

食品饮料

白酒行业研究笔记

白酒行业属性：弱周期性的消费品，投资者眼中的“长青行业”。白酒行业空间大且价格带宽；行业挤压式增长，“赢家通吃”效应明显。白酒行业价格带较宽，从十几元的牛栏山到上万元的年份茅台，每个价格带都“大有可为”。**价值内在挖掘衍生出高端品牌，造就品牌力跃迁机会。**而对于品牌酒企而言，品牌力的跃迁常常取决于一个大单品的爆发。对于投资者而言，品牌力的跃迁将伴随着企业价值的大幅提升，值得关注和重视。**此外，白酒行业兼具消费品与周期品属性，行业螺旋式上升，国运决定了消费升级的速度。**

高端酒：大变革产生大机会，十年一周期龙头更替。龙头定价权的转移背后往往都潜藏着行业的大变革，排序一旦变化，公司价值将产生质的飞跃。站在当下，茅台、五粮液、泸州老窖、洋河、汾酒等公司稳中求变。过去十年茅台量价政策稳定，价格提升速度领先行业，成就了其绝对的领头地位。展望未来，行业在稳定中寻求突破，大变革产生大机会，我们应该用动态的眼光看待白酒行业，下个十年我们亦可期待十倍股的出现。

次高端：“成长性行业”，格局存变数。目前次高端产品普遍定位300-600元，相较于2012年更接地气。与此同时，随着消费者购买力的提升，次高端的消费基础更加夯实。全国化品牌与地产酒的攻守之战上演，通常情况下，全国化品牌会选择“多点开花”的策略；地产酒品牌会选择“临近扩面”的策略。而对于地产酒而言，消费升级既是机遇亦是挑战。

地产酒：消费升级，大单品更替，机遇与挑战并存。一方面，消费升级势不可挡，大单品的崛起为地产酒提供了品牌跃迁的机会，亦伴随着全国化酒企的“高端盖帽”风险，如何防止河南、山东等地区的“悲剧重演”，需要地产酒提前布局，未雨绸缪。另一方面，“走出去”需要强大的品牌背书和精细化的渠道运作，难度不可谓不大，但回报亦十分丰厚。

低端酒：白酒里的“大众品”，被忽略的大市场。低端酒需求受经济环境的影响较小，抗周期的属性较强。从行业竞争格局的角度来看，龙头市占率有较大提升空间。名酒的取舍之间，牛栏山的“升级困局”，名酒的种种措施，让我们看到了低端酒市场竞争态势的或然变化。对于牛栏山来说，是否能在30元以上价格带再塑大单品为后续发展蓄力，亦值得关注。

白酒掘金：品牌再造与治理改善。品牌再造促使酒企跳跃式发展，诞生投资大机会。“从无到有”并久立于世的产品并不多，需要企业深入挖掘品牌内在价值。企业家精神伴随着公司的蜕变，龙头的崛起背后都有优秀的企业家身影。国企改革从投资的角度来看，亦创造了戴维斯双击的可能性。

风险提示：中美贸易战存不确定性，存在经济下行的风险；此外，近几年行业挤压式增长明显，未来集中度提升的速率存在不确定性。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com



内容目录

1.白酒行业属性：弱周期性的消费品，投资者眼中的“长青行业”.....	4
1.1.“大行业”沃土：行业空间大、价格带宽.....	5
1.2.“长青行业”：弱周期性的消费品，强护城河效应明显.....	7
1.3 国际比较：互有异同，茅台盈利能力领跑.....	8
2.高端酒：大变革产生大机会，十年一周期龙头更替.....	10
2.1.增长是原始驱动力，行业政策属催化剂.....	10
2.2.变革与机遇：回望历史，展望未来，十倍股值得期待.....	11
3.次高端：“成长性行业”，格局存变数.....	13
3.1.价盘趋稳，格局变迁.....	14
3.2.全国化品牌与地产酒的攻守之战.....	15
4.地产酒：消费升级，大单品更替，机遇与挑战并存.....	16
5.低端酒：白酒里的“大众品”，被忽略的大市场.....	17
6.白酒掘金：品牌再造与治理改善.....	18
6.1.品牌再造：跳跃式发展，诞生投资大机会.....	18
6.2.治理改善：企业家精神，伴随着公司的蜕变.....	19
7.风险提示.....	20

图表目录

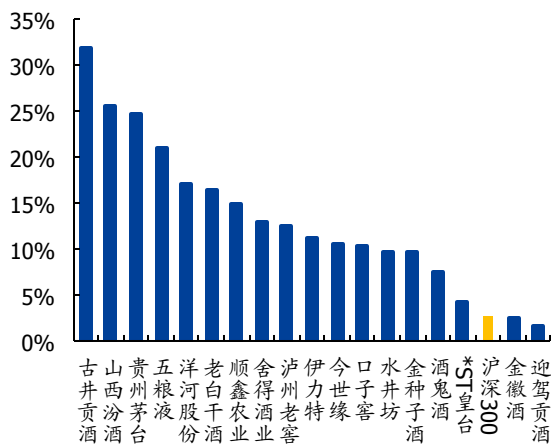
图表 1: 2008-2019 年白酒公司年均复合涨跌幅.....	4
图表 2: 2014-2019 年白酒公司年均复合涨跌幅.....	4
图表 3: 食品饮料市值大于 200 亿公司分布 (单位: 个).....	4
图表 4: 食品饮料子行业总市值分布 (单位: 亿元).....	4
图表 5: 2018 年中国酿酒行业统计数据.....	5
图表 6: 2018 年茅五泸洋合计指标占行业的比重.....	6
图表 7: 2018 年茅五泸洋收入增速.....	6
图表 8: 名酒分价格带分布.....	6
图表 9: 部分名酒历史渊源.....	7
图表 10: 中国高净增人群规模及增速 (2008-2019E).....	7
图表 11: 茅台价格增速与 PPI 的相关性.....	7
图表 12: A 股部分行业净利润同比增速对比 (%).....	8
图表 13: 部分烈酒上市公司十年股价复合增速 (2008-2018 年).....	9
图表 14: 2017 年部分烈酒上市公司吨酒价格 (万元/吨).....	9
图表 15: 2017 年部分烈酒上市公司毛利率 (%).....	9
图表 16: 2017 年部分烈酒上市公司净利率 (%).....	9
图表 17: 2006 年初以来贵州茅台、帝亚吉欧股价涨跌幅 (单位: 倍).....	10
图表 18: 2015 年初以来贵州茅台、帝亚吉欧股价涨跌幅 (单位: 倍).....	10
图表 19: 近 30 年白酒历次调整期梳理.....	11
图表 20: 中国 PPI 与白酒行业变化情况 (单位: %).....	11
图表 21: 2009-2019 年茅五泸量价年复合增速.....	12
图表 22: 2014-2019 年茅五泸量价年复合增速.....	12
图表 23: 茅台与五粮液价格对比.....	13
图表 24: 1998 年以来茅台营收/五粮液营收变化情况.....	13
图表 25: 茅台出厂价提升与 GDP 增长基本同步.....	13
图表 26: 茅台、五粮液终端价相较于出厂价的加价率.....	13

图表 27: 名酒价盘对比 2012 VS 2019.....	14
图表 28: 次高端行业竞争格局变化 2012 VS 2017.....	14
图表 29: 消费品子行业前两名公司的营收比例 (单位: 倍)	14
图表 30: 水晶剑与梦之蓝营收之比	14
图表 31: 江苏地区主流价格带变迁	15
图表 32: 部分全国化、地产酒品牌价格矩阵.....	15
图表 33: 安徽地区主流价格带变迁	16
图表 34: 洋河发展战略.....	16
图表 35: 2012-2015 年顺鑫农业营收增速超越行业.....	17
图表 36: 部分产品在中低端市场的占有率	17
图表 37: 中国饮料市场部分子行业龙头市占率.....	18
图表 38: 1999 年白酒上市公司股价涨跌幅.....	19
图表 39: 2004-2006 年洋河海之蓝收入情况 (单位: 亿元)	19
图表 40: 2014-2019 泸州老窖高档酒收入情况 (单位: 亿元)	19
图表 41: 2019 上半年白酒上市公司股价涨跌幅.....	19

1.白酒行业属性：弱周期性的消费品，投资者眼中的“长青行业”

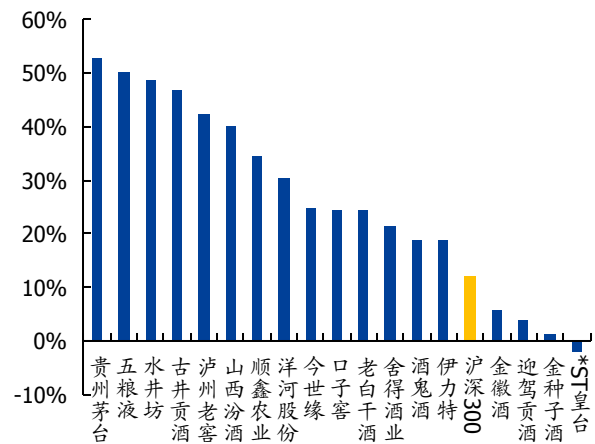
食品饮料行业是分析师眼中的“长青行业”，亦是大牛股频出的行业，而白酒行业是其重要组成部分之一。从数量角度来看，根据申万行业分类标准，食品饮料行业市值超过200亿元的公司共20家（数据截止2019年6月30日），其中白酒行业占据半壁江山；从市值角度来看，92家食品饮料行业公司市值总计3.36万亿，其中白酒公司市值占比65%。从历史收益率的角度来看，白酒行业上市公司（除ST皇台）10年复合增速均显著跑赢沪深300，其中古井贡酒、山西汾酒、贵州茅台、五粮液复合增速超过20%。从投资的角度来看，白酒行业不仅能出贵州茅台、五粮液等明星公司，还能经常为投资人带来整体板块上涨的“大机会”，2019上半年白酒指数涨幅71%，超额收益明显。

图表 1: 2008-2019 年白酒公司平均复合涨跌幅



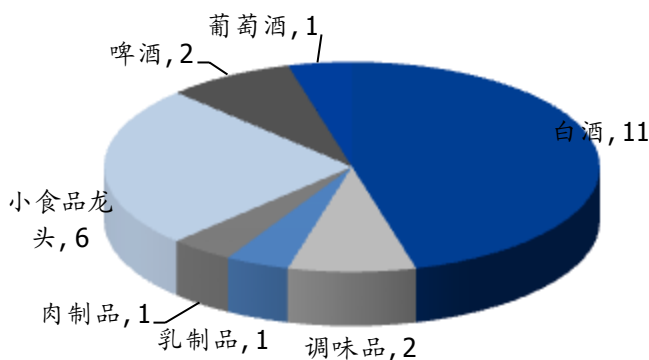
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2014-2019 年白酒公司平均复合涨跌幅



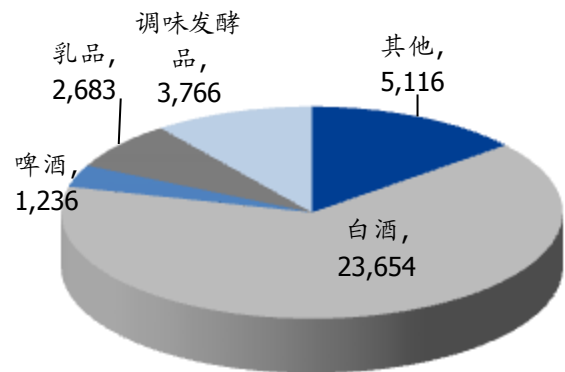
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 食品饮料市值大于 200 亿公司分布 (单位: 个)



资料来源: wind, 国盛证券研究所; 数据截止: 2019年6月30日

图表 4: 食品饮料子行业总市值分布 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所; 数据截止: 2019年6月30日

1.1. “大行业”沃土：行业空间大、价格带宽

行业的规模大小决定了龙头企业发展的天花板，“大行业”出“大公司”。对于中国酿酒行业来说，白酒行业超过 5000 亿元的规模远远领先于啤酒和葡萄酒行业，为千亿营收的公司创造了优厚的发展沃土。根据中国酒业协会数据，2018 年白酒行业规模以上企业 1445 家，总产量 871.20 万千升，同比增长 3.1%；实现销售收入 5363.83 亿元，同比增长 12.9%；实现利润总额 1250.50 亿元，同比增长 30.0%。啤酒行业规模以上啤酒企业 415 家，总产量 3812.24 万千升，同比增长 0.5%；实现销售收入 1472.52 亿元，同比增长 7.1%；实现利润总额 121.85 亿元，同比增长 5.6%。葡萄酒产业规模以上葡萄酒企业 212 家，总产量 62.91 万千升，同比下降 7.4%；实现销售收入 288.51 亿元，同比下降 9.5%；实现利润总额 30.63 亿元，同比下降 9.5%。除了规模显著领先于啤酒和葡萄酒行业之外，白酒行业的营收和利润增速亦表现亮眼，这与其行业属性、竞争格局等因素密不可分。

图表 5: 2018 年中国酿酒行业统计数据

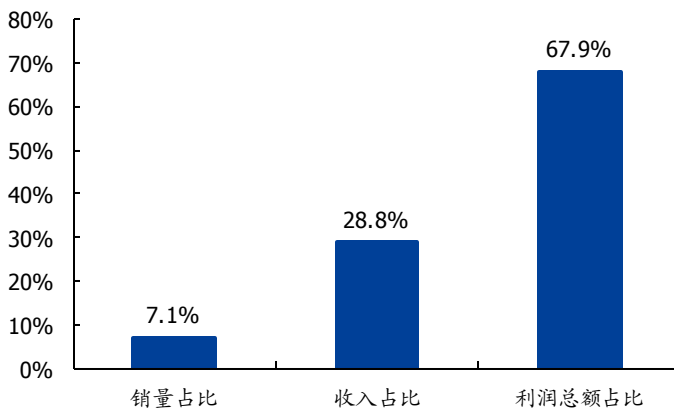
	产量 (万千升)	YoY	收入 (亿元)	YoY	利润总额 (亿元)	YoY	单价 (万元/升)
白酒	871.2	3%	5363.83	13%	1250.5	30%	6.2
啤酒	3812.24	1%	1472.52	7%	121.85	6%	0.4
葡萄酒	62.91	-7%	288.51	-10%	30.63	-9%	4.6

资料来源：中国酒业协会，国盛证券研究所

行业挤压式增长，“赢家通吃”效应明显。2018 年规模以上酒企 1445 家，其中中国前四大白酒公司（茅台、五粮液、洋河、泸州老窖）销量占比 7.1%，收入占比 28.8%，而利润总额占比更是高达 67.9%，行业盈利的头部效应明显。多数地方酒企有量无利、经营困难的背后，是中国白酒企业品牌集中度的加速提升，地方酒企面临着全国化酒企的进攻，而这种攻守战役的赢家往往是品牌力更强的酒企。品牌酒企赢家通吃效应明显，行业挤压式增长，小企业逐步出清，这就造成了中国的白酒行业的吨酒价格、利润率水平快速提升。这种挤压式增长会持续一段时间，泸州老窖总经理林锋指出目前中国白酒行业总销量约 870 万吨，未来或减少至 600 万吨；行业的产量和销量处于下降期，但销售额在提升，在行业挤压式增长的背景下，白酒行业龙头公司的“赢家通吃”效应会更加明显。

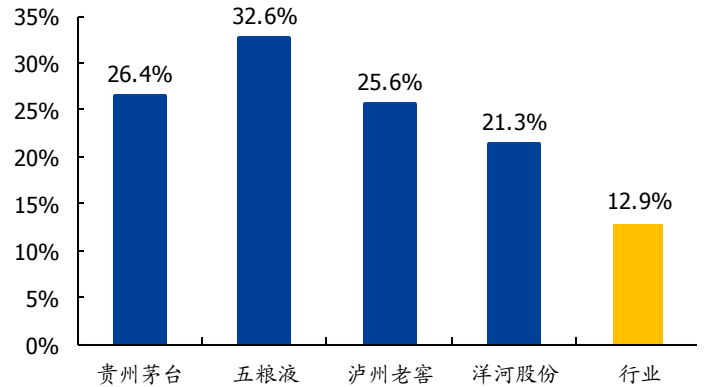
如果我们深入思考行业挤压式增长的原因，会发现近年来在媒介多样化、信息碎片化的背景下，“品牌逆袭”的案例数量减少，而头部品牌的集中化趋势加快，这种现象布置在白酒行业而是在消费品很多子行业中都有体现。究其原因，一方面，信息碎片化的背景下，企业品牌力弯道超车的成本更高，十多年前一个成功的央视广告可以让一个品牌迅速蹿红，而现在即便数倍的广告投入也无法达到当时的效果，这就要求企业更重视营销的内容，用“做减法”的方式快速抢占消费者心智；另一方面，消费者的识别能力更强，对于品质和品牌的要求更高，而对于以品牌力为本的高端品而言，“赢家通吃”的效应更加明显。

图表 6: 2018 年茅五泸洋合计指标占行业的比重



资料来源: wind, 中国酒业协会, 国盛证券研究所

图表 7: 2018 年茅五泸洋收入增速

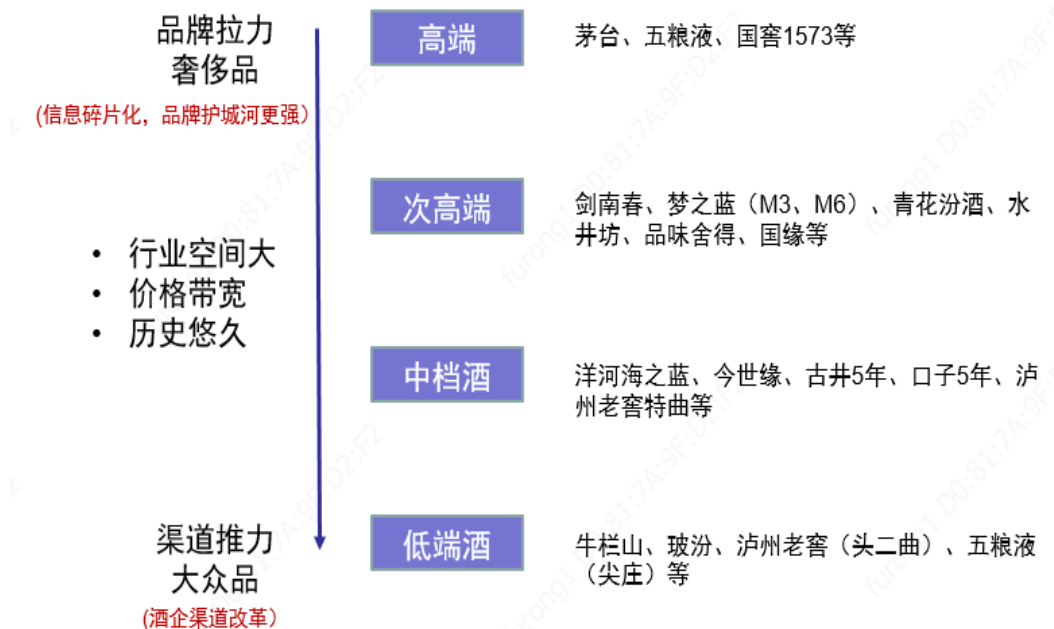


资料来源: wind, 中国酒业协会, 国盛证券研究所

宽价格带错位竞争，争取进入百亿俱乐部。白酒行业价格带较宽，从十几元的牛栏山到上万元的年份茅台，每个价格带都“大有可为”。从营收规模的角度来看，进入百亿俱乐部在一定程度上代表着一个大单品的成功。目前，从销售口径的数据来看，飞天茅台、五粮液、国窖 1573、洋河梦之蓝、剑南春、洋海之蓝、牛栏山等品牌脱颖而出，成功跻身百亿俱乐部。

价值内在挖掘衍生出高端品牌，造就品牌力跃迁机会。而对于品牌酒企而言，品牌力的跃迁常常取决于一个大单品的爆发，如泸州老窖（国窖）、全兴（水井坊）、今世缘（国缘）、洋河（梦之蓝）等。对于投资者而言，酒企品牌力的跃迁将伴随着企业价值的大幅提升，值得关注和重视。

图表 8: 名酒分价格带分布



资料来源: 国盛证券研究所

1.2. “长青行业”：弱周期性的消费品，强护城河效应明显

消费品属性：强护城河效应明显，进入壁垒高。中国酿酒史最早可以追溯至五千年前的黄帝时期，我们现在熟知的名酒品牌大多有数百年的历史底蕴。酒企高毛利、强品牌力的背后是中国历史文化的背书，消费者亦愿意为“历史价值”、“高贵血统”买单，作为历史传承的百年窖池成为了各个酒企的“镇店之宝”。从酿酒工艺的角度来看，浓香型白酒的优酒率与窖池年份息息相关，业界素有“千年老窖万年糟，酒好全凭窖龄老”的说法，在此种背景下，历史悠久的窖池为名酒企提供了天然的护城河。

消费品属性：“成瘾性”产品粘性强，复购率高。白酒属于酒精饮料，适量饮酒可以让人产生愉悦感，在朋友聚会和商务宴请时有活跃气氛的作用，中国有俗语“无酒不成席”也说明了酒类饮品的重要性。其次，消费者有较强的粘性，复购率高。经常饮酒的消费者，对于白酒品类的忠诚度较高，这一习惯也增强了酒企受众的稳定性。

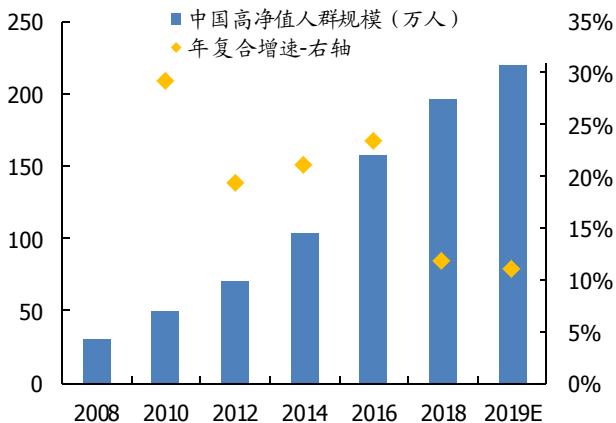
消费品属性：无“过期”隐忧，存货有时间价值。与快消品不同，白酒的保质期较长，通常情况下酒企无需对存货做减值准备；相反，白酒的保值增值属性较强，一瓶老酒的价值往往较高，比如：茅台年份酒。从资产的角度来看，基本上每家酒企均有老酒储备，这可作为稳定增值的资产成为企业发展的基石。从现金流的角度来看，当经济环境较差时，酒企可以将未出售的白酒储存起来，即便当期未创造现金流，亦有在未来提供现金流的可能性。同时，经销商对产品的周转要求较低，且少有退货的情况发生，所以通常情况下，酒企的现金流较为稳定。

图表 9: 部分名酒历史渊源

	追溯历史	历史文化
茅台	汉代，枸酱酒	唐宋以后，逐渐成为历代王朝贡酒
五粮液	唐代，姚子雪曲	具有 600 年连续使用的古窖池和由此演化而来的窖池群
泸州老窖	元代，泸州老窖大曲酒	400 余年历史的国宝窖池
山西汾酒	南北朝，宫廷御酒	曾出现在二十四史里，被誉为最早国酒

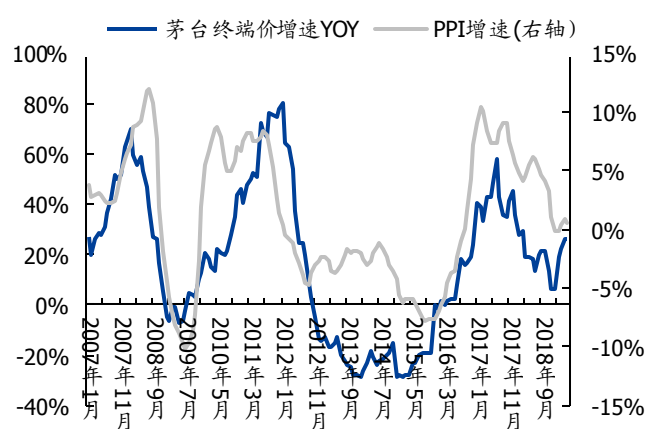
资料来源：百度百科，国盛证券研究所

图表 10: 中国高净值人群规模及增速 (2008-2019E)



资料来源：贝恩咨询，国盛证券研究所

图表 11: 茅台价格增速与 PPI 的相关性



资料来源：wind，国盛证券研究所

周期品属性：行业发展受经济环境影响螺旋式上升，国运决定了消费升级的速度。过去 20 年，中国经济发展迅猛，即便放眼世界，亦难找出可以与中国经济匹敌的经济体，“中国速度”不断刷新世人的认知。在此背景下，白酒行业经历了 2002-2012 年的黄金十年，随后短暂调整过后，2015 年以来行业回暖复苏，龙头酒企利润增速亮眼。回顾白酒行业的发展史，十余年来茅台终端价增速和 PPI 保持着近乎同步的节奏，经济增速的变动影

响着白酒行业的增速，但如果我们横向对比来看，白酒行业对经济变化的敏感性似乎低于其他行业。我们挑选周期行业（代表行业：采掘、钢铁）、消费行业（代表行业：家电、白酒、调味品、乳制品）和 TMT 行业（代表行业：传媒、计算机、电子）进行观测。从这些行业的 A 股上市公司净利润同比增速对比情况来看，2007-2008 年和 2017-2018 年，在经济降速的背景下，白酒的降速幅度较小，且在 2008 和 2018 年行业净利润仍保持较快增长。

周期品属性：库存周期强化波动幅度，但目前库存周期影响逐渐弱化。白酒产业链中，酒企的话语权较强，在经济环境较差的年份，部分酒企因为经营目标等因素可能会向经销商压货，造成产业链库存较高，如：2013 年部分经销商库存超过 6 个月，在此背景下，经销商需要更长的时间消化库存，在库存周期的影响下，白酒行业的周期波动被放大。但是，我们可以看到目前酒企领导人越来越注重对于渠道的管理，茅台李保芳董事长提出要努力“熨平周期”，五粮液、泸州老窖、洋河等公司对于库存的重视度提高，与此同时，多数经销商也加强了库存管理，可以预见在未来发展的进程中，库存周期对于白酒行业的影响或将有所弱化。

图表 12: A 股部分行业净利润同比增速对比 (%)

	2007 年	2008 年		2017 年	2018 年
SW 采掘	4	-5	SW 采掘	722	44
SW 钢铁	24	-62	SW 钢铁	398	33
SW 家电	518	4	SW 家电	32	-10
SW 白酒	81	28	SW 白酒	44	33
SW 调味品	-268	-4,115	SW 调味品	15	24
SW 乳制品	-53	-761	SW 乳品	-2	7
SW 传媒	664	-66	SW 传媒	-28	-167
SW 计算机	73	-5	SW 计算机	-1	-55
SW 电子	565	-156	SW 电子	10	-22

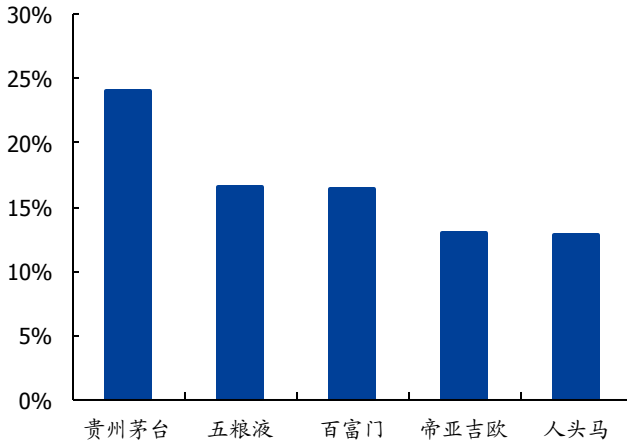
资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3 国际比较：互有异同，茅台盈利能力领跑

基因不同，中国名酒均价更高。2017 年茅台吨酒价格为 101.59 万元，而帝亚吉欧、百富门、保乐力加的均价在 10 万元左右。茅台盈利能力领跑的原因，我们认为或许有以下几点：一方面诸如茅台、五粮液等中国名酒自古以来具备了高端品的属性，从宫廷御酒到计划经济时代的配额制销售，中国名酒的“贵族基因”使得品牌的均价较高。另一方面，由于海外酒企的发展常常伴随着并购，品牌众多，价格带较宽，而茅台的大单品营收占比较高。若我们将五粮液或者价格带更宽的洋河用来跟海外酒企比较，则吨酒价格相差不大。但是，由于中西方消费者的收入水平相差较大，若以购买力计算，中国名酒的价格将显著高于海外烈酒。

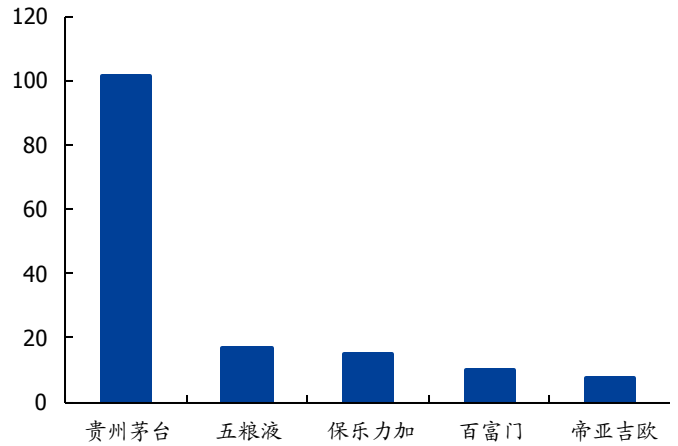
茅台盈利能力领跑，五粮液毛利率有提升空间。横向对比来看，从 ROE、毛利率、净利率、营收增速等角度来看，茅台相对于海外烈酒公司的优势明显。五粮液的吨酒价格高于帝亚吉欧、百富门和保乐力加，但是毛利率的优势并不明显，我们期望在公司产品结构优化吨价提升的同时，毛利率有较大的上升空间。

图表 13: 部分烈酒上市公司十年股价复合增速 (2008-2018 年)



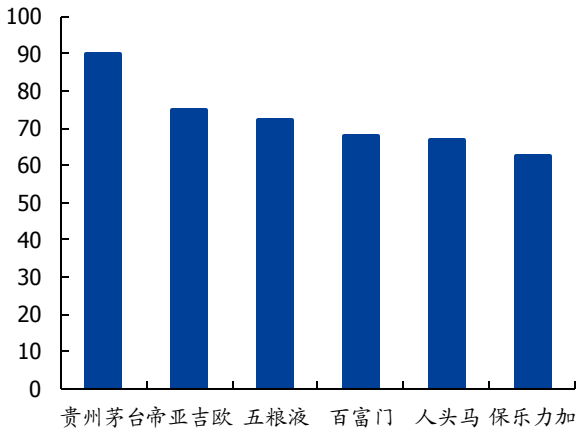
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2017 年部分烈酒上市公司吨酒价格 (万元/吨)



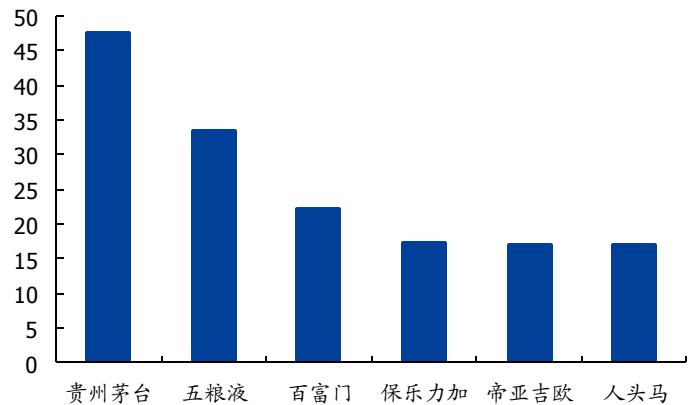
资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: 部分公司财年时间为 201806

图表 15: 2017 年部分烈酒上市公司毛利率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: 部分海外公司财年时间为 201806

图表 16: 2017 年部分烈酒上市公司净利率 (%)

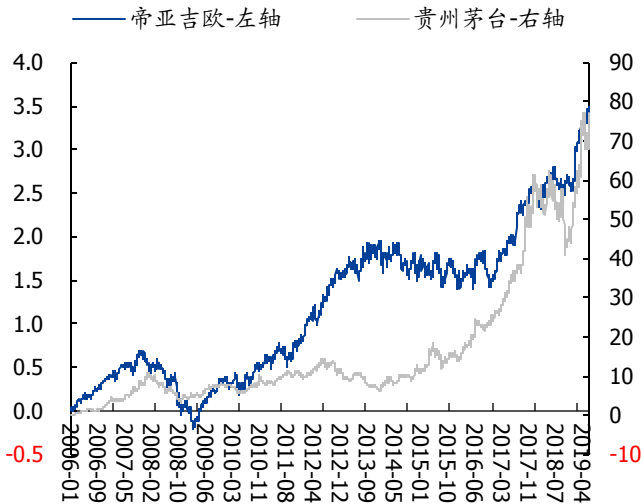


资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: 部分海外公司财年时间为 201806

从投资的角度来看, 国内外烈酒龙头回报喜人。2008-2018 年, 贵州茅台、五粮液、百富门、帝亚吉欧和人头马股价的年复合增速分别为 23.97%、16.50%、16.45%、12.93% 和 12.82%, 而同期沪深 300 和富时 100 的年复合增速分别为 5.17%和 4.26%, 烈酒龙头公司的超额回报明显。横向比较, 一方面, 中国的经济增速和收入水平增速较快, 在消费升级的趋势下, 中国消费品的营收和利润增速快于欧美等发达国家; 另一方面, 中国白酒行业仍处在集中化的趋势中, 龙头酒企的 EPS 增速较快, 以相同市盈率区间计算, 由于盈利增速较快所以中国品牌酒企的股价复合增速亦更快。

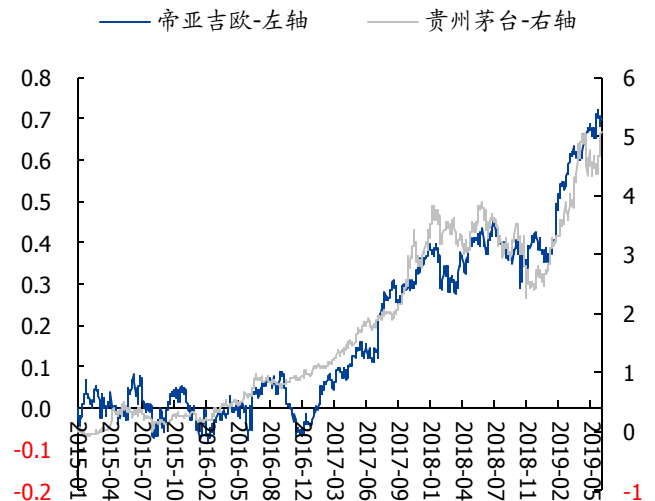
经济全球化下, 股价同步性较强, 投资逻辑亦逐渐趋同。如果我们复盘贵州茅台和帝亚吉欧的股价, 可以发现其走势的同步性较强, 且近三年的走势愈发相似。究其原因, 一方面, 在经济全球化的大背景下, 各个地区的经济周期的同步性较强, 这也使得中国白酒行业的增速与海外烈酒行业的发展周期趋同。另一方面, 海外投资人涌入 A 股, 抱团大白马的趋势下, 贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖等龙头公司的股东结构不断优化, 定价体系亦逐渐趋同。

图表 17: 2006 年初以来贵州茅台、帝亚吉欧股价涨跌幅 (单位: 倍)



资料来源: wind, 国盛证券研究所; 注: 数据截止 2019 年 6 月 24 日

图表 18: 2015 年初以来贵州茅台、帝亚吉欧股价涨跌幅 (单位: 倍)



资料来源: wind, 国盛证券研究所; 注: 数据截止 2019 年 6 月 24 日

2. 高端酒: 大变革产生大机会, 十年一周期龙头更替

中国白酒行业历史悠久, 高端酒的品牌护城河较强, 龙头公司的收入和利润不断创新高。回顾历史, 高端酒的竞争格局虽然相对稳固, 但并非一成不变。从“泸老大”、“汾老大”到“国酒五粮液”、“国酒茅台”, 中国白酒的头把交椅随着时代不断更替。龙头定价权的转移背后往往都潜藏着行业的大变革, 高端酒排序一旦变化, 公司价值将产生质的飞跃。

2.1. 经济增长是原始驱动力, 行业政策属催化剂

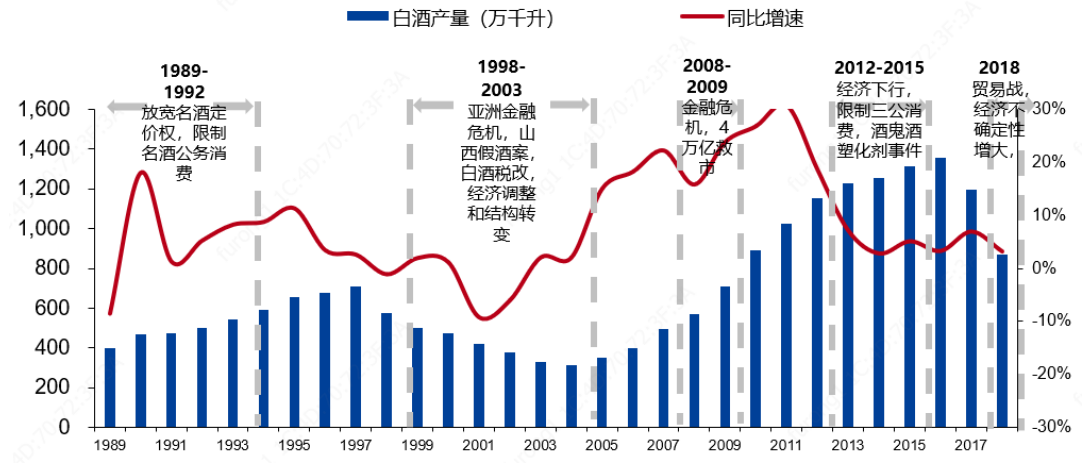
从 1988 年定价权放开以来, 白酒行业发展了 30 年, 经历了多次调整和变革, 行业集中度也随之提升, 龙头公司的价值螺旋式上升, 股票价格持续创新高, 茅台成为投资者眼中的明星股, 当我们复盘茅台终端价格涨跌幅时, 能明显看到其与 PPI 有较强的同步性。2002-2012 年是白酒行业发展的“黄金十年”, 亦是中国经济腾飞的黄金十年, GDP 年复合增速 16.0%。若我们换一个角度, 研究白酒行业的历次调整与经济活动的相关性, 可以发现白酒行业的调整期亦是中国经济结构变化的重要时期。

在研究白酒行业周期性的时候, 有一种看法认为“2008-2009 年和 2018 年是由于经济降速引发的行业调整, 1998-2003 年和 2012-2015 年是由于行业政策引发的调整, 而往往行业政策引发的调整持续时间更长, 波及范围更广”。但如果我们反观 1998-2003 年和 2012-2015 年中国宏观面的变化, 可以看出这两个时间段恰恰是中国经济结构变化的重要时间段。

•1998-2003 年: 1998 年山西假酒案震惊全国致使山西白酒产业备受打击, 对全国白酒销量亦有影响。2002 年税改, 白酒行业税率上升, 部分酒企盈利受到大幅影响。相对于白酒行业, 中国经济调整的力度和范围更大。1993-2003 年是朱镕基总理执政时期, 在此之前, 90 年代初期, 在过热经济的刺激下, 经济虽然保持了较快增长, 但不良贷款等问题对经济的健康运行埋下了一颗“定时炸弹”, 朱总理上任后铁腕改革, 勇闯地雷阵, 一方面国企改革, 另一方面政府机构改革。实体经济方面, 国企人员下岗再就业, 瘦身的同时是提高效率。改革“做减法”之后, 积极的财政政策、加入 WTO 等措施不断为经济增长“做加法”。这些经济调整和结构转变为后续十年的高速发展奠定了良性基础。

•**2012-2015年**：限制三公消费的政策出台，白酒行业需求端受到影响，2013年部分经销商的库存达到半年以上，高端酒价格腰斩，行业进入调整期。与此同时，中国经济进入换挡期，政府大力发展第三产业、新兴行业，并加大反腐力度。其后传统企业去产能增强企业盈利性，互联网高端发展新兴产业崛起，经济活力逐步增强。

图表 19: 近 30 年白酒历次调整期梳理



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 中国 PPI 与白酒行业变化情况 (单位: %)



资料来源: 酒业家, 云酒头条, wind, 国盛证券研究所

2.2. 变革与机遇: 回望历史, 展望未来, 十倍股值得期待

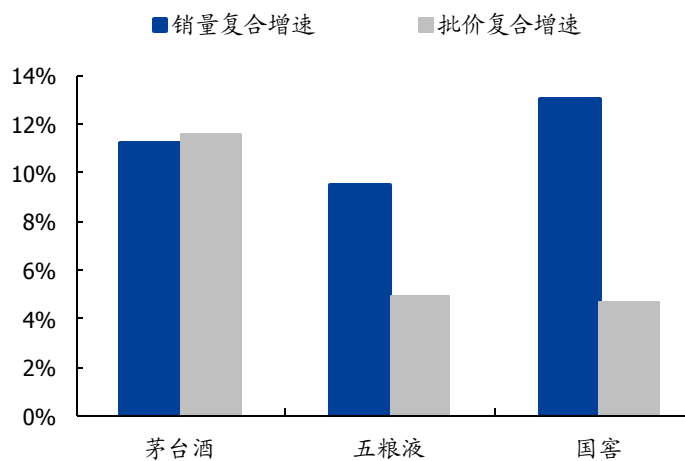
大变革产生大机会, 十年一周期龙头更替。从 1952 年名酒评选会到上世纪 80 年代, 泸州老窖以其先进的酿酒技术和悠久的历史底蕴获得“泸老大”的称号, 根据酒说报道的数据, 80 年代泸州曲酒厂年销售额超过四川省另外五朵“金花”的总和。1988 年定价权放开, 需求井喷式爆发, 山西汾酒迅速扩产, 成为当时最大的白酒生产基地, 其后顺利上市, 成为 A 股资本市场上第一只白酒股。进入 90 年代, 五粮液在产品营销和渠道拓展方面频频创新, “大商模式”的成功使得五粮液构建了一张全新的销售网络, 产品营销的成功使得五粮液的品牌拉力迅速提升。进入 21 世纪, 茅台对于意见领袖的深耕和主打稀缺性的“奢侈品营销模式”, 使其品牌力迅速拉升, 并逐渐与竞品拉开差距, 目前

茅台是高端白酒的绝对龙头，BrandZ(TM) “2019 最具价值中国品牌 100 强” 榜单中，茅台以 366 亿美元的品牌价值位列消费品榜首，并在总榜单中位居第五名。

量价政策需权衡，茅台价增领先行业。过去十年，茅台、五粮液、国窖 1573 的批价年复合增速分别为 12%、5%、5%；销量年复合增速分别为 11%、9%、13%。高端酒行业寡头垄断趋势明显，现在茅五泸三家市占率约为 6:3:1，从销量的角度来看，三家酒企年均增速维持在 10% 左右，而从批价的角度来看，茅台的增速显著高于其他两家公司。如果我们将时间段缩短到近五年（2014-2019 年），可以看到茅台仍保持 11% 的销量年复合增速，而茅台批价的年复合增速为 15%，与五粮液（+8%）和国窖（+4%）的差距进一步扩大。与此可以看到，茅台的量价政策较为稳定，不断提升其品牌力的同时，每年销量保持稳定的 10% 左右的增速。相较之下，五粮液、国窖的量价政策波动较大。

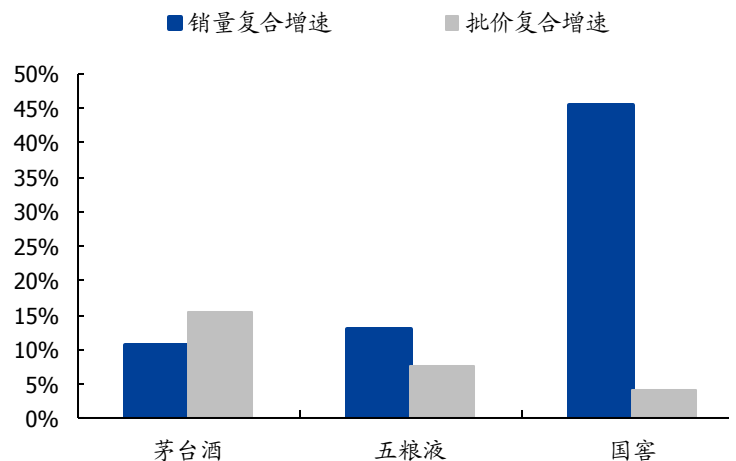
茅台主打稀缺性，跻身超高端，成为行业风向标。我们在提到高端酒的时候往往将茅五泸放在一起讨论，主要是在 2015 年以前的很长一段时间内，三家公司的终端成交价为拉开差距，均在千元价格带附近，而近年来，茅台主打稀缺性，价格持续走高，目前终端成交价在 2000 元左右，与五粮液、国窖已形成一倍以上价差。若用二分法划分类别，2000 元的茅台、800-1000 元的五粮液和国窖、400-600 元的次高端，应该分开来看，在价格体系重塑的同时，行业地位和消费群体亦发生了切分和重构。茅台跻身超高端，成为行业发展的风向标，奢侈品属性日盛，收藏需求增加。五粮液、国窖饮用需求主导，随着消费升级的进程，客户群体进一步扩大。

图表 21: 2009-2019 年茅五泸量价年复合增速



资料来源：产业调研，国盛证券研究所

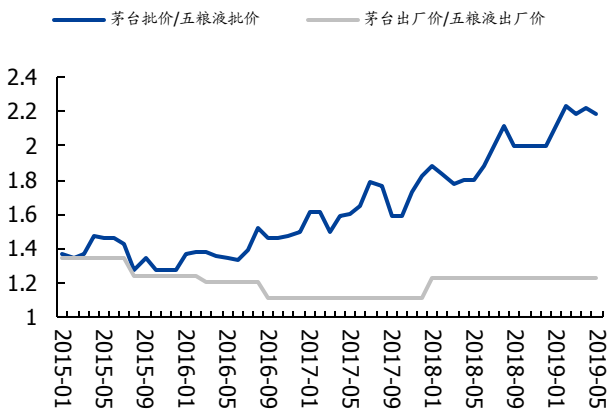
图表 22: 2014-2019 年茅五泸量价年复合增速



资料来源：产业调研，国盛证券研究所

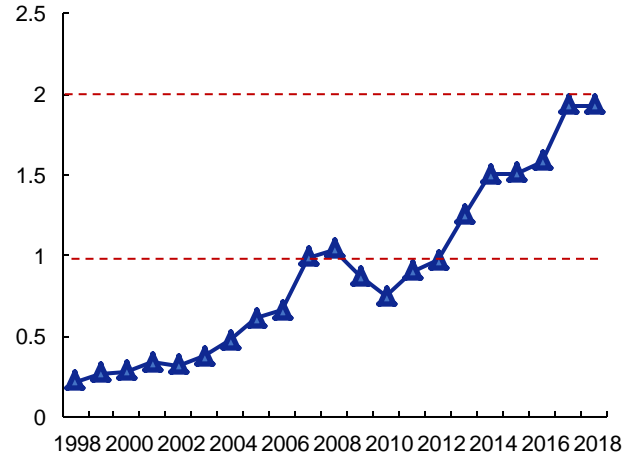
“只知大势将至，不知未来已来”。若时光回转到 2009 年，鲜少有人能预期到十年后贵州茅台的价格、销售额已成为五粮液的两倍，股价十年间上涨约 14 倍。站在当下，消费升级趋势不变，品牌酒企集中度提升，高端酒行业仍有望保持量价齐升的趋势；从公司角度来看，茅台直营渠道开拓在即，五粮液数字化营销试图“颠覆”传统经销模式，国窖东进南下拓张版图，洋河高端化运作提升品牌价值，汾酒携手华润寻求复兴等等，各家酒企的未来都有看点。展望未来，虽然目前高端酒寡头垄断，竞争格局稳定，但我们仍需以动态的眼光看待行业的发展，高端酒行业在稳定中寻求突破，大变革产生大机会，下个十年我们亦可期待十倍股的出现。

图表 23: 茅台与五粮液价格对比



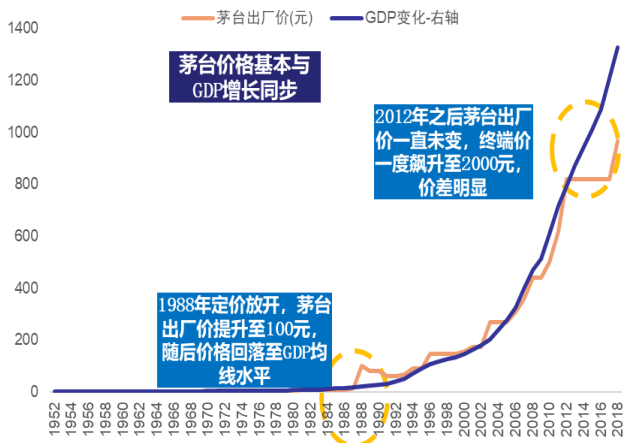
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 1998 年以来茅台营收/五粮液营收变化情况



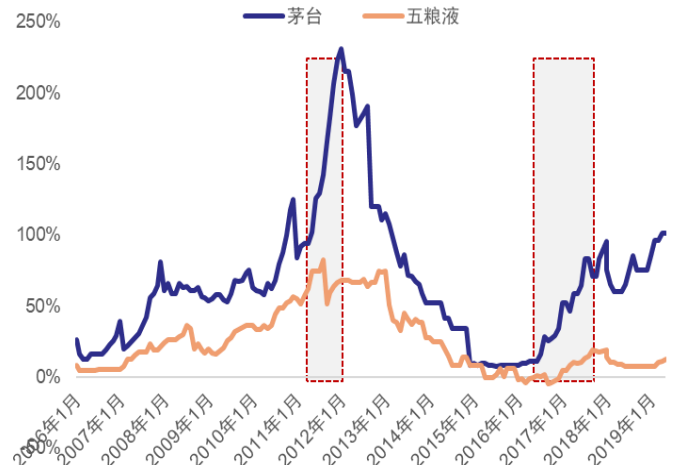
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 茅台出厂价提升与 GDP 增长基本同步



资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: GDP 变化使用 1952 年为基准

图表 26: 茅台、五粮液终端价相较于出厂价的加价率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.次高端：“成长性行业”，格局存变数

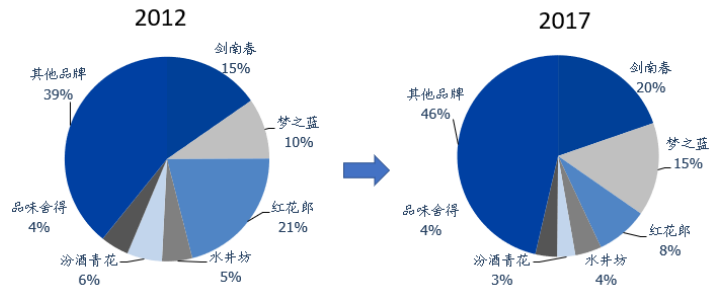
次高端行业增速较快，龙头集中度较低。由于行业增速较快，龙头集中度提升空间较大等原因，我们将次高端视为白酒行业中的“成长性行业”，未来行业格局存在变数，且存在赢家通吃的机会。白酒行业的各个价格带之中，次高端行业的增速最快。根据中国酒业协会和水井坊股东大会资料，2018年白酒行业300-600元价格带的营收增速为23.4%，预计2019年增速为16.5%，快于高档酒、中档酒、低档酒价格带的增速。从竞争格局的角度来看，预计2019年600元以上价格带CR3高达96%，而300-600元价格带CR3约为50%，与高档酒行业相比，次高端目前行业格局仍未固化，目前剑南春、洋河梦之蓝等产品销量领先，青花汾酒、水井坊、红花郎等产品亦有一定的品牌影响力，展望未来，龙头的市占率将逐渐提升，且存在赢家通吃的机会。

图表 27: 名酒价盘对比 2012 VS 2019



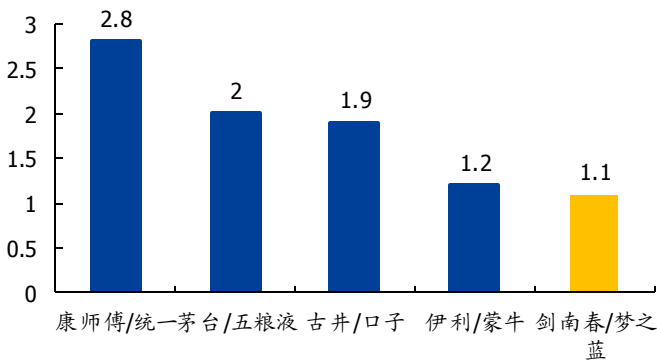
资料来源: 徽酒, 酒食汇, 酒业家, 国盛证券研究所

图表 28: 次高端行业竞争格局变化 2012 VS 2017



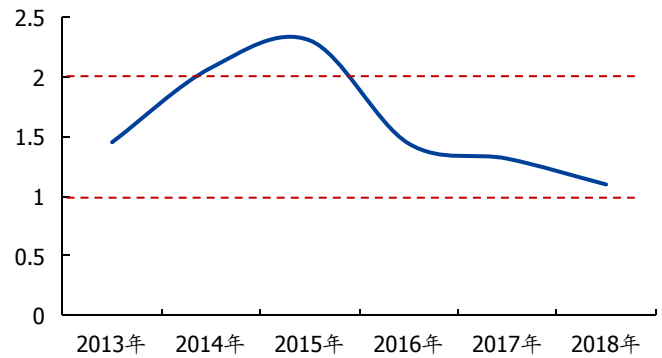
资料来源: 徽酒, 酒食汇, 酒业家, 国盛证券研究所

图表 29: 消费品子行业前两名公司的营收比例 (单位: 倍)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 水晶剑与梦之蓝营收之比



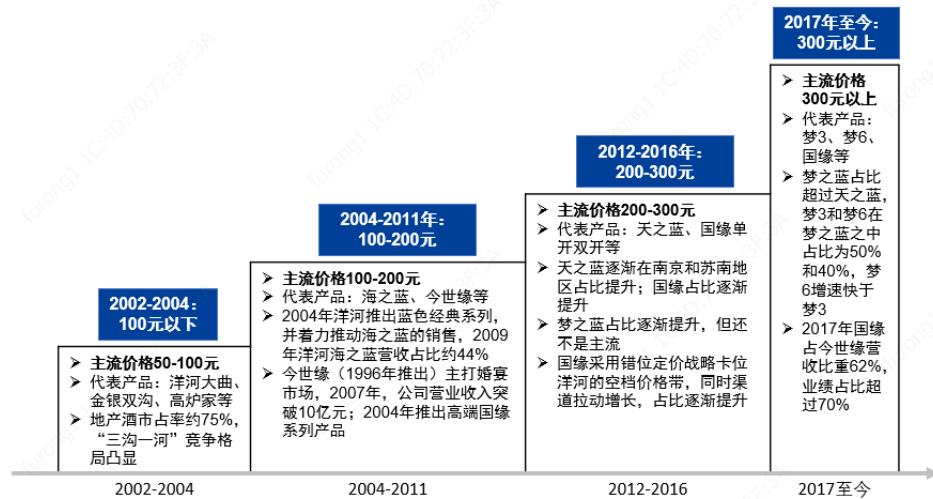
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.1. 价盘趋稳, 格局变迁

由于中国白酒行业的价格一体性, 高端酒的价格变动亦会对次高端行业产生影响, 受三公消费限制影响, 2013 年高端酒终端成交价腰斩, 对次高端行业的冲击近乎是“毁灭性”的, 红花郎、梦之蓝、水井坊等产品销量出现较大幅度降速。而目前次高端产品普遍定位 300-600 元, 相较于 2012 年更接地气。与此同时, 随着消费者购买力的提升, 部分地区次高端价格带已经成为经济发达地区的主流消费带, 消费群体更加夯实, 比如: 江苏地区梦之蓝和国缘已经逐渐成为大众消费品。消费升级的趋势不可挡, 可以预见未来将有更多地区的主流价格带进入 300-600 元区间, 随着消费群体的扩大和消费者购买力对的提升, 彼时次高端行业的波动性将大大降低。

与高端酒企不同, 次高端酒企通常在 300-600 元布局 2 款左右产品, 比如洋河梦之蓝 M3 和 M6、青花汾酒 20 年和 30 年、水井坊的八号和井台, 分布定位 300-400 元和 500-600 元价格带。这种分布与历史有关, 亦是现状的反映。2012 年, 洋河梦之蓝 M6、水井坊井台等产品定位千元价格带, 三公消费之后, 需求受到重创, 公司纷纷开始主推性价比更高的产品。此外, 相较于高端酒, 次高端产品的体量较小, 用产品矩阵的方式推广投入产出比更高。

图表 31: 江苏地区主流价格带变迁

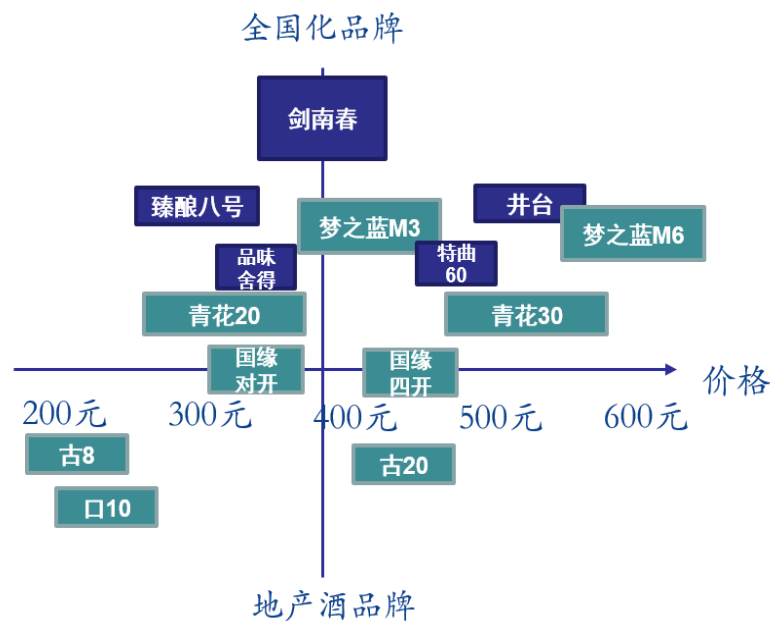


资料来源：徽酒，酒业家，糖酒快讯，国盛证券研究所

3.2. 全国化品牌与地产酒的攻守之战

如果我们将次高端产品按有无大本营市场划分，则洋河梦之蓝、青花汾酒、国缘、古井20年等产品属于“次高端里的地产酒”，剑南春、水井坊、舍得、特曲60等属于全国化品牌。通常情况下，全国化品牌会选择“多点开花”的策略，如：水井坊的“5+5+5”市场战略；地产酒品牌会选择“临近扩面”的策略，如：洋河的新江苏战略、汾酒的环山西战略。而对于古井、口子窖、西凤等地产酒而言，大本营市场主流价格带尚未进入次高端价格带，消费升级既是机遇亦是挑战，需要提前布局，防止全国化酒企的“高端盖帽”。

图表 32: 部分全国化、地产酒品牌价格矩阵

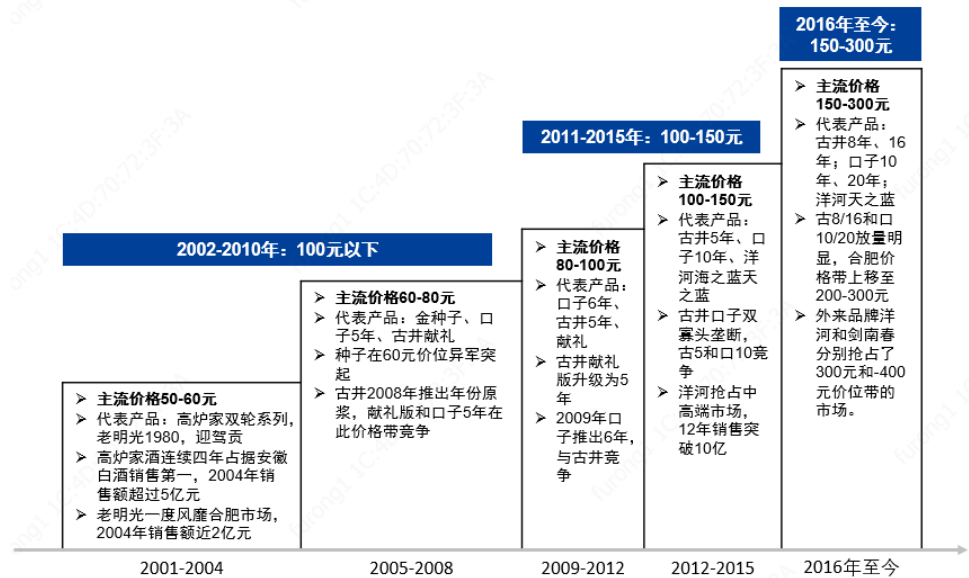


资料来源：京东，国盛证券研究所

4.地产酒：消费升级，大单品更替，机遇与挑战并存

地产酒品牌如若深耕大本营市场，也可以实现营收和企业价值的成倍增长。增长的来源主要由两方面，消费升级下的价格提升、竞争格局变化下的市占率的提升；这两者并非割裂而开的，通常情况下是同步进行的，背后是大单品的崛起与谢幕。以安徽市场为例，从高炉家到大光明，从金种子到古井5年、口子5年，再到口子10年、古井8年，未来我们亦可能看到更高价格带的大单品崛起，如：古井20年、梦3等，大单品的崛起为地产酒提供了品牌跃迁的机会，亦伴随着全国化酒企的“高端盖帽”风险，如何防止河南、山东等地区的“悲剧重演”，需要地产酒提前布局，未雨绸缪。

图表 33: 安徽地区主流价格带变迁



资料来源：徽酒，酒业家，糖酒快讯，国盛证券研究所

对于地产酒而言，要实现全国化，首先需要强大的品牌背书，亦需要精细化的渠道运作，难度不可谓不大，但回报亦十分丰厚，从地方名酒向中国名酒的跃迁，对于每个地产酒而言，都是十分有吸引力的。过去20年，洋河可谓是地产酒“走出去”的典范，2018年洋河省外市场实现营收115.7亿元，占总营收的比例将近50%。即便如此，洋河仍面临着“攻守之战”，如何在保证省内市占率的基础上实现省外的快速扩张，如何解决由于各地区发展阶段不同而产生的产品价差等等。洋河稳中求变，立足未来，谋划当前，不断突破自己的同时，亦为行业的发展和创新做出贡献。

图表 34: 洋河发展战略



资料来源：凤凰网，糖酒快讯，国盛证券研究所

5. 低端酒：白酒里的“大众品”，被忽略的大市场

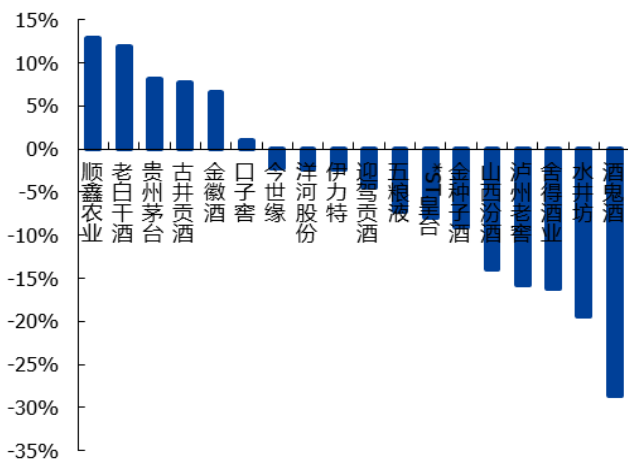
我们通常将价格在 80 元以下的白酒称为低端酒，根据中国产业信息网数据，低端酒市场规模在 2000 亿左右，虽然产品客单价较低，但是亦是千亿级别的大市场。对于经销商而言，与中高端产品不同，低端酒市场库存周转率高，经销商可以通过高周转获得较高的回报收益。一般来说，低端酒的经销商库存在 10-14 天，而高端酒的经销商库存通常在 30-90 天。

低端酒需求受经济环境的影响较小，抗周期的属性较强。一方面，低端酒的主要消费群体为三四线城市、农村居民等，饮用场景大多为日常聚会，商务需求微乎其微。另一方面，经销商的库存较低，库存周期对于产业链的影响有限。以顺鑫农业为例，2012-2015 年中高端白酒收入均出现下滑，而顺鑫的营收实现了 12.80% 的年复合增速。

从行业竞争格局的角度来看，龙头市占率有较大提升空间。目前低端酒的玩家主要分为三类，一是牛栏山、老村长、红星等专注低端白酒的全国化品牌，二是洋河、泸州老窖、山西汾酒等名酒公司的低端产品，三是在当地深耕多年的低档本地酒。2018 年顺鑫农业的白酒业务收入 93 亿元，相较于 2000 亿元的低端酒市场规模，市占率不到 5%。而如果将客单价较低的中国食品饮料龙头的市占率进行横向比较，我们发现各个赛道的龙头市占率远远高于低端酒行业。以饮料行业为例，2018 年中国啤酒、乳制品、矿泉水、瓶装奶茶行业的龙头市占率分别为 23%、24%、27%、37%。

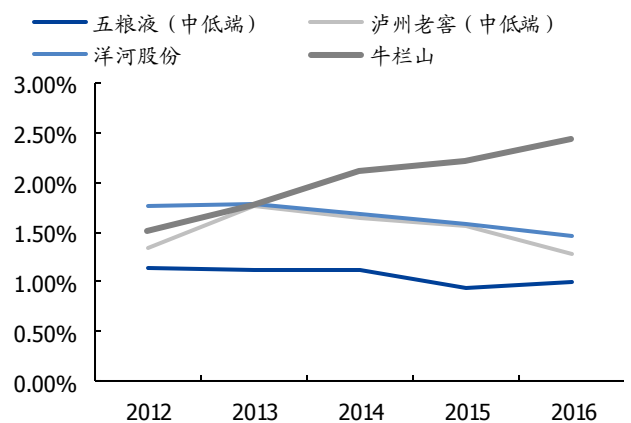
名酒的取舍之间，牛栏山的“升级困局”。泸州老窖头曲和二曲、玻汾（山西汾酒）、洋河大曲、尖庄（五粮液）等产品都曾在低端酒市场中留下了辉煌的往昔，但随着消费主流价格带的跃迁，名酒将更多的经历聚焦于中高端产品，低端产品的投入逐渐减少，这也给牛栏山、老村长等公司提供了更为宽松的竞争环境。2018 年牛栏山销售收入破百亿，让大家看到了低端市场的潜能。2019 年，泸州老窖博大公司签订“军令状”，2020 年营收剑指 50 亿；山西汾酒携手华润，助力玻汾全国化进程；五粮液梳理系列酒产品，重新打造中低端产品线。名酒的种种措施，让我们看到了低端酒市场竞争态势的或然变化。而对于牛栏山来说，牛二进入放量期之后，是否能在 30 元以上价格带再塑大单品为后续发展蓄力，亦值得关注。

图表 35: 2012-2015 年顺鑫农业营收增速超越行业



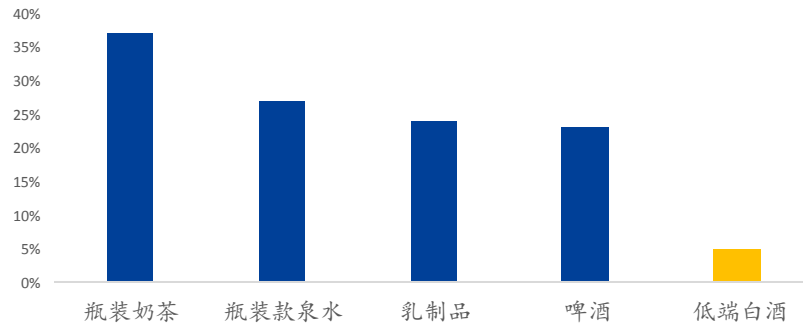
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 36: 部分产品在中低端市场的占有率



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 37: 中国饮料市场部分子行业龙头市占率



资料来源: 尼尔森, 中商产业研究院, 国盛证券研究所

6.白酒掘金: 品牌再造与治理改善

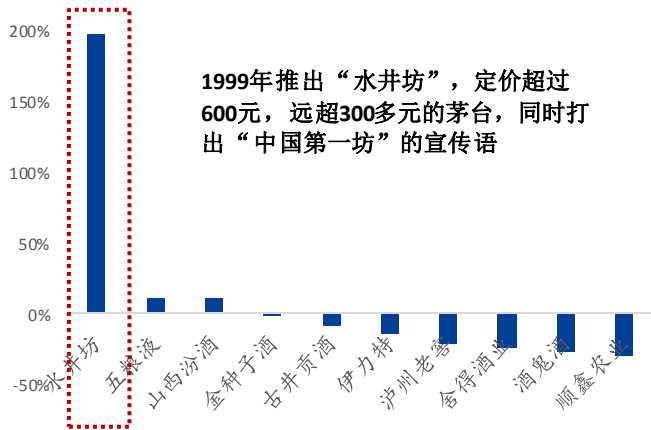
在讨论了白酒行业属性、竞争格局和各个价格带的特点之后, 我们可以看到白酒行业作为“长青行业”有非常吸引人的长期投资价值。价值在螺旋式上升的过程中, 增长的斜率有快有慢, 除了宏观和行业层面的讨论之外, 我们尝试从公司层面对白酒的投资机会进行一些讨论。

6.1.品牌再造: 跳跃式发展, 诞生投资大机会

品牌力是消费品公司的立足之本, 追求品牌力的提升亦是消费品公司不断努力的方向。对于白酒行业的企业而言, 品牌力提升的方式包括: 1) 原有品牌价值的阶梯式上升, 例如近几年茅台通过一系列宣传和运作品牌力不断提升, 营收、利润、价盘等指标不断创新高, 将自己的品牌力从高端提升到超高端, 从价盘上以一倍价差与五粮液拉开差距, 成为白酒行业的绝对龙头; 2) 打造出更高价格带单品, 实现品牌价值的跃迁。例如全兴推出水井坊, 1999 年公司推出高端产品水井坊, 定价 600 元, 超过茅台、五粮液等产品, 并凭借“中国第一坊”的宣传迅速走红, 从公司股价的走势来看, 1999 年水井坊上涨 198%, 而同期其他白酒上市公司的股价表现平平。此外, 2003 年 8 月洋河推出蓝色经典系列, 其后主打产品海之蓝成为百元价格带唯一的百亿级大单品, 而洋河一步步走入白酒行业前三甲, 书写了白酒历史上的“蓝色传奇”。

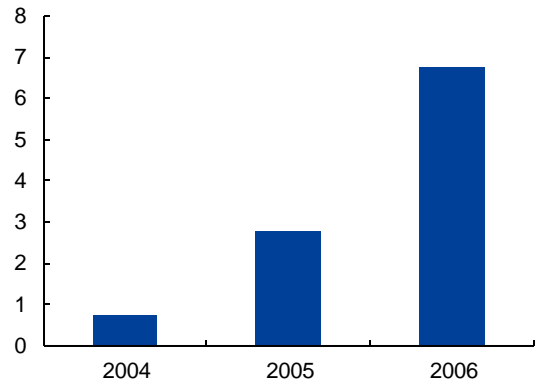
品牌再造可以获得跳跃式发展的机会, 但对企业而言, 品牌再造难度不小。纵观白酒行业近几十年的发展历史, “从无到有”并能够久立于世的产品并不多。一方面, 酒企要有较为深厚的历史积淀, 比如: 时间久远的窖池、历史名人的品牌背书、名酒奖项的获得、酿造技艺与特殊产区等等。另一方面, 需要企业创新思考并深入挖掘品牌的内在价值, 推出让消费者接受的高价格带产品, 通过一定的营销手段抢占消费者心智。

图表 38: 1999年白酒上市公司股价涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 39: 2004-2006年洋河海之蓝收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 糖酒快讯, 国盛证券研究所

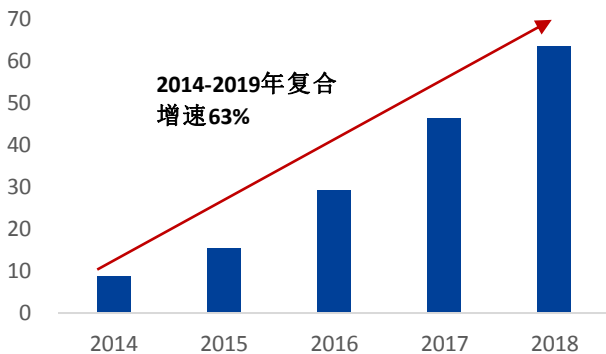
6.2.治理改善: 企业家精神, 伴随着公司的蜕变

企业家对于公司发展来说举足轻重, 优秀的领导班子常常能使企业焕然一新。从白酒行业的发展史来看, 龙头的崛起背后都有优秀的企业家身影。领导班子的换届会带来企业治理改善的机会, 从投资的角度来看, 亦创造了戴维斯双击的可能性。

泸州老窖之变: 2015年6月30日, 泸州老窖内忧外患之际, “焱锋组合”临危受命, 走马上任。其后, 重设组织架构、清理产品条码、建队伍、搞直营、打团战, 国窖产品从“活下去”到“活的更好”, 中低端产品价盘持续上移。2014-2018年, 公司高档酒收入从9.0亿元提升到63.8亿元, 年复合增速为63.2%, 在行业中独树一帜。2019年春节, 国窖产品收入创历史新高, 国窖跻身百亿俱乐部, 泸州老窖的品牌复兴之路行在途中, 我们也看到了公司领导和销售队伍的决心和信心。

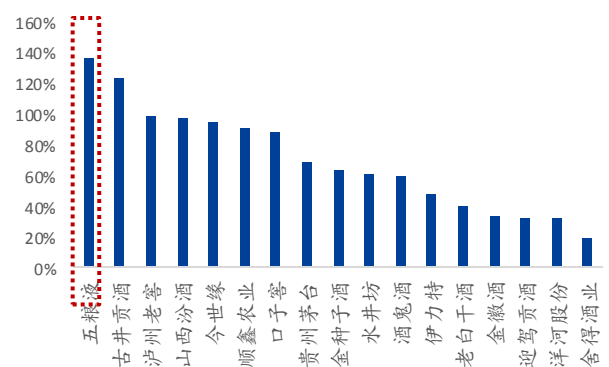
五粮液之变: 2017年以来, 公司新任领导层上任, 从内部治理到渠道改革层层深入, 2018年底, 邹涛出任公司常务副总经理, 去库存、换包装、提价格, 厂商关系不断改善, 销售队伍执行力逐渐增强, 我们看到了一个“全新”的五粮液。从资本市场的表现来看, 2019上半年, 五粮液股价上涨135.9%, 在白酒上市公司中涨幅居首。展望未来, 我们也期待全新的五粮液能在品牌塑造上讲出自己的故事, 成为白酒行业下一个十年的一只十倍股。

图表 40: 2014-2019 泸州老窖高档酒收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 41: 2019上半年白酒上市公司股价涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所

7.风险提示

整体而言，白酒行业的发展与宏观经济有关，未来中美贸易战存不确定性，存在经济下行的风险；此外，近几年行业挤压式增长明显，未来集中度提升的速率存在不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com