



白酒行业复盘与“新周期”



红塔证券研究所 黄瑞云
资格证书：S1200520120001



一、 六轮兴衰更替与“新周期”

二、 消费升级推动高端、次高端扩容

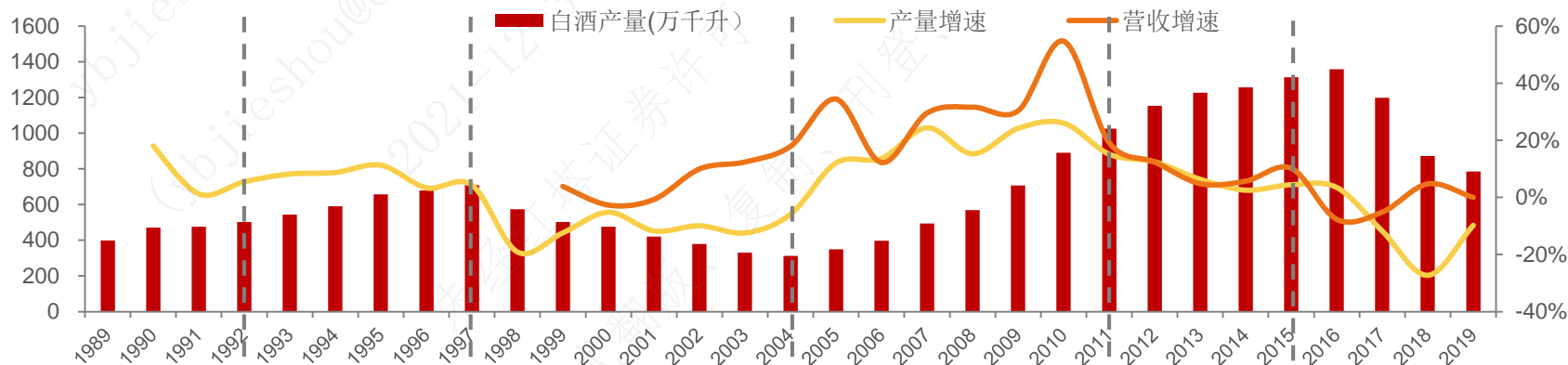
三、 提价周期与库存周期

四、 白酒估值与投资建议



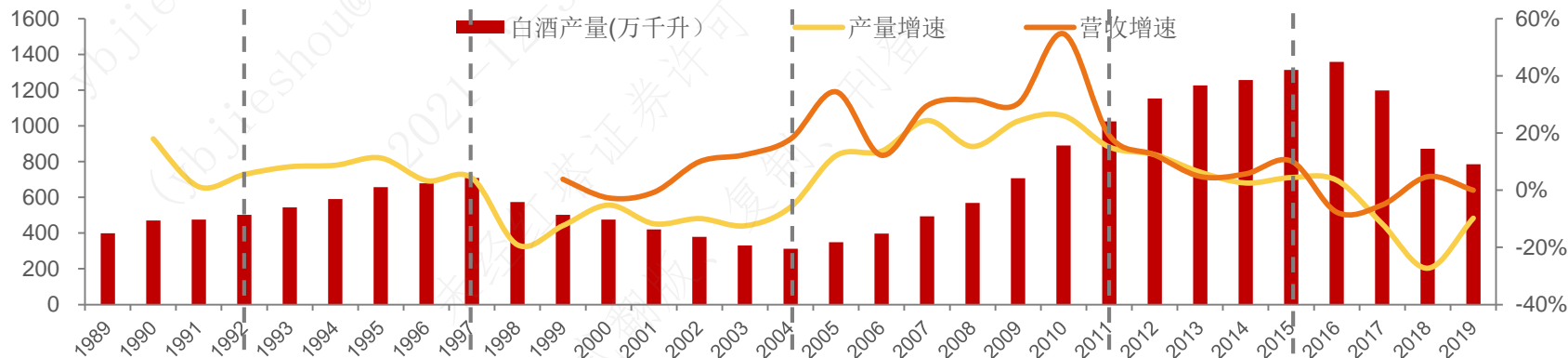
一、六轮兴衰更替 与“新周期”

宏观经济波动和行业政策变动推动周期更迭



时期	调整期	繁荣期	调整期	繁荣期	调整期	复苏期
宏观背景	对经济过热进行调控，货币政策收紧，经济高增长、高通胀双回落	市场经济活跃，民营经济大发展；经济增速保持在两位数以上增长，高增长与高通胀并行	GDP个位数增长，增速明显回落；亚洲金融危机、1998年大洪灾，对国内经济冲击明显，固定资产投资增速下行、通货紧缩	GDP增速重回两位数，温和通胀；2008年国际金融危机，财政政策走向宽松；四万亿计划	经济增速换挡，驱动由投资转向消费；财政政策收紧；上游产能过剩，面临出清；地产出现长周期拐点	货币政策放松；房地产回暖；股市财富效应
行业政策	限制政务消费，名酒不上桌，名酒价格受到管制	1993年公务消费杜绝昂贵菜肴、禁止公款购买烟酒 1996年23部委联合签署：公务宴请不喝白酒	1998年白酒实施生产许可制、白酒广宣费不予税前扣除 2001年对粮食类白酒按25%税率征收从价税的基础上，按0.5元/斤征收从量税 2002年取消白酒上市公司先征后返18%的所得税优惠	2006年粮食类白酒的比例税率统一20%，从量税率不变 2009年严查酒后驾车；白酒企业从价税基定为50%-70%	2012年塑化剂事件 2012年三公消费限制 2013年发改委对茅台及五粮液开出4.49亿元纵向反垄断罚单	2015年申报的消费税计税价格低于对外销售价格70%以下，按规定核定消费税最低计税价格 2017年最低计税价格核定比例统一调整为销售单位对外销售价格的60%

宏观经济波动和行业政策变动推动周期更迭

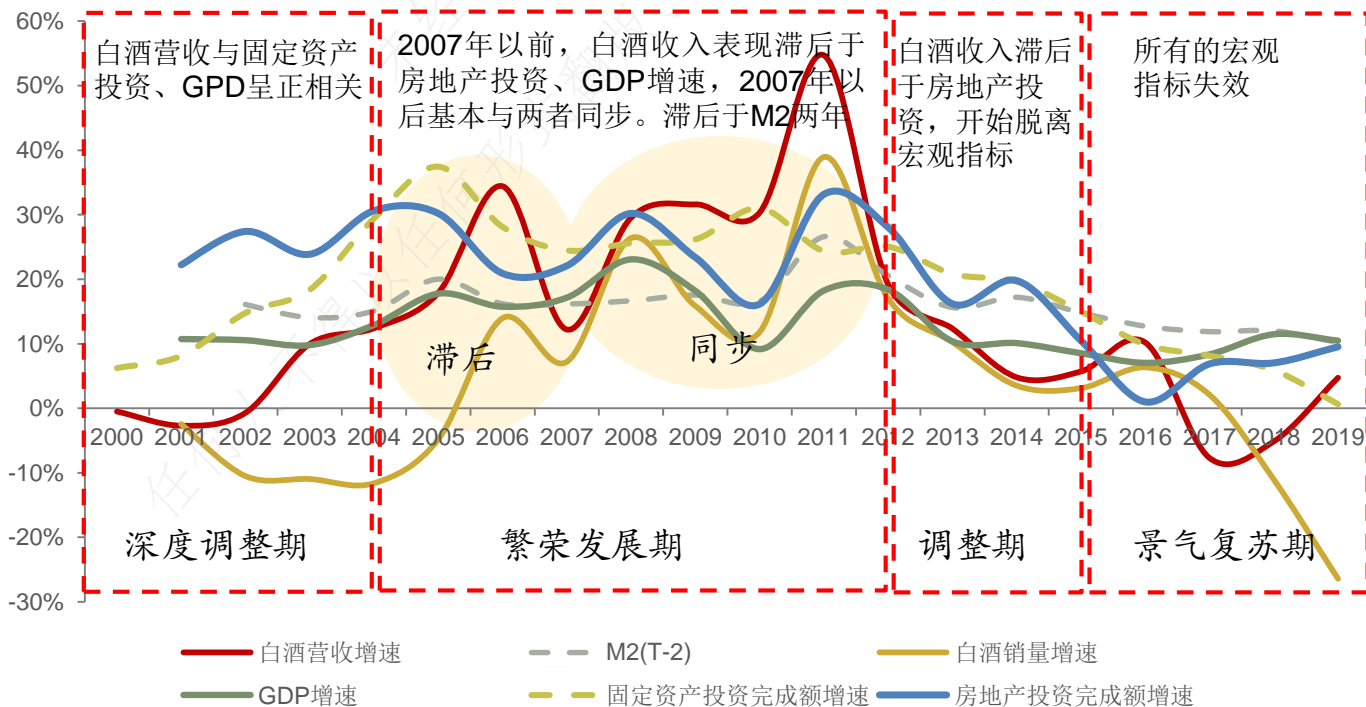


时期	调整期	繁荣期	调整期	繁荣期	调整期	复苏期
行业表现	1) 行业性降价，茅台价格下降50%，五粮液下降至50元 2) 古井等部分企业创新性应对危机	1) 名酒涨价，并布局品牌形象和品牌价值竞争 2) 地方优势企业将白酒带入广告营销时代	1) 名酒价格回落，主流酒企坚持走量为策略 2) 大量白酒企实施双品牌或多品牌运作 3) 山西朔州假酒案、秦池散酒事件	1) 价格提升明显，名酒、地方优势酒企均发展快速 2) 政务、商务消费繁荣，次高端、高端扩 3) 2009年起产业资本涌入白酒行业	1) 名酒企业产品定位“名酒”转至“民酒” 2) 高端酒价格缩水严重，次高端酒企业业绩断崖式下跌	1) 提价潮，高端酒控量挺价明显 2) 行业分化开始，2017年茅五泸占高端的市场份额高达95% 3) 商务和个人消费崛起
量价趋势	量稳价降	产量提高、名酒涨价	产量大幅下降，不同价格带竞争	量价齐升	产量缓增，高端酒价下滑	产量下降，高端酒价格提升
企业措施	降度降价、负债经营、保值销售	名酒布局品牌营销	走量为主策略，多品牌运作	深化渠道创新	推出低价位产品	控量挺价
竞争要素	产能	广告	渠道	渠道	品牌	品牌

资料来源：国家统计局，红塔证券研究所

白酒行业周期与宏观数据共振

- 1、不同阶段里，白酒行业周期与不同的宏观指标产生共振，但2015年以后指标失灵。
- 2、从历史来看，房地产投资与白酒周期的共振最明显，然而有些时期会滞后1-2年。
- 3、白酒行业在某阶段滞后于宏观经济指标，主要系厂商对终端需求反馈不敏感，而经销商的“羊群效应”导致库存周期后移，此时厂商收入未反映出终端的实际供需。



资料来源：国家统计局，红塔证券研究所

本轮白酒新周期“新”在何处？

2015年以后白酒行业表现脱离宏观经济指标是为何？

2015年后白酒表现有些脱离宏观指标，主要系消费群体演变为商务和大众消费，周期性较弱，且主要驱动力——消费升级是一个缓慢向上的过程。

新周期表现：

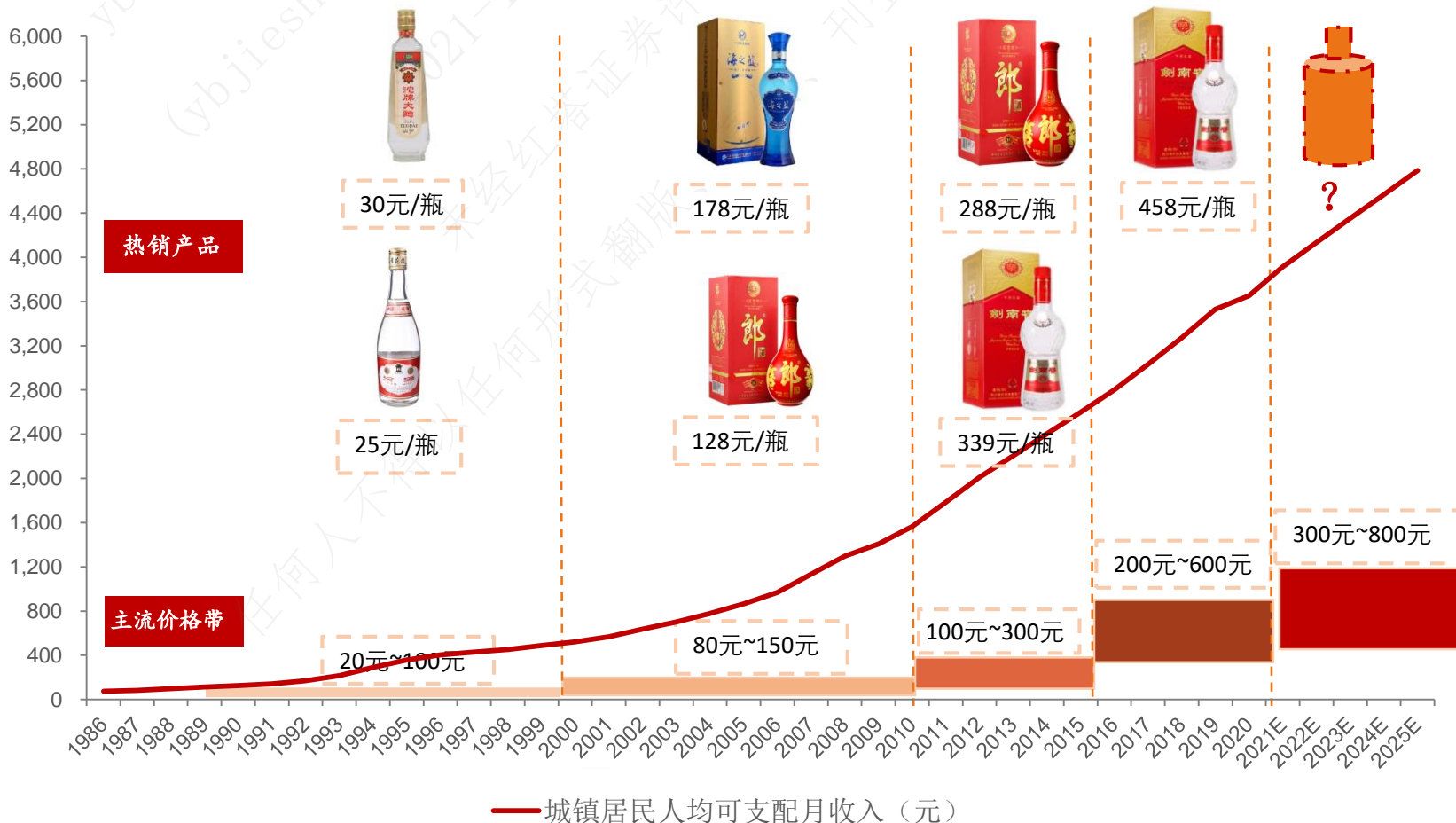
- 1、周期性弱化：1992年以来的调整/繁荣时期在6-7年，但本轮经过5年的调整后，行业表现相对平稳（剔除2020年疫情影响）；
- 2、未来量缩价增会是常态，价格竞争成为主导，名优酒纷纷卡位升级价格带；
- 3、上轮：消费群体扩大→量增，本轮：消费升级→喝好酒+提价潮→结构优化；
- 4、高端白酒的价格呈螺旋式上涨且传导速度加快，整体档位带的价格上移，千元价格带放量可期；
- 5、原来的库存周期对行业景气的解释度减弱，批价的解释度增强；
- 6、行业份额向骨干企业和优势品牌集中，且国企改革强化头部效应，行业分化愈加明显。



二、消费升级推动 高端、次高端扩容

白酒的主流消费价格带持续提升并拓宽

居民购买力提升 → 消费升级 → 拉动主流消费价格带上行



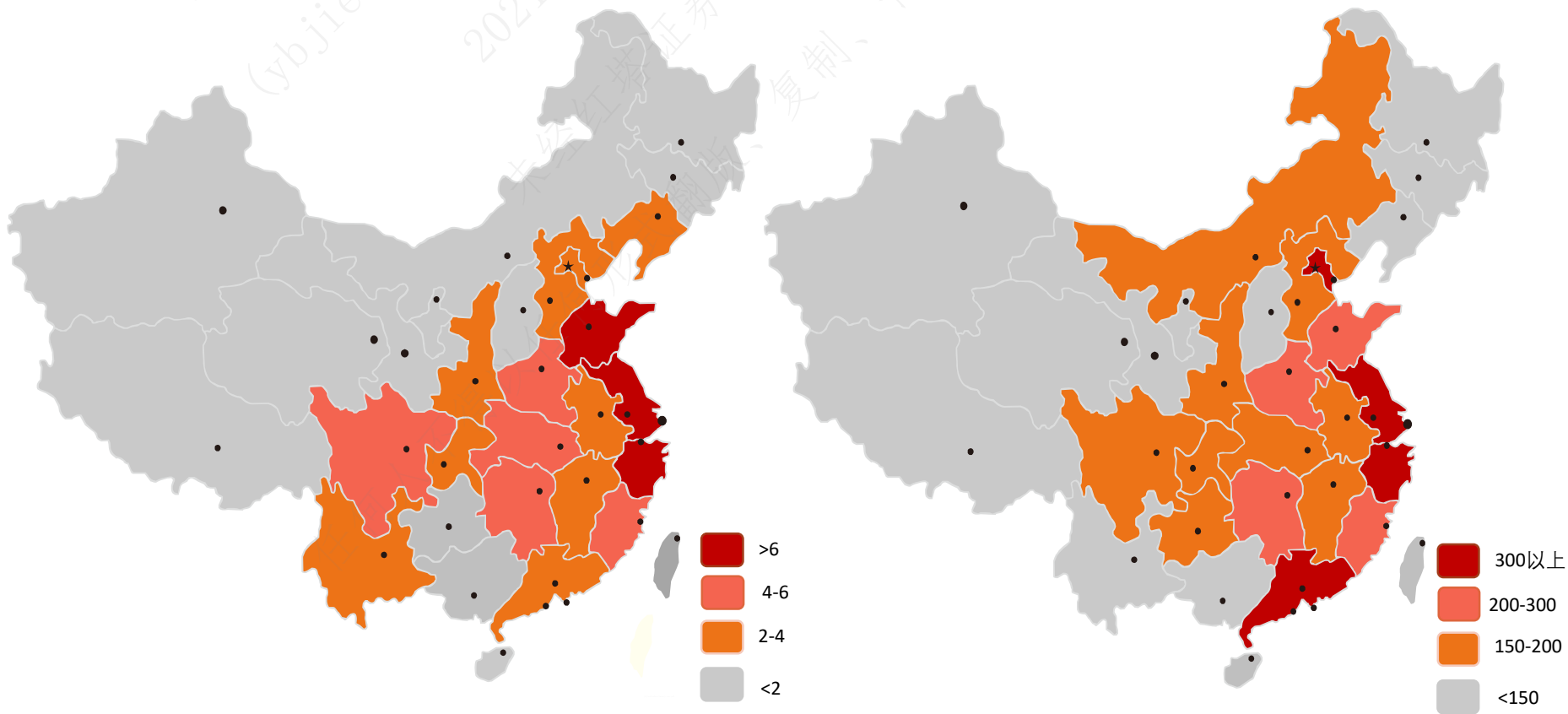
资料来源：国家统计局，红塔证券研究所

区域经济繁荣程度决定白酒消费价格带

各区域的白酒消费层次与当地经济发展水平基本一致，还受消费观念、消费习惯等影响

2020年全国各省份GDP规模（万亿元）

2020年全国各省份白酒消费主流价格带分布（元）

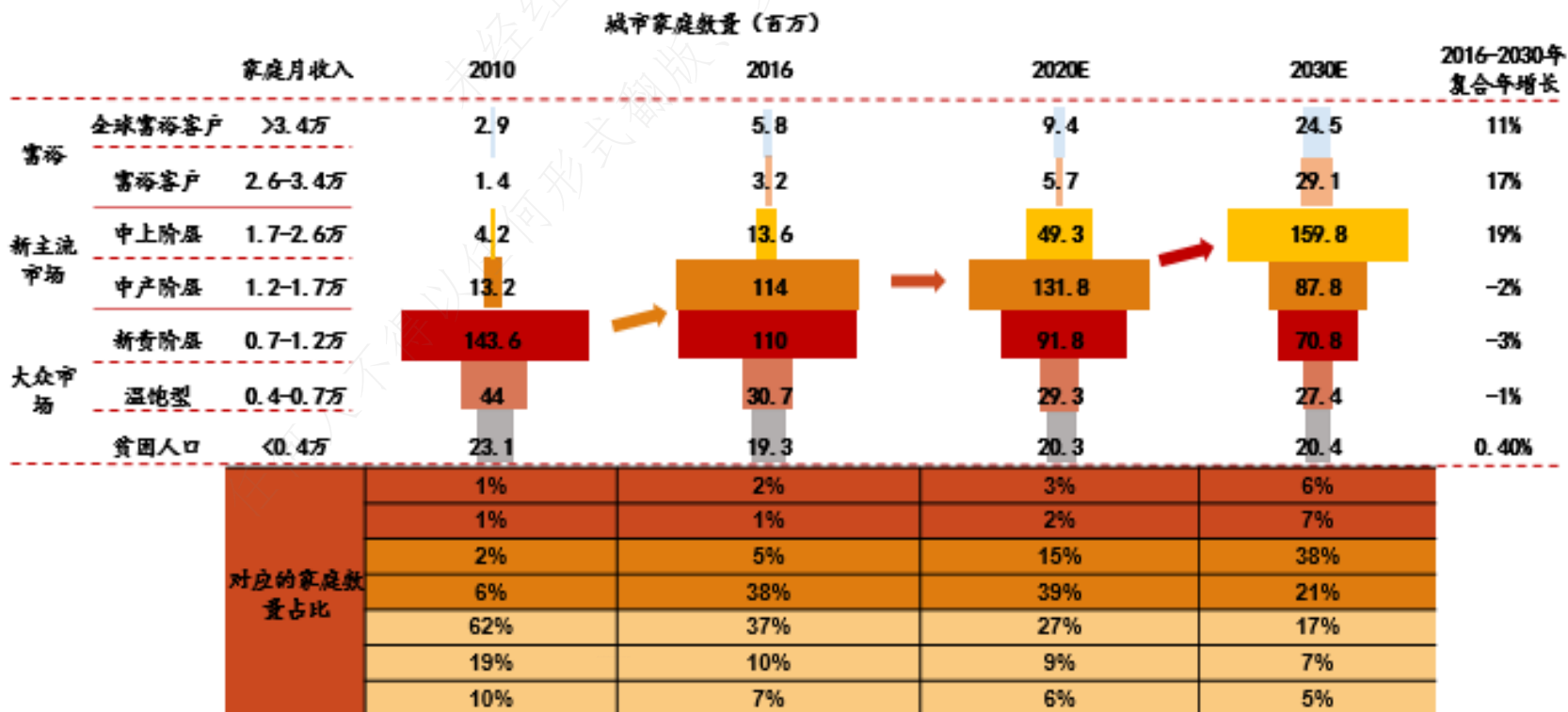


资料来源：国家统计局、公开资料，红塔证券研究所

消费购买力加强白酒价格的向上弹性

上轮周期中，政务和商务消费主导中高端白酒，且这两类消费场景和群体对价格的敏感度较弱；本轮周期是大众和商务消费主导，增长驱动力主要来自消费升级，但高端白酒的消费群体对价格的敏感度低，因此高端白酒价格的向上弹性大于向下风险。

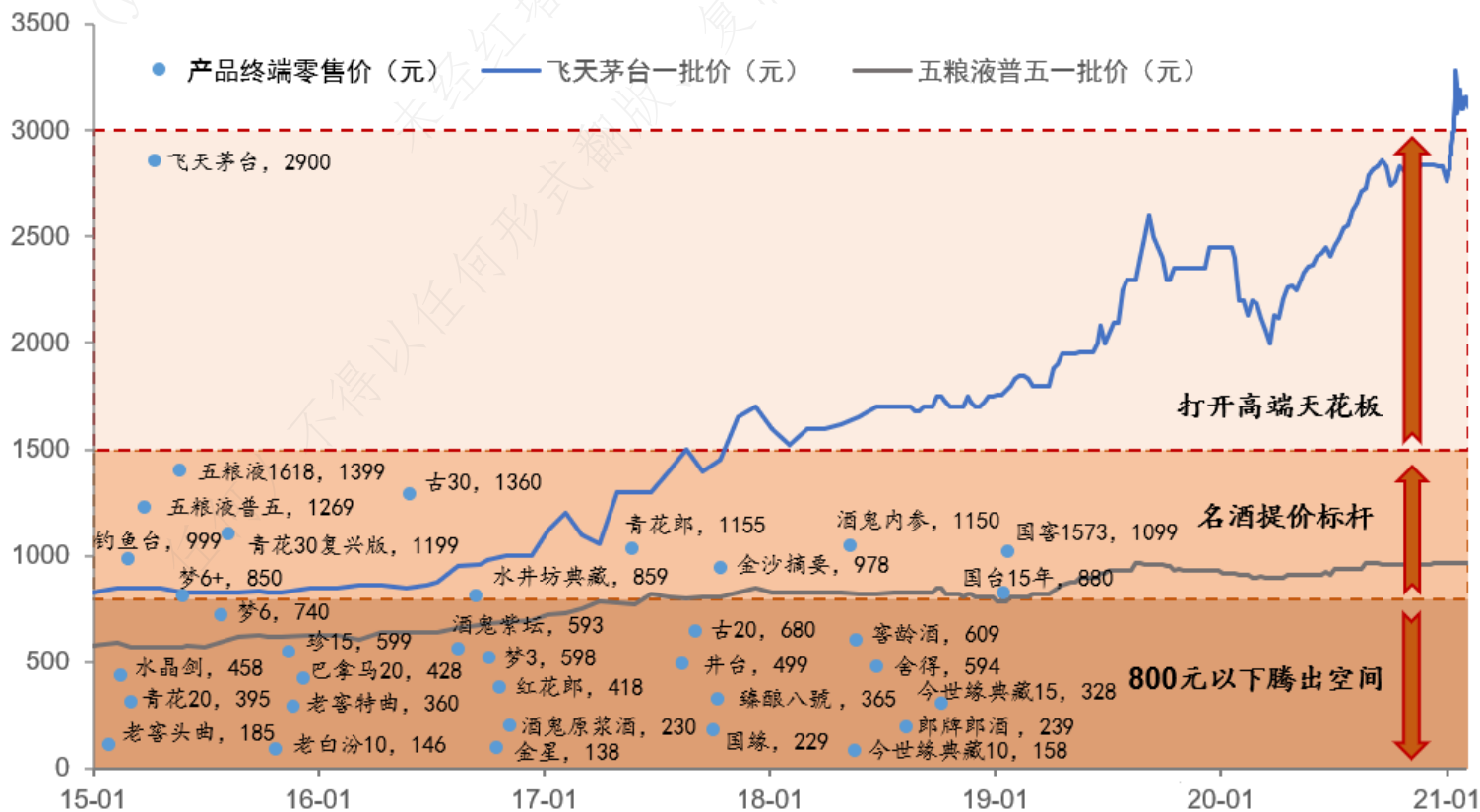
我国居民家庭收入提升，拉高白酒需求



资料来源：麦肯锡，红塔证券研究所

飞天批价打开价格天花板，千元+放量可期

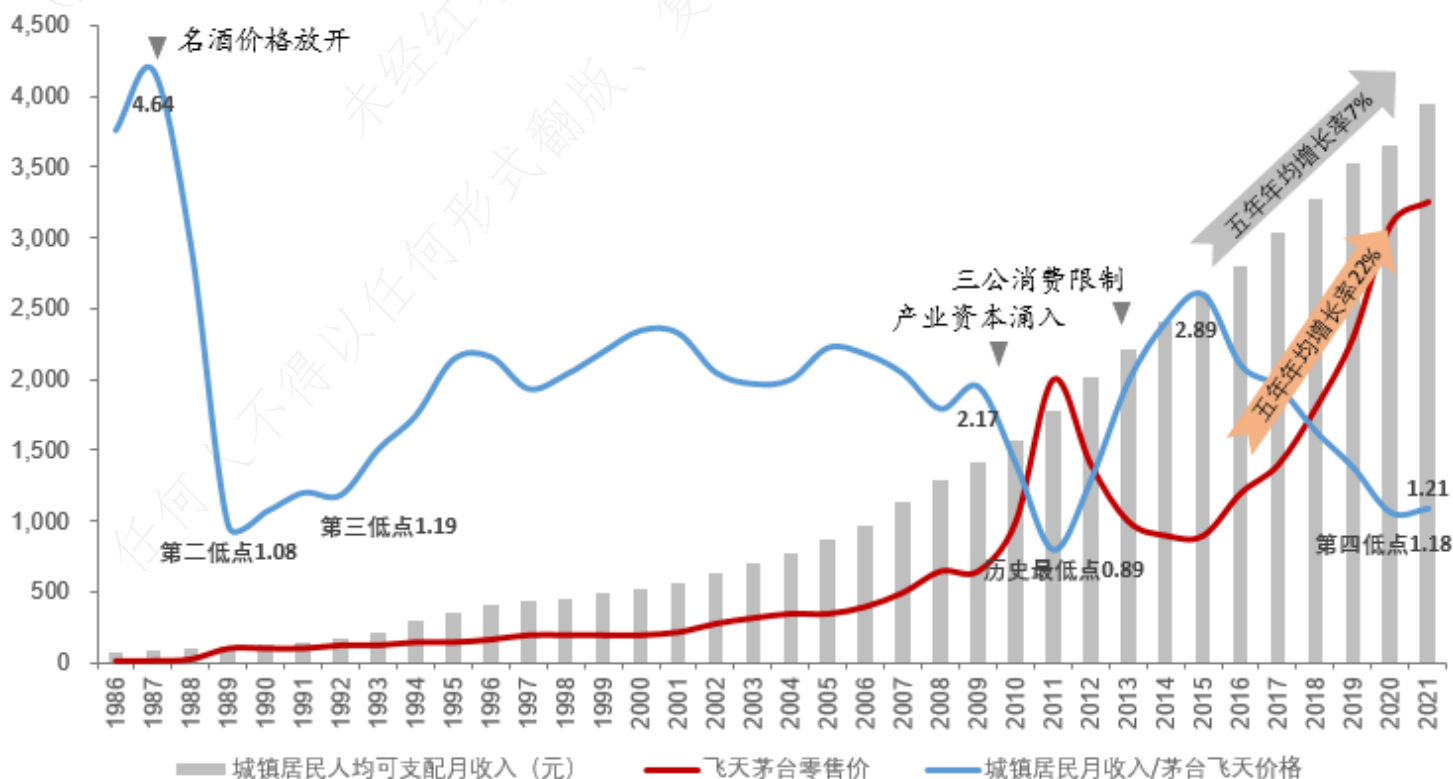
- 1、飞天散瓶一批价2700元左右，普五980元；从零售价看，1000+价格坚挺的只有飞天、普五和国窖1573，青花30、内参、青花郎20在850-950元，抢位千元价格带
 - 2、飞天打开价格天花板，自上而下快速传导
 - 3、消费升级，叠加公司控量挺价、运作新品
- 千元价格带放量可期



资料来源：草稿调研、零售平台，红塔证券研究所

茅台批价涨过居民收入，价格是否到顶了？

- 1、居民每月收入仅可买1.2瓶飞天茅台，历史最低是0.9瓶，相较来看尚有1200元的上涨空间（但若没有政策影响，历史低点会更低）；
- 2、短期来看，虽然宏观经济增速放缓，但高端白酒价格的下行空间有限；
- 3、高净值客户增加、中产阶级崛起，叠加稀缺性和投资性，飞天价格有望继续上行。



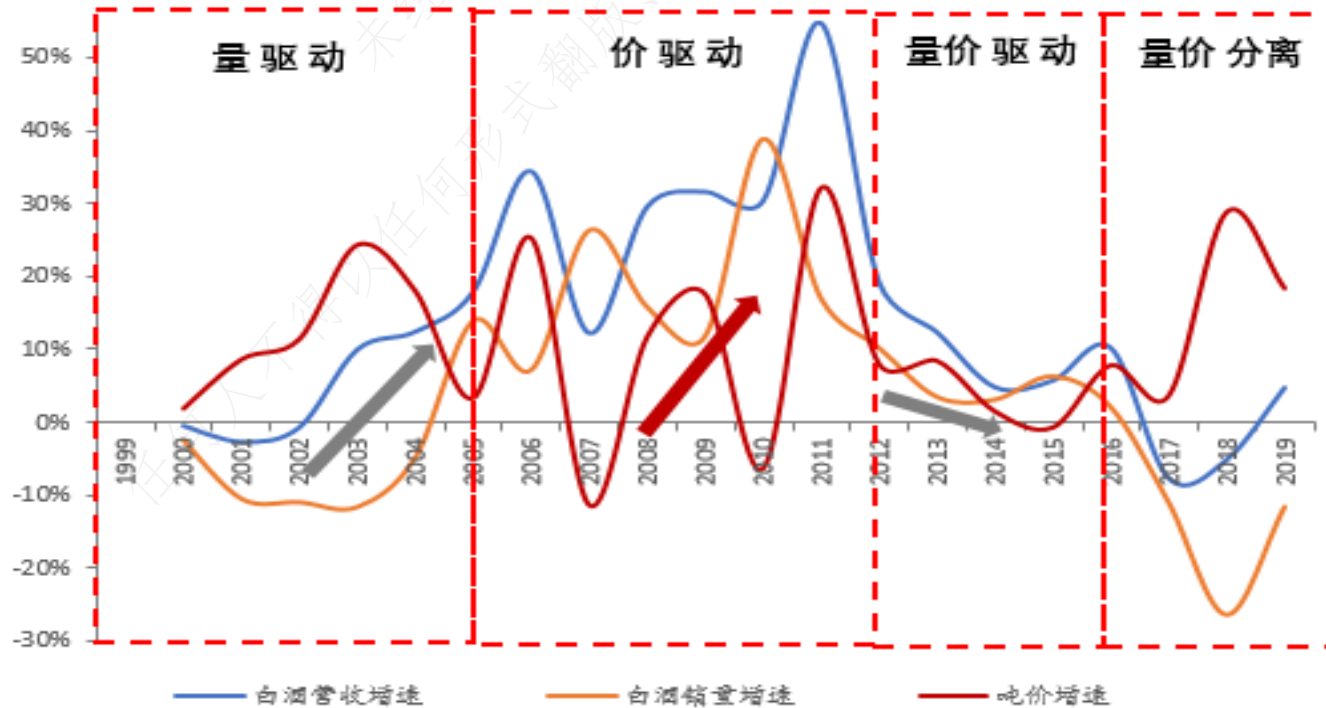
资料来源：国家统计局，茅粉事务所，红塔证券研究所

行业增长驱动从量增到价升，未来量缩价升将是常态

放长周期，“少喝酒、喝好酒”的消费习惯使白酒销量下滑，茅台不断拉高白酒价格的天花板，因此行业增长的主要驱动力从量增转化为价升，依靠提价及产品结构优化，但价格的提升要以品牌的支撑为基础。

白酒价格=功能*情感，功能=口感、风味、适应性，情感=身份感、档次感、认同感

白酒行业不同时期的增长驱动不同

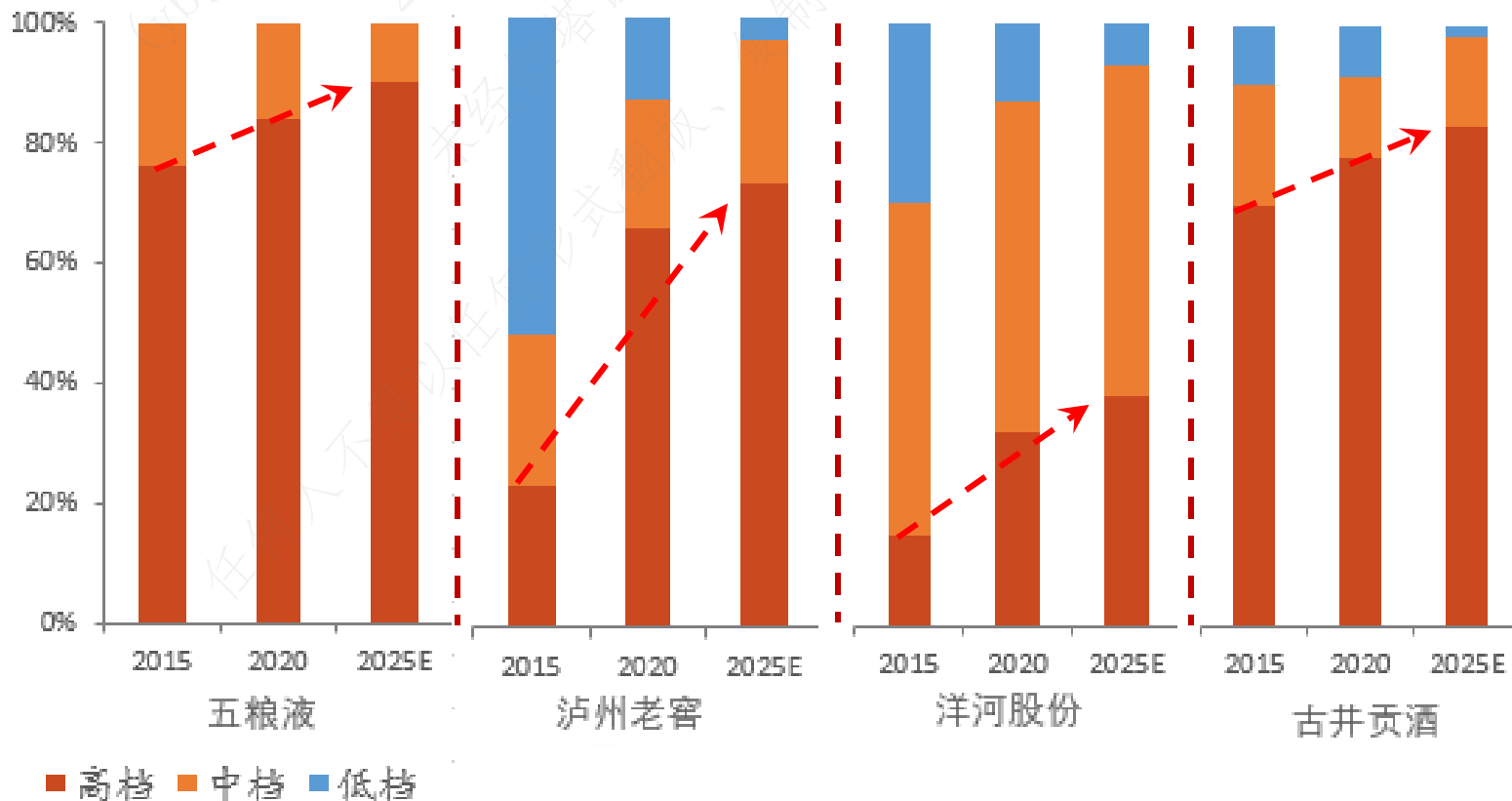


资料来源：国家统计局，红塔证券研究所

消费升级趋势下，白酒企业产品结构升级明显

企业一方面顺应消费升级，另一方面通过提价或推新来引导消费升级，产品结构明显优化，具有品牌优势的名优酒则实现“量价齐升”。

白酒企业产品结构升级明显（2015-2025年）



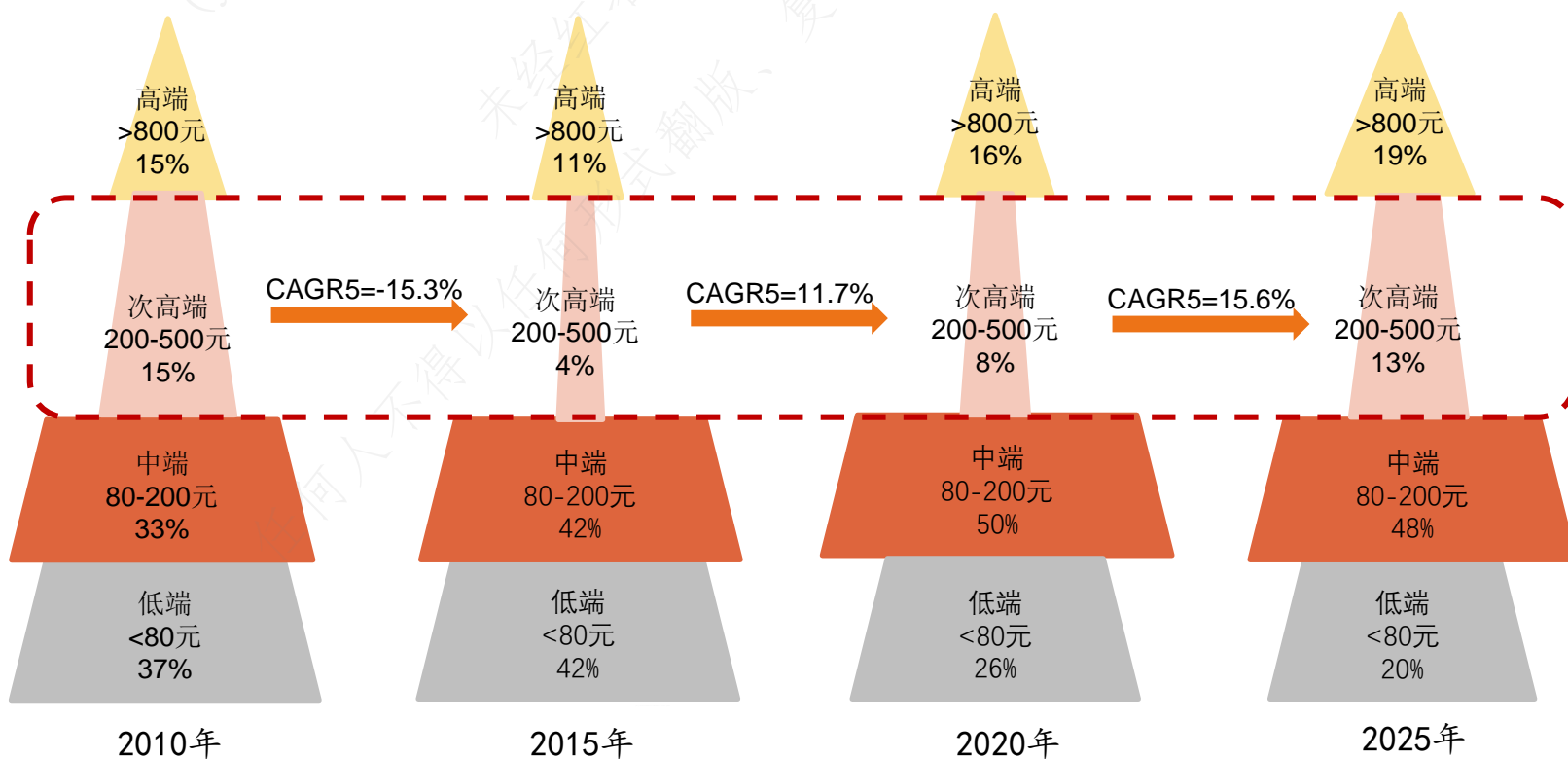
资料来源：公司公告，红塔证券研究所

注：每家公司的高中低档价格划分不同，但产品结构升级的趋势是一致的

高端、次高端扩容，中低端规模收缩

- 1、历史经验表明，超高端价格先涨到一定程度，给次高端留下很大的运作空间，进而次高端扩容，预计2020-2025年间由400亿向900亿增长，有望突破千亿规模；
- 2、次高端扩容的背后逻辑是中产阶级崛起推动的消费升级，且价格易升难降。

白酒行业的消费结构升级明显



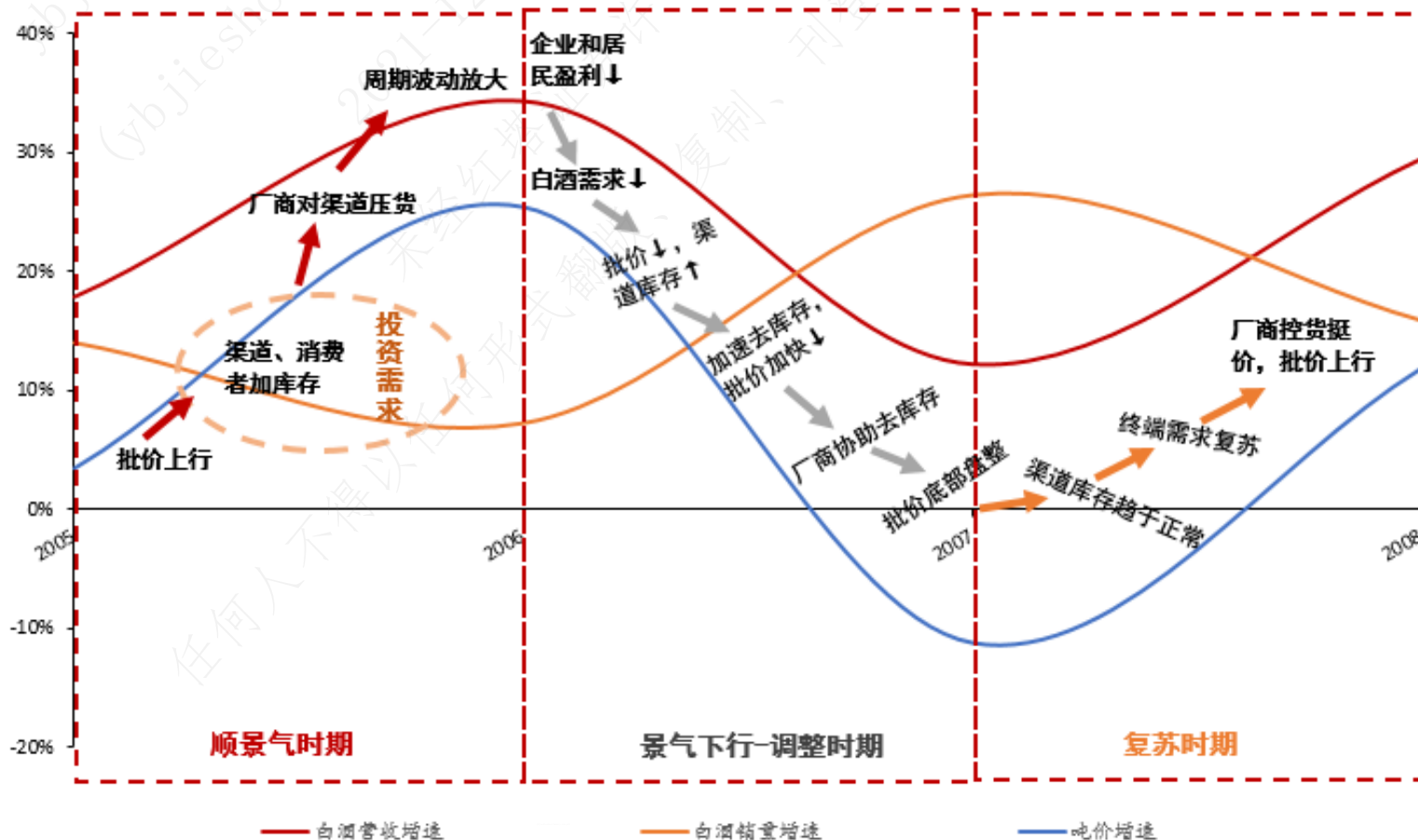
资料来源：Wind，红塔证券研究所



三、提价周期 与库存周期

白酒周期波动原理：批价与库存

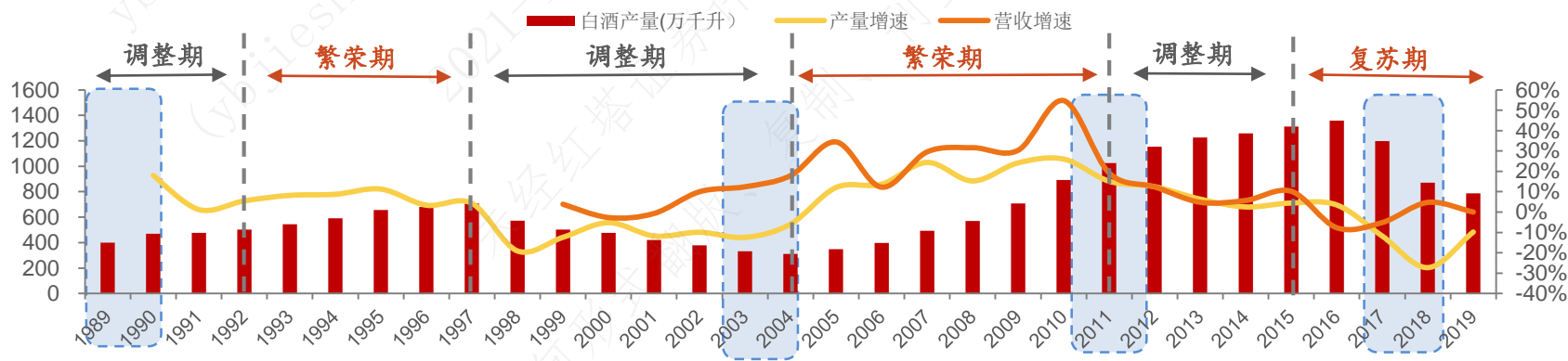
以2005-2008年为例



资料来源：国家统计局、草根调研，红塔证券研究所

提价周期：提价轮动与提价潮，业绩增厚明显

白酒周期波动中的提价潮示意图（剔除2020年疫情影响）

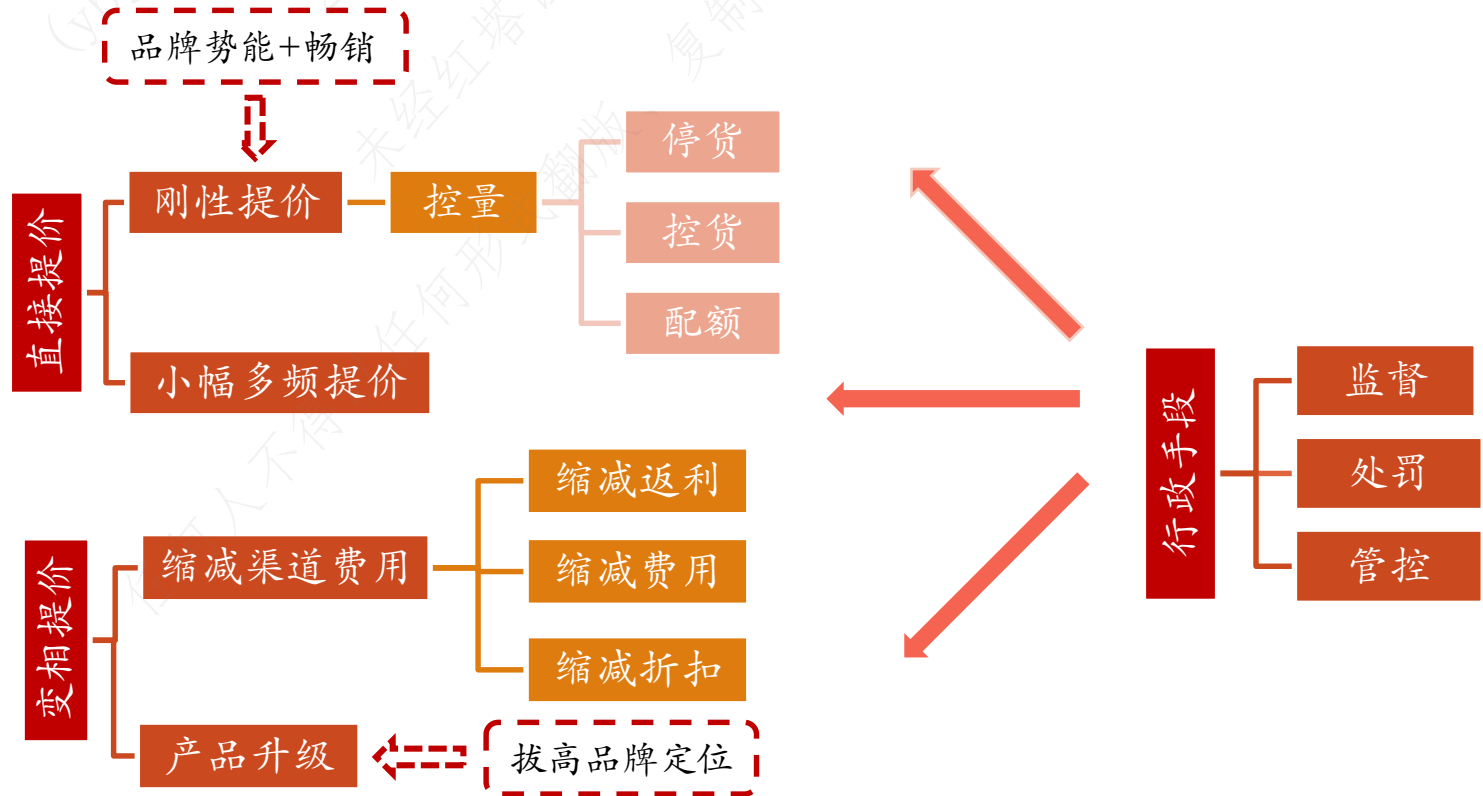


时间	1989	2003	2011	2017	2019
提价动作	零售价： 飞天8→145 普五8→86 泸州老窖5→72 汾酒5→30 郎酒5→80 剑南春5→40 古井贡酒5→42 洋河大曲5→35	出厂价： 飞天↑23% 普五↑33% 国窖↑8% 剑南春↑10%-20% 汾酒↑5%-10%	出厂价： 飞天↑24% 普五↑29% 国窖↑44% 青花30↑20% 蓝色经典↑10% 剑南春↑10% 郎酒↑15%-20%	出厂价： 飞天↑18% 普五↑7% 国窖停货提价，↑19% 青花20↑20元 M3、M6、M9↑10、20、30元 水晶剑↑50元 典藏、井台↑15、10元 青花郎15元↑	普五出厂价↑13% 国窖计划内↑20元，计划外↑20元 青花30出厂价↑20-30元 洋河终端供货价↑20%左右 水晶剑出厂价↑20元 内参出厂价↑20元
净利增速		茅台15%→56% 五粮液-24%→15% 泸州老窖-58%→37% 山西汾酒-41%→166%	茅台17%→73% 五粮液40%→61% 泸州老窖33%→49% 山西汾酒3%→58% 洋河股份83%→80%	茅台8%→62% 五粮液10%→43% 泸州老窖31%→31% 山西汾酒16%→56% 洋河股份9%→14%	五粮液38%→30% 泸州老窖36%→33% 山西汾酒54%→27% 洋河股份22%→-9% 酒鬼酒26%→35%

资料来源：国家统计局、公开资料，红塔证券研究所

提价周期：本轮白酒高端、次高端的提价过渡措施

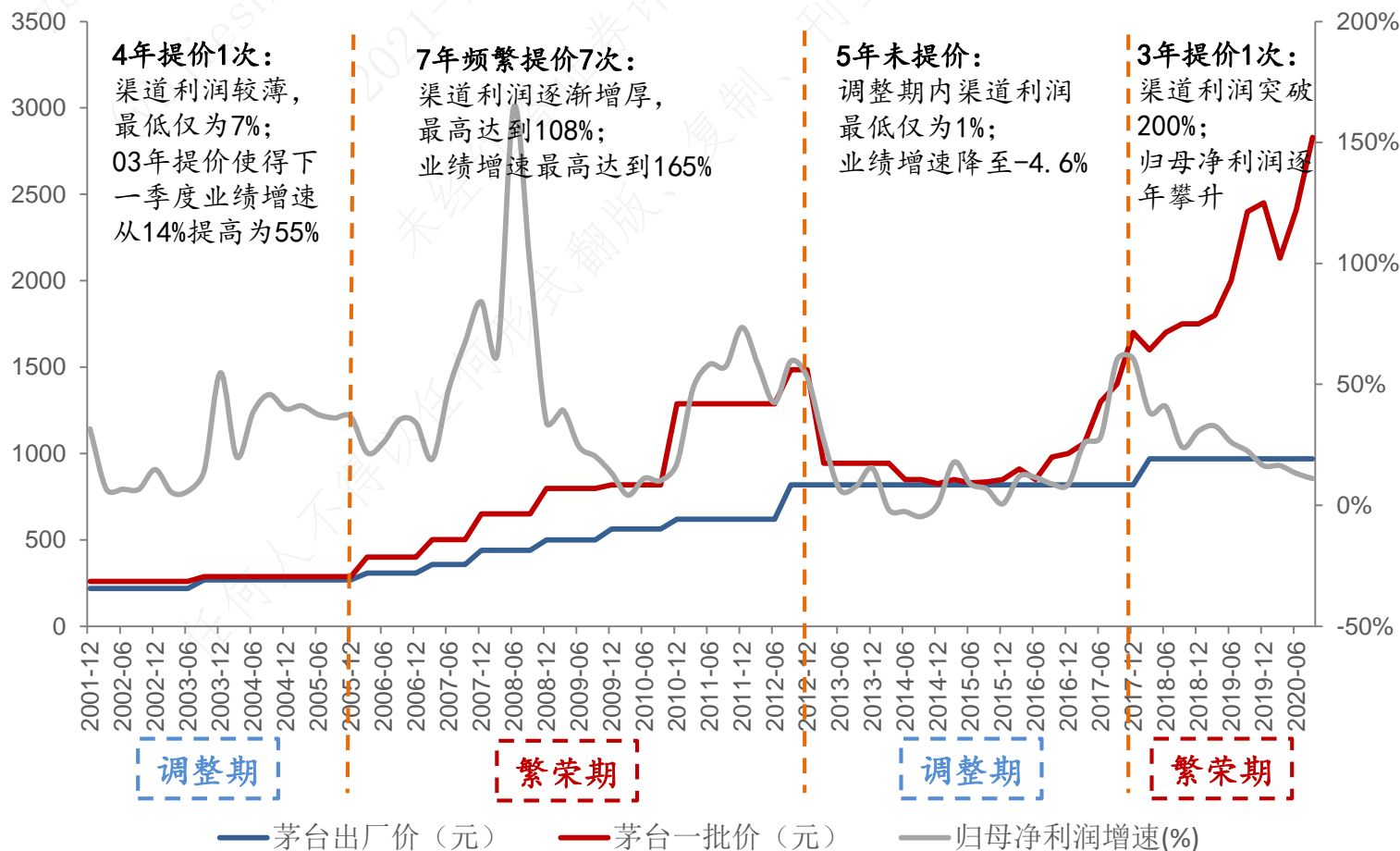
- 1、除了飞天茅台因供需缺口使得终端价涨幅较高以外，其他高端、次高端很难一步提到位，需要一些提价过渡措施，否则容易产生价格倒挂、市场份额丢失等问题；
- 2、一般硬通货和强势市场的提价周期比较短，提价后，渠道利润改善是关键。



资料来源：红塔证券研究所整理

提价周期：复盘茅台提价历程

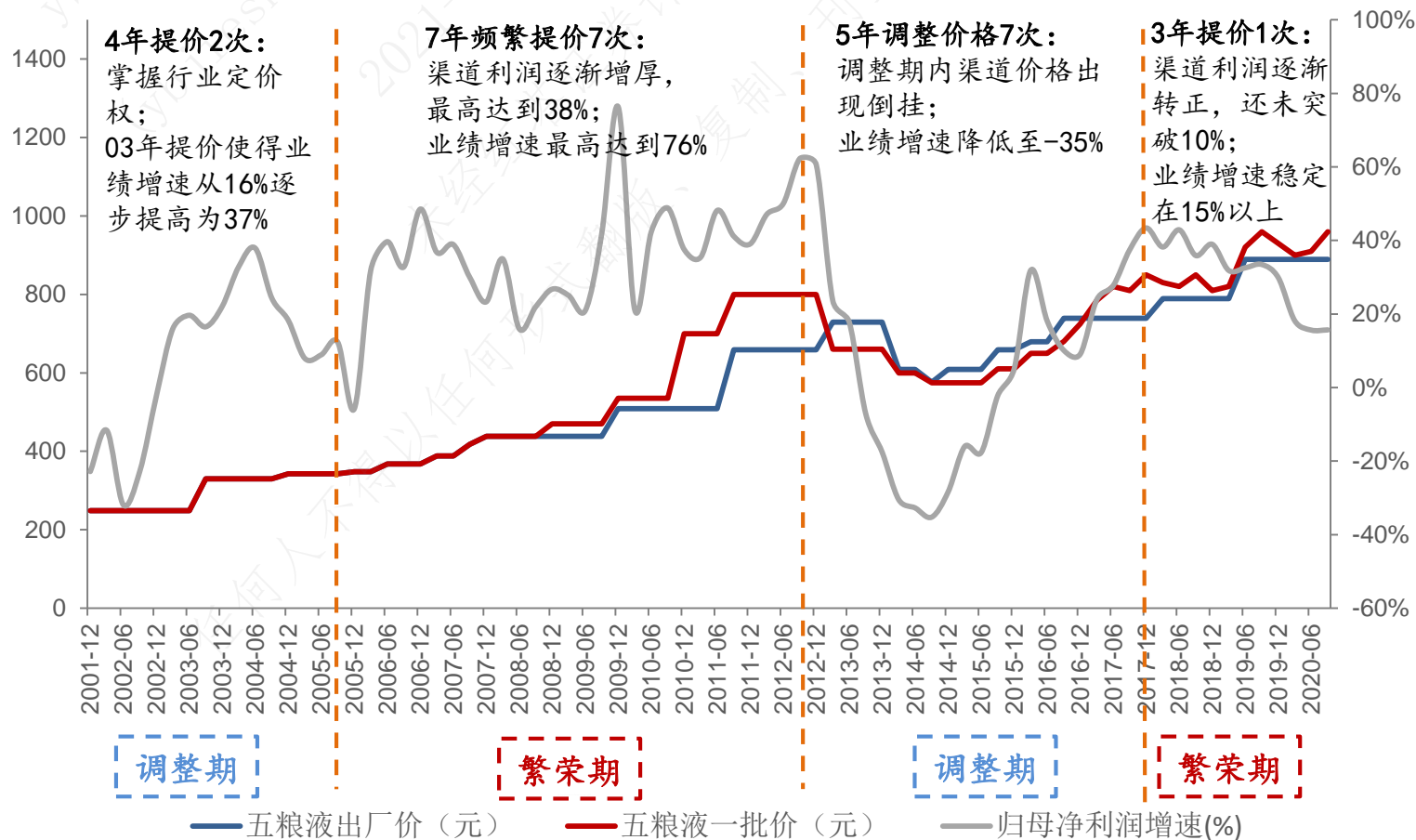
稳步提价，有效维持高渠道利润和高业绩



资料来源：Wind、渠道调研，红塔证券研究所

提价周期：复盘五粮液提价历程

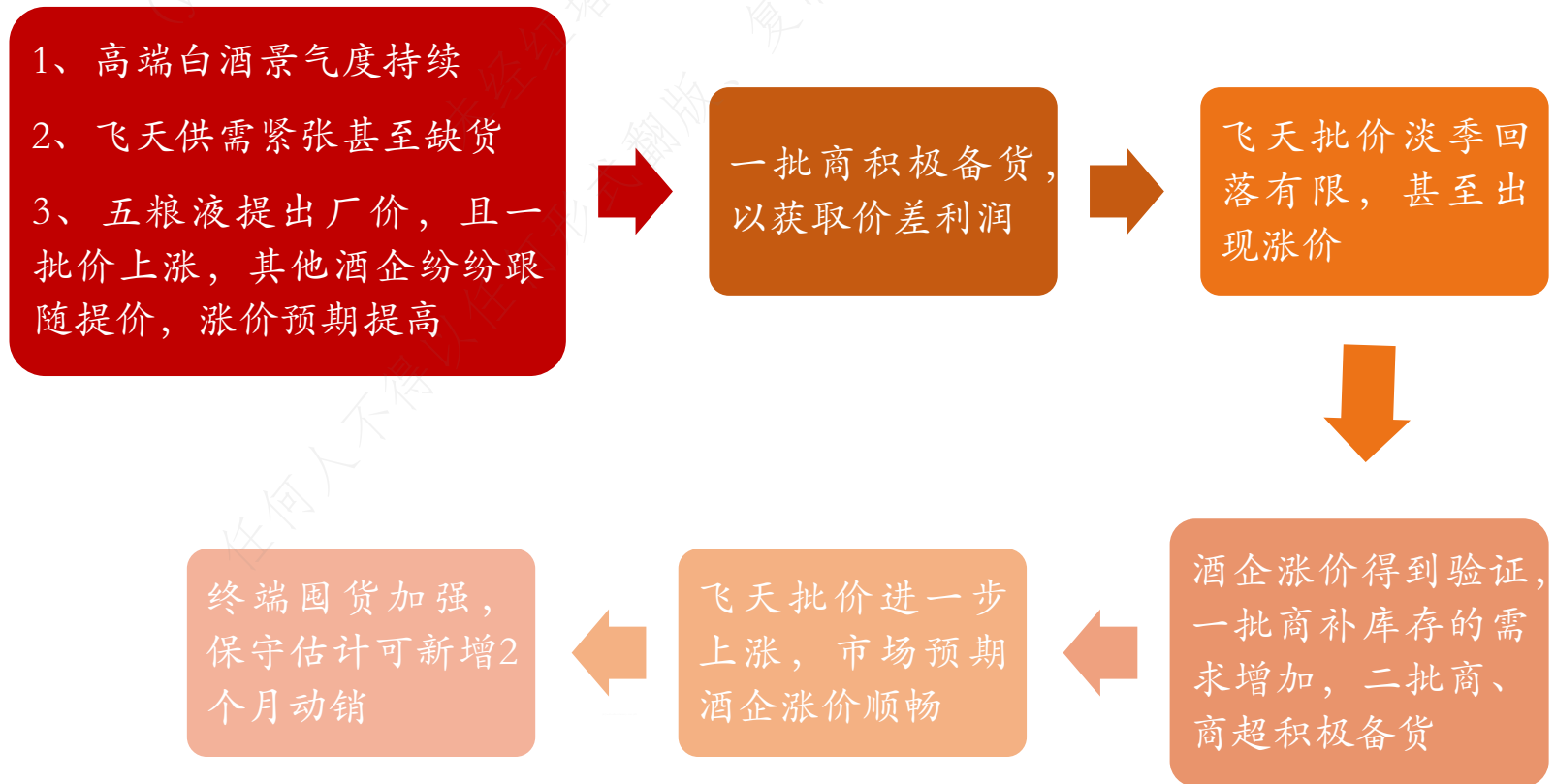
调价相对频繁，阶段性价格倒挂，渠道价格逐步理顺



资料来源：Wind、渠道调研，红塔证券研究所

库存周期：经销商补库存行为下的量价传导

- 1、经销商的库存是白酒行业景气度的重要指标，但近年来，随着经销商的库存管理意识和信息化管理水平提高，库存周期的解释度下降；
- 2、树立产品的价格标杆成为厂商的共识，经销商：价格代表未来，压货意味着风险。



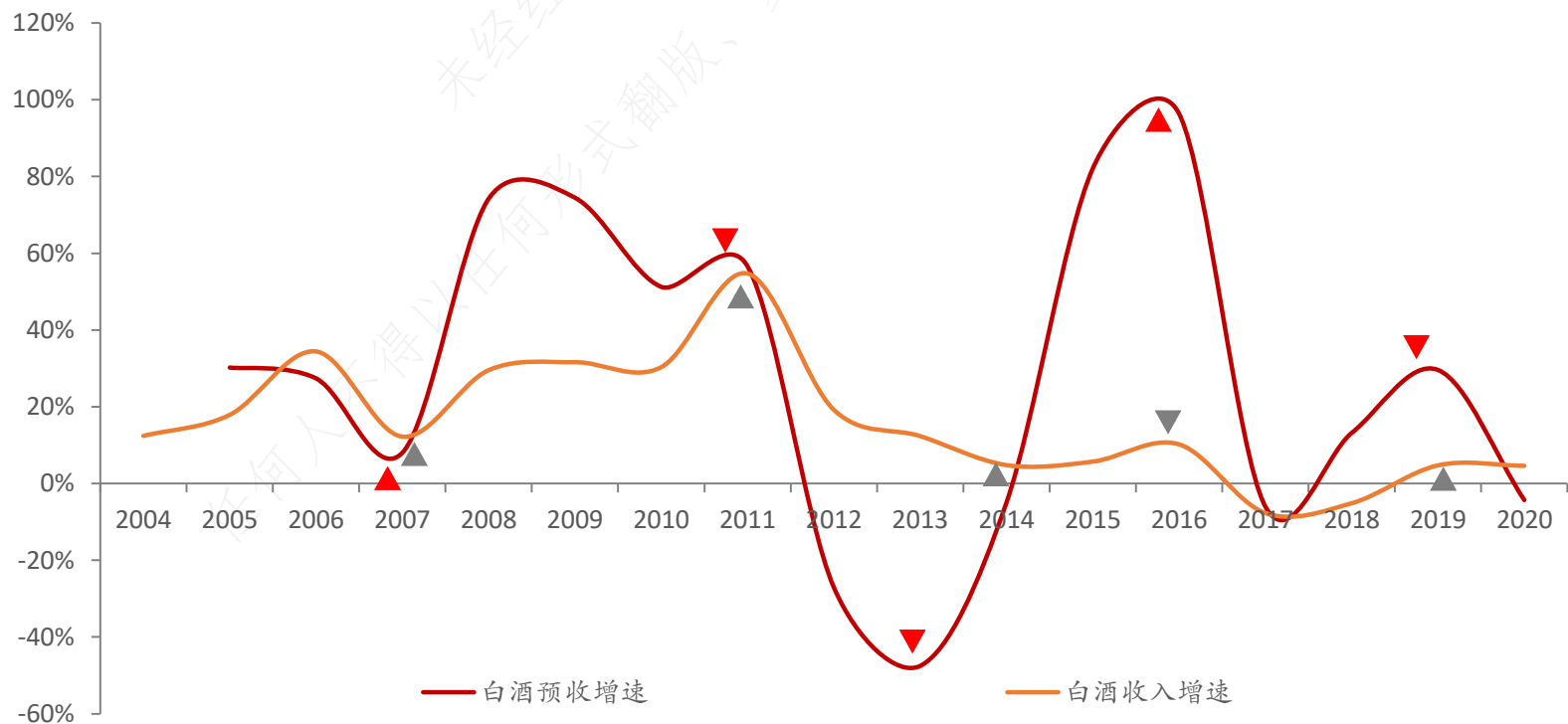
资料来源：红塔证券研究所整理

库存周期：先行指标——预收款

经销商：行业上行期时，最早感受到行业景气度，提前打款，备货积极；行业下行期时，减少打款，消化库存；

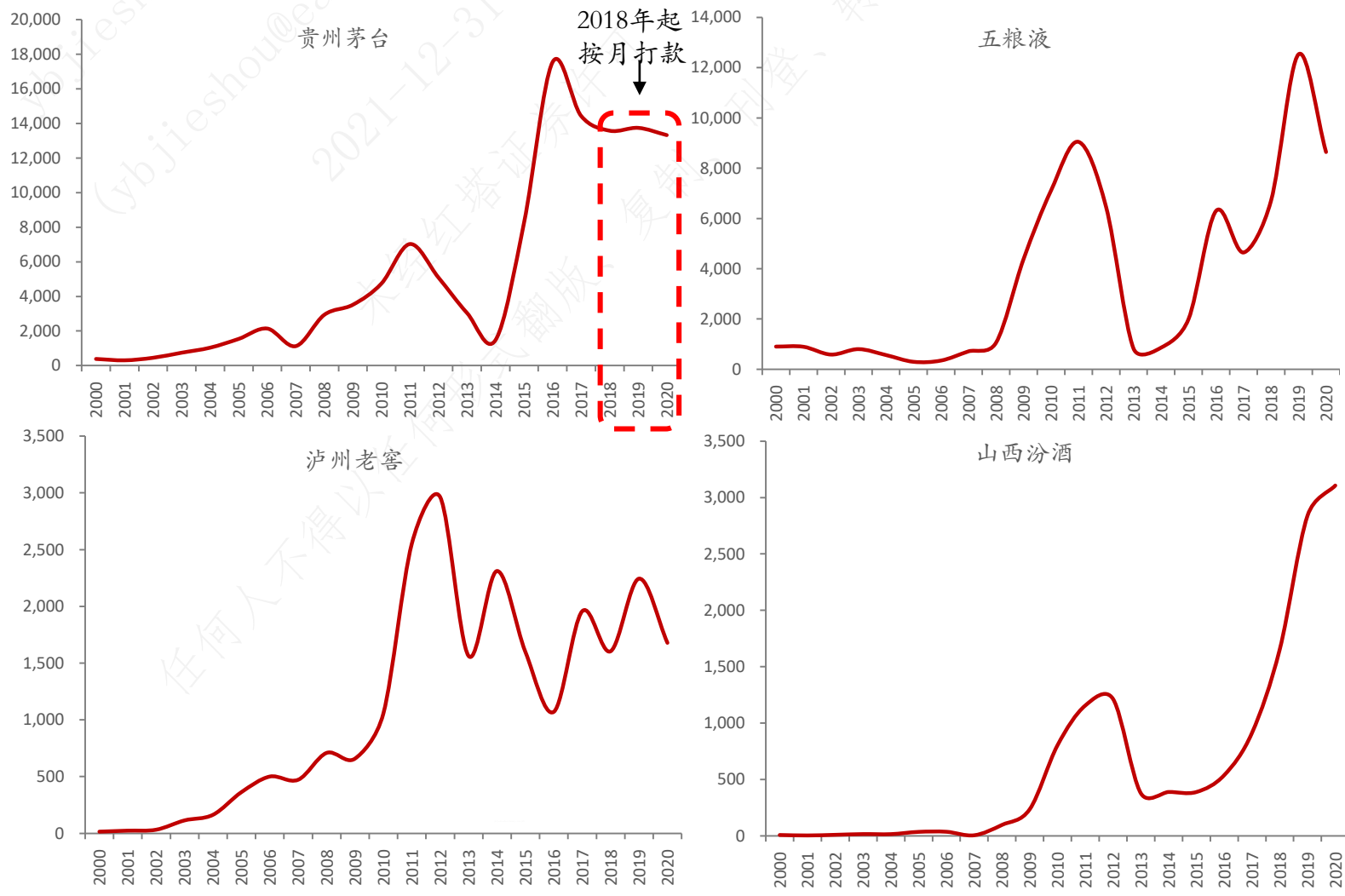
厂家：年初制定全年计划，遇到行业调整期时，难以及时调整目标，造成现金流增速和收入增速有差异。

库存周期先从高端酒开始，逐步传导至低端酒；随着库存管理改善，其解释度下降



资料来源：Wind，红塔证券研究所

库存周期：白酒公司的预收款走势反映下游拿货意愿



资料来源：Wind，红塔证券研究所

注：单位为百万元

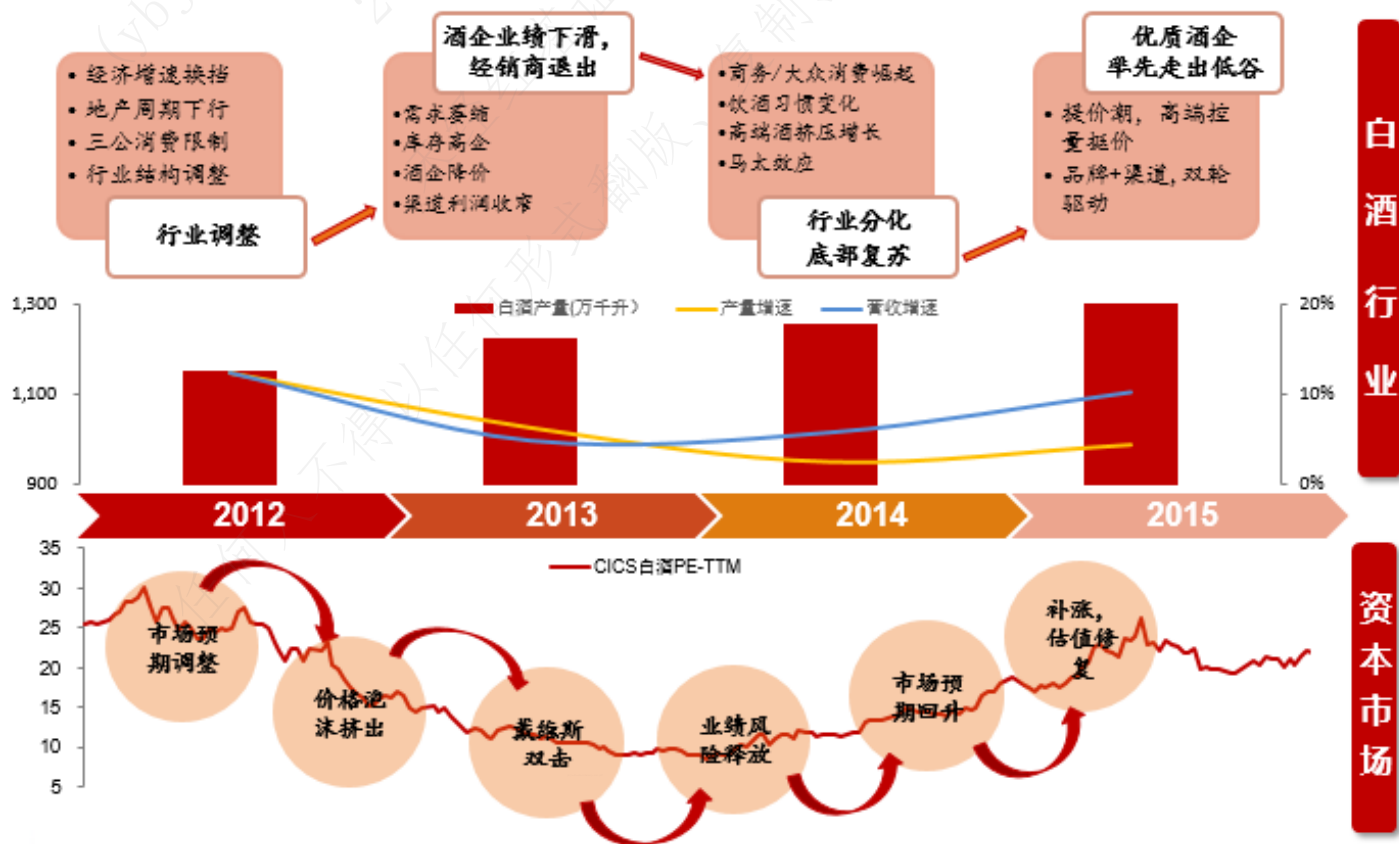


四、白酒估值 与投资建议

白酒的资本市场思维导图

结合白酒行业与宏观经济指标的共振现象、白酒行业上轮周期（2012-2015年）的发展轨迹和调整因素，推导出白酒行业与资本市场的思维导图如下：

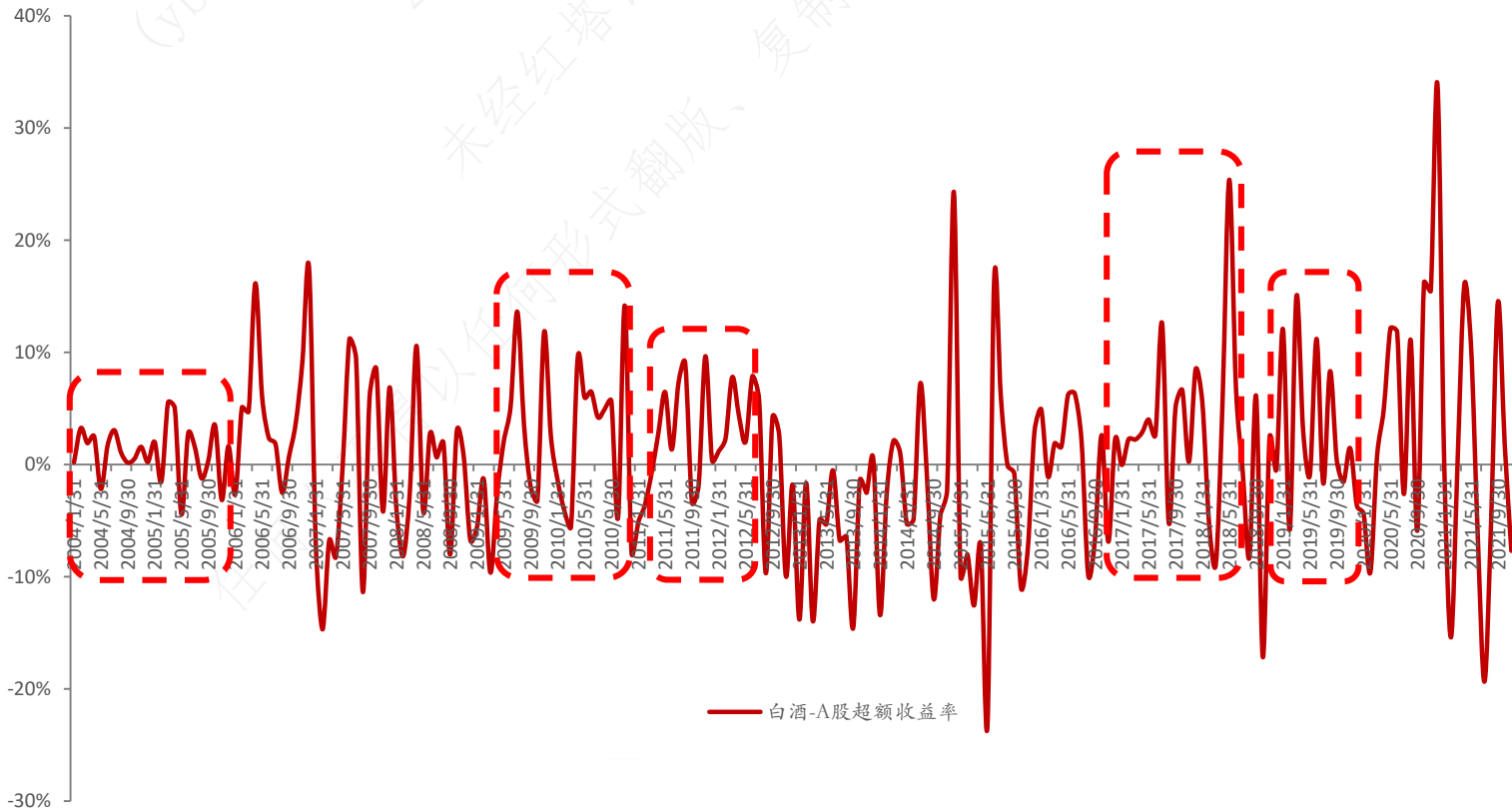
行业深度调整→股价挤泡沫→底部弱复苏→市场预期回升→优质股亮眼→估值修复



资料来源：草根调研，零售平台，红塔证券研究所

本轮白酒的超额收益更高（相对于A股）

2004. 1-2005. 12 白酒的正向超额收益率落在3%-5%区间；
 2009. 5-2012. 5 白酒的正向超额收益率落在5%-15%区间；
 2017. 1-2021. 1 白酒的正向超额收益率落在8%-20%区间。



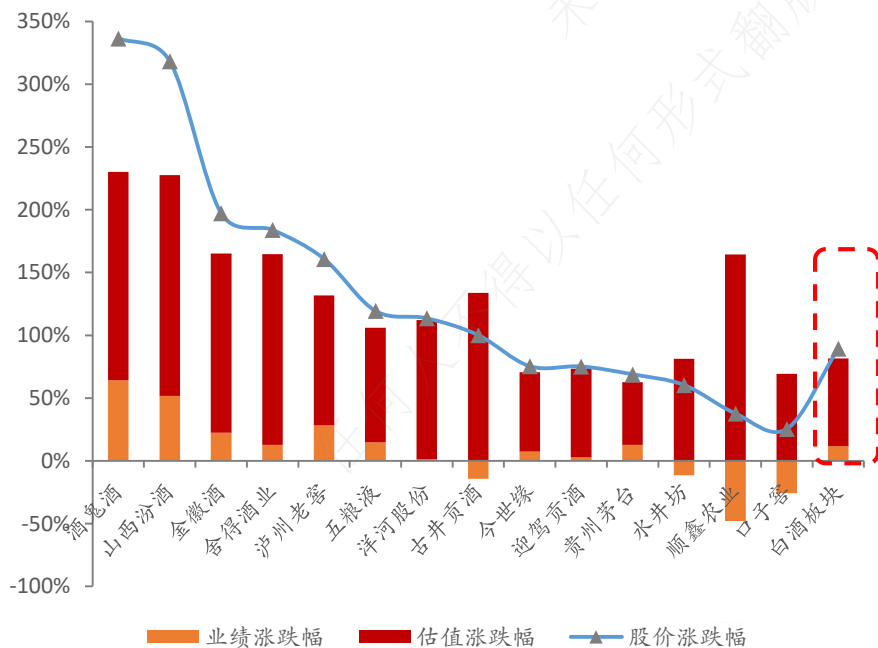
资料来源：Wind，红塔证券研究所

注：以月度为单位

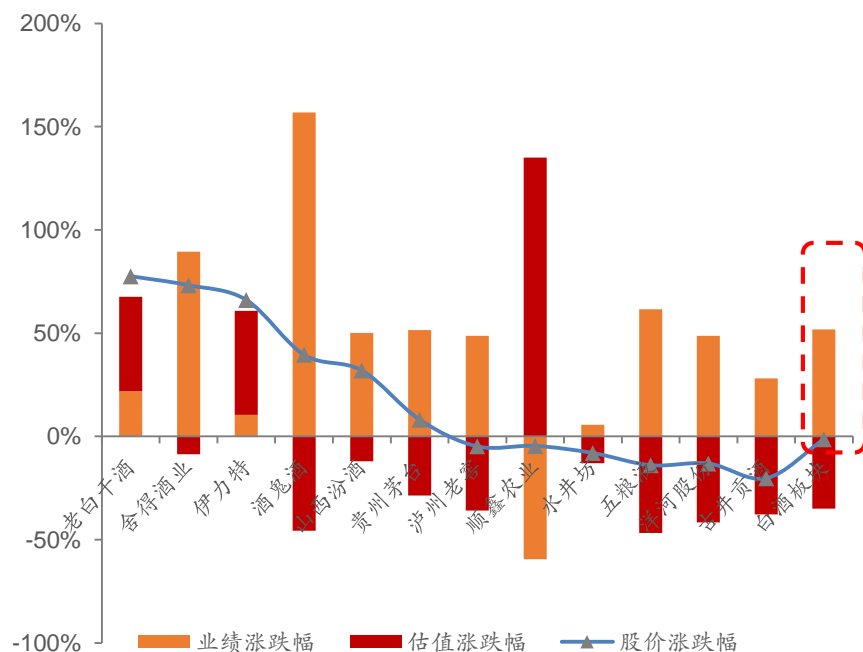
本轮的估值贡献较大，历经调整，最终回归基本面

与上一轮不同，本轮白酒的估值贡献高于业绩，原因：1、行业景气度高→基本面坚挺→市场预期提高；2、白酒上行弹性>下行风险，3、流动性增加等
2021年白酒估值经历调整，从60X的高点回落到43X，最终会回归基本面。

2020年估值贡献较大



2012年业绩贡献较大

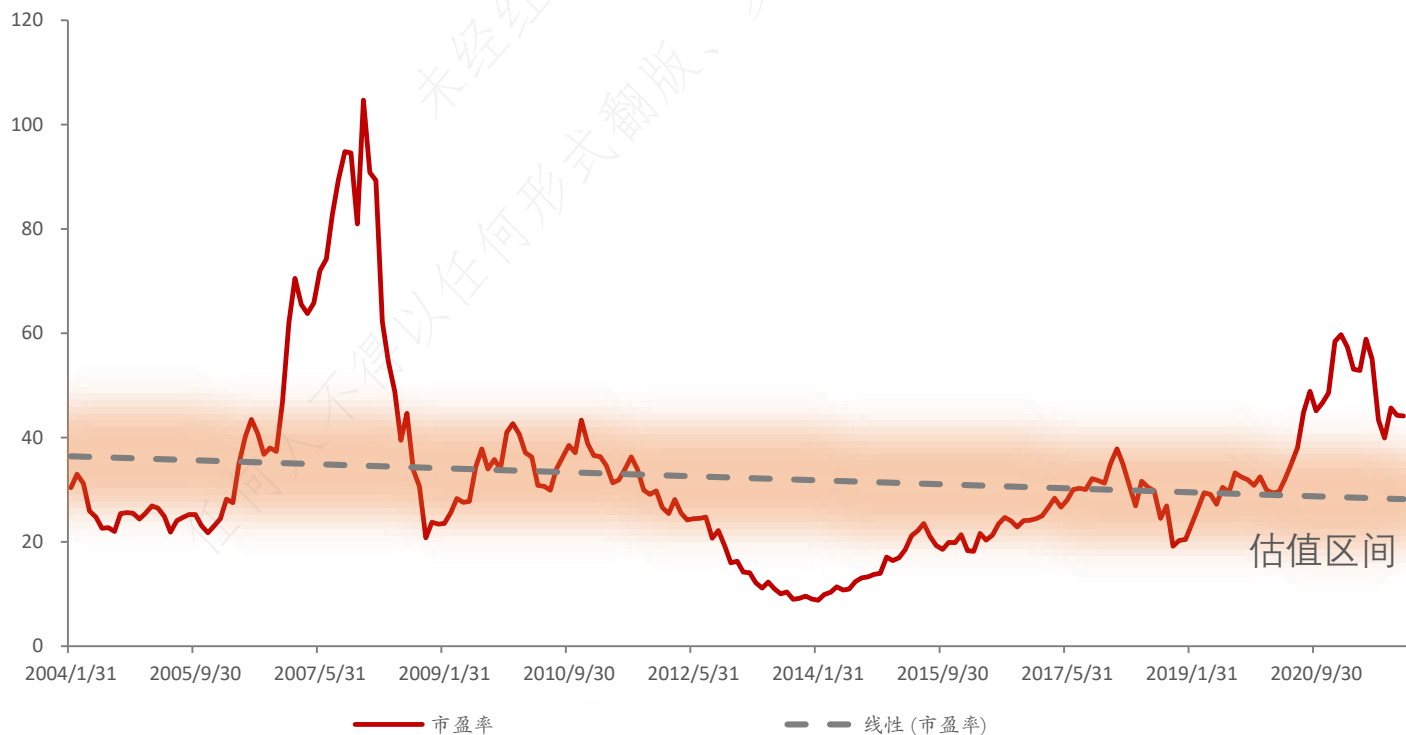


资料来源：Wind，红塔证券研究所

白酒的估值已调整到合理区间

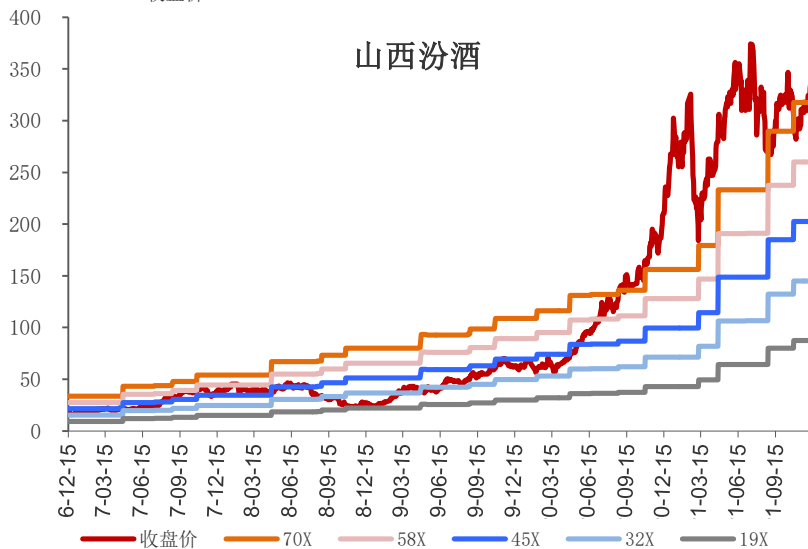
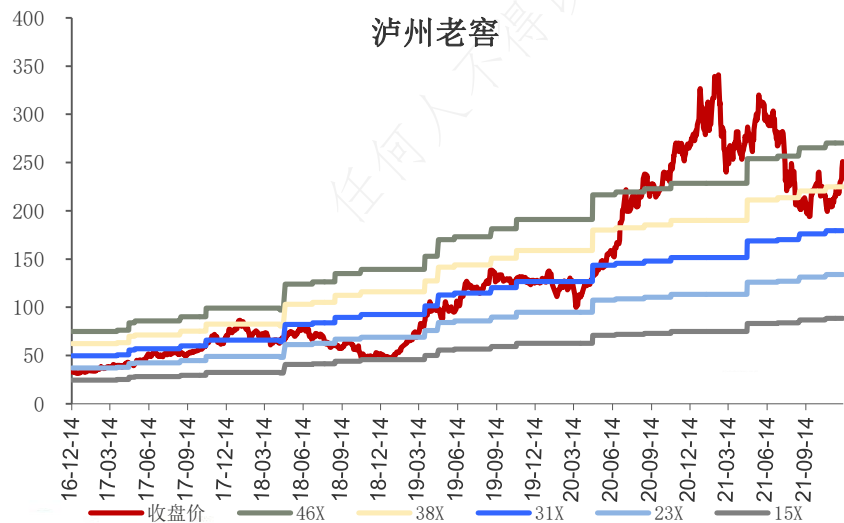
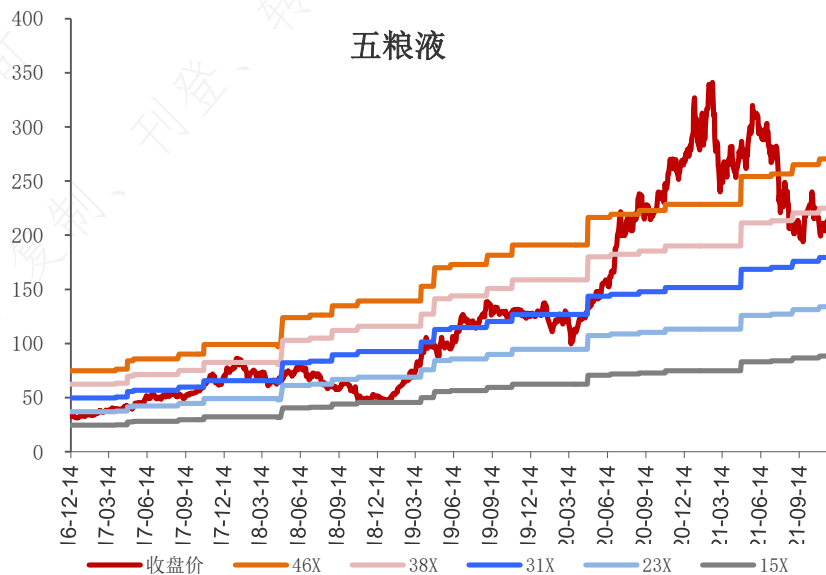
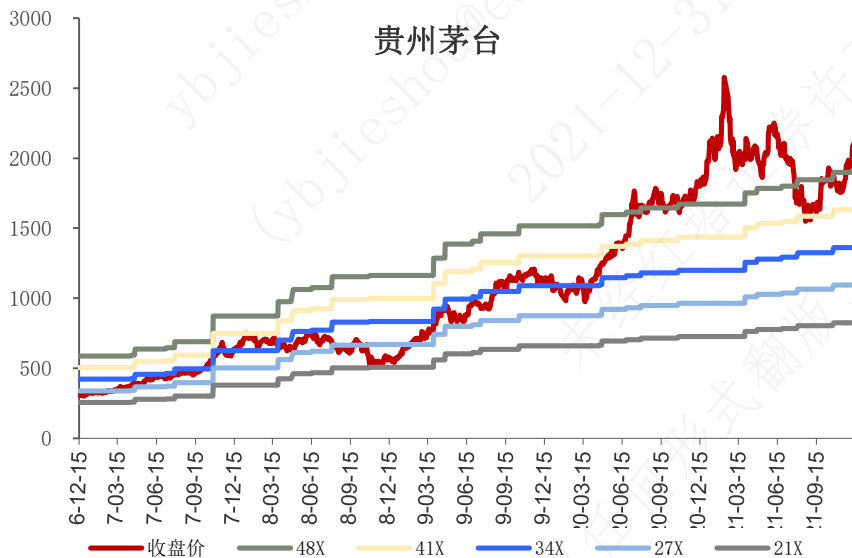
- 1、优质资产具备获得稳定回报、穿越周期的能力，估值溢价有望提升
- 2、目前大部分白酒标的处于合理估值期间；
- 3、短期业绩弹性和确定性高；

白酒指数PE (TTM)



资料来源: Wind, 红塔证券研究所

白酒公司的PE-band走势



白酒企业的十四五规划

重点酒企十四五规划

公司	“十四五”规划
贵州集团	1、形成茅台酒产能5.6万吨、系列酒5.6万吨，习酒近5万吨；2、到2025年力争将茅台集团打造成贵州省内首家世界500强企业；3、坚持“双轮驱动战略”
五粮液集团	1、坚持稳中有进，布局新一轮高质量发展，打在健康、创新、领先的世界一流企业为愿景，加快构建经典五粮液营销体系；2、1+3高端产品矩阵，经典五粮液作为核心大单品
泸州老窖	1、国窖销售口径规划2022年突破200亿+，2025年突破300亿+；2、国窖坚守“浓香国酒”的品牌定位，强化“稳质量、升品牌、提价格、扩规模、增利润”；3、推进“城市群样板市场打造”
洋河股份	全面推进“洋河+双沟”双名酒发展格局，构建123435战略体系，其中“1”指全面开创洋河的精彩年代和双沟的多彩时代，“2”指品质走在行业前列，品牌走在全国前列。
山西汾酒	1、2021年为深度调整期，1年时间解决经销商结构、营销体系管理、产品渠道利润等问题；2、2022-2023年为改革转型发展期，省外高速、高质量发展，长江以南形成显著突破，杏花村个性化品牌强有力提升，突破国际市场；3、2024-2025年营销加速发展期，实现青花营收历史性突破，基本实现汾酒和杏花村两大品牌相互支撑
古井贡酒	1、十四五收入规划超200亿元；2、省内和省外占比近期目标6:4，远期目标5:5，加快建设10-20亿规模的第一梯队市场，积极推进第二梯队储备市场；3、古8以上产品收入占比达到40%，全面主推古20，聚焦不超过三个单品的产品线（价格超过200元）
酒鬼酒	短期收入突破30亿元，中期跨越50亿元，远期迈向100亿元
今世缘	1、力争跻身白酒行业第一方阵，争取从区域强势品牌跃升为全国化优势品牌；2、报表口径收入超100亿，销售口径超200亿，市值超千亿

资料来源：新闻资料整理，红塔证券研究所

2022年白酒周期的景气度延续，涨价提振业绩，把握结构性机会。

- 1、**首选高端：贵州茅台、五粮液、泸州老窖。**高端白酒的竞争格局稳定，需求韧性强，叠加提价传导预期，是底仓配置首选标的。
- 2、**优选高弹性次高端：山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒。**飞天打开价格天花板，次高端白酒的价格带上移，次高端扩容势头强劲。山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒处于全国化扩张，销售、管理、渠道等内生势能逐步强化，业绩超过市场预期的可能性较大。
- 3、**关注基本面边际改善标的：洋河股份、水井坊、顺鑫农业等。**洋河股份股权激励落地，且产品升级较为顺利，由导入期进入成熟放量期；水井坊实施员工持股计划，高端化有序推进，核心市场拓展空间大；顺鑫农业受益于提价效应，房地产剥离在即，边际改善可期。

免责声明

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。