



白酒行业行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告
证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）
liuchenqian@gjzq.com.cn yetao@gjzq.com.cn

复盘专题：如何看待转折期时白酒配置价值？

投资逻辑

当下白酒行业景气度在企稳的基础上乍暖复苏，但数年的回调使得市场对白酒的配置价值仍有迟疑。本文详细复盘了2011~2016年白酒行业的景气周期与库存周期，以及转折期时龙头酒企的量价决策，为当下白酒板块投资提供参考。预期先行，市场达成对复苏的一致预期时白酒配置便进入右侧、即使基本面与报表仍未共振。当下与上一轮转折期的相似性：底部企稳、只待右侧复苏催化：2024年9月的政策转向托底了白酒景气预期的下限，春节反馈已印证行业景气度步入下行趋缓阶段、与2015年相似，彼时形成了中期拐点的预期，但具体节奏仍待观察政策落地斜率。进一步地，近期两会召开、消费相关政策陆续落地，市场对复苏预期加速夯实、与2016年相似。

稳固的复苏预期确立需要宏观指标+微观消费体感相互印证。近期高档酒批价及部分一、二线城市房价表现企稳，股市财富效应逐步显现，微观消费体感环比改善。飞天茅台批价企稳对白酒产业情绪稳定具有重要意义，渠道盈利预期修复带动节后行业信心持续回升。待量变至质变，静候戴维斯双击下白酒板块的强进攻性。

投资建议：目前白酒板块PE-TTM约21X、位于2016年至今14th分位。当下板块并未Price-in过多的复苏预期，对酒企中期EPS、对飞天茅台批价预期仍偏谨慎，预期仍待数据印证修复、这也是白酒板块潜在进攻性的来源，我们认为此轮行情不止于此的根源是复苏本身具备确定性。我们强烈推荐底仓配置稳健性α酒企，包括横跨周期、留有经营后手的高端酒贵州茅台、五粮液，经营边界仍在持续突破、品牌势能方兴未艾的山西汾酒、今世缘等；建议择时增配成长性前景更强的泛全国化酒企，包括泸州老窖、古井贡酒，两者均是强组织力的代表。

上一轮转折期的白酒复盘：1) 2011~2012年：景气度冲高回落，外部事件加速产业出清。期内业绩持续兑现是白酒板块相对收益的主要来源，但自上而下的谨慎情绪已对板块估值构成压制，2012年末外部风险事件加速行业调整。
2) 2013~2014年：渠道集中去库存，报表出清价盘逐步企稳。期初，酒企普遍低估了严控“三公”消费、反腐倡廉等政策转向对白酒行业的影响，虽酒企仍试图令渠道被动加库存，但行业量价齐跌、仍加速进入去库存阶段。经历2013年洗礼后，2014年酒企经营规划已更理性，经营思路从“以价换量”转向“以量换价”，把控供给、渠道加速去库存。至期末，市场对行业基本面、报表环比改善具备一定预期，但缺乏明确的行业右侧催化叙事。

3) 2015~2016年：通胀预期迎拐点，量价齐升再回上行周期。2015年至2016年初期，白酒板块呈现“弱进攻、强防御”的特征，前者源于需求侧缺乏强有力的拉力，在牛市阶段明显跑输；后者源于低机构持仓、低预期，大盘回落时有相对收益。至2016年两会前后，伴随市场风格切换、白酒板块进攻性逐渐由弱转强，主要源于：1. 地产周期上行，棚改货币化安置加速，泛商务需求改善预期渐起。2. 房价上行催生居民端财富效应。3. 居民收入提升带动消费情绪回暖，大众消费升级成为主叙事逻辑。自此，白酒产业重回“量价齐升”的景气上行周期。

上一轮转折期的龙头量价策略复盘：1) 贵州茅台：核心单品先放量后控量、先降低代理门槛后加强渠道监管，并完善产品梯队架构以分流主品压力。公司在行业下行期仍能顺利招商并放量的前提是充足的渠道利差以及独一无二强势的品牌力，品牌力强势意味着对消费者而言产品可替代性较低。2) 五粮液：2014年公司及时纠正价格策略，精准地再摸准主品价格定位，积极推进渠道变革，通过控量稳价巩固渠道信心，随后抓住行业复苏契机大胆提价、走出底部困境。3) 泸州老窖：先破后立。公司打破了原有杂乱的品牌体系、梳理成打造大单品的经营思路；摒弃了柒泉模式、创设了品牌专营模式。公司笃定把国窖1573做出来的决心，在动销薄弱区域试行类直营模式做终端、做消费者培育。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，禁酒令等政策风险，食品安全风险。



内容目录

引言.....	5
一、白酒景气周期划分及库存周期阐述.....	5
二、2011~2016 年白酒周期复盘.....	7
2.1 2011~2012 年：景气度冲高回落，外部事件加速产业出清	7
2.2 2013~2014 年：渠道集中去库存，报表出清价盘逐步企稳.....	11
2.3 2015~2016 年：通胀预期迎拐点，量价齐升再回上行周期.....	17
三、行业龙头在上一轮行业转折期的量价策略复盘.....	23
3.1 贵州茅台：先以价换量，后控主品平稳过渡.....	23
3.2 五粮液：及时价格纠偏，倒逼直分销改革，实现守份额、挺形象、去库存.....	26
3.3 泸州老窖：先破后立，大单品战略+品牌专营模式确立.....	29
四、对当下白酒板块投资策略的启示.....	33
4.1 当下与上一轮转折期的相似性：底部企稳、只待右侧复苏催化.....	33
4.2 如何看待右侧复苏的催化因素？	34
4.3 白酒板块配置建议.....	35
五、风险提示.....	38

图表目录

图表 1： 2007 年至今 SW 白酒相对全 A 综指相对收益及白酒景气周期梳理	5
图表 2： 2011~2016 年白酒指数、全 A 综指走势及关键事件梳理	6
图表 3： 白酒的库存周期导致酒企报表拐点滞后于基本面拐点	7
图表 4： 2003~2014 年季度 GDP 增速 (%)	8
图表 5： 2002~2012 年煤炭产量保持高速增长	8
图表 6： 2003~2012 年固定资产投资维持 20%以上高速增长 (%)	8
图表 7： 2012 年前，高端白酒消费结构以政商务为主	8
图表 8： 2003~2011 年烟酒类零售增速高于整体零售增速	8
图表 9： 2003~2016 年末白酒指数收盘价及 PE-TTM	9
图表 10： 2004~2016 年白酒指数涨跌幅贡献拆分	9
图表 11： 2011 年 CPI 水平保持高位 (%)	9
图表 12： 高端酒批价在 2012 年初见顶（元/瓶）	9
图表 13： 2012 年 3 月起 PPI 同比转负	10
图表 14： 2011 年 9~10 月 70 大中城市价格指数环比转负	10
图表 15： 仅 8 个一级板块在 2011~2012 年均保持利润总额增长	10



图表 16: 2011~2012 年严控三公消费相关政策.....	10
图表 17: 2011~2012 年白酒指数较全 A 综指相对收益及重要事项复盘.....	11
图表 18: 2013 年初贵州茅台、五粮液遭受反垄断处罚相关事件梳理.....	11
图表 19: 2013 年 PMI 震荡上行.....	12
图表 20: 2013 年限额以上餐饮收入持续下滑.....	12
图表 21: 2013Q2 起上市酒企归母净利加速出清.....	12
图表 22: 2013 年部分加强反腐倡廉的事件梳理.....	13
图表 23: 白酒板块基金重仓持股在 2012Q4~2013Q3 期间集中出清.....	14
图表 24: 头部酒企对 2014 年经营目标设定普遍更理性.....	14
图表 25: 2014 年 CPI 同比趋稳、PPI 同比延续负增.....	15
图表 26: 2014 年消费对 GDP 增长的拉动高于投资与出口.....	15
图表 27: 2014 年普五、高度国窖相继下调出厂价（元/瓶）.....	15
图表 28: 2014 年高端酒批价逐步企稳（元/瓶）.....	15
图表 29: 2014 年 10 年期国债到期收益率震荡下行（%）.....	16
图表 30: 2014~2015 年央行密集降息（%）.....	16
图表 31: 2013~2014 年白酒指数较全 A 综指相对收益及重要事项复盘.....	16
图表 32: 白酒消费结构拆分及指标跟踪体系.....	17
图表 33: 2015 年后，高端白酒消费结构以个人&商务为主.....	17
图表 34: 2015 年规上工业企业利润同比持续下滑.....	17
图表 35: 2015 年土拍热度持续提升.....	18
图表 36: 2015 年地产销售逐步回暖并传导至开工（%）.....	18
图表 37: 1980 年后回声婴儿潮对 2015 年前后宴席需求构成支撑.....	18
图表 38: 2015 年前后正值结婚人群高峰.....	19
图表 39: 2015 年前后消费者信心指数震荡趋稳.....	19
图表 40: 行业头部单品批价上行易催生投资需求.....	19
图表 41: 飞天茅台老酒较当年新品溢价也体现投资价值.....	19
图表 42: 2015 年上市酒企归母净利陆续实现恢复性正增长.....	20
图表 43: 2015~2017 年棚改货币化安置比例持续提升.....	21
图表 44: 2016 年商品房销售面积增速大幅提升（%）.....	21
图表 45: 2016 年房地产开发投资增速回升.....	21
图表 46: 2016 年二、三线城市房价开始上行.....	21
图表 47: 2016 年酒类 CPI 同比回正（%）.....	22
图表 48: 2016 年上市酒企业绩持续正增.....	22
图表 49: 2015~2016 年白酒指数较全 A 综指相对收益及重要事项复盘.....	22
图表 50: 贵州茅台 2012~2016 年经营目标及达成情况梳理.....	23



图表 51: 2012 年飞天茅台批价高点时渠道毛利率达到 199%.....	24
图表 52: 2013~2014 年贵州茅台针对茅台酒量价政策梳理.....	24
图表 53: 2015 年贵州茅台应收票据余额大幅提升.....	25
图表 54: 2015H2 起贵州茅台预收款余额环比持续提升.....	25
图表 55: 2014 年末~2016 年贵州茅台针对茅台酒量价政策梳理.....	25
图表 56: 五粮液 2012~2016 年经营目标及达成情况梳理.....	26
图表 57: 2006~2016 年五粮液（普五）批价及出厂价梳理.....	27
图表 58: 2013~2014 年五粮液渠道营销策略梳理.....	27
图表 59: 2015~2016 年五粮液渠道营销策略梳理.....	28
图表 60: 五粮液自 2014 年起施行相对宽松的票据政策.....	29
图表 61: 五粮液渠道回款积极性自 2015 年末逐步修复.....	29
图表 62: 2012~2017 年泸州老窖营收分产品梳理（亿元）.....	30
图表 63: 2012~2017 年泸州老窖营收分区域梳理（亿元）.....	30
图表 64: 2015 年 3 月泸州老窖回购已售商品情况.....	30
图表 65: 2006~2016 年国窖 1573 批价及出厂价梳理.....	31
图表 66: 2013~2015 年国窖 1573 渠道营销策略梳理.....	31
图表 67: 泸州老窖销售公司及品牌专营公司架构示意.....	32
图表 68: 2016 年部分国窖 1573 渠道营销策略梳理.....	32
图表 69: 2022 年起规上工业企业盈利逐步走弱.....	33
图表 70: 2022 年起 CPI、PPI 同比持续走弱（%）.....	33
图表 71: 2021 年末起各线城市房价开始下跌.....	33
图表 72: 2021 年起居民储蓄意愿持续提升（%）.....	33
图表 73: CPI、PPI 与飞天茅台批价同比变动相对同步.....	34
图表 74: M1 同比变动领先于飞天茅台、五粮液批价变动.....	35
图表 75: 白酒上市酒企预收款余额自 2015 年起逐步提升（亿元）.....	35
图表 76: 截至 2024 年末，白酒板块非指数基金重仓持股市值占比 2.82%.....	36
图表 77: 飞天茅台批价变动对行业整体渠道毛利影响测算.....	36
图表 78: 2021~2024 年茅台酒基酒产量平稳.....	37
图表 79: 2021~2024 年茅台系列酒基酒产量持续提升.....	37
图表 80: 2014 年至今白酒内部各子板块累计涨跌幅梳理.....	37



引言

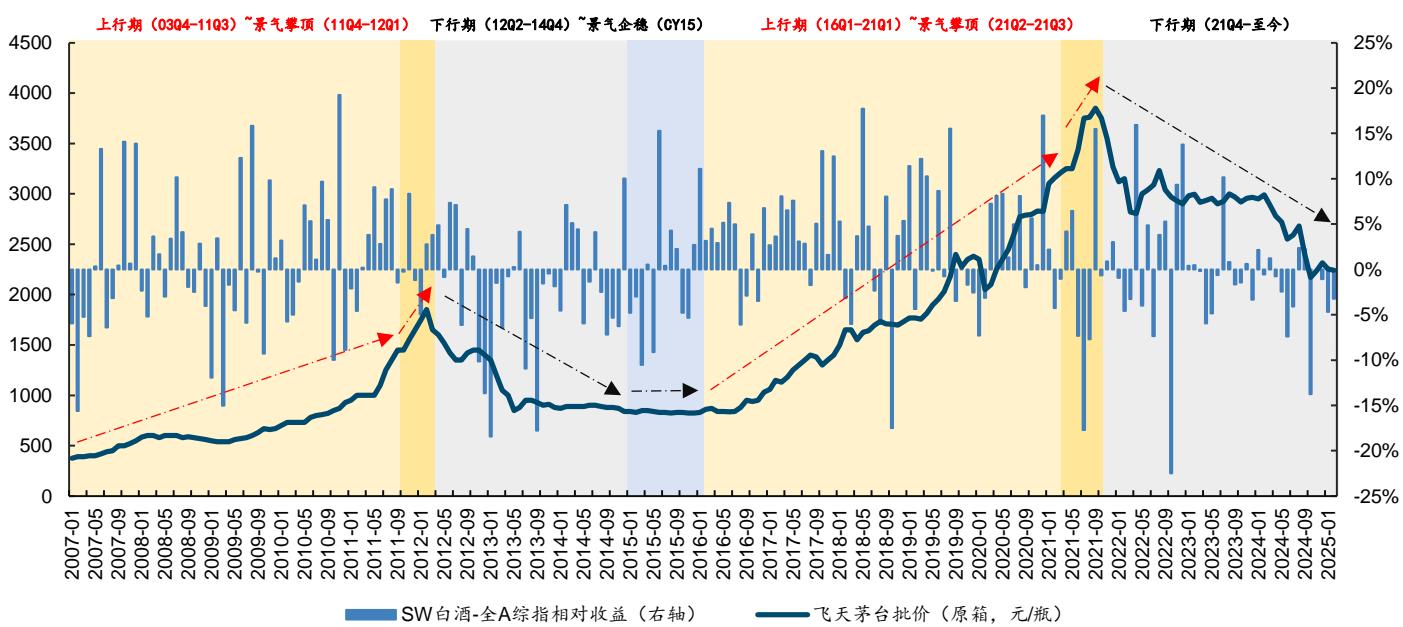
由长至短，我们认为白酒产业可大体划分为三个层次：长维度的品牌周期、中维度的景气周期以及短维度的库存/产品周期。在长维度的品牌周期中，从山西汾酒到五粮液，再到如今贵州茅台引领，分别隐含了社会发展浪潮下生产工艺红利到渠道创新红利，再到消费者教育红利的演变。

当前，人口红利逐步消退，新消费趋势正引领白酒行业需求侧变革，白酒产品的“悦己”与“悦他”属性并存，行业格局已逐步呈现单巨头（贵州茅台）、多品牌簇拥（如五粮液、山西汾酒、泸州老窖等）的局面。基于此，宏观经济周期的更迭交错推动了白酒景气周期。例如，2003 年下旬起白酒行业景气度逐步企稳回升，虽在 2008 年有所曲折，但仍延续至 2012 年初攀顶，随后持续回落至 2015 年筑底。最近一轮白酒景气周期始于 2016 年，同样在 2018 年经历曲折，延续至 2021 年中旬攀顶，后持续回落至今。

从定性角度而言，结合春节旺季白酒的动销情况，当前白酒行业仍处于景气度下行趋缓阶段，我们预计 2025 年中期有望实现底部企稳。本文旨在通过对上一轮周期中景气拐点时期的复盘，分析市场预期的更迭及其伴随的预期交易特征，以及酒企在穿越周期过程中所采取的产品和渠道战略决策成效，为本轮周期临近底部阶段的行业配置提供参考。

整体而言，我们认为市场预期会先于基本面景气改善而进行交易。自“924”以来，白酒行业估值已伴随市场预期的修复有所回升，但行业整体仍呈现出低持仓、低预期的特征。在此背景下，我们建议底仓配置稳健的 alpha 个股，如贵州茅台、五粮液、山西汾酒；同时重点关注市场能否自上而下形成温和复苏的预期，择时增配赔率更优的泛全国化酒企。

图表1：2007 年至今 SW 白酒相对全 A 综指相对收益及白酒景气周期梳理



来源：I find, 今日酒价，国金证券研究所（注：考虑全 A 综指数据起始自 2007 年，故作图与之匹配，实际上一轮周期起始自 2003 年末；数据截至 2025 年 2 月）

一、白酒景气周期划分及库存周期阐述

在划分白酒景气周期的具体阶段时，除借鉴渠道的定性反馈外，我们主要参考飞天茅台的批价表现。自 2007 年下半年以来，飞天茅台已成为白酒产业中引领价格突破天花板的核心规模化单品，至今仍采用顺价模式运作、价格形成机制相对市场化。

伴随白酒流通渠道的日益成熟，飞天茅台不仅具备传统可选消费品属性，也逐渐显现出类似有价证券的资产属性，例如其价格时序波动会呈现加速赶顶后回落等特征。因此，我们认为飞天茅台批价变动在一定程度上能反映白酒产业各参与方对行业景气度的预期变化。

基于此，我们认为 2003~2015 年和 2016 年至今的两轮白酒周期的景气高峰分别出现在 2012Q1 和 2021Q3，期间飞天茅台批价均呈现加速赶顶的态势。然而，在每轮周期内部，行业也曾遭受外部风险事件的冲击，例如 2008 年和 2018 年。尽管如此，考虑到行业整体量价逻辑并未改变，我们也未对近两轮白酒周期进行再细化拆分。



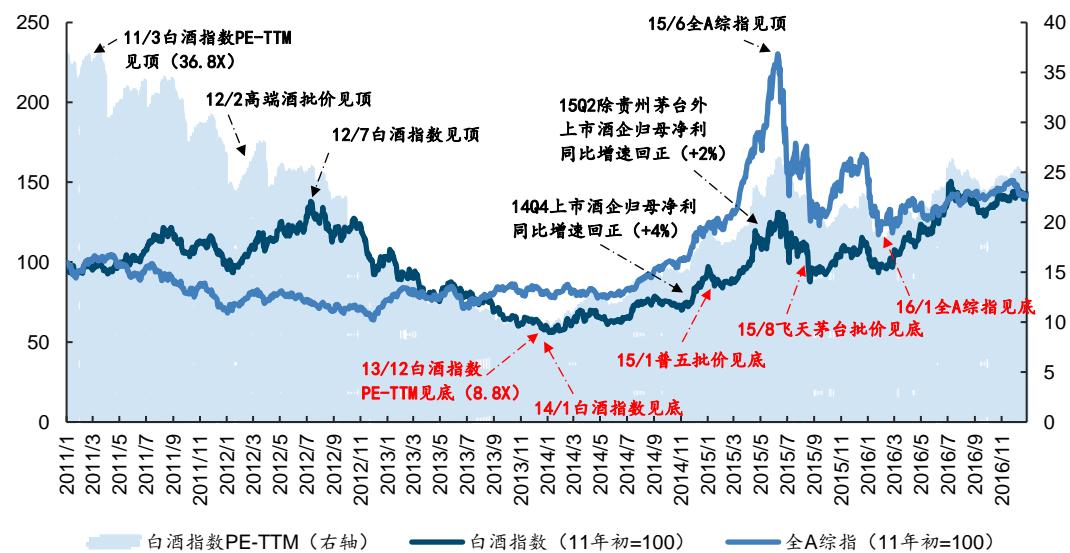
从上一轮周期的演绎来看，各维度指标见顶的顺序依次为：估值>批价>指数>报表。具体而言，白酒指数 PE-TTM 于 2011 年 2 月见顶（约 36.8X），2012 年初飞天茅台未有提价行为、于 2 月批价见顶约 1850 元（彼时飞天茅台出厂价为 619 元）。随后，白酒指数在 2012 年 7 月见顶，报表层面酒企归母净利密集下滑则始于 2013Q2、较批价见顶滞后约 2 年、较白酒指数见顶滞后近 1 年。

相比之下，本轮周期的见顶顺序为：估值=指数>批价>报表，共同点在于估值率先见顶、批价其次、报表出清最晚（相较于飞天茅台批价 2021 年 9 月见顶，报表出清滞后约 2 年、与上一轮相似，但较 2021 年 2 月白酒指数见顶滞后达 3 年有余）。

从上一轮周期见底的顺序来看：估值>指数>批价≈报表。2013 年 12 月，白酒指数 PE-TTM 见底（约 8.8X，较前期高点回落 76%）。2015 年 1 月和 8 月，五粮液和飞天茅台批价分别见底（彼时飞天茅台批价为 825 元、出厂价为 819 元，其批价较前期高点回落 55%）。此后，2015Q2 除贵州茅台外其他上市酒企归母净利在低基数下增速回正。

综上，我们总结白酒周期更迭中的两个特征：1) 预期先行：市场交易形成估值、指数绝对值的拐点明显早于基本面拐点。2) 报表滞后：报表拐点滞后于基本面拐点，主要受短维度库存周期的影响，后会详细阐述。

图表2：2011~2016年白酒指数、全A综指走势及关键事件梳理



来源：I find, 今日酒价，国金证券研究所

我们将白酒库存周期划分为三个阶段：补库/加库阶段、压库阶段、去库阶段。

1) 补库/加库阶段。该阶段对应行业景气周期从“景气企稳”转向“上行期”，主要特征为行业动销回暖，终端拿货积极性提升并传导至经销商和酒厂，实际动销与酒企报表的差距逐步收窄、直至报表增速>动销增速。

在此阶段，社会库存的增加是渠道主动为之的结果，通常伴随名酒单品批价上涨。因此，经销商和终端在常规销售加价的基础上，还能额外赚取库存升值的价差。当渠道预期未来一定时期内库存升值幅度大于资金及仓储成本时，有利可图致使其库存容忍阈值相应提升。

同时，赚钱效应增厚了存量渠道的“所有者权益”，促使酒商为扩大盈利而加杠杆、增加代理的 SKU，业外资本也被吸引涌入白酒产业。在这一阶段，白酒产业呈现“量价齐升”的态势，是酒企扩大规模、提升估值的关键时期。

2) 压库阶段。该阶段对应行业景气周期从“景气攀顶”转向“下行期”，主要特征为动销增速环比趋缓直至下滑，以及名酒单品批价在加速赶顶后回落。随着批价回落，渠道此前基于库存升值预期加库存的行为与现实中的库存跌价形成背离，甚至库存跌价幅度可能超过常规销售加价空间导致亏损。因此，渠道开始去库存，降低资金杠杆和库存阈值。

然而，在这一阶段酒企报表增速仍>动销增速，即报表见顶滞后于动销见顶，表明仍有存量渠道被主动提升库存量，或行业仍有新进入者。存量渠道被主动加库的原因多样，例如渠道仅为保留品牌代理权、甚至可容忍一定幅度亏损，或在权衡沉没成本后决定完成合同以获



取返利，或因酒企承诺更丰厚的补贴政策而仍有盈利空间等。

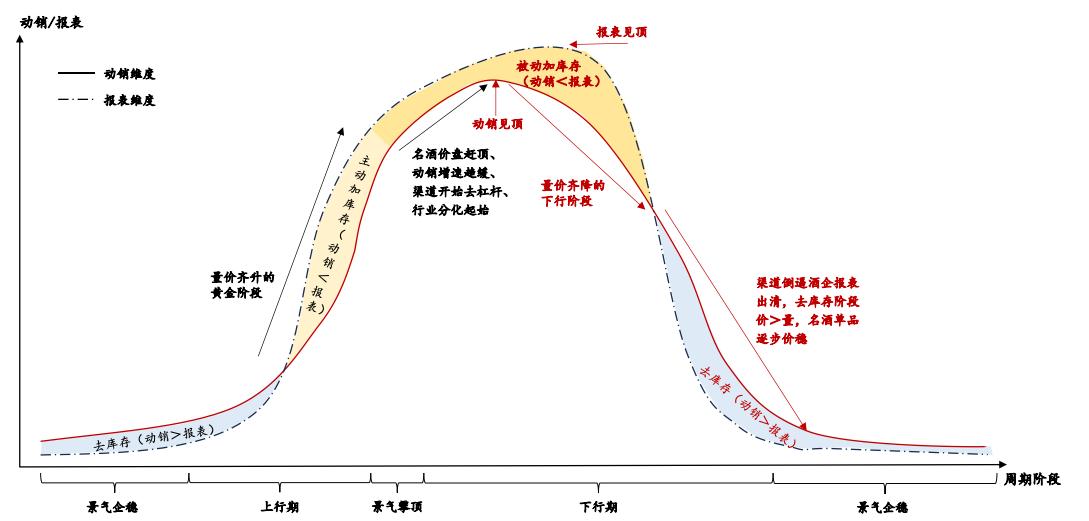
因此，在这一阶段白酒产业呈现“以价换量”的态势。酒商逐渐减少代理的SKU，甚至部分经销商和终端开始退出。替酒企抗压的存量渠道压力更加集中，其“所有者权益”持续消耗，直至报表出清、量价齐跌。

3) 去库阶段。该阶段对应行业景气周期从“下行期”转向“景气企稳”，主要特征为报表下滑幅度>动销下滑幅度，主要源于渠道资金压力突破阈值后加速退出、已无暇顾及保全经销权。与此同时，行业动销绝对额始终>表观发货量，意味着社会库存逐步去化。随着动销下滑幅度收窄，行业逐渐筑底、等待右侧催化。

由于渠道库存抛压已过峰值，酒企的渠道管理半径被动收窄，量价管控的可操作性增强。因此，在这一阶段名酒单品批价会逐步触底，行业转为“以量换价”的态势。当行业价盘相对企稳后，存量渠道的经营利润也会逐步稳定。但即使渠道“所有者权益”有所企稳，其库存阈值仍处于较低水平，加杠杆情绪依然较为谨慎。

当前白酒行业景气周期处于下行趋缓阶段，即动销同比仍有下滑、但下滑幅度环比有所收窄，从春节动销反馈中可见一斑。从库存周期的视角来看，2024Q3 上市酒企报表已开始出清、多数酒企已进入去库存阶段；我们预计 2024Q4+2025Q1 报表出清的程度和覆盖面将进一步提升。

图表3：白酒的库存周期导致酒企报表拐点滞后于基本面拐点



来源：国金证券研究所

二、2011~2016年白酒周期复盘

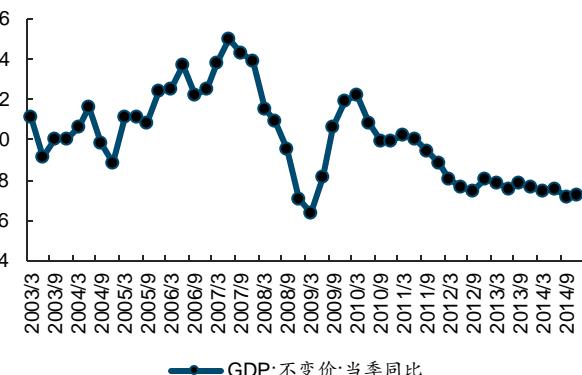
2.1 2011~2012年：景气度冲高回落，外部事件加速产业出清

如前所述，上一轮白酒周期的景气度在2012年初达到顶峰。复盘该轮周期的驱动力，主要源于全社会投资带动的经济高速增长，推动白酒等消费品行业进入繁荣期。2003~2011年，全社会固定资产投资增速保持在20%以上，GDP也维持10%左右中枢增长。

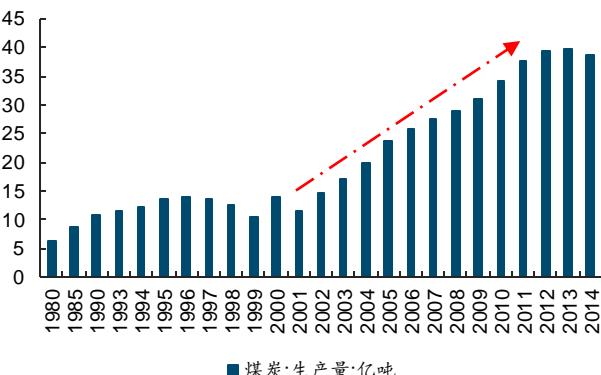
尽管2008年受到环球金融危机等外部风险事件的冲击，但国务院常务会议于年底确定了“进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施”，并初步匡算至2010年底将投资4万亿元。此后，基建投资增速大幅提升，带动经济持续发展。



图表4: 2003~2014年季度GDP增速(%)



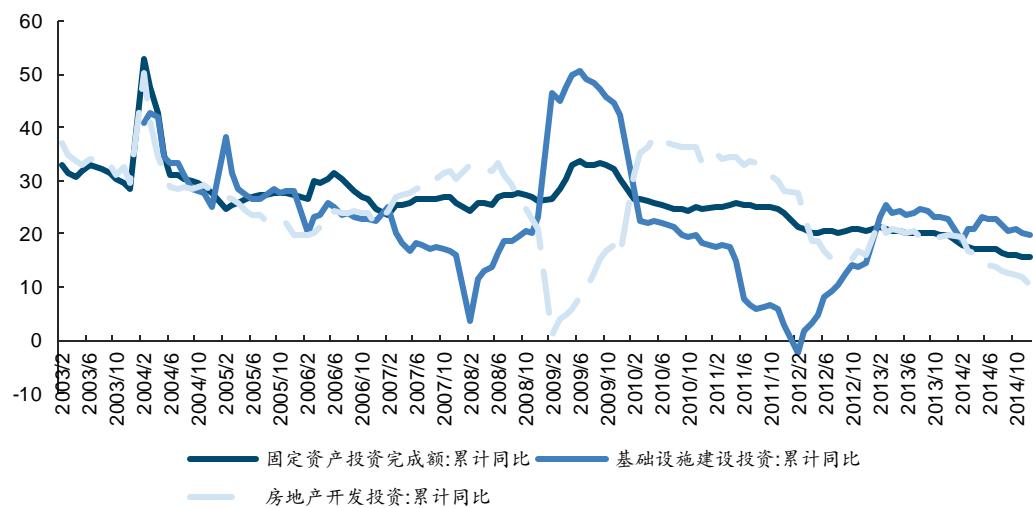
图表5: 2002~2012年煤炭产量保持高速增长



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

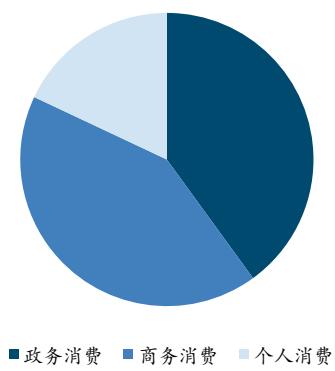
图表6: 2003~2012年固定资产投资维持20%以上高速增长(%)



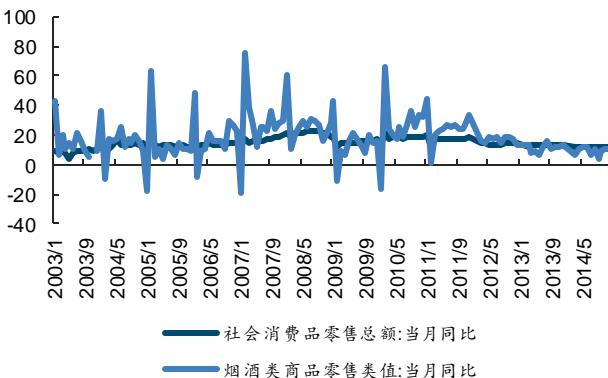
来源: Ifind, 国金证券研究所

2012年以前高端白酒的主要消费场景集中在政商务活动，占比合计超过80%。同时，基建投资和房地产开发投资相关的产业链较长，多个环节涉及与政务部门沟通交接，叠加彼时政务需求对酒类消费价格敏感度较低，使得高端白酒在该时期享受了更大的经济发展红利，量价齐升、持续突破行业价格天花板。2012年初，飞天茅台/五粮液普五/高度国窖1573批价分别达到阶段性高点1850/950/950元。

图表7: 2012年前，高端白酒消费结构以政商务为主



图表8: 2003~2011年烟酒类零售增速高于整体零售增速



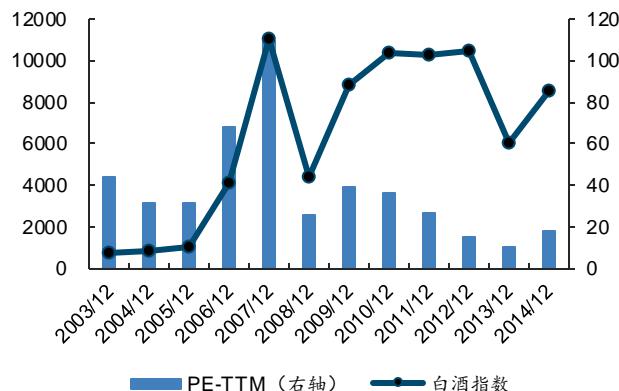
来源: 中国酒业协会, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所



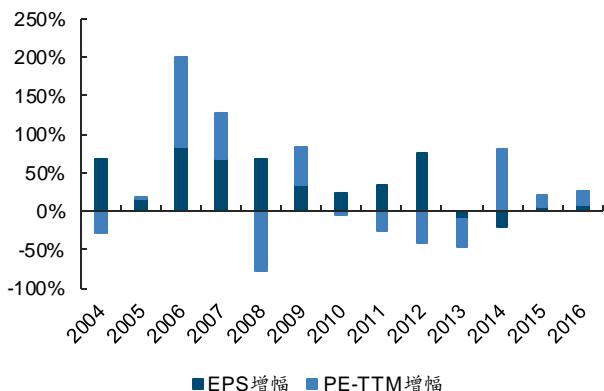
拆分白酒板块上一轮周期中各年涨跌幅及其贡献要素，可以发现2010年末是一个重要的分水岭。2010年11月，国务院发布《关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》（国十六条），这是当时政策端为遏制物价上涨而发布的标志性文件。但与此同时，市场对贵州茅台、五粮液等名酒的提价预期交易仍如火如荼。然而，在提价预期交易的背后，市场对酒企中期成长性也存在一定的担忧。

图表9：2003~2016年末白酒指数收盘价及PE-TTM



来源：I find, 国金证券研究所

图表10：2004~2016年白酒指数涨跌幅贡献拆分

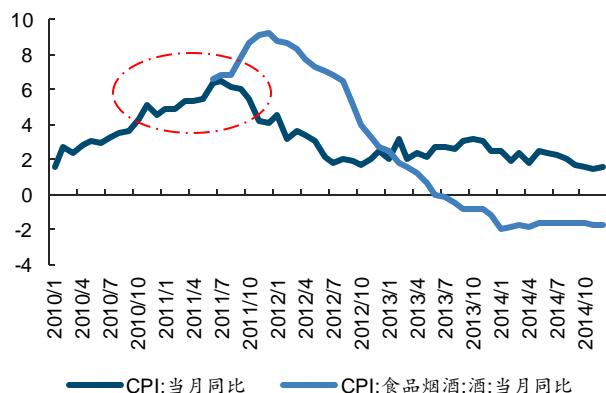


来源：I find, 国金证券研究所

经济增长放缓贯穿2011~2012年。2011年GDP增速逐季回落，CPI水平居高不下。反观白酒产业，尽管发改委年内先后约谈酒协沟通稳定价格、召开白酒价格座谈会，但通胀环境叠加产业景气度上行，2011年酒企提价动作频繁、名酒批价仍大幅上行。

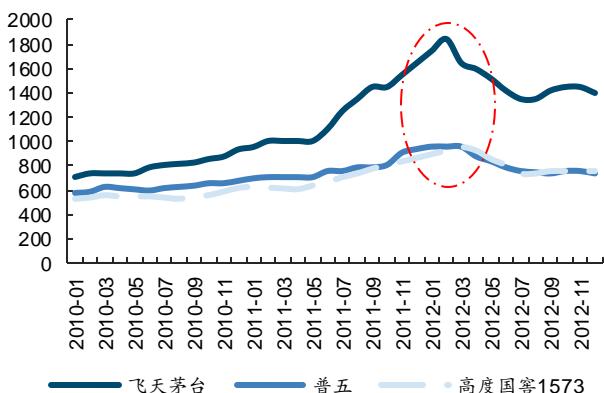
与行业景气上行相对应的是上市酒企增长加速，EPS短期高成长性对冲了因外部环境波动和中期成长性担忧导致的估值回落（2011年白酒指数EPS增长35%，PE-TTM下降27%）。在此期间，白酒板块的相对收益主要源于大盘震荡下行时的防御性。

图表11：2011年CPI水平保持高位（%）



来源：I find, 国金证券研究所

图表12：高端酒批价在2012年初见顶（元/瓶）

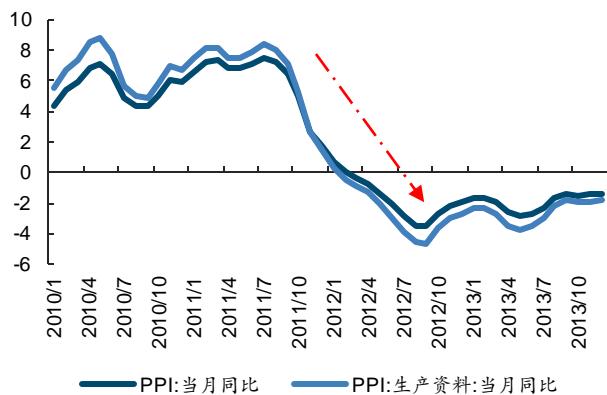


来源：今日酒价，国金证券研究所

2012年外部环境依然严峻，PPI自3月起转负，企业盈利能力明显转弱（2012年31个SW一级板块中20个利润总额下滑、1个转盈为亏，对比2010/2011年利润总额下滑的板块分别为3/7个）。然而白酒行业利润总额仍保持高成长性、尤其是二三线酒企。但批价在春节冲顶后持续回落，行业库存周期从主动加库存转向被动加库存。2012年白酒指数EPS增长76%，PE-TTM下降42%，延续了2011年通过业绩兑现消化估值的趋势。

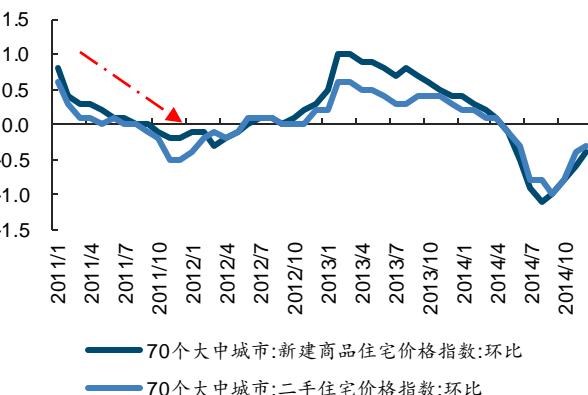


图表13: 2012年3月起PPI同比转负



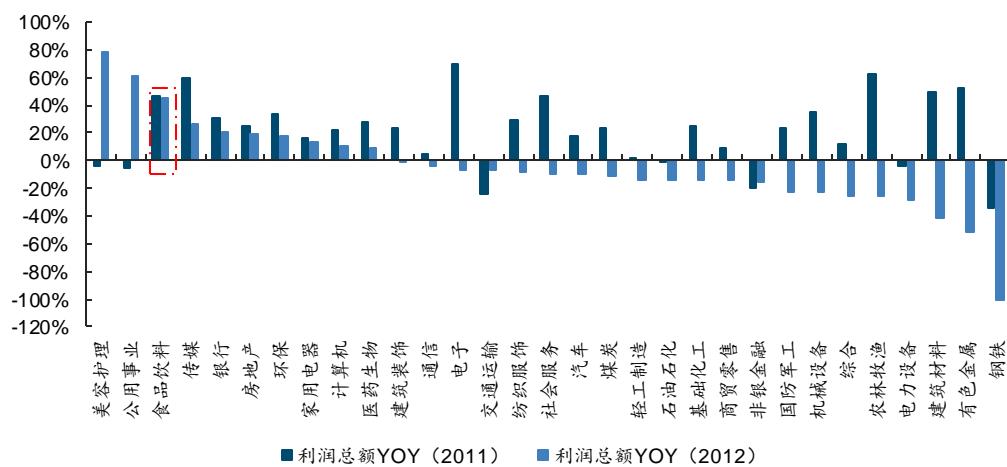
来源: Ifind, 国金证券研究所

图表14: 2011年9~10月70大中城市价格指数环比转负



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表15: 仅8个一级板块在2011~2012年均保持利润总额增长



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 板块分类为 SW 一级板块, 按照 2012 年利润总额同比增速倒序排列)

2012Q4 外部风险事件加速了库存周期从被动加库存转向去库存阶段, 动销下滑斜率骤升, 主要体现在以下两个层面:

1) 居民消费层面: 以塑化剂事件为代表的食品安全问题严重影响了消费情绪。

2) 政商务消费层面: 1) 12月4日, 中共中央政治局会议通过了关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定。2) 12月18日, 中央军委印发《中央军委加强自身作风建设十项规定》, 提及“安排军委同志会议和调研等各项公务活动要严格执行接待工作规定, 不得提高标准; 相关单位...不安排宴请, 不喝酒, 不上高档菜肴, 不送纪念品和土特产”。

在此之前, 高端白酒的政商务消费占比超过 80%, 严格控制“三公”消费和反腐倡廉政策的实施导致政务消费骤然缺失, 加速推进白酒行业下行。

图表16: 2011~2012年严控三公消费相关政策

时间	事件
2011年11月	财政部下发《关于实施公务卡强制结算的通知》, 2012年1月1日起, 16项公务消费纳入公务卡强制结算项目。
2012年3月	国务院召开第五次廉政工作会议, 会议指出“严格控制‘三公’经费, 今年继续实行零增长。禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品。”
2012年12月	中共中央政治局召开会议, 会议一致同意关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定。... “要轻车简从、减少陪同、简化接待, ... 不安排宴请。”
2012年12月	中央军事委员会印发《中央军委加强自身作风建设十项规定》... “安排军委同志



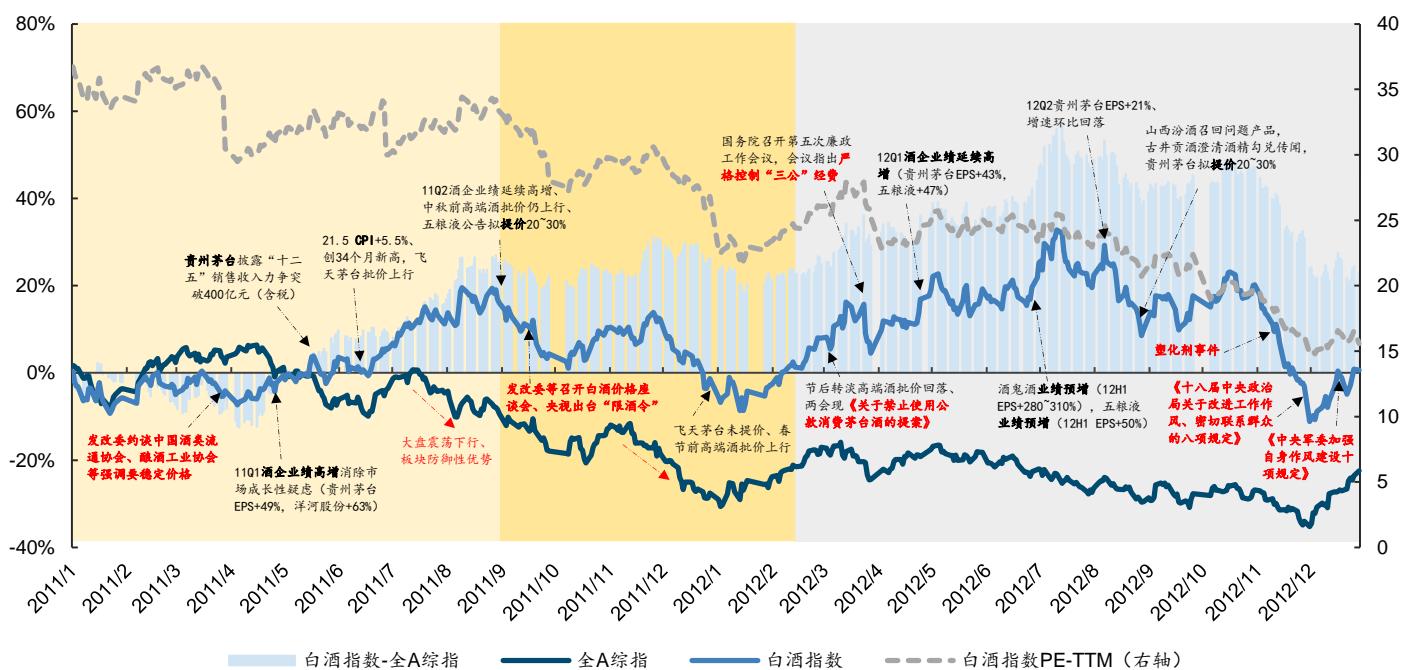
时间	事件
会议和调研等各项公务活动要严格执行接待工作规定，不得提高标准；相关单位...不安排宴请，不喝酒，不上高档菜肴，不送纪念品和土特产“	

来源：中国政府网，中国青年报，国金证券研究所

整体而言，自 2010 年下旬起，市场自上而下的谨慎情绪对白酒板块估值形成了一定压制。然而，2011 年白酒产业周期与经济周期仍有错配，白酒仍处于景气上行期、报表层面在 2011~2012 年延续高增长态势，业绩持续兑现成为板块相对收益的主要贡献因素。

实际上，2012 年白酒板块的行情内部已逐步演绎至酒鬼酒、舍得酒业等高成长性的百亿市值二线酒企，较高的交易热情掩盖了批价回落、廉政工作会议严控“三公”经费以及食品安全事件等潜在隐患。即使没有 2012 年末外部风险事件加速行业调整，白酒产业周期也会逐步向经济周期收敛，只是自然出清的斜率相对会更缓，类似于 2021 年末至今的下行周期。

图表17: 2011~2012 年白酒指数较全 A 综指相对收益及重要事项复盘



来源：国家统计局，中国政府网，中国经济网，人民网，新华网，凤凰网，今日酒价，I find，各公司公告，国金证券研究所

2.2 2013~2014 年：渠道集中去库存，报表出清价盘逐步企稳

从后视视角来看，酒企普遍低估了 2012 年底严控“三公”消费、反腐倡廉等政策转向对白酒行业的影响。中央八项规定的执行力度空前，并延续至今。

以贵州茅台为例，在其 2012 年末经销商大会上，公司提及：1) 三公消费在茅台酒消费中占比较低、限制三公消费对公司影响有限，能迫使公司转变营销思路。2) 53 度飞天茅台团购价必须在 1400 元以上。3) 2013 年销售收入将会有 20% 增长，到十二五末销售收入要达到 800 亿元，2017 年实现 1000 亿元。

同时，贵州茅台也严格执行了会上所述的控价政策，对经销商低价/跨区域等违规销售行为进行惩处，但这也遭遇来自发改委和反垄断局的调查。最终，贵州茅台取消限价等营销政策，并被处以 2.47 亿元罚款。同期，五粮液因类似行为亦被罚款 2.02 亿元，这也体现了政策层面对白酒行业从紧监管的导向。

图表18: 2013 年初贵州茅台、五粮液遭受反垄断处罚相关事件梳理

时间	事件
2012 年 12 月	贵州茅台于 2012 年 12 月 18 日召开经销商大会，会上提及：当前公司持续的重点工作是要顶住市场价，53 度飞天茅台的零售价不能低于 1519 元/瓶，而团购价不能低于 1400 元/瓶。



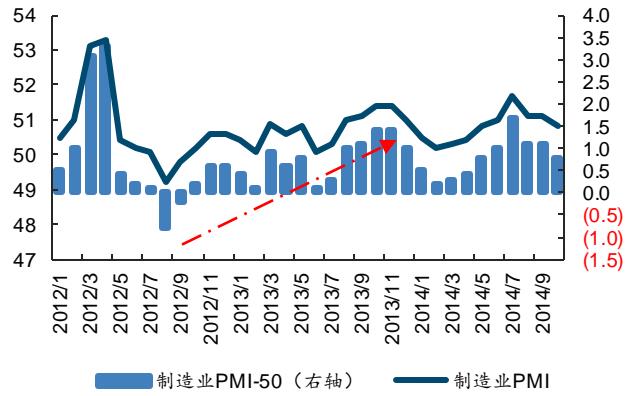
时间	事件
2012 年 12 月	国酒茅台（贵州仁怀）营销有限公司于 2012 年 12 月 28 日签发《关于对重庆永川区皇卓商贸有限公司等 3 家经销商的处理通报》，3 家经销商存在低价/跨区域销售行为，作暂停执行茅台酒合同计划、扣减 20% 保证金、提出黄牌警告处理，要求上述 3 家经销商在通报下发之日起 3 日将违规销售的茅台酒按照公司零售指导价收回。
2013 年 1 月	五粮液在 2013 年 1 月初发布《五粮液营销督查处理通报（督字 001 号）》，五粮液在 2012 年 12 月 12~14 日发现成都市场出现低价和跨区域销售五粮液的行为，根据相关合同规定，对违规商家进行通报处理，处罚措施包括通报批评、回购并扣除保证金、货源调查等。
2013 年 2 月	贵州茅台公司公告：贵州茅台酒销售有限公司对全国经销商向第三人销售茅台酒的最低价格进行限定，违反了《中华人民共和国反垄断法》第十四条的规定。... 限贵州茅台酒销售有限公司自收到该决定书之日起十五日内将罚款二亿四千七百万元人民币上交国库。
2013 年 2 月	五粮液公司公告：你公司通过合同约定、价格管控、考核奖惩等方式，对经销商向第三人销售五粮液白酒的最低价格进行限定，对市场竞争秩序产生了不利影响，对消费者的合法权益造成了损害。... 本机关决定对你公司处以 2012 年度销售额百分之一的罚款二亿零二百万元。

来源：各公司公告，证券日报，每经网，中国经济网，国金证券研究所

2013 年国内宏观环境逐步企稳，经济步入转型期。期内，固定资产投资增速小幅放缓（2013 年同比+19.6%，较上年回落 1.1pct），但基建投资增速明显回升（2013 年同比+22.9%，较上年提升 8.2pct）。与此同时，以“新国五条”为代表的房地产市场调控政策密集出台，旨在平抑房价地过快增长，年内 70 个大中城市住宅价格环比增速持续回落。

在此背景下，消费内部结构分化愈发明显。严控“三公”消费导致高端餐饮和高端白酒销售明显下滑（限额以上单位餐饮收入逐月下降，上市酒企表观业绩开始出清），而大众消费、旅游等服务类消费则持续增长，线上零售蓬勃发展。2013 年社零总额同比+13.1%，扣除价格因素实际+11.5%。

图表19: 2013年PMI震荡上行



图表20: 2013年限额以上餐饮收入持续下滑



来源：I find，国金证券研究所

来源：I find，国金证券研究所

2013 年，白酒板块整体呈现量价齐跌的态势，加速进入去库存阶段。在当年春节、中秋国庆两个传统销售旺季，白酒动销反馈均不理想，主要系企业&居民端需求短期尚未能承接缺失的政务需求。动销不佳与渠道情绪转谨慎、加速去库存等因素叠加，导致旺季时飞天茅台、普五等名酒的批价均有明显回落，酒企表观 EPS 也自 2013Q2 起加速下滑。

图表21: 2013Q2起上市酒企归母净利加速出清

归母净利同比	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
贵州茅台	21%	-9%	12%	41%	3%	-3%	-9%	15%
五粮液	19%	8%	-52%	-59%	-28%	-36%	-46%	30%
洋河股份	7%	-3%	-27%	-62%	-15%	-8%	-7%	4%
泸州老窖	-12%	-6%	-6%	-49%	-57%	-31%	-68%	亏损
古井贡酒	20%	-57%	-11%	-27%	-7%	4%	-1%	-5%



归母净利同比	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
山西汾酒	53%	-21%	-56%	亏损	-54%	-92%	-81%	亏损
今世缘					-12%	5%	-4%	-1%
水井坊	-37%	-60%	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
舍得酒业	-48%	亏损	亏损	-96%	-86%	扭亏	亏损	70%
酒鬼酒	-92%	-86%	亏损	亏损	-84%	亏损	亏损	亏损
老白干酒	11%	-53%	-41%	-73%	-31%	亏损	7%	66%
伊力特	7%	110%	10%	-50%	21%	-37%	40%	亏损
天佑德酒	35%	31%	16%	9%	-6%	-61%	7%	-32%

来源：I find，国金证券研究所

从政策层面来看：

- 1) 自上而下的反腐倡廉政策频繁出台。例如，十八届中央纪委二次全会提及要坚持“老虎”、“苍蝇”一起打；中央纪委等部门发布《关于落实中央八项规定精神坚决刹住中秋国庆期间公款送礼等不正之风的通知》；年末，中央印发《建立健全惩治和预防腐败体系2013-2017年工作规划》。整体而言，反腐惩处力度较强、覆盖较广。
- 2) 全国人大常委会上首提“调整消费税征收环节”。在此之前，最近一次对白酒消费税政策的修订是2009年发布的《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，规定核定消费税最低计税价格为销售单位对外销售价格的50%~70%。直至当下，白酒消费税征收环节后移仍未落地，仍是压制白酒板块估值的重要政策风险之一。

图表22：2013年部分加强反腐倡廉的事件梳理

时间	事件
2013年1月	十八届中央纪委第二次全体会议上，习总书记强调，反腐要坚持“老虎”、“苍蝇”一起打，既坚决查处领导干部违纪违法案件，又切实解决发生在群众身边的不正之风和腐败问题
2013年3月	两会后总理答记者问提及：本届政府内，一是政府性的楼堂馆所一律不得新建；二是财政供养的人员只减不增；三是公费接待、公费出国、公费购车只减不增。
2013年9月	中共中央纪委和中央党的群众路线教育实践活动领导小组发出《关于落实中央八项规定精神坚决刹住中秋国庆期间公款送礼等不正之风的通知》…“严禁用公款大吃大喝或安排与公务无关的宴请”
2013年10月	中央政治局会议审议通过《党政机关厉行节约反对浪费条例》
2013年12月	中共中央印发《建立健全惩治和预防腐败体系2013-2017年工作规划》

来源：人民日报，新华网，中国政府网，人民网，国金证券研究所

从市场表现来看，2013年白酒指数下跌42%，在所有SW二级板块中跌幅居首。其中，板块内部表现区域酒>高端酒>泛全国化次高端，主要源于各酒企报表出清幅度与节奏的差异。例如，伊力特和天佑德酒（青青稞酒）在2013Q1-Q3仍维持业绩正增长，伊力特叠加受益于新疆喀什经济特区规划获批的利好催化。

2013年白酒指数EPS下滑10%，PE-TTM下降36%。自2010年起，白酒行业估值中枢已连续四年下移，2012Q4~2013Q3也是基金持仓抛压最强的时期。核心原因在于白酒行业短期景气下行已成定局，而中期发展路径尚不明朗。尽管估值已处于绝对低位，但市场缺乏左侧布局的底层逻辑，低基数下虽对中期EPS有所预期、但置信度较低。截至2013年末，贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份PE-TTM分别为9.5X、6.4X、6.8X、7.6X。

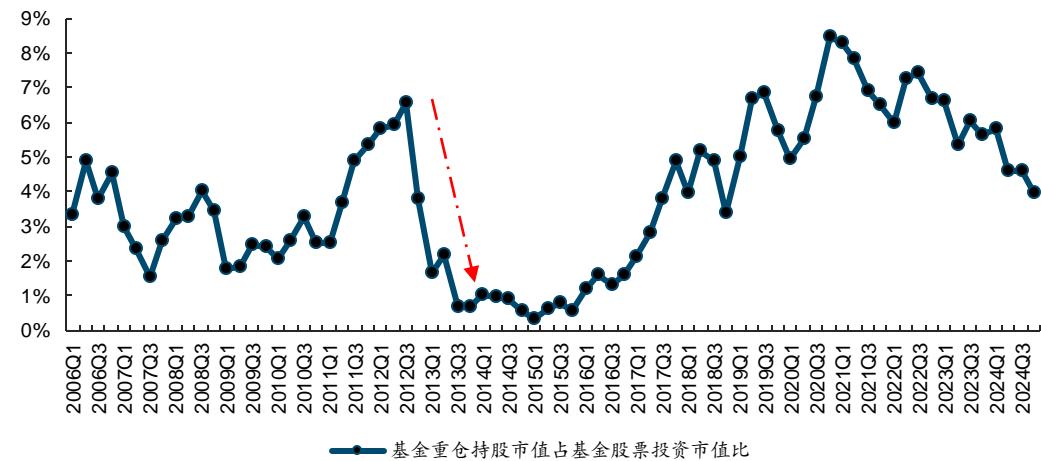
2013年末的标志事件是党的十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，并明确：1) 经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。2) 积极发展混合所有制经济。国有资本投资项目允许非国有资本参股。允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益共同体。

自此，国企改革进入全面深化阶段，为上市白酒企业构建了新的叙事逻辑。自2014年起，



国企改革主线逐步成为白酒板块估值提升的核心驱动力之一。因此，站在 2013 年末的时间节点来看，白酒板块已具备低估值、低预期、低持仓等特征，并蕴含新的叙事逻辑与顺周期催化的潜力。

图表23：白酒板块基金重仓持股在 2012Q4~2013Q3 期间集中出清



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2024Q4）

经历 2013 年下行期的洗礼后，酒企在 2014 年的经营筹划与量价策略规划方面更加理性，对量价平衡、控量保价的重视度显著提升。这表明酒企的经营思路已从“以价换量”逐步转向“以量换价”，通过把控供给利于渠道加速去库存。

例如，在 2013 年末的经销商大会上，贵州茅台提出“顺价销售、控量保价，主动调整价格，兼顾厂家、经销商、分销商、消费者利益”；五粮液提及“控量保价、量价平衡，规则明确的原则，价格体系是生命线，是相互选择合作共赢的结果，运营商分级分类管理，过程管控，品牌价值和价格稳定”。此后，酒企在年报中披露的 2014 年经营目标也显示出较 2013 年更为理性的规划。

图表24：头部酒企对 2014 年经营目标设定普遍更理性

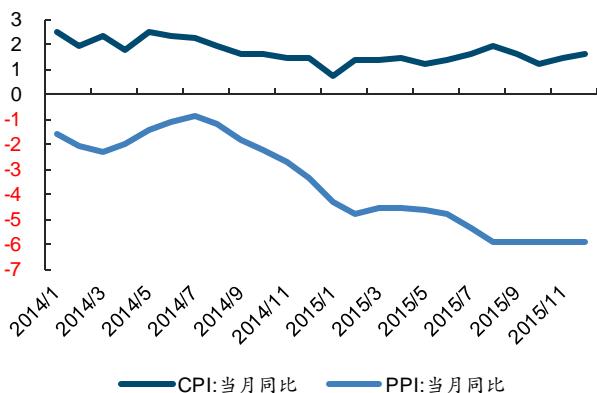
酒企	目标
贵州茅台	2013 年：实现营业收入较上年同期增长 20%左右 2014 年：实现营业收入较上年同期增长 3%左右
五粮液	2013 年：力争实现收入 15%左右的增长 2014 年：力争营业收入正增长
洋河股份	2013 年：实现营业收入同比增长 10% 2014 年：营业收入与上年基本持平
泸州老窖	2013 年：销售收入同比+21.15% 2014 年：销售收入同比+11.52%
山西汾酒	2013 年：营业收入同比增长 25%以上 2014 年：努力实现业绩平稳增长

来源：各公司公告，国金证券研究所

从外部宏观环境来看，2014 年步入“新常态”，主要表现为“从高速增长转为中高速增长”、“经济结构不断优化升级”、“从要素驱动、投资驱动转向创新驱动”。具体而言，2014 年全年固定资产投资增速为 15.7%，较上年回落 3.9pct，PPI 同比仍延续负增长态势，投资与工业生产端仍有压力。“三驾马车”中消费的贡献持续提升、对 GDP 增长的拉动作用已高于投资与出口。全年限额以上单位餐饮收入同比+2.2%、增速回正，服务性消费明显升温（例如全年电影总票房+36%，旅游总收入+11%），大众消费的潜力逐步显现。

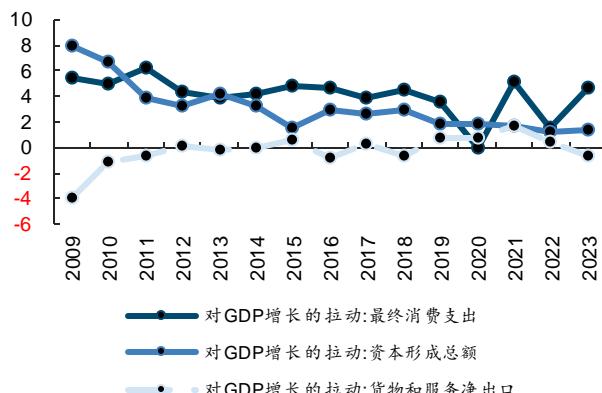


图表25: 2014年CPI同比趋稳、PPI同比延续负增



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表26: 2014年消费对GDP增长的拉动高于投资与出口

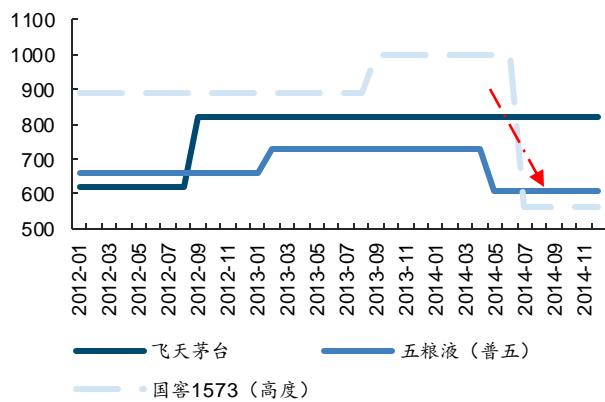


来源: Ifind, 国金证券研究所

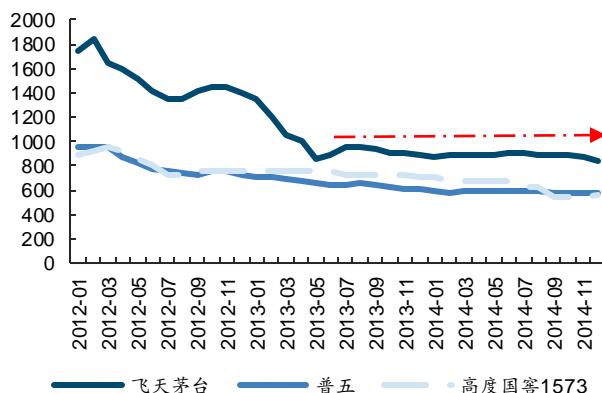
2014年白酒板块报表加速出清，动销基本面低基数下跌幅收窄，于是两者差距拉大、渠道去库存进一步加快，期内高端酒价格虽仍有小幅回落，但已显现出企稳迹象。

另一方面，大众消费初现承接由于政务需求缺失、商务消费疲软导致动销缺口的迹象，2014年春节旺季大众消费表现好于市场悲观预期。然而，大众消费升级仍处于相对早期阶段，承接能力尚显不足，因此中秋&国庆旺季白酒动销仍表现一般、符合预期。期内，春糖&秋糖也相对冷清，白酒产业尚未形成全面复苏的一致预期。与此同时，线上零售延续高速发展态势，双十一期间电商平台低价竞争对酒企线下稳价构成新挑战。

图表27: 2014年普五、高度国窖相继下调出厂价(元/瓶) 图表28: 2014年高端酒批发价逐步企稳(元/瓶)



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: 今日酒价, 百荣酒价, 国金证券研究所

2014年白酒指数上涨42%、在SW二级板块中处于中上水平。其中，期内EPS下滑22%、酒企报表加速出清，但估值大幅提升带动板块上涨、PE-TTM提升82%。2014年白酒指数大幅拔估值的原因主要包括：

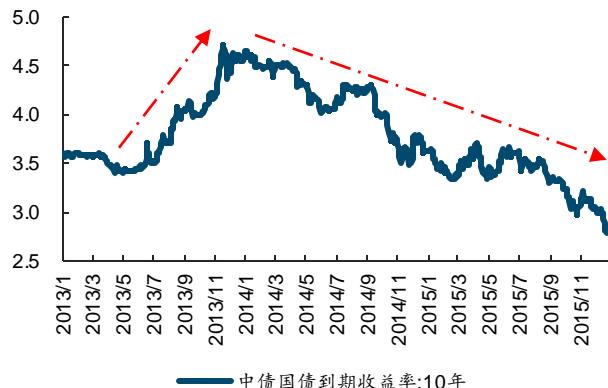
- 1) 估值与机构持仓处于低位。在经历2010~2013年持续杀估值后，白酒板块估值、基金重仓持股比例在2013年末时已处于历史低位，上行空间较为充足。即使2014年白酒板块估值大幅拔升，2014年末时PE-TTM约18X，在2004~2014年区间内仍处于19th分位。
- 2) 2014年货币政策稳健略宽松、十年期国债利率震荡下行，有利于A股整体估值中枢抬升，尤其是11月非对称降息政策（一年期贷款基准利率下调0.4pct至5.6%，一年期存款基准利率下调0.25pct至2.75%）。此外，具体措施还包括：在4月&6月两次定向降准，并运用常备借贷便利(SLF)、抵押补充贷款(PSL)等工具释放流动性，PSL设立也与棚改货币化安置相关。
- 3) 2014年11月沪港通开启，增量资金亦流入白酒板块，例如贵州茅台在2014Q4末时北上持股占比达3.1%，本身沪港通开启预期也有利于A股整体估值中枢抬升。
- 4) 国企改革概念催化。前述提及，党的十八届三中全会提出“积极发展混合所有制经济”，



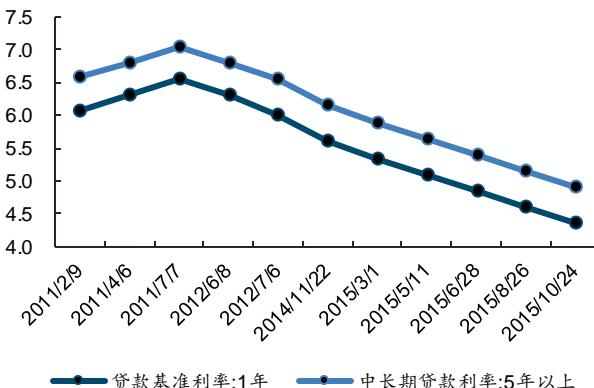
2014年7月国资委公布开展“四项改革”试点名单，政策预期推动了国企改革主题行情。除混合所有制改革外，国企改革路径还包括股权激励、并购重组等。

就白酒板块而言，2014年持续有国企改革相关事件落地，例如3月贵州启动国企产权制度改革三年行动计划、催化贵州茅台国改预期，后7月贵州茅台公告集团承诺推进股权激励；9月初金种子酒停牌筹划重大事项（后公告终止），沱牌舍得公告拟引进战略投资者对公司进行战略重组；11月初老白干酒公告拟引进战略投资者、并计划员工参与增发。

图表29: 2014年10年期国债到期收益率震荡下行 (%)



图表30: 2014~2015年央行密集降息 (%)

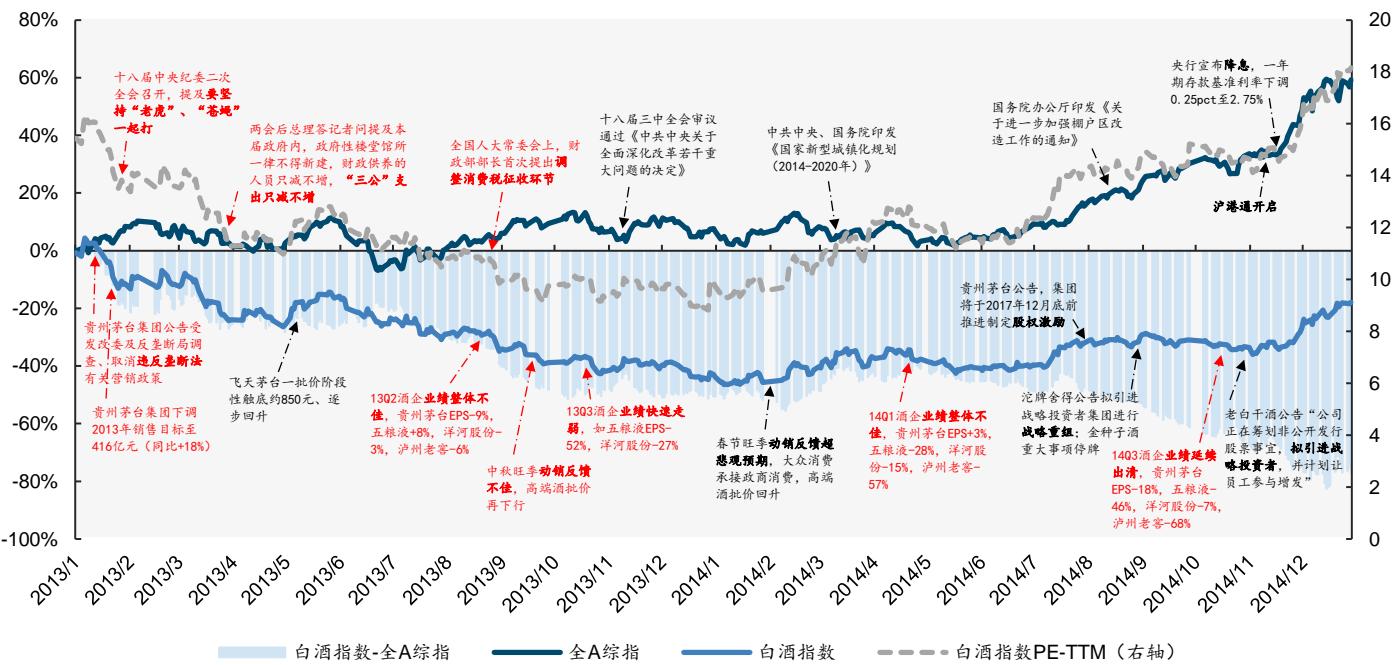


来源：I find, 国金证券研究所

来源：I find, 国金证券研究所

整体而言，2013H2~2014年期间渠道处于持续去库存的状态，期内除贵州茅台外其余上市酒企的合计归母净利呈现持续下滑态势、且下滑幅度超过30%。至2014年末，基数效应下白酒动销跌幅有所收窄，渠道库存压力峰值已过，头部核心单品价盘也逐步趋稳，此前因价格挤压导致行业内部竞争格局恶化的影响也逐渐消退。基于此，市场对行业基本面&报表环比改善具备一定预期，但仍缺乏明确的行业右侧催化叙事。

图表31: 2013~2014年白酒指数较全A综指相对收益及重要事项复盘



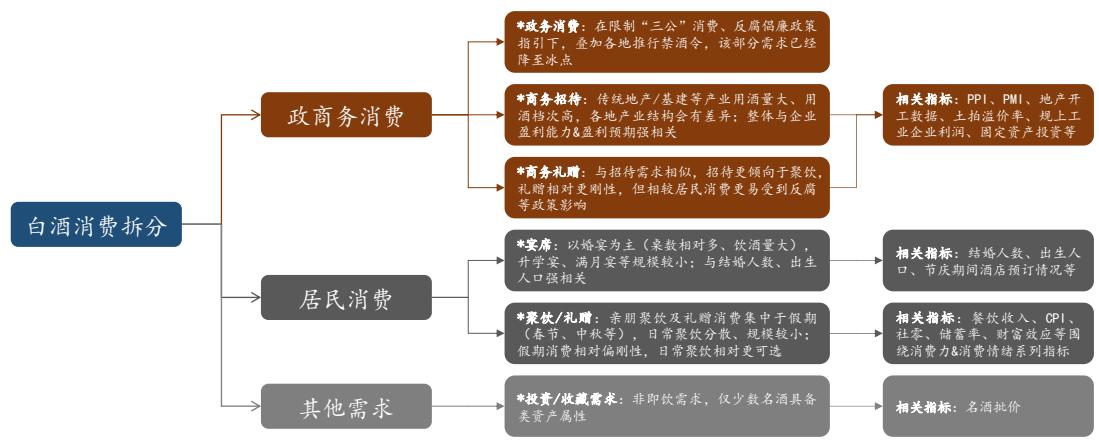
来源：国务院，人民网，央广网，新华网，中国政府网，中联部，第一财经，今日酒价，I find, 各公司公告，国金证券研究所



2.3 2015~2016年：通胀预期迎拐点，量价齐升再回上行周期

经历2013~2014年报表出清与渠道去泡沫后，白酒行业在2015年步入“景气企稳”时期，类似于“L”型趋势中的底部阶段。在这一阶段，白酒行业呈现出“弱进攻、强防御”的特征。2015年时，白酒消费尤其是高端酒消费已基本完成消费主体结构的迁移；传统政商二元特征逐渐消失，个人消费承接此前缺失的政务消费。同时，企业端与居民端的消费升级逐步成为行业发展的主逻辑。

图表32：白酒消费结构拆分及指标跟踪体系



来源：国金证券研究所

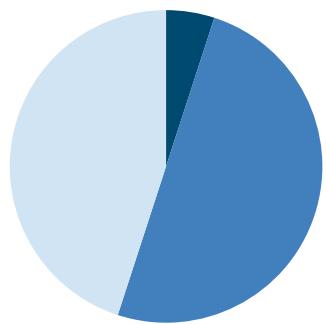
细拆具体需求而言：

1) **政商务消费。** 政务消费自2012年八项规定出台后逐步降至冰点。而在商务消费中，传统地产、基建产业链企业仍是中高档白酒的核心消费群体。2015年，PPI延续负增长态势，幅度从1月-4.3%扩大至12月-5.9%。一方面，房地产开发投资增速持续回落有所拖累；另一方面，内需弱复苏尚未呈现强拉力。同时，2015年规上工业企业利润同比-2.3%，资源能源行业产能过剩伴生影响仍较突出，工业企业盈利能力及预期受挫明显。

其中，房地产行业受益于宽松的政策环境，销售逐步回暖。具体政策包括：“330新政”（即央行等三部门宣布下调二套房首付比例至最低40%，财政部、国税总局宣布个人将购买2年及以上普通住房对外销售的免征营业税）、多次降准降息、棚改货币化安置加速（6月国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，明确提及要积极推进棚改货币化安置）等。

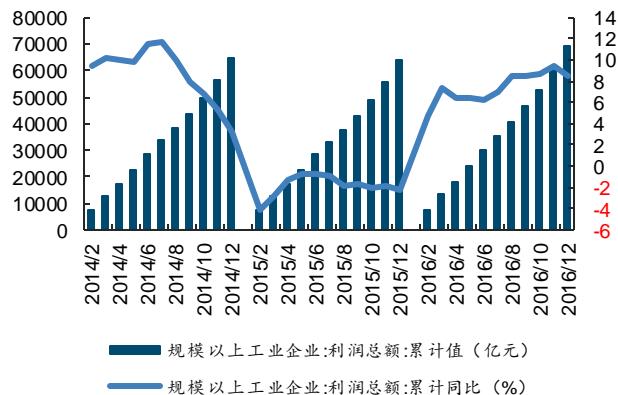
期内，房地产销售面积同比转正，新房及二手房价格环比止跌回稳；同时土拍热度持续提升，并逐步传导至开工环节。虽短期政商消费仍较严峻，但房地产行业复苏为中期政商务需求改善、居民财富效应构筑根基。

图表33：2015年后，高端白酒消费结构以个人&商务为主



■ 政务消费 ■ 商务消费 ■ 个人消费

图表34：2015年规上工业企业利润同比持续下滑

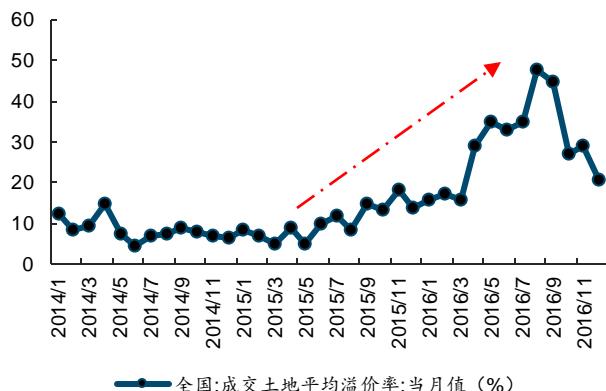


来源：Ifind, 国金证券研究所

来源：中国酒业协会，国金证券研究所

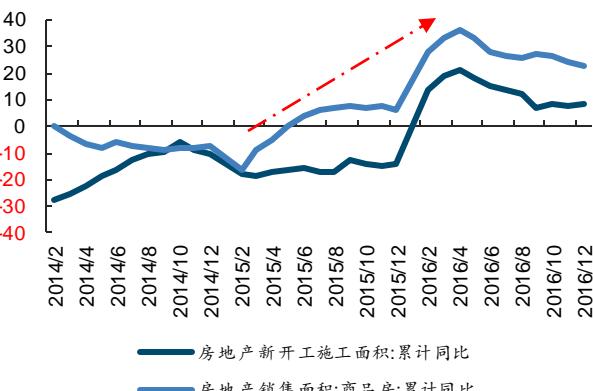


图表35: 2015年土地热度持续提升



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表36: 2015年地产销售逐步回暖并传导至开工 (%)



来源: Ifind, 国金证券研究所

2) 居民消费。居民消费主要包括两大类：场景性消费和例行性消费。场景性消费主要以宴席为主，涵盖订婚宴、婚宴、满月宴、升学宴、寿宴等。其中，婚宴的饮酒量和规模桌数相对较高，我们预计其占宴席消费比重超 50%。因此，宴席需求与结婚人数、出生人数呈现较强相关性，但存在一定时滞。

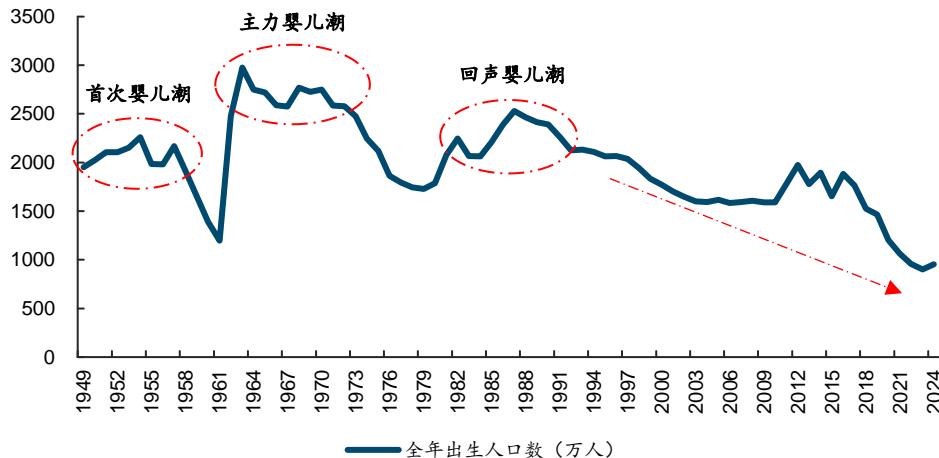
2015 年前后宴席需求受益 1980 年后“回声婴儿潮”红利，彼时结婚人数和出生人数均处于阶段性高位，宴席的消费量较为可，但用酒档次并不高、尚未经历消费升级跃升。例如，在消费水平相对较高的江苏地区，彼时主流宴席用酒以海之蓝、天之蓝等 300 元以内产品为主；在其他多数地区，主流价位仍在 100 元内。

例行性消费则包括日常聚饮、节庆礼赠等，与居民的消费能力和消费情绪密切相关。2015 年大众消费已具备升级潜力，居民可支配收入经过多年稳健增长，在 2014 年时已突破 2 万元。但消费情绪仍呈现出两面性：

1. 一方面，文旅等服务性消费延续高增态势，居民悦己消费支出持续提升。
2. 另一方面，企业经营预期改善、居民收入预期企稳向好、消费情绪提升的正循环尚未完全形成，有价证券年内呈现负财富效应，居民储蓄预期不减、消费情绪仍相对偏谨慎。

这种两面性在一定程度上也与城乡消费结构的优化有关，期内农村居民消费倾向有所上升、表现优于城镇居民群体。整体而言，2015 年居民消费的结构性复苏较 2014 年进一步夯实，对酒类消费的提振正处于量变到质变的过渡期。

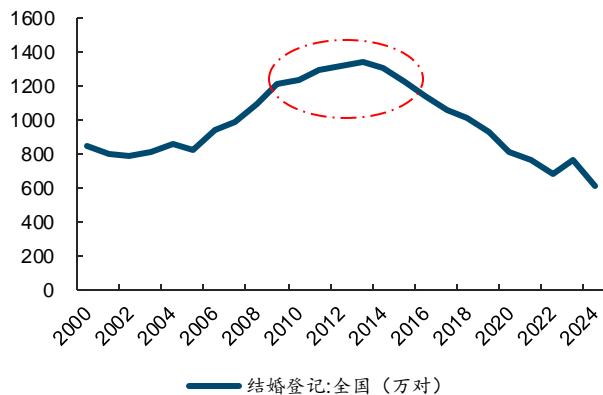
图表37: 1980年后回声婴儿潮对2015年前后宴席需求构成支撑



来源: Ifind, 国金证券研究所



图表38：2015年前后正值结婚人群高峰



来源：I find, 国金证券研究所

图表39：2015年前后消费者信心指数震荡趋稳

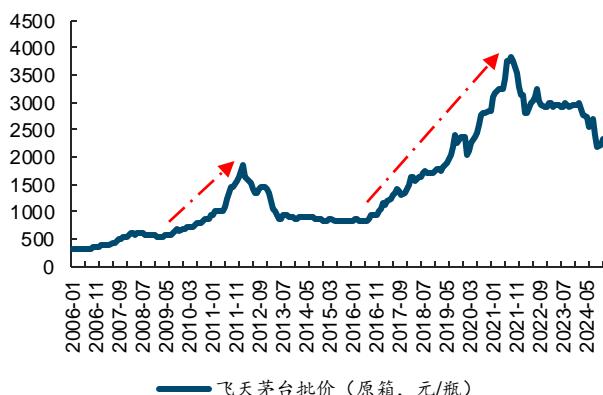


来源：I find, 国金证券研究所

3) 其他需求。除饮用型需求外，少数名酒产品还具备类资产的投资与收藏属性，这与白酒产品没有保质期的特性密切相关。白酒的投资需求与市场批价预期密切相关，其本质是预期未来一段时期内白酒产品的升值幅度>资金机会成本。

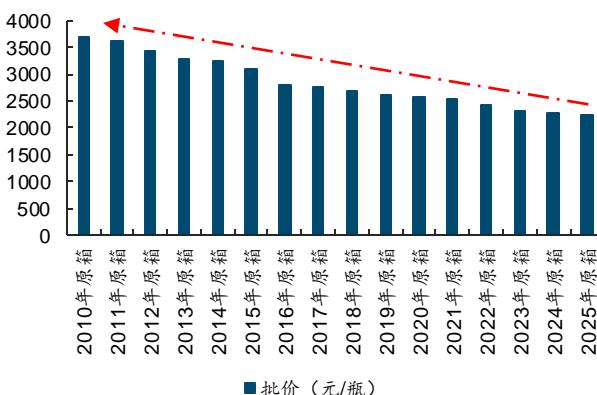
白酒产品升值价值主要来源两方面：一是当年产标品的批价提升；二是瓶储时间更长的老酒因稀缺性属性相比标品会有溢价。在市场批价上行期，渠道“主动加库存”正体现投资需求，老酒投资则是另一典型投资需求场景。考虑到2015年行业尚处于“景气企稳”阶段，投资需求在该时期尚不明显。

图表40：行业头部单品批价上行易催生投资需求



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至2025年2月）

图表41：飞天茅台老酒较当年新品溢价也体现投资价值



来源：茅粉鲁智深，国金证券研究所（注：数据截至2025年3月14日）

综上，白酒板块的“弱进攻”特征主要源于需求侧缺乏强有力的拉力，在2015年前半旬牛市阶段明显跑输。但白酒板块企稳的基本面也赋予其在后半旬大盘回落时的“强防御”特征，本身基金重仓持股比例仍处于低位。

此外，2015年白酒产业也出现一些积极催化，市场预期持续夯实。具体而言，2015年春节及中秋国庆旺季白酒动销反馈平稳，五粮液普五批价在旺季前后显著回升、表现亮眼(普五批价2月末环比+50元至580元，10月末批价环比+40元至620元)。淡季名酒提价、渠道监管等举措频出，例如1月末五粮液发文要求渠道一批价尽量靠近609元，6月贵州茅台提升飞天茅台专卖店指导价至1199元，8月初五粮液对普五提价50元至659元，8月中旬贵州茅台针对飞天茅台开展市场价格监控。

上述量价政策表明头部酒企正逐步回笼自身对渠道的议价能力，也意味着酒企对行业景气度的感知正在逐步回暖。期内，普五、飞天茅台批价先后见底，行业量价特征逐步从“以量换价”转向“量稳价升”，量价模式的优化也有利于白酒行业估值中枢的抬升，酒企报表在低基数下逐季恢复性增长也印证了行业复苏的态势。

2015年白酒指数上涨23%、在SW二级板块中处靠后水平(103/129分位)，其中EPS增长6%，PE-TTM提升16%。截至2015年末，除贵州茅台、五粮液、洋河股份的Forward PE



仍在 15~20X 外，其余酒企的估值均已修复至 20X 以上。彼时，市场对 2016 年白酒产业环境仍以弱复苏、分化的预期为主，对酒企归母净利的预期普遍为双位数以上增长。

图表42：2015 年上市酒企归母净利陆续实现恢复性正增长

归母净利同比	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
贵州茅台	18%	0%	2%	-12%	12%	11%	4%	4%
五粮液	-16%	-21%	85%	40%	32%	-10%	-7%	7%
洋河股份	11%	12%	13%	72%	10%	1%	11%	9%
泸州老窖	10%	3%	5%	扭亏	10%	8%	31%	181%
口子窖	35%	127%	48%	-3%	54%	39%	15%	7%
迎驾贡酒	16%	-8%	26%	-1%	24%	2%	30%	49%
今世缘	1%	3%	1%	35%	11%	17%	7%	-1%
古井贡酒	6%	9%	17%	57%	14%	12%	26%	15%
山西汾酒	-37%	262%	123%	扭亏	37%	0%	7%	-1%
老白干酒	40%	亏损	27%	30%	40%	亏损	47%	56%
舍得酒业	-46%	-2%	-36%	-56%	179%	364%	扭亏	698%
伊力特	-23%	12%	-22%	扭亏	21%	-17%	-3%	-14%
水井坊	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	63%	522%	181%	341%
酒鬼酒	1067%	扭亏	扭亏	扭亏	49%	-49%	24%	56%

来源：I find，国金证券研究所（注：按 2015 年末市值倒序排列）

2016 年初，白酒板块仍呈现出“强防御”特征。伴随市场风格切换，白酒板块的进攻性也逐渐由弱转强，后视视角来看成为上一轮核心资产行情的起点，从基金重仓持股占比变化中可见一斑（2016Q1/Q2 末占比分别为 1.17%/1.57%，环比分别+0.59pct/+0.40pct）。白酒板块进攻性增强的驱动因素包括：

1) 地产周期上行，棚改货币化安置加速，泛商务需求改善预期渐起。2015 年末中央经济工作会议明确化解房地产库存、稳定房地产市场。2016 年 2 月，央行等发布通知，在不实施“限购”措施的城市首付最低降至 20%。3 月《政府工作报告》明确“今年棚户区住房改造 600 万套，提高棚改货币化安置比例”，自此棚改货币化安置加速推进、2016 年货币化安置比例同比+18.6pct 至 48.5%。

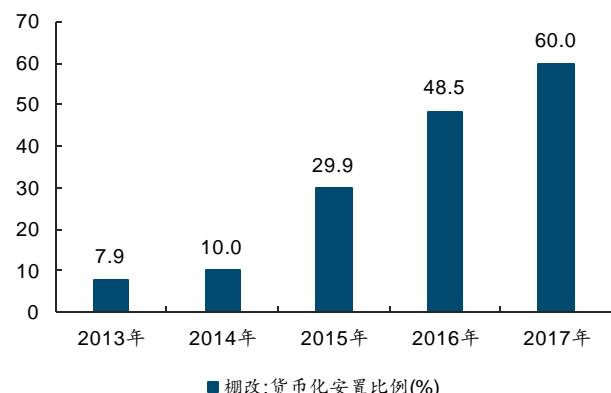
持续宽松的政策环境显著带动商品房销售回暖。2016 年，商品房销售面积（住宅）同比+22.4%，销售额同比+36.1%。同时，房企拿地热度持续攀升，8 月时全国成交土地平均溢价率高达 47.8%；房地产开发投资的同比增速也有所回升，全年累计同比+6.9%，较 2015 年增速+5.9pct，房地产新开工施工面积同比亦回正。

地产周期上行带动全链路相关行业经营预期回暖、推动其泛商务白酒需求改善，同时也带动了家电等后周期消费行业盈利水平提升。

2) 房价上行催生居民端财富效应。房产与有价证券是居民端的核心资产品种，宽松的货币环境下一线城市房价自 2015 年逐步提升，2016 年叠加棚改货币化安置加速去库存等政策因素，房价上行自一线城市向二、三线城市蔓延。房价持续上行带动家庭消费意愿提升，进而推动居民端消费升级，即显著的正向财富效应。

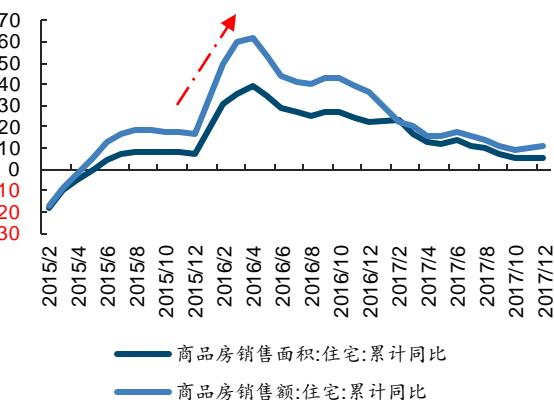


图表43: 2015~2017年棚改货币化安置比例持续提升



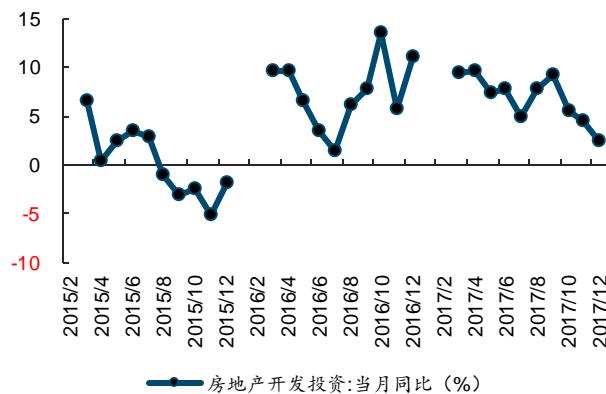
来源: Ifind, 国金证券研究所

图表44: 2016年商品房销售面积增速大幅提升 (%)



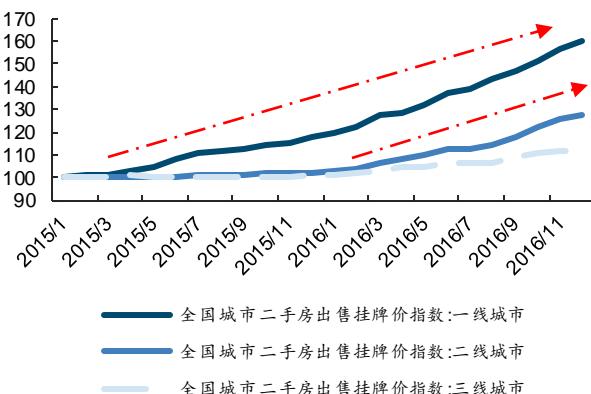
来源: Ifind, 国金证券研究所

图表45: 2016年房地产开发投资增速回升



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表46: 2016年二、三线城市房价开始上行



来源: Ifind, 国金证券研究所

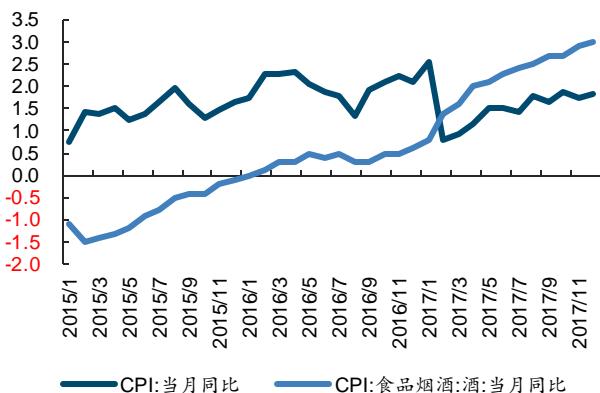
3) 居民收入提升带动消费情绪回暖，大众消费升级成为主叙事逻辑。除上述提及的正向财富效应外，居民收入持续提升、中产阶级持续扩容，叠加企业盈利预期修复，共同推动了消费情绪的回暖。纵观 2016 年，酒类 CPI 在 1 月同比回正，PPI 同比逐月跌幅收窄，并于 9 月回正；规模以上工业企业利润总额在 1~2 月累计同比回正；消费者信心指数自 6 月起开始拐点上行。

回溯来看，市场通胀预期的回暖对白酒板块步入右侧布局尤为重要。2016 年上旬的关键政策指引来自 3 月两会期间《政府工作报告》提出：“2016 年发展的主要预期目标是国内生产总值增长 6.5%~7%，居民消费价格涨幅 3% 左右”、“积极的财政政策要加大力度，拟安排财政赤字 2.18 万亿元，比去年增加 5600 亿元，赤字率提高到 3%”、“适度扩大财政赤字，主要用于减税降费，进一步减轻企业负担”、“稳健的货币政策要灵活适度，广义货币 M2 预期增长 13% 左右，社会融资规模余额增长 13% 左右”。

财政扩张+货币宽松+供给侧持续改革使得市场通胀预期拐点向上，此后披露的 2~4 月 CPI 同比均 +2.3%，宏观数据进一步印证、夯实了上述市场预期。与此同时，行业层面亦传递积极信号：高端酒春节批价回升、动销回暖，酒企报表业绩持续兑现。具体而言，2 月末飞天茅台批价环比 +30 元至 860 元；2015Q4、2016Q1 上市酒企合计营收分别同比 +9%、+16%，归母净利分别同比 +24%、+17%。

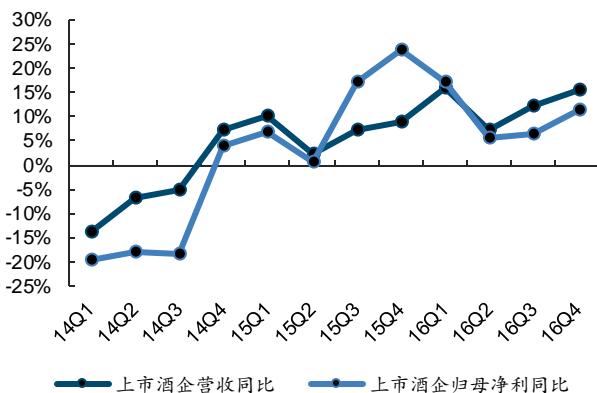


图表47: 2016年酒类CPI同比回正(%)



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表48: 2016年上市酒企业绩持续正增



来源: Ifind, 国金证券研究所

2016年白酒指数上涨28%、在SW二级板块中处于较优水平(17/131分位)，其中EPS增长9%，PE-TTM提升18%。细化时间维度来看，板块涨幅主要由上半年贡献，对应前述“通胀预期拐点+春节动销平稳向好+业绩兑现不错”的逻辑。

下半年相对收益有限主要系内外部环境再度呈现两面性：一方面，高端酒批价加速上行(飞天茅台批价自6月末835元升至12月末1030元)，PPI同比转正；另一方面，CPI时有回落(如8月同比仅+1.3%)，房地产调控政策陆续出台(如9月末北京出台政策规定首套普通自住房首付款比例不低于35%)，上市酒企2016Q2增速回落。

但不可否认的是，白酒产业已重回“量价齐升”的景气上行周期。这一时期的驱动因素主要是经济活跃带动商务需求增长以及大众需求升级；伴随中产阶级持续扩容，大众消费升级逐渐成为行业发展的核心逻辑。自此，飞天茅台批价上行持续打破市场对白酒行业天花板的认知，叠加其出厂价提升节奏及幅度远滞后于批价，丰厚的渠道利差培育了一批资金实力雄厚的行业核心大商，间接推动了后期二三线白酒品牌的全国化征程。

图表49: 2015~2016年白酒指数较全A综指相对收益及重要事项复盘



来源: 各公司公告, 国务院, 新华网, 经济参考网, 证券日报, 人民网, 新华社, 中新网, 财新网, 中国经济网, 糖酒快讯, 酒业家, 酒说, Ifind, 国金证券研究所



三、行业龙头在上一轮行业转折期的量价策略复盘

酒企在行业上行期建立的进攻型组织，在下行期战略目标从“攻城略地”转为守份额时，容易在战略与战术层面出现失误，给后来者以居上的机会。每一轮下行期，酒企所面临的困境往往存在相似之处。例如，动销不畅导致渠道库存积压，渠道为去库存、回笼资金而杀价销售，渠道集中性的杀价销售行为会扰乱产品价格体系，价格不稳定又会进一步加剧渠道恐慌情绪、形成恶性循环。此外，酒企也需要在保业绩、守份额、稳渠道、控价盘、促销等众多目标之间寻求平衡，尤其是国资背景的酒企。

在本部分，我们选取了贵州茅台、五粮液、泸州老窖三家行业头部酒企，对其在上一轮行业转折期所采取的量价策略进行复盘。其中，贵州茅台凭借其渠道利差安全垫，在量价策略上表现得更为从容。相比之下，五粮液和泸州老窖在上一轮行业转折期均出现了价格策略失误，需解决价格倒挂、渠道退出的难题。降价、重新确立价格定位只是纠错的第一步，改革渠道架构、重拾厂商信任、确立品牌战略等更是关键。

3.1 贵州茅台：先以价换量，后控主品平稳过渡

贵州茅台在上一轮行业下行周期中仍保持历年营收同比正增长，主要依靠茅台酒的放量实现。其放量的底气主要体现在：1) 存量经销商凭借过往较高的渠道毛利，积累了较为可观的原始资本。2) 曾一度高达 200% 的渠道毛利，对非存量经销商产生显著的“示范效应”。3) 作为行业龙头，茅台酒的经销权本身具有极高的稀缺性。4) 上市后产能扩建持续落地，有足够的基酒产能以支撑成品酒供给。

在这过程中，我们理解公司放量压力最大的时期是 2013 年下半年。在此之前，渠道仍保有相对丰厚的利差空间；2012 年 9 月初公司对飞天茅台的提价操作也在一定程度上分流了报表压力。在此之后，公司对 2014、2015 年的增长目标设定更为理性(分别为 3% 和 1%)，放量压力也随之相对趋缓。因此，2013 年下半年开始公司逐步放开茅台酒的代理权，例如：

- 1) 7 月公司出台政策：“2013 年以 999 元/瓶的价格进货 30 吨飞天茅台，2014 年可以成为茅台经销商，享受 819 元/瓶的出厂价”。
- 2) 11 月公司出台政策：“原有老经销商在 12 月底前按 999 元/瓶打款进货 1 吨飞天茅台，可再按 819 元/瓶配给 20%，次年该 20% 自动增加至经销商计划内，以此类推。或在 12 月底前按厂价打款进年份酒(15 年至 50 年任选)1 吨，次年按 819 元/瓶增加 1 吨飞天茅台计划，以此类推。”

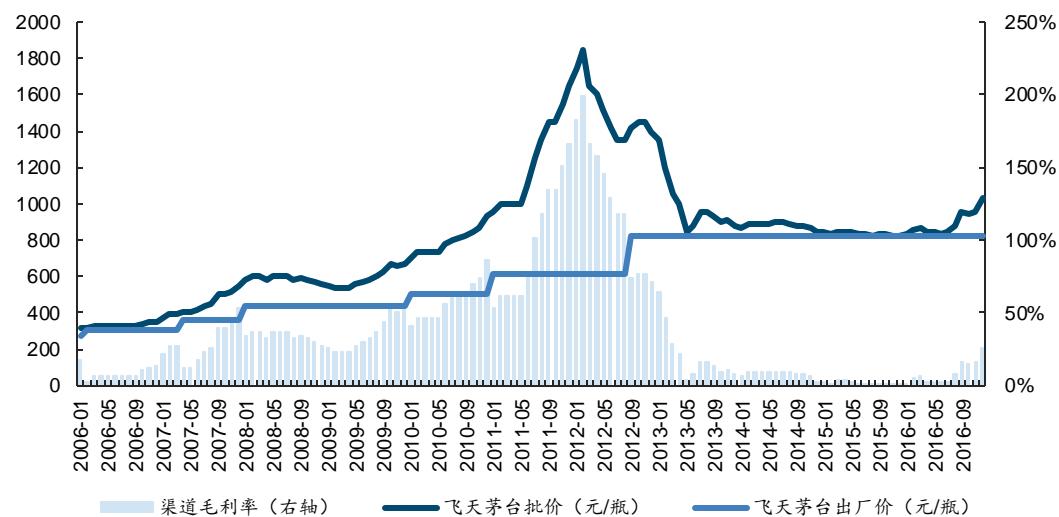
图表50：贵州茅台 2012~2016 年经营目标及达成情况梳理

年度	规划目标	实际完成情况	是否完成
2012 年	营业收入较上年度增长 51% 左右	实现营业收入 265 亿元，同比增长 43.8%	否
2013 年	营业收入较上年度增长 20% 左右	实现营业收入 309 亿元，同比增长 16.9%	否
2014 年	营业收入较上年度增长 3% 左右	实现营业收入 316 亿元，同比增长 2.1%	否
2015 年	营业收入较上年度增长 1% 左右	实现营业收入 327 亿元，同比增长 3.4%	是
2016 年	营业收入较上年度增长 4% 左右	实现营业收入 389 亿元，同比增长 19.0%	是

来源：贵州茅台公司公告，I find，国金证券研究所



图表51：2012年飞天茅台批价高点时渠道毛利率达到199%



来源：今日酒价，酒说，国金证券研究所

2014年，公司延续了以飞天茅台增量支撑营收增长的策略，并在3月和6月进一步放宽代理门槛，这一举措也使得茅台酒经销商结构更加扁平。期内，茅台酒营收同比+5.4%，略高于公司整体营收增速，以弥补系列酒营收同比-49.9%的缺口。

此外，公司开始加大非标茅台及文创产品的开发力度。2014年初，个性化定制营销公司成立，当年也推出了第一款生肖茅台——甲午马年生肖酒，发行价849元/瓶，投放计划约350吨，但因市场反响不佳、次年半年生肖酒的投放计划削减至约250吨。同时，银基集团于10月发布公告，披露获得400ml/1300ml、43度/53度茅台酒的独家经销权。

在此期间，飞天茅台的渠道毛利率已回落至个位数（截至2014年末仅3%）。考虑到资金成本和经营成本等开支，渠道的实际净利水平预计已接近盈亏平衡。

图表52：2013~2014年贵州茅台针对茅台酒量价政策梳理

时间	事件/政策
2013年7月	以999元/瓶的价格进货30吨飞天茅台，一次打款6365.6万元，次年可成为茅台经销商，享受819元/瓶的出厂价
2013年7月	公司公告向贵州白酒交易所销售茅台酒200吨，价格参考向非关联方销售产品价格的基础上双方协商确定
2013年11月	原有经销商在12月底前按999元/瓶打款进货1吨飞天茅台酒，可再按819元/瓶配给20%，次年该20%自动增加到经销商计划内，以此类推。或凡在12月底前按厂价打款年份酒1吨，次年按819元/瓶增加1吨飞天茅台酒配额，以此类推。
2013年12月	经销商大会：2014年销售收入要适度增长。...加强面向私营企业、民营企业和富裕阶层的团购开发力度，达到一定规模的单位奖励经销权。 <u>顺价销售、控量保价，主动调整价格，兼顾厂家、经销商、分销商、消费者利益。</u> ...完善销售渠道扁平化建设。对个别省区现有的销售渠道进行适度拆分，适度发展空白地级市场、经济百强县和重要口岸城市的网点布局。
2014年1月	贵州茅台酒个性化定制营销有限公司在贵阳正式宣告成立
2014年3月	只要2年内卖出20吨飞天茅台，就可获得茅台经销商资格，其中85%部分飞天茅台进货价为999元/瓶，15%进货价为819元/瓶。
2014年6月	拟在空白市场区域发展国酒茅台专卖店营销网络。按照经销商年销售额界定，完成销售任务后次年可获飞天茅台代理权；具体要求以团购价999元/瓶采购1.5吨飞天茅台，再以经销价819元/瓶采购3吨。
2014年9月	对部分已执行完全年计划的经销商，推出新放量方案，即按照999元/瓶出厂价采购1吨茅台，可配给2吨出厂价819元/瓶的计划内供应量。

来源：贵州茅台公司公告，中国经营报，糖酒快讯，酒业家，微酒，中国酒业新闻网，每日经济新闻，国金证券研究所

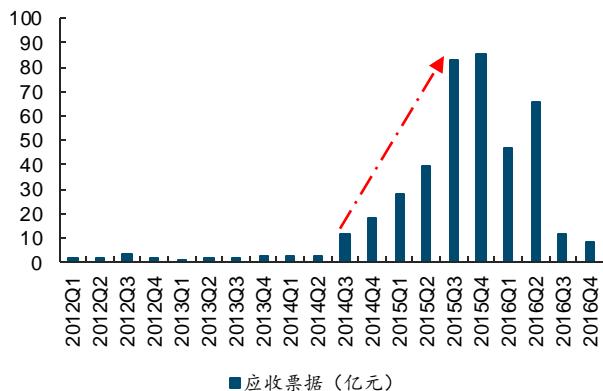
2014年末，贵州茅台针对茅台酒的量价策略迎来拐点：公司在年度经销商大会上明确提出：“2015年茅台酒将做到‘三个不变’：不增加销量，不增加新经销商，不降低出厂价



格。”2015年，公司设定营收目标为增长1%左右，较为理性的目标设定意味着公司能够更灵活地对渠道进行量价管控、进而实现控量保价的目的。

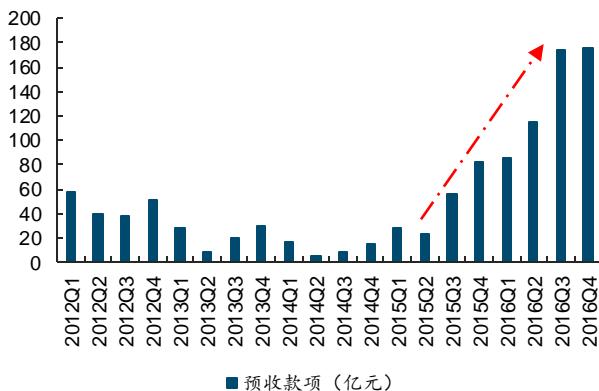
具体而言：1) 公司放宽了渠道票据使用政策，从表观应收票据余额环比持续提升可见一斑。截至2015年末，公司应收票据余额为85.8亿元、较2014年末的18.5亿元大幅提升。2) 公司陆续落地乱价管控措施。例如在8月出台政策规定：“2015年合同量在10吨及以上的经销商和专卖店，从8月17日起飞天茅台批发价小于850元/瓶销售的，一旦查实将不再续签2016年合同。”彼时飞天茅台的批发价约825元、已临近819元出厂价，倒挂风险加剧。

图表53：2015年贵州茅台应收票据余额大幅提升



来源：I find, 国金证券研究所

图表54：2015H2起贵州茅台预收款余额环比持续提升



来源：I find, 国金证券研究所

2016年，贵州茅台延续了对茅台酒控量、梳理市场秩序的策略，进一步提升了渠道议价能力、加大对乱价渠道的惩处力度。此外，李保芳在2015年赴任贵州茅台后，逐步加大对酱香系列酒的资源支持，提出“允许3年政策性亏损”，酱香系列酒逐步成为公司的第二增长曲线（2016年系列酒营收同比+92%，有利于缓解茅台酒为实现公司整体业绩增长而被动放量的压力）。

整体而言，贵州茅台在上一轮行业转折期的主要措施可以概括为：核心单品先放量后控量、先降低代理门槛后加强渠道监管，并完善产品梯队架构以分流主品压力。该打法也仅适用于贵州茅台，其能顺利招商并放量的前提是充足的渠道利差以及独一无二强势的品牌力，品牌力强势意味着对消费者而言产品可替代性较低。

图表55：2014年末~2016年贵州茅台针对茅台酒量价政策梳理

时间	事件/政策
2014年12月	经销商大会：2015年茅台酒将做到“三个不变”：不增加销量（稳定在今年的基础上）；不增加新经销商，特殊情况需要增加的，必须经各省经销商联谊会同意；不降低出厂价格。
2015年8月	茅台销售公司召开半年会议，会上决定：2015年合同量在10吨及以上的经销商和专卖店，从8月17日起飞天茅台批发价低于850元/瓶销售的，一旦查实，将不再续签2016年合同。
2015年12月	经销商大会：将以2015年销量为基数制定签约标准，对于向非指定的商家或机构供货的一律拒签新一年度合同。 1) 2015年度完成20-30吨销售的按80%转入2016年度合同，完成3亿元以上按60%转入2016年合同。2) 总经销商合同没有达到50%任务的不再续签合同，任务量超过50%的按实际完成量签订新合同。3) 团购直销奖励照旧，不再发展新团购商。4) 符合规定地区的经销商，可实行县级代理制。
2016年1月	国酒茅台（贵州仁怀）营销公司1月连续发布4则《关于对个别经销商违约行为的处理通报》，合计处理84家经销商，缘由包括违反合同约定、未完成2015年合同计划等，处罚措施包括按850元/瓶回收、扣除20%信誉保证金、星级评定下调一级、扣减20%合同计划、不再续签2016年茅台酒合同等
2016年1月	国酒茅台（贵州仁怀）营销公司发布《关于2016年1月份合同计划执行的通知》。...“各专卖店、经销类合同单位务必遵照合同约定，按月执行，公司不再安排提前执行2、3月份合同计划。”
2016年7月	国酒茅台（贵州仁怀）营销公司发布《关于茅台酒使用银行承兑汇票政策调整的通知》。...“即日起停止使用银行承兑汇票办理53度茅台酒业务（含陈年酒、总代理、总经销、团购等），43度茅台酒可按原办法继续使用银行



时间	事件/政策
	承兑汇票办理。”
2016 年 9 月	茅台集团党委书记、总经理李保芳提及：“...今年 2.3 万吨茅台酒卖完后绝不增加计划。...茅台不会跟风提价。...目前茅台出厂价和终端价，属于酒企、经销商和消费者都能接受的合理价格区间，这个区间在 1000 元上下。...公司将采取一系列措施，保证四季度业绩指标保持稳定增长，其中之一便是加大系列酒投入力度。”

来源：酒业家，每日经济新闻，糖酒快讯，微酒，中国酒业新闻网，酒说，中国经济网，国金证券研究所

3.2 五粮液：及时价格纠偏，倒逼直分销改革，实现守份额、挺形象、去库存

伴随行业景气下行，五粮液产品价格体系亦受到冲击，2012年末普五的渠道毛利率已收窄至约 8%。然而，五粮液仍选择在贵州茅台提价后跟随性提价，于 2013 年 2 月将普五出厂价提价 70 元至 729 元，彼时普五的批价约 690 元，提价后形成了名义上价格倒挂，但该提价部分仍会作为补贴返还给经销商。

同时，为刺激经销商的回款积极性，在上述基础上经销商若按照酒厂要求完成既定回款任务，将额外给予 10%~15% 的返利，年底会再根据合同执行情况给予年度返利。因此，若考虑潜在返利兑付，经销商的实际成本可折至 600 元以内，尚未形成实际亏损。

然而，该返利模式在实际执行过程中也暴露出一些问题。一方面，名义价格倒挂和返利后置对经销商资金形成了一定侵占。经销商迫于资金回笼压力，容易出现折价甩货的情况、从而冲击市场价盘。另一方面，返利政策针对不同规模经销商存在差异，导致经销商的实际成本并不相同。实际成本更低的渠道具备价格优势、能以相对低价出货，而实际成本更高的渠道只能被动跟随、进而导致亏损产生。

固然酒企可以通过市场监管来维系渠道价盘，但在行业景气下行期，叠加五粮液对渠道存有回款诉求，致使其议价能力并不突出、难以对市场价盘进行实质性管控。因此，普五的批价在 2013 年仍持续回落，并在 2014 年 1 月跌破 600 元。此外，伴随批价回落，渠道名义倒挂幅度持续拉大，经销商回款积极性进一步降低，这倒逼五粮液报表开始被动出清（2013Q1~Q4 营收同比分别为+5%/持平/-40%/-9%，全年营收同比-9%、大幅低于年初预设的 15% 增长目标）。

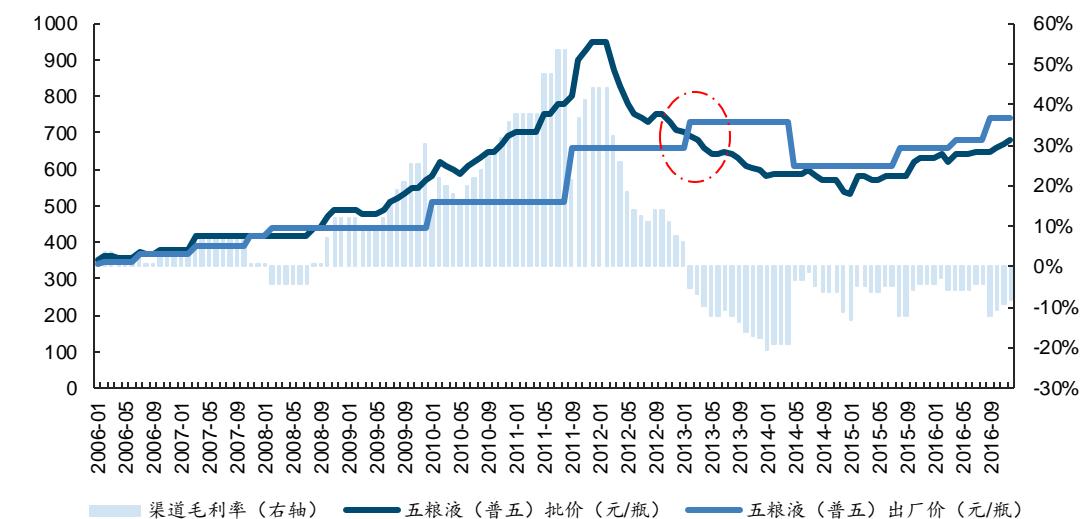
图表56：五粮液 2012~2016 年经营目标及达成情况梳理

年度	规划目标	实际完成情况	是否完成
2012 年	力争实现收入不低于 20% 的增长	实现营业收入 272 亿元，同比+34%	是
2013 年	力争实现收入 15% 左右的增长	实现营业收入 247 亿元，同比-9%	否
2014 年	力争营业总收入正增长	实现营业收入 210 亿元，同比-15%	否
2015 年	力争实现业绩平稳	实现营业收入 217 亿元，同比+3%	是
2016 年	力争实现营业总收入不低 238 亿元，较上年增长不低于 10%；利润总额目标 88 亿元，力争较上年同期增长达 10%	实现营业收入 245 亿元，同比+13%；实现利润总额 93 亿元，同比+13%	是

来源：五粮液公司公告，I find，国金证券研究所



图表57：2006~2016年五粮液（普五）批价及出厂价梳理



来源：百荣酒价，Wind，国金证券研究所

在业绩出清、批价回落的背景下，五粮液在2013年末经销商大会上提出要“控量稳价，量价平衡”，并于2014年5月对价格策略进行了修正。彼时，公司决定将普五的出厂价由729元降至609元，团购价、零售指导价分别降至659元、729元，同时取消此前执行的补贴政策。自此，普五的批价阶段性稳定在590~600元水平。

同期，五粮液开始筹划渠道模式变革。2014年7月，公司提出“促进商家转型，加快完成核心商家体系下的直分销网络建设”，8月直分销模式率先在广东、广西地区落地试点。其中，广东地区选择粤强酒业作为服务运营商，广西地区选择翠屏酒业，两者均为各自区域内的核心大商。

在直分销模式下，粤强酒业作为广东服务运营商，省内其他经销商不再与公司直接发生财务往来。服务运营商将在公司营销中心的指导下，履行市场开发、市场打造、市场服务、市场配送、市场管理等职能。我们认为，直分销模式本质上体现了五粮液主动收窄渠道管理半径、降低渠道沟通成本的意图，进一步强化了公司偏大商制的渠道架构，通过借助大商的力量更好地维护渠道秩序、穿越行业下行周期。

图表58：2013~2014年五粮液渠道营销策略梳理

时间	事件/政策
2013年2月	普五出厂价自659元提至729元，提价部分70元仍作为渠道返利，季返/年返等返利政策维持
2013年12月	经销商大会：五粮液将坚持走“商务+大众”路线，一方面，从单一高端产品转向全价位和全产品线布局，另一方面，坚持控量稳价和量价平衡，为渠道提供合理利润。... 2014年策略：满足消费者的需求，遵循市场发展规律，稳中求进的总体策略。... 五粮液控量稳价，量价平衡，秩序井然的五粮液品牌策略。
2014年5月	普五出厂价自729元降至609元并取消补贴政策，团购价、零售指导价分别调至659元、729元；1618五粮液出厂价、团购价、零售指导价分别调至659元、729元、809元。
2014年8月	五粮液在广东试行直分销模式，选择广东粤强酒业作为广东服务运营商，负责对广东区域特约经销商供货。广东省内协议经销商直接与广东粤强发生贸易关系，不再与五粮液直接发生财务关系。新进客户、五粮液华南营销中心及粤强签订三方合作协议，签订三方协议经销商最低年起订量100箱，按609元价格执行，若经销客户完成年度销量，2015年享有50%增量配额。
2014年9月	经销商完成全年销售任务量，将以13年“1218经销商大会”上签约量为基数，按照2:1比例向经销商配货，配货价格为509元/瓶。
2014年12月	经销商大会：第一，保持三大产品价格不变。保价是2015年的重点工作，2015年52度五粮液将保持609元出厂价不变。... 第二，理顺52度五粮液市场秩序。... 第三，2015年五粮液将成立五粮液事业部，直接管理7个营销中心的市场秩序，全面消化目前市场存货，稳定秩序，稳定价格体系。... 第四，启动直分销模式。...

来源：第一财经，糖酒快讯，酒业家，中国证券报，酒说，国金证券研究所



除 2014 年末，因公司政策（9 月公司出台政策，经销商在完成 2014 年任务后、可按 2:1 配货 509 元的量，即综合回款成本折至约 576 元）、叠加年末经销商大会兑付渠道返利等因素，致使普五批价阶段性因低价甩货回落至 530~540 元外，2014~2015H1 普五批价平稳在 570~600 元区间、较飞天茅台批价保持约 250~300 元价差。

基于对外部环境、内部渠道状态等判断，五粮液自 2015 年下半年起重拾提价策略：1) 2015 年 8 月，公司对普五出厂价由 609 元提至 659 元。2) 2016 年 3 月，公司对普五出厂价进一步提至 679 元，并取消 30 元返利、取消承兑汇票贴息补贴，设立专项资金收低价货。3) 2016 年 9 月，公司对普五出厂价进一步提至 739 元。

通过提价、缩减返利等方式，五粮液逐步提升渠道的实际成本预期，从而倒逼批价上行。从结果来看，普五批价自 2015 年 8 月首次提价时约 580 元，提升至 2016 年末约 680 元。复盘来看，我们认为该价格策略能较好落地的原因在于：

- 1) 白酒行业景气度已逐步企稳，市场需求具备支撑。
- 2) 自 2014 年以来，相对平稳的普五价盘已稳固了渠道情绪，直分销模式的推行进一步巩固了酒厂同核心渠道的厂商关系。
- 3) 普五渠道库存经历 2013 年以来的持续去化已处于良性状态，2014 年末普五短暂跌价后迅速回升也印证了这一点。
- 4) 普五提价分阶段落地、节奏相对温和，且普五与飞天茅台批价保持 200 元以上的价差中枢，能舒缓因价升造成的需求挤出冲击。

图表59：2015~2016年五粮液渠道营销策略梳理

时间	事件/政策
2015 年 1 月	经销商会议：1) 坚决稳住普五价格，要求与会经销商必须坚守 580 元批发价，而且准备好资金随时准备收市场上低于此价格的货，50 箱为一个单位。2) 战略增量经销商需要签约打款，完成年度任务后，公司确保经销商能顺价出货、兑现返利。
2015 年 1 月	公司向经销商发出通知要求 52 度普五一批价要尽量靠近 609 元。
2015 年 3 月	春糖经销商工作会议：调整与梳理价格体系、优化渠道体系、落实好最新改革政策、处理好电商渠道和传统渠道关系，是五粮液 2015 年五粮液营销工作的重点、难点。... 重新设立五品部，以及部分品牌和专卖店的公司化运作。... 52 度控量稳价，量价均衡。
2015 年 5 月	全国经销商营销工作会议：2015 年，公司将坚持全年基本投放与 2014 年同比不增量。... 今年不会出台任何简单的针对渠道的市场支持政策，坚持 609 元/瓶的出厂价全年不动摇，今年的工作重心就是“紧紧围绕价格提升制定综合措施，最终促进价格恢复至顺价销售状态”。
2015 年 8 月	普五出厂价自 609 元提至 659 元。
2015 年 12 月	经销商大会：... 2016 年继续贯彻“控量稳价、量价均衡”的基本营销思路... 实现“三个确保”的营销目标，即“确保全面完成公司目标任务，确保实现五粮液及其系列产品量价稳中有升，确保运营商获取合理市场回报和经营收益”。... 2016 年 52 度五粮液出厂价格将继续稳中有升。出厂价计划从 659 元/瓶恢复到 689/瓶甚至 729 元/瓶。
2016 年 3 月	普五出厂价自 659 元提至 679 元，并取消经销商 30 元/瓶补贴。五粮液 1618、低度五粮液等系列产品也将根据市场供需情况适时进行调整。... 取消承兑汇票贴息补贴，设立专项资金收低价货。
2016 年 8 月	自 9 月 15 日起，普五出厂价自 679 元提至 739 元；2017 年普五市场投放量不会多于 2016 年总量。
2016 年 12 月	2017 年，公司将对普五在 2016 年基础上实行总体减量 25% 的市场投放。... 计划外按出厂价 769 元/瓶执行，包含团购价和批条价。
2016 年 12 月	经销商大会：2017 年，五粮液采取综合性配套措施，使普五的价格体系在目前价格基础上继续上浮。... 五粮液将坚持普五产品“优质投放、增量溢价、违规减量”三大原则，保持产品质量的优质，使产品结构更具优势，使销售渠道更优化。

来源：糖酒快讯，酒业家，酒说，国金证券研究所

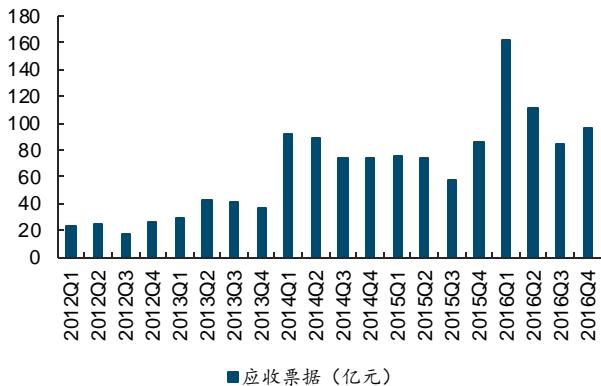
整体而言，五粮液在上一轮行业转折期的主要措施可以概括为：及时纠正价格策略，精准地再摸准主品价格定位，积极推进渠道变革，通过控量稳价巩固渠道信心，随后抓住行业复苏契机大胆提价、走出底部困境。



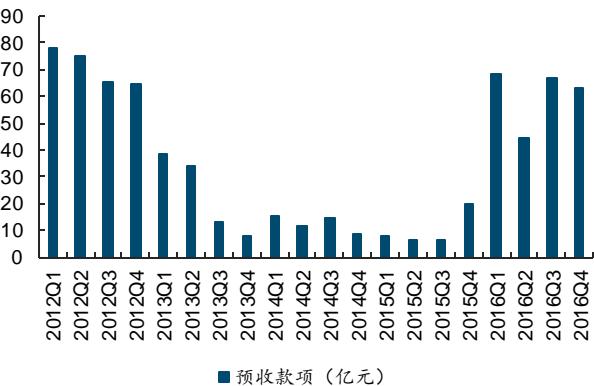
2013年，五粮液误判形势逆势提价，虽然公司通过实施返利政策来托底渠道盈利预期，但行业下行期渠道情绪本身悲观，叠加资金链紧张、即使公司放宽票据回款政策仍致使渠道回款大幅减少。彼时，适逢贵州茅台放宽代理门槛，部分五粮液经销商及专卖店放弃了代理权。这倒逼公司开始推进渠道变革，试水直分销模式，对经销商进行“分类、分级”、构建以核心渠道为主的营销体系。

在此期间，五粮液并未一味追求表观经营目标实现，避免再对存量渠道施压、或再“以价换量”，公司报表业绩在2013Q3~2014Q3持续出清、正视了行业下行期的经营困境。在行业底部，普五与飞天茅台保持约200~300元批价价差，一定程度上实现了守市场份额、挺品牌形象、去渠道库存等目标的均衡，也为2015年重回提价通道夯实了基础。

图表60：五粮液自2014年起施行相对宽松的票据政策



图表61：五粮液渠道回款积极性自2015年末逐步修复



来源：I find, 国金证券研究所

来源：I find, 国金证券研究所

3.3 泸州老窖：先破后立，大单品战略+品牌专营模式确立

相较于贵州茅台、五粮液而言，泸州老窖仍处于泛全国化阶段、根基尚不牢固，且产品结构较为分散、大单品并不突出，致使消费者对其品牌认知也尚未牢固树立。

从2012年泸州老窖的营收结构来看，以国窖1573为主的高档酒、以特曲&窖龄为主的中档酒、低档酒分别占比39%、28%、33%；区域层面，华北、西南、华中、其他区域营收占比分别为31%、30%、18%、21%。

彼时，泸州老窖采用的渠道模式为“柒泉模式”，即公司按区域划分形成华北、华中等柒泉公司，这些柒泉公司由区域内核心经销商及原公司销售团队共同出资建立，区域内经销商主要自柒泉公司打款、提货。2012年，公司报表前三大客户为华北、华中、西南柒泉营销公司，其收入占比分别为16.7%、9.8%、9.7%。

“柒泉模式”在行业上行期进一步加深了核心经销商与酒厂的利益绑定，也是公司在2006年向山东国窖酒业、保定隆华商贸等8个经销商定增后的营销模式创新。该模式本质仍是渠道加杠杆，即让经销商在正常酒类销售的基础上，额外获得分红等利益、分享酒企成长红利。利益激励使柒泉体系内核心经销商加大了渠道推力，但在下行期也暴露出一些问题：

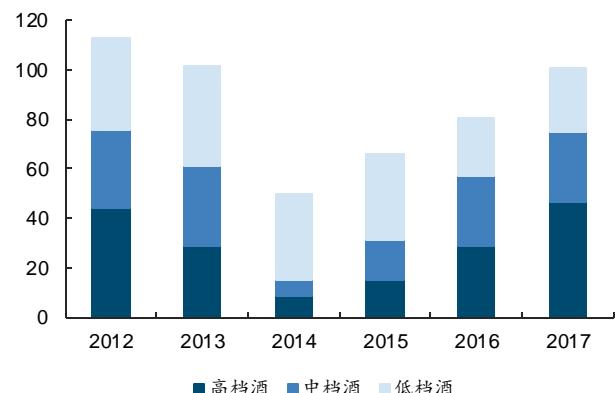
一方面，柒泉公司以区域划分、不以产品划分，从国窖1573到特曲、窖龄、以及价格更低的头特曲等产品均可代理。下行期为达成区域任务目标，柒泉公司更倾向于销售周转快的低价位产品，甚至默许区域窜货行为，这使得区域内分产品资源倾斜与酒厂的品牌战略规划出现分歧、不利于产品策略有效落地。

例如，公司在2011年推出窖龄系列，初衷是填补国窖1573市场价上移后与特曲间的价格空缺。然而，2012年后国窖1573价格下行，层层向下价位挤压导致窖龄与特曲系列价格逐步重合。此时，区域柒泉公司更倾向于销售消费者已有一定认知的特曲产品，而非加大投入培育窖龄产品。后视来看，依赖渠道推力形成的销售规模与市场覆盖往往“有名无实”，本该用以消费者培育的资源易被渠道截取、转换为杀价空间。

另一方面，随着下行期公司产品批价回落甚至倒挂（例如2012年末国窖1573名义倒挂幅度已达到16%），叠加公司偏刚性的价格策略，柒泉公司的市场费投空间进一步压缩。在柒泉模式下，酒厂其实一定程度上已经让渡了区域内的渠道管控职能；柒泉公司在毛利空间收窄的背景下，其市场管控能力被进一步削弱，致使渠道秩序逐渐紊乱，本身酒厂缺乏有效的经销商及终端触达。

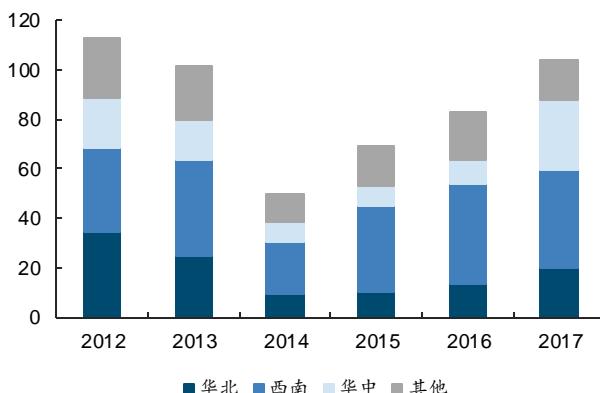


图表62: 2012~2017年泸州老窖营收分产品梳理(亿元)



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表63: 2012~2017年泸州老窖营收分区域梳理(亿元)



来源: Ifind, 国金证券研究所

以国窖 1573 为例, 公司在 2013 年仍执行了相对刚性的价格策略。公司 2012 年年报提及“国窖 1573 坚挺价格... 公司以坚定的信心、超常规的运作, 坚决维护国窖 1573 的市场价格, 增强产品核心竞争力, 维护超高端品牌定位, 牢牢占据了中国超高端白酒第一阵营。”

随后 2013 年 8 月, 公司将国窖 1573 出厂价由 889 元上调至 999 元。彼时, 国窖 1573 的批价约 720 元, 提价后名义倒挂幅度扩大至 279 元。2013 年, 以国窖 1573 为主的高档酒实现营收 28.8 亿元, 同比-35%。

2014 年时, 伴随持续回落的批价, 公司逐渐转变思路、正视国窖 1573 在渠道运作中面临的困境。公司 2013 年年报提及“2013 年国窖 1573 整体销售下滑, 既有宏观大环境的影响, 但执行力薄弱、政策贯彻不到位、转型不成功也是其主要原因”、“国窖 1573 的主要问题是消费阻断, 2014 年将通过加强和大经销商的协作, 理顺价格, 理顺市场秩序”。

随后, 公司落地了三项关键调整政策: 降价+停货+回购。1) 2014 年 7 月, 公司宣布下调国窖 1573 出厂价, 调整后计划内结算价为 560 元、计划外结算价为 620 元。针对库存 200 件以上的经销客户实行移库监管, 针对受监管库存予以存货动销奖励。2) 2014 年 9 月, 公司发布《关于国窖 1573 经典装停货的通知》, 即日起公司各单位全面停止国窖 1573 经典装的供应, 公司将根据市场整治情况确认恢复供应时间。3) 2015 年 3 月, 公司实施回购、并调减 2014 年度业绩。在 2014 年年报中提及“国窖 1573 挺价过头, 造成了较长时间销量的损失、渠道的断流、动销的停滞和经销商信心的损失。”

自此, 国窖 1573 批价在 530~550 元之间企稳、小幅低于同期普五批价。期内, 公司表观业绩大幅出清, 2014Q3、2014Q4 营收分别同比-61%、-75%。2014 年全年, 高档酒、中档酒分别实现营收 9.0、5.9 亿元, 同比-69%、-82%。

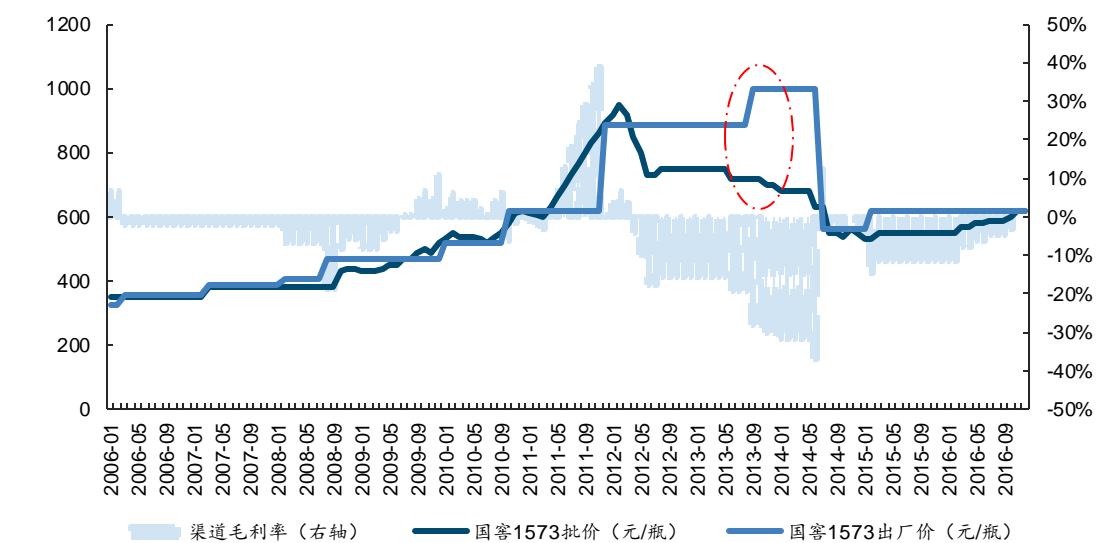
图表64: 2015年3月泸州老窖回购已售商品情况

序号	产品	回购数量 (件)
1	国窖 1573 类	86627.33
2	百年精特类	416733
3	特曲类	269759.79
4	其他	28172
	合计	801292.12

来源: 泸州老窖公司公告, 国金证券研究所



图表65: 2006~2016年国窖1573批价及出厂价梳理



来源：今日酒价，Wind，国金证券研究所

图表66: 2013~2015年国窖1573渠道营销策略梳理

时间	事件/政策
2013年7月	国窖1573终端零售价由1389元/瓶上调至1589元/瓶。
2013年8月	国窖1573出厂价高度由889元/瓶上调至999元/瓶，低度由749元/瓶上调至839元/瓶。
2014年7月	中期营销工作会议： 1) 国窖1573于中秋节对产品价格进行如下调整：调整后经销商计划内结算价为560元/瓶，计划外价格620元/瓶，烟酒店渠道供货620元/瓶，商超670元/瓶，团购成交指导价680元/瓶，零售指导价连锁超市779元/瓶、商场799元/瓶。...提出“明确形象价、坚挺团购价、围绕供应价、灵活双轨价”的要求和目标。2) 针对国窖经典装库存200件以上的经销客户实行移库监管，并针对受监管库存予以存货动销奖励...经销客户存货成本(市场费用折算底价)与经销商结算价格(620元/瓶)差额为经销客户存货动销奖励。...对于2014年4~7月国窖1573经销商所产生市场费用，采取手工做账的形式及时兑付经销商订单保证金和市场费用。
2014年9月	泸州老窖向经销商发布《关于国窖1573经典装停货的通知》。...从即日起，公司各单位全面停止国窖1573经典装的供应，公司将根据市场整治情况确认恢复供应时间。
2015年2月	公司下发通知，...凡是有低于550元以下的国窖1573货源，各经销商可以主动收购，公司将按照每瓶550元进行现金回购，同时追加20元/瓶奖励。

来源：糖酒快讯，酒界，中国经营报，酒业家，国金证券研究所

降价+停货+回购主要解决渠道存量问题，公司更需解决的是动销问题。前述已提及柒泉模式在行业下行期时逐渐暴露弊端，为提升终端触及、重塑渠道信心促动销，公司进一步创新渠道模式，废除各区域柒泉公司，成立国窖1573、特曲、窖龄等品牌专营公司。

品牌专营模式与柒泉模式的共通之处在于，两者建立的平台公司均由经销商持股，通过股权绑定酒厂与核心经销商的利益关系。虽然酒厂仍未持有品牌专营公司的股权，但其对各专营公司的经营话语权得到显著强化。在运作模式上，柒泉模式的特点是“先区域、后产品”，而品牌专营模式则是“先产品、后区域”。品牌专营公司作为全国一级平台，再因城施策、分区域采用经销商主导、厂商1+1或类直营模式进行运作，这有利于更好地落实公司产品策略。

整体而言，公司虽然仍借助渠道推力加速全国化步伐，但吸取了此前柒泉模式下对一线市场触及不足的教训，因此公司承担了更多市场开拓职能。典型的案例是创设“久泰模式”并成功打造了国窖1573成都样板市场。

“久泰模式”本质上是类直营模式，即在品牌专营公司下设立子公司，负责某一区域内的销售工作。与传统“平台公司——经销商——分销商——终端”的销售链条不同，“久泰模式”下子公司直接对接终端、或通过经销商直控终端。在此模式下，经销商主要承担回款、仓储配送等职能，而市场开发职能则基本由子公司销售团队负责。待区域内品牌势能



逐渐提升后，公司再考虑打造区域联盟体，吸收区域内核心经销商及终端参与区域平台分红，进一步激发渠道积极性。例如，成都久泰公司在 2019 年末试点股改，彼时成都区域国窖 1573 的销售额已突破 10 亿。

图表67：泸州老窖销售公司及品牌专营公司架构示意



来源：天眼查，泸州老窖销售公司，泸州老窖窖龄酒，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 3 月 16 日）

此外，2015 年公司新任管理层上任后，对现有产品体系进行了全面梳理。具体而言：1) 2015 年 8 月公司下发《关于对带有“泸州老窖”字样总经销产品调整结算价的通知》，明确“严格按照‘国窖’和‘泸州老窖’为主力品牌实施品牌及产品管理。”2) 12 月公司下发《关于产品停止遗留包材的生产和产品发货的通知》，明确“对带有‘泸州老窖’字样总经销产品停止遗留包材的生产和实物库存的发货。”

在 2015 年年报中，公司正式明确了“三线、五大超级单品”的产品战略，并披露：“为配合实施大单品战略，深入推进了品牌瘦身，对现有产品进行了清理、整合、淘汰，冻结条码近 2000 个，将优势资源向主力产品和核心市场进行了聚焦。”综合来看，2015 年公司的主要动作便是“梳理”，理顺内部治理和外部渠道秩序，期内国窖 1573 的批价平稳在 530~550 元。

进入 2016 年，在内外部逐步理顺的基础上，公司开始更频繁地对主品进行量价管控，具体措施包括阶段性停货、施行配额制以及计划外配额提价等。伴随行业景气复苏，核心品批价也重回上行通道。

整体而言，泸州老窖在上一轮行业转折期采取的措施可以概括为“先破后立”。公司打破了原有杂乱的品牌体系、梳理成打造大单品的经营思路；摒弃了柒泉模式、创设了品牌专营模式。尤为关键的是，公司笃定了要把国窖 1573 做出来的决心，在动销薄弱区域试行类直营模式来做终端、做消费者培育，充分彰显了管理层富有远见的战略眼光。目前国窖 1573 已成为稳居 200 亿阵营的高端酒单品。

图表68：2016 年部分国窖 1573 渠道营销策略梳理

时间	事件/政策
2016 年 1 月	为保护广大经销客户利益，保证节后国窖 1573 良好价格表现...暂停春节前国窖 1573 供应，要求经销商严格遵守公司规定的国窖 1573 的价格。
2016 年 6 月	为保障国窖 1573 的价格表现和经销客户及各渠道环节利润，即日起对国窖 1573 经典装停止供货。
2016 年 6 月	泸州久泰酒类销售公司等发布国窖 1573 价格令，对二级批发价格和零售价进行规定：国窖 1573 经典装二级批发价格不低于 640 元/瓶，消费者成交价建议不低于 680 元/瓶。
2016 年 9 月	自 9 月 1 日起，四川区域内全面启动“国窖 1573 终端配额制”新模式，对各地市经销商直接根据终端店对国窖 1573 的需求，实行紧缩货源、减额配送。...对终端店售卖价格低于公司的配送价格的，将严格管理，实行一票否决制，即取消配额，暂停合作。
2016 年 9 月	国窖酒类销售公司下发《关于停止国窖 1573 经典装订单接收及发货的通知》。...鉴于国窖 1573 产能呈现饱和，且公司已完成国窖 1573 年度销售指标...即日起停止接收国窖 1573 经典装订单，暂停国窖 1573 经典装的供应。
2016 年 10 月	国窖酒类销售公司下发《关于实行国窖 1573 经典装价格双轨制的通知》。...国窖 1573 经典装计划内配额结算价保持不变，计划外配额价格为 660 元/瓶。计划内 10 月配额暂定为 2016 年 4~9 月月均数的 90%。...计划内结算



时间	事件/政策
	价加收 20 元/瓶保证金。
2016 年 12 月	国窖酒类销售公司下发《关于调整国窖 1573 经典装计划外配额结算价及制定一季度配额的通知》。... 国窖 1573 经典装计划外配额计算价调整为 740 元/瓶。... 即日起至 12 月 24 日暂停接受国窖 1573 经典装订单。原定尚未执行的 2016 年 12 月配额作废。各片区按照终端配额原则进行 2016 年 12 月下旬至 2017 年 2 月的配额申报。

来源：酒说，中国食品报，酒业报，酒业家，微酒，国金证券研究所

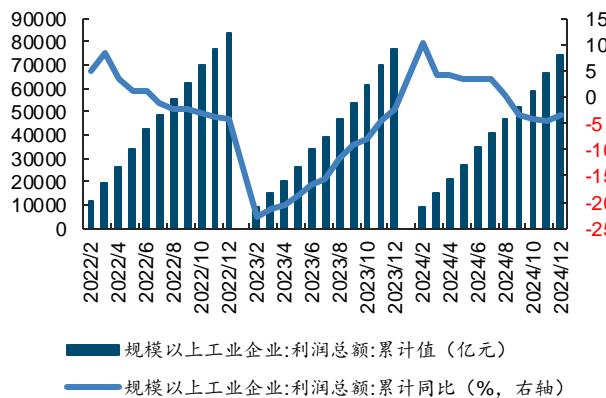
四、对当下白酒板块投资策略的启示

4.1 当下与上一轮转折期的相似性：底部企稳、只待右侧复苏催化

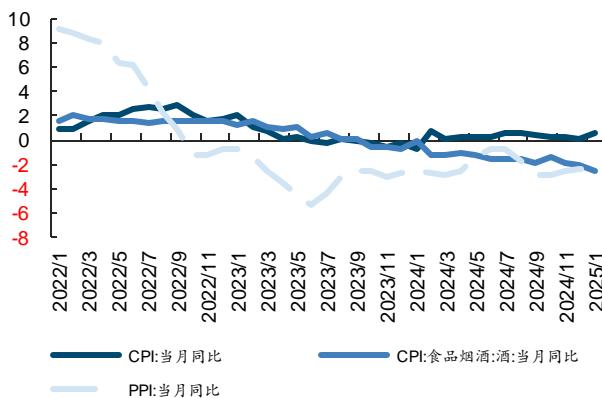
本轮白酒行业上行期始于 2016 年，于 2021 年中旬达到景气巅峰，自 2021 年下旬起景气度开始回落。2022 年至 2024 年初，行业在分化中仍呈现结构性繁荣，直至 2024 年春节后行业景气度步入全面下滑阶段，主因商务需求明显走弱。若以 2021 年 9 月飞天茅台批价冲顶作为景气转折的标志，至今行业已历经约 3.5 年的下行周期。

与上一轮周期相比，此轮景气回落的斜率并不陡峭，原因在于此轮需求结构并未出现缺失，白酒消费仍以商务&居民消费为主。其中，商务消费下滑的主因是企业端盈利预期走弱，公共卫生事件持续扩散对生产、流通等社会活动产生负面影响。企业端盈利预期的走弱也传导至居民端，导致居民收入预期下降。叠加 2021 年底起各线城市房价逐步回落，负财富效应进一步加剧了居民消费情绪走弱、其储蓄意愿持续提升。

图表69：2022 年起规上工业企业盈利逐步走弱



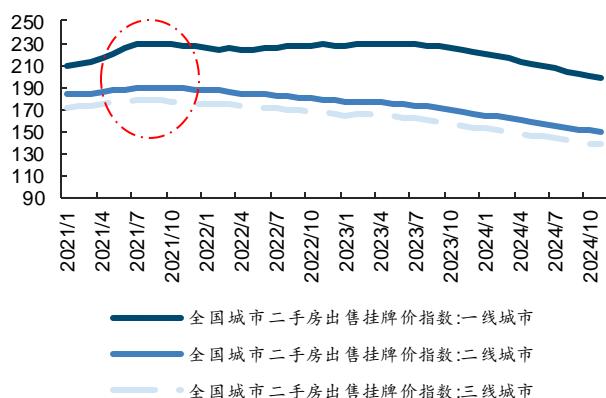
图表70：2022 年起 CPI、PPI 同比持续走弱 (%)



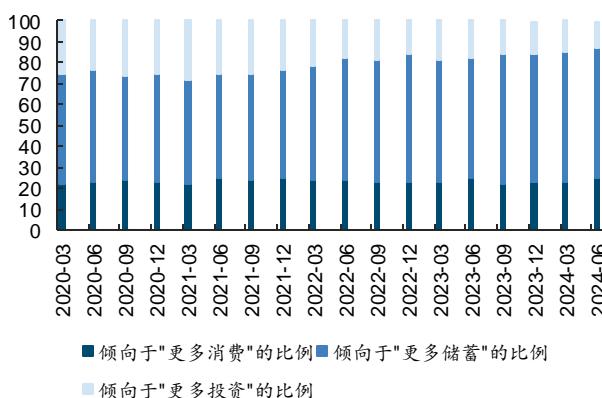
来源：I find, 国金证券研究所

来源：I find, 国金证券研究所

图表71：2021 年末起各线城市房价开始下跌



图表72：2021 年起居民储蓄意愿持续提升 (%)



来源：I find, 国金证券研究所

来源：I find, 国金证券研究所

市场自上而下的预期拐点催化因素是 2024 年 9 月末的政策转向：1) 9 月 24 日，国新办



举行新闻发布会，会上央行、金融监管总局、证监会推出系列刺激政策，包括降准降息、降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、创设新的货币政策工具以及支持股票市场稳定发展等。2) 9月26日，中央政治局召开会议，明确提出“要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出”。

政策转向对白酒板块投资的意义在于：一方面，可以预期自上而下的刺激政策将逐步落地并生效；另一方面，白酒行业中长期基本面有望迎来拐点。虽然拐点的出现具有确定性，但具体节奏仍存在不确定性，需进一步观察相关政策落地生效的斜率。目前中性预期为2025年中秋国庆期间，白酒行业有望在低基数基础上迎来动销拐点。

预期先行，虽然政策转向后短期白酒行业基本面仍处于承压状态，但中长期修复确定性明显提升。从2025年春节反馈来看，白酒行业动销虽仍有下滑、但下滑幅度较中秋国庆已有所收窄。我们认为白酒行业景气度已处于下行趋缓阶段，与2015年相似。

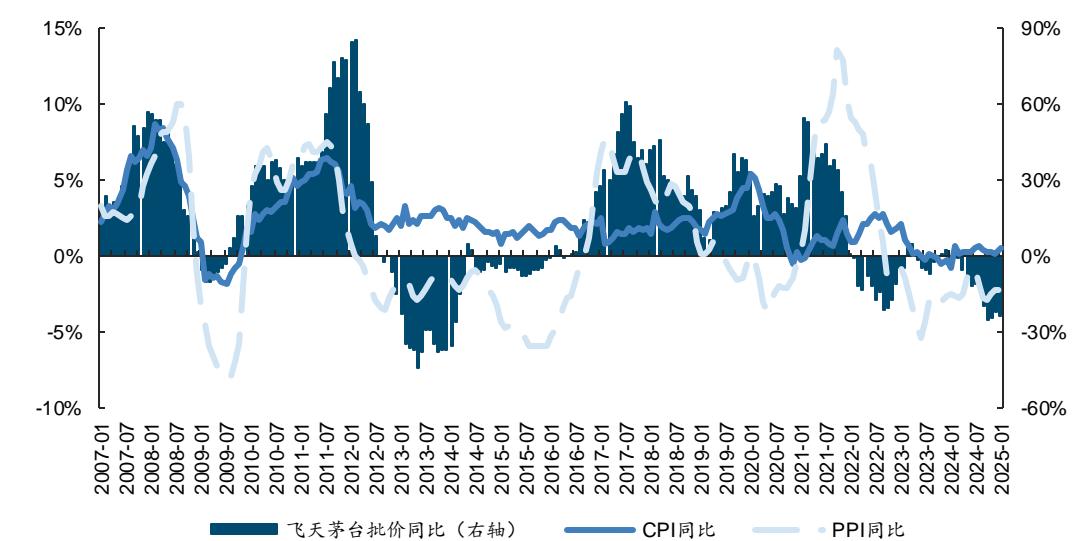
4.2 如何看待右侧复苏的催化因素？

近期两会召开，《政府工作报告》明确提出：“实施更加积极的财政政策，赤字率拟按4%左右安排，拟发行超长期特别国债1.3万亿元；拟发行特别国债5000亿元，支持国有大型商业银行补充资本；拟安排地方政府专项债券4.4万亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。”、“实施适度宽松的货币政策，适时降准降息。”、“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。

自此，市场对经济恢复预期进一步夯实，与2016年相似。参考2016年，市场对内需复苏形成一致预期的过程，需要自上而下相关宏观指标印证+自下而上内需板块基本面、报表改善，彼时2016年2月CPI同比超预期回升，酒企报表质量亦持续向好。

从宏观层面来看，我们建议重点关注CPI、PPI、各线城市房价以及地产链相关指标。其中，复盘来看CPI、PPI与飞天茅台批价同比变动相对同步，尤其是PPI指标。在PPI同比为正时期飞天茅台批价同比亦基本为正，主要系PPI与工业企业利润情况、房地产景气周期密切相关，通过商务需求影响飞天茅台价盘。

图表73: CPI、PPI与飞天茅台批价同比变动相对同步



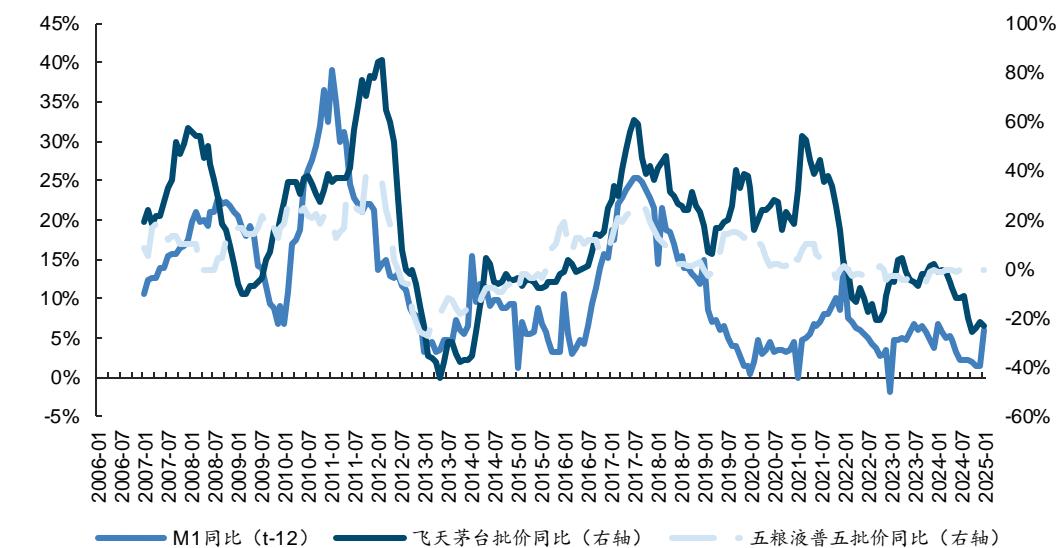
来源：I find, 今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至2025年1月）

此外，M1同比增速是相对前瞻的飞天茅台批价变动指标。复盘来看，M1同比增速领先飞天茅台批价变动约6~18个月，主要系M1反映了短期流动性水平，流动性宽松一方面通过提升经济活跃度、带动企业和居民端消费；另一方面，通过资产升值的财富效应间接推动白酒消费。领先时间的差异也对应了各时期政策落地生效斜率具备差异。

自2024年底起，M1同比增速环比提升；2025年1月M1同比增速回正(+0.4%)，这对2025H2及之后飞天茅台批价预期构成支撑。自2025年初以来，飞天茅台批价围绕2250元中枢上下波动，超出此前市场的悲观预期。从定性角度分析，我们认为飞天茅台批价的压力至深点已过，其春节期间及节后淡季价格表现已充分证明贵州茅台对核心单品具备不俗的价盘管控能力，同时需求端也相对具备支撑。我们预计飞天茅台批价在后一旺季前会在2100~2200元左右波动，淡季期间建议持续关注内需复苏情况。



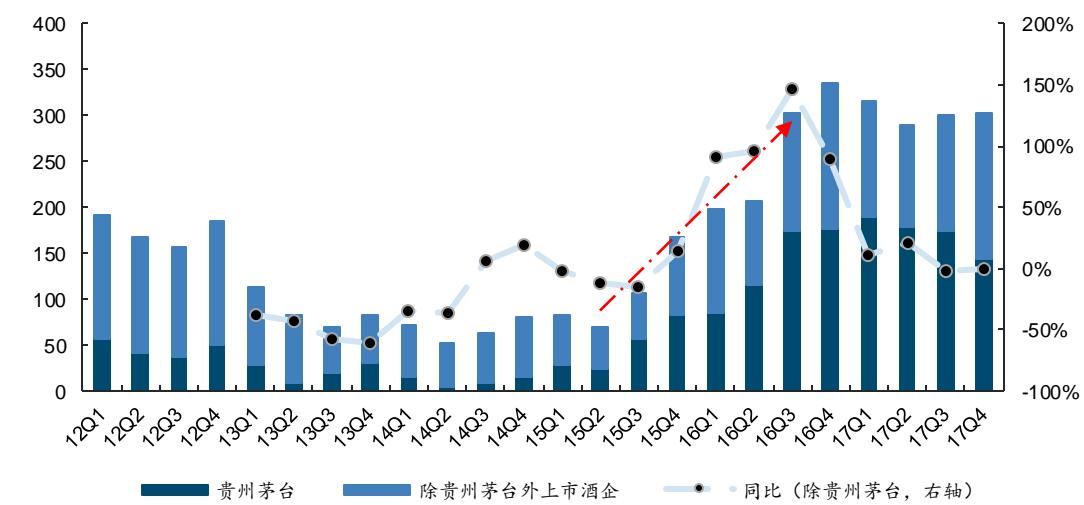
图表74: M1 同比变动领先于飞天茅台、五粮液批价变动



来源：I find, 今日酒价, 百荣酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 1 月)

从微观层面来看，除飞天茅台及其他行业核心单品批价外，我们建议重点关注其他可选消费、服务型消费的价格表现、渠道情绪以及酒企报表质量。在优先级方面，我们认为预收款>现金流，主要考虑：在行业企稳阶段，渠道回款情绪的恢复通常先于回款能力的恢复，于是酒企往往会放松票据政策，反映至表现为应收票据而非现金流，期内无论销售收现还是经营性净现金流波动都会比较剧烈、缺乏可明确观测的趋势。

图表75：白酒上市酒企预收款余额自 2015 年起逐步提升（亿元）



来源：I find, 国金证券研究所

4.3 白酒板块配置建议

整体而言，我们认为白酒板块当下攻守兼备，相对较低的估值分位与机构持仓使得板块具备不错的安全边际。

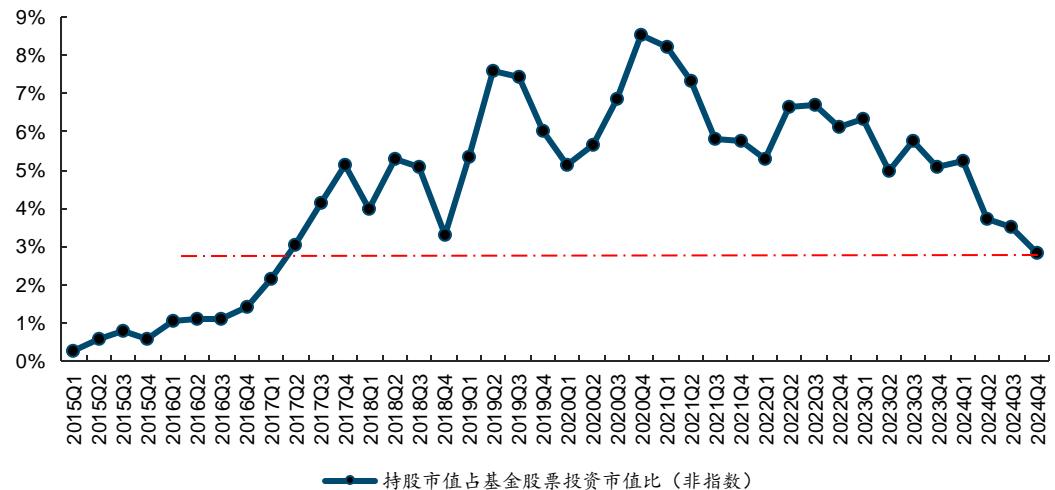
1) 目前白酒板块 PE-TTM 约 21X、位于 2016 年至今 14th 分位，此轮周期低点是 2024 年 9 月下旬约 16X。其中，贵州茅台、五粮液 25E Forward PE 分别 22X、16X，25E 股息率分别 3.4%、4.5%。即使中性情况考虑未来 3~5 年仅实现小个位数 CAGR 增长，我们认为行业估值锚的性价比与估值提升空间依旧较高。

2) 截至 2024 年末，白酒板块非指数基金重仓持股市值占比 2.82%，环比-0.71pct，已接近 2017 年初水平。本身经过上一轮核心资产行情，白酒行业商业模式的优异性更为市场所认知，该持仓水平已是较低水平。



具体而言，贵州茅台持仓市值占比为 1.1%，五粮液、山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒 > 0.1%。其中，各自持仓数 Top10 的非指数基金持仓占比分别为 35%、47%、74%、66%、77%。这也意味着除贵州茅台、五粮液外，绝大多数非指数基金对上市酒企的配置意愿已处于较低水平。

图表76：截至 2024 年末，白酒板块非指数基金重仓持股市值占比 2.82%



来源：I find, 国金证券研究所

飞天茅台批价企稳对白酒产业情绪稳定具有重要意义。飞天茅台批价本身就是行业景气度的重要风向标，其价格走势对行业整体经营情绪影响显著。对于传统经销渠道而言，飞天茅台的高渠道利差是其经营利润的主要来源，这一轮周期渠道出清节奏相对较缓也源于飞天茅台仍具备不错的赚钱效应。

参考当前飞天茅台批价约 2200 元，即使仅考虑渠道打款成本 1169 元，批价下滑 10% 将导致渠道利差下滑约 21%、存在明显的倍数效应。若进一步考虑营销活动开展支出、专卖店运营成本、仓储物流等支出，其实际净利水平受影响幅度只会更高。

从行业层面来看，假设传统经销渠道飞天茅台供给量维持约 1.7 万吨、2024 年行业整体收入规模 8000 亿元、非飞天茅台其他白酒产品渠道毛利率约 7%。当飞天茅台批价下滑 10% 时，意味着行业景气度将明显走弱，其他白酒产品的价格体系及渠道毛利率也将相应收窄、甚至可能出现倒挂或负毛利。若非飞天茅台的白酒渠道毛利率从 7% 降至 5%，行业整体毛利率将下滑 26%。由于渠道固定经营开支的存在，其净利下滑幅度同样将明显高于毛利。

图表77：飞天茅台批价变动对行业整体渠道毛利影响测算

(亿元)	飞天茅台批价 2200 元			飞天茅台批价-10%			同比
	收入规模	渠道毛利率	渠道毛利	渠道毛利率	渠道毛利	渠道毛利	
飞天茅台（传统渠道）	374	88%	329	69%	259	259	-21%
情形一							
非飞天茅台（传统渠道）	7626	7%	534	6%	458	458	-14%
行业整体	8000	11%	863	9%	717	717	-17%
情形二							
非飞天茅台（传统渠道）	7626	7%	534	5%	381	381	-29%
行业整体	8000	11%	863	8%	640	640	-26%
情形三							
非飞天茅台（传统渠道）	7626	7%	534	4%	305	305	-43%
行业整体	8000	11%	863	7%	564	564	-35%

来源：茅台时空，茅粉鲁智深，中国酒业协会，国金证券研究所

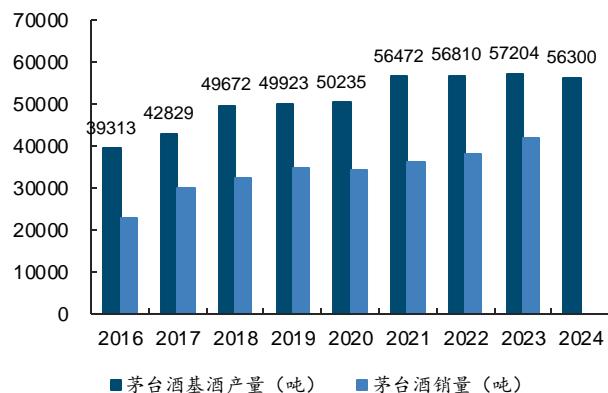
春节期间及节后淡季飞天茅台批价超预期企稳，实际上使得渠道对其自身资产负债表的预



期得以修复，传导至行业信心企稳回升。同时，这也进一步提升了市场对贵州茅台中长期可持续增长预期的确定性，飞天茅台的渠道利差正是其稳健增长的底气所在。

从供给端来看，2021~2024年茅台酒基酒产量保持平稳、茅台酒“十四五”技改建设项目对应产能尚未落地，意味着中期茅台酒供给可控；反观系列酒基酒产量自2021年以来持续提升。基于此，我们预计贵州茅台的增长路径将呈现“茅台酒拔结构、系列酒补架构”的特征，即通过更深化地完善产品结构，以高价值非标文创产品满足超高端客群需求、以茅台1935等系列酒满足普适性需求。在供给整体把控与需求复苏的背景下，我们预计中期飞天茅台的批价仍将稳中向好。

图表78：2021~2024年茅台酒基酒产量平稳



图表79：2021~2024年茅台系列酒基酒产量持续提升

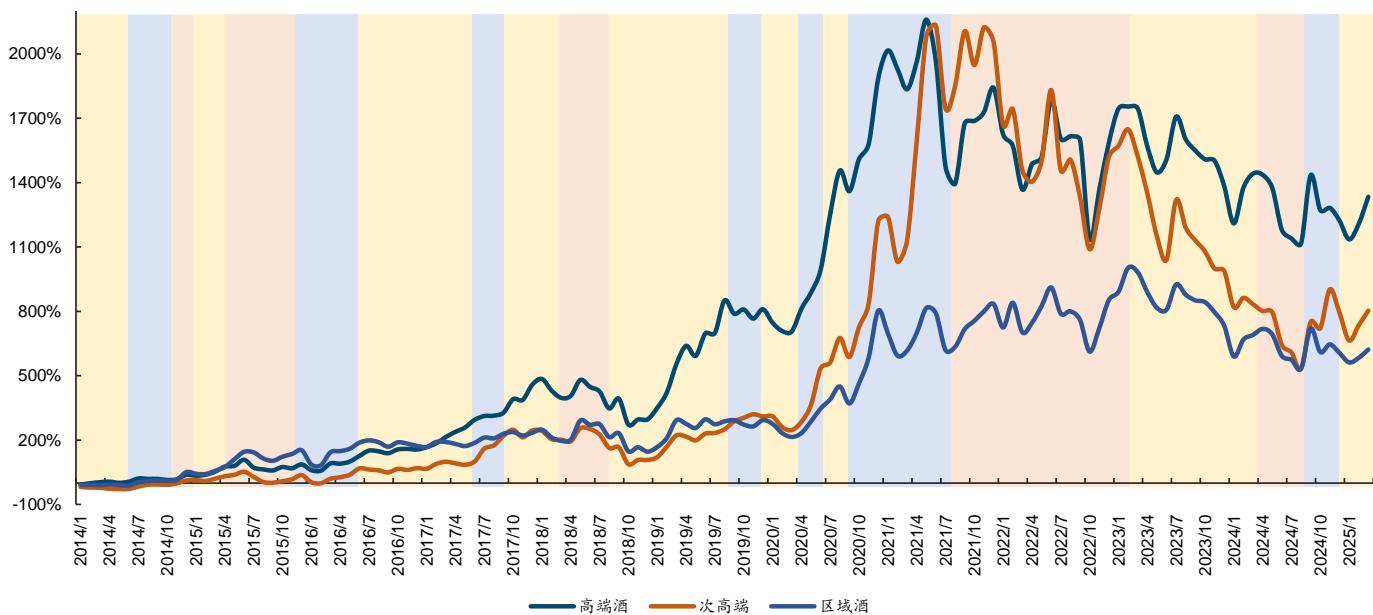


来源：贵州茅台公司公告，国金证券研究所

来源：贵州茅台公司公告，国金证券研究所

泛全国化酒企进攻性强，高端&区域龙头发展均衡。复盘2014年至今白酒板块各子板块的涨跌幅表现，呈现出以下特征：1) 高端酒引领、贯穿上行及下行周期，贵州茅台是2014年至今白酒板块内部涨幅最高的酒企，是行业转折期底仓配置首选。2) 次高端酒在上行期进攻性最强，在下行期回调幅度也最深，尤其是规模相对较小的二三名酒。3) 区域酒在行业震荡回调期有相对超额表现，这源于其区域深耕、做精做透的打法。考虑到各区域发展状况并不平衡，酒企间品牌势能、产品周期也会有所差异，建议在区域酒中优选具有明确alpha禀赋的酒企配置。

图表80：2014年至今白酒内部各子板块累计涨跌幅梳理



来源：I find，国金证券研究所（注：数据截至2025年3月14日，采用各子板块内标的累计涨跌幅的算术平均，金色底纹为高端酒相对有超额，蓝色底纹为次高端，橙色底纹为区域酒）



整体而言，从飞天茅台、普五等头部白酒批价以及部分一、二线城市房价企稳，叠加有价证券财富效应逐步显现，白酒行业的基本面底部持续夯实。同时，持续的政策催化下市场对中期基本面拐点有所期待，因此近期估值先行修复，从 alpha 个股领涨到全板块估值抬升。建议持续观察基本面改善迹象，静候戴维斯双击。

因此，我们强烈推荐底仓配置稳健性 alpha 酒企，包括横跨周期、留有经营后手的高端酒贵州茅台、五粮液，以及经营边界仍在持续突破、品牌势能方兴未艾的山西汾酒、今世缘等。同时，建议择时增配成长性前景更强、赔率空间更高的泛全国化酒企，例如泸州老窖、古井贡酒，两者是强组织力的代表，强组织进攻性固然在下行期会遇到各类不适、上行期仍会否极泰来。

五、风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情况，白酒消费亦无法避免；
- 禁酒令等政策风险——若政策层面限制白酒消费，会从消费场景上影响白酒消费；
- 食品安全风险——若行业发生食品安全事故，将严重损害酒类消费。



行业投资评级的说明:

买入: 预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上;
增持: 预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%—15%;
中性: 预期未来3—6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%;
减持: 预期未来3—6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。

**特别声明：**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



**【小程序】
国金证券研究服务**

**【公众号】
国金证券研究**