

# 食品饮料

## 次高端白酒迎新一轮“牛市”

行业景气是次高端“牛市”的基础。

过去十年白酒行业经历了三次较为明显的上行期，分别为2010-2011年、2016-2017年和2020年下半年至今，其中两次为强刺激后经济的强复苏，一次为去产能后经济的提振式发展。2020年下半年开始，随着强刺激后经济强复苏，白酒行业进入新一轮发展周期。

目前300-600元次高端市场规模500-600亿元，显著低于千元以上高端市场和200元以下中低端市场。过去五年次高端价格带扩容明显，行业年复合增长约20%，其中2015-2017年行业年复合增速近40%，2018-2020行业年复合增速约10%，随着行业景气度向上，我们预计2021年次高端价格带同比增速将超过35%，并会维持2年左右的高速扩容周期。

行业周期“放大器”，次高端具备成长弹性。

由于白酒行业价盘的一体性，通常情况下会自上而下传导，千元价格带崛起后，次高端今年春节强势反弹，青花汾酒、水井坊、舍得、洋河梦6+等品牌2021年一季度营收同比翻倍，增速甚至快于千元价格带，开启新一轮发展周期。除了基数原因，为何次高端行业增速领跑？

首先，由于行业规模相对较小，消费进阶后次高端销量弹性较大。其次，开启新一轮渠道招商铺市，“放大”行业增速。此外，疫情清库存，终端进入加库存周期。最后，酱酒热度虽延续，边际作用或递减。

行业格局存变，酒企路径差异化。

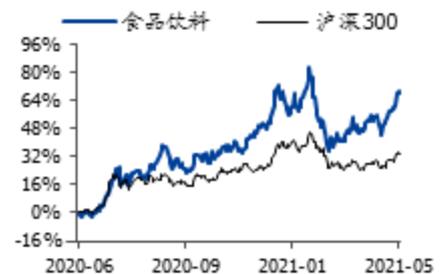
作为白酒行业的“成长型”赛道，次高端的竞争格局仍未固化，目前呈现了多强并立的局面，其中剑南春、习酒成为百亿大单品，洋河梦之蓝、青花汾酒营收在40-65亿之间，除此之外，国台、国缘、水井、舍得等品牌营收亦在20亿以上。展望未来五年，行业扩容至千亿规模，仍有望跑出2-3个百亿大单品。

品牌力区隔，酒企路径差异化显现。郎酒千元价格带已经起势，汾酒、习酒、酒鬼开始布局。作为次高端“逆袭”的典范，2017年以来郎酒聚焦高端青花郎品牌，淡化营收占比较高的红花郎。除此之外，2019年酒鬼开始铺市内参系列，2020年加大全国招商，2020年下半年汾酒和习酒均推出了千元产品，预计2021年两品牌的千元产品收入将超过十亿。洋河、水井发力600元蓝海价格带，梦6+省内已出现放量趋势。看好次高端行业扩容趋势和龙头企业的全国化进程，核心推荐山西汾酒、水井坊、洋河股份。

**风险提示：**宏观经济增速放缓导致需求不及预期，行业竞争加剧风险，次高端铺市渠道库存加大，行业估值大幅波动。

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

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

### 相关研究

- 1、《食品饮料：Q1收入如期恢复，板块表现有所分化——财报总结之食品篇》2021-05-05
- 2、《食品饮料：高端化+规模效应，业绩弹性增强——财报总结之啤酒篇》2021-05-05
- 3、《食品饮料：报表中的三个预期差——财报总结之白酒篇》2021-05-05



## 内容目录

1、行业景气是次高端“牛市”的基础.....	3
2、行业周期“放大器”，次高端具备成长弹性.....	4
3、行业格局存变，酒企路径差异化.....	5
4、风险提示：.....	6

## 图表目录

图表 1: 茅台终端价增速与 PPI 同比增速.....	3
图表 2: 次高端白酒行业规模.....	3
图表 3: 江苏省白酒主流消费价格带变化.....	3
图表 4: 高端及次高端酒企单季度营收增速对比.....	4
图表 5: 次高端上市公司营收增速情况.....	4
图表 6: 2018 年次高端白酒行业竞争格局.....	5
图表 7: 2020 年次高端白酒行业竞争格局.....	5
图表 8: 部分次高端价格带产品收入规模（亿元）.....	5
图表 9: 次高端主流产品淘宝到手价.....	6

## 1、行业景气是次高端“牛市”的基础

由于中高端白酒的消费场景多为宴请，其景气度与经济发展周期基本同步，茅台价格作为行业的风向标，反映出行业的周期变化。过去十年白酒行业经历了三次较为明显的上行期，分别为2010-2011年、2016-2017年和2020年下半年至今，其中两次为强刺激后经济的强复苏，一次为去产能后经济的提振式发展。三轮白酒上行期的表现为茅台终端价大幅增长，白酒行业消费加速“上台阶”，中高端白酒价格带迅速扩容。

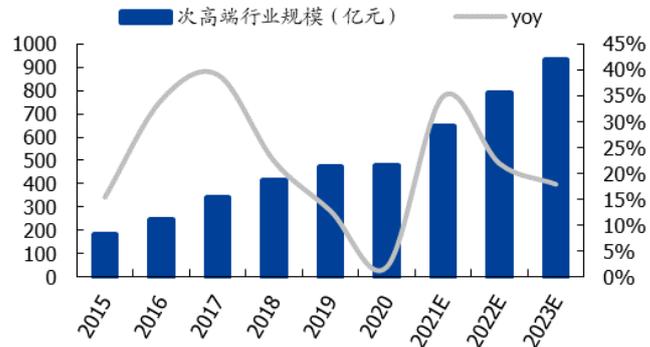
从增长斜率来看，2010-2011年快于2016-2017年，经历了行业快速增长后，2012年随着经济周期波动和三公消费冲击，渠道的库存问题暴露出来，行业经历了两年余调整期，股价亦出现了估值和业绩双杀。2016-2017年虽在快速发展过程中，亦出现了部分铺市性增长，但由于发展速率慢于上轮，渠道库存相对理性，经历了2018年波动期，去化了铺市库存，同时2020年疫情将渠道库存基本“清零”。2020年下半年开始，随着强刺激后经济强复苏，白酒行业进入新一轮发展周期。（详见我们2020年6月底报告《危而后机，白酒有望开启发展新周期》和2020年底报告《白酒或现五年最旺春节动销》）

图表 1: 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

图表 2: 次高端白酒行业规模



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

白酒行业呈现“两头大，中间小”的发展格局，目前300-600元次高端市场规模500-600亿元，显著低于千元以上高端市场和200元以下中低端市场。过去五年次高端价格带扩容明显，行业年复合增长约20%，其中2015-2017年行业年复合增速近40%，2018-2020行业年复合增速约10%，随着行业景气度向上，我们预计2021年次高端价格带同比增速将超过35%，并会维持2年左右的高速扩容周期。

图表 3: 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

## 2、行业周期“放大器”，次高端具备成长弹性

由于白酒行业价盘的一体性，通常情况下会自上而下传导，2020年二季度开始茅台价格率先反弹，2020年下半年千元价格带强势复苏，全年来看，即便疫情影响，2020年茅五保证了双位数的增长，国窖增速超20%，酒鬼内参系列作为千元价格带的黑马，2020年下半年开启了全国化招商，汾酒、习酒等公司亦加大了千元价格带的布局。千元价格带崛起后，次高端今年春节强势反弹，青花汾酒、水井坊、舍得、洋河梦6+等品牌2021年一季度营收同比翻倍，增速甚至快于千元价格带，开启新一轮发展周期。除了基数原因，为何次高端行业增速领跑？

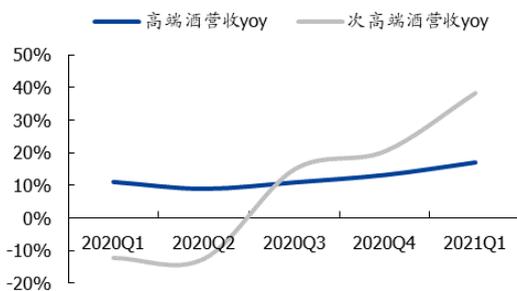
首先，由于行业规模相对较小，消费进阶后次高端销量弹性较大。白酒行业“两头大，中间小”的发展格局，一旦消费进阶，次高端成为放量型价格带，目前江苏、浙江等主流消费价格带已达到300-600元，山东、安徽、河南等市场次高端价格带的占比亦加速上升。

其次，开启新一轮渠道招商铺市，“放大”行业增速。对于高端酒而言，由于其竞争格局较优，处于寡头垄断性市场，且茅五泸基本实现了全国化，空白市场较少，在行业上行期通常会权衡量价，不会大规模招商和放量，但对于次高端品牌而言，由于多数品牌体量在20-60亿之间，仍有较多空白市场，会加速招商和铺市，由于行业景气度较高，主流品牌多数能顺利招商和铺市，比如：2016-2017年青花汾酒、梦之蓝、水井、舍得等品牌均加速了渠道布局和终端铺市，厂家出货增速在一段时间内快于消费者动销增速。

此外，疫情清库存，终端进入加库存周期。2016-2017年铺市过程中，终端累积了部分库存，2018年和2020年经历两轮去库存，汾酒由于品牌力较强，基本平滑了库存波动，但2018年下半年和2020年上半年青花系列亦出现了波动，洋河梦之蓝亦经历了1-2年的控货周期，随着梦6+的成功推行，走出阴霾，水井坊2018-2019年价盘出现波动，2020年二三季度顺势清库存，目前渠道库存处于低位，舍得由于经营问题，2018-2020年业绩大幅波动，部分渠道出清。目前来看，主流品牌的终端库存较低，有望进入新一轮渠道铺市周期。

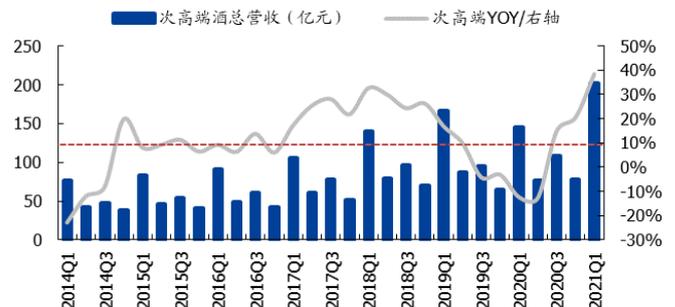
最后，酱酒热度虽延续，边际作用或递减。近几年由于茅台的示范效应，酱酒在次高端价格带起势明显，其中习酒从21亿元（2015年）增长至103亿元（2020年），国台、茅台系列酒、珍酒等品种抢占了次高端约200亿市场增量，使得浓香次高端扩容受到挤压。目前从市场情况来看，酱酒热度虽有延续，但铺市增速或有所收敛，品牌差异度逐渐显现，未来边际影响或递减。

图表 4：高端及次高端酒企单季度营收增速对比



资料来源：Wind、国盛证券研究所，高端酒包含贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端酒包含舍得酒业、水井坊、山西汾酒、洋河股份

图表 5：次高端上市公司营收增速情况

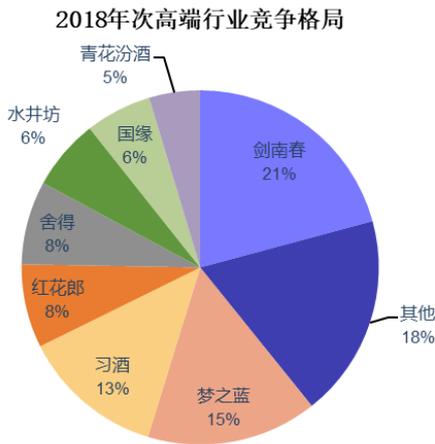


资料来源：Wind、国盛证券研究所；次高端酒包含舍得酒业、水井坊、山西汾酒、洋河股份

### 3、行业格局存变，酒企路径差异化

作为白酒行业的“成长型”赛道，次高端的竞争格局仍未固化，目前呈现了多强并立的局面，其中剑南春、习酒成为百亿大单品，洋河梦之蓝、青花汾酒营收在40-65亿之间，除此之外，国台、国缘、水井、舍得等品牌营收亦在20亿以上。展望未来五年，行业扩容至千亿规模，仍有望跑出2-3个百亿大单品。

图表 6: 2018 年次高端白酒行业竞争格局



资料来源: 中国产业信息网, Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2020 年次高端白酒行业竞争格局



资料来源: 中国产业信息网, wind, 国盛证券研究所

**品牌力区隔，酒企路径差异化显现。**在前期报告中，我们提出未来5年千元价格带成为放量价格带，次高端“高端化”趋势明显，600元价格带亦将显著扩容。对于次高端品牌来说，过去几年品牌力拉升明显的酒企布局并发力千元价格带，次之发力600元价格带。

图表 8: 部分次高端价格带产品收入规模 (亿元)

	梦之蓝	水井坊	青花汾酒	舍得	习酒	国台
2015	22	9	8	12	21	-
2016	29	12	10	15	26	-
2017	43	20	14	16	36	6
2018	63	28	20	22	56	12
2019	70	35	27	27	80	19
2020	65	30	40	27	103	35

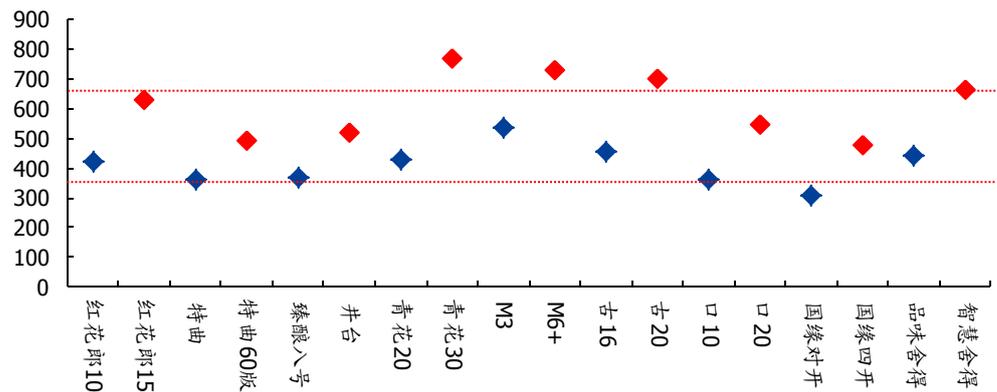
资料来源: 酒业家, wind, 国盛证券研究所

**郎酒千元价格带已经起势，汾酒、习酒、酒鬼开始布局。**作为次高端“逆袭”的典范，2017年以来郎酒聚焦高端青花郎品牌，淡化营收占比较高的红花郎，将品牌高度拉升至千元价格带，2017-2019年公司高端酒营收占比从14%提升至38%，目前青花郎成为千元价格带的“黑马”，市占率有望持续提升。除此之外，2019年酒鬼开始铺市内参系列，2020年加大全国招商，2020年下半年汾酒和习酒均推出了千元产品，预计2021年两品牌的千元产品收入将超过十亿。

洋河、水井发力 600 元蓝海价格带，梦 6+省内已出现放量趋势。次高端价格带通常情况下会采用双品牌竞争策略，如洋河梦 6 和梦 3，水井的井台和八号，汾酒的青 30 和青 20，相较于 300-400 元价格带，600 元价格带目前市场规模较小，消费升级趋势明显，未来有望起量。600 元价格带，五粮液和国窖低度酒难放量，给次高端酒企创造出“蓝海”发展机遇。

过去三年次高端品牌发展的快慢有所差异，汾酒品牌拉力提升最快，青 30 换包直接定位千元，洋河梦 6+成功升级，布局 600-800 元价格带，目前省内已出现放量趋势，省外有望通过 2-3 年市场培育逐渐进入放量阶段，水井坊井台系列价盘有所滑落，目前加大典藏布局，未来将以典藏为抓手发力 600 元价格带。

图表 9: 次高端主流产品淘宝到手价



资料来源: 淘宝, 国盛证券研究所

#### 4、风险提示:

宏观经济增速放缓导致需求不及预期，行业竞争加剧风险，次高端铺市渠道库存加大，行业估值大幅波动。

### 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