

## 白酒Ⅲ行业深度报告

## 酱酒专题：酱香风起，再焕生机

方正证券研究所证券研究报告

## 分析师

王泽华

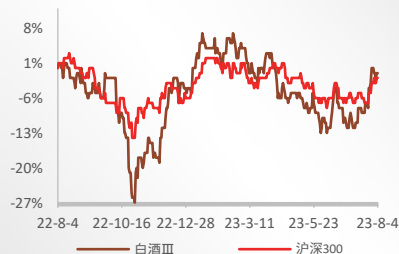
登记编号：S1220523060002

## 行业评级：推荐

## 公司信息

|          |          |
|----------|----------|
| 上市公司总家数  | 21       |
| 总股本(亿股)  | 212.16   |
| 销售收入(亿元) | 2,780.11 |
| 利润总额(亿元) | 1,149.99 |
| 行业平均 PE  | 146.37   |
| 平均股价(元)  | 175.57   |

## 行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

## 相关研究

**酱酒市场方兴未艾，一超二强格局渐显：**酱香型白酒稀缺性强、风味特征突出，近年市场快速扩容，超越清香型成为我国白酒第二大香型。2022 年酱酒市场规模达 2100 亿元，以白酒行业 10% 的产能实现 32% 的收入和 39% 的利润，近 5 年来收入/产能/利润 CAGR 分别达 19.9%/14%/19.3%，呈现高收入、低产量、高盈利特点。酱酒市场集中度高，根据收入规模可划分为四大阵营：贵州茅台以千亿体量一骑绝尘，占据酱酒行业总收入的 60.6%；习酒、郎酒酱香规模均超 150 亿，分别占比 9.5%/7.6%，近年以高双位数持续增长，与三梯队拉开一定差距；国台、珍酒体量在 50-100 亿之间；30 亿以下酱酒企业数量众多，钓鱼台、金沙均在 30 亿左右。

**周期轮动久久为功，驱动因素各有不同：**复盘酱酒 08 年以来两轮周期，相同点在于其热潮均离不开茅台的示范效应，并且酱香型白酒 5 年酿造工艺带来的产能滞后性放大了周期中的供需矛盾，资本入局无疑又为其博弈加上杠杆，使酱酒周期性波动明显。不同的是，16-21 年，酱酒稀缺、健康的品类特性顺应了居民消费升级趋势，需求变化构成品类增长底层逻辑，消费者、渠道、资本三方合力助推品类爆发。立足当下，一方面，供给端持续前期高热度，渠道层面跑马圈地完成初步扩张，酒厂扩建产能逐步释放；另一方面，需求端仍处于理性增长阶段，叠加疫情影响致使供过于求，酱酒行业步入中场。

**酱酒高景气度不改，由上至下持续扩容：**探究上轮热潮中三方驱动因素在本阶段表现，消费者层面，酱香型白酒仍显示出更优的消费者偏好度，且在疫情期间体现出较强消费韧性；资本层面于 22 年 5 月又掀起新一轮热潮，且投资健康度更高。因此，我们认为本轮调整期只是渠道和外部环境调整，行业增长方式由粗放增长转为由上至下推动的精致成长：1) **上游酒厂：**产能方面，头部酱酒品牌稳产扩能，22 年前 10 品牌投产量同增 19%，且头部企业在规划上多以 10 万吨+产能、30 万吨+储能为目标；中小酱酒扩产更加谨慎，吨位决定地位下酱酒市场马太效应将加速；价格带方面，千元价格带占位确立品牌高度，次高端规模增速快，仍为酱酒企业谋求量增主要途径，站稳次高端后开始布局大众酱酒覆盖更多消费人群；品牌&营销方面，差异定位+聚焦战略加强认知，C 端触达持续进行口感培育；2) **中游渠道：**渠道利润回归至合理水平为必然趋势，但仍会高于浓香，核心是厂商一体，保护经销商利润，稳价格、促动销；3) **下游消费：**酒厂持续全国化布局，目前广东、河南、山东已为贵州省外成熟样板市场，酱化率均超 50%，北京、福建等高消费水平地区也逐渐成为主攻市场，酒厂持续消费培育，未来酱酒有望受益于现有强势区域的进一步下沉和空白市场的开拓，从区域集中走向泛全国化。

**投资建议：**疫情散去后商务回补、中产扩容驱动不改，目前酱酒价格调整已近尾声，头部酱酒企业稳产扩能，未来行业吨位决定地位下，酱酒市场有望稳步扩容，品牌集中度进一步提升。**建议关注：**品牌力强大、业绩确定性高的千亿龙头【贵州茅台】；与夜郎古酒成立合资公司，复星赋能，有望充分发挥协同效应的【舍得酒业】；收购酱香型名酒武陵酒，全国化进程加速的【老白干酒】；专注次高端及高端产品，酱酒产能持续扩张的【珍酒李渡】。

**风险提示：**宏观经济下行风险、行业竞争加剧风险、产能建设不及预期风险、食品安全风险

# 并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

## 正文目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1 何为酱酒                              | 6  |
| 1.1 酱酒市场快速扩容，千亿市场方兴未艾               | 6  |
| 1.2 龙头引领强者恒强，二三梯队群峰竞秀               | 8  |
| 1.3 时空限制决定酱酒稀缺性，高端基因与生俱来            | 9  |
| 1.3.1 匠心锻造品质，时间沉淀价值                 | 9  |
| 1.3.2 环境造就名酒，名酒带动产区，产区特性日益凸显        | 12 |
| 2 复盘历史：从品牌驱动到品类热潮，需求扩容向上推动          | 15 |
| 2.1 资本与匠心博弈，产能滞后性放大酱酒周期             | 16 |
| 2.2 酱酒热起源于茅台热，消费需求为核心驱动要素           | 19 |
| 2.2.1 消费端：居民收入提升带来消费需求变化，酱酒承接茅台外溢需求 | 19 |
| 2.2.2 渠道端：渠道利润显著高于浓香型白酒，放大渠道推力      | 22 |
| 2.2.3 资本端：高利润&高成长性吸引资本涌入，业内酒企布局酱香   | 22 |
| 3 立足现状：行至中场不改品类高景气，自上而下跨越周期         | 25 |
| 3.1 本轮调整期并非需求遇冷，而是供给端增长超过需求端带来品类分化  | 25 |
| 3.2 上游酒厂：品牌力托底，产能定上限                | 27 |
| 3.2.1 产能：名酒领先扩容，马太效应加速              | 27 |
| 3.2.2 价格带：高端引领，逐步全价格带布局             | 28 |
| 3.2.3 品牌&营销：差异定位+聚焦战略加强认知，C端触达培育口感  | 31 |
| 3.3 中游渠道：厂家辅助利润回归，渠道模式日益多元          | 33 |
| 3.4 下游消费：全国化空间广阔，渗透率持续提升            | 34 |
| 4 重点公司分析                            | 37 |
| 4.1 茅台：高处胜寒，直营发力                    | 37 |
| 4.2 习酒：君品文化，全国布局                    | 42 |
| 4.3 郎酒：庄园酱酒，深度聚焦                    | 45 |
| 4.4 珍酒：酒中珍品，快速成长                    | 48 |
| 4.5 国台：专注酱香，渠道精耕                    | 51 |
| 4.6 金沙：底蕴深厚，华润赋能                    | 55 |
| 4.7 钓鱼台：金字招牌，传承匠心                   | 58 |
| 4.8 夜郎古：古法酱香，三强联合                   | 60 |
| 5 投资建议                              | 61 |
| 6 风险提示                              | 62 |

## 图表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图表 1: 四大基本香型简介 .....                         | 6  |
| 图表 2: 12 种香型确立时间及相互关系 .....                  | 6  |
| 图表 3: 2017-2026E 各香型销售收入占比 .....             | 6  |
| 图表 4: 2011-2022 年白酒销售收入及产量增速 (亿元) .....      | 7  |
| 图表 5: 2011-2022 年酱酒销售收入 (单位: 亿元) .....       | 7  |
| 图表 6: 2011-2022 酱酒产量及占比 (单位: 万千升) .....      | 7  |
| 图表 7: 酱酒盈利能力突显 (单位: 亿元) .....                | 7  |
| 图表 8: 2012-2022 年茅台与非茅台酱酒规模 (单位: 亿元) .....   | 8  |
| 图表 9: 茅台与非茅台酱酒企业均价对比 (单位: 元/升) .....         | 8  |
| 图表 10: 酱酒行业竞争格局 .....                        | 9  |
| 图表 11: 酱香型白酒工艺对比 .....                       | 10 |
| 图表 12: 大曲酱香酒生产工艺流程图 .....                    | 10 |
| 图表 13: 三种香型工艺对比 .....                        | 11 |
| 图表 14: 酱酒酿造时间更长 .....                        | 11 |
| 图表 15: 酱酒出酒率更低 .....                         | 11 |
| 图表 16: 三大香型微量成分结构 .....                      | 12 |
| 图表 17: 赤水河流域原料、水源、气候环境等条件有利于酿造优质酱酒 .....     | 13 |
| 图表 18: 全国酱酒主要产区 .....                        | 13 |
| 图表 19: 赤水河流域名酒聚集 .....                       | 13 |
| 图表 20: 习水产区 2016-2021 年基酒产量 CAGR 达 36% ..... | 14 |
| 图表 21: 预计习水产区 2020-2025 收入 CAGR 达 42% .....  | 14 |
| 图表 22: 川派浓染酱金三角产区 .....                      | 14 |
| 图表 23: 古蔺县茅溪镇酱酒园区 .....                      | 14 |
| 图表 24: 各产区部分酱酒企业扩产计划 .....                   | 15 |
| 图表 25: 茅台自 2008 年起掌握提价主动权 (元/500ml) .....    | 17 |
| 图表 26: 贵州茅台于 2008 年营收首次超过五粮液 (亿元, %) .....   | 17 |
| 图表 27: 2013 年前酱酒企业接受投资情况 .....               | 17 |
| 图表 28: 2015 年前业内酒企“染酱”情况 .....               | 17 |
| 图表 29: 2010-2017 年酱酒产能及增速 (单位: 万千升) .....    | 19 |
| 图表 30: 2012-2021 茅台酒及系列酒营收占比情况 .....         | 19 |
| 图表 31: 茅台热带动酱香热 .....                        | 20 |
| 图表 32: 茅台品牌价值快速提高, 2020 年名列世界第 18 位 .....    | 20 |
| 图表 33: 飞天茅台价格走势 (单位: 元) .....                | 20 |
| 图表 34: 中国中产阶级人数增加 .....                      | 21 |
| 图表 35: 2010-2018 年宽裕小康和大众富裕家庭百分比 .....       | 21 |
| 图表 36: 白酒分价位段 2016-2018 销售额份额 (元/瓶) .....    | 21 |
| 图表 37: 2020 年酱酒分价格带规模 .....                  | 21 |
| 图表 38: 飞天茅台陈酒与新酒价格对比 (元/500ml) .....         | 22 |
| 图表 39: 老酒市场高速发展 (亿元) .....                   | 22 |
| 图表 40: 酱香型白酒渠道利润更高 .....                     | 22 |
| 图表 41: 业外资本布局酱酒情况 .....                      | 23 |
| 图表 42: 2016 年以来业内酒企“染酱”情况 .....              | 24 |
| 图表 43: 其他香型酒企多利用酱酒产品布局高端 (元/500ml) .....     | 24 |
| 图表 44: 酱酒目前步入第二个阶段的调整期 .....                 | 25 |
| 图表 45: 酱香型在各年龄段均形成了较好消费基础 .....              | 26 |

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图表 46: 2021.7-2022.7 消费者购买酱香型频次变化 .....       | 26 |
| 图表 47: 中国家庭年可支配收入趋势 .....                     | 26 |
| 图表 48: 酱酒主要酒企产能、储能情况及规划 (单位: 万吨/年) .....      | 27 |
| 图表 49: 酱香型白酒分价格带规模及主流单品 .....                 | 29 |
| 图表 50: 次高端以上为酱酒核心价格带 (单位: 元/500ml、亿元) .....   | 29 |
| 图表 51: 2020 年至今主流酱酒企业提价节奏 .....               | 30 |
| 图表 52: 各酱酒企业开始在 300 元价格带布局 .....              | 31 |
| 图表 53: 主流酱酒企业产品布局逐步覆盖全价格带 .....               | 31 |
| 图表 54: 部分酱酒企业品牌定位 .....                       | 32 |
| 图表 55: 贵州安酒于机场投放广告 .....                      | 32 |
| 图表 56: 各酱酒品牌通过多元营销形式深度接触消费者 .....             | 33 |
| 图表 57: 除茅台外酱酒企业的销售费用率高于行业平均 (单位: %) .....     | 33 |
| 图表 58: 厂家费用支持的各种形式 .....                      | 34 |
| 图表 59: 茅台系列酒体验中心 .....                        | 34 |
| 图表 60: 年轻人日常购买酱香型白酒主要渠道 .....                 | 34 |
| 图表 61: 河南、山东、广东为主要外省酱香型白酒消费市场 .....           | 35 |
| 图表 62: 500-800 价格带酱酒渗透率 TOP5 省份 .....         | 35 |
| 图表 63: 酱酒各区域市场情况 .....                        | 35 |
| 图表 64: 成熟市场各酱酒品牌规模及市占率 (亿元, %) .....          | 36 |
| 图表 65: 酱香型白酒品牌全国化布局示例 .....                   | 37 |
| 图表 66: 2015-2022 年营收及净利润情况 (亿元) .....         | 37 |
| 图表 67: 2015-2022 年茅台及系列酒收入及占比情况 (亿元) .....    | 37 |
| 图表 68: 茅台酒产品矩阵 .....                          | 38 |
| 图表 69: 酱香系列酒产品矩阵 .....                        | 38 |
| 图表 70: 茅台酒历年改扩建项目及新增产能梳理 .....                | 39 |
| 图表 71: 2016-2022 茅台酒实际产能与设计产能情况 (单位: 吨) ..... | 40 |
| 图表 72: 2016-2022 茅台酒产销量情况 (单位: 吨) .....       | 40 |
| 图表 73: 2016-2022 系列酒产销量情况 (单位: 吨) .....       | 41 |
| 图表 74: 不断增加的基酒储能保证茅台酒未来发展 (单位: 吨) .....       | 41 |
| 图表 75: 2016-2022 系列酒实际产能与设计产能情况 (单位: 吨) ..... | 41 |
| 图表 76: 2016-2022 系列酒实际产能与设计产能情况 (单位: 吨) ..... | 42 |
| 图表 77: 公司持续发力直营渠道 (单位: 万元、%) .....            | 42 |
| 图表 78: i 茅台助力数字营销 .....                       | 42 |
| 图表 79: 习酒发展历程 .....                           | 43 |
| 图表 80: 2015-2022 年习酒销售收入及增速 .....             | 43 |
| 图表 81: 贵州习酒股权结构 .....                         | 43 |
| 图表 82: 习酒品牌战略升级发布仪式 .....                     | 44 |
| 图表 83: “中秋夜·喝习酒”线下露营赏月活动 .....                | 44 |
| 图表 84: 习酒主要酱酒产品矩阵 .....                       | 44 |
| 图表 85: 习酒全国化战略演变 .....                        | 45 |
| 图表 86: 习酒全国化战略成效显著 .....                      | 45 |
| 图表 87: 2017-2020 年郎酒营业收入及增速 (亿) .....         | 46 |
| 图表 88: 2017-2020 年郎酒净利润及增速 (亿) .....          | 46 |
| 图表 89: 郎酒广告费用投放较高 (单位: 万元) .....              | 46 |
| 图表 90: 郎酒投放央视广告 .....                         | 46 |
| 图表 91: 郎酒产品矩阵 .....                           | 47 |
| 图表 92: 2017-2020 年郎酒分档次产品营收 (单位: 亿元) .....    | 47 |

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图表 93: 郎酒分档次产品销量与均价 (单位: 吨、万元/吨)        | 47 |
| 图表 94: 2020 年郎酒分区域营业收入占比                | 48 |
| 图表 95: 郎酒组织架构变化历程                       | 48 |
| 图表 96: 2020-2022 年珍酒营业收入 (单位: 亿元)       | 49 |
| 图表 97: 贵州遵义市珍酒产地                        | 49 |
| 图表 98: 珍酒产品图                            | 49 |
| 图表 99: 珍酒李渡分价格带营收占比                     | 49 |
| 图表 100: 珍酒李渡分价格带产品毛利率                   | 49 |
| 图表 101: 珍酒李渡 2020-2022 分渠道营收 (亿元) 及增速   | 50 |
| 图表 102: 2020-2022 经销渠道营收 (亿元) 及增速       | 50 |
| 图表 103: 2020-2022 珍酒产能 (吨) 及产能利用率       | 50 |
| 图表 104: 2020-2022 外购基酒 (吨) 及同比增速        | 50 |
| 图表 105: 截止 2023 年 4 月 17 日珍酒产能产量及未来扩张计划 | 51 |
| 图表 106: 2017-2020 国台营业收入及增速 (亿元, %)     | 51 |
| 图表 107: 2017-2020 国台净利润及增速 (亿元, %)      | 51 |
| 图表 108: 国台酒主要产品矩阵                       | 52 |
| 图表 109: 2017-2020H1 分产品收入占比 (%)         | 52 |
| 图表 110: 2017-2020H1 分产品毛利率情况 (%)        | 52 |
| 图表 111: 2017-2020H1 主要产品销量占比 (%)        | 53 |
| 图表 112: 历年推出的国台国标酒售价 (元/500ml)          | 53 |
| 图表 113: 2017-2020H1 各销售模式收入占比 (%)       | 54 |
| 图表 114: 2019 年主要经销商核心终端&直接消费者收入贡献分布 (%) | 54 |
| 图表 115: 2017-2020H1 国台经销商数量 (家)         | 54 |
| 图表 116: 2017-2020H1 国台单经销商规模 (万元)       | 54 |
| 图表 117: 2017-2019 各区域收入占比 (%)           | 55 |
| 图表 118: 2017-2020H1 广告支出情况 (万元)         | 55 |
| 图表 119: 金沙酒业发展历程                        | 56 |
| 图表 120: 2019-2022H1 收入及净利润情况 (亿元, %)    | 56 |
| 图表 121: 2019-2022H1 毛、净利率情况 (%)         | 56 |
| 图表 122: 金沙酒主要产品矩阵                       | 57 |
| 图表 123: 2018-2021 摘要酒含税收入及占比 (亿元, %)    | 57 |
| 图表 124: 2019-2022 省外含税收入占比 (%)          | 57 |
| 图表 125: 华润啤酒+金沙酒业未来发展战略                 | 58 |
| 图表 126: 钓鱼台主要产品矩阵                       | 59 |
| 图表 127: 公司门店区域分布 (%)                    | 60 |
| 图表 128: 公司门店区域分布                        | 60 |
| 图表 129: 夜郎古主要产品矩阵                       | 60 |
| 图表 130: 公司未来收入计划 (亿元, %)                | 61 |
| 图表 131: 公司产能规划 (万吨)                     | 61 |

## 1 何为酱酒

### 1.1 酱酒市场快速扩容，千亿市场方兴未艾

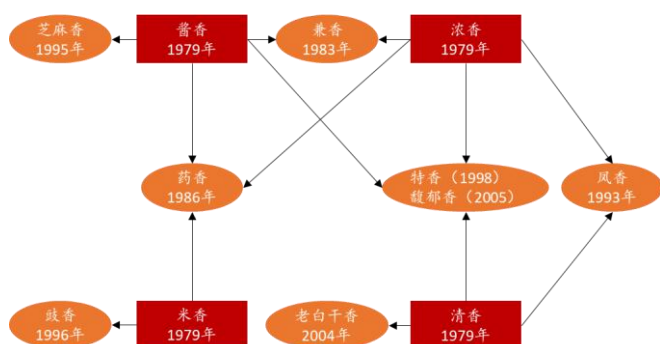
我国第二大白酒香型，风味特征突出。中国白酒历史悠久、源远流长，蒸馏技术最早由西方传入山西，再由山西盐商将清香酿酒技法带至全国，千百年来各地采用当地盛产的淀粉质原料，结合当地不同的酿造环境及酿造工艺等，形成我国白酒的多种香型。20 世纪 70 年代末，通过全国名优酒协作会和 1979 年第三届全国评酒会，正式提出和确立了浓香、酱香、清香和米香四大香型白酒，后又于第四、五届评酒会确立兼香型、药香型、凤香型、特型、芝麻香型和豉香型，逐步发展形成当今的 12 大香型。其中，酱香型白酒以“酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长”的风味特征突出，其独特的堆积发酵过程，形成了通常在发酵大豆中出现的鲜味。近年来，由于酱香型白酒产品质量较高，香味层次丰富及无法于其他种类的白酒产品中找到的独特鲜味，在贵州茅台的带动下市场份额有所增长，超越清香型成为我国第二大白酒香型。

图表1:四大基本香型简介

| 类型  | 定义                                              | 风味特征                | 代表品牌         |
|-----|-------------------------------------------------|---------------------|--------------|
| 浓香型 | 以粮谷为原料，经固态发酵、贮存、勾兑而成，具有以己酸乙酯为主体的复合香气的蒸馏酒。       | 窖香浓郁、绵甜爽冽、香味协调、尾净味长 | 五粮液、泸州老窖、剑南春 |
| 清香型 | 以粮谷等为主要原料，经糖化、发酵、贮存、勾兑酿制而成，具有以乙酸乙酯为主体的复合香气的蒸馏酒。 | 清香纯正、醇甜柔和、自然协调、余味爽净 | 山西汾酒、河南宝丰酒   |
| 米香型 | 以大米为原料，经半固态发酵、蒸馏、贮存、勾兑而制成，具有小曲米香特点的蒸馏酒。         | 米香清雅、入口绵柔、落口爽净、回味怡畅 | 桂林三花酒        |
| 酱香型 | 以高粱、小麦为原料，经发酵、蒸馏、贮存、勾兑而制成，具有酱香特点的蒸馏酒。           | 酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长 | 贵州茅台、郎酒      |

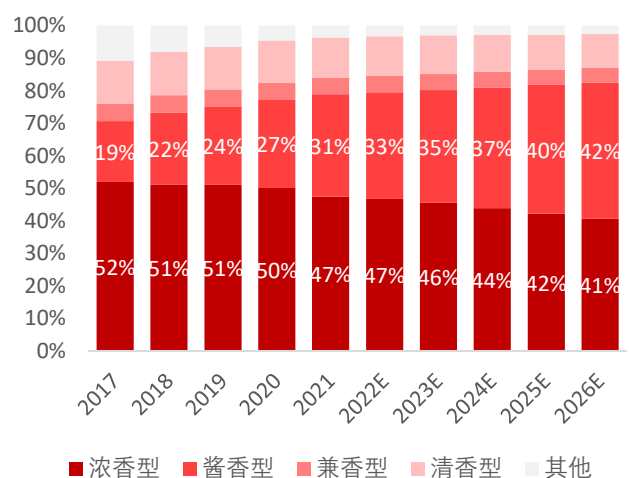
资料来源：前瞻产业研究院，方正证券研究所

图表2:12 种香型确立时间及相互关系



资料来源：老酒通 168，方正证券研究所

图表3:2017-2026E 各香型销售收入占比

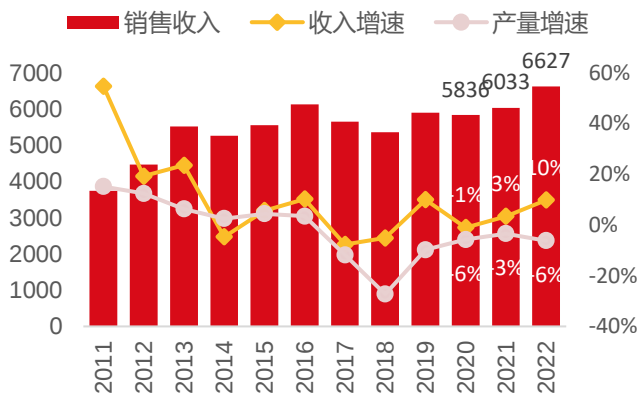


资料来源：弗若斯特沙利文，方正证券研究所

2022 年酱酒市场规模达 2100 亿元，以白酒行业 10%的产能实现 32%的收入和 39%的利润。据权图酱酒工作室统计，酱香型白酒行业规模从 2017 年的 847 亿发展至 2022 年的 2100 亿元，CAGR 高达 19.9%，收入占白酒行业整体比例从 2017 年

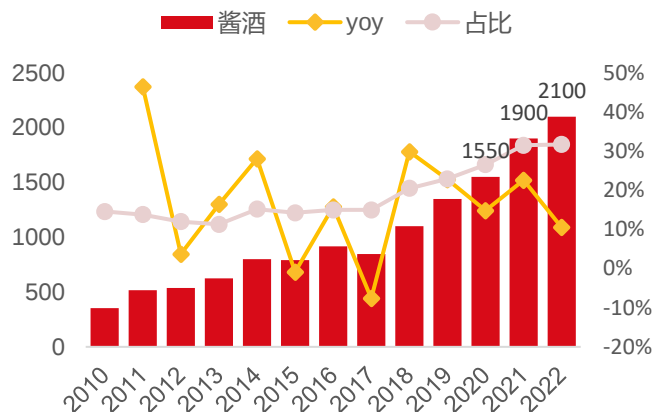
的 15.0% 升至 2022 年的 31.7%。一方面，在近年来白酒行业整体去产能化的大背景下，2022 年酱酒产能达到 70 万千升，5 年 CAGR 高达 13.6%，高于白酒行业整体的 -10.9%，其中坤沙工艺的酱酒产能约 45 万千升，在酱酒总产能中的占比有所提升，主要原因是头部酱酒企业加大了坤沙酱酒的投产量；另一方面，酱酒高盈利能力突显，2022 年酱酒企业仅凭 10% 的产能贡献了白酒行业 32% 的销售收入和 39% 的利润。根据弗若斯特沙利文预测，我国酱香型白酒的市场规模将持续扩大，将于 2026 年超过浓香型成为最大的白酒香型，占同年整个中国白酒行业的 41.8%。

图表4:2011-2022 年白酒销售收入及产量增速 (亿元)



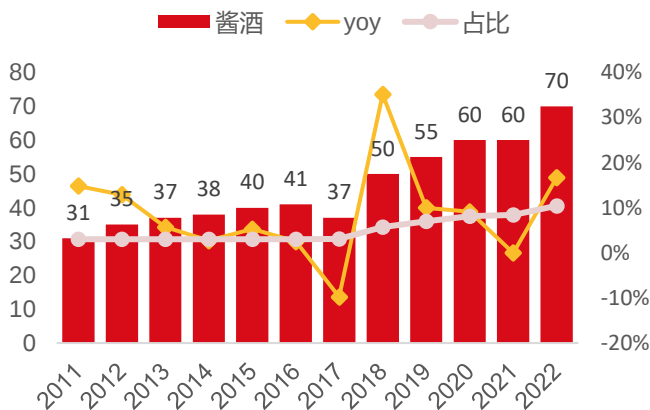
资料来源：艾媒咨询，中酒协，方正证券研究所

图表5:2011-2022 年酱酒销售收入 (单位: 亿元)



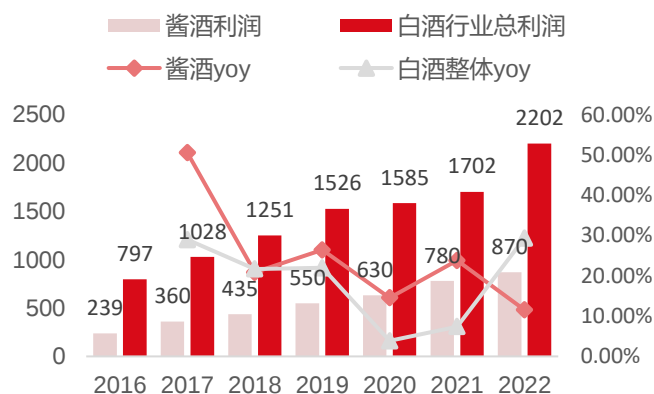
资料来源：权图酱酒工作室，前瞻产业研究院，方正证券研究所

图表6:2011-2022 酱酒产量及占比 (单位: 万千升)



资料来源：前瞻产业研究院，权图酱酒工作室，方正证券研究所

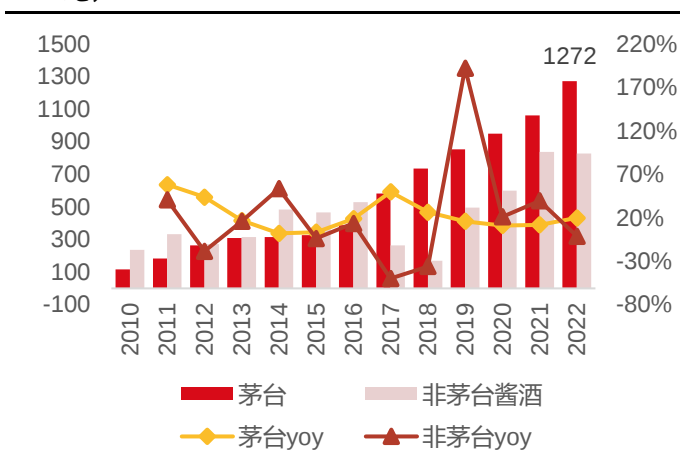
图表7:酱酒盈利能力突显 (单位: 亿元)



资料来源：权图酱酒工作室，中商情报网，艾媒咨询，中酒协，方正证券研究所

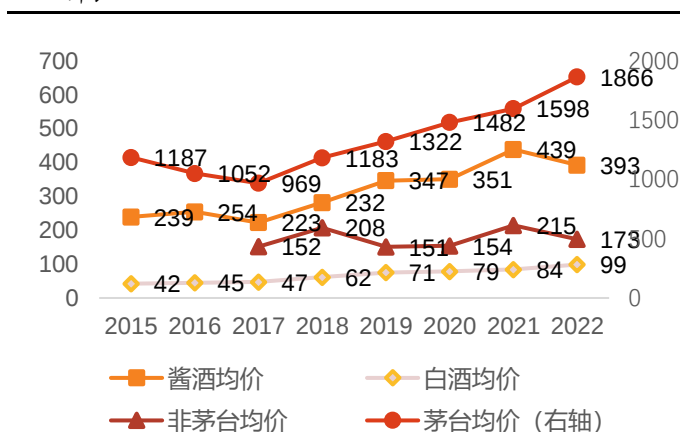
非茅台酱酒 2018 年后保持较高增速，均价追随茅台领先行业整体。茅台在酱酒规模的占比维持在较高水平，2017 年一度达到 69%。区分茅台和其他酱酒来看，2012-2022 年茅台收入复合增速 17%，其他酱酒收入复合增速为 12%，均高于白酒行业整体的 4%。酱酒产品的高盈利和行业龙头贵州茅台的品牌引领驱动其他酱酒品牌享受快速发展的红利，非茅台酱酒规模从 2018 年的 364 亿元提升至 2022 年的 828 亿元。从价格表现看，茅台均价远高于酱酒平均，且在 2017 年后保持较快增速，非茅台酱酒价格基本跟随茅台的升级趋势，2021 年约 215 元/升，是白酒行业平均价格的 2.5 倍。

图表8:2012-2022 年茅台与非茅台酱酒规模 (单位: 亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, wind, 方正证券研究所

图表9:茅台与非茅台酱酒企业均价对比 (单位: 元/升)



资料来源: 前瞻产业研究院, 公司公告, 方正证券研究所

## 1.2 龙头引领强者恒强, 二三梯队群峰竞秀

从企业规模体量看, 酱酒行业龙头集中度较高, 呈现出一超多强的竞争格局。目前我国酱香型白酒企业数量达到 1000 家以上, 根据体量规模可划分为 4 个梯队, 其中行业龙头集中度较高, 与第二梯队拉开了绝对差距; 二梯队基本成型, 习酒、郎酒双双碰线 200 亿, 与第三梯队拉开一定差距; 第三梯队近年于较小基数下实现爆发性增长, 目前竞争总体白热化。具体来看:

1) 贵州茅台 22 年酒类业务收入市占率 59%, 以绝对优势占据第一梯队。2022 年茅台股份公司酒类业务营收 1238 亿元, 同增 16.2%, 占酱酒产业比重超过 50%。其中茅台酒 2022 年实现营收 1078 亿元, 稳占高端市场, 在整个酱酒行业占比超 50%; 系列酒 2022 年营收 159 亿元, 依托贵州茅台的强大品牌力在近年实现了较快发展。22 年推出的 1935 更是在上市首年突破 50 亿元营收, 成为茅台系列酒新增长极。

2) 习酒、郎酒以超百亿的规模位列第二梯队, 与第三梯队拉开一定差距。习酒 2022 年销售收入超 200 亿元, 同增约 28%, 超过年初制定的 177 亿元目标, 上交税收超 80 亿元, 其全国经销商数量已超过 2000 家, 销售网点数量超过 17 万个, 产能已经突破 5 万吨, 储酒达到 25 万吨; 郎酒 22 年约 200 亿, 其中酱香板块占比约 80%, 实现收入约 160 亿元, 其中青花郎 22 年销售规模约 65 亿。目前郎酒年产酱酒高达 6 万吨, 优质酱酒储量已达 18 万吨。

3) 国台、金沙、珍酒、钓鱼台位于第三梯队, 近年增长迅速。国台 22 年销售回款 70 亿元左右, 下滑约 30%, 其年投产已超万吨、库存基酒超 5 万吨, 经销商数量近千家; 金沙 21 年实现销售回款 60.7 亿元, 同比增长 122%, 迈入 50 亿级规模, 其主力单品摘要酒实现销售 37.6 亿元, 占比达 62%; 珍酒 22 年实现收入 38.23 亿元, 回款 50+亿元, 珍 30 与珍 15 系列在 21 年分别实现 5 亿元/15 亿元销售额, 2022 年 4 月, 珍酒李渡在港交所挂牌上市, 未来或将继续通过产能扩容和核心大单品出圈等优势突破百亿规模。

第四梯队主要为规模 30 亿以下的中小型酱香酒企。包括广西丹泉、山东云门、湖南武陵, 及赤水河流域的仙潭等。该类酱酒企业体量小、增速快, 尚未形成稳固的格局, 此外还有众多新兴品牌也将逐步丰富酱香型白酒行业的竞争格局。

图表10: 酱酒行业竞争格局

| 公司   | 产地   | 2022 年收入<br>(亿元)                | YoY                 | 市占率-按<br>收入计         | 主要产品           | 价格定位 (元<br>/500ml) |
|------|------|---------------------------------|---------------------|----------------------|----------------|--------------------|
| 第一梯队 | 贵州茅台 | 1238<br>-茅台酒: 1078<br>-系列酒: 159 | 16.2%<br>15%<br>27% | 59%<br>51.3%<br>7.6% | 飞天茅台           | 2000+              |
|      |      |                                 |                     |                      | 一曲三茅四酱、茅台 1935 | 200-<br>500/1000+  |
|      |      |                                 |                     |                      |                |                    |
| 第二梯队 | 习酒   | 200+                            | 28%                 | 9.5%                 | 窖藏 1988        | 500-800            |
|      | 郎酒   | ~160 (酱香)                       | 60%                 | 7.6%                 | 青花郎、红花郎        | 1000+、300-800      |
| 第三梯队 | 国台   | ~70                             | -30%                | 3.3%                 | 十五年、国标酒        | 800+、300 左右        |
|      | 贵州珍酒 | 38                              | 10%                 | 1.8%                 | 珍 5/8/15/30    | 280/300+/500/1300  |
| 第四梯队 | 钓鱼台  | ~30                             | -                   | 1.4%                 | 钓鱼台国宾、贵宾       | 300-800            |
|      | 金沙酒业 | ~30+                            | -51%                | 1.4%                 | 金沙摘要           | 600-800            |
|      | 肆拾玖坊 | 10~20                           | -                   |                      | 肆拾玖坊           | 300-800            |
|      | 丹泉酒业 | 10~20                           | -                   |                      | 丹泉洞藏系列         | 300+、1000+         |
|      | 仙潭酒业 | 10~20                           | -                   |                      | 红潭、紫潭          | 200/400            |
|      | 酣客   | 10~20                           | -                   | 合计约                  | 酣客经典版          | 挂牌价 1199           |
|      | 夜郎古  | 6+                              | -                   | 4.6%                 | 夜郎古大金奖         | 500-800            |
|      | 金酱   | ~10                             | -                   |                      | 金酱经典           | 500-600            |
|      | 云门   | 5~10                            | -                   |                      | 国标 70G3        | 300-800            |
|      | 武陵   | 7.6                             | 42%                 |                      | 武陵上酱           | 1000+              |
|      |      |                                 |                     |                      |                |                    |

资料来源: 权图酱酒工作室、珍酒李渡招股书、各公司公告、华经情报网等, 方正证券研究所

从品牌企业的增长目标分析, 茅台千亿规模已然成为基础, 并结合习酒、郎酒、国台、珍酒、金沙等逐渐突破 50 亿、100 亿的事实, 以目前 2100 亿的行业收入, 假设酱酒以稳健 15% 的酱酒复合增长, 十四五末整体规模上突破 3000 亿依然可期。

### 1.3 时空限制决定酱酒稀缺性, 高端基因与生俱来

品质是征服消费者最重要的因素, 酱香型白酒各个生产环节均存在严苛的要求, 从原料到产区, 从工艺到储存、勾调等诸多要素共同保证了酱酒上乘的品质, 叠加漫长的生产周期带来的稀缺性, 打造了酱香白酒的独特竞争力; 同时, 由于酱香型白酒的品质高度依赖于区域, 更能催化系统性产区品牌的形成, 而赤水河产区资源、原料资源稀缺, 产量较小, 进一步强化了其稀缺属性, 酱香型白酒的高端基因可以说与生俱来。

#### 1.3.1 匠心锻造品质, 时间沉淀价值

大曲酱香酒严格执行“12987”工艺, 讲究“三高三长”。根据工艺的复杂程度和最终酒体呈现出的品质, 酱香型白酒工艺可分为坤沙、碎沙、翻沙、窜沙四种 (自酱香的 GB 标准出台后, 窜沙酒已经不符合酱香酒的标准), 其中, 坤沙酒也即传统的大曲酱香酒, 工艺要求最为严苛、出酒品质最高, 代表产品为贵州茅台酒。坤沙酒酿酒节奏顺应粮食生产周期和当地气候变化, 采用本地当季的优质红缨子糯高粱, 严格经历“端午制曲、重阳下沙、二次投料 (糙沙)、九次蒸馏、八

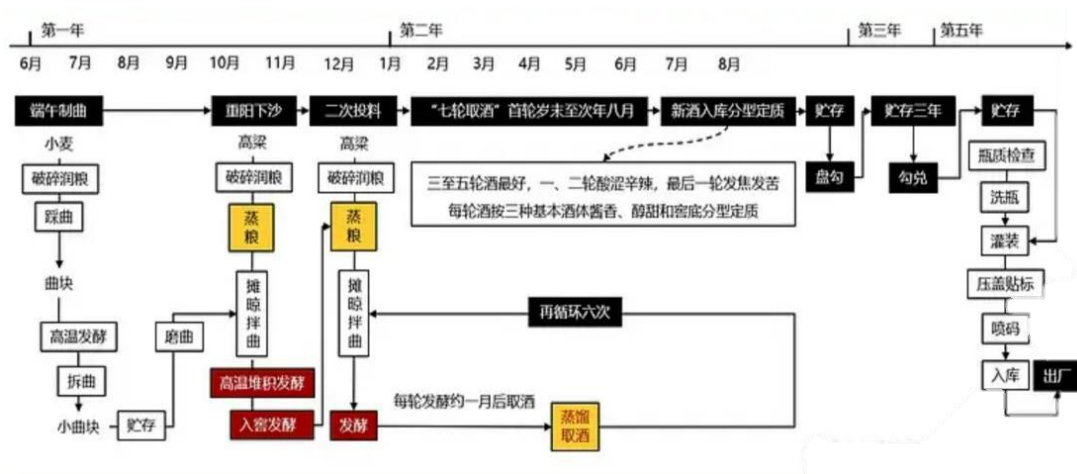
次发酵、七次取酒”的生产周期，讲究“三高三长”。“三高”即高温制曲、高温堆积发酵、高温馏酒，“三长”即基酒生产周期长、大曲贮存时间长、基酒酒龄长。

图表11:酱香型白酒工艺对比

|      | 坤沙                    | 碎沙                            | 翻沙                    |
|------|-----------------------|-------------------------------|-----------------------|
| 原料   | 完整度≥80%的高粱            | 高粱完全破碎成粉状后酿造                  | 坤沙酒第9次蒸煮后所剩酒糟+新碎高粱+曲药 |
| 工艺   | 12987 工艺              | 不需要严格的回沙、多次蒸煮和高温发酵，通常取酒 3-4 次 | 丢弃的酒糟与新酒翻炒后酿出新酒       |
| 生产周期 | 生产周期 1 年<br>贮存期 4 年以上 | 生产周期数月<br>贮存期 2 年左右           | 生产周期短<br>贮存期 1 年左右    |
| 出酒率  | 低                     | 较高                            | 高                     |
| 产品特点 | 具有漆味、酱香响亮、微苦带甘、越陈越香   | 酱香发闷，柔和不苦，口感层次较模糊、陈放对口感提升小    | 具有一定酱香风格，入口苦重         |
| 代表产品 | 飞天茅台、习酒 1998、青云郎等     | 茅台王子酒、赖茅酒、贵州大曲等，习酒银质、潭酒银酱     | 茅台迎宾酒                 |

资料来源：酒经公众号，方正证券研究所

图表12:大曲酱香酒生产工艺流程图



资料来源：贵州茅台招股说明书，酒评网，国酒时空公众号等，方正证券研究所

酱酒的生产工艺繁复，酿造时间更长、出酒率更低，天然稀缺性使其更易建立高端化形象。1)从生产过程看，优质酱香型白酒从投料到成品酒的生产周期为5年，其中基酒生产过程历经九蒸七取，耗时1年，八次发酵只有七次取酒的原因是第一次发酵后取得的生沙酒会返回到下个轮次的发酵中，称之为回沙工艺；大曲要经过六个月储存方能进入白酒生产；基酒须经过3年以上的存放陈化经过挥发、氧化、缔合以及酯化的过程，消除酒中有害物质，提高酒的品质；将7次取酒中不同批次的酒分为“酱味”、“醇甜”和“窖底”三种酒体，出厂前需经过不同批次酒之间的勾兑，各个酒厂的独特勾兑配方也是实现酒体风味差异化的关键一环；勾兑后再添加少量“调味酒”调味，继续贮存半年至1年，等待醇化和老熟后才进行灌装进入市场。

2)从出酒率看，清香型白酒采用低温制曲，低温酒曲糖化发酵力较强，因此清香型白酒具有出酒率高、生产周期短的特点，可以在较短时间内形成较大规模产能；浓香型白酒发酵依赖窖龄，窖龄越老、连续发酵时间越长的窖池产出优质基酒比

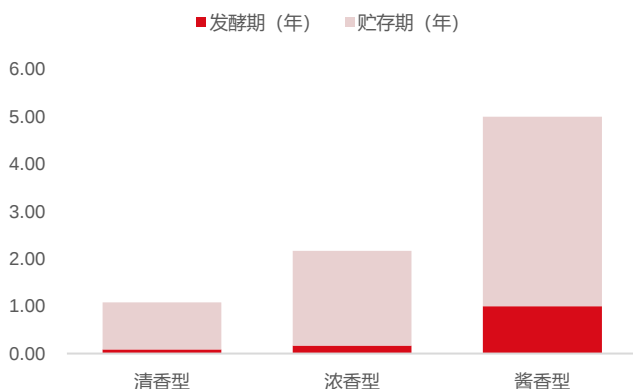
例越高；酱酒工艺复杂、耗时更久、出酒率更低，具备天然稀缺性，并且，由于酱酒主体香和味的物质成分目前尚未破解，只有靠酿造工艺获取，酱香型白酒属于真正的纯粮固态发酵粮食酒。所以酱酒的生产工艺很难在全国大范围复制推广。因此，相比于其他香型，更容易在消费者心中建立高端化的形象。

图表13:三种香型工艺对比

|        | 清香型                       | 浓香型                                     | 酱香型                                         |
|--------|---------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------------|
| 代表产品   | 汾酒、宝丰酒等                   | 泸州老窖特曲、五粮液等                             | 茅台、郎酒等                                      |
| 糖化发酵剂  | 大麦、豌豆混合制成                 | 小麦或添加大麦、豌豆、高粱等                          | 小麦制成的高温大曲                                   |
| 用曲量    | 9%-11%                    | 18%-25%                                 | 粮：曲为1：1左右                                   |
| 制曲温度   | ≤50°                      | 55-60°                                  | >60°                                        |
| 发酵容器   | 地缸或水泥池                    | 泥巴老窖                                    | 条石窖泥底                                       |
| 发酵周期   | 28d                       | 30-90d                                  | 30d/轮，一年为一个生产周期                             |
| 贮存周期   | 1年                        | 1-3年                                    | 4年                                          |
| 贮酒容器   | 陶坛                        | 陶坛、或水泥池、或金属罐                            | 陶坛                                          |
| 工艺特点   | 清蒸清米查、清蒸二次清；高温润糝（堆积），低温发酵 | “两高一长三适当”（入窖淀粉高，酸度高，长期发酵，适当的水分、温度和糠壳用量） | “12987”工艺、“三高三长”；按酱香、窖底香、醇甜3种典型体和不同轮次分别长期贮存 |
| 主要香味物质 | 乙酸乙酯、乳酸乙酯                 | 己酸乙酯、丁酸乙酯                               | 高沸点的酸、醇、醛酮                                  |

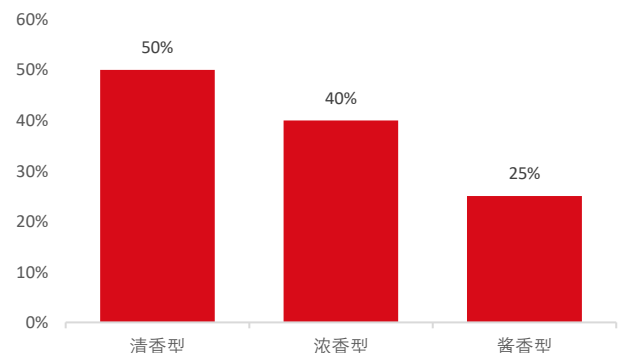
资料来源：《中国白酒香型融合创新的思考》，华经产业研究院，方正证券研究所

图表14:酱酒酿造时间更长



资料来源：《中国白酒香型融合创新的思考》，方正证券研究所

图表15:酱酒出酒率更低



资料来源：白酒专家公众号，方正证券研究所

**独特原料与工艺共同赋予大曲酱香酒风味的复杂性与舒适性。**独特的原料（本地优质红缨子糯高粱）、复杂的工艺（“三高三长”、分轮次取酒且分别贮存后按比例勾兑）是酱香型白酒相较于其他香型具有独特复杂风味与舒适性的主要原因。从白酒成分角度看：

- ✓ **香味上**，清香型和浓香型白酒香味成分均以酯类化合物占绝对优势，而大曲酱香酒复杂工艺中产生的香味成分多达1400多种，总酯含量相对更低，香味成因更为复杂：1）高温酿造过程产生数百种高沸点化合物，包括高沸点的有机酸、有机醇、有机酯、芳香族化合物及氨基酸，明显地改变了香气的挥发速度和口味刺激程度，使坤沙酒具有柔和、细腻的口感，其中高碳链的醇及多元醇刺激性小、带有甜味，使得酒体浓厚醇甜；2）存放过程中，酒中的醇类和酸类经过酯化及缩合反应产生具有芳香气味的酯类物质及缩醛类，

而乙醇分子和水分子缔合度增加，可使酒在储存过程中增加一些联酮类化合物，增加绵柔口感，使得酱酒越陈越香。3) 储存老熟过程中，酒中影响口感的杂醇类和醛类慢慢挥发，减轻辣燥感，口感更加顺滑。

- ✓ **健康属性上**，1) 酱酒全程高温酿酒，有害物质基本都是低沸点，在高温下易挥发。通过长期储存，酱酒中醇类、酸类、酯类等有机物通过长时间的聚合等物理化学反应，形成了大分子的酒精分子、酯类分子的聚合物，这些大分子物质入口后，需要慢慢分解，不会对脑部神经造成刺激，所以醉得慢、醒得快、伤害小。2) 酱酒的酸度是其他酒的 3-5 倍，而且主要以乙酸和乳酸等有机酸为主。根据中医理论，酸主脾胃、保肝、能软化血管；3) 酱酒酚类化合物是其他名优白酒的 3-4 倍，有利于预防心血管疾病。优质酱香酒随着贮存时间的增长产生的缩醛类，不仅降低了辣味和刺激感，对人体的影响也变小，具备顺喝、不易醉、醒得快的品质优势，符合消费者“少喝酒、喝好酒”的健康追求。

图表16: 三大香型微量成分结构

|     | 总酯含量 | 总酸含量 | 总醇含量 | 总醛含量 | 乙缩醛 |
|-----|------|------|------|------|-----|
| 清香型 | 68%  | 15%  | 10%  | 2%   | 6%  |
| 浓香型 | 61%  | 16%  | 12%  | 7%   | 5%  |
| 酱香型 | 37%  | 26%  | 16%  | 9%   | 11% |

资料来源：《中国白酒香型融合创新的思考》，方正证券研究所

### 1.3.2 环境造就名酒，名酒带动产区，产区特性日益凸显

**酱酒产区概念浓厚，不同产区具有风味差异。**当前，中国酱酒以地理派别划分，大致可分为：北派酱酒、川派酱酒、黔派酱酒。由于气候环境不同，各产区在酒体风味上呈现出细微差异，以酱酒发源地贵州产区的酱酒作为典型风味对比，川酱除具有酱酒本身的香气特征外，还具有舒适、愉悦的粮香，尤其焦香、糊香较少，体现出更加幽雅的复合香；广西丹泉产区酱酒以当地百草入曲，结合当地活性洞藏，口感呈现细腻柔雅的陈坛花果香风味；北派酱酒则以山东云门陈酿挑起大旗，酱香优雅，风味醇厚，与南派差异较大。

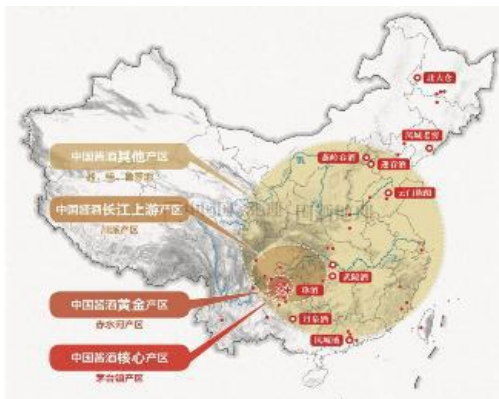
**具有独特生态环境的赤水河流域为黄金产区。**横跨川黔两省的赤水河流域作为我国酱酒发源地及黄金产区，具有原料、水源、气候等酿造环境的不可复制性。赤水河全长 523 公里、横跨川黔两省，是我国酱酒发源地及黄金产区，具有原料、水源、气候等酿造环境的不可复制性。在赤水河右岸，世界酱香型白酒核心产区茅台镇、处于中上游的金沙产区与中下游的习水产区，构成了酱酒核心产区“金三角”；而在赤水河左岸，以郎酒为代表的川派酱香加速崛起。此外以珍酒为代表的遵义市汇川区，以人民小酒为代表的六盘水市，以贵州醇为代表的兴义市也是贵州重要的酱酒产地。

图表17:赤水河流域原料、水源、气候环境等条件有利于酿造优质酱酒

| 赤水河产区优势 |                                                                                                         |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 原料      | 赤水河谷及其周边地区的红缨子糯高粱支链淀粉含量高达90%以上，比外地高粱高出三分之一，更容易吸水、糊化，1.68%的单宁含量能在发酵过程中形成香味前体物质。                          |
| 水源      | 赤水微甜，呈弱酸性，有利于糖化发酵；紫砂页岩的地质结构有利于水分的渗透过滤，还能溶解红层中有益的微量元素，使得赤水河水质好、硬度低、微量元素含量丰富。                             |
| 气候      | 赤水河畔地势低凹，冬暖、夏热、少雨、冬季无霜期长，年降雨量仅800-900毫米，年日照量高达1400小时，属贵州省内日照时间高值区，有利于微生物的栖息和繁殖，能够在酿酒过程中产生千余种种类丰富的有机化合物。 |

资料来源：微酒，酒业家，山东省食品工业协会，方正证券研究所

图表18:全国酱酒主要产区



资料来源：国酒地理，方正证券研究所

图表19:赤水河流域名酒聚集



资料来源：酒经，方正证券研究所

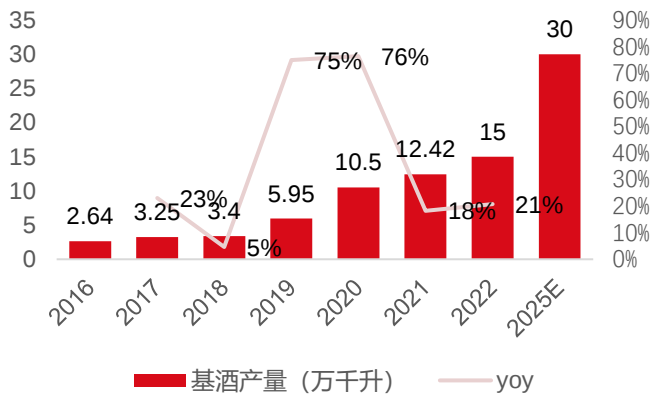
仁怀产区主动推进产业整合，仁怀、习水、古蔺、金沙四大产区梯级发展。根据《贵州省国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，以赤水河流域的仁怀、习水等地为核心，打造世界级酱香型白酒产业集群，目标到2025年白酒产业产值要达到2500亿元。具体来看：

1) 仁怀产区：酱香型白酒发源地，坐拥全国酱香型白酒头把交椅。仁怀产区位于赤水河中游，15.03平方公里茅台酒产区、53.03平方公里茅台镇传统优势产区、52.38平方公里仁怀集聚区，共同构建了120.44平方公里的中国酱香白酒核心产区，其中15.03平方公里的茅台镇聚集了茅台、国台、钓鱼台等名优白酒品牌。2021年，仁怀市开启白酒行业污染防治行动，计划在未来三年内治理白酒“小散弱”企业600-1000家，全市白酒年产能控制在60万千升以内，产量达45万千升，专注于提升产品品质打造及品牌塑造。2022年，仁怀产区完成酱香白酒工业总产值超过897亿元，约占贵州省酱香白酒总产值的64%，2022年茅台之外酱酒产量35万千升，同增14%。根据仁怀市十四五规划纲要，到2025年，仁怀市酱香酒产量力争达到50万吨，销售收入超过2000亿元。

2) 习水产区：贵州酱酒核心产区的“第二极”。习水县位于贵州北部，地处川黔渝结合部的枢纽地带，分为以赤水河干流习酒公司为核心的中部产区，以同民河支流土城白酒园区和同民片区为左翼的西部产区，以桐梓河支流茅台201厂等为右翼的东部产区的“三大产区”，推动“2+3+N”白酒产业发展格局（习酒公司、茅台201厂2个百亿级企业，安酒、洞酿洞藏、小糊涂仙3个十亿级企业，以及承天门等亿元级企业）。2022年习水县白酒产量达15万千升，同比增长21%，白

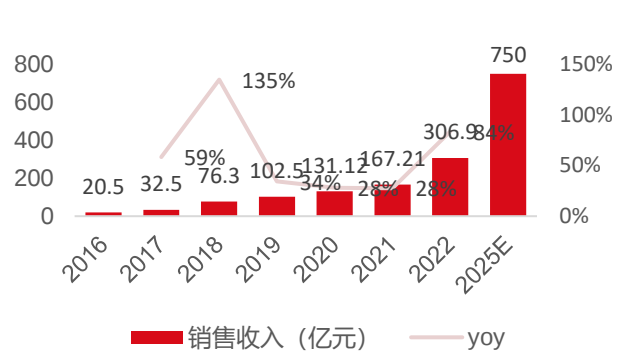
酒销售收入 306.9 亿元。到 2025 年，习水产区将力争实现白酒产能 30 万千升、销售收入 750 亿、税收 210 亿。

图表20: 习水产区 2016-2021 年基酒产量 CAGR 达 36%



资料来源: 酒业家, 方正证券研究所

图表21: 预计习水产区 2020-2025 收入 CAGR 达 42%

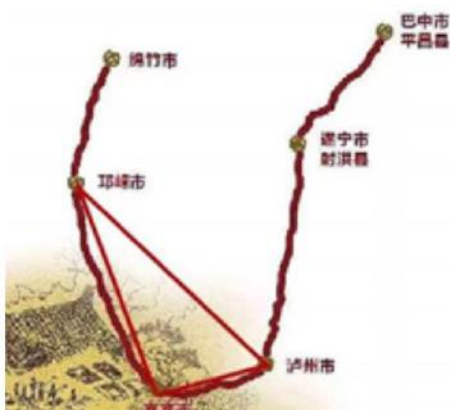


资料来源: 酒业家, 方正证券研究所

**3) 金沙产区: 贵州高粱种植核心产地, 酱酒产量相对较小。**金沙产区, 位于毕节市金沙县, 坐落于赤水河上游, 东临仁怀、北依习水, 形成了以金沙酒业为代表的数十家酿酒企业; 金沙县也是贵州省高粱种植的核心产地, 以及茅台等名优酱酒的重要原料地。2021 年金沙县规模以上企业生产白酒 1.73 万千升, 同比增长 20.07%; 白酒销售产值达 65 亿元, 税收收入 14 亿元。根据金沙县此前提出的目标, 到 2025 年, 金沙县将确保实现产能 10 万千升、产值 120 亿元, 力争 15 万千升、产值 150 亿。

**4) 四川古蔺产区浓酱双优, 香型融合。**2019 年末, 四川、贵州两省政府签署协议, 共同打造以赤水河流域为核心的世界酱香型白酒产业集群; 2020 年初, 泸州市拟投资 200 亿元, 在赤水河对岸再造一个茅台镇——古蔺县茅溪镇酱酒园区。古蔺位于中国白酒金三角核心腹地, 紧邻习水, 拥有以二郎镇、太平镇、茅溪镇为核心的赤水河段, 布局有茅溪、二郎、太平、永乐四大酱酒核心产区, 以及郎酒、仙潭、川酱等主要酱酒企业, 22 年产能已扩张至 13 万吨。到 2025 年, 古蔺县将力争实现白酒产能达到 17 万吨, 产值 700 亿元, 主营业务收入 500 亿元。

图表22: 川派浓染酱金三角产区



资料来源: 卓鹏战略咨询, 方正证券研究所

图表23: 古蔺县茅溪镇酱酒园区



资料来源: 酒业快讯网, 方正证券研究所

除了传统赤水河流域主产区和川派产区外，湘、桂、鲁等地也存在着酱酒企业，如湖南武陵、广西丹泉、山东云门等，这些区域由于酱酒企业个体数量较少，尚未形成产区概念。但由于近年来大资本的介入和企业品牌本身的运作，这些企业也逐步快速成长，共同壮大了中国酱酒市场。赤水河以外的部分酱香酒企业分布，例如湖南的武陵，位于武陵山脉；广西丹泉，位于云贵高原南侧，均有着类似赤水河产区的南方湿热小环境，故也能生产出较好风味的酱香酒。北方生产的酱香酒则风味差异较大。

图表24: 各产区部分酱酒企业扩产计划

| 区域   | 品牌   | 扩产计划                                        |
|------|------|---------------------------------------------|
| 仁怀产区 | 茅台   | 茅台酒“十四五”技改建设项目，项目建成后可新增茅台酒实际产能约1.98万吨/年     |
|      | 国台   | 国台酒业年产6500吨酱香白酒技改扩建工程；国台酒庄10000吨优质酱香型白酒技改工程 |
|      | 贵酒   | 酱香白酒生产二期                                    |
|      | 夜郎古  | 酒庄建设项目                                      |
|      | 劲牌酱酒 | 年产15000吨酱香型白酒技改项目                           |
| 习水产区 | 习酒   | 1.9万吨酱香酒及配套项目，届时产能将达5.9+万吨，规划2026年达10万吨     |
|      | 贵州安酒 | 联美习水2万吨酱香型白酒技改扩能项目                          |
|      | 小糊涂仙 | 年产3000吨酱香型白酒技改项目                            |
|      | 洞酿洞藏 | 酒业酒旅一体化项目，将新增5000吨产能，同时计划再新建3万吨产能的酱酒基地      |
| 金沙产区 | 金沙酒业 | 万吨酱香白酒扩建项目                                  |
|      | 金沙古酒 | 万吨技改项目                                      |
| 贵州其他 | 贵州珍酒 | 赵家沟、茅台镇双龙扩产项目建设中，预计将增加1.66万吨酱香型白酒产能         |
| 四川   | 郎酒   | 吴家沟生态酿酒区扩产2万吨，2022年5.5万吨酱酒将全面投产             |
| 山东   | 云门酒业 | 正在建设酱香酒城二期工程，将新增5000吨产能至1万吨                 |
| 湖南   | 武陵酒  | 提质改造项目，一期项目可扩充3600千升/年，二期拟扩充3000千升/年        |
| 广西   | 丹泉酒业 | “十四五”期间计划将产能扩增一倍至3万吨                        |

资料来源：各公司官网、公司公告、酒业家、艾媒咨询、方正证券研究所

随着赤水河产区内新建产能逐步释放，名优酒企集中度进一步提高，未来酱香型白酒的产区特性或将进一步凸显。一方面，考虑赤水河流域有限的环境承载力，近年以各大龙头为代表的酱酒企业加速扩产，挤占中小企业增产份额，加之仁怀产区环境整改，未来名优酱酒集中度有望进一步提高；另一方面，茅台的强品牌力推动了赤水河品牌集群效应，2021年之前，绝大多数酱酒企业以“赤水河核心产区”塑造品牌，2021年上半年起，主流企业开始强调自身的独特性：如金沙提出“金沙产区，一河一江（赤水河+乌江）”；国台提出“大国酱香，国台领航”，重点突出国台酱酒的优雅风味；郎酒提出“赤水河畔左岸，庄园酱酒”。在各家酱酒企业产能增加背景下，酒企纷纷加大对市场的培育，更能形成消费者对成功产区与优质产品、品牌之间的认知连接。因此，我们认为未来酱香型白酒的产区特性有望进一步凸显。

## 2 复盘历史：从品牌驱动到品类热潮，需求扩容向上推动

复盘历史，酱酒十余年间经历两轮热潮，均离不开茅台的示范效应。不同的是，在行业发展初期，酱香型白酒产能仅占行业3%左右，第一轮酱酒热主要源于白酒行业黄金十年整体景气度，以及茅台热下偏紧的供给端扩张带来粗放增长；经由第一轮周期酱香型白酒对市场完成初步培育，第二轮酱酒热则以需求因素驱动品类热潮，大众消费崛起、居民消费升级、追求品质，加之多方利益诉求推动，酱香型白酒迎来行业爆发期。

整体来看，酱香型白酒特殊工艺带来的产能滞后性放大了白酒周期中的供需矛盾，而资本入局无疑又为其博弈加上杠杆：上升期酒厂纷纷扩产，但5年酿造周期使其不能充分享受发展期红利，供不应求推动价格一路上涨；扩充的产能若在调整期释放，又会加剧产能过剩的矛盾，中小酒厂经营难以为继，行业集中度提高。在上一轮酱酒周期中已实现部分产能出清，本轮酱酒热下则更注重行业健康发展：如仁怀产区开展环境治理清退小散弱酒厂，习水和古蔺产区树立较高的投资门槛以及更为科学的产区规划等。

## 2.1 资本与匠心博弈，产能滞后性放大酱酒周期

**萌芽期（2008年以前）：**酱香型白酒起源于西汉时期的贵州，时称“枸酱酒”。1599年，贵州就已经有了正规的酿酒作坊“大和烧坊”，咸丰年间因为战乱大和烧坊被毁。1883年，“荣和烧坊”在大和烧坊旧址重建，解放后，“荣和”、“成义”和后来成立的“恒兴”三家烧坊资产并入国营茅台酒厂，自此之后，茅台酒引领酱酒产业逐步发展。2008年以前，酱香型白酒在白酒市场中整体受众面较小，消费者仅熟知茅台单一品牌，酱香型白酒整体产能和品牌处于待发展阶段，大部分酱酒企业处于酿酒研发拓展阶段，并未真正进入销售市场角逐。2000年全国酱香型白酒产量仅2.5万吨，占行业的0.4%。

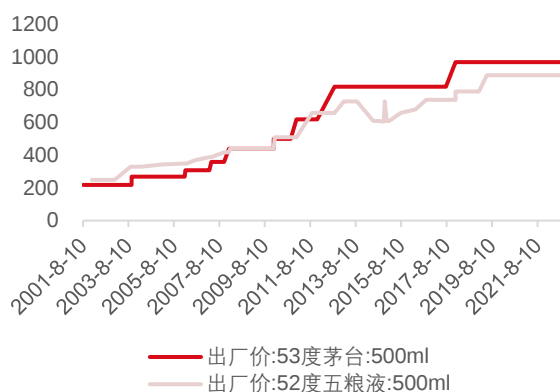
**品牌认知期（2008-2012）：**黄金十年茅台乘风而起，酱香白酒走进大众视野。2008-2012年正处于白酒黄金十年的下半场，中国经济上升势头强劲，白酒政商务需求饱满。定位高端的飞天茅台一批价也因此不断上行，2008年批价超越五粮液，并于2011年初突破千元。2008年，茅台开始掌握提价主动权，同年首次营收超过五粮液，并于2013年再次超越五粮液营收，自此稳坐白酒行业头把交椅。2010年，酱酒贡献净利润仅占白酒行业的12%，而2012年，酱酒实现产量约40万千升，约占中国白酒行业总产量的3.5%；利润总额达到180亿，同比增长51%，约占行业利润的22%。

在行业上升期，习酒、郎酒均发力广告营销，习酒于2010年推出售价为800元左右的高端酱酒新品窖藏1988系列，在2012年达到30.03亿元的利润高峰；郎酒引入“群狼战术”，以办事处为“首狼”、以经销商为群狼，同时以红花郎为头狼，其他产品为群狼，即以品项划分招商与渠道划分招商相结合的方式，快速占领消费者心智。2009年郎酒实现营收43亿元，同增169%，并于2011年首次迈入百亿大关，达到103亿元（红花郎贡献51亿元），与茅台并肩成为酱酒的两大百亿级巨头。

**产业资本涌入，带动酱酒产区发展。**茅台示范效应下带动酱香型白酒的需求增长，也吸引外部资本不断涌入。如2011年起，联想入股武陵、海航集团控股怀酒、天士力对国台酒业追加30亿投资等。2013年娃哈哈投资150亿元建立酱酒基地，推出“领酱国酒”；山东云门酒业开始布局酱酒，酱酒开始在北方区域建立生产。

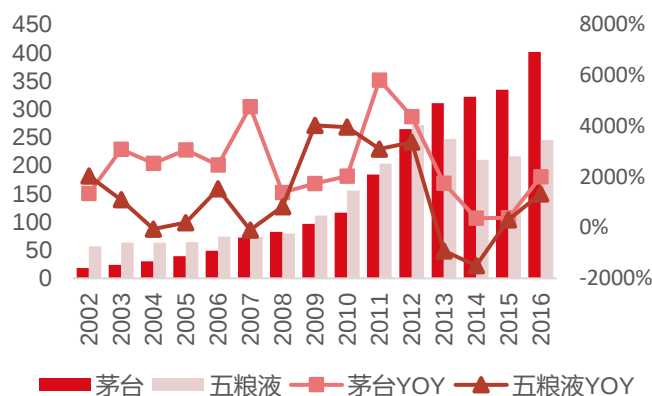
但受制于扩产的时间成本，以及消费者对酱香型白酒认知尚不足够，大多数酱酒企业并未充分享受到黄金十年的行业增长。2013年，酱酒发源地贵州市场酱酒消费占比仅为9.7%，已是全国酱酒消费占比最高的一个市场。

图表25: 茅台自 2008 年起掌握提价主动权 (元/500ml)



资料来源: , 方正证券研究所

图表26: 贵州茅台于 2008 年营收首次超过五粮液 (亿元, %)



资料来源: , 方正证券研究所

图表27: 2013 年前酱酒企业接受投资情况

| 投资/收购时间 | 酱酒企业 | 企业所属地区 | 投资企业   |
|---------|------|--------|--------|
| 1999 年  | 国台   | 贵州     | 天士力集团  |
| 2002 年  | 郎酒   | 四川     | 宝光集团   |
| 2006 年  | 鸭溪窖  | 贵州     | 银基商贸   |
| 2007 年  | 金沙   | 贵州     | 湖北宣化   |
| 2008 年  | 安酒   | 贵州     | 联美(中国) |
| 2009 年  | 贵酒   | 贵州     | 贵州同济堂  |
| 2009 年  | 珍酒   | 贵州     | 华泽集团   |
| 2011 年  | 厚工坊  | 贵州     | 五叶神实业  |
| 2011 年  | 怀酒   | 贵州     | 海航集团   |
| 2012 年  | 仙潭   | 四川     | 川喜集团   |
| 2013 年  | 领酱国酒 | 贵州     | 娃哈哈    |

资料来源: 36Kr, 方正证券研究所

图表28: 2015 年前业内酒企“染酱”情况

| 时间   | 酒企  | 酱酒布局                 |
|------|-----|----------------------|
| 2010 | 五粮液 | 推出水福酱酒 (469-548 元)   |
| 2012 | 舍得  | 推出酱香舍得 (650 元)       |
| 2013 | 舍得  | 推出吞之乎 (1980 元)       |
| 2014 | 老窖  | 推出四面酱酒 (79 元)        |
| 2015 | 五粮液 | 推出 15 酱 (329-1280 元) |

资料来源: 观研报告网, 方正证券研究所

消费培育期 (2013-2016): 行业调整需求遇冷, 韬光养晦静待转机。

中国 GDP 在 2011 年结束了近 10 年高增, 2012 年增速下降至 7.86%, 同年“八项规定”推出, 白酒政商务消费场景受限, 极大影响了高档白酒的销售。2013 年, 飞天茅台批价相较两年前高峰下滑 53%至 880 元, 终端零售价跌破千元, 茅台业绩增速一度放缓。由于酱酒产能释放的滞后性, 在上一轮酱酒热的扩产的产品多

在该轮调整期出厂，酱酒行业产能过剩的弊端更加明显，多数中小型酱酒企业出现经营困难被市场淘汰；上一轮酱酒热入局的业外资本也折戟沉沙，如 2017 年娃哈哈退出领酱国酒公司，更有资本方无视行业规律向渠道压库存、缩减开支甚至贱卖企业的情况，一批在行业里有知名度和历史的品牌就此销声匿迹。2017 年酱香酒产量下滑 10%，近 4 万吨酱香酒产能退出，2014-2017 年行业产能/收入年复合增速分别为-1%/2%。

在行业调整期，各酱酒企业深刻意识到了底层原因在于过往核心消费人群的缺位，而解决途径就是再寻增量，“双轮驱动”培育大众消费人群。

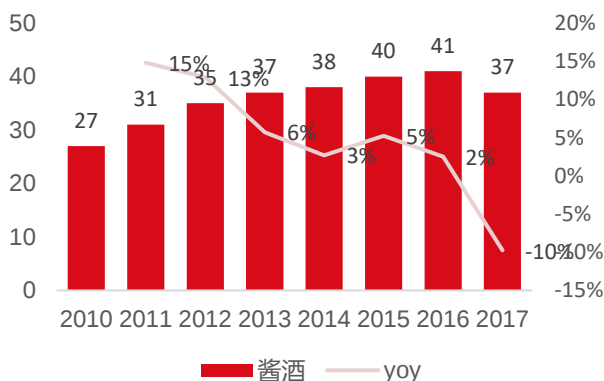
**1) 茅台：布局系列酒，双轮驱动。**2014 年茅台提出“133 战略”计划，强调“做大单品，做大规模”，打造 1 个世界级品牌（贵州茅台）、3 个全国性战略品牌（茅台王子酒、茅台迎宾酒、赖茅酒）、3 个区域性重点品牌（汉酱、仁酒、贵州大曲）的产品矩阵，并在之后不断完善，形成“一曲三茅四酱”的系列酒矩阵，推出系列酒生肖酒等，意图在巩固核心产品的同时，布局中低端酱酒市场。限制“三公消费”后，茅台的政务消费占比由限制“三公消费”前的超 30%降至 1%，这部分茅台迅速转换成商务消费和大众消费。

**2) 郎酒：加大广告投放，重视消费群体培育。**郎酒持续加大广告投放，打造品牌影响力。2013 年 7 月起，郎酒独家特约 CCTV-1《黄金档剧场》，并冠名央视中秋晚会。2016 年签下郎平为代言人。2015 年，郎酒全面强化基于区域市场的品牌落地推广，强化市场终端的消费氛围建设。并把红花郎 15、20 年的消费群体培育列为 2015 年的工作重心。

**3) 习酒：分层次营销，以宴席渠道辐射大众消费。**2014 年起，习酒瞄准不同层次的消费群体，在贵州省内及个别省外市场陆续推出一系列“你办宴席我送酒”的促销活动，并在高速路广告牌、名烟名酒店、餐饮店、超市等大众消费触达口进行大量广告宣传。习酒逐渐成为宴席上的常规产品，大众消费者开始成为习酒产品主流消费群体。

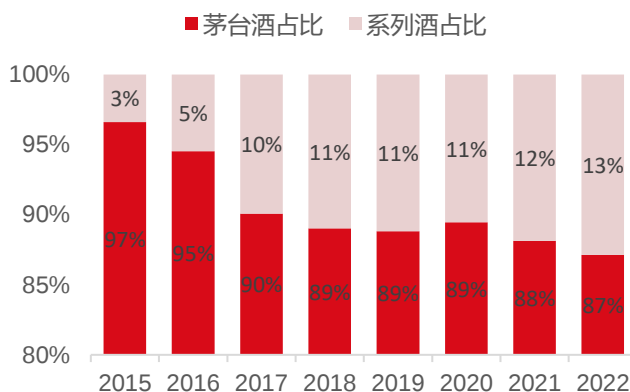
其他酱酒企业，如金沙、珍酒和潭酒等，由于控股企业的支持力度较大、规划清晰、战略调整及时等原因，也较快地从调整期走出来，重新进入上升通道；另一方面，一些厂商纷纷投身电商领域，调整原有经销体系，更加贴近新兴消费人群，如习酒成立了 O2O 电子商务网站习酒网，构建三方一体、产销结合的立体销售网络系统；酣客、肆拾玖坊等新兴白酒商业模式亦在这一时期创立。

图表29:2010-2017年酱酒产能及增速(单位:万千升)



资料来源: 前瞻产业研究院, 方正证券研究所

图表30:2012-2021年茅台酒及系列酒营收占比情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

## 2.2 酱酒热起源于茅台热, 消费需求为核心驱动要素

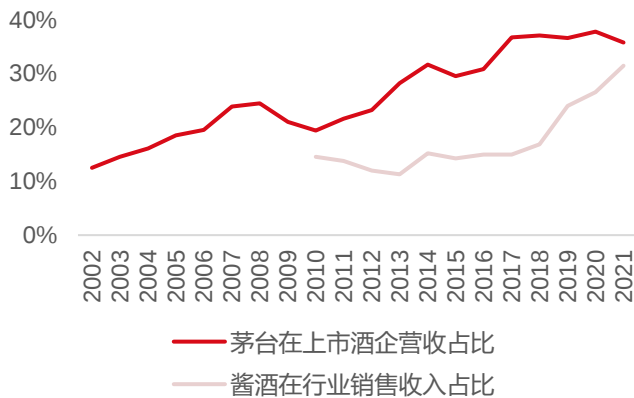
**品类爆发期(2016-2021.8):**自2016年下半年飞天茅台批价回升,茅台率先复苏,价格、市场渗透率一路走高,带领酱酒热快速蔓延。酱香型白酒收入规模由2017年的847亿快速提升至2021年的1900亿,年复合增速达22%;除茅台外其他酱酒企业也实现了快速增长,21年郎酒、习酒、国台营收规模均超百亿,国台、金沙等均实现跨越式发展,2019-2021收入CAGR分别为130.2%/103.6%。

由于上轮调整期中,大量中小酒厂出现经营困难被市场淘汰,酱香酒产能在市场上呈现出供不应求的特征,幸存的酱香酒企业纷纷加大投料量,2016-2020年产量年复合增长10%,21年产量60万千升,相较20年持平,主要因为仁怀产区环境整改,总体减产20%,抵消了其他区域产量的快速增长。

### 2.2.1 消费端:居民收入提升带来消费需求变化,酱酒承接茅台外溢需求

**茅台品牌价值外溢,扩大酱香型白酒需求。**行业发展前期消费者对于香型认知并不高,市场消费以浓香为主。茅台自2005年开始发展团购业务,为主要群体定制茅台酒,培育了部分消费能力较强的核心消费群体,品牌势能逐步积蓄;在行业调整期制定“双轮驱动”战略,发展系列酒,进一步扩大消费者对酱酒的品类认知。2016年茅台批价回升,茅台热开始蔓延,一批价于2019年中突破2000,2020年再度突破3000元,市场供不应求导致茅台热外溢至酱酒品类,酱香型白酒在行业的销售占比由2013年的11%提升至2019年的24%,并于2021年达到31%。

图表31: 茅台热带动酱香热



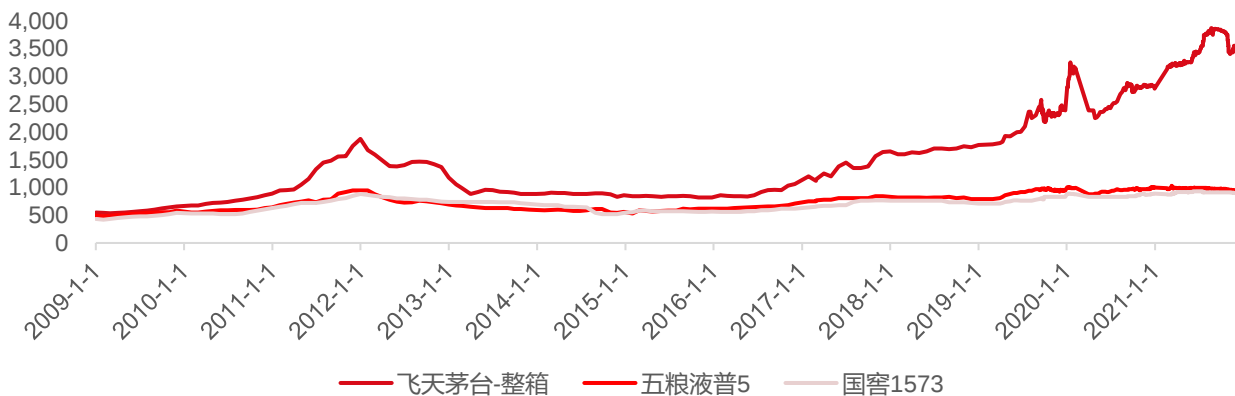
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表32: 茅台品牌价值快速提高, 2020 年名列世界第 18 位

|    |               |     |        |      |
|----|---------------|-----|--------|------|
| 13 | Coca-Cola     | 软饮  | 840.22 | +4%  |
| 14 | IBM           | 科技  | 836.67 | -3%  |
| 15 | Marlboro      | 烟草  | 582.47 | -19% |
| 16 | Walmart       | 零售  | 575.85 | +8%  |
| 17 | SAP           | 科技  | 575.78 | +0%  |
| 18 | 茅台            | 酒类  | 537.55 | +58% |
| 19 | LOUIS VUITTON | 奢侈品 | 517.77 | +10% |

资料来源: 《2020 年 BrandZ™ 最具价值全球品牌 100 强》, 方正证券研究所

图表33: 飞天茅台价格走势 (单位: 元)



资料来源: wind, 方正证券研究所

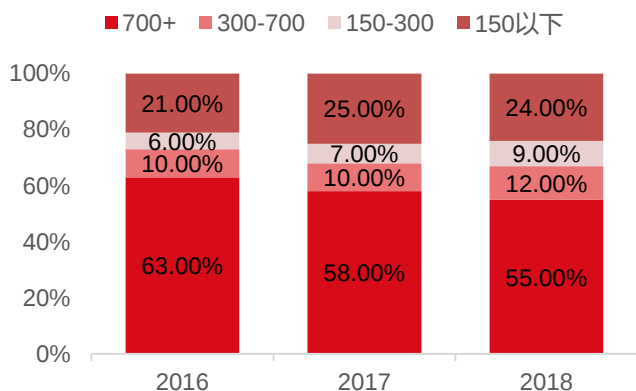
酱酒的高品质顺应居民消费升级趋势, 形成价格带卡位。经过上一轮调整期, 白酒大众消费逐步取代政商务需求, 据酒业家数据显示, 高端白酒中个人消费占比由 2012 年的 18% 提升至 2014 年的 45%。2017-2021 年中国居民人均消费支出以复合年增长率 7.1% 持续增长, 为居民消费提供坚实的经济基础, 助力消费需求提振、居民消费升级加速, 白酒消费主流价格带逐渐与酱酒核心价格带重合, 酱香型白酒特殊工艺带来的独特口感风味顺应了居民消费升级下对白酒品质的追求, 给酱香型白酒增长带来机会。

图表34: 中国中产阶级人数增加



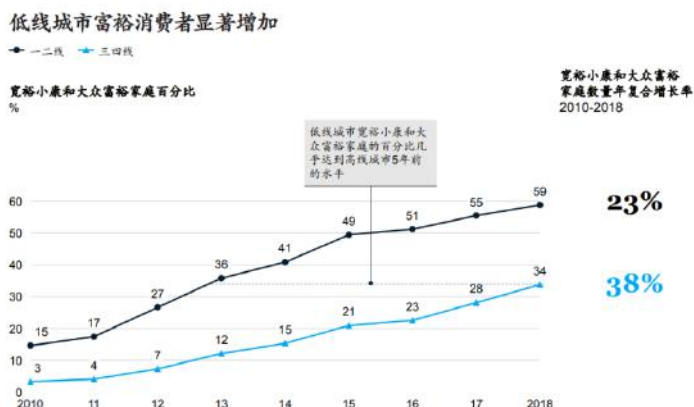
资料来源:《2020 年中国消费者调查报告》, 方正证券研究所

图表36: 白酒分价位段 2016-2018 销售额份额 (元/瓶)



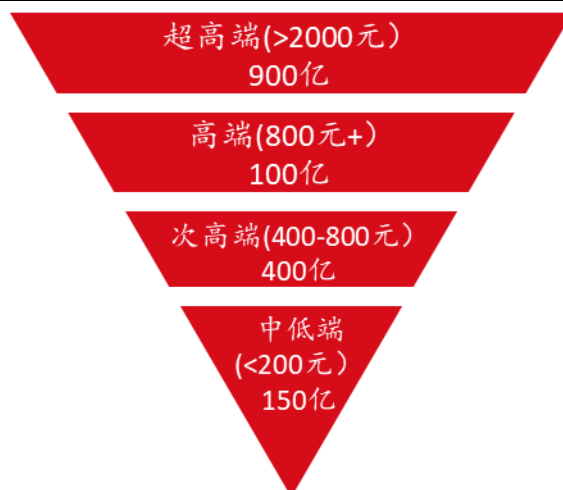
资料来源:《尼尔森 2018-2019: 中国白酒日常消费和品牌影响力分析报告》, 方正证券研究所

图表35: 2010-2018 年宽裕小康和大众富裕家庭百分比



资料来源:《2020 年中国消费者调查报告》, 方正证券研究所

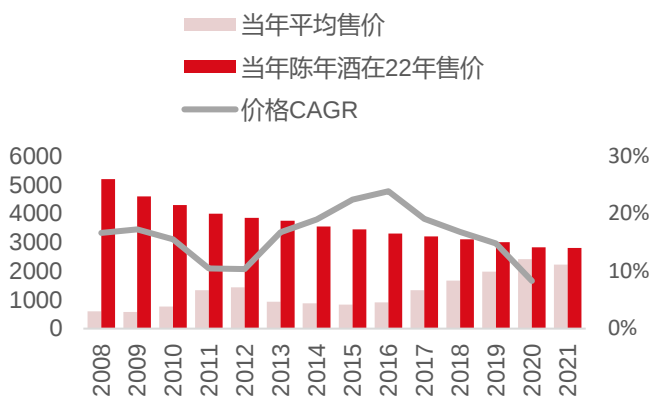
图表37: 2020 年酱酒分价格带规模



资料来源: 权图酱酒工作室, 方正证券研究所

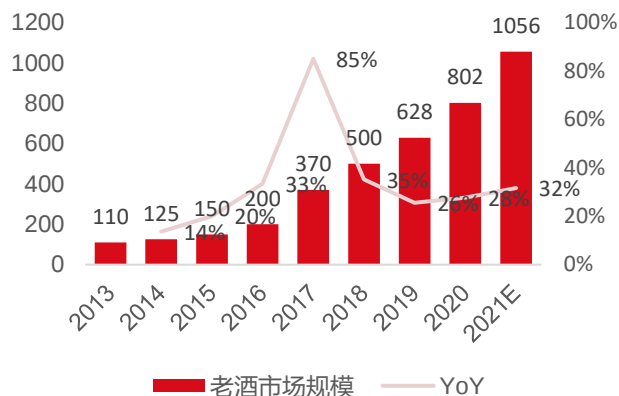
**收藏热延伸, 酱酒投资属性凸显。**酱香型白酒具有稀缺性和越陈越香的特点, 一方面, 茅台近年投资属性爆发, 带动消费者对于酱香型白酒的投资属性认识; 另一方面, 我国中产阶层、富裕阶层及高净值人群在内的社会中高收入阶层规模逐渐壮大, 带动老酒收藏市场更加活跃。《2020 胡润财富报告》显示, 中国拥有 600 万资产的“富裕家庭”数量首次突破 500 万户, 比上年增长 1.4%; 千万资产“高净值家庭”比上年增长 2%; 亿元资产“超高净值家庭”比上年增长 2.4%。富裕人群增长带动酒的收藏需求及“存新酒、喝老酒”的消费热情日益升温。

图表38: 飞天茅台陈酒与新酒价格对比(元/500ml)



资料来源: wind, 老酒通公众号, 方正证券研究所

图表39: 老酒市场高速发展(亿元)

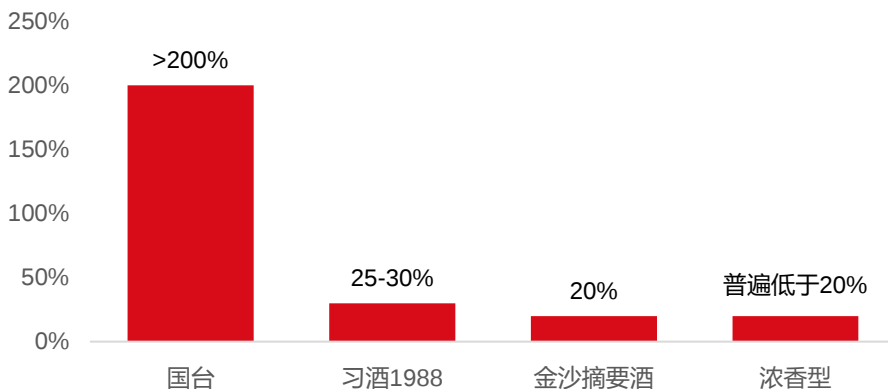


资料来源: 前瞻产业研究院, 方正证券研究所

### 2.2.2 渠道端: 渠道利润显著高于浓香型白酒, 放大渠道推力

价格透明度相对更低, 高渠道利润率放大渠道推力。酱香型白酒整体处于成长期, 除茅台外的酱香型白酒酒厂体量较小, 渠道上多停留在团购阶段, 因此价格透明度相对其他香型更低, 渠道利润率高于其他香型。例如, 国台总渠道利润基本维持在高于 200% 水平, 酱香热时期习酒 1988 渠道利率稳定在 25%~30% 左右, 金沙摘要酒的渠道利润率高于 20%, 相比较同期的浓香型品牌, 渠道利润率多低于 20%。一方面, 酱香型白酒的渠道高利润能够吸引更多经销商进入品牌经销体系, 另一方面使经销商打款积极性更高, 为品类扩张提供充足动力。

图表40: 酱香型白酒渠道利润更高



资料来源: 梁公子言酒公众号, 方正证券研究所

### 2.2.3 资本端: 高利润&高成长性吸引资本涌入, 业内酒企布局酱香

二级市场上, 酱酒头部企业纷纷谋求上市融资之路。习酒早在 2014 年已有上市打算, 2022 年末正式脱离贵州茅台集团独立, 清除同业竞争问题后或将重拾上市计划; 国台酒业、郎酒分别于 2020 年 5 月、6 月递交招股书, 后虽撤回申请但并未放弃上市之路; 珍酒李渡 2023 年 1 月递交港股招股书冲击港股白酒第一股并于 2023 年 4 月上市。作为消费品牌, 上市融资不仅能帮助公司扩充产能、提升数字化水平、补充流动资金, 还能进行高效的宣传, 有助于品牌走向高端化。酱酒的高利润与高成长性吸引业内外资本入局, 进一步助推酱酒热:

1) 业外资本布局方式主要包括投资与控股，21 年达到白热化，并于 22 年 5 月起掀起新一轮热潮。如日初资本投资国台酒业、华润控股金沙酒业等。2021 年下半年，由于白酒市场秩序监管的讨论，业外资本扩张趋势有所放缓，但自 22 年 5 月开始又掀起新一轮热潮。据财联社创投通数据梳理，2022 全年酒水饮料赛道共有 11 起白酒相关融资，其中与酱香型相关达 8 起，包括日初资本一年内斥资近 10 亿元投资两大酱酒品牌；同时，国资关注度提高，如贵州省新动能产业发展基金一年内分别对三家贵州酱酒公司进行注资。

图表41: 业外资本布局酱酒情况

| 时间     | 公司                  | 布局                            |
|--------|---------------------|-------------------------------|
| 2017 年 | 成都会展旅游中心            | 80 亿成立环球佳酿，重组衡昌烧坊等 6 家酒企      |
| 2019 年 | 花冠集团                | 收购山东金贵酒业，推出金贵酱酒               |
| 2019 年 | 海银控股                | 收购贵州高酱酒业 52% 股份               |
| 2020 年 | 巨人集团                | 成立黄金酒业，生产销售酱香型白酒              |
| 2020 年 | 凯辉基金、创享欢聚基金         | 投资肆玖玖坊                        |
| 2020 年 | 来伊份                 | 推出“醉爱”系列酱香型白酒                 |
| 2021 年 | 北京昭德投资、波波匠酒         | 合资成立贵州省仁怀市上阳台酒业               |
| 2021 年 | XVC 创投              | 投资洞醅酒业                        |
| 2021 年 | CMC                 | 斥资 6 亿投资肆玖玖坊                  |
| 2021 年 | 红三角集团               | 成立周大福酒业，整合茅源老字号荣和烧坊，投建百亿酱酒基地  |
| 2021 年 | 五叶神集团               | 茅台镇核心产区建设 5000 吨酱酒生产项目        |
| 2022 年 | 贵州新动能产业基金           | 肆玖玖坊                          |
| 2022 年 | 早行人创投               | 投资青葡蓝京，为 ToB 端企业团购服务          |
| 2022 年 | 贵州新动能产业基金           | 投资李兴发酒业                       |
| 2022 年 | 贵州新动能产业基金           | 注资贵州洞酿洞藏酒业，26.69% 股份为第二大股东    |
| 2022 年 | 中粮集团                | 斥资 7500 万元投资国凌酒业，持股比例 5%      |
| 2022 年 | 日初资本                | 斥资数亿元投资国台酒业                   |
| 2022 年 | 烘焙品牌 BRUTTO、NORBETA | 斥资千万投资艺术酱酒品牌“彝禧 GONGXI BRAND” |
| 2022 年 | 南宁巷子浅高尔夫俱乐部         | 斥资 1000 万元投资酱酒交易平台巷子浅         |
| 2022 年 | 日初资本                | 斥资 6 亿元投资中高端酱酒品牌真工酒业          |
| 2022 年 | 华润啤酒                | 斥资 123 亿元增资、收购金沙酒业 55.19% 股权  |
| 2022 年 | 洽洽食品                | 控股贵州酣客君丰酒业，在赤水合资建厂            |
| 2022 年 | 碧桂园                 | 成立贵州顺朋酒业                      |

资料来源：前瞻网，36 氪，财联社，方正证券研究所

2) 业内资本则通过推出自己的酱酒品牌或收购酱酒厂布局，并持续加大对于酱酒和产品高端化的投入。如今世缘推出国缘 V9，洋河收购贵酒和厚工坊基地等多个茅台镇当地酒厂，劲酒收购茅台镇国宝酒厂等。从其他香型酒企的酱酒产品布局来看，千元价格带上下为主流，除了顺应酱酒香型蔓延趋势、争夺成长长期市场空间，更是以酱酒产品作为自身高端产品补充，反应企业认可酱香酒价值更高的理念。如舍得酒业的主力产品多定位次高端和中低端，借力酱香推出超高端天子呼、高端吞之乎等；衡水老白干过去以中低端产品为主，通过收购三大酱香名酒之一的武陵酒协助自身高端化布局；海南椰岛过去主营的保健酒业务市场较小、

业绩增长趋于平稳，并且不具备社交属性，于 2020 年推出椰岛海酱系列，意图挤入高端赛道，寻找新的利润增长点。

图表42:2016 年以来业内酒企“染酱”情况

| 时间     | 公司     | 布局                       |
|--------|--------|--------------------------|
| 2016 年 | 洋河     | 1.9 亿全资收购贵州贵酒            |
| 2016 年 | 劲牌     | 1.7 亿收购贵州台轩酒业 95%股份      |
| 2017 年 | 洋河     | 0.1 亿全资收购茅台镇厚工坊迎宾酒业      |
| 2018 年 | 衡水老白干  | 13.99 亿全资收购丰联酒业，含旗下武陵酒   |
| 2019 年 | 徽酒集团   | 全资收购贵州省仁怀市茅台镇茅源酒业        |
| 2019 年 | 今世缘    | 推出国缘 V9 酱酒               |
| 2019 年 | 金东集团   | 携手仁怀市茅台镇达成 245 亿酱酒基地合作项目 |
| 2019 年 | 川酒集团   | 斥资 10 亿投资川酱科研基地暨科研大楼项目   |
| 2020 年 | 舍得     | 推出国祿秘修酱酒                 |
| 2020 年 | 古越龙山   | 旗下女儿红推出金凤、红凤、雅品三个系列酱酒    |
| 2020 年 | 海南椰岛   | 旗下椰岛椰酒推出海酱酱酒             |
| 2020 年 | 山东景芝酒业 | 成立景芝景酱酒业                 |
| 2021 年 | 海南椰岛   | 与仁怀市茅台镇糊涂酒业成立合资公司        |
| 2022 年 | 舍得     | 推出尚书坊酱酒，合资成立夜郎古酒庄        |
| 2022 年 | 宝酝集团   | 收购茅台镇宝酝酒庄                |

资料来源：前瞻网，36 氪，财联社，方正证券研究所

图表43:其他香型酒企多利用酱酒产品布局高端(元/500ml)

| 酒企    | 布局时间  | 推出产品/收购酒企   | 主要产品价格                                                            | 产地     | 产品图                                                                                   |
|-------|-------|-------------|-------------------------------------------------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 舍得    | 2013年 | 春之呼         | 黑瓷描金：3180(750ml)<br>红瓷描金：2180                                     | 四川省遂宁市 |  |
|       | 2019年 | 天子呼·万寿吉祥版   | 13999                                                             |        |                                                                                       |
|       | 2020年 | 国祿秘酱        | 358                                                               |        |                                                                                       |
|       | 2022年 | 尚书坊         | 1599                                                              |        |                                                                                       |
| 洋河    | 2016年 | 收购贵州贵酒      | 贵5/10/15/30：268/418/728/1688                                      | 贵州省仁怀市 |  |
|       | 2017年 | 收购厚工坊       | 陈酿系列（6/8/12）：<br>698/928/1480<br>窖藏系列2.5L（凤/雅/颂）：<br>509/649/1119 |        |                                                                                       |
| 衡水老白干 | 2018年 | 收购武陵酒       | 武陵少酱/中酱/上酱：<br>680/880/2680<br>武陵一号/二号/三号：<br>2180/1280/880       | 湖南省常德市 |  |
| 今世缘   | 2019年 | 国缘V9清雅酱香    | 2200                                                              | 江苏省淮安市 |  |
| 海南椰岛  | 2020年 | 椰岛海酱        | 椰岛海酱10：768<br>椰岛海酱20：1419                                         | 贵州省仁怀市 |  |
|       | 2021年 | 与糊涂酒业成立合资公司 | 椰岛贵台6：979<br>椰岛贵台8：1179<br>椰岛贵台9：1979                             | 贵州省仁怀市 |                                                                                       |

资料来源：各公司官网，京东，方正证券研究所

从地理位置看，业内外资本投资企业多位于核心产区茅台镇，一方面，茅台镇环境容纳力有限，存在产能天花板，因此需要对外来资本有所限制，设立更高的进入门槛；另一方面，外来资本若能发挥其雄厚资金实力、输出优秀管理经验，有望加快资源整合，促进当地众多抗风险能力低的小规模酒企规模化、健康化发展。

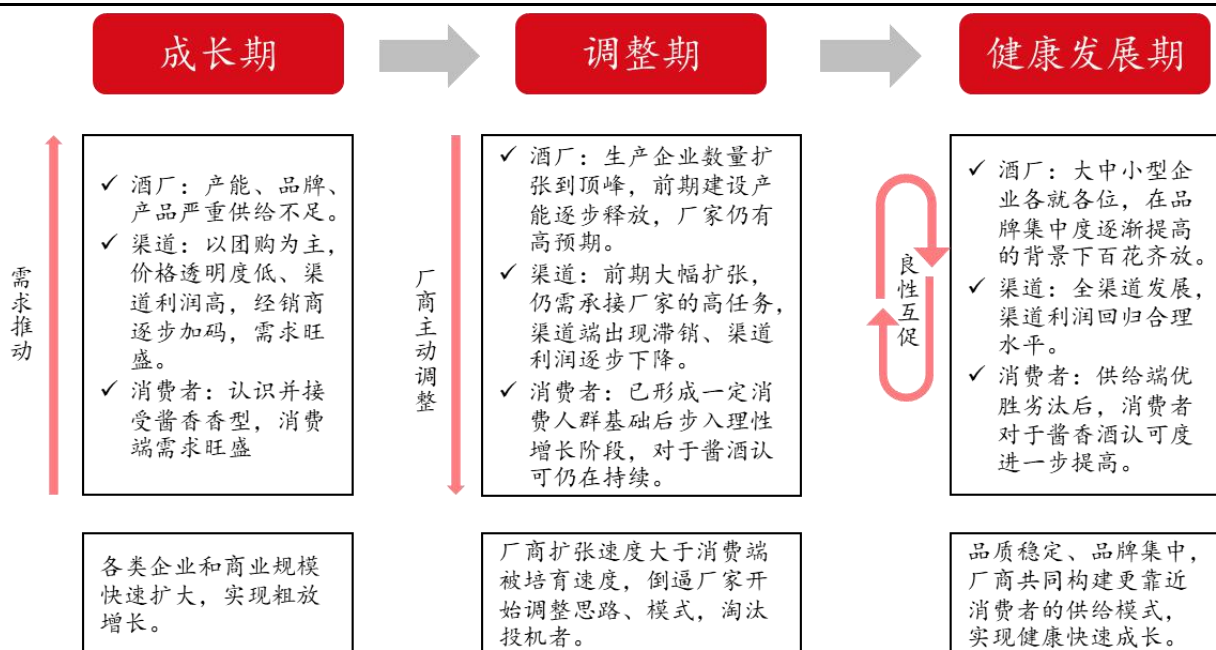
2022 年 11 月 24 日，贵州省投资促进局公布了贵州省酱香白酒产业大招商推介项目索引，拟招商引资 380 亿以上，共计涉及 50 个项目，意味着全面铺开的局面正在形成，进一步推动贵州白酒产业的提质升级。

### 3 立足现状：行至中场不改品类高景气，自上而下跨越周期

#### 3.1 本轮调整期并非需求遇冷，而是供给端增长超过需求端带来品类分化

酱酒品类开始分化，步入第二轮调整期。酱酒热潮下，近年相关企业如雨后春笋，以仁怀产区为例，企查查数据显示，截至 2023 年 7 月 12 日，仁怀酒类相关公司 14419 家，其中注册资本 500 万以内的 9244 家，1 年内成立与 1-3 年内成立数量分别为 695 家、6134 家。各酒企为实现份额扩张，渠道经销层面也快速跑马圈地，如国台在 2018/2019 年经销商数量增幅分别达 35%/87%，截至 2020H1 达 755 家；珍酒李渡 2021 年经销商增长 54%，截至 2022 年末达 2678 家。发展到目前，绝大部分酱酒企业已经进入第二个阶段的调整期，酱酒整体销售增速放缓，渠道开始出现滞销，经销商利润大幅降低，总体来看品类热出现深度分化，市场上开始出现“酱酒需求遇冷”的质疑声。

图表44: 酱酒目前步入第二个阶段的调整期



资料来源：方正证券研究所

我们认为，本轮调整期并非由于前期培育的消费人群流失，而是供给端高热度超过需求端的理性增长，动销滞后体现在相对高价的非品牌酱酒上。分析需求端，

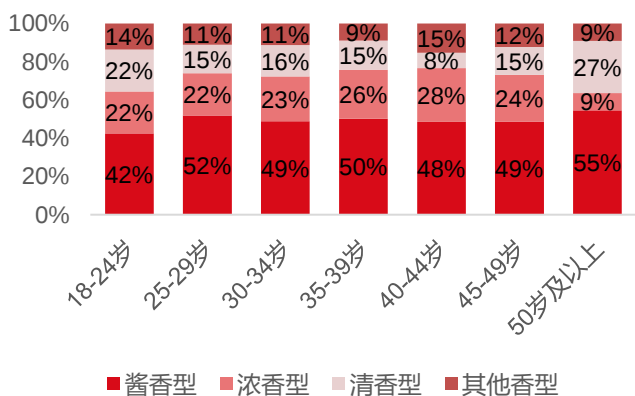
1) 消费人群广度上，艾瑞咨询 22 年发布数据显示，各个年龄层更偏好酱香型的人群占比 50% 左右，消费者偏好度明显优于其他香型，说明前期酱香型白酒的消费者培育已打下了较为坚实的消费基础。

2) 消费深度与韧性上，近一年期间大部分消费者并未减少酱酒的购买频率，且 25-44 岁的主力人群消费频率增加和未减少占比较大，体现出较强的消费韧性。

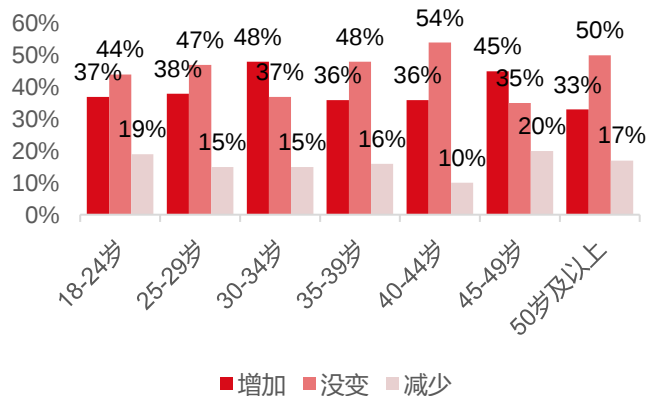
反应到销售数据上，在 2022 年疫情点状频发、白酒消费场景受限的情况下，酱香酒销售规模仍稳步增长，2022 年酱酒销售收入 2100 亿元 (yoy +10.5%)，其中，茅台酒 2022 年实现总收入 1078 亿元 (yoy +15.4%)；从直面消费者的淘系平台销售数据看，虽然从 21 年 4 月起酱香酒市场（剔除茅台后）的同比增速呈下滑的趋势，但 22 年 1 月份增速仍高于 6 成；22 年 2 月起由于疫情影响增速有所回落，但仍能保持正增长。2021 年 4 月-2022 年 3 月，一整年期间内，淘系平台去除茅台后酱香型白酒销售额增速达 76%。

3) 从需求结构看，商务人士和中产阶层是酱酒的主要消费群体，一方面，2022 年上半年全国固定资产投资（不含农户）271430 亿元，同比增长 6.1%，有效投资规模持续扩大，疫情期间商务消费场景受到影响，随着疫情散去有望实现回补；另一方面，新中产阶层持续扩容，据麦肯锡研究院，2019~2021 年，年收入超过 16 万元人民币（2.18 万美元）的中国城镇家庭数的年复合增长率达到 18%，到 2025 年，还将有 7100 万家庭进入这一较高收入区间，且 54% 的受访者相信其家庭收入将在未来五年显著增长，消费升级趋势仍与酱酒高品质特性相符，自饮、送礼需求提升驱动力不改。

图表45: 酱香型在各年龄段均形成了较好消费基础



图表46: 2021.7-2022.7 消费者购买酱香型频次变化



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表47: 中国家庭年可支配收入趋势



资料来源：《2023 麦肯锡中国消费者报告》，方正证券研究所

因此，我们认为本轮调整期只是渠道和外部环境调整，究其原因前期酱酒高热度下，供给端“厂+商”的扩张速度超过需求端消费者被培育的速度，叠加疫情管

控、经济下行，造成消费者信心下降、消费场景缺失，又使需求增速放缓。双重因素下，厂家与渠道商的高预期、高任务量与实际动销出现差距，悲观情绪主要反映在渠道层面。立足当前阶段，我们依次从酒厂、渠道、各区域市场消费情况探讨本轮酱酒热度如何传导、如何演绎。

### 3.2 上游酒厂：品牌力托底，产能定上限

#### 3.2.1 产能：名酒领先扩容，马太效应加速

**头部酱酒品牌稳产扩能，掌握发展主动性。**2022 年下沙季，头部企业稳产扩能，酱酒行业 Top10 企业投产同比增长 19.1%。产能规划上，头部酱酒企业多以 10 万吨为产能目标，2022 年茅台生产茅台酒基酒 5.68 万吨左右，系列酒基酒 3.50 万吨左右，未来将投资建设茅台酒“十四五”技改项目，预计增加茅台酒实际产能约 1.98 万吨/年；3 万吨酱香系列酒技改工程陆续建成使用，习水同民坝一期年产 1.2 万吨建设项目进行中。郎酒 2022 年下沙季全面投产 6 万吨酱酒，计划在 2026 年存酒达 30 万吨。习酒十三五 1.9 万吨酱香酒及配套项目陆续建成使用，十四五技改一期 1.8 万吨新产能建设中，规划十四五末储能 40 万吨，规划 2026 年产能达 10 万吨。珍酒 22 年重阳下沙季酿酒投产 3.5 万吨，新增酿酒产能 1.4 万吨，赵家沟、茅台镇双龙扩产项目建设中，预计将增加 1.66 万吨酱香型白酒产能，规划十五五期间产能达 10 万吨，中长期储能 40 万吨，产能规模位列贵州省酱酒企业前三。

**中小酱酒品牌扩产更加谨慎，22 年仁怀中小酒企整体下沙量同减 30%。**整体来看中小酱酒品牌投料、扩产更加谨慎，极少部分扩产的中小酱酒更多的是进行规模上的占位，以产能谋求更大的市场份额。根据酒业家 22 年下沙季调研，仁怀产区中小酒企 22 年整体下沙量同比下滑 30%，一方面，酱酒是高门槛、长周期的投资，一千吨大曲坤沙酒的投资高达数亿，五年生产的周期性特征，决定了酒企需要在生产、存储等方面持续投入巨额资金，我们认为中小酒企缺乏资金、品牌、渠道支撑，因此扩产上会更加谨慎；另一方面，基酒和贴牌、定制约占仁怀酱酒企业整体主营业务的 1/3，而 2021 年 8 月 13 日，仁怀市工业和商务局发布通知，要求仁怀市所有酒企凡有开发“定制酒”和贴牌产品，一律严格到仁怀市酒业协会进行登记备案，并对企业挂牌进行清查整改，贴牌产品持续出清，开发商大幅减少。

图表48: 酱酒主要酒企产能、储能情况及规划（单位：万吨/年）

| 品牌    | 目前<br>酱酒<br>产能 | 十四五末<br>产能 | 扩产计划                                                             | 长期<br>产能<br>规划 | 储能<br>规划 |
|-------|----------------|------------|------------------------------------------------------------------|----------------|----------|
| 茅台酒   | 5.68           | 7.66       | 茅台酒“十四五”技改建设项目，项目建成后可新增茅台酒实际产能约 1.98 万吨/年                        | 10             | -        |
| 茅台系列酒 | 2.6            | 5.6        | 习水同民坝一期建设项目年产 1.2 万吨；3 万吨酱香系列酒技改工程陆续建成使用；十四五规划系列酒形成产能 5.6 万吨     | 10             | -        |
| 郎酒    | 6              | 6          | 五大生态酿酒区目前已全部投产运行，2023 年将实现 6 万吨产量                                | -              | 30       |
| 习酒    | 5.8            | 10         | 十三五 1.9 万吨酱香酒及配套项目陆续建成使用，十四五技改一期 1.8 万吨新产能建设中；规划 2026 年产能达 10 万吨 | 10             | 40       |
| 金沙酒业  | 2.4            | 5.4        | 万吨酱香白酒扩建项目；十四五规划将再建 3 万吨酱酒产能                                     | 5              | 20       |
| 丹泉酒业  | 1.5            | 3          | “十四五”期间计划将产能扩增一倍至 3 万吨                                           | 3              | 15       |
| 贵州珍酒  | 3.5            | 5.16       | 赵家沟、茅台镇双龙扩产项目建设中，预计将增加 1.66 万吨酱香型白酒产能                            | 10             | 40       |
| 国台    | 1.7            | 4          | 年产 6500 吨酱香白酒技改扩建工程；国台酒庄 10000 吨优质酱香型白酒技改                        | 5.6            | -        |

|                                   |      |     |                                                       |      |     |
|-----------------------------------|------|-----|-------------------------------------------------------|------|-----|
| 工程；收购茅源酒业将新增 3000 吨，未来产能规划 1.5 万吨 |      |     |                                                       |      |     |
| 贵州安酒                              | 4    | -   | 联美习水 2 万吨酱香型白酒技改扩能项目                                  | 6    | 18  |
| 夜郎古                               | 0.8  | 2   | 酒庄建设项目，“十四五”期间规划大曲酱香年产能 2 万吨，2030 年规划产能 5 万吨。         | 5    | 10  |
| 劲牌酱酒                              | -    | 1.3 | 茅台镇年产 15000 吨酱香型白酒技改项目；22 年 8 月，湖北神农架年产 1.15 万吨酱酒项目开工 | 2.45 | -   |
| 贵酒                                | 0.68 | -   | 酱香白酒生产二期已于 21 年 11 月初建成投产，修文基地三期扩建项目已于 23 年 3 月启动     | 2    | 10  |
| 云门酒业                              | 0.5  | 1.5 | 正在建设酱香酒城二期工程，将新增 5000 吨产能                             | -    | 5.5 |
| 武陵酒                               | 0.66 | -   | 提质改造项目一期已于 21 年 9 月投料生产，二期正在扩建中                       |      | 4.5 |

资料来源：公司公告，各公司招股说明书，新浪网，新华网，新京报，佳酿网，华夏酒报，贵州省发改委，贵州省人民政府，云酒头条，酒业报，智度名酒评论，首席酒评，微酒，商界好酒，贵酒贵酒，方正证券研究所

**本轮扩产成品酒产能或于 2026 年前后释放，酱酒产业马太效应加速。**产能是企业发展上限的重要一环，一方面，产业整治将清退一批不合规的小酒企；另一方面，根据酒业家初步统计，本轮酱酒扩产将新增 20-30 万吨酱酒产能，且主要集中于头部企业，考虑大部分扩产项目在 21-22 年投产，成品酒产能或将于 2026 年前后释放，届时中小酱酒企业的生存空间将进一步被压缩。而茅台、习酒、国台、郎酒、珍酒等具备品质、品牌保障的全国性名酒，在完成产能扩容下，在未来的市场发展中也掌握更多的主动性。因此未来两年为酱酒企业关键发展期，优质酱酒将脱颖而出，继续保持高速增长，而长尾酒企将逐步被淘汰。

### 3.2.2 价格带：高端引领，逐步全价格带布局

酱酒的价格带细分仍处于初步阶段，从终端标价看，规模呈现出倒三角特征，前三梯队纷纷涌出“大单品”占领对应价格带。酱酒在市场热潮、快速扩张的时刻，拉开了市场空间战的序幕，介于茅台的高价位、稀缺性对酱酒品类的影响，酱酒在市场运作之初迅速抢占了高端、次高端的消费市场，后通过提价、推出高价位新品持续布局，形成了价格带的“高占位”引领：

**超高端（2000+元）：**以飞天为主导，引领酱酒价格带整体空间。大单品飞天茅台独领风骚，终端价格超 2000 元，2022 年，茅台酒营业收入 1078 亿元，占据酱酒行业整体的 50% 以上。

**高端（1000 元上下）：**青花郎、茅台 1935、金沙摘要、君品习酒为主流单品。青花郎近年来逐步提价迈步高端市场，22 年规模达 65 亿，成为千元价格带领先产品；22 年推出的茅台 1935 迅速起量，当年规模达 52 亿，预计仍有较大成长空间；此外还有君品习酒、国台龙酒、珍 30 等大单品；

**次高端（400-800 元）：**扩容速度快，产品布局广、集中度较高，主流单品占据 50% 以上市场份额。该价格带因茅台供不应求导致市场存在空缺，郎酒、国台等第二、三梯队酒企承接消费需求，2021 年习酒的核心产品窖藏系列占据酱酒次高端市场 21% 的市场份额，郎酒核心单品红花郎紧随其后，占比 11%，茅台系列酒两大单品赖茅、汉酱，钓鱼台系列和国台国标各占 5%。

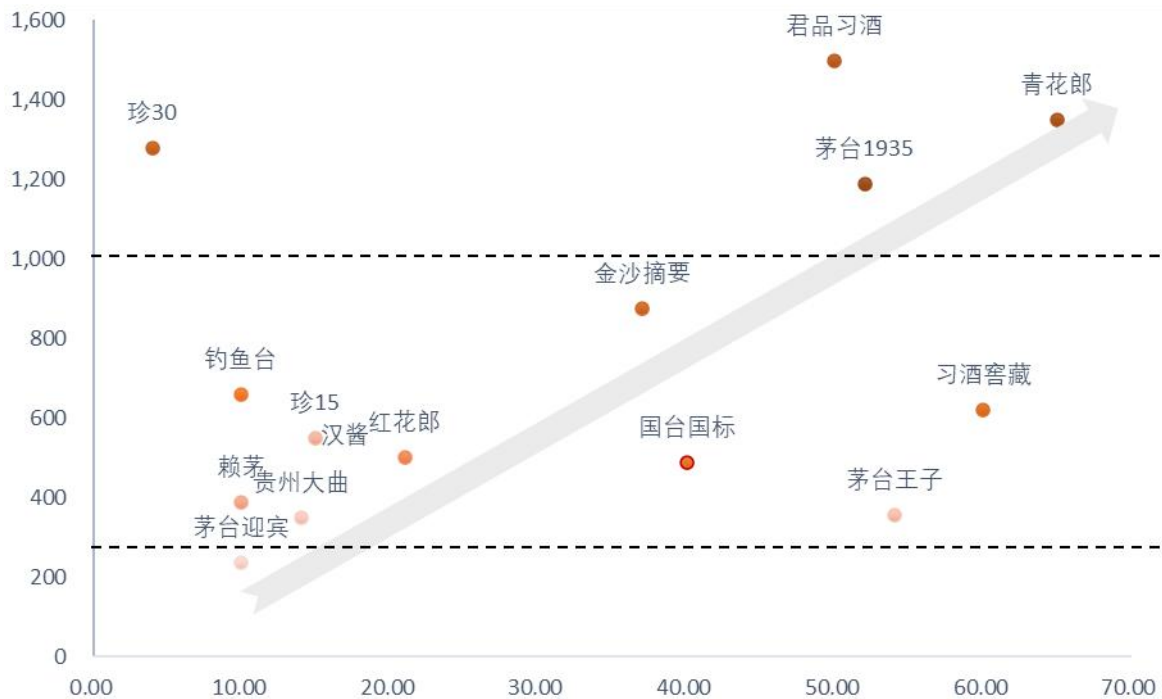
**中低端（<200 元）：**由于酱香型白酒本身的高价值性和酿造工艺复杂的特点，中低端酱香型白酒产品在整体酱香型白酒市场中占比较小。

图表49:酱香型白酒分价格带规模及主流单品

|                 | 规模    | 主流单品                                            |
|-----------------|-------|-------------------------------------------------|
| 超高端 (2000+元)    | 900 亿 | 普茅、陈年茅台酒、青云郎、国台龙酒                               |
| 高端 (1000 元上下)   | 100 亿 | 青花郎、茅台 1935、君品习酒、国台 15 年、珍 30、摘要 15 年、钓鱼台部分高度产品 |
| 次高端 (400-800 元) | 400 亿 | 窖藏 1988、红花郎 10/15、金沙摘要、国台国标、珍 15、汉酱、仁酒、赖茅       |
| 中低端 (<200 元)    | 150 亿 | 茅台王子酒、贵州大曲、茅台迎宾酒                                |

资料来源: 权图酱酒工作室, 方正证券研究所

图表50:次高端以上为酱酒核心价格带(单位: 元/500ml、亿元)



资料来源: 京东, 珍酒李渡招股书, 凤凰网等, 方正证券研究所

注: 茅台 1935、青花郎、君品习酒规模数据为 22 年, 金沙摘要、茅台王子酒、汉酱、贵州大曲、国台国标、珍 15、珍 30 为 21 年, 其他为 20 年数据。

高端、次高端为酱酒核心价格带, 大单品+高价位的产品战略有助于规模化突破, 进而夯实品牌高度。对比其他香型, 浓香型企业的大单品数量更多、体量更大, 如第八代五粮液、水晶剑、国窖 1573 等均在百亿规模以上, 而酱酒中除了飞天茅台一枝独秀外, 尚没有一家酱酒企业有百亿级大单品, 香型培育逐步渗透下, 各个品牌均有突破机会; 酱酒的天然稀缺性使该品类价格带普遍高于其他香型白酒, 因而酒厂在产品布局时选择大单品+高价位更有利于逐步实现规模化: 1) 次高端价格带提供量增, 该价格带规模增长快, 也是目前酱酒大多数主流大单品所在价格带, 一般以大众宴席、一般性商务宴请、婚宴聚会消费为主, 量增和渠道流通性是主要收益贡献因素。2) 千元以上价格带进行品牌占位, 产品多为品牌定位需求和少量投放产品, 普遍不具备大规模放量基础, 需求以送礼、收藏、自饮为主, 增长主要来源于价增, 主流酱酒企业通常在培育次高端明星大单品, 逐步占据公司 50%销量后, 进行千元级酱酒产品战略占位。

图表51:2020 年至今主流酱酒企业提价节奏

| 品牌 | 时间      | 涉及系列         | 提价情况                                                                                                                                                              |
|----|---------|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 茅台 | 2021.01 | 茅台系列酒        | 酱香酒营销有限公司自有产品提价 10%-40%                                                                                                                                           |
| 习酒 | 2020.1  | 窖藏及金钻系列      | 窖藏 30 年出厂价上涨 218 元/瓶；窖藏 15 年出厂价上涨 108 元/瓶；窖藏 1988(500ml) 上涨 50 元/瓶；金质习酒上涨 13 元/瓶；银质习酒上涨 13 元/瓶；红习酒上涨 13 元/瓶                                                       |
|    | 2021.12 | 窖藏、君品        | 习酒窖藏 1988 每瓶上调 50 元，君品习酒每瓶上调 100 元                                                                                                                                |
| 郎酒 | 2019.06 | 青花郎          | 青花郎上调 79/元瓶，提价产品含 53° 青花郎 500ml、44.8° 青花郎 500ml、39° 青花郎 500ml                                                                                                     |
|    | 2019.09 | 红花郎          | 53° 红花郎(15) 出厂价上调 49 元/瓶，44.8° 红花郎(15) 出厂价上调 49 元/瓶；39° 红花郎(15) 出厂价上调 49 元/瓶；1650ml 的 53° 红花郎(15) 出厂价上调 169 元/瓶                                                   |
|    | 2019.12 | 青花郎          | 53°、44.8°、39° 青花郎的出厂价在原油价格基础全线上调 50 元/瓶；53° 大青花郎(3300ml) 上调 320 元/瓶                                                                                               |
|    | 2020.07 | 青花郎          | 53° 青花郎全国统一零售价上调为 1299 元/瓶                                                                                                                                        |
|    | 2020.09 | 青花郎及红花郎      | 青花郎酒调整后建议零售价 1499 元/瓶；红花郎酒·红十调整后建议零售价 498 元/瓶；红花郎酒·红十五调整后建议零售价 98 元/瓶；红花郎酒·红钻调整后建议零售价 409/瓶                                                                       |
|    | 2022.04 | 青花郎          | 53 度 500 毫升青花郎计划内出厂价由 909 元/瓶调整至 1009 元/瓶。                                                                                                                        |
| 国台 | 2020.11 | 国台龙酒         | 供货价上调 200 元/瓶                                                                                                                                                     |
|    | 2020.12 | 国台 15 年      | 500ml 供货价上调 100 元/瓶                                                                                                                                               |
|    | 2021.01 | 国台国标         | 500ml 供货价上调 60 元/瓶，375ml 上调 45 元/瓶                                                                                                                                |
|    | 2021.02 | 国台国标         | 2015 年、2014 年酿造国台国标酒分别提价 50 元/瓶、100 元/瓶；2015 年酿造国台国标酒 1 月 31 日停止供应，售完为止，于 2 月 1 日起开始供应 2016 年酿造国台国标酒。                                                             |
|    | 2021.08 | 国台龙酒、国台 15 年 | 国台 15 年供货价上调 100 元/瓶，国台龙酒供货价上调 200 元/瓶                                                                                                                            |
| 金沙 | 2020.01 | 摘要及回沙系列      | 750ml 摘要酒及回沙出厂价与零售价上调 15%                                                                                                                                         |
|    | 2020.08 | 摘要系列         | 摘要酒全系列出厂价与终端零售价上调 10%                                                                                                                                             |
|    | 2021.02 | 摘要系列         | 珍品版摘要酒价格在现有基础上涨 70 元/瓶，摘要系列和摘要专属产品根据珍品版摘要酒价格在原价格体系上同比上涨                                                                                                           |
| 珍酒 | 2021.02 | 珍 30、老珍酒     | 珍三十开票价上调 100 元/瓶，并收取 100 元/瓶物流保证金，老珍酒开票价上调 10 元/瓶，并收取 7 元/瓶物流保证金                                                                                                  |
|    | 2021.03 | 珍 15、珍 8、生肖酒 | 珍十五经典版开票价上调 40 元/瓶；珍十五匠心版开票价上调 40 元/瓶，珍十五牛年生肖酒开票价上调 30 元/瓶；珍八开票价上调 30 元/瓶；往年生肖酒在牛年基础上每年上浮 10%，团购价和零售价每年上浮 100 元/瓶                                                 |
|    | 2022.01 | 全系列          | 珍三十打款价上调 100 元/瓶；珍十五经典版打款价上调 30 元/瓶子，经典版库存消化完以后不再生产，改发珍十五升级版，升级版与经典版涨价后的价格同步；珍十五匠心版打款价上调 30 元/瓶，珍十五收藏版打款价上调 30 元/瓶；珍八打款价上调 10 元/瓶；珍五打款价上调 10 元/瓶；老珍酒打款价上调 10 元/瓶。 |

资料来源：凤凰网，新京报，搜狐网，腾讯网，中华网，界面新闻，方正证券研究所

酱酒产能释放有望扩大消费场景，名酱酒企业开始布局 100-300 元价格带覆盖更多消费者。从供给端来看，目前该价格带除了茅台王子酒尚无其他主流大单品，

且随着主流酱酒企业产能逐步释放,带来更多优质的碎沙、翻沙酒,可以保证 100-300 价位带的酒质;此外,对于贴牌、杂牌酱酒的限制也对品牌酒企在这一价格带的布局提供了机会;从需求端来看,京东超市 100-300 元价格带酱酒品类交易额占比从 2020 年的 24%提升至 2021 年的 40%,100-300 元价格带的大众酱香酒拥有更低的市场试错成本,能够扩大酱酒消费场景、进一步培育消费者,特别是对年轻消费者的覆盖,布局未来转化。因此,酱酒各品牌站稳次高端及以上的核心价格带后,有望通过大众酱香价格带在渠道面上完成更广泛的销售,抢占更大的市场规模,实现品牌酒企和消费者的双向共赢。

图表52:各酱酒企业开始在 300 元价格带布局

| 品牌 | 时间      | 动作                                                                 | 宣传图                                                                                 |
|----|---------|--------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 珍酒 | 2022.08 | 发布子品牌“映山红”,定位为中档瓶装酱酒主力品牌,零售价在 300 元以内                              |  |
| 国台 | 2022.09 | 启动怀酒品牌,发布两款新品怀酒经典和怀酒金奖1986,分别定价 398 元和 498 元,实际成交价则分别在 200+ 和 300+ |  |
| 郎酒 | 2022.11 | 11 月起,郎牌郎重回线下渠道销售,限量投放 3000 吨,建议零售价 259 元-279 元/瓶                  |  |
|    | 2023.01 | 重新拆分出红花郎事业部,负责红花郎、郎牌郎的运营                                           |                                                                                     |
| 习酒 | 2023.02 | 推出新品“圆习酒”,定价 168 元/瓶                                               | -                                                                                   |

资料来源:搜狐网,新浪网,央广网,每日经济新闻,方正证券研究所

图表53:主流酱酒企业产品布局逐步覆盖全价格带

| 价格带            | 茅台                                                                                             | 习酒                                                                                              | 郎酒                                                                                           | 国台                                                                                             | 珍酒                                                                                               |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 超高端<br>2000+   | <br>飞天茅台    |                                                                                                 | <br>红运郎 | <br>国台龙酒  | <br>时尚珍酒系列  |
| 高端<br>1000 左右  | <br>茅台 1935 | <br>君品习酒    | <br>青花郎 | <br>国台十五年 | <br>珍 30    |
| 次高端<br>300-800 | <br>赖茅      | <br>窖藏 1988 | <br>红花郎 | <br>国台国标  | <br>珍 15    |
| 中低端<br>100-300 | <br>茅台王子酒   | <br>金钻系列    | <br>郎牌郎 | <br>怀酒品牌  | <br>老珍酒及珍 5 |

资料来源:京东,方正证券研究所

### 3.2.3 品牌&营销:差异定位+聚焦战略加强认知,C 端触达培育口感

品牌定位上,挖掘品牌特色的品质表达,通过高投放强化消费认知。2021 年之前,绝大多数酱酒企业以“赤水河核心产区”塑造品牌,2021 年上半年起,主流企业开始转变品牌定位,强调自身的独特性:如郎酒“中国两大酱香白酒之一”到“赤水河左岸,庄园酱酒”,国台“茅台镇第二酱酒”到提出“大国酱香,国台领航”,重点突出国台酱酒的优雅风味。22 年 4 月,习酒发布全新的品牌战

略定位“习酒，大师与时间的杰作”。同时，各酱酒品牌通过在机场、高铁站、地铁等人流密集的场所高势能投放广告，打造高视率、高精度、高到达、高人氣的效果，提升品牌和产品知名度。

图表54: 部分酱酒企业品牌定位



资料来源：云酒头条等，方正证券研究所

图表55: 贵州安酒于机场投放广告



资料来源：贵州安酒官方公众号，方正证券研究所

**组织架构上，重视大单品运营，加深品牌形象。**各品牌通过组织价格的不断细化、专精体现了酱酒企业更加细化服务终端、强化协同、形成终端合力。郎酒 2017 年设立青花郎事业部，2023 年进一步将青花郎事业部分拆设立青花郎事业部（负责青花郎、红运郎及以上产品的运营）、红花郎事业部（负责红花郎、郎牌郎的运营），形成青花郎、红花郎、小郎酒、郎牌特曲、电商 KA 五大事业部的新营销序列，市场投入将更为精准。习酒选择强高端团购，为君品和窖藏系列组建专职的团购队伍。国台成立国标酒、高端酒、文创定制酒三大运营中心，各运营中心配备单独的市场策划和推广部门、下沉基本职能服务保障部门，根据各运营中心运营的产品和渠道特点分配和匹配市场一线销售人员。金沙则根据产品的市场地位和体量建立了品牌事业部，并在全国各省区建立运营中心，构建矩阵式组织架构。

**营销模式上，注重 C 端运营，扩大消费者接触面持续口感培育。**如茅台推出 i 茅台，加大直销渠道，创造实现了对终端用户的直接触达；同时，逐步尝试让年轻人增加品牌好感度，22 年跨界布局冰淇淋产业，实现近 2.6 亿元销售额。习酒、郎酒、国台、金沙等 22 年开展不同形势的全国深度品鉴会触达消费者，拉近消费者距离。从各品牌 23 年营销规划看，茅台保健酒业公司提出：2023 年要实现样板市场主题终端 2700 家，建设主题餐饮店 5000 家，推广宴席活动 18000 场，同时围绕宴席、酒店、烟酒店三大渠道打造动销一体化工程，利用五一、十一等关键节点打好宴席攻坚战，持续有效开展终端动销工作。国台方面也提出：2023 年要全面启动大“C”端战略，品宣推广聚焦 C 端、市场支持聚焦 C 端、团队服务聚焦 C 端，支持政策留给经销商的、给足渠道终端的，剩下的全部投到消费端；金沙将持续梳理纪年系列酒、真实年份酒经销商，加大市场基本建设的完善，加大消费者培育，通过红包等加强 BC 联动。

图表56:各酱酒品牌通过多元营销形式深度接触消费者

茅台

- ✓ 推出茅台，加大直销渠道，创造实现了对终端用户的直接触达；
- ✓ 跨界布局冰淇淋产业，实现近 2.6 亿元销售额；
- ✓ 22年末，布局“元宇宙”，强化与年轻人沟通。

习酒

- ✓ 自2015年起每年固定开展中秋赏月露营活动，2022年联动全国33城；
- ✓ “君品：雅宴”大型高端品鉴活动在全国12座一线城市+18座二线城市密集点状布局。
- ✓ 打造习酒文化体验馆；在22年9月在郑州8区6县同步开业

国台

- ✓ 对消费者方面通过奖励国台大健康产品组合、开瓶送现金等返利方式，吸引消费者宴席消费国台酒；
- ✓ 截至22年10月中旬，已累计开展规模宴席近8000场、共计超 12万桌，产品触达近百万消费者

珍酒

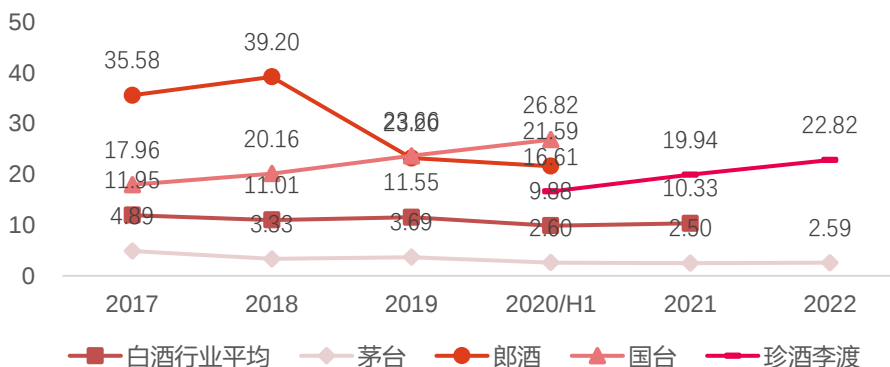
- ✓ 结合不同消费群体需求，持续开展微品会、一桌式品鉴会、贵州珍酒品鉴会、“珍酒·忆苦思甜·珍品宴”等四级品鉴会，据不完全统计已在全国范围开展超11万场

金沙

- ✓ 针对核心消费者开展文化创新运动、文化体验运动。
- ✓ 借助“扫码领红包”活动，培育消费者开盖扫码习惯，带动会员平台注册数、活跃度、留存率

资料来源：南方都市报，酒业家，新浪网，微酒，凤凰网等，方正证券研究所

图表57:除茅台外酱酒企业的销售费用率高于行业平均（单位：%）



资料来源：wind，郎酒招股说明书，国台招股说明书，方正证券研究所

注：国台 2020 年对应为 2020H1 数据

### 3.3 中游渠道：厂家辅助利润回归，渠道模式日益多元

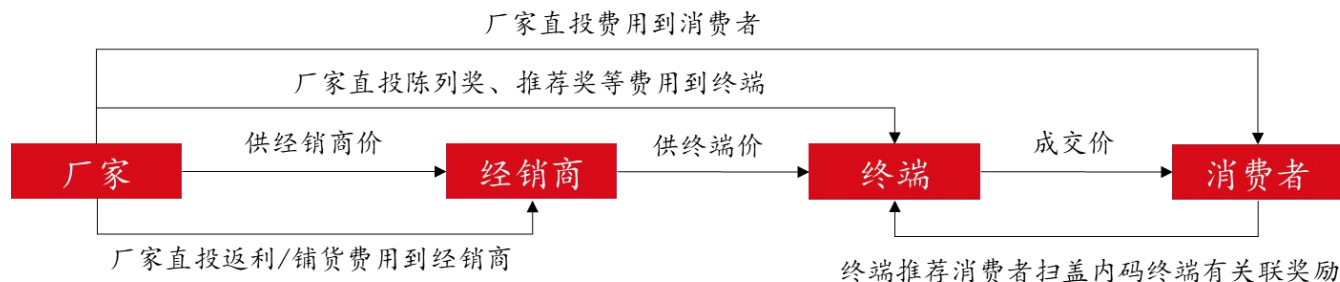
渠道利润收窄有外部环境影响因素，回归至合理水平也是品类发展的必然趋势。

一方面，酱酒产能逐渐跟上供给，供不应求有所缓解；酱酒热时期酱酒企业的频繁涨价使得渠道商乐于囤货，疫情时期造成的消费场景缺失、预期收入水平下降等因素阻碍酱酒产品动销，渠道和终端资金承压，伴随产品价格倒挂，降低渠道利润。另一方面，随着酱酒企业体量规模逐渐成长，渠道能见度提高、价格逐步透明，盈利区间逐步收窄至合理水平也是必然发展趋势。

传统渠道建设上，各酱酒品牌通过渠道支持政策保护经销商利润，稳价格、促动销。酱酒的渠道高利润是经销商追逐的核心动力，也是酱酒热时期的主要推动力之一；同时，酱酒品牌定位、品类价格相对较高，一方面，经销商充足的信心有助于市场稳价，另一方面，酱酒产品较为依赖市场培育对品类价值的增益，市场培育费用较大，因此在品类调整期酒企更需要充分调动利益各方积极性，保障渠道利润，获得持续的渠道推力。如金沙设立“摘要发展红利基金”，针对现有合作的摘要酒经销商按照 70 元/500ml 的标准进行奖励，主要涉及摘要（珍品版）

等部分产品；珍酒针对新品“映山红”推出“专省专款”等；国台酒业对经销商宴席渠道开拓提供扶持计划，成立厂商一体化的“贵州国台商超连锁有限公司”和“贵州国台电商新零售有限公司”，由国台销售公司参股，整合渠道大商专业化运营；同时通过战略合作、战略支持酒类连锁渠道和异业连锁渠道，采取一连锁、一策略、一政策，实行主品+专销的“1+1”产品赋能。

图表58: 厂家费用支持的各种形式



资料来源：大家酒评公众号，方正证券研究所

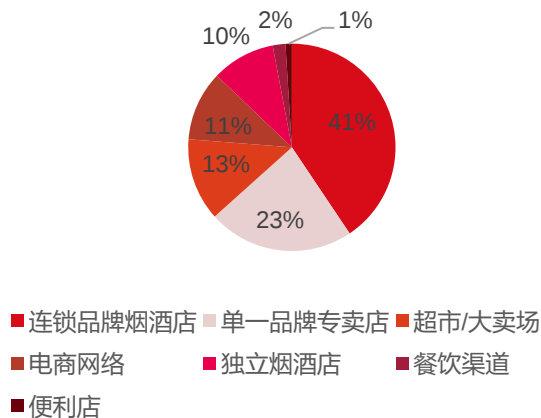
**新渠道模式上，逐步向自营、体验馆、新零售延伸。**目前酱酒销售布局集中于团购渠道，消费者购酒模式较为碎片化，较难形成全市场影响力。疫情影响时期，传统线下渠道营销受阻，线上渠道以及特色体验店发展迅猛，酱香型白酒主流销售渠道逐渐升级转化为自营、体验馆、新零售等方式结合的全渠道营销体系。如茅台酒的 i 茅台电商渠道、各品牌的专卖店、体验中心等。截至 22 年 12 月，茅台酱香系列酒体验中心已经在全国开设了 171 家；习酒亦打造习酒文化体验馆，22 年 9 月在郑州 8 区 6 县同步开业。同时，酣客、肆拾酒坊等新兴酱酒企业开创了新的渠道模式，如酣客运用社群模式，通过意见领袖直控消费者终端，加快了销售的速度，打通消费者反馈的信息壁垒，使消费者和品牌产生了较强的粘性；肆拾玖坊在 2015 年创立之初就设立“股东-分舵-堂口”的三重股东众筹模式以达到品牌的不断传播和扩散。

图表59: 茅台系列酒体验中心



资料来源：酒说，方正证券研究所

图表60: 年轻人日常购买酱香型白酒主要渠道



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

### 3.4 下游消费：全国化空间广阔，渗透率持续提升

酱酒消费市场以贵州为大本营，广东、河南、山东为成熟样板市场，发展型市场渗透率持续提升。除了主要产地贵州以外，酱香型白酒也在逐步进入外省区域，比如广东、河南、山东等地区，2022 年，贵州、河南酱酒市占率超 70%，广东、山东预计超过 50%。此外，北京、福建等经济发达、消费水平高的地区也逐渐成为酱酒的主攻市场。而浓香氛围浓、地产酒强势的江苏、安徽等地及清香强势的山西等黄河以北地区酱酒渗透率尚不高。从价格带来看，次高端 500-800 元酱酒渗透率最高的省份分别是广东、山东、贵州、河南、河北，渗透率分别达到 27.51%/26.06%/25%/24.32%/24.19%。未来酱酒有望受益于现有强势区域的进一步下沉和空白市场的开拓，从区域集中走向泛全国化。

图表61:河南、山东、广东为主要外省酱香型白酒消费市场



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表62:500-800 价格带酱酒渗透率 TOP5 省份



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表63:酱酒各区域市场情况

| 发展阶段 | 省份 | 酱酒市场规模  | 消费主流价格带                                                                             |
|------|----|---------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 成熟市场 | 河南 | 约 300 亿 | 省会：200-300 元（以国/金/钧/珍为主，次高端及以上以飞天、青花郎和君品习酒为主）<br>地级市：150 元左右<br>县级：60-150 元（金沙系列为主） |
|      | 广东 | 约 200 亿 | 500 元左右                                                                             |
|      | 山东 | 约 160 亿 | 100-300 元（本土酱酒主销 100-200 元）<br>500-800 元                                            |
|      | 贵州 | 约 150 亿 | 300 元左右                                                                             |
| 发展市场 | 福建 | 约 120 亿 | 300-500 元                                                                           |
|      | 四川 | 约 50 亿  | 成都：500-800 元<br>地级市：300 元左右                                                         |
|      | 安徽 | 约 30 亿  | 300-500 元（珍 15、习酒窖藏 1998、国台国标酒等，500 以上的代表单品有君品习酒、青花郎、摘要、国台 15 年、珍 30 等）             |
|      | 河北 | 约 70 亿  | -                                                                                   |

资料来源：酒业家，酒说，方正证券研究所

**河南：22 年酱酒市场规模约 300 亿元，是重度酱化代表市场。**河南是重要的人口大省和白酒消费大省，22 年以来酱酒下滑较明显，但仍为全国酱酒消费第一大市场。从供给端看，作为重度酱化代表型市场，三四线及新品牌酱酒涌入，加上系

列酒和开发性酱酒品牌的变相压货，超过市场实际需求，导致低价抛货现象时有发生，降低渠道利润、挫伤经销商积极性；从需求端看，洪灾及疫情反复抑制河南白酒消费，洪灾使居民消费能力及意愿普遍下降，对定价较高的酱酒影响较大，加之疫情在多地市复发，致使本地消费场景受限，返乡人口减少，抑制了酱酒的消费热度。目前来看，22 年的各方扰动并非持续性影响，一方面考虑酱酒行业集中度提高大趋势，河南酱酒市场经历一轮深度调整后淘汰大量“价质不符”的品牌和产品，另一方面，河南省作为酱酒早期兴起市场，消费者基础稳固、酱酒消费氛围活跃，随着疫情防控放开、消费场景恢复、居民消费意愿逐步修复情况下，酱酒消费需求有望伴随白酒市场整体恢复回升。

**广东：22 年酱酒市场规模约 180 亿元，商务消费频繁，酱酒消费以高端为主。**广东是全国酒类消费的排头兵，同时经济高度发达，GDP 连续 33 年位列全国第一，带动了中高端及以上价格带的白酒消费，酱酒主流价格带达 500 元左右。广州和深圳是广东的两个主阵地，商务消费频繁，加上消费者强烈的品牌意识，导致酱酒消费者龙头效应强烈，一二线酱酒品牌占据了绝大部分市场份额。

**山东：22 年酱酒市场规模约 160 亿元，酱香份额尚未超越浓香，鲁酱+名酒合力下有望持续扩容。**山东人口众多、饮酒氛围浓厚，也是酱酒发展较早的区域市场，消费市场以潍坊、济南和青岛为核心。从本土品牌看，鲁酱主销价格带在 100-200 元，本土酱酒整体处于守势，160 亿市场份额中，鲁酱品牌份额约 10 亿元+，除云门酱酒规模达 6 亿、龍琬、古贝元约 1 亿元外，其他鲁酒品牌大多体量在千万级，近年鲁酱品牌陆续开始酱酒产能的改扩建、营销模式和消费者培育工作的优化，有望进一步活跃酱酒市场消费氛围；从外来品牌看，外来酱酒品牌已经完成了大运营商及核心团购商资源的掠夺，头部酱酒品牌进入较早，经过多年的渠道运营，已经形成流行性大单品的塑造，并且占据 300 元以上次高端及高端酱酒消费。当地品牌染酱和外来酱酒进入，双向加持，有望持续烘托酱酒市场的消费氛围。

图表 64: 成熟市场各酱酒品牌规模及市占率（亿元，%）

|        | 河南  |     | 广东      |     | 山东 |     |
|--------|-----|-----|---------|-----|----|-----|
| 茅台及系列酒 | 100 | 33% | 40      | 20% | 60 | 35% |
| 习酒     | 25  | 8%  | 20      | 10% | 10 | 6%  |
| 郎酒     | 20  | 7%  | 12-13   | 6%  | -  | -   |
| 国台     | 15  | 5%  | 10      | 5%  | 5  | 3%  |
| 金沙     | 10  | 3%  | 10      | 5%  | 8  | 5%  |
| 珍酒     | 5   | 2%  | -       | -   | 4  | 2%  |
| 其他     | 125 | 42% | 107-108 | 54% | 83 | 49% |

资料来源：云酒头条，酒业家，方正证券研究所

从酱酒新增市场看，21 年湖南/陕西酱酒销量同比增长 40%/10%左右，福建市场收益于较高的商务需求，酱酒增长迅猛，2021 年市场规模达 120 亿元。随着各酱酒企业全国化布局进一步推进，新兴市场酱酒渗透率有望提高，为酱酒持续提供增长空间。

图表65: 酱香型白酒品牌全国化布局示例

| 品牌 | 全国化布局示例                                                                                                                                                                                  |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 习酒 | 2020年习酒调整全国布局战略为“133+”。以贵州为核心市场，以河南、山东、广东为三大省外样板市场，以江苏、福建、浙江为三大重点市场。目前整体销售额主要集中于贵州、河南、广东、山东几大省份。近几年省外市场销售额占比逐步增多，从2016年的约35%提升至2020年的约70%。其中河南省占比最高，约25%；山东省和广东省分别占比15%和10%左右，全国化布局成果显著。 |
| 国台 | 国台酒业市场网络已经覆盖31个省区市、269个地级市、627个县，其中百强县88个，以珠三角、豫鲁板块、京津冀、江浙沪、贵川渝等重点板块和直辖市为四梁八柱的层级清晰、协同发展的市场网络体系进一步夯实。未来国台酒业将要以聚焦板块、做深点面的方式继续全国化做强做大品牌。                                                    |
| 珍酒 | 自2020年以来，珍酒便确立了“6+8+N”全国市场布局战略。聚焦贵州、河南、山东等6个核心省份，培育上海、北京、浙江等8个重点省份，孵化全国其他有酱香型白酒氛围和基础的N个潜力市场，逐步打造成为全国性酱香型白酒品牌。3珍酒连续入选“CCTV民族匠心品牌”，在中央电视台重点频道黄金时段高频亮相，“贵州珍酒号”高铁遍及全国，是全国冠名高铁最多的品牌。          |

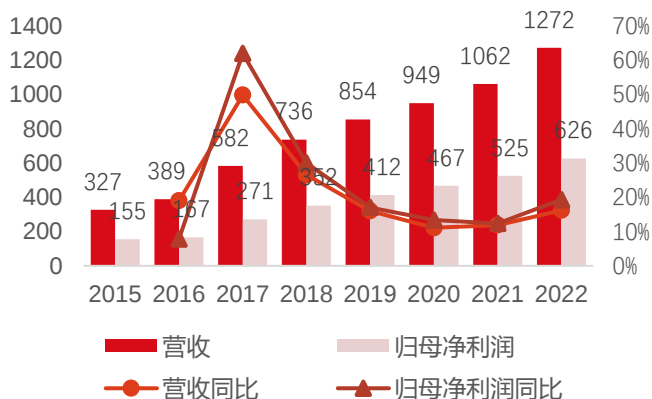
资料来源：未来智库，网易，消费观察播报，方正证券研究所

## 4 重点公司分析

### 4.1 茅台：高处胜寒，直营发力

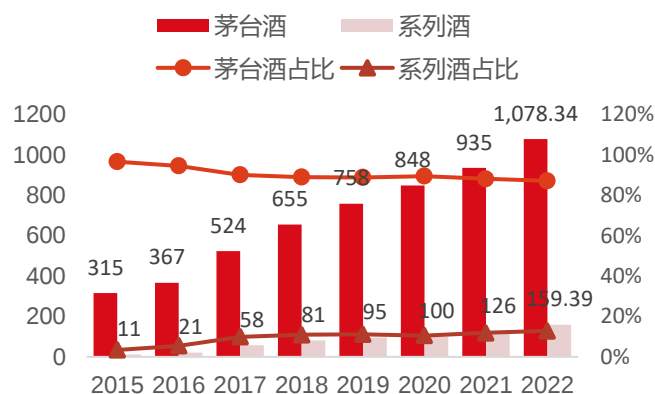
**茅台酒稳增长系列酒发力，双轮驱动贡献收入。**2016-2022年，公司营业收入从388.62亿元增长至1272亿元，年复合增速21.85%，归母净利润从167.18亿元增长至626亿元，年复合增速24.61%。2016-2022年公司茅台酒、系列酒销量持续增长，茅台酒收入367.14亿元上升至1078亿元，贡献绝大部分收入。随着系列酒产能建设及释放稳步推进，2016-2021年系列酒收入由21.27亿元上升至159亿元，收入占比由5.48%上升至22年的12.88%，持续提升。

图表66: 2015-2022年营收及净利润情况（亿元）



资料来源：，方正证券研究所

图表67: 2015-2022年茅台及系列酒收入及占比情况（亿元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

**多角度创新产品，多阶段推出新品。**公司陆续推出年份酒、生肖酒、纪念酒等非标产品，年份酒15/30/50/80年借助自然增值属性强化“年份”属性，赋予老酒基酒新价值；生肖酒结合中国农历生肖属性，丰富市场收藏；纪念酒纪念香港回归、国庆周年等纪念日，保持长期价格增长空间，同时凸显产品高端定位。推出生肖系列产品、100ml 飞天小茅、珍品茅台。茅台为满足消费者需求，扩大消费群体，持续推陈出新。

图表68:茅台酒产品矩阵

|     | 系列   | 产品          | 参考批价 (元)   | 参考市场价 (元)    | 产品图                                                                                   |
|-----|------|-------------|------------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 茅台酒 | 飞天系列 | 53° 茅台 (普飞) | 2810       | 1499         |    |
|     |      | 43° 茅台      | 1020       | 1099         |    |
|     |      | 100ml 小茅    | 416        | 399          |    |
|     | 非标系列 | 年份茅台        | 5955 (十五年) | 5999         |    |
|     |      | 纪念酒         | -          | 5498 (巴拿马金奖) |    |
|     |      | 珍品茅台        | 4335       | 4599         |    |
|     |      | 生肖酒         | 3420 (虎年)  | 2499         |  |
|     |      | 五星茅台        | 2630       | 3030         |  |
|     |      | 精品茅台        | 3335       | 3850         |  |

资料来源: 今日酒价公众号, i 茅台, 京东各旗舰店, 方正证券研究所

注: 批价参考5月19日

**一曲三茅四酱, 系列酒持续加码。**1999 年王子酒上市, 2001 年迎宾酒上市, 2005 和 2007 年汉酱、仁酒上市, 2015 年贵州大曲、华茅和王茅上市, 赖茅重启, 至此系列酒形成“一曲三茅四酱”产品矩阵。2014 年茅台经销商大会上, 茅台集团将股份有限公司旗下包括汉酱酒、仁酒、茅台王子酒、茅台迎宾酒在内的所有系列酒剥离出来独立运营, 注入即将注册成立的“贵州茅台酱香酒营销有限公司”中。2019 年底启动系列酒技改, 将再新增 3 万吨系列酒产能。2022 年 1 月 18 日公司推出茅台 1935, 指导价 1188 元/瓶, 该产品补全茅台千元价格带空缺, 打开系列酒发展的天花板, 酱香系列酒发展再上新台阶。

图表69:酱香系列酒产品矩阵

|     | 系列 | 产品         | 参考批价 (元) | 参考市场价 (元) | 产品图                                                                                   |
|-----|----|------------|----------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 系列酒 |    | 茅台1935     | 1060     | 1188      |    |
|     | 一曲 | 贵州大曲 (80年) | 185      | 313       |    |
|     | 三茅 | 华茅 (1862)  | 585      | 1399      |    |
|     |    | 王茅 (祥邦)    | 500      | 869       |    |
|     |    | 赖茅 (传承蓝)   | 355      | 508       |    |
|     | 四酱 | 王子酒 (酱香经典) | 245      | 258       |    |
|     |    | 迎宾酒 (普)    | 155      | 188       |   |
|     |    | 汉酱 (铂金蓝)   | 530      | 799       |  |
|     |    | 仁酒         | 265      | 498       |  |

资料来源：今日酒价公众号，i 茅台，京东各旗舰店，方正证券研究所  
注：批价参考5月19日

**茅台酒持续技改扩产创造增量空间。**自上市以来，贵州茅台持续通过技改及扩建项目扩大茅台酒产能，整体自上市以来公司共扩建茅台酒产能近3.7万吨，2016-2021年实际产能复合增速达7.51%。2016年以来，茅台酒的实际产能高于设计产能，考虑设计产能中预计于下年释放的部分，实际产能利用率维持在130%左右。根据2021年茅台酒产量56472.25吨五年后按照85%的比例转化为可供销量，2026年茅台酒可供销量有望突破4.8万吨，较2021年的3.6万吨销量，5年CAGR将达5.77%。

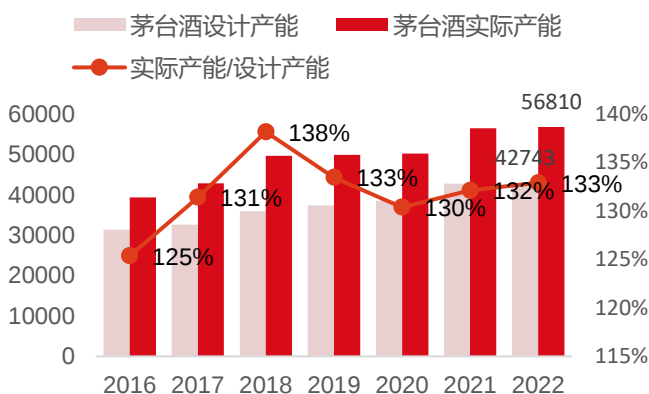
图表70: 茅台酒历年改扩建项目及新增产能梳理

| 公告时间 | 工程名称                     | 扩建产能<br>(吨) |
|------|--------------------------|-------------|
| 2001 | 茅台酒技改及扩建项目               | 2500        |
|      | 中低度茅台酒技改工程               | 2100        |
| 2005 | 2000吨茅台酒生产及辅助配套设施        | 1000        |
|      | 十五万吨茅台酒技改工程项目二期          | 2000        |
| 2006 | “十一五”万吨茅台酒技改工程项目一期       | 2000        |
|      | “十一五”万吨茅台酒技改工程项目二期       | 2000        |
| 2007 | “十一五”万吨茅台酒技改工程项目三期       | 2000        |
| 2008 | “十一五”万吨茅台酒技改工程项目四期       | 2000        |
| 2009 | “十一五”万吨茅台酒技改工程项目五期       | 2000        |
| 2010 | “十二五”万吨茅台酒技改工程项目一期       | 2600        |
| 2011 | “十二五”万吨茅台酒技改工程项目二期       | 2500        |
| 2012 | 中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目    | 5800        |
| 2013 | 中华片区第二期茅台酒技改工程及配套设施项目    | 3000        |
| 2017 | “十三五”中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目 | 5152        |
| 2022 | “十四五”茅台酒技改建设项目           | 19800       |

资料来源：公司公告，证券时报，中国财经网等，方正证券研究所

**基酒储能稳步增长保证未来发展。**2021年茅台酒实现销量3.6万吨，对应5年前产量为3.9万吨，结合近年茅台酒产销量情况看，产大于销趋势明显。考虑系列酒前期产能销量数据较小，且近年系列酒处于销大于产消耗库存阶段，因此我们认为茅台集团库存量结构及新增库存量在很大程度上反映了茅台酒基酒储备的增长。茅台不断扩大的陈年基酒产能为企业提供了充分产品供给和基酒储备，为未来产品设计开发提供充分空间，对未来销售、市场调控、老酒品质都具备战略意义。

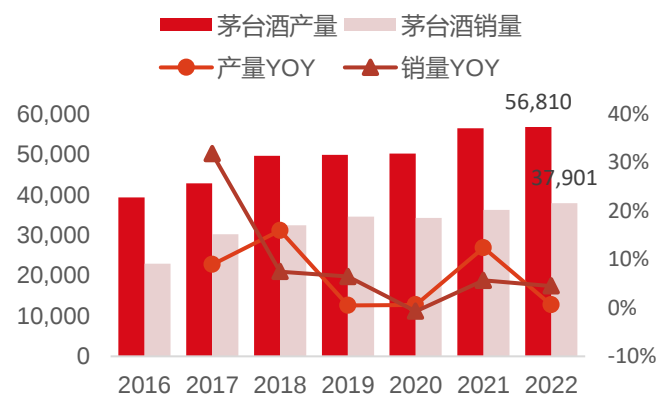
图表71:2016-2022 茅台酒实际产能与设计产能情况（单位：吨）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

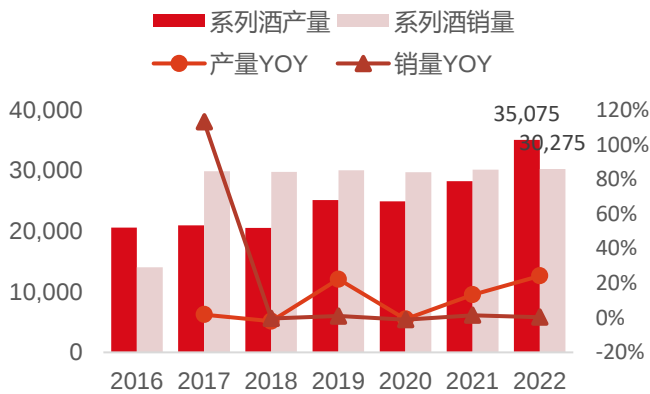
注：设计产能=当年公告设计产能-设计产能中预计下年释放的部分

图表72:2016-2022 茅台酒产销量情况（单位：吨）



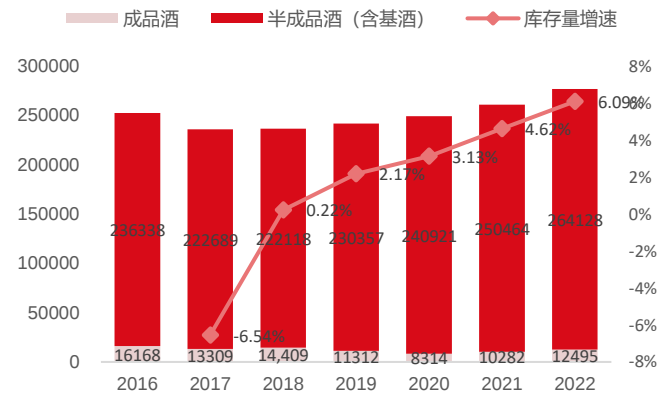
资料来源：，方正证券研究所

图表73:2016-2022 系列酒产销量情况 (单位: 吨)



资料来源: , 方正证券研究所

图表74:不断增加的基酒储能保证茅台酒未来发展 (单位: 吨)

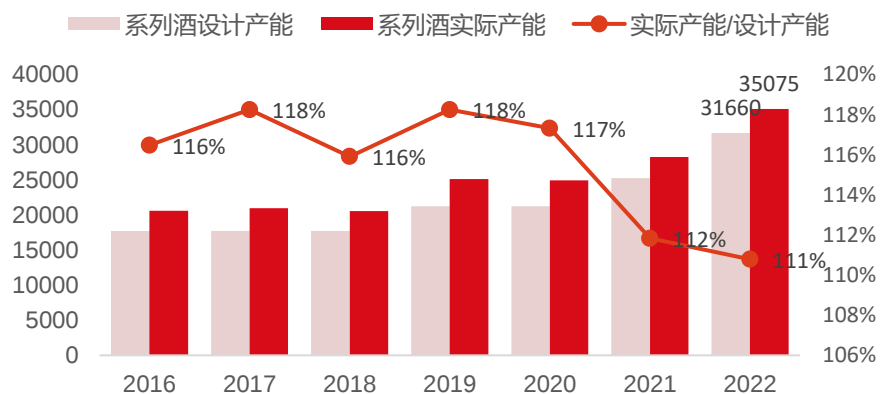


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

**系列酒产能有序释放, 高天花板保证业绩增长动力。**公司于 1999 年推出首款系列酒“茅台王子酒”, 2001 年收购原习酒公司酱香生产线, 受前期基酒生产不足影响, 2017 年以来系列酒销量基本维持在 3 万吨水平, 基酒生产处于满负荷状态。不同于茅台酒生产的严苛地理自然环境要求, 系列酒产能天花板更高, 2011 年起公司逐步推进系列酒产能扩张计划, 至 21 年底系列酒设计产能达到 3.17 万吨。

预计 3 万吨酱香系列酒项目工程对应产能将在 2023 年释放, 届时系列酒设计产能将达到约 6 万吨, 以 110% 的产能利用率测算, 实际产能将达到 6.6 万吨左右。公司 2022 年中报显示, 酱香酒习水同民坝一期项目已完成勘察、设计招标程序, 项目预计建设期为 24 个月, 全部投产后将新增 12000 吨产能。长远来看, 《遵义市 2035 年远景目标纲要》提出了 2035 年茅台系列酒产能达 10 万吨规模的重点任务分工, 预计后续公司将持续推进系列酒产能扩张。

图表75:2016-2022 系列酒实际产能与设计产能情况 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

注: 设计产能=当年公告设计产能-设计产能中预计下年释放的部分

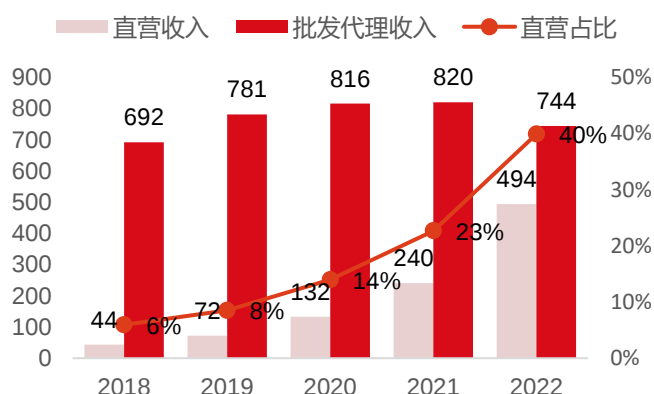
图表76:2016-2022 系列酒实际产能与设计产能情况 (单位:吨)

| 公告时间 | 工程名称                                             | 扩建产能 (吨) |
|------|--------------------------------------------------|----------|
| 2011 | 2000 吨茅台王子酒制酒技改工程及配套设施项目                         | 2000     |
| 2012 | 2800 吨茅台王子酒制酒技改工程及配套设施                           | 2800     |
| 2012 | 酱香型系列酒制酒技改工程及配套设施项目 (一期 6,400 吨高档、二期 3,600 吨中低档) | 6400     |
| 2013 | 调整 301 车间白酒生产基地技改项目 (中档酱香型白酒 6,800 吨)            | 6800     |
| 2018 | 3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目                            | 30000    |
| 2022 | “十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目                              | 12000    |

资料来源:公司公告,白酒啤酒头条公众号等,方正证券研究所

**i 茅台助力发展直营。**2022 年 3 月 31 日 i 茅台开始试运行,5 月 19 日正式上线。根据公司 22 年报,公司通过 i 茅台实现酒类不含税收入 118.83 亿元, i 茅台占直销收入比重达 24%。我们预计未来随着飞天茅台逐步上架,产品结构趋于完善,平台业绩有望进一步放量。

图表77:公司持续发力直营渠道 (单位:万元、%)



资料来源:公司公告,方正证券研究所

图表78:i 茅台助力数字营销

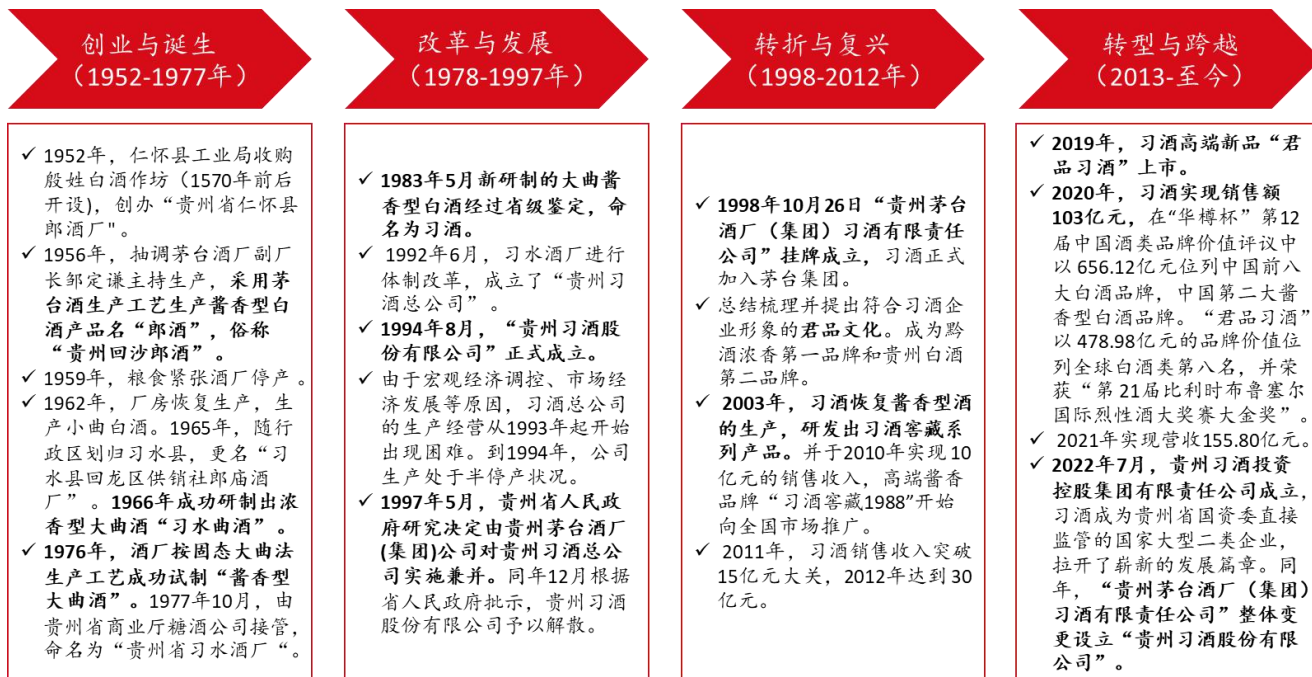


资料来源:i 茅台,方正证券研究所

#### 4.2 习酒:君品文化,全国布局

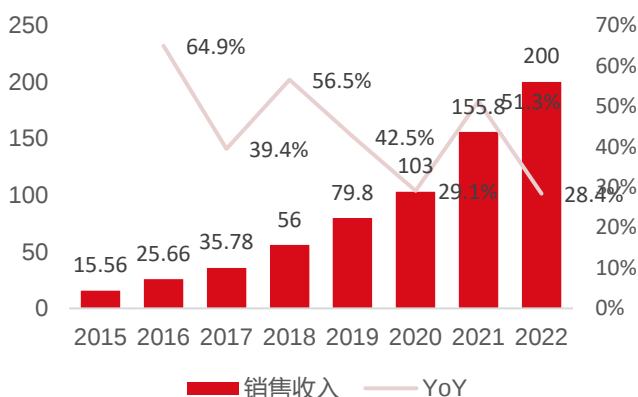
**习酒 2022 年正式脱茅, 同年销售额破 200 亿。**贵州习酒总部位于黔北高原赤水河中游、红军长征“四渡赤水”的二郎滩渡口,其前身为明代万历年间殷姓白酒作坊,1952 年通过收购组建为国营企业,1998 年加入茅台集团,在茅台集团的支持和帮助下发展壮大。2022 年,习酒 82% 的股权被贵州茅台无偿划转至贵州省国资委,随后成立习酒集团,“贵州茅台酒厂(集团)习酒有限责任公司”整体变更设立“贵州习酒股份有限公司”,贵州习酒投资控股集团有限责任公司、贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司、中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司为公司三大股东,分别持有“贵州习酒股份有限公司”57%、25%、18%股权。

图表79: 习酒发展历程



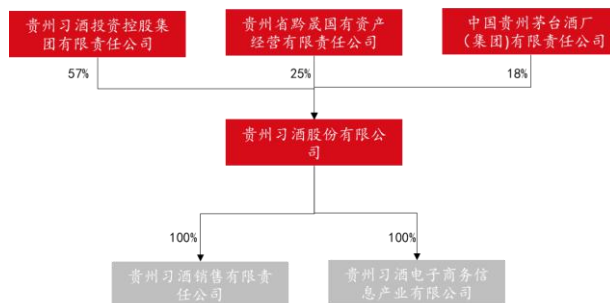
资料来源：贵州习酒公司官网，云酒头条，酒业家等方正证券研究所

图表80: 2015-2022 年习酒销售收入及增速



资料来源：环球网，习水发布公众号，方正证券研究所

图表81: 贵州习酒股权结构



资料来源：企查查，方正证券研究所

持续宣传投入打造品牌，依托“君品”文化提高品牌价值。习酒持续推出多元营销活动打造品牌形象，如 IP 栏目《君品谈》、“君品·雅宴”、“中秋夜·喝习酒”等，使“君品”文化得到广泛传播，引发了大众共鸣，并快速推高了习酒的品牌价值，2022 年，习酒以“华樽杯”1690.53 亿元品牌价值位列贵州省白酒第二名、中国白酒前八名、中国酱酒第二名。22 年 4 月，习酒发布全新的品牌战略定位“习酒，大师与时间的杰作——高端酱酒领先”，进一步夯实高端形象定位。

图表82: 习酒品牌战略升级发布仪式



资料来源: 中国质量新闻网, 方正证券研究所

图表83: “中秋夜·喝习酒”线下露营赏月月活动



资料来源: 搜狐网, 方正证券研究所

以中高端酱香产品为主, 窖藏1988+君品习酒销售占比超60%。习酒自2010年顺应茅台带领的酱香趋势, 实施聚焦酱香型, 主推定位次高端的窖藏1988并持续打造为核心大单品, 2018年推出金钻系列, 全面满足次高端酱酒的消费需求; 2019年推出“君品习酒”, 进军高端市场, 一年内即实现销售收入6.7亿元。同时, 不断清退低端产品, 基本形成了君品系列、窖藏系列、金钻系列等梯级化产品结构, 并逐步稳固了中高端品牌定位。目前君品习酒+窖藏1988销售占比超60%, 从习酒公司十四五规划看, 未来将集中资源进一步打造习酒窖藏1988和君品习酒, 提升高端系列产品营销占比。

图表84: 习酒主要酱酒产品矩阵

| 系列   | 品名     | 产品规格       | 终端零售价 | 产品图 |
|------|--------|------------|-------|-----|
| 君品系列 | 君品习酒   | 53° /500ml | 1453  |     |
| 窖藏系列 | 窖藏1988 | 53° /500ml | 841   |     |
|      | 窖藏30年  | 53° /500ml | 5899  |     |
|      | 窖藏15年  | 53° /500ml | 3199  |     |
|      | 习酒喜宴   | 53° /500ml | 578   |     |
| 金钻系列 | 金钻习酒   | 53° /500ml | 478   |     |
|      | 金质习酒   | 53° /500ml | 356   |     |
|      | 银质习酒   | 53° /500ml | 238   |     |

资料来源: 贵州习酒公司官网, 京东, 方正证券研究所

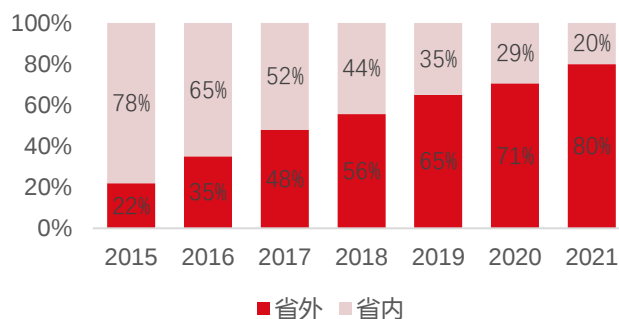
全国布局成效显著，渠道体系多元化。习酒持续推进全国化战略，省外市场销售占比从 2016 年的约 35% 提升至 2021 年的约 80%。2020 年习酒调整全国布局战略为“133+”。以贵州为核心市场，以河南、山东、广东为三大省外样板市场，以江苏、福建、浙江为三大重点市场。目前习酒整体销售额主要集中于贵州、河南、广东、山东几大省份，其中河南省占比最高，约 25%；山东省和广东省分别占比 15% 和 10% 左右。2022 年，习酒全国经销商数量由 2017 年底的 1000 余家提升至超过 2000 家，销售网点数量超过 17 万个。具体渠道策略上，进行渠道深度扁平化，部分省市下沉至县乡，并借用数字化技术系统性开发和推进了部分电商渠道的销售和直营业务；另一方面，通过开设体验店、专卖店等形式，开展差异化营销活动，使用户体验大大提高，消费者粘性大大增加。

图表85: 习酒全国化战略演变

| 时间   | 渠道策略                                                       |
|------|------------------------------------------------------------|
| 2016 | 在省外打造一个亿级市场，培育两个5000万级市场；利用2-3年时间，打造省内5个、省外2个以上的亿级市场       |
| 2017 | 全力攻克河南、山东、广东等战略重点市场，建立以重庆、湖南、湖北、江苏、福建、浙江为主的长江沿海销售增长金腰带     |
| 2018 | 以贵州市场为核心、长江经济带及沿海经济带，再加上河南、山东、广东三个省外重点市场                   |
| 2019 | 对市场进行“片区式”划分，在全国的44大片区中，省外市场划分为30大片区，力争打造12个1亿级片区，18个2亿级片区 |
| 2020 | 133战略，以贵州为核心市场，以河南、山东、广东为三大省外样板市场，以江苏、福建、浙江为三大重点市场         |

资料来源：界面新闻，美酒网等，方正证券研究所

图表86: 习酒全国化战略成效显著



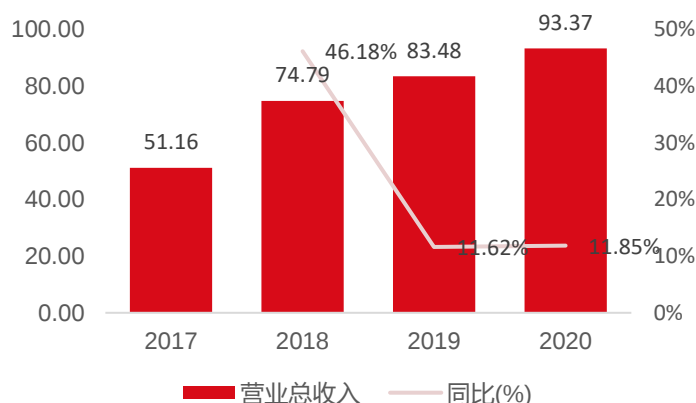
资料来源：美酒网，方正证券研究所

积极扩建产能，保障未来规模扩张。目前习酒具有 5 万余吨的优质基酒年生产、包装能力及 18 万吨的基酒贮存能力，1.9 万吨酱香酒及配套项目已陆续建成并投入使用，“十四五”技改（第一期）1.8 万吨新产能及配套项目正在建设中，按照规划，到 2026 年，习酒的产能将达到 10 万吨，实现 54 万千升储备能力。

#### 4.3 郎酒：庄园酱酒，深度聚焦

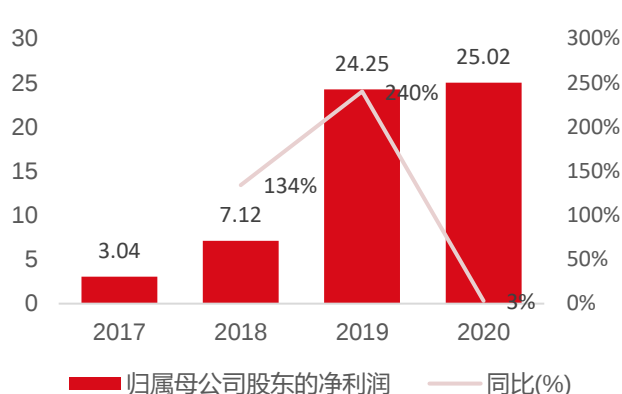
百年郎酒，浓酱双优。“郎”酒品牌因地成名，公司酱香白酒生产基地位于赤水河畔的四川省古蔺县二郎镇，属于“中国白酒金三角（川酒）”酱香型白酒优势产区；同时在四川省泸州市龙马潭区还有浓香、浓酱兼香白酒生产基地。“郎”牌酱香型白酒先后于 1984 年、1989 年连续两度在全国评酒会获评“国家名酒”称号，奠定了“郎”牌白酒在全国白酒行业中的重要地位。公司于 2002 年进行改制，通过群狼战术实现业绩的快速发展，2012 年收入规模达 110 亿元。随后的行业调整期中收入受到影响，行业复苏后随着青花郎聚焦战略实施而快速回升。2020 年，郎酒成立古蔺郎酒庄有限公司，标志着郎酒庄的系统化和专业化运营加速迈入新时期、新阶段，2022 年，郎酒酱香型白酒销售收入约 160 亿元，约占总销售收入的 80%。

图表87: 2017-2020 年郎酒营业收入及增速 (亿)



资料来源: iFind, 方正证券研究所

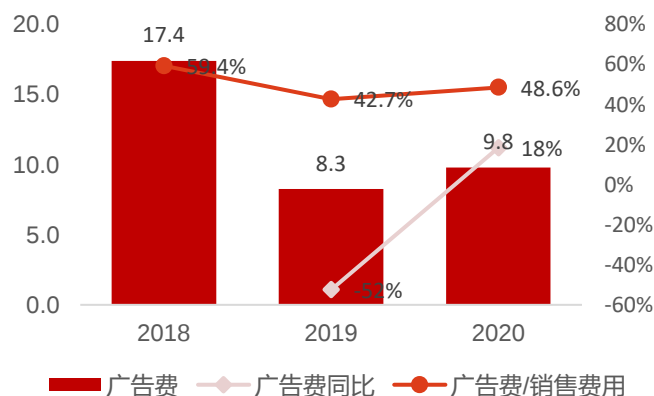
图表88: 2017-2020 年郎酒净利润及增速 (亿)



资料来源: iFind, 方正证券研究所

**高举高打品牌建设, 打造庄园式沉浸营销。**2017 年, 郎酒凭借“云贵高原和四川盆地接壤的赤水河畔, 诞生了中国两大酱香酒, 其中一个青花郎。青花郎, 中国两大酱香白酒之一”的广告, 广泛进入消费者视线; 并持续在央视、高铁媒体、地方卫视等平台大量投放广告, 增加品牌曝光度。2018-2020 年销售费用率分别达 39.2%/23.2%/21.6%, 其中广告费用 17.4/8.3/9.8 亿元, 占销售费用比重分别为 59.4%/42.7%/48.6%。2021 年, 青花郎进行了全新的定位升级——“赤水河左岸, 庄园酱酒, 青花郎”, 同时自 2021 年起, 每年 3 月郎酒都会举办“郎酒庄园节”, 且每年投入 5000 万设立三品激励体制。

图表89: 郎酒广告费用投放较高 (单位: 万元)



资料来源: 郎酒招股说明书, 方正证券研究所

图表90: 郎酒投放央视广告



资料来源: 凤凰网, 方正证券研究所

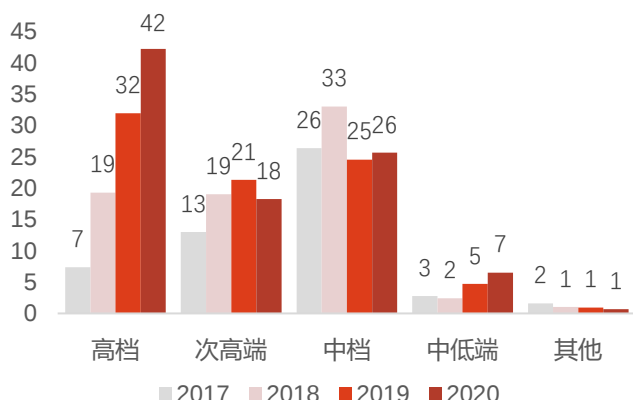
**布局全价格带及香型, 酱香型的青花郎+红花郎为公司两大战略单品。**公司逐步形成“一树三花”产品发展战略, 在酱香、浓香和兼香三种香型同时发力, 相继形成青花郎、红花郎、郎牌特曲、小郎酒、顺品郎五大战略品牌。公司构建酱、浓、兼产品矩阵, 深度聚焦高端酱酒青花郎大单品, 在不同消费档次均有布局。分档次来看, 2020 年公司高档/次高档/中端/中低端产品营收占比分别为 45.25%/19.54%/27.47%/6.99%, 其中, 酱香型的青花郎、红花郎分别定位高端、次高档, 为公司两大主要单品, 产品结构不断优化, 引领公司中高端及以上占比不断提升。

图表91: 郎酒产品矩阵

| 产品分类 | 主要香型                | 代表产品     | 规格         | 零售价  | 产品图                                                                                 |
|------|---------------------|----------|------------|------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 高端   | 酱香型                 | 青花郎20年   | 53° /500ml | 1450 |  |
| 次高端  | 酱香型                 | 红花郎 (15) | 53° /500ml | 740  |  |
|      |                     | 红花郎 (10) | 53° /500ml | 478  |                                                                                     |
| 中端   | 浓香型<br>浓酱兼香型<br>酱香型 | 郎牌特曲 T6  | 42° /500ml | 135  |  |
|      |                     | 郎牌特曲 T8  | 50° /500ml | 278  |                                                                                     |
|      |                     | 郎牌特曲 T9  | 42° /500ml | 328  |                                                                                     |
|      |                     | 郎牌特曲窖藏5号 | 50° /500ml | 129  |                                                                                     |
|      |                     | 郎牌特曲窖藏7号 | 50° /500ml | 159  |                                                                                     |
|      |                     | 小郎酒      | 45° /100ml | 16.8 |                                                                                     |
|      |                     | 郎牌郎      | 53° /500ml | 339  |                                                                                     |
| 中低端  | 浓香型<br>浓酱兼香型        | 顺品郎 (蓝顺) | 45° /480ml | 99   |  |
|      |                     | 顺品郎 (红顺) | 42° /480ml | 78   |                                                                                     |

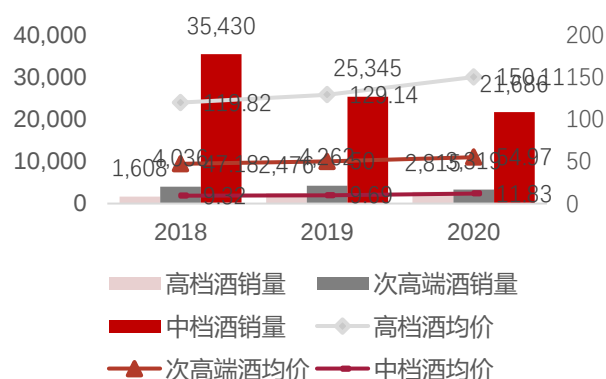
资料来源: 郎酒公司官网, 京东, 方正证券研究所

图表92: 2017-2020 年郎酒分档次产品营收 (单位: 亿元)



资料来源: 郎酒招股说明书, 方正证券研究所

图表93: 郎酒分档次产品销量与均价 (单位: 吨、万元/吨)

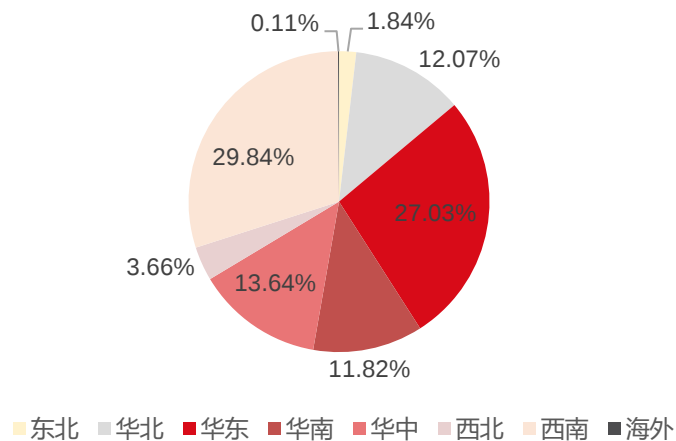


资料来源: 郎酒招股说明书, 方正证券研究所

注: 平均销售价格是指公司在产品出厂价格基础上考虑奖励、折扣等政策后与客户实际结算的价格

依托大商全国化扩张, 区域发展较为均衡。郎酒以经销模式为主, 2019 年提出大商战略, 坚持“扶大商、树好商”, 采用“一地一策、一商一策”的分类扶持政策, 鼓励好商做大做强, 积极为经销商赋能。从地域分布看, 2020 年西南、华东分别占据公司 29.84%/27.03%的营业收入, 其他区域均有所布局, 华北、华南、西北增长较快, 2018-2020 年东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区营收年复合增速分别为-9.9%/32.5%/7.3%/31.2%/3.3%/20.9%/9.7%。

图表94:2020 年郎酒分区域营业收入占比



资料来源：郎酒招股说明书，方正证券研究所

**产品深度聚焦，组织架构优化。**在 2012 年之前，郎酒采取“大区+事业部”双轨制为主要架构，但随着双轨制效能降低，自 2015 年年底开始，郎酒开始在事业部上发力，取消大区制，不断简化事业部结构聚焦核心产品。2017 年郎酒设立青花郎事业部（酱香）；2023 年，进一步将青花郎事业部分拆设立青花郎事业部（负责青花郎、红运郎及以上产品的运营）、红花郎事业部（负责红花郎、郎牌郎的运营），形成青花郎、红花郎、小郎酒、郎牌特曲、电商 KA 五大事业部的新营销序列，市场投入将更为精准。

图表95:郎酒组织架构变化历程

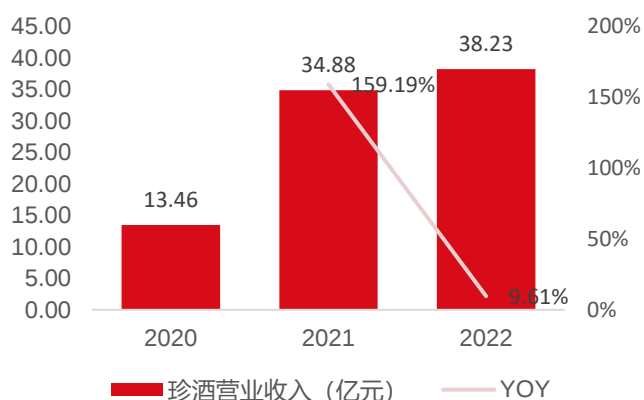
| 时间     | 组织架构                                                    |
|--------|---------------------------------------------------------|
| 2006 年 | 五大产品事业部和各个大区均有管理、招商和推广的权力                               |
| 2012 年 | 红花郎、新郎酒、郎牌特曲、老郎酒、流通五大部门垂直运作的准公司制运营模式                    |
| 2015 年 | 取消大区制，变更红花郎、小郎酒、郎牌特曲、老郎酒、新郎酒、郎牌原浆六大事业部                  |
| 2017 年 | 变更为青花郎、小郎酒、郎牌特曲三大事业部                                    |
| 2023 年 | 将青花郎事业部分拆设立青花郎事业部、红花郎事业部，形成青花郎、红花郎、小郎酒、郎牌特曲、电商 KA 五大事业部 |

资料来源：中国网，每经网，方正证券研究所

#### 4.4 珍酒：酒中珍品，快速成长

**珍酒品牌为珍酒李渡公司重要增长引擎。**珍酒产地位于酱酒黄金产区贵州省遵义市，名称受品尝珍酒的中国前副总理的赞赏“酒中珍品”所启发，2021 年按收入计为中国第五大酱香型白酒品牌，并于同年在中国五大酱香型白酒品牌中取得最快增长。迄今为止，公司推出多款酱香白酒产品，从中端产品老珍酒乃至次高端产品珍 15 系列以及吸引中国各地不同喜好的消费者的高端产品珍 30 系列，其中珍 30 系列及珍 15 系列为主销产品。2022 年珍酒品牌收入 38.23 亿元，同比增长 9.61%，2020-2022 年占公司总营收比例分别为 56%/68%/65%。

图表96:2020-2022 年珍酒营业收入（单位：亿元）



资料来源：珍酒李渡招股书，方正证券研究所

图表97:贵州遵义市珍酒产地



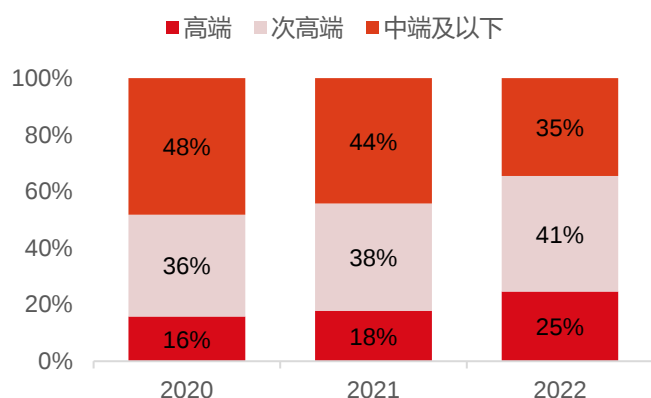
资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表98:珍酒产品图

| 品牌 | 主销产品   | 香型  | ABV | 售价（元/500ml） | 产品图 |
|----|--------|-----|-----|-------------|-----|
| 珍酒 | 珍30系列  | 酱香型 | 53% | 1888-1999   |     |
|    | 珍15系列  |     |     | 799-999     |     |
|    | 老珍酒及珍五 |     |     | 168-298     |     |
|    | 时尚珍酒系列 |     |     | 1667        |     |

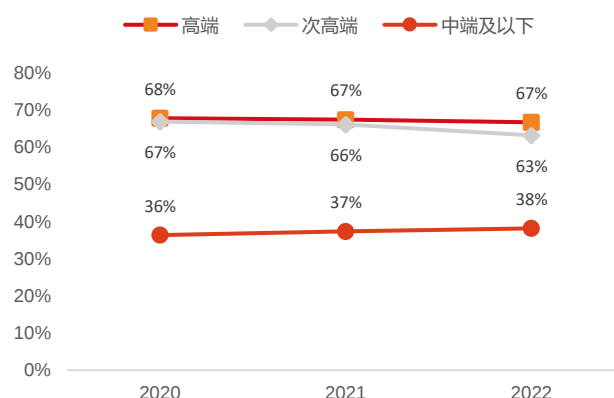
资料来源：珍酒李渡招股书，方正证券研究所

图表99:珍酒李渡分价格带营收占比



资料来源：珍酒李渡招股书，方正证券研究所

图表100:珍酒李渡分价格带产品毛利率

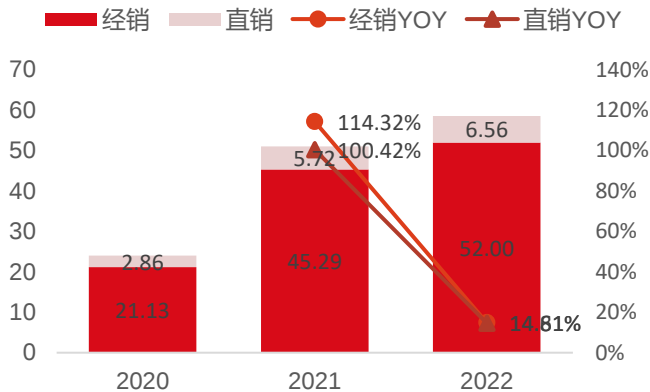


资料来源：珍酒李渡招股书，方正证券研究所

遍布全国的多渠道销售网络，沉浸式推广加强与消费者互动。珍酒李渡公司已建立遍布全国的经销商网络，截至 2022 年底，公司与中国 31 个省区的 6618 名经销商合作进行推广销售，其中包括 2678 名经销合作伙伴、1074 名门店合作伙伴、2866 名零售商，除此之外还有 18.92 万名二级经销商；同时拥有按品牌及地理区域组织的专责直销团队，并营多个电子商务平台。同时，线上线下广告结合，珍酒在播放《新闻联播》前及《央视春晚》期间的广告获得超过 47 亿次的浏览量；

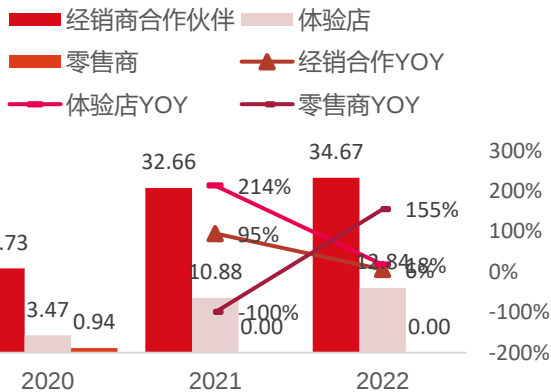
同时在机场、高铁站及市内广告牌等消费者流量较高的地方投放线下广告；公司也参与赞助热播的电视节目、网剧及直播，以增加品牌曝光率。

图表101: 珍酒李渡 2020-2022 分渠道营收（亿元）及增速



资料来源：珍酒李渡招股书，方正证券研究所

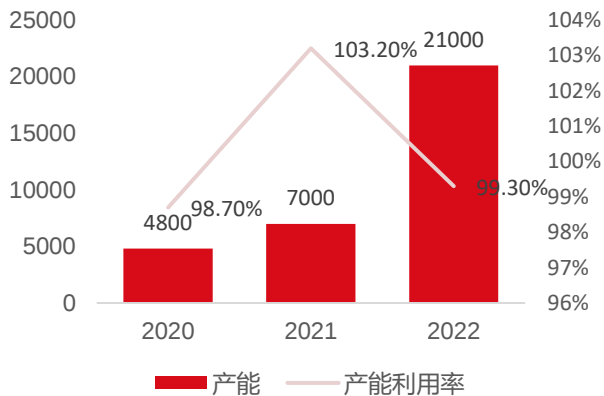
图表102: 2020-2022 经销渠道营收（亿元）及增速



资料来源：珍酒李渡招股书，方正证券研究所

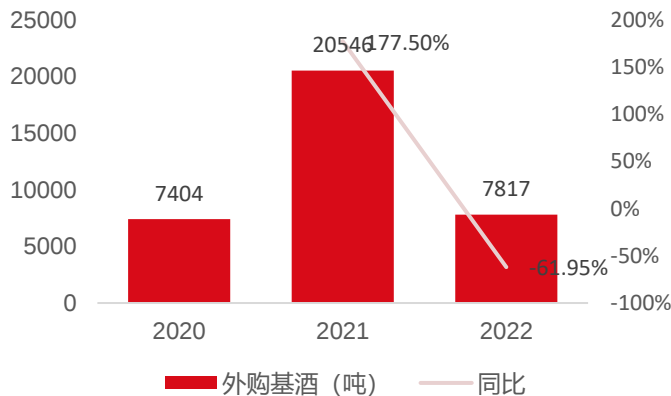
**产能利用充分，外购基酒依赖逐渐减弱。**根据弗若斯特沙利文，珍酒于 2022 年底按基酒年产能计在中国及贵州所有酱香型白酒品牌中分别排名第四及第三。对于现有产能而言，公司已就珍酒充分利用生产设施，截至 2023 年 4 月 17 日，基酒设计产能达 3.5 万吨，产能利用率维持在 98% 以上。公司亦就酱香酒与酿酒基地合作采购基酒，由于公司继续增建酿酒基地以扩大产能，因此预期将逐步减少外购基酒，外购基酒由 21 年的 20546 吨降低至 22 年的 7817 吨。

图表103: 2020-2022 珍酒产能（吨）及产能利用率



资料来源：珍酒李渡招股书，方正证券研究所

图表104: 2020-2022 外购基酒（吨）及同比增速



资料来源：珍酒李渡招股书，方正证券研究所

**稳步扩产为长期增长赋能。**根据扩张策略及市场需求预测，公司正通过扩充现有生产设施及兴建新生产设施逐步扩大产能。具体而言，已开始扩建三个现有生产设施，即珍酒（赵家沟）、珍酒（茅台镇双龙）。上述项目预期将于 2024 年前增加 16600 吨珍酒产能，预计投产后酱酒产能将达 5.16 万吨，规模庞大且持续增加的基酒产能使公司能够进一步丰富产品供应并促进长期增长。截止 2023 年 5 月，公司现有珍酒基酒产能已达 35000 吨。依据公司的扩产计划，预计“十五五”末，珍酒将达到 10 万吨产能，有望突围二梯队。

图表105:截止 2023 年 4 月 17 日珍酒产能产量及未来扩张计划

| 生产设施          | 基酒设计产能<br>(吨/年) | 计划扩张产<br>能 | 预期竣工时间    | 预计 24 年<br>产能 |
|---------------|-----------------|------------|-----------|---------------|
| 珍酒<br>(十字铺)   | 15,000          | -          | -         | 15,000        |
| 珍酒<br>(赵家沟)   | 19,000          | 6000       | 23Q3-24Q3 | 25,000        |
| 珍酒<br>(茅台镇双龙) | 1000            | 10600      | 23Q3-24Q3 | 11,600        |
| 珍酒合计          | 35,000          | 16,600     | -         | 51,600        |

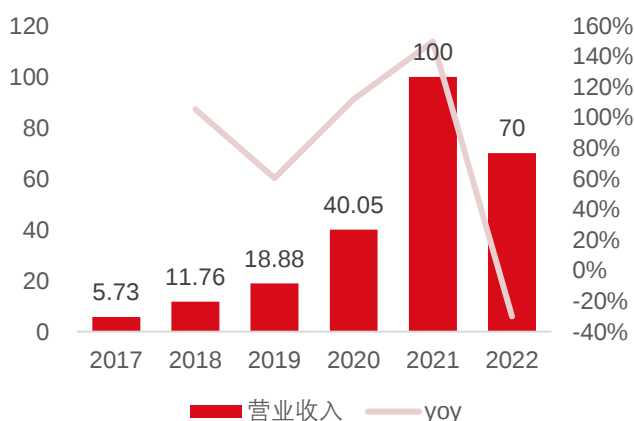
资料来源: 珍酒李渡招股书, 方正证券研究所

#### 4.5 国台: 专注酱香, 渠道精耕

专注酱香白酒, 成长为茅台镇第二大酿酒企业。公司自 1999 年扎根茅台镇, 历经 20 余年的发展, 在天士力大健康产业投资集团的打造下, 已经成长为茅台镇第二大酿酒企业, 拥有国台酒业、国台酒庄、国台怀酒、国台茅源四个生产基地。公司的发展历程大体上可分为以下四个阶段:

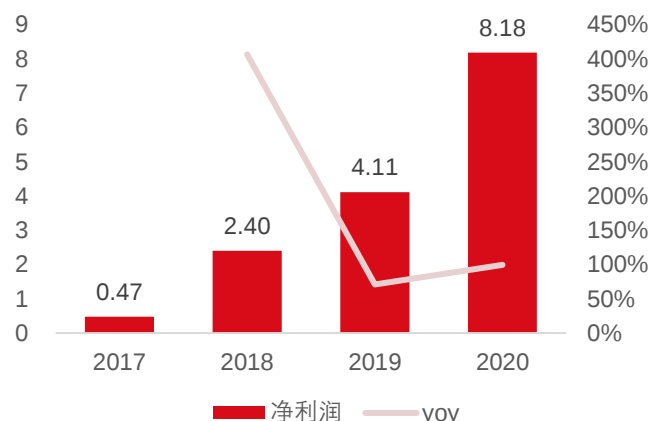
- 1) 寻源立本 (1999-2007 年): 潜心学习茅台, 专注酿酒、存酒, 但不卖酒。了解、掌握酱酒生产环节, 深入产业底层, 同时积累了大量珍贵的老酒资源。
- 2) 茁壮成长 (2008-2012 年): 确立“贵州国台酒·酱香新领袖”的品牌定位, 销售、品牌第一波爆发式增长, 2011 年利税 3 亿, 2012 年利税 6 亿。
- 3) 调整蓄势 (2013-2015 年): 面对外部行业深度调整, 公司建立国台酒庄, 进行产业升级和营销创新。
- 4) 跨越发展 (2016 年至今): 持续提质量、扩市场、拓市场、细网络、强品牌、夯基础。公司营收增长迅速, 17-20 年, 国台分别实现总营收 5.73 亿元、11.77 亿元和 40.05 亿元, 2021 年公司含税销售额破百亿。

图表106:2017-2020 国台营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书, 北京国际酒类交易所, 方正证券研究所

图表107:2017-2020 国台净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书, 证券时报, 方正证券研究所

“一体两翼”产品线布局, 坚持品牌酒做强、系列酒做大、文创酒做精。公司已形成国台主产品和系列酒为主体、定制酒和封坛珍藏酒并举的“一体两翼”产品布局。其中, 国台主产品以国台国标酒为主, 与国台十五年 and 国台龙酒形成梯度

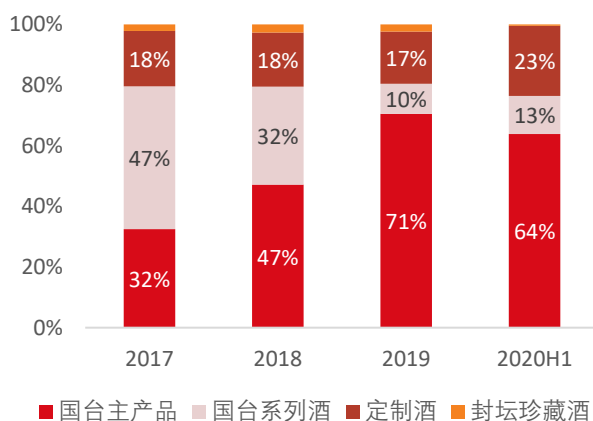
产品组合；系列酒定位于中高端市场，已开发了国台酱酒、国台好礼和怀酒等产品；此外，公司还推出了定制酒和封坛珍藏酒作为产品矩阵的补充。2017-2020H1，公司不断加大国台国标酒和国台十五年的市场推广力度，国台主产品占比从2017年的32%提升至2019年的71%。毛利率方面，公司分产品毛利率稳定，2019年高端产品毛利率达78.4%，中高端产品毛利率63.4%。

图表108: 国台酒主要产品矩阵

| 产品系列           | 产品价格定位     | 主销产品    | 售价（元/500ml） | 产品图                                                                                   |
|----------------|------------|---------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 国台主产品<br>高端产品  | 高端         | 国台龙酒    | 1799        |    |
| 国台主产品<br>高端产品  | 高端         | 国台十五年   | 920         |    |
| 文创产品<br>高端产品   | 高端         | 国台国味    | 969         |    |
| 国台主产品<br>战略大单品 | 次高端        | 国台国标    | 389-559     |    |
| 系列酒            | 中高端        | 国台酱酒    | 288         |   |
| 系列酒            | 次高端        | 怀酒 · 经典 | 498         |  |
| 系列酒            | 中高端        | 国台好礼    | 275         |  |
| 文创产品           | 中高端及<br>高端 | -       | -           |  |

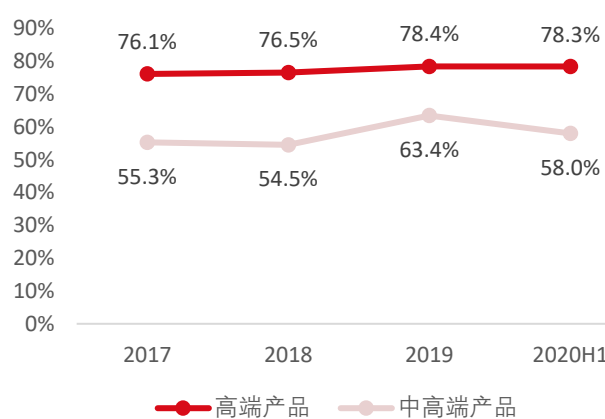
资料来源：国台酒业官网，京东商城，方正证券研究所

图表109: 2017-2020H1 分产品收入占比（%）



资料来源：招股说明书，方正证券研究所

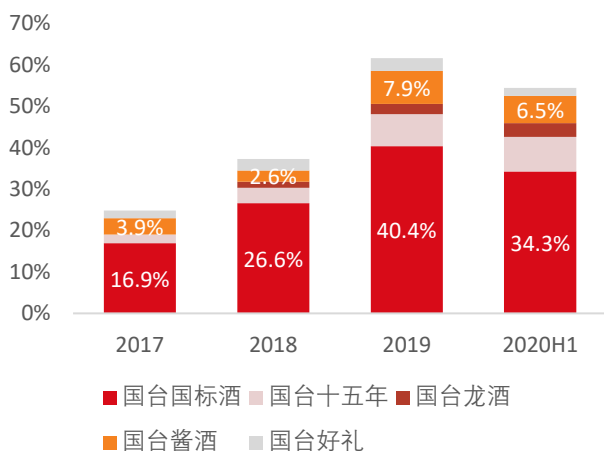
图表110: 2017-2020H1 分产品毛利率情况（%）



资料来源：招股说明书，方正证券研究所

国台国标着力打造剑指百亿，全面实施“1334 战略”。即“1”国台国标战略大单品；“3”国台国味、国台十五年、国台龙酒高端产品；“3”怀酒、国台酱酒、国台好礼系列酒产品，“4”通“天、地、人、和”之道文创系列产品。公司成立了国台国标酒运营中心、国台高端酒运营中心、国台文创定制酒运营中心，分产品、团队、渠道精细运营。核心战略单品国台国标酒，主打“真实年份酒”的产品定位，新出年份酒定位 350-400 价格带。首款上市于 2017 年，此后每年上市新年份酿造产品。国台国标酒销量占比从 2017 年的 17% 提升至 2019 年的 40.4%，根据公司在国台国标（2018 年酿造）上市发布会上的披露，国台国标年销售额超 40 亿元。2023 年初，公司提出规划，要在战略支持、组织支撑、团队配称、网络构建等多方面加大举措，未来将国台国标打造成大流通、大渠道、大宴会的百亿级大单品。

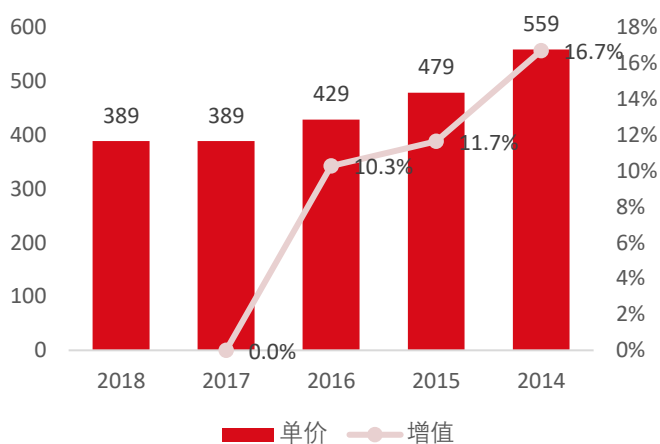
图表111:2017-2020H1 主要产品销量占比 (%)



资料来源：招股说明书，方正证券研究所

注：销量占比为根据招股书中列出的主要规格产品的销量测算所得，可能存在一定偏差

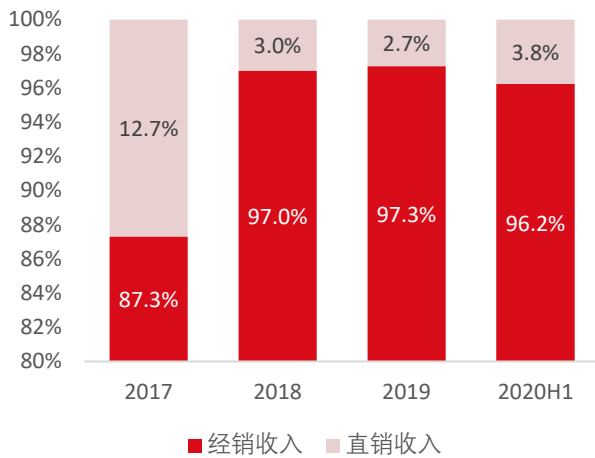
图表112:历年推出的国台国标酒售价（元/500ml）



资料来源：京东商城，方正证券研究所

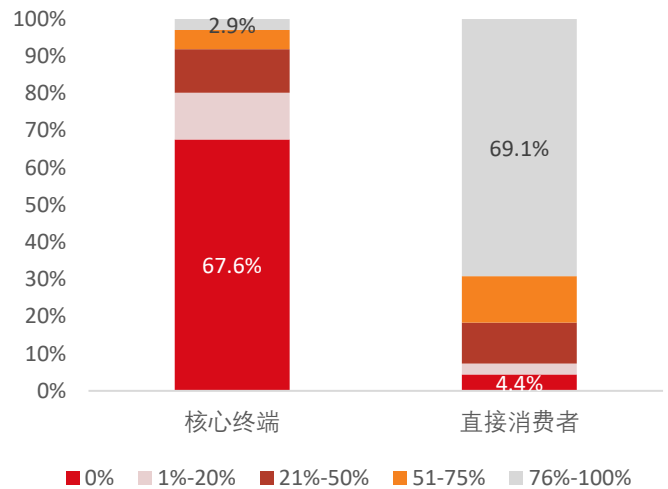
渠道策略上，国台从高歌猛进拓渠道的“扩盘子”阶段，转变为渠道精耕提质量的“深扎根”阶段。公司以经销模式为主，直销占比低，2018-2020H1，公司经销模式占比均高于 96%。从策略上看：2016—2020 年，国台全速拓展，启动全国招商战略，同时采取优质经销商入股模式，深度绑定核心经销商利益。公司 2017/2018/2019 年末，签约经销商 318/428/799 家，其中 2019 年底，公司持股经销商 104 家，占总经销商数的 13%。2020 年，公司通过“千商工程”完成了全国化布局。但此时公司对经销商服务力度不足，核心终端建设弱，经销商主要依靠团购及零售客户销售产品。2021 年开始，国台主动减缓扩张速度，将重点逐渐转移到渠道精耕上。2021 年，公司下发《关于 2021 年不再新增经销商的通知》。2022 年初的经销商大会上，国台提出，要从高速度向高质量发展转变。公司由之前的招商为主向全面深化服商转变，此外，公司在之前团购、圈层“双轮驱动”的基础上，全面构建全国终端体系。

图表113:2017-2020H1 各销售模式收入占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 方正证券研究所

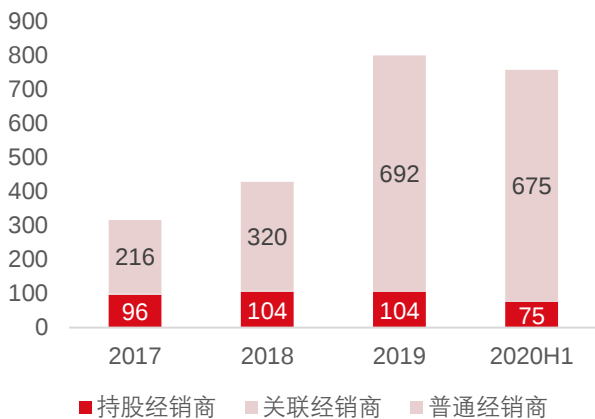
图表114:2019 年主要经销商核心终端&直接消费者收入贡献分布 (%)



资料来源: 招股说明书, 方正证券研究所

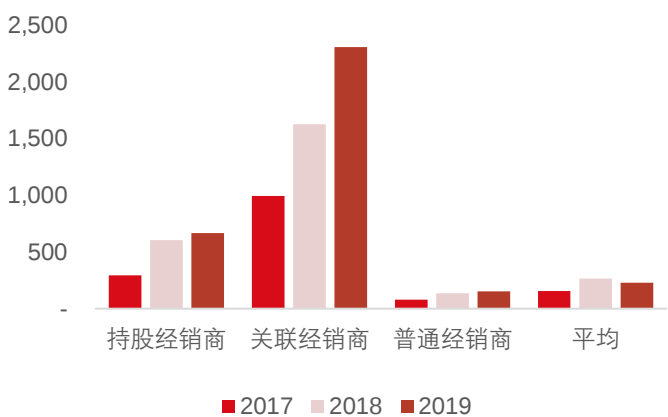
注: 主要经销商指公司全部持股经销商、关联经销商、各期前十大普通经销商

图表115:2017-2020H1 国台经销商数量 (家)



资料来源: 招股说明书, 方正证券研究所

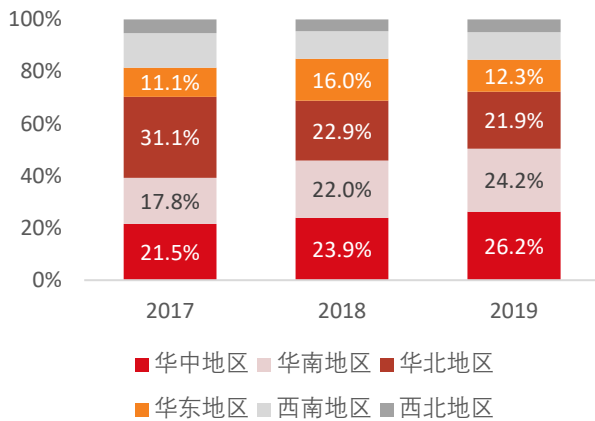
图表116:2017-2020H1 国台单经销商规模 (万元)



资料来源: 招股说明书, 方正证券研究所

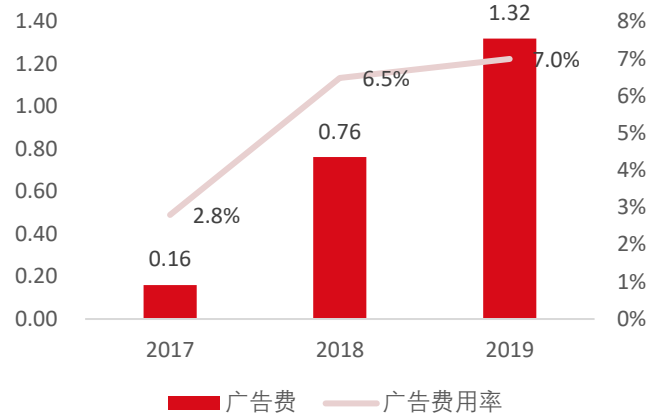
区域布局上, 公司销售区域较均衡, 全面推进“1238100”战略布局工程。从区域分布看, 2019 年, 国台酒业华中、华北、华懂、西南、西北分别占比 27.5%、22.6%、19.9%、12.8%、11.6%、5.6%, 区域分布相对均衡。未来公司将全面推进“1238100”战略布局工程, 进行有针对性的区域深耕打造。即“1”打造广东为全国战略市场、“2”打造贵州、天津为两中心为大本营市场、“3”打造粤闽浙、豫鲁苏、京沪渝三级根据地; “8”全国各省划分为八大板块, 重点省份重点投入联动周边省份整体发展; “100”聚焦资源、匹配投入, 培育百个重点城市, 打造 50 个样板市场。

图表117:2017-2019 各区域收入占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 方正证券研究所

图表118:2017-2020H1 广告支出情况 (万元)



资料来源: 招股说明书, 方正证券研究所

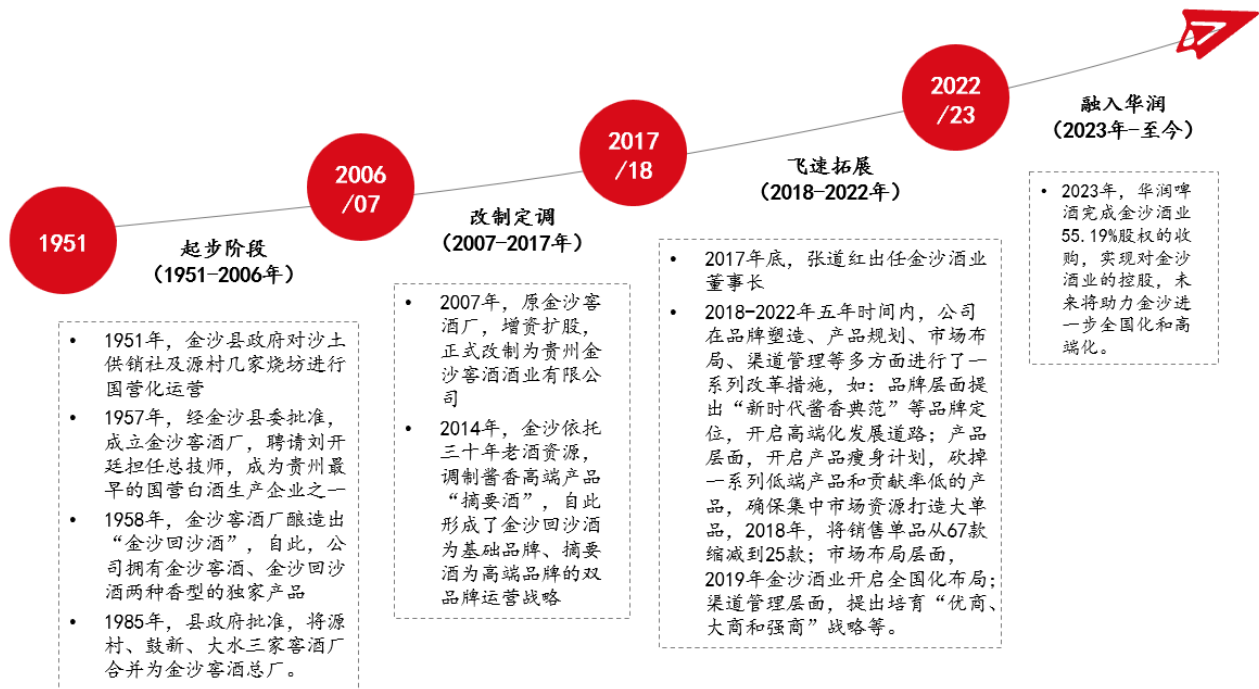
**发力C端营销, 品牌势能不断提升。**为了支持公司开拓渠道和品牌触达更多消费者, 公司广告支出大幅度增长, 2017-2019年, 公司广告费用支出分别为0.16/0.76/1.32亿元。2023年公司将启动大“C”端战略、继续央视品牌强国工程主流媒体占位, 十城机场广告投入、百城百站高铁广告投入、千个商圈广告、万座楼宇广告全方位落地投放、启动“233宴席”推广工程(2万场、30万桌、300万人)等, 占据消费者心智, 提升品牌影响力。

**产能持续扩张, 十四五末目标产能3万吨。**公司目前拥有国台酒业、国台酒庄、国台怀酒、国台茅源四个生产基地。2022年国台扩产7000吨、年总投产1.7万吨(其中智能化酿造规模达1万吨), 规划年产正宗大曲酱香型白酒5.6万吨, 将在“十四五”末增产至3万吨, 保证未来规模的持续性扩张。

#### 4.6 金沙: 底蕴深厚, 华润赋能

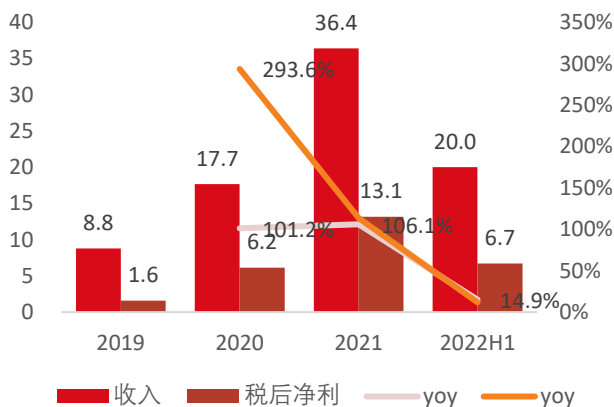
**历史悠长, 底蕴深厚。**金沙酒业位处赤水河流域酱香白酒集聚区-上游金沙产区。酿酒历史起源于1930年。2017年底, 张道红出任金沙酒业董事长, 开启了公司高速拓展阶段, 在一系列品牌塑造、产品规划、市场布局、渠道管理等举措下, 金沙酒业营收、利润增长迅猛, 公司低端产品及贡献率低的产品占比降低, 毛净利率提升。2019-2021年分别实现营业收入8.8/17.7/36.4亿元, CAGR达103.6%, 净利润1.6/6.2/13.2亿元, CAGR达190.1%, 毛、净利率从2019年的52.1%/17.8%, 提升至2020年的66.7%/34.8%。2023年, 华润啤酒完成收购金沙酒业55.19%的股权, 实现对金沙酒业的控股, 未来将助力金沙进一步全国化和高端化。

图表119:金沙酒业发展历程



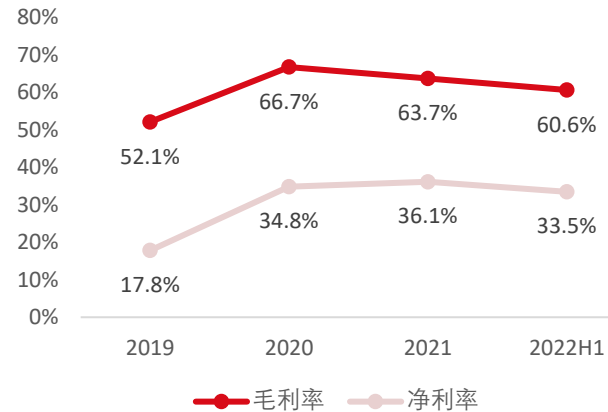
资料来源：公司官网，酒业家，方正证券研究所

图表120:2019-2022H1 收入及净利润情况 (亿元, %)



资料来源：华润啤酒公告，方正证券研究所

图表121:2019-2022H1 毛、净利率情况 (%)



资料来源：华润啤酒公告，方正证券研究所

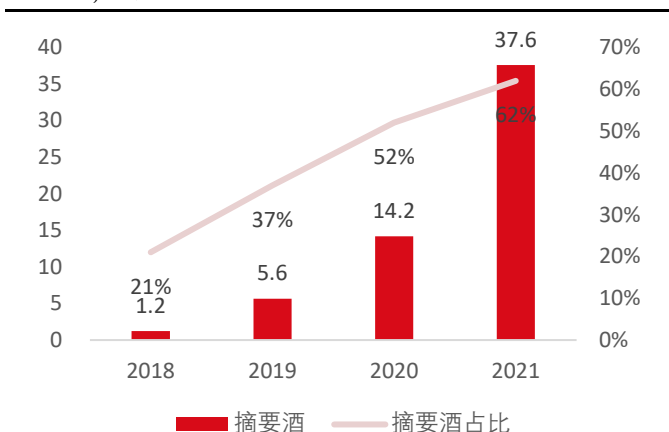
**产品矩阵覆盖完整，双品牌运作，摘要品牌定位战略大单品。**公司聚焦摘要酒和金沙回沙酒两大品牌。摘要酒系列包含摘要·珍品版、摘要喜庆版、摘要尊享版、摘要生肖版等，其中畅销的摘要·珍品版目前位于 600-700 元次高端价格带。摘要酒在金沙酒业产品结构中占比不断提升，2018-2021 年分别占比 21%/37%/52%/62%，2021 年摘要酒含税销售额达到 37.6 亿元。未来金沙酒业将以摘要酒为核心，坚定打造摘要战略大单品，摘要珍品版将作为次高端大单品，并培育布局千元价位带的摘要新品；金沙回沙品牌将主要聚焦中高档和大众价位带进行布局。

图表122:金沙酒主要产品矩阵

| 品牌  | 产品价格定位 | 主销产品          | 售价(元/500ml) | 产品图                                                                                   |
|-----|--------|---------------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 摘要酒 | 次高端    | 摘要·珍品版        | 670         |    |
| 回沙酒 | 次高端    | 金沙回沙·真实年份酒 6年 | 380         |    |
| 回沙酒 | 次高端    | 金沙回沙·真实年份酒 8年 | 698         |    |
| 回沙酒 | 次高端    | 金沙回沙·纪年酒 1930 | 451         |    |
| 回沙酒 | 次高端    | 金沙回沙·纪年酒 1951 | 380         |                                                                                       |
| 回沙酒 | 次高端    | 金沙回沙·纪年酒 1957 | 318         |                                                                                       |
| 回沙酒 | 中端     | 金沙回沙·纪年酒 1963 | 200         |                                                                                       |
| 回沙酒 | 中端     | 金沙回沙·纪年酒 1985 | 150         |                                                                                       |
| 回沙酒 | 中低端    | 金沙回沙酒·钻石五星    | 100         |   |
| 回沙酒 | 中低端    | 金沙酱酒(六星)      | 108         |  |

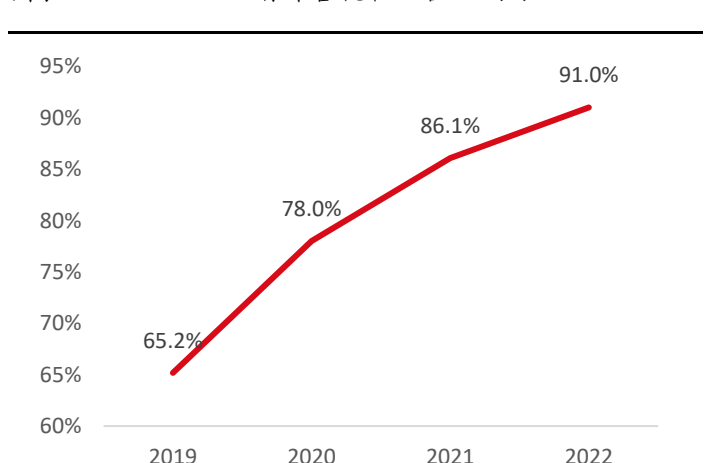
资料来源:金沙酒业官网,京东商城,方正证券研究所

图表123:2018-2021 摘要酒含税收入及占比(亿元, %)



资料来源:糖酒快讯,方正证券研究所

图表124:2019-2022 省外含税收入占比(%)



资料来源:酒说,方正证券研究所

已实现泛全国化布局,未来将分品牌聚焦打造堡垒市场。截至2023年初,金沙酒业的销售网络已经覆盖到全国的31个省、自治区和直辖市,其中山东、河南、广东三大酱酒高地市场均是金沙酒业的重点市场,且实现了市场下沉至地级市和县级,全国地级市的覆盖率超过90%。在全国化市场格局的带动下,2019-2022年,公司省外含税收入占比从65%提升至91%。2022年销售回款过亿的省级市场达到

了6个。未来公司将分品牌聚焦打造堡垒市场：摘要品牌将在贵州、山东、广东、河南以及江苏、浙江、福建和湖北等“4+4”市场进行重点布局；金沙回沙品牌将在贵州和广东、广西、山东、河南等“1+4”市场进行布局。

**华润赋能，协同发展。**华润啤酒未来将在资本、品牌、组织、渠道等多个方面对金沙进行赋能。1) 资本方面：华润将投入85亿元加快金沙酒业产能扩产，实现5万吨的产能和20万吨的基酒储存规模；2) 品牌方面：依托“华润赋能、金沙焕新”，将金沙酒业打造成新晋的“酱酒国家队”；3) 组织赋能方面：实现组织相连、管理互通、人才齐用，在文化融合、管理升级、资金储备、渠道丰富等方面进行全面的赋能；4) 渠道方面：借助华润啤酒优势市场渠道开发，扩大金沙酒业的全国版图，形成对金沙酒业的渠道带来强势的赋能与加持。

图表125: 华润啤酒+金沙酒业未来发展战略



资料来源：华润啤酒投资者说明会，方正证券研究所

资金投入加速产能扩张，十四五目标产能5万吨。公司2022年新增投产5000吨，产能已突破2.4万吨，基酒储备达5万吨+，同时将投入85亿元加速推进3万吨技改扩能及配套设施项目。预计“十四五”末，公司将实现5万吨基酒产能和20万吨基酒储备的能力。

#### 4.7 钓鱼台：金字招牌，传承匠心

不可复制的金字招牌，“精而美”的持恒发展追求。钓鱼台品牌起源于中国古代皇家园林“古钓鱼台”，1959年钓鱼台国宾馆落成，成为我国进行国务和外事活动的重要场所。钓鱼台国宾馆作为投资主体于1999年成立贵州钓鱼台国宾酒业有限公司，建厂落户茅台镇酱酒核心产区。成立以来，钓鱼台酒业专注生产大曲酱香酒，从未间断，目前已形成占地150余亩，年产3000吨大曲酱香酒的规模。

产品方面，调整产品策略，降低专销占比，发力建设自营大单品。2017年4月，公司开始接入市场化运作，主要实行专销酒模式（占比超90%）。公司专销酒主要有：精品酒、年份酒等。为改善利润结构，塑造钓鱼台酒业自己的大单品，公司于2021年推出第三代钓鱼台国宾酒，定位1000元以上价格带，计划在五年内，占钓鱼台酒整个商品销售量的50%以上。除国宾酒产品系列外，公司自营产品还包括定位500-700元价格带的贵宾酒系列，相比国宾酒更加亲民。

图表126:钓鱼台主要产品矩阵

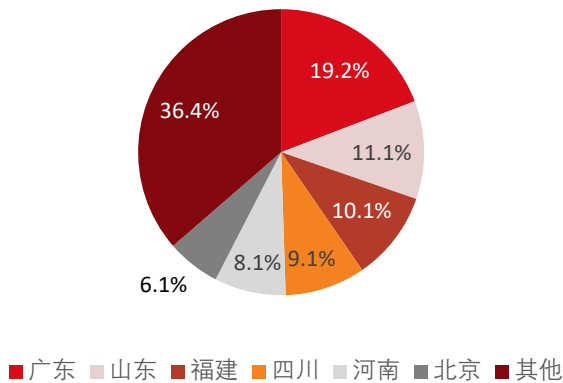
| 系列  | 产品价格定位 | 主销产品     | 售价（元/500ml） | 产品图                                                                                 |
|-----|--------|----------|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 国宾酒 | 次高端    | 国宾酒（第一代） | 628         |  |
| 国宾酒 | 次高端    | 国宾酒（第三代） | 1329        |                                                                                     |
| 国宾酒 | 高端     | 国宾酒（生肖）  | 1599        |                                                                                     |
| 贵宾酒 | 次高端    | 贵宾酒（第一代） | 588         |  |
| 贵宾酒 | 次高端    | 贵宾酒（第二代） | 599         |                                                                                     |
| 贵宾酒 | 次高端    | 贵宾酒（第三代） | 659         |                                                                                     |
| 精品酒 | 高端     | 钓鱼台精品酒   | 1888        |  |
| 精品酒 | 次高端    | 钓鱼台五年陈酿酒 | 528         |  |
| 精品酒 | 次高端    | 钓鱼台十年陈酿酒 | 1299        |  |

资料来源：钓鱼台酒业官网，京东商城，方正证券研究所

**产能端，划定 3000 吨产能红线，走限量提价，品牌价值深耕路线。**公司在酱香热潮下，坚持不扩产，划定 3000 吨的产能红线，提升产品稀缺性，推进品质深耕，做品牌价值的深度拓展。未来逐步提高产品价格，打开盈利空间。

**渠道端，打造市级经销商、授权店为主的两大经销体系。**2017 年以前，公司生产产品大部分只用于特殊渠道，每年市场销量不超过 300 吨。2017 年 4 月，公司开始接入市场化运作，主要实行专销酒模式，借助华致酒行、酒仙网以及京糖、名扬轩、康宝等大商进行销售。为提升消费体验感，钓鱼台酒业于 2019 年开始提高优商门槛，全面推行授权专销制，2019 年当年收回专销条码 60 多个，2020 年再收回专销条码 30+。2022 年，公司再次收缩专销酒产品线。目前经销商与钓鱼台酒业的合作方式主要分为以下两种：1) 成为钓鱼台酒业授权店商，建立品鉴馆、专卖店；2) 成为钓鱼台酒业的市级经销商，主要发展团购商，即钓鱼台酒业品牌直投团购商专柜（品牌主题包厢）。根据公司官网数据，截至 2023 年 6 月 21 日，公司共有品鉴馆 38 家、专卖店 61 家，体验馆 1 家，共覆盖 23 个省、自治区和直辖市。其中广东、山东、福建、四川、河南、北京店面数量较多。

图表127:公司门店区域分布 (%)



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

截止日期: 2023 年 6 月 21 日

图表128:公司门店区域分布



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

截止日期: 2023 年 6 月 21 日

#### 4.8 夜郎古: 古法酱香, 三强联合

**古法酱香, 底蕴深厚。**公司前身为茅台镇余家烧坊, 兴起于清朝道光年间, 至今已有两百多年历史。1998 年, 余家烧坊第九代传人、中国酱香酒酿酒大师余方强将余家烧坊正式改制成为贵州省仁怀市茅台镇夜郎古酒厂。在余方强的带领下, 公司发展至今, 占地 800 余亩, 实现产能 8000 吨, 储酒能力 5 万吨。2022 年复星旗下舍得酒业与夜郎古酒业成立合资公司, 夜郎古酒融入复星集团, 在资金、渠道、人员架构等多方面获得复星和舍得的赋能。

**产品上, 确立品牌酒发展重心, 打造“大金奖”战略大单品。**2020 年之前, 品牌发展占比为 442, 40%开发, 40%主品, 20%贴牌; 现在公司限制定制和 OEM 开发的条码, 将品牌酒做为整体的重心。品牌酒方面: 公司着力实施大单品战略, 确定“夜郎古酒”和“夜郎酱”两个主要直营品牌。其中: 夜郎古酒定位 500+元价位中高端酱酒市场, 以“大金奖”为战略大单品聚焦投入 (定价 500-800 元价位), 分为经典版、珍藏版; 以神秘夜郎古为形象产品, 定位 2000+价位。同时精细化运营夜郎酱品牌, 主打夜郎酱 8 年 (定位 350-400 元价位)。此外, 公司还有其他定位次高端和中低端价格带的产品, 如: 夜郎春秋 (定位 100 元价格带),

图表129:夜郎古主要产品矩阵

| 品牌   | 产品价格定位 | 主销产品      | 售价 (元/500ml) | 产品图 |
|------|--------|-----------|--------------|-----|
| 夜郎古酒 | 高端     | 神秘夜郎古     | 2299         |     |
| 夜郎古酒 | 次高端    | 夜郎古·大金奖   | 599          |     |
| 夜郎古酒 | 次高端    | 夜郎古·大金奖珍藏 | 729          |     |
| 夜郎酱酒 | 次高端    | 夜郎酱·8     | 388          |     |
| 夜郎酱酒 | 次高端    | 夜郎酱·12    | 458          |     |

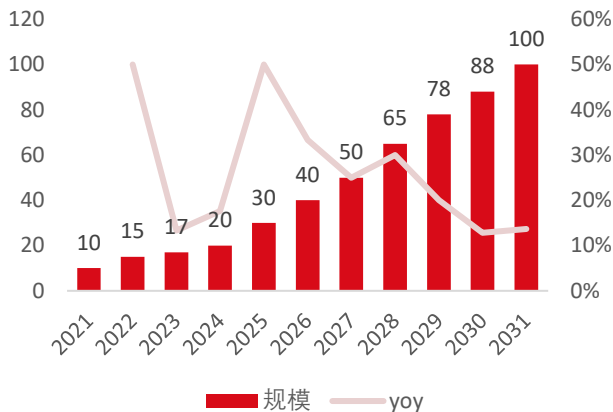
|      |     |       |     |                                                                                     |
|------|-----|-------|-----|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 夜郎春秋 | 中低端 | 夜郎春秋  | 109 |  |
| 家宴   | 次高端 | 夜郎古家宴 | 399 |  |
| 盛宴   | 中端  | 夜郎古盛宴 | 279 |  |

资料来源：夜郎古官网，京东商城，方正证券研究所

**渠道布局上，坚持大招商战略、2025 年实现经销商数量实现千家以上。**未来夜郎古酒将坚定推进大招商战略。2023 年公司规划拓展 500 家以上的经销商，2024 年达到 800 家，2025 年实现 1000 家+。

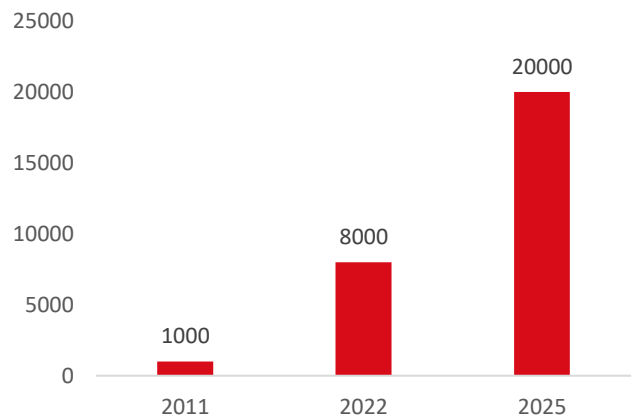
**市场布局上，聚焦重点市场，开启深度全国化进程。**2022 年，夜郎古酒通过“回厂游、酒道馆、品鉴会”三驾马车，已基本实现了全国化布局。目前，夜郎古酒已成立华南、华北、中原、华东、西南五个区域运营中心，强化精细化管理与服务落地。未来，公司将聚焦贵州、广东、河南、山东和四川 5 个重点市场，以福建、广西、上海、江苏等地为次重点市场。重点省份选择 2-3 家样板市场重点打造，一方面高效推进渠道拓展工作；另一方面在消费者培育层面，开展品鉴会、三大宴席、好酒进名企等活动进行品牌文化渗透。

图表130:公司未来收入计划（亿元，%）



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表131:公司产能规划（万吨）



资料来源：公司官网，方正证券研究所

**未来发展上，确立两大目标：十四五目标产能 2 万吨；2031 年实现百亿目标。**产能方面：公司 2011 年产能达到 1000 吨，2012 年年产能达到 2000 吨，2022 年，公司实现产能 8000 吨。融入复星后，夜郎古获得资本赋能，支持公司扩产能、扩储能。十四五规划实现 2 万吨产能、10 万吨储能和占地 1000 亩。收入方面，公司计划 2025 年实现 30 亿规模，2028 年实现 65 亿规模，并在 2031 年实现百亿规模。

## 5 投资建议

我们认为，疫情散去后商务回补、中产扩容驱动趋势不改，目前酱酒价格调整已近尾声，头部酱酒企业稳产扩能，未来行业吨位决定地位前提下，酱酒市场集中

度有望进一步提升。**建议关注：**具有强大品牌力、业绩确定性高的千亿龙头【贵州茅台】。与夜郎古酒成立合资白酒销售公司，复星赋能，有望充分发挥协同效应的【舍得酒业】；收购酱香型名酒武陵酒，全国化进程加速的【老白干酒】；高举高打成长快速，产能持续扩张的【珍酒李渡】。

## 6 风险提示

**宏观经济下行风险：**当前酱酒主要的价格带位于次高端及以上，以商务和大众消费为主，消费能力和意愿受居民收入水平和经济周期影响，若宏观经济增速下行明显，居民的消费能力和意愿将降低，可能会减少对于中高端白酒的需求，导致酱酒行业增速放缓。

**行业竞争加剧风险：**酱酒行业尚处发展初期，行业新进入者众多，企业竞争较为激烈。若竞争加剧，品牌为争夺市场份额加大营销、渠道等投放，可能会导致盈利能力受损。

**产能建设不及预期风险：**酱酒稀缺性下，产能决定行业规模上限。近年酱酒企业纷纷加大扩产项目，若产能建设不及预期，将限制行业整体增长速度。

**食品安全风险：**食品安全是行业底线，若行业酱酒出现“塑化剂”等影响品质、食品安全事件，将对酱香型白酒高端、健康的品类形象产生不可逆的影响，进而导致行业规模受损。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 评级说明：

| 类别     | 评级   | 说明                                             |
|--------|------|------------------------------------------------|
| 公司评级   | 强烈推荐 | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。                 |
|        | 推荐   | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。                 |
|        | 中性   | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。             |
|        | 减持   | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。                 |
| 行业评级   | 推荐   | 分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。                      |
|        | 中性   | 分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。                     |
|        | 减持   | 分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。                      |
| 基准指数说明 |      | A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。 |

## 方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com