

证券研究报告

海外酒类研究系列报告（一）： 人口篇：从美日到中国的映射

食品饮料行业 强于大市（维持）

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号：S1060521030001

王 萌 投资咨询资格编号：S1060522030001

王星云 投资咨询资格编号：S1060523100001

2024年8月20日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券



核心摘要

- 读史明智，知古鉴今。酒类消费趋势背后，隐含的是人口的数量、结构、习惯、偏好的变迁。本篇文章着重分析美日人口变化对酒类消费的影响，并映射中国，在量、价、品类三方面作出展望：
- **结论1：决定量的长期因素是人：**饮酒总量=人口总量×人均饮酒量（人口结构、消费习惯），不同国家、发展阶段核心驱动因素不同。90年代后，日本人口总量基本稳定，饮酒总量主要由人口结构（婴儿潮、核心消费人群占比）决定；而同期美国饮酒总量则主要由人口总量驱动。
- **结论2：价格长期增长，高端化仍将持续：**90年代日本酒类销量见顶后，各个品类高端化持续推进，纯米大吟酿等高端清酒占比增加，威士忌价格指数亦持续增长；20世纪以来，美国高端烈酒销量/价格表现均优于低端烈酒，销售额长期跑赢名义GDP，市场份额持续向高端产品集中。
- **结论3：年轻消费者将决定未来趋势：**日本RTD的兴起，实则是因为低酒精、易入口、口味丰富等因素更加受到年轻消费者的喜爱；美国市场烈酒基RTD的快速发展同样体现出，伴随受教育水平提升，年轻人更加注重健康生活、创新体验、多样化口味的需求。
- **展望1：饮酒总量长期缓慢下滑，但回声婴儿潮或催生小阳春：**当前中国人口结构与90年代日本类似，参考日本经验，长期中国饮酒量受人口总量影响将缓慢下滑，但短中期更多受人口结构影响。据国家统计局数据，中国新生人口（向前递推45年）与饮酒量、人均饮酒量拟合度较高，据此推断2024年（对应1979年新生人口1738万）左右或为阶段性周期底部，并于2032年（对应1987年新生人口2550万）达到小阳春的高峰。
- **展望2：集中度提升与高端化将成为白酒长期逻辑：**2023年上市公司白酒销量151万千升，仅占到规模以上白酒公司产量的33.6%，仍有较大替代空间。此外，茅五泸等拥有全国化大单品的酒企通过提价强化高端形象、增厚营收；古井贡酒等地产酒则通过产品更新换代，引导消费者向更高级别的产品转移，短期经济波动影响有限，长期来看，白酒高端化将持续推进，为行业贡献价格增量。
- **展望3：RTD发展潜力较大，但名优白酒基本盘稳固：**据华经产业研究院，2022年我国预调酒市场规模71.6亿元，参考日本和美国的经验，伴随年轻消费者、女性消费者的崛起，我们认为中国RTD市场仍有较大的提升空间。而RTD的兴起会对啤酒、低端口粮白酒形成替代效应，非名优白酒，考虑到：1）名优白酒具有面子属性，属于悦人消费，RTD主要聚焦自饮、普通朋友聚餐，属于悦己消费，对应场景和受众不同；2）伴随RTD年轻消费者步入中年，社会压力增长，面子、社交、悦人需求提升，仍将转化为白酒消费者。



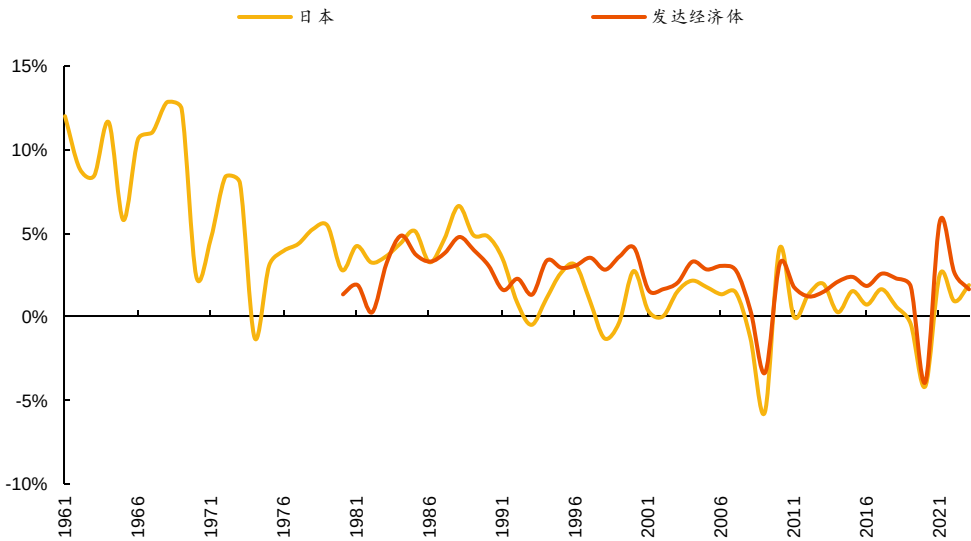
目录 CONTENTS

- 日本：人口缓慢下行，结构主导发展
- 美国：人口稳定上行，总量驱动消费
- 中国：名优白酒基本盘稳固，或迎回声婴儿潮催化
- 投资建议与风险提示

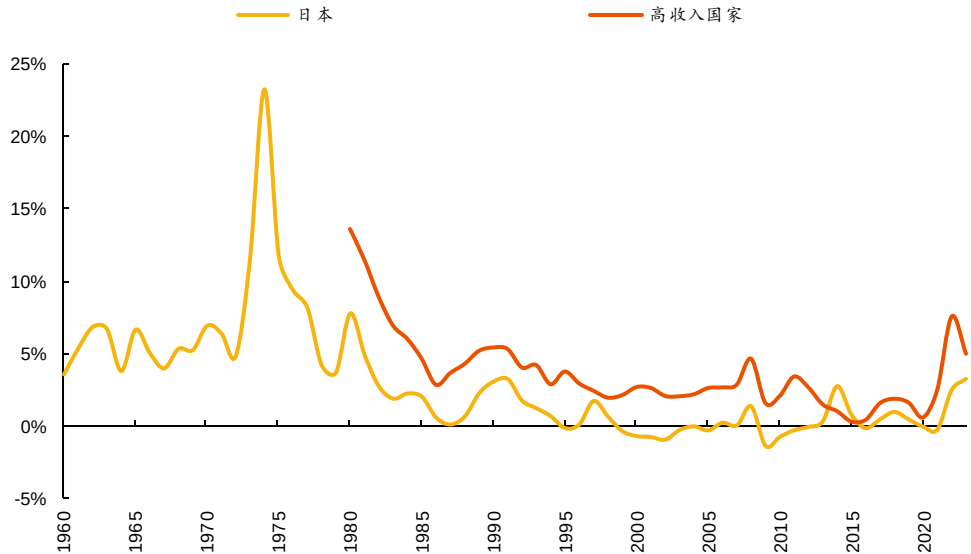
1.1 日本经济：90年泡沫破裂后，长期处于负增长或低速增长

➤ **资产泡沫破裂后，90年代日本经济进入衰退与低速增长期：**二战后日本经济可以大致分为5个阶段：**1) 恢复性增长（1945~1952年）：**首要任务为恢复基础设施和工业生产能力，经济增长不稳定，但整体持续恢复；**2) 快速发展（1952~1973年）：**重点发展钢铁、汽车等重工业和制造业，加快城市化建设，持续推进金融、教育体制改革，经济快速增长，据世界银行，1961~1973年日本实际GDP平均增速达+9.0%；**3) 平稳增长（1973~1990年）：**石油危机后，日本通过产业升级应对能源价格上涨，推动电子等高新产业发展，同时拓展全球市场，该阶段实际GDP平均增速为+4.3%；**4) 经济衰退（1990~2010年）：**资产泡沫破裂，银行不良贷款、企业过度负债、内需不振导致经济进入衰退阶段，日本政府实施一系列刺激政策，但效果有限，实际GDP平均增速+0.9%，CPI +0.3%；**5) 低速企稳（2010年至今）：**老龄化和低出生率问题凸显，劳动市场萎缩，日本政府推进“安倍经济学”，旨在通过宽松的货币政策与积极的财政政策提振经济，实际GDP平均增速+0.7%，CPI +0.8%，低速企稳。

日本与发达经济体实际GDP同比增速

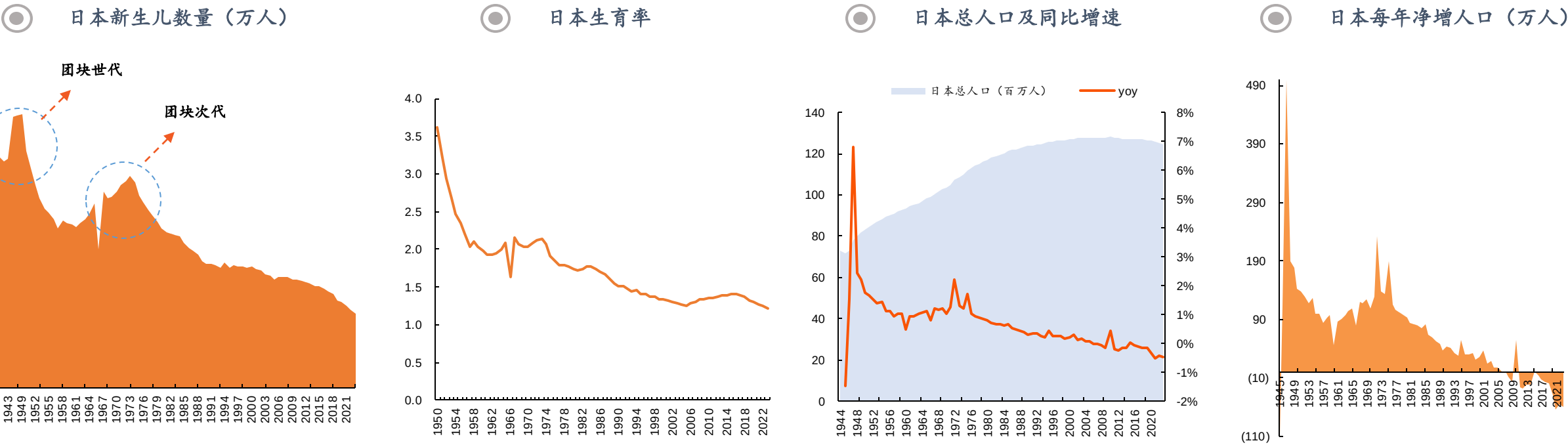


日本与高收入国家CPI同比增速



1.2.1 日本人口：二次婴儿潮后出生率下降，人口总量步入下行通道

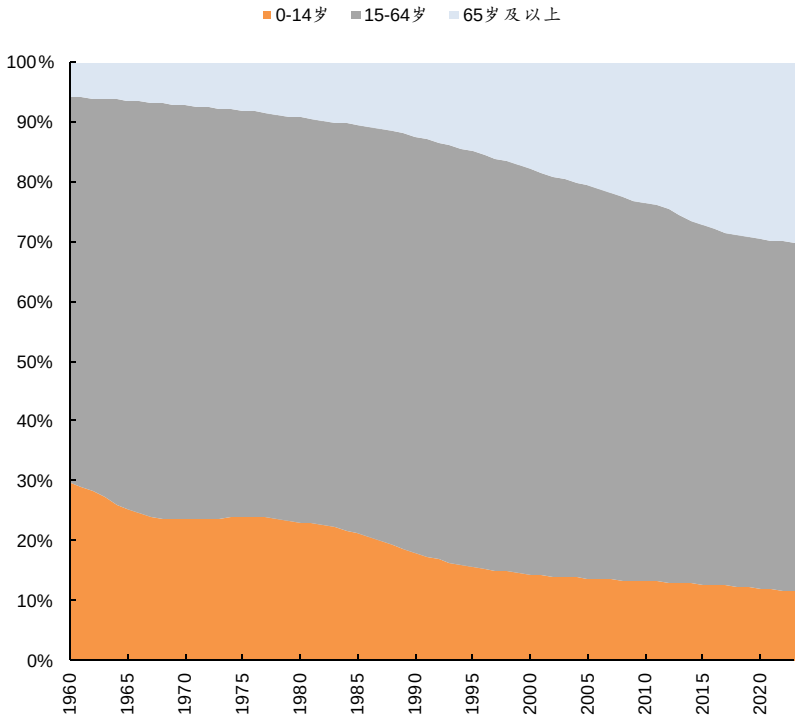
- **日本战后经历过2次婴儿潮：****1）团块世代（1947~1949年）：**日本从战时状态转为和平，大量滞留在海外军民回国，社会稳定、经济持续修复，出生人口显著增加，据日本统计局数据，1947~1949年年均出生人数达269万人，为二战以来的最高水平，在该阶段出生的人口被称为“团块世代”，对后续日本的经济、政治、生活产生深远的影响；**2）团块次代（1971~1974年）：**日本60~70年代经济快速发展，生活水平显著提高，对于未来的信心明显增强，居民生育意愿较强，叠加团块世代普遍进入生育年龄，据日本统计局，1971~1974年日本出现第二波婴儿潮，持续时间4年，年均出生人数204万，虽然不及第一波婴儿潮，但显著高于正常年份。
- **1990~2010年人口总数平稳，2010年缓慢负增：**90年代日本经济泡沫破灭，进入消失的30年，生育率逐渐降低，据日本统计局，1990~2010年日本人口总数维持在1.24~1.28亿，2010年进入负增长区间，2023年人口总数1.24亿，较2010年下降2.9%。



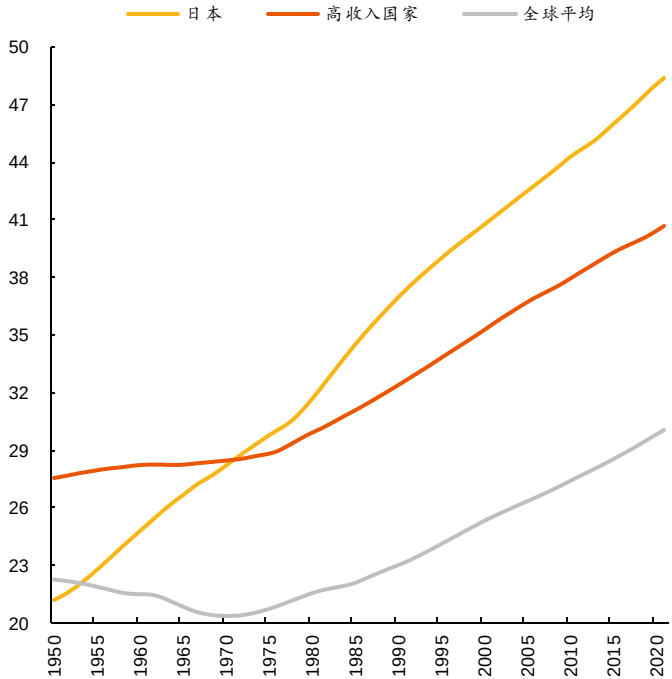
1.2.2 日本人口：老龄化持续加深，女性参工比例明显提升

- **老龄化程度持续加深：**据世界银行，90年代以来日本老龄化程度持续加深，2023年日本65岁以上人口占比达30.1%，较1990年增加17.7pct；据联合国人口司，2021年日本人口中位数（预估）为48.4岁，远高于高收入国家平均的40.7岁，以及全球平均的30.0岁。
- **女性参工比例明显提升：**据世界银行，随着女性接受高等教育比例不断上升，以及经济持续承压，日本传统家庭观念逐渐改变，社会对于女性在职场上的接受度持续增加，女性劳动参与率不断提升，2023年女性劳动参与率（工作女性/15岁以上女性总人数）达54.9%，较1990年提升4.8pct。

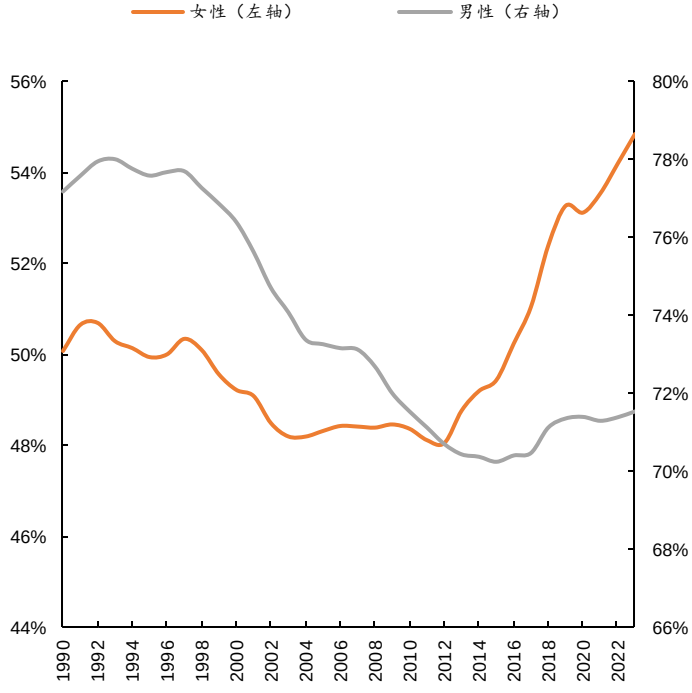
日本年龄结构



日本年龄中位数（联合国预估）对比情况（岁）



日本劳动参与率

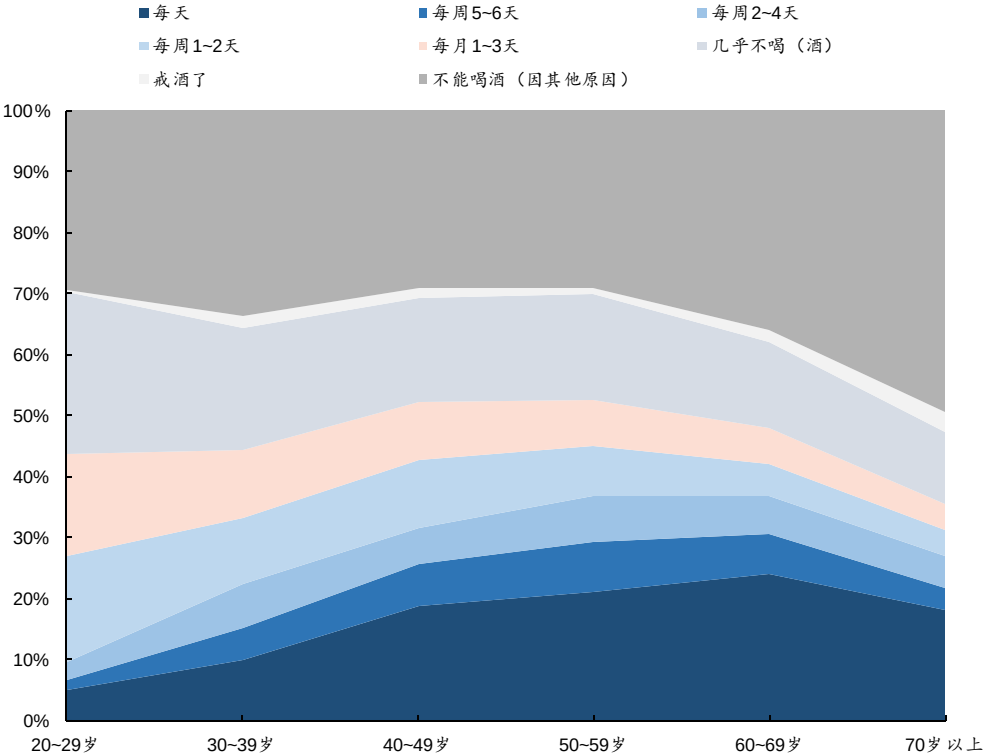


1.3.1 酒类消费：年龄结构影响频率与单次饮酒量，30~59岁为核心群体

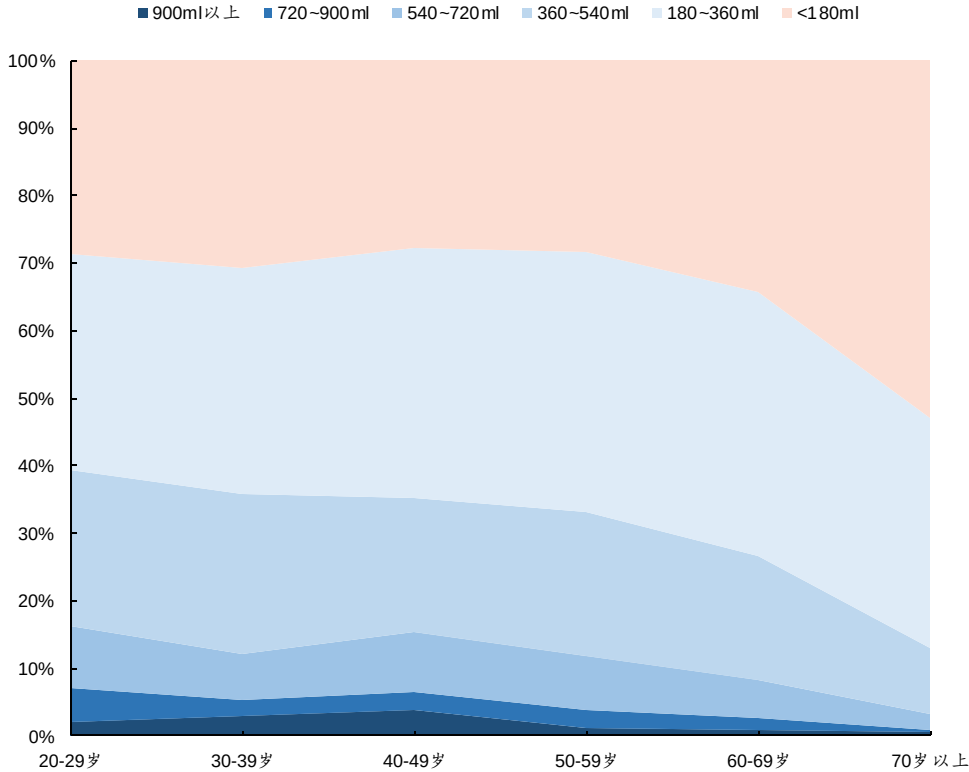
➤ 年轻人低频多量，老年人高频少量，30~59岁为核心饮用群体：2019年日本全国健康和营养调查显示：1) 年轻人饮酒频次较低，但单次饮酒量较大：对于20~29岁的调查者，每周饮酒1~2天及以上的占比仅为26.9%，明显低于其他年龄段，而单次饮酒量在360ml及以上的占比39.5%，较其他年龄段的人更高；2) 老年人饮酒频率较高，但单次饮酒量较低：对于60~69岁的调查者，每周饮酒频率2~4天及以上的占比达36.9%，在所有年龄段排名第一，而单次的饮酒量随着年龄的增长，呈现逐年下滑趋势。因此，我们将30~59岁的人群，定义为酒类的核心消费人群。



2019年日本分年龄饮酒频率



2019年日本分年龄单次饮酒量(换算成15度清酒)



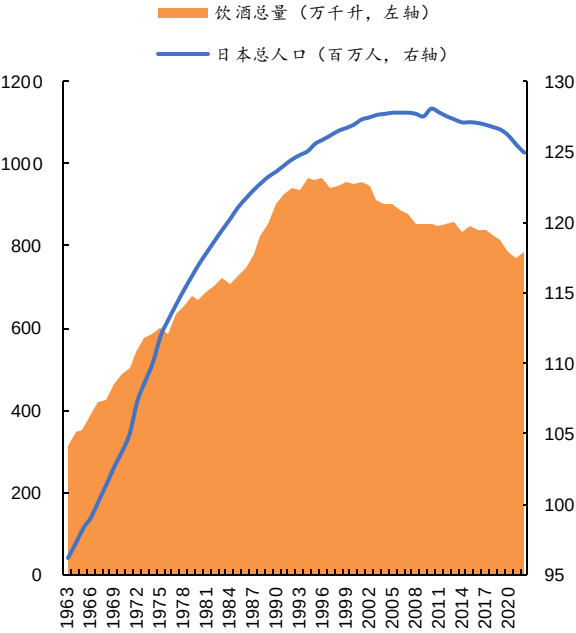
资料来源：2019年日本全国健康和营养调查，平安证券研究所

1.3.2 酒类消费：受人口总量/结构/消费习惯影响，饮酒量大盘逐年下滑

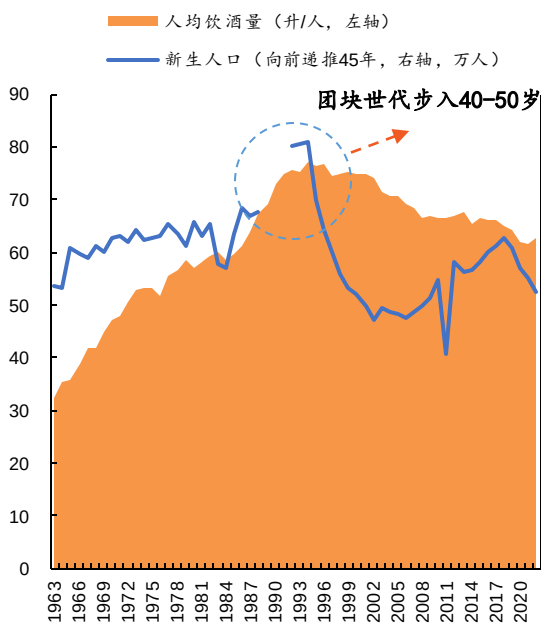
- **受人口总量/结构/消费习惯影响，90年代日本白酒大盘缓慢下滑：**据日本国税厅、日本统计局与世界银行，1994年日本人均饮酒量见顶（77升/人），1996年饮酒总量见顶（966万千升），而后人均饮酒量与饮酒总量均呈现逐年下滑态势，我们认为原因包括：**1）人口总量：**日本生育率持续降低，总人口在1990~2010年保持平稳，而2010年开始进入下降区间；**2）人口结构：**人口老龄化导致核心饮酒群体占比降低；**3）消费习惯：**健康化的生活方式，导致人均饮酒量降低。
- **人口总量平稳或略负增背景下，白酒大盘与人口结构拟合度更高：**90年代后，根据我们测算，日本新生人口（向前递推45年，假设45岁为饮酒高峰）、30~59岁人口占比与人均饮酒量&饮酒总量，均体现出较强的相关性，日本在1947~1949的第一波婴儿潮（团块世代）催生了90年代中旬的饮酒高峰；而日本饮酒总量（1996年见顶）与日本总人口（2010年见顶）相关度降低。



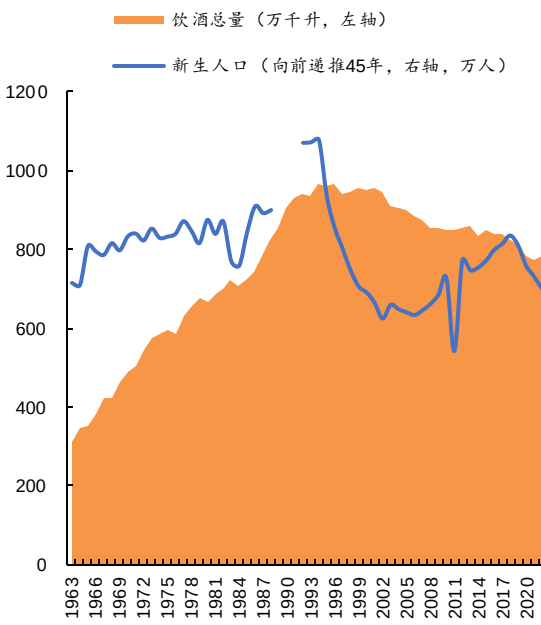
日本饮酒总量与总人口



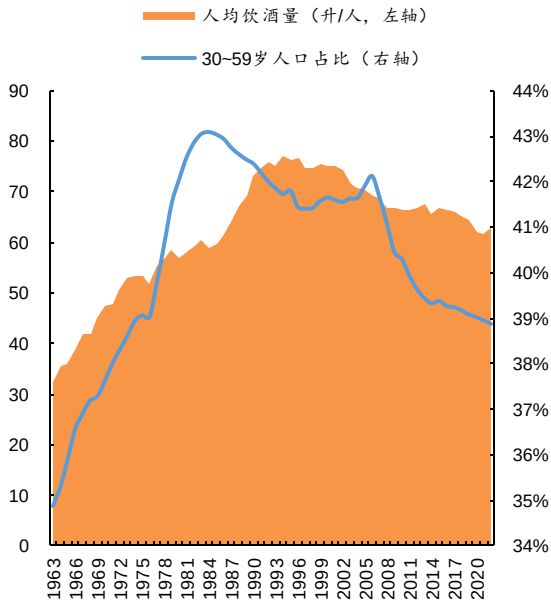
日本人均饮酒量与新生人口



日本饮酒总量与新生人口



日本人均饮酒量与核心人群占比

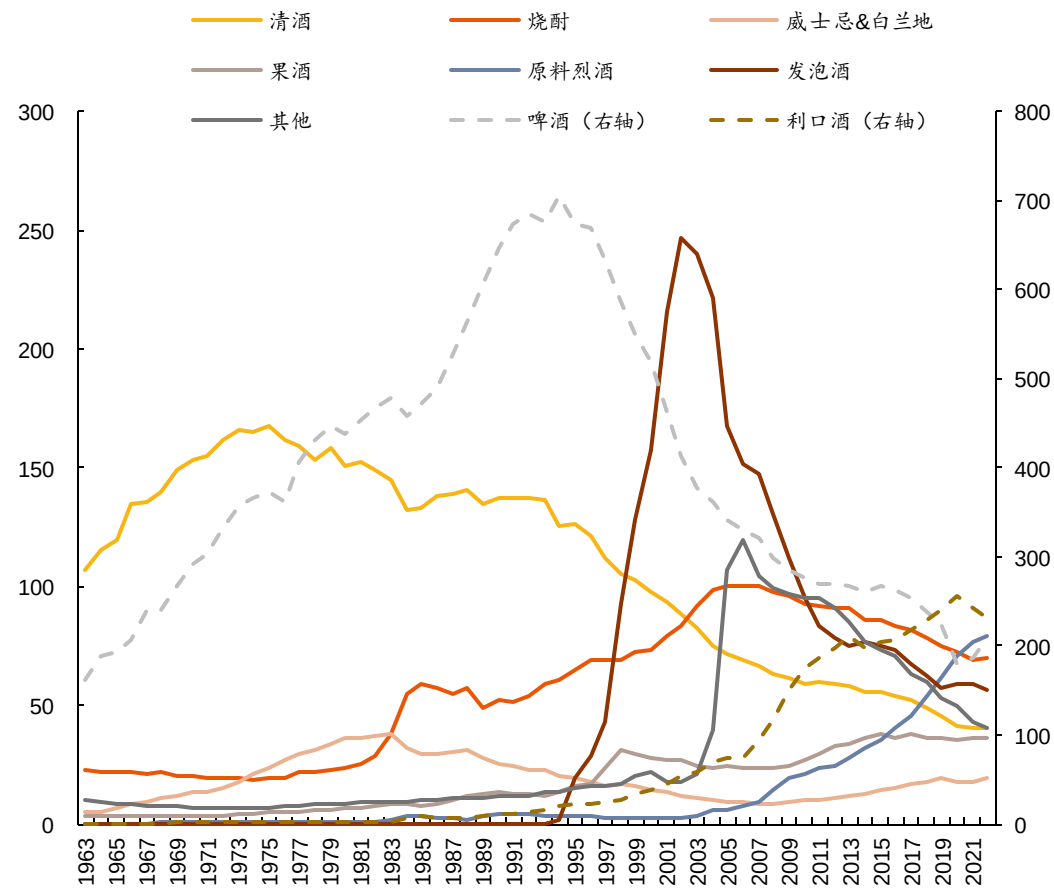


资料来源：日本国税厅，日本统计局，世界银行，平安证券研究所（注：1944~1946年新生人口数据缺失）

1.3.3 酒类消费：总量见顶后，部分产品结构性增长

➤ **总量见顶后，部分产品结构性增长：**据日本国税厅，分产品看，受人口总量、结构、消费习惯、税收政策影响，啤酒、清酒、烧酒、威士忌&白兰地、发泡酒等主要子品类销量同样见顶，2022年销量较最高点均有较大幅度回撤；原料烈酒、利口酒则仍处成长期。

日本酒精饮品销售情况（万千升）



日本主要酒精饮品见顶时间及回撤幅度

	2022年销量 (万千升)	是否见顶	见顶时间	较顶点回撤
利口酒	231	否	/	/
啤酒	210	是	1994	-70%
原料烈酒	80	否	/	/
烧酎	70	是	2007	-30%
发泡酒	57	是	2002	-77%
清酒	40	是	1975	-76%
果酒	36	否	/	/
威士忌&白兰地	19	是	1983	-50%
总量	783	是	1996	-19%

资料来源：日本国税厅，平安证券研究所

1.3.4 酒类消费：虽然销量见顶，但结构持续升级

- **纯米大吟酿占比增加，清酒结构持续升级：**据日本国税厅，按照生产工艺不同，日本清酒可以分为特定名称酒（品质较高）和普通酒（除了大米和水，还可以添加酿造酒精、糖分、酸味料等，成本较低）。据日本国税厅数据，1998年以来日本清酒产量逐渐下降，主要系低品质的普通酒下滑较多，而高品质的纯米吟酿酒（包含纯米大吟酿）仍有增长，2022年纯米吟酿酒产量为6.4万千升，较1998年增长135%，占到清酒整体的19.1%，较1998年提升16.6pct；2019年清酒出货单价为736日元/升，较1989年增长34%，结构持续升级。
- **威士忌价格持续增长：**据日本国税厅，日本的威士忌起步于1920年代，作为舶来品经历了从无到有、从模仿到创新的过程，近年来屡次在国际比赛中获奖，独特风味受到国际认可，尽管威士忌消费量在1983年见顶，但产品结构在持续升级，据Whiskystats，2024年6月日本威士忌指数（100种最常交易产品的市值加权平均）达424，较2013年1月增长345%。

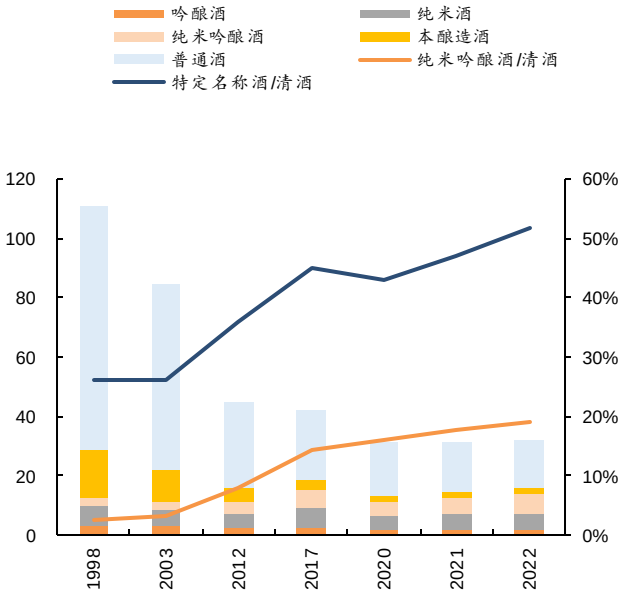
日本清酒分类

材料	特定名称酒		普通酒
	纯米酒	本酿造酒	普通酒
	无明确规定，一般不超过70%（至少30%米粒被磨掉）		
	<60%（至少40%的米粒被磨掉）	吟酿酒	
	<50%（至少50%的米粒被磨掉）	纯米大吟酿	大吟酿酒

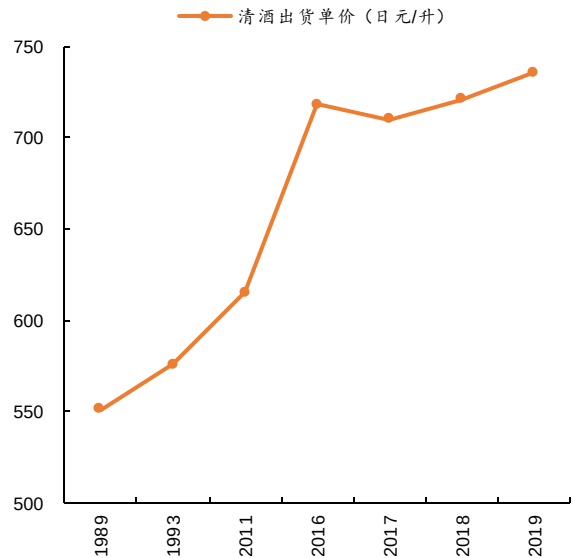
质量 ↑

质量 ↓

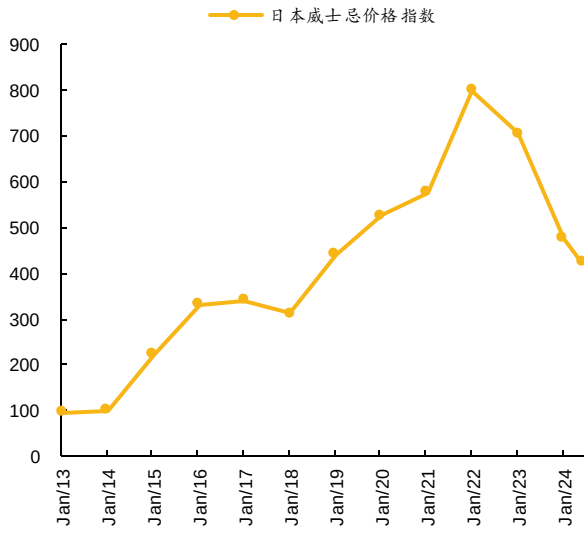
日本清酒产量（万千升）



日本清酒出货单价



日本威士忌价格指数



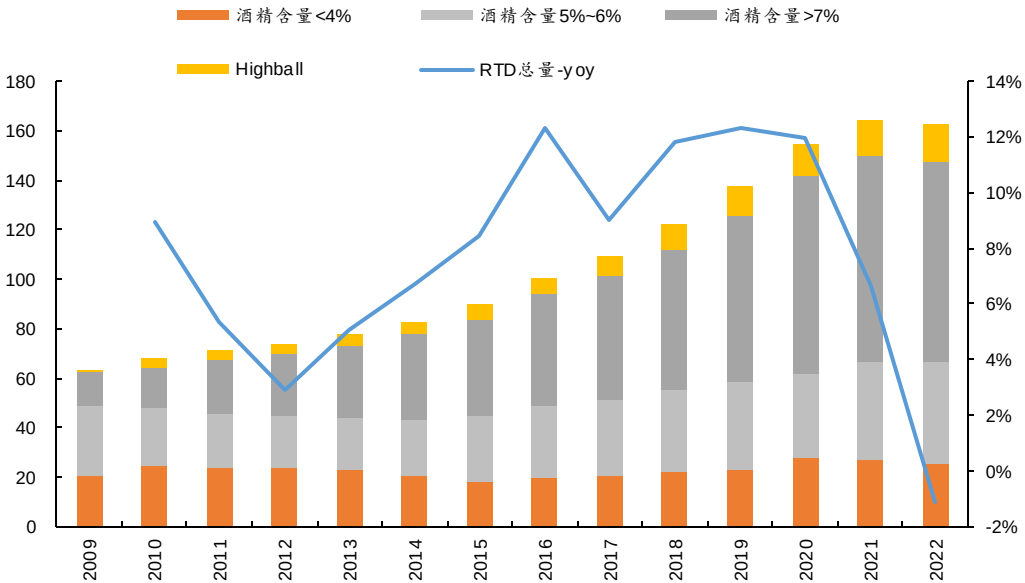
1.3.5 酒类消费：年轻人/女性消费者崛起，RTD对传统酒类形成替代

- **RTD因为低酒精、容易入口、口味丰富受到年轻消费者喜爱：**据2019年三得利RTD报告统计，当20~30岁的人被问到人生第一次尝试什么酒时，67.8%的人选择RTD，31.4%的人选择啤酒，10.7%的人选择梅酒；对于选择RTD的人，67.5%的人表示因为RTD看起来容易喝，35.9%的人表示RTD酒精含量很低，30.4%的人表示因为有很多口味可以选择；当被问到最近1个月在家自饮购买的酒时，65.3%的20岁+的人表示购买过RTD，63.6%的30岁+的人表示购买过RTD，而40~60岁的人更加偏好啤酒。
- **日本RTD销量较快增长：**据2023年三得利RTD报告，伴随着日本女性劳动参与率的提升，女性社交与自饮的需求逐渐兴起，叠加年轻一代逐渐成为饮酒主力军，女性与年轻男性对于RTD的需求量快速增长，2022年日本RTD销量为163万千升，较2009年增长161%，2017-2022年CAGR 8.2%，并且伴随部分男性重度消费者进入RTD市场，酒精含量>7%的RTD增势更快，2017-2022年CAGR +10.0%。

日本居民过去1月在家自饮购买酒的情况（三得利2018年12月调研）

	20岁	30岁	40岁	50岁	60岁
第一位	RTD 65.3%	RTD 63.6%	啤酒 60.5%	啤酒 58.1%	啤酒 59.9%
第二位	啤酒 51.4%	啤酒 58.1%	RTD 56.6%	RTD 45.9%	第三类啤酒 40.4%
第三位	第三类啤酒 23.1%	第三类啤酒 32.5%	第三类啤酒 40.3%	第三类啤酒 40.7%	葡萄酒 39.5%
第四位	发泡酒 21.6%	发泡酒 29.2%	发泡酒 27.9%	葡萄酒 35.5%	RTD 36.2%
第五位	葡萄酒 15.1%	葡萄酒 19.0%	葡萄酒 27.6%	发泡酒 25.2%	烧酒 31.5%

日本RTD销量（万千升）





目录 CONTENTS

● 日本：人口缓慢下行，结构主导发展

● 美国：人口稳定上行，总量驱动消费

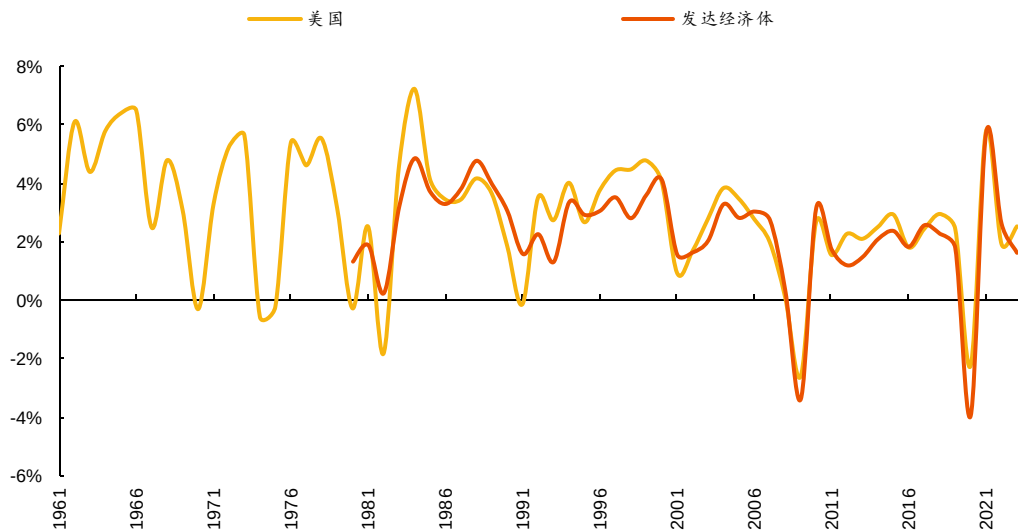
● 中国：名优白酒基本盘稳固，或迎回声婴儿潮催化

● 投资建议与风险提示

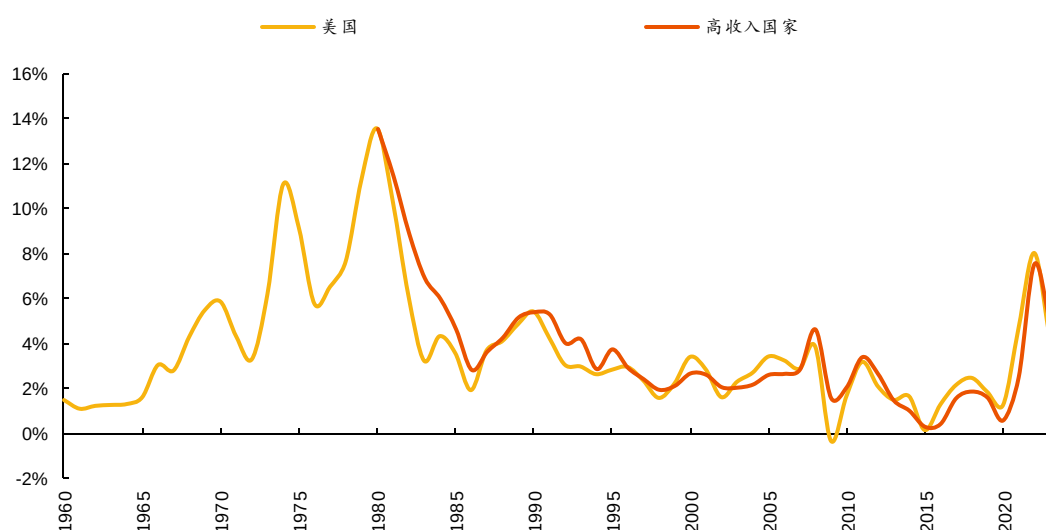
2.1 美国经济：几经波折，整体稳健

- **经济几经波折，整体稳健发展：**据世界银行，二战后美国经济可以大致分为5个阶段：**1) 战后繁荣发展（1945~1973年）：**二战后美国快速城市化和工业化，大规模的基础设施建设与繁荣的制造业驱动经济较快增长，而通胀维持在温和水平；**2) 石油危机滞胀（1973~1990年）：**1973~1974年与1978~1981年两次石油危机推高原材料价格，美国经济增速放缓，失业率提升，同时通胀水平高企，里根积极推动经济改革，减税降费、控制赤字，美联储收缩银根，快速调高联邦基金目标利率，而后经济缓慢恢复，通胀水平逐渐回落，美国CPI从1974年的11.1%与1980年的13.5%回落至1990年的5.4%；**3) 信息技术新经济（1990~2000年）：**互联网和信息技术快速发展，全球化进程加速，美国经济进入较高增速、低通胀的繁荣时期，1990~2000年美国实际GDP平均增速3.3%，平均CPI增速为3.0%；**4) 次贷危机时期（2000~2008年）：**互联网经济泡沫破裂后，美国持续宽松货币，调低联邦基金目标利率，美国房地产市场快速发展，2008年爆发次贷危机；**5) 复苏与稳定增长（2009年~至今）：**次贷危机之后，美国进行大规模货币宽松，经济增长在2010年重回正常区间，2020年疫情造成短期扰动，整体稳定增长。

美国与发达经济体实际GDP同比增速

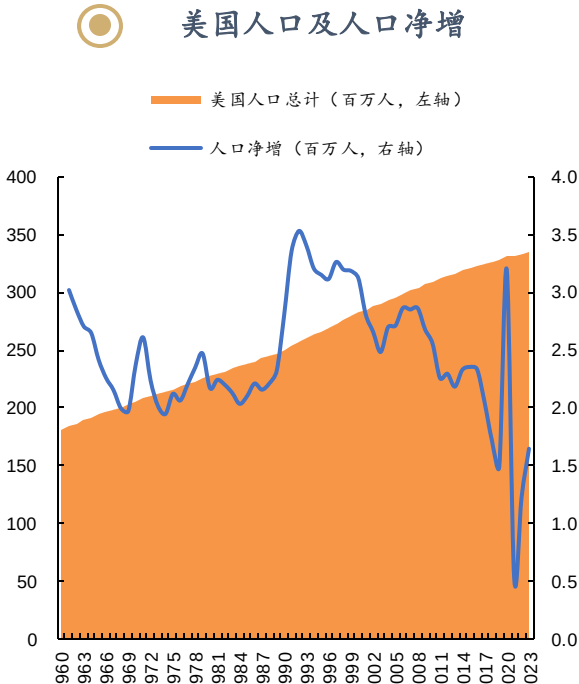
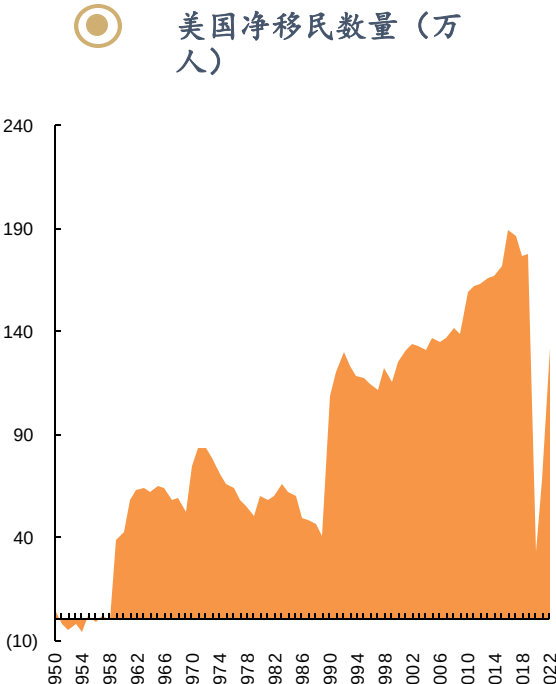
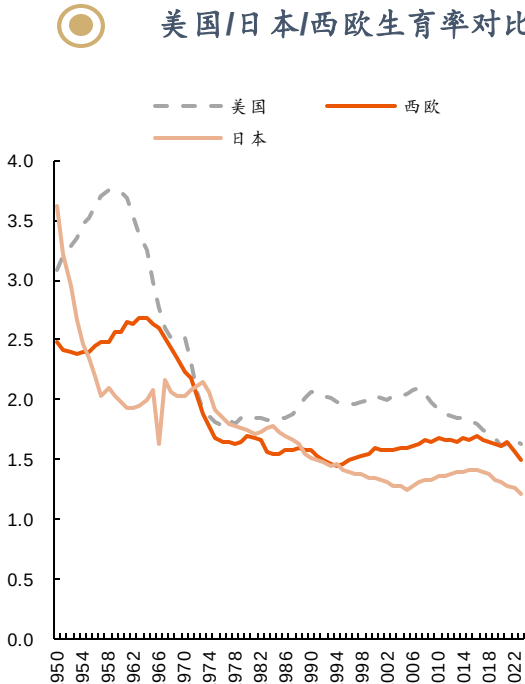
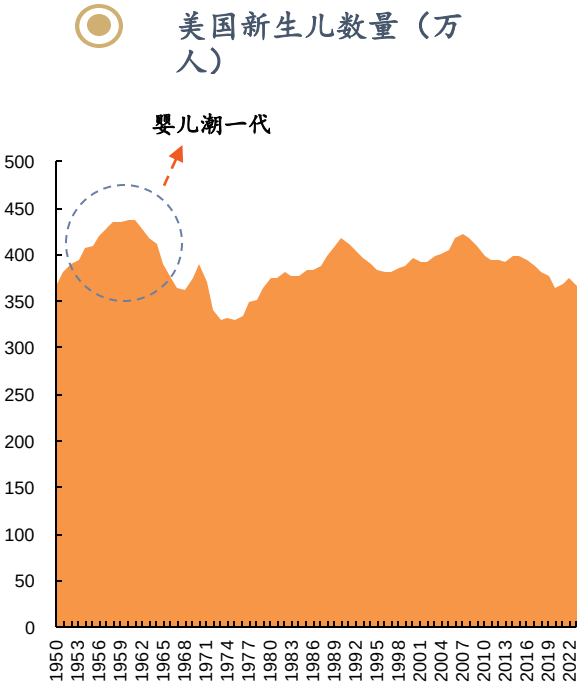


美国与高收入国家CPI同比增速



2.2.1 美国人口：新生儿稳定+移民涌入，人口总量稳定增长

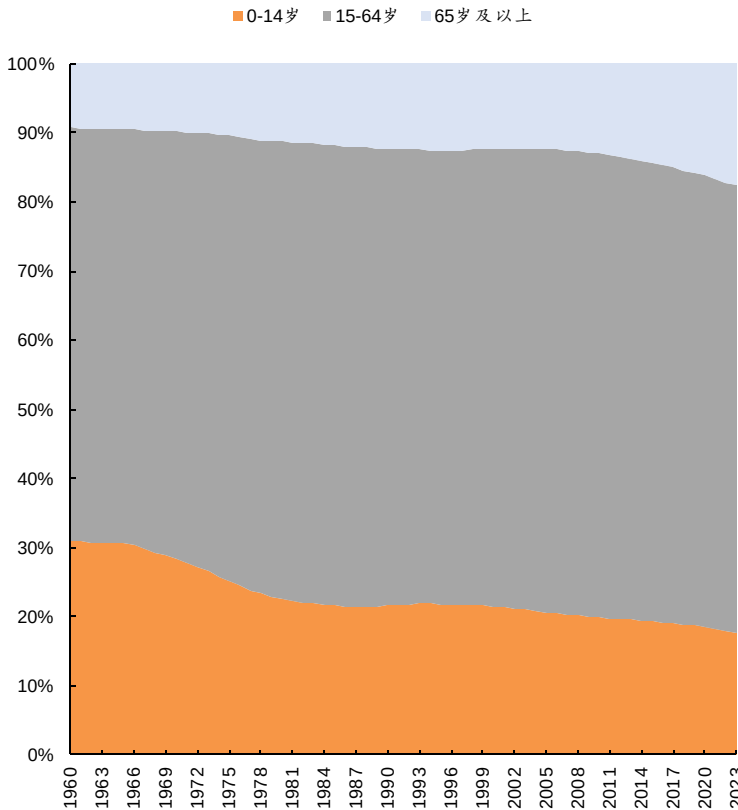
- **1946~1964美国经历婴儿潮，而后新生儿数量保持稳定：**据美国统计局，1946~1964年二战结束后，美国经济迅速恢复，退伍军人回归家庭，出生率显著提升，带来美国战后主要的婴儿潮，在该阶段出生的人也被成为婴儿潮一代（Baby boomers）；而后美国生育率（每名妇女生育子女数）逐渐下降并企稳，但仍然高于西欧、日本等发达经济体，而得益于妇女总数稳定增加，近年来美国新生儿数量基本维持在350~400万之间。
- **移民持续涌入，贡献人口增量：**据联合国人口司和世界银行，2018-2023年美国净移民数总数为542万，占到同期美国人口净增的67%。
- **人口总数稳定增长：**据世界银行，得益于稳定的新生人口与移民的持续涌入，美国人口总数历年来均稳定增长，2023年达3.35亿，近10年CAGR为+0.6%。



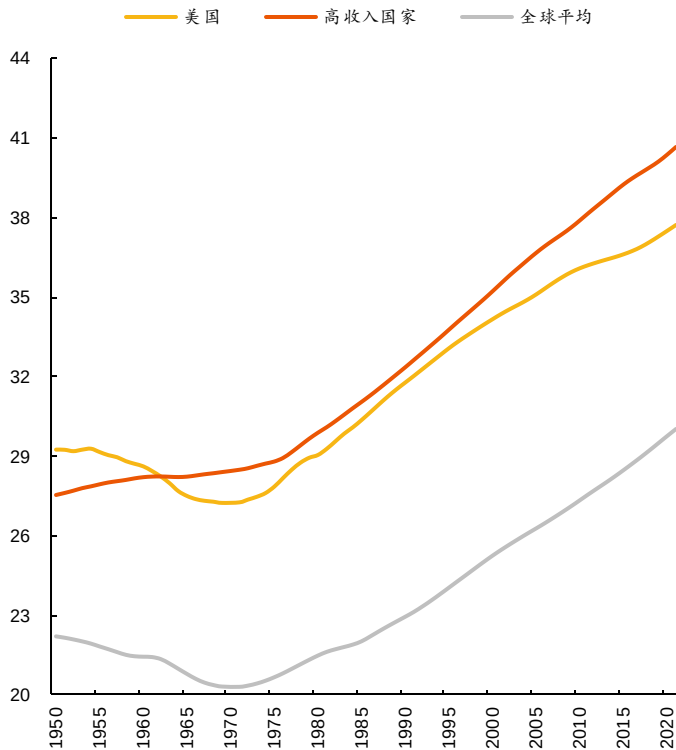
2.2.2 美国人口：年龄结构较年轻，受教育程度持续提升

- **人口结构较年轻：**据世界银行，得益于较高的出生率与移民，美国2023年65岁及以上的人口占到总人口的17.6%（日本：30.1%）；据联合国人口司，2021年美国人口中位数（预估）为37.7岁，较高收入国家平均中位数（40.7岁）更低，老龄化程度不高。
- **人口受教育程度提升：**据世界银行，2023年美国25岁以上完成高等教育的男性/女性比例分别为47.1%/51.0%，较1970年分别提升22.9/32.3pct。

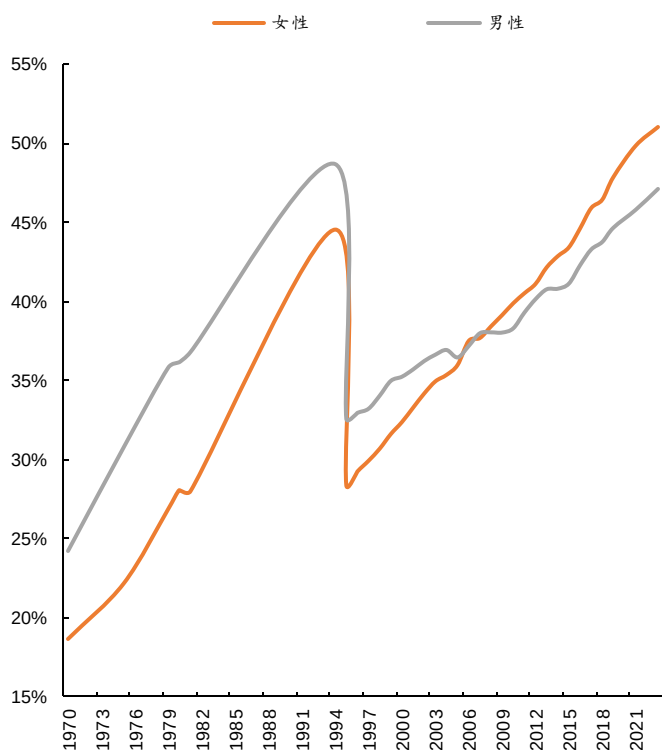
美国年龄结构



美国年龄中位数对比情况（岁）



美国25岁以上人口中完成高等教育的人口比例



2.3.1 酒类消费：80年代中以来，饮酒量主要由人口总量驱动

➤ **80年代以来，美国饮酒量主要由人口总量驱动：**根据日本经验，影响饮酒总量的因素包括人口总量、人口结构和消费习惯，其中人口结构与消费习惯决定人均饮酒量。据美国卫生与公共服务部与世界银行，1970年以来，美国酒精饮料市场发展可以大致分为2大阶段：1) 80年代中以前：人口总量与人均饮酒量共同驱动增长，1985年美国饮酒总量2453万千升，较1969年增长51%，其中人口/人均饮用量同期分别+17%/+29%；2) 80年代中以后：主要由人口总量驱动增长，2022年美国饮酒总量2950万千升，较1981年增长20%，其中人口/人均饮用量同期分别+40%/-14%。从酒精摄入量的角度，亦呈现出相同的趋势，1985年美国酒精摄入总量185万千升，较1969年增长35%，其中人口/人均酒精摄入量同期分别+17%/+15%； 2022年美国酒精摄入总量259万千升，较1985年增长40%，其中人口/人均酒精摄入量同期分别+40%/0%。



美国饮酒总量与总人口



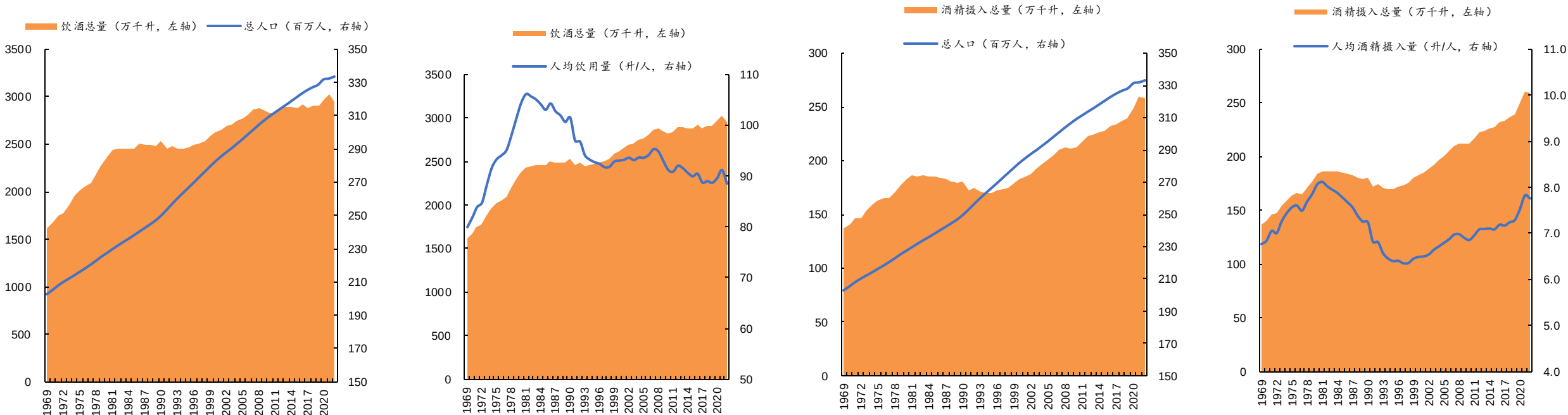
美国饮酒总量与人均饮用量



美国酒精摄入总量与总人口



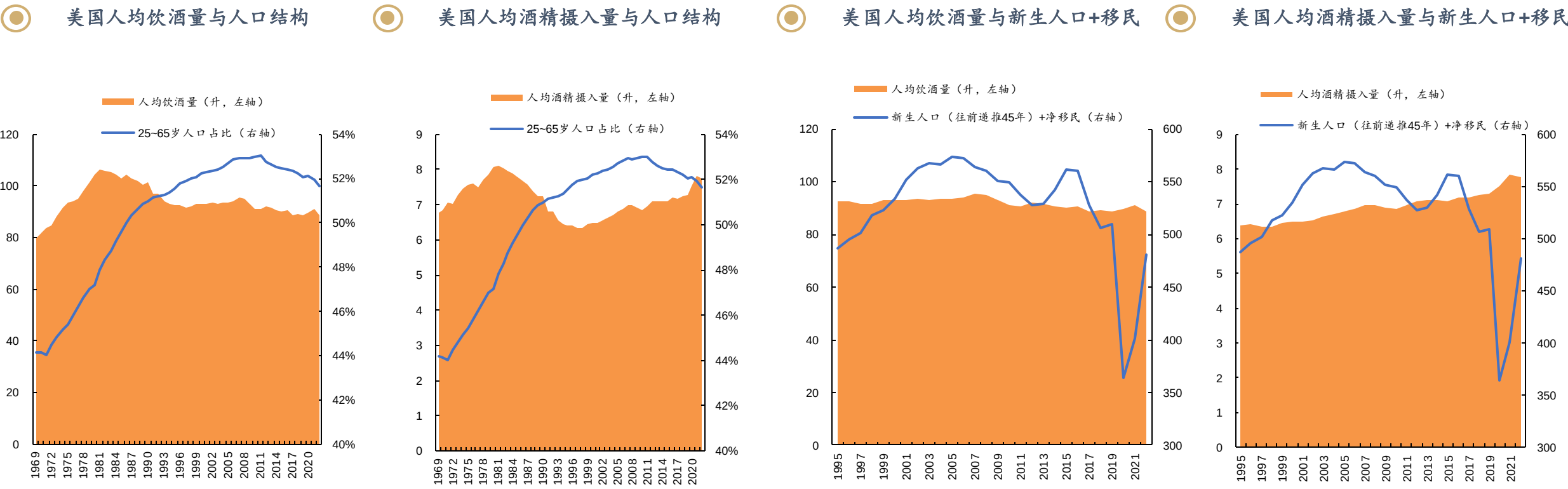
美国酒精摄入总量与人均摄入量



资料来源：美国卫生与公共服务部，世界银行，平安证券研究所

2.3.2 酒类消费：结构拉动告一段落，人均饮酒量受消费习惯影响

➤ **结构拉动告一段落，人均饮酒量受消费习惯影响：**据美国卫生与公共服务部，1979~1990年每年美国人均饮酒量均保持在100升/人以上，为60年代以来的小高峰，我们认为主要由人口结构拉动，一方面婴儿潮一代逐渐进入饮酒年龄，同时25~64岁人口占比较快增长（口径较日本有差异），据美国统计局，25~64岁人口占比从1969年的44.2%快速提升至1985年的49.6%，而后长期在50%~53%区间波动。进入90年代，人口结构趋于稳定后，新生儿（向前递推45年）+净移民数量与人均饮酒量的拟合度降低，这表明人口结构拉动告一段落，人均饮酒量主要受消费习惯影响。伴随健康化理念普及，同时烈酒逐渐取代啤酒份额，人均饮酒量有所下滑，而人均酒精摄入量小幅增长。

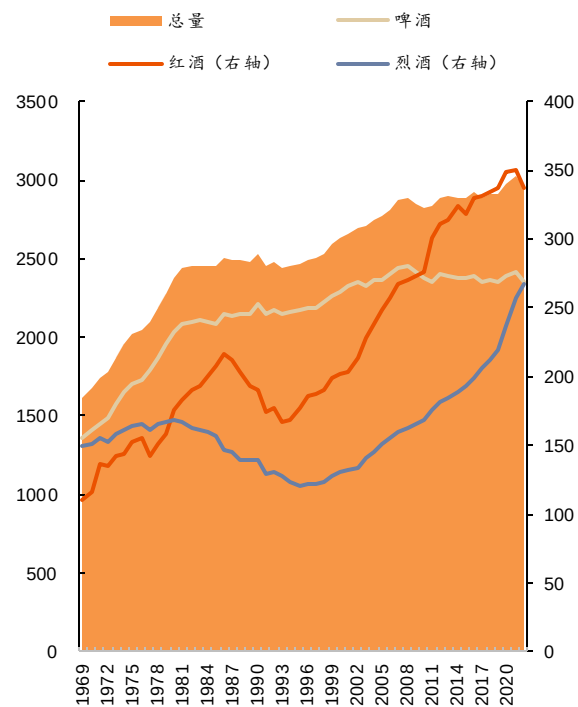


资料来源：美国卫生与公共服务部，美国统计局，平安证券研究所

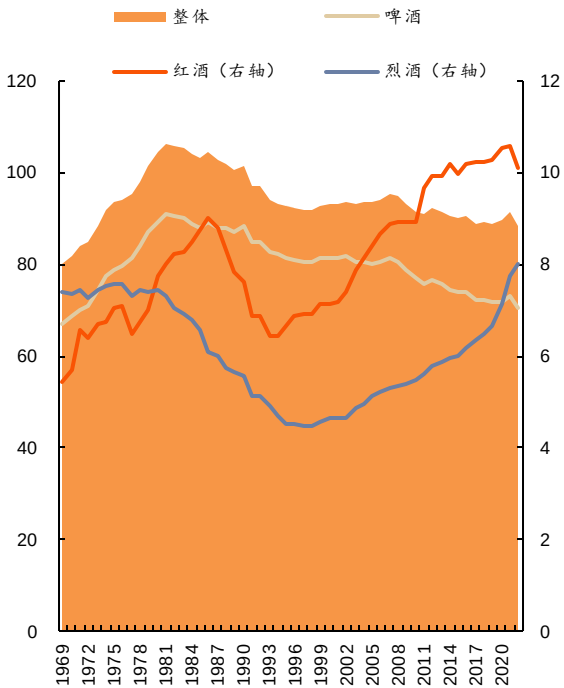
2.3.3 酒类消费：啤酒向烈酒持续转移

➤ **啤酒饮用向烈酒转移。**从结构上，美国酒精饮用从啤酒逐渐向烈酒转移，据美国卫生与公共服务部与世界银行，2022年美国烈酒人均酒精摄入量3.29升/人，超过啤酒的3.17升/人，1990-2022年CAGR +1.1%；而啤酒在1981年达到高点之后逐年下滑，1990-2022年CAGR -0.7%。我们认为原因包括：1) 消费者健康意识提升，烈酒酒精度数较高，摄入液体总量较小；2) 年轻、高学历新兴消费者更加倾向于新口味和新体验，烈酒与烈酒基RTD更能满足需求；3) 烈酒代表更高端的消费选择，满足消费者升级需求；4) 烈酒更加适合正式和半正式的社交场合。

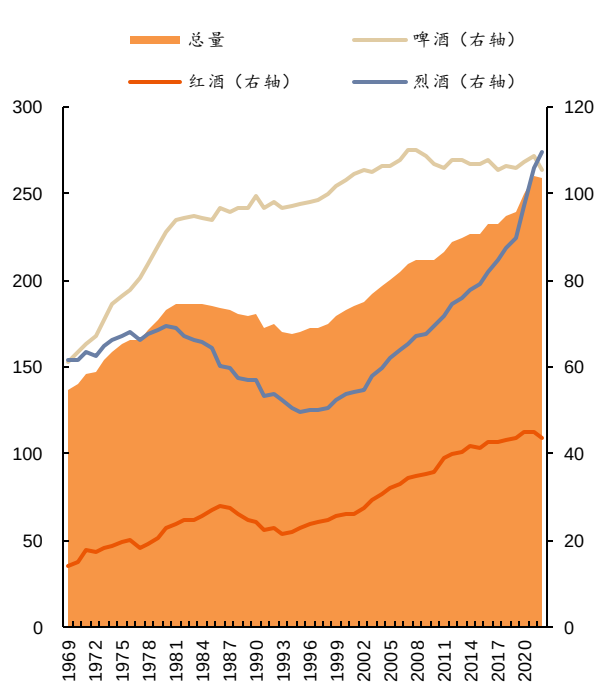
美国饮酒结构（万千升）



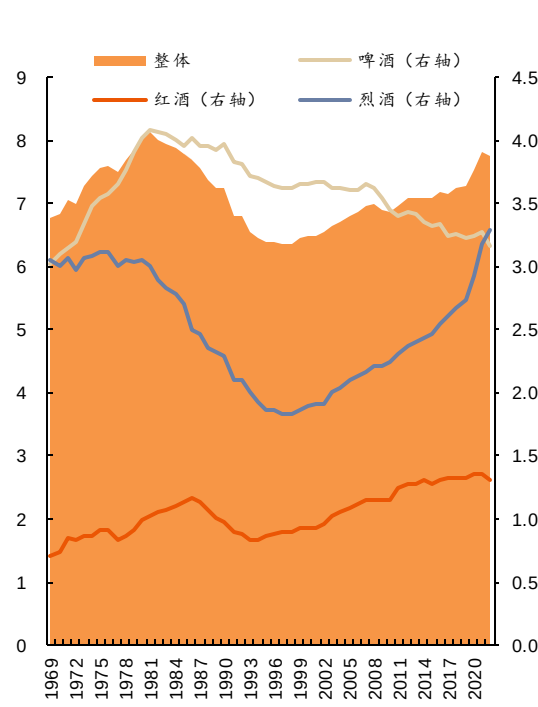
美国人均饮酒结构（升）



美国酒精摄入结构（万千升）



美国人均酒精摄入结构（升）

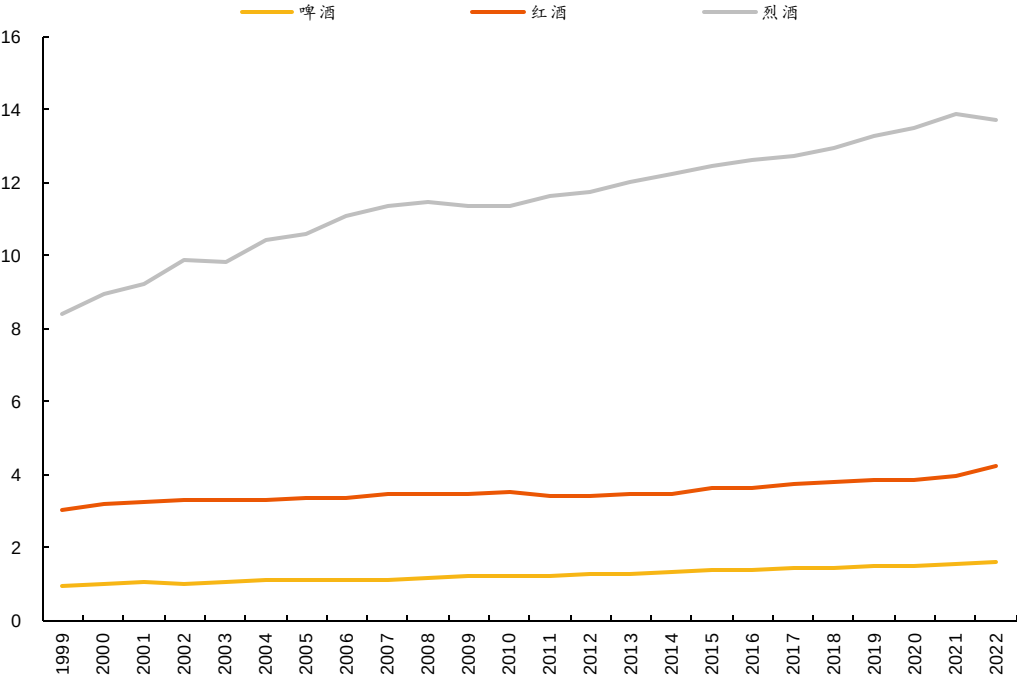


资料来源：美国卫生与公共服务部，世界银行，平安证券研究所

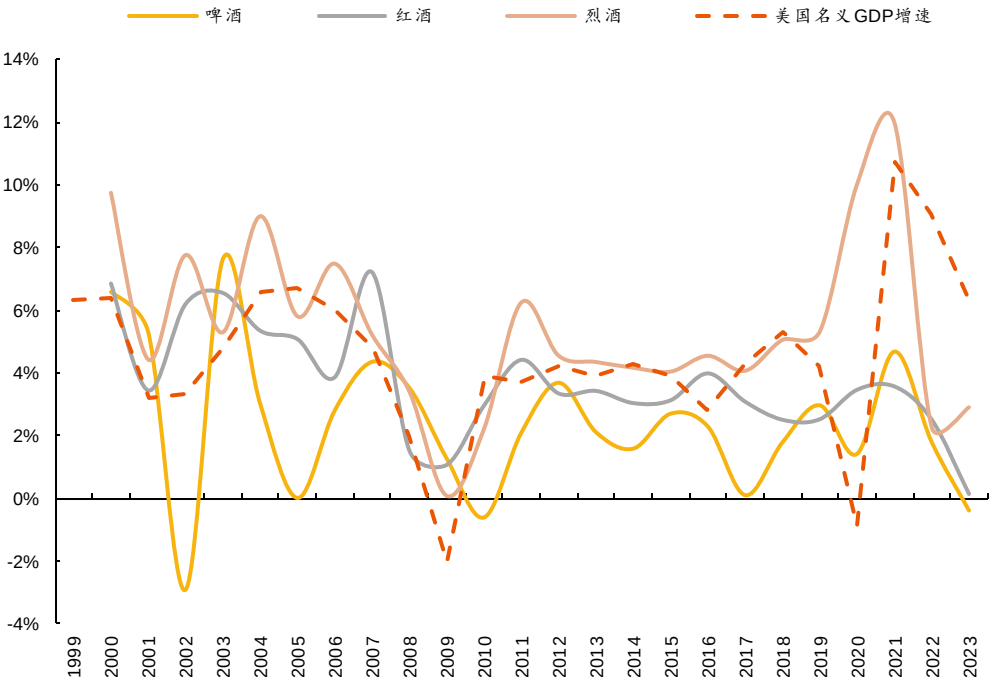
2.3.4 酒类消费：烈酒长期跑赢名义GDP增长，消费升级趋势明显

➤ **烈酒销售额增长更快，跑赢名义GDP：**据美国卫生与公共服务部、DISCUS（美国蒸馏酒协会）与IWSR（国际葡萄酒与烈酒研究所）统计，2022年美国烈酒/红酒/啤酒单价分别为13.7/4.2/1.6美元/升（出厂口径），烈酒的单价较红酒与啤酒明显更高。得益于消费升级，1999年以来，不仅是销售量，烈酒在销售额上的表现也明显优于红酒与啤酒，据DISCUS、IWSR统计，2023年美国酒类销售额（出厂口径）893亿美元，其中啤酒/红酒/烈酒分别为373/143/377亿美元，1999-2023年CAGR分别为+2.4%/+3.7%/+5.4%，烈酒销售额增速跑赢同期名义GDP复合增速（+4.4%）。

美国酒精饮料单价（美元/升）



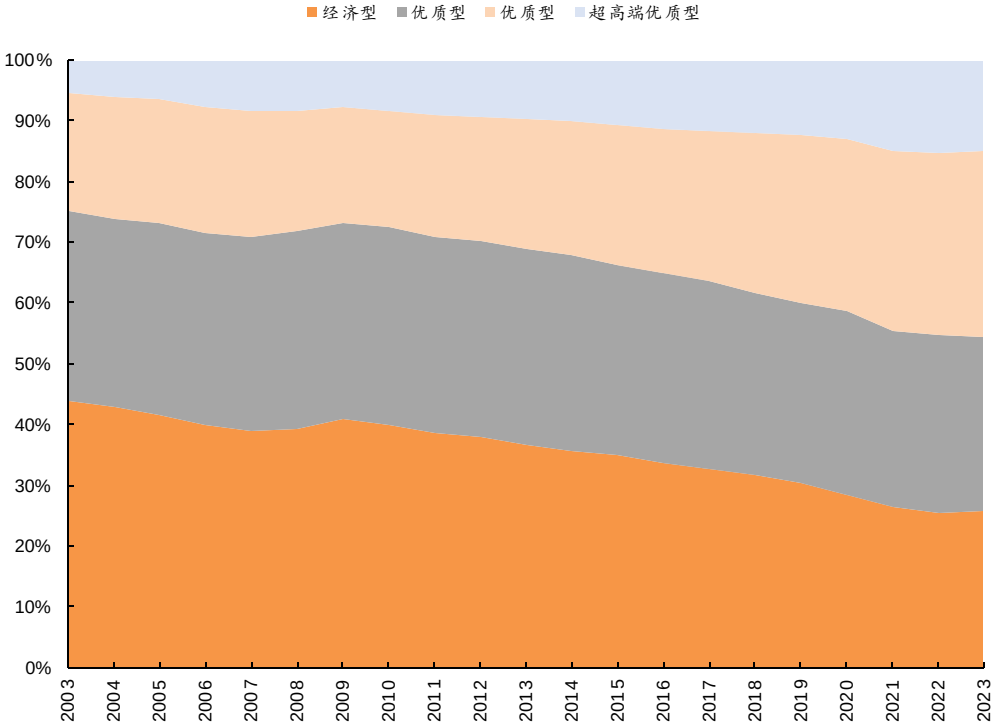
美国酒精饮料销售额增速与名义GDP增速对比



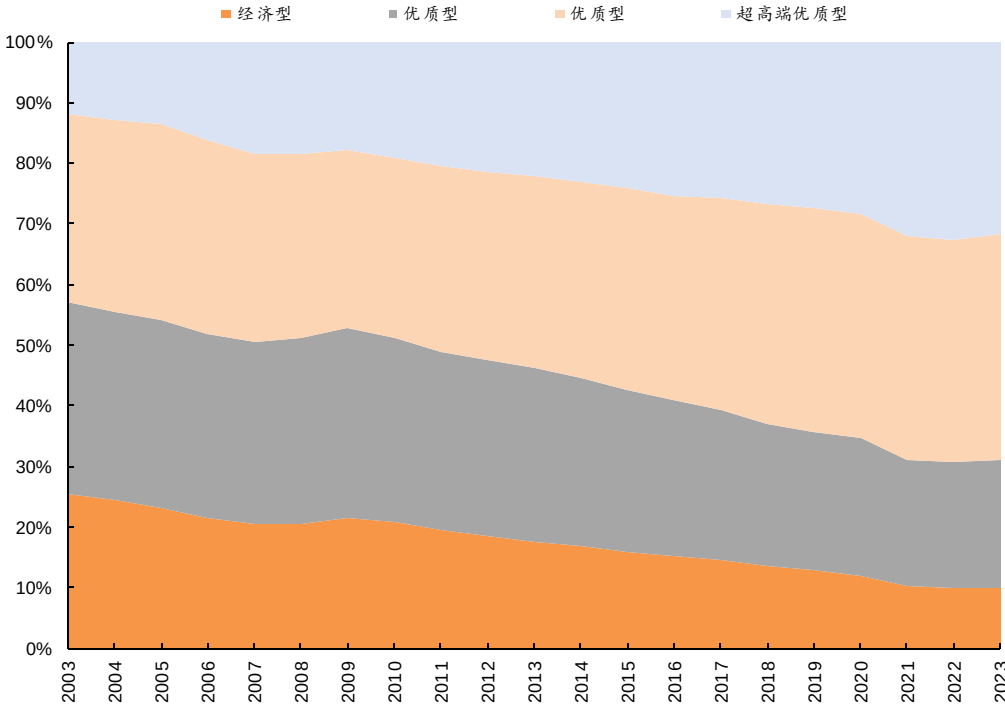
2.3.5 酒类消费：烈酒长期跑赢名义GDP增长，消费升级趋势明显

➤ 烈酒本身亦持续升级，越高端表现越优：据DISCUS，2023年美国经济型/优质型/高端优质型/超高端优质型烈酒（统计不包含利口酒、鸡尾酒&RTD和调和威士忌）销量分别为49.4/55.2/58.6/28.8万千升，2003-2023年CAGR分别为-0.1%/+2.1%/+4.9%/+7.9%；单价分别为6.2/11.7/19.8/34.0美元/升，2003-2023年CAGR分别为+0.4%/+0.8%/+1.2%/+2.2%。越高端的烈酒在量价上的表现均更加优秀，2023年美国经济型/优质型/高端优质型/超高端优质型烈酒销售额占比分别为10.0%/20.9%/37.5%/31.6%，较2003年分别-15.5/-10.6/+6.4/+19.7pct。

美国烈酒分等级销量占比



美国烈酒分等级销售额占比

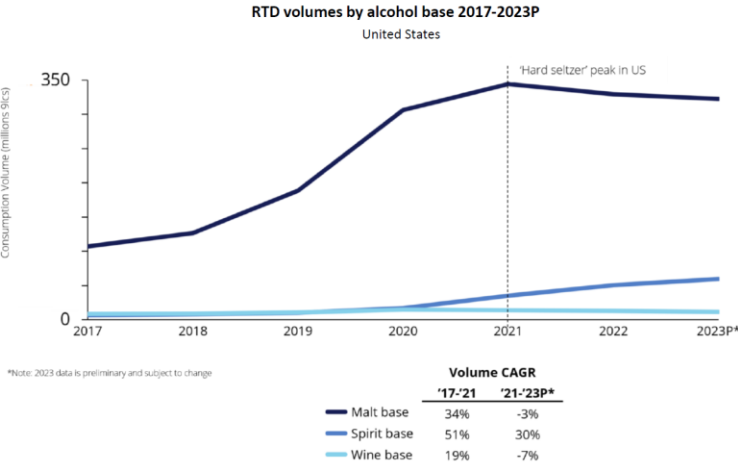


资料来源：DISCUS，平安证券研究所（注：因历史数据不全，烈酒统计不包含利口酒、鸡尾酒&RTD和调和威士忌）

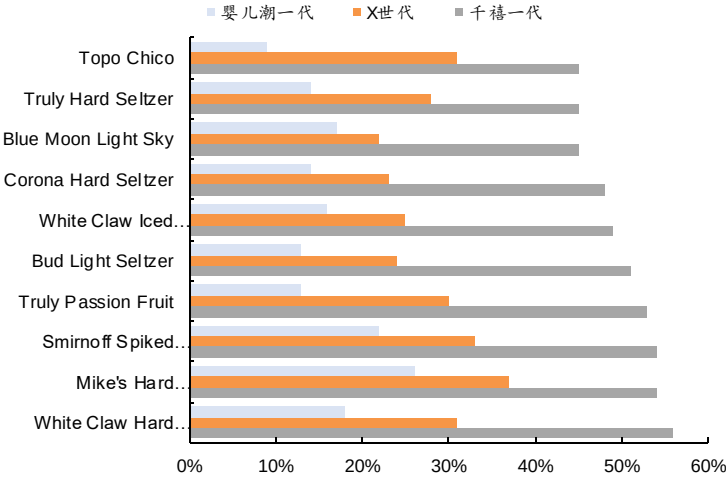
2.3.6 酒类消费：RTD面向年轻群体，烈酒基RTD成为新增长极

- **RTD受年轻消费者喜爱，快速发展后总量趋于平稳：**据研究机构YouGov，2023年50%+千禧一代（1981~1996年出生）消费者偏好RTD，而X世代（1965~1980）、婴儿潮一代（1946~1964）偏好RTD的比例相对较小；据研究机构SIS International，RTD受众普遍追求便利性、健康生活方式、创新体验、多样化口味。据DISCUS，2017-21年，美国RTD市场快速发展，麦芽基/烈酒基/葡萄酒基的RTD销量CAGR分别为+34%/+51%/+19%。而经过前几年的快速发展后，目前RTD市场整体趋于平稳，据IWSR，2022年美国RTD市场规模182亿美元，预计2022-27年量CAGR +1%，销售额CAGR +3.0%。
- **政策+疫情催化+消费升级，烈酒基对麦芽基RTD形成替代。**据IWSR，美国的RTD以麦芽基（包含硬苏打）为主，2023年麦芽基占到美国RTD总销售额的83%，而同期烈酒基RTD占比仅16%，我们认为主要是因为烈酒基RTD税率更高，同时也受到更加严格的渠道销售限制。但从增速上看，烈酒基RTD远高于啤酒基RTD，并对其形成替代效应，2021-23年烈酒基RTD量CAGR +30%，同期麦芽基RTD CAGR -3%，呈缓慢下滑状态，我们认为主要原因包括：1）疫情期间渠道限制政策有所松动，DISCUS也在推动烈酒基RTD税率降低；2）疫情催生家庭场景饮用烈酒RTD，疫情后消费习惯逐渐沉淀；3）伴随经济发展与受教育程度提升，消费者需求多元化、高端化，烈酒基RTD品类更加丰富，更能够满足消费升级需求。

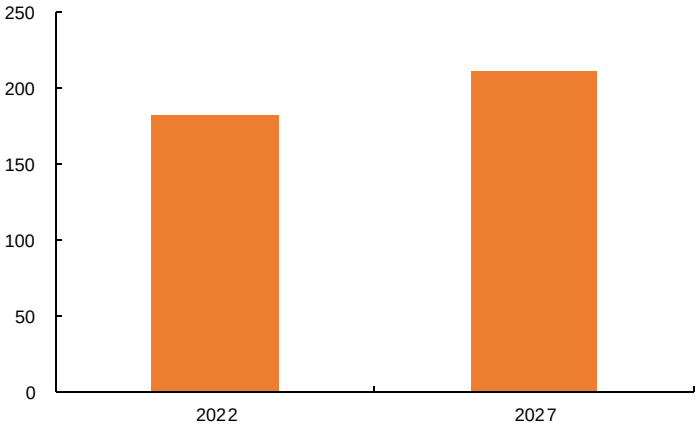
美国RTD分品类销量情况



美国主流RTD品牌偏好



美国RTD销售额及预测（亿美元）





目录 CONTENTS

● 日本：人口缓慢下行，结构主导发展

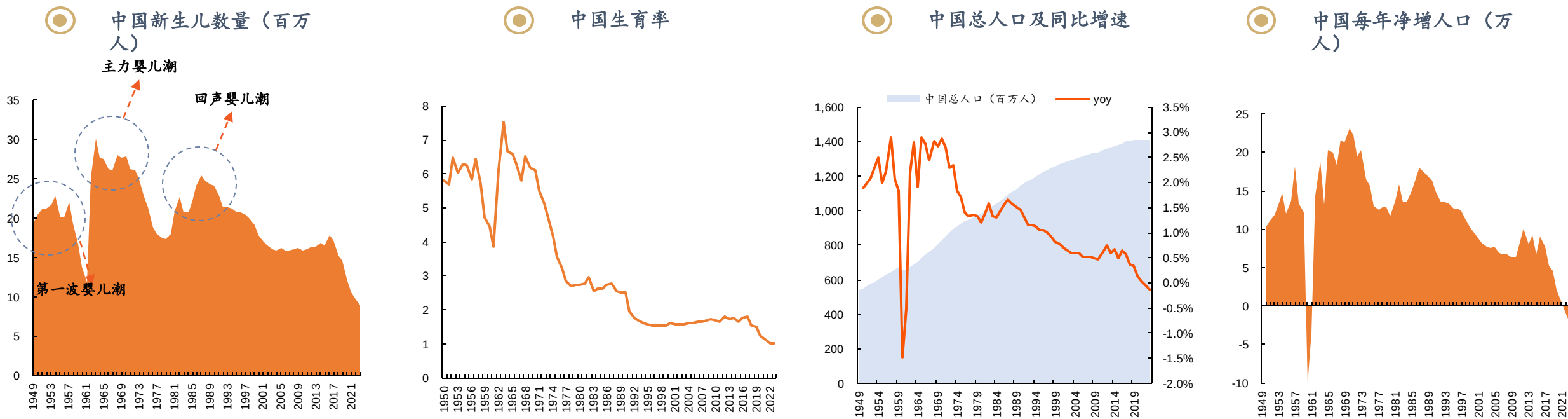
● 美国：人口稳定上行，总量驱动消费

● 中国：名优白酒基本盘稳固，或迎回声婴儿潮催化

● 投资建议与风险提示

3.1.1 中国人口：3波婴儿潮后，新生人口回落，人口总量缓慢下降

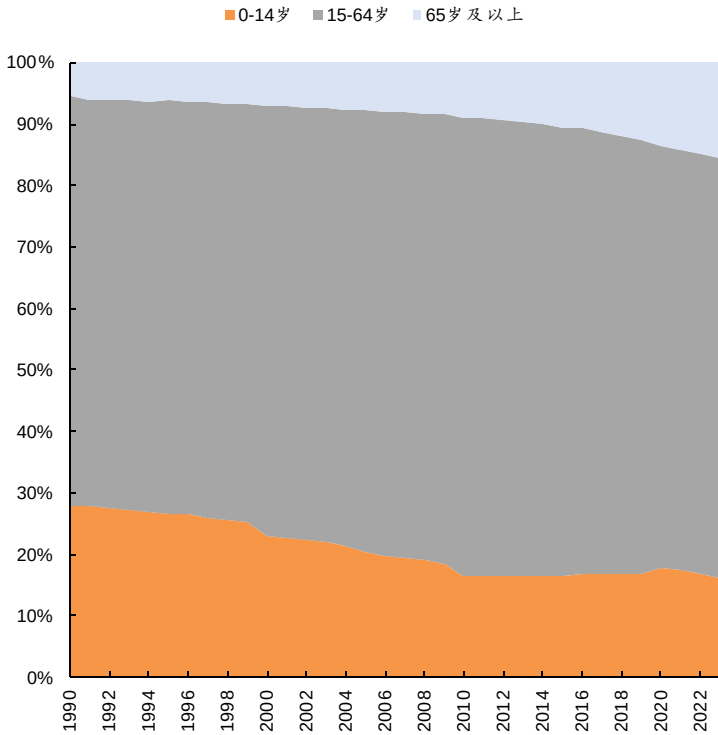
- **新中国成立以来，总共经历过3波婴儿潮：****1）1949~1957年（第一波婴儿潮）：**新中国成立初期，国家鼓励生育增加人口，社会环境、医疗水平持续改善，婴儿出生率快速增长，据国家统计局，该阶段年均出生2102万人，总出生人口1.89亿人；**2）1962~1973年（主力婴儿潮）：**在经历过“三年自然灾害”后，粮食供应恢复，国民经济好转，补偿性生育较强，这也成为新中国成立以来，出生人口最多、影响最深远的婴儿潮，该阶段年均出生2698万人，总出生人口3.24亿人；**3）1986~1990年（回声婴儿潮）：**主力婴儿潮逐渐进入婚育年龄，虽然有计划生育政策限制，但育龄人口基数较大，该阶段年均出生2457万人，总出生人口1.23亿人。
- **中国人口总量进入缓慢下降区间：**据国家统计局，2023年末全国人口14.1亿人，2022/23年人口同比增速分别为-0.1%/-0.1%，已经连续两年负增长，据联合国人口司预测，中性情况下，2033年中国人口数预计为13.9亿人，2023-2033年CAGR -0.16%，进入缓慢下降区间。



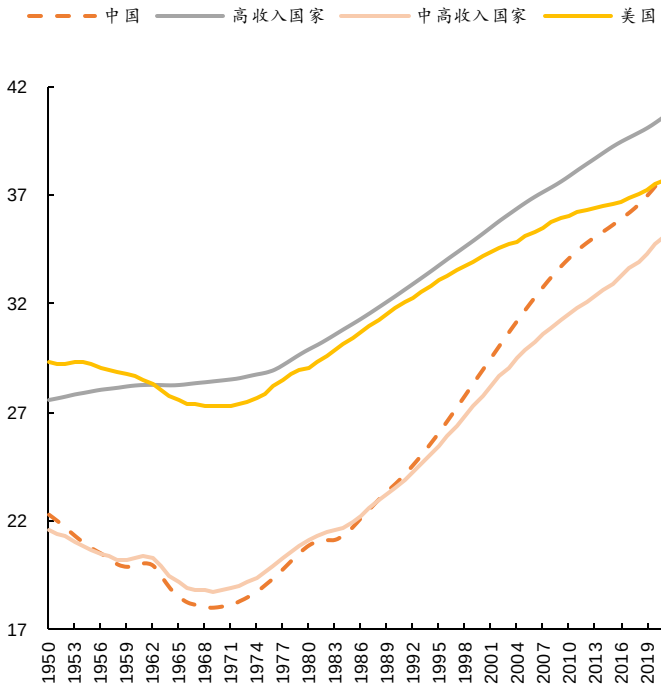
3.1.2 中国人口：老龄化程度加深，受教育水平提升

- **老龄化程度持续加深：**据国家统计局，2000年我国65岁以上老人占比7.0%，步入轻度老龄化社会；2021年占比14.2%，步入中度老龄化社会；2023年占比15.4%，2022/23年同比+0.7/+0.5pct，老龄化程度持续加深；国家卫健委预测2035年中国将进入重度老龄化阶段。据联合国人口司预测，2021年我国人口年龄中位数为37.9岁，而同期中高收入/高收入国家分别为35.1/40.7岁。
- **受教育程度持续提升：**据世界银行，2020年中国25岁以上的男性/女性完成高等教育的比例分别为16.8%/15.4%，较2000年分别+11.4/+12.3pct。

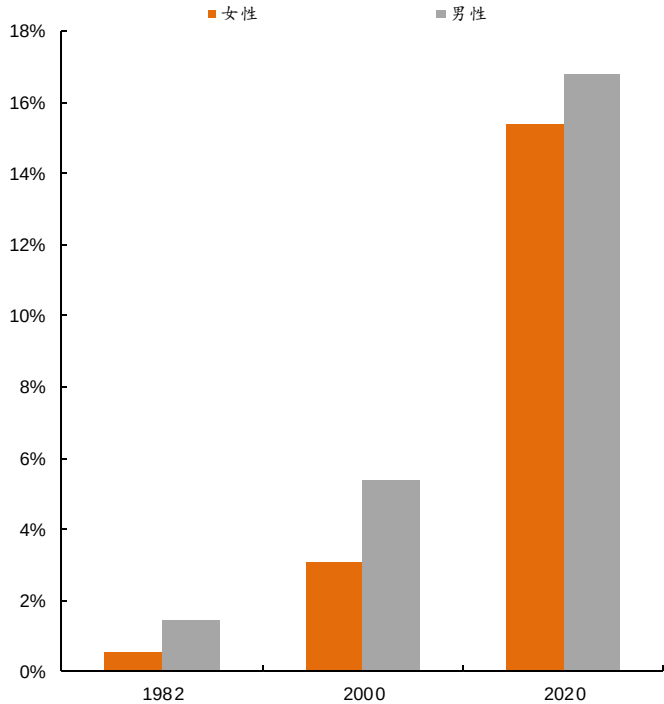
中国年龄结构



中国年龄中位数（联合国预估）对比情况（岁）



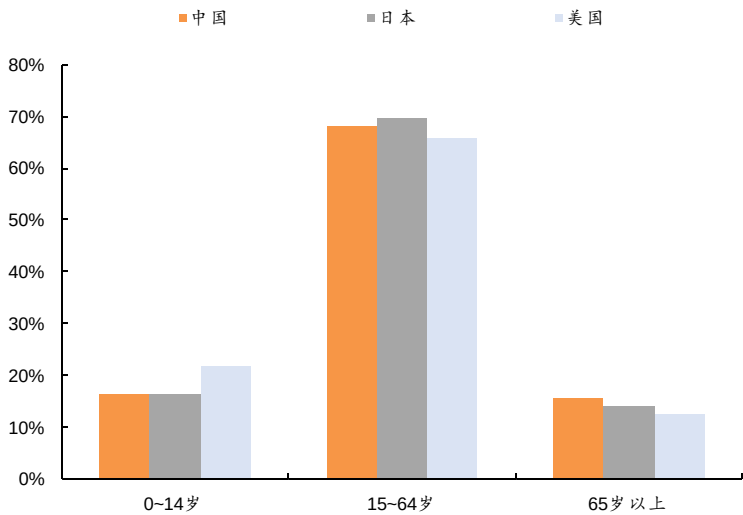
中国25岁以上人口中完成高等教育比例



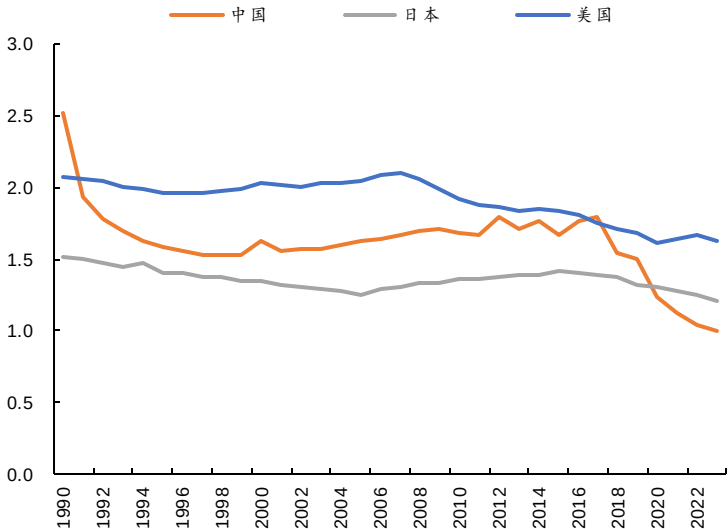
3.2.1 展望1：饮酒总量长期缓慢下滑，但回声婴儿潮或催生小阳春

- **结论1：决定量的长期因素是人：**饮酒总量=人口总量x人均饮酒量（人口结构、消费习惯），不同国家、发展阶段核心驱动因素不同。90年代后，日本人口总量稳定略下滑，人口结构（婴儿潮、核心消费人群占比）与饮酒总量拟合度较高；90年代后，美国饮酒总量主要由人口总量驱动，人均饮酒量受人口结构拉动告一段落，受消费习惯影响较大。
- **当前的中国与90年代的日本人口结构类似，美国则更加年轻：**据国家统计局、日本统计局与世界银行，1993年日本0~14岁/15~64岁/65岁以上人口占比分别为16.3%/69.7%/13.9%，2023年中国0~14岁/15~64岁/65岁以上人口分别为16.3%/68.3%/15.4%，而1993年的美国人口结构更加年轻，0~14岁人口占比达21.9%，远高于日本和中国。从发展趋势的角度看，2023年中国的生育率和净移民与1993年的日本更加接近，美国依靠较高的生育率水平与移民政策，人口稳定增长且结构较年轻，而中国和日本则面临总人口下滑、人口老龄化等压力。

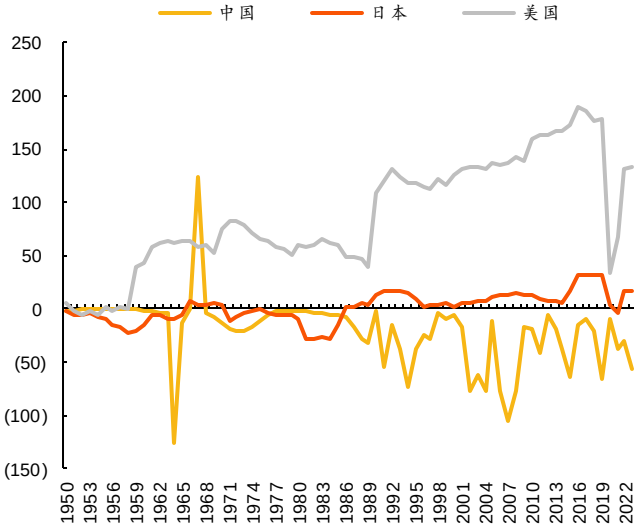
1993年日本&美国与2023年中国年龄结构对比



中美日生育率对比



中美日净移民对比（万人）

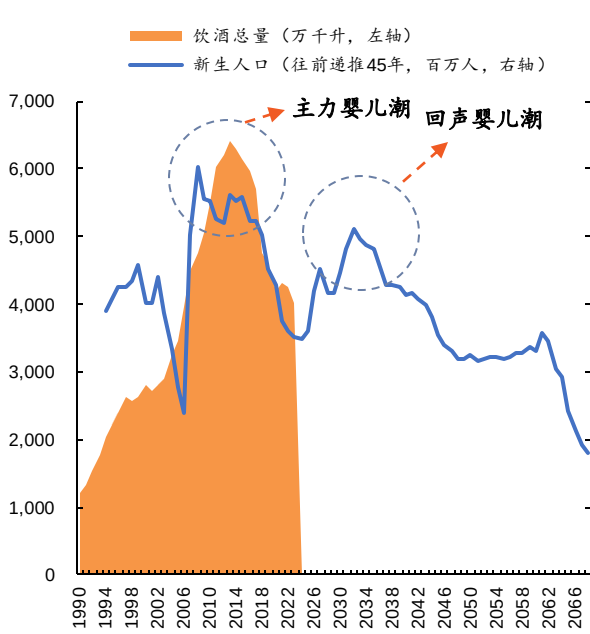


资料来源：国家统计局，世界银行，日本统计局，联合国人口司，平安证券研究所

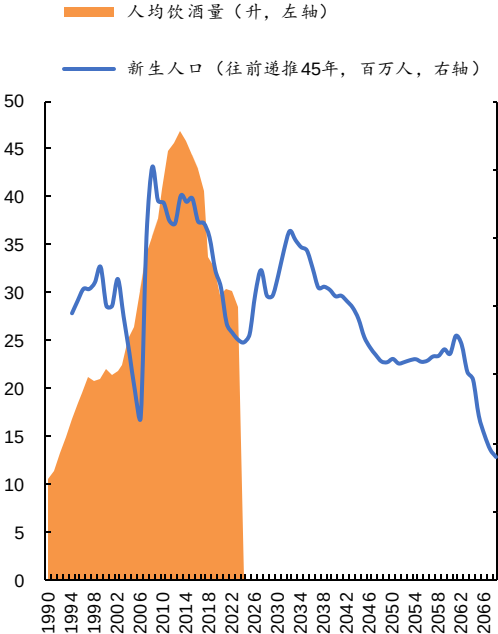
3.2.1 展望1：饮酒总量长期缓慢下滑，但回声婴儿潮或催生小阳春

➤ **展望1：饮酒总量长期缓慢下滑，但回声婴儿潮或催生小阳春：**当前中国的人口结构、发展趋势与90年代的日本相似，进入总量稳定略下滑的阶段，考虑日本经验，我们认为短期和中期，饮酒总量更多受到人口结构影响（婴儿潮、核心消费人群占比）。据国家统计局数据，我们发现新生人口（往前递推45年）与饮酒量、人均饮酒量均体现出较强的拟合性，2003-2012年白酒的黄金十年与主力婴儿潮（1962~1973）进入核心饮酒年龄段具有较大联系。如果我们用婴儿潮（向前递推45年）来模拟未来白酒消费走势，2024年（对应1979年新生人口1738万）或将位于周期性的阶段性底部，而后白酒饮酒总量或将呈现逐年改善趋势，并在2032年左右达到小阳春高峰（对应1987年新生人口2550万）。小阳春后，白酒消费或呈缓慢下降态势，2045年（对应2000年新生人口1778万）与2024年基本持平。

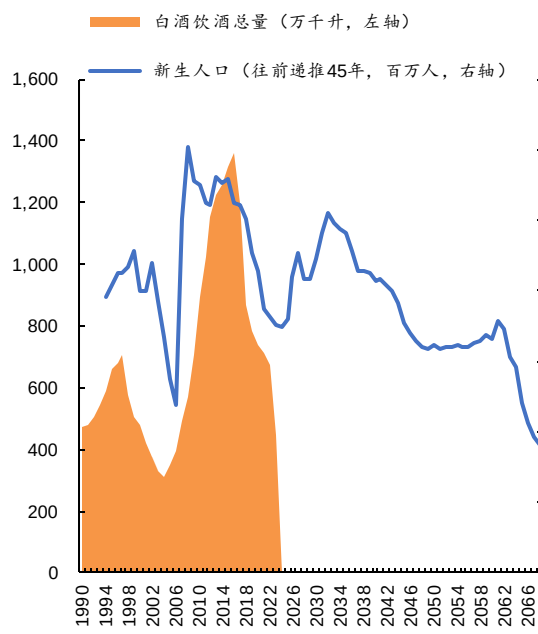
中国饮酒总量与新生人口



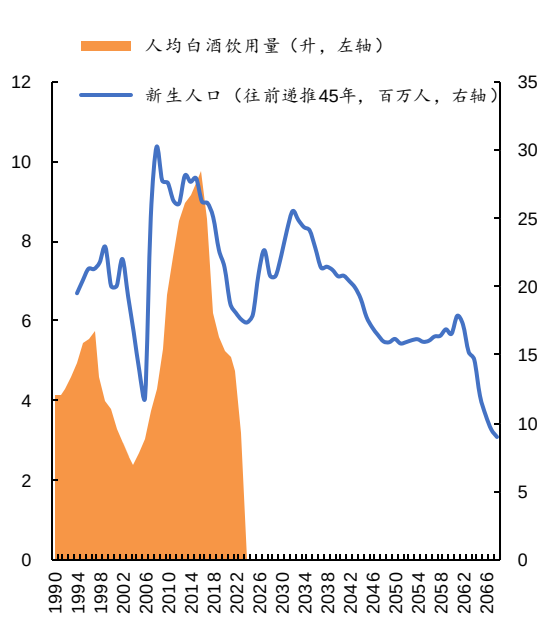
中国人均饮酒量与新生人口



中国白酒饮酒总量与新生人口

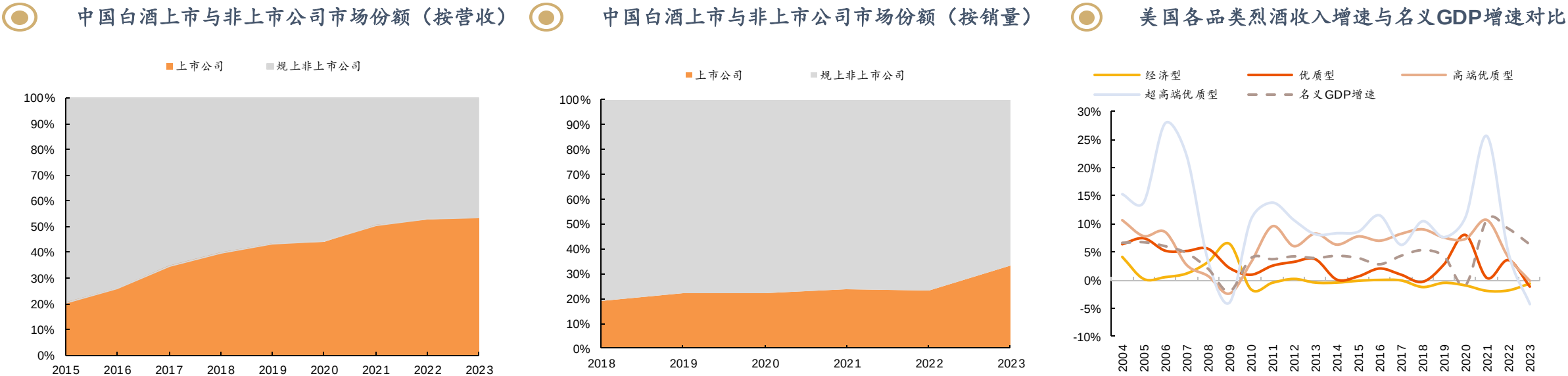


中国人均白酒饮用量与新生人口



3.2.2 展望2：集中度提升与高端化将成为白酒长期逻辑

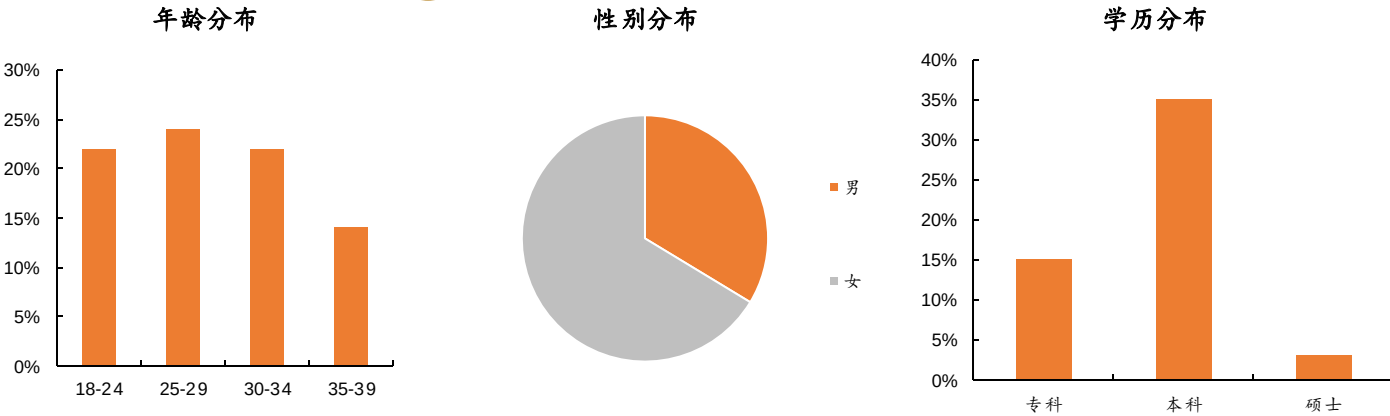
- **结论2：价格长期增长，高端化仍将持续：**90年代日本酒类销量见顶后，各个品类高端化持续推进，清酒中高端的纯米大吟酿占比增加，威士忌价格指数亦持续增长；20世纪以来，美国价值更高的烈酒表现优于啤酒和葡萄酒，烈酒品类本身同样不断升级，高端烈酒销量/价格表现均优于低端烈酒，销售额长期跑赢名义GDP，市场份额持续向高端产品集中。
- **展望2：集中度提升与高端化将成为白酒长期逻辑：**据各公司财报，2023年上市白酒公司总营业收入4062亿元，占到规模以上白酒收入的53.7%，较2015年提升33.3pct。我们认为上市的名优酒企在渠道、品牌方面具备优势，主要产品为各个价格带的龙头，下行周期韧性更强，因而更加具备穿越周期的能力，行业的集中度也将不断提升。从空间上看，2023年上市公司白酒销量151万千升，仅占到规模以上白酒公司产量的33.6%（若加回非纯粮固态发酵产品，实际占比更低），仍有较大替代空间。此外，茅台（飞天）、五粮液（普五）、泸州老窖（国窖1573）、剑南春（水晶剑）等拥有全国化大单品的酒企通过提价强化高端形象、增厚营收；古井贡酒等品牌力稍弱的地产酒则通过产品更新换代，引导消费者向更高级别的产品转移，参考美国和日本的经验，长期来看，白酒高端化将持续推进，为行业贡献价格增量。



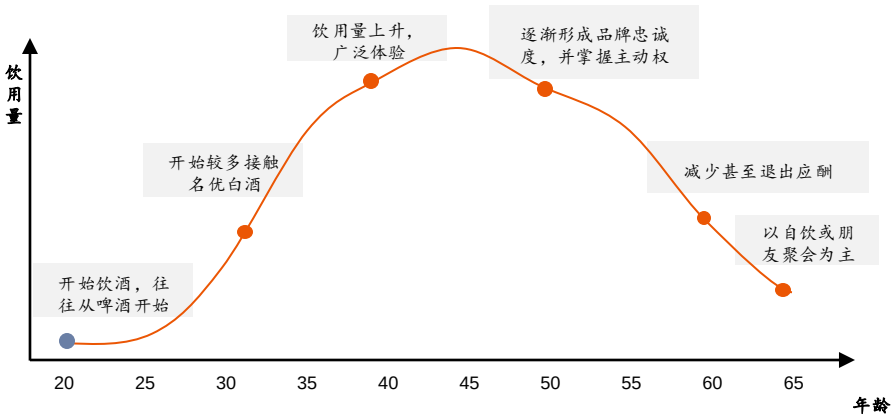
3.2.3 展望3：RTD发展潜力较大，但名优白酒基本盘稳固

- **结论3：年轻消费者将决定未来趋势：**日本的酒类消费从清酒/烧酒，再到啤酒，最后RTD的兴起，实则是因为低酒精、易入口、口味丰富的RTD更加受到当代年轻消费者，特别是女性消费者的喜爱；美国市场烈酒基RTD的快速发展同样体现出，伴随受教育水平提升，年轻人对于健康生活、创新体验、多样化口味的需求。
- **展望3.1：RTD发展潜力较大：**据凯度咨询联合天猫发布的《2022年底度潮饮趋势报告》，低度潮饮（包括预调鸡尾酒、梅酒、Highball、果酒等）的消费群体以年轻用户、女性用户为主，并且普遍具有较高学历，在饮用场景中朋友聚会（68%）、家庭聚餐（67%）、家中独酌（63%）、美食佐餐（59%）、户外饮用（42%）倾向较高。据华经产业研究院，2022年我国预调酒市场规模71.6亿元，参考日本和美国的经验，伴随年轻消费者、女性消费者的崛起，我们认为中国RTD市场仍有较大的提升空间。
- **展望3.2：名优白酒基本盘稳固：**我们认为RTD的兴起会对啤酒、低端口粮白酒形成替代效应，而非名优白酒，考虑到：1）从场景上看，名优白酒主要在宴席、商务、流通（包含礼赠）渠道消费，具有面子属性，属于悦人消费，对标海外高端烈酒；RTD主要聚焦自饮、普通朋友聚餐，属于悦己消费，对标啤酒与低端口粮酒；2）从消费曲线上看，据CMMS研究院与智研咨询，2021年中国白酒消费者男性占比72%，他们大多从18~20岁左右开始饮酒，并且往往从啤酒（RTD可能替代的部分）开始，30~35岁开始转向名优白酒，40~45岁饮用量持续提升。我们认为伴随这部分RTD年轻消费者步入中年，社会压力增长，面子、社交、悦人需求提升，仍将转化为名优白酒消费者。

2022年底度潮饮消费者画像



名优白酒消费曲线





目录 CONTENTS

- 日本：人口缓慢下行，结构主导发展
- 美国：人口稳定上行，总量驱动消费
- 中国：名优白酒基本盘稳固，或迎回声婴儿潮催化
- 投资建议与风险提示

4.1 投资建议

➤ **把握集中度提升+高端化的投资机会。** 存量市场中，上市的名优酒企在渠道、品牌方面具备优势，主要产品为各个价格带的龙头，下行周期韧性更强，因而更加具备穿越周期的能力，马太效应明显；长期来看，高端化仍将持续，为行业贡献价格增量。近期消费政策表述积极，而白酒龙头动销与库存良性、价盘稳定，建议关注低估值下的补仓机会，标的上推荐三条主线，一是需求坚挺的高端白酒，推荐五粮液、泸州老窖；二是全国化持续推进的次高端白酒，推荐山西汾酒；三是主力产品位于扩容价格带的地产酒龙头，推荐古井贡酒、老白干酒。

白酒公司估值表

股票代码	股票简称	8月20日	EPS（元）				PE（倍）				评级
		收盘价（元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
000858.SZ	五粮液	123.15	7.78	8.71	9.75	10.84	15.8	14.1	12.6	11.4	推荐
600809.SH	山西汾酒	182.17	8.56	10.71	13.10	15.85	21.3	17.0	13.9	11.5	推荐
000568.SZ	泸州老窖	123.85	9.00	11.06	13.30	15.79	13.8	11.2	9.3	7.8	推荐
002304.SZ	洋河股份	77.39	6.65	7.19	8.09	9.02	11.6	10.8	9.6	8.6	推荐
000596.SZ	古井贡酒	177.00	8.68	11.27	14.16	17.47	20.4	15.7	12.5	10.1	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	50.93	2.86	3.64	4.57	5.61	17.8	14.0	11.1	9.1	推荐
600702.SH	舍得酒业	50.48	5.32	6.17	7.10	8.11	9.5	8.2	7.1	6.2	推荐
603919.SH	金徽酒	17.10	0.65	0.79	1.00	1.23	26.4	21.5	17.1	13.9	推荐
600559.SH	老白干酒	17.50	0.73	0.93	1.18	1.44	24.0	18.7	14.8	12.1	推荐

风险提示

➤ 风险提示：

- 1) **宏观经济波动影响：**白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；
- 2) **消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏。
- 3) **食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 4) **原材料波动影响：**食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；
- 5) **行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。

平安证券综合研究所投资评级：

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±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±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。

免责声明：

此报告旨为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2024版权所有。保留一切权利。