

白酒 II 行业深度报告

白酒线上化发展专题报告：酒水线上东风起，大浪淘沙始见金

方正证券研究所证券研究报告

分析师

王泽华

登记编号：S1220523060002

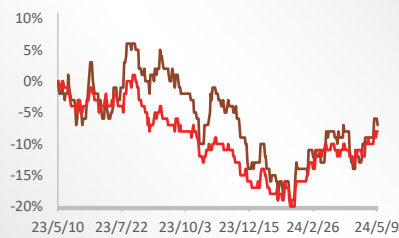
联系人 廖捷

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总数	21
总股本(亿股)	218.14
销售收入(亿元)	2,618.92
利润总额(亿元)	1,081.38
行业平均 PE	98.84
平均股价(元)	153.35

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《光瓶酒行业深度报告：去繁从简品质驱动，千亿赛道并驱争先》2024.01.29

《酱酒专题：酱香风起，再焕生机》2023.08.05

品类线上渗透率表现分化，直播电商贡献增量。线上整体渗透率持续提升，但分品类表现分化差异明显，其中家电、3C、美妆个护等品类线上渗透率极高，而烈酒、奢侈品等行业线上渗透率提升缓慢。我们认为差异主要在于 1) 线上电商相较于传统线下购物，在实物体验、信息传递等维度存在缺失；2) 线上费用包括营销与物流履约费用，若品类单价物流毛利小于单价物流履约成本，则线上盈利模式难以跑通。故具备弱体验、便运输且单件毛利额较高的家电、3C、美妆个护等品类在线上渗透率快速提升。此外，中国网购用户规模日趋见顶，平台流量进入存量竞争时代，直播电商行业仍处快速扩容状态，有望为部分低渗透率品类贡献增量。

复盘过往，为什么白酒品牌线上渗透率早期发展较慢？我们认为主要原因系 1) 自身品类特性决定，白酒属于强品牌属性消费品，不同于其他品类的极致性价比追求，白酒强依托于终端网点的圈层消费。2) 酒厂态度趋于谨慎排斥，“假酒风波”下对线上销售保真性提出考验，行业量减价增阶段酒厂对线上低价敏感，而自建专业线上运营团队具备一定壁垒。

立于当前，如何拆解白酒线上持续扩容背后的驱动该因素？酒类线上扩容趋势具备较强确定性，2023 年线上酒类市场规模超 1200 亿元，销售额同比增长超 50%，其中白酒/调香酒规模达 900 亿元，销售额同比增长 77.7%，远超其他品类。我们认为拆解驱动力，主要系 1) **供给端**，酒厂对于产品线上销售的态度趋于积极与重视，加深自营渠道、专业运营团队等合作模式。2) **渠道端**，线下传统渠道“内卷”加剧，出于去库需求+资金周转需求，线上成为发展新路径，间接增强线上货源。3) **需求端**：疫情培养消费者线上消费习惯，触媒比例高升，同时直播&进场零售等新模式兴起，消费模式从图文电商转向短视频及直播的内容电商。4) **平台端**：流量稀缺的竞争下，白酒具备强流通、大单品、高货值等品类特征，自带流量优势，易于获得平台政策倾斜，流量补贴助推销售额快速增长。

线上销售转向规范化运营，品牌商&运营商集中化演绎。我们认为，线上快速扩容中，呈现几大发展趋势：1) 一是平台监管趋严，酒水线上销售由粗犷增长转向规范化运营，保证金门槛升高，运营商资质加强管理，行业加速淘汰出清。2) 二是内容电商兴起，下沉市场望成为增量空间，直播快速发展中，大众带的口粮酒有望迎来发展风口。3) 基于此，品牌将持续集中化演绎，其中团队能力强、资金实力雄厚、有过往优秀运营合作案例、品牌资源强的运营商将深化商业模式护城河。

关注新华都，酒类线上扩容趋势明确下，强供应链能力驱动公司持续增长。我们认为，白酒当前线上渗透率较低仍有较大提升空间，公司凭借多年运营积累了丰富的品牌资源，与白酒头部品牌泸州老窖、山西汾酒等深度合作，同时拓展郎酒、茅台保健酒、五粮液、古井贡酒、习酒、水井坊等多品牌合作。传统零售业务置出下，公司不断加强电商供应链体系、拓宽产品品类，提升定制包销产品收入占比带动利润端释放，随头部品牌合作加深+定制品贡献增量，强势增长可期。24Q1 公司收入/利润同比+107%/+47%，部分受年货节错位影响，但也初步兑现自身的快速增长。我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 2.7、3.3、4.0 亿元，同比+33%、+25%、+20%，当前股价对应 24 年 P/E 为 15x，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：零售环境疲软；市场竞争加剧的风险；电商平台经营波动的风险

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 品类线上渗透率表现分化，直播电商快速崛起	5
1.1 线上整体渗透率持续提升，分品类表现分化	5
1.2 直播电商贡献增量，仍处于快速放量阶段	8
2 白酒行业为何此前线上发展较慢？当前线上高增背后的驱动力？	9
2.1 看过往：白酒品牌线上渗透率为何发展较慢？	9
2.2 立当前：白酒线上持续扩容背后的驱动因素？	10
3 白酒线上快速扩容中的发展趋势如何？竞争要素是什么？	16
3.1 拆解产业链：当前白酒线上销售中，主要参与者有哪些？	16
3.2 线上快速扩容过程中，发展趋势与竞争要素如何？	17
4 新华都：酒类线上扩容趋势明确，强供应链能力驱动公司持续增长	20
4.1 公司简介：数据研究为基础，深耕酒类电商效果营销及产品运营	20
4.2 重申公司的推荐逻辑：酒类线上扩容趋势明确，强供应链能力驱动公司持续增长	21
4.3 盈利预测	24
5 风险提示	25

图表目录

图表 1：中国网上零售额及社零总额变化.....	5
图表 2：中国网上零售额占社零总额比重.....	5
图表 3：2010-2023 年电商各品类线上渗透率.....	6
图表 4：2022 年 Q3-2023 年 Q3 中国电商网站广告投放指数行业排名.....	6
图表 5：运动品牌/白酒品牌进驻线上官旗年份对比.....	7
图表 6：中国网民规模及增速.....	7
图表 7：中国网络购物用户规模及普及率.....	7
图表 8：电商渠道经营模式及营销模式匹配.....	8
图表 9：品牌商家需求分析.....	8
图表 10：中国品牌电商服务行业市场规模及增速.....	8
图表 11：直播带货“人、货、场”分析.....	9
图表 12：2018-2022 年中国直播电商行业渗透率情况.....	9
图表 13：2018-2022 年直播电商交易规模.....	9
图表 14：白酒品类文化+功能双重属性.....	10
图表 15：2021 年白酒行业消费者购买渠道.....	10
图表 16：2000 年后白酒行业收入、产量及同比增速情况.....	10
图表 17：2023 年酒类市场规模变化趋势.....	11
图表 18：2023 年酒类线上市场各品类市场规模&增速.....	11
图表 19：2019-2023 年主要上市白酒企业线上销售情况.....	12
图表 20：2021 以来原箱、散瓶飞天茅台批价波动情况（元）.....	13
图表 21：2021 以来普五、国窖批价波动情况（元）.....	13
图表 22：2022 年经销商线上及社群运营情况.....	13
图表 23：2022 年经销商线上渠道拓展情况.....	13
图表 24：消费者 2023 年白酒线上线下购买情况调查.....	14
图表 25：2022 年抖音酒水行业直播时长情况.....	14
图表 26：2022 年抖音酒水行业看播人次.....	14
图表 27：天猫淘宝京东抖音平台 TOP5 品牌.....	15
图表 28：2023 年白酒/调香酒 TOP10 品牌市场规模&增速.....	15
图表 29：白酒/调香酒 TOP 品牌百亿补贴销售额占比.....	15
图表 30：主要电商平台低价策略推动的历程.....	16
图表 31：酒类线上销售产业链主要参与者.....	17
图表 32：抖音规范和治理酒类电商直播 15 条新规.....	18
图表 33：抖音酒类店铺保证金提升至 15 万.....	18
图表 34：新《实施条例》对于电商直播的规范规定.....	18
图表 35：24 年 3 月快手酒水各价格区间销售额占比.....	19
图表 36：2023 年抖音平台酒类商品各价位段销售额占比.....	19
图表 37：2023 年抖音平台酒类消费者城市分布.....	19
图表 38：2023 年快手平台酒类消费者城市分布.....	19
图表 39：2023 抖音平台 直播/短视频/商品卡贡献的销售额占比.....	20
图表 40：2024 年 3 月快手酒类品牌/商品集中度.....	20
图表 41：新华都收入分业务拆分.....	21
图表 42：新华都互联网营销&零售业务收入增速.....	21
图表 43：久爱致和发展历程.....	21
图表 44：久爱致和部分历史合作客户（其中部分品牌已停止合作）.....	22
图表 45：2024/5 各白酒品牌线上各平台官旗粉丝数（万人）.....	22

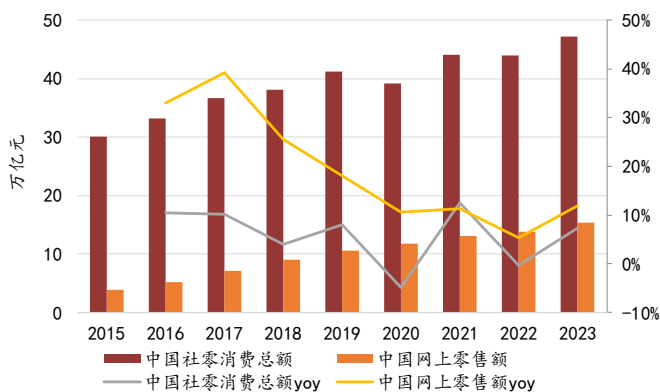
图表 46: 2023 年抖音白酒品类按价格带销量分布	23
图表 47: “酒连酒直播间”粉丝分年龄分布	23
图表 48: “酒连酒直播间”粉丝分城市等级分布	24
图表 49: “酒连酒直播间”粉丝分年龄分布	24
图表 50: 酒连酒卖场店抖音账号大单品情况	24
图表 51: 公司盈利预测	25

1 品类线上渗透率表现分化，直播电商快速崛起

1.1 线上整体渗透率持续提升，分品类表现分化

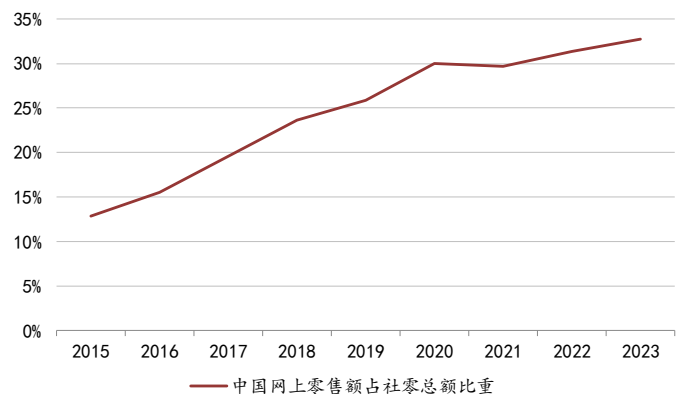
网上零售额呈持续增长趋势，线上消费市场热度依旧高涨。目前网络购物已成为重要的零售渠道之一，根据国家统计局数据，2023 年中国网上商品和服务零售额达 15.4 万亿元，2015-2023 年 CAGR 达 18.8%，远高于同期社零总额 CAGR 5.8%，网上消费占比已由 15 年的 12.9% 提升至 23 年的 32.7%。其中 23 年在疫情三年后线下消费复苏背景下，网上消费渗透率仍维持提升态势。我们仍从“人、货、场”分析框架下看目前电商行业发展。

图表1: 中国网上零售额及社零总额变化



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表2: 中国网上零售额占社零总额比重

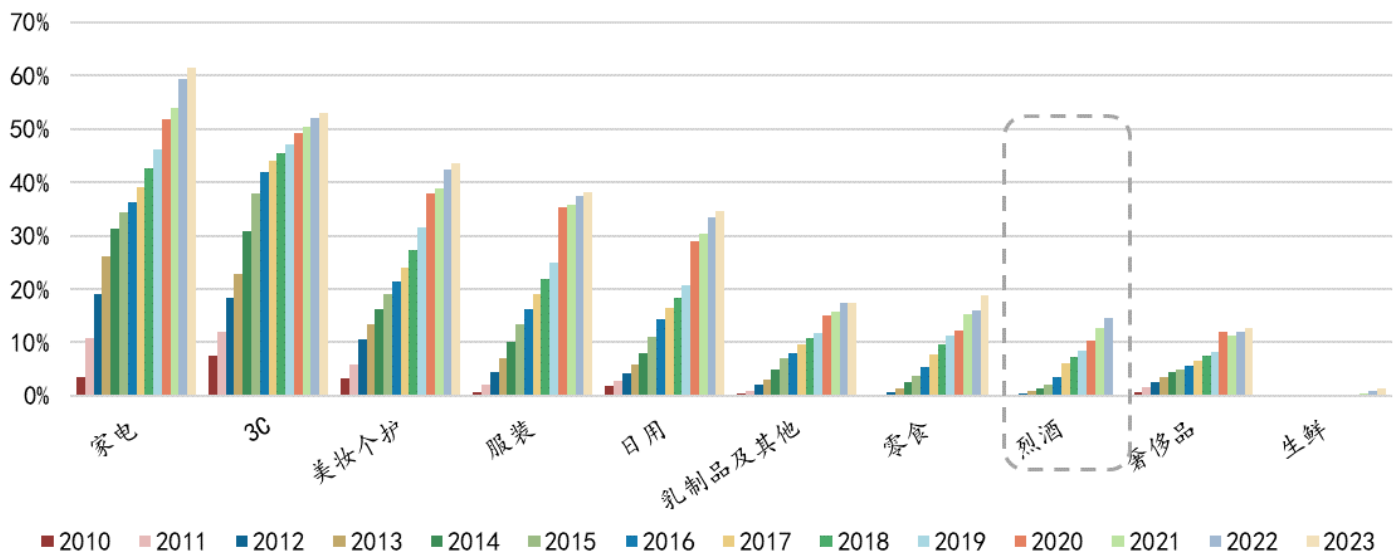


资料来源: wind, 方正证券研究所

1) 从货的角度而言，整体电商渗透率提升，但品类表现分化。根据欧睿数据，我国家电、3C、美妆个护等品类线上渗透率持续提高，23 年该等品类线上渗透率分别达 61.5%、53.1%、43.6%；而烈酒、奢侈品等行业线上渗透率提升缓慢，23 年略超 10% 左右；生鲜行业线上渗透率常年维持低位。

复盘品类间渗透率差异的原因，我们认为弱体验+易运输+单价毛利额较高的品类更易跑通线上模式。一方面，线上电商相较于传统线下购物，在实物体验、信息传递等维度存在缺失；另一方面，线上费用包括营销与物流履约费用，若品类单价物流毛利小于单价物流履约成本，则线上盈利模式难以跑通。故而具备弱体验、便运输且单件毛利额较高的家电、3C、美妆个护等品类在线上渗透率快速提升，其中家电 3C 多为标品，其商品特质较为统一无需实物体验；而美妆、服装等品类单价毛利额明显高于物流费用。但近年来随着直播电商的兴起一定程度解决了线上弱体验的痛点、物流行业快速发展成本降低等，也为其他线上渗透率低的品类发展奠定了基础。

图表3:2010-2023 年电商各品类线上渗透率



资料来源：欧睿，方正证券研究所

电商网站广告投放上，白酒类、家居装饰等品类力度较低。而从各行业对电商网站广告偏好度来看，根据 AdTracker 数据，化妆护肤品、男女服饰、个人配饰等低客单、高频消费的行业更加倾向于在电商网站中投放广告；而白酒、家居用品等行业对电商网站投放预算投入较低。

图表4:2022 年 Q3-2023 年 Q3 中国电商网站广告投放指数行业排名

排名	类目名称	所属大行业	排名	类目名称	所属大行业
1	化妆品护肤品	化妆浴室用品类	6	食品类	食品饮料类
2	房地产类	房地产类	7	家用电器	消费类电子类
3	男女服装	服饰类	8	运动系列	服饰类
4	个人配饰	个人用品类	9	卫浴用品	化妆浴室用品类
5	移动电话	通讯服务类	10	电脑	IT产品类

资料来源：AdTracker，艾瑞咨询，方正证券研究所

白酒品牌布局线上时间线较慢。此外，我们也梳理了运动服饰品牌（线上渗透率较高）及白酒品牌（线上渗透率低）进驻线上官旗时间，发现国产运动品牌如李宁、安踏、特步等在 2008-2010 年后陆续在天猫上设立官旗，而国际运动品牌基本在 2012 年往后才逐步布局，整体趋势呈现从大众到中高端。而白酒行业 2014 年后品牌陆续进驻天猫、京东官旗，整体时间线对比运动服饰品牌明显滞后，且头部的五粮液、泸州老窖、汾酒入驻时间也滞后于古井贡酒、舍得、郎酒等品牌。

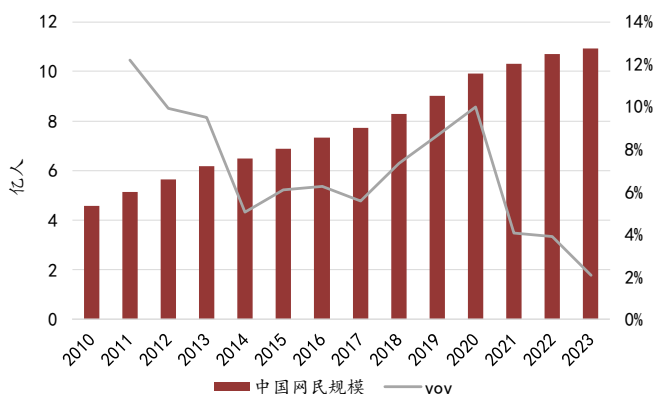
图表5: 运动品牌/白酒品牌进驻线上官旗年份对比

运动品牌	入驻时间	白酒品牌	入驻时间		
	天猫官旗		天猫官旗	京东官旗/自营	抖音官旗
李宁	2008	贵州茅台	-	-	-
特步	2009	五粮液	2020	2016	2021
安踏	2010	泸州老窖	2017	2016	2020
361度	2010	汾酒	2016	2018	2020
阿迪达斯	2010	洋河	2014	2016	2021
New Balance	2011	古井贡酒	2010	2016	2020
Vans	2012	舍得	2013	2017	2020
耐克	2012	郎酒	2014	2014	2021
Puma	2012	习酒	2014	2017	2022
TNF	2012	剑南春	2014	2014	2021
锐步	2012				
Lululemon	2015				

资料来源: 天猫 APP, 京东 APP, 抖音 APP, 方正证券研究所

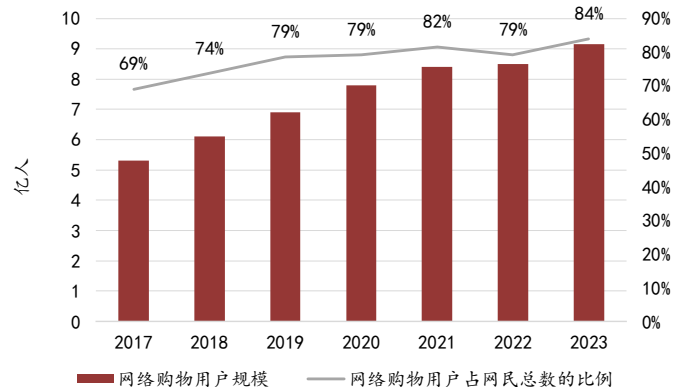
2) 从人的角度而言, 中国网购用户规模日趋见顶, 平台流量进入存量竞争时代。此前我国互联网基础设施逐步完善, 在我国庞大人口基数下带动全国网民数量快速增长, 进而为电商行业不断提供新的流量。但近年来我国互联网普及率及网络购物普及率逐步趋缓, 用户规模上增量空间已趋于见顶, 电商平台对流量的争夺逐步进入存量竞争为主的时代。根据 CNNIC 数据, 2023 年我国互联网普及率/网络购物渗透率分别达 77.5%/83.8%。

图表6: 中国网民规模及增速



资料来源: CNNIC, 方正证券研究所

图表7: 中国网络购物用户规模及普及率



资料来源: CNNIC, 方正证券研究所

3) 从场的维度来看, 电商平台的经营模式可分为商家自营和平台直营两类。商家自营为现阶段主流模式, 为品牌方和达人提供营销工具和支持, 可较好地支持商家达到“品效销”结合的营销目标; 平台直营模式则可凭借成熟的物流和服务体系, 支持商家将成熟商品快速分销。两者相辅相成, 实现商家利益最大化。以具体平台为例, 京东自营、天猫超市模式主要为传统货架电商模式, 但其由平台直接采买商家商品并对接用户, 产品质量和售后服务由平台负责, 能凭借平台供应链及服务优势, 适宜以销货为主。而抖音等渠道以短视频与直播内容吸引消费者, 用户日活及时长高, 具备电商变现的土壤; 同时, 直播广告与传统电商广告相比曝光量大、见效快, 更适合品牌宣传推广, 并建立品牌私域。

图表8: 电商渠道经营模式及营销模式匹配

模式	简介	优/劣势	适配策略
商家自营模式: 平台提供经营场地	以 商家 为经营主体, 在平台中通过机制和营销方法(如直播)争取流量倾斜的电商经营模式。	——优势 1、直接与消费者形成沟通界面, 可以积累用户偏好和需求的数据, 便于后续进行千人千面的营销; 2、可运用的营销玩法多样, 可操作空间大	打造品牌阵地, 推新打爆, 并建立品牌私域
	以 创作者 为经营主体, 在平台中通过机制和营销方法(如直播)争取流量倾斜的电商经营模式。		
平台直营模式: 为商家提供渠道	或称平台采销模式, 由平台直接采买商家商品并对接用户, 产品质量和售后服务由平台负责。如 京东自营 、 天猫超市 。	——优势: 平台供应链更强大、服务质量更好 ——劣势: 平台数据跨品类、跨SKU, 品牌方需要借助三方工具拆分所需数据	快速售卖已获得市场认可的产品

资料来源: 艾瑞咨询, 方正证券研究所

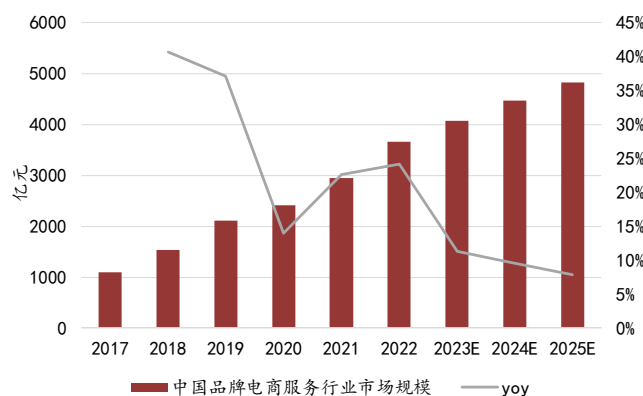
此外, 在电商行业逐渐走向存量竞争、去中心化过程中, 品牌方对电商精细化运营要求不断提高。品牌商家希望发力线上提升品牌曝光度及收入, 同时希望服务商能为其优化线上供应链和库存管理, 降低运营成本等。近年来品牌方的需求在不断扩大, 需求驱动下品牌电商服务内容也日趋多元化、精细化, 已从初期的基础服务逐渐向上下游或平行赛道拓展业务, 包括广告投放能力、内容策划能力、直播/店铺代运营能力、红人资源等, 服务链条渐趋全面。根据艾媒咨询数据, 2022年中国品牌电商服务行业市场规模为 3663.2 亿元, 同比增长 24.1%, 预计 2025 年将达 4821.6 亿元。

图表9: 品牌商家需求分析

	品牌商家需求分析
提升品牌曝光度和销售	通过电商平台的营销推广手段, 提高品牌曝光度和销售业绩。
优化供应链和库存管理	采用先进的供应链和库存管理技术, 提高库存周转率和供应链效率。
提升消费者体验	提供优质的购物体验、售后服务和配送服务, 提高消费者满意度。
降低运营成本	通过高效的运营管理, 降低人力、物力和财力成本

资料来源: 方正证券研究所

图表10: 中国品牌电商服务行业市场规模及增速

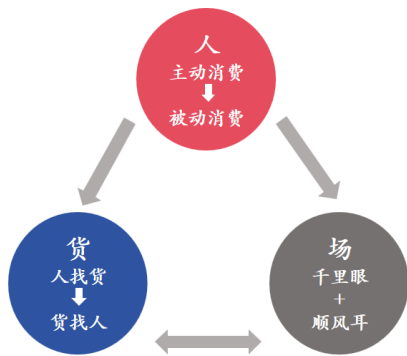


资料来源: 艾媒咨询, 方正证券研究所

1.2 直播电商贡献增量, 仍处于快速放量阶段

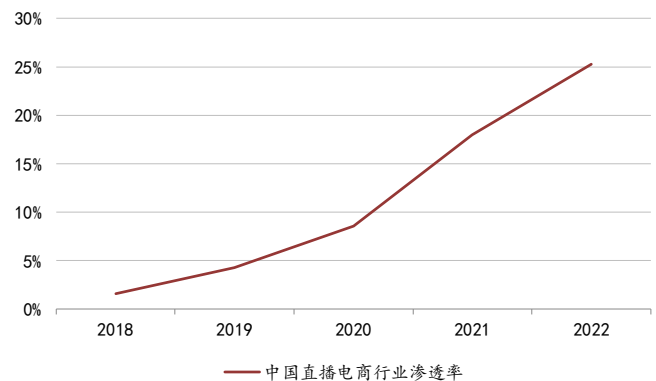
直播电商有望为品牌电商服务贡献增量。近年来, 在淘宝、京东等货架电商增长放缓下, 社交电商和直播销售在中国市场快速崛起。在内容驱动下, 电商零售行业实现了从“人找货”变成“货找人”的重要转变, 将被动营销化为主动获客, 2022 年我国直播电商行业渗透率大幅提升 7.3 百分点至 25.3%。在这一大行业趋势下, 品牌电商服务商有望积极利用这些新的销售渠道, 提供直播销售、社交分享购物等服务, 贡献新的业务增量。

图表11:直播带货“人、货、场”分析



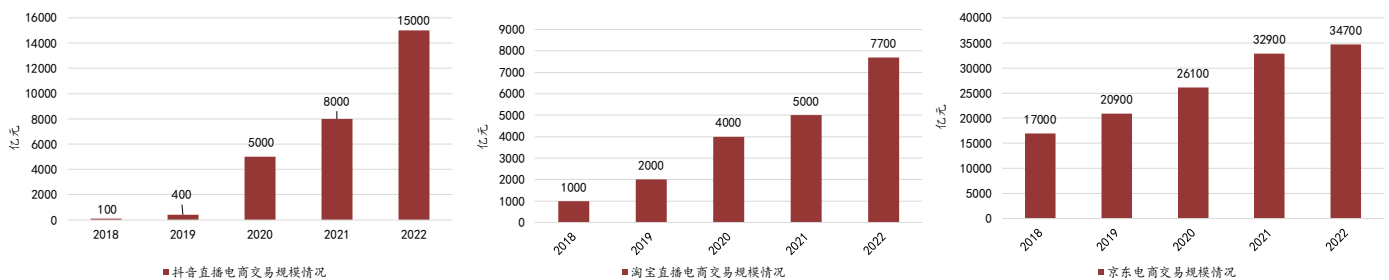
资料来源：方正证券研究所

图表12:2018-2022 年中国直播电商行业渗透率情况



资料来源：艾媒咨询，方正证券研究所

图表13:2018-2022 年直播电商交易规模



资料来源：抖音，淘宝，京东，方正证券研究所

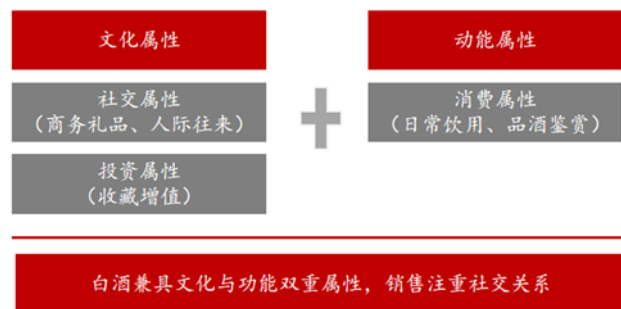
2 白酒行业为何此前线上发展较慢？当前线上高增背后的驱动力？

2.1 看过往：白酒品牌线上渗透率为何发展较慢？

基于第一章的复盘，我们认为，白酒品类相较于其他如快消、服饰、美妆等细分品类，早期线上渗透率较低，究其原因，主要归结于品类自身属性对于线下传统渠道的依托性较强，同时酒企态度较为排斥、而专业化线上运营对酒厂而言具备一定壁垒所致，具体而言：

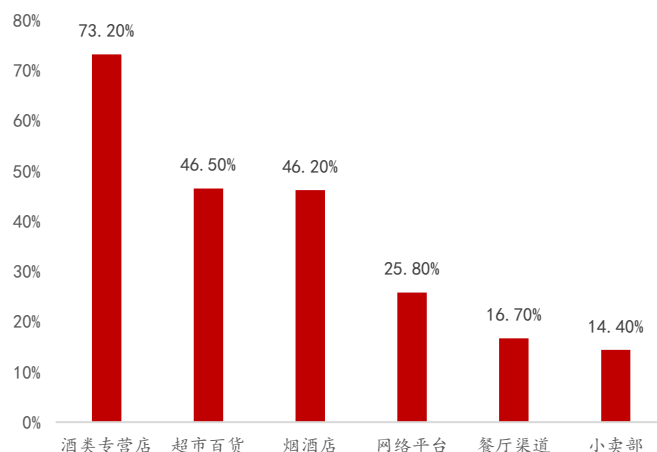
■ **品类特性：强品牌属性消费品**，不同于其他品类的极致性价比追求，白酒强依托于终端网点的圈层消费。我们认为，归结于产品本身的品类属性，白酒消费在传统的消费品功能属性（如日常饮用、品酒鉴赏）之外，具备较强的社交与收藏价值，相较于服饰、美妆、珠宝等标准化品类，酒类营销更加注重人际关系在销售链中的作用，品牌溢价更强，因此常年来主要依托于线下密集的终端网点完成销售转化，终端烟酒店建设的背后核心是客户人脉资源的积累。

图表14: 白酒品类文化+功能双重属性



资料来源：方正证券研究所整理

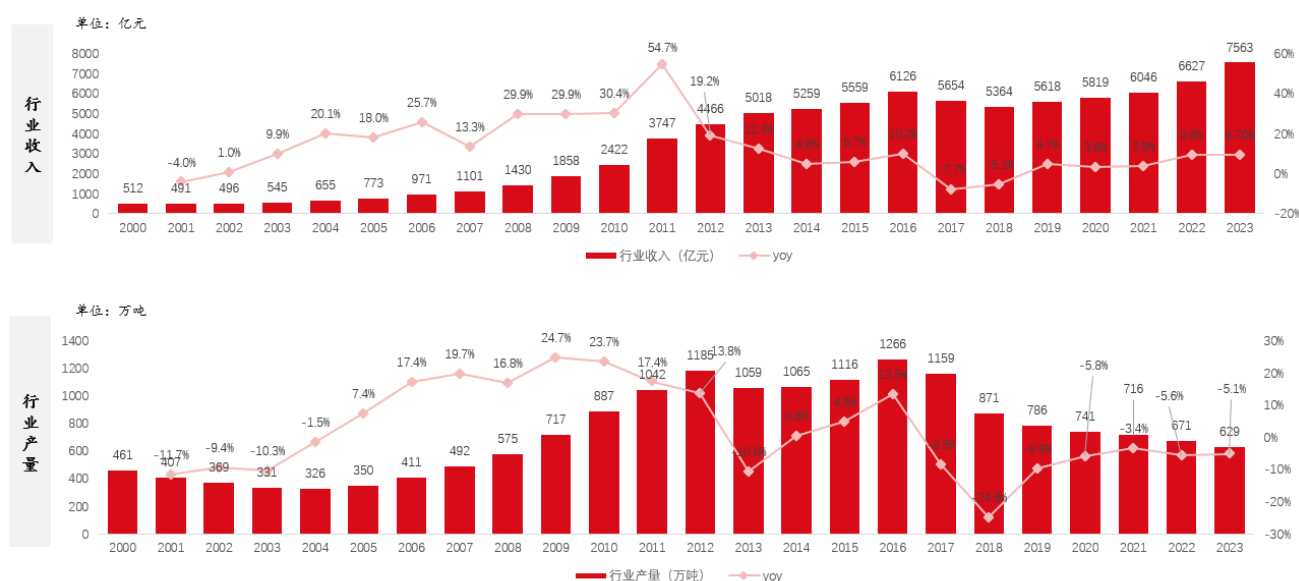
图表15: 2021 年白酒行业消费者购买渠道



资料来源：艾媒咨询，方正证券研究所

■ “假酒风波”下对线上销售保真性提出考验，叠加线上低价敏感，酒厂态度趋于谨慎排斥，建设专业线上运营团队具备一定壁垒。从供给端而看，我们认为过往白酒“黄金十年”发展周期中，行业处于量增价增逻辑，16 年产量见顶后，规上酒企 16-20 年处于量减价增阶段，伴随居民消费力提升，产品结构化提升的主线清晰。彼时，线上酒水销售涉及一定假酒风波、低价甩货乱象，天然渠道信任度较低，因此多数酒企持观望或谨慎态度。同时，大规模的线上运营包含产品介绍、售后服务、物流运输等多方环节，涉及数据处理成本、运营壁垒及平台费用，等对于酒企而言，一是重视度不够，态度趋于排斥，二是自身不愿花费专门资金、人力组建线上运营团队，导致多数酒企对于线上发展的关注度不高，行业渗透率遇到瓶颈。

图表16: 2000 年后白酒行业收入、产量及同比增速情况

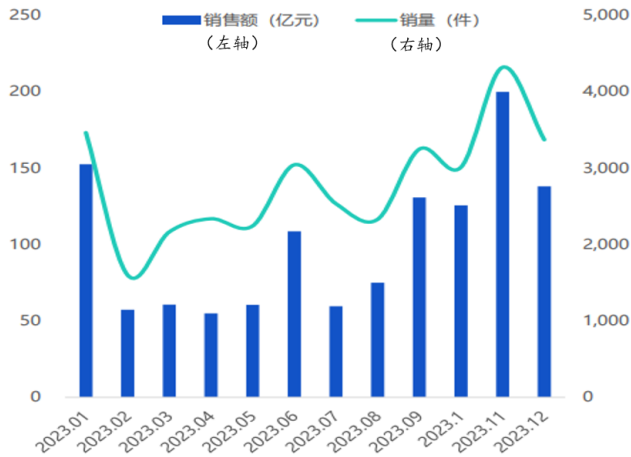


资料来源：酒业协会，方正证券研究所

2.2 立当前：白酒线上持续扩容背后的驱动因素？

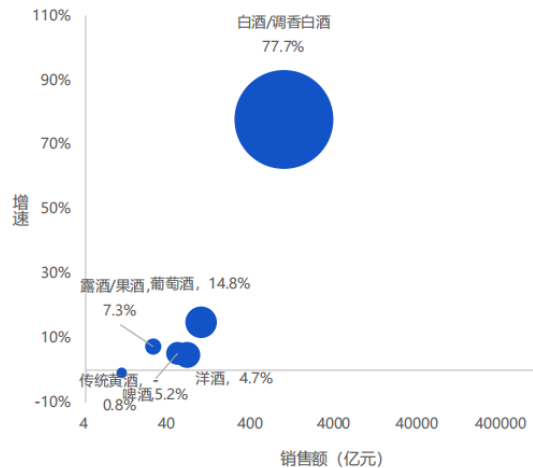
酒类线上扩容趋势确定性强，其中白酒增速远超其余品类。根据魔镜洞察数据，2023 年线上酒类市场规模超 1200 亿元，全年销售额、销量均呈增长趋势，销售额同比增长超 50%。根据细分品类看，白酒/调香酒规模达 900 亿元，销售额同比增长 77.7%，远超其他品类。

图表17:2023 年酒类市场规模变化趋势



资料来源：魔镜洞察《2023 年度消费新潜力白皮书》，方正证券研究所

图表18:2023 年酒类线上市场各品类市场规模&增速



资料来源：魔镜洞察《2023 年度消费新潜力白皮书》，方正证券研究所

我们认为，近年来以白酒为首的酒类线上快速扩容背后是供给侧的变化+需求侧行为习惯的养成+平台侧的扶持倾斜共同作用，具体而言驱动力有以下几方面：

■ **供给端：1) 酒厂对于产品线上销售的态度趋于积极与重视，加深自营渠道、专业运营团队等合作模式。**我们梳理了主要上市白酒企业 2019-2023 年披露的线上销售数据，自 2020 年以来，多数酒企线上销售规模增速加快，创除茅台（自设 i 茅台 APP，依托独特强品牌力直营销售，与其他酒企依托天猫、京东等平台电商、部分线上产品直营等模式有所差异）外，其余企业 20-23 年线上销售规模总和复合增速达 27.3%，厂商态度由过往的谨慎排斥转向积极重视。

我们认为，酒企加强线上销售过程中普遍通过以下几种方式：**①全渠道多元平台布局：**通过京东、天猫、抖音、拼多多、快手等全渠道平台销售，如泸州老窖、汾酒、习酒等与京东、天猫等平台合作开设旗舰店，并与新华都、酒仙网等专业电商运营平台进行合作；**②发力社交电商，开拓内容直播增长曲线：**抖音、小红书等平台逐步打造了以网红为核心的强大内容生态系统，区别于传统淘宝京东等货架电商，年轻人市场更强，酒厂通过签约内容电商知名主播、或向专业运营平台供货，销售部分产品；**③自建电商直营平台：**如茅台集团开设“i 茅台”APP，五粮液集团推出“五粮液新零售电商平台”，习酒推出“君品荟”等，凭借自身品牌力发力私域流量（自建直营平台对品牌知名度、团队运营能力均有所考验，我们认为对传统渠道及专业团队运营渠道的撼动有限）。

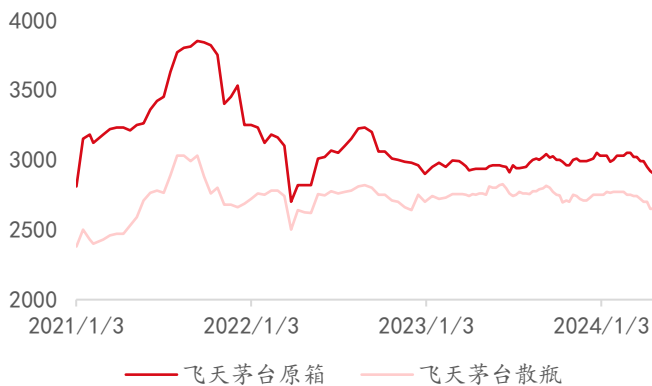
图表19:2019-2023 年主要上市白酒企业线上销售情况

证券代码	证券简称	线上销售数据 (亿元)											
		2019	占比	2020	占比	2021	占比	2022	占比	2023	占比	23同比增速	20-23CAGR
600519.SH	贵州茅台	未披露	\	未披露	\	未披露	\	118.83	9.32%	242.06	16.08%	103.70%	
000858.SZ	五粮液	未披露	\	19.56	3.41%	40.98	6.19%	42.49	5.74%	41.66	5.00%	-1.96%	
002304.SZ	洋河股份	2.97	1.29%	3.26	1.54%	3.65	1.44%	3.93	1.30%	4.37	1.32%	11.25%	10.24%
600809.SH	山西汾酒	2.91	2.45%	7.59	5.43%	9.53	4.77%	17.16	6.55%	16.68	5.22%	-2.81%	29.98%
000568.SZ	泸州老窖	未披露	\	7.54	4.53%	8.92	4.32%	14.64	5.83%	14.20	4.70%	-2.97%	
000596.SZ	古井贡酒	未披露	\	3.76	3.65%	5.31	4.00%	6.10	3.65%	7.29	3.60%	19.48%	
000860.SZ	顺鑫农业	未披露	\	未披露	\	未披露	\	未披露	\	未披露	\	\	
603369.SH	今世缘	未披露	\	未披露	\	未披露	\	未披露	\	\	\	\	
600702.SH	舍得酒业	0.74	2.80%	1.75	6.49%	4.02	8.10%	3.95	6.53%	4.32	6.10%	9.39%	35.09%
603198.SH	迎驾贡酒	未披露	\	未披露	\	未披露	\	未披露	\	未披露	\	\	
603589.SH	口子窖	0.20	0.44%	0.32	0.79%	0.43	0.86%	0.44	0.85%	0.9614	1.61%	119.95%	44.63%
600779.SH	水井坊	未披露	\	未披露	\	未披露	\	未披露	\	未披露	\	\	
600559.SH	老白干酒	0.89	2.22%	0.82	2.29%	0.77	1.92%	0.95	2.05%	1.14	2.18%	19.87%	11.53%
000799.SZ	酒鬼酒	未披露	\	未披露	\	未披露	\	未披露	\	未披露	\	\	
603919.SH	金徽酒	未披露	\	未披露	\	未披露	\	0.26	1.28%	0.59	2.30%	128.15%	
600197.SH	伊力特	0.00	0.00%	0.25	1.41%	1.08	5.58%	1.31	8.07%	1.35	6.04%	3.00%	
600199.SH	金种子酒	未披露	\	0.06	0.61%	0.07	0.61%	0.23	1.96%	0.11	0.74%	-53.42%	
600696.SH	岩石股份	未披露	\	0.20	24.47%	0.25	4.23%	0.99	9.07%	0.61	3.77%	-38.01%	
002646.SZ	天佑德酒	未披露	\	0.24	3.14%	0.33	3.13%	0.29	2.98%	0.40	3.30%	36.52%	

资料来源: wind, 各公司公告, 方正证券研究所

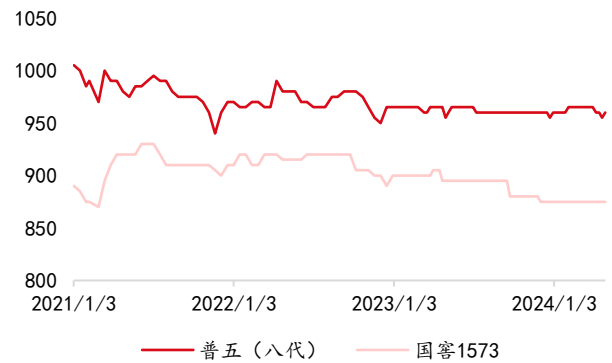
■ 2) 渠道端，线下传统渠道“内卷”加剧，出于去库需求+资金周转需求，产品流向电商渠道。从行业趋势看，白酒行业自 2016 年后呈现“量减价增”的发展趋势（2023 年白酒产能为 629 万千升，相比巅峰期 2016 年 1358 万千升萎缩一半以上），同时终端烟酒店数量在过去十年中快速增长，线下渠道面临存量竞争，渠道利润变薄。另一方面，多年以来厂商追求高周转高增长需求+出台回款政策抢占经销商资金，加速线下渠道的库存与资金周转压力。以酱酒行业为例，20-21 年的酱酒热潮下，厂商出于高增长需求压货频繁，经销商出于涨价预期亦有囤货意愿，导致行业库存高涨，渠道端过热化发展，行业进入下半场的去库+理性化精细化发展阶段。我们认为，过往白酒行业高速发展周期中，部分线下渠道积累了一定库存压力，而在 20 年往后疫情冲击下整体居民消费仍处于复苏阶段，酒厂仍保持一定增速需求，行业价格体系承受较大压力，部分主力产品批价倒挂，经销商普遍趋于理性不抱有强涨价预期，行业整体渠道库存调整消化周期中，出于去库及加强资金回流的需求，部分线下经销商存在产品转向线上销售的情况。

图表20:2021 以来原箱、散瓶飞天茅台批价波动情况 (元)



资料来源: 今日酒价, 方正证券研究所整理

图表21:2021 以来普五、国窖批价波动情况 (元)

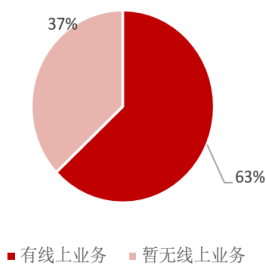


资料来源: 今日酒价, 方正证券研究所整理

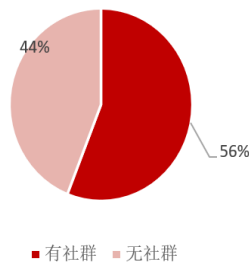
经销商经营承压, 深受库存、成本与现金流压力, 线上成为发展新路径, 间接增强线上货源。根据云酒传媒 2022 年对白酒经销商市场调研反馈显示, 面对线下渠道的竞争加剧, 库存较大、现金流紧张等经营压力较大, 部分经销商探索新型的销售渠道, 调研中 37%的企业开通线上业务 (包含美团、京东、天猫、饿了么等), 还有 44%开展社群运营进行线上团购; 同时, 在经营线上业务的经销商中, 34%的经销商更注重电商直播渠道, 37%的经销商倾向传统渠道。

图表22:2022 年经销商线上及社群运营情况

2022年经销商线上业务开通情况

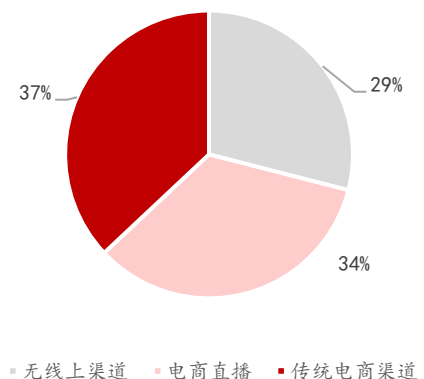


2022年经销商社群运营情况



资料来源: 浙江省酒类流通协会, 方正证券研究所

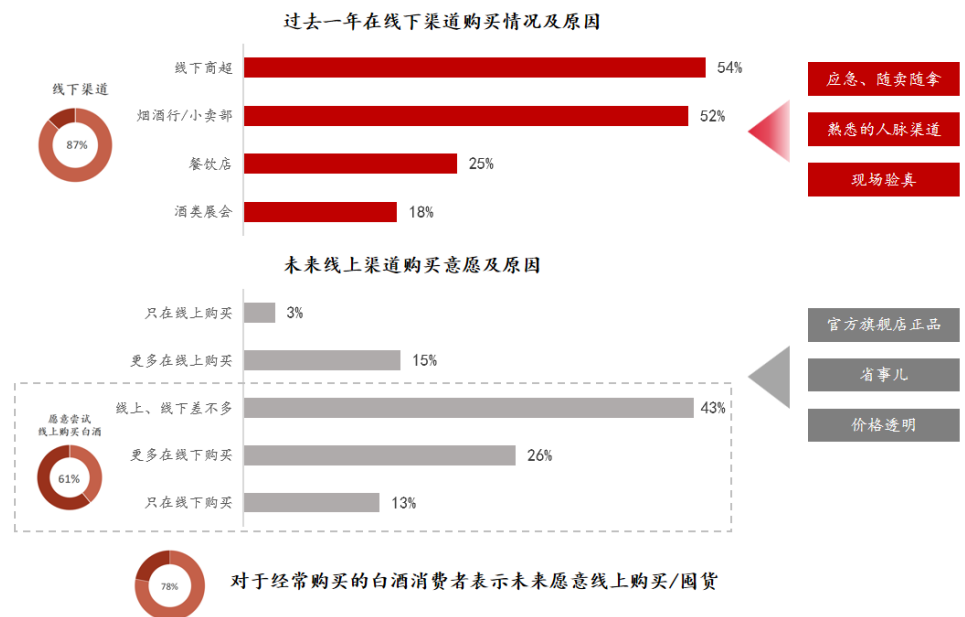
图表23:2022 年经销商线上渠道拓展情况



资料来源: 浙江省酒类流通协会, 方正证券研究所

■ 需求端: 1) 疫情培养消费者线上消费习惯, 触媒比例高升, 电商仍处蓝海空间。传统白酒销售仍以线下渠道为主, 根据腾讯营销洞察报告, 2023 年消费者线下购买比例高达 87%, 商超和烟酒行仍为白酒主要的获客渠道, 但消费者对于线上购买的意愿在增强, 有 78%的白酒消费者表示愿意在未来尝试线上购买, 线上市场具备潜力。同时, 三年疫情期对于消费者线上购买习惯有所养成, 大量酒水消费从线下转为线上, 随着线上触媒比例的提升, 电商买酒的消费者壁垒有所降低。

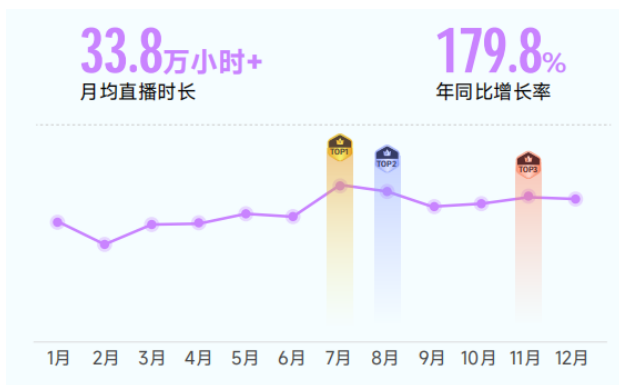
图表24: 消费者 2023 年白酒线上线下购买情况调查



资料来源: 腾讯营销洞察 (TMI), 方正证券研究所

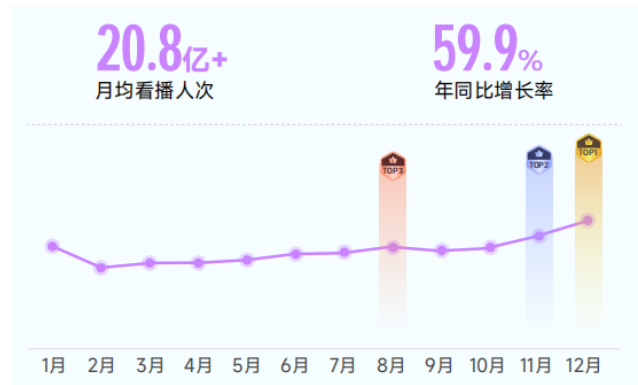
■ 2) 直播&进场零售等新模式兴起, 易于追求性价比的消费者完成下单转化。2021 年以来, 以抖音为代表的 content 电商井喷式爆发, 背后核心是从图文电商向更生动的短视频及直播的内容电商的展示销售方式变化, 直播模式的“高流量+品销合一”优势为酒水商家线上化布局创造了更大契机。2022 年, 抖音酒水类直播总时长增长 179.8%, 月均直播看播人次达 20.8 亿, 全年增幅达 59.9%, 尤其在夏季酒水热销期间与平台节日大促期间, 直播观看人次增长明显。我们认为, 消费者在疫情期间培养一定线上消费习惯, 而对于白酒品类, 直播间能够进行强消费者互动, 将品质、口感等具备一定门槛的内容大众化输出, 配合平台补贴与达人互动, 更容易转化尤其以低线下沉市场的中年核心群体的消费需求。

图表25: 2022 年抖音酒水行业直播时长情况



资料来源: 巨量算数&算数电商研究院, 方正证券研究所

图表26: 2022 年抖音酒水行业看播人次



资料来源: 巨量算数&算数电商研究院, 方正证券研究所

■ 平台端: 白酒具备强流通、大单品、高货值等品类特征, 自带流量优势, 易于获得平台政策倾斜, 流量补贴助推销售额快速增长。线上各平台中, 天猫淘宝、京东等平台 TOP5 品牌以传统酒类和乳制品品牌为主, 我们认为主要

与酒类自身的品类特性有关：白酒行业当前大单品（如茅台飞天、普五、国窖 1573 等）享有极高全国知名度，由于品类具备收藏及社交属性，其流通性强，相对于啤酒、乳制品、软饮料而言货值更高，天然属性适应线上发展。从平台商角度，天猫、京东致力于通过白酒引流，深化自身货架电商逻辑，抖音更注重内容运营，直播销售发展更快速，需要强势大单品引流，对于白酒直播销售亦给予较强的投流费用等政策倾斜。

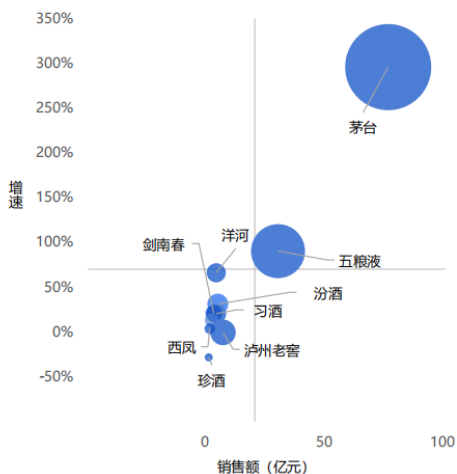
图表27: 天猫淘宝京东抖音平台 TOP5 品牌

TOP5品牌	天猫淘宝平台					京东平台					抖音平台				
排名	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
品牌名称	茅台	伊利	蒙牛	爱他美	三只松鼠	茅台	五粮液	伊利	爱他美	飞鹤	茅台	五粮液	泸州老窖	武夷	认养一头牛
均价 (元/件)	4,810.8	81.1	75.7	474.6	45.4	2,290.8	1,881.8	92.6	394.5	318.6	1,599.9	361.2	430.6	408.0	124.7
市占率	3.2%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	8.5%	5.7%	3.8%	3.7%	3.3%	2.9%	2.3%	1.1%	0.9%	0.7%
主要产品品类	酒类	乳制品	乳制品	乳制品	休闲食品	酒类	酒类	乳制品	乳制品	乳制品	酒类	酒类	酒类	冲调品	乳制品

资料来源：《2023 年度消费新潜力白皮书》，魔镜数据，方正证券研究所

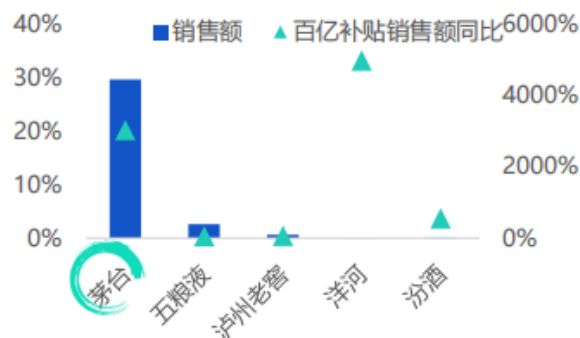
流量稀缺的竞争下，头部电商平台积极推进“价格力”策略，助推品类销售额快速增长。从电商渠道变化看，2019 年 618 前夕，拼多多首次推出百亿补贴活动；19-24 年内，京东、淘宝、抖音等电商平台陆续确立“低价策略”，并陆续推出百亿补贴活动。由于头部白酒具备需求量大、价格透明，引流率高等特点，为平台低价频道的选取的主力产品。2023 年各大平台加大酒类补贴，助推线上酒类市场快速增长，根据魔镜数据，2023 年，白酒/调制酒类中 TOP5 品牌百亿补贴类商品销售额快速增长，其中茅台百亿（百补）相关商品销售额占茅台整体销售比例接近 30%，销售额同比增长超 30 倍。

图表28: 2023 年白酒/调香酒 TOP10 品牌市场规模&增速



资料来源：《2023 年度消费新潜力白皮书》，方正证券研究所

图表29: 白酒/调香酒 TOP 品牌百亿补贴销售额占比



资料来源：《2023 年度消费新潜力白皮书》，方正证券研究所

图表30:主要电商平台低价策略推动的历程

年份	对应平台	事件
2019	拼多多	618 前夕，拼多多首次推出百亿补贴活动
	京东	双十一期间，京东推出“超级百亿补贴”活动
	聚划算（淘宝）	1211，聚划算百亿补贴正式上线
2020	拼多多	618 大促中，加码补贴力度，对部分商品追加二次补贴
2021	拼多多	拼多多 618 大促的品牌官方旗舰店数量增加，且聚焦规则简化
	京东	“买贵双倍赔”生效
2023	京东	年初，确立了低价策略作为核心战略
		3 月 8 日将百亿补贴活动升级为固定频道
	淘宝	重启京喜和京东拼拼，并降低运费门槛
		420 起，聚划算百亿补贴升级为淘宝百亿补贴
		淘天集团将“价格力”列为五大战略之一，并首次在双十一期间实施天天低价策略
2024	抖音	启动“0 元入驻”活动，吸引大量中小商家加入
	快手	明确提出“低价好物”战略，并上线了“大牌大补”核心玩法
	抖音	将“价格力”设定为优先级最高的任务
	京东	推出“免费上门退换”服务

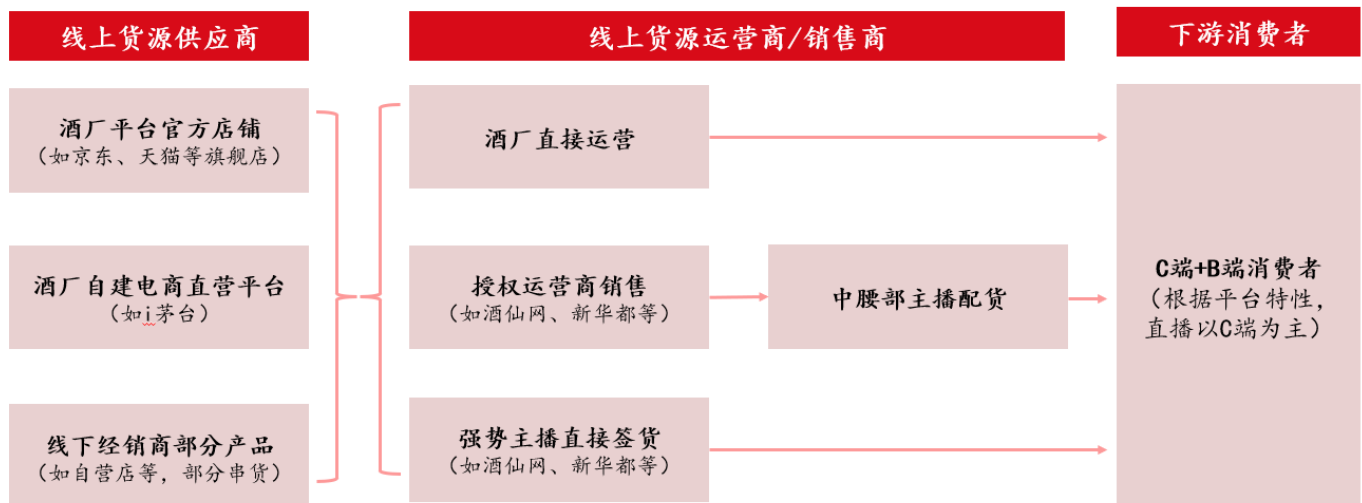
资料来源：新熵，中服圈，电商头条，电商报 Pro 等，方正证券研究所

3 白酒线上快速扩容中的发展趋势如何？竞争要素是什么？

3.1 拆解产业链：当前白酒线上销售中，主要参与者有哪些？

我们认为，酒类（尤其白酒）线上销售中，主要参与者可以从线上货源的供给方、中间运营商/销售商、下游消费者三层作拆解。从线上产品来源来看，主要集中于 1) 酒厂直接销售运营，如设立官方旗舰店等，授权部分产品或部分大单品在指定平台进行销售；2) 酒厂自建直营平台，如 i 茅台等，设立独立 APP 承载流量需求；3) 线下部分经销商出于库存及资金周转考虑将部分产品放到线上，此类产品中包含部分串货商品。从销售方来看，主要分为 1) 酒厂直接运营，如直营平台、直营店铺等；2) 部分官方旗舰店授权专业运营团队运营，如酒仙网、新华都等，此类旗舰店收入计入运营团队收入，授权为酒厂官方授权；3) 主播拿货销售，其中部分强势头部主播可能与酒厂签订独立条码产品，其余多数中腰部主播选择酒水供货团队，即专业三方运营商。

图表31: 酒类线上销售产业链主要参与者



资料来源: 方正证券研究所整理

我们认为,专业运营商一方面承载酒企官方合作资源,一方面为主播提供货品选配,中间链条的价值在于双方需求的匹配。为什么如酒仙网、新华都等的专业线上运营商能够得到有效的市场切分?我们认为背后的驱动本质是酒厂+主播的痛点需求的匹配。一方面,对酒厂而言,设立专门的业务部门、人员团队、数据处理中心、仓储物流等需要强资金链支持,且需要较为专业、全国各地触达较广的团队,酒厂天然不具备优势,而三方运营商在渠道触达、数据搭建、线上运营上更具备经验。另一方面,当前线上的快速增长驱动力来源于平台的自身流量增长+内容达播自播等的兴起,对于达人主播而言,白酒大单品的市场价格相对透明,可获取利润率偏低,利润来源主要依靠于条码产品与非标产品,但核心非标产品的开发需要一定条码费成本及运营资质,中部主播独立向酒厂拿配额、开发产品的难度较大,因此需要中间团队协助配货(包括标品及开发品),则中间运营商可承担此类需求。

3.2 线上快速扩容过程中,发展趋势与竞争要素如何?

■ **趋势一: 平台监管趋严,酒水线上销售由粗放增长转向规范化运营,运营商资质加强管理,行业加速淘汰出清。**我们认为,过往尤其在 20-21 年内容电商兴起、酒类线上销售起步阶段,行业处于粗放增长阶段,相关审核标准较松,存在部分假酒风波、串货商线上卖货等乱象,但近年来行业监管收紧的趋势明确,主要体现在两个方面:

- 1) **酒类店铺经营门槛提升,乱价、假酒等违法经营处罚成本加大:**2024 年起,抖音平台大幅度提升酒类店铺保证金标准(保证金为商家向平台缴纳,用于保证商家在平台上合规运营,并对消费者投诉及维权进行先行赔付),将酒水类目保证金由过去的 2 万元提升至 15 万元,开店门槛提升,约束作用显著加大,增加违规经营者的成本。2024 年 1 月以来,行业内约有 20-30%的抖店受到保证金上涨或品牌授权影响,一批店铺暂停营业,违规经营商加速淘汰。
- 2) **规范品牌及货源授权,直播间乱象严整,专业主播、授权运营团队重要性凸显:**我们认为品牌授权加严在开发品中体现更为明显,过去抖音平台对名酒主品

和开发产品线上销售授权审核相对宽松,当前要求名酒授权“一对一”厂商认证,每款产品均需要获得单独授权,平台工作人员亦向酒厂进行确认,严格维护名酒线上有序经营秩序。同时,2024年4月抖音颁布酒类直播15条新规,违规对相应信用分进行扣处,严格打击例如过度宣传、关联宣传、关键参数不当对比、关联母品牌宣传、价格违规等过往酒类直播中常出现的“乱象”。此外,《中华人民共和国消费者权益保护法实施条例》将于2024年7月1日起实施,新条例明确对酒类直播销售加强管理规范,明确强调“谁销售谁负责”。

我们认为,系列新规、保证金提升的条例出台,对于酒类直播带货的门槛有所提高,明确“带谁的货,谁在带货”,即设计酒类直播带货的货物来源和主播身份信息需要明示等规范,对于行业中非官方授权、小品牌达人主播等进行约束。随着行业规范化、体系化发展,长尾出清的同时利好专业的授权运营团队、正规货品来源的头部运营商,线上销售门槛将持续提升。

图表32:抖音规范和治理酒类电商直播15条新规

编号	具体规定
1	禁止互粉互注,直播间引导给榜一大哥点关注,或给某个人刷礼物的人点关注,属于诱导性消费,严重可能永久封号。
2	直播间镜头前没有人,超过5分钟判为挂机。
3	未成年不允许出现在直播间,未成年人直播轻则强制下播,重则永久封号。
4	管制刀具、违禁品,敏感话题直接下播,重则封号。
5	历史性人物,或者政治人物严禁谈论,违规者封号。
6	个人主页出现二维码、LOGO或联系方式,都会判广告线下引流,封号不解释。
7	直播间嘲讽恐吓,宣扬拜金、骂人、炫富,谈论高消费,都会被封号。
8	衣着暴露,大面积纹身均为低俗,违规者必封。
9	直播间吃红色食物,如西红柿,西瓜,火龙果,香蕉,黄瓜等,会被判血腥低俗。
10	封建迷信,风水算命,星座解读都要永久封号。
11	主播装疯卖傻,大喊大叫,背景音乐嘈杂,都不符合新规,轻则限流,重则封号。
12	直播间画面太暗或曝光太强,乱用滤镜,都有可能被判为画面色彩低劣。
13	直播间没有挂小黄车的,不允许讲述产品,敏感词,违禁词,极限词不可出现。
14	直播间不允许出现大面积文字信息,容易被判涉嫌透露别人隐私。
15	开播账号非本人认证,如被举报,少则封号30天,多则永久。

资料来源:抖音,云酒视界,方正证券研究所

图表33:抖音酒类店铺保证金提升至15万

抖音学习中心 首页 规则中心 功能中心 课程中心 人才认证 生态伙伴 规则中心 / 商家管理 / 招商入驻 / 保证金管理 / 基础保证金标准																															
基础保证金标准 2024-02-13 10:12:06 电商运营团队 <table> <tr> <th rowspan="2">一级类目</th><th rowspan="2">二级类目</th><th rowspan="2">三级/四级类目</th><th colspan="4">基础保证金(元)</th></tr> <tr> <th>个体</th><th>企业</th><th>个人(2023.3.1后开通)</th><th>个人(2023年之前历史商家)</th></tr> <tr> <td>酒类</td><td>全部</td><td>全部</td><td>/</td><td>150000</td><td>/</td><td>/</td></tr> <tr> <td>保健食品/膳食营养补充食品</td><td>全部</td><td>全部</td><td>50000</td><td>50000</td><td>/</td><td>50000(针对历史商家)</td></tr> </table>							一级类目	二级类目	三级/四级类目	基础保证金(元)				个体	企业	个人(2023.3.1后开通)	个人(2023年之前历史商家)	酒类	全部	全部	/	150000	/	/	保健食品/膳食营养补充食品	全部	全部	50000	50000	/	50000(针对历史商家)
一级类目	二级类目	三级/四级类目	基础保证金(元)																												
			个体	企业	个人(2023.3.1后开通)	个人(2023年之前历史商家)																									
酒类	全部	全部	/	150000	/	/																									
保健食品/膳食营养补充食品	全部	全部	50000	50000	/	50000(针对历史商家)																									

资料来源:抖音学习中心,方正证券研究所

图表34:新《实施条例》对于电商直播的规范规定

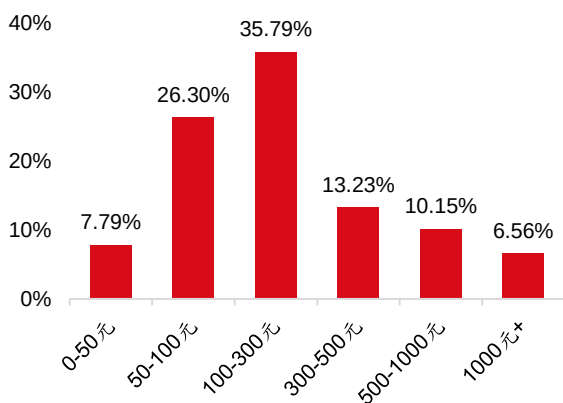
编号	核心规范方向	具体规定
1	强化信息披露	通过网络、电视、电话、邮购等方式提供商品服务的经营者,应当在首页、视频画面、语音、商品目录等处以显著方式标明或者说明其真实名称和标记。由其他经营者实际提供商品服务的,还应当当向消费者提供该经营者的名称、经营地址、联系方式等信息。
2	完善平台管理	直播营销平台经营者应当建立、健全消费者权益保护制度,明确消费争议解决机制。发生消费争议的,经营者应根据消费者的要求提供直播间运营者、直播营销人员以及相关经营活动记录等必要信息。“三无产品”往往是指经营者名称、地址、联系方式均无的,平台应当严格落实身份核验和日常管理责任,在发生消费争议时,积极协助消费者维权,切实改善售后体验。
3	规范营销行为	直播间运营者、直播营销人员发布构成商业广告的直播内容,应依照《广告法》的有关规定履行广告发布者、经营者或代言人的义务。将规范性文件《网络直播营销管理办法》中的相关内容上升为法定义务,明确平台、直播间和主播“人人有责”。

资料来源:云酒头条,方正证券研究所

■ 趋势二:内容电商兴起,下沉市场望成为增量空间,直播快速发展中,大众带的口粮酒有望迎来发展风口。

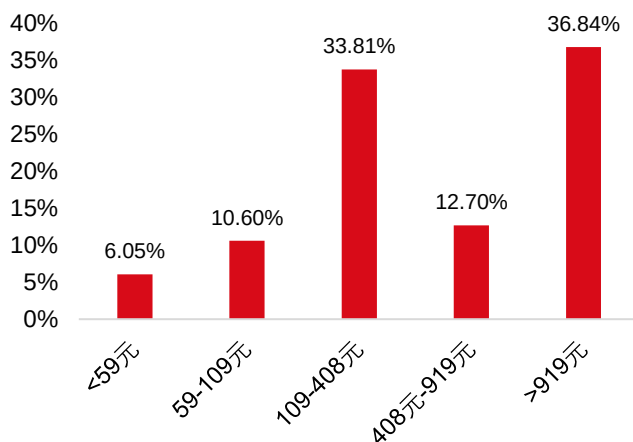
从用户城际分布看，内容电商兴起有望帮助酒类销售挖掘下沉市场需求，根据飞瓜数据统计，2023 年抖音/快手酒水消费来自三线及以下城市用户占比分别为 48.78%/63.35%，下沉市场用户丰富。此外，“线上卖酒不等于只卖低价酒”，从价格区间看，由于存在茅五泸等名品高货值大单品拉动货值，千元左右价位段销售额占比较高，抖音 919 以上价位段占比达 36.84%，刨除高货值影响，单从走量角度而言，内容电商价格带集中于两档，一是 50-150 元左右的单瓶装，二是 200-400 元左右（多为礼盒销售，如 299 元两瓶、399 元 3-4 瓶等）礼盒装。我们认为，主流走量价格带贴近居民大众化消费价格带，礼盒装等设计适应电商年货节等需求，部分名品高端口粮酒望迎接风口，在百元以下未出现垄断性单品阶段（玻汾体量偏大，其余较为分散），主播讲解+名酒厂授权+性价比选择下，高端口粮酒的价格带迎合当前内容电商的快速发展趋势。

图表35:24 年 3 月快手酒水各价格区间销售额占比



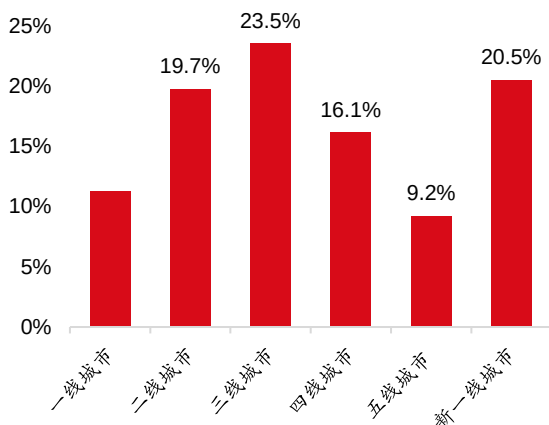
资料来源：飞瓜数据，云酒视界，方正证券研究所

图表36:2023 年抖音平台酒类商品各价位段销售额占比



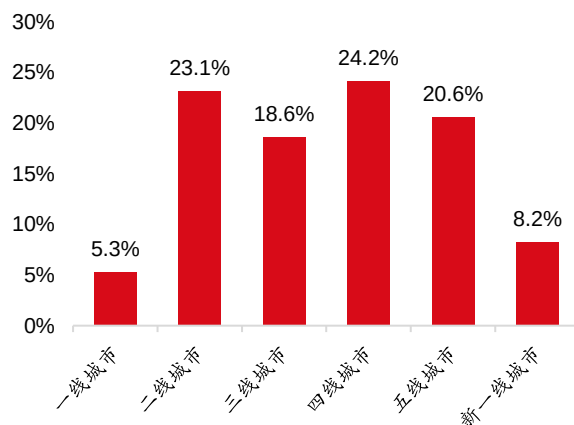
资料来源：飞瓜数据，云酒视界，方正证券研究所

图表37:2023 年抖音平台酒类消费者城市分布



资料来源：飞瓜数据，云酒视界，方正证券研究所

图表38:2023 年快手平台酒类消费者城市分布

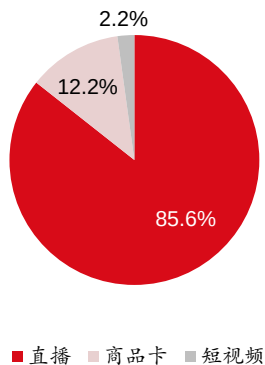


资料来源：飞瓜数据，云酒视界，方正证券研究所

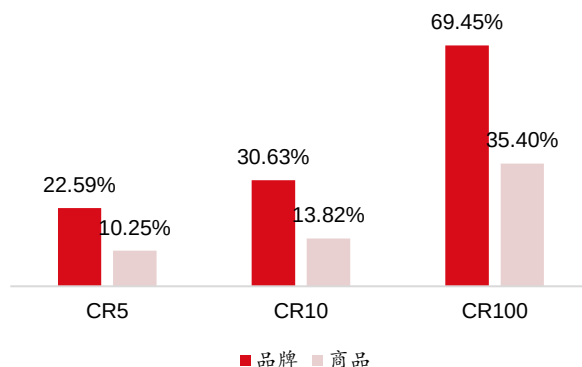
■ **趋势三：品牌将持续集中化演绎**，其中团队能力强、资金实力雄厚、有过往优秀运营合作案例、品牌资源强的运营商将深化商业模式护城河。从品牌集中度看，我们认为直播电商的销售模式为中小品牌提供更多机会，相较于线下品牌集中度偏低，但随监管趋严及行业规范性发展，品牌及运营商均将持续集中化演绎。根据快手 2024 年 3 月统计，酒类品牌销售 CR5 为 22.59%，

CR10 为 30.63%；商品销售 CR5 为 10.25%，CR10 为 13.82%。商品销售集中度仍较低，一方面由于名酒厂标准化单品尚未在战略上布局线上大规模放量，供给端有所收缩，另一方面线上的销售模式资金需求相比线下区域大商而言较小，为更多开发产品、中小品牌提供提前布局机会。

图表39:2023 抖音平台 直播/短视频/商品卡贡献的销售
额占比



图表40:2024 年 3 月快手酒类品牌/商品集中度



资料来源：飞瓜数据，云酒视界，方正证券研究所（*统计范围为销售额前七位的酒类商品）

资料来源：飞瓜数据，云酒视界，方正证券研究所

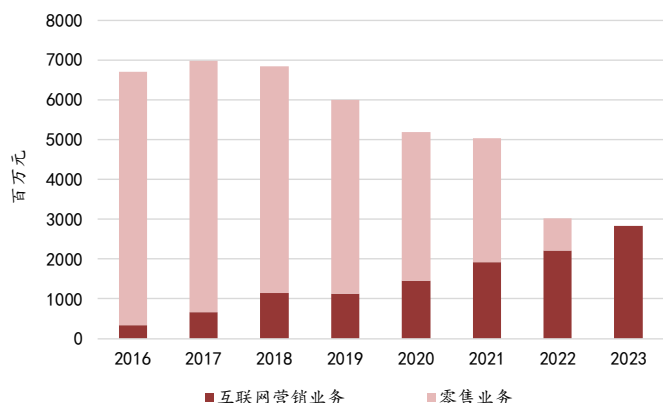
我们认为，监管的加严、品牌的集中均是对运营商资质的考验，从竞争要素角度考虑，中间运营商需要具备 1) 强资金实力，承接授权旗舰店合作需签订任务考核标准，等同于传统渠道大商，对资金运转有一定要求；2) 有过往优秀运营合作案例，在线上销售仍处于新兴发展市场过程中，酒厂仍处初步探索、逐渐重视阶段，则过往与其他品牌的合作经验将成为名酒厂合作的敲门砖；3) 品牌资源强，全国名酒授权数量有限，且酒类销售基于信任机制，供应链优势成为中间运营商的核心壁垒（如华致酒行、新华都等分别在线下、线上有强供应链优势，名酒厂合作稳定，则壁垒持续加深）；4) 中后台运营团队能力强，线上销售不同于传统渠道，对于数据处理分析的需求更高，互联网逻辑下需要运营团队具备专业素养，对用户及销售数据精准把握。从中长期维度看，具备以上条件，维持稳定合作的运营商将乘势线上扩容发展，受益行业规范化集中化出清趋势，构建差异性的商业模式护城河。

4 新华都：酒类线上扩容趋势明确，强供应链能力驱动公司持续增长

4.1 公司简介：数据研究为基础，深耕酒类电商效果营销及产品运营

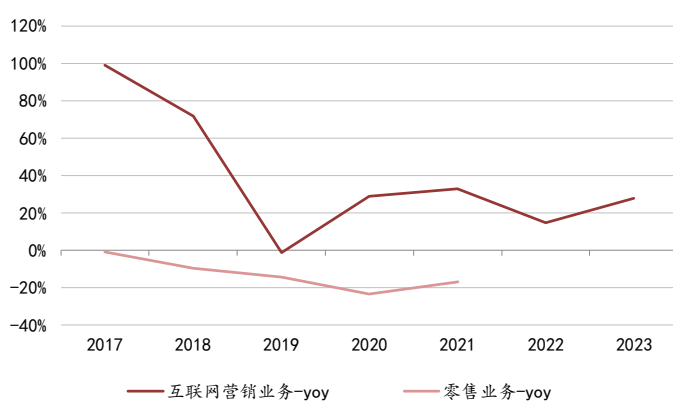
新华都成立于 2004 年，早期通过连锁门店不断扩张，为福建地区零售连锁经营龙头企业，2008 年成功在深交所上市。公司较早布局线上领域，14 年起进军电子商务领域，与阿里巴巴建立战略合作；而后于 2016 年收购了互联网营销公司久爱致和、久爱天津和泸州致和。2022 年鉴于零售行业竞争加剧且面临转型压力，公司零售业务持续承压；为了优化公司的资产结构，增强持续盈利能力，公司置出零售业务板块资产，聚焦互联网营销业务，同时更名为“新华都科技股份有限公司”，进一步优化资源配置，提升资产质量。

图表41:新华都收入分业务拆分



资料来源: wind, 方正证券研究所

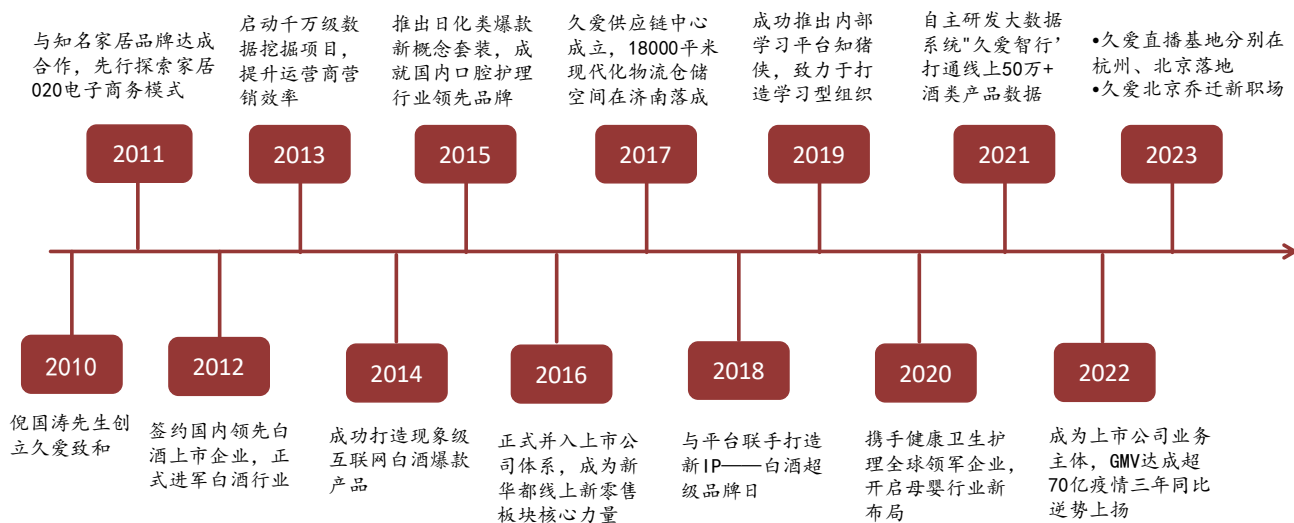
图表42:新华都互联网营销&零售业务收入增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

公司通过子公司久爱致和布局互联网营销行业。久爱致和由倪国涛创立于 2010 年, 于 2016 年被新华都收购为全资子公司 (三家主体, 包括久爱致和、久爱天津、泸州致和), 是一家以数据研究为基础的效果营销及产品运营公司, 为酒类、水饮、日化、母婴、家居五大行业近三十家知名品牌提供优质服务, 通过全链路、多样化的业务组合充分发挥竞争优势, 形成了较强的抗风险、抗周期能力。2023 年, 久爱致和实现收入 28.2 亿元, 同比+28%。

图表43:久爱致和发展历程



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所整理

4.2 重申公司的推荐逻辑: 酒类线上扩容趋势明确, 强供应链能力驱动公司持续增长

前文我们详细分析了白酒线上快速扩容趋势。新华都作为早期聚焦白酒品类的电商服务商, 我们认为有望在白酒线上快速扩容的行业 β 中获得更快成长。

1) 凭借自身资源积累, 公司持续拓展各酒企定制产品业务合作。新华都于 2023 年从茅台保健酒业拿到茅仙酒的经销代理权, 与品牌方合作研发包括泸州老窖“六年窖头曲”、“老窖世家”系列酒、茅台集团“茅仙”等定制产品。泸州老窖六年窖头曲于 2005 年推出, 主攻宴席及节日场合, 因其品质与价格形成极高的质价比, 迅速成为市场畅销产品之一。公司目前直播基地面积超 4000 平, 合作

品牌客户超 50 家，已持续多年位居电商平台综合白酒品牌运营商头部阵列，目前酒类行业品牌客户包括泸州老窖、山西汾酒、五粮液、青岛啤酒、习酒、郎酒、古井贡酒、水井坊、茅台保健酒、劲牌、红星、竹叶青、杏花村、张裕、毛铺、奔富、红魔鬼等。

图表44:久爱致和部分历史合作客户（其中部分品牌已停止合作）



资料来源：久爱致和官网，方正证券研究所

前瞻布局各平台白酒品牌官旗，有望受益于行业β收获明显。公司已与部分头部白酒品牌在“京淘抖快拼”等线上平台开设品牌官方旗舰店，如泸州老窖京东自营官方旗舰店、汾酒京东自营官方旗舰店等。各线上平台官方旗舰店为各白酒品牌主要营销推广窗口，且在官方背书下品质具备保障、也是主要销售阵地，且该等运营权具备一定排他性。公司较早聚焦白酒品类的电商运营服务，积累了丰富的酒类大数据、经验优势与品牌资源，该等竞争优势相较于酒类线下经销商/其他品类线上运营商形成了一定壁垒，我们认为在后续白酒电商更为精细化运营要求下，公司竞争优势凸显，有望持续对接白酒品牌各线上官旗。

图表45:2024/5 各白酒品牌线上各平台官旗粉丝数（万人）

白酒品牌	天猫官旗	京东		抖音官旗
		自营官旗	官旗	
五粮液	278	722	311	131
泸州老窖	384	2742	1017	223
汾酒	106	1454	1669	152
洋河	72	1964	—	100
古井贡酒	103	1428	472	106
舍得	271	483	642	40
郎酒	424	2058	871	71
习酒	108	2302	328	58

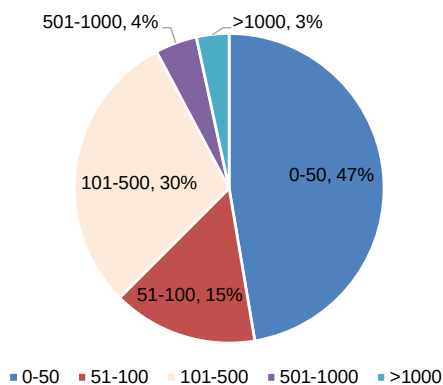
资料来源：各品牌天猫、京东、抖音官旗，方正证券研究所

2) 另一方面，公司定制高端口粮酒产品契合当下性价比消费及抖音白酒消费趋势。

■ 首先从大的消费环境来看，经济弱复苏下中低端白酒依仗的居民消费支撑力更强，行业呈现 K 型发展趋势。我们认为，分价格带来看，当前白酒行业呈现 K 型渐进性复苏趋势，1) 高端价格带白酒主要集中于礼赠与收藏场景，具有相对刚性，且消费群体的经济抗压性更强。此外，78% 的高端白酒消费者表示未来会更愿意消费价格更高的白酒产品，进一步推动高端白酒的扩张趋势。2) 次高端白酒是宴席与商务消费主力军，疫后消费水平弱复苏下，中产阶级消费水平阶段性承压，商务场景复苏较缓，致使次高端白酒市场相对承压。3) 大众带中低端白酒市场依托于居民自饮与聚饮消费，日常饮用为主，实际的居民消费支撑力更强，且在疫后消费场景全面打开的背景中实现较高增长。

■ 其次，当下抖音白酒品类中低价位段为销量大头。根据蝉妈妈数据，2023 年抖音白酒品类分价位段来看，0-50 元、50-100 元、101-500 元、501-1000 元、>1000 元价位段的销量占比分别为 47%、15%、30%、4%、3%，其中 100 元以下价位段白酒销量占比约 62%。2023 年抖音渠道白酒客单价约 200 元左右。

图表46: 2023 年抖音白酒品类按价格带销量分布



资料来源：蝉妈妈，方正证券研究所

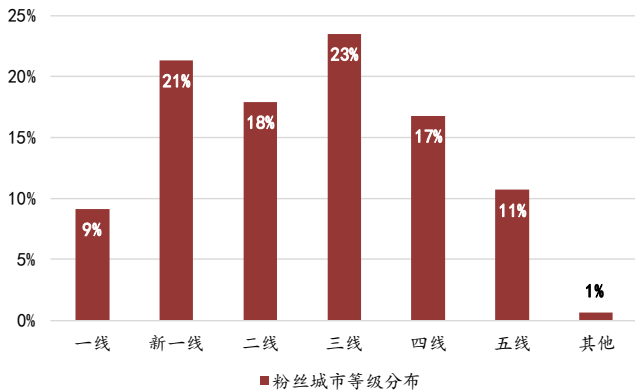
图表47: “酒连酒直播间”粉丝分年龄分布



资料来源：蝉妈妈，方正证券研究所

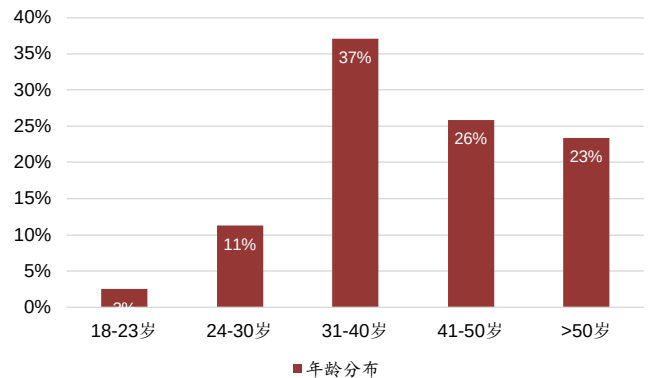
公司自有直播间人群以都市银发、小镇中老年为主。我们分析了公司自有直播间“酒连酒”的消费者画像，其中以二至四线、30-50 岁的都市银发、小镇中老年为主。

图表48：“酒连酒直播间”粉丝分城市等级分布



资料来源：蝉妈妈，方正证券研究所

图表49：“酒连酒直播间”粉丝分年龄分布



资料来源：蝉妈妈，方正证券研究所

公司定制热销产品价位段在 100 元/瓶左右，擅长以礼盒装形式销售。公司自有直播间的大单品主要为六年窖头曲、五粮液礼盒装等产品。该等产品单瓶价格在 100 元/瓶左右，通常以 2-6 瓶的礼盒装形式售卖，在头部白酒品牌品牌力加持下，契合当下性价比消费及抖音白酒消费趋势。

图表50：酒连酒卖场店抖音账号大单品情况

品牌	产品	规格	价格(元)	单瓶价(元)	23年GMV(万元)	占酒连酒直播间比重
泸州老窖	六年窖头曲	52度500ml*6	499	83	729	8.0%
茅台保健酒	贵宾酒A30	53度500ml*6	899	150	724	8.0%
五粮液	仙林生态 国杯双龙礼盒竹荪酒红盒	52度500ml*2	238	119	474	5.2%
五粮液	仙林生态 国杯双龙酒礼盒装	52度500ml*2	238	119	453	5.0%
五粮液	仙林生态 国杯双龙礼盒龙年纪念酒	52度500ml*2*3	699	117	417	4.6%
泸州老窖	六年窖头曲	52度500ml*2	206	103	400	4.4%

资料来源：蝉妈妈，方正证券研究所

4.3 盈利预测

我们认为，白酒当前线上渗透率较低仍有较大提升空间，公司凭借多年运营积累了丰富的品牌资源，与白酒头部品牌泸州老窖、山西汾酒等深度合作，同时拓展郎酒、茅台保健酒、五粮液、古井贡酒、习酒、水井坊等多品牌合作。传统零售业务置出下，公司不断加强电商供应链体系、拓宽产品品类，提升定制包销产品收入占比带动利润端释放，随头部品牌合作加深+定制品贡献增量，强势增长可期。24Q1 公司收入/利润同比+107%/+47%，部分受年货节错位影响，但也初步兑现自身的快速增长。我们预计 24-26 年公司营业收入分别 38.2、47.5、57.1 亿元，归母净利润分别为 2.7、3.3、4.0 亿元，同比+33%、+25%、+20%，当前股价对应 24 年 P/E 为 15x，维持“强烈推荐”评级。

图表51:公司盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
收入端（百万元）				
互联网营销	2824	3754	4677	5641
yoy	27.8%	32.9%	24.6%	20.6%
食品类	2364	3333	4213	5131
yoy	34.5%	41.0%	26.4%	21.8%
日用品	383	422	464	510
yoy	-3.2%	10.0%	10.0%	10.0%
零售业务	0	0	0	0
营业总收入	2824	3824	4747	5711
yoy	-6.6%	35.4%	24.1%	20.3%
利润端（百万元）				
毛利率—食品类	22.6%	21.0%	21.8%	22.4%
毛利率—日用品	29.0%	29.2%	29.2%	29.2%
销售费用率	13.6%	12.2%	12.7%	12.9%
管理费用率	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
归母净利率	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
归母净利润	200.7	266.8	334.1	402.4
yoy	-2.0%	32.9%	25.2%	20.5%

资料来源: wind, 方正证券研究所

5 风险提示

零售环境疲软的风险；市场竞争加剧的风险；电商平台经营波动的风险

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