

# 商业贸易

证券研究报告  
2019年07月17日

## 复盘美国酒流通巨头南方酒业看华致酒行发展空间

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

刘章明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《商业贸易-行业深度研究:导购电商平台龙头, UGC 及 IT 技术建设构建护城河》 2019-07-17
- 《商业贸易-公司专题研究:华致酒行价值思考五问五答》 2019-07-16
- 《商业贸易-行业深度研究:酒企的白银时代, 酒类流通的黄金时代》 2019-07-16

**异地扩张和外延并购铸就美国酒类流通巨头。**美国南方酒业(Southern Glazer's Wine and Spirits LLC)是美国最大的酒类批发商,业务遍及美国44个州,该公司是由Southern Wine & Spirits与Glazer's于2016年合并设立。在20世纪初期,在各州酒类经销竞争格局未定时,两家公司通过异地扩张方式不断扩张。在经历过几十年的竞争后,到上个世纪后期,各州酒类经销竞争格局已经较为确定,单纯的异地扩张很难超过当地龙头企业,此时美国酒类流通行业开始进行外延并购。2018年,Southern Glazer's收入达到183亿美元,是美国最大的酒类流通批发商。

### 美国酒类流通行业在政策限制下流通层级分明,经销商通过并购做大做强。

禁酒令废除后美国为控制酒精采取的酒类三级分销体系塑造了美国独特的酒类流通市场,酒类行业公司活动只能被限制在酒企、经销商、零售商这三个可能的角色之一。美国酒类流通市场已经成为最复杂和规范最严格的地区之一。美国酒类的三级分销制度和直邮限售法使得经销商在美国酒类流通中地位凸显。由于美国酒类牌照限制经营区域,龙头通过并购扩张整合行业,在政策的影响下美国酒类流通集中度高,酒类批发行业CR5超60%,其中南方酒业一家在2017年市占率超30%。

**对比海外巨头发展,国内酒流通行业虽无政策直接刺激,但龙头企业发展上限更高,存在产业整合基础。**美国酒流通巨头得益于政策利好及酒企上游分散,我国酒流通行业虽发展处于早期,但发展空间更为广阔,流通行业龙头有望围绕相关业务延伸产业链及进行产业整合。**从整个产业发展来看,国内酒流通领域龙头华致酒行有望承担产业整合的角色。**

- ① 从与产业上游的联系看,华致与核心供应商联系密切,同时集团拥有多家酒企,公司具备整合和运营上游酒企产品的能力;
- ② 从产业下游看,终端品牌化和连锁化是大趋势,华致已经开始逐步整合酒类终端零售网点;
- ③ 从产业链业务衍生来看,华致凭借白酒行业多年经验和供应链优势,涉足老酒市场,打开业务发展空间。

**风险提示:**政策不稳定,行业竞争剧烈;白酒行业剧烈变革,门店扩张不达预期

## 内容目录

1. 美国南方酒业(Southern Glazer's)：通过异地扩张和并购快速成长为美国酒类流通领域龙头	4
2. 美国酒类流通行业：政策限制下流通层级分明，经销商通过并购做大做强	6
2.1. 政策限制间接为经销商发展保驾护航	6
2.1.1. 禁酒运动为美国严格的酒类流通监管埋下伏笔	6
2.1.2. 设立三级分销制度与州内自治制度，间接加强经销商议价能力	7
2.2. 美国酒类行业概况：酒类消费增长平稳，市场成熟	8
2.3. 销售渠道：主体仍为线下销售，采用三级分销体系，线上渠道受直邮法规限制规模有限	10
2.3.1. 美国酒类销售才用三级分销体系	10
2.3.2. 线上渠道受直邮售卖法限制，规模有限	11
2.4. 行业竞争格局：美国酒类流通集中度高，经销商 CR5 超 60%，其中南方酒业一家占近 3 成	12
3. 对比海外巨头发展，国内酒流通行业虽无政策直接刺激，但龙头企业发展上限更高，存在产业整合基础	13
3.1. 美国酒类流通巨头发展的优势	13
3.2. 作为国内酒流通行业龙头，华致酒行具备产业整合和产业链衍生基础	14
3.2.1. 从与产业上游的联系看，华致与核心供应商联系密切，同时集团拥有多家酒企	14
3.2.2. 从产业下游看，终端品牌化和连锁化是大趋势，华致已经开始逐步整合酒类终端零售网点	16
3.2.3. 从产业链业务衍生来看，华致凭借白酒行业多年经验和供应链优势，涉足老酒市场，打开业务发展空间	18

## 图表目录

图 1：Southern Glazer's 发展历程	4
图 2：Glazer's、Southern Wine & Spirits 和 Southern Glazer's 收入（亿美元）	5
图 3：美国禁酒运动历史	6
图 4：美国三级分销体系	7
图 5：25-44 岁青壮年人群（万人）占美国人口比例最高	8
图 6：啤酒产量下滑	8
图 7：美国葡萄酒产量及消费量稳步提升	8
图 8：美国葡萄酒销售额	9
图 9：经济复苏期美国酒类零售店数量回升，近两年趋于稳定	9
图 10：美国酒类分销体系	10
图 11：美国分销商 SKU	10
图 12：美国酒类销售以三级分销体系为主	11
图 13：部分州啤酒和红酒生产商可设立酒厂品尝室	11
图 14：美国各葡萄酒分销商覆盖州数	12
图 15：美国酒类流通企业 CR5	12

图 16: 华致酒行总经销情况 .....	14
图 17: 华致酒行与各大名酒厂的总经销产品 .....	15
图 18: 白酒各渠道销售额占比 .....	16
图 19: 华致酒行渠道情况 .....	17
图 20: 老酒行业规模 .....	18
表 1: Southern Wine & Spirits 和 Glazer's 发展和异地扩张历程 .....	5
表 2: 2019 年 1 月美国红酒经销商数量 .....	7
表 3: 各销售渠道对比 .....	11
表 4: 美国前十大葡萄酒经销商概览 .....	13
表 5: 股权基金认缴出资额、出资比例、出资方式 .....	14
表 6: 实际控制人控制的酒类相关生产企业 .....	15
表 7: 茅台、五粮液、泸州老窖销售收入及占比 .....	16

## 1. 美国南方酒业(Southern Glazer's): 通过异地扩张和并购快速成长为美国酒类流通领域龙头

Southern Glazer's Wine & Spirits 是美国最大的葡萄酒和烈酒分销公司，在美国 44 个州、哥伦比亚特区、加拿大和加勒比海地区设有分公司，于 2016 年 7 月由两大巨头 Southern Wine & Spirits 与 Glazer's 合并设立。Southern Glazer's 是美国最大的葡萄酒和烈酒分销公司，拥有遍布全球 1500 家葡萄酒、烈酒、啤酒和饮料的供应商，分销超过 5000 个品牌，每年分销超过 1.5 亿箱葡萄酒和烈酒，覆盖美国近 90% 的法定饮酒年龄人口。Southern Glazer's 拥有两万多名员工，产品中约 45% 是葡萄酒，55% 是烈酒，服务超过 25 万家连锁店和独立的零售和餐厅客户。

Southern Glazer's 以用户体验为导向，为了持续保持高于市场的公司增长速度，Southern Glazer's 致力于持续改善客户体验。在已完成的超过 5000 个员工培训项目外，还雇用了 15 名主要的调酒师，向酒保、饮料买家和公司客户介绍鸡尾酒文化的最新趋势。北美 47 位著名侍酒师中，15 位受雇于 Southern Glazer's。Southern Glazer's 在专有分析工具上投入大量资金，以帮助供应商和客户更有效地指导他们的工作，满足消费者的多样化需求。2013 年到 2015 年，Southern Glazer's 开始技术扩张，运用领先的供应链技术，在 Tracy 建立了第一个地区性葡萄酒和红酒分销中心，并在加州的 Union City 建立了一个高科技自动化仓储系统，电子商务系统和 CRM 系统也在稳步推进中。

图 1: Southern Glazer's 发展历程



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

Glazer's 拥有超过 100 多年的历史，是美国中部酒水分销的龙头企业。1909 年，Louis Glazer 和妻子创建了 Jumbo Bottling，进行苏打水的分销。1933 年禁酒令取消后，他的三个儿子创办了 Glazer's Wholesale Distributors 进行 Dallas 地区 Schlitz Beer 的分销，并以此为基础开始扩张在其他州的业务板块。在早期各州酒类经销竞争格局未定时，异地扩张是最优的方式。Glazer's 始终保持着稳定的扩张速度，成为美国中部酒水分销的龙头企业。

Southern Wine & Spirits 于 1968 在迈阿密成立，不同于 Glazer's 浓厚的家族企业背景，其创始人由多个家庭组成，发展十分迅速。仅仅经营一年后，Southern Wine & Spirits 的业务就在两个海岸都有涉及，并扩展到加利福尼亚州。20 世纪 70-80 年代，美国酒水经销业务主要在州内展开，Southern Wine & Spirits 成功打破了这一限制，凭借不断扩张的业务版图，于 1992 年成为美国最大的葡萄酒和烈酒批发商。截至 2008 年，Southern Wine & Spirits 在全美范围内拥有合计 35 个州的 4 个业务板块，覆盖两个海岸，拿下了美国酒水经销市场最大的市场份额，但其在美国中部业务的推进却受阻。与此同时，Glazer's 牢牢占

据美国中部市场，拥有 15 个州的市场版图，但在区域外业务范围扩张受到限制。在经历过几十年的竞争后，到上个世纪后期，各州酒类经销竞争格局已经较为确定，单纯的异地扩张很难超过当地龙头企业，此时外延并购成为最优的方式。

业务发展和市场增长的限制使得双方希望通过业务合作实现公司的扩张，2016 年双方达成了合并协议，良好的协同效应加快公司发展。合并开展前，双方仅有 Indiana 一州的业务范围有重合。公司合并产生了良好的协同效应，迎来了新的快速增长期。Southern Glazer's 凭借覆盖美国 44 个州的业务范围成为酒水供应商的首选合作商，Bacardi、Campari 等多家知名酒企选择其作为全国独家经销商。

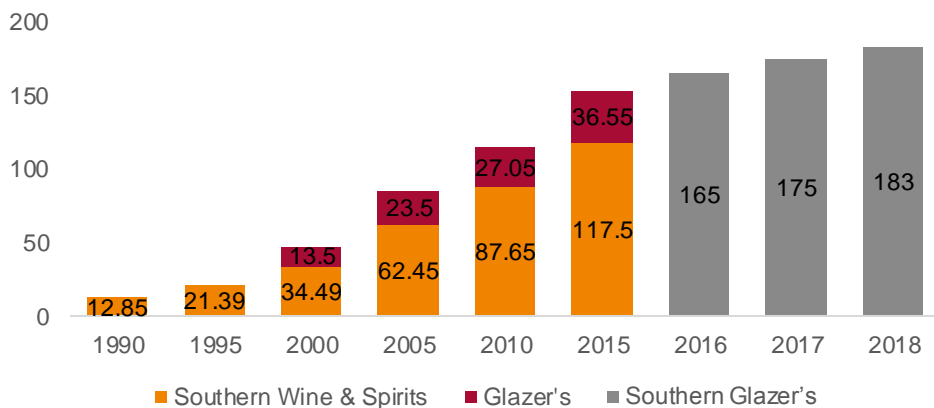
表 1: Southern Wine & Spirits 和 Glazer's 发展和异地扩张历程

Southern Wine & Spirits		Glazer's	
1968	正式创立	1909	前身 Jumbo Bottling 创立
1969	双海岸，加利福尼亚	1933	正式成立
1972	佛罗里达	1943	什里夫波特，新奥尔良，路易斯安那州
1976	内华达州	1944	阿肯色州
1984	加利福尼亚	1966	亚利桑那
1992	亚利桑那州	2003	俄克拉何马州
1993	南卡罗莱纳	2004	密西西比
1995	宾夕法尼亚	2011	田纳西
1996	夏威夷	2012	亚拉巴马州，维京群岛
1998	肯塔基州	2013	加拿大
2000	新墨西哥		
2001	科罗拉多		
2002	伊利诺斯州		
2004	纽约		
2005	缅因州，密西西比，新罕布希尔州，北卡罗莱纳州佛蒙特州，弗吉尼亚，西弗吉尼亚		
2006	亚拉巴马		
2007	俄亥俄州		
2008	阿拉斯加，特拉华，爱达荷州，蒙大拿，俄勒冈州，犹他州，华盛顿，怀俄明州		
2010	印第安纳州，明尼苏达州，马里兰，华盛顿，内布拉斯加州，德克萨斯		
2011	爱荷华州，密歇根州		

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2018 年，Southern Glazer's 收入达到 183 亿美元，进入平稳发展阶段。2000-2015 年，Southern Wine & Spirits 营收复合增速达到 8.51%，同期 Glazer's 营收复合增速为 6.87%。2016 年，两大巨头 Southern Wine & Spirits 与 Glazer's 合并，2016-2018 年，合并后的 Southern Glazer's 复合增速为 5.31%，2018 年收入达到 183 亿美元，公司进入平稳发展阶段。

图 2: Glazer's、Southern Wine & Spirits 和 Southern Glazer's 收入 (亿美元)



资料来源: Park Street Analyses, 天风证券研究所

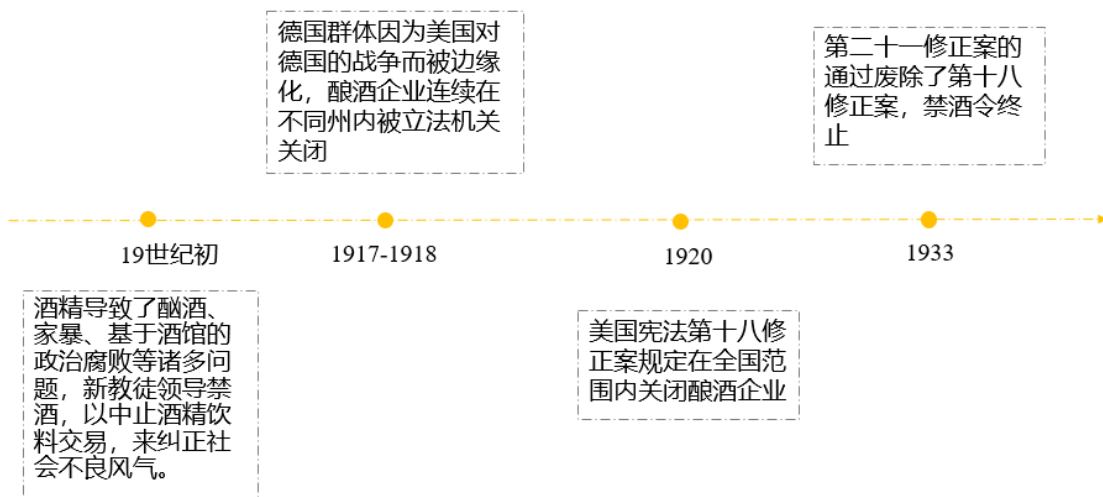
## 2. 美国酒类流通行业：政策限制下流通层级分明，经销商通过并购做大做强

### 2.1. 政策限制间接为经销商发展保驾护航

#### 2.1.1. 禁酒运动为美国严格的酒类流通监管埋下伏笔

1920-1933 年，美国颁布全国范围内的禁酒令，禁止酒精饮料的生产、进口、运输、销售。禁酒令的颁布主要归因于此酒精对美国社会带来了诸多不良影响，而禁酒令的废除主要归因于禁酒令引起了犯罪，降低了当地收入和政府税收。

图 3：美国禁酒运动历史



资料来源:《美国禁酒运动的历史研究》，天风证券研究所

禁酒运动可以分以下几个时期：

①**禁酒运动的萌芽**：19 世纪，酒精导致了酗酒、家暴、基于酒馆的政治腐败等诸多问题，新教徒领导禁酒，以中止酒精饮料交易，来纠正社会不良风气。通过妇女基督教禁酒联盟，这项运动获取了国家基层民众的支持。

②**禁酒令的颁布**：1917-1918 年德国群体因为美国对德国的战争而被边缘化，酿酒企业连

续在不同州内被立法机关关闭，最终 1920 年美国宪法第十八修正案规定在全国范围内关闭酿酒企业。禁酒法案制定了执行联邦禁令的规则，定义了禁止酒精饮料的种类。比如宗教目的的葡萄酒使用是允许的，联邦法律下酒精的私人拥有和消费并不违法，但是有些地区的当地法律更严格，一些州禁止私有酒。

③**禁酒令废除**：1933 年 12 月 5 日，第二十一修正案的通过废除了第十八修正案，禁酒令终止。禁酒令颁布后，犯罪集团逐步控制某些城市的酒类供给。20 世纪 20 年代后期，美国出现了全国性的反对禁酒活动，反对者指出禁酒令导致了有组织的犯罪和暴力的增长，降低了当地收入，把“乡村”新教的宗教价值观强加给“城市”美国。作为一项实验，禁酒令每年都失去支持者，并使得减少了美国的税收收入，导致美国更难应对 1929 年开始的经济大萧条。

### 2.1.2. 设立三级分销制度与州内自治制度，间接加强经销商议价能力

禁酒令废除后，联邦政府建立了两项原则，塑造了美国独特的酒类流通市场。第一，采用三级分销体系，包括酒企、经销商、零售商。总的来说，酒类行业的公司活动只能被限制在这三个可能的角色之一。三级分销体系的目的在于鼓励酒精控制，收取州内酒类税收。第二，各州在自己的边界内自己管理酒类流通。因此，美国酒类流通市场已成为最复杂和规范最严格的地区之一。

#### ① 设立三级分销体系，合格经销商数量受控

美国政府定义了酒精饮料供应链中的三个不同角色。1) 供应商/进口商，2) 经销商，3) 零售商。政策对葡萄酒和烈酒的销售作出了不同的约束。本州的酒企可直接销售至当地零售商，但如需销售至州外，必须经由具有相关执照的经销商，啤酒则不受此政策约束。部分州对零售商有酒类零售需开设单独店铺的要求。故美国流通酒中，葡萄酒与烈酒由同样的经销商进行销售。这个限制角色防止了大公司的独裁。比如，一个大的烈酒厂不可能拥有整个餐馆的供应链，逼迫终端只能卖自己品牌的产品。

图 4：美国三级分销体系



资料来源：Park Street Analyses，天风证券研究所

归属各州的酒企可直接销售至当地零售商，但如需销售至州外，必须经由具有相关执照的经销商，因此美国各州都有 30-147 家不等的经销商。

表 2：2019 年 1 月美国红酒经销商数量

State	Unique Distributors
California	147
New York	103
Illinois	64
Florida	52
Virginia	51
Texas	42
Colorado	38
Massachusetts	38
Washington	37
Oregon	36
North Carolina	33

Ohio	33
Maryland	30
Michigan	30
All others	440
Total US Wine Distributors	1,174

资料来源: Wines Vines Analytics, 天风证券研究所

## ② 州内自制, 各州经销法规不统一

除了联邦法之外, 各州也有自己的权力监管酒精饮料的制造、进口、运输、销售、推广和供应, 且法规非常不统一。因此, 在某一州合格的做法在另外的州可能违法。另外, 一些州可能因为某家公司拥有另一个州的执照而拒绝该公司在本州内登记。

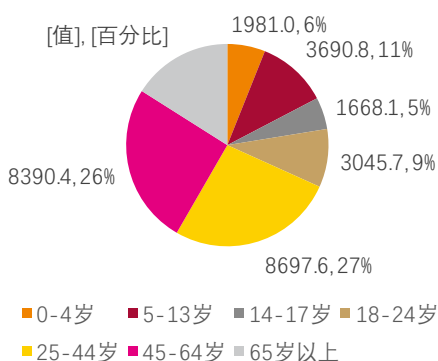
在美国的酒类流通来说, 州可以分为开放州和管制州。开放州允许私有的酒精零售销售, 而管制州在州界内拥有州政府运营和拥有的分销和零售渠道。管制州内可能对某些地区或对某些酒精饮料开放。

**美国经销商很有限, 少见全国性的分销公司, 但存在不同州分销公司共用同一个经销商品牌的情况, 经销商议价能力极强。**①**供应商在各州拓展经销体系不易。**由于经销商被州边界限制或者州内市政边界限制, 每次供应商想要拓展其他州的酒类分销, 就必须在州内注册, 并与州内合格经销商签订经销合同, 将产品加入其经销目录, 因此一个全国性的扩张计划要求供应商在各州重建经销体系。②**美国不存在全国性经销商。**比较大的经销商在很多个州内都有经销权, 但这其实是若干个单独的基于州的公司归于一个共同的名字之下, 每个州级的经销公司独立决策。③**美国的经销商议价力极强。**美国经销商数量有限, 但是在经销目录中有数以千记的 SKU。

## 2.2. 美国酒类行业概况: 酒类消费增长平稳, 市场成熟

庞大的青壮年消费群体为美国酒类消费打下坚实基础。美国酒文化历史悠久, 美国人消费能力可观, 对酒品牌认知程度高, 同时庞大的人口基础, 尤其是庞大的青壮年人口 (占总人口 27%) 为美国酒类消费奠定坚实基础。

图 5: 25-44 岁青壮年人群 (万人) 占美国人口比例最高



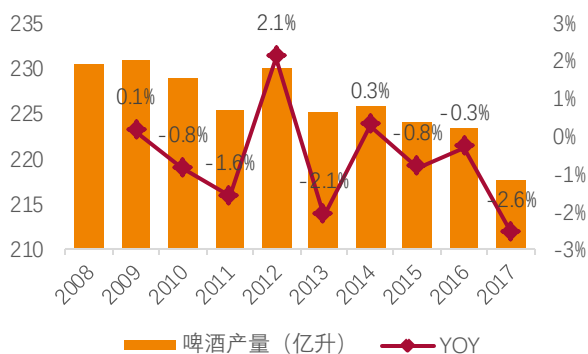
资料来源: Wind, 天风证券研究所

从整体消费结构看, 啤酒、烈性酒消费下滑, 葡萄酒消费提升。年轻世代崇尚健康理念, 对高度数啤酒、烈性酒的消费量下滑, 葡萄酒消费量则维持稳定增长, 并一跃成为葡萄酒第一消费国, 2017 年, 葡萄酒消费量达 32.6 亿升, 同比增长 2.8%。

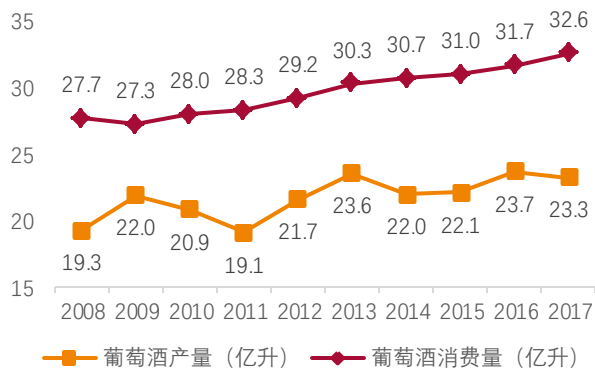
图 6: 啤酒产量下滑

图 7: 美国葡萄酒产量及消费量稳步提升





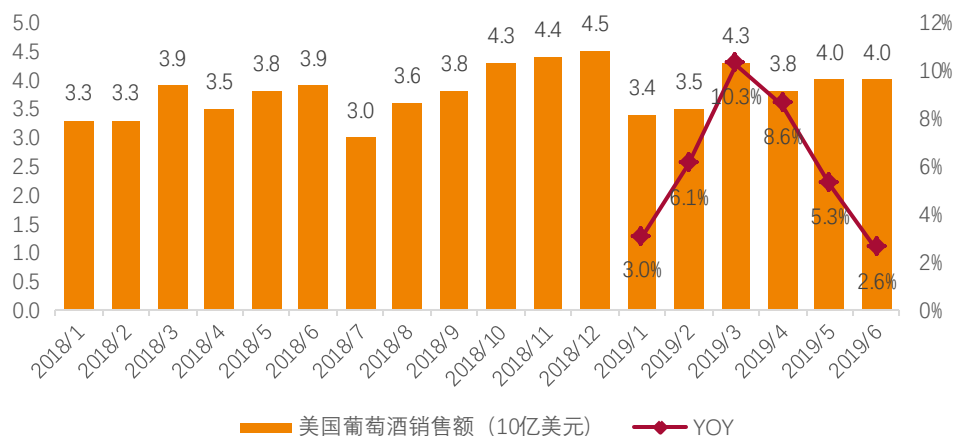
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

**葡萄酒市场成熟，销售额维持单位数增速。**葡萄酒销售存在季节性，从2019年的情况看，同比增速基本维持在个位数，截至2019年6月的12个月内销售额约480亿美元，同比增长2%。

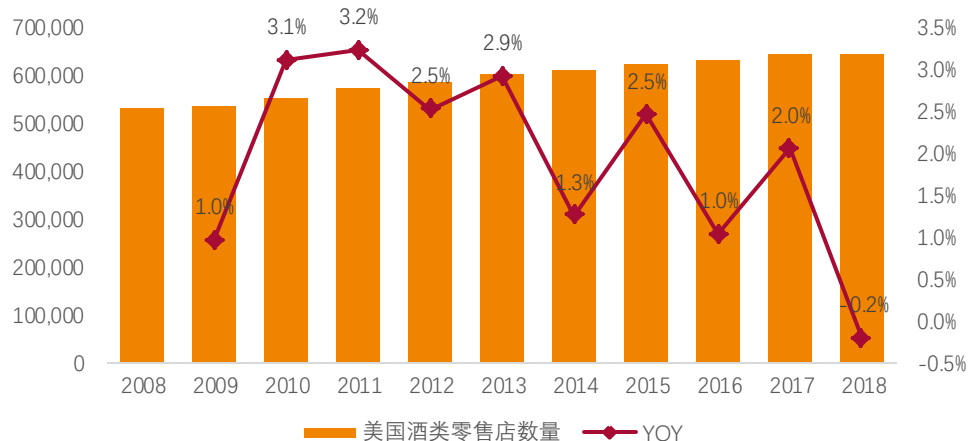
图 8: 美国葡萄酒销售额



资料来源: Wines Vines Analytics, 天风证券研究所

**经济复苏期美国酒类零售店数量回升，近两年趋于稳定。**2008-2009 金融危机时期，酒类消费低迷，酒类零售店数量约 53 万家，经济复苏期酒类零售店数量稳步提升，近两年数量达到 64 万家，并基本维持稳定。

图 9: 经济复苏期美国酒类零售店数量回升，近两年趋于稳定



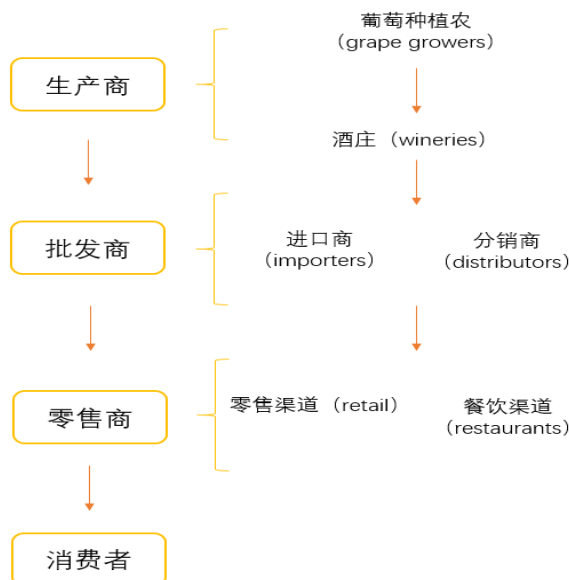
资料来源: Nielsen, TDLinxtm 2019, 天风证券研究所

## 2.3. 销售渠道：主体仍为线下销售，采用三级分销体系，线上渠道受直邮法规限制规模有限

### 2.3.1. 美国酒类销售才用三级分销体系

美国酒类销售采用生产商——分销商——零售商三级分销体系。单一公司只能扮演单一角色，生产商仅负责生产产品，并仅通过分销商将产品批发给零售商，而零售商也只能从分销商那里进货出售，并将产品最终出售给消费者。各州对各自境内的酒类流通负有监管义务，这种三级分销体系的设定也是为便于政府对酒类饮品进行监督和监控。

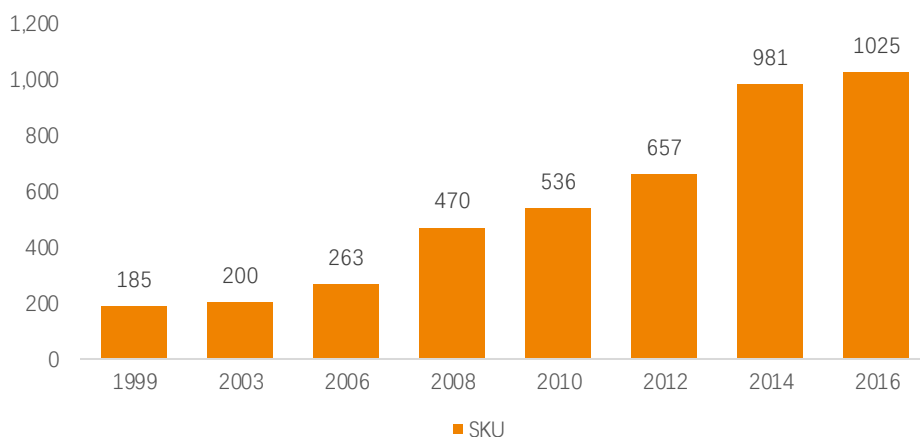
图 10：美国酒类分销体系



资料来源: 葡萄酒商务, 天风证券研究所

分销商经营品类日趋丰富。消费者越来越倾向于一站式购物与个性化体验，这种消费习惯与理念的改变也改变了分销商对于经营品类的选择，提供丰富多样、差异化酒品以满足不同消费者的需求。根据 NBWA Distributor Productivity Report，2016 年美国酒类分销商平均 SKU 可达 1025。

图 11：美国分销商 SKU



资料来源：NBWA Distributor Productivity Report, 天风证券研究所

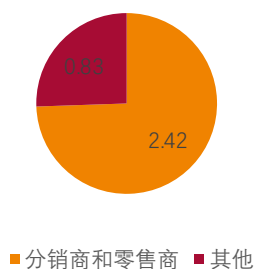
**三级分销体系下，消费者购酒成本高。**从酒庄到消费者需要经过分销商和零售商，流通成本层层叠加，终端消费者购酒成本高昂，并且等级越高的葡萄酒，流通成本也越高。不同零售渠道加价率不尽相同，餐饮渠道甚至比零售渠道的加价率更高。

**美国以三级分销体系为主，部分酒庄可以独立设立酒厂品尝室。**大部分州严格遵循上述三级分销体系，分销商、零售商销售规模占比达 74.5%。但部分州啤酒和红酒生产商可以设立类似餐厅的场所售卖酒品，对于酒厂而言酒厂品尝室与酒厂活动这种销售渠道占比可达三分之一。烈酒的管控则更为严格，酒厂难以通过自设酒厂品尝室的方式进行销售。

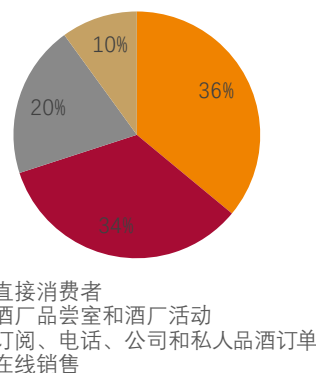
图 12：美国酒类销售以三级分销体系为主

图 13：部分州啤酒和红酒生产商可设立酒厂品尝室

2018年葡萄酒销售量（亿箱）



资料来源：葡萄酒网，天风证券研究所



资料来源：葡萄酒网，天风证券研究所

### 2.3.2. 线上渠道受直邮售卖法限制，规模有限

**线上渠道规模有限。**线上渠道绕开分销商和零售商，直接采用酒庄直供的方式，消费者可以以更低的成本买到更好品质的酒品。当前线上渠道占比仍较低，2019 年线上渠道销售收入仅 7.76 亿美元。

**直邮售卖法限制了酒庄直接向顾客销售酒类，规模有限。**由于互联网和酒庄旅游业发展，酒庄直邮方式开始流行，这种方式跳过了批发商和零售商，直接由生产商销售给消费者，但酒庄直邮有在部分州有明确限制，在允许的州也会在数量和税收上做出一定限制。

表 3：各销售渠道对比

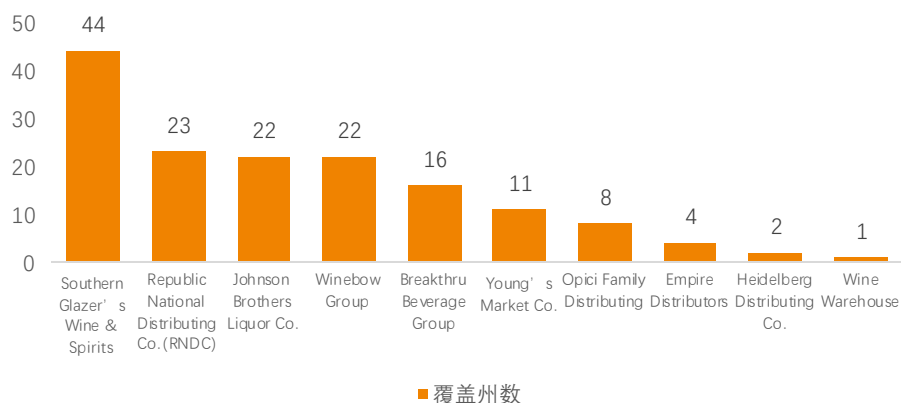
	酒类零售店	啤酒批发店	葡萄酒&烈酒批发店	线上渠道
2019 年收入规模	600 亿美元	710 亿美元	1040 亿美元	7.76 亿美元
渠道数量 (家)	46470	4550	6597	221
2014-2019 年复合增速	2.70%	1.60%	2.50%	10.6%(2013-2018)
从业人员数量 (人)	186694	119469	94171	933

资料来源: IBIS World, 天风证券研究所

## 2.4. 行业竞争格局: 美国酒类流通集中度高, 经销商 CR5 超 60%, 其中南方酒业一家占近 3 成

牌照限制经营区域, 龙头通过并购扩张整合行业。经营牌照由各州负责发放, 归属各州的酒企可直接销售至当地零售商, 但如需销售至州外, 必须经由具有相关执照的经销商, 各分销商只能依据牌照在规定地区经营, 覆盖区域迥异, 龙头通过并购的方式拓宽自身业务覆盖面。以葡萄酒为例, 2016 年 Southern Wine & Spirits of America 和 Glazer's Family of Companies 并购后, 覆盖美国 44 个州, 遥遥领先于同行。Charmer Sunbelt Group 和 Wirtz Beverage Group 合并成立的 Breakthru Beverage Group, 覆盖州数达 16 个。

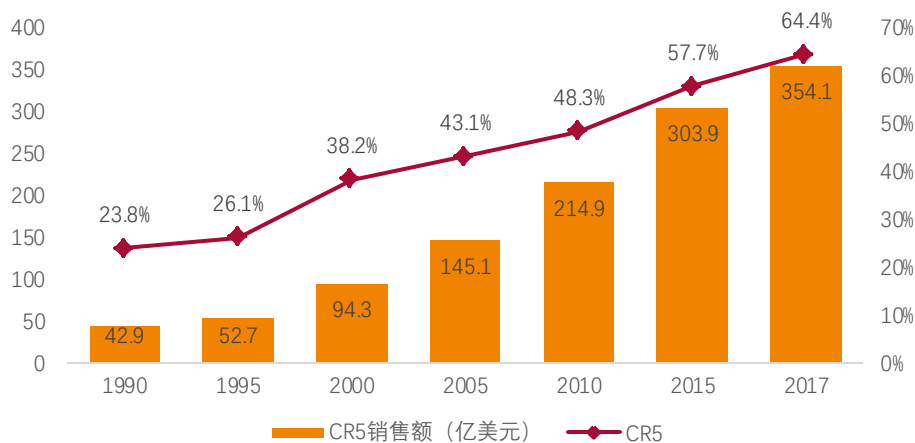
图 14: 美国各葡萄酒分销商覆盖州数



资料来源: Wines Vines Analytics, 天风证券研究所

美国酒类批发行业集中度不断提高。美国酒水批发行业集中度较高, CR5 从 1990 年的 23.8% 上升至 2017 年的 64.4%。2017 年, 前五大酒类流通商销售额合计达 354.05 亿, 为 1990 年的 8.3 倍。从竞争格局上看, Southern Wine & Spirits of America 自 1990 年起长期稳居第一, Glazer's 为后起之秀, 2000 年后长期稳居第三、四位。

图 15: 美国酒类流通企业 CR5



资料来源：Park Street Analyses，天风证券研究所

**Southern Glazer's 一家独大，市占率超过 30%。**美国葡萄酒前十大分销商中，只有 Southern Glazer's Wine & Spirits 通过并购实现了 44 个州的服务范围，共设立 123 个办公室，在行业内形成相对垄断。公司代理逾 1100 个酒庄、超 5000 个品牌的产品，仓储面积达 1250 万平方英尺，分销渠道包括酒吧、餐馆、零售商和街头商店，2018 年收入达 183 亿美元。行业第二大竞争者 RNDC 经销范围覆盖 23 个州，共设立 46 个办公室，代理 820 个酒庄，第三 Breakthru 将 629 个酒坊的产品销往 16 个州。

表 4：美国前十大葡萄酒经销商概览

	覆盖州数	办公机构数量 (家)	代理酒庄数量 (家)	员工数量 (人)	2017 年销售额 (亿美元)	市占率
Southern Glazer's Wine & Spirits	44	123	1141	22000	175	31.8%
Republic National Distributing Co.	23	46	820	9500	74.65	13.6%
Breakthru Beverage Group	16	37	629	10000	55.25	10.0%
Young's Market Co.	11	56	693	3000	30.15	5.5%
Johnson Brothers Liquor Co.	22	36	401			
Winebow Group	22	21	598			
Empire Distributors	4	13	586		19	3.5%
Heidelberg Distributing Co.	2	9	85			
Opici Family Distributing	8	9	250			
Wine Warehouse	1	2	76			

资料来源：Wines Vines Analytics，天风证券研究所

### 3. 对比海外巨头发展，国内酒流通行业虽无政策直接刺激，但龙头企业发展上限更高，存在产业整合基础

#### 3.1. 美国酒类流通巨头发展的优势

### ① 上游分散，渠道议价能力强

美国酒类消费占比最高的葡萄酒，多为酒庄生产，不同地区生产的葡萄酒风味不同。往往单个酒庄规模体量不大，上游十分分散。上世纪 90 年代中期，美国约有 1800 家葡萄酒庄和 3000 家经销商，截至 2018 年底，市场格局演变为 9700 家酒庄和 1200 家经销商。葡萄酒流通渠道中，经销商占据主导力量，掌控了大部分的供应和销售渠道，在面对上下游时有很强的价格谈判能力，大批量采购、储藏和运输形成规模经济。

### ② 政策限制利好美国酒流通行业

美国酒类三级分销制度和直邮销售限制法帮助了酒流通批发企业发展壮大。这一规定下，归属各州的酒企可直接销售至当地零售商，但如需销售至州外，必须经由具有相关执照的经销商，强调了经销商的重要性。

## 3.2. 作为国内酒流通行业龙头，华致酒行具备产业整合和产业链衍生基础

我们可以看到美国酒流通行业已经是一个较为成熟的行业，在相关政策影响下，市场集中度非常高，龙头优势显著。国内酒流通行业发展虽处于早期，但发展空间更为广阔，流通行业龙头有希望围绕相关业务延伸产业链及进行产业整合。

### 3.2.1. 从与产业上游的联系看，华致与核心供应商联系密切，同时集团拥有多家酒企

#### ① 与核心供应商联系密切，持续推进相关合作

近日，华致酒行全资子公司西藏中糖拟与宜宾五粮液农村产业融合发展投资基金管理有限公司（五粮液集团旗下战略投资基金）共同投资设立宜宾五商股权投资基金（有限合伙），专项投资于 KA 渠道供应链管理公司。其中西藏中糖出资额为人民币 4000 万元（全部为西藏中糖自有资金），占合伙企业全体合伙人认缴出资总额的比例为 4%。

表 5：股权基金认缴出资额、出资比例、出资方式

合伙人类别	股东名称	认缴出资额（万元）	出资方式	认缴出资比例
普通合伙人	宜宾五粮液农村产业融合发展投资基金管理有限公司	10	货币	0.01%
有限合伙人	西藏中糖德和经贸有限公司	4000	货币	4%
	其他有限合伙人	95990	货币	95.99%
合计		100000	货币	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

股权基金的成立进一步加强了华致与五粮液的合作，或将促进五粮液全国销售体系的扁平化，体现出五粮液集团对华致渠道的重视；与五粮液集团旗下基金合作成立专项股权投资基金的合作模式有望在华致与其他名酒企的合作中复制，将进一步加强华致与核心供应商的合作联系。

#### ② 华致具备整合和运营上游酒企产品的能力

华致酒行是具备上游产品整合能力的酒类运营商。公司积极引进新品，主要包括：①精品遴选，公司凭借与上游酒企酒商持续稳定、相互信赖的合作关系，从其提供的产品中筛选出满足国人消费需求和公司战略的产品进行销售推广；②新品开发，当市场上现有酒品不足以完全满足消费者偏好时，公司会从口感、酒体、品味、价格等元素出发，主动提出开发报告，借助酒企丰富的生产经验和成熟的酿造工艺，合作开发出新的酒品，弥补市场空白。

图 16：华致酒行总经销情况

序号	产品名称	酒企名称	经销商资质	获取时间	新合同约定期限	是否存在区域限制	同类产品的其他总经销商数量	其他同类经销商规模 (万元)	
1	五粮液年份酒	宜宾五粮液	总经销	2005年	2011年1月1日-2018年12月31日	全国	不存在	-	
2	贵州茅台酒(金)	贵州茅台	总经销	2015年	2018年1月1日-2018年12月31日	全国	不存在	-	
3	53°1680ml贵州茅台酒	贵州茅台	总经销	2016年	2018年1月1日-2018年12月31日	全国	不存在	-	
4	罗伯特·蒙大菲系列葡萄酒	星座品牌	总经销	2013年	2013年11月21日-2024年2月29日, 已终止。	中国大陆地区	不存在	-	
5	古井贡酒1818系列	安徽古井贡	总经销	2015年	2015年7月26日-2018年12月25日	全国(安徽、河南、苏州、温州除外)	不存在	-	
6	习坛	习酒公司	总经销	2016年	2016年12月1日-2019年12月31日	全国	不存在	-	
7	国乡荷花	荷花酒业	总经销	2016年	2016年12月7日-2026年12月6日	全国	不存在	-	
8	仙林世家桑葚酒	九贺宴酒业、五粮液仙林果酒公司	总经销	2017年	2017年1月15日-2022年1月14日	全国	不存在	-	
9	古越龙山年份酒	古越龙山	总经销	2006年	2006年12月21日-2016年12月31日, 已终止。	全国	不存在	-	
10	“五粮陈”1号、2号和3号	泸州纳川	总经销	2011年	2011年5月9日-2016年5月8日, 已终止。	全国	不存在	-	
11	香格里拉高原干红品牌系列	天露酒业、香格里拉酒业	总经销	2012年	2012年1月1日-2021年12月31日, 已终止。	全国	不存在	-	
12	珍酒品牌系列	贵州珍酒销售、贵州珍酒酿酒	总经销	2012年	2012年1月1日-2016年12月31日, 已终止。	全国	不存在	-	
13	湘窖品牌系列	邵阳开口笑、湘窖酒业	总经销	2012年	2012年1月1日-2016年12月31日, 已终止。	全国	不存在	-	
14	福酒中国红品牌系列	四川陈又陈、四川金六福	总经销	2012年	2012年1月1日-2016年12月31日, 已终止。	全国	不存在	-	
15	“甲等老白汾”系列产品	汾酒销售公司	总经销	2017年	2017年5月23日-2018年9月25日, 已终止。	全国	不存在	-	
16	“虎头汾酒”系列产品	汾酒科技开发公司	总经销	2017年	2017年4月1日-2022年12月31日	全国	不存在	-	
17	53度茅台醇·酱酒	茅台醇公司	总经销	2018年	2018年1月10日-2018年12月31日	全国	不存在	-	
18	普通五粮液系列	宜宾五粮液	一般 经销	2011年	2017年12月27日-2018年12月5日	全国、特定区域	华致酒行渠道、KA渠道等	1128家	2,490.42
19	贵州茅台酒系列	贵州茅台	一般 经销	2011年	2018年1月1日-2018年12月31日	特定区域		3083家	1,684.12

资料来源：招股书、天风证券研究所

华致酒行获得的经销资格以总经销为主，2018H1 华致酒行总经销资质占比高达 92.3%。总经销类产品均为华致发起，向上游名酒厂定制，包括五粮液年份酒、贵州茅台金酒、古井贡 1818、习坛、虎头汾酒系列等各大名酒厂畅销系列酒。

图 17：华致酒行与各大名酒厂的总经销产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### ③ 集团拥有 13 家酒厂，具备产业整合基础

公司所在的金东集团拥有 13 家酒厂，包括金六福、陈又陈、贵州珍酒等。当公司发现现有产品不能充分满足消费者“多元化”的消费需求时，公司会从口感、酒体、品味、价格等多维度出发，向合作酒企、酒庄主动提出新品开发建议。公司在消费者大数据方面占优，酒企、酒庄则拥有丰富的生产经验和成熟的酿造工艺，两者优势互补，共同挖掘潜在市场空间。

表 6：实际控制人控制的酒类相关生产企业

序号	酒厂名称
1	金六福
2	陈又陈
3	贵州珍酒

4	湘窖
5	开口笑
6	临水酒业
7	江西李渡
8	滕州今缘春
9	桂林湘山酒业
10	吉林榆树钱
11	太白酒业
12	湖南雁峰酒业
13	广州德庆无比养生酒

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

#### ④ 从趋势上看，酒企将越来越重视华致这样的全国性连锁渠道

由于我国酒行业发展的历史原因，酒企实力往往强于下游渠道，但未来酒企尤其是地方性酒企将越来越重视全国性连锁渠道。白酒行业从计划经济转向市场经济时，酒厂多是所在县乃至省地方经济的支柱产业，改革开放后，拥有国企身份的名酒厂纷纷被政府要求进行股份制改革，然后作为国内第一批上市公司，成功登陆资本市场，其资金实力上游厂家的实力远高于下游渠道商，而且当时负责经销的区域糖酒公司多年来只负责拿到产品后搞批发，品牌和渠道开发都是上游企业在做，这造成了酒企实力往往强于下游渠道。

中高端白酒集中度不断提升，全国性名酒企茅台、五粮液、泸州老窖三家收入占比持续提升，地方名酒需要跨省打开销售渠道，通过全国性的连锁渠道是最高效的方式之一。

表 7：茅台、五粮液、泸州老窖销售收入及占比

年份	白酒行业销售收入（亿元）	茅台五粮液泸州老窖 三家合计销售收入	三家合计 销售收入占比
2006	971.00	140.62	14.48%
2007	1,242.00	170.57	13.73%
2008	1,575.00	197.47	12.54%
2009	2,095.00	238.91	11.40%
2010	2,713.00	309.02	11.39%
2011	3,747.00	451.08	12.04%
2012	4,466.00	638.64	14.30%
2013	5,018.00	647.70	12.91%
2014	5,259.00	566.04	10.76%
2015	5,559.00	595.71	10.72%
2016	6,126.00	696.19	11.36%
2017	5,654.00	963.74	17.05%
2018	5,363.00	1241.76	23.15%

资料来源：wind，天风证券研究所

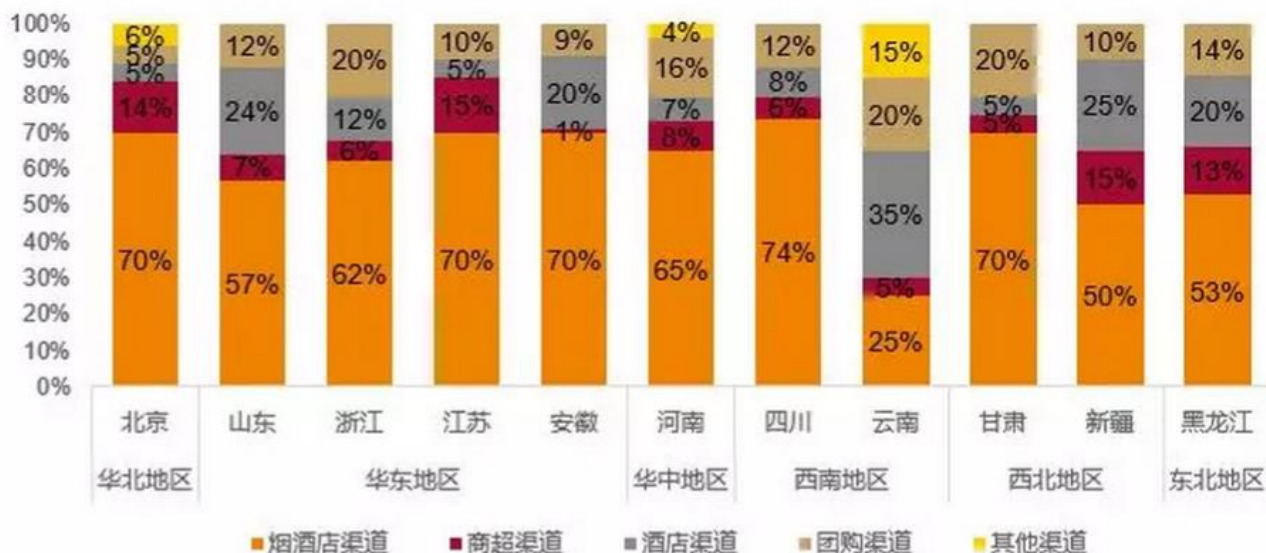
#### 3.2.2. 从产业下游看，终端品牌化和连锁化是大趋势，华致已经开始逐步整合酒类终端零售网点

传统零售业态包括烟酒店渠道、酒店终端、商超渠道、团购渠道：

**烟酒店渠道占比可达 70%：**对于多数地区，由于烟酒店具有网点密集、便利、团购资源丰富等优势，烟酒店渠道是最主要的销售渠道，多数地区烟酒店渠道占比达到 70%，未来或将呈现连锁化、品牌化、专业化、规模化等趋势。

图 18：白酒各渠道销售额占比





资料来源:《中国酒类流通白皮书》, 天风证券研究所

**烟酒店渠道成为白酒销售的核心渠道具有三大优势:** 一是烟酒店渠道网点数多, 如安徽省的合肥市场拥有高达 2 万多烟酒店数, 其他地级市烟酒店数量都在 3000-1000 家之间; 二是烟酒店购买的便利性, 烟酒店主要开在小区门口、繁华街道和酒店美食街附近, 便于消费者购买; 三是烟酒店拥有丰富的团购资源, 大多烟酒店都有自身的固定团购客户, 这些客户涵盖酒店、政务、商务、企事业单位和个体团购户。

华致以 B2B 经营模式为主, 产品面向自己的品牌门店, 零售网点、KA 卖场以及经销商, 通过自己独特的核心酒品, 实现渠道扩张, 对下游渠道进行整合。截至 2018 年末, 公司的产品供应 151 家连锁酒行、818 家华致酒库、3000 多家零售网点、20 多家 KA 商超、160 余家终端供应商, 以及众多可以重复购买重点客户, 分布在全国各地。预计酒行未来三年或由 5000 家扩至 3 万家, 门店数量具备 6 倍增长空间。

图 19: 华致酒行渠道情况

一级类型	二级类型	渠道图示	经营特征	结算模式	运输模式	采购模式	数量 (2018年)
品牌门店	华致酒行 (直营)		门店标识、装修、配送、管理标准与规范统一; 树立专业精品、保真形象	POS机/银行结算	内部调拨, 由仓库发货至直营门店	公司统一向酒厂等采购	
	华致酒行 (连锁)			先款后货: 银行转账、银行承兑汇票结算	统一组织运输发货至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购, 以统一价格供货至合作店	151
	华致酒库		标识、装修、配送、管理标准与规范统一; 面向商政消费; 面积小于酒行	先款后货: 银行转账、银行承兑汇票结算	统一组织运输发货至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购, 以统一价格供货至合作店	818
非品牌直供零售点	零售网点		以名烟名酒店、专卖店、餐饮酒店为主	先款后货: 银行转账、银行承兑汇票结算	统一组织运输发货至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购, 以统一价格供货至合作店	3000+
	KA卖场		信誉高, 覆盖广, 管理规范; 2018年末, 麦德龙、卜蜂莲花等20多家大型商超合作	通常月结, 双方据合同约定账期对账结算	统一组织运输发货至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购, 以统一价格供货至合作店	20+
传统终端供应商	团购及电商		公司在京东、天猫开设旗舰店; 团购面向企事业单位、行业协会、民间团体	先款后货: 银行转账、银行承兑汇票结算	统一组织运输发货至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购, 以统一价格供货至合作店	160+
	经销商		向零售终端供货, 市场覆盖广, 渠道拓展强	先款后货: 银行转账、银行承兑汇票结算	统一组织运输并承担运费或客户自提	公司统一向酒厂等采购, 以统一价格供货至合作店	

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

### 3.2.3. 从产业链业务衍生来看,华致凭借白酒行业多年经验和供应链优势,涉足老酒市场,打开业务发展空间

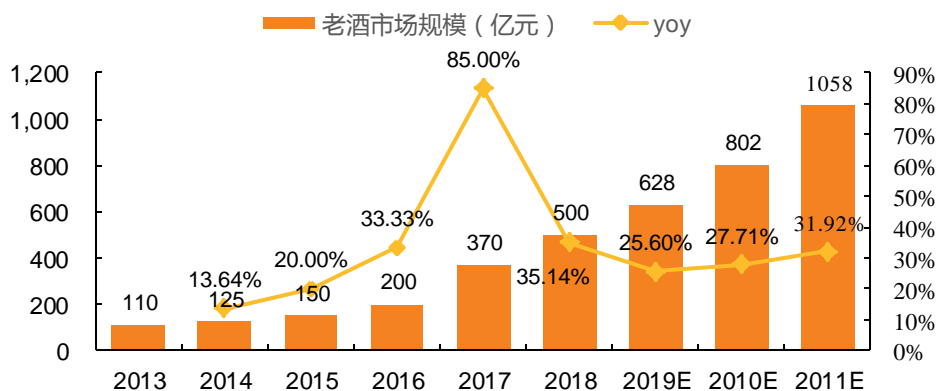
陈年老酒因为品牌、年份、保存完整度不等,其价值也不等,低至几十几百,高则百万千万也有,受众群很广泛,老酒收藏相比于其他收藏更贴近百姓。

我国现有酒类收藏爱好者 60 多万人,其中藏品规模在万瓶以上的达数万人,这些藏品主要集中在 17 大名酒和地方名优白酒。

老酒市场价上升最快的是老酒中的名酒,几十年前的茅台老酒,百万元以上成交,7 年前是爆炸性新闻,现在已经成为常态。

从 2013 年起,茅台、五粮液、汾酒、泸州老窖、剑南春、古井贡、洋河、郎酒、西凤、董酒等老酒的市场规模持续扩大,老酒的销量也在不断提高,尤其在 2016-2017 年里老酒的市场规模涨幅高达 85%,17 年的市场规模达到 370 亿元,而 18 年市场规模更是达到 500 亿元。

图 20: 老酒行业规模



资料来源: 中国老酒市场指数报告, 天风证券研究所

**老酒收藏领域当下的品牌格局:** 按交易量、价格等几个因素来排名,老酒品牌格局可分为三个梯队。第一梯队: 茅台、五粮液价格表现: 茅台 5000-1000000 元之间; 五粮液: 3500-18000 元之间; 第二梯队: 剑南春、泸州老窖、董酒、洋河、郎酒, 价格表现: 1000-10000 元之间; 第三梯队: 西凤、四特、仰韶、宋河等区域名酒以及虎骨酒等特色保健酒, 价格表现: 300-3000 元不等。

**华致酒行全面切入老酒流通领域。** 公司依托自身保真以及高端产品供应优势针对中国高端消费者需求推出华致优选电商平台, 打造高端酒水生态圈, 平台主要销售各种品牌名酒&老酒, 同时华致在自己的华致酒库加盟渠道也同时销售老酒。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com