

食品饮料

证券研究报告

2019年10月29日

用望远镜和显微镜看国内白酒的集中化和升级空间，以海外为例

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

郑蔚宇 联系人
zhengweiyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《食品饮料-行业研究简报-受益高端化羊奶粉崛起，建议关注澳优乳业》 2019-10-14
- 《食品饮料-行业点评-QFII、RQFII 放开投资额度限制，食品饮料龙头收益》 2019-09-15
- 《食品饮料-行业点评-Costco 的买停看白酒核心品种的引流机会和消费者的性价比提升方向》 2019-08-28

1、对标海外酒精市场，白酒市场集中化成未来主要趋势

北美、西欧烈酒市场的销量增长已非常缓慢，CR10 销量占比分别为 70%和 50%，份额年变动不到 2%；单品格局稳定，龙头地位稳固，2016 年龙头帝亚吉欧在全球高端烈酒的销量占比为 25%，是第二名保乐力加（16%）和第三名百加得（9%）占比之和。目前中国白酒市场也进入稳健增长阶段，销量增速降至 2%以下。根据我们的中报总结，国内白酒各个子板块具有明显的高端化和头部集中化的趋势，但 TOP10 销量占比仅 22.4%，对标西欧市场 TOP10 还有 70%的销量增长空间，对标北美市场还有 140%的销量增长空间。

2、中国人均酒精摄入量步入稳定阶段，人均收入与人口结构成关键影响因素

我们发现欧美日等发达经济体的人均酒精摄入总量不断趋同至 8-12 升的区间，对比文化背景比较接近的日本，其人均酒精摄入量在 7-8 升之间，中国 2016 年是 7.2 升（包含未记录），向上提升空间已经不大。我们进一步分析影响因素，我们发现：**高收入、高学历人群有更加频繁的饮酒习惯，健康概念与饮酒习惯并不冲突。**美国收入“少于 3.5 万美元”的人群中经常喝酒者占比仅 42%，而收入“多于 10 万美元”的人群中这一比例高达 69%；考虑受教育背景，“高中以下学历”中经常喝酒者占比 36%，“大学以上学历”的人群中这一比例高达 68%。我们认为是酒文化本身具有社交属性，高度丰富的社交活动是高收入者生活的重要组成部分。

3、对标美国市场，高端化驱动烈酒市场增长，背后是人均可支配收入提升

高端烈酒引领美国酒精市场增长。2000 年后，美国酒精市场增速缓慢下降，结构化增长趋势明显，1999-2018 年烈酒市场规模增长了 158%，升至 276 亿美元，啤酒市场占比下降 10%。同时，高端烈酒市场是推动烈酒市场规模增长的主要动力，2018 年烈酒市场增长 13.3 亿美元，其中高端和超高端烈酒分别贡献了 56.5%和 47.0%的增长，同期性价比市场规模下降了 4.7 亿美元。**高端烈酒有更高的渠道利润空间，更强的渠道黏性。**我们以美国市场占比最高的伏特加为例，根据最低出厂价测算，粗略估计超高端伏特加每升的平均渠道利润空间达到 88%，比高端伏特加渠道利润高出 24%，比优质伏特加高出 44%。

4、借鉴帝亚吉欧从欧美化走向全球化，高端化战略迎合消费升级

我们将全球烈酒巨头帝亚吉欧的成长历程划分为三个阶段，我们发现**高端化与布局成长性市场是公司业绩、估值双击的主要因素。**第一个阶段多元化发展（-1999 年）；第二个阶段（2000-2006 年），聚焦高端酒业，深耕北美和西欧市场，发达地区的营业额占比在 70%以上，6 年营业额涨幅 36%，CAGR 5.3%，PE 从 20.6 倍被消化至 13.6 倍，市值提升 24%；第三阶段（2007-2019 年）开拓成长性市场，产品组合高端化迎合消费升级，实现业绩、估值的双击，营业额 12 年内涨幅 95%，CAGR 5.7%，产品组合的价格提升贡献了 50%以上的内生增长率，公司 PE 提升 5.2 倍，市值增长近 200%。

5、对标海外，看白酒高端化与全国化，中高端白酒黄金机遇

借鉴美国烈酒市场，性价比类产品的营收规模仅占烈酒市场总规模的 15%，腰部价格带（优质以及高端类）占市场总额比达到了 60%。我们预测中高端白酒市场规模（上市白酒公司）至少还有 2000 亿以上的潜在空间，100%以上的成长空间；腰部价格带（区域性和次高端）白酒成长空间最大，至少还有 300%以上的增长空间。对标帝亚吉欧近 12 年营收复合增速 5.7%、市值翻倍，我们认为**高端化与全国化布局也将是中国白酒企业未来实现业绩、估值双击的主要方式。**

风险提示：经济增长放缓抑制高端酒消费，腰部价格带竞争加剧，省外扩张不及预期；

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-10-28	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600519.SH	贵州茅台	1178.29	买入	28.02	34.16	40.98	47.99	42.05	34.49	28.75	24.55
000858.SZ	五粮液	130.05	买入	3.45	4.60	6.14	8.14	37.70	28.27	21.18	15.98
600809.SH	山西汾酒	85.80	买入	1.68	2.24	3.21	4.25	51.07	38.30	26.73	20.19

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 对标海外酒精市场，白酒市场集中化成未来主要趋势	5
1.1. 对标欧美烈酒市场，集中度提升成为长期趋势	5
1.1.1. 西方烈酒市场格局稳定，大单品铸就龙头地位	5
1.1.2. 国内白酒行业板块分化趋势明显	7
1.2. 中国人均酒精摄入量步入稳定阶段，人均收入与人口结构成关键因素	8
1.3. 对标美国市场，高端化驱动烈酒市场增长，背后是人均可支配收入提升	11
1.3.1. 对标 2000 年后美国酒精市场	11
1.3.2. 高端化引领美国烈酒市场增长	12
2. 借鉴帝亚吉欧从欧美化走向全球化，产品组合高端化迎合消费升级	15
2.1. 深耕美国市场，持续推进高端化战略，高渠道利润提高动销积极性	17
2.2. 管理层赋能，并购优质资产助力市值快速提升	19
2.3. 三阶段看帝亚吉欧发展历程：并购优质资产，定位中高端，从欧美化走向全球化	21
3. 对标美国市场，看国内白酒高端化与全国化，坚定看好中高端白酒黄金机遇	26
3.1. 中高端白酒市场至少还有 2000 亿以上成长空间，营收有望翻倍增长	26
3.2. 对标帝亚吉欧从欧美化走向全球化，看白酒企业借助全国化增厚市值	27

图表目录

图 1：2004-2017 欧洲烈酒市场总量变化（千升）	5
图 2：2004-2018 中国烈酒市场总量变化（千升）	5
图 3：西欧、北美烈酒市场 CR10 公司销量占有率（%）	5
图 4：中国烈酒市场 CR10 公司销量占有率（%）	5
图 5：2008-2009 年全球高端烈酒市场已经形成稳定格局（按销量）	6
图 6：2015-2018 年不同类别烈酒销量（单位：十亿箱，单位九升）	6
图 7：2017Q1-2019Q2 各白酒板块营收表现	8
图 8：2017Q1-2019Q2 各白酒板块归母净利润	8
图 9：1970 年至今，限制年龄以上人均酒精消费量（仅已记录部分），单位：升	9
图 10：2017 年美国不同收入阶层饮酒习惯对比	10
图 11：2017 年美国不同学历背景人群饮酒习惯对比	10
图 12：2017 年美国不同年龄段人群饮酒习惯	10
图 13：2017 年美国不同种族人群饮酒习惯	10
图 14：对标发达国家人均可支配收入水平，中国大概相当于发达经济体 70-80s 年代的水	

平, 增长趋势上最接近美国 (年收入, 美元),	11
图 15: 1970-2018 年美中日英 65 岁以上人口占比 (%)	12
图 16: 1970-2018 年美中日英人口同比增速 (%)	12
图 17: 1960 年-2018 年美国人口结构和人均酒精摄入量变化 (左轴: %)	12
图 18: 1960-2018 年美国人均可支配收入和美国人口同比增速 (左轴: 美元; 右轴: %)	12
图 19: 1999-2018 年美国不同类别酒精产品的供应商总收入模变化, 单位: 十亿美元, 增速 (%)	13
图 20: 1960-2001 美国人均酒精摄入量	13
图 21: 2005-2016 美国人酒精摄入的主要产品	13
图 22: 2015-2018 年美国烈酒出货量情况 (百万箱)	14
图 23: 2006-2018 年美国烈酒市场主要供应商产品价格指数 (2011=100)	14
图 24: 2016-2018 年美国烈酒不同价格段位市场规模 (百万美元)	14
图 25: 2008-2016 年美国高端烈酒市场规模累计增长量, 以 07 年为基年, 单位 10 亿美元	14
图 26: 1960-2001 中国人均酒精摄入量	15
图 27: 2005-2016 中国人酒精摄入的主要产品	15
图 28: 2005-2019 帝亚吉欧营业额 (百万英镑) 以及盈利结构 (%)	16
图 29: 2013-2019 公司营业利润率以及扣除消费税营业利润率	16
图 30: 2017-2019 帝亚吉欧净销售额变化 (百万英镑)	16
图 31: 2019 年帝亚吉欧净销售额产品品类划分 (净销售额划分)	16
图 32: 2018 年美国不同类别烈酒出货量占比 (九升装, 百万箱)	17
图 33: 2018 年美国各类烈酒各个价格段对供应商营收的贡献 (百万美元)	17
图 34: 美国不同价格段伏特加产品的渠道利润空间, 以帝亚吉欧为例	19
图 35: 2007 年公司积极开拓新兴市场以来估值、市值快速提升 (代码: DGE.LN, 市值: 百万英镑,)	21
图 36: 三个阶段看帝亚吉欧 1997-2019 年营业额 (百万英镑) 和内生增长率	21
图 37: 1997-1999 年年公司营收分类、营业利润率以及净利润率 (百万英镑)	22
图 38: 1997-1999 年公司各事业部营业利润率	22
图 39: 2000-2006 帝亚吉欧不同品牌组合营业额变化 (百万英镑)	24
图 40: 2000-2006 帝亚吉欧不同地区净销售额变化 (百万英镑)	24
图 41: 2000-2006 帝亚吉欧各地区内生增长率	25
图 42: 2000-2006 帝亚吉欧各业务地区营业利润率	25
图 43: 2007-2019 年亚太地区营业额占比持续提升	25
图 44: 2007-2019 年中国和印度地区内生增长率高于欧美地区 (%)	25
图 45: 2014-2019 帝亚吉欧数量增加以及价格上涨对公司净销售内生增长率的贡献 (%)	26
图 46: 2007-2019 年帝亚吉欧的全球市场利润率变化	26
图 47: 2016-2018 年美国烈酒行业各价格段营收规模	27
图 48: 2016-2018 中国白酒行业各板块白酒企业营收规模	27
图 49: 2004-2019 帝亚吉欧新兴市场布局带来估值、业绩双击	27
图 50: 2018 年国内中高端白酒公司省内外布局	27

表 1: 全球伏特加 TOP 10 单品销量 单位: 百万箱 (单位 9 升)	6
表 2: 全球威士忌 TOP10 单品销量 单位: 百万箱 (单位 9 升)	6
表 3: 白酒上市公司 2019 年 Q1-Q2 财务表现	7
表 4: 2003 年至今总计人均酒精消费量, 单位: 升	9
表 5: 美国人口酒精消费习惯调查的指标注解	10
表 6: 全球烈酒产地、品名概况	17
表 7: 2016-2017 年伏特加产品销量以及供应商出厂价格	18
表 8: 2016-2017 年加拿大威士忌产品销量以及供应商出厂价格	18
表 9: 美国不同价格段伏特加产品的渠道利润空间, 以帝亚吉欧为例, 单位: 美元	19
表 10: 帝亚吉欧高管成员背景	19
表 11: 1997-2019 年公司部分并购事项	20
表 12: 公司品牌分类以及全球区域划分	23

1. 对标海外酒精市场，白酒市场集中化成未来主要趋势

1.1. 对标欧美烈酒市场，集中度提升成为长期趋势

我们的核心观点：

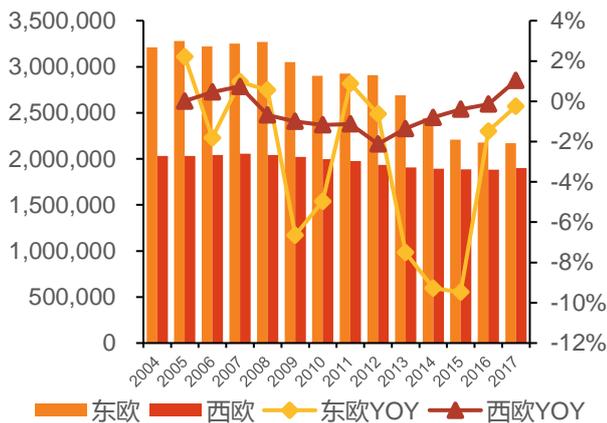
北美、西欧烈酒市场的销量增长已非常缓慢，CR10 销量占比分别为 50%和 70%，份额年变动不到 2%；单品格局稳定，龙头地位稳固，2016 年龙头帝亚吉欧在全球高端烈酒的销量占比为 25%，是第二名保乐力加（16%）和第三名百加得（9%）占比之和。目前中国白酒市场也进入稳健增长阶段，销量增速降至 2%以下。根据我们中报的总结情况，国内白酒各子板块具有明显的高端化和头部集中化的趋势，但 TOP10 销量占比仅 22.4%，对标西欧市场 TOP10 还有 70%的销量增长空间，对标北美市场还有 140%的销量增长空间。

正文：

1.1.1. 西方烈酒市场格局稳定，大单品铸就龙头地位

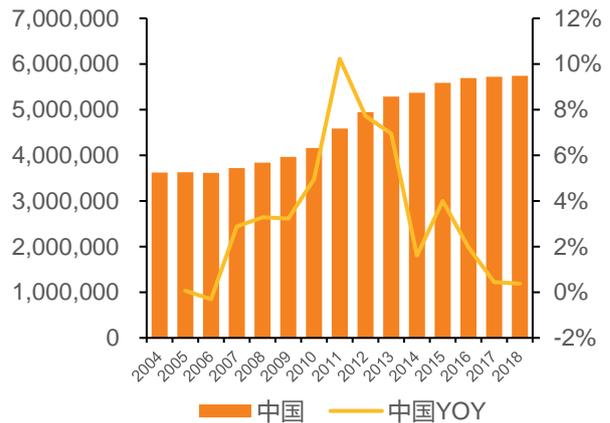
欧洲烈酒市场消费规模已经进入平台期。西欧地区基本稳定，略有负增长，近几年 YOY 从-2%回升至 1%；东欧地区，在 08 年经济危机后进入负增长阶段，近两年增速趋近于零。中国市场类似西欧市场，2018 年销量达到 57.39 亿升，同比增长 0.37%，近三年增速小于 2%。

图 1：2004-2017 欧洲烈酒市场总量变化（千升）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

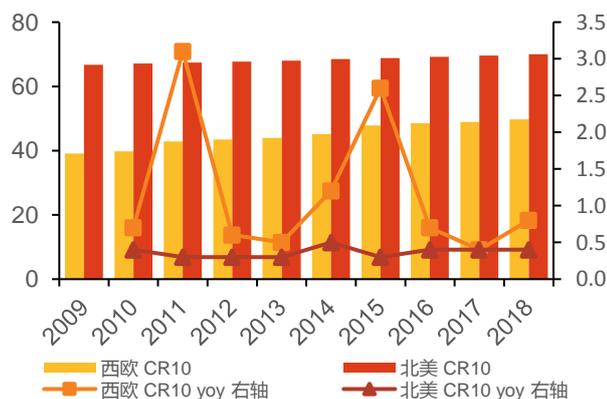
图 2：2004-2018 中国烈酒市场总量变化（千升）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

海外公司 CR10 已达 50%，中国烈酒市场的集中度还有很大提升空间。2018 年西欧市场 CR10 接近 50%，格局已相对稳定；美国市场 CR10 高达 70%，烈酒市场增长主要依靠高端产品推动。中国烈酒公司 CR10 接近 30%，近几年集中度提升明显加速，预计加速集中趋势不变。

图 3：西欧、北美烈酒市场 CR10 公司销量占有率 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

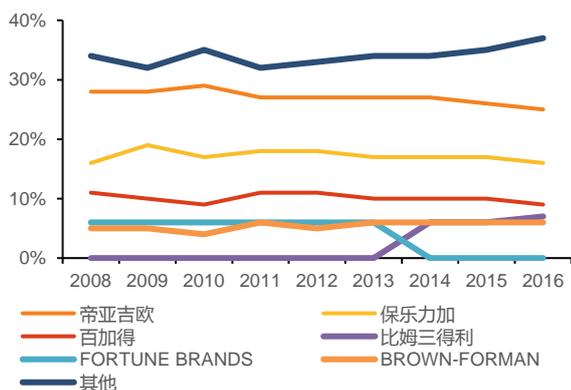
图 4：中国烈酒市场 CR10 公司销量占有率 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

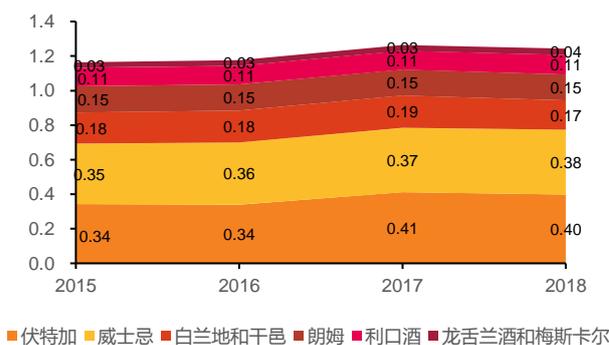
西方烈酒市场龙头地位稳固，单品格局稳定。公司层面，龙头帝亚吉欧稳坐全球高端烈酒销量第一，2016年销量占比25%，是第二名保乐力加（16%）和第三名百加得（9%）占比之和，且其余公司间已形成明显的份额差距，如不发生大的并购，格局难大的变动。产品层面，伏特加占据全球总销量的17%，销量前10产品中，帝亚吉欧和保乐力加稳坐前2，帝亚吉欧销量比第二、第三之和还要多。威士忌销量占了全球烈酒市场的16%，由于威士忌品类较多，竞争尤为激烈，但各个产品梯度区分也比较明显，帝亚吉欧和杰克丹尼稳坐第一、第二，剩下第3-6名的单品与其余单品差距也较为明显。**因此销量上，整个西方烈酒市场中龙头品牌销量增长已经很乏力，市场格局难有的大变。**

图 5：2008-2009 年全球高端烈酒市场已经形成稳定格局（按销量）



资料来源：帝亚吉欧，天风证券研究所

图 6：2015-2018 年不同类别烈酒销量（单位：十亿箱，单位九升）



资料来源：Drinks International，天风证券研究所

表 1：全球伏特加 TOP 10 单品销量 单位：百万箱（单位 9 升）

品牌	公司	2014	2015	2016	2017	2018
Smirnoff 优质类产品	Diageo	25.6	25.7	25.5	26	26
Absolut 高端产品	Pernod Ricard	11.1	11	11	11.3	11.3
Khortytza	Global Spirits	7.1	7.3	7.5	8.1	8.9
Zubr Ó wka	Roust	5.2	6.2	7.1	7.9	8.6
Hlibny Dar	Bayadera Group	6.6	6.3	6.9	7.1	7.5
Five Lakes (Pyat Ozer)	Alcohol Siberian Group	5.5	4.2	4.2	4.3	4.3
Soplica	Roust	2	2.5	3.1	3.5	3.9
Russian Value	JSC Tatspirom	0.1	0.9	4.1	3.7	3.8
Stolichnaya	SPI Group	3.4	3.4	3.5	3.6	3.7
Skyy	Gruppo Campari	3.9	4	4	3.8	3.7

资料来源：Drinks International，天风证券研究所

表 2：全球威士忌 TOP10 单品销量 单位：百万箱（单位 9 升）

品牌	公司	品类	2014	2015	2016	2017	2018
Johnnie Walker	Diageo	Scotch whisky	17.9	17.6	17.4	18.3	18.9
Jack Daniel' s	Brown-Forman	American whiskey	11.7	12.2	12.4	12.9	13.3
Jim Beam	Beam Suntory	American whiskey	7.4	7.4	8	8.9	9.7
Jameson	Pernod Ricard	Irish whiskey	4.7	5.3	6.2	6.9	7.5
Ballantine' s	Pernod Ricard	Scotch whisky	5.9	6.2	6.7	6.9	7.4
Crown Royal	Diageo	Canadian whisky	5.3	6.2	6.8	7	7.3
Suntory Kakubin	Beam Suntory	Japanese whisky	3.8	4.4	4.4	4.7	5
Grant's	William Grant & Sons	Scotch whisky	4.4	4.4	4.5	4.5	4.6
Chivas Regal	Pernod Ricard	Scotch whisky	4.6	4.4	4.3	4.2	4.5
William Lawson' s	Bacardi	Scotch whisky	3.1	3.1	3	3.1	3.3

资料来源：Drinks International，天风证券研究所

1.1.2. 国内白酒行业板块分化趋势明显

国内白酒行业增速放缓，高端化、头部集中化趋势明显。我们认为行业整体趋势是头部白酒企业创造核心需求，发挥高端产品的社交属性，借助全国化布局，从而实现了较高的费效比。

2017Q1-2019Q2，头部三家酒企组成的高端板块收入复合增速在 20%以上，利润增速基本在 25%-30%，趋势都比较良性，整个高端板块 2019H1 实现营业收入 746.52 亿元，同比增长 21.9%，Q2 增速略有放缓，与 2018 年 Q2（同比增速 41%）基数较高有一定关系，H1 归母净利润实现 320.36 亿元，同比增长 29%。

次高端板块有所分化。2019H1 山西汾酒、古井贡酒净利润维持稳健增长，顺鑫农业营收增速略低于我们预期，今世缘是上半年收入比利润增速快。水井坊作为二线公司，上半年收入与利润增速基本同步，未来利润增速是否能加速需要持续关注。次高端板块上半年实现营业收入 331.08 亿元，同比增长 18.5%，实现归母净利润 94 亿元，同比增长 19%。

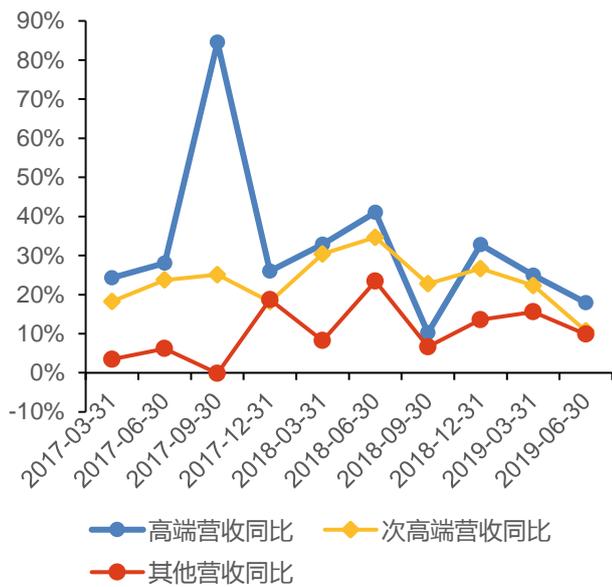
其他区域性板块白酒企业，口子窖增长稳健，老白干虽然营收增长较高，但是利润增速偏低，可能系省内竞争激烈，伊力特、金徽酒的收入和利润增速较低。2019 年 H1 其他区域性白酒板块实现营业收入 194 亿，同比增长 13%，归母净利润实现 29 亿，同比增长 14%。

表 3：白酒上市公司 2019 年 Q1-Q2 财务表现

	亿元	营业收入		归母净利润				经营性现金流净额				预收账款			
		2019Q1 YOY	2019Q2 YOY	2019Q1 YOY	2019Q2 YOY	2019Q1 YOY	2019Q2 YOY	2019Q1 YOY	2019Q2 YOY	2019H1 YOY	YOY				
高 端	贵州茅台	216	24%	178	12%	112	32%	87	20%	11.9	-76%	229	79%	123	23%
	五粮液	176	27%	96	27%	64.8	30%	29	34%	79.3	231%	4	124%	43.5	-1%
	泸州老窖	42	24%	38	26%	15.1	43%	12	36%	5.6	61%	11	1765%	13.9	27%
	算术平均	145	25%	104	22%	64	35%	43	30%	32	72%	82	656%	60	16%
次 高 端	洋河股份	109	14%	51	2%	40.2	16%	16	2%	1.2	-93%	-6	-172%	17.8	-14%
山西汾酒	41	20%	23	26%	8.8	23%	3	38%	25.1	926%	-8	-214%	14.8	81%	
古井贡酒	37	43%	23	4%	7.8	35%	5	49%	10.1	421%	0	-93%	5.2	-36%	
今世缘	20	31%	11	27%	6.4	26%	4	24%	-0.5	-136%	4	43%	3.1	29%	
水井坊	9	24%	8	29%	2.2	41%	1	7%	2.5	365%	3	218%	0.6	82%	
算术平均	43	27%	23	18%	13.1	28%	6	24%	8	296%	-2	-44%	8	29%	
其 他 区 域 性 酒 企	顺鑫农业	48	20%	37	12%	4.3	17%	2.2	90%	2.4	-73%	-4.0	-166%	49.6	44%
	口子窖	14	9%	11	16%	5.4	21%	3.5	23%	0.6	141%	1.3	-20%	5.1	-12%
	老白干酒	11	56%	8	12%	1.2	57%	0.8	7%	-0.6	-167%	-1.2	-76%	3.3	-48%
	迎驾贡酒	12	3%	7	20%	3.5	9%	0.9	58%	-1.7	-10093%	-0.1	75%	2.1	-29%
	舍得酒业	7	34%	5	5%	1.0	22%	0.8	2%	-0.1	-104%	-1.3	-20%	1.3	-5%
	伊力特	5	0%	4	-12%	1.5	24%	0.5	-45%	0.7	-58%	-0.9	18%	0.7	-54%
	酒鬼酒	3	30%	4	40%	0.7	16%	0.8	60%	-0.1	-534%	1.3	68%	0.7	-18%
	金种子酒	3	-6%	2	-10%	0.1	21%	-0.4	-2835%	-1.7	9%	-0.1	69%	1.2	23%
	金徽酒	5	5%	3	-2%	1.1	-10%	0.3	-29%	1.6	102%	0.5	725%	1.4	-12%
	青青稞酒	4	-23%	2	-21%	0.5	-42%	-0.3	-2339%	-0.1	-106%	-0.9	-6%	0.6	183%
算术平均	11	13%	8	6%	2	14%	1	-501%	0	-1088%	-1	67%	7	7%	

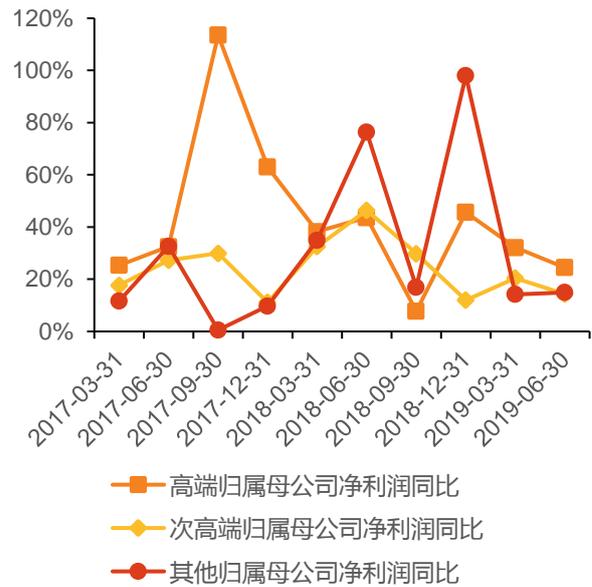
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2017Q1-2019Q2 各白酒板块营收表现



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2017Q1-2019Q2 各白酒板块归母净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 中国人均酒精摄入量步入稳定阶段，人均收入与人口结构成关键因素

我们的核心观点：

我们发现欧美日等发达经济体的人均酒精摄入量不断趋同至 8-12 升的区间，对比文化背景比较接近的日本，其人均酒精摄入量在 7-8 升之间，中国 2016 年是 7.2 升（包含未记录，见表 4），向上提升空间已经不大。我们进一步分析影响因素，我们发现：

高收入、高学历人群有更加频繁的饮酒习惯，健康概念与饮酒习惯并不冲突。美国收入“少于 3.5 万美元”的人群中经常喝酒者占比仅 42%，而收入“多于 10 万美元”的人群中这一比例高达 69%；考虑受教育背景，“高中以下学历”的人群中经常喝酒者占比 36%，“大学以上”的人群中这一比例高达 68%。我们认为是酒文化本身具有社交属性，而高度丰富的社交活动是高收入者生活的重要组成部分。

正文：

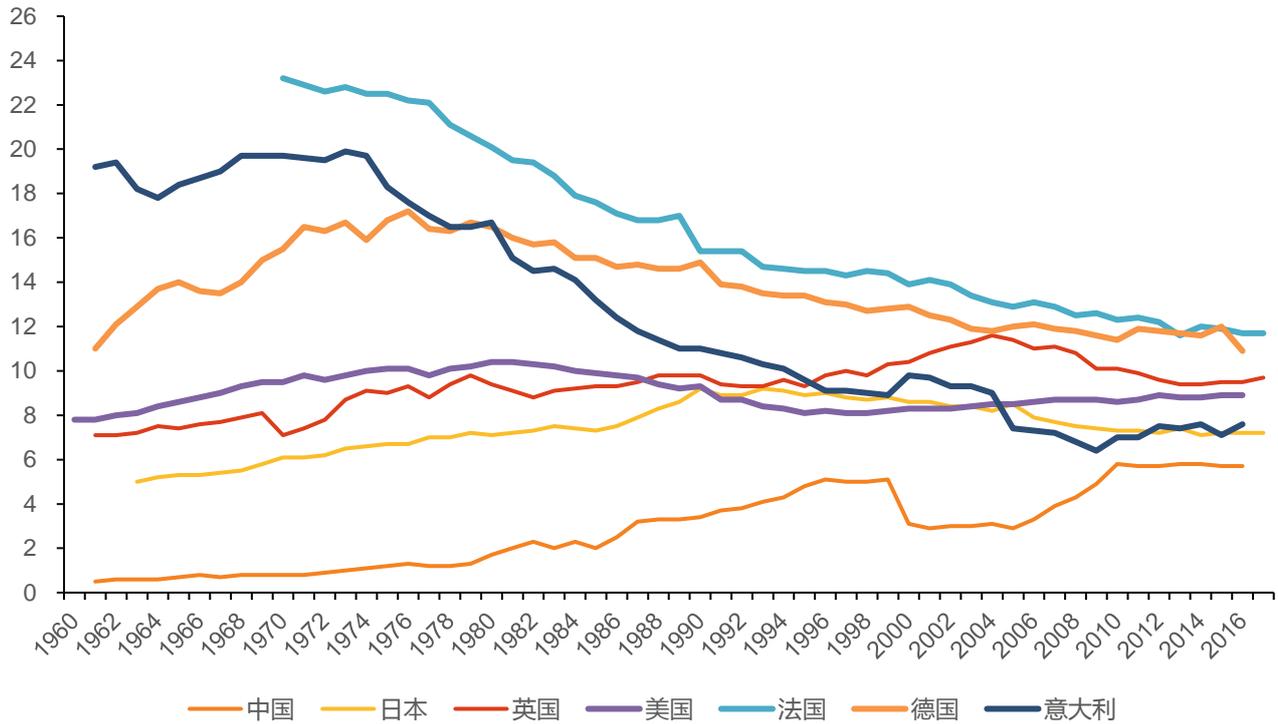
英美日的人均酒精摄入量表现稳定，锚定在 10 升左右。美国 1980 年后摄入量逐渐下滑至 8 升，95 年后又缓慢上升，2016 年达到 9 升左右；日本和英国的变化相对平缓，英国基本稳定在 9-11 升之间，与我们文化背景以及饮食习惯比较接近的日本基本稳定在 7-8 升。

德法意的人均摄入量从 70 年代开始演绎高位回归，向 10 升靠拢。我们可以注意到德国、法国和意大利的人均酒精摄入量均出现了大幅的下滑，几乎只有高点的一半不到。我们认为主要原因是：一方面，西欧发达经济体的居民收入水平差别不大，文化背景也非常接近，居民的消费习惯会出现一致性；另一方面，发达经济体中居民保健意识也在不断提高，过去人均 15 升以上的人均摄入量不可能持久，因此最终必然出现“均值回归”。同样，我们认为中国 99 年出现的人均酒精摄入量的大幅下滑，也是阶段性变化，不具有可持续性。

中国人均摄入量已进入稳定阶段。中国人均酒精摄入量在 80 年代后处于上升通道，1998 年陡然下降，我们认为可能受山西朔州假酒事件的恶性影响。但从 2005 年后开始“回归”，2010 年人均消费量重新上升到 7 升（包含未记录，如表 4），且最近 5-6 年间基本稳定在这个水平。参考发达经济体状况，1980 年以前，伴随经济高速发展，人均酒精摄入量也随之快速提升，美国、英国均逼近 10 升，部分发达国家甚至高于 15 升（仅已记录消费量）。综合考虑中国近几年的变化情况以及日本的摄入水平，中国的人均酒精摄入量未来基本会

稳定在这个水平。

图 9：1970 年至今，限制年龄以上人均酒精消费量（仅已记录部分），单位：升



资料来源：WHO，天风证券研究所

表 4：2003 年至今总计人均酒精消费量，单位：升

		2003-2005	2008-2010	2010*	2016*
中国	Recorded	3.2	5	5.4	5.7
	Unrecorded	1.7	1.7	1.7	1.5
	Total	4.9	6.7	7.1	7.2
英国	Recorded	11.5	10.4	10.1	9.8
	Unrecorded	1.7	1.2	1.6	1.1
	Total	13.2	11.6	12.3	11.4
美国	Recorded	8.5	8.7	8.6	8.8
	Unrecorded	1	0.5	0.5	0.8
	Total	9.5	9.2	9.3	9.8
日本	Recorded	7.8	7	6.9	6.9
	Unrecorded	0.2	0.2	0.2	1.1
	Total	8	7.2	7.1	8

资料来源：WHO，天风证券研究所

注：部分未记录的人均消费量指在政府正常控制之外非法生产或销售的自制酒精。在全世界消费的总酒精量中，50.1%以烈酒的形式消费。

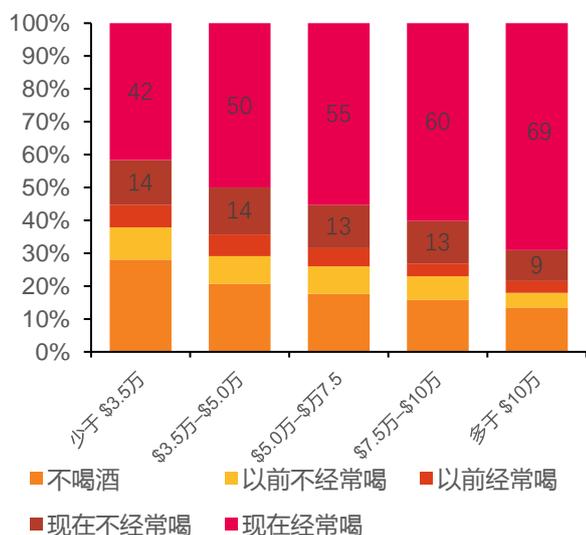
高收入、高学历人群有更加频繁的饮酒习惯，健康概念与饮酒习惯并不冲突。根据 2017 年美国卫生部的居民酒精消费习惯调查，高收入、高学历人群具有更高的饮酒频率，说明在消费升级趋势下，健康概念与饮酒习惯不存在矛盾关系。我们认为出现这种的状况主要原因是酒文化本身具有社交属性，而高度丰富的社交活动是高收入者生活的重要组成部分。

表 5：美国人口酒精消费习惯调查的指标注解

指标名称	指标注解
终身戒酒者	在其一生中饮酒少于 12 杯（次）酒精饮料。
不经常喝酒	一个不经常的饮酒者在他或她的一生中至少饮用了 12 杯（次）酒精饮料，但在任何一年中饮酒少于 12 杯（次），且去年没有摄入。
以前的经常饮酒者	在其一生中或任何一年至少饮用 12 杯（次）酒精饮料，并且在过去一年中没有饮酒。
现在不经常饮酒者	在其一生中至少饮用 12 杯（次）酒精饮料，过去一年饮用的饮品少于 12 杯（次）。
现在经常饮酒者	在其一生中至少饮用 12 杯（次）酒精饮料，并且在过去一年中至少饮用 12 杯（次）。

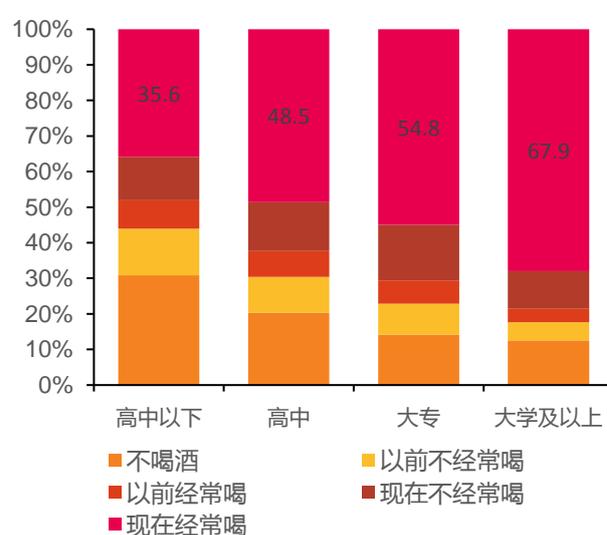
资料来源：美国 HHS，天风证券研究所

图 10：2017 年美国不同收入阶层饮酒习惯对比



资料来源：美国 HHS，天风证券研究所

图 11：2017 年美国不同学历背景人群饮酒习惯对比



资料来源：美国 HHS，天风证券研究所

年龄结构上，随着年龄的增长，酒精摄入频率明显降低。“不经常饮酒”和“以前经常喝酒”者的占比有明显提升，“现在不经常喝酒”人群的占比基本稳定，“经常喝酒”人群占比差别较大，“18-44 岁”占比 59%，“75 岁以上”占比仅 34%。从饮酒人群的种族结构上看，白种人的饮酒频率明显高于其他人种，其他人种的饮酒习惯相对比较接近。

图 12：2017 年美国不同年龄段人群饮酒习惯

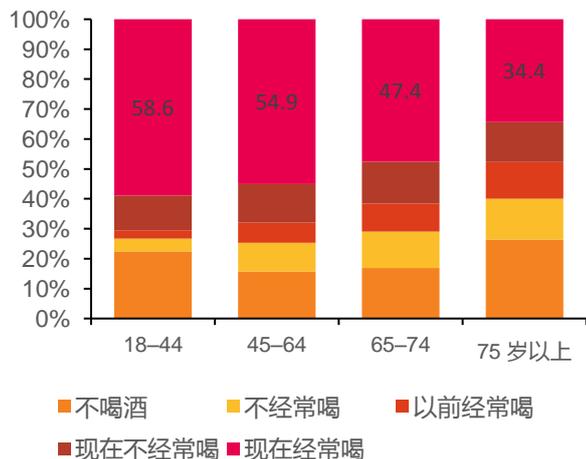
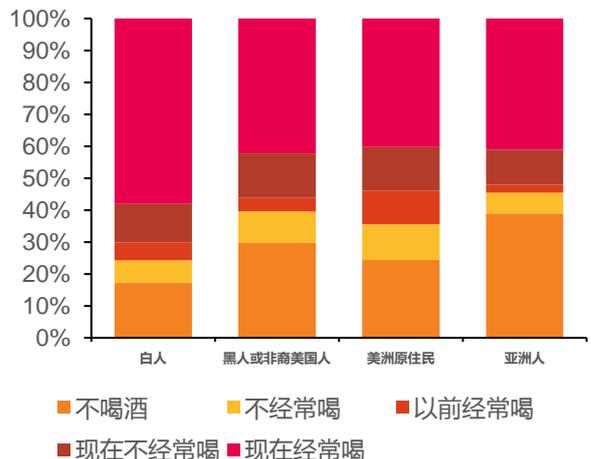


图 13：2017 年美国不同种族人群饮酒习惯



资料来源：美国 HHS，天风证券研究所

资料来源：美国 HHS，天风证券研究所

1.3. 对标美国市场，高端化驱动烈酒市场增长，背后是人均可支配收入提升

我们的核心观点：

2018 年中国人均可支配收入水平在 5000 美元左右，接近欧美发达经济体 80 年代的静态收入水平，动态增长趋势更接近美国；中国 65 岁以上人口占比在 11%左右，与 2000 年左右的美国社会接近。

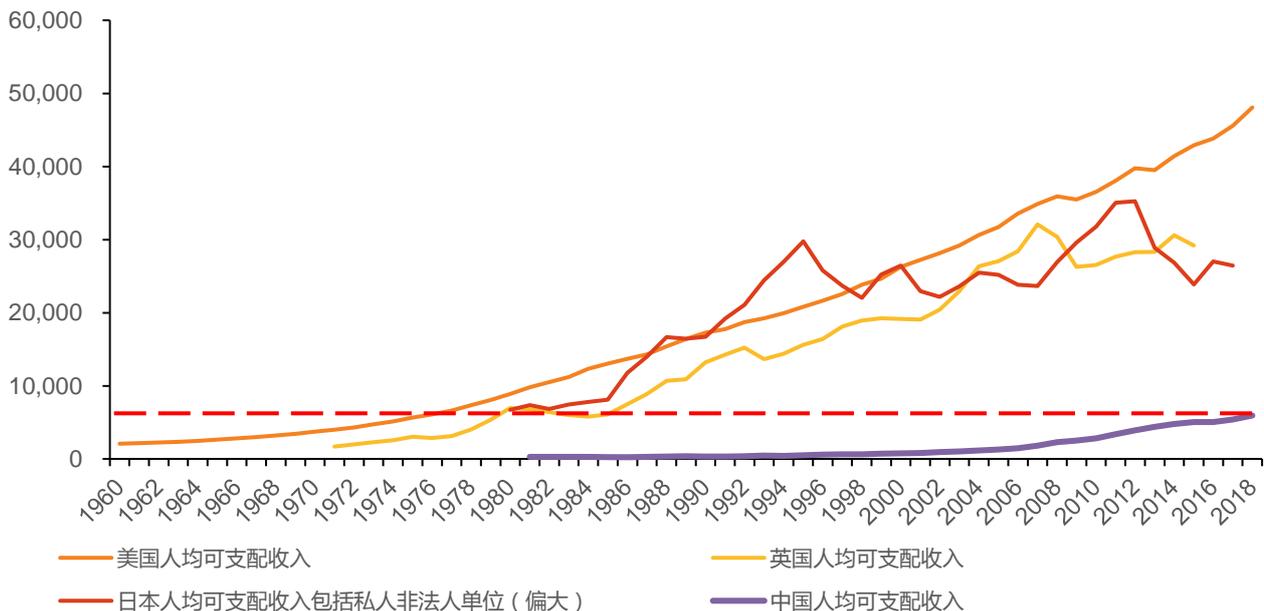
高端烈酒引领美国酒精市场增长。2000 年后，美国酒精市场增速缓慢下降，结构化增长趋势明显，1999-2018 年烈酒市场规模增长了 158%，升至 276 亿美元，啤酒市场占比下降 10%。同时，高端烈酒市场是推动烈酒市场规模增长的主要动力，2018 年烈酒市场增长 13.3 亿美元，其中高端和超高端烈酒分别贡献了 56.5%和 47.0%的增长，同期性价比市场规模下降了 4.7 亿美元。

正文：

1.3.1. 对标 2000 年后美国酒精市场

从经济增长的持续性和稳定性上来看，现阶段的中国和 2000 年后的美国最为接近；绝对发展水平和发达经济体 80 年代相接近。从人均可支配收入的静态水平看，2018 年中国人均可支配收入在 5000 美元左右，大致接近美日英 80s 的水平。动态趋势上看，中国人均收入水平以及趋势基本符合发达经济体 80s 后的水平，英国、日本两个经济体收入水平受到汇率波动影响，偏离较大，但不改波动趋势。从增长的持续性和稳定性上来看，现阶段的中国和美国的发展状况是最接近的。

图 14：对标发达国家人均可支配收入水平，中国大概相当于发达经济体 70-80s 年代的水平，增长趋势上最接近美国（年收入，美元），



资料来源：wind，天风证券研究所

注：日本的可支配收入中包括私人非法人单位，因此 2000 年后的数值结果偏大。

人口结构上，2018 年中国 65 岁以上占比 11.2%左右，大致相当于 1988 年的日本(11.06%)、略低于 2000 年的美国(12%)。动态趋势上，中国人口结构老龄化速度低于日本，明显快于 70-80s 的发达经济体，与目前的英美速度接近。

人口规模上，中国人口增速从 1990 年左右进入下滑区间，2018 年在 0.46%左右，略低于目前的英美，历史上与日本 1985 年相当、略高于英国 1970 年的水平。动态趋势上，中国人口增速处于缓慢下降通道，增速高于日本，低于英美。整体上讲，英国、美国、中国 3 个国家在 2000 年后人口增速均在 1.0%以下，人口规模已相对稳定。

因此，中国目前的人口情况与美国 2000 年后的人口增速与人口结构变化相对接近。

图 15：1970-2018 年美中日英 65 岁以上人口占比 (%)

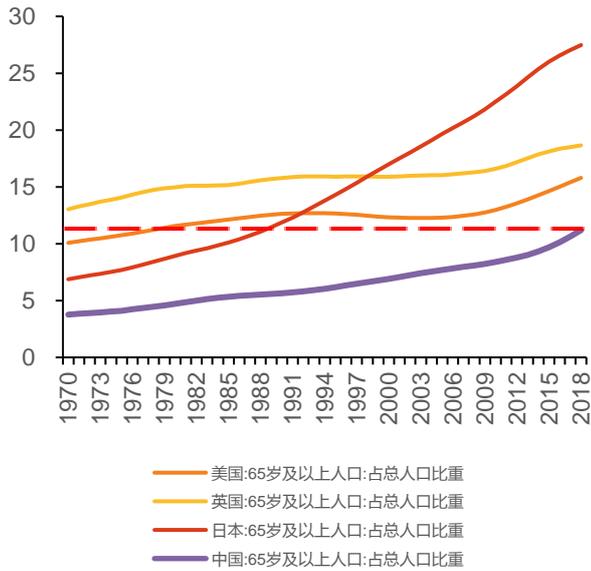
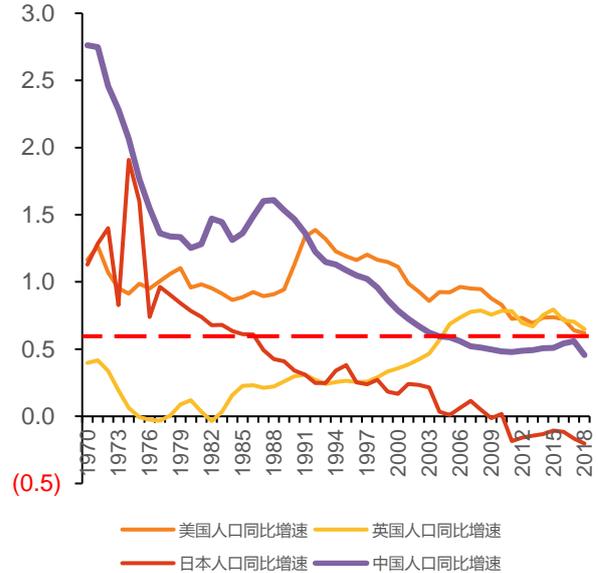


图 16：1970-2018 年美中日英人口同比增速 (%)



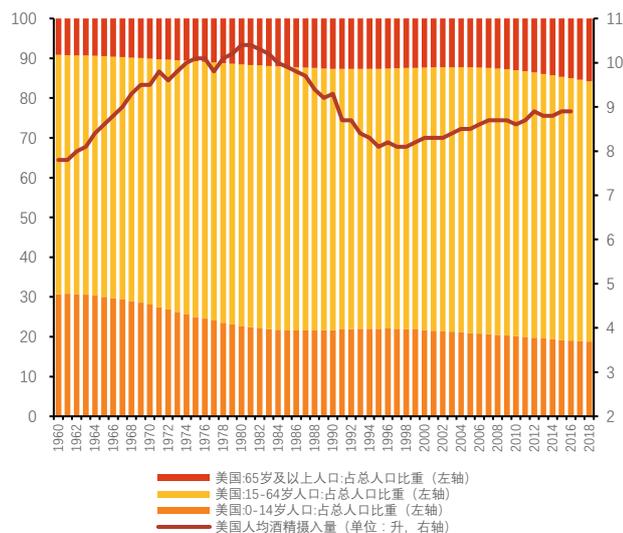
资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3.2. 高端化引领美国烈酒市场增长

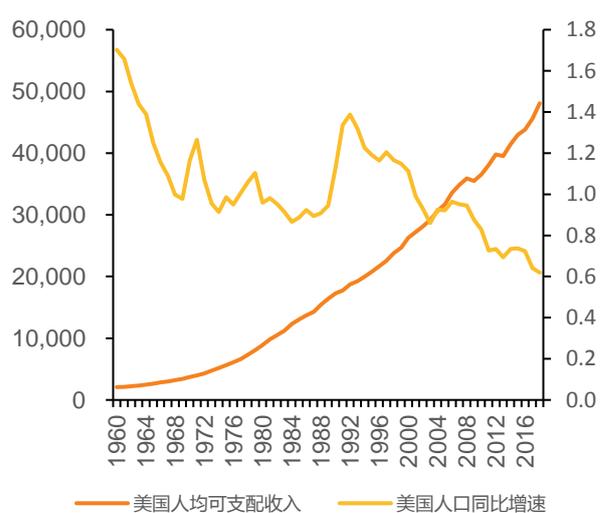
美国人均收入上升或对酒精摄入量提供有力支撑。美国人均酒精摄入量在 70-80 年代存在一个见顶，到达 10.4 后降至 8.1 升，95 年后又逐渐回归至 9 升。我们认为拉长维度看，发达经济体的酒精摄入量变化均存在一个从不同的高位逐渐下降趋同的态势，这是一个经济、社会发展过程中健康概念普及和新生代人群需求多元化等因素共同左右下的结果。在 2005 年后，美国人口老龄化速度明显加快，65 岁以上人口占比从 2005 年前保持多年的 12.3% 左右上升至 2018 年的 15.8%，人口增长率降至 0.6%。但同期人均酒精摄入量没有明显的变化，我们认为这是美国人均收入始终处于上升通道所致。正如上文所分析，高收入以及高学历人群有更高的酒精消费频率。

图 17：1960 年-2018 年美国人口结构和人均酒精摄入量变化 (左轴：%)



资料来源：Wind，WHO，天风证券研究所

图 18：1960-2018 年美国人均可支配收入和美国人口同比增速 (左轴：美元；右轴：%)

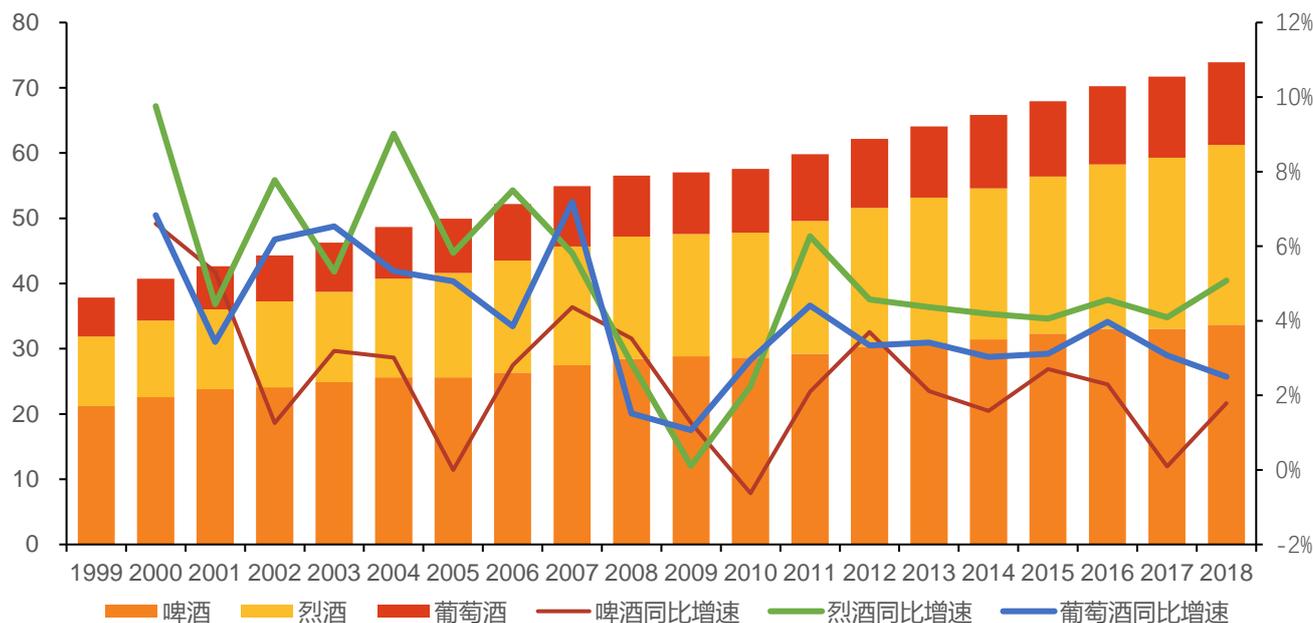


资料来源：wind，天风证券研究所

美国烈酒市场规模翻了一倍，烈酒市场份额持续提升，啤酒市场份额下降。美国啤酒市场份额从 1999 年 56% 下降到 2018 年的 46%，同期烈酒市场从 28% 上升至 37%，烈酒供应商总收入规模增长了 158%，从 107 亿美元上升至 276 亿美元，近 10 年复合增长率 4.4%，明显

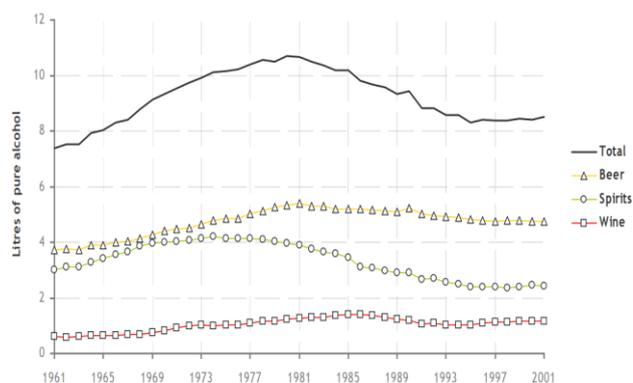
高于葡萄酒与啤酒市场增速。总量上看，美国人均酒精消费量变化不大，而酒精摄入偏好于市场规模变化一致，2005-16 年烈酒摄入占比上升 4%至 35%，啤酒摄入占比下滑了 6%。

图 19：1999-2018 年美国不同类别酒精产品的供应商总收入模变化，单位：十亿美元，增速（%）



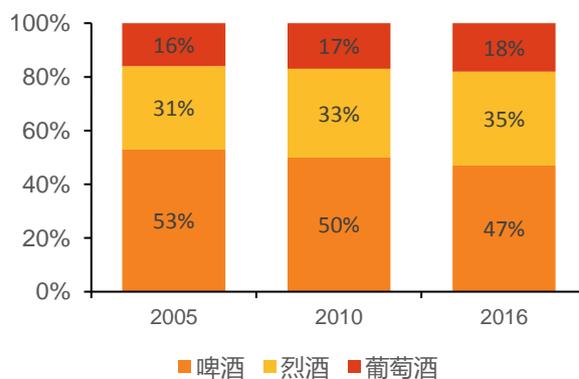
资料来源：DISCUS，天风证券研究所

图 20：1960-2001 美国人均酒精摄入量



资料来源：WHO，天风证券研究所

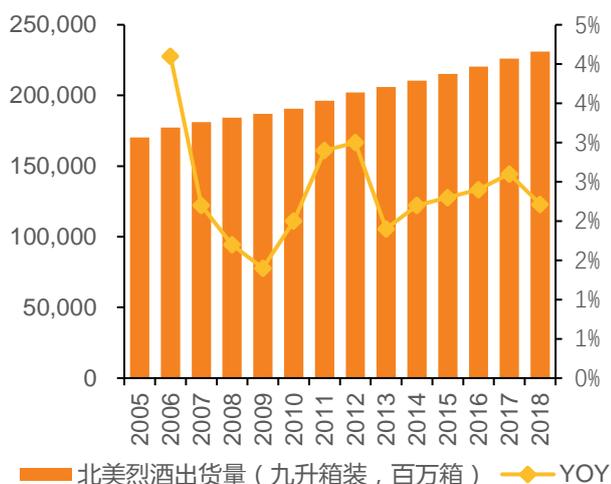
图 21：2005-2016 美国人酒精摄入的主要产品



资料来源：WHO，天风证券研究所

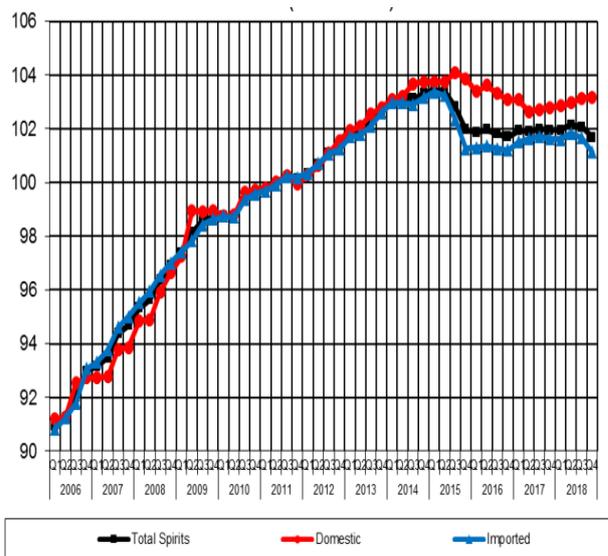
美国市场高端化趋势明显，高端烈酒市场保持快速增长。2006 年以来，美国烈酒市场持续保持“量价齐升”，出货量同比增长维持在 2%左右，供应商的价格指数平均每年增长 1%（2006-18 年合计上涨了近 13%）。供应商收入增长动力主要来自高端烈酒和超高端烈酒，2018 年高端烈酒（价格定义见图 24 注释）收入增长了 7.52 亿美元，同比增长约 8.9%；其次是超高端增长近 6.25 亿美元，同比增长 10.6%。而性价比型的烈酒产品甚至出现了收入规模的倒退，2018 年性价比产品的总规模下降了 4.7 亿美元。我们认为美国市场出现的向高端产品集中的趋势主要是受人均可支配收入的推动，高端酒精产品本身的社交、收藏价值逐渐被消费者挖掘，而日常的酒精饮用需求随着人们对健康概念的追求而不断下降。

图 22：2015-2018 年美国烈酒出货量情况（百万箱）



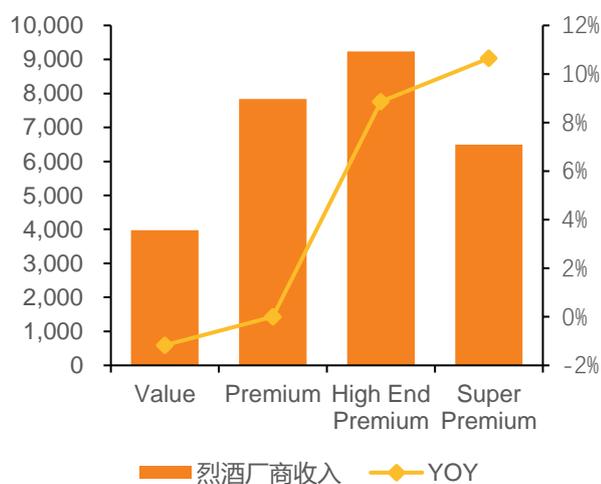
资料来源：DISCUS，天风证券研究所

图 23：2006-2018 年美国烈酒市场主要供应商产品价格指数 (2011=100)



资料来源：DISCUS，天风证券研究所

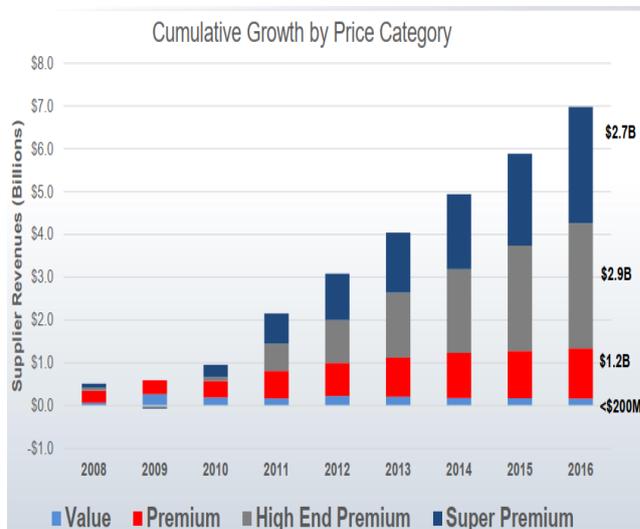
图 24：2016-2018 年美国烈酒不同价格段位市场规模（百万美元）



资料来源：DISCUS，天风证券研究所

注：不同品种烈酒的价格划分不同，以九升容量的伏特加价格划分为例：Value（性价比）<\$70；Premium（优质）\$70-\$120；High end Premium（高端）\$120-\$170；Super end Premium（超高端）>\$170；

图 25：2008-2016 年美国高端烈酒市场规模累计增长量，以 07 年为基年，单位 10 亿美元



资料来源：DISCUS，天风证券研究所

结论：

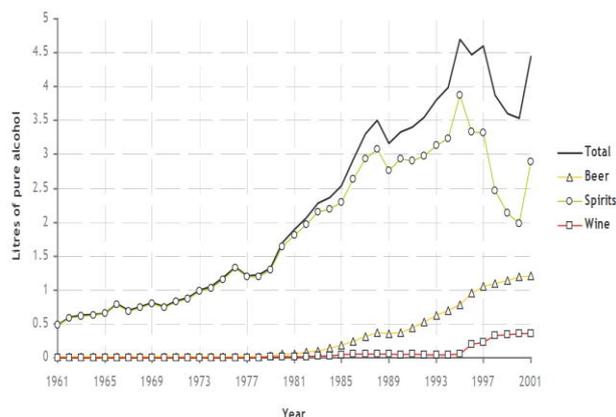
静态水平上，中国经济社会发展水平相当于发达经济体 80 年代水平，但动态发展趋势上可以借鉴美国 2000 年后的市场演变。首先，中国人均可支配收入的增长趋势类似美国，中国经济增长动力比英国、日本具有更强的可持续性。人口结构上，中国人口老龄化比英美提前，11.2%的老龄人口占比接近 2000 年的美国，虽然人口增速下滑严重，但仍然保持增长且近几年下降速度趋于平缓。结合近几年中国人均酒精摄入量相对稳定的情况，我们

预计中国人均酒精摄入量未来上升空间也有限。

市场结构上，2010 年以来中国烈酒（白酒）占到了人均摄入量的 60%以上，虽然高于美国的 35%（2016 年），但美国市场烈酒消费占比有明显的上升趋势，且与中国市场的高端化趋势一致，同样是高端化引领增长。

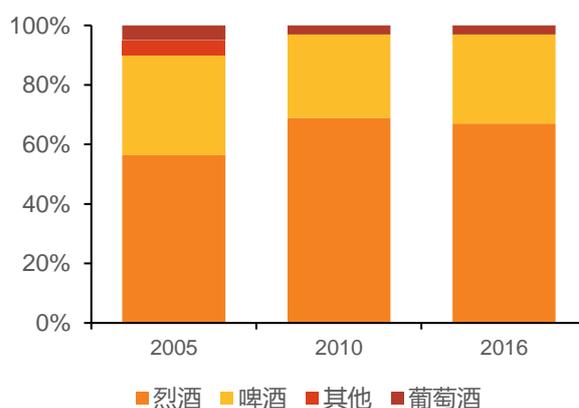
从美国市场经验看，中国目前白酒市场的高端化趋势和美国市场情况类似，我们认为这也是中国市场的长期趋势。

图 26：1960-2001 中国人均酒精摄入量



资料来源：WHO，天风证券研究所

图 27：2005-2016 中国人酒精摄入的主要产品



资料来源：WHO，天风证券研究所

2. 借鉴帝亚吉欧从欧美化走向全球化，产品组合高端化迎合消费升级

我们的核心观点：

我们将全球烈酒巨头帝亚吉欧的成长历程划分为三个阶段，我们发现高端化与布局成长性市场是公司业绩、估值双击的主要因素。第一个阶段多元化发展（-1999 年）；第二个阶段（2000-2006 年），聚焦高端酒业，深耕北美和西欧市场，发达地区的营业额占比 70% 以上，6 年营业额涨幅 36%，CAGR 5.3%，PE 从 20.6 倍被消化至 13.6 倍，市值提升 24%；第三个阶段（2007-2019 年）开拓成长性市场，产品组合高端化迎合消费升级，实现业绩、估值的双击，营业额 12 年内涨幅 95%，CAGR 5.7%，产品组合的价格提升贡献了 50% 以上的内生增长率，公司 PE 提升 5.2 倍，市值增长近 200%。

正文：

帝亚吉欧是全球高端酒精饮料行业的龙头。公司自 1997 年 Guinness PLC（全球最大的黑啤酒生产商）与 Grand Metropolitan（拥有 UDV 烈酒品牌）合并而来，发家于英国；从 2000 年开始剥离非酒精饮品业务，聚焦高端酒精饮料业务，涵盖烈酒、啤酒、葡萄酒业务。2018 年在 124 个百万销量（9 升箱装）的品牌中，公司拥有 31 个全球销量百万箱的品牌，第二名保乐力加、第三名比姆三得利分别拥有 22、12 个品牌。

公司占据 2016 年全球高端烈酒行业 25% 的总销量份额，2018 年占据全球烈酒行业 9.1% 的市场总销量份额（包括高低端），领先第二名保乐力加 4.2%。2019 年，公司实现营业收入 192.94 亿英镑，同比增长 4.7%，实现净利润 33.37 亿，同比增长 6.1%，实现经营性现金流净额为 32.48 亿英镑，同比增长 5.3%。

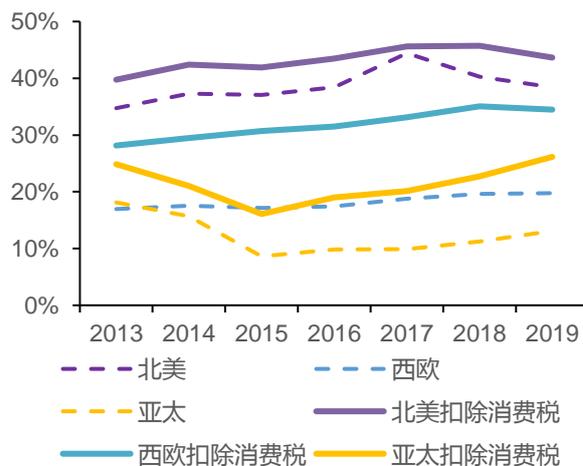
公司已经进入稳定发展阶段，2009-2019 年营业额复合增长率为 4.6%，受益高端化战略，2009-19 年公司毛利率提升 4.0pct、净利率提升 7.3pct。考虑消费税影响，北美地区消费税占营业额比例最小，2019 年仅占营业额的 12%，西欧和亚太地区占营业额比例则高达 42.7% 和 49.8%。

图 28: 2005-2019 帝亚吉欧营业额 (百万英镑) 以及盈利结构 (%)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

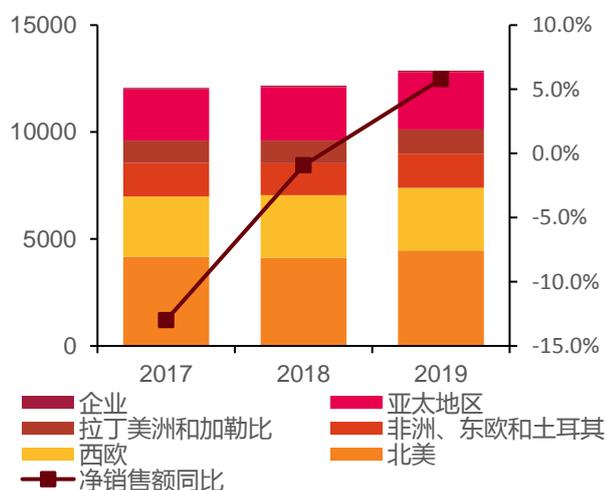
图 29: 2013-2019 公司营业利润率以及扣除消费税营业利润率



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

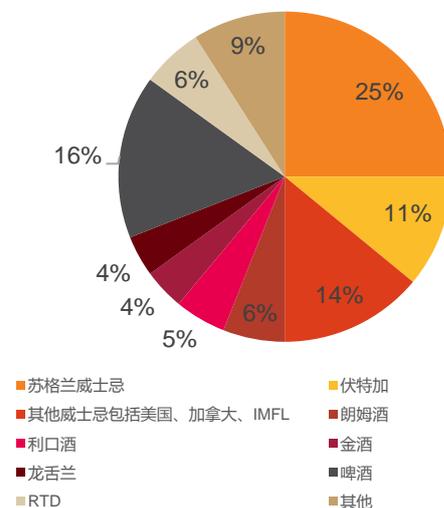
考虑排除消费税后的净销售额, 公司 2019 年实现 128.67 亿英镑, 同比增长 5.8%, 其中北美地区贡献了 34.6% 的净销售额 (营业额占比 26%), 苏格兰威士忌和伏特加是公司最大的营收来源, 分别贡献了 25% 和 11% 的净销售额。

图 30: 2017-2019 帝亚吉欧净销售额变化 (百万英镑)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 31: 2019 年帝亚吉欧净销售额产品品类划分 (净销售额划分)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

表 6：全球烈酒产地、品名概况

类别	原料	产地	品名（按 2019 年销量排序，红色为帝亚吉欧旗下）
威士忌 (Whisky)	大麦，谷物等	苏格兰、爱尔兰、美国、加拿大	尊尼获加 (Johnnie Walker)、杰克丹尼 (Jack Daniels)、占边 (Jim Beam)
白兰地 (Brandy)	葡萄、苹果等水果	法国(干邑)、西班牙、意大利、秘鲁、智利等生产葡萄的地区	皇胜 (Emperador)、Honey Bee、德雷埃尔 (Dreher)、Men' s Club
金酒/杜松子酒 (Gin)	谷物、杜松子等	荷兰、英国等	菲律宾圣米格金酒 (Ginebra San Miguel)、歌顿金酒 (Gordon' s)、孟买 (Bombay)、添加利 (Tanqueray Gin)
伏特加 (Vodka)	马铃薯、谷物等	俄罗斯、波兰、瑞士等	斯米诺 (Smirnoff)、绝对伏特加 (Absolut)、沃帝斯 (Khortytza)、
朗姆酒 (Rum)	甘蔗	古巴、牙买加、美国等	坦督利 (Tanduay)、百加得 (Bacardi)、摩根船长 (Captain Morgan)
龙舌兰酒 (Tequila)	龙舌兰中心部分	墨西哥	Sauza、Patr3n、Don Julio、
印度威士忌	糖蜜（制糖工业副产品）	印度	长官之选 (Officer' s Choice)、麦克道尔威士忌 (McDowell' s No.1)、Imperial Blue、Royal Stag
利口酒	以葡萄酒、食用酒精或蒸馏酒为基酒调入各种香料	法国、荷兰	百利 (Baileys)、马力宝 (Malibu)、德卡伊彭 (De Kuyper)

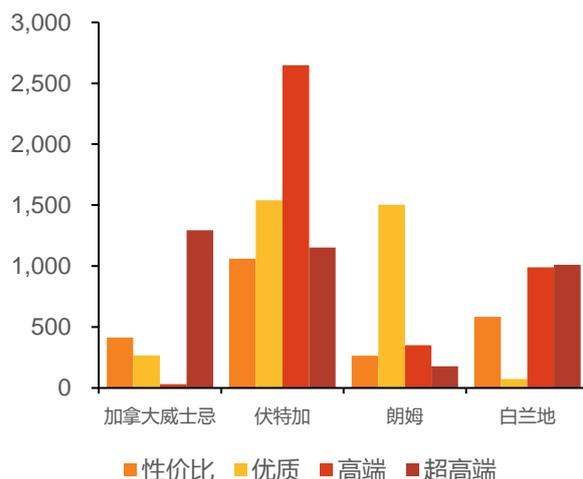
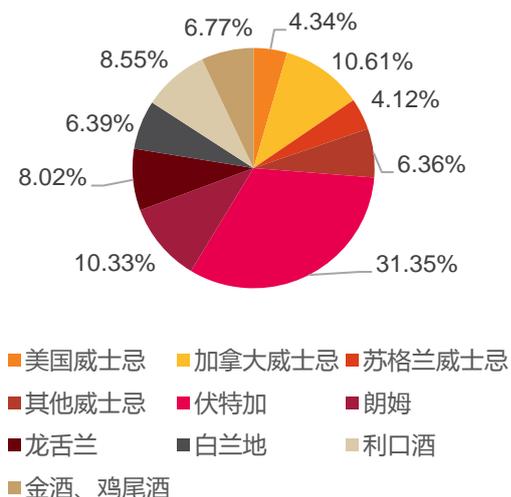
资料来源：葡萄酒汇，天风证券研究所

2.1. 深耕美国市场，持续推进高端化战略，高渠道利润提高动销积极性

美国市场净销售额占到了帝亚吉欧北美分部总额的 75%以上，北美酒精市场受益美国人均可支配收入的稳健增长，美国烈酒出货量近 5 年保持了 2%以上的同比增长。2018 年伏特加、加拿大威士忌和朗姆酒是美国出货量最大的三种酒类，伏特加占比高达 31.4%。从烈酒厂商角度看，不同价格带产品贡献的营收差别很大，不同产品也是完全不同。伏特加产品中，高端产品贡献了 41.4%的营收，加拿大威士忌中超高端产品贡献了 64.5%的营收，而白兰地产品中优质类产品仅贡献了 2.8%的营收，但高端和超高端合计贡献了 75%的营收。

图 32：2018 年美国不同类别烈酒出货量占比（九升装，百万箱）

图 33：2018 年美国各类烈酒各个价格段对供应商营收的贡献（百万美元）



资料来源：DISCUS，天风证券研究所

资料来源：DISCUS，天风证券研究所

按照美国蒸馏酒协会的价格带分类，公司基本在各个档次的均有产品分布，其中伏特加品类中，公司的斯米诺夫属于优质价格带（单价 70-120 美元），如果按照销量排名，斯米诺斯 2018 年销量 2600 万箱，名列世界第一，是第二名绝对伏特加（保乐力加）销量的两倍多；加拿大威士忌中，公司的皇冠产品处于营收规模最大的超高端价格带，销量同样是世界第一（730 万箱），领先第二名 Canadian Club（比姆三得利）3 倍多。

表 7：2016-2017 年伏特加产品销量以及供应商出厂价格

伏特加 Vodka	2018 年出厂价 (Supplier Rev/ 9 Liters)	Major Brands(红色为帝亚吉欧旗下品牌以及 2019 年全球销量)	2016 与 2017 年出 厂价
Value	<\$70	Kamchatka, Gilbey ,	<\$60
Premium	\$70 to \$120	Smirnoff (2600 万箱) , Svedka, Skyy, (370 万箱) Pinnacle (250 万箱)	\$60 to \$110
High End Premium	\$120 to \$170	Absolut (1130 万箱), Effen, Ketel One (260 万)	\$110 to \$170
Super Premium	\$170+	Grey Goose (3.6 万箱), Ciroc (210 万箱) , Belvedere	\$170+

资料来源：DISCUS，天风证券研究所

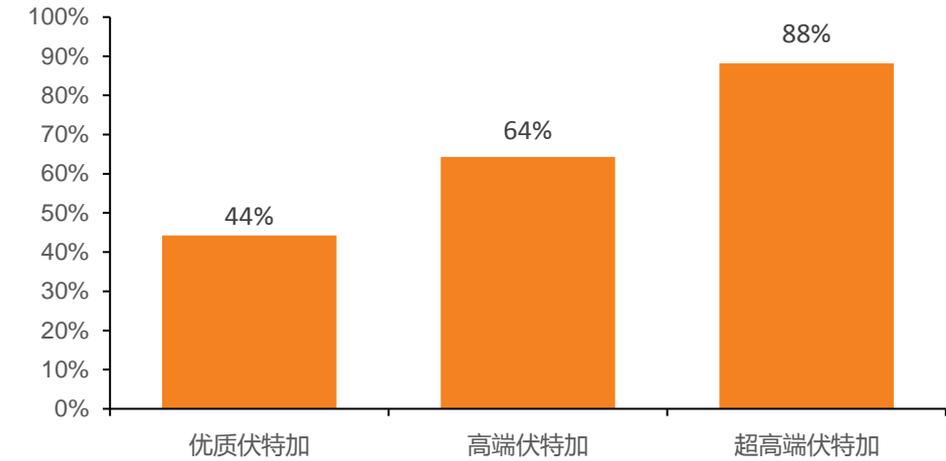
表 8：2016-2017 年加拿大威士忌产品销量以及供应商出厂价格

加拿大，调和威士忌	Supplier Rev/ 9 Liters	主要品牌	2016 与 2017 年价格
Value	<\$70	Black Velvet (200 万箱), Beam 8 Star, Kessler	<\$65
Premium	\$70 to \$115	Canadian Club 6Y (整个 Club 系列合计 200 万箱), Seagram 7	\$65 to \$115
High End Premium	\$115 to \$170	Canadian Club 12 Year, Collingwood	\$115 to \$170
Super Premium	\$170+	Crown Royal (730 万箱)	\$170+

资料来源：DISCUS，天风证券研究所

高端烈酒渠道利润高，助推终端动销积极性。沃尔玛是公司最大的客户之一，我们根据沃尔玛的零售价格以及美国蒸馏酒协会公布的供应商出厂价格，以帝亚吉欧的伏特加产品为例，推算公司各价格段产品的渠道利润空间。我们注意到同种产品存在明显的大容量折价销售情况，因此我们每个商品采用 1.75L 和 750ml 两个容量的数据来估计不同价格段的渠道利润空间。我们依据最低出厂价粗略估计超高端伏特加每升的渠道利润空间达到 88%，比高端伏特加渠道利润率的高出 24%，比优质伏特加高出 44%。**美国市场同样出现了高端烈酒领跑渠道利润空间的情况，我们认为渠道的高利润空间也解释了美国高端烈酒市场的集中化、引领烈酒市场增长的原因。**

图 34：美国不同价格段伏特加产品的渠道利润空间，以帝亚吉欧为例



资料来源：Walmart, Discus, 天风证券研究所

表 9：美国不同价格段伏特加产品的渠道利润空间，以帝亚吉欧为例，单位：美元

	包装容量 (升)	沃尔玛	每升零售价格	出厂容量	出厂底价	出厂最高价	最低出厂价	每升最低出厂价格	利润空间
优质	Smirnoff 1.75	15.98	9.13	9	70	120	70	7.78	17.4%
	0.75	9.98	13.31	9	70	120	70	7.78	71.1%
平均			11.22	9	70	120	70	7.78	44.2%
高端	Ketel One 1.75	32.98	18.85	9	120	170	120	13.33	41.3%
	0.75	18.73	24.97	9	120	170	120	13.33	87.3%
平均			21.91	9	120	170	120	13.33	64.3%
超高端	Ciroc 1.75	54.47	31.13	9	170	-	170	18.89	64.8%
	0.75	29.98	39.97	9	170	-	170	18.89	111.6%
平均			35.55	9	170	-	170	18.89	88.2%

资料来源：Walmart, Discus, 天风证券研究所；

注：由于不同渠道存在价格差异，且 DISCUS 仅公布了出厂价区间，本表格计算仅反映渠道利润空间随价格带上移而提升的趋势。

2.2. 管理层赋能，并购优质资产助力市值快速提升

董事会以及管理层人员背景涵盖金融机构、快消品、酒店以及航空运输行业。帝亚吉欧董事会共有 11 名成员，其中 2 名主要成员：董事会非执行主席 Javier Ferran 以及董事成员 Evan Mervyn Davies 均来自资本投资机构，其他成员中有 3 名成员有航空公司工作背景，有多名成员有快消品行业工作经验，3 名成员有丰富的营销工作经验。我们认为公司在董事会成员选择上对资本投资以及运营管理方面的明显偏好将有助于公司进行资产收购以及渠道运营管理。

表 10：帝亚吉欧高管成员背景

董事会成员	职务	背景
Javier Ferran	非执行主席	Lion Capital 创始人，曾任烈酒公司百加得 CEO
Evan Mervyn Davies	董事	Corsair Capital 合伙人，曾任渣打银行董事长
Ivan M. Menezes	执行董事，CEO	来自帝亚吉欧地区管理层，曾在雀巢工作
Kathryn Mikells	执行董事，首席财务官	曾是联合航空公司 CFO
Alan J. H. Stewart	非执行董事	曾在汇丰投资银行工作、曾任 Thomas Cook (旅游公司) CEO 以及 CFO，曾任飞机租赁公司 AWAS 任 CFO，兼任零售公司 WH SMITH 的 CFO。
Nicola Mendelsohn	非执行董事	曾是广告公司高管并在 facebook 负责相关广告业务；
Ho KwonPing	独立非执行董事	悦榕庄公司 (经营度假村以及酒店) 创始人，曾在渣打集团、新加坡联合

航空公司董事会担任非执行董事

Syl Saller

首席营销官

曾在 Allied Domecq PLC 以及吉列公司负责营销相关工作

资料来源：公司年报，天风证券研究所

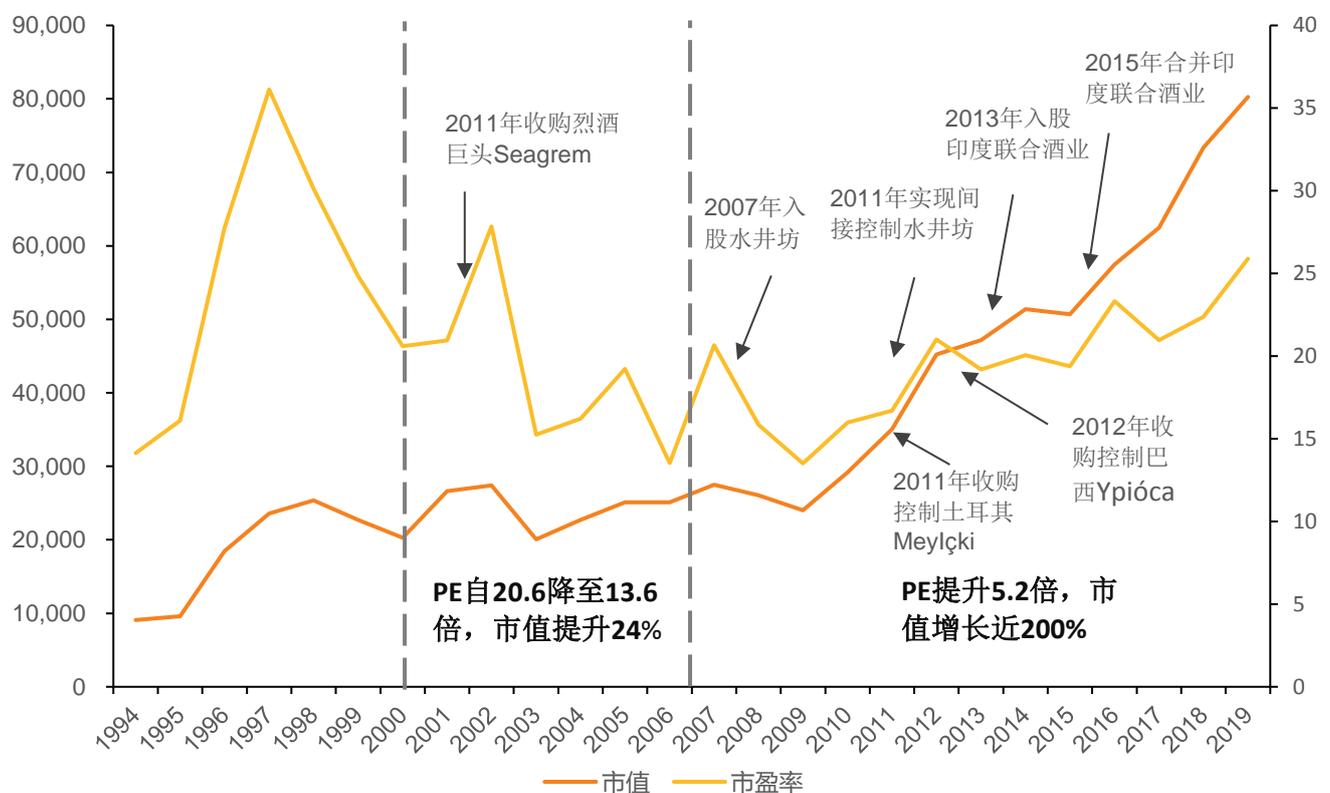
不断提高优质资产持股比例，优化产品组合强化协同效应。回顾公司并购发展历程，公司在 2006 年之前主要是欧美化战略，聚焦欧美发达国家市场，剥离协同效应较低的业务，西欧与北美市场份额占比超过 60%。从 2007 年开始，公司开始开拓新兴市场业务，2007 年和 2013 年分别入股中国的水井坊和印度的联合酒业，并且在之后的数年不断增资提高持股比例，最终实现对优质资产的控制。印度联合酒业在 2013 年拥有全球烈酒品牌销量排名 Top20 中的 5 个，我们认为与联合酒业的合作将有益于公司开拓印度市场，提高渠道渗透率，印度联合酒业旗下的印度威士忌也便于公司发挥产品矩阵的协同效应。中国烈酒市场以白酒为主，水井坊渠道布局合理，省外营收占比在 2011 年已高于 70%，公司控制白酒企业是打入中国市场的基础；2013 年水井坊贡献了 1.15 亿英镑的净销售额和 2200 万英镑营业利润，占亚洲区总净销售额的 11.1%和亚洲区营业利润的 8.4%。

表 11：1997-2019 年公司部分并购事项

年份	并购、剥离事项	意图
1997-1999	并购亨氏烘焙产品和 Hazelwood Farms Bakeries；出售非核心北美烈性酒品牌；	
2000	开始着手出售包装食品业务 Pillsbury 以及汉堡王	
2001	收购 Seagram，与保乐力加一起，从 Vivendi Universal SA (Vivendi)，总计 81.5 亿现金，最后帝亚吉欧是花费了 49 亿英镑（37 亿净值），二者分别控股 60.9% and 39.1%	
2002	为了收购而出售相关资产以及出售巴西的 UDV Indústria e Comércio	处理资产
	收购了澳大利亚班达伯格蒸馏投资有限公司 50% 的股权；	
2005	收购主营希腊市场的 Ursus Vodka Holding B.V、爱尔兰威士忌厂商 The Old Bushmills Distillery Company Limited,	
2007	帝亚吉欧通过组建帝亚吉欧拥有 75% 的合资公司，完成了在俄罗斯购买 Smirnov 品牌的交易	加强俄罗斯市场
	收购水井母公司全兴集团 43% 的股份，	进入中国市场
2008	入股位于荷兰的 the Nolet Group；在南非成立合伙公司 DHN Drinks (Pty) Limited (DHN Drinks)	加强非洲市场
2009-2010	增购水井坊母公司全兴集团，股份从 43%-53%	
2011	收购 LLC 的 20% 股权，获得利口酒品牌 22 Marquis 的经销权	
	收购坦桑尼亚塞伦盖蒂啤酒（SBL）50% 股权以及肯尼亚啤酒有限公司（KBL）20% 股权；	加强土耳其、非洲市场
	收购土耳其 Meylçki（Raki 品牌）的 100% 股权，对价 12.6 亿英镑；出售部分葡萄酒业务；	
	收购越南最大的国内品牌烈酒生产商 Halico 45.5% 的股权；增购水井坊股东的股份；	布局越南市场
2012	收购巴西 Ypióca 100% 的股份，花费 2.84 亿英镑，2012 年贡献了 5600 万英镑的净销售额；	加强巴西市场
2013	增购水井坊母公司的股份；收购印度联合烈酒公司 25% 的股份；	进入印度市场
2014	增购水井坊股东全兴的股份；持续增购印度联合烈酒股份至 28.78%	
	收购超级龙舌兰酒品牌 Peligroso 以及超高级龙舌兰酒品牌 DeLeón 的公司 50% 控股权；	
2015	收购超高级龙舌兰酒品牌 DeLeón 以及墨西哥的分销业务	
	增资印度联合烈酒至 54.78%；	
2016	出售老布什米尔斯酿酒厂有限公司；出售美国和英国的部分葡萄酒业务	处理资产
	将其在 DHN Drinks、Sedibeng Breweries、Namibia Breweries 的股权给喜力；将牙买加、新加坡和马来西亚的啤酒业务出售给喜力啤酒	处理资产
2017	收购龙舌兰酒超高端品牌卡萨米格斯、德国黑森林优质开胃酒 Belsazar GmbH	
2018	增购水井坊股份，占比从 39% 上升至 63.14%	
	出售一个包括 19 个品牌的组合给 Sazerac，大部分品牌有效期至 2019.12；	充分利用产能

资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 35：2007 年公司积极开拓新兴市场以来估值、市值快速提升（代码：DGE.LN，市值：百万英镑，）



资料来源：彭博，天风证券研究所

2.3. 三阶段看帝亚吉欧发展历程：并购优质资产，定位中高端，从欧美化走向全球化

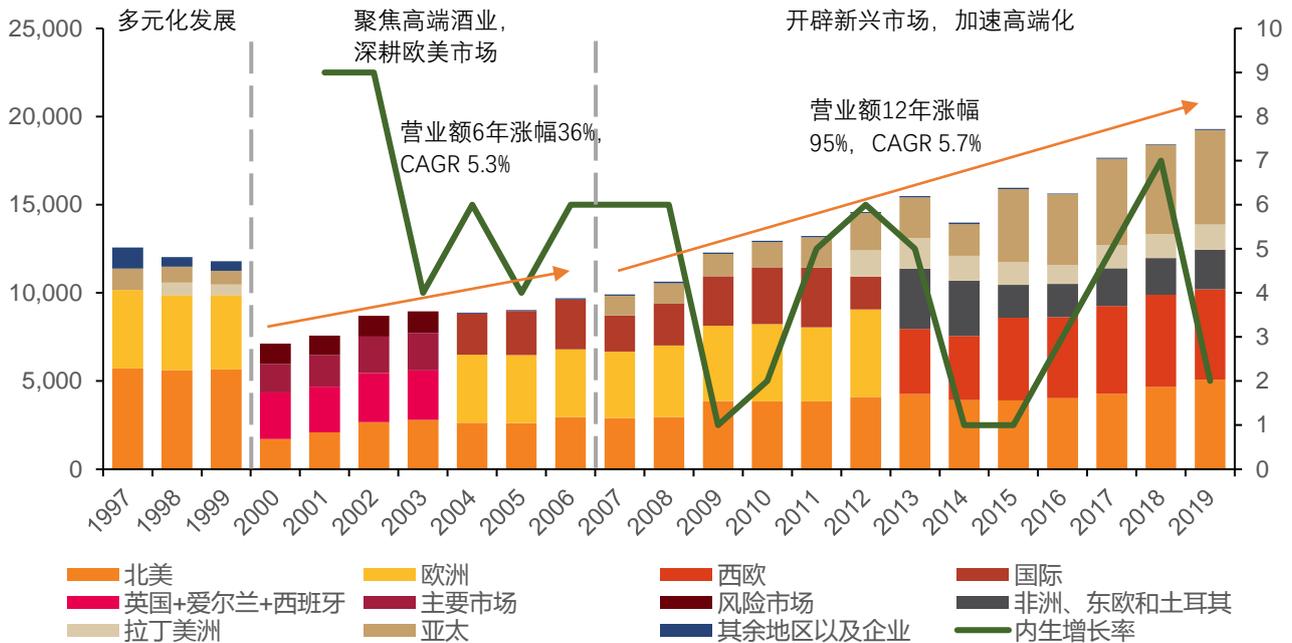
根据帝亚吉欧的战略调整以及业绩变化，我们将帝亚吉欧的发展历程划分为三个阶段：

第一阶段：1997 年完成公司合并，定位消费品公司（1997-2000）；

第二阶段：开启烈酒帝国新篇章（2000-2006）；

第三阶段：开拓新兴市场，探索增量空间（2007-至今）。

图 36：三个阶段看帝亚吉欧 1997-2019 年营业额（百万英镑）和内生增长率



资料来源：公司年报，天风证券研究所；

注：内生增长率指排除处置、收购资产影响后增长率，以保证前后业务的可比性。在 2012 年后，不考虑 IFRS10 的追溯影响。

（1）1997-2000 年多元化发展：定为消费品公司，四大板块齐头并进

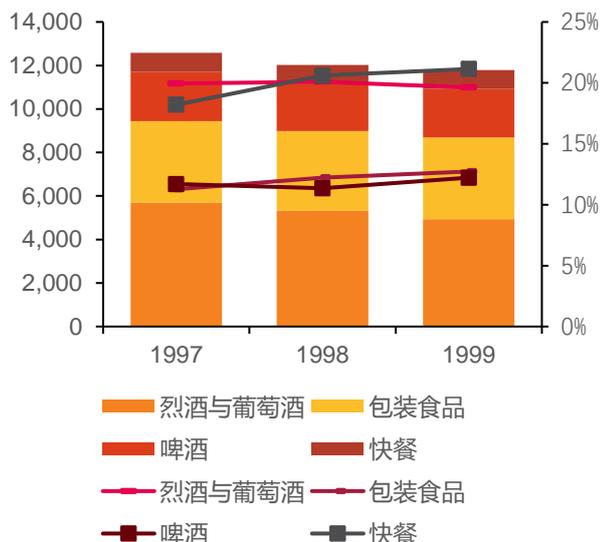
公司在 2000 年前的主要包括四大业务板块：烈酒业务（UDV）、的包装食品业务（涉足冰激凌和烘焙）、吉尼斯（占据全球烈性黑啤酒 80% 的销量）以及汉堡王（世界第二大汉堡连锁餐厅）。公司的目标是成为世界领先的消费公司，公司的主要竞争对手包括可口可乐、宝洁、雀巢、联合利华等世界快消品巨头。

1997 年公司合并后，受到合并重组处置、货币汇兑以及部分地区需求波动的负面影响，1999 年公司营业额同比下降 2%，刨去汇兑损失，同比下降 1%。

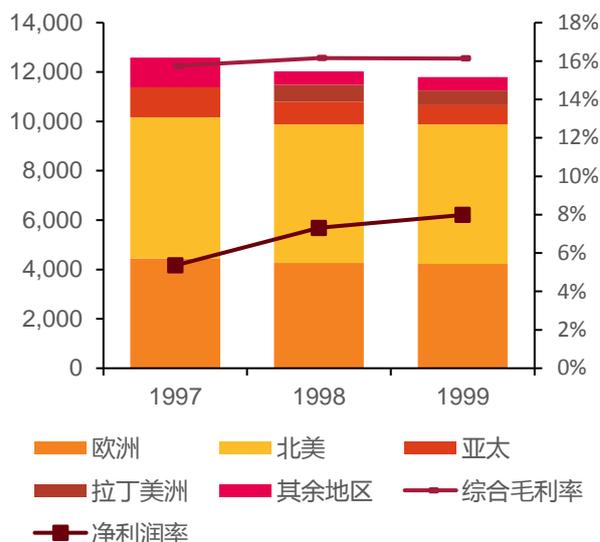
盈利结构上，公司完成合并后的确发挥了一定的协同效应，费用率优化，净利率有所提升，3 年提升了 2.63pct。1999 年四大业务中，烈酒、包装食品、啤酒、快餐的营业额占比分别为 42%、32%、19% 和 7%，烈酒与葡萄酒业务和快餐业务的毛利率最高，达到了 20% 左右；啤酒与快餐在 12% 左右。营收区域上，欧美属于公司核心市场，公司 80% 以上的营收来自欧洲和北美地区。

图 37：1997-1999 年年公司营收分类、营业利润率以及净利润率（百万英镑）

图 38：1997-1999 年公司各事业部营业利润率



资料来源：公司年报、彭博、天风证券研究所



资料来源：公司年报、彭博、天风证券研究所

注：营业利润率=经营性利润/营业额

(2) 2000-2006 年开启烈酒帝国新篇章：优选高端酒精赛道，收购优质品牌深耕欧美市场

2000 年公司认为酒精市场格局更好，还未出现龙头公司，公司在全球酒精市场份额不到 10%，空间很大，决定剥离包装食品以及连锁餐厅业务，专注于高端酒精饮料。2000 年后，公司开始整合吉尼斯的啤酒业务与 UDV 的酒精业务，并且将业务重点放在 8 个全球性品牌上，分别是尊尼获加、吉尼斯啤酒、斯密诺夫、J&B、百利、Cuervo, Tanqueray 和 Malibu（在收购 Seagram 后，其被出售，变为 Seagram 的摩根船长）。其次是区域性烈酒品牌、其他品牌烈酒以及啤酒和葡萄酒。

表 12：公司品牌分类以及全球区域划分

品牌以及区域事业部战略	产品以及国家
全球优先品牌	伏特加：斯米尔诺夫包括 RTD；威士忌：尊尼获加、J&B；黑啤：吉尼斯；利口酒：百利；朗姆酒：摩根船长；龙舌兰：José Cuervo；金酒：杜克雷
区域性烈酒品牌	英国：Bell's、Gordon's gin；韩国：Dimple；爱尔兰：Smithwick's，北美葡萄酒：Beaulieu Vineyards, or BV 等；
其他烈酒品牌	戈登的伏特加酒，经典麦芽威士忌和白马威士忌等
啤酒	竖琴爱尔兰啤酒、基尔肯尼爱尔兰啤酒、史密斯威克啤酒
葡萄酒	美国：Beaulieu Vineyard, Sterling Vineyards and Chalone Vineyards；英国：Blossom Hill；欧洲：Barton & Guestier and Piat d' Or 等；
以 2004 年为准	
四大重要市场	英国、北美、爱尔兰、西班牙
主要市场	非洲（不包括北非），澳大利亚/新西兰，巴西/巴拉圭，哥伦比亚，法国，德国，希腊/土耳其，日本，韩国，墨西哥，泰国，乌拉圭，委内瑞拉等地区 and 全球免税店
关键市场	中东，北非，牙买加，中美洲，加勒比海，葡萄牙，比利时，荷兰，北欧，意大利，瑞士，波兰，

俄罗斯，新加坡，印度尼西亚，菲律宾和马来西亚等

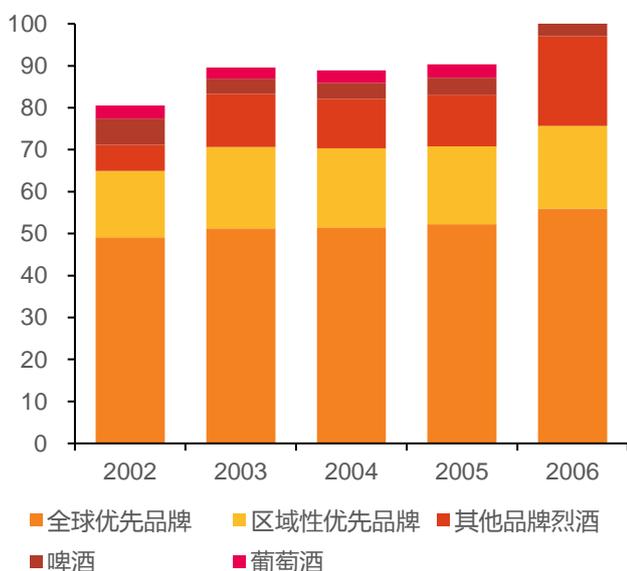
以 2006 年为准

北美	无变化
欧洲	英国，爱尔兰，伊比利亚，北欧，南欧和东欧以及俄罗斯
国际	拉丁美洲和加勒比海，非洲，中东和印度，中国和其他亚洲市场，澳大利亚和新西兰以及全球免税店

资料来源：公司公告，天风证券研究所

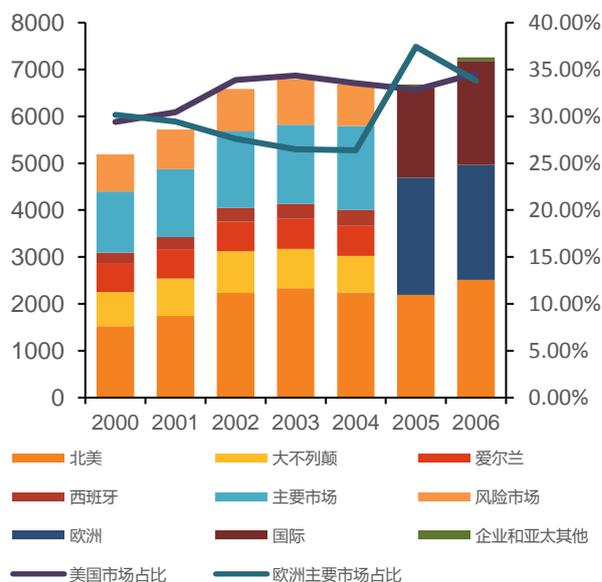
八大全球优先品牌引领成长，庞大品牌组合增强业绩弹性，高端烈酒提升盈利能力。2000年至2006年，公司营业额复合增长率6.78%，2006年实现营业额104.67亿英镑，其中八大品牌始终占据公司总销量的60%左右，2002-06年4年营业额复合增长率5.67%，增长弹性最低，但是更加稳健。公司庞大的品牌组合为公司带来了强大的业绩弹性，在2002-06年期间，烈酒产品的增长部分抵消了啤酒市场的疲软，在此期间啤酒产品的复合增长率为-10.88%，主要系欧洲市场的关税政策、经济困境的影响；但另一方面关税的增加也促使人们转向了葡萄酒。公司2001年收购的Seagram公司，在2002年贡献了4.51亿净销售额（占总净销售额6.8%），1.3亿英镑利润（占总利润5.15%）。

图 39：2000-2006 帝亚吉欧不同品牌组合营业额变化（百万英镑）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 40：2000-2006 帝亚吉欧不同地区净销售额变化（百万英镑）



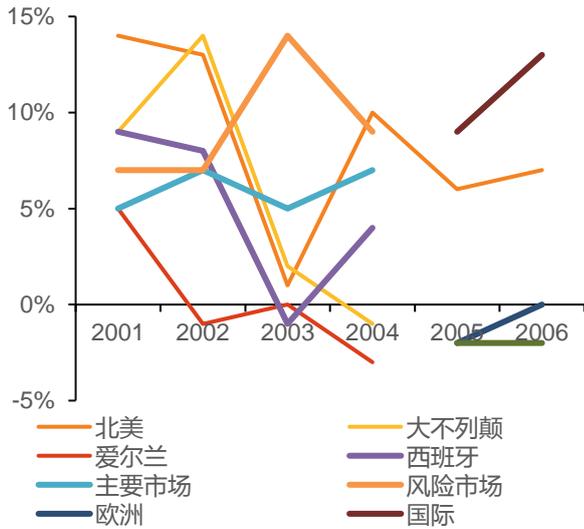
资料来源：公司公告，天风证券研究所

北美市场增长势头强劲，毛利率提升 13pct，6 年复合增长率 8%。北美作为全球最大的高端酒精饮料市场，营收占比从 24%提升至 31%，2005、2006 年内生增长率分别为 6%、7%；同时受益价格上涨，北美分部营业利润率持续攀升，2000-2006 增长了 13pct 至 33%。正如我们上文所分析，我们认为美国作为北美的主要市场，其人均可支配收入的稳定增长是北美酒精市场长周期景气度的重要支撑。

欧洲市场衰退，多年负增长。在 2002 年后，公司的欧洲地区收入占比从 37%下降至 2003 年的 29%，2004-2006 年内生增长率为负，欧洲的主要市场产品的毛利率也持续维持低位。我们认为主要受到英国和爱尔兰市场的关税政策、经济环境恶化以及西班牙酒精市场持续低迷的影响。

增加亚太市场投入，排头兵尊尼获加销量大增。以中国和印度市场为首的亚太市场增长势头强劲，公司积极布局新兴市场，分别赞助了 2005 年的北京顶级高尔夫锦标赛、方程式赛车以及 2006 年的澳大利亚板球联赛。2006 年公司与中信集团达成了经销协议，同期中国地区销量和净销售额增长了 57%，全球优先产品尊尼获加在 2005-06 年的净销售额分别增长了 78%、89%。2005、2006 年印度市场分别实现了 26%和 29%的销量增长。

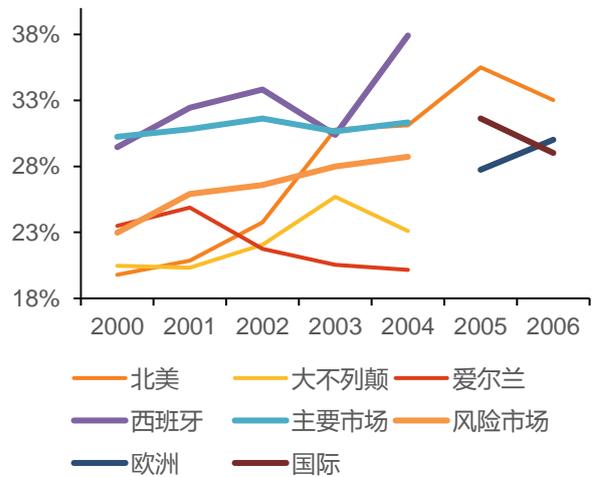
图 41：2000-2006 帝亚吉欧各地区内生增长率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

注：内生增长的定义：以公司在报告期末获得收益的业务收入作为同比计算对象，即从过往收入中剥离已出售的业务。

图 42：2000-2006 帝亚吉欧各业务地区营业利润率



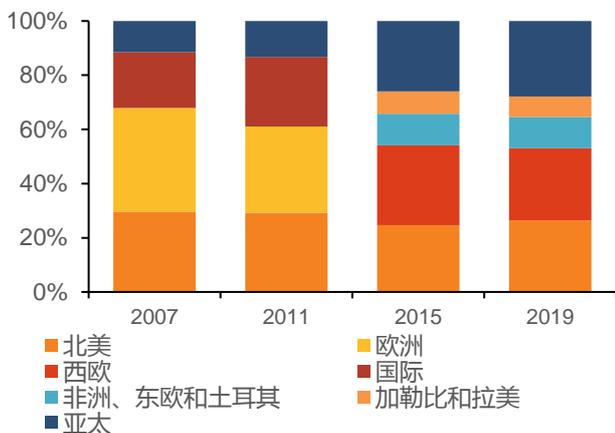
资料来源：公司年报，天风证券研究所

注：营业利润率=营业利润/净销售额。

(3) 2006-至今：开拓亚洲新兴市场，探索增量空间；

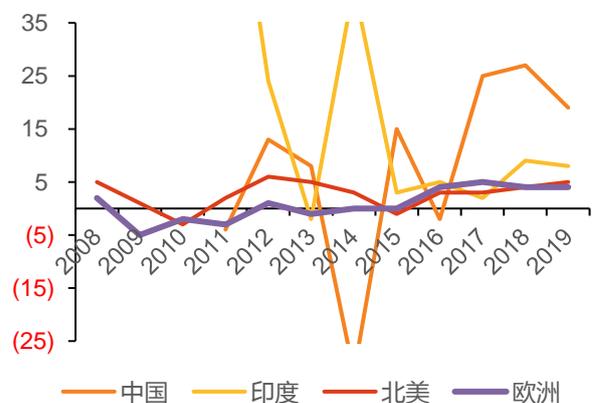
布局新兴市场，连续增资优质标的股权，业绩、估值双升。公司从 2007 年以前的欧洲、北美的双支柱格局转变为 2018 年的欧、美、亚三大营支柱，三者合计占营收总额 75%。公司控股的水井坊以及印度联合酒业对亚太地区的营收做出了重要贡献。2007-2014 年，公司连续从水井坊母公司四川全兴集团（持有水井 39.48% 的股份）收购水井坊股份，2011 年实现了对水井坊的控制（股份占比 39.7%），水井坊的白酒业务毛利率较高，有助于公司提升亚太地区的利润率。印度方面，公司同样是多次增资收购联合酒业的股份，实现控制前公司通过代售协议获益；至 2015 年，公司实现对联合酒业的控股合并（持股 54.8%），仅 2015 年该子公司为公司贡献了 9.21 亿英镑的净销售额（占总净销售额 9%，亚太地区的 89%）和 0.53 亿英镑的营业利润（总营业利润的 1.7%，亚太地区的 20%）。

图 43：2007-2019 年亚太地区营业额占比持续提升



资料来源：公司年报，天风证券研究所

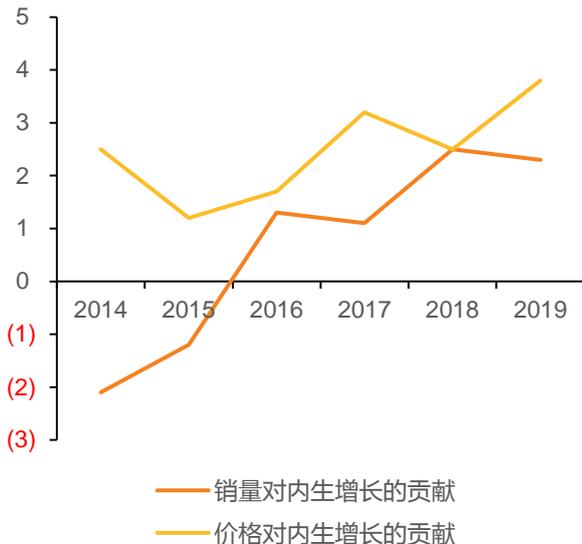
图 44：2007-2019 年中国和印度地区内生增长率高于欧美地区 (%)



资料来源：彭博。天风证券研究所

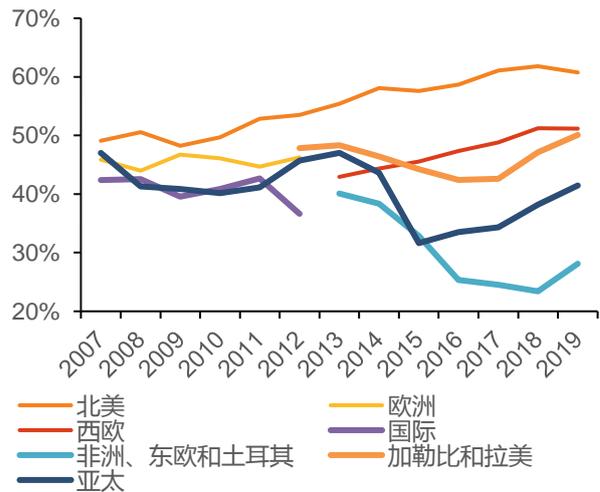
高端化迎合消费升级，价格上涨成为业绩增长的主要驱动力。近 5 年，公司产品组合的价格上涨成为公司业绩增长的主要驱动力，并且完全抵消了 2014 与 2015 年公司销量下降的负面影响（2014-2015 公司净销售额内生增长率为 0）。利润率上，公司近 2 年在各大营收地区均实行了提价战略，全球利润率上升了 3.5pct，其中北美市场的利润率从 50%左右攀升到了 60%左右，近 10 年价格稳健上涨，西欧市场近 7 年上升了 8pct。亚太市场在 2015 年有一个明显下降，我们认为主要系 2015 年合并利润率较低的印度联合酒业。

图 45：2014-2019 帝亚吉欧数量增加以及价格上涨对公司净销售内生增长率的贡献(%)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 46：2007-2019 年帝亚吉欧的全球市场利润率变化



资料来源：公司年报，天风证券研究所

分母为净销售额（营业额-消费税），分子为营业利润加市场费用

3. 对标美国市场，看国内白酒高端化与全国化，坚定看好中高端白酒黄金机遇

3.1. 中高端白酒市场至少还有 2000 亿以上成长空间，营收有望翻倍增长

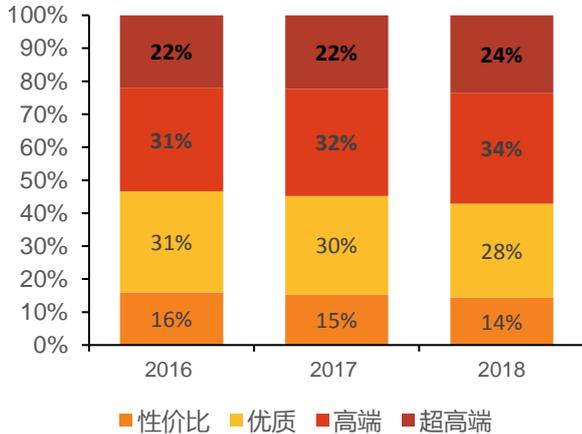
对标美国烈酒市场，其销量增长基本维持在 2%，营收规模同比增长在 4-5%，营收增长主要依靠高端烈酒推动，美国烈酒市场类似中国白酒行业也处于结构化增长阶段。我们参考美国烈酒的价格带划分方式，近 3 年其 4 个价格带的营收规模占比已相当稳定，其中性价比类产品的营收规模仅占总营收规模的 15%左右，腰部价格带（优质和高端）营收占比达到了 60%。

我们依据中国白酒公司主要产品所处的价格带，将国内非上市企业粗略划分为 3 个档次（如 1.2 小节所示）。假设非上市公司的主要产品均为性价比产品，那么对标美国市场 15%的占比，非上市公司营收份额中的 45%将成为未来中高端白酒的潜在发展空间（目前国内非上市占比 60%）。根据国家统计局数据，中国规模以上白酒企业 2018 年实现销售收入 5363.83 亿人民币，上市公司营收规模在 2146 亿、占比 40%，假设整个市场规模不变，对标美国中高端（除了性价比市场外）85%的市场份额，未来中高端白酒则有 2000 亿以上的成长空间，

营收有望翻倍增长。

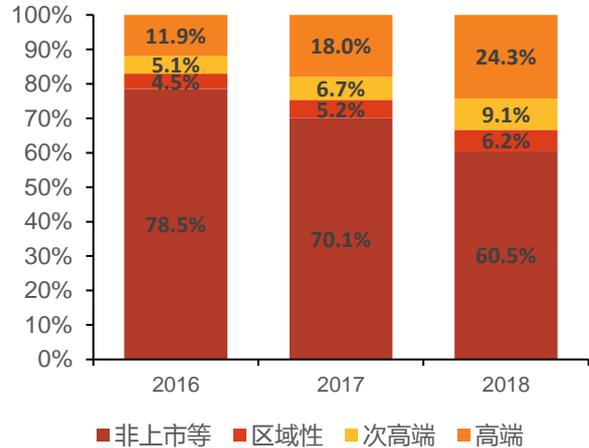
腰部价格带成长空间最大，至少还有 300%以上的增长空间。由于我们价格带的划分方式是以公司为单位，因此在对标美国烈酒市场时，不能僵化的套用美国市场四个价格带的划分方式，所以我们这里粗略的将美国腰部烈酒市场即优质以及高端市场作为我们区域性以及次高端白酒的对标市场。目前中国白酒腰部占比仅 15%左右，对标美国 60%的占比，我们认为还有 300%以上的营收成长空间。

图 47：2016-2018 年美国烈酒行业各价格段营收规模



资料来源：DISCUS，天风证券研究所

图 48：2016-2018 中国白酒行业各板块白酒企业营收规模



资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 对标帝亚吉欧从欧美化走向全球化，看白酒企业借助全国化增厚市值

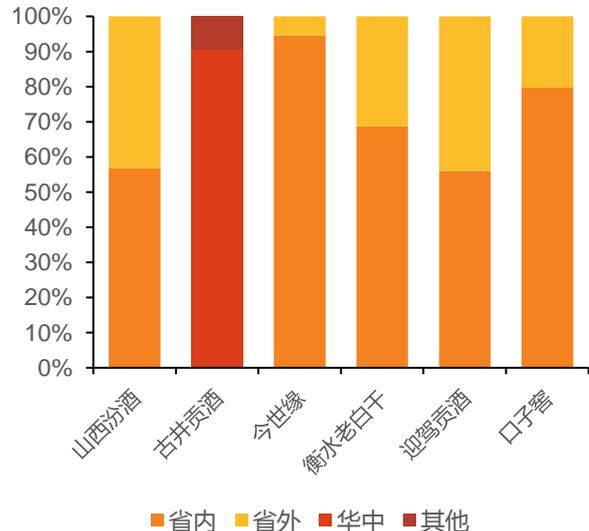
以 2007 年帝亚吉欧发达国家市场营收占比约 70%为起点，至 2019 年新兴市场占比达到 50%，市值增长 200%。回顾帝亚吉欧发展历程，公司在 2006 年以前主要是在不断完善欧美市场的渠道布局，开拓新品类，欧美发达市场占比在 70%以上，公司市值提升 24%，业绩保持稳定增长，不断消化估值。

2006-2019 年，公司新兴市场营收占比从 30%提升至 50%，同期成熟市场中的美国市场受益高端化布局，北美营收占比仍然维持在 25%，而根据地欧洲市场下降了 10%。帝亚吉欧对新兴市场的投入带来的是公司业绩以及估值的双击，在 2007 年后市值涨了两倍，营收几乎实现翻倍。目前中国区域性白酒企业的根据地市场占比均在 50%以上，同时不少白酒公司省内市场也不是国内高端消费市场，如果借鉴帝亚吉欧的并购拓展经验，看未来 5 年以上，国内全国化布局顺利的白酒公司有望复制帝亚吉欧的成长路径。

图 49：2004-2019 帝亚吉欧新兴市场布局带来估值、业绩双击



图 50：2018 年国内中高端白酒公司省内外布局



资料来源：公司年报，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现

亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com