

白酒产业周期阶段及前置指标探索

 行业评级 **看好 (维持)**

 国家/地区 **中国**
 行业 **食品饮料行业**
 报告发布日期 **2022年04月14日**

核心观点

报告起因

- 今年以来白酒板块调整幅度较大，市场对白酒周期所处阶段有所争议。我们通过复盘历史上几次重要周期，寻找白酒后周期的前置指标，探讨当下行业所处的周期位置，并从消费惯性、渠道势能、管理策略以及长经济周期的角度对未来进行展望。

核心观点

- **白酒周期观察：经济热度与流动性形成背景，基建与消费升级构成推力。**自白酒行业市场化改革以来，国内白酒经历过 1989-2002 年、2003-2008 年和 2008-2012 的三轮较大的周期。在周期研究中，我们选取了流动性（M2 同比等）、茅台相对价格、行业产能扩张、产业资本流入等作为白酒后周期的前置指标。**1989-2002 年的周期中**，白酒行业产量在 1997 年达到高点后，在宏观经济放缓、行业政策收紧、以及假酒案等负面事件的冲击下，产量持续下滑至 2002 年左右，股价也持续下跌。前置指标中，1997 年之前流动性逐步收紧，茅台相对价格显著偏高。**2003-2008 年的周期中**，受固定资产投资建设的拉动，白酒行业量价齐升，而 2008 年的周期向下主要受国际金融危机的拖累，在 2008 年全年白酒指数下跌 61%，但相对于沪深 300 仍实现 5% 的超额收益。前置指标中，2008 年之前经济呈现过热趋势，流动性逐步收紧，但茅台相对价格处于中低水平。**2009-2012 年的周期中**，2012 年是黄金十年周期的尾声，行业过热引发产量、业绩与指数的深度调整。从驱动力来看，固定资产投资增速在 2009 年见顶，房地产投资增速在 2010 年年中见顶。前置指标中，国家收紧流动性抑制物价快速上涨；高端酒需求过剩，飞天茅台价格泡沫化；行业过热引发产能过度扩张，进入过剩阶段；此外产业资本也频繁流入白酒行业。**当前周期中**，国内经济短期承压，货币政策明显放松，在稳增长的经济政策基调下，白酒板块出现大周期拐点的风险较小。茅台价格相对于货币投放量的指标处于中下水平；行业产量下降，名酒扩产对应低端盒装酒、地产酒的淘汰出清；针对资本热度上升，监管机构及时降温。综合而言，我们认为本轮周期处于白酒中后段，并非尾声，产业成熟周期已拉长，结构螺旋式上升仍将维持较长时间。
- **消费惯性非一蹴而就，改革热潮须顺势而为。**渠道力是白酒上升周期中酒企能否脱颖而出的关键，经典案例包括 2003-2012 年间的洋河股份以及 2015 年以来的次高端酒。渠道的惯性与势能将支撑酒企在中短期内仍维持较高的增速；2021 年 Q1 至 Q3 白酒板块预收账款同比保持增长，预收账款周转天数在 2021Q2/Q3 同比提升，渠道势能在提升区间。中长周期，管理层的更替也是酒企经营拐点的重要前置指标，经典案例包括五粮液二次创业等。2021 年来，多家白酒公司核心管理层进行新老交替，包括贵州茅台、五粮液等，有望开启新一轮的改革浪潮。长周期内，竞争更看品牌力强弱，核心消费者可以自上而下引导消费趋势，典型案例包括贵州茅台等。
- **借鉴海外烈酒龙头，周期扰动不改强者恒强。**从更长的周期来看，龙头公司具备穿越经济周期，持续向上的生存和成长能力。以海外烈酒龙头帝亚吉欧、保乐力加等为例，近 30 年来，其经历过多轮经济周期（约 9 个基钦周期），但股价在长周期内持续上涨，给投资者带来稳定的回报。对比国内市场，1999 年以来，在经历了多轮经济周期后，白酒行业营收和利润规模都取得了巨大的成长。看好国内白酒行业的长周期趋势，核心是基于国内宏观经济在长周期内仍将实现持续增长的趋势。

投资建议与投资标的

- 我们认为当下时点对于白酒周期无需过度担忧，在板块持续调整后，估值性价比提升，建议关注高端酒龙头贵州茅台(600519, 买入)；全国化稳步拓展的次高端酒山西汾酒(600809, 买入)；受疫情冲击小，地区经济发达，白酒消费升级显著的苏酒公司洋河股份(002304, 买入)和今世缘(603369, 买入)。

风险提示：疫情冲击白酒消费、消费升级低于预期、食品安全风险、前置指标适用性有限风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

相关报告

食品饮料 2 月数据点评：白酒动销稳定，啤酒提价推进，奶价涨幅延续收窄	2022-02-09
提价周期叠加渠道改革，酒饮升级推动纵深发展：——食品饮料 2022 年度策略报告	2021-12-08

目录

一、白酒周期观察：经济热度与流动性形成背景，基建与消费升级构成推力..	6
1.1 97 年白酒牛市尾声观察，宏观经济主导周期拐点.....	6
1.2 “黄金十年”中的 08 年熊市，外部冲击致阶段性调整	8
1.3 “黄金十年”的 12 年尾声，行业过热引发深度调整.....	11
1.4 稳增长政策支持经济，白酒行业风险相对较低	16
1.5 白酒尚处周期中后段，结构螺旋式上升仍将持续.....	20
二、消费惯性非一蹴而就，改革热潮须顺势而为	21
2.1 上行周期打造渠道力，势能累积有望支撑业绩增长	21
2.2 管理层更替加速改革进度，关注企业经营管理改善	24
2.3 长期竞争更看品牌力，核心消费者势能引导.....	28
三、借鉴海外烈酒龙头，周期扰动不改强者恒强	28
四、投资建议.....	31
五、风险提示.....	31

图表目录

图 1: 国内白酒行业产量及增速.....	6
图 2: 1994 至 2005 年主要白酒上市公司股价情况.....	6
图 3: 白酒产量、城镇居民收入和 GDP 增速对比	7
图 4: 1990 年至 2000 年 CPI 同比	8
图 5: 1985 年至 2000 年 M2 同比	8
图 6: 飞天茅台终端价(元)/城镇居民月度收入(元)	8
图 7: 飞天茅台终端价(元)/M2 供应量(万亿元)	8
图 8: 投资拉动下的白酒黄金十年产量情况.....	9
图 9: 2003 年至 2012 年白酒板块营收和净利润同比增速	9
图 10: 2006 年至 2009 年白酒指数和沪深 300 走势	9
图 11: 2006 年至 2009 年白酒指数和沪深 300 涨跌幅对比.....	9
图 12: 白酒板块营收盈利增速和 GDP 增速对比	10
图 13: 2007 年至 2009 年白酒行业月度产量同比	10
图 14: 2006 至 2009 年 CPI 同比和新建住宅价格指数同比	10
图 15: 2006 至 2009 年 M2 同比和存款准备金率.....	10
图 16: 飞天茅台终端价(元)/城镇居民月度收入(元)	11
图 17: 飞天茅台终端价(元)/M2 供应量(万亿元)	11
图 18: 2011 年至 2015 年白酒指数和沪深 300 走势	11
图 19: 2011 年至 2015 年白酒指数和沪深 300 涨跌幅对比.....	11
图 20: 规模以上白酒企业产量及同比增速	12
图 21: 白酒板块营收和净利润增速情况.....	12
图 22: 白酒产量增速和固定资产投资完成额同比.....	12
图 23: 房地产投资增速和个人住房贷款利率.....	12
图 24: 2009 至 2012 年 CPI 同比和新建住宅价格指数同比	13
图 25: 2009 至 2012 年 M2 同比和存款准备金率.....	13
图 26: 飞天茅台终端价(元)/城镇居民月度收入(元)	13
图 27: 飞天茅台终端价(元)/M2 供应量(万亿元)	13
图 28: 茅五泸出厂价 (元/瓶)	14
图 29: 茅五泸一批价 (元/瓶)	14
图 30: 2003 年至 2012 年白酒产量和新增产量情况.....	14
图 31: 2011 年至 2014 年 C 级轿车价格变化指数.....	15
图 32: 2007 年至 2015 年富豪消费价格指数	15
图 33: 2009 年至 2012 年白酒政策和行业事件.....	16
图 34: 2007 年至 2012 年白酒板块税金及附加占营收比重.....	16

图 35: 2017 年来 CPI 同比和百城住宅价格指数同比	16
图 36: M2 同比、存款准备金率和 LPR	16
图 37: 飞天茅台终端价(元)/城镇居民月度收入(元)	17
图 38: 飞天茅台终端价(元)/M2 供应量(万亿元)	17
图 39: 白酒行业产量和上市公司销量市占率	17
图 40: 2020 年高端酒和次高端酒销量占比测算	17
图 41: 2017 年至今 C 级轿车价格变化指数	19
图 42: 2015 年至 2021 年富豪消费价格指数	19
图 43: 不同收入水平居民人均可支配收入及年均增速	20
图 44: 白酒消费场景与消费观念拆分	20
图 45: 2003-2012 年主要酒企的营收规模和增速	22
图 46: 洋河股份经销商数量(家)和销售人员数量	22
图 47: 2015-2021 年主要酒企的营收规模和增速	22
图 48: 2021 年次高端酒含税出厂价、终端价和毛利率测算	22
图 49: 不同渠道模式的变革思路	23
图 50: 上市白酒板块预收账款及同比增减	23
图 51: 上市白酒板块(不包含茅台)预收账款及同比增减	23
图 52: 上市白酒板块预收周转天数同比增减与营收同比增速的对比	24
图 53: 上市白酒板块(不包含茅台)预收周转天数同比增减与营收同比增速的对比	24
图 54: 2020 年 3 月以来茅五泸批价	24
图 55: 2020 年 3 月以来部分名酒批价	24
图 56: 五粮液归母净利润增速和股价与主要管理层调整的对比	26
图 57: 山西汾酒归母净利润增速和股价与主要管理层调整的对比	27
图 58: 洋河股份归母净利润增速和股价与主要管理层调整的对比	27
图 59: 白酒高阶消费人群的势能引导作用	28
图 60: 帝亚吉欧、保乐力加股价和海外经济周期的对比	29
图 61: 帝亚吉欧营业收入及增速	30
图 62: 帝亚吉欧营业利润及增速	30
图 63: 国内白酒规模以上企业营收和利润总额、贵州茅台股价和国内周期的对比	30
图 64: 国内 GDP 和社零总额增长趋势	31
图 65: 城镇居民人均可支配收入增长趋势	31
表 1: 1997 年后发生的白酒负面事件	7
表 2: 2010 年至 2011 年部分白酒公司扩产计划	14
表 3: 2009 年至 2012 年白酒行业部分并购事件	15
表 4: 2018 年至 2022 年白酒公司扩产计划	17
表 5: 2020 年来白酒行业并购事件	18

表 6: 白酒行业历次周期相关指标对比.....	21
表 7: 近年来部分白酒公司核心管理层变动梳理.....	25
表 8: 中国五届评酒会评出的名酒.....	28
表 9: 帝亚吉欧的部分收购案例.....	29

一、白酒周期观察：经济热度与流动性形成背景，基建与消费升级构成推力

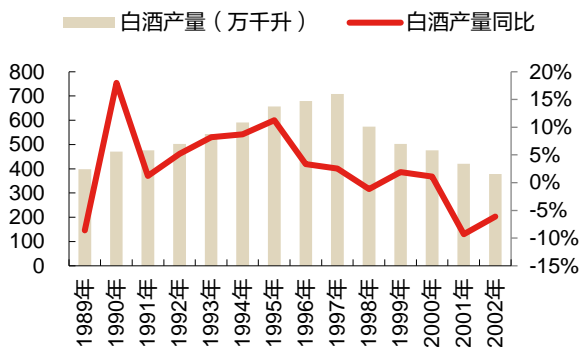
1.1 97 年白酒牛市尾声观察，宏观经济主导周期拐点

2021 年底以来，白酒板块持续调整，再次引发市场对于白酒周期的讨论。由此，我们通过复盘国内白酒发展历史上的几次重要周期，寻找白酒后周期发生的前置指标，来探讨当下白酒板块所处的周期位置，并从渠道势能、管理层变动以及长经济周期的角度来对未来进行展望。

● 国家放开白酒定价权，国内白酒行业蓬勃发展

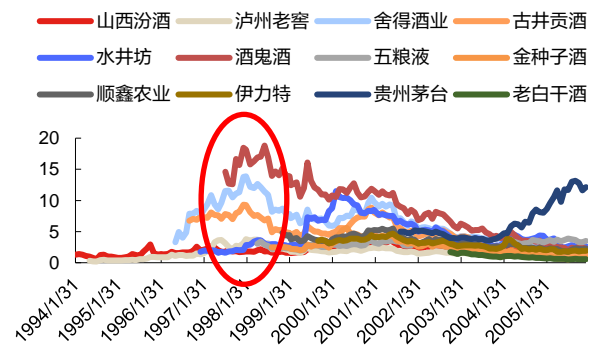
国内 1989 年至 2002 年的第一轮白酒周期源于国家放开白酒定价权，厂商逐步走向市场化，国内白酒产量稳步提升，从 1989 年的 399 万吨增长到 1997 年的 709 万吨。这段期间，五粮液和茅台贯彻执行提价与挺价的策略，逐步发展成为国内白酒的前二龙头酒企。1997 年国内白酒产量达到高点的同时，行业迎来向下的拐点。国内白酒公司的股价在 1997 年底左右达到高点后进入一直持续到 2005 年左右的熊市阶段。

图 1：国内白酒行业产量及增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 2：1994 至 2005 年主要白酒上市公司股价情况

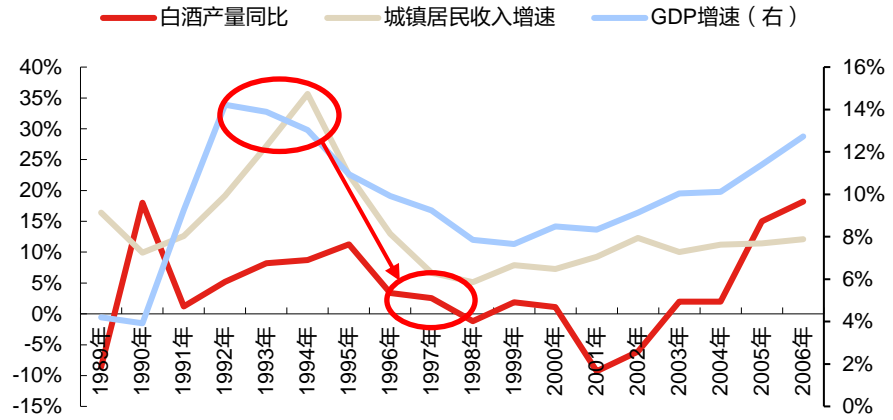


资料来源：Wind、东方证券研究所

● 宏观经济放缓主导周期下滑，白酒负面事件成为拐点催化剂

此轮白酒周期在 1997 年底 1998 年初开始进入周期拐点，宏观经济增速放缓是主导本次白酒下滑的核心因素。宏观层面：国内 GDP 增速和城镇居民收入增速分别在 1992 年和 1994 年到达高点后开始放缓，1997 年亚洲金融危机导致国内经济增长加速放缓；受此影响，国内白酒产量增速在 1996、1997 年放缓，在 1998 年出现负增长。

图 3：白酒产量、城镇居民收入和 GDP 增速对比



资料来源：Wind、东方证券研究所

行业和政策层面的负面事件是此轮白酒周期拐点的催化剂：1) 行业层面，1998 年山西爆发恶性假酒案对行业造成巨大冲击，国家发文对白酒行业进行整顿；2) 政策层面，1997 年国家出台白酒广告限制政策，1998 年出台白酒广告宣传费不得在税前扣除的新规，2001 年在对白酒在征收从价消费税的同时再从量征收定额消费税，白酒公司经营压力不断提升。

表 1：1997 年后发生的白酒负面事件

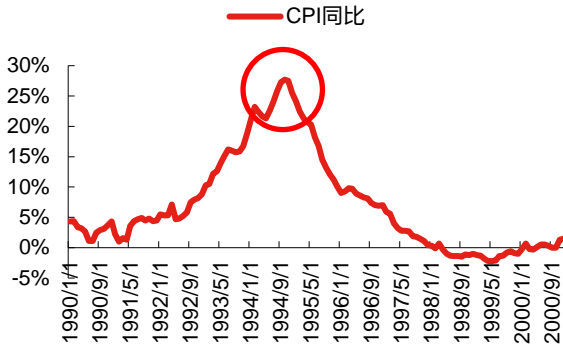
时间	白酒负面事件
1997 年 11 月	国家出台了白酒广告限制播出时间段和播出条数的措施，后又出台白酒企业不得参与黄金时段电视广告“标王”竞标的规定
1998 年 2 月	山西朔州发生毒酒事件，国家有关部门联合发文，要求对白酒企业进行清理整顿，同时决定对白酒企业实行生产许可证制度，不再安排任何白酒企业扩大生产规模
1998 年 3 月	财政部国家税务总局出台新规，粮食类白酒（含薯类白酒）广告宣传费一律不得在税前扣除
2001 年 5 月	规定调整粮食白酒、薯类白酒消费税税率将比例税率调整为定额税率和比例税率，白酒在征收从价消费税的同时再从量征收定额消费税

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

● 1997 年白酒后周期前置指标观察：物价上涨流动性收紧，飞天价格显著偏高

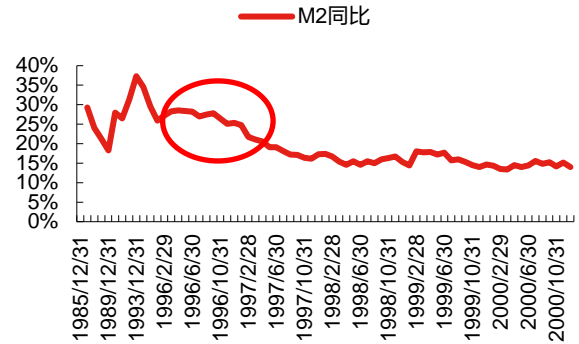
CPI 快速上涨，流动性逐步收紧。1993、1994 年我国固定资产投资快速增长，货币投放量较大，同时国家推动商品价格改革导致成本提升等，导致宏观经济出现严重的通货膨胀，1994 年 1 月至 1995 年 5 月，CPI 同比运行在 20% 以上的区间。从 1995 年开始流动性边际逐步收紧，从 M2 同比来看，1995/1996/1997 年底分别为 29.5%、25.3%、17.3%，下行明显。

图 4：1990 年至 2000 年 CPI 同比



资料来源：Wind、东方证券研究所

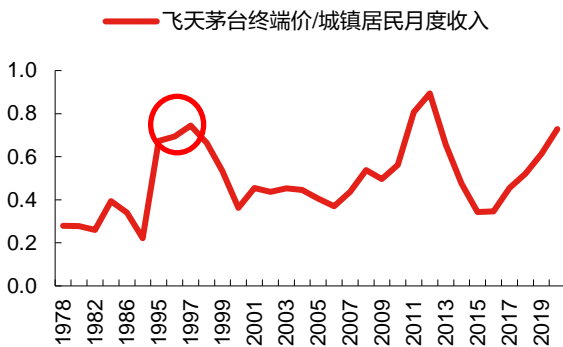
图 5：1985 年至 2000 年 M2 同比



资料来源：Wind、东方证券研究所

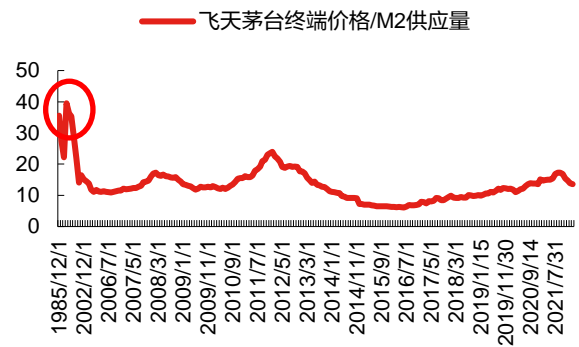
飞天茅台价格显著偏高。飞天茅台终端价/城镇居民月度收入的指标在 1997 年达到 0.74，飞天茅台终端价/M2 供应量的指标在 1995 年达到 39.5（1997 年 35.3），均处于历史高位。相对城镇居民的收入水平和国家的货币供应量，飞天茅台价格在 1997 年周期拐点向下之前显著偏高。这意味着行业本身积累的风险度较高，在外部因素的作用下，出现向下周期的风险较大。

图 6：飞天茅台终端价(元)/城镇居民月度收入(元)



资料来源：Wind、酒业家、东方证券研究所

图 7：飞天茅台终端价(元)/M2 供应量(万亿元)



资料来源：Wind、酒业家、东方证券研究所

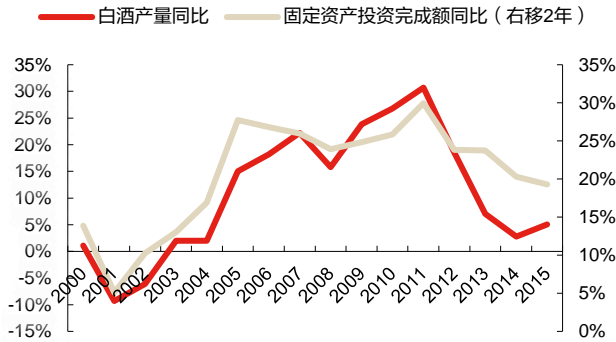
1.2 “黄金十年”中的 08 年熊市，外部冲击致阶段性调整

● 投资拉动“黄金十年”，白酒行业量价齐升

2003 年至 2012 年间，投资成为推动国内经济增长的核心力量，包括基建、制造业投资在内的固定资产投资活动催生政商务白酒需求。从核心指标来看，全社会固定资产投资完成额同比增速领先于白酒产量同比增速约 2 年，具备很强的关联性。

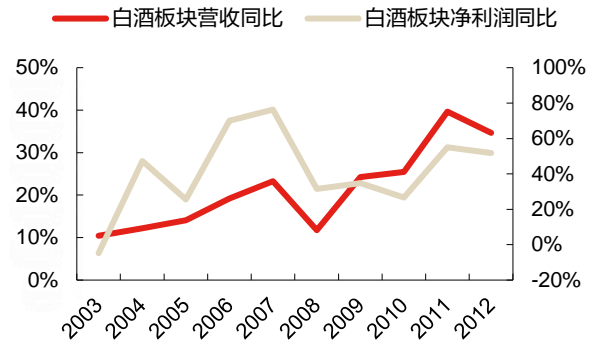
此轮周期的十年上升阶段，白酒处于供不应求的状态，龙头厂商持续提价推动营收盈利快速增长。2003 年至 2012 年，白酒行业收入 CAGR+28.8%，产量 CAGR+19.0%，吨价 CAGR+8.3%；白酒上市板块营业收入 CAGR+22.4%，净利润 CAGR+45.6%。

图 8：投资拉动下的白酒黄金十年产量情况



资料来源：Wind、东方证券研究所（注：此处固定资产投资完成额同比曲线为提前两年的数据）

图 9：2003 年至 2012 年白酒板块营收和净利润同比增速

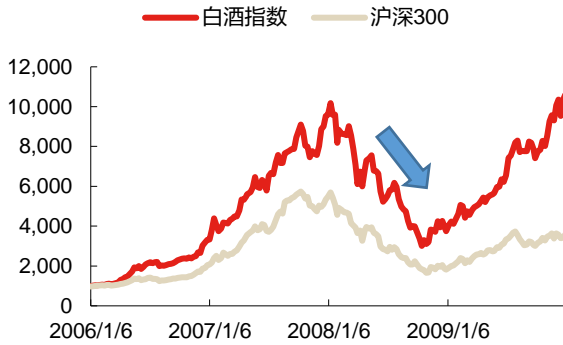


资料来源：公司年报、东方证券研究所（注：为保持口径统一，仅包含 03 年之前上市的白酒公司）

● 08 年熊市由市场整体下跌主导，全年仍实现超额收益

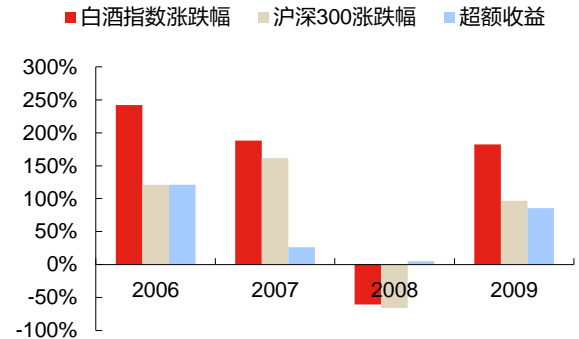
白酒黄金十年间，受 08 年国际金融危机的影响，白酒指数在 2008 年 1 月至 10 月间随大盘经历了一波熊市。市场的整体下跌是本轮白酒熊市的主要原因，2008 年沪深 300 指数下跌 66%，白酒指数下跌 61%，白酒指数仍实现 5% 的超额收益。

图 10：2006 年至 2009 年白酒指数和沪深 300 走势



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 11：2006 年至 2009 年白酒指数和沪深 300 涨跌幅对比

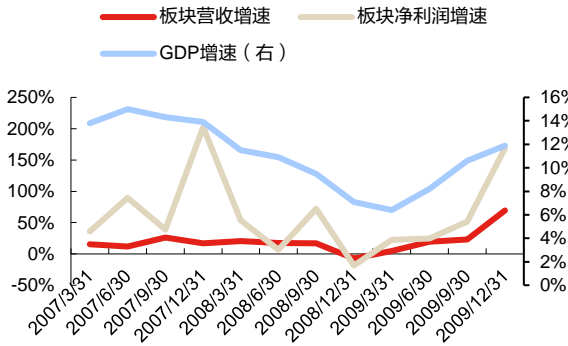


资料来源：Wind、东方证券研究所

● 投资主导下周期敏感性高，白酒板块业绩短期调整

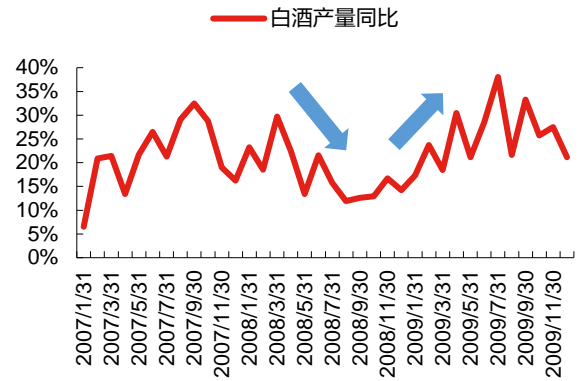
本轮白酒周期由投资主导，对宏观经济周期性的敏感度较高。在金融危机的冲击下，国内宏观经济增速在 08Q4 和 09Q1 的增速下滑至 7.1% 和 6.4% 的低位。受此影响，上市公司白酒板块营收和净利润在 08Q4 分别出现 7.3% 和 18.6% 的下滑，白酒行业月度产量的增速在 08 年下半年出现一定的回调；四万亿刺激计划实施之后，09Q1 开始，白酒板块营收盈利恢复正增长，白酒行业产量恢复较高增速。

图 12：白酒板块营收盈利增速和 GDP 增速对比



资料来源：Wind、东方证券研究所（注：为保持口径统一，仅包含 03 年前上市的白酒公司）

图 13：2007 年至 2009 年白酒行业月度产量同比



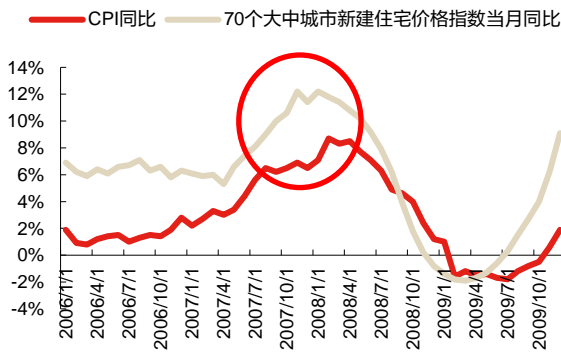
资料来源：Wind、东方证券研究所

● 2008 年白酒后周期前置指标观察：经济过热流动性收紧，飞天价格短期向上

CPI 同比高企，流动性收紧趋向。2003 至 2012 年间宽松货币政策拉动投资在 2007 年显示出过热的迹象，对于此阶段较为依赖政商需求的白酒行业而言，经济过热导致行业过热容易引发过度扩张、产能过剩、价格过高等不良结果，最终导致周期反转。

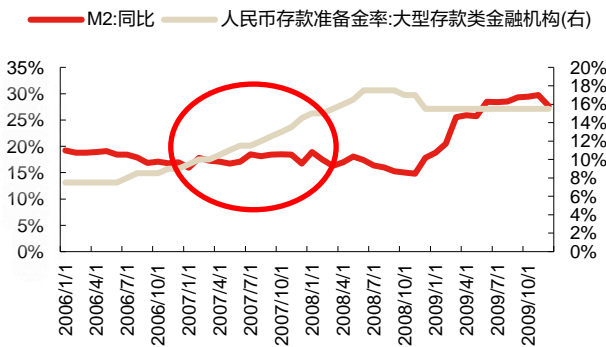
在宏观层面，CPI 同比在 2007 年下半年达到 4%~7% 的高位区间，70 个大中城市新建住宅价格指数当月同比在 2007 年 Q4 达到 10% 以上，经济过热明显。从流动性角度来看，2006 年 7 月开始，央行开始上调存款准备金率，此阶段 M2 开始趋于稳定。宏观指标显示出的经济过热和流动性收紧对于白酒周期是一个不利的前置信号。

图 14：2006 至 2009 年 CPI 同比和新建住宅价格指数同比



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 15：2006 至 2009 年 M2 同比和存款准备金率



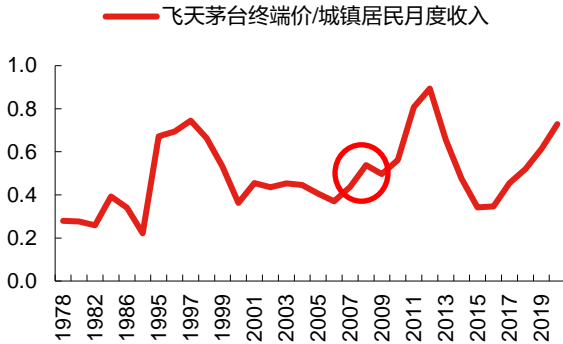
资料来源：Wind、东方证券研究所

飞天茅台价格短期上行，整体处于中低水平。飞天茅台终端价/城镇居民月度收入的指标在 2006-2008 年间稳步上行，从 0.37 上行到 0.54，从历史情况来看，该比值处于中低水平。飞天茅台终端价/M2 供应量的指标在 07 年开始有快速上行趋势，显示出白酒市场对于飞天茅台的热捧，白酒周期呈现短期见顶的端倪。

综合而言，08 年白酒的下行周期和熊市主要仍是国际金融危机带来的宏观经济下行引发的。但从前置指标来看，07 年左右白酒行业已经呈现出一定的周期拐点的迹象。

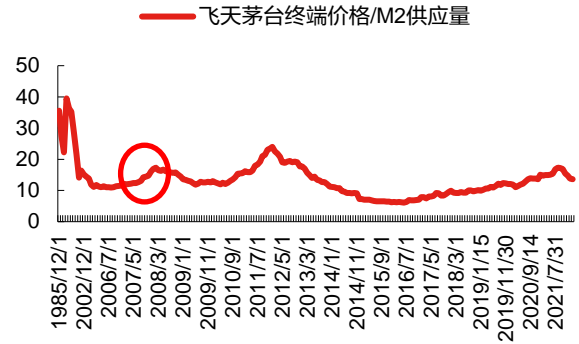
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 16: 飞天茅台终端价(元)/城镇居民月度收入(元)



资料来源: Wind、酒业家、东方证券研究所

图 17: 飞天茅台终端价(元)/M2 供应量(万亿元)



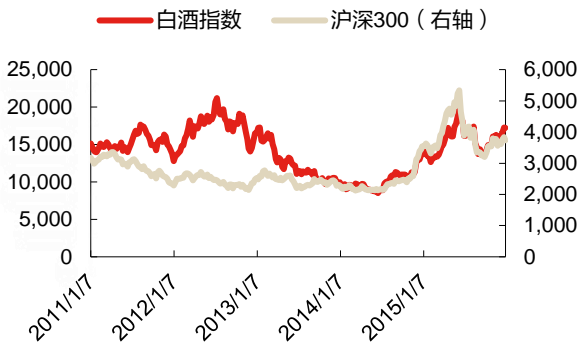
资料来源: Wind、酒业家、东方证券研究所

1.3 “黄金十年”的 12 年尾声，行业过热引发深度调整

● 白酒行业黄金十年尾声，产量、业绩与指数深度调整

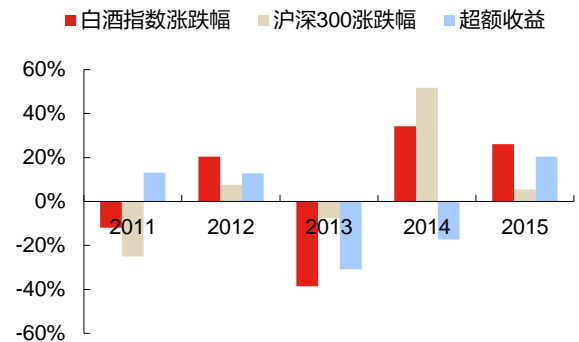
2012 年是白酒黄金十年周期的尾声，白酒指数在 2012 年 7 月见顶，之后进入长达两年的下行期，于 2014 年 7 月见底。2013 年和 2014 年，白酒指数分别下跌 39%和上涨 34%，与沪深 300 相比跑输 31%和 17%。

图 18: 2011 年至 2015 年白酒指数和沪深 300 走势



资料来源: Wind、东方证券研究所

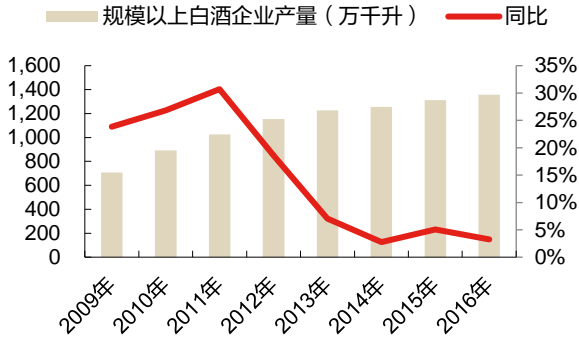
图 19: 2011 年至 2015 年白酒指数和沪深 300 涨跌幅对比



资料来源: Wind、东方证券研究所

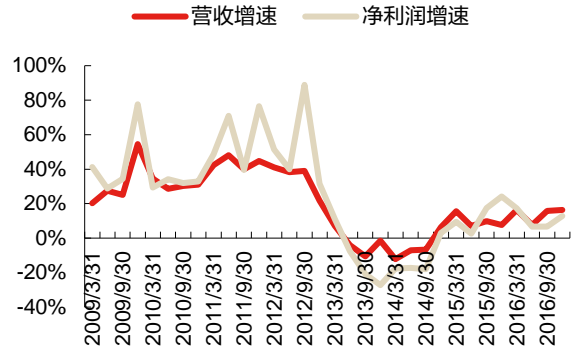
白酒产量增速在 2012 年开始出现下滑，当年同比增长 19%（增速同比-12pct），2013 年产量增速下滑加快，当年同比增长 7%（增速同比-12pct）。上市公司白酒板块的营收和净利润增速则在 2013Q1 出现明显下降，当季度同比增长 7%（增速环比-15pct）和 11%（增速环比-21pct）；2013Q2 同比分别下滑 4%和 8%，下滑趋势一直持续到 2014Q3。

图 20：规模以上白酒企业产量及同比增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 21：白酒板块营收和净利润增速情况

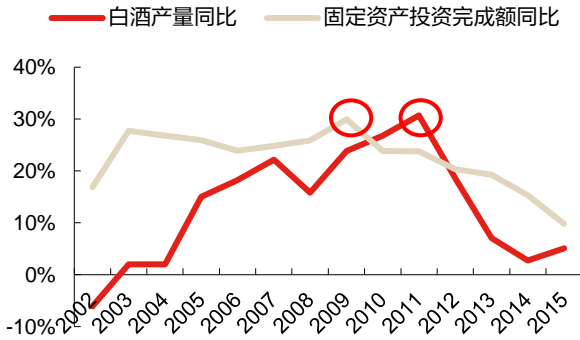


资料来源：Wind、东方证券研究所

● 宏观经济投资增长放缓，白酒行业增长驱动力不足

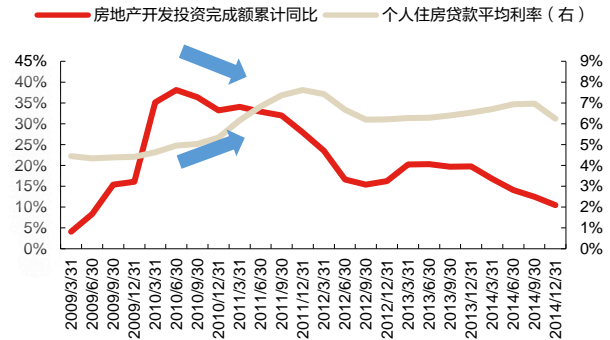
从此轮白酒周期的驱动力来看，固定资产投资完成额同比增速在 2009 年见顶，房地产投资增速在 2010 年 6 月份达到高点；2008 年四万亿投放后，国内经济尤其是房地产市场在 2009、2010 年过热，国家从 2009 年开始提升房贷利率，抑制经济过热。白酒黄金十年的主要驱动力在 2009、2010 年开始受限后，白酒周期在 2012 年形成周期向下的拐点。

图 22：白酒产量增速和固定资产投资完成额同比



资料来源：国家统计局、东方证券研究所（此处数据未做特殊处理）

图 23：房地产投资增速和个人住房贷款利率

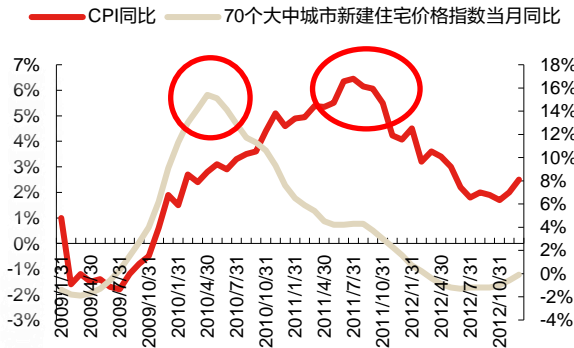


资料来源：Wind、东方证券研究所

● 2012 年白酒后周期前置指标观察：流动性收紧，飞天价格泡沫化，产业进入过热阶段

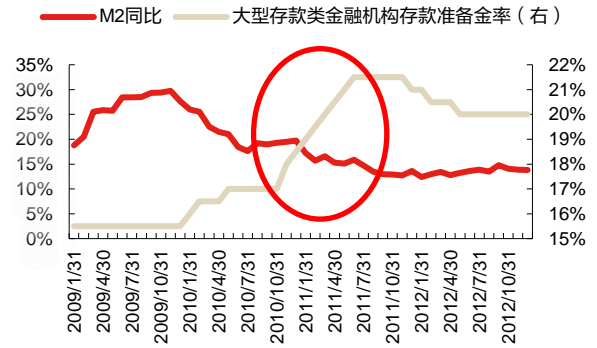
CPI 与房价快速上行，流动性收紧抑制经济过热。宏观层面，2008 年四万亿刺激计划在 2009 年、2010 年推动物价和房产价格的快速上涨，其中 70 个大中城市新建住宅价格指数同比在 2010 年 5 月达到 15% 的高点，CPI 从 2011 年 3 月开始进入 5% 以上的区间。为应对房产价格和 CPI 的快速上行，央行开始收紧流动性。存款准备金率在 2010 年 2 月开始 2008 年来的首次上调，2010 年 10 月至 2011 年 6 月，大型存款类金融机构存款准备金率从 17% 快速提升到 21.5%。此次流动性的快速收紧，在白酒行业基本面和白酒指数两个层面均形成重要作用，成为白酒周期在 2012 年出现向下拐点的重要前置信号。

图 24：2009 至 2012 年 CPI 同比和新建住宅价格指数同比



资料来源：Wind、东方证券研究所

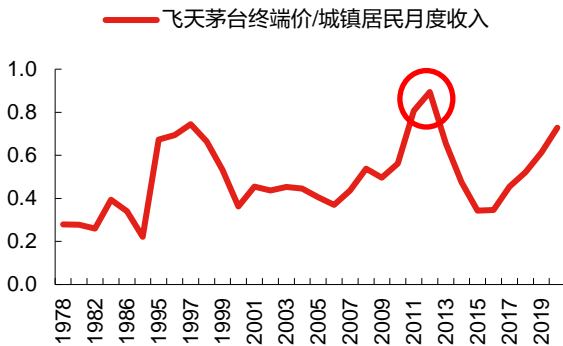
图 25：2009 至 2012 年 M2 同比和存款准备金率



资料来源：Wind、东方证券研究所

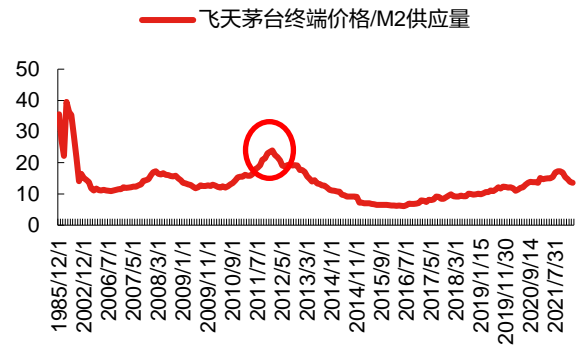
高端白酒需求过剩，飞天茅台价格泡沫化。行业层面，白酒行业经过黄金十年的持续扩张，在 2012 年逐步进入泡沫化的阶段。飞天茅台终端价/城镇居民月度收入的指标在 2012 年达到 0.9，飞天茅台终端价/M2 供应量的指标在 2012Q1 达到 2006 年来的最高点。飞天茅台过高的终端售价，反映了在宽松货币推动下市场对于高端白酒的过剩需求已经逐步从饮用消费溢出到囤积投资等领域。

图 26：飞天茅台终端价(元)/城镇居民月度收入(元)



资料来源：Wind、酒业家、东方证券研究所

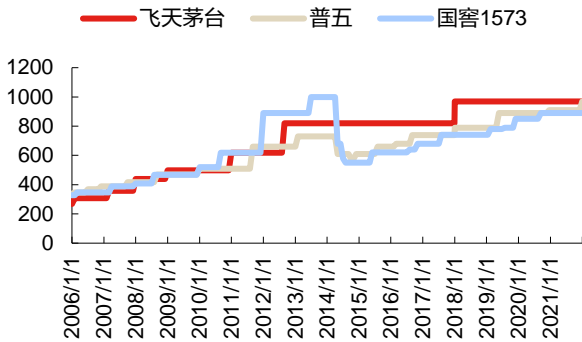
图 27：飞天茅台终端价(元)/M2 供应量(万亿元)



资料来源：Wind、酒业家、东方证券研究所

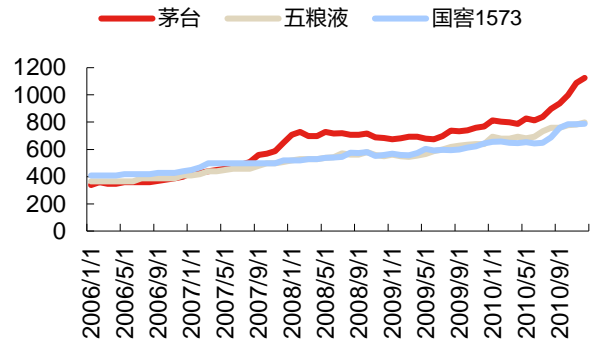
茅五泸出厂价在 2010 至 2012 年持续提升，2011 年 1 月飞天茅台出厂价从 499 元提升到 619 元，涨幅 24%，2012 年 9 月飞天茅台出厂价进一步提升至 819 元，涨幅 32%。五粮液出厂价在 2010 年 1 月、2011 年 9 月两次提价，国窖 1573 在 2010 年 1 月、2010 年 9 月和 2012 年 1 月三次提价。茅五泸持续提价刺激了部分投资需求，同时为应对提价，部分个人和企事业单位消费者提前大量囤货购买，业内人士估计，2011 年市场上囤积的茅台至少达 1 万吨。飞天茅台的过高价格说明 11、12 年白酒市场的泡沫化需求，当周期形成向下趋势后，过高的社会库存加速了白酒价格的回落。

图 28: 茅五泸出厂价 (元/瓶)



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

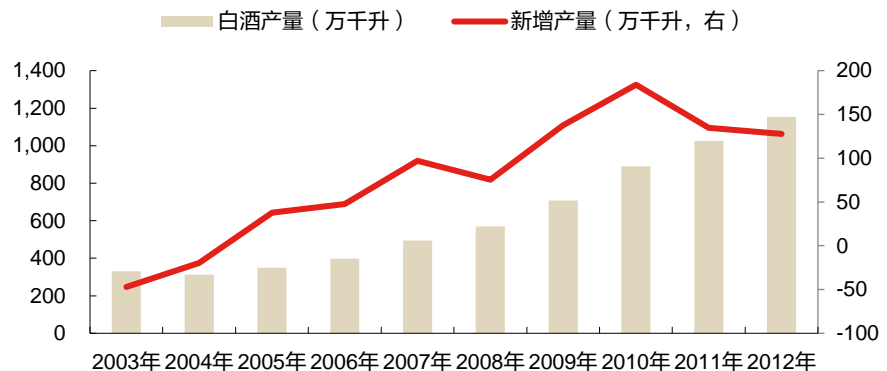
图 29: 茅五泸一批价 (元/瓶)



资料来源: 酒业家、东方证券研究所

白酒行业过热引发产能过度扩张。2003 年至 2012 年间, 白酒产能快速扩张, 在总产量扩大的同时, 白酒厂商的扩张节奏同时加快。2005 年至 2010 年之间, 白酒年新增产量持续提升, 从 38 万千升提升至 184 万千升, 2011 年、2012 年仍新增 135 万千升和 128 万千升 (2011 年规模以上白酒企业入选标准提升, 行业年产量增量被低估)。头部白酒公司积极扩产, 在 2010 年至 2011 年间, 包括五粮液、贵州茅台、洋河股份、水井坊等在内的白酒公司纷纷投资进行扩产。

图 30: 2003 年至 2012 年白酒产量和新增产量情况



资料来源: 国家统计局、东方证券研究所

根据《中国酿酒产业“十二五”发展规划》, 到 2015 年全国白酒产量达到 960 万千升, 年均增长 1.5%; 实际上在“十二五”规划第二年的 2011 年, 白酒产量已经达到 1026 万吨, 超过规划目标。此时白酒产能已经进入过剩阶段。

表 2: 2010 年至 2011 年部分白酒公司扩产计划

时间	公司	产能项目
2010 年 9 月	五粮液	6 万吨陈酿工程, 总投资约 50 亿元, 占比 250 多公顷
2011 年 1 月	贵州茅台	2000 吨茅台王子酒制酒技改工程, 投资额约 6 亿元
2011 年 9 月	洋河股份	拟投资 17.3 亿用于“3 万吨名优酒酿造技改工程”和“名优酒酿技术改造三期工程”
2012 年 11 月	洋河股份	拟投资 37 亿元建设来安基地 25.4 万吨陈化老熟项目和来安基地名优酒酿造技改及配套三期工程

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2011年1月	水井坊	投资23亿元搬迁至邛崃名酒工业园，工期5年，基酒产能从4000-5000吨新增到2.8万吨
2010年	金六福	投资20亿元，占地1000余亩的邛崃原酒生产基地投产

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

产业外资本涌入，三四线白酒公司股价暴涨。随着白酒黄金十年的持续演化，在本轮周期的末端，众多产业外资本开始进入白酒行业。根据投中集团的统计，国内白酒行业的并购交易规模从2008年的2.4亿元增长到2012年的67.4亿元，增加了26倍。进入2011、2012年之后，产业外资本包括联想资本、上海糖业等进入白酒行业，反映出白酒行业的过热情况。二级市场上，在本轮白酒牛市的末端（2012年年初至2012年7月13日的白酒指数高点），市值较小的三四线白酒公司的涨幅明显高于一二线白酒公司的涨幅，资金开始大量流入尾部白酒上市公司。

表3：2009年至2012年白酒行业部分并购事件

时间	白酒行业并购事件
2009年	华致酒行以8250万元全资收购贵州珍酒厂
2009年	维维股份3.48亿元收购枝江酒业51%股权
2010年	中国巨力集团收购刘伶醉
2011年	洋河股份以18.1亿元收购双沟酒业67.52%股权
2011年	联想控股以5.11亿收购承德乾隆醉
2012年	联想控股酒业4亿元全资收购孔府家酒
2012年	上海糖业4715万收购四川全兴酒业40%股权
2012年	帝亚吉欧63亿元收购水井坊

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

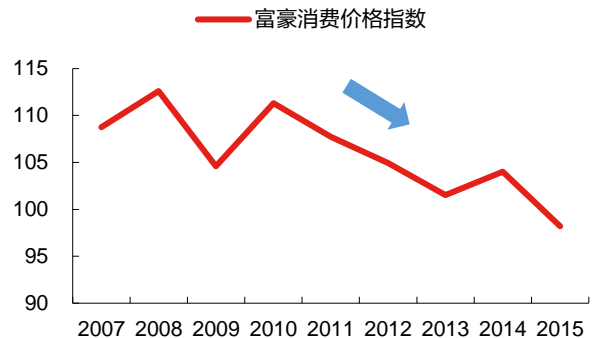
奢侈品价格下滑，高端酒消费力减弱。高端白酒具备奢侈品的消费属性，其他类型的奢侈品价格变化也成为观察本轮白酒周期拐点向下的信号。根据中国汽车流通协会的数据，以C级轿车为代表的豪华车的价格从2011年开始出现下滑迹象，2012年开始出现明显的下跌；胡润百富编制的富豪消费价格指数在2011年至2013年之间持续下降。这两个指标的下降反映了奢侈品消费价格的下滑和高收入群体的奢侈品消费能力的减弱，进而对高端白酒的消费也产生了负面的冲击。

图31：2011年至2014年C级轿车价格变化指数



资料来源：中国汽车流通协会、东方证券研究所

图32：2007年至2015年富豪消费价格指数

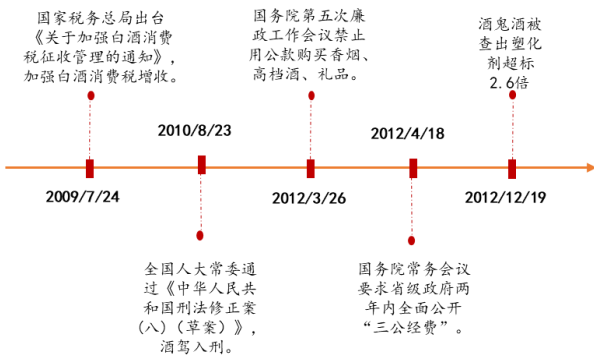


资料来源：胡润百富、东方证券研究所

● 白酒限制政策持续加码，塑化剂事件加速行业调整

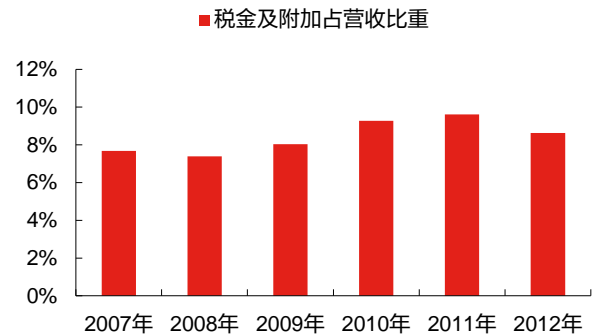
2009 年至 2012 年间出台的各类白酒税费提升政策、三公消费限制政策以及酒鬼酒塑化剂事件成为本轮白酒周期下滑拐点的导火索。2009 年国家税务总局出台《关于加强白酒消费税征收管理的通知》，基本限制了厂家通过销售公司避税的模式，白酒板块消费税金占营收的比重从 2008 年的 7.4% 上行到 2011 年的 9.6%。2012 年开始，国务院开始收紧三公消费，尤其是禁止公款消费烟酒等。2012 年 12 月，酒鬼酒被查出塑化剂超标 2.6 倍，白酒行业基本面和市值开始加速调整。

图 33：2009 年至 2012 年白酒政策和行业事件



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

图 34：2007 年至 2012 年白酒板块税金及附加占营收比重



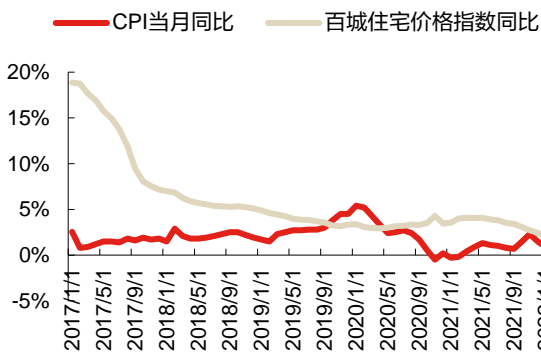
资料来源：公司公告、东方证券研究所

1.4 稳增长政策支持经济，白酒行业风险相对较低

● 当前白酒周期前置指标观察：经济政策稳增长，茅台价格相对合理，监管收紧资本降温

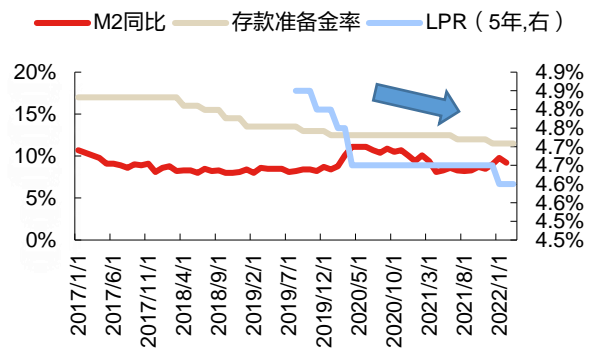
从 CPI 同比和百城住宅价格指数同比的情况来看，2017 年来国内并未出现明显的通胀压力和资产价格上涨压力，2022 年来，CPI 维持在 1% 以内，百城住宅价格指数同比在 2.1% 以内，环比收窄。另一方面，为对冲地产销售下滑带来房地产经济下滑以及外贸出口下滑的影响，货币政策明显放宽，对应存款准备金率和 LPR 的下调。2021 年 12 月，中央经济工作会议提出，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前，适度超前开展基础设施投资。在稳增长的经济政策基调下，白酒板块出现大周期拐点的风险较小。

图 35：2017 年来 CPI 同比和百城住宅价格指数同比



资料来源：Wind、东方证券研究所

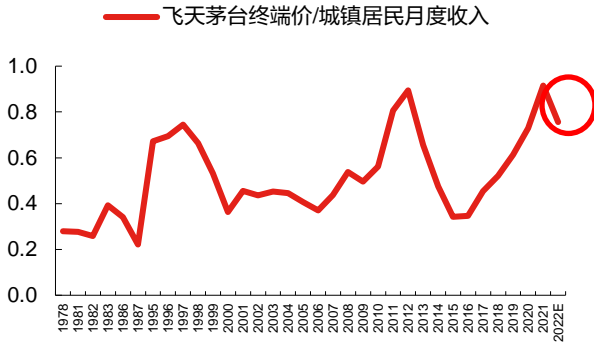
图 36：M2 同比、存款准备金率和 LPR



资料来源：Wind、东方证券研究所

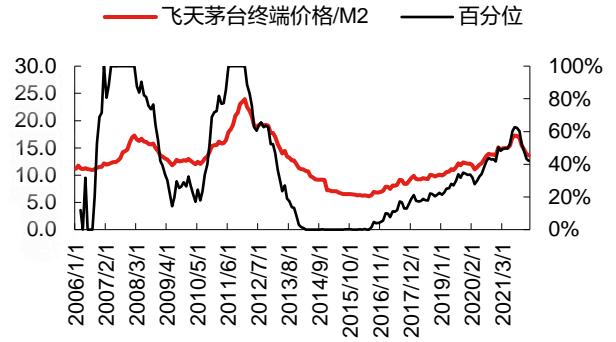
从飞天茅台终端价/城镇居民月度收入的指标来看，高点或已在 2021 年出现，2022 年预计小幅回落（假设居民收入同比增长 5.5%，飞天终端价约 3150 元/瓶）；而飞天茅台终端价/M2 供应量的指标目前则处于 2006 年来 40% 的百分位左右。综合而言，飞天茅台当前的价格并未处于绝对高位，行业风险与 1997 年和 2012 年相比较低。

图 37：飞天茅台终端价(元)/城镇居民月度收入(元)



资料来源：Wind、东方证券研究所

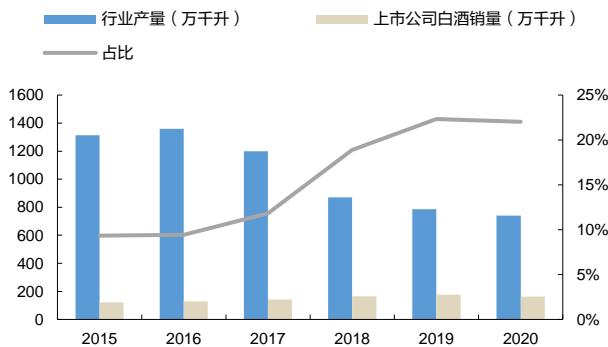
图 38：飞天茅台终端价(元)/M2 供应量(万亿元)



资料来源：Wind、东方证券研究所

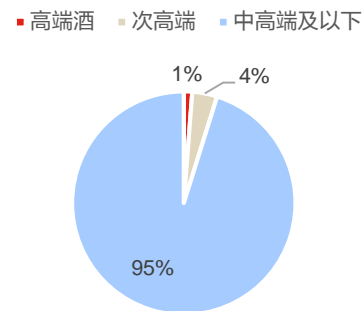
名酒企扩产推动市占率提升，高档酒销量渗透率仍较低。2016 年来国内白酒产量持续下滑，2020 年国内白酒产量为 741 万千升，同时上市公司白酒销量整体上行，2020 年达到 163 万千升，市占率从 2016 年的 9.4% 增加到 22%。在当下白酒产量的下行周期中，上市公司凭借品牌、产品和渠道的优势不断提升市占率，对应低端盒装酒、地产酒的淘汰出清。2020 年全国白酒产量 740 万吨，以 700 万吨的销量为基础估计，我们测算高端酒销售约 8 万吨，占比约 1%，次高端酒销售 25 万吨，占比约 4%。高端酒和次高端酒的销量占比仍较低，未来渗透率仍有很大的提升空间。

图 39：白酒行业产量和上市公司销量市占率



资料来源：国家统计局、公司公告、东方证券研究所

图 40：2020 年高端酒和次高端酒销量占比测算



资料来源：国家统计局、中国酒类流通协会、东方证券研究所测算

2018 年来包括茅五泸、郎酒、剑南春、古井贡酒、口子窖等在内的名酒企积极投资扩产，推动高质量白酒产能的提升和市占率的提升。

表 4：2018 年至 2022 年白酒公司扩产计划

时间	公司	产能项目
2018 年 7 月	伊力特	拟投资 6.7 亿元用于“总部酿酒及配套设施技改项目”

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2018年10月	贵州茅台	拟投资不超 83.84 亿元用于“3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目”
2019年8月	泸州老窖	拟投资 40 亿元用于“酿酒技改二期项目”
2020年2月	口子窖	拟投资 13.6 亿元资金，建设年产原酒 2 万吨的大曲酒酿造提质增效项目，占地面积 750 亩
2020年3月	古井贡酒	拟投资 89.24 亿元用于“酿酒生产智能化技术改造项目”，将年产 6.66 万吨原酒和 28.4 万吨基酒储存
2020年5月	水井坊	拟投资 25 亿元用于邛崃全产业链基地项目(第一期),新增建设用地 350 亩，将新增 2 万吨原酒生产能力和 4 万吨基酒储存能力
2020年6月	郎酒	拟募资 74.54 亿元，其中 42.74 亿元用于扩张酱香酒产能，两年后新增酱香酒基酒年产能 2.27 万吨。
2020年7月	五粮液	拟投资 12.68 亿用于“12 万吨生态酿酒一期项目产能项目”，总建筑面积约 16.58 万平方米
2020年8月	剑南春	拟投资 30 亿用于“大唐国酒生态园 3-5 万吨扩能项目”
2021年9月	酒鬼酒	启动二期工程，拟投资金额为 15 亿元，将新增基酒产能 7800 吨及储酒规模 4000 吨
2022年2月	今世缘	拟投资 90.76 亿元建设南厂区智能化酿酒陈贮中心项目，预计将新增优质浓香型原酒年产能 1.8 万吨、优质清雅酱香型原酒年产能 2 万吨、半敞开放式酒库储量 8 万吨、陶坛库储量 21 万吨

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

白酒行业资本热度上升，监管机构及时降温。2020 年来白酒行业并购热度快速上行，除行业内部的整合外（国台收购怀酒、古井贡酒收购光明酒业），产业外资本（复星国际、江苏综艺集团等）进入白酒行业进行并购，并将白酒企业作为未来盈利的重要增长点。相对于 2000 年和 2010 年的两轮，本轮并购潮规模更大。

尤其是近两年来酱酒热潮的兴起，引起了资本市场、实体产业的高度关注，但也引起了不少乱象，包括渠道大肆炒作酱酒，业外资本无序进入酱酒行业等。**为引导和促进白酒行业有序发展，国家对白酒行业的监管政策所有收紧。**2021 年 8 月，市场监督管理总局价监竞争局召开《白酒市场秩序监管座谈会》，针对过去两年白酒行业的投资热潮，尤其是大量资本涌进茅台镇，进行了调研和访谈，展现了一定的监管信号。2021 年 9 月，仁怀市召开会议讨论白酒产业综合治理暨环境突出问题整改，提出“通过持续三年的综合治理行动，治理一批‘小散弱’的企业”。**政策收紧后，白酒行业的资本热潮有所消退，进入门槛进一步抬高，而行业的发展也将更加趋于理性化。**

表 5：2020 年来白酒行业并购事件

时间	白酒行业并购事件
2020年1月	国台酒业斥资 7.8 亿元收购贵州海航怀酒（国台怀酒）
2020年5月	复星国际旗下豫园股份宣布斥资 18.36 亿元从亚特集团收购金徽酒实控权
2020年8月	江苏综艺集团斥资 4.6 亿元从维维股份收购枝江酒业
2020年10月	以金矿托管为主业的园城黄金宣布将收购酱香酒企圣窖酒业
2020年11月	古井贡酒宣布计划并购安徽明光酒业
2020年12月	宝德股份拟以 11.22 亿元的现金收购白酒流通企业名品世家
2020年11月	大豪科技公告拟收购红星股份 100% 股权

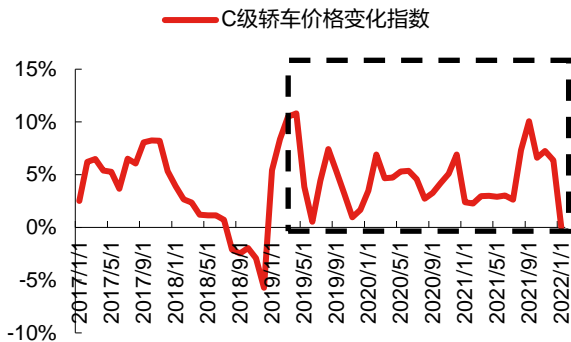
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2020年12月	ST 岩石拟斥资 8600 万收购江西章贡酒业 25% 股权和赣州长江实业 25% 股权
2021年9月	古井贡酒收购珍藏酒业 60% 股权
2021年9月	贵州醇和江苏综艺集团旗下三际投资公司共同全资收购四川葡郎酒业
2021年9月	华润酒业和鼎晖投资通过增资方式收购景芝白酒共 60% 股权，华润酒业将持有 40% 股权。
2021年11月	贵州醇全面收购贵州青酒
2021年11月	国台酒业与贵州茅源完成合作签约仪式，将兼并重组茅源酒业
2022年4月	华润战投收购金种子集团 49% 股份
2021年9月	古井贡酒收购珍藏酒业 60% 股权

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

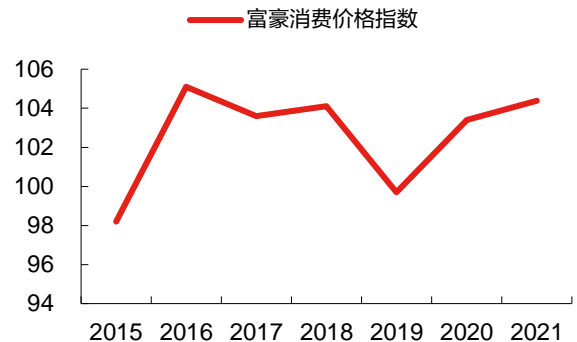
奢侈品价格指标的情况来看，C 级轿车价格在 2019 年来同比均增长，富豪消费价格指数自 2015 年来在 102 左右波动，2019 年至 2021 年连续增长，表明国内高收入人群的奢侈品消费能力并未减弱，而在货币宽松刺激下的房地产等资产价格上涨预计导致高收入人群的财富效应加强。

图 41：2017 年至今 C 级轿车价格变化指数



资料来源：中国汽车流通协会、东方证券研究所

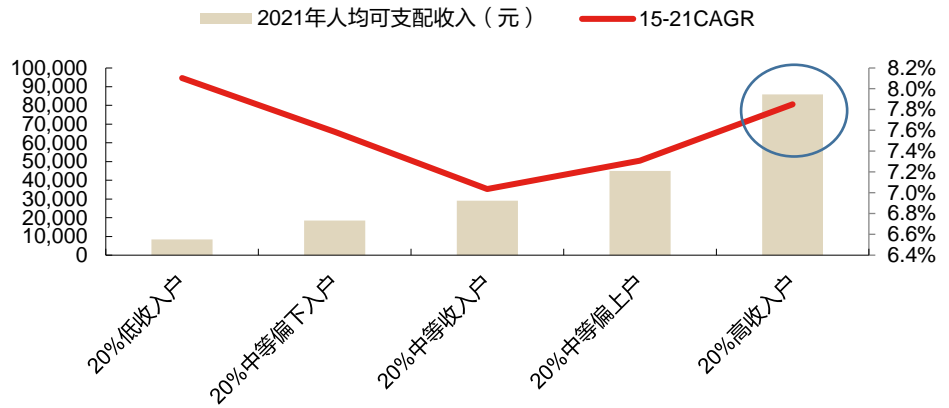
图 42：2015 年至 2021 年富豪消费价格指数



资料来源：胡润百富、东方证券研究所

拆分居民收入的分化，可以发现 2015 年至 2021 年以来，国内高收入群体的收入增速较高，20% 高收入户的收入增速位居各层次人群的前列，2021 年人均可支配收入达到 8.6 万元。高收入人群对名酒的价格敏感度较低，消费需求不仅仅在基础的饮用价值，更在于社交需求以及炫富心理等。这也是推动白酒高端化发展和团购化发展的核心因素之一。因此，在高端白酒奢侈品化的趋势愈加明显的背景下，预计中长期内高端白酒的消费需求仍将稳定扩张。

图 43：不同收入水平居民人均可支配收入及年均增速

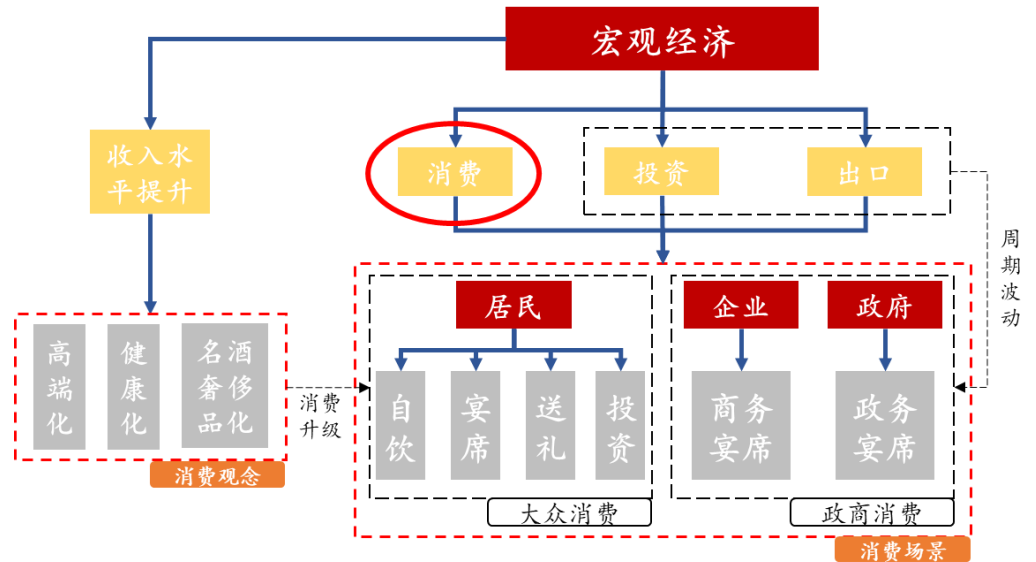


资料来源：Wind、东方证券研究所

1.5 白酒尚处周期中后段，结构螺旋式上升仍将持续

2015年至今的白酒周期由大众消费接替政商消费进行主导，周期波动继续减弱，白酒行业的价值和稳定成长继续加强。与白酒行业周期性减弱相对应的是消费升级推动白酒头部企业集中度的提升，头部酒企更加强调价格提升拉动品牌力的塑造、品质提升推动产品的高端化、以及渠道扁平化加强扩张力的发展策略。

图 44：白酒消费场景与消费观念拆分



资料来源：东方证券研究所

综合而言，从多个前置指标的情况来看，我们认为本轮周期处于白酒中后段，并非尾声，产业成熟周期已拉长，结构螺旋式上升仍将维持较长时间。以房地产等为代表的白酒下游重要行业不景气确实会在短周期内影响白酒的动销与业绩，但在稳增长的经济政策持续发力作用下，预期白酒板块的业绩调整将较为有限。当估值持续回落后，这一部分不利影响已经逐步被计入股价中，因此从长周期的配置角度来看，当前白酒板块的价值逐步凸显。

表 6：白酒行业历次周期相关指标对比

指标		1997 年	2008 年	2012 年	2022 年
宏观驱动力		GDP 增速和居民收入增速分别在 1992 年和 1994 年到达高点，1997 年亚洲金融危机	2008 年国际金融危机	固定资产投资增速在 2009 年见顶，房地产投资增速在 2010 年 6 月份见顶	驱动力逐步由投资向消费转变，消费升级趋势未变
流动性		1994~1995 年 CPI 同比高企，1995 年开始流动性收紧趋向，M2 增速下行	2007 年经济过热，CPI 高企，流动性收紧（2006 年 7 月开始上调存款准备金率）	2010-2011 年，CPI 与房价快速上行，流动性收紧（2010 年 2 月开始上调存款准备金率）	CPI 处于较低位置，房价同比增速收窄，经济政策稳增长，存款准备金率和 LPR 下调
飞天价格	飞天茅台终端价/城镇居民月度收入	高位	中低位置	高位	高位
	飞天茅台终端价/M2 供应量	高位	中低位置	高位	中低位置
行业产能				整体产能上升，头部酒企继续扩产	整体产量下降，头部酒企扩产
产业资本				业外资本持续流入白酒行业，并购案例较多	行业资本热度上升，监管机构及时降温
奢侈品消费力				豪华车的价格从 2011 年开始出现下滑，富豪消费价格指数在 2011 年至 2013 年之间持续下降	豪华车的价格从 2019 年来持续上涨，富豪消费价格指数在 2019 年至 2021 年连续增长，高收入群体收入增速领先
周期位置		周期尾声	周期中段	周期尾声	周期拉长，中后段

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

二、消费惯性非一蹴而就，改革热潮须顺势而为

2.1 上行周期打造渠道力，势能累积有望支撑业绩增长

- 上行周期中渠道累积势能，渠道网点广度与密度、渠道利润、团购资源等是关键因素

渠道力是白酒上升周期中酒企能否脱颖而出的关键，渠道力包括渠道网点广度与密度、销售人员推力、渠道利润、团购渠道资源等。

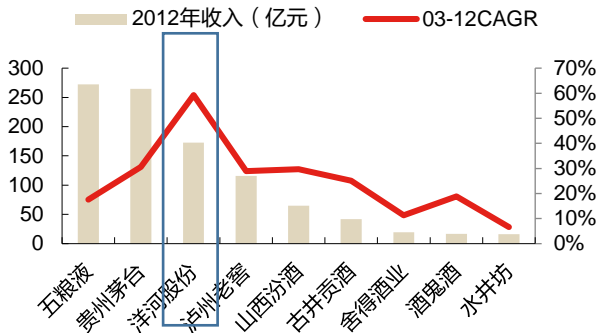
在 2003 年至 2012 年这一轮周期中，洋河股份推动全国化，借助渠道的扩张完成营收规模的快速增长，是借助渠道网点广度与密度、销售人员推力等实现增长的重要案例。2012 年，洋河股份营收规模达到 173 亿元，仅次于茅台和五粮液，本轮周期中的年均增速则在主要酒企中排名最高。

具体而言：1) 2006 年，洋河股份二次股改，高管及核心技术人员持股达到 30.8%，开始拓展河南、山东等市场；2) 2008 年，首提初步全国化目标，销售网点覆盖全国大部分省份；3) 2009 年，提出“1+1”经销商管理模式，厂家直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转；4) 2010 年，在 13 个省级市场销售超亿元，2000 多个县已经进入 30%，300 多个地级市已经进入 70%；5) 2011 年，销售过亿省份 22 个，河南突破 10 亿元，覆盖国内所有省份、90%的地级市和 70%的县，初步全国化基本完成；6) 2012 年，提出了“新江苏市场”

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

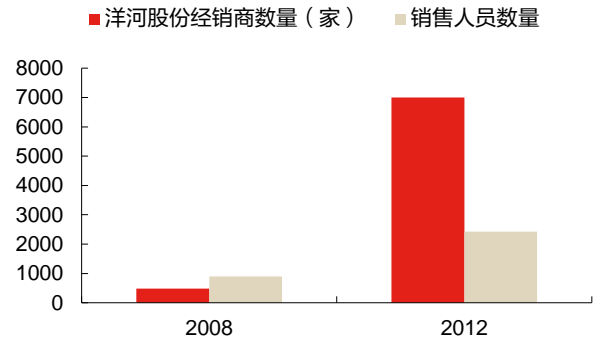
（收入 800-1500 万元的县市）概念，复制省内案例，以“厂家入驻经销商”模式开拓省外市场；推行“天网工程”，将销售渠道网络向下沉到乡、镇、村等市场，实现全市场领域的占领。2008 年，洋河股份经销商约 500 家，销售人员约 900 人，到 2012 年已经分别发展到 7000 多家和约 2400 人。

图 45：2003-2012 年主要酒企的营收规模和增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所（注：洋河股份是 04-12CAGR）

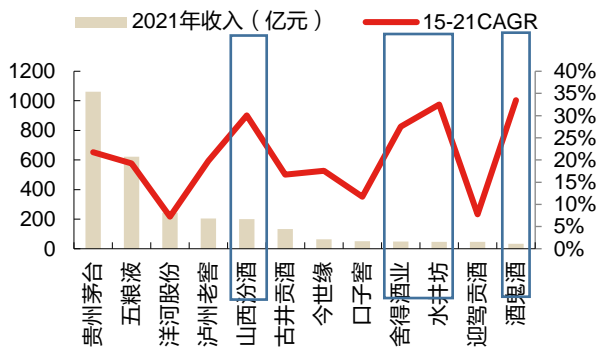
图 46：洋河股份经销商数量（家）和销售人员数量



资料来源：公司公告、东方证券研究所

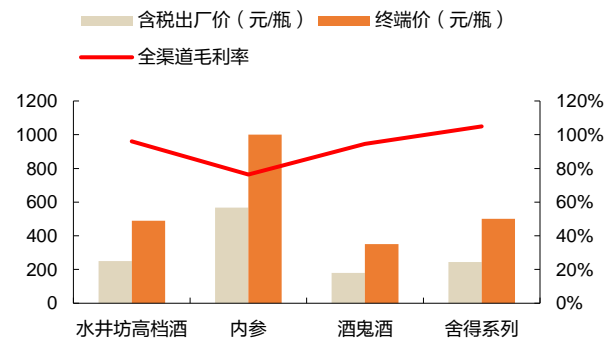
2015 年至今的这轮白酒上行周期中，渠道利润成为酒企在渠道竞争的重要胜负手。2015 年至 2021 年，以山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊为代表的次高端酒企营收增速较高，在渠道方面次高端酒企给予的渠道利润较高。以 2021 年为例，根据报表端的含税出厂价和终端价来测算，水井坊高档酒（井台、臻酿八号、典藏为主）、内参、酒鬼酒、舍得系列（品味、智慧为主）等产品全渠道毛利率（包含销售公司、经销商、终端门店等）平均在 90% 左右。高渠道利润使得经销商积极性较高，全国化招商推动汇量增长。

图 47：2015-2021 年主要酒企的营收规模和增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所（注：洋河股份为一致预期数据）

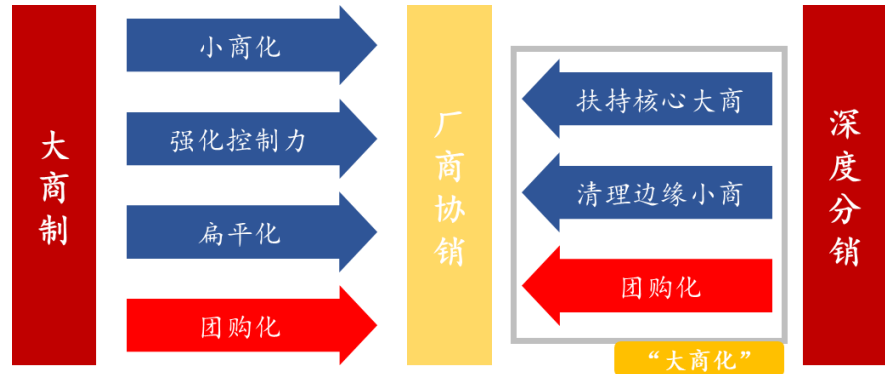
图 48：2021 年次高端酒含税出厂价、终端价和毛利率测算



资料来源：公司公告、财务模型、东方证券研究所

此外，随着消费升级与消费分级的趋势进一步延续，团购化将是白酒行业的重要发展方向，其对名酒的盘价上行、销量提升将发挥关键作用。拥有优质团购资源的酒企将在渠道竞争中取得优势，目前在团购渠道方面优势较强的公司包括贵州茅台、五粮液等。

图 49：不同渠道模式的变革思路

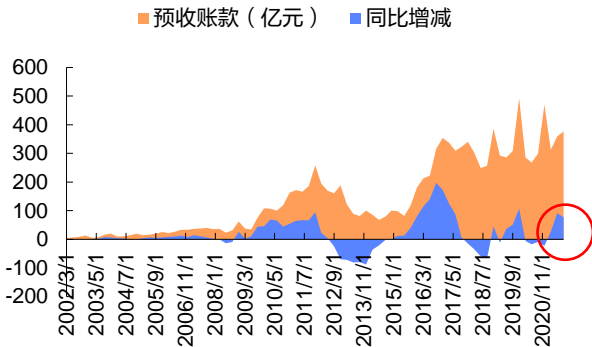


资料来源：东方证券研究所

● 边际上渠道势能处于较高位置，支撑短期业绩增长

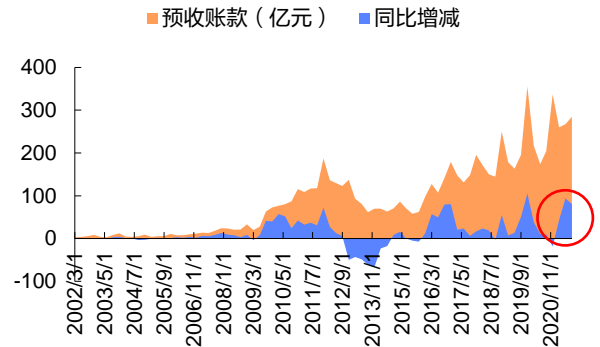
边际上，渠道的惯性与势能处于较高位置，将支撑白酒上市公司在中短期内仍维持较高的增速。从白酒板块的预收账款（包含预收账款和合同负债，下同）情况来看，2021年Q1/Q2/Q3分别同比增长27亿元、92亿元和77亿元；若剔除贵州茅台（增加自营投放，预收款同比减少），则其余上市公司预收账款在2021年Q1/Q2/Q3分别同比仍实现43亿元、94亿元和80亿元的增长。预收账款的边际增长，表明名酒企下游经销商体系营收规模仍保持扩张趋势，预收款的边际改善为中短期内名酒企营收盈利增长奠定基础。

图 50：上市白酒板块预收账款及同比增减



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 51：上市白酒板块（不包含茅台）预收账款及同比增减

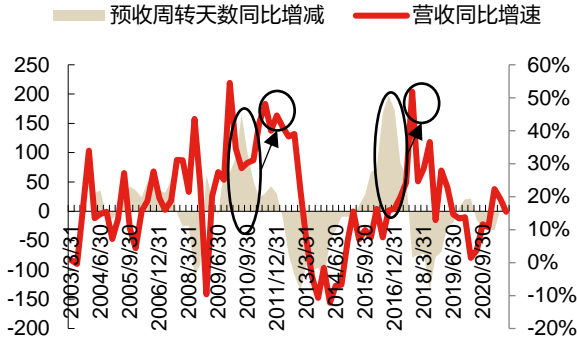


资料来源：Wind、东方证券研究所

复盘历史，考察白酒板块预收账款周转天数（越大表明占有渠道越多的款项）同比增减和营业收入增速关系，可以发现预收账款周转天数同比增加的高峰期，白酒上市公司积累的渠道势能较强，将有效支撑未来一段时间的业绩增长。这些对应的关系（以不包含茅台的数据为例）包括：1）2009Q3-2010Q2的预收周转天数增加对应2011Q1-2012Q1的营收增长，持续间隔约7个季度；2）2016Q3-2016Q4的预收周转天数增加对应2018Q1-2018Q3的营收增长，持续间隔约7个季度；3）2019Q3-2020Q2的预收周转天数增加对应2021Q1-2021Q3的营收增长，持续间隔约6个季度。

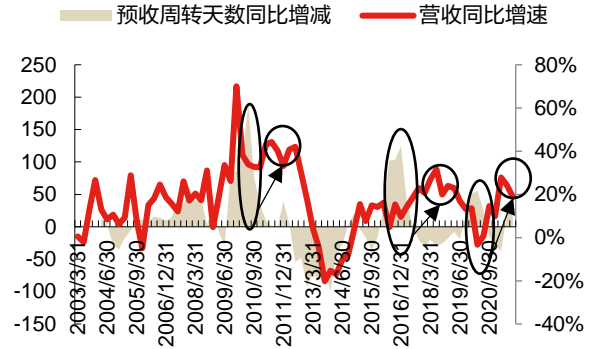
从 2021 年前三季度的预收账款周转天数来看，Q2、Q3 分别同比增加 18 天和 42 天。由于上市公司 2021 年普遍超额完成年度任务，部分业绩在预收账款中并未释放，预收账款周转天数呈现同比增加趋势，渠道势能在提升区间，因此有望在 2022 年支撑业绩的稳定增长。

图 52：上市白酒板块预收周转天数同比增减与营收同比增速的对比



资料来源：Wind、东方证券研究所

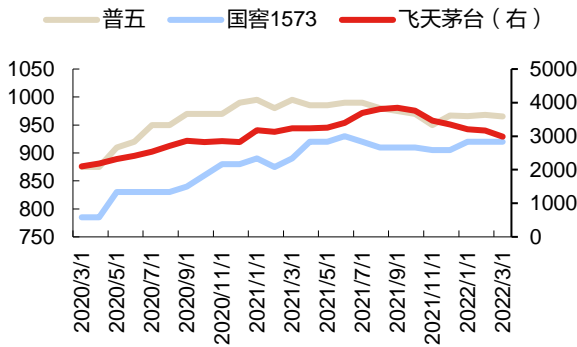
图 53：上市白酒板块（不包含茅台）预收周转天数同比增减与营收同比增速的对比



资料来源：Wind、东方证券研究所

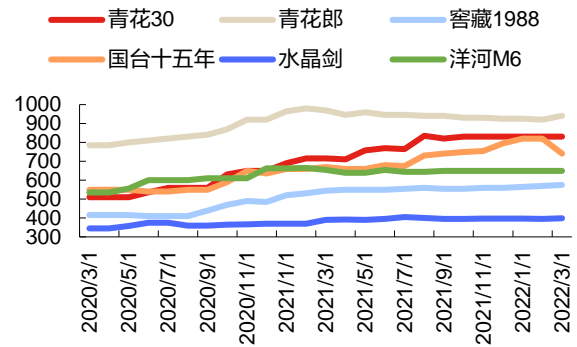
从渠道批价的情况来看，2021 年以来，除了部分酱酒品牌批价出现波动以外，主要名酒产品的批价保持稳定趋势，因此渠道库存和批价并未出现恶化，为维持上市公司的业绩增长奠定了基础。

图 54：2020 年 3 月以来茅五泸批价



资料来源：今日酒价、东方证券研究所

图 55：2020 年 3 月以来部分名酒批价



资料来源：今日酒价、东方证券研究所

2.2 管理层更替加速改革进度，关注企业经营管理改善

在宏观经济因素、渠道因素等以外，在中长周期的角度考虑上市公司的成长，我们需要更多地关注到公司自身的经营管理。上市白酒公司大部分是国有企业，此前国有企业普遍存在因为员工激励不足、以营收为导向的考核机制导致整体经营活力和效率偏低的现象。因此管理层自上而下的改革成为把握名酒企中长周期成长机会的重要抓手，是一个重要的前置信号。

这种自上而下的变革，通常在酒企核心领导层变更以及出台股权激励等之后逐步展开。经典案例包括：1) 2017 年，李曙光出任五粮液董事长后开展的“二次创业”；2) 2017 年，李秋喜出任汾酒集团董事长后，与省国资委签署目标责任书，推动汾酒进入发展快车道；3) 2019 年，刘化霜出任洋河股份副总裁，推动洋河进行一系列产品升级和渠道调整，带领洋河从盘价崩盘、渠道

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

重创的危机中逐步走出。此外，包括酒鬼酒、舍得酒业等控股股东变更后，新管理层上任也推动公司业绩快速增长。

表 7：近年来部分白酒公司核心管理层变动梳理

时间	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	洋河股份	水井坊	酒鬼酒	舍得酒业	今世缘	古井贡酒	口子窖
2014						8月，陈寿祺任董事长			3月，周素明任董事长	4月，梁金辉任董事长，周庆伍任总经理	4月，徐进任董事长和总经理
2015		10月，推出定增和员工持股计划	6月，刘淼任董事长，林峰任总经理		2月，王耀任董事长，钟雨任副董事长总裁	10月，范祥福任总经理					
2016				3月，常建伟任总经理			中粮入主，2月，江国金任董事长				
2017		3月，李曙光任集团公司董事长		2月，李秋喜任汾酒集团董事长，与省国资委签订目标责任书							
2018	5月，李保芳任董事长			12月，推出限制性股票激励计划		6月，范祥福任董事长	3月，王浩任董事长				
2019	7月，李静仁任代总经理			12月，李秋喜任股份公司董事长，谭忠豹任总经理	7月，刘化霜任副总裁	7月，危永标任总经理，推出限制性股票激励计划					
2020	3月，高卫东任董事长	7月，邹涛任股份公司总经理				9月，朱镇豪任代总经理		复星入主，9月，张树平任董事长，蒲吉洲任总经理	4月，提出股权激励计划；11月，顾祥悦任总经理		
2021	9月，丁雄军任董事长		9月，推出限制性股票激励	12月，袁清茂任汾酒集团董事长	2月，张联东任董事长；7月推出员工持股计划	7月，朱镇豪任总经理；9月，推出员工持股计划	8月，郑轶任总经理；10月，王哲任副总经理				
2022		2月，曾从钦任董事长，邹涛任集团总经理，蒋文格任公司总经理	3月，刘淼任集团党委书记、董事长						4月，顾祥悦任董事长		

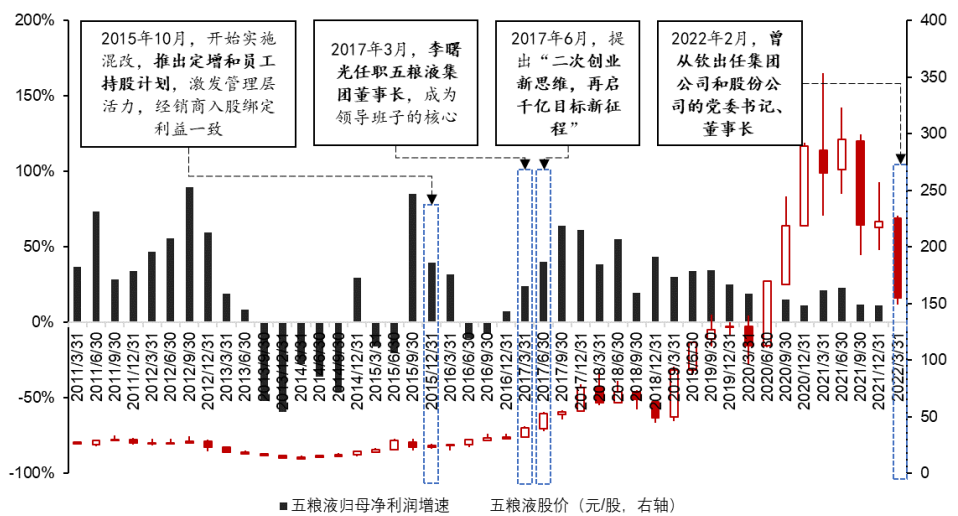
资料来源：公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

在五粮液的案例中：1) 2015年10月，五粮液开始实施混改，推出定增和员工持股计划，激发管理层活力，经销商入股绑定利益一致；2) 2017年3月，李曙光任职五粮液集团董事长，成为领导班子的核心；3) 2017年6月，首次提出“二次创业新思维，再启千亿目标新征程”，提出对公司制度、品牌塑造、渠道模式、营销策略等多方面进行改革，为五粮液的再次高增长奠定基础；4) 2018年11月，全面优化五粮液产品结构，导入控盘分利模式，改善经销商盈利水平；5) 2019年2月，原有7个营销中心改为21个营销战区，继续市场下沉；6) 2019年6月，将系列酒板块整合成一家公司，统筹管理，削减杂乱品牌，打造系列酒4+4品牌矩阵。

五粮液在李曙光上任后，出台了一系列改革措施，推动业绩进入持续增长区间。2022年2月，五粮液新管理层正式确定，建议关注新管理层带来的管理进一步改善和相关改革措施的出台。

图 56：五粮液归母净利润增速和股价与主要管理层调整的对比

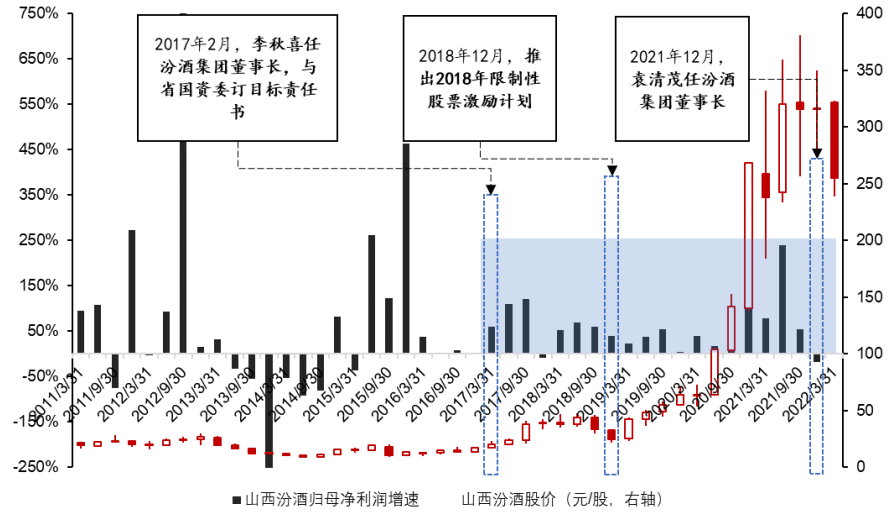


资料来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

在山西汾酒的案例中：1) 2017年2月，山西国资委与董事长李秋喜签订考核责任书；2) 2017年6月，集体解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人等副处级干部的职务，采用组阁聘任的用人机制，开启市场化用人机制的改革序幕；3) 2017年12月，李秋喜董事长提出的“三步并作两步走，三年任务两年完”的奋斗目标；4) 2018年12月，省国资委通过汾酒公司股权激励方案，拟向激励对象授予不超过650万股限制性股票，约占总股本的0.75%；5) 2019年3月，首次限制性股权激励计划实施，激励对象包括公司高级管理人员、关键岗位中层管理人员、核心技术、业务等骨干人员等共计395人。

山西汾酒在李秋喜上任和股权激励实施以后，公司经营活力显著提升，业绩快速增长。2021年12月，袁清茂出任汾酒集团董事长，有望推动公司经营管理进一步改善并实施更多改革措施。

图 57：山西汾酒归母净利润增速和股价与主要管理层调整的对比

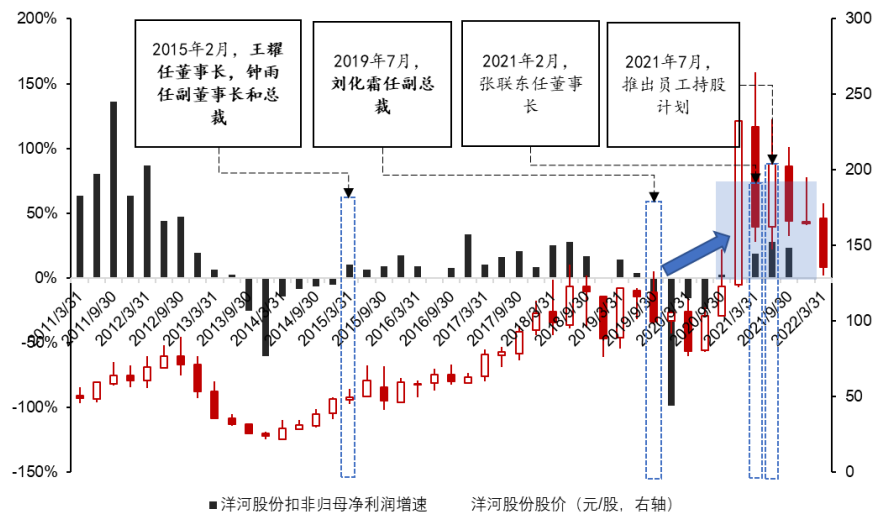


资料来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

在洋河股份的案例中：1）由于竞争加剧、产品结构老化、渠道抗风险能力弱、产品批价下滑等原因，公司陷入深度调整；2）2019年7月，刘化霜出任公司副总裁，在2019年和2020年先后推出M6+和M3水晶版，实现对老梦6和老梦3的替代，完成价格带站位的升级；3）从2019年开始新一轮的渠道体系改革，推行“一商为主，多商为辅”的新渠道模式，改善经销商利润。洋河管理层实施了这些改革措施后，公司盈利在2020Q3开始恢复增长，经营情况持续改善。2021年2月，张联东正式出任洋河股份董事长，同年7月推出员工持股计划，并提出两年营收增速不低于15%的目标。管理层人事调整后，公司进一步推动天之蓝、海之蓝以及双沟品牌的升级换代，实现全产品的齐头并进。

2021年来，多家白酒公司核心管理层进行了新老交替，包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、水井坊、今世缘等。新管理层的上台，有望开启新一轮的改革浪潮，为未来5年的白酒板块增长奠定基础。

图 58：洋河股份归母净利润增速和股价与主要管理层调整的对比



资料来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

2.3 长期竞争更看品牌力，核心消费者势能引导

在渠道、管理层因素以外，品牌力对于名酒而言是更具重要性的竞争力。国内白酒的品牌力在1952年以来的五届评酒会中就已经定下基本的格局，以茅五泸汾洋等为代表的老八大名酒占据先机，其他名酒也具备良好的品牌格局。

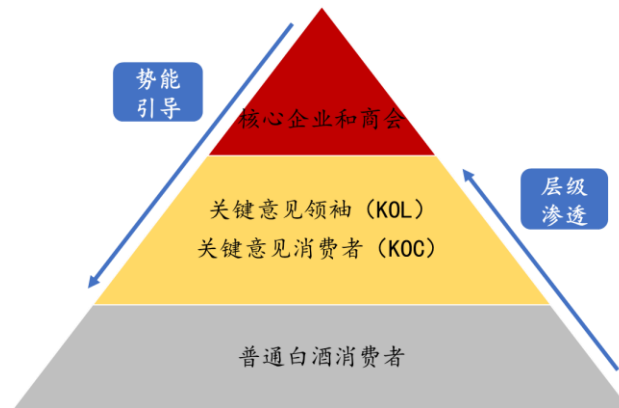
表 8：中国五届评酒会评出的名酒

届数	时间	名酒
第一届	1952	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	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	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	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	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

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

在名酒品牌的基础上，对于核心消费人群的渗透，并自上而下引导消费趋势，是提升品牌力的重要方法。以贵州茅台为例，2004年开始公司开始加大为团购客户定制酒，与经销商渠道产品区别，团购业务主要针对核心政企部门；2007年团购定制酒、年份酒等产品达到45个，品牌势能不断提升。2006年以前，普五的终端价高于飞天茅台，但2006年之后，飞天茅台价格逐步超过普五并不断拉开差距，茅台品牌力更上了一个台阶。因此，在长周期上，重视品牌力的打造将进一步提升名酒的竞争力。

图 59：白酒高阶消费人群的势能引导作用



资料来源：东方证券研究所

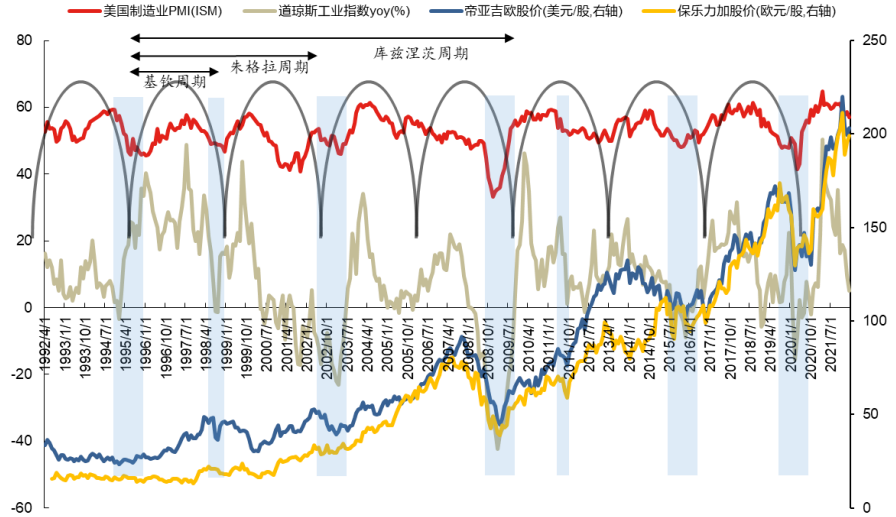
三、借鉴海外烈酒龙头，周期扰动不改强者恒强

● 海外烈酒龙头公司穿越经济周期

从更长的周期来看，龙头公司具备穿越经济周期，持续向上的能力。以海外烈酒龙头帝亚吉欧为例，近30年来，经历过多轮经济周期（约9个基钦周期），以及97年亚洲金融危机、01年互联

网泡沫、08年全球金融危机、11年欧债危机、20年的新冠疫情危机等，但其股价从约30美元上涨到约200美元，给投资者带来稳定的回报。另一个海外烈酒龙头保乐力加呈现同样的趋势。

图 60：帝亚吉欧、保乐力加股价和海外经济周期的对比



资料来源：THOMSON ONE、Wind、东方证券研究所

龙头公司在经济周期中具备更强的生存和成长能力。以帝亚吉欧为例，除了自身内生性增长以外，通过收购进行外延式增长也是重要的方面。基于全球的销售网络，帝亚吉欧的收购具备较高的协同效应，同时成熟的管理体系也让被收购公司能够延续稳定经营和成长的趋势。2000年来，帝亚吉欧在欧洲、中国、南美、非洲、澳洲等多地收购酒类厂商，销售规模逐步扩大。

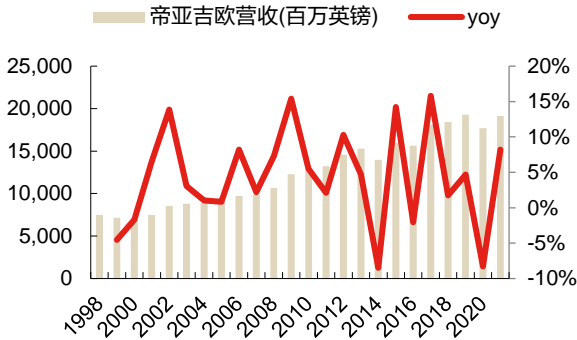
表 9：帝亚吉欧的部分收购案例

时间	收购案例
2001	收购 Seagram 60.9%的股权
2002	收购澳大利亚班达伯格蒸馏投资有限公司 50%的股权
2005	收购 Ursus Vodka (希腊)、The Old Bushmills (爱尔兰)
2006	收购全兴集团 43%的股份
2007	收购俄罗斯 Smirnov 品牌
2011	收购肯尼亚啤酒公司(Kenya Breweries Ltd)的 20%股权
2011	收购土耳其最大烈酒商 Meylcki
2011	收购越南最大的烈酒生厂商 Halico 5.07%的股权
2011	控股坦桑尼亚 Serengeti 啤酒厂和高端朗姆酒 Zacapa
2012	收购巴西 Ypióca 100%的股份
2013	收购印度联合烈酒公司 25%的股份
2014	收购超级龙舌兰酒品牌 Peligroso 以及龙舌兰酒品牌 DeLeón 50%的控股权
2017	收购龙舌兰酒超高端品牌卡萨米格斯、德国 Belsazar GmbH
2018	增持水井坊股份至 60%
2021	收购英国烈酒公司 Chase Distillery
2022	收购龙舌兰酒品牌 21Seeds

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

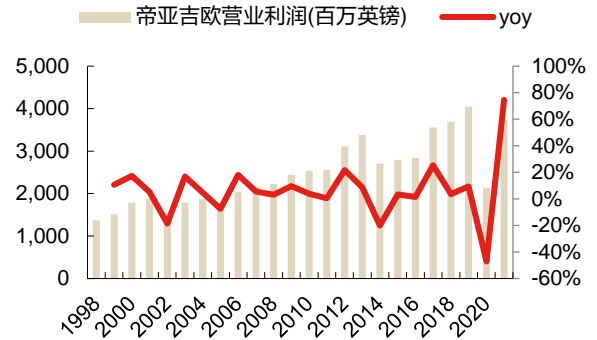
1998年至2021年（以6月底结束的财年），帝亚吉欧主营收入从约75亿英镑增长至约191亿英镑（CAGR+4.2%），营业利润从约14亿英镑增长至约37亿英镑（CAGR+4.5%）。公司营收曾在1999年、2000年、2014年、2016年和2020年等多个年份出现同比下滑，但并未对公司的长期增长趋势造成影响。

图 61：帝亚吉欧营业收入及增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所（注：以6月底结束的财年）

图 62：帝亚吉欧营业利润及增速

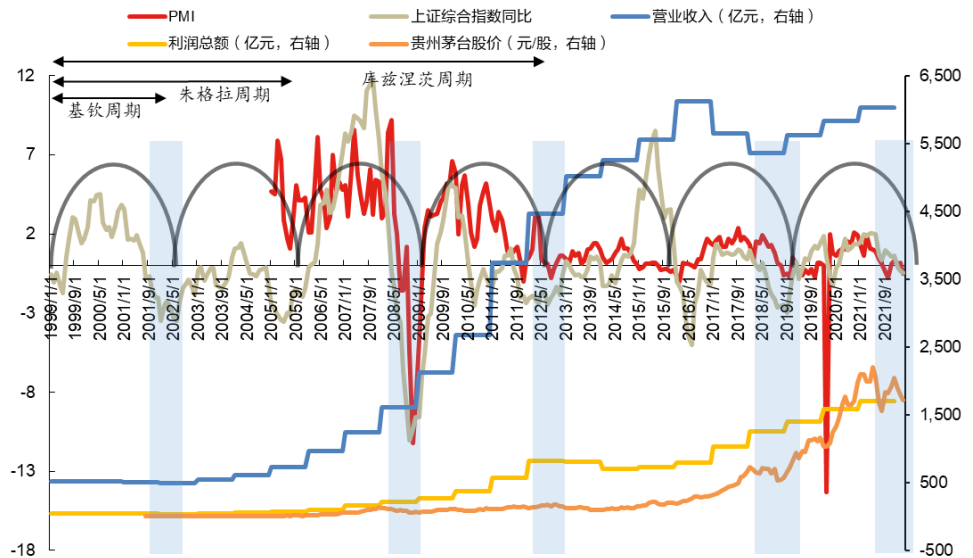


资料来源：公司公告、东方证券研究所（注：以6月底结束的财年）

● 国内短期经济周期不改长期增长趋势

1999年以来，国内经济经历了多个经济周期，在短周期内的衰退或萧条会对白酒产业和股价造成不利影响，但并不改变长周期的增长趋势。1999年至2021年，国内白酒规模以上企业营业收入从516亿元增长至6033亿元，利润总额从40亿元增长至1,702亿元。

图 63：国内白酒规模以上企业营收和利润总额、贵州茅台股价和国内周期的对比

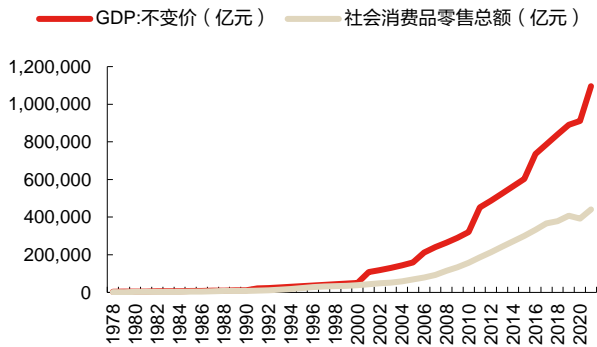


资料来源：Wind、东方证券研究所（注：PMI为减去50的数字，上证综合指数同比为指数取对数后同比增减值乘以10）

综合而言，看好国内白酒行业的长周期趋势，核心是基于国内宏观经济在长周期内仍将实现持续增长的趋势。而随着消费在经济中的占比不断提升，居民消费力随着收入增长不断变强，以白酒为代表的消费品行业将持续受益。

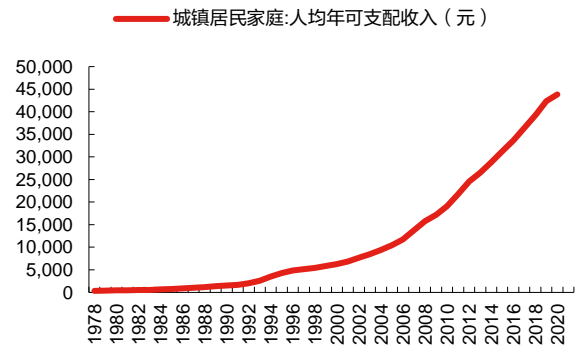
综合而言，对于龙头公司的而言，短期的经济波动会对其经营造成不利影响，但在更长期的角度而言，却是形成了良好的布局机会。因此，建议关注当下由于短期经济波动和流动性因素而大幅回撤的贵州茅台、五粮液、泸州老窖等白酒龙头公司。

图 64：国内 GDP 和社零总额增长趋势



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 65：城镇居民人均可支配收入增长趋势



资料来源：Wind、东方证券研究所

四、投资建议

我们认为当下时点对于白酒周期无需过度担忧，在板块持续调整后，估值性价比提升，建议关注高端酒龙头贵州茅台(600519, 买入)；全国化稳步拓展的次高端酒山西汾酒(600809, 买入)；受疫情冲击小，地区经济发达，白酒消费升级显著的苏酒公司洋河股份(002304, 买入)和今世缘(603369, 买入)。

五、风险提示

- **疫情冲击白酒消费风险。**新冠肺炎疫情对餐饮、宴会、送礼等渠道冲击较大，影响了厂商的动销及去库存进度。目前国内仍有部分地区疫情出现反复，若疫情影响范围扩大，将对企业业绩造成负面影响。
- **消费升级低于预期风险。**消费升级是支持名酒企业业绩增长和次高端酒企扩容的基本动力，若消费升级不及预期，提价、结构升级进度放缓，可能对渠道信心及公司业绩表现带来不利影响。
- **食品安全风险。**如果白酒行业发生食品安全黑天鹅事件可能会影响上市公司收入业绩。
- **前置指标适用性有限风险。**本文论述采用了很多前置指标，这些指标在历史的不同阶段的所发挥的指引作用不一定一致，可能会导致本文的结论不成立。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有洋河股份(002304)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn