

白酒龙头结构升级，行业周期景气延长

摘要：

翻看历史，产量继续走低，价格上涨，供给侧进入“新常态”。从 2016 年至 2018 年，整个白酒板块的销售收入和当年的白酒产量都呈下降趋势，但是近三年白酒行业的利润却有显著的上升趋势。是因为酒类商品的价格从 2016 年至 2018 年上调，导致销售收入下降的情况下，利润却在上升。目前白酒行业正在进行供给侧结构性改革，不再高速发展以量取胜，而是更加注重高质量发展，以高端产品涨价带动整个行业的发展。

立足当下，高端品牌竞争格局稳定，拥有强势定价权。以茅台为例，由于产能限制，2020 年预计市场投放量仅为 3.2 万吨，2017—2020 年三年复合增速仅为 1.95%，相较于高端人群复合增速 13.5% 有显著差距。未来唯有通过涨价缓解供需紧平衡的状态，未来出厂价、一批价 仍有望继续上涨。茅台供应不足将为其其他高端白酒腾挪出量价空间。在市场份额上，中高端酒仍然占据了绝对优势。

展望未来，中短期内龙头业绩将持续增加，红利周期延长。对比最新的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》与《产业结构调整指导目录（2011 年本）》，在征求意见稿“第二类”限制类中，虽然“白酒生产线”依然在列，但却备注了“白酒优势产区除外”。也就是说，如果上述征求意见稿通过，那么优势产区的白酒生产线有望取下多年来套在头顶的限制类“紧箍咒”。这将是白酒行业的重大利好，白酒优势产区也将迎来重大的发展契机。同时，也表明了国家相关部门对名优白酒的发展给予积极支持的态度。

推荐标的：贵州茅台，五粮液，泸州老窖

风险提示：白酒行业政策变动风险，食品安全

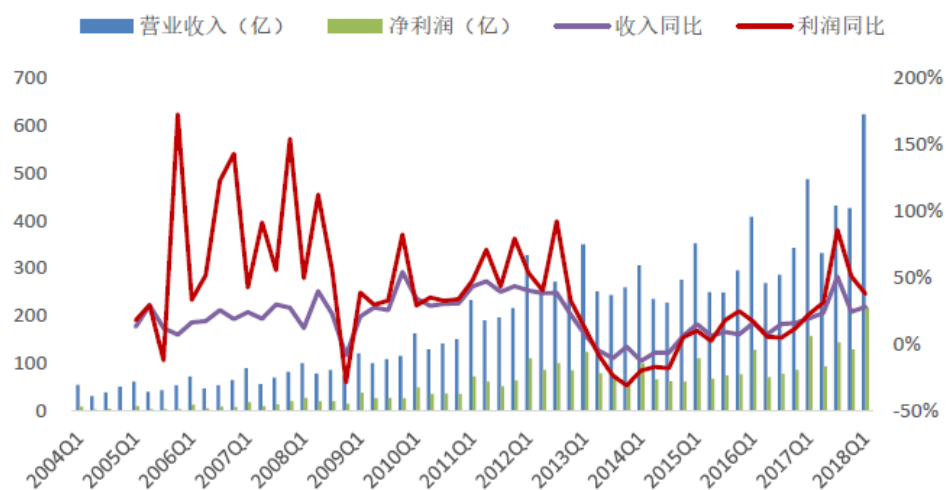
目录

摘要:	1
一、行业分析	3
(一) 行业发展历史	3
(二) 近年行业发展概况	4
(三) 市场规模	6
二、竞争格局	7
(一) 国内主要竞争者	7
(二) 国家政策	8
(三) 资金保障	11
(四) 技术突破	11
(五) 存在的必要性	12
三、细分行业	13
(一) 按价格细分	13
1. 高端酒	13
2. 次高端及区域龙头	15
3. 低端酒	17
4. 三档酒对比	18
(二) 十二种香型	19
1. 浓香型	19
2. 酱香型	19
3. 清香型	20
4. 米香型	20
5. 凤香型	20
6. 药香型	20
7. 豉香型	21
8. 芝麻香型	21
9. 特型	21
10. 老白干型	21
11. 兼香型	22
12. 馥郁香型	22
四、近期二级市场	23
(一) 近年白酒板块整体情况	23
(二) 19 家上市公司股票近期涨跌情况	24
(三) 2019 年上半年高端酒涨跌情况	25
五、准入门槛	28
(一) 产业进入壁垒	28
(二) 相关法律法规	29
1. 白酒生产许可证制度	29
2. 税收法规	30
3. 加强白酒质量安全监督管理工作的要求	30
4. 全国白酒行业纯粮固态发酵白酒行业规范	31

一、行业分析

（一）行业发展历史

1949 年新中国成立后，由私人经营的传统酿酒作坊逐渐向规模化工业企业演变，但在计划经济体制下，白酒产业发展速度较为缓慢。从 1985 年之后的 30 年间，白酒行业呈现出螺旋向上的发展特点——快速发展一个时期，在宏观经济和产业政策影响下进入调整阶段，经过徘徊和积蓄力量，再进入下一个快速发展周期。



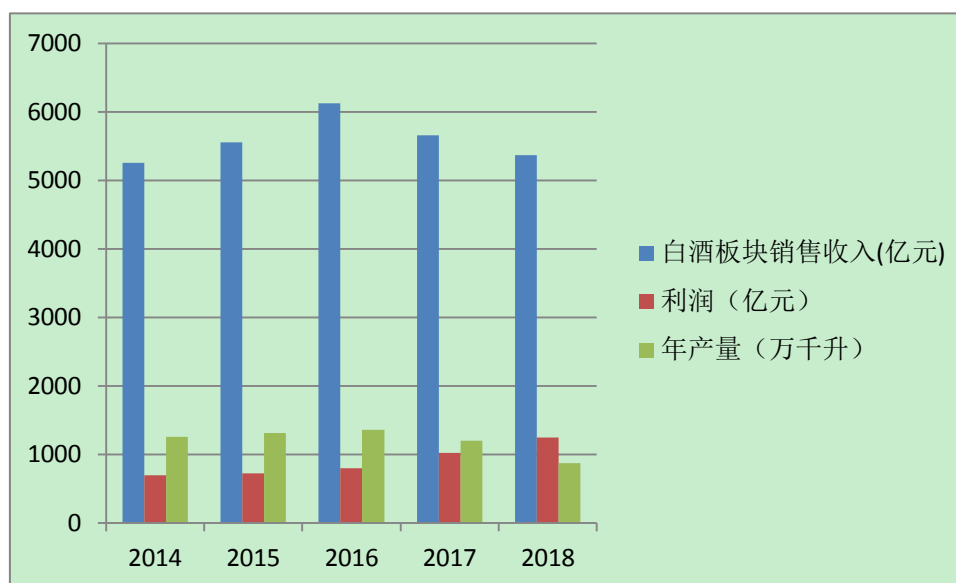
资料来源：wind、招商证券

从 2002 年开始，白酒业迎来了发展的“黄金十年”，成为食品工业中最具活力的产业之一，白酒产量由 2002 年的 378 万千升增长至 2012 年的 1153 万千升，将中国白酒行业推向一个高峰。

随后迎来长达五年的行业调整期，但白酒业的发展并未停滞，在白酒企业、品牌、产品、品质等各个层面均实现重大突破，白酒产量也稳定在 1200-1400 万千升区间，保持小幅增长。

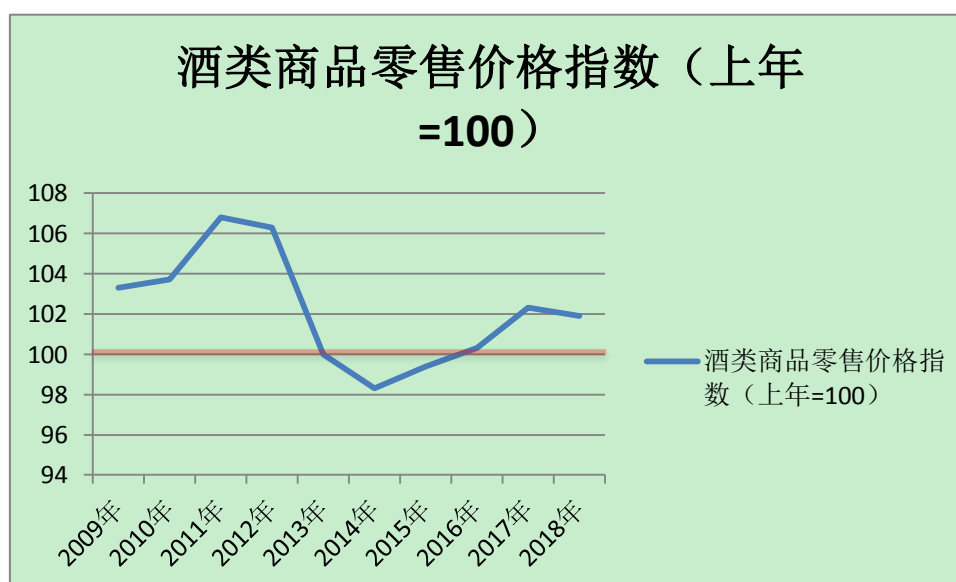
不过，2017 年，由于受白酒质量安全事故、政府严加惩治政治贪腐以及多项禁酒令的影响，白酒行业产量出现负增长。

（二）近年行业发展概况



数据来源：国家统计局

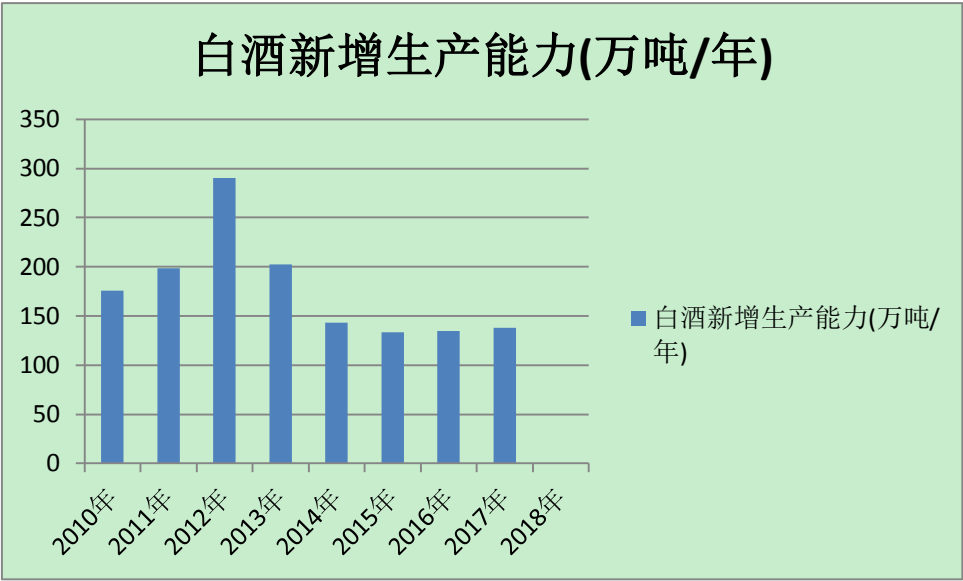
通过近 5 年的数据统计，从 2014 年到 2018 年，销售收入和年产量均在 2016 年到达顶峰，从 2016 年至 2018 年，整个白酒板块的销售收入和当年的白酒产量都呈下降趋势，但是近三年白酒行业的利润却有显著的上升趋势。



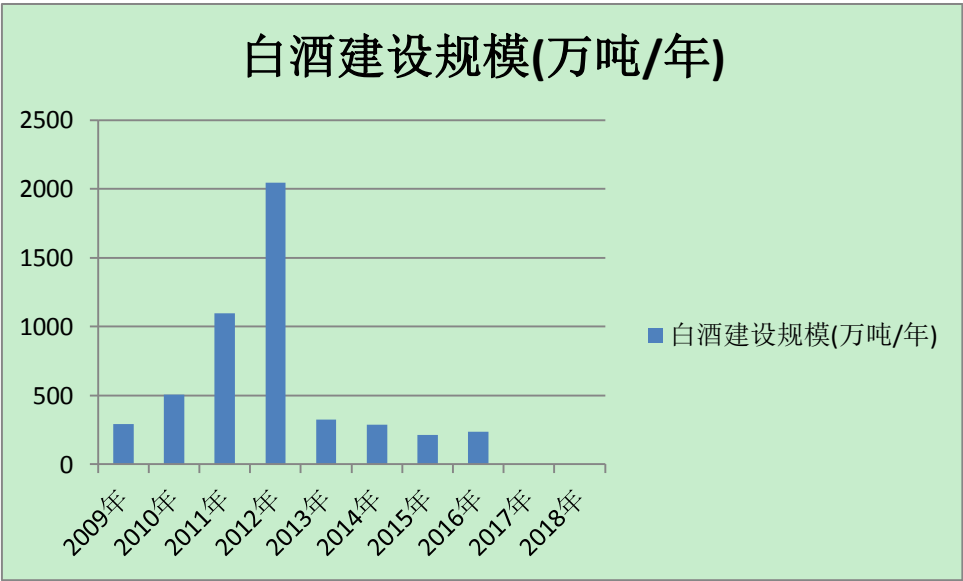
数据来源：国家统计局

酒类商品的价格从 2016 年至 2018 年略微上调，2017 与 2018 年酒类商品零售价格指数均在 102 左右，符合近两年在销售收入下降的情况下，利润却在上升

的状况。



数据来源：国家统计局



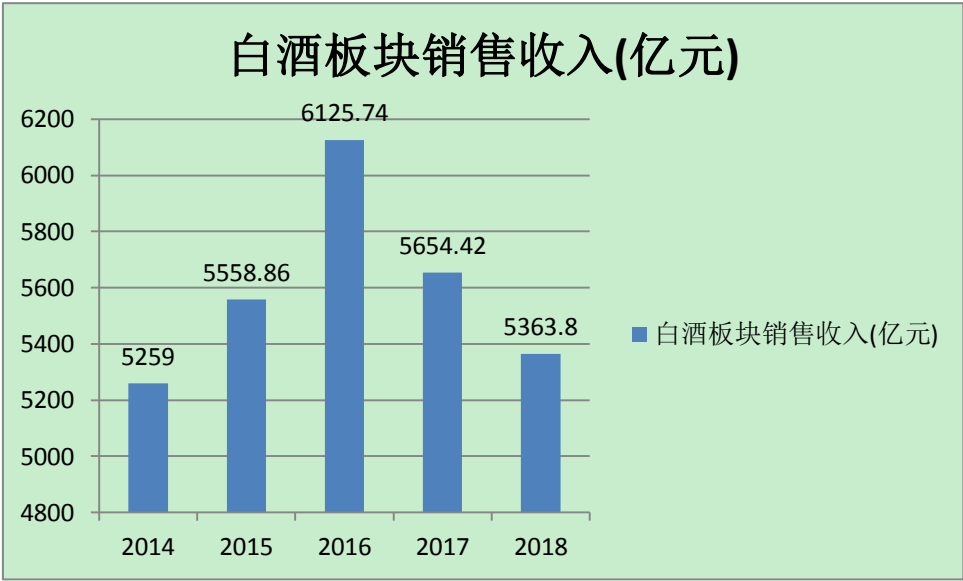
数据来源：国家统计局

自 2013 年开始，每年的白酒新增生产能力和白酒建设规模，相比 2012 年以前，处于较低的状态。可以预计，接下来的 2019 年 2020 年，整个白酒行业的年产量会持续下降，若要保持利润持续增长，价格会进一步上升。但也不排除库存较多，所以价格没有大幅上涨，利润也持续上涨的可能。

目前白酒行业正在进行供给侧结构性改革，不再高速发展以量取胜，而是更加注重高质量发展，以高端产品涨价带动整个行业的发展。

消费升级更是毋庸置疑的新增长点：行业数据产量下降、净利润增长的冰火两重天正反映了消费升级的巨大潜力。次高端向高端，高端向超高端，中低端向中高端升级，甚至光瓶酒（无包装盒，作为盒装酒的对应产品）也在升级，都驱动了行业企业的业绩增长。

（三）市场规模



数据来源：国家统计局

2017 年，白酒行业营业总收入为 5531 亿元，同比降低 7.7%；2018 年白酒行业营业总收入为 5364 亿元，同比降低 3%；假设 2019 年营业总收入与 2018 年一致，也降低 3%，则 2019 年白酒行业营业总收入约为 5203 亿元，白酒行业的市场规模仍将维持在 5000 亿元以上。

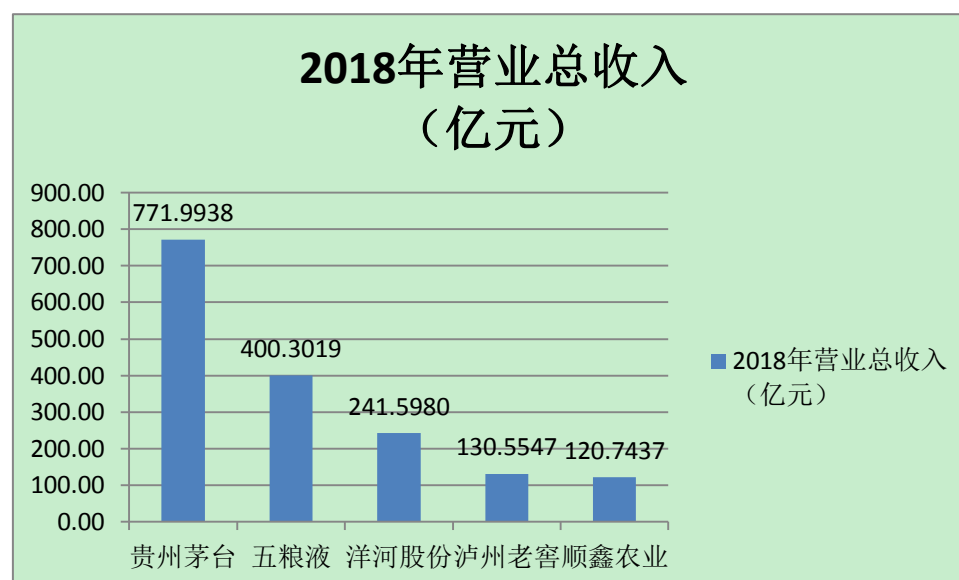
从白酒行业数据层面来看，2018 年规模以上企业总产量近 8 年来首次下滑到 1000 万千升以下，即使按照统计部门的“名义增速”也已经连续 6 年保持“个位数”增长，总销售收入也已经连续 3 年下滑，总体量也基本稳定在 5000 亿+的规模。

这从一定程度上预示着曾经“产能过剩”的白酒行业正在遭遇天花板，背后可能是市场的变化：洋酒、葡萄酒等品类进口的高速增长，其他饮料产品的替代性消费，禁酒驾等都让白酒消费群体可能出现下滑。

二、竞争格局

既有消费群体中，很难再指望消费量大幅增长。有数据显示，目前我国人均烈酒消费量为 4.34 升，超过世界约 3 升的平均水平。另外一组被忽略的数据，2018 年规模以上企业累计出口 1.72 万千升，占年度总产量的 0.20%，“出口”虽然“声势高涨”，但似乎一直收效甚微。故可以忽略白酒行业的国外市场，主要研究国内的竞争格局。

（一）国内主要竞争者



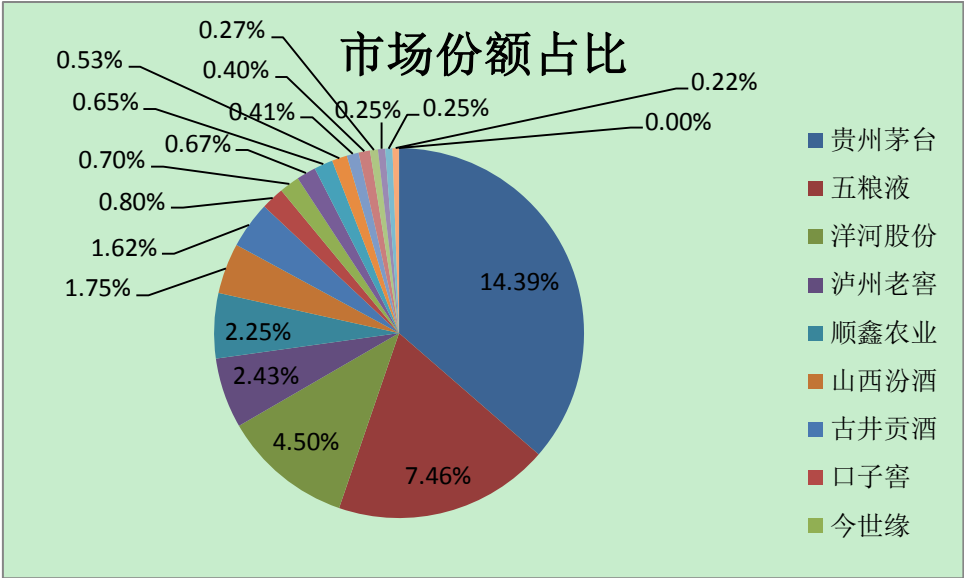
数据来源：Wind

截至到 2018 年末，在 A 股市场中，营业收入超过 100 亿元的白酒类上市公司包括：贵州茅台(600519,772 亿元)、五粮液(000858,400 亿元)、洋河股份(002304,242 亿元)、泸州老窖(000568,131 亿元)，顺鑫农业(000860,121 亿元)。截至到 2019 年 8 月 21 日午间，贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖和顺鑫农业，市值分别为 13373 亿元、4968 亿元、1606 亿元、1272 亿元和 389 亿元。

在 19 家上市公司中，2018 年营业总收入超过 100 亿元的有以上 5 家公司。其中贵州茅台，五粮液，泸州老窖，都主打高端白酒品牌，而洋河股份属于次高

端品牌。验证了行业龙头，正是这些注重高品质的高档酒厂商。

以茅台为例，由于产能限制，2020 年预计市场投放量仅为 3.2 万吨，2017-2020 年三年复合增速仅为 1.95%，相较于高端人群复合增速 13.5% 有显著差距。未来唯有通过涨价缓解供需紧平衡的状态，未来出厂价、一批价 仍有望继续上涨。茅台供应不足将为其其他高端白酒腾挪出量价空间。



数据来源：Wind

2018 年 19 家上市公司营业总收入合计为 2122 亿元，市场占比合计为 39.55%，而前 5 家公司的市场份额占比合计是 31.04%，在市场份额上，中高端酒仍然占据了绝对优势。

（二）国家政策

我国白酒行业毛利高、税收重，易受政策影响，每当白酒行业出现不正常的价格增长，政府就会出台白酒方面的限制性文件，影响白酒市场销售和利润。同时国家反腐限制公款吃喝，也对白酒行业有所影响。一系列限制措施长远来看，势必会推进我国白酒行业向更加科学、合理的方向健康持续发展。

日前，国家发改委会同有关部门对《产业结构调整指导目录(2011 年本)(修正)》进行了修订，并于 2019 年 4 月 8 日公布了关于就《产业结构调整指导目录(2019 年本，征求意见稿)》公开征求意见的公告。

继《产业结构调整指导目录(2005 年本)》将白酒生产线作为限制类目录后，2011 年 6 月 1 日实施的《产业结构调整指导目录(2011 年本)》中再次明确，白酒生产线等被列入限制类目录。

目录项的基本信息

公开事项名称：	产业结构调整指导目录(2011年本) 2011第9号令		
索引号：	000013039-2011-00344	主办单位：	国家发展改革委
制发日期：	2011-03-27		

中华人民共和国国家发展和改革委员会令

第9号

第二类 限制类

十二、轻工

25、白酒生产线

26、酒精生产线

资料来源：国家发改委

虽然产业结构调整目录是指导性的，但仍然具有较强的行政约束力。比如贷款标准从严、土地优惠等措施，对行业的约束仍然存在。中国食品工业协会副秘书长马勇则对记者指出，并不建议将白酒行业从限制类产业名单中剔除。“这么多年国家限制白酒生产线压根没限住，地方政府大力扶持当地酒企。如果不再限制，白酒产销规模扩张得更快，对行业发展并不是好事。



中华人民共和国国家发展和改革委员会
National Development and Reform Commission

意见征求

关于就《产业结构调整指导目录(2019年本，征求意见稿)》
公开征求意见的公告

此次公开征求意见的时间为2019年4月8日至2019年5月7日，有关单位和社会各界人士可以登陆国家发展改革委门户网站（<http://www.ndrc.gov.cn>）首页“意见征求”专栏，进入“《产业结构调整指导目录（2019年本，征求意见稿）》公开征求意见”栏目，填写意见反馈表，提出意见建议。

感谢您的参与和支持！

附件：[产业结构调整指导目录（2019年本，征求意见稿）](#)

国家发展改革委

2019年4月8日

第二类 限制类

十二、轻工

21、白酒生产线（白酒优势产区除外）

22、酒精生产线

资料来源：国家发改委

对比最新的《产业结构调整指导目录（2019年本）》与《产业结构调整指导目录（2011年本）》，值得关注的是，在征求意见稿“第二类”限制类中，虽然“白酒生产线”依然在列，但却备注了“白酒优势产区除外”；也就是说，如果上述征求意见稿通过，那么，优势产区的白酒生产线有望取下多年来套在头顶的限制类“紧箍咒”。

对此，中国酒业协会官方微信号撰文指出：“这将是白酒行业的重大利好，白酒优势产区也将迎来重大的发展契机。同时，也表明了国家相关部门对名优白酒的发展给予积极支持的态度。”

自上世纪90年代始，鉴于当时白酒产业集中度低、生产装备及技术落后，以及全国粮食相对匮乏的前提下，国家有关部门在《产业结构调整指导目录》中一直将白酒生产线列为限制发展类行业。

但如今，白酒产业无论是5000亿的产业规模还是不断提升的工艺技术水平，

亦或者集中化程度，都不再属于政策对“限制类”产业的描述。

而且，当下白酒产业受政策限制，一方面白酒产品生产准入标准难以提高，白酒重要产区的优势难以发挥；另一方面，产业迟迟不能建立退出机制，落后产能无法及时淘汰，优势产能和优质资源又不允许进入。

对此，有产业观察人士分析指出：“这阻碍了白酒产业进一步市场化，优胜劣汰的市场机制失灵，产业迈入更高质量发展遇到瓶颈。”

第一，产业政策调整对白酒行业优质资源和产区优势提供支撑。行业优势资源将发挥积极作用，在扩大规模，异地发展方面，有利于优势资源、资本进入白酒行业，有利于建立起良性的竞争机制，扶优限劣，使无证小作坊受到限制，有利于使白酒市场进入良性竞争，对白酒市场秩序形成正面影响。

第二，产业政策调整对白酒产区建设产生积极作用。此次产业政策调整可以成为政策性疏导的产业创新发展指导措施，进而得到有效落地实施，使全国以酿酒产业为重点经济支撑的产区优势得以发挥，对白酒主产地供给侧结构性改革产生有利影响。

第三，产业政策调整使白酒生产准入标准有望提高。此次产业政策调整，将使白酒行业生产技术、质量安全、标准化体系、诚信体系、溯源体系等各方面都提出了更高的标准要求，有力推动白酒产业落后产能淘汰机制，促进白酒产业升级和结构调整。(部分内容节选自中国酒业协会 CADA)

（三）资金保障

可以看到从 2016 年至 2018 年，整个白酒板块的产量是下降的，但是销售额和利润却是稳步上升的，所以对于中高端白酒企业来说，资金保障等问题不大，应该有较充足的资金来投入白酒的生产。

（四）技术突破

目前白酒企业生产的高度白酒主要是酱香型和浓香型，这两项占比 50% 以上。但近年许多白酒企业在主体香型不变的前提下，通过科技创新开发，融传统酿造

工艺与现代生物技术与一体的新香型白酒，比如绵柔型，浓酱兼香型等等，具有个性风格的白酒，越来越受到消费者的喜爱，不仅使企业具备了新的产品竞争优势，也丰富了白酒家族的品类，满足了消费市场的个性化需求，给行业带来了新的经济增长点，但是目前市场上浓香型依然占主导地位，这种状况短期内不会改变。

（五）存在的必要性

中国的酒文化，是农耕文明的必然体现，中华民族 5000 年历史，一旦农业高度发展的时候，百姓能够自给自足之时，丰饶的粮产或者其他食材，变将成为酿制酒精的重要储备。

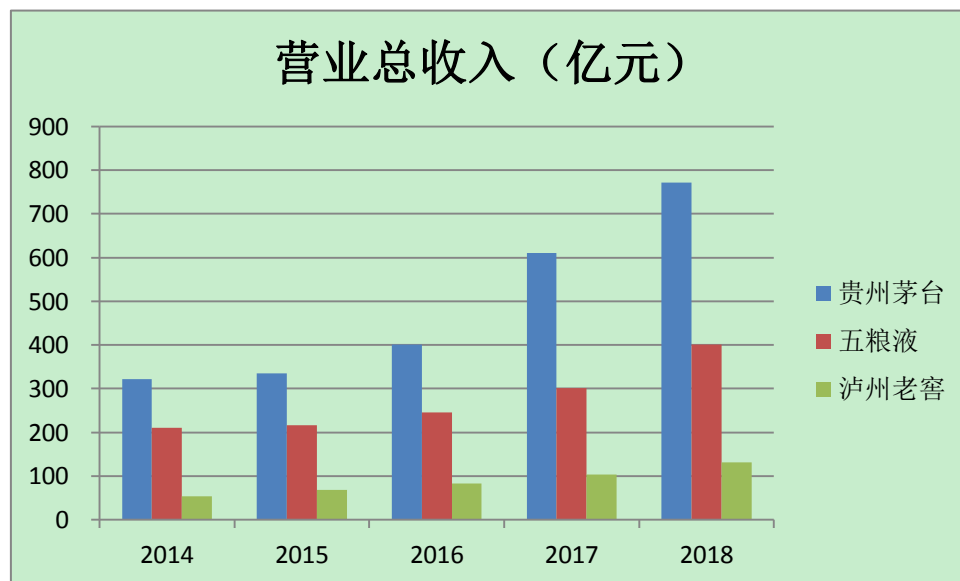
中国的酒文化，历经千年而不衰，原因在于古时有以酒代“久”、“有”、“寿”之内涵，无论是喜庆筵席、亲朋往来，还是逢年过节、日常家宴，人们都要举杯畅饮，以增添一些喜庆气氛。同时由于白酒具有畅通血脉、散淤活血、祛风散寒、健脾暖胃的作用，适量饮用有兴奋神经的作用，使大脑抑制功能减弱，血管扩张，血液循环加强，有解除疲劳、兴奋精神、增加食欲、促进消化吸收作用。故千百年来，人们喜欢以酒祭祖、以酒提神、以酒助胆、以酒御寒.....

三、细分行业

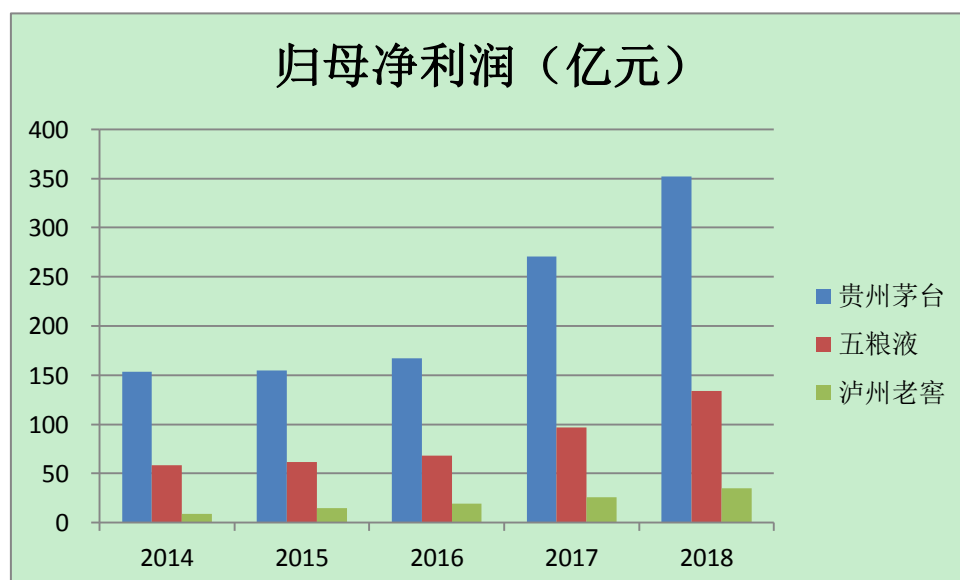
（一）按价格细分

1. 高端酒

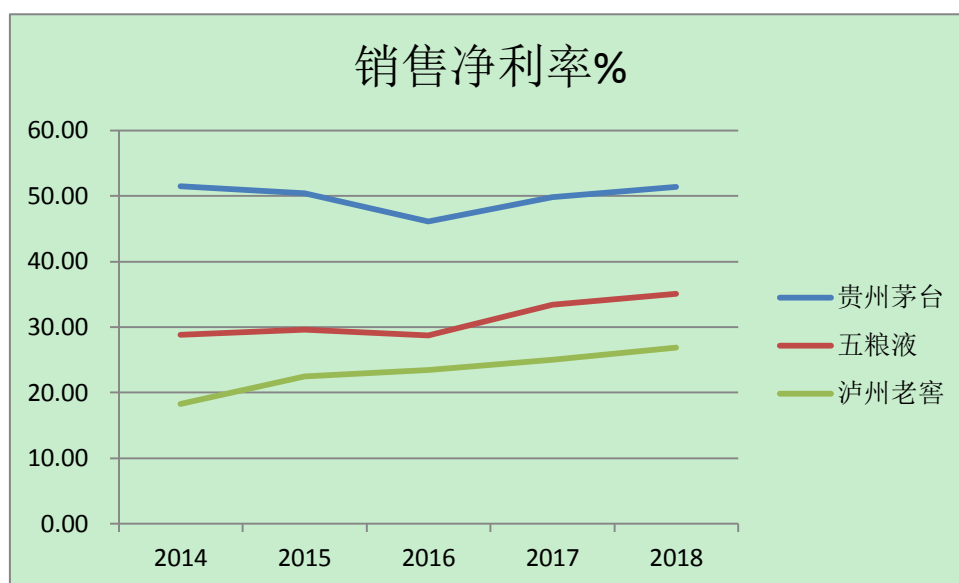
定价 600 元以上的酒，划分为高端酒，以商务、礼品为主。



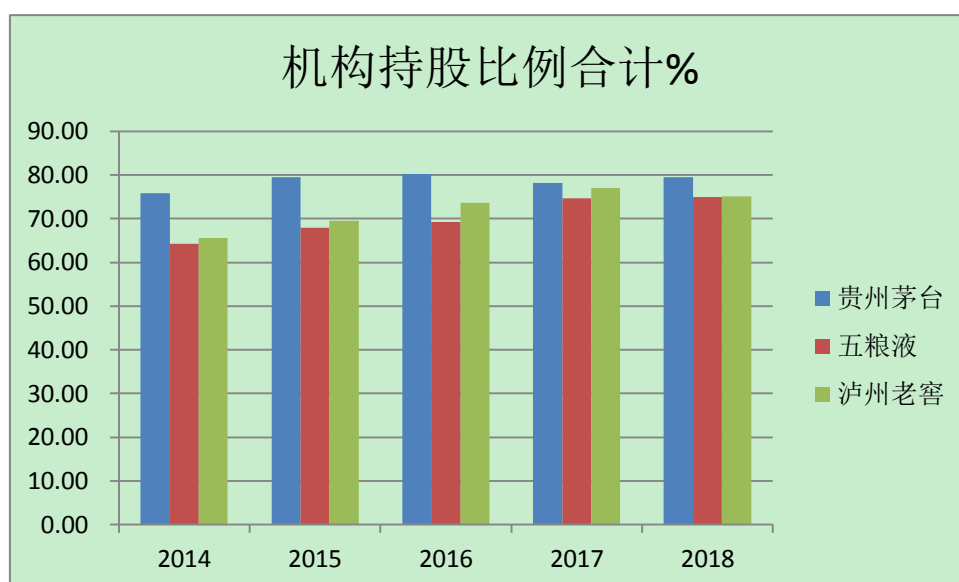
数据来源：Wind



数据来源：Wind



数据来源：Wind



数据来源：Wind

近 5 年来高端酒，营业总收入和归母净利润稳定上升。贵州茅台的销售净利率一直维持在 50% 左右，五粮液的销售净利率维持在 30% 左右，而泸州老窖的销售净利率大概在 20%—30% 之间。从机构持股比例来看，对贵州茅台持股比例接近 80%，对五粮液和泸州老窖的持股比例，也都占 70% 以上。说明目前市场是比较看好高端白酒制造商的。

此次行业复苏尤其是高端、次高端等高价位的品牌复苏主要是由于我国中产阶级的崛起，居民消费水平提高，购买力提升所致，同时政务消费下降显著，个人消费崛起。因此判断，这一轮高端白酒的景气度将长期延续，健康发展，高端

市场仍有增量空间。

高档酒	2018 年营业总收入（亿元）	2018 市场份额占比
贵州茅台	771.9938	14.39%
五粮液	400.3019	7.46%
泸州老窖	130.5547	2.43%

数据来源：Wind

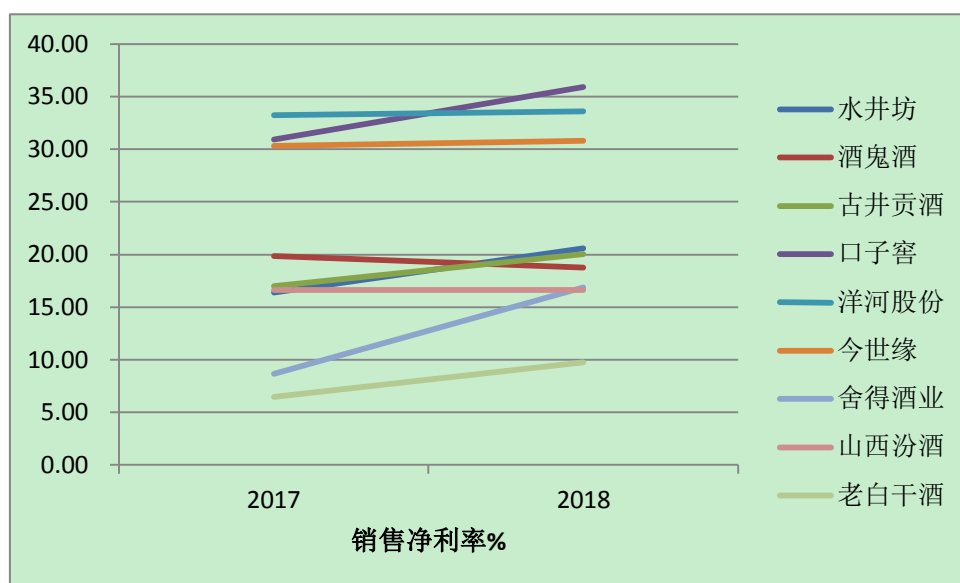
高档酒 2018 年营业总收入为 1303 亿元，占 19 家上市公司总收入的 61.40%，市场份额占比为 24.29%。

2. 次高端及区域龙头

定价在 300—600 元之间的酒，划分为次高端酒，增速最快，主要集中在 300—400 元；区域性白酒的定价，大约为 100—300 元，在省内表现强势，量价齐升。

	营业总收入（亿元）		归母净利润（亿元）		销 售 净 利 率%		机构持股比例合计%	
证券简称	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
水井坊	20.48	28.19	3.35	5.79	16.38	20.55	66.13	78.03
酒鬼酒	8.78	11.87	1.76	2.23	19.83	18.76	11.46	34.79
古井贡酒	69.68	86.86	11.49	16.95	17.01	20.04	84.85	86.01
口子窖	36.03	42.69	11.14	15.33	30.91	35.90	44.34	21.85
洋河股份	199.18	241.60	66.27	81.15	33.23	33.59	80.52	82.60
今世缘	29.58	37.41	8.96	11.51	30.33	30.80	63.70	65.40
舍得酒业	16.38	22.12	1.44	3.42	8.67	16.86	62.15	46.80
山西汾酒	60.37	93.82	9.44	14.67	16.63	16.63	84.58	82.54
老白干酒	25.35	35.83	1.64	3.50	6.45	9.78	53.77	62.98

数据来源：Wind



数据来源：Wind

次高档酒中，除了洋河股份 2018 年营业总收入超过 200 亿，其他上市公司的营业额收入，距离高档酒相差较远。而在销售净利率方面，只有口子窖，洋河股份，今世缘，销售净利率高于 30%，其余品牌均集中在 5%—20% 的区间。

次高档酒	2018 年营业总收入（亿元）	市场份额占比
水井坊	28.1906	0.53%
酒鬼酒	11.8688	0.22%
古井贡酒	86.8614	1.62%
口子窖	42.6896	0.79%
洋河股份	241.5980	4.50%
今世缘	37.4092	0.70%
舍得酒业	22.1230	0.41%
山西汾酒	93.8194	1.74%
老白干酒	35.8302	0.67%

数据来源：Wind

次高档酒 2018 年营业总收入为 600 亿元，占 19 家上市公司总收入的 28.28%，市场份额占比为 11.19%。

在此轮行业复苏中，由于中产阶级的崛起及消费水平的提高，高端、次高端

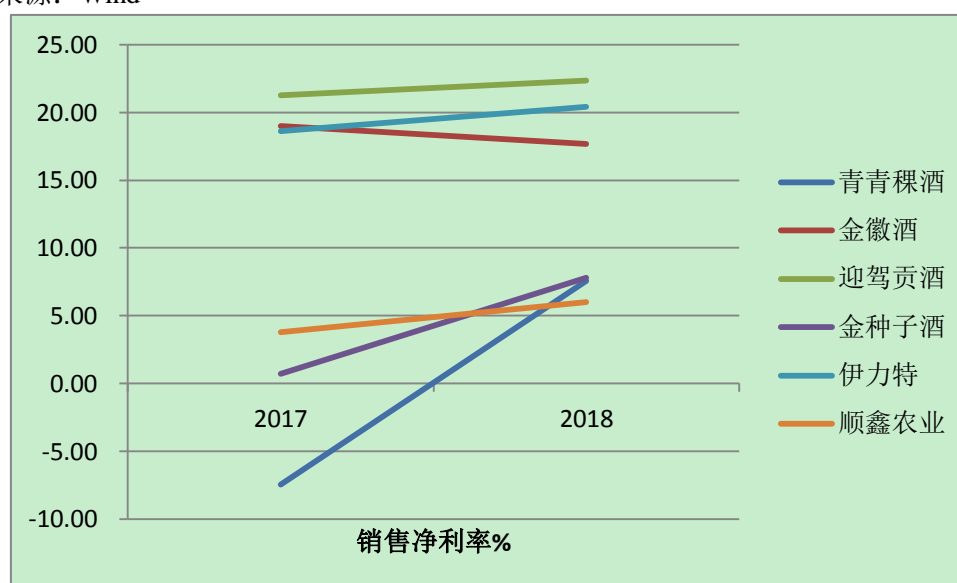
等高价格带的产品受益最为充分，但由于高端酒短期内难以放量，供应紧张的格局难以很快改善，次高端将承接部分高端酒的消费者群体；同时，在消费升级作用下，部分中端酒消费者消费水平将逐渐升级至次高端价格带。因此，整体来看，次高端白酒将在未来持续扩容，增长空间广阔。由于次高端产品也比较依赖品牌力驱动，难有后来者进入搅局，因此，主流次高端品牌将逐步蚕食次高端市场空间，充分享受次高端扩容带来的高增长。

3. 低端酒

定价在 100 元以下的酒，划分为低端酒，目前呈现下滑趋势。

	营业总收入（亿元）		归母净利润（亿元）		销售净利率%		机构持股比例合计%	
证券简称	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
青青稞酒	13.18	13.49	-0.94	1.08	-7.47	7.55	73.37	74.67
金徽酒	13.33	14.62	2.53	2.59	18.98	17.68	35.50	24.71
迎驾贡酒	31.38	34.89	6.67	7.79	21.26	22.34	17.38	83.90
金种子酒	12.90	13.15	0.08	1.02	0.71	7.82	38.76	38.27
伊力特	19.19	21.24	3.53	4.28	18.60	20.42	66.35	60.28
顺鑫农业	117.34	120.74	4.38	7.44	3.77	6.03	53.74	69.50
*ST 皇台	0.48	0.25	-1.88	-0.95	-394.14	-374.71	35.58	33.50

数据来源：Wind



数据来源：Wind

在低端酒品牌中,迎驾贡酒,伊力特,金徽酒的销售净利率达到了 20%左右,其他品牌的销售净利率均低于 10%,整体盈利能力不高,青青稞酒和 ST 皇台,更是亏本经营。低端品牌未来的表现不容乐观。

低档酒	2018 年营业总收入 (亿元)	市场份额占比
青青稞酒	13.4861	0.25%
金徽酒	14.6241	0.27%
迎驾贡酒	34.8880	0.65%
金种子酒	13.1456	0.24%
伊力特	21.2408	0.40%
顺鑫农业	120.7437	2.25%
*ST 皇台	0.2548	0.00%

数据来源: Wind

低档酒 2018 年营业总收入为 218 亿元,占 19 家上市公司总收入的 10.32%,市场份额占比为 4.07%。随着行业整体的消费升级,低端酒市场空间将进一步萎缩。

4. 三档酒对比

分类	2018 年营业总收入 (亿元)	2018 市场份额占比
高档酒	1,303.0000	24.29%
次高档酒	600.0000	11.19%
低档酒	218.0000	4.07%

数据来源: Wind

高档酒、次高档酒、低档酒对比之下,高档酒约占总市场份额的 1/4,对整

个市场的带动作用远大于中低档酒。

（二）十二种香型

1. 浓香型

代表产品：泸州老窖特曲，四川宜宾五粮液，古井贡酒，剑南春，全兴大区，洋河大区，双沟大区，沱牌大区，宋河粮液。

口感特点：无色透明（允许微黄），窖香浓郁，尾净爽口。川派的特点为香气浓郁，浓中带陈；江淮派的特点为口味醇和，绵甜。

工艺特点：以多粮或高粱为原料，优质的小麦或大麦，与豌豆混合配料，泥窖固态发酵。

跑窖法：以四川为代表，在 1 号窖内发酵，2 号窖为空，1 号窖发酵完毕后，将窖内糟醅取出放入 2 号窖，密封使其继续发酵。而 1 号窖蒸馏完毕后，成为空窖。如此循环，称为“跑窖法”。

原窖法：以四川为代表，1 号窖发酵完毕后，将窖内糟醅取出，蒸馏取酒，再加原辅材料后，糟醅再次放入 1 号窖，密封使其继续发酵。

老五甑法：以苏鲁皖豫，江淮一带为代表，将发酵完毕的酒醅分 5 次蒸馏，一口窖池中从上到下有 5 个甑桶，其中 4 甑发酵，最上面一甑成为丢糟。好处是糟醅接触窖泥面积大，有利于培养糟醅。

2. 酱香型

代表产品：贵州茅台酒，四川郎酒，湖南武陵酒

口感特点：微黄透明，酱香突出，回味悠长，空杯留香持久。

工艺特点：用曲量大，高于其他任何香型。现代工艺为“四高两长”：高温制曲，高温堆积，高温发酵，高温流酒；发酵周期长（生产周期为一年），酒的贮存时间长（三年以上）

3. 清香型

代表产品：山西汾酒，武汉黄鹤楼酒，河南宝丰酒

口感特点：无色透明，清香纯正，第一口有明显辣感，第二口后，辣感减弱，甜味突出。

工艺特点：清蒸清楂，地缸固态发酵，清蒸二次清。有“四特殊”：润料堆积，低温发酵，高度摘酒，适期贮存。

4. 米香型

代表产品：桂林三花酒，全州湘山酒

口感特点：无色透明，入口绵甜，蜜香清雅。口味柔和，刺激性小，后味短。

工艺特点：以大米为原料，小曲为糖化发酵剂。前期固态培菌糖化，后续液态发酵，经蒸馏釜进行蒸馏。

5. 凤香型

代表产品：陕西西凤酒

口感特点：以醇香为主，入口后有挺拔感，酸、甜、苦、辣、香五味俱全。有酒海贮存带来的特殊口味。

工艺特点：以高粱为酿酒原料，使用老五甑工艺，但入窖温度稍高，发酵期短，在泥窖池发酵，采用酒海贮存。

6. 药香型

代表产品：贵州董酒

口感特点：微酸，有药香，兼有大曲酒的浓郁芬芳和小曲酒的醇和绵甜。

工艺特点：窖池用石灰、白泥、洋桃藤泡汁，搅拌而成，偏碱性。大曲小曲

并用，加入中药，有抑制杂菌，促进有益微生物生长的作用。

7. 豉香型

代表产品：广东石湾 玉冰烧酒，广东九江 双蒸酒

口感特点：豉香独特，醇厚甘润。酒度低，后味长

工艺特点：以大米为原料，煮成米饭，发酵蒸馏后加入肥肉浸泡，用米酒浸泡猪肉，形成典型香。

8. 芝麻香型

代表产品：山东 景芝白干，江苏 梅兰春

口感特点：闻香以清香加焦香的复合香气为主，入口后焦糊香味突出，类似芝麻香气，口味醇厚。

工艺特点：高粱为主要原料，加入适量的麸皮，混蒸混烧。

9. 特型

代表产品：江西樟树 四特酒

口感特点：清香带浓香，细闻有焦糊香，口味柔和，稍有糟味。

工艺特点：以大米为原料，以江西特产的红褚条石砌城发酵窖池。

10. 老白干型

代表产品：衡水老白干

口感特点：细闻有类似大枣的香气，口味甘冽，有后味。

工艺特点：以高粱为原料，小麦中温大曲为糖化发酵剂，发酵期短，贮存期短。

11. 兼香型

代表产品：口子窖，白云边，西凤兼香，玉泉酒

口感特点：闻香以酱香为主，略带浓香，入口后浓香较突出。

工艺特点：基本是酱香工艺，窖池四周为水泥池，底部为泥窖。

12. 馥郁香型

代表产品：酒鬼酒

口感特点：前浓，中清，后酱。绵甜圆润，余味悠长。

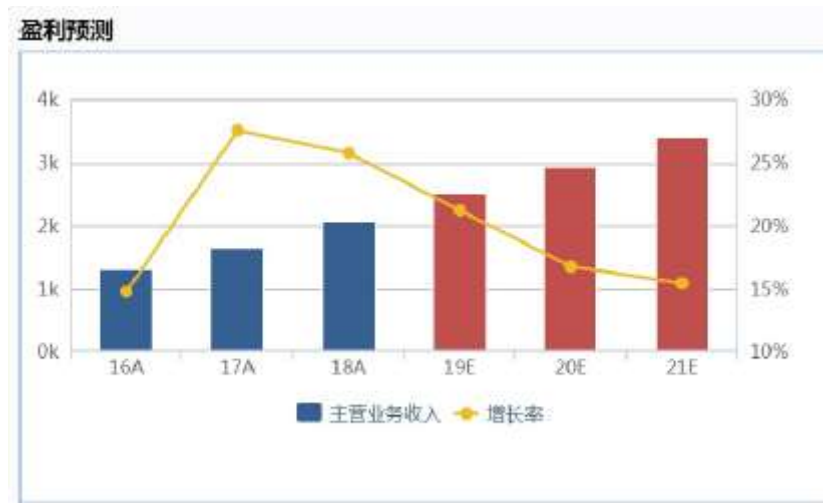
工艺特点：酿酒发酵工艺集清香型小曲酒和浓香型大曲酒工艺为一体，发酵池为泥石，陶坛贮酒。

四、近期二级市场

(一) 近年白酒板块整体情况



数据来源: Wind 截止到 2019/08/22



数据来源: Wind 截止到 2019/08/22

（二）19 家上市公司股票近期涨跌情况



资料来源：Wind

除上图所示 17 家上市公司以外，低端酒中的 ST 皇台在 2019 年 5 月已经停牌，而青青稞酒从 2016 年之后便一蹶不振，2019 年的表现也十分惨淡。



资料来源：新浪财经



资料来源：新浪财经

（三）2019 年上半年高端酒涨跌情况

1. 贵州茅台



资料来源：新浪财经

2. 五粮液



资料来源：新浪财经

3. 泸州老窖



资料来源：新浪财经

由于受到经济大环境的影响，三只高档酒股票在 2018 年表现不佳，处于下跌态势，但是 2019 年上半年，股价一路高歌猛进。宏观经济为白酒行业发展提供了一个大背景，是白酒行业发展的基础，白酒行业的发展走势跟经济走势紧密相关。

宏观经济是白酒行业发展的必要不充分条件。宏观经济是白酒行业发展的基础，宏观经济为行业发展提供了一个大背景，白酒行业受到宏观经济发展的综合拉动影响，行业的发展走势跟经济走势紧密相关。

在存量博弈的经济中，业绩在向龙头企业集中。中国经济经过 30 年发展，很多行业已从增量经济转向存量经济时代，强者恒强或是未来的趋势。

五、准入门槛

（一）产业进入壁垒

作为现有的白酒生产企业如何能够在未来的市场竞争中不被吞并，这需要企业之间联合起来，构建三大壁垒，抬高自身的价值。即：产地壁垒、市场壁垒，品牌壁垒。

产地壁垒，白酒的生产对自然环境有特定要求，尤其是中高档白酒的制曲、糖化发酵、陈化老熟等环节对产地的气候、土壤和水资源等自然资源环境有较高的要求，白酒生产企业必须处于适宜的地理位置。

市场壁垒，由于受产区和背书企业的影响，未来白酒市场的格局必须因地制宜。首先茅台镇产区的品牌由于茅台的强大背书可以很自然地做高端和超高端市场以此占领高端消费比例；而像具备强大企业背书的品牌，例如永福酱酒等，可以借势五粮液强大的品牌背书和市场网络较为容易的切入中高端市场拉动中高端消费，而其他产区的品牌，只有借用当地的地缘文化而主导中端市场。

品牌壁垒，这在茅台镇产区尤为明显。中国白酒领域里各企业实力参差不齐，未来的白酒品牌结构也会不尽相同。企业只有走品牌之路，形成中国白酒的品牌集群，构建强大的品牌壁垒，才能形成中国白酒真正的大市场。以近年迅速崛起的酱香型白酒为例，目前，中国酱酒除了茅台和郎酒外，部分品牌开始崛起，例如五粮液的永福酱酒、茅台镇第二大酱酒品牌国台、湘派酱酒武陵、桂派酱酒丹泉等。但可以预见的是，虽然有不少大资本和大企业进入酱酒领域，未来 10 年，中国酱酒领域真正能形成大品牌的并不多。所以，未来酱酒领域的品牌数量将远远低于浓香酒等其他领域。

（二）相关法律法规

序号	政策和法规名称
1	《关于调整酒类产品消费税政策的通知》
2	《食品质量安全市场准入审查通则》
3	《全国白酒行业纯粮固态发酵白酒行业规范》
4	《酒类流通管理办法》
5	《关于调整和完善消费税政策的通知》

6	《产业结构调整指导目录（2010年本）》
7	《食品生产许可审查通则》
8	《食品生产许可审查通则》（2010版）
9	《关于加强白酒消费税征收管理的通知》
10	《中华人民共和国食品安全法》
11	《关于进一步加强食品安全工作的决定》
12	《预包装饮料酒标签通则》
13	《蒸馏酒及配制酒卫生标准》
14	《预包装食品标签通则》
15	《关于<中华人民共和国消费税暂行条例实施细则>有关条款解释的通知》
16	《关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知》

资料来源：网络

主要法规

1.白酒生产许可证制度

2005年9月1日起，国家对生产重要工业产品的企业，实行生产许可证制度。2006年度，国家颁布了《白酒生产许可证审查细则》，该细则规定：国家发改委在《产业结构调整指导目录》中，将白酒生产线列入限制类目录。此后，国家质检总局于2010年8月发布《食品生产许可审查通则》，规定了食品生产企业的必备条件，并在《关于调整部分食品生产许可工作的公告》中规定，将规模以上白酒生产企业的生产许可审批工作由国家质检总局组织实施调整为由各省级质量技术监督部门组织实施，许可证有效期为3年。

2.税收法规

国家税务总局发布《关于加强白酒消费税征收管理的通知》 及附件《白酒消费税最低计税价格核定管理办法 》，规定自 2009 年 8 月 1 日起，白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格高于销售单位对外销售价格 70%以上的，税务机关暂不核定消费税最低计税价格。对设立销售单位的白酒生产企业销售给销售单位的白酒中，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下、年销售额 1,000 万元以上的品种，由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定消费税最低计税价格。其中生产规模较大， 利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择及销售单位对外销售价格 60%至 70%范围内。已核定最低计税价格的白酒，生产企业实际销售价格高于消费税最低计税价格的，按实际销售价格申报纳税;实际销售价格低于消费税最低计税价格的，按最低计税价格申报纳税。已核定最低计税价格的白酒，销售单位对外销售价格持续上涨或下降时间达到 3 个月以上、累计上涨或下降幅度在 20%以上的白酒，税务机关重新核定最低计税价格。

2012 年 7 月 13 日，财政部和国家税务总局联合颁布的《关于<中华人民共和国消费税暂行条例实施细则>有关条款解释的通知》对《中华人民共和国消费税暂行条例实施细则》第七条第二款“委托加工的应税消费品直接出售的，不再缴纳消费税”进行了解释:委托方将收回的应税消费品，以不高于受托方的计税价格出售的，为直接出售，不再缴纳消费税;委托方以高于受托方的计税价格出售的，不属于直接出售，需按照规定申报缴纳消费税，在计税时准予扣除受托方已代收代缴的消费税。

3.加强白酒质量安全监督管理工作的要求

针对 2012 年底曝光的白酒塑化剂事件，以及屡禁不止的以假酒、劣质酒冒充高档白酒的现象，国家食品药品监督管理总局于 2013 年 11 月颁布了《关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知》，《通知》明确了要严格落实白酒生产企业责任主体，从源头保障白酒质量安全。强调了原辅材料采购、生产过程

监管、产成品出厂检测、白酒标签监管的全过程监管。并着重强调了对塑化剂污染物的控制措施，严禁使用非食品原料生产白酒，严禁超范围使用食品添加剂。

此外，《通知》还要求强化监管力度，严厉打击违法违规行为。通过专项整治和抽查的手段，督促企业满足生产许可条件，强调了对白酒加工小作坊的监管要求，明确了要完善白酒生产企业食品安全信用档案制度和退出机制。

4.全国白酒行业纯粮固态发酵白酒行业规范

2005 年 2 月，经国务院国资委和国家发改委有关部门同意，中国食品工业协会颁布实施《全国白酒行业纯粮固态发酵白酒行业规范》，推行“纯粮固态白酒标志”。