

商业贸易

证券研究报告
2019年07月16日

酒企的白银时代，酒类流通的黄金时代

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-行业专题研究: 鸿合 VS 视源深度对比: 鸿合海外发力, 视源深耕产品》2019-07-11
- 《商业贸易-行业点评: 国务院成立就业工作小组, 关注职业教育、人力资源市场投资机会》2019-05-25
- 《商业贸易-行业专题研究: 从美国消费经验看我国消费路在何方》2019-03-13

国内酒类流通市场破万亿，白酒超7成份额。

酒类流通行业整体规模2017年达11000亿，其中分品类来看，白酒约7000亿，啤酒2000亿，葡萄酒1000亿，其他酒1000亿。从酿酒行业市场规模倒算，18年白酒流通市场超7700亿，是最主要的酒类流通品种。上游白酒企业历经政策调控影响后，直至16年开始行业增速回归10%+水平，行业进入白银时代，同时集中度快速提升。从上游白酒的量价关系看，中高端白酒量价齐升，是白酒中最优秀的品种。

酒类流通目前以多层渠道体系为主，未来扁平渠道是趋势。

酒类流通行业的价值链条包括其上游酒厂、中间环节即经销商、下游环节包括终端门店和消费者。酒类行业在渠道价值链条上呈现“大生产、中流通、小服务”的运行状态，整体渠道层级多，加价偏高。在经销端，酒企大小商经销模式并存，短期内酒企为保持销售效率仍然会以多层经销体系为主，但产业扁平化趋势已经开始显现，酒企将逐渐由原来多级经销商渠道逐渐过渡到一级经销商渠道，公司直接对接市场、管理市场。

从酒类流通终端看，终端份额超7成的烟酒店的品牌化、连锁化是大方向。

酒类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。其中烟酒店渠道占比超7成，是最主要的终端渠道。烟酒店在历经餐饮渠道自带酒水率提高后需求的转移以及三公消费后团购比例下降等系列变化后，基于对盈利的诉求，有极强的转型升级诉求，酒类终端连锁迎来最好发展时机。

在众多酒类终端连锁品牌中，品牌力强并且具备持续性供应中高端酒品和差异化的高毛利酒品能力的企业有望在扩张中取得领先。

酒类尤其是中高端白酒的保真是消费者最关心和在意的，品牌力强的企业往往更容易被消费者所接受。同时酒水连锁专卖的高昂的营业成本，促使大多数酒水连锁的利润来源于中高端产品，具备稳定的中高端产品和差异化高毛利酒品供货能力的品牌连锁有望成功快速扩张。

推荐：华致酒行

我们认为酒类流通终端连锁化、品牌化趋势已现，我们看好具备核心酒品供应能力的连锁品牌，看好【华致酒行】在中国高端酒流通领域的成长价值。

风险提示：消费者结构变化、白酒行业变化、门店铺设进度不达预期、定制酒开发进度不达预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-07-15	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300755.SZ	华致酒行	38.42	买入	0.97	1.41	1.97	2.66	39.61	27.25	19.50	14.44

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 酒类流通规模：万亿酒类流通市场，白酒独领风骚	4
1.1. 国内万亿酒类流通市场，白酒占比超 7 成.....	4
1.2. 上游白酒企业历经政策调控影响后，直至 16 年行业开始新一轮发展阶段，行业进入白银时代，集中度快速提升.....	4
1.3. 从上游白酒的量价关系看，中高端白酒量价齐升，是白酒就最优秀的品种.....	5
2. 白酒流通产业链：目前以多层渠道体系为主，未来扁平渠道是趋势	9
2.1. 酒类流通价值链：层级繁多，加价较高.....	9
2.2. 白酒主流经销模式：大小商制度并存，酒企和渠道合作博弈.....	10
2.3. 酒企短期虽仍以多层经销体系为主，但产业链扁平化趋势已显现.....	11
3. 酒流通终端业态：终端份额超 7 成的名烟酒店的品牌化、连锁化是大方向	11
3.1. 传统零售业态：烟酒店渠道占比超 7 成，是最主要的终端渠道.....	12
3.2. 酒流通终端业态发展复盘：为什么现在是酒类终端品牌连锁的黄金时代？.....	15
3.2.1. 餐饮渠道需求转向烟酒店，烟酒店逐渐成为最大的流通渠道.....	15
3.2.2. 营销环境的变化，渠道格局的变革使得酒类终端品牌连锁迎来最好发展时机.....	15
3.3. 我们看好什么样的酒类品牌连锁终端？.....	16
4. 主要酒类连锁企业概况	16
4.1. 华致酒行：具备核心酒品定制能力的酒类渠道服务商.....	17
4.2. 壹玖壹玖：O2O 模式线上线下一体化，全面接入阿里酒饮商业操作系统，共享酒饮数字化红利.....	22
4.3. 酒仙网：专注 To C，线下试水.....	24
4.4. 也买酒：整合行业资源，频繁并购+全渠道营销加快扩张.....	25

图表目录

图 1：酒类流通细分规模情况.....	4
图 2：2018 年全国规模以上白酒企业收入同比增长 12.9%.....	5
图 3：白酒产量及增速.....	5
图 4：各线酒企销量情况（万吨）.....	6
图 5：一线酒企销量情况（万吨）.....	6
图 6：茅台 00 年-18 年出厂价和成交价格变动表（单位：元）.....	7
图 7：500ml52 度五粮液出厂价（元）.....	7
图 8：二线酒企销量情况（万吨）.....	8
图 9：梦之蓝、剑南春、水井坊、青花汾酒京东终端零售价（元）.....	8
图 10：三线酒企销量情况（万吨）.....	9
图 11：顺鑫农业白酒单价.....	9
图 13：茅台销售渠道.....	11
图 14：白酒各渠道销售额占比.....	12
图 15：中国酒类连锁十大品牌.....	16
图 16：公司主要合作酒类品牌.....	17

图 17: 2018 年末华致酒行终端渠道情况.....	19
图 18: 华致酒行业务模式.....	20
图 19: 华致酒行营收.....	21
图 20: 华致酒行营收分渠道占比.....	21
图 21: 华致酒行毛利率.....	21
图 22: 华致酒行归母净利.....	21
图 23: 1919 发展历程复盘.....	22
图 24: 公司酒类零售业务采取 O2O 经营模式.....	23
图 25: 公司酒类零售业务购物流程.....	23
图 26: 1919 营收情况.....	24
图 27: 1919 归母净利.....	24
图 28: 酒仙网 2018 年净利润 8000 万元.....	24
表 1: 上游酒企分层.....	6
表 2: 白酒主流经销模式.....	10
表 3: 白酒品牌毛利率情况.....	10
表 4: 各省烟酒店渠道情况.....	12
表 5: 各省酒店渠道自带率、加价率、进场费及趋势.....	13
表 6: 各省商超渠道情况.....	14
表 7: 各省团购渠道情况.....	15
表 8: 连锁酒行对比分析.....	16
表 9: 华致酒行获得的经销权.....	18
表 10: 2020 年预计终端客户增加至 30000 家.....	20
表 11: 实际控制人控制的酒类相关生产企业.....	21
表 12: 2018 年门店情况.....	23

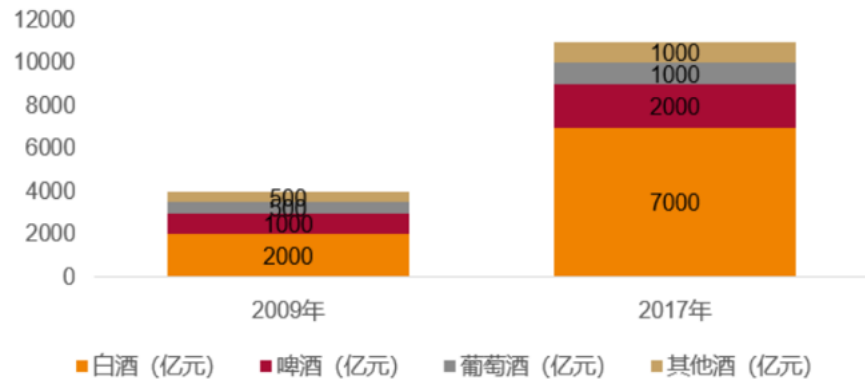
1. 酒类流通规模：万亿酒类流通市场，白酒独领风骚

1.1. 国内万亿酒类流通市场，白酒占比超 7 成

我国拥有悠久的酒类消费历史文化，酒是中国社交礼仪中不可或缺的媒介，国内酒类消费一直保持较快增速，从国人酒类消费结构看，主要以白酒为主，白酒企业及终端流通情况对行业整体影响最大。

国内酒类流通市场破万亿，白酒超 7 成份额。酒类流通行业整体规模 2017 年达 11000 亿，其中分品类来看，白酒约 7000 亿，啤酒 2000 亿，葡萄酒 1000 亿，其他酒 1000 亿。

图 1：酒类流通细分规模情况



资料来源：《中国酒类流通白皮书》，天风证券研究所

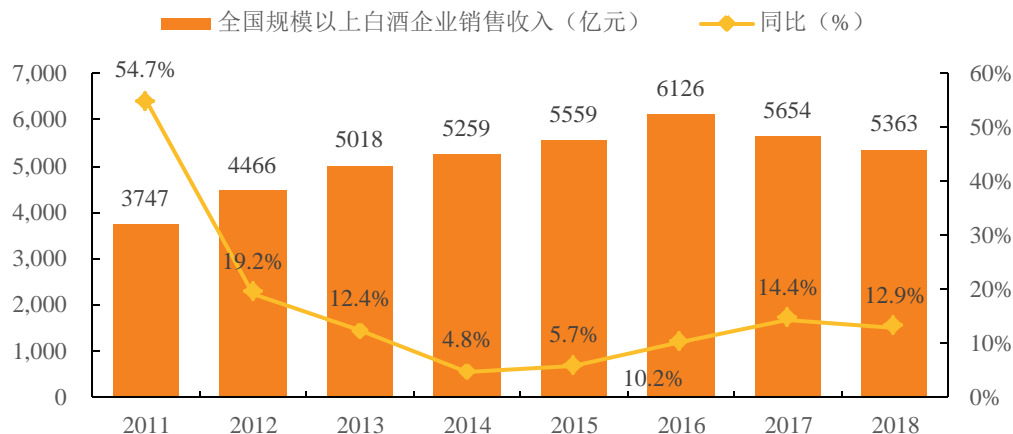
从酿酒行业市场规模倒算，18 年白酒流通市场超 7700 亿。按照酒类全流通渠道的毛利率（白酒 45%）倒算，18 年酿酒行业规模以上白酒企业收入 5363 亿元，则白酒流通市场为 7776 亿元。

1.2. 上游白酒企业历经政策调控影响后，直至 16 年行业开始新一轮发展阶段，行业进入白银时代，集中度快速提升

从酒类流通上游来看，上游白酒头部企业正处于集中度大幅提升，中小企业逐渐出清的阶段。17-18 年白酒市场规模总量下滑，但规模以上企业统计口径下却同比增长，白酒头部企业集中度大幅提升，中小企业出清。2018 年全国规模以上白酒企业销售收入 5363 亿元，较上年减少 291 亿元。但另一方面，由于 2018 年规模以上酒企的数量减少，可比口径下的白酒企业销售收入反而同比增长了 12.9%，上游酒企集中度明显提升。

上游白酒企业 11 年起历经三公消费限制等宏观政策调控影响，白酒板块业务整体大幅下滑，消费结构开始从公务消费逐渐调整为个人、商务消费，直至 16 年开始逐渐复苏，消费情况开始充分反映大众消费需求，行业进入白银时代。白酒行业 2011 年营收增速见顶，当年全国规模以上白酒企业销售收入增速为 54.7%，之后政务消费因政策影响大幅减少，白酒行业进入阵痛期。白酒行业于 2014-2015 开始筑底，两年年增速平均仅在 5% 左右，为近 8 年增速最慢的时间段；2016 年以来，随着白酒消费者结构调整结束，白酒逐渐复苏，增速有所恢复，保持在 10%-15% 的水平。

图 2：2018 年全国规模以上白酒企业收入同比增长 12.9%

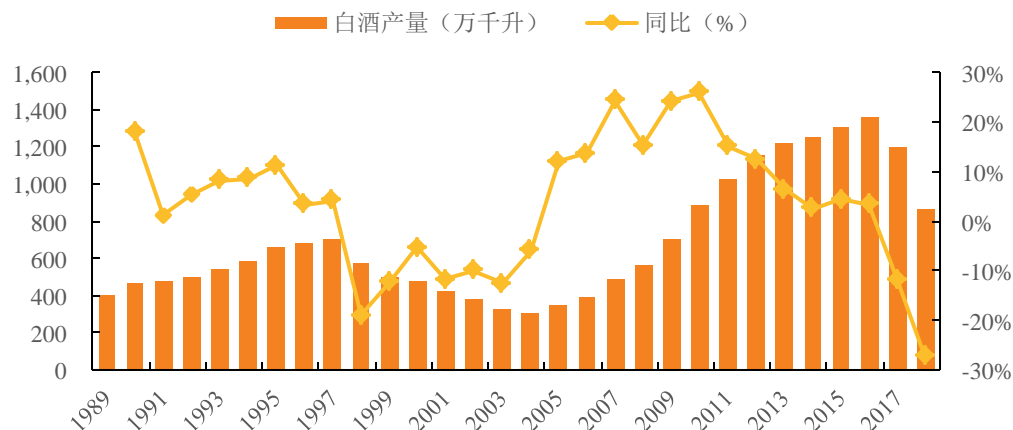


资料来源：中国酿酒工业协会，天风证券研究所

1.3. 从上游白酒的量价关系看，中高端白酒量价齐升，是白酒就最优秀的品种

从白酒产量看，2018 年我国白酒产量 87.12 亿升，近 20 年 CAGR 为 2.11%，整体呈现上升趋势。在整体增加的大趋势下，白酒产量在 1998-2004 年以及 2017-2018 年同比负增长。1998-2004 年是白酒行业市场化后的第一次大调整。白酒行业自 1988 年价格市场化后，酒企争相扩产，白酒产量自 1989-1997 年由 40 亿升快速增长至 71 亿升，供过于求。1998 年金融危机后行业供需格局进一步恶化。2017 年以来白酒产量的下降主要系下游需求放缓，上游酒企集中度大幅提升。

图 3：白酒产量及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

将白酒企业分为三档：一线白酒为贵州茅台、五粮液，二线白酒为泸州老窖、酒鬼酒、古井贡酒、洋河股份、舍得酒业、水井坊、山西汾酒，三线白酒为顺鑫农业、伊力特、老白干、迎驾贡酒、今世缘、口子窖。后文中，我们以这些酒企作为代表，加总其数据作为各线酒企的指标，以期研究行业趋势。

表 1：上游酒企分层

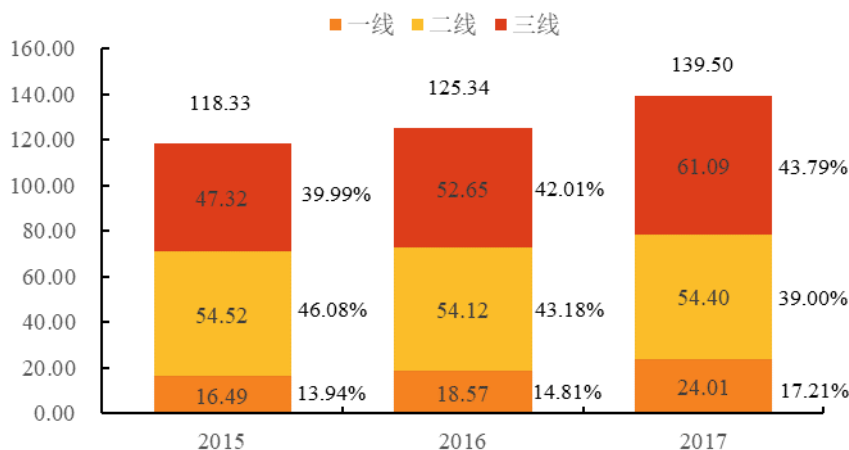
档次	上市公司
一线	贵州茅台、五粮液
二线	泸州老窖、酒鬼酒、古井贡酒、洋河股份、舍得酒业、水井坊、山西汾酒
三线	顺鑫农业、伊力特、老白干、迎驾贡酒、今世缘、口子窖

资料来源：天风证券研究所

注：按品牌影响力分层

白酒销售呈现两级分化的趋势，高端与低端白酒销量均有明显增长，高端白酒销量呈现全面增长，低端白酒增长销量则主要由顺鑫农业贡献。近三年来，一线、三线白酒销量呈现增加趋势，二线白酒销量逐渐减少。2017 年一线白酒占比 17.21%，两年 CAGR 为 20.67%；三线白酒销量占比 43.79%，两年 CAGR 为 13.62%；二线白酒销量占比 39%，两年 CAGR 为 -0.11%。

图 4：各线酒企销量情况（万吨）

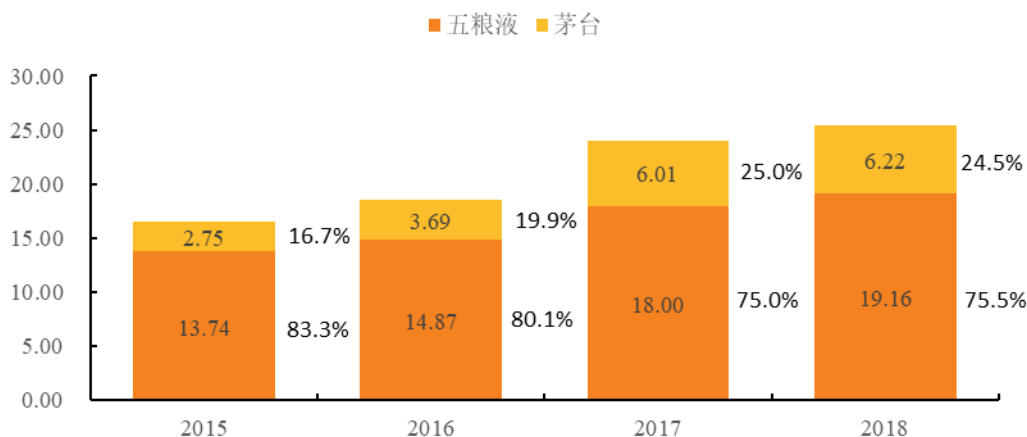


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：各线酒企销量由所选代表公司销量加总得到

一线酒企量价齐升。从销量上看，茅台五粮液销量均有所增长，但茅台增速更高。2018 年茅台销量 6.22 万吨，占比 24.5%，近三年 CAGR 为 31.27%；五粮液销量 19.16 万吨，占比 75.5%，近三年 CAGR 为 11.73%。

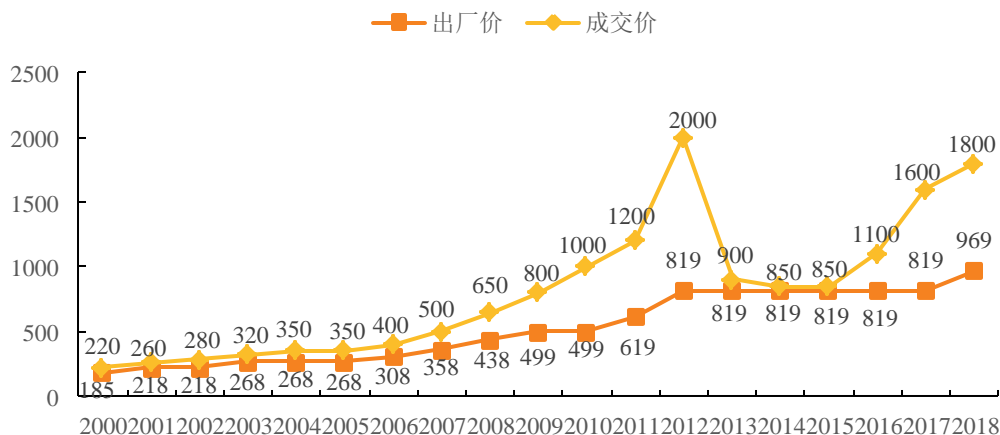
图 5：一线酒企销量情况（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

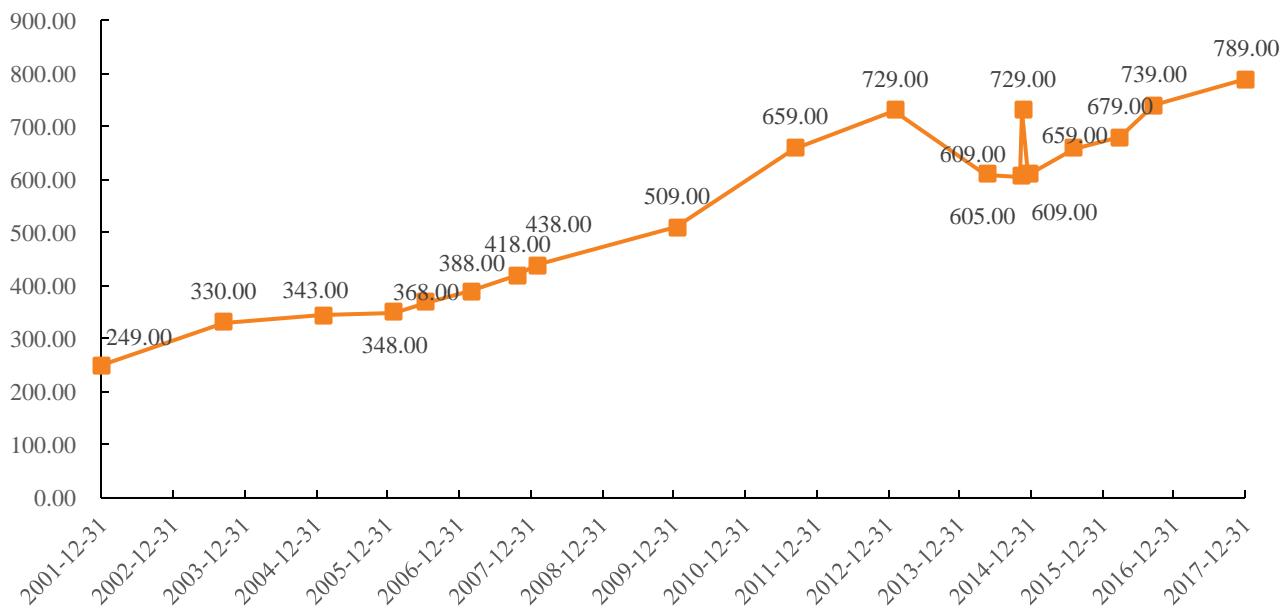
从价格上看，一线白酒价格走势基本一致，总体有所上升。2013-2014年，出于打击三公消费及塑化剂事件的影响，高端白酒需求突降，价格大幅回落。随后，消费升级带来的大众消费需求带动高端白酒价格快速上涨。举例来说，从2000年到2018年，茅台出厂价从185元上涨至969元，成交价从220元上涨至1800元；500ml52度五粮液出厂价从2001年249元上涨至2017年789元。

图 6：茅台 00 年-18 年出厂价和成交价格变动表（单位：元）



资料来源：《中国酒类流通白皮书》，天风证券研究所

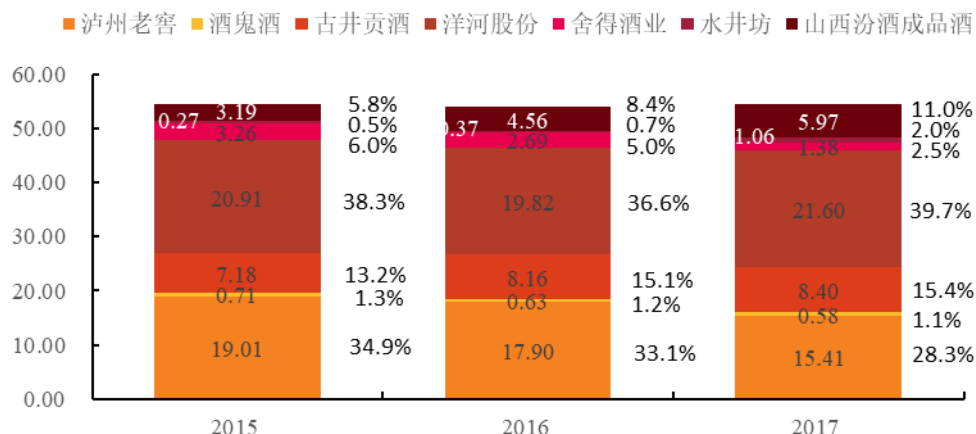
图 7：500ml52 度五粮液出厂价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

二线酒企出现分化，销量方面二线白酒市场集中度进一步提升，而价格基本稳定波动。销量方面白酒差异化明显，古井贡酒、洋河股份、水井坊、山西汾酒销量呈现增长趋势，水井坊、山西汾酒销量两年 CAGR 高达 98.3%、36.8%，古井贡酒、洋河股份销量两年 CAGR 为 8.2%、1.6%；泸州老窖、酒鬼酒、舍得酒业销量下滑，两年 CAGR 分别为 -10%、-9.4%、-34.9%。

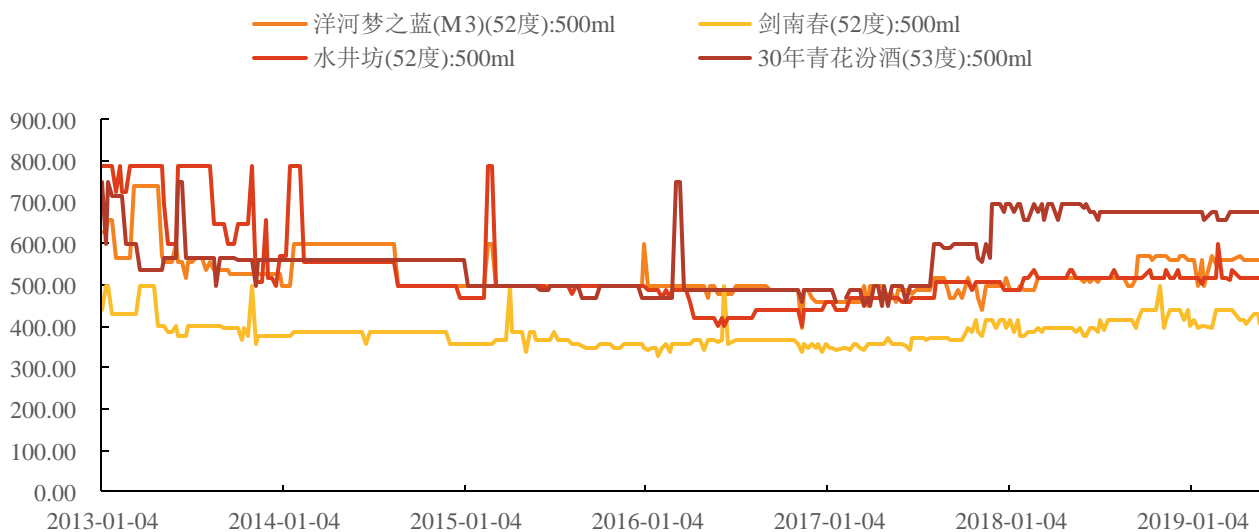
图 8：二线酒企销量情况（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

二线白酒价格基本维持稳定。从 2013 年至 2019 年初，500ml 规格的洋河梦之蓝（M3，52 度）、剑南春（52 度）、水井坊（52 度）、30 年青花汾酒（53 度）价格有所波动，但总体趋势上保持稳定。

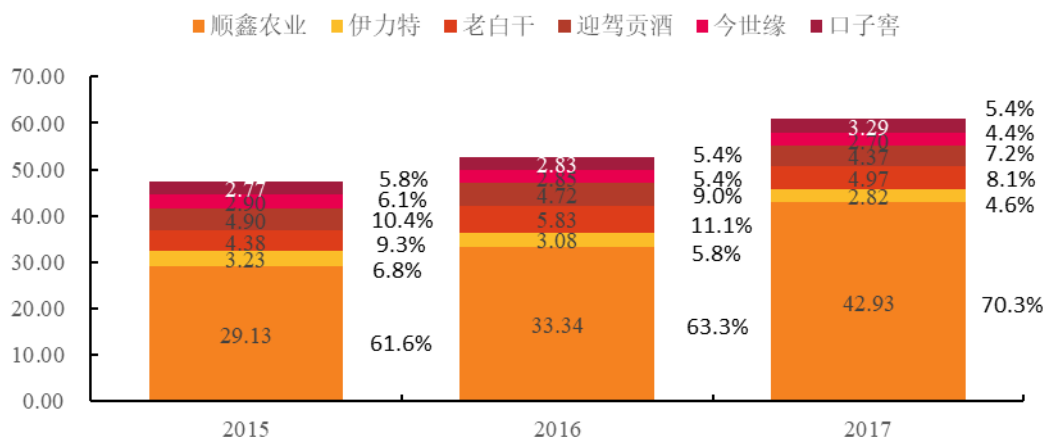
图 9：梦之蓝、剑南春、水井坊、青花汾酒京东终端零售价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

三线酒企行业集中度大幅提升，顺鑫农业领跑低档白酒，而价格有所下降。三线酒企白酒销量总数增长，但其销量增长基本由顺鑫农业贡献。除顺鑫农业白酒销量大幅增长，老白干和口子窖销量略微上升外，大多数白酒销量呈现下滑趋势，行业集中度大幅提升。2017 年顺鑫农业销量 42.93 万吨，两年 CAGR 为 21.39%。口子窖、老白干销量近两年 CAGR 分别为 9.10%、6.56%。

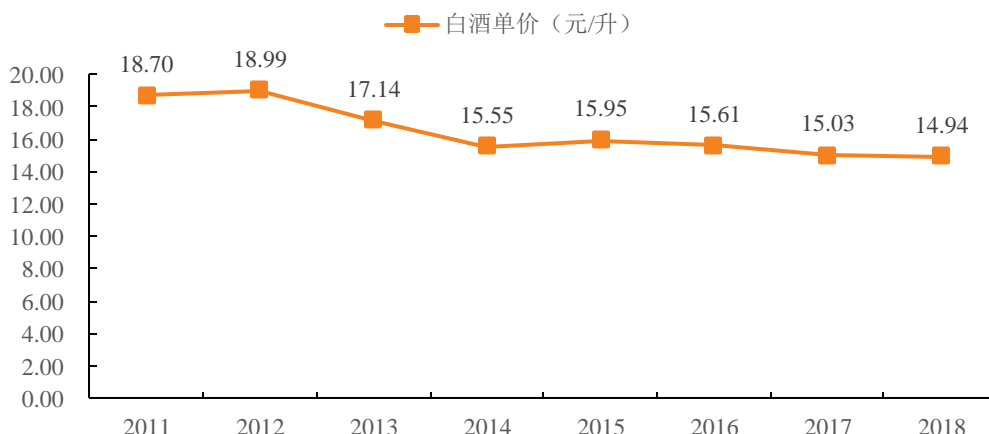
图 10：三线酒企销量情况（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

三线白酒价格略有下降。顺鑫农业作为三线白酒中销量增长突出的酒企，白酒单价总体下滑。以顺鑫农业的白酒业务年收入除以其当年白酒销量，可得从 2011 到 2018 年，每升顺鑫农业白酒的价格 18.7 元降低到 14.94 元。

图 11：顺鑫农业白酒单价



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 白酒流通产业链：目前以多层渠道体系为主，未来扁平渠道是趋势

2.1. 酒类流通价值链：层级繁多，加价较高

酒类流通行业的价值链条包括其上游酒厂、中间环节即经销商、下游环节包括终端门店和消费者。酒类行业在渠道价值链条上呈现“大生产、中流通、小服务”的运行状态：生产企业众多，品牌丛杂，行业标准不一；流通业在整个行业的话语权不足，在价值链的位置完全从属于生产企业，无法完成有效的市场需求传递，厂家商业化现象日趋严重；同时，由于厂家无暇顾及、商家力不能及，市场服务有限，导致市场和消费者需求无法得到有效满足。同时目前我国酒类流通行业批发、零售环节较多，导致各个环节之间利润层层分割，因此每一级批发商、零售商所占利润相对较低。

- ①酒厂即酒类品牌商，以批发价销售给一级经销商，出厂价与生产成本之间差价为酒企毛利。
- ②经销商一般可以分为若干层，每层对白酒进行不同程度的加价，加价幅度是上下游博弈的结果。
- ③终端门店包括传统零售业态和新零售业态。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。新零售业态包括线上渠道，如淘宝、京东、1号店、酒仙网、酒美网等，以及线下和线上都进行布局的渠道，如中酒网、1919、酒便利、久加久。

2.2. 白酒主流经销模式：大小商制度并存，酒企和渠道合作博弈

简单来说，酒企可以自己发展多个小经销商，也可以寻找手握经销商资源的大经销商代理品牌。无论是小商和大商，酒企都可以设立办事处，直接做市场，让经销商负责物流和资金周转，从而更快速应对市场需求变化；也可以让经销商入股分公司，激励经销商。

大商制度有利于酒企前期铺货，不利于后期议价。大商制度前期分担了酒企建立渠道的压力，并且建立渠道速度快，有利于快速抢占市场，但是后期酒企在与大商博弈过程中受制于大商销量对于酒企的影响，大商更易合谋，酒企需要慎重损害任何一个区域大商的利益，因此贯彻符合酒企利益的政策较为困难。另一方面，大经销商规模较大因此数量有限，酒企监督较少数量的经销商监督成本较低。

小商制度下，酒企前期铺货较辛苦，速度较慢，但后期议价能力强。反观小商制度，前期铺货可能较为缓慢，但是后期酒企对于小商的奖惩却较容易执行。同时，酒企意图做直销时，收回经销权也较为容易，不容易遭遇经销商联合罢销反抗。

表 2：白酒主流经销模式

三大分类	经销模式	具体方式
厂家主导模式	小经销商	以小规模经销商为主
	分公司/办事处+经销商	分公司或办事处直接做市场，经销商负责物流和资金周转
经销商主导模式	大经销商	厂家以省或区为单位，指定实力强的大经销商担任总代，其全权代理所在区域的产品销售活动
	区域总代	设立区域独家总经销商
	厂家管理销售+总代负责后端	厂家负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作
	买断式	买断商向厂家支付一定资金，获得一个或几个产品的经营权，并依据合同在规定的时间和区域内独家销售相应产品，买断商可自主设计产品命名、风格、价位、包装等，全面负责产品销售和品牌宣传
厂家与经销商	柒泉模式	按区域划分，核心经销商入股
合作共赢模式	品牌专营模式	按区域以及品牌划分，核心经销商入股

资料来源：天风证券研究所

品牌商品牌力越强，对渠道的议价能力越强。观察品牌商毛利率，越高端、品牌力越强的白酒毛利率越高，意味着相同成本下品牌销售商给一批经销商的出厂价越高。如 2018 年一线高端白酒茅台酒毛利率高达 93.74%，二线白酒古井贡酒毛利率 78.03%，三线白酒顺鑫农业白酒毛利率 49.63%。

表 3：白酒品牌毛利率情况

2018	品牌商毛利率
茅台酒	93.74%

五粮液高价位酒	84.31%
古井贡酒	78.03%
山西汾酒中高价位白酒	75.18%
茅台系列酒	71.05%
五粮液中低价位酒	50.77%
山西汾酒低价白酒	50.72%
顺鑫农业白酒	49.63%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

对于终端来说，品牌力强的白酒，终端可以接受较低的 ROE，以及较低的净利率。这主要由于品牌力强的白酒周转较快库存风险较小，同时可以给店铺引流带动其他高毛利率酒类的销量。假设杠杆水平不变，终端经营品牌力强的白酒 ROE 较低，周转较高，可以倒推出终端可以接受运营强品牌白酒的净利率较低。

对于经销商来说，品牌力强的白酒，经销商可以接受酒企毛利率较高。一方面，终端可以接受强品牌白酒净利率较低抬高了经销商出售给终端白酒的价格，挤出了经销商的毛利率空间。另一方面，品牌力强的白酒周转较快，库存风险低。如 2018 年茅台出厂价 969 元，零售价 1800 元，整体经销渠道毛利率高达 85%。

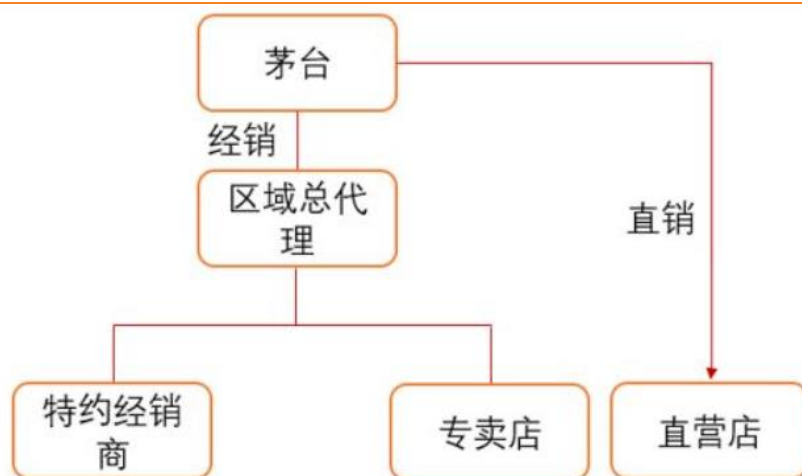
2.3. 酒企短期虽仍以多层经销体系为主，但产业链扁平化趋势已显现

目前酒企仍然主要以多层经销体系为主，大趋势上层级在不断减少。短期来看，酒企直接对接终端渠道和消费者存在效率低下等问题，所以仍然对经销商有一定依赖。

长期来看，传统长链条垂直式渠道模式效率低，白酒生产厂商对末端销售渠道控制力不强，加之线上渠道对于线下渠道利润空间的挤压，各大酒企着力进行渠道模式优化，渠道模式由长链条向扁平化发展。

以茅台为例，公司销售模式为扁平化的区域经销为主，直销为辅。经销网络主要包括总代理、特约经销商、专卖店，直销网络以直营店为主。截至 2018 年底，共有经销商 3102 家，其中国内 2987 家，国外 115 家。茅台经销商大多规模较小，公司对于经销商依赖性不高，2018 年前五名客户销售额占比仅有 4.87%，即前五名经销商销售额占比最高值不超过 4.87%。

图 12：茅台销售渠道



资料来源：天风证券研究所

3. 酒流通终端业态：终端份额超 7 成的名烟酒店的品牌化、连锁

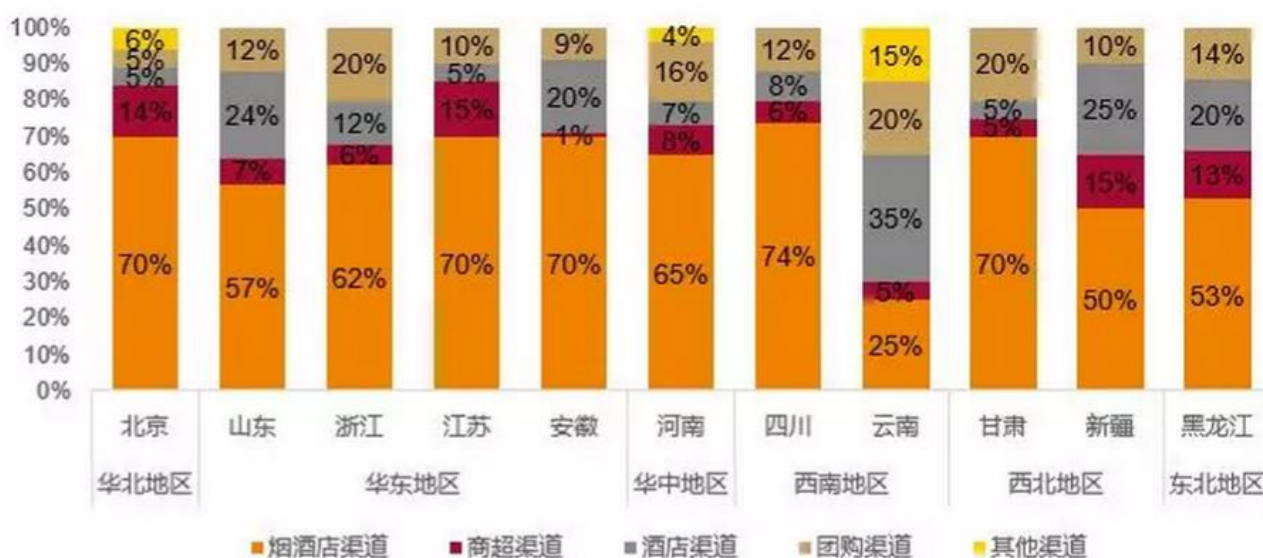
化是大方向

3.1. 传统零售业态：烟酒店渠道占比超 7 成，是最主要的终端渠道

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：

- ①**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；
- ②**酒店渠道占比 5%-20%**：酒店渠道由于酒水自带率高的原因，在渠道销售占比上仍然较小，普遍在 5%-20%之间；
- ③**商超渠道占比 5%-15%**：大型商超的实际消费占比不高，商超渠道销售占白酒总销售的 5-15%之间，商超渠道销售贡献主要集中于年节消费，主要承载着产品价格标杆和形象展示窗口的作用；
- ④**团购渠道销售占白酒总销售的 5%-20%**：以政务为中心的城市（如北京）政务团购占比较高，在私营经济较发达的地区，商务团购占比较高，但受到限三公消费影响，政务团购占比降低。

图 13：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

① 烟酒店渠道：最主要的终端渠道，连锁化、品牌化是重要方向

对于多数地区，烟酒店渠道是最主要的销售渠道，北京、江苏、安徽、四川、甘肃等地烟酒店渠道占比达到 70%。烟酒店加价率在 10%-30%之间，低端酒往往加价率更高。

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。

表 4：各省烟酒店渠道情况

地区	省份	烟酒店渠道情况
华北	北京	白酒厂家精细化运作，采取对烟酒店渠道分级投入的策略，不同烟酒店终端的毛利差距较大。烟酒店连锁化趋势在加强

	河北	烟酒店终端集中化，烟酒店加价率日益降低
	山东	整体 13000 家左右，发展较快，主流销量基本由烟酒店和连锁店支撑，随着价位升级，企业越发重视烟酒店渠道，通过其挖掘背后团购
华东	浙江	终端发达程度不高，经济强市的拆迁和城市改造将打乱现有分销网络和格局，打破原有烟酒店布局，终端到分销都面临新一轮洗牌
	江苏	渠道下沉至乡镇，分布密集度高，竞争加强。打造厂家、商家、终端三位一体平台
	安徽	终端数量减少，质量提高，连锁性批发型烟酒店将是重点发展方向
华中	河南	渠道竞争白热化，消费者培育是趋势
西南	四川	呈现连锁化、品牌化、专业化、规模化趋势，开始重视管理服务，尤其客户管理、店面人员管理及服务
	云南	昆明较发达，其他区域数量少
西北	甘肃	省会、地级中心城市烟酒商行占终端数为 30%-40%，其他县级城市该比例为 10%-15%，乡镇内基本没有烟酒商行
	新疆	专业化、连锁化
华南	广东	品牌日益集中，大型核心烟酒店逐步兼营经销代理
东北	黑龙江	大型酒行和连锁型酒行的生存空间持续向好；酒行不断自我升级；渠道会越来越专业化

资料来源：《中国酒类流通白皮书》，天风证券研究所

② 酒店渠道：自带酒水使得该渠道份额萎缩，但仍是重要的品牌推广渠道

高端餐饮店受限于三公消费等因素的影响，销售状况一度呈直线下滑。短期内除部分一线品牌外，其他酒类品牌投放高档餐饮前景黯淡。大众消费餐饮终端则呈火爆态势发展，以中低端大众产品为主。

从餐饮终端酒水自带率看，往往酒店档次越高、白酒价位段越高，酒水自带率越高。部分地区如江苏、四川、广东高端酒水自带率达到 90% 以上。白酒价格空间更透明，消费者对于白酒价格更敏感，导致自带率偏高，店内购买率低。酒店渠道由于酒水自带高的原因，在渠道销售占比上仍然较小，普遍在 5%-20% 之间。

从酒店加价率看，大部分酒店加价率在 20%-40% 之间。其中，黑龙江省的加价率甚至达到了 80%-100% 及以上。酒店档次越高，酒店加价率往往越高，星级酒店加价率一般会翻倍，低端酒店的加价率与流通渠道基本相持平。从酒店进场费看，四川和甘肃等地无进场费，山东、安徽等地以陈列、返点和赠酒的形式呈现。

表 5：各省酒店渠道自带率、加价率、进场费及趋势

地区	省份	酒水自带率	酒店加价率	进场费	趋势
华北	北京	40%	20%-40%	数千元至十万不等，BC 类店一般武进场费	销售下滑，加价率降低，进场费降低
	河北	80%	30%	十万至几十万不等	自带率上升，加价率降低，进场费稳定
	山东	百元以上 80% 以上，50-80 元 50%-60%，50 元以下 30%	星级酒店 60%，B 类酒店 30%-50%，CD 类酒店 20%	星级酒店多返利，其他酒店多赊欠或吧台免费陈列	自带率上升，加价率降低
华东	浙江	80%-90%	A 类酒店 70%-150%，B 类酒店 50%，C 类酒店 20%-30%	大包商买断酒店扣点合作，少数酒店自行采购	看重消费者培育功能
	江苏	90% 以上	30%-50%	普通进店陈列平均 1-2 万，包量进店较高	看重消费者培育功能
	安徽	60% 左右	加价率高，比流通价格高 10%-20%	陈列、返点、赠酒为主	平价酒水自带率下降
华中	河南	次高端以上几乎全部自带	30%-60%，比流通渠道高 20%-30%	费用形式多样化，合作趋于灵活	光瓶酒争夺渠道

西南	四川	90%左右	20%-30%	无	销售及消费者培育
	云南	高端酒自带率最高, 中低档酒自点为主	光瓶酒 33%-40%, 散酒 100%, 盒装酒 40%	昆明存在, 大部分买断为主, 其他地市没有费用	-
西北	甘肃	80%以上	10%-20%	无	自带率上升, 加价率下降
	新疆	民族特色酒店大多禁止自带酒水或禁止饮酒, 汉族酒店大多自带率高	中高档餐饮 15%-20%, 普通餐饮平价或 10%	-	-
华南	广东	100 元以内 50%, 100-300 元 70%, 300 元以上 90%	50%-80%	2000-5000 元, 中小酒店可赠酒	自带率上升
东北	黑龙江	县乡级自带率不高, 地市级自带率高	80%-100%及以上	连锁酒店、礼仪型酒店等 B+类以上酒店收费较高	自带率提升, 加价率降低, 进场费降低

资料来源:《中国酒类流通白皮书》, 天风证券研究所

③ 商超渠道：产品价格标杆和形象展示窗口

商超渠道：大型商超的实际消费占比不高，商超渠道销售占白酒总销售的 5-15%之间。商超渠道销售贡献主要集中于年节消费，主要承载着产品价格标杆和形象展示窗口的作用，商超加价率在 10-30%之间。商超渠道日常购买较少，但节假日期间（尤其是端午、中秋、春节销售）由于加大力度买赠促销，销量较高，而节假日在商超渠道竞争也尤为激烈。小型社区超市主要在于其便利性，因此在社区超市主要销售小酒、低端酒、地方性杂牌酒和光瓶酒，以满足社区人群自饮的需求。

表 6：各省商超渠道情况

地区	省份	商超渠道情况
华北	北京	商超系统发达。由于电商渠道对商超渠道的冲击和租金快速上升，商超关店数量上升，店址选择上逐渐远离中心城区
	河北	三节动销+日常形象，商超终端销量会增大，商超加价率降低
华东	山东	三节动销+日常形象
	浙江	商超渠道发达，尤其社区便利性商超较多。大型超市负责树立产品价格标杆和展示
	江苏	商超终端发达，大小型商超均分布密集，价格标杆作用
	安徽	商超终端将越发发达，商超价格逐渐与流通价格走向一致，竞争战术为购买便利性
华中	河南	传统商超销售下滑，酒类连锁超市销售上升，商超渠道销售占比会逐步稳定
西南	四川	商超终端发达程度不高，部分商超开始自采
	云南	以价格形象为主，销售规模不大
西北	甘肃	商超渠道销售占比较少，以形象展示、价格标杆为主要功能
	新疆	商超系统发展不充分，大型商超实际消费占比不高，起到产品价格标杆和展示作用；地方中小型商超酒类销售比例很高
华南	广东	终端非常发达
东北	黑龙江	以价格标杆及形象展示为主、销售为辅。商超渠道经历从夫妻杂货店向标准化超市转变的过程中

资料来源:《中国酒类流通白皮书》, 天风证券研究所

④ 团购渠道：重要的消费者培育渠道，受限制三公消费影响，渠道份额下滑

团购渠道主要分为政务团购和商务团购，团购渠道销售占白酒总销售的 5%-20%左右。对于以政务为中心的城市（如北京），政务团购占比较高，但受到限三公消费影响，政务用酒的严重下滑，政务团购占比降低，而商务团购占比呈上升趋势。在私营经济较发达的地区，商务团购占比较高，如浙江、江苏等地，商务团购用酒约占团购销售的 70%以上，广东省

也以商务团购为主。

表 7：各省团购渠道情况

地区	省份	团购渠道情况
华北	北京	政务团购销量占比团购渠道 30%，商务团购稳中有升，政务团购价格下滑，呈现碎片化、小批量、随用随买的特征
	河北	政务团购与商务团购同步
华东	山东	团购重视程度加强
	浙江	政务团购萎缩，商务团购占团购渠道 80%，专业团购商数量进一步增加
	江苏	团购渠道从政务团购转向商务团购，商务团购占比 70%以上
	安徽	商务团购为主，未来个体团购较重要
华中	河南	商务团购崛起，成为重要力量
西南	四川	商务团购为主
	云南	商务团购为主
西北	甘肃	政务团购有收缩迹象，商务团购比重有上升趋势
	新疆	疆内政务团购几近消失，商务团购比重亦大大减少
华南	广东	主要为商务团购
东北	黑龙江	以政务和国有企业事业单位为主

资料来源：《中国酒类流通白皮书》，天风证券研究所

3.2. 酒流通终端业态发展复盘：为什么现在是酒类终端品牌连锁的黄金时代？

餐厅、烟酒店、商超作为酒的流通终端环节，长期以来作为支撑着酒行业生存和发展的关键环节而存在；它们长期以来伴随着酒行业的成长而成长，在不同时期拥有不同的地位、发挥着不同作用。

3.2.1. 餐饮渠道需求转向烟酒店，烟酒店逐渐成为最大的流通渠道

餐饮渠道曾经是白酒销售重要渠道，自 06 年前后自带酒水风潮兴起后逐渐衰落，但仍是白酒主要推广渠道。2000 年之前，曾经有著名的餐饮“盘中盘策略”，口子窖和洋河都是曾经受益者。06 年前后，餐饮渠道兴起自带酒水风潮，餐饮自带酒水率持续上升，酒水在餐饮渠道的销售大幅下降，此后此部分需求逐渐转向烟酒店。

3.2.2. 营销环境的变化，渠道格局的变革使得酒类终端品牌连锁迎来最好发展时机

烟酒店经过几轮行业变化后目前是酒流通终端份额最高业态，未来烟酒店品牌化、连锁化趋势明显。

03 年以前，烟酒店的百货小商店时代：改革开放后，国家放开流通领域的经营权，烟酒店就开始了迅速发展；2003 年以前，烟酒店主要是以百货小商店的形式存在。

03-12 年，烟酒店的黄金十年：2003 年至 2012 年，随着政商务消费的快速发展，在厂家和经销商的推动下，终端零售商则通过建立名烟名酒店实现团购销售；在这一时期，传统的日常生活用品店开始从主流烟酒店中退出，“名酒+名烟”成为了烟酒店的主要特征。同时在这一时期，餐饮自带酒水也使得烟酒店需求扩张。

13 年-16 年，艰难调整：从 2013 年下半年开始，政府为了推动社会文明，开始实施三公消费限制，在烟酒行业主要针对高端政务消费群体的不检点行为进行了限制，并相继出台了政务白酒消费标准、政务人员宴请标准、政务人员收受礼品的管理规定，高端政商务白酒消费急剧下滑，仅存的象征性消费难以支撑现有名烟名酒店的正常运转，名烟名酒店面临关门、倒闭的浪潮。

16 年至今，开启连锁化品牌化的黄金时期：C 端需求的增加倒逼名烟名酒店转型升级需求，同时非强关系型团购也需要观察门店资质，连锁化品牌化为必然趋势。

3.3. 我们看好什么样的酒类品牌连锁终端？

中国酒水行业经历了上一轮的高速发展阶段，不管是消费形态还是行业形态，酒水行业发生了翻天覆地的变化，消费升级、市场容量升级、结构升级、管理升级、模式升级在酒水行业均已呈现。

近几年，伴随着渠道扁平化、多元化的发展趋势，酒企不断调整，开发以自有品牌专卖店为主的渠道体系，同时消费形态的改变，现有渠道无法完全满足消费者“自带酒水”的消费需求，特别的中高端和次高端白酒的消费需求，以专卖店营销模式为主的新型酒类连锁成为行业未来发展趋势。

图 14：中国酒类连锁十大品牌



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在新型酒类连锁终端中我们看好具备以下特质的企业：

① 品牌力强的酒类品牌连锁

酒类尤其是中高端白酒的保真是消费者最关心和在意的，品牌力强的企业往往更容易被消费者所接受。

② 掌控核心产品，具备中高端产品的供应能力的品牌连锁

酒水连锁专卖的庞大的商业成本、营业成本，促使大多数酒水连锁的利润来源于中高端产品，具备稳定的中高端产品供货能力的品牌连锁是其成功扩张的关键。

③ 可以提供差异化酒品的品牌连锁

对于茅五泸以及地方名酒等一系列流通酒来说，价格透明，为典型流量型产品。门店流量型产品在自然销售情况下占绝大多数，非流量型产品需要销售人员主动推荐后完成销售。差异化的高毛利酒品可以作为非流量型产品有效提高终端门店的盈利能力。

电商对酒类销售的局限性：酒相比其他电商渗透较高的品类有易碎、即饮需求、假货多等问题，纯电商比较适合中低端，流通酒的销售，并不适合高端白酒的销售。

4. 主要酒类连锁企业概况

表 8：连锁酒行对比分析

	华致酒行	壹玖壹玖	酒仙网	也买酒（属于歌德盈香）
成立时间	2005 年	2006 年	2009 年 9 月	2008 年 6 月
总部	湖南	创立于成都，资本与传播管理职能将移至北京，供应链管理职能移	创立于太原，2010 年搬迁至北京	上海

		至上海		
创始人背景	吴向东, 于 1997 年创立金六福品牌, 2005 年创立华致酒行连锁管理股份有限公司, 2006 年成立华泽集团 (现金东集团); 新华联集团第二大股东。	杨陵江, 在没有资金、社会关系、销量规模, 不适合做经销商的情况下选择做终端。	郝鸿峰, 于山西在传统白酒代理行业打拼十余年, 2009 年开始探索酒类电子商务。	创始人袁疆为前罗维互动董事长。 收购方歌德盈香从陈年老酒起步。老酒业务的整体营业额将在 15 亿左右, 对其营收贡献较大。
业务模式	B2B (线下销售给终端业态); 主要在线下 (加盟店酒库为主); 线上包括小程序&第三方平台渠道。	B2C (线上 1919、线下直营门店); B2B (隔壁仓库店、线下向终端业态提供酒类供应链管理服务); 线上 (1919, 第三方平台); 线下 (直营门店, 启动隔壁仓库批发店招商加盟, 赋能酒类经销商转型升级); O2O。	B2C (线上酒仙网官网及移动 APP); B2B (线上酒仙团、线下销售给加盟商); 线上 (酒仙网, 第三方平台); 线下 (发展加盟商, 切入四五线城市, 网上下单线下配送、线上引流店内体验); O2O。	B2C (线上也买酒, 线下合资店); B2B (线下销售给经销商、加盟店); 线上 (也买酒, 第三方平台); 线下 (采取合资开店、经销商与连锁加盟等全渠道营销, 在全国范围内扩大也买酒连锁酒行规模); O2O。
合作酒企	除茅五之外, 与古井贡、洋河、汾酒、习酒等名酒厂进行产品订制研发并作为全国总经销进行销售。拥有自有品牌贵州荷花酒。	茅台、汾酒、古井贡酒、洋酒等诸多名酒厂都达成战略合作关系。	和国内包括五粮液、泸州老窖、剑南春、洋河、汾酒、人头马、百加得、古井贡、迎驾贡酒等 500 多家酒企建立深度合作关系。	与海外红酒品牌合作, 如与国产红酒品牌汉森隆重签署《战略合作协议》, 与知名葡萄酒企法国卡思黛乐集团签订合作协议; 与西凤酒、古井贡酒达成战略合作。
售酒品类	白酒收入占比 95%, 茅台与五粮液系列为主。	经销洋酒、红酒、白酒等多品类酒, 上海优势品类为洋酒和红酒, 四川贵州优势品类为白酒。	白酒、葡萄酒、洋酒、啤酒等。	销售葡萄酒起家, 葡萄酒为特色与优势。2015 年之后成为全品类经销商, 目前销售进口葡萄酒、烈酒、白酒、黄酒、啤酒等。

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

4.1. 华致酒行: 具备核心酒品定制能力的酒类渠道服务商

华致成立公司成立于 2005 年, 为国内领先的精品酒水营销和服务商之一。公司致力于为客户和广大消费者提供白酒、葡萄酒、黄酒等国内外优质酒类产品 and 多元化的服务。10 余年践行“精品、保真、服务、创新”的经营理念, 公司在行业内树立了良好的品牌形象, 为市场所广泛认可。

多年深耕酒类消费市场, 公司积累了大量的名酒供应商资源。公司与茅台、五粮液、洋河、剑南春、富邑集团旗下奔富酒庄、璞立酒庄等国内外知名酒企、酒庄建立了紧密的合作关系。公司采购的主要酒品为白酒, 主要品牌为茅台和五粮液。

图 15: 公司主要合作酒类品牌



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 9：华致酒行获得的经销权

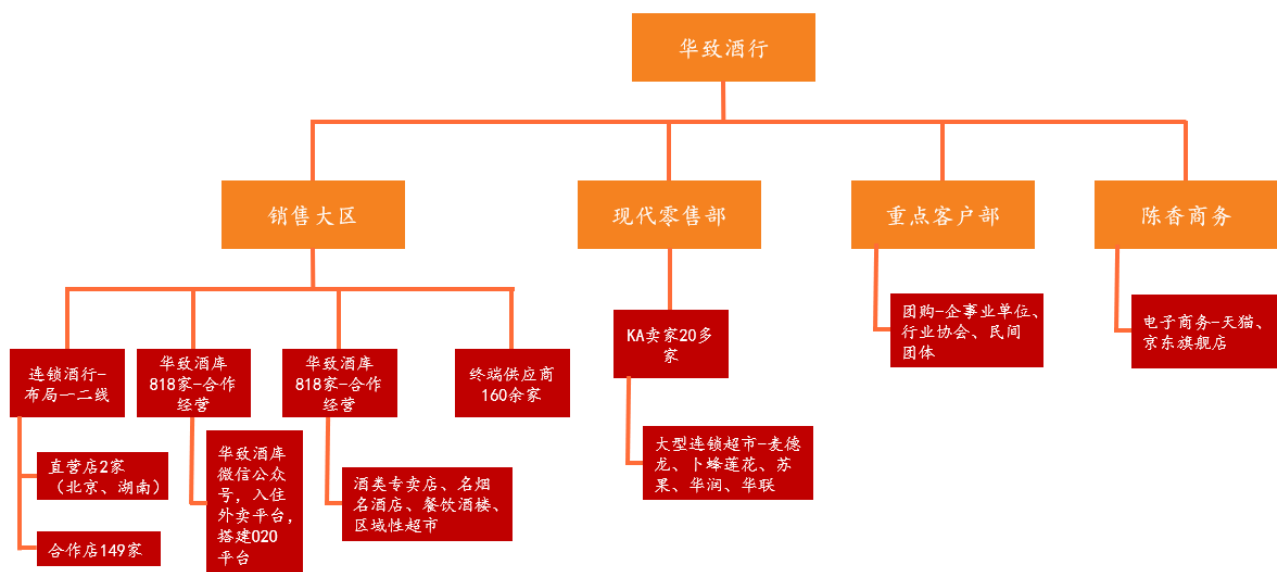
序号	产品名称	酒企名称	经销商资质	获取时间	新合同约定期限	是否存在区域限制	同类产品的其他总经销商数量	其他同类经销商规模(万元)
1	五粮液年份酒	宜宾五粮液	总经销	2005年	2011年1月1日 -2018年12月31日	全国	不存在	-
2	贵州茅台酒(金)	贵州茅台	总经销	2015年	2018年1月1日 -2018年12月31日	全国	不存在	-
3	53° 1680m 贵州茅台酒	贵州茅台	总经销	2016年	2018年1月1日 -2018年12月31日	全国	不存在	-
4	罗伯特蒙天菲系列葡萄酒	星座品牌	总经销	2013年	2013年11月21日 -2024年2月29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	2017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, 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: 招股说明书, 天风证券研究所

公司一直与终端供应商保持着良好的合作关系。终端供应商在市场覆盖、渠道拓展方面有优势, 公司借助终端供应商的力量开拓区域市场, 提升产品的知名度和覆盖面。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 16: 2018 年末华致酒行终端渠道情况

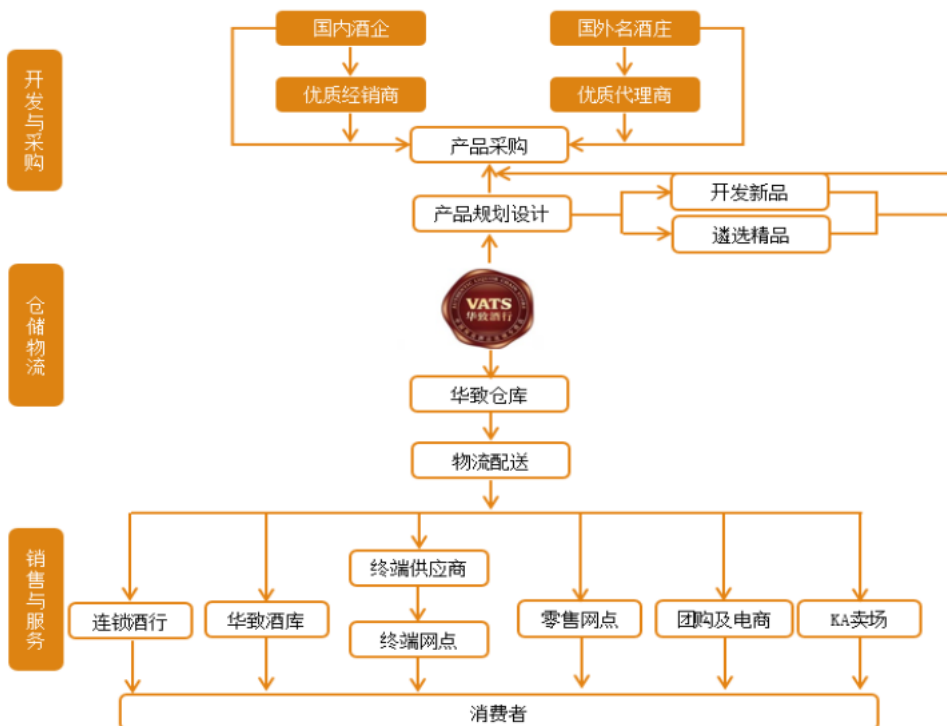


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

针对不同销售渠道, 公司严格把控, 在采购、仓储、运输等方面实施统一管理。采购模式

方面，各渠道均由公司统一向酒厂等渠道采购，除直营店外公司在统一采购酒品后再以统一价格向客户供货。仓储模式方面，各渠道均是由公司统一储存管理。运输模式方面，直营店由公司负责内部调拨，由仓库发货至直营门店；其余渠道下一般由公司统一组织运输，将产品运输至客户，并承担运费。

图 17：华致酒行业务模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：2020 年预计终端客户增加至 30000 家

类别	分类标准	省/直辖市/自治区	网点计划		
			2018	2019	2020
A	直辖市	北京、天津、上海、重庆	600	900	1500
B	GDP20 亿以上	辽宁、山东、河北、安徽、河南、湖南、湖北、四川、浙江、江苏、广东、福建	3819	8110	20850
C	GDP10-20 亿	黑龙江、吉林、山西、云南、江西、广西、内蒙古、陕西	416	1890	5700
D	GDP10 亿以下	新疆、青海、西藏、甘肃、宁夏、海南、贵州	185	805	1950
合计			5020	11705	30000

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司拥有定制酒的能力。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。现有产品线中的“五粮液年份酒”、“贵州茅台酒（金）”、“古井贡酒 1818”、“国乡荷花”、“虎头汾酒”等是通过这种方法开发出的。

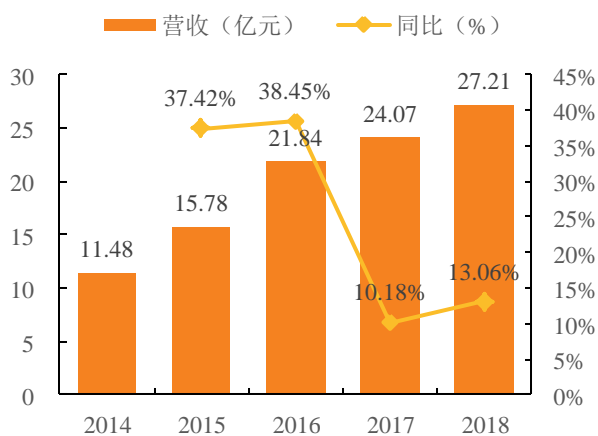
表 11: 实际控制人控制的酒类相关生产企业

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

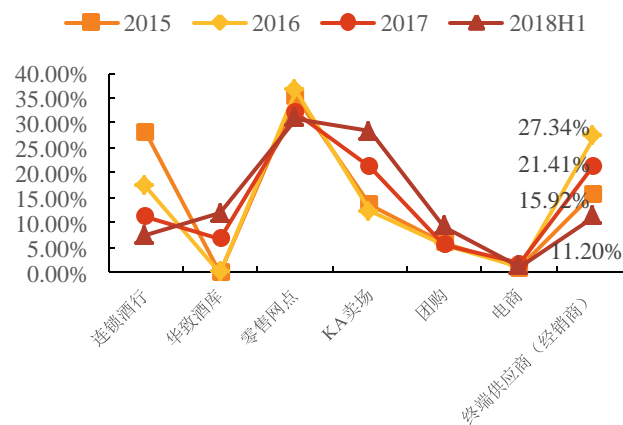
公司规模持续扩大, 盈利能力不断改善。公司 2018 年营收 27.21 亿元, 同比增长 13.06%; 2018H1 营收分渠道占比, 零售网点/KA 卖场/华致酒库/终端供应商(经销商)/团购/连锁酒行/电商占比分别为 30.79%/28.21%/11.88%/11.2%/9.26%/7.44%/1.22%, 分别变动 -1.33pct/+7.03pct/+5.11pct/-10.21pct/+3.69pct/-3.76pct/-0.52pct。2018 年公司毛利率 21.36%, +1.06pct; 归母净利为 2.25 亿元, 同比增长 10.94%。

图 18: 华致酒行营收



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

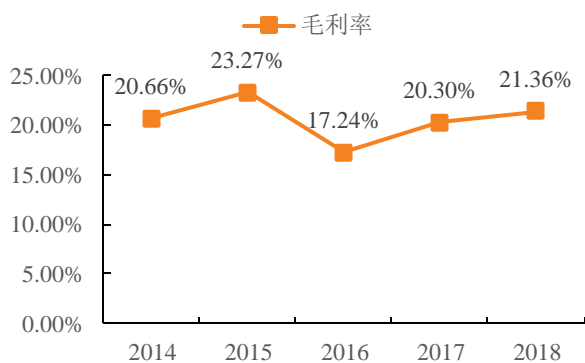
图 19: 华致酒行营收分渠道占比



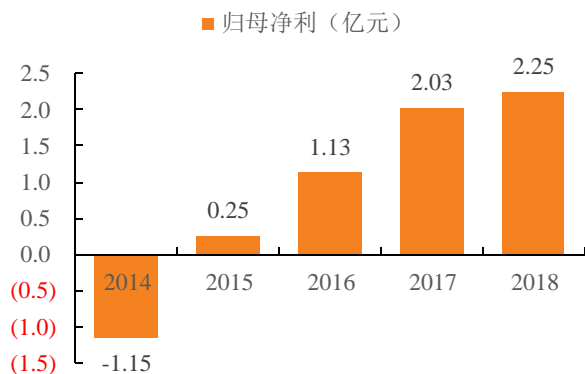
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 20: 华致酒行毛利率

图 21: 华致酒行归母净利



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 壹玖壹玖：O2O 模式线上线下一体化，全面接入阿里酒饮商业操作系统，共享酒饮数字化红利

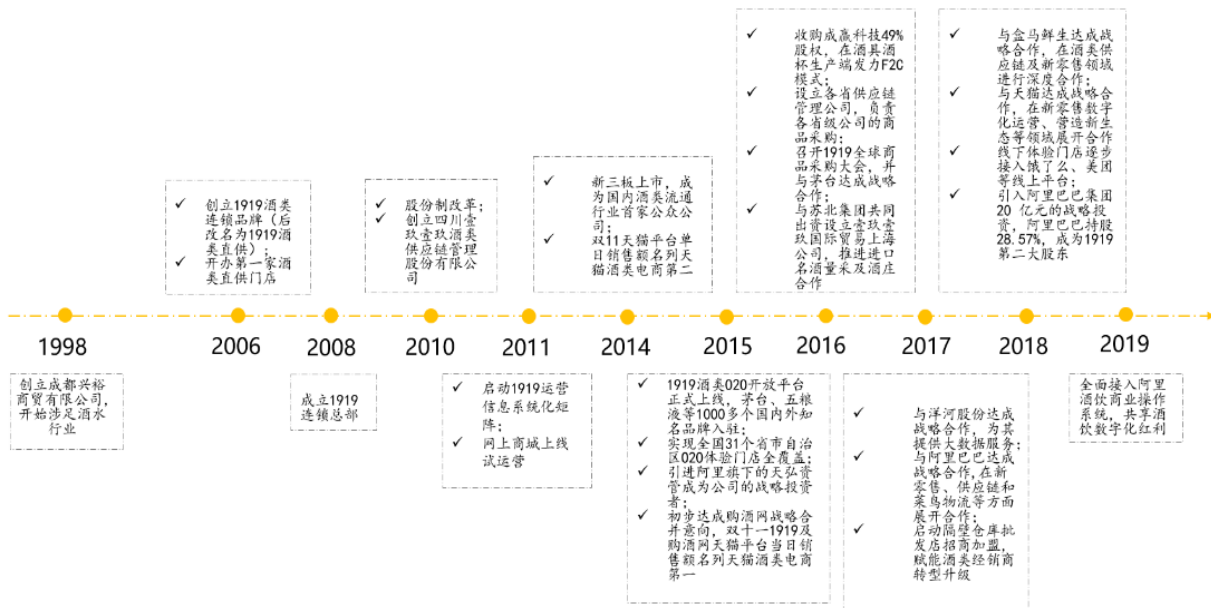
1919 的整体发展可以大致分为三个阶段，萌芽成长期、沉淀上市期和新零售平台快速发展期。

(1) 萌芽成长期：1998 年，创立前身成都兴裕商贸有限公司，开始涉足酒水行业。2006 年，创立 1919 酒类连锁品牌。2008 年，成立 1919 连锁总部。2011 年，启动 1919 运营信息化矩阵；网上商城上线试运营。

(2) 沉淀上市期：2014 年，新三板上市，成为国内酒类流通行业首家公众公司；双 11 天猫平台单日销售额名列天猫酒类电商第二。2015 年，1919 酒类 O2O 开放平台正式上线，茅台、五粮液等 1000 多个国内外知名品牌入驻；实现全国 31 个省市自治区 O2O 体验门店全覆盖；引进阿里旗下的天弘资管成为公司的战略投资者；初步达成购酒网战略合并意向；双十一 1919 及购酒网天猫平台当日销售额名列天猫酒类电商第一。2016 年，收购成赢科技 49% 股权，在酒具酒杯生产端发力 F2C 模式；设立各省供应链管理公司，负责各省级公司的商品采购；召开 1919 全球商品采购大会，并与茅台达成战略合作；与苏北集团共同出资设立壹玖壹玖国际贸易上海公司，推进进口名酒量采及酒庄合作。

(3) 新零售平台快速发展期：2017 年，与洋河股份达成战略合作，为其提供大数据服务；与阿里巴巴达成战略合作，在新零售、供应链和菜鸟物流等方面展开合作；启动隔壁仓库批发店招商加盟，赋能酒类经销商转型升级。2018 年，与盒马鲜生、天猫达成战略合作，在酒类供应链及新零售领域进行深度合作；线下体验门店逐步接入饿了么、美团等线上平台；引入阿里巴巴集团 20 亿元的战略投资，阿里巴巴持股 28.57%，成为 1919 第二大股东。2019 年，全面接入阿里酒饮商业操作系统，共享酒饮数字化红利。

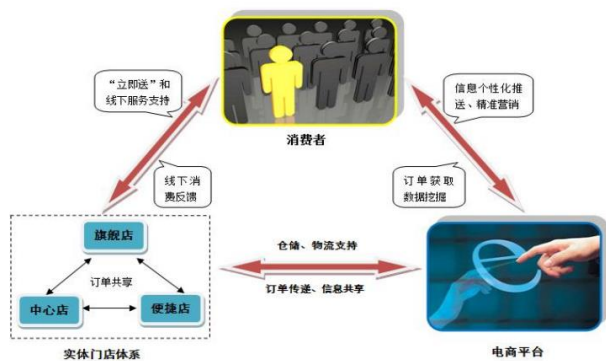
图 22：1919 发展历程复盘



资料来源：公司官网，天风证券研究所

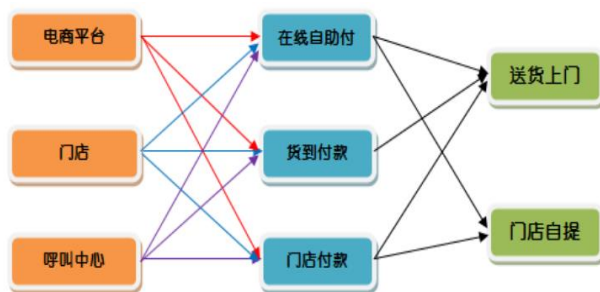
公司酒类零售业务采取 O2O 经营模式，依托线上 1919 电商平台、第三方电商平台以及线下门店直营门店、隔壁仓库批发店实现销售。1919 电商平台和线下直营门店为 B2C 业务形态，线下隔壁仓库批发店为 B2B 业务形态，招商加盟，赋能酒类经销商转型升级。

图 23：公司酒类零售业务采取 O2O 经营模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：公司酒类零售业务购物流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

截至 2018 年底，公司门店合计 1271 家，年内净增 200 家门店。其中直营店 359 家，占比 28.25%；直管店 653 家，占比 51.38%；隔壁仓库店 259 家，占比 20.37%。2018 年新开 239 家门店，其中新开隔壁仓库店 210 家，占比 87.87%。

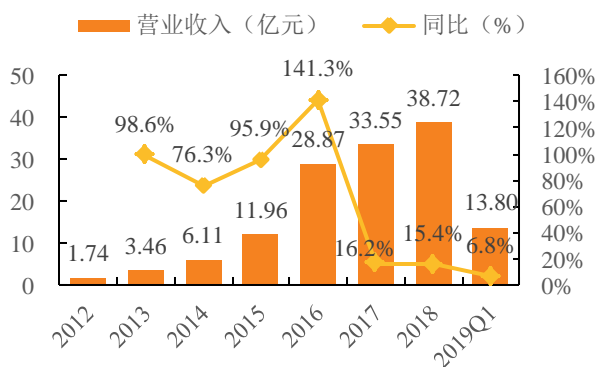
表 12：2018 年门店情况

门店	期初数量	新开数量	转入数量	转出数量	关店数量	期末数量
直营店	269	15	113	34	4	359
直管店	759	14	33	122	31	653
隔壁仓库店	43	210	10		4	259
合计	1071	239	156	156	39	1271

资料来源：公司公告，天风证券研究所

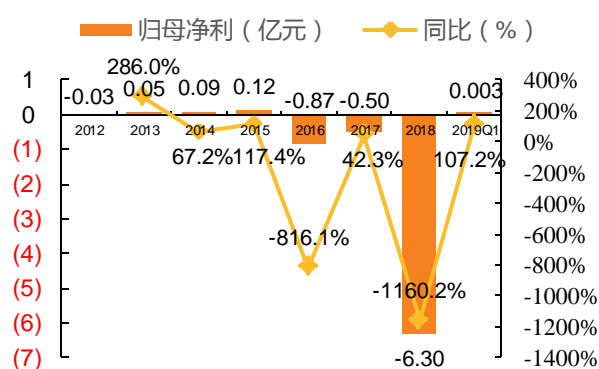
2018 年公司营业收入为 38.72 亿元，同比增长 15.4%，主要系新开隔壁仓库店收入增长所致，归母净利润为 -6.30 亿元，同比减少 -1160.2%，系公司拟决定调整现有直管店模式，将个人直管店为主的模式平稳过渡至基金直管店为主的模式，并对个人直管店形成的应收账款计提坏账准备所致，2018 年计提 6.25 亿元坏账准备。2019 年第一季度公司营业收入为 13.80 亿元，同比增长 6.8%，归母净利润为 28 万元，同比增长 107.2%，扭亏为盈，后续新零售平台整合盈利能力可期。

图 25：1919 营收情况



资料来源：公司公告，酒仙网，天风证券研究所

图 26：1919 归母净利润



资料来源：公司公告，酒仙网，天风证券研究所

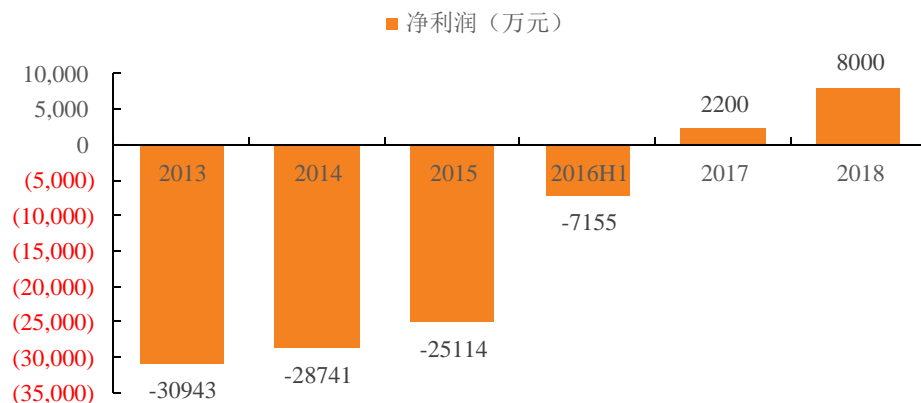
4.3. 酒仙网：专注 To C，线下试水

酒仙网从线上业务拓展至 O2O 业务。2009 年上线 B2C 的线上酒类零售业务；2014 年成立 O2O 酒快到子公司以及开启 B2B 业务中酿酒团购，后更名为酒仙团；2016 年召开 B2C、B2B 开放平台上线发布会。自 2017 年起，酒仙网着手建立酒仙国际名酒城，以成本更低、效率更高的四五线城市为切入点，发展新零售布局线下门店。

酒仙网目前拥有超过 1800 万会员，且还处于稳定增长的状态，线下酒仙国际名酒城签约超过 500 家。其在平台上采用开放式运营，将 1800 万忠实用户及千万流量与入驻的商家共享，用户更加精准垂直转化效率更高能有效降低商家在平台经营垂直店铺的运营成本。为了进一步争取会员以及增加拥趸们粘性，酒仙网系列促销活动赋能不断，实现了与会员的有效交互。

酒仙网 2018 年 GMV 突破 45 亿元，实现净利润 8000 万元。计划未来 5 年完成 10000 家国际名酒城，同时完成 50000 家以“酒快到”命名的酒类便利店的渠道布局，打造一个高效的品牌推广与销售平台。2019 年，酒仙网 GMV 预计会突破 100 亿元，利润预计会超过 3 亿元，新开线下门店将超过 3000 家。

图 27：酒仙网 2018 年净利润 8000 万元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.4. 也买酒：整合行业资源，频繁并购+全渠道营销加快扩张

也买酒成立之初借助原罗维互动的数据库，采用电话外呼的销售形式，之后尝试 CPS 新浪、搜狐，户外，分众，楼宇广告，邮件等线上拉客户的方式；2013 年，受行业环境和竞争格局影响，也买酒高速增长有所减缓。2015 年 5 月，老酒运营商歌德盈香股份有限公司正式宣布战略合并也买酒，并成为也买酒的控股股东。此后，歌德盈香采取并购策略，包括收购上海酒类连锁专卖品牌“酒老板”，并与 7 省 11 家酒水大商签约谋划在各自区域分别成立合资公司，以期快速实现也买酒 O2O 线下门店布局。同时，歌德盈香还与上游酒企龙徽等联手共同拓展 O2O 渠道。

公司直营门店已超过 600 家，遍布北京、上海、杭州、温州、武汉、西安、长沙、成都、深圳、株洲等城市。公司拥有 1000 多万注册会员、8000 多种酒类商品、11 大物流分仓配送体系。与此同时，还与全球 50 个国家的 1000 多家品牌商、300 多家知名酒厂建立合作关系。为了实现也买酒 2020 年门店数达 5000 家的扩张计划，公司采取合资开店、经销商与连锁加盟等全渠道营销。

①**合资开店**：目前也买酒已与酒老板(上海)企业发展有限公司、武汉启光商贸有限公司、广东百年糊涂酒业有限公司、江苏苏糖烟酒有限公司、深圳市银宽酒业有限公司、深圳市大水联合酒业有限公司、湖北人人大商贸有限公司、温州中源副食品有限公司、山图酒业股份有限公司、烟台华新酒业有限公司、广州龙程酒业有限公司等全国十余个省级大商成立合资公司。

②**经销商要求**：经销商每次订单不得少于 5 万元，免费配送到经销商所指定仓库(西藏、新疆除外)；经销商订单按照款到发货原则；酒品必须在送到时当面验收，一旦签收，则不能退换；经销商需要签署年度销售目标，并有成熟的渠道销售网络；也买酒有权利更换未能完成销售目标的经销商；经销商所有代理产品均不能在网上渠道销售。

③**连锁加盟**：目前也买酒的连锁加盟采取合伙人制度，对合伙人的要求包括年龄 25-50 岁，有 1-3 名合伙人专注经营，认同也买酒的使命、愿景、价值观，自带店铺或新开店均可。合伙门店也买酒占股 51%，合伙人占股 49%。开店第一年，合伙人享有盈利的 80%或承担亏损的 20%；开店第二年，合伙人享有盈利的 65%或承担亏损的 35%；第三年开始按照双方出资比例划分。目前，也买酒推出了免加盟费和免首年管理费的活动招募合伙人。

2018 年也买酒达到 10 亿零售规模。2018 年歌德盈香的整体销售收入在 30-40 亿之间，并保持着 2 亿左右的利润水平。老酒业务的整体营业额将在 15 亿左右，对其营收贡献较大。新零售业务也买酒达到 10 亿零售规模，经营满 3 年的门店，基本可以实现一年 500 万的营业额。

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