

食品饮料

食品饮料 2019 年白酒系列一

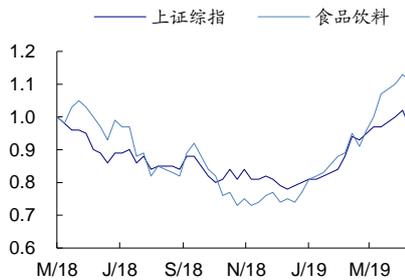
超配

(维持评级)

2019 年 06 月 18 日

一年该行业与上证综指走势比较

行业专题



十年磨一剑，次高端沉浮录

相关研究报告:

《月度观点：5 月投资策略：业绩开门红，关注外资纳入窗口》——2019-05-08
 《月度观点：4 月投资策略：茅台迎开门红，关注 Q1 业绩前瞻》——2019-04-09
 《啤酒行业深度报告：量稳价增利好频现，空间广阔向阳而生》——2019-04-03
 《月度观点：3 月投资策略：关注外资流入，期待春糖反馈》——2019-03-11
 《专题报告：理性升级，智慧转型——2018 线上餐饮消费白皮书》——2019-03-06

证券分析师：陈梦瑶

电话：18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517080001
 联系人：孙山山
 电话：13751048798
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

● 行业现状：目前增量向存量市场过渡，进入剩者为王时代

行业营收 11 年 CAGR 为 15.6%，产量 11 年 CAGR 为 5.3%，产量增速从之前两位数下降至个位数甚至负增长。规模以上酒企数量 11 年增长不明显甚至有下降趋势，利润总额 11 年 CAGR 为 21.3%。行业 CR5 占比不到 20%，相比国外烈酒行业 CR5 占比 60%，仍有较大提升空间。

● 次高端现状：成员不断增加，目前处于扩容期

目前次高端成员分成四类：第一类，高端酒系列酒如茅五泸；第二，主品牌下的副品牌，如洋河旗下蓝色经典中天之蓝、梦之蓝；第三，单一品牌为主的如剑南春、郎酒、舍得酒业等；第四，地产酒中晋级次高端的酒企如今世缘、古井贡酒、口子窖等。据中国报告网显示，2017 年规模以上酒企营收 5654 亿，其中次高端规模约 466 亿，而高端酒和地产酒规模分别为 840 亿、4348 亿。目前次高端酒企已进入复苏期，除酒鬼酒、舍得酒业外，其余酒企规模已超 2012 年峰值。

● 次高端历史回顾：昔日一场游戏一场梦，而今柳暗花明又一村

次高端概念大概在 2010 年逐步被行业所认同。我们将时间分为 2010 年-2012 年、2012 年-2015 年及 2015 年至今三个阶段详细分析，第一阶段处于风口上，规模迅速扩容，第二阶段需求主体被切断，次高端规模骤降，第三阶段行业积极调整，次高端迎复苏。通过分析，我们发现几点规律：第一，政策对次高端乃至白酒行业有着不可忽视的影响；第二，高端酒特别是茅台一批价变动对次高端影响更明显；第三，需求主体切换到商务和民间消费后，次高端消费基础更加稳固；第四，次高端头部效应越来越明显，前三甲为剑南春、洋河股份及郎酒集团；第五，次高端门槛逐步抬升，品牌化趋势渐显现，行业进入剩者为王时代。

● 次高端趋势判断：管理层、品牌力、产品定位、渠道力缺一不可

第一，继续扩容成趋势。次高端 2017 年规模超 460 亿，预计到 2021 年超 1000 亿。第二，竞争将进一步加剧。当前白酒行业进入存量竞争时代，外加茅五泸系列酒加入，竞争进一步加剧。第三，头部效应日趋明显。CR3 占比从 2012 年 27% 提升至 2016 年 57%，预计未来占比有望进一步提升。第四，价格带进一步上移。当前次高端放量主流价位带是 300-400 元，我们认为酒企经过 3-5 年培育，主流价格带有望过渡到 400-600 元。第五，品牌力+渠道力+管理层决定最后赢家。

● 投资建议

我们持续看好次高端未来发展，重点推荐洋河股份、山西汾酒、今世缘。

● 风险提示

白酒行业增速放缓，需求增长不达预期，食品安全问题

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | PE | |
|--------|------|------|---------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 002304 | 洋河股份 | 买入 | 113.85 | 1716 | 6.31 | 7.42 | 18.0 | 15.3 |
| 603369 | 今世缘 | 买入 | 24.58 | 308 | 1.15 | 1.45 | 21.4 | 17.0 |
| 600809 | 山西汾酒 | 买入 | 58.68 | 508 | 1.71 | 2.49 | 25.7 | 20.5 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

首先，我们分析行业现状。行业营收 11 年 CAGR 为 15.6%，产量 11 年 CAGR 为 5.3%，产量增速从之前两位数下降至个位数甚至负增长。整体白酒行业目前从增量市场向存量市场过渡，进入剩者为王时代。

其次，我们分析次高端行业现状，将次高端成员分成四类：第一类，高端酒系列酒如茅五泸；第二，主品牌下的副品牌，如洋河旗下蓝色经典中天之蓝、梦之蓝；第三，单一品牌为主的如剑南春、郎酒、舍得酒业等；第四，地产酒中晋级次高端的酒企如今世缘、古井贡酒、口子窖等。据中国报告网显示，2017 年规模以上酒企营收 5654 亿，其中次高端规模约 466 亿，而高端酒和地产酒规模分别为 840 亿、4348 亿，次高端规模远低于高端酒和地产酒。目前次高端酒企已进入复苏期，除酒鬼酒、舍得酒业外，其余酒企规模已超 2012 年峰值。

随后，我们通过对次高端行业进行历史回顾，我们将时间分为 2010 年-2012 年、2012 年-2015 年及 2015 年至今三个阶段详细分析，第一阶段处于风口上，规模迅速扩容，第二阶段需求主体被切断，次高端规模骤降，第三阶段行业积极调整，次高端迎复苏。通过分析，我们发现几点规律：第一，政策对次高端乃至白酒行业有着不可忽视的影响；第二，高端酒特别是茅台一批价变动对次高端影响更明显；第三，需求主体切换到商务和民间消费后，次高端消费基础更加稳固；第四，次高端头部效应越来越明显，前三甲为剑南春、洋河股份及郎酒集团；第五，次高端门槛逐步抬升，品牌化趋势渐显现，行业进入剩者为王时代。

最后，我们对次高端行业趋势进行判断：第一，继续扩容成趋势。次高端 2017 年规模超 460 亿，预计到 2021 年超 1000 亿。第二，竞争将进一步加剧。当前白酒行业进入存量竞争时代，外加茅五泸系列酒加入，竞争进一步加剧。第三，头部效应日趋明显。CR3 占比从 2012 年 27% 提升至 2016 年 57%，预计未来占比有望进一步提升。第四，价格带进一步上移。当前次高端放量主流价位带是 300-400 元，我们认为酒企经过 3-5 年培育，主流价格带有望过渡到 400-600 元。第五，品牌力+渠道力+管理层决定最后赢家。

我们持续看好次高端未来发展，重点推荐：洋河股份、山西汾酒、今世缘。

核心假设或逻辑

第一，目前白酒行业增速放缓，增量市场向存量市场过渡，行业进入剩者为王时代；

第二，行业集中度稳步提升，次高端酒企的集中度也在提升；

第三，次高端成员不断增加是行业扩容的重要保证，高端酒和地产酒中大单品陆续进入次高端阵营；

第四，需求主体转向商务和大众消费，消费基础更加稳固；

与市场预期不同之处

目前市场上次高端行业的深度报告凤毛麟角，本文从行业、板块层层剥丝，对次高端过去、现在及未来进行分析和预判，以期为投资者提供有价值的建议。

我们对次高端行业进行历史回顾，将时间分为 2010 年-2012 年、2012 年-2015 年及 2015 年至今三个阶段进行详细的定量分析，这一点是行业报告中少有的。此外，我们对次高端的趋势进行大胆判断，这一点也是行业报告中少有的。以往的报告对次高端未来趋势判断只是寥寥数语，并没有具体的定量分析，但我们对行业的判断是有详细的定量分析。

股价变化的催化因素

第一，白酒行业动销较好，营收增速稳步提升；

第二，茅台一批价下行空间不大；

第三，酒企目标完成乃至超出市场预期。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，宏观经济继续下降，白酒行业增速放缓；

第二，酒企核心产品增长不及预期；

第三，白酒安全事故。

内容目录

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 行业现状 | 7 |
| 黄金十年行业量价齐升，目前增量向存量市场过渡..... | 7 |
| 规模以上酒企数量增长放缓，利润增速重回两位数..... | 7 |
| 行业 CR5 占比不到 20%，行业集中度有待提升..... | 8 |
| 次高端现状 | 9 |
| 成员不断增加，个股差距已显现..... | 9 |
| 规模目前较小，部分酒企已达前期高峰..... | 11 |
| 次高端历史回顾 | 11 |
| 2010-2012：处于风口上，规模迅速扩容..... | 11 |
| 2012-2015：需求主体被切断，次高端规模骤降..... | 14 |
| 2015-至今：行业积极调整，次高端迎复苏..... | 17 |
| 次高端趋势判断 | 20 |
| 继续扩容成趋势..... | 20 |
| 竞争将进一步加剧..... | 21 |
| 头部效应日趋明显..... | 23 |
| 价格带进一步上移..... | 23 |
| 品牌力+渠道力+管理层决定最后的赢家..... | 24 |
| 重点个股跟踪 | 25 |
| 投资建议 | 28 |
| 国信证券投资评级 | 29 |
| 分析师承诺 | 29 |
| 风险提示 | 29 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 29 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 2008A-2018A 白酒行业营收 (亿) 及 yoy (%) | 7 |
| 图 2: 2007A-2018A 白酒行业产量 (万吨) 及产销率 (%) | 7 |
| 图 3: 2007A-2018A 白酒行业销量 (万吨) 及 yoy (%) | 7 |
| 图 4: 2007A-2018A 白酒行业吨价 (万元/吨) 及 yoy (%) | 7 |
| 图 5: 2007A-2018A 规模以上酒企数量 (个) 及 yoy (%) | 8 |
| 图 6: 2007A-2018A 白酒行业利润总额 (亿) 及 yoy (%) | 8 |
| 图 7: 2007A-2017A 行业平均销售净利率、销售利润增长率、销售增长率 (%) | 8 |
| 图 8: 中国白酒行业 CR5 占比情况 (%) | 9 |
| 图 9: 国外烈酒市场 CR5 占比情况 (%) | 9 |
| 图 10: 2010A-2018A 主要次高端酒企营收 (亿) 一览 | 10 |
| 图 11: 2017A 中国白酒规模 (亿) 一览 | 11 |
| 图 12: 2018A 大部分次高端酒营收超越 2012A 高峰 (亿) | 11 |
| 图 13: 2008Q1-2012Q4 中国 GDP 增速 (%) 一览 | 12 |
| 图 14: 2008Q1-2012A 次高端酒行业营收增速 (%) 一览 | 12 |
| 图 15: 2012A 以前白酒的主要消费人群划分 (%) 一览 | 12 |
| 图 16: 2008A-2012A 贵州茅台一批价一览 | 13 |
| 图 17: 2008A-2012A 茅五泸终端价一览 | 13 |
| 图 18: 2012 年次高端产品竞争格局一览 | 13 |
| 图 19: 2010A-2012A 洋河股份海天梦系列占比 (%) 一览 | 14 |
| 图 20: 2011A-2012A 山西汾酒青花系列占比 (%) 一览 | 14 |
| 图 21: 2011A-2012A 舍得酒业中高档酒占比 (%) 一览 | 14 |
| 图 22: 2011A-2012A 今世缘特 A 类以上占比 (%) 一览 | 14 |
| 图 23: 2012Q1-2015Q4 中国 GDP 增速 (%) 一览 | 15 |
| 图 24: 2012Q1-2015A 次高端酒行业营收增速 (%) 一览 | 15 |
| 图 25: 2014A 白酒的主要消费人群划分 (%) 一览 | 15 |
| 图 26: 2012A-2015A 贵州茅台一批价一览 | 16 |
| 图 27: 2013A-2015A 茅五泸终端价一览 | 16 |
| 图 28: 2015 年次高端产品竞争格局一览 | 16 |
| 图 29: 2012A-2015A 洋河股份海天梦系列占比 (%) 一览 | 17 |
| 图 30: 2012A-2015A 山西汾酒青花系列占比 (%) 一览 | 17 |
| 图 31: 2012A-2015A 舍得酒业中高档酒占比 (%) 一览 | 17 |
| 图 32: 2012A-2015A 今世缘特 A 类以上占比 (%) 一览 | 17 |
| 图 33: 2015Q1-2018Q4 中国 GDP 增速 (%) 一览 | 18 |
| 图 34: 2015Q1-2018A 次高端酒行业营收增速 (%) 一览 | 18 |
| 图 35: 2016A 白酒的主要消费人群划分 (%) 一览 | 18 |
| 图 36: 中国高净值人群数量及可投资资产规模 | 18 |
| 图 37: 2015A-2018A 贵州茅台一批价一览 | 19 |
| 图 38: 2015A-至今茅五泸终端价一览 | 19 |
| 图 39: 2016 年次高端产品竞争格局一览 | 19 |
| 图 40: 2015A-2018A 洋河股份海天梦系列占比 (%) 一览 | 20 |
| 图 41: 2015A-2018A 山西汾酒青花系列占比 (%) 一览 | 20 |
| 图 42: 2015A-2018A 舍得酒业中高档酒占比 (%) 一览 | 20 |
| 图 43: 2015A-2018A 今世缘特 A 类以上占比 (%) 一览 | 20 |
| 图 44: 2010A-2021E 次高端规模 (亿) 一览 | 21 |
| 图 45: 主要次高端酒企销售费用率呈上升趋势 | 23 |
| 图 46: 次高端酒企 CR3 占比稳步提升 | 23 |
| | |
| 表 1: 2009 年以来中国白酒行业收购兼并情况一览 | 9 |
| 表 2: 次高端酒企按品牌属性划分 | 10 |
| 表 3: 次高端酒企按产区分布划分 | 10 |
| 表 4: 四万亿计划具体投向情况一览 | 12 |
| 表 5: 2012 年国家出台限制三公消费政策情况一览 | 15 |
| 表 6: 2020-2022 年飞天销量仍旧稀缺 | 21 |
| 表 7: 三次生产力革命一览 | 22 |
| 表 8: 次高端品牌规模一览 | 22 |
| 表 9: 次高端价格带主要产品代表 | 24 |

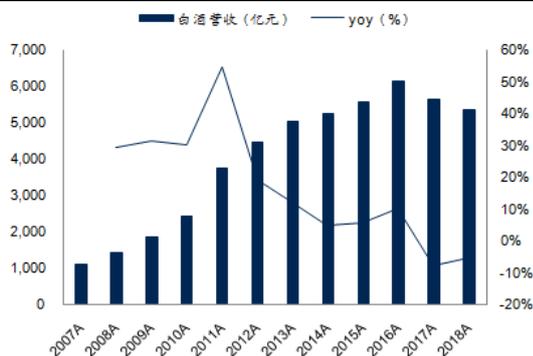
| | |
|----------------------------|----|
| 表 10: 主要次高端酒企目前放量产品..... | 24 |
| 表 11: 历届全国性评酒会情况一览..... | 24 |
| 表 12: 渠道管理能力较强酒企一览..... | 25 |
| 表 13: 次高端酒企业管理层持股一览..... | 25 |
| 表 14: 食品饮料行业重点推荐公司估值表..... | 28 |

行业现状

黄金十年行业量价齐升，目前增量向存量市场过渡

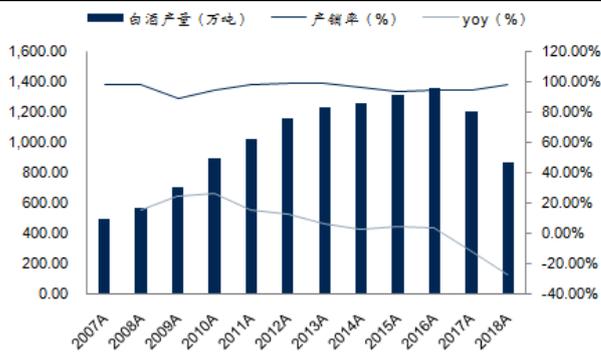
白酒行业在过去十年特别是 2003 年-2012 年(俗称“黄金十年”)得到快速发展，其规模从 2007 年 1090 亿元增长至 2018 年 5364 亿元，11 年 CAGR 为 15.6%，其中自 2014 年行业调整以来营收增速降至个位数乃至负增长，行业竞争进一步加剧。其产量在上一轮黄金十年中得到快速扩充，其规模从 2007 年 494.0 万吨增长至 2018 年 871.2 万吨，11 年 CAGR 为 5.3%，其中自 2013 年行业调整以来产量增速下降至个位数乃至负增长。当前行业正从增量市场过渡到存量市场，行业未来存在整合空间，内部将分化明显。

图 1: 2008A-2018A 白酒行业营收(亿元)及 yoy (%)



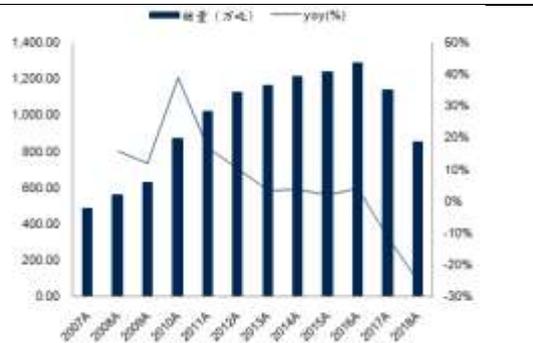
资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2007A-2018A 白酒行业产量(万吨)及产销率 (%)



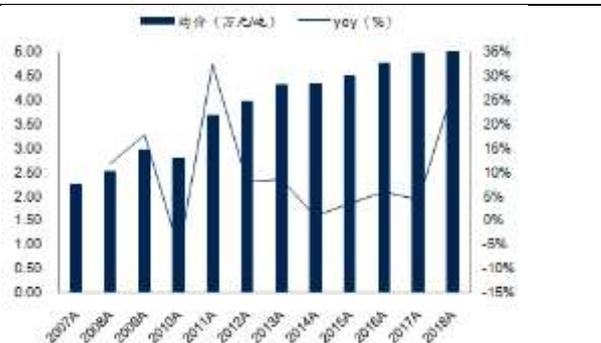
资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2007A-2018A 白酒行业销量(万吨)及 yoy (%)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2007A-2018A 白酒行业吨价(万元/吨)及 yoy (%)

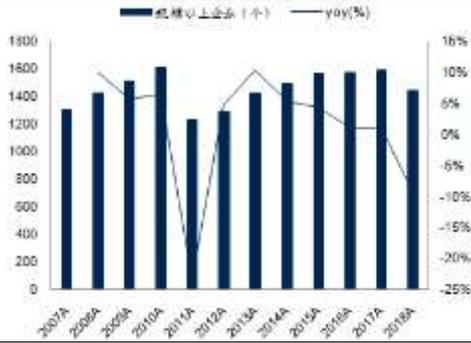


资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

规模以上酒企数量增长放缓，利润增速重回两位数

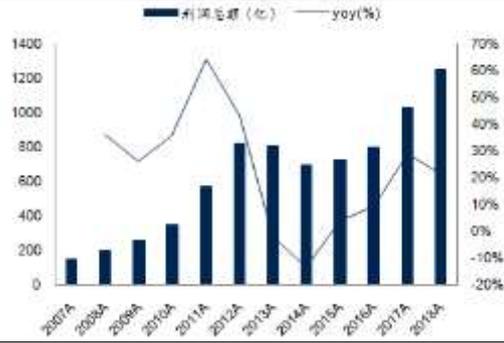
过去十年，规模以上白酒企业数量从 2007 年超 1300 个增长到 2018 年 1445 个，而规模以上酒企的利润总额从 2007 年 149 亿元增长至 2018 年 1250.5 亿元，11 年 CAGR 为 21.3%，除 2013-2014 年行业调整期利润总额增速下滑外，其余保持正增长。其中 2008-2012 年利润增速保持两位数增长，主因白酒黄金十年行业处于扩容期所致；2018 年利润总额增速 22%，主因 2015 年行业复苏以来，2017 年白酒行业迎来丰收年，2018 年白酒行业稳健增长年。规模以上酒企数量增速放缓，而利润增速重回两位数，表明行业头部效应越来越明显。

图 5: 2007A-2018A 规模以上酒企数量 (个) 及 yoy (%)



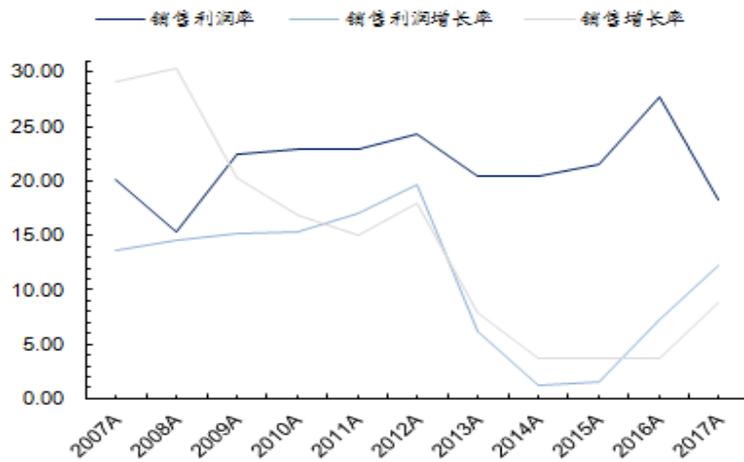
资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2007A-2018A 白酒行业利润总额 (亿) 及 yoy (%)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 7: 2007A-2017A 行业平均销售净利率、销售利润增长率、销售增长率 (%)



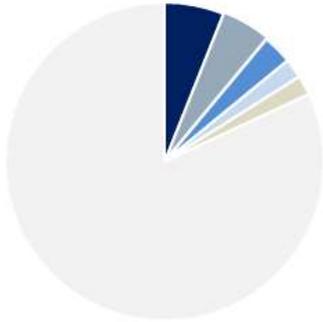
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业 CR5 占比不到 20%，行业集中度有待提升

据中国产业信息网报道，目前国内白酒行业的市场规模超过 6000 亿，但生产企业的数量众多。据酒业协会统计，目前我国白酒生产企业约有 2 万多家，而上规模的企业却仅有 1500 余家。另外，不同地理区域对白酒文化、口味和品牌的偏好也不尽相同，这就导致市场分散化现象明显，市场集中度偏低。目前中国白酒行业 CR5 占比 18%，而国外烈酒行业 CR5 占比 60%，对比发现还有很大提升空间。自 2009 年华泽集团收购贵州珍酒开始，行业内陆续出现收购兼并事件。2016 年 4 月 27 日，古井贡酒以 8.16 亿收购黄鹤楼酒业 51% 的股权。2018 年 10 月 14 日，今世缘拟以现金及收购股份方式收购山东景芝酒业 34%—49% 股权。

图 8: 中国白酒行业 CR5 占比情况 (%)

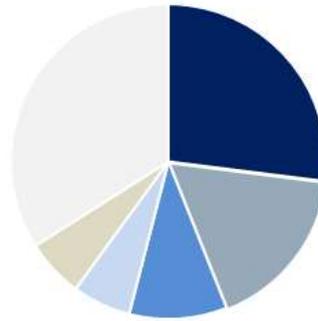
■ 贵州茅台 ■ 五粮液 ■ 洋河股份 ■ 泸州老窖 ■ 顺鑫农业 ■ 其他



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

图 9: 国外烈酒市场 CR5 占比情况 (%)

■ 帝亚吉欧 ■ 保利力加 ■ 百加得 ■ 金葵酒业 ■ 百富门 ■ 其他



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

表 1: 2009 年以来中国白酒行业收购兼并情况一览

| | |
|--------|---|
| 2009 年 | • 华泽集团的子公司华致酒行以 8250 万元全资收购贵州珍酒厂 |
| 2010 年 | • 中国巨力集团收购刘伶醉 |
| 2011 年 | • 洋河股份以 18.1 亿元收购双沟酒业 67.52% 股权 |
| 2012 年 | • 联想控股以 5.11 亿收购承德乾隆醉 • 联想控股酒业 4 亿元全资收购孔府家酒 • 上海糖业 4715 万收购四川全兴酒业 40% 股权 |
| 2013 年 | • 洋河 300 万全资收购湖北梨花村酒厂 • 帝亚吉欧 2.33 亿收购水井坊剩余 47% 股权 • 五粮液 2.5 亿收购河北永不分梨酒业 • 维维股份 3.6 亿收购枝江酒业 30% 股权 |
| 2014 年 | • 平安集团 5 亿收购宜宾红楼梦酒业 25% 股权 • 洋河以 212.9 万全资收购湖南宁乡汨罗春酒厂 • 洋河以 200 万全资收购哈尔滨宾州酿酒厂 • 五粮液 2.55 亿收购河南五谷春酒业 51% 股权 |
| 2015 年 | • 青青裸酒 1.44 亿收购中酒网 90.55% 股权 • 天洋集团 38 亿收购沱牌舍得集团 • 劲酒 1.7 亿收购贵州台轩酒业 95% 股权 |
| 2016 年 | • 古井贡酒 8.16 亿收购湖北黄鹤楼酒业 51% 股权 • 洋河 1.9 亿全资收购贵州贵酒 |
| 2017 年 | • 老白干酒 13.99 亿全资收购丰联酒业 • 泸州老窖以 1059 万收购泸州老窖集团所持有的川酒投全部 30% 股权 • 洋河 4.3 亿收购智利 VSPT 集团 12.5% 股份 • 1 月, 文君股权转让后由原先的 LV 集团与剑南春共同持股变更为剑南春全资持股 |
| 2018 年 | • 汉唐控股于 8 月 9 日以 12878.98 万元收购重庆诗仙太白 70% 股权, 泸州老窖集团作为汉唐控股的股东, 间接成为诗仙太白旗下重要子公司都股东 • 10 月 15 日, 今世缘拟以现金方式, 收购山东景芝酒业 34%-49% 的股份 |

资料来源: 公司公告, 酒业家, 糖酒资讯, 国信证券经济研究所整理

次高端现状

成员不断增加, 个股差距已显现

目前次高端酒企成员分成四类: 第一类, 高端酒的系列酒如茅五泸; 第二, 主品牌下的副品牌, 如洋河旗下蓝色经典中的天之蓝、梦之蓝; 第三, 单一品牌为主的如剑南春、郎酒、舍得酒业等¹; 第四, 地产酒中晋级次高端阵营的酒企如今世缘、古井贡酒、口子窖等。

¹ 水井坊是我司限制性股票

表 2: 次高端酒企按品牌属性划分

| 序号 | 分类 | 代表产品 |
|----|----------|--------------------------|
| 1 | 高端品牌下沿产品 | 茅五泸系列酒等 |
| 2 | 主品牌下的副品牌 | 洋河的天之蓝、梦之蓝等 |
| 3 | 单一品牌 | 水晶剑、品味舍得、臻酿八号、井台装 |
| 4 | 地产酒晋级次高端 | 国缘对开四开、古井 16 年、口子窖 10 年等 |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

此外, 如果按照产区分布划分的话, 我们发现以浓香型为主的长江名酒带和淮河名酒带占据次高端主要份额, 其次是以酱香型为主的赤水河畔名酒带, 最后是黄河流域的名酒带。

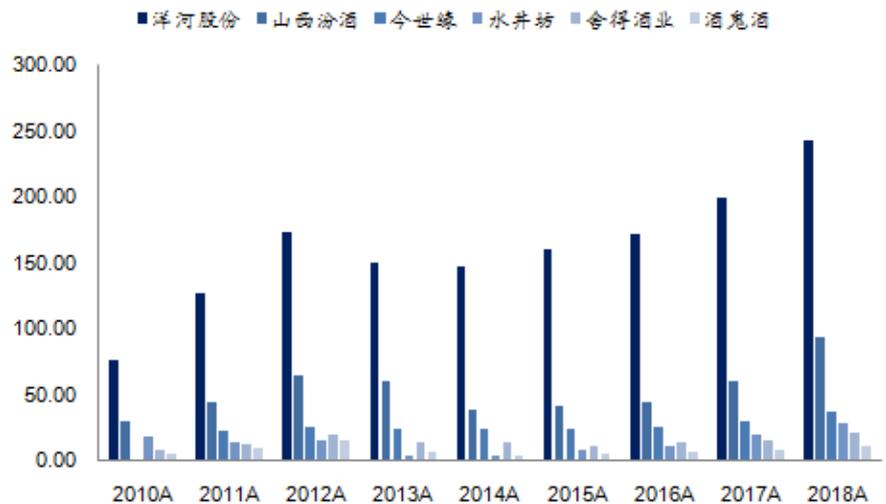
表 3: 次高端酒企按产区分布划分

| 序号 | 分类 | 代表产品 |
|----|---------|-------------------------------------|
| 1 | 长江名酒带 | 五泸系列酒、剑南春、舍得等 |
| 2 | 淮河名酒带 | 洋河天梦、古井 8 年以上、国缘系列、口子 10 年以上、迎驾洞藏系列 |
| 3 | 赤水河畔名酒带 | 茅台系列酒、红花郎 10 年、15 年、习酒、国台 |
| 4 | 黄河流域名酒带 | 汾酒青花系列、西凤华山论剑及旗帜西凤 |

资料来源: wind, 云酒头条, 国信证券经济研究所整理

从规模上来看, 主要次高端酒企已拉开差距。洋河股份的规模已超越剑南春, 成就茅五洋地位; 山西汾酒 17 年国企改革获得新生, 目前处于追赶阶段, 2019 年破百亿问题不大; 舍得酒业目前精耕细作, 渠道扁平化, 未来规模有望突破 50 亿; 酒鬼酒在中粮支持下, 全力打造内参、酒鬼系列, 短期有望达到 30 亿, 中期达到 50 亿; 新秀今世缘凭借占比 65% 的次高端国缘系列顺利进入次高端阵营, 成为次高端酒企一员。

图 10: 2010A-2018A 主要次高端酒企营收(亿)一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

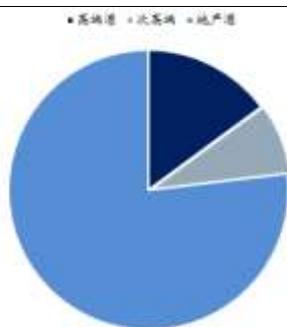
规模目前较小，部分酒企已达前期高峰

据中国报告网数据显示，2017 年中国规模以上白酒规模为 5654 亿，其中次高端规模约 466 亿，而同期的高端酒和地产酒规模分别为 840 亿、4348 亿，次高端规模低于高端酒和地产酒。

目前次高端酒已进入复苏期，大部分酒企规模已达前期高点，例如洋河股份 2018 年营收 241.60 亿，已超 2012 年高峰期的 172.70 亿；山西汾酒 2018 年营收 93.82 亿，已超 2012 年高峰期 64.79 亿。今世缘 2018 年营收 37.41 亿，已超 2012 年高峰期 25.94 亿。水井坊 2018 年营收 28.19 亿，已超 2012 年高峰期的 16.36 亿。舍得酒业 2018 年营收 22.12 亿，已超 2012 年高峰期的 19.59 亿。

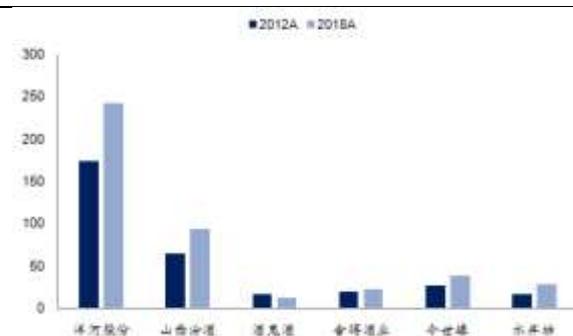
当然，也有个别酒企恢复较慢。酒鬼酒 2018 年营收 11.87 亿，离 2012 年高峰期 16.52 亿略有差距。

图 11: 2017A 中国白酒规模 (亿) 一览



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2018A 大部分次高端酒营收超越 2012A 高峰 (亿)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

次高端历史回顾

次高端白酒大约在 2010 年逐步被行业所认同，故我们分析次高端白酒从 2010 年开始。我们将时间分为 2010 年-2012 年、2012 年-2015 年及 2015 年至今三个阶段对次高端行业和酒企进行详细分析。

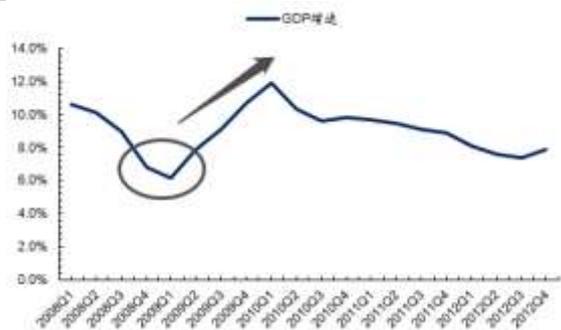
2010-2012: 处于风口上，规模迅速扩容

我们先看 2010 年-2012 年的情况。次高端规模从 2010 年约 70 亿增长至 2012 年约 310 亿，2 年 CAGR 为 111.5%，次高端得到高速发展，背后的原因是什么呢？

我们从宏观经济及国家政策、消费人群、茅台一批价、竞争格局等方面展开分析。

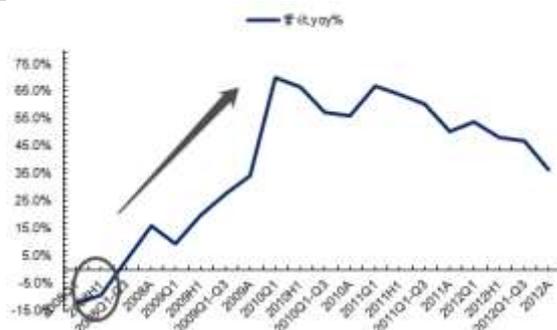
宏观经济及政策助行业迎机遇。2008 年全球发生金融危机，波及到中国经济，中国经济增速明显放缓，行业需求受到明显冲击。在这样的背景下，中国政府于当年 11 月推出进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，到 2010 年底需要投资 4 万亿元，简称“四万亿计划”。这四万亿计划主要投资在房地产、铁路等基建领域，这一计划直接刺激中国经济的发展，食品饮料行业也显著受益。

图 13: 2008Q1-2012Q4 中国 GDP 增速(%)一览



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2008Q1-2012A 次高端酒行业营收增速 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

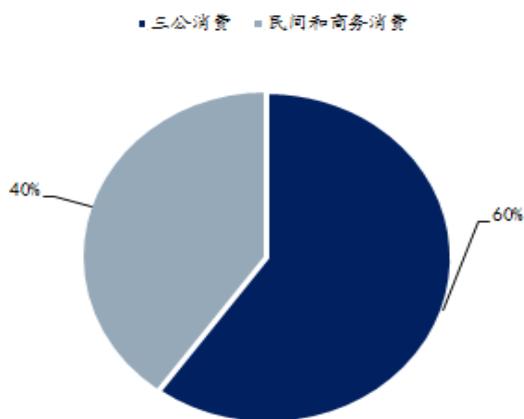
表 4: 四万亿计划具体投向情况一览

| 具体投向 | 资金测算 |
|-----------------------------|------------|
| 廉租住房、棚户区改造等保障性住房 | 约 4000 亿元 |
| 农村水电路气房等民生工程 and 基础设施 | 约 3700 亿元 |
| 铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造 | 约 15000 亿元 |
| 医疗卫生、教育、文化等社会事业发展 | 约 1500 亿元 |
| 节能减排和生态工程 | 约 2100 亿元 |
| 自主创新和结构调整 | 约 3700 亿元 |
| 灾后恢复重建 | 约 10000 亿元 |

资料来源: wind, 国家发改委, 国信证券经济研究所整理

三公消费是主要人群。2012 年国家出台三公消费政策之前，三公消费是白酒的主要消费人群，当然也是次高端酒企的主要消费人群。据清科研究中心数据显示，2012 年以前三公消费占比高达 60%，民间和商务消费合计占比才 40%。三公消费的贡献也是导致这一阶段次高端酒企崛起的主要原因。

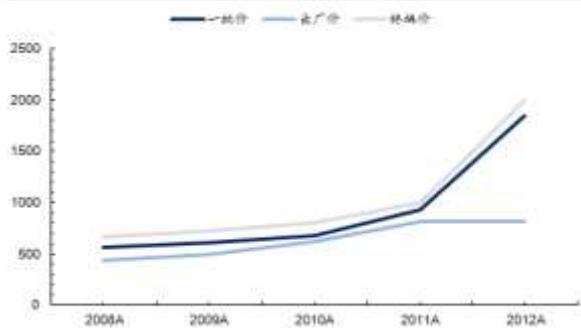
图 15: 2012A 以前白酒的主要消费人群划分 (%) 一览



资料来源: Wind, 清科研究中心, 国信证券经济研究所整理

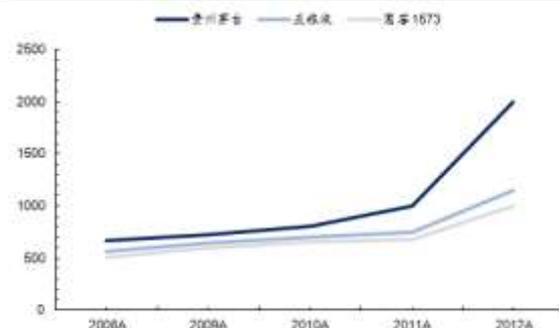
茅台一批价不断攀升。白酒史上，2008年是分水岭，这一年茅台的营收首次超越五粮液，随后两者在超越和被超越中度过，2012年左右基本确立茅台行业老大的地位。茅台作为高端酒和行业标杆，其一批价稳定乃至不断上行，将打开次高端价格上行的空间。2009年以来，茅台的一批价不断上涨，其终端价也不断上涨，最高峰时终端价超2000元，次高端酒企是直接受益者，如剑南春、洋河股份、山西汾酒等不断涨价，这也是导致这一阶段次高端酒企崛起的原因之一。

图 16: 2008A-2012A 贵州茅台一批价一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

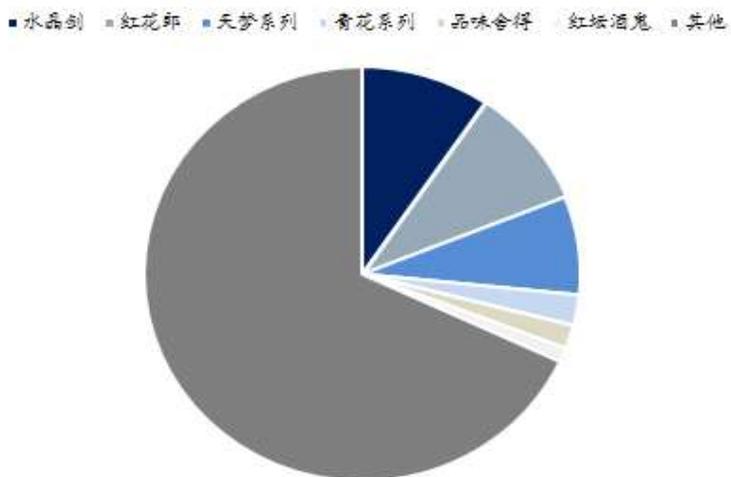
图 17: 2008A-2012A 茅五泸终端价一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

入局者较多，份额高度分散。黄金十年，由于白酒行业的高毛利，吸引许多产业资本介入，市场上出现许多通过渠道终端拦截且品牌力较弱的次高端产品，这使得次高端成员短期急剧增加，但主要成员还是水晶剑，红花郎，洋河天之蓝、梦之蓝，品味舍得，汾酒青花系列，红坛酒鬼酒等。规模前三的分别是剑南春的水晶剑（9.5%）、郎酒集团的红花郎（9.4%）及洋河股份的天梦系列（7.7%），CR3的市占率约为27%。

图 18: 2012 年次高端产品竞争格局一览

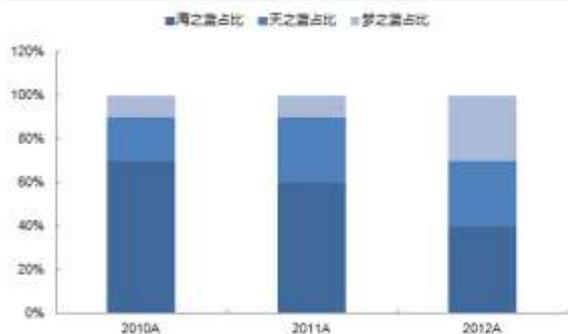


资料来源: Wind, 中国产业信息网, 酒业家, 酒说, 国信证券经济研究所整理

次高端普遍提升，汾酒出现微降。黄金十年的发展，主要次高端酒企的产品结构得到优化，次高端占比不断提升。洋河股份的天之蓝和梦之蓝合计占蓝色经典系列比例从2010年的30%提升至2012年的60%，这一时期海之蓝逐步向天之蓝和梦之蓝升级，公司也是在这时期超越泸州老窖，成就“茅五洋”地位。

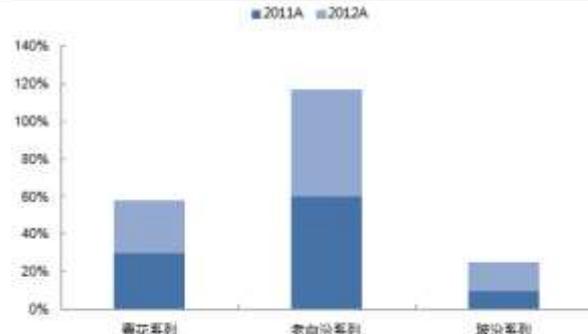
山西汾酒青花系列占比从 2011 年的 28% 微降至 2012 年的 26%。我们发现山西汾酒的青花系列在黄金时期出现下滑，主要有以下几个原因：第一，公司并没有主推青花系列，青花系列属于自然增长，且青花系列主要在省外销售，而公司省外拓展一般；第二，12 年玻汾和老白汾系列增长（两者增速超 50%）较快，而青花系列基数较低且增速约 30% 致比重出现下滑；第三，12H2 一些地区已经实施三公消费，次高端产品增速 12H2 已出现放缓。

图 19: 2010A-2012A 洋河股份海天梦系列占比 (%) 一览



资料来源: wind, 渠道调研, 国信证券经济研究所整理

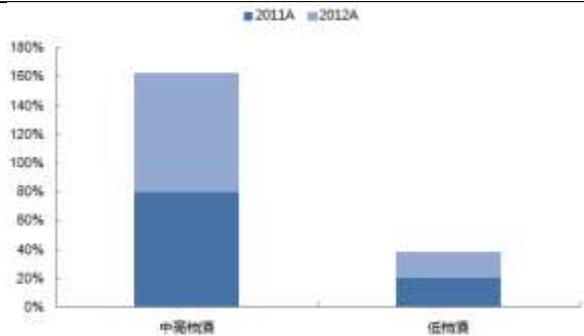
图 20: 2011A-2012A 山西汾酒青花系列占比 (%) 一览



资料来源: wind, 渠道调研, 国信证券经济研究所整理

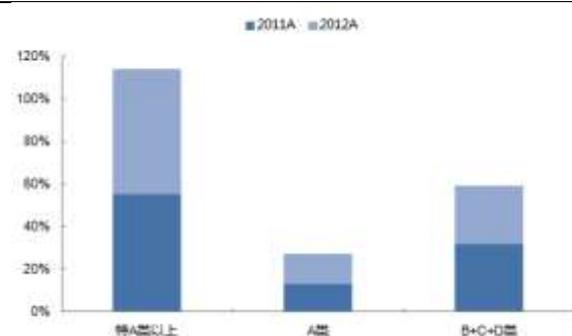
舍得酒业的中高档酒系列占比从 2011 年的 80% 提升至 2012 年的 82%。次高端新锐今世缘的特 A 类以上占比从 2011 年 55% 提升至 2012 年的 59%。

图 21: 2011A-2012A 舍得酒业中高档酒占比 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 2011A-2012A 今世缘特 A 类以上占比 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

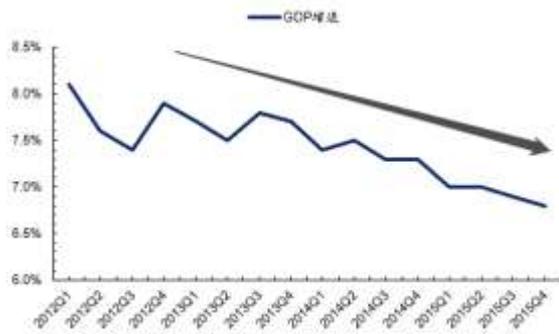
2012-2015: 需求主体被切断，次高端规模骤降

我们再看 2012 年-2015 年的情况。次高端规模从 2012 年约 310 亿下降至 2015 年约 194 亿，规模骤降较多，背后的原因是什么呢？

我们从宏观经济及国家政策、消费人群、茅台一批价、竞争格局等方面展开分析。

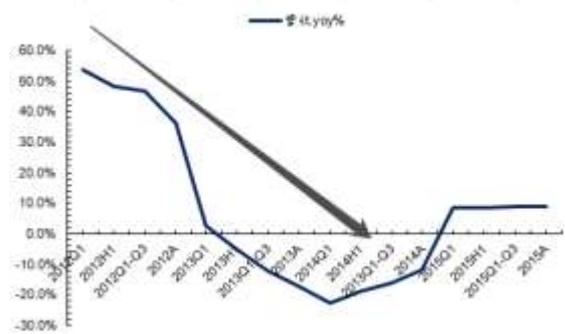
宏观经济及政策是行业迎调整重要原因。自 2012 年下半年，中国经济增速换挡，GDP 增速从 2012Q3 的 7.4% 放缓至 2015Q4 的 6.8%。与此同时，政府于 2012 年先后出台限制三公消费政策，对饮酒方面提出严格规定。在经济增速放缓及限制三公消费政策出台下，食品饮料行业受到重大冲击，次高端行业增速断崖式下跌。

图 23: 2012Q1-2015Q4 中国 GDP 增速(%)一览



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 24: 2012Q1-2015A 次高端酒行业营收增速 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

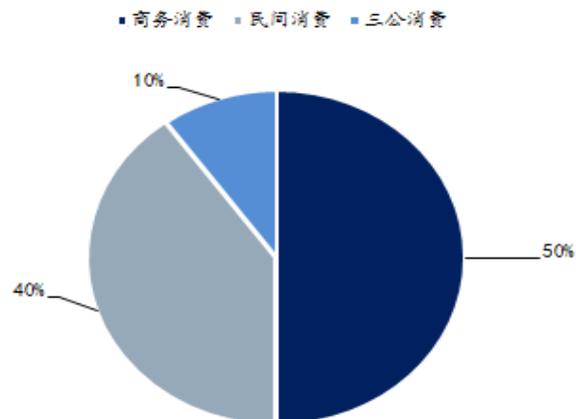
表 5: 2012 年国家出台限制三公消费政策情况一览

| 时间 | 具体措施 |
|-------------|-----------------------------|
| 2012 年 3 月 | 国务院廉政会议上禁止三公消费高档酒 |
| 2012 年 4 月 | 国务院要求省级政府两年内全面公开“三公经费” |
| 2012 年 7 月 | 国务院公布《机关事务管理条例》，规定“三公消费”新标准 |
| 2012 年 12 月 | 中央军委发布禁酒令 |
| 2012 年 12 月 | 中央政治局出台八项规定 |

资料来源: wind, 搜狐网, 腾讯网, 国信证券经济研究所整理

三公群体被切断，消费主体转向商务和民间。随着国家对三公消费政策的出台，白酒最主要的消费人群近乎消失，这对酒企来说是很大冲击。在这样的背景下，次高端酒企乃至整个酒企都暂时陷入困境，然而一些对形势具有前瞻性遇见的酒企率先采取措施，他们将产品聚焦商务消费和民间消费，他们通过品牌宣传、渠道下沉、消费者培育等，与终端消费者进行深入接触，随后陆续走出困境。据酒业家显示，2014 年三公消费人群占比已降至 10%，商务消费和民间消费占比提升至 90%，酒企消费人群转型成功。

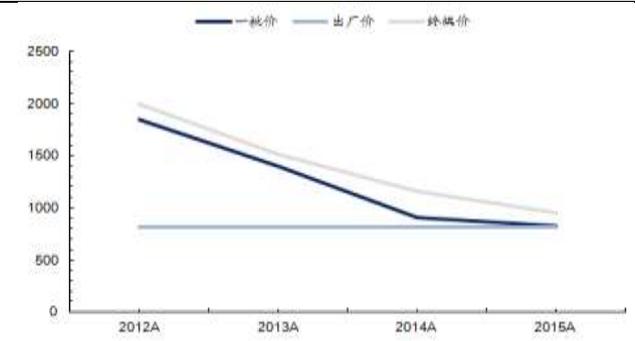
图 25: 2014A 白酒的主要消费人群划分 (%) 一览



资料来源: Wind, 清科研究中心, 酒业家, 国信证券经济研究所整理

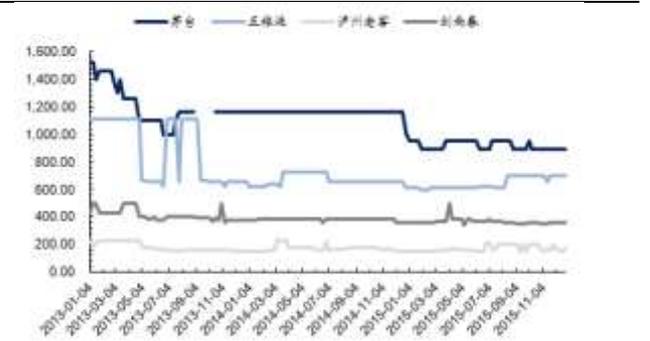
茅台一批价不断下行致次高端受挤压。三公政策出台后，冲击最严重的是高端酒茅五泸，其中行业标杆贵州茅台受到的冲击最严重，贵州茅台一批价从最高时 1850 元左右降至 825 元左右。行业标杆一批价下行，导致五粮液、泸州老窖一批价也不断下行，高端酒下行导致整个次高端产品一批价也被迫下行，这是导致次高端规模萎缩的直接原因之一。

图 26: 2012A-2015A 贵州茅台一批价一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

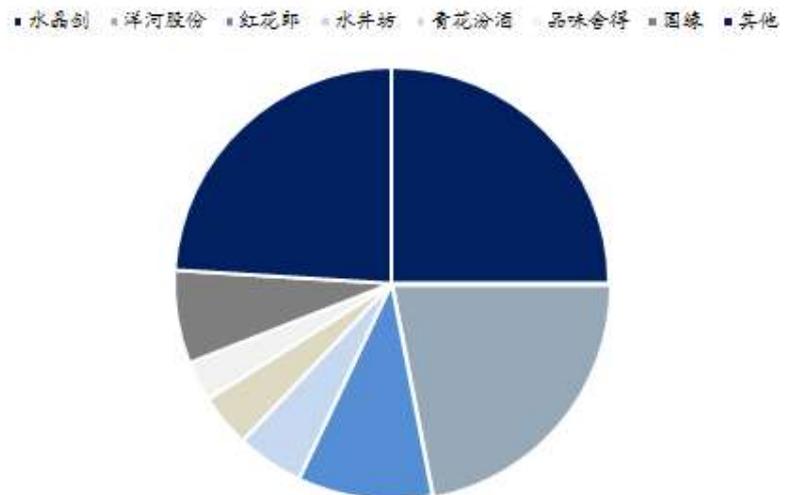
图 27: 2013A-2015A 茅五泸终端价一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

大浪淘沙致集中度稳步提升。三公政策外加高端酒茅五泸一批价不断下行，将次高端产品一批价压制不断下行，这期间将品牌力弱或渠道较差的酒企乃至产业资本挤压出去。大浪淘沙后，留下的都是精华。我们发现次高端规模前三的分别是剑南春的水晶剑（26.8%）、洋河股份的天梦系列（10.8%）及郎酒集团的红花郎（7.7%）及，CR3 的市占率超 45%。次高端 CR3 市占率从 2012 年 27% 提升至 2015 年 45%，集中度稳步提升，头部效应越来越明显。

图 28: 2015 年次高端产品竞争格局一览



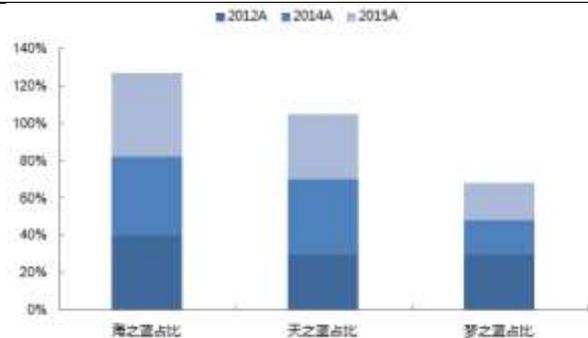
资料来源: Wind, 中国产业信息网, 酒业家, 酒说, 国信证券经济研究所整理

次高端普遍下滑，今世缘小幅提升。进入行业调整期，由于主要消费群体三公人群被切断，致次高端产品出现过剩，主要酒企的次高端占比出现下滑。洋河股份的天之蓝和梦之蓝合计占蓝色经典系列比例从 2012 年的 60% 下滑至 2015 年的 55%，这一时期洋河股份积极做出调整应对，主要有以下几点：第一，公司积极调整战略，开拓江苏周边省份为新江苏市场，努力扩大增量市场份额。第二，公司产品线全方位延伸，覆盖全价格带产品，2013 年推出蓝色经典、洋

河老字号、生态苏酒及柔和双沟四大系列新品。2014 年推出洋河微分子酒、专供线上渠道的蓝色经典新品以及布局喜宴市场的双沟红君坊系列。第三，布局互联网营销，推出洋河 1 号 APP，天猫和京东成立品牌旗舰店。

山西汾酒青花系列占比从 2012 年的 28% 下滑至 2015 年的 21%，这一时期汾酒的调整反映相对较慢，战略收缩至山西省内，主做老白汾系列。

图 29: 2012A-2015A 洋河股份海天梦系列占比 (%) 一览



资料来源: wind, 渠道调研, 国信证券经济研究所整理

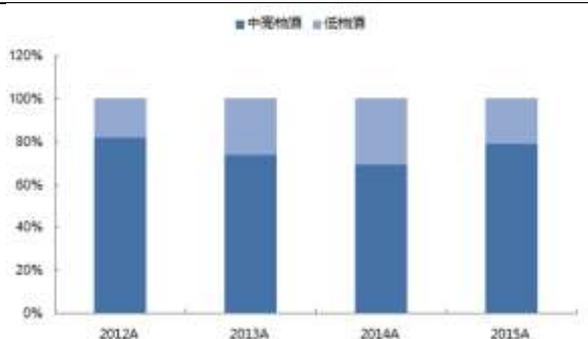
图 30: 2012A-2015A 山西汾酒青花系列占比 (%) 一览



资料来源: wind, 渠道调研, 国信证券经济研究所整理

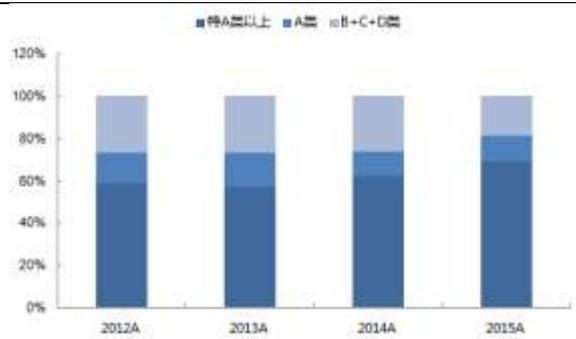
舍得酒业的中高档酒系列占比从 2012 年的 82% 下滑至 2015 年的 79%。次高端新锐今世缘的特 A 类以上占比从 2012 年 59% 提升至 2015 年的 69%。

图 31: 2012A-2015A 舍得酒业中高档酒占比 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2012A-2015A 今世缘特 A 类以上占比 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

我们发现今世缘的特 A 类以上占比在行业调整期并没有下降反而逆势上升，主要有以下几个原因：第一，行业调整期对高端酒和次高端影响最大，地产酒影响不是很大，而当时今世缘属于地产酒，中高端（100-300 元）产品占比较高；第二，今世缘所处的江苏地区经济发展水平高，行业调整期恢复较快；第三，今世缘在省内南京市场进行国缘系列次高端培育，经过 3-5 年的时间，自 2015 年以后进入收获期。

2015-至今：行业积极调整，次高端迎复苏

我们再看 2015 年-至今的情况。次高端规模从 2015 年约 194 亿恢复至 2017 年超 460 亿，背后的原因是什么呢？

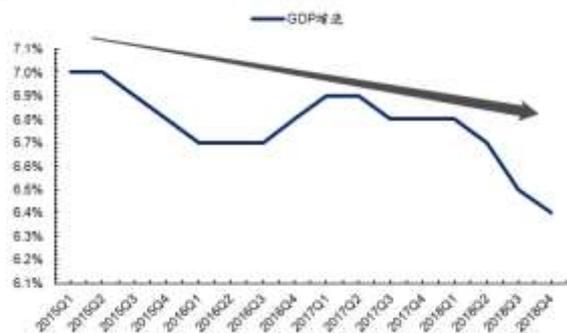
我们还是从宏观经济及国家政策、消费人群、茅台一批价、竞争格局等方面展开分析。

宏观经济及政策影响逐步消除。自 2015 年下半年，中国经济增速换挡，GDP 增速逐步放缓，从 2015Q1 的 7.0% 放缓至 2018Q4 的 6.4%。在经济下行压力

和三公消费政策依旧延续的背景下，酒企经过三年的调整期迎来复苏，次高端行业营收增速从 15Q1 的 8.3% 增至 2018Q1 的 32.6%。

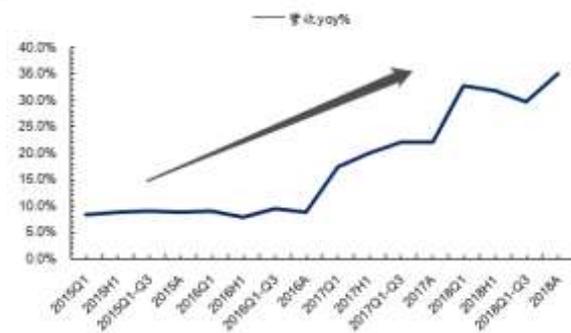
由于 18 年春节后，酒企的动销不如往年，引发市场担忧，但随着 19 年春节动销的良性反馈及 3 月春糖会的正向反馈，酒企的景气度持续性得到确认。

图 33: 2015Q1-2018Q4 中国 GDP 增速(%)一览



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 34: 2015Q1-2018A 次高端酒行业营收增速 (%) 一览

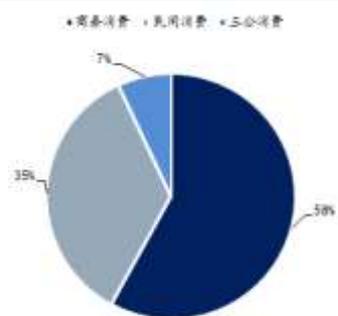


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

商务和民间成消费主体。由于三公政策持续推进，酒企的消费进一步向商务消费和民间消费集中。据酒业家显示，2016 年三公消费人群占比进一步降至 7%，商务消费和民间消费占比进一步提升至 93%，酒企消费人群转型成功。

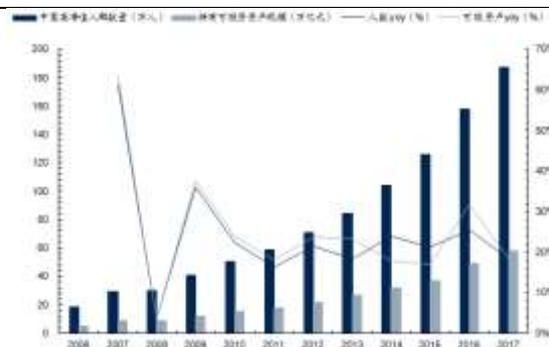
此外，随着中产阶级的崛起，中国的高净值人士群体正以年均 26%（2006 年 18.1 万人，2017 年预计 187 万人）的速度增长。在可预计的将来，这部分人群会逐步扩大，需求端比较稳固。

图 35: 2016A 白酒的主要消费人群划分 (%) 一览



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 36: 中国高净值人群数量及可投资资产规模

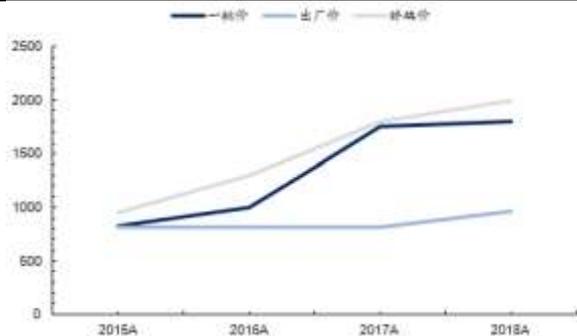


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

茅台一批价稳步上行打开次高端天花板。经过调整期，行业于 2015 年迎来复苏，茅台的一批价逐年走高，目前（截止 2019 年 6 月初）一批价 2000 元左右。茅台一批价逐步走高，带动五粮液和国窖 1573 的一批价上行，高端酒的终端价也稳步上升。

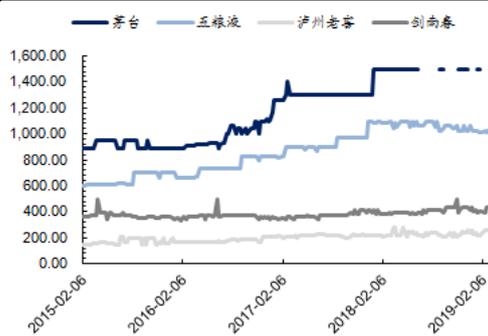
行业标杆茅台一批价稳步上行，再次打开次高端行业的天花板，这也是次高端价格上行的直接原因之一。

图 37: 2015A-2018A 贵州茅台一批价一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

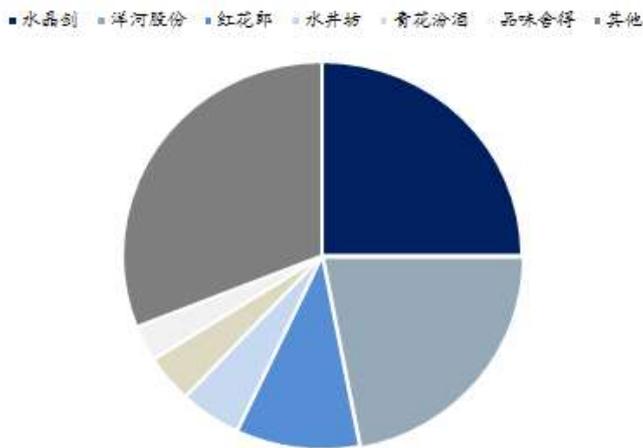
图 38: 2015A-至今茅五泸终端价一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

集中度进一步提升，头部效应明显。2015 年行业迎来复苏期后，次高端酒企也逐步恢复，目前大部分酒企已恢复至 2012 年的规模。据中国产业信息网显示，2016 年次高端市占率前三分别为剑南春的水晶剑（25%）、洋河股份的天梦系列（22%）及郎酒集团的红花郎（10%），CR3 的市占率超 57%。次高端 CR3 市占率从 2012 年 27%提升至 2016 年 57%，集中度稳步提升，头部效应越来越明显。

图 39: 2016 年次高端产品竞争格局一览



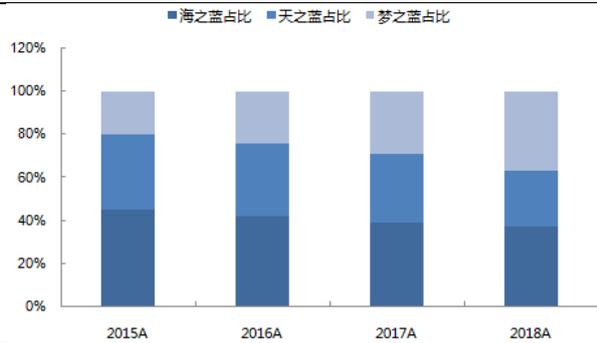
资料来源: Wind, 中国产业信息网, 酒业家, 酒说, 国信证券经济研究所整理

次高端普遍回升，舍得提升较快。行业迎来复苏期后，主要酒企重视渠道建设，注重渠道扁平化及终端消费者培育，主要消费群体转向商务消费和民间消费，酒企的次高端占比出现回升。洋河股份的天之蓝和梦之蓝合计占蓝色经典比例从 2015 年的 55%提升至 2017 年的 61%，复苏以来公司注重梦之蓝品牌的独立打造，推出 M9 和手工班，19 年春糖会上推出苏酒头排酒，进一步提升品牌形象和品牌高度；渠道上厂商 1+1 深度分销模式发挥到极致，新江苏市场稳扎稳打，不断扩大规模。

山西汾酒青花系列占比从 2015 年的 21%回升至 2017 年的 22%。2017 年山西省国资委对山西汾酒提出国企改革要求，山西汾酒迎来发展机遇。汾酒集团与山西省国资委签订了目标责任书：2017 年、2018 年、2019 年汾酒集团酒类收入增长 30%、30%和 20%，利润增长 25%、25%、25%。公司领导自我施压，三年目标做两年完成。在这样的背景下，公司省外加大力度主推青花系列，青

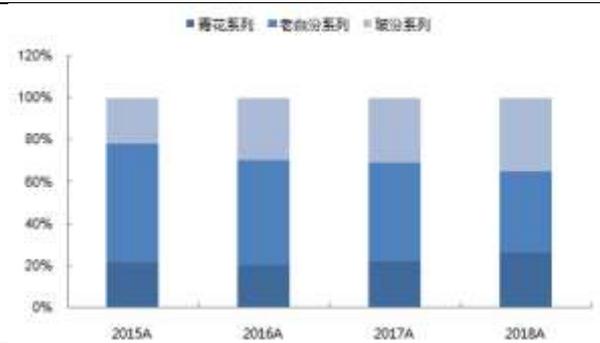
花系列占比不断提升，预计 18 年青花系列占比 25%。

图 40: 2015A-2018A 洋河股份海天梦系列占比 (%) 一览



资料来源: wind, 渠道调研, 国信证券经济研究所整理

图 41: 2015A-2018A 山西汾酒青花系列占比 (%) 一览

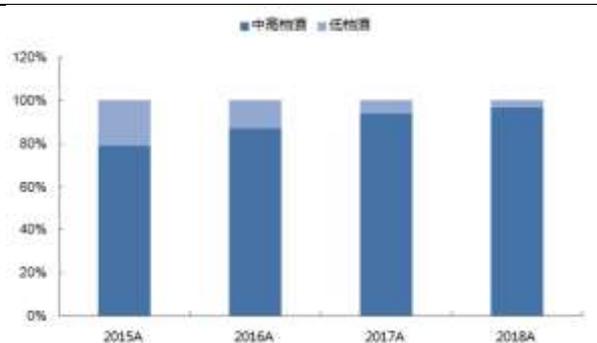


资料来源: wind, 渠道调研, 国信证券经济研究所整理

舍得酒业的中高档酒系列占比从 2015 年的 79% 提升至 2018 年的 97%。我们发现舍得酒业的中高档占比自复苏以来提升较快, 主要有以下几个原因: 第一, 公司体制由国有变民营机制, 释放改革活力; 第二, 公司新管理层聚焦次高端, 注重品味舍得和智慧舍得的推广, 削减中低端产品 SKU 数目, 产品结构得到优化; 第三, 新管理层上位后, 注重渠道扁平化及终端消费者培育, 打造舍得智慧讲堂, 舍得系列保持 30% 以上较高增速。

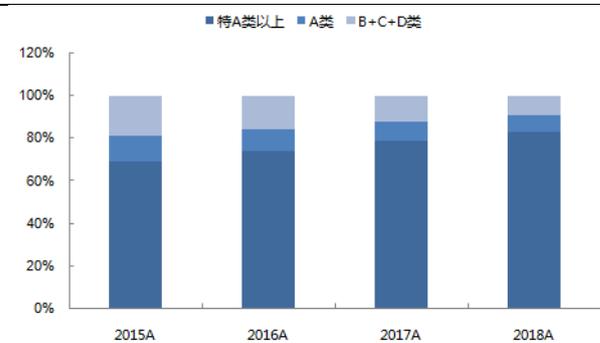
次高端新锐今世缘的特 A 类以上占比从 2015 年 69% 提升至 2017 年的 79%。自复苏以来, 公司精耕细作省内市场, 渠道上 1+1 深度协销模式作用显著, 国缘系列占比从 2015 年近 50% 提升至 2018 年超 65%, 公司也顺利晋级次高端阵营。

图 42: 2015A-2018A 舍得酒业中高档酒占比 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 43: 2015A-2018A 今世缘特 A 类以上占比 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

小结: 通过对次高端的历史回顾, 我们发现几点规律: 第一, 政策对次高端乃至白酒行业有着不可忽视的影响; 第二, 高端酒特别是茅台一批价变动对次高端影响更明显; 第三, 需求主体切换到商务和民间消费后, 次高端消费基础更加稳固; 第四, 次高端头部效应越来越明显, 前三甲为剑南春、洋河股份及郎酒集团; 第五, 次高端门槛逐步抬升, 品牌化趋势渐显现, 行业进入剩者为王时代。

次高端趋势判断

继续扩容成趋势

自 18Q3 以后市场对白酒判断趋于悲观，悲观情绪在 18 年秋糖会到达高潮。经过 19 年春节大部分酒企动销反馈积极及 3 月春糖会正向反馈，市场对白酒景气度持续性又恢复信心，次高端继续扩容成趋势。

我们认为次高端继续扩容成趋势的理由如下：第一，从白酒行业来看，景气度仍将持续，并不是断崖式下跌而是增速换挡，进入成熟阶段的正常表现；第二，从中长期来看，考虑贵州茅台产量的稀缺性，普飞一批价下行空间不大，这为次高端价格带打开天花板；第三，高端酒茅五泸的系列酒也加速进入次高端领域（2018 年贵州茅台系列酒近 81 亿，五粮液系列酒近 76 亿），试图分次高端一杯羹；第四，剑南春和郎酒 18 年已恢复百亿规模，两者主攻次高端领域，尽享次高端扩容之势头；第五，洋河股份的天梦比重进一步提升，特别是梦之蓝系列占比继续提升；第六，地产酒中前瞻性布局的酒企，其次高端占比不断提升，例如今世缘的国缘系列（占比超 65%）、古井的年份原浆系列（特别是古 8 以上，占比超 25%）、口子窖的十年以上系列（占比超 25%）、老白干的十八酒坊系列等等；第七，从需求端来看，中国的新中产人数已超 2 亿，预计十三五末期将超 5 亿人群，不断增加的需求群体是次高端扩容的有力保证；第八，茅五泸占高端酒份额超 95%且茅台在高端酒的份额还在不断提升，我们认为高端酒的挤出效应也将推动部分品牌进入次高端行列。

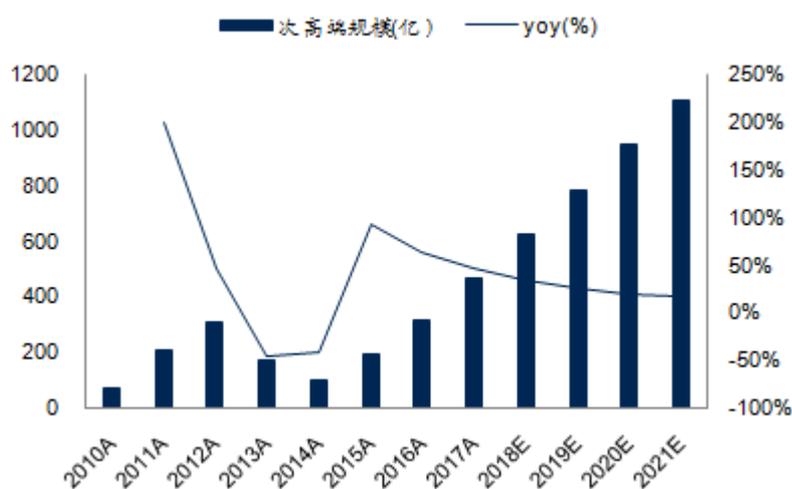
表 6: 2020-2022 年飞天销量仍旧稀缺

| 基酒生产年份 | 基酒产量 | 可销售年份 | 预计可销售产量 |
|--------|---------|--------|---------|
| 2016 年 | 3.92 万吨 | 2020 年 | 3.33 万吨 |
| 2017 年 | 4.27 万吨 | 2021 年 | 3.63 万吨 |
| 2018 年 | 4.97 万吨 | 2022 年 | 4.22 万吨 |

资料来源: wind, 糖酒资讯, 国信证券经济研究所预测

据中国报告网显示,次高端酒规模从 2010 年起 70 亿增长至 2017 年起 460 亿, 7 年 CAGR 为 31.1%, 预计到 2021 年起 1000 亿元。

图 44: 2010A-2021E 次高端规模 (亿) 一览



资料来源: Wind, 中国产业信息网, 中国报告网, 酒业家, 国信证券经济研究所预测

竞争将进一步加剧

当前整个白酒行业进入存量竞争时代，量增速放缓至个位数，竞争加剧不可避免。本轮白酒复苏以来，渠道扁平化和终端消费者培育成为主流，如何占领消费者心智成为次高端酒企乃至所有酒企无法回避的问题。

表 7：三次生产力革命一览

| 项目 | 第一次生产力革命 | 第二次生产力革命 | 第三次生产力革命 |
|--------|----------|---------------|----------|
| 供求关系 | 产品稀缺 | 产品丰富 | 产品过剩 |
| 对消费者态度 | 不关注消费者 | 消费者请注意 | 请消费者注意 |
| 经营重心 | 只看生产 | 抢占空白市场，争夺渠道资源 | 抢占消费者心智 |

资料来源：wind，微酒，国信证券经济研究所整理

此外，高端酒茅五泸系列酒的加入也让次高端竞争进一步加剧，系列酒凭借高端酒的品牌溢价空间，最早依附于原有的经销商渠道实现放量，后单独招商，聚焦品牌，实施渠道下沉和资源配套。最典型的代表如茅台系列酒，茅台系列酒从最早的普飞渠道销售系列酒，到后来单独招聘系列酒的经销商，专营销售系列酒。根据茅台 2018 年年报显示，2018 年茅台经销商共有 3102 个，新增经销商 627 个，增加的主要是系列酒经销商。

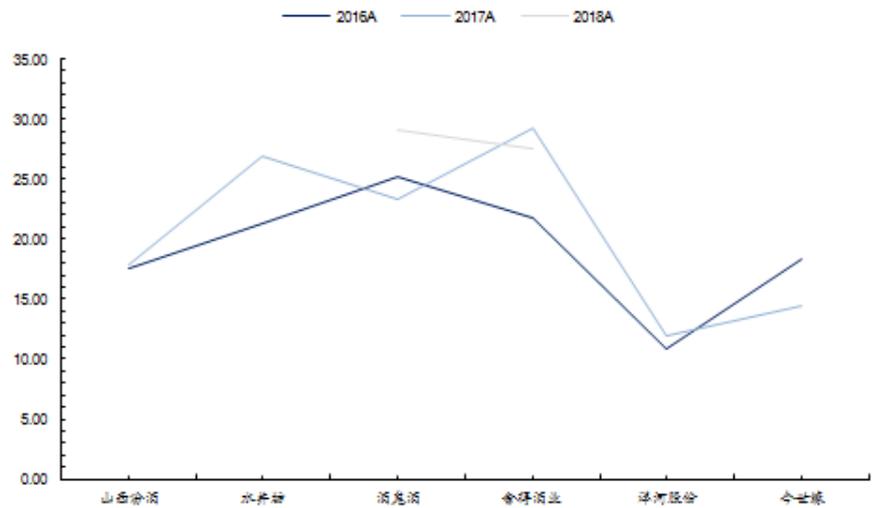
表 8：次高端品牌规模一览

| 序号 | 销售额 | 次高端主要代表品牌 |
|----|----------|--|
| 1 | 100 亿以上 | 洋河的天梦系列、郎酒、剑南春 |
| 2 | 50-100 亿 | 茅五系列酒 |
| 3 | 10-50 亿 | 泸州老窖系列酒、汾酒、习酒、水井坊、舍得、国缘系列、古 8 以上、口子 10 年以上 |
| 4 | 10 亿以下 | 迎驾洞藏系列、西凤、酒鬼、国台等 |

资料来源：wind，微酒，云酒头条，国信证券经济研究所整理

我们认为酒企可从三个方面强化消费者心智：第一，增强品牌知名度。品牌宣传差异化方可深入人心，如洋河的梦之蓝—敬我最尊敬的人、舍得的中国智慧、水井坊的中国第一坊、汾酒的中国酒魂、红花郎的神采飞扬中国郎、剑南春的唐时宫廷酒今日剑南春等等；第二，提升白酒的品质。酒企营销的本质终究要回归到产品本身质地，这一点洋河走在行业前面，19 年春糖会洋河推出苏酒头排酒，这进一步提升和改善洋河酒质；第三，加强渠道建设。本轮白酒渠道建设的主流是渠道扁平化，渠道下沉至县乡镇，多搞品鉴会，邀请社会名流参会，发挥意见领袖的作用。

图 45: 主要次高端酒企销售费用率呈上升趋势



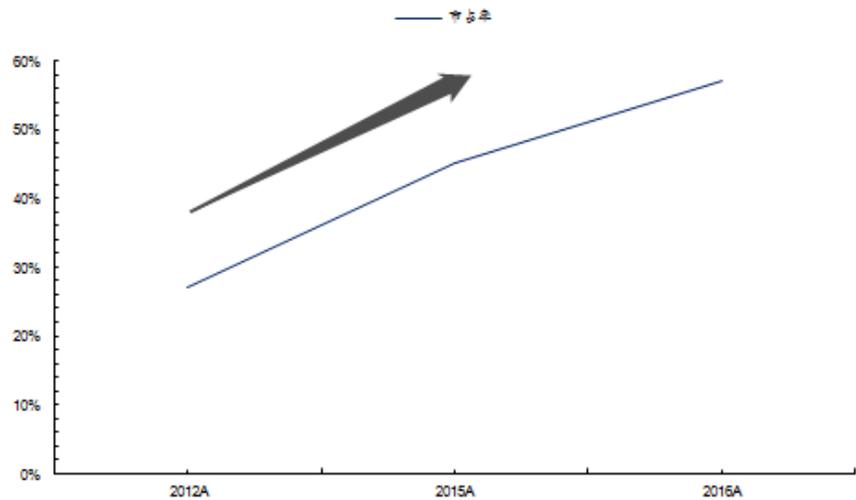
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 今世缘因前几年培育市场投放费用较多, 目前进入收获期, 故销售费用率下降

头部效应日趋明显

通过对次高端酒企的回顾, 我们发现次高端前三强基本确定, 分别为剑南春、洋河股份、郎酒集团。CR3 的占比从 2012 年的 27% 提升至 2016 年的 57%, 预计未来占比有望进一步提升, 头部效应将越来越明显。

图 46: 次高端酒企 CR3 占比稳步提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

价格带进一步上移

当前次高端放量产品的主流价位带是 300-400 元, 我们认为酒企经过 3-5 年的培育, 次高端主流价格带有望过渡到 400-600 元。

如果目标消费群体经过 3-5 年的市场培育, 次高端酒企主流价格带成功上移至 400-600 元价格带, 那么我们认为随着高端酒价格带继续上行, 未来 600-800 元成为次高端主流价格带可期。

表 9: 次高端价格带主要产品代表

| 序号 | 价格带 | 主要代表品牌 |
|----|-----------|---|
| 1 | 300-400 元 | 天之蓝、M3、对开、红花郎 10 年、汉普、老字号特曲、窖龄酒 60 年、青花 20 年、红坛酒鬼、臻酿八号、品味舍得、古 8、16、口子 10 年等 |
| 2 | 400-500 元 | 窖龄酒 90 年、四开、红花郎 15 年、传承酒鬼、青花 30 年、井台装、古 20、口子 20 年等 |
| 3 | 500-800 元 | M6、智慧舍得、珍藏版剑南春、习酒 1988、典藏大师等 |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

我们认为价格带将进一步上移, 主要基于以下几点理由: 第一, 从需求端来看, 中产阶级人群不断扩大, 生活水平不断提高, 需要相匹配的产品; 第二, 从供给端来看, 为增强次高端酒企品牌力, 现阶段酒企会主推 400-600 元价格带产品, 以此带动 300-400 元产品的增长, 300-400 元将成为目标消费者日常饮用的产品, 例如国缘目前主推的是四开, 卡位 400-500 元价格带, 满足商务消费需求, 而对开 (300-400 元) 用于目标消费群体的日常需要。第三, 国内白酒的消费水平每隔几年都会进行升级, 例如安徽地区价格带目前正从 80-120 元向 200 元以上升级, 江苏苏北地区价格带已从 200-300 元向 300-400 元升级, 苏南地区价格带从 300-400 元向 400-600 元升级, 河南地区价格带目前正从百元以下升级到百元以上。

表 10: 主要次高端酒企目前放量产品

| 酒企 | 目前主推产品 | 未来可能主推产品 |
|------|-------------------|-------------|
| 剑南春 | 水晶剑 | 珍藏剑 |
| 洋河股份 | 梦之蓝 | M6、苏酒头排酒 |
| 郎酒集团 | 青花郎、红花郎 10 年、15 年 | 红花郎 15 年 |
| 山西汾酒 | 青花 20 年、30 年 | 青花 30 年 |
| 舍得酒业 | 品味舍得 | 智慧舍得 |
| 水井坊 | 臻酿八号 | 井台装 |
| 今世缘 | 对开、四开 | 四开、新开系、V 系列 |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

品牌力+渠道力+管理层决定最后的赢家

当前次高端成员不断增加, 我们认为综合实力决定最后的赢家, 综合实力包括较强的品牌力、较强渠道管理能力、卓越的管理层等。

表 11: 历届全国性评酒会情况一览

| 时间 | 地点 | 届次 | 种类 | 具体白酒 |
|------|----|-----|-------|---|
| 1952 | 北京 | 第一届 | 四大名酒 | 茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒 |
| 1963 | 北京 | 第二届 | 八大名酒 | 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 | 大连 | 第三届 | 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 |
| 1984 | 太原 | 第四届 | 十三种名酒 | 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 |
| 1989 | 合肥 | 第五届 | 十七种名酒 | 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: Wind, 百度百科, 国信证券经济研究所整理

品牌力强弱往往决定产品的畅销程度。白酒界举办过五届评酒会, 产生十七大名酒, 榜上有名的酒企属于先天具有名酒基因, 但经过后天努力增强市场品牌

认知度和提升品牌形象的名酒企业也不在少数，如口子窖、今世缘、迎驾贡酒等。

较强的渠道管理能力是酒企走向全国化的保证。当前全国化乃至泛全国化的酒企有剑南春、洋河股份、郎酒等，但渠道管理能力较强的酒企有洋河股份、今世缘等。洋河股份实行厂商共建的“1+1”深度分销模式，较强的执行力成就茅五洋地位；今世缘实行厂商共建的“1+1”深度协销模式，辅助经销商开拓市场，与经销商并肩作战，也使得今世缘成功晋级次高端酒企阵营。

表 12: 渠道管理能力较强酒企一览

| 上市公司 | 渠道模式 | 全国化程度 |
|------|-----------------|--------|
| 洋河股份 | 厂商共建“1+1”深度分销模式 | 泛全国化品牌 |
| 古井贡酒 | 厂商共建“1+1”深度分销模式 | 泛区域性品牌 |
| 今世缘 | 厂商共建“1+1”深度协销模式 | 泛区域性品牌 |

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

当前的酒企管理层经营水平可圈可点，但从优秀到卓越并非一朝一夕。由于现有酒企大部分是国企，管理层作为酒企掌舵人，如何调动他们的积极性，激励措施是否到位很重要。我们看到当前洋河股份管理层持股，今世缘管理层持股，两者取得的成就有目共睹。此外，舍得酒业也发布限制性股权激励方案，给管理层动力和压力。

激励措施是否到位最典型的酒企是山西汾酒，它作为山西省国改标杆，自 2017 年山西省国资委发布国企改革方案，下放权利给山西汾酒管理层以来，山西汾酒取得较为亮眼的成绩，公司管理层于 2018 年 4 月受到山西省国资委 4200 万的奖励，12 月公司发布《2018 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向激励对象授予不超过 650 万股限制性股票，这将进一步激励管理层完成考核目标。

表 13: 次高端酒企管理层持股一览

| 酒企 | 管理层是否持股 |
|------|---------|
| 洋河股份 | 是 |
| 今世缘 | 是 |
| 舍得酒业 | 是 |
| 山西汾酒 | 是 |
| 酒鬼酒 | 否 |

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

重点个股跟踪

洋河股份。公司 2018 年营收 241.60 亿 (+21.30%)，归母净利润 81.15 亿 (+22.45%)，扣非净利润 73.69 亿 (+20.09%)；18Q4 营收 31.94 亿 (+5.08%)，归母净利润 10.76 亿 (+2.96%)。2019Q1 营收 108.9 亿 (+14.18%)，归母净利润 40.21 亿 (+15.70%)，业绩基本符合预期。考虑春节错峰，18Q4+19Q1 营收 140.84 亿 (+11.97%)，归母净利润 50.97 亿 (+12.74%)。2019 年经营目标：营收同比增长 12%以上。

从产品来看，18 年占比近 95%白酒营收 229.13 亿 (+19.44%)；具体来看，蓝色经典比重稳步提升，18 年占比超 75%，预计未来提升至 80%以上；梦之

蓝销售额破百亿，增速超 50%，预计梦之蓝占总营收比重为 27%-28%，预计 19 年梦之蓝保持 30%以上增长；海之蓝保持个位数增长，天之蓝保持小两位数增长。从区域来看，18 年占比 51%省内营收 123.26 亿（+15.95%），占比近 49%的省外营收 118.33 亿（+27.42%），省外增速快于省内，省内外营收比重基本实现五五开，预计 2019 年省内外营收比重有望 4: 6。草根调研显示，省外超 10 亿销售额的省份有河南、山东、安徽、浙江、河北、湖北等。

主动调整应对挑战，稳中求进谋发展：春节期间海天因竞品给予渠道更高利润及成熟产品价格逐步透明等因素致下滑，公司及时作出调整，升级淮安大区与苏北大区同级别，给予资源和费用支持；调公司高层坐镇南京，亲自调整南京大区渠道；推出新品绿苏，与竞品在团购上竞争；推出苏酒头排酒，定价在 M6 和 M9 之间，继续抢占次高端产品红利。

公司主要看点：第一，19 年春糖会推出新品：苏酒头排酒，定价位于 M6 和 M9 之间，预计将有效改善公司酒质形象，也是公司 19 年主推的产品之一；第二，公司新江苏市场中梦之蓝仍旧保持高速增长，预计 19 年全年梦之蓝系列仍能保持 30%以上增速；第三，公司今年成立“打今办”及升级淮安大区与苏北大区同级，给予权限和资源支持，借此进一步巩固省内苏酒龙头地位；第四，产品结构持续优化，梦之蓝占比有望超过海之蓝占比；第五，省内外营收比重有望从目前 5: 5 提升为 4: 6。

山西汾酒。2018 年营收 93.8 亿元（+47.5%），归母净利润 14.7 亿元（+54%），其中 Q4 收入 24.7 亿元（+64%），归母净利润 27 亿元（+38%），受 Q4 杏花村并表贡献较多影响，19Q1 在并表调增基数下增速环降。2019Q1 收入 40.6 亿（+20%），归母净利润 8.8 亿（+23%），18Q4+19Q1 收入利润分别同增 47.5%/27.2%，业绩增长略低预期。按此前的激励目标，2021 年收入目标为 151 亿元，那么 19-21 三年收入 CAGR 为 19%，改革红利有望激发长期增长潜力。

从业务来看，中高价白酒收入 57.4 亿（+47%），青花增长 60%，老白汾增长 27%，巴拿马金奖增长 27.5%；低价白酒收入 32 亿（+48%），汾牌产品并表贡献，玻汾增长 36%，产品结构持续优化。从终端数量来看，18 年终端数量从 16 万家增至 30 万家，预计 19 年达到 50 万家左右。从区域拓展来看，加速启动华东市场，过长江、占上海、拓全国，通过华东来带动全国市场。从产品 SKU 来看，19 年推进品牌瘦身，突出对大单品的支撑。

公司主要看点：第一，19 年省外环山西市场继续发力，河南、山东等重点市场分别规划增长 30%+、40%+，内蒙、河北地区分别规划收入达 4 亿、3 亿元以上，北京地区规划 5.5 亿。第二，按照国改目标，19 年公司目标 115-120 亿，增速达 27%以上。第三，青花系列占比有望从目前 25%提升至 30%以上，产品结构持续优化。第四，汾酒是山西省国改的领头羊，存在资产注入预期。

今世缘。2018 年营收 37.41 亿（+26.49%），归母净利润 11.51 亿（+28.45%）；18Q4 营收 5.78 亿（+3.10%），归母净利润 1.22 亿（+3.61%），Q4 环比放缓主因公司主动控制发货节奏、保持合理社会库存等所致。19Q1 营收 19.55 亿（+31.07%），归母净利润 6.41 亿（+26.00%），业绩符合预期。2019 年目标：营收 48.5 亿（+30%），归母净利润 14.3 亿（+25%）。

从产品来看，18 年占比超 83.1%的特 A 类以上营收 31.08 亿（+32.76%），其中特 A+类营收 18.45 亿（+42.70%），预计 18 年国缘系列销售占比超 65%；19Q1 占比 85.6%的特 A 类以上营收 16.74 亿（+35.22%），其中特 A+类营收 10.24 亿（+44.86%）。从区域来看，18Q3 以后公司将省内分成 6 个大区，18 年占比超 61%的淮安、盐城和南京大区营收 22.84 亿（+27.88%），其中南京

大区营收 8.31 亿 (+52.14%)。19Q1 占比近 68%的淮安、盐城及南京大区营收 13.26 亿 (+26.41%)，其中南京大区 5.51 亿 (+54.03%)，保持高速增长态势；占比近 6%的省外营收 1.13 亿 (+72.21%)，山东大区持续发力。

省内外市场齐发力，五年翻两番可期：当前公司已形成“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌矩阵，国缘主推对开、四开及 V 系列，今世缘系列主推典藏 15 年，高沟主推青花系列，培育 60-100 元价格带产品。省内渠道精耕细作、渠道拓展，省外打造山东大区。我们认为三年翻一番目标问题不大，五年翻两番可期。

公司主要看点：第一，公司国缘系列占比已提升至 65%，未来有望进一步提升，产品结构持续优化；第二，省会南京地区迎来收获，未来省会示范效应将越来越明显；第三，公司渠道进一步扁平化，省内重新组建六个大区，厂商 1+1 深度协销模式持续发力；第四，省外设立山东大区，精选优秀大区经理和销售人员进行开拓山东市场，未来有望放量，山东大区有望成为今世缘的第一个新江苏市场；第五，三年翻一番目标实现问题不大，未来五年翻两番成为公司新的奋斗目标。

舍得酒业。公司 2018 年营收 22.12 亿 (+35.02%)；归母净利润 3.42 亿 (+138.05%)，业绩符合预期，营收超预期源自玻瓶业务并表带来的高增长。2019Q1 营收 6.97 亿 (+34.06%)，归母净利润 1.01 亿 (+21.53%)，业绩符合预期。

分业务来看，18 年白酒营收 18.50 亿（占比 84%，同增 24%），玻瓶 3.39 亿（占比 15%，同增 3204%）；分产品来看，18 年占总收入比超 80%中高档酒营收 17.89 亿 (+28.30%)，低档酒因调整收入不断下降，产品结构不断优化；具体来看，舍得酒营收 14.42 亿，若剔除之前会计政策变更因素，舍得酒营收为 15.90 亿 (+45.20%)。19Q1 占比近 83%的中高档酒营收 5.77 亿 (+36.01%)，低档酒营收 1584 万 (+15.78%)，预计 19Q1 舍得系列仍保持 30%以上增速；中高档酒占主业比重从 96.80%提升至 97.30%。

分渠道来看，公司经销营收 18.13 亿 (+22.10%)，电商营收 0.37 亿 (+240.46%)。从区域来看，占比约 23%的省内营收为 4.24 亿 (+25.44%)，占比超 75%的省外营收为 13.88 亿 (+21.12%)。18 年公司共有 1630 家经销商，同增 228 家，其中省内 295 家，省外 1335 家。

此外，公司于 2 月 26 日发布限制性股票激励计划授予结果公告，共授予公司 362 人 778.1 万股，授予价格为 10.51 元/股，登记日为 2019 年 2 月 25 日，该限制性股票限售期为自授予登记完成之日起 18 个月、30 个月、42 个月、54 个月。四个解除限售期比例分别为 30%、30%、20%、20%。此次限制性股票激励对象涉及范围广，除了管理层还包括中层管理人员及核心骨干，我们认为这有利于提升管理层经营积极性并激活民营企业活力。高增长目标与管理层利益挂钩对管理层既是压力也是动力。

目前公司聚焦舍得品牌，提升沱牌品牌，形成以舍得为核心品牌，沱牌为重点品牌，吞之乎、陶醉、沱小九为培育性品牌的品牌矩阵，建立分品牌分事业部的运作体系。公司通过全国性渠道对消费者促销活动组织、策划及实施，加强贵宾团队配置，通过赠酒+舍得智慧之旅+品鉴会+品牌荣誉大使四大工程，培育忠实用户；聚焦烟酒店及团购渠道，拓展餐饮及现代零售渠道、电商渠道；建立万家联盟体烟酒店，进一步强化核心烟酒店联盟体运作，提升对核心渠道的掌控力和服务水平，尝试 C2M 营销模式。

公司主要看点：第一，舍得占比达 65%，未来有望进一步提升，产品结构持续得到优化；第二，公司省外渠道继续扁平化，终端渠道建设和消费者培育效果；第三，公司限制性股票激励方案带来的压力和激励。

酒鬼酒。公司 2018 年营收 11.87 亿(+35.13%), 归母净利润 2.23 亿(+26.45%); 18Q4 营收 4.27 亿(+30.57%), 业绩符合预期。2019Q1 营收 3.46 亿(+30.46%), 归母净利润 0.73 亿(+16.18%), 业绩符合预期。

从产品来看, 18 年占比近 20.6%的内参系列营收 2.44 亿(+38.41%), 毛利率 94.45%(+1.05pcts); 占比 66.4%的酒鬼系列营收 7.88 亿(+35.05%), 毛利率 81.45%(+2.10%); 占比近 9.2%的湘泉系列营收 1.09 亿(+30.64%), 占比近 3.7%的其他系列营收 0.44 亿(+33.39%); 19Q1 预计内参系列营收 1 亿, 增速超 70%, 追求内参酒“高品质、高价值、高形象、高速度”目标, 建立湖南、北京、河北、广东等核心市场; 预计酒鬼系列营收超 2 亿, 增速超 20%; 预计湘泉系列营收超 3000 万, 增速超 10%。从区域来看, 占比超 60%的华中地区营收 7.14 亿(+39.13%), 占比超 24%的华北地区营收 2.87 亿(+42.75%), 占比超 4%的华南地区营收 0.53 亿(+10.01%), 占比超 7%的华东地区营收 0.87 亿(+21.57%)。

当前公司已形成“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌组合, 其中“内参”要求稳价增量, “酒鬼”要求量价齐升, “湘泉”要求增品增量。公司突出战略单品, 全力聚焦内参、红坛酒鬼酒、传承版酒鬼酒三大战略单品, 重点资源倾斜。在此基础上, 红坛酒鬼系列向上延伸推出“红坛 20”、“红坛 30”等新品, 湘泉推出系列增品增量产品。当前公司将全国市场细分为核心、战略、重点、发展市场, 资源聚焦到湖南大本营(已下沉至所有县级市), 集中到京津冀、山东、河南、广东、华东、华中等战略市场, 省外如河北、山东已实现地级市全覆盖。

公司主要看点: 第一, 公司产品结构不断优化, 次高端酒鬼系列占比 66%, 未来有望进一步提升; 第二, 内参销售公司绑定资源型经销商, 19 年目标 4 亿, 内参占比有望进一步提升; 第三, 省内渠道已下沉至全部县级市, 市占率有望进一步提升。

投资建议

本篇深度报告首先对次高端酒行业进行详细分析, 接着我们对次高端未来趋势进行前瞻性判断。当前次高端机遇和挑战并存, 我们持续看好次高端未来发展, 重点推荐洋河股份、山西汾酒、今世缘。

表 14: 食品饮料行业重点推荐公司估值表

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 06 月 14 日收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | PE | |
|--------|------|------|-----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 002304 | 洋河股份 | 买入 | 113.85 | 1716 | 6.31 | 7.42 | 18.04 | 15.34 |
| 603369 | 今世缘 | 买入 | 24.58 | 308 | 1.15 | 1.45 | 21.37 | 16.95 |
| 600809 | 山西汾酒 | 买入 | 58.68 | 508 | 2.28 | 2.87 | 25.74 | 20.45 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032