

投资评级：优于大市

证券分析师

张梦甜

资格编号：S0120518060002

电话：021-68761616-8610

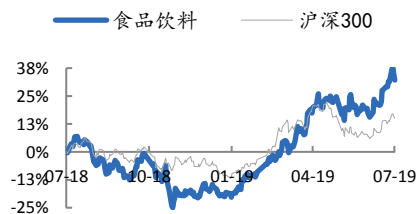
邮箱：zhangmt@tebon.com.cn

## 白酒进入品牌新周期，各级名酒强者恒强

### 投资要点：

- **白酒商业模式优异，具有长期投资价值。**名酒品牌需历史及文化积淀，具有稀缺性；白酒消费有较强的社交属性，名酒品牌直接提价能力强，2006-2019年，茅、五、泸的核心产品出厂价由200-400元提升至近1000元；名酒依托强大的品牌力，在上下游产业链中享有较高的议价力，盈利能力强、现金流充沛，存货不易贬值。白酒上市公司近6年平均ROE达21.6%，近10年平均经营性现金流与净利润的比值达1.04；过去20年白酒行业年复合收益率18.7%，长期投资价值突出；
- **白酒进入品牌新周期，各品牌已初步完成卡位。**白酒行业由整体量价齐升阶段过渡到结构性增长阶段，消费升级成为核心驱动力，品牌力是本轮周期的关键竞争要素。品牌力强的名酒增长快于行业，品牌力较弱的企业增长缓慢甚至出现负增长，茅台、五粮液及泸州老窖三家的销量市占率由2012年的0.3%提升至2018年的0.7%；各名酒品牌已完成各自高端、次高端、中高端及低端产品的卡位，进入存量竞争阶段；
- **白酒呈现分层竞争特点，各级名酒分层收割份额。**白酒产品有明显的价格带区分，不同价格带的产品分层竞争。其中，高端白酒因竞争局较稳固、品牌稀缺，需求稳步增长，产能增幅较为有限，是确定性最强的板块；次高端白酒竞争有所加剧，兼具品牌力、渠道力及管理力的全国化品牌更具空间；中高端白酒受益于主流价格带上移，品牌力强、渠道力强、产品结构合理的区域龙头份额将持续提升；低端白酒抗周期能力强、消费升级趋势明显，品牌力的全国龙头成长空间大；
- **本轮白酒的周期性减弱，板块估值波动将收窄。**白酒的大众消费占比已由2012年的5%提升至45%，行业抗风险能力增强；经历了2012年深度调整期后，厂商及渠道对加库存更为谨慎，当前中高端及以上名酒库存远低于2012年；消费升级取代了投资高增长，成为本轮白酒周期的核心驱动力。2012年后，白酒收入增速与GDP增速及固定资产投资增速的相关性减弱，白酒行业增长由经济总量增长拉动转为由人均可支配收入的持续增长拉动；随着白酒周期性减弱及外资持续流入，板块估值有望维持在20-30倍区间；
- **风险提示：**宏观经济低迷；行业政策影响；

### 市场表现



资料来源：德邦研究

### 相关研究

### 行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			P/E			投资评级	
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	上期	本期
600519	贵州茅台	28.02	33.90	39.71	34.82	28.98	22.36	增持	增持
000858	五粮液	3.45	4.33	5.30	36.54	29.23	23.86	增持	增持
002304	洋河股份	5.39	6.22	7.16	24.02	20.75	18.03	增持	增持

资料来源：Wind，德邦研究

## 目 录

1. 白酒商业模式优异，具有长期投资价值 .....	5
1.1 名酒品牌需历史积淀，具有稀缺性.....	5
1.2 名酒品牌提价能力较强.....	5
1.3 品牌名酒盈利能力较强.....	6
1.4 名酒企业现金流充沛 .....	6
1.5 名酒存货减值风险较小.....	7
2. 白酒行业进入品牌新周期.....	7
2.1 白酒历史周期复盘.....	7
2.2 白酒周期由多个因素共同影响.....	8
2.3 白酒本轮周期性减弱 .....	9
2.3.1 大众消费占比提升，抗风险能力增强.....	9
2.3.2 白酒的库存周期减弱 .....	10
2.3.3 消费升级成为驱动本轮白酒增长的主动力.....	10
2.3.4 外资流入，对白酒板块估值形成一定支撑.....	11
2.4 白酒由整体量价齐升过渡到结构性增长 .....	12
2.5 白酒行业集中度低，名酒份额将呈提升趋势 .....	13
2.6 品牌力是本轮周期的核心竞争力 .....	13
3. 白酒呈分层竞争特点，各级名酒分层收割份额 .....	14
3.1 高端白酒竞争格局稳固、品牌稀缺，确定性最强.....	15
3.2 次高端竞争加剧，兼具品牌力、渠道力及管理力的更具全国化可能.....	16
3.2.1 次高端近两年扩容明显，未来3年增速有望维持20-30%.....	17
3.2.2 次高端竞争加剧，兼具品牌塑造及全国渠道拓展能力的酒企更有优势.....	18
3.3 中高端白酒受益主流价格带上移，品牌力、渠道力强、产品结构合理的龙头优势明显 .....	19
3.4 低端白酒抗风险能力强，全国性品牌尽享集中度提升.....	20
4. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1 品牌酒企具备较强的直接提价能力（出厂价）	6
图 2 白酒近 6 年平均毛利率在申万子行业中位居第一	6
图 3 白酒近 6 年平均 ROE 在身外子行业中位居第三	6
图 4 白酒上市公司整体近 5 年平均预收款占比高于其他消费子行业	7
图 5 53 度茅台酒平均零售价走势（元/500ml）	7
图 6 白酒历史周期复盘	8
图 7 白酒产量变化（万千升）	9
图 8 白酒上市公司收入增长情况（亿元/%）	9
图 9 2012 年白酒消费需求构成	10
图 10 2018 年白酒消费需求构成	10
图 11 白酒收入增速与 GDP 增速的相关性减弱	11
图 12 白酒收入增速与固定资产投资完成额增速相关性减弱	11
图 13 白酒收入增速与城镇居民人均可支配收入的相关性	11
图 14 白酒收入增速与房地产开发投资完成额的相关性	11
图 15 53 度茅台酒零售价/人均可支配收入（年）处于低位	11
图 16 江苏省白酒主流消费价格带呈持续提升趋势（元）	11
图 17 白酒上市公司 2018Q1 陆股通持股比例	12
图 18 白酒上市公司最新陆股通持股比例	12
图 19 白酒估值中枢有望维持 20-30 倍	12
图 20 我国规模以上白酒企业产量（万千升）	13
图 21 2018 年白酒行业 CR5 占比（按收入）	13
图 22 2018 年白酒行业 CR5（按销量）	13
图 23 白酒上市公司收入增速（%）	14
图 24 高端白酒竞争格局（销量）	16
图 25 高端白酒 CR3 市占率进一步提升（销量）	16
图 26 高端白酒未来三年销量复合增速 12%	16
图 27 53 度茅台零售价/全国城镇居民人均可支配收入处于低位	16
图 28 高端白酒价格回升为次高端提供了空间（零售价）	17
图 29 大部分次高端品牌规模已恢复前期高点（亿元）	18
图 30 全国次高端白酒竞争格局	18
图 31 次高端白酒品牌省外扩张空间大	19

图 32 安徽市场古井贡及口子窖份额持续提升.....	19
图 33 区域酒企收入增速情况.....	20
图 34 低端白酒市场集中度较低（销量）.....	20
图 35 牛栏山市占率持续提升（销量）.....	20
表 1 名酒获奖情况一览.....	5
表 2 白酒周期的影响因素.....	8
表 3 白酒渠道库存远低于 2012 年高点.....	14
表 4 2019 年名酒提价情况.....	15
表 5 白酒不同价格带分层竞争.....	15
表 6 白酒渠道库存远低于 2013 年高点.....	15
表 7 次高端品牌近两年持续提价.....	18

## 1. 白酒商业模式优异，具有长期投资价值

### 1.1 名酒品牌需历史积淀，具有稀缺性

中国酒文化历史悠久、源远流长，渗透到政治、经济、商务、文化交流、社交等生活的各个领域。小到居家生活、嫁娶、宴请，大到国际交流，白酒一直是国人情感交流的载体。

**白酒行业进入壁垒高，品牌具有稀缺性，品牌力强的名酒更具优势。**白酒属于与文化息息相关的行业，品牌需要历史与文化的积淀，没有根基的新品牌难以与传统的名酒相抗衡。白酒品牌的建立需要几十年甚至上百年的时间，非一朝一夕能成，品牌力是行业的进入门槛。

表 1 名酒获奖情况一览

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

资料来源：公开资料，德邦研究

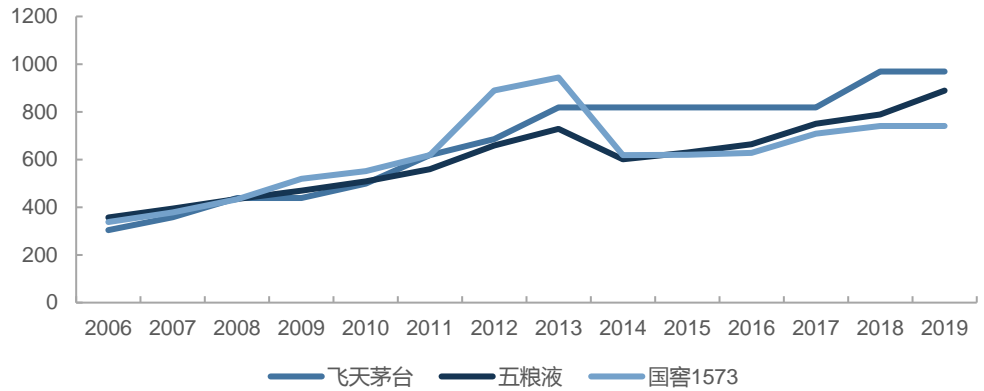
### 1.2 名酒品牌提价能力较强

白酒消费场景因社交属性强，商务及宴请需求占比较高，所以价格在某种程度上是身份的象征，品牌白酒容易提价。

对于白酒品牌而言，品牌力的强弱最终体现在价格上。提升价格体系、抬升品牌高度是中高端及以上白酒的重要发展策略。

2006 年，茅台、五粮液及泸州老窖的核心高端产品出厂价在 200-400 元左右；2019 年，53 度茅台出厂价提升至 969 元/瓶。

图1 品牌酒企具备较强的直接提价能力（出厂价）

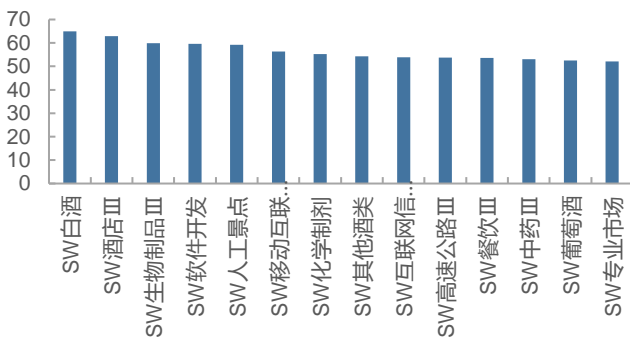


资料来源：渠道调研，德邦研究

### 1.3 品牌名酒盈利能力较强

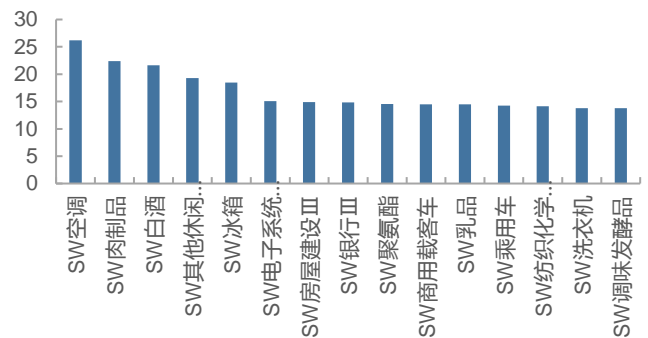
**品牌名酒具备稳定的高盈利能力。**白酒企业上游原材料主要为粮食作物，下游主要对接经销商及企业团购客户。基于强大的品牌力，名酒企业对上下游享有较强的议价能力；白酒消费是一种文化传承，有很强的社交属性，加之名酒消费的政、商占比较高，具备较强的提价能力，毛利率、ROE 长期维持较高水平。申万子行业中，白酒板块近 6 年平均毛利率为 64.9%，位居第一；近 6 年平均 ROE 为 21.6%，位居第三。

图2 白酒近6年平均毛利率在申万子行业中位居第一



资料来源：WIND，德邦研究

图3 白酒近6年平均 ROE 在身外子行业中位居第三

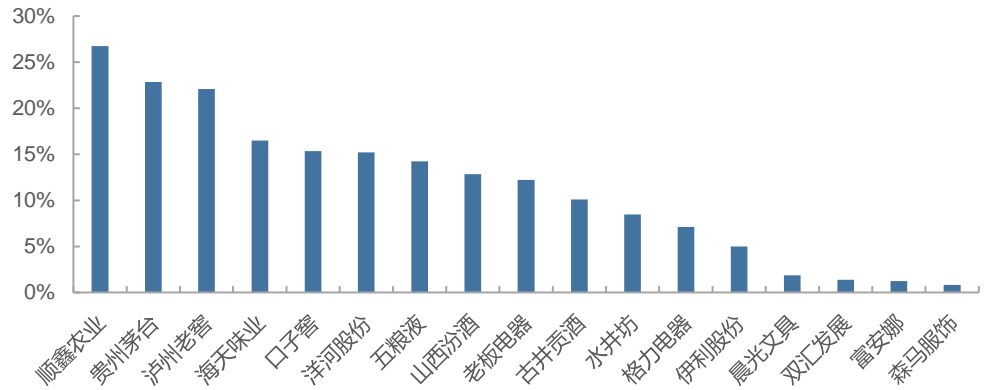


资料来源：WIND，德邦研究

### 1.4 名酒企业现金流充沛

**品牌名酒现金流充沛。**白酒企业对下游经销商一般采用先款后货的货款方式，因此有品牌力的酒企预收款占比高，应收款占比低，现金流充沛。白酒上市公司近 5 年预收款收入占比远高于其他消费子行业。

图 4 白酒上市公司整体近 5 年平均预收款占比高于其他消费子行业

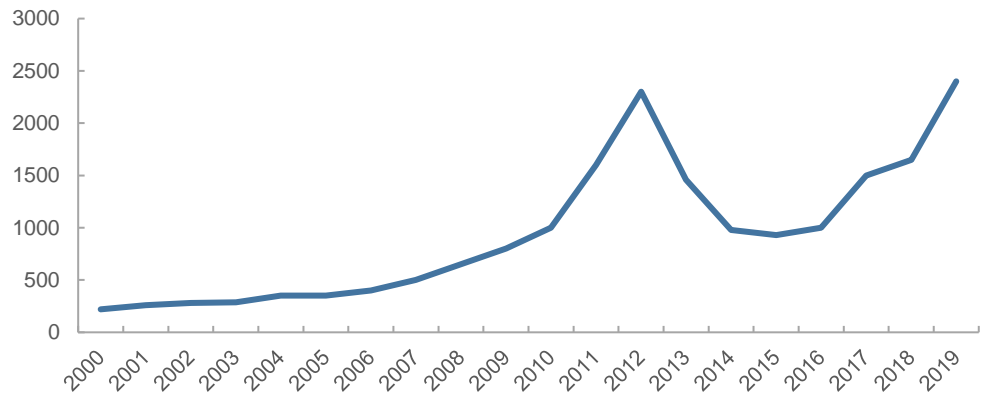


资料来源: WIND, 德邦研究

### 1.5 名酒存货减值风险较小

**名酒存货具备保值特点。**酒企的存货很大一部分是基酒储备。受益于消费升级,白酒主流消费价格带呈不断上移的趋势,名酒产品的价格总体是向上的(以白酒行业价格标杆 53 度茅台为例,其零售价自 2000 年的 220 元/500ml 上涨至 2019 年的近 2400 元/500ml),存货减值的可能性较小;由于品牌名酒的需求稳步增长,但生产周期较长(酱香型生产周期长达五年),产能扩张需要相对长的时间,储存年份越久的基酒勾兑出的产品越高端,因此充足的基酒储备有利于公司的长远发展。

图 5 53 度茅台酒平均零售价走势 (元/500ml)



资料来源: 渠道调研, 德邦研究

## 2. 白酒行业进入品牌新周期

### 2.1 白酒历史周期复盘

2003-2012 年,是白酒行业发展的黄金十年。前半段,中国经济处于高速成长期,GDP 保持快速增长,商务活动活跃,拉动了白酒消费,行业整体业绩和估值均上升,实现戴维斯双击,白酒股价大幅上涨;

2008 年,经济危机冲击下,白酒上市公司业绩增速放缓,估值大幅下滑,PE 由近 100 倍下跌至近 20 倍;

2009 年,政府四万亿显著刺激了政商消费,白酒上市公司业绩受益,特别是地产酒,估值回升至 30-50 倍;

2011-2012年，板块估值略有下降，股价由业绩支撑继续上涨；

2012年，三公消费受限，白酒行业受到严重冲击，特别是中高端白酒，白酒上市公司业绩首次大范围出现负增长，估值大幅下滑至10倍以下。

2016年年初，随着高端白酒提价，行业开启了新一轮的景气周期，业绩及估值均呈回升趋势，市场份额进一步向名优酒集中。

图6 白酒历史周期复盘



资料来源：WIND，德邦研究

## 2.2 白酒周期由多个因素共同影响

白酒行业的周期性由经济、政策、渠道库存等因素共同影响。白酒行业的每一轮下行都不是宏观经济单一因素所造成的，除了宏观经济外，还会受到产业政策、产业库存周期、食品安全事件等多重因素的影响。1990-1997年，我国经济扩张，白酒处于景气周期；1997-2003年，受经济危机及行业诚信影响，白酒行业经历调整，产量骤降，收入增速下滑，但收入并未出现负增长；2003-2012年，白酒行业迎来量价齐升的黄金十年。其中，2008年发生经济危机对行业造成较大冲击，但在2009年政府四万亿之后，刺激了政商消费，白酒行业进入了黄金十年的下半场；2012-2015年，受三公消费限制及塑化剂事件影响，行业进入深度调整期，主要表现为价格下跌，收入下滑；2016年至今，白酒进入品牌为王的新周期。

表2 白酒周期的影响因素

发展阶段	状况	宏观经济	产业政策	酒企情况
89年以前	平稳发展	计划经济时代，酒企规模扩大受制于国民经济计划	重视酒质，进行了5次国家名酒评选，88年名酒价格管制放开	茅台、五粮液、汾酒扩大产能；价格管制放开后，价格分化（茅五剑提价）
89-92年	行业调整，产量增速下滑	向市场经济转变后期，货币政策收紧，对酒企资金和销售有负面影响	政务消费受限，名酒价格受到压制	酒企降价，茅台价格下降超过50%
92-97年	重视广告营销的酒企发展迅猛	宏观经济高速增长高通胀	广告营销大行其道；行业大肆扩产	孔府家凭借一支央视广告成名，秦池酒两度成为标王
97-03年	行业步入寒冬，产量锐减	亚洲金融危机，5年的通货紧缩导致经济低迷	行业诚信危机；产业政策限制白酒行业发展	山西假酒事件；古井贡、泸州老窖、汾酒、洋河陷入经营困境
03-12年	黄金十年，量价齐升	经济蓬勃发展，出口、投资拉动经济高速增长	经济活跃带动政商务交往活动增加，中高价位白酒兴起	以洋河、口子窖为代表的名酒走向复兴，盘中盘，深度营销模式开始推广；茅台拓展军政渠道力保提价，取代五粮液成为新行业老大



12-15年	深度调整期，价格下跌	国内经济从投资型向消费驱动转型，告别GDP高速增长时代	政府限制三公消费，各地禁酒令频出，白酒需求下降，产能过剩	12年出现塑化剂事件；白酒价格断崖式下跌；大部分酒企收入利润增速下降甚至为负
15-至今	行业复苏分化	随着经济转型发展，居民收入和消费能力逐步提升	政务需求已降至谷底，商务消费有望改善	15年8月初，高端白酒首次提价，高端白酒业绩回升

资料来源：公开资料，德邦研究

白酒行业整体产量共经历了两次大的变化。1997-2003年，受亚洲金融危机、限制公务招待费用及消费税调整（从单一从价征收改为从价从量复合征收，从量税为1元/公斤）影响，白酒总产量出现持续下降；2003-2013年，投资拉动经济高速增长，叠加白酒消费税率下降（从价征收的税率从25%降至20%）及2009年四万亿刺激，白酒行业经历了十年黄金发展期，白酒总产量再次出现持续增长。目前，行业总量基本没有增长，而是呈现结构性增长，表现为市场份额进一步向名酒集中。

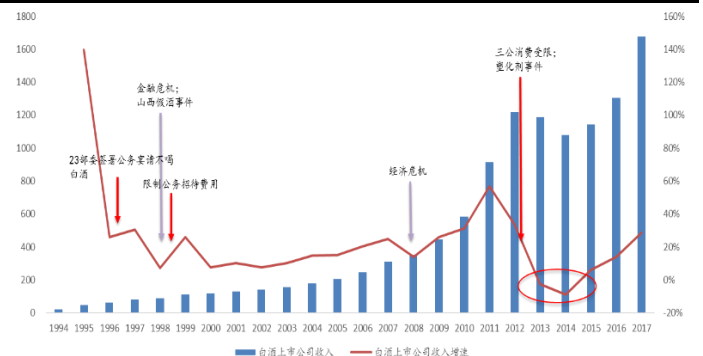
过去，白酒上市公司收入增速与经济因素的相关性较大，但如果未叠加其他影响因素，很难出现大面积负增长。除了2012-2014年外，白酒上市公司整体收入从未出现过负增长。2012年，白酒消费特别是中高端白酒消费出现断崖式下跌，主要是受到了三公消费限制的打击。如果仅是经济因素和库存周期的影响，白酒上市公司收入增速或有所放缓，但不易出现负增长。

图7 白酒产量变化（万千升）



资料来源：WIND，德邦研究

图8 白酒上市公司收入增长情况（亿元/%）



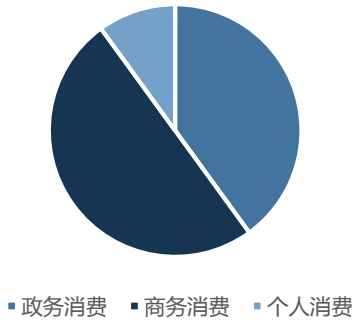
资料来源：WIND，德邦研究

## 2.3 白酒本轮周期性减弱

### 2.3.1 大众消费占比提升，抗风险能力增强

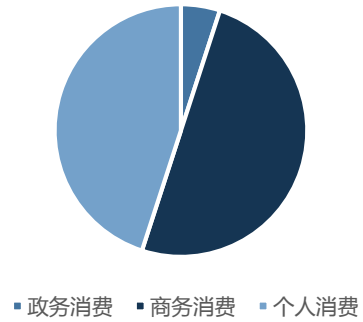
2012年，高端及次高端白酒消费群体构成中，大约40%是政务消费，50%是商务消费，大众消费仅5%。2012年中央八项规定出台之后，三公消费受到极大限制，茅台政务消费比重大幅下降，其中，部分政务消费变相为个人及企业买单。同时，高端及次高端白酒零售价在三公消费受限后纷纷下调，培养起更多大众消费群体，白酒大众消费占比逐渐提升至近45%。

图 9 2012 年白酒消费需求构成



资料来源：渠道调研，德邦研究

图 10 2018 年白酒消费需求构成



资料来源：渠道调研，德邦研究

### 2.3.2 白酒的库存周期减弱

白酒行业经历上一轮 2012-15 年深度调整期后，厂商及渠道对于加库存更为谨慎，尤其在对经济增速放缓的预期下，厂商逐渐转向不压货策略，经销商也更为理性，白酒行业库存周期有所减弱。目前，中高端及以上名酒库存存在 0.5-3 月之间，处于合理区间，远低于 2012 年之后深度调整期的库存水平。

表 3 白酒渠道库存远低于 2012 年高点

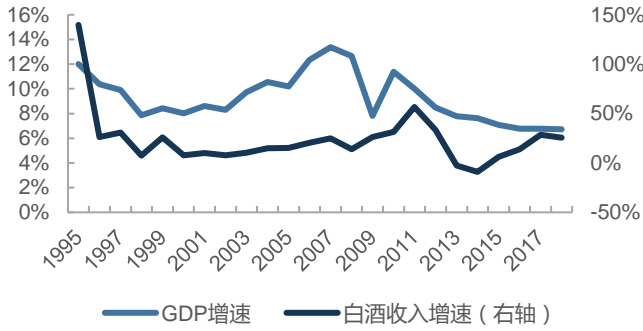
单位： 月	13 年底- 14 年清明	15 年春节 后	15 年清 明后	16 年春 节后	16 年清 明后	18 年春 节后	18 年清 明后	18 年中秋 前	19 年春节 后
茅台	3	2	1	1	1	0.5	0.5	0.5	0.5
五粮液	6	3	3	3	2	2	1.5	1.5	1.5
洋河	5	3	3	2	2	1	1	1.5	1.5
水井坊	6	3	2	2	2	3	2	2.5	2.5
汾酒	6	5	4	3	3	2	2	2	3
舍得	6	4	4	3	3	4	3	3	3
古井	4	2	3	2	3	2	3	3	3

资料来源：渠道调研，德邦研究

### 2.3.3 消费升级成为驱动本轮白酒增长的主动力

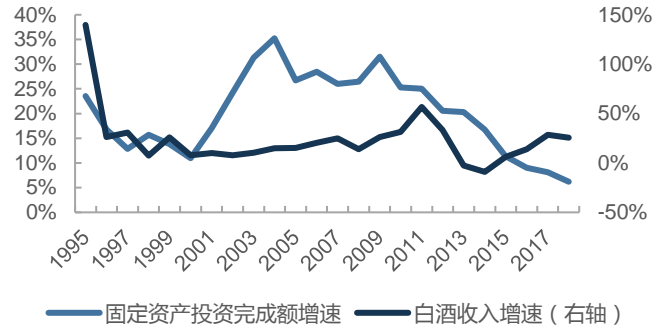
本轮白酒周期与 GDP 增速的相关性减弱，转为受消费升级拉动。白酒行业由总量增长转变为结构性增长。2012 年后，白酒收入增速与 GDP 增速及固定资产投资增速的相关性减弱，白酒行业增长由经济总量增长拉动转变为由人均可支配收入的持续增长拉动，消费升级已成为白酒增长的主要驱动力。

图 11 白酒收入增速与 GDP 增速的相关性减弱



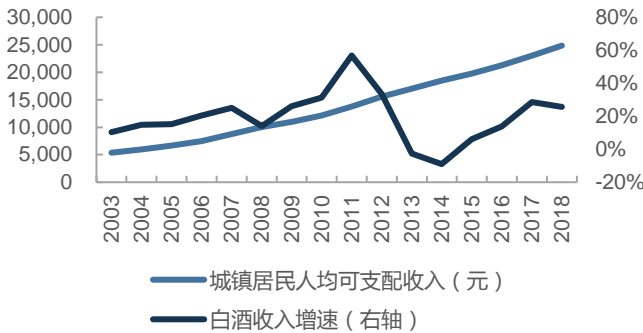
资料来源：WIND，德邦研究

图 12 白酒收入增速与固定资产投资完成额增速相关性减弱



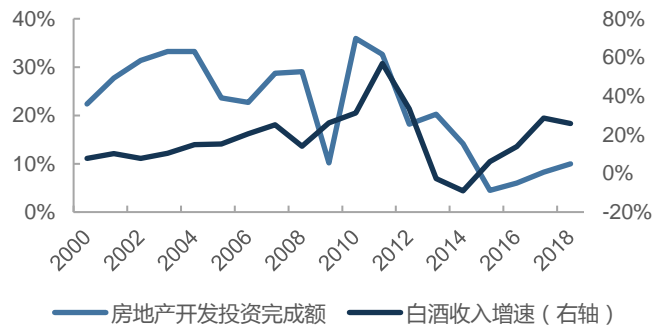
资料来源：WIND，德邦研究

图 13 白酒收入增速与城镇居民人均可支配收入的相关性



资料来源：WIND，德邦研究

图 14 白酒收入增速与房地产开发投资完成额的相关性

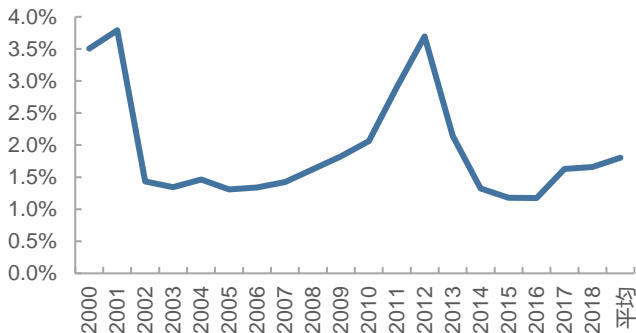


资料来源：WIND，德邦研究

我国城镇居民人均可支配收入持续增长。2012 年三公消费受限后，茅台酒价格一路下跌，虽然自 2016 年初起价格逐步回升至前期高点，但与持续增长的城镇居民可支配收入的比值仍处于低位，居民的消费能力提升。

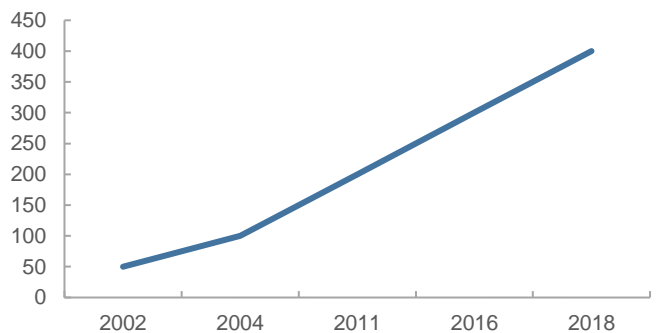
受益于人均可支配收入增长，白酒主流消费价格带上升加快，上升周期缩短，消费升级趋势明显。江苏省目前的白酒主流消费价格带正由 300 元向 400 元升级。省内的宴席市场升级更为领先，价格带由 400 元向 600 元升级；安徽省白酒主流消费价格带已经由 100 元上升至 200 元，预计未来 5 年将加速向 300-400 元价格带升级。

图 15 53 度茅台酒零售价/人均可支配收入 (年) 处于低位



资料来源：WIND，德邦研究

图 16 江苏省白酒主流消费价格带呈持续提升趋势 (元)



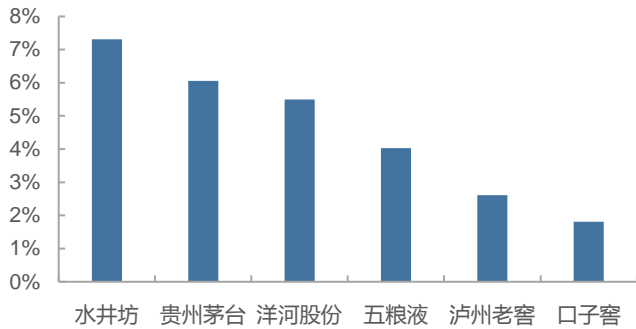
资料来源：渠道调研，德邦研究

### 2.3.4 外资流入，对白酒板块估值形成一定支撑

2019 年，北上资金对白酒板块配置比例加大。2019 年 5 月 28 日，MSCI 纳入 A 股首次扩容

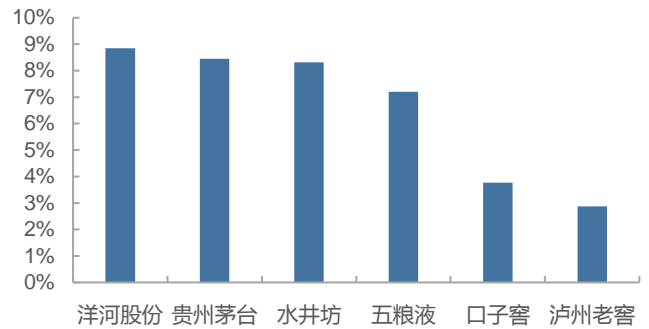
正式生效，并计划于 8 月/11 月将 A 股的纳入因子的比例由 10% 分别提升至 15%、20%，预计北上资金将持续涌入，作为外资持股比例较高的白酒板块将继续受益。当前，外资对白酒持股比例最高近 9%，离 30% 的持股上限还有很大空间。

图 17 白酒上市公司 2018Q1 陆股通持股比例



资料来源：WIND，德邦研究

图 18 白酒上市公司最新陆股通持股比例



资料来源：WIND，德邦研究

白酒板块估值向下的波动性有望减小。白酒板块历史估值区间在 10-40 倍，预计随着周期性的减弱及外资的持续流入，估值中枢有望维持 20-30 倍。

图 19 白酒估值中枢有望维持 20-30 倍

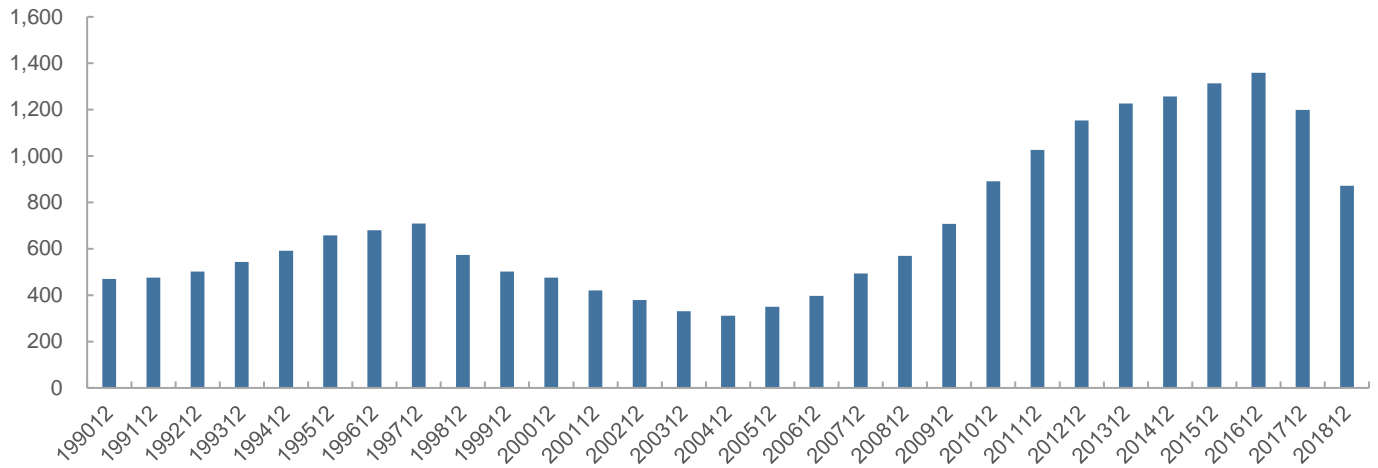


资料来源：WIND，德邦研究

## 2.4 白酒由整体量价齐升过渡到结构性增长

白酒行业由整体量价齐升过渡到结构性增长，消费升级成为主要驱动因素。据国家统计局数据，2018 年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 871.2 万千升，累计完成销售收入 5363.8 亿元，累计实现利润总额 1250.5 亿元。2018 年，纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业 1445 家。2003-2012 年，中国经济处于高速成长期，GDP 保持快速增长，投资增速维持高位，频繁的商务活动拉动了白酒需求，白酒行业经历了量价齐升的黄金十年。随着我国经济结构逐渐转型，GDP 告别高速增长阶段，人均可支配收入的持续增长推动下的消费升级是驱动新一轮白酒周期的主要因素。

图 20 我国规模以上白酒企业产量 (万千升)



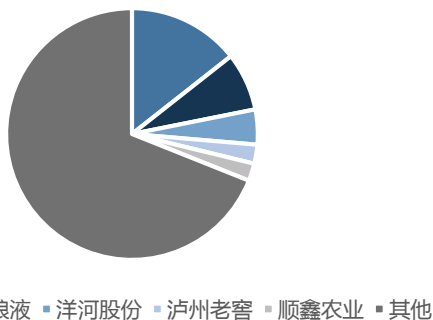
资料来源: WIND, 德邦研究

### 2.5 白酒行业集中度低, 名酒份额将呈提升趋势

白酒销量结构极度不平衡, 市场份额较为分散。虽然高端白酒品牌茅台、五粮液、泸州老窖的高端系列产品创造了行业 19% 的收入, CR3 共计创造了行业 41% 的利润, 但其占行业总销量的比例非常小, CR3 的高端产品销量占比仅 0.68%。根据国家统计局公布的数据, 2018 年我国白酒规模以上企业总产量 871.20 万千升。高端酒 6 万吨, 次高端 4.6 万吨, 中档 100 万吨, 剩余的量都是 100 元/瓶以下的低档酒, 可见白酒销量结构呈极度的不平衡, 高端、次高端合计销量占比 1.2%, 100 元/瓶以下的低端酒占据白酒行业总销量的 87%。按销量计算, 白酒行业销量最大的是顺鑫农业, 其次是洋河股份, 市占率分别为 7.1% 和 2.5%。

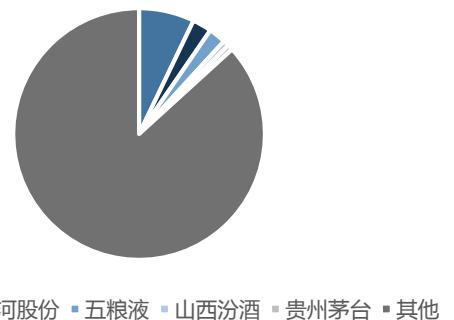
少喝酒、喝好酒将是行业长期发展趋势, 名酒集中度将提升。白酒行业总体销量规模没有增长, 未来主要呈结构性增长, 表现为名优酒的市场集中度提升。虽然规模以上白酒企业收入、利润总额保持稳步增长的态势, 但行业总产能是过剩的。低端产能不断被淘汰, 挤压式增长的竞争格局将长期存在。预计未来两年白酒行业总产量会略有下滑, 白酒消费的品牌意识会进一步强化, 行业呈现出挤压式竞争的状态。随着消费升级推动白酒消费价格带上移, 以及人均可支配收入的持续增长, 有品牌力的名酒未来更具竞争优势。

图 21 2018 年白酒行业 CR5 占比 (按收入)



资料来源: WIND, 德邦研究

图 22 2018 年白酒行业 CR5 (按销量)

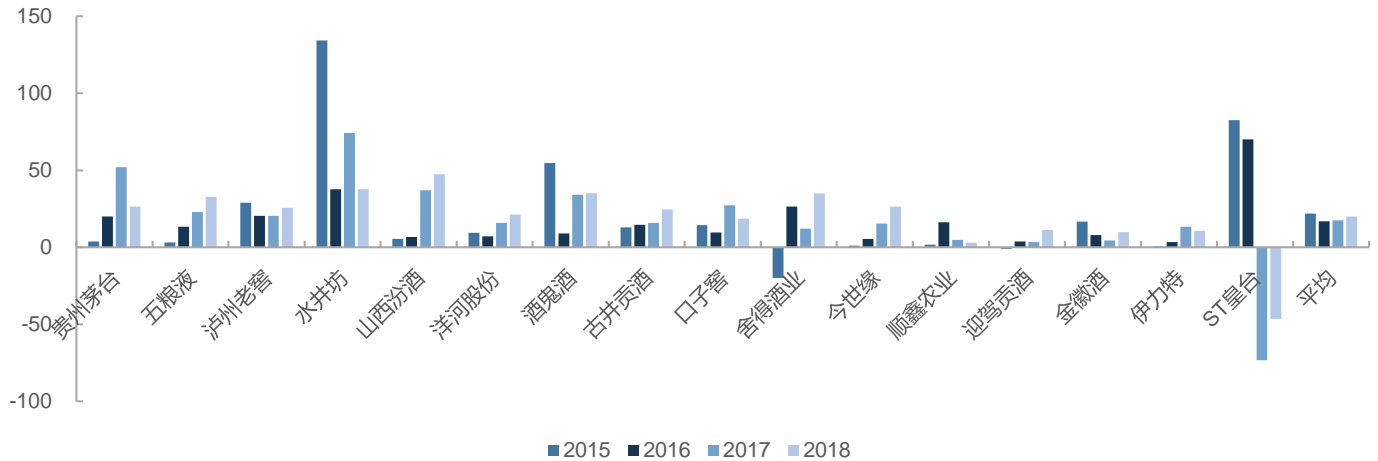


资料来源: 公司年报, 德邦研究

### 2.6 品牌力是本轮周期的核心竞争力

白酒行业总量增长的时期已经过去，市场集中度将不断向优势品牌集中。一二线名酒收入增速快于行业平均，份额呈提升趋势。2015 年至今，白酒行业进入新的景气周期，行业呈现明显的结构性增长特点，品牌力强的名酒上市公司品牌增速较高，收割行业份额，而品牌力相对较弱的企业增长较弱甚至出现负增长。行业内品牌力最强的茅台、五粮液及泸州老窖三家的销量市占率由 2012 年的 0.3% 提升至 2018 年的 0.7%。

图 23 白酒上市公司收入增速 (%)



资料来源: WIND, 德邦研究

名酒企业更加重视品牌力的塑造，抬升价格体系。以高端白酒五粮液为例，2019 年，五粮液升级了经典五粮液，提升价格，重点打造了高端产品五粮液 501，旨在提升价格体系及品牌力。泸州老窖、洋河、酒鬼酒等纷纷提高终端指导价。

表 4 2019 年名酒提价情况

公司	具体提价情况
五粮液	2019 年 5 月 13 日起，四川市场第七代经典五粮液终端供货价调整为 939 元/瓶；6 月 1 日起，供货价调整为 969 元/瓶。
	2019 年 5 月，第七代经典五粮液收藏版上市，终端供货价为 969 元/瓶；6 月 1 日起供货价调整为 999 元/瓶。
	2019 年 6 月，第八代经典五粮液上市，终端供货价 959 元/瓶。
泸州老窖	2019 年 5 月起，38 度国窖 1573 经典装调整终端配送价格为 640 元/瓶，52 度国窖 1573 经典装为 860 元/瓶。
洋河	2019 年 5 月，蓝色经典系列的海之蓝每箱涨价近百元，天之蓝、及梦之蓝梦三梦六，每箱涨价百元以上；最高涨幅超过 20%。
酒鬼酒	2019 年 4 月，内参酒团购指导价提升至 1350 元/瓶，零售指导价调整为 1499 元/瓶。
山西汾酒	2019 年 5 月，48 度、53 度青花 30 开票价分别上调 35、25 元/瓶，48 度、53 度青花 30 终端建议零售价调整为 738 元/瓶。

资料来源: 公司公告, 德邦研究

### 3. 白酒呈分层竞争特点，各级名酒分层收割份额

白酒行业呈现分层竞争的特点。白酒产品有明显的价格带区分，消费者会根据不同的消费场景选择不同价格带的白酒，因此白酒行业呈现出明显的分层竞争的特点，一般不会跨层竞争。各层级白酒的竞争要素、竞争格局及投资逻辑有所不同。

白酒行业将呈结构性增长。未来 3-5 年，预计高端白酒（价格高于 600 元/瓶）收入复合增速在 15%-20%，次高端白酒（价格区间 300-600 元/瓶）收入复合增速

10-15%，中端白酒（价格区间 100-300 元/瓶）收入复合增速维持在 10%，而低端白酒（价格低于 100 元/瓶）整体将呈下滑趋势，预计收入每年下滑幅度约 5%。

**白酒行业将呈结构性增长，品牌力强的名酒最为受益。**高端白酒竞争格局最为稳固，品牌具有稀缺性，相较于次高端及中高端白酒确定性更强；次高端白酒还未形成像高端白酒那样较为稳定的竞争格局，预计未来 3-5 年次高端整体规模将维持稳定增长，竞争逐渐加剧，兼具品牌力、渠道力及管理能力的全国化品牌更具成长空间；中高端白酒多为区域性品牌，渠道力强的区域性龙头的根据地市场优势明显，充分受益于各省份白酒消费价格带上移趋势；低端白酒受经济影响最小，抗周期能力强，消费升级趋势明显，全国性低端酒品牌集中度提升空间大。

表 5 白酒不同价格带分层竞争

细分市场	价格区间	代表品牌和产品	规模（亿元）	销量（万千升）	CR3	需求拆分	复合增速	主要影响因素
高端	>600 元/瓶	茅台、五粮液、国窖	914	6.0	94%	商务 55%， 民间 40%， 政务 5%	量 10%、 价格 5-10%	品牌、渠道
次高端	300-600 元/瓶	剑南春、水井坊、红花郎、梦之蓝	350	4.6	40%	政商 70%， 民间 30%	增长 10%- 15%， 价格 5%	品牌、团队、 渠道、营销
中端	100-300 元/瓶	海之蓝、古井、汾酒	2300	100	6%	政商 50%， 民间 50%	增长 10%	品牌、团队、 渠道、营销
低端	<100 元/瓶	金种子、牛栏山二锅头等	1800	760.4	5%	商务 10%， 民间 90%	下滑 5%	品牌知名度、 渠道、成本、 营销
合计			5364	871				

资料来源：国家统计局，德邦研究

表 6 白酒各价格带规模趋势

价格带	2018 市场规模	占比	2022 市场规模	占比	CAGR
高端	914	17%	1895	26%	20%
次高端	350	7%	656	9%	17%
中高端	2300	43%	3367	46%	10%
低端	1800	34%	1466	20%	-5%
总量	5364	100%	7385	100%	8%

资料来源：国家统计局，德邦研究

### 3.1 高端白酒竞争格局稳固、品牌稀缺，确定性最强

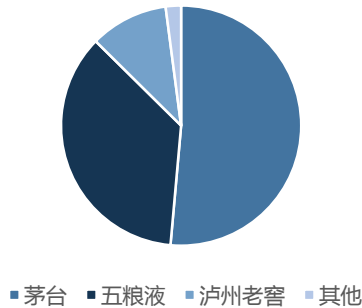
**高端白酒需求有保障。**白酒有较强的社交、面子属性，是社交应酬的润滑剂，尤其是极具稀缺性的高端名酒，有不可替代性。

**高端白酒参与者少，市场集中度高。**我国高端白酒市场主要由 53 度茅台酒、五粮液普五和国窖 1573 组成，市场份额较为集中，竞争格局好。2018 年，高端白酒整体容量预计达 6.17 万吨，其中，茅台 3.25 万吨，五粮液 2.22 万吨，国窖 1573 约 6500 吨。按销量计算，龙头茅台市占率 53%，CR3 占比高达 98%。

**高端白酒的进入壁垒高，竞争格局较稳固。**对品牌底蕴的要求，就将绝大多数白酒企业排除在外，仅有极少数名酒具备进入高端白酒队列的品牌力；其次，高端白酒的产能壁垒高，拓展产能需要较长的时间。高端白酒对生产窖池的使用年限、窖藏的时间都有很高的要求，一般只有连续使用时间在几十年以上的窖池才能生产出高端酒基酒，生产出的基酒需要储存 3-5 年才能出厂销售。所以，高端白酒的产量有限且拓展产能需要一定的时间。

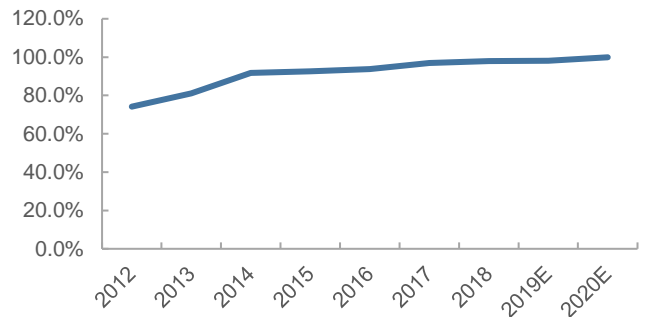
**高端白酒市场 CR3 的集中度持续提升。**在经历了白酒行业 2012-15 年的深度调整期后，茅、五、泸在高端白酒市场的地位得到了进一步的加强，而同期水井等品牌因大幅减少高端酒出货量或调整价格体系逐渐退出了高端市场的竞争，茅五泸高端产品销量占比由 2012 年的 74% 提升至 2018 年的 98%。

图 24 高端白酒竞争格局（销量）



资料来源：公司年报，公开资料，德邦研究

图 25 高端白酒 CR3 市占率进一步提升（销量）



资料来源：公司年报，德邦研究

**高端白酒产能增长较为有限。**2003-2018 年，高端白酒 CR3 供给量由 1.2 万吨提升至 6.1 万吨，年复合增速约 11%。受益于品牌意识提升、消费升级及人均可支配收入的增长，高端白酒的需求稳步增长，CR3 销量复合增速维持在 12%。

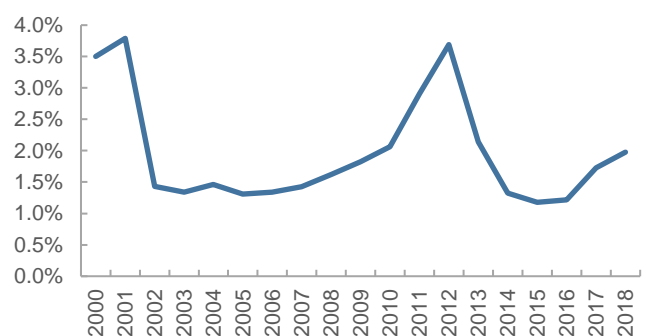
**高端白酒价格有上涨空间。**以 53 度茅台酒为例，目前其零售价格与全国城镇居民人均可支配收入的比值仍处于历史低位。2018 年，53 度茅台酒零售价与全国城镇居民人均可支配收入的比值为 2%；2012 年，这一比值高达 3.7%，相较于居民收入的提升，茅台价格提升的幅度较小。

图 26 高端白酒未来三年销量复合增速 12%



资料来源：WIND，德邦研究

图 27 53 度茅台零售价/全国城镇居民人均可支配收入处于低位



资料来源：WIND，德邦研究

高端白酒品牌中，茅台作为高端白酒乃至白酒的价格标杆，量、价兼具提升空间，丰厚的渠道利润为公司业绩提供了一定的安全边际，业绩的确定性最强；由于茅台 2019 年供应量有限，加之上半年渠道调整发货量较小，五粮液、泸州老窖承接了部分的高端白酒溢出需求；五粮液自 2018 年底开始实施改革，缩减系列酒品牌，重视高端产品打造，推进渠道改革，改善经销商利润，普五批价由 810 元上涨至 950 元左右，预计改革红利将持续释放。

### 3.2 次高端竞争加剧，兼具品牌力、渠道力及管理力的更具全国化可能



### 3.2.1 次高端近两年扩容明显，未来3年增速有望维持20-30%

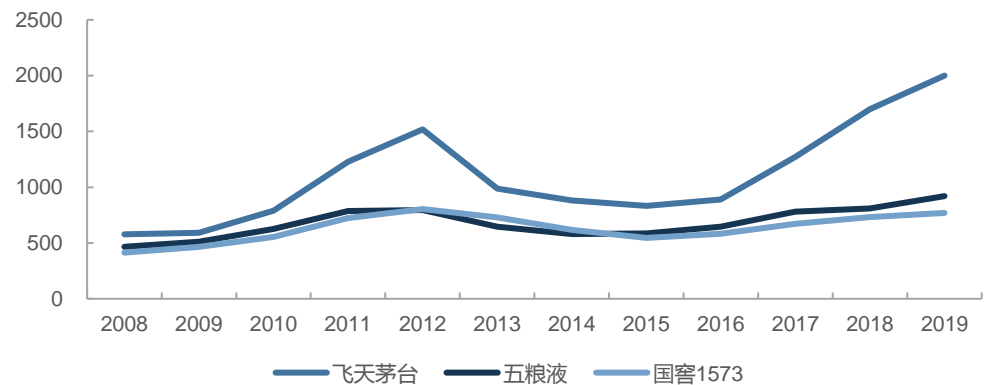
次高端白酒定位300-600元的价位带，主要消费场景为商务宴请及送礼，具有较强的品牌力和悠久的历史。2016年以来，次高端白酒整体呈现量价齐升趋势，快速增长，2018Q1达到50%。一方面与次高端白酒2012年后规模下滑，基数较小有关，另一方面，2016年初起，以茅台为代表的高端白酒纷纷提价，为次高端白酒的价格打开了天花板，次高端的性价比更为突出。随着近两年次高端高速增长后基数逐渐变大，预计中短期，次高端增速将有所放缓，在20%-30%左右。

我国白酒销量结构较为不均衡，次高端占比将呈提升趋势。我国白酒行业结构较为不均衡，高端白酒销量占比仅0.5%，次高端白酒销量占比仅约1%，而低端白酒销量占比约90%。随着消费者人均收入的逐渐提升，预计会有更多消费者升级至次高端及高端白酒行列，次高端白酒销量将呈提升趋势。2018年，次高端白酒（300-600元）市场规模约350亿元，在白酒行业中收入规模占比7%，预计至2022年市场规模将达到656亿元，在白酒行业中占比提升至9%。

上一轮白酒深度调整期，次高端白酒规模被压缩。2012年，白酒行业由于受到经济下行以及三公消费的冲击，需求出现断崖式下跌，高端白酒尤其严重。随着高端白酒纷纷降价销售，次高端白酒品牌也随之将价格下调至300-600元价格区间，次高端白酒收入规模在2012年被压缩。

高端白酒价格上涨，为次高端打开了价格空间。2015年，白酒消费需求在深度压抑后出现复苏，随着大众消费逐渐取代政务消费，高端白酒品牌纷纷提高了出厂价。2016年，高端白酒的一批价及零售价出现回升，为次高端白酒品牌提价提供了充足的空间。目前高端白酒价格坚挺，茅台批价超过2000元/瓶，五粮液批价上升至920元/瓶左右。受益于高端白酒价格上涨带来的消费需求溢出及中高端酒的消费升级，次高端市场扩容明显。

图28 高端白酒价格回升为次高端提供了空间（零售价）



资料来源：渠道调研，德邦研究

表7 次高端品牌近两年持续提价

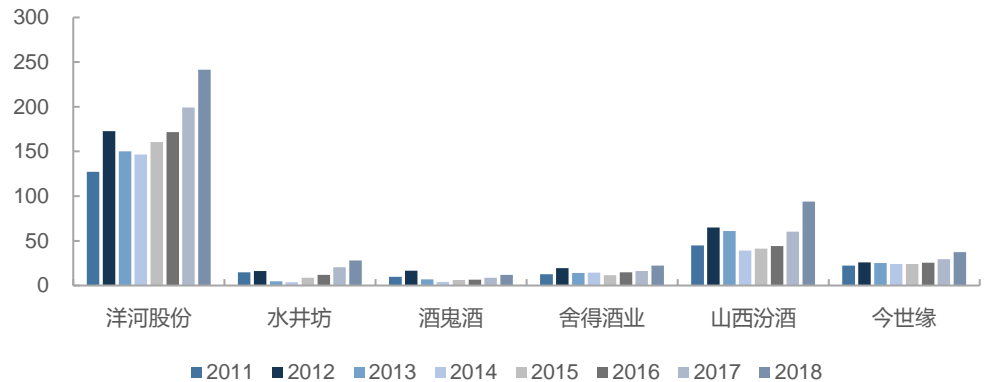
公司	日期	具体提价内容
水井坊	2016年11月	上调臻酿八号和井台系列出厂价。建议臻酿八号零售价调整为320元，井台零售价调整为460元。
	2017年7月	典藏大师、井台及臻酿八号出厂价分别上涨15元、10元、10元/瓶。
	2017年12月	典藏系列出厂价上调40元，井台系列上调30元，臻酿8号及鸿运装上调20元。
酒鬼酒	2016年4月	50度酒鬼酒、红坛酒鬼酒及内参酒三个产品上调出厂价5-10%。
	2017年5月	42度酒鬼酒的出厂价上调20元/瓶。
	2017年7月	52度内参酒零售指导价提高至1390元/瓶，比之前的价格上涨了110元/瓶。
	2018年7月	52度红坛和紫坛出厂价分别提价22/20元。
	2019年3月	52度内参酒结算价上调20元/瓶。

资料来源：公司公告，德邦研究

### 3.2.2 次高端竞争加剧，兼具品牌塑造及全国渠道拓展能力的酒企更有优势

白酒行业 2015 年迎来复苏，茅台一批价逐年走高，目前在 2020 元左右，茅台批价的持续上行打开了次高端的天花板，次高端规模从 2015 年的 194 亿恢复至 350 亿元。

图 29 大部分次高端品牌规模已恢复前期高点（亿元）

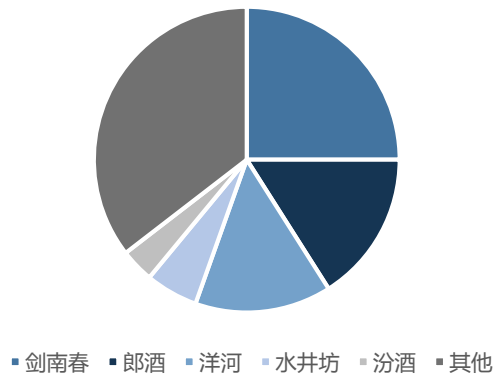


资料来源：WIND，德邦研究

次高端市场尚未形成类似于高端白酒市场的稳固格局，具备渠道拓展能力及营销能力的品牌更具优势。次高端价格带较适合偏高端的商务接待，市场参与者包括剑南春、洋河梦之蓝、郎酒、水井坊、汾酒等 10 家企业。目前剑南春是次高端龙头，市场份额为 25%。剑南春有强大的品牌力和产品力，曾经与茅台和五粮液齐名，但是剑南春的管理与营销相对薄弱，相对其他竞争者的优势一直被不断缩小。而洋河兼具品牌、渠道及管理优势，借力天之蓝、梦之蓝不断提升在全国次高端的市场份额，2018 年底已达 14%。

次高端市场竞争有所加剧。高端酒品牌茅台、五粮液、泸州老窖的系列酒近两年加速进入次高端领域。2018 年，茅台系列酒收入约 80 亿元，五粮液系列酒收入约 76 亿元；地产酒龙头也进行了前瞻性的布局，如今世缘的国缘系列，古井贡的年份原浆古 8 以上。

图 30 全国次高端白酒竞争格局



资料来源：渠道调研，德邦研究

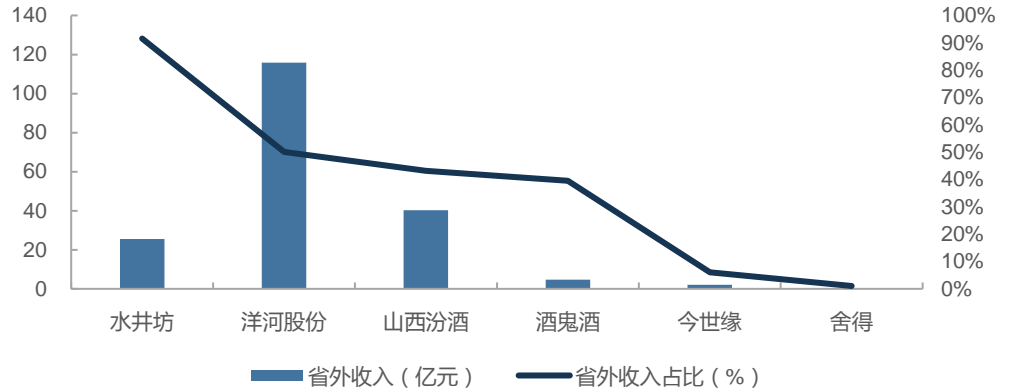
大部分次高端品牌全国化程度低于高端酒，主要立足于本土市场，省外收入占比较低。未来次高端品牌的增长主要来自根据地市场的进一步深耕、产品结构升级以及依靠渠道管控能力去拓

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

展全国市场，对品牌力、渠道管控能力、及公司的管理能力均有较高要求。

目前，拥有全国化布局的次高端品牌主要为剑南春、郎酒及洋河股份。上市公司中，洋河股份、山西汾酒、水井坊坚持全国化扩张，洋河省外占比已达 50%，山西汾酒省外占比超过 40%，水井坊省外占比超过 20%，未来的发展空间较大，有良好的成长性。其中，洋河的梦之蓝、剑南春和郎酒次高端产品规模均达到 100 亿元。洋河作为老八大名酒之一，具有品牌力、强大的渠道管控能力及优异的公司治理能力，最具全国化能力。

图 31 次高端白酒品牌省外扩张空间大



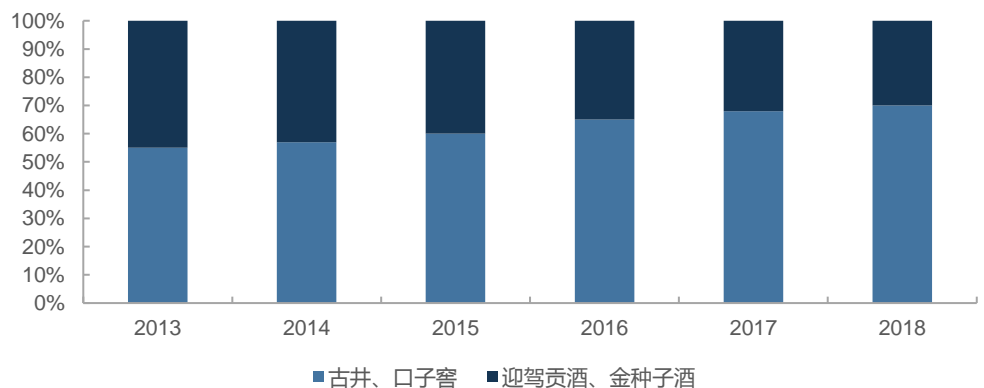
资料来源：WIND，德邦研究

### 3.3 中高端白酒受益主流价格带上移，品牌力、渠道力强、产品结构合理的龙头优势明显

中高端白酒价格带在 100-300 元，饮用场景多为自饮或亲友聚会，主要为区域性酒企。古井贡酒、口子窖、今世缘等中端酒企凭借当地高品牌认知度、良好的产品布局进一步深耕区域市场，巩固现有的区域竞争优势，充分享受区域性消费升级带来的成长性。

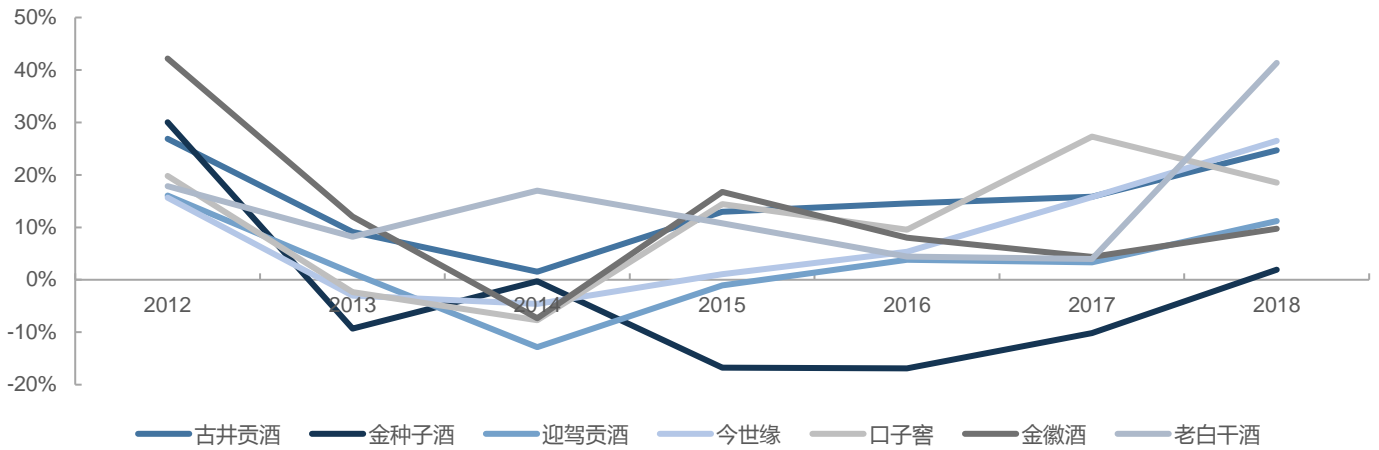
**白酒消费升级，区域龙头份额提升。**以安徽省为例，龙头品牌古井及口子窖份额不断提升，品牌力和价格带弱势的金种子酒近几年收入出现下滑，份额持续下降。古井贡酒作为老八大名酒之一，凭借品牌力、渠道管控力、产品结构及管理方面的优势，即使在行业深度调整期收入也未出现负增长，近两年收入增长呈加速趋势。

图 32 安徽市场古井贡及口子窖份额持续提升



资料来源：WIND，德邦研究

图 33 区域酒企收入增速情况



资料来源: WIND, 德邦研究

### 3.4 低端白酒抗风险能力强, 全国性品牌尽享集中度提升

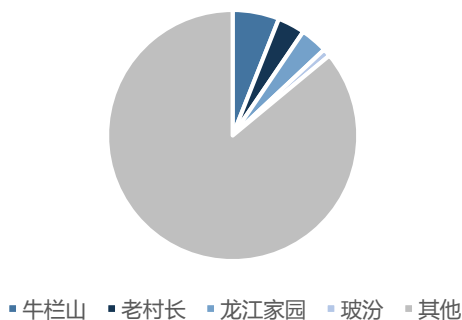
低端酒价格带在 100 元以下, 尤其集中在 50 元以下, 消费群体主要为大众消费, 包括城市外来务工人员和三四线城市居民。低端酒市场规模约 2000 亿元左右, 主要品牌包括地产名酒的低档产品、牛栏山、红星、老村长等。

**低端酒抗周期性较强。**由于低端酒的消费群体主要为大众, 饮用场景偏日常消费, 价格低, 受经济波动的影响最小, 抗风险能力较强。

**低端酒市场集中度低, 升级趋势明显, 份额向全国性名酒品牌集中。**2019 年, 低端酒 CR3 市占率仅 13%, 销量最大的牛栏山销量约 40 万吨; 近年来, 消费升级趋势明显, 消费者更加注重品牌力, 且受成本涨价影响, 低端酒主流消费价格带已由 10 元提升至 15 元及以上。老村长基本砍掉了 10 元以下的产品。牛栏山推出了 30 元以上的京味浓香, 以及 100 元左右的珍品陈酿。

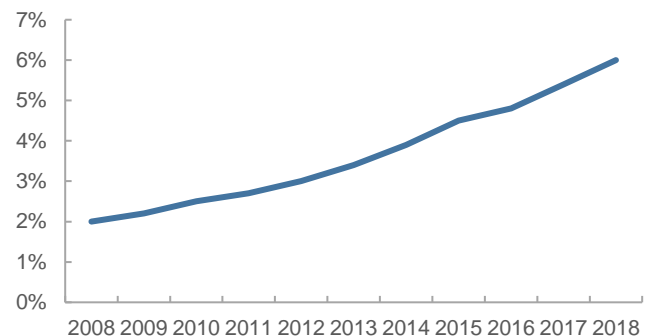
牛栏山的品牌力强于老村长及龙江家园, 具有品牌溢价, 未来将呈强者恒强的趋势。牛栏山目前市占率仅 6%, 参考啤酒龙头华润啤酒销量口径 23% 的市占率, 同样作为大众品, 牛栏山已具备了足够的品牌力和渠道网络, 未来的成长空间较大。

图 34 低端白酒市场集中度较低 (销量)



资料来源: 渠道调研, 德邦研究

图 35 牛栏山市占率持续提升 (销量)



资料来源: 渠道调研, 德邦研究

## 4. 风险提示

**宏观经济低迷:**白酒消费与经济相关。经济严重低迷, 会影响政、商及家庭的白酒消费, 尤其影响中高端及以上白酒的购买频次和价格;

**行业政策影响:**白酒行业受产业政策影响较大,如限制政务消费会对白酒需求造成较大影响,2012年限制三公消费政策的出台严重影响白酒企业业绩;行业税收政策的变化也会对白酒产量造成一定影响;

**食品安全风险:**如白酒塑化剂事件等,食品安全问题会影响消费者信心;

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦研究书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦研究所并获得许可，并需注明出处为德邦研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。