

信义山证 汇通天下

证券研究报告

白酒

清香型白酒深度报告

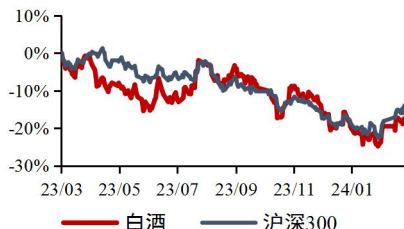
领先大市-A(首次)

清风徐来，水波渐兴

2024年3月4日

行业研究/行业深度分析

白酒板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票

评级

600809.SH 山西汾酒 买入-A

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourongl@sxzq.com

投资要点：

➢ 结构性驱动新周期，向优质白酒产区集中。1) 复盘白酒历次周期。中国白酒行业近70年的发展，经历了两轮主要起落，其中1989—1998及2005—2012年是两轮发展黄金期，1998—2004及2012—2015年是两轮调整期。宏观经济和基本面是引领板块行情变动的主要因素，除了12-13年三公消费限制导致板块深度调整外，外生系统性风险冲击下(如08年、18年)白酒板块调整基本与大盘指数同步。2) 启示：白酒扩张由量到价，白酒周期性在弱化。通过复盘白酒历史周期，白酒行业的景气度是由宏观经济、产业政策、人口因素、投资周期、信用周期及白酒自身库存情况等综合影响形成的，从而演绎出白酒行业周期性。①宏观经济与白酒具有较强的相关性，14年后消费成为拉动经济增长最主要的动力，投资活动影响弱化；②产业调整与产能周期相关，白酒行业2014-2021年量缩价涨，结构驱动，2022年新一轮产业调整开启；③库存方面，由于需求处于弱复苏，我们认为当前白酒行业处于去库存的后半段，在主动去库和被动去库之间；④企业层面：白酒周期性弱化，酒企通过提升管理能力平滑业绩周期性。3) 本轮周期酒企分化加剧，清香龙头有望穿越周期。

➢ 白酒香型变迁，汾酒带动清香回暖。1) 三大香型之一，清香正在起势。酱香型、浓香型和清香型是我国白酒市场上最主要的三大香型，而在清香龙头汾酒的引领下，清香型白酒已爆发出强劲的增长势能，清香型白酒以“汾老大”为代表的，引领着整个清香品类的发展，未来2-3年，清香型占比会从现在15%左右增长至20%左右。2) 清香白酒强调一清到底，按酿酒工艺来分主要包括三大工艺类别，分为大曲清香、小曲清香、麸曲清香，大曲清香为主流。3) 竞争格局比较分散，腰部企业乘势提速。当前，清香白酒的市场规模已达900亿元，在全国白酒市场占比约15%，全国化格局初具雏形。但是清香型白酒企业竞争格局集中度相对浓香、酱香较低，前期以牛栏山、红星二锅头、衡水老白干、青稞酒为代表的清香品类整体结构偏低，相较于浓香、酱香整体品类产值贡献低及市场扩张乏力的掣肘，清香品类整体发展的增速较慢。此外价格和区域格局方面，低端占据清香大盘半壁江山，清香过早实现了品类多元、价位多元、产区多元，造成了清香的“燃点”不集中，整体上热度不够突出或集中。

➢ 汾酒引领发展势能，清香属于温热。1) 历史上清香热是由明清时期“汾酒酿造技艺”的传播和新中国建国后“四方结队学汾珍”造就的，前者是晋商带动的，后者是现代科技和质量管理的突破，属于光瓶热、低端热。90年



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

代后因战略定位不适当、品牌营销投入不足等原因，清香型白酒的市场主导地位逐渐被浓香型白酒代替。2) **清香目前还处于蓄势阶段，龙头形成期。**从白酒的品类发展轨迹来看，需要经历三个阶段，第一阶段是头部品牌的带动；第二阶段是泛头部品牌（或产区品牌）的共赢；第三阶段是整个品类的普涨。所以，从表现上看，“汾酒热”先是带动了“产区热”，然后才带动整个清香品类酒企的发展。虽然大部分清香企业随着汾酒复兴带来的清香氛围，但是新的机遇面前，清香目前还处于蓄势阶段。3) **清香能否复制酱香热。**无论是大产区的价值表达，还是品牌第二阵营的支撑，亦或是对全价格带的布局，目前清香品类都很难复制酱酒品类崛起的发展路径。

➤ **清香型白酒行业复兴之路。**1) **核心产区赋能，清香白酒腾飞。**一个品类走向大热需要一个“产区性组织”进行“系统性驱动”，未来形成吕梁产区为核心，多产区并行的清香产区模式。目前，清香型白酒正迎来了“向上产区崛起、向下品牌新生”的机遇，而培育杏花村汾酒专业镇，正是助力核心产区崛起。2) **一高一低带中间，清香复兴结构特征。**青花系列已具备体量优势，带动清香价值回归，低端消费迭代推动，形成品类替代升级潮，而当前市场上，汾酒的玻汾正在全面崛起，成为中高线品质光瓶酒领跑品牌。3) **清香新国标执行，催动升级的步伐。**清香新国标实施后，精致“品质表达”，强化清香产品商务占位，助推结构化升级。4) **资本助推，清香品类步入发展快车道。**

➤ **重点公司推荐：**山西汾酒

风险提示：宏观经济波动风险，行业竞争风险，产业政策风险，山西汾酒相关风险

目录

1. 结构性驱动新周期，向优质白酒产区集中.....	7
1.1 复盘白酒历次周期.....	7
1.2 启示：白酒扩张由量到价，白酒周期属性在弱化.....	10
1.3 本轮周期酒企分化加剧，清香龙头有望穿越周期.....	15
2.白酒香型变迁，汾酒带动清香回暖.....	17
2.1 三大香型之一，清香正在起势.....	17
2.2 大曲清香为主流，强调一清到底.....	19
2.3 竞争格局比较分散，腰部企业乘势提速.....	21
3. 汾酒引领发展势能，清香属于温热.....	24
3.1 “汾酒酿造技艺”的传播以及质量的提升，带动 90 年代前清香热.....	24
3.2 清香目前还处于蓄势阶段，龙头形成期.....	26
3.3 清香能否复制酱香热.....	28
4. 清香型白酒行业复兴之路.....	31
4.1 核心产区赋能，清香白酒腾飞.....	31
4.2 一高一低带中间，清香复兴结构特征.....	34
4.3 清香新国标执行，催动升级的步伐.....	35
4.4 资本助推，清香品类步入发展快车道.....	37
5. 重点公司推荐：山西汾酒.....	37
6. 风险提示.....	39

图表目录

图 1： 中国白酒产量变化趋势（万千升）	7
图 2： 白酒香型分布情况.....	8

图 3: 2005-2012 年白酒累计涨跌幅.....	9
图 4: 茅台历年价格.....	9
图 5: 12-15 申万白酒累计涨跌幅.....	9
图 6: 13-15 年主要酒企总营收复合增速 (%)	9
图 7: 白酒消费结构变化.....	10
图 8: 2016-2022 年申万白酒累计涨跌幅.....	10
图 9: 申万白酒营收增速与 GDP 增速情况 (%)	11
图 10: 消费对 GDP 增长贡献率 (%)	11
图 11: 规模以上白酒企业收入情况.....	12
图 12: 规模以上白酒企业利润情况.....	12
图 13: 白酒产量(万千升)	12
图 14: 白酒销量(万千升)	12
图 15: 规模以上白酒企业数量.....	12
图 16: 白酒行业集中度.....	12
图 17: 白酒行业预收账款和营业总收入情况.....	14
图 18: 基钦周期的四个阶段.....	14
图 19: 库存相对水平与需求情况.....	14
图 20: 五码合一流程图.....	16
图 21: 白酒香型变迁情况.....	17
图 22: 清香白酒市场份额情况.....	18
图 23: 清香型白酒分类代表产品.....	19
图 24: 清香不同曲分类.....	19
图 25: 大曲清香白酒的工艺流程.....	20

图 26: 清香板块价格带格局.....	22
图 27: 清香白酒八大产区.....	23
图 28: 汾酒的起源.....	24
图 29: 万里茶路传汾香.....	25
图 30: 白酒品类发展轨迹.....	27
图 31: 赤水河流域酱酒企业分布.....	28
图 32: 酱酒与白酒行业产能和利润占比情况.....	29
图 33: 白酒各地产量情况.....	32
图 34: 汾阳市白酒产量占山西全省产量 80%.....	33
图 35: 白酒产业贡献汾阳市 50% 的 GDP.....	33
图 36: 光瓶酒的四个阶段.....	35
图 37: 玻汾销售情况.....	35
图 38: 2021 年中国光瓶酒行业市场份额.....	35
表 1: 1949-1978 年全国评酒会.....	7
表 2: 白酒渠道、营销方式变迁.....	14
表 3: 白酒香型代表.....	17
表 4: 清香白酒分类特征.....	19
表 5: 清香白酒分品牌市场规模情况.....	21
表 6: 清香高端白酒上市时间.....	22
表 7: 清香型白酒的由来.....	25
表 8: 主要酱酒企业数据.....	30

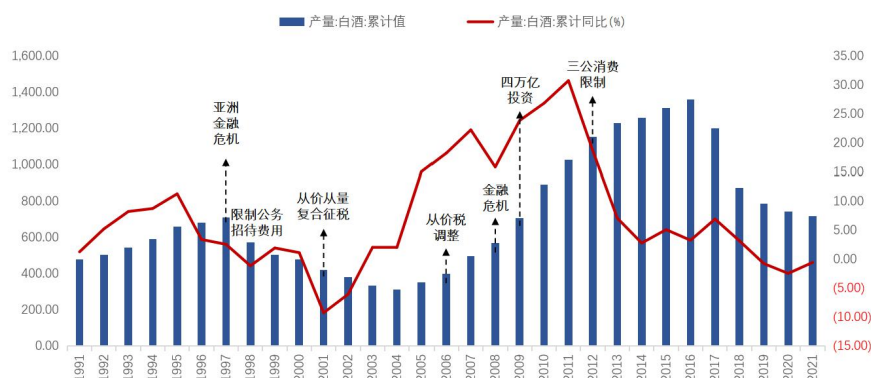
表 9：省市县政府支持专业镇发展政策文件.....	33
表 10：清香白酒产区外溢效应体现.....	34
表 11：清香新国标感官要求新旧标准对比.....	36
表 12：市场战略变化情况.....	38

1. 结构性驱动新周期，向优质白酒产区集中

1.1 复盘白酒历次周期

中国白酒行业近 70 年的发展，经历了两轮主要起落。其中 1989—1998 及 2005—2012 年是两轮发展黄金期，1998—2004 及 2012—2015 年是两轮调整期。1)白酒发展初期(1949-1978)：形成八大名酒，三大香型。从 1949 年到 1978 年是白酒产业发展初期。这段时间，因白酒税收占国家税收的比例较大，白酒产业是国民经济的重要支柱，国家领导人对传统白酒的发展十分重视。行业发展取得了巨大的成果，白酒的技术改造取得突破性进展，茅台试点、汾酒试点、泸州老窖试点等项目的开展，最终诞生了清、浓、酱三大基本香型。在 1963 年全国第二届全 国评酒会上，五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒 上榜，这也是现在人们熟知的老“八大名酒”。

图 1：中国白酒产量变化趋势（万千升）



资料来源：wind，山西证券研究所

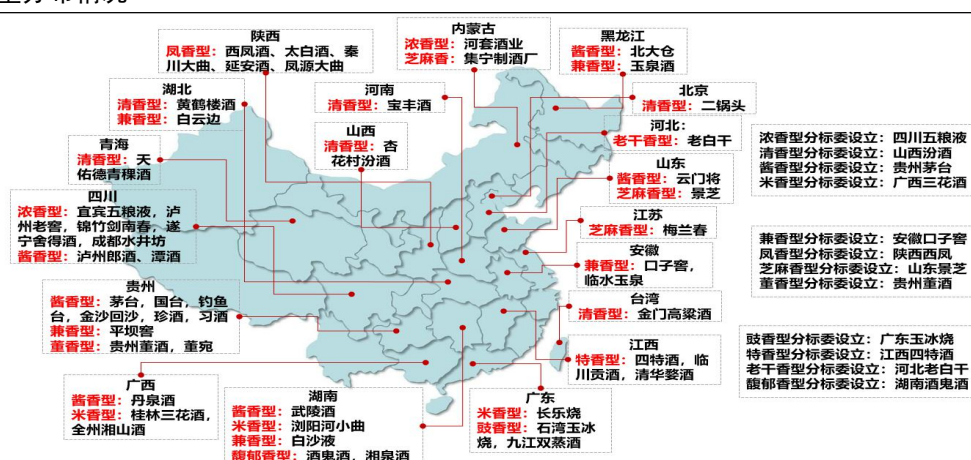
表 1：1949-1978 年全国评酒会

时间	事件
1952 年	在北京举办新中国第一次全国评酒会上，贵州茅台酒、山西汾酒、四川泸州曲酒、陕西西凤酒被评为四个国家级名酒。
1956 年	时任国务院总理周恩来组织制定《1956-1967 科学技术远景规划纲要》，泸州老窖大曲与茅台的酿造工艺被列为重点研究课题。当时，酒曾有“精神原子弹”的冠名。在此背景下，为探寻名酒成因，中央食品工业部、轻工业部先后安排白酒试点，包括烟台试点（1955 年）、永川试点（1958 年）、泸州老窖试点（1957 年、1964 年—1966 年）、汾酒试点（1964 年—1965 年）、茅台试点（1964 年—1996 年）、西凤试点（1964 年—1965 年）等，为白酒生产能力和质量水平的根本提升奠定了基础。
1963 年	第二届全国评酒会上，五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒上榜，这也是现在人们熟知的老“八大名酒”。

资料来源：财经网，山西证券研究所

2) 1979-1989 年：白酒产业步入快速发展阶段。随着我国实行改革开放，经济体制逐步向市场经济过渡。这期间家庭联产承包责任制的推广，使得农业包产到户，农业生产得到快速的发展，粮食产量大大提高，为酿酒奠定了原料基础。同时，白酒行业开放市场化定价，更为行业的发展注入一剂强心针。1989 年，在合肥举办的第五届全国评酒会，也是最后一届全国评酒会，共评出了茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲等 17 种名酒，在这十年里，随着白酒研究的逐步深入，白酒的香型矩阵也逐渐完善，从原先的四大香型逐渐扩展为包括清香型、浓香型、酱香型、米香型等共十二大香型。

图 2：白酒香型分布情况



资料来源：前瞻经济学人《传承千年工艺 酿造千亿产业：一文带你洞悉白酒产业发展简史》，山西证券研究所

3) 1989-2004 年：价格放开，格局生变。

1989—1998 年是黄金发展期，1998—2004 是调整期。在中国经济陷入通货膨胀、日用品抢购的背景下，中央于 1988 年决定绝大部分商品放开价格，包括白酒价格，自此白酒行业进入新的市场经济时代，也开启了行业快速发展的序幕。各家酒企争相扩大产能，白酒行业产量由 1988 年 470 万吨大幅扩张至 1996 年的 801 万吨。同时，白酒企业纷纷登陆资本市场，在 A 股上市。1998 年开始进入调整期，主要在于：1) 宏观经济环境，亚洲金融危机爆发；2) 行业政策趋紧，公务宴请不喝白酒，从量消费税征收、所得税优惠取消、广告宣传费不予税前扣除等政策压力凸显；3) 秦池勾兑、山西假酒等事件冲击；4) 2003 年非典疫情等突发性事件影响需求。调整之前，行业主要以量为主，2001 年从量税的出台，政策倒逼行业迈向结构升级时代，例如国窖 1573、郎酒红花郎和洋河蓝色经典等产品推出。

4) 2005-2012 年：黄金八年，产销倍增。以 2008 年为分水岭划为两个阶段：2005-2008 年、2009-2012 年。总体来看，投资拉动下的经济增长和居民收入的快速提升推动政商务消费

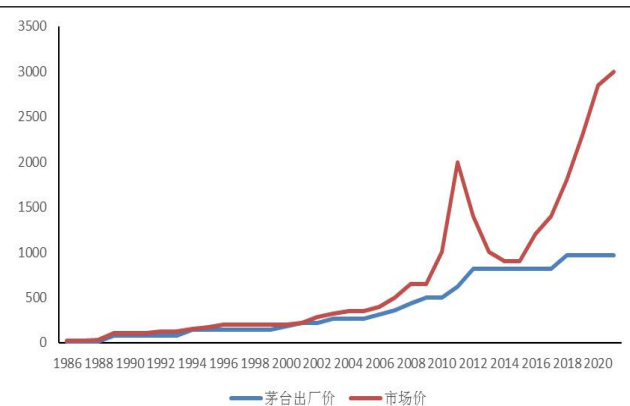
持续扩容，2008-2009 年受经济下行影响，行业受到外部冲击增速短期放缓，但基本面并未受到实质性破坏。拆分两阶段股价表现，前期茅台、五粮液为代表的高端酒股价收益率显著领先于其他个股，后期地产酒崛起。具体来看，高端白酒率先崛起，2009 年启动的 4 万亿投资，给固定资产投资和房地产市场再次注入强心剂，地产酒崛起，2010 年下半年，茅台酒从温和上涨开始飚涨的背景下，资本纷纷进场，次高端白酒获得超额收益。

图 3：2005-2012 年白酒累计涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

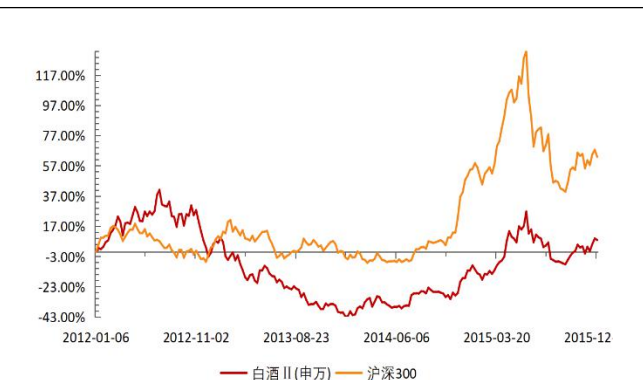
图 4：茅台历年价格（元）



资料来源：酩阅，山西证券研究所

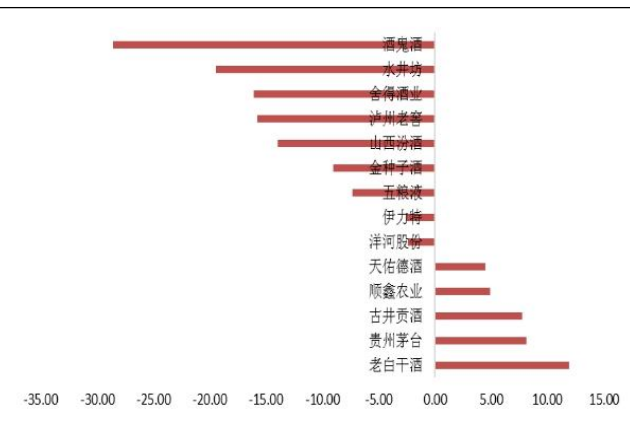
5) 2013-2015 年：需求泡沫，深陷调整。白酒行业长达八年的黄金期，积累的高库存、挤占经销商资金、集体非理性涨价等隐患，在 2012 年底遭遇三公消费限制后，行业深受冲击。在此轮调整期，很多上市酒企收入和利润均出现下滑，其中次高端酒水井坊、舍得酒业营收下滑最严重。

图 5：12-15 申万白酒累计涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：13-15 年主要酒企总营收复合增速（%）

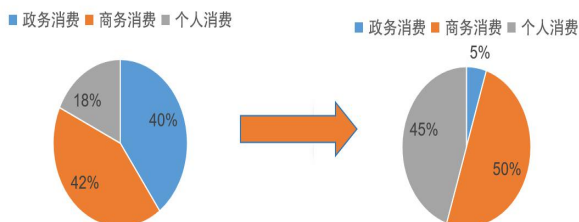


资料来源：wind，山西证券研究所

6) 2016-2021 年：结构性驱动的新周期，产品升级驱动增长。2012 年限三公消费政策出台，政务消费场景冻结，高端白酒需求收缩，2014 年国家逐步放松地产政策，开启棚改货币

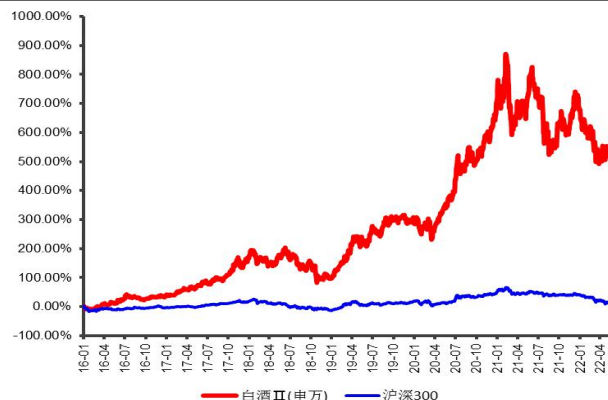
化，投资消费需求快速增加。经过了三年左右的深度调整期，白酒消费结构从政务消费为主转向以大众消费为主，贵州茅台、五粮液率先回暖，2017 年全行业呈现复苏，2018 年经历去杠杆、贸易摩擦后，2019 年开始恢复，2020 年高端白酒引领，2021 年次高端酒企业绩弹性出现。

图 7：白酒消费结构变化



资料来源：微酒，山西证券研究所

图 8：2016-2022 年申万白酒累计涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 启示：白酒扩张由量到价，白酒周期属性在弱化

通过复盘白酒历史周期，白酒行业的景气度是由宏观经济、产业政策、人口因素、投资周期、信用周期及白酒自身库存情况等综合影响形成的，从而演绎出白酒行业周期性。具体来看：1）经济增速放缓是白酒行业调整的主因，外部压制、产业政策等会进一步加剧调整幅度和时间；2）人口因素决定了白酒消费量的表现；3）收入预期及信用扩张影响白酒的消费能力；3）产品供需阶段性不平衡造成了价格和库存的波动，形成了白酒的库存周期；4）酒企通过提升管理能力平滑业绩周期性。

1）宏观经济方面：宏观经济与白酒具有较强的相关性，14 年后消费成为拉动经济增长最主要的动力，投资活动影响弱化，白酒增长主要来源价格为主的行业扩容。由于白酒按照消费场景划分，白酒需求可分为投资需求、礼品需求、商务消费、宴席消费和自饮消费等，其中礼品需求、商务需求与宏观经济具有较强相关性。在过去的 20 年里，白酒行业周期与宏观经济二者之间呈现出显著的相关性。2001 年中国加入世界贸易组织以后，深度融入全球经济，一直持续到 2008 年，此后受美国华尔街金融危机影响，中央政府为了应对这场金融风暴而推出了四万亿的经济刺激计划，以宏观调控的方式将中国经济的产能周期延长到了 2011 年，而中国酒业的上行周期是从 2003 年到 2012 年，这两者之间有着显著的相关性，白酒滞后宏观经济 1-2 年。2014 年后消费逐渐替代投资成为支撑经济增长的核心动能，居民消费水平不断提高下

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/628074075051006042>