

## 食品饮料行业

复盘前三轮白酒牛市，第四轮白酒牛市将受消费升级驱动

### 核心观点：

- **全球消费品行业更容易出现“长跑冠军”：**1. 美国。在 1957-2003 年近 50 年时间里，回报率最高的前 20 支大牛股中有 11 支消费股、6 支医药股。2. 日本。在 1992-2018 年 26 年时间里，回报率最高的前 20 支大牛股中有 8 支消费股、3 支医药股。3. 中国。2004 年以来，在 A 股一级行业中食品饮料涨幅第一，15 年时间年化涨幅 22%；二级行业中白酒涨幅第一，15 年时间年化涨幅 30%，涨幅在全球投资市场罕见。
- **第一轮牛市受“入世”驱动，04-07 年茅台、老窖上涨近 40 倍、30 倍。**04-07 年白酒板块上涨 15 倍。经济腾飞催生白酒政商务需求，高端酒最受益。茅台、老窖受益最大，业绩翻 5 倍、18 倍+，股价上涨近 40 倍、30 倍：1) 茅台“红色基因”天然适合政务消费，渠道市场化改革后于 07 年超越五粮液重回高端酒第一品牌。2) 老窖旗下国窖 1573 定位“浓香鼻祖”，定增入股绑定优秀经销商，成功跻身高端酒阵营。08 年金融危机终结第一轮牛市，白酒股普遍下跌 60%-80%。
- **第二轮牛市四万亿驱动，09-12 年古井上涨 17 倍、洋河 2 年 3 倍+。**09-12 年白酒板块上涨 3 倍。投资激发政务和基建产业链需求，高端涨价打开地产酒和次高端成长空间。金种子、古井业绩翻 23 倍、20 倍，股价涨 19、17 倍。洋河 2 年业绩翻 3 倍+，股价涨 3 倍+；09-12 年酒鬼、汾酒业绩翻 12 倍、5 倍，股价涨 14、10 倍。1) 金种子聚焦主业、古井新任高管推行改革，深度分销模式下迅速起量。2) 洋河渠道模式复制性高、团队执行力强；酒鬼和汾酒新任高管推进改革收效显著。13 年三公消费受限终结第二轮牛市，白酒股普遍下跌 40%-80%。
- **第三轮牛市民间消费驱动，14-18 年茅五涨 6-8 倍、水井洋河 5-8 倍。**14-18H1 白酒板块上涨 4 倍。民间消费升级至 300 元+，激发高端和次高端需求。茅五业绩翻 2 倍+，股价涨 8 倍、6 倍。水井扭亏为盈，股价涨 8 倍；洋河、古井涨 5 倍+：1) 降价叠加主动招商使茅台从政务消费成功迁移至民间消费；五粮液新任董事长开启全面改革。2) 水井降价进入次高端，新任高管推进渠道改革；洋河、古井渠道强势。“去杠杆”+“贸易战”终结第三轮牛市，18H2 白酒股普遍下跌 30-60%。
- **第四轮牛市消费升级驱动，预计高端酒板块 19-22 年有望上涨约 2 倍。**借鉴前三轮牛市，我们预计本轮牛市也有望持续 3-5 年。行业结构性增长期，高端、次高端和行业龙头将持续受益：1) 首推格局最优的高端酒茅五泸。预计 19-22 年高端酒板块业绩 CAGR20-25%，在 22 年 26 倍 PE 假设下市值自 19 年初起 4 年上涨约 2 倍。2) 其次推荐稳健扩容、格局有望优化的次高端：全国化次高端汾酒、洋河、水井及地产酒次高端古井、今世缘、口子窖。3) 最后推荐光瓶酒龙头顺鑫。
- **风险提示。**经济放缓超出预期；消费升级低于预期；食品安全风险。

行业评级

买入

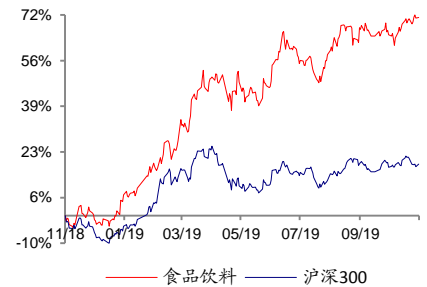
前次评级

买入

报告日期

2019-11-20

### 相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

### 相关研究：

消费品竞争格局系列之八：渠道力定胜负，全国化次高端和地产酒次高端均将寡头化 2019-08-07

食品饮料行业：A 股消费在全球最具竞争优势，消费龙头有望演绎长期牛市 2019-05-31

食品饮料行业：以预收款和现金流判断白酒行业拐点，以 ROE 判断公司竞争力 2019-04-06

联系人：

袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	600519	CNY	1227.28	10/15	买入	1414.00	34.21	41.60	35.87	29.50	21.80	17.47	31.0	30.5
五粮液	000858	CNY	133.00	10/31	买入	153.36	4.49	5.68	29.62	23.42	19.48	14.95	24.2	26.3
泸州老窖	000568	CNY	85.06	10/30	买入	98.75	3.24	3.95	26.25	21.53	18.05	14.54	25.5	28.4
山西汾酒	600809	CNY	96.62	10/27	买入	92.75	2.20	2.65	43.92	36.46	23.65	19.41	25.8	26.4
洋河股份	002304	CNY	97.38	10/30	买入	107.00	5.45	5.95	17.87	16.37	13.90	12.36	21.6	21.4
水井坊	600779	CNY	58.20	10/27	买入	55.89	1.60	2.07	36.38	28.12	19.59	15.07	36.6	41.2
古井贡酒	000596	CNY	111.39	10/27	买入	115.00	4.49	5.49	24.81	20.29	16.46	12.93	24.7	24.9
今世缘	603369	CNY	31.00	10/31	买入	36.25	1.15	1.45	26.96	21.38	22.14	17.41	20.8	23.0
口子窖	603589	CNY	53.57	10/29	买入	58.49	2.87	3.25	18.67	16.48	12.89	10.99	24.7	24.9
顺鑫农业	000860	CNY	51.48	10/27	买入	53.00	1.35	1.71	38.13	30.11	18.56	14.99	13.0	14.6

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

结论：全球消费品行业更容易出现“长跑冠军”.....	8
一、第一轮牛市，受“入世”驱动，04-07年茅台老窖上涨近40倍、30倍.....	10
1.04-07年白酒板块上涨15倍，茅台、老窖领涨.....	10
2.“入世”后经济腾飞驱动第一轮牛市，茅台和老窖是最大受益者，品牌地位大幅提升.....	11
(1)第一轮牛市中茅台反超五粮液，成为高端酒第一品牌.....	12
(2)第一轮牛市中国窖成功跻身高端酒阵营，品牌地位得以恢复.....	14
3.金融危机降低白酒需求，08年白酒股普遍下跌60%-80%.....	16
二、第二轮牛市，受“四万亿”驱动，09-12年金种子古井上涨17-19倍、以洋河代表的次高端上涨3-14倍.....	18
1.09-12年白酒板块上涨3倍，以金种子为代表的地产酒、洋河为代表的次高端领涨.....	18
2.“四万亿”投资驱动第二轮牛市，地产酒与次高端弹性充分体现.....	19
(1)投资驱动安徽经济高速增长，金种子古井改革后迎来困境反转.....	20
(2)洋河天之蓝定位次高端，成功复制海之蓝的高速增长.....	22
(3)酒鬼酒困境反转上涨14倍，汾酒主动改革上涨10倍.....	24
3.“八项规定”终结第二轮白酒牛市，白酒股下跌达40%-80%.....	26
三、第三轮白酒牛市，受民间消费崛起推动，14-18H1茅五上涨6-8倍、水井洋河等次高端上涨5-8倍.....	28
1.14-18H1白酒板块上涨4倍，高端茅五及次高端水井洋河等领涨.....	28
2.民间消费崛起驱动第三轮牛市，茅台确立地位的唯一性、五粮液开启全面改革、水井“困境反转”.....	29
(1)茅台市占率进一步提高，进入“无竞争对手”状态.....	30
(2)五粮液“二次创业”，新任董事长开启全面改革.....	32
(3)外资背景中国团队、渠道革新引领行业，水井坊“困境反转”.....	34
3.经济去杠杆叠加“贸易战”，行业短暂调整，白酒股普遍下跌30%-60%.....	35
四、第四轮牛市，受消费升级驱动，预计高端茅五泸4年有望上涨2倍左右.....	36
1.第四轮牛市，与之前周期类似也有望持续3-5年，我们预计茅五泸4年有望上涨2倍左右.....	36
2.以空间、格局和改革力度三维度判断，首推高端酒茅五泸.....	38
(1)首推格局最优、稳定扩容且均进行改革的高端酒茅五泸.....	40
(2)其次推荐稳健扩容、格局有望优化的全国化和地产次高端龙头.....	42
(3)最后推荐格局优异、受益集中度提升的光瓶酒龙头牛栏山.....	46
风险提示.....	46

## 图表索引

图 1: 从股价上来看, 白酒板块自 2000 年以来经历完整 3 轮牛市, 预计第四轮牛市同样会持续 3-5 年 .....	9
图 2: 04-07 年第一轮牛市白酒指数上涨 15 倍 .....	10
图 3: 04-07 年茅台、老窖业绩分别翻 5、18 倍+ .....	10
图 4: 茅台、老窖股价分别上涨近 40 倍、30 倍 .....	10
图 5: 中国加入 WTO 后 04-07 年宏观经济高速增长, 名义 GDP、M2 增速达 15-20% .....	11
图 6: 04-07 年我国进出口金额和固定资产投资增速均提升至 20% 以上 .....	11
图 7: 货币供应量高增, 04-07 年房价上涨迅速 .....	12
图 8: 06-07 年 A 股牛市财富效应显著 (上证指数) .....	12
图 9: 2007 年茅台终端成交价 (元/瓶) 超越五粮液, 与五粮液完成品牌地位的交接 .....	12
图 10: 2008 年茅台出厂价 (元/瓶) 超越五粮液, 获得高端酒提价主动权 .....	12
图 11: 2000 年茅台酒销量占比达 95%, 系列酒仅 5% .....	13
图 12: 2002 年五粮液销量 15 万吨, 主品牌不到 1 万吨 .....	13
图 13: 茅台直到 1998 年才开启渠道市场化改革 .....	14
图 14: 国窖 1573 成功进入高端酒阵营 .....	14
图 15: 2008 年国窖 1573 销量市占率达 13% .....	14
图 16: 老窖将“浓香鼻祖”的定位输送到消费者认知之中 .....	15
图 17: 自 2001 年起持之以恒宣传其“老窖池” .....	15
图 18: 泸州老窖早期中低档酒收入占比较高, 国窖 1573 占比逐渐提升, 2010 年超过 50% .....	15
图 19: 泸州老窖早期费用率均在 20% 以上 .....	15
图 20: 自 08 年 Q1 开始宏观经济增速放缓, Q3 下降至 10% 以下, 09 年 Q1 见底 .....	16
图 21: 08 年以来茅台一批价出现下滑 .....	16
图 22: 白酒企业 PE(TTM) 08 年不断下跌 .....	17
图 23: 08 年白酒股普遍下跌 60-80% .....	17
图 24: 09-12 年第二轮牛市白酒指数上涨近 3 倍 .....	18
图 25: 09-12 年金种子、古井业绩分别翻 23、20 倍 .....	18
图 26: 金种子、古井股价分别上涨近 19 倍、17 倍 .....	18
图 27: 09-12 年洋河、酒鬼、汾酒业绩分别翻 8 倍+、12 倍、5 倍+ .....	19
图 28: 酒鬼、汾酒股价分别上涨 14 倍、10 倍, 洋河两年上涨 3 倍+ .....	19
图 29: 2009 年固定资产投资大幅增长 .....	20
图 30: 高端酒批价迅速上涨为次高端打开空间 .....	20
图 31: 12 年高端酒消费结构中政务消费占较大比重 .....	20
图 32: 2009-2012 年安徽人均 GDP 增速高于全国水平 .....	20
图 33: 2008 年之前古井贡与金种子战略失误一直处于微利或亏损状态 .....	20
图 34: 醉三秋取自魏晋“刘伶一醉三秋”, 底蕴深厚 .....	21

图 35: 古井贡酒打造出新的高档品牌年份原浆.....	21
图 36: 金种子旗下三款产品迅速增长.....	21
图 37: 2009 年后古井贡和金种子毛利率迅速提升.....	21
图 38: 金种子采用“五个垄断”策略精耕细作.....	22
图 39: 古井贡自创“三通过程”、“168 工程”.....	22
图 40: 上市后洋河管理层及核心员工持股约 28%.....	22
图 41: 第二轮牛市中洋河开启全国化扩张.....	22
图 42: 2005-2008 年海之蓝年复合增速达 101%.....	23
图 43: 天之蓝 09-12 年收入年复合增速高达 105%.....	23
图 44: 洋河启动“五三八二”团购策略, 执行性强、可操作性高.....	24
图 45: 第二轮牛市中次高端规模迅速扩大.....	24
图 46: 酒鬼酒 08 年之前因经营不善常微利或亏损.....	24
图 47: 07 年汾酒工商联合开发品牌销量达到 40%.....	25
图 48: 2012 年 GDP 增速回落至 8%以内.....	26
图 49: 茅台批价历经四个主要阶段, 于 12 年 11 月批价急剧下行终结牛市.....	26
图 50: 2013 年白酒股估值不断下降.....	27
图 51: 2013 年白酒股普遍下跌 40-80%.....	27
图 52: 14-18H1 第三轮牛市白酒指数上涨 4 倍.....	28
图 53: 14-18 年茅台五粮液业绩翻 2 倍+、1.6 倍, 水井从亏损 1.8 亿到盈利 5.8 亿.....	29
图 54: 茅台五粮液上涨 6-8 倍、水井上涨 8 倍.....	29
图 55: 2012-2018 年中国人均名义 GDP 增长了 62%.....	30
图 56: 15-16 年居民收入与茅五价格之比达历史高位.....	30
图 57: 次高端成长空间被打开, 16-18 年收入复合增速 38%.....	30
图 58: 飞天茅台价格“一骑绝尘”, 与普五价差拉大.....	31
图 59: 高端酒中飞天茅台收入市占率得到进一步提升.....	31
图 60: 对于价格承受能力高的消费者定高价, 并以生肖、颜色、省份等方式与飞天区分开来.....	32
图 61: 水井坊 2000 左右推出定位高端酒.....	35
图 62: 水井次高端及以上产品占据收入的 95%+.....	35
图 63: 水井坊核心门店两年内翻两番.....	35
图 64: 新省代本质是厂家以高利差换取总代资源.....	35
图 65: 18H2 白酒股估值从高位下降.....	36
图 66: 18H2 白酒股普遍下跌 30%-60%.....	36
图 67: 19 年 1 月以来申万白酒行业指数涨幅 78.08%.....	37
图 68: 消费对 GDP 增长贡献率持续上升.....	37
图 69: 我们预计高端、次高端行业稳定扩容, 19-22 年 CAGR 分别为 18%、21%.....	38
图 70: 高端酒板块合理 PE 应该在 25 倍以上.....	38
图 71: 按照波特五力模型, 高端酒竞争格局最优.....	40
图 72: 2018 年高端酒 CR3 为 95%.....	40
图 73: 2018 年次高端 CR5 为 56%.....	40
图 74: 2018 年光瓶酒牛栏山一家独大, 市占率远超第二名.....	40

图 75: 品牌专营模式下, 厂家对终端掌控能力强 .....	42
图 76: 四大品牌专营公司各负责不同价位段酒销售 .....	42
图 77: 19Q2 洋河收入、净利润放缓明显 .....	44
图 78: 19H1 省内、省外增速回落明显 .....	44
图 79: 预计安徽未来 5 年 200-500 价位规模 CAGR18% .....	45
图 80: 古井前置投入较多, 因此销售费用率较高 .....	45
图 81: 主力产品相较于竞品渠道利润率更高 .....	46
图 82: 2017 年以来今世缘特 A+类加速增长 .....	46
图 83: 预计未来几年光瓶酒市场仍保持稳健增长 .....	46
图 84: 牛栏山在各个价位段均保持了较快的增长 .....	46

表 1: 1957-2003 年 (50 年) 美股 20 个最佳“幸存者”中 11 个来自消费品、6 支为医药股, 1992-2018 年 (26 年) 日股前 20 支大牛股中有 8 支来自消费品、3 支为医药股 .....	8
表 2: A 股一级和二级行业 (中信) 指数涨幅及白酒板块上市公司涨幅 .....	9
表 3: 04-07 年高端酒受益最大, 茅台上涨近 40 倍, 老窖上涨近 30 倍, 领跑白酒板块 .....	11
表 4: 茅台具有红色基因, 天然就更加适合政务消费 .....	13
表 5: 06 年泸州老窖向 8 家经销商定向增发股份 .....	16
表 6: 白酒板块单季度归母净利润同比增速于 08Q3 放缓, 08Q4 负增长 .....	17
表 7: 09-12 年金种子上涨 19 倍、古井 17 倍, 酒鬼 14 倍、汾酒 10 倍、洋河 2 年涨 3 倍+, 领跑板块 .....	19
表 8: 08-12 年洋河优选高品质平台, 高空、地面全面覆盖 .....	23
表 9: 2010 年酒鬼酒确立次高端封坛和酒鬼系列为主力产品 .....	25
表 10: 汾酒确立次高端青花瓷为主力产品 .....	25
表 11: 第二轮牛市中酒鬼和汾酒均对渠道模式进行大力改革 .....	26
表 12: 白酒板块单季度归母净利润同比增速于 12Q4 放缓, 2013 年开始出现负增长 .....	27
表 13: 14-18H1 茅台、水井上涨幅度 8 倍、五粮液上涨 6 倍, 领跑白酒行业 ..	29
表 14: 茅台于 2013 年起多次招商, 进行渠道扩张 .....	32
表 15: 系列酒确定“4+4”品牌 .....	33
表 16: 新任管理层上任后对于渠道进行改革 .....	33
表 17: 水井坊给予管理层充足的激励制度 .....	34
表 18: 白酒板块单季度归母净利润同比增速于 18Q3 普遍放缓 .....	36
表 19: 19 年至 9 月底高端、次高端板块戴维斯双击, 五粮液上涨 1.6 倍、酒鬼汾酒等次高端上涨 1.2-1.5 倍, 领跑板块 .....	37
表 20: 高端酒板块股价涨幅敏感性测试, 以 19 年初市值为基数 .....	38
表 21: 白酒四轮牛市中大牛股特征 .....	39
表 22: 18Q4 和 19H1 分别取缔 437 和 99 家茅台酒经销商, 回收额度约 6000-7000 吨 .....	41

表 23: 五粮液三大信息化平台旨在监控商品流、费用流和行为流, 并为营销决策提供依据 .....	41
表 24: 华润已经派出(提名)部分高管入驻汾酒 .....	43
表 25: 限制性股票激励计划 .....	44

## 结论：全球消费品行业更容易出现“长跑冠军”

拉长投资周期来看，消费品行业能够穿越经济周期实现长期持续性增长，股价能够实现长期上涨，长期表现明显优于市场平均，更容易出现“长跑冠军”。我们借鉴具有较大经济体量和消费市场的美国和日本：1) 美股的消费股表现出长牛的特点。据《投资者的未来》，在 1957-2003 年 50 年的时间，美国年化收益率最高的前 20 支大牛股中，有 11 支来自消费品，其中 2 支日化股、9 支食品饮料股；6 支医药股。2) 日本 90 年代以来经济进入衰退期，但消费品龙头凭借较强的品牌壁垒不断提升市场份额，盈利能力高于行业水平，因此仍出现较多消费大牛股。据彭博，同美国市场一样，日本在步入经济衰退期后，自 1992 年底至 2018 年底 26 年的时间，前 20 支大牛股中 8 支来自消费行业；3 支医药股。

表 1：1957-2003 年（50 年）美股 20 个最佳“幸存者”中 11 个来自消费品、6 支为医药股，1992-2018 年（26 年）日股前 20 支大牛股中有 8 支来自消费品、3 支为医药股

排名	美国			日本		
	2003 年公司名称	年化收益率	行业分类	2019 年公司名称	年化收益率	行业分类
1	菲利普·莫里斯公司	19.75%	消费品-食品饮料	NITORI	17.07%	消费品-家具零售
2	雅培制药公司	16.51%	制药	NIDEC	15.94%	科技
3	百时美施贵宝公司	16.36%	制药	贝亲	15.91%	消费品-母婴用品
4	小脚趾圈实业公司	16.11%	消费品-食品饮料	KEYENCE	15.43%	机械
5	辉瑞公司	16.03%	制药	山田电机	15.40%	消费品-消费电子零售
6	可口可乐公司	16.02%	消费品-食品饮料	HOYA	13.84%	医疗器械
7	默克公司	15.90%	制药	LASERTEC	13.78%	半导体
8	百事可乐公司	15.54%	消费品-食品饮料	HISAMITSU	13.67%	制药
9	高露洁棕榄公司	15.22%	消费品-日化	DISCO	13.21%	机械
10	克瑞公司	15.14%	机械制造	尤妮佳	13.16%	消费品-母婴用品
11	亨氏公司	14.78%	消费品-食品饮料	大金工业	13.15%	消费品-空调
12	箭牌公司	14.65%	消费品-食品饮料	TERUMO	12.27%	医疗器械和药品
13	富俊公司	14.55%	消费品-食品饮料、家居	SMC	12.09%	机械
14	克罗格公司	14.41%	零售	NAKANO REFRIGERA	11.97%	电子器械
15	先灵葆雅公司	14.36%	制药	YAOKO	11.34%	消费品-超市
16	宝洁公司	14.26%	消费品-日化	CENTRAL AUTO	11.21%	汽车-汽车零部件
17	好时食品公司	14.22%	消费品-食品饮料	K'S	11.15%	消费品-电器连锁
18	惠氏公司	13.99%	制药	STARTS	11.08%	房地产
19	荷兰皇家石油公司	13.64%	能源化工	FUNAI SOKEN	11.00%	商业服务
20	通用磨坊	13.58%	消费品-食品饮料	泉株式会社	10.98%	消费品-购物中心
	标普 500 指数	10.85%		日经 225	3.11%	

数据来源：Bloomberg，《投资者的未来》机械工业出版社，广发证券发展研究中心，备注：日股我们在统计时剔除掉 1992 年底之后上市的公司



2004年以来，在A股所有一级行业中，食品饮料涨幅第一，15年时间涨幅近18倍，年化涨幅22%；二级行业中，白酒行业涨幅第一，15年时间涨幅达44倍，年化涨幅30%，涨幅在全球消费品投资市场罕见。自04年以来，A股一级行业中，涨幅前三分别为食品饮料、家电和医药，年化涨幅分别为22%、19%和17%。自04年以来，白酒板块经历了完整的三轮牛市，19年则开启第四轮牛市。历经三轮牛市，白酒指数自04年底至19Q3上涨44倍，年化涨幅约30%，在各二级板块中涨幅第一。本文将详解每轮牛市的驱动因素，并推演第四轮牛市的走势。

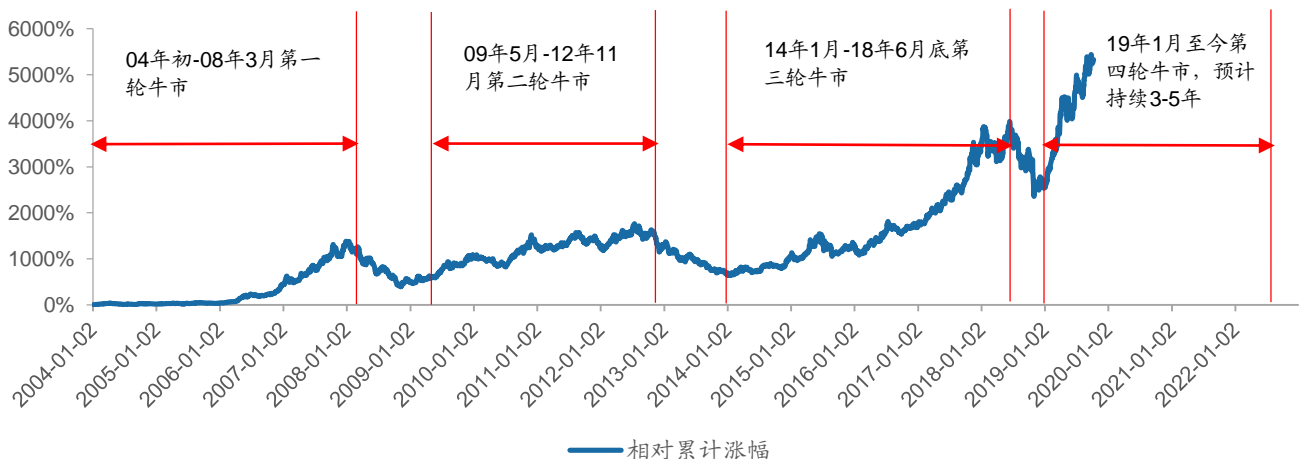
2004年以来，茅台、古井、老窖、五粮液、汾酒涨幅分别达272倍、152倍、80倍、48倍、47倍。自04年第一轮牛市至今15余年来，白酒板块大牛股辈出，其中茅台、古井、老窖、五粮液、汾酒等重点标的自第一轮牛市低点至今分别上涨272、152、79、48、47倍，年化涨幅分别为43%、38%、32%、28%、28%，其中茅台在A股同期所有上市公司中涨幅第一。本文将详解每轮牛市中大牛股的成因，并推演第四轮牛市的最佳投资标的。

表 2: A股一级和二级行业（中信）指数涨幅及白酒板块上市公司涨幅

一级行业	行业涨幅	行业年化涨幅	二级行业	行业涨幅	行业年化涨幅	白酒上市公司	公司涨幅	公司年化涨幅
食品饮料	1767.13%	21.95%	白酒	4426.99%	29.50%	贵州茅台	27248.67%	42.80%
家电	1147.48%	18.66%	白色家电	3479.44%	27.45%	古井贡酒	15240.44%	37.65%
医药	879.47%	16.73%	计算机软件	1310.76%	19.65%	泸州老窖	7951.41%	32.13%
非银金融	859.05%	16.56%	生物医药	1175.38%	18.84%	五粮液	4771.95%	27.98%
餐饮旅游	725.62%	15.39%	牧业	1168.99%	18.80%	山西汾酒	4699.12%	27.86%
银行	662.50%	14.77%	其他医药医疗	1104.77%	18.38%	今世缘	154.63%	27.50%
房地产	528.54%	13.27%	景区和旅行社	984.88%	17.54%	口子窖	258.10%	24.60%
农林牧渔	506.35%	13.00%	小家电	935.12%	17.17%	顺鑫农业	2987.01%	24.33%
建材	483.47%	12.70%	化学制药	883.95%	16.77%	老白干酒	2423.65%	22.75%
国防军工	475.08%	12.59%	食品	877.81%	16.71%	酒鬼酒	2147.63%	21.85%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：中信二级指数自04年底开始编制，但白酒上市公司涨幅我们从04年初第一轮牛市的起点开始算起。今世缘、口子窖从上市日期算起。

图 1: 从股价上来看，白酒板块自2000年以来经历完整3轮牛市，预计第四轮牛市同样会持续3-5年



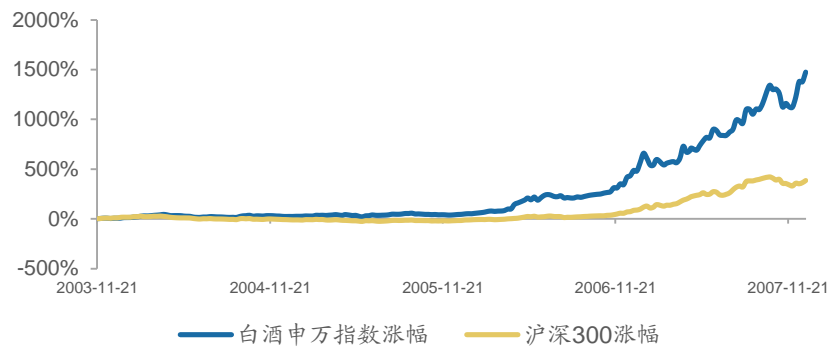
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 一、第一轮牛市，受“入世”驱动，04-07年茅台老窖 上涨近40倍、30倍

### 1.04-07年白酒板块上涨15倍，茅台、老窖领涨

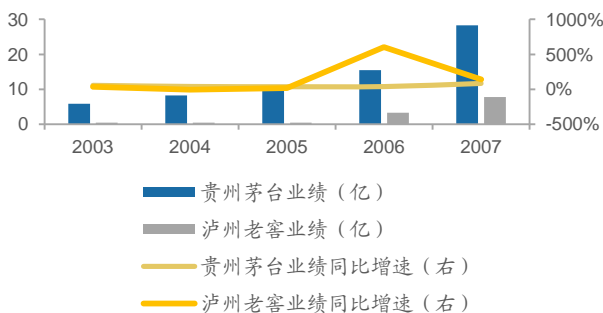
第一轮牛市白酒板块上涨15倍，茅台、老窖上涨近40倍、30倍领跑板块。据wind，04-07年白酒板块收入CAGR达19%，归母净利润CAGR达56%。04-07年白酒指数上涨近15倍。第一轮牛市中，茅台和老窖涨幅最高，主要因2003-2007年是茅台超越五粮液成为高端酒龙头的关键阶段；04-07年茅台业绩翻5倍，股价上涨近40倍。老窖从2000年推出了高端品牌国窖1573，经过几年的运作，成功跻身高端酒阵营；老窖04-07年业绩翻18倍+，股价上涨近30倍。而五粮液相对品牌地位有所下降，叠加其05年开始的巨额关联交易，二级市场股价表现弱于茅台和老窖。2001年消费税改革，加征一道从量税，对以中低档酒生产为主的酒企影响较大。为应对从量税，中低档酒企在2000年左右才开始相继推出高档产品，因此，受益幅度弱于高端酒。

图 2：04-07年第一轮牛市白酒指数上涨15倍



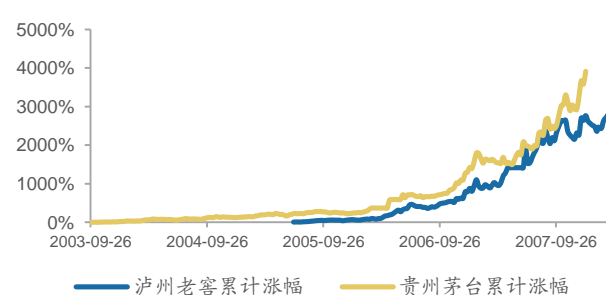
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 3：04-07年茅台、老窖业绩分别翻5、18倍+



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：茅台、老窖股价分别上涨近40倍、30倍



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，备注：我们取2004年附近时间股价最低点和2007年附近时间股价最高点来算区间涨幅

表 3: 04-07年高端酒受益最大, 茅台上涨近40倍, 老窖上涨近30倍, 领跑白酒板块

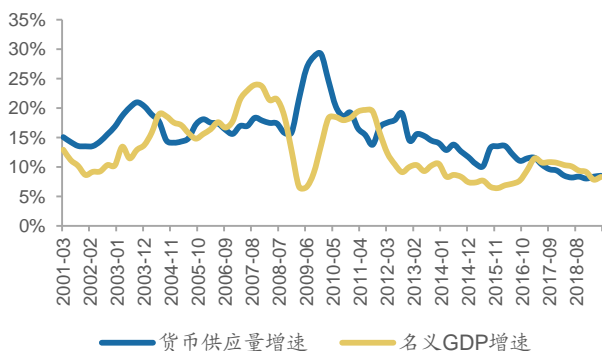
公司	2004-2007 股价涨幅	2004-2007 收入	2004-2007 业绩	2004-2007 估值	2004-2007 最高市
		CAGR	CAGR	(PETTM) 涨幅	值 (亿元)
白酒板块	1484.03%	18.85%	55.70%	424.77%	-
贵州茅台	3934.02%	31.76%	48.21%	533.79%	2170.74
泸州老窖	2867.54%	25.58%	107.46%	190.10%	653.46
五粮液	1804.12%	3.72%	20.23%	529.91%	1937.46
古井贡酒	1786.70%	21.10%	29.11%	922.31%	73.79
酒鬼酒	1574.24%	-11.86%	27.73%	-	96.82
山西汾酒	1102.03%	31.97%	70.86%	418.28%	199.10
金种子	1049.42%	20.47%	21.40%	756.91%	32.04
水井坊	1047.62%	2.24%	33.09%	414.68%	146.27
顺鑫农业	843.73%	35.92%	15.38%	538.79%	97.40
老白干	835.78%	15.30%	3.55%	3034.35%	32.20
舍得酒业	791.64%	4.81%	36.12%	309.99%	67.29
伊力特	672.69%	13.88%	7.61%	308.81%	71.62
沪深 300	618.46%	-	-	-	-

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 备注: 我们取 2004 年附近时间股价最低点和 2007 年附近时间股价最高点来算区间涨幅

## 2. “入世”后经济腾飞驱动第一轮牛市, 茅台和老窖是最大受益者, 品牌地位大幅提升

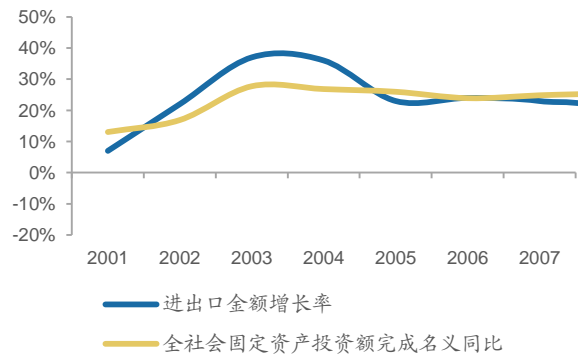
加入 WTO 后宏观经济腾飞, 政商务消费兴起高端酒最受益。2001 年中国加入 WTO, 正式融入全球贸易体系之中, 人口红利充分释放, 宏观经济进入高速发展阶段。04-07 年名义 GDP 增速达到 15%-20%, 货币供应量 M2 增速也维持 15%-20%。固定资产投资、外贸、房地产、股市均进入了上升期, 04-07 年进出口金额和固定资产投资增速均提升至 20%+。在经济过热、股市楼市产生的财富效应推动下, 白酒政商务消费兴起, 高端酒板块最为受益。

图 5: 中国加入WTO后04-07年宏观经济高速增长, 名义GDP、M2增速达15-20%



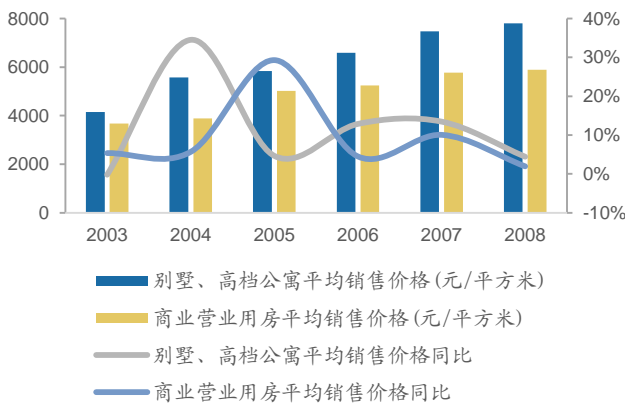
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 04-07年我国进出口金额和固定资产投资增速均提升至20%以上



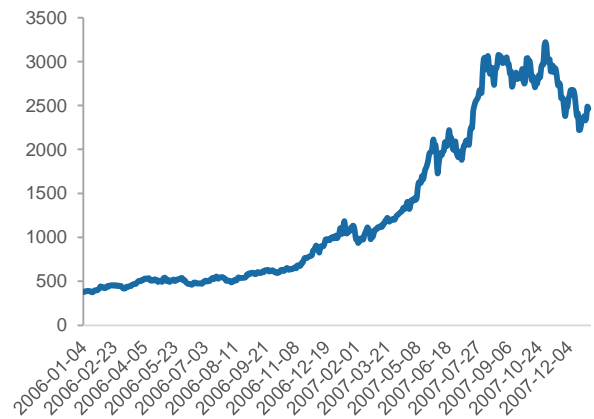
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7：货币供应量高增，04-07年房价上涨迅速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：06-07年A股牛市财富效应显著（上证指数）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （1）第一轮牛市中茅台反超五粮液，成为高端酒第一品牌

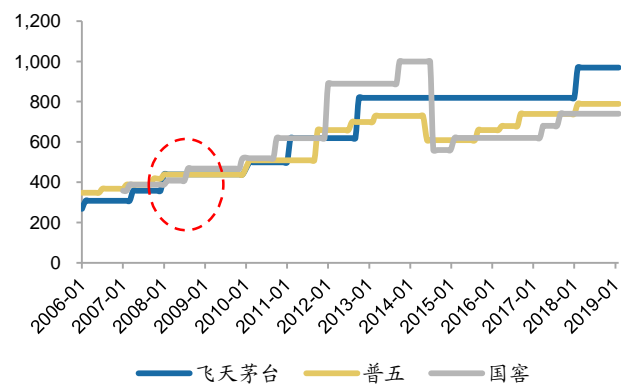
2000-07年是茅台超越五粮液的关键时期，08年茅台获得白酒行业定价权。1988年之前，名酒价格受到国家管控，1988年国家开放名酒价格管控，当年茅台价格在100元以上，五粮液定价数十元。在时任领导王国春的主导下，通过多次提价，先后超越老窖和汾酒，至1994年一举超越茅台，成为价格最高的名酒。果断提价拉开了五粮液与其他名酒的差距，90年代茅台受到五粮液压制。而2000年至2007年则是茅台反超五粮液的关键时期，茅台终端成交价于2007年超越五粮液，出厂价于2008年超越五粮液，成为了高端酒第一品牌，获得白酒行业定价权。

图 9：2007年茅台终端成交价（元/瓶）超越五粮液，与五粮液完成品牌地位的交接



数据来源：wind，国酒财经，广发证券发展研究中心

图 10：2008年茅台出厂价（元/瓶）超越五粮液，获得高端酒提价主动权



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**品牌打造：核心意见领袖是塑造品牌的关键，具有红色基因的茅台主动迎合政务消费。**政务消费的兴起给予茅台赶超五粮液的契机。具有红色基因的茅台天然就更加适合政务消费。茅台厂家也主动迎合政务消费，并在核心意见领袖的带领下逐渐渗

透到商务和民间消费。核心意见领袖是塑造品牌的关键，茅台在第一轮牛市中品牌力逐渐超过了五粮液。

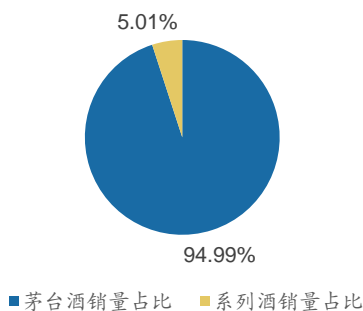
表 4: 茅台具有红色基因，天然就更加适合政务消费

时间	事件
20 世纪 30 年代红军长征	在红军四渡赤水河时，当地百姓用茅台酒给红军消毒疗伤
1949 年开国大典	新中国成立当晚的晚宴上喝的就是茅台酒
1950 年国庆	周恩来决定用茅台酒作为国宴用酒
20 世纪 50 年代开始	毛泽东和中共领导人送给金日成个人的礼物，送得最多的就是茅台酒
1954 年日内瓦会议	周恩来曾说“在日内瓦会议上帮助我们成功的有‘两台’，一台是茅台，一台是戏剧《梁山伯与祝英台》”
1955 年万隆会议	每次宴请国外宾客，都要品尝茅台酒
1972 年尼克松访华	“桂林”、“熊猫”和“茅台”受到尼克松的认可和尊敬，茅台获得了全世界媒体的传播，成为中国的又一象征

数据来源：《茅台酒厂志》科学出版社，广发证券发展研究中心

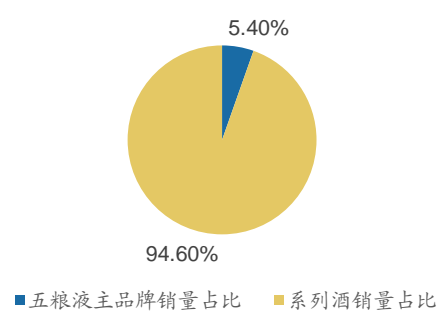
**产品战略：大单品战略适合高端品牌的打造。**酱香酒的生产工艺决定了茅台酒的生产过程中只伴生出少量中低端基酒，据茅台招股书，其 2000 年系列酒销量仅占比 5%（177 吨），系列酒产能在 2011 年之前均是 1000 吨，没有增长。因此，茅台基本上采取的是飞天茅台大单品战略，辅之以年份酒产品拔高品牌定位。而浓香酒生产会伴生大量中低端基酒，五粮液 OEM 模式虽然解决了如何处理低端基酒的问题，但却带来了系列酒品牌杂乱，严重透支了五粮液主品牌的品牌力。据五粮液官网，经过 5 轮大扩建之后，至 2002 年五粮液整体产能达 40 万吨，固态产能也达 15 万吨以上，但高端酒销量不到 1 万吨，其余均为系列酒产品。因此，两家公司产品战略的不同也对其品牌地位的相对变化产生了一定的影响。

图 11: 2000年茅台酒销量占比达95%，系列酒仅5%



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 12: 2002年五粮液销量15万吨，主品牌不到1万吨

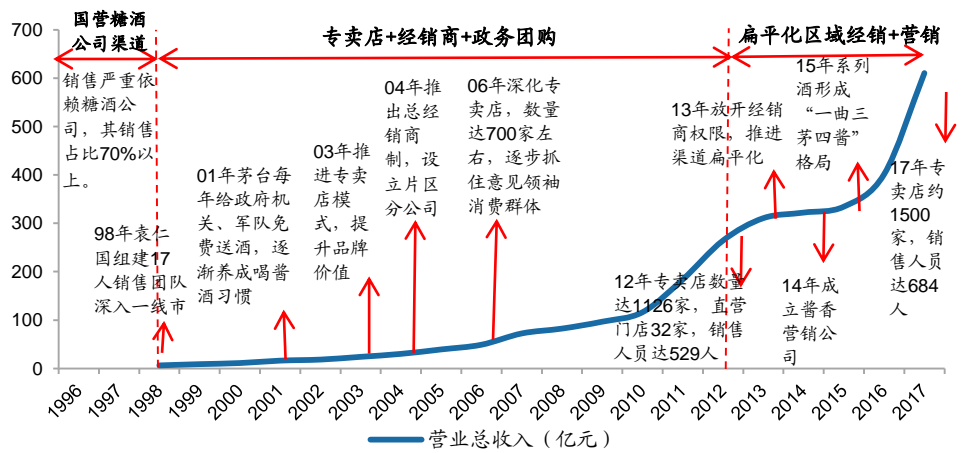


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**渠道建设：98年后茅台开始进行渠道市场化改革，完善销售体系。**据中国经营报，1998年之前，茅台依赖计划经济的销售体制，由国家分配，企业自己的销售体系尚未建立，茅台销售严重依赖糖酒公司，销售占比70%+，同时在品宣上投入也较少。直到1998年袁仁国担任总经理后，在其主导下茅台才开始了渠道市场化改革，

加强营销，开始参与市场竞争。

图 13: 茅台直到1998年才开启渠道市场化改革

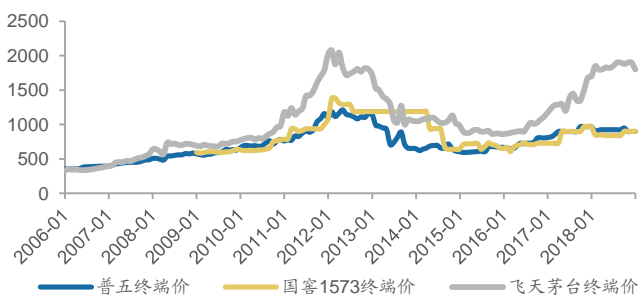


数据来源: wind, 中国经营报, 茅台官网, 酒业时报, 广发证券发展研究中心

(2) 第一轮牛市中国窖成功跻身高端酒阵营，品牌地位得以恢复

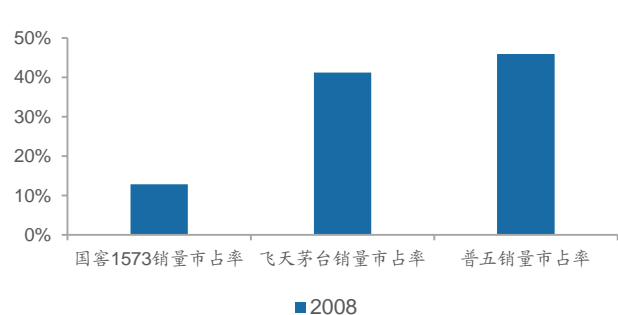
白酒行业近二十年历史，仅有国窖 1573 成功跻身高端酒阵营。泸州老窖尽管有四大名酒的称号，但 90 年代走“民酒”路线导致其品牌力大幅下降。2000 年左右泸州老窖推出“国窖 1573”，经过多年运作，成功进入了高端酒阵营，品牌地位得到了极大的提升，而同期的其他品牌最终基本都进入了次高端阵营。自 2000 年以来的近 20 年的时间里，只有国窖 1573 一个品牌成为了高端酒品牌。泸州老窖是第一轮白酒牛市中除了茅台外，受益最大的白酒企业。

图 14: 国窖1573成功进入高端酒阵营



数据来源: wind, 国酒财经, 广发证券发展研究中心

图 15: 2008年国窖1573销量市占率达13%

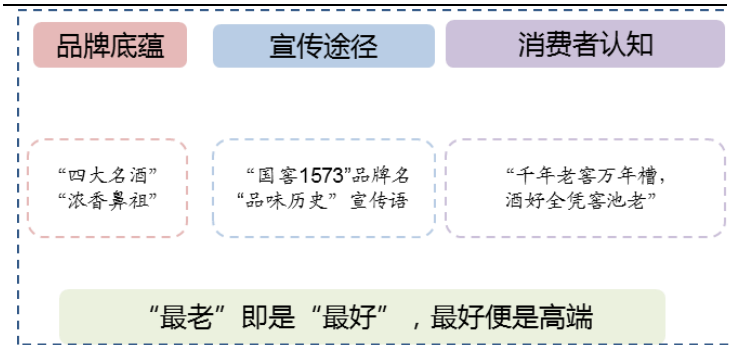


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

**品牌打造: 国窖 1573 精准定位浓香鼻祖, 树立消费者认知。**在白酒消费者心中，浓香型白酒素有“千年老窖万年糟, 酒好全凭窖池老”一说，而泸州老窖为自己高端品牌起名“国窖 1573”，将始自 1573 年的国宝窖池群融入品牌之中，同时在宣传时使用“你能品味到的历史 xxx 年”的语句并在央视打广告（当时新媒体尚未兴起，央视对消费者有着极大的影响力），且每年增加年份数（2001 年是 428 年，2018 年是 445

年)，每年重复使用该语句。成功将自己“浓香鼻祖”定位输送到消费者认知之中。

图 16：老窖将“浓香鼻祖”的定位输送到消费者认知之中



资料来源：泸州老窖官网，广发证券发展研究中心

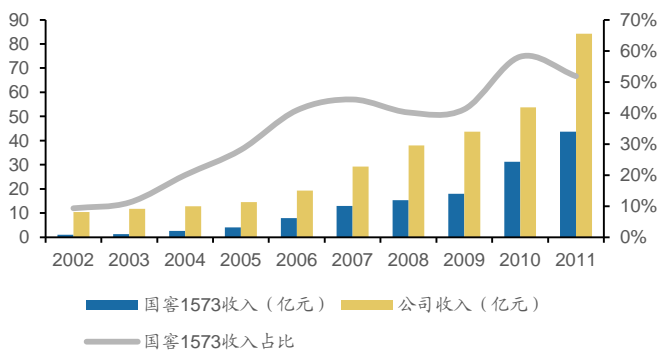
图 17：自2001年起持之以恒宣传其“老窖池”



资料来源：CCTV-1，优酷视频，广发证券发展研究中心

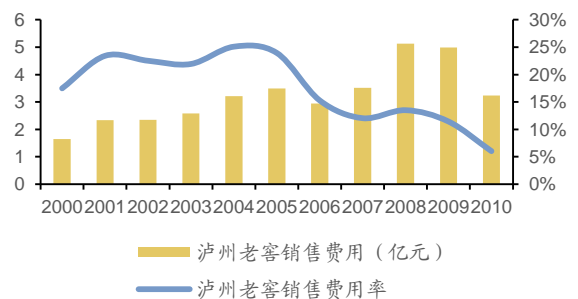
**产品战略：**国窖与泸州老窖系列酒形成产品梯队，通过中低档产品补贴国窖的费用投放。一个新的高端品牌的打造需要持之以恒的投放费用，费用来源是通过中低档产品的销售做大规模，然后投入到高端产品的营销中。同时中低档与高档产品要采用不同子品牌保证高档产品品牌力不受稀释。老窖以国窖和泸州老窖系列酒形成产品梯队，在国窖的推广早期泸州老窖系列酒贡献绝大部分收入，公司加大费用投放对国窖进行营销推广，相当于通过中低档产品去补贴高档产品，在经过5年左右的持续投入后，开始逐渐起量，此时品牌力逐渐建立。

图 18：泸州老窖早期中低档酒收入占比较高，国窖1573占比逐渐提升，2010年超过50%



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图 19：泸州老窖早期费用率均在20%以上



资料来源：wind，广发证券发展研究中心，备注：06年起泸州老窖将促销返利费用直接从销售收入中扣减，09年起导入柒泉模式对销售费用率下降也起到一定作用。

**渠道建设：**避开茅五锋芒差异化竞争，推出定增与经销商进行利益绑定。泸州老窖的渠道模式，是根据自身的情况选择的一条差异化竞争道路：1) 国窖推出之际，由于政府及大型国企的团购渠道主要被茅台五粮液占据，且团购渠道存在一定的拦截性，国窖先从餐饮渠道入手，截止2007年，其餐饮渠道销售占比7成左右，由于餐饮行业在2000-2012年在我国处于高速发展阶段，助力了国窖迅速做大规模。2)

国窖作为高端品牌中的追随者，其经销商资源明显不如茅台五粮液，因此从 2006 年开始，泸州老窖便开始对经销商进行利益绑定以调动经销商积极性，于 2006 年向 8 家经销商定向增发进行利益绑定。

表 5: 06年泸州老窖向8家经销商定向增发股份

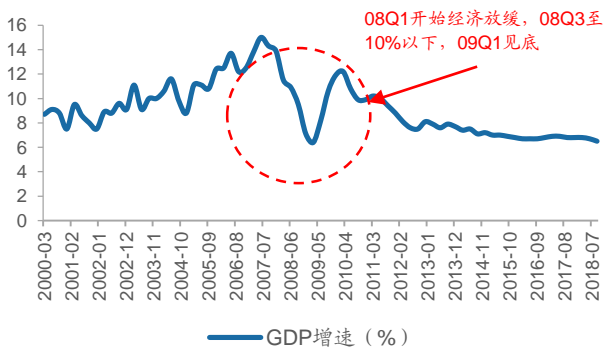
定向增发对象	股份 (万股)	2006H1 收入 (万元)
山东国窖酒业销售有限公司	509.4	4457
保定市隆华商贸有限公司	166	4420
上海荣生实业公司	125	381
汕头市金平区金叶酒类商行	100	141
石家庄桥西糖烟酒股份有限公司	123	1397
深圳蓬鹏实业有限公司	82	301
佛山市南海区大沥陆升酒类商行	123	1557
桐乡市糖业烟酒有限公司	82	1175
泸州市兴泸投资集团有限公司	1589.6	
博时基金管理有限公司	100	
总计	3000	13830
占总销售收入比例		

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3. 金融危机降低白酒需求，08年白酒股普遍下跌 60%-80%

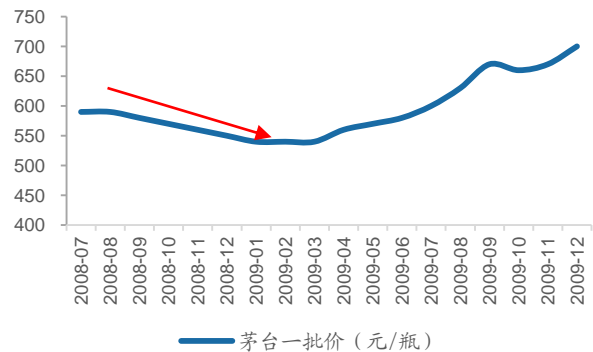
08 金融危机终结第一轮白酒牛市，白酒股业绩普遍放缓或负增长。08 年金融危机对中国经济造成重创，08Q1 宏观经济开始放缓，08Q3 增速放缓至 10% 以下，09Q1 见底。白酒行业受大环境影响，需求趋于萎缩，茅台批价开始出现环比下降。白酒板块业绩增速从 08Q3 开始出现明显放缓，08Q4 则出现负增长。

图 20: 自08年Q1开始宏观经济增速放缓，Q3下降至10%以下，09年Q1见底



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 08年以来茅台一批价出现下滑



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



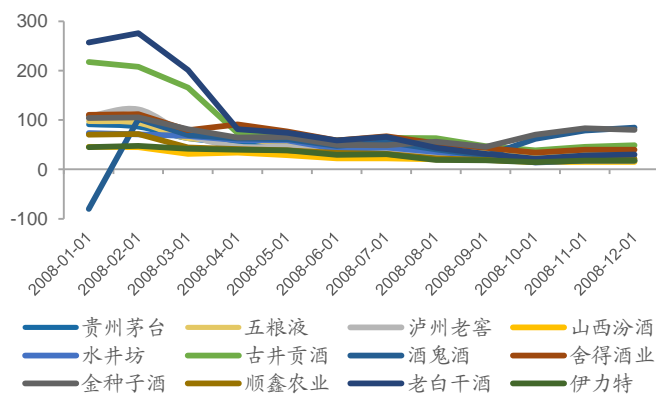
表 6: 白酒板块单季度归母净利润同比增速于08Q3放缓, 08Q4负增长

公司	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
白酒板块	42.68%	94.02%	56.77%	158.44%	49.55%	110.82%	55.58%	-27.55%
贵州茅台	23.96%	121.47%	70.32%	131.49%	62.92%	335.59%	22.20%	-47.21%
五粮液	36.19%	46.80%	-9.97%	-2.60%	35.46%	-28.12%	63.26%	52.93%
泸州老窖	37.70%	36.93%	322.24%	261.30%	261.67%	103.54%	122.20%	-50.33%
山西汾酒	18.62%	45.26%	-31.65%	268.63%	-78.99%	-44.74%	165.79%	-59.51%
水井坊	44.03%	1029.73%	215.03%	60.02%	91.59%	114.16%	68.51%	8.57%
舍得酒业	123.97%	5810.04%	683.99%	-47.17%	16.68%	-4.79%	65.42%	-93.29%
酒鬼酒	85.69%	106.26%	802.93%	126.66%	220.91%	-29.42%	-176.92%	66.86%
古井贡酒	95.03%	983.33%	37.12%	231.90%	345.25%	-160.60%	-30.98%	-32.42%
老白干	67.33%	2337.25%	2502.11%	329.99%	2890.81%	15.36%	111.83%	-69.60%
伊力特	63.32%	-13.80%	23.75%	-26.70%	18.56%	145.50%	-71.23%	9.76%
金种子酒	150.37%	5.79%	-20.71%	32.86%	33.06%	-94.31%	-72.76%	191.87%
顺鑫农业	40.85%	-3.27%	25.74%	165.83%	119.08%	79.31%	40.94%	-12.82%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

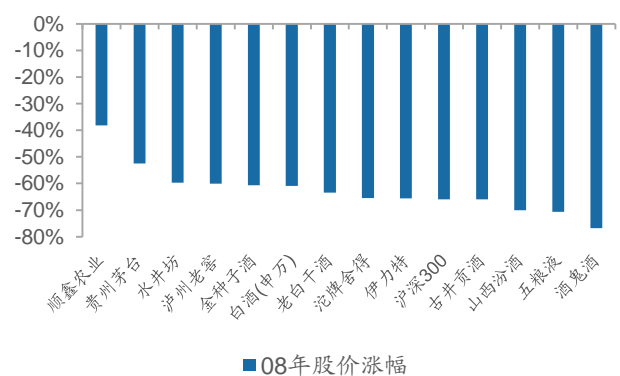
估值业绩“双杀”，08年白酒股普遍下跌60%-80%。白酒行业经过06-07年的暴涨，行业整体PE(TTM)已经攀升至较高水平，到08年初茅五泸以及其他白酒估值已经在100倍甚至以上。随着08年A股股市暴跌，恐慌情绪蔓延，估值较高的白酒板块估值大幅下行。叠加下半年业绩普遍放缓甚至负增长，白酒股迎来“戴维斯双杀”。08年申万白酒板块跌幅高达61%，白酒行业出现普遍性下跌，第一轮白酒牛市宣告终结。

图 22: 白酒企业PE(TTM) 08年不断下跌



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 08年白酒股普遍下跌60-80%



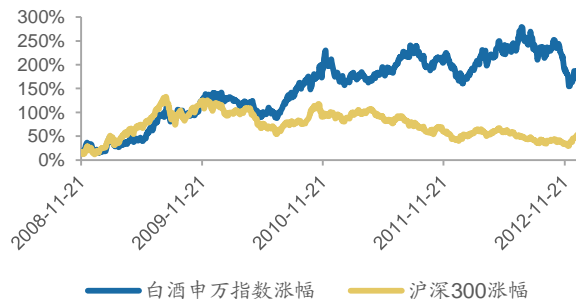
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、第二轮牛市，受“四万亿”驱动，09-12年金种子古井上涨17-19倍、以洋河代表的次高端上涨3-14倍

### 1.09-12年白酒板块上涨3倍，以金种子为代表的地产酒、洋河为代表的次高端领涨

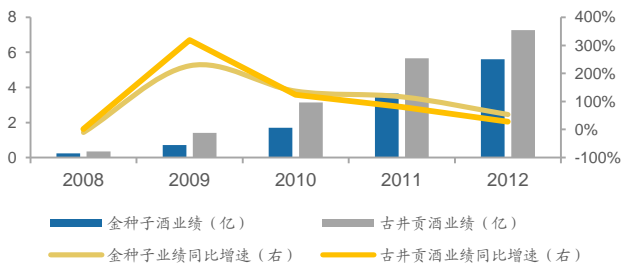
第二轮牛市白酒板块上涨3倍，地产酒金种子古井上涨17-19倍、次高端酒鬼汾酒上涨10-14倍、洋河上市较晚两年上涨3倍+，领跑板块。09-12年白酒板块进入第二轮牛市，据wind，09-12年白酒板块收入CAGR达38%，归母净利润CAGR达49%。09-12年白酒指数上涨近3倍，地产酒金种子和古井涨幅最高，主要因两家酒企大力改革存在困境反转；09-12年金种子古井业绩分别翻23倍、20倍，股价分别上涨19、17倍。次高端酒鬼和汾酒股价上涨14倍、10倍领先板块，洋河09年底上市，但次高端中市值最大，股价两年上涨3倍+。主要因高端酒批价上行后次高端空间被打开，洋河天之蓝定位次高端，管理层持股激励充足，以高可复制性的渠道模式推进全国化扩张；酒鬼股权几经波折落地中糖，管理层稳定后困境反转；汾酒新任管理层主动进行改革，两家弹性均高于洋河。09-12年洋河、酒鬼、汾酒业绩分别翻8倍+、12倍、5倍+。高端酒产能释放受限，提出厂价则面临舆论政治压力（据腾讯网，2011年发改委价格司曾经三次约谈白酒企业），因此高端酒企股价涨幅落后于板块。

图 24：09-12年第二轮牛市白酒指数上涨近3倍



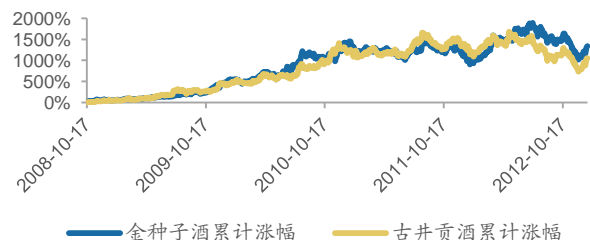
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 25：09-12年金种子、古井业绩分别翻23、20倍



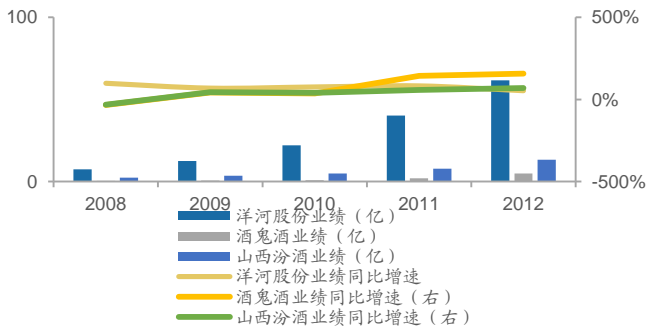
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 26：金种子、古井股价分别上涨近19倍、17倍



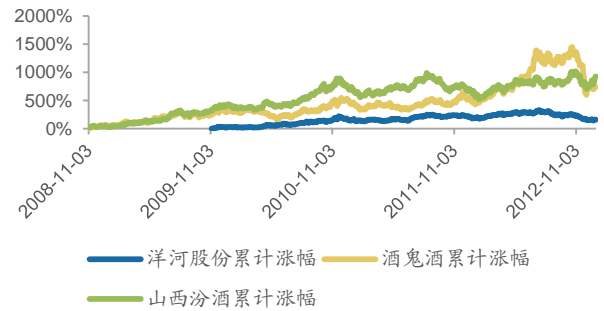
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 27: 09-12年洋河、酒鬼、汾酒业绩分别翻8倍+、12倍、5倍+



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 酒鬼、汾酒股价分别上涨14倍、10倍, 洋河两年上涨3倍+



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 7: 09-12年金种子上涨19倍、古井17倍, 酒鬼14倍、汾酒10倍、洋河2年涨3倍+, 领跑板块

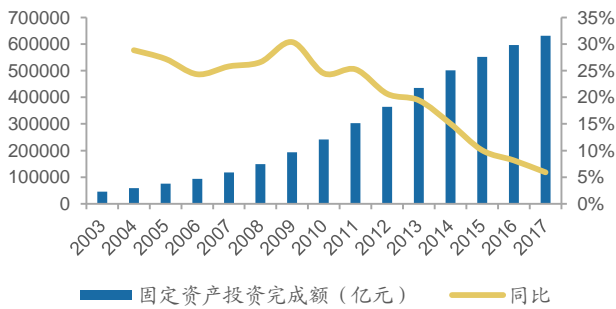
公司	2009-2012 股价涨幅	2009-2012 收入 CAGR	2009-2012 业绩 CAGR	2009-2012 估值 (PETTM) 涨幅	2009-2012 最高市值
白酒板块	279.26%	37.68%	49.28%	269.44%	7783.27
金种子	1890.40%	36.50%	119.32%	626.96%	147.67
古井贡酒	1675.06%	32.08%	114.03%	287.34%	265.80
酒鬼酒	1443.99%	49.98%	86.26%	848.84%	196.16
山西汾酒	1018.02%	42.20%	52.54%	404.33%	393.27
老白干	908.54%	29.00%	37.78%	915.95%	65.67
舍得酒业	776.80%	22.47%	72.80%	761.06%	132.19
伊力特	393.32%	24.61%	17.86%	473.30%	132.19
洋河股份(10年-12年)	327.07%	59.30%	69.64%	319.17%	85.07
水井坊	304.95%	8.54%	1.86%	272.79%	154.62
顺鑫农业	260.76%	12.68%	-13.14%	226.78%	122.35
贵州茅台	251.89%	33.85%	36.80%	196.41%	2727.30
五粮液	242.20%	36.08%	53.05%	386.35%	834.35
泸州老窖	212.75%	32.07%	36.46%	270.56%	688.75
沪深 300	132.65%	-	-	-	-

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 备注: 我们取 2009 年附近时间股价最低点和 2012 年附近时间股价最高点来算区间涨幅

## 2. “四万亿”投资驱动第二轮牛市, 地产酒与次高端弹性充分体现

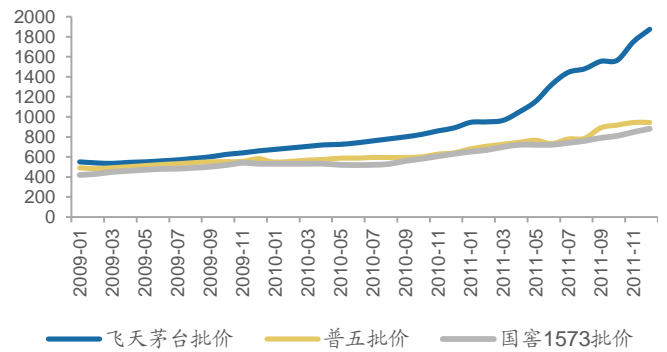
政府主导的投资利好地产酒企, 高端酒批价迅速上涨次高端弹性充分体现。“四万亿”政策后09年白酒行业开始复苏, 由于政府主导的投资项目居多, 且基本全部处在基建产业链上, 政府主导的投资活动带来了政务消费的繁荣(根据观研网, 2012年高端白酒个人、商务、政务消费占比约为18%、42%、40%)。而白酒行业向来存在地方保护主义现象, 因此地产酒企客观上面临着较好的宏观条件。第二轮牛市中, 茅台批价从09年初的540元左右上涨至12年初的1900元左右, 上涨2.5倍, 次高端的空间被打开, 次高端的弹性在本轮牛市中充分体现。

图 29: 2009年固定资产投资大幅增长



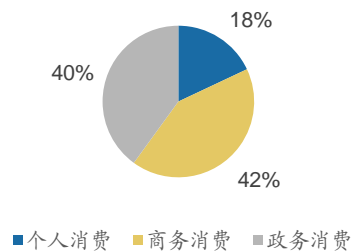
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 高端酒批价迅速上涨为次高端打开空间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 12年高端酒消费结构中政务消费占较大比重

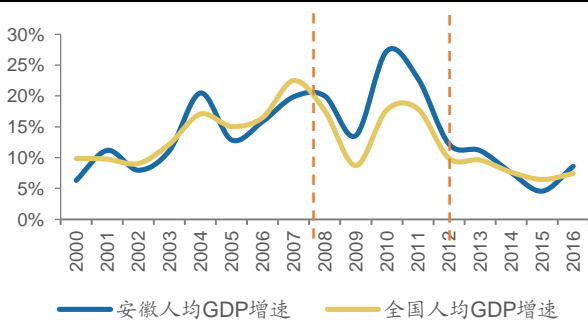


数据来源: 观研网, 广发证券发展研究中心

(1) 投资驱动安徽经济高速增长, 金种子古井改革后迎来困境反转

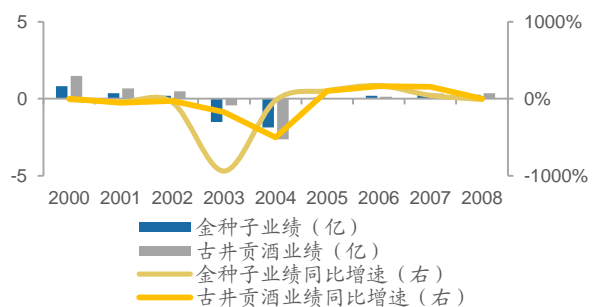
四万亿投资刺激下安徽GDP增速高于全国, 金种子古井收获改革红利。安徽09-12年人均GDP增速连续4年均高于全国水平。另外, 徽酒龙头长于渠道营销, 白酒行业素有“东不入皖”之说, 市场增量基本全部被地产酒分享。古井贡和金种子在前期均犯过战略错误, 古井贡走低端“民酒”路线, 金种子未聚焦主业, 业绩一直处于微利或亏损状态。两者在08年之前均开始推动自身改革, 进行产品和渠道梳理, 在行业进入第二轮牛市后收获改革红利, 业绩迎来爆发式增长。

图 32: 2009~2012年安徽人均GDP增速高于全国水平



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 2008年之前古井贡与金种子战略失误一直处于微利或亏损状态



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

**品牌塑造：金种子古井均聚焦白酒主业，重新打造新品牌。**1) **金种子**：公司于04年推出中高档品牌“恒温窖藏”醉三秋（包含天蕴和地蕴两款产品）、中档品牌种子系列（包含柔和、祥和两款产品）。根据证券时报，05年醉三秋便成为阜阳市政府招待专用酒。06年股改后公司相继剥离其他业务，进一步聚焦白酒主业。2) **古井贡酒**：历经多次动荡后，07年古井贡酒新任管理层上任（曹杰、刘敏），提出“回归与振兴”及“聚焦”战略，回归白酒主业。于08年7月打造了新的高档品牌年份原浆，根据徽商网，并于09年成为安徽省委省政府接待专用酒。

图 34：醉三秋取自魏晋“刘伶一醉三秋”，底蕴深厚



资料来源：金种子官网，广发证券发展研究中心

图 35：古井贡酒打造出新的高档品牌年份原浆

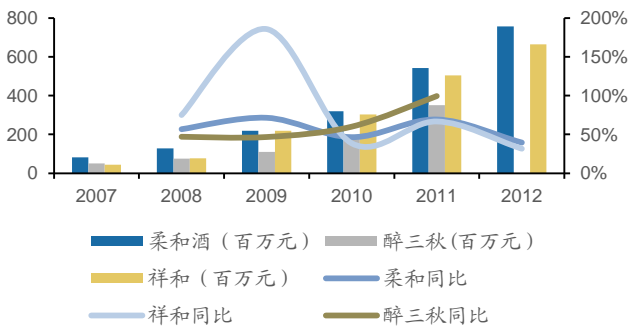


资料来源：古井贡酒官网，广发证券发展研究中心

**产品战略：金种子三款战略产品定位明确，古井贡年份原浆产品序列拾级而上。**

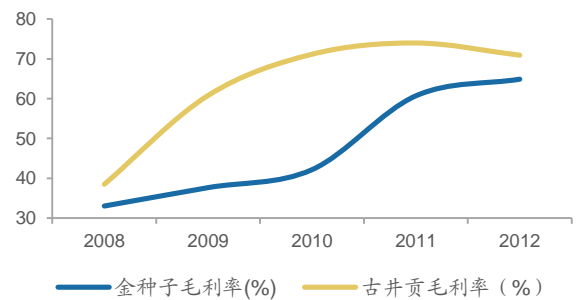
1) **金种子**：产品战略明确，地蕴醉三秋、柔和、祥和高中低三款战略产品，分别定价为108元、98元和58元（2009年数据）。公司将定价稍高的醉三秋定位地市级级别酒，主攻合肥和安庆；而将柔和祥和和定位乡镇级别酒；柔和主攻无强势地产酒的皖南各市（铜陵、黄山、马鞍山等）；祥和主攻皖北地区。三款产品带动公司收入高速增长。2) **古井贡酒**：年份原浆推出之际便设立了清晰的产品序列。5年、8年和16年分别定价158/288/500元，迎合政务消费需求。并大幅删减产品线和低端产品（子品牌数从07年的800多个删减至09年底的100个）。得益于其高档产品的迅速增长，两家企业的毛利率提升迅速。

图 36：金种子旗下三款产品迅速增长



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图 37：2009年后古井贡和金种子毛利率迅速提升

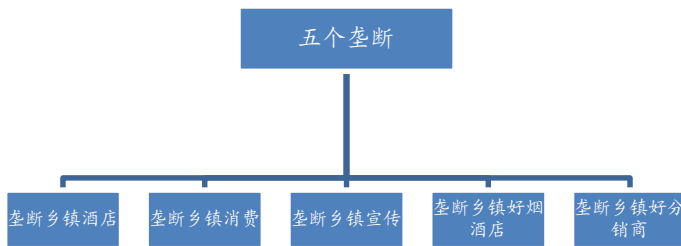


资料来源：wind，广发证券发展研究中心

**渠道建设：深度分销、精耕细作，迅速抢占市场增量。**1) **金种子**：渠道上采用

深度分销的模式精耕县乡，其在09年省内就达到了近150家经销商，整个终端队伍超过6000人（至2012年，经销商和终端分别达到300家和1.2万人），并对乡镇采用五个垄断策略。2）古井贡酒：自10年起实施其自创的“三通过程”、“168工程”对合肥安庆等地级市进行重点突破，核心思路在于在重点市场集中资源做到高市占率，然后进行复制，据云酒头条，公司当年便在重点市场合肥实现了1.2亿元的收入，安庆、芜湖、马鞍山等市也突破亿元，随后公司不断复制其渠道模式，年份原浆系列也迎来爆发式增长，从08年的不到5000万迅速增长到12年的25亿左右，占古井贡公司收入60%以上。

图 38：金种子采用“五个垄断”策略精耕细作



资料来源：腾讯财经，广发证券发展研究中心

图 39：古井贡自创“三通过程”、“168工程”

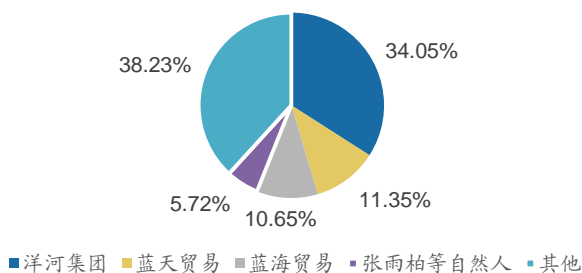


资料来源：搜狐网，广发证券发展研究中心

## （2）洋河天之蓝定位次高端，成功复制海之蓝的高速增长

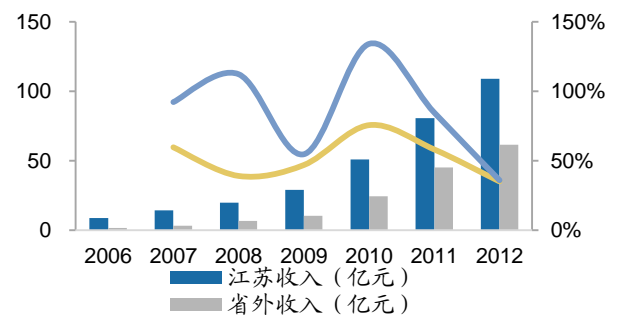
天之蓝定位次高端迎合政务消费，以高复制性、强执行力的渠道模式迅速扩张。自03年改制之后，洋河乘着白酒行业03-12黄金十年迅速崛起，增长速度在整个白酒行业历史中无出其右者。09年开始的第二轮牛市中，次高端产品天之蓝几乎完美复制了海之蓝在04-08年的成功。除了次高端的行业红利之外，据天眼查，洋河管理层及核心员工持股约28%、激励充足，管理水平行业领先，从高层到基层执行力强；在整个行业还在采用传统的经销商模式时，洋河的厂商1+1模式已经日臻成熟，甚至进一步的对渠道操作模式几乎已经标准化流程化，可复制性强，不仅仅天之蓝复制的海之蓝的成功，省外也复制了省内的成功。

图 40：上市后洋河管理层及核心员工持股约28%



资料来源：天眼查，广发证券发展研究中心

图 41：第二轮牛市中洋河开启全国化扩张



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

**品牌塑造：营销水平行业一流，高空、地面全面覆盖。**自推出蓝色经典系列后，洋河“世界上最宽广的是海，比海更高远的是天空，比天空更博大的是男人的情怀”的宣传语句和蕴含的高远、雅致底蕴，使得白酒消费者耳目一新。洋河的营销水平远远高于行业，09年后，其对营销策略进行调整，严选高品质传播平台，对核心消费者的宣传全面覆盖，天之蓝迅速获得了核心政商务消费者的青睐。

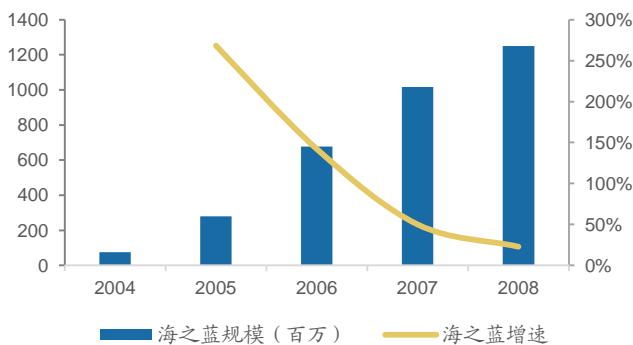
表 8：08-12 年洋河优选高品质平台，高空、地面全面覆盖

时间	营销事件
2008 年 5 月	洋河蓝色经典成为北京奥运火炬首传城市指定用酒，并登陆世界屋脊珠穆朗玛峰
2009 年	洋河蓝色经典在央视《经济半小时》与《晚间新闻》间特约播映
2009 年	庆祝新中国成立 60 周年，投放“海天梦想蓝色力量”广告片
2009 年 9 月	通过目标消费群阅读率较高杂志，如《时尚先生》、《座驾》、《中国航空》进行宣传
2010 年	洋河蓝色经典 2010 年起连续四年冠名《青年歌手电视大奖赛》
2011 年	在重要城市间的高速路上选择收费站、服务区、互通立交处进行长期投放；在全国主要的机场高速、重要城市中心、5A 级景区、知名门户网站、公交车进行大规模广告投放
2012 年	与浙江卫视打造战略合作伙伴关系；
2012 年 1 月	被选为伦敦奥运会中国体育健儿壮行庆功专用白酒；

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

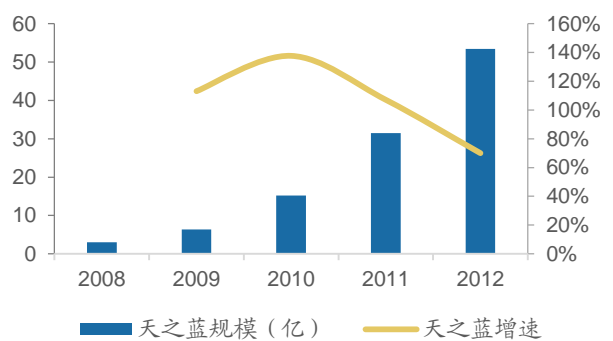
**产品战略：海天升级顺理成章，09-12 年收入复合增长率高达 105%。**按照公司海天梦的产品矩阵以及广告宣传中蕴含的升级路径。由消费者海之蓝向天之蓝升级似乎是顺理成章的事情，09-12 年天之蓝复制了海之蓝的高速增长路径，据《洋河信息专题研究》和公司年报数据，天之蓝收入 CAGR 高达 105%。

图 42：2005-2008 年海之蓝年复合增速达 101%



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

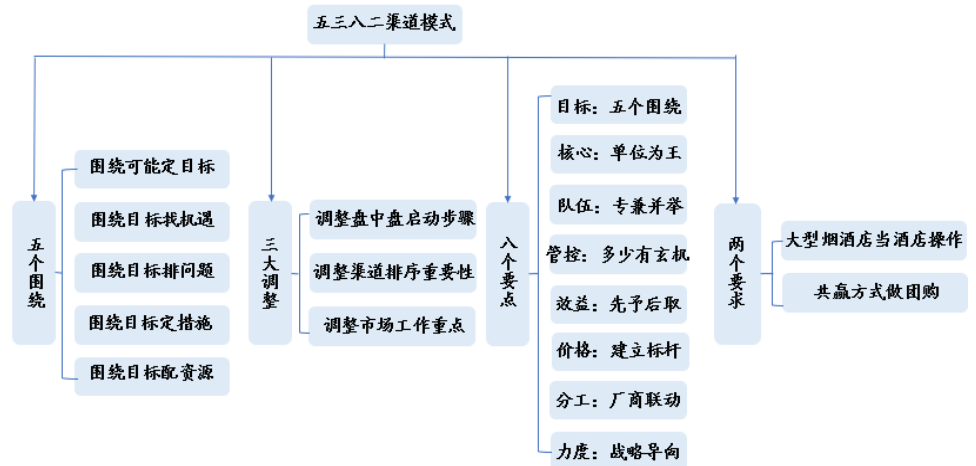
图 43：天之蓝 09-12 年收入年复合增速高达 105%



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

**渠道建设：“五三八二”团购模式，强执行力、高复制性。**09 年开始，在面对政务消费高速增长的新形势下，洋河在“1+1”模式、“4×3”终端营销模式的基础上提出了“五三八二”团购策略，将团购渠道的重要性调整至酒店、名烟名酒店之前。该策略可执行性、可操作性高，加上洋河团队的执行力强，几乎将该策略形成了一套教科书式的业务员行为手册。团购策略迅速在全国范围内开展，推动了天之蓝的高速增长。

图 44: 洋河启动“五三八二”团购策略, 执行性强、可操作性高

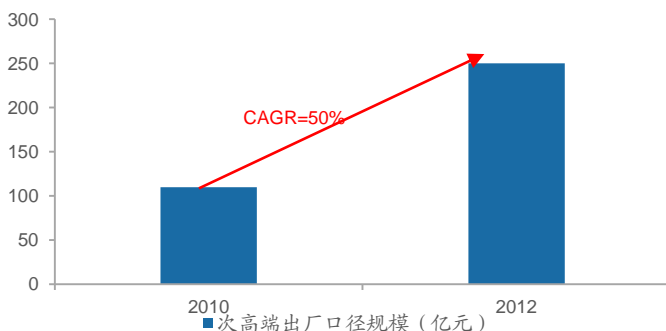


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### (3) 酒鬼酒困境反转上涨 14 倍, 汾酒主动改革上涨 10 倍

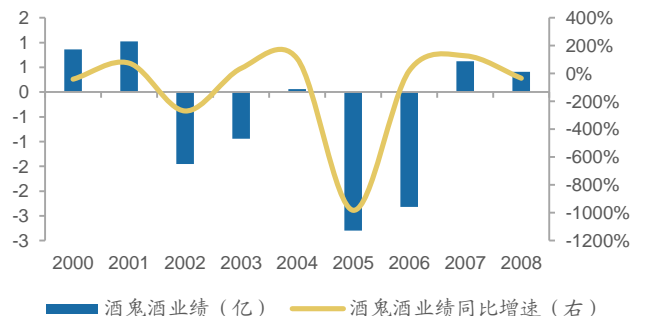
酒鬼酒股权稳定后迎来困境反转, 汾酒新任管理层主动改革收效显著。根据前文所述, 高端酒涨价为次高端打开空间, 次高端酒市场规模迅速扩大, 从2010年220亿左右增长到2012年670亿左右。其中酒鬼酒新世纪以来几经波折, 大股东先后经历了湘泉集团和成功集团。经历债权风波后股权被司法拍卖。至2007年, 酒鬼酒完成企业重组和改制工作, 中糖入主后给予酒鬼资金支持, 2010年中糖系新管理层上任, 后对酒鬼酒进行一系列改革, 酒鬼酒迎来困境反转。汾酒在08年之前采取被动销售的方式, 国企作风浓厚, 由经销商开发产品负责销售, 公司提供基酒。08年郑开源担任销售公司总经理后对公司进行了全方位深入的改革, 收效显著。

图 45: 第二轮牛市中次高端规模迅速扩大



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 46: 酒鬼酒08年之前因经营不善常微利或亏损



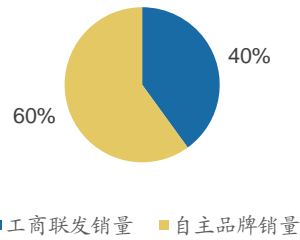
资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**品牌塑造: 削减开发品牌, 加强品牌形象管理。** 1) 酒鬼酒: 90年代酒鬼酒曾经是第一高价酒, 定价甚至超越茅台五粮液。但新世纪以来公司大股东对于白酒主业



投入精力少，公司在白酒规模较小的前提下推出了大量贴牌开发产品维持收入，对品牌形象造成比较大的影响，中糖系入主后公司开始梳理品牌，确立内参为高端品牌，酒鬼酒为次高端品牌，湘泉为中低端品牌，三大子品牌定位明确。**2) 汾酒：**汾酒08年之前国企作风浓厚，自身销售能力较弱，因此采取自营品牌与开发品牌共同发展的战略（工商联合开发），对公司品牌力稀释严重。08年新任销售公司总经理上任后将大量品牌开发权收归公司、回收杏花村品牌，并且对于开发品牌的包装也统一由公司负责，统一开发品牌和自营品牌价格，使得主品牌形象逐渐恢复。

图 47：07年汾酒工商联合开发品牌销量达到40%



数据来源：环球网，广发证券发展研究中心

**产品战略：梳理产品线，确立次高端主力产品。1) 酒鬼：**公司重新梳理产品线，形成了内参酒、封坛年份（10/15/20）、酒鬼酒（50度和52度精品）和湘泉酒的产品结构，并聚焦于主线产品50度酒鬼酒、15年封坛酒（红坛）两款次高端产品。**2) 汾酒：**公司除了削减开发产品之外，09年之后逐渐将主力产品从老白汾转向青花瓷系列（30年），并在2010年推出青花瓷20年和40年，分别定位次高端和高端价位段，进一步补充了公司的主力产品。

表 9：2010年酒鬼酒确立次高端封坛和酒鬼系列为主力产品

主要产品	零售价格	定位	省内核心竞争对手
内参	1288 元	超高端政务、商务用酒	茅台
封坛 20 年（紫坛）	700-800 元	高端、礼品、团购	五粮液、国窖 1573
封坛 15 年（红坛）	500-600 元	高端、礼品、宴请	红花郎
酒鬼系列	300-400 元	次高端、商务	剑南春、天之蓝
湘泉系列	200 元以下	低端、地产酒	老窖特曲

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 10：汾酒确立次高端青花瓷为主力产品

	2008 年前	2008-2010 年	2010 年后
主推品牌	老白汾	青花瓷系列	青花瓷系列
产品升级路径	主推单品	老白汾 20 年	青花瓷 30 年
	价格带	200-400 元	500-1000 元
			500-1500 元

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

渠道建设：酒鬼酒成立销售公司绑定优秀经销商，汾酒省外营销模式更加扁平

化，成立酒鬼酒湖南销售有限责任公司，上市公司持股参股，其余股权由经销商持股，与经销商深度利益绑定，类似于泸州老窖柒泉模式。至2011年底基本达到每个县具有3-4个经销商。省外重点攻克百强县，采用盛初咨询“1+1+1”的发展模式，共同开发市场，达到利益共享、风险共担的运作模式。**2) 汾酒**：汾酒对于省外改变了过去总代理的模式，将全国重新划分为九个大区，分设大区经理，直接管理地级市经销商。使得经销模式较之前更加的扁平化。

表 11: 第二轮牛市中酒鬼和汾酒均对渠道模式进行大力改革

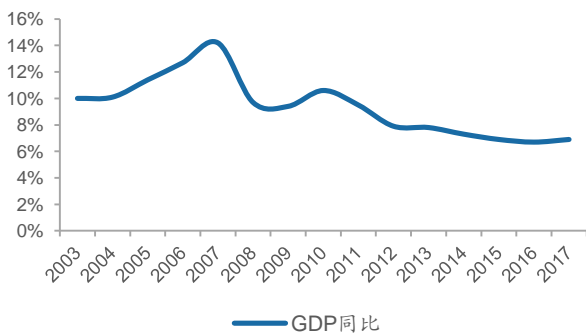
时间	具体渠道模式改革
山西汾酒	1. 山西省内仍旧保持销售公司-总代-区代的模式；2. 省外一改过去总代的粗放模式，设立九个营销大区：华北、华东、华南、华中、西北、西南、东北、东南、竹叶青；区域经理直接管理地级市经销商，提高
酒鬼酒	1. 深耕湖南本土市场。2010年7月，酒鬼酒供销公司与湖南省骨干经销商共同出资成立了“酒鬼酒湖南销售有限责任公司”，调整长株潭市场渠道、整治湖南市场秩序、改进内参品牌销售模式；2. 开拓省外重点市场和团购市场，以北京、湖南为重点目标市场，以“内参”为主推品牌，积极参与高端品鉴会，为团购营销奠定基础。仿照酒鬼酒湖南销售公司联合经销商成立京糖酒鬼酒业有限公司，利用其渠道推销内参

数据来源：公司公告，糖酒快讯，广发证券发展研究中心

### 3.“八项规定”终结第二轮白酒牛市，白酒股下跌达 40%-80%

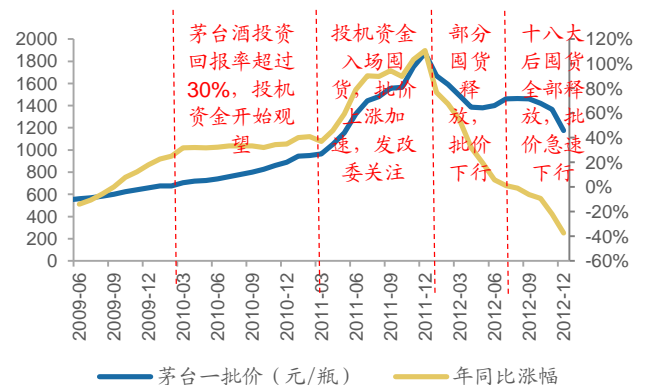
茅台批价自12年初开始下行，12年底“八项规定”出台后直线下滑终结白酒牛市。在经济等多重因素影响下茅台酒批价于2012年初开始下行：（1）据新华网，2012年1月上海市多位人大代表建议限制公款消费茅台酒，当年4月国务院要求省级政府两年内全面公开“三公经费”，要求中央部门细化“三公经费”的解释说明，规定10月1日起，县级以上政府需将“三公经费”纳入预算管理，并定期公布。（2）由于2010-2011年茅台批价快速上行，引来社会囤积，据媒体报道，2011年底茅台社会囤积量达到1.5万吨。（3）2012年经济形势下行，政府主导投资的边际效益递减，需求开始减少。在2012年初批价下行后我们预计社会囤货部分开始释放并加速批价下降。尽管后来茅台通过控价加上中秋国庆需求略有提升，批价于6月-10月维持在1400元/瓶以上，但至11月中共十八大召开、12月八项规定出台（11月白酒塑化剂事件对需求也有影响），茅台批价开始持续性下滑，导致白酒牛市终结。

图 48: 2012年GDP增速回落至8%以内



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 49: 茅台批价历经四个主要阶段，于12年11月批价急剧下行终结牛市



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

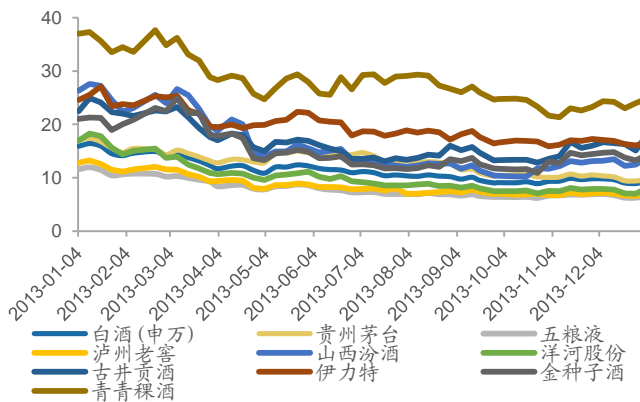
表 12: 白酒板块单季度归母净利润同比增速于12Q4放缓, 2013年开始出现负增长

公司	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
白酒板块	54.05%	39.95%	92.55%	32.80%	12.18%	-8.23%	-23.19%	-30.99%
贵州茅台	57.60%	33.19%	106.05%	31.63%	21.01%	-9.23%	11.62%	40.80%
五粮液	46.54%	55.80%	89.31%	59.27%	18.91%	8.42%	-52.36%	-59.26%
泸州老窖	44.33%	39.15%	58.17%	60.08%	-11.64%	-5.88%	-6.48%	-48.64%
山西汾酒	-2.68%	92.94%	833.39%	14.96%	32.39%	-33.25%	-56.12%	-368.81%
洋河股份	88.82%	49.74%	50.10%	20.01%	6.53%	-3.47%	-26.69%	-61.96%
水井坊	47.37%	35.01%	62.08%	-81.07%	-36.79%	-59.57%	-213.60%	-1164.19%
舍得酒业	206.37%	220.72%	98.39%	14.15%	-48.48%	-139.43%	-130.28%	-96.28%
酒鬼酒	466.93%	256.66%	685.28%	-65.43%	-91.51%	-85.50%	-105.25%	-254.72%
古井贡酒	53.20%	30.50%	86.12%	-9.47%	20.12%	-56.77%	-11.44%	-26.76%
老白干	27.17%	28.47%	209.22%	-40.37%	11.31%	-53.02%	-41.28%	-73.01%
伊力特	25.64%	-19.51%	296.87%	-44.61%	7.41%	110.01%	9.83%	-50.17%
金种子酒	60.44%	41.89%	45.30%	62.70%	21.76%	-68.19%	-98.91%	-204.63%
顺鑫农业	-13.02%	-84.96%	-91.84%	-12.63%	25.64%	54.31%	1006.88%	154.50%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

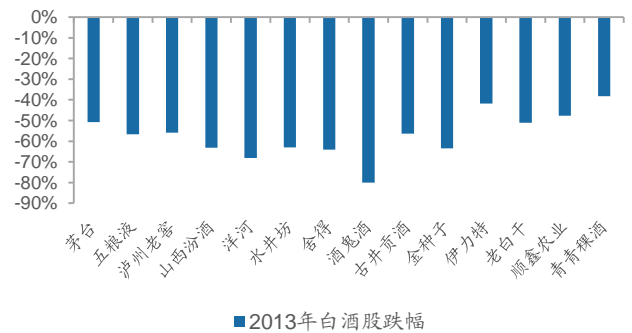
估值业绩双杀, 13年白酒股普遍下跌40%-80%。“八项规定”后白酒的政务需求直接缺失, 加上社会库存积压, 上市酒企业绩普遍出现大幅负增长(茅台通过平滑预收款实现正增长)。白酒股出现业绩估值“双杀”。2013年股价出现普遍性下跌。跌幅达到38%-80%。

图 50: 2013年白酒股估值不断下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 51: 2013年白酒股普遍下跌40-80%



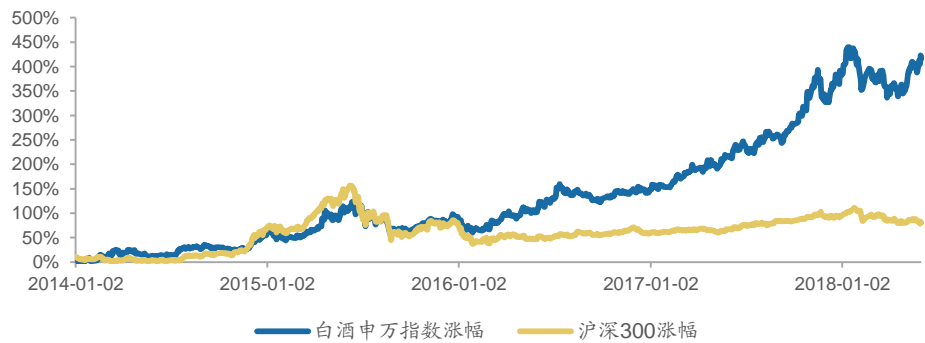
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、第三轮白酒牛市，受民间消费崛起推动，14-18H1 茅五上涨 6-8 倍、水井洋河等次高端上涨 5-8 倍

#### 1.14-18H1 白酒板块上涨 4 倍，高端茅五及次高端水井洋河等领涨

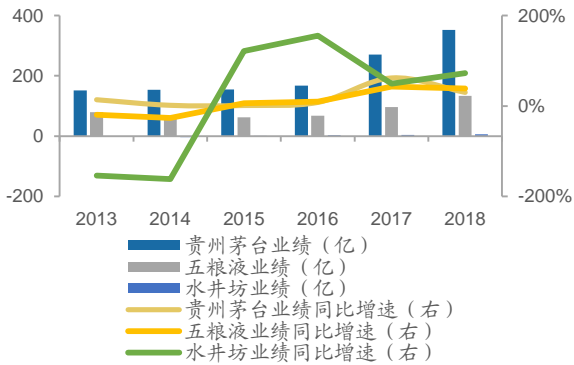
第三轮牛市白酒板块上涨4倍，茅五上涨6-8倍、次高端水井洋河古井等上涨5-8倍领跑板块。14-18H1白酒板块进入第三轮牛市，13年底多数白酒股估值已经下跌至10倍甚至以下，14-15年白酒股迎来估值修复行情，PE（TTM）上涨2倍，16-18年迎来业绩估值“戴维斯双击”，据wind，16-18年白酒板块收入CAGR达23%，归母净利润CAGR达29%。14-18H1白酒指数上涨4倍，茅台、水井涨幅最高达8倍、五粮液上涨6倍、洋河古井上涨5倍。茅台在本轮周期中确立地位的唯一性，进一步拉开了与五粮液的差距，价差达到了一倍以上（价差一倍后消费者心理便对两者有了不同的定位），实际上已进入“无竞争对手”状态；14-18年茅台业绩翻2倍+。五粮液新任董事长17年初上任后推进改革，受益茅台供不应求，业绩翻2倍+。高端酒批价上涨为次高端打开空间，水井坊改革力度最大，直接放弃高端酒定位，降价进入次高端价位带；启用中国籍管理层，渠道革新引领次高端行业；从14年亏损至18年盈利5.8亿，水井坊是“困境反转”的典型，涨幅领跑白酒板块。其余次高端白酒也实现了较高的涨幅，其中渠道操作相对强势的全国化次高端龙头洋河、区域次高端龙头古井均上涨5倍+。

图 52: 14-18H1第三轮牛市白酒指数上涨4倍



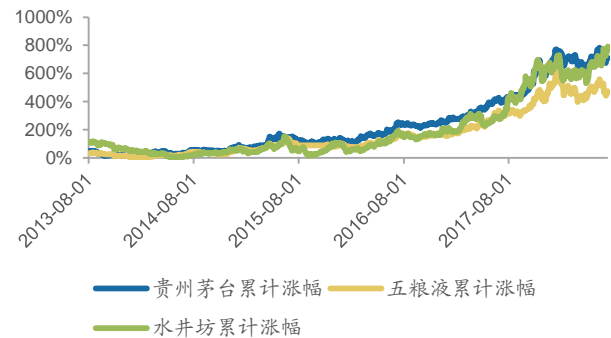
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 53: 14-18年茅台五粮液业绩翻2倍+、1.6倍, 水井从亏损1.8亿到盈利5.8亿



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 54: 茅台五粮液上涨6-8倍、水井上涨8倍



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 13: 14-18H1茅台、水井上涨幅度8倍、五粮液上涨6倍, 领跑白酒行业

公司	2014-2018H1 股价涨幅	2016-2018 收入 CAGR	2016-2018 业绩 CAGR	2014-2018H1 估值 (PETTM) 涨幅	2014-2018H1 最高市值
白酒板块	429.45%	22.56%	28.77%	200.47%	19617.38
水井坊	792.07%	48.85%	87.45%	-33.18%	277.05
贵州茅台	783.00%	32.16%	31.44%	362.63%	10039.41
五粮液	603.21%	22.72%	29.41%	242.05%	3482.80
古井贡酒	509.65%	18.25%	33.31%	194.44%	503.35
洋河股份	504.05%	14.60%	14.80%	346.50%	2252.95
山西汾酒	449.25%	31.47%	41.24%	326.85%	581.07
泸州老窖	440.29%	23.68%	33.26%	468.95%	1074.69
老白干酒	409.29%	15.33%	67.14%	68.17%	174.92
舍得酒业	403.07%	24.15%	263.30%	128.02%	170.03
伊力特	265.16%	9.06%	14.92%	221.30%	130.50
顺鑫农业	252.11%	7.80%	25.53%	109.59%	268.75
迎驾贡酒	218.86%	6.03%	13.65%	-22.92%	396.08
酒鬼酒	207.43%	25.45%	35.98%	-41.57%	102.87
金种子酒	195.41%	-8.71%	25.07%	3198.93%	89.70
口子窖	192.68%	18.22%	36.29%	-7.29%	396.00
金徽酒	167.68%	7.34%	15.97%	-3.65%	118.05
今世缘	160.89%	15.55%	18.86%	53.62%	303.09
沪深 300	156.53%				

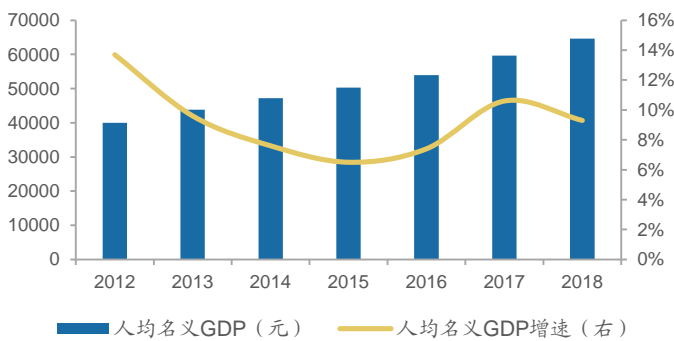
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 备注: 我们取 2014 年附近时间股价最低点和 2018H1 年附近时间股价最高点来算区间涨幅

## 2. 民间消费崛起驱动第三轮牛市, 茅台确立地位的唯一性、五粮液开启全面改革、水井“困境反转”

民间消费崛起, 白酒行业自 16 年开始结构性复苏, 高端次高端酒最受益。三

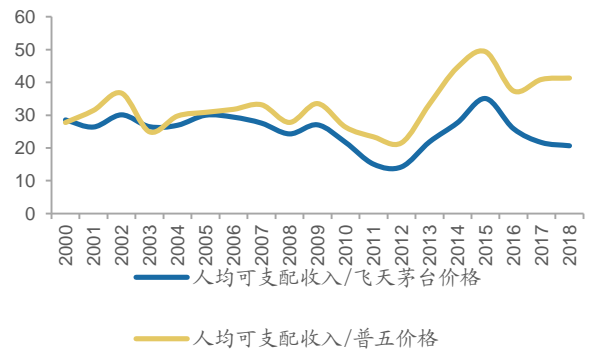
公消费被打压后，白酒丧失一部分需求，叠加库存积压，价格均出现大幅下跌，尤其高端次高端白酒受影响最大。但国民收入仍在持续增长，18年我国名义人均GDP较12年增长62%。民间消费（包括商务和个人）开始逐渐承接原来的政务消费，15-16年人均可支配收入/茅台（五粮液）终端价处于历史高位，即便18年也明显高于12年。在民间消费的驱动下，白酒行业开始结构性复苏，作为白酒景气度指向标的高端酒批价开始恢复上涨，而高端酒批价的上涨为次高端白酒打开了成长空间，次高端白酒逐渐成为民间消费升级的主流价位带，行业迎来高速增长，16-18年收入复合增速38%。

图 55: 2012-2018年中国人均名义GDP增长了62%



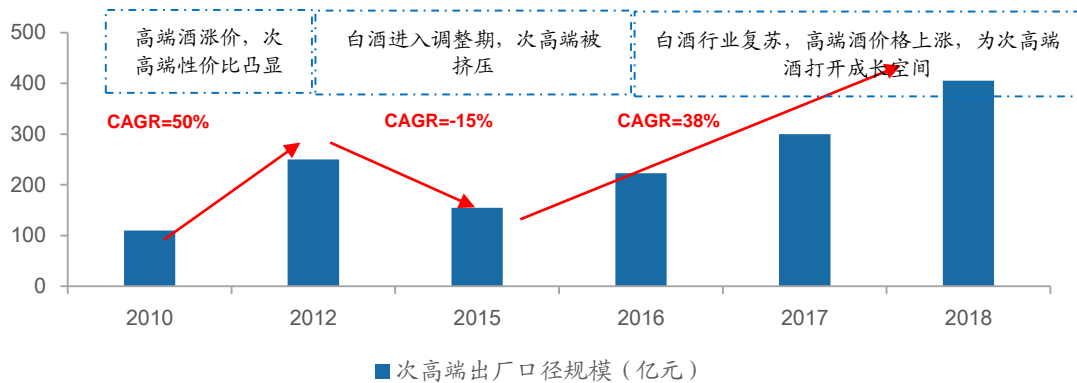
资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 56: 15-16年居民收入与茅五价格之比达历史高位



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 57: 次高端成长空间被打开，16-18年收入复合增速38%



数据来源: 产业信息网, 广发证券发展研究中心

### (1) 茅台市占率进一步提高，进入“无竞争对手”状态

飞天茅台确立其在白酒行业中的唯一性，进入“无竞争对手”状态。茅台在第二轮牛市中奠定了其高端酒龙头的地位，但主要以政务消费为主，大多数民间消费者无法购买也难以消费，其产品触及人群受限。但2013-2015年，三公消费占比大幅缩减，茅台经过新一轮招商和渠道下沉，叠加价格出现断崖式下跌激发了民间的消费，产品触及人群得到新一轮的扩张。我们认为事后来，此次危机实际上是将茅台的品牌力由政务小圈层扩散至全社会的一次契机，彻底拉开了其与其他高端酒的

差距，其与第二大品牌的价差之比从1.4倍逐渐提升至2倍以上，在白酒行业中价差两倍基本已经进入两个不同的子行业。因此，13年之后，茅台正式确立其在白酒行业中地位的唯一性，进入“无竞争对手”的状态。

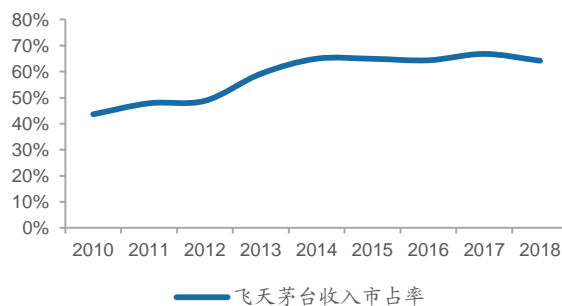
图 58: 飞天茅台价格“一骑绝尘”，与普五价差拉大



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

**品牌塑造: 从政务消费到民间消费, 是茅台“国酒”品牌地位的一次变现。**茅台在2013年之前消费集中在政务小圈层之中, 并未成为全社会范围内高端送礼和宴请的首选, 甚至民间消费者也难以买到真品。但2013年之后, 三公消费受限, 叠加白酒行业价格整体下跌后使得激发了民间消费需求。因此13年之后茅台消费群体迎来一次扩张, 品牌地位得到变现, 民间消费对高端酒的需求多数集中在了茅台身上, 且奢侈品本身存在价格的自循环, 价格越高, 需求越大, 因此, 13年茅台进一步拉大了对于其余高端品牌的差距, 在高端酒市场中的收入市占率进一步提升。

图 59: 高端酒中飞天茅台收入市占率得到进一步提升

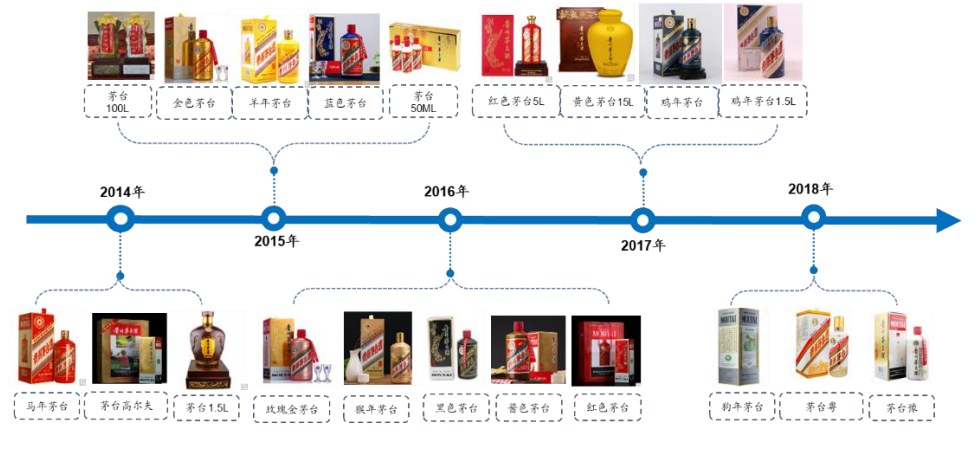


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

**产品战略: 非标产品实为对消费者的歧视性定价, 预示品牌垄断力量愈发强大。**13年之后茅台产品战略发生的最大变化是公司开始开发售价更高的非标产品。我们认为非标产品是公司品牌垄断力量的一种体现, 是对消费者的价格歧视: 就同一种产品, 对于愿意付高价的消费者卖高价, 愿意付低价的消费者卖低价, 并使用生肖、颜色、容量等方式将不同消费者区分开来。从经济学视角来看, 该种行为也仅仅有垄断

型企业可以做到，这是一种榨取消费者剩余、提升垄断企业自身盈利能力的一种方式。

图 60: 对于价格承受能力高的消费者定高价，并以生肖、颜色、省份等方式与飞天区分开来



资料来源：茅台官网，广发证券发展研究中心

**渠道建设：顺应民间消费趋势，主动进行招商推动渠道下沉。**13-14 年，茅台面临政务消费需求减少的问题，为保持收入增长，重新开始了一轮招商。尽管对于经销商而言，当时经销茅台基本不赚钱甚至亏损，但出于对茅台品牌力的认可和未来盈利的预期，经销商仍旧打款。而茅台也通过此轮招商，渠道进一步下沉，顺应了民间消费大幅增长的趋势，将自己的消费人群顺利的从政务小圈层迁移至全社会层面。

表 14: 茅台于2013年起多次招商，进行渠道扩张

时间	经销商政策
2013.7	当年以 999 元/瓶进货 30 吨飞天茅台，一次打款 6365.6 万元，次年就可成为茅台经销商，享受 819 元/瓶的出厂价
2013.11	方案 1: 凡原有老经销商在 12 月底前按 999 元/瓶打款进货一吨飞天茅台酒，可再按 819 元/瓶配给 20%，明年这 20% 自动增加到经销商计划内，以此类推
2013.11	方案 2: 凡在 12 月底前按厂价 819 元/瓶打款进年份酒一吨，明年按 819 元/瓶增加一吨飞天茅台的计划，以此类推
2014.4	两年内卖出 20 吨飞天茅台就能获得经销商资格。20 吨飞天茅台中，有 85% 的飞天茅台产品进货价格为 999 元/瓶，15% 的产品为 819 元/瓶
2014.6	在空白市场区域，经销商以团购价 999 元/瓶向公司采购 1.5 吨飞天茅台，随后再以经销价 819 元/瓶向公司采购 3 吨，即可具有经销商资格

数据来源：同花顺财经，广发证券发展研究中心

## (2) 五粮液“二次创业”，新任董事长开启全面改革

**新任高管17年开启“二次创业”，推进全面改革奋起直追。**高端酒的整体繁荣以及茅台供不应求批价高涨为五粮液带来了良好的改革背景。在面临与茅台差距越拉越大的背景下，五粮液新任董事长作为空降高管，并无太多利益纠葛，甫一上任，对品牌、产品、渠道及人事就开启了全面的改革。



**品牌塑造：系列酒聚焦4+4品牌，减少对主品牌的拖累。**对于五粮液来说，其品牌的塑造与其系列酒产品息息相关，历史上系列酒产品杂乱无章对主品牌稀释严重。2017年5月对系列酒提出4+4品牌战略，即聚焦五粮醇、五粮春、绵柔尖庄、五粮头特曲四个全国大单品以及五粮人家、百家宴、友酒与火爆四个区域大单品（其中尖庄和五粮人家、百家宴、友酒以及火爆为1+4自营品牌）。

表 15: 系列酒确定“4+4”品牌

产品名称	价位段	产品定位
绵柔尖庄	10-30 元/125ml	全国化中低端系列酒的塔基产品，10 亿级大单品。
五粮醇	淡雅 50 度 66 元/500ml	十亿级大单品
五粮春	50 度 248 元/500ml	十亿级大单品
五粮头曲	头曲 98 元/500ml	十亿级大单品
五粮特曲	特曲 228 元/500ml	
火爆	99 元/6*475ml	定位年轻化消费与小酌场景。
百家宴	79 元/475ml	区域性中端酒，定位宴席消费市场。
五粮人家	200-300 元/500ml	瞄准区域名酒具有优势的中高端价位。
友酒	52 度 399 元/500ml	凸显社交属性的次高端产品

数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

**产品战略：1+3 战略聚焦普五大单品，生产改革提升优质酒率。**对于高端产品，新任管理层将原有的“1+3+5”产品矩阵深化为“1+3”体系，即做精做细一个普五、在“高端化”、“时尚化”与“国际化”三个维度上打造高端五粮液，对普五更加的聚焦。在 17 年 5 月便开始改革生产系统，计划优质品率三年内提高至 15%（17 年约 10%）。据中国企业报，2017 年五粮液新建 10 万吨原酒产能，为未来高端产能释放奠定基础。同时扩充原酒贮藏容量，计划将高端酒由储存一年提高至储存三年，全面提升产品品质。

**渠道建设：提升小商占比优化经销商结构，推进万店工程直面终端。**17 年开始，五粮液对经销商结构进行了一定程度的优化，新招了一批小商，17 年全年新增经销商 234 家，平均在 3-4 吨，新增专卖店客户 400 余家，大商销量占比从 16 年的 40% 下降至 18 年的 30% 左右。同时推进“万店工程”建设，计划通过筛选一批社会化终端对陈列、装修和品鉴等工作标准化和细化，至 19 年初已经纳入 2 万余家社会化终端。同时公司也加大了对于数据化系统的投入，17 年 11 月与 IBM 签订协议推进三大信息化平台的建设。

表 16: 新任管理层上任后对于渠道进行改革

	线下营销战略	具体规划
2017.06	万店工程开始推进	“百城千县万店”工程是为实现五粮液向终端营销的转型，在上百个大中城市、上千个重点县区建设上万家核心销售终端，包括依托专卖店、旗舰店和社会有影响力的销售终端。
2017.11	五粮 e 店开业	“五粮 e 店”线上线下一体化连锁新零售终端，在北上广等六城六店同步启动运营测试，“五粮 e 店 APP”同步上线。

2017.12	与 IBM 签署战略合作协议	借助 IBM 领先的云计算、大数据、区块链、人工智能等技术，在酒类等领域开展深入合作。
2018.06	成立了中国酒业大数据中心	公司联合中国酒协、电子科大、浪潮成立了中国酒业大数据中心，该中心集中国酒业数据获取、处理、共享、分析、挖掘、应用和产业化为一体，为公司与行业的发展提供数字化支持。
2018.06	三大信息化平台	建设数字化物流平台、全渠道互联网平台、大数据营销决策平台，用于监控管理和服务全渠道以及制定营销决策。

数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

### （3）外资背景中国团队、渠道革新引领行业，水井坊“困境反转”

水井坊改革力度最大，降价进入次高端性价比凸显、渠道革新引领行业。水井坊是这一轮中改革力度最大的次高端酒企：1）水井坊2000年左右推出时定位高端，至15年公司直接降价进入次高端价位带。2）作为唯一一家外资控股主流白酒企业，水井坊的优势是激励制度充分，但过去一直由外籍人士担任高管。15年水井坊聘请中国籍高管范祥福担任董事长，其此前担任大理啤酒总经理，具有丰富的快消品运作经验，并给予管理层充分的激励（以虚拟股票方式发放递延奖金）。在15年水井坊开始对渠道进行一系列革新，15年当年便扭亏为盈。

表 17：水井坊给予管理层充足的激励制度

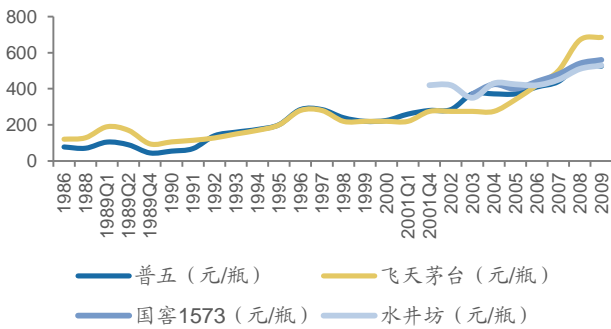
发布时间	形式	实施周期	作用	实际计算方式
2016年4月	虚拟股票	3年	个人激励与公司业绩绑定激发了管理层积极性	实际计算方式按“实际授予虚拟股数×授予当年全年的平均收盘价×支付系数”计算（税前），其中支付系数与公司综合业绩指标达成率挂钩，综合指标达成率（%）=（实际净销售额/目标净销售额）×30%+（实际净利润/目标净利润）×30%+（实际 OCC/目标 OCC）×40%（OCC 为现金转换率）

数据来源：《水井坊：关于递延奖金计划相关事项的补充公告》，广发证券发展研究中心

**品牌塑造：降价进入次高端价位段，品牌力名副其实。**水井坊虽然在15年之前定位高端酒，但与茅五泸相比，其文化底蕴尚不支撑其高端酒定位，因此销量收入规模一直较小。13年行业进入调整期后便开始出现亏损。13-14年连续两年亏损使其面临退市风险，13年公司推出新品臻酿八号，定价300-400元，14年水井坊将井台从800元价位带下调至400-500元价位带。尽管直接降价牺牲品牌力，但是也是更加符合实际的行为，突出了产品的性价比。

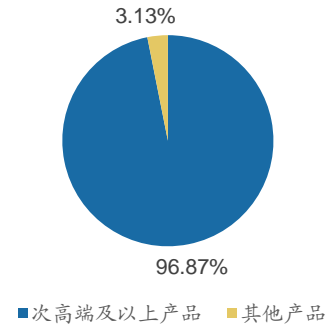
**产品战略：两大单品定位次高端，充分享受行业高增长。**从产品结构来看，水井坊是最“纯粹”的次高端酒企，其次高端及以上产品占比95%以上（2018年数据），预计井台和八号两款次高端大单品占比90%以上。充分受益次高端行业的高弹性。

图 61: 水井坊2000左右推出定位高端酒



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

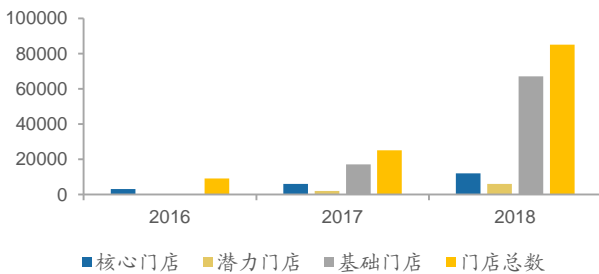
图 62: 水井次高端及以上产品占据收入的95%+



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

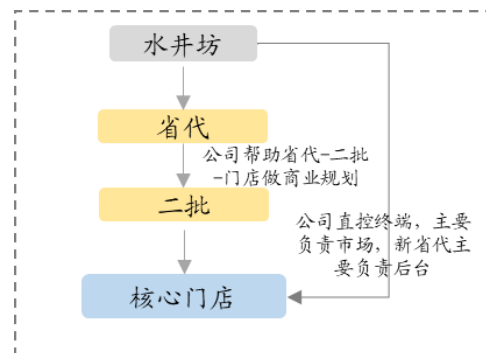
**渠道建设: 首创“核心门店”制度, 高渠道利差下迅速增长。**公司15年之前采用总代制度, 15年开始将部分省份试点新总代制度。该制度下, 公司以高利差换取总代手中的二批和核心烟酒店资源, 并直接对接服务核心烟酒店, 总代则逐渐弱化为物流仓储商。由于产品规模尚小, 公司给予渠道利润率高达20%左右, 在高利润驱动下, 公司核心门店迅速增加, 17-18年两年时间内翻两番。门店的增长推动公司业绩高速增长。

图 63: 水井坊核心门店两年内翻两番



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 64: 新省代本质是厂家以高利差换取总代资源



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 3. 经济去杠杆叠加“贸易战”, 行业短暂调整, 白酒股普遍下跌 30%-60%

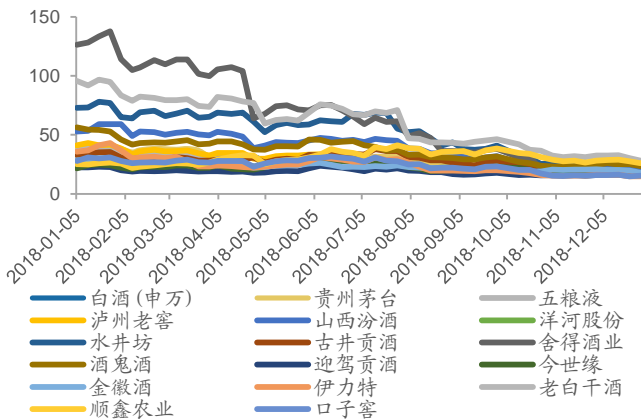
经济去杠杆叠加“贸易战”影响需求, 18Q3 上市酒企业绩增速普遍有所放缓。2018 年监管层主动去风险, 推进“去杠杆”政策, 宏观总杠杆率扩张放缓, 但也对实体经济产生了一定的负面影响。叠加 18 年与美国的“贸易战”愈演愈烈, 对企业信心产生了一定负面影响。三季度白酒需求出现放缓, 酒企自身也主动控制渠道库存, 导致三季度酒企业绩普遍放缓, 加上资本市场对于经济前景不确定性增加, 上市酒企估值跟随大盘下跌, 出现“戴维斯双杀”。白酒股普遍下跌 30%-60%, 第三轮牛市终结。

表 18: 白酒板块单季度归母净利润同比增速于18Q3普遍放缓

公司	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
白酒板块	36.71%	46.24%	11.81%	41.22%
贵州茅台	38.93%	41.53%	2.71%	47.56%
五粮液	38.35%	55.20%	19.61%	43.59%
泸州老窖	32.74%	35.67%	45.49%	31.05%
山西汾酒	51.82%	69.50%	60.24%	38.18%
洋河股份	26.69%	31.28%	21.53%	2.96%
水井坊	68.01%	404.01%	51.56%	26.66%
舍得酒业	102.55%	286.81%	223.55%	42.86%
酒鬼酒	68.88%	13.55%	38.46%	3.25%
古井贡酒	42.50%	120.61%	46.14%	25.12%
老白干	80.97%	1058.63%	41.42%	126.83%
伊力特	8.42%	88.12%	-21.83%	42.83%
金种子酒	17.13%	-13.51%	-3912.87%	3024.29%
顺鑫农业	94.61%	103.98%	99.25%	25.13%
今世缘	31.79%	31.22%	35.45%	3.61%
迎驾贡酒	12.46%	40.50%	18.04%	17.47%
金徽酒	6.63%	29.40%	-91.92%	28.73%
口子窖	37.20%	43.15%	8.77%	84.00%

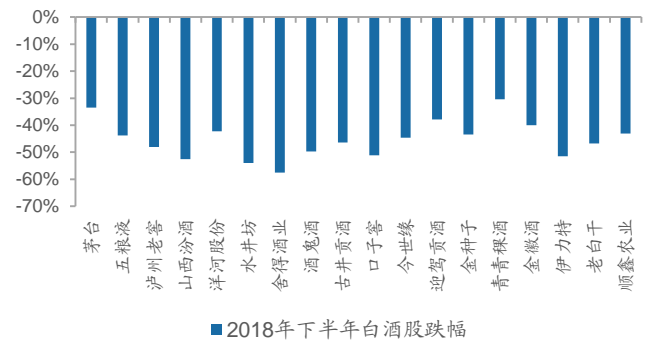
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 65: 18H2白酒股估值从高位下降



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 66: 18H2白酒股普遍下跌30%-60%



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、第四轮牛市，受消费升级驱动，预计高端茅五泸 4 年有望上涨 2 倍左右

1. 第四轮牛市，与之前周期类似也有望持续 3-5 年，我们预计茅五泸 4 年有望上涨 2 倍左右

消费升级驱动下白酒板块迎来第四轮牛市，有望持续 3-5 年。18Q4 宏观政策由

“去杠杆”转为“稳杠杆”，一系列的减税降费措施也使得企业信心恢复，消费预期好转。白酒行业在19年再次演绎“戴维斯双击”行情，白酒板块1-9月上涨1倍，其中五粮液上涨1.6倍、酒鬼汾酒等次高端上涨1.2-1.5倍，领跑板块。GDP增速平稳放缓，但消费对GDP增长的贡献率在提升，所以只要宏观经济不失速，消费升级趋势将延续，高端、次高端酒的需求就能稳定提升。民间消费升级无政治打压的风险，因此在不发生经济危机的前提下，我们预计本轮牛市可能持续时间更长；考虑到历史上每轮牛市基本都会持续3-5年，因此我们预计本轮牛市也会至少持续3-5年。

图 67: 19年1月以来申万白酒行业指数涨幅78.08%

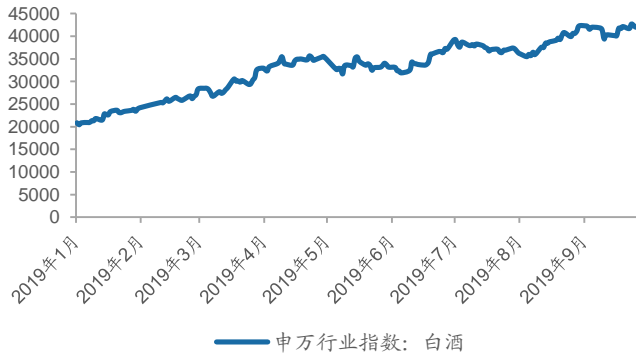
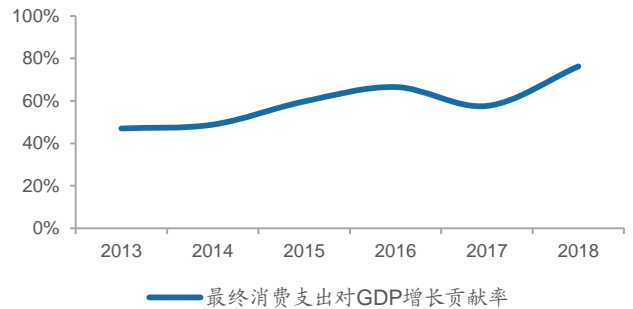


图 68: 消费对GDP增长贡献率持续上升



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

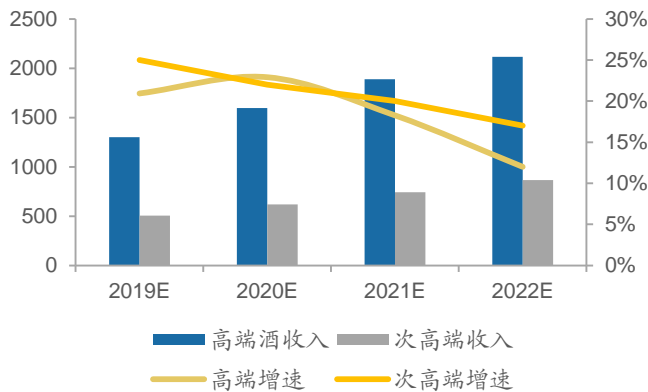
表 19: 19年至9月底高端、次高端板块戴维斯双击，五粮液上涨1.6倍、酒鬼汾酒等次高端上涨1.2-1.5倍，领跑板块

公司	19年1-9月股价涨幅	19年H1收入增速	19年H1业绩增速	19年1-9月估值(PETTM)涨幅	19年9月末市值(亿)
白酒板块	97.13%	19.33%	25.83%	60.03%	25,601.79
五粮液	164.45%	26.75%	31.30%	103.20%	5,038.33
酒鬼酒	151.41%	35.41%	36.13%	108.87%	128.51
山西汾酒	128.47%	22.30%	26.28%	85.55%	673.78
今世缘	127.75%	29.40%	25.23%	89.09%	405.45
古井贡酒	120.76%	25.19%	39.88%	70.64%	579.14
泸州老窖	119.12%	24.81%	39.80%	66.96%	1248.26
顺鑫农业	117.47%	16.36%	34.64%	67.22%	386.91
贵州茅台	94.84%	16.80%	26.56%	55.14%	14,446.27
口子窖	70.28%	24.19%	22.02%	32.68%	334.68
迎驾贡酒	66.56%	18.82%	16.42%	39.77%	174.64
金徽酒	55.11%	2.62%	-14.37%	64.30%	69.57
水井坊	49.95%	26.47%	26.97%	24.94%	221.41
金种子酒	38.11%	-7.80%	-629.21%	-87.69%	41.64
舍得酒业	33.40%	19.87%	11.81%	18.12%	101.22
老白干酒	32.91%	34.33%	32.67%	-0.68%	112.25
伊力特	27.20%	-5.72%	-6.38%	16.59%	72.46
洋河股份	17.26%	10.01%	11.52%	6.18%	1,567.27
沪深300	28.46%				

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

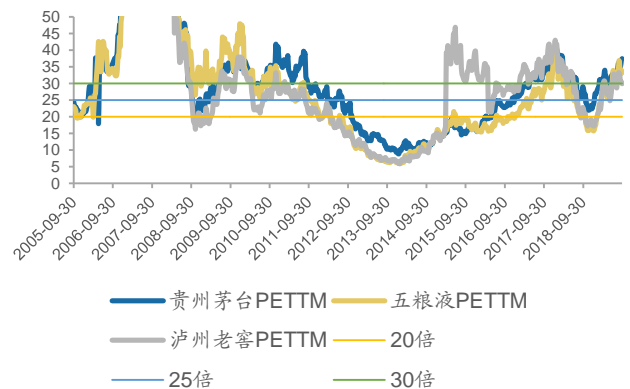
第四轮牛市中最好看高端酒板块，我们预计高端酒板块总市值4年有望上涨2倍左右。我们预计高端酒、次高端未来4年收入CAGR为18%、21%。但高端格局更好，增量将全部被三家龙头分享。我们做出如下假设：1) 高端酒价格提升会带动净利率提升，业绩增速会略快于收入，预计在20-25%之间；2) 回顾高端酒板块估值水平，一般低于20倍PE属于低估区间。民间消费稳定性强，我们预计高端酒合理PE至少在25倍以上。2018年三家高端酒归母净利润合计521亿，19年初合计市值为约1万亿（19Q3约2万亿）。如果按照22年26倍估值、业绩复合增长率为22%，则至22年高端酒板块合计市值为3万亿左右，较19年初的1万亿上涨约2倍。

图 69: 我们预计高端、次高端行业稳定扩容，19-22 年CAGR分别为18%、21%



资料来源：广发证券发展研究中心

图 70: 高端酒板块合理PE应该在25倍以上



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

表 20: 高端酒板块股价涨幅敏感性测试，以19年初市值为基数

	市值涨幅（19-22年）	PE 估值（对应 22 年）		
		25	26	27
业绩 CAGR（19-22年）	20%	169%	180%	190%
	22%	187%	199%	210%
	24%	206%	219%	231%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

## 2.以空间、格局和改革力度三维度判断，首推高端酒茅五泸

复盘三轮牛市，大牛股一般处在扩容的空间、优异的竞争格局，叠加其自身的改革。回顾历史三轮牛市，每轮的白酒大牛股往往具备以下三个特征：第一，酒企所处子行业空间处在扩容阶段。第二，优异的竞争格局，第三，酒企自身具有改革，成为股价上涨的催化剂。

1) 第一轮牛市，“入世”后经济腾飞催生政商务消费，而政商务消费基本聚焦在高端酒上，行业扩容迅速；届时高端酒中仅有为数不多的三个品牌（茅台、五粮液、国窖），格局优异；茅台与老窖正处在自身改善、相对品牌地位提升的过程中，因此涨幅领跑行业，相对应的，五粮液由于当时与经销商关系恶化、关联交易事项影响，自身相对品牌地位下降，所以落后于茅台老窖。

2) 第二轮牛市,“四万亿”投资后政务主导白酒消费,各价位段全线扩容,但次高端和地产酒之前受到高端酒挤压,因此扩容速度更快;地产酒中徽酒营销水平最高,安徽消费扩容的增量基本被当地地产龙头分享,格局优异;次高端洋河天之蓝复制其海之蓝的成功路径,酒鬼酒和汾酒则进行了较大程度的自身改革,业绩弹性充分体现。

3) 第三轮牛市,三公消费被打压后民间消费承接,消费升级推动高端、次高端扩容。高端酒中茅台确立其地位的唯一性,价格涨幅远超五粮液,价差拉升至2倍,实际上已无竞争对手;五粮液新任董事长上任后则开启了全面改革。次高端行业正处在快速成长期,竞争尚不激烈。水井坊改革最为彻底,且激励机制优异,引入中国籍高管具有酒水运作经验,因此迅速扭亏为盈,业绩高速增长,充分体现次高端的弹性。

表 21: 白酒四轮牛市中大牛股特征

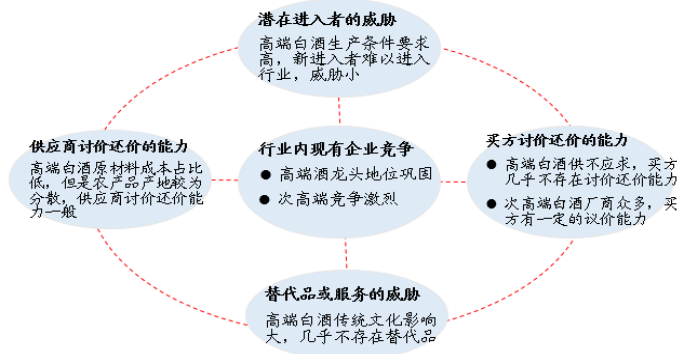
		驱动因素	竞争格局	行业地位	改革措施
第一轮	茅台	入世后经济高速发展推动政商务消费需求	寡头垄断	高端酒龙头	品牌地位提升明显,逐渐超越五粮液
	泸州老窖				成功挤入高端酒阵营
第二轮	古井贡酒	“4万亿”投资下政务消费崛起	垄断竞争	徽酒龙头	更换管理层,推出年份原浆
	金种子				聚焦主业,渠道下沉
	洋河股份		垄断竞争	次高端龙头	聚焦次高端天之蓝,发力团购渠道全国化扩张
	酒鬼酒		垄断竞争	次高端龙头	实控人更换,经营步入正轨
	山西汾酒		垄断竞争	次高端龙头	管理层更换,主动进行改革
第三轮	茅台	民间消费崛起	寡头垄断	高端酒龙头	奠定行业的唯一性,已无竞争对手
	五粮液		寡头垄断	高端酒龙头	新任董事长开启全面改革
	水井坊		垄断竞争	次高端龙头	管理层更换、产品和渠道改革
	洋河股份		垄断竞争	次高端龙头	无明显改革措施,渠道强势,受益次高端行业红利
	古井贡酒		寡头竞争	地产次高端龙头	
第四轮	茅台	消费升级	寡头垄断	高端酒龙头	渠道直营化改革将利益收回上市公司
	五粮液		寡头垄断	高端酒龙头	改革深化,产品换代升级、渠道管理精细化
	泸州老窖		寡头垄断	高端酒龙头	品牌专营公司模式下灵活实行多种渠道模式,稳步扩张

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

以空间、格局和改革力度三维度来判断,首推高端茅五泸。1) 从行业空间来看,次高端行业未来5年复合增长率最快,高端酒行业其次,预计低端酒行业将会出现负增长,但光瓶酒行业仍会保持较快的增速。2) 从竞争格局来看,高端酒竞争格局最优,仅有三家企业,且茅五泸为高端酒中各细分价位龙头,各自之间竞争

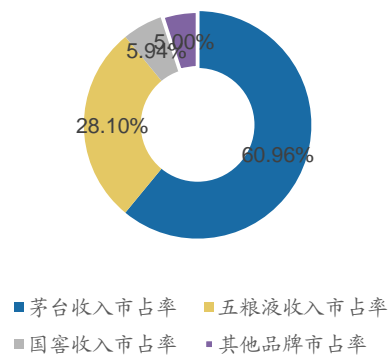
也不激烈。光瓶酒行业中牛栏山一家独大，市占率远超第二名，增长确定性高。随着地产龙头古井贡、口子窖及今世缘等次高端产品放量，次高端行业竞争愈发激烈。目前全国化次高端6家左右，预计未来主要布局在缺乏地产龙头的开放性市场，而渠道强势的地产酒龙头未来将垄断本省次高端市场。3) 从酒企自身改革力度上来看，五粮液对产品和渠道体系均进行大力变革，改革力度最大；茅台在反腐之后对渠道进行直营化改革；汾酒在国企改革后机制理顺；洋河面临新的竞争形势主动调整。高端酒板块预期增长虽然逊于次高端，但竞争格局最优，且茅五泸均一定程度上进行了改革。

图 71: 按照波特五力模型，高端酒竞争格局最优



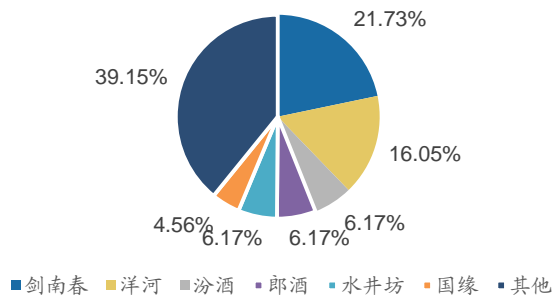
资料来源:《竞争优势》，广发证券发展研究中心

图 72: 2018年高端酒CR3为95%



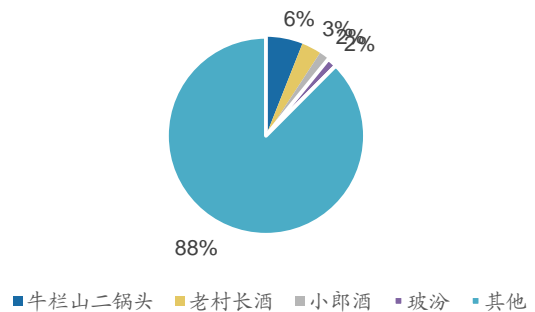
资料来源: 微酒，广发证券发展研究中心

图 73: 2018年次高端CR5为56%



资料来源: 产业信息网，微酒等酒媒，广发证券发展研究中心

图 74: 2018年光瓶酒牛栏山一家独大，市占率远超第二名



资料来源: 微酒，广发证券发展研究中心

### (1) 首推格局最优、稳定扩容且均进行改革的高端酒茅五泸

#### 贵州茅台: 新旧管理层交接，反腐之后进行渠道直营化改革

新旧管理层完成交接，贵州省政府基本控制茅台经营。中共十八大之后，中央从上至下反腐力度不断加强，从政府到国有企业一直维持高压反腐态势，贵州茅台管理层出现剧烈动荡，以袁仁国为代表的内部提拔的原管理层大都被立案调查或者调离茅台公司，以李保芳、李静仁为代表的贵州省派出干部已经掌握实权，基本控



制贵州茅台的经营。贵州茅台管理层稳定后，已经逐渐开始减少利益漏出现象，将利益收回上市公司。

**削减违规经销商，3000吨用于集团关联交易、其余预计主要用于上市公司直营。**据公司公告，18Q4和19H1茅台公司共取缔茅台酒经销商536家，据酒业家及我们估算，取缔经销商共回收茅台酒额度6000-7000吨左右，根据最新回复函，仅3000吨给予茅台集团用于关联交易，所获利润将用于解决贵州省所面临的的财政危机；另外3000吨则有望投放于自营、团购等符合公司营销战略布局的渠道和方式。据证券日报网，公司首批商超600吨已经落地；首批电商400吨也逐渐落地；其余2000吨预计主要用于公司直营店。直营渠道占比提升后有望增厚公司业绩。

**表 22: 18Q4和19H1分别取缔437和99家茅台酒经销商，回收额度约6000-7000吨**

	18Q4	19Q1	19Q2	合计
期末经销商数量	2987	2454	2415	
期内减少经销商数量	607	533	60	1200
茅台酒经销商数量减少	437	39	60	536
普香系列酒经销商数量减少	170	494	0	664

数据来源：2018年年报、2019年三季度报，广发证券发展研究中心

### 五粮液：渠道和产品体系大变革，推动公司品牌力回升

**品牌与产品方面：主品牌升级换代，系列酒持续清理，推动公司品牌地位回升。**19年下半年上市第八代普五，出厂价889元/瓶，至19年中秋国庆旺季零售价已经站稳千元价格带。19年公司还上市了超高端新品501五粮液，深入挖掘历史底蕴，拔高品牌力。公司杂乱的系列酒品牌分散了主品牌的核心竞争力，不适应新形势下的中高端酒竞争形势。19年以来，原有的三个系列酒公司整合成五粮浓香系列酒公司，系列酒品牌将持续清理整顿，聚焦4+4大单品。一系列改革措施推动公司品牌力回升。

**渠道方面：营销改革推动渠道扁平化，组织架构同步裂变。**2019年初公司7个营销中心裂变成21个营销战区和60个营销基地，7月份公司总部职能部门调整，进行事业部制改革，成立产品管理、终端管理、消费者运营管理等专业部门，以适应对渠道的扁平化管理。下半年新品上市之际上线积分扫码系统，扫码系统本质上为数字化渠道管理系统，通过经销商、终端、消费者扫码，获取在商品在各个阶段的销售数据，利用大数据监控、管理整个渠道的销售链条，掌握第一手的渠道分销、终端动销信息，防范窜货乱价，为销售管理策略提供指导。通过消费者扫码，建立会员体系，提供长期的会员增值服务；消费者扫码后，经销商和终端也会获得奖励。新系统的上线基本宣告五粮液“窜货”时代的终结。

**表 23: 五粮液三大信息化平台旨在监控商品流、费用流和行为流，并为营销决策提供依据**

平台	解决问题	具体方案
数字化物流平台	经销商管理、库存管理和市场秩序管理，监控管理的是商品流。	通过区块链技术、人工智能技术，从物流公司出厂，到仓库，到商家出货的整个过程，基本实现自动化跟踪。

全渠道互联网数字化平台	经销商、终端和消费者整个营销过程的管理， 监控管理的是费用流和行为流	能够了解整个营销过程中的问题，能够用及时反馈和完善改进企业工作，感知消费者和消费场景的变化，建立消费者、终端和经销商大数据库。
大数据营销决策平台	为管理层营销决策提供科学依据和数据基础， 帮助实现营销体系现代化转型。	针对营销的各个方面，通过通讯技术、网络技术和智能化技术实现数字化管理，促进营销体系转型和升级。

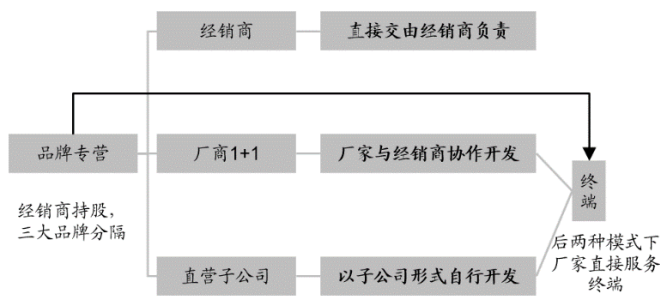
数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

### 泸州老窖：产品战略、营销体系迎来全面改革

实行“国窖”和“泸州老窖”双品牌管理战略，突出“国窖1573”和特曲60版两大高端、次高端单品。针对行业近两年发生的新的变化，公司对产品战略有所调整，将高端单品国窖和次高端单品特曲60版作为主打产品，顺应行业发展新趋势。国窖采取紧跟五粮液的追随战略，随着今年普五的批价上升，国窖批价也从年初710-720上升至目前790-800元左右，并于2019年8月下旬提计划外价格至820元。特曲60版定位400-500价位段，目前以团购渠道为主，进行全国化推广，19年全年目标10亿元以上，增长40%以上。窖龄酒则定位补充性产品。

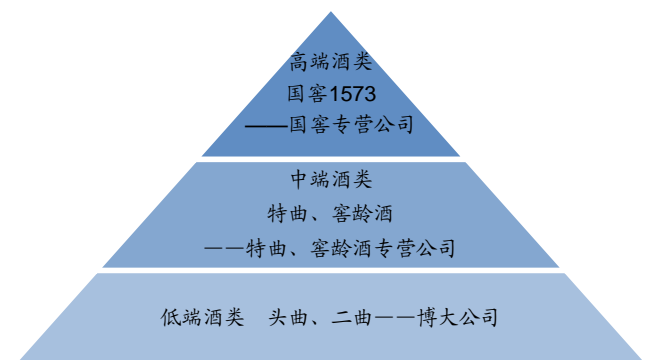
柒泉模式向品牌专营模式转变，渠道控制力显著增强。原有的柒泉模式是分区域进行销售，销售直接外包给柒泉公司，区域经销商通过入股形成利益共同体，但是这种渠道模式下，渠道链条较长，终端管控职能落在经销商，厂家终端掌控能力不强。而品牌专营模式是将20余支原有的营销团队统一整合成为国窖、窖龄、特曲、和博大4个品牌专营公司，专营公司由经销商持股，民营体制更加灵活，可根据市场成熟度、经销商实力大小因地制宜采用经销商、厂家1+1和直营子公司模式，后两种模式下厂家对市场的掌控力度显著增强。

图 75：品牌专营模式下，厂家对终端掌控能力强



资料来源：广发证券发展研究中心

图 76：四大品牌专营公司各负责不同价位段酒销售



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## (2) 其次推荐稳健扩容、格局有望优化的全国化和地产次高端龙头

次高端增速换挡后集中度有望提升，全国化和地产次高端龙头面临的格局有望优化。我们预计次高端板块仍会是未来5年增速最快的白酒子版块，但近两年来地产酒趁着行业风口争相布局次高端导致行业竞争有所加剧。预计随着行业增速逐年

放缓，行业集中度有望提升，全国化和地产酒次高端龙头将面临更好的竞争环境。主要的次高端龙头中，汾酒继续深化国企改革，洋河在面临新的竞争形势下主动改革，值得重点关注，其余次高端酒企也会持续受益行业扩容和格局优化。

### 山西汾酒：继续深化改革，推出股票激励，与华润协同有望加速

**继续深化改革，推出股票激励政策健全长效激励机制。**2018年底公司向高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员授予不超过650万股限制性股票，约占股本的0.75%。其中，首次授予397人共590万股，其中核心高管李俊等8人每人5万股，预留60万股。授予价格为每股19.28元。解除限售条件为2019-2021年ROE不低于22%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；以2017年为基数，2019-2021年营收增长率不低于90%/120%/150%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；2019-2021年主营业务收入占营收的比例不低于90%。

**引入华润战投目的在于推动公司持续改革，期待华润为公司带来业绩增量。**引入华润的最初目的实际上在于希望外部力量来带动公司的持续改革，以外部力量制衡内部力量；其次是希望在内部管理上借鉴华润，目前华润也已经派出了管理团队，陆续入驻了汾酒，并有专门项目组负责汾酒项目。最后才是借鉴华润的渠道，尤其是啤酒渠道只在夏季使用较多，而白酒的旺季在春节，渠道上也有所互补，尤其波汾比较适合快消品的渠道，据云酒头条，公司进行筛选后已经在辽宁和北京等地将波汾导入华润渠道。未来也有希望在华南等薄弱市场和华润联合推出专属产品。我们期待与华润的合作能够为公司带来业绩增量，并推动公司持续的改革。

表 24：华润已经派出（提名）部分高管入驻汾酒

汾酒入驻的华润系高管		
副董事长	简易	现任华润创业董事及首席执行官，华润啤酒执行董事，以及华润怡宝麒麟饮料董事
董事	侯孝海	现任华润雪花啤酒投资公司总经理
独立董事	张远堂	曾任华润雪花啤酒有限公司法律部总经理，现任北京盈科律师事务所合伙人律师
总经理助理	杨翔	曾任华润雪花啤酒营销中心总经理助理兼夜场拓展部总经理，现任华润雪花啤酒投资公司战略管理部副总监

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

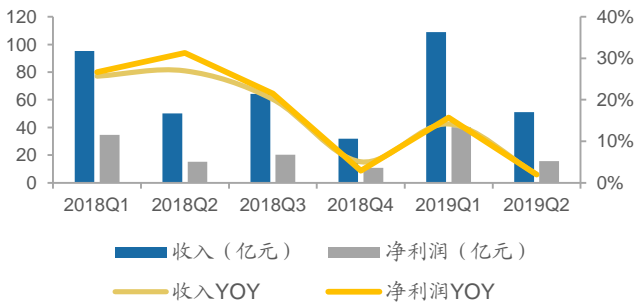
### 洋河股份：公司进入调整期，主动控货、更换销售主管积极应对

**19Q2收入利润明显放缓，公司进入短暂调整期。**19Q2公司收入同比增长2.08%，19H1省内收入同比增长2.99%，19Q2归母净利润同比增长2.03%。公司收入利润均出现明显放缓，进入调整期。在白酒龙头普遍实现双位数增长的背景下，公司业绩却大幅放缓，似乎陷入了发展的“困境”。理解洋河目前陷入的“困境”需要理解经销商在白酒行业中扮演的角色。经销商的生意模式是承担市场开发风险并获取一定的报酬，相当于出售自身当地人脉网络和运作能力，赚取酒厂给予的报酬；同时，报酬的高低与承担风险的大小是匹配的。而洋河酒厂擅长渠道营销，一定程度上已经承担了市场开发风险，将经销商弱化为配送商。既然经销商不承担风险，酒厂也不应当给予其较多的回报。对于部分运作能力强、人脉网络广的经销

商而言，其必然会寻找类似的竞品，以自身运作能力和人脉网络交换更高的报酬。

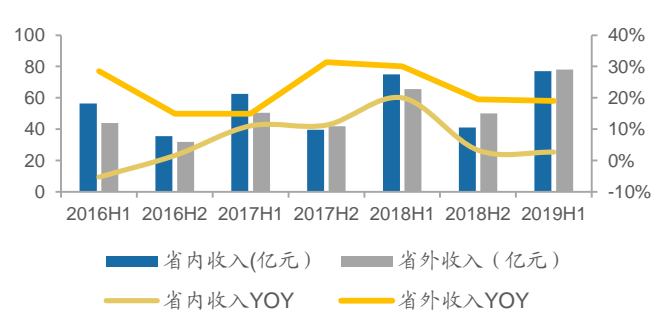
**公司更换销售主管，针对性的提出各项措施有望逐渐起效。**据公司公告，公司已经更换管理人员，由曾参与打造蓝色经典的刘化霜主管销售。且三季度以来也已经主动控货消化库存。洋河的渠道管控模式和发展经验，越来越多被酒水中同行学习，因此其他酒企也在逐渐缩小与洋河的差距。但我们认为良好的激励机制、优秀的管理团队，多年积累形成的企业文化才是公司的核心壁垒。公司自杨廷栋、张雨柏起打造的一整套运作多年并不断通过反馈更新的管理体系难以被复制，该套体系保障决策从管理层传达到1万家经销商和3万多名销售人员并准确执行。历经多年已经形成了公司的企业文化，能够不断根据行业的发展对自身战略及管理体系进行调整。除了控货消化库存之外，公司已经针对性的提出各项措施，预计将逐渐起效。

图 77: 19Q2洋河收入、净利润放缓明显



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 78: 19H1省内、省外增速回落明显



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 水井坊: 更换总经理并施行限制性股票激励, 凸显公司发展信心和决心

**总经理具有高端烈酒运作经验, 7月针对高管推出限制性股票激励计划。**面对次高端市场竞争逐渐加剧的现实, 公司于19年5月更换管理层, 由曾担任过保乐力加董事总经理的危永标出任总经理, 其高端烈酒的运作经验更加匹配次高端白酒行业。并于19年7月针对董事长、总经理及财务总监在内的13位高管推出了限制性股票激励计划。并在考核方式上设立两层业绩要求, 对于公司层面的考核为动态目标, 凸显了公司对发展速度超越优秀同行的决心; 对于激励对象层面, 分别对不同的对象设立不同的考核目标, 并突出关键指标负责人的重要性。水井坊作为为数不多的有全国化潜力的次高端品牌之一, 良好的激励制度为公司未来发展奠定了基础。

表 25: 限制性股票激励计划

		业绩考核目标
公司层面		
第一次解锁条件		2019-2020 营收增长率不低于对标企业 110%;
第二次解锁条件		2019-2021 营收增长率不低于对标企业 110%。
激励对象层面		
员工业绩考核指标	适用所有激励对象	考核合格及以上当期解除限售比例为 100%, 否则为 0%
战略性绩效考核指	适用关键指标负责人	若仅有一个目标, 则达成后当期解除限售比例为 100%, 否则为

标	0%
	若有两个目标，达成一个解锁 50%

数据来源：《水井坊：2019 年限制性股票激励计划实施考核管理办法》，广发证券发展研究中心

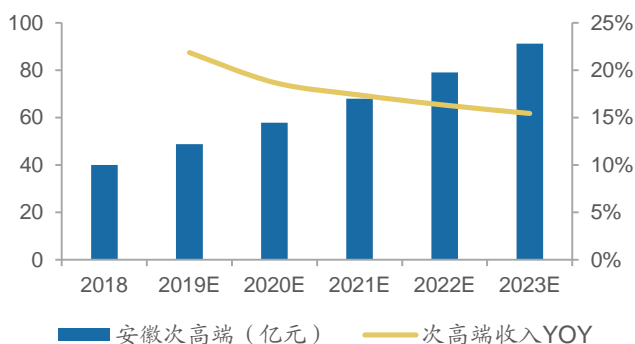
### 古井&口子&今世缘：资质最优的三家地产次高端龙头，受益省内消费升级

**古井贡酒：徽酒龙头，充分享受安徽消费升级。**安徽省会合肥消费水平一般领先全省3-5年，草根调研目前合肥主流价位段200元以上，占比20%+，我们预计未来5年安徽省200-500价位段占比会逐渐提升至25%，5年年均复合增速约18%。古井作为徽酒龙头，渠道强势、前置投入主动培育升级价位带，将充分享受行业消费升级。18年古井贡推出中国香系列G7/8/20，加码布局200-500价位段，我们预计未来产品结构会不断升级。公司近几年也加大了省外的布局：河南市场调整完毕后预计19年继续恢复性增长；湖北公司收购黄鹤楼之后输出渠道管理经验。省外所聚焦的市场均为开放性市场，我们认为公司未来有望逐渐成长为泛区域龙头。

**口子窖：加大力度抢占200-500价位段，经营稳健享受安徽消费升级。**18年以来，安徽消费升级开始逐渐向200元以上升级，口子窖在200-500价位段仅有10年和20年两款产品，面对竞争对手大力推新品加码次高端的情形下，口子窖在7月针对性的推出了两款新品初夏（268元/瓶）和仲秋（398元/瓶），以抢占增量市场。口子窖厂商一体的模式经营稳健，有望持续受益省内消费升级。

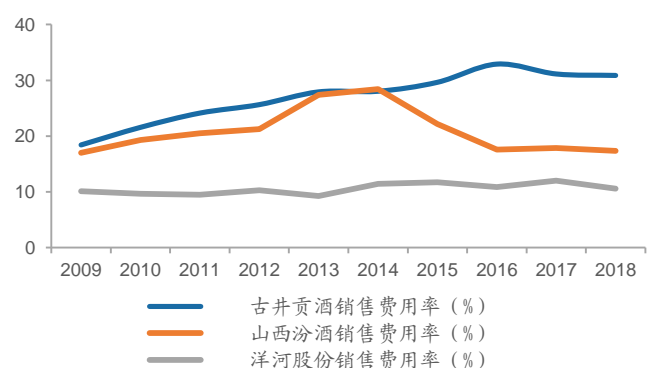
**今世缘：政务核心意见领袖认可度高、渠道厂商关系融洽，品牌势能进入上升空间。**今世缘长期以来通过各种途径与政府核心意见领袖互动，一直保持了在政务消费者中的良好口碑。16年以来江苏消费升级加速，商务消费和民间消费迅速升级至300元以上。公司通过核心意见领袖撬动商务和民间消费，同时与经销商关系融洽，且愿意向渠道让利，借助经销商的力量，品牌势能进入了上升轨道。公司主力产品与洋河错位竞争，品质对标竞品但价格略低于竞品，形成性价比优势。公司19年以来也开始储备高端V系新品，有望持续受益江苏消费升级。

图 79：预计安徽未来5年200-500价位规模 CAGR18%



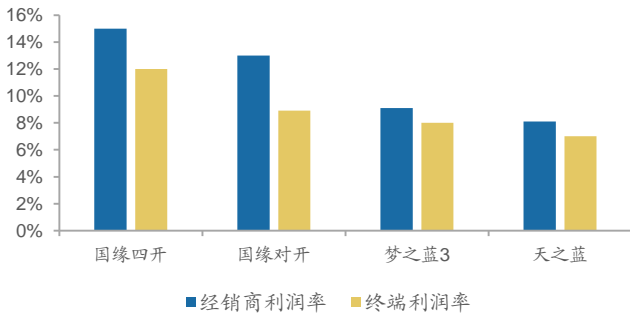
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图 80：古井前置投入较多，因此销售费用率较高



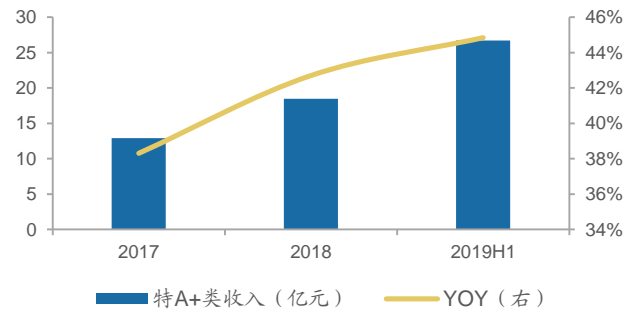
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图 81: 主力产品相较于竞品渠道利润率更高



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心, 注: 19H1 数据

图 82: 2017年以来今世缘特A+类加速增长

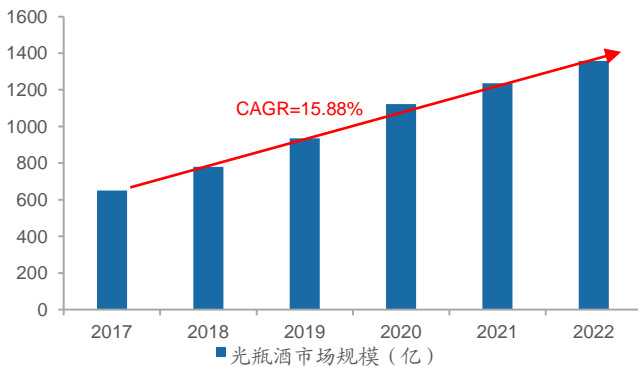


资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

### (3) 最后推荐格局优异、受益集中度提升的光瓶酒龙头牛栏山

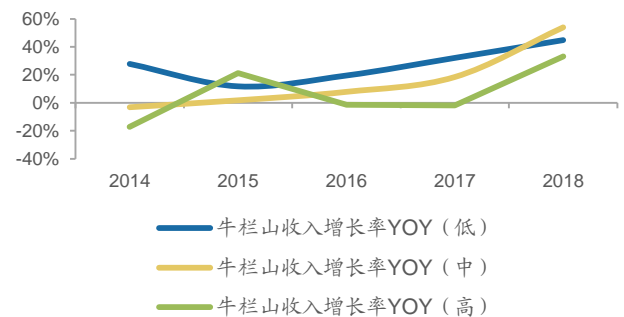
享受光瓶酒全国化扩张和地产酒结构升级两重红利，牛栏山有望保持稳健的收入增长。光瓶酒性价比高，随着乡镇级别的宴请逐渐从50-100的盒装酒上升至百元以上，预计未来百元以内将光瓶酒化，因此未来几年光瓶酒市场仍会保持稳健的增长。牛栏山作为行业龙头，将最为受益低端酒光瓶化的红利，预计未来几年将持续收割杂牌光瓶酒和散装酒市场份额。除此之外，牛栏山作为北京地产酒龙头，也享受北京民间消费升级的红利，据wind，北京户籍人口2017年1300余万人，而北京当地消费者对于牛栏山品牌认知度较高，这也是为何牛栏山各个价位段收入均能实现较快增长的原因。我们预计未来3-5年牛栏山仍能保持15%左右的复合增长。

图 83: 预计未来几年光瓶酒市场仍保持稳健增长



资料来源: 2017 光瓶酒白皮书, 广发证券发展研究中心

图 84: 牛栏山在各个价位段均保持了较快的增长



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

宏观经济放缓超出预期，会影响白酒商务消费需求；消费升级低于预期；食品安全风险。

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。