

分层对比：高中低端酒，风景各不同

——白酒行业专题研究系列二

强于大市（维持）

日期：2019年11月28日

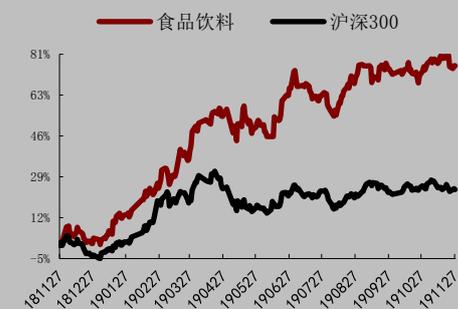
行业核心观点：

我国不同档次白酒市场呈现截然不同状况：高端白酒享量价齐升，为“最优赛道”；次高端白酒紧随高端白酒，价格有上涨预期，市场规模有提升空间，为“次优赛道”；中低端白酒竞争激烈，市场空间被高端和次高端挤占而萎缩，生存状况最差，但低端酒龙头受益于集中度快速提升。在宏观经济增速下行及人口结构老龄化背景下，预计我国白酒消费总量将稳中有降。高端和次高端白酒受益于消费升级，将进一步挤压中低端白酒的生存空间。由于经济增速下行及产能增长，预计明年高端白酒涨价承压，呈现量增价不增。在类滞胀以及外资持续流入的背景下，业绩稳健的白酒仍是市场偏好的板块，维持行业“强于大市”投资评级，建议重点关注高端及次高端白酒龙头企业。

投资要点：

- **高端白酒：寡头垄断挤压式增长，预计明年量增价难涨。** 高端白酒形成茅五泸寡头垄断格局，护城河稳固，在消费升级背景下享量价齐升，是白酒行业的“最优赛道”。茅台成为高端白酒价格主导者，预计2020年茅台产能回升，叠加经济增速下行，涨价难以持续，但高端白酒仍能享受挤压式增长带来的量增。
- **次高端白酒：竞争格局存变数，市场规模有提升空间。** 次高端白酒约十几个品牌，以全国名优酒为主，竞争较激烈，次高端白酒核心竞争要素是品牌力+渠道力，主导竞争格局的变化，竞争格局存变数，其他品牌仍有进入空间。同样受益于消费升级和相对于高端白酒的高性价比，价格有上涨预期，市场规模有提升空间。
- **中低端白酒：竞争激烈且规模萎缩，龙头受益于集中度提升。** 中低端白酒地产酒为主，企业众多，为完全竞争格局，按区域划分有六大板块，区域性特征明显，诸侯割据的格局长期持续。中低端白酒市场规模占比达八成，但市场空间被高端和次高端挤占而萎缩，生存状况最差，低端酒龙头受益于集中度快速提升。低端酒品牌增长的驱动力来自品牌打造+渠道拓展+全国化布局。
- **风险因素：政策变动风险；宏观经济下行导致需求不及预期风险；高端白酒价格下降风险。**

食品饮料行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年11月27日

相关研究

万联证券研究所 20191122_行业专题报告_AAA_白酒行业专题研究系列一

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

目录

1、白酒行业总体情况：白酒高端化趋势明显，品牌格局清晰	4
1.1 白酒高端化趋势明显	4
1.2 品牌格局更加清晰	4
2、高端白酒：寡头垄断挤压式增长，预计明年量增价难涨	5
2.1 高端白酒形成茅五泸为代表的寡头垄断格局	5
2.2 高端白酒自 2015 年以来量价齐升	6
2.3 渠道是高端白酒企业竞争重要一环	7
2.4 茅台成为高端白酒价格主导者，预计 2020 年涨价难以持续	8
3、次高端白酒：竞争格局存变数，市场规模有提升空间	10
3.1 高性价比和消费升级，次高端白酒市场规模有提升空间	10
3.2 次高端白酒市场集中度不高，竞争格局变数大	11
3.3 次高端白酒核心竞争要素是品牌力+渠道力，主导竞争格局的变化	13
4、中低端白酒：竞争激烈且规模萎缩，龙头受益于集中度提升	14
4.1 中低端白酒竞争格局：完全竞争市场，龙头集中度提升	15
4.2 中低端白酒的区域性特征明显，主要分布在六大板块	17
4.3 中低端白酒增长的驱动力：品牌打造+渠道拓展+全国化布局	21
5、投资建议	22
6、风险提示	22
图表 1：未来次高端及高端的空间将不断扩大	4
图表 2：白酒行业品牌格局清晰	5
图表 3：2008 年高端白酒市场格局	6
图表 4：2017 年高端白酒市场格局	6
图表 5：近年来高端白酒价格涨幅明显	6
图表 6：高端白酒收入增长情况	7
图表 7：高端白酒净利润增长情况	7
图表 8：高端白酒渠道模式对比	7
图表 9：2008 年茅台拿到提价主动权	8
图表 10：茅台和五粮液出厂价的提价处于互相追随的状态	9
图表 11：茅台酒基酒 2015 年减产 16.94%	9
图表 12：次高端品牌白酒分类	10
图表 13：次高端白酒降价，居民收入提升，相对购买力大幅提升	11
图表 14：次高端品牌白酒集中度较低	11
图表 15：次高端品牌营收同比弹性大（%）	12
图表 16：次高端品牌归母净利润同比弹性大（%）	12
图表 17：次高端品牌白酒管理和渠道模式	13
图表 18：低端白酒集中度低_2017 年	15
图表 19：近年来中低端白酒价格没有提升甚至微降	15
图表 20：龙头低端白酒牛栏山近年来营收高增长	16
图表 21：川黔地区中低端酒分布	17
图表 22：苏皖地区中低端酒分布	18
图表 23：川黔地区中低端酒分布	19
图表 24：鲁豫地区中低端酒分布	20

图表 25: 两湖地区中低端酒分布	20
图表 26: 东北中低端酒分布	21

万联证券

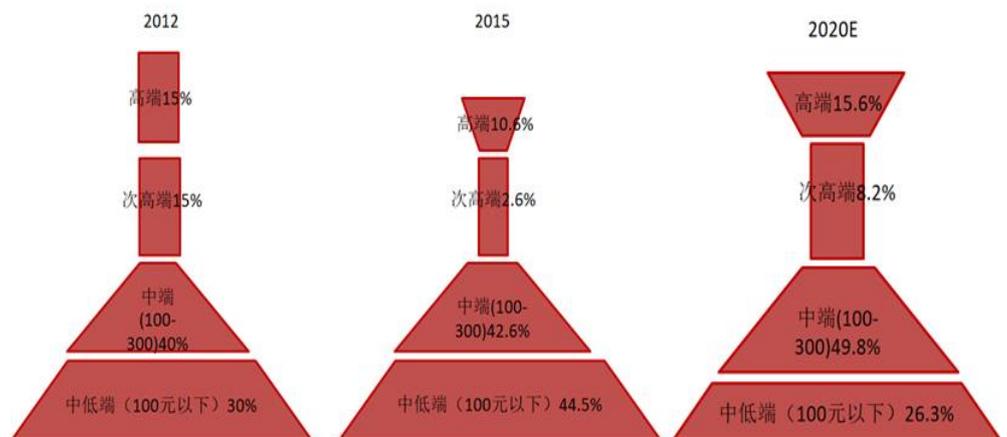
1、白酒行业总体情况：白酒高端化趋势明显，品牌格局清晰

1.1 白酒高端化趋势明显

消费升级在白酒行业快速发酵，白酒高端化趋势明显，次高端及以上白酒增速明显快于中低端白酒。在宏观经济增速下行，以及人口结构老龄化背景下，预计我国白酒消费总量将稳中有降。尽管目前高端和次高端白酒产品的市占率不如中高端和低端产品，但是高端白酒未来更具发展潜力，主要原因是：一是白酒有较强的社交、面子属性，尤其是极具稀缺性的高端名酒，有不可替代性；二是随着国内消费升级，高端白酒在品质、品牌上的竞争优势将日益凸显；三是高端白酒更具有收藏价值、送礼价值，更受白酒爱好者青睐。具体来看：

- **高端白酒**：由于我国中产阶级的崛起，居民购买力提升，我国高端白酒行业正处于复苏状态，同时政务消费下降显著，个人消费崛起。且由于目前市场上高端白酒仍处于供不应求的状态，预计这一轮高端白酒的景气度将长期延续，健康发展，高端市场仍有增量空间。预计未来3-5年，中国高端白酒规模复合增速能保持在20%左右。
- **次高端白酒**：由于高端酒受到产能和生产周期限制的影响，供应紧张的格局难以很快改善，次高端将承接部分高端酒的消费者群体；同时，在消费升级作用下，部分中端酒消费者消费水平将逐渐升级至次高端价格带。因此，整体来看，预计次高端白酒将在未来仍有可观的增长空间。预计未来3-5年，次高端白酒增速也将保持在10%以上。
- **中低端白酒**：目前我国白酒行业中低端白酒市场占比较高，预计销量占比接近80%以上，销售额占比达到40%，但随着行业整体的消费升级和存量下降趋势下的挤压式增长，低端酒市场空间将整体萎缩。

图表 1：未来次高端及高端的空间将不断扩大



资料来源：新食品，万联证券研究所

1.2 品牌格局更加清晰

经过2013-2014年行业这波深度调整，白酒行业的品牌格局进一步清晰。一线高端白酒主要以飞天茅台、五粮液、国窖1573 为主，占据绝对强势地位；次高端白酒主要由全国名优酒构成，包括剑南春、郎酒、水井坊、汾酒、沱牌舍得（品味舍得）、酒鬼酒、洋河等；地方强势品牌白酒基本以各地方龙头企业构成，包括古井贡酒、口子窖等。

不同档次白酒竞争格局呈现截然不同状况，越高端竞争格局越稳定。目前国内的高端白酒市场基本呈现寡头垄断的格局，新生品牌难以进入，是白酒行业的“最优赛道”；次高端白酒竞品基本以全国名优酒为主，种类相比于高端白酒要丰富一些，地方白酒想进入次高端与现有次高端白酒进行正面竞争，难度比较大，但仍然存在一定的进入空间；地方强势品牌白酒主要以地方龙头企业为主，包括口子窖、老白干酒等，基本以大本营市场为主要收入来源地，在本营市场具有较强竞争力，竞争对手以本地酒企为主。

图表 2：白酒行业品牌格局清晰

细分市场	强势代表品牌	规模（亿元）	CR3%
高档白酒	飞天茅台、五粮液、国窖 1573	914	95%
次高端白酒	剑南春（水晶剑）、郎酒（红花郎）、水井坊（井台、臻酿八号）、汾酒（青花系列、金奖 20 年）、沱牌舍得（品味舍得）、酒鬼酒（红坛）、洋河（M3、天之蓝）等	350	40%
中端	海之蓝、古井、汾酒	2400	6%
低端	金种子、牛栏山二锅头等	1800	5%

资料来源：德邦研究，达人基金，万联证券研究所

2、高端白酒：寡头垄断挤压式增长，预计明年量增价难涨

2.1 高端白酒形成茅五泸为代表的寡头垄断格局

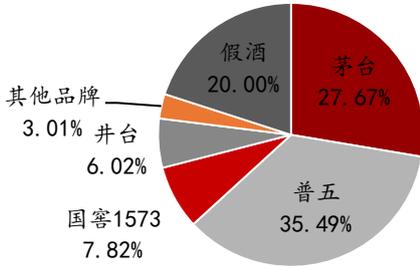
历史上高端白酒的竞争格局主要有三轮变化，在这个过程中龙头集中度不断提升，最终形成寡头垄断格局：

- 第一轮变化是在2000-2007年，主要受从量消费税的影响，行业向高端发力，高端品牌泛滥；
- 第二轮变化是在2008年-2012年，主要受政商消费推动，高端白酒价格不断突破天花板，逐渐形成少数企业垄断竞争阶段；
- 第三轮主要是2012年开始，受三公限制政策影响，高端白酒进入调整期，高端龙头形成寡头垄断地位。

高端白酒具有高壁垒，形成茅五泸为代表的寡头垄断格局。目前高端白酒主要以飞天茅台、五粮液和国窖1573 为代表，外加少量的梦之蓝、内参等。高端白酒具有深厚的历史文化底蕴，品牌价值极高，具有稀缺性。也正因为如此，高端白酒市场具有较高的品牌壁垒，一般白酒品牌很难打入。目前来看高端白酒的市场地位排序已基本确定，在消费者心中也已基本固化，现有高端白酒市场寡头垄断的格局将会更

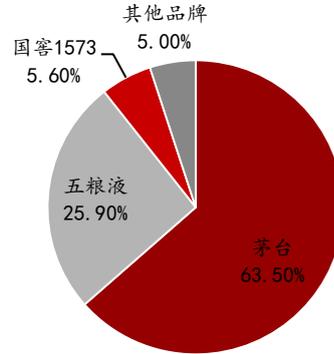
加稳固。

图表 3： 2008年高端白酒市场格局



资料来源：酒业家，万联证券研究所

图表 4： 2017年高端白酒市场格局

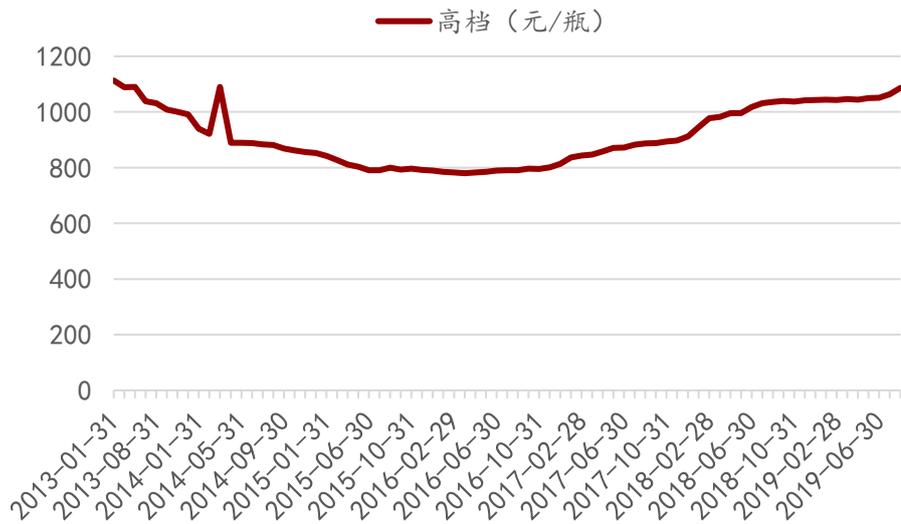


资料来源：酒业家，万联证券研究所

2.2 高端白酒自2015年以来量价齐升

受益于消费升级，高端白酒需求提升，供给不足带来价格持续提升。自2012年以来，白酒行业深度调整后，经过数年的蛰伏和调整，三公消费已基本出清，在消费升级趋势下，快速崛起的民间消费对高端和次高端白酒需求增加。但以茅五泸为代表的高端白酒由于对酿造工艺、优质出酒率和贮藏时间有着近乎苛刻的要求，从根本上决定了高端白酒产量的释放是一个极为缓慢的过程，从2015年开始，供给短缺带来价格的持续提升。

图表 5： 近年来高端白酒价格涨幅明显



资料来源：Wind，万联证券研究所

高端白酒的持续提价强化了高端白酒的投资属性，加大了投资需求，形成量价提升的正循环，业绩持续增长。随着茅台批价的持续上行和供给短缺造成提价预期的强化，茅台的投资属性渐浓，部分投资需求加入，终端需求持续火爆。整体下来，高

端白酒自2015年行业回暖以来，受益于消费升级和补库存周期，量价提升，业绩持续趋好。

图表 6：高端白酒收入增长情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 7：高端白酒净利润增长情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.3 渠道是高端白酒企业竞争重要一环

渠道力是高端白酒企业竞争的重要一环。对于全国性的白酒企业，如果只靠企业自己在全国范围内建设专卖店，设置营销机构，需要庞大的人员和机构设施，这是企业所难以承受的，几乎全部的白酒企业都要依赖各种渠道推广各自的产品。近几年来，龙头酒企的渠道变革方向大致是类似的，主要侧重于几个方面：

- 一是加强对渠道的掌控，主要是对价格、库存的掌控，避免经销商随意定价造成价格体系的混乱，比如五粮液、老窖容易出现的经销商库存积压，低价甩货，造成价格倒挂问题，比较典型的是茅台加大直营比例，五粮液开始营销渠道数字化管控等等；
- 二是继续下沉渠道，随着消费升级的深入，四五线城市，包括县城对高端的白酒的消费也在增长，因为高端白酒企业纷纷开始下沉渠道，积极在广大的县城甚至乡镇建设专卖店，最典型的是五粮液的“百城千县万店”工程。

图表 8：高端白酒渠道模式对比

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖
经销模式	厂家主导的小商模式+自营渠道	经销商主导的大商模式	厂家与经销商合作，从柒泉模式到品牌专营模式
模式概述	小经销商模式是指经销体系中以小规模经销商为主。经销渠道包括专卖店、区域总经销商、特约经销商；直销主要是自营店和线上渠道	总代模式（大商制模式）是一种经销商主导的营销模式，具体是指商家以省或区为单位，指定实力强的大经销商担任总代，由其全权代理所在区域的销售活动	按照品牌组建国窖、窖龄、特曲三大品牌专营公司，分别负责国窖 1573、窖龄酒、特曲酒的市场运作，专营公司下设各区域子公司，负责所在区域的销售和宣传推广
渠道利润来源	出厂价与一批价的差价，一	出厂价与一批价的差价，厂家	价差、品牌专营公司分利、提价

	批价与零售价的差价	返利、补贴；一批价与零售价的差价	
优势	小商资金周转与库存压力小, 不易产生压货、窜货等扰乱市场秩序的行为; 厂家对小商管控力更强, 更好地实现渠道精细化, 保持对终端市场的较强感知力	厂家可以凭借总代渠道资源实现较低成本的快速扩张; 经销商利润由其营销能力和积极性决定, 渠道积极性较高	更贴合泸州老窖的大单体战略, 避免经销商只销售赚钱的单品, 造成不赚钱的单品挤压; 渠道层级减少为三层, 对终端控制加强; 绑定经销商和厂商的利益
劣势	小商的资金实力、营销实力不如大商	大商制下大商往往追求低价出售; 厂家对经销商控制力不强, 容易发生混乱, 进而导致区域间串货	相对于厂家主导模式, 对经销渠道的控制不强, 价格体系容易发生混乱
未来发展方向	茅台对经销渠道依赖并不重, 出厂价与零售价价差巨大, 未来继续减少经销比例, 增加直营比例; 继续深化专卖店渠道, 贴合大众消费需求	加快扁平化、信息化建设, 提高公司渠道管控能力	五大单品主力团队全面下沉至县区, 将现有市场向县城市场延伸; 继续分品授权, 依赖经销商, 提升经销商积极性

资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

2.4 茅台成为高端白酒价格主导者, 预计2020年涨价难以持续

2008年以来茅台成为高端酒价格主导者, 渠道是重要因素。2002-2008年五粮液是高端白酒价格提价主导者, 茅台跟随五粮液被动提价。2008年以后, 政商需求拉动使得对高端白酒的需求大幅提升, 茅台取代五粮液, 成为新的价格主导者, 主要原因在于渠道因素。在供不应求的情况下, 五粮液是大经销商制, 大经销商资金压力大, 更有动力选择以较低的价格加快商品的出售速度, 而茅台主要为小经销商制, 在价格上涨时会选择囤货等待价格高位出售。两种经营模式不同导致茅台终端和一批价上涨幅度远远高于五粮液, 08年以后茅台超越五粮液成为价格主导者。

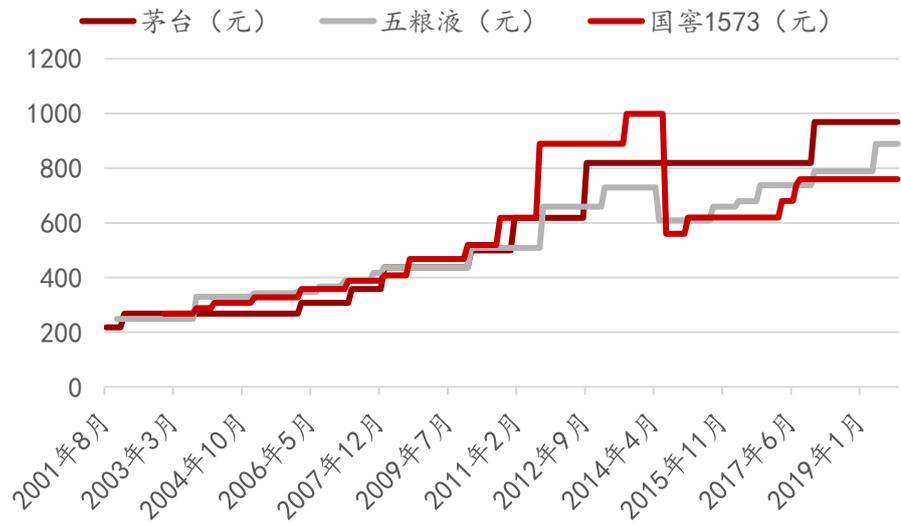
图表 9: 2008 年茅台拿到提价主动权

时间	提价情况
2001	8月10日, 茅台提价40; 12月31日, 五粮液提价40
2003	9月15日, 五粮液提价81; 10月1日, 茅台提价50
2005	1月31日, 五粮液提价13
2006	1月31日, 五粮液提价5; 2月10日, 茅台提价40; 7月10日, 五粮液提价20
2007	2月28日, 五粮液提价20; 4月1日, 茅台提价50; 10月26日, 五粮液提价30
2008	1月11日, 茅台提价81; 1月31日, 五粮液提价20
2010	1月1日, 茅台提价60; 1月16日, 茅台提价71
2011	1月1日, 茅台提价120; 9月10日, 五粮液提价150
2012	7月16日, 五粮液提价50; 7月1日, 茅台提价200

资料来源: Wind, 万联证券研究所

茅台提价带动其他高端酒涨价。根据历史提价情况我们发现茅台和五粮液历年提价基本处于互相追随状态，2008年茅台成为提价主导后，五粮液通过提出厂价的方式倒逼批价和终端价回升并顺利实现顺价，同时国窖1573 也随之追随。

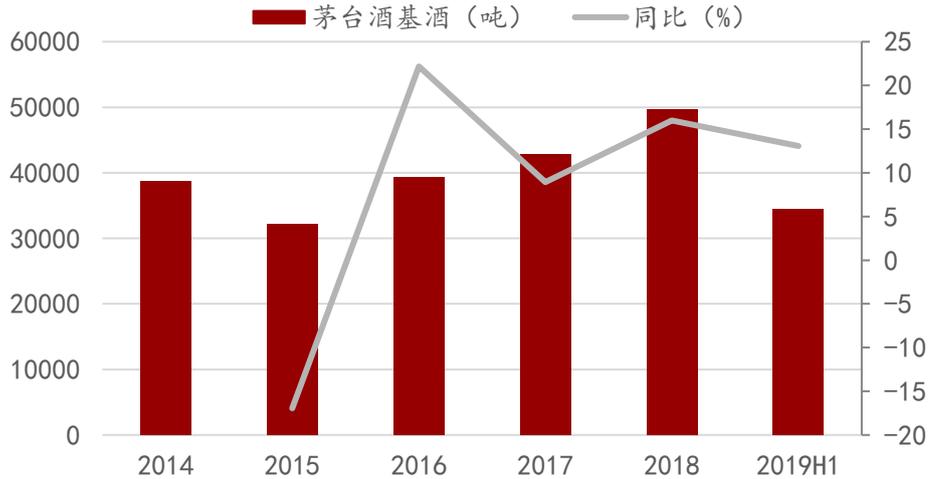
图表 10： 茅台和五粮液出厂价的提价处于互相追随的状态



资料来源：Wind，万联证券研究所

茅台2020年产能回升，叠加经济增速下行，进一步涨价面临压力。从供给端来看，根据茅台财务披露显示，茅台在2014、2015 和2016年的基酒产量分别是38745 吨、32180 吨和39313 吨，按85%的出酒率以及4年的基酒到成品酒的生产周期，对应2018年、2019年和2020年可供销售茅台成品酒分别是32933 吨、27353 吨和33416 吨。2015年的基酒同比减量16.94%，对应2019年的可供销售成品酒只有27353吨，供给偏紧，因此2019年茅台一批价上涨迅速，一举突破2000元。而2020年可供销售成品酒量回升到33416吨，同比增长22.17%，增幅明显，叠加经济增速的下行，预计茅台进一步涨价面临压力。

图表 11： 茅台酒基酒 2015 年减产 16.94%



资料来源：同花顺，万联证券研究所

3、次高端白酒：竞争格局存变数，市场规模有提升空间

3.1 高性价比和消费升级，次高端白酒市场规模有提升空间

次高端白酒的分类和品牌。次高端白酒按品牌属性划分，可分为高端品牌下沿产品、主产品下的副产品、单一品牌、地产酒晋级次高端四大类；按产区划分，主要包括长江名酒带、淮河名酒带、赤水河畔名酒带、黄河流域名酒带四大类。代表的品牌包括茅五泸系列酒、剑南春、洋河天之蓝、梦之蓝、郎酒、水井坊、舍得酒、汾酒等。目前次高端品牌主要定位于300-600元价位段，竞争激烈。

图表 12：次高端品牌白酒分类

按品牌属性划分

种类	代表产品
高端品牌下沿产品	茅五泸系列酒等
主产品下的副产品	洋河天之蓝、梦之蓝等
单一品牌	水晶剑、品味舍得、珍酿八号、井台装
地产酒晋级次高端	国缘对开四开、古井 16 年、口子窖 10 年等

按产区划分

种类	代表产品
长江名酒带	五泸系列酒、剑南春、舍得等
淮河名酒带	洋河天梦、古井 8 年以上、国缘系列等
赤水河畔名酒带	茅台系列酒、红花郎 10 年、习酒、国台
黄河流域名酒带	汾酒青花系列、西凤华山论剑

资料来源：云酒头条，万联证券研究所

我们认为随着高档白酒批价的上行和消费的持续升级，次高端白酒的市场规模有提

升空间：

- **高端白酒批价上行，使得次高端白酒性价比突出。**随着行业景气度的持续改善，高端白酒批价持续上行。而次高端白酒在行业调整期价格带大幅回撤，相比2012年行业景气高点具有较大差距，目前整个次高端价格带基本稳定在300-600元价位段，在高端白酒批价上行的过程中，使次高端白酒的性价比优势进一步凸显，也为次高端白酒价格打开了向上空间。
- **随着消费升级，部分中档白酒消费群体将逐步升级到次高端价格带。**2013年至今，次高端白酒价格大多有所下降，2018年城镇居民人均可支配收入较2012年提升63%，主要次高端白酒价格与城镇居民人均可支配收入比回落，相对购买力大幅提升。

图表 13：次高端白酒降价，居民收入提升，相对购买力大幅提升

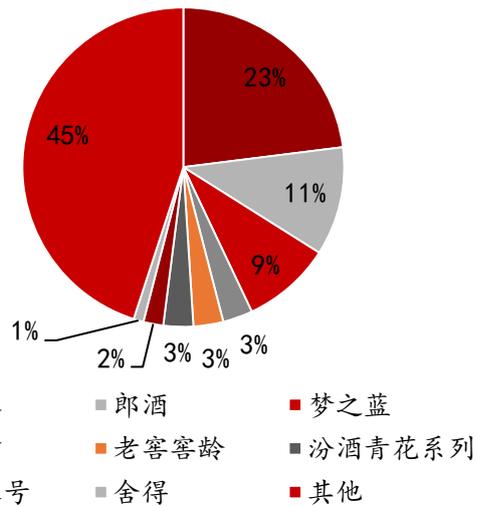
	2012 年年末价 格 (元)	在 2012 年人均 可支配月收入 中的占比	2019 年 11 月 价格 (元)	在 2018 年人均 可支配月收入 中的占比
洋河梦之蓝	628	31%	549.5	17%
剑南春	438	21%	423	13%
水井坊井台装	788	38%	519	16%
青花汾酒	748	37%	798	24%
国缘四开	678	33%	498	15%
国缘双开	438	21%	388	12%

资料来源：京东，国家统计局，万联证券研究所

3.2 次高端白酒市场集中度不高，竞争格局变数大

次高端白酒集中度较高端白酒低。从行业格局看，我国高端白酒市场行业集中度最高，CR3达到95%以上，茅台、五粮液、国窖1573位列行业前三，行业格局非常稳定，相比之下，次高端白酒行业集中度明显更低，测算CR3仅43%，目前除剑南春、郎酒、洋河梦之蓝相对强势并初具规模，其他品牌座次存在变数。

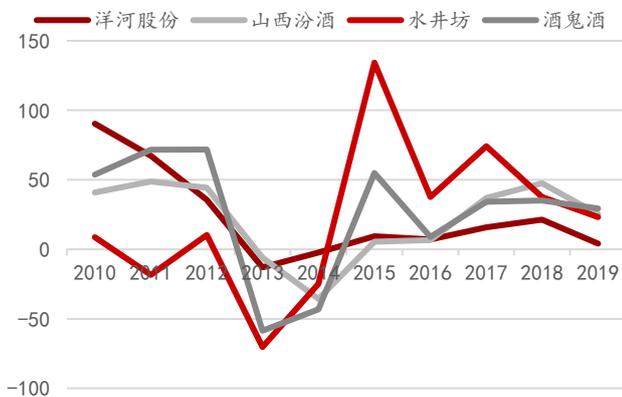
图表 14：次高端品牌白酒集中度较低



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

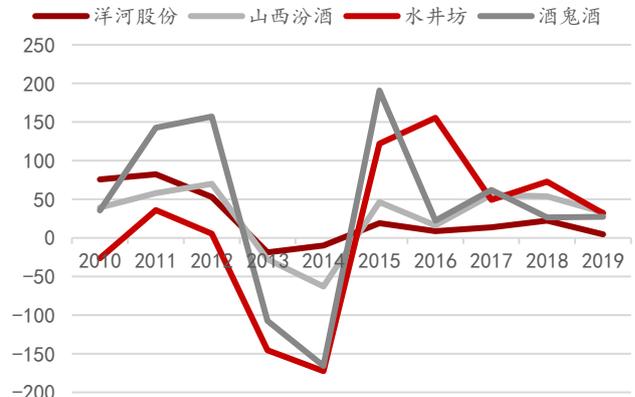
次高端市场的竞争格局不稳固，变数较大。上一轮行业高景气阶段，受益于四万亿刺激和三公消费助推等因素影响，行业呈现共荣局面，但掩盖了行业本身存在的部分问题。例如部分次高端白酒在渠道方面的管控能力普遍比较弱，但因其具有较好的品牌影响力，在行业共荣时这些问题往往会被忽视掉。当行业进入深度调整期，这些问题就会凸显出来。比如水井坊，在行业繁荣期完全依靠总代进行渠道的推广和维护，但公司对终端的掌控却很弱，与市场基本是脱节的。当行业调整而总代选择退出时，公司无法直接填补这一空缺，就会出现出现断崖式垮塌。但是白酒是一个品牌力和产品力重要性很高的产业，由于2012年之前大量缺乏品牌力、通过渠道拦截而生存的“伪次高端”在一轮行业的大浪淘沙后彻底消失，当行业回暖时，郎酒红花郎、洋河蓝色经典、剑南春、青花汾酒这些经历过洗礼的知名品牌回暖力度也会最足。此外，次高端白酒在行业深度调整时受高端白酒大幅挤压，市场份额下滑明显，在行业向好时建立在低基数基础上的反弹力度也会更大。

图表 15：次高端品牌营收同比弹性大（%）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 16：次高端品牌归母利润同比弹性大（%）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.3 次高端白酒核心竞争要素是品牌力+渠道力，主导竞争格局的变化

由于消费场景的需要，次高端白酒核心竞争要素之一是品牌力。次高端主要消费场景是商务宴请等，因此能体现面子消费的品牌力至关重要。白酒行业繁荣期投入产出效率高，白酒企业纷纷加大品牌投入；而行业不景气下行期，投入产出大幅下降，同时目前央视广告边际效应大幅下降，在这种背景下，白酒行业新品牌打造将愈加艰难，因此有文化有历史底蕴的泛全国性次高端品牌变得越加珍贵。

强有力的全国化渠道营销推广能力也很重要。由于2013-2015年白酒行业调整时期受高端酒价格下压，次高端酒企规模收缩，销量规模远远低于品牌影响力。未来几年次高端行业扩容增长时期，参与竞争的名酒企业均将受益行业增长，但不同企业发展战略和渠道推广能力不同，受益的程度会有所不同，泛全国性品牌企业加强渠道推广能力将率先出现复苏性快速增长。目前郎酒、剑南春已基本完成全国化布局；水井、汾酒、沱牌等老牌名酒在对产品结构做出优化后，也在快速推进产品的全国化；茅五泸则通过开发品牌优质系列酒强势切入次高端市场。

治理结构完善和有效的营销、渠道布局将主导次高端白酒行业的竞争格局变化。行业结构性复苏以来，治理结构趋于完善且重点加强渠道扩张能力的郎酒、水井坊、酒鬼酒和山西汾酒增速已经超过行业增速，例如，水井坊和酒鬼酒控制权于15年底落地，16年下半年，酒鬼酒新任管理层入驻，管理层趋于稳定的同时积极布局渠道建设，水井坊和酒鬼酒收入和净利润实现增长。从目前参与次高端竞争的白酒企业管理层特征和渠道策略来看，郎酒、水井坊、酒鬼酒、沱牌舍得等企业管理层已经稳定，正在加强渠道建设，预计未来几年收入增长会超过行业平均。

图表 17：次高端品牌白酒管理和渠道模式

	股权和管理层	核心市场	渠道模式	终端门店布局
洋河股份	早在 2003 年设立时就引入管理层和经销商持股	江苏，省内市场占有率排名第一	深度营销典范，在营销网点实行“1+1”模式与经销商共同开发市场，对中高端产品，先后实施了酒店“盘中盘”模式和“4×3”模式，低档产品采用“深度分销”模式。	推进江苏及新江苏版块市场约 100 个城市，打造超 10000 家高质量配送服务的终端店，2017 年布局全营销系统，推出“洋河 SFA”，进行终端直控
剑南春	2003-2004 年改制为民营股份制企业，据媒体报道，2015 年开始，乔天明被相关部门调查	全国性，优势区域是河南、浙江、江苏	2008 年就开始着力打造地方办事处队伍，渠道扁平化，厂家到终端的效率和灵活性强。	深耕宴席市场，终端门店和消费者两手抓
郎酒	2002 年改制为民营股份公司，2012 年底董事长汪俊林陷入“失联”状态，2015 年 8 月回归	全国性，核心市场是川渝	采用盘中盘模式，包括了终端的盘中盘、渠道(流通)盘中盘和消费者盘中盘。	于 2004 年就提出“351”工程，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，实现对终端的掌控
水井坊	外资控股，公司实控人帝亚吉欧是世界最大的酒类	5+5 核心市场，包括河	向新省代模式转变，公司负责销售前端管理，实现对售	2016 年 5 月推行 1.0 版核心门店项目，2017

	公司，拟实施股权激励计划	南、湖南、江苏、广东、四川、北京、上海、浙江、天津、福建	点的掌控和开拓。	年4月推行2.0版核心门店，2018年推出3.0版核心门店，公司销售团队直接参与终端的开拓和销售
山西汾酒	公司2017年混改以来，相继实施股权激励、引入战略投资者	除了本部山西外，发力京津冀、豫鲁、陕蒙三大重点板块	自2014年起，省内实行百县千镇千核心的渠道深耕以及扁平化模式，省外则为厂商与经销商共同开发网点，并大幅提高终端网点数量。	大幅提升终端网点数量，力求在省外市场形成点状布局、梯度推进、局部突破的市场新格局
沱牌舍得	2015年底，民资天洋控股集团控股公司，目前持有70%的股权，2019年11月网络传闻“天洋控股集团持有的沱牌舍得集团股权遭司法冻结”，公司表示为不实信息	河南、山东、京津冀	渠道深度扁平化、营销精细化。在各地建联盟体和开品鉴会	在各地建立联盟体（类似水井坊核心门店），首单给予联盟体一年12%的陈列费，完成20万销售额要求有3%返利
酒鬼酒	基本每隔5年到7年业绩下滑时便有新的控股股东入驻，共经历湘泉集团、成功集团、华孚集团和中粮集团的更替，2015年中粮集团控股至今	湖南	对于新红坛产品公司实行地级市总代理模式，扶持大经销商，扩大经销团队，实现渠道下沉。	2016年起开拓核心店，抢占终端，湖南省签约核心店426家，直控终端动销
西凤酒	公司的控股股东为宝鸡市国资委下属的国有独资公司西凤集团，西凤集团共持有其44.03%股份，近期公司IPO失败	陕西	品牌买断制	运用高端品鉴会、团购一桌式品鉴会、买赠活动、兑奖活动等策略实施西凤酒的品牌推广和终端建设，让利终端、培育市场
今世缘	经历2005年国企改制数次股权转让后，涟水县政府是今世缘大股东，2016引入管理层和营销技术骨干参股	江苏，省内贡献90%以上收入，市占率排名第二	公司销售模式为“1+1”深度协销模式，分产品分地区管理	公司拟在全国布设400个今世缘、国缘旗舰店及加盟专卖营销网点，其中，在江苏省设置140个网点，其余分布在安徽、山东、河南、河北等31个省市，但进展缓慢

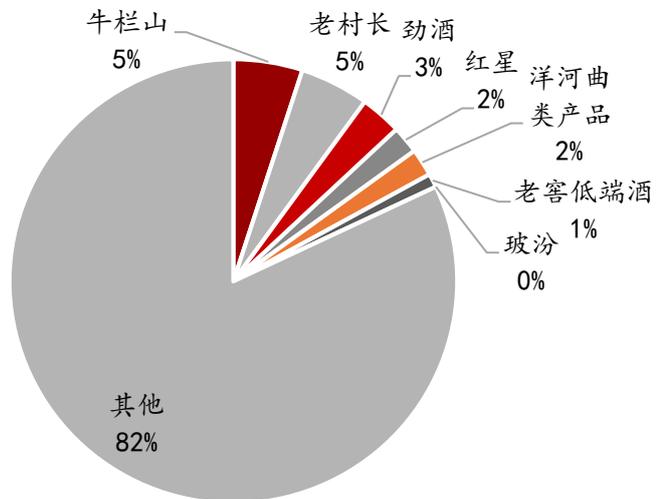
资料来源：公司公告，公开资料整理，万联证券研究所

4、中低端白酒：竞争激烈且规模萎缩，龙头受益于集中度提升

4.1 中低端白酒竞争格局：完全竞争市场，龙头集中度提升

参与竞争企业众多，处于完全竞争市场。中低端白酒以地产酒为主，主要价位段是300元以下，包括100-300元的中端酒和100元以下的低端酒。由于参与竞争企业众多，处于完全竞争市场。根据酒业协会披露的数据，中国共有接近2万余家白酒企业，2016年规模以上（收入2000万以上）企业1578家，市场规模在6125亿元左右，即平均每个省有500家以上白酒企业、50家左右规模以上酒企。除部分重点布局高端和次高端的名优品牌的系列酒和少数低端全国化品牌（牛栏山、老村长、红星、劲酒等）外，大多数企业是布局中低端的地产酒，以区域竞争为主，产品同质性较强，竞争更为充分。

图表 18： 低端白酒集中度低_2017年

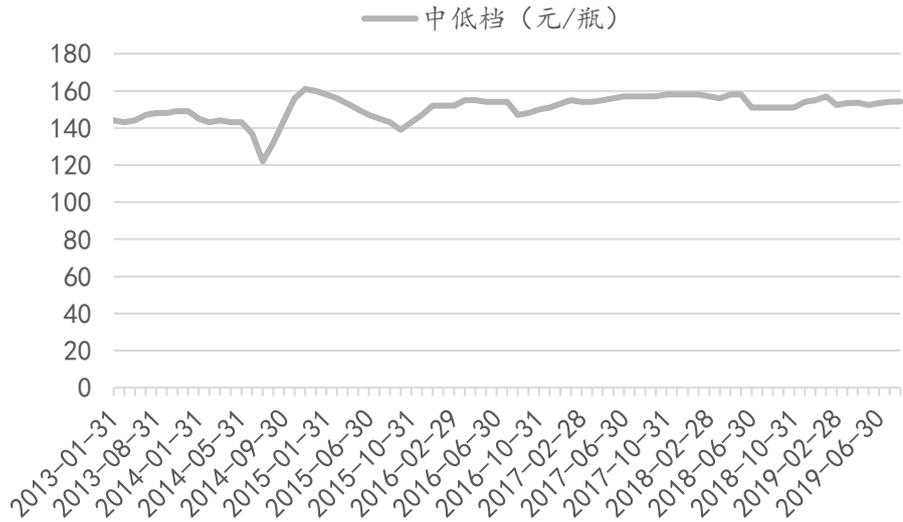


资料来源：网上公开资料整理，万联证券研究所

市场空间被高端和次高端白酒抢占，空间逐步萎缩。地产白酒六大板块，诸侯割据的格局长期持续，但地方酒企的部分份额将被泛全国性品牌和区域名酒抢占。中端和低端白酒市场体量比较大，但整体规模逐步萎缩。

没有定价权，价格维持低位。由于中低端酒同质化竞品较多，竞争激烈，没有定价权，低端消费者对价格敏感，因此不能盲目提价，因此只能将价格维持在低位进行竞争。2015年以来高端白酒启动涨价周期，价格一路向上，而中低端白酒的价格却无法上涨，平均价仍维持在150元左右。

图表 19： 近年来中低端白酒价格没有提升甚至微降

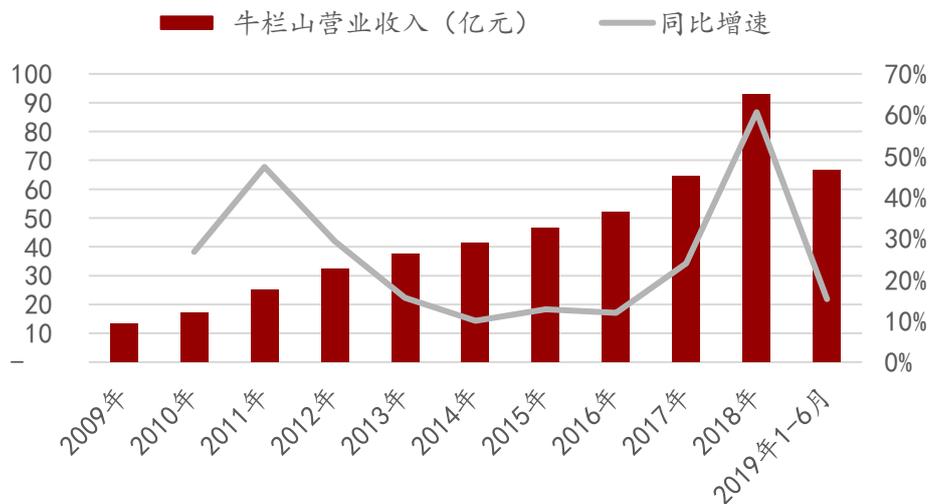


资料来源: Wind, 万联证券研究所

中端白酒挤压式增长，名酒系列酒和省级酒企共存，目前集中度很低。我国大多数省份的省级地产酒龙头均将主力产品布局在100-300元的中端价位段，省级中端酒龙头的市占率仍然较低，行业前十占比不到10%，未来有望进一步上升。

低端白酒也在进行消费升级，全国化品牌集中度快速提升。随着大众健康意识、品牌意识的增强，即使是低端酒也会选择有品牌和质量保证的产品，全国化的低端酒品牌，如牛栏山、老村长、红星、劲酒等等更受青睐，集中度快速提升。如顺鑫农业下的牛栏山，近年来营业收入快速增长，2017年、2018年的营业收入分别为65亿元、93亿元，同比增速分别为23.96%、60.69%。

图表 20: 龙头低端白酒牛栏山近年来营收高增长



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4.2 中低端白酒的区域性特征明显，主要分布在六大板块

我国白酒消费区域性特征明显。白酒消费大省主要分布在六大板块，川黔、苏皖、两湖、鲁豫、华北和东北板块。人口基数大、经济基础好的省份往往白酒市场规模更大，饮酒风俗及人口规模影响消费量高低，人均收入水平影响消费均价。

- 从消费档次看，经济实力从西到东、由北到南、由内陆到沿海逐渐增强，白酒主流消费带不断提升。
- 从饮酒习惯看，北方及中原地区饮酒量大，档次普遍不高；华东沿海饮酒量适中，档次较高，偏好低度酒；受替代品(啤酒、红酒、洋酒)消费影响，低纬度华南地区虽经济发达，但整体白酒市场规模不大。
- 从竞争格局看，经济发达、地产名酒欠缺的省份对外埠酒企包容性强、接受度较高，经济相对落后或地产酒群集的省份消费以本地品牌为主。

(1) 川黔板块：本地酒统领省内高中低端白酒市场，长期竞争激烈。四川名酒集中，以五粮液、泸州老窖、郎酒等为首的龙头企业，不仅在省内占据主要高端次高端市场，也是全国高端次高端酒的主要企业。中端酒市场则主要以名酒的系列酒为主，低端酒市场除了有泸州老窖头曲，五粮醇，银剑南等系列酒之外，还有主营低端酒的地产酒企业。而贵州则是茅台一枝独秀，茅台集团以高端酒为主，也有部分产品布局次高端和中低端，地产酒国台、小糊涂仙等主要以中档酒为主，但省内规模远不如四川的浓香型酒，低端酒如百年糊涂主要以外省市场为主，贵州中低端市场主要被川酒占领。川黔地区名酒所推出的中低端产品相互竞争，外来品牌难以进入

图表 21：川黔地区中低端酒分布

企业	产品	主销地区
五粮液	中端：六和液、五粮春、五粮特曲 低端：五粮醇、绵柔尖庄	全国性
泸州老窖	中端：特曲系列、窖龄 30 年、窖龄 60 年 低端：头曲系列、二曲	全国性
郎酒集团	中端：郎牌特曲 T3-T9、郎牌郎酒 低端：小郎酒	全国性
四川 剑南春	中端：金剑南 低端：银剑南、绵竹大曲	全国性
沱牌舍得	中端：舍之道、特曲、天曲 低端：优曲	全国性
丰谷	中端：丰谷特曲、特曲十年 低端：丰谷老窖、丰谷纯酿	四川、河南
江口醇	中端：马六甲 低端：金复来、诸葛酿、江口醇系列	四川、河南
小角楼	低端：小角楼	四川、河南
茅台集团	中端：赖茅重沙/端曲、仁酒、王子酒 低端：茅台醇、迎宾酒	全国性

国台酒业	中端：国台迎宾、5年陈酿 低端：微量、适宜国台	全国性
贵州百年糊涂董酒	低端：百年糊涂精品 中端：畅想版、国密、密藏 低端：老贵董	广东 -
小糊涂仙珍酒	中端：小糊涂仙 中端：老珍酒、珍五、珍酒、1975	广东 贵州

资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

(2) 苏皖板块：中高端酒品牌较为强势，低端酒较为分散。苏皖酒企擅长营销，本地品牌较为强势。经济发达沿海的江苏地区开放度高，对外埠酒种包容性强，徽酒、川酒在江苏均占据一定市场份额。江苏次高端主要以天之蓝、梦之蓝和国缘系列为主，部分省外品牌包括水井坊、剑南春等。中端酒市场中以洋河的海之蓝规模最大，今世缘和省外的徽酒川酒品牌分享其他份额。低端酒市场除江苏本地的今世缘、汤沟外，徽酒川酒销售也较好。安徽白酒市场则相对封闭，由于省内美酒遍地开花，渠道垄断现象严重，竞争极其激烈，酒企难进难出。中端酒市场上徽酒古井贡、口子窖合计占比接近60%，低端酒市场也主要以本地酒企（迎驾贡酒、金种子、宣酒等）为主，省外光瓶酒也占有一定份额。

图表 22：苏皖地区中低端酒分布

企业	产品	主销地区
洋河	中端：海之蓝 低端：洋河大曲	全国性
江苏今世缘	中端：今世缘典藏系列、喜地缘、欢天缘、团缘酒团3、团6 低端：喜地缘	江苏
汤沟	低端：汤沟	江苏
古井贡	中端：年份原浆 低端：年份原浆献礼版、红运、淡雅	华中
安徽口子窖	中端：5年、6年 低端：口子美酒	安徽
安徽金种子	中端：徽蕴种子酒 低端：祥和种子、柔和种子	安徽
迎驾贡酒	中端：生态洞藏6、生态洞藏 低端：淮南子、金星、银星	安徽
高炉家酒	中端：和谐家酒 低端：水晶新品	安徽
宣酒	低端：小窖酿造	安徽

资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

(3) 华北板块：本土品牌在中低端市场较为强势。华北地区白酒酿造历史悠久，且饮酒文化发展较好。河北、山西、内蒙古均有强势地产酒，大多数都是中低端白

酒，且部分地区的白酒企业分布较为零散，高端和次高端的大部分市场则被外省名酒占领。河北中端酒市场以老白干及其旗下本地就为主，同时有一部分市场则被川酒占据，低端酒除了本土低端酒外也有牛栏山、老村长这些全国化品牌。山西省有着丰富的酒类文化与技术资源，汾酒是晋酒中的旗帜型企业，从而造就了省内汾酒一家独大，一览众山小的局面。内蒙古中端市场河套王最畅销，低端酒市场则主要由各个市级地产酒占据。

图表 23：川黔地区中低端酒分布

企业	产品	主销地区
老白干	中端：十八酒坊 低端：老白干 67 度绿标等	河北
河北 山庄老酒	中端：山庄皇家窖藏 低端：山庄老酒	河北
承德乾隆醉	中端：板城和顺 低端：板城烧锅	河北
丛台	低端：贞元	河北
牛栏山	中端：牛栏山百年 低端：珍品牛栏山、传统二锅头	北京市
北京 红星	中端：珍品二锅头 低端：二锅	北京市
山西汾酒	中端：老白汾 低端：玻汾	全国性
山西 汾阳王	中端：年份陈酿 低端：大众系列	山西
梨花春	中端：梨花王 低端：梨花春	山西
河套酒业	中端：河套王 低端：河套老窖	内蒙古
内蒙古 蒙古王	中端：金顶大帐 低端：大众系列	内蒙古
骆驼酒业	中端：清香系列 低端：金坊、红坊	内蒙古
宁城老窖	中端：年份陈酿 低端：原浆酒	内蒙古

资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

(4) 鲁豫板块：地产酒众多，省外名酒聚焦中高端市场。鲁豫板块的本土品牌主要布局在低端市场，该地区市场规模较大，但无强势地产酒，市场较为开放。鲁豫板块的高端和次高端市场均由省外白酒占领，中端酒市场由海之蓝、泸州老窖特曲、老白汾、古井贡酒等外来品牌为主，中高端白酒市场成为众多省外二线品牌争夺最激烈的区域。

图表 24： 鲁豫地区中低端酒分布

企业	产品	主销地区
景芝	中端：海之蓝 低端：洋河大曲	山东
扳倒井	中端：今世缘典藏系列、喜地缘、欢天缘、团 缘酒团 3、团 6 低端：低端：喜地缘	淄博
山东 黄河龙	中端：1922 低端：1948	淄博
趵突泉	低端：趵突泉	济南
泰山酒业	中端：泰山特曲经典、神十泰山特曲 低端：泰山特曲、神六泰山特曲、神八泰山特 曲	泰安
古贝春	低端：古贝宴、古贝鸿福、五粮原窖	德州
宋河	中端：宋河粮液、度国字三号、青瓷原浆酒 、国字六号、五十度家韵 低端：鹿邑大曲、宴庆窖藏、宋河粮液 1988	河南
杜康	中端：酒祖杜康、窖区、窖藏 50 度 低端：中华杜康 T6、K3	洛阳
河南 仰韶	中端：彩陶坊系列 低端：仰韶	三门峡
赊店	中端：青花系列 低端：赊店老酒	南阳

资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

(5) 两湖板块：鄂酒布局全国，湘酒资本较为活跃。两湖板块白酒企业较少，高端白酒主要被茅五泸占领外，次高端主要本土产品为酒鬼酒系列；中端市场以本土品牌湘窖开口笑、酒鬼酒、省外品牌泸州老窖特曲、郎牌特曲、洋河海之蓝等为主，低端市场以地产酒和鄂酒（稻花香、枝江）、黔酒为主，也包括部分川酒品牌（小郎酒、泸州老窖头曲）。湖北白酒稻花香、枝江、白云边的体量较大，收入均超过20亿元，作为地产白酒在全国布局上较为领先。湖南地区无强势白酒品牌，但是浏阳河等酒企资本运作较为活跃。

图表 25： 两湖地区中低端酒分布

企业	产品	主销地区
酒鬼酒	中端：52 度原浆、52 度酒、鬼酒 低端：54 度湘泉	湖南
湖南 湘窖	中端：开口笑 低端：邵阳大曲蓝盒金牌	湖南
浏阳河	中端：绵雅 低端：正品金世纪	湖南
稻花香	中端：珍品一号 低端：稻花香	华中
劲牌	低端：中国劲酒	全国性

湖 白云边	中端：白云边 12 年	华中
北	低端：白云边 9 年、二星至四星	
枝江酒业	中端：五星枝江经典、知心 6 年、知心 9 年	湖北
	低端：老枝江、知心 3 年、知心 5 年	

资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

(6) 东北板块：量大但价低，地产酒在百元以下价位强势。东北板块酒企均缺乏名酒基因，受自酿散酒盛行、消费场景多以自饮和朋友小聚为主等因素的影响，东北白酒市场的核心消费价格带相对于全国仍然明显偏低。竞争格局上，东北白酒市场呈现出“100元以下价位地产酒占主导、100-200元价位地产酒与省外名酒博弈、200元以上价位省外名酒绝对占优”的特征，100元以下是东北白酒消费的核心价格带，体量最大。东北地区中端酒市场主要以川酒（剑南春的金剑南、泸州老窖特曲、郎牌特曲）、苏酒（海之蓝）、徽酒（口子窖5年）为主，各省地产酒主要集中在低端酒市场，如黑龙江的老村长、黑土地，辽宁的老龙口、道光廿五、铁刹山，吉林的榆树钱、大泉源、洮南香等。

图表 26：东北中低端酒分布

企业	产品	主销地区
道光廿五	中端：黄袍白酒、小龙袍 低端：道光宴	辽宁
老龙口	中端：青红花龙、纯原酒 低端：青轩龙	辽宁
辽 三沟	中端：三沟老窖 低端：三沟酒	辽宁
凤城老窖	低端酒：微分子酒、凤山	辽宁
铁刹山	低端酒：红色、蓝色、金色、银色系列	辽宁
黑 北大仓	低端：大众系列	东北
龙 老村长	低端：老村长酒	东北、华北
江 龙江家园	低端：龙江家园	东北、华北
洮儿河酒	中端：二十年陈酿 低端：五年陈酿	吉林
吉 榆树钱	中端：榆树钱十年 低端：榆树钱大曲	吉林
林 洮南香	中端：高品味、古坊 低端：大众系列	吉林

资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

4.3 中低端白酒增长的驱动力：品牌打造+渠道拓展+全国化布局

消费升级带动下的品牌打造。中端和低端白酒行业分散，集中度低，主要以大众消费为主，政务和商务消费占比较低，增长的主要驱动力来自消费升级，即使是低端酒消费者也会选择有品牌和质量保证的产品，通过品牌打造，提升市场占有率。

渠道是核心竞争力，挤压竞争对手的市场份额。中端和低端地方酒基本以当地作为

收入主要来源地，渠道推力仍是中低端白酒发展的主流。白酒企业必须树立市场细分的营销策略。农村市场具有分散性和多层次性的明显特征，如果不能明确的市场细分，而采取了“散枪打鸟”的策略，不仅浪费企业资源，还会被越来越激烈的市场竞争所抛弃。通过市场研究，采取市场细分的市场定位策略，抓住机会市场持续运作，不仅节省企业资源，而且还会建立战略性区域市场，形成“我的地盘我做主”的竞争防御阵地，就会形成区域为王发展路径。

立足品牌，进行全国化布局。目前除洋河海之蓝、泸州老窖特曲等少数品牌外，中端和低端地方酒基本品牌力有限，但未来不排除部分地方强势品牌通过品牌力提升或并购等方式逐步向全国化进行布局。定位特色，就好比找到自己的“根”，找到区域的“根”。这需要企业兼顾产品 and 市场，精准定位。不论是一线白酒企业还是区域性的二三线酒企，入主中低端市场需要找到自身的特色。

5、投资建议

我国不同档次白酒市场呈现截然不同状况，高端白酒享量价齐升，为“最优赛道”，次高端白酒紧随高端白酒，价格有上涨预期，市场规模有提升空间，为“次优赛道”；中低端白酒竞争激烈，市场空间被高端和次高端挤占而萎缩，生存状况最差，但低端酒龙头受益于集中度快速提升。在宏观经济增速下行及人口结构老龄化背景下，预计我国白酒消费总量将稳中有降。高端和次高端白酒受益于消费升级，将进一步挤压中低端白酒的生存空间。由于经济增速下行及产能增长，预计明年高端白酒涨价承压，呈现量增价不增。在类滞胀以及外资持续流入的背景下，业绩稳健的白酒仍是市场偏好的板块，维持行业“强于大市”投资评级，建议重点关注高端及次高端白酒龙头企业。

6、风险提示

- 1、政策变动导致对白酒行业不利风险：白酒行业对政策敏感度高，过热之后往往面临政策打压，需关注政策变动的风险；
- 2、宏观经济下行导致需求不及预期风险：白酒消费与宏观经济相关度高，如果宏观经济进一步下行，白酒消费总量下降幅度可能超过龙头集中度提升所带来的销量提升幅度；
- 3、高端白酒价格下降风险：宏观经济进一步下降可能导致高端白酒价格出现下降。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场