



复盘系列之七：白酒韧性十足 不惧调整再攀高峰



平安观点：

宏观层面：熨平波动化解危机，白酒穿越经济下行期。我们复盘了宏观经济出现较大波动以及受到突发外部冲击的时间节点：1) 1997-2004年亚洲爆发金融危机，宏观经济步入下行区间，叠加税改、秦池散酒等事件影响，白酒行业陷入寒冬，1998年白酒产量同比下降25.4%。1999年后各酒企通过营销改革和推出中高端产品引领行业复苏，白酒吨价迅速提升，行业顺利走出低谷期。2) 2008年金融危机后，白酒政商务需求大幅下降，市场陷入流动性危机。在安徽、江苏等省份经济高速发展的带领下，地产酒大举扩张，带动行业发展。叠加四万亿财政计划刺激，白酒需求逐渐回暖，行业再迎春天。3) 2020-2021年新冠疫情爆发，疫情初期白酒行业基本面承压，中端酒消费场景受损。但高端酒表现的稳定性平抑了行业的波动性，疫情好转后，消费场景回补，白酒行业迅速回暖。

行业层面：历经多番政策变动，白酒向好趋势不改。1) 1989年限制公款消费政策颁布后，各酒企相继布局品牌营销，以秦池为代表的广告酒大放异彩。2) 2012年限制三公消费政策使得白酒消费结构改变，政务消费的比例由40%下降到不足10%，大众消费成为主流。政策颁布初期白酒需求呈现断崖式下降，对行业形成显著冲击。随后各酒企紧抓消费升级带来的历史性机遇，积极开展品牌、渠道、治理与产品方面的变革，布局次高端及高端产品，行业由此转为结构性增长，景气度不断向上。3) 消费税也是影响白酒行业的重要因素，在税负趋重，征管趋严的趋势下，以价取

胜成为主流，白酒行业集中度提升，步入挤压式增长阶段。

企业层面：面对突发事件各酒企迅速调整，不畏短期困局。1) 酒鬼酒因为塑化剂事件陷入调整低谷，2012年四季度营收及净利润分别下滑42.9%和67.7%，叠加亿元存款失踪等负面事件，13-14年出现连续亏损，公司经营遭受重创。2015年中粮入股后，产品营销渠道三管齐下，发力高端产品，改革卓有成效，当年实现营收同比增长54.8%，成功带领品牌复苏。

2) 1997年，泸州老窖因错误采取低价策略滑入低端阵营，而后调整路线推出国窖1573，重振白酒主业发展。2012年三公政策后公司逆势提价，由于对渠道掌控力弱，出现价格倒挂现象，2014年营收下滑48.7%。随后公司管理层对产品与渠道进行调整，2017年重回百亿阵营。3) 2019年舍得酒业被天洋侵占资金，埋下了经营隐患。2020年复星接棒舍得，积极调整渠道战略，缓解资金问题，助力公司重回正轨。

无论经历宏微观的变动，白酒具有穿越周期的能力。消费升级的驱动是白酒行业得以穿越周期的重要原因，随着人均收入的提高，白酒主流价位带不断升级，成功打开高端白酒天花板和行业扩容空间，各白酒企业纷纷通过产品升级获得新生活力。

同时，各酒企的变革与进步也是行业发展的基础，在危机下各酒企对产品结构、营销模式等方面及时调整，因此黑天鹅事件的发生并未改变行业长期供需结构。近年来，白酒渠道红利趋弱，白酒企业不再依靠单一的渠道模式，而是通过电商、团购等渠道推进专营化模式，建立新型厂商关

系。在营销模式上，白酒企业愈发重视终端消费者培育，主攻圈层营销，传递品牌价值。从白酒本身来看，我国有悠久的酒文化，文化属性下白酒集社交属性与收藏属性于一身，生命力经久不衰。我们看好白酒后市表现，建议关注三条主线，一是以贵州茅台为代表的全国化优质龙头酒企；二是坚定开启全国化扩张战略的次高端，推荐舍得酒业，关注山西汾酒；三是充分受益省内消费升级的区域性酒企，推荐古井贡酒，关注洋河股份、今世缘、迎驾贡酒等。

风险提示

- 1) 政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。
- 2) 白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。
- 3) 行业竞争加剧。白酒行业目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、窜货等不利影响。

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_40924

