



食品饮料行业：白酒整体 周期上行 关注次高端全 国化机会



我国白酒市场发展日趋成熟，拥有完整产业链，竞争格局相对稳定，目前处于量减价升的阶段。白酒市场规模高达 6000 亿，白酒生产的地域分布特征明显，龙头品牌在川黔、鲁豫、苏皖、华北等地区，表现出明显的集聚效应。从供给侧观察，行业价格带宽广，各品牌的价格定位与目标消费者群体相对明确，2016 年后，高端与次高端价格带的市场占有率不断提高。从需求侧观察，宏观与微观因素共同作用于白酒消费，近年“三公消费”的限制政策使得政务消费占比迅速走低，地产投资对白酒消费有较大提振作用。

2002 年至今，白酒行业经历两轮周期，现处于第三轮中期。2003 年到 2012 年，五粮液占据市场龙头地位，消费人群扩大，加强渠道掌控可以锁定核心客户群，渠道创新成为主要驱动力。产品上，五粮液使用 OEM 模式拓宽价格带；渠道上，由依赖大经销商到重视团购、KOL。

2013 年至今，茅台引领市场，消费结构升级，品牌重要性加强。产品上，茅台强调高质量发展，掌握高端酒定价权，进行全价格带布局。

渠道上，增加直销比例，布局电商、数字营销，直达消费者。

根据供需模型归纳白酒行业周期变动的驱动因素：包括政策因素和地产、基建等一般宏观因素，此外，渠道库存放大白酒周期属性。财政政策、货币政策作用于宏观因素，间接影响白酒需求，税收政策直接影响白酒供给。地产投资、基建投资带动产业链发展，刺激白酒需求，流动性通过促进投资和增加名义收入影响白酒商务消费。根据拟合，房地产开发投资完

成额增速与白酒板块收入同比变动基本同步，基础建设投资累计增速领先约 7 个季度，M1 同比领先约 4 个季度。此外，渠道与价格相互作用，放大白酒周期属性，批价-出厂价剪刀差反映渠道利润，与板块营收基本同步。

财务方面，预收账款和合同负债为先行指标，领先行业周期变化 0-2 季度，经营现金流净额为同步指标。由于先款后货的销售模式，预收账款和合同负债反映经销商打款意愿，折射下游需求情况。经营性现金流净额综合了应收项目与应付项目，与营收变化基本同步。

投资观点：短期而言，投资增速提升显著，流动性刺激经济复苏，财务指标改善明显，业绩增长确定性强。长期而言，消费升级趋势不改，白酒板块上行具有稳固需求基础，板块结构性繁荣仍将持续，看好高端、次高端投资机会。建议关注标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、古井贡酒、今世缘。

风险提示：食品安全风险；竞争加剧风险；疫情不可控风险

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_35385

