

# 食品饮料行业深度报告

2022年03月12日

## 白酒板块的复盘与展望 增持（维持）

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证号：S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **上一轮白酒行业和行情的特点？** 复盘 2003-2012 年，第一，从行业特点来看：1) 白酒主要的核心驱动为经济投资，经济快速发展，国内固定资产投资持续高增，政商务需求成为了白酒主要需求来源；2) 在政商务需求+通胀推动下，高端酒价格持续提升，是行业景气度的重要表现；3) 在行业量价齐升的阶段，渠道为王，企业找准渠道能够获得较好的放量；4) 行业真正的拐点更多是政策的冲击带来的变化，比如 2012 年底三公消费限制，需求端对于行业的影响是最大的。第二，从行情表现来看：1) 流动性对于估值的影响作用大，流动性宽松抬升估值，边际收紧则估值下行，2003-2012 年板块估值中枢 35X 左右，2) 投资为主导因素下，业绩的拐点比估值的拐点多要晚两至三个季度；3) 高端酒价格持续提升，景气度会逐步向下传导，次高端和地产酒后续接力表现。

■ **这一轮白酒行业和行情行至何处？** 行业从 2016 年开始复苏，第一，从行业特点来看：1) 大众消费替代政务消费，行业的核心驱动因素转变为消费升级，消费升级在既有的速率轨道上持续提升；2) 行业进入存量竞争阶段，消费升级推动结构性繁荣，高端次高端加快扩容，行业以品牌为王，具有品牌力及能够长期做好消费者培育的酒企有望获得更好的市场接受度；3) 茅台批价站稳 2000 元/瓶以上，在消费升级+通胀的推动下，为其它价位段打开了充分的价格空间，行业景气度仍在，且具有一定的提价空间。4) 白酒需求结构良性，政策周期性减弱，我们认为消费税并不会成为行业这一轮的拐点，风险总体目前仍然可控，行业结构性量价齐升的行情还将持续。第二，从板块表现来看：1) 疫情是短期估值体系跃迁的催化剂，随着流动性趋紧，目前估值回到 30-40X 的合理区间，预计今年公司业绩将是行情表现的主导因素；2) 业绩稳健增长为主，稳步迈向十四五目标。消费升级比投资驱动具有更稳健的消费场景和空间，需求端稳健，周期性弱化，酒企精细化管控加强，业绩仍将保持稳健的增长，十四五规划目标仍在一步步达成之中。

■ **推演行业未来的发展？** 第一，怎么看 2022 年？估值端或难有较大的提升，我们认为全年要坚守高端酒的业绩确定性+积极拥抱次高端的业绩弹性，关注国改推动带来的红利。第二，长期视角来看，在消费升级的驱动下，未来我们更看好高端、次高端价格带的量价齐升。

■ **风险提示：** 宏观经济疲软、出厂端提价不及预期、食品安全问题。

### 行业走势



### 相关研究

1、《食品饮料行业周报：白酒公司 1-2 月经营数据亮眼，消费税短期不会影响行业进程》

2022-03-12

2、《食品饮料行业周报：白酒步入淡季价格坚挺，啤酒渐至旺季量价齐升》 2022-03-06

3、《食品饮料行业周报：品牌酒企扩增酱酒产能，优质酱酒释放未来可期》 2022-02-27

## 内容目录

1. 白酒行业传导框架 .....	5
2. 白酒上一轮行情复盘：投资端和流动性端主导行情表现 .....	6
2.1. 2003-2008 年：乘经济发展之风，投资驱动行业快速成长 .....	6
2.1.1. 2004-2006 年：市场流动性增强，是估值主导的行情 .....	7
2.1.2. 2006-2008 年：需求推动企业业绩快速跟上，估值与业绩齐升 .....	8
2.1.3. 2008 年调整：金融危机发酵，板块向下调整幅度超过 70% .....	9
2.2. 2003-2008 年个股表现：高端酒最受益，也相对抗跌 .....	10
2.2.1. 上升周期，高端酒受益，老窖和茅台区间涨幅最高 .....	10
2.2.2. 下跌周期，茅台跌幅相对较小 .....	11
2.3. 2009-2015 年：投资继续驱动行业高增，政商务需求达到巅峰 .....	12
2.3.1. 2009-2012 年：宽裕流动性推动估值提升，政商务需求推动量价齐升 .....	13
2.3.2. 2013-2015 年调整：三公消费限制政务需求，行业进入寒冬 .....	14
2.4. 2009-2015 年个股表现：地产酒涨幅显著，古井领涨 .....	14
2.4.1. 上升周期，地方投资热情增加，次高端酒及地产酒表现亮眼 .....	15
2.4.2. 下跌周期，茅台回调的幅度相对最小，中端价格带重启 .....	17
3. 2016 年后，居民消费占主导，消费升级为驱动力，结构性繁荣 .....	17
3.1. 上一轮行业复盘经验总结 .....	17
3.2. 这一轮传导机制不同：居民消费主导、结构性量价齐升 .....	18
3.2.1. 行业端：消费升级驱动，行业结构性繁荣，周期性进一步减弱 .....	18
3.2.2. 企业端：库存周期减弱，企业未来业绩增长能见度提升 .....	21
3.3. 这一轮白酒行情行至何处？ .....	22
3.3.1. 2016-2018 年：估值、业绩实现戴维斯双击，2018H2 有所调整 .....	22
3.3.2. 2016-2018 年个股表现：水井坊和汾酒改革领涨，高端次高端获更高收益 .....	24
3.3.3. 2019 年-至今：疫情推动估值体系跃升，2021-2022 年估值回落至回归合理区间 .....	25
3.4. 推演未来：看好高端、次高端价格带的发展，量价齐升可期 .....	27
4. 投资建议 .....	29
5. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1: 白酒行业传导机制框架 .....	5
图 2: 规模以上白酒企业酿酒总产量 (万吨, %) .....	6
图 3: 规模以上白酒企业销售总收入 (亿元, %) .....	6
图 4: 投资因素为驱动白酒行业公司收入的主要因素 .....	6
图 5: 2004-2008 年白酒板块表现 .....	7
图 6: 2008Q4 之前 GDP 季度增速保持 15-20% .....	7
图 7: CPI 和 PPI 在 2005-2006 年处于相对低位 .....	7
图 8: 2004-2008 年固定资产投资额同比增长 (%) .....	8
图 9: 社会消费品零售总额及同比增长率 (%) .....	8
图 10: 2004-2008 年白酒板块季度收入/净利润增速 (%) 及估值表现 .....	10
图 11: 贵州茅台收入利润及增速 (单位:亿元, %) .....	11
图 12: 2008 年茅台出厂价超过五粮液出厂价 .....	11
图 13: 泸州老窖收入利润及增速 (单位:亿元, %) .....	11
图 14: 四川餐饮收入及增速 (单位: 亿元, %) .....	11
图 15: 2009-2015 年白酒板块表现 .....	12
图 16: 2008-2015 年固定资产投资累计同比增长率% .....	13
图 17: 2012 年高端白酒消费结构 .....	13
图 18: 2009 年房地产实现量价齐升 .....	13
图 19: 2009-2012 年白酒板块季度收入利润表现及同比增长率 (单位: 亿元, %) .....	14
图 20: 2012-2015 年白酒季度收入增速 (%) 及估值 .....	14
图 21: 调整期内板块收入净利润跟投资的相关性减弱 .....	14
图 22: 2008-2015 年固定资产投资同比增速% .....	15
图 23: 2008-2015 年茅台一批价走势 .....	15
图 24: 古井贡酒的“三通工程” .....	16
图 25: 2004-2012 年酒鬼酒收入和利润表现 .....	16
图 26: GDP 增速表现% .....	18
图 27: 白酒需求结构比例的演变 .....	18
图 28: 白酒总产量及同比增速 (单位: 万千升, %) .....	19
图 29: 高端、次高端白酒板块规模 (单位: 亿元) .....	19
图 30: 2012 年与 2022 年部分大单品批价对比 (单位: 元/瓶) .....	20
图 31: 2016 年-至今白酒板块的表现 .....	22
图 32: 外资对食品饮料板块的持有市值 (单位: 亿元, %) .....	22
图 33: 外资对茅台的持股比例% .....	23
图 34: 外资对五粮液的持股比例% .....	23
图 35: 2016-2018 年固定投资增速% .....	23
图 36: 2016-2018 年白酒板块业绩增速% 及估值 .....	23
图 37: 2016-2018 板块季度收入利润增速% 及估值 .....	23
图 38: 行业机制传导及行情传导影响图 .....	26
图 39: 2020 年高端酒的竞争格局 (销售额口径) .....	28
图 40: 2016-2020 年高端白酒行业规模 (亿元) .....	28
图 41: 2020 年次高端白酒行业竞争格局 (销售额口径) .....	28
图 42: 2016-2020 年次高端白酒行业规模 (亿元) .....	28

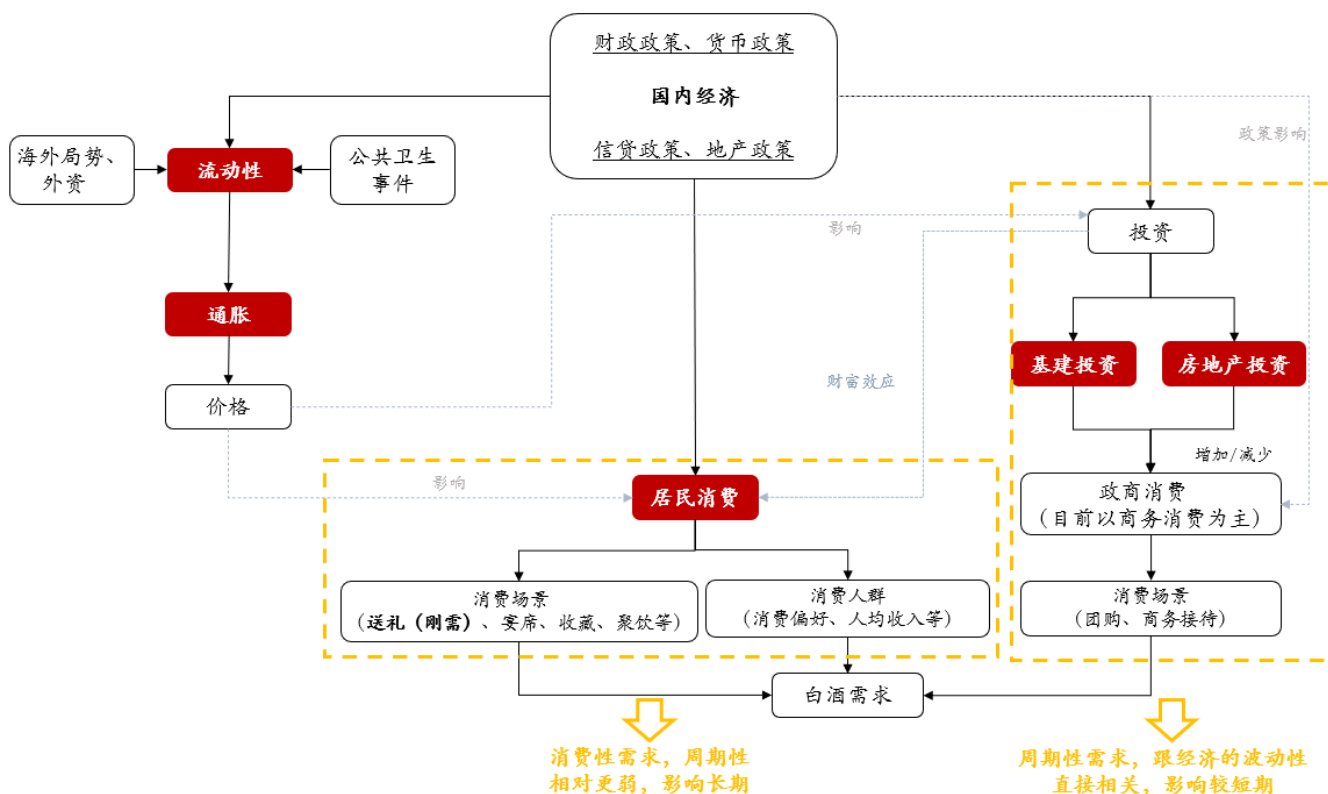
表 1: 上市酒企 2007-2008 年单季度利润同比增速 (%) .....	9
表 2: 2004-2007 年上升周期中个股区间涨跌幅 .....	10
表 3: 2008 年白酒个股调整幅度 .....	12
表 4: 2009-2012 年部分白酒个股涨跌幅表现 .....	15
表 5: 2009-2012 年上市酒企的归母净利润 (亿元) 及年均复合增速% .....	15
表 6: 2013-2015 年白酒个股调整幅度 .....	17
表 7: 消费税的历年改革 .....	20
表 8: 2016-2018 年白酒个股涨幅表现 .....	24
表 9: 2017 年李秋喜董事长签署的两份责任书主要内容 .....	25
表 10: 近年来政府工作报告部分内容对比 .....	27

## 1. 白酒行业传导框架

白酒产品相对其它消费品有特性，更受宏观经济影响。跟其它消费品相比较，1) 白酒作为传统文化的载体，是餐桌文化的最佳礼品，在送礼或者商务宴请的场合，白酒存在一定的刚需属性；2) 白酒没有保质期的属性，存储时间越长、价值越高，因此名优白酒的老酒具备和奢侈品类似的投资收藏价值，存在金融属性；3) 白酒价格不以成本加成定价，更多是受到通胀影响和需求推动，因此在酒企竞争中更多需要讲求差异化来满足和吸引消费者的需求。整体来看，白酒行业是一个和 GDP、货币总量、通胀、投资充分相关的行业。

通过对行业框架的梳理，影响白酒的需求主要来自于两个方面：1) 政商务消费（目前主要以商务/企业消费为主），这部分需求的周期属性更强，直接受宏观经济、投资氛围的影响，通过固定投资、基建投资、房地产投资等活动的增长/减少来影响企业团购、接待消费的场景，带动相关支出，从而影响需求，属于偏短期因素；2) 居民消费，也称大众消费，主要受消费人群和消费场景的影响，除了人均收入、宴席用酒这两项变量与经济环境更加相关，消费者结构、自身的消费偏好、刚性的送礼属性、收藏属性等更赋予白酒消费品属性，对于白酒的影响更偏长期。

图 1：白酒行业传导机制框架



数据来源：东吴证券研究所

通过以上对行业的传导机制的梳理，以下我们将结合行业的发展、行情的演绎，进行对行业和行情的复盘，重点回答几个问题：1) 投资端主导白酒需求来源的背景下，行业有什么发展特点及对应的行情分化？2) 消费端成为重要白酒需求来源的背景下，这一轮白酒行将至何处？3) 如何推演行业未来的发展方向？

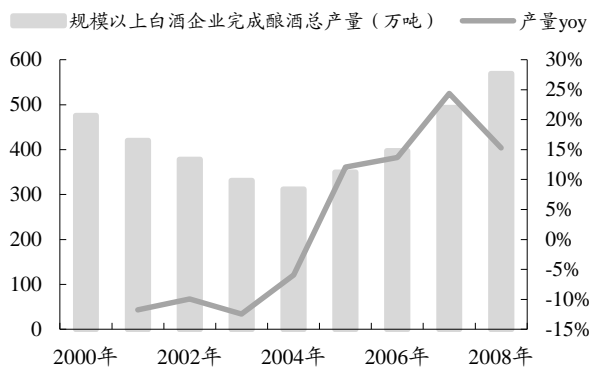
## 2. 白酒上一轮行情复盘：投资端和流动性端主导行情表现

白酒的 2003-2012 年是“黄金十年”行情，从白酒总产量、行业收入、板块行情表现综合来可以进一步划分为“2003-2008 年”、“2009-2015 年”两轮完整的小周期。

### 2.1. 2003-2008 年：乘经济发展之风，投资驱动行业快速成长

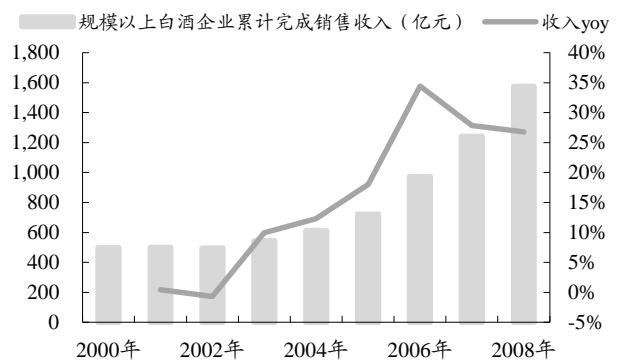
**消费税倒逼白酒产品结构升级，行业乘经济发展之风。**从 2001 年开始中国正式加入 WTO，随着体系逐步完善，人口红利、出口贸易红利、投资红利充分释放，投资增速快速增长，宏观经济进入快速发展时期；彼时的白酒企业在 2001 年复合消费税政策出台的影响下，还处于产品结构的调整期。随着 2003-2004 年汾酒、老窖、全兴、沱牌、洋河等酒企陆续完成了产品结构升级，行业开始享受经济高速发展的红利，行业产量也调整到底，产量随后从 2004 年的 312 万吨提升到 2008 年的 569 万吨，产量 CAGR=16.3%，规模以上的白酒企业收入从 2004 年的 612 亿元提升到 2008 年的 1575 亿元，收入 CAGR=26.6%。

图 2: 规模以上白酒企业酿酒总产量 (万吨, %)



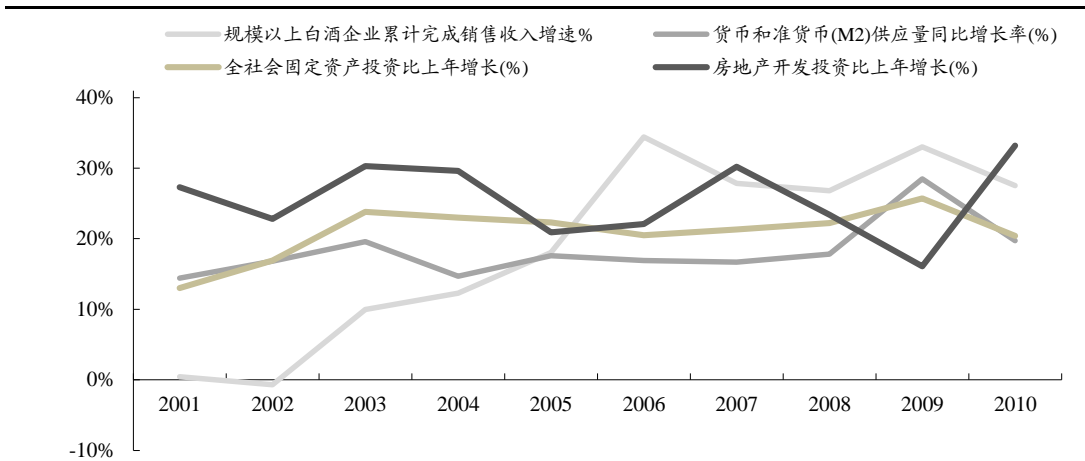
数据来源: wind、东吴证券研究所

图 3: 规模以上白酒企业销售总收入 (亿元, %)



数据来源: wind、东吴证券研究所

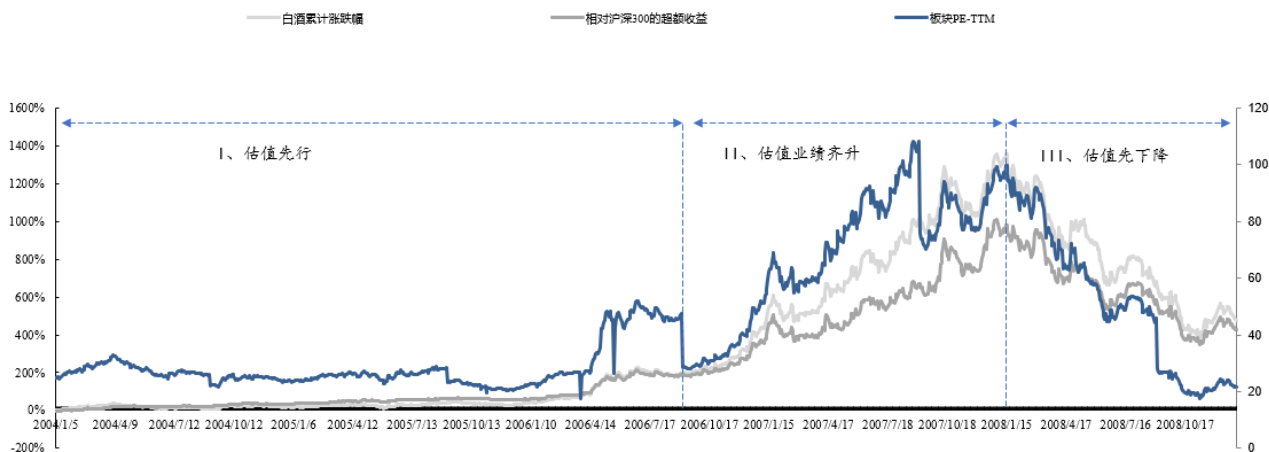
### 图 4: 投资因素为驱动白酒行业公司收入的主要因素



数据来源：wind、东吴证券研究所

**第一轮完整的行情波动周期，市场流动性宽松，估值得是影响行情的主导因素。**行业快速成长之下，市场流动性宽松，估值拔升，而后投资驱动板块发展，实现估值业绩量价齐升，成就了2004-2007年的第一轮大牛市，2008年下半年受外在金融危机影响板块回调。

图 5: 2004-2008 年白酒板块表现



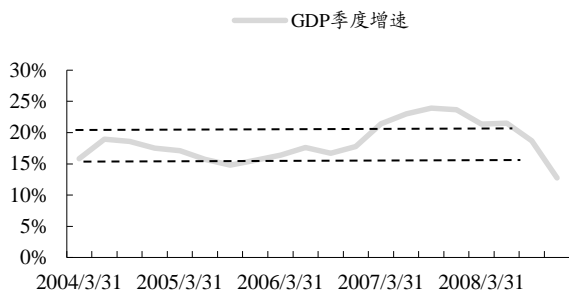
数据来源：wind、东吴证券研究所

**2.1.1. 2004-2006 年：市场流动性增强，是估值主导的行情**

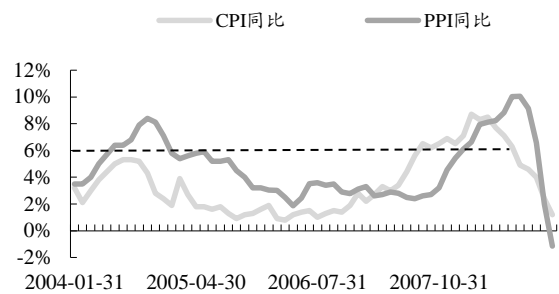
**估值主导，推动行情的提升。**从板块的市场表现来看，申万白酒指数从2005-2006H1上涨约180%，其中估值上行幅度达到120%；价格方面，虽然经济增速保持在15-20%之间的高速发展，由于CPI和PPI总体处于低位，白酒价格在这段时间也并未有较大的上涨（茅台在2004-2005年之间，出厂价未涨，保持出厂价268元，零售价350元左右；2006年2月份才将出厂价提高到308元，零售价在400元左右）。

图 6: 2008Q4 之前 GDP 季度增速保持 15-20%

图 7: CPI 和 PPI 在 2005-2006 年处于相对低位



数据来源：wind、东吴证券研究所



数据来源：wind、东吴证券研究所

**估值主导行情主要系流动性加强，催化剂来自于股改和汇改。**经济的高速发展，也为配合汇改和股改，央行给予了较为宽松的流动性环境，从当时的市场流动性来看，十年期国债收益率持续处于 3.3% 左右的低位，货币供应量 M2 在 2004-2006 年保持 15-20% 的年均复合增速，宽裕的流动性推动估值体系快速提升。1) **股改**：大部分白酒企业为国企，在 2005 年之前上市公司同时存在流通股和非流通股两种股份，导致两类股东的诉求不统一。2005 年证监会等部门陆续发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题通知》、《关于上市公司股权分置改革的指导意见》等，拉开股权分置改革的大幕，股改的红利逐步反映到市场，主要上市公司在 2006 年基本完成了股权分置的改革，推动估值有较大幅度的提升。2) **汇改**：2005 年 7 月，央行宣布了“实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”，此后人民币进入长期升值区间，国内经济的高增长+人民币升值强化了资本市场对于中国经济的信心，吸引了海外资产对国内资产如地产、股市的配置，流动性的提升推动估值的进一步走高。

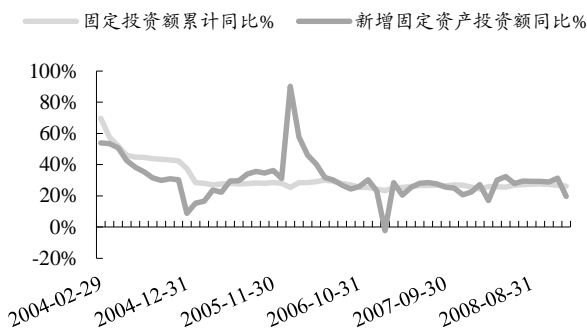
### 2.1.2. 2006-2008 年：需求推动企业业绩快速跟上，估值与业绩齐升

进入 2006 年下半年后，随着固定资产投资持续处于同比 25% 以上增速的高位，以及社会消费品零售总额月度增速同比保持在 15-20% 增长区间，经济具备有强劲的内生增长动力，GDP 增速逐步向 20% 看齐，白酒政商务消费量快速提升。同时，CPI 逐步提升和传导，推动资产价格走高，各酒企陆续开启了提价的动作，像茅台从 2006 年开始每年提升出厂价（持续到 2012 年），幅度在 10-25% 之间不等。投资因素带来的旺盛需求+国改释放的红利+价格的提升，推动白酒企业的业绩从 2006Q4-2007Q1 起大幅释放。

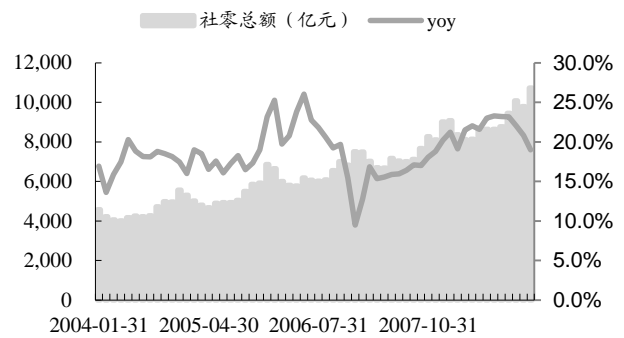
图 8: 2004-2008 年固定资产投资额同比增长 (%)

图 9: 社会消费品零售总额及同比增长率 (%)





数据来源: wind、东吴证券研究所



数据来源: wind、东吴证券研究所

表 1: 上市酒企 2007-2008 年单季度归母净利润同比增速 (%)

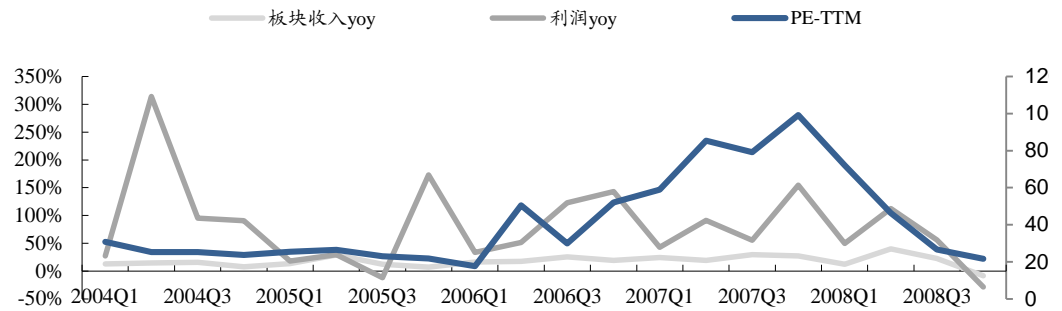
	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
贵州茅台	24%	121%	70%	131%	63%	336%	22%	-47%
五粮液	36%	47%	-10%	-3%	35%	-28%	63%	53%
泸州老窖	38%	37%	322%	261%	262%	104%	122%	-50%
山西汾酒	19%	45%	-32%	269%	-79%	-45%	166%	-60%
舍得酒业	124%	-5787%	683%	-47%	17%	-5%	65%	-93%
酒鬼酒	-86%	-106%	-802%	-127%	-221%	-29%	-177%	67%
水井坊	44%	1029%	215%	60%	92%	114%	69%	9%
古井贡酒	95%	981%	37%	232%	345%	-161%	-31%	-32%
老白干酒	-67%	-2240%	-2471%	330%	2859%	16%	112%	-70%
伊力特	63.3%	-13.8%	23.8%	-26.7%	18.6%	219.3%	-71.2%	-9.8%
金种子酒	150.4%	5.8%	-20.7%	-32.9%	33.1%	-94.3%	-72.8%	-179.7%
顺鑫农业	40.9%	-3.2%	25.7%	165.8%	119.1%	79.3%	40.9%	-12.8%

数据来源: wind、东吴证券研究所

### 2.1.3. 2008 年调整: 金融危机发酵, 板块向下调整幅度超过 70%

业绩方面, 2008 年金融危机属于外生系统性风险, 并未太多干扰 2008 年前三季度白酒的销售表现, 但 Q4 由于金融危机蔓延逐步传导影响到国内的经济交往活动, 白酒政务商务需求有所下滑, Q4 板块归母净利润同比下滑-28.7%。估值方面, 随着 2007 年货币政策基调从“稳健”逐步向“从紧”转变, 央行先后 11 次上调金融机构存款准备金率、6 次上调金融机构人民币存贷款基准利率, 流动性逐步收紧, 而且市场投资偏好受金融危机影响下降, 投资者更加注重“无风险收益”, 沪深 300 的 PE-TTM 从 2007 年底的 40X 左右下降到 2008 年底的 10X 左右, 带动了白酒板块的 PE 从 2007 年底的 90X 左右调整到 2008 年底的 20X 左右, 跌幅为-73%。

图 10: 2004-2008 年白酒板块季度收入/净利润增速 (%) 及估值表现



数据来源: wind、东吴证券研究所

## 2.2. 2003-2008 年个股表现: 高端酒最受益, 也相对抗跌

### 2.2.1. 上升周期, 高端酒受益, 老窖和茅台区间涨幅最高

消费税出台+政商务宴请推动, 高端酒市场逐步打开。因为 2001 年复合消费税的出台, 酒企的产品偏向于高端化(当时高端产品以五粮液为首, 终端零售价在 500 元/瓶左右), 比如全兴股份 2000 年推出水井坊, 定价在 600 元/瓶、2004 年今世缘推出“国缘”品牌, 四开的出厂价 480 元/瓶, 与彼时的五粮液价格基本一致。在当时总体城镇居民人均可支配收入不足万元、月薪工资不足千元的时期, 高端化的白酒产品是政商务宴请的必备, 而经济快速发展推动固定资产投资、房地产投资进入快速上升期, 增加了政商务宴请的需求, 高端产品的市场空间逐步打开。从 2004 年到 2007 年末, 老窖、茅台涨幅分别超过 16 倍和 8 倍, 区间涨幅最高。

表 2: 2004-2007 年上升周期中个股区间涨跌幅

收盘价(元)	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	酒鬼酒	舍得酒业	水井坊	古井贡酒	老白干酒	伊力特	金种子酒
2004/1/2	25.19	11.23	4.09	6.53	4.87	5.68	4.58	8.09	6.20	8.63	4.39
2007/12/28	230.00	45.48	73.50	36.80	27.77	16.43	28.19	24.36	22.04	15.17	9.69
涨幅	813%	305%	1697%	464%	470%	189%	516%	201%	255%	76%	121%

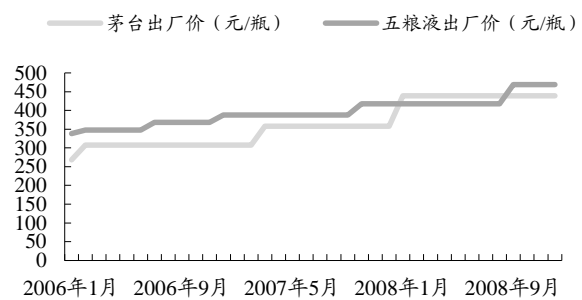
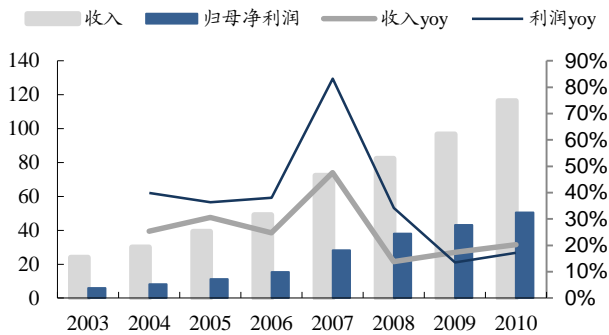
数据来源: wind、东吴证券研究所

茅台: 价格提升成为高端酒第一品牌, 开拓团购渠道能力提升, 政商务宴请首选。茅台的策略和五粮液不同, 作为需用“12987”工艺和前后五年时间出酒的酱香酒, 产能相较浓香更加稀缺, 因此在战略上采用飞天大单品策略, 辅之以年份酒来提高价位段; 同时, 政商务需求快速上升成为茅台追赶高端酒第一品牌的有效推动力, 在核心意见领袖

的带领下茅台进一步渗透到政务和商务消费中，积极拓展政企的团购渠道。到 2007 年茅台终端成交价超过了五粮液，2008 年出厂价超越了五粮液，成为了高端酒的第一品牌。在 2004-2007 年期间，茅台的收入、归母净利润均呈现又快又稳的态势，收入从 2004 年的 30 亿元提升到 2007 年 72 亿元，CAGR=34%，归母净利润从 8 亿元提升到 28 亿元，CAGR=51%。

图 11: 贵州茅台收入利润及增速 (单位:亿元, %)

图 12: 2008 年茅台出厂价超过五粮液出厂价



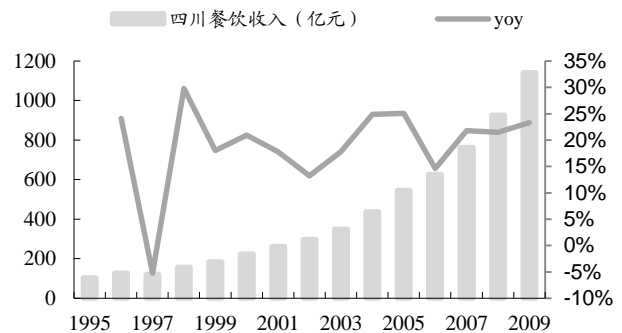
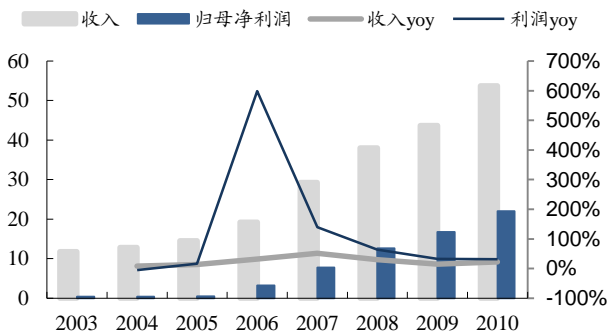
数据来源: wind、东吴证券研究所

数据来源: wind、糖酒快讯、东吴证券研究所

**泸州老窖: 大力打造国窖 1573, 借助餐饮渠道的发展。**由于在 90 年代走民酒路线, 导致其品牌力大幅下降, 2000 年公司为了重回高端推出“国窖 1573”, 通过加大对国窖 1573 的费用投入, 附加国宝窖池、央视广告等宣传, 品牌实力获得了较大的提升, 成功打入高端酒的阵营。公司实现快速放量, 一方面系国窖 1573 通过餐饮渠道差异化切入竞争 (当时茅五主要是占据政商的团购渠道), 因餐饮行业在 2000-2009 年之间高速发展而得益; 另一方面公司向经销商定增, 充分提升经销商的销售积极性。公司收入从 2004 年 13 亿元提升到 2007 年的 29 亿元, CAGR=32%, 相对应的, 归母净利润从 0.4 亿元提升到 7.7 亿元, CAGR=169%。

图 13: 泸州老窖收入利润及增速 (单位:亿元, %)

图 14: 四川餐饮收入及增速 (单位: 亿元, %)



数据来源: wind、东吴证券研究所

数据来源: wind、东吴证券研究所

2.2.2. 下跌周期, 茅台跌幅相对较小

2008 年下半年的调整周期中，茅台在白酒上市公司里跌幅最小。茅台从当年股价最高点 228.36 元回落至 2008 年 11 月 7 日股价的最低点 85.78 元，当年跌幅-62%，与此同时，其它酒企的回调幅度均超过了 70%。

表 3: 2008 年白酒个股调整幅度

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	舍得酒业	酒鬼酒	水井坊	古井贡酒
最高点时间	2008/1/15	2008/1/14	2008/3/3	2008/1/14	2008/1/23	2008/1/11	2008/5/12	2008/1/14
最高股价(元)	228.36	46.81	75.30	38.34	17.60	31.95	32.14	27.26
PE (ttm)	100.54	120.42	128.75	59.74	142.26	--	63.60	289.79
最低点时间	2008/11/7	2008/10/27	2008/11/11	2008/10/16	2008/10/16	2008/10/30	2008/11/3	2008/10/16
最低股价(元)	85.78	12.02	16.90	8.43	4.55	3.91	8.38	6.05
PE (ttm)	18.46	26.31	16.26	16.09	35.62	61.71	13.33	33.65
时长(天数)	298	288	254	277	268	294	176	277
跌幅	-62%	-74%	-78%	-78%	-74%	-88%	-74%	-78%

数据来源: wind、东吴证券研究所

### 2.3. 2009-2015 年: 投资继续驱动行业高增, 政商务需求达到巅峰

第二轮完整的行情波动周期, 政商务需求旺盛, 业绩是行情主导因素。为抵御国际经济环境的不利影响, 政府于 2008 年 11 月份出台了进一步扩大国内需求的刺激政策, 货币政策逐步宽松, 市场流动性宽松, 估值实现快速拔升; 随着地产回暖、基建投资增速提升, 驱动板块业绩提升, 白酒行业进入高速成长阶段, 从 2009-2012 年白酒产量 CAGR=17.7%, 收入 CAGR=28.7%, 成就了 2009-2012 年的第二轮大牛市, 2012 年底受三公消费限制, 板块进入长达三年的调整期。

图 15: 2009-2015 年白酒板块表现



数据来源: wind、东吴证券研究所

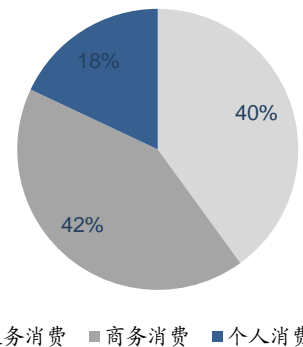
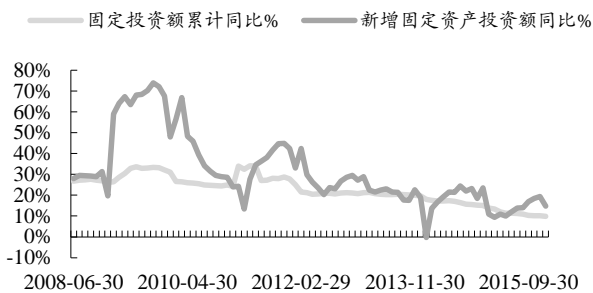
2.3.1. 2009-2012年：宽裕流动性推动估值提升，政商务需求推动量价齐升

随着以四万亿刺激计划为代表的全方位刺激政策的推出，经济复苏预期逐步增强，先带动了估值修复和提升的行情，在流动性最为宽裕的情况下，白酒板块从2008年底20X左右逐步恢复，2009-2010年板块估值维持在35-40X之间。

投资带动白酒的政商务需求，行业实现量价齐升。宽松政策带来固定投资快速增长，基建、地产等板块表现强势，由于刺激计划以政府主导的项目居多，白酒的政商务需求在这段时间达到鼎盛时期，根据观研天下的数据显示，2012年高端白酒的政务消费占比82%。同时，在宽松的货币政策背景下，M2的增速在2009-2012年期间保持20%的年均复合增长率，温和通胀环境推动资产价格的提升，茅台酒批价在这段时间最高达到1850元左右，高端酒价格的上涨，为行业打开了价格空间。

图 16: 2008-2015 年固定资产投资累计同比增长率%

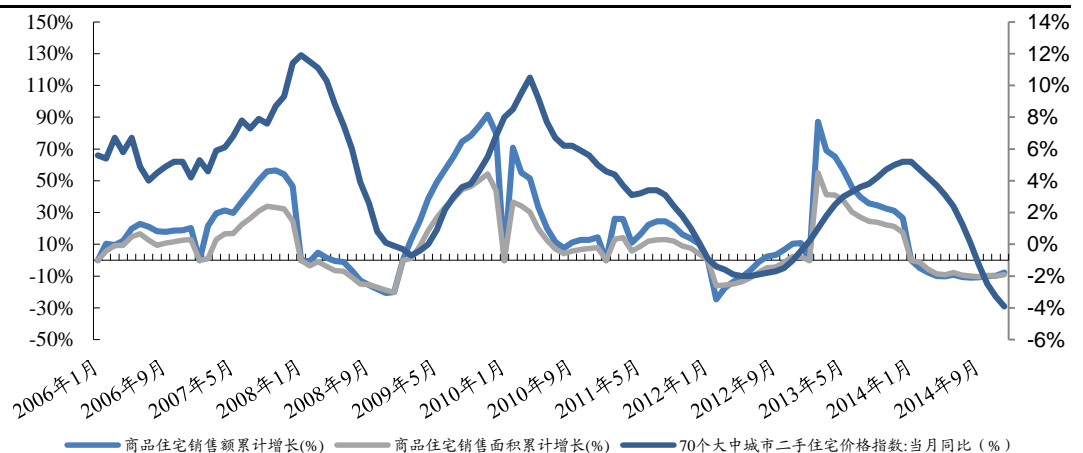
图 17: 2012 年高端白酒消费结构



数据来源：wind、东吴证券研究所

数据来源：wind、东吴证券研究所

图 18: 2009 年房地产实现量价齐升

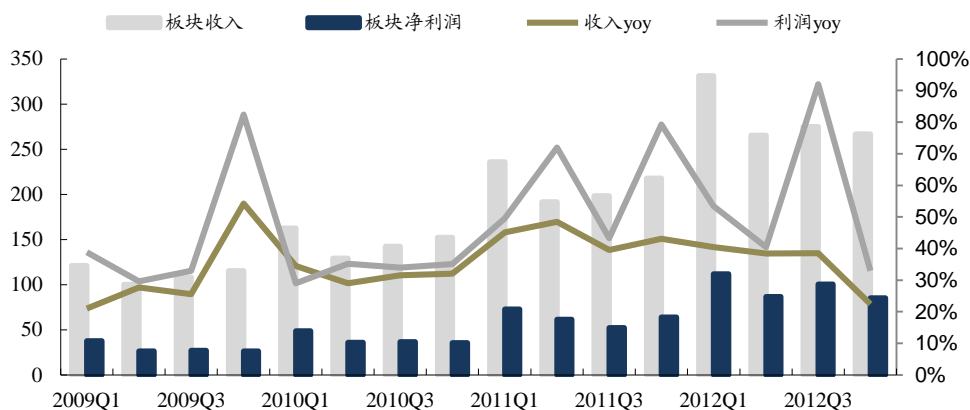


数据来源：wind、东吴证券研究所

估值从2011H2起有所回调，业绩推动板块继续表现上涨。从2009-2012年板块收入、净利润的复合增长率分别为40%、48%，尤其是2010-2012年收入、利润CAGR分别为

42%、57%，收入高增，业绩非常亮眼。从 2010H2 到 2011 年，随着信贷政策、货币政策趋紧，流动性逐步收紧，板块估值从最高点 40 倍回落至 2012 年上半年的 20-25 倍之间，但在此期间板块行情总体仍然保持上涨的态势，表明公司的基本面保持良好的表现，业绩实现快速增长。

图 19: 2009-2012 年白酒板块季度收入利润表现及同比增长率 (单位: 亿元, %)

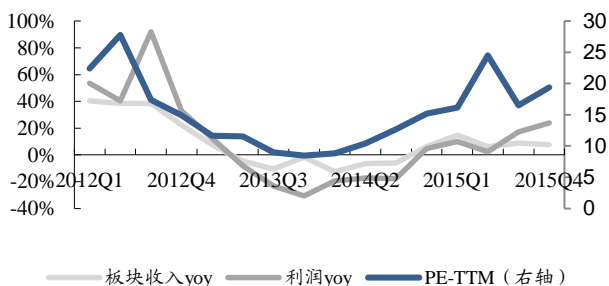


数据来源: wind、东吴证券研究所

### 2.3.2. 2013-2015 年调整: 三公消费限制政务需求, 行业进入寒冬

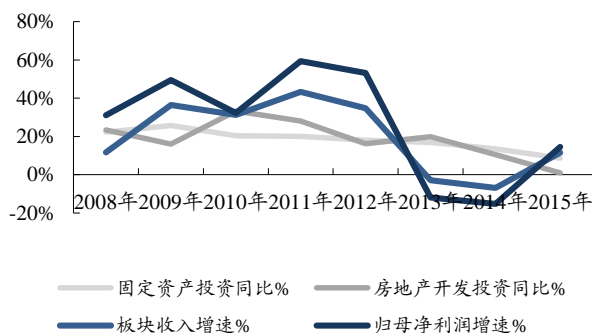
板块真正拐点是三公消费受限, 行情遭遇戴维斯双杀。随着货币宽松政策的红利减退, 2012 年下半年在面临内外需求萎缩、基建增速下滑等影响; 但行业真正遭遇拐点的是 12 月份出台的“八项规定”, 禁酒令直接切断了当时白酒需求的最大端, 政商务需求大幅度萎缩, 叠加塑化剂等不利因素影响, 白酒行业进入了寒冬调整期, 2013 年板块估值最低低于 10 倍, 此次调整的幅度也远超过了 2001 年消费税影响和 2008 年底金融危机的影响。

图 20: 2012-2015 年白酒季度收入增速 (%) 及估值



数据来源: wind、东吴证券研究所

图 21: 调整期内板块收入净利润跟投资的相关性减弱



数据来源: wind、东吴证券研究所

### 2.4. 2009-2015 年个股表现: 地产酒涨幅显著, 古井领涨

### 2.4.1. 上升周期，地方投资热情增加，次高端酒及地产酒表现亮眼

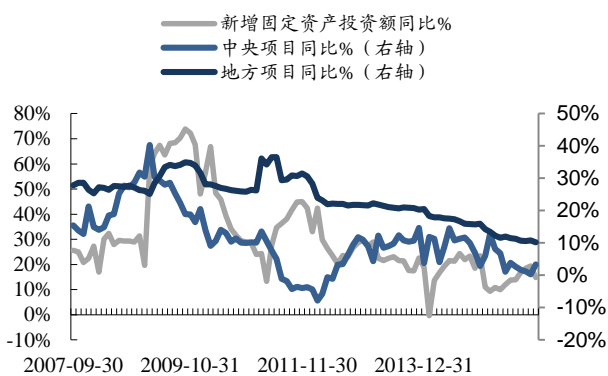
随着经济刺激计划的逐渐落地，政府成为拉动经济高速增长的主题，中央项目投资增速逐步带动了地方政府的投资热情，地方项目的投资增速不断上升，地产酒受到更多青睐，表现更加耀眼；此外，次高端整体容量较低，在全国化推进的过程中表现业绩弹性有较好的体现。从 2009 到 2012 年，酒鬼酒实现归母净利润 CAGR=104%，金种子酒 CAGR=99%，舍得 CAGR=90%，古井贡酒 CAGR=73%，股价也是涨幅居前。

表 4: 2009-2012 年部分白酒个股涨跌幅表现

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	酒鬼酒	水井坊	舍得酒业	古井贡酒	金种子酒	老白干酒	伊力特
2009/1/5 收盘价 (元)	108.38	13.75	18.59	11.31	5.56	11.49	5.95	8.52	3.99	8.38	5.37
最高股价时间	2012/7/13	2010/11/29	2011/7/22	2011/8/12	2012/10/22	2012/7/13	2012/7/9	2011/8/12	2012/7/16	2010/11/26	2010/8/31
最高股价 (元)	262.70	40.77	49.40	88.90	60.37	31.65	39.19	105.27	26.57	46.91	19.29
区间涨幅	142%	197%	166%	686%	986%	175%	559%	1136%	566%	460%	259%

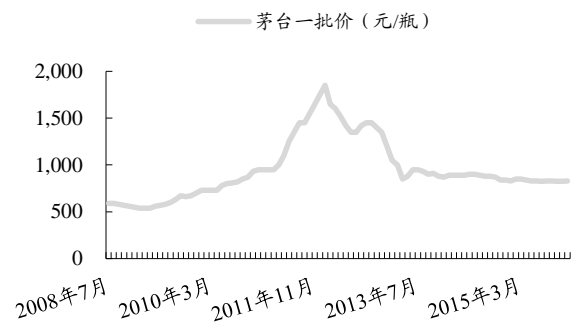
数据来源: wind、东吴证券研究所

图 22: 2008-2015 年固定资产投资同比增速%



数据来源: wind、东吴证券研究所

图 23: 2008-2015 年茅台一批价走势



数据来源: wind、东吴证券研究所

表 5: 2009-2012 年上市酒企的归母净利润 (亿元) 及年均复合增速%

单位:亿元	2009	2010	2011	2012	CAGR
贵州茅台	43.12	50.51	87.63	133.08	46%
五粮液	32.45	43.95	61.57	99.35	45%

泸州老窖	16.73	22.05	29.05	43.90	38%
山西汾酒	3.55	4.94	7.81	13.27	55%
酒鬼酒	0.58	0.79	1.93	4.95	104%
舍得酒业	0.54	0.76	1.95	3.70	90%
水井坊	3.21	2.35	3.20	3.38	2%
洋河股份	12.54	22.05	40.21	61.54	70%
古井贡酒	1.40	3.14	5.66	7.26	73%
老白干酒	0.36	0.42	0.92	1.12	46%
伊力特	1.09	1.34	2.06	2.37	29%
金种子酒	0.71	1.69	3.66	5.61	99%

数据来源：wind、东吴证券研究所

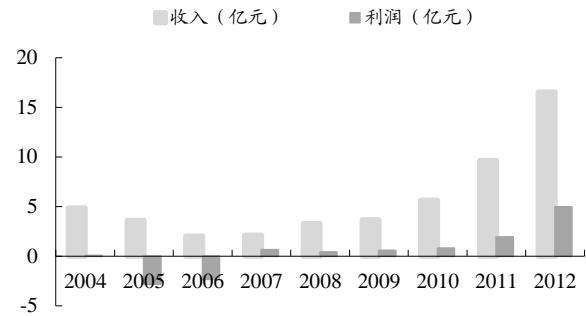
**古井贡酒：推出中高端品牌年份原浆系列，深度分销抢占市场份额。**2007年，公司管理层换血，新任董事长曹杰、总经理刘敏、销售公司总经理梁金辉为公司注入新鲜血液，坚定“回归与振兴”战略方向，全面梳理了公司品牌资产，陆续退出亏损的农产品加工、酒店业务、包装业务等，精力聚焦于白酒主业的发展，重新确立了以中高端价位为基础的品牌体系，2008年重磅推出年份原浆系列，主打100-200元左右的价位段，以“桃花曲、无极水、明窖池、九酝酒法”等核心品质诉求获得了市场的好评，2009年成为安徽省政府、合肥市政府的接待指定用酒。同时，公司大幅削减开发买断产品，产品品种从2008年的800余个下降到2009年的259个，着重清理了冗杂的中低端产品线，推动品牌和毛利率的进一步提升。在渠道方面，公司从2010年起实施“三通工程”，即“路路通、店店通、人人通”，实现渠道、终端、消费者的三位一体，在细分市场实现高市场份额，年份原浆实现快速放量，到2012年收入占到公司白酒收入的60%，实现25亿元；公司收入从2009年的13.41亿元提升到2012年的41.97亿元，CAGR=46%，归母净利润从1.4亿元提升到7.3亿元，CAGR=73%。

**酒鬼酒：重整产品体系，充分绑定优秀经销商，积极推进全国化。**中粮入主以后公司开始梳理品牌，2010年确定了次高端封坛产品和酒鬼系列为公司的主力品牌系列，同时在2010年7月，酒鬼酒供销公司与湖南省骨干经销商共同出资成立了“酒鬼酒湖南销售有限责任公司”，由上市公司参股，其余股权由经销商持有，与经销商的利益深度绑定，省外也是攻克重点市场，与经销商共同开发市场，比如仿照酒鬼酒湖南销售公司联合经销商成立京糖酒鬼酒业有限公司，充分提升经销商的积极性，积极推进全国化放量。在产品梳理和渠道绑定的推动下，公司收入从2009年3.7亿元提升到2012年的16.5亿元，CAGR=65%，归母净利润从0.6亿元提升到5.0亿元，CAGR=104%。

图 24：古井贡酒的“三通工程”

图 25：2004-2012 年酒鬼酒收入和归母净利润表现





数据来源:《古井三通过程执行标准》、东吴证券研究所

数据来源: wind、东吴证券研究所

### 2.4.2. 下跌周期, 茅台回调的幅度相对最小, 中端价格带重启

茅台调整最先到位, 回撤幅度相对较小。受三公消费限制, 白酒行业面临需求结构的大调整, 行业进入寒冬, 茅台在 2012 年 7 月达到股价的最高点 262.7 元, 之后开始调整, 于 2014 年 1 月股价见底, 为 118.76 元, 跌幅-55%, 在所有的上市酒企中提前股价见底, 同时回撤幅度也最小。

表 6: 2013-2015 年白酒个股调整幅度

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	洋河股份	舍得酒业	酒鬼酒	水井坊	古井贡酒
最高点时间	2012/7/13	2012/7/13	2012/7/12	2012/6/1	2012/7/16	2012/7/9	2012/10/22	2012/7/13	2012/7/13
最高股价 (元)	262.70	38.38	45.91	76.10	153.49	39.19	60.37	31.65	49.97
PE (ttm)	27.69	20.44	19.44	42.95	32.75	48.88	49.92	40.85	38.40
最低点时间	2014/1/15	2014/1/8	2014/2/7	2014/2/7	2013/12/30	2014/1/30	2014/1/30	2014/1/21	2013/10/29
最低股价 (元)	118.76	14.47	16.24	16.26	37.11	10.85	11.30	9.00	16.44
PE (ttm)	8.83	5.95	6.61	11.09	6.88	29.80	64.18	80.04	12.04
时长 (天数)	552	545	576	617	533	571	466	558	474
跌幅	-55%	-62%	-65%	-79%	-76%	-72%	-81%	-72%	-67%

数据来源: wind、东吴证券研究所

高端市场疲软, 中端价位段重启。消费环境和需求结构的变化后高端市场疲软, 中高端需求受宏观政策影响相对较小, 成为了各大酒企竞争的主要战场, 众多酒企重启 100-300 元价格带的产品的发展, 比如水井坊重新聚焦于甄酿八号、今世缘的今世缘系列产品成为主力系列。

## 3. 2016 年后, 居民消费占主导, 消费升级为驱动力, 结构性繁荣

### 3.1. 上一轮行业复盘经验总结

第一, 从行业发展来看:

**1) 适应趋势、找准渠道获得放量。**在投资端为主导的行情中，核心驱动力为经济投资。经济的高速发展带动投资，一方面增加各项经济交往活动，白酒行业处于量增阶段；另一方面投资活动引领政商务需求，对于白酒的价格更不敏感，高端产品、抓住意见领袖、做好渠道推动大部分大单品放量的原因，比如飞天茅台持续的量价齐升、国窖1573的品牌力持续提升。

**2) 高端白酒价格是行情天花板，决定景气度。**投资驱动的行情中，在政商务需求+通胀的合力推动下，价格持续提升，行业价格空间逐步被打开，茅台价格超过五粮液价格以后成为行业的价格标杆，到2012年初最高批价超过1800元/瓶。高端酒价格能够持续提升，给予行业价格空间，是行业景气度的重要表现；

**3) 行业真正的拐点更多是政策因素导致，来自需求端的影响最大。**白酒仍然是传统文化的载体、传情达意的社交货币、群体性消费的消费品类，这些属性并没有变化，因此需求端的变动对于行业的影响是最大的，在每一轮趋势真正的拐点更多是政策层面的因素，比如2012年底的三公消费限制，行业本身量价的增长并不会自身就结束。

第二，从行情表现来看：

**1) 流动性对于估值的影响作用大，**流动性宽松抬升估值，边际收紧则估值下行，2003-2012年板块估值中枢35X左右；

**2) 投资为主导因素下，板块周期性较强，业绩的拐点比估值的拐点到要晚两至三个季度；**

**3) 高端酒价格保持提升，景气度会逐步向下传导，次高端和地产酒后续接力表现。**

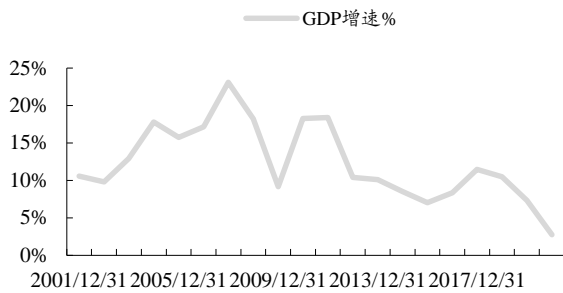
### 3.2. 这一轮传导机制不同：居民消费主导、结构性量价齐升

#### 3.2.1. 行业端：消费升级驱动，行业结构性繁荣，周期性进一步减弱

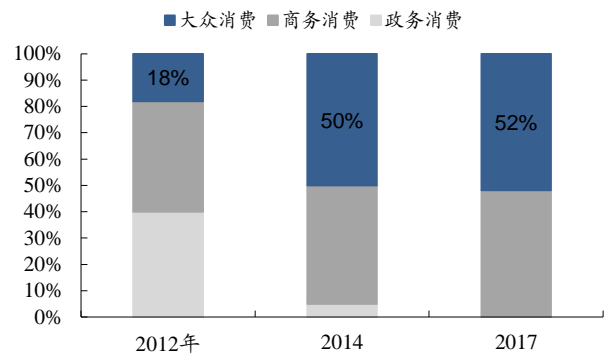
大众消费成为白酒需求主力之一，消费升级成为行业核心驱动。从2014年开始我国经济进入了新常态的发展，GDP增速和固定投资增速都有所放缓，消费逐渐替代投资成为支撑经济增长的核心驱动力，居民消费成为白酒需求的主力军之一，逐渐承接了政务消费。首先，居民消费更多基于消费场景和消费偏好，受宏观政策的影响小，白酒的需求结构更加稳定，为行业的增长提供稳定的驱动力，减弱经济发展的周期性影响；其次，随着人均可支配收入持续的稳步提升，消费者对生活品质的追求逐渐也提升，消费升级成为了主要趋势，虽慢，但在持续向上升级。

图 26: GDP 增速表现%

图 27: 白酒需求结构比例的演变



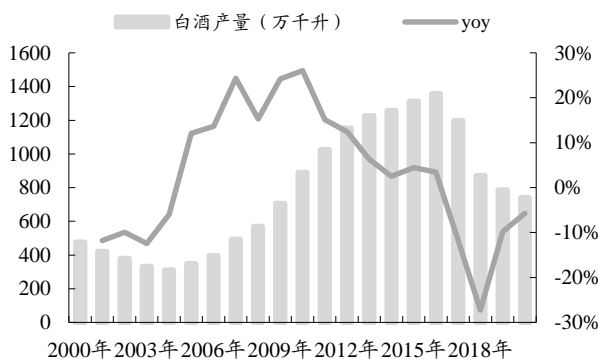
数据来源: wind、东吴证券研究所



数据来源: 观研天下、东吴证券研究所

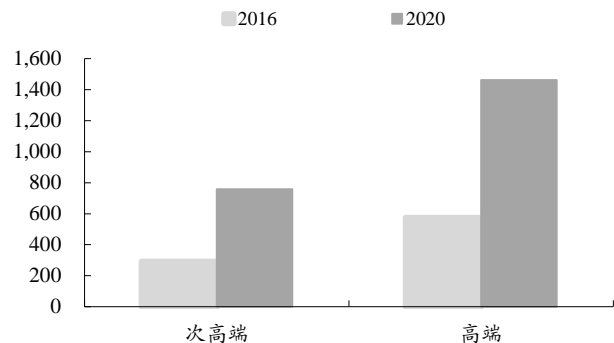
**存量市场博弈，行业结构性繁荣，名优白酒仍有量增的空间。**行业总产量在 2016 年到达了顶峰，为 1358 万千升，随着“喝的少、喝的好”的品质生活理念逐渐被接受、酒驾现象越来越少、酗酒风气越来越少，截至到 2020 年白酒行业产量已下降到 740 万千升，2016-2020 年产量 CAGR=-14.1%，吨价 CAGR=15.0%，量减价增的发展趋势表明行业已经从增量市场逐步过渡到存量竞争市场。同时，根据微酒、公司公告显示，2016-2020 年次高端收入 CAGR 高达 26.9%，高端白酒 CAGR=26.3%，同期白酒行业收入 CAGR=-1.2%；2020 年 19 家上市公司共实现营收 2589 亿元，占行业销售规模的 44%，共实现利润总额 1279 亿元，占行业比重的 81%，其中茅五泸三家高端白酒企业收入占比 29%、净利润占比 64%，仍然保持量价齐升，市场份额总体更加向高价市场、名优白酒厂商集中。

图 28: 白酒总产量及同比增速 (单位: 万千升, %)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图 29: 高端、次高端白酒板块规模 (单位: 亿元)

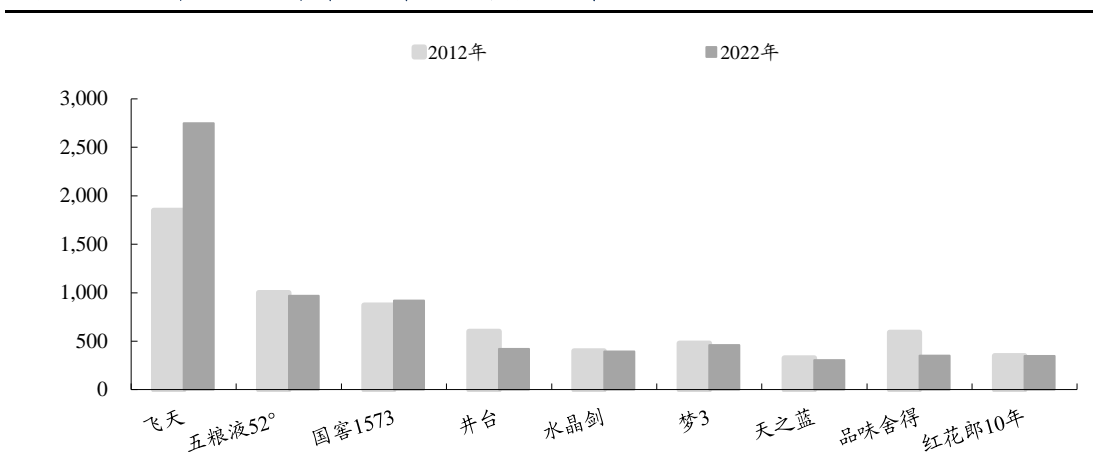


数据来源: wind、微酒、东吴证券研究所

**茅台作为行业景气度的风向标不变，其它产品价格尚未完全达到上一轮的最高点。**茅台价格仍然是白酒价格的引领，在消费升级+通胀推动下，茅台批价站稳 2000 元/瓶以上，为高端/次高端/中高端打开了充分的价格空间。同时，除茅台的价格远超过上一轮批价的高点，大部分白酒大单品的价格仍低于上轮高点水平。从通胀和购买力提升的角度，我们认为，茅台的上涨并非像 2012 年的价格泡沫推动，且以茅五泸为首的高端

酒企均采用稳健策略，对渠道和价格管控均强于上一轮，茅台价格稳定可期，企业改革边际继续向好，保证行业景气度仍在。

图 30：2012 年与 2022 年部分大单品批价对比（单位：元/瓶）



数据来源：微酒、wind、百度、今日酒价、东吴证券研究所

重点传导路径切换到居民消费以后，行业的经济、政策周期进一步弱化。

1) 板块内部分化，高端酒的经济周期性弱化。从 2016 年板块复苏以来，需求结构转为大众消费和商务消费为主，消费升级为行业发展的主要推动力，板块内部出现分化，高端白酒的送礼场景更加固化，宏观经济周期的影响尤其对于高端白酒板块在逐步减弱。

2) 政策周期减弱，我们认为消费税的影响不会似上一轮三公消费限制。在白酒行业的前二十年发展中，行业的传导机制路线并未发生变化，仍然还是居民消费和头字段驱动消费为主，触发行业进入调整期的更多是外在的系统性风险以及直接的政策；在这一轮，消费结构已经良性化，但消费税的“传闻”一直不绝于耳，2019 年 12 月 3 日，《中华人民共和国消费税发（征求意见稿）》正式公布，该意见稿延续了现行框架和税负水平，未提及后移的事项；2021 年随着税改、共同富裕等提及，消费税的改革又成为市场关注的焦点，我们认为目前我国税收体制改革中，房产税仍是最受关注的一环，消费税的改革急迫性并未凸显，其次消费品的批零渠道复杂，仍会是一个循序渐进的过程，影响有待评估，但是不会像上一轮三公消费限制导致需求端的断崖式下跌。

表 7：消费税的历年改革

时间	事件	具体内容
1993	从价税征收	国务院颁布了《中华人民共和国消费税暂行条例》自 1994 年 1 月 1 日起，选择烟、酒、汽柴油等部分消费品开征消费税；白酒消费税税率为粮食白酒 25%、薯类白酒 15%
1998		对白酒的广告宣传费做了调整，不得在税前扣除
2001	量价复合征收	在征收从价消费税的同时再按实际销售量每斤（500 克）征收 0.5 元的定额消费税，同时停止执行外购或委托加工已税酒和酒精生产的酒抵扣上一生产环节已纳消费税的政策

2006	取消税率差别	取消粮食类白酒和薯类白酒的差别税率，从价统一调整为 20%，从量每公斤按照 1 元计算缴纳
2009	明确白酒消费税最低计税价格核定细则	消费税计税价格低于销售单位对外销售价格(不含增值税)70%以下的，消费税最低计税价格由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定
2017	明确白酒消费税最低计税价格核定细则	最低计税价格核定比例由 50%至 70%统一调整为 60%，已核定最低计税价格的白酒，国税机关应按照调整后的比例重新核定

数据来源：公司公告、国家统计局、东吴证券研究所

### 3.2.2. 企业端：库存周期减弱，企业未来业绩增长能见度提升

**渠道管控更加严格，库存周期减弱，降低酒企波动性。**白酒仍具有库存增值的属性，存货的增值会相应的带动渠道囤货意愿，因此在行业量价齐升的时候，经销商加大力度进货的意愿增加，终端囤货意愿提升，但是在行业波动的时候，相对应各个环节去库存对应会加大价格和销量的波动，影响酒企的销售节奏。随着市场进入存量竞争阶段，也一定程度倒逼酒企积极变革，积极引入数字化运营和管理，通过对数字化系统的搭建，可以实时把握成品酒的生产、仓储、物流、终端实际动销、经销商库存、商家打款等重要数据，各个环节越来越可视化，可以让酒企更有效管控渠道和终端库存，提升管理能力和执行效率，以抢夺更多的市场份额，尤其是疫情以后，大部分酒企渠道库存保持在良性甚至偏低的状态，库存周期的影响逐步减弱。

**酒企改革更进一步，充分激发酒企潜能。**2020年5月22日，国务院总理李克强在2020年国务院政府工作报告中提出提升国资国企改革成效，实施国企改革三年行动；通过顺应国改的浪潮，陆续有酒企推出改革方案，其中重要的一项就是完善对内的激励方案，2018年汾酒、2019年水井坊出股权激励、2018年五粮液出台员工持股计划，2021年洋河、老窖的股权激励方案陆续落地。激励能够充分绑定核心管理层与公司的发展，提升公司治理能力，能够充分调动管理层的主观能动性和激发员工的活力，唤起员工的归属感，促进形成一个大的利益共同体，将从中长期维度保证公司的发展动能。国企改革推动建立改革长效机制，是做大做强企业、提升核心竞争力的必然要求。

**行业量稳价升，酒企十四五规划清晰，**根据2021年4月份发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见》所示：“在产业经济目标上，预计到2025年，白酒行业产量800万千升，比十三五末增长8.0%，年均递增1.6%；销售收入达到9500亿元，增长62.8%，年均递增10.2%；实现行业利润2700亿元，增长70.3%，年均递增11.2%。”在发展规划指引下，未来行业量稳价升的趋势不改。酒企也纷纷发布自身的“十四五”规划，充分把握行业的发展机遇期。

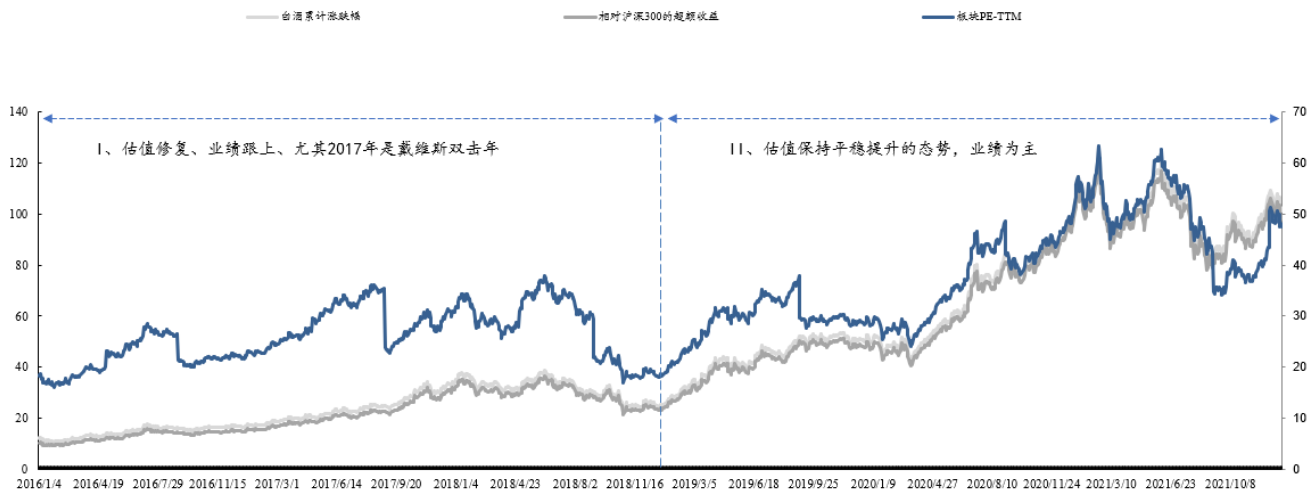
在白酒需求结构良性和消费升级的长期推动下，酒企自身也在积极推进改革之路，内生动力十足，十四五规划清晰，高端酒稳字当头，次高端酒全国化扩张放量，我们认为这一轮的行情仍在向前行进，稳健延续可期。

### 3.3. 这一轮白酒行情行至何处？

#### 3.3.1. 2016-2018 年：估值、业绩实现戴维斯双击，2018H2 有所调整

行业经过了 2013-2015 年的渠道调整、产品结构调整和去库存，从 2015 年开始高端酒先行回暖，2016 年高端、次高端、地产酒皆进入稳定的恢复期，延续向上趋势，开启新一轮白酒板块的发展周期。

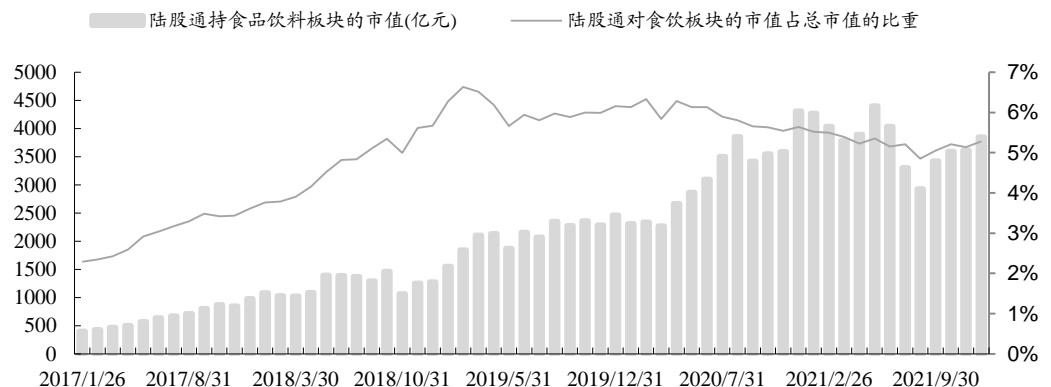
图 31：2016 年-至今白酒板块的表现



数据来源：wind、东吴证券研究所

外资流入，意义更多在于有助于坚实估值体系。从 2016 年起，我国加大金融改革及对外开放的力度，随着陆港通的启动，大量的外资加码中国市场。但是外资并不是主导板块涨跌最主要的因素，截至到 2021 年 12 月，陆港通持食品饮料板块市值 3848 亿元，仅占食品饮料板块总市值的 5%，且北上资金对于大部分龙头板块的持股比例不到 20%。随着 A 股国际化的推进，外资流入 A 股的趋势不变，白酒板块作为现金流充裕、高 ROE、大市值、高分红率的板块，尤其是白酒，更是备受外资的青睐，外资作为板块的长线投资者，有望进一步坚实板块的估值体系。

图 32：外资对食品饮料板块的持有市值（单位：亿元，%）



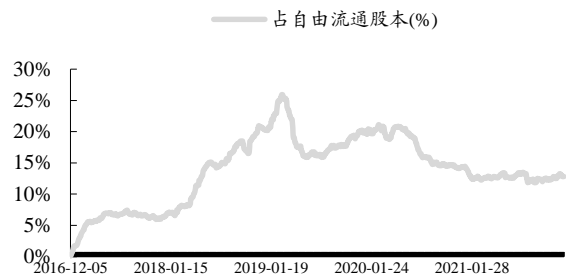
数据来源：wind、东吴证券研究所

图 33: 外资对茅台的持股比例%



数据来源: wind、东吴证券研究所

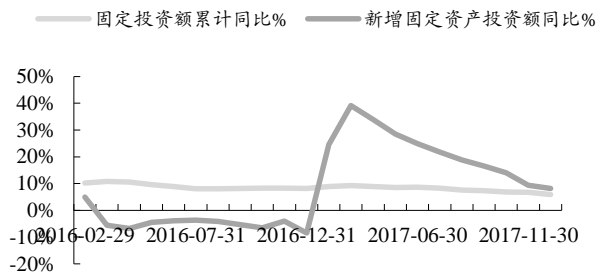
图 34: 外资对五粮液的持股比例%



数据来源: wind、东吴证券研究所

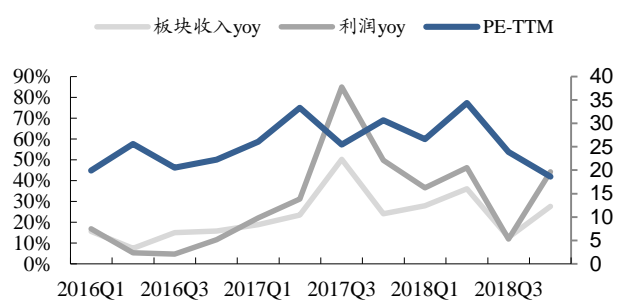
**2016-2018H1: 估值回升, 业绩跟上, 2017 年实现戴维斯双击。**白酒板块估值自 2014 年初见底以后, 逐年实现恢复, 从 2014 年的 9X 恢复到 2016 年初的 17X 左右。随着经济企稳, 基建投资增速边际改善, 经济增速的回暖, 流动性逐渐宽松, 加上 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数等因素催化, 白酒板块估值从 2016 年的 17-18X 提升到 2018 年中的 35X 左右, 提升幅度 103%。同时, 酒企在经历过行业调整期以后, 行业逐步出清, 在居民消费逐渐提升+投资类经济活动的推动下, 业绩也实现较好的恢复性高增。

图 35: 2016-2018 年固定资产投资增速%



数据来源: wind、东吴证券研究所

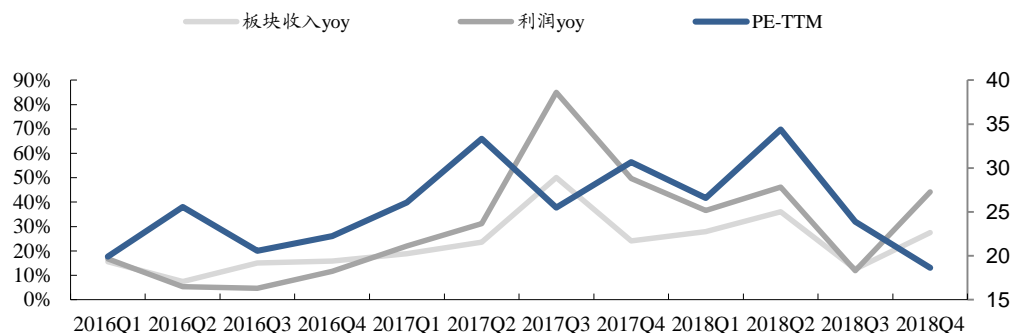
图 36: 2016-2018 年白酒板块业绩增速%及估值



数据来源: wind、东吴证券研究所

**2018H2: 经济放缓、去杠杆及贸易摩擦引发板块调整, 估值回调为主。**内部环境下, 2017 年末开始 ppp 项目陆续降温, 2018 年 3 月份去杠杆政策陆续出台, 资金层面流动性收紧; 外部环境下, 中美贸易摩擦进一步加剧, 对于经济的压力增加。在内外压力之下, 板块回调幅度在-27%左右, 主要以估值回调为主, 板块估值从 2018 年 6 月份的 35X 跌到 2018 年 12 月最低的 18X 左右。同时期, 业绩增速表现正常。

图 37: 2016-2018 板块季度收入利润增速%及估值



数据来源：wind、东吴证券研究所

### 3.3.2. 2016-2018 个股表现：水井坊和汾酒改革领涨，高端次高端获更高收益

消费升级推动白酒板块的复苏，行业量减价增，向次高端和高端结构性增长，这两个板块均获得更高的收益，从2016-2018上半年以来，茅台、五粮液受行业红利和量价齐升实现较大的涨幅，水井坊和汾酒由于自身内在改革涨幅居前。

表 8：2016-2018 年白酒个股涨幅表现

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	酒鬼酒	水井坊	舍得酒业	洋河股份	古井贡酒	口子窖	伊力特
最低点时间	2016/1/28	2016/2/29	2016/2/29	2016/1/28	2016/1/28	2016/1/13	2016/2/29	2016/1/28	2016/1/28	2016/2/29	2016/1/28
股价最低	196.64	22.46	19.82	14.85	12.58	9.19	14.91	57.10	26.40	28.26	9.82
PE (ttm)	15.36	14.88	29.08	39.88	103.30	-23.37	746.70	17.26	20.86	27.90	19.19
最高点时间	2018/6/12	2018/1/15	2018/1/16	2018/6/5	2017/11/16	2018/7/11	2018/1/22	2018/6/12	2018/7/16	2018/6/6	2018/1/25
股价最高	799.19	91.75	73.37	67.11	31.66	56.71	50.41	149.50	99.95	66.00	29.59
PE (ttm)	34.07	40.27	44.43	48.98	64.51	69.58	140.68	30.61	38.07	32.06	43.21
涨幅	306%	309%	270%	352%	152%	517%	238%	162%	279%	134%	201%

数据来源：wind、东吴证券研究所

**水井坊：改革促发展，实现困境反转。**2000 年公司推出水井坊品牌，当时的价格就超过了茅五，但是由于品牌的历史底蕴和当时的消费水平并不足以支撑高价格，水井坊的销售规模一直偏小，在 2013 年行业进入调整期后出现了业绩的亏损。2013-2014 年公司调整产品结构，推出 300-400 元价位段的甄酿八号作为主要大单品，2015 年公司对于总代的模式进行一系列的改革，开始试点新总代模式、迅速增加核心终端门店的资源、完善管理层的激励制度等，改革推动下 2017-2018 年公司的核心门店数量翻两番，推动公司业绩高速增长。公司收入从 2016 年的 11.8 亿元提升到 2018 年的 28 亿元，CAGR=55%，归母净利润从 2.3 亿元提升到 5.8 亿元，CAGR=61%。

**山西汾酒：行业复苏+国企改革，业绩从 2017 年开始全面提速。**2017 年李秋喜董事长签订责任状，汾酒开启了全方位的国企改革，通过“明目标+放权力+实激励”的方式，通过引入华润战投改革所有制、实施员工持股计划和推进整体上市等举措，公司发展活



力充分释放、运营质量提升。省内的精耕细作和省外的阶段式扩张计划有条不紊的推进，同时经营管理精细化程度，效率环比逐步提升。公司收入从 2016 年的 44.1 亿元提升到 93.8 亿元，CAGR=46%，归母净利润从 6.1 亿元提升到 14.7 亿元，CAGR=56%。

**表 9：2017 年李秋喜董事长签署的两份责任书主要内容**

项目	内容
《2017 年度经营目标考核责任书》	2017 实现酒类营业收入 66.5 亿元，同比增长 30%
	2017 实现酒类利润总额 10.5 亿元，同比增长 25%
	2017 酒类收入排名不低于行业第 7 名
《三年任期经营目标考核责任书》	2017-2019 年酒类收入增长目标分别为为 30%、30%和 20%，酒类利润增目标分别为 25%、25%、25%
	截止到 2019 年末，国有资本保值增值率要达到 107.6%，酒类营收达到 103.74 亿元，酒类利润总额达到 16.38 亿元
	任期内三年考核结束，企业资产质量及风险控制在合理范围内

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 3.3.3. 2019 年-至今：疫情推动估值体系跃升，2021-2022 年估值回落至回归合理区间

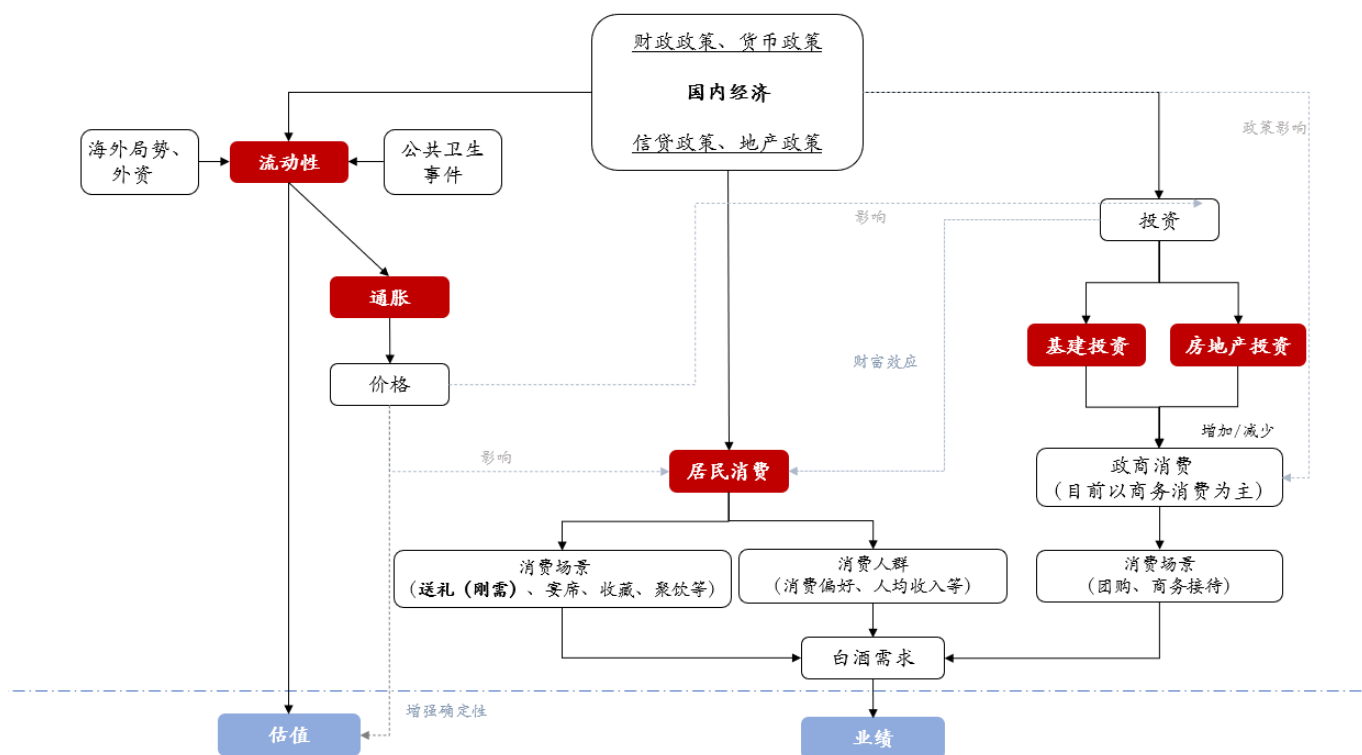
**2019 年估值恢复，2020 年疫情背景下估值跃升，板块保持高景气。**2019 年初板块估值在 18X 左右，是近 14 年以来估值的 28%分位数，随着白酒业绩持续保持较好的增长，性价比凸显，叠加春节期间因为各大名酒的动销普遍都超预期，到 2019H2 板块估值提升到 25-30X 区间。消费升级依然推动行业向前发展，在居民消费和商务消费的加持下，2019 年板块仍然保持较快的业绩增速发展。但正常来说消费升级平缓稳步向前推进的，2020 年突如其来的疫情打破了正常的经济增长节奏，在流动性宽裕的背景下造成了板块估值体系跃迁上移，白酒板块估值在 2021 年 1 月份达到最高的 60X，估值推动了白酒板块 2020 年的牛市行情，全年板块涨幅高达 112.41%。

自 2021 年以来，随着流动性相对收紧和外在系统性风险的干扰，估值从高点回落，板块行情演绎节奏类似 2010-2012H1 年，受流动性影响估值回落，但业绩仍表现较好。

#### 1、怎么看这一次的估值回落？

**1) 业绩方面，稳健增长，十四五目标完成可期。**我们认为当前行业传导的逻辑未变，以居民消费为主的消费升级仍为行业的主要驱动力。上一轮 2011-2012 年中出现了业绩反映迟于估值反映两个季度，我们认为这一轮中，消费升级比投资驱动具有更稳健的消费场景和空间，需求端稳健，周期性弱化，酒企精细化管控加强，业绩仍将保持稳健的增长，十四五规划目标仍在一步步达成之中。**消费升级推动力不变、茅台价格持续坚挺、名优酒企业绩逐步释放下，我们认为行业将继续保持景气度。**

图 38: 行业机制传导及行情传导影响图



数据来源：东吴证券研究所

**2) 估值方面，进入合理区间。**受流动性和外部系统风险影响，板块估值从高点回落，目前处于 30-40X 的区间。a.横向比较来看，板块五年估值体系中枢在 25-35X 左右，跟五年前相比较，外资对于白酒的青睐提升，高端白酒尤其是茅台的金融属性稳固，供需保持紧平衡，净利润还有超预期释放的可能，而且酒企推进渠道改革、加深精细化的颗粒度，保持渠道的低库存和重视动销，茅五未来三年业绩 CAGR 约 15-20%、次高端未来三年业绩 CAGR 在 30-40% 区间，板块估值中枢上移合理；b. 随着周期性的进一步减弱，白酒估值体系从周期性过渡到消费品属性，综合看白酒的优质赛道、具备提价能力、业绩确定增长等因素，跟其它消费品或者奢侈品比较，白酒 30-40X 属于合理区间。

## 2、怎么看白酒板块的 2022?

从 3 月 5 日政府工作报告对宏观经济、行业的定调来看，稳增长是今年的主要任务。在稳增长的基调下，我们认为白酒行业面临的环境或将存在几点积极变化：

1) **推动消费的持续恢复，白酒的需求环境有望积极改善。**我们认为在稳增长的背景下，推动消费持续恢复，多渠道促进居民增收，完善收入分配制度，提升消费能力、适度超前开展基础设施建设投资等措施的推进下，行业的需求环境有望环比积极改善。

2) **当前疫情防控为主要制约消费的因素，看年内政策或面临转变，预计在需求环境环比积极变化的同时，消费场景有望逐步恢复。**中国首席防疫科学家曾光 3 月初发文

表示：“动态清零”是我国在特定时期防疫政策，不会永远不变”、“在不久的将来，定会在合适的时间点，展示中国式与病毒共存的路线图。”倘若年内政策有所松动，将有望助力消费的复苏。

3) 报告提出要继续深化国企改革三年行动。今年进入行动的最后一年，在政策的推动下，酒企在管理、营销、渠道等多方面进行改革和革新，尤其陆续有酒企的股权激励、员工持股方案等机制落地，将进一步激发管理层、员工和渠道的动力。

表 10: 近年来政府工作报告部分内容对比

指标	单位	2022/3/5	2021/3/5	2020/5/22
GDP 增速	%	5.5 左右	6 以上	--
CPI 涨幅	%	3 左右	3 左右	3.5
居民收入		与经济增长基本同步	稳步增长	与经济增长基本同步
赤字率	%	2.8 左右	3.2 左右	3.6 以上
M2 增速	%	与名义经济增速增长匹配	与名义经济增速增长匹配	引导其增速明显高于去年
社融规模增速	%	与名义经济增速增长匹配	与名义经济增速增长匹配	引导其增速明显高于去年
利率	%	降低实际贷款利率、减少收费	推动实际贷款利率进一步降低	推动利率持续下行
基调		继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间	扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，保持宏观政策连续性稳定性可持续性，加强定向调控、相机调控、精准调控；必要支持力度，不急转弯	加大“六稳”工作力度，全面落实“六保”任务，加大宏观政策实施力度，着力稳企业保就业
财政政策		积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续	积极的财政政策要提质提效、更可持续	积极的财政政策要更加积极有为
货币政策		稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，加大稳健的货币政策实施力度	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度	稳健的货币政策要更加灵活适度
其它		围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资	积极支持促进区域协调发展的重要工程，推进“两新一重”建设	重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设

数据来源：政府工作报告、东吴证券研究所

站在当下角度看 2022 年，板块估值处于 30-40X 的合理区间，在这两年流动性逐步收紧和消费升级回归到原有的发展速度轨道过程中，估值端有较大的提升或难以实现；随着经济环境和消费环境逐步的好转，我们认为更关键是在合理估值下积极寻找阿尔法增长、阶段性关注低估值个股的修复行情；从阿尔法增长角度，我们认为全年要坚守高端酒的业绩确定性+积极拥抱次高端的业绩弹性，关注国改推动带来的红利。

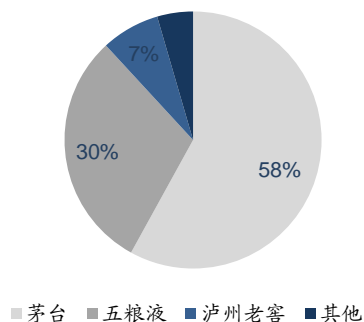
### 3.4. 推演未来：看好高端、次高端价格带的发展，量价齐升可期

行业景气度依旧，价格空间仍在。从长期视角来看，茅台打开了价格空间，消费升

级的趋势延续，在渠道保持健康、日常生活回归正常化以后，我们预计高端和次高端白酒价格带的规模依然能够远超行业增速，中低端产品尤其低端的市场规模仍有加速收缩的风险，未来我们更看好高端、次高端价格带的扩容。

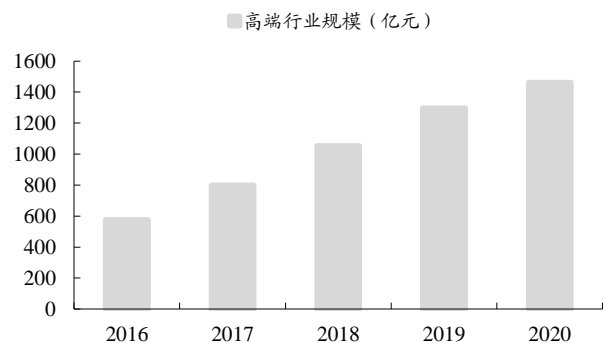
**高端竞争格局稳定，长期量价空间清晰。**高端白酒是送礼场合、高端商务宴请的绝佳消费品，充分满足了这两种消费场景的面子需求，加上茅台近几年金融属性不断增强，消费者对于茅台的认知度很高，带动了消费者对于高端酒的需求粘性，截至到 2020 年底高端酒的市场规模接近 1500 亿元，占白酒行业总收入的 25% 左右。当前高端市场竞争格局主要由茅五泸占据，销售收入占比高达 95%，其中茅台占比 58%，“一超两强”的竞争格局稳固。未来在茅台供需紧平衡、渠道价差大的背景下，我们预计 2021-2025 年茅台销量仍能维持 6% 左右的增长，价格方面，通过直营比例提升+直接提价，我们预计未来五年茅台仍能完成双位数的年均复合增长目标，五粮液、老窖受益于行业的扩容和自身品牌力的提升，继续扩宽浓香受众，实现产品结构升级，到 2025 年我们预计高端酒市场有望接近 3000 亿。

图 39：2020 年高端酒的竞争格局（销售额口径）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图 40：2016-2020 年高端白酒行业规模（亿元）

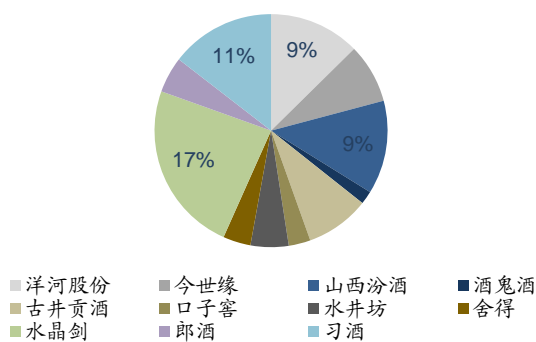


数据来源：wind、微酒、东吴证券研究所

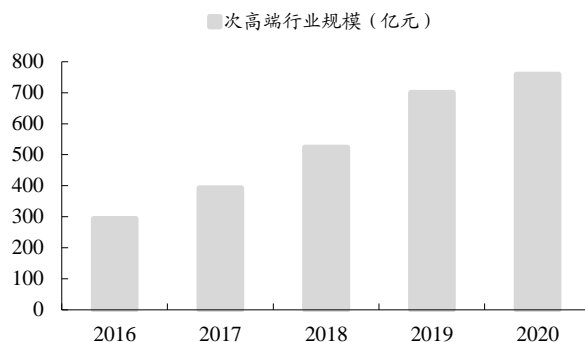
**次高端快速扩容，有品牌力和渠道力的公司更能胜出。**根据酒业协会的数据，2020 年次高端市场规模 760 亿元左右，占白酒行业规模的 13%。从白酒板块复苏以来，次高端的市场规模 2016-2020 年的复合增速为 27%，呈现快速扩容的态势。当前次高端行业集中度较低，剑南春、习酒的销售份额居前，CR2=28% 左右，未来次高端价格带受益价格空间打开和消费需求升级，持续扩容的同时依然会保持充分竞争，这要求次高端酒企需要做品牌的能力，也需要渠道营销能力，未来品牌力和渠道力都能做到极致的公司更有希望在竞争中胜出：1) 销量方面，抓住主流价格带 400-600 元、600-800 元的主流价格带营销放量。2) 价格方面，未来随着消费升级和高端给予的价格空间，我们预计次高端酒企“小步快跑式”提价或将延续，提价不仅是为了提高价格带站位，更是为了提升品牌调性，进一步推动大单品的销售。

图 41：2020 年次高端白酒行业竞争格局（销售额口径）

图 42：2016-2020 年次高端白酒行业规模（亿元）



数据来源：wind、东吴证券研究所



数据来源：wind、微酒、东吴证券研究所

## 4. 投资建议

通过对行业的传导机制的梳理，结合行业的发展、行情的演绎、个股表现的历史复盘，我们针对开篇提出的问题总结回答：

- 上一轮白酒的行业和行情表现特点？** 复盘 2003-2012 年，第一，从行业特点来看：1) 白酒主要的核心驱动为经济投资，经济快速发展，国内固定投资持续高增，政商务需求成为了白酒主要需求来源；2) 在政商务需求+通胀推动下，高端酒价格持续提升，这也是行业景气度的重要表现；3) 在行业整体量价齐升有空间的阶段，渠道为王，企业找准渠道能够获得较好的放量；4) 行业的真正拐点更多是政策的冲击带来的变化，需求端对于行业的影响是最大的。比如 2001 年复合消费税、2012 年底的禁酒令。第二，从行情表现来看：1) 流动性对于估值的影响作用大，流动性宽松抬升估值，边际收紧则估值下行，2003-2012 年板块估值中枢 35X 左右，2) 投资为主导因素下，业绩的拐点比估值的拐点多要晚两至三个季度；3) 高端酒价格保持提升，景气度会逐步向下传导，次高端和地产酒后续有接力表现。
- 这一轮白酒行业和行情行至何处？** 这一轮行业从 2016 年正式复苏，从行业特点来说：1) 经济进入新常态发展，随着大众消费替代政务消费，行业的核心驱动因素转变为消费升级，消费者购买力仍在逐步提升，消费升级也在既有的速率轨道上持续提升，驱动力不变；2) 行业进入存量竞争阶段，消费升级推动结构性繁荣，“喝的少喝的好”的消费理念推动高端次高端加快扩容，行业以品牌为王，以更强的品牌和做好消费者长期培育的企业将获得更高的接受度和更好的动销；3) 茅台批价站稳 2000 元/瓶以上，价格稳定，在消费升级+通胀的推动下，为其它价位段打开了充分的价格空间，行业景气度仍在，且大部分的大单品价格仍低于上轮高点水平，酒企对渠道和价格管控也均强于上一轮，行业提价空间仍大。4) 白酒需求结构良性，政策周期性减弱，且消费税并不是影响需求端，我们认为消费税并不会成为行业这

一轮的拐点，风险总体目前仍然可控，行业结构性量价齐升的行情还将持续。第二，从板块表现来看：1) 流动性仍然影响估值的主要因素，疫情是短期估值体系跃迁的催化剂，随着流动性趋紧，目前估值回到 30-40X 的合理区间，在今年预计流动性相对缩紧的背景下，公司业绩将是行情表现的主导因素；2) 业绩稳健增长为主，稳步迈向十四五目标。消费升级比投资驱动具有更稳健的消费场景和空间，需求端稳健，周期性弱化，酒企精细化管理加强，业绩仍将保持稳健的增长，十四五规划目标仍在一步步达成之中。3) 高端酒价格高企，景气度仍然会逐步向下传导，次高端和次高端占比提升的地产酒后续有接力表现。

- **推演行业未来的发展？** 第一，如何看待 2022 年的发展？自 2021 年以来，随着流动性相对收紧和外在系统性风险的干扰，估值从高点回落，目前处于 30-40X 的合理区间，但当前行业传导的逻辑未变，行业保持景气度，需求端稳健，周期性弱化，酒企精细化管理加强，业绩仍将保持稳健的增长，十四五规划目标仍在一步步达成之中。站在当下，白酒的需求环境后续有望积极改善、消费场景有望逐步恢复、国企改革三年行动进入攻坚最后一年，在这两年流动性逐步收紧和消费升级回归到原有的发展速度轨道过程中，估值端有较大的提升或难以实现；我们认为**全年要坚守高端酒的业绩确定性+积极拥抱次高端的业绩弹性，关注国改推动带来的红利**。第二，从长期视角来看，茅台打开了价格空间，消费升级的趋势延续，在渠道保持健康、日常生活回归正常化以后，未来我们更看好高端、次高端价格带的扩容。1) 高端竞争格局稳定，长期量价空间清晰，到 2025 年我们预计高端酒市场有望接近 3000 亿元。2) 次高端快速扩容，当前板块集中度较低 CR2=28%左右，未来次高端价格带受益价格空间打开和消费需求升级，持续扩容的同时依然会保持充分竞争，这要求次高端酒企即需要做品牌的能力，也需要渠道营销能力，未来品牌力和渠道力都能做到极致的公司更有希望在竞争中胜出。

## 5. 风险提示

**宏观经济疲软。**白酒行业的发展与经济的景气度存在较大的相关性，若宏观经济放缓，行业增速整体也会有负面影响。

**出厂端提价不及预期。**倘若受外部因素影响茅台不提价，则会导致市场对于板块的信心不足。

**食品安全问题。**食品安全是食品饮料企业发展的红线，若行业发生了重大的食品安全问题则会对品牌、消费者信心、市场投资者信心等各方面造成负面影响。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>