

（报告出品方：长江证券）

行业整体：价格红利持续释放，利好定价权强的上市酒企

全行业口径：价格因素取代量因素成为驱动行业增长的核心动力

以国家统计局公布的规模以上白酒企业的收入、产量及对应增速为样本，探讨2000年以来白酒行业在周期切换过程中的量价规律：2000-2005年的调整&恢复期：收入增速从个位数到20%以上；量增速历经2001-2002年的负增长之后，逐渐从约2%加速到约15%；价格增速在略高于8%的水平上下波动。2006-2012年的景气期：收入增速基本上维持在25%以上，其中2011年达到高点，收入增速约为40%；量增速始终高于15%，其中2011年达到高点，量增速约为31%；价格增速以8%为轴上下波动。2013-2015年的调整期：收入增速下降明显，2014-2015年增速仅有6%；量增速在5%上下波动；价格增速在2.5%上下波动。2016-2018年的景气期：收入增速重回双位数增长；量增速在3%~7%之间波动；价格增速在接近8%的水平上下波动。受外部环境影响，2019-2020年行业增速回落至10%以下，其中量负增长，价格保持大个位数增长。2021年，受益于行业提价潮，行业重回双位数高增，但量增依然为负。

整体来看，2000-2021年白酒行业的整体收入增速平均约为17%，其中量增速平均约为8.4%，价格增速平均约为7.8%，量对收入增长的贡献度更大。但在不同周期阶段中，量价对收入的贡献度不尽相同，这种差异是由经济环境、白酒消费结构、行业政策等多因素共同导致的：1) 量贡献大于价格贡献的时期为：①2006-2012年的景气期：量增速平均约为22%，远高于价格增速（平均8%），主要系当时中国经济高速增长所致，一方面投资等社交活动增多，刺激白酒的政商务需求释放，另一方面居民财富快速增长带动宴席、自饮等日常消费增多，所以尽管当时以茅五为代表的各大酒企轮番提价，但在全价格带共同繁荣的扩容式增长背景下，量增才是行业增长的核心驱动力。②2013-2015年的调整期：受三公消费受限影响，白酒消费结构中占比最高且对价格敏感度较低的政商务需求大幅萎缩，白酒行业的消费价格和需求量纷纷跳水，尤其是高端、次高端白酒受影响更大；但随着大众消费逐步崛起，整个行业的量增速依然能维持在5%上下，同时因大众消费对价格的敏感度较高，该时期价格增长表现相对较弱。

2) 价格贡献大于量贡献的时期为：①2000-2005年的调整期，价格增速平均约为8.4%，而量增速除了2005年以外基本上是负数或者小个位数，这主要是国家先前出台了一系列政策，如1996年国家23个部委联合签署“公务宴请不喝白酒”、1998

年财政部关于印发《行政事业单位业务招待费列支管理规定》的通知中要求严格控制业务招待费支出、2001年规定广告费不得超过销售额的2%等，在一定程度上限制了白酒的现有消费和酒企对潜在消费群体的培育能力，但受益于经济较快增长（GDP增速在10%上下波动），居民和企业财富加速积累，价格成为该时期驱动行业增长的主要因素。②2016-2021年的景气期，价格增速平均约为9.8%，而量增速平均约为1.6%，主要是因为2016年以来白酒消费结构转变为以大众日常消费和民间商务消费为主，且消费持续升级，加速向品牌化白酒集中，整个行业的增长也由上一轮周期的扩容式增长转变为品牌分化背景下的挤压式增长，所以价格因素变得更重要。回顾历史，量因素在过去对收入增速的影响更大，但看未来趋势，尤其是在当前宏观经济增速放缓、白酒行业进入存量竞争阶段的背景下，预计价格因素仍将成为驱动白酒行业收入增长的核心动力。

上市公司口径：价格因素对收入增速的贡献更大

我们以白酒上市公司为样本，进一步探讨上一轮调整周期至这一轮景气周期中优质白酒企业增速中的量价关系（由于很多数据2012年前后才开始披露，因此2012年之前的量价关系难以获得）。2012-2021年白酒行业收入以及量价增速为：2012年：白酒收入增速38%，销量增速18%，价格增速17%；2013年：白酒收入增速-4%，销量增速2%，价格增速-5%；2014年：白酒收入增速-11%，销量增速-7%，价格增速-4%；2015年：白酒收入增速6%，销量增速3%，价格增速3%；2016年：白酒收入增速13%，销量增速2%，价格增速11%；2017年：白酒收入增速31%，销量增速4%，价格增速25%；2018年：白酒收入增速27%，销量增速2%，价格增速25%。2019年：白酒收入增速16%，销量增速3%，价格增速13%。2020年：白酒收入增速7%，销量增速-10%，价格增速18%。2021年：白酒收入增速20%，销量增速10%，价格增速9%。

整体而言，收入增速受价格因素影响大于量因素：2013年收入增速从30%以上骤降至-4%，其中量贡献2%的正增长，而价格下降5%；2014年收入增速下滑幅度增大，主要系价格持续下降情况下，销量亦有所下滑；2015年之后，收入加速增长，主要是在消费结构逐步转换带动销量回调的背景下，价格开始加速增长所致。2020年受疫情影响，上市酒企量有所下滑，2021

年受益于低基数，量增接近双位数，实现强势反弹。

以“收入+ Δ 预收款”为真实收入，则考虑预收款后的真实收入增速波动幅度有所减小，最差的年份是2013年。过去预收款连年大幅增加后边际效应减弱，2012年真实收入增速仅有18%；2013年受国家政策影响经销商打款积极性大幅下降，行业增速最差，随后酒企积极调整转型，2014-2016年真实收入增速持续改善；2017年受茅五预收款下降影响，真实收入增速下降为14%；2018年-2019年行业继续处于加库存周期，2020年受疫情影响，行业真实收入表现略差，2021年受益于低基数实现反弹。不同周期阶段中，白酒销量（需求量）拐点滞后于价格，且增长相对平稳：行业调整期间，价格下降拐点出现在2013年，而销量下降拐点出现在2014年，滞后于价格表现；除了2014年（白酒消费结构从以政商务消费为主向以大众消费为主转变的关键时期）负增长以及2020-2021年（疫情扰动）之外，近年来白酒销量增速维持在2%-5%之间，需求端增长相对平稳。

从上市酒企口径来看，

考虑到未来行业的增长主要来自于消费升级和市场集中度提升，我们预计2019年白酒量增速依然延续近年来的态势，保持小个位数增长；价格上，行业刚刚经历2020-2021年的提价潮，预计2022年连续提价的空间相对有限，但受益于消费升级下高端次高端行业的快速扩容，预计上市酒企产品结构改善的趋势仍将延续，预计2022年上市酒企收入增长的主要动力仍然来自于价格。

两口径对比：上市酒企显著具备高溢价率

上市酒企整体的收入和销量占比较低，但相对全行业具备较高的溢价率。2021年上市酒企整体在白酒全行业的收入占比、销量占比分别为47%、14%，均创下2011年以来的历史新高。从增速来看，上市酒企收入增速显著快于规模以上酒企。其中，上市酒企量增并未明显跑赢规模以上酒企，表明目前白酒行业的头部集中趋势仍处于第一阶段，即非规模以上酒企向头部以上酒企集中的阶段，上市酒企与相对规模较大的其他规上酒企共同享受份额集中红利。目前上市酒企销量占比绝对值依然不高，预计在白酒消费品牌化的趋势下，行业将逐步进入份额集中的第二阶段，即向规上酒企中的头部企业集中，上市酒企整体在全行业的占比有望继续提升。

从价格表现来看，上市酒企价增明显快于规模以上酒企，表明一方面上市酒企整体品牌力显著更强，具备更强的提价能力，同时，上市酒企的产品结构显著好于非上市酒企，上市酒企在消费升级浪潮中能更好的享受高端次高端的扩容红利。2011年以来，上市酒企整体的吨价远高于行业整体，2017-2021年溢价率达到2倍左右，较强的品牌力、产品力和渠道力赋予上市酒企较高的溢价率。上市酒企整体的收入增速和价格增速表现均好于全行业，量增速略低于全行业。2016年以来，收入平均增速上市酒企整体（约19%）>全行业（约10%），价格平均增速上市酒企整体（约17%）>全行业（约10%），销量平均增速全行业（约2%）>上市酒企整体（约0.4%）。无论是上市公司口径还是全行业口径，白酒收入增长均是更多地来自于价格的增长，但上市酒企相对于全行业具备更强的定价权，价格增速显著快于全行业，从而带动上市酒企整体收入增速更为亮眼。

分价格带：不同档次酒企的量价关系在行业不同阶段表现不尽相同

高端：收入增长弹性取决于价格弹性

2012-2021年高端酒企收入以及量价增速为：2012年：收入增速42%，销量增速25%，价格增速13%；2013年：收入增速1%，销量增速6%，价格增速-4%；2014年：收入增速-13%，销量增速-16%，价格增速4%；2015年：收入增速5%，销量增速7%，价格增速-1%；2016年：收入增速17%，销量增速3%，价格增速14%；2017年：收入增速38%，销量增速8%，价格增速28%；2018年：收入增速29%，销量增速2%，价格增速27%。2019年：收入增速19%，销量增速-7%，价格增速27%；2020年：收入增速11%，销量增速-7%，价格增速20%；2021年：收入增速15%，销量增速-6%，价格增速22%。

高端酒企的销量对收入的驱动过去弱于价格驱动，增长动力主要来自于价：收入负增长的年份只有2014

年，主要是因为当时占比最大的政务消费严重缩水而民间商务大众的高端消费需求尚未释放，销量下滑

16%；高端酒企因具备较强的定价权，价格（出厂口径）下滑幅度弱于行业整体。

此外，近年来，高端酒企的量增速均在低位，2019-2021

年高端酒企销量负增长，主要系泸州老窖

聚焦中高端产品建设，持续收缩低端产品（2021年泸州老窖总销量7.78

万吨，相比 2016 年的 17.90 万吨，下滑过半）。受益于产品结构改善、产品提价、茅台直营占比提升等，高端酒近年来收入提速主要靠价增来支撑。

次高端：收入增长受到量价双驱动

2012-2021 年次高端酒企收入以及量价增速为：2012 年：收入增速 45%，销量增速 47%，价格增速-1%；2013 年：收入增速-27%，销量增速-18%，价格增速-10%；2014 年：收入增速-30%，销量增速 9%，价格增速-36%；2015 年：收入增速 10%，销量增速-11%，价格增速 24%；2016 年：收入增速 15%，销量增速 1%，价格增速 14%；2017 年：收入增速 39%，销量增速 5%，价格增速 32%；2018 年：收入增速 47%，销量增速 22%，价格增速 20%；2019 年：收入增速 26%，销量增速 59%，价格增速-21%；2020 年：收入增速 10%，销量增速-3%，价格增速 14%；2021 年：收入增速 54%，销量增速 38%，价格增速 11%。

次高端酒企受行业调整影响最大，2013 年量价齐跌，增速分别为-18%、-10%；2014 年吨价大幅下降，但对销量的刺激作用仅有 9% 的增长，整体收入增速依然下滑严重；2015 年在高端酒五粮液率先开启提价的背景下，次高端酒结构升级明显，整体吨价约提升 24%，收入增速开始转负为正；2016-2017 年，次高端酒企的量增速不明显，仅有个位数增长，收入增长主要靠提价来支撑；2018-2021 年次高端量增明显加速（2020 年受疫情影响除外），一方面系汾酒收购集团酒类资产，销量快速增长，另一方面，次高端酒企纷纷开启全国化布局，带动销量快速增长，其中 2016-2021 年舍得、汾酒、酒鬼销量均实现翻倍以上增长。

大众高端：量价波动相对较小，预计未来收入增长主要来自于价增

2012-2021 年大众高端酒企收入以及量价增速为：2012 年：收入增速 30%，销量增速 4%，价格增速 24%；2013 年：收入增速-8%，销量增速 2%，价格增速-10%；2014 年：收入增速-2%，销量增速-2%，价格增速 0.2%；2015 年：收入增速 10%，销量增速 5%，价格增速 5%；2016 年：收入增速 9%，销量增速 3%，价格增速 5%；2017 年：收入增速 16%，销量增速 3%，价格增速 13%；2018 年：收入增速 20%，销量增速-1%，价格增速 21%；2019 年：收入增速 9%，销量增速 1%，价格增速 8%；2020 年：收入增速-5%，销量增速-13%，价格增速 10%；2021 年：收入增速 21%，销量增速 13%，价格增速 8%。

大众高端酒企的量增速波动相对较小，除了 2014 年（行业景气度下降）和 2018 年（景气分化）、2020

年（疫情影响）销量有下降之外，其余年份的销量均实现了小个位数的增长，2021

年受益于低基数销量表现出较强的弹性；价格增长较多的年份往往对应着收入增速较快的年份，如 2012 年价格增长 24%，收入增速达到 30%，2017 年价格增速 13%，收入增速达到 16%，2018 年价格增速 21%，收入增速提升到 20%。2012-2021

年期间，相对其他价格带而言，大众高端酒企的价格和量对收入的贡献相对均衡，且无论调整周期还是景气周期，价和量的波动幅度均较小。受益于白酒消费升级和消费品牌化加速，价增成为支撑大众高端酒企收入的生长的核心动力。

大众普通：价格是收入增长的最主要驱动力

2012-2021 年大众普通酒企收入以及量价增速为：2012 年：收入增速 26%，销量增速 16%，价格增速 8%；2013 年：收入增速-1%，销量增速 2%，价格增速-3%；2014 年：收入增速-8%，销量增速-4%，价格增速-4%；2015 年：收入增速-5%，销量增速-5%，价格增速-0.3%；2016 年：收入增速-3%，销量增速-8%，价格增速 6%；2017 年：收入增速 2%，销量增速-8%，价格增速 12%；2018 年：收入增速 7%，销量增速 1%，价格增速 6%；2019 年：收入增速-3%，销量增速-8%，价格增速 6%；2020 年：收入增速 2%，销量增速-8%，价格增速 12%；2021 年：收入增速 7%，销量增速 1%，价格增速 6%。

2012 年大众普通酒企的收入增速较为亮眼，其中量贡献是价格贡献的 2 倍；但以 2013 年为分界点，2014-2017 年大众普通酒企的销量增速始终为负，2018

年实现微增，2019-2020年大众普通酒企的销量继续下滑，2021年受益于低基数，销量微增；而收入增速则随着价格增速好转而逐渐改善。但大众普通酒企的收入增速仍然是各档次白酒中表现最弱的，这主要是因为虽然100元以下价格带内部的消费升级推动整体吨价持续提升，但大众消费需求从100元以下价格带向100元以上价格带转移的趋势更为明朗，从而限制该价格带的量增空间。

总结：从贡献度看，在不同档次酒企的收入增长中，价格已经成为或将成为贡献度较大的因素，这与不同价格带内部消费升级的趋势相吻合，但不同价格带酒企的量价关系在行业不同阶段不尽相同：1) 高端酒企：成长周期中价格贡献高于量增贡献，价格贡献主要来自自主品牌的提价，但调整周期中价格（出厂口径）并未出现太大波动，可能的原因是高端酒自身强势的品牌力，挺价能力与意愿更强；2) 次高端酒企：成长周期中价格贡献远远高于量的贡献，价格贡献包括提价和结构升级；在调整周期中，价格亦会出现巨大波动，且价格往往先于量出现波动，量的波动小于价，但波动幅度较其他档次白酒大；3) 大众高端酒企：看历史，价格和量的贡献相对均衡，且无论调整周期还是景气周期，价和量的波动幅度均较小，上一轮调整周期中仅2014年量下滑2%，其他年份均为正增长，体现出了大众高端酒的需求相对刚性；2018年量略有下降，价增成为支撑大众高端酒企收入增长的核心动力，体现出了大众高端酒的需求正在加速品牌化；4) 大众普通酒企：大众消费需求从100元以下价格带向100元以上价格带转移的趋势更为明朗，导致大众普通白酒的需求量连续多年下降，2018年实现微增，价格提升成为驱动收入增长的最主要动力，但该价格带酒企的定价权弱于其他档次酒企，所以即使内部消费升级推动整体吨价持续提升，但大众普通酒企的收入增速仍然是各档次白酒中表现最弱的。

（本文仅供参考，不代表我们的任何投资建议。如需使用相关信息，请参阅报告原文。）

精选报告来源：【未来智库】。[未来智库 - 官方网站](#)