

食品饮料

结构升级意正浓，醇香惹得齐鲁醉
——2019 中酒展见闻与思考

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

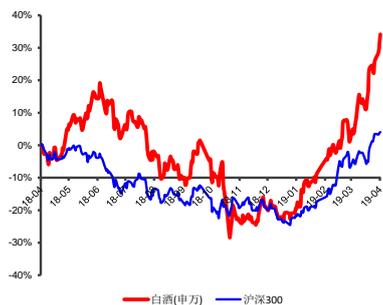
研究助理：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.27

行业-市场走势对比



相关报告

- 《周观点 32: 茅台直营及五粮液中报预告的利好有望引领行业继续前行》
- 《周观点 31: 高档酒积极控价，酵母 YE 业务势头仍在》
- 《周观点 30: 如何看待当下食品饮料的核心资产？》

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018A	2019E	2020E	2017	2018A	2019E	2020E		
贵州茅台	1045	21.5	28.02	35.06	41.08	27.9	37.24	29.76	25.40	0.71	买入
五粮液	126	2.55	3.47	4.56	5.77	38.2	36.23	28.22	23.61	0.47	买入
口子窖	59.4	1.86	2.55	3.05	3.57	28.4	23.61	19.74	16.86	0.74	买入

备注：股价为 2019 年 8 月 15 日收盘价。

投资要点

- **核心观点：**上周我们全程参加了酒业家在济南（齐鲁）举办的第三届中国高档酒展览会，核心感受是行业依然处于景气上行周期，参会人数、参展企业、招商金额等均再创新高，酱酒以及小酒市场、渠道（流通）等细分方向成为行业的重要热点。我们认为酱酒仍处于发展的上半场，茅台有望引领酱酒行业持续前行；小酒正围绕年轻群体全面升级，具备品牌优势的小酒有望取得突围；渠道方面，行业效率提升大有可为，集中度提升是大势所趋，渠道扩张和开发新品是未来发展趋势。目前白酒行业已进入长周期结构性繁荣时代，头部企业有望尽享品牌集中红利，我们看好具备品牌优势的高端酒（茅台、五粮液、泸州老窖）和具备优势基地市场的区域龙头（古井、口子、今世缘、汾酒）持续稳健成长。
- **结构性繁荣时代，二八法则有望走向一九，分化进一步加剧。**本届中酒展人气火爆，参会人数同比增长 60%，折射出行业仍处于景气度向上的上行周期。企业增长一方面来自于由高端消费带动的外部需求红利，这个角度而言高端酒最为受益，另一方面来自于由组织创新带来的内生改革红利。从参会企业来看，茅台、五粮液等高端酒最受关注，酱酒人气明显升温。从分论坛来看，10 大论坛分别聚集省酒、酱酒、小酒、流通等多个热点，反映行业竞争进一步精细化，行业的竞争从单点竞争进入系统竞争，龙头企业系统竞争力明显较强，行业分化有望加剧。总体而言，高档酒以及系统竞争力强的企业最受益，此外省酒龙头进入价格和规模新周期，具备优势基地市场的区域优势酒企有望取得突围。
- **酱酒热，子行业处于成长的上半场，茅台有望持续领航。**茅台的引领和酱酒的高品质推动酱酒市场近年来迎来“井喷”，酱酒增速比白酒行业平均增速快 2-3 倍，市场规模已达 1200 亿元，未来有望达到 2000 亿元。当下酱酒的核心产区仁怀的酱酒产能仅为 10 余万吨，供不应求格局有望继续存在，这决定了酱酒未来将以高端化、全国化发展为主。目前酱酒仍然处于增长的上半场，资本的纷纷布局、品牌的崛起是当下需要重点解决的问题，真正具备品牌优势的酱酒企业有望从行业中取得突围。茅台仍是行业中最具确定性的企业，看好茅台引领酱酒行业持续增长。
- **品牌小酒有望脱颖而出。**近年来小酒市场成长迅速，增速是白酒行业平均增速 2 倍以上，目前存量市场约 200 亿，未来两三年有望高增。小酒市场正在围绕年轻消费者进行全方位升级，其中主流价位已从 10 元升级至 20-30 元，品类从补充型产品升级至追求品质、品牌的个性化产品，营销重心由渠道转移到消费者培育。江小白是近年来快速崛起的小酒企业，目前营收已超过 20 亿，社会化营销和线下深度分销助其在行

业中脱颖而出。我们认为，随着小酒行业竞争加剧以及消费升级持续，真正具备品牌力（如江小白）和名酒背书（如泸小二、小郎酒）的品牌小酒未来有望持续收割市场份额。

- **流通效率提升大有可为。**酒类流通行业整合是大势所趋：第一，缺乏团购资源的烟酒店生存环境堪忧，未来半数以上的夫妻烟酒店可能都会关门或者转型；第二，只有具备高毛利定制产品才能盈利，因此当下大多数的区域零售酒业都在亏钱，后续有望陆续退出；第三，借鉴发达国家经验，行业龙头渠道的份额往往在 30%以上。渠道流通的效率提升催生集中度的提升，我们认为渠道网络的完善和开发定制产品（高毛利）是行业未来两大发展趋势，华致酒行等公司优势有望逐步体现。
- **风险提示：**中高端酒动销不及预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险。

内容目录

行业整体：结构性繁荣时代，二八法则有望走向一九，分化进一步加剧.....	- 5 -
参会经销商同增近 6 成，酱酒成热点.....	- 5 -
存量竞争时代，高端酒和优势区域酒企将尽享结构性繁荣.....	- 6 -
酱酒热，子行业处于成长的上半场，茅台有望持续领航.....	- 8 -
发展：千亿酱酒市场，迎来黄金时代.....	- 8 -
展望：酱酒仍在上半场，茅台持续引领行业发展.....	- 9 -
品牌小酒有望持续脱颖而出.....	- 12 -
小酒市场迎来全方位升级，江小白率先取得突围.....	- 12 -
展望：具备品牌力和名酒背书的品牌小酒有望脱颖而出.....	- 13 -
流通效率大有可为，华致等有优势.....	- 14 -
发展：三个维度解答为何只有龙头能够生存？.....	- 14 -
展望：从华致酒行看酒类流通行业未来发展趋势.....	- 16 -
投资建议.....	- 18 -
风险提示.....	- 19 -

图表目录

图表 1：展馆内参观者络绎不绝.....	- 5 -
图表 2：分论坛座无虚席.....	- 5 -
图表 3：茅台展馆内品鉴活动火爆.....	- 5 -
图表 4：五粮液展馆参观人气高涨.....	- 5 -
图表 5：郎酒展馆人气升温.....	- 6 -
图表 6：金沙酱酒展馆招商活动顺利.....	- 6 -
图表 7：酱酒分论坛.....	- 6 -
图表 8：酒类零售分论坛.....	- 6 -
图表 9：2018 年规模以上白酒企业数量.....	- 7 -
图表 10：近年来一线白酒表现最为优异.....	- 7 -
图表 11：高端消费正成为驱动行业需求的新动能.....	- 8 -
图表 12：五粮液改革红利持续释放.....	- 8 -
图表 13：2018 年酱香酒企普遍取得飞速发展.....	- 9 -
图表 14：行业上半场酒企和资本纷纷加大酱酒布局.....	- 9 -
图表 15：酱酒市场在全国部分区域已具备一定规模.....	- 10 -
图表 16：腰部次高端品牌将承接茅台溢出的主要红利.....	- 11 -
图表 17：茅台持续引领行业发展.....	- 11 -

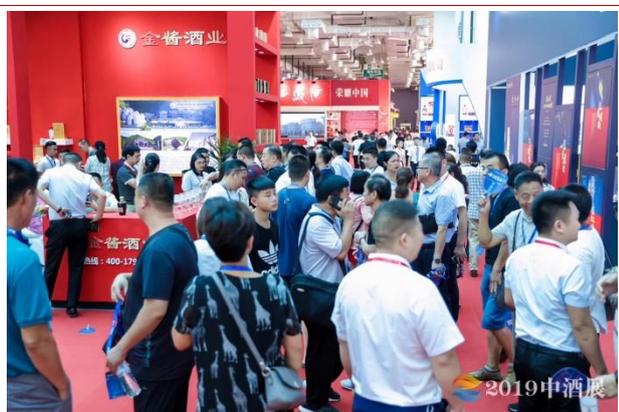
图表 18: 小酒市场近年来迅速成长.....	- 12 -
图表 19: 低端酒品牌一览.....	- 12 -
图表 20: 江小白发展成为小酒行业的佼佼者.....	- 13 -
图表 21: 白酒在 30 岁以下消费者酒类消费占比低.....	- 13 -
图表 22: 江小白定义青春小酒这一新品类.....	- 13 -
图表 23: 我国酒类流通行业发展历程.....	- 14 -
图表 24: 美国酒类流通行业竞争格局 (销量)	- 15 -
图表 25: 中国酒类流通行业经营业态分布.....	- 15 -
图表 26: 大型酒类连锁企业毛利率显著高于普通烟酒店.....	- 15 -
图表 27: 华致酒行与国内外品牌进行广泛深度合作.....	- 16 -
图表 28: 国内酒水零售商全方位对比.....	- 17 -
图表 29: 完善的销售渠道是华致核心竞争力之一.....	- 17 -
图表 30: 新产品的引入开发是华致未来重要看点.....	- 18 -
图表 31: 重点公司盈利预测表.....	- 19 -

行业整体：结构性繁荣时代，二八法则有望走向一九，分化进一步加剧

参会经销商同增近6成，酱酒成热点

- **参会经销商同增近6成，折射出行业景气持续。**从参会人数来看，在为期三天的展出时间中，共计有4.21万户专业经销商，近5万人次扫码入馆，创下了中酒展酒商入馆的新纪录，同比增长近60%。从我们实际感受的情况来看亦是如此，每一场分论坛均座无虚席，各酒企展馆内参观者络绎不绝，我们认为这除了离不开主办方的成功组织之外，更是折射出行业仍处于景气度向上的上行周期，行业需求旺盛，带动厂家和经销商信心与热情高涨。

图表 1: 展馆内参观者络绎不绝



来源：酒业家、中泰证券研究所

图表 2: 分论坛座无虚席



来源：酒业家、中泰证券研究所

- **高端酒最受关注，酱酒升温明显。**从展馆布局来看，本届中酒展共吸引超过200家企业参展，其中茅台、五粮液人气最为火爆，展馆内参观与品鉴活动络绎不绝，反映高端酒仍然最受关注；本届与往届最大不同在于酱酒展馆显著增多，郎酒、国台、金沙等展馆人气升温明显，酒企招商同样进展顺利，如金沙酒业8月8日单日签订意向客户近50家，匠中匠品牌单日招商规模达到2000万，反映酱酒热潮受到市场追捧。

图表 3: 茅台展馆内品鉴活动火爆



来源：酒业家、中泰证券研究所

图表 4: 五粮液展馆参观人气高涨



来源：酒业家、中泰证券研究所

图表 5: 郎酒展馆人气升温



来源: 酒业家、中泰证券研究所

图表 6: 金沙酱酒展馆招商活动顺利



来源: 酒业家、中泰证券研究所

- 酱酒、小酒、渠道效率等成热点, 行业竞争更为精细化。从分论坛来看, 本届中酒展共设置 10 大论坛, 覆盖范围广泛, 共涉及省酒突围、酱酒、小酒、酒类零售等多个主题。我们认为这充分涵盖了当下白酒行业发展的热点, 亦反映出行业竞争更为精细化, 其中, 酱酒市场近年来在茅台的引领下进入发展快车道, 酱酒企业普遍取得了远超行业平均的高速增长; 酒类流通市场受益于白酒行业高景气, 近年来以华致为代表的大型连锁品牌商快速扩张; 小酒亦迎来了品质和品牌的全面升级, 江小白凭借社会化营销和差异化产品赢得了年轻消费者的青睐。

图表 7: 酱酒分论坛



来源: 酒业家、中泰证券研究所

图表 8: 酒类零售分论坛



来源: 酒业家、中泰证券研究所

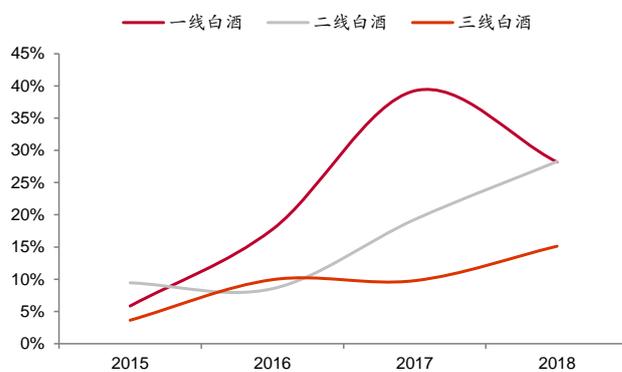
存量竞争时代, 高端酒和优势区域酒企将尽享结构性繁荣

- 通过参加各主题论坛, 与行业专家进行广泛交流之后, 我们主要有如下两点思考:
- 第一, 关于我国白酒行业前景判断, 目前白酒行业产量已趋于稳定, 近年来产量增长趋于个位数, 但收入和利润却实现良性增长, 2018 年规模以上白酒企业营收和利润总额分别实现 13%和 30%的增长, 其中一线白酒增长势头最为强劲。因此我们认为, 白酒行业已由量价齐升过渡到价

升为主阶段，背后逻辑是人们对美好生活的追求产生了对高品质白酒的消费需求，市场份额逐步向名酒品牌集中。我们认为未来行业是挤压式增长的过程，随着厂商经营理念趋于理性，亦是周期性弱化、结构性繁荣发展的趋势。

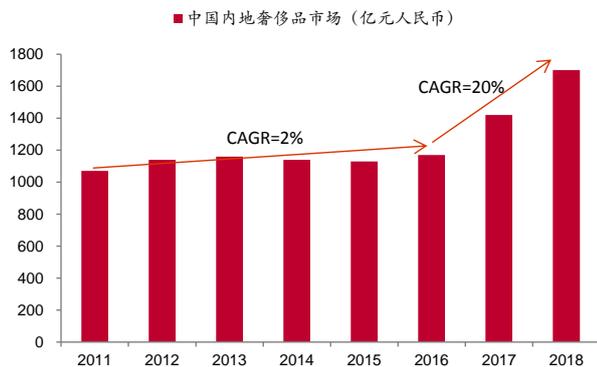
图表 9：2018 年规模以上白酒企业数量


来源：中泰证券研究所

图表 10：近年来一线白酒表现最为优异


来源：中泰证券研究所

- 第二，在行业的存量竞争时代，企业未来增长动能主要来自于三方面：
 - 1) **需求新动能**，目前中国奢侈品消费占据全球三分之一，中国高端消费市场正成为全球最具活力的市场，随着收入分化现象加剧以及富人群体逐步壮大，高端消费正成为国人重要的消费需求。从这个角度而言，高端酒将最为受益，根据茅台基酒供应量和市场需求情况，我们认为茅台酒供需偏紧的格局将长期存在，茅台一瓶难求也为千元价格带的五粮液和老窖留出了充足的成长空间，在量价齐升的共同推动下，高端酒仍是未来最具确定性的板块。
 - 2) **组织新动能**，除了外部需求红利之外，内生的组织创新同样是酒企未来发展的重要动能，在存量竞争时代，酒企竞争将回归组织力，而组织力也是决定品牌力、产品力、渠道力的重要变量。五粮液就是最典型案例，2017 年李董事长履新后，“二次创业”理念深入人心，今年以来五粮液将改革推向纵深，通过普五换装升级、系列酒三家合而为一、建立数字化营销体系等一系列改革，都体现出公司灵活的机制和管理层敢作敢为的干练的作风，也推动五粮液价格体系持续回升、渠道体系进入正循环，我们看好五粮液改革红利持续释放，也期待更多酒企通过组织变革实现内生增长。
 - 3) **区域酒企突围**，除了高端酒板块最具确定性之外，区域酒企突围亦是行业当下重要看点。当前省酒进入价格和规模新周期，价格方面，当前省会白酒主流价格普遍达到 200 元以上，省酒龙头需要积极跟随名酒提价，价格向次高端突围，通过提价来提升品牌价值；规模方面，省级龙头至少要做到 50 亿，做规模就是放大全省化战略，放大省酒领头羊的价值。在新周期内上半场做减法，以聚焦为主，下半场做乘法，在巩固现有市场的前提下，不断放大杠杆的价值。我们认为，渠道力是区域龙头酒企的核心优势，具备优势基地市场的省酒龙头拥有突围潜力，看好古井、口子、今世缘、汾酒等区域龙头酒企在巩固优势基地市场的基础上，逐渐实现全国化拓展。

图表 11: 高端消费正成为驱动行业需求的新动能


来源: 中泰证券研究所

图表 12: 五粮液改革红利持续释放


来源: 中泰证券研究所

酱酒热, 子行业处于成长的上半场, 茅台有望持续领航

发展: 千亿酱酒市场, 迎来黄金时代

- 酱酒市场近年来迎来“井喷”, 主要体现在以下两方面: 从规模来看, 2018年酱酒市场规模已达1200亿元, 今年将达到1300-1400亿元, 未来有望达到2000亿元; 从增速来看, 酱酒增速比行业平均增速快2-3倍, 2018年白酒行业整体营收增速为13%, 相比之下, “巨轮”茅台营收增速达到26.43%, 而其他酱香酒企更是大多取得了超过80%的高速增长。
- 根据体量差异, 酱香酒企可以分为四个阵营。
 - 茅台独占第一阵营, 2018年以772亿元的体量占据了整个酱香行业的一半以上份额, 带动酱香酒市场消费氛围遍地开花;
 - 第二阵营领军品牌体量为50亿级, 包括赤水河两岸的郎酒和习酒, 其中2018年郎酒营收重回百亿, 酱香事业部青、红花郎功不可没, 营收达50亿, 增速超90%; 习酒同样发展迅猛, 营收超50亿, 增速超80%。
 - 第二阵营代表品牌体量为10亿级, 其中2018年国台营收12亿, 增速76%, 目前已进入上市辅导期; 金沙营收10亿, 创下历史新高; 钓鱼台营收8亿, 实现翻番增长; 珍酒营收8亿, 增速90%。
 - 第三阵营为仁怀本地酱香酒企, 包括金酱、夜郎古等, 借老大哥茅台起势的东风, 当地其他酒企均实现大幅增长, 合计营收约为100亿元。

图表 13: 2018 年酱香酒企普遍取得飞速发展

层级	公司	表现
一线巨头	茅台	营收772亿, 净利润352亿, 增速30%
二线领军	郎酒	营收重回百亿, 青(红)花郎达50亿, 增速90%
	习酒	营收56亿, 增速81%
二线代表	国台	营收12亿, 增速76%
	金沙	营收10亿, 创下历史新高
	钓鱼台	营收8亿, 业绩翻番
	珍酒	营收8亿, 增速90%
仁怀本地	金酱、夜郎古等	除茅台外的本地酒企销售约为100亿元, 均实现大幅增长

来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

展望: 酱酒仍在上半场, 茅台持续引领行业发展

- **酱酒仍在上半场, 品牌力是核心竞争力。**从未来发展趋势来看, 酱酒市场仍然处于发展的上半场, 意味着酒企无论大小都有钱可赚, 还没有进入到大企业收割小企业的阶段, 因此可以看到很多酒企、资本仍在持续加大酱酒布局, 洋河、劲酒就是其中代表。在过去十年间酱酒解决了消费者对于酱酒消费认知的问题, 茅台的带动以及互联网的兴起让居民认识到了酱酒的品质优势, 那么未来重点需要解决的便是品牌化的问题, 真正具备品牌优势的酱酒企业有望从行业中取得突围。

图表 14: 行业上半场酒企和资本纷纷加大酱酒布局

	公司	酱酒布局
业内酒企	五粮液	推出永福酱酒和15酱
	洋河	收购贵州贵酒和茅台镇厚工坊生产基地等多个酒厂
	劲酒	收购茅台镇国宝酒厂
业外资本	华泽集团	收购贵州珍酒厂, 规划5年内达到1万千升酱酒产能
	天士力	收购国台酒厂, 追加投资30亿
	娃哈哈	全资控股领酱国酒和宏振酒业
	联想	入股武陵, 推出重大扩产计划
	海航	控股怀酒, 规划5000千升酱酒基地
	中青宝	数亿元收购金沙古酒, 规划万吨扩产计划

来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

- **两个趋势: 供不应求将长期存在, 全国化和高端化是未来趋势。**虽然近年来酱酒需求迎来“井喷”, 但是我国酱酒产能却极为有限, 核心产区仁怀的酱酒产能仅为 10 余万吨, 因此未来很长时间仍将处于供不应求的状态。而这也决定了酱酒未来仍将以高端小众消费为主, 因此, 全国化和高端化是未来两个重要趋势。
 - 1) **全国化:** 与浓香白酒具备根据地市场不同, 酱香白酒消费群体是碎

片化的，以高端小众消费为主，这决定了酱酒市场的全国化。从近年来看，酱酒在全国范围内愈发受到认可，除酱酒的大本营市场贵州省之外，北上广、江浙、山东、河南等地的酱酒市场已具备一定规模，且在经济愈发达的地区，酱酒消费氛围愈浓厚。因此，主流酱酒企业的全国重点市场基本是一致的，比如山东市场既是习酒的重点市场，也是郎酒的重点市场等。酱酒的消费群体也迅速扩容，在全国主要市场上，酱酒人群增加了五千万以上，直接扩容一倍以上。

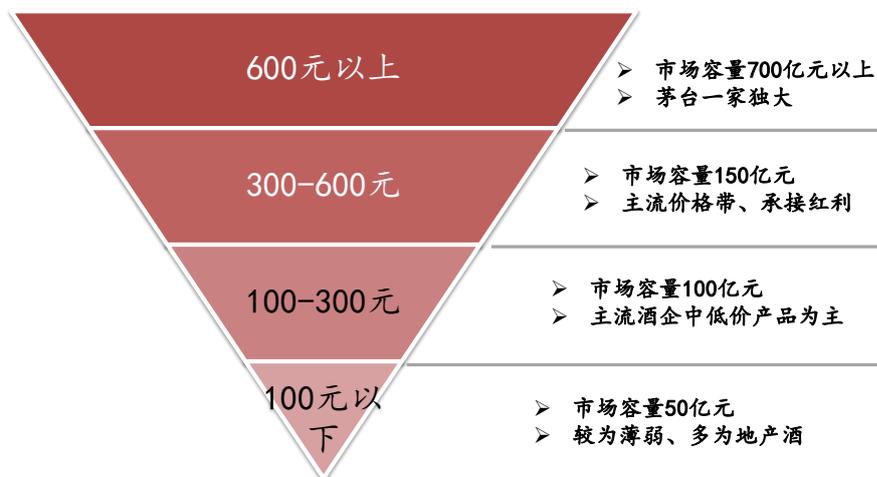
图表 15: 酱酒市场在全国部分区域已具备一定规模



来源：公开资料整理，中泰证券研究所；红色区域为酱酒市场较为发达的区域

2) 高端化: 酱酒核心竞争力在于品质优势，要发挥品质优势则需要定位中高端，同时酱酒目标群体是由茅台培育出来的中高端人群，购买力高而价格敏感度低，这都决定了酱酒需要从高往低打，高端化是酱酒企业的重要发展趋势。从酱酒市场价格带来看，由于茅台占据了整个酱香酒市场的 70% 以上份额，因此酱香酒市场价格带呈现出倒金字塔的特征。目前次高端价格带是大多酱香品牌所在的主流价格带，也是最为受益茅台供不应求的价格带，承接了消费者对于茅台之下中高端酱香白酒的消费需求。

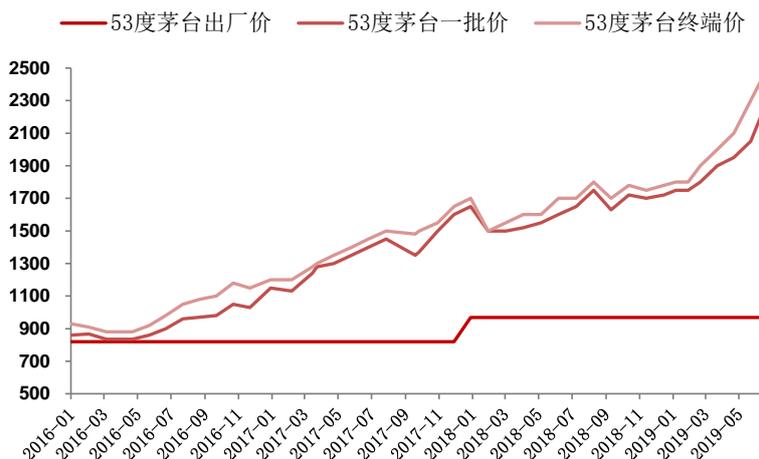
图表 16: 腰部次高端品牌将承接茅台溢出的主要红利



来源: wind、中泰证券研究所

- **展望: 茅台仍是最具确定性的企业, 看好茅台引领行业持续成长。**我们认为, 酱酒热潮有望成为我国白酒品质升级的最后一战, 一方面茅台品牌效应和消费者培育引领了本轮酱香热潮, 另一方面酱酒的高品质刚好迎合了“少喝酒、喝好酒”的消费升级理念。我们认为, 茅台依然是行业内成长最具确定性的企业, 根据基酒供应量和市场需求情况, 我们认为茅台酒供需偏紧的格局将长期存在, 考虑到当前渠道价差充足, 未来茅台酒仍具备继续提价能力, 即使价格不变, 保守估计公司仍可通过调整产品结构等策略使得收入实现 15%以上增长, 看好茅台持续引领酱酒行业进入快速成长阶段。

图表 17: 茅台持续引领行业发展



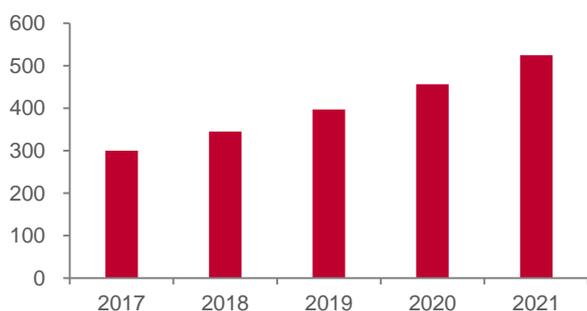
来源: wind、中泰证券研究所

品牌小酒有望持续脱颖而出

小酒市场迎来全方位升级，江小白率先取得突围

- **小酒市场成长迅速，价格、品类全面升级。**从小瓶酒市场规模来看，目前小瓶酒存量市场约 200 亿，未来有望继续高增，市场空间广阔。近年来小酒市场成长迅速，主要呈现出以下特征：
 - 1) **价位升级**，过去小酒以低端化、边缘化为主，二锅头、小劲酒不足 10 元，但目前主流价位已升级至 20-30 元，2012-2019 年单价翻倍以上提升，预计未来三到五年内 30 元将成为小酒的基础价格带；
 - 2) **品类升级**，过去小酒作为补充型产品，消费者对其品质、品牌重视程度较低，而现在随着消费升级以及消费理念变化，新一代年轻消费者更加青睐品牌小酒，对品质、品牌的个性化要求更高；
 - 3) **成长迅速**，过去几年小酒市场增速是行业平均增速的 2 倍以上，预计未来三年这一快速成长势头有望继续保持；
 - 4) **营销模式变化**，近年来小酒厂商营销重心从渠道转移到消费者，费用投放不再聚焦渠道促销或者门店政策，而是以消费者培育为主。

图表 18: 小酒市场近年来迅速成长



来源：中泰证券研究所

图表 19: 低端酒品牌一览

行业阵营	品牌	2018年预计销售额
第一阵营	牛栏山	超90亿
	老村长	超60亿
第二阵营	红星二锅头	超20亿
	小郎酒	超20亿
	江小白	超10亿
	泸州老窖二曲	超10亿
第三阵营	五粮液歪嘴	5-6亿
	小村外	5-6亿
其他	其他	5亿以下

来源：中泰证券研究所

- **江小白：社会化营销和线下深度分销助力江小白在行业中脱颖而出。**江小白是近年来快速崛起的小酒企业，目前营收已超过 20 亿，成为小酒行业中的佼佼者。江小白的成功离不开以下几点：1) 品类方面，江小白聚焦新生代，将 80 后、90 后定位为目标人群，通过深入人心的文案引起年轻群体共鸣，打造轻口味产品以更加迎合年轻人需求；2) 营销方面，精准的社会化营销是江小白和传统酒企最大的不同，江小白通过互动为主的线上社交传播，引发用户互动、增强用户粘性，通过打造 IP 和植入的方式进行 IP 化营销；3) 渠道方面，江小白深度分销，由总经销商直接铺货给餐饮终端，将餐饮渠道作为突破口，采用人海战术精耕细作。

图表 20: 江小白发展成为小酒行业的佼佼者

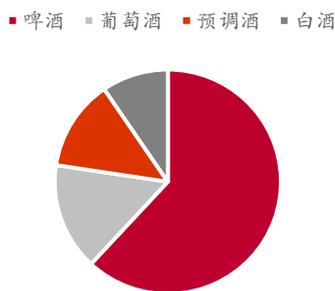


来源：中泰证券研究所

展望：具备品牌力和名酒背书的品牌小酒有望脱颖而出

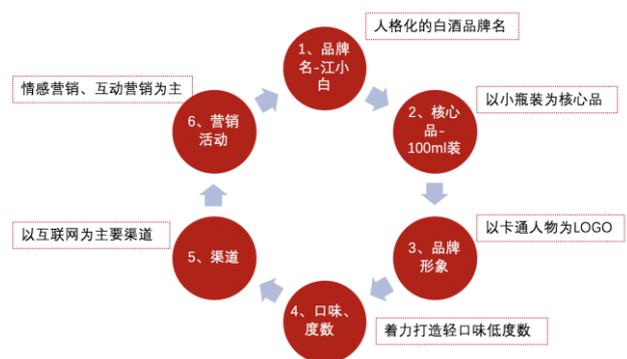
- **行业发展趋势：小容量和低度数是年轻人选择白酒的两大趋势。**年轻群体是小酒的主要消费群体，容量小和度数低则是当代年轻人选择白酒的两大趋势。这是由于年轻群体对烈酒的消费目前处于萌芽状态，咨询机构罗兰贝格的调研报告显示，2017年中国市场30岁以下消费者的酒类消费占比中，白酒仅占到8%，因此对于白酒需要从低度的小容量的产品开始尝试。此外，年轻消费群体对于白酒的需求已不局限于香型、风味，而更多从感性方面、从体验方面去感受，因此小酒酒企应从颜值、品质、场景、内容、营销等方面做好创新，以满足年轻群体对于白酒的情感需求。

图表 21: 白酒在 30 岁以下消费者酒类消费占比低



来源：罗兰贝格、中泰证券研究所

图表 22: 江小白定义青春小酒这一新品类



来源：中泰证券研究所

- **展望：具备品牌力和名酒背书的品牌小酒有望从行业中脱颖而出。**近年来小酒市场快速扩容催生了众多品牌，江小白就是其中代表性企业，而传统一线名酒也纷纷参与布局，“泸小二”、“小郎酒”、“洋河小曲”等相继面世。虽然未来三到五年行业仍将处于快速成长期，但是野蛮生长期基本已经结束，当前行业内众多小酒面临着同质化愈发严重、品牌力不

足等问题。我们认为，随着行业竞争加剧以及消费升级持续，真正具备品牌力（如江小白）和名酒背书（如泸小二、小郎酒）的品牌小酒有望在行业中取得突围，持续收割市场份额。

图表 27：主流小酒全方位对比

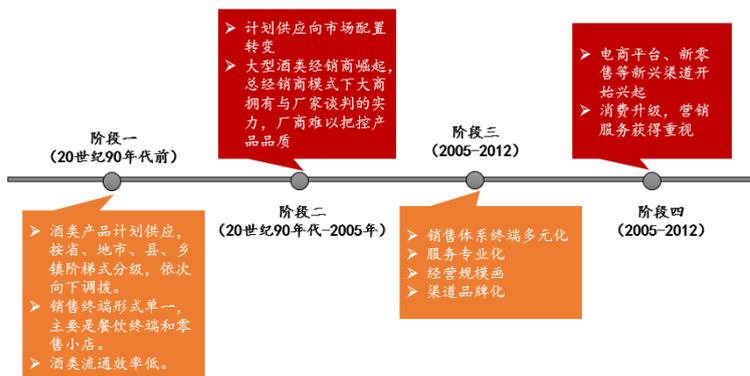
品牌	江小白	泸小二	洋小二	五粮液歪嘴
香型	清香型	浓香型	浓香型	浓香型
口感	酒体纯净，入口柔和，醉酒慢，醒酒快	酒体轻透细腻，入口浓香，回味悠长，绵柔浓香口感，略辛辣	酒体通净醇香，开瓶香气浓郁，入口不辛辣	口感柔和香甜，入口没有苦涩，吞咽舒适
度数	40度/25度	52度/42度	42度	52度
营销方式	精准社会化营销，线上线下结合，并且以(O2O)模式的互动为主	线上线下营销联动。植入电影，微信微博互动；线下落地活动方面，以餐饮渠道作为引爆点，逐渐向流通、卖场转移	赋予了互联网基因，除了在京东众筹而外，还将这款产品交给互联网项目“宅优购”进行运作。	战略性动销策略：避开了单纯的渠道拼抢，通过赠酒在消费者中留下口碑。通过开发啤酒经销商作为主流经销商，实现了市场资源的整合
理念创新	倡导简单时尚的生活理念，目前还加入潮酷等元素，与多品牌进行跨界合作，不断打造自我IP	“潮”文化和“快乐”文化成为主流，正是倡导快乐的生活态度和人生价值观	致青春致故事为主题，绵柔的健康理念	品牌理念是“乐”，符合喝酒寻乐的需求本质
发布时间	2012年	2013年	2017年	2015年
产品示例				

来源：公司官网，中泰证券研究所

流通效率大有可为，华致等有优势

发展：三个维度解答为何只有龙头能够生存？

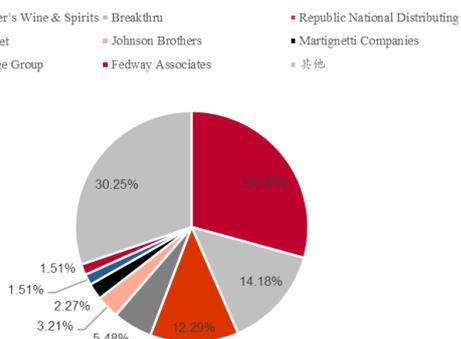
- 从竞争对手来看，缺乏团购资源的烟酒店大多将走向关门。从酒类流通行业来看，目前规模约为 1.5 万亿，其中线上只占 5%，绝大多数均存在于线下。据统计，全国烟酒店将近 800 万家，其中经营较好的大部分依靠团购资源，纯粹依靠零售的烟酒店经营相对更难，和连锁酒行相比呈现出散、乱、假的状态。从这个角度而言，未来 60% 以上的夫妻烟酒店可能都会关门或者转型连锁，因此品牌化、连锁化和规模化是行业未来发展趋势，未来行业内有望形成两到三家全国性大型连锁零售商。

图表 23：我国酒类流通行业发展历程


来源：wind、中泰证券研究所

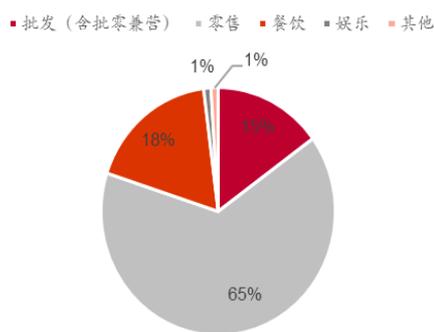
- 从发达国家经验来看，行业龙头集中度提升是大势所趋。美国第一大酒类流通企业南方酒业占美国市场的 31%，澳大利亚第一大酒类流通企业 Dan Murphy's 占澳大利亚市场的 30%，而我国酒类流通行业目前处于充分竞争状况，市场集中度低，截至 2016 年底，在商务部门备案登记的酒类经营者数量有 82.42 万家，其中零售企业占 65%。我们认为随着竞争愈发激烈，酒类流通行业将逐步整合，龙头份额有望提升。

图表 24: 美国酒类流通行业竞争格局 (销量)



来源：欧睿咨询、中泰证券研究所

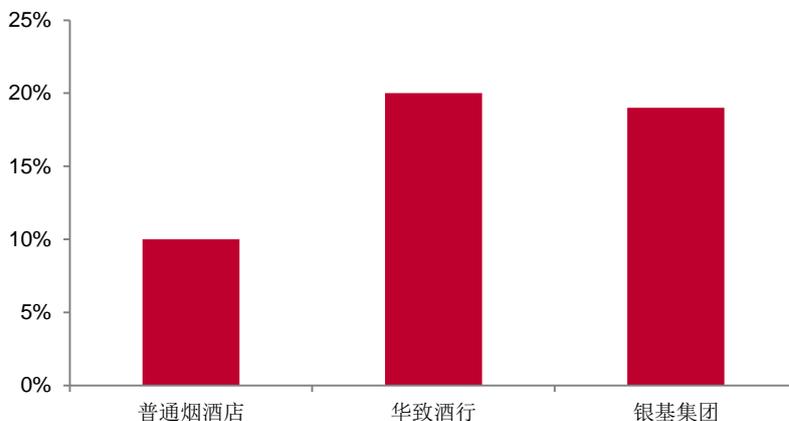
图表 25: 中国酒类流通行业经营业态分布



来源：中国酒协、中泰证券研究所

- 从盈利模式来看，只有拥有高毛利爆款产品的酒类流通企业才能盈利。目前 90% 的区域零售酒业都在亏钱，具体原因在于：1) 店数太少，区域零售酒业大多在 50-100 家，然而店数少于 1000 家的流通企业都称不上连锁；2) 单店销售额比较低，毛利润低，由于销售以当地的畅销品为主，缺少高毛利的战略爆款产品；3) 费用大，酒类零售商需要投入技术费、推广费、管理费等。因此，目前烟酒店毛利率一般在百分之十几，而星巴克、屈臣氏等连锁零售商的毛利率分别高达 80%、35% 以上，核心就是因为它有高毛利的定制产品，对于酒类流通企业来说同样如此，只有具备高毛利的爆款产品才能实现盈利，因此只有大型酒类连锁企业才具备这一实力。

图表 26: 大型酒类连锁企业毛利率显著高于普通烟酒店



来源：wind、中泰证券研究所

展望：从华致酒行看酒类流通行业未来发展趋势

- **华致酒行本质上是一家具有自主研发能力的酒平台零售商。**从公司商业模式来看，公司利润一方面来自于配额内，也就是茅台、五粮液等酒企和公司签订的标准产品的合同量，另一方面来自于配额外，也就是公司从市场上低买高卖从而赚取差价的量，此外还有一部分来自于自营品牌，比如荷花酒，以及非标品牌，比如五粮液 10 年、金茅台等。从公司产品结构来看，白酒占公司总营收的 95%左右，其中茅台和五粮液分别约占 47%和 40%，从渠道结构上看，零售网点和 KA 卖场是公司当前主要的分销渠道，二者占比分别为 31%和 28%，公司自有的连锁酒行和华致酒库的占比分别为 7%和 12%。

图表 27：华致酒行与国内外品牌进行广泛深度合作


来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **竞品对比分析：华致酒行产品品类齐全，渠道覆盖广泛，盈利能力处于行业领先地位。**
 - **代理品牌方面**，华致拥有茅台、五粮液、习酒、荷花、洋河、汾酒等个档次白酒龙头厂家的代理权，产品品类齐全。茅台和五粮液两种高端白酒是企业的核心产品。
 - **销售渠道方面**，华致发展过程中以线下销售为根基，2014 年后逐渐改革建立起强大的全品类销售渠道。其线下销售渠道强劲——共有 151 家连锁酒行、595 家华致酒库、3,000 多家零售网点、20 多家 KA 商超、100 多家终端供应商。另外，消费者可在天猫、京旗舰店线上消费，或通过微信公众号以及电话下单（O2O），华致酒库将负责配送产品、承担运费。银基集团与壹玖壹玖的则以线上平台为销售的大本营，银基主要依靠品汇壹号 B2B、B2C 平台，而壹玖壹玖线下渠道目前仅覆盖河南、四川。名品世家规模尚且较小。
 - **营业情况方面**，华致营收规模位居第二，但其营收增长十分稳定且销售毛利、净利水平高。2017 年，华致酒行营业收入为 20.7 亿元，低于壹玖壹玖的 33.6 亿元，体量上位于行业第二。其 2015-2017 年间营业收入增长的 CAGR 为 24%，而壹玖壹玖与名品世家增速极高。但就盈利能力而言，华致酒行的销售毛利高达 20.27%，远高于行业平均水平，而增速较快的名品世家与壹玖壹玖毛利仅在 11.5%左右。另外，壹玖壹玖等公司在增速较快的年份净利润均为

负值，主要由于其投入大量资金拉动企业增长。华致酒行则在保持合速的同时，保证稳定的盈利能力。

图表 28: 国内酒水零售商全方位对比

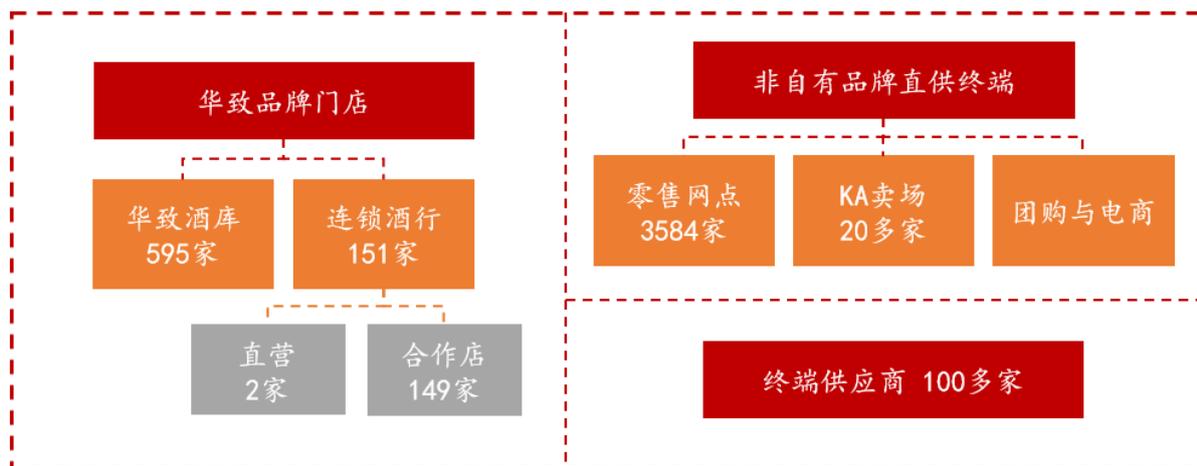
	华致酒行	银基集团	壹九壹九	名品世家
代理品牌	茅台、五粮液、习酒、荷花、洋河、汾酒等	茅台、五粮液、汾酒、永福酱酒、鸭溪窖、国窖	茅台、五粮液	茅台、五粮液、泸州老窖、国台
覆盖地区	全国	全国、欧亚地区	线上面向全国，线下以河南、四川为主	全国
销售渠道	全渠道：151 家连锁酒行、595 家华致酒库、3,000 多家零售网点、20 多家KA 商超、100 多家终端供应商	品汇壹号B2B、B2C平台，经销商加盟店，免税店	线上电商平台线下实体店一体化：直营店 306 家，占比 27.08%；直营店 719 家，占比 63.63%；隔壁仓库店 105 家	酒类连锁终端：已打通线上线下的加盟店及微终端达 3,000 多家，综合体验店、中心体验店、社区体验店共 500 多家
营收及增速	2,406,518,404 / 24%	1,987,358,080 / 35.73%	3,355,296,366 / 67.46%	661,569,908 / 78.48%
销售毛利与净利	20.27% / 5.12%	18.54% / 4.87%	11.49% / -3.42%	11.81% / 7.20%
p.s.: 数据截至至2018年6月; 营业收入取2017年年报数据, 增速为2015-2017年年平均增速; 销售毛利与净利为2015-2017年均值; 银基集团属于港股, 此处数据按港币对人民币汇率=0.856转换				

来源：招股说明书，企业年报，中泰证券研究所

- 核心竞争力：“保真”的品牌形象、全渠道销售网络、产品源头采购。**

品牌力方面，华致核心优势在于其长期树立起来的“保真”形象，这种保真体系能够增强上下游粘性，在上游能够保障厂家最关注的产品质量问题，在下游能够赢得消费者认可，从而收取信用和服务溢价，并获得远高于其竞争对手的销售毛利。产品力方面，公司以名优白酒为主要经营商品，与茅台、五粮液等名优酒厂建立了长期稳定的合作关系，而且源头采购的模式确保了产品保真，同时大大降低了产品采购成本。渠道力方面，公司线上、线下、终端一齐发力，相比于竞争对手在渠道覆盖的广度和深度、消费者培育、渠道掌控力方面更具优势，截止 18 年末公司零售门店已经达到 4000 多家。

图表 29: 完善的销售渠道是华致核心竞争力之一

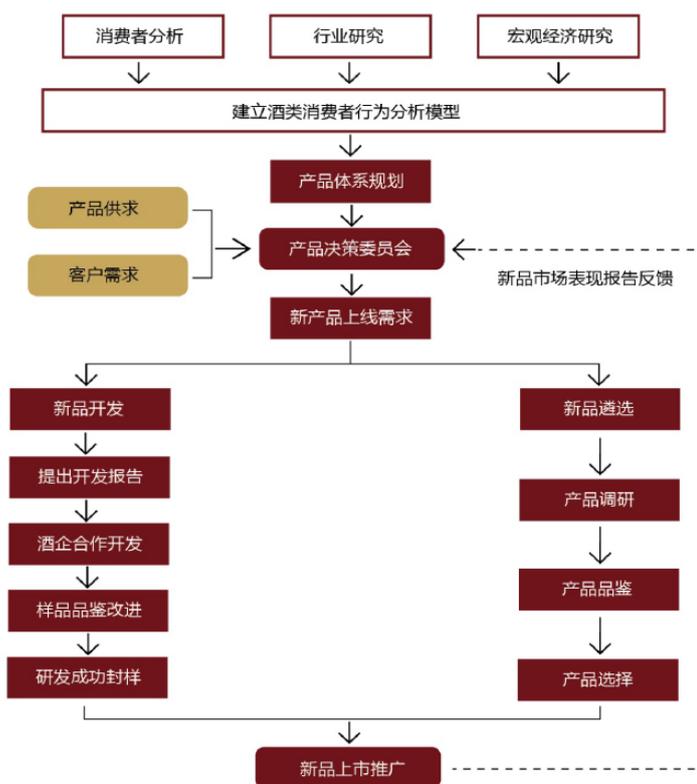


来源：招股说明书，2018 年报，中泰证券研究所

- 从华致酒行未来看点看酒类流通行业未来发展趋势。**华致未来增长点主要有两方面，第一是渠道网络的完善，公司目前正在加速华致酒库新业态的布局，统一设计装修管理，并以华致酒库为基础搭建全渠道平台，目前正在快速跑马圈地，酒库门店数已从 17 年的 504 家增至 18 年

的 700 余家，公司目标是 3 年内开设华致酒库 3000 家。第二是引入开发新产品，在公司现有产品体系中普飞、普五是引流产品，而金茅台、五粮液 10 年的毛利润更高，因此公司未来在继续拓展与茅台、五粮液合作的同时，将加大对包括荷花酒、金茅台、五粮液 10 年、古井贡酒 1818 等新产品的开发，从而创造全新的增长点。因此，通过华致酒行的未来增长点，我们认为渠道网络的进一步完善和开发定制产品是行业未来两大发展趋势，渠道网络完善赋予了公司的规模效应和持续成长能力，开发定制产品保障了公司盈利水平，而这两点只有大型酒类流通企业可以做到，因此我们认为行业集中度有望进一步提升。

图表 30: 新产品的引入开发是华致未来重要看点



来源：招股说明书，中泰证券研究所

投资建议

- 上周我们全程参加了酒业家主办的第三届中国高档酒展览会，核心感受是行业依然处于景气上行周期，参会人数、参展企业、招商金额等均再创新高，酱酒以及小酒市场、渠道（流通）等细分方向成为行业的重要热点。我们认为酱酒仍处于发展的上半场，茅台有望引领酱酒行业持续前行；小酒正围绕年轻群体全面升级，具备品牌优势的小酒有望取得突围；渠道方面，行业效率提升大有可为，集中度提升是大势所趋，渠道扩张和开发新品是未来发展趋势。目前白酒行业已进入长周期结构性繁荣时代，头部企业有望尽享品牌集中红利，我们看好具备品牌优势的高端酒（茅台、五粮液、泸州老窖）和具备优势基地市场的区域龙头（古井、口子、今世缘、汾酒）持续稳健成长。

图表 31: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	1043.33	13104.2	28.02	35.06	41.08	37.24	29.76	25.40
五粮液	125.85	4777.3	3.47	4.46	5.33	36.23	28.22	23.61
泸州老窖	83.52	1171.0	2.38	3.11	3.88	35.09	26.86	21.53
洋河股份	105.99	1597.3	5.39	6.15	7.13	19.68	17.23	14.87
古井贡酒	114.48	577.0	3.37	4.42	5.57	33.97	25.90	20.55
山西汾酒	69.20	599.3	1.69	2.15	2.68	40.85	32.19	25.82
口子窖	60.20	361.2	2.55	3.05	3.57	23.61	19.74	16.86
水井坊	45.00	220.1	1.19	1.55	1.86	37.94	29.03	24.19
沱牌舍得	26.93	90.8	1.02	1.24	1.61	26.35	21.72	16.73
顺鑫农业	49.42	282.2	1.30	2.27	2.95	37.89	21.77	16.75
伊力特	15.27	67.3	0.97	1.22	1.40	15.74	12.52	10.91
迎驾贡酒	18.63	149.0	0.97	1.05	1.11	19.21	17.74	16.78

来源: 中泰证券研究所

风险提示

- **中高端酒动销不及预期:** 近年来各地白酒消费档次提升明显, 但消费升级是一个相对缓慢的过程, 若宏观经济出现一定程度的波动, 白酒消费可能受存在一定影响, 中高端酒动销存在不及预期的可能。
- **三公消费限制力度持续加大:** 尽管公务消费占比逐年走低, 但是改革依旧进行, 不排除部分区域或者单位继续出现“禁酒令”的可能。从体制内开始肃清酒风, 进而影响商务消费和民间消费。
- **食品安全事件风险:** 类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击, 白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言, 更多的是安全事件, 带来的打击也是沉重的。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。