

2022年03月22日

高端酒景气向上，安稳放行舟 增持（维持）

投资要点

- 复盘龙头的更迭：龙头的变迁不仅是香型的变迁，更是核心竞争力的变迁。** 1) 1988年之前，在物质匮乏的年代，产能为王，清香型的汾酒放量成为龙头；2) 90年代-2013年，在经济快速提升、产品种类逐渐丰富化、产品供需逐步匹配的过程中，行业实现量价齐升，渠道是最为重要的因素；浓香盛行，五粮液依靠大商制和OEM实现快速增长；3) 2013年至今，产能过剩，行业发展由消费升级推动，品牌是最能识别优质产品的标识，茅台的品牌力强叠加酱酒领袖的身份，成为了行业品牌+价格的双标杆。
- 竞争格局：茅台优势显著，千元价位段竞争格局相对稳固。** 在消费升级的推动下，高端价格带正处于量价齐升的扩容阶段，品牌作为高端酒最为重要的竞争力，竞争格局将保持相对稳固，强者恒强。分价格带来看，1) 茅台站稳2000元以上的超高端价格带，优势还在不断强化；2) 千元价位段，一方面五、泸、郎是主要寡头竞争者，长期稳健经营可期，另一方面千元价格带寡头竞争格局短期难以改变，但产品仍还有汇量增长的基础，以茅台1935、汾酒青花30复兴版为主优势或更为显著。
- 未来空间：量价齐升可期，长期看高端酒的市场空间3000亿元左右，供需紧平衡。** 1) 需求端方面，随着高净值人群的增加，近年来愿意为优质产品支付溢价的高消费人数占比在不断扩大，即高消费人群比例也在提升，高端酒的主要消费人群为我国的高净值人群和上层中产阶级，我们测算预计到2025年高端酒的消费人群范围为5.9亿人次，而随着消费升级推动消费理念的提升，消费者对于高端酒的需求有望继续增加，我们保守预计到2025年高端酒需求总量为10.7万吨、高端酒吨价达到286万元/吨，测算出2025年高端酒的市场规模为3062亿元，2020-2025年市场规模CAGR=17%。2) 从供给端测算，现有的高端酒企都在一步步完成自身十四五规划的路途中，保持稳健增长，高端格局稳定；同时在千元价格带也会有名优品牌酒企陆续推出的高端产品，在千元价格带实现汇量增长，继续辅助扩充高端价格带的空间，经过我们的测算，我们预计到2025年高端酒可供的市场规模接近3000亿元，2020-2025年的复合增速为15%+。
- 公司角度：批价是景气度观测指标，长期看好高端酒企发展。** 量方面，呈现供需紧平衡的态势；价方面，消费升级将继续驱动提价，因此，价格非常重要，酒企核心产品批价的变化是观测企业经营和股价走势的风向标，当前茅台价格稳定在2000元以上，高端白酒批价保持稳定，行业景气度仍在。从品牌力、公司利润弹性、内部效率环比提升、业绩确定性等角度，我们重点推荐贵州茅台，长期看好五粮液、泸州老窖。
- 风险提示：宏观经济疲软、改革不及预期、食品安全问题**

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

行业走势



相关研究

- 《食品饮料周观察：信心提振，持续关注后续实质性改善带来的行情修复机会》2022-03-20
- 《食品饮料行业深度报告：白酒板块的复盘与展望》2022-03-14
- 《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

表1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	21293	1695.00	37.17	41.43	48.49	45.60	40.91	34.96	买入
000858	五粮液	6377	164.30	5.14	6.01	7.03	31.96	27.32	23.36	买入
000568	泸州老窖	2978	202.36	4.08	5.33	6.70	49.59	37.94	30.21	买入

资料来源：wind、东吴证券研究所（截至20220322）

内容目录

1. 复盘：龙头更迭是香型的更迭，更是产业核心竞争力的变迁	4
1.1. 1988 年以前：清香白酒迅速扩产，产能为王	4
1.2. 90 年代-2013 年：浓香酒企全国化扩张，渠道为王	5
1.3. 2013 年-至今：品牌为王，酱香风起	6
1.4. 龙头变迁：是香型口味的变迁，更是核心竞争力的变迁	8
2. 现状：高端酒竞争格局稳固，批价是景气度观测指标	8
2.1. 行业格局：高端价格带量价齐升，竞争格局稳固	8
2.2. 高端酒销量供需紧平衡，消费升级持续驱动提价	10
2.3. 一批价仍可作为观测指标，更重要关注高端企业内部改革赋能	12
2.3.1. 贵州茅台：市场营销改革在途，2022 年报表加速可期	13
2.3.2. 五粮液：高质量发展在途，内部经营将逐步优化	14
2.3.3. 泸州老窖：国窖品牌活力持续释放，激励落地激发经营动能	15
3. 未来：消费升级推动行业量价齐升，长期空间明朗	15
3.1. 需求端测算：高净值人群的增加，推动高端价格带扩容	15
3.2. 供给端测算：超高端量价齐升，规模预计到 2025 年接近 1500 亿元	17
3.3. 供给端测算：千元价格带汇量增长，预计到 2025 年有望接近 1500 亿元	19
4. 投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 1952-1988 年之间的龙头更迭.....	4
图 2: 茅五营业收入对比 (单位: 亿元)	7
图 3: 茅五归母净利润对比 (单位: 亿元)	7
图 4: 2017-2021 年酱酒行业规模及增速 (亿元, %)	7
图 5: 2021 年酱酒行业格局 (%)	7
图 6: 规模以上白酒企业总产量及增速 (万千升, %)	9
图 7: 规模以上白酒企业利润总额及增速 (亿元, %)	9
图 8: 2020 年高端白酒各品牌份额占比 (销售额口径)	10
图 9: 2020 年高端白酒各品牌份额占比 (销量口径)	10
图 10: 通胀环境下白酒提价更易	11
图 11: 高净值人均投资增速快于茅台零售价增速	12
图 12: 城镇居民人均月收入与茅台价格的比值	12
图 13: 茅台批价的走势和股价走势对比图	12
图 14: 五粮液股价与批价的走势对比	13
图 15: 泸州老窖股价与批价的走势对比	13
图 16: 中国高净值人群数量	16
图 17: 根据收入划分我国的人口占比及消费额占比	16
图 18: 2020 年千元价格带竞争格局 (销售额口径)	20
图 19: 我国主流的香型	20
表 1: 重点公司估值	1
表 2: 1985-2002 五粮液扩产情况	5
表 3: 高端白酒价格带的核心竞争要素复盘	8
表 4: 高端酒市场构成及营业收入的测算 (单位: 亿元)	9
表 5: 中国五届评酒会及代表名酒	10
表 6: 高端酒销量表现 (单位: 万吨)	11
表 7: 从需求端测算高端酒的市场规模 (单位: 亿元)	16
表 8: 茅台酒 2021-2025 年理论销量估算 (单位: 万吨)	17
表 9: 茅台历年出厂价及市场价的变化	18
表 10: 茅台酒未来五年的销售收入估算	19
表 11: 各酒企千元价格带产品布局	20
表 12: 五粮液、泸州老窖、郎酒的高端酒规模测算	21

1. 复盘：龙头更迭是香型的更迭，更是产业核心竞争力的变迁

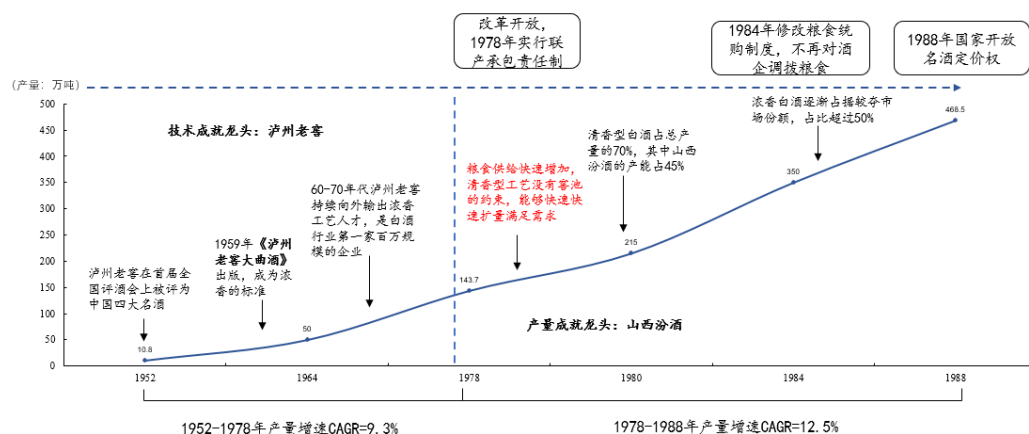
在 2022 年 3 月 14 日发布的深度报告（《白酒系列报告（一）：白酒复盘与展望》）中，我们集中对两轮的白酒行业和行情进行复盘，主要结论之一：从长期视角看，在消费升级的驱动下，未来我们更看好高端、次高端价格带的量价齐升。从行业传导机制出发，高端产品价格是行业景气度风向标，高端龙头保持长期稳健增长，才能给次高端及中低端产品逐步打开价格空间。根据市场成交价，我们当前把 800 元以上称为高端价格带，对应产品为高端酒；300-800 元称为次高端价格带，100-300 元为中高端价格带，100 元以下为低端价格带。

龙头变迁、居民收入水平提升、通胀是驱动价格带不断提升的主要原因，清香-浓香-酱香龙头更迭，背后更主要是核心竞争力的变迁。高端价格带的划分并不是一成不变的，随着龙头的变迁和价格提升、居民收入水平提升、通胀驱动，高端价格带逐步从过去的 500 元以上提升到现在的 800 元以上。我们以下通过对高端龙头变迁的复盘，来还原龙头更迭的历史以及总结每轮的核心推动力。

1.1. 1988 年以前：清香白酒迅速扩产，产能为王

计划经济时代，技术体系化成就老窖。建国以后到 1978 年，我国的白酒处于起步阶段。在当时生产力落后、物质相对匮乏的年代，消费是由供给能力决定的，自 1951 年白酒成为专卖品，就被严格纳入计划管理，白酒处于卖方市场，全国白酒产量从 1949 年的 10.8 万吨增长到 1978 年的 143.7 万吨，年复合增长率只有 9.3%。当时的泸州老窖凭借其浓香工艺技术的体系化出彩，1959 年国家组织专家对泸州老窖酿酒技艺进行查定、总结，编写出国家首部白酒酿造教科书《泸州老窖大曲酒》，成为浓香白酒的典范和标准，借助技术的传播，老窖在各类外事和社会活动中备受领导人喜爱，成为高端场景专属用酒，泸州老窖也成为行业第一个百万规模级别的白酒企业。

图 1：1952-1988 年之间的龙头更迭



数据来源：wind、公司公告、微酒、东吴证券研究所

国家管制逐渐放开，清香型扩产能迅速，成就了“汾老大”。改革开放以后，在计

划经济和市场经济“双轨制”的背景下，整体依然处于产品短缺时代，此时行业面对几大事件：香型有了行业的标准（1979年第三届全国评酒会确定四大香型）、粮食管制放开（1984年）、税率改革（从60%下降到30%）等，各酒厂积极扩张产能，白酒产量从1978年的143.7万吨快速提升到1988年468.5万吨（CAGR=12.5%）；而在当时的工艺水平里，清香型白酒凭借生产周期短、成本低、粮耗低、出酒率高的工艺特点，产量独占总产量近70%，由此清香型成为酒厂最多、分布最广、销量最大的白酒香型，汾酒在白酒行业形成了主导地位，成为“汾老大”。

1.2. 90年代-2013年：浓香酒企全国化扩张，渠道为王

浓香起势，渠道开始多样化。随着市场经济的加速发展，食品供给不足、粮食匮乏等制约因素逐渐消失。因浓香型白酒具有更浓厚的口感、泸州老窖在窖泥培养等酿造技术的逐步推广以及前五次评酒会的出色表现，浓香酒消费习惯被逐渐培养起来，1984年白酒年产量达到350万吨，其中浓香占到55%；随着各地逐步放开名酒价格，五粮液、泸州老窖、古井贡、洋河等川苏鲁豫皖浓香白酒主产区企业，开启全国化扩张，西北地区清香企业和西南地区的酱香企业也纷纷转型浓香，浓香产量占比逐步提升到70%，成为全国第一大香型。同期，渠道从过去国营的糖酒公司向渠道经销商转变，随着产品品类和渠道日趋多元化发展，渠道也逐渐细分，广告营销、渠道扩张、深度分销等方式陆续推动白酒企业的发展。

率先实行大商制和 OEM 模式，五粮液成为浓香龙头。五粮液从20世纪80年代开始走“质量效益型”道路到“质量规模效益型”道路再到“质量规模效益及多元化发展”道路的三步走战略，1) 提价保质：在1988年在物价闯关和国家开放名酒定价权的背景下，五粮液抢占先机大幅提价，一举超越汾酒、泸州老窖等竞品成为当时中国第一高端白酒品牌；2) 扩产提优：五粮液厂分别于1986年、1992-1994年和1998-2002年进行了三轮扩产，年产量从1985年之前的4000吨快速增至2001年的20万吨，又攀升至2003年以后的40余万吨，独占最大白酒生产企业的地位。同时公司不断提升优酒率，逐步达成从质量效益到质量规模效益的路径发展；3) OEM+大商制推动放量：公司以省区为单位，发展营销能力和渠道实力强劲的经销商担任总代理，渠道管理的成本低，产品铺货的速度快，推动了五粮液的快速发展；此外，90年代以来公司独创性推出跟有实力的经销商合力开发品牌（OEM贴牌模式），不仅消耗了中低端的基酒产能，增加了营收，也充分激活了大商的积极性，推动了五粮液的全国化。从1995年到2012年公司收入从9.1亿元提升到272亿元（CAGR=22.1%），尤其是1995年-2003年收入复合增速达27.4%。

表 2：1985-2002 五粮液扩产情况

项目	开工时间（年）	完工时间（年）	新增产能
江北主厂区新建车间	1986	/	达到1万吨
酒圣山下酿酒车间8项建设	1992	1994	新增产能8万吨

陈化车间技改工程	1998	1999	新增陈化处理一类酒能力 1 万吨
年产 1 万吨系列酒技改车间	1998	1999	新增系列酒产能 1 万吨
年产 0.25 万吨系列酒技改车间	1998	2000	新增系列酒产能 0.25 万吨
年产 0.6 万吨系列低度酒技改工程	1998	2000	新增低度酒产能 0.6 万吨
青梅、猕猴桃、苹果果酒技改工程	1999	2002	新增青梅、猕猴桃、苹果果酒产能各 0.1 万吨
年产 0.1 万吨苹果果酒	2000	2002	新增广柑果酒产能 0.1 万吨
5 个酿酒生产车间资产置换	2002	2002	新增系列基础酒产能 4.22 万吨
年产 5 万吨制酒技改工程	2002	2002	新增系列酒产能 5 万吨
陈酿酒库技改工程	2002	2003	形成储存原酒能力 5.3 万吨
系列酒及制曲技改项目	2002	2003	新增系列酒产能 0.6 万吨、制曲产能 2 万吨
原酒生产线改造	2002	2003	新增原酒产能 3 万吨
6 万吨酿酒项目配套设施改造工程	2002	2003	新增系列基础酒产能 6 万吨
年产 3 万吨系列酒技改项目	2002	2003	新增系列酒产能 3 万吨

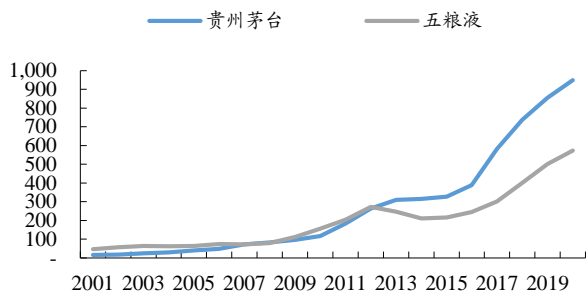
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

五粮液大商制后期乏力和集团多元化弊病，茅台深抓团购渠道提升市场销量。随着市场的变化和发展，大商制和 OEM 的弊病也逐渐显现：厂商对于销售价格、终端动销、串货管控、市场需求变化等的把控能力弱，大经销商对渠道价格和渠道下沉更有主动权，不利于厂商的挺价和渠道深耕，而且上千个 OEM 子品牌严重削弱了主品牌的实力和口碑，加上当时集团多元化的发展影响了五粮液品牌的势头。同时期，茅台 2005 年开始团购渠道，逐步丰富自身的销售网络，销量获得进一步提升，2005 年茅台净利润首次超越五粮液；而且为了进一步匹配白酒的政商务需求，茅台保持提价，到 2008 年茅台首次超越五粮液。

1.3. 2013 年-至今：品牌为王，酱香风起

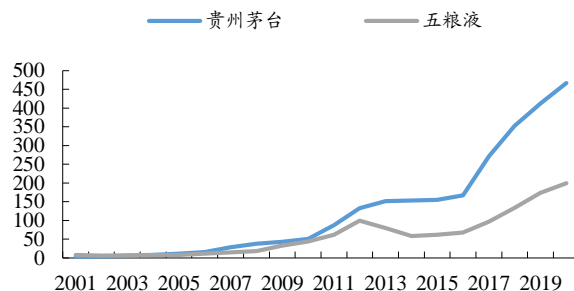
茅台大单品策略抓住核心消费人群，登顶白酒龙头。茅台产于贵州省遵义市仁怀市茅台镇，茅台镇酿酒历史可追溯至今已有 800 多年的历史，1915 年茅台“一砸成名”，获得巴拿马万国博览会金奖，从 1952 年第一届评酒会开始，茅台连续 5 届被评为中国名酒，更斩获国内外多项荣誉，品牌价值和影响力不断提升。此外茅台更有着不可复制的文化底蕴——红军长征、开国第一宴、重要外交时刻都有茅台的身影；进入新千年经济获得高速发展，茅台实行大单品战略，以飞天茅台为主，充分发挥前端消费（年份酒推广、个性化定制）和终端消费（专卖店、精品酒柜、精品酒店）的带动作用，成功“捕捉”了党政军核心人群和国企消费需求。2008 年茅台销售收入首超五粮液，尽管 2009-2012 年间五粮液又暂时夺回了营收上的优势，但二者差距不断缩小，2013 年五粮液营收再次被茅台超越，白酒龙头易主。

图 2: 茅五营业收入对比 (单位: 亿元)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图 3: 茅五归母净利润对比 (单位: 亿元)

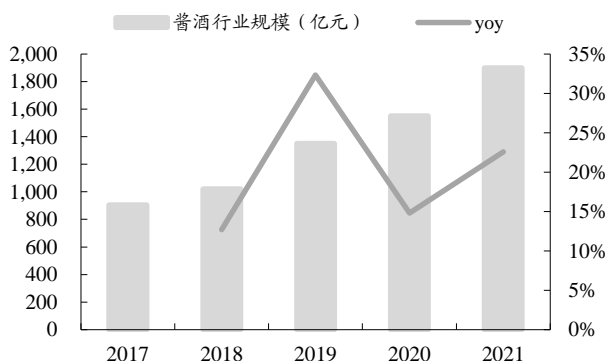


数据来源: wind、东吴证券研究所

消费升级推动, 品牌为王。三公消费限制后白酒进入调整期, 茅台依靠强劲的品牌实力和渠道能力, 实现顺价销售 (同期五泸均倒挂销售)。从 2016 年随着大众消费和商务消费的崛起, 消费逐渐替代投资成为支撑经济增长的核心驱动力, “少喝酒, 喝好酒” 的理性饮酒消费理念进一步深入人心, 白酒行业结构化繁荣, 存量竞争下, 渠道多元化的能力不再是最重要的, 获得消费者的认可度更加重要, 品牌成为了产品最强的标识。

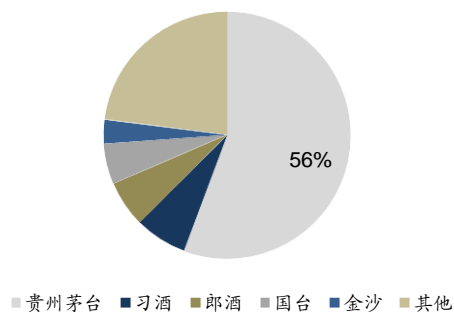
酱香热风起, 茅台地位坚如磐石。茅台由于自身强品牌力、渠道高利润等因素获得渠道和消费者的青睐, 但由于“12987”工艺和产区面积限制产能的释放, 供需始终保持紧平衡, 带动了 2016 年以来的茅台热。从 2019 年起茅台热逐渐带动酱酒热的风潮, 根据产业前瞻研究院的数据显示, 从 2017-2021 年酱酒收入规模从 905 亿提升到 1900 亿元, CAGR=21%, 实现高速增长, 其中根据贵州茅台 2021 年度生产经营情况公告显示, 2021 年实现营业收入为 1058 亿元, 占酱酒总收入的 56%。茅台白酒王者叠加酱酒领袖的身份, 也成为了行业品牌+价格的双标杆。

图 4: 2017-2021 年酱酒行业规模及增速 (亿元, %)



数据来源: 产业前瞻研究院、东吴证券研究所

图 5: 2021 年酱酒行业格局 (%)



数据来源: 公司公告、wind、东吴证券研究所

1.4. 龙头变迁：是香型口味的变迁，更是核心竞争力的变迁

通过对高端酒发展历程与龙头变迁的复盘，可以总结为三个阶段：

1) 第一阶段：在物质匮乏的年代，产品供不应求，产能为王，规模越大则龙头地位越强，汾酒依靠工艺迅速实现规模达产，成为“汾老大”；

2) 第二阶段：在经济快速提升、产品种类逐渐丰富化、产品供需逐步匹配的过程中，行业实现量价齐升，渠道是最为重要的因素，多渠道能够实现汇量式增长，五粮液通过 OEM 和经销商的配合，实现迅速放量；

3) 第三阶段：高端酒行业在消费升级的推动下继续实现量价齐升，其中品牌作为最能识别优质产品和价格的标识，成为主要的核心竞争力，茅台牢牢占据高端价位段，作为行业的价格标杆+酱酒领袖，成为王者，地位稳固。

表 3: 高端白酒价格带的核心竞争要素复盘

时间	宏观经济环境	主要驱动力	核心竞争力	龙头酒企
90 年代以前	计划经济过渡到市场经济初期， 生产力不足，物质相对匮乏	产能驱动	产能	泸州老窖（建国后到 20 世纪 60 年代）、汾 酒（20 世纪 60 年代-80 年代）
90 年代-2013 年	市场经济初期放开名酒价格管制 →加入 WTO→经济告诉发展阶 段，供需逐步匹配	投资驱动	渠道	五粮液
2013 年至今	经济进入新常态发展，消费升级 推动消费前进	消费升级	品牌	贵州茅台

数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所

2. 现状：高端酒竞争格局稳固，批价是景气度观测指标

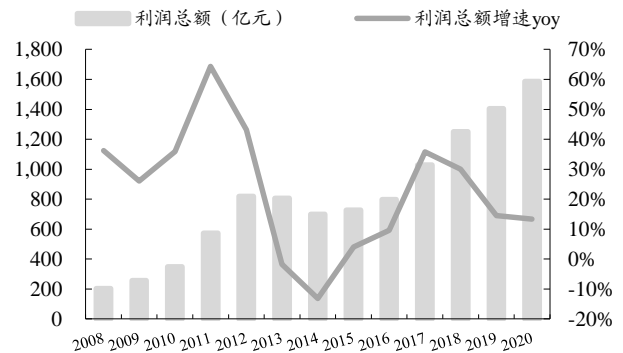
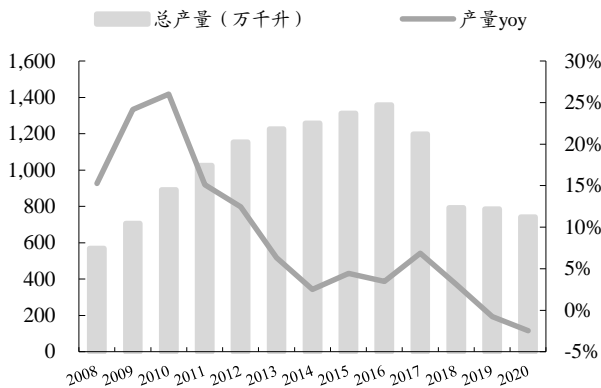
2.1. 行业格局：高端价格带量价齐升，竞争格局稳固

消费升级驱动，行业高端化进程持续向前。白酒在 2003-2012 年随着经济的快速增长，产量、营收、利润等各项指标均大幅增长。从 2016 年起消费升级推动白酒板块进入“白银时代”，在居民消费水平持续提升以及“少喝酒，喝好酒”的理念进一步深入消费者心智，行业高端化趋势明显，主要表现为产量减，利润增：根据统计局的统计数据显示，规模以上白酒企业的总产量在 2016 年达到了最高的 1358 万千升，到 2020 年为 740 万千升，2016-2020 年产量 CAGR=-14.1%；规模以上白酒企业销售收入在 2016 年

为 6126 亿元，到 2020 年为 5836 亿元，CAGR=-1.2%；规模以上白酒企业的行业利润总额从 2016 年的 797 亿元提升到 2020 年的 1585 亿元，CAGR=18.8%。

图 6: 规模以上白酒企业总产量及增速 (万千升, %)

图 7: 规模以上白酒企业利润总额及增速 (亿元, %)



数据来源: wind、国家统计局、东吴证券研究所

数据来源: wind、国家统计局、东吴证券研究所

2016 年行业复苏以来，高端酒价格带呈现量价齐升。此轮复苏以来，行业高端化趋势显著，即使是在疫情影响的 2020 年，高端产品的销售也鲜少受到影响，高端价格带的规模持续提升。根据公司公告、前瞻研究院和微酒的数据显示，2020 年白酒高端价格带的市场规模接近 1500 亿元，占白酒行业总收入的 24%，2016-2020 年高端酒市场规模 CAGR=26%，远超过行业规模的年均复合增速 (CAGR=-1.2%)；其中我们预计高端价格带 2016-2020 年的销量 CAGR=15%、吨价 CAGR=9%，呈现量价齐升的特点。

表 4: 高端酒市场构成及营业收入的测算 (单位: 亿元)

酒企	代表高端产品	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
茅台	飞天	170	240	291	306	315	367	524	655	758	848
五粮液	普五	140	202	178	138	147	165	203	291	387	441
泸州老窖	1573	80	76	29	9	15	28	38	45	60	73
郎酒	青花郎							7	19	32	42
其他	内参/梦 9 等			--	--	--	4	6	11	14	21
高端酒收入规模 (亿元)		390	574	498	453	477	568	779	1022	1251	1425
yoy			47%	-13%	-9%	5%	19%	37%	31%	22%	14%
白酒市场总营收 (亿元)		3747	4466	5018	5259	5559	6126	5654	5364	5618	5836
行业 yoy			19%	12%	5%	6%	10%	-8%	-5%	5%	4%
高端酒收入占行业比重		10%	13%	10%	9%	9%	9%	14%	19%	22%	24%

数据来源: 公司公告、wind、前瞻研究院、微酒、东吴证券研究所 (备注: 棕色为预计值)

品牌是高端酒企的入场券，历史品牌是最强竞争力。行业从 2016 年起存量挤压式增长至今，品牌成为高端白酒的核心竞争力。经过梳理，我们认为品牌方面可以分为以下几种: 1) 历史品牌: 在高端白酒市场，历史酒是主流，以“窖池”、“历史人物”“宫廷”等老元素文化强调自身的品质和品牌，当前具备历史底蕴的品牌仅只在 1952-1989

年五届评酒会评选的老名酒系列；2) 文化品牌：与文化题材相结合，但是通过定位准确的营销运作形成自身文化底蕴厚重、个性鲜明的品牌形象，比如舍得产品、酒鬼系列等。3) 地产品牌：通过渠道运作等方式在区域内具有口碑记忆的品牌。历史品牌由于历史时间的限制，品牌数量已固定，在竞争中我们历史品牌竞争力更强劲。

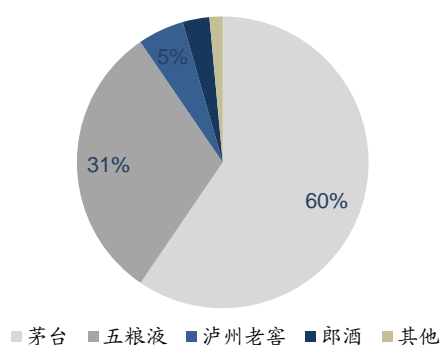
表 5：中国五届评酒会及代表名酒

届数	时间	地点	代表名酒
第一届	1952	北京	四大名酒：贵州茅台、山西汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
第二届	1963	北京	老八大名酒：贵州茅台、山西汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲、五粮液、古井贡酒、全兴大曲酒、董酒
第三届	1979	大连	八大名酒：贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖特曲、五粮液、洋河大曲、古井贡酒、剑南春、董酒
第四届	1984	太原	十三种名酒：贵州茅台、山西汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、双沟大曲、全兴大曲、黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989	合肥	十七大名酒：贵州茅台、山西汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

数据来源：酒评、东吴证券研究所

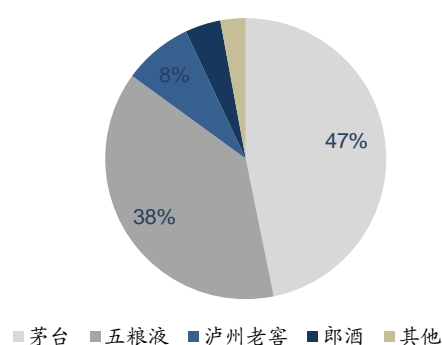
在入场券的限制下，竞争格局稳固。从销售额口径来看，2020 年茅台的营业收入占高端酒收入的 60%，从销量口径来看，茅台 2020 年的销量占高端白酒总销量的 47%，茅台优势显著，竞争格局稳固。当前高端白酒的入场券已经基本发完，在消费升级推动和酒企的品牌强化背景下，消费者对于白酒的品牌力认知度持续加强，我们认为未来高端白酒寡头垄断的竞争格局难以有大的变化，强者恒强。

图 8：2020 年高端白酒各品牌份额占比（销售额口径）



数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所

图 9：2020 年高端白酒各品牌份额占比（销量口径）



数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所

2.2. 高端酒销量供需紧平衡，消费升级持续驱动提价

高端酒的量供需紧平衡，量的增长主要以酒企供给增长为主。根据公司公告披露和我们的预计，茅台、五粮液、国窖 1573 的销量从 2016 年的 4.1 万吨提升到 2020 年 6.8 万吨，CAGR=13%。高端酒的产销量保持紧平衡的状态，销量的增长更多以酒企的供给

增长为主。

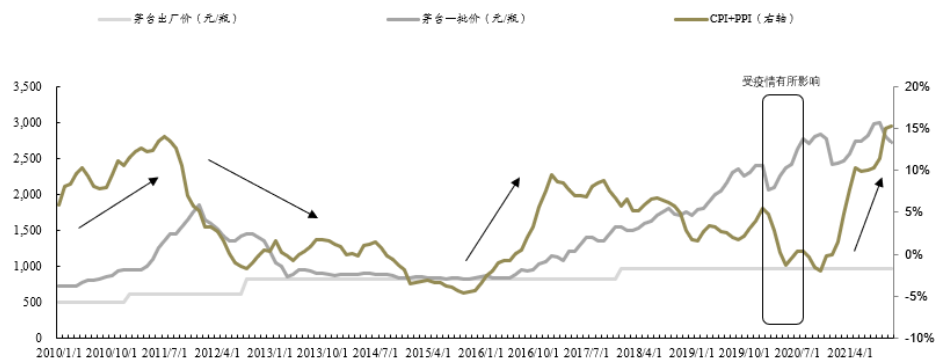
表 6: 高端酒销量表现 (单位: 万吨)

	2016	2017	2018	2019	2020
茅台	2.3	3.0	3.3	3.5	3.4
五粮液	1.5	1.7	2.2	2.5	2.8
国窖 1573	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
总计	4.1	5.1	5.9	6.5	6.8

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所 (注: 棕色为估算)

消费升级驱动提价潮, 且通胀环境下提价更易。在价格方面, 白酒作为群聚社交型消费品, 更多是消费者的消费心理的定价, 配合消费者有“喝得少, 喝得好”的理念, 消费升级将驱动酒企的涨价潮。此外, 通胀环境更容易推动提价的兑现, 我们通过复盘历年通胀对于价格的影响, 整体来看, 在通胀上升的环境下, 白酒由于高毛利, 成本压力较低, 且白酒是特殊消费品的属性(库存不减值、送礼宴请消费粘性强、品牌差异化), 更容易在通胀环境直接提价, 而且在通胀环境中货币贬值, 白酒的适当提价也有助于品牌力的维系。

图 10: 通胀环境下白酒提价更易

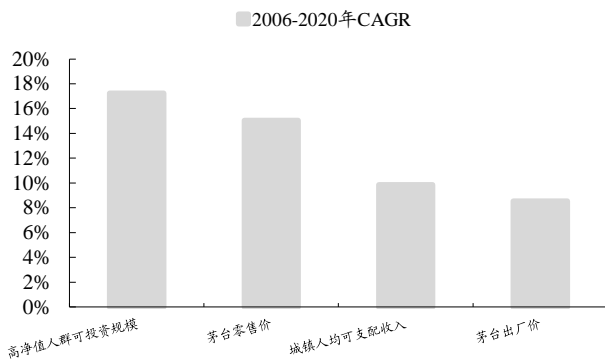


数据来源: wind、微酒、今日酒价、东吴证券研究所

高端酒消费人群的消费力提升快于茅台的零售价提升, 提价可接受度高。消费高端白酒的主要是中产阶级和高净值人群, 整体收入增速水平快于人均水平, 根据招行&贝恩公司合作发布的《2021 中国私人财富报告》的数据大致估算, 从 2006 年到 2020 年中国的高净值人群个人可投资资产规模 CAGR=17.2%, 同期城镇居民可支配收入 CAGR=9.9%, 茅台的零售价 CAGR=15.1%, 茅台出厂价 CAGR=8.5%。高端酒的主要消费人群消费力的提升快于茅台零售价的提升幅度, 加上从 2016 年以后茅台的提价更加谨慎, 我们认为在当前环境下对于高端酒的提价, 主要消费人群在接受相对充分。以城镇居民人均月收入与茅台价格的比值为更为可观的跟踪指标来看, 上一轮 2003-2012 年的发展中, 由于政商务对于价格的敏感度更低, 该比例最低在 2012 年达到 0.9, 从 2016 年白酒板块重新发展来看, 由于疫情的爆发影响居民收入, 2020 年该比例处于 1.0-1.5

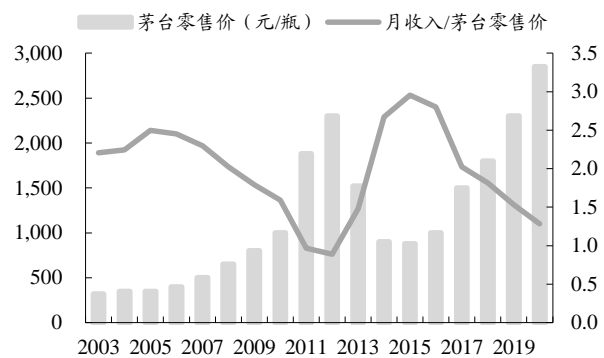
之间，未来随着经济的复苏和人均收入提升，该比例仍有望逐步提升。

图 11: 高净值人均投资增速快于茅台零售价增速



数据来源: wind、《2021 中国私人财富报告》、公司公告、东吴证券研究所

图 12: 城镇居民人均月收入与茅台价格的比值

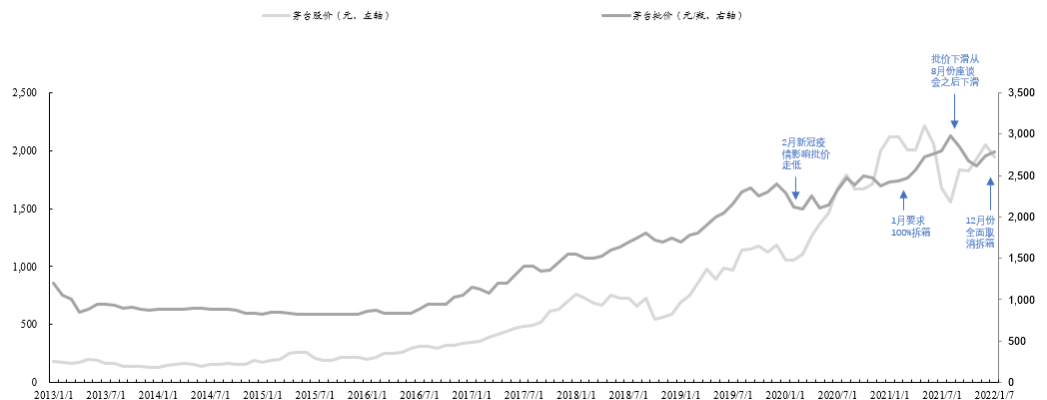


数据来源: wind、京东、东吴证券研究所

2.3. 一批价仍可作为观测指标，更重要关注高端企业内部改革赋能

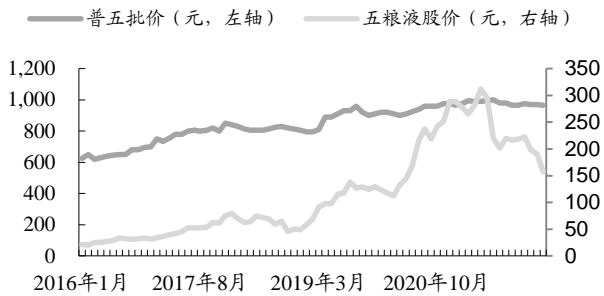
酒企核心产品批价的变化是观测企业经营和股价走势的风向标。整体来看，白酒企业价格策略比较灵活，相比出厂价的调整，市场对于白酒板块的投资信心更多会参考产品批价的变化。我们从高端酒企的批价和股价的复盘来看，由于疫情打乱了正常的经济增长节奏，市场流动性充分宽裕，估值推动股价快速上涨，到了 2021 年由于流动性边际收紧、社零数据下滑、消费税传闻风起等因素导致估值大幅回调，在估值影响下批价的走势跟股价的走势出现了小段趋势的不一致，但是 2021 年二三季度来看白酒板块的业绩仍然表现较好，批价的走势变化依然是反映了企业的经营节奏和渠道管理情况，拉长维度来看跟股价的走势也基本一致，我们认为高端酒批价仍可以作为观测高端酒企经营的指标。

图 13: 茅台批价的走势和股价走势对比图



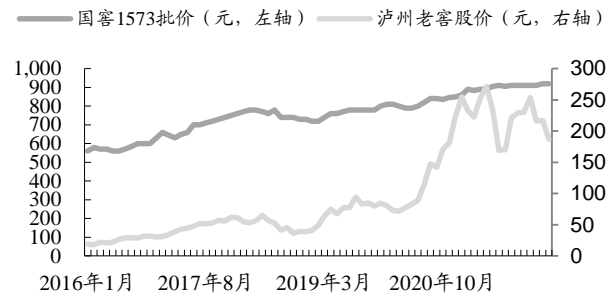
数据来源: wind、微酒、东吴证券研究所

图 14: 五粮液股价与批价的走势对比



数据来源: wind、今日酒价、东吴证券研究所

图 15: 泸州老窖股价与批价的走势对比



数据来源: wind、今日酒价、东吴证券研究所

酒企机制梳理改善, 推动渠道精细化耕作, 关注改革红利释放。我们认为, 随着这一轮行业的重点传导路径从投资端切换到居民消费端以后, 行业的经济、政策周期进一步弱化, 酒企也告别了过往粗放的经营模式, 积极推动内外部经营变革, 旨在逐渐做到各个环节的可视化, 数字化赋能销售, 库存周期也在减弱。高端酒企品牌实力强劲, 竞争地位稳固, 需要更加关注酒企内部的积极变化, 随着茅五的管理层换届后, 积极推动渠道的营销变革, 老窖也推出股权激励进一步激发员工的动力, **我们认为 2022-2023 年重点关注高端酒企在内部经营优化和营销变革的方面逐步释放的红利。**

2.3.1. 贵州茅台: 市场营销改革在途, 2022 年报表加速可期

行稳致远, 大象起舞。公司近几年持续推进茅台酒和系列酒产能“双扩建”工程、“智慧茅台”等重大项目, 夯实品牌实力和发展基础, 综合实力进一步提升。从 2016 年至 2020 年, 公司营业收入从 388.62 亿元提升至 949.15 亿元, CAGR=25%; 归母净利润从 167.18 亿元提升至 466.97 亿元, CAGR=29%, 实现高速发展。2019 年茅台市值站稳万亿, 2020 年 7 月突破两万亿, 成为 A 股市值第一。

回顾 2021: 市场化改革在途, 为长期发展奠定坚实的基础。新董事长丁总上任以后, 秉持务实开放进取的风格, 1) 加深与各方的交流: 对内走访基层, 深度调研行业和内部的现状, 加强酒企之间的互访(茅五高层互访)、亮相股东会和经销商大会与投资者、媒体及经销商加强沟通。2) 积极推动市场化改革: 公司于 2021 年 12 月取消了普飞拆箱的活动(取消飞天茅台 6 瓶装的拆箱, 新增 12 瓶装的飞天茅台延续开箱政策)、重新恢复茅台云商等线上平台、调整产品结构和价格体系(比如 2021 年 12 月底新出珍品茅台、调整年份酒和茅台 1935 的终端零售价等), 营销体制的市场化改革措施逐步推进。改革是为了更好适应时代的发展, 我们预计 2022 年还会有更多的市场化改革出台, 为企业的长线发展增添动力。

展望 2022: 经营环比向好, 业绩或有望超预期。2021 年由于基酒和销售的原因, 茅台的量释放有所放缓, 展望 22-23 年有望突破销量瓶颈, 2017-2018 年茅台基酒 4.28、

4.97 万吨，同比增长+9%/16%，我们预计 22-23 年销量年均增速可在 10%以上。价格方面，2021 年一季度非标提价，2021 年底至 2022 年初将陆续推出珍品新品、茅台 1935 等，完善价格带的同时，有望推动吨价的提升。中长期来看，高品牌壁垒不变，丁总提出公司的核心任务是主动求变，大力推进营销改革攻坚，推动市场工作能力和水平实现质的跨越，我们认为随着市场化改革进一步推进，有望进一步拉动体外利润的逐步回收，未来量价齐升路径更加清晰。

风险提示：改革不及预期、价格提升不及预期、食品安全问题

2.3.2. 五粮液：高质量发展在途，内部经营将逐步优化

发展历程：波澜曲折，回归良性快速发展轨道。五粮液起于盛唐，得名于晚清，前身是 8 家作坊组建而成的宜宾市大曲酒酿造工业联营社，1952 年成为国营酒厂，1985 年起进入王国春时代，通过扩产、大商制和 OEM 渠道模式成为了白酒王者；1998 年改制为宜宾五粮液集团有限公司，同年在深交所成功上市；2007 年进入唐桥时代，通过积极调整公司治理，处理大商制和众多开发品牌下的弊病，实现平稳过渡；2017 年进入李曙光时代，陆续通过实施混改、产品推陈出新、高端产品丰富化、数字化营销赋能渠道等措施，进行“二次创业”的征程。公司从 2017 年营业收入刚超 300 亿元，后每年接近增加 100 亿元，至 2020 年总营业收入 573 亿元，复合增速为 24%；归母净利润从 2017 年的 96.7 亿元提升到 2020 年 199.5 亿元，CAGR=27.3%；毛利率和净利率均实现稳步提升，2020 年公司实现毛利率 74.16%，销售净利率 36.48%，无论从公司内部发展还是报表体现的增速都实现良性的快速发展。

回顾 2021：双位数圆满收官，全年经营质量实际较高。根据公司披露的 2021 年度主要业绩数据公告显示，2021 年实现营业收入 662 亿元（yoy+15.5%），归母净利润 233.5 亿元（yoy+17.0%）。1）由于 2020 年有部分配额留至 2021 年的影响，普五 2021 年实际动销的量超过报表的量，在市场动销和低库存的推动下，五粮液的批价从年初 920 元/瓶上涨到年末的 970 元/瓶左右，全年经营质量实际较高，2022 年轻装上阵；2）价格方面，2021 年年底公司提价后，经销商成本价提升到 969 元，2022 年春节期间动销良好，但发货量大，春节后的批价稳定在 970-980 元左右，期待后续更多的量价工作以推动批价的提升；3）坚持发力 2000+元白酒市场，经典五粮液批价稳定，经过 2021 年的基础工作建设，随着后续持续开展消费者培育工作，未来经典有望稳健发力。

展望 2022：新老班底平稳接力，期待内部经营优化提升，中长期激励进一步完善。2022 年 2 月公司公告曾从钦为宜宾五粮液集团有限公司董事长、蒋文格为宜宾五粮液股份有限公司总经理，人事落定，凝聚力提升，新管理层在公司工作多年，曾总上任以后即开展市场调研工作，充分体现新管理层的务实作风，期待后续内部经营优化和改革措施的推进，普五批价表现和经典五粮液的市场表现也有望呈现积极的趋势。此外，从内部治理上来说，也期待 2022 年公司的中长期激励进一步完善，进一步提高成员的积极主动性，激发更大的经营动力，助力公司长远发展。

风险提示：改革不及预期、宏观经济疲软、价格提升不及预期、食品安全问题

2.3.3. 泸州老窖：国窖品牌活力持续释放，激励落地激发经营动能

发展历程：泸州老窖发源于酒城泸州，是从明清 36 家古老酿酒作坊群发展起来的国有酿酒企业，有着“浓香鼻祖、酒中泰斗”的美誉。1949-1978 年老窖的浓香工艺技术输出到全国，成为浓香白酒的典范和标准，是行业第一个达到百万规模级别的白酒企业；此后随着粮食放开、国家放开名酒价格，老窖“名酒变民酒”，销量和市场占有率下滑严重；2001 年推出国窖重新站位高端，但是在 2013-2014 年公司逆势提价也遭受了重创；2015 年新管理层上任，通过对产品、渠道、战略的改革，彻底刮骨疗伤，走上国窖品牌和泸州老窖品牌的复兴之路。从 2016 年至 2020 年，公司收入从 83.0 亿元提升到 166.5 亿元，CAGR=19.0%，归母净利润从 19.3 亿元提升到 60 亿元，CAGR=32.8%。

回顾 2021：国窖驱动业绩弹性，股权激励落地。根据公司 2021 年度业绩快报显示，公司 2021 年全年实现营业收入 203.8 亿元（yoy+22.4%），归母净利润 78.5 亿元（yoy+30.7%），其中中高端产品占比继续提升，截至到 2021H1 中高档酒销售收入占比 88%，环比年初提升 2pct，我们预计 2021 年下半年在国窖保持良性增速、特曲提速的状态下，2021 年的产品结构持续优化。公司于 2021 年 9 月份推出股权激励草案，12 月份股权激励落地，核心高管激励充分，且覆盖范围广，考核目标积极，利益绑定更有助于机制理顺，有望进一步提升内部效率和激发体制活力。

展望 2022：持续均衡全国化发展布局，在激励驱动下公司继续实现快速发展和品牌复兴。在区域扩张方面思路清晰，公司 2021 年在传统市场保持竞争优势，继续东进南下，在华东华南加大投入；我们认为 2022 年公司全国化布局思路仍将延续，十四五期间公司将推进“城市群样板市场打造”，选定包括上海、深圳等九大样板市场进行精耕，持续均衡全国化布局发展。国窖势能持续向上，适当提升渠道供货价，增加消费者培育，将进一步提升国窖规模和品牌知名度，特曲从 2021 年下半年以后表现良好，我们预计 2022 年有望继续加速，同步驱动泸州老窖品牌的复兴。

风险提示：竞争加剧、宏观经济疲软、价格提升不及预期、食品安全问题

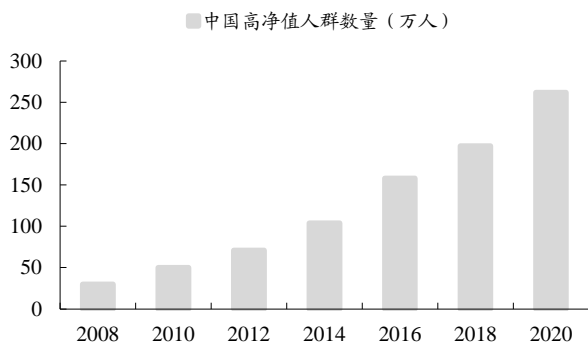
3. 未来：消费升级推动行业量价齐升，长期空间明朗

2013 年行业调整以后，高端白酒转向大众高端消费和商务消费为基础，价格在调整期中逐步去泡沫，以茅台为例，三公消费限制以后，飞天的零售价从高点的 2000 元下降到 14 年的 900 元左右，整体降价后的高端白酒性价比凸显，大众消费升级和 15 年以后房价的飙升带来的财富效应推动居民消费接棒政务消费。大众消费对于高端酒的价格敏感度相对最低，又是最适于送礼和商务宴请的场景，在我国居民可支配收入的提升和消费升级带动的背景下，高端酒的需求未来仍有望持续受益。

3.1. 需求端测算：高净值人群的增加，推动高端价格带扩容

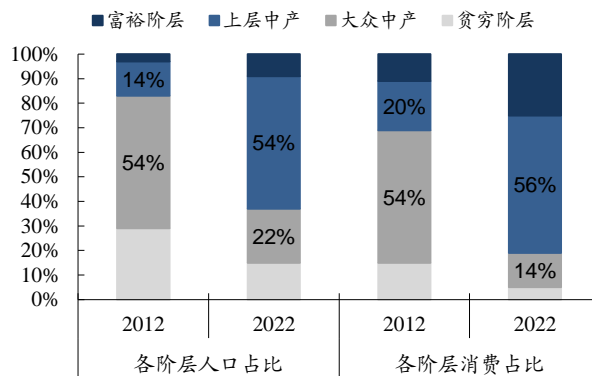
高净值人群的增加，高消费人群比例提升。根据招行和贝恩联合发布的《2021 中国私人财富报告》显示，近年来愿意为优质产品支付溢价的高消费人数占比在不断扩大，2020 年中国可投资资产在千万以上的中国高净值人数达到 262 万人，2016-2020 年人数增长 CAGR=13%，另外根据麦肯锡对于中国中产阶级发展趋势的预测数据显示，2012 年上层中产阶级¹占比 14%，到 2022 年预计上层中产阶级占比提升到 54%，成为主要的消费人口占比。

图 16: 中国高净值人群数量



数据来源:《2021 中国私人财富报告》、东吴证券研究所

图 17: 根据收入划分我国的人口占比及消费额占比



数据来源: 麦肯锡、东吴证券研究所

我们预计到 2025 年高端酒的市场规模在 3000 亿元左右。我们以此高净值人群和上层中产阶级作为高端酒主要消费人群，根据我们的测算预计，到 2025 年高端酒的需求人群为 5.9 亿人次，从量上而言，随着消费升级推动消费理念的提升，消费者对于高端酒的需求有望继续增加，我们保守根据过往需求人群和高端酒总销量的拟合方程得到 2025 年高端酒需求量为 10.7 万吨。同时，由于 2016-2020 年高端酒吨价年均复合增速为 9% 左右，在未来消费升级保持正常增速、消费人群对于高端酒的提价相对接受度高、酱酒热环比趋缓、茅台出厂价提价的预期的背景下，我们假设未来五年高端酒的价格增速维持 8-9%，到 2025 年高端酒整体吨价达到 286 万元/吨。因此从需求端的测算来看，我们预计到 2025 年高端酒的市场规模为 3062 亿元，2020-2025 年规模 CAGR=17%。

表 7: 从需求端测算高端酒的市场规模 (单位: 亿元)

	2016	2018	2020	2025E	备注
高端酒消费人群 (亿人次)	2.0	2.7	3.7	5.9	高净值人群与中上层
高端酒销量 (万吨)	4.1	6.3	7.4	10.7	
高端酒市场均价 (万元/吨)	140	169	200	286	2016-2020 年 CAGR=9%
高端酒市场规模 (亿元)	568	1022	1425	3062	

数据来源: wind、《2021 中国私人财富报告》、麦肯锡、东吴证券研究所 (注: 棕色为估算)

¹ 大众中产阶级主要是指家庭年收入在 6-10.6 万元人民币之间，上层中产阶级是指家庭年收入在 10.6-22.9 万元人民币之间，富裕阶层为年收入在 23 万及以上。

3.2. 供给端测算：超高端量价齐升，规模预计到 2025 年接近 1500 亿元

2000 元以上的超高端价格带，品牌为王。茅台批价站稳 2000 元以上后，打开了 2000 元以上的超高端价位段，消费者如果消费这个价位段白酒是用于送礼，消费者的价格更不敏感；如果是用于招待饮用，这个价位段的白酒就需要是消费者认知里最好的产品或者品牌最为响亮的产品，因此品牌是核心的竞争力，尤其是有时间积淀的历史品牌竞争优势明显。当前由于历史品牌的“入场券”已发完，竞争格局稳固，在这个价位段上我们认为当前阶段有且仅能存在茅台来放量，茅台以强劲的品牌力牢牢占据该价位段，量价齐升带动超高端价格带扩容。

茅台量方面，供不应求的销量是常态，保守预计 2021-2025 年量增 CAGR=6%。从“12987”的工艺决定了茅台的生产周期在五年左右，根据茅台前董事长季克良老先生曾描述“每年出厂的茅台酒，只占五年前生产酒的 75% 左右，剩下的 25% 左右，有的在陈放过程中挥发一些，有的留作以后勾酒用。75% 的基酒比例，再加上勾兑老酒 10% 左右的比例，理论上，茅台可销售量为 5 年前基酒产量的 85% 左右。”我们通过对茅台基酒产能和 5 年后的可销量进行测算，2016-2020 年可销量/5 年前基酒产量的值平均为 89%，考虑到工艺设备逐年在革新和技改，基本符合季老先生的结论。我们根据公司 2016-2020 年茅台酒产量保守按照 85% 的比例测算茅台 2021-2025 年可销量分别为 3.34、3.64、4.22、4.18、4.27 万吨，对应 2021-2025 年的年复合增速 6% 左右。而且随着技改继续，需求稳步上升，我们认为公司的存量基酒有一定的产能弹性，出酒率应该高于我们上述的保守测算，未来产能年复合增速或将高于 6%。

表 8: 茅台酒 2021-2025 年理论销量估算 (单位: 万吨)

年份	茅台基酒产量	yoy	基酒设计产能	产能利用率	对应销售年份	预计茅台销量	yoy
2016	3.93	22%	3.26	121%	2021E	3.34	-3%
2017	4.28	9%	3.60	119%	2022E	3.64	9%
2018	4.97	16%	3.74	133%	2023E	4.22	16%
2019	4.92	-1%	3.85	128%	2024E	4.18	-1%
2020	5.02	2%	4.26	118%	2025E	4.27	2%
2021E	5.65	12%					

数据来源：公司公告、东吴证券研究所（注：棕色数值为估算）

价格方面，茅台间接提价和直接提价都具备空间。从 2016 年下半年开始，受益于白酒需求恢复以及茅台持续供应紧张，飞天茅台批价开始不断上涨，截至 2022 年 3 月初，飞天整箱单瓶批价在 3300 元左右，散瓶批价在 2700 元左右，与出厂价的 969 元/瓶保持较大的价差，理论上可提价空间大。但从近两年来看，间接提价则是主要手段，比如非标茅台的提价、直销渠道占比的提升。2018 年初茅台出厂价从 819 元/瓶提高到 969 元/瓶，到现在为止公司对于出厂价尚未继续往上提，在间接提价的带动下，茅台酒吨价从 2018 年的 201.7 万元/吨提升到 2020 年的 247 万元/吨，CAGR 约为 11%。

表 9: 茅台历年出厂价及市场的变化

年份	产量(吨)	出厂价(元/瓶)	市场价(元/瓶)	渠道利润率%
1955	209	1.28	2.84	122%
1960	912	1.79	2.97	66%
1970	232	2.5	4.07	63%
1988	1300	14	30	114%
1990	1880	80	106	33%
1998	5072	140	200	43%
2000	5397	185	200	8%
2001	7317	218	220	1%
2003	9257	268	320	19%
2006	13839	308	400	30%
2007	16868	358	500	40%
2008	20431	438	650	48%
2009	23004	499	650	30%
2010	26284	499	1000	100%
2011	30026	619	2000	223%
2012	33600	819	1400	71%
2013	38425	819	1000	22%
2014	38745	819	900	10%
2015	32179	819	900	10%
2016	39313	819	1200	47%
2017	42829	819	1400	71%
2018	49672	969	1800	86%
2019	49923	969	2300	137%
2020	50200	969	2850	194%

数据来源：酒说、公司公告、京东、东吴证券研究所

新领导人新气象，未来期待茅台酒回归商品属性。公司从 2019 年开始加大电商平台的合作，2020-2021 年陆续和百余家商超签订合作协议，加大商超的投放量，尤其茅台新董事长丁雄军上任以后表示：“从市场角度看，茅台酒终归是商品，价格形成遵循市场规律，受供求关系等多重因素影响，脱离价值规律本身是不科学的，茅台会遵循市场规律，呼应市场信号，反映合理价值”、“最大限度地满足人们对茅台酒的需求”和“满足人们对美好生活的向往”。从丁总上任以后茅台在渠道和市场营销上主动求变，新领导人释放积极信号，我们期待渠道改革进一步推进，公司经营效率持续向上提升。

保守预计茅台未来五年收入 CAGR 为 12%，到 2025 年贡献高端酒规模 1489 亿元。随着渠道改革持续推动，飞天逐步实现放量，我们保守测算 2021-2025 年吨价 CAGR

比 2018-2020 年吨价 CAGR 更低一半，即吨价 CAGR 在 6% 左右。结合公司具备多种方式带动价格提升的能力和公司十四五长期规划，我们保守预计未来五年茅台将继续保持 12% 左右的年复合增速，继续占据大部分的高端白酒市场。

表 10: 茅台酒未来五年的销售收入估算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021-2025CAGR
成品酒销量 (万吨)	2.29	3.02	3.25	3.46	3.43	3.34	3.64	4.22	4.18	4.27	6%
YOY		32%	8%	6%	-1%	-3%	9%	16%	-1%	2%	
吨价 (万元/吨)	160	173	202	219	247	279	295	312	330	349	6%
YOY		8%	16%	9%	13%	10%	19%	1%	1%	1%	
茅台酒的收入 (亿元)	366	524	655	758	848	932	1074	1316	1379	1489	12%
YOY		43%	25%	16%	12%	11%	15%	13%	13%	11%	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.3. 供给端测算：千元价格带汇量增长，预计到 2025 年有望接近 1500 亿元

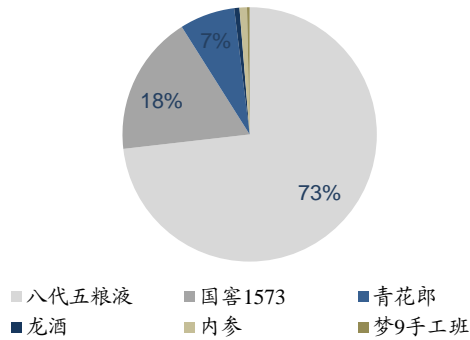
五粮液、老窖、郎酒是千元价格带的主要玩家，寡头格局稳固。2019 年以来茅台逐渐站稳 2000 元以上的价格带，千元价格带凸显。我们认为千元价格带需求来源分为三部分：1) 原有的消费人群的送礼需求和宴请需求；2) 次高端逐步消费升级上来的需求量；3) 茅台提升到 2000 元以上后让渡了部分千元价格带的开瓶需求量。当前千元价格带主要玩家为普五、国窖 1573、青花郎，我们预计这三款大单品占据千元价格带超过 90% 的市场份额，寡头格局较稳固。

2021 年汇量式扩容，增速比超高端价格带更快。随着居民消费力的持续提升，以及疫情后消费者“少饮酒、喝好酒”观念更进一步，叠加 2020-2021 年酱酒的热潮起，不同品类也陆续参与千元价格带，千元价格带在 2021 年实现汇量式快速增长，增速比超高端更快，从五粮液、老窖披露的 2021 年业绩快报来看，我们预计普五、国窖保持 10%+、20%+ 的销售额增速、国台 2021 年销售额超过百亿元，同比增长超过 240%，其中千元价位段的龙酒和十五表现较好。

千元价格带竞争核心仍为品牌力，竞争格局将继续保持稳定，同时也要重视香型对于千元价格带品牌调性的影响。如前所述，从历史品牌的角度，高端酒的入场券已经发完，历史品牌仍然是千元价格带的最强竞争力，我们认为当前的寡头垄断格局不会变化；但是同时要注意香型对于品牌力的巩固能力，比如清香型过去占据了产能的一大半，在青花 30 复兴版的推广过程中能够唤起消费者的记忆，具备做到消费培育和快速起量的基础；内参作为馥郁香型的代表，香型的特殊性也能巩固品牌调性，茅台

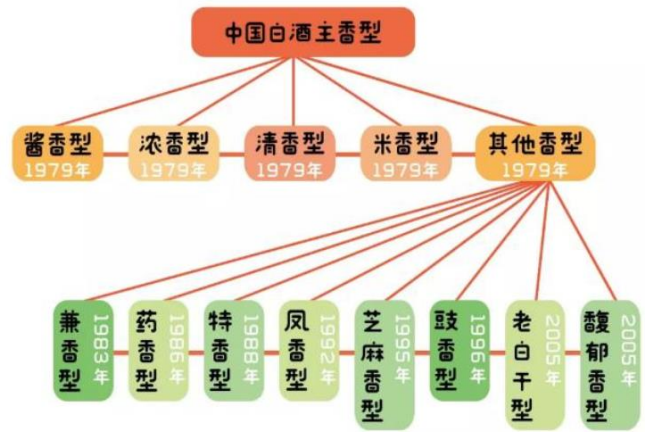
在 2022 年初投放千元价格带的茅台 1935，上市以后也收获了消费者的好评。当前竞争格局稳固，浓香仍将保持稳定增长，但香型是千元价格带的长期竞争格局影响因素，值得长期关注。

图 18: 2020 年千元价格带竞争格局 (销售额口径)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图 19: 我国主流的香型



数据来源: 搜狐《中国白酒香型进化史》、东吴证券研究所

表 11: 各酒企千元价格带产品布局

2021 年销售额 (单位: 亿元)	酒企	酱香	浓香	清香	兼香	馥郁香	凤香
400 亿+	五粮液		八代五粮液				
100 亿+	泸州老窖		国窖 1573				
50 亿-100 亿	郎酒	青花郎					
20 亿-50 亿	习酒	君品					
	国台	龙酒/十五年					
10-20 亿	酒鬼酒					内参	
	山西汾酒			青花 30 复兴版			
	洋河股份		梦之蓝 M9/手工班				
10 亿以下	贵州茅台	茅台 1935					
	水井坊		菁翠				
	舍得	酱香舍得					
	口子窖				30 年		
	今世缘		国缘 V9				
	珍酒		三十年				
	金沙		珍品摘要				
	钓鱼台		珐琅彩				
	剑南春		东方红 1949				
	西凤						红西凤
	文君酒		天弦 52°				

数据来源: 公司公告、微酒、新京报、东吴证券研究所 (注: 茅台 1935 于 2022 年 1 月推出)

我们认为千元价格带的赛段还处于各品牌汇量式的发展阶段，浓香最大，清香、酱香、馥郁香陆续参与其中。1) 五粮液：在 2022 年 3 月 11 日公司举办线上投资者交流会，新班子初亮相，公司表示，五粮液已在产品体系、品牌价值、市场表现、渠道体系和现代化治理水平五个方面形成了方向性、格局性态势，拥有产区、古窖池群、品质、品牌和消费群体五大核心优势，未来将持续保持高质量发展的稳健态势。从 2016-2020 年普五的销量 CAGR=17%，吨价 CAGR=8%，普五已于 2021 年 12 月提高了整体的出厂价，我们预计 2020-2025 年价增超过量增，到 2025 年实现 929 亿元销售收入；2) 泸州老窖：在 2020 年经销商大会上，公司表示，“十三五”期间泸州老窖打好了发展腾飞的基础，泸州老窖复兴崛起“五步走”的远景规划正一步步实现，其中第四步是实现重回前三，让品牌价值和营收体量回归中国顶级名酒地位，将在 2025 年完成。从 2016-2020 年我们预计高度国窖 1573 的销量 CAGR=17%，吨价 CAGR=9%，随着国窖扩产及跟随提价，我们预计到 2025 年国窖 1573 报表收入贡献 228 亿元。3) 郎酒：2017-2020 年青花郎销量 CAGR=64%，吨价 CAGR=8%，我们预计 2020-2025 年销量增速大于价格增长，青花郎到 2025 年贡献 120 亿元的销售规模。

表 12: 五粮液、泸州老窖、郎酒的高端酒规模测算

大单品	分项	2016	2017	2018	2019	2020	2025E	2025 年预计规模
普五	销量 (吨)	1.5	1.7	2.2	2.5	2.8	4.0	929 亿元
	吨价 (万元/吨)	115	126	140	152	157	230	
高度国窖 1573	销量 (吨)	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	1.2	228 亿元
	吨价 (万元/吨)	87	97	100	112	125	190	
青花郎	销量 (吨)		0.1	0.2	0.2	0.3	0.6	120 亿元
	吨价 (万元/吨)		109	120	129	139	200	
合计								1277 亿元

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

展望未来：重视茅台 1935、青花 30 复兴版对于千元价格带版图的占比，我们预计到 2025 年千元价格带的规模接近 1500 亿元，20-25 年 CAGR 约为 20%。我们预计到 2025 年五粮液、老窖、郎酒的高端酒规模分别为 929、228、120 亿元；从其它香型角度，我们综合酒企对于单品的资源倾斜、重视程度等方面，我们认为茅台 1935 和青 30 复兴版亦有望先成为数十亿元的大单品，整体我们预计到 2025 年千元价格带规模接近 1500 亿元。五粮液、老窖和郎酒在 2020 年在千元价格带超过 90% 的份额，我们测算 2020 年的规模 570 亿元左右，则对应 2020-2025 年千元高端酒市场规模增长 CAGR 在 20% 左右。

因此从供给端整体测算，我们预计到 2025 年总体高端酒市场规模接近 3000 亿元，2020-2025 年的复合增速为 15%+。一方面现有的优势高端酒企奋力在完成十四五规划的路途中，继续稳健增长可期，保持高端格局的稳定；另一方面，随着一些高端新品的竞争，汇量增长，继续辅助扩充高端价格带的空间。我们预计到 2025 年整体高端酒的

市场规模接近 3000 亿元，2020-2025 年的复合增速为 15%+，千元价格带增速更快。

4. 投资建议

高端价格带正处于量价齐升的扩容阶段，但是品牌作为高端酒最为重要的竞争力，尤其是历史品牌的“入场券”已经发放完毕，竞争格局将保持相对稳固，强者恒强。从当前的主要玩家来看，茅台站稳 2000 元以上的超高端价格带，不断强化自身的品牌护城河的同时，也持续推进市场营销改革，不断完善渠道和市场的运作，致力于推动茅台向商品属性继续转变，优势还在不断强化；五粮液、泸州老窖、郎酒作为千元价格带上的主要寡头竞争者，在公司持续推动产品结构的升级、渠道数字化赋能、内部机制不断完善，长期稳健经营可期；此外，千元价格带仍然还有汇量增长的基础，各高端产品有望在扩容的过程中提升自己的市场份额，尤其以茅台 1935、汾酒的青花 30 复兴版为主，但短期是难以改变千元价格带现在的寡头竞争格局。

长期看高端酒的市场空间 3000 亿元左右，供需紧平衡：1) 需求端方面，随着高净值人群的增加，近年来愿意为优质产品支付溢价的高消费人数占比在不断扩大，即高消费人群比例也在提升，高端酒的主要消费人群为我国的高净值人群和上层中产阶层，我们测算预计到 2025 年高端酒的消费人群范围为 5.9 亿人次，而随着消费升级推动消费理念的提升，消费者对于高端酒的需求有望继续增加，我们保守预计到 2025 年高端酒需求总量为 10.7 万吨、高端酒吨价达到 286 万元/吨，测算出 2025 年高端酒的市场规模为 3062 亿元，2020-2025 年市场规模 CAGR=17%。2) 从供给端测算，现有的高端酒企都在一步步完成自身十四五规划的路途中，保持稳健增长，高端格局稳定；同时在千元价格带也会有名优品牌酒企陆续推出的高端产品，在千元价格带实现汇量增长，继续辅助扩充高端价格带的空间，我们测算预计到 2025 年高端酒可供的市场规模接近 3000 亿元，2020-2025 年的复合增速为 15%+。

看行业，此轮消费升级推动的白酒结构化行情还将延续，茅台价格稳定在 2000 元以上，高端酒行业景气度持续提升；由于品牌力仍然是高端酒行业的最强竞争力，且各名优品牌酒企业经营稳健，内部经营效率逐步提升，我们预计在高端白酒扩容的同时，依然还是保持强者恒强的稳定格局，从品牌力、公司利润弹性、内部效率环比提升、业绩确定性等角度，**我们重点推荐贵州茅台，长期看好五粮液、泸州老窖。**

贵州茅台：业绩在白酒板块仍然确定性较强，系列酒逐步扩产、产品结构进一步理清，统筹考虑量价和新上任领导等因素，未来两年茅台业绩仍存在超市场预期可能性。我们预计公司 2021-2023 年总营收 1090、1260、1449 亿元，同比增长 11%、16%、15%，归母净利润 520、609、702 亿元，同比增长 11%、17%、15%，维持“买入”评级。

五粮液：人事靴子落地，管理效率边际提升，看好公司估值修复。我们给予 2022-2023 年 EPS 为 7.03/8.30 元，当前市值（2022 年 3 月 22 日）对应 2022 年 PE 不到 25 倍，当前五粮液估值性价比凸显，有修复空间，维持“买入”评级。

泸州老窖：激励落地、团队士气足、销售队伍年轻化将充分为公司中长期发展蓄力。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 为 6.70/8.33 元，当前市值（2022 年 3 月 22 日）对应 2022 年 PE 为 30 倍，维持“买入”评级。

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。

改革不及预期。倘若茅台的渠道改革不及预期，则会一定程度影响业绩和后续直接提价的进程。

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>

