

# 品牌力及渠道力较强的酒企拥有穿越周期的力量



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

—白酒行业深度复盘之 2013-2015 年(20200512)

## ❖ 核心观点

**经历黄金十年后，行业进入深度调整期。**外部政策的出台及安全事件的曝光为 13 年行业进入调整期的导火索，内部失衡使得消费、价格、渠道泡沫破裂为必然结果。15 年春节开始白酒行业逐步复苏，五粮液、泸州老窖等头部企业进行恢复性提价。相较于 09 年调整期，本轮调整期持续时间更长，且影响更深远。

**贵州茅台脱颖而出，次高端酒崩塌。**在本轮行业深度调整中，终端需求的迅速下降使得各大酒企主要靠补贴经销商维持价格和渠道利润，倒逼行业实现变革，其中较大的转变是产品定位从“名酒”转换至“民酒”，消费群体从政务消费转换至大众消费为主，消费属性实现回归。具体企业来看，贵州茅台受益于坚定的量价策略，在本阶段脱颖而出；洋河股份受益于其强大的渠道掌控力，业绩波动较小；古井贡酒及时采取措施积极应对，拥有穿越超期的能力；水井坊、酒鬼酒等次高端酒企业由于存在失去主要消费群体、价格带受高端酒挤压、渠道库存较高等问题影响，品牌力无法支撑价格体系，业绩断崖式下滑，同时晚于贵州茅台、洋河股份、老白干、顺鑫农业等优质企业实现复苏。

**品牌力及渠道力较强的酒企率先走出调整。**黄金十年期间，大多酒企均实现量价齐升，而在调整期最能看出酒企的综合实力。行业调整期间，行业呈现以下特点：1) 酒企分化加大，品牌力及渠道力强的酒企能穿越周期；2) 国企改革贯穿调整期；3) 酒企引入资本或运用资本进行整合；4) 布局线上，在渠道深耕的同时开始渠道多元化布局；5) 表现较好的个股也难有可观超额收益，仅有较高相对收益。

**行业驱动力从“量”逐步转为“价”。**我们发现过去 15 年中，05-15 年量为主要发展主要驱动力，16 年至今价为主要发展驱动力。站在当下时点，疫情将加速行业集中度提升，在消费升级的大背景下，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利，预计 2020 年白酒行业驱动力仍以价为主。

**对于高端酒批价及渠道库存情况思考。**批价是酒企品牌力、渠道力、产能等多因素的综合体现，贵州茅台凭借较强的渠道力、品牌力、管理能力保证批价稳定、库存处于合理水平。区别于 09 年的短暂调整期及 13-15 年的深度调整期，目前虽然消费场景暂时被疫情压制，但高端酒需求结构较为稳定、实际需求真实且旺盛、供给仍存在一定瓶颈、酒企普遍加强对库存管理、白酒周期性减弱、渠道库存均处于健康水平，白酒行业将随着消费复苏、新基建密集落地逐步得到恢复。短期看，高端酒批价将受发货节奏、市场需求、渠道预期等因素影响；长期看，由于供需仍处于紧平衡状态，批价易涨难跌，总体呈向好态势。

**投资建议：**本轮疫情检验了各家酒企的综合能力，一季度酒企业绩分化已逐步加大，落后产能的加速淘汰也将提升行业集中度，建议关注确定性较强的高端酒、弹性较大的次高端及区域酒优质标的布局机会，相关标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘等。

**风险提示：**宏观经济下行风险、食品安全风险、渠道动销情况不及预期。

## 📄 证券研究报告

所属部门 行业公司部  
报告类别 行业深度  
所属行业 食品饮料  
报告时间 2020/5/12

## 👤 分析师

欧阳宇剑  
证书编号：S1100517020002  
021-68595127  
ouyangyujian@cczq.com

## 👤 联系人

张潇倩  
证书编号：S1100118060009  
021-68595150  
zhangxiaolian@cczq.com

## 📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034  
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120  
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000  
成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、经历黄金十年后，行业进入深度调整期.....	6
1.1 行业背景：政策叠加内部因素导致行业进入调整期.....	6
1.2 业绩及估值表现：14 年报表压力大，估值随着行业复苏而修复.....	8
二、贵州茅台脱颖而出，次高端酒表现欠佳.....	10
2.1 高端酒：茅台控量保价成就领军地位，五粮液及老窖降价放量.....	11
2.1.1 贵州茅台：再次放开经销商权，坚守出厂价及零售价不动摇.....	12
2.1.2 五粮液：控量保价态度坚决，多方面进行改革.....	15
2.1.3 泸州老窖：销售压力大，内部调整取得明显成效.....	19
2.2 次高端酒：业绩普遍出现断崖式下跌.....	21
2.2.1 酒鬼酒：负面事件频发拖累公司业绩.....	22
2.2.2 沱牌：未对市场变化及时作出调整，但在这期间股权改制完成.....	22
2.2.3 山西汾酒：开始推进混改，在进行改革、去库存后 15 年业绩逐步回升.....	23
2.2.4 水井坊：坚持高价策略，业绩陷入困境.....	24
2.3 区域酒：14 年下半年优质区域酒企业绩回暖，分化加剧.....	25
2.3.1 洋河股份：定位大众消费的海之蓝表现优异，渠道升级助力全国化.....	26
2.3.2 古井贡酒：深度改革赋予公司拥有超越周期的能力.....	28
2.4 三四线酒：主打大众消费的顺鑫农业异军突起.....	30
三、总结与启示.....	32
3.1 总结 1：品牌力及渠道力较强的酒企率先走出调整.....	32
3.2 总结 2：行业驱动力从“量”转为“价”.....	36
3.3 启示：对于高端酒批价、渠道库存情况思考.....	39
3.3.1 批价是酒企品牌力、渠道力、产能等多因素的综合体现.....	39
3.3.2 从供需角度分析当前高端酒批价情况.....	40
3.3.3 酒企普遍加强对库存管理，渠道库存周期性减弱使得库存风险较小.....	45
四、风险提示.....	47

图表目录

图 1:	13-15 年居民人均可支配收入稳定增长 .....	6
图 2:	13-15 年我国经济增速进入换挡阶段 .....	6
图 3:	13-15 年白酒产量增速不断放缓 .....	7
图 4:	13-15 年白酒销量增速放缓明显 .....	7
图 5:	深度调整期间白酒行业收入下滑明显 .....	8
图 6:	深度调整期间白酒行业净利润下滑明显 .....	8
图 7:	12 年前商务消费占比较高, 调整期后个人消费迅速提升 .....	8
图 8:	白酒行业 13Q2-14Q3 收入增速为负 .....	9
图 9:	白酒行业 13Q2-14Q3 净利润增速为负 .....	9
图 10:	次高端酒收入波动幅度最大 .....	9
图 11:	高端酒净利润波动幅度最小 .....	9
图 12:	12-15 年白酒行业及高端酒估值情况 .....	10
图 13:	品牌力源自国酒文化战略、品牌差异化战略及独特的生产工艺 .....	13
图 14:	贵州茅台收入增速较为平稳 .....	14
图 15:	贵州茅台净利润增速较为平稳 .....	14
图 16:	13-15 年五粮液渠道价格倒挂, 而茅台始终正价销售且出厂价未变动 .....	14
图 17:	13-14 年贵州茅台多次放低经销商招聘门槛 .....	15
图 18:	13Q3-14Q3、15Q2 五粮液收入增速为负 .....	16
图 19:	13Q3-15Q2 五粮液净利润增速为负 (仅 14Q4 为正) .....	16
图 20:	13-15 年五粮液渠道价格处于倒挂状态 .....	16
图 21:	13-15 年贵州茅台批价较为稳定 .....	16
图 22:	七大营销中心布局 .....	17
图 23:	13 年下半年公司开始调整经销商结构, 实施大商制 .....	18
图 24:	泸州老窖 13Q1、13Q4-14Q4、15Q2 收入增速均为负 .....	19
图 25:	泸州老窖 13Q1-14Q4 净利润增速均为负 .....	19
图 26:	13、14 年公司高端酒收入大幅下降 .....	19
图 27:	14 年 1573、特曲收入下降幅度大 .....	19
图 28:	13-15 年酒鬼酒、沱牌、舍得、汾酒收入增速 .....	22
图 29:	13-15 年酒鬼酒、沱牌、舍得、汾酒净利润增速 .....	22
图 30:	13-15 年酒鬼酒、沱牌、舍得、汾酒销售费用率情况 .....	22
图 31:	13-15 年酒鬼酒、沱牌、舍得、汾酒毛利率情况 .....	22
图 32:	水井坊采取主动降价策略, 产品性价比优势凸显 .....	24
图 33:	13 年公司中高端酒收入占比下降 .....	25
图 34:	13 年公司中高端酒收入增速大幅下降 .....	25
图 35:	洋河股份 13Q2-14Q2 收入增速为负 .....	26
图 36:	洋河股份 13Q2-14Q3 净利润增速为负 .....	26
图 37:	天之蓝在行业调整期略受影响 .....	26
图 38:	海之蓝在行业调整期也保持正增长 .....	26
图 39:	梦之蓝在行业调整期表现较弱, 但走出调整期后表现优秀 .....	27
图 40:	调整期间海之蓝占比较高 .....	27
图 41:	洋河股份省外收入率先复苏 .....	28
图 42:	洋河股份在 2012 年省外占比已处于高位 .....	28

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	古井贡酒仅 13Q2、14Q1、14Q4 收入增速为负.....	28
图 44:	古井贡酒 13Q2-14Q4 净利润增速为负（仅 14Q2 为正）.....	28
图 45:	古井贡酒 13-15 年营业收入 CAGR 在行业中名列前茅.....	29
图 46:	“三通工程”助力公司省外扩张.....	29
图 47:	顺鑫农业白酒业务收入增速始终为正.....	30
图 48:	顺鑫农业白酒业务毛利增速始终为正.....	30
图 49:	12-15 年顺鑫农业白酒销量不断增长.....	31
图 50:	顺鑫农业外埠收入不断增长.....	31
图 51:	顺鑫农业白酒业务产品结构（2015 年）.....	31
图 52:	牛栏山市占率较红星高.....	31
图 53:	部分酒企收入呈断崖式下跌.....	33
图 54:	行业调整期间白酒管理优秀公司市场表现更优秀.....	33
图 55:	98-04 年五粮液股价走势较为平稳.....	36
图 56:	13-15 年茅台股价与板块走势几乎一致.....	36
图 57:	05-12 年销量为酒企业绩主要增长动力.....	37
图 58:	13-15 年销量为酒企业绩主要增长动力.....	37
图 59:	16-19 年销量为酒企业绩主要增长动力.....	37
图 60:	05-19 年白酒行业驱动力从量转为价.....	37
图 61:	主要酒企在行业调整期中量价情况一览.....	38
图 62:	茅台始终保持正渠道利润.....	39
图 63:	茅台基酒产能情况一览.....	40
图 64:	高收入群体可支配收入持续快速增长.....	40
图 65:	我国高净值人群高达 200 万.....	40
图 66:	主要酒企在行业调整期中量价情况一览.....	41
图 67:	2002-2019 年高端茅五泸销量整体年均复合增速约为 10.8%.....	41
图 68:	2019-2024 年高端茅五泸需求量、可供销量、缺口情况一览.....	42
图 69:	五粮液批价较为稳定.....	44
图 70:	贵州茅台批价逐步回暖.....	44
表格 1.	12、13、14 年政策主基调分别为反腐、严控质量、扶持发展.....	7
表格 2.	12-15 年酒企涨跌幅排名一览.....	9
表格 3.	12-15 年酒企收入增速排名一览.....	11
表格 4.	13-15 年高端酒企量价政策一览.....	12
表格 5.	14-15 年公司积极布局电商渠道.....	17
表格 6.	公司布局全价格带.....	18
表格 7.	14 年五粮液、泸州老窖均下调了出厂价.....	20
表格 8.	15 年管理层换届，老窖产品线开启改革之路.....	21
表格 9.	沱牌在深度调整期末对市场变化及时作出调整，但在这期间股权改制完成.....	23
表格 10.	山西汾酒混改路径一览.....	24
表格 11.	13-15 年古井贡酒逆势提升费用投放.....	30
表格 12.	酒企在调整期间业绩分化明显.....	33
表格 13.	高端酒及部分优质企业均拥有超级大单品.....	34

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 14.	贵州茅台、古井贡酒、顺鑫农业在深度调整期间实现市占率的提升 .....	34
表格 15.	13-15 年酒企出现多起并购或引进资本事件 .....	35
表格 16.	13-18 年高端酒需求收入弹性为 1.1 .....	42
表格 17.	16-18 年高端酒的需求收入弹性为 1.2, 高端酒需求真实、旺盛 .....	43
表格 18.	4 月线上白酒企业销售额、销量增速一览 .....	44
表格 19.	近年来茅台不断加大价格管控力度 .....	46

## 一、经历黄金十年后，行业进入深度调整期

### 1.1 行业背景：政策叠加内部因素导致行业进入调整期

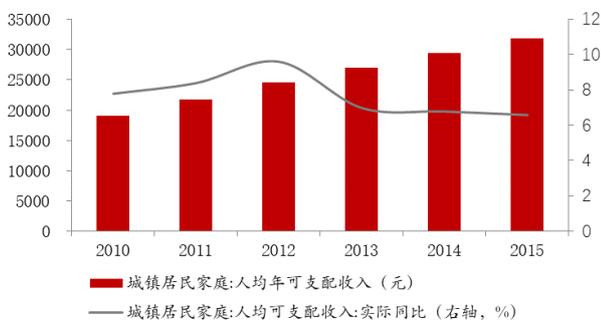
外部政策的出台及安全事件的曝光为 13 年白酒行业进入调整期的导火索，内部失衡使得消费、价格、渠道泡沫破裂为必然结果：

1) 内部失衡为根本原因：行业在经过黄金十年的迅速增长后，批价不断提升导致价格泡沫产生，同时行业存在盲目乐观、品牌过度开发、库存高企等问题，泡沫破灭为必然结果。具体来看，在商务政务消费占比不断增长的背景下，贵州茅台在 10 年下半年开始价格开始飙升；酒鬼酒、舍得受益于高端酒价格带上移、资本进入等因素，定价及渠道向高端酒靠拢，价格体系逐步成为空中楼阁，进入深度调整期间后陨落。

2) 政策及安全事件为导火索：12 年国家出台反腐政策叠加白酒安全事件频发使得行业增速在 12 年下半年开始下行；13 年初习近平总书记倡导全民节俭使得白酒行业错失当年开门红旺季，而后国家多次颁布严管质量政策，几乎所有酒企业绩均受较大负面影响；14 年国家出台多项政策以扶持白酒行业发展，白酒行业于 15 年开始实现复苏。

本轮调整周期与 97-04 年调整期相似，均适逢宏观经济增速换挡、相关政策出台、内部问题积累较为严重时期，而 08 年白酒行业进入调整期则主要因为宏观经济指标向下、经济活跃度降低导致供需结构短暂失衡，在 09 年财政及货币政策刺激下，白酒行业实现迅速复苏，因此 13-15 年、97-04 年的两轮调整期较 08 年时间更长，且影响更深远。

图 1：13-15 年居民人均可支配收入稳定增长



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 2：13-15 年我国经济增速进入换挡阶段



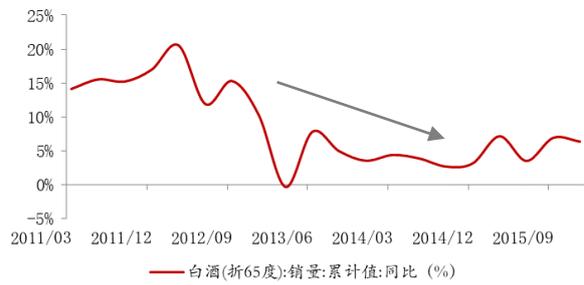
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 3：13-15 年白酒产量增速不断放缓



资料来源：wind，川财证券研究所

图 4：13-15 年白酒销量增速放缓明显



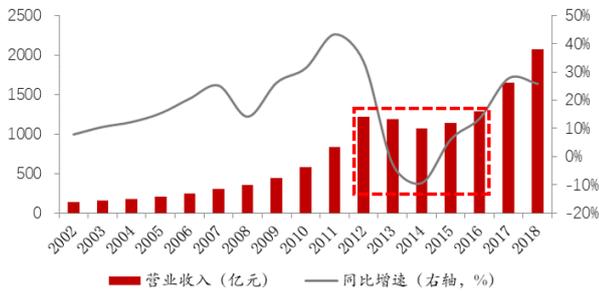
资料来源：wind，川财证券研究所

表格 1. 12、13、14 年政策主基调分别为反腐、严控质量、扶持发展

	日期	相关政策内容	关键词
2012年	2012年3月	国务院召开常务会议严控“三公”消费，禁止公款购买高档白酒	反腐、质量事件频发
	2012年5月	媒体报道洋河购买散装基酒”、“古井酒精勾兑事件”，重挫消费者信心	
	2012年11月	多家媒体报道了标题为酒鬼酒塑化剂事件	
	2012年12月	中央军委下发通知，印发《中央军委加强自身作风建设十项规定》，要求不安排宴请，不喝酒等，随后，各地方省份禁酒政策也相继出台	
2013年	2013年1月	习近平总书记倡导全民勤俭节约，反对铺张浪费	严控质量
	2013年2月	贵州茅台及五粮液因旗下销售子公司进行行政处罚，主要原因为子公司规定了经销商向第三人销售茅台酒及五粮液的最低价格；同时媒体开始更多报道有关茅台的负面新闻，如“原料有机认证风波”、“茅台301厂水污染”等，即便如提高分红比例也被媒体负面解读，茅台酒的一批价跌至出厂价819元附近	
	2013年4月	商务部颁布《酒类行业流通服务规范》以严控质量，《规范》中第一部分规范了有关术语；第二部分主要对酒类生产者和经营者在流通环节应该履行的职责提出要求；第三部分主要针对酒类流通活动进行规范；第四部分主要针对酒类流通的监管和评价方式、依据等做出规定	
	2013年11月	《酒类行业流通服务规范》开始实施	
	2013年11月	国家食品药品监督管理总局颁布《关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知》，国家食品药品监督管理总局要求白酒企业不得使用非食品原料生产白酒，不准生产标注“特供”、“专供”、“专用”、“特制”、“特需”等字样的白酒，各级食品安全监管部门应进一步加强白酒质量安全监管	
2014年	2014年5月	国家发改委发布最新修订的《外商投资产业指导目录》，不再对“名优白酒生产”条目有中方控股的要求	扶持发展
	2014年6月	商务部发布《关于做好2014年商务系统食品安全工作的通知》，《通知》要求加快推进酒类流通法规标准建设，加强酒类流通行业规划引导，培育现代流通主体，发展新型流通模式，推动酒类流通体系转型升级，不断提升国内酒类流通的组织化程度和现代化水平；着力规范市场经营秩序，加强诚信体系建设，推进“真品售酒、实价售酒”。开展科学理性饮酒公益宣传，深化酒类流通电子追溯建设，支持酒类企业开展国际合作。此后，四川、贵州等地相继出台规范、扶持白酒产业发展的相关政策	

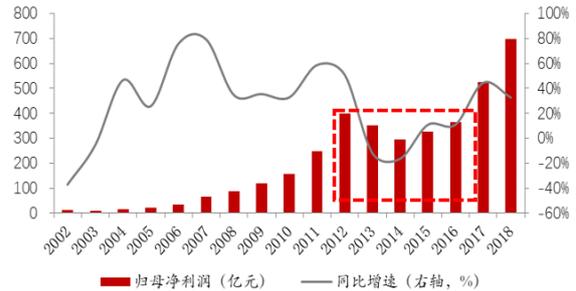
资料来源：wind，川财证券研究所

图 5： 深度调整期间白酒行业收入下滑明显



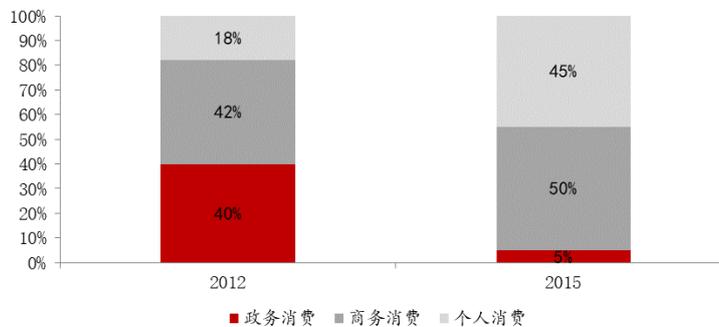
资料来源：wind，川财证券研究所

图 6： 深度调整期间白酒行业净利润下滑明显



资料来源：wind，川财证券研究所

图 7： 12 年前商政务消费占比较高，调整期后个人消费迅速提升

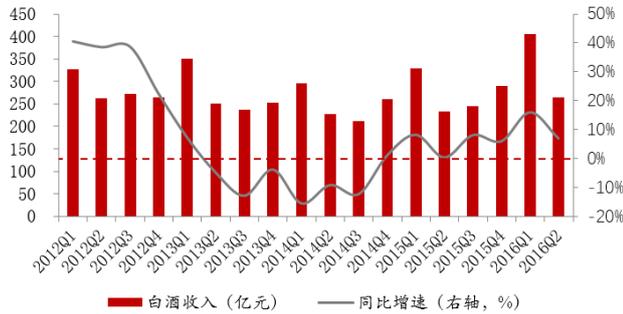


资料来源：微酒，川财证券研究所

## 1.2 业绩及估值表现：14 年报表压力大，估值随着行业复苏而修复

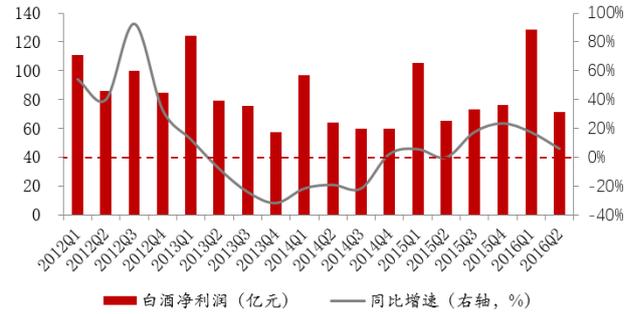
业绩及涨幅方面，白酒行业终端消费最差时点出现在 13 年上半年，由于滞后因素，报表的压力时点出现在 14 年上半年。13 年开始白酒行业景气度下降显著，净利润增速逐季递减，其中 13Q2-14Q3 白酒行业单季度业绩增速均为负，行业于 14Q4 初步回暖，业绩增速由负转正，15 年白酒行业进入正式复苏期，季度业绩均实现同比正增长。公司层面，13 年仅顺鑫农业股价实现增长；14 年受益于渠道改革、公司改制，洋河股份、老白干酒、古井贡酒等区域酒企涨幅居前；15 年泸州老窖、水井坊、五粮液涨幅居前，总体来看，次高端酒业绩波动幅度最大。

图 8： 白酒行业 13Q2-14Q3 收入增速为负



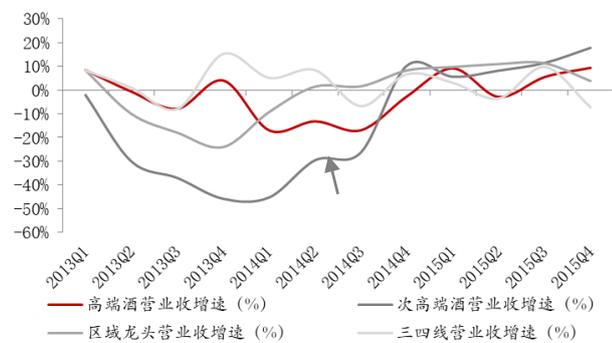
资料来源：wind，川财证券研究所

图 9： 白酒行业 13Q2-14Q3 净利润增速为负



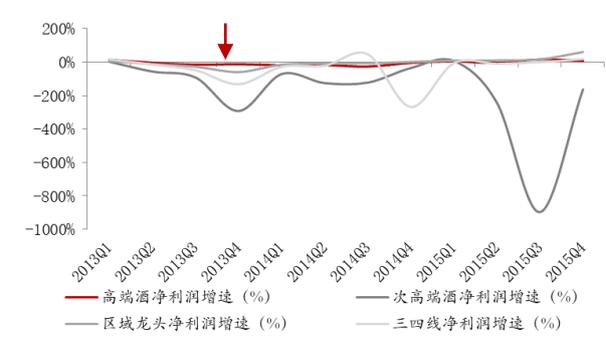
资料来源：wind，川财证券研究所

图 10： 次高端酒收入波动幅度最大



资料来源：wind，川财证券研究所

图 11： 高端酒净利润波动幅度最小



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 2. 12-15 年酒企涨跌幅排名一览

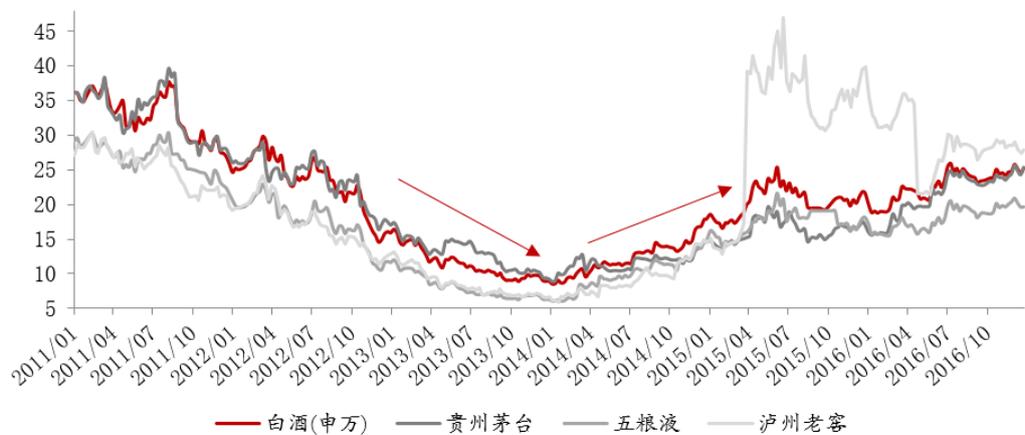
排名	2012年涨跌幅	2013年涨跌幅	2014年涨跌幅	2015年涨跌幅
1	老白干酒 77.6	顺鑫农业 15.2	洋河股份 101.0	口子窖 86.4
2	舍得酒业 74.1	老白干酒 -28.4	老白干酒 91.2	迎驾贡酒 77.5
3	酒鬼酒 39.5	古井贡酒 -33.2	古井贡酒 67.9	泸州老窖 37.3
4	山西汾酒 32.9	贵州茅台 -36.6	贵州茅台 66.9	水井坊 30.4
5	金种子酒 29.9	泸州老窖 -38.5	五粮液 42.9	五粮液 29.4
6	贵州茅台 9.8	五粮液 -42.6	舍得酒业 24.1	贵州茅台 28.8
7	泸州老窖 -2.1	金种子酒 -46.1	顺鑫农业 22.5	洋河股份 23.7
8	顺鑫农业 -3.3	水井坊 -46.6	山西汾酒 21.7	舍得酒业 23.0
9	水井坊 -7.3	舍得酒业 -46.8	金种子酒 16.3	老白干酒 22.2
10	洋河股份 -12.4	山西汾酒 -52.3	今世缘 14.3	酒鬼酒 22.1
11	五粮液 -12.7	洋河股份 -54.9	泸州老窖 8.1	今世缘 21.6
12	古井贡酒 -19.9	酒鬼酒 -56.5	酒鬼酒 3.8	顺鑫农业 14.5
13			水井坊 -4.1	古井贡酒 -0.7
14				金种子酒 -13.6
15				山西汾酒 -15.8

资料来源：wind，川财证券研究所，注：2014 年今世缘上市；2015 年口子窖、迎驾贡酒上市

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

估值方面，随着行业逐步复苏，估值得到修复。随着大众消费逐步承接商政务消费、酒企库存得到清理、价格回归理性、政府加大酒企支持力度，白酒行业经过 13 年估值跳水式下跌后逐步迎来估值修复行情，14 年末行业估值较年初增长 1 倍（从 8-9 倍提升至 15-16 倍），15 年上半年估值回升至 22-24 倍，但下半年受市场影响，估值再次回落。公司层面，在行业逐步复苏后，品牌力、渠道力较强的高端酒估值增长明显，其中 15 年泸州老窖估值波动较大，从年初的 14 倍上涨到年中的约 46 倍后，年底再次回落至约 38 倍。

图 12：12-15 年白酒行业及高端酒估值情况



资料来源：wind，川财证券研究所

## 二、贵州茅台脱颖而出，次高端酒表现欠佳

在本轮行业深度调整中，部分企业及经销商由于未及时意识到问题的严重性导致行动迟缓，终端需求的迅速下降使得各大酒企主要靠补贴经销商维持价格和渠道利润，倒逼行业实现变革，其中较大的转变是产品定位从“名酒”转换至“民酒”，消费群体从政务消费到商务消费和自饮消费为主，消费属性实现回归。具体企业来看，贵州茅台受益于坚定的量价策略，在本轮深度调整阶段中脱颖而出；洋河股份受益于其强大的渠道掌控力，业绩波动较小；古井贡酒及时采取措施积极应对，拥有穿越超期的能力；水井坊、酒鬼酒等次高端酒企业由于存在失去了主要消费群体、价格带受高端酒挤压、渠道库存较高等问题影响，品牌力无法支撑价格体系，业绩断崖式下滑，同时晚于贵州茅台、洋河股份、老白干、顺鑫农业等优质企业实现复苏。

白酒行业本轮调整期结束于 15-16 年：15 年春节开始白酒行业逐步回暖，需求触底反弹使得部分地区茅台出现断货现象，在酒企信心逐步恢复后，五粮液、

泸州老窖相继进行恢复性提价，同时贵州茅台、五粮液现金流均于 15 年率先出现好转，估值进一步实现修复。

表格 3. 12-15 年酒企收入增速排名一览

排名	2012年收入增速	2013年收入增速	2014年收入增速	2015年收入增速
1	酒鬼酒 71.8	贵州茅台 16.9	老白干酒 17.0	水井坊 134.3
2	舍得酒业 54.4	金徽酒 12.0	顺鑫农业 4.5	酒鬼酒 54.8
3	山西汾酒 44.4	古井贡酒 9.1	贵州茅台 2.1	泸州老窖 28.9
4	贵州茅台 43.8	顺鑫农业 8.8	舍得酒业 1.9	金徽酒 16.7
5	金徽酒 42.2	老白干酒 8.2	古井贡酒 1.5	口子窖 14.4
6	泸州老窖 37.1	迎驾贡酒 1.2	金种子酒 -0.3	古井贡酒 13.0
7	洋河股份 35.6	口子窖 -2.4	洋河股份 -2.3	老白干酒 10.7
8	五粮液 33.7	今世缘 -3.0	今世缘 -4.6	洋河股份 9.4
9	金种子酒 30.0	山西汾酒 -6.0	金徽酒 -7.3	山西汾酒 5.4
10	古井贡酒 26.9	五粮液 -9.1	口子窖 -7.7	贵州茅台 3.4
11	口子窖 19.8	金种子酒 -9.3	迎驾贡酒 -12.8	五粮液 3.1
12	老白干酒 17.9	泸州老窖 -9.7	五粮液 -15.0	顺鑫农业 1.7
13	迎驾贡酒 16.1	洋河股份 -13.0	水井坊 -24.9	今世缘 1.0
14	今世缘 15.7	舍得酒业 -27.6	山西汾酒 -35.7	迎驾贡酒 -1.1
15	水井坊 10.4	酒鬼酒 -58.6	酒鬼酒 -43.3	金种子酒 -16.7
16	顺鑫农业 10.0	水井坊 -70.3	泸州老窖 -48.7	舍得酒业 -20.0

资料来源: wind, 川财证券研究所, 注: 15 年水井坊、酒鬼酒增速靠前主因 14 年基数较低

## 2.1 高端酒：茅台控量保价成就领军地位，五粮液及老窖降价放量

强大的品牌力及渠道力助力高端酒较早走出调整。贵州茅台在行业调整期间采取坚持出厂价及终端价不变的价格策略，在批价与出厂价仍存在差距时，采取放量政策，在差距缩小时，采取控量政策以支撑价格，因此始终未出现价格倒挂情况，贵州茅台成为调整期中业绩发展最稳定的酒企；五粮液及泸州老窖在 13 年提价后都面临价格倒挂问题，但五粮液及早的进行了量价政策调整，从而实现渠道利润改善、终端销售回暖；泸州老窖调整时点较晚，从而更晚的走出调整期。

表格 4. 13-15 年高端酒企量价政策一览

年份	公司	量价政策
2013年	贵州茅台	以999元的价格 <b>放开代理权</b> （按照30吨999价格打款即可换来年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）
	五粮液	1) 2月将普五出厂价 <b>提高</b> 至729元，此外，上半年五粮液通过主动向经销商 <b>提供返点</b> 和要求经销商必须打款进货，引导渠道降价促销； 2) 7月公司推出面向腰部市场的中价位产品系列—五粮特曲系列和五粮头曲系列，五粮液系列酒已经完成产品布局，未来原则上不增加新的全国性战略品牌，客户群体重心已经转向“商务+大众”
	泸州老窖	7月国窖1573出厂价 <b>提价</b> 至999元，针对中档产品窖龄酒开展了一系列促销活动，同时严惩窜货行为
2014年	贵州茅台	公司继续 <b>坚持出厂价及零售价不动摇</b> ，同时表示15年茅台酒投放量将与14年持平以进行控量
	五粮液	1) 5月下旬五粮液宣布调价，五粮液普五出厂价 <b>下调</b> 120元至609元，团购价659元和零售价729元；五粮液1618出厂价调整为659元、团购价729元和零售价809元，并取消返利，调价后，有部分经销商实现了顺价销售； 2) 下半年公司推出新政：经销商完成任务量后可根据任务量2:1增加配货，配货价格509元，实际出厂价为576，“ <b>模糊返点</b> ”政策推出后批价略微回升； 2014年五粮液消费结构中，大众消费占比已超70%
	泸州老窖	公司进行多次 <b>降价</b> ，在降价的同时，公司于9月对国窖1573进行 <b>停货</b> 以消化库存，泸州老窖降价时点较五粮液晚
2015年	贵州茅台	1) 继续 <b>坚持出厂价及零售价不动摇</b> ，同时控量； 2) 8月中旬茅台开会决定，2015年合同量在10吨及以上的经销商和专卖店流通批发价格低于850元/瓶销售的，一旦查实，将减少2016年合同计划量或取消合作，此外，由于麦德龙条线低价出货情况严重，公司已口头表示将暂停麦德龙供货。此次强势指导一批价加之前期专卖店零售指导价上调至1199元/瓶，助于扭转专卖店亏损现状和淡季一批价回落甚至少数地区出现小部分倒挂的情况。
	五粮液	1) 1218经销商大会后，公司 <b>控量保价</b> 态度坚决，挺价效果好，春节期间一批价580-600元/瓶，春节后淡季一批价仍保持在585元/瓶； 2) 8月，普五出厂价 <b>提升</b> 50元/瓶至659元/瓶，并要求一批价提升至659元/瓶以上
	泸州老窖	1) 1月国窖1573开始正常发货（620元计划外价格）； 2) 3月公司 <b>回购</b> 巨额市场库存，为渠道流通造血，从而终止中高端产品销售的恶性循环； 3) 8月泸州老窖进行产品梳理，全国发文对带有“泸州老窖”（头曲、二曲除外）字样系列产品价格进行调整，凡是带有“泸州老窖”字样（头曲、二曲除外）的产品结算价不低于100元/瓶，光瓶品鉴酒价格不得低于结算价的70%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 2.1.1 贵州茅台：再次放开经销商权，坚守出厂价及零售价不动摇

虽然三公消费政策对白酒行业打击明显，但贵州茅台却脱颖而出，这离不开消费者及经销商对其产品及品牌力的高度认可：

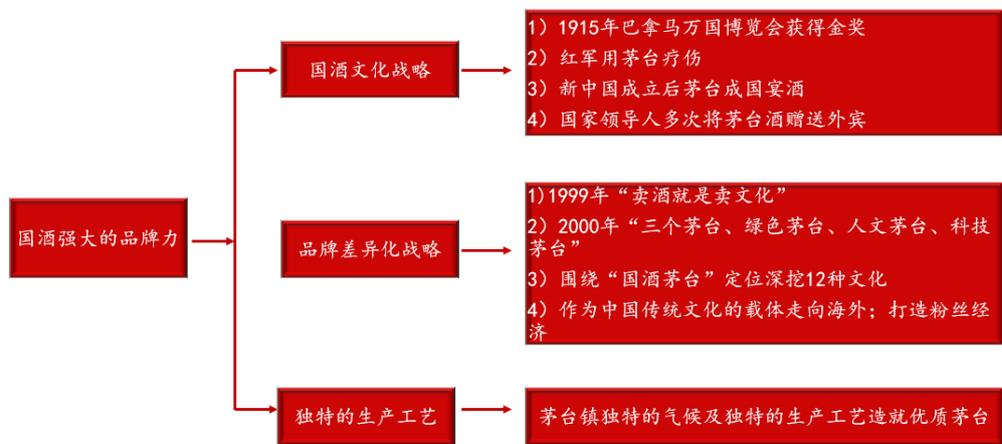
- 1) 品牌力受消费者广泛认可成就难以撼动的行业地位。在13年前，贵州茅台的主要消费群体为商政消费，普通消费者较难购买导致其消费群体较为单一；调整期间，贵州茅台在批价出现下降的同时，通过加大招商力度、进行渠道下沉，将消费群体从商政务群体发散至大众群体。由于

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

大众消费群体对贵州茅台高端酒地位认可度高，供需不平衡使得茅台酒批价提升，而价格的抬升进一步提升茅台酒在消费者心中的地位，从而实现良性循环，贵州茅台最终成为难以取代的领军企业。

- 2) 品牌及品质受经销商广泛认可度助力公司发展。在金融危机爆发、国家实行宏观经济调控、上市后失去政府拨款的背景下，1996-1997年茅台曾一度面临危机，彼时经销商出于对茅台酒的认可，一度通过出资“反哺”助力其走出困境，完成了市场化转型；在13-15年深度调整期，由于茅台的强品牌力使得其可作为引流产品进行销售，即使经销商利润接近亏损，经销商仍正常打款。

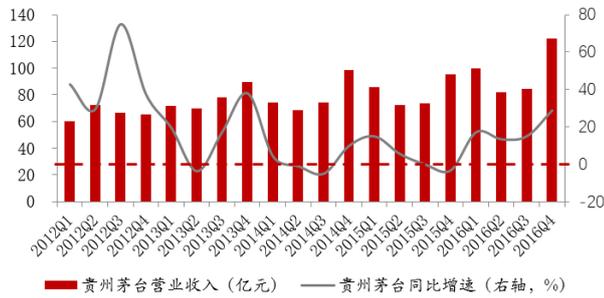
图 13： 品牌力源自国酒文化战略、品牌差异化战略及独特的生产工艺



资料来源：公司公告，川财证券研究所

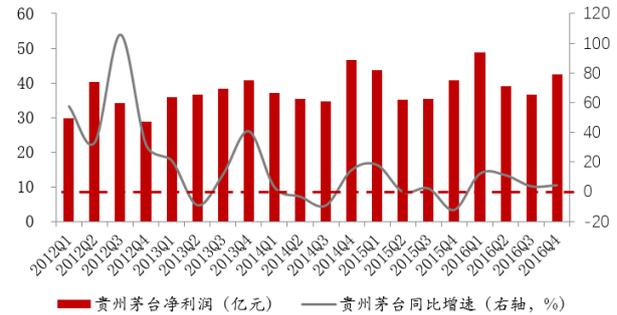
**量价政策方面：**坚守出厂价及零售价不动摇。价格一直是高端酒的生命线，贵州茅台始终坚持 819 元的出厂价及 1519 元的终端零售价不动摇。13-14 年间批价仍高于出厂价时，公司采取积极放量策略；14 年 11 月开始茅台批价处于低位，公司宣布“2015 年不增加销量、不增加新经销商、不降低出厂价”以稳定价格；15 年 8 月中旬茅台开会决定，15 年合同量在 10 吨及以上的经销商和专卖店流通批发价格低于 850 元/瓶销售的，一旦查实，将减少 16 年合同计划量或取消合作，在批价接近出厂价时，茅台采取控量策略以防止价格出现倒挂，为日后的放量、提价奠定基础。从业绩角度看，13 年以来贵州茅台业绩保持低速增长，成为调整期间唯一一家业绩稳定增长的酒企，而五粮液及泸州老窖业绩均出现大幅下降。

图 14： 贵州茅台收入增速较为平稳



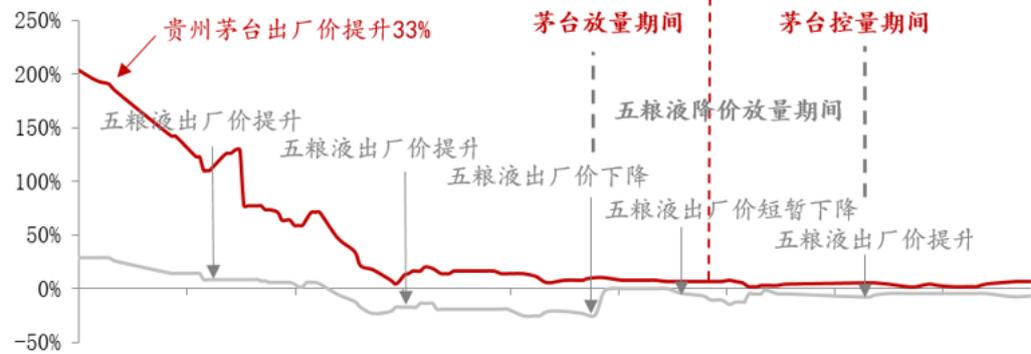
资料来源：wind，川财证券研究所

图 15： 贵州茅台净利润增速较为平稳



资料来源：wind，川财证券研究所

图 16： 13-15 年五粮液渠道价格倒挂，而茅台始终正价销售且出厂价未变动

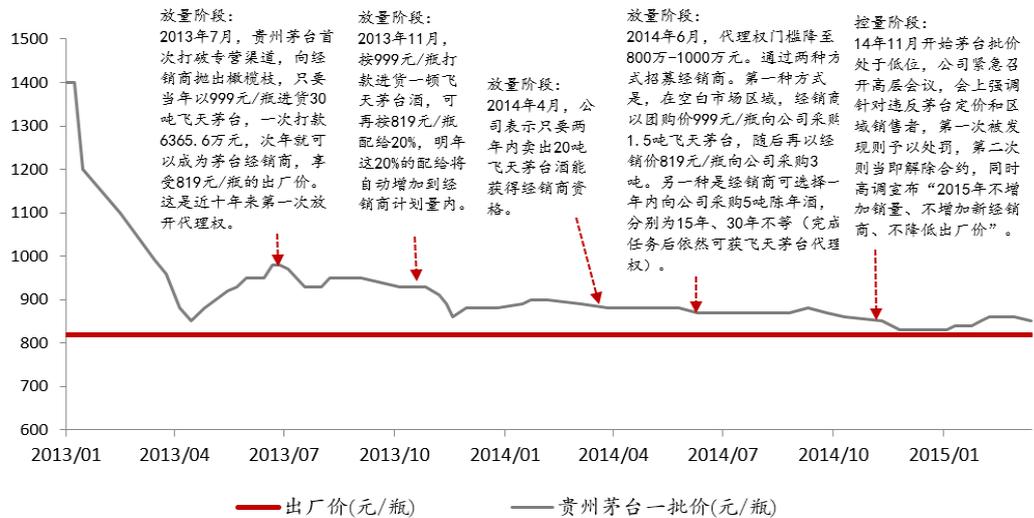


资料来源：wind，川财证券研究所

**渠道方面：**随着消费主体从商政务消费变成大众消费，竞争压力的加剧推动公司扩大经销商网络、消费群体以抢占市场份额。公司多次放开经销商权：13年7月公司即按照30吨999元的价格打款即可换来年3吨819元价格的经销商权，这是茅台在十年间首次放开经销商权；14年2月开始恢复经销商全年计划的提前执行，计划的提前执行利于经销商发挥自主能动性，驱动经销商开发新市场，加大计划外销售量；14年6月，代理权门槛降至800万-1000万元。此外，14年茅台放开了经销商库存的跨区域自由处置权，这意味着优势经销商将有望在未来进一步提升市场空间，经销商间由非竞争关系转向竞争关系。公司在布局传统市场外，也开始布局电子平台，茅台除了开放供应给贵州酒交所、酒仙网、京东商城等一系列新渠道，还于14年8月与控股股东中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司等关联方共同投资设立贵州茅台集团电子商务股份有限公司（出资2500万元持股25%），利用e茅台等电商渠道销售茅台，茅台酒的销售渠道得到一定程度拓宽。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

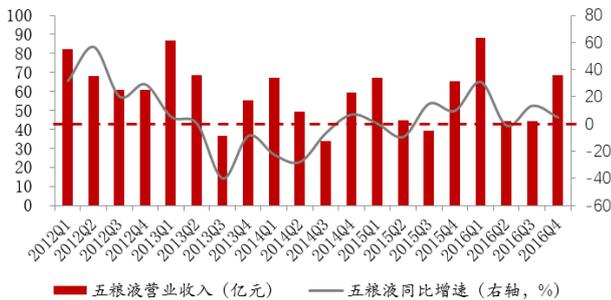
图 17： 13-14 年贵州茅台多次放低经销商招聘门槛



### 2.1.2 五粮液：控量保价态度坚决，多方面进行改革

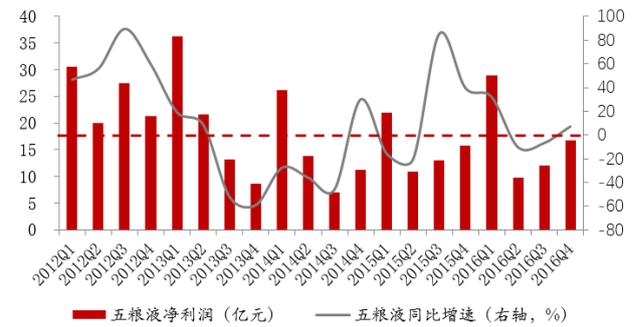
**量价政策方面：**价格出现倒挂，下调出厂价以实现放量。13年五粮液提升出厂价至900元超越贵州茅台，但14年需求下降明显使得终端价格下降严重，渠道价格出现倒挂，此时五粮液采取了向经销商提供返点等补贴措施，但仍难以扭转渠道利润，公司被迫于14年5月下调出厂价至609元，并将对经销商的返利补贴改为市场支持，14年下半年公司再推出新政—通过配货形式变相下调出厂价至576元，14年公司控量保价态度坚决；为改善价格问题，公司于15年8月提升出厂价至659元以倒逼经销商提价，8月提价以来，宜宾工业利税从原先6月末的下降5%逐步回升到10月末的增长4.4%，由于消费者对700元内价格变动敏感度较低，因此出货量没有受到太大影响，15年五粮液提升较为成功、渠道利润得以改善。虽然五粮液渠道价格长期处于倒挂状态，但没有大量经销商退出的主要原因为：五粮液产品具有一定品牌力，经销商将其作为引流产品销售。

图 18: 13Q3-14Q3、15Q2 五粮液收入增速为负



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 19: 13Q3-15Q2 五粮液净利润增速为负 (仅 14Q4 为正)



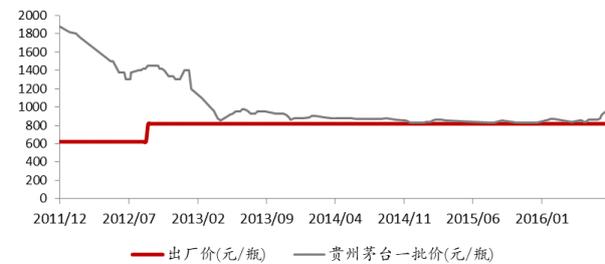
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 20: 13-15 年五粮液渠道价格处于倒挂状态



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 21: 13-15 年贵州茅台批价较为稳定



资料来源: wind, 川财证券研究所

**渠道方面:** 设立品牌管理事务部以提升渠道实力, 发力电商渠道。15 年初, 公司重新设立品牌管理事业部以协调七大区域营销中心工作, 品牌管理事业部主要负责品牌的运作、推广、管理、营销等职责。同时, 公司加强渠道精细度以推动经销商责任区域划分。品牌事业部及营销中心的设立使得公司营销结构复合化, 兼具招商、推广等功能, 两者的紧密合作推进公司进一步实现渠道下沉、加强市场管控、强化新型厂商关系、提升公司终端管理能力。除传统渠道外, 五粮液积极调整适应互联网思维, 公司于 14 年 6 月开始布局电商渠道。

图 22：七大营销中心布局



资料来源：公司公告，川财证券研究所

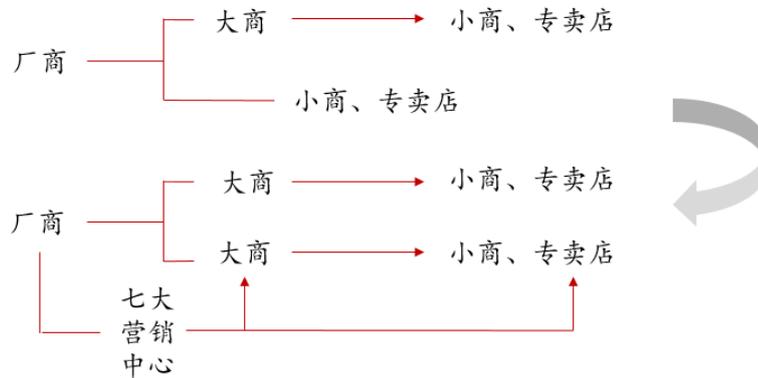
表格 5. 14-15 年公司积极布局电商渠道

形式	时间	事件
与电商合作	2014年6月	与京东签署战略合作协议，规划3年内在京东实现50亿销售业绩；为京东定做1618浓香型白酒；首发“五粮液德古拉”全球首款中式预调酒，至14年底，五粮液京东自营平台累计完成3.8亿元核心产品销售额。
	15年双11	与1919合作推出425ml52度五粮液，双11期间，销量突破11万瓶；酒仙网负责运营五粮液线上多渠道旗舰店。
自建电商平台	2016年3月	与苏宁签署为期三年战略合作协议，将在互联网零售、渠道整合、产品包销定制方面展开深入合作。
	2015年10月	定增募投建设五粮液服务型电子商务平台，将实施O2O电商模式整合现有经销商网络资源。
	15年经销商大会	提出建立互联网+运营商渠道资源平台，按B2B和B2C方向进行，侧重B2C；建立公司和各系列产品运营商整合平台，按B2B方向进行，建立厂商利益共同体。

资料来源：Wind，川财证券研究所

**经销商方面：**调整经销商结构，从扁平式调整为垂直式。为稳定市场秩序，解决乱价存货等问题，13年下半年公司开始实施大商制——厂家将货发给大商，小商再从大商拿货，公司通过对大商进行重点扶持以理顺渠道关系，恢复渠道信心。此外，公司采取控量方式逼退部分管理不善、窜货乱价的小商退出。

图 23: 13 年下半年公司开始调整经销商结构, 实施大商制



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

**产品结构方面:** 优化产品结构, 布局全价位带产品。13 年 7 月、9 月, 公司在高端酒销量下滑的背景下, 陆续推出五粮液推出定价 100-400 元的中价位战略性品牌“五粮特曲”、“五粮头曲”、五粮液品牌低度酒系列, 公司价格带得以进一步完善; 14 年, 公司聚焦打造“1+5+N”品牌体系, 深耕市场以满足消费者需求; 15 年经销商大会上, 公司强调布局全价格带, 重视重点品牌打造。

表格 6. 公司布局全价格带

年份	产品情况
2013年7月	五粮液推出定价100-400元的中价位战略性品牌“五粮特曲、五粮头曲”, 由于中价位主要消费人群为大众消费, 需求端受三公消费限制影响较小
2013年9月	五粮液又推出五粮液品牌低度酒系列, 五粮液系列酒的丰富进一步完善公司价格带
2014年	聚焦打造“1+5+N”品牌体系, 深耕市场以满足消费者需求
2015年经销商大会	公司强调布局全价格带, 重视重点品牌打造: 将在五粮液、五粮春、五粮醇、特头曲、尖庄等产品的基础上, 在各百元价位段做好品牌与产品规划, 每个位段各布局1-2支全国性知名产品和特性鲜明的地域性产品, 引入“五粮制造”与“五粮酿造”认证标志, 作为重点品牌产品扶持与打造

资料来源: wind, 川财证券研究所

**体制方面:** 15 年迈出混改第一步。为相应国家国企改革号召, 15 年 10 月五粮液发布非公开发行预案, 拟向第 1 期员工持股计划定向资管计划、君享 1 号集合资管计划、泰康资管、华安基金、凯联基金拟筹建和管理的私募投资基金等 5 名发行对象发行不超过 1 亿股股票, 募资总额不超过 23.34 亿元, 同时公司高管及员工通过国泰君安员工持股 1 号计划, 参与合计认购金额不超过 5.13 亿元, 其中部分优质经销商出资 4.2 亿元认购君享五粮液 1 号, 管理

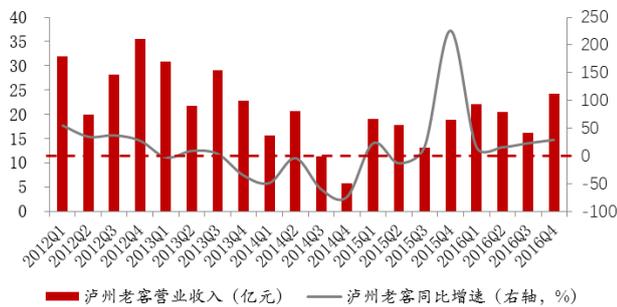
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

层及经销商持股大大提升优质经销商忠诚度、加强员工凝聚力、实现经销商与公司利益绑定，而定增募投项目也增强了公司竞争力。

### 2.1.3 泸州老窖：销售压力大，内部调整取得明显成效

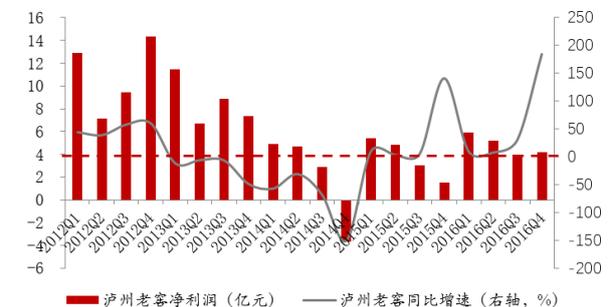
价格出现倒挂，公司业绩压力大。在行业进入深度调整的背景下，一方面，公司管理层逆势挺价，要求柒泉稳住国窖 999 元出厂价的同时向渠道压货，由于实际需求大幅回落，销量急剧下降，终端成交价随之下行导致渠道价格倒挂，渠道利润空间不断压缩，窜货现象严重，优质经销商逐步流失，中高端产品几乎滞销。此外，柒泉公司虽然在黄金十年间助力公司发展，但在 08 年后混乱的销售模式对传统市场造成一定负面影响，调整期间放大了公司回落幅度；另一方面，众多的开发品牌不断透支主品牌产品力。当年国窖 1573 销量下降超 50%，收入及净利润不足 12 年的一半，各价格带依次受到挤压。后期五粮液降价后价格与 1573 价格带接近，但泸州老窖品牌力较五粮液低造成市场需求不足，泸州老窖压力进一步加剧。

图 24：泸州老窖 13Q1、13Q4-14Q4、15Q2 收入增速均为负



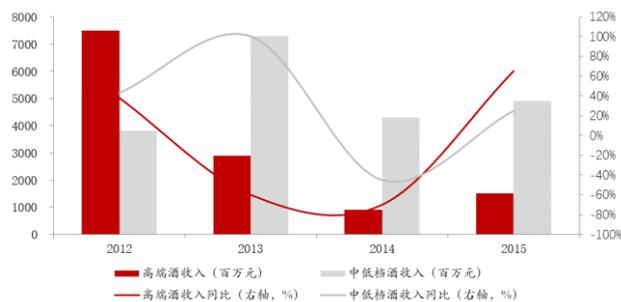
资料来源：wind，川财证券研究所

图 25：泸州老窖 13Q1-14Q4 净利润增速均为负



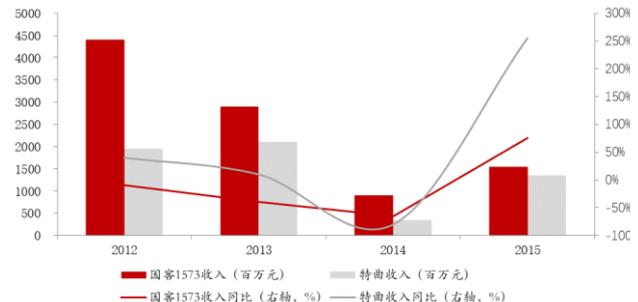
资料来源：wind，川财证券研究所

图 26：13、14 年公司高端酒收入大幅下降



资料来源：wind，川财证券研究所

图 27：14 年 1573、特曲收入下降幅度大



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

**量价政策方面**，挺价使得库存压力大，后期公司通过降价、补贴、回购等方式保证渠道健康。13年公司提价幅度较大造成库存过高，并错过最佳调整窗口，由于形势较为严峻，将于15年上任的管理层已于13年开始对公司进行初步调整，14年春糖后公司被动采取“刚性价格、柔性促销”方式提升销量，但效果不明显，最终公司通过特曲提价、国窖停货降价方式走出调整期。具体来看，特曲方面：13年底林总接手公司后，为恢复渠道利润、提升经销商积极性，提升了特曲结算价；国窖方面：国窖的调整时间较五粮液晚，于14年下半年开始，主要措施为降价、补贴、停货，14年7月公司对柒泉公司的结算价将至580元（调价后国窖1573批价暂时低于五粮液），同时对国窖1573经销商原有存货成本与经销商结算价格的差额进行动销奖励，14年国窖发货量不足1000吨；15年公司进行回购以保证渠道库存健康，终止了恶性循环。

表格 7. 14年五粮液、泸州老窖均下调了出厂价

	日期	贵州茅台出厂价	五粮液出厂价	国窖1573出厂价
2012	1月	619	659	889
	9月			
2013	2月		729	999
	7月			
2014	5月	819	609 ↓	580 ↓
	7月			
	8月			
	10月			
2015	12月		609	550
	6月			
	8月			
2016	3月		679	620
	8月			
	9月			
	11月			

资料来源: wind, 川财证券研究所

**渠道方面**：14年初公司在柒泉公司之外，成立了特曲专营公司，专营公司的成立使得渠道更为扁平、销售政策能更快落实，同时也为日后改革提供了思路；15年特曲渠道库存已消化至较低水平，批价也从110元回升至130元；15年上半年公司对市场上的库存进行大量回购以保证渠道健康，同年公司成立了国窖品牌专营公司。

**改革方面**：15年管理层换届，老窖全面改革之路开启。15年6月均为营销系统出身的董事长刘淼和总经理林锋上任，两位领导层在销售线上工作20余年，经验丰富，思路活跃，在上任后立即对公司进行全面改革：

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1) 渠道模式方面,为解决原有的柒泉模式存在层级复杂、体系臃肿等缺点,14、15年公司已分别成立了特曲、国窖专营公司,6月底公司领导层上任后,对窖龄、博大也进行了品牌专营模式改革——仍由大经销商出资建设,但渠道层级仅为两级,公司自主组建营销队伍,自主投放费用以开发、维护终端,实行品牌专营模式后,经销商利润较之前固化、渠道层级得到压缩、费用使用效率提升、终端控制力显著增强;

2) 产品线方面,公司将多品牌运营策略转为打造价格梯次鲜明的产品体系,强化三大品牌线(特曲、头曲、二曲),重点打造五大单品(国窖1573、窖龄酒、特曲、头曲、二曲),其中公司窖龄酒进行了重新定位,摆脱了之前卡在国窖1573、特曲间的尴尬位置,同时公司大幅削减条码,对系列酒进行整顿,低端酒也获得了一定支持,改变了以往低端酒靠开发条码产品、压货模式发展的路径。公司通过聚焦资源、精准发力、打造丰富及鲜明的价格带来提升泸州老窖整体品牌力。

表格 8. 15 年管理层换届,老窖产品线开启改革之路

年份	国窖1573情况
2015年1月	国窖1573逐步发货
2015年2月	经销商可主动收购低于550元以下的国窖1573货源,公司将按照每瓶550元价格进行现金回购,同时给予20元/瓶的奖励
2015年7月	公司对产品进行瘦身,逐步形成“国窖-窖龄-特曲-头曲-二曲”五大单品格局
2015年9月	收紧、清理开发品牌及条码,主要针对以下两类开发品牌进行:1)带有“泸州老窖”字样,且出厂价低于20元的开发产品;2)产品年销量低于50万元的开发产品
2016年2月	暂停春节前国窖 1573 的供应。
年份	窖龄、头曲、老字号特曲情况
2015年11月	窖龄酒停货以清理库存、稳定价格
2015年12月	老头曲出厂价上调15%
2016年1月	加强治理老窖头曲产品市场,宣布16年上调头曲系列产品价格20%
2016年3月	老字号特曲停止供货,同时要求经销商价格老字号特曲高度酒价格不低于 860 元/件,低度酒不低于 810 元/件。

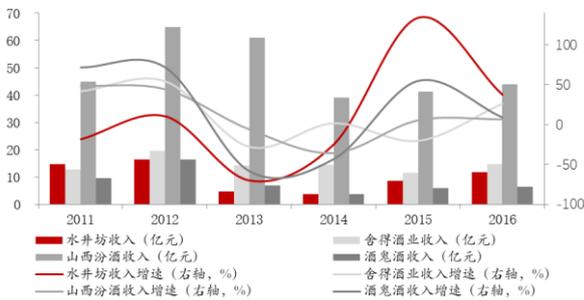
资料来源:wind,川财证券研究所

## 2.2 次高端酒:业绩普遍出现断崖式下跌

沱牌、酒鬼酒等次高端品牌在 10-12 年的爆发性成长主要受益于高端酒价格带让出、资本助力、渠道补库存积极性高,但其本身渠道及品牌力均与高端酒差距较大,且缺乏地基市场,在面临深度调整时,价格带受高端酒挤压、渠道库存较高、内部机制老化等问题拖累公司业绩,之前较高的价位带成为空中楼阁,瞬间崩塌,收入、利润规模持续萎缩。

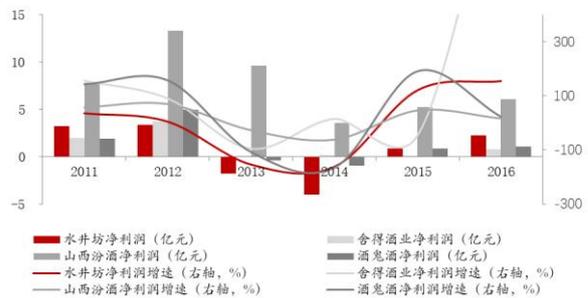
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 28：13-15 年酒鬼酒、沱牌、舍得、汾酒收入增速



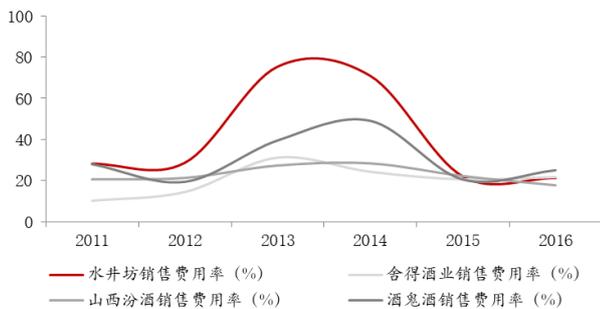
资料来源：wind，川财证券研究所

图 29：13-15 年酒鬼酒、沱牌、舍得、汾酒净利润增速



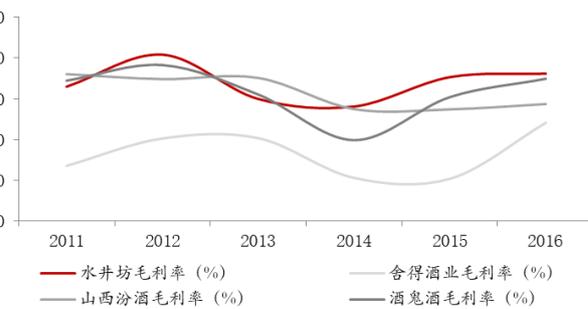
资料来源：wind，川财证券研究所

图 30：13-15 年酒鬼酒、沱牌、舍得、汾酒销售费用率情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图 31：13-15 年酒鬼酒、沱牌、舍得、汾酒毛利率情况



资料来源：wind，川财证券研究所

### 2.2.1 酒鬼酒：负面事件频发拖累公司业绩

公司在 12 年、13 年末分别爆出“塑化剂”、“亿元存款失踪案”事件，频繁的负面事件叠加白酒行业景气度下降使得公司业绩迅速恶化。14 年中粮集团入主公司后：1) 公司股权结构趋于稳定；2) 改善了公司原本薄弱的内控体系；3) 为解决之前公司湘泉收入占比较大但盈利能力弱、贴牌及代理产品损耗公司品牌力等问题，新管理层对产品重新定位中高端，并提出“聚焦主导产品、打造核心大单品”的品牌战略。15 年起湖南本地销售规模实现大幅增长，核心单品内参、酒鬼酒、红坛等产品收入占比提升明显，公司开始逐步走出低谷。

### 2.2.2 沱牌：未对市场变化及时作出调整，但在这期间股权改制完成

10-13 年的营销战略改革推动公司中高端产品持续放量，但在行业调整期间，白酒业务从 12 年 17.6 亿元将至 15 年的 9.6 亿元，降幅达 45.3%，收入 CAGR-18.23%，在上市公司中位列倒数第四，具体来看，中高档酒收入几乎下降一半；低端酒收入降幅达 33.4%，主要原因为：1) 公司错误的估计了市场形势，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

未对市场变化及时作出调整，中高端酒收入大幅下降带动毛利率下行；2) 在广告和推广上保持较高投入使得销售费用不断增加；3) 天子呼、吞之呼这两款超高端酱香酒推出时点不佳。

公司股权改制完成，天洋接手公司。公司股权改制从 04 年开始，但因各种原因至 15 年才落地——15 年天洋控股竞拍挂牌股权、交易完成后拥有挂牌集团 70% 的股权，上市公司的实际控制人也由射洪县人民政府变为民企天洋控股，16 年 6 月股权转让交割的完成标志着天洋控股正式入主沱牌舍得集团，天洋在日后带领舍得进行了一系列改革。

**表格 9. 沱牌在深度调整期末对市场变化及时作出调整，但在这期间股权改制完成**

公司内部变化情况	
2010	<p>市场策略方面，将原有六大营销公司改为七个大区，并在市场部下设立舍得、舍得、陶醉三个事业部，公司采取客户分品种全渠道运作市场的策略，以舍得、陶醉等高中档产品布局全国重点市场和区域市场；</p> <p>产品策略方面，基本完成舍得、沱牌曲酒、沱牌特曲、陶醉等核心产品的包装升级工作；公司实施舍得、沱牌双品牌战略，对舍得和沱牌两个品牌进行产品线延伸；</p> <p>品牌建设方面，公司突破了舍得酒单一产品的现状，研发了水晶舍得、经典舍得；重点打造中端产品沱牌天曲和特曲，开发了百年沱牌、沱牌头曲等系列新产品。</p>
2011	<p>市场策略方面，公司深入细分销售区和战斗单元，将全国市场划分成为 24 个销售区；</p> <p>产品策略方面，公司确立了天子呼、吞之乎两大酱香品牌线，以及舍得、沱牌曲酒、陶醉三大浓香品牌线的格局；</p> <p>品牌建设方面，公司通过在央视等媒体投放广告，以及赞助大型体育赛事等活动宣传“舍得文化”。</p>
2012	<p>市场策略方面，公司将全国市场重新划分成为 36 个销售区，明确重点市场客户布局，重点突出核心产品舍得和陶醉。按照“全方位开发舍得酒市场，继续巩固中端、低端酒市场”策略，实施企业、合作伙伴、品牌推广公司“三位一体”的市场运作模式，将市场开发逐步下沉。</p>
2013	射洪县政府就拟引进战略投资者对沱牌舍得集团进行战略重组，但未能有效推进
2014	射洪县政府作出《关于对四川沱牌舍得集团有限公司进行战略重组的决定》
2015	<p>1 月沱牌舍得集团 38.78% 的国有股权转让及增资扩股项目在西南联合产权交易所挂牌，但最终未实现成交；7 月，该项目再次挂牌，此次总挂牌底价合计为 20.32 亿元，包括股权转让底价 5.52 亿元以及增资扩股底价 14.81 亿元；8 月通过公开竞价，天洋以总价 38.22 亿元摘牌，较总挂牌底价溢价 88.08%，较评估金额溢价 213.46%，创下四川省国企混改的最高增值额纪录。</p>

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 2.2.3 山西汾酒：开始推进混改，在进行改革、去库存后 15 年业绩逐步回升

13 年以来，公司受整体行业调整及省内经济持续低迷等因素影响，业绩压力较大。14 年公司在会议上表示将在全国成立华北、华南、华东、华中、山西五个营销事业部和三个直属营销大区，并以百万年薪招聘五大事业部营销总监，上海设立汾酒销售公司试点混合所有制，并引进经销商控股；15 年在行业逐步弱复苏的背景下，公司积极开展渠道去库存以及销售改革等工作，业绩逐步恢复。此外，从 14 年起汾酒混改开始推进，至 17 年混改最终落地。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 10. 山西汾酒混改路径一览

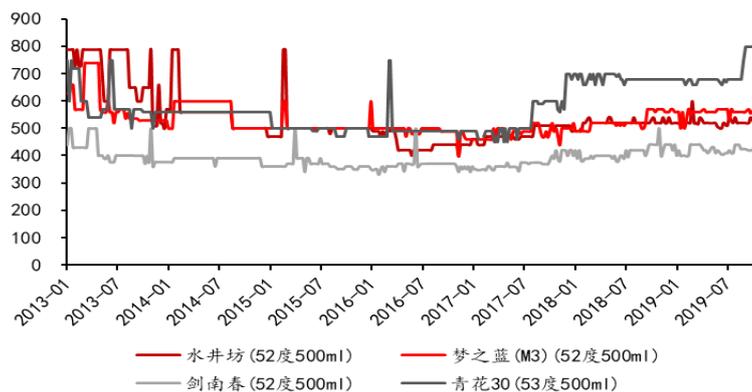
混改进程	
2014年6月	汾酒成立山西汾酒定制创意公司（持股51%）
2014年8月	公司在会议上表示将在全国成立华北、华南、华东、华中、山西五个营销事业部和三个直属营销大区，并以百万年薪招聘五大事业部营销总监，上海设立汾酒销售公司试点混合所有制，并引进经销商控股；
2014年10月	公司提出汾酒集团三重转型，汾酒集团将从国有体制向混合所有制、市场化机制转型，上海汾酒销售公司是公司混合所有制改革的第一批试点，引入经销商、基金投资人和经营团队资本，公司持股比例降到40%；
2015年	汾酒销售公司与厦门禹道成立合资公司
2016年	由汾酒和河北爱伦公司合作成立汾酒河北运营中心，为成立混合所有制运营公司试点。上海汾酒引入战投、财务投资者并实现了经销商持股。
2017年	混改靴子落地

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 2.2.4 水井坊：坚持高价策略，业绩陷入困境

**量价政策及产品方面：**12年前，公司主要收入来源于高端水井坊品牌（收入占比达90%），井台瓶（500-900元）、典藏（800-1200元）、超高端菁翠（1600-2000元），其定价与茅台、五粮液不相上下，在行业进入深度调整期后，水井坊仍坚持高价策略，但品牌力不足以支撑高端产品销量导致井台、典藏等高端产品价格跳水，井台瓶价格一度低至400元，13年中高端酒降幅达72%，且持续两年均为亏损状态。为承接大众消费，公司推出了400元的井台瓶和300元的臻酿八号，受益于高性价比，这两款产品带领公司走出亏损，摘帽“ST”，15年公司继续丰富次高端酒产品以加强竞争力。

图 32：水井坊采取主动降价策略，产品性价比优势凸显



资料来源：京东旗舰店，川财证券研究所

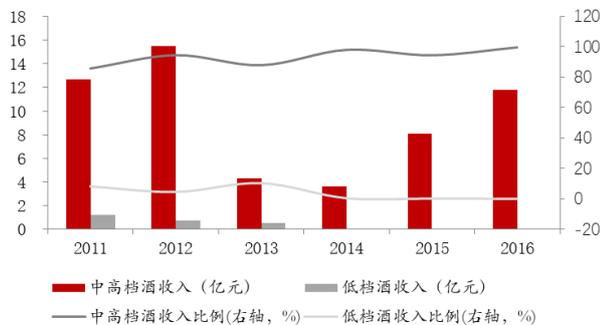
**经销商方面：**水井坊经销商体系在深度调整期间暴露出诸多问题：1) 由于过往的传统总代模式给予区域内总代理较大权利，经销商自上而下压货，因此存

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

在对经销商依赖度高的问题，一旦出现渠道利润不足将直接导致滞销、价格混乱等问题；2) 北京地区等传统总代在行业深度调整期间退出。13-15 年公司被迫在总代退出的地区自建销售渠道，采用扁平化管理方式直控终端以度过艰难时期、控制终端价格稳定，但由于自建渠道花费公司较高成本，存在推广效率低、覆盖范围受限等问题，公司在走出调整后开始推行新总代模式以细化分销。

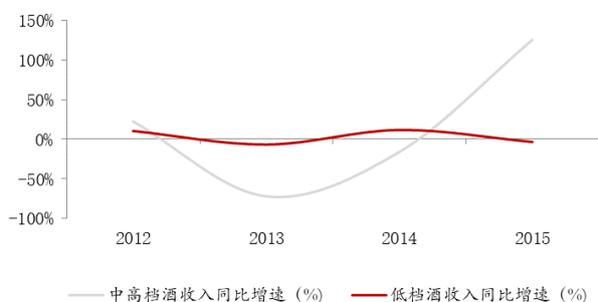
**体制方面：**13 年 4 月水井坊决定通过公司及子公司向成都铸信地产开发有限公司转让合计持有的成都聚锦商贸有限公司 100% 股权的决定，之前成都聚锦商贸有限公司主要业务为酒类销售和房地产开发，6 月后聚锦公司酒业业务及资产已全部转移或承接至水井坊及水井坊旗下另一家全资子公司，这一举动利于水井坊聚焦白酒主业，为成为帝亚吉欧全资子公司做好准备。7 月控股集团正式成为帝亚吉欧全资子公司（帝亚吉欧间接持有水井坊 39.71% 的股权），水井坊外资背景进一步加深。虽然帝亚吉欧成为水井坊股东，但是由于帝亚吉欧拥有的资源多为海外资源，难以短期内协助公司进行国内中高端酒渠道的开拓，在行业深度调整期，水井坊中高端酒下滑幅度显著。

图 33：13 年公司中高端酒收入占比下降



资料来源：wind，川财证券研究所

图 34：13 年公司中高端酒收入增速大幅下降



资料来源：wind，川财证券研究所

### 2.3 区域酒：14 年下半年优质区域酒企业绩回暖，分化加剧

14 年下半年洋河股份、古井贡酒等优质区域酒企率先回暖。安徽省白酒消费以大众消费为主，人均消费量高，受三公消费冲击影响小，古井贡酒、老白干等酒企在行业危机中率先恢复增长，而产品结构偏更向中高端的口子窖整体业绩恢复较晚；江苏省属于全国经济大省，白酒产量、民众白酒消费能力均居全国前列，管理能力强大、价位带丰富的洋河在本轮调整中亦实现率先复苏，而主打婚宴场景、产品结构中中高端产品占比达 70% 的今世缘则晚于洋河复苏，

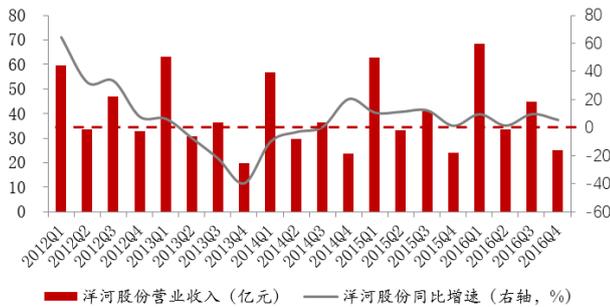
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

14 年业绩增速仍未由负转正。

### 2.3.1 洋河股份：定位大众消费的海之蓝表现优异，渠道升级助力全国化

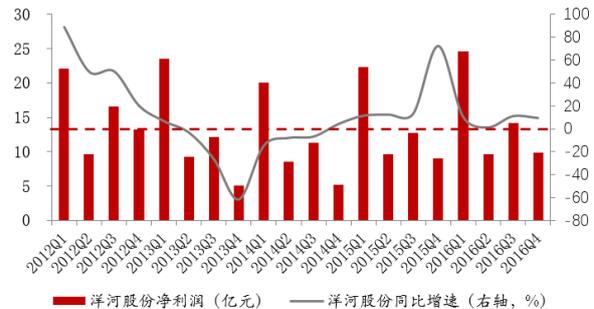
公司在行业深度调整期间业绩波动小，成为较早走出危机的公司之一。洋河股份是业内管理、营销水平最高的企业之一，受益于业务员队伍及经销商队伍稳定、在渠道深耕及产品结构调整方面应对较早，公司在行业深度调整期间业绩波动小，成为了较早走出危机的公司之一。13 年价格带较高的梦之蓝下滑幅度较大，定位于 300 元左右的天之蓝略有下滑，定位于 100-150 元的海之蓝保持增长；14 年上半年梦之蓝下滑幅度有所收窄，公司产品结构逐步实现回归，由于大众消费为主流，海之蓝成为量和收入最大的产品。

图 35：洋河股份 13Q2-14Q2 收入增速为负



资料来源：wind，川财证券研究所

图 36：洋河股份 13Q2-14Q3 净利润增速为负



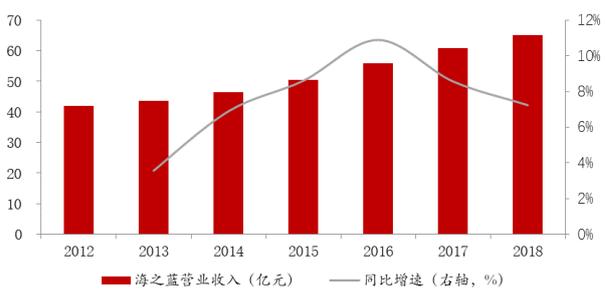
资料来源：wind，川财证券研究所

图 37：天之蓝在行业调整期略受影响



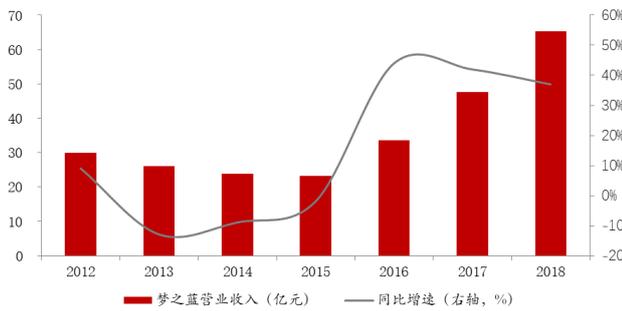
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 38：海之蓝在行业调整期也保持正增长



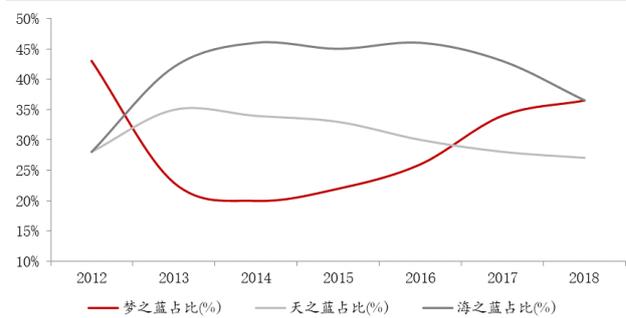
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 39：梦之蓝在行业调整期表现较弱，但走出调整期后表现优秀



资料来源：wind，川财证券研究所

图 40：调整期间海之蓝占比较高

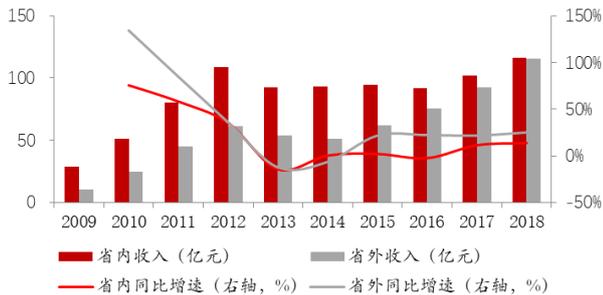


资料来源：wind，川财证券研究所

**渠道方面：**1) 渠道不断升级助力公司提升省内市占率、拓展省外市场。12年公司提出天网工程概念，与公司进行深度合作的经销商数量从12年的7000家升至16年的8000家；15年提出在“4x3”模式的基础上进行了进一步优化，打造“522”极致工程。洋河通过不断完善营销模式加深了渠道扁平化、提高了营销精准性、增强了终端控制力、提升了品牌知名度；2) 团购渠道为重点，多层次的网络渠道基本成型。线下方面，在三公消费限制的背景下，商务团购渠道将成为公司发力点，团购渠道重点开始从政府品鉴会转移至商界，由经销商带领拓展商界团购渠道。此外，公司多层次的网络渠道也基本成型，洋河1号App、天猫和京东电子商务渠道、以及洋河覆盖面较广的传统渠道互相联系、互相促进，有助洋河在白酒行业转型之际率先突围。

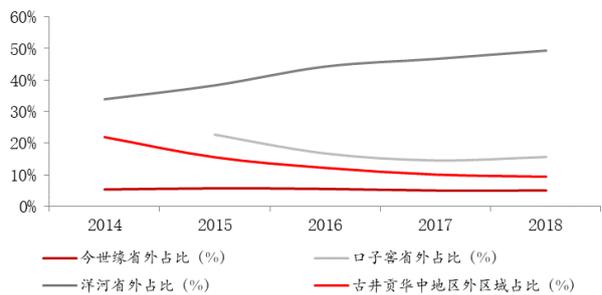
**省外市场方面：**公司通过并购加技改模式在湖北、湖南建立生产基地。13年公司通过并购加技改模式先后在湖北、湖南建立生产基地，其中湖北是公司第一个落地的省份，13年湖北地区收入增速位列公司省外市场首位；第二个产业化的省份是湖南，公司通过类似的扩张模式进行外延扩张。14年上半年开始部分省外地区开始止跌回升，其中限制三公消费最严的浙江市场开始实现增长，2015年开始省外收入占比提升显著，新江苏市场的打造成为主要增长点。

图 41： 洋河股份省外收入率先复苏



资料来源：wind，川财证券研究所

图 42： 洋河股份在 2012 年省外占比已处于高位

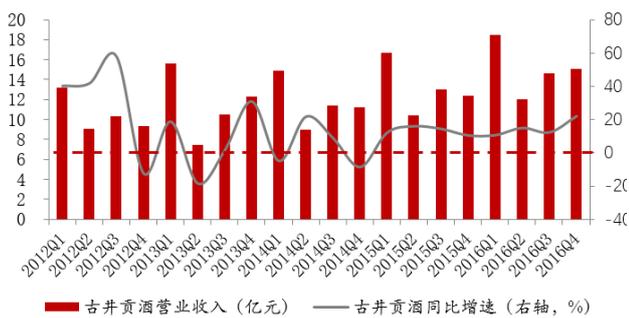


资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 2.3.2 古井贡酒：深度改革赋予公司拥有超越周期的能力

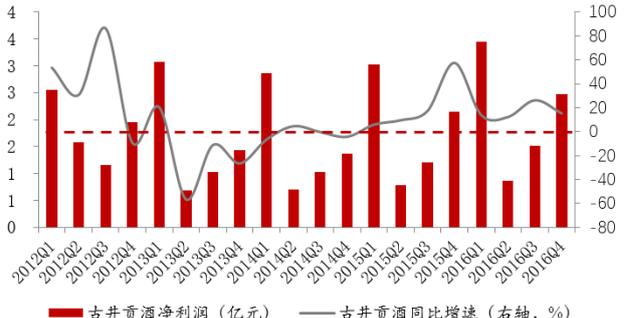
公司拥有超越周期的能力。公司于 2007 年开始围绕产品结构、员工结构、高层结构、股权体制、销售模式、渠道模式及激励制度方面均开始了大刀阔斧的改革，同时对非白酒业务进行了业务剥离，古井贡在本阶段的深度调整为日后发展奠定了坚实的基础，即使在 2013-2014 年的白酒深度调整期间，公司较早作出调整，收入站稳显示公司抗压能力强，同时公司在产品结构、渠道、营销方面不断加大投入，安徽省内市占率重回第一，2015 年行业迎来复苏时公司率先走出危机，营业收入累计增长率在行业中名列前茅。

图 43： 古井贡酒仅 13Q2、14Q1、14Q4 收入增速为负



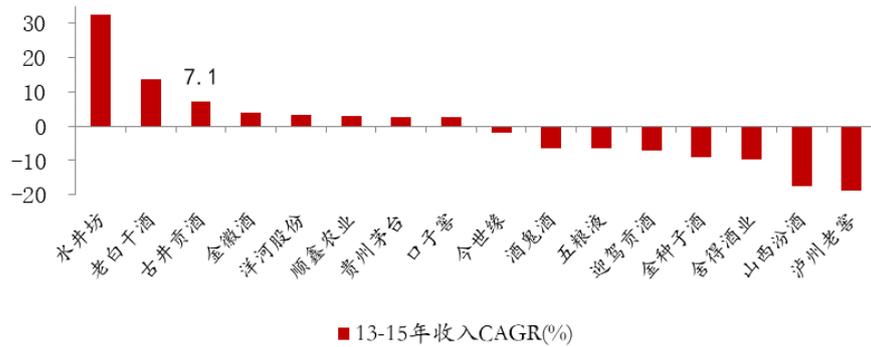
资料来源：wind，川财证券研究所

图 44： 古井贡酒 13Q2-14Q4 净利润增速为负（仅 14Q2 为正）



资料来源：wind，川财证券研究所

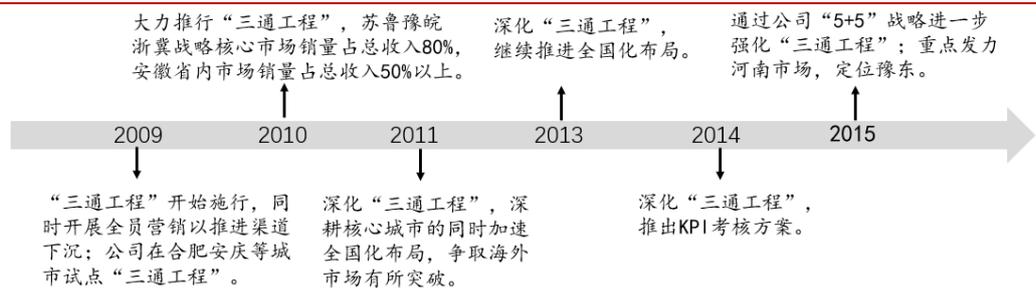
图 45：古井贡酒 13-15 年营业收入 CAGR 在行业中名列前茅



资料来源：wind, 川财证券研究所

**渠道方面：**安徽省作为渠道运营模式的发源地，在“盘中盘”及“后盘中盘”已无法满足市场情况需要时，公司率先通过“三通工程”、为实现渠道差异化，重点发力专卖店及团购模式提高渠道竞争力。2010 年公司提出的三通工程指在选中的区域内集中资源，建立规划、执行、督导三位一体的执行体系，通过精细化的网点建设和核心消费者意识的培养，构建渠道和消费者的良性互动，达到产品陈列面最大化、推荐率最大化、消费者指名购买率最大化。“三通工程”的主要特点为精细化及可复制性，公司通过在深耕小范围区域后将成功经验在多点运作，最终通过将小区域相连来达到渠道下沉及市占率提升，公司通过“三通工程”进军豫鄂江浙沪等省份，并成功将单点区域连成片。“三通工程”的成功推行奠定了公司在安徽省及周边市场的领军地位。

图 46：“三通工程”助力公司省外扩张



资料来源：公司公告, 川财证券研究所

**营销方面：**公司逆势提升费用投放，知名度迅速提升。公司在白酒行业深度调整阶段销售费用率逆势从 2013 年的 27.9% 提升至 2016 年的 32.9%，事实证明这一举措使得古井贡知名度得到显著提升、年份原浆系列增长迅速。

表格 11. 13-15 年古井贡酒逆势提升费用投放

排名	2013年销售费用率	2013年销售费用率	2013年销售费用率
1	水井坊 75.4	水井坊 71.0	金种子酒 38.2
2	酒鬼酒 39.4	酒鬼酒 49.0	<b>古井贡酒</b> 29.7
3	金种子酒 37.2	金种子酒 38.4	老白干酒 29.4
4	舍得酒业 31.3	老白干酒 29.7	山西汾酒 22.2
5	<b>古井贡酒</b> 27.9	山西汾酒 28.5	水井坊 22.0
6	山西汾酒 27.4	<b>古井贡酒</b> 28.0	酒鬼酒 20.7
7	老白干酒 23.8	舍得酒业 24.4	舍得酒业 20.6
8	今世缘 19.2	五粮液 20.5	今世缘 18.1

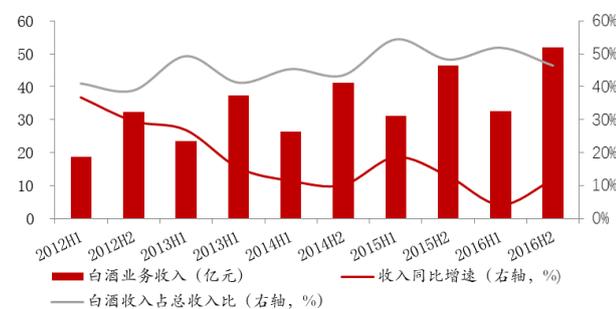
资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 2.4 三四线酒：主打大众消费的顺鑫农业异军突起

低端酒受本轮调整期影响小。在白酒的黄金十年中，商政务消费推动白酒行业景气度不断提升，中高端市场竞争激烈，而低端消费市场则属于竞争空白区，仅有地方性小厂运作，营销方式单一，且区域性显著，在行业深度调整过程中，主要消费群体为政务消费的酒企业绩多出现断崖式下跌，而老村长、牛栏山二锅头等定位大众消费的低端酒则异军突起。业绩方面来看，顺鑫农业、老白干酒、伊力特酒白酒主业收入增速在 12-15 年间均实现正增长，顺鑫农业及金徽酒公司净利润也均实现正增长，低端酒受本轮调整期影响小。

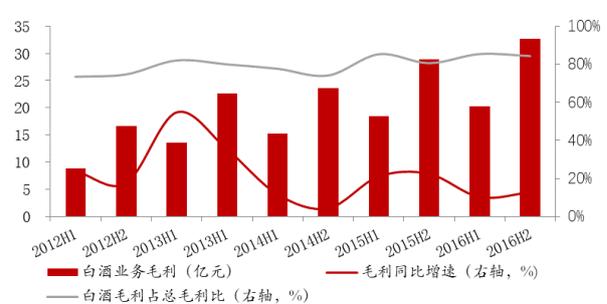
在顺鑫农业大力开拓低端酒市场的背景下，12-15 年公司发展速度超过行业平均水平，13 年股价涨幅第一，顺鑫农业白酒业务收入及净利润始终保持良好的正增长。

图 47：顺鑫农业白酒业务收入增速始终为正



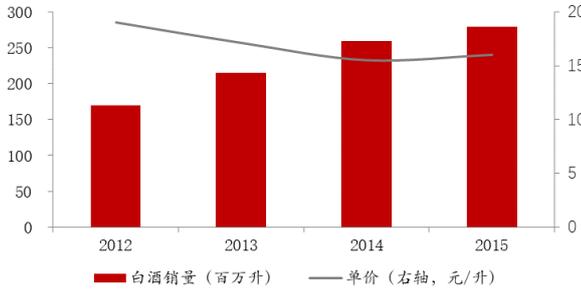
资料来源：wind，川财证券研究所

图 48：顺鑫农业白酒业务毛利增速始终为正



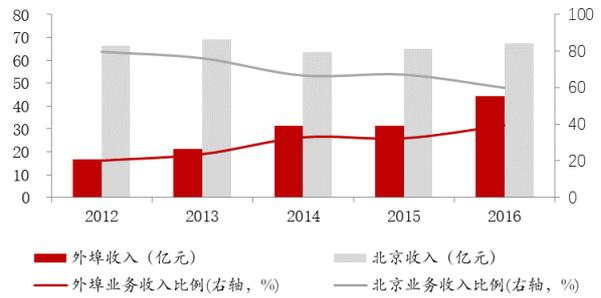
资料来源：wind，川财证券研究所

图 49：12-15 年顺鑫农业白酒销量不断增长



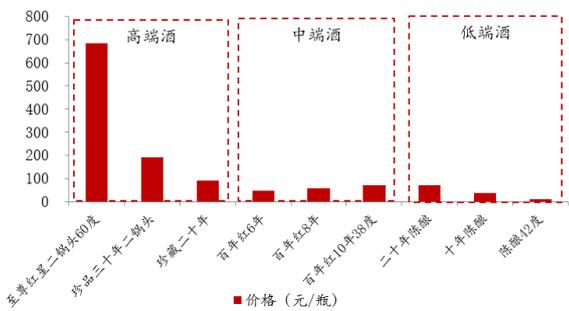
资料来源：wind，川财证券研究所

图 50：顺鑫农业外埠收入不断增长



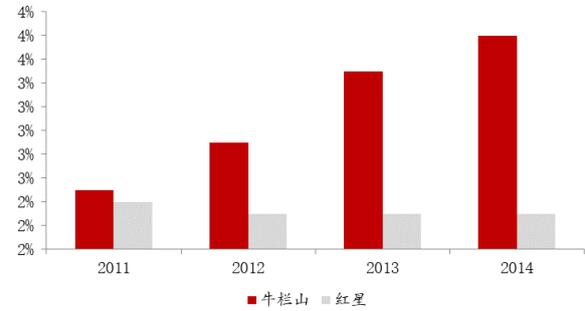
资料来源：wind，川财证券研究所

图 51：顺鑫农业白酒业务产品结构（2015 年）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 52：牛栏山市占率较红星高



资料来源：wind，川财证券研究所

### 三、总结与启示

#### 3.1 总结 1：品牌力及渠道力较强的酒企率先走出调整

黄金十年期间，大多酒企均实现量价齐升，而在调整期酒企分化明显，最能看出酒企的综合实力。行业调整期间，白酒行业呈现以下特点：1) 酒企分化加大，品牌力及渠道力强的酒企能穿越周期；2) 国企改革贯穿调整期；3) 酒企引入资本或运用资本进行整合；4) 布局线上，在渠道深耕的同时开始渠道多元化布局；5) 表现较好的个股也难有可观超额收益，仅有较高相对收益。

##### 1) 在调整期酒企分化加大，品牌力及渠道力强的酒企能穿越周期

在 13-15 年深度调整期间，13 年大多酒企均负增长，14 年开始应对速度较快、品牌力及渠道力强的酒企率先超越周期，比如贵州茅台、洋河股份、古井贡酒、剑南春等酒企，调整力度较大的泸州老窖、水井坊、郎酒等酒企于 15 年开始复苏，部分企业则仍处于负增长状态。在行业走出调整期后，高端白酒进入寡头垄断格局：15 年高端酒市场总销量大约为 4 万吨，其中贵州茅台及五粮液销量占比超 70%。中档酒分化加剧：由于次高端酒价格带受到压缩，次高端酒在本轮调整期中受到重创，优质中档酒公司通过深耕渠道、清晰产品线、打造核心单品等方式较早实现业绩的回升，而大部分二三线酒 15 年业绩仍下滑，分化明显。

我们从品牌力和渠道力两个角度来分析能在调整期中实现周期穿越的酒企具备的特性：

**品牌力为茅：**1) 品牌为酒企的立身之本。老名酒在 98-04 年、13-15 年两轮调整期中均表现优秀，其中五粮液依靠品牌背书及买断模式在 98-04 年调整期中成为酒企龙头；贵州茅台在 00 年代不断宣扬其文化底蕴，品牌力的迅速提升助力其在 13-15 年取代五粮液成为新一代酒业龙头，而五粮液等老名酒即使出现渠道价格倒挂，受益于其较强的品牌力，经销商并未出现大量退出局面（可作引流产品）；2) 大单品在一定意义上成为品牌力的体现：由于超级大单品的诞生需要品牌力、渠道力等条件的支撑，因而我们认为超级大单品在一定程度上可以体现企业品牌力，拥有超级大单品的企业业绩较为稳定：截至 2015 年底，飞天茅台收入年收入约 200 亿元，普五年收入约 100 亿，洋河股份梦之蓝及海之蓝年收入均超 30 亿。

**渠道力为盾：**渠道力为酒企重要壁垒。渠道力强的酒企均顺应时代潮流进行渠道的打造升级，比如五粮液在 90 年代打造了能调动经销商积极

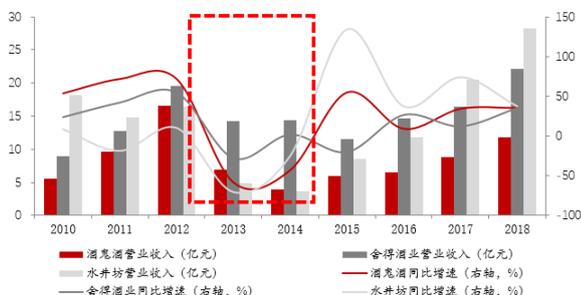
性的品牌开发模式；洋河股份打造了注重精细化、渠道下沉的渠道体系，其韧性在 13-15 年调整期充分体现；古井贡酒通过在本地进行渠道深耕，逐步打造出 30 亿大单品—古 5；顺鑫农业也凭借在北京地区进行渠道深耕、文化宣传，打造出了低端酒中的大单品。我们认为渠道下沉及精细化为大势所趋，面对高端酒价格带的下移，在进行精细深耕的企业拥有更强的对抗实力。

表格 12. 酒企在调整期间业绩分化明显

		净利润增速 (%)				收入增速 (%)			
		2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
高端酒	贵州茅台	51.9%	13.7%	1.4%	1.0%	43.8%	16.9%	2.1%	3.4%
	五粮液	61.3%	-19.7%	-26.8%	5.8%	41.4%	-9.3%	-15.5%	1.6%
	泸州老窖	51.1%	-21.7%	-74.4%	67.4%	37.1%	-10.1%	-50.7%	31.3%
次高端酒	山西汾酒	70.0%	-27.6%	-63.0%	46.3%	43.2%	-4.7%	-35.6%	7.2%
	水井坊	5.4%	-153.8%	-162.3%	121.8%	16.4%	-70.5%	-24.7%	125.3%
	舍得酒业	89.5%	-96.8%	13.7%	-46.8%	60.3%	-30.2%	2.5%	-23.6%
区域酒	酒鬼酒	157.2%	-107.4%	-165.7%	190.9%	71.7%	-58.5%	-43.4%	54.9%
	洋河股份	53.1%	-18.7%	-9.9%	19.0%	35.4%	-15.2%	-2.8%	9.1%
	古井贡酒	28.1%	-14.3%	-4.0%	19.9%	27.3%	9.7%	2.0%	13.1%
	口子窖	14.9%	-12.7%	6.0%	43.4%	19.9%	-2.6%	-7.7%	14.1%
	今世缘	26.9%	0.7%	-5.2%	6.1%	15.6%	-3.3%	-4.3%	0.9%
三四线酒	顺鑫农业	-59.0%	57.1%	81.8%	4.7%	29.3%	15.6%	10.0%	12.8%
	迎驾贡酒	4.0%	-9.4%	15.2%	9.0%	1.3%	-1.2%	-20.3%	
	老白干酒	21.8%	-41.6%	-9.8%	26.9%	17.7%	8.8%	5.9%	8.3%
	伊力特	14.6%	15.0%	-1.7%	5.2%	25.5%	3.9%	0.5%	0.7%
	金徽酒	24.7%	1.9%	15.0%	32.9%			-7.3%	16.7%
	金种子酒	53.4%	-76.2%	-33.6%	-41.2%		-9.3%	-0.2%	-16.8%

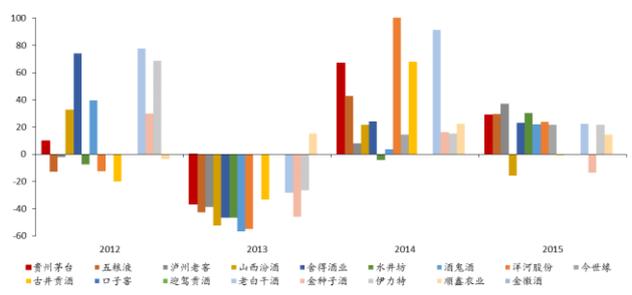
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 53: 部分酒企收入呈断崖式下跌



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 54: 行业调整期间白酒管理优秀公司市场表现更优秀



资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 13. 高端酒及部分优质企业均拥有超级大单品

价位带	代表品牌	超级大单品情况
超600元 高端	贵州茅台、五粮液、国窖1573	飞天茅台年营收200亿；普五年营收100亿
200-600元 次高端	剑南春、洋河梦之蓝及天之蓝、五粮春、双沟珍宝坊、10年口子窖、四特东方韵、十年陈红花郎、30年青花汾酒、水井坊、古井年份原浆8年、舍得、酒鬼酒、泸州老窖窖龄等	普剑年营收50亿；洋河梦之蓝年营收30亿
100-200元 区域酒	洋河海之蓝、古井年份原浆5年、5年口子窖、柔和金种子、今世缘典藏、四特东方韵、枝江大曲星级产品、迎驾金星、酒鬼酒、小糊涂仙、泸小二、泸州老窖特曲等	洋河海之蓝年营收30亿；古5年营收30亿
30-100元 中低端	五粮醇、迎驾银星、小郎酒、小糊涂神、泸州老窖头曲等	
30元以下 低端	牛栏山二锅头、白云边陈酿、红星二锅头、老村长、龙江家园、泸州老窖二曲产品等	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 14. 贵州茅台、古井贡酒、顺鑫农业在深度调整期间实现市占率的提升

	酒企	2012	2013	2014	2015	2016	16年与12年市占率差值
高端酒	贵州茅台	5.91%	6.16%	6.00%	5.87%	6.34%	0.43%
	五粮液	5.84%	4.72%	3.81%	3.66%	3.71%	-2.13%
	泸州老窖	2.52%	2.02%	0.95%	1.18%	1.32%	-1.20%
次高端酒	山西汾酒	1.33%	1.13%	0.70%	0.71%	0.68%	-0.65%
	水井坊	0.36%	0.10%	0.07%	0.15%	0.19%	-0.17%
	舍得	0.39%	0.24%	0.24%	0.17%	0.20%	-0.19%
	酒鬼酒	0.37%	0.14%	0.07%	0.11%	0.11%	-0.26%
区域酒	洋河股份	3.81%	2.88%	2.67%	2.76%	2.69%	-1.11%
	古井贡酒	0.90%	0.88%	0.86%	0.92%	0.96%	0.06%
	口子窖	0.55%	0.48%	0.42%	0.46%	0.45%	-0.10%
	今世缘	0.58%	0.50%	0.45%	0.43%	0.41%	-0.16%
低端酒	顺鑫农业	0.72%	0.75%	0.78%	0.84%	0.85%	0.13%

资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：市占率=白酒主营业务收入/规模以上酒企收入

## 2) 国企改革贯穿调整期

国企改革主要分为以下三种情况：1) 管理层收购：公司股权由管理层持有，公司转为私企，如：剑南春；2) 业务资本收购：由业外资本参与公司股权，或直接收购，并直接对公司经营管理负责，如：郎酒；3) 混合所有制：管理层持有部分股权，国有股权未完全退出前提下，实现管理层激励，如：洋河。国企改革对于激发企业活力、绑定管理层利益有着积极作用。在行业调整期间，大多酒企业绩进入低谷，在中央对国企改革政策不断放开的情况下，酒企此时进行国改不仅能享受体制改革红利，亦能进一步理清内部管理机制，利于公司未来发展。老白干、五

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

粮液、汾酒等酒企均在这一时期开始国企改革，“引入战投+经销商入股+管理层入股”成为酒企主流改革方式。站在目前时点来看，国企改革对于五粮液、汾酒等酒企均有一定正面效应。

### 3) 酒企引入资本或运用资本进行整合

在行业调整期间，平台型酒企通过并购扩大规模、提升现金使用效率；区域性酒企通过并购首先跨区域发展。由于在此次调整中，部分优质中小企酒企缺乏优秀的品牌力或渠道力，导致企业资产缩水，最终面临直接破产或因具有收购价值而被收购，这对于拥有优秀现金流，且有规模扩张诉求的大酒企无疑极具诱惑力，因此这一期间出现多起并购或引进资本事件。

表格 15. 13-15 年酒企出现多起并购或引进资本事件

年份	酒企	并购事件
2013	洋河股份	并购湖北梨花村酒业
2013	五粮液	控股河北永不分梨
2014	洋河股份	并购湖南宁乡汨罗春酒业和哈尔滨市滨州酿酒厂
2014	五粮液	收购河南五谷春
2015	青青稞酒	并购中酒网
2015	沱牌舍得	2015年民企天洋集团成为上市公司实际控制人

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 4) 布局线上，在渠道深耕的同时实现渠道多元化布局

12-15 年为互联网迅速发展的阶段，洋河股份于 16 年曾表示电商对渠道的冲击使零售进入全渠道时代，对市场敏感的酒企已开始布局线上业务，但彼时的线上业务也仅处于探索期，为传统渠道的补充，因此贵州茅台、洋河股份等酒企线上业务的推出对股价影响不大，意义更多的在于实现渠道多元化布局。16 年糖酒会上京东、乐视、苏宁、百度、苏宁易购等互联网企业管理层不约而同的参会也显示线上业务为大势所趋。2019 年 1 月-8 月阿里渠道销售额占规模以上酒企销售额比约 1%，目前电商平台已成为酒企常规销售渠道之一，酒企仍在不断加码各类线上渠道，实现 O2O 深度联动。

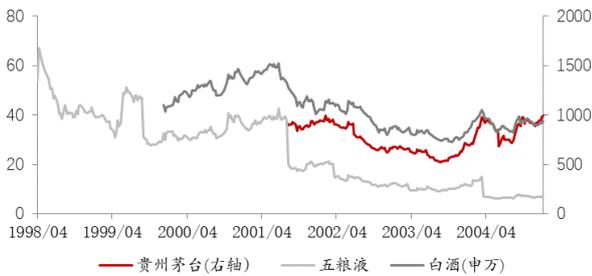
### 5) 调整期间，表现较好的个股也难有可观超额收益，仅有较高相对收益

由于在行业调整期间，市场给与板块内企业估值整体较为一致，仅在个股上略有差别，比如：虽然五粮液在 98-04 年间业绩表现优秀，但由于方式白酒行业处于调整期，其股价整体表现较为平稳；经营较为稳健的

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

贵州茅台在 13-15 年股价走势与板块走势几乎一致，未出现超额收益，仅有较优的相对收益。

图 55：98-04 年五粮液股价走势较为平稳



资料来源：wind，川财证券研究所

图 56：13-15 年茅台股价与板块走势几乎一致



资料来源：wind，川财证券研究所

### 3.2 总结 2：行业驱动力从“量”转为“价”

回顾过去 15 年行业量价规律，我们发现量为白酒行业发展主要驱动力：

05-12 年：受益于经济高速增长，白酒需求高增拉动全行业也相继提价，但在全价格带扩容式增长的背景下，量增仍为主旋律；

13-15 年：“限三公”政策出台后，商政务消费的迅速下降对高端及次高端酒影响较大，随着价格敏感度较高的大众消费逐步承接商政务消费，价格对酒企业绩驱动力较弱，主要由销量贡献，具体来看：

- 1) 高端酒方面：在行业深度调整初期，五粮液、泸州老窖、茅台都曾坚持不下调价格，虽然中后期五粮液及泸州老窖均小幅下调出厂价，但高端酒受益于其拥有较强的品牌力及渠道力，价格贡献度仍高于销量；
- 2) 次高端酒方面：次高端酒发展情况与高端酒息息相关，在行业调整期间由于次高端酒提价能力弱，销量对酒企实现复苏的贡献略大于价格；
- 3) 区域酒方面：区域酒主要消费者为省内居民，省内价格带多为 100-300 元，因此区域酒受高端及次高端酒影响较小，受当地经济发展水平、居民消费能力影响较大，其中位居江苏省的洋河及今世缘受益于省内经济发展迅速叠加消费升级，15 年起均价贡献程度更大，较早走出调整期的洋河于 14 年均价贡献已开始大于销量。

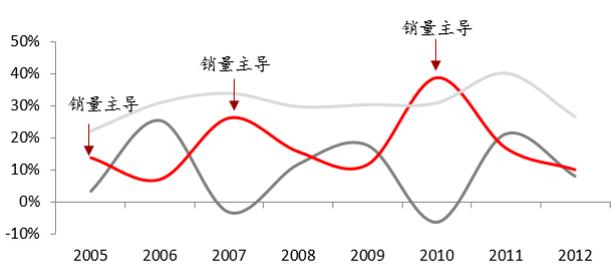
16-19 年：此阶段消费结构已转变为大众日常消费、商务消费为主，在消费升级的背景下，行业集中度不断提升，行业从扩容式增长转变为挤压式增长，高

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

端酒批价持续上行为次高端酒及区域酒打开提价空间，价格成为此阶段主要驱动力。

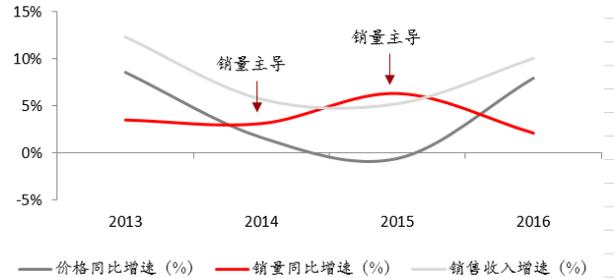
站在当下时点，我们通过分析量价情况来预判今年行业主动驱动力：1) 量方面：预计疫情对高端酒销量影响较小，但对次高端酒及区域酒销量影响较大，疫情或使全年白酒需求下降至少 6%，随着疫情逐步得到控制，白酒行业整体需求将逐步恢复；2) 价方面：目前茅台、五粮液及泸州老窖批价均较为稳健，虽然部分次高端酒及区域酒价格出现小幅下降，但考虑到目前酒企渠道库存较为健康、需求仅被暂时抑制，价格有望随着需求复苏而迅速恢复。总体来看，疫情将推动落后产能出清，从而加速行业集中度的提升，在消费升级的大背景下，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利，预计 2020 年白酒行业驱动力仍以价为主。

图 57： 05-12 年销量为酒企业绩主要增长动力



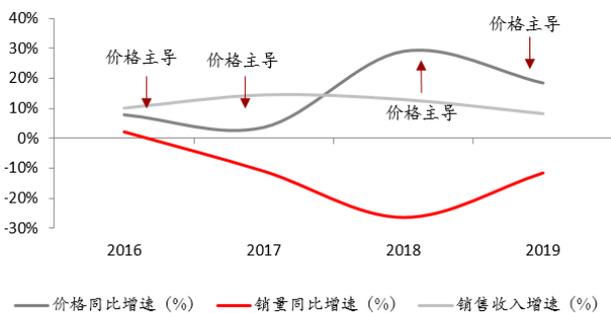
资料来源：wind，川财证券研究所

图 58： 13-15 年销量为酒企业绩主要增长动力



资料来源：wind，川财证券研究所

图 59： 16-19 年销量为酒企业绩主要增长动力



资料来源：wind，川财证券研究所

图 60： 05-19 年白酒行业驱动力从量转为价

年份	阶段	价格CAGR (%)	销量CAGR (%)	
2005-2009	发展期	10.58%	14.87%	销量为主
2010-2012	景气期	7.12%	21.48%	
2013-2015	调整期	3.12%	4.31%	销量为主
2016-2019	景气期	14.36%	-12.33%	价格为主

资料来源：wind，川财证券研究所

图 61：主要酒企在行业调整期中量价情况一览

	2012	2013	2014	2015	2016
贵州茅台 (亿元)	264.6	309.2	315.7	326.5	388.4
YOY (%)	43.8%	16.9%	2.1%	3.4%	18.9%
销量YOY (%)	<b>21.1%</b>	-2.1%	-4.0%	<b>13.9%</b>	<b>34.3%</b>
均价YOY (%)	18.7%	<b>19.4%</b>	<b>6.4%</b>	-9.2%	-11.4%
五粮液 (亿元)	261.3	237.0	200.3	203.5	227.1
YOY (%)	41.4%	-9.3%	-15.5%	1.6%	11.6%
销量YOY (%)	14.8%	<b>-1.3%</b>	-21.3%	<b>15.6%</b>	<b>8.3%</b>
均价YOY (%)	<b>23.1%</b>	-8.1%	<b>7.4%</b>	-12.1%	3.1%
泸州老窖 (亿元)	112.8	101.5	50.1	65.7	80.7
YOY (%)	37.1%	-10.1%	-50.7%	31.3%	22.9%
销量YOY (%)	<b>35.5%</b>	<b>12.6%</b>	<b>-13.3%</b>	0.4%	-5.8%
均价YOY (%)	1.2%	-20.2%	-43.1%	<b>30.7%</b>	<b>30.5%</b>
高端酒企均价 (亿元/万吨)	17.1	16.4	17.0	16.8	19.1
YOY (%)	13.1%	-4.2%	3.7%	-1.5%	13.8%
高端酒企总收入 (亿元)	638.6	647.7	566.0	595.7	696.2
YOY (%)		1.4%	-12.6%	5.2%	16.9%
白酒规模以上公司总收入 (亿元)	4,476.0	5,018.0	5,259.0	5,558.9	6,125.7
高端酒收入占比 (亿元)	14.3%	12.9%	10.8%	10.7%	11.4%
	2012	2013	2014	2015	2016
汾酒收入 (亿元)	59.7	56.8	36.6	39.2	41.8
YOY (%)	43.2%	-4.7%	-35.6%	7.2%	6.7%
销量YOY (%)		-2.5%	<b>-0.6%</b>	-7.7%	<b>16.9%</b>
均价YOY (%)		<b>-2.2%</b>	-35.2%	<b>16.2%</b>	-8.8%
水井坊收入 (亿元)	16.2	4.8	3.6	8.1	11.8
YOY (%)	16.4%	-70.5%	-24.7%	125.3%	45.0%
销量YOY (%)	-34.5%	<b>-18.0%</b>	-54.0%	<b>63.3%</b>	<b>35.9%</b>
均价YOY (%)	<b>77.7%</b>	-64.1%	<b>63.6%</b>	38.0%	6.7%
舍得收入 (亿元)	17.6	12.3	12.6	9.6	12.4
YOY (%)	60.3%	-30.2%	2.5%	-23.6%	28.7%
销量YOY (%)	<b>110.5%</b>	-24.1%	<b>28.8%</b>	-20.7%	-17.5%
均价YOY (%)	-23.9%	<b>-8.0%</b>	-20.4%	<b>-3.6%</b>	<b>56.1%</b>
酒鬼酒收入 (亿元)	16.5	6.9	3.9	6.0	6.6
YOY (%)	71.1%	-58.5%	-43.4%	54.9%	9.0%
销量YOY (%)	18.1%	-49.0%	<b>3.0%</b>	8.1%	-11.6%
均价YOY (%)	<b>45.4%</b>	<b>-18.7%</b>	-45.0%	<b>43.3%</b>	<b>23.3%</b>
次高端酒企均价 (亿元/万吨)	11.6	10.4	6.7	8.3	9.5
YOY (%)	25.3%	-10.1%	-35.9%	23.6%	14.4%
次高端酒企总收入 (亿元)	110.0	80.7	56.6	62.9	72.5
YOY (%)		-26.6%	-29.8%	11.1%	15.2%
白酒规模以上公司总收入 (亿元)	4,476.0	5,018.0	5,259.0	5,558.9	6,125.7
次高端酒收入占比 (亿元)	2.5%	1.6%	1.1%	1.1%	1.2%
	2012	2013	2014	2015	2016
洋河股份收入 (亿元)	170.4	144.5	140.4	153.2	165.0
洋河收入YOY (%)	35.4%	-15.2%	-2.8%	9.1%	7.7%
销量YOY (%)	0.1%	<b>0.6%</b>	-3.3%	-0.8%	-5.2%
均价YOY (%)	<b>35.3%</b>	-15.7%	<b>0.5%</b>	<b>10.0%</b>	<b>13.6%</b>
古井贡酒收入 (亿元)	40.5	44.4	45.3	51.2	58.8
古井贡酒收入YOY (%)	27.3%	9.7%	2.0%	13.1%	14.8%
销量YOY (%)	<b>46.9%</b>	<b>18.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>7.8%</b>	<b>13.6%</b>
均价YOY (%)	-13.4%	-7.1%	-1.4%	4.9%	1.0%
口子窖收入 (亿元)	24.8	24.1	22.3	25.4	27.8
口子窖收入YOY (%)	19.9%	-2.6%	-7.7%	14.1%	9.5%
销量YOY (%)		<b>6.0%</b>	-14.6%	<b>6.0%</b>	2.3%
均价YOY (%)		-8.4%	<b>8.6%</b>	-8.4%	<b>7.0%</b>
今世缘收入 (亿元)	25.7	24.9	23.8	24.0	25.3
今世缘收入YOY (%)	15.6%	-3.3%	-4.3%	0.9%	5.1%
销量YOY (%)	-5.7%	<b>2.0%</b>	<b>-2.1%</b>	-3.9%	<b>-1.8%</b>
均价YOY (%)	<b>22.7%</b>	-5.0%	-3.3%	<b>5.1%</b>	7.1%
区域酒企均价 (亿元/万吨)	7.4	6.9	6.8	7.1	7.2
YOY (%)	24.7%	-7.1%	-1.4%	4.9%	1.0%
区域酒企总收入 (亿元)	261.3	237.9	231.7	253.8	276.8
YOY (%)		-9.0%	-2.6%	9.5%	9.1%
白酒规模以上公司总收入 (亿元)	4,476.0	5,018.0	5,259.0	5,558.9	6,125.7
区域酒企收入占比 (亿元)	5.8%	4.7%	4.4%	4.6%	4.5%

资料来源: wind, 川财证券研究所, 注: 酒企收入均为白酒业务收入, 标黑数字指当年量/价对业绩贡献更大

### 3.3 启示：对于高端酒批价、渠道库存情况思考

#### 3.3.1 批价是酒企品牌力、渠道力、产能等多因素的综合体现

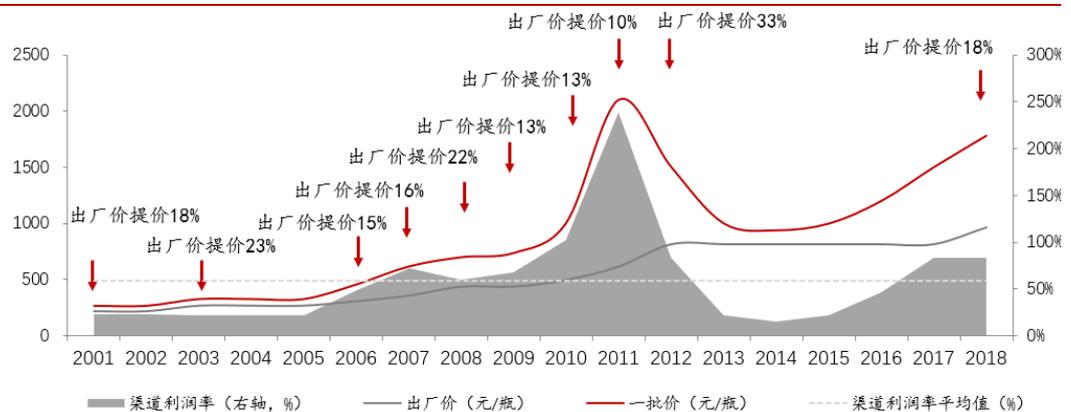
批价是总体供需的直观体现，也是酒企品牌力、渠道力的综合体现，茅台 13-15 年批价坚挺是多方面综合的结果：

1) 需求端：虽然受限三公消费影响，高端酒主要消费群体的消失使得高端酒需求断崖式下降，供大于求使得批价从超 2000 元的高点跌落至 13 年的 820 元，面对量价齐跌，贵州茅台未通过降价放量方式度过调整期，其通过推动公司扩大经销商网络、开放经销商权、布局电子平台、调整消费群体结构（渠道力）等方式来抢占市场份额，同时消费者及经销商对贵州茅台品牌的认可度高（品牌力）也给予了茅台价格一定支撑，我们可以看到茅台批价在 2013 年下半年下降至低点后，开始缓慢回升，渠道利润也始终保持正向，品牌力不断得到巩固，这是十分不容易的。而五粮液及泸州老窖采取的降价策略则使其品牌力受损，批价恢复缓慢；

2) 供给端：13-15 年间，为了保证批价的稳定，公司采取控制发货、不提价等措施来消化 11-12 年积累的社会库存。产能方面，02 年至今，茅台基酒产量仅在 2015 年出现明显下降，主要原因为 13-15 年需求端下降明显，随着行业复苏，为保证市场正常供应，茅台产能恢复正常增长。

调整期间，贵州茅台价格下降使得其性价比凸显，而后崛起的大众消费群体快速的消化了社会库存，在消费升级的背景下，16 年后供需矛盾加剧使得茅台批价一路扶摇直上（17 年开始茅台酒投放量增长幅度较小，而需求不断提升），区别于 04-12 年，这一阶段茅台等酒企更注重对渠道库存的管控。

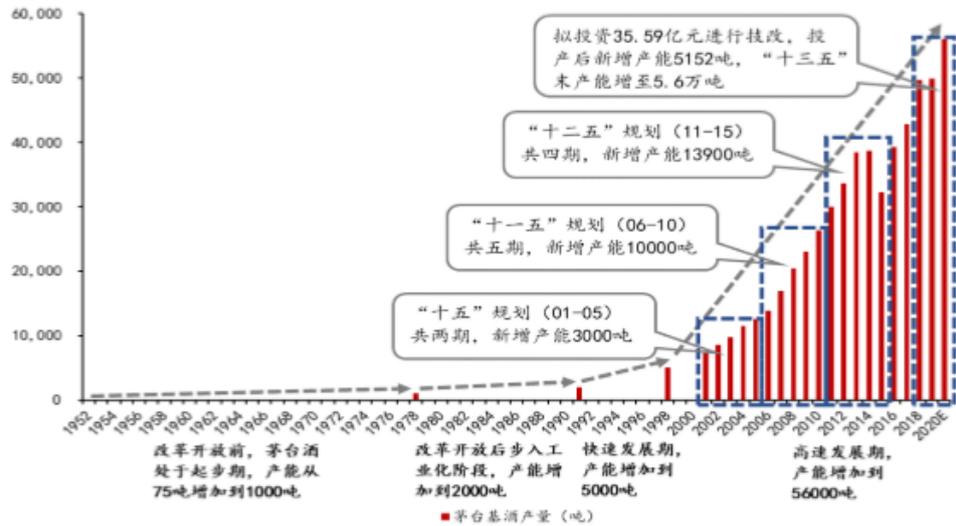
图 62：茅台始终保持正渠道利润



资料来源：公司公告，川财证券研究所

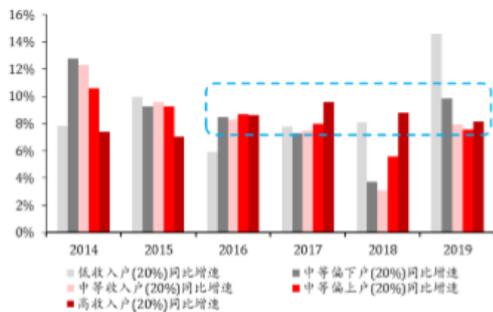
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 63：茅台酒产能情况一览



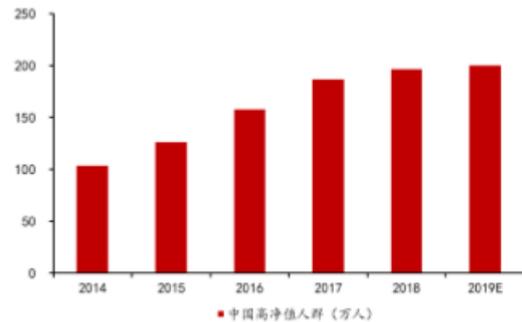
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 64：高收入群体可支配收入持续快速增长



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 65：我国高净值人群高达 200 万



资料来源：招行私人财富报告，川财证券研究所

### 3.3.2 从供需角度分析当前高端酒批价情况

19 年贵州茅台等高端酒批价的迅速上涨之势颇有黄金十年的影子，贵州茅台批价曾在 19 年暑期一度到达 2800 元的高点，五粮液批价也上探至 1000 元以上，但随着茅台等高端酒对渠道整顿力度加大、发货量增加，茅台年末批价略有回落，2020 年在疫情影响下，茅台批价回落至 2000 元后，需求的提升推动批价迅速回暖至 2200-2300 元左右，目前稳定在 2300 元左右，这也从侧面印证高端酒需求仍较为强劲。我们认为由于本轮高端酒从供给情况、需求结构、渠道库存等方面较黄金十年更为良性，批价不存在断崖式下跌的风险，随着消费逐步复苏，供需紧平衡状态将支持高端酒批价不断上涨：

1) 供给：预计 2024 年高端酒仍将存在 0.7 万吨的供需缺口

未来 5 年高端茅五泸产能规划相对理性，高端白酒仍将处于紧平衡状态。具体来看，贵州茅台方面：2020 年茅台酒扩建工程全面竣工后产能将达到 5.6 万吨，考虑到茅台的环境承载能力，此次扩建完成后短期将不再扩产；五粮液方面：2020 年五粮液新增 10 万吨固态产能，整体将拥有年产白酒 30 万吨的生产能力，未来高端酒有望提升至 3 万吨；泸州老窖方面：2020 年泸州老窖将形成优质基酒 3.5 万吨生产能力，到 2025 年优质基酒生产能力进一步提升至 10 万吨，未来国窖 1573 有望提升至 2 万吨。预计未来 5 年茅台酒将处于供不应求的偏紧缺状态。考虑到供需紧张格局将延续，作为高端白酒领导者，茅台供不应求将保证高端白酒子行业持续稳定增长。

图 66：主要酒企在行业调整期中量价情况一览

高端酒企	未来规划产能
贵州茅台	2020年茅台酒扩建工程全面竣工后产能将达到5.6万吨，对应2024年茅台酒可供销量4.5万吨，此次扩建完成后将不再扩建。
五粮液	2020年五粮液新增10万吨固态产能，整体将拥有年产白酒30万吨的生产能力，未来高端酒有望提升至3万吨。
泸州老窖	2020年泸州老窖将形成优质基酒3.5万吨生产能力，到2025年优质基酒生产能力进一步提升至10万吨，未来国窖1573有望提升至2万吨。

资料来源：wind，川财证券研究所

从高端白酒历史增长路径来看，2002-2019 年高端茅五泸销量年均复合增速为 10.8%，高端白酒需求确定性高。假设未来 5 年高端茅五泸需求量保持 10% 的稳健增长，可供销量依据企业的产能规划稳步推进，通过测算预计到 2024 年高端茅五泸需求量将达到 10.3 万吨，而可供销量为 9.6 万吨，仍然存在 0.7 万吨的供需缺口。

图 67：2002-2019 年高端茅五泸销量整体年均复合增速约为 10.8%

	2002	2012	02-12CAGR	2014	2019	02-12CAGR	02-19CAGR
茅台酒	0.38	1.50	14.7%	1.92	3.30	11.4%	13.6%
高端五粮液	0.70	1.60	8.6%	1.40	2.30	10.4%	7.2%
国窖1753	0.04	0.40	25.9%	0.08	0.80	58.5%	19.3%
高端茅五泸整体	1.12	3.50	12.1%	3.40	6.40	13.5%	10.8%

资料来源：wind，川财证券研究所

图 68：2019-2024 年高端茅五泸需求量、可供销量、缺口情况一览

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
高端茅五泸需求量	6.40	7.04	7.74	8.52	9.37	10.31
茅台酒需求量	3.30	3.63	3.99	4.39	4.83	5.31
高端五粮液需求量	2.30	2.53	2.78	3.06	3.37	3.70
国窖1573需求量	0.80	0.88	0.97	1.06	1.17	1.29
高端茅五泸可供销量						9.59
茅台酒可供销量	2.64	3.22	3.51	4.08	4.09	4.59
高端五粮液可供销量						3.00
国窖1573可供销量						2.00
高端茅五泸缺口						0.72
茅台酒缺口	0.66	0.41	0.48	0.32	0.74	0.72
高端五粮液缺口						0.70
泸州老窖缺口						-0.71

资料来源：wind，川财证券研究所，注：假设高端茅五泸需求量每年增长 10%，可供销量按照企业规划推进

## 2) 需求：疫情不改长期趋势，需求基础扎实，真实且旺盛

当前主力消费人群为大众消费，消费基础较为扎实使得消费场景风险较小。在近年来消费升级、高净值人士迅速增长的背景下，大众消费推动高端酒景气度提升，相较于黄金十年，目前需求结构风险较小。

近年来高端酒需求较为真实且旺盛。高端酒具有更高的需求收入弹性以及更低的需求价格弹性。我们通过测算四个层级的白酒弹性情况认为，目前高端酒的需求真实且旺盛：我们通过用销量变动/人均可支配收入变动得出需求收入弹性，用销量变动/价格变动得出需求价格弹性，在比较了 13-18 年与 16-18 年需求收入弹性后发现高端酒需求较为真实。

表格 16. 13-18 年高端酒需求收入弹性为 1.1

	13-18年	可支配收入变动(倍)	需求变动(倍)	价格/吨价变动(倍)	需求收入弹性	需求价格弹性
高端酒	1.5		1.7	1.7	1.1	1.0
次高端酒	1.5		0.8	1.2	0.8	1.1
区域酒	1.5		1.1	0.4	0.7	2.5
三四线酒	1.5		1.5	0.1	1.5	45.4

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 17.16-18 年高端酒的需求收入弹性为 1.2，高端酒需求真实、旺盛

16-18年	可支配收入变动(倍)	需求变动(倍)	价格/吨价变动(倍)	需求收入弹性	需求价格弹性
高端酒	1.2	1.4	1.4	1.2	1.0
次高端酒	1.2	1.3	0.8	1.0	1.6
区域酒	1.2	1.0	0.4	0.9	2.5
三四线酒	1.2	1.6	0.2	1.3	7.0

资料来源：Wind，川财证券研究所

疫情不改高端酒旺盛需求长趋势。疫情对白酒影响方面，本轮疫情爆发期时点在春节前几日，节前消费受影响程度低，疫情主要影响节中及节后消费，保守假设礼品消费及聚餐消费均下降 30%，由于白酒板块春节消费量占一季度消费量 60%左右，而一季度消费量占全年比超 35%，全年白酒需求量至少下降 6%。从一季报来看，高端酒所受影响最小，而地产酒所受影响较大，主要原因为：虽然宴请及送礼频率下降、节前囤的高端酒开瓶率较低将影响一、二季度销售，但受益于拥有较强的品牌力和渠道掌控力，高端酒总体需求仍为坚挺；地产酒方面，由于部分地产酒对婚宴、聚餐消费依赖程度较高，依赖程度越高的酒企受影响越明显。

线上线下白酒消费已开始复苏。近期在疫情逐步得到控制、企业复产复工率不断提升的背景下，白酒终端需求开始回暖：

1) 线上：4 月阿里渠道白酒销售额为 6.89 亿元，同比增长 262.30%，环比增长 135.35%，销售量同比增长 60.18%，均价同比增长 126.19%，具体来看，贵州茅台、五粮液、泸州老窖销售额分别同比增长 1582.01%、73.69%、135.55%，其中贵州茅台受益于加大直营渠道投放，销售额实现大幅提升；

2) 线下：据调研显示，三四线城市白酒消费复苏程度优于一二线城市；一线城市宴席场景尚未恢复，二三四线城市宴席场景正逐步恢复，整体宴席场景恢复近 5 成；烟酒店等终端渠道白酒库存较为良性，次高端酒库存略高，成交价较为平稳，整体趋势向好。近期茅台批价持续回暖，此前贵州茅台批价曾一度跌至 2000 元左右，随着需求逐步提升，近期贵州茅台批价回暖至 2300 元左右；五粮液近期主要地区批价稳定在 900-910 元左右，总体呈现稳中向好态势，主要地区库存维持在 1 个月的健康水平。

表格 18. 4 月线上白酒企业销售额、销量增速一览

		销售额 (万元)	同比增速	环比增速
高端酒	茅台	33507.63	1582.01%	595.35%
	五粮液	2697.89	73.69%	31.26%
	泸州老窖	2500.51	135.55%	-29.39%
次高端	汾酒	1731.61	74.62%	-2.06%
	水井坊	346.09	-23.35%	-22.25%
	酒鬼酒	178.56	-4.66%	-6.58%
	舍得	175.60	86.22%	25.10%
区域龙头	洋河	1843.12	20.04%	69.81%
	古井贡	930.91	95.32%	57.38%
	今世缘	78.07	61.53%	316.66%
	口子窖	32.31	30.81%	76.24%
三四线	牛栏山	1404.39	103.43%	33.40%
	伊力特	184.88	76.34%	68.36%
	迎驾贡	73.25	37.08%	13.29%
	老白干	69.39	-24.58%	-0.35%
	金种子	16.32	172.11%	-9.50%

		销量 (件)	同比增速	环比增速
高端酒	茅台	171343	599.90%	377.57%
	五粮液	42278	4.89%	21.29%
	泸州老窖	49126	80.71%	-26.41%
次高端	汾酒	52922	48.32%	-4.97%
	水井坊	3391	-29.12%	-53.83%
	酒鬼酒	3558	-20.24%	-10.22%
	舍得	2553	29.73%	13.42%
区域龙头	洋河	36299	19.01%	51.85%
	古井贡	22201	20.06%	38.74%
	今世缘	1165	-11.47%	169.05%
	口子窖	687	79.84%	114.69%
三四线	牛栏山	117959	137.07%	47.78%
	伊力特	6610	174.05%	39.75%
	迎驾贡	2474	15.34%	16.20%
	老白干	2034	-36.22%	-29.15%
	金种子	583	150.21%	-23.29%

资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

图 69：五粮液批价较为稳定



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 70：贵州茅台批价逐步回暖



资料来源：Wind，川财证券研究所

### 3.3.3 酒企普遍加强对库存管理，渠道库存周期性减弱使得库存风险较小

在 03-12 年的白酒黄金十年间，行业需求高增使得渠道库存处于高位，当 13 年需求出现断崖式下降后，渠道库存进一步放大了白酒周期性，渠道库存高企叠加批价迅速下降使得酒企一度陷入困境。在经历了行业深度调整期后，厂商不断强化对价格及渠道的管控以保证市场健康，因此白酒周期性已逐步减弱，但对于高端酒来说，在厂商加大渠道管控后，供需矛盾更为突出，以贵州茅台为例：

供应端方面，17 年以来，茅台供应量未出现较大增长，渠道库存始终处于低位，大多在 0.5-2 个月左右；需求端方面，消费升级叠加高净值人群的增长不断推动新增需求扩容，我们可以从群众疯狂抢购 1499 茅台的热情中可以看到需求的强劲，供需不平衡使得茅台批价不断提升。价格方面，走出调整期后，公司对价格管理较为严格，公司多次在会议上提到要管控价格，此外，2019 年 9 月贵州省市场监管局也发布公开征集茅台酒市场违法违规线索的公告。2018 年下半年开始，公司开始严查管理层滥用职权的违法违规行，并对经销商进行较大力度的整顿，2018 年底的经销商大会上，公司明确提出：2019 年开始，茅台酒经销商配额为 17000 吨，不会再增加新的经销商，被取消经销权的经销商配额将通过公司直营体系进行投放；2019 年的经销商大会上，公司提出：2020 年销售计划量为 3.45 万吨，继续按照“不增不减”的原则，与经销商签订合同，公司将以商超、电商、团购等渠道为重点，加大直销投放力度。2019 年由于公司加大经销商处罚力度导致经销商不敢出货的同时，直营渠道投放不及预期导致供需进一步失衡，批价继续上涨，直至 2019 年年底茅台提前执行配额、陆续与电商商超达成合作后，批价有所回落，但供需仍处于紧平衡状态。

表格 19. 近年来茅台不断加大价格管控力度

	政策
2017年5月	茅台召开“近期茅台酒市场管理工作情况座谈会”，茅台高层就4月以来茅台公司对“价格问题的发声”和出台的“稳定茅台酒价格的市场管控措施”问题进行了坦诚而深入的座谈研讨。通过座谈研讨，厂商双方达成高度共识：厂商同心同德，同向同行，坚决共同维护和管控好茅台酒市场价格。
2018年2月	茅台开出了2018年首张重磅罚单，对10家违约经销商进行了处罚通报，其中，对遵义、上海、长沙、广州四地五家存在哄抬价格、搭售、转移销售的经销商进行取消经销计划的处罚，对河南、南京、上海和北京等四地五家违约经销商进行了扣减合同的处罚。
2018年5月	新任茅台集团党委书记、董事长、总经理李保芳李保芳关于价格讲话摘要：1)“茅台的未来，长远来讲，就是要把兼顾和平衡企业、经销商、消费者三方利益作为根本任务。茅台的价格会稳定在一个相当时期，不会轻易调整。2)“管好茅台市场终端价格，茅台从来都不承认自己是奢侈品，定位人民群众喝的酒...兼顾消费者对价格的感受，把茅台酒的价格确定在合理的利润区间，价格确定在老百姓认为相对合理的价格区间”
2018年12月	四川宜宾举行的国际名酒联盟高层峰会上，茅台集团董事长李保芳表示，茅台酒价格还有空间，但因为会带来行业的连锁反应，所以不会随意调价，要慎之又慎。
2018年12月	贵州茅台2018年度经销商联谊会在茅台集团总部举行，董事长李保芳表示，茅台酒价格和茅台股票的问题都是头等大事。
2019年8月	贵州茅台酒股份有限公司召开市场工作会，在茅台酒市场工作会上，李保芳开门见山地说：“今天是为价格而开会。要控制价格，而不是稳住价格。黄牛搅局也是助推价格疯涨的因素，不能让“黄牛”问题成为茅台酒销售过程中一个司空见惯、熟视无睹的现象。李保芳在会议上表示，将从六个方面严格管控价格。
2019年9月	9月4日，贵州省市场监督管理局曾发布公告，公开征集茅台酒市场领域违法违规线索，包括在茅台酒市场销售囤积居奇、哄抬价格、加价销售、转移销售、违规搭售；制售侵权假冒茅台酒；恶意炒买炒卖茅台酒谋取不当利益等。

资料来源：新华网、澎湃新闻、新浪财经，川财证券研究所

综上，虽然消费场景暂时被疫情压制，但高端酒需求结构较为稳定、实际需求真实且旺盛、供给仍存在一定瓶颈、酒企普遍加强对库存管理、白酒周期性减弱、渠道库存均处于健康水平。短期看，高端酒批价将受发货节奏、市场需求、渠道预期等因素影响，比如：近期茅台批价因疫情压制需求而一度跌破2000元，后来随着需求复苏，批价迅速恢复至2300元左右；长期看，由于供需仍处于紧平衡状态，批价易涨难跌，总体呈向好态势。

**投资建议：**本轮疫情检验了各家酒企的综合能力，一季度酒企业绩分化已逐步加大，落后产能的加速淘汰也将提升行业集中度，建议关注确定性较强的高端酒、弹性较大的次高端及区域酒优质标的布局机会，相关标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘等。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 四、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险
- 2) 食品安全风险
- 3) 行业竞争加剧
- 4) 渠道动销情况不及预期

## 分析师声明

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为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004