

# 消费品竞争格局系列之八

渠道力定胜负，全国化次高端和地产酒次高端均将寡头化

● **预计未来5年次高端白酒行业 CAGR 为 20%，CR5 有望从 56% 继续提升**

16-18 年消费升级推动行业恢复性增长叠加渠道加库存，次高端收入 CAGR 近 40%，规模增长至约 400 亿元。19 年以来，次高端渠道红利边际减弱，但消费升级基础夯实，行业进入稳健扩容期，预计 2023 年扩容至近千亿，CAGR 约 20%。18 年次高端行业 CR5 为 56%，行业龙头剑南春市占率达 22%，洋河为 16%，汾酒、郎酒及水井均为 6% 左右，行业前五均为全国化品牌。预计行业增速换挡后集中度有望上升。

● **品牌力、产品力决定次高端高准入门槛，渠道力决定未来胜负**

次高端政商务宴请的属性决定了品牌和高品质的高准入门槛，预计未来能够持续增长的次高端品牌有限，竞争将聚焦在十余家全国化品牌和地产龙头之间。全国化品牌自 16 年来的加库存周期基本结束，渠道利润率逐渐从 15%+ 下降至 5-10%，未来强渠道力的品牌将胜出。地产龙头 18 年开始大力推广其次高端产品，凭借地缘优势和阶段性高利差（10%+）抢占本土市场，未来渠道利润率变薄后仍需要强渠道力守住本土市场。

● **全国化次高端将占据较开放省份的次高端市场，推荐洋河、汾酒、水井**

全国化品牌在苏皖等封闭市场中品牌和产品并不具有明显优势，渠道上面面临着有地缘优势的地产龙头的严密封锁，扩张性价比低。鲁豫鄂浙及陕湘等省份，次高端市场较开放，未来将被渠道强势的全国化品牌所占据。龙头剑南春品牌力强、性价比高，据酒业家，18 年水晶剑规模近 90 亿，但面临着品牌地位固化及渠道进攻性不足的风险。洋河为深度营销标杆，领先行业的渠道管理及战略执行力构建护城河；18 年梦之蓝收入达 65 亿（据全景网），未来以江苏为基地，对华东形成片状辐射。汾酒国改后销售机制充分市场化，引入华润以推进持续改革；据汾酒官网，18 年青花收入 25 亿，未来以山西为基地，对北方形成片状辐射。郎酒董事长回归后对组织架构迅速调整到位，重回全国化扩张轨道，据我们估算 18 年红花郎收入约 25 亿。水井和舍得民营体制、激励充足，据 wind，18 年次高端产品收入分别为 25 亿及 14 亿；管理层快消品经验丰富，渠道运作若能兼顾快消品共性和白酒特性，有望持续增长。我们推荐洋河、汾酒及水井。

● **地产酒次高端将在封闭市场垄断本省次高端，推荐古井、口子窖、今世缘**

地产酒的地缘优势源自本土保护主义、香型口感差异产生的消费者粘性和本地厂商合作多年产生的渠道粘性，具有足够品牌底蕴和优质产能、渠道强势的省级龙头能将地缘优势发挥到极致。根据各主流白酒消费大省现状，我们预计未来将演化出三种格局：1) 封闭市场苏皖赣冀，地产龙头渠道强势，次高端市场龙头老大均为省级龙头。18 年江苏洋河今世缘 CR2 为 70%+，安徽古井口子 CR2 为 60%+，江西四特市占率达 50%，河北老白干市占率达 35%+，预计未来有望垄断本省次高端。2) 半开放市场陕湘，地产龙头西凤及酒鬼具备足够品牌力和产品力，渠道弱势导致次高端市场前两大龙头均为全国性品牌，地产龙头市占率在 20% 及以下，预计未来凭地缘优势保持有限的份额。3) 开放市场鲁豫鄂浙等缺乏品牌力和产品力足够的省级龙头，预计未来地产品牌凭地缘优势主要盘踞在中低端市场。我们推荐古井、口子窖及今世缘。

● **风险提示：经济放缓超预期，消费升级低于预期，行业竞争加剧，食品安全风险**

行业评级

买入

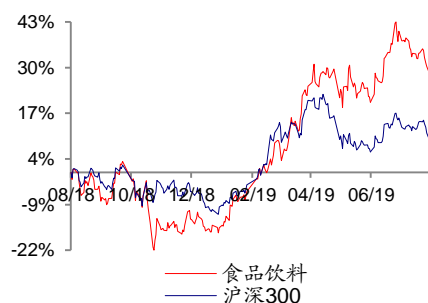
前次评级

买入

报告日期

2019-08-07

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

相关研究:

食品饮料行业:A 股消费在全球最具竞争优势, 消费龙头有望演绎长期牛市 2019-05-31

食品饮料行业:以预收款和现金流判断白酒行业拐点, 以 ROE 判断公司竞争力 2019-04-06

食品饮料行业:消费品投资方法论: 用 ROE 选公司, PE 定买点 2018-09-14

联系人:

袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
洋河股份	002304.SZ	CNY	107.33	2019/04/30	买入	135	6.14	7.2	17	15	12	10	24	24
山西汾酒	600809.SH	CNY	65.15	2019/8/6	买入	69.16	2.12	2.47	31	26	19	16	25	26
水井坊	600779.SH	CNY	44.61	2019/7/22	买入	53.73	1.54	1.99	29	22	21	16	36	41
古井贡酒	000596.SZ	CNY	115.10	2019/4/28	买入	118.53	4.39	5.63	26	20	18	13	24	25
口子窖	603589.SH	CNY	58.40	2019/4/18	买入	60.2	3.01	3.45	19	17	13	11	26	26
今世缘	603369.SH	CNY	26.75	2019/07/31	买入	30	1.15	1.47	23	18	18	14	21	23

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、次高端进入稳健扩容期，行业集中度有望提升.....	8
1.次高端规模 2023 年有望扩容至近千亿，5 年 CAGR 约 20%.....	8
2.次高端 CR5 为 56%，行业增速换挡后集中度有望提升.....	11
二、品牌力和产品力奠定基础，渠道力决定胜负.....	14
1.次高端商务宴请与社交送礼占比高，确立强品牌力准入条件.....	14
2.产品力是布局次高端的基础，取决于企业老窖池和老基酒储备.....	16
3.具备强渠道推力的全国性品牌与地产龙头份额将持续提升.....	18
三、全国性品牌通过渠道扩张，占据较开放省份的次高端市场.....	20
1.水晶剑为次高端最大单品，强品牌力、高性价比保证其龙头地位稳固.....	20
2.“新江苏”市场持续扩张，洋河梦之蓝维持高速增长.....	23
3.释放改制红利迅速扩张，汾酒有望成为北方次高端龙头.....	26
4.郎酒优化产品结构、改革渠道模式，重回全国化扩张轨道.....	29
5.水井与舍得民营体制、激励充足，围绕重点城市布局有望实现持续性增长.....	32
四、地产酒具有地缘优势难以消亡，封闭市场地产省级龙头有望垄断本省次高端.....	38
1.苏皖等封闭市场地产龙头渠道强势，未来有望垄断本土次高端市场.....	39
(1) 安徽：消费升级持续，古井、口子共享省内次高端增量.....	40
(2) 江苏：江苏次高端升级领先全国，梦之蓝、国缘高速增长持续.....	45
(3) 江西：四特酒本省品牌力高，次高端市场一家独大.....	49
(4) 河北：重新定位老白干香型，“河北王”实现省内整合.....	50
2.陕湘等半开放市场地产龙头因渠道营销能力稍弱，仅能在当地次高端市场保持一定份额.....	54
(1) 湖南：湖南次高端白酒市场较为开放，川酒强势占据一半以上份额.....	55
(2) 陕西：陕酒次高端 CR2 达 63%，地产酒次高端布局匮乏仅西凤一枝独秀占比 14%.....	56
3.鲁豫等开放市场地产品牌未来仍难以进入次高端领域，主要凭借地缘优势盘踞在中端酒行业.....	59
(1) 山东：省外品牌垄断山东次高端 CR4 达 66.59%，未来次高端仍为全国性地酒垄断.....	60
(2) 河南：地产酒羸弱，川晋苏皖龙头垄断河南次高端 CR2 达 43.24%.....	62
(3) 湖北：次高端竞争开放 CR2 达 22%，省会引领湖北消费升级.....	65
(4) 浙江：经济发达次高端占比高，竞争开放全国性地酒空间大.....	66
五、投资建议.....	67
六、风险提示.....	70

## 图表索引

图 1: 16-18 年次高端出厂端收入复合增速 38%.....	8
图 2: 茅台批价不断上涨打开次高端空间 .....	8
图 3: 白酒行业销量基本到达天花板, 收入保持双位数较快增长.....	9
图 4: 主力消费人口下滑会导致未来销量继续下降.....	9
图 5: 18 年人均 GDP 超过 9000 美元, 消费升级提速拐点显现.....	10
图 6: 各白酒消费大省消费升级主流价格带均上升至 200、300 元.....	10
图 7: 18 年次高端 CR5 为 56%, 剑南春为行业龙头, 市占率超过 20% .....	11
图 8: 次高端酒企预收款增速见顶回落, 渠道端开始比拼实际动销 .....	13
图 9: 以苏皖为首的封闭市场, 地产龙头渠道强势; 鲁豫等开放、半开放市场地产酒较弱 .....	13
图 10: 商务需求决定次高端品牌、产品准入, 管理层前瞻强化次高端放量能力, 渠道效率决定胜负 .....	14
图 11: 白酒消费结构中, 70 后占比最多, 达 40%.....	15
图 12: 品牌和口感是 70 后白酒购买主要关注点.....	15
图 13: 70 后购买最多的为省内知名品牌, 其次是全国性名酒.....	16
图 14: 三大香型产品品质的决定性因素.....	16
图 15: 剑南春自 90 年代至今价格上升较慢, 性价比高, 是消费者会主动购买的唯一次高端品牌.....	18
图 16: 全国性名酒渠道利润率普遍低于地产酒龙头, 基本在 10%附近, 地产酒明显高于 10%.....	20
图 17: 全国性名酒次高端产品尚未起量前, 渠道利润率同样较高.....	20
图 18: 剑南春历史源远流长, 自唐代便为宫廷御用酒.....	21
图 19: 茅五剑至今仍被大多数消费者接受 .....	21
图 20: 18 年水晶剑收入含税 100 亿元左右, 次高端第一大单品 .....	22
图 21: 剑南春自 90 年代至今价格上升较慢, 性价比高, 是消费者会主动购买的唯一次高端品牌.....	22
图 22: 2017 年剑南春川豫苏销售收入均超过 10 亿元, 实现全国化渠道布局 .....	23
图 23: 省外收入占比持续提升, 18 年达 49.92%.....	24
图 24: “新江苏”市场不断扩容, 18 年达 495 个城市.....	24
图 25: 海之蓝 04-08 年复合增速高达 101%.....	24
图 26: 梦之蓝 16-18 年复合增速达 42.21%.....	24
图 27: 18 年洋河销售人员数量远高于其他酒企.....	25
图 28: 08 年来洋河推行 5382 营销策略注重团购渠道.....	25
图 29: 2013 年洋河便推出了 O2O 平台洋河 1 号.....	26
图 30: 2017 年铺开 SFA 系统, 以进行全渠道管控.....	26
图 31: 18 年青花系列收入 25 亿左右, 收入占比 25%左右.....	27
图 32: 青花系列 18 年销量接近 3000 吨.....	27
图 33: 公司实际产能 10 万吨, 成品酒存量 2.6 万吨, 半成品酒 (含基酒) 存量 7.2 万吨.....	28

图 34: 14-18 年省内、省外收入 CAGR 分别为 25%、24%.....	28
图 35: 河南基础好, 18 年贡献收入 (含税) 最高.....	28
图 36: 郎酒历史起源于汉代.....	30
图 37: 主推产品青花郎对标茅台, 拔高自身品牌力.....	30
图 38: 2018 年郎酒集团营业收入再破百亿.....	30
图 39: 郎酒重点销售区域为大西南区域和华东区域.....	32
图 40: 水井坊的产品结构清晰, 次高端及以上产品占据收入的 96.87%.....	34
图 41: 舍得产品结构清晰, 次高端及以上产品占据收入的 77%.....	34
图 42: 产品结构导致其利润的波动性也更大.....	34
图 43: 水井坊产能及基酒储备能保障中短期的放量.....	35
图 44: 舍得产能及基酒储备量远超销量.....	35
图 45: 舍得具有 1630 家经销商, 属于扁平化的经销模式.....	37
图 46: 舍得的经销模式为小商制, 厂家负责对接终端, 因此销售人员占比较大.....	37
图 47: 水井坊采用的是公司直控终端, 新省代负责中后台的渠道模式.....	37
图 48: 水井坊仍有不少空白市场, 新市场的进展决定了公司能否实现超越行业平均的增长.....	37
图 49: 地产酒具备香型特色、消费圈层高粘性、渠道粘性强, 具备高度差异化, 极难消亡.....	38
图 50: 苏皖赣冀晋川黔为封闭市场, 由本省龙头垄断; 陕湘等为半开放市场, 地产龙头具备一定份额; 鲁豫等为开放市场, 地产品牌较弱.....	39
图 51: 预计 2023 年安徽次高端有望提升至 25% 左右.....	41
图 52: 预计 2023 年安徽次高端 90 亿, 对应 CAGR 约 18%.....	41
图 53: 古井贡和口子窖在安徽白酒市场 CR2 为 63%.....	42
图 54: 年份原浆自 2016 年起持续多年冠名春晚, 领先省内同行.....	42
图 55: 口子窖自 1999 年便推出了定价 70 元/瓶左右的口子窖 5 年.....	42
图 56: 古井贡年份原浆 8 年及以上次高端产品增速高.....	43
图 57: 口子窖 10 年及以上次高端产品收入增速高.....	43
图 58: 徽酒渠道切割能力强, 仅有古井贡和口子窖辐射全省.....	44
图 59: 未来 5 年江苏次高端收入 CAGR 为 20%.....	45
图 60: 龙头持续培育, 江苏次高端占比持续提升.....	45
图 61: 江苏次高端梦之蓝市占率 51%, 国缘 22%, CR2 达 73%.....	46
图 62: 洋河、今世缘垄断苏北、苏中次高端; 苏南较为开放, 低度五粮液、剑南春相对强势.....	46
图 63: 今世缘突出“缘”文化和喜庆的红色调.....	47
图 64: 洋河蓝色经典突出“雅”文化和蓝色的冷色调.....	47
图 65: 预计 2023 年江西次高端占比有望提升至 15.5%.....	49
图 66: 预计 2023 年江西次高端 29 亿元, 对应 CAGR 22%.....	49
图 67: 江西地产酒垄断本土市场, 但仅四特及堆花 (低端) 能够辐射全省.....	50
图 68: 四特东方韵雅韵占比江西次高端 50% 左右, CR2 达 70% 以上.....	50
图 69: 2023 年河北次高端占比有望提升至 17.5% 左右, 对应规模 47 元, 2019-2023 年 CAGR 为 19%.....	51
图 70: 河北地产酒诸侯割据, 老白干在冀南形成区域性布局, 板城、山庄在冀北形成区域性布局.....	51

图 71: 除老白干/山庄/板城外,地产酒主要布局中低端 .....	52
图 72: 河北次高端老白干份额 36% .....	52
图 73: 老白干次高端收入增速较高 .....	53
图 74: 老白干半成品酒储备持续上升 .....	53
图 75: 聚焦省内,老白干省内收入占比持续提升 .....	53
图 76: 18 年省内经销商 2263 家 .....	53
图 77: 预计 2023 年湖南次高端占比有望提升至 20% .....	55
图 78: 预计 2023 年湖南次高端 70.25 亿元,对应 CAGR 22% .....	55
图 79: 湖南市场较开放,省内酒鬼、湘窖相对强势 .....	56
图 80: 湖南次高端川酒引领,地产酒跟随,CR2 达 34.62% .....	56
图 81: 预计 2023 年陕西次高端占比有望提升至 10% .....	57
图 82: 预计 2023 年陕西次高端 20.26 亿元,对应 CAGR 22% .....	57
图 83: 陕西地产酒一超多弱,仅西凤本省品牌力高,多数品牌本土知名度小 ...	58
图 84: 陕西次高端 CR2 达 50%,省外品牌占比高;地产酒仅西凤份额较高,占比达 11% .....	58
图 85: 预计 2023 年山东次高端占比有望提升至 18% .....	60
图 86: 预计 2023 年山东次高端 133.74 亿元,对应 CAGR24.9% .....	60
图 87: 山东地产酒竞争高度分散,基本每个地级市都有地产品牌 .....	61
图 88: 山东次高端 CR2 达 22.8%,基本为全国品牌垄断,本省仅花冠、云门、景芝起量 .....	62
图 89: 预计 2023 年河南次高端占比有望提升至 17.5% .....	63
图 90: 预计 2023 年河南次高端 87 亿,对应 CAGR19% .....	63
图 91: 河南部分地产酒不乏名酒基因,但没有做强,豫酒整体羸弱 .....	64
图 92: 河南次高端白酒市场基本为省外品牌垄断,CR2 达 43.24% .....	64
图 93: 预计 2023 年湖北次高端占比有望提升至 14.5% .....	65
图 94: 预计 2023 年湖北次高端 54.85 亿元,对应 CAGR 22.85% .....	65
图 95: 湖北地产酒在中低端市场形成二超多强格局 .....	66
图 96: 湖北次高端竞争开放,CR2 为 22% .....	66
图 97: 预计 2023 年浙江次高端占比有望提升至 27% .....	66
图 98: 预计 2023 年浙江次高端 87 亿元,对应 CAGR 23.72% .....	66
图 99: 浙江多消费黄酒、青梅酒,地产白酒极少,浙北低度白酒消费较好 .....	67
图 100: 浙江次高端竞争开放 CR2 达 50%,剑南春、梦之蓝规模较大 .....	67
图 101: 酒企自身的渠道营销水平决定了未来的市占率 .....	68
图 102: 地面效率决定胜负,地产龙头垄断封闭市场,强渠道全国性名酒垄断开放市场 .....	68

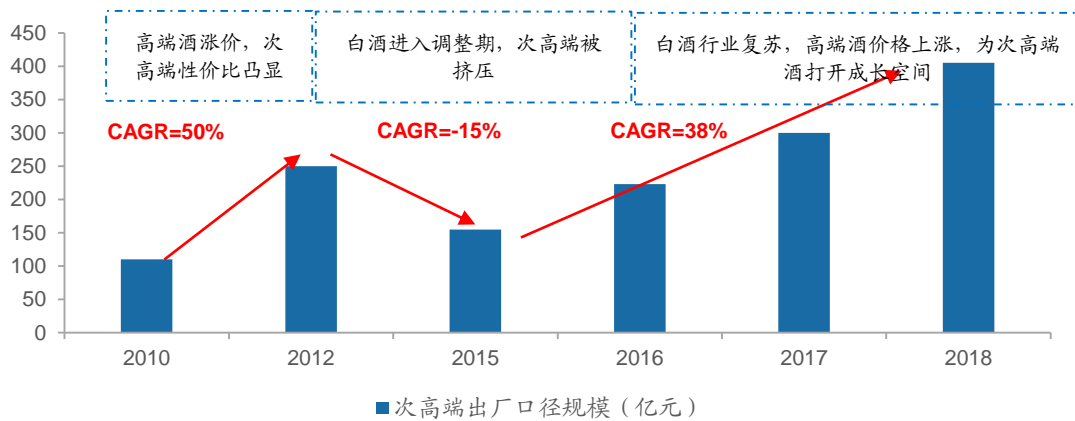
表 1: 预计次高端酒未来 5 年均价 CAGR 为 3%，销量 CAGR 为 17%.....	10
表 2: 我们预计未来 5 年次高端行业仍是未来增长最快的价格带 .....	10
表 3: 主要次高端企业次高端营收及占比（2018 年） .....	12
表 4: 五届评酒会选出的国家名酒 .....	15
表 5: 多家龙头企业纷纷通过产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量及出产率 .....	17
表 6: 各全国性品牌渠道利润率逐渐趋同，基本在 10% 附近，份额的高低取决于酒企推动动销增长的能力.....	19
表 7: 省级地产龙头次高端体量仍小、价格体系不透明，经销商毛利率下降较少、目前仍然较高，在 15% 左右 .....	19
表 8: 剑南春长期垄断宴席市场，营销手法多样且模式成熟 .....	22
表 9: 洋河通过大规模的产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量及出产率 .....	24
表 10: 汾酒近年来改革一览 .....	26
表 11: 华润已经派出（提名）部分高管入驻汾酒 .....	29
表 12: 郎酒“一树三花”，产品矩阵涵盖各价格带、多种香型 .....	31
表 13: 郎酒酱香、浓香产能持续扩张，足够支撑其全国化.....	31
表 14: 郎酒在经历了几年的招商后，目前进入经销商优化的阶段.....	32
表 15: 水井坊、舍得渠道运作模式对比.....	33
表 16: 舍得、水井官方通过产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量及出产率 .....	35
表 17: 水井坊及舍得均制定了充足的管理层激励方案 .....	36
表 18: 水井坊及舍得核心管理团队多为快消品出身，建议加大对白酒业内人才的吸引 .....	36
表 19: 按照品牌力、基酒储备、渠道推力三个条件梳理，苏皖赣冀晋川黔地产龙头有望垄断本地次高端市场 .....	40
表 20: 古井贡、口子窖纷纷通过产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量及出产率 .....	43
表 21: 古井贡与口子窖渠道运作模式各有千秋，古井贡更强强势，口子窖更加稳健 .....	44
表 22: 今世缘主要产品与竞争对手洋河错位竞争 .....	47
表 23: 洋河、今世缘通过大规模的产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量及出产率 .....	48
表 24: 今世缘渠道对比洋河仍有进一步精细化的空间 .....	48
表 25: 按照品牌力、基酒储备来看陕湘等地产龙头具有布局次高端的基础，但渠道营销能力稍弱 .....	54
表 26: 按照品牌力、基酒储备来看鲁豫等地地产龙头实力薄弱，本省次高端基本由外来品牌主导 .....	59

## 一、次高端进入稳健扩容期，行业集中度有望提升

### 1. 次高端规模 2023 年有望扩容至近千亿，5 年 CAGR 约 20%

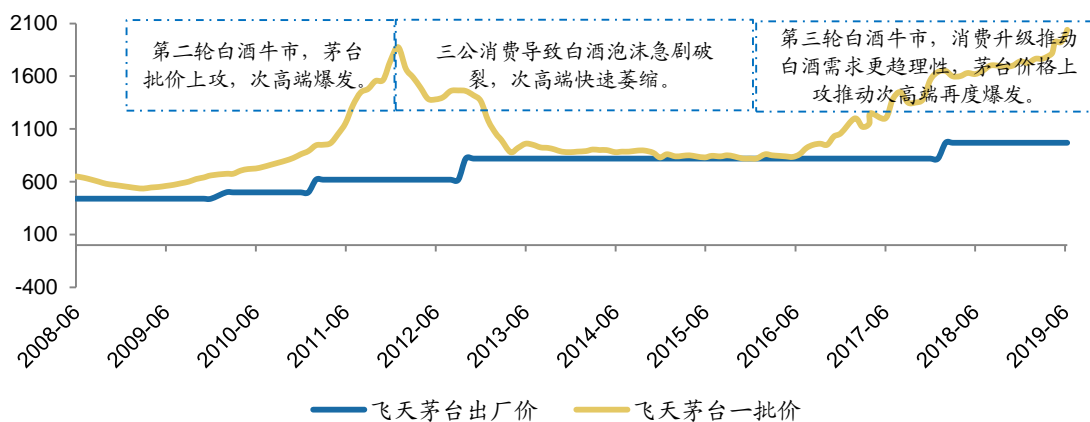
行业恢复性高增长叠加渠道加库存，15-18年次高端规模增长至400亿元。次高端白酒（成交价300-600元/瓶）在15-18年迎来了高速的发展阶段，三年收入CAGR为38%（我们统计20家品牌，并假设其他品牌占比15%）。主要源于：行业进入恢复性上行周期，茅台批价上涨打开次高端成长空间，次高端逐渐成为了政商务消费主流价格带（多地将高档酒定义为500元/500ML以上的白酒，据搜狐新闻、政府监察部门、新快报等，北京、福州、河南、广州高端酒折合500ML分别限价500元、500元、500元、499元）；次高端酒企重新扩张，渠道进入加库存周期。经过三年的渠道扩张，次高端规模增长至400亿元左右。

图 1：16-18年次高端出厂端收入复合增速38%



数据来源：产业信息网，广发证券发展研究中心

图 2：茅台批价不断上涨打开次高端空间



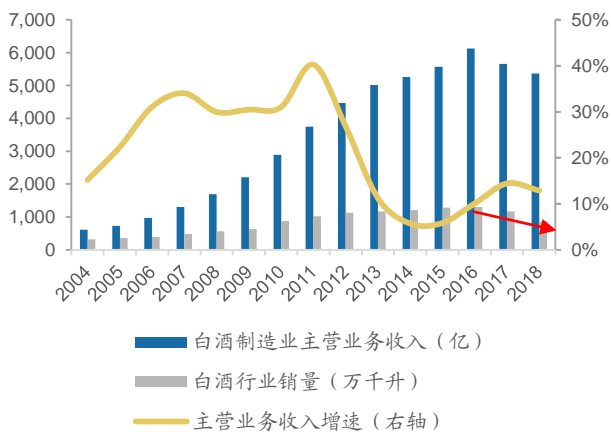
数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

白酒行业进入成熟期，消费升级推升均价是行业未来发展方向。白酒行业在经



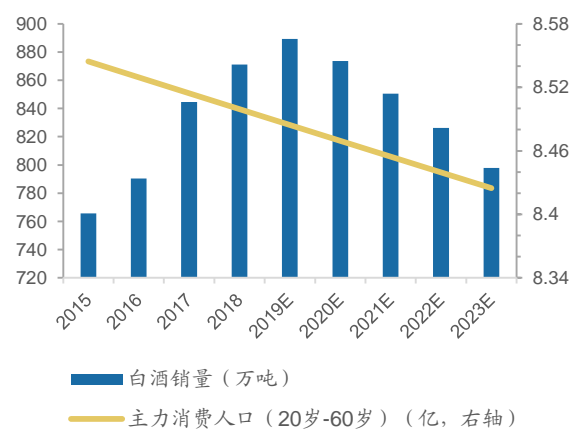
历经2012年之前的十余年扩张期，销量基本已经达到了极限，随着未来主力消费人群的萎缩（联合国预计2030年中国20-60岁人口7.73亿人，2020年则是8.47亿人，2015年为8.54亿人），预计销量会继续微幅下降，每年下降1-2%左右。随着居民收入的增长，白酒行业的增长更多来源于均价的提升，预计未来5年行业规模达到7600亿元，CAGR约7%。其中高端酒格局最优，量价齐升；次高端酒提价能力弱于高端，放量为主，提价为辅，量增来自于中端酒向上升级；中端酒量微增、价微增，量增来自于低端酒向上升级，价增来自于结构升级；低端酒量跌价升，价升来自于结构升级。

图 3：白酒行业销量基本到达天花板，收入保持双位数较快增长



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 4：主力消费人口下滑会导致未来销量继续下降



数据来源：WHO，联合国，广发证券发展研究中心。

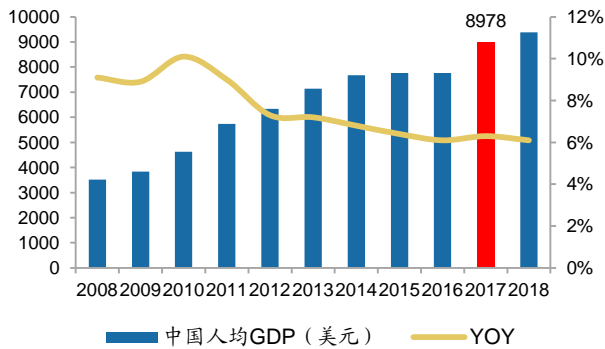
次高端受益消费升级，预计未来5年规模有望近千亿，复合增速20%左右。我们预计在渠道红利边际减弱后，次高端行业未来5年销量增速放缓。但次高端价位段已经成为政商务主流价格带，且在龙头培育下开始向民间蔓延。根据我们草根调研，各白酒消费大省的主流宴请价格带均上升至200-300元，随着我国GDP超过9000美元，消费升级加速，未来主流价格将稳步向300以上升级。根据我们估算，2018年中端酒的销量为237万吨，由于次高端酒收入规模受中端酒升级的影响，所以我们对收入规模设置两个影响因素——均价CAGR、中端酒向次高端升级的销量比例，进行敏感性分析。名优白酒品牌均具备抗通胀属性，预计提价幅度略高于CPI增速，CAGR约2-4%。参照过去几年次高端白酒量增幅度，我们预计未来5年中端酒向上升级比例在2-3%。中性假设下，我们预计2023年次高端规模有望达1030亿元，CAGR约20%。

表 1: 预计次高端酒未来5年均价CAGR为3%，销量CAGR为17%

单位: 亿元		未来5年中端酒 (>100<300) 向上升级比例 (E)					
		1.5%	2%	2.5%	3%	3.5%	
未来5年 次高端均价 CAGR (E)	1%	731	832	934	1036	1138	
	2%	768	874	981	1088	1195	
	3%	806	918	1030	1143	1255	
	4%	846	964	1081	1199	1317	
	5%	887	1011	1134	1258	1381	

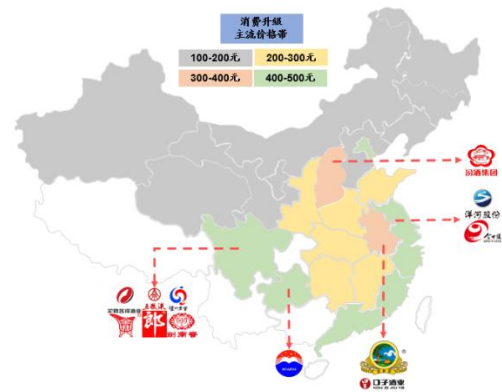
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心, 注: 以上数据借鉴彭博数据库, 为广发食品饮料组预测

图 5: 18年人均GDP超过9000美元, 消费升级提速拐点显现



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。人均 GDP 用年均美元兑人民币汇率进行调整

图 6: 各白酒消费大省消费升级主流价格带均上升至200、300元



数据来源: 草根调研, 广发证券发展研究中心

表 2: 我们预计未来5年次高端行业仍是未来增长最快的价格带

价格段	销量/万吨						18-23 销量 CAGR	收入/亿元						18-23 收入 CAGR
	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E		2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	
高端 (>600)	6.3	6.8	7.7	8.4	9.1	9.7	9%	1074	1299	1597	1888	2115	2326	17%
YOY	16%	8%	14%	9%	8%	7%		30%	21%	23%	18%	12%	10%	
次高端 (>300<600)	5.0	6.0	7.3	8.6	9.8	10.9	17%	405	506	618	741	867	989	20%
YOY	30%	22%	20%	18%	15%	11%		35%	25%	22%	20%	17%	14%	
中端 (>100<300)	237	247	254	259	262	264		2420	2565	2693	2801	2885	2972	

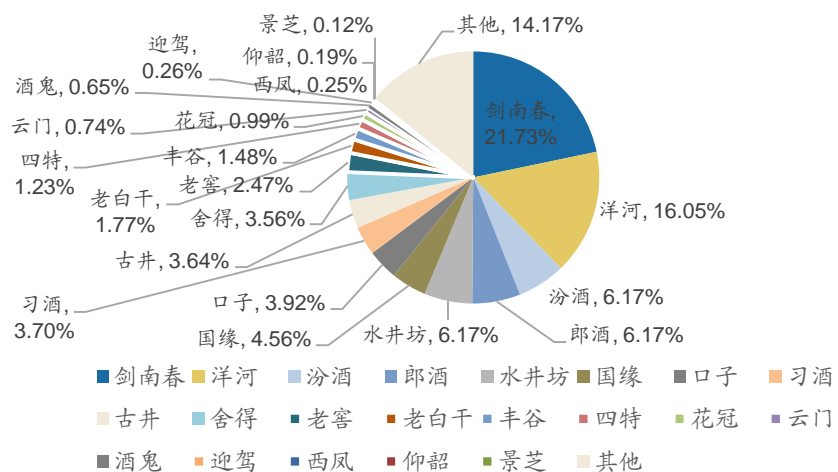
YOY	6%	4%	3%	2%	1%	1%	2%	10%	6%	5%	4%	3%	3%	4%
中低端 (<100)	636	630	605	574	546	513		1547	1547	1501	1441	1383	1314	
YOY	4%	-1%	-4%	-5%	-5%	-6%	-4%	9%	0%	-3%	-4%	-4%	-5%	-3%
合计	871	889	874	850	826	798		5364	5918	6409	6871	7250	7601	
YOY	3%	2%	-2%	-3%	-3%	-3%	-2%	13%	10%	8%	7%	6%	5%	7%

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心，注：以上数据借鉴彭博数据库，为广发食品饮料组预测

## 2.次高端 CR5 为 56%，行业增速换挡后集中度有望提升

18年次高端行业CR5为56%，前五大龙头均为全国性品牌。参与次高端行业竞争的主要可以划分为全国性品牌和地产酒两大阵营，其中全国性品牌主要包括剑南春、洋河梦之蓝、郎酒红花郎、水井坊、汾酒青花、舍得酒等老名酒，也包括泸州老窖和茅台集团旗下的一些系列酒品牌。地产酒品牌多是地产酒旗下推出的升级产品，因地产酒主力价格带一般位于100-200元或者100元以下，但近几年次高端的高速增长使地产酒纷纷大力推广其次高端产品。根据酒业家、微酒、云酒头条等酒业媒体，至18年次高端白酒CR5为56%，前五大龙头均为全国性品牌，其中剑南春水晶剑份额最大达22%，洋河梦之蓝第二达16%，水井坊井台、臻酿6.2%，郎酒红花郎6.2%，汾酒青花6.2%。

图 7：18年次高端CR5为56%，剑南春为行业龙头，市占率超过20%



数据来源：产业信息网，西凤酒招股书，云酒头条、微酒、酒说、酒业家等酒媒，广发证券发展研究中心。注：古井贡计入古 8，口子窖计入口子 10 年，国缘仅计入特 A+，郎酒仅计入红花郎，洋河仅计入梦之蓝

**表 3: 主要次高端企业次高端营收及占比 (2018年)**

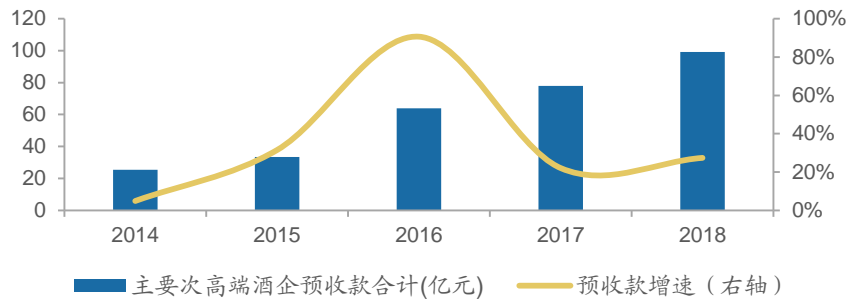
地产品牌	次高端体量 (亿元)	总收入 (亿元)	占总收入比
剑南春	88	约 100	88.00%
洋河	65.00	241.60	26.90%
汾酒	25	93.82	26.65%
郎酒	25	约 100	25.00%
水井坊	25	28.19	89%
国缘	18.45	37.41	49.32%
口子	15.89	42.69	37.21%
习酒	15	56	26.79%
古井	14.76	86.86	16.99%
舍得	14.41	22.12	65.13%
老窖	10	130.55	7.66%
老白干	7.17	35.83	20%
丰谷	6	30+	20%
四特	5	—	—
花冠	4	约 20	20%
酒鬼	2.63	11.87	22.13%
迎驾	1.05	34.89	3%
西凤	1	50.14	1.99%
仰韶	0.75	约 15	5%
景芝	0.5	20+	2.50%
其他	57		
合计	405		

数据来源: 搜狐网, 酒业家等酒媒, 广发证券发展研究中心

注: 古井贡计入古 8, 口子窖计入口子 10 年, 国缘仅计入特 A+, 郎酒仅计入红花郎, 洋河仅计入梦之蓝。此外, 有次高端收入的, 若有省内收入占比, 则作相应调整; 仅披露 100 元以上酒收入的, 取 1/3-1/4 为次高端收入, 按省内收入占比作相应调整; 仅披露集团收入的, 半开放市场地产酒较强取 10% 为次高端收入, 开放市场地产酒弱取 5%, 并按省内收入占比作相应调整。

**渠道红利边际减弱, 行业增速换挡后集中度有望提升。**过去3年来次高端渠道加库存的动力来源于: 1) 13-15年次高端行业受到挤压, 16-18年三年是次高端重新扩容期, 因产品体量普遍较小, 价格体系不透明, 渠道利润率高; 2) 全国化品牌重新开启全国化扩张, 进行新一轮的铺市; 3) 当价格处于上升期, 经销商和终端会提前囤货。但随时间推移, 产品进入流通渠道, 价格逐渐透明, 渠道利润率开始变薄, 尤其布局较早的全国化品牌; 16-18年价格属于恢复性增长期, 而后将逐渐回归理性增长, 增速趋于缓和。因此, 我们认为渠道所带来的红利边际减弱, 我们可以从预收款变动来看渠道库存所处阶段, 17年底以来, 各主要次高端白酒企业预收款增速相继回落, 渠道端已经进入比拼实际动销的阶段。**当渠道扩张红利衰减后, 行业的分化会在未来几年逐渐的显现, 集中度有望提升。**

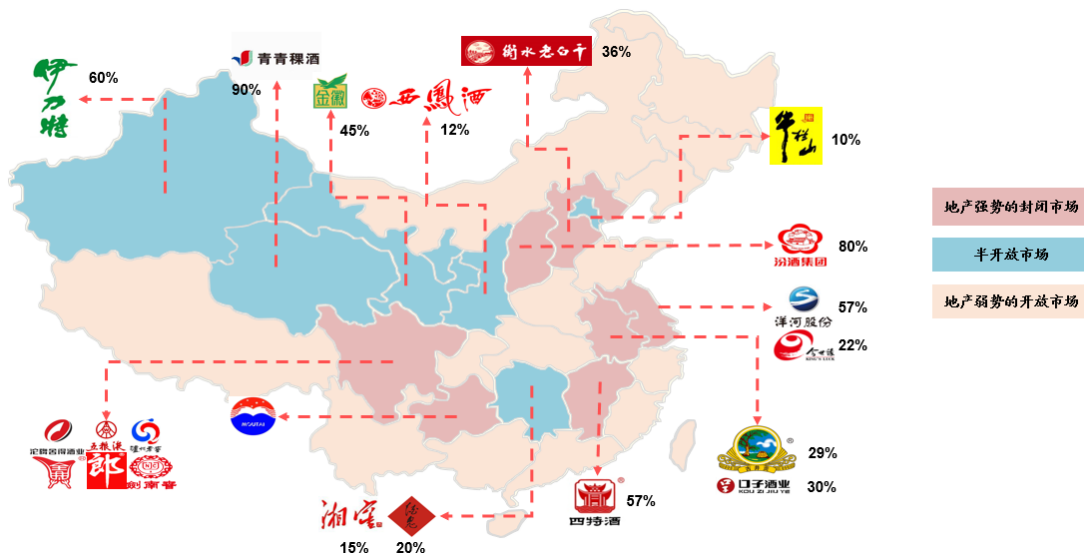
图 8: 次高端酒企预收款增速见顶回落, 渠道端开始比拼实际动销



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

地产酒强势的封闭市场次高端有望由省级龙头垄断, 开放性市场次高端有望被全国性名酒垄断。能够有实力参与次高端竞争的品牌主要为全国性名酒和省级地产龙头, 我们预计在品牌和产品难分高下、渠道利润率未来逐渐趋同的背景下, 酒企地面营销能力将成为竞争的关键, 强渠道营销能力全国性品牌和地产龙头份额有望持续提升。按照地产酒在本省品牌力、产品力、渠道力的强弱, 我们可以将各省份划分为封闭市场、半开放市场与开放市场。以苏皖为首的封闭市场地产酒强势布局, 次高端地产龙头份额基本在30%或更高, 未来封闭市场次高端地产龙头强者更强, 有望基本垄断本省的次高端。以陕湘为首的半开放市场地产酒品牌力、产品力较好, 但渠道力稍弱, 未来地产酒与全国性名酒有望共分次高端。以鲁豫为首的开放性市场地产酒弱势, 未来全国性名酒将持续挤压地产酒份额, 其中渠道强势的全国性名酒份额将不断提升。

图 9: 以苏皖为首的封闭市场, 地产龙头渠道强势; 鲁豫等开放、半开放市场地产酒较弱

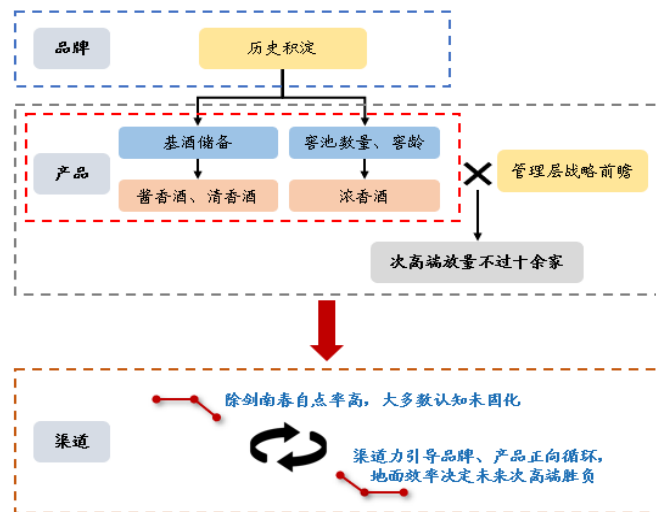


数据来源: 微酒、酒业家等酒媒, 广发证券发展研究中心, 备注: 百分比为地产龙头次高端市占率, 数据为 2018 年数据

## 二、品牌力和产品力奠定基础，渠道力决定胜负

品牌力和产品力决定了能够参与次高端竞争，渠道力决定了未来的胜负。次高端产品主要用于商务宴请和社交送礼，消费者对于产品的品牌和品质有着更高的要求，这就决定了行业的准入条件是强品牌力和产品力。1) 但品牌力更多源于历史积淀，近两年的次高端行业处在快速增长期，大量酒企布局次高端价位段，布局者主要是全国性名酒（剑南春、洋河等）、地产龙头（今世缘、古井、口子、老白干、四特、西凤）和高端品牌的系列酒（特曲60、赖茅等），导致行业的竞争格局过于散乱。2) 产品力取决于老基酒储备和老窖池（酱香酒、清香酒需具备基酒储备，而浓香型看窖池数量及年份），这需要早期管理层极具前瞻的战略眼光。因此，品牌力和产品力的要求就决定了能够参与次高端竞争同时又能放量的品牌数量本身不多，只有全国性名酒及省级地产龙头具有进入次高端行业的实力和资格。3) 而在这些品牌中，能否胜出更多取决于渠道运作的效率。未来增速放缓后行业的分化可能会逐渐凸显；另外一方面，次高端行业作为新形成的价格带，消费者对于品牌的认知尚未固化（仅有剑南春消费者自点率较高），且仍有增量人群，我们认为在未来几年的窗口发展期，具有强渠道营销能力的次高端品牌将逐获得消费者的认同，在竞争中胜出。

图 10: 商务需求决定次高端品牌、产品准入，管理层前瞻强化次高端放量能力，渠道效率决定胜负



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

### 1.次高端商务宴请与社交送礼占比高，确立强品牌力准入条件

次高端商务宴请和社交送礼的占比较高，确立强品牌力准入条件。次高端以上的白酒，用于自饮的占比非常低，主要用于商务宴请和社交送礼，且次高端作为高端酒的跟随价位，品牌力虽不如高端酒，但大多也都是名优白酒出身，契合商务宴请和一般送礼的面子需求，且相对低价凸显了次高端在商务消费及送礼中的性价比。布局次高端的白酒企业中，大多为名酒出身，如剑南春、郎酒、山西汾酒、古井贡酒、全兴大曲（水井坊）、洋河大曲（洋河股份）、沱牌曲酒（舍得酒业）

等。

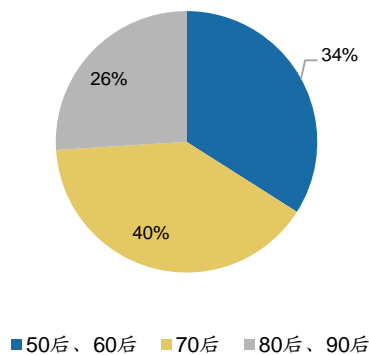
表 4: 五届评酒会选出的国家名酒

时间	全国评酒会届数	地点	入选名酒
1952	第一届	北京	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
1963	第二届	北京	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979	第三届	大连	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984	第四届	太原	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989	第五届	合肥	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

数据来源：搜狐网，广发证券发展研究中心

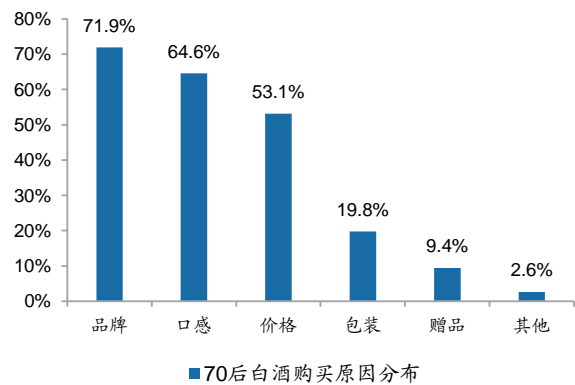
**地产龙头“小区域高占有”，深耕本省多年品牌力不输全国性名酒。**全国性名酒的品牌力来源于历史的积淀，天然具有品牌资源上的优势，但地产龙头在“小区域内高占有”，通过持续多年的深耕，品牌力在当地并不输于全国性名酒。根据佳酿网调查数据，2018年50、60后消费占比34%，70后消费占比40%，即35岁以上消费者占比高达74%。我们以消费占比最高的70后为基数，该年龄段的人年龄在38岁以上，是白酒的重度消费人群。据酒说数据，70后消费者购买白酒时最在意的为品牌（71.9%）和口感（64.6%）。而70后中68%会购买省内龙头白酒品牌，35%会购买全国性名酒，这就说明在本身内部，地产龙头的品牌力实际上并不弱于全国性名酒，甚至在部分省份要强于全国性名酒。

图 11: 白酒消费结构中，70后占比最多，达40%



数据来源：佳酿网，广发证券发展研究中心，2018年数据

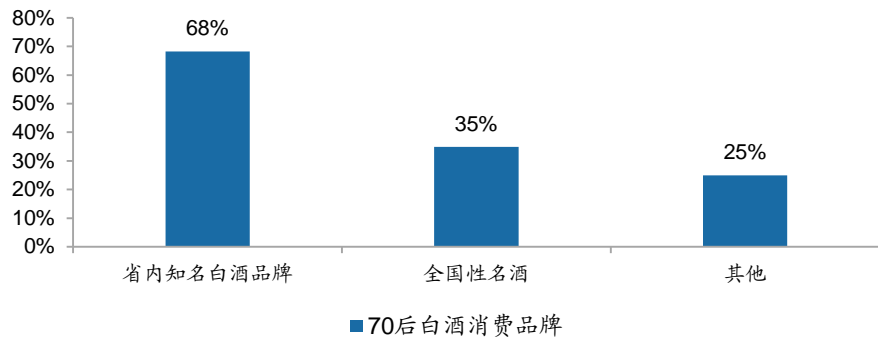
图 12: 品牌和口感是70后白酒购买主要关注点



数据来源：酒说，广发证券发展研究中心，2018年数据。

注：受访者选择存在交叉，相加大于1

图 13: 70后购买最多的为省内知名品牌, 其次是全国性名酒

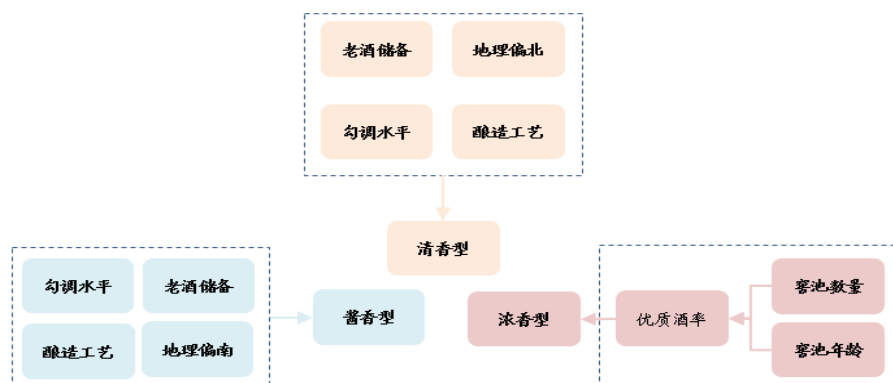


数据来源: 酒说, 广发证券发展研究中心。注: 受访者购买品牌存在交叉, 相加大于 1

## 2. 产品力是布局次高端的基础, 取决于企业老窖池和老基酒储备

次高端商务宴请与社交送礼属性, 决定品质是次高端产品放量的前提。从微观上来讲, 次高端产品主要用于宴请活动, 对于做出实际购买决定的消费者来说, 一部分是面子消费, 产品价格要高; 一部分是品质消费, 口感和饮用体验要好。因此, 尽管行业中不少企业开始布局次高端, 推出了价位够高的产品, 但如果没有品质的支撑, 一轮铺市后产品难以实现持续的动销。从三大主流香型来看, 由于酱香型白酒酿造周期长, 且成品酒需要不同年份不同轮次的基酒勾调, 因此, 产品品质取决于老酒的储备、酿造工艺和勾调水平; 清香型白酒虽然酿造周期短, 但高档产品同样需要加入老酒进行勾调, 因此, 老基酒的储备至关重要, 若储备较少则高档产品难以放量, 若追求放量则牺牲产品品质。浓香型白酒的高档产品产量取决于优质酒率, 而优质酒率主要和窖池年龄相关。因此, 只有拥有足够老酒储备的酱香型和清香型酒企、足够老窖池的浓香酒企, 才能在保证产品品质的同时放量增长。

图 14: 三大香型产品品质的决定性因素



数据来源: 微酒, 广发证券发展研究中心



地产名酒和全国性名酒均进行产能扩张或者技改，以保障次高端产品的供应。部分资金实力较强的全国性名酒和省级地产龙头均较早的斥资进行技改或者扩产，以保障未来的优质产品供应。我们认为对于任何布局次高端的酒企来说，若没有前期的技改或者扩产，那么根据白酒的工艺，即便当期扩产所产基酒也难以用于高档产品的生产，那么优质产能可能会面临青黄不接的状况，影响次高端产品的放量。可以看出，若从白酒的生产工艺出发，老窖池和老酒储备是一个酒企未来发展的保障。因此，一家酒企管理团队的前瞻布局能力决定了一家企业的后劲，是其在次高端竞争的下半场能否持续发力的关键。

表 5: 多家龙头企业纷纷通过产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量及出产率

	技改与产能扩张
	2010年11月29日非公开发行不超2000万股，募集12.66亿元，该项目征用425亩土地用于2万吨优质基酒技改（削减8000吨普通基酒，增加8000吨优质基酒）、勾储灌装（高档产品储存时间不少于5年，中档酒不少于3年）、营销网络和品牌建设投资。
古井贡	2014年投入1.02亿元，进行优质基酒酿造技术改造项目；投入5.86亿元，建设基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目。 截至16年，公司具备原酒产能10万吨，罐装能力30万吨；投入588万元进行自动化改造；投入8亿元建设基酒酿造搬迁改造及配套设施项目；投入500万元，建设咸宁黄鹤楼2700吨罐区工程。 2017年投入2.74亿元进行酿造自动化技改项目；另外投入400万元用于咸宁黄鹤楼2700吨罐区工程。
洋河	按公司年报披露情况（14年后不再披露），公司自09年上市后持续不断进行：1）名优酒陈化老熟和包装技改3.95亿元，12年底完成；2）名优酒酿造技改工程一期、二期、三期及3万吨名优酒技改四个项目合计44.04亿元，一期12年完成，其他14年底基本全部完成；3）来安基地25.4万吨陈化老熟项目，12年开工，14年底完成68.18%，累计投资3.79亿元；4）来安名优酒酿造技改及配套工程，配合来安陈化老熟项目，12年开工，14年底完成28.74%，累计投资9亿元。 据年报披露数据，11年以来洋河白酒年产能长期维持在20.18-23.63万吨；据搜狐新闻，18年洋河已具备16万吨原酒产能、70万吨储酒能力，7万多条发酵窖池，为世界之最，足够支撑600亿销售收入。 12年二郎镇新酱香酒产能1.5万吨投产，郎酒酱香型白酒产能提升至3万吨。 17年开建天宝峰露天陶坛库4万吨储酒项目，项目完成后天宝峰储酒能力达25万吨。
郎酒	18年郎酒具备二郎镇基地3万吨酱酒产能，泸州基地1.5万吨浓香白酒产能，及13万吨老酒储备（天宝峰黄金坝50个巨型不锈钢储酒罐储存酱香原酒10万吨，天宝峰露天陶坛库尚未完成但已储酒近万吨，溶洞储存最优质原酒1.2万吨）。 未来5年二郎镇酱酒产能至5万吨（吴家沟1万吨增量20年全面投产，沙滩1万吨20年开工）；扩大泸州基地浓香白酒产能至10万吨。
汾酒	1）17年李秋喜承诺至2020年汾酒产能翻番达20万千升；2）11年进行保健园区技改建设项目，截至18年底，已累计投资17.63亿元，项目进度82.66%。
今世缘	上市招股后募投资金用于产能技改，原酒1.5万吨、成品酒3.4万吨不变，一级白酒提升1000吨至2440吨，二级白酒由2755吨提升至4155吨，普通白酒由2.98万吨下降至2.74万吨。
水井坊	18年7月10日水井坊发布公告披露环评投资计划，全部投产后预计新增4万千升产能，17年水井坊设计产能为7678千升。 15年上市募集9.6亿元，其中2.76亿元用于优质酒酿造技改，2.82亿元用于优质酒陈化老熟与存储，2.9亿元用于包装产线技改。
口子窖	18年来由于淮北市施行退城进郊搬迁工程，口子窖变更部分募集资金使用用途。剩余资金合计4.4亿元用于：1）东山分厂酿酒项目2.99亿元，年产原酒1.8万吨，其中1.54亿为原募集资金，其余为自筹资金；2）东山分厂优质酒陈化老熟和储存项目2.93亿元，储酒量10万吨，其中1.35亿为原募集资金，其余为自筹资金；3）东山分厂成品酒包装项目3亿元，6万吨/年成品酒的包装能力，其中1.51亿为原募集资金，其余为自筹资金。
舍得酒业	2016年1月募集18.39亿元提升成品酒生产能力，建成后公司将具备高档酒产能1.7万千升、中档酒3.12万千升、低档酒0.85万千升，总产能5.67万千升。

2018 年公司设计产能 4.3 万千升，但实际产能 1.1289 万千升，产能利用率仅 26.25%。

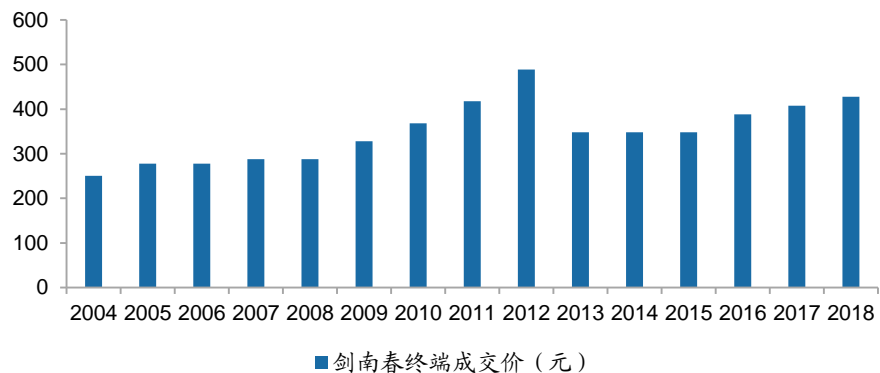
2019 年公司非公开发行股份募集资金 25 亿元，其中 10.05 亿元用于酿酒技改（总投资额 18.2 亿元），技改主要涉及自动化灌装、供水、原粮粉碎、储酒库、厂区环境五个方面。

数据来源：公司公告，微酒等酒媒，广发证券发展研究中心

### 3.具备强渠道推力的全国性品牌与地产龙头份额将持续提升

次高端格局未定，渠道营销能力决定了未来的市场份额。品牌和产品仅仅是奠定企业发展的基础，决定了企业能否参与次高端行业的竞争，决定了未来次高端间竞争主要会聚焦在高品牌、高品质、前瞻性产能布局的地产名酒与全国性名酒之间。但是，品牌和产品不是拉开企业发展差距的主要原因。从行业层面来看，渠道加库存的红利消失，行业增速换挡，竞争会更加激烈，企业之间会出现分化。目前除了剑南春外（根据我们草根调研，目前消费者会主动购买的品牌只有茅五剑三个，次高端品牌只有剑南春一个），实际上多数品牌的市场地位均不稳固，消费者对于品牌的选择尚未固化。因此，在品牌和产品难以分出优劣的背景下，酒企的渠道营销能力是决定消费者选择的核心要素。我们认为未来市场份额的高低取决于酒企的地面效率。

图 15: 剑南春自90年代至今价格上升较慢，性价比高，是消费者会主动购买的唯一次高端品牌



数据来源：酒说，广发证券发展研究中心。

全国性品牌凭借品牌高度和产品品质，在开放性省份获得份额，渠道强势的全国性品牌可以在开放市场对地产品牌形成挤压。在我国主流的白酒消费大省中，河南、山东、湖北、福建、浙江、广东等市场缺乏省级地产龙头，属于开放性市场。这些开放性市场的地产酒企多数均为中小品牌，盘踞在地级市或者县城，无论从品牌高度上和老窖池、老酒储备上均难以和全国性品牌竞争，且次高端发展初期，全国性品牌的利润率也较高，如汾酒17年中毛利率约15%左右（不计入返利），19年毛利率下降至10%左右（计入返利）。因此全国性品牌在这些开放性市场具备天然切割一定份额的能力。但是目前全国性品牌由于基数已经达到一定高度，渠道利润率逐渐趋同，大多数在10%以内，已经较为透明。未来决定其份额大小的主要因素是其渠道营销能力，尤其是对于消费者端的营销，以推动产品的动销增长，因此渠

道力强的全国性次高端品牌可以通过其强势的营销能力挤压渠道能力弱的地产品牌，进而获取更高的份额。

表 6: 各全国性品牌渠道利润率逐渐趋同，基本在10%附近，份额的高低取决于酒企推动动销增长的能力

品牌	19年出厂价	19年批价	19年渠道利润率	17年渠道利润率
全国性品牌 A	大单品 a 出厂价 230	大单品 a 批价 240-245	大单品 a 4.3%-6.5%	大单品 a 8%-9%
	大单品 b 出厂价 320	大单品 b 批价 330	大单品 b 约 6.3%	
	大单品 c 出厂价 430	大单品 c 批价 440	大单品 c 约 7%-8.1%	大单品 b 15%左右
全国性品牌 B	大单品 d 出厂价 358	大单品 d 批价 350	大单品 d 约 7.8%	15%左右
	大单品 e 出厂价 600	大单品 e 批价 600-650	大单品 e 约 10%-18.3%	
全国性品牌 C	大单品 f 出厂价 270	大单品 f 批价 286	大单品 f 6.5%	13%左右
	大单品 g 出厂价 396	大单品 g 批价 450	大单品 g 4.4%	

数据来源：草根调研，广发证券发展研究中心。注：19年渠道利润方面，全国性品牌 A 大单品 a 每瓶利润 10-15 元（含返利），大单品 b 为 20 元（含返利），大单品 c 为 30-35 元（含返利），全国性品牌 B 价格基本倒挂但渠道返利达 10% 以上，全国性品牌 C 渠道利润不包含总代的利润；18 年渠道利润方面，均为经销商合计口径

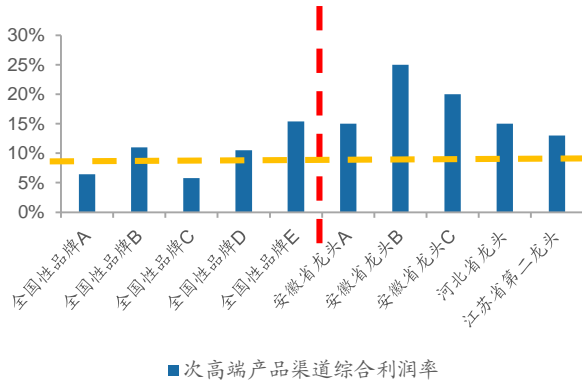
渠道强势的省级地产龙头相继推广其次高端产品，通过地缘优势和阶段性高渠道利润率抢占本土次高端市场。我国主流白酒消费省份中，安徽、江苏、河北、江西随着各地区民间消费升级，次高端增量盘都较大，无论是省级龙头还是全国性品牌，只要品牌力、产品力足够，都能占据一定份额，但接下来份额的大小仍然还是看渠道营销的能力。这些封闭市场均具有渠道相对强势的地产酒龙头，地产龙头的品牌、产品对于当地消费者而言不弱于外来品牌，且地产次高端产品体量仍旧较小，价格不透明导致阶段性的经销商高毛利率，因此经销商方面对地产次高端白酒的推力也会更强。我们认为在地产次高端逐渐上量并进入流通渠道后，价格也会逐渐走向透明，渠道利润率也将像全国性次高端一样下降（口子窖渠道模式特殊，可能仍会保持高渠道利润率），在品牌高度、产品力、渠道利润率均趋同的基础上，地产次高端通过其对本省渠道的精耕细作，可以严密封锁全国性品牌，会在本省形成对全国性品牌份额的挤压。

表 7: 省级地产龙头次高端体量仍小、价格体系不透明，经销商毛利率下降较少、目前仍然较高，在15%左右

地产品牌	渠道利润率
安徽龙头 A	渠道利润近 15%，但河南较低
安徽龙头 B	渠道利润率高达 25%
江苏第二大龙头	单品 a 为 13%，单品 b 为 15%
河北龙头	渠道利润率在 15%左右
安徽龙头 C	高于 15%

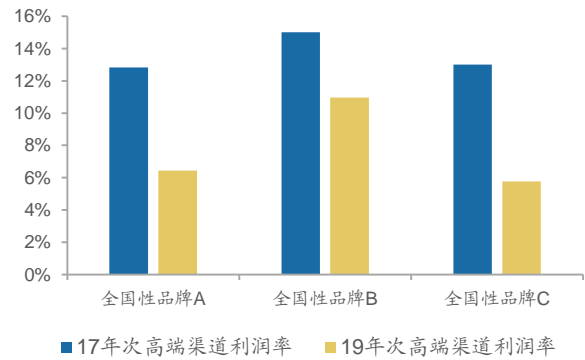
数据来源：草根调研，广发证券发展研究中心

图 16: 全国性名酒渠道利润率普遍低于地产酒龙头, 基本在10%附近, 地产酒明显高于10%



数据来源: 微酒, 广发证券发展研究中心, 注: 截至 19 年初

图 17: 全国性名酒次高端产品尚未起量前, 渠道利润率同样较高



数据来源: 微酒, 广发证券发展研究中心

### 三、全国性品牌通过渠道扩张, 占据较开放省份的次高端市场

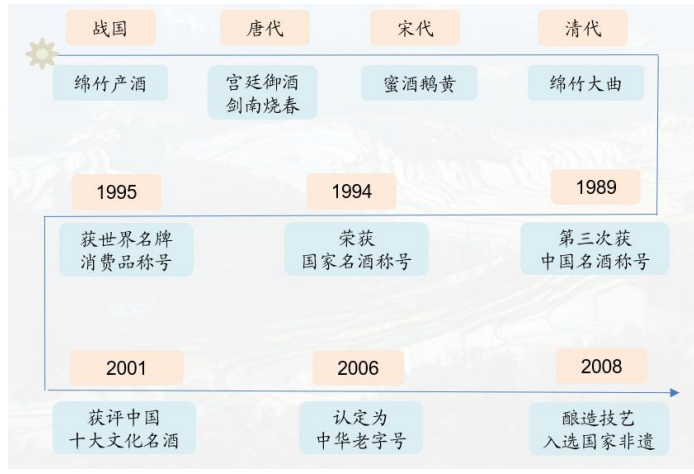
全国性品牌在全国范围内具有品牌高度, 渠道强势的全国化品牌在开放、半开放性省份扩张更易。全国性品牌主要包括剑南春、郎酒、洋河、汾酒、水井坊和舍得, 均为名酒出身且在全国范围内具有品牌高度, 且在本轮上升周期中其次高端产品重新开启全国性渠道扩张。但根据我们前述分析, 全国性品牌在较开放性市场更具有品牌优势, 在封闭市场实际上在品牌和产品上并不具有明显优势, 且在渠道上面临着具有地缘优势的省级地产酒龙头的强势冲击。因此, 我们认为未来全国性品牌主要市场将在开放性市场, 在半开放性市场也会具有一定的市场份额, 在封闭市场规模有限。剑南春和郎酒作为四川名酒, 基本全国布局, 而洋河将以华东为基地市场向外扩张, 汾酒则以华北、西北为基地市场向外扩张, 两家均能形成片状市场; 而体量尚小的水井坊和舍得采取的则是在部分开放性市场中的优势地级市进行重点布局, 进而实现汇量式增长, 未来两家能否持续增长, 取决于能否在新市场中不断复制其模式。

#### 1. 水晶剑为次高端最大单品, 强品牌力、高性价比保证其龙头地位稳固

剑南春90年代为“茅五剑”三大名酒之一, 具有深厚品牌护城河。据剑南春官网, 剑南春产于四川绵竹, 因绵竹在唐代属剑南道, 故称剑南春。剑南春是唯一载

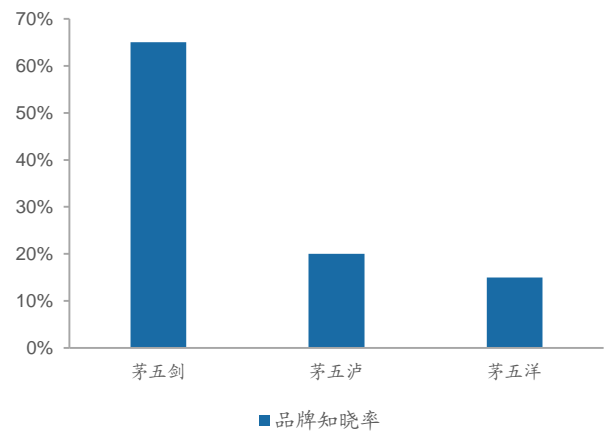
入史书并留存至今的唐代名酒，前身“剑南烧春”是有正史记载的大唐皇室御用贡品，有“大唐国酒”之名。据酒业家等媒体，剑南春在70年代被评为中国八大名酒之一，2005年剑南春传统酿造技艺入选国家级非物质文化遗产名录，2006年剑南春品牌入选首批中华老字号。早在20世纪90年代起，与茅台、五粮液并称为“茅五剑”，这一说法直到目前仍旧被大多数消费者接受。具备深厚品牌护城河、广阔的忠实消费群体。

图 18: 剑南春历史源远流长，自唐代便为宫廷御用酒



资料来源：剑南春官网，广发证券发展研究中心

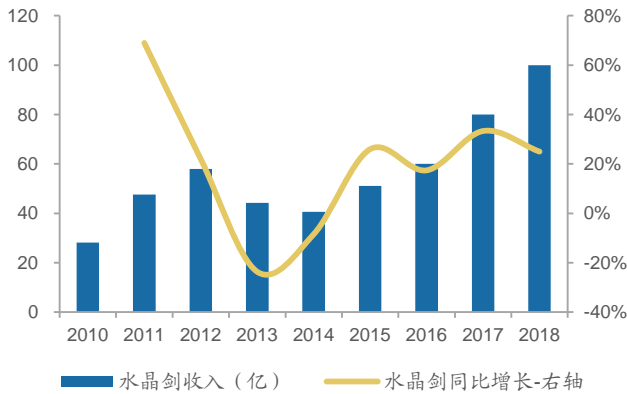
图 19: 茅五剑至今仍被大多数消费者接受



资料来源：酒业家，广发证券发展研究中心。

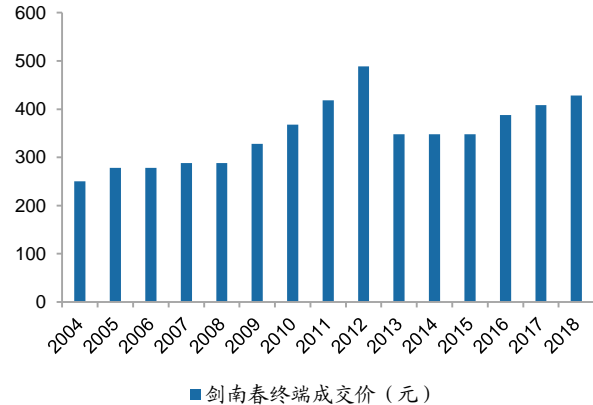
**大单品水晶剑性价比高，但同时也具有一定的品牌地位固化的风险。**剑南春90年代后相当长一段时间与茅台、五粮液同为白酒行业的代表品牌。之后因企业战略选择，在茅台、五粮液等品牌纷纷提价完成高端品牌布局的时期，剑南春坚守次高端市场，凭借大单品水晶剑逐渐成长为次高端价位的龙头企业。水晶剑长期盘踞在300-400元价格带，依靠高性价比成为次高端的单品销售王者。近年来随着茅台、五粮液的高端产品的持续提价，为次高端产品打开了空间，需求端高速增长，剑南春从中受益放量增长，据酒业家等酒业媒体，18年剑南春收入超过120亿元（含税），单品水晶剑销量超过3000万瓶，销量在1.5万吨以上，单品销售破百亿（含税），同比增长约25%，次高端市占率20%以上排名第一，是近年来开瓶率最高的名酒产品。据酒业家，剑南春优质原酒储备达5万吨，保障了其在放量的同时保证产品的品质。但同时公司也面临着品牌地位固化的风险，长期来看，水晶剑在300-400价位段盘踞过久，影响了品牌高度，未来随着消费升级，次高端价位段可能会上移至500-600价位段，若公司不能聚焦资源将珍藏级剑南春体量做大或者推出500+价位段新产品，则公司未来发展可能会受到影响。

图 20: 18年水晶剑收入含税100亿元左右, 次高端第一大单品



资料来源: 微酒等酒媒, 广发证券发展研究中心

图 21: 剑南春自90年代至今价格上升较慢, 性价比高, 是消费者会主动购买的唯一次高端品牌



资料来源: 酒说, 广发证券发展研究中心

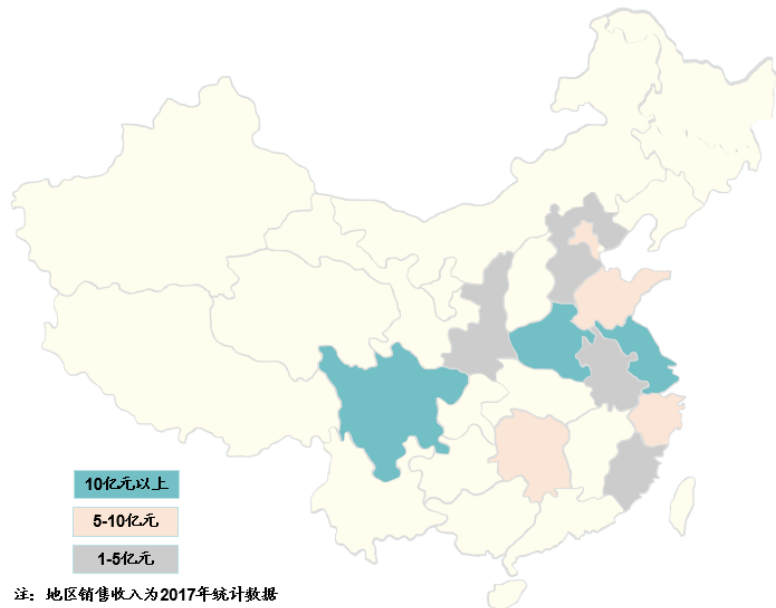
**深耕宴席市场, 渠道扁平化, 但利润空间小经销商推力不足。**剑南春较早完成了全国化布局, 经销商网络大多与茅台、五粮液重合, 并在四川、河南、京津、江苏、安徽、浙江、福建、湖南、山东等白酒消费大省占据了较大的市场份额。据微酒等酒媒, 2017年, 四川、河南、江苏的销售额超过10亿元, 湖南、京津、山东、浙江的销售额超过了5亿元, 实现了全国化的渠道布局。剑南春深耕宴席市场, 长期以来垄断宴席次高端市场。作为传统名酒的剑南春知名度广、品牌力强、档次高端、价格优惠, 作为婚喜宴、升学宴、谢师宴等宴席用酒性价比极为突出。据微酒, 剑南春对于婚宴市场促销力度大, 除了给予渠道瓶盖回收奖励外, 也与消费者进行多轮次、高频次的互动。剑南春渠道扁平, 08年开始以汇金商贸子公司为主体, 打造地方办事处队伍, 实现渠道扁平化, 厂家到终端的效率和灵活性强。剑南春渠道运作模式已经较为成熟, 但由于其大单品水晶剑产品老化, 渠道价格体系已经较为透明, 相对推力不足, 在宴席市场的运作模式也开始被其他品牌所模仿。剑南春在近几年的增长完全受益于其品牌拉力, 若未来不能在渠道模式上有所突破, 亦或是推出升级产品, 则抢占份额的能力可能弱于其他品牌。

表 8: 剑南春长期垄断宴席市场, 营销手法多样且模式成熟

剑南春宴席营销	
营销举例	1. 宴席作品评选大赛 (2017年): 在剑南春酒宴席上拍摄最令人感动的照片, 可参与网络投票评选活动。
	2. 瓶盖兑换现金 (2018年): 宴会常用的金剑南 K6 凭瓶盖可以兑换 15 元现金, 并有机会获得 3 斤装金剑南大酒。
	3. 南极冰川之旅 (2018年): 剑南春与腾讯视频深度合作, 制作《探秘行星地球》, 邀请知名音乐人、演员和 100 位剑南春幸运消费者一起前往南极, 发布南极之旅专属定制纪念酒“南极之心”, 象征永恒不变的爱情, 着力于婚宴市场的营销。
	4. 全家福 (2019年): 使用水晶剑或金剑南举办升学宴, 消费者在剑南春工作人员的指引下拍摄宴会现场全家福照片即可参与抽奖活动。
	5. 入学送机票 (2019年): 微信公众号推送高考指导专栏, 在全国 500 个高考考点搭建考生助考点, 升学宴和谢师宴消费水晶剑或金剑南送入学机票和剑南春酒定制礼盒。

数据来源: 剑南春公众号, 广发证券发展研究中心

图 22: 2017年剑南春川豫苏销售收入均超过10亿元，实现全国化渠道布局

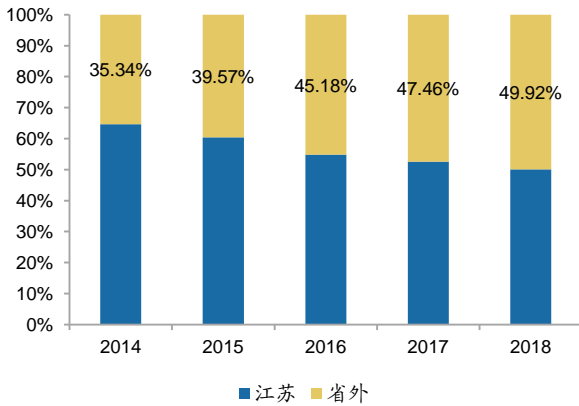


数据来源：微酒等酒媒，广发证券发展研究中心

## 2. “新江苏”市场持续扩张，洋河梦之蓝维持高速增长

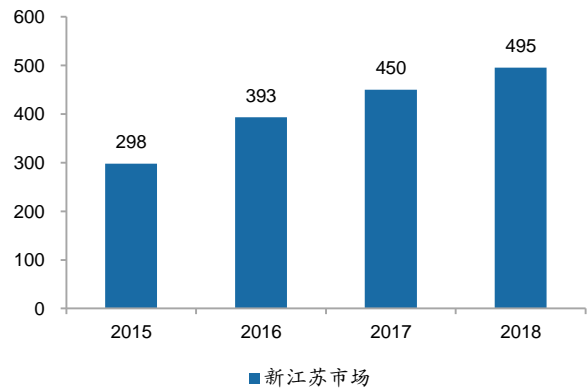
**洋河新江苏市场持续扩容，梦之蓝持续高增长。**洋河“新江苏”市场不断扩容，省外收入占比持续提升，现已进入深度全国化阶段，据 wind，18 年省外收入占比达 49.92%，预计 19 年省外收入占比将超过省内；根据《洋河股份 2019 年 5 月 23 日投资者关系记录》，“新江苏”市场（城市）数量达 495 个，大区 23 个，办事处 385 个，占省外收入比超 70%。据微酒，梦之蓝省外占比仅 30%（近 20 亿），随着省外消费水平提升，梦之蓝占比仍有提升空间。据酒说等酒媒，公司计划接下来 3 年聚焦 5+2 市场（5 代表上海、浙江、安徽、河南、山东，2 代表河北、湖北），有望复制江苏省内天之蓝向梦 3，梦 3 现已过渡至梦 6 的历程，推动省外梦之蓝持续高增长，带动省外收入占比继续提升。

图 23: 省外收入占比持续提升, 18年达49.92%



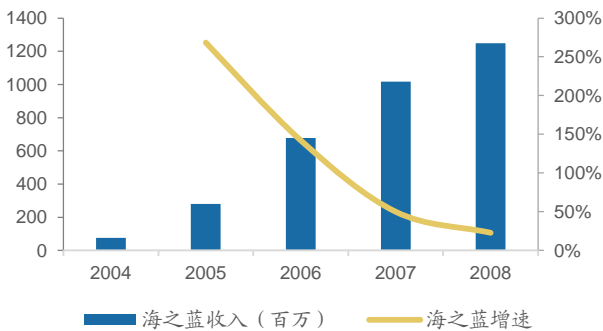
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: “新江苏”市场不断扩容, 18年达495个城市



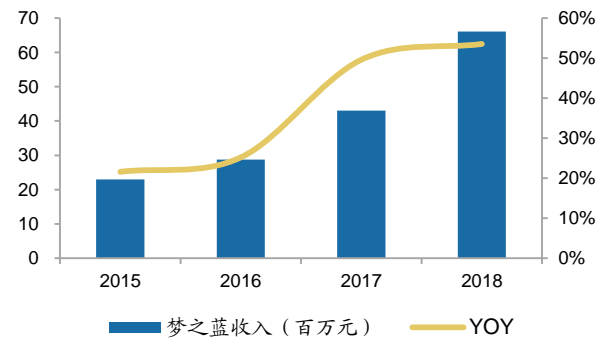
数据来源: 微酒, 广发证券发展研究中心

图 25: 海之蓝04-08年复合增速高达101%



数据来源: 糖酒快讯, 广发证券发展研究中心

图 26: 梦之蓝16-18年复合增速达42.21%



数据来源: 全景网, 洋河股份 2015-2018 年度业绩网上说明会, 广发证券发展研究中心

基酒产能规划目标达千亿, 确保产品质量提升同步于产品结构升级。根据《洋河股份2019年5月23日投资者关系记录》, 洋河股份围绕千万亿目标规划产能配置, 届时将达20万吨原酒产能、100万吨储酒能力。当下洋河已具备16万吨原酒产能、70万吨储酒能力, 实际产能已经足够支撑600亿销售收入。同时, 公司具备7万多条发酵窖池, 为世界之最, 09年披露以来, 名优酒酿造技改与陈化老熟技改合计投资约84.9亿元, 18年16万吨原酒中60%可达优++水平, 足够供给梦之蓝手工班的基酒有8%、梦9有5%。根据浓香酒生产工艺, 随着窖龄的逐渐老熟, 基酒储存年限的拉长, 能够保证公司产品质量提升同步于产品结构升级。

表 9: 洋河通过大规模的产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量及出产率

技改与产能扩张	
洋河	按公司年报披露情况 (14年后不再披露), 公司自09年上市后持续不断进行: 1) 名优酒陈化老熟和包装技改 3.95亿元, 12年底完成; 2) 名优酒酿造技改工程一期、二期、三期及3万吨名优酒技改四个项目合计 44.04亿元, 一期12年完成, 其他



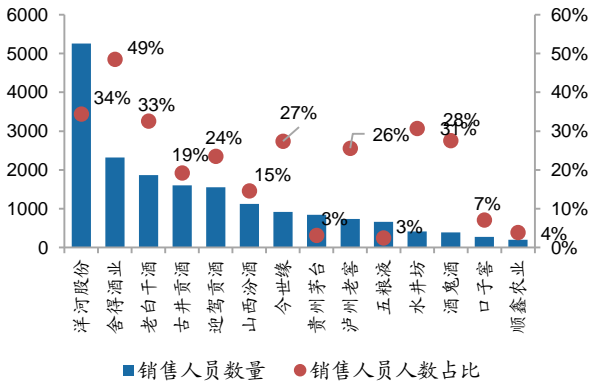
14年底基本全部完成；3) 来安基地 25.4 万吨陈化老熟项目，12 年开工，14 年底完成 68.18%，累计投资 3.79 亿元；4) 来安名优酒酿造技改及配套工程，配合来安陈化老熟项目，12 年开工，14 年底完成 28.74%，累计投资 9 亿元。

据年报披露数据，11 年以来洋河白酒年产能长期维持在 20.18-23.63 万吨；据搜狐新闻，18 年洋河已具备 16 万吨原酒产能、70 万吨储酒能力，7 万多条发酵窖池，为世界之最，足够支撑 600 亿销售收入。

数据来源：公司公告，微酒等酒媒，广发证券发展研究中心

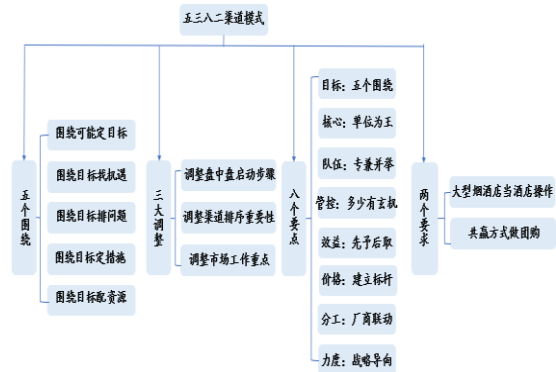
省外聚焦于华东地区，深度分销模式下渠道精细化程度领先同行。洋河渠道精细化管理的模式可以体现在3个节点上。1) 经销商和销售人员管控：据18年年报，洋河销售人员达5259人，深度管理1万多家经销商、3万多名地面推广人员，销售人员占比员工总数34.4%，销售人员远高于所有酒企，人员占比也高于几乎所有酒企。2) 渠道模式：洋河中高价产品通过“盘中盘”模式导入酒店餐饮，吸引核心消费群体；低价产品通过深度分销，直接开发商超等零售终端，实现大面积铺货。根据我们18年初发布的《梦之蓝量价齐升，洋河业绩有望加速增长》，08年以来洋河推出5382极致工程，将盘中盘模式极致化，并推出“4x3后期盘中盘”模式夯实企事业单位团购。3) 渠道库存管理：洋河渠道管理采取配额制，每月根据环比实际开票确定配额，增量部分执行计划外价格，实现对渠道库存的合理管控，为公司控量挺价保驾护航。

图 27：18年洋河销售人员数量远高于其他酒企



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 28：08年来洋河推行5382营销策略注重团购渠道

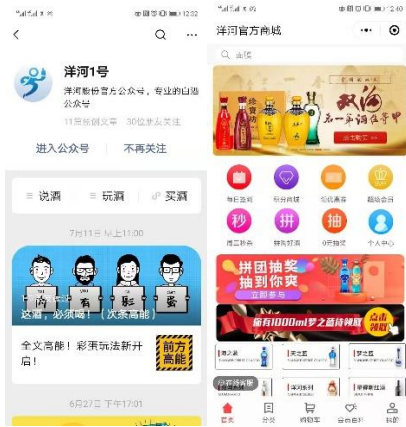


数据来源：洋河 5382 营销战略，广发证券发展研究中心

传统行业中最现代化的企业，企业文化、管理及执行能力是洋河的核心壁垒。洋河的渠道营销模式仅仅是表象，且在目前信息充分流动的情况下，这套模式被其他酒企复制也不是难事，从目前我们草根调研来看，不少优秀的同行也确实在向洋河进行学习。但实际上这套模式并不是洋河的核心竞争力，白酒行业中不乏采用类似模式的企业。良好的激励机制、优秀的管理团队，多年积累形成的企业文化是公司的核心壁垒。公司自杨廷栋、张雨柏起打造的一整套运作多年并不断通过反馈更新的管理体系难以被复制，该套体系保障决策从管理层传达到1万家经销商和3万多名销售人员并准确执行。历经多年已经形成了公司的企业文化，能够不断根据行业的发展对自身战略及管理体系进行调整，从引入快消品的深度分销模式到引入信息化管理系统，再到布局O2O，公司均是领先于行业。我们认为洋河是在白酒这个传

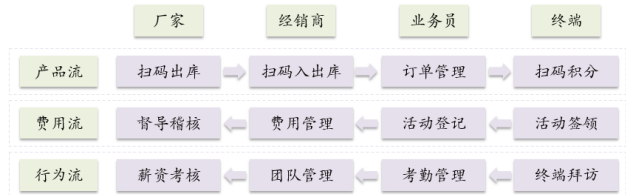
统行业中最现代化的企业，不断吸收其他行业的优点并纳入自身的管理体系中。企业文化、管理及执行能力才是公司的核心壁垒，也是保障公司能在行业中不断扩张，市占率不断提升的最重要的因素。

图 29: 2013年洋河便推出了O2O平台洋河1号



数据来源: 洋河股份, 广发证券发展研究中心

图 30: 2017年铺开SFA系统, 以进行全渠道管控



数据来源: 微酒, 广发证券发展研究中心

### 3. 释放改制红利迅速扩张, 汾酒有望成为北方次高端龙头

山西国改典范, 改制红利释放是公司营收提速的原生动力。据糖酒快讯, 汾酒16-18年开始大力改革, 逐步对分工、绩效考核等实行精细化管理。据糖酒快讯, 17年公司解散销售公司经理层、部门负责人等副处级干部职务, 启用组阁聘任用人机制, 同年2月23日领导层与山西省国资委签订《任期经营业绩责任书》, 要求17/18/19年营收增速达30%/30%/20%, 利润每年增长25%, 并实施配套业绩奖励, 且国资委将充分放权, 经营、投资、财务、人事、薪酬等八项实权自决, 但业绩未达目标则管理层将被解雇; 据公司公告, 2018年初引入华润战投, 除了进行渠道和管理上的协同外, 也是为了引入外部平衡力量, 推动内部持续改革; 2018年底向管理人员和核心业务骨干授予限制性股票, 健全长效激励机制。汾酒改革全面深化, 团队战力充分调动, 推动17、18年营收增速分别高达37.05%、55.41%。

表 10: 汾酒近年来改革一览

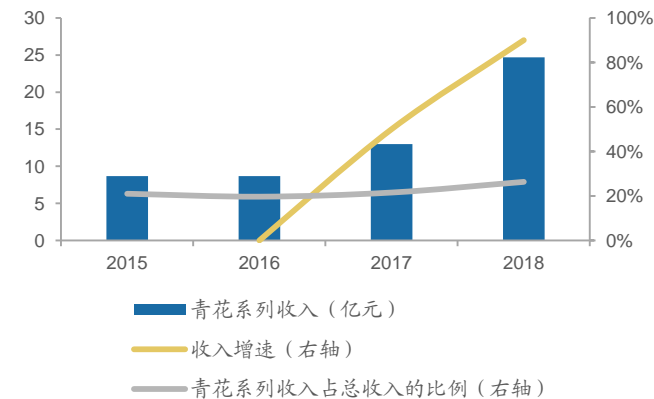
时间	事件
	5 月成立山西汾酒定制创意公司, 汾酒销售公司持有 51% 股份。
	8 月高层会议决议成立五个营销事业部和三个直属营销大区。
2014 年	9 月上海设立汾酒销售公司试点混合所有制改革, 将国有股比例降到 40%, 引进经销商、财务投资者、经营团队持股。
	10 月秋糖汾酒经销商大会上, 董事长李秋喜表示, 混合所有制改革的第一步, 是几大业务板块的销售部分先行改革。在六个销售公司实行混合所有制改革、市场化运营之后, 必将倒逼上游的产品研发体系、物流体系、生产体系、供应链体系等等, 通过倒逼机制逐步完成整体的市场化。
	12 月汾酒集团建立现代企业制度的途径主要有两条: 一是逐步尝试推进国有企业混合所有制改革, 第二条途径则是实行集团管控模式。
2015 年	4 月汾酒销售公司与厦门禹道实业有限公司成立合资公司, 这家合资公司将由双方以现金的形式出资, 属于销售公司层面的混改。

2016年	2016年，汾酒河北办事处升级为运营中心，由汾酒和河北爱伦公司合作成立。河北运营中心立是汾酒机制创新、管理创新、模式创新的大胆尝试提前布局，为成立混合所有制运营公司奠定坚实的基础。
2017年	<p>2月13日，山西省副省长、省国资委党委书记王一新在汾酒集团调研国资国企改革试点工作时表示，“要以集团主业整体上市为抓手，推动各项改革措施的落实，建立真正意义上的现代企业制度”，并提出员工持股试点。</p> <p>2月23日，汾酒集团2017年度及2017-2019年任期经营业绩目标责任书签约仪式举行。新的经营业绩责任书，制订了汾酒集团2017、2018、2019年收入(酒类)增长目标为30%、30%和20%;3年利润(酒类)增长目标为25%、25%、25%。</p> <p>8月17日，山西省国资委印发国企改革“21项重点工作”。山西省国资委2017年将选择汾酒集团、建工集团2户企业推进混改，分层分类、多种模式在子企业大力推进混改，选择5-10户上市类、科技类子企业试行员工持股。</p> <p>9月15日，汾酒内部会议决定，公司旗下另一知名品牌“竹叶青”并入汾酒销售公司一体化运作，不再设置单独的销售体系。</p> <p>11月8日，山西汾酒发布公告称，山西省国资委将所持有的上市公司控股股东山西杏花村汾酒集团有限责任公司100%股权全部划转至收购人，即山西国有资本投资运营有限公司。</p>
2018年	2月3日，汾酒集团将其合计持有的山西汾酒9915.45万股股份转让给华润鑫睿。间接引入华润战略投资。
2018年底	股权激励不超过650万股，首次授予590万股，预留60万股，首次授予的激励对象397人，包括副总李俊等8位高管每人5万股、中层管理人员及核心技术及业务人员389人合计550万股，激励授予要求为2019-2021年营业收入增长率分别至少增长90%、120%、150%。

数据来源：微酒等酒业媒体，公告，广发证券发展研究中心

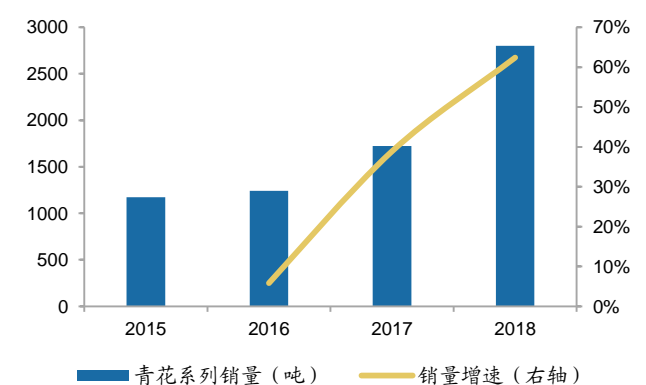
**青花系列采用老酒勾调而成，目前公司半成品酒7万余吨，足以保障产品持续放量。**青花系列（青花20/30）是汾酒定位次高端的主力产品，我们估算18年收入占比在25%以上，销量接近3000吨。而清香型白酒根据上文介绍，优点是产能释放周期较快，据公司2018年年报，目前公司产能10万吨左右，据汾酒官网，公司已经开始扩产，至2020年左右预计达到20万吨左右。青花系列采用老酒勾调而成，据2018年年报，公司历史上留存下半成品酒（含基酒）7.2万吨左右，足以保障青花系列放量。我们预计产能不会制约青花系列的放量，足以保障汾酒省外的渠道扩张。

图 31：18年青花系列收入25亿左右，收入占比25%左右



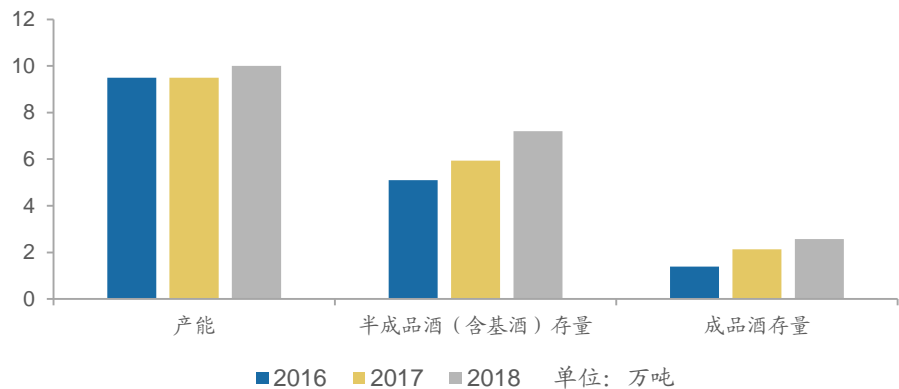
资料来源：公司2018年年报，广发证券发展研究中心

图 32：青花系列18年销量接近3000吨



资料来源：公司2018年年报，广发证券发展研究中心

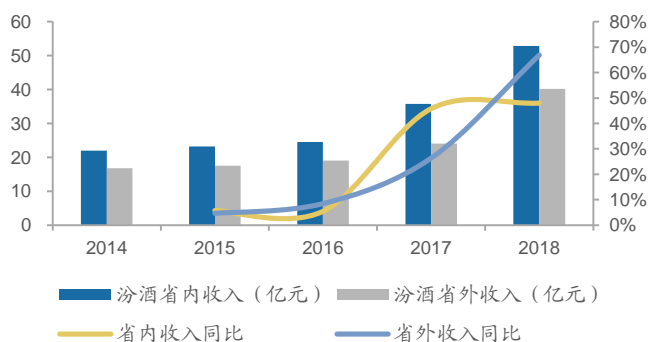
图 33: 公司实际产能10万吨, 成品酒存量2.6万吨, 半成品酒(含基酒)存量7.2万吨



数据来源: 公司 2018 年年报, 广发证券发展研究中心

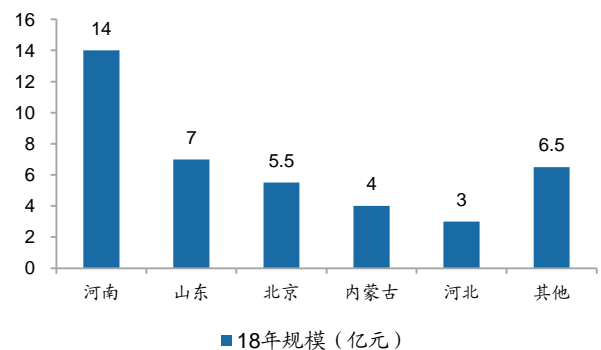
“百县千镇”+“百家联盟”战略细化省内、省外布局, 环山西市场迅速扩张。汾酒在山西省内拥有绝对的领导地位, 根据佳酿网数据, 估计省内市场份额超过 53%, 但14年公司推出“百县千镇”渠道深耕计划, 助力省内渠道进一步扁平。据 18年年报, 18年省内经销商数量达628家, 14-18年省内收入复合增速达24.55%。同年, 公司确立省外“百家联盟”战略推进省外扩张, 推动14-18年省外收入复合增速达24.39%。汾酒在环山西区域品牌力强, 以河南为例, 汾酒在河南历史上较长一段时间份额第一, 具备强大消费基础, 据微酒, 18年汾酒河南含税收入达14亿左右, 排名省外第一; 同时, 山西人外流务工人员大多数进入北京等环山西省市, 为汾酒省外扩张提供消费人群基础。公司省外减小团购渠道占比, 发力终端门店, 缩短消费者与厂家传递链条; 并重新招商, 整合扩充渠道, 助力省外收入稳步高增, 据wind, 18年省外经销商数量达1726家, 14-18省外收入复合增速达24.38%。

图 34: 14-18年省内、省外收入CAGR分别为25%、24%



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 35: 河南基础好, 18年贡献收入(含税)最高



资料来源: 微酒等酒媒, 广发证券发展研究中心

注: 以上为估算数据

**充分放权并打开晋升通道，充分释放营销团队的内生动力。**汾酒从权力下放、职级晋升、薪资激励三方面积极改革，一次性下放了机构设置、人事调配、考核激励、投资决策等12项权力，同时明确了奖惩措施、负面清单，实行具有汾酒特色的职业经理人制度，完善绩效考核体系。在新的薪酬制度和绩效考核体系下，销售人员的收入相比之前有大幅度提升；同时开放销售人员的晋升通道，为基层业务人员预留一定比例的晋升名额，销售业绩斐然的员工可以获得职位上的提升。多项改革措施落地实现营销人员岗位能进能退、职位能上能下、收入能高能低，极大激发了营销团队的工作积极性，销售体系考核激励制度的改革是推动公司营收17-18年高速增长的主要原因。我们认为若公司未来对于销售团队能够做到优胜劣汰，彻底完全的市场化用人，公司的潜力将进一步的激发。

引入华润战投目的在于推动公司持续改革，期待华润为公司带来业绩增量。引入华润的最初目的实际上在于希望外部力量来带动公司的持续改革，以外部力量制衡内部力量；其次是希望在内部管理上借鉴华润，目前华润也已经派出了管理团队，陆续入驻了汾酒，并有专门项目组负责汾酒项目。最后才是借鉴华润的渠道，尤其是啤酒渠道只在夏季使用较多，而白酒的旺季在春节，渠道上也有所互补，尤其波汾比较适合快消品的渠道，公司进行筛选后已经在辽宁天津等地将波汾导入华润渠道。未来也有希望在华南等薄弱市场和华润联合推出一款专属产品。我们期待与华润的合作能够为公司带来业绩增量，并推动公司持续的改革。

表 11：华润已经派出（提名）部分高管入驻汾酒

汾酒入驻的华润系高管		
副董事长	简易	现任华润创业董事及首席执行官，华润啤酒执行董事，以及华润怡宝麒麟饮料董事
董事	侯孝海	现任华润雪花啤酒投资公司总经理
独立董事	张远堂	曾任华润雪花啤酒有限公司法律部总经理，现任北京盈科律师事务所合伙人律师
总经理助理	杨翔	曾任华润雪花啤酒营销中心总经理助理兼夜场拓展部总经理，现任华润雪花啤酒投资公司战略管理部副总监

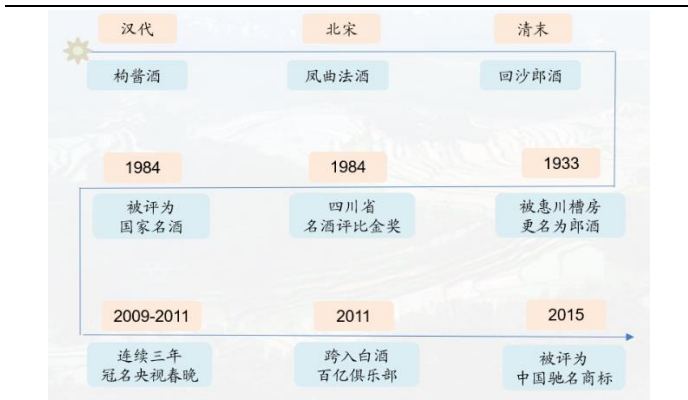
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

#### 4. 郎酒优化产品结构、改革渠道模式，重回全国化扩张轨道

**川酒六朵金花之一，中国酱酒第二大品牌。**据郎酒股份官网，郎酒全称为四川古蔺郎酒，为川酒“六朵金花”之一，位于四川古蔺县二郎镇，傍赤水河，上游为茅台镇，下游为泸州，地处黄金酿酒区域。除与茅台共享赤水河的优势资源之外，还拥有中国唯一、全球最大的天然储酒洞群-天宝洞、地宝洞，仁和洞，可优化酱酒储存、提升酒体品质。郎酒酿造历史悠久，自西汉的“枸酱”以来已有千年历史，其工厂可追溯至清末的“絮志酒厂”，于1957年恢复生产。目前郎酒是唯一拥有并利用天然洞穴储存基酒的中国名酒，也是最早规划兴建世界级白酒庄园的中国酒企之一，其酿造工艺亦入选了国家非物质文化遗产名录。郎酒凭借优异的品质和出色的

运营理念，逐渐成为**中国酱酒第二大品牌**，且将主推产品**青花郎**定位为“中国两大酱香白酒之一”，对标茅台，进一步拔高自身品牌力。

图 36: 郎酒历史起源于汉代



数据来源：郎酒股份，广发证券发展研究中心

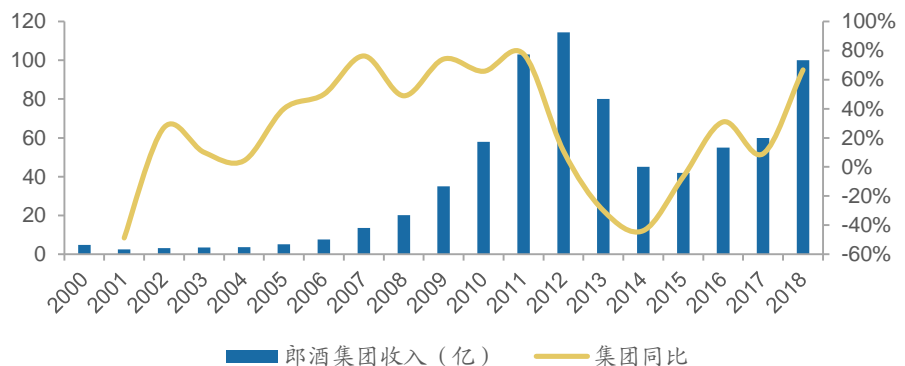
图 37: 主推产品青花郎对标茅台，拔高自身品牌力



数据来源：郎酒股份，广发证券发展研究中心

**董事长汪俊林回归，叠加白酒第三轮牛市，郎酒重回百亿。**据郎酒官网，郎酒于2002年进行改制，汪俊林成为实际控制人，加上自2003年至2012年白酒行业处于高速发展期，郎酒销售总额由2002年的3亿多元迅速增长到2011年的100亿元。2012年之后，白酒行业进入调整阶段，市场震荡疲弱，郎酒也受宏观市场影响，销售渠道拓展不顺，又相继陷入劳资纠纷、董事长“失联”风波，渠道执行力严重下降，使得红花郎系列价格倒挂、库存积压，进一步影响渠道信心造成恶性循环，导致郎酒次高端份额萎缩严重、业绩显著下滑。2015年董事长汪俊林复出，积极改革，对组织结构和产品结构进行迅速调整梳理，郎酒业绩也随之上升，2016年郎酒实现营收55亿元，开始增长。2018年郎酒再次迎来高速增长，公司营收继2011年后再次突破100亿元。

图 38: 2018年郎酒集团营业收入再破百亿



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心，备注，以上数据为我们根据媒体数据估算

产品结构“一树三花”，四大单品覆盖各大价格带。郎酒产品“一树三花”，

兼具浓香、兼香和酱香三种香型生产能力。产品矩阵涵盖各价格带，如“中国两大酱香白酒之一”的青花郎，定位高端酒；“酱香典范”红花郎，定位次高端；“四川浓香正宗”的郎牌特曲，定位中端；“全国热销的小瓶白酒”小郎酒，定位兼香型光瓶酒。2017年公司进行产品结构优化调整，发布酱酒大战略，主推核心产品青花郎。将郎牌原浆、新郎酒事业部合并到郎牌特曲事业部，削减中低价产品；红花郎事业部更名为青花郎事业部，突出青花郎核心产品地位；同时大力发展小郎酒，抢占日益壮大的小酒市场。根据我们的估计，青花郎的销售额2018年约20-30亿元，红花郎也在20-30亿元，小郎酒的销售额在30-40亿元左右。产能方面，据公司官网，郎酒现有二郎、泸州两大生产基地，二郎基地拥有优质酱酒产能3万吨，储酒能力13万吨，郎酒庄园全部建成后，储量将突破30万吨。泸州浓香公司已部分投产，建成后年产浓香原酒10万吨，储存量25万吨，足够支撑郎酒全国化布局。

表 12: 郎酒“一树三花”，产品矩阵涵盖各价格带、多种香型

定位	主力单品		终端价(元/每瓶)	销售收入(亿元)
高端	青花郎		900-1000	20-30
次高端	红花郎	红 15	529	20-30
		红 10	359	
中端	郎牌特曲	T9	260	10-20
		T8	228	
		T6	150	
低端	小郎酒		16	30-40

数据来源：京东商城，广发证券发展研究中心，备注：以上数据为 2018 年估算数据

表 13: 郎酒酱香、浓香产能持续扩张，足够支撑其全国化

技改与产能扩张	
	12年二郎镇新酱香酒产能 1.5 万吨投产，郎酒酱香型白酒产能提升至 3 万吨。
	17年开建天宝峰露天陶坛库 4 万吨储酒项目，项目完成后天宝峰储酒能力达 25 万吨。
郎酒	18年郎酒具备二郎镇基地 3 万吨酱酒产能，泸州基地 1.5 万吨浓香白酒产能，及 13 万吨老酒储备（天宝峰黄金坝 50 个巨型不锈钢储酒罐储存酱香原酒 10 万吨，天宝峰露天陶坛库尚未完成但已储酒近万吨，溶洞储存最优原酒 1.2 万吨）。
	未来 5 年二郎镇酱酒产能至 5 万吨（吴家沟 1 万吨增量 20 年全面投产，沙滩 1 万吨 20 年开工）；扩大泸州基地浓香白酒产能至 10 万吨。

数据来源：郎酒股份，微酒等酒媒，广发证券发展研究中心

积极进行渠道改革，扶持大经销商，全国化进程稳步推进。郎酒的销售重点区域在大西南和华东区域，立足于四川、重庆、江苏、湖南四个重点市场，持续开拓河南、山东、陕西等新市场，据微酒，2017年仅主销江苏的浓香型郎牌特曲销售额就达到10亿，占郎酒全年营收的10%左右。据糖酒快讯，郎酒自2004年提出

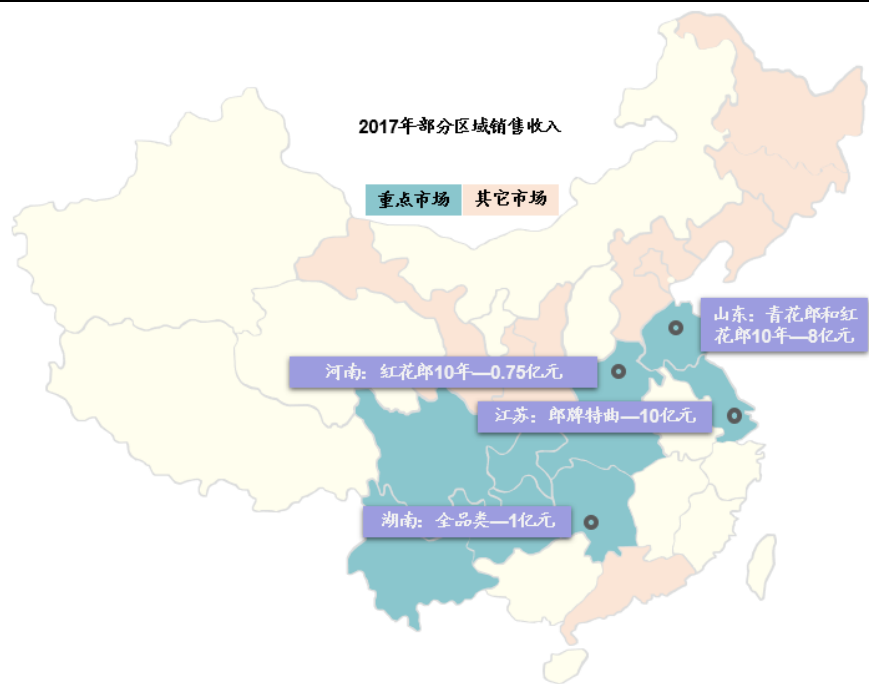
“351”工程，即在一个城市或地区通，过办事处开发和维护3至5家经销商，实现对终端的精细化掌控。2015年董事长回归之后，积极进行组织结构改革，采取瘦身政策，将下辖6个事业部缩减为5个，恢复渠道执行力，重建渠道信心。在经历过几年的招商后，2019年中开始，郎酒开始对经销商进行优化，据微酒，郎酒于2019年7月15日发布通知，将商家布局审定权限上收至事业部、销售公司。我们认为郎酒在渠道上地位强势，通过重塑经销商队伍，对经销商进行分层次管理，形成经销商梯度发展阵营，有利于提升品牌价值，维护产品价格，进而能够扩张渠道空间，全国化进程将持续推进。

表 14: 郎酒在经历了几年的招商后，目前进入经销商优化的阶段

经销商优化举措	
青花郎	第一，促进、扶持现有青花郎商家做强做大，形成商家梯度发展阵营，青花郎各大区将提报 20—30 名综合实力强、配合度高的首批发展商家名单及详细扶持计划至销售办，事业部集中研究本年度可实施的扶持补强方案。
	第二，全国有 10 个省会（副省会）城市，经销商数量实行总量刚控，商家数量只减不增。
	第三，全国有 130 个地级城市停止招商，集中精力让现有商家从小到大，从大到强。
	第四，对于空白、调整区域，停止规模不达标的中小商家布局（含专卖店），选择综合实力强、团购资源强的“两强”商家合作，实行一商一策、长期合作。新合作经销商相互考察、事业部终审。

数据来源：公司公告，微酒等酒媒，广发证券发展研究中心

图 39: 郎酒重点销售区域为大西南区域和华东区域



数据来源：微酒等酒媒，广发证券发展研究中心

### 5. 水井与舍得民营体制、激励充足，围绕重点城市布局有望实现持续性增长

水井坊与舍得在优势市场重点布局，并逐渐向周边扩散形成汇量式增长。和汾酒和洋河不同，水井坊和舍得并没有像山西和江苏一样的基地市场，而且公司整体



规模仍较小，因此两家企业采取的是通过在较开放的市场选择重点城市进行布局，依赖这些重点城市的下沉和扩张在全国实现汇量式的增长。如舍得在河南的郑州、濮阳等市场，水井坊在湖南长沙等。两家企业均采取的直控终端的模式，将经销商的功能弱化，由厂家派出人员对接核心门店（或联盟体），通过不断纳入核心门店来实现渠道扩张。不同之处在于水井坊在部分市场采取了老省代制度，一定程度上依托部分大商资源进行市场开拓；而舍得则采用扁平化的模式招小商，直面县区。

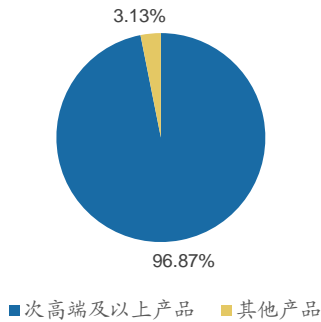
**表 15：水井坊、舍得渠道运作模式对比**

公司	水井坊	舍得
运作模式	省代模式	扁平化模式
模式说明	省代+核心门店的模式，虽然是大商制度，但公司可以直接控制终端核心门店，派出销售人员协同省代开拓、培育市场。	全国范围内以县区为单位扁平化招商，18年开始推出联盟体“厂商 1+1”模式，营销团队协助经销商导入终端、精细化营销。
优势	1) 老省代在渠道管控的经验、资金等方面具备长期的专业性，销售业务比厂商专业。只要考核制定的合理，奖惩等激励措施得当，省代可以把类似窜货等风险规避到最小程度。 2) 新省代功能逐步转向销售服务平台，负责销售后端，公司增加核心门店以及及时掌握市场信息变化，有的放矢投放资金资源。	公司营销人员的终端介入有利于加大对终端店的掌控，降低扁平化模式下窜货的弊端，更细化运做区域市场。
劣势	老省代相当于大商模式，可能下沉动力不足。新省代下公司将其变成配送商，利润薄之后其推力不足，公司需要配置大量销售人员，投入较多。	厂商直接运作市场，缺乏专业性，也缺乏区域深耕，可能耗时耗人耗力。
渠道利润	利润多层次化，新省代利润空间较少	缩短供应链、维持利润

数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

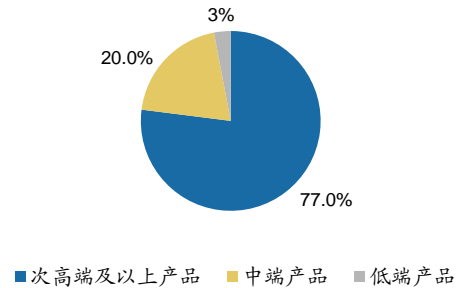
**产品结构：产品聚焦次高端，产品结构决定其利润波动性更高。**水井坊和舍得两家公司产品线较为清晰，基本完全聚焦在次高端产品上，但该种模式利弊都较为明显。优点是产品聚焦在次高端，管理层不容易分散精力，可以集中力量运作一到两个产品，管理难度也更低（相较于郎酒及洋河），更不会产生低端产品对于次高端产品的品牌稀释的情况。但是，对于浓香酒来说，生产工艺决定了大量低端基酒会留存下来，而低端基酒实际上储存年限加长品质也不会提升很多（老酒更好喝更多指的是高品质酒）。水井坊的处理方式是直接出售，而舍得的处理方式是留存下来，据公司2018年年报，因此舍得累计了13万吨的半成品酒（含基酒）。实际上对于浓香酒来说，低端产品运作良好可以贡献较多的收入，也可将部分低端酒所产生的利润用于次高端产品的费用投放，可以降低公司整体的费用率。因此，该种模式下行业上行期利润弹性更高，下行期也更容易亏损。

图 40: 水井坊的产品结构清晰, 次高端及以上产品占据收入的96.87%



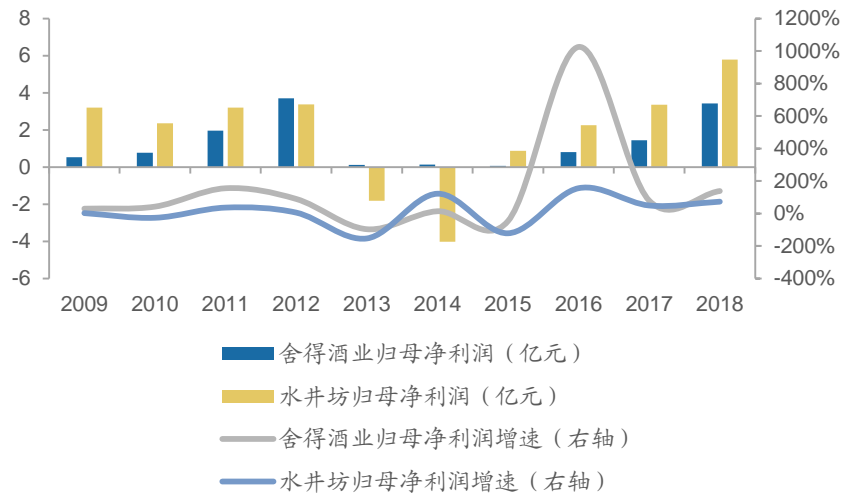
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 备注: 2018 年

图 41: 舍得产品结构清晰, 次高端及以上产品占据收入的77%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 备注: 2018 年

图 42: 产品结构导致其利润的波动性也更大



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

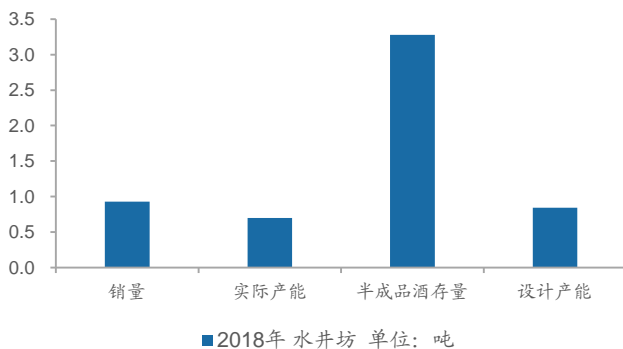
**产能保障:** 舍得基酒储备充足, 水井坊投资邛崃4万吨产能保障长期产能供应。据舍得2018年年报, 舍得2018年设计产能4.3万千升, 但实际产能1.13万千升, 存在产能闲置情况, 且历年来储备了大量基酒, 18年半成品酒(含基酒)达13.04万吨, 且舍得在16年募资18.39亿元扩张产能, 完成后将具备总产能5.67万千升。且19年公司再度非公开发行股份募集25亿元, 其中10.05亿元(另自筹8.15亿元)用于技改, 未来大量的优质基酒储备完全能够保证公司长期发展。据wind, 水井坊18年7月10日发布公告投资邛崃项目扩张产能4万千升, 预计19年四季度正式动工, 当下水井坊产能仍能保证公司产品供应。据邛崃新闻网, 邛崃上世纪80、90年代曾为中国最大的原酒产地, 当时原酒产量占全国70%, 外销白酒占四川外销80%。但对于水井坊来说, 按照浓香酒工艺, 新窖池很难产出优质酒, 估计还需要很长一段时间优质酒率才能提升; 另外, 尽管都是浓香酒工艺, 但不同地区所酿酒口味上有较大区别, 可能会导致产品口感有所变化; 最后, 公司原产地为成都水井街, 具有600余年的历史底蕴, 以后若使用邛崃产能是否会对公司品牌力造成一定的影响, 也是公司所面临的新的课题。

表 16: 舍得、水井官方通过产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量及出产率

技改与产能扩张	
	2016 年 1 月募集 18.39 亿元提升成品酒生产能力，建成后公司将具备高档酒产能 1.7 万千升、中档酒 3.12 万千升、低档酒 0.85 万千升，总产能 5.67 万千升。
舍得酒业	2018 年公司设计产能 4.3 万千升，但实际产能 1.1289 万千升，产能利用率仅 26.25%。 2019 年公司非公开发行股份募集资金 25 亿元，其中 10.05 亿元用于酿酒技改（总投资额 18.2 亿元），技改主要涉及自动化灌装、供水、原粮粉碎、储酒库、厂区环境五个方面。
水井坊	18 年 7 月 10 日水井坊发布公告披露环峰投资计划，全部投产后预计新增 4 万千升产能，17 年水井坊设计产能为 7678 千升。

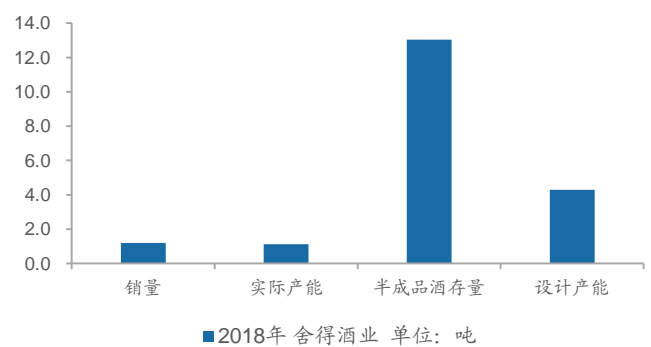
数据来源：公司公告，微酒等酒媒，广发证券发展研究中心

图 43: 水井坊产能及基酒储备能保障中短期的放量



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 44: 舍得产能及基酒储备量远超销量



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**激励机制：纯粹民营体制，管理层激励更加充足。**水井坊和舍得是主流白酒企业中为数不多的纯粹民营的体制，水井坊实际控制人为帝亚吉欧，舍得实际控制人为天洋集团。两家企业均制定了对于管理层的股权激励方案，对于管理层有较高的激励。清晰的股权结构、充足的激励方案是两家酒企相对于其他白酒品牌的优势。但两家公司管理团队中仍旧缺乏足够多的白酒业内人员。水井坊核心管理团队范祥福和危永标分别为啤酒和洋酒行业出身，白酒与啤酒和洋酒尽管都属于酒水行业，但白酒是一类具有中国特色的社交商品，运作方案与其他酒水并不完全相同，我们也建议水井坊能够在管理团队中纳入部分白酒技术出身和销售出身的人员，以更好的吸收消化各个酒水行业的运作经验。舍得的实际控制人天洋集团同样缺乏白酒行业运作经验，尽管聘任了原南方黑芝麻执行总裁李强担任舍得总裁，但公司核心管理团队中仍旧较为缺乏白酒出身的人员，公司具有良好的激励机制，公司如能加大对于白酒业内人才的吸引，公司的发展则有望迈上一个新台阶。

**表 17: 水井坊及舍得均制定了充足的管理层激励方案**

管理层股权激励方案	
舍得酒业	2018 年股票激励计划: 向包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干在内的共 418 人授予限制性股票合计 919 万股, 占公告日公司总股本的 2.725%, 授予价格为 10.51 元/股 (约为舍得酒业股票市价的 50%)。 激励计划规定的 <b>解锁条件</b> 要求舍得酒业未来 1-4 年的归母净利润增长率达到当年所设目标值。
水井坊	2019 年股票激励计划: 向包括董事长范祥福、总经理危永标、财务总监何荣辉和其他核心技术 (业务) 管理骨干在内的共 15 人授予限制性股票合计 25.62 万股, 占公告日公司总股本的 0.05%, 授予价格为 25.56 元/股 (约为水井坊股票市价的 50%)。 激励计划规定的 <b>解锁条件</b> 要求水井坊未来 2-3 年的平均营收增速要超过 A 股营收前十名的白酒上市公司平均增速的 110%。

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

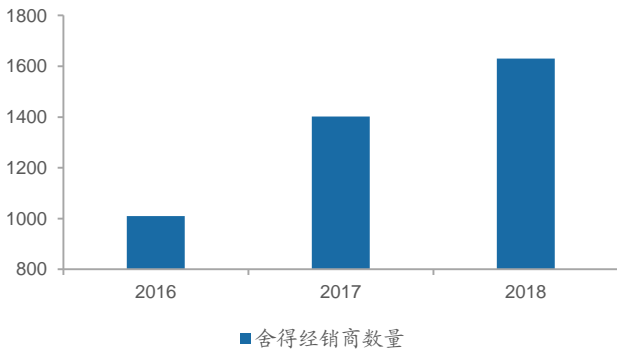
**表 18: 水井坊及舍得核心管理团队多为快消品出身, 建议加大对白酒业内人才的吸引**

水井坊、舍得核心管理团队			
水井坊	董事长	范祥福	历任嘉士伯啤酒 (香港) 有限公司大理啤酒总经理, 中图节能科技 (常州) 有限公司总经理, 伟志控股有限公司集团采购总监. 现任帝亚吉欧新加坡 PTE 有限公司董事, 四川水井坊股份有限公司第九届董事会董事长。
	总经理	危永标	历任保乐力加 (中国) 有限公司董事总经理, 保乐力加 (亚洲) 有限公司大中华区董事总经理, 保乐力加 (亚洲) 有限公司行政副总裁。
舍得酒业	董事长	刘力	历任天洋置地有限公司总经理, 天洋控股地产集团总裁, 天洋控股集团执行董事, 天洋国际控股有限公司执行董事. 现任天洋控股集团董事, 四川沱牌舍得集团有限公司副董事长, 四川沱牌舍得酒业股份有限公司副董事长, 总经理。
	总经理	李强	历任雀巢牛奶有限公司 (天津) 公司天津北京地区销售经理, 百威 (国际) 啤酒有限公司北方地区销售经理, 达能-水 (依云) 北京有限公司北方大区经理, 美国康胜啤酒饮料有限公司中国区营销总经理, 南方黑芝麻集团股份有限公司执行总裁. 现任四川沱牌舍得酒业股份有限公司总经理助理。

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

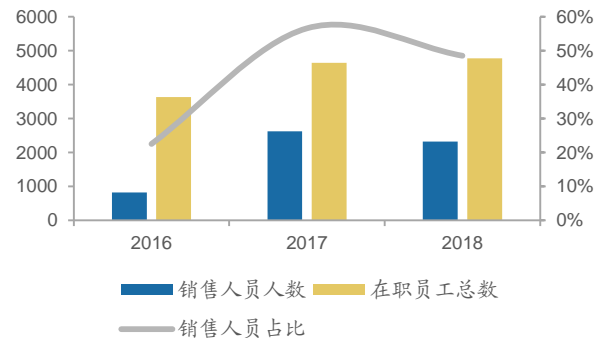
**渠道模式: 舍得民营体制更为灵活, 解决渠道运作模式问题后有望实现重点单元市场做强。**天洋入主后高度重视终端和扁平化, 公司运作市场以市县为单位, 而非以省为单位, 如舍得在河南郑州、濮阳规模较大。公司扁平化、精细化的终端营销方案虽然可以增强对终端的管控能力, 但是存在3个问题: 1) 销售区域划分太小, 导致新增经销商实力不强, 许多经销商没有酒水运作经验; 2) 缺乏大商合作, 厂家亲自做市场导致终端陈列、门头等投入费用过高且产出低; 3) 管理层及大股东酒水运作经验少, 对产业认知度不够, 采取了纯快消品的运作手法, 对销售人员KPI考核与正常快消品一致, 脱离高档白酒社交品的属性。但是, 我们认为舍得民营出身对渠道管控精细化的能力更强, 管理层发现错误后纠错能力也更强, 18年以来舍得对部分区域经销商的放权已取得了一定的成绩。因此我们认为, 若舍得能够解决经销商实力不强、公司酒水运作模式过于快消品化的问题, 未来公司有望将各个单元市场做强做大, 如河南禹州、信阳当前规模远低于郑州、濮阳, 并连接成片, 实现持续的增长。

图 45: 舍得具有1630家经销商, 属于扁平化的经销模式



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

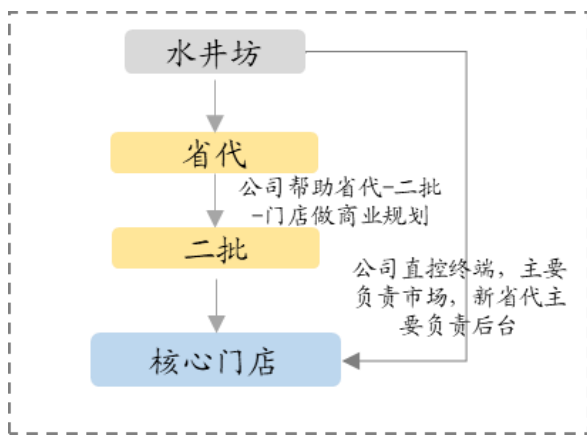
图 46: 舍得的经销模式为小商制, 厂家负责对接终端, 因此销售人员占比较大



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

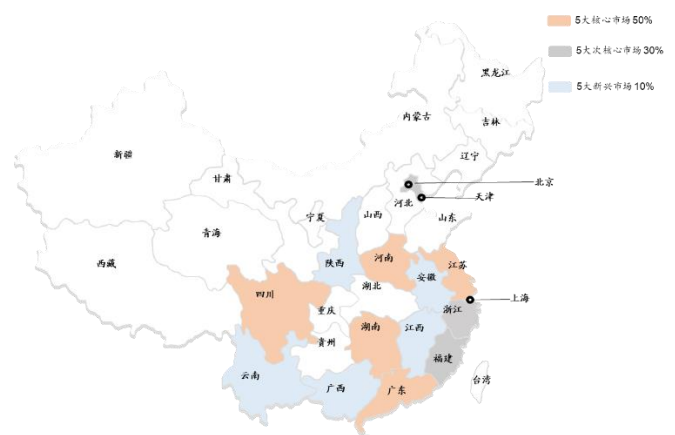
水井坊渠道库存调整充分后, 渠道革新有望实现超越行业平均的增长。水井坊初期通过赠酒、礼品等形式, 渠道利润较高, 且主要在原有优势市场布局, 因此迅速找到了具有团购资源的核心门店, 放量迅速, 业绩增长较快。但18年中以来, 水井坊增速有所放缓, 我们判断原因可能有三点: 1) 产品体量增大后批价略有下滑导致渠道利润收窄, 相对于其他次高端品牌仅从渠道利润率上来讲并没有太高优势。2) 核心门店模式创新在初期对水井坊增长推动力度较大, 但该模式相对容易模仿, 其他酒企也推出了类似的模式, 对核心门店的争夺变得更加激烈, 水井坊渠道变革作用边际减弱。3) 一个城市具有资源的门店数量有限, 在老市场持续开店也会分流原有核心门店销量, 因此在新市场的渠道建设显得更加重要, 尤其是在地产酒不强势的市场。据公司公告, 19年7月起危永标接替范祥福任总经理, 危永标此前任职保洁、保乐力加, 具备近28年高管经验, 对快消品及酒水运作经验丰富, 预计19年下半年会有一系列新的举措推出, 我们认为水井坊管理层激励充足, 若新任管理层能够利用其丰富的快消品经验, 兼顾白酒行业的渠道运作自身规律推出新的营销举措, 在渠道库存调整充分后, 有望实现超越行业平均的增长。

图 47: 水井坊采用的是公司直控终端, 新省代负责中后台的渠道模式



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 48: 水井坊仍有不少空白市场, 新市场的进展决定了公司能否实现超越行业平均的增长

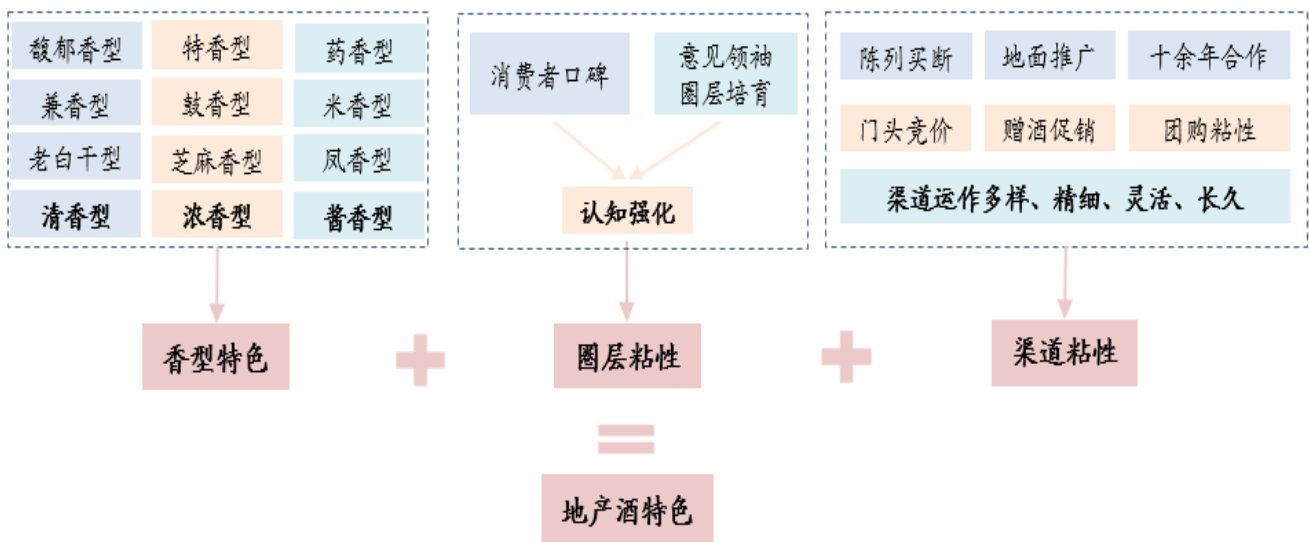


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 四、地产酒具有地缘优势难以消亡，封闭市场地产省级龙头有望垄断本省次高端

白酒行业具有高度差异化的特点，地产酒具备地缘优势难以消亡。白酒精神消费属性强，其附加值中品牌底蕴、消费者口感、渠道商与厂家多年的合作等壁垒，都是其护城河的源泉，带来了产品高度差异化。因此，白酒与其他快消品的同质化不同，高度的差异化导致了白酒很难出现某一品牌的消亡，白酒整体集中度还是会提升，但有显著特色的白酒品牌，仍然还会保留下来。地产酒的地缘优势包括以下几点：**1) 香型特色**，我国香型主要有浓、酱、清三种，但还有米香、芝麻香、凤香、馥郁香等等，即便是同一香型，也可以因生产工艺、酿酒环境等不同演化出不同的口感；**2) 消费圈层高粘性**，由于长时间在本地市场深耕，地产酒与消费者接触频次极高，且政商务消费领袖也有天然的本土保护主义，均会优先“自家”产的酒，甚至地方政府会主动推广地产品牌，如白酒消费大省河南、山东在18年相继打出本省酒业复兴的旗帜，政府多方站台；**3) 渠道粘性强**，渠道商大多与地产酒合作十余年甚至更久，中间货币利益与情感利益多重绑定，极难退出，且渠道商立足本地，营销模式操作更为灵活，对外来品牌终端拦截等手法多样。因此，我们认为地产酒具备地缘优势，尤其是具有特色的地产品牌，难以消亡。

图 49：地产酒具备香型特色、消费圈层高粘性、渠道粘性强，具备高度差异化，极难消亡

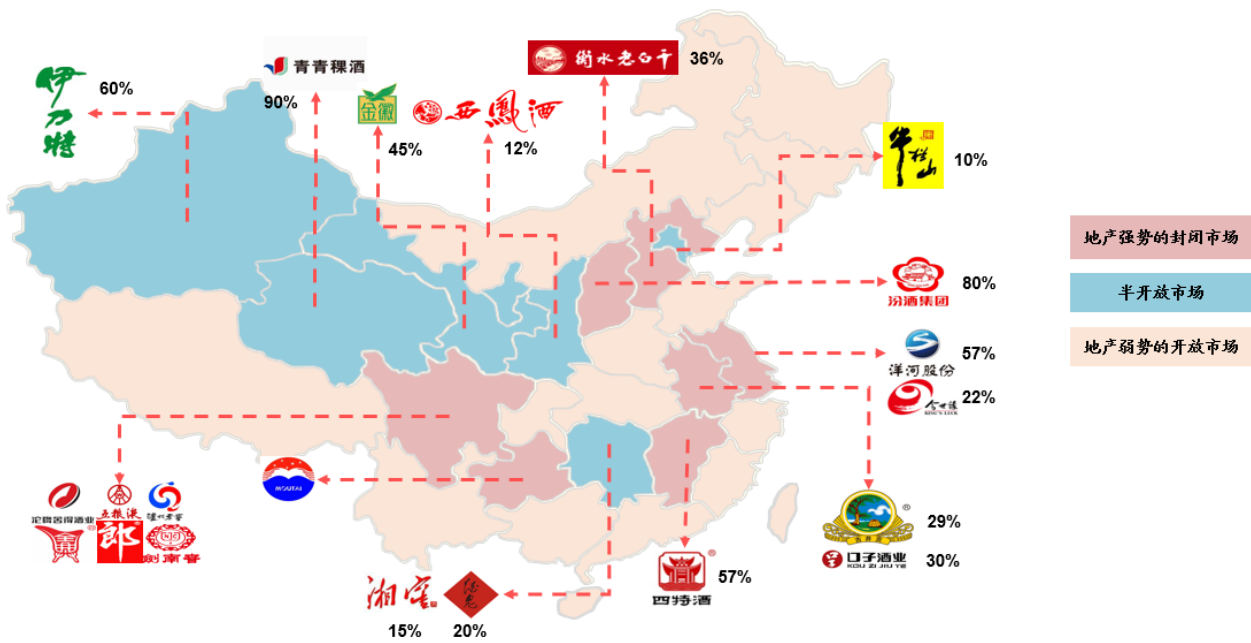


数据来源：酒业家等酒媒，广发证券发展研究中心

地产龙头均具备地缘优势，但未来其渠道力能否将其地缘优势发挥到极致，将决定其份额大小。地产酒所具有的的地缘优势仅仅是客观上的被动推力，这是所有

的地产品牌均具备的，但具有足够品牌底蕴和优质基酒产能的地产龙头才能进入次高端行业参与竞争，且地缘优势带来的圈层粘性和渠道粘性不是极难攻破的，因此即使具备地缘优势，也需要企业依托其强渠道力不断维护巩固其优势。根据各省份地产龙头所面临情况，我们认为根据渠道力的强弱，未来将演化出为三种情况：1) 苏皖为首的封闭市场，具有本地渠道掌控力的地产龙头利用其地缘优势，在本土市场加大渠道营销，主动推力叠加被动推力，其次高端产品甚至能够对全国性名酒形成一定的挤压，在增量中抢占更多的市场份额，有望垄断本土的次高端市场。2) 陕湘为首的半开放市场，当地具有品牌力和产品力的地产龙头，但营销能力稍弱，因此凭借地缘优势也能占据一定的份额。3) 鲁豫为首的开放市场，缺乏品牌力和产品力足够的地产龙头，且地产酒营销能力较弱，未来市场大概率被全国性品牌和泛区域龙头抢占，本土品牌凭借地缘优势仅占有极小的份额。

图 50: 苏皖赣冀晋川黔为封闭市场，由本省龙头垄断；陕湘等为半开放市场，地产龙头具备一定份额；鲁豫等为开放市场，地产品牌较弱



数据来源: wind, 微酒等酒媒, 广发证券发展研究中心, 备注: 2018 年数据

### 1. 苏皖等封闭市场地产龙头渠道强势，未来有望垄断本土次高端市场

苏皖等封闭市场地产龙头渠道强势，未来有望垄断本土次高端市场。主流白酒消费省份中苏皖赣冀晋川六个省份均具有能够参与次高端竞争的地产龙头，且对于本省市场渠道掌控力较强。其中江苏市场主要参与者为全国性品牌洋河梦之蓝和地产品牌今世缘国缘；安徽市场主要以古井贡和口子窖为主；江西市场四特酒一家独大；河北市场老白干在衡水、石家庄、保定、邢台等市场具有优势，冀北市场中在并

购板城烧锅后有望与冀南市场形成联动。而传统名酒产区四川、山西、贵州则基本被当地的全国性品牌占据，其他品牌难以进入。

**表 19: 按照品牌力、基酒储备、渠道推力三个条件梳理，苏皖赣冀晋川黔地产龙头有望垄断本地次高端市场**

省份	白酒体量 (亿)	次高端体量 及占比	人均收入 (元)	龙头	龙头次高端体量 及市占率	次高端竞争格局
江苏	550	94 亿/17%	38096	洋河 今世缘	42 亿/45% 18 亿+/20%	地产的洋河与今世缘垄断。洋河梦之蓝与今世缘国缘开系基本垄断江苏次高端市场，仅低度五粮液在苏南起量，剑南春垄断苏州，其他品牌如古井贡、水井坊在江苏的次高端规模较小。
安徽	270	40 亿/15%	23984	古井贡 口子窖	13 亿左右/32% 12.4 亿左右 /31%	地产酒古井、口子垄断，省外品牌仅洋河、剑南春起量。安徽次高端基本由省内古井、口子、迎驾、洋河、剑南春主导（古井约 13 亿、口子 12.4 亿、洋河 4 亿不到，迎驾约 5 亿，剑南春近 4 亿）。
江西	130	10 亿左右 /8%	24080	四特	5 亿左右/50%	地产酒四特垄断。四特于江西消费者而言，地位极高，基本全面垄断政商务宴请与自饮市场，外来品牌难占份额。
河北	200	20 亿左右 /10%	23446	老白干	7.2 亿/36%	地产酒老白干份额较高。老白干在衡水、石家庄、保定、邢台等市场具有优势，并购板城后冀北冀南有望联动，次高端主要为老白干的四大单品，其他的如青花 20、梦之蓝在冀中有一定份额。
山西	100	8 亿/8%	21990	汾酒	4 亿左右/50%	名酒产区，汾酒青花垄断。汾酒在省内地位高，且消费人群偏好清香型白酒，外来品牌极难站住脚跟，省内次高端向汾酒金奖 20、青花 30 集中。
四川	240	12 亿/5%	22461	“六朵金花” 及丰谷		名酒产区，全国性品牌为主。四川白酒市场基本被“六朵金花”与丰谷垄断，包括剑南春、郎酒、水井坊、五粮液、老窖及舍得，外来品牌较少。
贵州	90	4 亿	18430	茅台、习酒、 董酒、珍酒、 小糊涂仙		名酒产区。贵州白酒品牌由茅台、董酒、习酒、珍酒、小糊涂仙等本地的全国性品牌垄断。

数据来源：微酒等酒媒，统计局，Wind，广发证券发展研究中心，注 1：2018 年数据

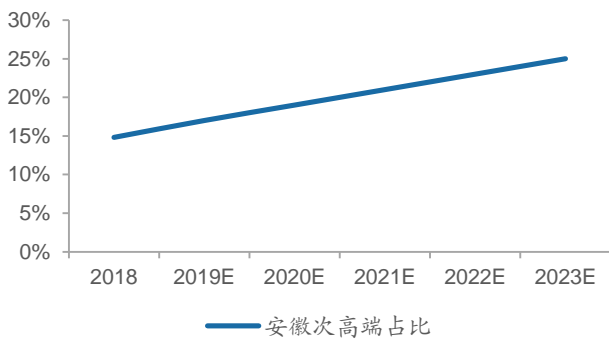
注 2：各省份次高端体量一般根据人均收入、已知消费结构、微酒等酒媒数据估算；有次高端产品收入数据的，据省内收入占比作调整；四特东方韵系列收入三年目标 30 亿，假设 18 年 15 亿，次高端的雅韵作为东方韵系列的最大单品，假设占东方韵收入 1/3。注 3：为方便统计，安徽次高端暂按照 200-500 价位段

### (1) 安徽：消费升级持续，古井、口子共享省内次高端增量



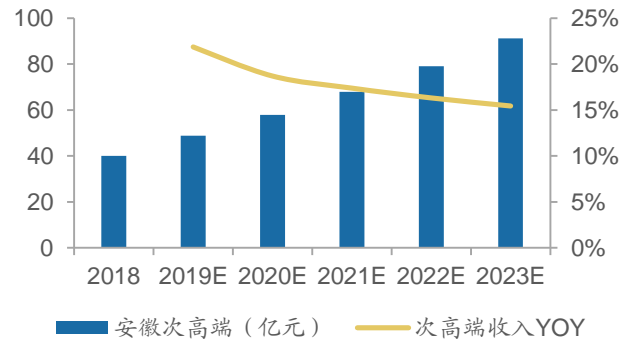
安徽为白酒传统消费大省，18年次高端规模约40亿元，占比15%，2023年次高端占比有望提升至25%，规模达90亿元，对应5年CAGR约18%。安徽为白酒传统产销大省，白酒消费量大，我们估算18年安徽白酒规模达270亿元。安徽白酒消费主要集中在中低端，根据人均GDP、人均可支配收入等数据，我们估计安徽200-500价位段占比15%左右（出于数据的可获得性，我们暂时将安徽次高端价位段定位于200-500元/瓶），假设未来5年安徽白酒总收入增速与全国相同，为6.2%，则2023年安徽白酒收入达365亿元，一般合肥消费水平领先安徽省3-5年，草根调研目前合肥主流价位段200元以上，占比20%以上，我们预计未来5年安徽省200-500价位段占比会逐渐提升至25%，对应收入91亿元，5年年均复合增速18%左右。

图 51: 预计2023年安徽次高端有望提升至25%左右



数据来源：产业信息网，广发证券发展研究中心，备注：为便于统计，安徽次高端暂时按照 200-500 价位段统计

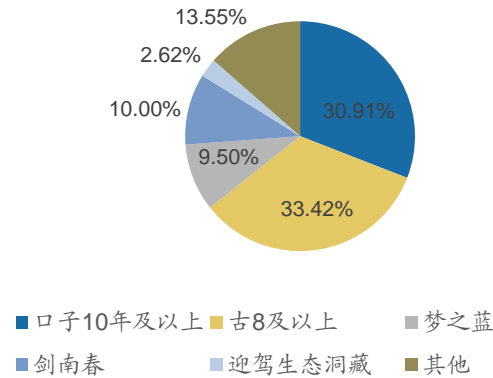
图 52: 预计2023年安徽次高端90亿，对应CAGR约18%



数据来源：产业信息网，广发证券发展研究中心

古井贡和口子窖在奠定省内双龙头地位后，在次高端市场后起直追，将最为受益安徽消费升级。徽酒市场竞争一向激烈，行业内有“西不入川，东不如皖”之说，古井贡和口子窖两家企业在经过多年竞争后脱颖而出，在近几年奠定了徽酒双龙头地位。随着次高端市场的迅速增长，两家地产龙头开始向次高端发力，以安徽次高端收入40亿计算，我们估算18年古井贡、口子窖次高端产品（200元以上）市场市占率分别达到32%（13.37亿）、31%（12.36亿），剩下的份额则被洋河梦之蓝（4亿不到、9.5%）、剑南春（4亿不到、10%）、迎驾贡的生态洞藏16（洞藏系列18年占比约15%，次高端洞藏16/20中16占比约20%，对应迎驾贡次高端收入约1.05亿，占比2.6%）瓜分。我们认为，从品牌、产品和渠道模式上来看，古井贡和口子窖在抢占安徽次高端市场增量的能力最强，将最受益安徽省内的消费升级。

图 53: 古井贡和口子窖在安徽白酒市场CR2为63%



数据来源: 公司 2018 年年报, 徽酒等酒媒, 广发证券发展研究中心, 2018 年数据

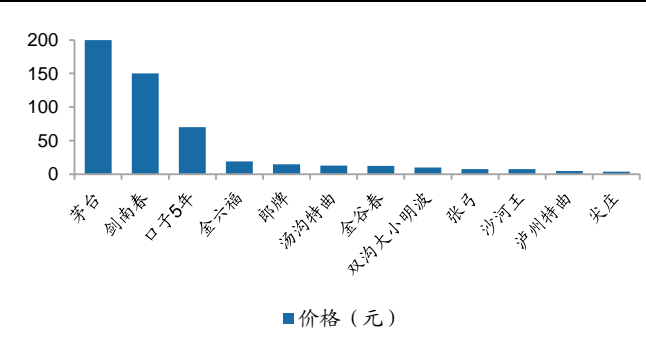
**品牌:** 古井贡为老八大名酒之一, 口子窖品牌则在次高端价位段具有先发优势。古井贡酒为老八大名酒之一, 据糖酒快讯, 古井贡在90年代和20世纪初期曾走过低档酒路线, 对公司品牌力损伤较大, 但08年开始, 公司打造出与公司品牌地位相称的年份原浆高档新品, 脱离了低端竞争的红海, 在上一轮白酒牛市中增速迅速, 品牌力逐渐得到恢复。据央视网, 公司在近几年领先省内同行冠名春晚(自16年开始)、冠名高铁(18年起), 采取高举高打的品牌战略, 影响力逐渐向周边省份扩散。口子窖在徽酒中较早布局了高档产品, 据微酒, 口子窖自99年便推出了定价70元/瓶左右的高档产品口子窖5年, 主打窖藏年份, 在当时价位普遍在40元以下的安徽较早奠定了省内高档酒的地位, 并通过差异香型、长期品质稳定及渠道长期顺价, 成为省内当时高档产品中的长跑冠军, 为后续的口窖6年在08年白酒第二轮牛市中接力, 以及10年等产品在白酒第三轮牛市中接力, 奠定了深厚的品牌历史。因此, 目前两家企业在省内的品牌地位并不输于全国性次高端品牌。

图 54: 年份原浆自2016年起持续多年冠名春晚, 领先省内同行



数据来源: 央视网, 广发证券发展研究中心

图 55: 口子窖自1999年便推出了定价70元/瓶左右的口子窖5年的

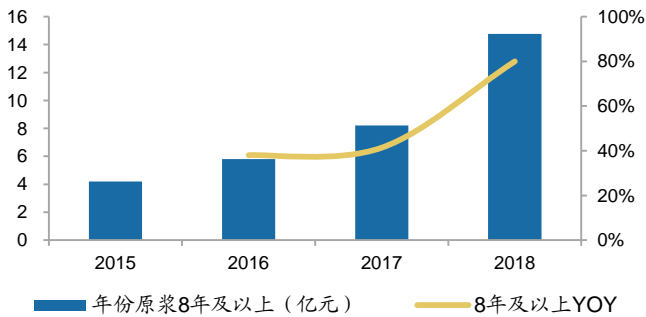


数据来源: 微酒, 广发证券发展研究中心, 1999 年数据

**产品:** 两家酒企均主打年份系列, 产品结构层次清晰, 优质基酒储备充裕。安

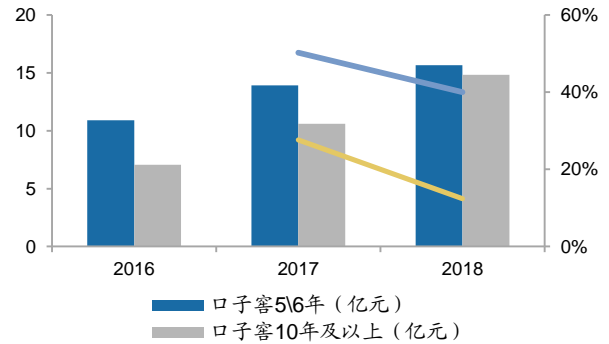
徽因消费水平仍低于全国平均，因此200元以上的产品仍在保持较快的增长，这一价位最受益的为古井贡年份原浆8年及口子窖10年。古井贡年份原浆系列（5/8/16年）早在2008年就已推出，09年推出了百元左右年份原浆献礼，原浆献礼与5年先后迎合了09-12年省内消费从50-100元向百元以上升级的趋势。15年以来安徽省内消费以省会合肥为首，快速向200元以上升级，受益古井贡主动在政商务宴请、酒席上培育古8置换古5，年份原浆8年快速放量。18年古井推出了G20产品，加码次高端价位段，古井贡具备名酒基因，优质产能充足，次高端产品得以迅速发力。口子窖较早便采取布局高档产品的策略，坚持品质为先的市场策略，稳健经营风格明显，随着产能扩张，制定了5年/6年/10年/20年的产品序列，依次放量增长，近两年同样受益于省内消费升级提速，定位200元以上次高端价位的口子10年及以上产品快速放量，据公司公告，同时口子窖在近两年开始前瞻的布局东山项目，保障了未来优质产能的供应。

图 56：古井贡年份原浆8年及以上次高端产品增速高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：年份原浆8年及以上为200元以上的产品

图 57：口子窖10年及以上次高端产品收入增速高



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心。注：口子窖10年及以上为200元以上的产品

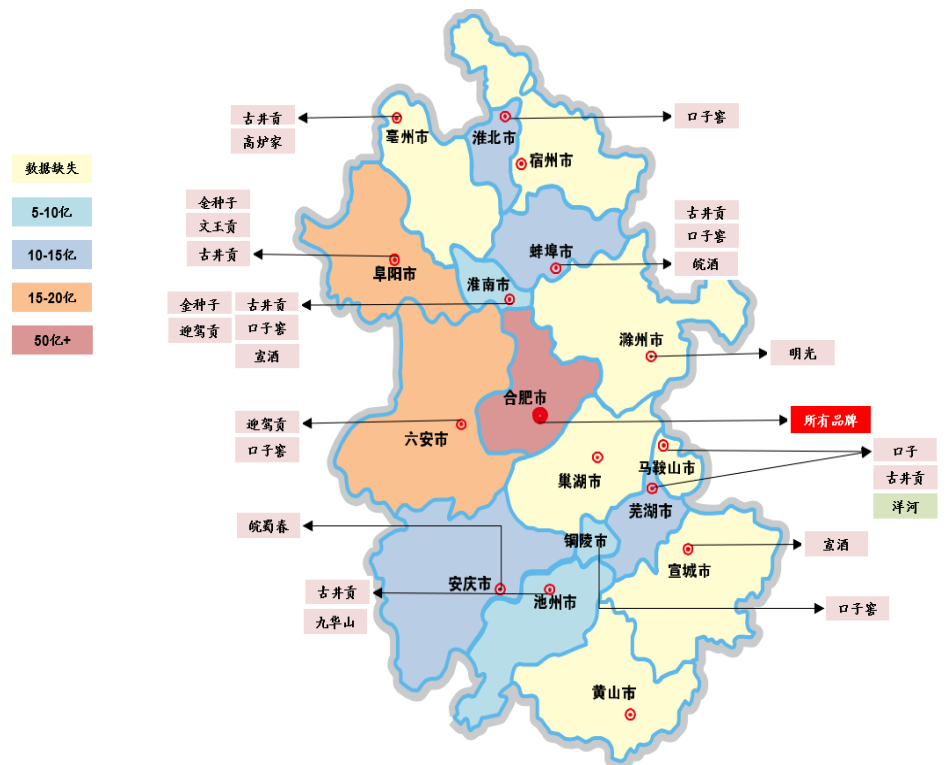
表 20：古井贡、口子窖纷纷通过产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量及出产率

技改与产能扩张	
	2010年11月29日非公开发行不超2000万股，募集12.66亿元，该项目征用425亩土地用于2万吨优质基酒技改（削减8000吨普通基酒，增加8000吨优质基酒）、勾储灌装（高档产品储存时间不少于5年，中档酒不少于3年）、营销网络和品牌建设投资。
古井贡	2014年投入1.02亿元，进行优质基酒酿造技术改造项目；投入5.86亿元，建设基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目。 截至16年，公司具备原酒产能10万吨，罐装能力30万吨；投入588万元进行自动化改造；投入8亿元建设基酒酿造搬迁改造及配套设施项目；投入500万元，建设咸宁黄鹤楼2700吨罐区工程。 2017年投入2.74亿元进行酿造自动化技改项目；另外投入400万元用于咸宁黄鹤楼2700吨罐区工程。 15年上市募集9.6亿元，其中2.76亿元用于优质酒酿造技改，2.82亿元用于优质酒陈化老熟与存储，2.9亿元用于包装产线技改。
口子窖	18年来由于淮北市施行退城进郊搬迁工程，口子窖变更部分募集资金使用用途。剩余资金合计4.4亿元用于：1) 东山分厂酿酒项目2.99亿元，年产原酒1.8万吨，其中1.54亿为原募集资金，其余为自筹资金；2) 东山分厂优质酒陈化老熟和储存项目2.93亿元，储酒量10万吨，其中1.35亿为原募集资金，其余为自筹资金；3) 东山分厂成品酒包装项目3亿元，6万吨/年成品酒的包装能力，其中1.51亿为原募集资金，其余为自筹资金。

数据来源：公司公告，微酒等酒媒，广发证券发展研究中心

**渠道：徽酒素以渠道见长，但仅古井贡酒和口子窖辐射全省，渠道进攻力更强的古井贡在未来有望切割更多增量。**在竞争激烈的安徽白酒市场中，徽酒品牌逐渐形成了区域性的竞争格局。主要徽酒企业的厂址散布在安徽省的各个地级市，在销售渠道上来看，除了古井贡酒和口子窖能辐射全省，其他白酒企业渠道布局大都在大本营周边区域以及市场较大的合肥地区。其中古井贡渠道运作方式较为强势，基本厂家主导，经销商功能被弱化；口子窖则采用厂商一体的模式，厂家仅仅负责高空投放，每个地区的独家经销商负责渠道运作和价盘控制，绑定了本地优秀经销商。由于本地厂商锁死了本地市场，导致外来酒企一直难以进入安徽。目前来看，仅有白酒行业的营销标杆洋河在安徽占据了一定的份额，但根据我们17年底发布报告《安徽中端酒形成双寡头，古井贡酒和口子窖受益》，洋河入徽占尽了天时地利人和（入徽时赶上第二轮牛市，以团购和产品差异化定位避开徽酒封锁），目前来看其他外地品牌再进入安徽难度极高。而本地酒企中，口子窖10、20年产品布局优先于古井的次高端产品，但古井凭借自身更具狼性的团队，实现了自身品牌的持续拔高与消费者对其认知的不断强化，实现了对口子窖次高端产品体量的反超。我们认为口子窖依托其厂商一体模式还是能够维持安徽次高端份额第二的位置，但长期来看古井贡渠道进攻能力远强于口子窖，预计未来古井贡份额将提升更快。

图 58：徽酒渠道切割能力强，仅有古井贡和口子窖辐射全省



数据来源：酒业家，糖酒快讯，广发证券发展研究中心。注：仅计入本地产、或当地销售破亿的企业

表 21：古井贡与口子窖渠道运作模式各有千秋，古井贡更强强势，口子窖更加稳健

公司	古井贡	口子窖
渠道模式	厂商主导	独家经销、一地一商模式

渠道模式解读	“厂家主导+ 经销商配送”，古井贡派出销售团队与经销商共同开发和维护市场，公司营销团队直接参与终端建设、开发；经销商功能弱化，或仅运营非重点的市场。	“一地一策”，公司寻找某区域代理商独家经营该区域，且根据该地市场属性采取针对性的方式解决问题。
优势	对渠道的掌控力更强，随时掌控终端推广、市场动向和费用投放。	厂商关系和谐，窜货少，且厂家、渠道利润均较为丰厚，激励充分；同时，经销商与厂家利益相互锁定，外来市场一般难以在渠道营销上与地头蛇对抗，自然也难分割口子窖份额。
弱势	费用投入较大，且销售梯队必须稳定，执行力不能弱化，团队战斗力需要持久。	渠道进一步下沉的意愿弱。

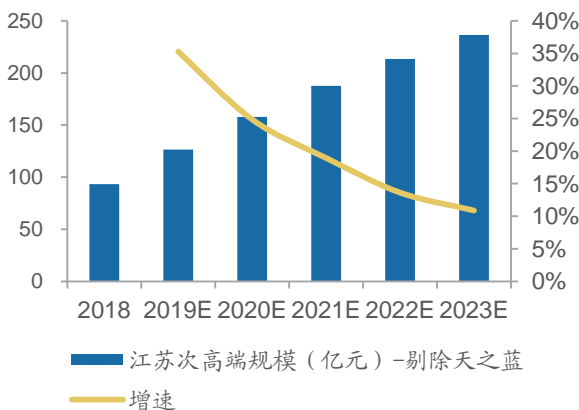
数据来源：广发证券发展研究中心

因此，按照我们前文的梳理，古井贡、口子窖在安徽品牌力足够高，产品力够强，更为重要的在于，两家龙头基本在安徽占据了全部渠道资源，目前安徽渠道结构甚至有些固化迹象，我们预计作为徽酒双龙头，两者是徽酒消费升级最受益标的。

## （2）江苏：江苏次高端升级领先全国，梦之蓝、国缘高增长持续

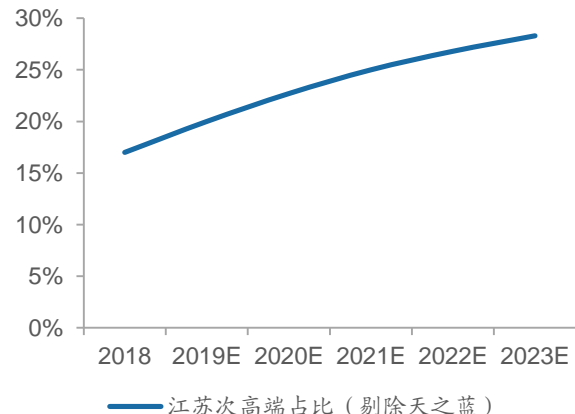
江苏消费升级领先全国，龙头积极引导，未来5年江苏次高端收入CAGR约20%。2018年江苏人均可支配收入达3.81万元，高出全国平均（2.82万元）35%，居民收入水平较高，消费升级领先全国，江苏民间白酒主流消费价位从200元左右向300元以上跃迁，苏南区域更向400元以上价位跃迁。且龙头持续主动培育，引导消费者向次高端升级。洋河复制海之蓝向天之蓝升级的模式，引导消费者从天之蓝向梦3升级，梦3向梦6升级；今世缘国缘系列持续发力，营收占比持续提升，18年国缘收入占比提高至70%。根据我们19年发布的《江苏省次高端持续扩容，两大苏酒龙头有望受益》报告，我们预计2019-2023年江苏次高端占比每年提升约2个PCT至28%，同时我们预计2023年江苏白酒收入达800亿元以上，年复合增速8-9%；2023年江苏次高端收入达240亿元，年复合增速20%左右。

图 59：未来5年江苏次高端收入CAGR为20%



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

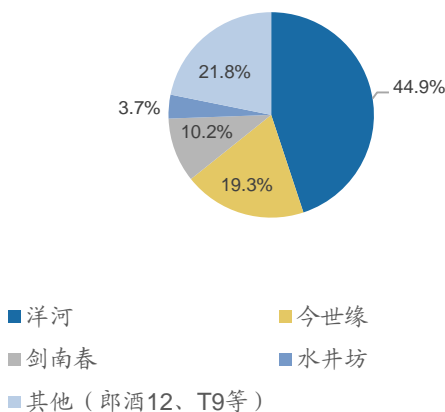
图 60：龙头持续培育，江苏次高端占比持续提升



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

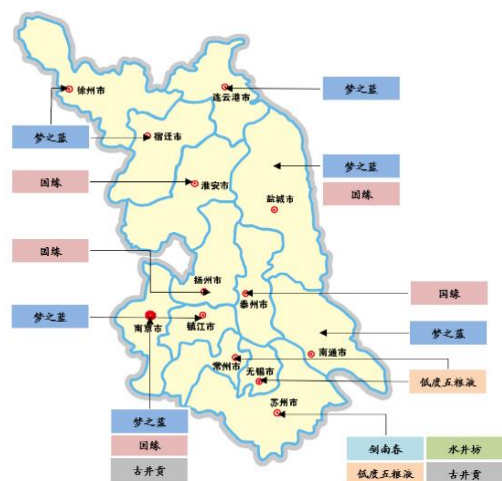
梦之蓝、国缘深耕江苏次高端，CR2达73%，垄断苏北、苏中；苏南市场相对开放，剑南春、低度五粮液相对强势。18年江苏次高端份额CR2为65%左右，其中洋河45%，国缘约20%，基本垄断省内次高端市场，仅苏南市场部分省外次高端占据一定份额。其中，据酒业家，剑南春在苏州销售额长期达8亿左右，其他江苏区域1-2亿；低度五粮液仅苏州就有5个亿；水井坊在江苏各地级市具有一定规模，达到3-4亿元，其他有舍得、郎酒等。洋河、今世缘在本地品牌力高，且苏酒渠道推力一向较强，省外品牌较难分割洋河、今世缘次高端份额。但洋河、今世缘在苏南次高端市场布局相对较弱，以苏锡常为首的苏南区域环境更好，是省外品牌主要布局区域。苏南白酒消费具备以下几个特点：1) 高端酒茅台、五粮液消费量大，因此高端酒下延的低度系列具备较好市场，如低度五粮液在苏南较为强势；2) 消费升级相对更快，如剑南春长期统治苏州次高端市场，但苏州市区500-600元的低度五粮液已开始起量；3) 苏锡常消费者选择较多，因此渠道进攻性较强的企业，如古井贡用徽酒擅长的买断门头等渠道打法，加紧苏南布局，也能切割一定份额。

图 61: 江苏次高端梦之蓝市占率51%，国缘22%，CR2达73%



数据来源：酒业家等酒媒，广发证券发展研究中心，2018年

图 62: 洋河、今世缘垄断苏北、苏中次高端；苏南较为开放，低度五粮液、剑南春相对强势



数据来源：酒业家，广发证券发展研究中心

**品牌：洋河品牌力强于今世缘，今世缘品牌突出喜庆红色调与洋河错位竞争。**洋河作为八大名酒之一，品牌高度高于今世缘，今世缘则采取错位竞争的方式。据今世缘官网，今世缘为江苏“三沟一河”的高沟，1997年底今世缘酒业成立，其品牌定位“中华婚宴首选品牌”，着力打造喜宴定位，品牌基调为红色的暖色调，与洋河错位竞争。今世缘选取红色，在此基础上升华出“缘”文化，定位接待和喜庆活动；而洋河则为蓝色，在此基础上升华出“雅”文化，定位高雅的品牌诉求。品牌诉求的差异化定位使得公司与洋河蓝色经典各有忠实的消费群体，能够错位竞争。

图 63: 今世缘突出“缘”文化和喜庆的红色调



数据来源: 今世缘官网, 广发证券发展研究中心

图 64: 洋河蓝色经典突出“雅”文化和蓝色的冷色调



数据来源: 洋河官网, 广发证券发展研究中心

**产品:** 今世缘定价略低于洋河保证性价比, 两家均通过技改保障未来优质酒供应。今世缘因品牌力弱于洋河, 因此在产品定价上也避免针锋相对, 以京东商城上两家次高端为例(线下实际成交价一般低于线上), M6 (40.8度/500ML) 708元, 国缘四开 (42度/500ML) 558元; 而M3 (40.8度/500ML) 509元, 国缘对开 (42度/500ML) 338元, 公司国缘系列两大主力产品四开与对开与梦之蓝的M6和M3定价错位。两家公司均通过产能扩张、技改等方式提升优质酒储备。1) 据今世缘公告, 今世缘技改将在成品酒3.4万吨不变的基础上, 增加一级白酒1000吨、二级白酒1400吨, 目前技改尚未全部完成。2) 洋河自09年公司公告披露以来, 名优酒酿造技改与陈化老熟技改合计投资约84.9亿元, 至18年已具备20万吨原酒规划产能(目前16万吨)、100万吨储酒能力(目前储量70万吨), 16万吨原酒中60%可达优++水平, 足够供给梦之蓝手工班的基酒有8%、梦9有5%。较早进行布局产能, 充分保障了公司产品结构的持续升级。

表 22: 今世缘主要产品与竞争对手洋河错位竞争

今世缘	洋河
典藏 10 年 (148 元)	海之蓝 42 度 (133 元)、海之蓝 46 度 (155 元)、海之蓝 52 度 (159 元)
典藏 15 年 (238 元)	天之蓝 40.8 度 (339 元)、天之蓝 42 度 (339 元)、天之蓝 46 度 (373 元)、天之蓝 52 度 (435 元)、
国缘淡雅 (158 元)、国缘单开 (199 元)	梦 3-40.8 度 (509 元)、梦 3-45 度 (509 元)、梦 3-52 度 (574 元)
国缘对开 (338 元)、国缘 K3 (460 元)	梦 6-40.8 度 (708 元)、梦 6-45 度 (709 元)、梦 6-52 度 (769 元)
国缘四开 (558 元)、国缘 K5 (588 元)	梦 9-45 度 (1699 元)、
国缘 V3 (899 元)、国缘 V6 (1480 元)	梦之蓝手工班 (1788 元)
国缘 V9 (3888 元)	

数据来源: 京东商城, 广发证券发展研究中心。注: 折算成 500ml

表 23: 洋河、今世缘通过大规模的产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量及出产率

	技改与产能扩张
洋河	<p>按公司年报披露情况（14年后不再披露），公司自09年上市后持续不断进行：1）名优酒陈化老熟和包装技改3.95亿元，12年底完成；2）名优酒酿造技改工程一期、二期、三期及3万吨名优酒技改四个项目合计44.04亿元，一期12年完成，其他14年底基本全部完成；3）来安基地25.4万吨陈化老熟项目，12年开工，14年底完成68.18%，累计投资3.79亿元；4）来安名优酒酿造技改及配套工程，配合来安陈化老熟项目，12年开工，14年底完成28.74%，累计投资9亿元。</p> <p>据年报披露数据，11年以来洋河白酒年产能长期维持在20.18-23.63万吨；据搜狐新闻，18年洋河已具备16万吨原酒产能、70万吨储酒能力，7万多条发酵窖池，为世界之最。</p>
今世缘	<p>上市招股后募投资金用于产能技改，原酒1.5万吨、成品酒3.4万吨不变，一级白酒提升1000吨至2440吨，二级白酒由2755吨提升至4155吨，普通白酒由2.98万吨下降至2.74万吨。</p>

数据来源：公司公告，微酒等酒媒，广发证券发展研究中心

**渠道：**洋河省内渠道仍有下沉的空间，但同时也需要加大对团购渠道的发力。尽管洋河深度分销的能力领先行业，但江苏省内仍然存在部分洋河销售梯队触角延伸不到的地方，如苏南对苏酒品牌忠诚度不如苏中、苏北，洋河仍有空白市场可以发力，且洋河在苏北今世缘本埠淮安的部署也较为薄弱，16年洋河指出其江苏市场仍有十几个县尚未过亿，未来要做到江苏所有区县过亿。同时，深度分销的模式实际上并不适合所有价位段的白酒产品，对于次高端及以上，白酒的社交品的属性在增加，快消品的属性在降低，对于核心意见领袖、大客户的维护会更加的重要，团购渠道的重要性也在增加。我们认为在13-15年调整期，洋河可能判断未来行业会主要以中低端的大众消费为主流，因此放松了对于团购渠道的维护、政商务意见领袖的培育，导致目前竞品在团购渠道起势迅速。公司目前也已经意识到这个问题，也开始加大了对于团购渠道的重视，对省内组织架构也做了相应的调整，但调整见效尚需时日。

**今世缘渠道利润率高、推力足；学习洋河“1+1”深度协销，宴请等非团购渠道进一步精细化空间仍大。**据我们19年发布的《江苏省次高端持续扩容，两大苏酒龙头有望受益》报告，国缘发力较晚，渠道利差暂不透明，利润率略高于洋河。今世缘渠道利润率高主要系返利高，终端利润率同样高于洋河。今世缘价格具备错位优势，且公司对渠道不压货，渠道加库存红利也没有结束，带来国缘系列渠道推力足。公司在渠道模式上学习了洋河的深度协销厂商“1+1”模式，由厂商进行主导，专人匹配经销商，实行深度协销；同时针对不同产品、渠道制定不同策略。国缘方面通过开设加盟店开发团购、经销商两大渠道，今世缘方面通过“中国喜酒”定位切入喜宴市场，聚焦餐饮、分销流通渠道。公司不断对核心政商务意见领袖进行圈层营销，良好的消费氛围已扩散，但仍停留在团购渠道，未来在婚宴等其他消费场景的渠道拓宽上，仍有进一步精细化的空间。据今世缘2019年发展大会，公司将持续深化厂家主导下的“1+1”深度协销模式，实现全省城乡区域和不同价格带、消费人群的“精耕”。

表 24: 今世缘渠道对比洋河仍有进一步精细化的空间

	洋河	今世缘
重点市场	大本营宿迁、苏中、苏南	大本营淮安、南京、盐城
经销商数量	17年底经销商8000家以上，省内下沉至县级，每个县配至少一个经销商，并下辖乡镇级30-50个经销商。	截止18年底，省内经销商共315家，其中南京、淮安、盐城等重点市场分别有75、45、39家



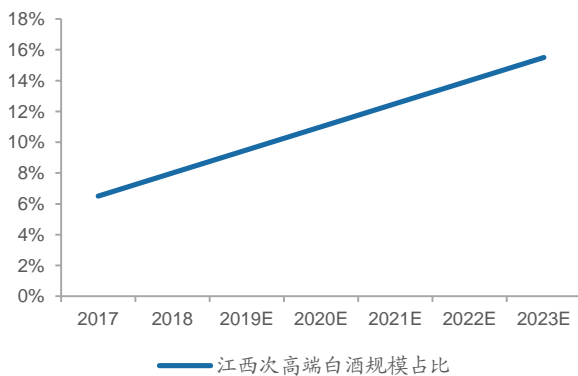
洋河先后开创了“1+1”营销模式、后终端“4x3”营销、522 极致工程等深度分销营销策略，为白酒行业深度营销标杆。深度协销“1+1”模式并结合渠道综合推广。国缘以加盟店、团购经销商为主；今世缘通过餐饮、分销流通切入喜宴细分市场。

数据来源：公司公告，酒业家，广发证券发展研究中心

### （3）江西：四特酒本省品牌力高，次高端市场一家独大

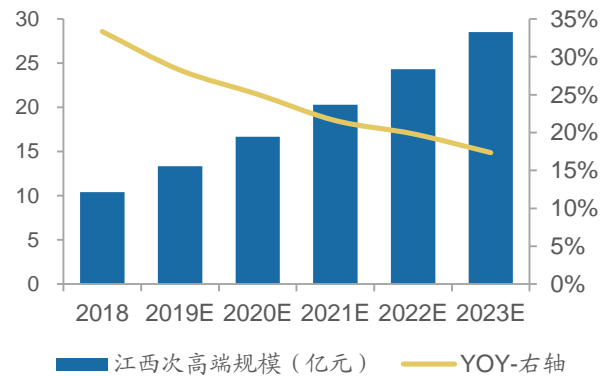
**江西18年次高端收入约10亿元，占比8%，未来5年次高端收入CAGR约21%。**江西白酒规模约130亿元，其白酒消费呈典型的“哑铃型”，整体消费水平不高，基本聚集在100元以内的低端酒价格带，大众酒规模达30亿元。据佳酿网数据，受益于近年来商务宴请的频次增加，江西白酒消费核心价位上移至160-300元。我们假设江西次高端占比与全国次高端占比基本一致，达8%，对应次高端规模约10亿元。我们预计未来5年江西白酒市场规模复合增速略快于全国，为7.2%；同时，由于江西经济较为落后，预计次高端占比每年仅提升1.5个PCT，2023年将提升至15.5%，对应次高端规模达29亿元，2019年-2023年复合增速为22.4%。

图 65：预计2023年江西次高端占比有望提升至15.5%



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

图 66：预计2023年江西次高端29亿元，对应CAGR 22%



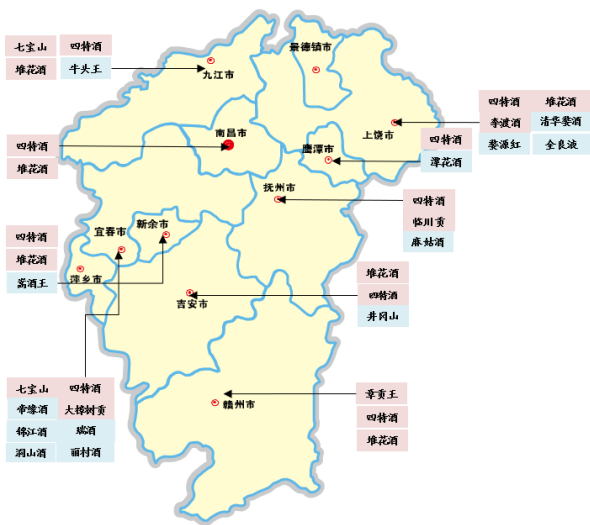
数据来源：佳酿网等酒媒，广发证券发展研究中心

**江西白酒市场封闭，四特东方韵雅韵占比江西次高端市场50%。**江西白酒市场较为封闭，地产酒收入占比达70%，其中四特一家占比江西白酒整体规模50%；且江西绝大部分白酒消费聚集在中低端市场，仅四特酒大量砍掉低端产品并主推东方韵，通过年份酒（高端）、东方韵（中端、次高端）、星级（低端）、锦瓷（低端）等4个系列实现各价格带布局。此外，四特酒因在江西宴请中的地位极高，占据南昌核心市场并辐射全省，其他品牌基本据守在部分城市。自南向北分别有章贡王据守赣州；堆花占据吉安（堆花在低端酒市场也具备全江西布局能力）；临川贡占据抚州；七宝山以宜春为中心在赣西北起量；全良液、婺源红、李渡占据上饶，其中李渡1955终端价770元/瓶，保持最贵光瓶酒地位，规模达3亿元，引领全国高线光瓶酒。而外来品牌仅10个品牌过亿，其中茅五泸垄断江西高端酒市场，四特十五年仅个别渠道有表现；剑南春布局次高端；洋河蓝色经典布局中端；白云边、

迎驾贡依托地缘优势布局江西低端酒市场，此外还有小糊涂仙等。因此，江西白酒价位越高地产品牌布局越少，而次高端价格带本省参与者仅四特一家，但四特本省品牌力较强。

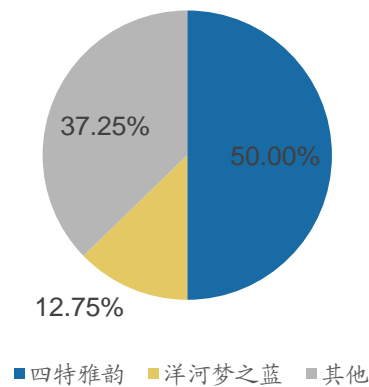
四特东方韵3年目标收入为30亿元，以3年翻倍的指引惯例计算，18年四特东方韵收入达15亿元，其中雅韵作为东方韵系列最大单品，定位次高端，预计可达东方韵整体收入的1/3左右，即5亿元，对应江西次高端10亿元市场50%的份额。此外，洋河在江西规模达8.5亿元，以洋河省外约15%为次高端计算，梦之蓝江西规模达1.28亿元，份额达13%。

图 67: 江西地产酒垄断本土市场，但仅四特及堆花（低端）能够辐射全省



数据来源：酒业家等酒媒，广发证券发展研究中心  
注：酒红色为本地强势品牌

图 68: 四特东方韵雅韵占比江西次高端50%左右，CR2达70%以上



数据来源：酒业家等酒媒，广发证券发展研究中心，2018年数据，注：洋河梦之蓝未计入梦9

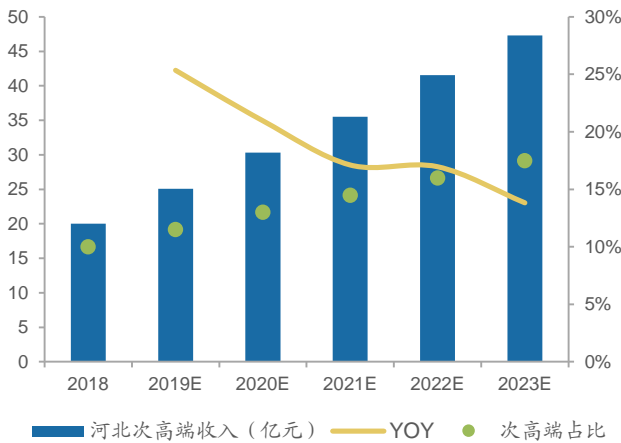
#### (4) 河北：重新定位老白干香型，“河北王”实现省内整合

河北18年次高端收入约20亿元，占比10%，未来5年次高端收入CAGR约19%。河北省是人口大省，据酒业家以及我们估算，河北省白酒市场容量在200亿元左右，白酒消费上仅次于河南、山东、江苏、安徽等几个白酒消费大省，但河北省白酒消费主要集中在中低端酒，主流价位段在100-300元。根据佳酿网数据，13年河北次高端占比约10%，我们认为经过三年次高端高速扩容，河北次高端占比有望回升至10%左右，对应18年次高端规模20亿元。鉴于河北省人均可支配收入仍然较低，省内富裕人群向北京流出，预计消费升级拐点慢于全国，我们认为未来河北次高端仍然可以维持稳健增长，次高端占比每年平均提升约1.5个PCT，预计2023年河北白酒收入270亿元左右，2019-2023年复合增速约6.2%；次高端收入47.28亿元，2019-2023年复合增速约18.78%。

河北地产白酒“小区域，高占有”，老白干收购板城后冀南、冀北联合，“河

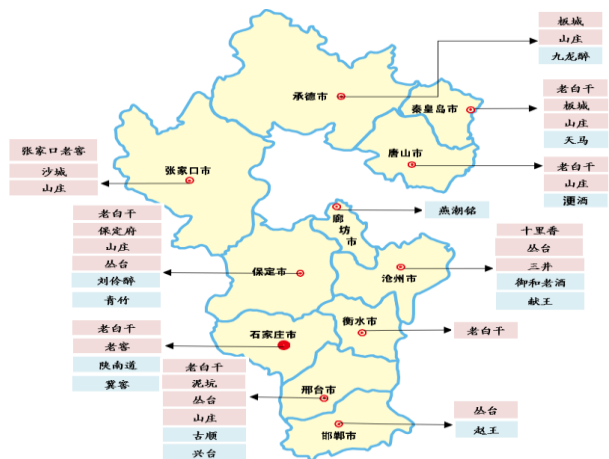
**北王”地位有望确立。**据酒业家等，河北地产酒可以分为“1+2+3+n”四大阵营：1) 第一阵营为衡水老白干，18年省内24.62亿，重点市场为冀南的衡水、石家庄、唐山、保定；2) 第二阵营规模均在10亿以下，且割据各自城市，如山庄规模4亿割据冀北，丛台6-7亿割据邯郸，十里香6-7亿割据沧州；3) 第三阵营为占据邢台的泥坑、保定的保定府，规模约2亿元。据云酒头条，河北石家庄、唐山、邯郸、保定4个地级市收入占全省消费60%，而老白干仅在邯郸暂无优势，我们认为一个省最多出现1-2个绝对龙头，老白干虽然省内份额占比仍不足15%，但已占据省内消费大头的四个地级市中的三个，已成为河北领军酒企，且收购丰联酒业后拿下占据冀北的承德名酒板城烧锅，已形成冀南、冀北合纵格局，未来“河北王”地位有望正式确立。

图 69: 2023年河北次高端占比有望提升至17.5%左右，对应规模47元，2019-2023年CAGR为19%



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

图 70: 河北地产酒诸侯割据，老白干在冀南形成区域性布局，板城、山庄在冀北形成区域性布局

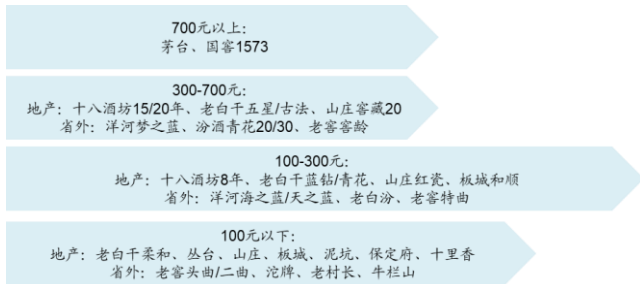


数据来源：佳酿网等酒媒，广发证券发展研究中心。

注：酒红色底为该市主要酒企

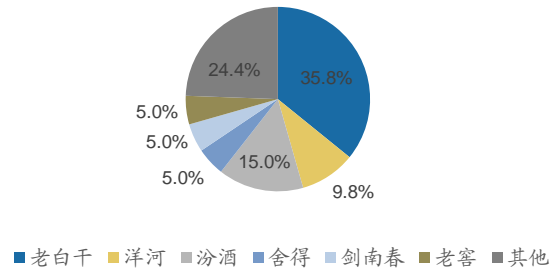
**河北次高端市场老白干市占率36%，省内位居第一。**河北位于华北平原北部，是多省通衢地带，晋、鲁等周边省份酒企均有布局，另外还有非相邻省份的黔、川、徽、苏酒。价格带上，地产酒主做中低端，且低端酒还有大量全国性光瓶酒布局，如老村长、牛栏山等，中端酒主要为洋河、老窖，但主要收割冀中市场；高端酒茅台、老窖强势，老窖在邢台基本垄断；次高端中，我们统计的河北次高端18年总收入20亿元，根据酒业家数据，老白干旗下次高端产品有“十八酒坊15年”、“十八酒坊20年”、“老白千古法20年”、“老白干五星39”，占比总收入约20%，7.17亿元，占比河北次高端35.8%。其他次高端酒企还包括青花20（3亿）与梦之蓝（洋河次高端收入在河南占比达12%、山东17%，洋河河北收入达13亿，以15%计，梦之蓝河北收入以1.95亿计），另外据酒业家数据，舍得、剑南春、老窖次高端产品在河北也同样过亿。

图 71：除老白干/山庄/板城外,地产酒主要布局中低端



数据来源：酒业家，京东，广发证券发展研究中心

图 72：河北次高端老白干份额36%

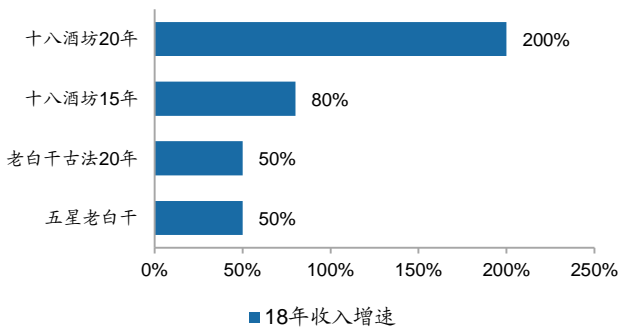


数据来源：酒业家，广发证券发展研究中心

**品牌：“老白干，好喝不上头”重新定位老白干香型，完成品牌即品类的提升。**衡水老白干酒属清香型大类，老白干细分香型，有悠久的酿造历史，兴于汉，盛于唐，正式定名于明代，并以“醇香清雅、甘冽丰柔”著称于世。1915年衡水老白干与山西汾酒、河南宝丰三个白酒品牌获得巴拿马金奖。2004年公司“衡水牌”老白干酒获中国驰名商标荣誉称号，同年以衡水老白干酒为代表的“老白干香型”被批准认定，成为中国白酒的第十一大香型，老白干品牌深入人心。老白干重新打出“喝老白干，不上头”的广告标语，代替原有的“衡水老白干，喝出男人味”，其目的主要在于脱离衡水地产局限，为成为河北省龙头造势；并定位好酒品质，带动老白干香型回归，促使自身品牌成为老白干香型的代名词，完成品牌即品类的提升。

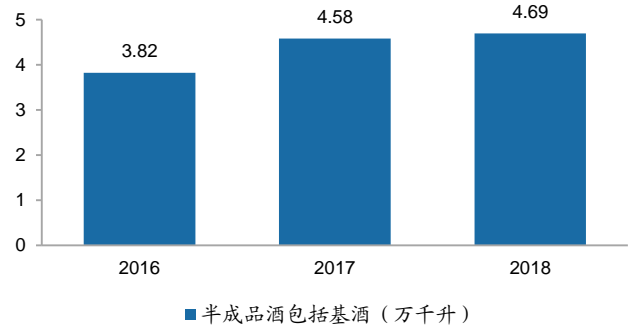
**产品：“老白干”、“十八酒坊”双品牌运作，次高端产品持续高增长。**老白干主打品牌为“老白干”与“十八酒坊”双品牌，“十八酒坊”03年推出后定位中高端，实现对“老白干”的价格区隔，18年十八酒坊营收占比近40%。“十八酒坊”以15年、20年为主，定价分别为300元以上、700元以上，显著受益消费升级，据云酒头条数据，18年十八酒坊15年同增80%，20年同增200%。公司另一主要品牌为“老白干”，公司老白干系列跨价格带布局，实现内部结构升级，产品包含大量中低端的老白干柔和系列产品、次高端的老白干年份系列（古法20年为主）与五星老白干、及1688元的高端酒老白干1915，18年老白干品牌收入占比约50%。“老白干”跨价格带的布局也同样受益于河北省消费升级，据云酒头条，18年次高端的五星老白干（京东定价399元）、古法20年（400元以上）同比增长近50%。同时，老白干香型属大清香型范畴，需要足够的老酒勾调来保证未来高端产品的放量，据公司2018年年报，公司半成品酒（包括基酒）储备持续上升，18年达4.69万千升（不计入丰联酒业旗下存货），占比当期销量73%，充足的老酒储备保证了未来十八酒坊系列与高端老白干的供应。

图 73: 老白干次高端收入增速较高



数据来源: 云酒头条, 广发证券发展研究中心

图 74: 老白干半成品酒储备持续上升

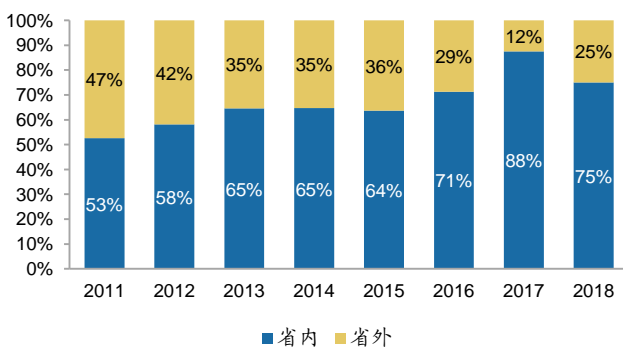


数据来源: 公司 2016-2018 年年报, 广发证券发展研究中心

**渠道: 借鉴洋河、古井先做强省内, 联营体模式深耕省内。**老白干优先聚焦省内, 省内收入占比持续提升, 渠道已铺遍省内, 17年省内收入占比提升至88%, 18年省内收入占比下降主要系丰联酒业旗下仅板城烧锅为河北品牌, 其他如文王贡等均为省外品牌。公司在石家庄等核心市场采取渠道联营体模式, 以厂商与名烟酒店签约进行联营, 一店一策限区销售, 非重点烟酒店由经销商覆盖, 实现扁平精细化管理; 次高端产品通过会销、团购、品鉴等形式, 70%为团购政务消费。公司在省内增强品牌、消费者间互动, 有望打破收入仅受限于石家庄、衡水等区域的现状。

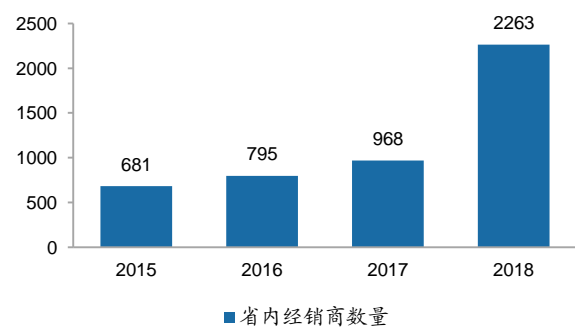
**收购板城引入盟军, 强化冀北空白区域填补。**公司对板城的并购一定程度上打破了河北地产酒各自为政的僵局, 实现了冀南、冀北双线布局, 使老白干具备了利用板城的销售渠道在冀北的承德、张家口、秦皇岛等地区快速布局, 实现省内渠道互补的目的。公司可以通过板城的渠道在冀北导入“十八酒坊”15年、20年及“老白干”的古法20、五星四个次高端产品, 板城自身也有次高端核心产品板城龙印。18年公司省内经销商数量2263家, 相较于15年增加1582家。参照徽酒发展历程, 我们认为老白干持续打通核心城市、意见领袖, 有望崛起成为河北实际龙头。

图 75: 聚焦省内, 老白干省内收入占比持续提升



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心。注: 将历年报表中河北、华北、省内均统一为省内口径

图 76: 18年省内经销商2263家



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 2. 陕湘等半开放市场地产龙头因渠道营销能力稍弱，仅能在当地次高端市场保持一定份额

半开放市场如陕湘，地产龙头因渠道营销能力稍弱，仅能在当地次高端市场保持一定份额。主流白酒消费省份中，湖南陕西两省虽然具有能够布局次高端领域的地产龙头，但其渠道营销能力稍弱于苏皖等地产龙头。其中陕西市场地产龙头西凤酒目前仍旧采用较为传统的依赖经销商贴牌的方式销售，据酒业家，西凤酒的销售额70%以上由总经销品牌或者包销品牌贡献；湖南地区地产龙头酒鬼酒在渠道模式上仍旧以传统经销商模式，甚至部分产品采用大商包销的模式。新疆、甘肃和青海等市场地产品牌一方面因地缘优势，另外一方面其酒水市场较小，外来名酒也很少重视，地产品牌也能够守住市场。对于该类市场，尽管其渠道营销能力稍弱于苏皖地产龙头，但凭借品牌底蕴、产品特色和地缘优势未来也能在当地次高端市场维持一定的市场份额。

表 25: 按照品牌力、基酒储备来看陕湘等地产龙头具有布局次高端的基础，但渠道营销能力稍弱

省份	白酒体量 (亿)	次高端体量及占比	人均收入 (元)	地产龙头	地产龙头次高端体量及市占率	说明
湖南	260	26 亿/10%	25241	酒鬼酒	4 亿左右/15%	地产酒次高端占比不低。酒鬼本地消费基础较好，红坛 15 年 09 年推出，后演变出红坛柔和，推出已近十载，使酒鬼酒在本省次高端具备一定份额；湘窖被华泽集团收购后崛起成为省内白酒龙头，预计次高端份额不小
				湘窖	3 亿/11%	
陕西	150	7.5 亿/5%	22528	西凤	1 亿/14%	地产酒次高端占比不低。西凤酒在省内拥有较高份额，次高端以红西凤、旗帜西凤为主，收入达 1 亿以上。
北京	180	27 亿/15%	62361	牛栏山	3.6 亿/13%	外来品牌为主，但本土牛栏山黄龙规模也较大。北京作为首都，汾酒、洋河等全国性名酒集中布局，且地产酒以二锅头为主，次高端布局能力弱，因此外埠品牌份额极高。但北京当地定位次高端的牛栏山黄龙在本地认可度较高。
甘肃	70	3.5 亿/5%	17488	金徽酒	1.6 亿左右/45%左右	地产酒主导。市场规模较小，全国性名酒也极少重视，本土品牌能够维持较高份额。
新疆	70	3.75 亿/5%	21500	伊力特	伊力特 2.3 亿左右/60%左右	
宁夏	35-40	2 亿/5%	22400			
青海	40	2 亿/5%	20757	青青稞酒	青青稞 1.9 亿左右/90%左右	

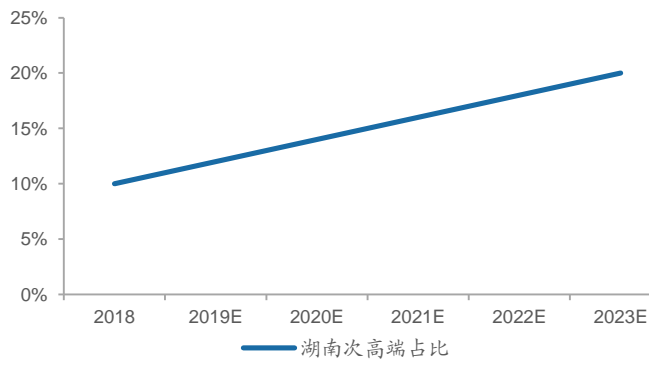
数据来源：微酒等酒媒，统计局，Wind，广发证券发展研究中心

注：各省份次高端体量一般根据人均收入、已知消费结构、微酒等酒媒数据估算；有次高端收入的，若有省内收入占比，则作相应调整；仅披露 100 元以上酒收入的取 100 元以上收入的 1/4 为次高端收入，若有省内收入占比，则作相应调整；仅披露集团收入的因半开放市场地产酒较强，取 10%为次高端收入，若有省内收入占比，则作相应调整。

(1) 湖南：湖南次高端白酒市场较为开放，川酒强势占据一半以上份额

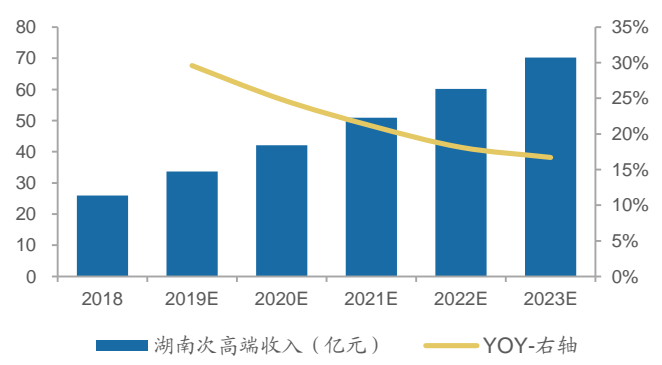
**湖南18年次高端收入约26亿元，占比10%，未来5年次高端收入CAGR约22%。**根据我们估算，湖南白酒规模约260亿元，白酒消费量大，人均白酒消费量11.27公斤，约全国人均1.2倍。湖南白酒消费习惯与安徽类似，政商消费更多，因此近年来消费升级带动下，湖南次高端占比较高，预计占比约10%。我们以次高端占比为10%计算，对应湖南次高端出厂规模达26亿元，假设未来5年湖南白酒总收入增速与全国相同，为6.2%，则2023年湖南白酒收入351.24亿元，同时湖南白酒消费习惯与安徽更相近，我们认为2023年湖南次高端占比也有望与安徽一样提升至20%，对应次高端收入70.25亿，5年年均复合增速22%。

图 77：预计2023年湖南次高端占比有望提升至20%



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

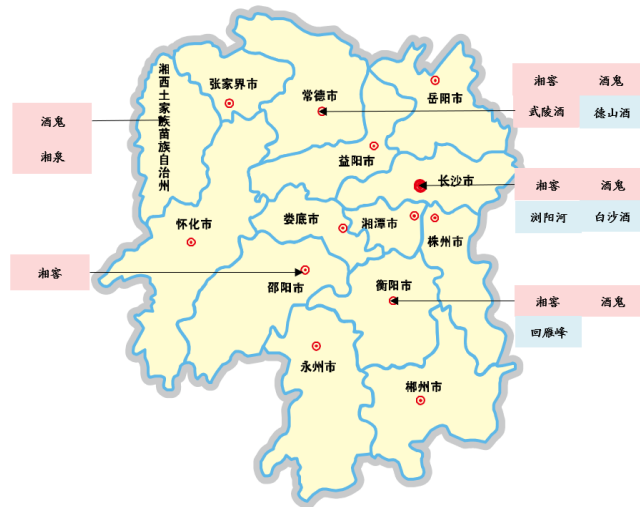
图 78：预计2023年湖南次高端70.25亿元，对应CAGR 22%



数据来源：佳酿网等酒媒，广发证券发展研究中心

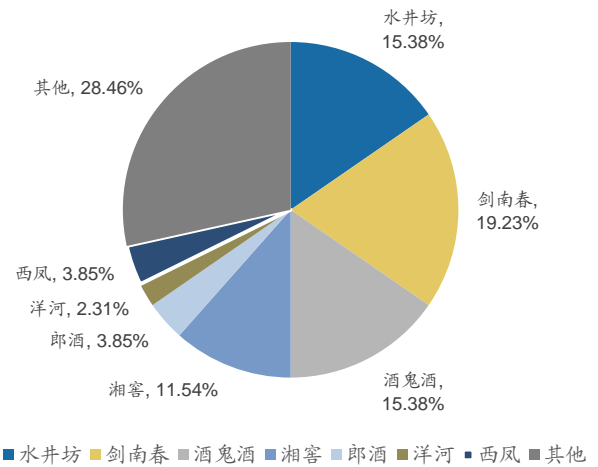
**湖南白酒竞争格局较为开放，川酒引领，地产酒跟随，CR2达34.62%。**湖南地产酒实力偏弱，据微酒，最大的湘窖酒业18年收入约30亿元，其他酒企均未过10亿，酒鬼酒18年湖南省收入4亿元。湖南位于渝、黔、鄂、赣四省交界，周边省份形成对湘酒的合围，白酒市场较为开放，对外地酒包容性高，各个价位均有外来品牌布局。如茅五泸垄断高端价位；川酒占据次高端一半以上份额，本土品牌以本土的酒鬼为主、湘窖为辅；中低端酒布局者中，有来自江西的四特，有湖北的白云边、稻花香，有江苏洋河，有皖酒古井贡等，省内品牌湘窖份额大，武陵酒等仅在各自市场具备一定规模。据酒业家等数据，湖南次高端市场剑南春、水井坊份额最大，CR2达34.62%，剑南春收入达5亿，占比19.23%；水井坊4亿，占比15.38%。川酒中郎酒同样占据一定份额，收入达1亿元，占比达3.85%，川酒合计占据次高端份额达38.46%。此外省外品牌中西凤次高端收入约1亿元，占比3.85%；洋河整体收入达4亿元，以河南、山东13%-17%的占比类推，选取15%对应梦之蓝收入约0.6亿元，占比湖南次高端份额达2.31%。省内品牌中，酒鬼酒收入约4亿元，湘窖3亿（假设半开放市场地产酒总收入中10%为次高端收入），占比分别为15.38%、11.54%，地产酒次高端收入占比达26.92%。

图 79: 湖南市场较开放, 省内酒鬼、湘窖相对强势



数据来源: 酒业家等酒媒, 广发证券发展研究中心  
注: 酒红色为本地强势品牌

图 80: 湖南次高端川酒引领, 地产酒跟随, CR2 达34.62%



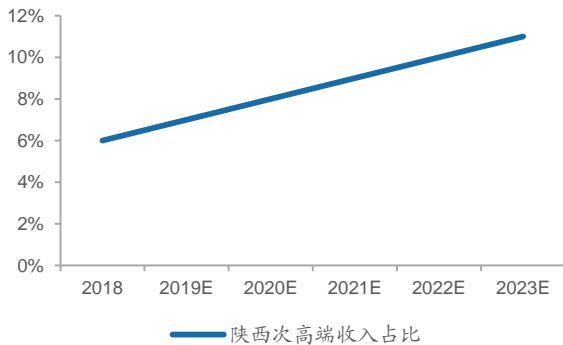
数据来源: 酒业家, 广发证券发展研究中心, 2018 年数据

## (2) 陕西: 陕酒次高端 CR2 达 63%, 地产酒次高端布局匮乏仅西凤一枝独秀占比 14%

陕西18年次高端收入7.5亿元, 占比5%, 未来5年次高端收入CAGR约22%。我们估算陕西白酒规模约150亿元, 为西北五省中最大, 其中新疆70亿元、甘肃70亿元、青海40亿元、宁夏35-40亿元, 陕西为西北白酒最繁荣省份, 且老四大名酒的西凤酒也产于陕西。当地盛行凤香型白酒, 口感介于浓香、清香之间。陕西地产酒主要在100-300元形成集群, 但整体向上布局少, 次高端较少导致中端酒与高端酒之间断层。据酒业家数据, 陕西300元以上价位产品收入占比在15%-20%之间, 由于全国高端酒份额近20%, 是次高端7.5%左右份额的近3倍, 我们认为陕西次高端占比不会超过10%, 由于陕西人均可支配收入较低, 我们假设陕西次高端占比5%, 对应次高端规模约7.5亿元。我们预计2023年陕西白酒规模将达203亿元, 对应2019-2023年CAGR为6.2%; 同时, 由于陕西经济较为落后, 消费升级滞后, 预计次高端占比每年仅提升1个PCT, 2023年将提升至10%, 对应次高端规模达20.26亿元, 2019-2023年复合增速为21.99%。

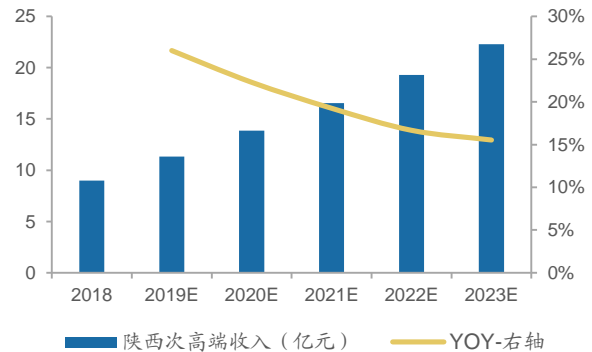


图 81：预计2023年陕西次高端占比有望提升至10%



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

图 82：预计2023年陕西次高端20.26亿元，对应CAGR 22%

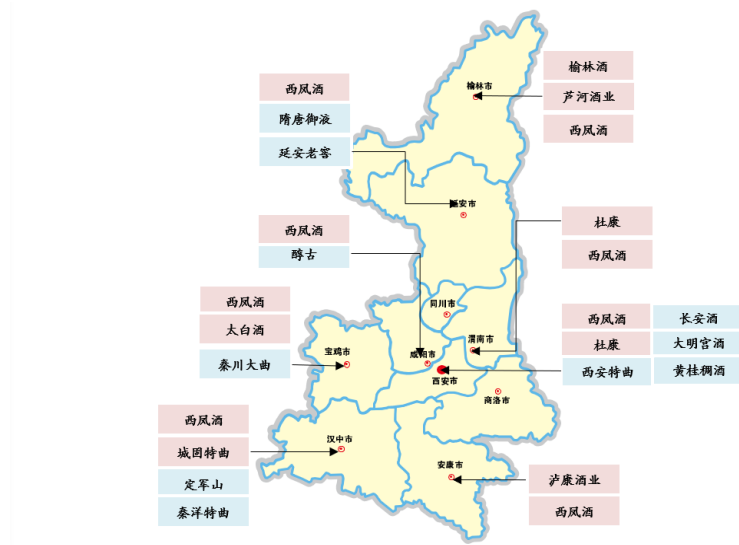


数据来源：佳酿网等酒媒，广发证券发展研究中心

陕西地产酒呈一超多弱格局，且主要布局100-300元价格带，面对省外品牌处于守势。陕西拥有酒类生产许可证的厂家达70多个，品牌数量数百个，且重包装轻质量。陕酒仅西凤具备全省号召力，18年销售额50.14亿元，其他白酒规模极小，且许多品牌陕西本地人也没有认知。据酒业家数据，陕西第二大酒企为渭南市白水县的杜康酒，规模7-8亿元，与西凤酒差距大；第三为安康市泸康酒业（泸州老窖于上世纪60年代援建），规模2亿元左右；第四为汉中城固酒业，规模1.8亿元左右；第五为榆林市芦河酒业，仅6千万元，可见陕西白酒企业仅西凤上量，其余企业均较弱。陕西地产酒较弱主要系：1）政策帮扶少，地方政府无酒业振兴政策；2）无产区概念，无产业集群能力；3）内耗严重，在100-300元开发产品数量庞大，形成密集踩踏，仅西凤三大单品规模较大（华山论剑8亿元、国花瓷5亿元、玖藏1.7亿元）。

此外，省外品牌加剧陕西白酒市场竞争，其中茅台、牛栏山在规模超4亿元；五粮液、老窖、洋河、郎酒、习酒均破亿；青青稞酒将营销中心迁至西安，战略单品小黑青稞加入陕西低端酒玻汾、西凤375、牛二三强争霸。我们以光瓶酒看省外品牌对陕酒的冲击，牛二规模达4亿元，而西凤375同样为4亿元，可见地产品牌即使是西凤旗下大单品，面对省外品牌也有压力，陕酒整体面对省外品牌处于守势。

图 83: 陕西地产酒一超多弱, 仅西凤本省品牌力高, 多数品牌本土知名度小

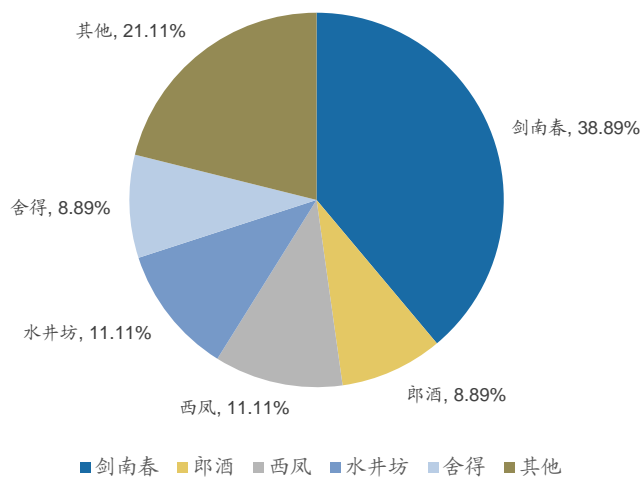


数据来源: 酒业家等酒媒, 广发证券发展研究中心

注: 酒红色为本地强势品牌

地产酒次高端布局薄弱, 仅西凤依托省内强品牌力占据一定份额。据酒业家, 陕西地产酒竞争重心多在300元以下, 仅西凤酒通过红西凤(6000万元)、旗帜西凤(4000万元)两大次高端单品, 占据陕西次高端收入11.9%。省外品牌在陕西次高端市场较强势, 其中剑南春一家独大, 次高端收入达3.5亿元, 市占率38.89%; 水井坊收入过亿, 市占率在11.11%以上; 郎酒、舍得均为0.8亿元, 市占率均为8.89%。

图 84: 陕西次高端CR2达50%, 省外品牌占比高; 地产酒仅西凤份额较高, 占比达11%



数据来源: 酒业家, 广发证券发展研究中心, 2018 年数据

### 3.鲁豫等开放市场地产品牌未来仍难以进入次高端领域，主要凭借地缘优势盘踞在中端酒行业

开放市场如鲁豫，地产品牌未来仍难以进入次高端领域，主要凭借地缘优势盘踞在中端酒行业。以鲁豫为代表的部分省份尽管白酒市场容量较大，但是却缺乏省级地产龙头，当地酒企盘踞在地级市或者县城，导致规模一直较小。我们认为其未来难以进入次高端市场，主要原因包括：

1) 消费者对于本地品牌认知薄弱。品牌力低下除了当地品牌缺乏名酒背书之外，也与历史上当地酒企业管理层水平有关，例如安徽口子窖尽管也并非名酒，但较早布局高档产品，创新渠道模式（开创盘中盘模式），在当地品牌力较高。而河南的宝丰和宋河虽然曾入选十七大名酒，但因管理水平较低，目前被外来名酒挤压严重，根据酒业家，河南酒企目前仍停留在租赁制的模式中（业外企业或外来企业通过交纳一定的租赁费来租赁厂家的厂房、商标等设备或资产来进行酒类的销售）。

2) 因规模较小，优质基酒储备少。因规模一直较小，前瞻性布局不够，这些省份的酒企大多没有洋河、古井、老窖那样成规模、成体系的基酒储备基地，更没有年代久远的窖池，且部分区域也不在最适合白酒生产的黄金纬度上，决定了其产品品质较低，只能在中低端鏖战，即便未来渠道模式创新，其品牌和品质也难以支撑其次高端产品放量。

表 26: 按照品牌力、基酒储备来看鲁豫等地地产龙头实力薄弱，本省次高端基本由外来品牌主导

省份	白酒体量 (亿)	次高端体量 及占比	人均收入 (元)	地产龙头	地产龙头次高端体 量及市占率	说明
山东	550	44 亿/8%	29205	花冠 云门 景芝	4 亿/9% 3 亿/7% 0.5 亿/1%	外来品牌主导。山东白酒消费聚集中低端，次高端体量较小。本地品牌中花冠次高端销售额约 4 亿，省外品牌中青花约 3 亿，梦之蓝约 4.3 亿，习酒 5 亿、红花郎 10 年 5 亿元、剑南春 5 亿。
河南	370	37 亿/10%	21964	仰韶	0.75 亿/2%	外来品牌主导。河南大多为中低端酒，次高端几乎无地产酒品牌，仰韶仅 0.75 亿，省内次高端主要由省外品牌主导，但规模均较小，洋河的梦之蓝 4 亿左右（梦 9 三千万）、天之蓝 3.5 亿左右，古井贡 G7/8/9 约 3 亿，舍得仅在郑州、濮阳、禹州、信阳有规模约 2.4 亿元，汾酒青花系列 6 亿左右，水井坊井台、臻酿 6 亿。
湖北	280	20 亿/7%	25815	白云边 稻花香 黄鹤楼 枝江酒业	2.5 亿/12.5% 0.8 亿/4% 0.5 亿/3% 0.3 亿/2%	外来品牌为主。湖北白酒消费聚集中低端，次高端体量同样较小，本省品牌白云边、稻花香、黄鹤楼、劲酒在中低端极为强势，次高端省内仅白云边依托年份升级，体量相对较大；省外次高端参与品牌主要有洋河、水井坊。
广东	300	30 亿/10%	35810	-	-	无强势本土品牌。消费环境中洋酒份额不小，次高端白酒中已知洋河、水井坊有一定布局；

本土品牌中仅有玉冰烧、长乐烧，规模有限。

福建			32644	-	-	无本土品牌。整体白酒消费环境不浓。
浙江	200	30 亿/15%	45840	-	-	无本土品牌。整体白酒消费环境不浓，以黄酒、果酒消费替代，已知次高端白酒品牌中，洋河梦之蓝、茅五泸系列酒有较多布局，水井坊、国缘、汾酒青花系列通过浙江商源等大商有所布局。

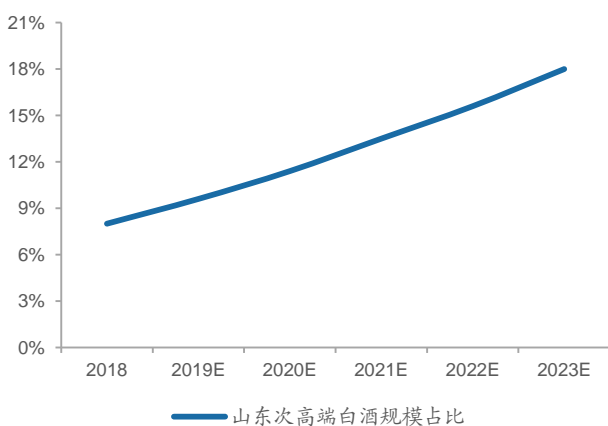
数据来源：微酒等酒媒，统计局，Wind，广发证券发展研究中心

注：各省份次高端体量一般根据人均收入、已知消费结构、微酒等酒媒数据估算；仅披露集团收入的因开放市场地产酒弱，取5%为次高端收入，若有省内收入占比，则作相应调整，如黄鹤楼18年收入10亿元，集中在湖北，在安徽等省外较少，取3%为次高端收入，次高端黄鹤楼收入为0.5亿元；仅披露100元以上酒收入的取100元以上收入的1/4为次高端收入，若有省内收入占比，则作相应调整。

### （1）山东：省外品牌垄断山东次高端 CR4 达 66.59%，未来次高端仍为全国性地酒垄断

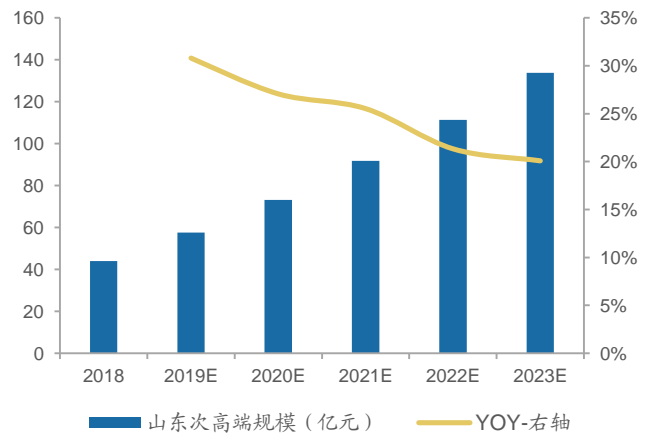
山东18年次高端收入44亿元，占比8%，未来5年次高端收入CAGR约24.9%。山东因人口众多，白酒规模大，据中国糖酒网以及我们估算，山东白酒整体收入规模约550亿元（出厂端）。山东白酒消费具备“两低一多”特色，即价位低、度数低、多饮38度酒，但近年来伴随消费升级，百元价格带迅速扩容。虽然百元以下仍是主流，但部分核心烟酒店百元以上产品创收已近半数。我们假设山东次高端占比与河北接近，达8%，对应次高端规模约44亿元。我们预计2023年山东白酒规模将达743亿元，对应2019-2023年CAGR为6.2%；同时，预计山东经济较为发达，次高端占比每年提升约2个PCT，2023年将提升至18%，对应次高端规模达133.74亿元，2019-2023年复合增速为24.9%。

图 85：预计2023年山东次高端占比有望提升至18%



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

图 86：预计2023年山东次高端133.74亿元，对应CAGR24.9%

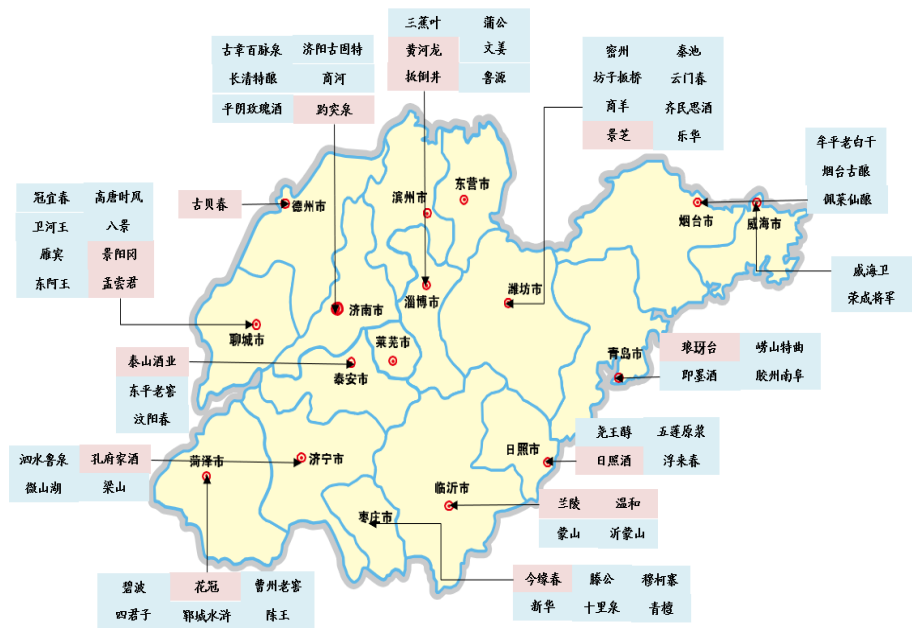


数据来源：佳酿网等酒媒，广发证券发展研究中心

山东地产酒竞争格局高度分散，各县基本都有地产品牌。据酒业家，山东可全

省化的品牌仅扳倒井、景芝、花冠、云门四家，兰陵、古贝春、泰山、秦池、今缘春等割据各地级市，且各地级市下各县也有自己的白酒品牌，如省会济南下属县市自北向南分别有商河今朝酒、济阳财源宝、济南趵突泉、章丘百脉泉、长清白鹤泉、平阴玫瑰酒。且山东地产酒普遍偏小，过亿白酒厂商至少28家，但本省最大的景芝酒业18年收入仅20亿元（百元价位的景阳春单品10亿元），洋河18年山东规模达25亿元。山东只有相对较大的地产酒，没有可以领军的品牌，地产酒竞争格局高度分散。

图 87：山东地产酒竞争高度分散，基本每个地级市都有地产品牌



数据来源：酒业家等酒媒，广发证券发展研究中心

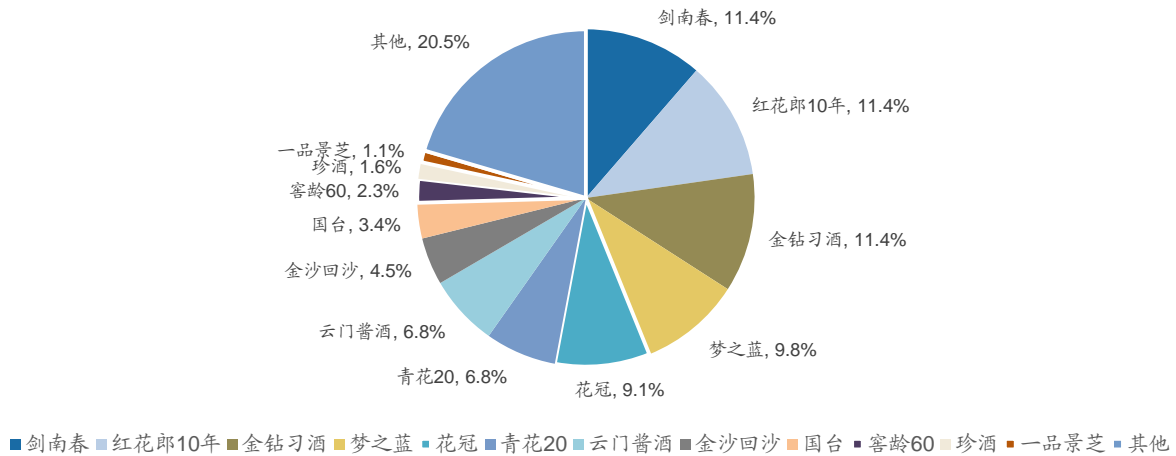
注：酒红色为本地强势品牌

**山东次高端CR2约22.8%，省外品牌垄断，地产品牌布局少。**山东地产酒在前几轮消费升级中全线掉队，基本只有中低端产品，本省高端酒、次高端市场基本为省外品牌垄断，CR2为22.8%。据酒业家等酒业媒体，2018年剑南春5亿、占比11.4%；郎酒5亿、占比11.4%（红花郎10年5亿）；习酒5亿、占比11.4%（金钻习酒5亿）。其他次高端参与品牌中省外品牌深耕团购渠道多年，主要为洋河、汾酒以及黔系酱香酒（金沙回沙酒、国台、珍酒）；本省品牌仅花冠、云门酱酒、一品景芝次高端起量，其他地产酒也有推出自身的次高端产品，如泰山五岳独尊30年、百年兰陵王、古贝元白版酱酒、秦池鲁酱一号。

**地产酒复兴加入次高端竞争，酱香成为山东趋势之一。**近年来山东白酒市场呈现两大趋势，分别为地产复兴、酱香产品风行。1) 地产复兴：2018年以来山东省政府指引本省白酒企业复兴，据微酒，景芝、国井目标收入规模均过百亿；泰山、兰陵、花冠、古贝春、琅琊台目标收入规模过30亿；趵突泉、百脉泉、云门、天地缘、红太阳、景阳冈、欣马等20家企业目标规模均过5亿。2) 酱香产品风行：山东白酒香型经营范围广，涵盖酱香、芝麻香、浓香、兼香，及多种细分地产香型，但由于茅台及系列酒的成功运作，酱香酒在山东起势，本土品牌纷纷布局酱香产品，

如云门酒厂引领北派酱香崛起，花冠、古贝元、秦池均推出了自身的酱酒产品。  
3) 此外，景芝打出芝香型寻求差异化，且地产酒中也有众多细分香型，是否能为消费者接受仍需时间考验。

图 88: 山东次高端CR2达22.8%，基本为全国品牌垄断，本省仅花冠、云门、景芝起量

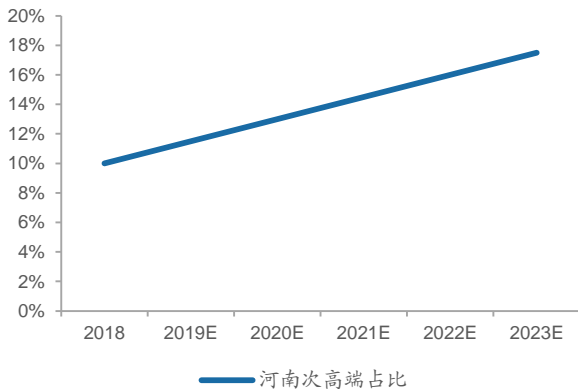


数据来源：酒业家等酒媒，广发证券发展研究中心，备注：2018年数据

## (2) 河南：地产酒羸弱，川晋苏皖龙头垄断河南次高端 CR2 达 43.24%

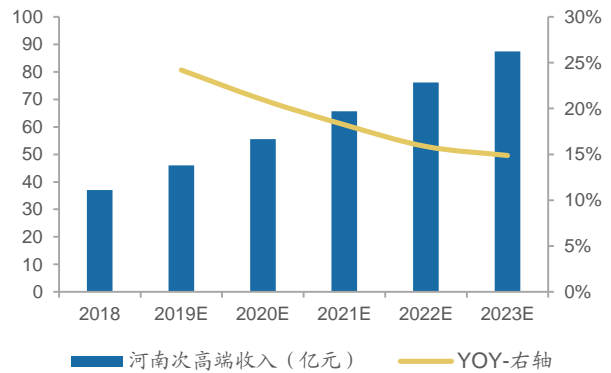
河南18年次高端收入约37亿元，占比10%，未来5年次高端收入CAGR约18.78%。河南拥有一亿左右人口，人口基数庞大带来其白酒消费市场空间较大，18年白酒规模达370亿元左右。河南白酒消费价位一般低于山东，但在本轮消费升级趋势下，河南白酒消费价位虽然仍然在百元以下，但引领价位同样提升至200元附近。因河南白酒消费氛围浓厚，我们假设河南次高端占比略高于山东的8%，达9%，对应次高端规模约37亿元。我们预计2023年河南白酒规模将达500亿元，对应2019-2023年CAGR为6.2%；预计河南次高端占比每年提升约1.5个PCT，2023年将提升至17.5%，对应次高端规模达87.47亿元，2019-2023年复合增速为18.78%

图 89: 预计2023年河南次高端占比有望提升至17.5%



数据来源: 微酒, 广发证券发展研究中心

图 90: 预计2023年河南次高端87亿, 对应CAGR19%

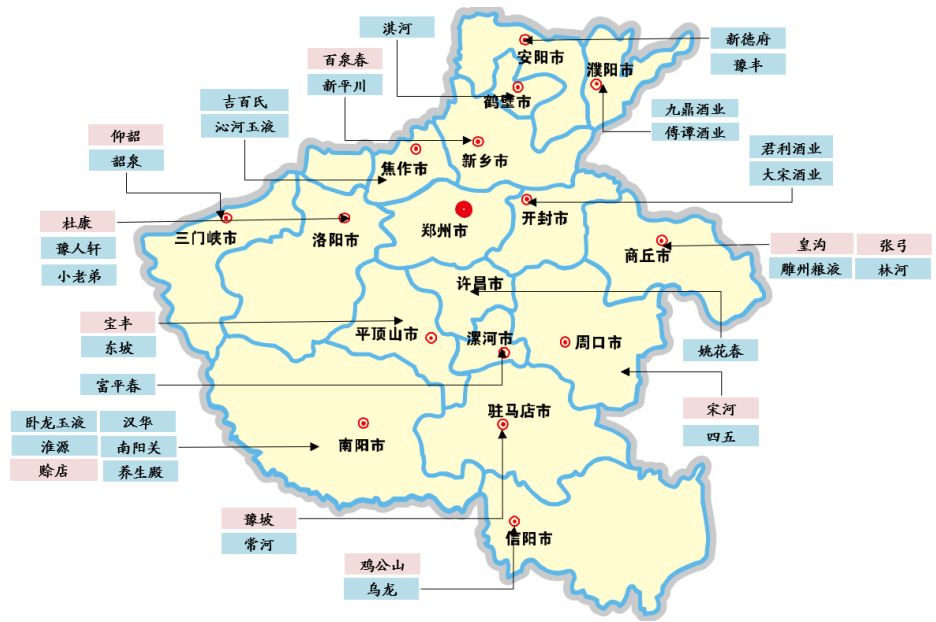


数据来源: 佳酿网等酒媒, 广发证券发展研究中心

**河南地产酒羸弱, 仅仰韶、赊店有一定进攻意愿。**据酒业家, 河南规模以上白酒企业133个, 但地产酒弱, 据《河南省白酒业转型发展行动计划(2017-2020年)的通知》, 豫酒收入占河南总收入比不足20%, 2018年规模过5亿的地产酒仅仰韶、赊店、宋河三家, 众多酒企收入几千万, 部分酒企收入百万。豫酒品牌中, 不乏有名酒基因的品牌, 但收入规模均不大, 仅仰韶、宋河、赊店收入分别达15-20亿、10亿以上、6.5-10亿, 具备一定全省铺货能力。其他品牌体量小且只在本地有规模, 据微酒等酒媒, 商丘市皇沟、张弓收入分别为2.2亿、1.1亿, 张弓曾为低度酒领军企业; 信阳鸡公山1.6亿; 新乡百泉春1.2亿; 南阳卧龙酒0.75亿; 驻马店豫坡0.5亿; 宝丰0.7亿, 宝丰为清香型白酒, 1915年获得巴拿马金奖, 但如今仅在新乡、平顶山一带有规模。

据酒业家, 豫酒做不大做不强的原因主要系: 1) **管理层:** 管理层没有聚焦白酒产业, 或租赁制下只重短期经营; 2) **价格:** 没有像皖酒、苏酒那样集中垄断的价位; 3) **产品:** 品质不稳定, 长期外购邳崂、大邑基酒, 严重依赖川酒; 4) **品牌:** 成型大单品少, 导致消费者对豫酒品牌认知薄弱; 5) **渠道:** 缺乏营销人才, 并没出现过营销创新。以宋河、宝丰为例, 其母公司均为洁石集团, 但董事长旗下公司达35家, 未能实现产业聚焦。豫酒仅仰韶、赊店具备一定进攻性, 仰韶12-16年每年增长30%, 并于17年制定3年规划, 依托陶香型差异定位, 打造仰韶彩陶坊大单品, 已在郑州、三门峡站稳, 并辐射全省; 赊店同样依托其大单品元青花(17年达4.2亿), 及务实做市场的态度, 以南阳为核心辐射周边, 是当前第二个处于上升期的豫酒品牌。

图 91: 河南部分地产酒不乏名酒基因, 但没有做强, 豫酒整体羸弱

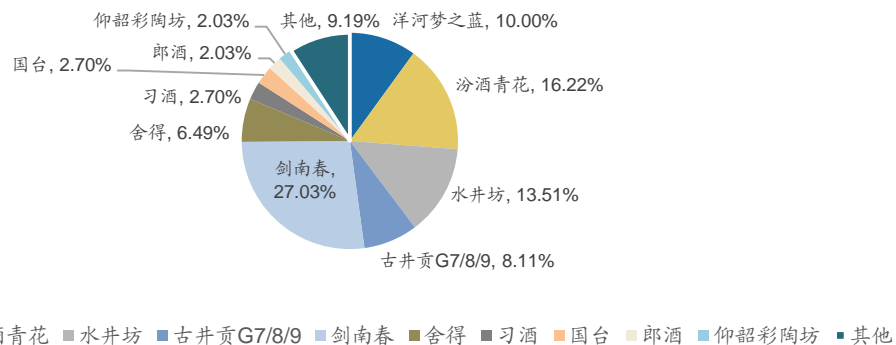


数据来源: 酒业家等酒媒, 广发证券发展研究中心

注: 酒红色为本地强势品牌

河南次高端CR2达43.24%，省外品牌垄断河南次高端。河南地产酒薄弱，导致次高端价格带基本为外埠酒企占据，地产酒份额极小，18年河南次高端CR2达43.24%。据上述，河南地产酒仅仰韶、赊店具备进攻性，我们认为即使在豫酒复兴旗帜下，也只有仰韶、赊店有成功可能。但是，赊店的产品线在300元以下，仰韶彩陶坊规模小，因此河南次高端份额争夺只在外埠酒企之间。据酒业家，河南次高端品牌中，最大的为剑南春达10亿级，市占率27.03%；汾酒因历史上在河南规模极大，青花系列在河南收入达6亿，市占率16.22%；据微酒等酒媒，较强势的外埠次高端酒企有水井坊5亿、洋河3.7亿、古井贡3亿左右、舍得2.4亿。

图 92: 河南次高端白酒市场基本为省外品牌垄断, CR2达43.24%



数据来源: 酒业家等酒媒, 广发证券发展研究中心, 2018 年数据

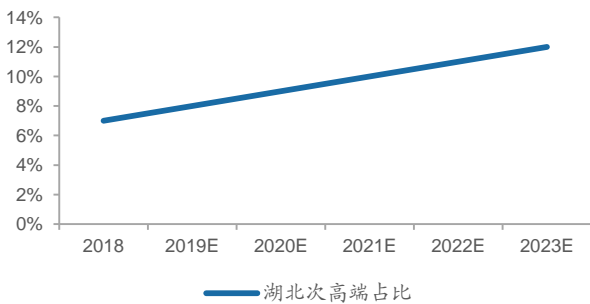
注: 梦之蓝未计入梦 9



### (3) 湖北：次高端竞争开放 CR2 达 22%，省会引领湖北消费升级

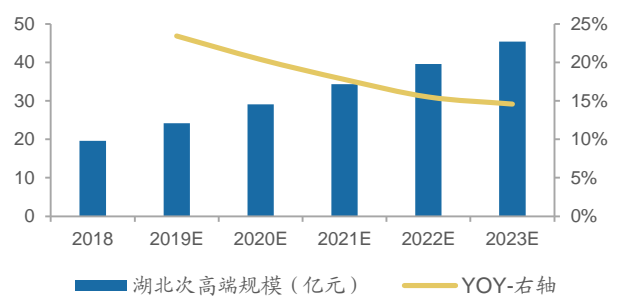
湖北18年次高端收入约20亿元，占比7%，未来5年次高端收入CAGR约22.85%。根据我们估算，湖北白酒规模约280亿元，200元以下价格带是当前湖北白酒大众消费主流价位段，且多数集中在120元以下，白酒消费升级较慢，作为核心市场的武汉和相对富裕的区域如宜昌、荆州、襄阳等近几年才开始逐渐向120元-200元价位升级，武汉达150元左右。我们认为湖北次高端占比低于全国，达7%左右，对应次高端规模达20亿元。我们预计2023年湖北白酒规模将达378亿元，对应2019-2023年CAGR为6.2%；同时，因消费升级速度较慢，预计次高端占比每年提升约1.5个PCT，2023年将提升至14.5%，对应次高端规模达54.85亿元，2019-2023年复合增速为22.85%。

图 93：预计2023年湖北次高端占比有望提升至14.5%



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

图 94：预计2023年湖北次高端54.85亿元，对应CAGR 22.85%



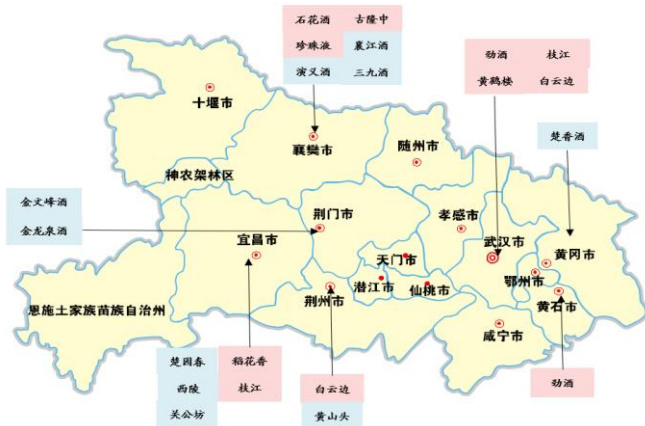
数据来源：佳酿网等酒媒，广发证券发展研究中心

鄂酒地产酒在中低端形成强势占有，次高端竞争较为开放，CR2达22%。据酒业家，地产酒中白云边收入近50亿元，毛铺苦荞超20亿元，稻花香超20亿元（16年22.9亿），均具备全省覆盖能力，黄鹤楼（10亿）、枝江（5.83亿）形成片区占有。但地产酒集中布局200元以下中低端酒，形成二超多强格局，以10元劲酒为底部，对10-200元形成强势占有，省外的洋河青瓷、老窖头二曲、小郎酒等市占率不高。200元以上价位中，茅五泸垄断高端酒但收入占比湖北白酒整体不大；次高端以名酒及其系列酒为主。近年来白云边等地产酒持续推进产品结构升级，如白云边年份酒梯次升级至白云边20年，稻花香有清样、原浆及活力型，枝江旗下百年枝江，石花原浆酒，均在次高端价位做了长期布局，导致次高端竞争较为开放。以开放省份地产酒收入5%为次高端规模测算，可得湖北次高端CR2达22%，其中白云边20年2.5亿（市占率12.8%）、洋河梦之蓝1.8亿（市占率9.2%）。

湖北具备省会引领效应，地产酒仅白云边、黄鹤楼具备次高端布局能力。湖北各市消费情况与安徽类似，具备省会引领效应，武汉市具备样板效应，但鄂酒因较难突破200元价格带，所以实现了对武汉150元以下价格带的严密封锁。地产酒中不乏跨越性布局的企业，典型的有石花酒业旗下的霸王醉，但布局局限性大，难以起量（霸王醉为70度）。因此鄂酒能够形成对次高端份额切割的企业极少，省外品牌仅需密切关注白云边、黄鹤楼即可。白云边、黄鹤楼具备三个次高端布局的基础。1) 品牌基因方面，黄鹤楼入选第五届评酒会全国名酒；据微酒，白云边80年代末12元，黄鹤楼主销产品1.35元，飞天茅台89元，白云边具备中高档酒基因。

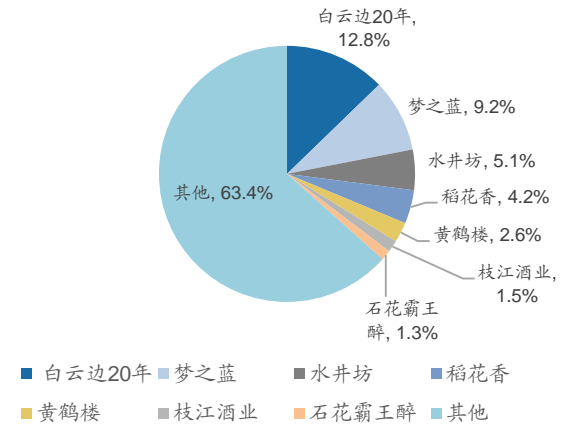
2) 次高端产品布局方面, 黄鹤楼陈香系列定位次高端; 白云边实现从9年陈酿、12年陈酿、15年陈酿、及次高端的20年陈酿的梯次升级。3) 渠道力方面, 据凤凰网, 白云边采取“无为而治”, 大股东仅派出财务负责人, 对经营团队充分授权, 且很少为完成任务向商家压货, 对经销商尊重, 长期保持其较好的利润, 因此与经销商具备良好的客情; 黄鹤楼被古井贡收购后, 也有望复制古井贡强势的营销能力。因此, 外埠品牌切割湖北次高端市场是需要以武汉为首, 且主要竞争来源于其他省外品牌, 地产酒仅白云边、黄鹤楼长期来看具备较全面的竞争力。

图 95: 湖北地产酒在中低端市场形成二超多强格局



数据来源: 酒业家等酒媒, 广发证券发展研究中心  
注: 酒红色为本地强势品牌

图 96: 湖北次高端竞争开放, CR2为22%

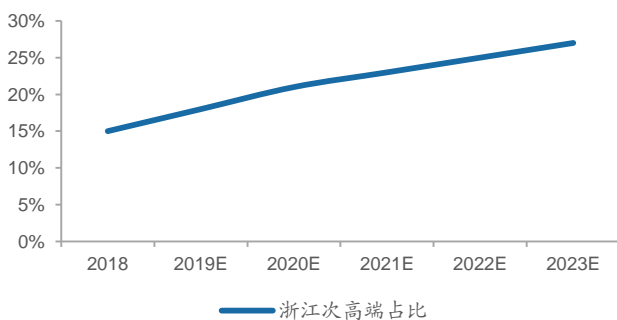


数据来源: 酒业家, 广发证券发展研究中心, 2018 年数据

#### (4) 浙江: 经济发达次高端占比高, 竞争开放全国性名酒空间大

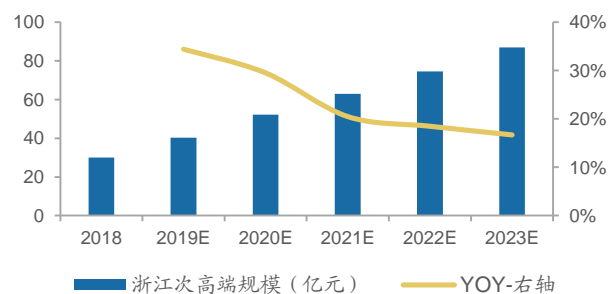
浙江18年次高端收入约30亿元, 占比15%, 未来5年次高端收入CAGR约23.72%。浙江消费习惯集中在黄酒、青梅酒等, 白酒消费规模不大, 约200亿元。但由于地处华东经济发达, 浙江白酒消费价位较高, 我们预计浙江次高端白酒占比达15%, 对应30亿元规模。我们预计2023年浙江白酒规模达322亿元, 对应2019-2023年CAGR为10%; 预计2023年浙江次高端占比同样有望提升至27%以上, 对应次高端规模达86.97亿元, 2019-2023年年复合增速为23.72%。

图 97: 预计2023年浙江次高端占比有望提升至27%



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 98: 预计2023年浙江次高端87亿元, 对应CAGR 23.72%



数据来源: 佳酿网等酒媒, 广发证券发展研究中心

浙江次高端CR2达50%，剑南春、梦之蓝分列第一、第二。据酒业家，18年浙江次高端份额CR2为50%，其中剑南春29%、洋河梦之蓝21%，基本垄断浙江次高端市场。此外，水井坊在宴席上消费情况相对较好；低度五粮液在浙北消费情况较好，主要集中在嘉兴、湖州、杭州萧山；汾酒、舍得、国缘规模均为过亿；浙酒地产酒有致中和、九珠潭，但规模极小。我们认为，浙江次高端白酒消费具备三个重点：1) 对全国性名酒接受度较好，因此全国性名酒、高端酒下延产品在浙江增量市场中增长空间较大；2) 重宴请，具备婚宴等宴会切入能力的品牌有一定发挥空间；3) 浙北低度白酒起量，由于临近江苏，低度趋势可能有利于苏酒及低度茅台、低度五粮液的发挥。

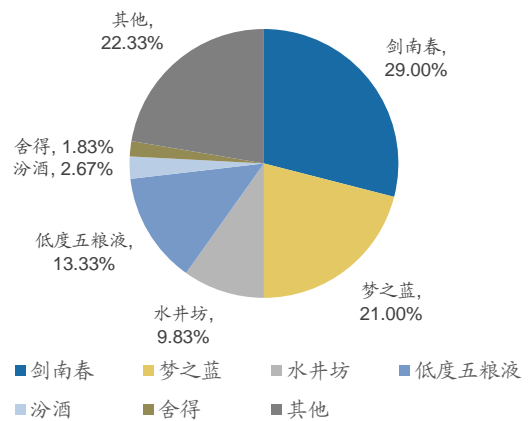
图 99: 浙江多消费黄酒、青梅酒，地产白酒极少，浙北低度白酒消费较好



数据来源：酒业家等酒媒，广发证券发展研究中心

注：酒红色为本地强势品牌

图 100: 浙江次高端竞争开放CR2达50%，剑南春、梦之蓝规模较大

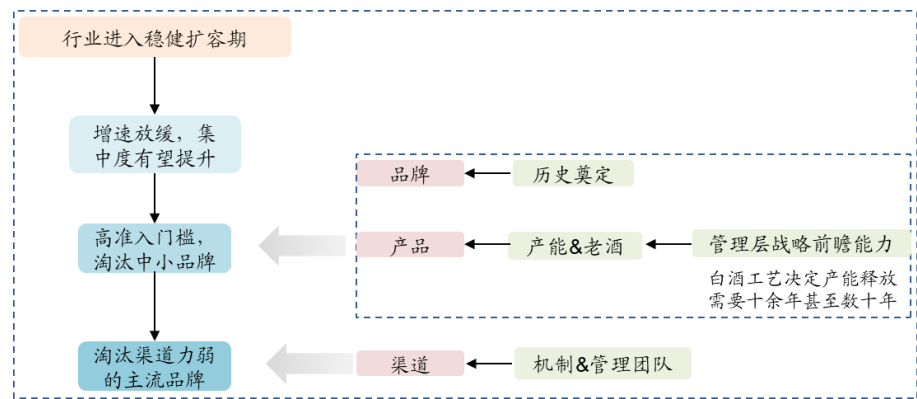


数据来源：酒业家，广发证券发展研究中心，2018年数据

## 五、投资建议

行业进入稳健扩容期，渠道力强势的品牌市占率将提升。次高端增速换挡，预计行业增速从过去几年的40%左右下降至20%左右，行业进入稳健扩容期，预计市占率将出现明显提升。对于次高端酒，品牌和产品力更多是奠定了次高端的高准入门槛，并不能够拉开主要参与者之间的差距。除此之外：1) 全国性品牌和省级龙头实际上在本省消费者来看品牌力难以分出高低，产品品质也难分优劣；2) 全国性品牌的渠道利润率已经逐渐趋同（5%-10%之间），地产次高端产品因推广晚于全国性品牌目前仍有一定的优势，但预计1-2年后也会逐渐变薄。所以酒企自身的渠道营销水平就决定了未来市场份额高低。

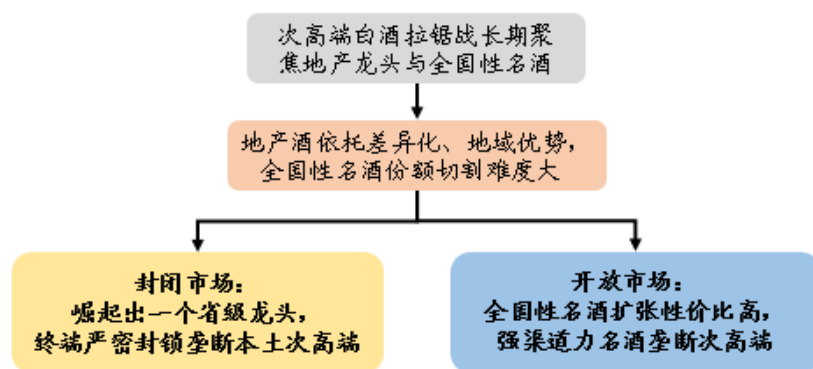
图 101: 酒企自身的渠道营销水平决定了未来的市占率



数据来源: 广发证券发展研究中心

全国性品牌占据较开放市场，封闭市场的省级地产龙头有望垄断本土次高端市场。半开放（陕湘）市场、开放性市场（鲁豫鄂浙）地产酒弱势，全国性名酒扩张性价比高。我们认为未来全国性品牌（剑南春、洋河、汾酒、郎酒、水井及舍得）主要市场将在开放性市场，在半开放性市场也会具有一定的市场份额。封闭市场（苏皖赣冀）地产酒龙头渠道强势，叠加地缘优势，有望垄断本地次高端市场。

图 102: 地面效率决定胜负，地产龙头垄断封闭市场，强渠道全国性名酒垄断开放市场



数据来源: 广发证券发展研究中心

全国性品牌建议关注洋河股份、山西汾酒及水井坊:

1) 洋河股份: 省内组织架构及渠道结构及时调整，省外继续扩张新江苏市场。公司今年对省内组织架构进行调整，成立了淮安大区，苏南大区裂变成苏通和苏南，在渠道深耕的基础上进一步极致化，同时强化团购、家宴和终端的建设，公司省内渠道占有率高，未来将充分受益省内消费升级。公司在省外继续推进新江苏市场的建设，省外增速近几年明显超过省内，预计今年省外收入占比将超过省内，

未来有望成为公司收入增长主力来源。公司渠道管理水平远超同行，我们预计省内受益消费升级，省外受益全国化扩张，未来几年能够保持稳健的收入增长，我们长期看好公司渠道全国化扩张、产品不断升级，我们预计19-21年公司收入分别为273.34/311.91/358.98亿元，同比增长13.14%/14.11%/15.09%，归母净利润分别为92.54/108.44/127.72亿元，同比增长14.03%/17.18%/17.78%，EPS分别为6.14/7.20/8.48元/股，按最新收盘价对应PE为17/15/13倍。

**风险提示：**次高端市场竞争加剧，结构升级低于预期，食品安全问题

### 2) 山西汾酒：国企改革后销售团队积极性大幅提升，稳步推进全国化扩张。

公司国改之后，对于销售体系改革力度较大，主要包括权力下放、职级晋升、薪资激励三方面。在充分的激励下，公司招商进度较快，全国终端18年底31.9万家，19年目标55万家。公司下半年和华润的合作有望加速，我们认为公司引入华润，除了在渠道、产品和管理上的合作，更为重要的是引入外部力量，能够很好的形成对于公司内部力量的制约，推动公司能不断进行市场化改革。我们预计未来省内保持平稳增长，省外市场保持稳健较快扩张，我们预计19-21年公司收入分别为115.72/133.98/152.49亿元，同比增长23.34%/15.78%/13.81%，归母净利润分别为18.38/21.41/24.81亿元，同比增长25.34%/16.45%/15.91%，EPS分别为2.12/2.47/2.87元/股，按最新收盘价对应PE为31/26/23倍。

**风险提示：**次高端市场竞争加剧，结构升级低于预期，食品安全问题

**3) 水井坊：外资背景体制灵活，良好的激励机制构建公司长期竞争力。**作为纯粹的一家外资控股的白酒龙头，公司在用人上不拘一格，并给予充足的激励。前几年引入具有啤酒背景的范祥福，其对水井坊的渠道营销模式进行了革新，推出核心门店制度，以蘑菇战略扩张市场，带领水井坊从濒临退市到18年实现5.8亿元的归母净利润。但目前来看公司所开创的渠道模式已经逐渐被竞争对手模仿，渠道创新的边际红利衰减。公司在19年7月引入具有洋酒背景的危永标担任总经理，并同样给予充足的激励，并于同月推出限制性股票激励计划。我们认为公司灵活的体制，良好的激励机制构建了公司长期的竞争力。我们期待公司能够继续在渠道模式上有所创新。我们预计19-21年公司收入分别为34.58/42.32/51.43亿元，同比增长22.65%/22.41%/21.52%；净利润分别为7.54/9.74/12.41亿元，同比增长30.20%/29.14%/27.37%；EPS分别为1.54/1.99/2.54元/股，对应PE为29/22/18倍，维持买入评级。

**风险提示：**次高端市场竞争加剧，结构升级低于预期，食品安全问题

**地产省级龙头建议关注徽酒龙头古井贡酒、口子窖以及苏酒第二大品牌今世缘：**

**1) 古井贡酒：渠道进攻性强，受益省内消费升级及省外扩张，有望成为泛区域龙头。**公司作为徽酒龙头、八大名酒之一，在省内渠道更加的强势，市占率较高，各价位段产品布局完善，我们认为公司未来有望持续受益省内消费升级，收入实现稳健的增长。公司近几年加大了全国化的布局：河南市场调整完毕后预计19年

继续恢复性增长；湖北市场公司收购了黄鹤楼之后输出渠道管理经验，未来3年有望完成承诺业绩目标。公司省外所聚焦的市场均为开放性市场，我们认为公司未来有望逐渐成长为泛区域龙头。我们预计19-21年公司收入分别为113.16/141.97/168.46亿元，同比增长30.28%/25.46%/18.65%，归母净利润分别为22.12/28.37/34.36亿元，同比增长30.48%/28.25%/21.12%，EPS分别为4.39/5.63/6.82元/股，按最新收盘价对应PE为26/20/17倍。

**风险提示：**省内市场竞争加剧，结构升级低于预期，食品安全问题

**2) 口子窖：厂商一体的模式经营较为稳健，持续受益安徽消费升级。**公司和古井贡采取差异化竞争的路线，口感上突出兼香型风格，且以高标准把控品质。渠道上公司采取“一地一商、一地一策”的模式，与经销商共同开拓市场，且部分大商也均入股公司进行了利益绑定。我们认为公司在渠道上侵略性虽弱于古井，但公司省内品牌高度仍存，产品具有特色，消费群体基本盘稳固，厂商关系稳定。因此会持续受益省内消费升级，产品结构升级带来的自然增长，同时结构升级也会使得利润增速会快于收入。我们预计19-21年公司收入分别为47.24/52.81/58.89亿元，同比增长10.67%/11.77%/11.53%，归母净利润分别为18.04/20.71/23.56亿元，同比增长17.68%/14.80%/13.81%，EPS分别为3.01/3.45/3.93元/股，按最新收盘价对应PE为19/17/15倍。

**风险提示：**省内市场竞争加剧，结构升级低于预期，食品安全问题

**3) 今世缘：团购渠道具有优势，以南京、淮安为优势市场全省扩张。**公司在省内次高端的份额仅仅次于洋河梦之蓝，尽管次高端行业竞争有所加剧，但公司采取差异化竞争的道路。无论是从产品口感，价位切割上均是洋河错位竞争，对于渠道的管理也与洋河不尽相同，公司以洋河为榜样，但公司与经销商更多是协助合作关系，且注重维护团购渠道，对经销商让利较多，相较于厂家主控的模式实际上更加能够调动经销商的主观能动性。我们认为次高端白酒社交宴请的比例较高，可能更加需要经销商的资源，中低端品牌可能更加适合快消品的运作模式。公司在南京、淮安等市场具有优势，并向苏中，苏南等市场不断扩张，预计公司未来能够在省内渠道继续扩张，充分享受江苏消费升级。我们预计19-21年公司收入分别为48.85/61.16/73.47亿元，同比增长30.57%/25.20%/20.13%，归母净利润分别为14.40/18.45/22.80亿元，同比增长25.13%/28.14%/23.58%，EPS分别为1.15/1.47/1.82元/股，按最新收盘价对应PE为23/18/15倍，维持买入评级。

**风险提示：**省内市场竞争加剧，结构升级低于预期，食品安全问题

## 六、风险提示

宏观经济放缓超出预期，会影响白酒商务消费需求。消费升级低于预期，次高端扩容受影响。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，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：研究助理，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 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 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	gfyf@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。

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。