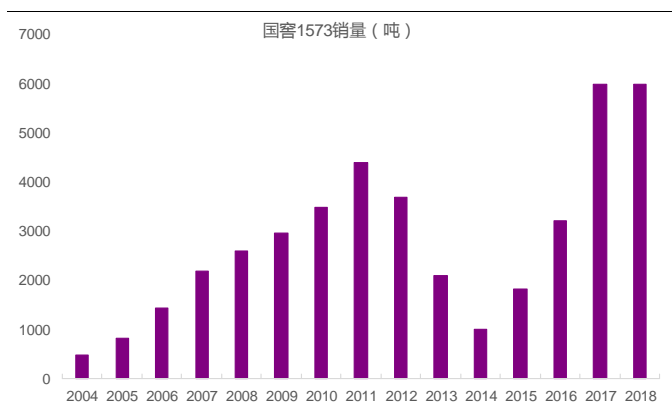
国内高端白酒的竞争格局最清晰且集中度最高，三大品牌茅台、五粮液及国窖 1573 手握高端白酒的三张入场券，其余品牌虽有战略性高端产品布局，但绝对体量很小。2011-18 年三大品牌的销量合计从 3.2 万吨提高到 5.8 万吨，年均复合增速超 9%，如果从 2015 年行业调整期结束开始计算，2015-18 年的销量年均复合增速达到 16.5%，高端白酒的销量行业占比（折 65 度）仍超过 0.5%。相较于其他白酒，高端白酒的社交和礼品属性更强，和经济活动的活跃程度关联性更强，我们认为随着经济的发展及高端白酒存储价值的逐步开发，高端白酒的销量占比仍会处于提升通道。虽然国窖 1573 的品牌力弱于茅台和五粮液，但是仍有机会充分受益于价格带需求的扩容。同时五粮液第八代普五的出厂价为 889 元，高于第七代普五 789 元的出厂价，在控货挺价政策的推动下普五的一批价稳步上行，若提价成功五粮液和国窖 1573 的出厂价差拉大，将会给国窖 1573 预留一定的价格上涨空间。

图 114：国窖 1573 的出厂价变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 115：国窖 1573 的销量变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

关键假设

(1) 高档酒业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 28.40%/20.75%/15.36%，其中 2019 年上半年在茅台供应短缺的情况下，国窖 1573 也顺势实现销量提升，手握高端白酒入场券，老窖长期受益于高

端白酒的需求扩容,我们预计 2019-21 年销量的增长分别为 20%/15%/12%,同时五粮液的价格上挺为老窖的渠道费用收缩和价格上挺提供了客观基础,我们预计 2019-21 年销售吨价的增长分别为 7.0%/5.0%/3.0%;中档酒业务,我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 25.00%/15.00%/15.00%;低档酒业务,我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 10%/12%/10%。

(3) 毛利率和费用率,在飞天茅台和五粮液批价上行的背景下,国窖 1573 采取价格跟踪战略,销售均价的提升推动毛利率逐步改善,我们预测公司 2019/2020/2021 年综合毛利率分别为 79.96%/81.64%/83.14%;费用率方面,我们预测公司 2019/2020/2021 年销售费用率分别为 25.50%/25.00%/24.00%;我们预测公司 2019/2020/2021 年管理费用率分别为 5.33%/5.10%/4.90%。

表 12: 泸州老窖业务分拆预测

项目 (单位, 百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
高档酒收入	898.42	1541.86	2920.09	4648.16	6377.82	8189.12	9888.37	11407.22
yoy(%)	-68.79%	71.62%	89.39%	59.18%	37.21%	28.40%	20.75%	15.36%
中档酒收入	585.99	1619.22	2790.78	2874.92	3674.97	4593.71	5282.77	6075.18
yoy(%)	-81.77%	176.32%	72.35%	3.01%	27.83%	25.00%	15.00%	15.00%
低档酒收入	3522.13	3410.27	2362.69	2591.51	2806.73	3087.41	3457.90	3803.69
yoy(%)	-13.10%	-3.18%	-30.72%	9.68%	8.30%	10.00%	12.00%	10.00%
毛利率	47.61%	49.40%	62.43%	71.93%	77.53%	79.96%	81.64%	83.14%
销售费用率 (%)	10.82%	12.66%	18.54%	23.20%	25.99%	25.50%	25.00%	24.00%
管理费用率 (%)	8.70%	6.36%	6.55%	5.48%	5.53%	5.33%	5.10%	4.90%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

盈利预测与投资建议: 我们预测泸州老窖 2019/2020/2021 年营业收入分别为 161.12/189.13/216.10 亿元, 同比增长 23.41%/17.38%/14.26%; 归母净利润分别为 46.95/59.34/72.90 亿元, 同比增长 34.69%/26.39%/22.86%; 对应 EPS 分别为 3.17/4.01/4.93 元, 当前股价对应 PE 分别为 27x/21x/17x, 略高于行业平均估值水平。泸州老窖手握高端白酒入场券, 长期受益于高端白酒的需求扩容及价格弹性, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 经济环境波动影响高端白酒需求; 国窖 1573 销售不达预期; 食品安全事件等

表 13: 泸州老窖财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,394.87	13,055.47	16,112.06	18,912.88	21,610.43
营业收入增长率	25.18%	25.60%	23.41%	17.38%	14.26%
净利润 (百万元)	2,557.94	3,485.64	4,694.82	5,933.73	7,289.89
净利润增长率	32.69%	36.27%	34.69%	26.39%	22.86%
EPS (元)	1.73	2.36	3.17	4.01	4.93
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.86%	20.55%	23.91%	26.37%	28.12%
P/E	49	36	27	21	17
P/B	8	7	6	6	5
EV/EBITDA	35	26	19	15	12

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 7 月 10 日

表 14：泸州老窖与白酒行业估值对比

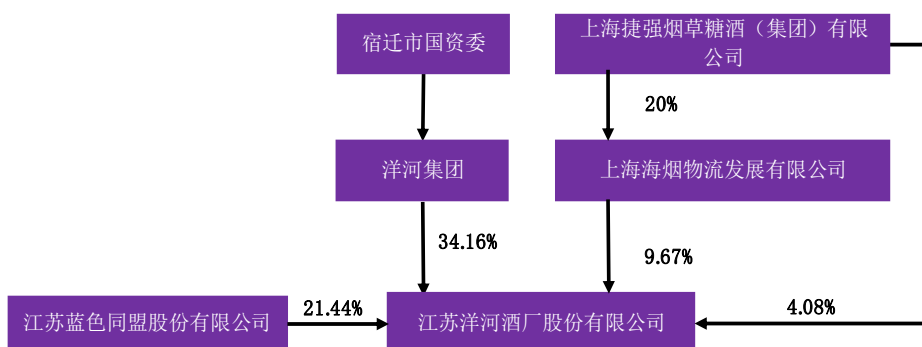
股票代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				18-21cagr	PEG
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
600519.SH	贵州茅台	982.52	27.71	33.18	39.44	46.59	35	30	25	21	19%	1.57
000858.SZ	五粮液	126.43	3.45	4.39	5.36	6.38	37	29	24	20	23%	1.27
002304.SZ	洋河股份	129.05	5.39	6.26	7.20	8.13	24	21	18	16	15%	1.40
600809.SH	山西汾酒	70.10	1.69	2.20	2.75	3.29	41	32	26	21	25%	1.28
600779.SH	水井坊	50.78	1.19	1.55	1.94	2.40	43	33	26	21	27%	1.23
600702.SH	舍得酒业	29.55	1.02	1.35	1.78	2.19	29	22	17	14	29%	0.76
000799.SZ	酒鬼酒	27.34	0.69	0.93	1.22	1.48	40	29	22	18	29%	1.01
000860.SZ	顺鑫农业	48.35	1.30	1.57	2.01	2.46	37	31	24	20	24%	1.31
000596.SZ	古井贡酒	122.49	3.37	4.36	5.46	6.66	36	28	22	18	25%	1.10
603369.SH	今世缘	29.75	0.92	1.16	1.45	1.76	32	26	21	17	24%	1.06
603589.SH	口子窖	63.76	2.55	3.07	3.61	4.20	25	21	18	15	18%	1.15
603198.SH	迎驾贡酒	18.93	0.97	1.05	1.11	1.16	20	18	17	16	6%	2.94
600559.SH	老白干酒	13.70	0.54	0.56	0.72	0.92	25	25	19	15	19%	1.27
603919.SH	金徽酒	15.94	0.71	0.76	0.90	1.08	22	21	18	15	15%	1.41
	平均值						32	26	21	18		1.31
000568.SZ	泸州老窖	85.10	2.36	3.17	4.01	4.93	36	27	21	17	28%	0.96

资料来源：Wind，光大证券研究所；其中茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份 EPS 为光大证券研究所预测；其余 EPS 取 wind 一致盈利预期；股价时间为 2019 年 7 月 10 日

4.4、洋河股份：脚踏实地、改革典范

股权结构：2002 年洋河就进行了改制重组，洋河集团作为主要发起人联合 6 家法人和 14 位管理层成员共同发起设立了江苏洋河酒厂股份有限公司。2006 年公司增资扩股，包括中层以上管理人员及业务、技术骨干在内的经营管理人员共同出资设立了蓝天贸易、蓝海贸易，通过认购新增股份实现了持股，2017 年江苏蓝色同盟股份有限公司吸收合并了蓝天贸易和蓝海贸易。截止到目前洋河股份的实际控制人为宿迁市国资委，宿迁市国资委通过洋河集团持有上市公司占比 34.16% 的股权，蓝色同盟持有占比 21.44% 的股权，战略投资者上海海烟、上海捷强等仍有持股。

图 116：洋河股份的股权结构（2019 年 7 月）

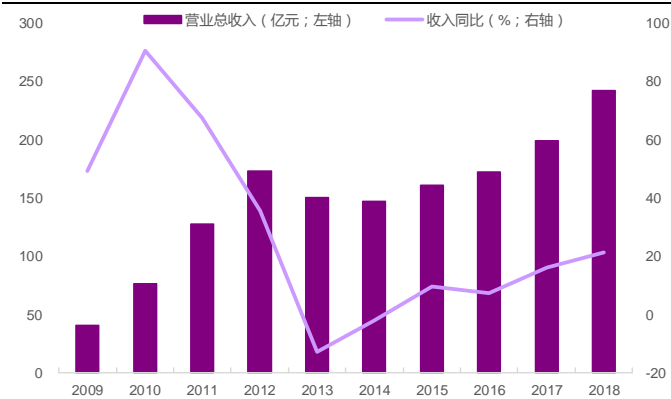


资料来源：公司公告，光大证券研究所

历史业绩回顾：洋河登陆资本市场相对较晚，于 2009 年才正式上市。2009-2018 年公司的营业总收入从 40.0 亿增长到 241.6 亿，年均复合增速为 22.1%；2009-2018 年公司的净利润从 12.5 亿增长到 81.2 亿，年均复合

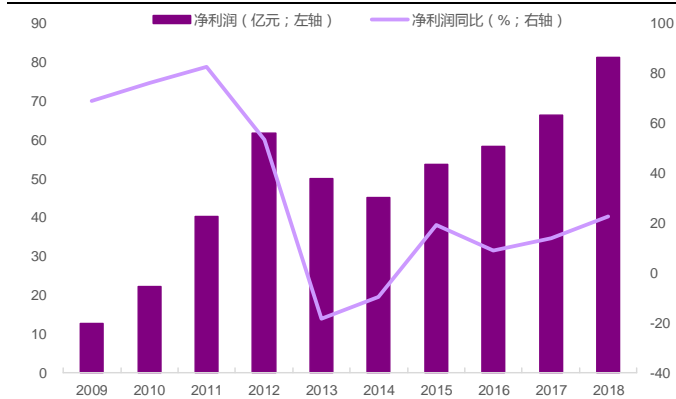
增速达为 23.1%。相较于大部分白酒上市公司受行业景气度影响、收入和利润增速波动明显不同，洋河的历史收入和利润表现出较强的穿越周期的能力，即使在行业深度调整的 2013-14 年，公司的收入增速也仅同比下降 13% 和 2.34%，稳健增长能力仅次于茅台。

图 117：洋河股份上市之后的收入增速历史表现情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 118：洋河股份上市之后的净利润增速历史表现情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

产品结构：洋河于 2010 年收购双沟品牌，因此目前通过洋河和双沟双品牌运作，其中洋河品牌是绝对主力。洋河品牌中的蓝色经典系列是公司最主要的产品系列，蓝色经典于 2003 年推出、并且于 2010 年进一步推出梦之蓝系列三个产品：梦 3/梦 6/梦 9。目前蓝色经典系列涵盖 1000 元以上的高端价格带（梦 9/梦之蓝手工班）、300-800 元的次高端价格带及 100-300 元的中高端价格带，是公司收入增长的主要驱动力。双沟品牌包括双沟珍宝坊、柔和双沟和苏酒三大系列，其中双沟珍宝坊系产品的产品定位相对较高。

表 15：洋河股份的主要产品结构（2019 年 6 月）

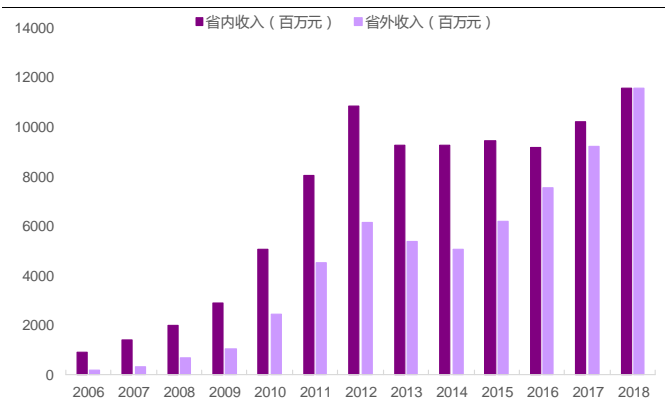
	产品系列	产品名称	市场指导价 (元/瓶)
洋河品牌	蓝色经典系列	52 度梦之蓝手工班	2399
		52 度梦之蓝 (M9)	1599
		52 度梦之蓝 (M6)	769
		52 度梦之蓝 (M3)	559
		52 度梦之蓝 (M1)	338
		52 度天之蓝 (480ml)	389
		52 度海之蓝 (480ml)	169
	洋河系列	52 度洋河大曲 (375ml)	49
双沟品牌	双沟珍宝坊系列	42 度双沟珍宝坊帝坊 (480ml+20ml)	578
		42 度双沟珍宝坊圣坊 (480ml+20ml)	269
		41.8 度双沟珍宝坊君坊 (480ml+20ml)	129
		42 度双沟醴泉 (500ml)	99
	柔和双沟系列	42 度柔和双沟 (金) 450ml	128
		42 度柔和双沟 (银) 450ml	88
		42 度柔和双沟 (红) 450ml	45
	苏酒系列	42 度双沟苏酒普苏 (500ml)	106

资料来源：京东，光大证券研究所

改制成功典范，打造“蓝色”传奇：洋河是通过改制提升经营效率、实现快速发展的白酒企业代表，2002 年通过改制重组核心管理层实现了持股，此后 2004-2012 年公司的销售收入从 4.2 亿快速增长到 172.7 亿，年均复合

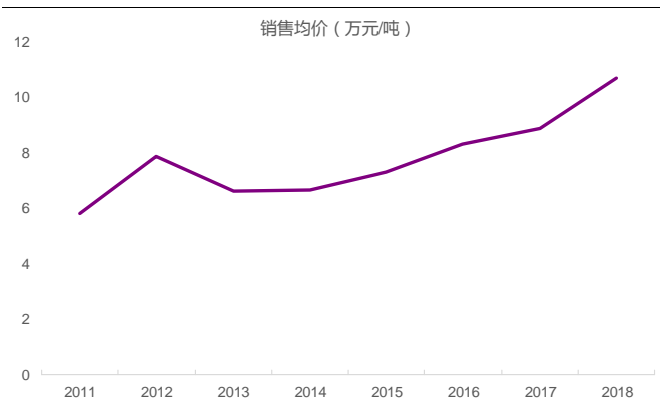
增速高达 59.3%，是 2000 年以后白酒行业成长速度最快的企业。1) 产品上，2003 年推出蓝色经典系列，推出初期主打 100-200 元价格带的海之蓝，顺应了江苏省内的消费升级趋势，成为该价格带的绝对龙头。同时 2008 年开始注重打造 300 元价格带的天之蓝，顺利完成产品结构的升级；2010 年升级梦之蓝系列，全面引导了省内消费。2) 渠道上，2004 年开始推出办事处，作为酒厂和终端的服务枢纽，实施了“1+1”（即直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转）、“盘中盘”和“4×3”等营销模式实现省内渠道的深度渗透。同时在省内龙头的基础上开始实现全国化扩张之路，重点拓展安徽、山东和河南等市场，洋河蓝色经典的品牌营销同步跟进。

图 119：洋河省外市场的收入占比提升明显



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 120：公司销售吨价仍在稳步提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

梦之蓝高增推动产品结构继续优化，省内市场高基数增速自然回落：最近两年梦之蓝系列已经成为洋河最主要的增长驱动因素，2018 年梦之蓝系列预计增速在 50% 以上，天之蓝和海之蓝保持双位数左右的增速，梦之蓝的高增能够推动公司产品结构的持续优化。在省内市场龙头地位的基础上，省外市场的增速显著快于省内，省外市场的收入占比已经接近 50%。2018 年省内市场实现收入 116.12 亿元，同比增长 13.52%；省外市场实现收入 115.75 亿元，同比增长 25.28%。

关键假设

(1) 蓝色经典业务，省内市场结构升级明显，虽然海之蓝和天之蓝增速放缓，但是梦之蓝预计有望持续保持 20% 以上的增长，同时省外市场扩张稳步推进，省外市场的收入占比有望继续提升，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 14.34%/12.95%/10.92%。

(2) 其他白酒业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 13%/10%/10%。

(3) 红酒业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 5%/5%/5%。

(4) 其他业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 15%/12%/12%。

(5) 毛利率和费用率，考虑到梦之蓝已经成为公司主要的收入增量，产品结构提升提升公司的毛利率不断提升，我们预测公司 2019/2020/2021

年综合毛利率分别为 75.17%/76.15%/77.08%；费用率方面，我们预测公司 2019/2020/2021 年销售费用率分别为 10.30%/10.00%/9.60%；我们预测公司 2019/2020/2021 年管理费用率分别为 7.00%/6.80%/6.80%。

表 24：洋河股份业务分拆预测

项目 (单位, 亿元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
蓝色经典收入	100.5	108.7	121.3	146.0	176.4	201.7	227.9	252.7
yoy(%)	-4.29%	8.19%	11.52%	20.41%	20.84%	14.34%	12.95%	10.92%
其他白酒业务收入	39.9	44.4	43.7	45.8	52.7	59.6	65.5	72.1
yoy(%)	1.06%	11.38%	-1.55%	4.78%	14.99%	13.00%	10.00%	10.00%
红酒收入	3.3	3.3	2.8	2.9	2.7	2.9	3.0	3.2
yoy(%)	34.29%	1.22%	-15.02%	0.71%	-4.00%	5.00%	5.00%	5.00%
其他收入	3.0	4.0	4.0	4.5	9.7	11.2	12.5	14.0
yoy(%)	-8.43%	32.57%	-0.74%	12.50%	116.20%	15.00%	12.00%	12.00%
毛利率	60.62%	61.91%	63.90%	66.46%	73.70%	75.17%	76.15%	77.08%
销售费用率 (%)	11.45%	11.73%	10.88%	11.99%	10.60%	10.30%	10.00%	9.60%
管理费用率 (%)	8.64%	9.02%	9.21%	7.69%	7.05%	7.00%	6.80%	6.80%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

盈利预测与投资建议：我们预测洋河股份 2019/2020/2021 年实现营业收入 275.34/308.91/342.00 亿元，分别同比增长 13.97%/12.19%/10.71%；归母净利润 94.39/108.44/122.47 亿元，同比增长 16.32%/14.89%/12.93%；对应 EPS 分别为 6.26/7.20/8.13 元，当前股价对应 2019/2020/2021 年 PE 分别为 21x/18x/16x。洋河当前的估值水平明显低于行业平均水平，在产品结构优化和省外市场稳健扩张的驱动下，洋河具备相对稳健的收入增长能力，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：经济环境波动影响高端白酒需求；省内竞争格局恶化；食品安全事件等

表 16：洋河股份财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	19,917.94	24,159.80	27,534.15	30,890.73	34,200.45
营业收入增长率	15.92%	21.30%	13.97%	12.19%	10.71%
净利润 (百万元)	6,627.17	8,115.19	9,439.31	10,844.36	12,246.88
净利润增长率	13.73%	22.45%	16.32%	14.89%	12.93%
EPS (元)	4.40	5.39	6.26	7.20	8.13
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.45%	24.12%	24.67%	24.96%	24.90%
P/E	29	24	21	18	16
P/B	7	6	5	4	4
EV/EBITDA	22	18	15	13	11

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 7 月 10 日

表 26：洋河股份与白酒行业估值对比

股票代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				18-21cagr	PEG
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
600519.SH	贵州茅台	982.52	27.71	33.18	39.44	46.59	35	30	25	21	19%	1.57
000858.SZ	五粮液	126.43	3.45	4.39	5.36	6.38	37	29	24	20	23%	1.27
000568.SZ	泸州老窖	85.10	2.36	3.17	4.01	4.93	36	27	21	17	28%	0.96
600809.SH	山西汾酒	70.10	1.69	2.20	2.75	3.29	41	32	26	21	25%	1.28
600779.SH	水井坊	50.78	1.19	1.55	1.94	2.40	43	33	26	21	27%	1.23
600702.SH	舍得酒业	29.55	1.02	1.35	1.78	2.19	29	22	17	14	29%	0.76
000799.SZ	酒鬼酒	27.34	0.69	0.93	1.22	1.48	40	29	22	18	29%	1.01
000860.SZ	顺鑫农业	48.35	1.30	1.57	2.01	2.46	37	31	24	20	24%	1.31
000596.SZ	古井贡酒	122.49	3.37	4.36	5.46	6.66	36	28	22	18	25%	1.10
603369.SH	今世缘	29.75	0.92	1.16	1.45	1.76	32	26	21	17	24%	1.06
603589.SH	口子窖	63.76	2.55	3.07	3.61	4.20	25	21	18	15	18%	1.15
603198.SH	迎驾贡酒	18.93	0.97	1.05	1.11	1.16	20	18	17	16	6%	2.94
600559.SH	老白干酒	13.70	0.54	0.56	0.72	0.92	25	25	19	15	19%	1.27
603919.SH	金徽酒	15.94	0.71	0.76	0.90	1.08	22	21	18	15	15%	1.41
	平均值						32	26	21	18		1.31
002304.SZ	洋河股份	129.05	5.39	6.26	7.20	8.13	24	21	18	16	15%	1.40

资料来源：Wind，光大证券研究所；其中茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份 EPS 为光大证券研究所预测；其余 EPS 取 wind 一致盈利预期；股价时间为 2019 年 7 月 10 日

5、风险提示

经济增速放缓压力加大。如果经济总需求下行，影响人均收入和消费意愿，公司收入增长或将放缓。

物价下行风险。食品饮料行业的超额收益与物价水平关系密切，若未来物价进入持续下行时期，对食品板块将会产生压制性影响。

成本大幅上涨。一方面粮食等生产原材料成本的提高，另一方面成品包装使用的包材成本上升，都会对公司盈利能力及产品策略产生较大影响。

食品安全问题。如果食品安全问题出现，不仅相关公司生产经营或将受到冲击，同时亦有可能产生负面溢出效应波及至行业层面。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼