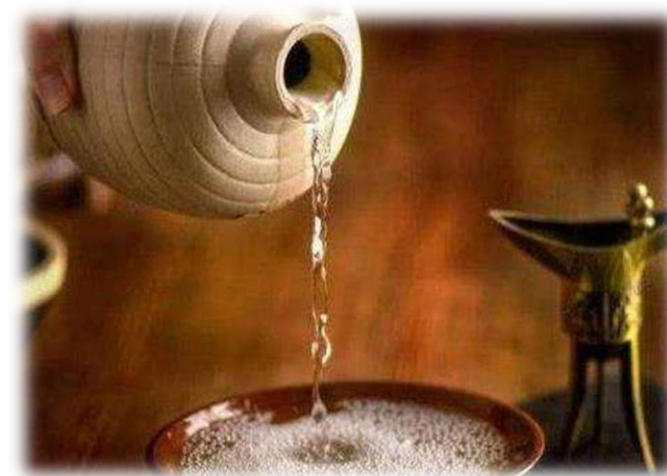




## 白酒行业 全景图

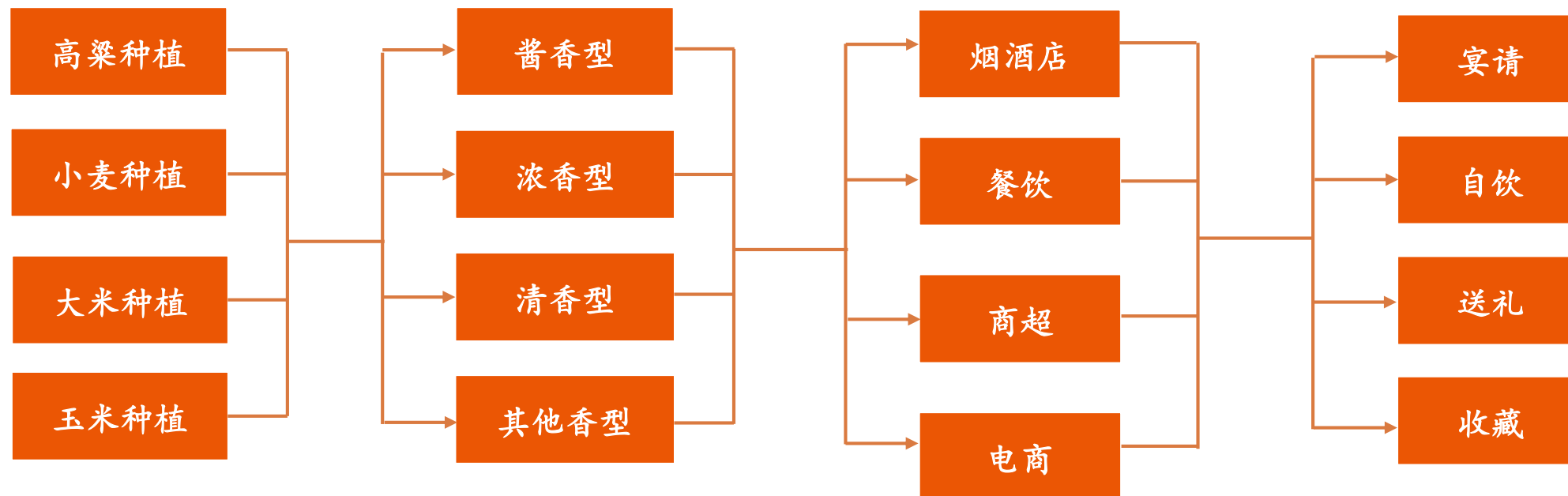


证券分析师: 刘彪 LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN 投资咨询资格编号: S1060518070002

# 投资要点

- **需求端：长久的朝阳产业，消费升级推动行业前行。**白酒不是单纯的酒精饮料，更承载历史文化，生命周期已历经千年仍经久不衰。白酒是人际关系粘合剂，核心消费人群为35-45岁中高收入的男性，聚饮消费占比高达80%。因核心人群数量减少&健康意识减少饮用量，白酒消费量或缓慢减少，但白酒具备强社交属性，消费升级趋势明显，长期均价提升速度或能趋近人均收入提升幅度。分价格带看，白酒销量结构类似扁花瓶：宽口、细长颈、大肚，消费升级或长期推动高端&次高端量价齐升、中端量增、低端量减。
- **供给端：名酒血统限制玩家数量，不同档次竞争因素存差异。**白酒讲究出身&血统，历史名酒为行业主流入场券。时代变迁下，白酒社交属性逐步强化，品牌高度尤为重要，这也导致白酒龙头几经轮换。高端市场品牌为王，茅台为2000元价格带唯一玩家，考虑茅台未来6年可出售成品酒复合增长率仅3.9%-6.2%，五粮液、国窖有望承接茅台溢出需求。次高端市场凭借品牌力+渠道力竞争，群雄正逐鹿，次高端名酒积极走向全国、地产酒龙头凭借渠道优势冲击400元价格带、高端名酒下延产品参与竞争。中端市场渠道推力更为关键，名酒外省扩张难度较高，空间更多来自本地集中度提升，未来或走向区域寡头化。低端酒属性偏快消品，消费更注重性价比，份额加速向优秀产品集中，行业集中度有望向饮料品类看齐。
- **优秀商业模式的典范。**白酒板块19年 ROE 高达27%，远高于其他消费品，充分说明白酒是个好生意。高 ROE 的背后主要为高净利率所支撑，这一方面来自以品牌价值定价、具备持续提价能力的强定价权，另一方面来自参与玩家有限、整体竞争良性(品牌建设是持久战，价格是生命线)的好格局。此外，白酒对创新要求低、无有威胁的替代品，好生意可长期持续，酒厂对下游渠道强势&资本开支小，自由现金流充沛，更显难能可贵。
- **投资建议：**白酒需求长期旺盛，品牌供给具有稀缺性，商业模式优越，是值得长期投资的好赛道。消费升级大趋势下，高端、次高端长期成长性最优，且品牌高度导致参与者少，正是优中选优的细分赛道，建议关注价格带规模领先、品牌力出众、渠道管控力强的龙头。
- **风险提示：**1) 白酒行业景气度下行风险；2) 管理层更换易导致业务波动风险；3) 政策风险；4) 重大食品安全事件的风险。

# 白酒产业链全景图



## 目录 CONTENTS

- ① 需求端：长久的朝阳产业，消费升级推动行业前行
- ② 供给端：名酒血统限制玩家数量，不同档次竞争因素存差异
- ③ 优秀商业模式的典范



## 1.1 白酒承载文化，生命力经久不衰

- ▶ **白酒传承历史文化，是情感的宣泄，是精神的寄托：**3000余年的文学著作，与白酒紧密相连，形成独特的酒文化。文人借酒宣情、借酒言志、借酒浇愁，《诗经》、《水浒传》、《红楼梦》及历代诗词作品，关于酒的描写比比皆是。同时，重大历史事件也频频出现酒的身影，如煮酒论英雄、杯酒释兵权等。
- ▶ **白酒具有上瘾性：**酒精是中枢神经抑制剂，会刺激人体释放大量的多巴胺，使人呈现失去自我控制的兴奋状态，进而到达暂时疏解压力与不快的情绪。
- ▶ **白酒生命周期长：**白酒的起源说法不一，有上天造酒说、仪狄造酒说、杜康造酒说、猿猴造酒说，无论何种起源距今也有约1000年的历史，且至今仍然经久不衰。



### 白酒与文学

李白斗酒诗百篇，长安市上酒家眠。——杜甫

且就洞庭赊月色，将船买酒白云边——李白

对酒当歌，人生几何！——曹操

悠悠迷所留，酒中有深味。——陶渊明

江城白酒三杯酹，野老苍颜一笑温。——苏轼

## 1.2 白酒具备明显社交属性，人际关系粘合剂

- 白酒是人们沟通交流的重要载体，为社交而喝。喝酒有利于制造轻松愉快的氛围，拉近人与人之间的距离。从喝酒的目的来看，真正因嗜好而自饮的情形较少，聚饮消费在白酒消费中占比高达80%。
- 白酒核心消费人群画像：男性、35~45岁、从事管理工作或专业性工作、中高收入水平、60%主流消费者每周饮用一次以上。

◎ 白酒消费人群画像

	人群画像
性别分布	75%男性；25%女性
平均年龄	37岁
婚姻状况	92%已婚
购买频率	28%每月；30%每季度；10%每半年；31%按需购买
主要消费场景	宴请、送礼
重点考虑因素	口感、品牌、度数、年份

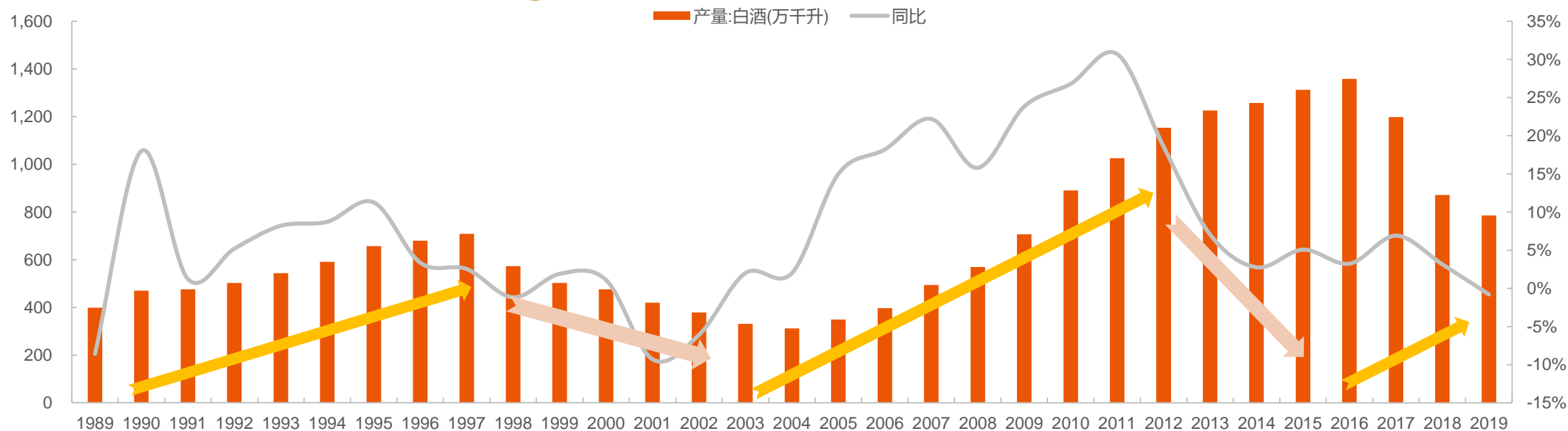
◎ 聚饮消费占白酒消费比重高达80%



## 1.3 白酒具备周期性，短看渠道库存，长看宏观经济

- **小周期：**白酒无保质期，甚至时间越久越值钱，行业景气度回升时，渠道对库存的接受弹性较大，形成3年左右的库存周期。
- **大周期：**白酒属于可选消费，需求与宏观经济关联度高，呈同向变化且滞后于经济周期1-2年，表现为10年左右行业大周期。
- 改革开放以来，白酒已经历两轮完整大周期，经济蓬勃发展带动90-98年行业快速发展，98-02年因亚洲经济危机、国企改革导致行业低迷；03-12年得益于经济高速增长及后期的四万亿财政刺激而收获黄金十年，13-15年因反“三公”消费而陷入低迷。

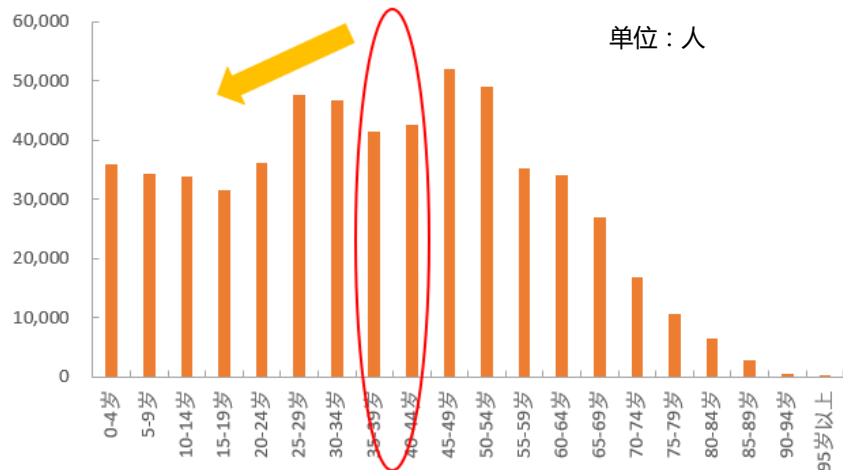
近30年中国白酒产量增长存在周期性波动



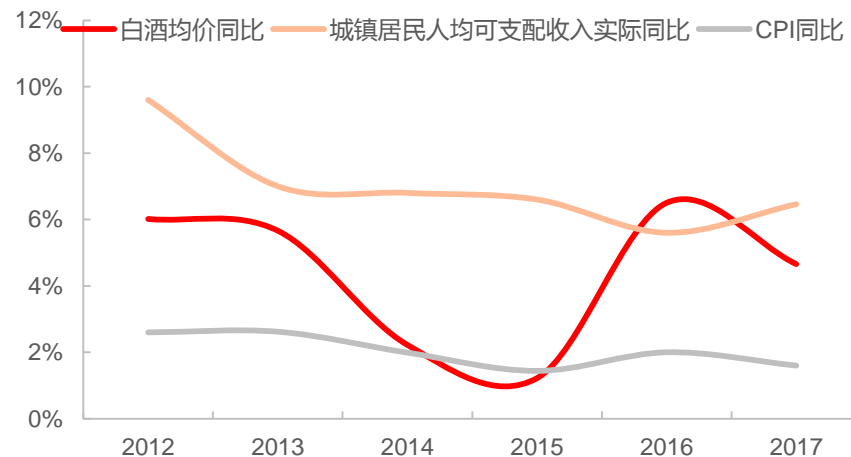
## 1.4 少喝酒、喝好酒为未来趋势

- 白酒消费量或缓慢减少：1) 人口老龄化，35-45岁主力消费人数逐步下降；2) 健康意识强化，喝酒伤身或减少单次饮用量。
- 白酒消费升级趋势明显：白酒社交属性浓厚，选择何种品牌招待体现了主人对客人的尊重程度。因此，白酒产品选择与消费者收入水平高度相关，长期均价提升速度将高于CPI涨幅，或能趋近人均收入提升幅度。

未来35-45岁男性人口将有所下滑(抽样数2018)



白酒均价提速幅度高于CPI涨幅



注：白酒均价=规模以上白酒企业销售收入/酿酒总产量  
资料来源：Wind，平安证券研究所



## 1.5 不同档次白酒消费特点存在较大差异

- 白酒消费集中于重要节日，春节、中秋等传统节日为主要消费时点，且消费需求有向春节聚集的趋势。
- 不同价格带白酒消费人群、用途、购买途径存在较明显差异。

	价格带	代表性产品	消费人群	主要用途	渠道结构
高端	> 700	茅台、五粮液、国窖、内参等	国企高管、私企老板、外企高管、创业者	政商务宴请、送礼	团购、餐饮
次高端	300-700	剑南春、洋河、郎酒、汾酒、水井坊、国缘、习酒、酒鬼酒、舍得、国台等	企业高管、中等收入群体	政商务宴请、婚宴等宴席	团购、餐饮
中端	100-300	古井贡酒、口子窖、金徽酒、伊力特等	中等收入群体	婚宴等宴席、亲友聚餐	烟酒店、餐饮、商超
低端	< 100	牛栏山、玻汾、老村长、红星等	中低收入群体	亲友聚餐、自饮	餐饮、流通

## 1.6 消费升级推动白酒需求向中高端聚集

- 白酒价格带销量结构类似扁花瓶：宽口、细长颈、大肚。
- 结构变化趋势：瓶口抬高，口略宽，颈更长且变粗(高端、次高端量价齐升，中端量增，低端量减)。

2016年：

**高端：** 900+， 2.2万吨： 高度茅台

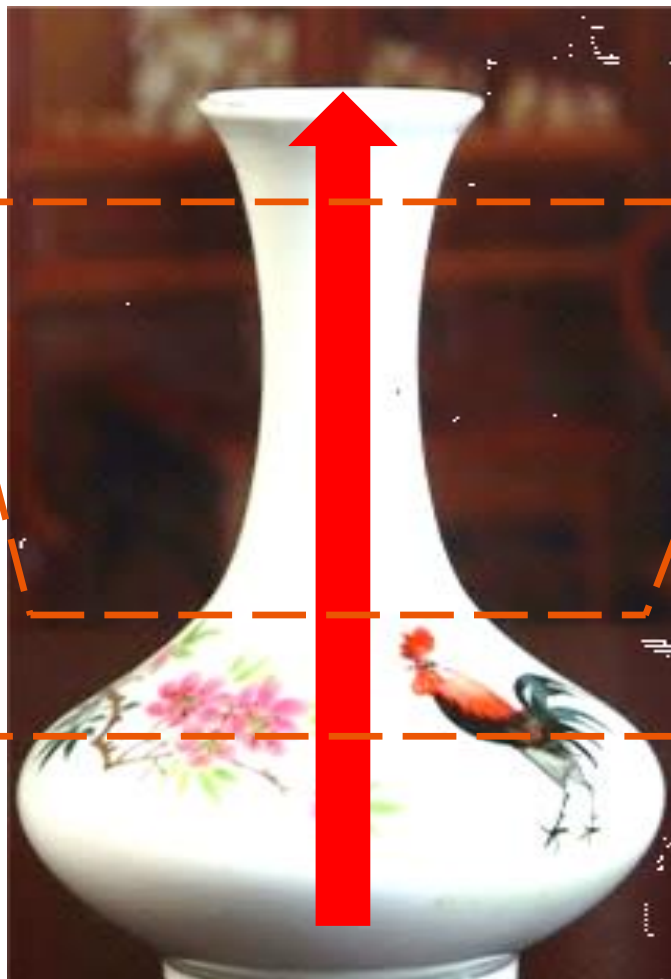
700-900， 1.4万吨： 52度五粮液+酒鬼内参等

**次高端：** 300-400， 2万吨： 剑南春普剑+梦3+水井坊井台装+红坛酒鬼+水晶舍得等

**中端：** 200-300， 3万吨： 天之蓝+水井坊珍酿8号+红花郎10年+汾酒20年+50度酒鬼等

100-200， 22-27万吨： 海之蓝+年份原浆5年+其他地方名酒主力产品

**低端：** 100元以下， 500万吨以上



2019年：

2000+， 3.2万吨： 高度茅台

700-1000， 3.4万吨： 52度五粮液+52度国窖+酒鬼内参+43度茅台等

400-700， 2万吨： 低度五粮液+低度国窖+梦6等

300-400， 6万吨： 普剑+梦3+井台+舍得+青花20年等

200-300， 8万吨： 天之蓝+水井坊8号+国缘对开等

100-200， 30-35万吨： 海之蓝+年份原浆5年+地方名酒主力产品

100元以下， 500万吨以上

## 目录 CONTENTS

① 需求端：长久的朝阳产业，消费升级推动行业前行

② 供给端：名酒血统限制玩家数量，不同档次竞争因素存差异

③ 优秀商业模式的典范

## 2.1 行业进入壁垒高，历史名酒为行业主流入场券

- 白酒讲究出身、血统，具有历史文化沉淀的品牌是最宝贵的资产。
- 好品牌具有稀缺性，主流酒厂基本源自老牌名酒。

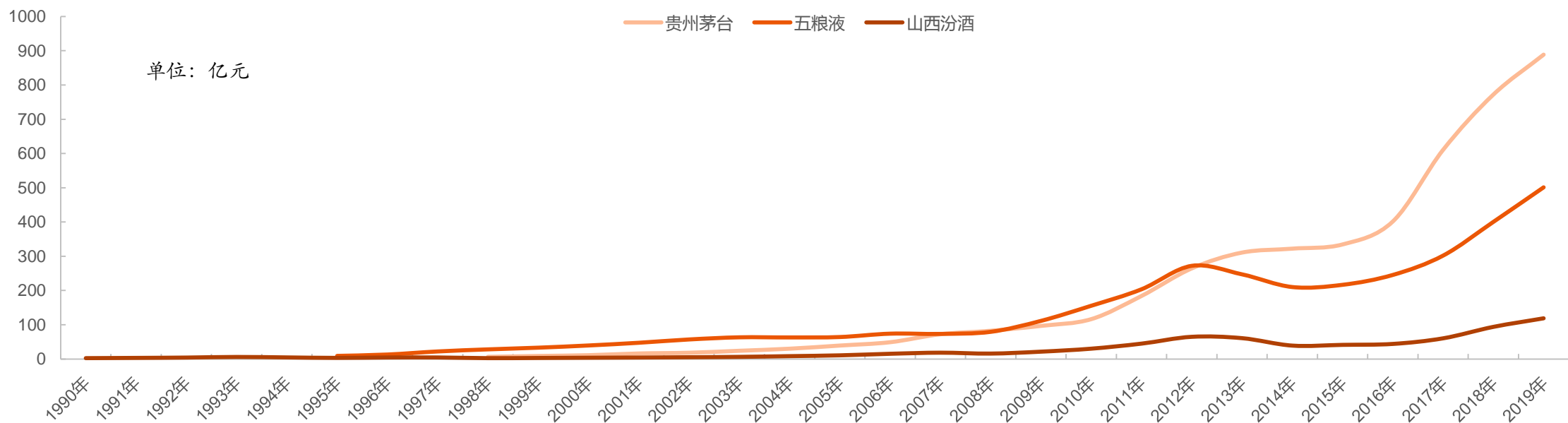
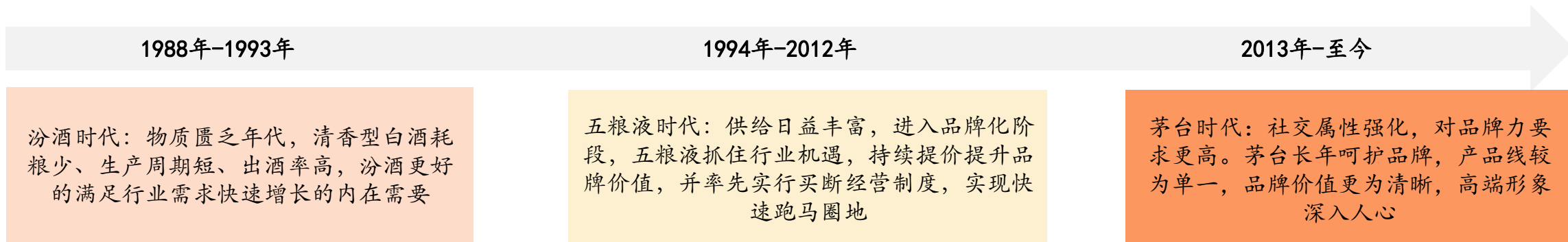
◎ 建国后5次名酒评选结果

名酒官方评选	时间	评选结果	上榜品牌
第一届	1952年	四大名酒	茅台酒、汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
第二届	1963年	老八大名酒	茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979年	八大名酒	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
第四届	1984年	老十三优名酒	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、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989年	十七大名酒	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：互联网，平安证券研究所

## 2.2 白酒逐步社交品化，品牌高度尤为重要

- 时代变迁导致白酒龙头更迭，行业核心竞争力持续演变，品牌力愈发重要。



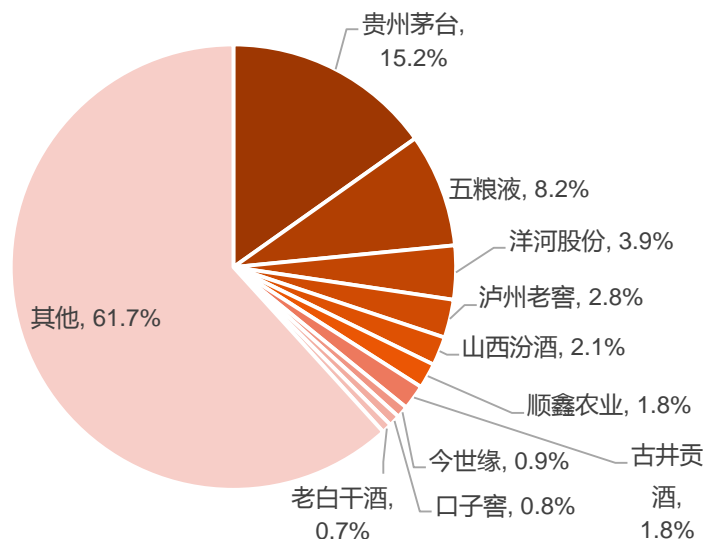
资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所



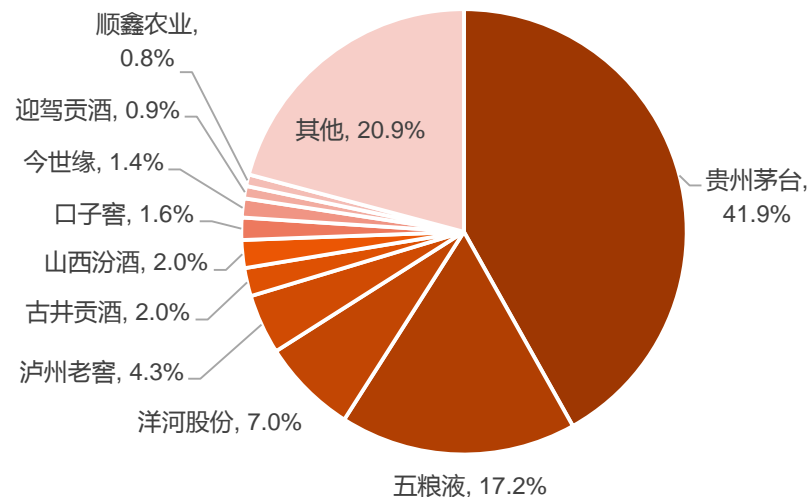
## 2.3 行业利润主要为高端酒厂所获得

- 行业整体收入份额仍分散。2019年全国规模以上白酒企业销售收入5618亿元，市场份额较为分散，上市公司TOP5收入约占行业总收入的32.2%，高端酒为主的茅五泸收入约占全行业26.2%。
- 行业利润集中于高端酒厂，茅台占比超4成。2019年全国规模以上白酒企业利润总额1404亿元，上市公司TOP5利润总额约占行业的72.4%，高端酒龙头茅台、五粮液利润总额约占行业59%。此外，茅台经销商利润空间远超同行(10%)的水平，若假设渠道利润收回酒厂的情形下，白酒行业过半利润或由茅台单一品牌贡献。

白酒行业收入贡献品牌分布(2019)



白酒行业利润贡献品牌分布(2019)

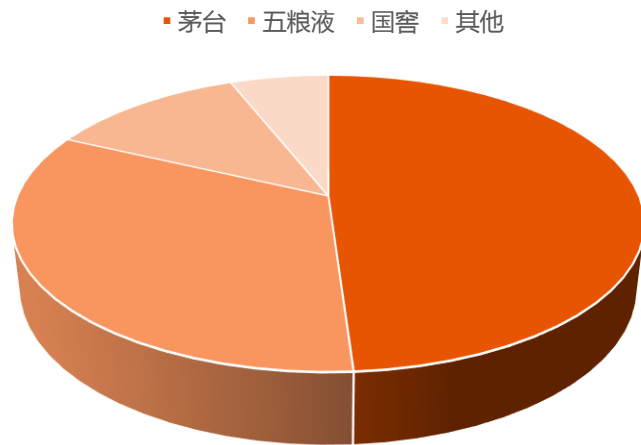


资料来源：公司公告，国家统计局，平安证券研究所

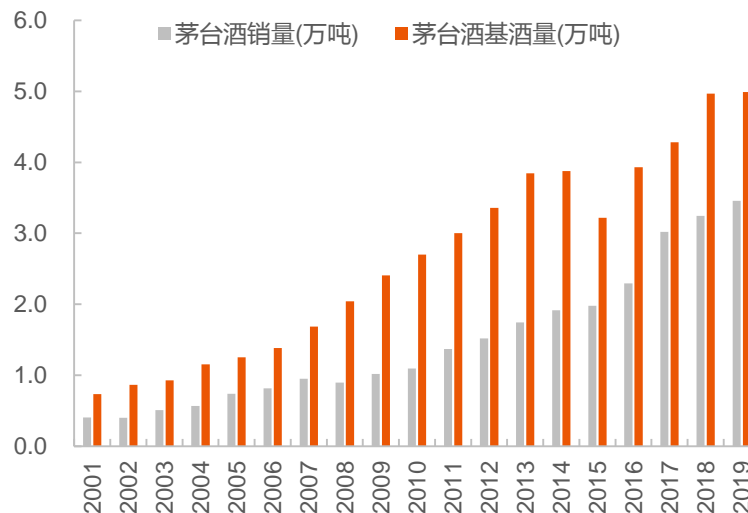
## 2.4 高端：茅台为2000元价格带唯一玩家，五泸有望承接茅台溢出需求

- 高端白酒品牌为王，新时代背景下打造高端品牌难度极大，未来难有机会诞生上体量的新玩家。
- 茅台当前是2000元+/瓶市场唯一玩家，与五粮液、国窖已非同档次产品。
- 茅台规划2020年茅台酒基酒产量达到5.6万吨，且暂不考虑继续扩产，故2025年茅台可出售成品酒可增长26%-44%，年复合增长率3.9%-6.2%。
- 茅台产能持续紧张，五粮液、国窖有望承接茅台溢出需求。

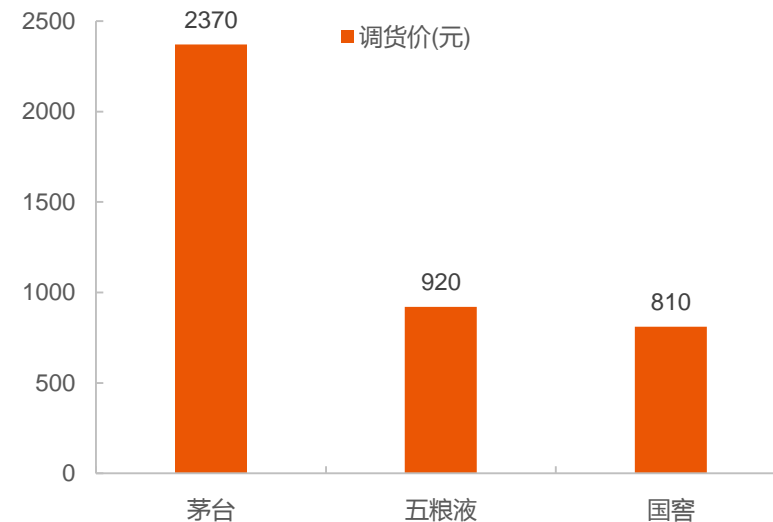
茅台销量占高端酒销量近半



茅台未来6年可出售成品酒复合增长率3.9%-6.2%



茅台成2000元价格带唯一玩家



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.5 次高端：品牌力+渠道力竞争，群雄正逐鹿

- 品牌力、渠道力均为核心竞争力：次高端价格带不仅仅是次高端名酒的市场，地产酒龙头亦可凭借渠道优势进入次高端价格带。
  - 次高端名酒积极走向全国：单一区域次高端体量有限，次高端名酒加速外阜扩张，有望率先占据地产酒偏弱势的区域市场；
  - 地产酒龙头冲击次高端价格带：强势地产酒龙头本地渠道优势明显，较好掌控核心烟酒店及核心意见领袖，通过上延次高端产品存在顺利承接省内消费升级的可能；
  - 高端名酒向下延伸产品参与竞争。

汾酒以青花为“拳头”，全面开启全国化战略



古井20年快速放量，成功承接安徽次高端增量需求



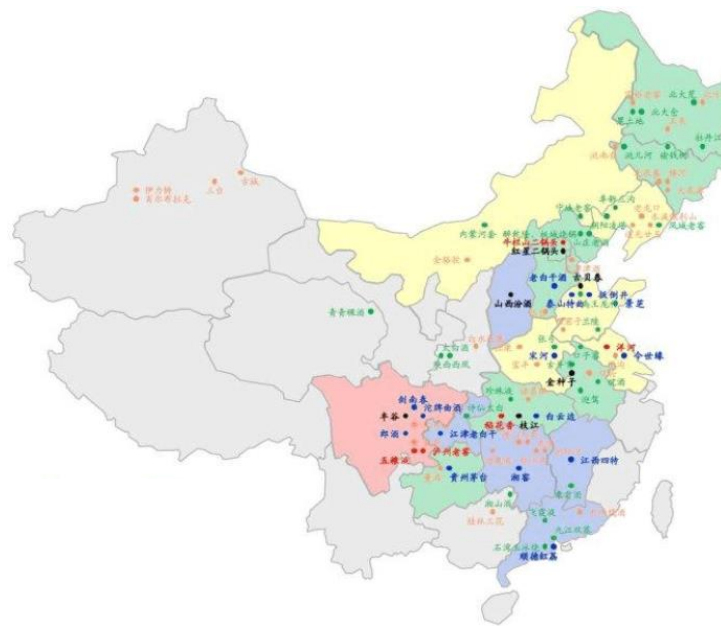
## 2.6 中端：省外扩张难度较大，区域走向寡头化

- **中端酒跨区域扩张难度较高：**1) 历史文化导致高消费黏性：地产名酒具有当地文化底蕴，本地消费者认可度高，可类比德国作为啤酒发源地，几乎每个州都有本地代表性的啤酒品牌；2) 渠道推力作用强于品牌拉力，地产酒在优势区域渠道根基深厚，终端掌控力强，对外来品牌构筑了较高的进入壁垒。
- **区域寡头化：**部分地产酒龙头占当地中端酒市场份额仍有较大提升空间，而产品线、规模、品牌、渠道均强于竞争对手，最终或形成1-2家酒厂掌控当地中端酒市场的格局。

◎ 德国啤酒扎根地缘文化，每个区域都有代表性品牌



◎ 中国每个区域均有知名地产酒企业

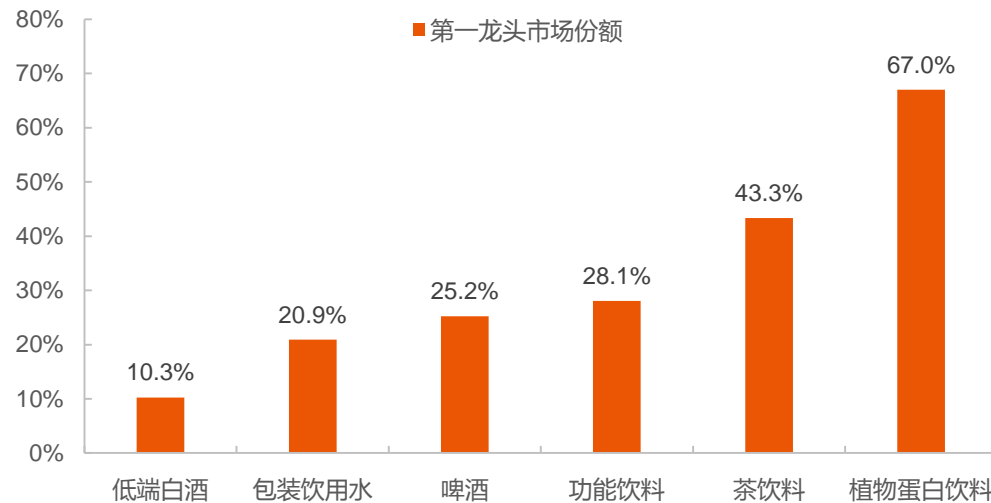


资料来源：互联网，平安证券研究所

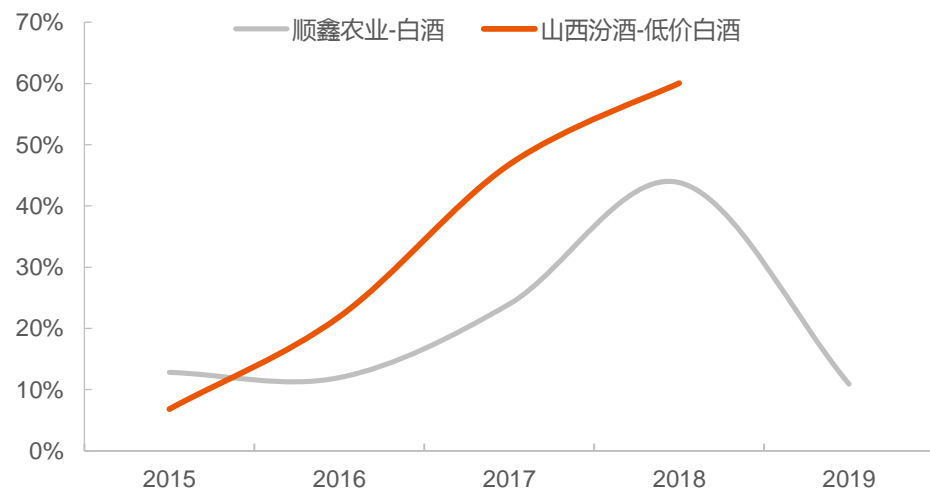
## 2.7 低端：产品属性偏快消，集中度提升趋势加速

- **低端酒逐渐光瓶化：**消费升级导致百元以下价格产品逐步丧失送礼、宴请功能，自饮、聚饮消费场景对品质更为关注，光瓶酒对注重面子消费的盒酒形成替代。
- **光瓶酒操作模式快消化：**光瓶酒是满足基本需要的大众消费品，讲究薄利多销，用饮料的模式卖。
- **光瓶酒大单品加速全国化：**光瓶酒需求偏同质化，消费更注重性价比，行业集中度有望向快消品行业看齐，17年以来行业集中度提升速度加快，牛栏山(15元)、玻汾(45元)等一批具备竞争力的大单品受到消费者广泛认可，全国化进程快速推进。

● 低端白酒龙头市占率仍远低于其他大饮料品类



● 17年以来，牛栏山、玻汾实现快速增长



资料来源：尼尔森，欧睿国际，弗若斯特沙利文，公司公告，平安证券研究所



## 目录 CONTENTS

- ① 需求端：长久的朝阳产业，消费升级推动行业前行
- ② 供给端：名酒血统限制玩家数量，不同档次竞争因素存差异
- ③ 优秀商业模式的典范



## 3.1 高ROE彰显白酒商业模式优越性

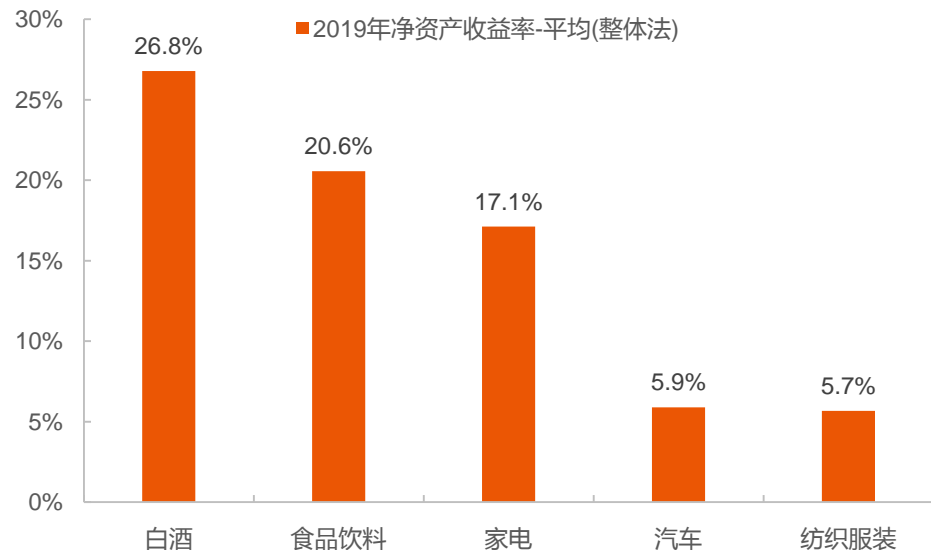
### ■ 好生意：商业模式的成功，最终体现为较高的 ROE/ROIC：

- 白酒 ROE 远高于食品饮料整体及其他消费品，说明白酒是个好生意；
- 白酒高 ROE 的背后主要为高销售净利率(定价权+竞争格局)所支撑。

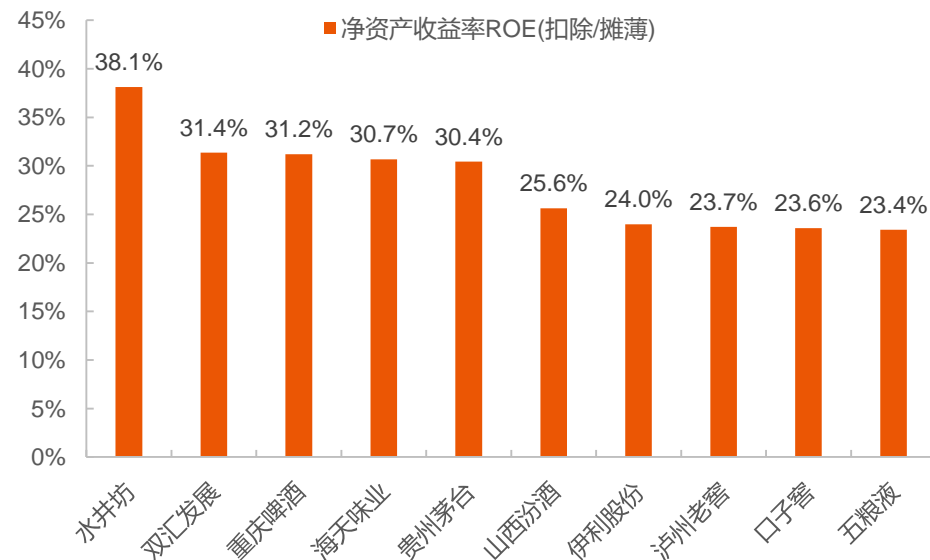
### ■ 长期持续：白酒产品生命周期超长，发展过程中对产品创新的要求低，且尚未发现有较大威胁的替代品。

### ■ 自由现金流充沛：酒厂对下游渠道强势，且资本开支小。

白酒板块2019年ROE水平远高于其他消费品



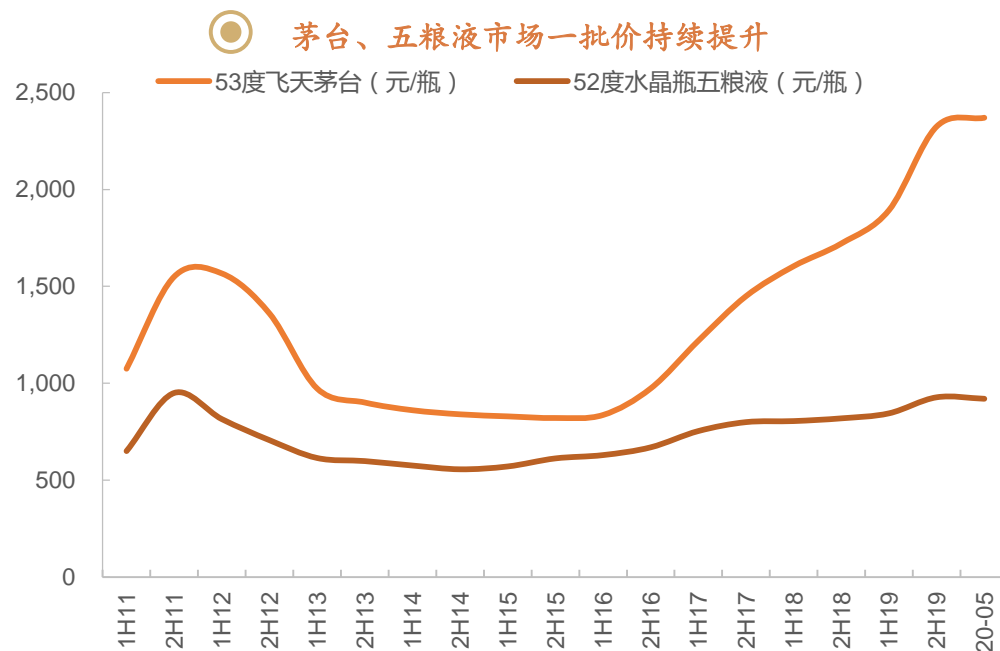
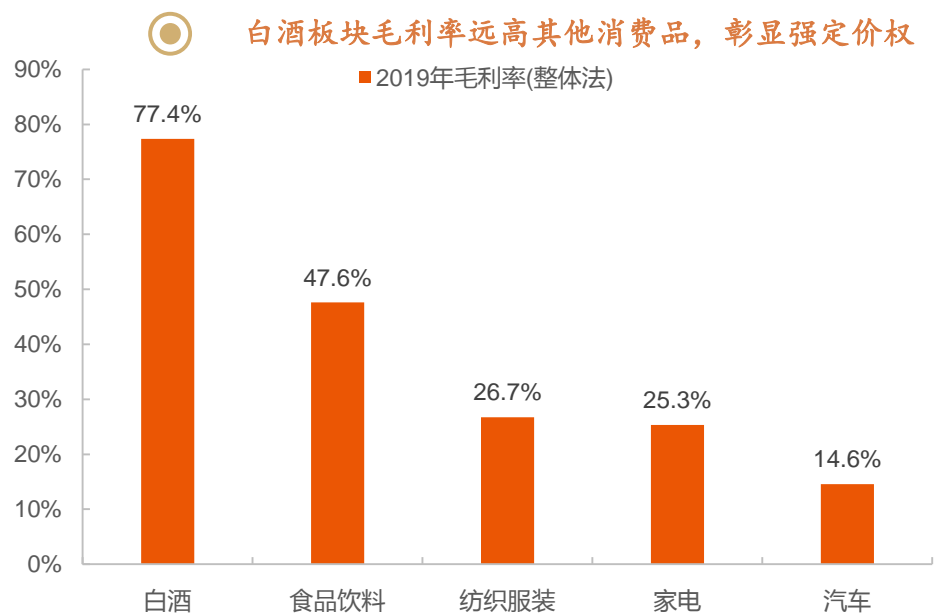
食品饮料ROE前十个股中白酒占据6席



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 3.2 强定价权：以品牌价值定价，具备持续提价能力

- **产品定价取决于消费者心理价位：**消费白酒不仅是本身的使用价值，还有代表的社会地位、价格标签。白酒定价方式与产品成本关系较小，更多取决于消费者心理认同价位。2019年白酒板块毛利率高达77.4%，茅台毛利率甚至高达91.3%，远高于其他消费品(10%-30%)的水平。
- **具备持续提价的能力：**社交属性推动白酒品牌价值与居民收入水平趋近同步提升，持续提价匹配消费者价值认同感。

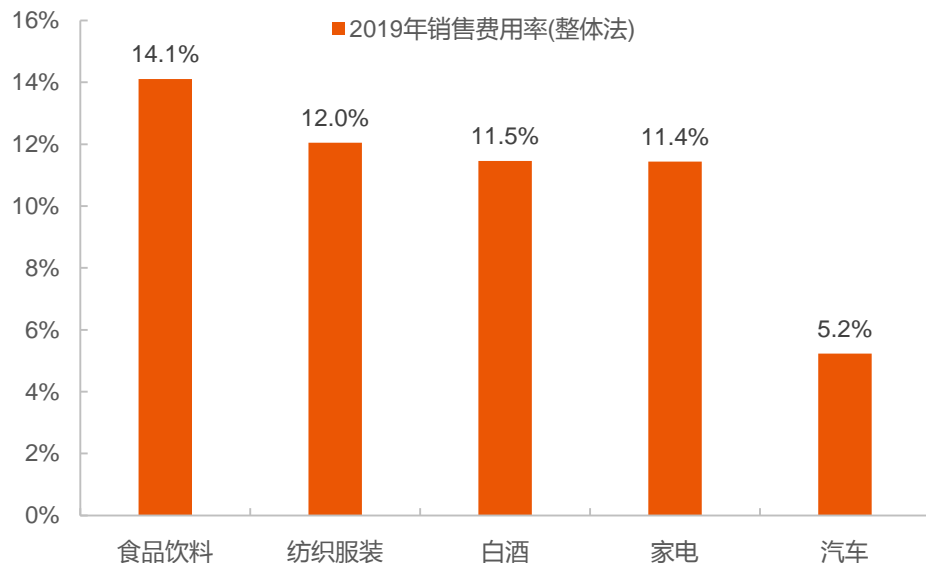


资料来源：Wind，平安证券研究所

### 3.3 好格局：参与玩家有限，整体竞争良性

- ▶ **老玩家所剩无几：**历史名酒为行业主流入场券，具备资格的品牌仅数十家，且在近三十年白酒持续洗牌中，不断有老酒厂掉队，而老酒厂重返荣耀的难度日益加大，硕果仅存的玩家已经不多。
- ▶ **品牌建设是持久战，价格是生命线，竞争整体良性：**白酒品牌打造较快消费品更需耐心，品牌影响力提升需经年累月的不断积累，品宣费用相对合理稳定；产品价格代表品牌价值，企业更倾向控量挺价提升品牌力，价格策略更为平稳。

白酒销售费用率在消费品中相对合理



2020年酒业上市公司品牌价值榜

排名	证券简称	品牌价值	排名	证券简称	品牌价值	排名	证券简称	品牌价值
1	贵州茅台	3449.11	11	口子窖	142.13	21	金徽酒	30.31
2	五粮液	1369.84	12	今世缘	125.01	22	百润股份	28.87
3	洋河股份	814.05	13	张裕A	123.53	23	古越龙山	28.87
4	华润啤酒	597.14	14	迎驾贡酒	88.11	24	酒鬼酒	27.54
5	青岛啤酒	435.17	15	水井坊	77.43	25	会稽山	22.54
6	泸州老窖	395.78	16	重庆啤酒	61.93	26	青青稞酒	22.31
7	顺鑫农业	237.38	17	珠江啤酒	59.03	27	金种子酒	16.30
8	古井贡酒	224.40	18	伊力特	46.98	28	通葡股份	11.58
9	山西汾酒	204.90	19	老白干酒	43.06	29	金枫酒业	10.59
10	燕京啤酒	169.34	20	舍得酒业	32.54	30	威龙股份	8.52

资料来源：Wind，2020中国酒业上市公司品牌价值榜，平安证券研究所

## 风险提示

- **白酒行业景气度下行风险：**当前宏观经济增速出现下滑的趋势，消费升级进程减缓或将不达预期，这将导致消费端的需求增速放缓，白酒行业景气度与宏观经济存在相关性，景气度下降可能导致企业营收增速大幅放缓。
- **管理层更换易导致业务波动风险：**白酒企业受业务策略影响大，如更换管理层，可能会导致企业营收、利润大幅波动。
- **政策风险：**白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。
- **重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌乃至行业信心降至冰点，从而造成业绩不达预期。



## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2020版权所有。保留一切权利。