

## 行业深度报告

## 复盘系列之七：白酒韧性十足，不惧调整再攀高峰

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

- 【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之2020年疫情期间白酒表现复盘 20220401
- 【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之2020年疫情期间食品表现复盘 20220330
- 【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之复盘徽酒变革，洞察升级趋势 20220210
- 【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之2012-2021年白酒春节行情总结 20211220

## 证券分析师

- 张晋溢** 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
- 王萌** 投资咨询资格编号  
S1060522030001  
WANGMENG917@pingan.com.cn

## 研究助理

- 潘俊汝** 一般证券从业资格编号  
S1060121120048  
PANJUNRU787@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **宏观层面：熨平波动化解危机，白酒穿越经济下行期。**我们复盘了宏观经济出现较大波动以及受到突发外部冲击的时间节点：1) 1997-2004年亚洲爆发金融危机，宏观经济步入下行区间，叠加税改、秦池散酒等事件影响，白酒行业陷入寒冬，1998年白酒产量同比下降25.4%。1999年后各酒企通过营销改革和推出中高端产品引领行业复苏，白酒吨价迅速提升，行业顺利走出低谷期。2) 2008年金融危机后，白酒政商务需求大幅下降，市场陷入流动性危机。在安徽、江苏等省份经济高速发展的带领下，地产酒大举扩张，带动行业发展。叠加四万亿财政计划刺激，白酒需求逐渐回暖，行业再迎春天。3) 2020-2021年新冠疫情爆发，疫情初期白酒行业基本面承压，中端酒消费场景受损。但高端酒表现的稳定性平抑了行业的波动性，疫情好转后，消费场景回补，白酒行业迅速回暖。
- **行业层面：历经多番政策变动，白酒向好趋势不改。**1) 1989年限制公款消费政策颁布后，各酒企相继布局品牌营销，以秦池为代表的广告酒大放异彩。2) 2012年限制三公消费政策使得白酒消费结构改变，政务消费的比例由40%下降到不足10%，大众消费成为主流。政策颁布初期白酒需求呈现断崖式下降，对行业形成显著冲击。随后各酒企紧抓消费升级带来的历史性机遇，积极开展品牌、渠道、治理与产品方面的变革，布局次高端及高端产品，行业由此转为结构性增长，景气度不断向上。3) 消费税也是影响白酒行业的重要因素，在税负趋重，征管趋严的趋势下，以价取胜成为主流，白酒行业集中度提升，步入挤压式增长阶段。
- **企业层面：面对突发事件各酒企迅速调整，不畏短期困局。**1) 酒鬼酒因为塑化剂事件陷入调整低谷，2012年四季度营收及净利润分别下滑42.9%和67.7%，叠加亿元存款失踪等负面事件，13-14年出现连续亏损，公司经营遭受重创。2015年中粮入股后，产品营销渠道三管齐下，发力高端产品，改革卓有成效，当年实现营收同比增长54.8%，成功带领品牌复苏。2) 1997年，泸州老窖因错误采取低价策略滑入低端阵营，而后调整路线推出国窖1573，重振白酒主业发展。2012年三公政策后公司逆势提价，由于对渠道掌控力弱，出现价格倒挂现象，2014年营收下滑48.7%。随后公司管理层对产品与渠道进行调整，2017年重回百亿阵营。3) 2019年舍得酒业被天洋侵占资金，埋下了经营隐患。2020年复星接棒舍得，积极调整渠道战略，缓解资金问题，助力公司重回正轨。

- **无论经历宏观的变动，白酒具有穿越周期的能力。**消费升级的驱动是白酒行业得以穿越周期的重要原因，随着人均收入的提高，白酒主流价位带不断升级，成功打开高端白酒天花板和行业扩容空间，各白酒企业纷纷通过产品升级获得新生活力。同时，各酒企的变革与进步也是行业发展的基础，在危机下各酒企对产品结构、营销模式等方面及时调整，因此黑天鹅事件的发生并未改变行业长期供需结构。近年来，白酒渠道红利趋弱，白酒企业不再依靠单一的渠道模式，而是通过电商、团购等渠道推进专营化模式，建立新型厂商关系。在营销模式上，白酒企业愈发重视终端消费者培育，主攻圈层营销，传递品牌价值。从白酒本身来看，我国有悠久的酒文化，文化属性下白酒集社交属性与收藏属性于一身，生命力经久不衰。我们看好白酒后市表现，建议关注三条主线，一是以贵州茅台为代表的全国化优质龙头酒企；二是坚定开启全国化扩张战略的次高端，推荐舍得酒业，关注山西汾酒；三是充分受益省内消费升级的区域性酒企，推荐古井贡酒，关注洋河股份、今世缘、迎驾贡酒等。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2022-04-26	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E		2023E
贵州茅台	600519.SH	1732.5	37.17	41.76	48.94	56.53	46.6	41.5	35.4	30.6	推荐
舍得酒业	600702.SH	139.3	1.75	3.75	5.53	7.57	79.6	37.1	25.2	18.4	推荐
古井贡酒	000596.SZ	181.0	3.68	4.35	5.71	6.97	49.2	41.6	31.7	26.0	推荐
山西汾酒	600809.SH	257.5	3.53	4.45	6.35	8.32	72.9	57.9	40.5	30.9	-
洋河股份	002304.SZ	136.8	4.97	5.06	6.46	7.64	27.5	27.0	21.2	17.9	-
今世缘	603369.SH	42.3	1.25	1.62	2.01	2.49	33.9	26.1	21.1	17.0	-
迎驾贡酒	603198.SH	57.0	1.19	1.72	2.28	2.84	47.8	33.1	25.0	20.1	-

注：贵州茅台、舍得酒业、今世缘 2021 年 EPS 数据为年报数据，贵州茅台、舍得酒业 2022-2023 年 EPS 数据及古井贡酒 2021-2023 年 EPS 数据为平安证券预测，其余为 Wind 一致预期

# 正文目录

<b>一、 宏观层面：熨平波动化解危机，白酒穿越经济下行期</b>	<b>6</b>
1.1 复盘 1997-2004 年：亚洲金融危机后的复苏	6
1.2 复盘 2008-2012 年：金融危机后白酒行业再迎春天	8
1.3 复盘 2020-2021 年：消费分化平抑疫情带来的波动性	10
<b>二、 行业层面：历经多番政策变动，白酒向好趋势不改</b>	<b>11</b>
2.1 “三公政策”冲击，白酒破茧重生	11
2.2 税负增加推动白酒中高端结构变革	14
<b>三、 微观层面：面对突发事件各酒企迅速调整，不畏短期困局</b>	<b>15</b>
3.1 酒鬼酒：塑化剂事件迈入调整低谷，中粮入主焕发新活力	15
3.2 泸州老窖：重大失误导致业绩受挫，顺势调整效果明显	19
3.3 舍得：天洋侵占资金埋下隐患，复星接棒管理重回正轨	20
<b>四、 核心结论</b>	<b>22</b>
4.1 不惧宏观微观变动，白酒公司具备穿越周期的能力	22
4.2 文化与消费属性集于一身，白酒生命力经久不衰	23
4.3 各酒企顺势调整发展节奏，行业发展行稳致远	24
4.4 消费者价格敏感度降低，高端白酒成为发力重点	25
4.5 新型厂商关系初现，自营渠道聚拢粘性消费者	26
4.6 营销方式再度革新，重视消费者心智培育	27
<b>五、 投资建议</b>	<b>28</b>
<b>六、 风险提示</b>	<b>28</b>

# 图表目录

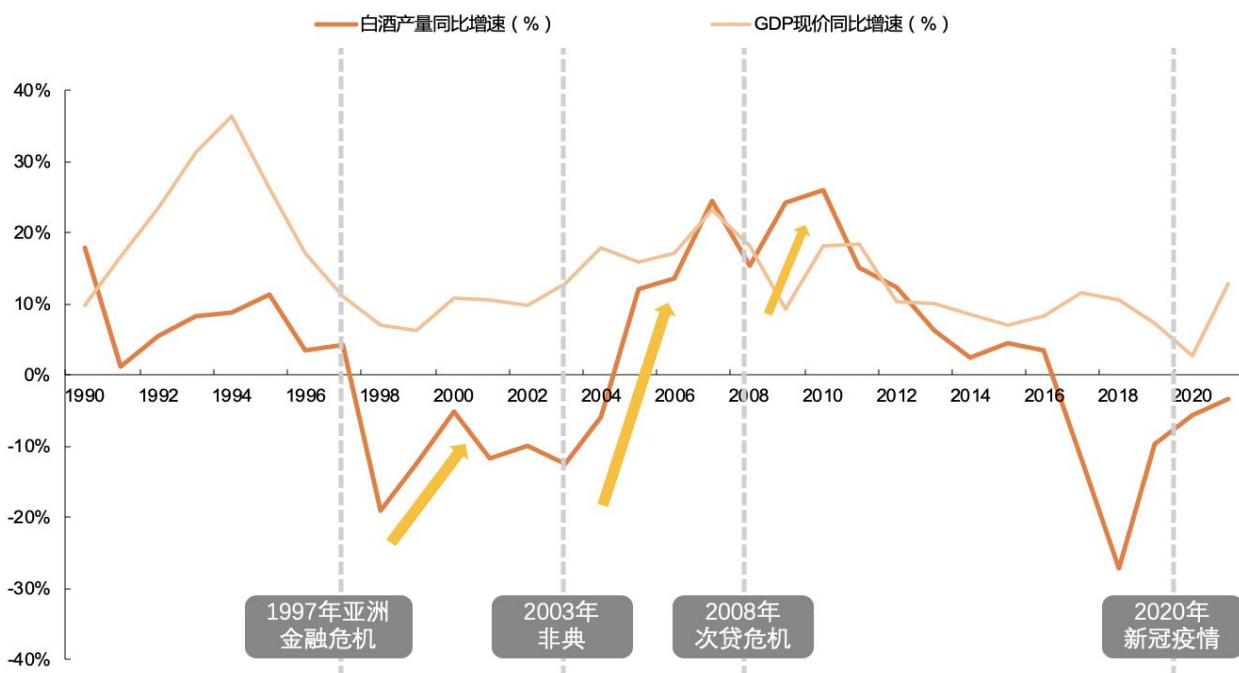
图表 1	宏观经济震荡对白酒市场产生滞后的压力及影响	6
图表 2	亚洲金融危机使我国 GDP 增速放缓	7
图表 3	1998 年我国白酒产量显著下降	7
图表 4	各酒企相继推出高端产品	7
图表 5	2001-2004 年我国白酒吨价持续上涨	7
图表 6	1999-2004 年后白酒上市企业总营收及增速	8
图表 7	2000 年白酒净利润规模大幅增长	8
图表 8	2005-2009 年白酒指数走势复盘	8
图表 9	2008-2012 年安徽省 GDP 总额及增速	9
图表 10	2008-2012 年江苏省 GDP 总额及增速	9
图表 11	2009-2012 年古井贡酒营收及增速	9
图表 12	2009-2012 年洋河营收及增速	9
图表 13	2008-2011 年白酒行业营收及增速	9
图表 14	茅台批价逐渐攀升	9
图表 15	受疫情影响第一季度 GDP 负增长	10
图表 16	2020 年白酒产量呈现下滑趋势	10
图表 17	高端酒代表茅台酒疫情期间表现稳定	10
图表 18	中高端酒代表古井贡酒业绩承压	10
图表 19	2020-2021 年白酒指数复盘	11
图表 20	限制“三公消费”有关政策梳理	11
图表 21	2012 年后政务消费比例下降	12
图表 22	孔府家一夜成名	12
图表 23	秦池酒两度成为标王	12
图表 24	三公政策后白酒营收增速放缓	13
图表 25	2012 年白酒企业家信心指数波动大	13
图表 26	白酒营收增速与固定资产增速	13
图表 27	白酒营收增速与人均可支配收入增速	13
图表 28	酒企在品牌、渠道、公司治理与产品方面进行变革	14
图表 29	2017 年白酒消费税征收规则	14
图表 30	2020 年各上市酒企消费税率 (%)	14
图表 31	白酒消费税政策梳理	15
图表 32	12Q4 酒鬼酒营收及净利润增速迅速回调	16
图表 33	塑化剂事件后酒鬼酒股价大跌	16
图表 34	2013-2014 年酒鬼酒出现连续亏损	16

图表 35	2013-2014 年酒鬼酒毛利率、净利率逐年下降 .....	16
图表 36	改革后酒鬼酒产品结构 .....	17
图表 37	酒鬼打造文化概念 .....	17
图表 38	2015-2021 年酒鬼酒业绩提升显著 .....	18
图表 39	2015 年后公司净利润率提升显著 .....	18
图表 40	2015 年后公司 ROE 提升显著 .....	18
图表 41	2012-2014 年老窖业绩大幅下滑 .....	19
图表 42	2012-2013 年泸州老窖逆势提价 .....	19
图表 43	泸州老窖产品结构 .....	20
图表 44	2015 年后老窖高档酒占比持续提升 .....	20
图表 45	2015-2021 年泸州老窖业绩逐步回升 .....	20
图表 46	2012-2020 年舍得酒业营收及净利润情况 .....	21
图表 47	2016-2021 年舍得酒业经销商数量不断增加推动业绩持续增长 .....	21
图表 48	白酒与宏观经济具有一定的相关性 .....	22
图表 49	消费升级成为白酒行业得以穿越周期的重要原因 .....	22
图表 50	各白酒打造独特的品牌文化 .....	23
图表 51	白酒拥有文化与消费双重属性 .....	23
图表 52	白酒消费场景结构占比 ( % ) .....	24
图表 53	消费者收藏需求逐年上升 ( % ) .....	24
图表 54	各阶段竞争要素复盘 .....	24
图表 55	高端白酒消费者画像 .....	25
图表 56	白酒品牌购买倾向 ( % ) .....	26
图表 57	我国白酒价格带持续上移 .....	26
图表 58	白酒下游渠道展示 .....	26
图表 59	I 茅台 500ml 虎年茅台酒预约人次 .....	27
图表 60	I 茅台 500ml 虎年茅台酒投放量 .....	27
图表 61	国窖 1573“7 星盛宴” .....	27
图表 62	五粮液“明宫燕会” .....	27
图表 63	重点公司估值表 .....	28

## 一、宏观层面：熨平波动化解危机，白酒穿越经济下行期

**熨平波动化解危机，白酒穿越经济周期。**复盘宏观经济出现较大波动以及受到突发外部冲击的时间节点：1) 1997年亚洲金融危机；2) 2003年非典疫情；3) 2008年次贷危机；4) 2020年新冠疫情。宏观经济的震荡对白酒市场产生了滞后的压力及影响，但在危机节点后，白酒产量增速均呈现不同程度回弹。我们将其归结于以下三个原因：一方面，白酒具有定价力强且兼具投资、收藏等多种属性的特殊性；第二方面，白酒企业在调整期间深耕渠道、产品、品牌等多维度建设，从而获得新生活力；第三方面，白酒厂商、经销商与消费者关系密切，渠道安全垫厚。综上，白酒行业才能数次成功穿越经济周期，熨平波动化解危机。

图表1 宏观经济震荡对白酒市场产生滞后的压力及影响



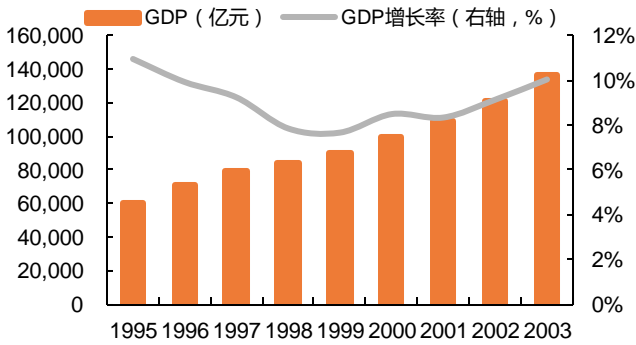
资料来源：WIND，平安证券研究所

### 1.1 复盘 1997-2004 年：亚洲金融危机后的复苏

**亚洲金融危机下白酒行业陷入短暂寒冬。**改革开放后，我国经济迅速发展，国内固定投资高涨，白酒行业也开始如火如荼地进行市场化改革，呈现出一片繁荣景象。但 1997 年亚洲金融危机爆发后，宏观经济步入下行区间，GDP 面临增速换挡，1998 年我国 GDP 增速仅为 7.9%，同比下降 1.4pct。亚洲金融危机影响了政府、企业、个人消费者的收入及消费意愿，企业资本支出也随之缩紧，白酒需求恶化。加之 1997 年的税改、秦池散酒事件、1998 年的山西假酒案、广告费不得税前列支政策等一系列负面事件影响，白酒行业增速整体放缓，白酒产量下降，1998 年我国白酒产量仅为 528.67 万千升，较 1997 年下降了 25.4%。

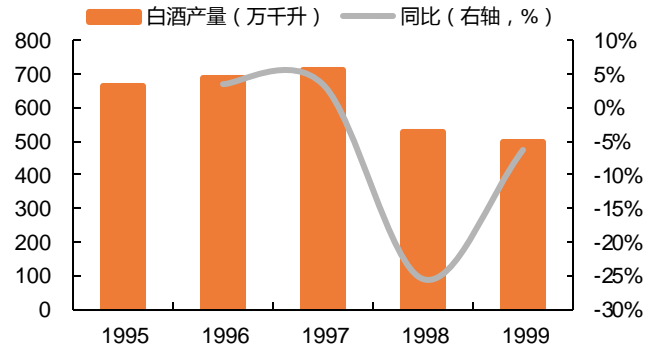


图表2 亚洲金融危机使我国 GDP 增速放缓



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表3 1998年我国白酒产量显著下降



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

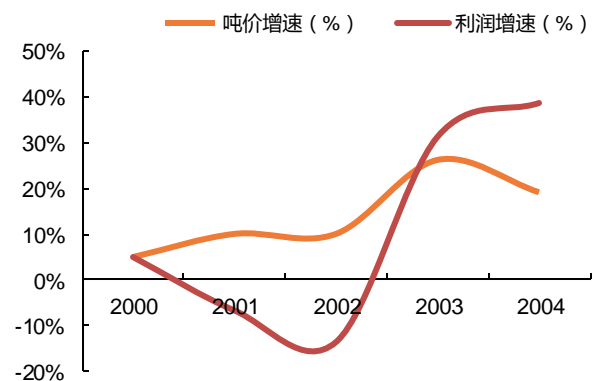
**各酒企通过营销改革和推出中高端产品引领行业复苏。**亚洲金融危机后，各酒企开始推行变革以走出困局。其中龙头酒企茅台、五粮液凭借营销改革、品质提升、转变经营模式等措施，业绩增幅居前。同时，经济的逐步恢复也打开了中高端酒的市场空间，各酒企通过升级产品结构实现盈利能力提升，汾酒、泸州老窖、郎酒、洋河、全兴酒业在此阶段相继推出了青花汾酒系列、国窖 1573、红花郎、蓝色经典及水井坊等高端产品。行业进一步向中高价位带的酒企集中，推动行业吨价迅速提升，2001-2004 年白酒吨价分别增长 10%、10%、26%、19%。在吨价提升的带动下，2003 年我国上市白酒企业利润成功恢复正增长，增速高达 31.4%，行业利润有所恢复。

图表4 各酒企相继推出高端产品

酒企	品牌理念	推出的高端产品
山西汾酒	1998 年	青花汾酒系列
泸州老窖	2000 年	国窖 1573
全兴酒业	2000 年	水井坊
沱牌曲酒	2000 年	品味舍得
洋河	2003 年	蓝色经典
郎酒	2004 年	红花郎

资料来源：公司网站、平安证券研究所

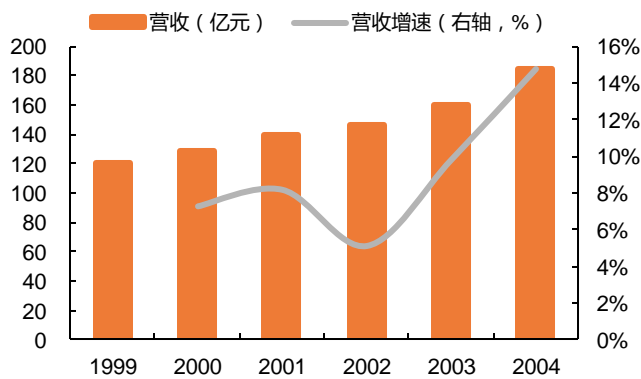
图表5 2001-2004 年我国白酒吨价持续上涨



资料来源：国家统计局，平安证券研究所（注：白酒吨价=白酒总营收/总销量，利润按照届时上市的 14 家白酒企业利润计算）

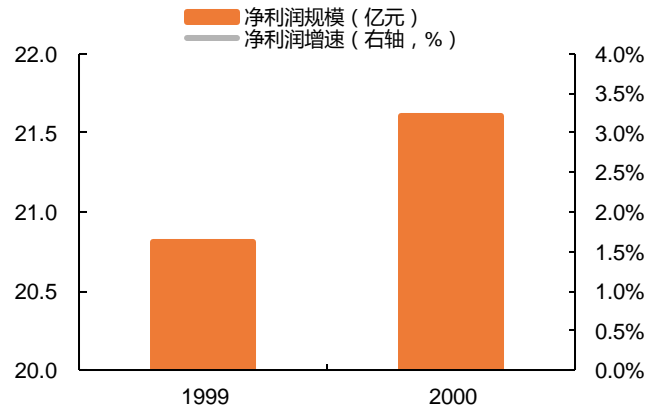
**宏观环境改善及企业积极调整下白酒行业走出低谷期。**由于宏观环境的改善及企业的积极调整，1999 年后白酒行业逐渐走出低谷期。2000 年我国上市白酒企业总营收达 128.58 亿元，较 1999 年增长了 7.3%，净利润为 21.61 亿元，同比增长 3.8%，白酒行业逐渐走出亚洲金融危机带来的低谷期。届时白酒竞争格局重塑，前期重视市场化改革、渠道优化、产品升级的酒企脱颖而出，其中，五粮液凭借渠道力一举成为行业龙头。

图表6 1999-2004年后白酒上市企业总营收及增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所 (注: 总营收计算方式为上市的14家白酒企业营业收入之和)

图表7 2000年白酒净利润规模大幅增长

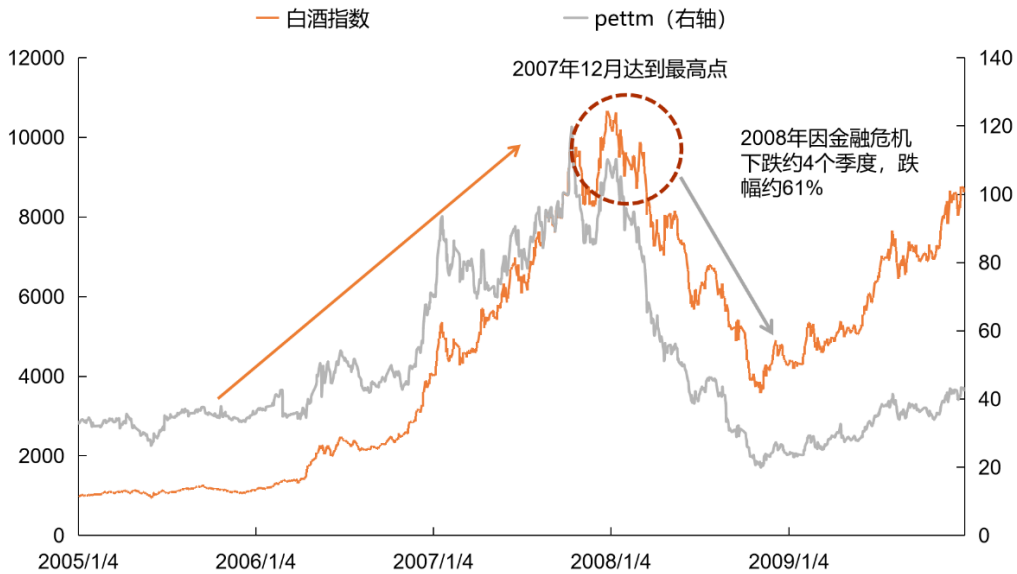


资料来源: WIND, 平安证券研究所 (注: 总净利润计算方式为上市的14家白酒企业净利润收入之和)

## 1.2 复盘 2008-2012年：金融危机后白酒行业再迎春天

金融危机导致宏观经济下行，影响白酒需求。2008年金融危机蔓延至我国，部分资产价值大幅下滑，国内外宏观经济增速放缓，白酒商务需求下降；政府部门压缩开支，政务需求收紧；居民对经济持悲观预期，白酒大众消费支出也随之减少。受金融危机影响，2008年白酒动销不及预期，终端销售额出现下滑。同时，金融危机导致经济主体对市场呈现悲观预期，市场陷入流动性危机。白酒指数在2007年12月达到最高点后，一路下跌61%，板块进入戴维斯双杀。

图表8 2005-2009年白酒指数走势复盘

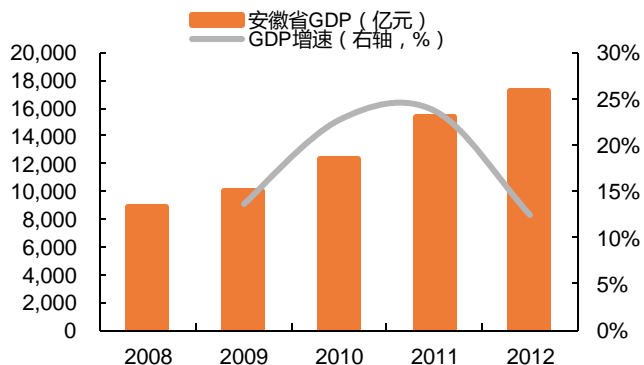


资料来源: WIND, 平安证券研究所

安徽、江苏等省份高速发展，地产酒高增带动行业发展。2008年金融危机后，安徽、江苏等省份经济高速发展，餐饮渠道迅速增长，地产酒受益于当地消费升级享尽红利，次高端酒大举扩张。古井贡酒、洋河率先完成次高端产品卡位，古井贡酒成功凭借年份原浆系列奠定省内龙头地位，2009-2012年营收复合增速为46.3%。洋河则主打蓝色经典系列，一举成为苏酒龙头，2009-2012年营收年复合增速高达62.8%。地产酒的发展带动了整个白酒行业产品结构的新一轮升级，推动行业发展。

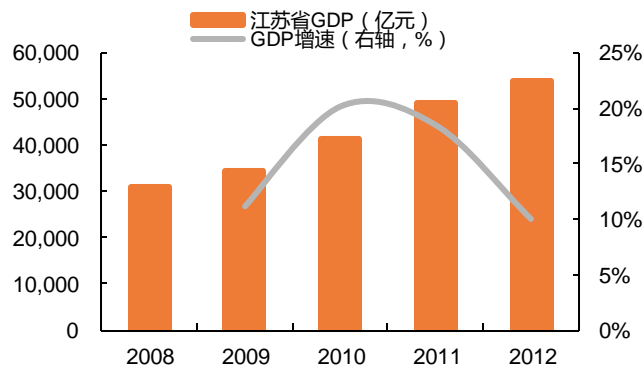


图表9 2008-2012年安徽省GDP总额及增速



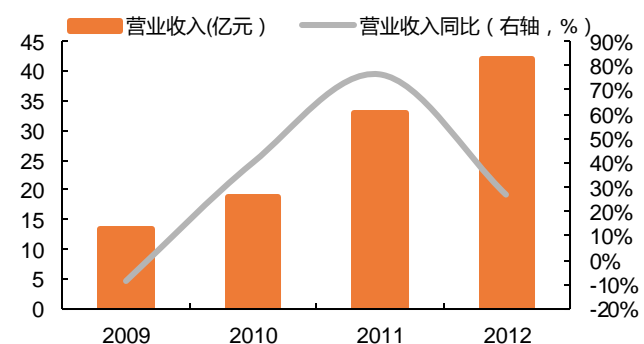
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表10 2008-2012年江苏省GDP总额及增速



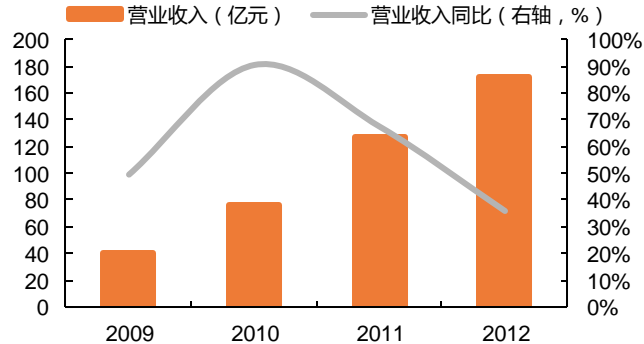
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表11 2009-2012年古井贡酒营收及增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

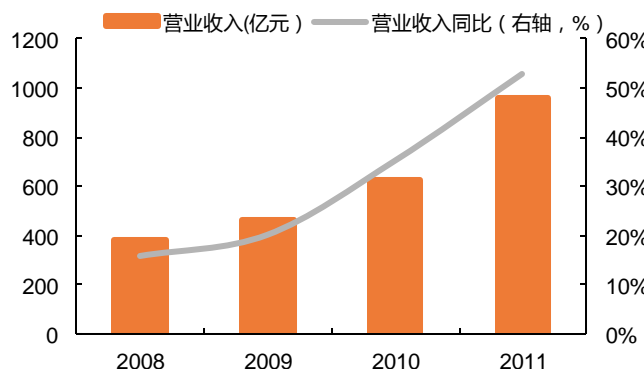
图表12 2009-2012年洋河营收及增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

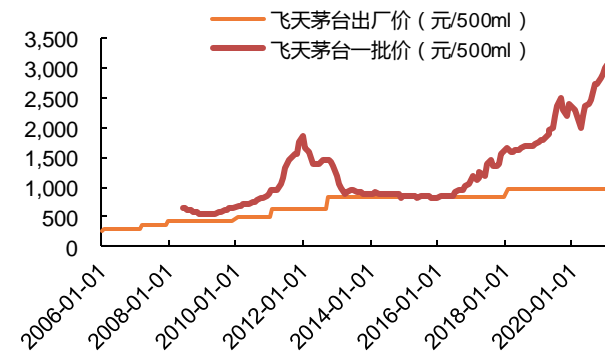
“四万亿财政计划”刺激需求回暖,白酒行业再迎春天。2008年11月,政府出台了“四万亿财政刺激计划”,以扩大内需。财政政策刺激了人们的投资与消费需求,各类核心资产价格均出现上涨。拥有长保质期、强社交性的高端白酒成为了热门的投资的风口之一,2012年茅台批价一度超过1,800元,在一年内实现价格的翻倍式增长。伴随着经济增长,政商务消费也随之活跃,整个白酒行业迎来复苏。2009年白酒行业总营收达462.05亿元,同比增长20.2%。

图表13 2008-2011年白酒行业营收及增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表14 茅台批价逐渐攀升

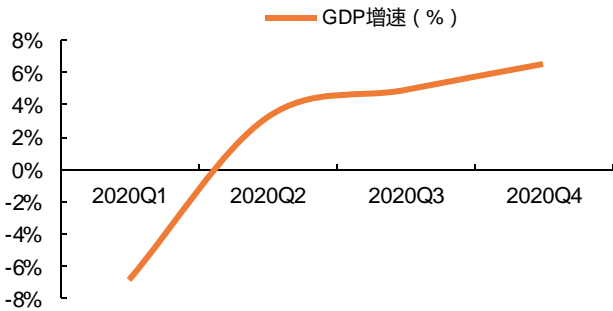


资料来源: WIND, 平安证券研究所

### 1.3 复盘 2020-2021 年：消费分化平抑疫情带来的波动性

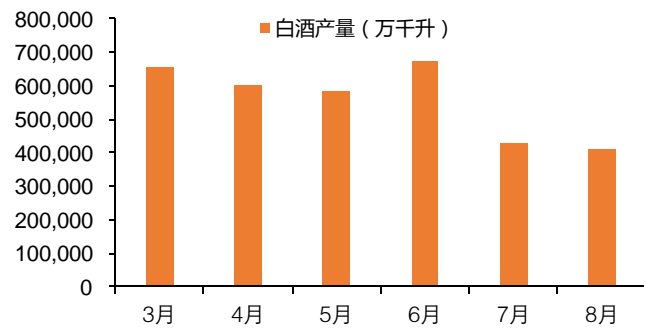
疫情爆发影响经济，白酒行业基本面短期承压。新冠肺炎疫情于 2020 年春节前爆发，国家为尽快控制疫情，采取了停工停产和封城等管理措施，导致经济发展变缓，一季度 GDP 同比下降 6.8%。疫情在影响经济发展的同时极大地影响了白酒的需求端，致使白酒行业二季度基本面承压。疫情主要影响节中、节后消费，在国家倡导“不外出、不聚餐、不拜年”的背景下，春节后白酒的礼品消费及聚餐消费需求明显下滑，部分封城地区动销基本为零。因此，新冠疫情下白酒业绩受损，2020 年一季度规模以上白酒企业实现销售收入 887.2 亿元，同比下滑 11.7%，白酒产量也呈现持续下滑趋势。

图表 15 受疫情影响第一季度 GDP 负增长



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

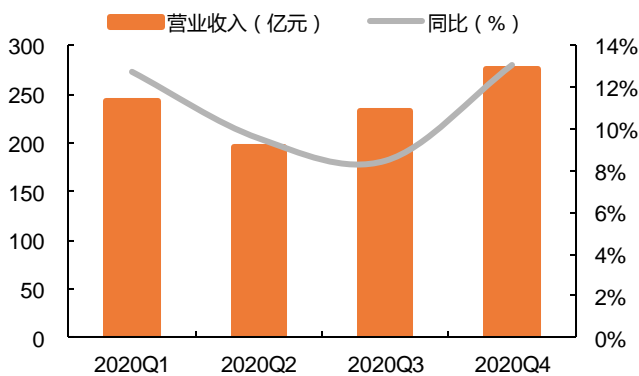
图表 16 2020 年白酒产量呈现下滑趋势



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

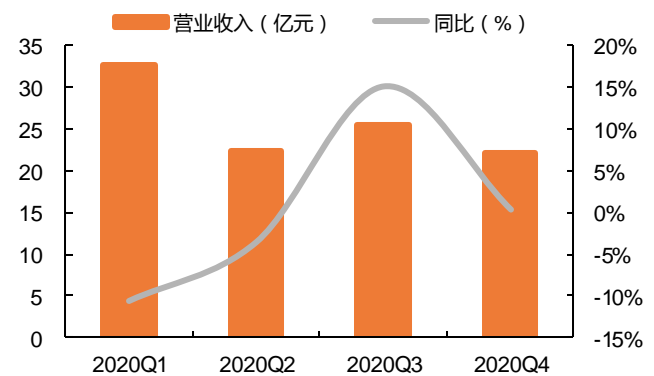
疫情不改高端白酒景气向上趋势，波动性再次被平抑。疫情限制消费场景，但消费者寻求价格补偿，高端酒的稳定性平抑了白酒行业的波动。从影响程度来看，高端酒消费刚性较强，表现稳定；次高端和地产酒则因为消费场景受损，需求显著下降。疫情后白酒行业总体呈现“两端强，中间分化明显”的态势：礼品属性较强的高端酒及需求较为刚性的低端酒受疫情影响整体较小，次高端白酒分化较大。2020 年一季度和二季度，贵州茅台、五粮液、顺鑫农业均实现双位数增长，而次高端酒分化显著，其中山西汾酒表现亮眼，古井贡酒业业绩承压。

图表 17 高端酒代表茅台酒疫情期间表现稳定



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 18 中高端酒代表古井贡酒业业绩承压



资料来源：WIND，平安证券研究所

酒企盘活库存，消费者信心不改，后疫情时代白酒领跑大盘。疫情爆发之初白酒价格迅速下跌，贵州茅台批价一度跌破 2,000 元，随着疫情逐步缓解，贵州茅台批价持续上升。同时，酒企相继通过控货提价的方式来保证库存端健康，稳定品牌价值。2020 年白酒行业以价升为主旋律，酒企较为理性，渠道库存保持良性。2020 年第三季度，疫情得到了控制，各企业也回归正常运转，白酒行业迅速回暖，居民开启报复性消费，白酒行业跑赢上证指数，领跑大盘。

图表19 2020-2021年白酒指数复盘



资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 二、行业层面：历经多番政策变动，白酒向好趋势不改

### 2.1 “三公政策”冲击，白酒破茧重生

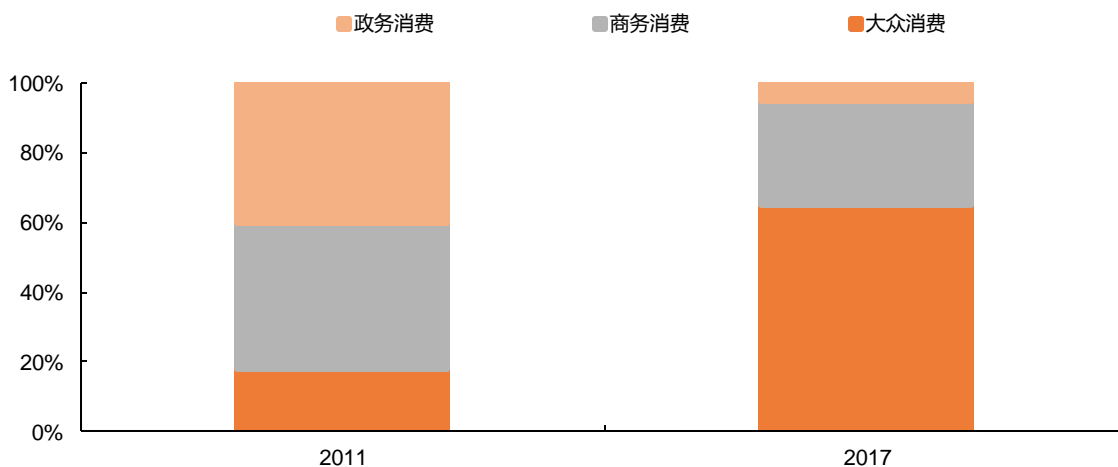
限制三公消费政策促使白酒行业消费结构改变，进入新增长阶段。白酒消费结构主要由商务消费、政务消费、个人消费构成。因此，限制三公消费政策的颁布实施对白酒市场造成了实质性冲击。其中 1989 年和 2012 年推行的政策在短期内使白酒景气度下行，但各酒企都迅速调整了战略，推动白酒行业进入调整期，促使行业步入了新的增长阶段。根据糖酒快讯数据，三公政策后白酒消费中政务消费占比自 2012 年的 40% 下降至 2017 年的 5%，大众消费取代之成为了需求端的重要支柱。

图表20 限制“三公消费”有关政策梳理

时间	政策内容
1989 年	中央办公厅和国务院办公厅发布严禁用公款宴请和有关工作餐的规定，工作餐不允许包括价格昂贵的菜肴，不准公款购买烟酒
1996 年	国家 23 个部委联合签署：公务宴不请喝白酒
1998 年	政部印发《行政事业单位业务招待费列支管理规定》的通知
2012 年	国务院召开廉政工作会议要求严格控制三公消费，禁止公款购买香烟、高档酒和礼品
2012 年	中央军委印发《中央军委加强自身作风建设十项规定》要求不安排宴请，不喝酒，不上高档菜肴

资料来源: 政府官网, 平安证券研究所

图表21 2012年后政务消费比例下降



资料来源：糖酒快讯，平安证券研究所

1989年限制公款消费政策颁布后各酒企布局品牌营销，广告酒大放异彩，行业再度繁荣。政府推行严禁用公款宴请和有关工作餐的规定，政务消费受限，限制名酒上桌，名优白酒价格受到压制。各酒企只得纷纷降价自保，茅台酒价格下降超过50%，五粮液、泸州老窖产品价格都降至50元以下。各名酒企业在布局品牌形象，提升品牌价值的同时实现价格回升。地方优势企业则增加销售费用，利用广告增强品牌知名度，如孔府家凭借一支央视广告一夜成名，秦池酒厂两度成为标王。各酒企在各种媒体上大放异彩，白酒行业再度进入繁荣期。

图表22 孔府家一夜成名



资料来源：国家税务总局官网，平安证券研究所

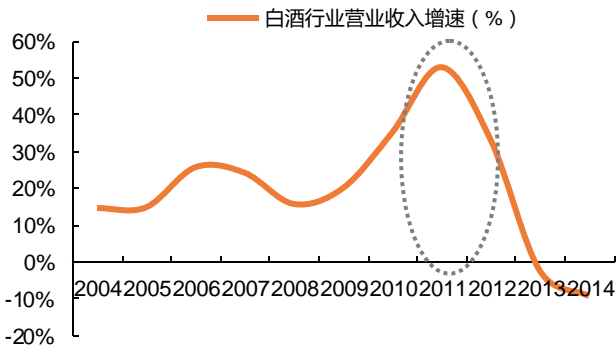
图表23 秦池酒两度成为标王



资料来源：公司网站，平安证券研究所

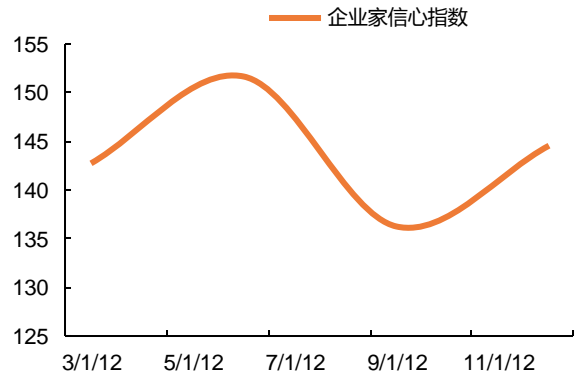
2012年“三公政策”颁布后白酒需求呈现断崖式下降。2012年1月，中央发布通知，要求公务接待必须使用公务卡，规范公务消费行为。同年3月，国务院常委会要求严控“三公”消费，禁止公款消费高档酒水。同年12月，中央军委印发《中央军委加强自身作风建设十项规定》，限制宴请与公务饮酒。同时中共中央发布改进工作作风、密切联系群众八项规定，要求厉行勤俭节约，严格执行生活待遇规定。随后，各地方陆续出台相关规定，限制甚至禁止公务饮酒。禁酒令的施行导致白酒的公务消费需求呈现出断崖式下跌，白酒企业的营销渠道亟待调整。

图表24 三公政策后白酒营收增速放缓



资料来源: WIND, 平安证券研究所

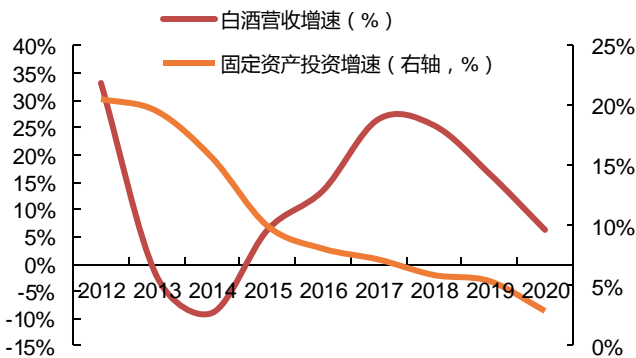
图表25 2012年白酒企业家信心指数波动大



资料来源: WIND, 平安证券研究所

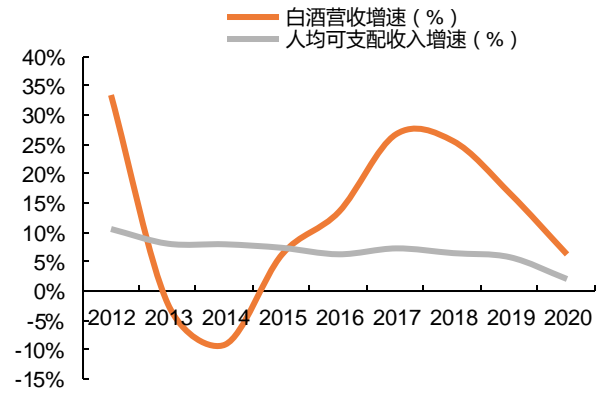
2012年后的行业复苏受益于消费升级带来的历史性机遇,个人消费成为消费主力。“三公政策”刺破了政务消费市场的泡沫,政务需求降至谷底。但伴随着国家经济的转型发展,居民收入和消费能力逐步提升,商务需求改善,个人消费成为白酒消费的主力。2012年以前,白酒行业的营收增速与固定资产增速和房地产开发增速高度相关,2012年后我国经济增长模式由投资驱动转向消费拉动,居民人均可支配收入持续提升,对白酒的购买能力也不断增强,为白酒行业的复苏提供了历史性机遇。

图表26 白酒营收增速与固定资产增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表27 白酒营收增速与人均可支配收入增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

各酒企抓住机遇进行变革,行业转为结构性增长,景气度向上。随着白酒行业的“整风”和居民消费升级,白酒行业进入量减价增的阶段,次高端与高端市场容量呈现扩张趋势。各酒企提价引领行业复苏,布局次高端、高端产品,行业的发展由总量扩张转向结构性增长,市场向优质品牌、优质产能、优质产区加速集中。头部企业不断优化公司治理,推进渠道改革,加强终端控制。同时,企业的营销更加精细化,压货现象改善,产品价格策略与品牌战略相辅相成。在企业的一系列变革下,白酒行业迎来复苏,景气度不断上升。



图表28 酒企在品牌、渠道、公司治理与产品方面进行变革

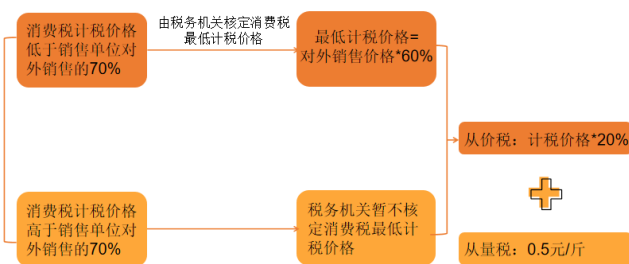


资料来源：糖酒快讯，平安证券研究所

## 2.2 税负增加推动白酒中高端结构变革

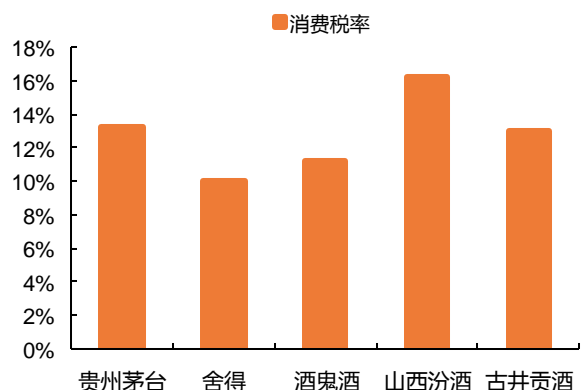
消费税是影响白酒行业的重要因素。消费税作为国家调节产品结构，引导健康消费，促进节能环保，保证国家财政收入的一种税种，其主要征收对象为烟酒等嗜好性消费品和贵重首饰、化妆品等奢侈品。白酒行业作为毛利率较高的行业，需要承担较高的税率。根据《中华人民共和国消费税暂行条例》，目前白酒行业的消费税基本在生产环节征收，实行从价定率和从量定额复合计征方式，从价定率的比例税率为 20%，从量定额为每 500 克（毫升）0.5 元，统一采取 20%+0.5 元/500 克（毫升）的复合计征办法，高额的税金对公司收入影响较大。以 2020 年度财报数据为例，主要白酒上市公司的消费税/收入的比重均在 10% 以上，其中占比最高的山西汾酒超 16%。

图表29 2017年白酒消费税征收规则



资料来源：国家税务总局官网，平安证券研究所

图表30 2020年各上市酒企消费税率（%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

税负趋重下，以价取胜成为主流，白酒行业集中度提高，向好趋势不改。2001 年白酒消费税新政将白酒的计税办法由从价定率调整为从量定额和从价定率相结合，对白酒行业影响深远，加速了行业的调整。中低端酒企税负大幅提升，以量取胜的战略难以为继，各酒企进而纷纷调整产品结构，推出高端产品。一些实力薄弱的小酒企被淘汰出局，白酒行业集中度提高。2006 年粮食白酒和薯类白酒的差别消费税率被取消，遏制了以薯类白酒为主的低端酒企避税的行为，利好中高端酒企。2009



年国家对最低计税价格作出规定，2017 年统一白酒消费税最低计税价格的规定，规范性得到提升。总而言之，税负趋重，征管趋严，但各酒企及时调整，白酒行业步入挤压式增长阶段。

图表31 白酒消费税政策梳理

时间	相关消费税政策
1993 年	发布《中华人民共和国消费税暂行条例实施细则》白酒实行从价定率征收，区分粮食类白酒税率（25%）和薯类白酒税率（15%）
2001 年	财政部、国家税务总局下发关于调整酒类产品消费税政策的统治，粮食白酒、薯类白酒计税办法由从价定率调整为从量定额和从价定率相结合的方式；粮食白酒 25%、薯类白酒 15%；从量定额；粮食白酒、薯类白酒每 500 克 0.5 元
2004 年	取消了粮食白酒和薯类白酒的差别税率，改为 20%的统一税率，每斤白酒 0.5 元的从量定额税率不变
2005 年	制定《白酒消费税最低计税价格核定管理方法（试行）》，对计税价格偏低的白酒核定消费税最低计税价格；白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 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。其中生产规模较大，利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择与销售单位对外销售价格 60%至 70%范围内。
2009 年	制定《关于白酒消费税最低计税价格核定问题的公告》，纳税人将委托加工收回的白酒销售给销售单位，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，核定消费税最低计税价格
2017 年	国家税务总局发布进一步加强白酒消费税征收管理工作的通知，对白酒生产企业设立多级销售单位销售的白酒，国税机关应按照最终一级销售单位对外销售价格核定生产企业消费税最低计税价格；自 2017 年 5 月 1 日起，白酒消费税最低计税价格核定比例由 50%至 70%统一调整为 60%。

资料来源：国家税务总局、平安证券研究所

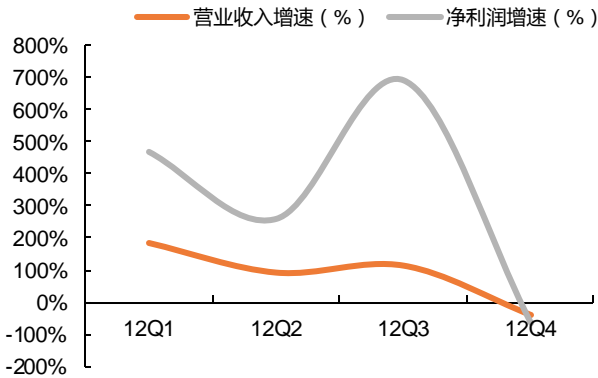
### 三、 微观层面：面对突发事件各酒企迅速调整，不畏短期困局

#### 3.1 酒鬼酒：塑化剂事件迈入调整低谷，中粮入主焕发新活力

**塑化剂事件酒鬼酒陷入困境。**2012 年下半年，限制“三公消费”的禁令出台，政务消费下降挤压行业需求，渠道动销缓慢，行业遭遇寒冬。2012 年 11 月 19 日，21 世纪网等媒体报道了标题为《酒鬼酒塑化剂超标高达 260%、毒性为三聚氰胺 20 倍》等文章，将矛头直指 50 度酒鬼酒，报道称，根据相关技术公司的检测结果，该产品中的塑化剂 DBP 明显超标，达 260%，毒性为三聚氰胺 20 倍。此报道一出，立刻得到社会各界的高度关注，酒鬼酒于当天开市起停牌，同日白酒公司股价大跌，市值蒸发 300 多亿元。11 月 21 日，国家质检总局在官网上公布报告，经湖南省产品质量监督检验检疫院对 50 度酒鬼样品进行检测，塑化剂 DBP 最高检出值为 1.04mg/kg,国家标准值为 0.3mg/kg,超标 247%。塑化剂事件迅速发酵，作为当事人的酒鬼公司下架大量公司产品，消费者信心严重受损，全国销售额出现大幅下滑，2012 年第四季度的营收及净利润分别下滑 -42.9% 和 -67.7%。

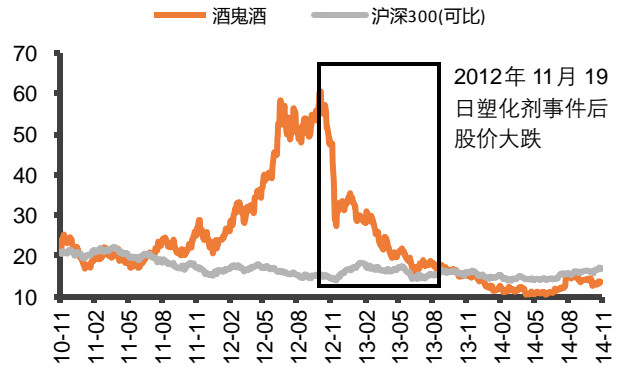
**负面事件叠加，公司经营遭受重创。**2013 年末，酒鬼酒又被爆出“亿元存款失踪案”事件，向市场传达企业资金管理不善的消极信号，市值缩水严重。酒鬼酒频繁的负面事件再叠加三公消费限制的影响使得公司业绩迅速恶化，迈入调整低谷。2013-2014 年酒鬼酒出现连续亏损，营业收入分别同比下降 58.56%、43.26%，净利润分别同比下降 107.84%、167.19%，毛利率、净利率逐年下降，并更名为“ST 酒鬼”。

图表32 12Q4 酒鬼酒营收及净利润增速迅速回调



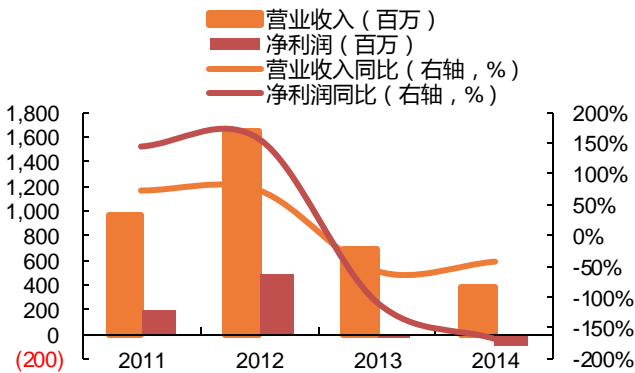
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表33 塑化剂事件后酒鬼酒股价大跌



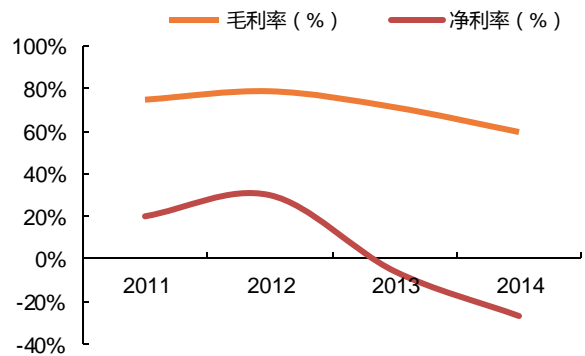
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表34 2013-2014 年酒鬼酒出现连续亏损



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表35 2013-2014 年酒鬼酒毛利率、净利率逐年下降



资料来源: WIND, 平安证券研究所

中粮入股发力高端，酒鬼酒再迎春天。“塑化剂”风波后，酒鬼酒元气大伤，13年、14年连续亏损，跌出白酒第一阵营。2015年中粮集团入股酒鬼酒，中粮集团快消品出身，其管理团队在精细化、规范化方面更有优势，入主后公司结合自身的优势，在管理与人才上给予酒鬼支持，从产品、营销、渠道等多方面进行改革，驱动公司重新步入高增长轨道。

1) 产品：明晰产品矩阵，坚持高端化战略。公司重新定位中高端，并提出“聚焦主导产品、打造核心大单品”的品牌战略，确立了“内参”稳价增量、“酒鬼酒”量价齐升、“湘泉酒”提价保量的三大核心策略，以内参为公司高端形象大单品，在次高端及高端市场发力。随着毛利率较高的内参占比不断提升，公司盈利能力得到显著增强。

图表36 改革后酒鬼酒产品结构

品牌	产品	终端价	定位	产品图片
内参	内参 70 周年纪念酒	2899	高端	
	内参大师版	2599		
	内参酒 58 度	1999		
	内参酒 52 度	1499		
	内参酒 39 度	1399		
酒鬼	酒鬼紫坛 52 度	592	次高端	
	酒鬼传承 52 度	528		
	酒鬼红坛 52 度	438		
	酒鬼黑金 52 度	429		
	酒鬼陈酿 52 度	350		
	酒鬼黄坛 52 度	279		
	酒鬼内品 52 度	258		
	酒鬼珍藏特酿 52 度	239		
湘泉	湘泉湘聚 52 度	188	中低端	
	湘泉城事 52 度	128		
	湘泉原浆 10 52 度	118		
	湘泉乡恋 52 度	78		
	湘泉盒优 54 度	56		
	湘泉老坛 52 度	53		

资料来源：京东商城，平安证券研究所

2) 营销：加大营销力度，传播品牌价值。2015 年后公司持续加大品牌宣传力度，打造公司“生态”、“文化”“馥郁”三方面的品牌核心价值。通过冠名地方电视精品节目、加大核心市区机场高铁的广告投放，组织高端研讨会等提高品牌热度与品牌高度，同时也注重与消费者关系的互动，以组织产品品鉴会、新品发布会等形式强化品牌粘性。

图表37 酒鬼打造文化概念

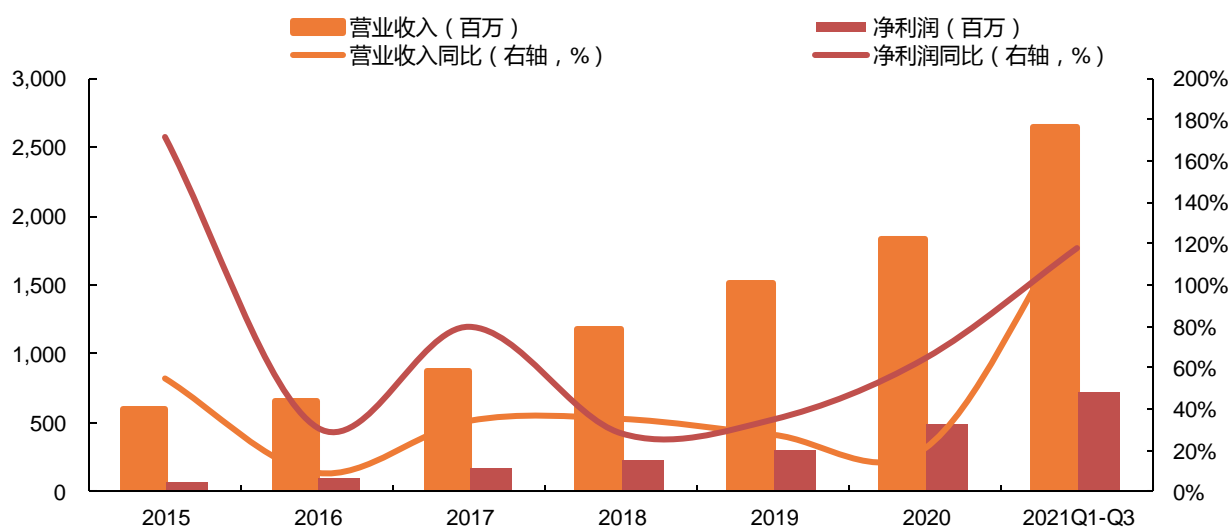


资料来源：公司官网，平安证券研究所

**3) 渠道：丰富渠道模式，助力高端化进程。**中粮入主后在对产品升级的基础上，全面导入控价模式，同时优化营销组织结构，加快终端核心店的建设，并积极推动渠道下沉与销售渠道扁平化。公司从 2013 年起布局线上渠道，2019 年线上渠道收入占比达 10%。线下渠道方面，经销商数量不断增加，截止 2021 年已经突破千家。

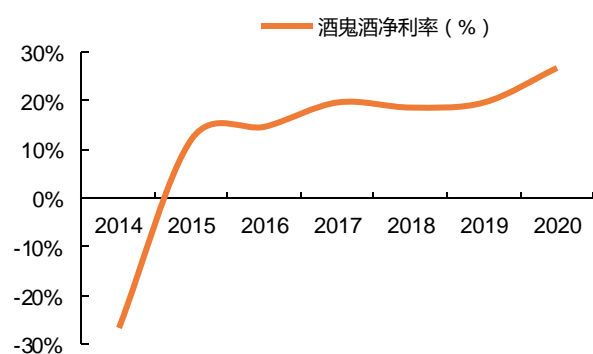
**改革卓有成效，百年名酒再出发。**在新管理层一系列举措下，2015 年后公司业绩有了大幅提升，2015 年营收同比增速达 54.76%，之后一直保持较高增速，2020 年营收到达 18.26 亿，五年 CAGR 达 24.88%；2015-2020 年净利润由 0.74 亿元增长至 4.92 亿元，CAGR 为 45.95%，实现了品牌复苏。目前中粮集团已经将“酒鬼酒”作为集团五个重点发展的品牌之一，未来将会在品牌、政策、渠道等多方面给予支持，从而进一步提升品牌力。

图表38 2015-2021 年酒鬼酒业绩提升显著



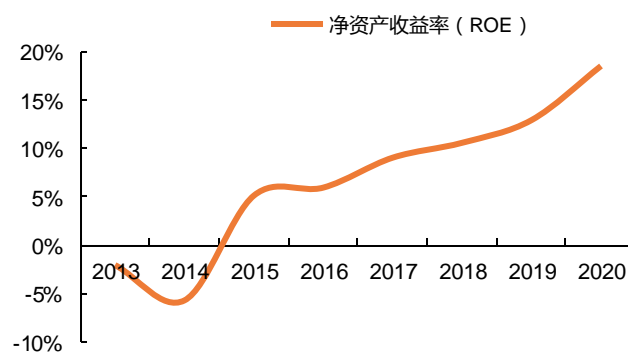
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表39 2015年后公司净利润率提升显著



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表40 2015年后公司ROE提升显著



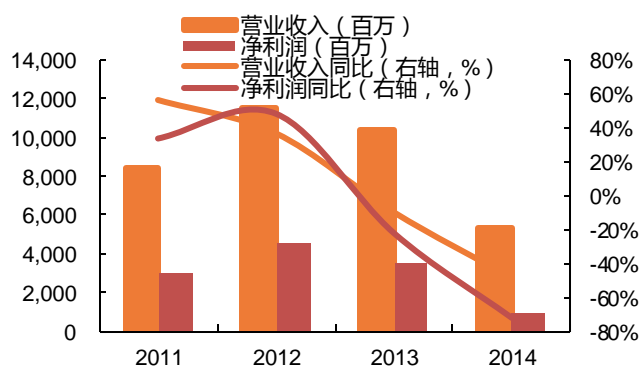
资料来源：WIND，平安证券研究所

### 3.2 泸州老窖：重大失误导致业绩受挫，顺势调整效果明显

低价策略使老窖滑入低端阵营，2000年逆势推出国窖1573，重振白酒主业发展。亚洲金融危机前，白酒行业属于高景气度阶段，名酒计划价格放开后，五粮液、茅台等接连提价以顺应消费升级趋势。但泸州老窖却一直保持较低的价格，走亲民路线，与五粮液、茅台价格差距不断拉大，1995-1997年公司利税排名位居前三，而1998年滑落至第六。在此期间，公司又采取了品牌多元化、产业多元化战略，叠加低价策略，老窖彻底错失了高端酒发展机会。2000年公司转变名酒路线，逆势推出国窖1573及百年老窖。国窖1573一经推出便广受关注，成为公司的战略大单品以及营销推广的主要对象。根据酒业家数据，2003年国窖1573收入同比增长超50%，带动公司业绩回升。

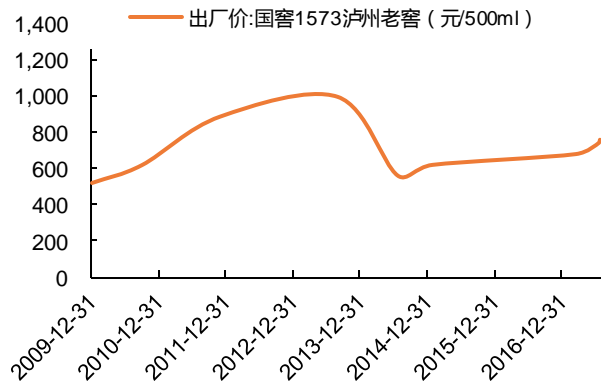
逆势提价战略失误，业绩大幅度下滑。2012年中央发布八项规定后，政务消费需求骤降，重创高端白酒市场。在行业深度调整的大背景下，高端白酒如茅台、五粮液严控出厂价，而泸州老窖选择逆势提价。2013年9月，公司将国窖1573出厂价由889元/瓶提至999元/瓶，并向渠道压货。对比之下，茅台与五粮液分别保持819元/瓶、729元/瓶的出厂价。但高端白酒的实际需求短期内急剧收紧，终端零售价也随之不断下降。加上“柒泉模式”的影响，泸州老窖对渠道掌控能力弱，终端成交价下降，价格倒挂导致渠道利润出现亏损，同时损失了一大批经销商。2014年公司业绩大幅度下滑，营业收入由2012年的115.56亿元下降为53.53亿元，下降幅度达53.7%，净利润由2012年的45.43亿下降78.5%至9.76亿元，盈利能力大幅降低，公司陷入困境。

图表41 2012-2014年老窖业绩大幅下滑



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表42 2012-2013年泸州老窖逆势提价

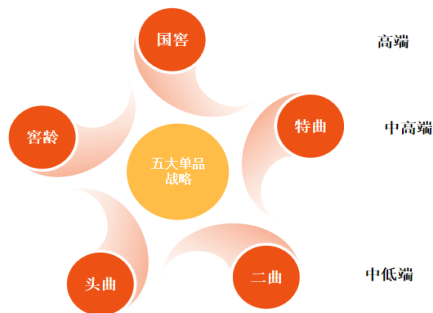


资料来源：WIND，平安证券研究所

产品渠道双管齐下，各类问题得以解决。在如此严峻的形势下，公司管理层开始总结错误，并于2015年6月底通过管理层换届，进行内部调整。**1) 组织架构调整：**按照“四总三线一中心”的思路，对公司销售体系组织架构进行了重建及优化，全面提升营销决策效率、市场反应速度和业务服务水平，形成前、中、后端齐抓共管，助力销售的合力。**2) 品牌战略调整：**新管理层上阵后提出“三线、五大超级单品”的产品战略。强化由国窖1573、窖龄酒和泸州老窖构成的三大品牌线，重点打造由国窖1573、窖龄酒、特曲、头曲和二曲五大超级单品。公司对现有产品进行整合优化，将资源聚焦在核心产品，冻结条码近2,000个。2017年公司强调双品牌战略，成立泸州老窖品牌复兴小组，将特曲提高到与国窖同等的战略高度。**3) 销售模式调整：**针对之前渠道方面存在的问题，老窖推动品牌专营模式。品牌专营模式保留了柒泉公司的优点，又加强了公司对终端的掌控力，避免了价格乱象的产生。同时分品牌的专营化管理，可以更加专门化、精细化、差异化地运作各品牌，充分发挥每个品牌的价值。**4) 渠道战略调整：**形成3大核心战略品牌全国核心市场控盘分利模式，推进以客户联盟为主导的直分销渠道操作模式，持续扩大直营渠道占比，巩固渠道合理利润，推进双“124”工程，大幅提升了终端网点控制力和消费者服务力。

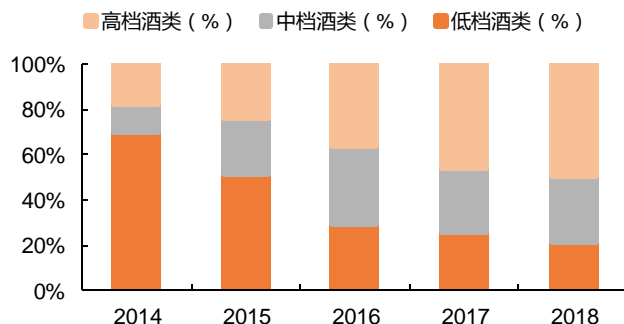


图表43 泸州老窖产品结构



资料来源：WIND，平安证券研究所

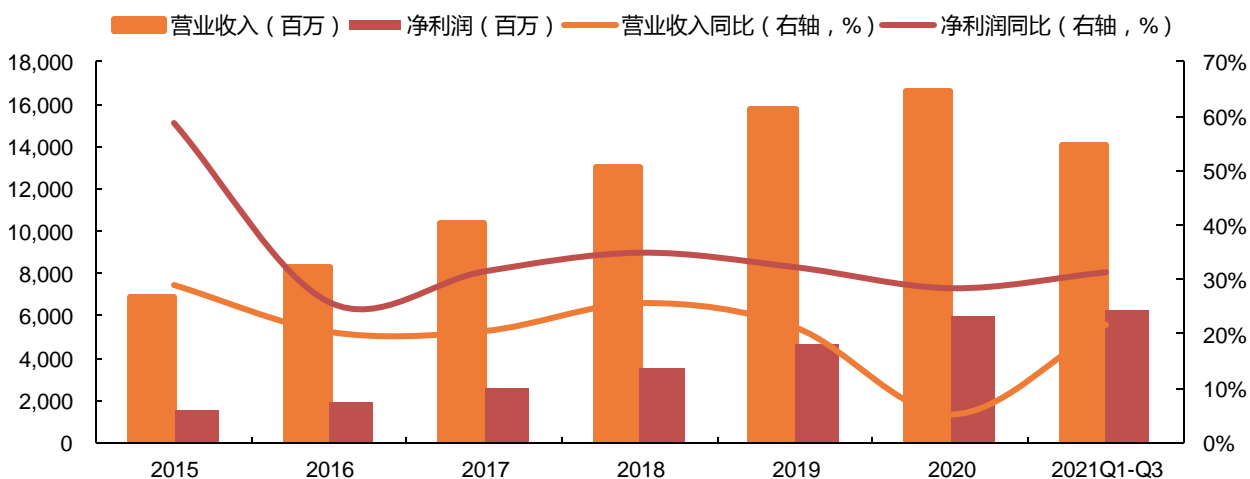
图表44 2015年后老窖高档酒占比持续提升



资料来源：WIND，平安证券研究所

管理层变革成效显著，老窖 17 年重回百亿阵营。经历品牌和渠道调整后，公司的品牌价值得到快速提升，经营业绩大幅改善，17 年收入达 103.95 亿元，重回百亿阵营。2015-2020 年公司保持稳健增长，营收净利润 CAGR 分别为 19.27%、30.89%。根据公司业绩快报，2021 年公司预计实现营业收入 203.84 亿元，同比增长 22.4%，成功迈入两百亿阵营。

图表45 2015-2021 年泸州老窖业绩逐步回升



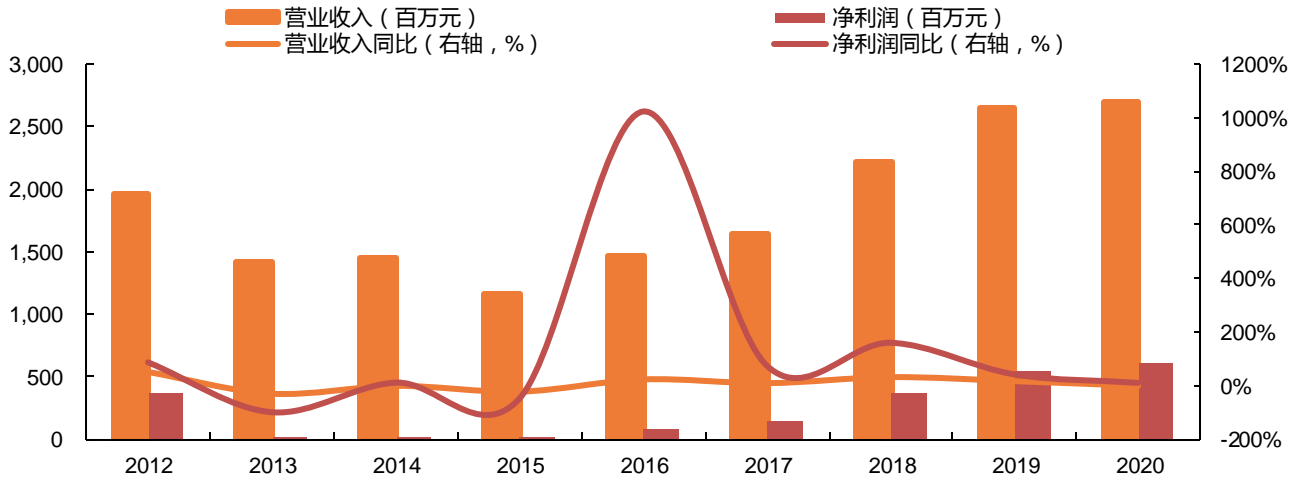
资料来源：WIND，平安证券研究所

### 3.3 舍得：天洋侵占资金埋下隐患，复星接棒管理重回正轨

**天洋入主，激发活性：**在白酒行业调整期间，公司由于体制及营销改革不足的问题，叠加“三公消费”限制影响，营收逐渐下滑。2012-2015 年，营业收入从 19.59 亿元下降至 11.56 亿元，CAGR 为 -16.13%，净利润从 3.70 亿元下降至 0.07 亿元，CAGR 为 -73.19%。2015 年天洋控股竞拍挂牌股权，2016 年 6 月股权转让交割完成，天洋控股获得公司大股东沱牌集团 70% 的股权，从而间接控股舍得酒业，并坚持实施“优化生产，颠覆营销”战略，对舍得的系列改革一定程度上激发了公司的经营活性。**1) 改变计费模式：**扁平客户布局，取消费用打包制，改为中央总控双月审批制，拆分以批发业务为主的省市平台商，扁平到以终端运作为主的县区经销商。**2) 精简产品结构：**全面停止客户定制产品，逐步淘汰沱牌系列老产品，开发沱牌天曲、沱牌特曲、沱牌优曲、沱牌大曲和柳浪春全新沱牌产品，增强沱牌品牌张力。**3) 拓展销售渠道：**一方面，通过厂家帮助经销商全面导入终端精细化营销模式，另一方面，通过采取厂商 1+1 运作模式，以及以区、县为单位全国扁平化招商的方式实现沱牌系列聚焦。此期间正处于白酒景气度向上周期，公司业绩得到修复，2016 年净利润同比增加 1025.11%，2016-2020 年营业收入 CAGR 为 16.62%，净利润 CAGR 为 65.88%。



图表46 2012-2020年舍得酒业营收及净利润情况

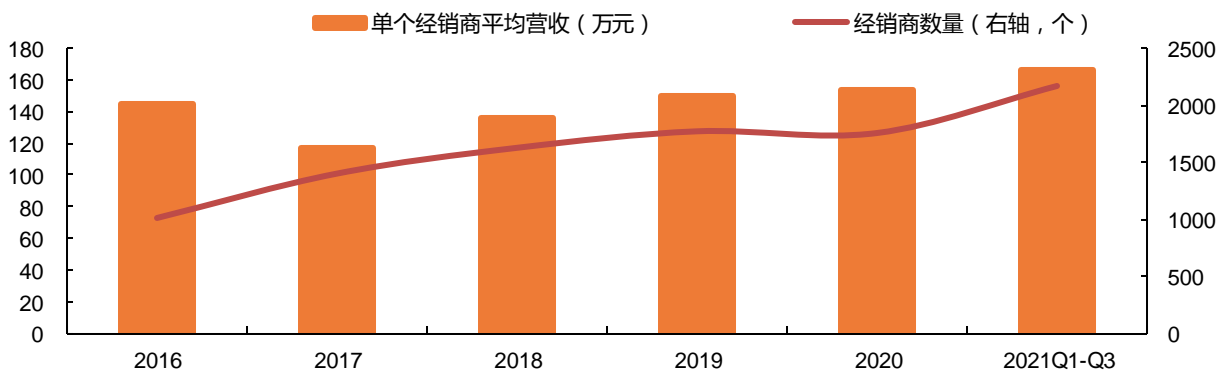


资料来源: wind, 平安证券研究所

**侵占公司资金，埋下经营隐患。**2019年8月19日，舍得酒业公告称被股东天洋控股及其关联方通过蓬山酒业非经营性占用公司资金4.75亿元，而2019年舍得酒业归母净利润仅为5.08亿元。由此导致舍得酒业股票于2020年9月22日被上海证券交易所冠以风险警示的“ST”，此时舍得酒业半年报尚有1.64亿元的归母净利润。天洋对舍得酒业的资金侵占为公司埋下了经营隐患，同时也影响了市场对公司的信心，公司经营再度受挫。

**复星接棒舍得，公司重回正轨。**2020年12月31日，复星旗下上市公司豫园股份以45.3亿元的价格成功竞得舍得集团70%股权，成为舍得酒业的实际控制人。复星集团入主后舍得酒业控股股东资金占用问题解除并“摘帽”，与此同时复星调整了对经销商的策略，包括降低经销商单次打款要求、建立7大前置仓库等行动，减少了经销商的资金占用，同时加快发展新经销渠道的速度。舍得资金的问题得到了缓解，资金充足的舍得酒业在市场推广和全国化扩张上逐渐加大投入力度。截止2021年第三季度末舍得共有经销商2,177个，单个经销商平均营收达到165.68万元，达到近几年的最高位，经销商数量的不断增加也成为推动舍得酒业业绩持续增长的原因之一。

图表47 2016-2021年舍得酒业经销商数量不断增加推动业绩持续增长



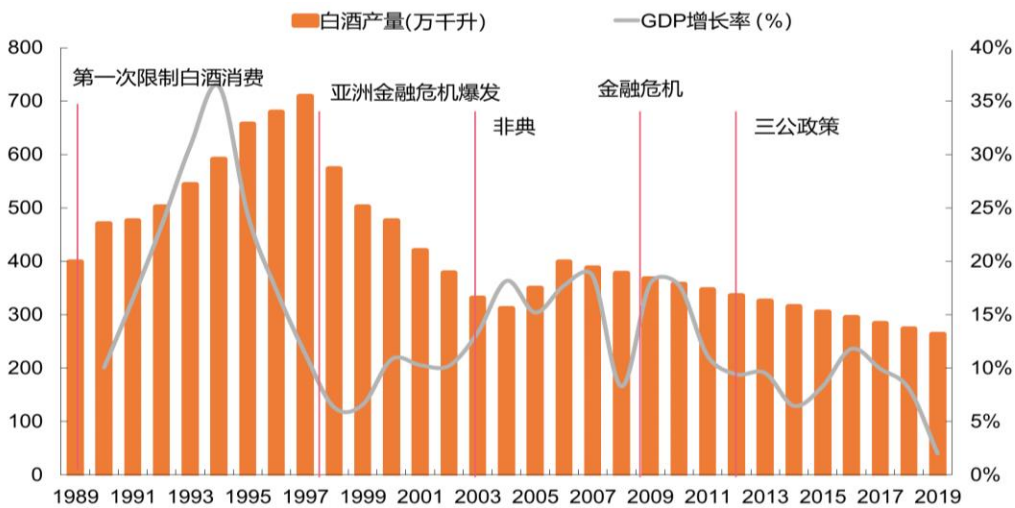
资料来源: wind, 平安证券研究所

## 四、核心结论

### 4.1 不惧宏观变动，白酒公司具备穿越周期的能力

白酒与宏观经济具有一定的相关性，但自身调整可以穿越经济周期。白酒的消费类型大致可以分为政务消费、商务消费和大众消费，其中政商务消费受到固定投资增速、企业盈利水平等因素影响，因此白酒与宏观经济具有一定的相关性。复盘历史经济波动，1997年亚洲金融危机、2003年非典期间经济的下滑、2008年亚洲金融危机后，白酒行业虽在短期内遭遇寒冬，但之后随着行业的内部调整，成功走出危机，穿越宏观经济周期。

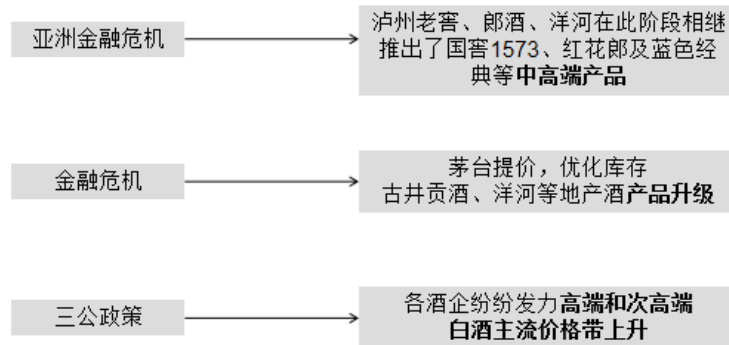
图表48 白酒与宏观经济具有一定的相关性



资料来源：公司官网，平安证券研究所

消费升级驱动白酒价位升级成为白酒行业得以穿越周期的重要原因。据国家统计局数据，2015-2020年规模以上白酒企业均价增速为7.9%，远高于销量增速的2%。价增成为行业增长的主要动力，也是行业长青的重要原因。从短期来看，提价和产品的升级可以提升酒企的毛利率，进而提升酒企的盈利能力。从长期来看，高端酒打开了行业升级空间，带来了主流价格带跃升和更高价位带市场的扩容。历史上每一次白酒行业随宏观经济或者政策变化陷入低谷期后，都可以通过产品结构与管理升级获得新生活力，穿越宏观周期。

图表49 消费升级成为白酒行业得以穿越周期的重要原因



资料来源：公司网站，平安证券研究所

## 4.2 文化与消费属性集于一身，白酒生命力经久不衰

我国拥有独特的酒文化，品牌文化价值对于白酒至关重要。自古以来，我国的文学创作和寻常百姓生活无不与白酒紧密相连，形成独特的酒文化，历经千年而经久不衰。其承载的社交礼仪、文化传承等消费因素已经超越了产品本身的价值，因此，白酒企业在市场推广中会更多地挖掘和塑造其独特的品牌形象，而品牌的诉求点主要包括历史、传统、文化、工艺等。

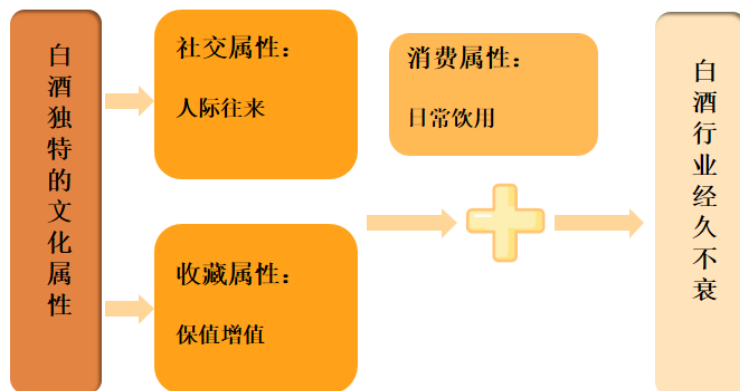
图表50 各白酒打造独特的品牌文化

品牌	品牌文化
茅台	国酒茅台（神秘独特的自然环境、悠久厚重的历史文化等）
五粮液	中国的五粮液、世界的五粮液；600 多年的明朝老窖，独特的自然生态环境
古井贡酒	中华第一贡；承千年国脉，启古井佳酿，贡天下华人
洋河股份	中国梦、梦之蓝；绵柔风格、蓝色文化
剑南春	唐时宫廷酒，盛世剑南春；明清时代天益老号
山西汾酒	传承国宝，清香久远

资料来源：公司官网，平安证券研究所

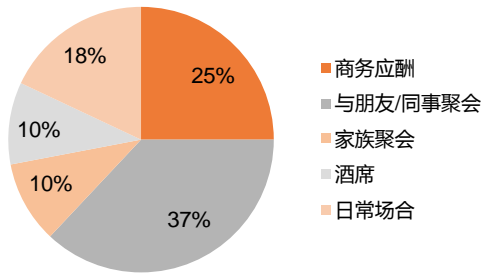
文化属性为白酒带来了社交与收藏价值，白酒行业具有持久的生命力。白酒具有深厚的历史沉淀和文化遗产，加之其较强的稀缺性，拥有了社交与收藏价值。作为文化载体，白酒可以满足情感沟通、商务应酬等需求，是亲朋宴饮和送礼的不二选择。根据腾讯营销洞察白酒行业消费者调研，聚会在白酒的消费场景中占比约为 82%，其中商务应酬与同事/朋友聚会场景尤为突出，分别占比 25%和 37%。白酒的社交属性可以帮助消费者快速融入社交圈、活跃气氛、打开话题、增进感情。从收藏属性来看，白酒没有保质期，储藏越久越值钱，茅台的批价走势不断攀升印证了其保值增值的能力。白酒的文化属性使其可以进行圈层营销，名优白酒牢牢把握意见领袖，品牌地位愈发稳固。

图表51 白酒拥有文化与消费双重属性



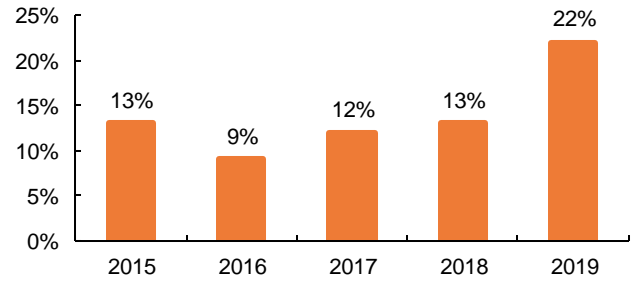
资料来源：平安证券研究所

图表52 白酒消费场景结构占比(%)



资料来源: 腾讯营销洞察白酒行业消费者调研, 平安证券研究所

图表53 消费者收藏需求逐年上升(%)

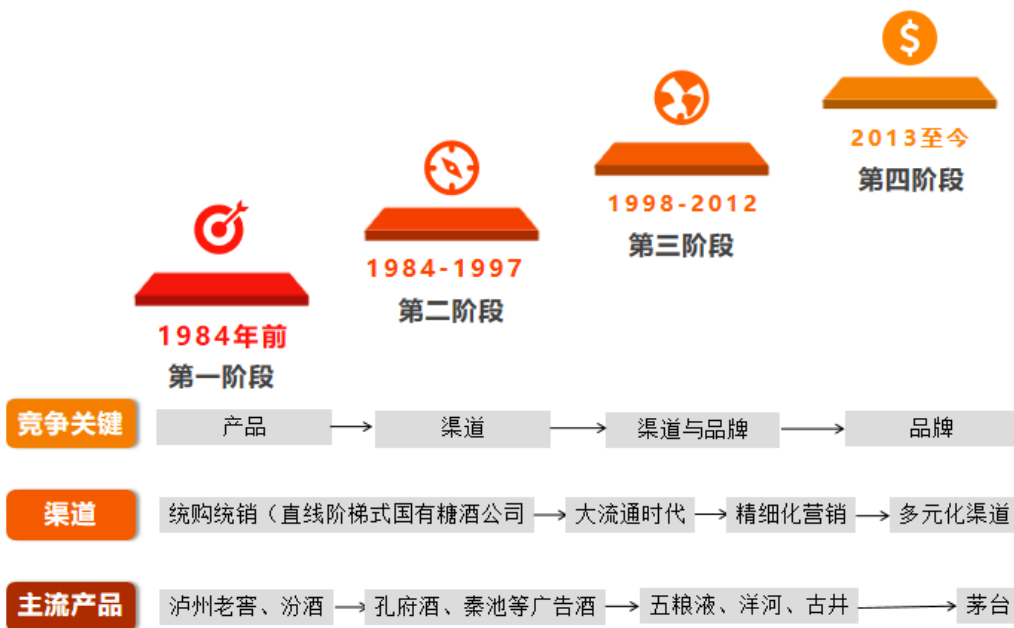


资料来源: 胡润百富, 平安证券研究所

### 4.3 各酒企顺势调整发展节奏, 行业发展行稳致远

白酒行业的发展基础是行业内企业的变革与进步。各酒企间互相竞争, 在外界环境变化的情况下, 各企业顺应趋势, 在产品结构、营销模式方面相继调整。白酒企业的发展大致可以分为四个阶段: 1) 1984年前: 该阶段实施计划经济, 各酒厂的粮食采购受国家分配政策的限制, 产量有限。白酒供不应求, 处于卖方市场。2) 1984-1997: 从供给来看, 1984年开始, 国家不再向白酒厂调拨粮食, 酒厂需要按照市场价采购粮食, 白酒产量放开。从需求来看, 国家开始改革开放, 经济处于转型期, 消费能力提升但形态单一。此时以秦池、孔府家为代表的酒厂依靠高昂的广告投入增强了品牌的影响力, 表现突出。3) 1998-2012年: 进入千禧年, 经济发展加速, 政商活动活跃, 餐饮业快速发展。各酒企为抢占渠道采取盘中盘、后盘中盘等深度营销模式。以口子窖、洋河为代表的老牌名酒走向复兴之路。4) 2013至今: 2012年限制三公消费政策推出后, 白酒市场消费结构改变, 中高端市场扩容, 整个行业进入了以品牌为核心的系统化竞争时代, 拥有历史与传统的名牌老酒更受消费者青睐。

图表54 各阶段竞争要素复盘



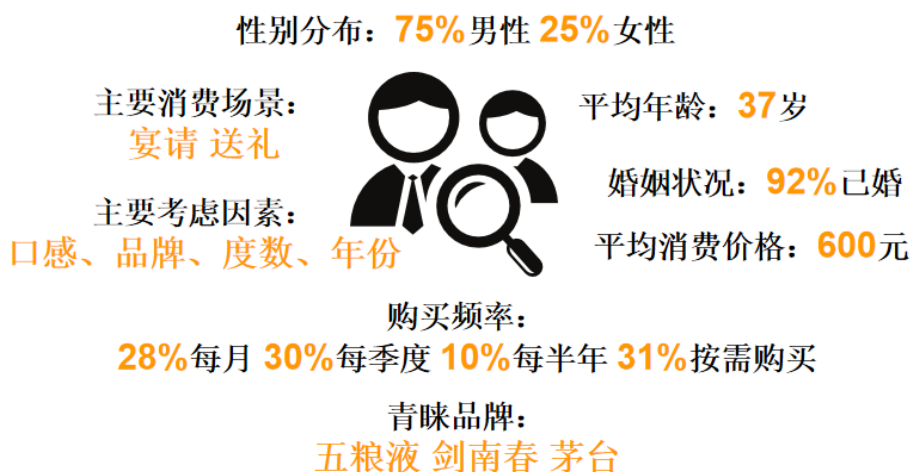
资料来源: 胡润百富, 平安证券研究所

各酒企及时调整以筑深品牌护城河，黑天鹅事件未曾改变行业长期供求关系。白酒行业自从上世纪 90 年代以来，历经山西毒酒案、三公消费政策，塑化剂事件，甜蜜素事件等。这些事件都曾在短期内对行业形成一定的冲击，但未曾改变白酒行业长期的供求关系。因为各名酒企业一直保有对品质的坚守，而且在行业突发性事件发生后采取积极的态度，并迅速采取对应的措施。另外白酒行业拥有深厚的历史沉淀，已经融入中国的社会文化中，突发性事件的产生并不会影响消费者对白酒消费的信心，而是引导他们更加理性地选择消费。

#### 4.4 消费者价格敏感度降低，高端白酒成为发力重点

高净值人群成为高端白酒消费主力，追求新理性消费，价格敏感度下降。作为新消费主力的高净值人群指净资产超过 1,000 万元的个人，他们在消费上持有“轻价格，重品质”的消费观念，但新理性消费的观念并不是指盲目挥霍，而是追求消费的最优化。具体表现为：1) 品位的个性化，即产品要彰显个人格调与生活品味；2) 产品要具备品质与内涵，相较于价格与消费品的基础功能，他们更加认同和重视消费品品质给予的满足感；3) 圈层内对于产品的良好口碑。因此拥有文化、社交、收藏三重属性的高端白酒成为了大众的新宠儿，价格不断升高，向奢侈品看齐。

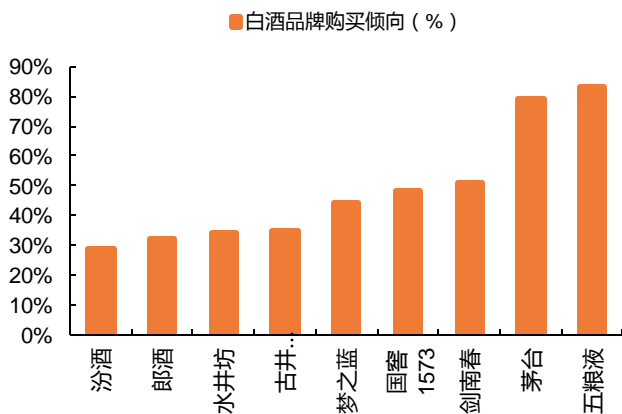
图表55 高端白酒消费者画像



资料来源：胡润百富，平安证券研究所

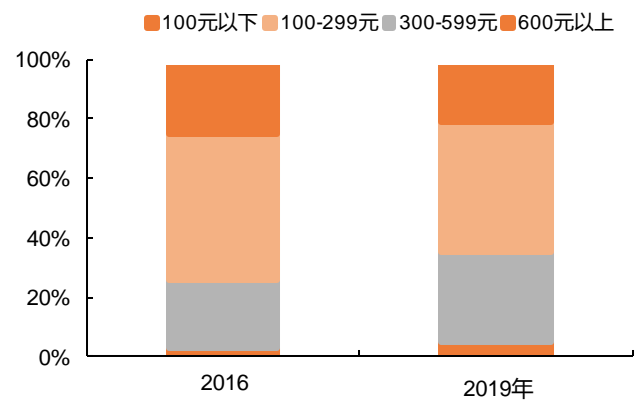
白酒满足消费者多样化需求，发展迅速，逐渐向奢侈品看齐。拥有文化、社交、收藏属性的白酒拥有品牌与口碑优势，成为了消费者的宠儿，价格不断上升，奢侈品属性显现。据胡润百富调研，92%的高净值人群表示赠礼在生活中发挥着重要的作用，赠礼频率为 34 次/年，年均赠礼金额达 26 万元，白酒正在成为越来越重要的礼品选项。受注重品质与内涵的消费观念影响，无论是自我消费还是赠礼消费，高净值人群都倾向于选择知名度更高、品牌价值更高的品牌。在该趋势的推动下，我国白酒价格带逐渐上移，高端市场成为未来发力的关键。

图表56 白酒品牌购买倾向 (%)



资料来源: 胡润百富, 平安证券研究所

图表57 我国白酒价格带持续上移



资料来源: 益普索, 平安证券研究所

#### 4.5 新型厂商关系初现, 自营渠道聚拢粘性消费者

白酒渠道历经多次变革, 厂商依附关系趋于弱化。传统上白酒销售链条为“企业-经销商-分销商-传统零售企业/中小酒店/便民超市-消费者”, 经销商通过 KA 终端和核心酒店直达消费者, 是开阔市场的主力军。近年来, 随着白酒企业转入体系化竞争时代, 渠道红利趋弱, 白酒企业不再依靠单一渠道模式, 而是逐步建立复合渠道体系与营销体系, 新型厂商关系初现。白酒企业可以绕开经销商和分销商, 直接通过分销渠道将产品配送到传统零售企业, 厂商依附关系趋于弱化。

图表58 白酒下游渠道展示



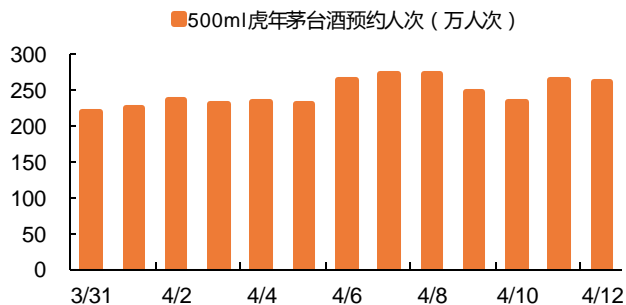
资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

各高端白酒掀起渠道变革, 通过电商团购等推进专营化。在体系化竞争、名酒代理权日益稀缺、消费者需求分层的当下, 各高端白酒品牌纷纷选择与高端化发展战略相匹配的模式。五粮液不断加强团购直销工作, 不仅建立专门的企业公关团购体系, 还联合商家大力推广团购, 坚定支持有团队、有网络、有资源的客户转型发展, 对培养意见领袖、推动氛围营造起到了直接作用。泸州老窖将柒泉模式升级为品牌专营模式, 重点维护核心消费者, 专注渠道的精细化运作。水井坊成立高端酒销售公司, 利用自有团队重点发力高端产品。而茅台更是推进专营化的典型代表, 在经销商大会上, 公司明确提出在今后一段时间内不再新增加专卖店、特约经销商、总经销商, 而是重点扩大直营渠道, 推进营销扁平化。2022年3月“i茅台”数字化直营渠道开启, 试运行第一天, 一共投放 26,328 瓶茅台产品, 1 小时内共有 299 万人、622 万人次参与申购。数字化直营渠



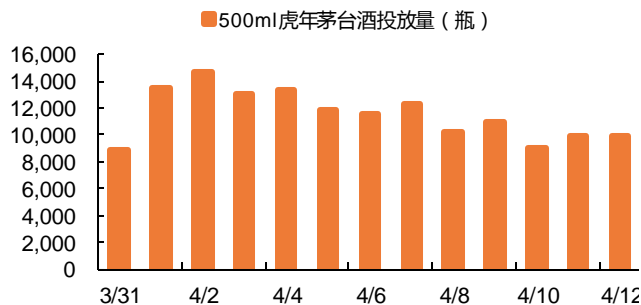
道是未来高端白酒营销的发展趋势，不仅能增加客户存量、传播企业文化，还可以帮助白酒企业在交易数据管理、消费者画像、精细化营销等数字化运营方面实现进一步突破。

图表59 | 茅台 500ml 虎年茅台酒预约人次



资料来源：云酒头条，平安证券研究所

图表60 | 茅台 500ml 虎年茅台酒投放量



资料来源：云酒头条，平安证券研究所

#### 4.6 营销方式再度革新，重视消费者心智培育

**培育消费者心智，拉近与消费者的距离成为当下酒企营销的共识。**随着社会经济的高度发展，白酒消费呈现酒种多样化、需求多元化的趋势，消费者话语权日渐增强。因此，如何让产品和品牌深入人心，增强在消费者心中的品牌认知，成为很多酒企关注的焦点。消费者心智培育的重点在于品牌价值的传递。要想向消费者传递品牌价值，首先要讲好品牌故事，这不仅需要传统的线下营销，还需要借助各大互联网平台同步进行宣传。包括内容社交平台，如微信、微博、抖音、快手等；种草类平台，如小红书、B 站等；电商平台，如淘宝、京东等。

**高端白酒主攻圈层营销，大众白酒重视多平台效果转化。**名优酒企早已布局对消费者的圈层化和场景化培育。各高端酒企通过沉浸式体验来传递品牌价值，提高客户参与度，提升品牌知名度，并进行场景化培育。泸州老窖的“国窖荟”是白酒行业首个以“终端联盟体”和“核心消费者”为双重载体的VIP 俱乐部，通过公司直投、专人服务、跨界优质资源开发等方式为会员悉心打造高端圈层交流平台，让俱乐部会员享受高附加值体验。五粮液也举办了五月品牌宣传月，以“寻明方寸间，情藏六百载”为主题，分设以“明窖研酒所”为核心的消费者互动和以“明宫燕会”为核心的私享盛宴两大专场，对核心消费者深度对话与超级回馈。大众酒代表江小白则是主攻年轻消费者群体，通过文案、产品创新及社会和媒体营销，赋予江小白人格及价值观，与消费者深度互动。

图表61 | 国窖 1573 “7星盛宴”



资料来源：酒业家，平安证券研究所

图表62 | 五粮液“明宫燕会”



资料来源：公司官网，平安证券研究所

## 五、投资建议

无论经历宏观的变动，优质的白酒公司均具备穿越周期的能力。白酒在我国具有深厚的历史沉淀和文化遗产，集文化与消费属性集于一身，兼具社交与收藏价值，具有持久的生命力。我们看好白酒后市表现，建议关注三条主线，一是以贵州茅台为代表的全国化优质龙头酒企；二是坚定开启全国化扩张战略的次高端，推荐舍得酒业，关注山西汾酒；三是充分受益省内消费升级的区域性酒企，推荐古井贡酒，关注洋河股份、今世缘、迎驾贡酒等。

图表63 重点公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2022-4-26	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
贵州茅台	600519.SH	1732.5	37.17	41.76	48.94	56.53	46.6	41.5	35.4	30.6	推荐
舍得酒业	600702.SH	139.3	1.75	3.75	5.53	7.57	79.6	37.1	25.2	18.4	推荐
古井贡酒	000596.SZ	181.0	3.68	4.35	5.71	6.97	49.2	41.6	31.7	26.0	推荐
山西汾酒	600809.SH	257.5	3.53	4.45	6.35	8.32	72.9	57.9	40.5	30.9	-
洋河股份	002304.SZ	136.8	4.97	5.06	6.46	7.64	27.5	27.0	21.2	17.9	-
今世缘	603369.SH	42.3	1.25	1.62	2.01	2.49	33.9	26.1	21.1	17.0	
迎驾贡酒	603198.SH	57.0	1.19	1.72	2.28	2.84	47.8	33.1	25.0	20.1	-

资料来源：WIND，平安证券研究所（注：贵州茅台、舍得酒业、今世缘 2021 年 EPS 数据为年报数据，贵州茅台、舍得酒业 2022-2023 年 EPS 数据及古井贡酒 2021-2023 年 EPS 数据为平安证券预测，其余为 Wind 一致预期）

## 六、风险提示

- 1) **政策风险**。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。
- 2) **白酒行业景气度下行风险**。白酒行业景气度与价格走势相关度高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。
- 3) **行业竞争加剧**。白酒行业目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、窜货等不利影响。
- 4) **食品安全风险**。食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。
- 5) **疫情加剧风险**。疫情加剧下白酒消费场景减少，可能对白酒行业景气度造成冲击

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033