

行业研究/深度研究

2019年08月22日

行业评级:

家用电器 增持(维持)  
食品饮料 增持(维持)

**林寰宇** 执业证书编号: S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com

**贺琪** 执业证书编号: S0570515050002  
研究员 0755-22660839  
heqi@htsc.com

**王森泉** 执业证书编号: S0570518120001  
研究员 0755-23987489  
wangsenquan@htsc.com

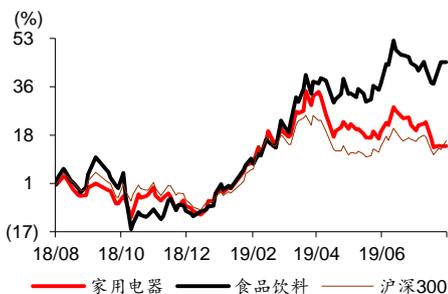
**张晋溢** 执业证书编号: S0570519030001  
研究员 010-56793951  
zhangjinyi@htsc.com

**王楠** 执业证书编号: S0570516040004  
研究员 010-63211166  
wangnan2@htsc.com

相关研究

- 1 《食品饮料: 行业周报(第三十三周)》  
2019.08
- 2 《家用电器: 行业周报(第三十三周)》  
2019.08
- 3 《家用电器: 蓄力新冷年开盘, 内销同比-12.3%》  
2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 中国核心资产引领全球新消费周期

## 白电与白酒行业定价权优势分析

### 家电与白酒在奢侈品和大众品中成长与转化, 占据消费核心地位

改革开放四十年, 中国各项经济指标及体量经历了多个阶段不同程度的发展, 消费品市场更是随着人口红利及房地产发展带动等诸多因素影响, 成为全球第一梯队。在消费品行业发展的过程中, 白电与白酒行业成为至今为止拥有定价权的消费细分行业。随着经济周期的变化, 家电和白酒在奢侈品和大众消费品之间身份转化, 其定价能力随着经济环境变化及行业的竞争逐步显现。我们持续看好白电龙头(格力电器)及白酒龙头(贵州茅台)所代表的核心资产地位, 在未来全球化发展深化阶段, 白电及白酒龙头有望继续引领全球新消费周期。

### 中国白电与白酒具备世界级定价权, 品质升级催生龙头企业

伴随经济成长、消费品结构变迁, 生活品质升级成为消费品行业发展核心要素。家电产品跨越消费层级, 同时具备必需消费品和可选消费品属性, 伴随居民人均可支配收入增长, 原本必选属性的食品饮料中, 演变出可选特征的白酒, 高端白酒成为社会高端追捧品。在整体消费需求提升及中产人群增厚背景下, 对高品质产品的需求仍有很大发展空间, 较多中国龙头企业品质已经达到世界水平, 品牌竞争力及影响力甚至超过海外品牌, 在未来的经济周期中, 具备高端定价权的龙头企业仍有望延续快速成长。

### 中国消费 40 年沉淀, 格力电器、贵州茅台脱颖而出

数十年物竞天择, 白电和白酒行业龙头企业脱颖而出。格力电器在经历 90 年代产品力提升和渠道初步建设后, 进行了产业链整合、渠道整合、技术快速更新迭代, 逐步扩大了市场份额, 超越外资品牌, 从而具备控制整个链条的定价权。贵州茅台在价格管控放开后就是酒价领导者, 经历了 90 年代的沉寂后, 在坚持品质基础上把握政商消费趋势, 一举成为行业的价格标杆和市场份额最大的高端白酒。而格力和茅台, 在未来深化品牌价值、掌握核心科技和制造高品质产品上有望继续前进, 引领行业发展趋势。

### 制造能力和自身发展优势造就竞争壁垒, 渠道掌控形成蓄水池

白电和白酒是中国具备全球定价权的产业, 其龙头定价权体现在更宽的竞争护城河和更深的渠道蓄水池。白电龙头(格力电器)拥有顶尖的生产能力与产业链上下游布局, 在核心部件与整机能效方面行业领先; 线上和线下渠道布局完全掌握在企业手上, 对下游的强定价权形成流通蓄水池。白酒龙头(贵州茅台)占据地理优势和无法复制的气候和水质环境, 坚持复杂的酿造工艺, 成为高品质的典范; 社会对优质产品的追捧, 使得渠道有丰厚利润, 忠实的经销商为企业提供更深的渠道蓄水池。

### 推荐掌握定价权的行业龙头——格力电器和贵州茅台

格力电器在产品(制造、技术)、渠道(线下体系)、品牌(定价权)等方面具备强壁垒。制造产业链一体化, 成本优势不惧价格竞争。精品战略深挖技术可靠性, 品质成为标签。线下经销商群体稳固, 战略执行落地预期强。多年积累最终形成强势品牌及难以撼动地位, 引导产业风向。贵州茅台: 中国白酒第一品牌, 国酒形象深入人心; 无可复制的酿造环境和工艺保障产品力和稀缺性; 中国独特白酒文化走向世界, 成长空间值得期待。

风险提示: 宏观经济表现低于预期; 地产后周期影响或超出预期; 原材料价格及人民币汇率不利波动; 食品安全问题。

## 正文目录

新消费时代，把握消费领域景气持续向上标的 .....	4
展望未来消费预期，大消费行业整体性地进入稳定成长阶段 .....	4
核心经济要素长期向上，消费影响偏正面 .....	5
白电消费品的大众化发展路径之一，家电由奢侈品到必需品 .....	8
家电奢侈品时代，价格远超居民年收入 .....	8
家电大众化时代，家电成为家庭标配 .....	9
大白电发展进入国内品牌黄金期，格局优势维持盈利向上 .....	10
白酒行业：步入存量竞争阶段，龙头企业马太效应凸显 .....	12
消费龙头竞争中树立标杆 .....	15
家电龙头崛起之路：从技术引进到规模化制造，再到品牌定价权 .....	15
(1) 外资品牌进入期，树立家电标杆 .....	15
(2) 内资厂商代工及积累期，技术与管理的积累与超越 .....	15
(3) 国家扶持成长期，龙头企业加速发展 .....	17
(4) 市场化竞争阵痛期，龙头强势地位逐步确立 .....	21
(5) 市场格局形成期，行业红利不断兑现 .....	23
(6) 品牌价值体现期，海外发展提速 .....	23
白酒发展之路：经济环境和相关政策是影响我国白酒行业周期波动的重要原因 .....	25
第一轮周期（建国初期-1992年）：国家管控到放开定价权，政府禁酒令使行业首次调整 .....	25
第二轮周期（1993-2002年）：经济高速增长推动名优酒快速发展，宏观微观叠加触发行业二次调整 .....	26
第三轮周期（2003-2015）：“渠道为王”的黄金十年繁荣期，政策利空迫使行业再次跌入寒冬期 .....	27
第四轮周期（2016至今）：个人消费崛起的分化期，龙头企业马太效应凸显 .....	31
消费品步入品质升级成长周期，定价权企业拥有新优势 .....	33
消费内容为代表的消费品成长，开始向消费品质转变 .....	33
向消费品质升级转变，具备中高端产品定价权企业依然稀缺 .....	34
家电产品兼顾必需和可选消费品属性 .....	35
白酒产品和品牌力发生分化，从国家管控到实现消费分级 .....	35
国家管控时代，白酒价格由国家制定 .....	36
国家首次放开定价权，品牌溢价出现 .....	36
产品价格加持品牌力，龙头企业频频提价 .....	37
供需周期中行业出清，龙头逐步形成定价权 .....	38
白电行业格局不断优化，龙头企业形成定价权 .....	38
白电龙头格力电器，从行业突围到寡头领先，把控产业链定价权 .....	39
第一阶段：1990-2001年，产品力提升、渠道初步控制 .....	40
第二阶段：2002-2012年，格力产业链整合、绑定渠道，在渠道洗牌中实现份额占比提升 .....	41

第三阶段：2013-2016 年，品牌价值凸显，盈利能力强化.....	42
第四阶段：2017 年至今，坚守优质品牌，盈利稳定.....	43
格局形成后的空调库存周期对龙头企业盈利能力影响减弱.....	44
企业核心竞争力决定了白酒龙头的变迁史.....	45
第一阶段（建国初期到 80 年代末）：计划调拨时期，老窖特曲号召力强.....	45
第二阶段（80 年代末到 90 年代初）：物资匮乏，以量为大的“汾老大”.....	45
第三阶段（90 年代初到 2012 年）：前瞻性的价格策略和品牌运作模式，成就“白 酒大王”五粮液.....	46
第四阶段（2013 年至今）：凭借产品稀缺性和优质的品质，贵州茅台成为绝对龙 头.....	47
龙头定价权：稳渠道、定标杆.....	50
白色家电渠道战，获取下游定价权，形成流通蓄水池与竞争护城河.....	50
线下渠道下沉继续发力，大连锁及专卖店覆盖有望提升.....	50
线上渠道京东、苏宁、天猫三寡头竞争，开始线下转型.....	51
白电龙头企业线下渠道覆盖面广阔，低层级市场优势依然明显.....	51
对比美国家电市场，流通商把控渠道，家电企业向下议价能力弱.....	52
空调行业能效标准提升，龙头有望受益份额持续提升.....	53
龙头品牌核心部件标准较高，或将受益能效标准提升.....	54
优秀的产品力和渠道张力形成茅台的护城河.....	56
慢工出细活，茅台考究的酿造工艺成就品质上乘.....	57
稳定的价格体系给予渠道较大的张力.....	58
消费龙头具备长期投资价值.....	62
白电龙头的投资价值，PE/PB 估值比较：看好格力未来估值提升潜力.....	62
白酒龙头的投资价值：看好贵州茅台的定价权和估值提升空间.....	63
风险提示.....	64

## 新消费时代，把握消费领域景气持续向上标的

改革开放四十年，中国各项经济指标及体量经历了多个阶段不同程度的发展，消费品市场更是随着人口红利及房地产发展带动等诸多因素影响，成为全球第一梯队。在消费品行业发展的过程中，白电与白酒行业成为至今为止拥有定价权的消费细分行业。随着经济周期的变化，家电和白酒在奢侈品和大众消费品之间身份转化，其定价能力随着经济环境变化及行业的竞争逐步显现。我们持续看好白电龙头（格力电器）及白酒龙头（贵州茅台）所代表的核心资产地位，在未来全球化发展深化阶段，白电及白酒龙头有望继续引领全球新消费周期。

### 展望未来消费预期，大消费行业整体性地进入稳定成长阶段

长周期视角下，未来中国宏观经济有望维持稳健增长，1988年以来城镇居民收入增长持续高于物价提升，消费领域结构性成长空间提升，城镇化的居民消费方式不断渗透，消费向品质化产品过渡，拥有中高端产品定价权稀缺龙头企业或将迎来持续成长。

#### (1) 中国经济实力基础扎实，人均消费能力提升为消费需求增长提供广阔空间。

中国经济的整体规模或人均消费能力有望保持上行的趋势，继续推动消费。国家统计局数据显示，2017年中国一二三线城市人均GDP仅相当于美国1978-1989年水平，而1978年之后20年，美国正在经历经济规模增大、耐用品品质消费意愿提升阶段，耐用品消费持续高于人均GDP增速。

#### (2) 人口基数是消费市场的重要基础。

1985年前后新生代人口的周期性红利依然处于高峰期，消费能力与消费意愿的提升是最大的特点。另一方面，县城承接了最大规模的乡村人口的城市转移（国家统计局数据显示，四线及以下城市常住人口在2007-2018年间增长15831万人），城镇消费方式得到持续向乡镇传导。

#### (3) 大消费行业（尤其是大白电和白酒）配置价值持续突出。

过去10年中，美股行业分类中，如果按照巴菲特将苹果公司划分到可选消费品行业，2009-2018年市值份额提升最大的行业分别为可选消费(+15 PCT)、信息技术(+14 PCT)，反映出中长期投资风格从过去过度偏重于成长性，向消费性及确定性的转变。

图表1：伴随中国经济波动上行，家电及酒类消费逐步变化

中国经济及消费指标	1985年-1998年	1998年-2005年	2005年-2015年	2015年至今
人口数量-CAGR (%)	1.20%	0.70%	0.70%	0.30%
家庭数量(户)	2.4亿-3.3亿	3.3亿-3.8亿	3.8亿-4.45亿	4.45-4.5亿
城镇化率 (%)	23%-35%	35%-44%	44%-56%	56%-58%
GDP CAGR (%)	18.80%	11.90%	13.80%	9.50%
GNI (USD)	<800	800-2000	2000-8000	8000-9000
普及期产品	冰箱、洗衣机、彩电	空调、微波炉、燃气热水器、消毒柜、油烟机、燃气灶、液晶电视	变频空调、中央空调、净水器、洗碗机、滚筒洗衣机、大容量冰箱	中央空调、净水器、洗碗机、空气净化器、生活电器
较高渗透产品		冰箱、洗衣机、彩电	传统空调、微波炉、液晶电视、燃气热水器、油烟机、燃气灶	
进入更新周期		显像管电视	传统空调、双门冰箱、双缸洗衣机	
白酒行业主导香型	清香型	浓香型	酱香型	酱香型
白酒行业主要驱动力	价格	量	价格和量	价格

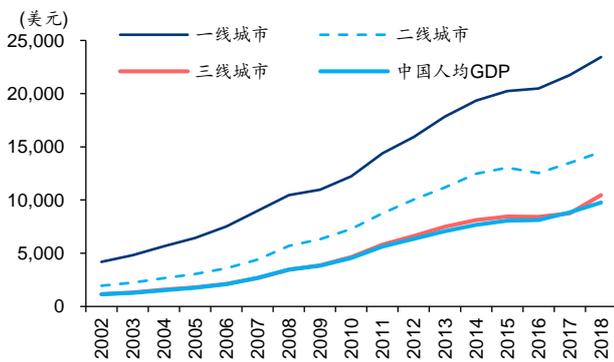
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**核心经济要素长期向上，消费影响偏正面**

**(1) 居民收入提升，消费品升级可挖掘潜力待释放：**居民收入增速虽预期进入相对稳定阶段，但整体人均经济实力的提升，为消费品成长和更新发展提供了广阔市场空间。2018年，国家统计局公布数据显示，中国人均GDP达到64644元，比上年增长6.1%，约为9400美元，同期，美国人均GDP为62590美元。中国人均GDP为美国70年代末期水平。

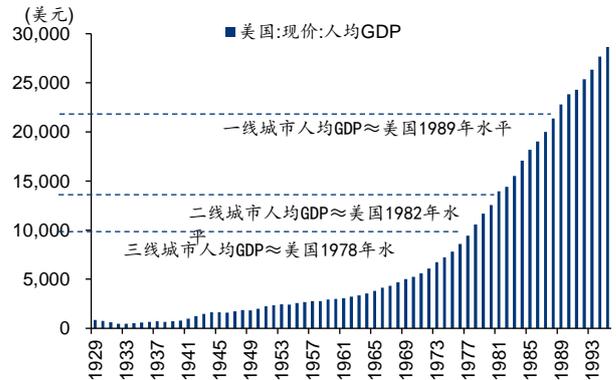
从结构上看，区域差异依然明显，城镇化的继续推进引导城市消费习惯向低层级市场传导。我们根据国家统计局对于统计调查中使用的城市分类，对国内城市经济实力进行汇总。2018年一二三线城市人均GDP(约为23434、14514、10461美元)仅相当于美国1989、1982、1978年水平。

**图表2：2018年全国人均GDP约为9400美元，区域差异比较大**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

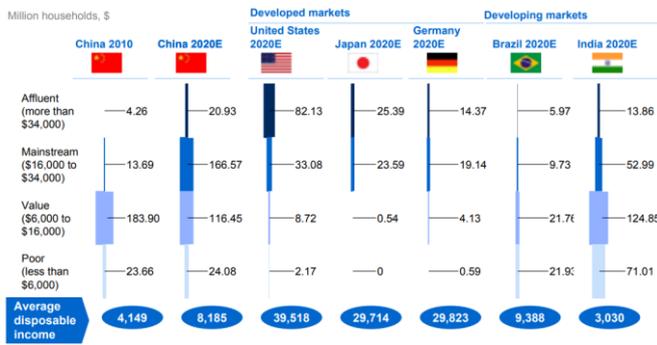
**图表3：2018年一线城市人均GDP接近美国1989年水平**



资料来源：wind，华泰证券研究所

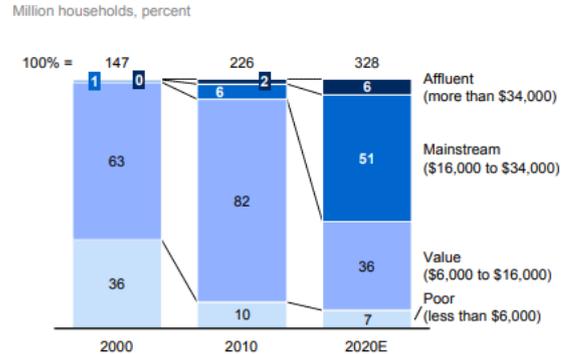
**中国中产阶级群体加大，品牌消费意识有望提升。**国际咨询机构Mckinsey预计，到2020年中国户均可支配收入达到8185美元，且主流消费人群户均可支配收入有望达到16000~34000美元，主流消费人群占比有望达到51%。

**图表4：国际咨询机构预计，2020年中国中产阶级(Mainstream)群体收入大幅提升**



资料来源：Mckinsey、华泰证券研究所

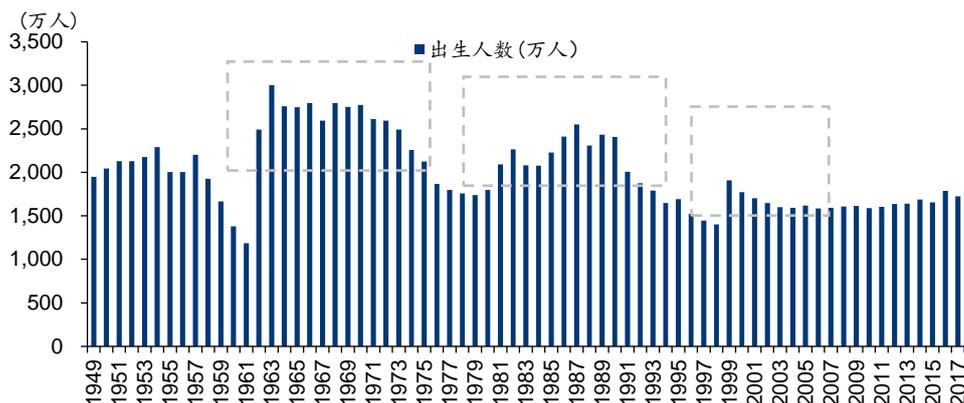
**图表5：国际咨询机构预计，中国中产阶级(Mainstream)群体规模持续提升**



资料来源：Mckinsey，华泰证券研究所

**(2) 城镇化驱动人口向城市集中，适合三四线城市的消费或将快速崛起。**从现在的新生人口及人口结构上看，未来人口规模性红利逐步减弱，但是城镇化驱动大规模人口向县城转移。

图表6：1980年代、1999再度迎来一波婴儿潮



资料来源：wind、国家统计局、华泰证券研究所

过去的十余年中，中国人口总量缓慢提升，人口结构向县城集中，呈现出新城镇人口被动接受品牌消费的升级。我们根据国家统计局划分的城市标准以及城乡标准，中国最大比例的人口依然在乡村，但是人口区域结构调整除了表现出向大中型城市集中（根据国家统计局数据，一二线城市 2007-2018 年间常住人口增长超过 5900 万人），而更多的是县城承接了最大规模的乡村人口的城市转移（根据国家统计局数据，四线及以下城市常住人口在 2007-2018 年间增长 1.58 亿人）。

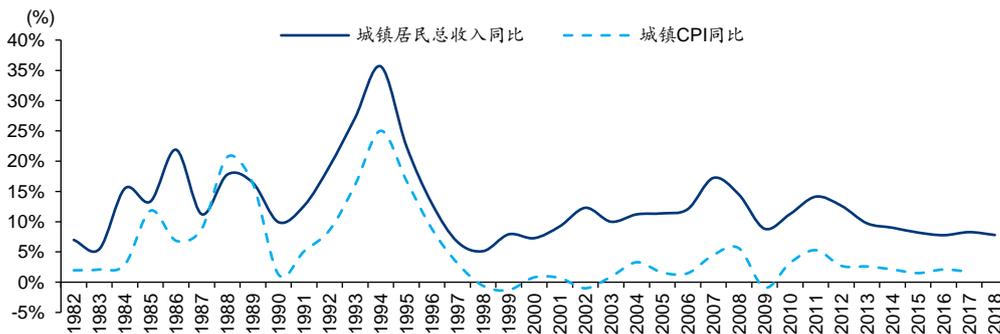
图表7：中国人口占比最大的地区依然为四线及以下城市（常住人口比例）



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

**(3) 物价水平增长低于收入增长，消费动力提升。**白电产品从奢侈品属性逐步大众化，白酒产品中演化出具备奢侈品属性的高端白酒。对比 2018 年全国居民人均可支配收入，以中怡康统计的 2018 年白电零售价格为基准，空调、冰箱、洗衣机产品零售均价仅占全国居民人均可支配收入的 14%、15%、10%，家电大众化时代，已经成为家庭标配。我们依然认为收入增长将快于物价变化，居民消费动力有望保持提升。

**图表8：1988年以来，城镇收入增速持续快于商品物价增长**



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

**(4) 地产等其他因素：**地产对于消费影响预计还将持续，既来自于房地产销售增速放缓后，直接导致具备地产后周期属性商品需求的抑制；也来自于地产通过对居民可支配收入的杠杆影响，间接影响居民消费。

居民部门通过加杠杆的方式，在房地产价格持续攀升中强化了房地产消费的财富效应，同时也在住宅商品房销售减弱的情况下强化了挤出效应，居民消费动力有所下降。截止2018年底，居民部门杠杆率已经提升至53.2%，房地产带来的财富效应和挤出效应影响更明显。

**图表9：居民部门杠杆率提升**



资料来源：Wind、中国社会科学院、华泰证券研究所

**图表10：住宅商品房销售依然承压**



资料来源：Wind、国家统计局、华泰证券研究所

## 白电消费品的大众化发展路径之一，家电由奢侈品到必需品

从产品价格角度看，家电从八十年代的奢侈品至今已成为大众消费品，占居民可支配收入比重出现明显降低，随着消费升级周期高端产品价格顶点逐步提升，消费分级产品出现，从而进入产品消费分层周期。

### 家电奢侈品时代，价格远超居民年收入

1980年代，经济有明显的计划经济色彩，家电产品价格偏高，“四大件”均为奢侈品。1987、1988年，国家统计局数据显示，城镇居民家庭人均可支配收入分别为900.90元/年、1,002.10元/年，农村家庭人均纯收入不足500元/年。市场经济运营之后、流通渠道单一，商品依然匮乏，1987年全国各地代表性冰箱零售价格均超过1000元，1988年国产空调价格几乎为城镇居民家庭人均可支配收入的2倍。受到卖方市场的制约，以电视、冰箱、洗衣机、收录机为代表的“四大件”供给短缺，正是那个时代的奢侈品。

图表11：1987年各地冰箱零售价格，超过当年城镇居民家庭人均可支配收入（900.90元/年）

品牌	型号	当地零售价格（元）
上海双鹿牌	BYD-180升双门	1290
广州万宝牌	BYD-158升三星级直冷双门	1069
长沙中意牌	BYD-185升四星级直冷双门	1485
北京加利福尼亚牌	160升双门（无化霜器）	1570
均价		1353.5

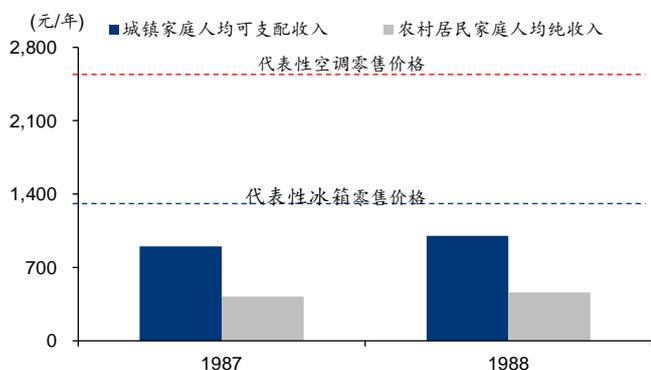
资料来源：《价格月刊》1987.07、华泰证券研究所

图表12：1988年部分国产空调产品价格甚至为同期城镇居民人均可支配收入（1002.10元/年）的2倍以上

产品	类型	广州市场价格（元）
<b>进口空调</b>		<b>1988年5月</b>
日本三菱 MWH-13AS1	1.5匹单冷窗式	4600
日本乐声 CW-123J	1.5匹单冷窗式	3900
日本东芝 RAC-33	1.5匹单冷窗式	4000
<b>国产空调</b>		<b>1988年6月</b>
万宝 KC-18D	冷暖窗式	1950
广州胜风 Ke-30D	冷暖窗式	3190
美的 Ke-30R	冷暖窗式	2750
国产均价		2630

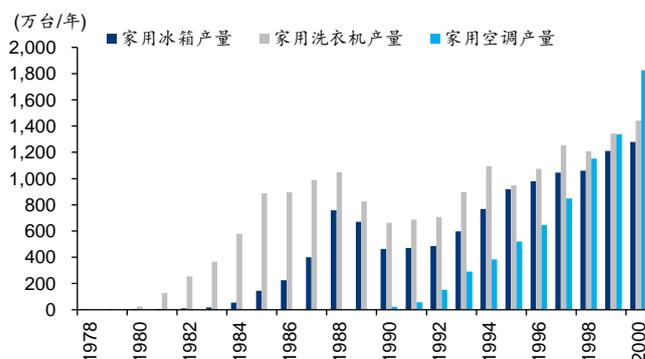
资料来源：《港澳价格信息》1989.01、华泰证券研究所

图表13：代表性白电产品价格高，超过当期居民年收入（元/年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表14：家电从1980年代进入规模化生产阶段

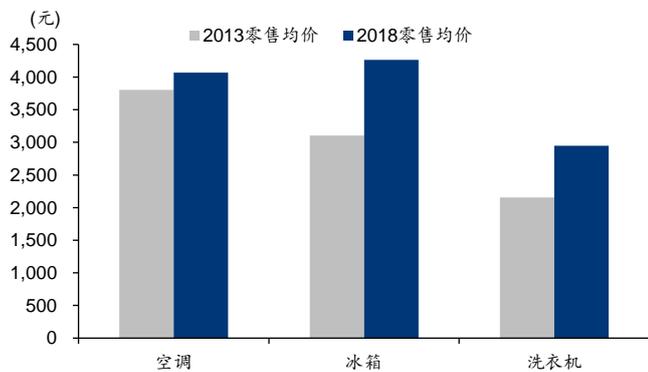


资料来源：Wind、华泰证券研究所

**家电大众化时代，家电成为家庭标配**

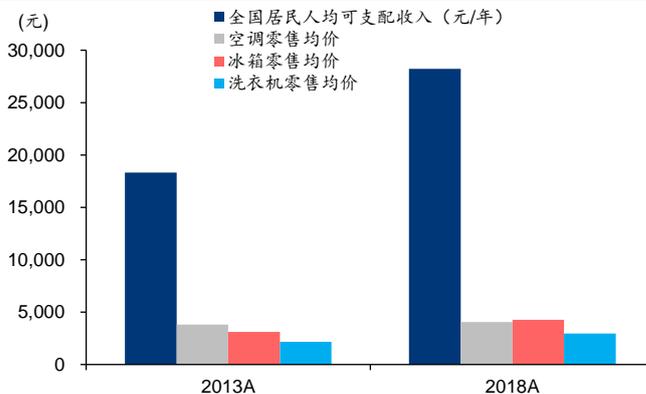
家电产品规模经济效应明显，大规模工业化生产、价格大幅降低，已经逐步成为家庭必需品。对比2018年全国居民人均可支配收入水平，以中怡康统计的2018年白电零售价格为基准，空调、冰箱、洗衣机产品零售均价仅占全国居民人均可支配收入的14%、15%、10%，家电大众化时代，已经成为家庭标配。

**图表15：对比右图居民收入增长，白电价格提升幅度更低**



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

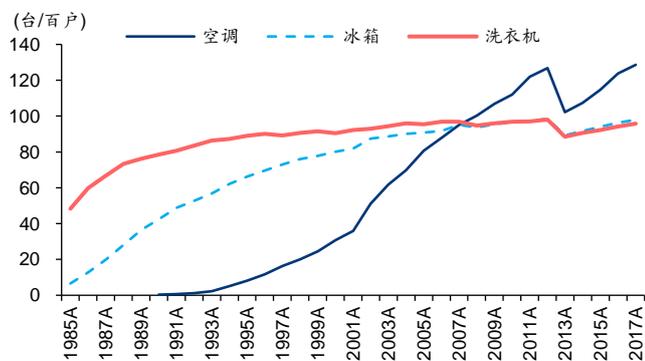
**图表16：大白电支出占全国居民人均可支配收入比例大幅下降**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

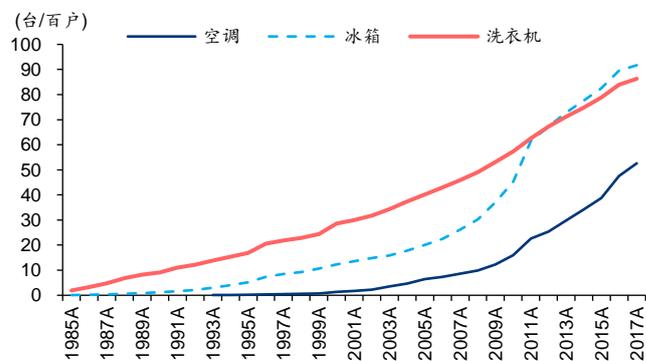
家电已成为家庭必需品。国家统计局数据显示，截止2017年，城镇空调、冰箱、洗衣机百户保有量分别达到128.60、98.00、95.70台/百户，农村空调、冰箱、洗衣机百户保有量也已经分别达到52.60、91.70、86.30台/百户。

**图表17：城镇居民耐用百户保有量**



资料来源：国家统计局、Wind、华泰证券研究所

**图表18：农村居民耐用用品百户保有量**



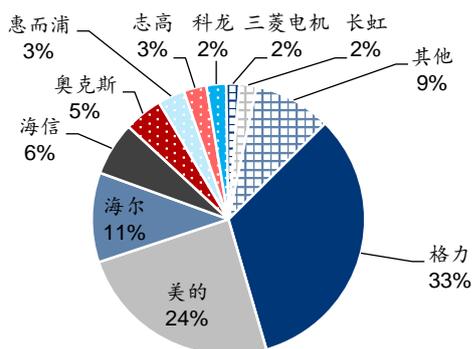
资料来源：国家统计局、Wind、华泰证券研究所

## 大白电发展进入国内品牌黄金期，格局优势维持盈利向上

家电品牌渗透步入国内品牌主导时期，海外品牌在三大白电中影响力持续减弱，国内龙头企业格局优势将向收入规模提升及盈利能力优化转化。21世纪以来，大白电市场国内品牌从构建制造规模优势，到搭建行业品牌格局。空调行业逐步出清，份额向优势企业集中，冰洗在产品升级率先到来的情况下，龙头厂商从成本领先向技术领先转化，格局更为稳定。

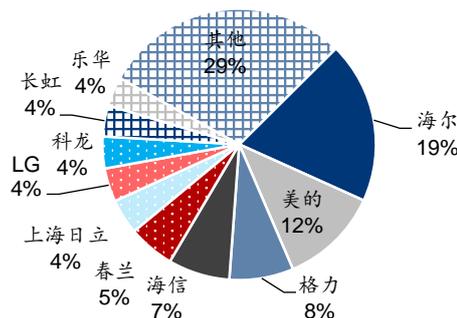
空调行业零售份额不断向格力、美的、海尔三大龙头集中，前三份额从2001年不足40%，提升到2018年的68%，而海外品牌份额收缩到不足10%。

图表19：2018年空调零售量份额，三强格局已经形成



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

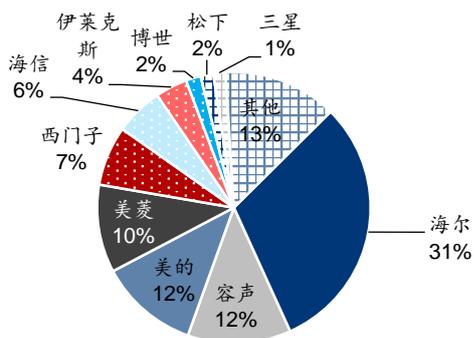
图表20：2001年空调零售量份额，市场份额依然分散



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

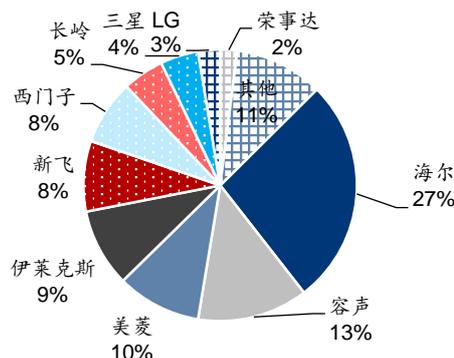
冰箱、洗衣机品牌零售份额除了美的通过并购实现不断提升，整体格局已经趋于稳定。其中冰箱零售市场保持了海尔、容声的领头份额，美的快速崛起、份额与容声并列第二，海外品牌份额下滑至15%左右。

图表21：2018年冰箱零售量份额，美的升至第三，海外品牌份额降至15%



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

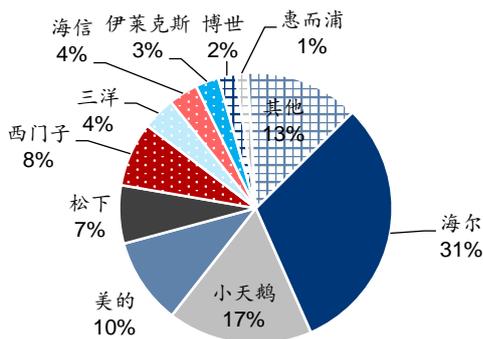
图表22：2001年冰箱零售量份额，海外品牌份额超过20%



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

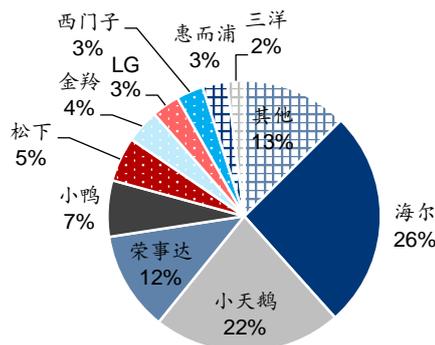
洗衣机率先进入产品升级周期，小品牌份额不断减少，洗衣机零售市场海尔、小天鹅保持了零售量份额前二，而2004年美的通过收购荣事达洗衣机生产线，进入行业前三。海外品牌也有所提升。

图表23: 2018年洗衣机零售量份额, 龙头企业稳固



资料来源: 中怡康时代、华泰证券研究所

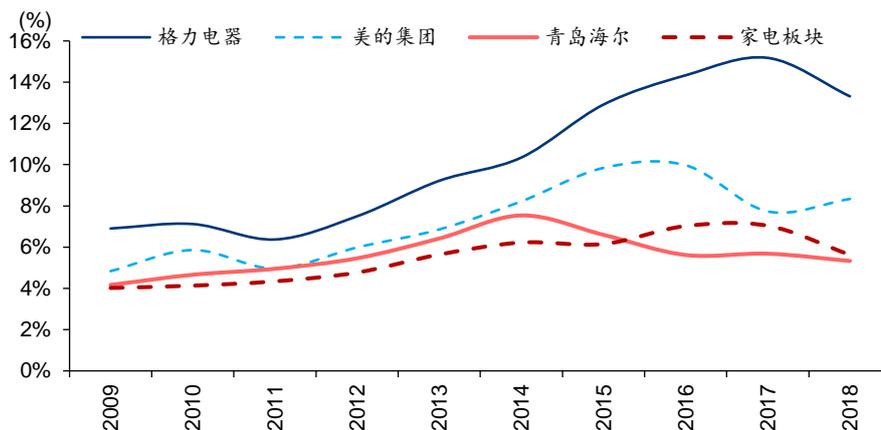
图表24: 2001年洗衣机零售量份额, 海尔、小天鹅已经成为龙头企业



资料来源: 中怡康时代、华泰证券研究所

2018年, 格力电器、美的集团、青岛海尔(已更名海尔智家)净利润率分别为13.3%、8.3%、5.3%, 板块净利润率为5.6%。我们认为, 格力、美的的净利润率优势, 一方面来自于稳定市场地位及规模优势, 在产品均价与成本的上行周期中, 公司产品更受益于CPI-PPI剪刀差效应; 另一方面, 内销渠道稳固且把控制度强, 整体期间费用可控, 盈利能力优于海外渠道。随着行业龙头聚集效应提升, 海外协同提效, 龙头企业盈利或依然保持高位。

图表25: 格力与美的净利润率均优于行业



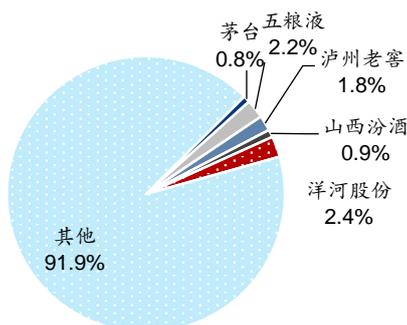
资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 白酒行业：步入存量竞争阶段，龙头企业马太效应凸显

我国白酒行业总规模在经历了高速扩张以后进入了存量竞争阶段，各大香型龙头企业凭借超强的品牌力、产品力和渠道力引领白酒行业的发展。但值得注意的是，白酒行业集中度虽然持续提升但是龙头企业占比依然较低，市场发展空间较大。

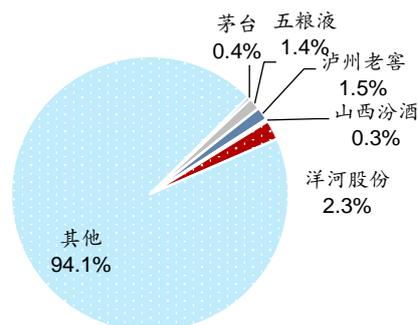
白酒行业按销售额计算的前五大企业产量占白酒总产量有所提升，2011年茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份的产量占比仅占5.9%，2018年占比提升到了8.1%。

图表26：2018年白酒前五大公司产量占比，集中度有所提升



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表27：2011年白酒前五大公司产量占比，集中度较低

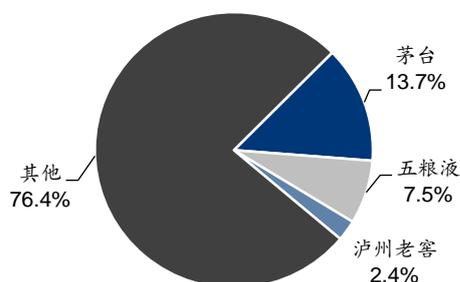


资料来源：Wind、华泰证券研究所

白酒价格是衡量产品品质和品牌的重要因素之一，在行业发展的长河中逐渐形成了高端、次高端和中低端这种以价格为核心的产品体系。

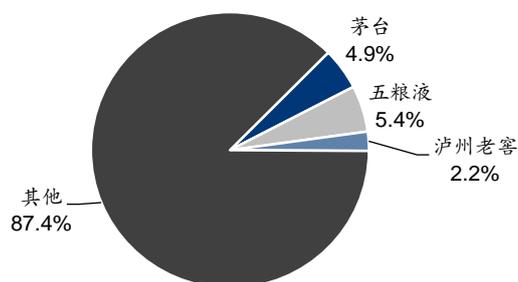
高端白酒是以贵州茅台、五粮液和泸州老窖为代表的全国性品牌，核心产品价格均在600元以上，整体格局较为稳定。高端白酒凭借其卓越的品质和消费者口碑，收入规模占比有所提高，茅台、五粮液和泸州老窖营业收入占白酒制造业主营业务收入的占比分别从2011年的4.9%、5.4%和2.2%提升至2018年的13.7%、7.5%和2.4%，行业马太效应凸显。

图表28：2018年三大高端白酒占行业主营业务收入提升至23.6%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表29：2011年三大高端白酒占行业主营业务收入为12.6%

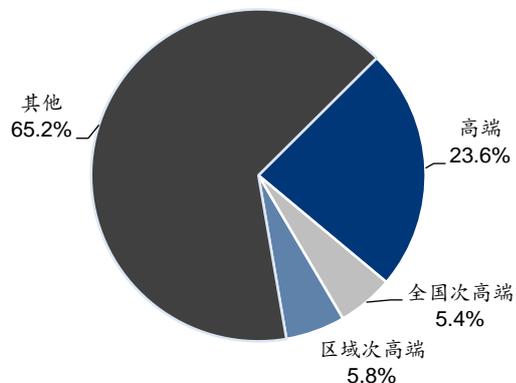


资料来源：Wind、华泰证券研究所

次高端白酒的价格带在300-600元，次高端品牌在演变中逐渐形成了全国化的次高端品牌和区域次高端品牌。其中，全国化次高端品牌以洋河股份、水井坊、舍得酒业为代表，核心产品销售半径持续扩张；区域次高端品牌往往都具有大本营市场且占比较大，如山西汾酒、古井贡酒、口子窖、今世缘、酒鬼酒和老白干酒等。

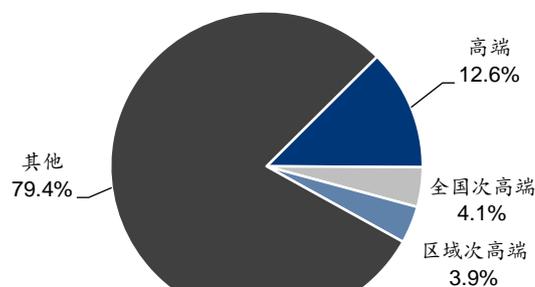
得益于高端白酒提价打开了次高端价格的天花板，近年来次高端白酒价格持续提升带动收入规模的扩大，次高端营业收入占白酒制造业主营业务收入从2011年的8.0%提升至2018年的11.2%。

**图表30： 2018年次高端品牌占行业主营业务收入提升至11.2%**



资料来源：Wind、华泰证券研究所；注：其他为白酒行业规模以上企业营业收入减去高端、次高端上市公司披露的收入数据，我们认为近似于中低端白酒市场规模。

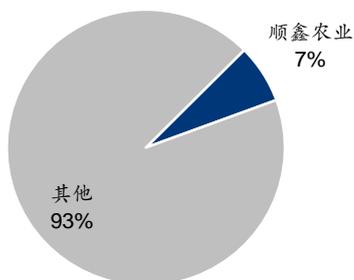
**图表31： 2011年次高端品牌占行业主营业务收入为8.0%**



资料来源：Wind、华泰证券研究所；注：其他为白酒行业规模以上企业营业收入减去高端、次高端上市公司披露的收入数据，我们认为近似于中低端白酒市场规模。

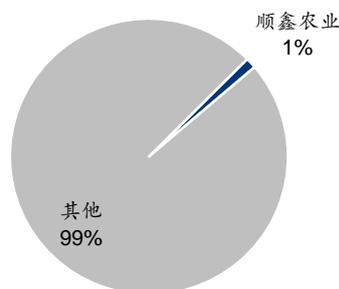
中低端白酒的终端价格表现在300元以下，受高端白酒和次高端白酒挤压式发展的影响，中低端白酒市场占比有所下降，2011年中低端白酒占行业主营业务收入的比重为79.4%，2018年占比下降至65.2%。但值得注意的是，中低端白酒也呈现出向龙头集中的趋势，从产量数据来看，顺鑫农业2018年产量占行业总产量的7%，较2011年提高6pct。

**图表32： 2018年顺鑫农业产量占行业总量的比重提升至7%**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

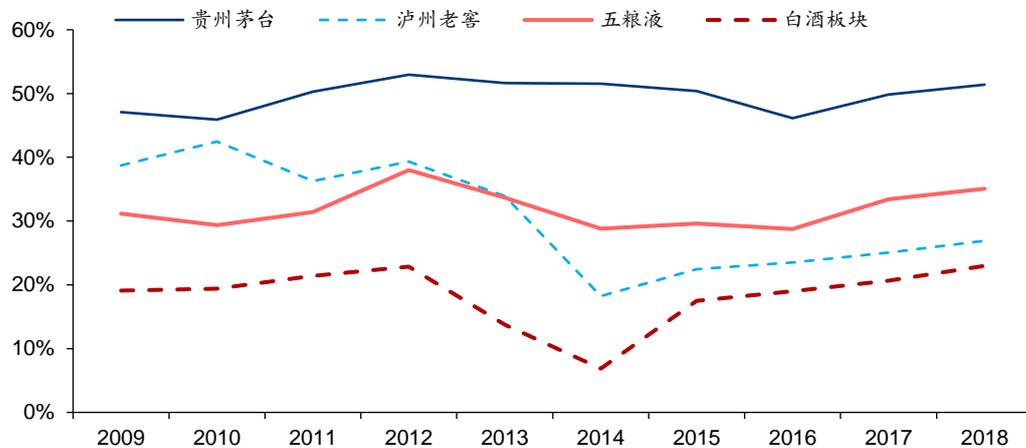
**图表33： 2011年顺鑫农业占行业总产量仅1%**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

受益于高端白酒的品牌溢价能力以及对终端渠道较强的掌控力度，高端白酒净利率水平均高于行业平均水平，2018年，贵州茅台、五粮液、泸州老窖净利率分别为51.4%、35.1%和26.9%，白酒上市公司平均净利率为23.0%。

**图表34： 高端白酒净利率高于上市公司平均水平**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 消费龙头竞争中树立标杆

伴随经济成长、消费品结构变迁，生活品质升级成为消费品行业发展核心要素。家电产品跨越消费层级，同时具备必需消费品和可选消费品属性，伴随居民可支配收入增长，原本必选属性的食品饮料中，演变出可选特征的白酒，高端白酒成为社会高端追捧品。在整体消费需求提升及中产人群增厚背景下，对高品质产品的需求仍有很大发展空间，较多中国龙头企业品质已经达到世界水平，品牌竞争力及影响力甚至超过海外品牌，具备高端定价权的龙头企业仍有望延续快速成长。

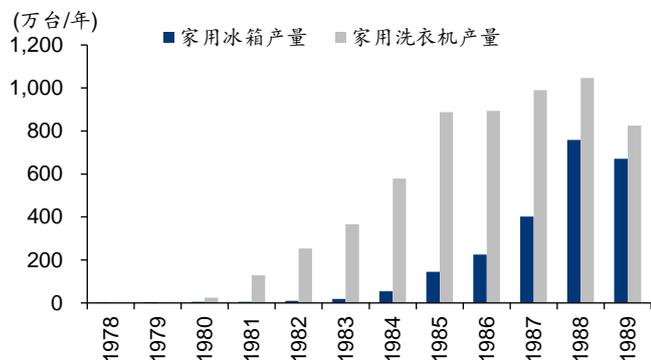
### 家电龙头崛起之路：从技术引进到规模化制造，再到品牌定价权

#### (1) 外资品牌进入期，树立家电标杆

1970年代末到1980年代末，国内家电企业率先进入冰箱、洗衣机行业，但制造能力落后仅具备简单家电产品制造能力，优质产品以海外直接进口为主。其中1976年，广州家电总厂试制全塑洗衣机产品、无锡洗衣机厂试制波轮式套桶洗衣机。1978年1月，国务院设立轻工业部并在组织机构设置上单独成立五金电器工业局，全面支持发展家用电器工业，重点的家电零部件与原材料进口，以及生产线的海外引进。

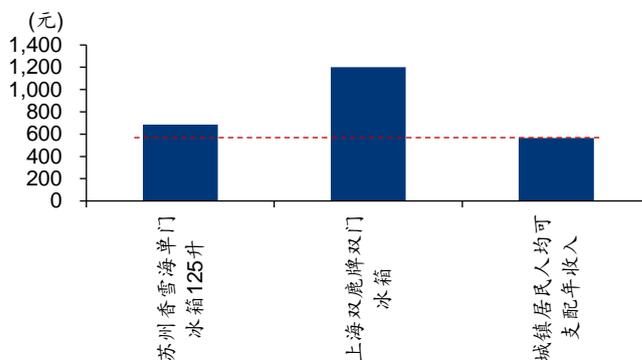
引入海外先进生产技术，建立成本优势，向自主生产与代工制造相结合转型。1983年起，中国开始引进冰箱压缩机的生产技术和设备。1984年，海尔引进日本三洋生产线，开始制造分体式空调。1985年济南洗衣机厂引入滚筒式洗衣机技术。1987年，小天鹅以411万美金从松下引进了全自动洗衣机生产技术。

图表35：冰洗产品产量在1980年代快速提升



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表36：1984年，国产冰箱价格高昂



资料来源：《建国60年民生往事》-2009、华泰证券研究所

家电价格高，外资品牌产品树立标杆。根据国家统计局数据，1981年我国城镇居民平均每百户拥有彩电、冰箱和洗衣机的数量分别仅为0.6、0.2和6.3台。虽然城市人均可支配收入从1980年的405.0元提升到1989年的1180.2元，但家电产品价格依然远超人均收入，其中1980年代苏州产的香雪海单门冰箱125升售价685元、上海产的双鹿牌双门冰箱1200元。而进口的日立、东芝等冰箱产品售价更超过2000元（甚至需要外汇券才能购买）。

#### (2) 内资厂商代工及积累期，技术与管理的积累与超越

1990年代-2006年，家电产业整体开始呈现出供大于求，代工出口不但能够利用国内制造业的相对优势，同时还能出口创汇（国家统计局数据显示1992年，家电企业出口创汇达到5.86亿美元）。

1990年代，很多国际著名的家电跨国公司生产转移到中国，使得中国成为全球家电生产的“大车间”。从美国惠尔浦、开利、特灵，日本夏普、富士通、三洋、松下、日立、大金、三菱，欧洲西门子、伊莱克斯、飞利浦，韩国三星、LG，全球主要家电知名品牌都有在中国生产的产品，或通过与中方合资生产，或由中国厂家贴牌生产。

家电行业中以国内空调行业为代表，在技术引进与技术创新同步推进的情况下，空调技术已经接近日本与美国的中端产品水平，同时国产化配套能力提升（国产压缩机、温控器、电机、电控板和遥控器等开始具备自产能力），产业链整体成本与产品质量具备明显优势。

图表37：截止1995年家用空调合资厂汇总

序号	合资厂名	中方	外方	计划产量(万台)
1	合肥达西浦实业公司	合肥江淮空调器公司	美国飞歌公司	120
2	深圳惠而浦兰波有限公司	深圳兰波石化公司	美国惠而浦公司	100
3	上海夏普电器有限公司	上海电视机一厂	日本夏普公司	60
4	富士通将军(上海)空调公司	(独资)	日本富士通公司	60
5	天津LG电气有限公司	天津冰箱厂	韩国LG电子公司	60
6	沈阳华润空调器公司	沈阳空调器厂	日本三洋公司	50
7	广州松下·万宝空调器公司	广州万宝空调公司	日本松下电器公司	50
8	上海日立家用电器公司	上海家用空调器厂	日本日立公司	50
9	特灵-江南(太仓)空调公司	江苏太仓空调器厂	美国特灵公司	50
10	宁波飞达仕新乐有限公司	宁波新乐空调器厂	美国飞达仕公司	50
11	上海豪申开利空调公司	上海空调机厂	美国开利公司	50
12	上海大金协昌空调公司	上海协昌缝纫机厂	日本大金公司	30
13	上海三菱上菱空调公司	上海上菱空调器厂	日本三菱电机公司	50
14	广州三菱重工金羚空调器公司	广东江门金羚洗衣机厂	日本三菱重工公司	50
15	苏州三星电子有限公司	苏州香雪海公司	韩国三星公司	30

资料来源：《制冷技术》199802期、华泰证券研究所

图表38：空调进出口情况

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
进口(万台)	2.3	1.3	3.5	2.4	11	3	10	12	25	25	20	32
出口(万台)	40	48	85	120	200	250	578	809	1651	2558	2609	2905

资料来源：国家统计局、产业在线、华泰证券研究所

**注重日本技术引进，吸收与创新成就空调领导者。**1993年，海尔率先从引入日本变频空调技术，同年与日本三菱重工合资成立中央空调生产基地（三菱重工持股55%、海尔持股45%）。通过吸收日本空调技术，海尔空调于1998年开始向欧洲市场输出变频空调技术。

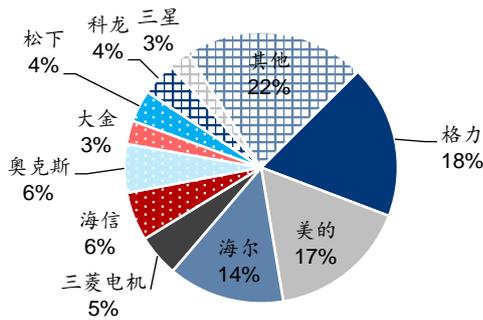
1993年，美的开始与东芝开展空调技术合作，并引进交流变频技术。1996年，美的与东芝再次合作，在空调压缩机技术上开始合作。1999年，美的收购东芝万家乐（东芝持股60%、万家乐持股40%，1999年6月，美的受让全部股权，全资控股后更名为美芝），开始具备空调核心零部件压缩机自产能力。同年，美的再次与东芝合作，引进中央空调与商业空调技术。

1994年，三花集团与日本不二工机、三菱商事、日本东方贸易三家日本企业合资成立三花股份，持股比例分别为37%、39%、15%、9%。在初期日方占股较多的情况下，引入日本管理及技术，提升主营业务（包括电子膨胀阀、电磁阀、球阀等产品）精益化生产能力和精细化管理能力，减小于国际领先厂商差距。

**(3) 国家扶持成长期，龙头企业加速发展**

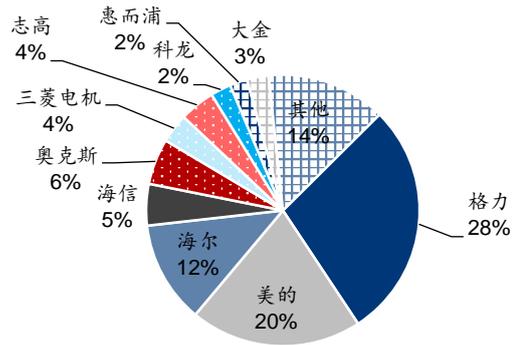
2007-2012年，国内各部门密集推出家电消费相关政策，并以中央财政资金补贴为主，有效促进国内家电品牌销售，龙头企业加速成长。空调行业中，国内龙头品牌持续受益，前三份额从2007年的49%提升至2012年的60%，海外品牌占比持续下滑，2012年零售量占比已经下滑至10%左右。回顾历史，我们再看目前时点，国家政策层面又一次提出刺激家电消费，本次以推动绿色、智能化家电产品消费为主，具备产品布局和技术研发能力的龙头企业有望首先受益。

图表39：2007年空调零售量占比



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

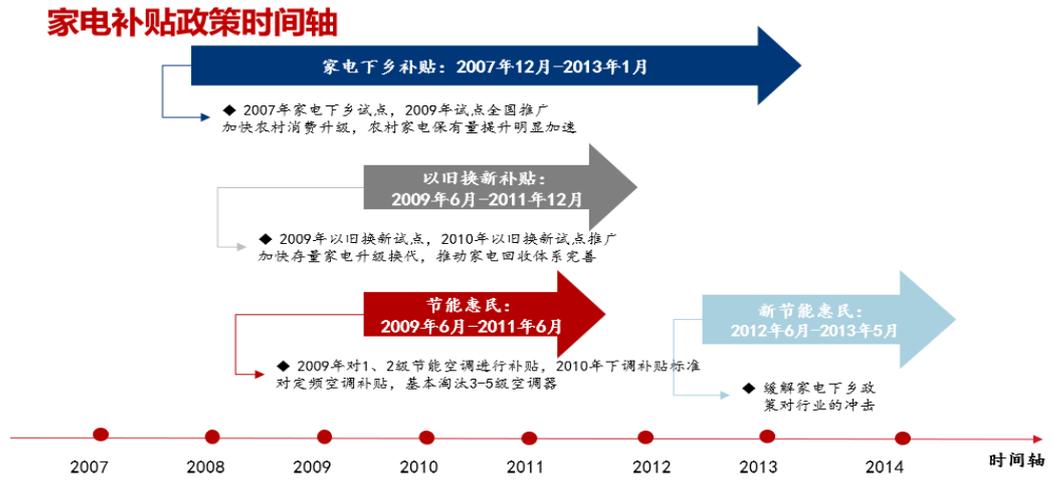
图表40：2012年空调零售量占比



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

期间家电补贴政策包括：家电下乡（2012年1月部分退出、2013年1月全部退出）、以旧换新（2011年12月退出）、第一期节能惠民（2011年6月退出）、第二期节能惠民（2013年5月退出）等。

图表41：历史家电补贴时间轴，集中于2009-2011年

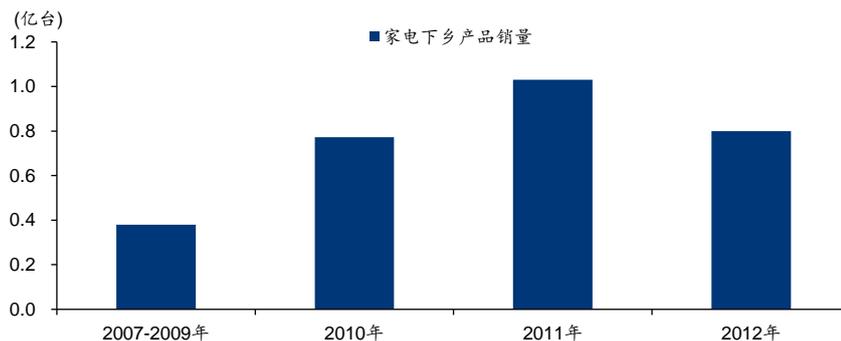


资料来源：商务部、财政部、华泰证券研究所

**2007.12-2013.1 “家电下乡”**

“家电下乡”政策以2007年12月（在山东、河南、四川三省及青岛一市试点家电下乡）为开端，并于2012年1月在试点省市退出，2013年1月各个省市均退出为止。补贴范围以农民为主，2010年1月起国有农场、林场职工也纳入家电下乡政策实施范围。产品也从彩电、冰箱为主，逐步扩大到各个家电品类。

**图表42： 家电下乡期间各年度销售家电产品量**



资料来源：商务部、华泰证券研究所

**图表43： 2007-2009年家电下乡补贴政策范围逐步扩大**

	2007年12月起	2008年11月起	2009年2月起
购买限制	2件	1件	2件
补贴标准	13%	13%	13%
<b>品种</b>	<b>限价(元)</b>	<b>限价(元)</b>	<b>限价(元)</b>
彩电	1,500	2,000	3,500
冰箱(含冰柜)	2,000	2,500	2,500
手机	1,000	1,000	1,000
洗衣机		2,000	2,000
空调			
其中：壁挂式空调			2,500
落地式空调			4,000
电脑			3,500
热水器			
其中：太阳能热水器			4,000
储水式热水器			1,500
燃气热水器			2,500
电磁炉			600
微波炉			1,000

资料来源：商务部、华泰证券研究所

**图表44： 2010年1月起家电下乡补贴政策的限价提升**

	2010年1月起		
购买限制	2件		
<b>品种</b>	<b>限价(元)</b>	<b>补贴标准</b>	
彩电	7,000	3,500元(含)以下,按销售价格的13%补贴	3,500-7,000元,每台按455元定额补贴
冰箱(含冰柜)	4,000	2,500元(含)以下,按销售价格的13%补贴	2,500-4,000元,每台按325元定额补贴
手机	2,000	1,000元(含)以下,按销售价格的13%补贴	1,000-2,000元,每台按130元定额补贴
洗衣机	3,500	2,000元(含)以下,按销售价格的13%补贴	2,000-3,500元,每台按260元定额补贴
空调			
其中：壁挂式空调	3,500	2,500元(含)以下,按销售价格的13%补贴	2,500-3,500元,每台按325元定额补贴
落地式空调	6,000	4,000元(含)以下,按销售价格的13%补贴	4,000-6,000元,每台按520元定额补贴
电脑	5,000	3,500元(含)以下,按销售价格的13%补贴	3,500-5,000元,每台按455元定额补贴
热水器			
其中：太阳能热水器	5,000	4,000元(含)以下,按销售价格的13%补贴	4,000-5,000元,每台按520元定额补贴
储水式热水器	2,500	1,500元(含)以下,按销售价格的13%补贴	1,500-2,500元,每台按195元定额补贴
燃气热水器	3,500	2,500元(含)以下,按销售价格的13%补贴	2,500-3,500元,每台按325元定额补贴
电磁炉	1,000	600元(含)以下,按销售价格的13%补贴	600-1,000元,每台按78元定额补贴
微波炉	1,500	1,000元(含)以下,按销售价格的13%补贴	1,000-1,500元,每台按130元定额补贴

资料来源：商务部、华泰证券研究所

### 2009.6-2011.12 “以旧换新”

上一轮家电以旧换新政策从2009年6月开始，首先在北京、天津等7省（直辖市）和福州市、长沙市开始试点。2010年6月，政策实施范围扩大至23个省（自治区、直辖市）及新疆生产建设兵团。并于2011年4月，实施范围扩大至全国。

商务部流通发展司数据显示，2009-2011年，中央财政累计向各地预拨家电以旧换新补贴资金约300亿元，家电以旧换新共回收五大类废家电8379万台，拆解处理6621万台，回收利用废家电中的钢铁、有色金属、塑料等资源约97万吨。

图表45： 家电以旧换新政策在2009-2011年出台

时间	文件	主要内容
2009年6月1日	《促进扩大内需鼓励汽车家电以旧换新实施方案》	1)试点城市:北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东和福州、长沙9省市; 2)补贴范围:电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑5类; 3)补贴标准:交旧购新补贴不超过家电销售价格的10%,并分品种确定补贴最高上限。
2009年6月28日	《家电以旧换新实施办法》	1)试点时间:2009年6月1日至2010年5月31日; 2)补贴标准:家电补贴。按新家电销售价格的10%给予补贴,补贴上限为:电视机400元/台,冰箱(含冰柜)300元/台,洗衣机250元/台,空调350元/台,电脑400元/台; 3)补贴资金中央财政负担80%,试点省市财政负担20%。
2010年4月27日	《家电以旧换新拆解补贴办法》	1)补贴标准:电视机15元/台、电冰箱20元/台、洗衣机5元/台、电脑15元/台,空调不予补贴; 2)中央财政负担80%,试点省市财政负担20%; 3)补贴从2009年6月1日开始。
2010年6月21日	《家电以旧换新实施办法(修订稿)》	1)家电以旧换新政策推广实施期暂定为2010年6月1日至2011年12月31日; 2)政策实施期内,个人购买新家电的,总量不超过5台;单位购买新家电的,总量不超过50台; 3)以旧换新补贴家电产品范围:电视机、电冰箱(含冰柜)、洗衣机、空调、电脑; 4)按新家电销售价格的10%给予补贴,补贴上限为:电视机400元/台,电冰箱(含冰柜)300元/台,洗衣机250元/台,空调350元/台,电脑400元/台; 5)拆解补贴:电视机15元/台、电冰箱(含冰柜)20元/台、洗衣机5元/台、电脑15元/台,空调不予补贴(不变); 6)中央财政负担80%,省级财政负担20%;对内蒙古、广西、西藏、宁夏、新疆5个自治区以及国家确定的汶川地震51个重灾县、青海玉树地震重灾县,补贴资金由中央财政全额承担。

资料来源：中国政府网、华泰证券研究所

### 2009.6-2011.6 “高效节能空调推广”

高效节能空调推广分为两个阶段,包括:2009年6月到2010年5月,补贴标准为300-850元区间;2010年6月到2011年6月,补贴标准区间为150-250元区间。

图表46： 2009年6月到2010年5月期间补贴政策

额定制冷量 (W)	最高限价		补贴标准 (元/台)	
	能效等级 1 级	能效等级 2 级	能效等级 1 级	能效等级 2 级
≤2800	4000	3500	500	300
2800-4500	5000	4000	550	350
4500-7100	8500	7500	650	450
7100-14000	12000	11000	850	650

资料来源：财政部、华泰证券研究所

**图表47： 2010年6月，相关补贴金额下调**

额定制冷量 (W)	财政补贴标准 (元/台 (套))	
	能效等级 1 级	能效等级 2 级
额定制冷量 ≤ 4500	200	150
4500 < 额定制冷量 ≤ 7500	250	200

资料来源：财政部、华泰证券研究所

节能补贴利好具备节能技术优势的龙头企业。根据发改委数据，其中 2009 年 6 月 1 日至 2010 年 5 月 31 日期间，22 家企业共推广高效节能空调 1956.2 万台，推广数量前 5 名的企业分别为：珠海格力 606.4 万台、广东美的 465.2 万台、广东志高 151.7 万台、青岛海尔（已更名海尔智家）147.1 万台、宁波奥克斯 118.0 万台。

**2012.6-2013.5 “节能惠民”**

从 2012 年 6 月起，中央财政对空调、平板电视、电冰箱、洗衣机、热水器五类高效节能家电进行为期一年的补贴推广。

财务部报道显示，2012 年 6 月到 2013 年 5 月期间，中央财政拨付补贴资金 122 亿元，推广五类节能家电 6500 多万台，拉动消费需求超过 2500 亿元。

**图表48： 节能空调补贴标准**

额定制冷量 (W)	定速空调 (元/台、套)		转速可控性空调 (元/台、套)	
	能效等级 1 级	能效等级 2 级	能效等级 1 级	能效等级 2 级
额定制冷量 ≤ 4500	240	180	300	240
4500 < 额定制冷量 ≤ 7100	280	200	350	280
7100 < 额定制冷量 ≤ 14000	330	250	400	330

资料来源：财政部、华泰证券研究所

**图表49： 节能电视补贴标准**

尺寸 (英寸)	液晶电视 (元/台)		等离子电视 (元/台)	
	能效指数 ≥ 1.7	能效指数 ≥ 1.9	能效指数 ≥ 1.4	能效指数 ≥ 1.7
19 ≤ 尺寸 < 32	100	150	-	-
32 ≤ 尺寸 < 42	250	300	250	300
尺寸 ≥ 42	350	400	350	400

资料来源：财政部、华泰证券研究所

**图表50： 节能冰箱补贴标准**

产品类型	补贴标准 (元/台)
冷冻箱、冷藏/冷冻箱 (BD、BC/BD)	总有效容积 ≤ 120 L: 70 120 L < 总有效容积 ≤ 300 L: 130 总有效容积 > 300 L: 180
冷藏冷冻箱、无霜冷藏冷冻箱 (BCD、BCDW)	总有效容积 ≤ 240 L: 260 240 L < 总有效容积 ≤ 300 L: 330 总有效容积 > 300 L: 400

资料来源：财政部、华泰证券研究所

**图表51： 节能洗衣机补贴标准**

产品类型	能效等级及能效指标要求	补贴标准 (元/台)
波轮式全自动洗衣机	额定容量 ≤ 3.5 kg, 能效 2 级及以上: 100 额定容量 > 3.5 kg, 能效 1 级: 200	
波轮式双桶洗衣机	能效 2 级及以上	70
滚筒式洗衣机	能效 1 级, 洗净比 ≥ 1.03, 用水量 ≤ 10 L/cycle/kg, 耗电量 ≤ 0.17 kWh/cycle/kg	260

资料来源：财政部、华泰证券研究所

**图表52： 节能热水器补贴标准**

产品类型	能效等级及能效指标要求	补贴标准 (元/台)
燃气快速热水器	14 kW≤额定热负荷≤20 kW	200
	额定热负荷>20 kW	300
燃气采暖热水炉		400

资料来源：财政部、华泰证券研究所

我们再看目前时点，2019年随着国内对于家电消费的政策性支持正式推出，推动新型绿色、智能化家电产品更新消费，龙头企业有望首先受益。对家电产品更新消费的促进政策逐步落地，有利于稳定地产后周期影响下的家电需求。对于在高清智能彩电、高能效节能产品上有品牌溢价的龙头企业，我们认为影响更为偏正面（有望体现为产品更为质高价廉），同时看好三四线城市及广大农村市场需求释放。且家电产品正阶段性迎来“家电下乡”政策（2007-2012年）推广产品的更新周期（10年左右），在居民可支配收入持续稳健增长，且对品牌产品消费意愿提升的背景下，更有品牌影响力的企业或迎来份额提升。

**图表53： 2019年，再次推出家电直接刺激政策**

时间	政策	政策内容
2019.1.28	发改委等九部委《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》	(十四)支持绿色、智能家电销售。有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销售，给予消费者适当补贴。(十五)促进家电产品更新换代。有条件的地方可对消费者交售旧家电(冰箱、洗衣机、空调、电视机、抽油烟机、热水器、灶具、计算机)并购买新家电产品给予适当补贴，推动高质量新产品销售。
2019.2.1	北京市商务局《关于实施节能减排促消费政策的公告》	新一轮为期3年的节能减排促消费政策，于2019年2月1日正式实施。按照政策，可获补贴的节能减排商品类别增加至15类(包括电视机、电冰箱、洗衣机、空调、热水器、微波炉、吸油烟机、家用燃气灶、电饭锅、家用电磁灶、家用电风扇、坐便器、淋浴器、空气净化器、自行车15类产品)，最高补贴800元
2019.2.28	苏宁2019空调行业发展峰会	两百亿推动空调下乡战略，10亿开店投资，20亿让价补贴，400万套农村产品定制组成。投入20亿专款补贴，用于在四六级市场给予消费者空调专项让价福利。
2019.4.1	广东、海南(国美)	由广东省家电商会牵头，指定国美为补贴单位，新一轮惠民活动将于广东、海南两省先行试点、覆盖华南国美10大分公司、全区域227家门店。补贴标准为：彩电、冰箱、洗衣机、厨房电器、卫浴电器、小家电等一级能效产品补贴成交价的6%~12%，二级能效补贴4%~8%，单台最高补贴800元；空调柜机每套补贴400元，挂机补贴200元。
2019.4.17	发改委《推动汽车、家电、消费电子等产品更新消费促进循环经济发展实施方案(2019-2020年)(征求意见稿)》	意见稿主要包括7大措施，含促进彩电及视频内容、家电以旧换新、渠道下沉、绿色智能家电、智慧家居及家电产品服务标准化等，同时中央财政对购买国家能效2级以上、且获得3C认证的新型绿色、智能化家电产品给予不高于产品价格13%的补贴(单台上限800元)。

资料来源：发改委、北京市商务局、国美、苏宁、华泰证券研究所

#### (4) 市场化竞争阵痛期，龙头强势地位逐步确立

2013-2015年，家电行业面临多项挑战，家电刺激政策逐步退出叠加房地产调控施压，终端需求表现疲软，家电企业加大促销力度，份额出现明显波动。以空调市场为例，产业在线数据显示，2012-2015年空调内销增速明显下滑，2012、2015年甚至出现内销量下滑。需求减弱，促销力度加大，并在2014、2015年去库存阶段空调行业均价下行。龙头品牌格力、美的等凭借强大的品牌力保持终端份额仍稳中有升，中怡康数据显示，2012-2015年，空调市场CR6份额提升11.9pct(其中，格力提升3.4pct，美的提升8.7pct)。

外部压力：一方面，家电补贴刺激政策从2011年底开始“以旧换新”、“节能补贴”逐步退出，2013年1月“家电下乡”全面退出，集中补贴导致家电需求出现一定程度透支，需求出现不足。另一方面，房地产市场进入下行周期(地产限购)，家电新增需求的拉动不足，同时夏季气温也出现低于平均的情况，直接影响旺季空调需求，空调库存在2014年底进入历史高位。

图表54： 2012-2015年空调内销增速明显下滑，2012、2015年内销量甚至出现下滑



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

图表55： 2012-2015年空调均价增速逐步下滑，并在2014、2015年去库存阶段空调行业均价下行



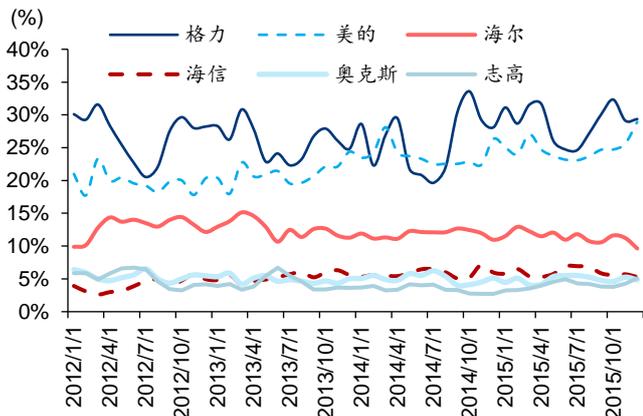
资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

内部压力：

龙头企业存在规模化提升压力，内部出货压力有所提升。2012年董明珠出任格力电器董事长，并提出5年再造格力计划，2012年格力电器收入规模为1001亿元，分解来看每年收入增长目标为200亿元左右。

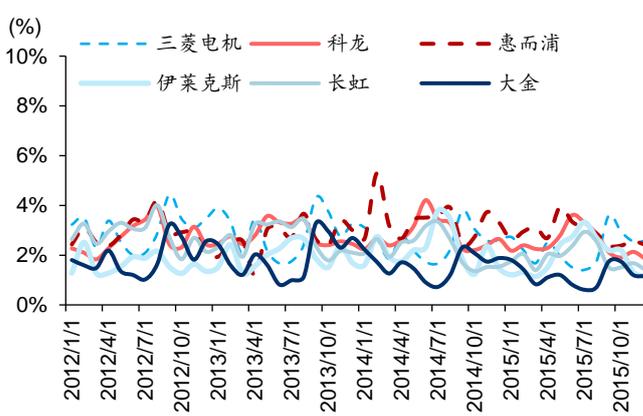
美的2012年经历集团组织架构改革，减少管理层级，提升组织效率，同时职业经理人上台，并在2013年集团整体上市。龙头企业对于收入、业绩的诉求加大，在行业需求偏弱的环境下，加大市场营销与竞争，提升市场份额。

图表56： 2012-2015，空调零售量市场前6名份额提升11.9pct



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

图表57： 2012-2015，空调零售量市场7到12名份额下降5.9pct

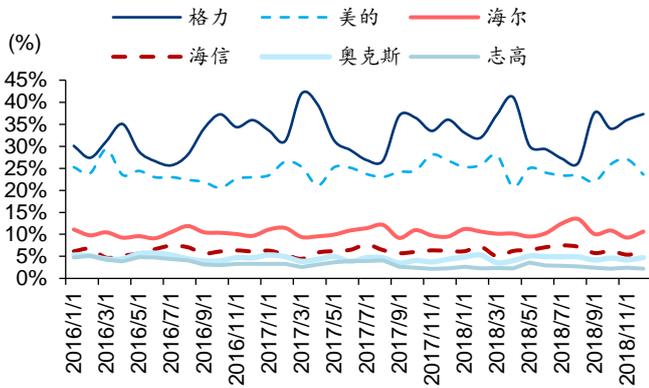


资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

**(5) 市场格局形成期，行业红利不断兑现**

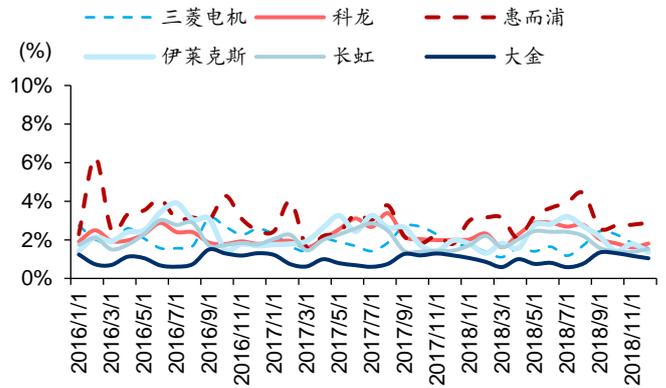
2016-2018年，空调内销品牌格局已经形成，龙头企业拥有规模经济优势，且自有渠道可控性更强，提升产品盈利能力。虽然份额提升空间有限，但行业规模稳步提升足够支撑龙头发展，同时竞争格局稳定，龙头企业盈利能力实现全球领先。

图表58： 2016-2018，空调零售量市场前6名份额提升1.3pct



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

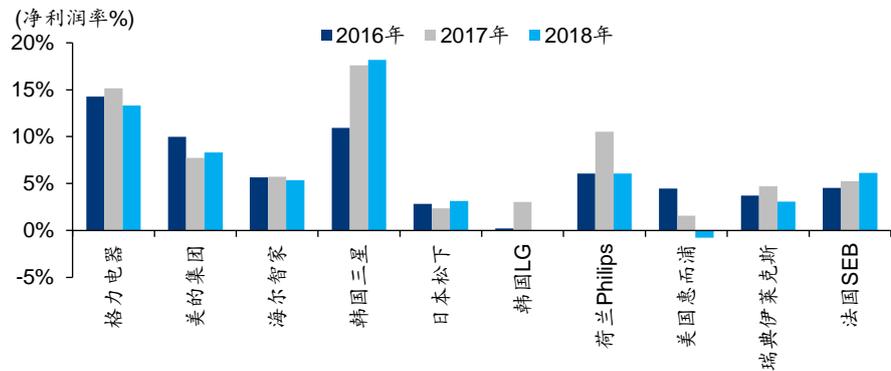
图表59： 2016-2018，空调零售量市场7到12名份额下降0.3pct



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

国内家电行业红利不断兑现，龙头盈利能力全球领先。对比全球范围内家电企业净利润率水平，除韩国三星涉足上游高科技产业能实现较高水平外，国内家电龙头的优势更为明显。同时，行业赛道中，空调子行业盈利能力更强，拥有定价权企业能够更好的应对市场变化，在竞合博弈中优势更为明显。

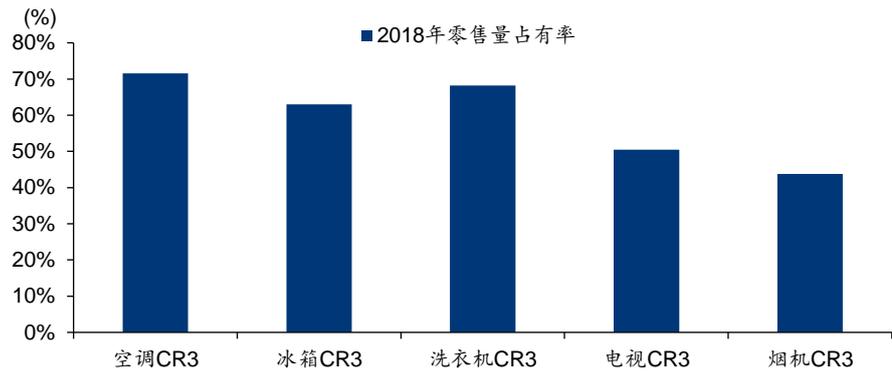
图表60： 全球家电横向对比中，除韩国三星拥有较高净利润率水平外，其他均无法达到国内家电龙头水平



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**(6) 品牌价值体现期，海外发展提速**

2018-至今，国内家电龙头企业已具备产品、品牌实力，随着海外发展中国家需求释放，外销市场成长性仍高，行业海外发展有望提速。国内家电行业经历从海外进口、技术合作到中外合资、外资独资引进，再到海外品牌衰退、部分退出中国市场，中国品牌竞争力随着产能规模、技术进步与居民需求同步增长，其中，美的、格力、海尔、老板、苏泊尔、飞科、海信、华帝、TCL等9个家电企业入选BrandZ2018年最具价值中国品牌100强，仅次于科技与银行公司（均为10个）。部分家电领域已经形成了中国品牌占主导的稳态格局，空调、冰箱、洗衣机CR3均分别为71.5%、63.0%、68.2%，

**图表61： 中国家电领域主要品类市场集中度高**


资料来源：中怡康、华泰证券研究所

中国家电产品力全球领先，国内品牌主导全球最大的家电单体市场的情况下，未来品牌力有望进行海外输出，或能在更多的领域扩大市场优势。在成本优势逐步形成的过程中，产业链向中国的逐步转移，国内家电产业产品制造能力已经实现全球领先。对比海外复合型家电企业，已经从海外代工进入到全球化品牌发展阶段。国内家电保有量提升及更新量升级支持大家电行业内销量维持个位数的复合增长，海外发展中国家待释放的需求为外销发展提供想象空间，龙头内销份额难再有大幅提升但地位仍稳固，海外品牌输出或成为下一阶段家电龙头的主要成长领域。

**图表62： 重要全球家电龙头企业的 2018 年收入利润及市值（单位：亿元人民币），海外龙头全球化收入占比高于国内龙头，且全球品牌影响力较强**

国际家电龙头	收入	净利润	市值	主要产品
韩国三星	14,496	2,610	17,190	全球化发展，消费类家电、移动通信、半导体、显示终端等综合类电子产品；其中，消费类家电占比为 16% 左右，韩国以外市场收入占比 86%。
日本松下	5,076	192	1,267	家电、AVC 网络、电话住宅设备及其、环境方案、汽车电子和机电系统等多元化产品；其中，家电占比为 31% 左右，日本以外市场收入占比 53%。
韩国 LG	1,447	-11	606	消费类电子产品、移动通信、空冰洗等白电、汽车零部件等产品；其中，白电等收入占比为 31% 左右，韩国以外收入占比 64%。
荷兰 Philips	1,415	102	2,992	主营医疗保健、个护小家电和照明产品；其中，个护小家电相关收入占比为 40% 左右，欧洲以外地区收入占比 78%。
美国惠而浦	1,446	-12	627	白电、厨电、小家电等，北美以外地区收入占比 46%。
瑞典伊莱克斯	8,711	267	477	白电、厨电、热水器、小家电等，欧洲以外地区收入占比 61%。
法国 SEB	532	36	564	专注小家电，拥有不粘锅、压力锅、电熨斗、电饭煲、吸尘器等产品，欧洲以外地区收入占比 59%。
<b>中国家电龙头</b>				
美的集团	2,618	217	3,587	白电、厨电、小家电等，海外收入占比 42% 左右。
格力电器	2,000	264	3,281	空调产品、小家电等，海外收入占比 11% 左右。
青岛海尔（更名海尔智家）	1,833	98	975	白电、厨电产品等，海外收入占比 42% 左右。

注：日本松下使用的为 2018/4/1-2019/3/31 财务年度数据。市值为截止 2019/8/21 数据，海外公司均按照 2019/8/21 人民币汇率中间价折算

资料来源：公司年报、华泰证券研究所

## 白酒发展之路：经济环境和相关政策是影响我国白酒行业周期波动的重要原因

### 第一轮周期（建国初期-1992年）：国家管控到放开定价权，政府禁酒令使行业首次调整

**1949-1988年第一轮周期的发展期。**建国初期，由于国内商品供不应求，白酒产业具有“投资小、见效快、不怕坏”的优势，是国家重要的纳税产品和创汇产品，行政管理由财政部税务总局负责。1951年1月，中央财政部召开了全国首届专卖会议，明确专卖政策是国家财经政策的组成部分，同年5月，中央财政部颁发了《专卖事业暂行条例》，规定了酒类和卷烟用纸为专卖品，对其实行全国统一的监督和管理。

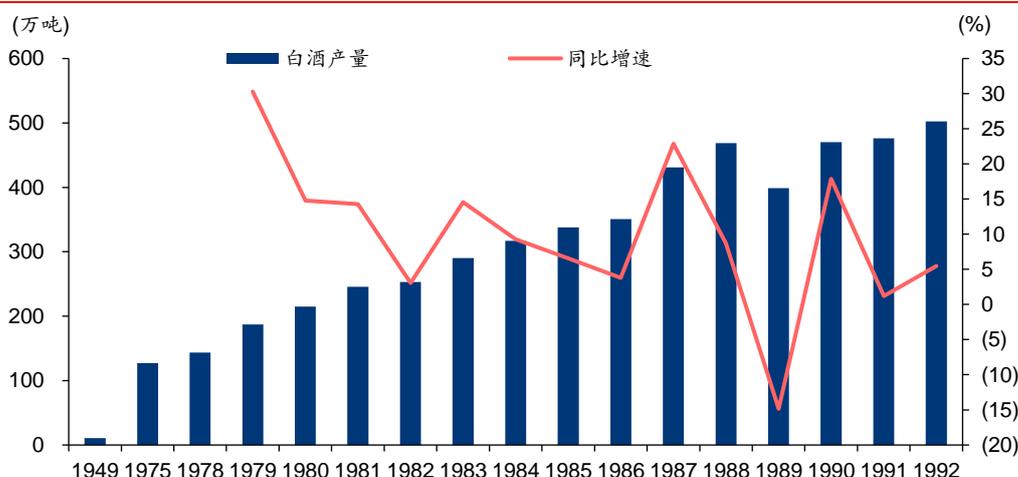
1978年4月5日，国务院批转了商业部、国家计委、财政部《关于加强酒类专卖管理工作的报告》，要求现有的酒厂产销全部纳入计划，同时新增设的国营专业酒厂必须经过省级主管部门审查并同有关部门协商，按照统一规划、合理布局、有利生产、有利销售的原则，经过省级工商行政管理局批准，才能组织生产。

在计划经济的严控之下，汾酒、茅台、五粮液、泸州老窖等名酒产品价格相差不大。1988年7月，国务院印发《国务院关于做好放开名烟名酒价格提高部分烟酒价格工作的通知》（国发〔1988〕44号）文件，文件指出：全国各地放开名烟名酒价格，实行市场调节，同时适当提高部分高中档卷烟和粮食酿酒的价格，放开价格的名酒有：茅台、五粮液、郎酒泸州特曲、古井贡酒、洋河大曲、双沟大曲、全兴大曲、剑南春、董酒、汾酒、西凤酒、特质黄鹤楼等品种。

根据国家物价局《1988年全国物价情况综述》显示：鉴于名烟名酒国家定价偏低，黑市价格畸高，流通秩序紊乱，国家财政收入流失，为了调节生产，抑制过高的消费和需求，缓解供求之间的矛盾，增加财政收入，打击黑市，1988年7月28日之后统一放开13种名酒价格，茅台酒零售价格每瓶在150元-200元之间。

**1989-1992年第一轮周期的调整期。**在国家管控之下，白酒生产按照计划经济执行，行业产量规模逐步扩大。但是，1989年国家首次提出整治并限制政府白酒消费，白酒企业降价自保，行业步入首次调整期。从白酒产量来看，1979-1988年，我国白酒产量年平均增速是12.8%，但是1989年我国白酒产量仅为399万吨，同比下滑14.8%。

图表63：1989年首次禁酒令后白酒产量出现大幅下滑



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**第二轮周期（1993-2002年）：经济高速增长推动名优酒快速发展，宏观微观叠加触发行业二次调整**

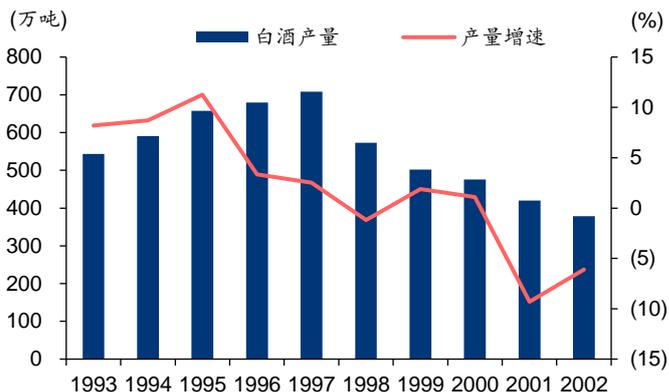
**1993-1997年第二轮白酒周期的发展期。**1992年，邓小平同志“南巡谈话”推动了新的改革发展热潮，宏观经济进入高增速时期。白酒行业经历了3年的调整期，名优酒开始重新打造品牌形象和品牌价值，价格竞争进入正常轨道。除原有的名酒阵营外，鲁酒、豫酒和徽酒为代表的地方板块开始崛起，涌现出了一批优秀的地方企业。从白酒产量来看，1997年我国白酒产量达到708.68万吨，较1993年543.42吨增长了30.4%。

**图表64： 1989-2002年我国GDP增速（不变价）**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

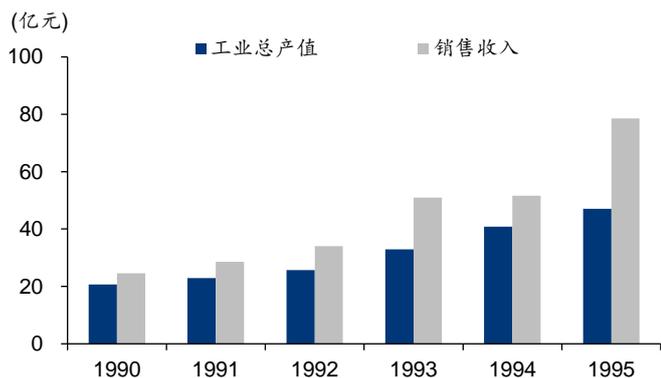
**图表65： 1993-2002年我国白酒行业产量及同比增速**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

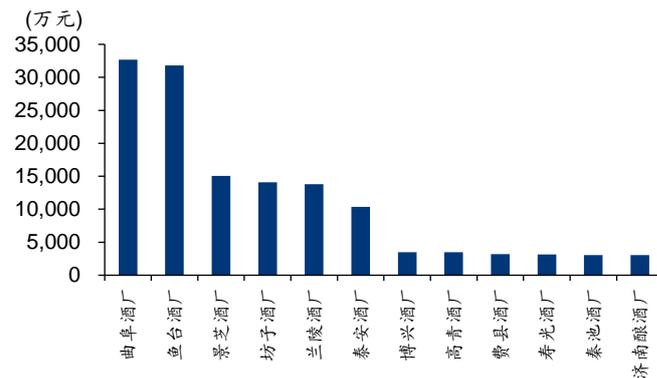
在地方优势企业阵营中，以孔府家、孔府宴、秦池等为代表的鲁酒企业将白酒行业带入了广告营销时代。根据人民网报道，1994年孔府宴酒击败红附加和太阳神，获得首届央视标王；1995年、1996年秦池分别斥资0.67亿和3.21亿拿下当年的央视标王。根据山东省白酒工业协会数据显示，1995年山东省白酒产量118.7万吨，占全国总产量的18%，位居全国首位；行业利税总额为19.0亿元，其中超过3000万的企业高达12家。

**图表66： 1990-1995年山东省白酒工业总产值及销售收入**



资料来源：山东白酒工业协会，华泰证券研究所

**图表67： 1995年山东白酒前12家企业利税总额**



资料来源：山东白酒工业协会，华泰证券研究所

**1998-2002年第二轮白酒周期的调整期。**这一次调整期，国内宏观经济环境、政策以及行业自身均出现不同程度的负面影响：

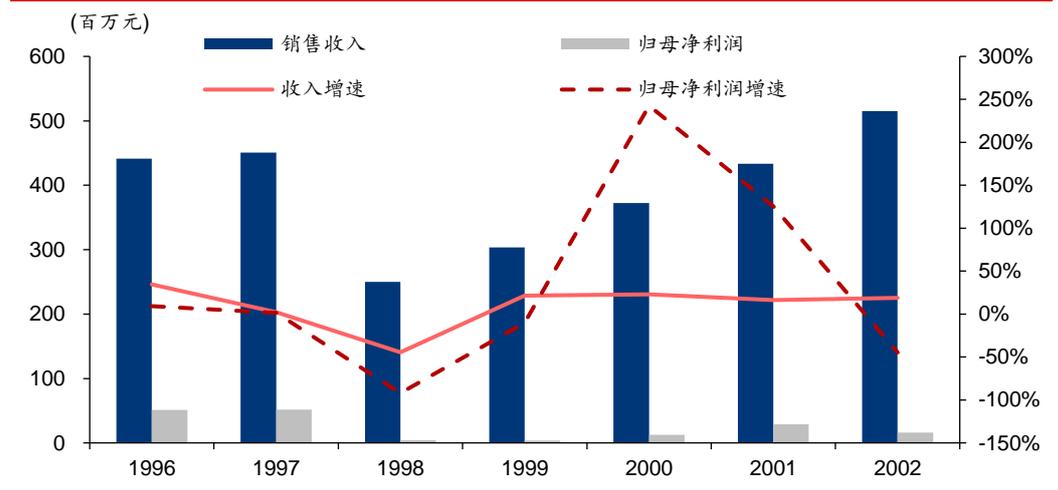
**宏观层面：宏观经济软着陆导致增速放缓。**1998年爆发亚洲金融危机，我国经济也出现软着陆现象，这是自改革开放以后我国经济的第一次较大的收缩期，1998-2002年我国GDP增速（不变价）平均增速为8.3%，较1993-1997的11.4%下降了3.1个百分点。

**政策层面：第二次禁酒令的颁布以及白酒从量税的征收。**1995年中央28个部委作出决定，公务宴请不喝白酒。1996年，《酒类广告管理办法》付诸实施，规定电视节目每套每天19点-21点黄金时段，播放的白酒广告不得超过2条，报纸、期刊每期的广告不得超过2条，且不得是头条。2001年，中央“84号文件”规定将白酒消费税调整为从价计征与从量计征相结合的复合计税方法，即对以粮食和薯类为原料生产的白酒，在维持原25%和15%比例从价计税的基础上，增加了对每500克白酒0.5元的从量征税，同时停止企业外购已完税原料酒和酒精的税款抵扣。

**行业层面：毒酒案件对行业造成较大冲击。**1998年2月，山西省文水县农民王青华用34吨甲醇加水后勾兑成散装白酒57.5吨，造成27人丧生，222人中毒入院治疗，其中多人失明，引起政府高度重视。1998年5月，国家轻工业局发布了《酒类生产许可证实施细则》，所有白酒生产企业，只有取得生产许可证，才允许生产销售白酒产品；无生产许可证企业不得擅自进行生产、销售以及其他形式的交易，经销单位不销售无证产品，违者按国家有关规定处理。

在多种不利因素叠加的影响下，我国白酒行业进入了第二次调整期，1998-2002年白酒行业产量连续下降，根据国家统计局数据显示，2002年我国白酒总产量为378.47万吨，较1997年708.66万吨下降了47.6%。值得注意的是，山西汾酒因地处山西，也受到了假酒案严重的影响和冲击，公司业绩大幅下滑。

**图表68：1996-2002年山西汾酒销售收入和归母净利润及同比增速**

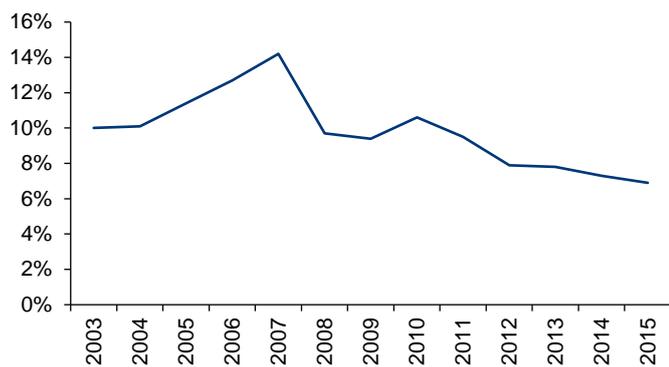


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 第三轮周期（2003-2015）：“渠道为王”的黄金十年繁荣期，政策利空迫使行业再次跌入寒冬期

**2003-2011年第三轮周期的发展期。**2003年以后，我国经济依靠投资拉动呈现出高速增长态势，固定资产投资增速重回25%以上，2003-2011年，我国固定资产投资完成额同比增长年复合平均值为26.51%，GDP增速同比增长年复合平均值为10.8%。

**图表69： 2003-2015年我国GDP同比增速情况**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

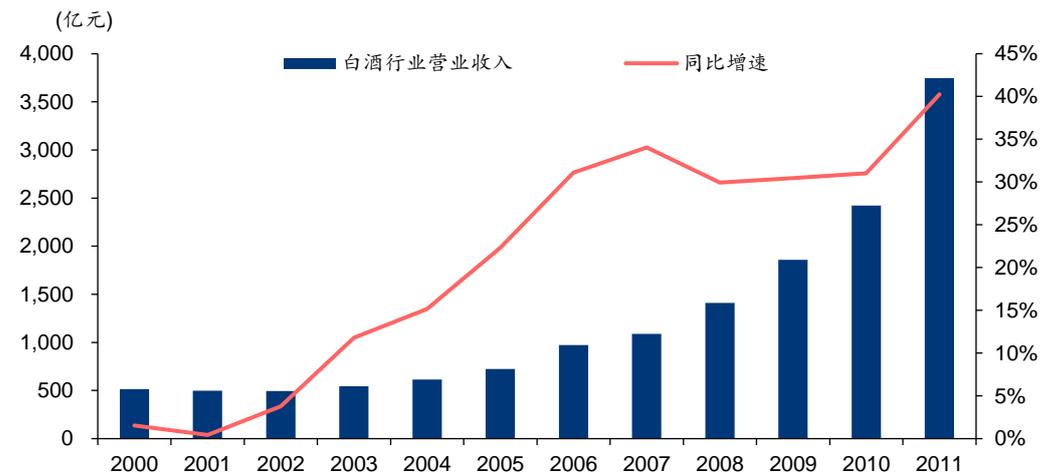
**图表70： 2003-2015年我国固定资产投资完成额及同比增速**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在宏观经济全面企稳回升的环境下，经历了五年的行业调整期后的白酒行业迎来了快速发展的黄金十年。以五粮液、茅台和泸州老窖为代表高端白酒通过品质和价格的双重提升加强了消费者对品牌的认可度；次高端白酒价格空间被打开，各酒企相继推出次高端品牌；古井贡酒、汾酒、洋河、金种子等中档白酒借助当地政商优势而快速崛起。2011年我国白酒制造业营业收入达到了3746.7亿元，是2002年营业收入的8倍，2003-2011年行业营业收入增速年复合平均值达到27.34%。

**图表71： 2000-2011年我国白酒营业收入及同比增速**



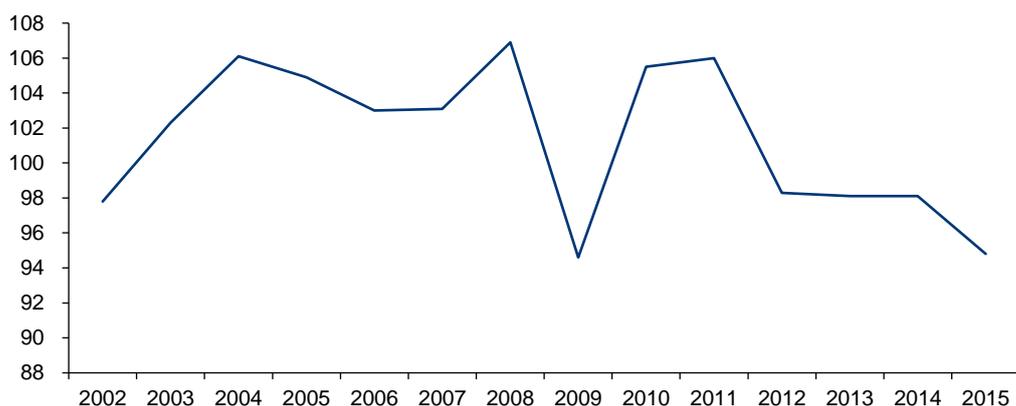
资料来源：Wind，华泰证券研究所

值得注意的是，在这一轮发展中，白酒行业渠道能力逐渐被重视且得到了快速提升，各品牌将服务重心转向了政商消费者，渠道模式从粗放到精细、从多层级到扁平化，并实践中探索诞生了一些新的渠道模式，如以口子窖为代表的酒店盘中盘、以洋河为代表的消费者盘中盘、以老白干为代表的联营体，都给行业运营效率带来了较大的提高，渠道模式的创新和改进成为企业打造核心竞争力的关键要素之一。

**2012-2015年第三轮周期的调整期。**白酒行业受到宏观、行业 and 政策的三重影响，行业进入深度调整。

**宏观层面：**2012年下半年，在内外需求萎缩、周期性和结构性因素的叠加下，我国经济面临着增长威胁——投资、消费和出口同步回落，供给端和需求端同步萎缩，企业利润率、财政收入、工业生产等全面下滑，我国经济增速加速下滑。

**图表72： 2002-2015年我国工业生产者出厂价格指数（上年=100）**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**政策层面：**2012年3月，温总理在廉政会议上提到禁止用公款购买高档白酒；2012年12月，《中央军委加强自身作风建设十项规定》要求：接待工作不安排宴请，不喝酒，更是对军队接待工作中饮酒亮出了红牌。之后，各地方政府又陆续出台地方版“禁酒令”。

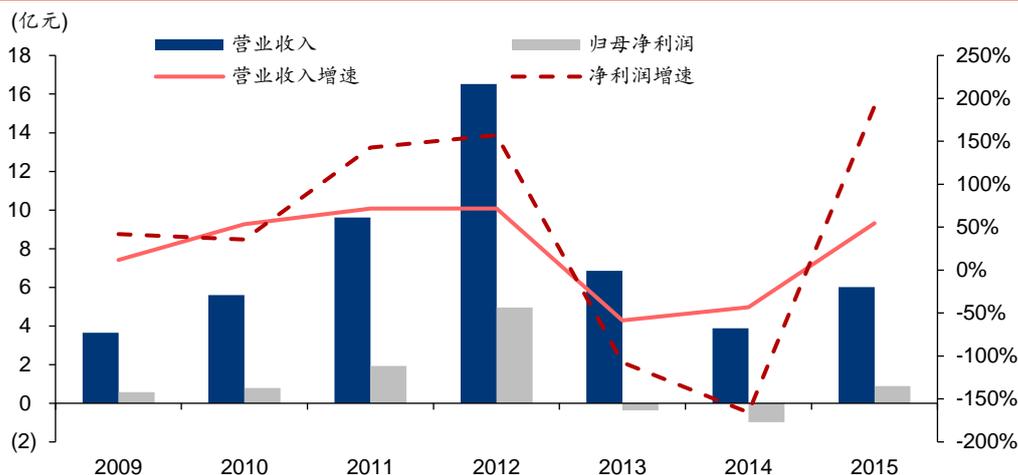
**图表73： 2012年国家 and 地方相继出台“禁酒令”**

时间	政策	具体内容
2012	国务院严控“三公消费”	从去年3月份温家宝总理在廉政会议上提到继续实行零增长，禁止用公款购买香烟、高档酒（特别指出茅台）和礼品开始到李克强总理在记者会上谈严控三公消费，政府高官已多次谈及此事项。
2012	军队禁酒令	《中央军委加强自身作风建设十项规定》：要切实改进接待工作，安排军委同志会议和调研等各项公务活动要严格执行接待工作规定；相关单位不铺设迎宾地毯，不安排宴请，不喝酒，不上高档菜肴，不送纪念品和土特产。
2012	海南“禁酒令”	《中共海南省委 海南省人民政府关于改进工作作风、密切联系群众的规定》：今后海南省内公务接待要按标准定点接待，不喝酒，不赠送礼品或土特产，不上高档菜肴，严禁上野味。
2012	山东安丘“禁酒令”	安丘市委下发一号文件，要求全市党政机关和事业单位全体工作人员中午无例外禁酒，凡工作时间或工作日中午饮酒的，科级、股级干部一律予以免职，一般工作人员待岗三个月。针对禁酒规定，安丘市纪委、监察局公开举报电话，实行有奖举报制度，违反规定的一经查实奖励举报人2000元。
2012	河南洛阳“禁酒令”	洛阳市委、市政府“禁酒令”规定，工作用餐一律在公务灶就餐或安排自助餐，一律不上酒。

资料来源：人民网、新华网、共产党员网，华泰证券研究所

**行业层面：**2012年12月，酒鬼酒中检测出3种塑化剂成分，其中邻苯二甲酸二丁酯(DBP)的含量为1.08 mg/kg。而卫生部对“食品及食品添加剂中邻苯二甲酸酯类物质最大残留量”规定为0.3 mg/kg，酒鬼酒中DBP超标达260%。

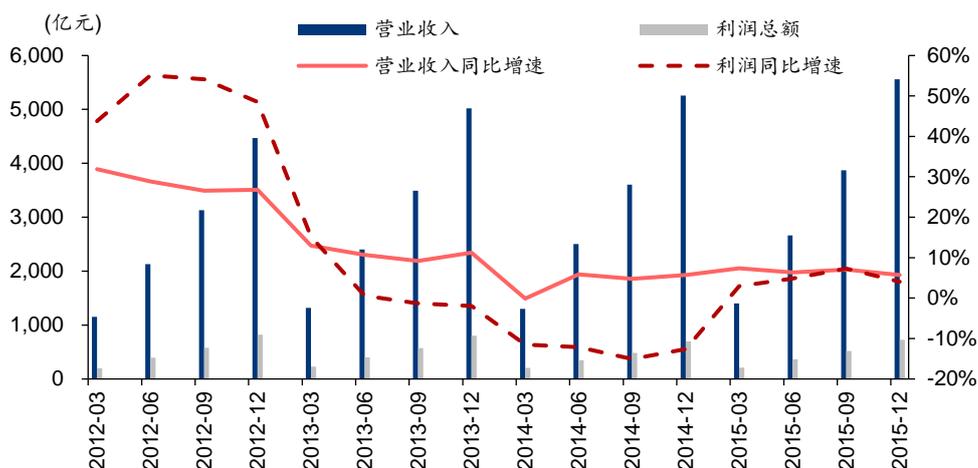
**图表74： 2009-2015年酒鬼酒业业绩情况**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

经济放缓、政策利空以及“塑化剂事件”迫使行业跌入寒冬期，调整深度较上两轮进一步加剧。2014年白酒制造业跌落谷底，营业收入为5258.89亿元，同比增长5.69%；利润总额为698.75亿元，同比下降12.61%。

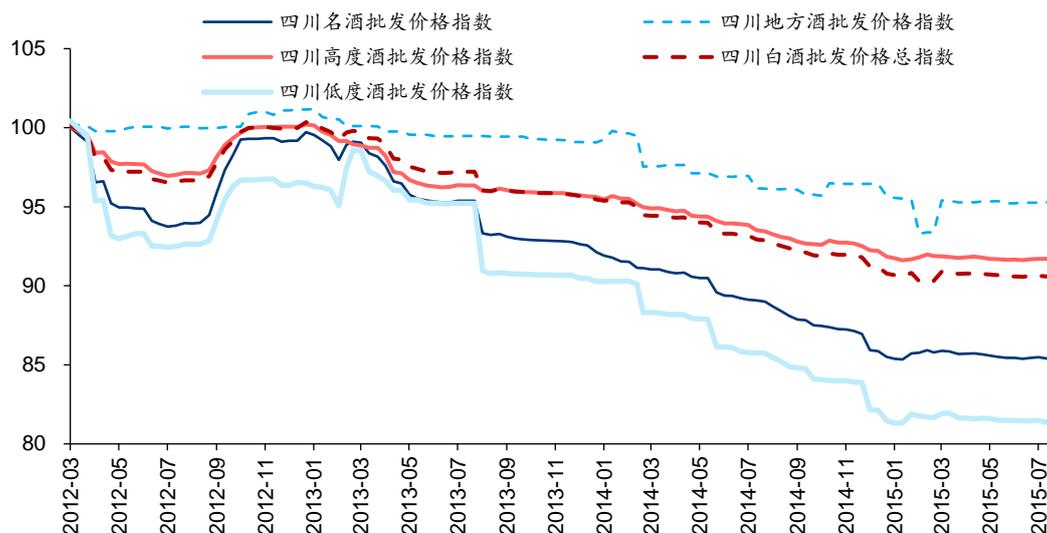
**图表75： 2012-2015年白酒制造业营业收入和利润总额及累计同比增速**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

同时，白酒产品价格也在2013年、2014年出现了大幅下滑，根据四川白酒批发价格指数显示，2015年9月四川白酒批价价格较2012年2月下降了9%，其中四川名酒批价价格较2012年2月下降了14%，低度酒批价价格较2012年2月下降了18%。

**图表76： 2012-2015 四川白酒批发价格指数情况（2012.02=100）**

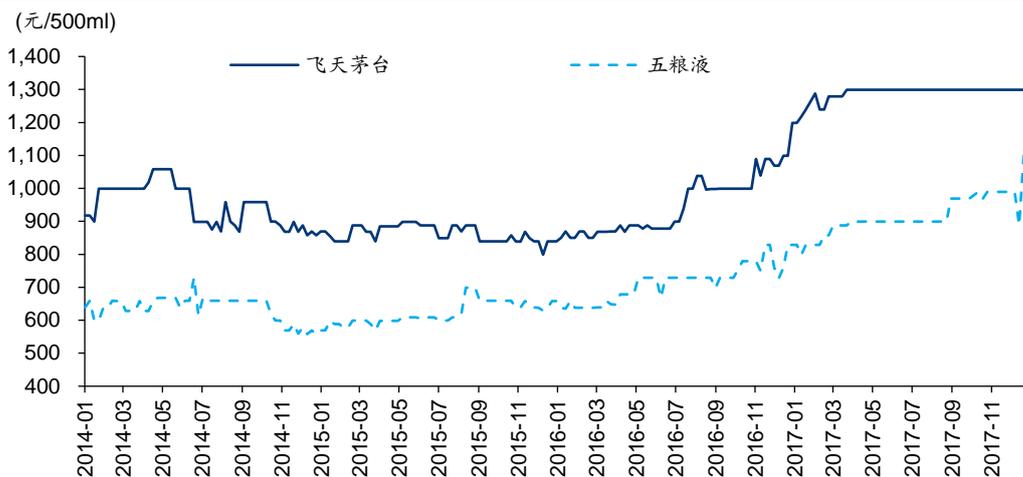


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**第四轮周期（2016 至今）：个人消费崛起的分化期，龙头企业马太效应凸显**

**2016 年至今第四轮周期的发展期。**白酒行业在经历了三年深度洗牌后，行业库存基本出清，产品价格低位运行，居民收入快速增长带动消费能力的提升，消费升级需求逐渐显现，行业消费结构发生较大变化，个人消费、商务消费逐渐取代政务消费成为主力，高端白酒需求率先回暖，高端白酒一批价也企稳回升。根据一号店数据显示，2016 年 11 月，500ml 飞天茅台逐渐攀升至 1039 元，并站稳千元价格带。

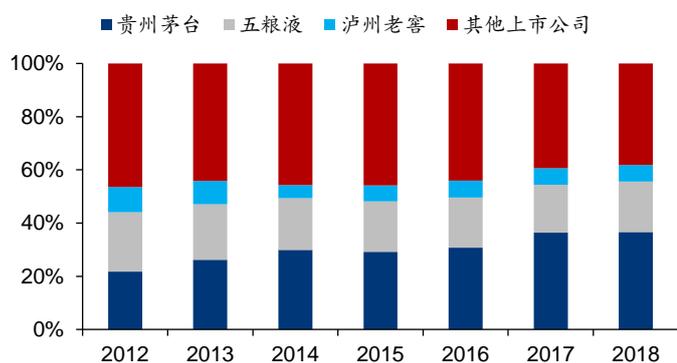
图表77： 2014-2017年一号店茅台和五粮液价格



资料来源：一号店，华泰证券研究所

在这一轮周期中，居民消费升级成为行业快速回暖的刺激因素，消费者对以贵州茅台为首的名优酒需求大幅增长，行业马太效应凸显。2018年，贵州茅台营业总收入达到了772亿元，是2015年收入的2.3倍。2015年，茅台、五粮液和泸州老窖营业收入占上市公司总收入的比重为54.1%，2018年提升至了61.8%。

图表78： 2012-2018年高端白酒和其他上市公司营业收入占比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表79： 2013-2018年贵州茅台营业收入及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 消费品步入品质升级成长周期，定价权企业拥有新优势

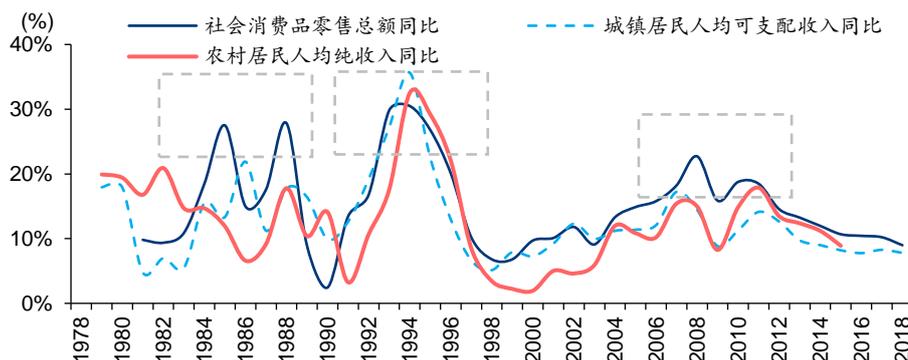
数十年物竞天择，白电和白酒行业龙头企业脱颖而出。格力电器在经历 90 年代产品力提升和渠道初步建设后，进行了产业链整合、渠道整合、技术快速更新迭代，逐步扩大了市场份额，超越外资品牌，从而具备控制整个链条的定价权。贵州茅台在价格管控放开后就是酒价领导者，经历了 90 年代的沉寂后，在坚持品质基础上把握政商消费趋势，一举成为行业的价格标杆和市场份额最大的高端白酒。而格力和茅台，在未来深化品牌价值、掌握核心科技和制造高品质产品上有望继续前进，引领行业发展趋势。

步入消费升级周期，具备行业定价权企业更能分享品质消费增长红利。消费品结构变迁伴随经济成长，整体性收入增长不但推动了消费品内容需求的提升，同时也推动消费品品质需求提升，同时由于收入差异，不同收入阶层消费群体“需求”差异性决定了消费品品质升级规模不断成长。

## 消费内容为代表的消费品成长，开始向消费品质转变

由社零消费三次高点所代表的消费品提升逻辑，驱动的周期性因素来自于消费者年龄、消费观念、收入水平、社会发展水平的差异，过去整体性的消费内容扩张周期开始减弱，而消费品质升级有望逐步占据主导性地位，消费内容升级更多的向消费品质升级转变。

图表80：社零消费三次高点与可支配收入增长的高度重叠



资料来源：Wind、国家统计局、华泰证券研究所

图表81：代表性的消费品结构变化在不同的周期性因素驱动下，出现明显差异

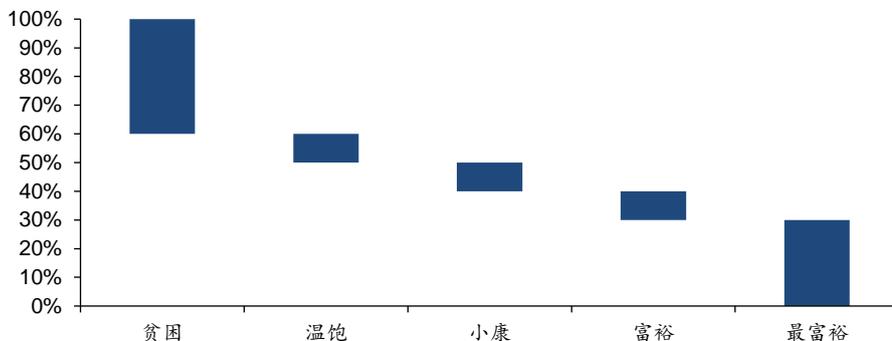
项目	第一次消费升级	第二次消费升级	第三次消费升级
代表性时间段	20世纪80年代	20世纪90年代	2005年至今
代表商品	自行车、手表、缝纫机	彩电、电冰箱、洗衣机	汽车、住房、通讯产品、化妆品
周期性因素	60年代婴儿潮人口进入劳动力市场 消费阶层显著增大	改革开放进一步推进 可支配收入大幅增长	80年代婴儿潮人口进入劳动力市场 房地产的溢出效应偏正面
消费量级	百元级	千元级	万元、几十万元以上
持续时间	前后近20年	10年左右	10年以上

资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

恩格尔系数与消费升级的阶段有较为明显的对应关系。通常情况下，一个家庭的收入和支出越少，家庭收入中用来购买食品的支出在总支出的占比就越大。伴随着家庭收入的和支出的增加，家庭收入中用来购买食品的支出在总支出中的占比就会下降。恩格尔系数反映的是食品支出占个人消费支出总额的比重，一个国家的恩格尔系数越低，代表个人收入越高，社会发展水平越高。

根据恩格尔系数可以将一个国家的发展划分为5个阶段。按照联合国粮农组织的标准，恩格尔系数在59%以上为贫困，50%~59%为温饱，40%~50%为小康，30%~40%为富裕，低于30%为最富裕。

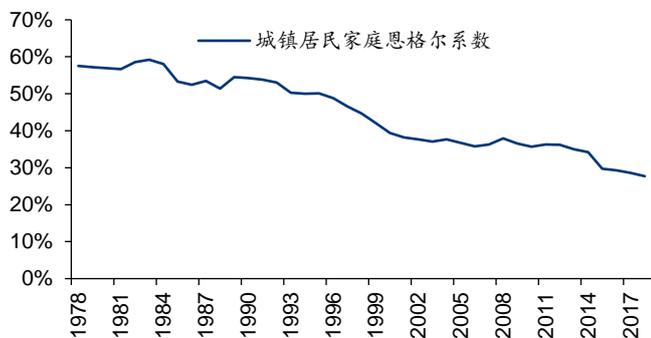
**图表82：根据恩格尔系数可以将国家发展划分为5个阶段**



资料来源：联合国粮农组织、华泰证券研究所

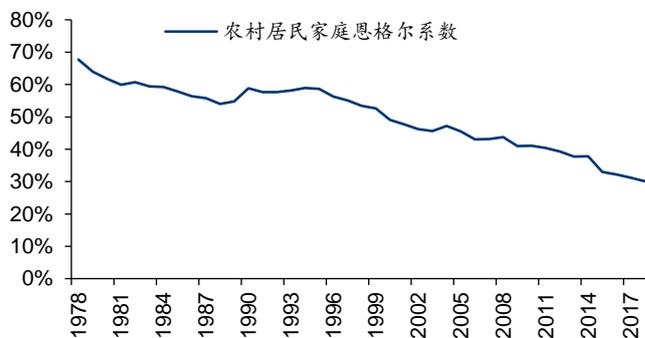
中国的恩格尔系数自20世纪80年代以来有明显的下降。根据国家统计局的数据，20世纪80年代第一次消费升级时期，城镇家庭和农村家庭的恩格尔系数均值分别为55%和58%，处于从贫困向温饱过渡的时期；20世纪90年代第二次消费升级时期，城镇家庭和农村家庭的恩格尔系数均值分别为49%和57%，逐步由温饱向小康过渡；2005年以后，城镇家庭和农村家庭的恩格尔系数持续下降，陆续进入富裕阶段。

**图表83：2018年中国城镇家庭恩格尔系数为27.7%**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表84：2018年中国农村家庭恩格尔系数为30.1%**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

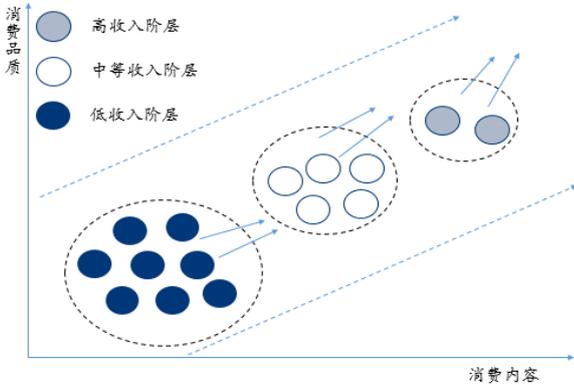
### 向消费品质升级转变，具备中高端产品定价权企业依然稀缺

产品供给制约着消费品质化升级，具备中高端定价权企业有望迎来高速增长期。需求侧来看收入分层是现阶段消费产品升级的重要影响因素，一线城市居民已经具备较高消费能力，高收入阶层处于消费结构的高端位置，预计是未来社会消费升级的引领者。供给侧来看，具备中高端产品定价权企业依然稀缺，随着消费升级向高价格产品演进，中高端产品需求将伴随中高端产品定价权企业共同成长。

- (1) 基本生活需求阶段：消费内容提升为主，消费者购入能够显著的改变生活质量的产品。家电产品中白电、黑电普及率迅速爬升，并在家电下乡过程中，家电产品快速普及。根据国家统计局数据，在2013年家电下乡退出时，农村居民电视、冰箱、洗衣机每百户保有量分别为112.9台/百户、72.9台/百户、71.2台/百户。

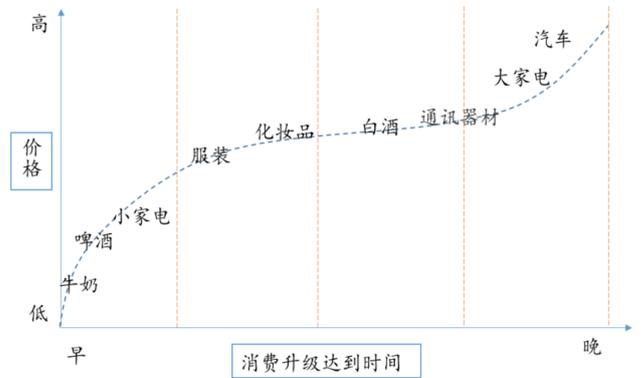
(2) 品质生活需求阶段：消费品质家庭逐步购入能提升生活品质的消费品类，低价产品首先迎来差异化产品升级，产品品质提升，满足消费者更为个性化的需求。单价较高产品在高收入阶层带动下，白电、黑电等家电产品也有望逐步迎来大规模的消费品质提升，消费者也有望逐步购入品牌与服务更为优质的电器。

图表85：高收入阶层率先进入消费品质提升阶段



资料来源：黄卫挺《科学发展》-2013、华泰证券研究所

图表86：产品消费升级延伸到高价格产品



资料来源：华泰证券研究所

### 家电产品兼顾必需和可选消费品属性

我们认为中高端白电已经具备必需消费品属性：

- 1) 一方面，家电产品价格占城镇居民人均可支配收入的比例下降明显，居民购买空冰洗等家电产品负担明显降低。
- 2) 另一方面，租户经济模式下，形成了类分期支付的家电配置方式。尤其在大城市中，大量租户存在的情况下，租户虽然不具备一次性全部配置家居家电的储蓄，但是出租房间的业主或中介一般都会配置家居家电，事实上形成了类似于分期支付的需求。

图表87：消费品类与经济周期的关系

类别	涉及行业	需求波动特征与驱动因素
必需消费品	食品饮料、中低档服装、普通家化用品、医药、家电	单价较低、消耗量大、购买频繁 与消费群体生活习惯关系密切、受制度影响 需求增速受制于人均可支配收入等长期因素，平稳
可选消费品	大宗可选：普通住宅、汽车 一般可选：家具、中高档服装、电子产品	单价较高，购买前需积蓄资金 购买后在相当长的时间内部重复购买 需要贷款支持，受到货币政策影响大 与经济周期相关度大，需求短期会产生较大波动
奢侈消费品	高档住宅、珠宝首饰、高档服饰	价格高昂、品牌价值突出，消费者群体固定且较小 除非发生经济危机，否则需求增长较稳定且持续 在通货膨胀较严重时，需求会阶段性加速
消费服务业	旅游、餐饮、航空、传媒、零售	地区或产品垄断性较强 一旦获得品牌优势，收入将实现高增长 投资的固定成本较高，而单位变动成本不大，因此客流量规模增长将能够带来倍增的利润增长

资料来源：华泰证券研究所

### 白酒产品和品牌力发生分化，从国家管控到实现消费分级

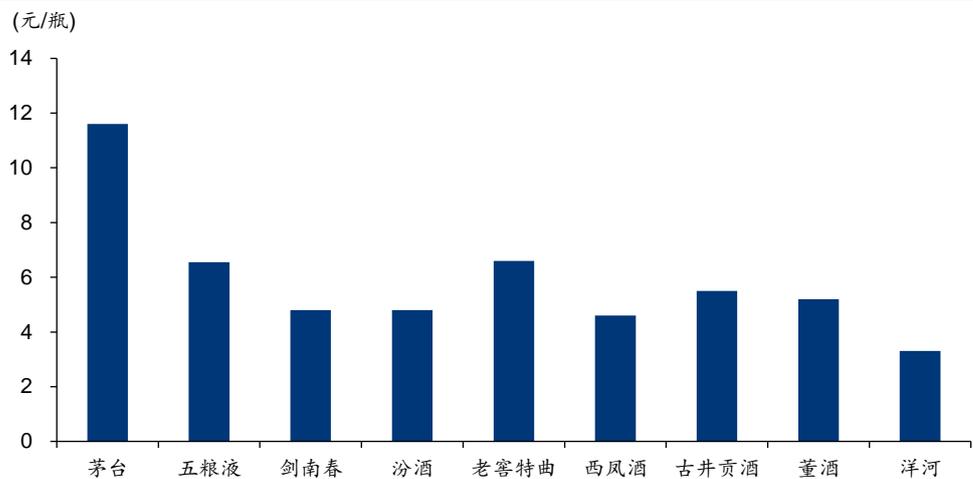
白酒属性随着产品和品牌力的发展而产生分化，其中，高端白酒从建国初期的国家严加管控到如今的面子消费，高端白酒价格随着居民可支配收入的提升而快速上涨；低端白酒承接大众需求，产品价格小幅上涨。

### 国家管控时代，白酒价格由国家制定

建国初期到 80 年代，在计划经济严控下，白酒价格由国家制定。1951 年 1 月，中央财政部召开了全国首届专卖会议，明确专卖政策是国家财经政策的组成部分，同年 5 月，中央财政部颁发了《专卖事业暂行条例》，规定了酒类和卷烟用纸为专卖品，对其实行全国统一的监督和管理。1978 年 4 月 5 日，国务院要求酒厂产销全部纳入计划。因此，直到 20 世纪 80 年代，我国白酒生产和销售皆由国家统一监管，同时价格由物价局制定，各品牌价格并没有明显差距。

80 年代初期，我国名酒价格集中在 5-10 元左右，根据国家统计局公布的数据显示，1981 年，我国城镇居民人均可支配收入为 500.40 元/年，农村居民人均总收入为 233.40 元/年，以 1981 年贵州茅台 11.6 元/瓶计算占人均城镇居民可支配收入的 2.4%，人均农村居民总收入的 5.4%。

图表88：80年代初期我国白酒产品价格

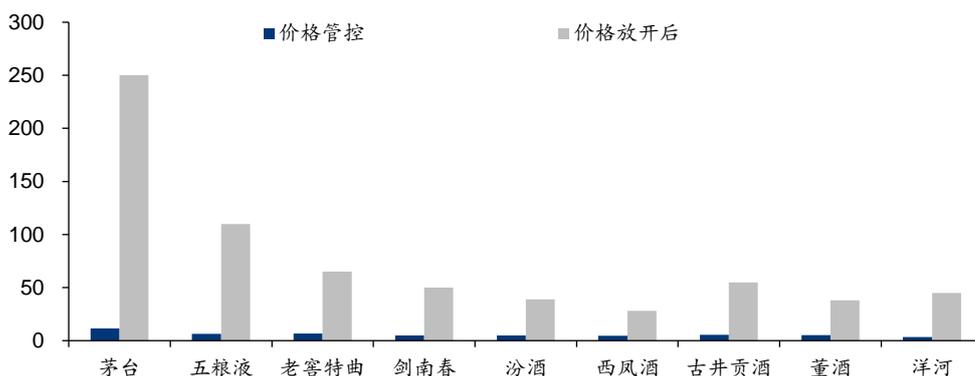


资料来源：国酒说，华泰证券研究所

### 国家首次放开定价权，品牌溢价出现

1988 年 7 月国家首次开放定价权，产品价格出现第一次大幅度调整。1988 年 7 月，国务院放开名烟名酒价格，其中放开价格的名酒有：茅台、五粮液、郎酒泸州特曲、古井贡酒、洋河大曲、双沟大曲、全兴大曲、剑南春、董酒、汾酒、西凤酒、特质黄鹤楼等品种。根据《新食品》杂志刊登在 2008 年第 18 期《速起速落：20 年前那场名酒价格之变》显示：1989 年初，53 度飞天茅台酒猛涨到了 250 元、52 度五粮液上浮到了 110 元、52 度剑南春上浮到 50 元。

**图表89：1988年国家放开产品价格管控后名酒价格调整情况（元/瓶）**



资料来源：《新食品》2008年第18期《速起速落：20年前那场名酒价格之变》，华泰证券研究所

但是，此次提价幅度过大超出了居民的购买力，1989年国家物价局发布了《关于适当降低十三种名酒等几种商品价格的通知》，下调名酒价格，一年内飞天茅台每瓶零售价相继下降到了208元、183元、125元和95元，五粮液相继下降到了91元、75元和45元，泸州特曲相继下降到了60元、35元，其他酒价格也不同程度的下降。

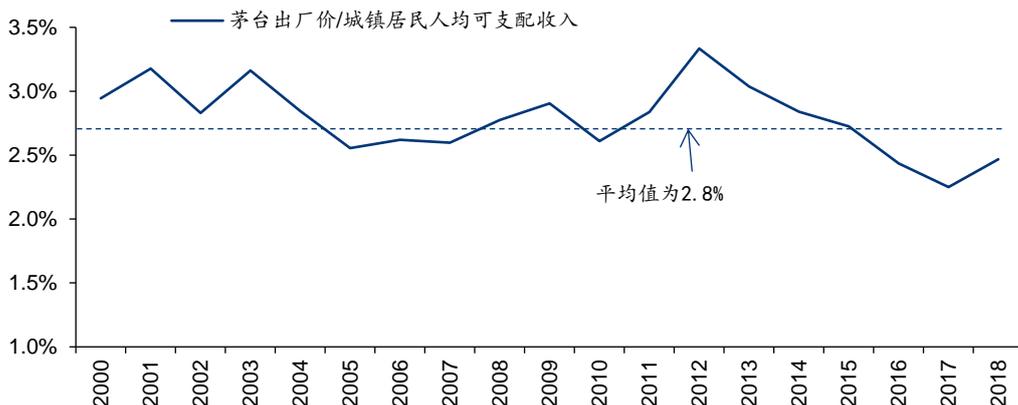
1991年，名酒价格再次逐步回升，以五粮液为首的白酒企业通过改变包装、变革营销体系等手段主动向买方市场靠拢。此次白酒价格变革让我国名优酒迈向了价值回归的第一步，品牌效益相应得到彰显。

**产品价格加持品牌力，龙头企业频频提价**

20世纪以来，各大白酒企业加快了产品提价速度，力争通过价格提升品牌力。高端白酒由于具备较强的品牌力，对下游具有较强的议价能力，而产品价格也一定程度上反映公司品牌力，应此，品牌和价格相辅相成、相互加持。从2000年以来，贵州茅台先后10次提高出厂价，2018年茅台出厂价为969元，是2000年185元的5.3倍，五粮液出厂价格也历经多次提价，随着第八代五粮液的推出，产品出厂价也从2001年的249元提升至2019年的889元左右。

我国居民人均可支配收入的上涨为高端白酒价格提升创造了条件，也是高端酒价格持续提升的动力之一。以贵州茅台为例，从2000年到2018年，茅台出厂价占当年居民人均可支配收入的占比平均值为2.8%。我们判断，当居民收入快速提升的时候，以贵州茅台为代表的高端白酒具备价格上涨的空间和动力。高端白酒价格上涨也使其逐渐演变为面子消费，中低端白酒仍然承接大众消费。

**图表90：2000-2018年茅台出厂价/城镇居民人均可支配收入的情况**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 供需周期中行业出清，龙头逐步形成定价权

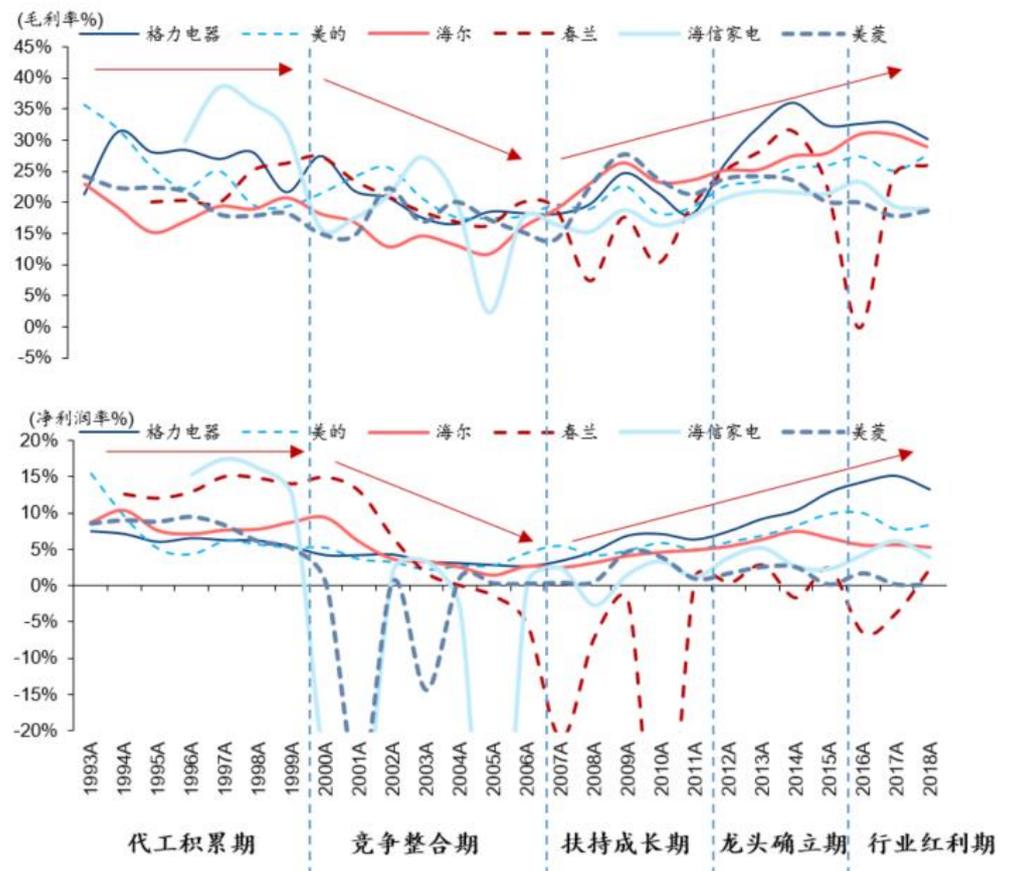
**格力电器**在产品（制造、技术）、渠道（线下体系）、品牌（定价权）等方面具备强壁垒。制造产业链一体化，成本优势不惧价格竞争。精品战略深挖技术可靠性，品质成为标签。线下经销商群体稳固，战略执行落地预期强。多年积累最终形成强势品牌及难以撼动地位，引导产业风向。

**贵州茅台**：中国白酒第一品牌，国酒形象深入人心；无可复制的酿造环境和工艺保障产品力和稀缺性；中国独特白酒文化走向世界，成长空间值得期待。

## 白电行业格局不断优化，龙头企业形成定价权

白电行业经内生增长进入寡头垄断周期，具备行业定价权企业盈利能力不断改善提升。行业洗牌后，空调供需格局稳定，企业市场份额集中度高，同时龙头企业对于上下游都有较强议价能力，具备产业链定价权企业重塑产业价值分配。

图表91：白电行业成长进入寡头垄断周期，具备定价权企业盈利能力不断改善



注：图中美的数据，2012年之前为美的电器，2012年之后为美的集团

资料来源：Wind、华泰证券研究所

**(1) 代工积累期 (1993-1999):** 初期空调行业供给不足是期间最大的制约, 卖方市场特征明显, 行业各个参与者都能实现较高的毛利率和净利润率。国家统计局数据显示, 1990年空调行业产量规模仅为 21.96 万台, 而 2000 年已经达到 1826.67 万台, 行业开始面临激烈的价格竞争。

**(2) 竞争整合期 (2000-2006):** 空调供应过剩, 买方市场下, 消费者对产品品质关注大幅提升, 而行业价格竞争激烈, 整体毛利率和净利润率水平下滑明显, 部分行业参与者出现经营危机, 行业洗牌逐步完成。

**(3) 扶持成长期 (2007-2011):** 产品、渠道、品牌优势已经建立, 产业在线数据显示, 2008 年格力、美的、海尔市场份额达到 69%。同时地产上行周期与家电下乡补贴政策需求刺激叠加, 龙头企业毛利率、净利润率逐步回升。

**(4) 龙头确立期 (2012-2015):** 行业竞争格局稳定, 具备产业链定价能力的龙头企业, 与上下游共同承担行业风险, 2015 年虽然经历去库存、价格大幅下滑影响, 但是龙头企业依然实现净利润水平的提升。

**(5) 行业红利期 (2016-至今):** 龙头企业维持强者恒强, 毛利率、净利润率水平平均维持行业领先地位。

### 白电龙头格力电器, 从行业突围到寡头领先, 把控产业链定价权

以格力电器为代表的白电龙头已经形成了产业链定价权, 护城河来自于规模效应下成本转嫁能力、持续产品可靠性口碑带来的品牌力、深厚渠道带来的资金及库存蓄水池。回顾格力电器发展历史, 以产品为基础、以渠道为手段、以品牌为护盾, 逐步实现龙头地位, 把控产业链定价权。

图表92: 格力进入第四个发展周期



注: 2019 年收入为华泰证券研究所家电团队预测

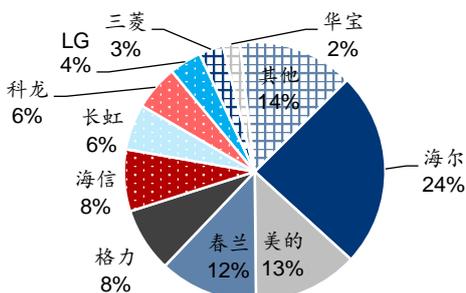
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**第一阶段：1990-2001年，产品力提升、渠道初步控制**

奠定产品力，在空调行业立足。国内经济运行还存在计划经济时代的色彩，市场化运行滞后，供给不足是空调行业发展的最大矛盾，国家统计局数据显示，空调行业产量从1990年的27.08万台/年，提升到2001年的2307.40万台/年。

空调产品价格虽然偏高，但行业空间充足，国家统计局数据显示，1990年空调百户保有量不足0.4台，足够支撑企业短期快速发展。格力在朱江洪时代已经意识到空调行业格局尚未明确，行业快速发展后将面临激烈的产品及价格竞争。1990年代末期，行业混战，价格竞争已经开始出现，中国家用电器协会统计显示，2000年空调品牌约为400家，中小规模空调企业林立，唯有巩固产品力，才能在行业激烈价格竞争中脱颖而出。

**图表93：2000年，空调整体零售市场份额，海尔、美的领先，春兰依然有一定影响力**



资料来源：《家用电器科技》2000、华泰证券研究所

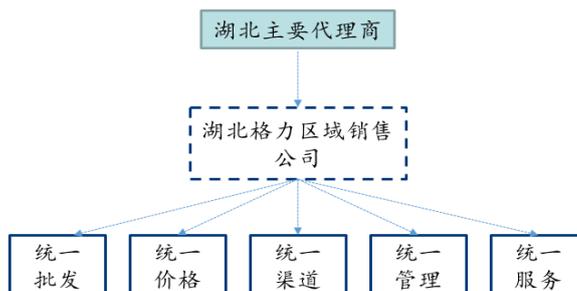
**图表94：格力持续重点关注产品品质**

时间	产品品质重点项目
1993年	成立质量监督小组，朱江洪领导监督检查各环节质量
1994年	提出“精品战略”，重视整体产品质量
1995年	成立零件筛选分厂，检验外购零部件质量
1999年	推行质量零缺陷工程，引进六西格玛管理法

资料来源：《朱江洪自传》、公司官网、华泰证券研究所

商品流通渠道单一，必须进行渠道改革，加强价格控制力度。商品流通渠道单一，经销商内部也存在竞争激烈的问题，低价、串货、恶性竞争均有出现，企业必须加强渠道管控，统一区域价格，减少恶性竞争。格力从1994年开始推出“淡季返利”、“年终返利”、“淡季贴息”、“提货返点”等措施，鼓励经销商提货，绑定渠道与公司利益。并在1997年开始推动区域销售公司建设，区域各大代理商入股区域销售公司，价格控制与销售政策更为稳定、统一，渠道力得到明显提升。

**图表95：经销商入股区域销售公司，提升渠道价格、政策统一性**

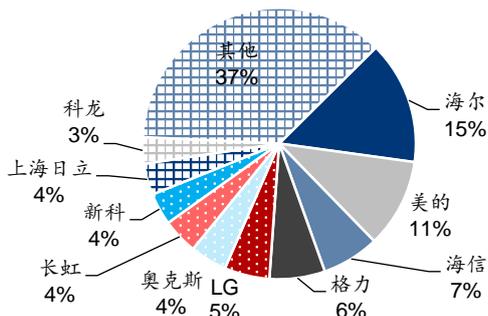


资料来源：《朱江洪自传》、华泰证券研究所

**第二阶段：2002-2012年，格力产业链整合、绑定渠道，在渠道洗牌中实现份额占比提升**

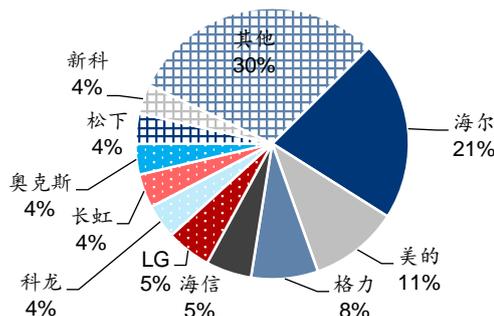
行业从多头竞争到寡头垄断，专卖店正式成为格力竞争的名片。在行业洗牌中，根据国家信息中心监测数据，空调品牌由2000年的400家逐步下降到2005年的90家左右，经过充分竞争，格力前期奠定的产品及渠道基础，使得公司不断巩固行业龙头地位。空调市场逐步出清，春兰、万宝、乐华等曾经影响力颇大的品牌淡出市场，格力、美的、海尔等品牌力持续强化。

**图表96：2002年，壁挂式空调零售份额分散，前三为海尔、美的、海信**



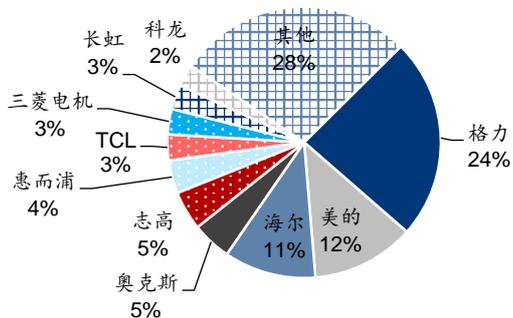
资料来源：《制冷》2003、华泰证券研究所

**图表97：2002年，柜式空调零售份额前三为海尔、美的、格力**



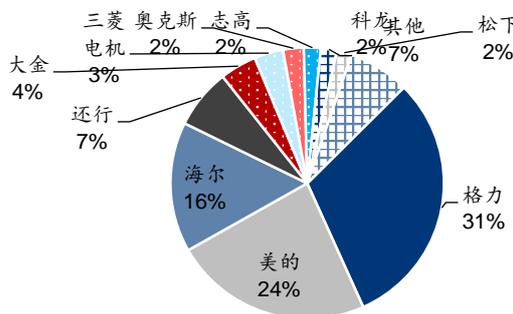
资料来源：《制冷》2003、华泰证券研究所

**图表98：2012年，定频空调零售份额分散，前三为格力、美的、海尔**



资料来源：《家电科技》2013、华泰证券研究所

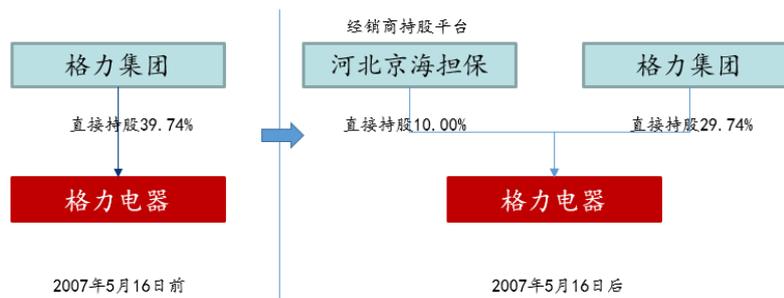
**图表99：2012年，变频式空调零售份额前三为格力、美的、海尔**



资料来源：《家电科技》2013、华泰证券研究所

股权分置改革(股权激励)与引入经销商持股并举，改革后持续提升经营精细化程度。2002年格力将湖北区域销售公司经验向全国推广，区域销售公司及其持股的经销商与公司关系紧密发展。2004年国美事件加速了格力建立专卖店体系的进程。**2006年股权分置改革**是公司经营效率提升的分界岭，实现大股东与管理层的双赢格局。2007年大股东转让股权，引入经销商持股平台，加强上市公司与经销商共同利益绑定。

**图表100： 格力电器引入经销商持股**



资料来源：公司公告、Wind、华泰证券研究所

**产业链整合，完成垂直一体化。**格力在 2004-2006 年向上游收购了压缩机、电工、电机等核心零部件企业，稳定及高质的零部件供应既奠定了规模化扩张的基础，也稳定了产品质量。因此，综合来看，格力的垂直一体化布局、打通上下游产业，进一步统一股东、管理层、代理经销商、上游供应商等多方利益。

**图表101： 收购压缩机、电工、电机企业，达成产业链一体化能力**

时间	收购项目
2004年	收购珠海格力集团公司持有的珠海凌达压缩机有限公司 70%股权
2004年	收购珠海格力电工有限公司 70%股权
2004年	收购珠海格力新元电子有限公司 80%股权
2006年	收购珠海凯邦电机制造有限公司 100%股权
2006年	收购珠海凌达压缩机有限公司剩余 30%股权，实现 100%控股
2006年	收购珠海格力新元电子有限公司剩余 20%股权，实现 100%控股
2006年	收购珠海格力电工有限公司剩余 30%股权，实现 100%控股
2018年	二度增持海立股份（空调压缩机），持股比例已达 10.41%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**图表102： 格力电器核心零部件成本占比及自供情况（2011年）**

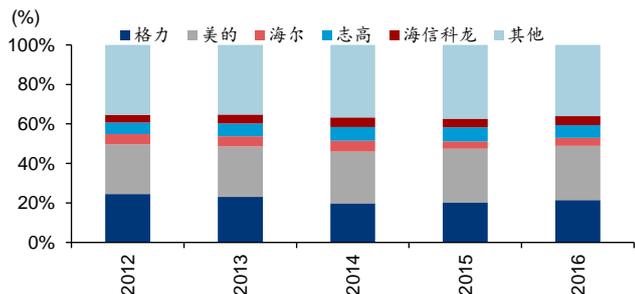
核心零部件	成本占比	供给模式
压缩机	30%左右	大部分凌达压缩机自给
电机	10%左右	大部分有凯邦电机自给
核心两器（蒸发器、冷凝器）	10%左右	委托加工或直接对外采购
变频控制器	5%左右	成立合资公司，实现技术引进与自主研发
阀门类部件	5%左右	直接对外采购
其他（电容、漆包线、钢材、塑料等）	20%以上	部分自供，部分直接对外采购

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**第三阶段：2013-2016年，品牌价值凸显，盈利能力强化**

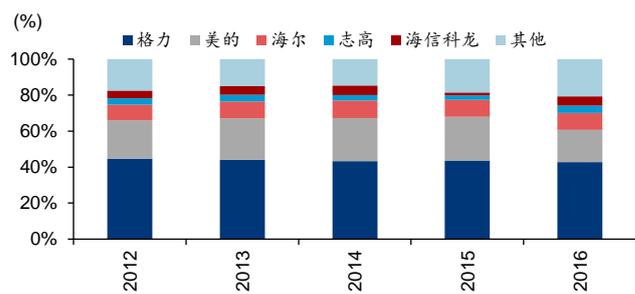
**双寡头地位稳定，行业波动不改变高盈利能力。**行业洗牌基本完成，内销市场格力、美的占比大幅领先，且在 2013-2016 年期间基本稳定，竞争格局优化。行业虽然经历 2015 的去库存影响，短期出现波动，但公司品牌溢价凸显，产品毛利率快速回升，同时渠道结构调整，提升对整体渠道掌控力，维持毛销差的稳步上行。

**图表103: 2012-2016年, 格力、美的出口份额基本稳定**



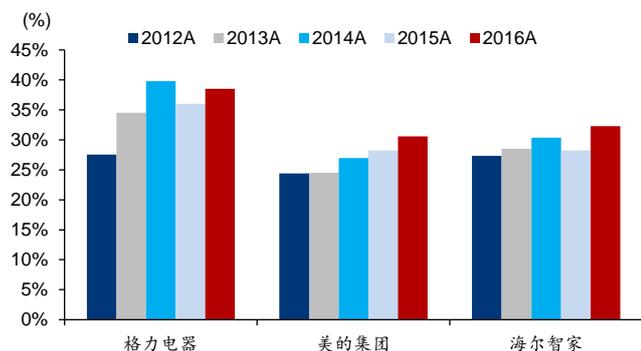
资料来源: 产业在线、华泰证券研究所

**图表104: 2012-2016年, 格力、美的内销双寡头格局稳定, 占比超过60%**



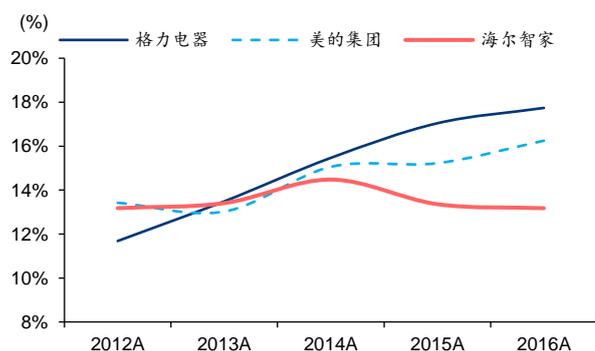
资料来源: 产业在线、华泰证券研究所

**图表105: 三大白电空调毛利率趋势向上 (除2015年行业去库存影响)**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表106: 格力、美的毛销差2013年开始持续上行**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

2011年开始, 格力电器开始建立空调销售公司(盛世欣兴)模式, 各地销售公司统一成“盛世欣兴”平台(格力电器与北京盛世欣兴贸易公司无股权关系), 北京盛世欣兴对其他区域销售公司拥有更大的掌控力。

**图表107: 格力已经形成以盛世欣兴体系为核心的经销商体系**



资料来源: 公司公告、Wind、华泰证券研究所

**第四阶段: 2017年至今, 坚守优质品牌, 盈利稳定**

行业格局稳定, 公司继续深化规模化优势(2018年, 格力电器空调产能合计6500万台/年, 其中家用空调6000万台/年, 商用500万台/年), 并持续投入研发, 深化产品领导力和品牌力, 净利润率水平稳定在14%左右。

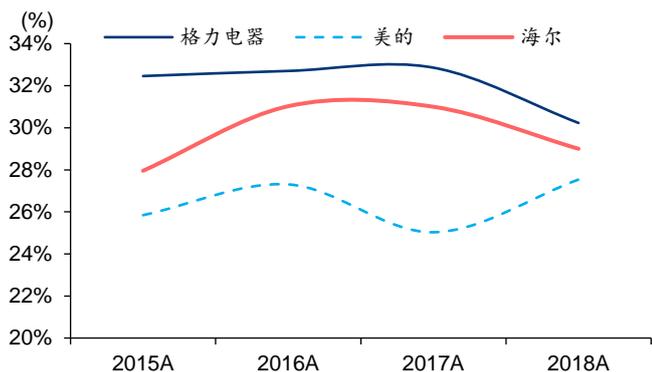
**图表108： 深化规模化优势**

	<b>格力电器空调产能</b>	<b>2018年中国空调行业总产量</b>
2018年	6500万台/年 (家用6000万、商用500万)	20486万台

资料来源：公司公告、国家统计局、华泰证券研究所

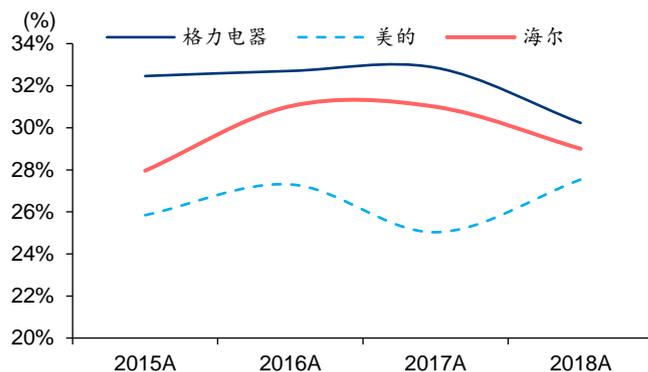
格力维持利润率相对优势，一方面来自于内销稳定的市场地位及规模优势，在产品均价与成本的上行周期中，公司产品更受益于CPI-PPI剪刀差效应；另一方面，公司渠道稳固且把控力度强，整体期间费用可控。

**图表109： 2012-2016年，格力、美的出口份额基本稳定**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表110： 净利润率排序为格力优于美的、海尔**

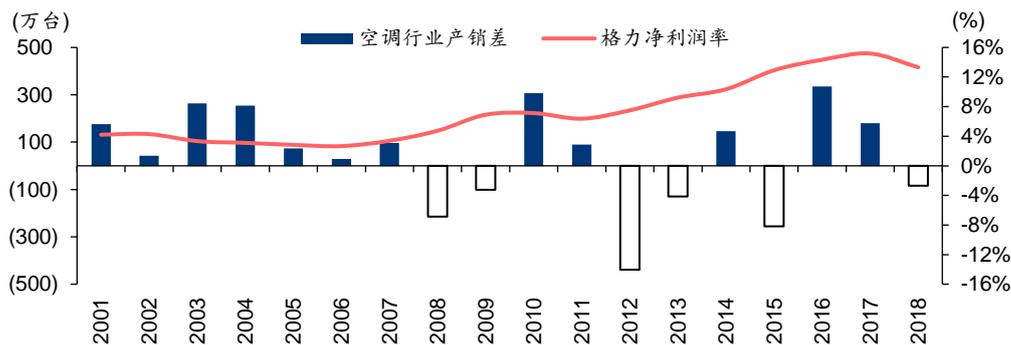


资料来源：Wind、华泰证券研究所

**格局形成后的空调库存周期对龙头企业盈利能力影响减弱**

随着空调行业格局形成，产销差周期性的波动对龙头企业盈利能力影响减弱。即使在去库存周期中，具备定价权企业与下游渠道的通过股权关系实现利益绑定、风险共担，平滑了空调销售，同时净利润率稳步提升，利润增速持续高于收入增速。

**图表111： 白电行业成长进入寡头垄断周期，格力具备定价权、企业盈利能力自2007年趋势向上**



资料来源：产业在线、Wind、华泰证券研究所

## 企业核心竞争力决定了白酒龙头的变迁史

### 第一阶段（建国初期到80年代末）：计划调拨时期，老窖特曲号召力强

建国初期，因为名酒实行计划调拨，全国评酒会所评选出来的“国家名酒”具有较强的号召力。泸州老窖特曲先后蝉联五届全国名酒，凭借“浓香鼻祖”的名号，常年稳居白酒行业老大之位。1987年，国家“三部一委”联合主持召开全国酿酒工业增产节约工作会议，制定了“加强饮酒工业管理、控制白酒生产、节约用粮问题”政策，反对高消费，泸州老窖曲酒被列入国家限制性消费的名酒目录。

图表112：泸州老窖成为蝉联历届“中国名酒”的浓香型白酒

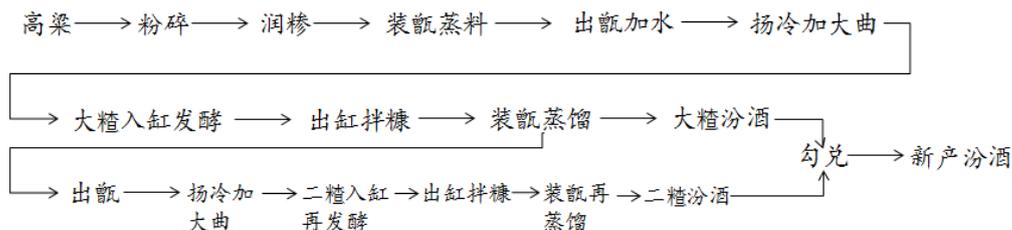
时间	评选届次	获奖名单
1952年	第一届	茅台酒、汾酒、西凤酒、 <b>泸州老窖特曲</b>
1963年	第二届	茅台酒、五粮液、古井贡酒、 <b>泸州老窖特曲</b> 、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979年	第三届	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、 <b>泸州老窖特曲</b>
1984年	第四届	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 <b>泸州老窖特曲</b> 、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989年	第五届	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 <b>泸州老窖特曲</b> 、全兴大曲酒、双沟大曲、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：全国评酒会，华泰证券研究所

### 第二阶段（80年代末到90年代初）：物资匮乏，以量为大的“汾老大”

80年代末，我国物资匮乏，粮食产量不足，原料利用效率高、出酒率高的清香型白酒更容易获得市场的认可。清香型是三大主流香型中出酒率最高的香型，根据中国酒业协会显示，清香型白酒吨酒耗量约2~2.5吨，这显著低于浓香型的3~3.5吨和酱香型的4.5吨以上。此外，清香型白酒还具有生产周期短的特征，这意味着清香型白酒企业的周转率更高，资金压力更小，生存压力更小。因此计划经济时代为清香型白酒的成长提供了肥沃的土壤。

图表113：清香型汾酒制酒高工艺图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

因此，在白酒消费被抑制的计划经济时代，清香型白酒龙头企业山西汾酒被冠以“汾老大”的称谓，彰显了其当时的市场地位和行业影响力。根据山西汾酒招股说明书显示：1992年，公司获得轻工部全国轻工行业规模效益第一名，是国内最大名白酒生产基地。1994年1月6日，“山西汾酒”在上海证券交易所挂牌上市，这是山西省的首只上市股票，也是白酒行业中的第一只上市股票。1991年至1993年，汾酒连续3年居于中国白酒利税额第一位。

**第三阶段（90年代初到2012年）：前瞻性的价格策略和品牌运作模式，成就“白酒大王”五粮液**

20世纪90年代初，作为老八大名酒之一的五粮液率先洞察并捕捉了市场先机，一方面大幅扩充产能实现成本、渠道和品牌上的规模效应，另一方面抢占高端酒市场，成功完成了主打产品“普五”的涨价，成为当时售价高于茅台和汾酒等名酒的第一高端酒，并于九十年代中期取代“汾老大”成为新的“白酒大王”。五粮液通过一次次提价，五粮液价格先后超过了泸州老窖、汾酒和茅台，而价格的超越随后也带来了品牌地位的提升，五粮液的高端形象被普遍接受。1994年，五粮液提价较上年近百元，高于飞天茅台的价格，同年底在全国利税十大白酒企业排名中首次超越山西汾酒位居第一，并连续多年稳坐白酒利税第一把交椅。

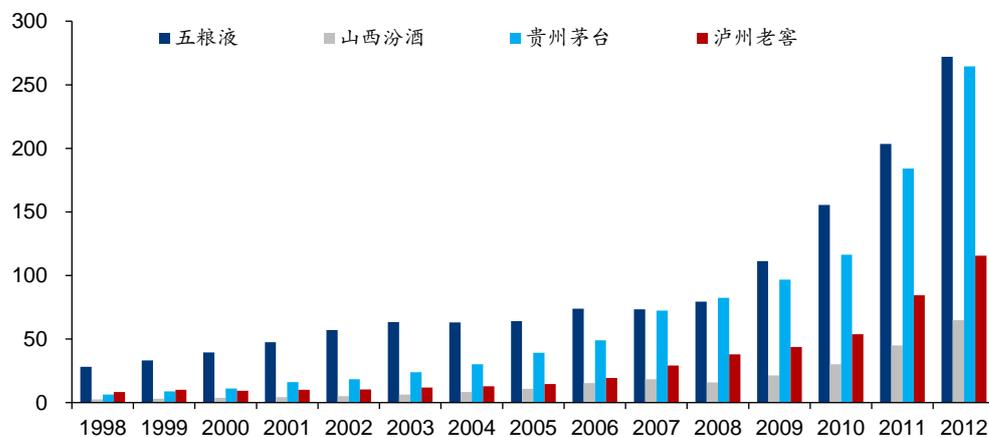
**图表114：1998-2000年白酒企业利税排名（亿元）**

1998		1999		2000	
公司	利税额	公司	利税额	公司	利税额
1 四川五粮液集团公司	12.44	四川五粮液集团公司	19.16	四川五粮液集团公司	22.01
2 湖南湘泉集团公司	5.46	贵州茅台集团公司	6.43	贵州茅台集团公司	8.76
3 四川剑南春集团公司	4.76	四川全兴酒厂	5.34	四川剑南春集团公司	5.71
4 安徽古井贡酒股份公司	4.64	四川剑南春集团公司	5.19	四川泸州老窖集团公司	5.32
5 四川全兴酒厂	4.60	四川泸州老窖集团公司	4.82	安徽古井贡酒股份公司	4.09
6 四川泸州老窖集团公司	4.27	湖南湘泉集团公司	4.47	四川全兴酒厂	3.15
7 贵州茅台集团公司	4.15	安徽古井贡股份公司	3.96	四川沱牌集团公司	2.45
8 安徽种子集团公司	3.00	安徽种子集团公司	2.72	湖南湘泉集团公司	2.12
9 四川沱牌集团公司	2.49	四川沱牌集团公司	2.15	山西汾酒集团公司	2.05
10 山东兰陵集团公司	2.17	山东兰陵集团公司	2.10	新疆伊犁集团公司	1.69

资料来源：《酿酒技术》，2002年第3期，华泰证券研究所

除了提高产品价格，五粮液借鉴了服装等行业的OEM模式，推出买断品牌和总经销模式。借助于各地大商、超商的渠道网络，成功释放出较大产能。1994年，福建省邵武糖酒副食品公司与五粮液合作开发了五粮醇，并买断“五粮醇”品牌全国总经销权。正是凭借“买断经营”的品牌扩张策略，五粮液吸引了大量零散资本加盟，逐步发展为“五粮液、尖庄、五粮醇、金六福、浏阳河、京酒”等多个品牌共存的格局。1998-2012年，五粮液连续15年位居上市公司营业收入榜首的位置。

**图表115：1998-2012年五粮液、山西汾酒、贵州茅台、泸州老窖营业收入情况（亿元）**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 第四阶段（2013年至今）：凭借产品稀缺性和优质的品质，贵州茅台成为绝对龙头

在居民生活水平不断提高以及消费逐渐升级的背景下，老四大名酒唯一的酱香白酒贵州茅台由于其稀缺性受到消费者追捧，茅台一直以来对传统酿造工艺的坚守以及对质量的重视，使得茅台品质逐渐成为行业标杆。与此同时，五粮液贴牌模式虽然实现了产量和业绩的大幅提升，但是众多子品牌也使得“五粮液”品牌力被稀释，而贵州茅台始终坚持聚焦大单品，推行“1+3”战略，即1个飞天茅台，3个重点系列酒（茅台王子酒、茅台迎宾酒以及赖茅），茅台的品牌力也快速提升。

图表116：酱香型、浓香型和清香型白酒的特点

白酒香型	原料	制曲原料	主体香气成分	曲种	用曲量	工艺特点	发酵容器	生产周期
酱香型	高粱	小麦	未定	高温大曲 为主	100%	“四高一长”	条石窖泥底、砖石泥底	一年生产、三年以上贮存
浓香型	高粱或多粮	大麦、小麦、豌豆	己酸乙酯	中温大曲 为主	18%-25%	续糟配料、混蒸 混烧	泥巴老窖	60-90天发酵期，一年贮存
清香型	高粱	大麦、豌豆	乙酸乙酯 乳酸乙酯	低温大曲 为主	9%-11%	“清蒸二次清”	地缸、水泥池	30天发酵期，一年贮存

资料来源：中国食品工业协会，华泰证券研究所

茅台酱香工艺流程的特性导致供给受限，茅台酒长时间供不应求。2000年以来，茅台先后10次提高出厂价格，53度飞天茅台出厂价格从2000年的185元/瓶提升到了如今969元/瓶，终端零售价更是从260元/瓶提升到了1700元/瓶，提价之路上茅台也超越五粮液，2013年开始收入均稳居行业榜首。

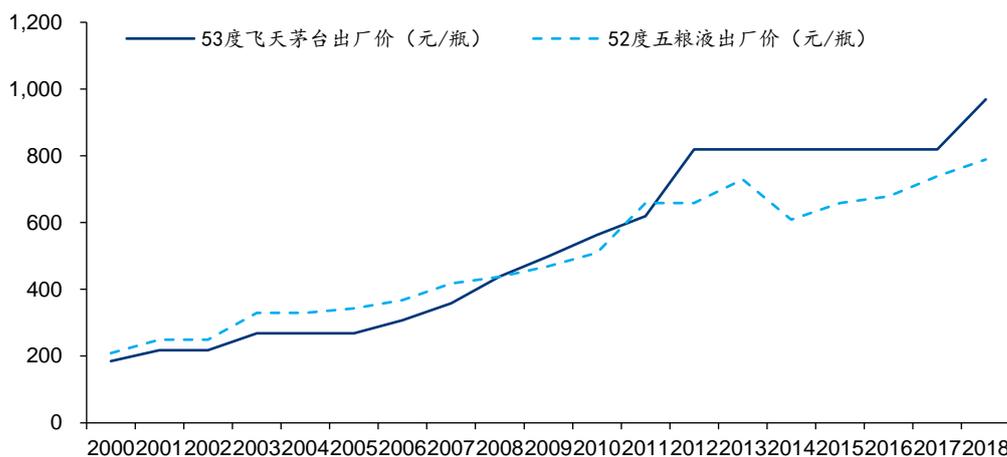
图表117：2000年至今茅台提价情况

涨价时间	53度飞天茅台出厂价（元/瓶）	提价幅度	平均终端零售价（元/瓶）
2001年8月	218	18%	260
2003年10月	268	23%	288
2006年2月	308	15%	380
2007年3月	358	16%	500
2008年1月	439	23%	650
2009年1月	499	14%	800
2010年1月	563	13%	900
2011年1月	619	10%	1500
2012年1月	819	32%	2000
2018年1月	969	18%	1700

资料来源：糖酒快讯，公司公告，华泰证券研究所

对于高端白酒，产品价格彰显其品牌力和行业地位，高端市场一直处于寡头竞争中。2000年-2008年，五粮液一直是价格的领涨者，茅台采取跟随策略。虽然茅台提价幅度小于五粮液，但是茅台更加重视渠道网络的建设、增厚经销商利润，在2003-2005年飞天茅台短暂出现过几次价格倒挂，此后飞天茅台均处于顺价销售，终端渠道利润颇丰。

图表118： 2000年-2018年飞天茅台和五粮液出厂价对比情况

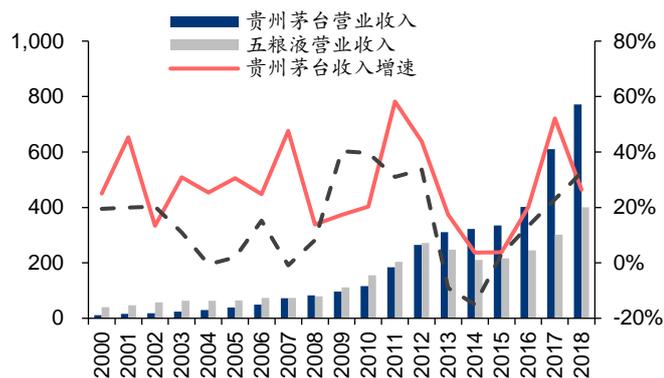


资料来源：糖酒快讯，华泰证券研究所

2012年底，在“八项规定”等白酒行业限制性政策以及经济环境压力双重叠加下，白酒行业高速增长嘎然而止，行业步入寒冬期，以茅台和五粮液为代表的高端白酒更是首当其冲。在行业调整期，茅台维持出厂价819元/瓶不变，2014年行业继续深度调整使得飞天茅台终端价格大幅下跌，一度跌至900元/瓶，但前期积累的渠道利润成为缓冲的安全垫，让茅台顺利度过寒冬期。

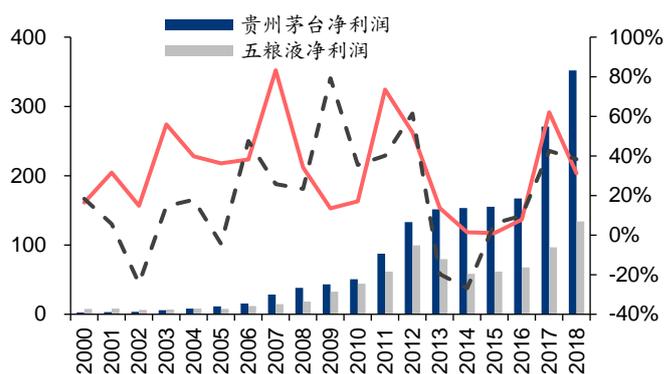
反观竞品，2013年行业调整初期，五粮液逆势将出厂价从659元/瓶提高到729元/瓶，2014年行业深度调整导致五粮液终端价格大幅下滑并出现倒挂，虽然2014年五粮液出厂价回调至609元/瓶，但终端渠道利润受到严重挤压甚至亏损，也使得公司业绩严重下滑。控量保价的政策使得茅台在2013年收入大幅超过五粮液成为行业首位，也奠定了行业领头羊地位。2018年1月，茅台时隔5年再次提高出厂价至969元/瓶，再次彰显了难以撼动的龙头地位。

图表119: 2000年以来贵州茅台和五粮液营业收入及增速(亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

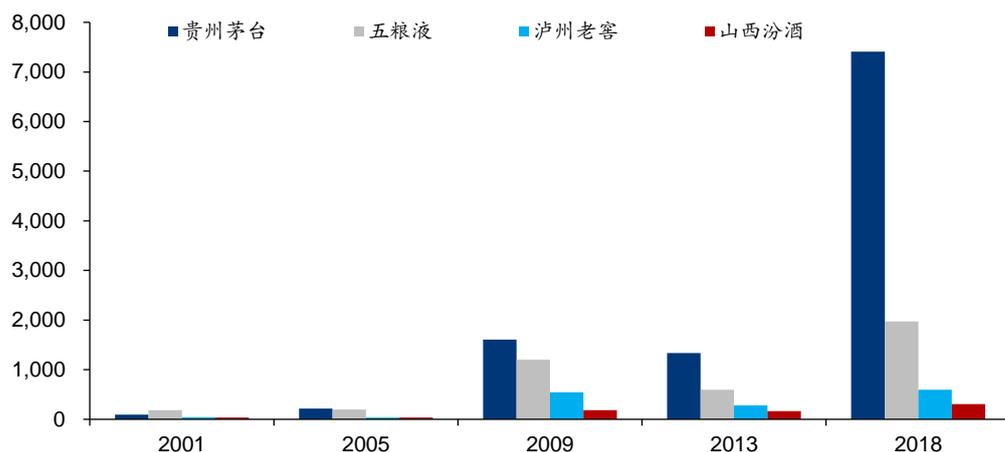
图表120: 2000年以来贵州茅台和五粮液归母净利润及增速(亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

茅台酒价格的变动, 凸显了管理层对行业整体的判断能力以及对终端渠道的掌控力, 也见证了行业龙头的成长之路。2001年上市初期, 茅台市值96亿, 远低于五粮液的183亿市值。2018年末, 贵州茅台市值高达7400亿, 是五粮液的3.7倍。

图表121: 四家白酒公司年末市值对比情况(亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

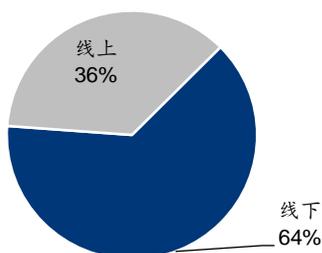
## 龙头定价权：稳渠道、定标杆

白电和白酒是中国具备全球定价权的产业，其龙头定价权体现在更宽的竞争护城河和更深的渠道蓄水池。白电龙头（格力电器）拥有顶尖的生产能力与产业链上下游布局，在核心部件与整机能效方面行业领先；线上和线下渠道布局完全掌握在企业手上，对下游的强定价权形成流通蓄水池。白酒龙头（贵州茅台）占据地理优势和无法复制的气候和水质环境，坚持复杂的酿造工艺，成为高品质的典范；社会对优质产品的追捧，形成渠道丰厚利润，忠实的经销商为企业提供更深的渠道蓄水池。

## 白色家电渠道战，获取下游定价权，形成流通蓄水池与竞争护城河

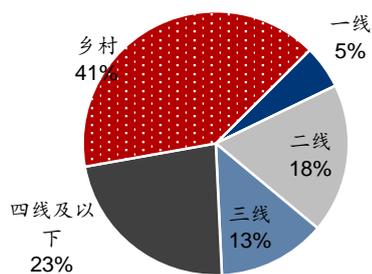
龙头渠道模式调整，渠道下沉向更庞大人口市场渗透，竞争格局优势有强化趋势。国家统计局数据显示，中国县级行政区有 2851 个（含县、市辖区、县级市、自治县等）、乡级行政区 39862 个（含镇、乡、民族乡、街道等），县乡市场分布着中国最大比例人口。且目前情况下，大量的乡村、四线及以下市场难以通过电商渠道触达，新零售环境下，线上增速下行及流量成本高企，大连锁企业以及品牌专卖店更有渠道下沉的动力，依托集约的分销网络进一步开拓网购市场难以覆盖的长尾市场。对比来看，龙头家电企业传统线下专卖店体系成熟，面对行业线上、线下发展的均衡态势，家电龙头在产品分销、品牌影响力上具备优势，或能进一步增大市场份额、提升市场集中度。

图表122：2018年，家电渠道规模占比，线下渠道依然是主流



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

图表123：2018年，乡村、四线及以下城镇是中国人口占比最大的市场

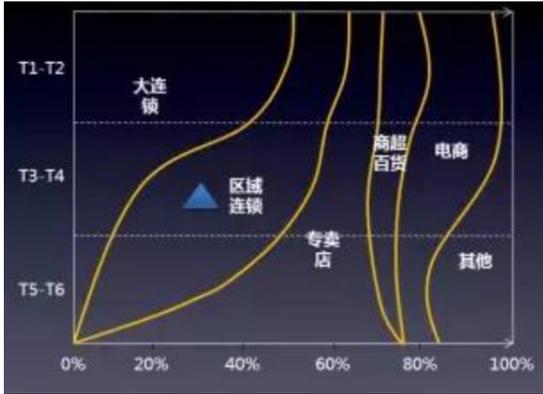


资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 线下渠道下沉继续发力，大连锁及专卖店覆盖有望提升

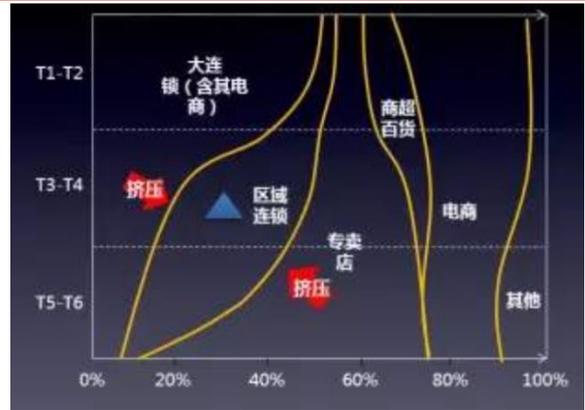
线下渠道发力低层级市场，由于空调安装属性强，内销市场上产品销售更为依赖低层级的渠道与服务网点，且渠道建设需要长期的人员及资金投入，同时区域性的需求差异化以及议价能力的差异，品牌专卖网点以及大连锁地方网点对于地方性市场需求把握以及价格优势更为明显，因此拥有全面覆盖能力的厂商有望实现市场占有率的进一步提升。

图表124: 2017年,分区域家电流通环境



资料来源: 奥维云网、华泰证券研究所

图表125: 未来家电流通变化趋势连锁及专卖店依然有望提升

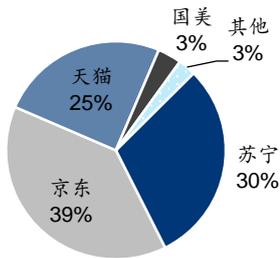


资料来源: 奥维云网、华泰证券研究所

**线上渠道京东、苏宁、天猫三寡头竞争, 开始线下转型**

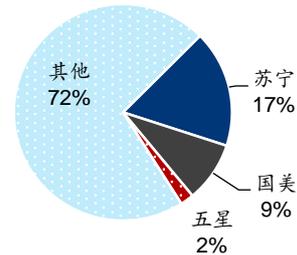
国内市场线上渠道三大平台 2018 年零售额占比超过 90%，线上红利减弱，大平台也开始向线下渗透。乡村、四线及以下城镇市场容量大，且具备成长空间，而传统线上渠道依然难以覆盖，线上平台通过与线下融合方式（苏宁易购直营店&零售云、京东家电专卖店、农村淘宝及天猫优品等），赋能线下网点打造垂直体系，加速渗透。

图表126: 2018年线上渠道零售额占比, 京东、苏宁领先



资料来源: 中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心、华泰证券研究所

图表127: 2018年线下渠道零售额占比, 苏宁领先



资料来源: 中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心、华泰证券研究所

图表128: 线上渠道加速线下融合渗透, 提升低层级市场覆盖

	经营计划	经营成果
苏宁	推进直营店及零售云建设, 加速抢占农村市场份额	截止 2018 年底, 苏宁易购直营店 2,368 家, 苏宁易购零售云加盟店 2,071 家
京东	依托京东帮, 提升京东家电专卖店在县级以下乡镇市场渠道覆盖	截至 2018 年底, 京东已经在四六级市场拥有 1 万多家京东家电专卖店
淘宝系	发展农村淘宝及天猫优品, 计划建立 1000 个县级服务中心、10 万个村级服务站	2015 年村级服务站已经突破 10000 个

资料来源: 公司公告、农村淘宝官网宣传页、华泰证券研究所

**白电龙头企业线下渠道覆盖面广阔, 低层级市场优势依然明显**

白电龙头在厂商和渠道的利益保持相对稳定, 传统专卖店体系已经形成对于乡村和四级以下城市覆盖, 把握相对稳定市场份额。对比线上平台的线下赋能, 传统厂商通过缩减渠道层级、提前卡位, 在乡村、四线及以下市场产品价格差异较小, 且品牌影响力更强, 线上渠道冲击较弱, 环环相扣的销售返点政策持续深化厂商与经销商之间利益, 巩固产品价格体系、减小市场需求波动能力更强, 并确保了整体产业链的盈利分布。

图表129：白电龙头主要渠道模式

	渠道模式	优点	缺点
格力	<b>线下：</b> 26家区域销售公司对接区域代理及大连锁，已建立4万多网点 <b>线上：</b> 自营官方旗舰店，与京东、苏宁等买断销售；经销商区域线上店	集中优质至经销商 价格管控力大 压货能力强	平衡经销商利益难度大
美的	<b>线下：</b> 事业部区域代理公司对接一级代理与大连锁，减少二级经销商，缩短零售层级 <b>线上：</b> 自营官方旗舰店，与京东、苏宁等战略合作	渠道更为扁平化，更有利于感知零售变化 能够利用经销商资源，快速发展	对于批发商管控力较弱 事业部差异化大，价格管控
海尔	<b>线下：</b> 一二线城市亿大连锁、区域连锁为主，三四线城市自有渠道为主 <b>线上：</b> 顺逛自营平台及天猫京东合作销售	价格管控力度强 端到端速度快，品牌管理能力	不利于利用经销商资源 资金占用大，较难压货

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

白电龙头通过合资销售公司、渠道价格管控、销售返点、淡季贴息等等手段，实现厂商和渠道之间密切的利益关系，经销商对龙头公司忠诚度高。渠道管控力强，品牌优势使得经销商对于盈利具备充足信心，同时持续巩固产品价格体系，并确保整体体系盈利正循环。因此，我们看到的市场结果就是，除了线上市场在 O2O 拥有人口红利并快速发展阶段时对于空调市场有一定份额扰动，但在行业向上周期中，整体龙头份额依然提升，同时在市场需求较弱阶段，行业龙头的优势得到反复巩固。

图表130：国内白电企业主要渠道构成

公司	主要市场渠道
美的	建立区域市场运营中心，统筹产品营销 一二级市场：家电连锁卖场 三四级市场：旗舰店、专卖店、电器店
格力	26家区域性销售公司和4万多家网点。 与国美、苏宁等家电专业连锁也有合作。
海尔	自有渠道，全国建设8,000多家县级专卖店、30,000余家乡镇网络； 综合店渠道，成立V58、V140俱乐部等，与区域家电分销龙头企业保持密切合作； 连锁渠道，与国美、苏宁等家电专业连锁保持良好战略合作关系

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**对比美国家电市场，流通商把控渠道，家电企业向下议价能力弱**

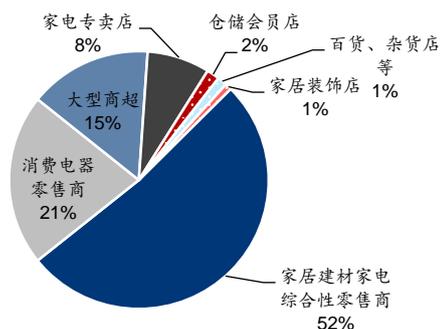
美国家电企业缺少渠道把控力，下游渠道获取了更大的利润。美国家电厂商更重制造而轻渠道，失去了对于渠道的把控。美国家电市场零售商实力强大，少数零售商霸占了较大幅度的零售市场份额，而家电厂商较少直接参与渠道建设，因此在美国市场零售商通过大规模采购及把控渠道资源，具有较强的议价能力，相应的削弱了家电厂商的盈利能力。

通过 TWICE 统计的美国家电零售数据，我们可以看到，过去的8年中，以家居建材为主的前端零售份额不断强化，并在 Sears 退出后，预计继续向 LOWE'S(劳式)、The Home Depot(家得宝)等零售龙头集中，其规模化议价能力仍将强化。

- 1) **家居建材家电综合性零售商继续保持市场领导地位，美国家电零售商集中化趋势明显**强化，市场份额向以 LOWE'S(劳式)、The Home Depot(家得宝)为代表的家居建材家电综合性零售商不断集中。TWICE 数据显示，家居建材家电综合性零售商整体市场份额从2010年的37%，提升到2017年的52%。

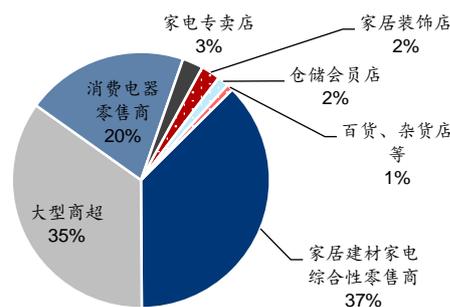
- 2) 而过去以 Sears（西尔斯）为代表的大型商超份额大幅下滑。TWICE 数据显示，市场份额从 2010 年的 35%，下滑到 2017 年的仅仅 15%。Sears 在 2010 年拥有 1771 家门店，但是到 2017 年仅剩下 547 家门店。同时随着 Sears（西尔斯）破产，未来美国家电零售市场将释放超过 30 亿美元的零售市场，在 LOWE'S（劳式）与 The Home Depot（家得宝）保持强势地位的情况下，市场份额或进一步向家居建材家电综合性前端零售商倾斜。
- 3) 以 Best Buy（百思买）为代表的消费电器零售商基本保持了市场份额（市场份额从 2010 年的 20%，提升到 2017 年的 21%）。

图表131： 2017年美国家电零售渠道份额集中，削弱家电企业议价能力



资料来源：TWICE，华泰证券研究所

图表132： 2010年，美国家电零售业态中，三足鼎立明显



资料来源：TWICE 华泰证券研究所

### 空调行业能效标准提升，龙头有望受益份额持续提升

2019年6月13日国家发改委联合工信部等七部委联合发布了关于《绿色高效制冷行动方案》的通知。该行动方案旨在提高制冷行业能效标准，促进节能减排，推动行业高质量发展。《绿色高效制冷行动方案》主要目标为2022年，家用空调、多联机等产品能效水平提升30%以上，绿色高效制冷产品市占率提高20%，实现年节电约1000亿千瓦时。到2030年，大型公共建筑制冷能效提升30%，制冷总体能效水平提升25%以上，绿色高效制冷产品市占率提高40%以上，实现年节电4000亿千瓦时，并淘汰20%~30%低效制冷产品。

我们认为，《绿色高效制冷行动方案》的落地显示了政策端对于提高制冷行业能效标准、促进节能减排、推进绿色产业及严格强化行业监督的决心，有助于推动制冷行业规范化发展，能效标准进一步提升。同时，龙头公司具备较强的生产能力与产业链上下游布局，在核心部件与整机能效方面较为领先，能效标准的提高将进一步推升行业准入门槛，缺乏产业链布局与能效标准不达标的中小品牌或将逐步退出市场，龙头公司有望受益市占率进一步提升。

行动方案主要任务与措施细化如下：

主要任务：

- (一) **强化标准引领：大幅提高制冷产品能效标准水平，强制淘汰低效产品，主要制冷产品能效限值达到或超过发达国家能效准入要求，一级能效指标达到国际领先。**加快合并家用定频和变频空调能效标准，修订多联式空调、商用冷柜等产品的强制性能效标准。到2030年，主要制冷产品能效准入水平再提高15%以上，淘汰20%-30%低效制冷产品。鼓励龙头企业制定严于国家标准的企业标准。
- (二) **提升绿色高效制冷产品供给：推动政策、资金向绿色产业倾斜。**推动绿色技术与资本、产业的对接。加大对变频控制、高效压缩机等关键共性技术与环保制冷剂研发。加速淘汰氢氟碳化物（HFCs）制冷剂，鼓励制冷产品生产企业创建绿色工厂。
- (三) **促进绿色高效制冷消费：完善节能环保产品政府采购制度，扩大政府绿色采购范围，加大绿色高效制冷创新产品政府采购支持力度。**鼓励有条件的地方，通过实施“节能补贴”“以旧换绿”等措施，采用补贴、奖励等方式，支持居民购买绿色高效制冷产品、更新更换老旧低效制冷产品。

保障措施：

- (一) **完善政策措施：落实好现有的促进绿色产业发展的财税金融等支持政策，鼓励地方进一步创新对绿色高效制冷产品的支持方式，拓宽支持渠道。**鼓励推行天然气市场化季节性差价政策。企业购置并实际使用的绿色高效制冷产品和设备等依法享受企业所得税抵免政策。
- (二) **强化监督管理：严厉打击产品能效虚标、认证检测作假、虚假宣传等行为，增大制冷产品抽查力度。**完善监督抽查结果公布制度，将抽查检查果和行政处罚信息纳入国家企业信用信息公示系统和全国信用信息共享平台，实行联合惩戒。

**龙头品牌核心部件标准较高，或将受益能效标准提升**

目前我国定频与变频空调分别根据2010年及2013年颁布的能源效率等级标准进行分级，共分为1-3级三个能效等级，标明该级能效等级产品的额定制冷量不应低于能效等级标准中规定的相应能效等级产品的额定制冷量。

图表133：房间空调器能效限定值及能源效率等级（定频空调）

类型	额定制冷量	能效等级		
		1	2	3
整体式		3.3	3.1	2.9
分体式	< 4500W	3.6	3.4	3.2
	4500W <, <7100W	3.5	3.3	3.1
	7100W <, <14000W	3.4	3.2	3.0

资料来源：中国标准化研究院、华泰证券研究所

图表134：转速可控性房间空调器能效限定值及能效等级（变频空调）

类型	额定制冷量	能效等级		
		1	2	3
分体单冷式	< 4500W	5.4	5.0	4.3
	4500W <, <7100W	5.1	4.4	3.9
	7100W <, <14000W	4.7	4.0	3.5
分体热泵式	< 4500W	4.5	4.0	3.5
	4500W <, <7100W	4.0	3.5	3.3
	7100W <, <14000W	3.7	3.3	3.1

资料来源：中国标准化研究院、华泰证券研究所

根据 2019 年 3 月 14 日中国标准化研究院起草的《房间空气调节器能效限定值及能效等级》国家标准征求意见稿，中国标准化研究院预计未来定频与变频空调能效标准将统一采用 APF 评价体系，由原有 3 级能效等级标准进一步细化为 5 级能效等级标准，同时新标准比旧标准能效等级有所提升。

目前公示的新标准征求意见稿中，原有能效等级标准 1 级对应新标准能效等级 2 级，原有能效等级标准 2 级对应新标准能效等级 3 级，原有定速空调产品将归入新标准的 4 级与 5 级，并初步确认为低能效产品，或将于 2022 年之前逐步淘汰。

**图表135： 房间空气调节器能效限定值及能效等级**

类型	额定制冷量	能效等级				
		1	2	3	4	5
分体单冷式	< 4500W	5.8	5.4	5.0	3.9	3.7
	4500W <, <7100W	5.5	5.1	4.4	3.8	3.6
	7100W <, <14000W	5.2	4.7	4.0	3.7	3.5
分体热泵式	< 4500W	5.0	4.5	4.0	3.5	3.3
	4500W <, <7100W	4.5	4.0	3.5	3.3	3.2
	7100W <, <14000W	4.2	3.7	3.3	3.2	3.1

资料来源：中国标准化研究院、华泰证券研究所

未来随新能效等级标准的颁布与《绿色高效制冷行动方案》的推进实施，预计制冷行业准入门槛将随之提升，定频、低能效等产品预计将逐步退出市场，行业将向能效等级更高、制冷效率更强的产品集中。

以格力为代表的空调行业龙头具备较强的生产能力与产业链上下游布局，在核心部件与整机能效方面较为领先。从实际拆机对比来看，同为 1.5P 一级能效产品，格力相比其他品牌在内外电机、压缩机、蒸发器、散热叶片等核心部件与铜管、焊接工艺、截止阀保护等制造工艺方面均较为领先。龙头品牌产品质量过硬，能效标准领先，在未来行业能效标准的提升与准入门槛的提高中受益，市场份额有望进一步提升。

**图表136： 格力、海尔、奥克斯 1.5P 一级能效空调拆参数对比**

	格力 云锦	海尔 简爱	奥克斯 京灿
参 匹数	1.5P	1.5P	1.5P
能效等级	一级能效	一级能效	一级能效
价格	3999 元	3499 元	2999 元
价格变动	稳定在 3999 元	长期以 3799 元销售，4 月 1 日下调至 3499 元	长期以 2999 元销售，5 月 13 日下调至 2799 元
数 制热功率	1260W	1285W	1300W
制热量	4600W	4800W	4800W
制冷功率	810W	850W	800W
制冷量	3500W	3500W	3500W
电辅加热功率	900W	1100W	1050W
内机噪音	42 dB	41 dB	41 dB
外机噪音	52 dB	51 dB	51 dB
内 内机净重	10.5kg	9.5kg	10.5kg
机 电机	芝浦直流无刷电机	芝浦直流无刷电机	威灵直流无刷电机
外 外机净重	32kg	31kg	31kg
机 压缩机	凌达压缩机	海立压缩机	美芝压缩机
	R32 冷媒	R410A 冷媒	R32 冷媒
电 电机	凯邦直流无刷电机	芝浦直流无刷电机	京马直流无刷电机

资料来源：各品牌天猫旗舰店产品宣传页、华泰证券研究所

## 优秀的产品力和渠道张力形成茅台的护城河

白酒经历了行业扩容到目前的存量竞争，行业龙头也经历了多次更迭，目前贵州茅台以其独特的品质独占鳌头。根据 Brand Finance 公布的《2018 年全球烈酒品牌价值 50 强榜单》来看，贵州茅台以 212.43 亿美元品牌价值荣获全球第一。

图表137： 2018 年全球烈酒品牌价值 50 强榜单

排名	品牌	原产地	品牌价值	增长率	所属集团
1	茅台(Moutai)	中国	212.43 亿美元	73%	
2	五粮液(Wuliangye)	中国	146.35 亿美元	161%	
3	洋河(Yanghe)	中国	77.95 亿美元	82%	
4	尊尼获加(Johnnie Walker)	英国	42.97 亿美元	-6%	帝亚吉欧
5	泸州老窖(Luzhou Laojiao)	中国	38.25 亿美元	52%	
6	杰克丹尼(Jack Daniels)	美国	35.17 亿美元	15%	百富门
7	轩尼诗(Hennessy)	法国	33.06 亿美元	22%	LVMH 集团
8	斯米诺伏特加(Smirnoff)	俄罗斯	32.35 亿美元	59%	帝亚吉欧
9	古井贡酒(Gujing Gong Jiu)	中国	24.51 亿美元	67%	
10	百加得(Bacardi)	古巴	23.78 亿美元	9%	百加得集团
11	绝对伏特加(Absolut)	瑞典	21.56 亿美元	23%	保乐力加集团
12	灰雁伏特加(Grey Goose)	法国	15.57 亿美元	8%	百加得集团
13	Ruang Khao	泰国	15.41 亿美元	0%	
14	芝华士(Chivas Regal)	英国	14.38 亿美元	3%	保乐力加集团
15	尊美醇(Jameson)	爱尔兰	9.27 亿美元	7%	保乐力加集团
16	人头马(Remy Martin)	法国	9.21 亿美元	42%	人头马君度
17	长官之选(Officers Choice)	印度	8.65 亿美元	9%	
18	皇冠威士忌(Crown Royal)	加拿大	7.98 亿美元	65%	帝亚吉欧
19	百龄坛(Ballantines)	英国	7.79 亿美元	15%	保乐力加集团
20	摩根船长(Captain Morgan)	牙买加	7.67 亿美元	70%	帝亚吉欧
21	格兰(Grants)	英国	7.40 亿美元	18%	
22	McDowells No.1	印度	7.25 亿美元	-5%	
23	帝国蓝(Imperial Blue)	印度	7.19 亿美元	30%	
24	皇家之鹿(Royal Stag)	印度	6.88 亿美元	46%	保乐力加集团
25	马爹利(Martell)	法国	6.69 亿美元	11%	保乐力加集团
26	力加(Ricard)	法国	6.16 亿美元		保乐力加集团
27	豪帅快活(Jose Cuervo)	墨西哥	5.78 亿美元	22%	
28	百利(Baileys)	爱尔兰	5.33 亿美元	26%	帝亚吉欧
29	格兰菲迪(Glenfiddich)	英国	5.20 亿美元	81%	
30	珍宝(J&B)	英国	5.18 亿美元	59%	帝亚吉欧
31	雪树(Belvedere)	波兰	5.18 亿美元	24%	LVMH 集团
32	野格(Jagermeister)	德国	4.61 亿美元	-25%	
33	诗路珂(Ciroc)	法国	4.43 亿美元	-25%	
34	芬兰伏特加(Finlandia)	芬兰	4.22 亿美元	50%	百富门
35	哈瓦那俱乐部(Havana Club)	古巴	4.20 亿美元	-18%	保乐力加集团
36	孟买蓝宝石(Bombay Sapphire)	英国	4.20 亿美元	33%	百加得集团
37	添加利(Tanqueray)	英国	4.10 亿美元	56%	帝亚吉欧
38	金巴利(Campari)	意大利	4.02 亿美元		
39	施格兰(Seagrams)	加拿大	3.77 亿美元	-10%	
40	真露(Chamisul)	韩国	3.35 亿美元	-24%	
41	威雀(Famous Grouse)	英国	3.34 亿美元	-11%	
42	巍廉罗盛(William Lawsons)	英国	3.29 亿美元		
43	阿佩罗(Aperol)	意大利	3.25 亿美元		
44	帝王(Dewars)	英国	3.07 亿美元		
45	马天尼(Martini)	意大利	3.06 亿美元		
46	唐胡里奥(Don Julio)	墨西哥	3.03 亿美元		
47	深蓝(SKYY)	美国	2.99 亿美元	-32%	
48	Blend 285	泰国	2.85 亿美元	-5%	
49	马利宝(Malibu)	巴巴多斯	2.84 亿美元	4%	保乐力加集团
50	格兰杰(Glenmorangie)	英国	2.79 亿美元		LVMH 集团

资料来源：Brand Finance，华泰证券研究所

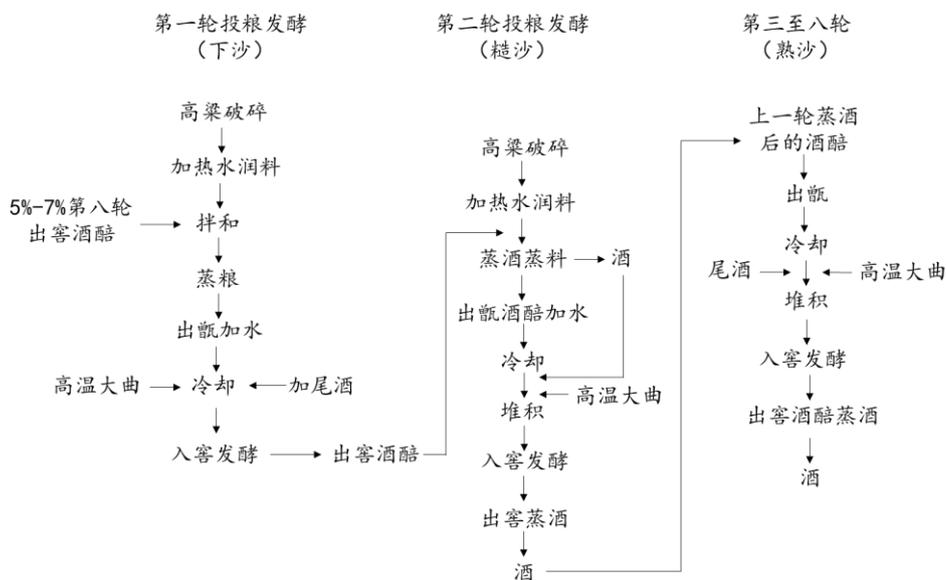
**慢工出细活，茅台考究的酿造工艺成就品质上乘**

茅台酒的品质是其在众多名酒中脱颖而出的最重要因素，贵州茅台成为蝉联五届评酒会“中国名酒”的酱香型白酒，并在1979年第3届评酒会中重返第一位。

酱香型的独特香型也使得茅台不能像浓香型白酒迅速扩大规模，酱香型白酒的生产周期是所有白酒香型中最长的。酱香型白酒的生产主要分为投料、发酵和贮存3个主要流程。其中发酵过程需要花费大约1年的时间，贮存过程又需要花费大约4年的时间，因此酱香型白酒从投料到成品酒销售，整个生产流程合计需要大约5年的时间。

发酵过程历时1年，产品形态是基酒：酱香型白酒的发酵工艺较为复杂，需要经历2次投料和8次发酵。每年的重阳（农历九月初九）茅台开始投料，这标志着生产周期的开始，这次投料占原料的50%，被称为下沙。经过一个月的发酵后出窖，再投入剩下的50%的原料，被称为造沙。再经过一个月的发酵后，出窖烤酒，以后每发酵一个月烤酒1次，一共烤7次。因此同一批原料要经过9次蒸煮，8次加曲和发酵以及7次烤酒，整个过程需要花费1年的时间。

**图表138：酱香型白酒的发酵过程示意图（历时约1年）**



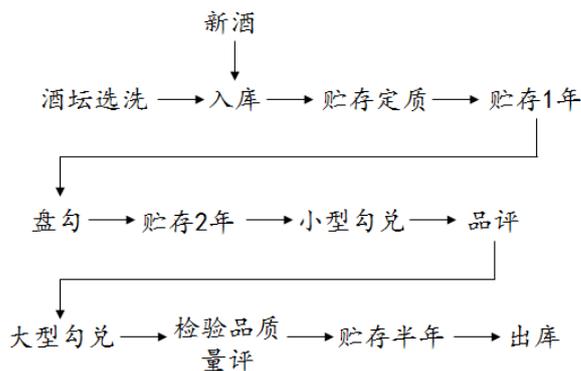
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

贮存过程（储藏和勾兑并行）历时4年，产品形态是成品酒：基酒生产出来后，分别按照轮次、典型体和酒精度进入坛子中长期贮存，在出厂前基酒需要经历盘勾、小型勾兑和大型勾兑这一系列的工艺流程才能够成为最终的成品酒。

勾兑的定义：就是将不同轮次、不同典型体、不同酒精度和不同酒龄的基酒以一定的比例进行组合，勾兑样酒达到成品酒的标准。

基酒的勾兑工艺遵循盘勾、小型勾兑和大型勾兑的流程。新的酱香型基酒入库贮存满一年后，将同轮次、同香型、同等级的酒进行盘勾。盘勾2年后进行小型勾兑，确保小型勾兑的样酒符合茅台酒的产品标准。大型勾兑：依照小型勾兑的比例标准进行大型勾兑，大型勾兑后需要再贮存半年才能包装出厂。

**图表139： 酱香型白酒的贮存过程示意图（历时约4年）**

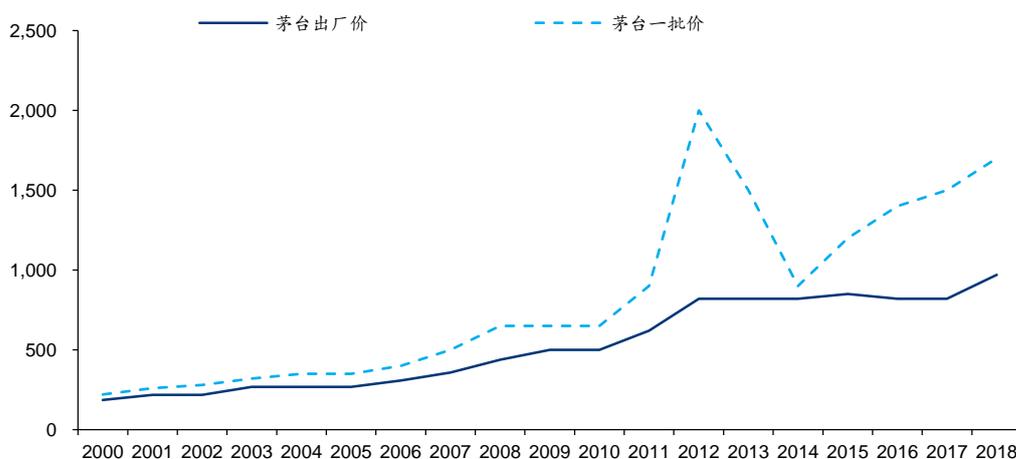


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 稳定的价格体系给予渠道较大的张力

得益于厂商对终端渠道和产品价格的严格管控，国家放开价格管控以来，飞天茅台几乎均处于顺价销售且经销商利润颇丰。由于公司对经销商采取配额制发售产品，且配额额度提升空间较小，使得经销商格外珍惜已获配额，即使在行业深度调整期也不会轻易减少配额。经销商配额制以及渠道价差就给予公司在行业需求大幅下滑时有较长的缓冲期。

**图表140： 2000-2018年53度飞天茅台出厂价和零售价情况（元/瓶）**

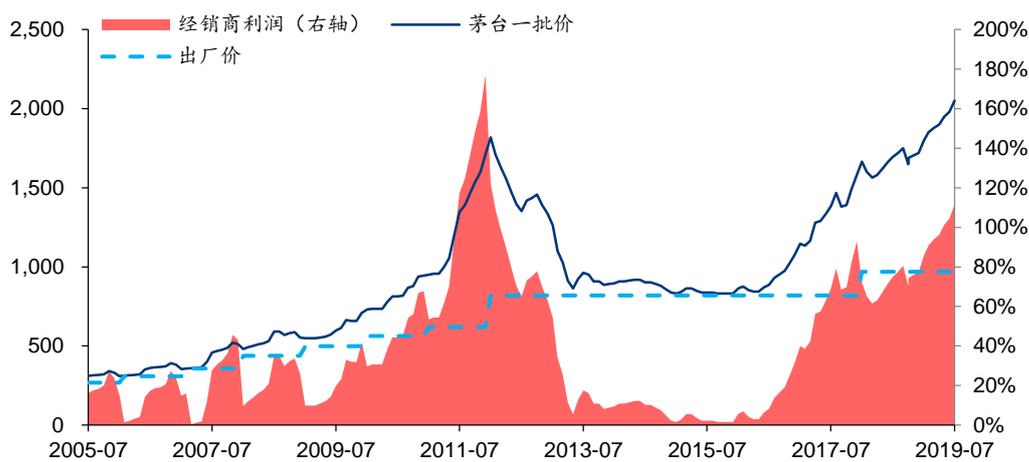


资料来源：糖酒快讯、公司公告，华泰证券研究所

从月度数据来看，2005年至今，飞天茅台一批价和出厂价的价差平均为37%，当价差较大范围的偏离37%这一合理水平，公司则调整产品价格，以实现经销商利润的稳定性。当飞天茅台的出厂价和一批价价差小于37%的合理水平，表示市场需求乏力，此时茅台开始控量挺价以实现终端价格的上升，保证经销商盈利水平。当飞天茅台的出厂价和一批价价差大于37%的合理水平，表明市场需求旺盛，茅台则上调出厂价以夯实在高端白酒市场的龙头地位。

值得注意的是，2013-2015年由于行业调整导致的经销商利润的大幅下滑，渠道价差低于20%。2016-2017年行业回暖后，飞天茅台仍然保持819元/瓶的出厂价以实现经销商盈利的长期平衡。

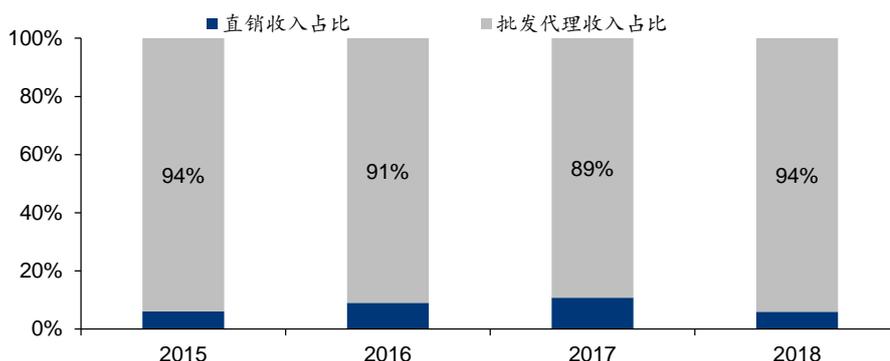
**图表141： 2005年至今飞天茅台一批价、出厂价以及经销商利润情况（元/500ml）**



资料来源：糖酒快讯，公司公告，华泰证券研究所

贵州茅台的销售仍然以经销商渠道为主。根据公司公告，2015~2018年期间批发代理渠道的收入在茅台收入中占比均高于89%，贵州茅台的销售主要还是通过经销商的渠道完成，茅台的经销商对当地的高端白酒客户的需求有较为深入的了解。

**图表142： 贵州茅台的销售仍然以批发代理形式为主**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

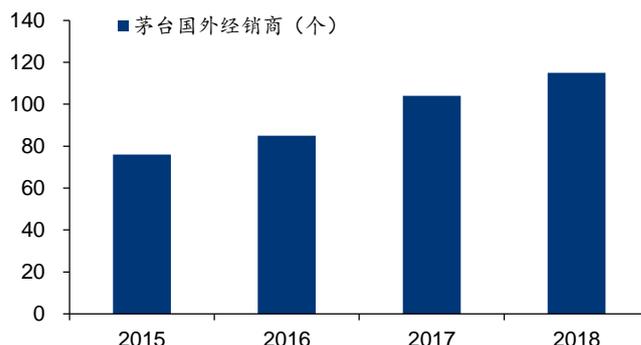
贵州茅台的经销商网络仍然在稳步扩大中。根据公司公告，截止2018年年末，贵州茅台国内的经销商数量达到2987个，2015~2018年期间的复合增速为11%；国外的经销商数量达到115个，2015~2018年期间的复合增速为15%。

**图表143： 茅台国内经销商达到2987个（截止2018年年末）**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表144： 茅台国外经销商达到115个（截止2018年年末）**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

由于贵州茅台经销商的盈利水平较高，公司对于经销商的控制力较强。贵州茅台经销商的销售任务完成难度较低而盈利水平较高，因此经销商非常看重自身的经销权，这意味着茅台公司对于经销商有较强的议价权，这种议价权的重要体现就是预收账款的管理。

**图表145： 贵州茅台对经销商的议价能力体现在预收款的管理**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

除了传统的经销渠道外，茅台还在积极的拓展新型的渠道业态。经销商在历史上协助贵州茅台开拓了客户群体，承担了部分客户服务的工作，但是在新的消费环境下传统的经销网络存在变革的需要，客户购买产品的时候对于产品保真、物流时效性的需求在不断加强，传统的经销商由于辐射范围和人员物流资源配置的瓶颈无法完全的满足客户的需求，这时就需要其他的销售渠道对经销渠道进行补充。

- 1) 自营门店：自营门店是茅台销售体系中的重要组成部分，一方面自营门店是茅台产品的销售渠道，起到了基本的产品销售的功能。另一方面，在重点市场的自营门店布局也是开展本地化客户服务和扩大品牌影响力的基础。此外，在产品的销售旺季春节和中秋期间，自营门店经常推出客户答谢和相关购酒活动，在一定程度上对市场价格起到了指导的作用。

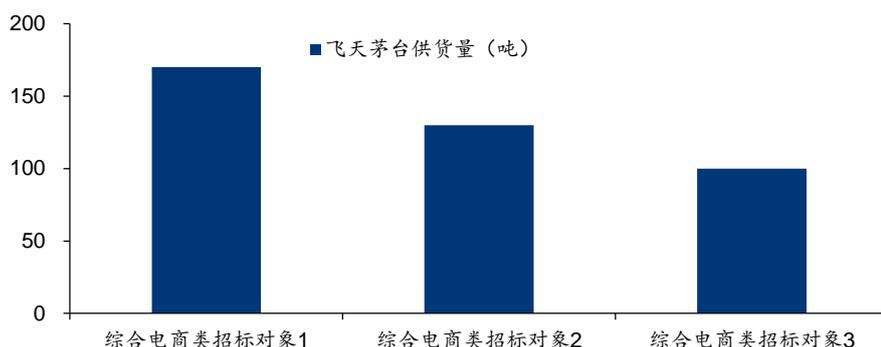
**图表146： 贵州茅台北京地区部分自营门店列表**

西城区	北京茅台贸易有限责任公司西城区西单北大街专卖店 地址：	经销类型：老自营店 <b>【待装修】</b> 省编号：京-001 全国统一编号：0118
西城区	北京茅台贸易有限责任公司西城区北三环专卖店 地址：西城区北三环中路29号3号楼茅台大厦一楼	经销类型：老自营店 省编号：京-004 全国统一编号：0676
西城区	北京茅台贸易有限责任公司西城区德胜门外专卖店 地址：西城区德胜门外五路通街17号	经销类型：老自营店 省编号：京-003 全国统一编号：0702

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

- 2) 线上渠道：茅台商城和茅台云商是贵州茅台在电商渠道的重要布局。为了适应消费者的线上购买需求，贵州茅台陆续推出茅台商城和茅台云商，使得消费者可以通过电商平台直接购买茅台系列产品，其中茅台商城的销售形式是网页版线上商城，而茅台云商则主要面向移动端的客户需求。由于茅台已经建立了全国范围内的经销商网络，因此线上订单可以通过线下的经销商实现物流配送。除了自有电商平台，2019年7月茅台还面向全国综合类电商平台招商，根据贵州省招标有限公司的公告，供应量为400吨飞天茅台。

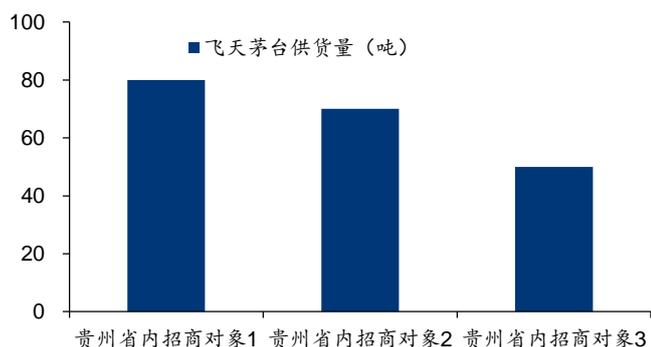
**图表147： 贵州茅台面向全国综合类电商招标的供应量合计 400 吨飞天茅台**



资料来源：贵州省招标有限公司，华泰证券研究所

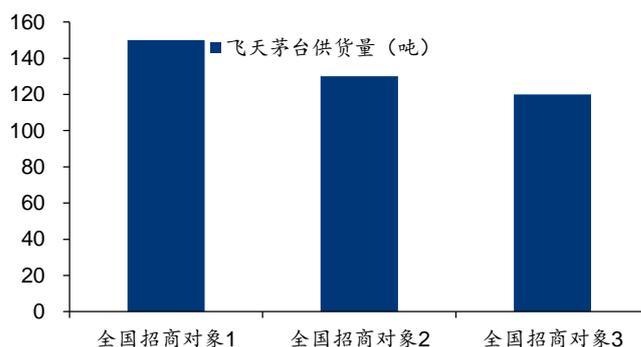
- 3) 商超直销：2019 年 4 月贵州茅台公开面向全国商超和卖场招商，建立终端零售商发展标准化的工作流程，真正做到“以市场和顾客为中心”，形成产品价格可控、流向可查，消费者数据可共享、消费者放心购，文化有阵地、品牌有推广、服务有落地、形象有展示。根据贵州省招标有限公司的公告，该批公开招商的产品供应量合计 600 吨飞天茅台。

**图表148： 2019 年 4 月贵州省内商超招商供应量合计 200 吨飞天茅台**



资料来源：贵州省招标有限公司，华泰证券研究所

**图表149： 2019 年 4 月贵州外商超招商供应量合计 400 吨飞天茅台**



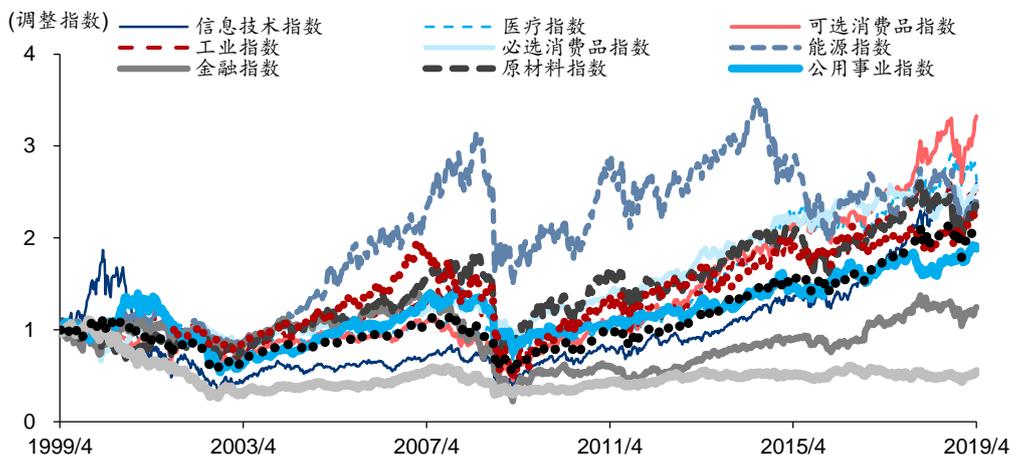
资料来源：贵州省招标有限公司，华泰证券研究所

- 4) 企业直销：根据茅台集团的公告，公司拟将世界 500 强企业、中国 500 强企业、民营 500 强企业、上市公司、商会、影响力较大的国家级商会等在内的 9 类团体机构列为合作对象，未来计划针对该类客户直接销售。

## 消费龙头具备长期投资价值

美国市场消费品板块中长期投资价值明显领先于其他板块。美国市场过去 20 年，消费板块整体表现在标普指数板块中居上游，其中可选消费+232%、必选消费+156%，涨幅分列第一、第四。

图150: 美国标普板块指数，可选与必选消费长期投资价值均领先



注：以 1999 年 4 月 23 日指数为基期基数，各行业指数相应调整

资料来源：Wind、华泰证券研究所

过去 15 年中国 A 股市场上，大消费领域整体相对表现领先。消费板块顺经济周期波动，直接面对终端消费者，在中国庞大的终端市场支撑下，容易成长出大规模的优质公司。

图151: 过去 15 年 A 股市场，各个板块跑赢上证指数的次数

	食品饮料	银行	家用电器	有色金属	休闲服务	商业贸易	房地产	农林牧渔	国防军工	计算机
5 年(次)	4	4	3	3	2	1	2	3	2	2
10 年(次)	7	7	7	6	6	4	4	6	5	5
15 年(次)	12	10	9	9	9	9	8	8	8	8

注：对比基准为上证综指在各个期涨跌幅

资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 白电龙头的投资价值，PE/PB 估值比较：看好格力未来估值提升潜力

图152: 三大白电估值比较：格力 PE 估值处于相对低位

截止 2019/8/21	格力电器	美的电器	海尔智家
PE 估值比较(2019E)	10.78	15.43	11.11
PB 估值比较(2019E)	2.91	3.48	2.10

注：均为华泰家电团队预测数据

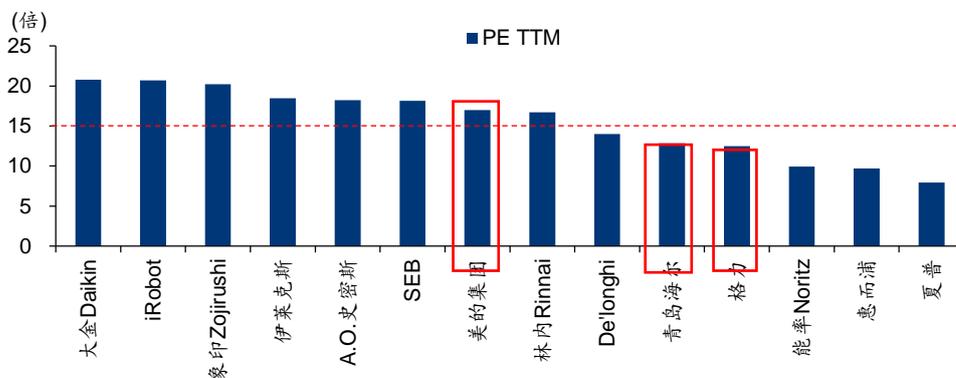
资料来源：Wind、华泰证券研究所

目前家电处于供需偏弱的周期阶段，白色家电终端需求或难有超预期表现，但我们依然看好行业龙头在行业景气度较低的情况下，在规模、现金流、品牌、渠道等方面保持相对优势，有望维持较高的盈利水平。同时无论从分红还是资产配置角度，家电龙头均具备长期的投资价值，且家电龙头的估值水平有望支撑股价的向上修正。我们认为板块中具备低估值与业绩支撑的龙头企业有望对标海外估值，短期调整有望带来中长期配置机会。

家电龙头个股有较稳定现金流表现，对标海外家电个股，家电龙头 PE 估值或有提升空间。目前时点，我们预计 2019 年外资仍将从市场资金面对板块产生重要影响，纳入三大指数（MSCI、富时罗素、标普道琼斯）所吸引的海外跟踪资金的持续流入，简单对标截止 2019

年8月21日的PE TTM 估值情况，海外家电股（见图表153）平均PE TTM 估值为15.9倍，而国内龙头个股估值处于相对较低水平（美的、海尔、格力PE TTM 估值分别为17.0、12.8、12.5倍）。随着海外资金流入，国内家电龙头估值有望向海外看齐，或具备溢价空间。

图表153: 截止2019年8月21日，国内及海外家电个股PE TTM 估值对比



资料来源: Wind、Yahoo finance、华泰证券研究所

### 白酒龙头的投资价值：看好贵州茅台的定价权和估值提升空间

图表154: 三大高端白酒估值比较：PE 估值水平差异不大

截止 2019/8/21	贵州茅台	五粮液	泸州老窖
PE 估值比较(2019E)	29.81	27.07	25.70
PB 估值比较(2019E)	11.67	7.06	6.83

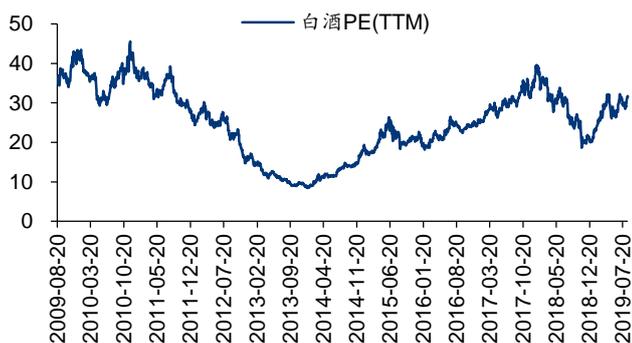
注：均为华泰食品饮料团队预测数据

资料来源: Wind、华泰证券研究所

目前高端白酒仍然显著的受益于中国市场的消费升级趋势，在高端白酒行业规模扩容的情况下，我们看好品牌驱动的贵州茅台、五粮液和泸州老窖的成长性和盈利能力的稳定性。同时从市场集中度的角度看，2012~2015年白酒的调整期使得高端白酒行业份额持续集中，品牌力无法支撑该价格段的厂商基本退出。

我们认为商业模式优异和行业格局良好的高端白酒板块的估值水平或有上升的空间。横向的角度看，高端白酒的集中度要高于整体白酒行业的集中度，因此中长期看高端白酒的估值相较整体白酒应有一定溢价；纵向的角度看，当前白酒行业PE (TTM) 为31.73倍，相较过去10年的25.21倍有26%的溢价，行业集中度提升或进一步支撑估值上行。

图表155: 白酒行业过去10年的平均PE(TTM)为25.21倍



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表156: 白酒行业过去10年的平均PB(LF)为6.18倍



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 风险提示

### (1) 宏观经济表现低于预期

如果国内宏观经济增速大幅低于预期，居民人均可支配收入将受到大幅冲击，行业可能出现供大于求的局面，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，影响消费类企业收入及盈利增长，导致高端白酒的需求下滑，对行业将产生较大影响。

### (2) 地产后周期影响或超出预期

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动，可能导致居民财富杠杆的反转，进而导致居民消费能力和消费意愿的下降，导致可选消费产品需求持续低于预期、行业增速低于预期。

### (3) 原材料价格及人民币汇率不利波动

家电产品原材料占比较大，终端价格传导机制依托新产品的更新换代，因此原材料涨价速度过快或幅度过大时，成本提速高于价格提速，整体毛利率出现下滑，进而可能导致企业业绩增长受到明显影响。

龙头企业均开始拓展海外市场，海外资产逐步增多，面临的国际市场不可控因素也增多，可能出现复杂的市场和运营风险，同时受到人民币汇率影响，在汇兑损益、投资收益、公允价值变动损益科目出现较大的不利波动，或将导致企业业绩不及预期。

### (4) 食品安全问题

如果白酒出现食品安全问题，行业需求将受到较大冲击，销售也会受到影响。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

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。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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他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。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com