

# 食品饮料

## 白酒行业“新周期”的再思考

站在当下，如何看待后疫情时代白酒行业的发展趋势，我们参考2008年金融危机后2009-2012年白酒板块表现，并结合近年来行业发展特点，从长周期、中周期、短周期维度简要做以思考和分析。

**长周期维度：“量缩价增”时代，高端品收入弹性最大**

第三产业占比提升的趋势不变，“量缩价增”的背景下，高端品的收入弹性最大。目前中国第三产业占比相较于美日等发达国家仍有较大提升空间，消费品的支出持续增加，而由于人口结构和消费习惯等原因，不少消费品的销量呈现稳中有降的趋势，所以价格上行是必然现象。行业销量大幅下降后，逐渐步入平稳。2015年部分消费品行业呈现出明显的“量缩价增”现象。白酒行业是其中的典型代表，销量四年间下行超过四成。2020年疫情之下，行业挤压更甚，消费者、渠道向名酒集中，即便在上市公司层面，2020年前三季度收入增速分化亦十分明显，行业性去化预计将持续一段时间，随后进入“巨头争霸”时代，此时，行业整体销量或呈现稳中有落的态势，集中度趋于平稳，行业格局基本“定型”。

**中周期维度：千元价格带放量可期，2000元成为高端新门槛**

后疫情时代，高端酒处于提价周期。从白酒行业近20年的发展史来看，高端酒价格呈现较为明显的周期性，整体呈螺旋式上涨趋势。由于2020年全球货币供给量增加，资产价格提升，同时随着需求面的恢复，未来2-3年高端酒或演绎2009-2012年白酒价格上行态势。千元价格带走进“百姓家”，放量可期。消费价格带呈现跳跃式发展周期，2015年以来，随着行业的复苏，300-600元价格带成为白酒行业的“成长型”价格带。后疫情时代，价格带跃迁正在进行时，“成长型”价格带从300-600元向600-1000元价格带迁移，而在千元价格带，竞争格局亦存变数。重新定义高端价格带，2000元成为高端酒门槛。过去我们将茅五泸作为高端酒的三巨头，过去五年其价格带已出现明显区隔，随着消费的升级，我们理应重新定位高端酒。2010年茅五泸终端价在700-800元，反映了当时高端酒的定价，那么十年后的当下，2000元理应成为高端酒的门槛。

**短周期维度：行业顺周期，价格自上而下传导**

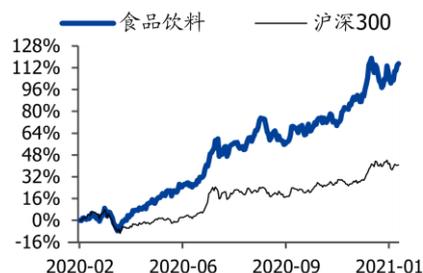
春节旺季周期拉长，疫情不改名酒开门红。随着经济面的企稳回升，2010Q1白酒行业销量同比增速50%，2010Q2-Q4虽增速放缓但仍保持了30%以上的同比增长。相较而言，2021年1月疫情散发、返乡政策等原因使中档酒动销承压，使得白酒整体动销回补周期拉长，对于2021年白酒量价动销仍乐观。价格自上而下传导，地产酒业绩弹性有望逐步显现。高端酒率先复苏，在茅台带动下量价双升。返乡政策对中档酒冲击较大，使得地产酒收入小幅承压，但结构升级依旧明显。展望2021年，主流消费价格带跃迁的背景下，地产酒的业绩弹性有望逐步显现。随着货币面的收紧，板块估值预计稳中有落，业绩增长将对冲估值下移。2010Q1随着全A股的估值下移，食品饮料板块小幅回调，但随着业绩的增长和板块景气度的体现，食品饮料板块（尤其是白酒板块）的估值下移幅度相对较小。2010年白酒板块涨跌幅（+27.7%）跑赢全A股（-4.3%）。

**投资建议：酒类方面：消费结构性提升明显，建议加配高端酒。**行业挤压式增长趋势不变，茅台价盘高企供需依旧紧平衡，名酒龙头稳健性较强。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并关注地产酒的结构升级机会，核心推荐山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、今世缘。啤酒板块高端化进程加速，重点推荐华润啤酒、重庆啤酒。**大众品方面：提价主线贯穿全年，聚焦优质龙头标的。**核心推荐涪陵榨菜、千禾味业、洽洽食品、海天味业、天味食品、日辰股份，并关注细分子行业优质标的安井食品、绝味食品、巴比食品、中炬高新、新乳业等。

**风险提示：**国内疫情全面爆发引发需求断崖式下降；经济急速下滑影响白酒动销；高端新品推广不及预期。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

### 相关研究

- 1、《食品饮料：近五年行业走势的复盘和简要思考》2020-10-08
- 2、《食品饮料：休闲零食：品类 or 渠道？优质供应链价值凸显》2020-09-16
- 3、《食品饮料：安徽白酒实地调研反馈》2020-09-13



## 内容目录

前言：以古鉴今思辨.....	3
长周期维度：“量缩价增”时代，高端品收入弹性最大.....	3
中周期维度：千元价格带放量可期，2000元成为高端新门槛.....	4
短周期维度：行业顺周期，价格自上而下传导.....	5
风险提示.....	6

## 图表目录

图表 1: 美日中 M2 同比增速 (%).....	3
图表 2: 中国白酒销量 (折 65 度, 万千升).....	3
图表 3: 中国高净值人群数量及可投资资产.....	4
图表 4: 中国高净值人群可投资资产占中国个人可投资资产比例.....	4
图表 5: 茅台终端价年复合增速.....	4
图表 6: 茅台终端价增速与 PPI 同比增速.....	4
图表 7: 十年茅五终端价与宏观指标增值幅度.....	5
图表 8: 江苏省白酒主流消费价格带变化.....	5
图表 9: 2007-2012 年白酒行业销量增速 (折 65 度).....	6
图表 10: 2019-2020 年 SW 白酒行业收入和净利润增速 (%，单季度).....	6
图表 11: 2010Q1 和 2010 年板块涨跌幅.....	6
图表 12: 各板块的市盈率表现 (TTM).....	6

## 前言：以古鉴今思辨

以古鉴今是通用的研究方法，对于白酒这一发展周期相对可考的行业实用性较强，虽然所处的经济环境有所差异，但其周期性运行规律有相似之处。2020年面对突如其来的疫情冲击，从2003年SARS时期到2008年金融危机时期的复盘，让我们找到了些许踪迹，回顾几篇复盘报告，大体运行规律基本相符。彼时我们提出了以下结论：

- 宏观层面：PPI和CPI双降，消费阶段性减速
- 行业层面：高端酒价盘承压但下行空间有限，名酒仍有望实现销量微增，随着经济走出阴霾，反弹亦可期
- 估值层面：经济刺激计划出台，政策驱动股价先行

与此同时，从股价走势来看，亦与2008年金融危机时相似，必选先行，稳定性溢价，随着经济走出阴霾，可选板块迎头赶上，白酒下半年涨幅领跑。

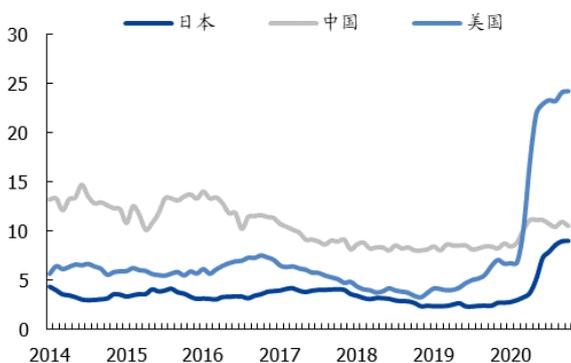
2020年底，我们在《白酒或现五年最旺春节动销》亦采用了历史对比的方法，借鉴了2010年春节的行业情况，虽然2021年1月疫情散发、返乡政策等原因使中档酒动销承压，增加了白酒春节销售的不确定性，但从目前的名酒打款、动销情况来看，阶段性的验证了当时的判断。

站在当下，如何看待后疫情时代白酒行业的发展趋势，我们参考2008年金融危机后2009-2012年白酒板块表现，并结合近年来行业发展特点，从长周期、中周期、短周期维度简要做以思考和分析。

## 长周期维度：“量缩价增”时代，高端品收入弹性最大

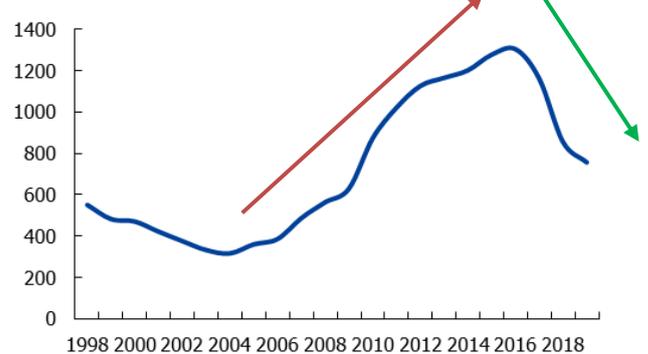
第三产业占比提升的趋势不变，“量缩价增”的背景下，高端品的收入弹性最大。目前中国第三产业占比相较于美日等发达国家仍有较大提升空间，消费品的支出持续增加，而由于人口结构和消费习惯等原因，不少消费品的销量呈现稳中有降的趋势，所以价格上行是必然现象。而从价格带来看，由于中国富裕人群数量的增加和其财富占比的提升，使得高端品的需求更加旺盛。具体到食品饮料行业来看，无论是饮料还是食品，这几年呈现出吨价越高的产品涨价越快的倒金字塔现象。

图表1：美日中M2同比增速（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表2：中国白酒销量（折65度，万千升）

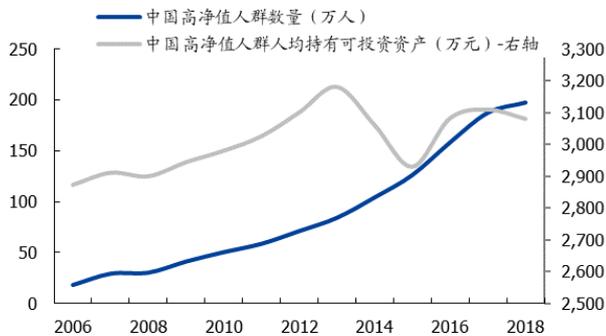


资料来源：wind，国盛证券研究所

行业销量大幅下降后，逐渐步入平稳。2015年部分消费品行业呈现出明显的“量缩价增”现象，高端品的量价提升，推升了业绩的增速。白酒行业是其中的典型代表，中国白酒

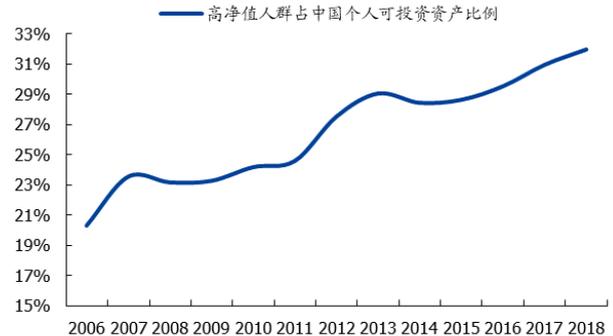
的销量从1306万吨(2016年)下行至756万吨(2019年),销量四年间下行超过四成。2020年疫情之下,行业挤压更甚,消费者、渠道向名酒集中,即便在上市公司层面,2020年前三季度收入增速分化亦十分明显,茅五泸汾实现正增长,部分公司收入下滑比例超过20%。从经销商和终端的角度来看,会加速向名酒集中,使得小品牌的去化加速,行业性去化预计将持续一段时间,随后进入“巨头争霸”时代,此时,行业整体销量或呈现稳中有落的态势,集中度趋于平稳,行业格局基本“定型”。

图表3: 中国高净值人群数量及可投资资产



资料来源: 招行私人财富报告, wind, 国盛证券研究所

图表4: 中国高净值人群可投资资产占中国个人可投资资产比例

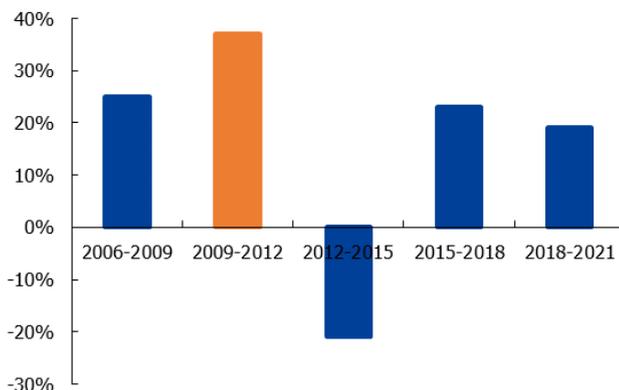


资料来源: 招行私人财富报告, wind, 国盛证券研究所

## 中周期维度: 千元价格带放量可期, 2000元成为高端新门槛

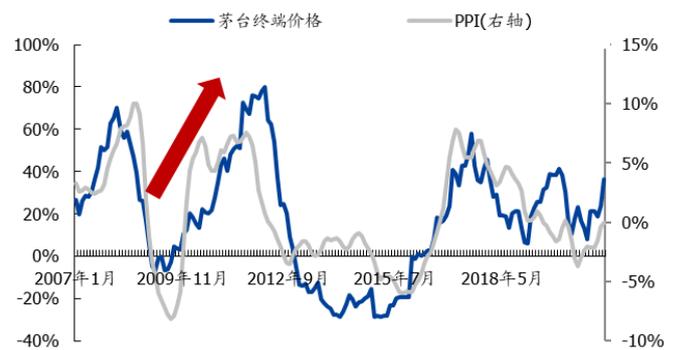
后疫情时代, 高端酒处于提价周期。从白酒行业近20年的发展史来看, 高端酒价格呈现较为明显的周期性, 整体呈螺旋式上涨趋势, 其中1998-2002年、2008年、2012-2015年、2018年、2020年(上半年)出阶段性调整, 随着经济面的复苏, 2020年下半年开始进入发展新周期。由于2020年全球货币供给量增加, 资产价格提升, 同时随着需求面的恢复, 未来2-3年高端酒或演绎2009-2012年白酒价格上行态势。

图表5: 茅台终端价年复合增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表6: 茅台终端价增速与PPI同比增速



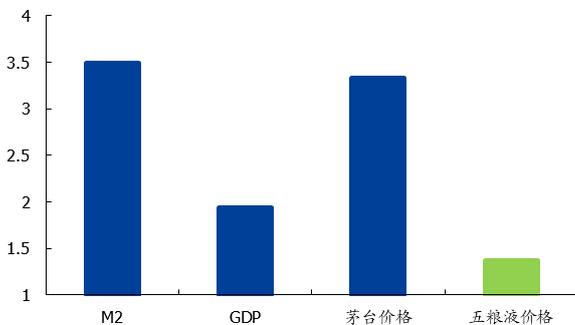
资料来源: wind, 国盛证券研究所

千元价格带走进“百姓家”, 放量可期。消费价格带呈现跳跃式发展周期, 2015年以来, 随着行业的复苏, 300-600元价格带成为白酒行业的“成长型”价格带, 行业规模从100元(2014年)上行至500亿(2020年)。后疫情时代, 价格带跃迁正在进行时, “成长型”价格带从300-600元向600-1000元价格带迁移, 次高端的高端化趋势明显。而在

千元价格带，竞争格局亦存变数，五粮液目前体量最大，坐享强品牌力下的自然增长，酱香和清香开始培育千元产品，国窖青花郎品牌力日盛，习酒、国台、汾酒均推出千元价格带产品。

**重新定义高端价格带，2000元成为高端酒门槛。**过去我们将茅五泸作为高端酒的三巨头，过去五年其价格带已出现明显区隔，目前茅五价差近三倍，随着消费的升级，我们理应重新定位高端酒。我们从两个维度思考这一问题：1)从宏观指标来看，以2010年为基数1，2020年M2和GDP分别为3.5和1.9，如果以购买力衡量，现在的高端酒应该是十年前(同品牌力)的2倍左右，若考虑金融属性，应该是十年前的3.5倍。从这个维度来看，茅台(3.3倍)基本符合其金融属性下的增幅，五粮液(1.4倍)显著跑输。2)从主流消费价格带来看，江苏、安徽主流消费价格带是十年前的2-3倍，基本反映了消费升级的速率。2010年茅五泸终端价在700-800元，反映了当时高端酒的定价，那么十年后的当下，2000元理应成为高端酒的门槛。目前千元价格带的五粮液和国窖均布局了2000元价格带，未来市场培育和产品运作值得期待。

图表7: 十年茅五终端价与宏观指标增值幅度



资料来源: wind, 国盛证券研究所; 注: 以2010年为基准1

图表8: 江苏省白酒主流消费价格带变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 短周期维度: 行业顺周期, 价格自上而下传导

2020年下半年开始,随着经济的复苏,白酒行业新入新一轮发展周期,茅台价格再创新高,名酒推新品,提价格,主流消费价格带开始新一轮跃迁式增长。从短周期维度来看,2021年白酒行业走势将如何演绎?

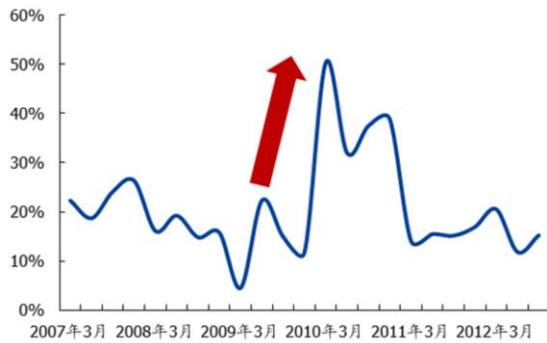
**春节旺季周期拉长,疫情不改名酒开门红。**2008Q3由于全球经济出现调整,造成白酒销量的阶段性降速,销量从20%左右的增速中枢下移(2009Q1同比增速5%,阶段性见底),随着经济面的企稳回升,2010Q1白酒行业销量同比增速50%,出现了消费的回补,2010Q2-Q4虽增速放缓但仍保持了30%以上的同比增长,拉平来看,2010年补足了2009年的回落增速。相较而言,2021年1月疫情散发、返乡政策等原因使中档酒动销承压,使得白酒整体动销回补周期拉长,对于2021年白酒量价动销仍乐观。

**价格自上而下传导,地产酒业绩弹性有望逐步显现。**高端酒率先复苏,在茅台带动下量价双升,价格自上而下传导,地产酒结构升级行在途中。返乡政策对中档酒冲击较大,使得地产酒收入小幅承压,但结构升级依旧明显。展望2021年,主流消费价格带跃迁的背景下,地产酒的业绩弹性有望逐步显现。

随着货币面的收紧,板块估值预计稳中有落,业绩增长将对冲估值下移。2010年一季度

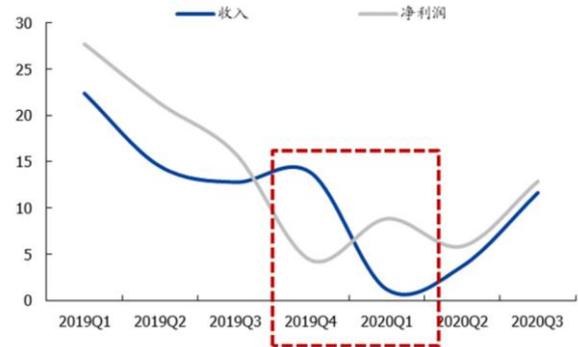
随着全A股的估值下移，食品饮料板块小幅回调，但随着业绩的增长和板块景气度的体现，食品饮料板块（尤其是白酒板块）的估值下移幅度相对较小。2010年白酒板块涨跌幅（+27.7%）跑赢全A股（-4.3%）。

图表 9: 2007-2012 年白酒行业销量增速 (折 65 度)



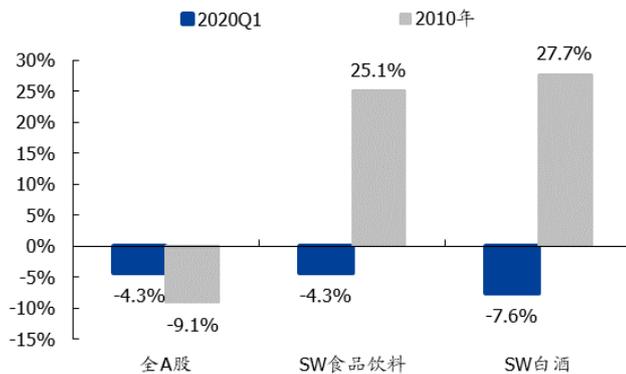
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2019-2020 年 SW 白酒行业收入和净利润增速 (%，单季度)



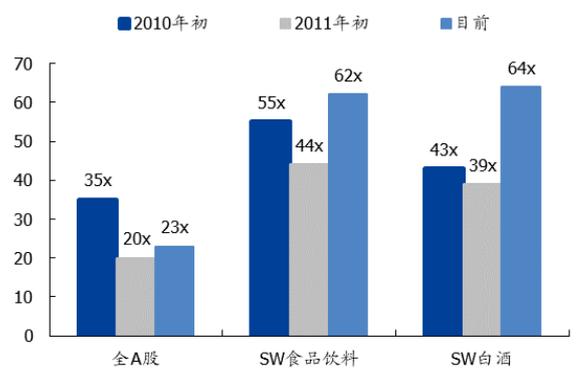
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2010Q1 和 2010 年板块涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 各板块的市盈率表现 (TTM)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

国内疫情全面爆发引发需求断崖式下降；经济急速下滑影响白酒动销；高端新品推广不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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

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

### 分析师声明

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

### 投资评级说明

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

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com