



作者：薛晓佳 杨阳

电话：010-63076205

邮箱：jiuyezhiku@xinhua.org

编辑：冯明园

审核：卢德坤

官方网站：[cnfic.com.cn](http://cnfic.com.cn)

客服热线：400-6123115



## 韧性护航 白酒行业结构调整加速

回顾白酒行业2019年发展历程，产业集中度进一步提升，资本市场表现开创历史先河，上市公司业绩整体稳定发展。在一片欣欣向荣中，突然遭遇了“疫情黑天鹅事件”，导致2020年开篇遇阻。

随着全国疫情防控形势总体向好，酒类消费内需潜力逐步释放，上下游产业链条逐步稳固，供给侧结构性改革持续深化，白酒行业在加速度的结构调整中提升抗风险能力，为恢复性消费需求赢得时间、创造条件，强化品牌酒企行业领先地位，不断增强产业发展的韧性和潜能。

## 目录

一、强者恒强，马太效应更加凸显.....	3
二、千元股价、万元市值的白酒资本市场高光时刻.....	6
三、上市公司 2019 年业绩符合预期 2020 年增长压力有待释放.....	8

## 图表目录

图表 1:2014-2019 年白酒行业历年产量、销量及销售收入情况.....	3
图表 2:2014-2019 年白酒行业实现利润总额及规模以上白酒企业数量.....	4
图表 3:2003Q1 至 2019Q4 白酒产销率情况.....	5
图表 4: 2019 年白酒行业政策大事记.....	5
图表 5:2019 年以来贵州茅台收盘价（不复权，元）.....	7
图表 6:2019 年白酒股及相关指数年涨跌幅.....	8
图表 7:2019 年白酒上市公司经营业绩.....	9
图表 8: 2020 年第一季度白酒上市公司经营业绩.....	10
图表 9:2019 年白酒企业销售费用率及较上年同期增幅.....	11
图表 10:2020 年第一季度白酒企业销售费用率较上年同期增幅.....	11
图表 11:2019 年预收账款占营收比值及较上年同期变动.....	12
图表 12:2020Q1 预收账款占营收比值及较上年同期变动.....	13

## 韧性护航 白酒行业结构调整加速

2019年，中国白酒经历多次高光时刻，又在2020年伊始，被来势汹汹的新冠肺炎疫情突然扼住喉咙。回顾行业发展线和近期披露的系列数据表现，“疫情黑天鹅事件”着实重挫了短期业绩，但没有改变白酒行业长期向好发展趋势，且高燃助推了供给端的结构性调整和需求端的消费升级。

### 一、强者恒强，马太效应更加凸显

近几年来，一方面规模以上白酒企业数量连年减少，另一方面行业整体盈利能力迅速提升，标志着行业已经形成向优势产区、龙头酒企、名优品牌集中的发展趋势。

#### 1、产业集中度大幅提高

据国家统计局数据显示，2019年1-12月，全国规模以上白酒企业1176家，其中亏损企业131个，企业亏损面为11.14%。累计完成酿酒总产量785.95万千升，同比下降0.76%。累计完成销售收入5617.82亿元，同比增长8.24%。累计实现利润总额1404.09亿元，同比增长14.54%。

经过2013-2015年的深度调整期，2016年至今，白酒产量和销量连年大幅下跌，产量由1358.36万千升下降至785.95万千升，降幅高达42.14%，销量降幅同步。但销售收入自2018年开始不降反升。显然，随着我国经济结构的转型，消费升级，降价潮已去，新一轮涨价周期开启。

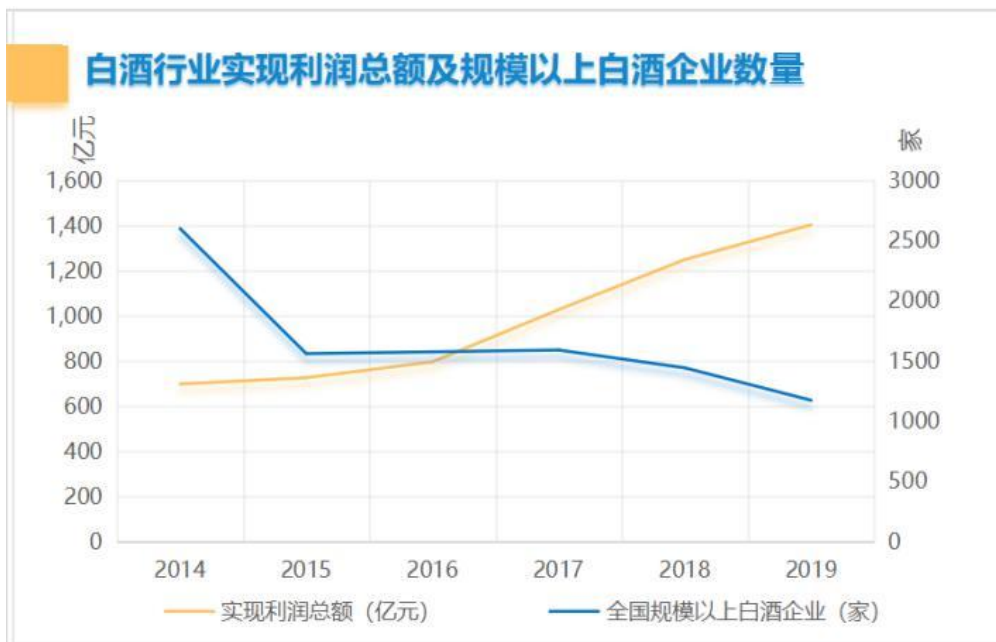
图表 1：2014-2019 年白酒行业历年产量、销量及销售收入情况



来源：国家统计局 新华财经

同时，产业集中度大幅提高。近年来，全国规模以上白酒企业数量连年减少，从2016年的1578家到2019年的1176家，减少了402家，近25%的降幅。但行业整体盈利能力却迅速提升，2016年实现利润总额797.15亿元，2017年破千亿，2019年突破1400亿元，较2016年增长76.14%。产业在向名酒产区和名优品牌集中，白酒消费者“少喝酒、喝好酒”的观念持续加深，白酒长周期结构性繁荣阶段正式开启。新冠疫情的突袭，将人们的健康消费理念和品质追求推上一个新的高度，白酒行业向着既成的趋势加速前进。

图表 2：2014-2019 年白酒行业实现利润总额及规模以上白酒企业数量



来源：中国酒业协会 新华财经

## 2、库存加速出清

根据国家统计局数据显示，自2016年以来，白酒行业产销率累计值在年度内逐季下降，但在年间同季度相比呈缓慢上升趋势。例如，2016年第一季度产销率为102.2%，2019年第一季度则处于109.2%水平。产销率波动趋于稳定，且露出上升苗头，表明白酒的供需关系趋于良好。

但2020年新冠肺炎疫情期间，白酒终端消费一定程度的短期影响已经发生。观察历史上相似的“非典”疫情期间产销率情况，2003年第一季度至第四季度，产销率逐渐下滑，2004年第一季度才开始回升，中间存在滞后反应，据华泰证券分析表示，滞后的原因主要疫情结束至2004Q1中间渠道库存逐步在消化，随后才带来厂商的出厂销量回暖。2020年新冠肺炎疫情发展较非典疫情更为复杂，但目前，疫情得到有效缓解，消费环境开始好转，白酒消费场景复苏可期，消化库存是二季度白酒市场的主要任务。

图表 3：2003Q1 至 2019Q4 白酒产销率情况



来源：国家统计局 新华财经

### 3、行业政策调整将白酒产业推向市场经济和更为强烈的行业结构分化

行业政策，是行业未来发展趋势的重要引导者之一。2019年，白酒产业限制政策调整、消费税改革风波、年份酒团体标准的颁布和白酒质量安全追溯体系建设工作的全面启动都不同程度的影响着对白酒行业未来走向的预期。新华社经济分析师认为，无论是白酒产业限制政策的调整和白酒消费税的未调整，还是行业标准、体系的规范与引导，都是对整个行业的重新筛选和过滤，都将白酒产业推向了市场经济时代和更为强烈的行业结构分化。

图表 4：2019 年白酒行业政策大事记



来源：新华财经

2019年4月，中国酒业协会发布《白酒年份酒团体标准》，从准入、到认证、管理、采标、真实性查定等对整个标准系统进行构建和执行，力求真实表达白酒年份；5月，全国白酒质量安全追溯体系建设工作全面启动，并推出首批试点单位，力图提升白酒酿造技术和产品品质。行业管理的日趋规范，是在对优质酒企扶持的同时，加速淘汰落后产能，是在对健康发展保驾护航的同时，进一步督促行业集中度的提升。

2019年10月，国家发改委修订发布了《产业结构调整指导目录（2019年本）》，将“白酒生产线”从“限制类”产业中移除。中国酒业协会副理事长兼秘书长宋书玉表示，这一事件，标志着白酒产业全面进入市场经济阶段，同时意味着白酒产业生态体系的重构。我们认为，限制政策的取消会在加剧竞争中促进产业升级和结构调整，也有利于外部资本良性竞争进入酒类行业。未来，行业结构分化或会加剧。

2019年12月，财政部、国家税务总局联合下发《中华人民共和国消费税法（征求意见稿）》，白酒仍然在生产（进口）环节征税，税率为20%加0.5元/500克，消费税方案没有变化，且短期内鲜有变数。但长期来看，通过白酒消费税后移征收扩大地方政府税收来源的可能性依然存在。而白酒消费税征收后移或对大型酒企并无重大影响，但缺少品牌和溢价能力的中小酒企或将面临淘汰风险。

## 二、千元股价、万元市值的白酒资本市场高光时刻

2019年6月27日盘中，贵州茅台股价突破一千元，A股进入千元时代，并且在2020年新冠肺炎疫情蔓延期间依然表现强劲，在短暂的下跌之后，随着疫情的有效缓解，迅速反弹，再次创下历史新高，股价突破1300元。



图表 5:2019 年以来贵州茅台收盘价（不复权，元）



来源：新华财经

2019年，在龙头企业带领下，白酒板块整体大涨，且将涨势一直持续到当年末，年涨幅达104.05%，领先于食品饮料指数（72.84%），更遥遥领先于沪深300指数（36.07%）。其中，五粮液、山西汾酒、古井贡酒等8只白酒股涨幅超过100%。业内人士表示，白酒股上涨的首要因素是业绩的驱动。资本的青睐，一定程度上反应白酒行业蓬勃的发展预期。

图表 6: 2019 年白酒股及相关指数年涨跌幅



来源：新华财经

2019年9月24日收盘时，贵州茅台股价攀升至1184元/股，总市值达到14873亿元，超越工商银行，成为A股市值排名第一位。2020年5月6日，贵州茅台股价突破1300元，再创历史新高，总市值达1.63万亿元，超过可口可乐，在全球食品饮料行业中位居首位。证券专业人士指出，“时至今日，虽然贵州茅台复权后的股票价格已经非常高昂，但只要上市公司的行业龙头地位未发生实质性的改变，且业绩增速始终保持良好增长的态势，那么其业绩增长就将不断覆盖价格上涨空间，让公司估值始终处于行业较为合理的水平。”

### 三、上市公司 2019 年业绩符合预期 2020 年增长压力有待释放

2019年，17家上市白酒企业整体业绩稳定，高端酒经营业绩表现突出，销售费用率虽低于次高端和中端及大众酒，但以高绝对值取胜。2020年第一季度，在行业整体深受新冠肺炎疫情影响之时，又是高端酒表现最为突出，次高端及中端和大众酒抗风险能力相比较弱，行业分化逐步加大。



## 1、经营业绩：2019年整体稳定 2020Q1分化加大

2019年，高端酒营业收入增速（19.44%）最快，其次是中端及大众酒（16.64%），次高端营收增速仅为7.41%，实则因洋河股份拖累所致。洋河股份营收占比超过50%，其增速放缓必然显著拉低次高端整体业绩。同样，次高端归母净利润增速（2.14%）低于中端及大众酒（12.68%），高端酒增速21.46%为行业最高。其实，大部分次高端酒业绩增速不输高端，17家上市公司中有11家归母净利润增速跑赢营收，一定程度上说明其产品结构升级取得一定效果。

今世缘在2019年的业绩表现较为突出，其营收增速和净利增速均位于同档首位。在品牌、营销、产品结构方面的深耕细作，有力推动其业绩趋于高质量发展。报告期内，今世缘深化“品牌+渠道”双驱动营销体系；依靠“国家级平台为传播高地，省内及周边高速高铁为落地主体，公关事件与新媒体传播为重要补充”的融媒体传播矩阵；持续优化产品结构，加快国缘 V 系战略培育，使其销售远超预期。

图表 7: 2019 年白酒上市公司经营业绩

上市公司	2019年			
	营业收入 (元)	同比增速 (%)	归属母公司股东的净利润 (元)	同比增速 (%)
贵州茅台	85,429,573,467.25	16.01	41,206,471,014.43	17.05
五粮液	50,118,105,877.14	25.20	17,402,164,190.16	30.02
泸州老窖	15,816,934,272.86	21.15	4,641,988,857.03	33.17
合计	151,364,613,617.25	19.44	63,250,624,061.62	21.46
洋河股份	23,126,476,885.07	-4.28	7,382,822,726.87	-9.02
山西汾酒	11,880,073,342.11	25.79	1,938,505,451.13	28.63
水井坊	3,538,694,869.46	25.53	826,281,287.31	42.60
舍得酒业	2,650,122,823.84	19.79	507,910,345.79	48.61
酒鬼酒	1,511,902,797.70	27.38	299,495,662.80	34.50
合计	42,707,270,718.18	7.41	10,955,015,473.90	2.14
顺鑫农业	14,900,141,028.95	23.40	809,229,378.33	8.73
古井贡酒	10,416,961,584.23	19.93	2,097,527,739.86	23.73
今世缘	4,869,870,573.62	30.35	1,458,097,936.32	26.71
口子窖	4,672,086,011.62	9.44	1,720,205,495.48	12.24
老白干酒	4,030,248,448.01	12.47	404,302,861.13	15.38
迎驾贡酒	3,776,983,564.64	8.26	930,445,572.61	19.49
伊力特	2,301,653,010.91	8.36	446,821,094.68	4.43
金徽酒	1,634,398,043.55	11.76	270,605,164.84	4.64
金种子酒	914,102,046.44	-30.46	-204,497,795.95	-300.71
合计	47,516,444,311.97	16.64	7,932,737,447.30	12.68

来源：公司年报 新华财经

在新冠肺炎疫情的影响下，白酒主要消费场景被冻结，对整个生产销售系统造成连锁反应和破坏，对酒企、酒商抗风险能力是一次大考。2020年一季度财报显示，大部分酒企营收、净利增速均大幅下滑，17家上市公司只有4家营收增幅为正。高端酒营收增速11.04%，其抗风险能力显著强于

次高端和中端及大众酒。高端酒归母净利增幅（17.15%）优于次高端表现（4.74%），中端及大众酒归母净利增速为-31.39%，行业分行明显加剧。

山西汾酒在此轮疫情影响下表现不俗，其营收增速虽有所放缓，但仍然维持增长之势，且归母净利增速高达39.36%。虽然，其净利润增加主要是由于疫情影响，本期商品酒产量减少，相应缴纳消费税等税费减少所致；同时，由于2019年12月收购汾酒集团公司所持汾酒销售公司10%股权、竹叶青营销公司10%股权，少数股东损益减少所致。但综合其2019年度市场优化和体制变革取得一定效果，整体业绩表现稳定。

图表 8：2020 年第一季度白酒上市公司经营业绩

上市公司	2020Q1			
	营业收入 (元)	营收同比增长 (%)	归属母公司股东的净利润 (元)	归母净利同比增长 (%)
贵州茅台	24,405,394,535.33	12.76	13,093,770,211.16	16.69
五粮液	20,238,226,408.60	15.05	7,704,289,543.99	18.98
泸州老窖	3,552,467,494.03	-14.79	1,707,145,859.72	12.72
总计	48,196,088,437.96	11.04	22,505,205,614.87	17.15
洋河股份	9,268,167,143.40	-14.89	4,002,168,546.84	-0.46
山西汾酒	4,139,844,004.02	1.71	1,224,758,932.62	39.36
水井坊	728,717,374.43	-21.63	190,938,853.33	-12.64
舍得酒业	404,379,428.55	-42.02	26,688,634.85	-73.46
酒鬼酒	312,565,662.59	-9.68	96,071,792.13	32.24
总计	14,853,673,612.99	-12.22	5,540,626,759.77	4.74
顺鑫农业	5,524,406,490.53	15.93	352,978,906.14	-17.64
古井贡酒	3,281,368,602.79	-10.55	636,788,443.69	-18.71
今世缘	1,770,100,967.71	-9.41	580,347,769.13	-9.52
口子窖	777,446,757.02	-42.92	243,195,985.89	-55.36
迎驾贡酒	771,128,089.23	-33.55	233,009,672.70	-34.07
老白干酒	756,426,986.85	-34.19	65,738,401.90	-44.05
金徽酒	342,464,133.11	-33.37	57,854,862.72	-47.00
金种子酒	193,571,366.34	-32.94	-26,209,954.17	-391.83
伊力特	153,172,005.86	-70.45	8,341,654.42	-94.42
总计	13,570,085,399.44	-11.77	2,152,045,742.42	-31.39

来源：公司季报 新华财经

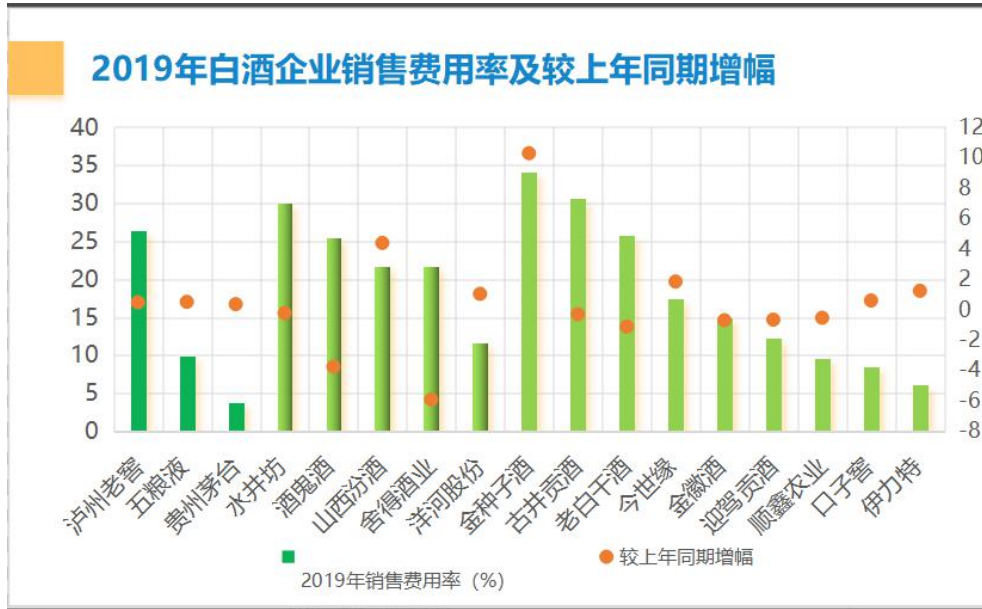
## 2、销售费用率：次高端及中端投入力度较大

综合2019年全年及2020年一季度数据显示，次高端和中端酒销售费用率一直保持高位水平，甚至超越高端。舍得、酒鬼酒、水井坊、山西汾酒、金种子、古井贡、老白干2019年和2020年一季度销售费用率一直高于20%，并且投入力度旗鼓相当。销售费用率水平一定程度上反应了酒企在品牌和渠道建设上做出的努力。次高端及中端酒居高不下且相差无几的投入力度，加之2020年第一季度明显提升的销售费用率水平，竞争之激烈愈加明显。

值得注意的是，大众酒虽然在销售费用率的数值上远低于次高端和中端，但是其增长幅度呈扩大趋势。消费升级、消费者群体的更迭和2020年新冠肺炎疫情对消费者消费观念的影响，使行业品

牌集中度进一步加强，所以无论是次高端还是中端或者大众酒，加强品牌建设和品质提升已成为必经之路。

图表 9: 2019 年白酒企业销售费用率及较上年同期增幅



来源：公司年报 新华财经

图表 10: 2020 年第一季度白酒企业销售费用率较上年同期增幅



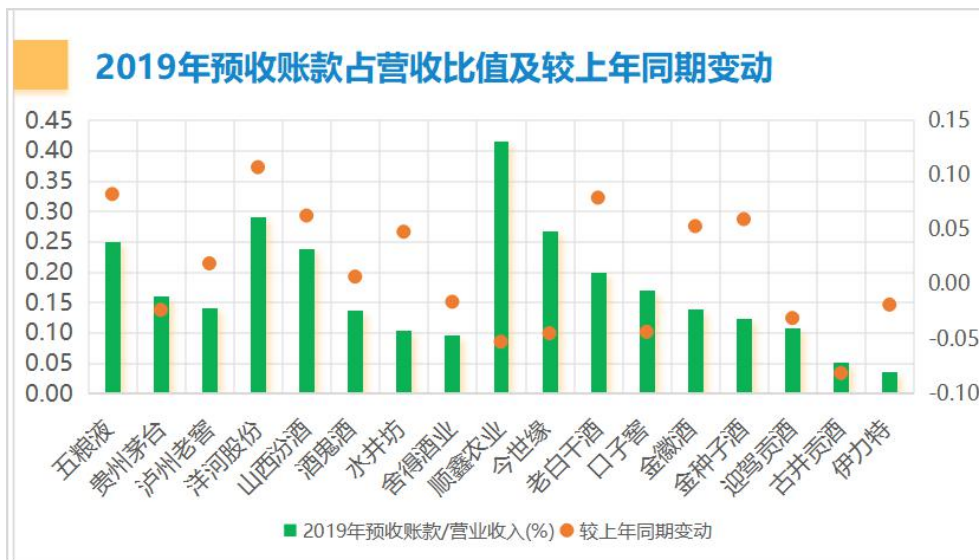
来源：公司季报 新华财经

### 3、预收账款：受新冠肺炎疫情影响2020Q1整体回落

先打款后发货的销售模式，使得预收账款成为衡量白酒景气度的先行指标，在某种程度上反映经销商的打款意愿和下游销售的现状。2019年度，顺鑫农业预收账款占营业收入比重居17家上市公司首位，但较于上年同期大幅下滑。排在其后的洋河股份则乐观很多，较上年同期增长11%，在17家上市公司中涨幅最高。

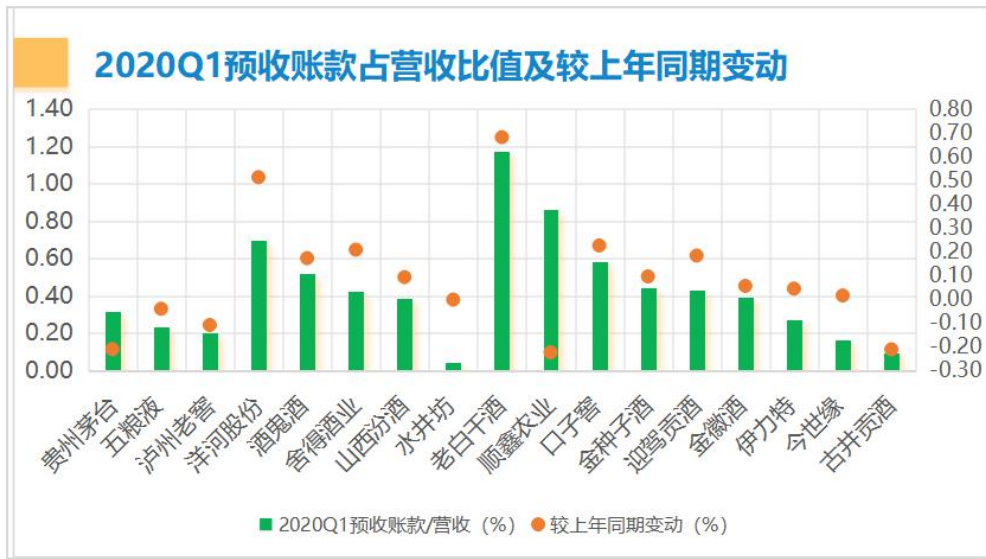
部分上市公司表示2020年第一季度预收账款的下滑受新冠肺炎疫情影响所致。洋河股份表现亮眼；老白干预收账款占比、较上年同期增幅表现在17家上市公司中拔得头筹。行业龙头贵州茅台在预收账款方面的回落则是由于其放缓经销商打款节奏所致。

图表 11: 2019 年预收账款占营收比值及较上年同期变动



来源：公司年报 新华财经

图表 12：2020Q1 预收账款占营收比值及较上年同期变动



来源：公司季报 新华财经

注：因新会计准则的实施，2020Q1 预收账款由（合同负债+其他流动负债）计算所得。

综上所述，新冠肺炎疫情短期对白酒行业造成一定冲击，但基于长久以来的行业韧性，随着国家和地方消费刺激政策的大力实施，白酒主要消费场景逐步恢复，行业补偿性消费复苏或将来临，二季度业绩或被库存出清所累，三四季度表现具有较大不确定性。

## 重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，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。