

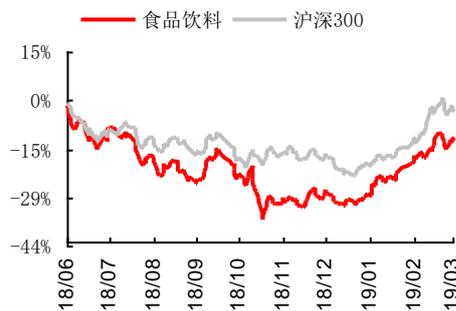
区域白酒深度报告：区域割据，别具特色；群雄逐鹿，各有所长



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股
行业 食品饮料
报告发布日期 2019年06月12日

行业表现



资料来源：WIND

报告起因

我国地域广袤，不同区域的白酒市场规模、主流价格带、竞争格局、消费升级空间差异巨大，目前针对区域酒研究的报告数量较少。本篇报告从区域视角展开，试图：1) 探究影响区域酒规模和消费档次的核心因素；2) 总结差异性市场存在的共性规律；3) 分版块梳理相邻或相似市场的宏观行业数据和白酒竞争格局。

核心观点

- **经济基础影响市场容量，消费升级接力价格带有望跃升。**白酒行业逐渐步入成熟期，量增斜率逐渐平缓，未来行业的增长空间将主要来自于价格增长。**从生产端看**，受自然地理环境和气候影响，白酒生产集中于特定区域，从北纬40度附近向高低纬度延伸，白酒产量逐渐递减；**从消费端看**，我们认为人口基数大、经济基础好的省份往往白酒市场规模更大，饮酒风俗及人口规模影响消费量高低，人均收入水平影响消费均价。1) 消费档次：经济实力从西到东、由北到南、由内陆到沿海逐渐增强，白酒主流消费带不断提升；2) 饮酒习惯：北方及中原地区饮酒量大，档次普遍不高；华东沿海饮酒量适中，档次较高，偏好低度酒；受替代品（啤酒、红酒、洋酒）消费影响，低纬度华南地区虽经济发达，但整体白酒市场规模不大；竞争格局：经济发达、地产名酒欠缺的省份对外埠酒企包容性强、接受度较高，经济相对落后或地产酒群集的省份消费以本地品牌为主。展望未来，白酒产品结构将不断优化，主流价位有望不断提升。考虑到经济因素的影响，我们认为白酒的消费升级将呈现接力式过程，价格带的提升将由东南沿海向内陆及西北地区不断传导。
- **五大区域白酒群雄争霸，各具特色。**1) **百花齐放、竞争激烈的产销大省：苏、皖、粤。**江苏、广东兼具人口和经济优势，居民高收入水平拉动白酒消费档次，白酒市场规模领先，竞争格局开放名酒汇集；皖酒消费规模和档次有望逐渐向苏酒看齐，地产酒强势、渠道掌控力强，格局相对封闭。2) **美酒群集的内陆沿江省份：湘、鄂、赣。**湖南湖北经济体量及白酒规模略胜一筹，三省消费档次接近，价格带有望持续提升。湖北江西地产酒实力强劲，湖南外埠酒表现亮眼。3) **高产的西南双星：四川、贵州。**川贵均是全国白酒生产重地，四川经济总量、人口总数均远超贵州，白酒消费档次接近。川酒六朵金花多强错位竞争，黔酒茅台一枝独秀高度集中。4) **兼容并包的中原地区：鲁、豫、陕、晋。**鲁豫经济及白酒规模领先，陕晋两省量价势均力敌。鲁豫地产酒小而美，对外埠酒包容性强、集中度不高，晋陕格局一超多强龙头优势明显。5) **地域广袤、档次提升空间大的北方区域。**北方整体经济偏弱，白酒消费呈现量大、档次不高的特点。东北和河北人口红利优势明显，市场容量较大；西北地区地广人稀，人口总数和经济基础均较为落后，白酒规模有限。龙头地产酒优势明显市占率领先，结构持续升级集中度不断提升。

投资建议与投资标的

- 区域白酒的市场规模和主流价格带与当地经济体量和繁荣程度息息相关，经济基础好的市场往往消费价格更高，白酒市场容量更大。考虑到各区域经济发展程度和消费水平的差距，我们认为区域选择的优先级为苏酒>徽酒>川酒>中部酒企（河北、山西等）>西北酒企（新疆、甘肃等）。综合考虑次高端产品的成长性、省外拓展空间的大小、渠道库存的合理性、价盘的稳定性等因素，建议关注洋河股份、古井贡酒和今世缘。

风险提示

- 消费需求不及预期风险、省外拓展进度不达预期的风险、行业竞争加剧风险。

证券分析师 叶书怀
021-63325888-3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

联系人 蔡琪
021-63325888-6079
caiqi@orientsec.com.cn

相关报告

食品饮料4月数据点评：啤酒产量下滑，2019-06-04
生鲜乳价维稳，CPI食品增速持续提升
苏酒竞合发展，低库存稳价盘，增长持续性好 2018-12-26
食品饮料年度策略：白酒精选高低端两极品种，大众品把握升级机会紧跟龙头 2018-11-25

目 录

一、区域酒概况：经济增长驱动扩容，消费升级助力价升	5
1.1 白酒行业步入成熟期，价格提升驱动增长.....	5
1.2 经济基础影响市场容量，消费升级接力价格有望跃升.....	6
二、五大区域白酒板块对比：群雄争霸，各具特色	8
2.1 百花齐放、竞争激烈的产销大省：苏、皖、粤	8
2.1.1 苏粤体量优势明显档次领先，皖酒规模有望持续提升	8
2.1.2 苏粤竞争开放名酒汇集，皖酒相对封闭酒企难进难出	9
2.2 美酒群集的内陆沿江省份：湘、鄂、赣	10
2.2.1 湖南湖北白酒规模略胜一筹，江西消费档次与之接近	10
2.2.2 湖北江西地产酒亮眼，湖南外埠酒相对强势	11
2.3 高产白酒的西南双星：四川、贵州	12
2.3.1 国内产酒大省，全国化布局下以省外销售为主	12
2.3.2 白酒消费以本地酒种为主，名酒汇集构建高壁垒	13
2.4 兼容并包的中原地区：鲁、豫、陕、晋	14
2.4.1 鲁豫规模领先，陕晋量价势均力敌	14
2.4.2 鲁豫地产酒小而美，晋陕一超多强龙头优势明显	15
2.5 地域广袤、档次提升空间大的北方区域	17
2.5.1 北方区域人口红利明显，经济基础较弱	17
2.5.2 区域酒龙头优势明显，结构持续升级	18
三、投资建议	20
四、风险提示	20

图表目录

图表 1： 11-18 年全国白酒行业收入同比增速	5
图表 2： 05-18 年全国白酒产量同比增速	5
图表 3： 白酒行业收入量价拆分	5
图表 4： 18 年全国白酒产量前 20 名省份	6
图表 5： 18 年全国各省市白酒产量分布（亿升）	6
图表 6： 部分重点省份 GDP 总量与白酒市场规模对比	6
图表 7： 18 年全国各省份 GDP 体量（万亿元）	7
图表 8： 18 年各省白酒消费主流价格带（元）	7
图表 9： 18 年苏、皖、粤 GDP 和白酒市场规模对比	8
图表 10： 18 年苏、皖、粤人口总量对比	8
图表 11： 苏、皖、粤人均可支配收入及人均工资对比	9
图表 12： 18 年苏、皖、粤白酒市场主流价格带对比	9
图表 13： 17 年江苏主要白酒品牌市占率	9
图表 14： 17 年安徽主要白酒品牌市占率	9
图表 15： 17 年广东主要白酒品牌市占率	10
图表 16： 17 年苏、粤、皖 CR2 对比	10
图表 17： 湘、鄂、赣 GDP 及白酒市场规模对比	11
图表 18： 18 年湘、鄂、赣人口总量对比	11
图表 19： 湘、鄂、赣人均可支配收入及人均工资对比	11
图表 20： 18 年湘、鄂、赣白酒主流价格带对比	11
图表 21： 16 年湖南主要白酒品牌市占率	11
图表 22： 17 年湖北主要白酒品牌市占率	11
图表 23： 17 年江西主要白酒品牌市占率	12
图表 24： 17 年湘、鄂、赣 CR2 对比	12
图表 25： 四川、贵州 GDP 及白酒行业营收对比	13
图表 26： 2018 年四川、贵州人口总量对比	13
图表 27： 川、贵人均可支配收入及人均工资对比	13
图表 28： 18 年川、贵白酒主流价格带对比	13
图表 29： 17 年四川主要白酒品牌市占率	14
图表 30： 17 年贵州主要白酒品牌市占率	14
图表 31： 17 年川、贵白酒行业 CR2 对比	14
图表 32： 鲁、豫、陕、晋 GDP 及白酒市场规模对比	15
图表 33： 18 年鲁、豫、陕、晋人口总量对比	15
图表 34： 鲁、豫、陕、晋人均可支配收入及人均工资对比	15

图表 35: 17 年鲁、豫、陕、赣、晋白酒主流价格带对比	15
图表 36: 17 年山东主要白酒品牌市占率	16
图表 37: 17 年河南主要白酒品牌市占率	16
图表 38: 17 年陕西主要白酒品牌市占率	16
图表 39: 17 年山西主要白酒品牌市占率	16
图表 40: 17 年鲁、豫、陕、晋 CR2 对比	16
图表 41: 北部区域 GDP 及白酒市场规模对比	17
图表 42: 18 年北部区域人口总数对比	17
图表 43: 北部区域人均收入及人均工资对比	18
图表 44: 18 年北部区域白酒主流价格带对比	18
图表 45: 17 年北京主要白酒品牌市占率	18
图表 46: 17 年东三省主要白酒品牌市占率	18
图表 47: 17 年河北主要白酒品牌市占率	19
图表 48: 17 年内蒙主要白酒品牌市占率	19
图表 49: 17 年新疆主要白酒品牌市占率	19
图表 50: 17 年北部区域主要白酒品牌 CR2	19

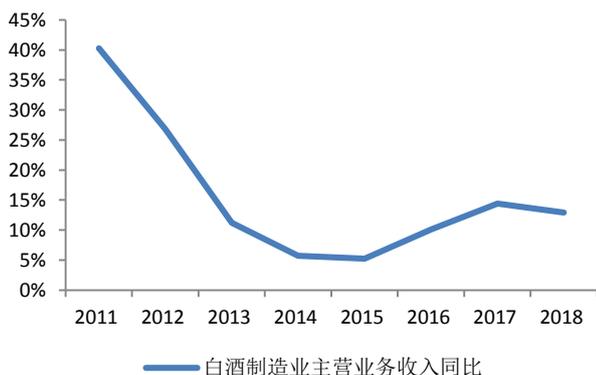
一、区域酒概况：经济增长驱动扩容，消费升级助力价升

1.1 白酒行业步入成熟期，价格提升驱动增长

白酒行业逐渐步入成熟期，未来有望保持双位数以上增长。白酒行业在经历了 03-12 年黄金十年的快速增长和 12-15 年的深度调整后，迎来了分化复苏。15 年后，宏观经济保持了中高速增长，居民收入稳步提升叠加资产价格上涨带来的财富溢出效应，商务消费及大众消费快速崛起，行业消费升级趋势明显，开启了新一轮的成长周期，行业保持了双位数以上增长。根据国家统计局数据，11-18 年全国白酒制造业收入从 3746.7 亿元提升至 5363.8 亿元，我们判断未来仍有望保持 10% 以上增速。

量增斜率逐渐平缓，未来行业的增长空间将主要来自于价格增长。从量价角度看，16 年全国白酒产量 1358.4 万千升，销量为 1305.7 万千升，均已达到高位，16-18 年行业产量增速分别为 3.2%、6.9%、3.1%，预计未来行业产销量可能维持中低个位数增长；受益于行业提价和白酒消费主流价格带提升，16-18 年行业平均吨价分别提高 6.7%、7.0%、9.5%。我们认为未来白酒行业价格增幅将大于销量增幅，龙头企业的发力将加速淘汰小企业落后产能，集中度有望不断提升。

图表 1：11-18 年全国白酒行业收入同比增速



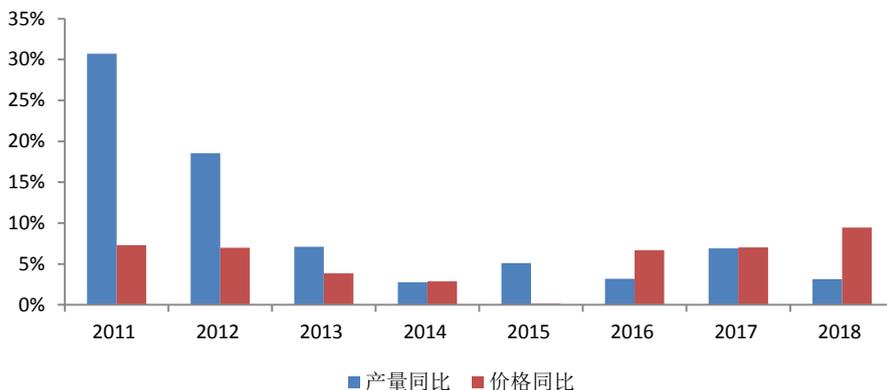
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 2：05-18 年全国白酒产量同比增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 3：白酒行业收入量价拆分

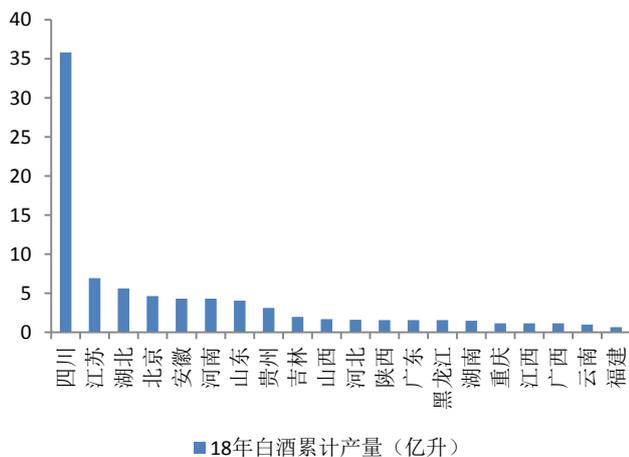


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

1.2 经济基础影响市场容量，消费升级接力价格带有望跃升

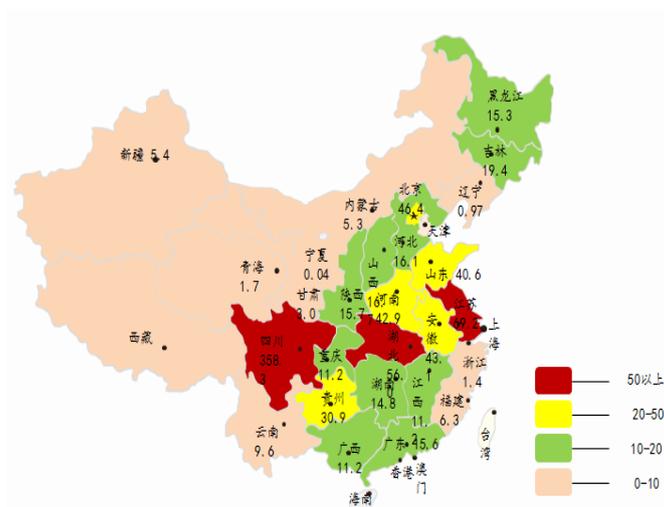
受自然地理环境和气候影响，白酒产量集中于特定区域。纵观全国，白酒主产区主要位于纬度适中、气候温和湿润、水源优质、植被覆盖率高的区域。从北纬 40 度附近向高低纬度延伸，白酒产量逐渐递减。2018 年处于相近纬度的四川、江苏、湖北白酒产量居于全国前三，合计占比 55.5%，其中四川省白酒产量 35.8 亿升，占全国产酒量比重高达 41.1%；而西北地区由于气候干旱、缺少优质水源，产酒量位居全国最末。

图表 4：18 年全国白酒产量前 20 名省份



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 5：18 年全国各省市白酒产量分布 (亿升)



资料来源：国家统计局、东方证券研究所整理

我们认为经济基础和白酒消费习惯共同影响当地的白酒市场规模，即饮酒风俗及人口规模影响消费量高低，人均收入水平影响消费均价。人口基数大、经济基础好的省份往往白酒市场规模更大，为省内龙头的成长提供沃土。

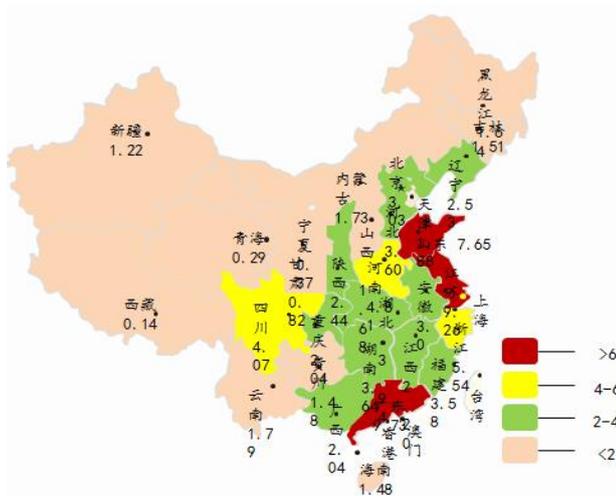
图表 6：部分重点省份 GDP 总量与白酒市场规模对比



资料来源：国家统计局、酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所

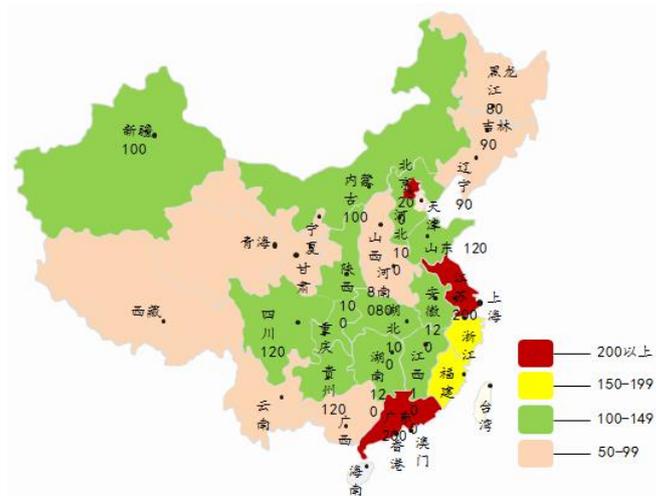
1) 我们对各区域的经济基础及白酒消费档次由高到低进行排序：东部及东南沿海>中原沿江>中原内陆>东北西北>西部，即从全国范围看，经济实力从西到东、由北到南、由内陆到沿海逐渐增强，白酒主流消费带不断提升。具体而言，东部及东南沿海省份经济发达，白酒消费价格可达 150 元甚至 200 元以上；中原及内陆地区经济略逊一筹，饮酒价格多在百元左右；而西北和东北地区经济基础较为薄弱，白酒消费仍以地产酒和光瓶酒为主，主流价格带在百元以下。

图表 7：18 年全国各省份 GDP 体量（万亿元）



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 8：18 年各省白酒消费主流价格带（元）



资料来源：酒业家、东方证券研究所

2) 从饮酒习惯看，北方及中原地区饮酒量大，档次普遍不高，偏好中高度酒，我们推测与饮食文化中口味偏重、气候干冷需饮酒取暖有关；华东沿海经济较为发达地区（如江浙沪）饮酒量适中，档次较高，偏好低度酒，黄酒、洋酒也占据一定市场空间。低纬度华南地区（如福建、广东）虽经济发达，但整体白酒市场规模不大，推测与炎热气候条件下替代品（啤酒、葡萄酒、洋酒）的消费有关。

3) 从竞争格局看，经济发达、地产名酒欠缺的省份对外埠酒企包容性强、接受度较高，经济相对落后或地产酒群集的省份消费以本地品牌为主。如山东省经济体量位居全国前列，但地产酒并不强势，省外酒企占据了较大比例的市场份额；东北、西北地区经济基础相对薄弱，大部分省份地产酒

十分强势（如黑龙江的老村长酒，新疆的伊力特），外埠酒企稍显逊色。我们认为可能的原因包括：

- 1) **信息开放度**：经济较弱的省份信息可能较为闭塞，省外品牌影响力不够，消费者对于地产酒的认知和偏好根深蒂固，而经济发达的省份对于省外品牌的信息接受更为方便，愿意尝试新品牌新产品；
- 2) **厂商拓展意愿**：名酒厂商更愿意拓展经济基础好、市场容量大的省份；
- 3) **运输成本**：经济较弱的省份所处地理位置往往较为偏僻，运输成本高，经济发达地区交通更加便捷，单位运输成本低；
- 4) **渠道下沉难度**：经济较弱的区域人口密度往往较低，渗透率提升过程较为缓慢，渠道下沉难度更大，经济发达省份人口密度高，更容易提升产品覆盖面。

展望未来，我们认为宏观经济的发展、居民消费水平的提高有望在全国范围内推动白酒的消费升级，产品结构将不断优化，主流价位将不断提升。考虑到各地经济发展的不平衡，白酒的消费升级将呈现接力式过程，价格带的提升将由东南沿海向内陆及西北地区不断传导，最终带动东北西北酒→中原地区酒种→川酒→徽酒、苏酒的升级。此外，全国性名优酒企和地方龙头酒企将持续享受消费升级带来的红利，市场份额有望进一步向全国性及区域龙头集中。

二、五大区域白酒板块对比：群雄争霸，各具特色

2.1 百花齐放、竞争激烈的产销大省：苏、皖、粤

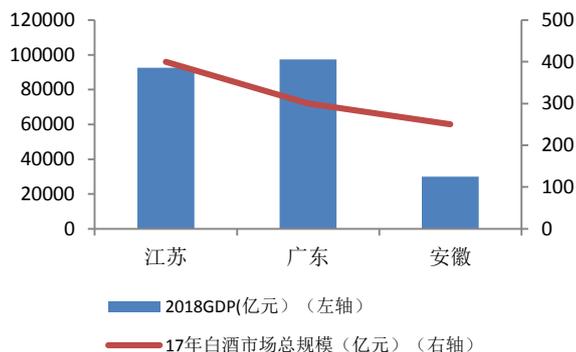
2.1.1 苏粤体量优势明显档次领先，皖酒规模有望持续提升

苏粤兼具人口和经济优势，居民高收入水平拉动白酒消费档次。从经济和人口基础看，18年广东、江苏、安徽三省GDP总量比为3.25:3.09:1，其中广东、江苏省GDP分别以9.7万亿元、9.3万亿元位列全国前二。18年三省人口总数比为1.79:1.27:1，广东常住人口总数达到1.1亿人，高居全国之首。从居民收入和消费能力看，18年广东、江苏、安徽人均可支配收入比为1.29:1.37:1，17年三省人均工资比为1.22:1.20:1，广东、江苏的消费水平领先安徽。目前三省白酒消费的主流价格带分别约200元、200元、120元。其中，广东、江苏的城市消费可达250元以上，农村消费也达到了120元以上；安徽目前城市饮酒价格带可达150元以上，农村消费处于80元向百元升级阶段。

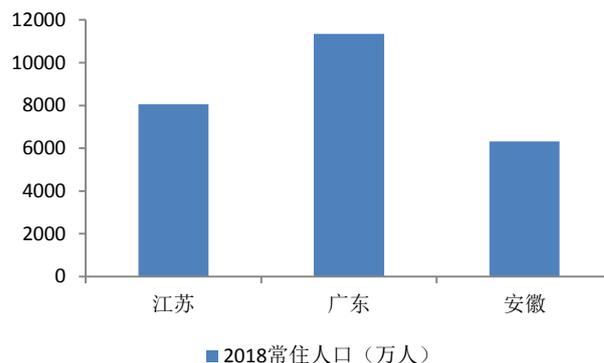
苏酒、粤酒市场规模领先，对标江苏，皖酒规模有望进一步提升。18年广东、江苏、安徽市场体量分别约300亿、400亿、255亿。苏酒规模比皖酒规模高出57%，我们认为原因可拆分为人口数量高出27%（影响消费量）和人均可支配收入高出37%（影响价格）。广东虽然人口数量和人均收入均明显高于安徽，但白酒规模仅高出18%，我们认为可能与替代品消费有关。广东所处的华南沿海地区纬度偏低、气候炎热，为啤酒消费重地，白酒酒风整体弱于安徽。如果以苏酒作为徽酒消费升级的标杆，考虑到近三年安徽省GDP增速均在8%-9%，假定徽酒规模每年增长8%，则大约需要6年时间徽酒市场容量可达400亿元。

图表 9：18 年苏、皖、粤 GDP 和白酒市场规模对比

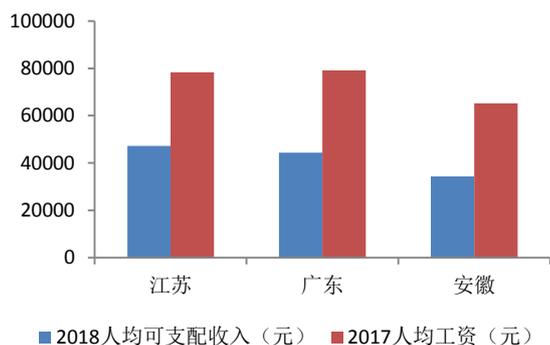
图表 10：18 年苏、皖、粤人口总量对比



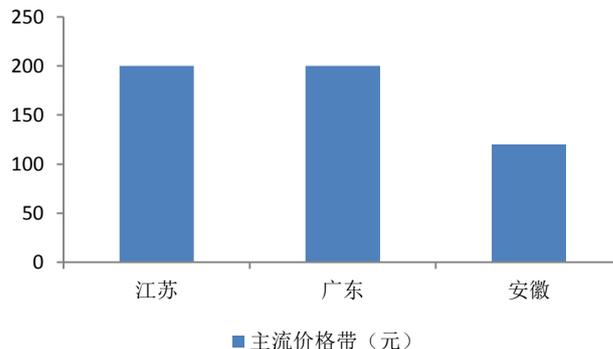
资料来源：国家统计局，糖酒快讯，东方证券研究所



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图表 11：苏、皖、粤人均可支配收入及人均工资对比


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

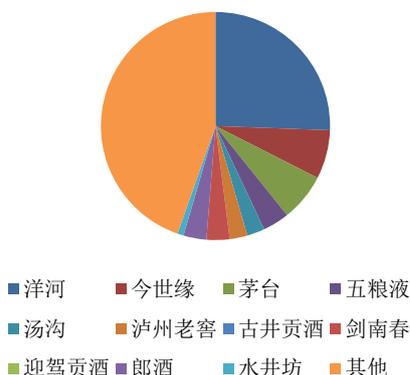
图表 12：18 年苏、皖、粤白酒市场主流价格带对比


资料来源：糖酒快讯，东方证券研究所

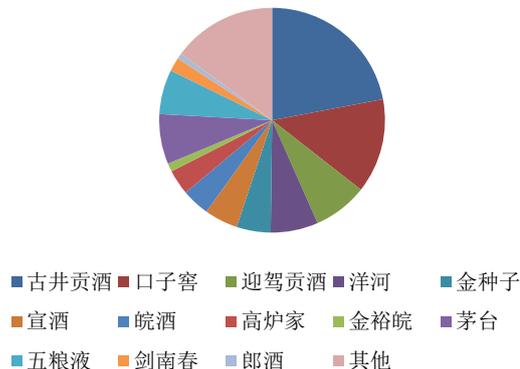
2.1.2 苏粤竞争开放名酒汇集，皖酒相对封闭酒企难进难出

苏粤市场开放、安徽相对封闭，集中度持续提升。从竞争格局看，经济发达沿海的江苏、广东地区开放度高，对外埠酒种包容性强，徽酒、川酒在江苏均占据一定市场份额；安徽白酒市场则相对封闭，由于省内美酒遍地开花，渠道垄断现象严重，竞争极其激烈，酒企难进难出。从市场集中度看，江苏、安徽均呈现一超多强格局，17 年江苏、安徽白酒 CR2 分别为 32.5%、35.6%。洋河、古井竞争优势明显，省内市占率均在 20% 以上，其余竞品跟随龙头。广东市场上百花齐放，高低端、省内外酒种均有消费，市场相对分散，集中度很低。我们预计未来江苏、安徽市场份额有望进一步向省内龙头集中，洋河、今世缘、古井、口子有望成为省内消费升级最大的受益者；广东集中度提升空间大，需较长时间。

图表 13：17 年江苏主要白酒品牌市占率
图表 14：17 年安徽主要白酒品牌市占率

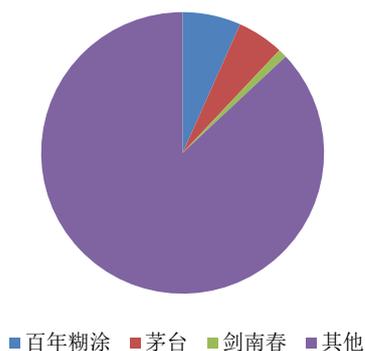


资料来源：公司年报、酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所计算整理



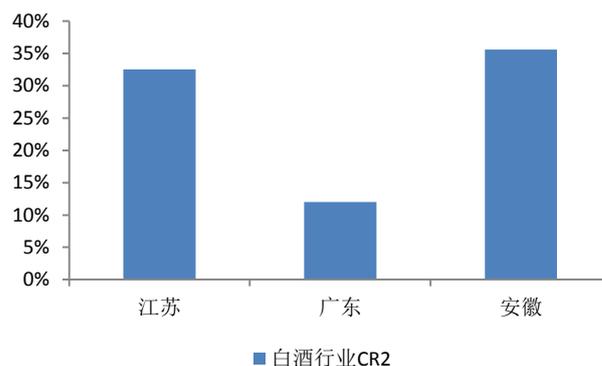
资料来源：公司年报、酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所计算整理

图 15: 17 年广东主要白酒品牌市占率



资料来源：酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所计算整理

图 16: 17 年苏、粤、皖 CR2 对比



资料来源：公司年报、酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所计算整理

2.2 美酒群集的内陆沿江省份：湘、鄂、赣

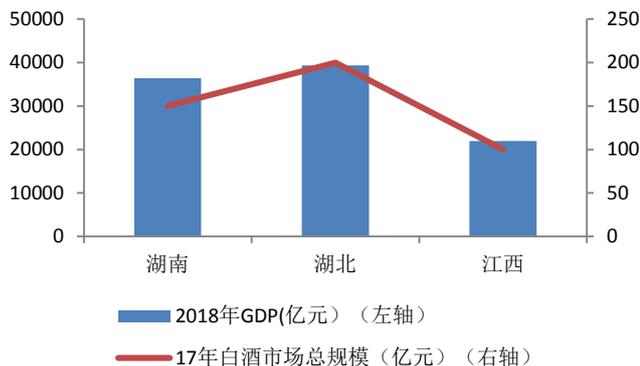
2.2.1 湖南湖北白酒规模略胜一筹，江西消费档次与之接近

湖南湖北经济体量领先江西，三省消费能力接近。从经济体量和人口看，18 年湖北 GDP 达到 3.9 万亿元，领先湖南和江西。湘鄂赣三省 GDP 总量比为 1.66: 1.79: 1，人口总数比为 1.48: 1.27: 1。从收入和消费水平看，18 年湖南、湖北、江西人均可支配收入比为 1.09: 1.02: 1，17 年三省人均工资比为 1.04: 1.07: 1，总体而言三省消费力差距不大，目前湘鄂赣白酒消费的主流价格带分别约 120 元、100 元、100 元。

湖北白酒市场规模略胜一筹，三省价格带有望进一步升级。17 年湖南、湖北、江西白酒市场规模分别约 150 亿、200 亿、100 亿，三省的市场规模比例接近 GDP 比例。我们判断湖北的市场规模超过其他两省不仅因其有较大经济体量的推动，还受益于美酒群集、较大的产酒量（18 年湖北白酒产量位列全国第三）、悠久的饮酒文化和浓厚的饮酒习惯。地产白酒品牌的发展带动了省内消费，整体市场呈现量大价中的特点。江西受到人口和经济发展的限制，白酒消费规模相对较小。未来受

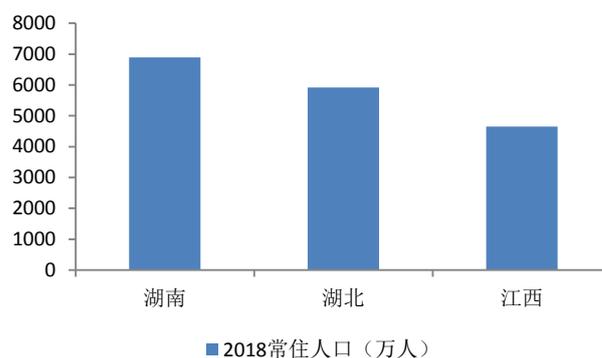
经济增长和高端次高端品类扩张下沉催化，预计三省价格带将逐渐向 120-150 元升级，长期有望突破 200 元。

图表 17：湘、鄂、赣 GDP 及白酒市场规模对比



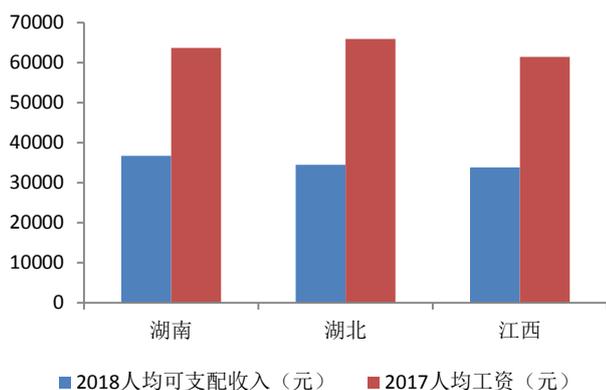
资料来源：国家统计局，酒业家，江西日报，东方证券研究所

图表 18：18 年湘、鄂、赣人口总量对比



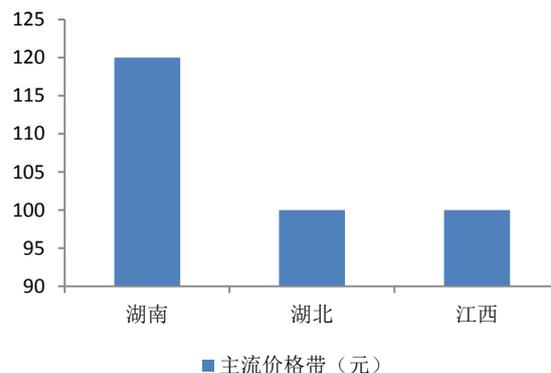
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图表 19：湘、鄂、赣人均可支配收入及人均工资对比



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图表 20：18 年湘、鄂、赣白酒主流价格带对比



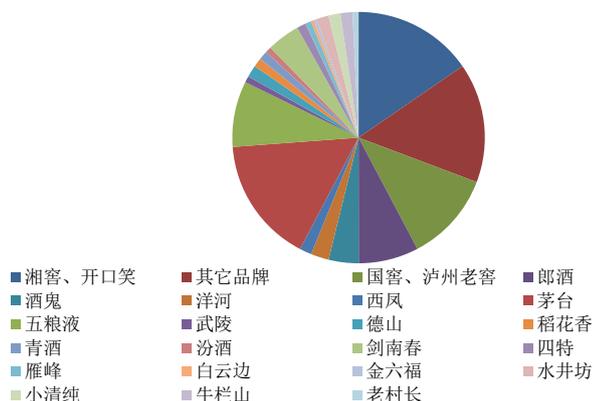
资料来源：酒业家，江西日报，东方证券研究所

2.2.2 湖北江西地产酒亮眼，湖南外埠酒相对强势

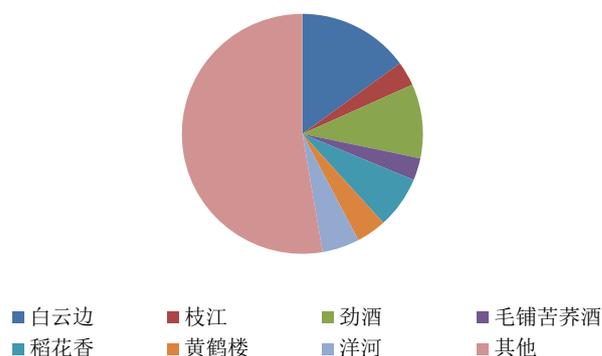
湖北江西地产酒实力强劲，湖南外埠酒表现亮眼。湖北地产名酒品牌众多，表现强势，在省内均占有一席之地，白云边、劲酒市占率领先，CR2 约 25%。江西地产酒占比 65%以上，其中四特酒一家独大，占据 50%的市场份额，CR2 在 55%左右，集中度最高。湖南地产酒实力偏弱，市场较为开放，对外埠酒包容性高，茅台、五粮液、老窖及邻近省份的外来酒种表现亮眼，省内市场百花齐放，湘窖酒业和茅台位列前二，CR2 约 32%。

图表 21：16 年湖南主要白酒品牌市占率

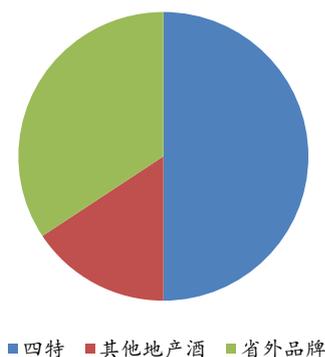
图表 22：17 年湖北主要白酒品牌市占率



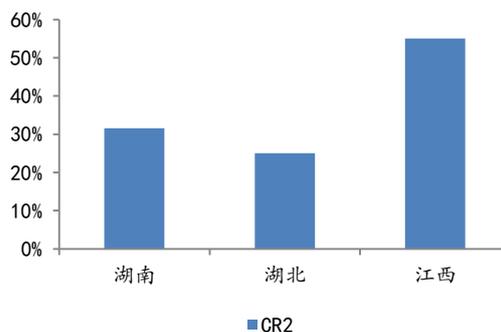
资料来源：盛初咨询、东方证券研究所



资料来源：酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所计算整理

图表 23：17 年江西主要白酒品牌市占率


资料来源：酒业家、江西日报，东方证券研究所

图表 24：17 年湘、鄂、赣 CR2 对比


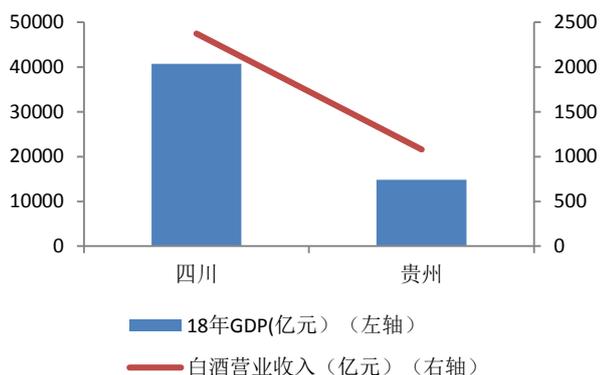
资料来源：酒业家、糖酒快讯、江西日报，东方证券研究所

2.3 高产白酒的西南双星：四川、贵州

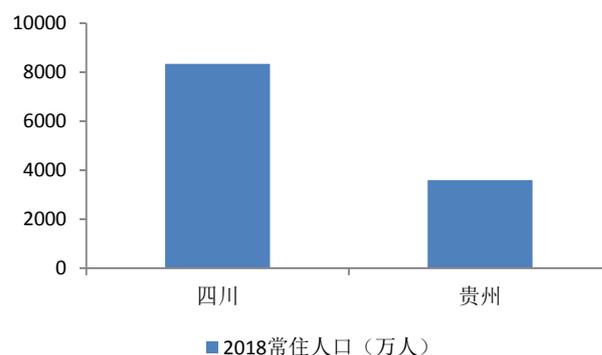
2.3.1 国内产酒大省，全国化布局下以省外销售为主

四川贵州均是全国白酒生产重地，在国内白酒行业中扮演着重要角色。川贵白酒以全国化销售为主，根据国家统计局数据，18 年四川、贵州白酒行业营收分别约 2372 亿元、1080 亿元，分别占全国白酒行业销售收入的 44% 和 20%。

- **产业发展：**横向对比来看，两省纬度相近，均拥有丰富的水系、优良的水源、潮湿的气候、大量的植被覆盖。受益于得天独厚的自然地理环境，酿酒产业发达。在整体营收规模上，四川是国内首屈一指的产销大省，白酒产量、销售收入均占全国总量的 40% 以上。与川酒相比，黔酒虽然产量略低，但受益于茅台的强势拉动，白酒吨价和利润率领跑行业，18 年以 4.3% 的产量实现了全国白酒行业 43% 的利润总额。
- **经济及人口：**四川经济总量及人口总数均远超贵州。18 年四川、贵州两省 GDP 总量分别为 4.1 万亿元和 1.5 万亿元，二者之比为 2.75:1。18 年川贵常住人口总数比为 2.32:1，四川的人均 GDP 是贵州省的 1.19 倍，经济体量差距较为明显。

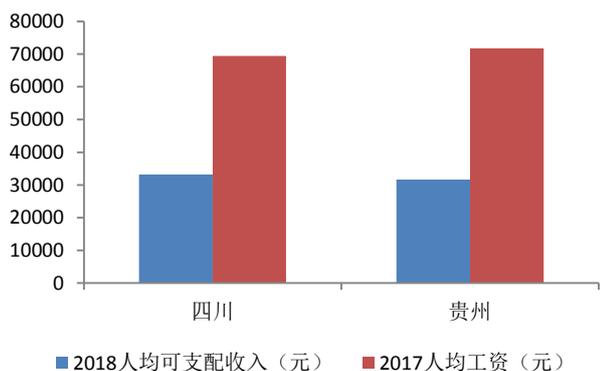
图表 25：四川、贵州 GDP 及白酒行业营收对比


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

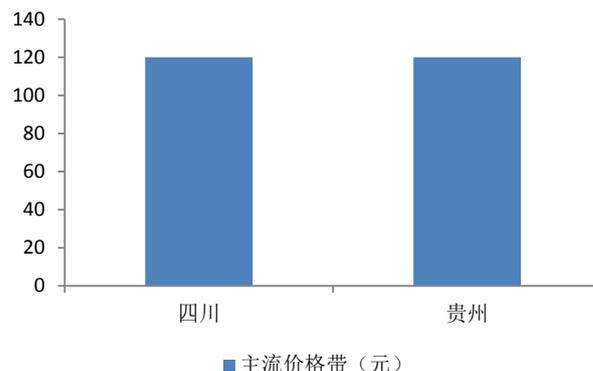
图表 26：2018 年四川、贵州人口总量对比


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

- 收入及消费水平：川贵人均收入相近，白酒消费档次趋同。**18 年四川、贵州人均可支配收入比为 1.05：1，17 年两省人均工资比为 0.97：1，两省的人均收入及消费水平在全国处于中下游。但由于省内全国性名酒品牌的蓬勃发展，当地白酒的消费档次较高，目前主流价格带均在 120 元左右。

图表 27：川、贵人均可支配收入及人均工资对比


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

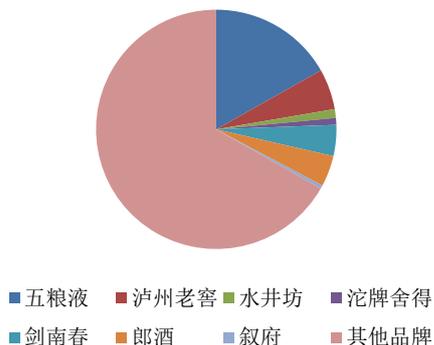
图表 28：18 年川、贵白酒主流价格带对比


资料来源：酒业家，东方证券研究所

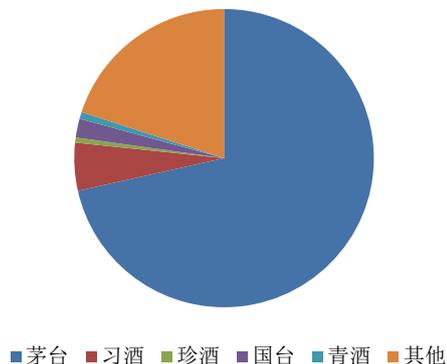
2.3.2 白酒消费以本地酒种为主，名酒汇集构建高壁垒

川酒六朵金花引领发展，黔酒茅台一枝独秀。由于四川贵州两省均布局了全国领先的白酒品牌，对其他外埠酒而言进入壁垒极高，西不入川已成为行业共识。贵州白酒市场中，茅台一家独大，在省内外均具备明显优势。

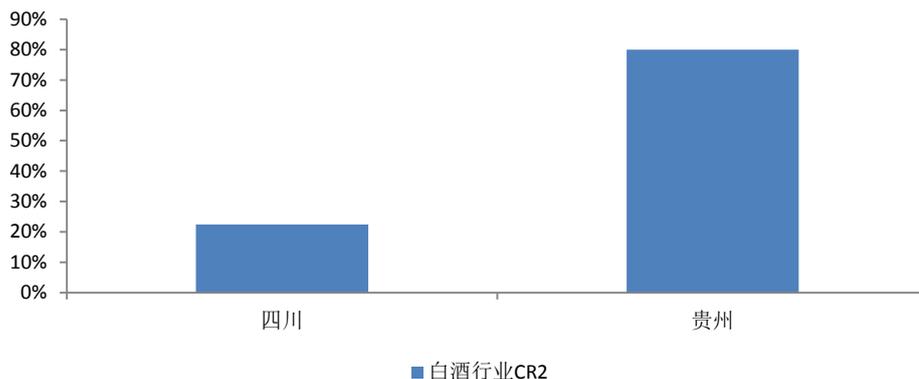
川酒多强竞争，黔酒高度集中。川酒行业中多强竞争，六朵金花中五粮液占据龙头地位，销售收入超 400 亿元，老窖、剑南春、舍得、水井坊、郎酒等品牌均已实现全国化或泛全国化布局，收入总量可观，川酒行业 CR2 约 22%。贵州白酒行业集中度极高，茅台销售收入占到全省白酒行业的 80%。贵州省目前加快进行千亿白酒产业的振兴发展，将黔酒发展提到战略高度，力争培育多个 10 亿、20 亿、50 亿级企业，未来有望涌现出更多本土品牌。

图表 29：17 年四川主要白酒品牌市占率


资料来源：酒业家、糖酒快讯，东方证券研究所计算整理

图表 30：17 年贵州主要白酒品牌市占率


资料来源：酒业家、糖酒快讯，东方证券研究所计算整理

图表 31：17 年川、贵白酒行业 CR2 对比


资料来源：微酒，酒说，东方证券研究所

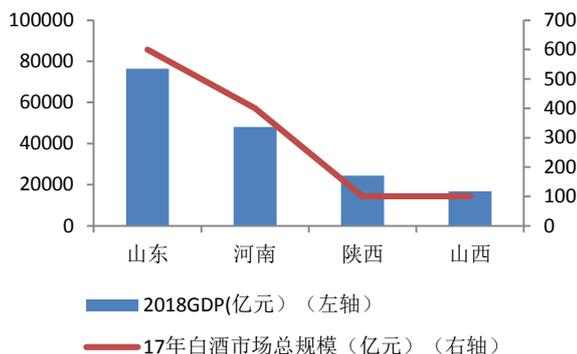
2.4 兼容并包的中原地区：鲁、豫、陕、晋

2.4.1 鲁豫规模领先，陕晋量价势均力敌

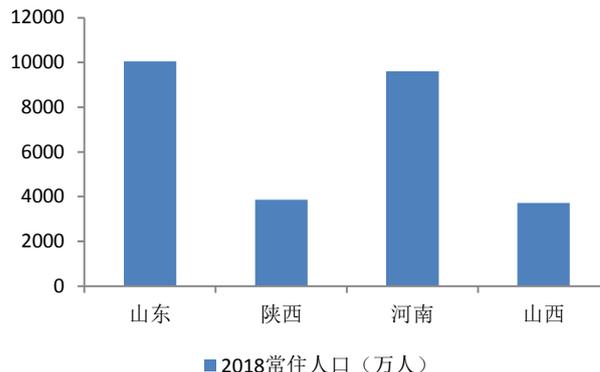
山东经济体量遥遥领先，陕晋经济基础相近。从经济体量和人口看，2018 年山东常住人口为 1.0 亿人，河南常住人口为 9605 万人，分列全国二、三位。在强大的人口优势推动下，两省经济体量庞大，18 年山东省 GDP 达到 7.6 万亿元，远大于陕西和山西。18 年山东、河南、陕西、山西四省 GDP 总量比为 4.55：2.86：1.45：1，人口总数比为 2.70：2.58：1.04：1。从收入和消费水平看，山东人均收入及消费水平最高，其余三省差距不大。18 年山东、河南、陕西、山西人均可支配收入比为 1.27：1.03：1.07：1，17 年人均工资比为 1.13：0.92：1.09：1，目前鲁豫陕晋白酒消费的主流价格带分别约 120 元、80 元、100 元、80 元。

河南白酒消费档次低于山东，陕晋量价势均力敌。18 年山东、河南白酒市场规模分别约 600 亿元、400 亿元。山东白酒市场规模比河南高出 50%，而山东省 18 年 GDP 总值为河南省的 1.6 倍，两省经济体量的差异与白酒市场的规模差距基本匹配。进一步对量价进行拆分，两省的人口差距仅

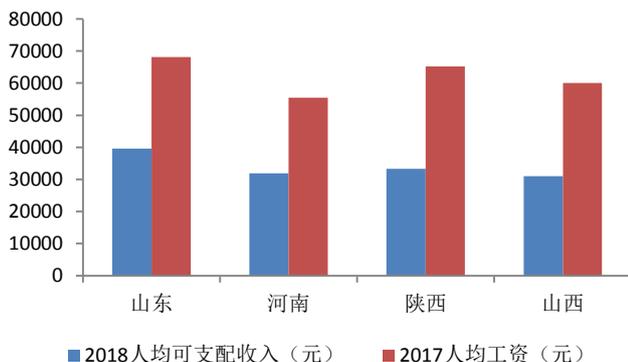
5%，我们判断消费量差距不大，但山东的主流价格带比河南高出约 50%，造成了市场规模的差异。河南省近五年 GDP 的 CAGR 约 8%，按照该增速推演，预计需 6-7 年可以达到山东目前的经济体量。如果白酒市场规模随着经济同步增长，届时河南白酒体量有望突破 600 亿元。陕西、山西两省拥有近似的人口基数和经济基础，白酒消费规模相近，均在 100 亿元左右。

图表 32：鲁、豫、陕、晋 GDP 及白酒市场规模对比


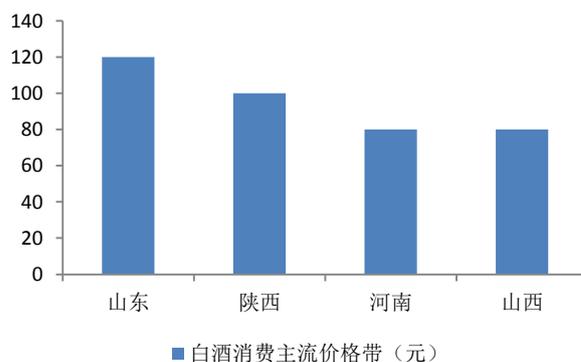
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 33：18 年鲁、豫、陕、晋人口总量对比


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 34：鲁、豫、陕、晋人均可支配收入及人均工资对比


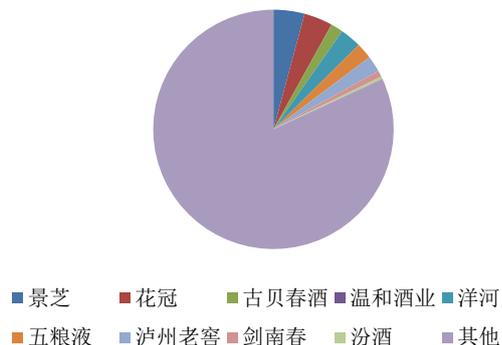
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 35：17 年鲁、豫、陕、赣、晋白酒主流价格带对比


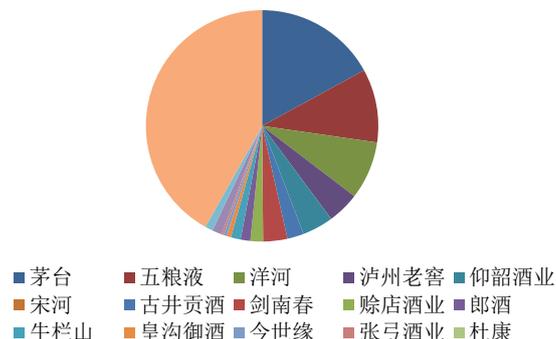
资料来源：糖酒快讯、东方证券研究所

2.4.2 鲁豫地产酒小而美，晋陕一超多强龙头优势明显

鲁豫地产酒小而美，包容性强集中度不高。山东、河南虽为白酒消费大省，省内地产酒品牌众多，但规模普遍较小，尚未出现强势主导的区域酒，如山东的景芝销售额仅 20 多亿元。除本土品牌外，茅台、五粮液、老窖、剑南春、洋河、汾酒等均占据一席之地。2017 年山东、河南 CR2 分别约 8%、27%，市场集中度较低。本地酒企市占率并不高，外埠名酒抢占了大部分的市场份额。考虑到山东、河南两省的巨大市场容量和增长潜力，预计市场仍将维持激烈竞争的局面。外埠酒将着力推进产品升级和渠道下沉，把鲁豫市场作为推进全国化布局中的重要一环，攫取更多份额，但同时也将面临来自各细分价格带的地产酒的反击。两省市场集中度提升空间巨大，但所需时间较长。

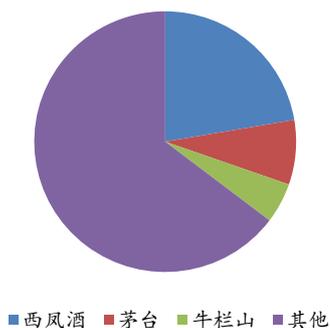
图表 36：17 年山东主要白酒品牌市占率


资料来源：酒业家、糖酒快讯，东方证券研究所计算整理

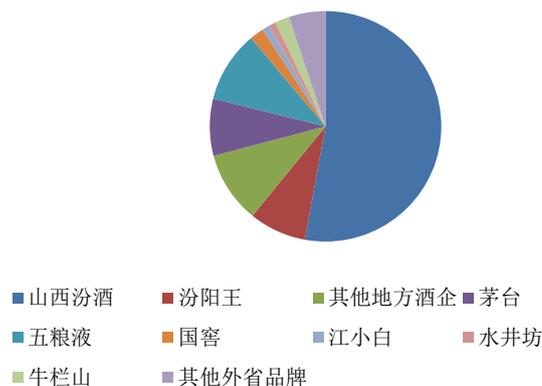
图表 37：17 年河南主要白酒品牌市占率


资料来源：酒业家、糖酒快讯，东方证券研究所计算整理

陕西山西省内龙头地位稳固，竞争格局一超多强。陕西山西两省经济体量不大，在全国均处于中下游水平，竞争格局类似，既有代表性的地方名酒（西凤、汾酒），对外地品牌也有较好的接受度。17 年陕西龙头四凤酒在省内市占率达到 22%，山西龙头汾酒省内市场份额高达 53%，同期两省白酒市场的 CR2 分别为 30%、61%。随着基数扩大和外埠区域扩张，省内龙头增长斜率可能平缓，但仍将保持超越平均水平的增速，从而带动市占率提升。此外，消费升级趋势下，全国性名酒品牌有望弯道超车，抢占省内中低端地产酒份额。

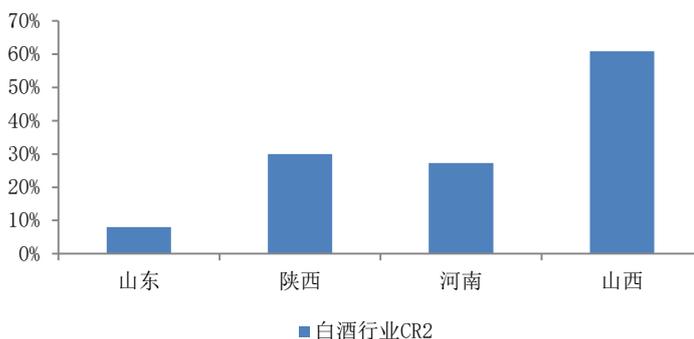
图表 38：17 年陕西主要白酒品牌市占率


资料来源：酒业家、糖酒快讯，东方证券研究所计算整理

图表 39：17 年山西主要白酒品牌市占率


资料来源：酒业家、糖酒快讯，东方证券研究所计算整理

图表 40：17 年鲁、豫、陕、晋 CR2 对比



资料来源：糖酒快讯、酒业家、东方证券研究所计算整理

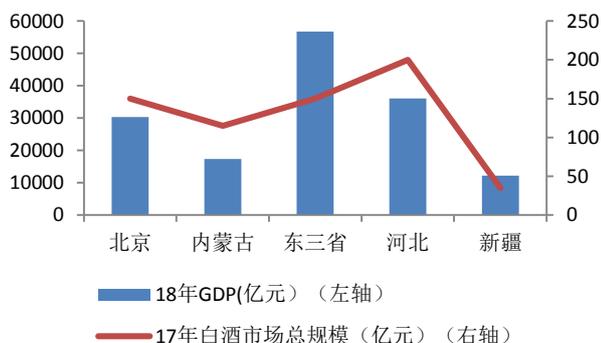
2.5 地域广袤、档次提升空间大的北方区域

2.5.1 北方区域人口红利明显，经济基础较弱

北方整体经济偏弱，白酒消费呈现量大、档次不高的特点。进一步划分为华北、东北、西北，其中东北和河北人口红利优势明显，市场容量较大；西北地区地广人稀，人口总数和经济基础均较为落后，白酒规模有限。

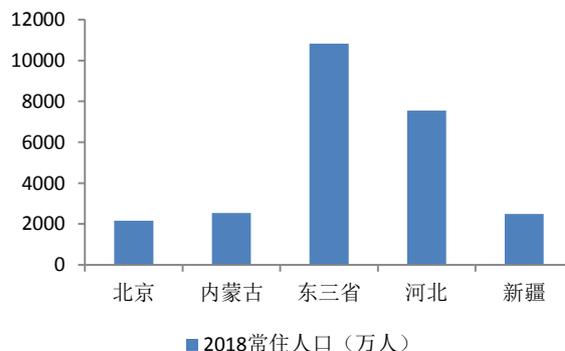
- **市场容量：**横向对比来看，河北受益于较大的人口基数，单省白酒市场规模领先，可达到近200亿元，北京总体白酒消费档次较高，市场容量和东三省接近，各约150亿元。我们认为众多的人口、豪放的酒风支撑了河北和东三省的消费；北京虽区域面积小、人口偏少，但经济水平发达，饮酒价格带高。新疆经济总量不大，白酒规模偏小，仅约35亿元，可能与替代品（啤酒、葡萄酒）消费有关。
- **经济及人口：**东三省总量领跑北方区域，北京人均水平一枝独秀。我们以新疆的GDP和人口基数为1，根据国家统计局披露的数据进行计算，18年东三省、河北、北京、内蒙、新疆GDP的总量比为4.65：2.95：2.49：1.42：1，人口总数比为4.36：3.04：0.87：1.02：1。东三省和河北的总量优势较为明显，北京的人均GDP突出，而内蒙和新疆在总量和人均两方面均表现平平。

图表 41：北部区域 GDP 及白酒市场规模对比



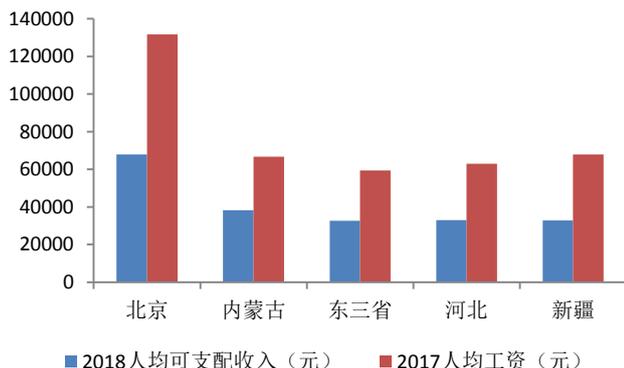
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 42：18 年北部区域人口总数对比

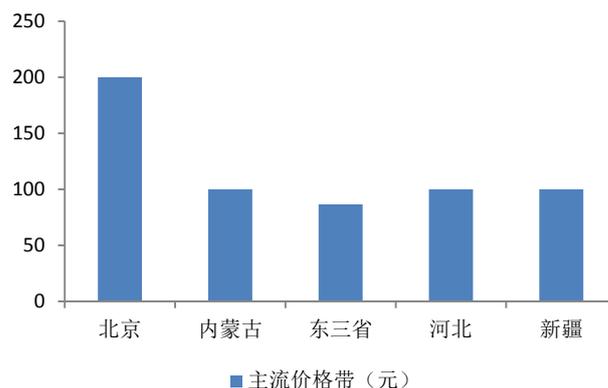


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

- 收入及消费水平：北京优势明显，档次最高。**18年东三省、河北、北京、内蒙、新疆人均可支配收入比为 1: 1.01: 2.08: 1.17: 1，17年其人均工资比为 0.88: 0.93: 1.94: 0.98: 1。由此可见，东三省、河北、内蒙和新疆在人均可支配收入及人均工资方面均较为接近，饮酒价格带重合度较高，目前白酒消费的主流价格带东三省约 80-90 元，河北、内蒙、新疆都在百元左右，而北京受益于居民较高收入和较强的消费力，主流价格带可达 200 元左右。

图表 43：北部区域人均收入及人均工资对比


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 44：18 年北部区域白酒主流价格带对比


资料来源：酒业家、东方证券研究所

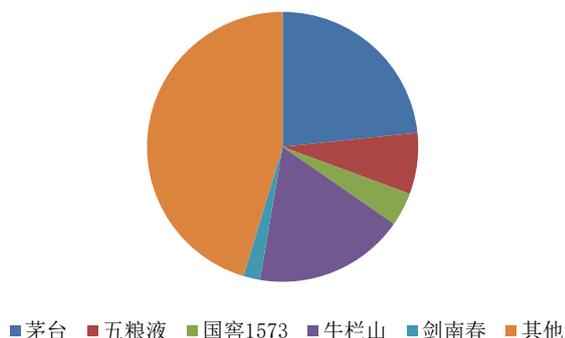
考虑到经济水平的差距，我们以北京作为北方区域消费升级的标杆。横向比较，其他四个区域的人均工资水平相当于北京 2010 年时的标准（即至少落后 7-8 年）。如果按照每年 7% 的工资涨幅进行推算，则其他地区的主流价格带大约需要 10 年时间可从 100 元左右提升至 200 元附近，消费升级空间巨大。

2.5.2 区域酒龙头优势明显，结构持续升级

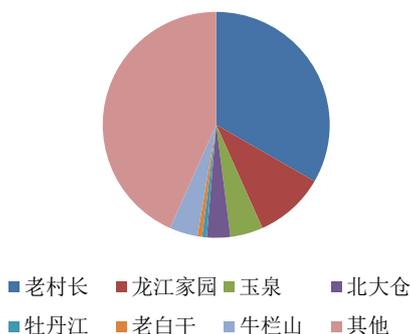
区域酒畅销，龙头市占率领先。从竞争格局看，北方各区域均有相对强势的地产酒品牌，如北京的牛栏山（17 年市占率 18%）、东北的老村长（17 年市占率 33%）、河北的老白干（17 年市占率 11%）、内蒙的河套（17 年市占率 13%）、新疆的伊力特（17 年市占率 40%）。除了北京开放度较高外，其他省份消费均以地产名酒为主。此外，除龙头厂商外，其余品牌销售规模有限，市场相对分散。

结构持续升级，集中度不断提升。在北方市场中，高端及次高端品类仅在北京地区占据一席之地，其他区域占比均较低，600 元以上价格近乎真空状态，大众消费仍集中在几十元的光瓶酒和百元左右的中档酒。但随着经济增长和人均收入水平的提升，产品持续向更高价格带升级。如牛栏山延续白牛二→精制陈酿→珍品陈酿→百年→黄瓷绿瓷的升级路径，伊力特从伊力老窖→柔雅、老陈酒→伊力王升级。受益于先发的品牌优势和优秀的产品资金渠道实力，我们认为龙头厂商可持续享受省内良好的竞争格局，不断收割中小酒企份额，从而实现市占率持续提升。

图表 45：17 年北京主要白酒品牌市占率
图表 46：17 年东三省主要白酒品牌市占率



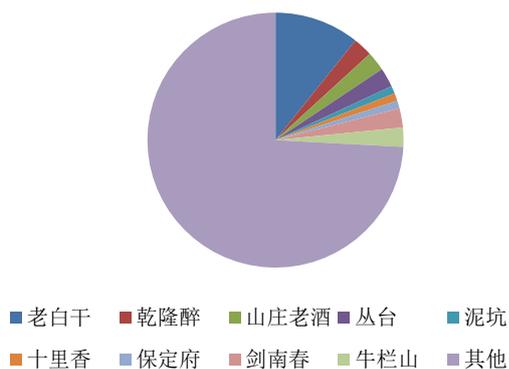
资料来源：酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所



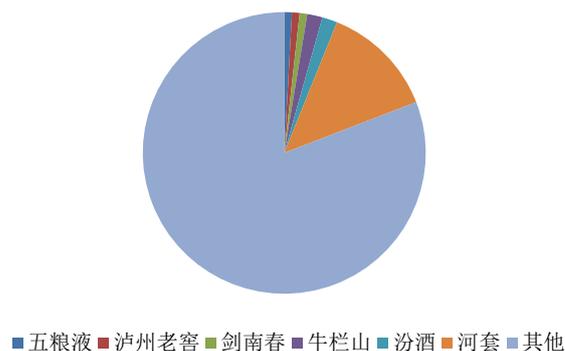
资料来源：酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所

图表 47：17 年河北主要白酒品牌市占率

图表 48：17 年内蒙主要白酒品牌市占率



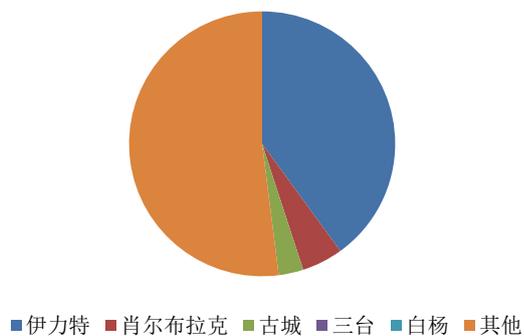
资料来源：酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所



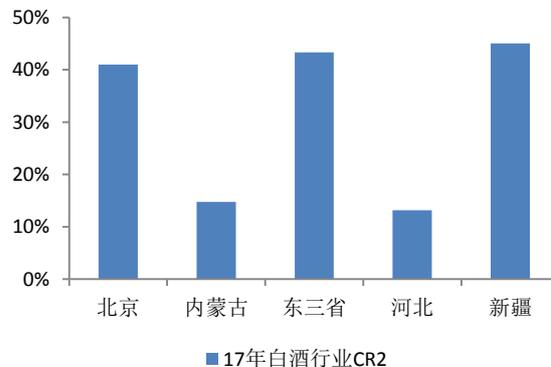
资料来源：酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所

图表 49：17 年新疆主要白酒品牌市占率

图表 50：17 年北部区域主要白酒品牌 CR2



资料来源：酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所



资料来源：酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所

三、投资建议

区域白酒市场的消费规模和主流价格带与当地经济体量和繁荣程度息息相关，经济基础好的市场往往消费价格更高，白酒市场容量更大。考虑到各区域经济发展程度和消费水平的差距，我们认为区域选择的优先级为苏酒>徽酒>川酒>中部酒企（河北、山西等）>西北酒企（新疆、甘肃等）。

综合考虑次高端产品的成长性、省外拓展空间的大小、渠道库存的合理性、价盘的稳定性等因素，建议关注洋河股份、古井贡酒和今世缘。

1、洋河股份(002304，买入)

我们认为目前洋河的主要看点在于纠正前期失误推动渠道利润回暖以及低预期带来的高性价比。针对一季度在南京团购市场渠道利润被挤占的情况，公司已及时采取反制策略积极应对，如加大费用投入改善渠道盈利、份额优先狙击竞品、重新分化大区强化事业部权责。此外，为了提升渠道利润，鼓励经销商拿货，公司在五月初做促销让利渠道，五月底指导终端价提升。我们判断伴随着渠道库存微增，二季度公司省内增速有望出现好转。

2、古井贡酒(000596，买入)

我们认为古井贡酒的看点在于省内消费升级带来的收入增长和改革预期下的降费空间。公司收入端的增长动力主要来源于安徽市场升级带来古 8 及以上产品放量，中高端占比提升的契机。一旦省内跃升至 300 元价位带，古 16、古 20 的提前布局有望带动业绩跳跃式增长。较强的品牌力和营销也使得公司产品推广难度下降，销售费用率下移，毛销差有望提高。此外，公司国企改革稳步推进，激励逐渐完善，有望焕发活力。

3、今世缘(603369，买入)

省内升级持续有望保持快速增长，省外蓝海市场成长空间大。由于国缘对开、四开性价比优势突出，需求增长亮眼，公司国缘系列产品持续高增，特 A+升级迅猛，白酒吨价持续提升；18 年公司进一步优化组织及营销架构，省内设置六个大区，省外试点设立山东大区，省内与洋河有望实现竞合发展，省外 2+5 市场贡献主要增量；近年产品结构的升级带动公司盈利能力持续提升，新五年规划目标积极，成长动力充沛。

四、风险提示

- **消费需求不及预期风险：**白酒属可选消费，如果宏观经济增速放缓、人均收入增长降速等因素导致消费需求不及预期，可能对渠道信心及上市公司业绩造成不利影响。
- **省外拓展进度不达预期的风险：**在省内竞争格局相对稳定的背景下，部分名优酒企逐渐向外埠市场扩张。省外拓展过程中若遭到竞品狙击，则可能对公司收入和利润增速带来负面影响。
- **行业竞争加剧风险：**目前行业主要玩家均在加码布局中高端产品，稳步推进区域扩张。若市场扩容速度低于预期，市场竞争将会加剧，致使企业费用投放增加，盈利能力受损。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

