

高端白酒业绩表现明确，中低端白酒成长性更优

——白酒行业深度分析报告

史海昇

执业证书编号: S1230209120122

86-10-64718888



zsyj@stocke.com.cn

➤ 高端酒业绩表现明确

本报告导读:

➤ 中低端酒成长性更优

投资要点:

■ 白酒历史悠久，品类丰富，行业格局鲜明。

中国白酒拥有上千年的历史，品类丰富，新中国成立以来白酒业得到了长足发展，目前华东和西南地区是白酒行业的重要产销地。

■ 白酒存在周期性

从历史产量来看，白酒行业存在周期性，特别是在 1988 年白酒价格放开以后，产生周期的主要原因是（1）行业政策影响；（2）消费需求波动。

■ 04 年以来，白酒板块市场表现优异

04-09 年间白酒板块大幅跑赢沪深 300 和食品饮料行业指数，主要由于 1) 量价齐升的局面显示行业高景气度；2) 白酒盈利能力强，销售利润率领先其他子行业；3) 成长性出色，白酒营收、盈利增速位于行业前列。短周期（年）内，行业指数提前产量增速 3-6 个月反应，两者存在一定拟合度，因为产量反映了厂家对行业景气程度的预期，市场反映了产量增加带来企业盈利上升的预期。

■ 高端酒业绩表现明确

白酒企业改善盈利能力主要有提价、增量、降耗、控费四种手段，在行业景气周期中应关注提价、增量的进攻型方式。高端酒主要依靠名优品牌赋予的定价能力增收，中低端酒更多依靠增量增收，在未来行业总量常规性增长的判断下，高端白酒业绩表现更明确。

■ 中低端酒成长性更优

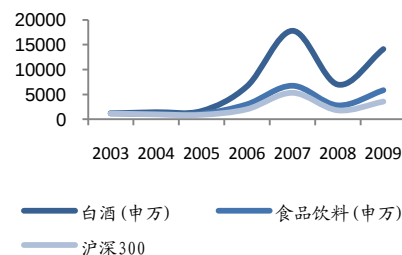
宏观经济（需求）和行业政策（供给）决定了均酒价格，持续上涨的价格预示行业将继续高景气度的良好态势。产品结构升级，走中高端路线已成为未来白酒企业的发展方向，中低端酒成长性更优，近几年高端白酒的连续提价和控量保价措施亦为中低端白酒预留了提价和增量空间。

■ 投资建议：买入

白酒仍处于行业景气周期中，业绩表现和成长性俱佳，投资建议买入。从市场表现来看，业绩更为实在，更能接受市场认可，成长性则发挥助推助涨的作用。

细分行业评级

白酒	买入
啤酒	中性
葡萄酒	买入
黄酒	买入
肉制品	中性
乳业	买入



报告撰写人：史海昇

报告数据支持人：葛越

相关报告

《成长性和盈利能力构食品饮料业美好前景》





目录

一、行业概论	5
1、白酒简介	5
2、白酒分类	5
3、行业格局	7
4、发展历史	8
5、产业周期	10
二、市场表现	11
1、长期表现	11
2、短期表现	13
三、行业盈利能力判断	14
1、盈利能力的影响因素	14
2、提价因素	14
3、增量因素	15
4、降耗、控费因素	17
四、行业成长性判断	17
1、行业景气度	17
2、行业发展空间	18
图表 1: 白酒消费结构（按酒精含量）	6
图表 2: 白酒消费结构（按香型）	6
图表 3: 白酒行业销售收入地区分布	7
图表 4: 上市公司主要产品平均毛利率	8
图表 5: 我国白酒发展历年产量	10
图表 6: 行业政策对白酒的影响	10
图表 7: 居民收入增速与白酒产量增速对比	11
图表 8: 2004-2009 白酒板块、食品饮料行业指数、沪深 300 指数对比	11
图表 9: 白酒行业 04 年以后再次出现量价齐升	12
图表 10: 食品饮料各子行业销售利润率	12
图表 11: 2004-2005 白酒行业指数和产量增速对比	13
图表 12: 2006-2007 白酒行业指数和产量增速对比	13
图表 13: 2008-2009 白酒行业指数和产量增速对比	14
图表 14: 2004-2009 茅台市场表现	15
图表 15: 农村酒类人均消费量	15
图表 16: 白酒城镇人均消费量	16
图表 17: 白酒行业平均成本结构	17
图表 18: 行业景气度矩阵	17
图表 19: 白酒行业年增长率和行业集中度情况	18
图表 20: 白酒行业成长周期图	19





表格 1: 世界七大蒸馏酒	5
表格 2: 酒的分类 (按酒精含量)	5
表格 3: 酒的分类 (按香型)	6
表格 4: 2009 行业产量分布情况	7
表格 5: 2008 行业销售收入分布情况	8
表格 6: 2004-2009 年食品饮料子行业营业收入及利润总额复合增长率	13
表格 7: 2009 高端白酒企业控量保价相关措施	16
表格 8: 白酒行业重大政策	18
表格 9: 53 度茅台出厂价历次提价表	19

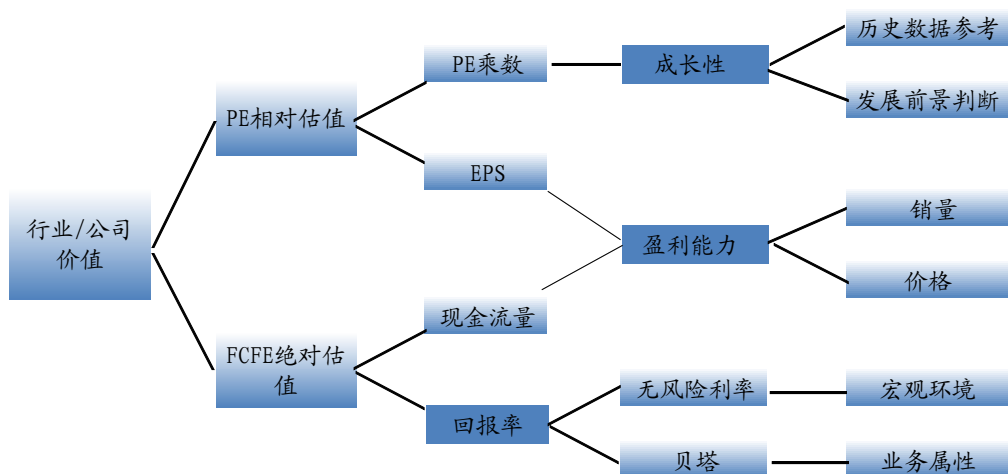




前言

对于行业/公司价值研究，我们承袭一贯的研究思路和框架。

研究思路和框架路径：



盈利能力、成长性、要求回报率是影响行业、公司价值三个重要因素，要求回报率随成长性的提高而降低，二者本原一致。成长性是企业文化价值的主要组成部分，但通过对未来盈利能力的预期来反映。





一、行业概论

1、白酒简介

白酒指以高粱等粮谷为主要原料，以大曲、小曲或麸曲及酒母等为糖化发酵剂，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿、勾兑而制成的，酒精度(体积分数)在18%-68%的蒸馏酒。白酒是我国特有的酒种，与白兰地、威士忌、伏特加、朗姆酒、杜松子酒（又称金酒）、龙舌兰酒等并列为世界七大蒸馏酒。

表格 1：世界七大蒸馏酒

品种	简介
白酒	一般以小麦、高粱等原料经发酵、蒸馏、陈酿制成。
白兰地	特指以葡萄为原材料制成的蒸馏酒。
威士忌	用预处理过的大麦、玉米、黑麦、小麦等谷物为主制造的蒸馏酒。
伏特加	可以用任何可发酵的原料酿造，如马铃薯、大麦、黑麦、小麦、玉米、甜菜、葡萄甚至甘蔗。
朗姆酒	是主要以甘蔗为原料，经发酵蒸馏制成。
杜松子酒	又称金酒，用杜松子果浸于酒精中制成。
龙舌兰	以植物龙舌兰为原料酿制的蒸馏酒。

资料来源：浙商证券研究所

2、白酒分类

白酒的分类有很多，按酒精含量的多少来划分，白酒分为高度酒和低度酒。按香型来分，主要有浓香型、酱香型、清香型、米香型等香型，目前浓香型白酒约占全部白酒市场份额的70%。浓香型白酒以泸州老窖、五粮液、洋河酒等为代表，酱香型白酒以茅台酒为代表，清香型白酒以山西汾酒为代表，米香型白酒以桂林三花酒为代表。

表格 2：酒的分类（按酒精含量）

品种	酒精含量
高度酒	酒精含量在40-68 度之间的酒。
低度酒	酒精含量在40 度以下的酒。

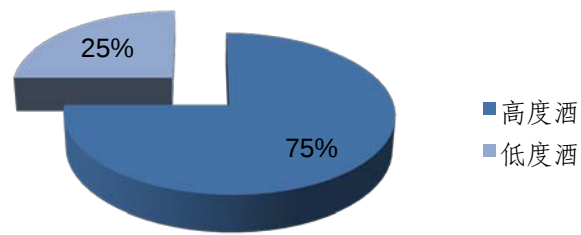
资料来源：浙商证券研究所

高度酒，特别是在农村，由于受传统文化影响仍然是主流消费品种，其中40-50度酒占有大多数市场，份额在50%左右；60度以上的酒所占份额最少，不到10%。低度酒方面，40度以下的低度酒市场份额在20%-30%之间。





图表 1: 白酒消费结构 (按酒精含量)



资料来源: 浙商证券研究所

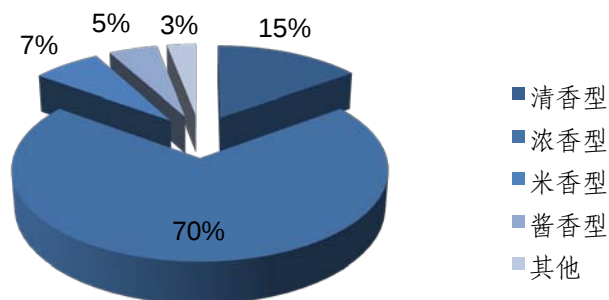
表格 3: 酒的分类 (按香型)

香型	简介	代表酒种
浓香型	香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、各味谐调、恰到好处、酒味全面。	五粮液、泸州老窖、江苏洋河、剑南春、水井坊、古井贡酒
酱香型	酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚丰满、回味悠长、空杯留香持久。	茅台酒、郎酒
清香型	清、正、甜、净、长，清字当头，净字到底。清香优雅，口味纯净。	山西汾酒、二锅头、老白干
米香型	米香纯正、清雅、入口绵甜爽冽，回味怡畅。	桂林三花酒、全州湘山酒
其他	其特有风格突出，但主体香型未确定。	酒鬼酒、贵州董酒、陕西西凤酒

资料来源: 浙商证券研究所

在中国的白酒消费市场里，清香型的白酒销量占 15%，浓香型占 70%，米香型占 7%，酱香型仅占 5%

图表 2: 白酒消费结构 (按香型)



资料来源: 浙商证券研究所

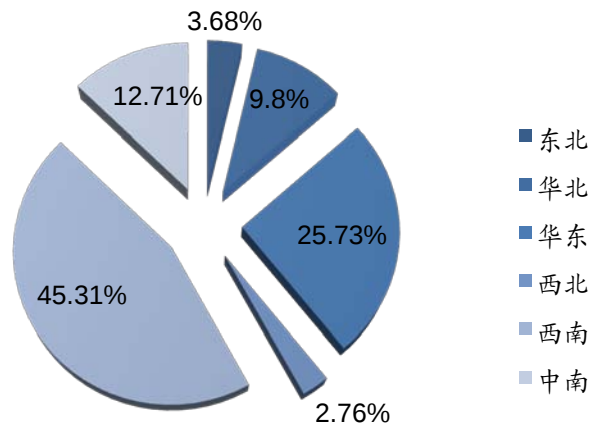




3、行业格局

从地区分布来看，华东和西南地区是白酒行业的重要产销地。四大区域主导白酒分布格局：以四川邛崃、泸州、绵竹、宜宾为代表的“川酒板块”，以贵州仁怀茅台镇为代表的“黔酒板块”，以江苏“三沟一河”以及安徽古井贡、文王贡、曲子窖、皖酒集团为代表的“淮河名酒带”以及山西“杏花村”为代表的“清香型白酒板块”。西南地区有着悠久的酿酒历史，当地饮用白酒的传统极为浓厚。华东地区经济发展速度较快，对白酒的需求量稳步上升，促进了白酒产品的销售收入。

图表 3：白酒行业销售收入地区分布



资料来源：浙商证券研究所

四川是国内最强大的白酒生产制造集群。全国八大名酒四川占据六个席位，集中了五粮液、剑南春、泸州老窖、郎酒、全兴、沱牌等被誉为“六朵金花”的国内知名品牌，形成了以此为核心的庞大生产基地，并由此蕴育了大量新兴品牌，如小角楼、江口醇等。作为白酒“重镇”的同时，四川也是中国白酒原酒供应基地，其原酒产量占据了国内白酒原酒产量的半壁江山，并由此带动了酒业上游相关行业的发展。

表格 4：2009 行业产量分布情况

省份	产量占比
四川	22.06%
山东	12.29%
河南	10.18%
辽宁	6.69%
湖北	6.16%
吉林	4.88%
内蒙古	4.86%
江苏	4.83%
安徽	4.20%
其他各省	<4%

资料来源：国家统计局 浙商证券研究所





表格 5: 2008 行业销售收入分布情况

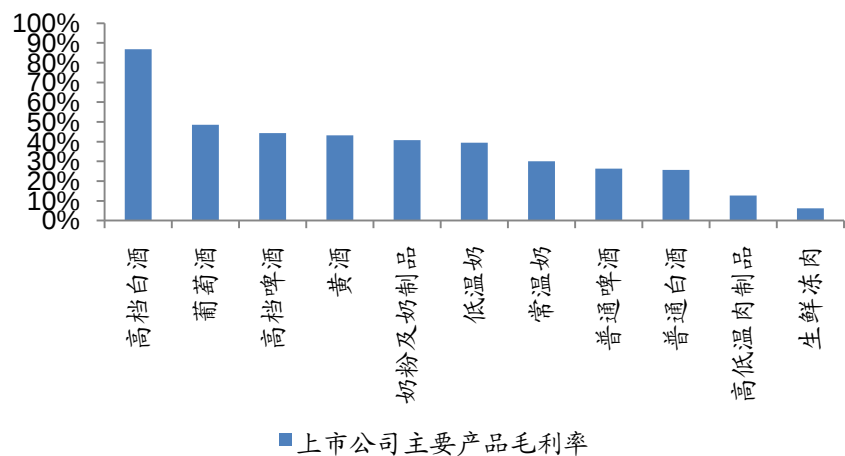
省份	销售收入占比
四川	37.18%
山东	10.97%
贵州	7.13%
河南	6.21%
湖北	5.52%
江苏	5.45%
安徽	5.06%
其他各省	<5%

资料来源: 浙商证券研究所

从行业利润贡献来看, 白酒行业结构调整非常明显, 高端白酒对于企业的利润贡献度远远大于中低端白酒对于企业的贡献度, 在总量增长保持平稳的情况下, 白酒企业的盈利来自于高端白酒价格上涨的贡献。

高端白酒市场集中度很高。国内白酒产品不断向中高端市场集中, 目前国内高端白酒市场主要被五粮液和茅台占有, 其中五粮液约占 45%, 茅台占 30%。国窖 1573、水井坊各占 10% 左右的市场。

图表 4: 上市公司主要产品平均毛利率



资料来源: 浙商证券研究所

4、发展历史

中国的白酒历史悠久, 至少拥有上千年的历史。在河南舞阳县北舞渡镇贾湖村的最新考古发现表明, 生活在公元前 7000 多年的新石器时代的中国人老祖先已经开始发酵酿酒了。在商朝时期 (距 3200 多年前), 中国已经掌握了利用酒曲酿酒的技术。1998 年 8 月, 在成都市锦江畔以外发现的明朝初年的水井街坊遗址, 这是我国迄今发现连续生产白酒长达 800 年的酒坊实证。

白酒行业得到长足发展始于近代, 自新中国成立以来我们将白酒发展分为 5 个阶段

(1) 1949-1978 起步阶段

建国初期, 党和国家对继承和发展中国的传统白酒十分重视, 政府推动技术创新带动行业发展。1952





年全国第一届评酒会评选出全国八大名酒，其中白酒 4 种，称为中国四大名酒。在 20 世纪五六十年代，主管酒类的轻工业部专门从全国各地抽调力量来加强白酒生产的科技攻关与研究。

1956 年国务院科学规划委员会组织编制《1956 年至 1967 年科学技术发展远景规划纲要》，由轻工业部提出的将酒精改制白酒项目被列入《纲要》。随后在 1963 至 1972 年国家科委关于酿酒工业及其装备技术改造政策的若干规定《草案》中明确指出：“今后十年内，白酒的生产工艺，应以液态和固态发酵相结合为发展方向”。

1949 中国的白酒产量 10.8 万吨，到 1978 年产量达 143.74 万吨，增长近 15 倍。

（2）1979-1988 步伐有所加快

1978 年改革开放后，各地方政府放宽了专卖限制，甚至取消了酒类专卖管理，致使各地争相建设白酒酿造厂，小酒厂遍地开花，白酒产量增长步伐加快，“六五”期间增长 57%，“七五”期间增长了 52%，

虽然政府放松管制短时间刺激了白酒行业的发展，但也造成了行业混乱的局面，为后续的弊病埋下了伏笔，目前白酒行业得地方保护主义也正是在当时的背景下形成的，这种情况持续到 90 年代初才有所改善。

（3）1989-1996 发展高峰期

90 年代初，改革开放初见成效，GDP 始终保持 10%左右的增长速度，中国社会迅速解决温饱问题，由温饱开始走向小康社会，白酒从过去的奢侈品变为大众消费品，或者说是可选消费品，导致整个白酒市场全面扩容。同时 1988 年价格管制放开，白酒价格大幅提升，再加上居民人均可支配收入，被压抑已久的有效需求终于得以释放，这一时期出现了白酒行业量价齐升的局面。

1996 年，即“九五”初期，中国白酒产量达到历史高峰，总量达到 801.30 万吨，是建国初期的 80 倍左右。80 年代末，53° 茅台价格从原来 35 元飞跃至 140 元；52° 五粮液从 16.9 元升至 80 元；52° 剑南春从 15.8 元升至 36 元。到了 1996 年，茅台酒已经冲到了 340 元，52° 五粮液也涨到了 350 元，52°，剑南春到了 165 元。

（4）1997-2003 宏观调控阶段

从 1997 年开始，中国白酒产量开始了长达连续 8 年的负增长。引起这波调整的原因有很多，我们认为还是宏观调控起了主导作用。九五期间国家对白酒行业制定了以调控和调整为基础的产业政策。十五规划期间，又提出了“以市场为导向，以节粮、满足消费为目标”走“优质、低度、多品种、低消耗、少污染、高效益”的道路，“重点发展葡萄酒、水果酒，积极发展黄酒，稳步发展啤酒，控制白酒总量”的方针政策。

1998 年亚洲金融风暴导致的中国经济增速回落，导致城镇居民人均可支配收入增速快速下降，从而需求出现萎缩。1998 年的山西“假酒”案负面影响严重，对居民的白酒消费偏好打击非常大，各大酒厂的应急处理又不到位，致使其影响时滞较长。这两个因素对当时行业的发展也产生较大影响。

（5）2004 至今 复苏阶段

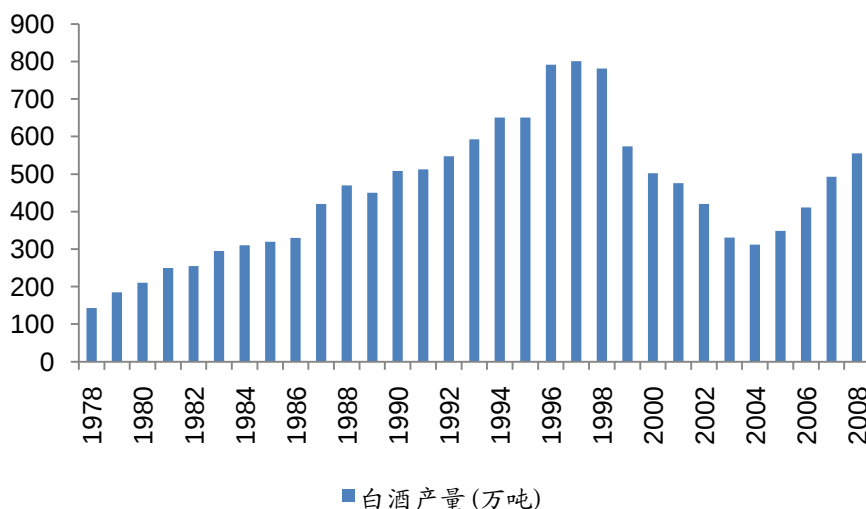
2004 年以后白酒行业自身加强了产品结构、组织结构、运行机制等多方面的调整，经济增长方式发生了改变，从原来的粗放式经营，依靠数量的扩张向集约型经营、依靠品牌效应、质量效应等方式转变，名优白酒企业崭露头角，中国高端白酒基本形成以贵州茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊四家寡头垄断的格局。





在此阶段经济快速发展，居民收入增速踏入两位数增长，房地产、股市所带来的财富效应，使得居民消费热情高涨，要求消费升级，对品认知度的不断提高，包括了对中高价位白酒的追捧，导致白酒行业再次出现量价齐升的格局。

图表 5：我国白酒发展历年产量



资料来源：国家统计局 浙商证券研究所

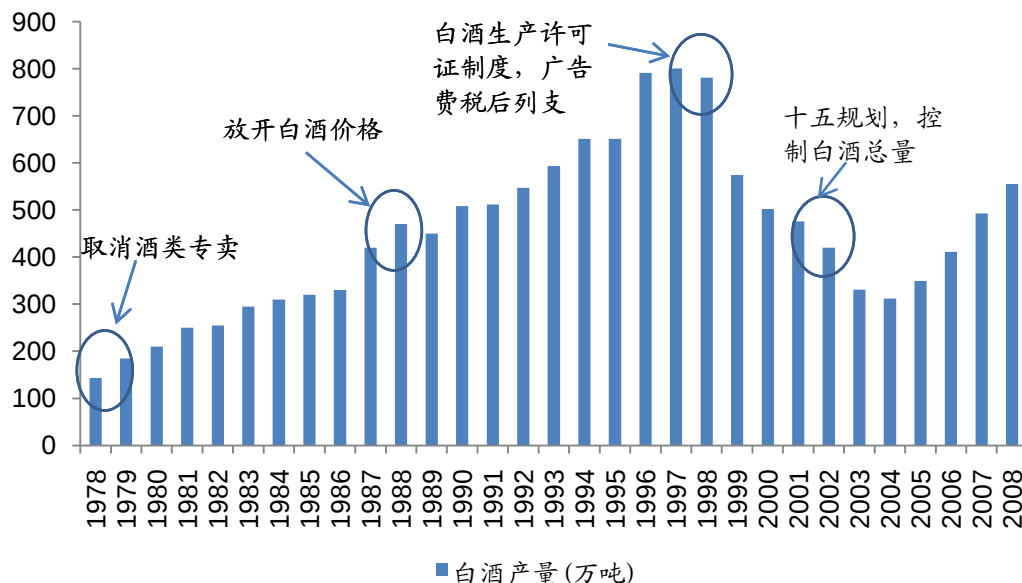
1992 年以前，统计口径为全部白酒企业（折 65 度）；1993 -1998 年统计口径为散装酒折 60 度计量，瓶装酒按照商品量计量。1998 年以后，统计口径为规模以上（产值>500 万）白酒企业，虽然统计口径的不一致影响了行业数据的可对比性，但行业趋势判断并不受影响。

5、产业周期

从上述历史发展来看，白酒行业存在周期性，特别是在 1988 年白酒价格放开以后，行业周期性逐渐明显，我们认为产生行业周期的原因主要来自两个方面（1）行业政策影响；（2）消费需求波动。

（1）在我国的经济体制下，行业政策的调控对行业的发展影响重大

图表 6：行业政策对白酒的影响



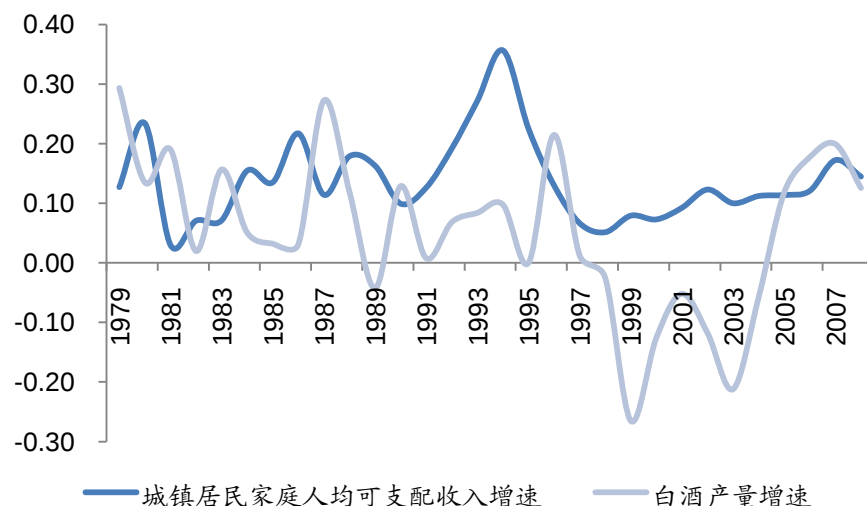
资料来源：国家统计局 浙商证券研究所





(2) 白酒消费需求主要受收入增长的影响。白酒本身是一种饮食嗜好品，不是必需品，白酒的消费需求只有在收入不断增加的情况下才会出现，中国历来也有量入而出的消费习惯，进一步说明了白酒消费需求增加的根本原因是经济发展带来的居民收入的不断提高，从现有数据来看，居民收入的增速与白酒产量增速具有相关拟合性，且先于产量反应。

图表 7：居民收入增速与白酒产量增速对比



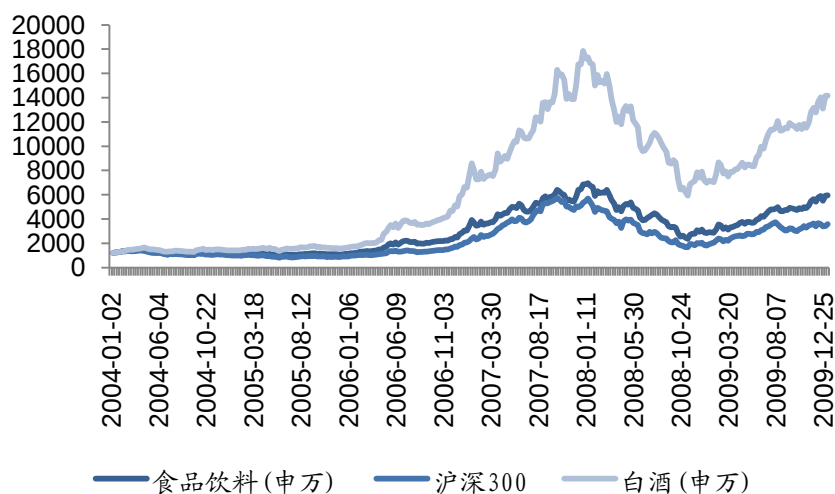
资料来源：国家统计局 浙商证券研究所

二、市场表现

1、长期表现

2004 年白酒进入复苏阶段以后，白酒板块大幅跑赢食品饮料行业指数，行业指数优于同时期沪深 300 指数。2004-2009 年间白酒板块累计大幅上涨 1075%，食品饮料行业指数上涨 393%，而沪深 300 指数上涨 197%。

图表 8：2004-2009 白酒板块、食品饮料行业指数、沪深 300 指数对比



资料来源：国家统计局 浙商证券研究所

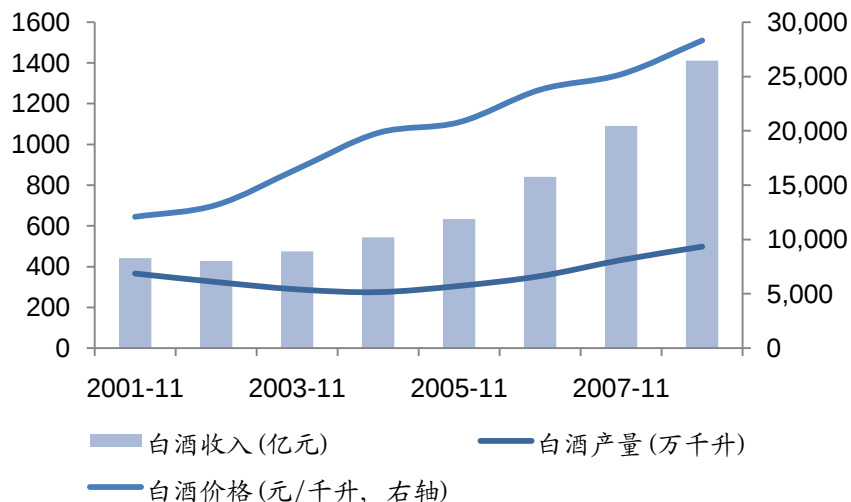




白酒板块得到市场的高度认可，我们认为主要来自以下几方面原因：

(1) 行业进入复苏的景气周期，再次出现量价齐升的大好局面

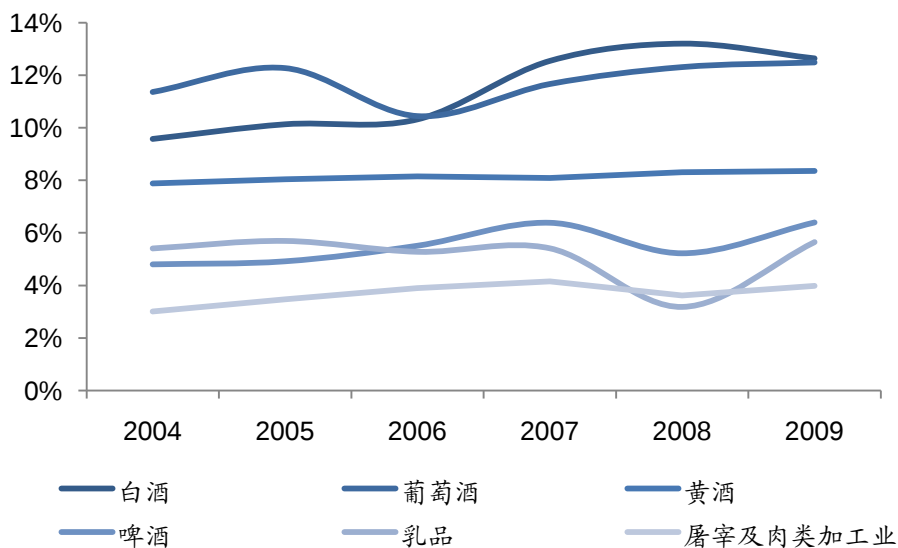
图表 9：白酒行业 04 年以后再次出现量价齐升



资料来源：国家统计局 浙商证券研究所

(2) 从盈利能力上来看，白酒行业销售利润率领先行业，名优高端白酒毛利率远超其他子行业

图表 10：食品饮料各子行业销售利润率



资料来源：国家统计局 浙商证券研究

(3) 从成长性上来看，白酒行业营收增速、盈利增速位于行业前列，超过其他酒类子行业。





表格 6: 2004-2009 年食品饮料子行业营业收入及利润总额复合增长率

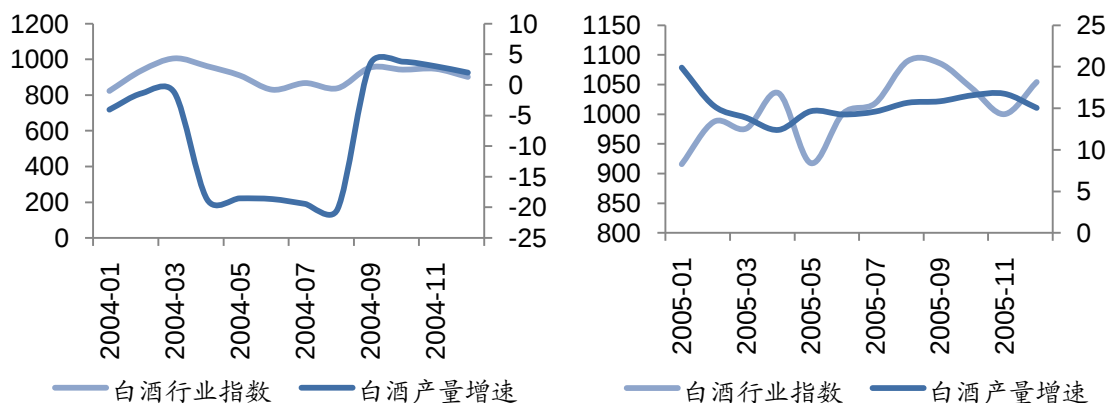
子行业	营业收入	利润总额
白酒	27.89%	35.96%
啤酒	14.48%	20.47%
黄酒	17.74%	20.91%
葡萄酒	20.76%	30.56%
乳品	20.95%	21.66%
肉制品	29.87%	39.34%

资料来源: 浙商证券研究所

2、短期表现

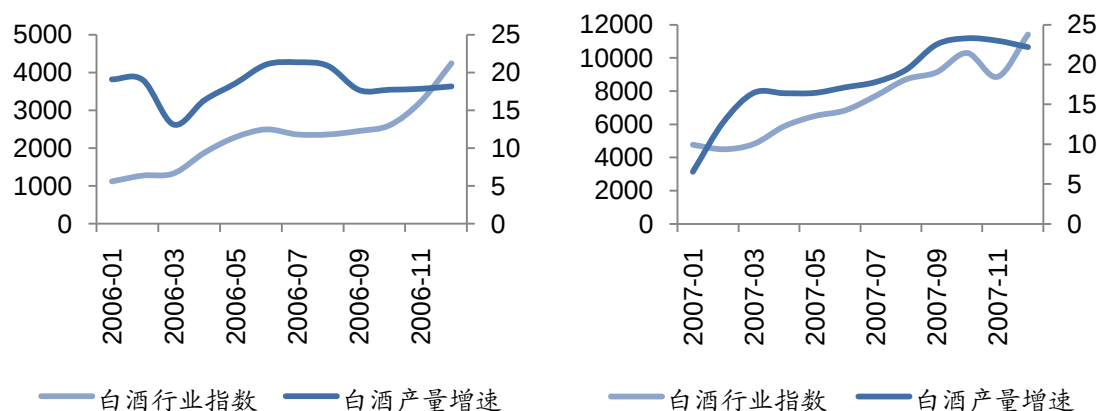
如果我们以更短的年周期来看, 我们发现行业的市场表现与行业产量增速在趋势变化上存在一定同向性和拟合度。

图表 11: 2004-2005 白酒行业指数和产量增速对比



资料来源: 浙商证券研究所

图表 12: 2006-2007 白酒行业指数和产量增速对比

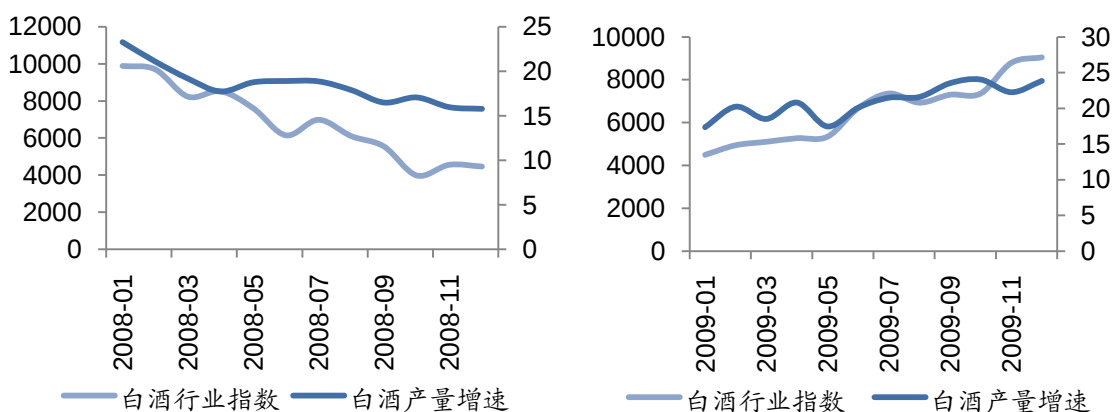


资料来源: 浙商证券研究所





图表 13: 2008-2009 白酒行业指数和产量增速对比



资料来源: 浙商证券研究所

从图中我们发现, 近几年白酒行业指数与产量增速同向性和拟合度越来越高, 且行业指数反应的提前量逐步加大, 近期行业指数先于产量增速 3-6 个月反应。对此我们认为: 白酒产量增速的变化一定程度上反映了厂家对未来白酒行业景气程度的预期, 如果预期景气度上升, 厂家会提前增加产量; 如果预期景气度下降, 厂家会提前减少产量, 而市场表现则反映了对产量增加带来白酒企业盈利上升的预期。

三、行业盈利能力判断

1、盈利能力的影响因素

目前提高白酒企业盈利能力来主要自四个方面: 提价、增量、降耗、控费。提价和增量提高企业营收, 减耗和控费减少企业支出, 在行业经济上升周期中营收扩张的利润贡献度大于减少支出, 而在行业经济下降周期中减少支出更加可行。

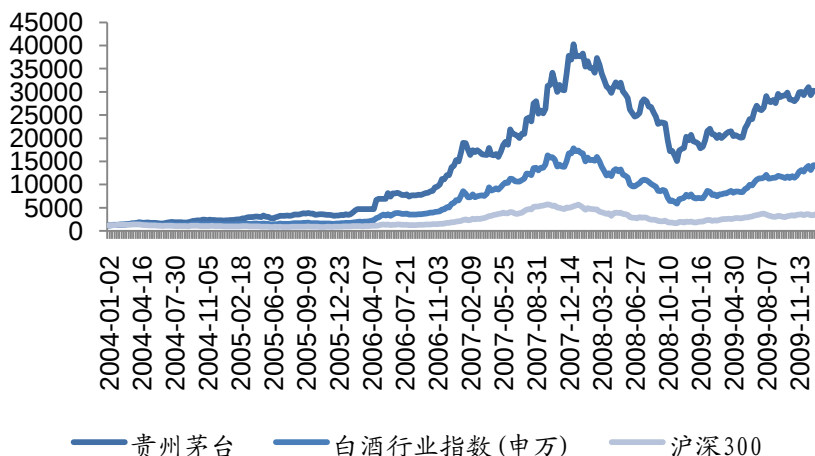
2、提价因素

我们认为高端白酒提价能力最强。目前 A 股市场第一高价股贵州茅台, 是我国的传统的名优高端白酒, 2004-2009 年茅台累计涨幅达 2401%, 超越同期白酒板块指数 1326%, 超越沪深 300 指数 2204%。茅台酒受到市场认可, 除了上述行业成因外, 还有一个重要因素, 就是市场给予名优高端酒的品牌溢价。品牌对于消费品的重要性我们在《成长性和盈利模式共筑食品饮料业美好前景》中已有表述, 品牌赋予了高端酒优异的定价能力。





图表 14: 2004-2009 茅台市场表现



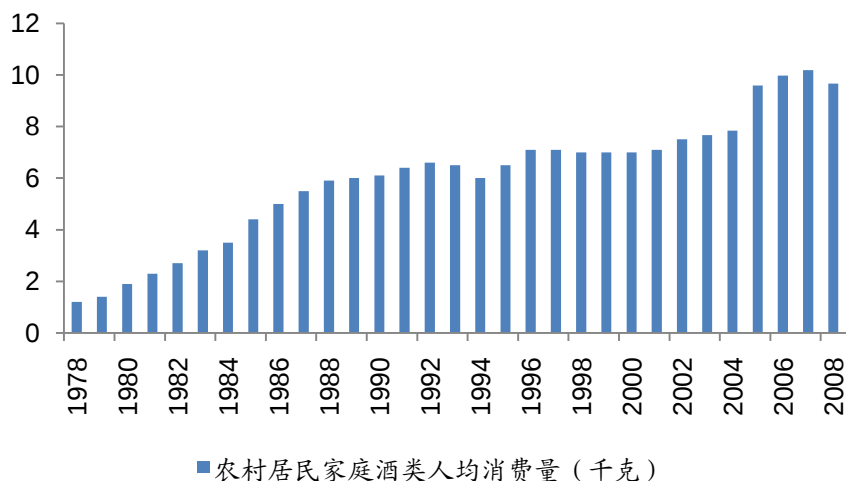
资料来源: 浙商证券研究所

品牌效应下, 某些利空因素对于高端白酒企业去可能是利多。增收消费税加速了小酒厂的消亡, 却提供了名优白酒行业整合的机会; 粮食成本上涨使中低端白酒被迫向下游传导成本压力, 结果导致销量的减少, 而高端白酒凭借定价能力带来的高毛利率, 一来可以比中低端白酒能更长时间的抵御成本上涨, 二来可以主动向价格敏感度不高的下游转嫁成本。

3、增量因素

由于国家在《全国食品工业“十五”发展规划》中明确指出: 酿酒行业重点发展葡萄酒、水果酒, 积极发展黄酒, 稳步发展啤酒, 控制白酒总量的方针政策, 因此行业产量未来呈常规性增长, 增速趋缓, 农村是重点。

图表 15: 农村酒类人均消费量

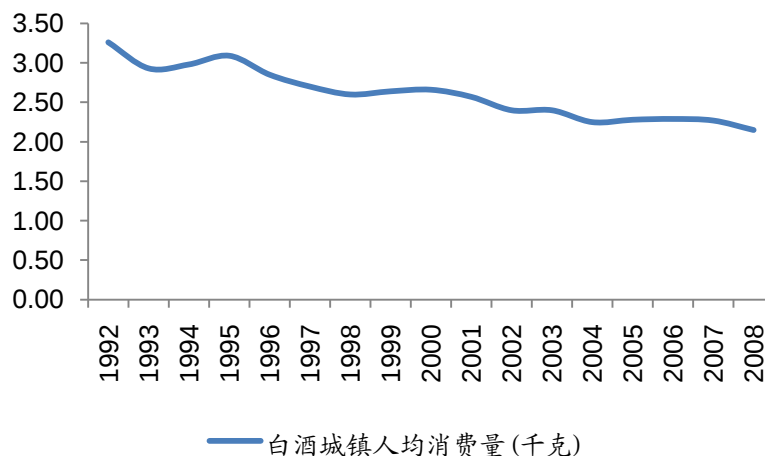


资料来源: 浙商证券研究所





图表 16: 白酒城镇人均消费量



资料来源: CEIC 浙商证券研究所

近几年高端白酒企业由于本身资源的稀缺性和一直实行“控量保价”政策,利润的增长主要来自产品价格的提高;中低端白酒由于定价能力弱,利润增长更多依靠销量的增长,同行间竞争压力较大,再加上“少喝酒、喝好酒”的消费趋势,中低端白酒的增量压力比高端白酒大。

表格 7: 2009 高端白酒企业控量保价相关措施

企业	控量保价措施
贵州茅台	1、规定市场价格,并严查经销商。茅台酒厂规定流通渠道批发价格不能低于600元,团购和商超供应价格不得低于619元,对“低价窜货”经销商进行处罚。处罚措施主要包括:减少“低价窜货”经销商供应量,没收其保证金,并责令其在一个月内再补齐保证金;若经销商再次违规,则取消其经销商资格。 2、回购低价产品,维持价格稳定。茅台酒厂在部分市场的销售公司通过收购市场中低于600元的茅台酒,使得经销商批发底价维持在600元,进而使终端价格企稳。 3、减少渠道供应量。2009年3-7月,公司将对原有每月供应量在0.5吨以上的经销商,实施供应量临时减半政策。到09年8月,再视情况决定是否补发3-7月克扣货物。
五粮液	1、09年2月,酒厂对五粮液经销商开发品牌进行了提价,提价幅度为51元,主要原因是公司自主产品提价后还未曾对经销商开发品牌进行提价。09年公司为防止经销商开发品牌对公司主品牌造成价格冲击,通过51元提价相应抬高经销商开发品牌成本,保证公司品牌与开放商品牌价格相对一致,维护五粮液产品价格稳定。 2、主动减少09年普通52度五粮液产品供应量,押款控货,保证其销售价格稳定。
泸州老窖	1、渠道政策调整。以前厂家给予经销商一定宣传费用支持,并将该笔费用直接扣减在经销商采购成本,但发现部分经销商未做市场宣传,并利用价差实施低价窜货。09年厂家将直接负责终端宣传,并已减少经销商宣传扣点,目的在于稳定批发和终端价。 2、控量保价。将供应计划细化,规定每个月的供应量,而非以前要多少给多少。

资料来源: 浙商证券研究所



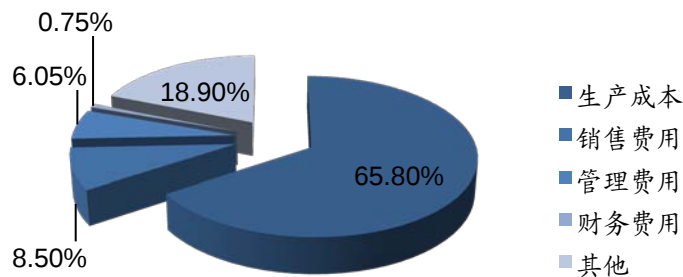


4、降耗、控费因素

白酒制造业最大的成本来自于原料采购，包括粮食、水和包装材料。对于白酒企业的降耗、控费问题，我们认为盈利改善空间不如外延式增长，收效微。白酒是我国特有的酒种，经过千年发展到今天，酿造技术进步非常缓慢，近百年来，白酒也只有一次技术突破出现在上世纪六七十年代，而且白酒酿造技艺的创新必须符合消费者需求，在各种技艺、秘方基础上调制的酒接收现有消费者的认可，因此在降低耗材问题上出现质的飞跃还需要时间。

作为消费品行业费用缩减空间有限。品牌打造仍然是白酒行业发展中高端路线的必经阶段，销售费用占比比较大。销售费用具有乘数效应，品牌的投资收益会日后逐渐显现。费用控制是防御行业经济紧缩，外围增长受限的情况下企业生存的利器，在行业经济不景气时重点关注。

图表 17：白酒行业平均成本结构



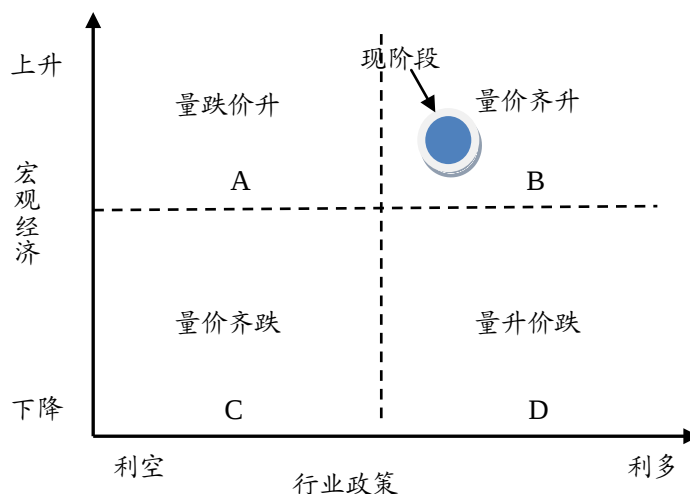
资料来源：浙商证券研究所

四、行业成长性判断

1、行业景气度

首先我们看一下白酒行业的景气度情况，我们的研判思路采用以下的矩形方阵：

图表 18：行业景气度矩阵



资料来源：浙商证券研究所





宏观经济向好，将提高全民收入，包括支撑政府消费的财政收入、支撑公务消费的企业收入以及支撑私人消费的居民收入，收入的提高将直接带动白酒消费需求。

行业政策调控白酒企业生产，对白酒供给产生影响，引导了行业发展方向。“开征白酒从量税”、“控制白酒总量”、“消费税调整”促使了白酒行业产品结构升级，向中高端路线发展。

表格 8：白酒行业重大政策

时间	政策	影响
2001	对粮食、薯类白酒从价征收消费税办法不变的前提下，对每斤白酒按0.5 元从量征收消费税。	跑量的低端小酒厂遭淘汰，未来白酒产量呈
2002	重点发展葡萄酒、水果酒，积极发展黄酒，稳步发展啤酒，控制白酒总量。	常规性增长，厂家通过
2009	内部销售价如果低于对外销售价的70%，则需要重新核定税基；新的税基为对外销售价的50%-70%，名优酒企为60%-70%；并且，如果未来3 个月对外销售价上浮（或下调）超过20%，则重新核定税基。	产品结构升级、提价来减少消费税的影响，市场份额将向品牌名优白酒集中。

资料来源：浙商证券研究所

政府、企业和居民收入的增加决定了白酒需求，政策影响决定了白酒供给，需求和供给共同决定了市场价格，因此白酒价格可以作为行业景气度的先行指标，而近年来白酒均价水平持续上涨，行业景气度较高（见图表 9）。均酒价格由计算所得，数据滞后，因此一批价是目前较为理想的行业景气度指标。

2、行业发展空间

我们认为未来行业发展的驱动因素仍然在于人口红利、城镇化率提高、收入增长和消费升级。人口红利和城镇化率提高推动总量增长，收入增长和消费升级推动产品结构升级，提升价格。具体论述可参阅《成长性和盈利模式共筑食品饮料业美好前景》一文。

成长性上，我们判断中低端白酒优于高端白酒。产品结构升级，走中高端路线已成为未来白酒企业的发展方向，中低端白酒目标就是成为高端白酒，近几年高端白酒的连续提价和控量保价措施亦为中低端白酒预留了提价和增量空间。

图表 19：白酒行业年增长率和行业集中度情况

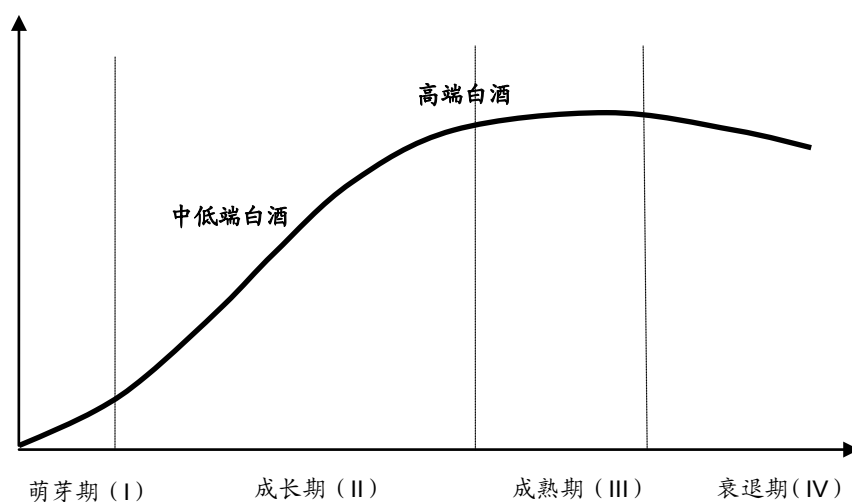
行业名称	发展阶段	03 ~ 08 行业收入年复合增长率	CR3
高端白酒	II~III	15.80%	>80%
中低端白酒	II	28.22%	<10%

资料来源：浙商证券研究所





图表 20: 白酒行业成长周期图



资料来源：浙商证券研究所

表格 9: 53 度茅台出厂价历次提价表

时间	价格	提价幅度
2001-08-10	218	40
2003-10-01	268	50
2006-02-10	308	40
2007-04-01	358	50
2008-01-11	439	81
2010-01-01	519	80

资料来源：浙商证券研究所





浙商证券

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业团队

电力设备行业

史海

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术





张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

研究服务团队

研究服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

研究服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

研究服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

研究服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621) 64718888
传真：(8621) 64713795
浙商证券网址：www.stocke.com.cn

