

量价视角下的白酒，结构性机会显现



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

—白酒行业深度报告（20190728）

核心观点

目前市场上专门针对白酒量价进行详拆的报告较少，本文分别从白酒行业、白酒公司的角度进行一步步拆解并找出影响各层级各酒企的关键因素，同时以该框架进行未来预测。

❖ **各个阶段白酒行业发展的量价驱动力在轮换。**受宏观环境、消费结构、国家政策等因素影响，白酒各阶段发展的主要驱动力也在变化，我们将白酒划分为三个阶段，05-12年为量价齐升，13-15年为行业调整期，16-18年为价格推动。具体来看，05-12年经济迅速增长的同时高收入人群收入增长领先，政商务宴请频率提升带来了白酒的大量需求从而推动白酒行业实现量价齐升；13-15年经济发展平稳的同时中低收入群体增速超过高收入群体，行业受政策影响进入深度调整阶段后消费结构逐步从商政务消费转向大众消费，销量的贡献度大于价格的贡献度；16-18年价格成为本阶段主要驱动力，其主要原因为随着消费力的降低，整体白酒销量持续下滑，而消费力两极分化严重，高、低收入群体收入增速最快，而中等收入群体收入增速则下降较为明显，在挤压式增长情形下，白酒行业高端酒与低端酒业绩开始出现分化。

❖ **高端酒定价能力强，高端酒需求真实、旺盛。**高端酒因品牌力强、需求大使得其更具定价优势及提价能力；高端酒具有更高的需求收入弹性以及更低的需求价格弹性，我们通过测算白酒弹性认为目前高端酒的需求真实且旺盛。

❖ **次高端酒：追随高端酒步伐提价。**次高端酒基础盘相对来说不够扎实，提价后对企业业绩的贡献度不大，更多的是受到价格驱动。未来受益于高端酒价格不断提升、新中产阶级人数不断增长，次高端市场有望进一步扩容，品牌力、渠道力、管理结构优秀的次高端酒企有望脱颖而出。

❖ **区域酒：政策刺激消费，基本盘扎实的酒企有望明显受益。**随着本地消费力逐步升级，区域酒消费群体不断增长，经济发达地区的区域龙头受益于当地消费能力提升，在行业深度调整期间恢复能力较强；价格方面，区域酒价格与省内经济发展水平及消费水平关联度大，省内经济迅速发展叠加消费升级使得主要区域酒企吨价逐年提升。

投资建议：

综上我们认为投资应分为两条主线：1) 当前高端酒需求真实、旺盛，在行业挤压式增长下，高端酒量价仍有望持续提升；2) 19年以来消费刺激政策频出，未来随着政策红利释放，基本盘扎实的酒企有望受益。

相关标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡、口子窖、山西汾酒。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、渠道动销情况不及预期。

证券研究报告

所属部门 行业公司部
报告类别 行业深度
所属行业 食品饮料
报告时间 2019/7/28

分析师

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

联系人

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

川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、寻找影响各层级各酒企的关键因素.....	5
二、从行业发展层面观察量价.....	7
2.1 2005-2012年：经济发展迅速使得白酒持续景气.....	8
2.2 2013-2015年：白酒行业深度调整，优秀企业率先恢复.....	10
2.3 2016-2018年：消费力整体下降，优秀企业挤压式增长.....	11
三、从白酒公司层面观察量价.....	13
3.1 高端酒：定价能力强，高端酒需求真实、旺盛.....	14
3.1.1 高端酒品牌力强.....	14
3.1.2 高端酒需求真实、旺盛.....	17
3.1.3 2020年销量至少将达6.8万吨.....	18
3.2 次高端弹性机会较大，基本盘扎实的区域酒企有望受益于消费刺激政策.....	19
3.2.1 次高端：追随高端酒步伐提价.....	20
3.2.2 区域酒：政策刺激消费，基本盘扎实的酒企有望明显受益.....	21
四、投资建议.....	26
五、风险提示.....	27

图表目录

图 1:	白酒量价模型.....	5
图 2:	1964-1979 年中国进入生育高峰阶段.....	6
图 3:	2022 年中国 30-60 岁人口达到阶段性高点.....	6
图 4:	高端白酒价格弹性大.....	6
图 5:	高端酒市场份额持续提升.....	6
图 6:	高端及次高端酒企收入弹性大.....	7
图 7:	高端及次高端酒企净利润弹性大.....	7
图 8:	居民消费力与白酒销量呈正相关关系.....	7
图 9:	2001-2012 年白酒行业量价增速情况.....	8
图 10:	2012 年消费结构以政务消费为主.....	8
图 11:	2001-2012 年 GDP 增长较快.....	8
图 12:	2011 年之前 GDP 驱动力主要来自于投资.....	8
图 13:	白酒需求快速增长.....	9
图 14:	居民消费支出快速增长.....	9
图 15:	高端白酒不断提价.....	9
图 16:	白酒行业收入规模快速增长.....	9
图 17:	2001-2008 年高收入人群收入高增长, 2010-2012 年中低收入人群收入高增长....	9
图 18:	2013-2015 年白酒行业量价增速情况.....	10
图 19:	2013-2015 年白酒行业进入调整.....	10
图 20:	2013-2015 年 GDP 仍处于较为稳定增长.....	11
图 21:	部分酒企收入呈断崖式下跌.....	11
图 22:	深度调整期间白酒行业收入下滑明显.....	11
图 23:	深度调整期间白酒行业净利润下滑明显.....	11
图 24:	2013-2015 年高端白酒处于调整期.....	11
图 25:	行业调整期间白酒管理优秀公司市场表现更优秀.....	11
图 26:	2016-2018 年白酒行业价格及销量增速情况.....	12
图 27:	白酒行业发生挤压式增长.....	12
图 28:	白酒行业发生挤压式增长.....	12
图 29:	高、低端消费力持续升级.....	12
图 30:	16 年后高端白酒率先领涨.....	12
图 31:	高端酒主要品牌销量一览.....	15
图 32:	2002-2017 年泸州老窖一批价一览.....	15
图 33:	2002-2017 年五粮液一批价一览.....	15
图 34:	茅台深度调整期间不降出厂价.....	16
图 35:	2015-2018 年五粮液一批价持续上升.....	16
图 36:	2015-2018 年贵州茅台一批价持续提升.....	16
图 37:	飞天茅台及普五一批价情况.....	17
图 38:	人均可支配收入及同比增速.....	17
图 39:	舍得酒业中高档酒系列占比从 15 年的 79%提升至 18 年的 97%.....	21
图 40:	汾酒青花占比从 16 年起逐步回升.....	21
图 41:	洋河产品结构.....	22
图 42:	今世缘产品结构.....	22

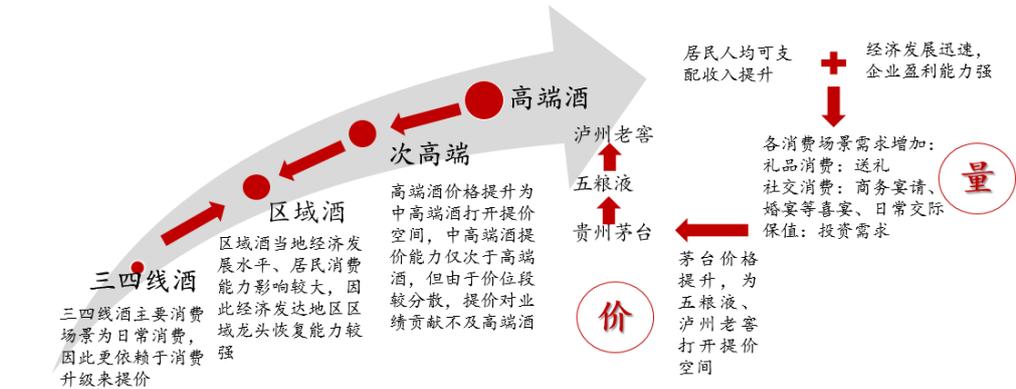
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	口子窖产品结构	22
图 44:	古井贡吨价不断提升	22
图 45:	安徽省 GDP 增速较江苏省高	23
图 46:	省内业务占比较大的古井贡比洋河业绩波动小	23
图 47:	洋河省外营业额占比接近 50%	23
图 48:	今世缘省内营业额占比较大	23
图 49:	口子窖营业额省外占比逐步变小	23
图 50:	古井贡省内营业额占比较大	23
图 51:	主要区域酒企近期价格及库存情况	24
图 52:	受益于省内经发展迅速的区域及次高端酒量价情况一览	25
图 53:	山西、安徽 GDP 增长较快	25
图 54:	供给侧改革下山西第二产业恢复增长	25
图 55:	山西、安徽第三产业增长企稳	25
图 56:	相关公司估值一览	26
表格 1:	白酒行业所处阶段及量价情况	7
表格 2:	繁荣时期下的经营业绩分化	10
表格 3:	酒企高端产品以及超低端产品增长较为迅速	13
表格 4:	从高端酒、次高端酒、区域酒、三四线酒层面观察量价（上市公司口径）	13
表格 5:	高端酒集中度提升幅度最大	14
表格 6:	高端酒市场集中度不断提升	16
表格 7:	13-18 年高端酒需求收入弹性为 1.1	17
表格 8:	16-18 年高端酒的需求收入弹性为 1.2，高端酒需求真实、旺盛	17
表格 9:	高端酒 2019 年上半年频频提价	18
表格 10:	预计高端酒 2020 年销量至少为 6.8 万吨	19
表格 11:	次高端酒企量价关系表	20
表格 12:	区域酒企量价关系表	22

一、寻找影响各层级各酒企的关键因素

由于白酒的送礼、社交、宴请等需求受宏观经济、政策及重大事件影响较大，因此行业波动较一般消费品行业更为明显，比如 1998-2003 年受亚洲金融危机、山西假酒案、消费税政策变化影响，行业需求下降明显；2012-2015 年受限三公政策、塑化剂事件影响，行业迎来调整期，而需求的高低则直接影响到白酒价格。在宏观经济发展迅速、居民消费能力提升、企业盈利能力强的基础上，白酒消费需求将被拉动，进而推动贵州茅台价格抬升，同时也为五粮液、泸州老窖等高端酒企及次高端酒企打开价格提升空间，而区域酒及三四线酒更多受本地经济发展水平及消费水平影响。

图 1：白酒量价模型



资料来源：Wind，川财证券研究所

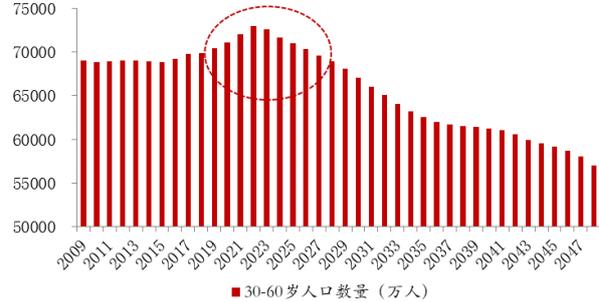
量：白酒未来需求总量为下降趋势，未来竞争逐渐加剧。从人口结构方面来考虑：短期来看，1962-1979 年为阶段性生育高峰，该阶段出生的人口目前财富积累程度较高保证了消费人群消费能力较高，同时 30-60 岁白酒消费主力人口数量的不断增长保证了白酒消费人群基数稳定提升；长期来看，30-60 岁主力消费人群数量将于 2022 年后开始出现下滑，整体需求量为下降趋势。

图 2： 1964-1979 年中国进入生育高峰阶段



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

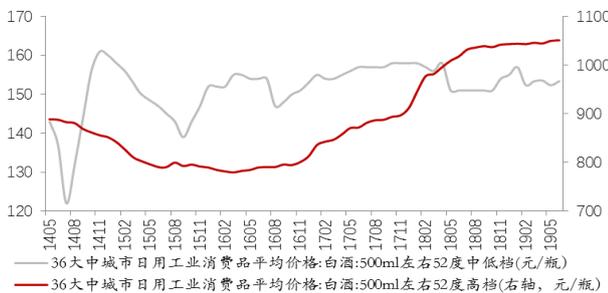
图 3： 2022 年中国 30-60 岁人口达到阶段性高点



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

价：白酒拥有较强定价能力，白酒价格为品牌力的最终体现。白酒受益于礼品、宴请、投资、日常使用等需求，具有一定消费刚性，在消费基础较为稳定的背景下，酒企拥有一定的定价能力来进行成本转移、增厚业绩。具体来看，高端酒企定价能力高于一般酒企：高端白酒能满足更高层次需求，比如礼品、宴请、投资消费需求，消费者层次偏高，因此能接受的定价较高，更愿意支付相应品牌溢价，归根到底白酒价格为品牌力的最终体现，品牌力高的酒企拥有的定价能力也较高。我们可以很明显的看到近年来高端酒表现优秀，主要原因为：1) 经济发展迅速，高端需求提升明显，由于高端白酒价格弹性大，高端酒提价后终端仍反馈供不应求；2) 白酒行业的增长已由上一轮的扩容式增长转变为品牌分化下的挤压式增长，18 年茅五泸收入占规模以上企业 23.1%、利润占比达 41.7%，目前行业处于产销下行期，但高端酒企销售额及利润仍不断提升，行业盈利的头部效应明显。

图 4： 高端白酒价格弹性大



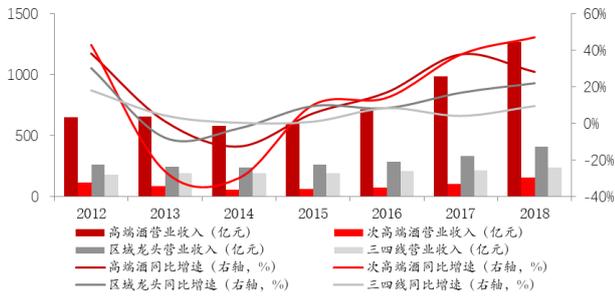
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 高端酒市场份额持续提升



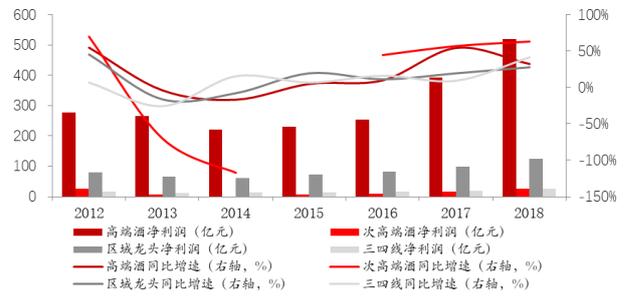
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 高端及次高端酒企收入弹性大



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7： 高端及次高端酒企净利润弹性大



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：次高端酒 2015 年净利润同比增长率为-637%

二、从行业发展层面观察量价

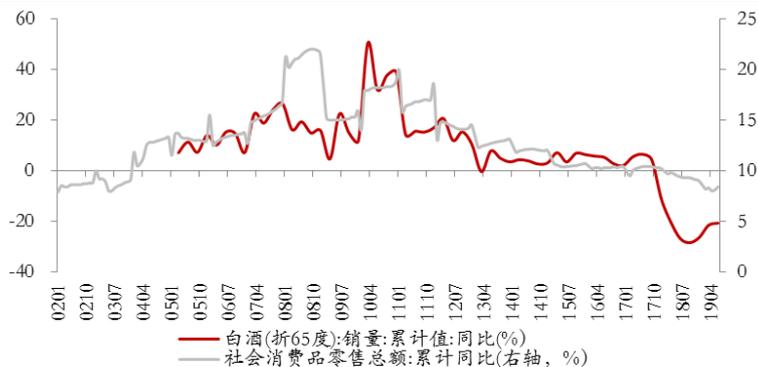
根据国家统计局公布的规模以上白酒企业收入及白酒折 65 度销量数据，对白酒行业近年来的主要驱动因素量价进行探究。受宏观环境、消费结构、国家政策等因素影响，白酒各阶段发展的主要驱动力也在变化，我们将白酒划分为三个阶段，2005-2012 年为量价齐升，2013-2015 年为行业调整期，2016-2018 年为价格推动。

表格 1. 白酒行业所处阶段及量价情况

年份	阶段	价格 CAGR (%)	销量 CAGR (%)	
2005-2009	发展期	10.58%	14.87%	量价齐升
2010-2012	景气期	7.12%	21.48%	
2013-2015	调整期	4.79%	4.31%	行业调整
2016-2018	景气期	13.03%	-12.57%	价格推动

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8： 居民消费力与白酒销量呈正相关关系



资料来源：Wind，川财证券研究所

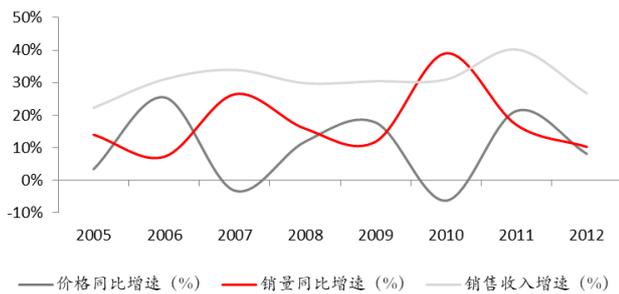
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.1 2005-2012年：经济发展迅速使得白酒持续景气

2005-2009年整体白酒表现出量价齐升的状态。GDP持续快速增长，构成GDP的三驾马车中占比较大的投资增速始终保持在20%，政商务宴请频率提升带来了白酒的大量需求，09年之后国家出台大量消费刺激政策，同时高端酒价格的提升为整个行业打开了更大的空间，整体白酒持续景气。

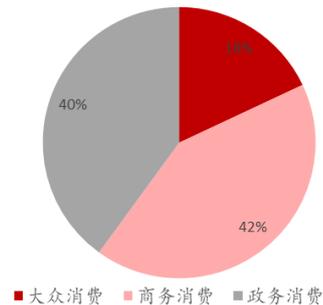
由于经济发展迅速使得白酒整体增长迅速，但即便如此由于经济结构的不同，各个时期下消费需求不同，所以使得即便是行业整体性机会，也依然出现结构性机会。根据居民可支配收入情况，按具体收入情况划分为10个档次，可以看到2001-2008年高端收入人群收入增长持续领先，其次是中端收入人群；在09年之后，中低端收入人群的收入增长更为迅速。对应白酒业绩则出现明显分化，即09年之前高端表现较好，09年之后次高端表现较好。

图 9：2001-2012年白酒行业量价增速情况



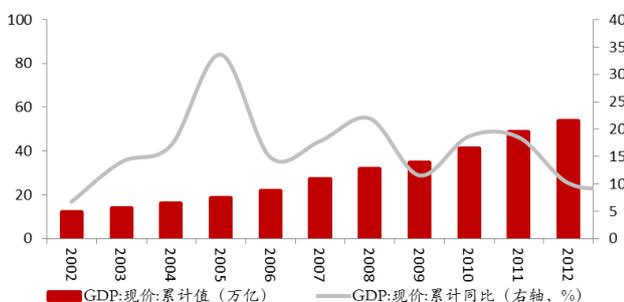
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：2012年消费结构以政务消费为主



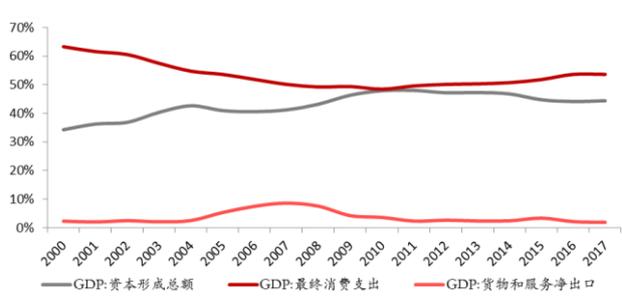
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：2001-2012年GDP增长较快



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：2011年之前GDP驱动力主要来自于投资



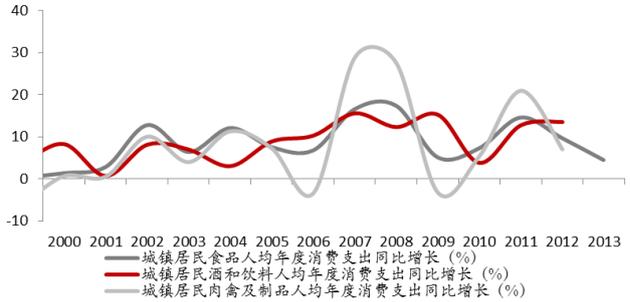
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13: 白酒需求快速增长



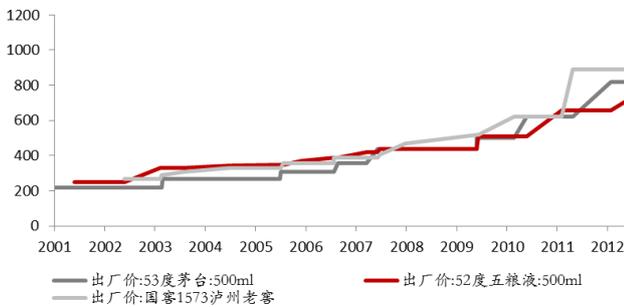
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 14: 居民消费支出快速增长



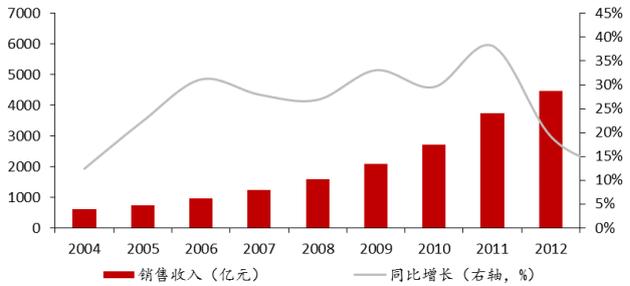
资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 15: 高端白酒不断提价



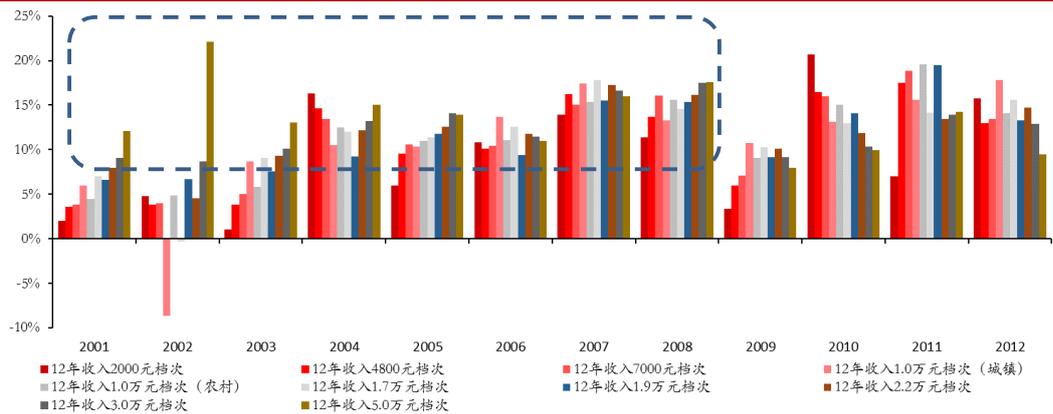
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 16: 白酒行业收入规模快速增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17: 2001-2008 年高收入人群收入高增长, 2010-2012 年中低收入人群收入高速增长



资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

表格 2. 繁荣时期下的经营业绩分化

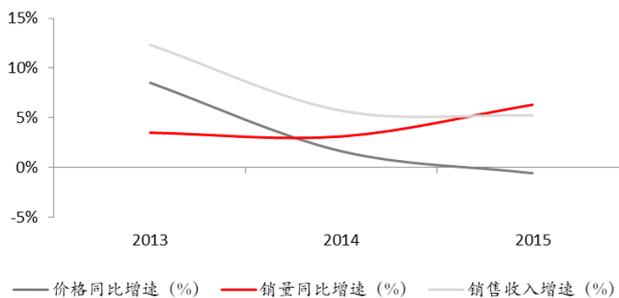
公司名称	2002/12/31	2003/12/31	2004/12/31	2005/12/31	2006/12/31	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31
贵州茅台	14.8%	55.7%	39.8%	36.3%	38.1%	83.2%	34.2%	13.5%	17.1%	73.5%	51.9%
五粮液	-24.4%	14.6%	17.8%	-4.4%	47.5%	25.8%	23.3%	79.2%	35.5%	40.1%	61.3%
泸州老窖	-63.7%	35.1%	-5.3%	16.8%	598.5%	139.8%	63.7%	32.2%	31.8%	31.7%	51.1%
高端酒合计	-16.6%	30.4%	26.8%	15.9%	55.1%	67.2%	35.5%	34.2%	26.2%	53.0%	55.0%
山西汾酒	-44.8%	166.4%	110.9%	48.7%	97.0%	38.0%	-31.8%	44.8%	39.3%	57.8%	70.0%
舍得酒业	-66.8%	17.6%	14.3%	6.6%	35.9%	107.3%	0.3%	29.7%	42.2%	155.2%	89.5%
水井坊	-91.1%	-1253.1%	-139.8%	10.5%	30.7%	97.9%	55.9%	2.2%	-26.6%	36.1%	5.4%
酒鬼酒	-242.1%	-34.7%	-106.6%	-4630.7%	-17.2%	-126.9%	-34.1%	42.0%	35.8%	142.5%	157.2%
次高端酒合计	-130.9%	110.2%	-182.6%	-131.0%	-369.6%	342.9%	-3.5%	22.8%	12.4%	68.1%	70.0%

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 如剔除 2010 年水井坊, 次高端 2010、2011 以及 2012 增速分别为 39.2%、79.6% 以及 87.7%

2.2 2013-2015 年：白酒行业深度调整，优秀企业率先恢复

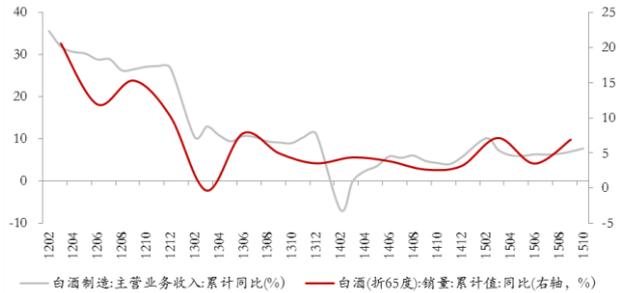
13 年以来整体经济处于较为平稳的发展中，但高端消费受到政策明显影响，在收入端体现出来的是中低收入群体增速超过高收入群体，此前白酒行业价格体系基本由三公消费为基础所建立，行业受政策影响进入深度调整阶段后，消费结构逐步从商政务消费转向大众消费。从业绩以及市场表现来看，无论是高端或是中低端消费品在行业下行期公司管理能力都能较好的帮助公司走出困境，部分酒企在深度调整期间业绩出现断崖式下滑，像品牌强大、渠道优秀以及营销能力强的茅台、洋河等酒企则逐步走出调整，行业销量的贡献度大于价格的贡献度。

图 18: 2013-2015 年白酒行业量价增速情况



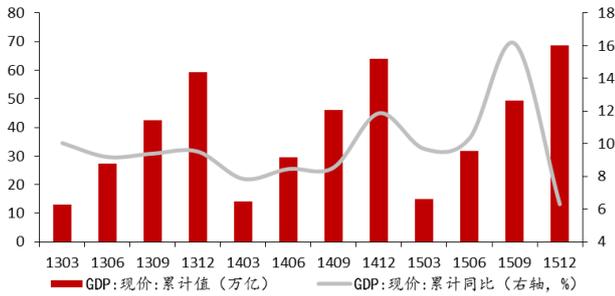
资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 19: 2013-2015 年白酒行业进入调整



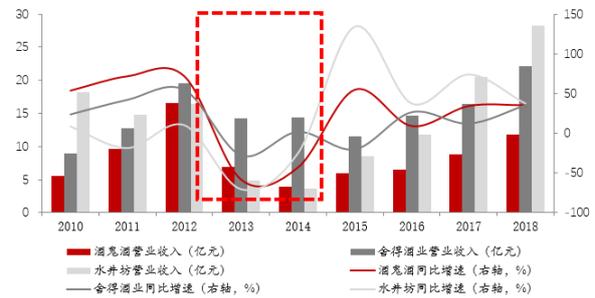
资料来源: Wind, 川财证券研究所, 灰色为消费行业, 红色为科技行业

图 20: 2013-2015 年 GDP 仍处于较为稳定增长



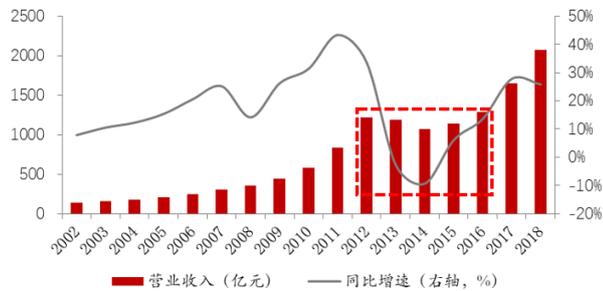
资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 21: 部分酒企收入呈断崖式下跌



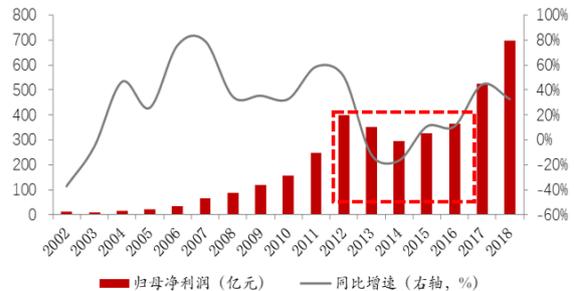
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 22: 深度调整期间白酒行业收入下滑明显



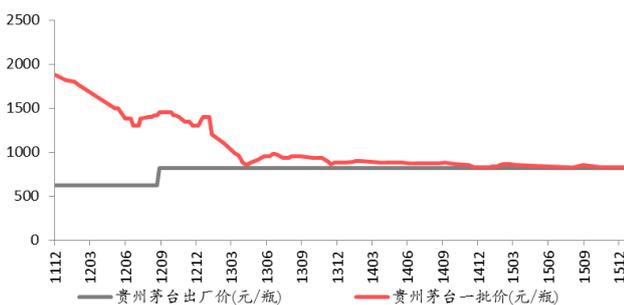
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 深度调整期间白酒行业净利润下滑明显



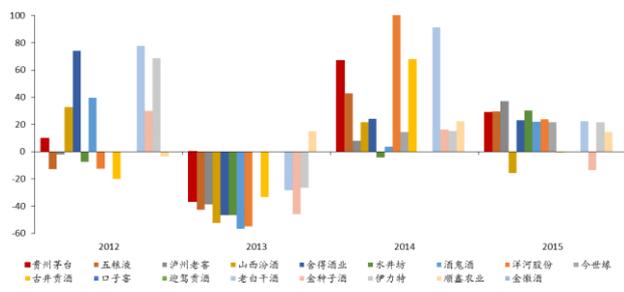
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 24: 2013-2015 年高端白酒处于调整期



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 25: 行业调整期间白酒管理优秀公司市场表现更优秀



资料来源: Wind, 川财证券研究所

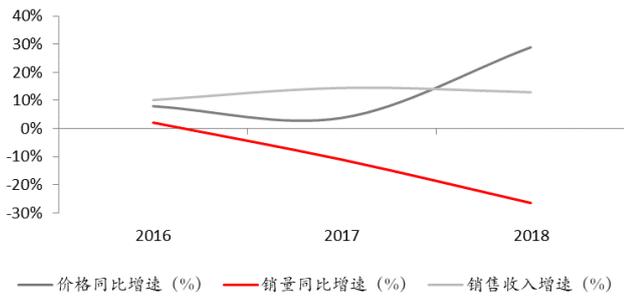
2.3 2016-2018 年: 消费力整体下降, 优秀企业挤压式增长

本阶段行业的增长由上一轮的扩容式增长转变为挤压式增长, 优秀企业因此尤为受益, 酒类上市公司基本都为行业内优秀领导者, 所以其表现也比行业情况

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

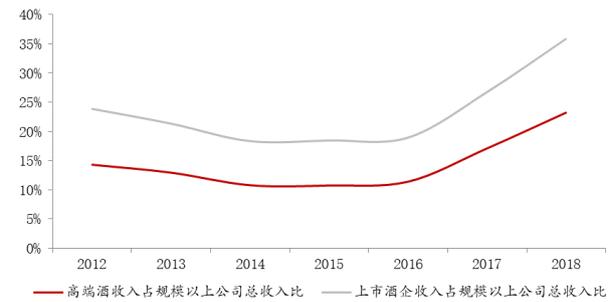
优秀很多。价格成为本阶段主要驱动力，其主要原因为随着消费力的降低，整体白酒销量持续下滑，而消费力两极分化严重，高、低收入群体收入增速最快，而中等收入群体收入增速则下降较为明显，在挤压式增长情形下，白酒行业高端酒与低端酒业绩开始出现分化。

图 26：2016-2018 年白酒行业价格及销量增速情况



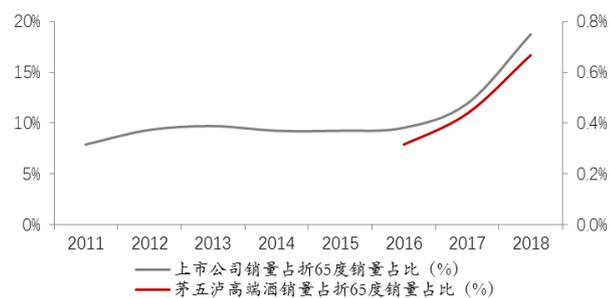
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 27：白酒行业发生挤压式增长



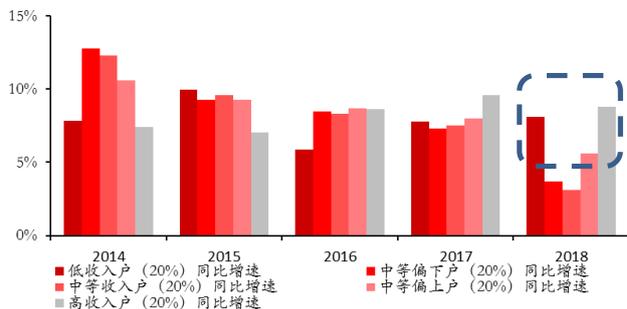
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 28：白酒行业发生挤压式增长



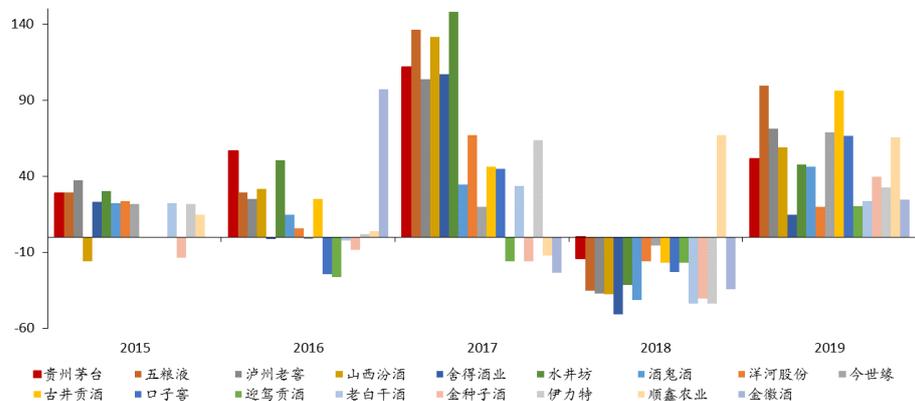
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 29：高、低端消费力持续升级



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 30：16 年后高端白酒率先领涨



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 3. 酒企高端产品以及超低端产品增长较为迅速

中高端酒				低端酒			
	18年收入占比 (%)	2018年同比增长 (%)	2017年同比增长 (%)		18年收入占比 (%)	2018年同比增长 (%)	2017年同比增长 (%)
贵州茅台	70%	25%	43%	贵州茅台 (系列酒)	12%	40%	172%
五粮液 (高端品牌)	75%	41%	23%	五粮液 (中低价位酒)	20%	13%	27%
泸州老窖 (国窖1573)	49%	37%	59%	泸州老窖 (低档酒)	8%	8%	-4%
舍得 (品味舍得)	60%-70%	40%	50%	舍得 (低端酒)	3%	-40%	-46%
水井坊	80%-90%	43%	69%	水井坊 (低档酒)	1%	-53%	
汾酒	50%	60%	50%	汾酒 (低档白酒)	36%	48%	47%
洋河股份 (梦之蓝)	28%	50%	50%	洋河股份 (海之蓝)	28%	9%	8%
古井贡 (年份原浆)	84%	40%	21%	洋河股份 (天之蓝)	20%	10%	9%
今世缘 (国缘)	60%	43%	38%	古井贡 (黄鹤楼)	12%	40%	12%
口子窖 (5年及以上)	97%	22%	31%	今世缘 (优特美C类)	3%	-29%	-13%
迎驾贡酒 (中高档)	60%	13%	12%	口子窖 (低档白酒)	2%	-21%	-10%
金种子 (中高档白酒)	72%	-10%	-14%	迎驾贡酒 (普通白酒)	40%	9%	-6%
金徽酒 (高档白酒)	36%	32%	23%	金种子 (低档白酒)	28%	-23%	-15%
酒鬼酒 (高档产品)	87%	36%	45%	金徽酒 (低档白酒)	4%	-23%	-25%
酒鬼酒 (内参系列)	66%	38%	18%	酒鬼酒 (湘泉系列)	9%	31%	-33%
酒鬼酒 (酒鬼系列)	21%	35%	55%				
平均		34%	36%	平均		1%	9%
超低端酒							
顺鑫农业 (牛栏山陈酿)	70%	44%	24%				

资料来源: Wind, 川财证券研究所

三、从白酒公司层面观察量价

以白酒上市公司为样本来探究 2012 年后各层级白酒及优质酒企量价关系。高端酒方面, 高端酒在深度调整阶段便已进入价格主导阶段, 本轮景气周期价格对收入贡献远高于销量; 次高端酒方面, 次高端整体节奏与行业相同, 本轮景气周期价格平均增速仅次于高端酒; 区域龙头方面, 行业深度调整期间业绩主要驱动力为销量, 本景气周期受价格影响因素较大; 三四线酒方面, 由于三四线酒多为低端酒, 仍以扩产能放量为主。集中度方面, 高端酒集中度提升幅度最大, 高端酒收入占规模以上酒企比从 12 年的 14.3% 提升至 18 年的 23.1%。

表格 4. 从高端酒、次高端酒、区域酒、三四线酒层面观察量价 (上市公司口径)

		2012年	2013-2015年	2016-2018年
高端酒	销量增速	25.21%	-1.60%	4.08%
	价格增速	13.07%	-0.71%	22.73%
次高端酒	销量增速	165.39%	-7.59%	8.84%
	价格增速	25.31%	-10.16%	22.23%
区域龙头	销量增速	5.50%	2.21%	1.89%
	价格增速	24.66%	-3.11%	13.60%
三四线酒	销量增速	20.78%	13.94%	21.41%
	价格增速	3.75%	-8.75%	-4.73%
整体白酒	销量增速	30.19%	4.03%	10.54%
	价格增速	14.31%	-5.19%	11.62%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 5. 高端酒集中度提升幅度最大

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
高端酒收入占规模以上公司总收入比	14.3%	12.9%	10.8%	10.7%	11.4%	17.0%	23.1%
次高端酒收入占规模以上公司总收入比	2.5%	1.6%	1.1%	1.1%	1.2%	1.8%	2.8%
区域酒企收入占规模以上公司总收入比	5.8%	4.7%	4.4%	4.6%	4.5%	5.7%	7.3%
三四线酒收入占规模以上公司总收入比	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%	2.3%	2.8%	3.6%
上市酒企收入占规模以上公司总收入比	23.7%	21.2%	18.2%	18.4%	18.8%	26.6%	35.7%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

3.1 高端酒：定价能力强，高端酒需求真实、旺盛

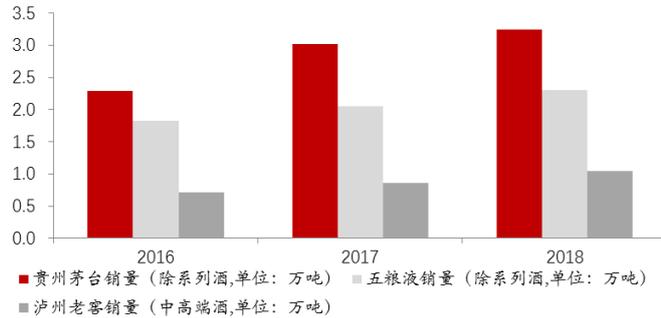
由于高端白酒为白酒行业发展的引领者，因此我们先对高端白酒进行具体分析，文中高端酒泛指贵州茅台、五粮液、泸州老窖等高端酒企。总体看：

- 1) 价格方面，高端酒因品牌力强、需求大、消费者愿意支付的品牌溢价高使得其更具定价优势及提价能力，因此在行业调整期间价格仍为高端酒业绩主要驱动力；
- 2) 需求方面，目前高端酒需求真实且旺盛，预计 2020 年高端白酒销量至少为 6.8 万吨，我们认为高收入群体能消化未来高端酒产能，高端酒有望继续延续量价齐升态势。

3.1.1 高端酒品牌力强

高端酒格局清晰，销量占比有望持续提升。相较于中高端及三四线酒，高端酒格局最为清晰：茅台、五粮液、泸州老窖为竞争力最强的高端酒企，而洋河梦系列、酒鬼酒内参等高端系列则体量较小。由于高端酒的社交、礼品、收藏属性更强，与经济关联度较大，在经济发展速度快、商务活动活跃，高端白酒销量有望不断提升。

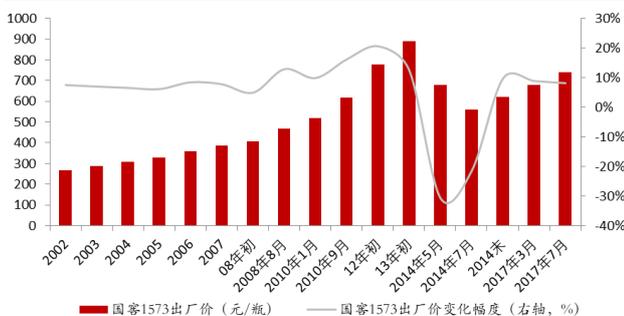
图 31： 高端酒主要品牌销量一览



资料来源：Wind，川财证券研究所

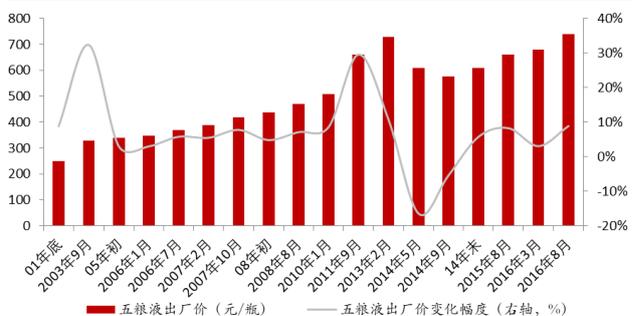
特殊的消费属性赋予了白酒一定的“需求刚性”及定价优势，尤其是高端酒。高端酒在行业调整开始价格贡献度便高于销量，产业自我调节能力强。在深度调整期间，五粮液、泸州老窖、茅台都曾坚持不下调价格，虽然后期五粮液及泸州老窖价格下滑，但由于其优秀的品牌力，之后逐渐恢复，使得高端酒整体价格贡献仍高于销量：1) 五粮液在初期提高出厂价，2014 年终端价下滑并出现倒挂后下调出厂价，之后在“二次创业”战略下成为复苏最明显的高端酒企；2) 泸州老窖则要求柒泉稳住国窖 999 元出厂价，但实际需求已经大幅回落，销量急剧下挫，终端成交价随之下降导致渠道价格倒挂，后来公司通过提高特曲的结算价、单独设立特曲专营公司、降价清国窖库存等一系列措施进行渠道改革、恢复渠道利润；3) 贵州茅台在调整初期保持出厂价不变，2014 年虽然终端价跌至 900 元/瓶，但公司始终保持顺价销售。礼品、宴请、投资属性不仅使得白酒具有一定的“刚性需求”，也赋予了白酒定价优势，尤其是高端酒，18 年高端酒收入规模为 12 年的 1.7 倍。截止 2018 年，高端酒总收入为 1267.2 亿元，占规模以上公司收入 23.6%，市场份额仍有较大提升空间。

图 32： 2002-2017 年泸州老窖一批价一览



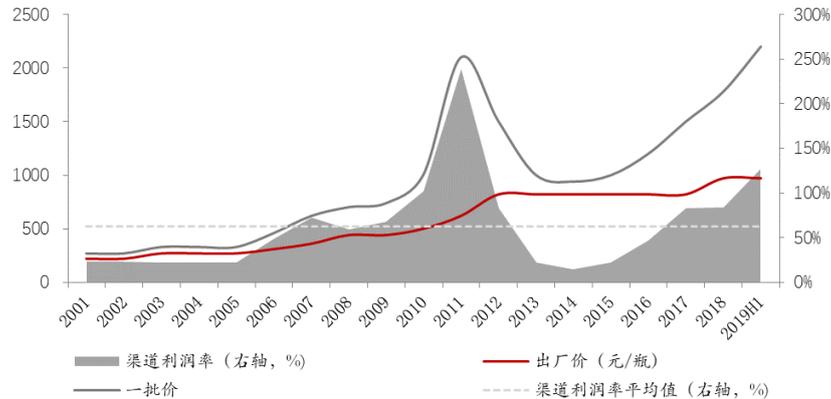
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33： 2002-2017 年五粮液一批价一览



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34：茅台深度调整期间不降出厂价



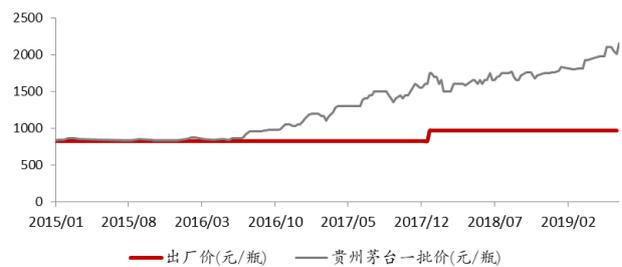
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35：2015-2018 年五粮液一批价持续上升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 36：2015-2018 年贵州茅台一批价持续提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 6. 高端酒市场集中度不断提升

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1
贵州茅台 (亿元)	264.6	309.2	315.7	326.5	388.4	581.7	735.6	216.4	394.9
YOY (%)	43.8%	16.9%	2.1%	3.4%	18.9%	49.8%	26.5%	23.9%	18.2%
销量YOY (%)	21.1%	-2.1%	-4.0%	13.9%	34.3%	62.7%	3.5%		
均价YOY (%)	18.7%	19.4%	6.4%	-9.2%	-11.4%	-8.0%	22.1%		
五粮液 (亿元)	261.3	237.0	200.3	203.5	227.1	280.9	377.5	175.9	
YOY (%)	41.4%	-9.3%	-15.5%	1.6%	11.6%	23.7%	34.4%	26.6%	
销量YOY (%)	14.8%	-1.3%	-21.3%	15.6%	8.3%	21.0%	6.4%		
均价YOY (%)	23.1%	-8.1%	7.4%	-12.1%	3.1%	2.2%	26.3%		
泸州老窖 (亿元)	112.8	101.5	50.1	65.7	80.7	101.1	128.6	41.7	
YOY (%)	37.1%	-10.1%	-50.7%	31.3%	22.9%	25.3%	27.2%	43.3%	
销量YOY (%)	35.5%	12.6%	-13.3%	0.4%	-5.8%	-13.9%	-5.0%		
均价YOY (%)	1.2%	-20.2%	-43.1%	30.7%	30.5%	45.5%	33.8%		
高端酒企均价 (亿元/万吨)	17.1	16.4	17.0	16.8	19.1	24.4	31.0		
YOY (%)	13.1%	-4.2%	3.7%	-1.5%	13.8%	28.0%	26.9%		
高端酒企总收入 (亿元)	638.6	647.7	566.0	595.7	696.2	963.7	1,241.8		
YOY (%)		1.4%	-12.6%	5.2%	16.9%	38.4%	28.8%		
白酒规模以上公司总收入 (亿元)	4,476.0	5,018.0	5,259.0	5,558.9	6,125.7	5,654.4	5,364.8		
高端酒收入占比 (亿元)	14.3%	12.9%	10.8%	10.7%	11.4%	17.0%	23.1%		

资料来源：Wind，川财证券研究所，注：酒企收入均为白酒业务收入

3.1.2 高端酒需求真实、旺盛

高端酒具有更高的需求收入弹性以及更低的需求价格弹性。我们通过测算四个层级的白酒弹性情况认为，目前高端酒的需求真实且旺盛。

我们通过用销量变动/人均可支配收入变动得出需求收入弹性，用销量变动/价格变动得出需求价格弹性，在比较了 13-18 年与 16-18 年需求收入弹性后发现高端酒需求较为真实，受收入影响不大。

表格 7. 13-18 年高端酒需求收入弹性为 1.1

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

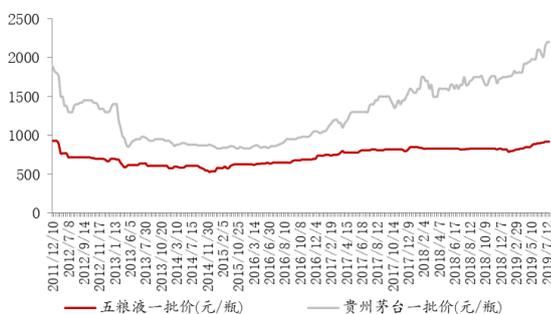
资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 8. 16-18 年高端酒的需求收入弹性为 1.2, 高端酒需求真实、旺盛

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

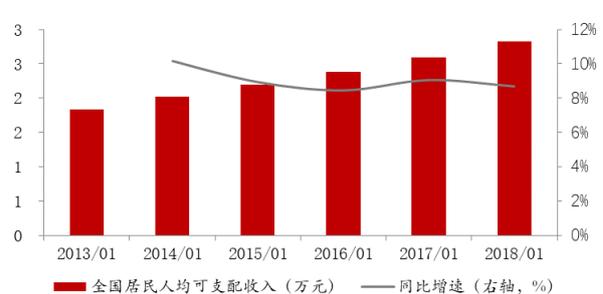
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 37: 飞天茅台及普五一批价情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 38: 人均可支配收入及同比增速



资料来源: Wind, 川财证券研究所

需求增长推动茅台价格提升，同时也为五粮液及泸州老窖提价打开空间。截至 2019 年 7 月，贵州茅台一批价抬升至 2200 元，相较于上一轮景气周期，本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

轮周期茅台一批价持续增长主要原因为消费升级、居民可支配收入提升、大众消费需求增加，而非大量商政务消费需求带来的价格泡沫，因此本轮价格上涨拥有更扎实的消费基础。同时，五粮液一批价也稳步上移至 900 元以上，今年淡季虽然白酒销量占全年比不大，但价格表现超市场预期。

表格 9. 高端酒 2019 年上半年频频提价

提价情况
<p>五粮液：</p> <p>3月，刚经历了春节畅销的五粮液经销商们正在报计划申请厂家新出的珍藏五粮液，出厂价859元。</p> <p>3月，春糖期间公布第八代新品五粮液出厂价比收藏版高出20-30元，预计新普五出厂价提升为879或889元。</p> <p>4月初下发文件，要求老普五统一供货价4月10日之前是 859元、4月10日以后 879元、4月20日以后是899元、4月30日以后是919元。</p> <p>5月15日，重庆市场一酒类销售有限公司下发《关于经典五粮液市场价格的通知》，我司对第七代经典五粮液、第七代经典五粮液收藏版及第八代经典五粮液三款产品的市场价格作如下通知：1、从今天（5月14日）起，第七代经典五粮液的终端供货价调整为 939元/瓶；从 6月1日起供货价调整为969元/瓶；2、5月份，第七代经典五粮液收藏版上市，终端供货价为969元/瓶，限量 2件/店；从6月1日起供货价为999元/瓶；6月份，第八代经典五粮液上市，终端供货价为959元/瓶。</p>
<p>泸州老窖：</p> <p>1月7日，泸州老窖宣布对38度国窖1573经典装（500ml）的建议供货价变为650元/瓶，建议团购价为680元/瓶，建议零售价为799元/瓶。</p> <p>1月8日，泸州老窖再次宣布对52度国窖1573经典装产品（规格为500ml）酒行供货价变为810元/瓶，团购价建议为880元/瓶，零售价建议为1099元/瓶。</p> <p>1月11日，泸州老窖宣布西南大区国窖1573 供货价调整为810元/瓶。</p> <p>2月，38度百年泸州老窖窖龄酒30年 500ml×6 瓶装产品，2019年2月1日起建议供货价调整为210元/瓶，建议团购价调整为220元/瓶，建议零售价调整为238元/瓶。</p> <p>2月，茗酿系列酒的终端价最高每瓶涨60元，最低每瓶涨20元。</p> <p>4月25日，泸州老窖怀旧酒美营销有限公司下发《关于暂停特曲60瓶接单接受及发运的通知》。根据通知内容显示，由于泸州老窖特曲60瓶2019年上半年计划配额已经提前执行完毕，经公司研究决定：即日起，暂停全国范围内泸州老窖特曲60瓶日常订单的接受及发运。请片区强化价格管理，坚持消费者培育工作。</p> <p>从5月1日起，公司旗下老字号特曲产品各度数结算价均上调10元/500毫升，其它规格产品的价格按比例进行相应调整，各渠道价格体系同时作出相应调整。</p> <p>5月10日，微酒记者从市场获悉：国窖公司华北大区下发了《关于暂停山东区域国窖1573经典装接单接收及货物发运的通知》。通知的核心内容有二：第一，即日起，暂停山东区域国窖1573经典装接单接收及货物发运；第二，即日起，调整38度国窖1573酒终端配送价至640元每瓶，调整52度国窖1573酒终端配送价至860元每瓶。</p> <p>5月14日，微酒获悉：宜宾五粮特曲品牌营销有限公司于近期发布了价格调整文件称。文件内容显示：经公司研究决定，拟自6月1日起，对五粮特曲产品执行新的出厂价格，要求各经销商按照公司建议的产品销售价格开展工作。</p> <p>5月25日，国窖1573营销公司华中大区发布《关于暂停湖南区域国窖1573经典装接单接收及货物发运的通知》：即日起，对湖南区域市场国窖1573进行停货提价，配送价调整860元，团购价调整至919元。</p> <p>6月6日，国窖公司西南大区发布《关于暂停国窖1573经典装接单接收及货物发运》的通知，国窖方面指出，此次停货是为切实贯彻执行“终端配额制”和“价格双轨制”，并保障各级核心客户利益。通知主要内容为：称即日起，暂停各经销商 客户52度国窖1573经典装接单接收及货物发运。此外，对终端配送价格也做了 调整：38度国窖1573经典装640元/瓶、52度国窖1573经典装860元/瓶；终端建议团购价为：38度国窖1573经典装680元/瓶、52度国窖1573 经典装919元/瓶。</p> <p>6月11日，微酒获悉国窖公司华东大区文件《关于暂停安徽区域国窖1573 经典装接单接收及货物发运的通知》。内容显示：各区域1573安徽片区经销客户：为切实推进“终端配额制”，有效保障安徽区域广大核心经销商和终端的利益，经我单位研究决定：一、即日起，暂停安徽区域国窖1573经典装接单接收及货物发运；二、即日起，调整终端配送价格为：38度国窖1573经典装640元/瓶，52度国窖1573经典装880元/瓶；三、即日起，终端建议团购价为：38度国窖1573经典装680元/瓶、52度国窖1573经典装919元/瓶。</p> <p>6月，泸州老窖方面下发文件，对泸州老窖头曲重庆市场终端价格体系进行了统一调整：从文件内容来看，泸州老窖六年窖头曲酒（柔雅/红色柔雅）、精品头曲酒 D9（2013版）挂牌价调整为198元一瓶；泸州老窖六年窖头曲酒铁盒（2017版）、精品头曲酒D6挂牌价调整为158元一瓶；泸州老窖六年窖头曲酒铁盒（2014版）挂牌价调整为128元一瓶；泸州老窖头曲酒挂牌价调整为98元一瓶。</p>

资料来源：酒业家、糖酒快讯、微酒、Wind，川财证券研究所

3.1.3 2020 年销量至少将达 6.8 万吨

我们通过以下两种方法来测算未来高端白酒销量，预计 2020 年高端酒销量至少为 6.8 万吨。

1) 我们将酒企量价按预期进行分拆预测，保守预计高端白酒销量 2020 年将达 6.8 万吨；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2) 根据高端酒历史销量 CAGR 来进行预估：经历行业深度调整后，18 年高端酒销量为 5.7 万吨，16-18 年销量年均复合增速为 17.4%，若除去政务消费影响（假设 16 年政务消费占比分别为 15%，18 年政务消费占比为 10%），16-18 年实际收入年均复合增速分别为 20.8%，因此假设 19-20 年 CAGR 为 17.4% 时，2020 年高端酒销量约为 7.9 万吨，而假设 CAGR 为 20.8% 时，2020 年高端酒销量约为 8.3 万吨。

我们认为受益于消费升级、人均可支配收入提升、高端酒需求增长迅速，高端酒品牌价值及产品价格仍将不断提升，预计 19 年高端酒均价增速将明显高于销量增速，同时有望继续延续量价齐升态势。

表格 10. 预计高端酒 2020 年销量至少为 6.8 万吨

	2016	2017	2018	16-18年CAGR	假设一：	2019E（根据模型获得）	2020E（根据模型获得）
贵州茅台销量（除系列酒）	2.29	3.02	3.25	19.02%		3.3	3.6
五粮液销量（除系列酒）	1.52	1.62	1.83	9.84%		2.1	2.3
泸州老窖销量（国窖1573）	0.33	0.45	0.62	37.81%		0.8	0.9
高端酒销量总计（万吨）	4.14	5.09	5.70	17.37%		6.1	6.8
同比增速（%）	3.81	23.1%	11.9%			7.6%	11.4%
1) 假设：商政务消费占比	15%		10%	20.78%			
2) 假设：商政务消费占比	13%		10%	19.38%			
3) 假设：商政务消费占比	11%		10%	18.03%			
若19-20年CAGR为17.37%，则19、20年销量分别为：						6.7	7.9
若19-20年CAGR为20.78%，则19、20年销量分别为：						6.9	8.3

资料来源：Wind，川财证券研究所

3.2 次高端弹性机会较大，基本盘扎实的区域酒企有望受益于消费刺激政策

次高端酒为高端酒的价格追随者，而区域酒更受益于省内消费升级，总体看：

- 1) 需求方面：受益于高端酒价格不断提升、新中产阶级人数不断增长，次高端市场有望进一步扩容。区域酒方面，随着本地消费力逐步升级，区域酒消费群体不断增长，经济发达地区的区域龙头受益于当地消费能力提升，在行业深度调整期间恢复能力较强；
- 2) 价格方面，受益于高端酒提价打开价格空间，次高端酒相继进行升级以增厚利润，但提价对业绩贡献小于高端酒企。区域酒方面，区域酒价格与高端及次高端酒表现关联度较小，与省内经济发展水平及消费水平关

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

联度大，省内经济迅速发展叠加消费升级使得主要区域酒企吨价逐年提升。

3.2.1 次高端：追随高端酒步伐提价

次高端酒采取跟随政策进行提价，业绩主要受价格驱动。次高端酒发展情况与高端酒呈高度正相关，在行业调整期间由于次高端酒提价能力弱，销量贡献大于价格；15年起受益于消费升级、高端酒提价打开价格空间，次高端酒进入提价阶段，但由于次高端酒基础盘相对来说不够扎实，提价后对企业业绩的贡献度不大，更多的是受到价格驱动。具体公司来看，舍得及酒鬼酒在15年后均价均实现持续正增长，其中舍得酒业中高档酒系列占比从15年的79%提升至18年的97%，酒鬼酒高档酒系列从15年的78.3%提升至87%，而汾酒、水井坊提价幅度较小，但业绩仍主要受价格驱动。

表格 11. 次高端酒企量价关系表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1
汾酒收入 (亿元)	59.7	56.8	36.6	39.2	41.8	57.6	89.7	40.6	
YOY (%)	43.2%	-4.7%	-35.6%	7.2%	6.7%	37.7%	55.7%	25.2%	
销量YOY (%)		-2.5%	-0.6%	-7.7%	16.9%	25.6%	38.3%		
均价YOY (%)		-2.2%	-35.2%	16.2%	-8.8%	9.6%	12.6%		
水井坊收入 (亿元)	16.2	4.8	3.6	8.1	11.8	19.9	28.1	9.3	16.9
YOY (%)	16.4%	-70.5%	-24.7%	125.3%	45.0%	69.4%	41.3%	24.2%	26.5%
销量YOY (%)	-34.5%	-18.0%	-54.0%	63.3%	35.9%	189.4%	-12.7%		
均价YOY (%)	77.7%	-64.1%	63.6%	38.0%	6.7%	-41.5%	61.8%		
舍得收入 (亿元)	17.6	12.3	12.6	9.6	12.4	15.0	18.5	7.0	
YOY (%)	60.3%	-30.2%	2.5%	-23.6%	28.7%	20.9%	23.7%	34.1%	
销量YOY (%)	110.5%	-24.1%	28.8%	-20.7%	-17.5%	-48.6%	-13.2%		
均价YOY (%)	-23.9%	-8.0%	-20.4%	-3.6%	56.1%	134.9%	42.5%		
酒鬼酒收入 (亿元)	16.5	6.9	3.9	6.0	6.6	8.8	11.9	3.5	7.1
YOY (%)	71.1%	-58.5%	-43.4%	54.9%	9.0%	34.0%	35.2%	30.5%	35.4%
销量YOY (%)	18.1%	-49.0%	3.0%	8.1%	-11.6%	-7.2%	18.2%		
均价YOY (%)	45.4%	-18.7%	-45.0%	43.3%	23.3%	44.4%	14.4%		
次高端酒企均价 (亿元/万吨)	11.6	10.4	6.7	8.3	9.5	12.5	15.1		
YOY (%)	25.3%	-10.1%	-35.9%	23.6%	14.4%	32.4%	20.4%		
次高端酒企总收入 (亿元)	110.0	80.7	56.6	62.9	72.5	101.2	148.2		
YOY (%)		-26.6%	-29.8%	11.1%	15.2%	39.6%	46.4%		
白酒规模以上公司总收入 (亿元)	4,476.0	5,018.0	5,259.0	5,558.9	6,125.7	5,654.4	5,364.8		
次高端酒收入占比 (亿元)	2.5%	1.6%	1.1%	1.1%	1.2%	1.8%	2.8%		

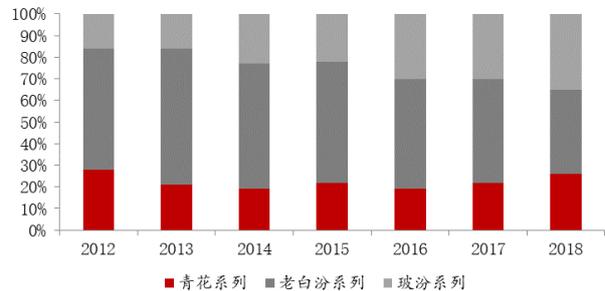
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：酒企收入为白酒业务收入

图 39：舍得酒业中高档酒系列占比从15年的79%提升至18年的97%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 40：汾酒青花占比从16年起逐步回升



资料来源：Wind，川财证券研究所

次高端酒有望继续扩容，集中度将逐步提升。需求端来看，目前中国的新中产人数已超 2 亿人，预计十三五末期将超 5 亿人，不断增长的中产人数为次高端市场扩容奠定了基础。从集中度来看，相较于高端酒企 23.6% 的市占率，次高端酒市占率仅为 2.8%，在高端酒提价后价格带空出，产品结构不断升级的背景下，次高端酒市场集中度有望进一步提升。

品牌力、渠道力、管理结构优秀的次高端酒企有望在未来脱颖而出。从增速角度看，次高端酒在经历了三年的恢复性高增长后逐步进入降速换挡期，次高端酒企全国化扩张过程中将不可避免的与正在不断升级的其他名酒正面交锋，相较于高端酒企，由于次高端酒企库存、品牌溢价等方面较高端酒弱，且增长节奏波动较大，渠道动力会随着渠道利润的波动而波动，若渠道利润过低或将导致出现区域收缩、经销商数量下滑现象，因此品牌力、渠道力、管理结构优秀的次高端酒企有望在未来脱颖而出。

3.2.2 区域酒：政策刺激消费，基本盘扎实的酒企有望明显受益

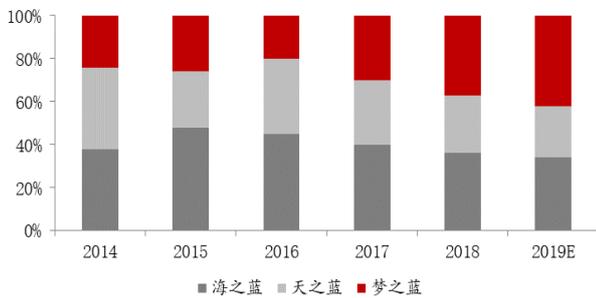
由于区域酒主要消费者为省内居民，省内价格带多为 100-300 元，因此区域酒受高端及次高端酒影响较小，受当地经济发展水平、居民消费能力影响较大，其中位居江苏省的洋河及今世缘自 12 年起受益于省内经济发展迅速叠加消费升级，均价提升贡献高于销量。具体来看，今世缘特 A 占比从 2014 年的 62.6% 提升至 2018 年的 83.1%；而洋河蓝色经典系列占比从 2016 年的近 70% 提升至 2018 年的 74%。此外，地处于安徽省的口子窖、古井贡同样受益于发达的经济及消费升级而实现量价齐升。

表格 12. 区域酒企量价关系表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1
洋河股份收入(亿元)	170.4	144.5	140.4	153.2	165.0	191.8	229.1	108.9	
洋河收入YOY(%)	35.4%	-15.2%	-2.8%	9.1%	7.7%	16.3%	19.4%	14.2%	
销量YOY(%)	0.1%	0.6%	-3.3%	-0.8%	-5.2%	9.0%	-0.9%		
均价YOY(%)	35.3%	-15.7%	0.5%	10.0%	13.6%	6.7%	20.5%		
古井贡酒收入(亿元)	40.5	44.4	45.3	51.2	58.8	68.2	85.2	36.7	
古井贡酒收入YOY(%)	27.3%	9.7%	2.0%	13.1%	14.8%	16.1%	24.9%	43.3%	
销量YOY(%)	46.9%	18.2%	3.4%	7.8%	13.6%	2.9%	-1.4%		
均价YOY(%)	-13.4%	-7.1%	-1.4%	4.9%	1.0%	12.8%	26.7%		
口子窖收入(亿元)	24.8	24.1	22.3	25.4	27.8	35.5	42.2	13.6	
口子窖收入YOY(%)	19.9%	-2.6%	-7.7%	14.1%	9.5%	27.6%	19.0%	9.0%	
销量YOY(%)		6.0%	-14.6%	6.0%	2.3%	16.4%	1.5%		
均价YOY(%)		-8.4%	8.6%	-8.4%	7.0%	9.7%	17.2%		
今世缘收入(亿元)	25.7	24.9	23.8	24.0	25.3	29.2	37.0	19.5	
今世缘收入YOY(%)	15.6%	-3.3%	-4.3%	0.9%	5.1%	15.5%	26.7%	31.1%	
销量YOY(%)	-5.7%	2.0%	-2.1%	-3.9%	-1.8%	-5.5%	-0.5%		
均价YOY(%)	22.7%	-5.0%	-3.3%	5.1%	7.1%	22.2%	27.4%		
区域酒企均价(亿元/万吨)	7.4	6.9	6.8	7.1	7.2	8.1	10.3		
YOY(%)	0.2	-7.14%	-1.38%	4.88%	1.00%	12.78%	26.72%		
区域酒企总收入(亿元)	261.3	237.9	231.7	253.8	276.8	324.7	393.5		
YOY(%)		-8.97%	-2.59%	9.52%	9.08%	17.30%	21.19%		
白酒规模以上公司总收入(亿元)	4,476.0	5,018.0	5,259.0	5,558.9	6,125.7	5,654.4	5,364.8		
区域酒企收入占比(亿元)	5.8%	4.7%	4.4%	4.6%	4.5%	5.7%	7.3%		

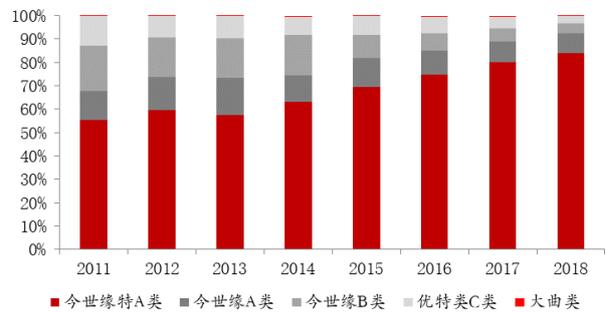
资料来源: Wind, 川财证券研究所, 注: 酒企收入为白酒业务收入

图 41: 洋河产品结构



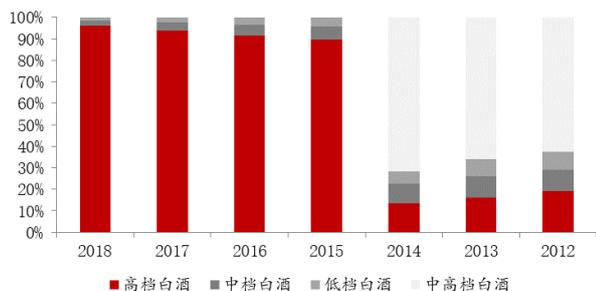
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 42: 今世缘产品结构



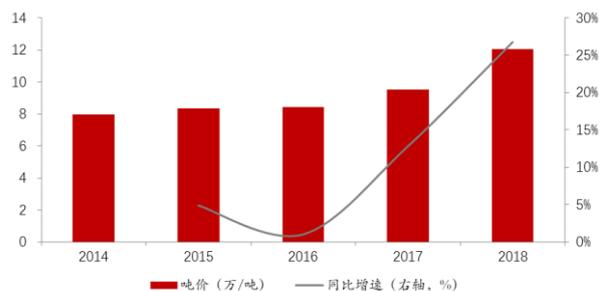
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 43: 口子窖产品结构



资料来源: Wind, 川财证券研究所

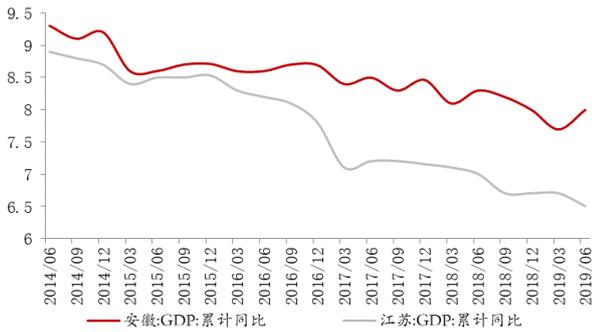
图 44: 古井贡吨价不断提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

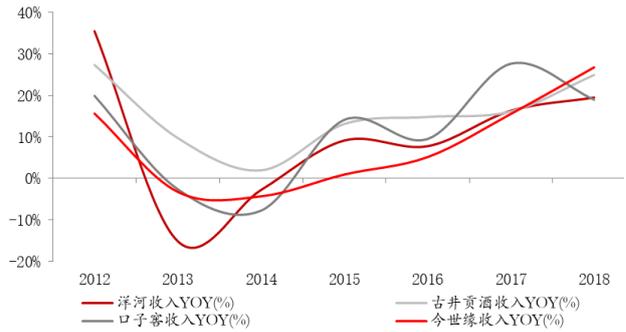
经济发达地区龙头受益于本地消费能力提升，在行业深度调整期间恢复能力较强。由于安徽省经济较江苏发展更为迅速，口子窖、古井贡较洋河、今世缘更早走出调整期，此外，相较于省外业务占比较高的洋河，省内业务占比较高的古井贡业绩波动最小。

图 45：安徽省 GDP 增速较江苏省高



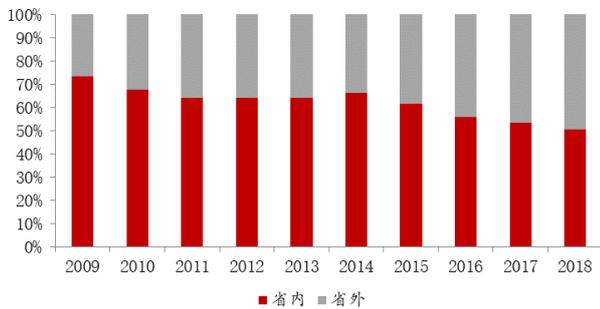
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 46：省内业务占比较大的古井贡比洋河业绩波动小



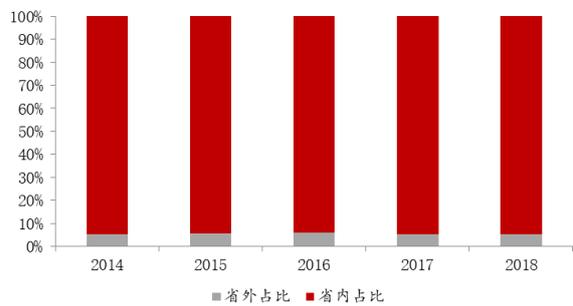
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 47：洋河省外营业额占比接近 50%



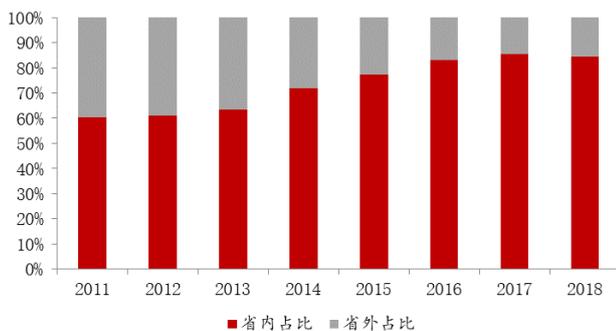
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 48：今世缘省内营业额占比较大



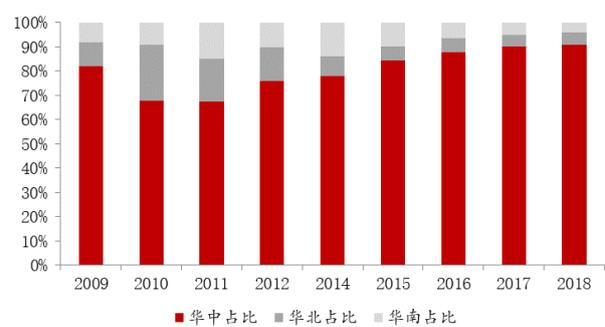
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 49：口子窖营业额省外占比逐步变小



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 50：古井贡省内营业额占比较大



资料来源：Wind，川财证券研究所

区域酒的弹性机会可以从价格空间、库存情况及需求来看：价格空间方面，目前区域酒受益于消费升级仍有提价空间；库存方面，正常的库存以及较好的回款情况为保证企业长久发展的必要条件，目前多次次高端酒企库存情况正常，汾酒等酒企在上半年已通过控货方式清理渠道库存，同时回款进度较好；需求为支撑业绩可持续发展的必要条件，宴请、日常消费属性赋予区域酒需求刚性，因此目前来看区域酒弹性机会较大。

图 51：主要区域酒企近期价格及库存情况

	价格情况	库存情况
洋河	5月对供货价及终端指导价进行上提，出厂价未上调，目前渠道价格与春节相比变化不大。	打款前渠道库存约1-1.5个月，5月20日进行打款，打款后渠道库存约2个月，渠道库存正常。
古井贡	二季度出厂价未上调	4-5月消化渠道库存，上半年回款完成率预计超60%，较去年表现好。
今世缘	5月上调零售及团购价；6月上调四开、对开价格，出厂价未调整	渠道库存约2个月，库存正常，预计上半年回款完成率超60%，其中南京市场超70%。

资料来源：糖酒快讯，Wind，川财证券研究所

历经 13-14 年行业深度调整期后，汾酒、洋河、古井、口子窖均保持量价齐升的局面，其中汾酒受益于省内供给侧改革，而洋河、古井、口子窖依托省内经济快速发展、消费不断升级，19 年以来刺激消费政策频出，未来随着政策红利释放，基本盘扎实的洋河、古井、口子窖有望明显受益。

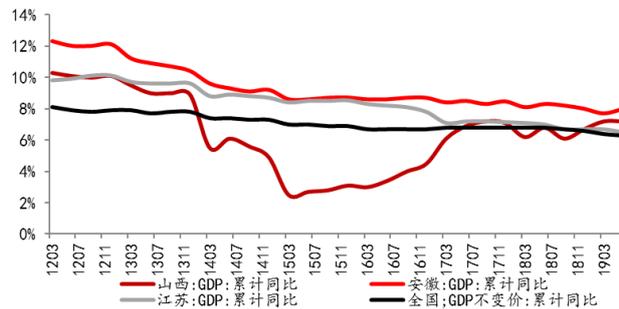
具体来看，山西省受益于供给侧改革，17 年以来第二产业快速回暖带动白酒销量快速提升；而安徽省稳定、高速的经济发展推动白酒行业增长，省内收入占比较高的古井、口子窖率先走出行业调整期，发展更为稳定；江苏整体经济发展稳定，但第三产业处于下行阶段，整体消费能力较弱。未来安徽、江苏随着消费政策红利释放有望提振消费能力，洋河、古井、口子窖将明显受益。

图 52：受益于省内经济快速发展的区域及次高端酒量价情况一览

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
汾酒收入(亿元)	59.7	56.8	36.6	39.2	41.8	57.6	89.7
YOY(%)	43.2%	-4.7%	-35.6%	7.2%	6.7%	37.7%	55.7%
销量YOY(%)		-2.5%	-0.6%	-7.7%	16.9%	25.6%	38.3%
均价YOY(%)		-2.2%	-35.2%	16.2%	-8.8%	9.6%	12.6%
次高端酒收入YOY(%)	44.4%	-26.6%	-29.8%	11.1%	15.2%	39.6%	46.4%
次高端酒销量YOY(%)	165.4%	-18.3%	8.9%	-11.3%	0.6%	5.3%	21.7%
次高端酒均价YOY(%)	25.3%	-10.1%	-35.9%	23.6%	14.4%	32.4%	20.4%
古井贡收入(亿元)	40.5	44.4	45.3	51.2	58.8	68.2	85.2
YOY(%)	27.3%	9.7%	2.0%	13.1%	14.8%	16.1%	24.9%
销量YOY(%)	46.9%	18.2%	3.4%	7.8%	13.6%	2.9%	-1.4%
均价YOY(%)	-13.4%	-7.1%	-1.4%	4.9%	1.0%	12.8%	26.7%
口子窖收入(亿元)	24.8	24.1	22.3	25.4	27.8	35.5	42.2
YOY(%)	19.9%	-2.6%	-7.7%	14.1%	9.5%	27.6%	19.0%
销量YOY(%)		6.0%	-14.6%	6.0%	2.3%	16.4%	1.5%
均价YOY(%)		-8.4%	8.6%	-8.4%	7.0%	9.7%	17.2%
洋河收入(亿元)	170.4	144.5	140.4	153.2	165.0	191.8	229.1
YOY(%)	35.4%	-15.2%	-2.8%	9.1%	7.7%	16.3%	19.4%
销量YOY(%)	0.1%	0.6%	-3.3%	-0.8%	-5.2%	9.0%	-0.9%
均价YOY(%)	35.3%	-15.7%	0.5%	10.0%	13.6%	6.7%	20.5%
区域酒收入YOY(%)		-9.0%	-2.6%	9.5%	9.1%	17.3%	21.2%
区域酒销量YOY(%)	5.5%	4.1%	-2.4%	5.1%	-0.3%	6.9%	-0.8%
区域酒均价YOY(%)	24.7%	-7.1%	-1.4%	4.9%	1.0%	12.8%	26.7%

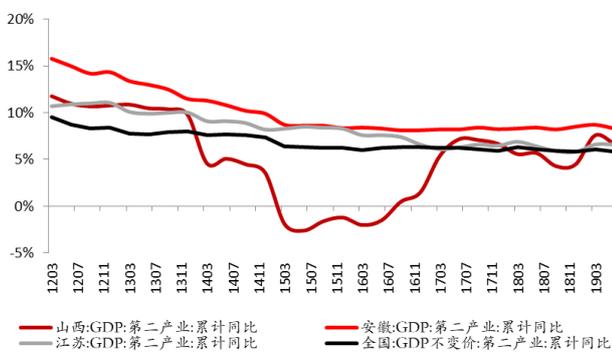
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 53：山西、安徽 GDP 增长较快



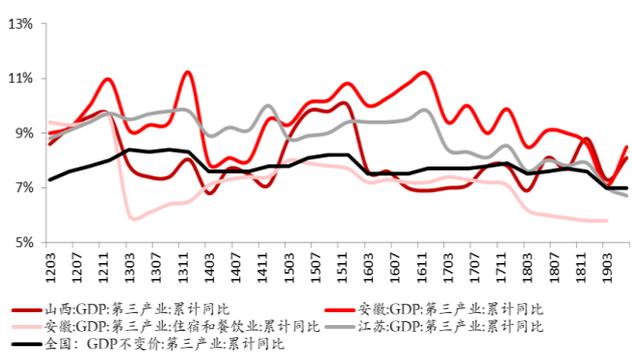
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 54：供给侧改革下山西第二产业恢复增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 55：山西、安徽第三产业增长企稳



资料来源：Wind，川财证券研究所

四、投资建议

现阶段价格为白酒行业主要驱动力，高端酒需求真实、旺盛。白酒行业的增长已由上一轮的扩容式增长转变为挤压式增长，高端酒与低端酒开始出现明显分化，行业盈利的头部效应明显，根据我们测算，未来高端白酒销量预计2020年高端酒销量至少为6.8万吨，较2018年5.7万吨增长19.3%。次高端酒方面，次高端酒追随高端酒步伐提价，品牌力、渠道力、管理结构优秀的次高端酒企有望在未来脱颖而出。区域酒方面，受当地经济发展水平、居民消费能力影响大，经济发达地区白酒吨价提升更显著。

综上所述我们认为投资应分为两条主线：

- 1) 当前高端酒需求真实、旺盛，在行业挤压式增长下，高端酒量价仍有望持续提升；
- 2) 19年以来消费刺激政策频出，未来随着政策红利释放，基本盘扎实的酒企有望受益。

相关标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡、口子窖、山西汾酒。

图 56： 相关公司估值一览

日期	2019/07/28		股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
	证券代码	证券简称			19E	20E	21E	19E	20E	21E
600519.SH	贵州茅台	965.0	12122.7	34.2	40.6	47.2	27.9	23.4	20.2	
000858.SZ	五粮液	121.3	4706.4	4.2	5.2	6.1	21.1	16.8	14.4	
000568.SZ	泸州老窖	82.2	1204.2	3.2	4.2	5.3	22.1	16.7	13.4	
平均值							23.7	19.0	16.0	
600809.SH	山西汾酒	68.7	598.4	2.2	2.7	3.3	31.2	25.0	20.8	
600779.SH	水井坊	47.9	234.1	1.5	1.9	2.4	31.2	24.9	20.3	
000799.SZ	酒鬼酒	28.9	93.8	0.9	1.2	1.5	31.4	24.0	19.8	
600702.SH	舍得酒业	27.4	92.3	1.4	1.8	2.2	20.3	15.4	12.5	
平均值							28.5	22.3	18.4	
002304.SZ	洋河股份	120.3	1812.9	6.3	7.3	8.2	19.2	16.6	14.6	
000596.SZ	古井贡酒	120.0	604.4	4.2	5.3	6.5	26.5	21.2	17.2	
603589.SH	口子窖	61.6	369.7	3.1	3.6	4.2	20.1	17.1	14.7	
603369.SH	今世缘	27.4	344.0	1.2	1.4	1.8	23.7	18.9	15.6	
平均值							22.4	18.4	15.5	
000860.SZ	顺鑫农业	45.7	338.8	1.6	2.0	2.5	29.1	22.5	18.5	
603198.SH	迎驾贡酒	17.5	139.9	1.0	1.1	1.2	16.7	15.8	15.1	
600559.SH	老白干酒	12.6	113.1	0.6	0.7	0.9	22.6	17.6	13.7	
603919.SH	金徽酒	14.6	57.1	0.8	0.9	1.1	19.3	16.2	13.6	
平均值							21.9	18.0	15.2	
总平均值							24.1	19.5	16.3	

资料来源：Wind，川财证券研究所，注：除贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、顺鑫农业，其他均为万得一致预期数据

五、风险提示

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

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

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

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

重要声明

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

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

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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

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

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

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

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

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

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004