

## 食品饮料行业

### 茅台带动“酱香热潮”，赤水河畔“百舸争流”

#### 核心观点：

- **茅台带动酱香酒品类迅速扩容，未来 5 年收入 CAGR 有望达 15-20%。**白酒行业进入成熟期，投资机会来自于结构性趋势，消费升级、集中度提升和酱香酒扩容是未来白酒行业三大趋势性机会。2019 年酱香酒行业收入 1350 亿元，同比增长 23%，远高于白酒行业 8.24% 的增速。酱香酒扩容是消费者、渠道商、酒厂合力推动的结果：在“茅台热”带动下消费者逐渐形成酱香酒品质更高、价值更高的认知，酱香酒浓郁醇厚的口感侵袭性更强，酱酒消费群体进一步扩大；酱酒酒企多数体量较小，在旺盛需求下渠道利差高、经销商推力足；业内外资本纷纷扩产迎合消费者需求。我们预计 2020-2024 年酱酒行业收入 CAGR 有望达 15-20%，至 2024 年酱香酒行业收入占比整个白酒行业达 35%-40%。
- **酱酒市场分层竞争，茅台遥遥领先、青花郎习酒国台优势地位渐显。**酱酒行业目前形成“阶梯式”的分层竞争格局。第一梯队的茅台遥遥领先，规模近千亿；第二梯队的郎酒和习酒规模接近百亿；第三梯队的国台和金沙规模十亿以上；第四梯队酒企数量众多，规模约在十亿及以下。以茅台为首的龙头主动打造赤水河“酱香酒核心产区”，借鉴海外红酒产区文化，预计将会对行业产生深远影响，核心产区将成为酱香酒企竞争的关键要素。酱酒主流企业的主力产品定价均在次高端及以上价位，随着规模快速增长，预计将明显影响次高端的竞争格局，由于重点市场重叠，可能率先会对老牌全国化次高端酒企产生一定的冲击。
- **青花郎和习酒行业地位已相对稳固、保持较快增长，国台追赶迅速。**
  - (1) 青花郎定位中国两大酱香白酒之一，借助茅台的力量，直接将品牌地位拉升至酱酒第二、行业第四。管理层眼光长远，主动限制销量增幅、螺旋提价提升青花郎品牌价值，拉长储存周期提升品质。“大商战略”符合目前发展阶段，有利于迅速全国化。实控人汪俊林持股 76.7%，管理风格积极进取，是龙头酒企中少数的具有“企业家精神”的高管。
  - (2) 习酒作为茅台集团的重要子公司，依托集团资源，近 5 年发展迅速、收入 CAGR 达 38%。习酒在品宣上相对独立，打造独特的“君子之品”的品牌内涵。窖藏系列已成长为次高端酱酒第一大单品，规模 40 亿元以上。习酒全国化扩张顺利，19 年贵州省外收入占比提升至 64%。
  - (3) 国台为中国第四大、茅台镇第二大酱酒企业，近几年品牌势能迅速提升。大单品国台国标酒定位次高端，受益“酱酒热”增长迅速，17-19 年公司收入 CAGR 达 81.52%。产品体量小、需求旺导致渠道利差大、推力充足。董事长家族作为公司实际控制人持股 84%，管理层持股 3.23%，经销商群体持股近 20%，利益充分绑定，激励机制良好。
- **风险提示。**宏观经济增长低于预期，行业竞争加剧，食品安全风险。

#### 行业评级

买入

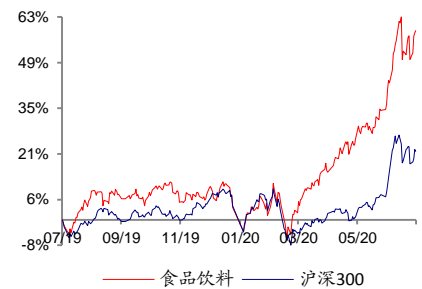
前次评级

买入

报告日期

2020-08-03

#### 相对市场表现



#### 分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

#### 分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

#### 分析师：

袁少州



SAC 执证号：S0260520070004

010-59136617



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

- 食品饮料行业：白酒资产历史回报领先，源于优异的商业模式 2020-07-14
- 食品饮料行业：未来五年高端白酒扩容，五粮液和泸州老窖受益 2020-03-29
- 贵州茅台（600519.SH）：最具代表性的中国奢侈品品牌，未来估值中枢应在 30-40 倍 2020-03-01

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1678.18	2020-07-28	买入	1,694.00	37.65	45.32	44.36	36.85	29.89	24.48	29.7	30.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、茅台带动下酱酒品类迅速扩容，未来5年收入CAGR有望达15%-20% .....	7
（一）酱香酒的高速增长是白酒行业未来三大趋势性机会之一，预计未来5年收入CAGR有望达15%-20% .....	7
（二）“酱香热”是消费者、渠道商、酒厂合力推动的结果 .....	11
二、酱酒市场分层竞争，茅台遥遥领先、青花郎习酒国台优势地位渐显 .....	17
（一）茅台遥遥领先，市场分层竞争 .....	17
（二）茅台为首打造赤水河核心产区，酱酒酿造产业集群逐渐成型 .....	19
（三）更高的定价中枢加深消费者对酱香酒的高端认知，预计酱酒崛起将影响白酒行业竞争格局 .....	23
三、青花郎习酒行业地位相对稳固，国台增长迅速 .....	25
（一）青花郎定位中国两大酱香白酒之一，借力茅台迅速奠定行业地位 .....	25
（二）习酒：依托茅台资源发展，受益“酱香热”成长迅速 .....	36
（三）国台：中国第四大、茅台镇第二大酱香酒企，快速成长的小龙头 .....	42
四、投资建议 .....	48
五、风险提示 .....	48

## 图表索引

图 1: 2019 年酱香型白酒销售额达 1350 亿元, 同比增长 23%, 占比白酒行业达 24%.....	7
图 2: 五粮液超越汾酒后出现十余年的“浓香热”, 茅台超越五粮液后出现“酱香热”.....	8
图 3: 预计高端白酒和次高端白酒至 24 年分别达到 2826 亿元、1118 亿元, CAGR 均约 17% .....	10
图 4: 预计至 24 年茅台酒类收入近 1800 亿元, CAGR 约 16%.....	10
图 5: 预计至 24 年酱酒行业整体收入 CAGR 在 15%-20% .....	10
图 6: 预计至 24 年白酒行业扩容至 8000 亿元以上, CAGR 约 7%, 酱酒占比约 35-40%左右 .....	10
图 7: 酱香酒的崛起是三方合力的结果, 其中消费者的需求是最重要的因素 .....	11
图 8: 酱香酒的发展由茅台带动, 香型特色助推这一趋势.....	12
图 9: 全国各口味菜谱数量样本调查结果显示辣味明显更加受消费者偏好 (份) .....	12
图 10: 酱香酒消费逐渐由贵州向全国蔓延, 山东、河南、广东和福建等较开放市场酱香接受程度最高.....	12
图 11: 老酒市场刚刚开始起步, 未来发展空间尚大.....	14
图 12: 茅台老酒每年都在增值 .....	14
图 13: 国台、钓鱼台、郎酒、习酒、金沙、珍酒、仙谭酒均分布在茅台 100 公里内 .....	20
图 14: 赤水河流域群山环绕、少风多雨、夏长冬短, 形成了其他地区无法复制的独特酿酒环境.....	21
图 15: 赤水河地区高粱支链淀粉含量远高于其他地区.....	21
图 16: 红花郎定位酱香典范 .....	27
图 17: 青花郎定位中国两大酱香白酒之一 .....	27
图 18: 2017 年 9 月推出的知名奢侈品导演 Joel Cartier 执导的郎酒全新品牌定位广告.....	27
图 19: 2017-2019 年公司广告费合计 35 亿.....	27
图 20: 郎酒庄园规划示意图 .....	28
图 21: 郎酒庄园提供了二次传播的场所.....	28
图 22: 郎酒主营业务收入 (亿元) .....	29
图 23: 郎酒主营业务销量 (万吨) .....	29
图 24: 郎酒主营业务毛利 (亿元) .....	29
图 25: 郎酒主营业务吨价 (万元/吨) .....	29
图 26: 2017-2019 年郎酒酱香酒基酒产量 .....	31
图 27: 郎酒上市后扩产扩建计划.....	31
图 28: 藏在天宝洞的酒坛是郎酒在酱香酒行业内独一无二的优势.....	32
图 29: 公司以经销渠道为主 .....	33
图 30: 公司五大客户占比.....	33

图 31: 一般价格越高, 核心消费者的引领作用越重要, 获取核心消费者的认可是关键 ..... 34

图 32: 经销商扮演着极为重要的角色, 是酒企撬开核心消费者的杠杆 ..... 34

图 33: 习酒分享茅台集团资源——《新闻联播》 ..... 38

图 34: 《君品谈》体现习酒品牌理念 ..... 38

图 35: 习酒近 5 年营业收入 CAGR 达 38% ..... 39

图 36: 习酒酱香型白酒产量占比迅速提升 ..... 39

图 37: 习酒贵州省外市场增长迅速, 省外占比自 18 年已经超过省内 ..... 41

图 38: 习酒经销商队伍迅速壮大, 省外经销商占比近 90% ..... 41

图 39: 国台主营业务收入 (亿元), 高端产品同比增长 56.87%、中高端产品同比增长 80.17% ..... 44

图 40: 国台主营业务销量 (万吨), 成品酒销量同比增长 28%+ ..... 44

图 41: 国台主营业务毛利 (亿元), 高端产品占 85%+ ..... 45

图 42: 国台主营业务吨价 (万元/吨) ..... 45

图 43: 销售渠道上经销为主、直销为辅 ..... 46

图 44: 发行前公司股权结构: 闫希军家族为公司实控人 ..... 47

图 45: 国台集团为最大名义股东, 经销商合计持股 19.74% ..... 47

表 1: 从清香到浓香再到酱香, 工艺越来越复杂、口感浓郁度越来越高 ..... 9

表 2: 我们认为除茅台外其余次高端酒企基酒库存不会限制其未来 3-5 年的发展, 收入增速更多取决于需求 ..... 9

表 3: 正宗酱香型白酒生产工艺, 一般共耗时 5 年左右, 是白酒行业中耗时最久的香型 ..... 13

表 4: 酱香酒储存时酒体内发生的反应 ..... 14

表 5: 酱香型白酒老酒的收藏价值从拍卖市场来看回报率较高 ..... 15

表 6: 国台酒业渠道利润丰厚 ..... 15

表 7: 规模以上主要酱香型白酒企业近年扩产计划 ..... 16

表 8: 酱酒市场形成以千亿、百亿、十亿三个层次的分层竞争格局 ..... 17

表 9: 酱酒市场第三、四梯队酒企各具特色, 呈现“百花齐放”格局 ..... 18

表 10: 除茅台外的酱香酒企均在品宣时与茅台或茅台镇产生关联 ..... 21

表 11: 东亚地区评选出的最受喜欢的 10 款红葡萄酒均产自波尔多地区 ..... 22

表 12: 中国品牌网评选出的世界十大威士忌品牌中苏格兰威士忌占据 8 席 ..... 22

表 13: 19 年后推出的主力酱酒新品均定位高端及以上 ..... 23

表 14: 主力酱香酒单品均定位次高端及以上 ..... 23

表 15: 白酒行业价格带及主要产品及系列, 酱香酒主力单品定位在次高端及以上价位段 ..... 24

表 16: 2020 年疫情并未影响酱酒企业的增长态势 ..... 25

表 17: 郎酒历史悠久, 是在清末的“絮志酒厂”酿酒作坊的基础上发展起来的 ..... 25

表 18: 郎酒自 1984 年入选中国十三大名酒, 是茅台以外第二家入选的酱香酒企业 ..... 26

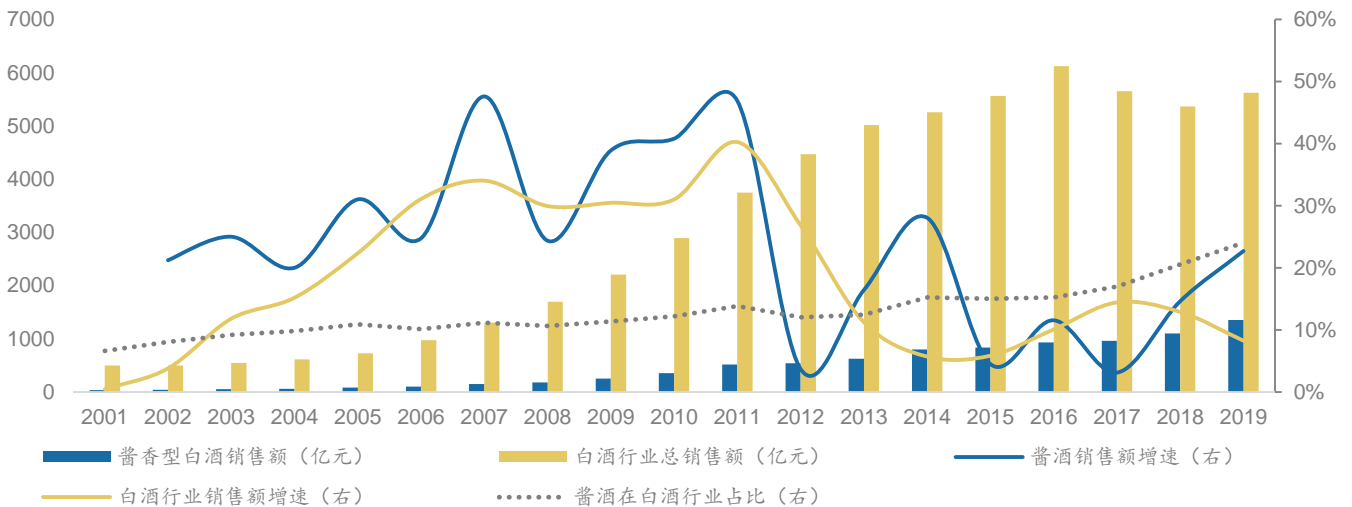
表 19: 郎酒主要产品系列及结构.....	29
表 20: 郎酒运营管理模式变化 .....	33
表 21: 目前接近百亿或百亿以上的龙头酒企各管理层特点.....	35
表 22: 实控人汪俊林作为知名企业家, 多次邀请中国优秀的企业家和社会知名人士参观学习郎酒庄园 .....	35
表 23: 习酒品牌定位、产品定位、宣传视频和户外广告完全脱离“茅台”, 打造自身独特的“君品”品牌内涵.....	36
表 24: 依托茅台资源发展快速成长为中国第三大酱香型白酒企业.....	37
表 25: 习酒主要产品系列及结构.....	39
表 26: 酱香型白酒大单品.....	41
表 27: 习酒自 16 年起加大省外市场布局力度, 深耕山东、河南和广东三个酱香消费大省 .....	41
表 28: 国台酒业经过二十年发展, 目前为中国第四大、茅台镇第二大酱香酒企	42
表 29: 国台主要产品系列及结构.....	43
表 30: 19 年国台酒业库存、产量、销量情况 .....	45
表 31: 国台经销商持股比例近 20% .....	47
表 32: 除董事长家族外, 公司高管合计持有 3.23% 的股份 .....	48

## 一、茅台带动下酱酒品类迅速扩容，未来 5 年收入 CAGR 有望达 15%-20%

(一) 酱香酒的高速增长是白酒行业未来三大趋势性机会之一，预计未来 5 年收入 CAGR 有望达 15%-20%

白酒行业进入成熟期、投资机会来自于结构性趋势，消费升级、集中度提升、酱香酒扩容是未来白酒行业三大趋势性机会。白酒行业逐渐进入10%以内增长，步入成熟期，我们认为未来行业中的结构性趋势会成为投资的主线，目前来看，除了消费升级、集中度提升两大趋势之外，酱香酒品类的扩容逐渐成为另外一个行业趋势，酱香酒行业的增速远超行业平均增速。根据权图工作室，2019年白酒行业实现总产量756万吨，酱香型白酒实现产量55万吨，同比增长37%，占白酒行业产量的7.28%；白酒行业实现总销售收入5621亿元，同比增长8.24%，酱香型白酒实现销售收入1350亿元，同比增长23%，占白酒行业销售收入的24.02%；白酒行业实现利润1288亿元，酱香型白酒实现利润550亿元，同比增长22%，占白酒行业利润的42.70%。

图 1：2019年酱香型白酒销售额达1350亿元，同比增长23%，占比白酒行业达24%

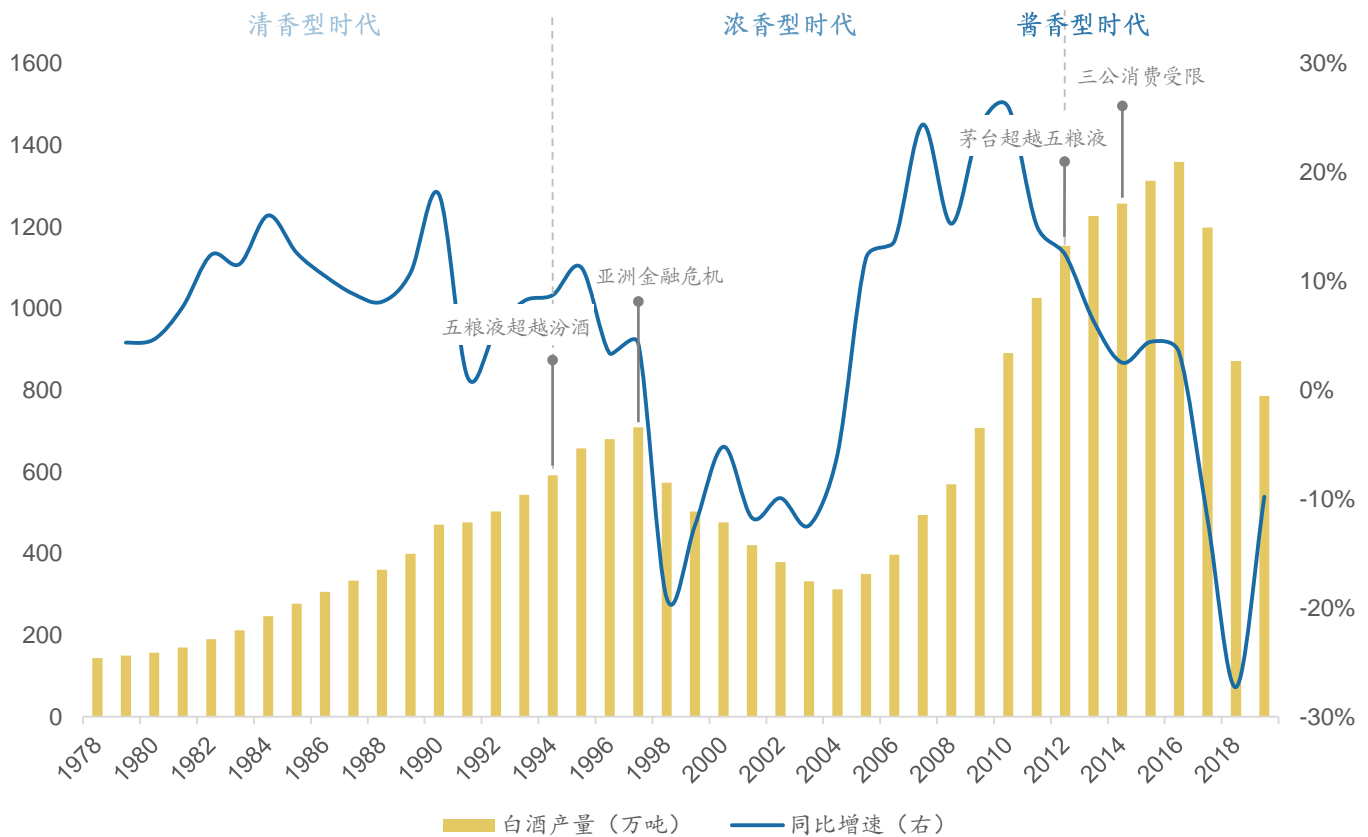


数据来源：智研咨询，权图工作室，广发证券发展研究中心

从白酒行业的发展来看酱香崛起符合一定的历史规律，未来该趋势有望延续。从白酒行业发展历史来看，70年代改革开放之前，计划经济时代白酒均由官方定价和分配，茅台因国酒的地位定价最高，是第一品牌。自70年代开始，白酒行业主导香型出现两轮变迁：（1）70-80年代清香型白酒产量和收入占比达70%以上。主要因当时粮食稀缺，清香型酿造成本低，以高性价比抢占市场，清香型龙头汾酒也因此成为行业龙头老大；（2）90-00年代浓香型白酒产量和收入占比达70%以上。一方面是因为当时粮食产量已经大幅上升，以五粮液为首的四川浓香酒企凭借更加浓

郁的口感获得消费者偏好，另外一方面国家自1988年放开名酒价格管控，五粮液在时任领导王国春的主导下，通过多次提价至1994年一举超越茅台，成为价格最高的名酒，在十余年的时间里位居高端酒第一品牌，并带动了“浓香热”；（3）1998年之后，茅台开始渠道市场化改革，至2008年价格超过五粮液，重回白酒第一品牌的地位，在“茅台热”的带动下，酱酒行业开始进入较快的发展阶段，但后期的三年调整期打乱了行业的发展进程。16年以来，白酒行业复苏后，酱香酒行业在茅台的带领下再次进入迅速发展期，且酱香酒口感更加浓郁，口味侵袭性强于浓香酒，消费群体逐渐培育壮大。可见，清香型流行源于性价比，浓香型流行源于五粮液带动和浓郁的口感，酱香型流行源于茅台带动和更加浓郁的口感。因此，浓香取代清香、酱香取代浓香的过程符合以下两个规律：（1）香型周期靠行业龙头带动，主导香型与行业龙头香型一致。（2）工艺越来越复杂，口感越来越浓郁。酱香工艺最复杂，定价中枢也普遍高于其他香型，但获得的口感浓郁程度也更高，说明消费者收入水平提升后为了获取更加浓郁的口感愿意付出更高的价格，从这个角度上讲，这可能也是消费升级背景下一一种大品类上的“产品结构升级”。

图 2：五粮液超越汾酒后出现十余年的“浓香热”，茅台超越五粮液后出现“酱香热”



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心



**表 1: 从清香到浓香再到酱香, 工艺越来越复杂、口感浓郁度越来越高**

时间	行业龙头	香型周期及特点	高粱原料	用曲量	工艺特点	基酒生产	贮藏时间	出酒率
70-80 年代	山西汾酒	清香, 清香纯正, 醇甜柔和, 自然谐调, 余味爽净	高粱	9%-11%	采用清蒸清糟, 固态地缸发酵	30-50 天	0 年以上	40%
90-00 年代	五粮液	浓香, 窖香浓郁, 绵甜醇厚, 香味协调, 尾净余长	高粱或多粮	18%-20%	发酵采用老窖池, 采用混蒸续渣工艺	50-60 天	1 年以上	30%
2013 年-至今	贵州茅台	酱香, 酱香突出, 幽雅细腻, 酒体醇厚, 空杯留香	糯性高粱	100%	酿造过程复杂, 两次投粮、九次蒸煮八次发酵、七次取酒	1 年	3 年以上	20%

资料来源: 酱酒部落等, 广发证券发展研究中心。注: 出酒率, 根据中国酿酒工业协会定义, 是在标准大气压、20摄氏度下, 一个单位所产出的含量为50%的酒精产量的比例

**未来5年酱酒行业收入CAGR有望达15%-20%, 占比白酒行业约35%-40%。**酱酒基酒需要贮藏3-5年才包装出厂, 大量的基酒存货是销售增长的基础。由于酱酒行业是在近两年才逐渐进入高速发展的, 过去酱酒企业除了茅台之外, 基本都是供大于求, 累计了较多库存, 因此我们判断未来3-5年产能不会是限制除茅台外的酱酒企业增长的因素。未来5年我们对茅台根据基酒产能来推算收入, 其余酱酒企业则根据市场需求增长情况来推算收入。(1) 对于茅台未来5年的收入我们引用前期发布的深度报告2020-03-01《贵州茅台: 最具代表性的中国奢侈品品牌, 未来估值中枢应在30-40倍》, 预计至2024年茅台酒类收入会接近1800亿元, 增量超过920亿元, CAGR约16%。(2) 对于其余酱酒企业, 主流酱酒企业的主力产品多定位在次高端和高端, 再考虑到酱酒存在对其他香型的替代, 我们推断其未来5年收入增速至少会高于次高端酒和高端酒行业的收入增长, 预计复合增长率在20%以上; 其余中小型酱酒企业或主流酱酒企业的非主力产品定位多在中端酒价位段, 尽管中端酒本身增长速度一般(个位数), 但考虑到酱酒存在对其他香型的替代, 并且由于体量较小, 预计该部分复合增长率至少在双位数以上。综合考虑, 预计2020-2024年酱酒行业收入CAGR在15%-20%, 我们预计白酒行业未来5年收入CAGR为7%+, 至2024年扩容至8000亿元以上, 届时酱酒行业占比整个白酒行业收入达35-40%。

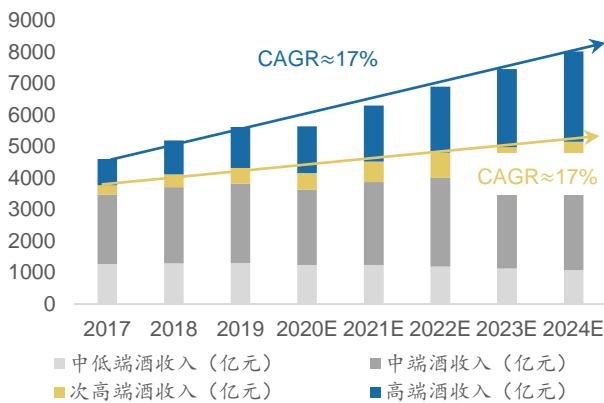
**表 2: 我们认为除茅台外其余次高端酒企基酒库存不会限制其未来3-5年的发展, 收入增速更多取决于需求**

企业	19 年酱香成品酒销量 (万吨)	19 年营收 (亿)	19 年酱香基酒储备量 (万吨)
四川郎酒	0.67	83.48	优质酱酒存量达 13 万吨
贵州习酒	3.39	79.80	拥有 12 万吨的基酒贮存能力

金沙酒业	约 0.9	15.26	优质酱酒存量达 4 万吨
国台酒业	0.51	18.87	年份酱香老酒存量达 2 万余吨
钓鱼台酒业	0.2	10+	连续酿造酱酒 20 年以上，库存基酒储备 1 万吨以上
贵州珍酒		10+	连续酿造酱酒 30 年以上，库存充足
武陵酒	0.13	3.52	武陵工厂半成品存量达 0.55 万吨
仙潭酒业		10+	3 年以上酱香型原酒 3 万余吨
云门酒业		10+	优质酱酒存量达 0.3 万吨
丹泉酒业		10+	洞天酒海藏有酱酒 6 万余吨
贵州安酒			优质年份酱酒存量近 1 万吨

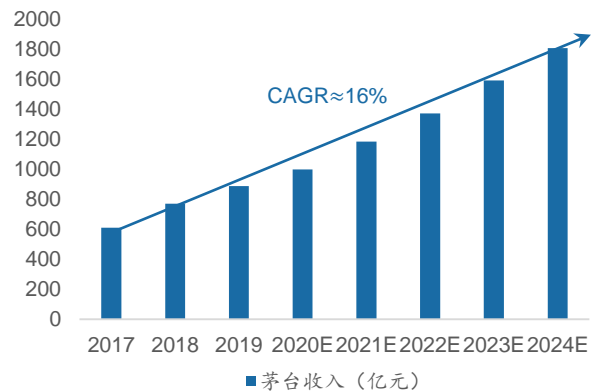
资料来源：各企业官网，wind，多彩贵州，酒业家，佳酿网，广发证券发展研究中心。

图 3：预计高端白酒和次高端白酒至24年分别达到2826亿元、1118亿元，CAGR均约17%



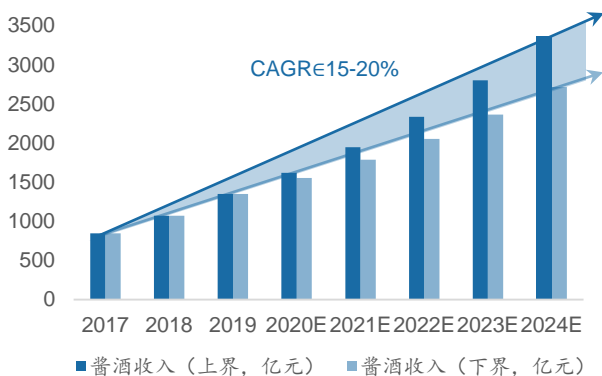
数据来源：wind，广发证券发展研究中心预测

图 4：预计至24年茅台酒类收入近1800亿元，CAGR约16%



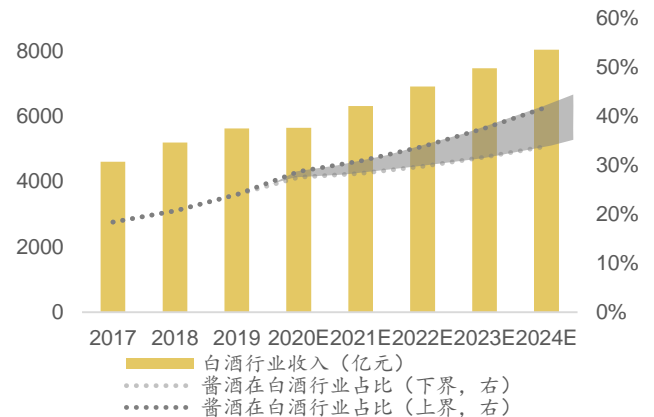
数据来源：wind，广发证券发展研究中心预测

图 5：预计至24年酱酒行业整体收入CAGR在15%-20%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心预测

图 6：预计至24年白酒行业扩容至8000亿元以上，CAGR约7%，酱酒占比约35-40%左右

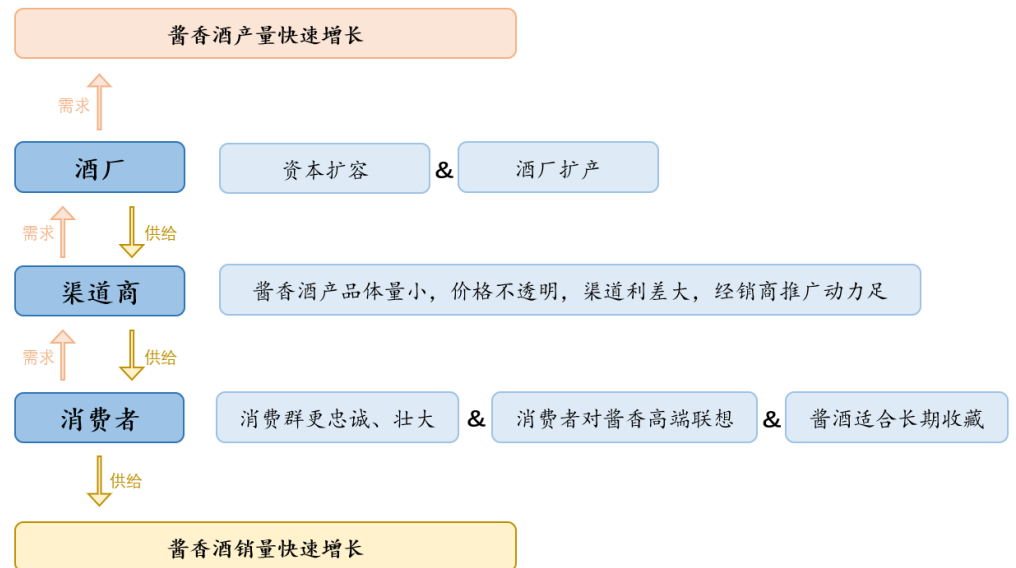


数据来源：权图工作室，wind，广发证券发展研究中心预测

## （二）“酱香热”是消费者、渠道商、酒厂合力推动的结果

酱香酒产销两旺、增长迅速，是消费者、渠道商、酒厂合力推动的结果，其中消费者的需求是最重要的因素。我们认为酱香酒的高速发展，是多方合力的结果。从消费者层面来说，一方面是由“茅台热”带动了“酱香热”，而酱香酒独特的醇厚口感更加具有侵袭性，消费群体进一步扩大；另一方面，由此酱香工艺复杂且耗时久，相比于其他香型，酱酒更容易在消费者心中建立高端化的形象；同时，酱香酒产量少，进一步强化了其稀缺属性，越陈越香的特点增加了其投资属性。从渠道的层面来说，多数酱香酒产品体量小，价格不透明，渠道利差大，经销商推广动力足。从酒厂的层面来说，“酱香热”现象引来多方投资，原有酱香酒厂也纷纷扩产，酒厂从自身利益出发也会主动迎合消费者，助推酱香酒增长的趋势。三方合力，造就了目前酱香酒产销两旺的结果。

图 7：酱香酒的崛起是三方合力的结果，其中消费者的需求是最重要的因素

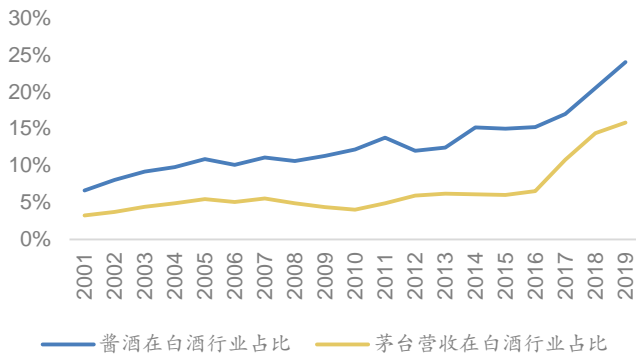


数据来源：广发证券发展研究中心

“茅台热”带动“酱香热”，酱酒侵袭性的口感使得消费群体进一步扩大。白酒行业中的核心意见领袖对他人具有消费引领的作用，其中大量的茅台消费者及爱好者会吸引和带动其他消费者尝试酱香酒。因此，很大程度上是茅台为其他酱香酒品牌打开了发展空间。而酱香酒本身的香型特点又反过来进一步推动了其发展，在白酒三大香型中，从口感浓郁层次来说，酱香 > 浓香 > 清香，酱香酒中的酯类物质超过40种，香气成分多达1000多种，使得其口感的侵袭性更高，也即消费者出现“一旦喝惯酱香酒，很难再去喝其他香型”现象。在白酒行业之外，我们也能看到消费者追求更加刺激性的口味的现象，典型代表就是辣味，辣作为一种饮食偏好本来仅仅局限在中国部分省份，但现在已经蔓延至全国各地，火锅、小龙虾、麻辣香锅、鸭脖等辣味

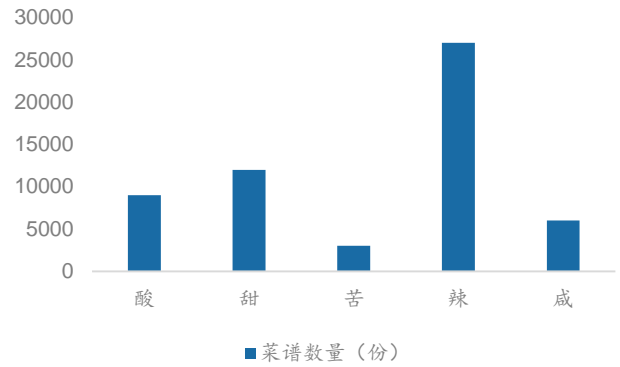
食品均增长迅速。酱香过去主要在贵州省接受程度较高，目前已经逐渐蔓延至河南、山东、广东、福建等相对较为开放的市场，在地产酒龙头相对强势的地区如安徽等尚处于起步期，预计随着酱香酒企规模逐渐扩大，将有能力向其他地区进一步渗透。

图 8: 酱香酒的发展由茅台带动，香型特色助推这一趋势



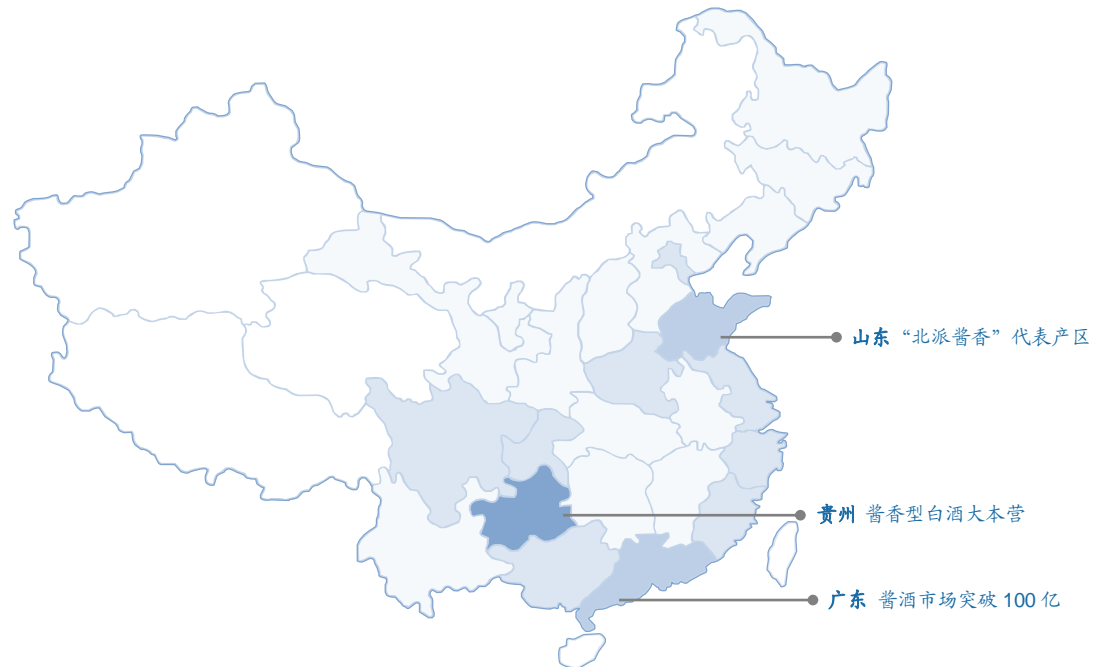
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 全国各口味菜谱数量样本调查结果显示辣味明显更加受消费者偏好 (份)



数据来源: NiucoData, 广发证券发展研究中心

图 10: 酱香酒消费逐渐由贵州向全国蔓延，山东、河南、广东和福建等较开放市场酱香接受程度最高



资料来源: 左右脑观察, 广发证券发展研究中心。注: 颜色越深代表酱香接受程度越高

酱酒工艺复杂、耗时更久，相比于其他香型，酱酒更容易在消费者心中建立高端化的形象。2019年，浓香型白酒销售额占到白酒市场的60%以上，酱香型白酒与之相比，不仅酿造耗时更长、工艺更复杂、且出酒率更低。正宗的大曲酱香酒根据节气变化，严格按照“端午制曲、重阳下沙、两次投粮、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒”的酿造流程，遵循“四高两长”（高温制曲、高温堆积、高温发酵、高温馏酒；生产周期长、储存时间长）的传统工艺，完成基酒的生产周期约为一年，储存时间至少需要三至五年，出酒率远低于其他香型，消费者更容易对酱香酒产生高端联想，因此大部分酱香酒企的主力产品均是定位次高端及以上价位，恰好也迎合了白酒行业消费升级的趋势。

表 3：正宗酱香型白酒生产工艺，一般共耗时5年左右，是白酒行业中耗时最久的香型

工艺	工艺	工序
制曲	端午制曲	新鲜小麦收割后，晒干→润粮→粉碎→拌曲配料→踩曲成型→高温入仓发酵→拆曲→贮存→磨曲
基酒酿造	重阳下沙	采用总投料量的一半，经润粮配料→上甑蒸粮→下甑泼水→摊凉→洒酒尾→撒曲→堆积→下窖→封窖发酵→开窖取醅
	二次投粮	采用总投料量的另一半，经润粮配料(加入一次清蒸下沙后的醅料)→上甑蒸粮蒸酒→下甑泼水→摊凉→洒酒尾→撒曲→堆积→下窖→封窖发酵→开窖取醅
	九次蒸煮	清蒸下沙一次，混蒸糙沙一次，混蒸糙沙后的醅料→上甑蒸酒为第三次蒸煮，第三次蒸煮后的醅料为熟糟，熟糟经摊凉→撒曲→堆积→下窖→封窖发酵→开窖取醅→上甑蒸酒六个轮次循环过程中有六次蒸煮，共九次蒸煮
	八次发酵	清蒸下沙一次，混蒸糙沙一次，熟糟→上甑蒸酒六个轮次循环过程中有六次封窖发酵，每加曲入窖发酵一个月，共八次发酵
	七次取酒	混蒸糙沙上甑蒸酒后第一次取酒，熟糟→上甑蒸酒六个轮次循环后取六次酒，共七次取酒
勾调	盘勾基酒	选择各轮次基酒→取酒→转入酒罐车→车内搅拌称重→转入库房→建盘勾酒桶号→贮存
	确定小样	选盘勾酒→取酒→盘勾酒品尝→盘勾组合→组合酒品尝→微调送检→小型勾调
	勾调半成品酒	按小样比例领用盘勾酒→转入酒罐车→转入勾调罐→充气搅拌均匀→微调送检→贮存

资料来源：国台酒业招股书，广发证券发展研究中心

酱香酒越陈越香的特点强化了其投资属性，产量较小的特点强化了其稀缺属性，使得酱香酒更加适合长期收藏。酱香大曲酒生产的用曲量是各种香型酒用曲量之首，用曲量大，蛋白质含量越高，蛋白酶活力高，生成的高级醇就越多，同时可分解更多

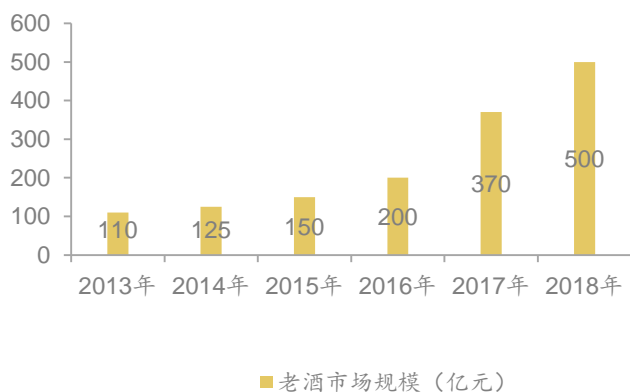
制曲小麦中的蛋白质产生大量的氨基酸。在贮存老熟的过程中，影响口感的杂醇类和醛类，会随着时间的慢慢挥发，降低辛辣度，口感更顺滑；而乙醇和酸类会缓慢的发生酯化反应，产生具有芳香气味的酯类物质，存放时间长能够增加风味、完善酒香。茅台引领酱酒投资属性，酱香酒越陈越香、越藏品质越好的这一特点也满足了消费者投资收藏的需求；同时，酱酒产区资源、原料资源稀缺，产量较小，进一步强化了其稀缺属性。因此，酱香酒更加适合长期收藏，部分消费者已经开始出现藏新酒喝老酒的习惯。

表 4：酱香酒储存时酒体内发生的反应

反应类别	原料	反应名称	生成物	作用
物理反应	杂醇、杂醛、硫化物等低沸点不良成分	挥发	/	降低辛辣度，口感更顺滑
	醇与水	氢键缔合	/	乙醇分子自由度减小，酒精的刺激度降低，口感更加柔和
化学反应	醇与酸	酯化反应	酯类	多种酯类形成复杂的芳香风味、完善酒香
	醇与醛	缩醛反应	缩醛	减少乙醛在酒中的含量，降低辛辣度，使酒的口味变得芳香且柔和
	氨基酸与醛或酮	美拉德反应	联酮化合物	加深酒的颜色，使酒的层次更加细腻，酱香更为纯正

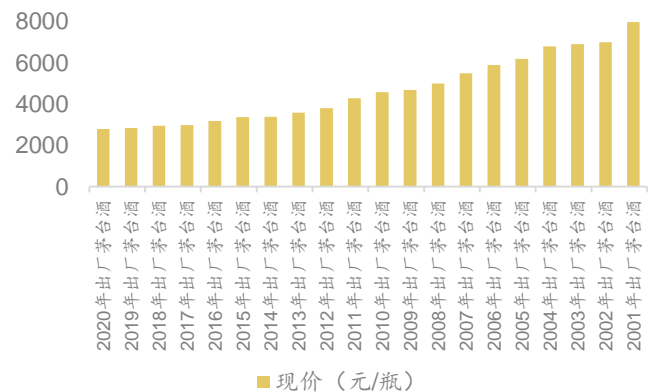
资料来源：国酒空间，广发证券发展研究中心

图 11：老酒市场刚刚开始起步，未来发展空间尚大







数据来源：中国酒业协会，广发证券发展研究中心

图 12：茅台老酒每年都在增值



数据来源：京东，广发证券发展研究中心

表 5: 酱香型白酒老酒的收藏价值从拍卖市场来看回报率较高

产品	图片	当时零售价	拍卖成交价	CAGR
1958年“金轮牌”内销贵州茅台酒		2.97元	977500元	23.58%
1978年“葵花牌”内销贵州茅台酒		8元	74750元	25.79%
1978年“郎泉牌”郎酒		4元	360000元	32.0%
1980年“郎泉牌”郎酒		4元	279000元	33.10%

数据来源：佳士得，保利拍卖，阿里拍卖，广发证券发展研究中心

酱香酒体量较小，价格不透明，经销商动力充足。多数酱香酒企业体量均较小，除了茅台外的酒企，只有郎酒和习酒在50亿以上，其余酱香酒企多数都在20亿元甚至10亿元以内，体量较小，价格不透明，给予渠道的利润率较高。大体量酒企以茅台为例，自19年其飞天茅台出厂价调整为969元，至2020年6月飞天茅台批价已达2500元以上，渠道利润高达158%，远远高于普五和国窖。小体量以国台酒业为例，根据其招股书，19年国台高端酒平均出厂均价为213元，公司高端单品中价格最低的国台国标酒的京东自营销售价格为559元（一般线下实际成交价要低于京东定价），据此估算国台国标酒渠道利润率达162%（由于采用高端产品平均成本价估算，实际国台国标酒渠道利润率应更大）；中高端酒出厂均价为105元，对应产品国台酱酒终端价格459元，渠道利润率达334%，酱香型白酒渠道利差高，利润丰厚，经销商营销动力充足。

表 6: 国台酒业渠道利润丰厚

分类	平均成本价	平均出厂价	终端价格	
高端产品	46.15元	213.40元	国台龙酒	2499元
			国台十五年	1299元
			国台国标	559元
中高端产品	38.65元	105.65元	国台酱酒	459元

资料来源：wind，京东自营，广发证券发展研究中心

资本的涌入进一步推动酱酒市场扩容，行业扩产迅速。酱香酒行业的高速发展，不仅仅促使原有企业加快扩产步伐，业内外资本也开始布局酱香酒行业。19年产量约为55万吨，仅占白酒总产量额7%，自18年来许多企业投资建设酱酒增产项目，按照酱香酒的工艺，新增产能或将于3-5年左右逐渐释放。在本轮酱酒产能扩张中：（1）18年茅台开工建设0.66万吨茅台酒项目和3万吨系列酒项目，以保证2020年形成5.6万吨茅台酒产能和5.6万吨系列酒产能；（2）习酒计划在2万多吨的基础上，每年增产0.5万吨，最终达到5万吨产能目标；（3）根据郎酒及国台酒业招股书披露，IPO进程加速，募资主要用于扩大产能，计划未来三年酱香基酒产能分别扩大至5万吨以上、1.3万吨；（4）根据新华网报道，金沙酒业计划分两年扩产1万吨，建成后产能达到2万吨；（5）除此之外，根据川报泸州全媒体中心、糖酒快讯、武陵酒业官微报道，本轮扩产还包括贵州珍酒0.2万吨、贵州安酒2万吨、劲牌茅台镇酱酒0.8万吨、贵州贵酒生产项目二期等多个项目，其中最大一笔单项投资为金东集团投资245亿元于茅台镇赤水河畔核心产区建设酱酒，预计本轮扩产共实现新增酱酒基酒产能约20万吨，占现有产能的40%。

表 7：规模以上主要酱香型白酒企业近年扩产计划

企业	在建产能及扩产计划	19年酱香基酒产能 (万吨)	24年计划酱香基酒产能 (万吨)
贵州茅台	“十三五”中华片区茅台酒技改工程	4.99	5.6
茅台系列酒	3万吨酱香系列酒技改工程项目	2.51	5.6
四川郎酒	投资43亿，扩产2.27万吨	1.80	5+
贵州习酒	投资85亿，每年增加0.5万吨，最终达到5万吨	2.4	5
国台酒业	投资30亿，扩产0.65万吨	0.6	1.3
金沙酒业	投资20亿，万吨基酒扩建项目	1.9	3
贵州珍酒	万吨技改项目	0.5	2
贵州安酒	投资50亿，建设安酒赤水酒谷	1	2
武陵酒	0.5万吨武陵酱酒酿造技改项目	0.15	0.65
仙潭酒业	新增15个车间，增加产量0.5万吨	2+	3+
云门酒业	投资近7亿，建设年产0.5万吨的酱香酒城二期工程	0.5	1
丹泉酒业	投资3.2亿，对酱酒生产车间、酱酒贮存基地进行技改扩建项目建设	1.5	2+

资料来源：wind，各企业官方平台，新京报，酒业家，川报泸州全媒体中心，多彩贵州，糖酒快讯，华声晨报，广发证券发展研究中心



## 二、酱酒市场分层竞争，茅台遥遥领先、青花郎习酒国台优势地位渐显

### （一）茅台遥遥领先，市场分层竞争

酱酒产业形成“阶梯式”市场格局，分层竞争。从企业看，2019年酱香型白酒销售额达1350亿元，酱酒企业达千余家。第一阶梯的贵州茅台实现营收854.30亿，遥遥领先其余酱香酒企；第二阶梯的郎酒2019年营收83.48亿元，其中酱酒板块收入53.28亿元，习酒实现营收79.80亿元，两家都属于50-100亿区间的酒企；第三阶梯的国台酒业实现营收18.88亿元，金沙酒业实现营收15.26亿元，属于15-50亿级别的酒企。第四阶梯及以下的企业体量大多在10亿元及以下，增长迅速但尚未形成稳固的格局。2019年酱香型白酒市场CR1、CR3、CR5分别占据63%、73%、75%的份额，形成以千亿、百亿、十亿三个层次的分层竞争格局。

表 8：酱酒市场形成以千亿、百亿、十亿三个层次的分层竞争格局

阵营	企业	归属地	核心产品	19年营收 (亿)	19年营收情况	市占率
第一阶梯	贵州茅台	贵州省	飞天茅台	854.30	19年同比增长 16.01%	63%
第二阶梯	四川郎酒	四川省	青花郎、红花郎	83.48	19年同比增长 12%	10%
	贵州习酒	四川省	窖藏 1988	79.80	19年同比增长 40.69%	
第三阶梯	国台酒业	贵州省	国标酒、国台酒	18.87	19年同比增长 60.05%	2%
	金沙酒业	贵州省	摘要酒	15.26	19年同比增长 165%	
第四阶梯	钓鱼台酒业	贵州省	国宾酒、贵宾酒	10+	19年同比增长约 88%	25%
	贵州珍酒	贵州省	珍十五	10+	19年同比增长 67%	
	云门酒业	山东省	乳白陈酿、国标 70	10+	19年同比增长 38.2%，酱香占 52%，同比增长 121.7%	
	丹泉酒业	广西省	丹泉洞藏	10+	19年同比增长约 200%	
	仙潭酒业	四川省	紫气东来、紫潭酱酒	10	19年同比增长约 43%	
	武陵酒	湖南省	尊享飘香	3.52	19年同比增长 80%	
	贵州安酒	贵州省	安酒、多彩贵州			

资料来源：wind，各企业官网与公众号，糖酒快讯，酒食汇，酒业家，广发证券发展研究中心

第一、二阶梯龙头地位已经相对稳固，第三、四阶梯酒企各有特色、呈现“百花齐放”格局。酱香酒第一和第二梯队的龙头在行业中的地位已经稳固，茅台遥遥领先，青花郎“中国两大酱香白酒之一”的行业地位已经奠定，习酒依托茅台集团的资源，具有其他酒企不具有的优势。而第三和第四梯队的酒企虽然体量较小，但均增长较快，且各具特色，目前相对已经具有一定体量优势的是国台、金沙、钓鱼台、珍酒、仙潭酒，另外除了赤水河流域，外省也有部分酱香酒企，以广西的丹泉和山东的云门为代表。国台主打“茅台镇第二大酒企”的定位，旗下大单品国台国标酒行业首创双标确证（瓶身标注酿造年份+出厂年份），在渠道上直接引入经销商持股、充分绑定利益。金沙酒业主打产品摘要定价高端千元价位段，定位“贵州第二瓶高端酱酒”，2019年摘要收入占比达42%。钓鱼台酒业源自外交部钓鱼台国宾馆用酒，2017年才开始市场化运作，坚持品牌稀缺战略，保持0.3万吨不扩产，由于产量有限，渠道上采用授权专销制。贵州珍酒作为茅台易地实验的产物，传承了茅台的工艺，自2009年并入金东集团，进入相对较快的发展轨道；潭酒是川派酱酒的代表之一，早期主要生产原酒，优势是基酒储量丰厚，近几年逐渐形成了年份酱酒为主打的产品战略，以“内行喝潭酒，敢标真年份”的品宣语句向消费者传递其产品优势。赤水河流域之外的酱酒以云门和丹泉相对体量较大，云门八十年代通过学习茅台工艺研发出酱酒，是北派酱香的代表之一，也是中国酱香白酒国家标准三大制定者之一；丹泉主打洞藏酒概念，产品出厂之前均在天然藏酒洞“洞天酒海”中老熟。

现阶段消费者对酱酒品类认知超过品牌认知，未来3-5年是第三第四梯队酱酒企业的品牌打造黄金窗口期。如我们在第一部分所述，目前酱酒行业尚处在一个供需两旺的发展阶段，消费者对品牌没有明显的认知，更多是对品类的认知，因此所有酱酒企业几乎都能取得非常迅速的增长。但酱香酒行业的发展也会遵循消费品行业发展的规律，随着3-5年后酱香酒基酒产能开始大规模投放后，供需得到缓解、行业逐渐走向成熟，缺乏品牌力的酒企可能逐渐会丧失增长势能。因此，对第三第四梯队的酱香酒企来说，未来3-5年是品牌打造的黄金窗口期。

表 9：酱酒市场第三、四梯队酒企各具特色，呈现“百花齐放”格局

企业名称	实控人	董事长	发展历史	发展战略
贵州茅台	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会	高卫东	至今已有 800 多年的历史，是我国大曲酱香型白酒的鼻祖和典型代表，酿制技艺入选国家首批非物质文化遗产代表作名录，是一张香飘世界的“国家名片”。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 巩固、维护品牌口碑</li> <li>· 系列酒与茅台酒“双轮驱动”</li> <li>· 营销渠道改革</li> </ul>
四川郎酒	汪俊林	汪俊林	57 年恢复生产，壮大为大型骨干酿酒企业，酿制技艺是国家级非物质文化遗产，已稳健步入百亿白酒集团行列。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 品牌升空，打造极致品质文化</li> <li>· 定位“中国两大酱香型白酒”</li> <li>· 扶大商、树好商</li> </ul>
贵州习酒	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会	钟方达	52 年通过收购组建为国营企业，98 年并入茅台集团，属茅台集团全资子公司，是中国名优白酒企业。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 站稳“高端酱香”定位</li> <li>· 文化属性加持，以“君子之品”为品牌核心</li> </ul>

国台酒业	闫希军	闫希军	由天士力于 99 年在茅台镇收购一家老字号酒厂的基础上，累计斥资 50 亿元、历经 20 余年精心打造。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 定位“茅台镇第二大酒企”</li> <li>· 首创瓶身双标确证</li> <li>· 引入经销商持股、充分绑定利益</li> </ul>
金沙酒业	李长红	张道红	位于贵州省酱酒三大黄金产区的金沙县产区，自公司成立以来一直从未停止过生产，58 年茅台酿酒师刘开廷引入茅台大曲酱香工艺，开始生产酱香型白酒，07 年改制金逐步从贵州走向全国。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 聚焦五星、金沙回沙 1951 和摘要三大单品，产品结构升级</li> <li>· 优质经销、分销团队带动良性市场环境</li> <li>· 争取在 24 年实现 IPO 主板上市</li> </ul>
钓鱼台酒业	外交部钓鱼台宾馆管理局	丁远怀	经国家外交部批准建设，距离茅台酒厂约两公里，台品牌标识源于乾隆御笔“钓鱼台”，原只为北京钓鱼台国宾馆等国家宴请及外国元首和贵宾来访供酒。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 聚焦品牌的附加值的提升品质</li> <li>· 坚持品牌稀缺战略，保持不扩产</li> <li>· 渠道上采用授权专销制</li> </ul>
贵州珍酒	吴向东	吴向东	公司是 75 年“试制茅台”的产物，第一批工匠、原料、设备等均从茅台酒厂调来，公司传承并发展了酱香酒的酿造技术，茅台的工匠精神在珍酒得以延续。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 加大品牌打造力度</li> <li>· 坚持以珍十五为中心推广</li> <li>· 力争产销超过 2 万吨</li> </ul>
云门酒业	汲英氏	汲英氏	青州酿酒接代传承，云门酒的生产不曾间断，74 年研制成功酱香型白酒云门陈酿，人称“江北茅台”，如今已成为高端鲁酒的新代表。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 打造“乳白陈酿”和“国标 70”两大明星产品</li> <li>· 同时发展“浓清酱”三大香型</li> </ul>
丹泉酒业	吴荣全	吴荣全	产自云贵高原南麓的“世界长寿市”河池，56 年由南丹县人民政府成立地方国营酿酒厂，现如今已经拥有了实现百亿目标的体量基础。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 发挥带头作用振兴桂酒</li> <li>· “洞藏酱香”大战略</li> <li>· 强化精准招商，增强发展后劲</li> </ul>
仙潭酒业	李琼芬	方久伦	与国酒茅台酒厂、郎酒酒厂毗邻，13 年完成改制后发展节奏加快，如今已经发展成为全国最大的酱酒原酒输出基地。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 创新营销，打造品牌</li> <li>· 真材实料做酱酒、货真价实不虚标</li> </ul>
武陵酒	衡水老白干	浦文立	71 年初开始研制酱香武陵酒，在第五届评酒会与茅台、郎酒一起成为中国三大酱香名酒，后经过几度易主和改制。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 传承品质，恢复品牌活力</li> <li>· 酿酒规模扩大，产线扩容</li> <li>· 继续推行“短链模式”</li> </ul>
贵州安酒	讯佳集团	路通	前身为民国时期周绍臣的“醉群芳酒家”，一度为贵州省最大的酿酒企业，88-91 年产量居全国第一，08 年联美控股（中国）入主。	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 重构品牌文化内涵</li> <li>· 安酒和多彩贵州双品牌双香型</li> <li>· 团购渠道带动全渠道发展</li> </ul>

资料来源：wind，各企业官网，人民网，微酒，酒业家，酒说，红网，广发证券发展研究中心

## （二）茅台为首打造赤水河核心产区，酱酒酿造产业集群逐渐成型

以茅台为圆心，集群赤水河畔，酱酒生产已经形成典型的产业集群。虽然全国各地均有企业开发酱香酒产品，但从产量来看，2019 年全国酱香酒销量约 55 万吨，销售规模约 1350 亿元，贵州、四川两省的酱香型白酒实现营收约 1244 亿元，占全国酱酒销售规模的 90% 以上，其中赤水河畔的酱香型白酒销量约为 47 万吨，占全国酱酒销

量的85%。从地理位置来看，以第一阶梯茅台为圆心，第二阶梯的郎酒、习酒以及第三阶梯的国台、金沙全部分布在周边60公里的范围，其余的贵州省大型酱酒企业也均分布在周边100公里的范围。以茅台为核心，以赤水河为依托，以川黔为主要区域的酱酒生产分布格局已经形成。

图 13: 国台、钓鱼台、郎酒、习酒、金沙、珍酒、仙谭酒均分布在茅台100公里内



资料来源：高德地图，广发证券发展研究中心

**酱香酒酿造中的产区文化，其本质在于生态的独特。**赤水河发源于滇北，横跨贵州、四川两省，沿川黔交界蜿蜒向北注入长江，因河流含沙量高、水色赤黄而得名。赤水河全长约436公里，上游有怀仁市的茅台、国台、钓鱼台国宾，中间有二郎镇的郎酒、习水镇的习酒、流域附近还有金沙县的金沙酒、古蔺太平镇的潭酒。由于酱酒在出酒前，生产、贮藏周期长达3-5年以上，从酿酒用水、用料、到时刻环绕的空气，酿酒过程中酒的风味不断地受环境中微生物与微量元素的影响，并与之互相作用、成长。因此，拥有独特环境的赤水河产区才能够造就出最正宗大曲酱酒，其中主要影响包括用料、用水、空气三方面。

- (1) **用料：**酿造酱酒最佳的糯性高粱主要产自仁怀境内和川南地区，粒小、皮薄、坚实、饱满。**支链淀粉含量高（90%以上）：**有利于回沙工艺的多轮次翻烤，经得起多次蒸煮，只有红缨子高粱才能满足酱酒独特工艺中的七次取酒；**单宁含量适中（2%左右），**通过传统酱香工艺发酵形成儿茶酸、香草醛、阿魏酸等优质酱香酒香味的前驱物质，最后形成酱香酒特殊的芳香化合物和多酚类物质等。
- (2) **用水：**水河流域内紫红色的土壤中砂质和砾土含量高、富含碳氮物质、渗水性好，每年雨季两岸泥沙受到冲刷，对人体有益的多种矿物质、微量元素被溶解，经过层层渗透、过滤后汇入赤水河，为两岸酒企酿造酱酒所用，成为影响酒风味的重要因素，因此赤水河也被称作“美酒河”。
- (3) **空气：**赤水河流域四面环山，常年风速缓慢，低谷地带植被茂盛带来清新的空气和负氧离子，特有的静风气候为空气中微生物的缓流和沉降创造了有利条件。在高温少风的夏季，河水蒸发、湿度升高、微生物集聚，空气透过缸壁与酒液接

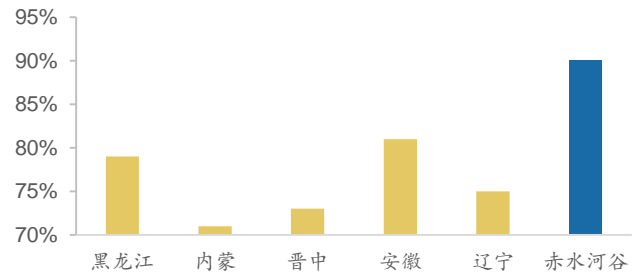
触，酿出的酱酒风味独特。

图 14: 赤水河流域群山环绕、少风多雨、夏长冬短，形成了其他地区无法复制的独特酿酒环境



资料来源：国台官网，广发证券发展研究中心

图 15: 赤水河地区高粱支链淀粉含量远高于其他地区



资料来源：酒贵州，广发证券发展研究中心

“酱香热”起源于茅台，预计未来赤水河产区的酱香酒企业具有明显竞争优势。“酱香热”起源于“茅台热”，因此，理论上来说，如果酱香酒企能够与茅台形成关联，便会对自身品牌建设起到极大的助推作用，无论是青花郎、国台还是金沙均在突出这一特点，最大程度的使用“两大”、“第二大”等词语强调品牌与茅台的紧密联系。19年6月8日，茅台、郎酒、习酒、国台、珍酒、劲牌酱酒、钓鱼台7家企业共同签署了《世界酱香型白酒核心产区企业共同发展宣言》，我们认为以茅台为首的酱香酒龙头推动酱香酒酿造产区化，未来会对酱香酒行业的发展产生深远的影响，产区结盟后酱酒必然将与赤水河更加密切地绑定，赤水河正宗酱香酒的认知将进一步在经销商和消费者的心中加深，未来赤水河产区的酱香酒企业相较于其他产区会具有明显的竞争优势。

表 10: 除茅台外的酱香酒企均在品宣时与茅台或茅台镇产生关联

品牌	产品	宣传语定位	广告图
四川郎酒	青花郎	中国两大酱香白酒之一	
国台酒业	国台酒	茅台镇第二大酿酒企业	
金沙酒业	摘要酒	贵州两大高端酱酒	

资料来源：郎酒官网，国台官网，广发证券发展研究中心

从全球酒类酿造来看，产区文化会对消费者产生深远的影响。纵观世界其他酒类生产，产区文化一直是各国、各品牌的核心酿酒文化。以红酒为例，著名的红酒大产区有波尔多产区、勃艮第产区、香槟产区、罗纳河谷产区等，其中波尔多红葡萄酒享誉世界。根据葡萄酒搜索网站Wine Searcher今日发布的一份东亚市场上最受欢迎的葡萄酒榜单中显示，东亚人民最喜欢的10款葡萄酒品牌，全部都产自波尔多地区。以威士忌为例，著名的威士忌生产国有苏格兰、爱尔兰、美国、加拿大和日本等，其中苏格兰威士忌以单一麦芽、独特泥煤香气闻名世界，广受全世界消费者的喜爱，中国品牌网评选出的世界十大威士忌品牌中苏格兰威士忌占据8席。

表 11: 东亚地区评选出的最受喜欢的 10 款红葡萄酒均产自波尔多地区

排名	品牌	产地
1	拉菲正牌 (Chateau Lafite Rothschild)	波尔多
2	木桐正牌 (Chateau Mouton Rothschild)	波尔多
3	玛歌正牌 (Chateau Margaux)	波尔多
4	拉图正牌 (Chateau Latour)	波尔多
5	靓次伯副牌 (Echo de Lynch Bages Chateau Haut-Bages Averous)	波尔多
6	侯伯王正牌 (Chateau Haut-Brion)	波尔多
7	庞特卡奈正牌 (Chateau Pontet-Canet)	波尔多
8	靓次伯正牌 (Chateau Lynch-Bages)	波尔多
9	柏图斯正牌 (Petrus)	波尔多
10	雄狮正牌 (Chateau Leoville-Las Cases Grand Vin de Leoville)	波尔多

资料来源: Wine Searcher, 广发证券发展研究中心

表 12: 中国品牌网评选出的世界十大威士忌品牌中苏格兰威士忌占据8席

排名	品牌	产地
1	芝华士 (Chivas)	苏格兰
2	尊尼获加 (JohnnieWalker)	苏格兰
3	杰克丹尼 (JACKDANIELS)	美国
4	帝王 (Dewar's)	苏格兰
5	百龄坛 (Ballantine's)	苏格兰
6	麦卡伦 (Macallan)	苏格兰
7	占边 (JimBeam)	美国
8	威雀 (FamousGrouse)	苏格兰
9	温莎 (Windsor)	苏格兰

资料来源：中国品牌网，广发证券发展研究中心

### （三）更高的定价中枢加深消费者对酱香酒的高端认知，预计酱酒崛起将影响白酒行业竞争格局

酱酒主力单品定位次高端及以上，加深消费者对于酱香酒的高端认知。由于茅台的带动和酱香酒生产工艺的复杂性，消费者逐渐形成了酱香酒品质更高、价值更高的认知，而酱香酒企业为了迎合消费者这一认知，主力产品均定位在次高端及以上市场，反过来进一步加深了这种认知。青花郎和金沙摘要直接定位千元价格带，国台、钓鱼台、等企业主力产品则定价次高端价位。同时，2019年后主要白酒企业重点打造的酱酒新品也直接定位高端价位，如君品习酒新品定价1399元，珍酒珍三十新品定价1580元，潭酒紫气东来新品定价1256元，贵州安酒经典新品定价899元，一向以浓香为主的今世缘也于19年推出了“清雅酱香型”的国缘V9，定价2299元，远高于同期其他香型新品的定价。更高的定价中枢，进一步加深了消费者对于酱香酒“更加高端”的认知。

表 13: 19年后推出的主力酱酒新品均定位高端及以上

企业	核心产品	终端价（每瓶）
贵州习酒	君品习酒	1399 元
仙潭酒业	紫气东来	1256 元
贵州珍酒	珍三十 2.0	1580 元
贵州安酒	贵州安酒（经典）	899 元
今世缘	国缘 V9	2299 元

资料来源：京东商城，微酒，广发证券发展研究中心

表 14: 主力酱香酒单品均定位次高端及以上

企业	核心产品	终端价（每瓶）
贵州茅台	飞天茅台	2500 元以上
四川郎酒	青花郎	1000-1300 元
	红花郎	400-600 元
贵州习酒	窖藏 1988	400-600 元
国台酒业	国标酒	400-600 元
金沙酒业	摘要酒	1199 元
钓鱼台酒业	国宾酒	598 元
	贵宾酒	488 元
贵州珍酒	珍十五	569 元
仙潭酒业	紫潭酱酒	618 元
贵州安酒	多彩贵州	598 元

资料来源：京东商城，广发证券发展研究中心

酱香酒企将明显影响次高端的竞争格局，预计会对老牌全国化次高端酒企产生一定的冲击。高端白酒行业空间较大，但进入门槛高，茅台五粮液的行业地位已经非常稳固，青花郎很难挤占这两家的市场份额，国窖全国化布局弱于茅五，仅在部分省份有较强的品牌力，预计青花郎的出现会影响其新市场扩张的进度，但对于其原有市场的份额预计冲击不大。摘要体量尚小，尚难以与茅五泸州竞争，更多是受益高端酒行业的扩容。我们预计酱香酒会对次高端价位段产生明显的影响，从近两年的酱香酒增速来看，已经明显超越了次高端价位段的扩容速度，在挤占其他次高端品牌的空间。截止2019年，习酒窖藏系列规模已经和老牌名酒的次高端产品体量不相上下；其余中小酱酒企业虽然目前体量尚小，但增长迅速，即便2020年的疫情也并未影响其增长态势，若该趋势延续，未来3-5年内次高端市场至少将出现数家体量在20-50亿元的酱酒大单品，也即酱酒新兴品牌有可能在短短数年时间达到次高端老牌名酒经营十余年才达到的规模。由于酱香目前消费氛围最好的山东、河南、广东、福建等省份属于较为开放的市场、地产酒弱势，也是老牌全国化次高端酒企的重点市场，预计酱酒的崛起会对老牌全国化次高端酒企产生一定的冲击。而地产酒相对强势的地区如安徽、江苏、江西、湖北等地区我们预计短期内受影响不大，但也会影响区域次高端龙头的省外扩张进度。

表 15: 白酒行业价格带及主要产品及系列，酱香酒主力单品定位在次高端及以上价位段

价格带	19年规模(亿)	产品/系列	19年销售收入(亿元)	终端价/价格带
高端	1297	飞天茅台酒	626.15	2600+
		五粮液	385	1000
		国窖 1573	86	800-900
		青花郎	31.97	1000-1300
		金沙摘要	6.41	1199
次高端	502	水晶剑	100	458
		洋河梦之蓝	71	350-700
		习酒窖藏	42.37	400-600
		水井坊品牌系列	34.07	300-600
		汾酒青花	30	300-700
		今世缘国缘	27	300-600
		红花郎	21.31	400-700
		品味舍得	15-20	300-600
		国台主产品	15+	400-500
		赖茅	18	300-500



汉酱	13.4	300-500
钓鱼台国宾/贵宾	10+	400-600
古井贡 G16/20	6	300-600
珍十五	3.9+	500-600

数据来源：wind，京东，界面新闻，广发证券发展研究中心。注：蓝色底为酱香酒。

表 16：2020年疫情并未影响酱酒企业的增长态势

企业名称	20 年业绩表现
贵州茅台	2020 年上半年实现营业总收入 456.34 亿元，同比增长 10.84%，归母净利润 226.02 亿元，同比增长 13.29%。
四川郎酒	2020 年上半年工业总产值达 76.5 亿元，销售收入同比增长 10%。
贵州习酒	2020 年上半年已经完成 50 亿元的营收额，百亿目标实现过半。
国台酒业	2020 年上半年销售额同比大幅增长，取得了时间过半、任务超半的成绩。
金沙酒业	2020 上半年实现销售收入 10.47 亿元，同比增长 69.2%，全面完成上半年任务。
丹泉酒业	2020 年 1-5 月白酒产值达 6.92 亿元，同比增长 131.03%，销售收入同比增长 102.88%。

资料来源：wind，习酒公众号，云酒团队，微酒，界面新闻，广发证券发展研究中心

### 三、青花郎习酒行业地位相对稳固，国台增长迅速

#### （一）青花郎定位中国两大酱香白酒之一，借力茅台迅速奠定行业地位

##### （1）品牌：青花郎战略定位中国两大酱香白酒之一，借力茅台发展迅速

郎酒为中国名酒，2012年之前便达到百亿体量。郎酒发源于四川古蔺县二郎镇，地处赤水河中游，四周崇山峻岭，地理环境优异。自上世纪初郎酒兴建酒厂便享有美誉；1984年入选中国十三大名优酒，是茅台以外第二家入选的酱香酒企业；2002年，郎酒改制，制定了“一树三花、群狼战术”的策略，公司进入第一次快速上升期，经营情况持续改善；2009、2010年、2011年郎酒销售额分别达到58亿元、103亿元、110亿元，进入百亿体量的发展阶段；2016年，郎酒进入了架构调整阶段，产品重心转向高端青花郎，成功跻身高端酱香蓝海市场，进入第二次快速上升期。

表 17：郎酒历史悠久，是在清末的“絮志酒厂”酿酒作坊的基础上发展起来的

发展阶段	主要事件
1898 年	邓惠川到古蔺二郎滩经商，发现“郎泉”之水宜于酿酒，便在二郎滩兴建酿酒作坊“絮志酒厂”。
1907 年	邓惠川将“絮志酒厂”改名为“惠川糟房”

1925 年	茅台酒厂酒师张子兴途经二郎滩将“回沙”生产技艺传给邓惠川，将酒正式命名为“回沙郎酒”。
1956 年	四川金牛坝会议中周恩来总理提到：“四川还有个郎酒嘛，解放前就很有名，要加快发展！”于是，在周恩来总理的关怀下，郎酒恢复生产，国营四川省古蔺郎酒厂成立。
1998 年	古蔺郎酒厂改制为四川郎酒集团有限责任公司。
2002 年	郎酒改制，汪俊林通过宝光药业入主郎酒，制定了“一树三花、群狼战术”的策略，在酱香、浓香、兼香三个香型上全线发力，在同区域、多品牌、多战线各自为战，业绩为王。
2010 年	郎酒销售收入达到 103 亿元，突破百亿。
2015 年	郎酒进入了架构调整阶段，开始聚焦于青花郎、红花郎、小郎酒和郎牌特曲等白酒畅销大单品发展。
2019 年	郎酒销售收入达 83.16 亿元，进入上市辅导备案阶段。

数据来源：郎酒官网，广发证券发展研究中心

**表 18：郎酒自 1984 年入选中国十三大名酒，是茅台以外第二家入选的酱香酒企业**

年份	称号	品牌
1952 年	四大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、西凤
1963 年	八大名酒	五粮液、古井贡、泸州老窖、全兴大曲、茅台、西凤、汾酒、董酒
1979 年	八大名酒	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡、洋河、董酒、泸州老窖
1984 年	十三大名酒	茅台、汾酒、五粮液、洋河、剑南春、古井贡、西凤、泸州老窖、全兴大曲、双沟、黄鹤楼、 <b>郎酒</b>
1989 年	十七大名酒	茅台、汾酒、五粮液、洋河、剑南春、古井贡、董酒、西凤、泸州老窖、全兴大曲、双沟、黄鹤楼、 <b>郎酒</b> 、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌

数据来源：酒业家，广发证券发展研究中心

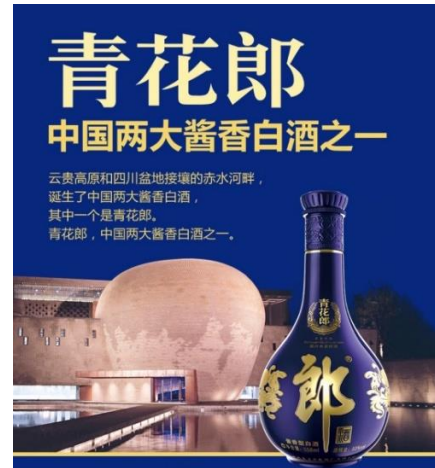
青花郎定位中国两大酱香白酒之一，脱颖而出进入高端酱香蓝海市场。2017 年青花郎制定了“中国两大酱香白酒之一”的品牌定位，同时将红花郎事业部变更为青花郎事业部，品牌重心由次高端的红花郎向高端的青花郎转移。公司加大广告投入，向高端及次高端产品投入更多的研发和营销资源。通过与茅台绑定的方式，让消费者青花郎产生高端联想，建立了高端酱香的形象，使得公司一举脱离了次高端和中低端的竞争红海，进入高端酱香的蓝海市场。从销售体量上来看，短短几年青花郎已经成为第四大高端酒，逐渐在高端酒市场站稳脚跟，回顾白酒行业近二十年，只有国窖 1573 从无至有挤入高端。白酒行业向来存在价位决定品牌地位的现象，青花郎的这一战略转变，乘着酱香酒的上升趋势，借助茅台的力量，直接将郎酒的品牌地位拉升至白酒行业第四，酱香行业第二。

图 16: 红花郎定位酱香典范



资料来源: 微酒, 广发证券发展研究中心

图 17: 青花郎定位中国两大酱香白酒之一



资料来源: 微酒, 广发证券发展研究中心

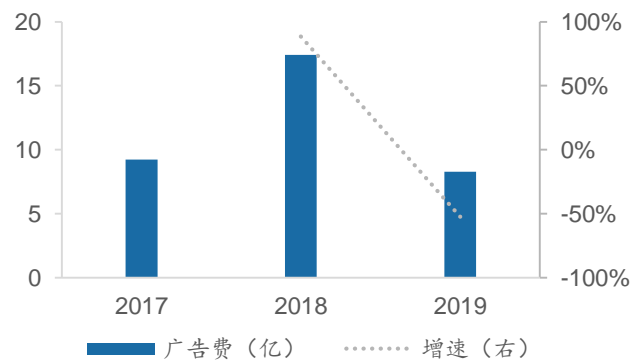
近三年合计投放数十亿广告费成功向消费者传达“两大酱香”和“赤水河”概念，品宣设计堪称行业标杆。“两大”品牌战略实施以来，2017-2019年，公司先后与央视、高铁媒体、地方卫视等媒体展开合作，通过向电视媒体、运输工具、交通枢纽、商业中心和知名节目等媒体或渠道投放广告的方式，向消费者传达“两大酱香”、“赤水河”等概念，一定程度上既教育了消费者正宗酱香酒源自赤水河畔，也将青花郎和茅台并称中国两大酱香白酒成功捆绑茅台抢占酱香第二的行业地位，“云贵高原和四川盆地接壤的赤水河畔，诞生了中国两大酱香白酒，其中一个青花郎。青花郎，中国两大酱香白酒之一”的广告内容设计堪比国窖1573的“品味历史”系列。2018年公司广告支出从2017年的9.2亿元大幅提升至17.4亿元，占销售费用59.4%，同比增长89.1%。2019年后，由于前期的广告宣传推广已经取得一定成效，青花郎品牌的市场知名度有了较大提升，公司通盘考虑、评估了不同媒体渠道和不同广告投放方式的宣传效果，针对不同类别产品的市场定位，调整了广告宣传策略，以期通过更有效的方式进行更加精准的广告宣传，进一步提升了广告宣传效率，因此公司2019年广告费较2018年同比下降。

图 18: 2017年9月推出的知名奢侈品导演Joel Cartier执导的郎酒全新品牌定位广告



资料来源: 腾讯视频, 广发证券发展研究中心

图 19: 2017-2019年公司广告费合计35亿



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

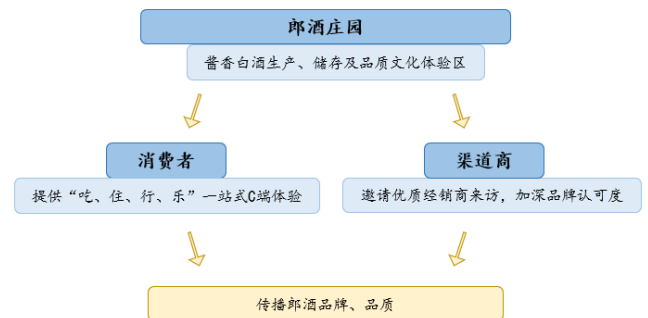
打造郎酒庄园进行深度体验式营销，对核心消费者和优质经销商二次传播。尽管行业内多有酒企推出体验式营销、回厂游等政策，但实际上大多停留在简单的参观酒厂的层面，而郎酒则专门投入大量资金兴建庄园将体验式营销落地，为行业树立了标杆。位于赤水河南岸的郎酒庄园，是公司正在建设中的酱香型白酒生产、储存及品质文化体验区，集郎酒“三品（品质、品牌、品味）”战略于一身，为消费者、经销商提供品质、品牌、品味的具体呈现：(1)郎酒消费者可以在此体验郎酒独有的“生长养藏”、酱香白酒“生产-存储-勾调品鉴”全流程，享受高端白酒定制化勾调等服务，搭配郎酒自建的天宝洞酒店、青云阁、红运阁等享受高质量的“吃、住、行、乐”一站式C端体验。(2)经销商受邀来到访郎酒庄园，能够进一步加深对郎酒品质的认可。此外，根据中国日报网，自21年开始每年3月郎酒庄园都将举办“郎酒庄园节”，并且每年拿出5000万元奖励对郎酒三品提升有突出贡献的各界人士：(1)品质上，设立“郎酒品质奖”，奖金额度每年2000万元，奖励公司和公司以外的科研协作单位、个人。(2)品牌上，奖金额度每年2000万元，奖励为郎酒品牌做出贡献的公司员工、经销商、媒体、会员及社会各界人士、合作伙伴。(3)品味上，奖金额度每年1000万元，奖励对郎酒酒体、美味、包装、文化提升有贡献的公司和社会各界人士。

图 20：郎酒庄园规划示意图



资料来源：郎酒官网，广发证券发展研究中心

图 21：郎酒庄园提供了二次传播的场所

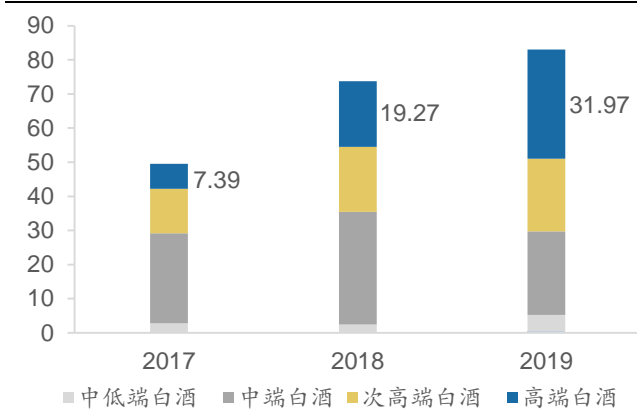


资料来源：广发证券发展研究中心

## (2) 产品：青花郎对标飞天茅台，红花郎发力次高端

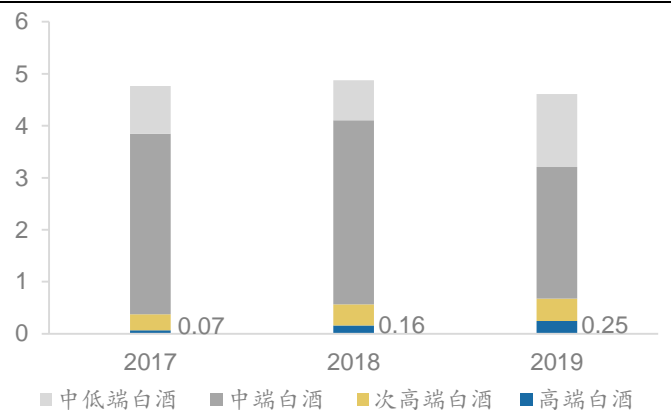
各香型和价格带全面布局，高端系列青花郎贡献公司营收利润主要增量。公司高端系列青花郎为核心，同时打造奢香系列酱香酒，次高端以红花郎为核心，并在中低端布局浓香型郎牌特曲和兼香型小郎酒系列，实现以高端酱香为龙头、兼香和浓香并驾齐驱的产品结构，全价格带覆盖。2019年，郎酒高端产品销量为0.25万吨，同比增长53.97%，占总销量的5.33%，高端产品销售额为31.97亿元，同比增长65.94%，占总销售收入的38.45%；郎酒次高端产品销量为0.43万吨，同比增长5.58%，占总销量的9.18%，次高端产品销售额为21.31亿元，同比增长11.89%，占总销售收入的25.62%。2019年公司主营业务毛利达到67.30亿元，同比增长19.93%；19年公司净利润达到24.44亿元，同比增长236.54%。其中，定位于高端的青花郎销售收入与销量快速提升，带动公司销售收入和毛利稳步提升。

图 22: 郎酒主营业务收入 (亿元)



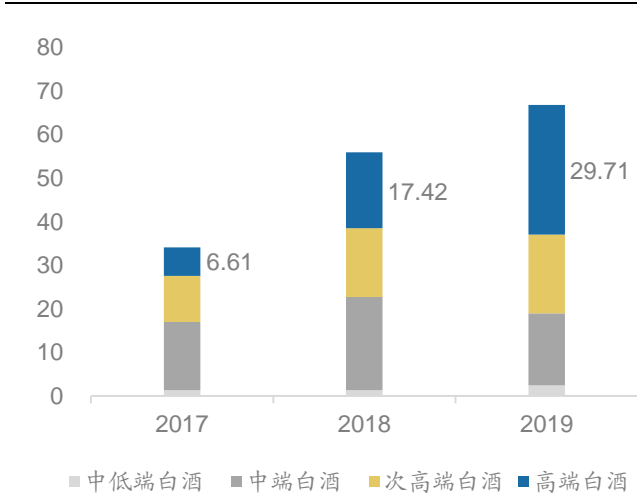
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 郎酒主营业务销量 (万吨)



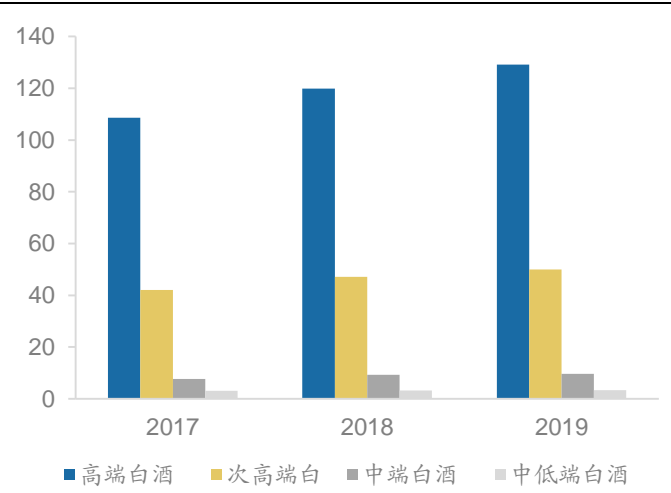
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 郎酒主营业务毛利 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 郎酒主营业务吨价 (万元/吨)




数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 19: 郎酒主要产品系列及结构

定位	香型	系列	产品	终端价 (元)	销量 (吨)	销售收入 (亿)	收入占比	毛利率
超高端	酱香		 连年有鱼	3100 元	24.34	0.48	0.57%	97.02%
			 红运郎	3400 元				
			 青云郎	7800 元				

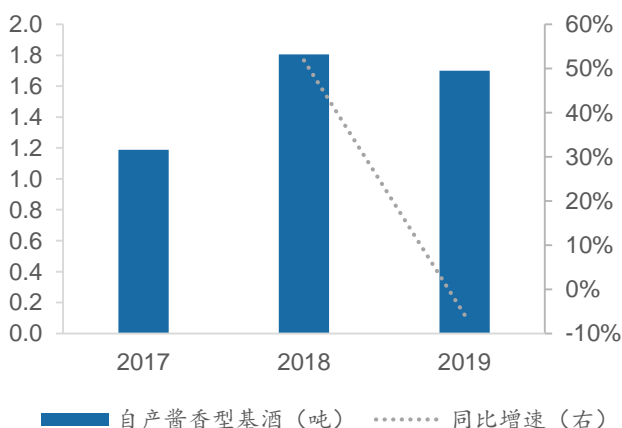
高端	酱香	青花郎	青花郎 20 	1059 元	2,475.95	31.97	38.4%	92.93%
			青花郎 50 	6399 元				
次高端	酱香	红花郎	红花郎 10 	419 元	4,261.70	21.31	25.6%	84.91%
			红花郎 15 	629 元				
			红钻 	559 元				
中端	浓香	郎牌特曲	郎牌特曲 窖藏 5 号 	159 元	25,345.06	24.55	29.53%	67.56%
			郎牌特曲 窖藏 7 号 	229 元				
			郎牌特曲 精英 T3 	128 元				
			郎牌特曲 精英 T6 	147 元				
			郎牌特曲 精英 T8 	207 元				
			郎牌特曲 精英 T9 	320 元				
			郎牌特曲 鉴赏 12 	387 元				
			郎牌特曲 鉴赏 18 	568 元				

浓酱兼香	小郎酒	精酿小郎酒（100ml） 	28 元				
		经典小郎酒（100ml） 	20 元				

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

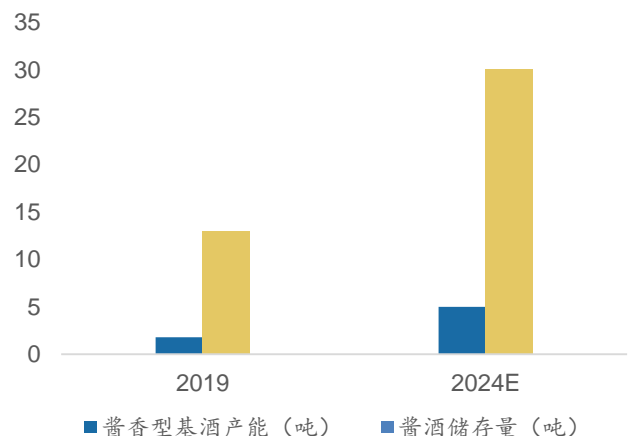
**战略眼光长远，稳增销量、拉长储存周期，螺旋提价推动青花郎品牌价值不断提升。**据酒业家，青花郎在2021年的目标终端成交价为1500元，目的在于抢占千元酱香酒的价格空档，该价格将在三年内分6次提价来达成，且自2019年逐渐上调出厂价和终端指导价：（1）2019年6月1日上调53度青花郎单瓶出厂价79元；（2）2019年12月16日上调青花郎53度单瓶出厂价50元至909元/瓶；（3）2020年7月1日上调53度青花郎终端指导价至1299元。同时，为配合价格提升，（1）主动控制销量：2019年起计划将所有酱香酒可销售量总和控制在万吨以内，2020年起每年增加不超过2000吨，保障产品的稀缺性。（2）拉长储存周期：青花郎的主体基酒由过去的5年，2019年之后开始提升到了7年，未来将逐渐提升到8-10年，进一步提升品质。自2017年起公司酱香型基酒保持相对稳定，17-19年酱香型基酒产量分别为1.18万吨、1.80万吨、1.70万吨，且公司优质酱酒储存量达13万吨，另据公司官网，郎酒庄园全部建成后公司酱酒储量将突破30万吨。我们认为，从公司酱香酒产能和储量来看，是能够保障公司未来迅速扩张的，但公司主动控制销量速度，拉长储存期、提升品质，不断拔高价格，有助于奠定青花郎“两大酱香白酒之一”的地位，产品战略与品牌战略相匹配，眼光长远。

图 26：2017-2019年郎酒酱香基酒产量



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 27：郎酒上市后扩产扩建计划



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**天宝洞藏是郎酒拥有的难以复制的独特优势，保障其在酱香酒行业中顶尖的产品品质。**天宝洞、地宝洞、仁和洞地处二郎镇蜈蚣岩悬崖峭壁之上，地处东经105.79度，北纬28.03度，面积近1.42万平方米，是云贵高原典型的喀斯特溶

洞，地质年龄一亿八千万年，此前为海底世界。仁和洞与天、地宝洞相互拱卫，共同组成全球规模最大的天然藏酒洞群。三洞内常年保持19-21摄氏度的温度及60-70%的湿度，恒温恒湿，利于酒菌的繁衍生息，促进了有益的微量元素积累，对酒的有机醇化生香起到稳定醇熟的作用，形成了优良的贮酒环境；挥发的酒分子凝结于坛壁，日积月累，形成了夹杂着400多种微生物、厚达数厘米的酒苔。因而郎酒洞藏后，酒体更加醇和、陈香。

图 28: 藏在天宝洞的酒坛是郎酒在酱香酒行业内独一无二的优势



资料来源：郎酒官网，广发证券发展研究中心

### （3）渠道：依托大商推动全国化扩张，较为符合公司目前发展阶段

三大事业部独立运作，资源战略聚焦青花郎。公司采用经销为主的销售模式，经销模式的销售占比分别为 96.82%、96.66%和 96.38%。同时，受益于民营体制的特点，相比于其他名酒，在过去十多年，郎酒在营销模式变革上一直比较灵活且激励机制较为“狼性”。早在2006年，郎酒在与茅台、五粮液等名酒的激烈竞争中，就是通过营销模式的变革弥补了当时在品牌力上的短板，公司实行“双轨制”最大限度发挥大区事业部在市场上的潜能，快速占领市场和扩大规模，从2006年到2012年，郎酒收入从7.5亿跃升到百亿以上。2017年后，郎酒敏锐地捕捉到茅台的拉伸为高端酱酒留下了空间，随之进行战略的调整，为了聚焦高端酱酒，使得青花郎进一步突破，郎酒将红花郎事业部变更为青花郎事业部，在青花郎的市场管理，品牌运营上进行倾斜，随着酱酒热的升温，根据招股书青花郎在短短两三年的时间内已经实现30亿+的收入，成功挤入高端白酒领域。

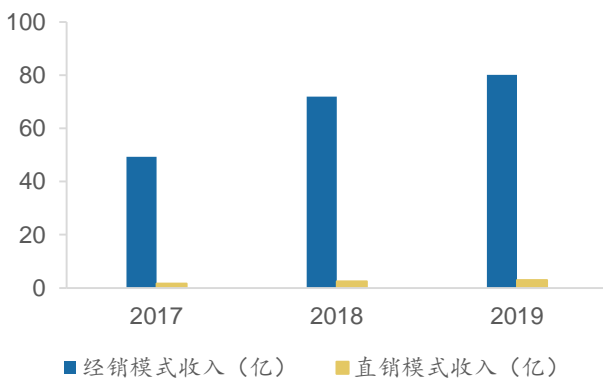


表 20: 郎酒运营管理模式变化

发展阶段	运营管理模式	成效
“事业部+大区”双轨运营 (2006-2012)	实现了五大事业部和西南、华东、华南、中原、东北、西北六个销售大区以及各城市 55 个办事处的管理运营网络。其中，五大事业部产品到各个大区，由大区在区域市场进行推广、销售，同时事业部对各个区域也有管理、招商、推广的权力。	在渠道上得以迅速全国化，并有效的管控了市场，从 2006 年到 2012 年，郎酒收入从 7.5 亿跃升到 110 亿。
垂直管理运营模式 (2013-2015)	红花郎、新郎酒、郎牌特曲、老郎酒、流通品牌五大事业部独立运作，独立管理。各大事业部全权负责相应品牌的市场运行管理，包括业务区划分、市场规划、办事处团队管理考核、具体市场运作指挥等。经营权、抉择权和监督权全部分开，事业部在市场运营、战略规划上更加科学化和可控化。	由于行业进入调整期加上之前郎酒发展过于迅速，渠道库存较多，公司收入出现下滑。
取消大区制，事业部“五变六” (2016)	近 20 亿的小贵宾郎从流通事业部中剥离出来，成立了小郎酒事业部，原流通事业部运营的包括宾郎、嘉宾郎在内的大酒产品归属流通事业部继续运营，形成了红花郎、新郎酒、郎牌特曲、老郎酒、流通品牌、小郎酒六大事业部并行的状态。	白酒行业逐渐复苏，郎酒经营开始步入正轨。
资源聚焦大单品，事业部“六变三” (2017-2020)	老郎酒事业部合并入红花郎事业部，郎牌原浆、新郎酒两个事业部与郎牌特曲事业部合并，红花郎事业部变更为青花郎事业部，调整为青花郎、小郎酒、郎牌特曲三大事业部，在青花郎的市场管理，品牌运营上进行倾斜。	青花郎事业部的商家规模与销售规模持续扩大，短短两三年挤入高端酒市场。

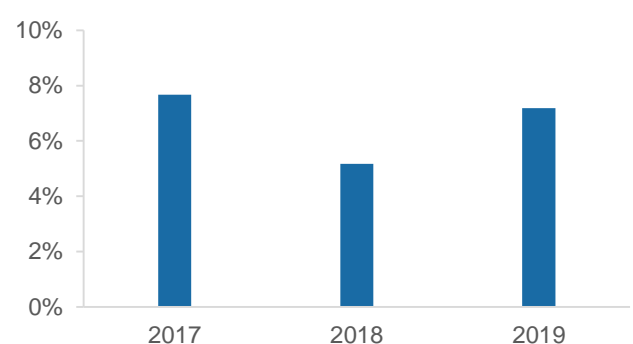
数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

图 29: 公司以经销渠道为主



数据来源：郎酒招股书，广发证券发展研究中心

图 30: 公司五大客户占比

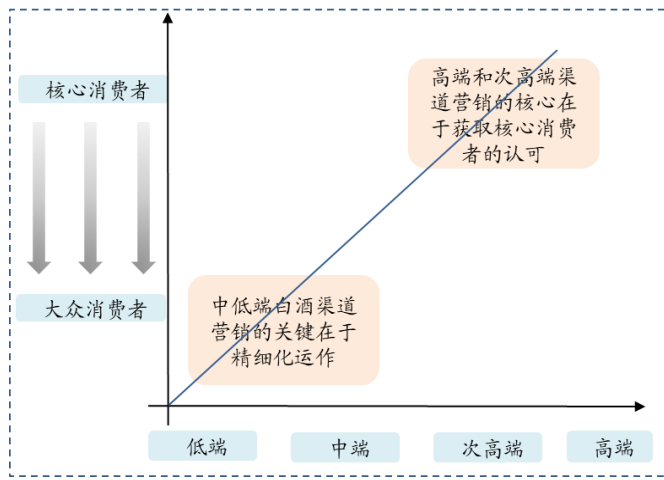


数据来源：郎酒招股书，广发证券发展研究中心

依托大商战略符合公司目前的发展阶段，有利于公司迅速扩张市场。根据微酒，青花郎事业部目前采用大商战略，具体做法包括：（1）允许优商及大商签订3-5年的长期合同。（2）对做出突出贡献的优秀商家给予重大奖励。（3）严格审核商家进出的合规性，提升郎酒经销权含金量。一方面，对于新打造的高端酒品牌，仍旧比较

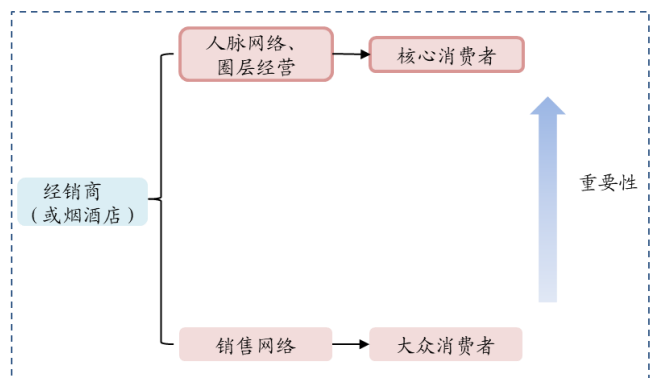
需要大商的资源，尤其背后的核心消费者资源，从国窖1573的发展历史上来看，其相继通过定增、柒泉公司、专营公司等方式绑定经销商利益，同样也是借助经销商的力量打入核心消费群体；另一方面，大商制度也相对比较适合扩张期的酒企，大商在本地有较为完善的销售网络和运作经验，郎酒作为有一定全国化基础的酒企，目前相当于“再次全国化”，可以借用经销商的网络迅速铺市，经营“加杠杆”。（关于对白酒行业内经销商作用的详细论述，详见我们于2019-12-22发布的深度报告《洋河股份：新任管理层推进多项改革，公司2020年有望困境反转》）。

图 31：一般价格越高，核心消费者的引领作用越重要，获取核心消费者的认可是关键



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 32：经销商扮演着极为重要的角色，是酒企撬开核心消费者的杠杆



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**（4）管理层：实控人汪俊林是龙头酒企中少数的具有“企业家精神”的高管**

郎酒是龙头酒企中少数的具有“全国化逻辑”的公司，实控人汪俊林是名优酒企中少数的具有“企业家精神”的高管。如我们上文所提及的白酒行业未来三大趋势：消费升级、集中度提升和酱香酒扩容，其中集中度提升很大程度上是龙头酒企挤压地产中小酒企的过程，其中扩张潜力最大的便是有全国化能力的龙头酒企。除了茅台五粮液之外，剩下的中国龙头酒企中（接近百亿或百亿以上收入），老窖、郎酒、汾酒、习酒和牛栏山都尚未完全全国化但是具备全国化的潜力，也即存在“全国化的逻辑”，而剑南春和洋河已经基本实现了全国化，古井有老名酒基因，但省外品牌力稍弱，全国化的潜力弱于前述几家酒企。而在这些有全国化潜力但尚未完成全国化的龙头酒企中，其管理层则各有特色，老窖、汾酒、古井、牛栏山均为地方国企，主管销售的管理层多为一线出身，熟知市场，其中汾酒管理层具有股权激励，机制好于其他地方国企；习酒为茅台集团下属企业，具有其他酒企不具备的资源优势；而郎酒在其中相对特殊，实控人汪俊林（上市前持股比例达76.7%）既是创业者也是目前的管理者，且从公司历史发展上来看，其对行业大势判断准确，战略前瞻能力强，由于管理者本身为企业所有者，一旦制定决策后，可以迅速对公司进行大幅度的战略转变，这是其他龙头酒企的管理层不具备的优势，且相对于其他民营酒企实控人，其管理风格也更积极进取，更加具有“企业家精神”。

**表 21: 目前接近百亿或百亿以上的龙头酒企各管理层特点**

企业	19 年收入 (亿)	全国化程度	管理层
贵州茅台	888.54	高端龙头, 完全全国化	地方政府控股。对当地财政、经济发展影响较大, 董事长由省政府直接委派
五粮液	501.18	高端第二, 完全全国化	地方政府控股。对当地财政、经济发展影响较大, 董事长由省政府直接委派
泸州老窖	158.17	高端第三, 尚未全国化但具备全国化潜力	地方政府控股。董事长和总经理均一线出身, 对市场反应灵敏
郎酒	83.48	高端第四, 尚未全国化但具备全国化潜力	民营企业。实控人汪俊林作为创业者仍在管理企业, 决策水平行业一流, 管理风格积极进取, 具有“企业家精神”
洋河	231.27	次高端龙头, 基本全国化	地方政府控股, 管理层持股。销售主管一线出身, 对市场反应灵敏, 兼具实战和理论总结能力
剑南春	约 150	次高端龙头, 基本全国化	民营企业, 经营较为稳定
汾酒	118.80	次高端龙头, 尚未全国化但具备全国化潜力	地方政府控股, 给予管理层股权激励。销售主管一线出身, 对市场反应灵敏
古井	104.17	次高端区域龙头, 尚未全国化但具备区域化潜力	地方政府控股。董事长一线销售出身, 对市场反应灵敏, 兼具实战和理论总结能力
习酒	79.80	次高端龙头, 尚未全国化但具备全国化潜力	茅台集团下属企业, 可依托茅台资源发展, 其他酒企不具备此优势
牛栏山	102.89	低端龙头, 尚未全国化但具备全国化潜力	地方政府控股, 酒厂厂长一线销售出身, 对市场反应灵敏

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

实控人汪俊林作为创业一代的企业家, 更容易打入中国优秀的企业家核心圈层。目前高端白酒的商务消费占比大幅提升, 郎酒实控人汪俊林作为创业一代的知名企业家, 在中国企业家圈层中具有一定的人脉资源和号召力, 其多次邀请企业家、其他社会各界的知名人士参观郎酒庄园, 有利于青花郎迅速在核心消费人群中建立品牌力, 这也是其他酒企不具备的优势。

**表 22: 实控人汪俊林作为知名企业家, 多次邀请中国优秀的企业家和社会知名人士参观学习郎酒庄园**

行程时间	到访参观郎酒庄园主要人员
2020 年 7 月	红蜻蜓集团董事长钱金波, 以及来自黑马实验室的共 24 家企业的领袖人物
2020 年 6 月	老乡鸡董事长束从轩, 特劳特邓德隆总裁, 北大周其仁教授
2019 年 12 月	四川省作协主席、著名作家阿来
2019 年 11 月	中海启航集团董事长吕宏刚
2019 年 8 月	58 同城 CEO 姚劲波, 分众传媒董事长江南春, 以及部分中国青年企业家俱乐部成员、正和岛成员和特邀嘉宾等近 30 位企业家

数据来源: 郎酒官网, 郎酒公众号, 广发证券发展研究中心



(二) 习酒：依托茅台资源发展，受益“酱香热”成长迅速

(1) 品牌：依托茅台资源发展，打造“君子之品”品牌内涵

依托茅台资源快速发展，品宣相对独立、打造自身独特的“君子之品”的品牌内涵。自1998年被茅台集团兼并后，次年习酒即实现销售收入1.2亿元、利润500.44万元，扭转了企业连续6年亏损的局面，经历二十年的发展如今已成长为中国第三大的酱香型白酒企业。习酒作为茅台集团的重要子公司，在人员、资金等等各方面的都得到茅台集团的全力支持，但相比于其他酱香酒品牌如郎酒、国台、金沙等等均采用了“靠近茅台”的宣传策略，作为茅台全资子公司的习酒却坚持在品牌宣传中剥离茅台的痕迹，无论是品牌定位、产品定位、宣传视频还是广告投放中都完全脱离“茅台”。从品牌长远发展的角度，以“君子之品”为核心打造酱香型白酒中独树一帜的典雅谦和形象，赋予习酒自身独特的品牌内涵和底蕴。

表 23: 习酒品牌定位、产品定位、宣传视频和户外广告完全脱离“茅台”，打造自身独特的“君品”品牌内涵

产品定位	窖藏系列	岁月窖藏，历久弥香	
	君品系列	君品习酒，高端酱香	
	金钻系列	金钻习酒，尊享生活	
宣传视频	窖藏系列陈道明广告(60秒)	在角色中穿行，需要艺术上的超越；而杯中的造诣，来自赤水河的天赋。吸纳旖旎山河的重量，酝酿万物滋长的活力，活用流淌千年的匠法，淬炼时光历练的韵味。时光运藏厚味，匠心炼就不凡，岁月窖藏，历久弥香，习酒窖藏 1988。	
	窖藏系列陈道明广告(15秒)	岁月窖藏，源于时光的沉淀与升华。君子之品，源于东方文化的传承。习酒窖藏 1988，畅想新时代。	
	君品习酒陈道明广告(60秒)	自点滴汇聚，成就磅礴江海，从跬步开始，见证不凡人生。以水火淬炼君子本心，用时光雅鉴君子品质。无惧，因脚下已是巅峰；有度，因胸怀已有天地。君品习酒，高端酱香。	

金钻习酒广告(15秒)	一路风雨无畏，方能傲立巅峰，让人生懂得尊享，让生活值得品味，金钻习酒，尊享生活。	
习酒春节广告(15秒)	过年，中国几千年传承的习俗，讲究礼节，讲究团圆，中国年，喝习酒。	

数据来源：习酒官网，广发证券发展研究中心

表 24：依托茅台资源发展快速成长为中国第三大酱香型白酒企业

发展阶段	主要事件
1952 年	仁怀县工业局为发展酿酒工业，派有关人员从茅台镇沿赤水河顺流而下考察，来到回龙区郎庙乡黄金坪。发觉当地水质很好，气候适宜，是理想的酿酒之地，遂初步选定在此地兴办酒厂。
1957 年	仁怀县工业局委派茅台酒厂副厂长邹定谦到回龙区郎庙乡黄金坪兴建酒厂，命名为“仁怀县郎庙酒厂”，采用茅台酒生产工艺，产品名“贵州回沙郎酒”，年产量约 100 吨，在当地市场畅销。
1962 年	回龙区委区政府决定重新创办酒厂，以烤小曲白酒解决当地百姓饮酒问题，由曾前德、肖明清、蔡世昌三位同志负责酒厂的筹建工作，史称“三人起家”。
1965 年	“仁怀县郎庙酒厂”改名为“习水县郎庙酒厂”。
1967 年	习水县郎庙酒厂交县商业局、县糖酒公司主管，因郎庙乡已改为“红卫”公社，该厂随即改为“习水县红卫酒厂”。
1983 年	公司第一款酱香型白酒“习酒”上市，随后在省内品评中位列酱酒第二。
1998 年	茅台兼并习酒，贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司成立，习酒开启新的历史篇章。
1999 年	习酒实现销售收入 1.2 亿元，实现利润 500.44 万元，扭转了企业连续 6 年亏损的局面。
2000 年	公司制定了企业发展规划、发展战略、企业精神、产品质量方针和产品品牌战略。开始实施“无情不商，诚信为本”的经营理念。
2010 年	高端酱酒新品“窖藏 1988”上市，被茅台特许使用“茅台”二字的浓香型产品被砍掉，习酒脱离茅台独立发展的决心显现。
2019 年	核心战略新品“君品习酒”上市，习酒进一步挺进高端酱香阵营。

数据来源：习酒官网，广发证券发展研究中心

**媒体资源领先同业，品牌影响力迅速提升。**由于是茅台集团下属子公司，因此习酒能够获取大量媒体营销资源、甚至可以与茅台集团分享资源。习酒依托“CCTV 国家品牌计划”的支持力度，在央视平台《新闻联播》前、《晚间新闻前》后、《经济半小时》、《环球财经连线》等黄金时段发布品牌广告，宣传覆盖央视全媒体；习酒与

凤凰网合作出品的访谈节目《君品谈》邀请格力电器董事长董明珠、原文化部长王蒙等社会名流；自18年起习酒与演员陈道明合作，通过其荧屏上大量君子品格的艺术形象和演员本身被观众所认可的君子之风，诠释习酒的君品文化；同时，习酒通过户外广告、航空、高铁、高速和门户网站等媒体资源，进行了大量广告投放以提升品牌在消费者中的认知度。

图 33: 习酒分享茅台集团资源——《新闻联播》



数据来源: cctv, 广发证券发展研究中心

图 34: 《君品谈》体现习酒品牌理念

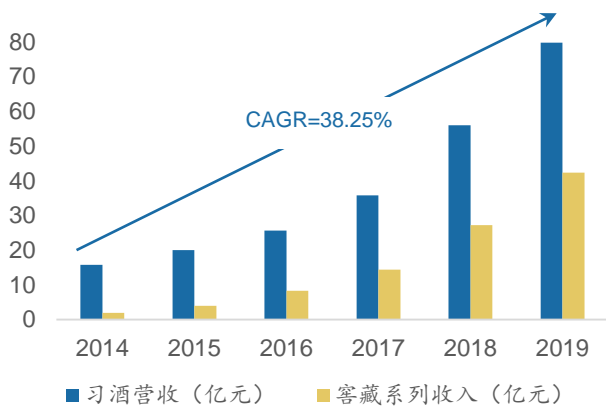


数据来源: 凤凰网, 广发证券发展研究中心

**(2) 产品: 大单品窖藏系列为次高端酱酒第一大单品, 推出高端“君品习酒”抢占酱香千元价位带**

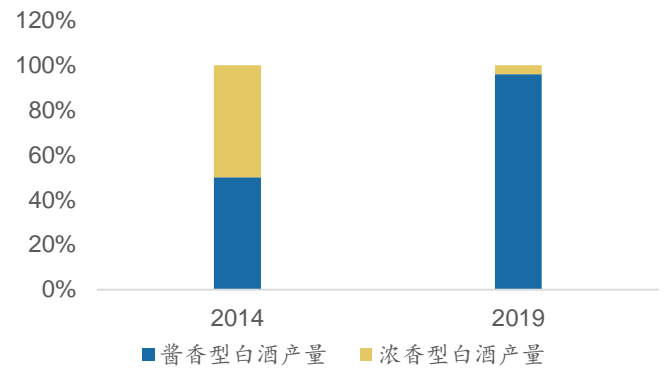
习酒产品战略为酱香取代浓香, 高档取代低档。习酒起源于浓香, 得益于赤水河得天独厚的优越条件, 自1983年起开始生产酱酒, 呈现浓酱并驾齐驱的态势; 1997年被茅台集团并购后, 习酒一直是茅台浓香白酒的酿造基地; 2010年起, 在茅台的带动下, 酱香酒行业开始迅速发展, 公司逐渐将新品重心转移至酱香酒打造, 推出更加高档的“窖藏1988”单品, 后逐步形成了以窖藏、金质习酒、老习酒为主的酱香产品矩阵, 以高档酱香为主、中低档浓香为辅的产品格局。据人民网和贵州日报, 自14年起, 习酒酱香型白酒产量占比从50%迅速提升至19年的96%, 在15年习酒酱香产品销售已经占据整体销售的90%以上(不含特许品牌), 公司营业收入从14年的15.8亿元迅速提升至19年的79.8亿元, CAGR达38%。

图 35: 习酒近5年营业收入CAGR达38%



数据来源: 微酒, 广发证券发展研究中心

图 36: 习酒酱香型白酒产量占比迅速提升



数据来源: 贵州日报, 人民网, 广发证券发展研究中心

表 25: 习酒主要产品系列及结构

定位	香型	系列	产品	终端价	产品	终端价
高档	酱香	君品系列	君品习酒 	1399 元		
	酱香	窖藏系列	窖藏 30 年 	4199 元	窖藏 15 年 	2299 元
			纪元小坛 	3488 元 (1.5L)		
			窖藏 1988 	668 元	窖藏 1988 雅致 	568 元
			窖藏 1998 	398 元		
中档	酱香	金钻系列	金钻习酒 	438 元	金质习酒 	288 元
			金品习酒 	166 元	银质习酒 	128 元
中低档	酱香	普酱系列	老习酒 	128 元	红习酱 	148 元

			 红习酒 128 元	 蓝习酒 80 元
			 方品习酒 128 元	 方品习酱 128 元
			 精品习酱 59 元	 珍品习酱 102 元
			 习酒·双喜 198 元	 习酒·福禧 185 元
中档	浓香	浓香系列	 习水特曲 T6 398 元	 习水特曲 T3 269 元
			 习水·天辰 428 元	 习水·铂钻 328 元
			 红运习水 149 元	 黄金五星 298 元
			 习水·虹钻 218 元	 习醇情浓万家 199 元
中低档			 习水大曲 78 元	 醇雅小习水 25 元
			 老光瓶 74 元	 三星习酒 59 元

资料来源：京东，广发证券发展研究中心

次高端窖藏系列是除茅台外全国酱酒第一大单品，乘势而上推出定位千元价位段的“君品习酒”。2019年，定位次高端的习酒窖藏系列实现营收约42.37亿，同比增长55.64%，占公司营业收入53.10%，其中窖藏1988与窖藏1988雅致版占比超50%，带动吨酒价格同比增长26.02%，超过青花郎系列的31.97亿元，成为除茅台外全国酱酒的第一大系列单品，也是酱香酒次高端第一大系列单品。公司19年7月推出更加能够体现其品牌精神的君品习酒，定价1399元，定位比肩青花郎、对标飞天茅台，发力高端酱香。



表 26: 酱香型白酒大单品

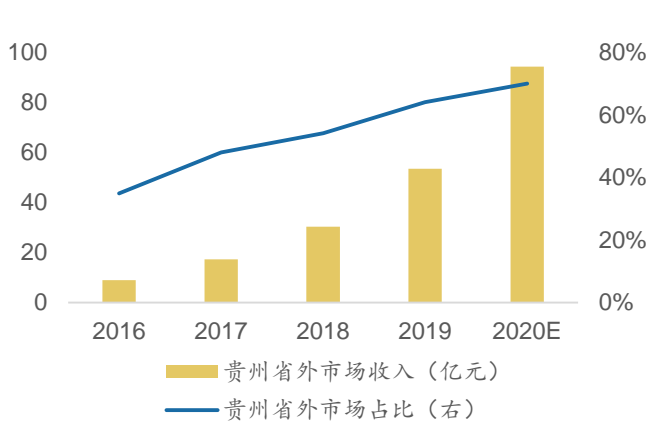
产品	生产企业	19 年销售收入 (亿元)
飞天茅台	贵州茅台	626.15
茅台系列酒	贵州茅台	95.42
习酒窖藏	贵州习酒	42.37
青花郎	四川郎酒	31.97
红花郎	四川郎酒	21.31

数据来源: wind, 五谷财经, 广发证券发展研究中心

### (3) 渠道: 19年贵州省外收入占比提升至64%，全国化进展迅速

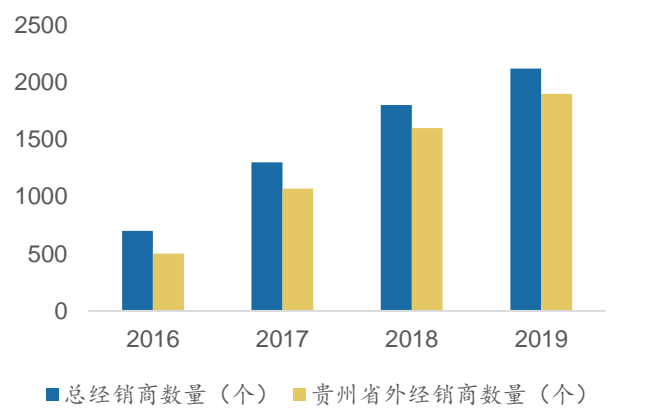
受益于“酱酒热”和公司品牌力提升，省外招商进展迅速，收入占比已达64%。市场布局上，自16年起习酒加大省外市场布局力度，着重打造河南、广东、山东等亿级市场并推进“贵州模式”复制，一方面习酒可以借助茅台集团的渠道资源；另外一方面随着大量品宣投入，品牌力也逐渐提升，随着近几年酱香酒逐渐“升温”，习酒省外招商进展迅速，经销商数量由14年的约700个提升至19年的2121个，其中省外经销商近2000家，占比近90%，习酒贵州省外收入占比由17年的48%迅速提升至19年的64%，并据习酒规划20年这一比例将进一步提升至70%。

图 37: 习酒贵州省外市场增长迅速，省外占比自18年已经超过省内



数据来源: 贵州日报, 商界, 广发证券发展研究中心

图 38: 习酒经销商队伍迅速壮大，省外经销商占比近90%



数据来源: 酒业家, 茅台时空, 大河报, 贵州都市报广发证券发展研究中心

表 27: 习酒自 16 年起加大省外市场布局力度，深耕山东、河南和广东三个酱香消费大省

年份	战略规划	营销思路
2016 年	推进省外重点市场	省内外投入比例统一，选择河南、山东、广东的点位市场进行突破

	建设进程	
2017年	“151410195” 板块目标	深耕贵州，全力以赴攻克河南、山东、广东战略重点市场，建立长江沿海销售增长金腰带，支持特许和电商两个板块的持续发展，实现1个5亿市场（贵州），1个4亿级市场（河南），10个1亿级市场，9个5千万市场
2018年	“171534233271125” 板块目标	1一个7亿市场（贵阳），1个5亿市场（遵义），3个4亿市场（特许、电商、河南），2个3亿市场（广东、山东），3个2亿市场，7个1亿市场，12个5千万市场
2019年	“132+” 全国市场布局	1个核心市场（贵州），3个样板市场（河南、山东、广东），全力开拓2个经济带（长江、沿海），带动全国其他市场全面协调发展
2020年	“133+” 全国市场布局	加快实现“贵州模式”的复制，精耕3个样板市场（河南、山东、广东），3个重点市场（江苏、福建、浙江），培育省外其他潜力市场

数据来源：微酒，酒业家，广发证券发展研究中心

### （三）国台：中国第四大、茅台镇第二大酱香酒企，快速成长的小龙头

#### （1）品牌：中国第四大酱香酒企，品牌势能不断提升

**中国第四大、茅台镇第二大酱香酒企，品牌势能不断提升。**国台酒业成立于2001年，其三大酿酒基地国台酒业、国台酒庄、国台怀酒均位于茅台镇正宗酱香型白酒核心产区，经过近二十年的发展，国台已是茅台镇第二大、中国第四大酱香酒企，在2019年华樽杯评选中，国台酒业以301.25亿的品牌价值跻身进入贵州省白酒企业前三，成为酱香型白酒行业中的主流品牌。国台在品宣时主打茅台镇核心产区和茅台镇第二大酒企定位，借助茅台为自身品牌力加成。2020年6月8日，茅台、郎酒、习酒、国台、珍酒、劲牌、钓鱼台7大酱香酒企共聚茅台镇，共同签署《世界酱香型白酒核心产区企业发展共同宣言》，作为排名第四的签署单位，也印证了国台在酱香酒行业的品牌地位。

表 28：国台酒业经过二十年发展，目前为中国第四大、茅台镇第二大酱香酒企

发展阶段	主要事件
寻源立本 (1999-2017)	1999年，天士力收购茅台镇一家库存大量年份酒的老牌酒企。 2001年，“贵州仁怀茅台镇金士酒业有限公司”正式成立。 2003年，扩建新厂区121亩。 2007年，新厂区一期工程竣工。
茁壮成长 (2008-2012)	2009年，国台酒业集团有限公司正式成立。 2010年，确定“贵州国台酒·酱香新领袖”的品牌定位，国台名人珍藏酒库成立；同年公司完成以贵州、重庆为主要战略核心市场，以北京广东、河南为重点市场，其余省份地区为拓展市场和开发市场的全国市场布局。 2011年，公司更名为“贵州国台酒业有限公司”；启动国台酒庄建设策略，当年建设当年投产；同年公司利税达3亿元。

	2012年，国台酒庄第一条生产线正式投产运行；同年公司利税达6亿元。
调整蓄势 (2013-2015)	2013年，防伪追溯系统正式上线。 2014年，白酒行业进入深度调整期，国台酒进行产业升级、创新销售、扩大产能和储存能力。 2015年，第四次增资并追加15亿元用于国台酒庄建设，公司品牌价值达67.42亿元。
立业建功 (2016-至今)	2016年，公司启动主板上市计划，国台酒业品牌价值达74.36亿元。 2017年，大单品“国台国标酒”上市；公司从团购为主的销售模式向餐饮与渠道商代理进一步转型，从传统的厂商合作向股权商模式战略联盟的厂商一体化发展，国台品牌价值达102.55亿元。 2018年，公司改制更名为“贵州国台酒业股份有限公司”，国标酒等搭大单品基本覆盖全国市场；国台品牌价值达156.75亿元。 2019年，国台进入上市辅导期，品牌价值达301.25亿元。

资料来源：国台酒业官网、国台招股书，广发证券发展研究中心

## (2) 产品：主力大单品国台国标酒定位次高端酱香酒市场，行业首创“酿造年份+出厂年份”双标确证

大单品国台国标酒定位次高端、行业首创“酿造年份+出厂年份”双标确证，受益酱酒热和次高端红利公司收入快速增长。国台国标酒作为公司主力大单品，战略定位次高端，行业首创“酿造年份+出厂年份”双标确证。受益于酱香热、次高端增长红利，国台酒业近三年量价齐升，收入大幅增长。其中，2017至2019年，国台酒高端产品（备注：招股书所指高端产品为终端售价500元/瓶以上的产品，主要为售价500元左右的国台国标酒，白酒业内一般将300-600元/瓶定义为次高端）销售收入分别为4.34/9.88/15.50亿元，18/19年同比增长127.30%/56.87%；国台酒中高端产品销售收入分别为1.27/1.77/3.19亿元，18/19年同比增长39.27%/80.17%。从销量来看，17-19年成品酒总销量分别为2425/3990/5139吨，18、19年分别增长64.55%和28.81%。17-19年公司成品酒高端产品平均单价分别为30.58/34.76/42.68万元/吨，18、19年分别增长13.67%和22.78%；中端产品平均单价分别为12.66/15.41/21.13万元/吨，18、19年分别增长21.72%和37.12%。

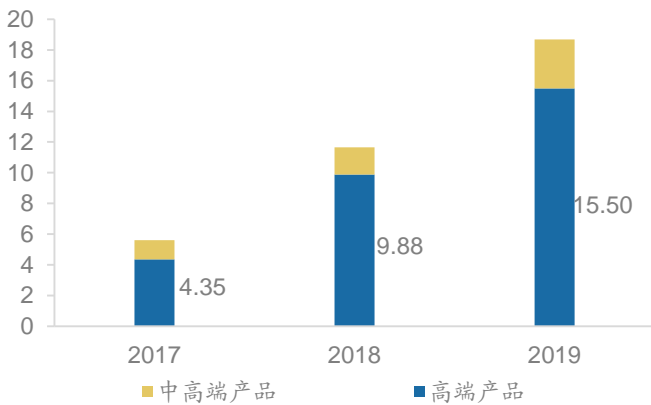
表 29：国台主要产品系列及结构

定位	香型	系列	产品	终端价	销量 (吨)	销售收入 (亿)	收入占比	毛利率
超高端	酱香	封坛珍藏系列	封坛珍藏酒				0.09%	88.41%
	酱香	国台主产品	国台龙酒	2499元	3,630.94	15.50	82.86%	78.38%
国台15年			1299元					

			国台国标酒 	559 元				
	酱香	坛酒系列	国礼坛酒 	959 元 (1.5L)				
	酱香	喜宴系列	喜酒 百年好合 	699 元				
中高端			喜酒 喜结良缘 	399 元	1,508.54	3.19	17.04%	63.42%
			国台酱酒 	499 元				
			国台好礼 	1999 元				

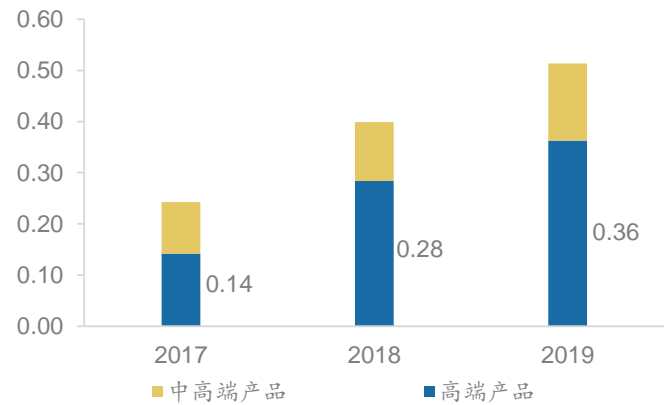
资料来源: wind, 国台招股书, 京东, 广发证券发展研究中心

图 39: 国台主营业务收入 (亿元), 高端产品同比增长 56.87%、中高端产品同比增长 80.17%



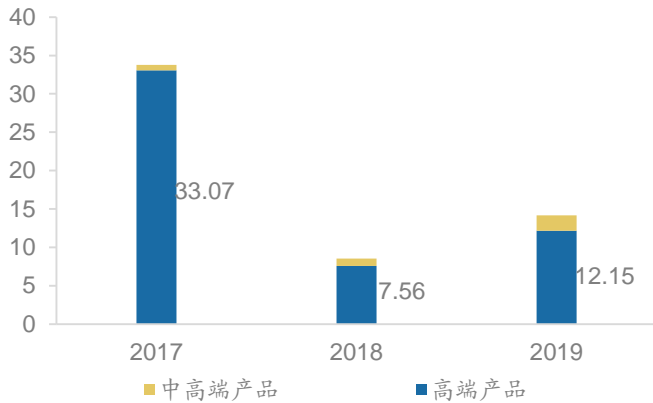
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 40: 国台主营业务销量 (万吨), 成品酒销量同比增长 28%+



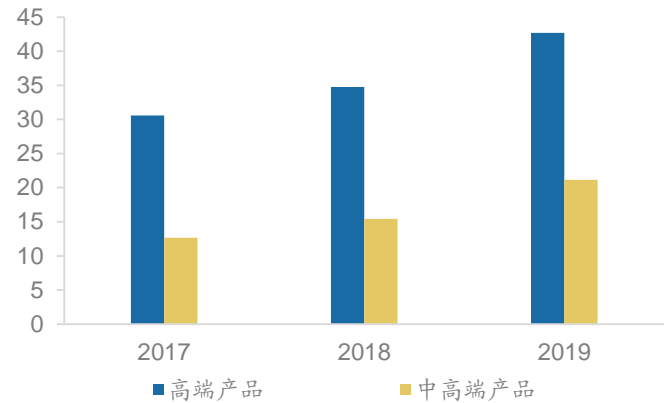
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 41: 国台主营业务毛利 (亿元), 高端产品占85%+



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 42: 国台主营业务吨价 (万元/吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

**基酒储备能够保障短期销量增长, 上市募资扩产布局长期发展。**根据招股说明书中的单位成本及库存金额, 我们推测17-19年国台半成品酒+成品酒总量为分别为1.55万吨、1.44万吨、1.54万吨(库存量=库存金额/单位成本), 远高于其近年的销量; 2020年3月末, 收购怀酒获得库存老酒5000吨以及年产1000吨基酒产能(尚未复产), 另据酒业家, 2020年经销商大会上总经理张春新公开表示“在50亿之前, 能快则快, 能多快就多快”, 我们也能从侧面推断公司储备量应该能够保障未来几年的销售量。17-19年, 公司基酒产能均为0.53万吨/年, 2020年国台酒庄新增基酒产能增加0.1万吨, 据此推测2020年公司基酒产能: 国台酒业基酒产能0.18万吨、国台酒庄基酒产能0.45万吨, 总产能0.63万吨。若能成功上市, 国台酒业基地将在大规模拆除后进行扩建, 计划扩建至年产0.65万吨基酒规模, 用时56个月分三期完成。另外, 根据招股书, 公司国台酒庄万吨现代优质大曲酱香型白酒技术改造项目已经开工建设, 结合国台2020经销商大会上国台酒业副董事长叶正良的表述“到十四五规划末, 国台正宗大曲酱香白酒的年产能将达到2.6-2.8万吨。”公司多个扩产项目并行推进, 保障未来长期发展。

表 30: 19 年国台酒业库存、产量、销量情况

	项目	2017	2018	2019
单位成本 (万元/吨)	高端产品单位成本	7.31	8.16	9.23
	中高端产品单位成本	5.66	7.01	7.73
库存金额 (万元)	年底半成品酒库存	95969.17	105326.90	111671.35
	年底成品酒库存	4665.49	3354.68	11417.32

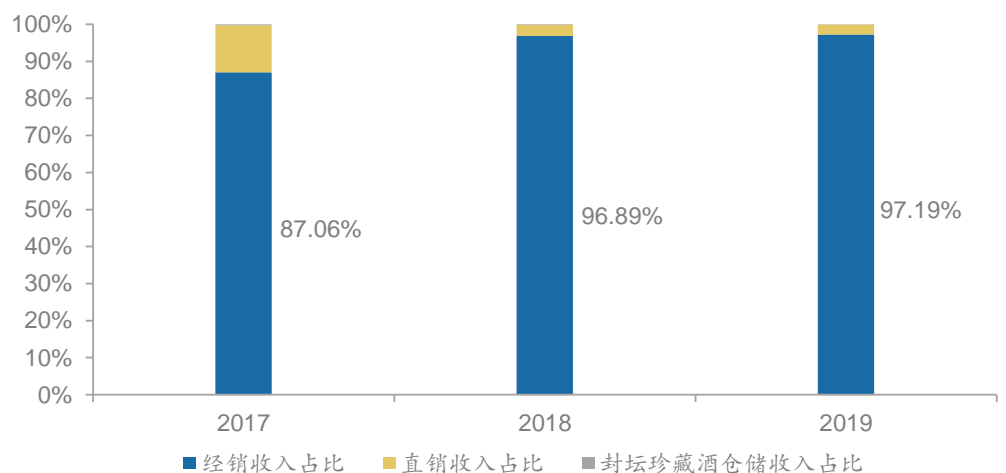
推测库存数量 (万吨)	推测年末半成品酒数量 (万吨)	1.48	1.40	1.40
	推测年末成品酒库存数量 (万吨)	0.07	0.04	0.14
推测年末可准备销售的酒类库存总量 (万吨)		1.55	1.44	1.54
19年成品酒产量 (万吨)		0.25	0.38	0.59
19年成品酒销量 (万吨)		0.24	0.40	0.51

资料来源: wind, 国台招股书, 广发证券发展研究中心。注: 公司结转销售成本时按照加权平均法, 我们直接采用平均吨成本, 可能会略有出入

### (3) 渠道: 渠道利差高, 经销商与股东利益一致

体量小、需求旺导致渠道利差大, 经销商利润丰厚推力足。2017-2019年, 经销模式收入分别为 4.9 亿元、11.30 亿元、18.17 亿元, 占营业收入比例分别为 87.06%/96.89%/97.19%。根据 2019 年度的数据统计显示, 高端酒出厂均价 213.40 元/500ml, 公司高端单品中最便宜的国台国标酒的京东自营销售价格为 559 元 (线下成交价一般低于线上), 其渠道利润空间是出厂价格的 1.62 倍; 中高端酒出厂均价 105.85 元/500ml, 对应产品国台酱酒的价格是 459 元, 其渠道利润空间是出厂价格的 3.34 倍。渠道利差高, 利润空间大, 经销商营销动力充足。

图 43: 销售渠道上经销为主、直销为辅



资料来源: 国台酒业招股说明书, 广发证券发展研究中心。注: 封坛珍藏酒仓储收入属于公司销售封坛珍藏酒后为客户提供仓储服务所取得的收入, 下同

经销商持股比例近 20%, 公司股东与经销商利益绑定。国台酒业 106 家经销商直接或间接的方式合计持有公司 19.74% 的股份。其中, 卡特维拉国际贸易有限公司直接持有国台酒业 1.24% 股份在经销商在占比最大; 105 家经销商通过金创合伙、共

创合伙、合创合伙、粤强投资对国台酒业进行间接增资。公司经销商与股东利益一致，利于公司长远发展。

表 31: 国台经销商持股比例近 20%

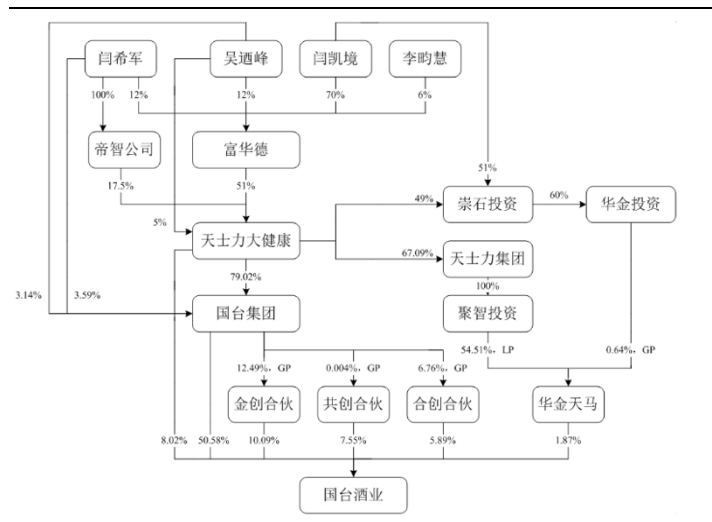
持股方式	持股公司/入伙平台	经销商数量 (家)	持有公司股份比例
直接持有股份	卡特维拉	1	1.24%
间接持有股份	金创合伙	30	7.42%
	共创合伙	38	6.46%
	合创合伙	34	3.43%
	粤强投资	3	1.19%
合计		106	19.74%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

(4) 管理层: 民资控股、管理层和经销商入股, 激励机制良好

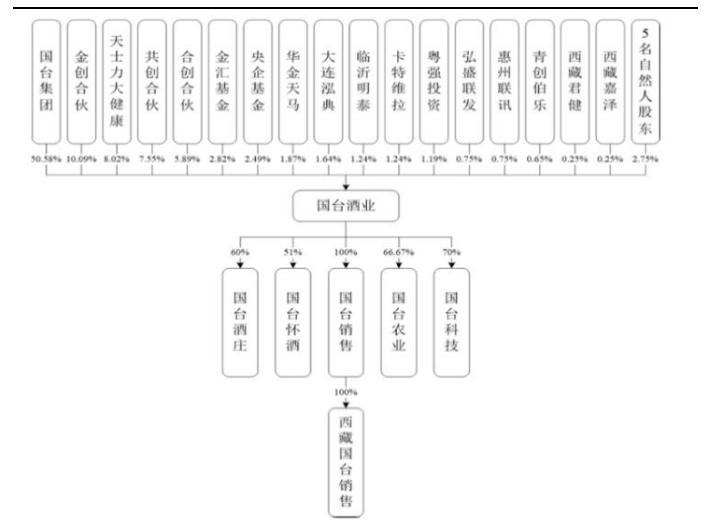
董事长家族为国台酒业的实际控制人, 管理层和经销商均持有公司股份。国台集团为国台酒业的最大股东, 持股比例50.58%。以闫希军为首的董事长家族通过持有富华德、帝智、天士力大健康等公司的股份合计控制国台酒业84%的股权。公司董事会由9名董事构成, 其中6名非独立董事均是以闫希军家族为中心的天士力背景, 其中叶正良、张建忠、张春新分别自1996年、1998年、2005年起就在天士力任职。部分公司高管间接持有国台酒业股份, 管理层与股东利益一致, 有助于公司长久发展。另外, 据上文所述, 经销商也持有公司近20%的股份, 经销商与股东利益一致。

图 44: 发行前公司股权结构: 闫希军家族为公司实控人



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 45: 国台集团为最大名义股东, 经销商合计持股 19.74%



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

表 32: 除董事长家族外, 公司高管合计持有3.23%的股份

姓名	职务	间接持股主体	间接持股主体中出资比例	占国台酒业股份比例
叶正良	副董事长	天士力大健康	0.80%	0.44%
		国台集团	0.11%	
张建忠	董事	国台集团	3.82%	1.93%
张春新	董事、总经理	国台集团	0.49%	0.25%
裴富才	监事会主席	天士力大健康	0.80%	0.38%
徐强	副总经理、核心技术人员	国台集团	0.45%	0.23%

数据来源: 国台酒业招股说明书, 广发证券发展研究中心。注: 天士力大健康直接持有国台酒业8.02%的股份, 天士力大健康直接持有国台集团79.02%的股份; 国台集团持有国台酒业50.58%的股份

## 四、投资建议

我们看好酱香白酒行业的发展, 预计未来5年行业收入CAGR有望达15-20%。酱香酒行业呈现分层竞争的格局, 第一梯队的茅台遥遥领先, 规模近千亿; 第二梯队的郎酒和习酒规模接近百亿, 地位已经相对稳固; 第三梯队的国台和金沙规模十亿以上; 第四梯队酒企数量众多, 规模在十亿及以下。第三和第四梯队竞争格局尚不稳固, 但国台、金沙、钓鱼台、珍酒等已经具有一定的优势。我们建议关注酱香白酒各个价位段的龙头, 高端建议关注茅台、青花郎和摘要, 次高端建议关注习酒、国台酒、钓鱼台和珍酒等。

## 五、风险提示

行业竞争加剧, 宏观经济放缓超出预期, 食品安全风险。



## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，3年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。
- 袁少州：高级研究员，经济学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。