



卢平：传统行业能否实现“茅台化”？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 卢平

以钢铁为代表的传统行业在提升行业集中度的政策兑现后，能在一段时期内迎来行业基本面的改善。但由于工业标准品缺乏品牌壁垒、出厂价与批发价价差等强逻辑，收获“并购红利”后强周期的传统行业仍然面临业绩的周期性波动，行业内企业走势将在“并购红利”结束后迎来分化。



摘要：

过去 5 年，产品供不应求、行业集中度提高是以贵州茅台为代表的白酒行业业绩与股价齐飞的主要逻辑。而未来 5 年，在传统行业转型升级和

碳达峰的目标下，传统行业的限产政策和兼并重组政策不断发酵，类似于白酒行业的逻辑似乎将在传统行业再现。本文以钢铁行业作为传统行业的代表，从需求、供给、行业集中度几个方面对白酒、钢铁行业进行分析、作出对比。我们认为，以钢铁为代表的传统行业在提升行业集中度的政策兑现后，能在一段时期内迎来行业基本面的改善。但由于工业标准品缺乏品牌壁垒、出厂价与批发价价差等强逻辑，收获“并购红利”后强周期的传统行业仍然面临业绩的周期性波动，行业内企业走势将在“并购红利”结束后迎来分化。

需求：就需求总量而言，受中产阶级崛起的影响，白酒行业短期需求稳定，长期增长可期。而受城市化进入中后期和基础设施投资增速下降的影响，钢铁行业短期需求稳定，长期趋势向下。就需求的周期性而言，白酒行业需求存在周期性，但周期较长，且因出厂价与批发价存在价差，业绩周期性更弱。钢铁行业周期性较强，业绩周期波动较大。

供给：白酒行业上游原材料价格影响较小，白酒供给完全由企业计划调节且弹性较小，全行业产量处于逐渐萎缩的态势且周期性较弱。钢铁行业供给受需求影响大，且对上游原材料议价权弱，钢铁产量短期处于慢涨态势，但未来在限产政策下预计逐渐走弱。

行业竞争格局：白酒行业近年行业集中度提升较快，高端白酒的竞争优势和品牌壁垒不断加强，但行业集中度相比国外仍有较大提升空间。虽然提升钢铁行业集中度的政策陆续发布，但钢铁行业的集中度仍较低且近

年无明显提高，但未来趋势预计向上。

一、白酒行业

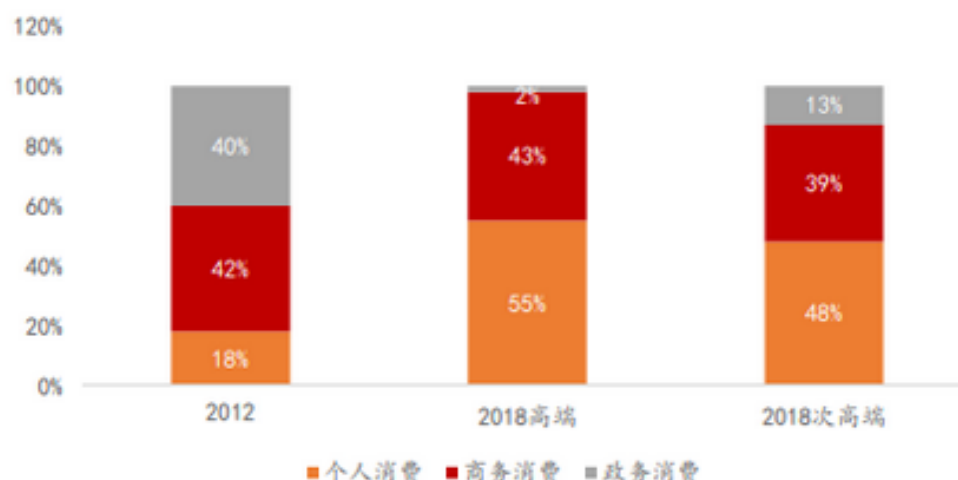
白酒行业作为长期的优质赛道，其主要的增长逻辑，一是由量驱动，可穿越周期的刚性需求与受限产能引发供需错配，供给量的多寡决定了业绩的高度，二是由价驱动，品牌壁垒与投资价值催生出企业的定价权，伴随产业结构升级，在存量市场中行业加速分化，以茅台为代表的高端酱香酒一骑绝尘，享受产业红利的次高端酒快速追赶。

1、需求分析

1) 大众消费需求：增长旺盛，刚性稳定

经过 2013-2014 年的深度调整，大众消费占比大幅提升，而政务消费急速压缩，2018 年，高端白酒中政务消费仅占 2%，个人消费已经超过 55%，白酒消费结构由政务消费主导转为商务消费和大众消费齐驱。

图 1：白酒消费结构



资料来源：UBSEvidenceLab，北信瑞丰基金

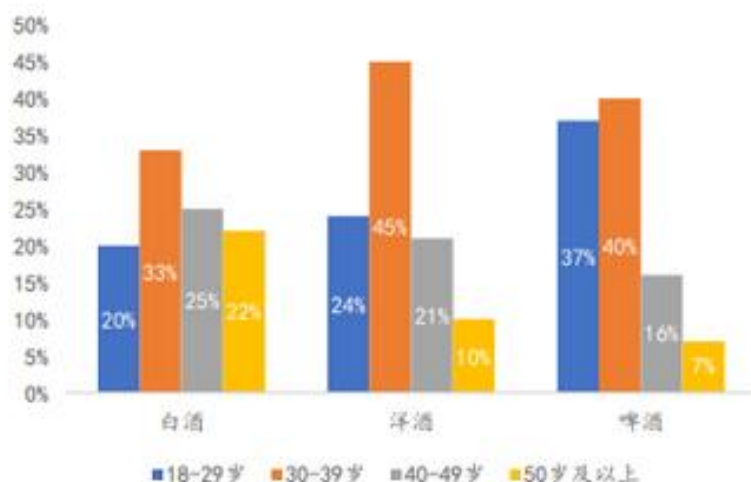
中产阶级崛起，未来高增可期。白酒频繁出现在居民寻常的节日家宴，势必带来巨大的酒精消费增长。从 2006 年到 2020 年，高净值人群从 18.1 万人增长到 262 万人，年均增速高达 19.5%，城镇居民人均可支配收入从 1.18 万元上涨到 4.38 万元，年均增速为 9.14%。2020 年我国年人均酒精消费量为 5.2 升，世界排名仅在第 90 位，居于首位的乌干达年人均酒精消费量高达 19.47 升，相较之下仍具有较大的提升空间。

图 2：中国高净值人数与人均可支配收入



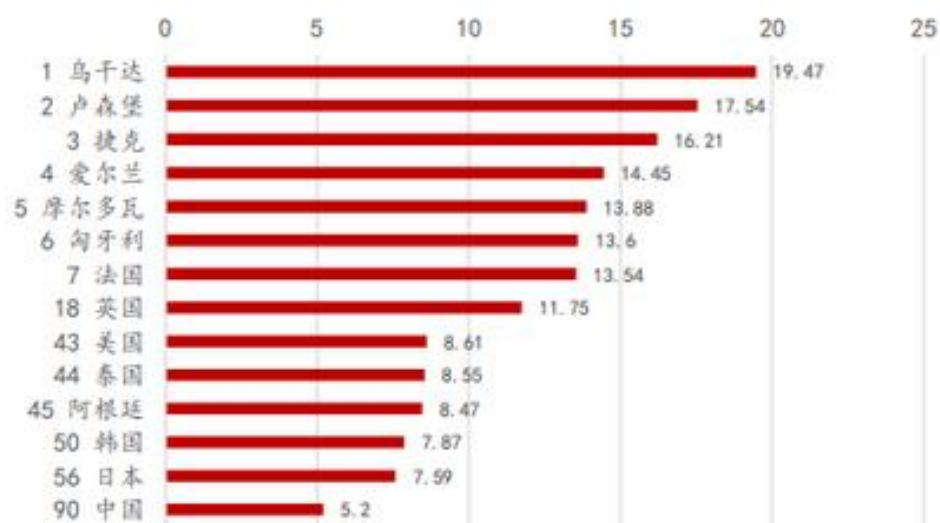
资料来源：Wind，北信瑞丰基金

图 3：白酒、洋酒、啤酒人群年龄分布



资料来源：《腾讯 2021 白酒行业数字营销白皮书》，北信瑞丰基金

图 4：年人均酒精消费量（升）



资料来源：WHO，北信瑞丰基金

需求刚性，次高端以上需求弹性较小。白酒作为大众消费品，需求本

身具有一定的刚性，周期性不强。从产品结构看，伴随消费意识的提升和社交圈层的影响，我国居民逐渐呈现出“少喝酒，喝好酒”的消费升级趋势。TMI 数据显示，2020 年平均有 44%的消费者饮用的白酒档次较上一年有所提升，次高端和超高端消费者人数分别增长 49%和 66%。次高端及以上白酒由于其品牌壁垒较高，具有一定的不可替代性，尽管价格波动较大，需求依旧坚挺，进一步弱化了大众消费的周期性。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28709

