

投资评级 **中性** 维持

白酒行业研究报告——紧扣消费升级主线

投资要点:

- **白酒行业分析框架:** (1) 白酒行业市场容量大、龙头定价能力强、盈利水平高, 历来是牛股诞生的温床。(2) 白酒行业同时具有周期属性和消费属性, 周期性来源跟踪居民收入、工业企业利润、社会流动性、经销商库存等, 周期规律提示当前并非行业上行周期。(3) 高中低端酒泾渭分明, 适用不同的分析框架和估值体系, 高端酒以茅五泸三家形成寡头垄断, 享受消费升级带来的量价齐升, 具有奢侈品属性, 量和价之间更关注价; 低端酒以快消品属性为主导, 更多关注放量。(4) 白酒的定价体系复杂, 控价、半控价和裸价是三种主流运作方式。(5) 白酒公司的长期价值来自于品牌, 跻身一线品牌后酒企将拥有极强的提价能力, 中短周期提价放量所产生的成长性不过是品牌价值的阶段性释放。(6) 白酒行业不能忽视销售渠道这一重要变量, 渠道能体现助涨助跌的关键作用, 渠道打造的重点在于营销模式和产品定位的匹配。
- **白酒行情的驱动逻辑:** 2003-2012年是行业高速发展期, 享受量价齐升。2013-2015年是3年行业调整期, 酒企普遍出现价格倒挂。2016年至今行业主题是消费升级, 增长主要靠提价驱动, 行业利润加速向高端酒和头部企业集中。
- **白酒行业的催化剂和跟踪指标:** (1) 提价是最强最简单直接的催化剂, 研究的目的在于需要寻找提价能力最强、临近提价时点的公司。提价决策必须考虑经销商盈利情况, 茅台是全板块价格的风向标。(2) 跟踪预收款等财务指标。
- **白酒公司的成长路径:** (1) 消费升级, 主要体现为提价或向上切入主流价格带市场。(2) 区域扩张, 从县市级市场扩张省内市场, 从省内市场扩张区域市场, 从区域品牌升级全国品牌, 每一道升级都是壁垒森严的门槛, 主动做升级是鲤鱼跃龙门, 成功不具有普适性。
- **白酒行业的估值体系:** 白酒公司的估值可以拆分为价值股的估值、食品饮料行业的估值、白酒行业的估值、公司的个体估值。未来高端酒龙头能够站稳估值梯队的顶部, 其他酒企除非拥有很强的个体逻辑, 如远超同业的阶段成长性, 否则估值应较高端酒有一定折让。另外食品饮料行业有板块性高估的风险。

分析师: 麦浩明
Tel: 18998532338
Email: maihm3@foxmail.com

一、白酒行业分析框架

1、白酒是食品饮料里面竞争格局最好的品种

白酒终端市场规模 9673 亿元，与肉制品市场规模相当，市场规模体现行业的容纳能力，公司成长空间更为广阔。食品饮料大行业中白酒板块市值占比约 60%，净利润占比约 2/3。

价格差距及生产工艺差异体现产品的差异化，白酒行业高端品与低端品价格相差 200 倍，表明不同产品根本不属于同一个品类，在业务特点和分析框架上并不具有可比性，如低端白酒更像是啤酒，大众消费品属性明显，很难有超越行业的定价能力，品牌和口味并不能贡献太多的附加值；而高端白酒具有奢侈品属性，每个品牌均具有独特性，每家公司都着力维护辨识度和稀缺性，价格是更为重要的分析变量。

行业集中度和进入者威胁两个指标是从市场竞争层面定义定价能力，所有消费品中高端白酒是定价能力最强的，因而更容易维持长期的高 ROE。

表 1 食品饮料细分行业竞争格局对比

子行业	2017 市场规模 (亿, 终端口径)	价格差距 (倍)	不同品类间生产 工艺差距	集中度 (CR4)	新进入者威胁	龙头定价能力
白酒	9673	208.71	中	21.6	弱 (高端次高端)	强 (高端次高端)
调味品	1067	7.33 (酱油)	大	18.3	弱	强
乳制品	3759	35.29 (酸 奶)	小	52.0	弱	一般
肉制品	8897	17.77	小	37.9	较强	较弱
啤酒	5743	6.61	小	58.9	较强	弱

2、白酒行业同时具有周期属性和消费属性

消费属性来自居民普通消费，市场过度强调消费属性，实际上白酒的周期性也不弱。周期性的来源至少有三，商务消费的周期性，经济上行周期商务活动活跃，宴请消费、节日送礼需求都有所增加；投资性消费，高端白酒也具有金融产品投资升值的属性；经销商因素，景气周期经销商更愿意多囤酒，相当于是周期的放大器。

因此跟踪白酒消费需求的关键指标包括：1) 人均可支配收入和财富效应，决定了居民端的消费能力；2) 工业企业利润、固定资产投资，决定了商务消费需求；3) 社会流动性，决定了白酒投资消费需求；4) 经销商库存、终端价及出厂价价差。

消费者结构的变化承接了 2013 年后白酒的调整压力。2011 年高端白酒的消费结构是党政军消费占 45%，商务消费占 35%，私人消费占 20%，在这一阶段高端白酒的消费格局是投资驱动、政商主导，因而存在明显的周期属性。之后政策层面限制政务消费驱使白酒的消费结构发生变化，党政军消费占比从 45% 下滑至 5%，商务消费占比从 35% 上升至 55%，私人消费从 20% 上升至 40%。

在一轮完整的白酒行业周期中，可以先后看到终端需求下降——渠道库存恶化——批价下行，经销商盈利能力恶化——经销商进货意愿减弱，酒厂加大信用政策——经销商大幅减少进货，厂商业绩受损——厂商控货，渠道消化库存——批价上行，盈利能力修复——渠道加库存，厂商减少信用政策——终端需求回暖，业绩回升。

了解白酒的周期性的目的在于明白当前所处的位置。周期性的力量并非个体可以抵御，周期性行业和周期成长性行业的差别不过是低迷年份的增速能从零轴向下走多深。从龙头茅台的业绩增速和 ROE 历史变化来看，当前时点无论如何也不像是白酒板块的上行周期。尽管龙头企业可以通过预收账款、释放未结算折扣、提价等多种手段平滑周期，但也不应对中期的成长性抱有过高的期望。

图 1 茅台营收、净利增速的周期性

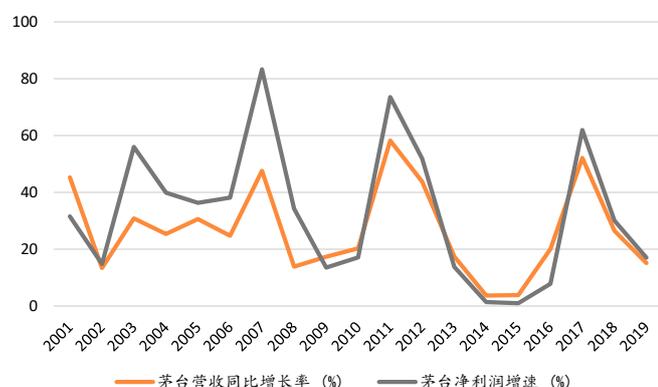
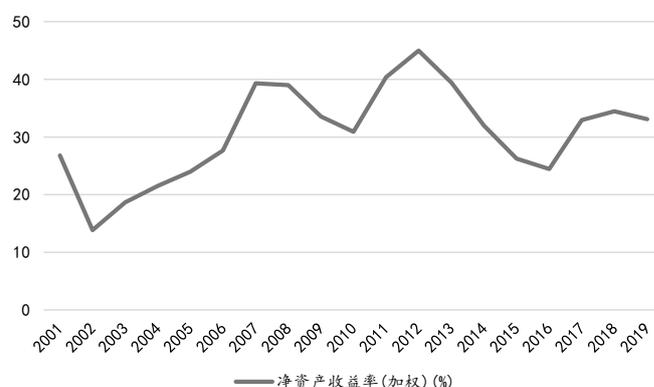


图 2 茅台 ROE 的周期性



3、高中低端酒泾渭分明

高中低端酒本质上是不同的产品，适用不同的分析框架、不同的估值体系，体现不同的投资逻辑。

700 元以上的高端酒以茅五泸三家形成寡头垄断，享受消费升级带来的量价齐升。高端酒核心竞争力是品牌和稀缺性，具有奢侈品属性，量和价之间关注价，需要重点关注经销商利润，关注提价动作。低端酒是快消品属性主导，更多关注量，关注终端网络覆盖度，中端酒是两者的折衷。我国白酒产能大致在 1200 万吨左右，100 元以下的低端白酒产能在 600-700 万吨。高端酒产能稀缺，五粮液 20 万吨、茅台 7.5 万吨、泸州老窖 15 万吨、洋河 16 万吨，几家高端酒几十万吨产能占据了全国 50%以上的利润。

高端酒具有深厚的历史和文化属性。茅台品牌属性是“得天独厚的自然环境，科学独特的传统工艺，国酒茅台”；五粮液是“600 多年的明朝老窖，独有的自然生态环境”；剑南春是“唐时宫廷酒，盛世剑南春”；泸州老窖是“品位 400 多年历史，让世界品味中国”；洋河是“男人的情怀、蓝色文化；海天梦想，中国力量”；汾酒是“传承国宝，清香久远，中国酒魂”；古井贡酒是“1800 年的九酝酒法，明代窖池；中国龙，中国酒”等等。

300-700 元次高端酒包括剑南春、洋河、郎酒、汾酒、水井坊、国缘、习酒、酒鬼酒、舍得、国台等，跟随高端白酒提价，属于垄断竞争格局。100-300 元的中低档酒、100 元以下低端酒是典型的大众消费品，属于完全竞争格局。

表 2 白酒高低端代表性品牌

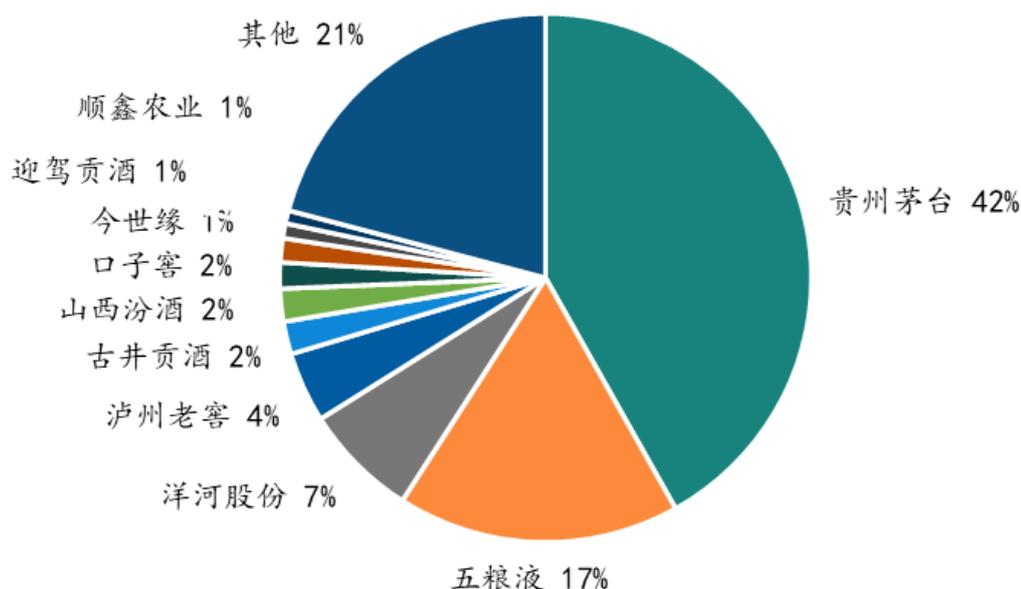
	价格带	代表性品牌	主要用途	渠道结构
高端	>700	茅台、五粮液、国窖、内参	政商务宴请、送礼	专卖店、团购、餐饮
次高端	300-700	剑南春、洋河、郎酒、汾酒、水井坊、国缘、习酒、酒鬼酒、舍得、国台	政商务宴请、婚宴	团购、餐饮
中端	100-300	古井贡酒、口子窖、金徽酒、伊力特	婚宴、亲友聚餐	烟酒店、餐饮、商超
低端	<100	牛栏山、玻汾、老村长、红星	亲友聚餐、自饮	餐饮、流通

2019 年白酒行业收入 2416 亿元，归母净利润 821 亿元，同比增速分别为 16.6%、17.6%。从细分结构来看，次高端酒增长最快，营收增速中次高端酒 (25.5%) > 高端酒 (19.4%) > 三四线酒 (14.6%) > 区域酒 (5.5%)，归母净利润增

速中次高端 (36.8%) > 高端酒 (21.5%) > 区域酒 (1.3%) > 三四线酒 (-0.2%)。

行业呈现挤压式增长, 不再存在普遍性繁荣, 头部玩家仍然维持十分靓丽的高 ROE, 但业绩增速出现一定程度放缓, 三四线酒是必须规避的方向。

图 3 2019 年白酒行业利润分配格局



4、白酒的定价体系复杂

白酒定价存在三种主流的运作方式：**控价模式、半控价模式、裸价模式**。裸价操作模式下厂家将所有市场资源折算让价交给经销商使用，厂家不干预资金流向，这种模式下市场运作的主动权在经销商手里。半控价模式下厂家给予经销商较高的利润空间，厂家和经销商共同投入进行市场开发和维护，这种模式以厂家主导，经销商有一定的灵活性。控价模式下厂家负担全部的市场开发及维护费用，经销商负责物流工作，厂家拥有绝对的控制权，但是管理难度更大，需要厂家自身投入资源去做市场开发。

5、白酒的长期价值来自于品牌

长周期角度白酒的价值来自于品牌，中短周期关注量价，不同时期量价各有侧重，如 2016 年后以价格的驱动为主，但中短周期提价放量所产生的成长性不过是品牌价值的阶段性释放。

建国至今国内共进行过 5 届名酒评比，第一届在 1952 年，最后一届在 1989 年，主办方包括了专卖实业公司、轻工业部、中国食品协会等。第一届评出了贵州茅台、山西汾酒、陕西西凤酒、泸州大曲，史称四大名酒。第二届上榜名酒增至 8 家，最后一届上榜品牌增至 17 家。

跻身一线品牌后酒企将拥有极强的提价能力，这也是所有消费品研究中最希望看到的特质。一线白酒面向高端政务和商务消费群体，价格带较高，价格敏感性低，而且往往是以一款产品打天下，经销商实力强大，渠道利润丰厚，终端接受程度高，提价动作顺畅。而二三线白酒企业的提价意义只是适应消费升级的需求和弥补市场费用的不足，本质上是一个跟随的动作。

从财务指标的特征可以反映不同白酒公司的运营模式。以几个代表性公司为例，茅台拥有最强的品牌力，兼具高毛利率、高净利率、低销售费用率。茅台的价格体系是裸价模式，收入不含返利费用，财务模型展现出远超同业的强势和优越性。古井贡酒是高毛利率、高费用率、低净利率，由厂家主导深度营销，价格设置为控价模式，市场费用投入较大。口子窖是中等毛利率、低费用率、高净利率，裸价模式为主，经销商主导市场费用投放，厂家将费用留给经销商，报表体现较高的净利率。五粮液是高毛利率、高净利率，也是裸价模式，但低端酒费用较高。洋河和老窖都将一部分费用计入了成本，一定程度拖低毛利率。古井贡酒销售费用率奇高，充分反映徽酒激烈的竞争格局。

表 3 白酒代表性企业的财务特征差异 (2019 年)

	毛利率	销售费用率	净利率
贵州茅台	89.78%	3.69%	57.76%
古井贡酒	72.51%	30.57%	24.45%
口子窖	70.49%	8.47%	43.42%
五粮液	70.32%	9.95%	42.26%
洋河股份	66.74%	11.64%	37.07%
泸州老窖	77.85%	26.47%	33.54%

6、白酒行业的重要变量——销售渠道

销售渠道是所有消费品研究不能绕开的话题，对比不同消费品的渠道结构，啤酒价格弹性低，渠道以酒店和流通终端渠道为主，对分销能力要求高，小区域渠道掌控力强。一般饮料食品对商超渠道的运作能力要求高，对终端覆盖率要求高。但白酒作为一种价格较高的消费品，利润空间大，渠道利润允许多级分配存在，这就造成了代理买断+传统经销+密集分销+团购+电商多渠道并存的复杂局面。

不同档次定位的酒企在选择渠道上往往会有所侧重，例如五粮液、泸州老窖通过开发买断的方式嫁接经销商渠道资源；金六福、浏阳河等中低价位品牌依靠商超渠道崛起；口子窖等以酒店为核心运作中高价位产品；洋河、古井等重点开发和运作团购渠道；国台、洋河等运用团购分销、定制等超终端模式。

其中的关键是营销模式和产品定位的匹配，高端酒运作核心是将品牌力拉满，注入丰富的历史文化内涵，想方设法营造体验性消费、身份象征的消费认知。品牌强度的不同决定了渠道结构的差异，例如茅台凭借自身强大的品牌力拉动产品自然动销，无需投入大量的成本自建渠道。

从高端酒到次高端再到中端酒，越往下走对营销创新能力的要求更高，到次高端层面已经无法做全国性品牌，到低端酒层面要求形成强大的分销网络，强调对终端渠道的覆盖率、铺货率，关键在于放量。

渠道模式也处在不停的变革中，每隔几年旧有的渠道模式可能过时，渠道活力老化，必须重新清理修复一遍。渠道升级的成功往往成为中期强劲销量的催化剂。以五粮液为例，五粮液过去的营销模式是典型的大商制，由大型的经销商买断实现全国化布局，但厂家对渠道和终端掌控力较弱，容易出现窜货和挺价困难。2019 年五粮液重新对营销渠道进行改革。一是实施营销组织变革，实现横向专业化，纵向扁平化，总部完成品牌事业部改革，区域完成扁平化和职能前置化改革，划分 21 个营销战区，60 个营销基地；对系列酒公司完成重组，将原有的系列酒、特头曲、五粮醇公司整合成立新的五粮浓香系列酒公司。2019 年八代普五推广过程中，严格实行控盘分利的销售策略。二是推动营销数字化落地。三是扩充营销队伍，补充营销人员 452 人、访销人员 500 人，系列酒公司新引进营销人员 181 人。通过一系列的動作重拾增长基础。

图 4 白酒公司渠道模式

公司	产品系列	分销模式	产品价位	渠道模式
贵州茅台	茅台酒系列	专卖店+区域总经销商+特约经销商	1000-5000	品牌拉力，自然动销
五粮液	五粮液本品系列	大型经销商+渠道分销	700-900	大客户代理和产品区域买断经营
泸州老窖	国窖 1573、特曲、头曲系列	区域代理+渠道分销	65-900	品牌专营模式，往深度分销模式靠拢
洋河股份	洋河蓝色经典系列	小区域代理+渠道分销	100-500	渠道下沉掌控终端、“1+1 模式”、“4*3 模式”
山西汾酒	青花汾酒、老白汾、玻汾	依靠大经销商运作	100-500	大流动模式运作向小区域推广转型
水井坊	臻酿八号、井台装	招商模式、渠道下沉	300-400	招商型流通模式运作（早期）
古井贡酒	年份原浆系列	小区域代理+渠道分销	80-500	团购+烟酒店模式

图 5 五粮液大商渠道模式

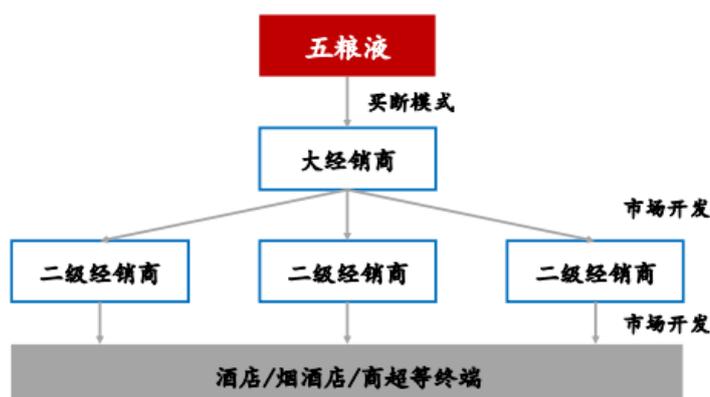


图 6 口子窖区域总代理模式

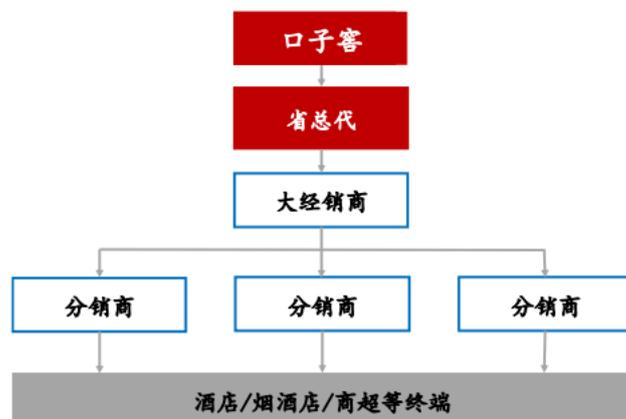


图 7 洋河深度分销模式

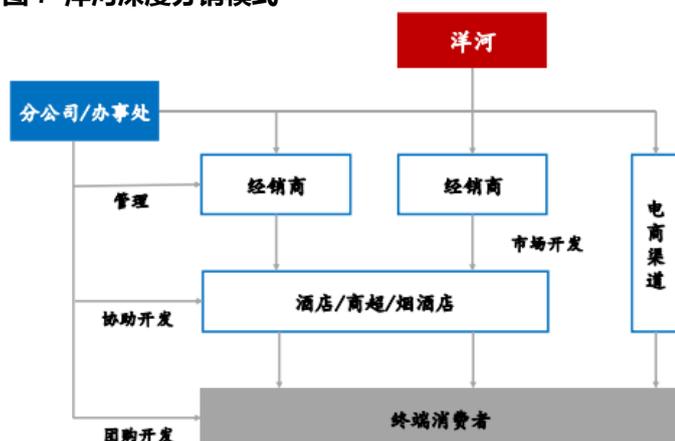
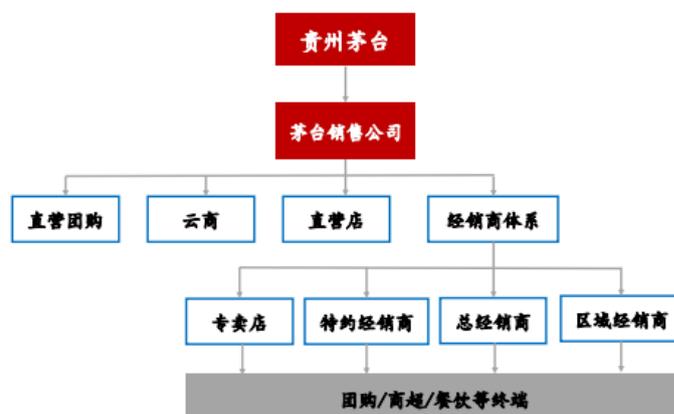


图 8 茅台小经销商模式



二、白酒行情的驱动逻辑：几轮大周期对比

1、2003-2012 行业高速发展期

2003-2012 年是白酒行业高速发展阶段，宏观经济快速发展，白酒消费进入政商务消费渠道，高端酒提价非常顺利，行业景气度较高。老大哥五粮液收入份额有所下降，洋河郎酒改制后迅速崛起。

2000 年开始茅台两大战略举措奠定了行业龙头地位，一是发力拓展军政渠道，将产品打入政府和军队大院；二是开发年份酒，目的是突出稀缺性，结果是显著拉开与其他高端酒的价格差距。2007 年茅台实现了对五粮液价格的超越，基本奠定后面十多年的竞争格局。行业发展至今茅五泸三大品牌在高端酒领域占据了 95% 以上的市场，茅台的稀缺性源自不可复制的资源禀赋和生产工艺的复杂性，而浓香型的五粮液和泸州老窖拥有明清时期的老窖池资源。

2、2013-2015 行业调整期

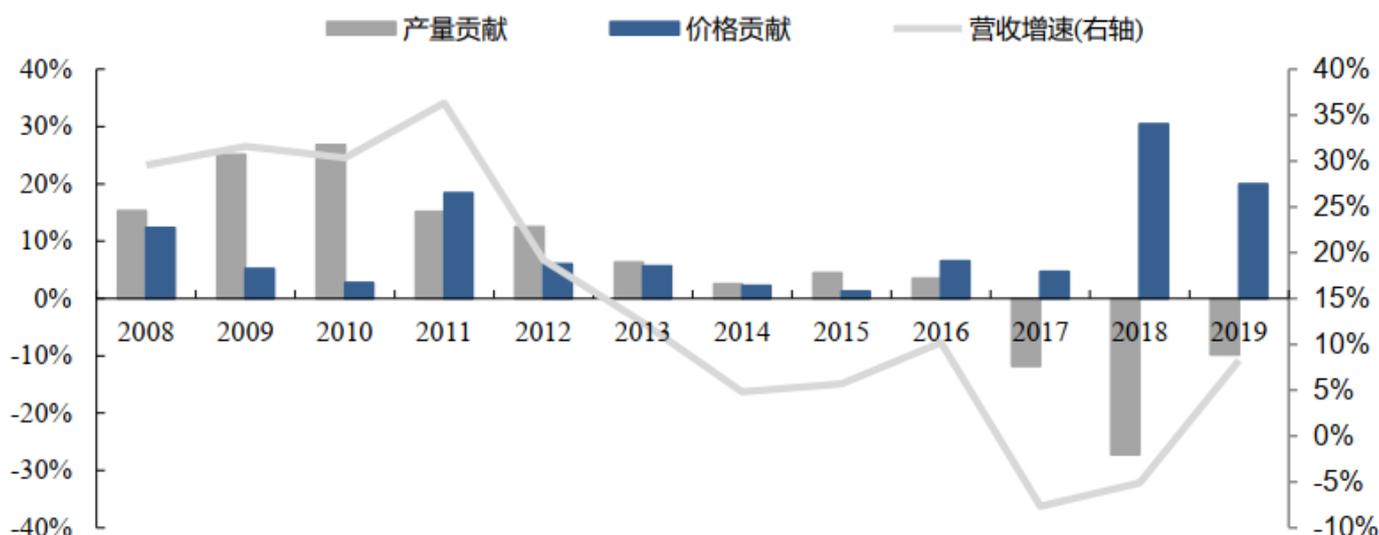
2012 年国家整治三公消费，高端酒价格陷入大幅下滑，53 度飞天茅台的终端价格从 2280 元最低降至 850 元，五粮液等酒企出现价格倒挂现象。这一轮调整中全行业只有茅台的终端价没有跌破出厂价，53 度飞天茅台出厂价维持在 819 元，同一时期五粮液的出厂价从 900 元下调至 609 元。

泸州老窖曾尝试逆势提价，凸显高端品牌定位，2013 年国窖 1573 终端零售价从 1389 元上调至 1589 元，出厂价上调 90-110 元不等，结果是销量只有理想状态的 20%。2014 年无奈将出厂价从 999 元大幅下调至 680 元才恢复正常销量。

3、2016 年之后行业增长主要靠提价驱动

2016 年之后行业增长主要靠提价驱动，行业利润加速向高端酒、头部企业集中。

图 9 2016 年以来白酒市场提价主要靠提价拉动



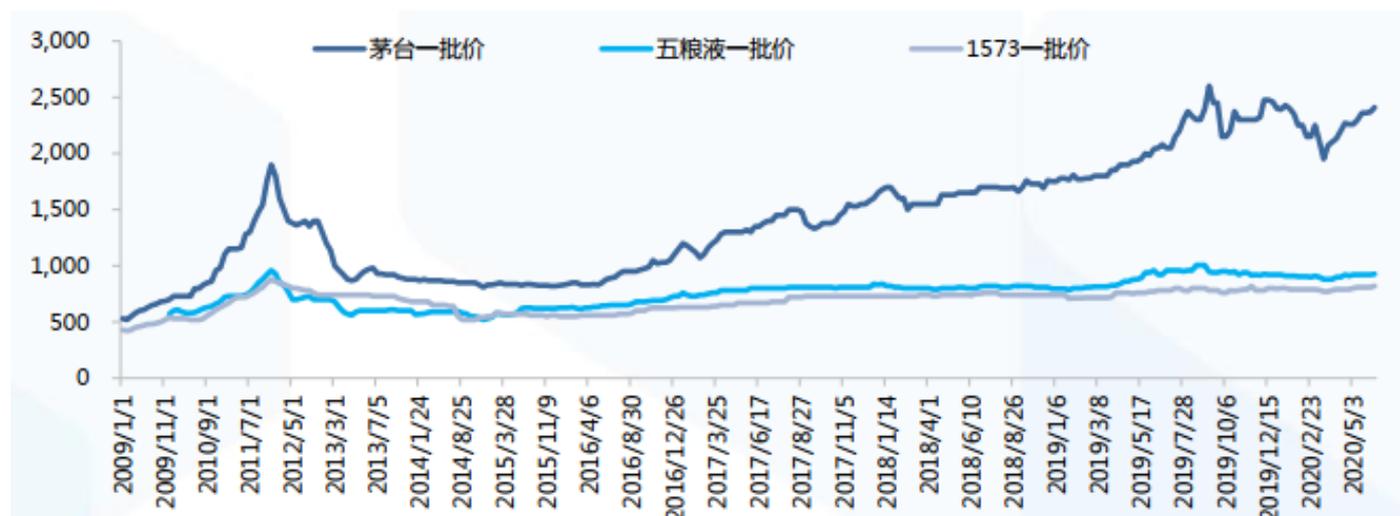
三、白酒行业的催化剂和跟踪指标

1、提价是最强最简单直接的催化剂。

高端酒关注提价能力、提价频率、提价幅度，实际操作中提价方式很灵活，最普通的就是直接提价，稍微隐蔽的是换皮、开发新产品。**研究目的在于需要寻找提价能力最强、临近提价时点的公司。**

提价决策必须考虑终端价与出厂价之间的差距，即经销商盈利情况。经销商相当于一个巨大的蓄水池，不仅是存货的蓄水池，更是价格纵深的蓄水池。如果连基本的上下游顺价关系都很难维持，零售价与出厂价价差时有时无，经销商自然没有动力完成厂家的提价指示。

图 10 高端酒价格变化



茅台是全板块价格的风向标。回顾茅台的提价历史，2009年1月1日，茅台出厂价提高13%至499元，零售价在800元。2010年1月1日，茅台出厂价提高13%至563元，零售价在1000元。2011年茅台出厂价提高10%至619元。2012年9月1日出厂价提高33%至819元，零售价2300元。2013年-2017年出厂价都没有提价，零售价先回落至出厂价附近，再回升至1000元以上。2018年1月1日，出厂价提高18.3%至969元，零售价上涨到1900元。

疫情背景下行业以稳价为主，头部酒企了利用积极的费用投放修补销量损失，再次呈现远高于行业平均的增速，茅台批价稳定在2400元，经销商的利润比厂家还要高，五粮液八代普五批价稳定在900元，国窖1573维持790-800元。

尽管茅台称短期内不会提价，但茅台确实有非常充裕的提价空间，“肉已在锅里”。一般经销商的价差空间维持在50%-70%已是非常具有吸引力的盈利水平，其他品牌的经销商利润率一般在20%左右，以此推算茅台提价15%-20%、200-300元的幅度大有余地。茅台已有3年未提价，未来产量7%左右的复合增长显然不能满足双位数以上营收增长目标的要求，预计提价将发生在今年下半年或明年。

图 11 茅台渠道利润丰厚



近期关于提价的经典案例是酒鬼酒,充分展示了提价逻辑在白酒投资中的魅力。2020年4月30日酒鬼酒发布通知,自5月26日起52度500ml红坛酒鬼酒战略价上调30元/瓶。5月21日再次发布通知,自2020年6月25日起紫坛酒鬼酒上调40元/瓶。此次提价是19年内参酒提价的延续。内参批价从2019年的800元左右提升到900元,市场成交价1000元以上,年内收入翻番。作为与茅五泸齐名的高端酒,此前内参酒年收入只有2亿元,顺利提价部分修正了品牌力与价值量之间的鸿沟。提价顺利促成酒鬼酒ROE提升3个百分点,净利增速提升至35%,估值向高端酒龙头靠拢,滚动市盈率达到60倍,2019年年初至今酒鬼酒上涨幅度达到279%,成为白酒板块涨幅最大的公司之一。

2、跟踪财务指标,主要是预收款

白酒酒厂的预收款主要来自于对经销商的先款后货,预收款不仅体现了下期业绩,还反映了行业健康度。白酒行业经销商渠道库存是一个相对黑箱的环节,一旦经销商存货堆得太高,越过市场的接受水平,正向循环崩塌后往往需要几年时间来弥补。经销商库存过剩的一个标志就是经销商打款积极性变差、厂家预收款快速消耗。例如2013年茅台预收款从51亿元下滑至30亿元,2014年进一步下滑至15亿元,对应的正是限制三公消费高端白酒商超销售大跌40%的行业去库存时期。

四、白酒公司的成长路径：消费升级和区域扩张

1、消费升级

消费升级也分两种,一是提价,提价又分主动提价和跟随提价,主动和跟随的区别在于是否能有效放大利润,本质上体现定价权。二是向上切入主流价格带市场。

消费升级是2017年以后白酒行业的成长主题,消费升级导致行业份额和利润向龙头高端酒厂高度集中。2019年全国规模以上白酒企业利润总额1404亿元,茅台、五粮液利润总额占全行业的59%。且茅台近期批价在2430元左右,成为2000元价格带唯一玩家,已大幅抛离五粮液、国窖等。

未来高端酒的格局仍然非常稳固。高端酒板块景气度最高,在疫情打击后是复苏速度和幅度最为积极的,贵州茅台一季度直营渠道收入增速超70%,五粮液投放量较去年实现个位数增长,国窖增速达10%-20%,疫情后三家高端酒均没有调整年内工作目标。

茅台：2020年茅台酒扩产工程竣工后产能将达到5.6万吨基酒水平，按照85%的实际销量计算到2024年销量4.8万吨，2019年销量为3.46万吨，5年增40%的销量相当于7%的复合增速。

五粮液：2019年高端五粮液实际销量2.3万吨，2020年五粮液新增10万吨产能，整体将拥有30万吨生产能力，高端酒产能提升至3万吨。

泸州老窖：2020年形成优质基酒3.5万吨产能，2025年优质基酒产能进一步提升至10万吨。

表 4 2016-2019 白酒消费升级

	2016 年	2019 年
高端酒	900+, 2.2 万吨, 高度茅台 700-900, 1.4 万吨, 52 度五粮液+酒鬼内参	2000+, 3.2 万吨: 高度茅台 700-1000, 3.4 万吨: 52 度五粮液+52 度国窖+酒鬼内参+43 度茅台
次高端	400-700, 1 万吨: 52 度以外五粮液+国窖 1573+梦之蓝 6+43 度茅台 300-400, 2 万吨: 剑南春普剑+梦 3+水井坊井台装+红坛酒鬼+水晶舍得	400-700, 2 万吨: 低度五粮液+低度国窖+梦 6 等 300-400, 6 万吨, 普剑+梦 3+井台+舍得+青花 20 年
中端	200-300, 3 万吨: 天之蓝+水井坊珍酿 8 号+红花郎 10 年+汾酒 20 年+50 度酒鬼 100-200, 22-27 万吨: 海之蓝+年份原浆 5 年+其他地方名酒	200-300, 8 万吨: 天之蓝+水井坊 8 号+国缘对开 100-200, 3-35 万吨: 海之蓝+年份原浆 5 年+地方名酒主力产品
低端	100 元以下, 500 万吨以上	100 元以下, 500 万吨以上

消费升级路径演绎：以徽酒为例

安徽是白酒产销大省，产量约占全国的5%，省内白酒年销售规模250亿，其中高端酒是省外的茅五泸等，高端以下以本省徽酒为主，次高端30-40亿规模，300元以下市场容量140亿。

徽酒品牌众多，且集中在300元以内的窄幅价格带，长期以来群雄混战，是白酒行业公认竞争最为激烈的省份。仅仅上市公司就有古井贡酒、口子窖、金种子酒、迎驾贡酒4家，还有高炉家酒、文王贡酒、皖酒、明光酒、宣酒和九华山酒等。

徽酒第一梯队是省内龙头古井贡酒、口子窖，加上外来的洋河，价格带分布在80-300元；第二梯队是迎驾贡酒、宣酒、金种子酒和高炉家酒，主要产品分布在40-80元价格带；其他40元以下的品牌包括文王贡酒、金坛子酒等相对弱势。2019年古井贡酒营收104亿元，安徽省内收入按70%计算是73亿元，口子窖、迎驾贡酒、金种子酒安徽省内收入分别为38亿元、21亿元、8亿元，4家公司合计占据了50%的市场。

表 5 徽酒竞争格局

	主要价格带	代表品牌	销售区域	产品优势
第一梯队	80-300 元	古井贡酒、口子窖	覆盖全省范围	省内品牌力强，产品品质好，渠道掌控能力强
第二梯队	40-80 元	迎驾贡酒、金种子酒、高炉家酒、宣酒	部分市县	具有一定的市场基础，费用投放灵活
第三梯队	40 元以下	文王贡酒、金坛子酒	县级市场	价格优势

从徽酒去看消费升级，省内白酒消费的主流价格已从 10 年前的 60-100 元提升到目前的 200 元。消费升级、高端化的趋势很明显地反映 4 家徽酒上市公司的财务表现上。蛋糕的规模是有所扩张的，4 家公司的收入总和从 2013 年的 125 亿元增长至 2019 年的 198 亿元，6 年增长 60% 年化增长 8%，但份额向着龙头和高端酒集中。

如果在 4 家公司内部做一个份额的比较，可以看到古井贡酒的份额从 37% 增长至 53%，口子窖份额从 20% 增长至 24%，而迎驾贡酒份额从 27% 萎缩至 19%，金种子酒更是节节败退，几乎每一年都是负增长。2017 年口子窖完成了对迎驾贡酒的超越，主要是受益省内主流消费价格带上切 100 元以上，带动口子窖 5/6 年放量，2017 年当年口子窖中档酒低档酒都是负增长，但主力产品高档酒营收增 30% 以上。

酒类品牌形象根深蒂固，价格带很难突破，一旦消费升级越过主力产品的价格带，市场份额就让出给高端酒企，这就是金种子酒的困境，再加上一些体制上的落后、管理上的混乱（金种子酒 5 年 3 换董事长）、战略上的失误（产品线拉太长），金花凋零就难以避免了。

表 6 徽酒主导产品及价格带

年份	主导产品	价格带
2000-2006 年	口子窖 5 年、高炉家酒	40-80 元
2007-2011 年	口子窖 5 年、迎驾银星	60-100 元
2012-2015 年	口子窖 5/6 年、古井献礼版	80-120 元
2016-2017 年	口子窖 5/6 年、古井献礼版/古井 5 年	90-150 元
2018 年	古井 8/16/26 年、口子窖 10/20/30 年	200 元以上

图 12 徽酒营收对比

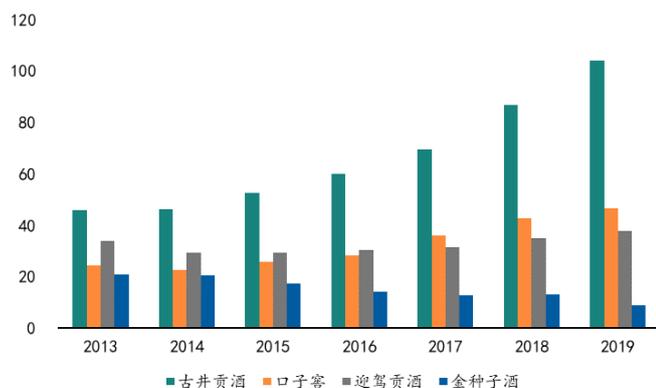


图 13 徽酒营收增速对比

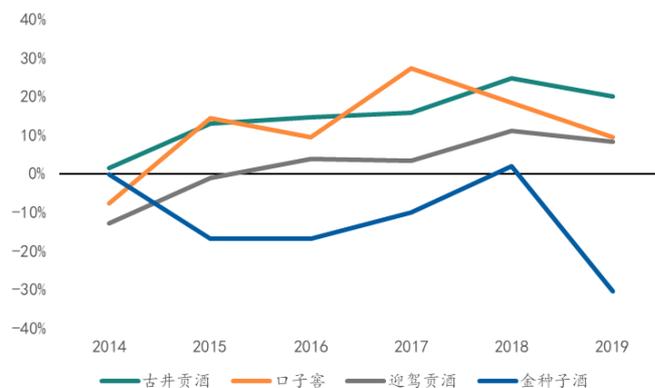
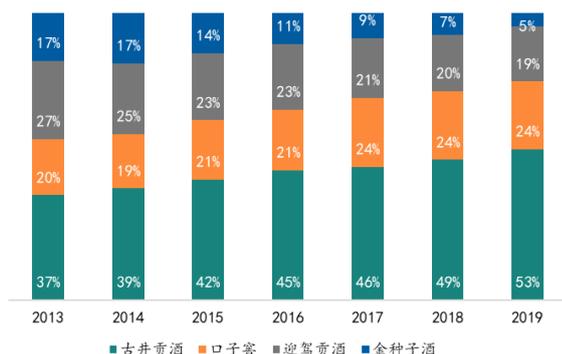


图 14 安徽 4 家白酒公司收入占比



2、**第二条成长路径是区域扩张**，从县市级市场扩张省内市场，从省内市场扩张区域市场，从区域品牌升级全国品牌，每一道升级都是壁垒森严的门槛，主动做升级是鲤鱼跃龙门，成功不具有普适性，甚至有可能将公司拖垮。例如古井贡酒近年重点拓展河南、江苏、山东和浙江等省外市场，省外扩张顺利，河南市场规模接近 10 亿，2016 年收购的黄鹤楼目前已能够实现 9 亿营收。相反口子窖的省外扩张则遭遇瓶颈，从 2016 年-2019 年口子窖营收从 28.3 亿元增长至 42.7 亿元，省内外营收增速大致相当，但省外营收占比始终在 15%-17%左右，这与口子窖 40%的省外经销商占比和 90%以上的全国性广告投入完全不相称。类似的例子还有，今世缘诞生在江苏，成立于 1997 年，发展 20 余年后江苏省内收入仍占 94%；舍得酒业成立于 1996 年，同样是发展 20 余年后仍未走出四川省。

五、白酒行业估值体系

白酒公司的估值可以拆分为价值股的估值、食品饮料行业的估值、白酒行业的估值、公司的个体估值。

白酒行业的盈利和市值重心在于高端白酒。高端白酒的估值体系成型，品牌强度、市场竞争力、定价能力三位一体，直接决定了白酒公司的盈利水平和估值梯队。2019 年茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份 ROE 分别为 33%、25%、26%、21%，对应的估值排序几乎一致，市场自发以资产质量和盈利前景对白酒企业进行高低排序。

2019 年 3 月之后茅台的估值稳定在 30X-35X 之间，五粮液略低，估值中枢在 20X-25X 之间，老窖和洋河相对更低一点。不同公司之间体现出估值的区分度，整体来说没有脱离更优质的资产能够获得更好价格的规律。

由于过去几年至今后几年白酒行业的增长驱动力都是来自于价格端，所以提价能力强的公司通常能够享有更高的估值，换个说法就是高端酒龙头能够站稳估值梯队的顶部。其他酒企除非拥有很强的个体逻辑，如远超同业的阶段成长性，否则估值应较高端酒有一定折让。

图 15 高端白酒的估值体系



另外白酒板块的估值提升有行业性板块性的因素，申万食品饮料当前估值为 39 倍 PE，处于历史 92%分位，2 年时间完成从低估到高估的极值位摆动。目前板块性高估毋庸置疑，去年下半年酒企业绩和股价已在下滑，但疫情后消费股需求相对稳定、价值股具有避险属性导致白酒行业重新获得业绩比较优势。高估值买入极大地压缩了中长周期的回报率预期。

图 16 申万食品饮料行业估值

