

行业研究

酱香风起，未来可期

——酱酒行业研究报告

要点

酱酒行业规模快速增长，市场扩容潜力较大：1) 酱酒行业近年迎来快速发展：2017至2020年酱酒收入年复合增速13.15%，远高于白酒行业整体1.78%的复合增速，习酒、郎酒、国台、金沙等企业均实现高速增长。2) 酱香酒呈现低产能、高收入、高盈利特点：2020年酱酒产能约60万千升，仅占行业总产能的8%，但实现收入1550亿元，占比26%，净利润630亿元，占比40%。3) 酱酒行业规模仍将持续扩张：优质酱酒具备天然稀缺性，行业呈现以产定销的特点。我们从产能角度测算行业空间，2019年以来多数酒企开展产能扩张，扩产计划量合计达18万吨，考虑乐观、中性、悲观三种情形，预期2022年产能规模将分别达到73/65/60万吨，2026年酱酒销量分别为44/39/36万吨，假设行业均价保持4-6%的增幅，综合测算2019-2026年酱酒行业收入复合增速分别为15%/12%/10%，2026年酱酒收入可达3705/3087/2665亿元，占白酒行业份额有望超过30%。

需求端驱动酱酒新一轮崛起，品质、营销、定价、渠道铸就酱酒热潮：(1) 2010年前白酒主流香型经历了从清香型到浓香型的转变，2010年后伴随茅台成为行业龙头，酱酒迎来首次高光，2012年伴随行业进入调整期，酱酒热度消退，2017年迎来新一轮发展。(2) 我们认为2010年的酱香热主要来自茅台热下酒企与资本对于酱酒的追捧，产能大幅扩张的背后隐藏了质量参差不齐与库存积压的弊端。2015年白酒消费结构从以政务消费为主转向商务及大众消费，中产阶层规模持续扩大，消费升级趋势显著，消费者对白酒品质与健康性的要求进一步提升。

(3) 在需求端驱动下，酱香酒以高品质为基础，通过品牌营销与高定价策略巩固品类形象，并且凭借丰厚的渠道利润保证经销商推力，从而迎来发展风口。

参考浓香型白酒格局演变，长期看酱酒或将进入品牌竞争时代：(1) 酱酒行业目前处于一超多强的战国时代，短期品类红利持续，各品牌以扩大产能及销售规模为主，有望继续实现高速增长。(2) 长期发展路径可借鉴浓香型白酒，在2003年进入黄金十年实现高速增长后，实力不足的浓香型酒企被逐渐淘汰，市场份额进一步向头部企业集中，形成以五粮液、老窖等为代表的品牌格局。对于酱香型白酒，伴随本轮产能扩张在2025年左右逐渐释放，供需矛盾得以缓解，优质酱酒产能接近天花板，规模扩张将有所放缓，行业或将进入品牌竞争时代，产能、品质、品牌力、渠道运营等综合能力突出的企业有望在竞争中胜出。

代表性公司：(1) **贵州茅台：**产能扩张有序推进，预计茅台酒销量将维持稳健增长。2021年非标产品提价及投放结构转变有望贡献约6%的净利润增量，商超、电商渠道投放加大将继续带动均价提升。系列酒已实现百亿规模，后续将继续产品升级，有望成为公司增长重要驱动。(2) **郎酒股份：**历史悠久具备名酒基因，高端及次高端产品贡献主要收入，青花郎为发展重心，郎酒庄园为品质背书。(3) **国台酒业：**专注酱香型白酒，近年规模快速扩张，国台国标为核心大单品，通过入股模式绑定优质经销商。(4) **贵州习酒：**茅台集团全资子公司，2020年收入规模突破百亿，窖藏系列为核心单品，贵州省外市场占比已达到70%。

风险分析：宏观经济增速下行风险；产能扩张项目建设不达预期；行业竞争加剧。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600519.SH	贵州茅台	2088.00	37.17	43.63	50.71	56	48	41	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-19

食品饮料

买入(维持)

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

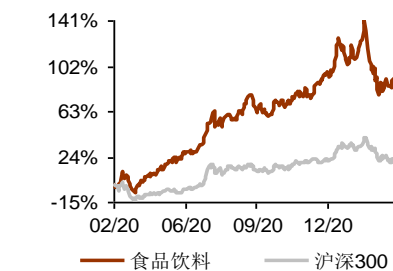
分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsec.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

白酒景气持续，酱酒风头正盛——2021年成都春糖会跟踪反馈(2021-04-11)

存量博弈，国产崛起——奶粉行业首次覆盖报告(2021-04-07)

精选赛道，坚守龙头——食品饮料行业2021年春季投资策略(2021-03-07)

投资聚焦

近年在茅台引领下白酒行业掀起一轮酱香酒热潮，除茅台维持稳健增长外，习酒、郎酒、国台、金沙、珍酒、钓鱼台等酱酒企业普遍实现高速增长，郎酒、国台先后启动上市流程，有望在 2021 年正式登陆资本市场，其它酒企及业外资本也加大对酱酒行业的投资布局，酱香板块迎来发展风口。

我们的创新之处

为探究本轮酱香酒热潮背后的核心驱动，我们复盘了白酒产业长期的香型发展：1) 20 世纪 90 年代以前，由于粮食紧缺是制约白酒产能的重要因素，以汾酒为代表的清香型白酒凭借成本较低、技术简单的优势成为主流香型。2) 20 世纪 90 年代以来，产能制约消失，渠道成为产业发展核心，以五粮液总经销商模式为代表，浓香型白酒强势崛起。3) 2010 年以来酱香型白酒首次迎来快速发展，2012 年随整体白酒行业进入深度调整期，此后因大众消费崛起，高收入人群扩容下消费升级趋势显著，消费者对于白酒品质、健康性的要求进一步提升，酱香酒在 2017 年以来迎来新一轮快速发展。对比两轮酱香酒热潮，我们认为第一轮酱酒高光更多是茅台热的体现，新一轮的发展则是以需求端的转变为核心驱动。

在需求端驱动的背景下，我们探讨了酱香酒迎来发展风口的具体原因：1) 自身的高品质与健康性为酱香酒崛起的基础。2) 茅台进行消费者培育，酒企通过对标茅台展开营销来塑造酱酒的高品质形象。3) 企业通过持续提价、推出高价位新品巩固酱香酒的高端定位。4) 酱香酒销售模式以团购为主，占比过半，且行业尚处发展早期，渠道利润空间高，给予经销商充足的积极性。

行业风口下，对于酱香酒未来的发展路径，我们认为：1) 市场空间方面，可以从供给端预测行业规模，根据目前可统计的产能扩建计划，按照乐观/中性/悲观假设预期 2022 年行业产能分别达到 73/65/60 万吨，2026 年酱酒销量分别为 44/39/36 万吨，假设均价年复合增速为 4%-6%，2019-2026 年酱酒行业收入复合增速分别为 15%/12%/10%，2026 年收入可以达到 3705/3087/2665 亿元，在白酒行业中的收入占比有望超过 30%。2) 伴随酒企的全国化布局，酱酒消费趋势将从贵州、广东、河南、山东等重点市场向全国扩散。3) 竞争格局方面，短期品类红利持续，主要企业有望实现高速增长。长期参考浓香型白酒的格局演变，酱酒行业或将进入品牌竞争时代，产能充足、品质优质、品牌及渠道运营能力突出的企业有望脱颖而出。

股价上涨的催化因素

1) 优质酱酒产能扩张项目按期推进；2) 酱酒企业持续提价、推出高端定价新品；3) 行业热潮下经销商对酱酒投入更多资源；4) 酱酒企业加大营销推广，提高品牌影响力。

投资观点

本轮酱香酒的发展跟随着白酒大众消费的崛起，以及高收入人群扩容下的消费升级趋势，消费者对于白酒品质、健康性的要求进一步提升，需求端的转变为核心驱动，酱香酒以自身品质为基础，通过品牌营销、高定价策略巩固品类形象，并且凭借高利润空间保证渠道推力，从而迎来发展风口。目前酱酒行业处于快速增长的红利期，主要酒企有望继续实现高速增长。继续推荐酱酒龙头贵州茅台，建议关注有望在 2021 年上市的郎酒股份、国台酒业。

目 录

1、茅台引领，酱香风起	7
1.1、茅台带动酱香板块迎来发展风口	7
1.2、格局一超多强，次高端竞争激烈	9
1.3、生产工艺复杂，产区概念浓厚	10
1.4、起源贵州，粤豫鲁为省外主要市场	12
2、酱酒崛起正当时	15
2.1、90年代前：产能胜出，清香为主	15
2.2、90年代末：渠道制胜，浓香称王	16
2.3、2010年至今：消费推动，酱香崛起	17
2.3.1、历经调整，酱香板块再迎风口	17
2.3.2、需求提升，消费端为核心驱动	18
3、风口背后：品质为基，营销定价塑造品类形象	23
3.1、产品：口味丰富，品质突出	23
3.2、营销：借力茅台，培养认知	24
3.3、定价：高端定价，巩固定位	24
3.4、渠道：团购为主，渠道利足	26
4、展望未来，酱酒行业路径如何？	26
4.1、市场空间：预计2019-2026年复合增速超10%	26
4.2、消费趋势：从贵州向全国市场扩散	28
4.3、行业竞争：从品类红利进入品牌竞争	28
5、重点公司介绍	30
5.1、贵州茅台：量价双增，双轮驱动	31
5.2、郎酒股份：历史名酒，聚集高端	32
5.3、国台酒业：专注酱香，快速增长	38
5.4、贵州习酒：百亿规模，全国布局	42
6、风险提示	46

图目录

图 1: 2019 年飞天茅台（散瓶）一批价突破 2000 元.....	7
图 2: 2017 年以来酱酒收入增幅高于白酒行业收入增速.....	7
图 3: 主要酱酒企业 2020 年收入规模高速增长.....	7
图 4: 酱香酒产能在白酒行业中的占比较低.....	8
图 5: 酱酒行业收入及净利润在白酒行业占比较高.....	8
图 6: 剔除茅台酒后的酱酒产能及占比.....	9
图 7: 剔除茅台酒后的酱酒销售收入及占比.....	9
图 8: 酱酒高端价位市场规模最大，次高端价位竞争激烈.....	10
图 9: 酱香型白酒生产工艺流程.....	10
图 10: 赤水河流域为酱酒企业主要聚集地.....	11
图 11: 广东省酱酒销售以团购为核心渠道.....	13
图 12: 2020 年广东省酱酒品牌竞争格局.....	13
图 13: 2020 年河南省酱酒品牌竞争格局.....	13
图 14: 2019 年山东省酱酒品牌竞争格局.....	14
图 15: 目前中国白酒的十二种主流香型.....	15
图 16: 20 世纪 50-90 年代，汾酒厂产能不断扩张.....	16
图 17: 20 世纪 90 年代中期五粮液规模已远超山西汾酒.....	17
图 18: 浓香型白酒 2019 年占比 50%左右，依旧为第一大香型.....	17
图 19: 2008 年，飞天茅台一批价超过五粮液（单位：元）.....	17
图 20: 2013 年开始，茅台收入全面超越五粮液（单位：亿元）.....	17
图 21: 2013 年开始，酱香酒产能增速呈现较大幅度下滑，2018 年大幅回升.....	18
图 22: 2006-2012 年郎酒采取“事业部+办事处”的渠道架构.....	19
图 23: 郎酒在黄金十年高速增长，在行业调整期受到较大冲击.....	19
图 24: 高端白酒消费结构从政务消费向商务/大众消费转变.....	19
图 25: 中国城市中产阶级人数大幅增加.....	19
图 26: 中国上层中产及富裕家庭数量（百万）将持续增加.....	20
图 27: 中国上层中产及富裕家庭数量及消费占比将继续提升.....	20
图 28: 越来越多消费者愿意选择价格更贵的白酒.....	20
图 29: 口感好、不上头是购买白酒最重要的考虑因素.....	20
图 30: 茅台系列酒 2015 年开始收入高速增长.....	21
图 31: 茅台系列酒在调整期后收入占比迅速回升.....	21
图 32: 茅台系列酒产品线发展历程：2014 年起破局发展，2016 年以来产品结构逐步升级.....	22
图 33: 白酒香型热潮演变：从产能、渠道驱动到消费端带动.....	23
图 34: 青花郎强调是“中国两大酱香白酒之一”.....	24
图 35: 国台强调是“茅台镇两大酱香品牌之一”.....	24
图 36: 主要酱酒单品多数定位次高端及以上价格带.....	25
图 37: 浓香型白酒格局演变：从消费转移到品牌认知，最后到品牌集中.....	29
图 38: 酱酒行业未来发展路径：从品类快速增长到品牌竞争.....	30
图 39: 郎酒发展历史悠久.....	33

图 40: 郎酒 2017-2019 年收入规模及同比.....	33
图 41: 郎酒 2017-2019 年归母净利润及同比.....	33
图 42: 郎酒高端及次高端白酒销量占比较低.....	35
图 43: 郎酒高端及次高端产品贡献收入占比较高.....	35
图 44: 2017 年 9 月, 青花郎推出品牌宣传片.....	35
图 45: 青花郎 53 度酱香型白酒提价过程.....	35
图 46: 青花郎系列销量及收入高速增长.....	36
图 47: 郎酒整体毛利率稳步提升.....	36
图 48: 郎酒销售区域分布: 西南及华东地区占比最高.....	36
图 49: 郎酒销售模式以经销为主, 占比超过 96%.....	37
图 50: 郎酒销售架构.....	37
图 51: 郎酒渠道管理模式配合公司战略经历多轮调整.....	37
图 52: 郎酒庄园规划图, 预计 2023 年底全部建成.....	38
图 53: 郎酒庄园-金樽堡夜景.....	38
图 54: 国台酒业成立至今, 经历四个主要发展阶段.....	39
图 55: 国台酒业营收及同比.....	39
图 56: 国台酒业归母净利润及同比.....	39
图 57: 国台高端产品收入占比超过 80%.....	41
图 58: 国台高端产品销量、单价均明显提升.....	41
图 59: 国台各区域收入分布较为均衡.....	41
图 60: 国台渠道模式以经销模式为主.....	42
图 61: 国台 2017-19 年经销商数量持续增长.....	42
图 62: 习酒公司发展历程.....	43
图 63: 习酒公司 2015 年以来收入规模高速增长.....	43
图 64: 习酒利润总额快速增长, 2019 年利润率提升至 20%.....	43
图 65: 习酒省外收入占比持续提升, 2020 年占比达 70%.....	45
图 66: 习酒借助茅台集团投放《新闻联播》报时广告.....	45
图 67: 习酒 窖藏 1988 广告宣传片.....	45

表目录

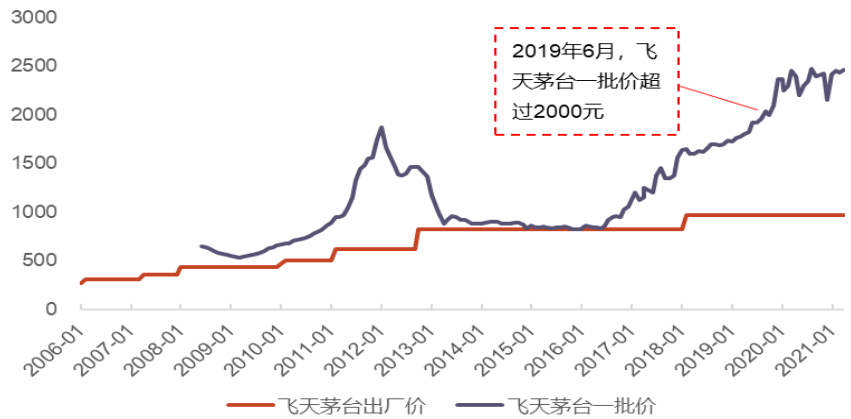
表 1: 其他白酒企业与资本近年来加大酱酒布局	8
表 2: 酱酒企业形成四个梯队, 龙头集中度较高	9
表 3: 酱香型白酒相比其它香型生产工艺复杂、酿造周期更长	11
表 4: 酱酒企业的品牌宣传侧重于强调产区	12
表 5: 主要酱酒企业 2020 年重点市场销售规模分布 (单位: 亿元)	14
表 6: 主要省份酱香酒发展情况	15
表 7: 第三届全国评酒会确立四大基本香型	15
表 8: 2011 年开始酱酒行业迎来投资热潮	18
表 9: 茅台系列酒主要产品价位分布	22
表 10: 酱香型白酒香气成分更加复杂	23
表 11: 主要酱酒企业对已有产品持续提价	25
表 12: 2019 年以来企业陆续推出高价酱酒产品	25
表 13: 部分单品经销商利润率: 酱香酒利润率普遍较高	26
表 14: 主要酱酒企业产能扩建情况	27
表 15: 预测 2019-2026 年酱酒收入年复合增速将超过 10%	28
表 16: 主要酱酒企业在全国范围内展开布局	28
表 17: 贵州主要酱酒企业未来规划	29
表 18: 茅台上市以来产能扩建项目	31
表 19: 非标产品提价及投放结构变化测算	32
表 20: 贵州茅台盈利预测与估值简表	32
表 21: 郎酒旗下产品梳理	34
表 22: 郎酒未来产能扩建项目	38
表 23: 国台旗下产品梳理	40
表 24: 国台 104 家经销商合计持股近 20%	42
表 25: 习酒旗下酱香型产品梳理	44
表 26: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	47

1、茅台引领，酱香风起

1.1、茅台带动酱香板块迎来发展风口

茅台引领下，白酒行业掀起酱香酒热潮。受益于茅台品牌溢出效应掀起的酱香热，各酱酒企业收入普遍实现高速增长，2020年习酒营收规模突破百亿，同比增速超过30%，郎酒酱酒板块收入80亿左右，同比增速约50%，国台销售规模约45亿，同比增长138%，金沙销售收入达到27.3亿，同比增速约80%，珍酒/钓鱼台销售额突破20亿元，同比增幅均达到100%。此外，郎酒、国台先后启动上市流程，其它酒企及业外资本也加大对酱酒行业的投资布局，酱香板块迎来发展风口。

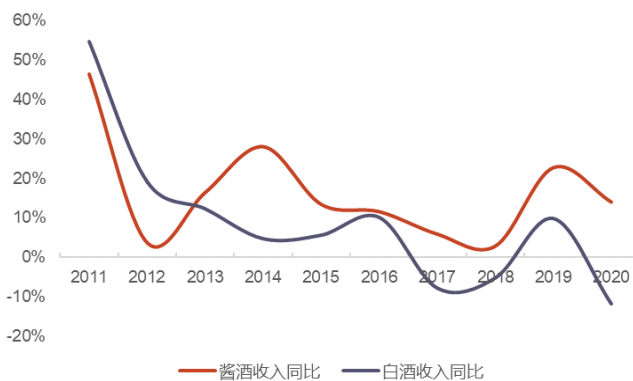
图 1：2019 年飞天茅台（散瓶）一批价突破 2000 元



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：统计时间截至 2021 年 3 月 31 日

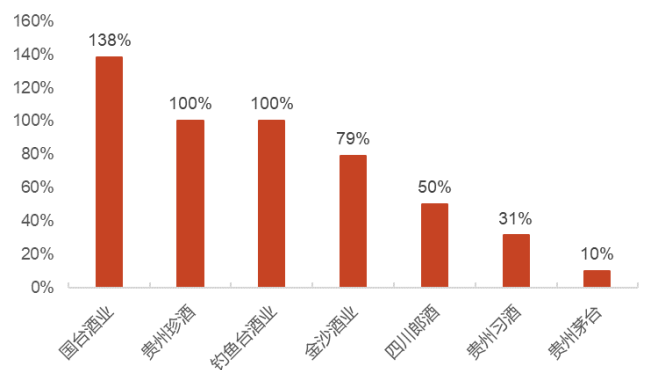
单位：元

图 2：2017 年以来酱酒收入增幅高于白酒行业收入增速



资料来源：智研咨询，权图酱酒工作室，光大证券研究所

图 3：主要酱酒企业 2020 年收入规模高速增长



资料来源：公司公告，酒业家，光大证券研究所，注：郎酒收入增速单指酱酒品类

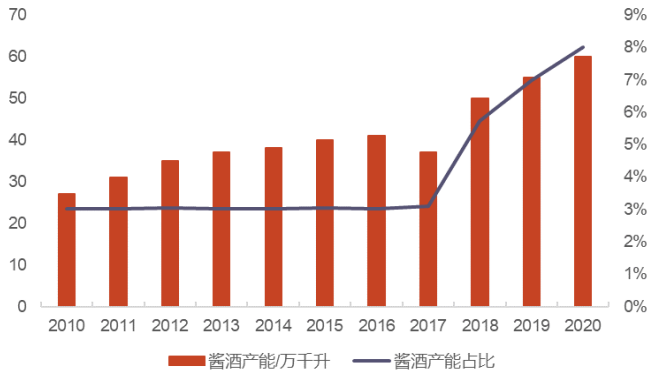
表 1：其他白酒企业与资本近年来加大酱酒布局

公司	酱酒布局
洋河	2016 年收购贵州贵酒，2017 年收购茅台镇厚工坊迎宾酒业
劲牌	2016 年收购贵州台轩酒业 95% 股份，2018 年推出劲牌酱酒
今世缘	2019 年推出国缘 V9 清雅酱香白酒
金东集团	2019 年与仁怀市达成 245 亿元的茅台镇金东酱酒基地项目的合作
川酒集团	2019 年，投资 10 亿元的川酱科研基地奠基，将打造产能 2 万吨、储酒 6 万吨的酱酒产业园
花冠集团	2019 年发布酱酒战略，正式推出金贵酱酒
龙越古山	2019 年推出女儿红酱香型白酒
海南椰岛	2020 年推出“海酱”酱酒
舍得酒业	2020 年 9 月联合平台商推出酱香产品国袖秘酱，此前已打造高端酱香白酒吞之乎
水井坊	2021 年 4 月投资设立贵州水井坊国威酒业公司，主要生产销售酱香型白酒

资料来源：酒业家，云酒头条，光大证券研究所

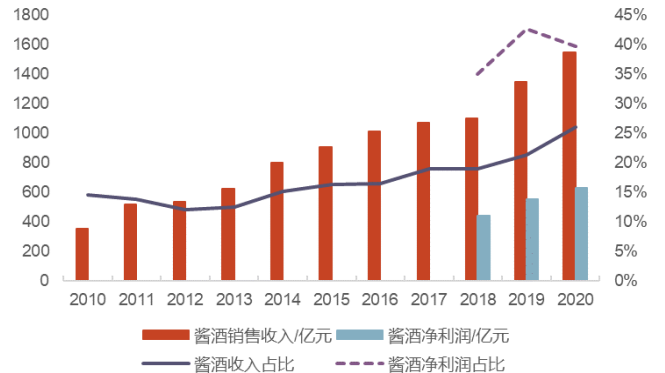
酱酒行业凭借低产量实现高收入与高盈利。2020 年全国酱香酒产能约 60 万千升，占白酒行业总产能（740 万千升）的 8%，由于生产工艺复杂且周期较长，酱酒在白酒行业的产能占比较低。但其市场规模快速增长，在全行业中的份额亦明显提升。2020 年酱酒实现销售收入约 1550 亿元，同比增长 14%，占比达 26%，实现净利润约 630 亿元，同比增长 14.5%，占比达 39.7%。考虑到茅台酒（不含系列酒）体量较大，2020 年剔除茅台酒后的酱酒产能约 55 万千升，占行业比重 7.43%，收入约 667 亿元，占比 11.2%。行业整体呈现低产量、高收入、高盈利的特点。

图 4：酱香酒产能在白酒行业中的占比较低



资料来源：智研咨询，权图酱酒工作室，国家统计局，光大证券研究所

图 5：酱酒行业收入及净利润在白酒行业占比较高



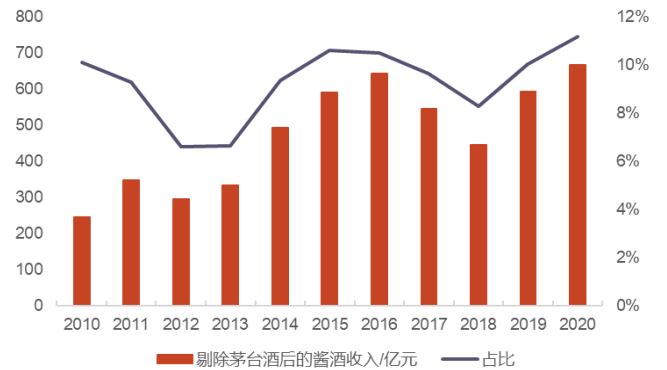
资料来源：智研咨询，权图酱酒工作室，光大证券研究所

图 6：剔除茅台酒后的酱酒产能及占比



资料来源：智研咨询，权图酱酒工作室，国家统计局，光大证券研究所

图 7：剔除茅台酒后的酱酒销售收入及占比



资料来源：智研咨询，权图酱酒工作室，光大证券研究所

1.2、格局一超多强，次高端竞争激烈

目前我国酱酒企业数量已经增至 1000 家以上，根据营收规模可分为四大阵营。第一阵营为贵州茅台，2020 年主营业务收入 949 亿元，在酱酒行业的营收市占率超过 60%。第二阵营为习酒和郎酒，2020 年习酒销售规模达到百亿，郎酒酱酒板块规模约 80 亿元，市占率在 5-7% 之间。第三阵营包括国台、金沙、珍酒、钓鱼台等，2020 年营收规模在 20-50 亿之间，第四阵营为丹泉、潭酒、酣客、武陵、肆拾玖坊等企业，收入规模在 5-10 亿之间，此外还有仁怀本土企业如夜郎古、国威、君丰、黔酒、无忧等，以及金沙古酒、云门酒业、小糊涂仙心悠然酒业等其它企业，收入规模在 5 亿元以下。整体来看，酱酒行业龙头集中度较高，第一、第二梯队企业规模明显领先。

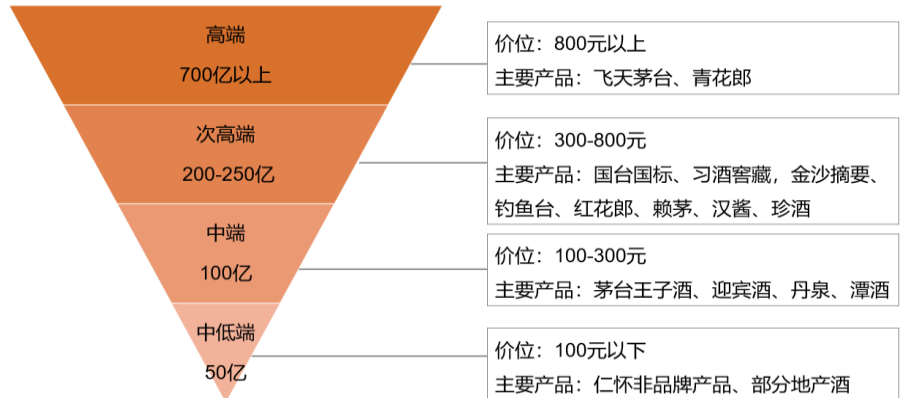
表 2：酱酒企业形成四个梯队，龙头集中度较高

梯队	企业	2020 年营收规模/亿元	营收市占率	核心产品及单瓶零售价位
第一梯队	贵州茅台	949	61.24%	飞天茅台 (3000 元以上)、汉酱 (300-500 元)、赖茅 (200-500 元)、茅台王子酒 (100-300 元)、茅台迎宾酒 (100-300 元)
第二梯队	贵州习酒	103	6.65%	窖藏 1988 (600-700 元)、窖藏 1998 (400-500 元)
	四川郎酒	100 (酱酒 80 亿)	5.16% (酱酒)	青花郎 (1000 元以上)、红花郎 (400-600 元)
第三梯队	国台酒业	45	2.90%	国台国标 (500-600 元)
	金沙酒业	27.3	1.76%	金沙摘要 (600-700 元)
	贵州珍酒	20	1.29%	珍十五 (600-700 元)
	钓鱼台酒业	20	1.29%	国宾 (500-600 元)、贵宾 (400-500 元)
第四梯队	丹泉酒业	10	合计 19.71%	丹泉洞藏 (200-300 元)
	酣客	10		酣客标准版酱酒 (300-400 元)
	肆拾玖坊	10		人在江湖 (100-150 元)、侠客酒 (300-400 元)、侠义酒 (400-500 元)、宗师酒 (500-600 元)
	潭酒	5-10		红潭 (200-300 元)、金酱 (100-200 元)、银酱 (100-200 元)
	武陵酒	5-10		武陵上酱 (2000-3000 元)、武陵中酱 (800-900 元)、武陵少酱 (500-600 元)、武陵飘香 (100-300 元)
	仁怀本土及其它企业	200-250 亿		价位较低，多为 300 元以下

资料来源：公司公告，公司官网，权图酱酒工作室，京东，光大证券研究所

从价格分布来看,酱酒价格带与市场容量呈现倒三角特征。以终端零售价来划分,800元以上的高端市场以飞天茅台为绝对大单品,青花郎近两年逐步提价向高端市场靠拢,对标茅台主打“中国两大酱香白酒”。次高端市场承接茅台向下的溢出需求,市场潜力较大,目前竞争激烈、单品众多,红花郎、习酒窖藏、国台国标、赖茅、汉酱等零售价位均在300-800元之间。中端及以下价格带市场容量较小。

图 8：酱酒高端价位市场规模最大，次高端价位竞争激烈

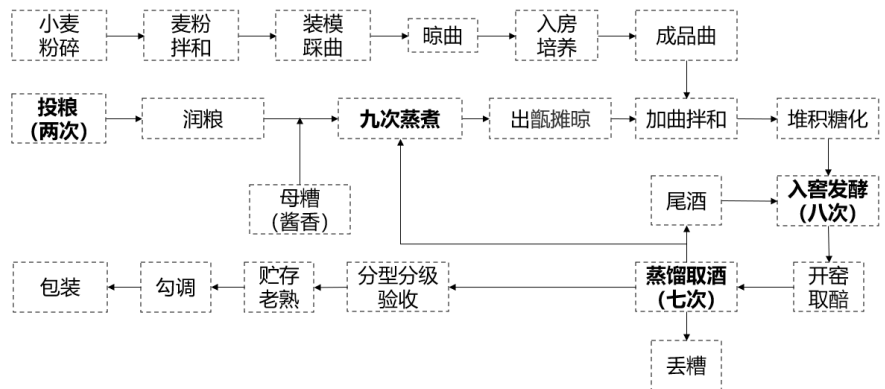


资料来源：公司公告，酒业家，京东，光大证券研究所

1.3、生产工艺复杂，产区概念浓厚

酱香型白酒生产工艺繁复、酿造周期较长。传统的酱酒酿造流程以茅台镇“12987”工艺为代表，“12987”表示酿造酱酒需要一年时间、两次投粮、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒。酱酒以高粱为主要原料，酿造过程中需两次投料，即下沙和糙沙，并且需遵循季节变化，讲究端午踩曲、重阳下沙，在酿造过程中应保证“高温制曲、高温堆积、高温发酵、高温馏酒”，生产结束后还需经过三年以上的窖藏才能出厂销售。相比浓香型和清香型白酒，酱酒的生产流程繁复、酿造时间更长，优质酱酒具备天然稀缺性。

图 9：酱香型白酒生产工艺流程



资料来源：郎酒股份招股说明书，光大证券研究所

表 3: 酱香型白酒相比其它香型生产工艺复杂、酿造周期更长

香型	酱香型	浓香型	清香型
原料	高粱、小麦	高粱或多梁混合	高粱
生产工艺特点	高粱破碎率小于等于 20%，一年制酒、两次投料、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒，窖藏后经过多轮次勾兑，贮存半年以上再出厂	续糟配料，混蒸混烧，翻曲次数少，多热少晾。将粉碎的原料配入出窖的酒醅，经过蒸酒和蒸粮，晾凉后加入大曲进行糖化发酵，出酒后贮存，然后进行新老酒勾兑	一清到底，采用清蒸清糟酿造工艺、固态地缸发酵、清蒸流酒，强调“清蒸排杂、清洁卫生”
曲药	高温大曲	中高温大曲	中低温大曲
用曲量	100%	18-20%	9-11%
生产周期	一年	40-60 天	30 天左右
窖藏周期	3 年以上	1 年	1 年
发酵容器	石壁泥底窖池	泥窖	陶瓷地缸
代表企业	贵州茅台、郎酒、习酒、国台	五粮液、泸州老窖、洋河、剑南春、水井坊	山西汾酒

资料来源:《白酒生产技术(第二版)》,光大证券研究所

赤水河流域自然环境优势突出,原料、水源、土壤、气候等条件有利于酿造优质酱酒。位于云南、贵州、四川三省接壤地区的赤水河拥有独特的地理环境优势,从原料来看,赤水河流域特产的红缨子糯高粱为优质酱酒的主要原料,水源方面,赤水河在国家保护下受工业污染很少,且两岸都是紫红色的土壤和砾土,土壤质地松散、孔隙大、渗透性强,经历层层过滤的河水水质无色透明、微甜爽口,是酿制酱酒的重要水源。此外,赤水河夏天温度和湿度较高,能够形成天然“蒸锅”般的气候,有利于酿酒微生物的生长和繁衍。

酱香酒以赤水河流域为核心产区,具有浓厚的产区概念。2020 年赤水河流域的酱酒产能占全国产能的 85%以上,茅台、习酒、郎酒、国台、钓鱼台等酒企均坐落在赤水河沿岸,并在品牌宣传时强调产自赤水河流域。2020 年 6 月,茅台、郎酒、习酒、国台、珍酒、劲牌、钓鱼台等 7 家酱酒企业在茅台镇签署《世界酱香型白酒核心产区企业共同发展宣言》,计划在未来建设赤水河畔这一高水平的酱酒产区,让产区成为酱酒重要的品质和价值表达方式。

图 10: 赤水河流域为酱酒企业主要聚集地



资料来源:美酒招商网,光大证券研究所

表 4：酱酒企业的品牌宣传侧重于强调产区

品牌	宣传重点
郎酒	云贵高原和四川盆地接壤的赤水河畔，诞生了中国两大酱香白酒，其中一个青花郎
国台	贵州国台酒，酱香新领袖，茅台镇第二大酿酒企业
董酒	贵州两大宝（茅台和董酒），出产于贵州遵义
习酒	产于美酒河畔赤水河谷
珍酒	起源于 1975 年“贵州茅台酒易地生产试验项目”
金沙	贵州省第二大酱香白酒生产企业

资料来源：搜狐网，糖酒快讯，光大证券研究所

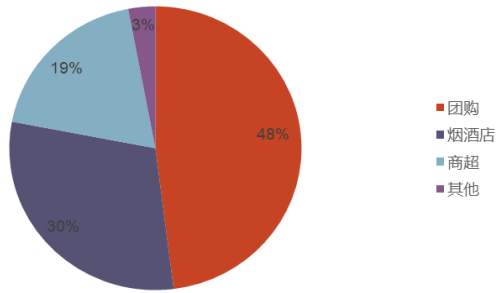
1.4、起源贵州，粤豫鲁为省外主要市场

贵州为酱香酒发源地，广东、河南、山东为贵州省外主要市场。贵州作为酱酒主要产区，消费氛围浓厚，据权图酱酒工作室统计，2019-2020 年贵州白酒消费额中酱酒占比 50%以上。除贵州外，广东、河南、山东为酱酒主要市场。

广东省：2019 年白酒流通规模（按批发价口径）290 亿元，据广东酒类行业协会数据，2019 年广东酱酒收入规模达 120 亿元（以酒企回款为统计口径），占全省白酒市场比重近 47%。酱酒快速发展的原因包括：1) 经济发展与居民消费水平较高，酒类及白酒消费规模在全国位列前茅。2) 省内缺乏强势地产品牌，地产酒流通规模占比 28%左右，白酒市场具有较高的开放包容度，是许多酒企的布局重点。3) 2020 年以来受疫情影响，进口酒类消费下滑，消费者需求逐渐向酱酒转移，许多进口酒经销商也转换赛道，向利润更高的酱酒品类发力。多种因素作用下，广东省成为酱酒消费的标杆市场，本地资本也热衷于在贵州酱酒产区投资生产基地，例如百年糊涂酒业、小糊涂仙酒业、汉御坊酒业、厚工坊酒业、九八七酒业、宝德集团旗下金沙古酒、酣客酒业等均是总部位于广东、生产基地位于贵州的酱酒企业。

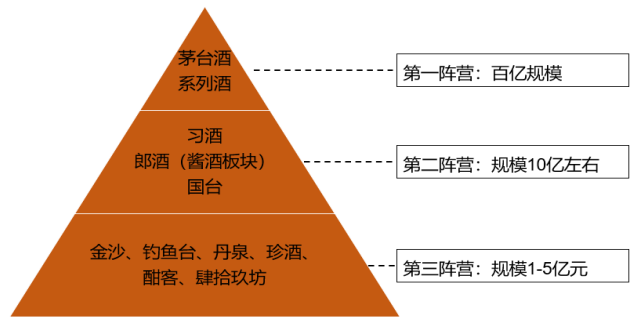
从市场特征来看，广东酱酒市场呈现地区发展不均衡的特点，广州、深圳为两个主要阵地，占据 60%左右的市场份额，位于第二阵营的东莞、佛山、惠州、韶关、中山等地酱酒市场也表现不俗。从销售渠道来看，团购为核心渠道，2019 年销售占比已达 48%，烟酒店和商超渠道占比分别为 30%和 19%。从竞争格局来看，酱酒品牌主要分为三大阵营，茅台及系列酒位居第一，规模超过百亿，习酒、郎酒（酱酒板块）、国台位居第二阵营，2020 年习酒销售规模已突破 10 亿，郎酒、国台规模也接近 10 亿。第三阵营包括金沙、钓鱼台、丹泉、珍酒、酣客、肆拾玖坊等企业，2019 年已实现过亿销售额，2020 年也有望实现翻倍增长。

图 11: 广东省酱酒销售以团购为核心渠道



资料来源: 酒业家, 光大证券研究所, 渠道占比为 2019 年数据

图 12: 2020 年广东省酱酒品牌竞争格局

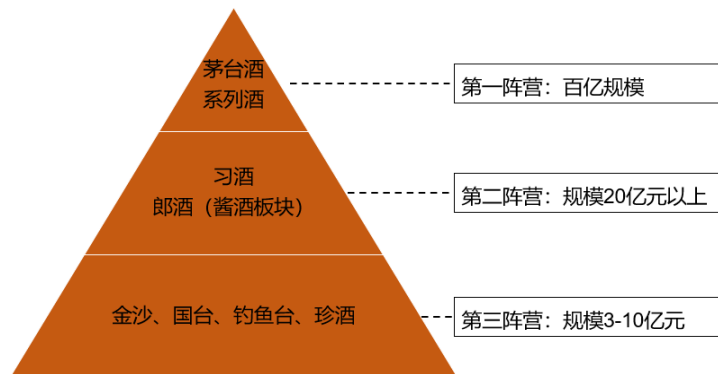


资料来源: 酒业家, 光大证券研究所

河南省: 2019 年白酒流通规模约 482 亿元(按批发价口径), 其中酱香酒流通规模 120 亿, 占比从 2018 年的 14% 提升至 25%。从终端销售来看, 据河南酒业协会, 2020 年河南酱酒销售体量超过 200 亿元, 超越浓香成为第一大香型。河南省酒文化历史悠久, 饮酒氛围浓厚, 并且人口基数庞大, 是白酒消费大省。尽管市场容量巨大, 但地产酒表现并不强势, 2019 年河南本土品牌流通规模占比为 25-30%, 中端及以上市场基本没有表现亮眼的地产品牌, 消费者也没有形成白酒香型依赖。因此, 河南省成为了茅台、习酒、郎酒、国台、金沙等众多酱酒企业省外布局的重点。

从市场特征来看, 河南省内郑州与濮阳酱酒氛围最为浓厚, 市场份额 50% 左右。从竞争格局来看, 2020 年茅台酒及系列酒销售体量达到百亿, 市场份额接近 50%, 习酒销售规模 25 亿元, 同比 2019 年增速达 78%, 郎酒酱酒板块销售额 20 亿元, 习酒与郎酒构成第二阵营, 市场份额合计超过 20%, 金沙销售额 7 亿元左右, 国台、钓鱼台销售额约 5 亿, 珍酒接近 4 亿元, 位居第三阵营。上述酒企, 除了茅台/国台在河南地区的销售占比在 12% 左右, 其余重点酱酒企业在河南市场实现的销售占比大致在 20%-25%。从销售渠道来看, 大品牌以流通和团购为主要渠道, 中小企业渠道以团购和圈层为主, 另外, 河南烟酒店渠道非常发达, 也是酱酒销售的主要阵地, 郑州等地区酱酒产品的烟酒店覆盖率已经接近 100%。

图 13: 2020 年河南省酱酒品牌竞争格局

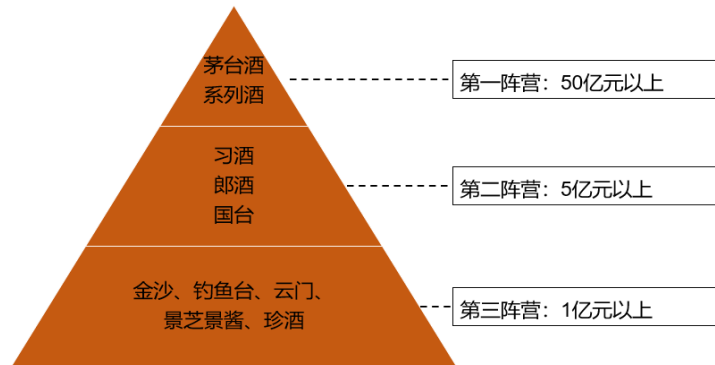


资料来源: 酒业家, 光大证券研究所

山东省：2019年白酒流通规模390亿元（按批发价口径），酱酒热表现较为突出，省内部分市场核心终端的酱酒销售甚至高达60%以上。从整体终端销售来看，酱酒市场容量实现百亿规模，占比12%左右。山东省为白酒消费大省，但地产酒表现较弱，2019年流通规模占比30%左右，本地品牌主要定位于300元以下价格带，并且以深耕区域市场为主，未能形成代表性单品以及知名度较高的品牌，次高端及高端价格带以外来品牌为主。另外，山东省作为传统的酱酒产区之一，消费者对于酱酒的认知度和接受度较高，酱酒消费基础较为深厚。因此，山东省也是酱酒企业省外扩张的重点市场。

从竞争格局来看，茅台作为龙头领跑山东酱酒市场，2019年飞天茅台与系列酒销售规模超过50亿元，其中系列酒销售额达到16亿元，提前完成2017年初制定的“三年冲击10亿元”目标。习酒、郎酒、国台销售额突破5亿元，位列第二阵营，第三阵营中金沙酒业呈现快速增长，2019年销售额近3亿元，相比2016年CAGR超过200%，其高端产品摘要酒占比达60%，钓鱼台、云门、景芝景酱、珍酒等销售额也突破1亿元。在外来品牌的冲击下，鲁派酱香也在持续发力，布局次高端价位，例如秦池推出的“鲁酱壹号”，云门的国标系列，古贝元推出的“中度酱香”，均在市场上收获了较高口碑。酱酒热刺激下众多酒企快速抢占酱香风口，目前拥有酱酒产品的山东酒企已经超过20个。

图14：2019年山东省酱酒品牌竞争格局



资料来源：酒业家，光大证券研究所

表5：主要酱酒企业2020年重点市场销售规模分布（单位：亿元）

企业	全国	广州	河南	山东	粤豫鲁三省占比估算
贵州茅台	949	超过100亿	100亿左右	超过50亿	26%
贵州习酒	103	超过10亿	25	超过5亿	38%
郎酒股份	约80亿（酱酒板块）	接近10亿	20	超过5亿	43%
国台酒业	45	接近10亿	约5亿	超过5亿	44%
金沙酒业	27	约2亿	7	3亿	44%
钓鱼台酒业	20	约2亿	约5亿	超过1亿	40%
贵州珍酒	20	约2亿	接近4亿	超过1亿	35%

资料来源：公司公告，酒业家，光大证券研究所，注：贵州茅台收入为酒类业务收入，各企业全国收入为公司报表端销售额，各省销售规模来自酒业家调研统计数据，主要为经销商回款口径，由于统计口径存在差异，销售占比为估算数据

表 6：主要省份酱香酒发展情况

省份	省内酱香酒发展情况
贵州	2019 年酱酒产能 47 万千升，占全国酱酒产能的 85%，实现营收约 1250 亿元，占全国酱酒市场的 90%以上，省内酱酒消费占白酒的 50%以上。
广东	2019 年酱酒市场规模 120 亿（按酒企回款口径），在白酒市场占比近 47%，在全国酱酒市场占比 8.8%，省内广州、深圳占据 60%左右份额，茅台及系列酒、习酒、郎酒、国台等一二线龙头企业占据酱酒市场 95%的份额。
河南	2019 年酱香酒流通规模 120 亿，占比 25%。2020 年酱酒销售额超过 200 亿元，超越浓香成为河南白酒市场的第一大香型。河南是许多酱酒品牌的主要市场，贡献了习酒全国 1/4 的销售、金沙 1/4 的销售、国台 1/8 的销售、茅台集团 1/12 的销售，其中习酒和金沙 2020 年第一大市场均为河南。
山东	2019 年省内部分市场核心终端的酱酒销售高达 60%以上，整体市场容量约 100 亿规模，占比 12%左右。茅台及系列酒 2019 年在山东市场体量超过 50 亿元，习酒、郎酒、国台等销售额均突破 5 亿元。

资料来源：《中国酒类流通行业白皮书（2020）》，权图酱酒工作室，酒业家，光大证券研究所

2、酱酒崛起正当时

茅台引领酱香酒在 2017 年后迎来快速发展，然而在茅台背后，本轮酱酒风口的核心驱动是什么？通过复盘产业的长期发展，我们认为白酒消费结构转变、高收入人群扩容背景下需求端的变化。

2.1、90 年代前：产能胜出，清香为主

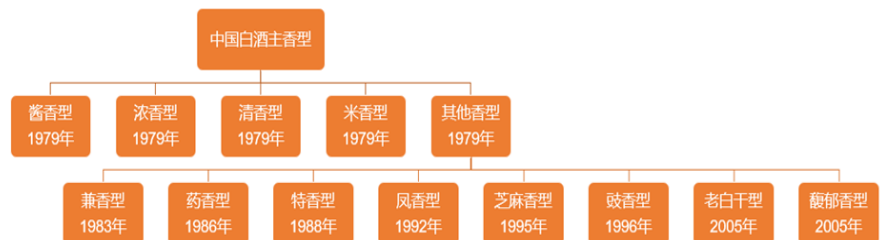
中国白酒香型从 20 世纪 70 年代末开始逐渐确立。1979 年第三届全国评酒会上，中国白酒首次确立了四大基本香型，即酱香型、清香型、浓香型、米香型，其余白酒被统一列为其它香型。20 世纪 80 年代初，伴随白酒研究的深入，从其它香型中逐渐分离出八种复合香型白酒，发展为目前的 12 种主流香型。

表 7：第三届全国评酒会确立四大基本香型

香型	主要特点	代表品牌
酱香型	酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长	茅台、郎酒、习酒、国台
浓香型	窖香浓郁、绵甜甘冽、香味协调、尾净香长	五粮液、泸州老窖、剑南春
清香型	清香纯正、诸味协调、醇甜爽口、余味爽净	山西汾酒、汾阳王酒、红星二锅头
米香型	蜜香清雅、入口绵柔、落口爽净、回味怡畅	桂林三花酒

资料来源：酒评网，光大证券研究所

图 15：目前中国白酒的十二种主流香型



资料来源：酒评网，光大证券研究所

20 世纪 90 年代以前，以汾酒为代表的清香型白酒为市场主流。由于此前生活条件较差、粮食短缺，清香型白酒凭借出酒率高、储存周期短、酿造成本低、耗粮较少的优势，成为 90 年代之前白酒的主流香型，市场份额超过 70%。汾酒为清香型白酒的主要代表，1985 年汾酒产量已突破 8000 吨，占全国当时 13 种名白酒产量的一半，是全国最大的白酒生产基地，1987 年汾酒厂实现利税收入 8830 万，是五粮液的 4 倍、茅台的 6 倍。在这一时期，**粮食紧缺是制约白酒产能的重要因素，清香型白酒也正是凭借成本较低、技术相对简单的优势成为白酒市场主流香型。**

图 16：20 世纪 50-90 年代，汾酒厂产能不断扩张



资料来源：腾讯网，光大证券研究所

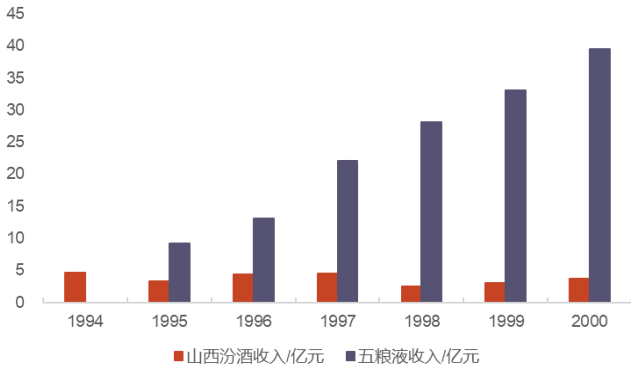
2.2、90 年代末：渠道制胜，浓香称王

20 世纪 90 年代以来，浓香型白酒强势崛起。伴随经济发展、粮食产量充足，清香型白酒用粮少、成本低的优势逐渐消失，同时居民生活水平大幅度改善，对白酒的需求从“有一口酒喝”变成“喝一口好酒”，白酒行业出现了第一轮香型切换，以五粮液为代表的浓香型白酒迅速发展。相比于清香型，浓香型白酒香味成分更加复杂、口感更加浓郁，逐渐得到消费者认可。另外，伴随七八十年代窖泥培养等酿造技术的推广和普及，浓香型白酒生产门槛降低，得以在全行业普及。

五粮液作为领军品牌，在高定价的基础上凭借大商模式实现规模扩张，洋河、古井也凭借深度分销快速增长，从而支撑浓香型白酒份额提升。1988 年国家放开名酒定价权管控，五粮液于 1989 年率先提价，价格超越泸州老窖，1994 年再次提价超越山西汾酒，成为高端白酒价格领导者。1998 年起，五粮液开始执行 OEM 买断模式，由经销商作为总代理负责细分品牌的销售，五粮液主要充当代工厂的角色，这种模式孕育出了金六福、浏阳河等子品牌，有效解决了中端及以下白酒产能过剩的问题，同时凭借总经销商模式实现迅速扩张，这种渠道模式一直持续到 2006 年左右，成就了五粮液一代酒王的地位。洋河、古井作为中端品牌也通过深度分销模式实现快速增长。在五粮液的带动下，浓香型白酒迅速反超清香型，成为市场份额第一的白酒香型，到 2019 年浓香型白酒销售规模占比仍在 50%左右。

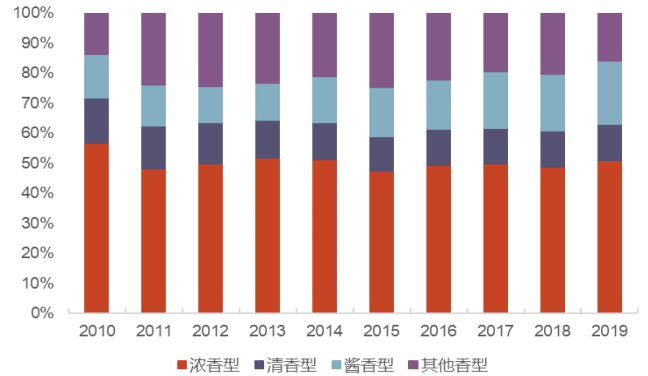
在这一时期，原料、酿造技术对白酒产能的制约已经消失，浓香型白酒的产能充足，生产技术与口感得以在市场普及。渠道成为白酒产业发展的核心，以五粮液的总经销商模式为代表，浓香型白酒实现大范围铺货，在 2010 年以前长期占据白酒市场 60-70%的份额，充分享受了白酒行业黄金十年的增长红利。

图 17: 20 世纪 90 年代中期五粮液规模已远超山西汾酒



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 18: 浓香型白酒 2019 年占比 50%左右, 依旧为第一大香型



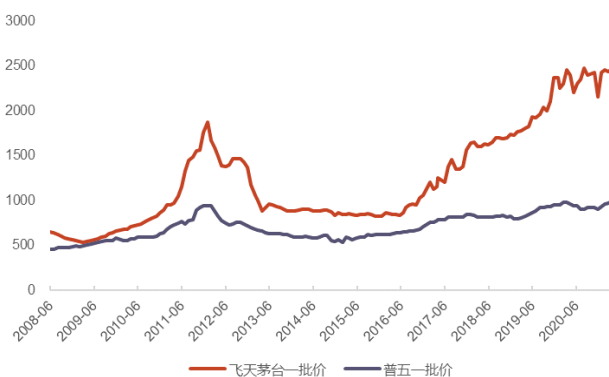
资料来源: 权图酱酒工作室, 智研咨询, 光大证券研究所

2.3、2010 年至今：消费推动，酱香崛起

2.3.1、历经调整，酱香板块再迎风口

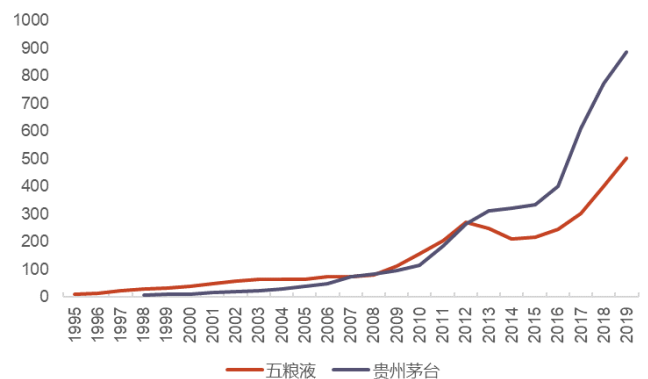
2008 年以来白酒行业定价权转移，贵州茅台逐渐成为行业龙头，酱香型白酒首次迎来快速发展。2008 年，茅台批价超过五粮液，行业定价权逐渐转移，茅五收入规模差距缩小，2013 年开始，茅台收入超越五粮液，进而登上白酒金字塔塔尖。2010-2011 年酱酒产能实现 15%/13% 的同比增长，占比从 2001 年 0.2% 提升至 2012 年的 3%。各路资本也将目光瞄准酱酒行业，例如 2011 年海航集团入股怀酒，成立贵州海航怀酒酒业有限公司，2013 年娃哈哈投资 150 亿元建立酱酒基地，推出“领酱国酒”，茅台的示范效应下，酱酒行业迎来一波投资热潮。

图 19: 2008 年，飞天茅台一批价超过五粮液（单位：元）



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 注: 统计时间截至 2021 年 3 月 31 日

图 20: 2013 年开始，茅台收入全面超越五粮液（单位：亿元）



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 8：2011 年开始酱酒行业迎来投资热潮

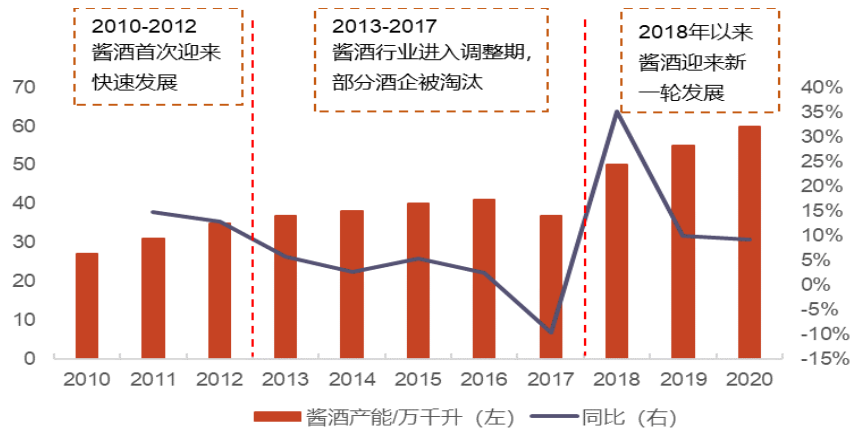
公司	酱酒投资
海航	2011 年出资 7.8 亿入股怀酒，成立贵州海航怀酒酒业有限公司
联想	2011 年斥资 1.3 亿元控股酱酒企业武陵酒
娃哈哈	2013 年斥资 150 亿元成立领酱国酒公司
中粮集团	2013 年入股习酒，成为习酒第二大股东
陕西步长制药	2014 年增资国帅酒业，以帮助该企业扩大销售
辅仁药业	2014 年投资 30 亿元成立贵州祥康酒业
山东烟草投资管理有限公司	2014 年投资 5 亿元建设 5000 吨酱酒项目

资料来源：酒业家，光大证券研究所

2012 年之后政策扰动，酱酒行业热度消退，伴随白酒行业进入深度调整期。2010 年以来的第一轮酱酒热潮并未持续太长时间，2012 年在三公消费禁令、塑化剂事件下，白酒行业进入深度调整期，酱香酒也未能幸免，多数中小型酱酒企业出现经营困难被市场淘汰，整个茅台镇酒厂开工率不足 40%，曾经入局酱酒行业的业外资本也折戟沉沙，例如娃哈哈投资的领酱国酒 2015 年销售收入下滑 50% 以上，2017 年娃哈哈退出领酱国酒公司。

2017 年之后伴随白酒行业整体复苏，酱香酒迎来新一轮发展。2016 年下半年飞天茅台批价回升，并且呈现持续上涨趋势，茅台率先复苏，酱香酒伴随白酒行业的复兴重新焕发生机，2017-2020 年酱酒产能/收入的年复合增速分别达到 17.5%/13.2%。

图 21：2013 年开始，酱香酒产能增速呈现较大幅度下滑，2018 年大幅回升



资料来源：权图酱酒工作室，智研咨询，光大证券研究所

2.3.2、需求提升，消费端为核心驱动

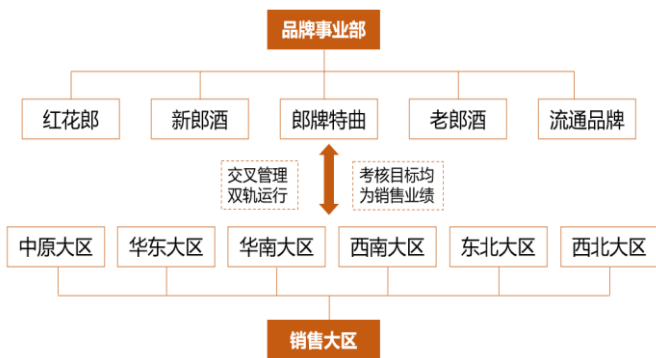
回顾过去，2010 年左右即白酒黄金十年的末期，酱香酒首次迎来高光时刻，2017 年以来酱香酒再次迎来发展风口，对比两轮酱酒热潮，我们认为：

1) 两轮酱酒热潮均离不开茅台的示范效应。从上世纪五十年代开始，茅台即开始为酱香酒培育了部分消费能力较强、以中高端人群为核心的消费群体。由于消费者对白酒香型的认识不多，茅台作为标杆品牌塑造了消费者对于酱酒的品类认知。

2) 2010 年的酱香热主要是茅台高价格之下酒厂与资本对于酱酒的追捧，2012 年开始白酒消费结构调整，新一轮发展的核心为需求端的变化。

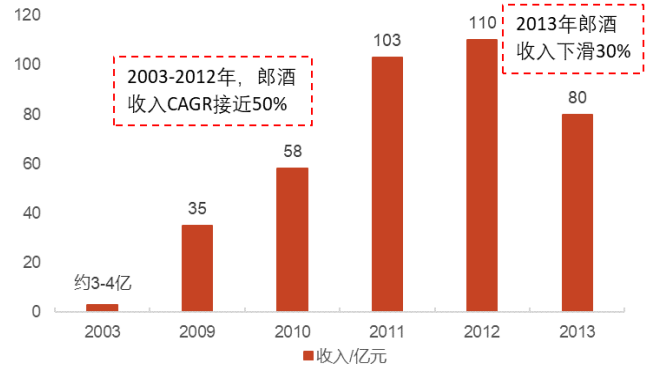
2010 年酱酒的高光更多是茅台热的体现，茅台批价与股价的持续上涨吸引了一大批业内外资本。酱酒行业产能大幅扩张，搭乘白酒黄金十年的末班车实现规模快速增长。然而，酱香酒企对茅台镇趋之若鹜的背后，产能质量参差不齐，已经背离了以茅台为代表的酱香酒生产工艺复杂、时间成本较高的优越性。同时，一味追求规模扩张也导致酱酒企业出现库存积压的问题，例如郎酒在 2006 到 2012 年实行业务部与大区的“双轨制”管理，销售规模从 2006 年的 7.5 亿元扩张到 2012 年的 110 亿元，但快速扩张的同时，渠道库存偏高的弊端也逐渐显现，受行业调整影响，2013 年郎酒销售额下滑 30%，2014-2017 年收入规模约 60-70 亿元。

图 22：2006-2012 年郎酒采取“事业部+办事处”的渠道架构



资料来源：酒业家，光大证券研究所

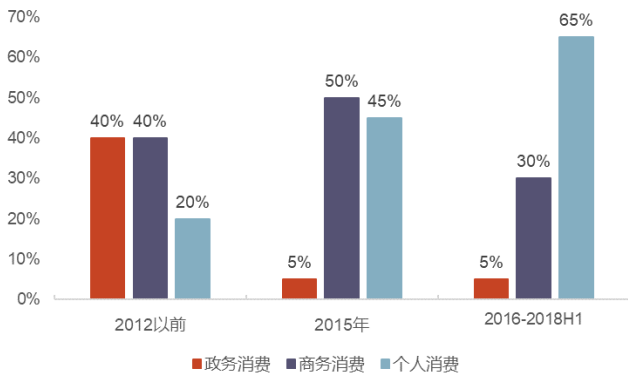
图 23：郎酒在黄金十年高速增长，在行业调整期受到较大冲击



资料来源：酒业家，光大证券研究所

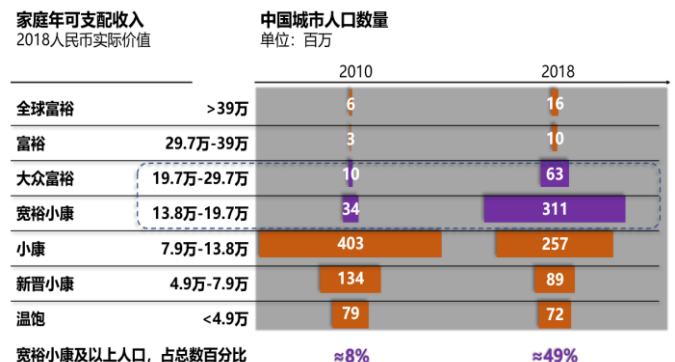
2015 年后白酒进入大众消费时代，国内消费升级趋势显著。2012-2015 年经历限制三公消费的调整后，白酒行业特别是高端白酒的消费结构发生较大变化，从过去以政务消费为主，向商务及大众消费转变，2015 年之后政务消费占比仅有 5% 左右，大众消费占比则超过 50%。同时，国内中产阶层群体不断扩大，家庭可支配收入水平不断增长，据 BCG 预测，中国上层中产（每月可支配收入 1.2-2.2 万元）及富裕人群（每月可支配收入 2.2 万元及以上）家庭数量将持续提升，2020 年为 9348 万户，2025/2030 年将达到 1.41/1.83 亿户，年复合增速分别为 8.63%/6.95%。

图 24：高端白酒消费结构从政务消费向商务/大众消费转变



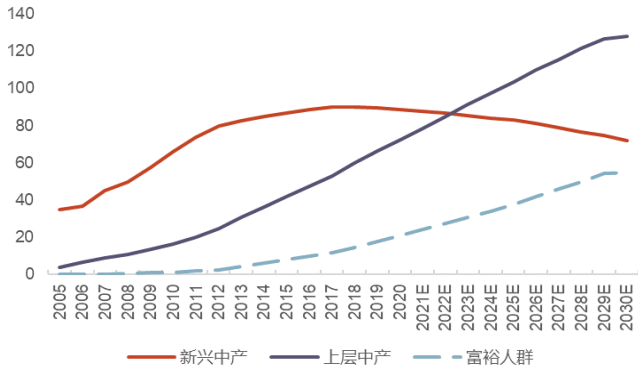
资料来源：草根调研，光大证券研究所

图 25：中国城市中产阶级人数大幅增加



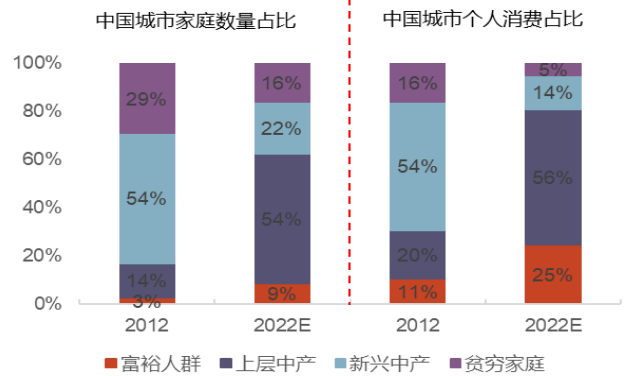
资料来源：麦肯锡《2020 年中国消费者调查报告》，光大证券研究所

图 26：中国上层中产及富裕家庭数量（百万）将持续增加



资料来源：BCG 预测，阿里研究院，光大证券研究所 注：新兴中产：每月可支配收入 5000-8000 元；上层中产：每月可支配收入 12000-22000 元；富裕人群：每月可支配收入 22000 元及以上

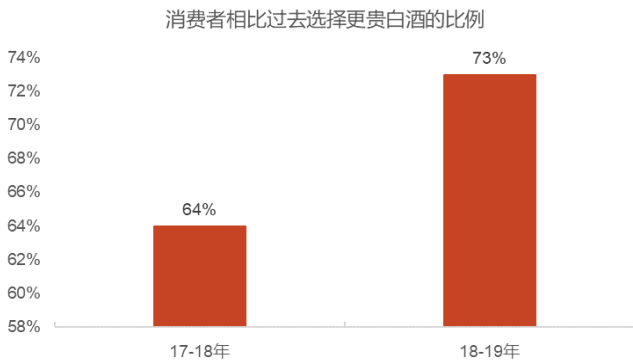
图 27：中国上层中产及富裕家庭数量及消费占比将继续提升



资料来源：BCG 预测，光大证券研究所

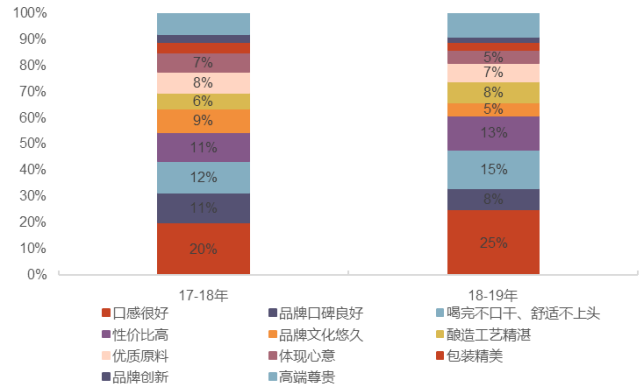
大众消费与消费升级背景下，消费者对白酒品质和健康性的要求提升。伴随白酒消费结构向大众消费转变，以及消费升级的浪潮之下，白酒消费者对于品质的要求进一步提升，口感好、不上头是选择白酒最主要的考虑因素，越来越多的消费者愿意选择价格更高的白酒，另外也强调理性饮酒、健康饮酒，即“少喝点、喝好点”、“喝好酒、喝健康酒”。

图 28：越来越多消费者愿意选择价格更贵的白酒



资料来源：益普索《2019 白酒市场白皮书》，光大证券研究所

图 29：口感好、不上头是购买白酒最重要的考虑因素



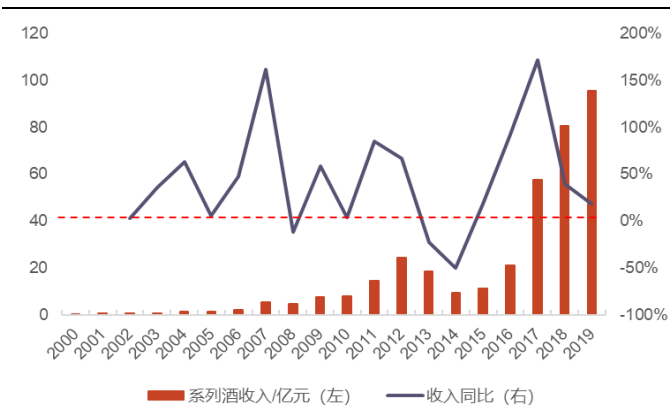
资料来源：益普索《2019 白酒市场白皮书》，光大证券研究所

从茅台产品战略的转变以及系列酒的崛起，亦可以窥得行业调整期后酱香酒迎来的新机遇。

茅台系列酒从推出至今已经二十余年，1999 年公司推出王子酒，2000 年推出迎宾酒，以满足不同群体需求。2000 年茅台产能不足全国的千分之一，酱香型白酒还属于小众香型，公司开发系列酒的主要目的在于培养酱香酒的消费市场，但彼时公司主要发力飞天这一大单品以拔高品牌高度，2012 年以前系列酒一直采取与飞天茅台配售的方式进行销售，在公司营收中的占比较低，直到 2012 年占比仅 9.16%。伴随行业进入寒冬期，系列酒收入也出现大幅下滑，从 2012 年的 24 亿元下滑至 2015 年的 11 亿元。

2012年开始高端白酒受到巨大冲击，茅台消费市场从政务消费向商务消费、个人消费转变，并且将主要目标群体转向80后和90后年轻人，系列酒逐渐得到重视并成为公司新的增长极。2014年茅台集团提出“做强茅台酒、做大系列酒”的双管齐下策略，将系列酒单独划分出来成立营销公司，2015年进一步提出“茅台酒、系列酒双轮驱动”战略。伴随集团层面的大力扶持以及行业复苏，系列酒实现高速增长，2015-2019年收入复合增速超70%，占公司收入比重也逐年提升。据茅台经销商大会，2019/2020年系列酒含税销售额102/106亿元，连续两年实现百亿规模。

图 30：茅台系列酒 2015 年开始收入高速增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 31：茅台系列酒在调整期后收入占比迅速回升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

回顾系列酒产品线的发展，2015年后系列酒品牌迎来破局窗口期，近年产品结构优化升级。在2000年左右王子酒和迎宾酒面世之后，茅台系列酒沉寂了多年，2007年茅台推出仁酒，定位商务用酒，2011年茅台接手原习酒公司推出的汉酱酒，除此之外产品梯队并无扩充。2014年起茅台全面建设系列酒体系，赖茅、华茅、王茅等品牌相继被重启，并且确立“133”品牌战略，包括一个世界级核心品牌、三个战略品牌（华茅、王茅、赖茅）、三个重点品牌（汉酱、仁酒、王子）。2016年开始重点推动产品结构的调整升级，着重打造大单品，以茅台王子酒为例，2021年将大幅减少普通王子酒的供应，将金王子和酱香经典打造为10亿和5亿级规模产品。2020年茅台王子酒销售额超40亿元，汉酱、赖茅、贵州大曲已站稳10亿规模。

图 32：茅台系列酒产品线发展历程：2014 年起破局发展，2016 年以来产品结构逐步升级



资料来源：酒业家，糖酒快讯，光大证券研究所

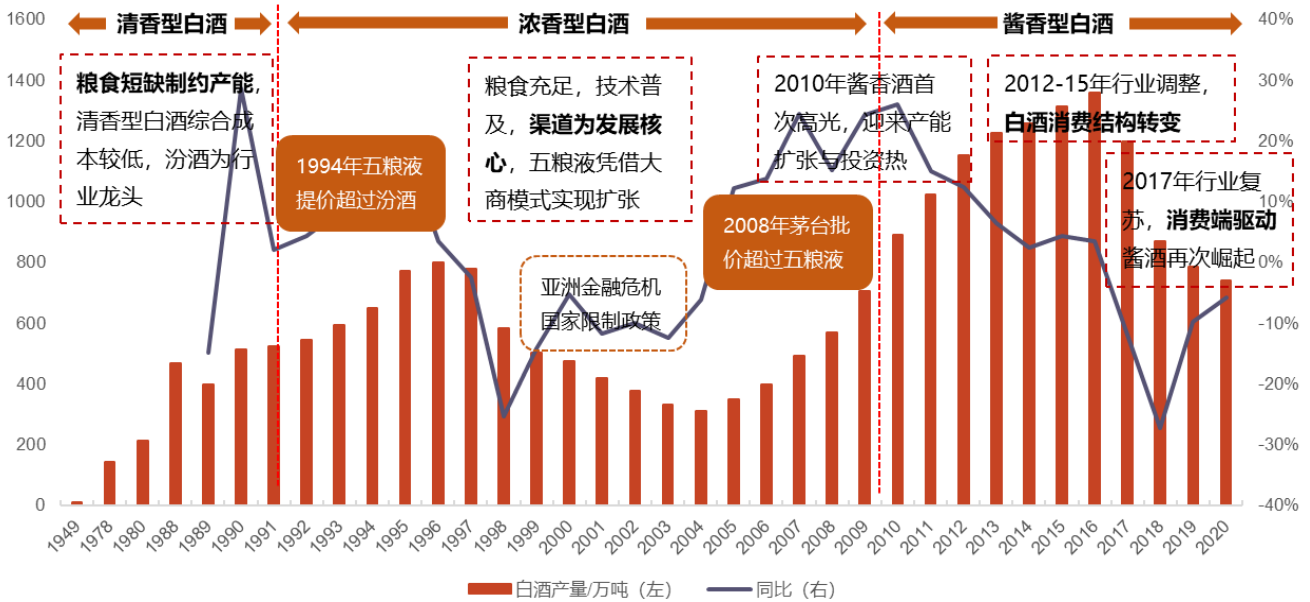
表 9：茅台系列酒主要产品价位分布

品牌	代表单品	规格	终端零售价/元
茅台王子酒	普茅	53%vol 500ml	270-300
	金王子	53%vol 500ml	288-368
	王子酱香经典	53%vol 500ml	358-468
	王子生肖纪念酒 (牛年)	53%vol 500ml	658-1000
茅台迎宾	茅台迎宾酒	53%vol 500ml	168-199
汉酱	51 度汉酱	51%vol 500ml	498-531
	汉酱铂金蓝 51 度	53%vol 500ml	538-588
赖茅	赖茅传承蓝 53 度	53%vol 500ml	488-518
	赖茅传承棕 53 度	53%vol 500ml	388-418
王茅	王茅百年印象 2016	53%vol 500ml	540-569
	祥邦	53%vol 500ml	868-969
华茅	华茅百年印象	53%vol 500ml	569-588
	华茅传承 1862	53%vol 500ml	1299
	华茅 (蓝)	53%vol 500ml	800-869
贵州大曲	贵州大曲酒 (80 年代)	53%vol 500ml	268-348
仁酒	仁酒	53%vol 500ml	398-468

资料来源：各品牌天猫旗舰店、京东旗舰店，光大证券研究所，统计时点为 2021 年 4 月 2 日

因此，不同于以往主要由产能、渠道等供给端驱动的酒香热潮，本轮酱香酒的发展伴随着白酒大众消费的崛起，以及高收入人群扩容下的消费升级趋势，需求端对于白酒的品质要求进一步提升。另外，上一轮酱香酒经历了较为粗放式的增长，行业调整期间生产规模较小、质量不足的酒企被大规模淘汰，酱酒行业供需格局得以优化，规模扩张更多凭借优质产能来支撑，整体发展较为良性。

图 33：白酒香型热潮演变：从产能、渠道驱动到消费端带动



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

3、风口背后：品质为基，营销定价塑造品类形象

需求端的转变驱动酱酒崛起，消费升级背景下酱香酒为何可以迎来发展风口？我们认为以酱酒自身品质为基础，通过品牌营销、高定价策略塑造品类形象，叠加渠道推力共同推动。

3.1、产品：口味丰富，品质突出

酱酒的香味成分更加复杂，优质酱酒口感醇厚。根据上文介绍，相比于清香型和浓香型白酒，酱香酒的生产工艺复杂，酿造时间更长，其香味成分也更加复杂。白酒的香味成分主要来自于酿酒的原料、辅料及微生物代谢，是形成酒体香气与口感的主要因素，种类包括酯类、酸类、醇类、醛类等，其中酯类是形成香气浓郁的主要因素，酸类主要影响白酒的口感及后味。目前已发现酱香型白酒含有 1400 多种香气物质，酒体呈现口感醇厚、回味悠长的特点。对比之下，清香型白酒含有 470 多种香气成分，以乙酸乙酯和乳酸乙酯为主体成分，浓香型白酒主要成分为己酸乙酯，香气成分接近 700 种。

表 10：酱香型白酒香气成分更加复杂

香型	酱香型白酒	浓香型白酒	清香型白酒
香气成分	主体成分尚无定论，香气成分超过 1400 种，一般认为包含多种类有机酸、多元醇、己酸乙酯等成分	主要成分己酸乙酯	主要成分为乙酸乙酯和乳酸乙酯
酒体特点	酱香突出、幽雅细致、酒体醇厚、回味悠长、清澈透明、色泽微黄	芳香浓郁、绵柔甘冽、香味协调、入口甜、落口绵、尾净余长	清香醇厚、绵柔回甜、尾净爽口、回味悠长

资料来源：酿酒科技《中国白酒香型融合创新的思考》，光大证券研究所

酱香型白酒对人体刺激较小。1) **易挥发物质少**：酱香型白酒蒸馏时的接酒温度高达 40 度以上，相比其它香型白酒高出 15 度左右，高温之下醛类、硫化物等有害物质被有效排除，另外酱香酒窖藏时间长达三年以上，贮存损失达 2% 以上，易挥发物质得以最大程度挥发。2) **酸度较高**：酸类物质相对不易挥发，酱香酒的酸度较高，是其它类型白酒的三至四倍，而且主要以乙酸和乳酸为主。3) **酒精浓度合理**：酱香酒的酒精度数大多在 53 度，根据科学测定，酒精浓度在 53 度时水分子和酒精分子缔合得最牢固。加之酱香酒还要经过长期贮存，所以缔合更加牢固，游离的酒精分子越来越少。此外，酱香酒酚类化合物含量较高、采取纯粮酿造以及天然发酵，对身体的刺激较小。

3.2、 营销：借力茅台，培养认知

茅台进行消费者培育，酒企的营销宣传侧重于对标茅台，以塑造高品质形象。从产品属性而言，酱香酒口感厚重，风味物质丰富，自身品质较为突出。然而，消费者层面对香型的认知往往并不深刻，对酱香酒的认知主要得益于茅台的品牌效应。在茅台的市场培育下，消费者逐渐形成酱香酒品质好、稀缺性的品类认知。其它酱酒企业在宣传时也对标茅台，例如青花郎强调是与茅台并列的中国两大酱香白酒之一，国台酒强调是茅台镇两大酱香品牌之一，以通过营销形成高品质定位，扩大品牌影响力。

图 34：青花郎强调是“中国两大酱香白酒之一”



资料来源：郎酒股份官网，光大证券研究所

图 35：国台强调是“茅台镇两大酱香品牌之一”



资料来源：贵州国台酒业官网，光大证券研究所

3.3、 定价：高端定价，巩固定位

酱香酒核心价格带位于次高端及以上市场，企业通过持续提价、推出高价位新品来巩固品质及形象定位。白酒以社交消费、礼品消费为主，消费者更加倾向于为高定价的白酒买单，价格水平也往往决定了其对白酒的品质及形象定位。飞天茅台价格持续处于高位，向上抬升了酱酒价格带天花板。众多酱酒企业陆续提价，例如青花郎在 2019 年初提出“通过螺旋式提价，三年内价格达到 1500”的目的

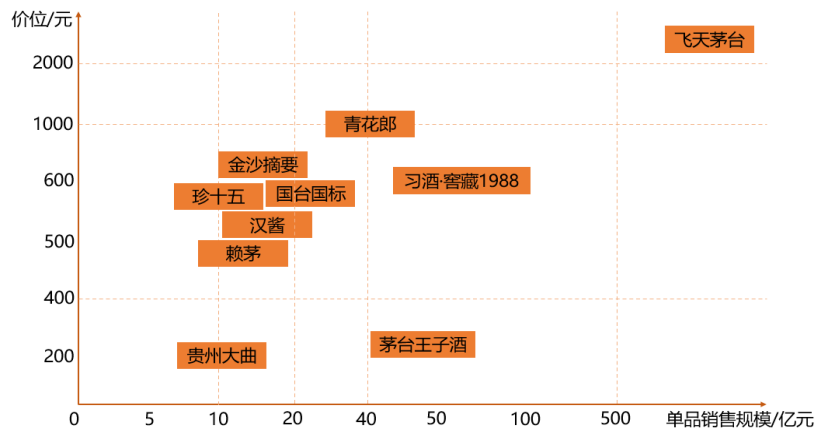
标，另外多数企业在近年陆续推出高价新品，以拔高品牌形象，2019年习酒推出的君品习酒、珍酒推出的珍三十终端零售价均在千元以上。

表 11：主要酱酒企业对已有产品持续提价

品牌/产品	时间	提价措施
青花郎 53 度	2017 年	5 月出厂价上调 15%
	2019 年	5 月出厂价上调 79 元/瓶，12 月终端供货价上调 60 元/瓶
	2020 年	7 月全国统一零售价上调至 1299 元/瓶，9 月全国建议零售价上调至 1499 元/瓶
习酒窖藏系列	2019 年	7 月窖藏 1988 上调 40 元/瓶，窖藏 1998 出厂价上调 20 元/瓶，窖藏 15 年出厂价上调 100 元/瓶
	2020 年	10 月，窖藏 30 年出厂价上涨 218 元/瓶，窖藏 15 年上涨 108 元/瓶，窖藏 1988 (500ml) 上涨 50 元/瓶
国台	2019 年	12 月 1 日起 500ML 国台国标酒供货价上调 30 元/瓶
	2020 年	11 月 1 日起国台龙酒供货价上调 200 元/瓶，12 月 1 日起国台十五年 (500ML) 供货价上调 100 元/瓶
	2021 年	从 1 月 1 日起 500ML 国台国标酒供货价上调 60 元/瓶，375ML 国标酒供货价上调 45 元/瓶
金沙	2020 年	1 月 1 日起摘要酒 (500/750ML) 出厂价及终端零售价上调 25%，8 月 1 日起摘要酒全系产品出厂价和终端零售价上调 10%，11 月 4 日起定制酒酒体出厂价上调 30-40%
珍酒	2021 年	2 月 1 日起老珍酒、珍三十开票价上调 100 元/瓶
钓鱼台	2020 年	10 月 20 日起，A、A++ 类基酒价格上调 20%

资料来源：酒业家，酒说，云酒头条，光大证券研究所

图 36：主要酱酒单品多数定位次高端及以上价格带



资料来源：京东，酒业家，酒说，光大证券研究所，注：单品销售规模为 2020 年数据

表 12：2019 年以来企业陆续推出高价酱酒产品

企业	时间	产品	价格
今世缘	2019 年 3 月	国缘 V9 清雅酱酒	2000 元以上
贵州习酒	2019 年 7 月	君品习酒	1399 元/瓶
贵州珍酒	2019 年 12 月	珍三十 2.0	1580 元
仙潭酒业	2020 年 7 月	紫气东来	1256 元
丹泉酒业	2020 年 7 月	臻藏级系列	618 元/1199 元/1680 元 (洞藏 15/20/30)
国台酒业	2020 年 8 月	国台御窖系列	500-1000 元 (“优良之造”、“中国红”和“黑金”三款产品)

资料来源：酒业家，中国酒庄网，酒业快讯，光大证券研究所

3.4、渠道：团购为主，渠道利足

酱香酒销售模式以团购为主，渠道利润空间高，给予经销商更高的积极性。酱酒的渠道模式中团购占比过半，与以流通渠道为主的传统分销模式存在差异，团购模式下企业面临的价格压力较小。另外，酱酒行业目前尚处发展早期，价格体系不太透明，渠道利润空间相比其它类白酒更高，经销商动力较强，愿意投入更多资源推广酱酒。据渠道调研，酱酒经销商利润率一般能达到 15%以上，其它成熟单品多数在 10%以下。

表 13：部分单品经销商利润率：酱香酒利润率普遍较高

品牌/产品	香型	经销商利润率
青花郎	酱香型	经销商利润率 15%-20%
汉酱	酱香型	经销商利润率超过 20%
茅台王子酒	酱香型	经销商利润率超过 50%
国窖 1573	浓香型	经销商利润率 10%以内
五粮液	浓香型	经销商利润率 10%-15%
水井坊	浓香型	经销商利润率 10%以内

资料来源：渠道调研，光大证券研究所

4、展望未来，酱酒行业路径如何？

行业风口下，酱香酒未来如何发展，我们认为从市场空间来看，预期 2019-2026 年市场规模复合增速有望超过 10%，从消费趋势来看，将逐渐从重点市场向全国范围扩散，从行业竞争来看，短期品类红利持续，长期参考浓香型白酒发展路径，酱酒或将进入品牌竞争阶段。

4.1、市场空间：预计 2019-2026 年复合增速超 10%

对于酱酒未来行业空间的判断可以从量和价两个方面来判断。

销量方面，从需求端来看，酱酒行业尚处发展初期，消费氛围逐渐在全国扩散，品牌营销、渠道投放等力度较大，对优质酱酒的市场需求会持续高增长。从供给端来看，优质酱酒供需矛盾较为突出，多数酒企在 2019-2020 年开启产能扩建项目，由于酱酒基酒在生产后需要四到五年时间才能进入市场，行业呈现以产定销的特点，我们认为可以通过供给端产能来预测未来行业规模。

目前可统计到的主要酱酒企业产能扩建项目合计达 18.22 万吨，考虑到扩产项目的建设期，2019-2020 年扩产的多数企业产能目标会在 2022 年左右实现。乐观条件下假设全部扩产计划成功按期落地，中性假设下考虑酒企项目推进可能不达预期，悲观条件下考虑赤水河流域的环境承载力有限，政府或将出台相关政策限制产能。2019 年酱酒行业产能为 55 万吨，考虑乐观/中性/悲观三种情形，2019-2022 年将分别新增产能 18/10/5 万吨，2022 年将形成 73/65/60 万吨的总产能。

进一步考虑四年的出酒周期，2022 年新增产能将在 2026 年左右陆续向市场释放，考虑可供销售成品酒一般占四年前基酒产能的 60%¹，我们判断**乐观/中性/**

¹ 注：茅台酒生产过程中，剔除基酒在存放过程中的挥发以及日后勾兑的储备量，最终出厂销售的成品酒占基酒的比例在 70-80%之间。酱香酒生产工艺主要包括坤沙、碎沙、翻沙，其中坤沙级酱酒为采取“12987”工艺的传统大曲酱香白酒，据权图酱酒工作室，酱酒行业总产能中大曲坤沙酱酒占比约 50%，碎沙、翻沙工艺相对简单，生产周期较短，部分产品可能达不到优质酱酒的质量标准，综合考虑假设酱酒销售量占四年前基酒产能的 60%。

悲观假设下，2026年酱酒销量分别为44/39/36万吨。由于2019年酱酒整体销售量缺乏公开统计，按照2015年40万吨的行业产能以及60%的销售占比，估计2019年酱酒销售量约24万吨，则三种假设情景下，2019-2026年酱酒销量年复合增长率分别为8.97%/7.18%/5.96%。

表 14：主要酱酒企业产能扩建情况

企业	新增产能/万吨	扩产计划	酒厂所在地
贵州茅台	3.7	“十三五”中华区茅台酒技改工程、3万吨酱香系列酒技改项目	赤水河流域
贵州习酒	2	1.9万吨酱香酒及配套项目	赤水河流域
四川郎酒	2.27	新增酱香酒基酒产能2.27万吨	赤水河流域
国台酒业	0.75	20年收购怀酒获得1000吨基酒产能，上市后募集资金拟投入国台酒业6500吨技改项目建设	赤水河流域
钓鱼台酒业	0	无扩产计划	赤水河流域
劲牌酱酒	0.8	新增年产8000吨酱香型白酒技改项目	赤水河流域
金沙酒业	1.1	万吨酱香白酒扩建项目	赤水河流域
贵州珍酒	1.5	百亿珍酒增产扩能项目	赤水河流域
贵州安酒	1.6	投资50亿，计划2万吨	赤水河流域
武陵酒	0.5	投资15亿、5000吨的“武陵酒业酱酒酿造扩建项目”	湖南常德
仙潭酒业	0.5	新增15个车间，增加产量0.5万吨	赤水河流域
云门酒业	0.5	投资近7亿，建设年产5000吨的酱香酒	山东青州
丹泉酒业	0.5	投资3.2亿，对酱酒生产车间与储存基地进行技改扩建项目	广西南丹县
小糊涂仙酒业	0.5	年产5000吨年酱香型白酒技改项目续建	赤水河流域
贵州安酒	2	联美集团习水县2万吨酱香型白酒技改扩能项目	赤水河流域
主要酒企合计	18.22	-	-

资料来源：各公司公告，各公司官网，糖酒快讯，酒业家，光大证券研究所，备注：相比2019年新增产能

价格方面，白酒行业复苏以来整体呈现结构升级、均价提升的趋势，2015-2020年茅台酒、系列酒平均吨价复合增速分别为9.18%/18.53%，2015年后系列酒品牌矩阵已经较为完善，公司侧重产品结构升级与大单品培养，均价提升幅度较大，2020年茅台酒、系列酒均价同比提升约12%/6%，其它酱酒企业也采取陆续提价、推出高价位新品的战略以优化产品结构。预期未来行业价格将延续稳健提升的趋势，由于其他酱酒企业多数定位次高端市场，整体价格提升幅度将低于茅台酒，假设2019-2026年行业均价年复合增速为4-6%。

综合来看，乐观/中性/悲观假设下，2019-2026年酱酒行业收入复合增速分别为15.51%/12.54%/10.20%，2026年酱酒收入可以达到3705/3087/2665亿元，在白酒行业中的收入占比有望超过30%²，酱酒行业规模扩张具备较大潜力。

² 注：据中国酒业协会发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见（征求意见稿）》，预计“十四五”末期白酒产能将稳定在800万千升，相比“十三五”末复合增速1.3%，销售收入达到8000亿元，年复合增速6.3%。

表 15：预测 2019-2026 年酱酒收入年复合增速将超过 10%

项目	2019	2026E		
		乐观假设	中性假设	悲观假设
酱酒行业产能合计/万吨	55	73	65	60
酱酒行业销量合计/万吨	24	44	39	36
销量复合增速	-	8.97%	7.18%	5.96%
均价复合增速	-	6%	5%	4%
收入复合增速	-	15.51%	12.54%	10.20%
酱酒行业收入规模/亿元	1350	3704.57	3086.83	2664.76

资料来源：权图酱酒工作室，光大证券研究所预测

4.2、消费趋势：从贵州向全国市场扩散

酱香酒正处于口味培育阶段，未来伴随企业展开全国化布局，消费趋势将逐渐在全国扩散。目前酱香酒处于品类培育阶段，消费者群体有待大规模扩张，未来一方面受益于茅台继续进行消费者教育，另一方面各酱酒企业在深耕大本营市场的同时，大力开拓省外市场，加快区域下沉与渠道渗透，从而有望推动酱香酒消费氛围在全国范围扩散。

表 16：主要酱酒企业在全国范围内展开布局

酒企	全国市场布局措施
茅台	2015 年酱香系列酒提出“5+5”目标，打造贵州、河南、山东、北京、广东 5 个核心市场，培育上海、浙江、江苏、四川、津冀 5 个潜力市场，实现地县经销网络全覆盖，一般市场地县经销网络 60%以上，全方位拓展三西线城市以及地级、市级、县级、乡级市场。
习酒	2019 年省外市场销售额超过 50 亿，同比增长 76%，占比达 65%。2020 年提出“133+”市场策略，精耕河南、广东、山东三个省外样板市场以及江苏、福建、浙江三个重点省份，培育其它潜力市场。并规划 46 个全国片区，其中 32 个片区位于省外市场，包括 5 个 1 亿级片区、19 个 2 亿级片区、7 个 3 亿级片区、1 个 5 亿级片区，2022 年之前争取再造两个 30 亿级的省外市场。
国台	成立之初制定“走出去-泛全国化-全国化”的战略方针，2017 年基本完成全国化市场布局，2018 年确定十大重点目标市场（广东、江苏、河南、北京、贵州、山东、浙江、天津、福建、陕西）。
金沙	2018 年省外重点培育山东、河南、广西、广东、北京、安徽、湖南市场，2019 年布局全国市场，实行“1532”工程，即遵义、贵阳、山东、河南、江苏 5 个亿元市场，毕节、水城、金沙、广西、北京、广东 6 个 5000 万元市场，安徽、湖南、福建 3 个 3000 万元市场，实现贵州全省县份市场过 200 万元市场。此外还将加强对省外空白市场的招商，力争两年实现省会城市区域全覆盖，五年实现地级以上区域全覆盖。
珍酒	2018 年组建六大事业部（河南事业部、遵义事业部、贵州事业部、省外事业部、综合事业部、OEM 事业部），重点拓展河南市场和其它省外市场。
丹泉	2018 年正式开始市场化布局，进入深圳、华东等市场并取得高速增长，2019 年深圳市场营收增长 300%。2019 年加速全国化步伐，除西藏和内蒙古以外，在所有省级市场均有经销商布局，2020 年 7 月起投放 6.8 亿费用，在全国 60 多个城市的机场、高铁站等区域大规模投放广告。
潭酒	2017 年开始全国化布局，以泸州为核心，以四川、广西、河南三个根据地立足点，聚焦区域的同时向其它地区扩散，2018 年底泸州完成全面布局，广西、河南基本实现地级市客户布局，山东、广东、河北实现点状客户布局，2018 年省外销售额占比 37%，2019 年在已有布局上做精细化渗透，2021 年将加强河南、山东、广西、广东四省的运作，同时加快河北、江苏、浙江、福建、江西、安徽、四川、陕西八省的客户布局。

资料来源：酒业家，云酒头条，糖酒快讯，光大证券研究所

4.3、行业竞争：从品类红利进入品牌竞争

短期品类红利持续，主要品牌实现高速增长。当下酱酒行业处于发展早期，行业内厂家超过 1000 家，茅台保持稳健增长，郎酒、习酒、国台、金沙等主要企业

在近两年实现快速扩张。短期酱酒的品类红利持续，茅台继续开展消费者培育，各大品牌以加大产能建设、扩大销售规模为主，有望继续实现高速增长。

表 17：贵州主要酱酒企业未来规划

酱酒企业	未来规划
贵州习酒	2020 年实现销售收入 103 亿，计划“十四五”未实现 200 亿的销售目标
国台酒业	2020 年收入约 45 亿，“十四五”冲刺百亿，于 2020 年 5 月正式提交招股书
金沙酒业	2020 上半年发布百亿战略，20 年营收突破 27 亿，另外争取 2024 年左右实现主板上市
贵州珍酒	2020 年营收同比增长超过 60%，“十四五”期间有望实现百亿
钓鱼台酒业	2020 年营收同比增长 100%，有望通过打造高端酱酒弥补产能不足，冲击百亿目标

资料来源：酒业家，光大证券研究所

对于酱酒行业长期发展路径的判断，我们认为可以参考浓香型白酒的格局演变。20 世纪 90 年代开始，浓香型白酒进入快速发展期，吸引了众多企业进入该行业，四川等主要产区酒厂达到上千家。2003 年开始白酒进入黄金十年发展期，主要酒企均实现高速增长，2012 年开始行业洗牌期，实力不足的酒企逐渐被边缘化，之后伴随行业复苏，浓香型白酒市场份额进一步向头部品牌集中，到目前形成以五粮液、泸州老窖等名酒为代表的品牌格局。

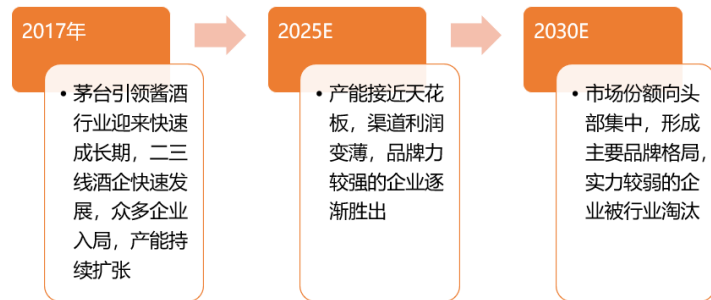
图 37：浓香型白酒格局演变：从消费转移到品牌认知，最后到品牌集中



资料来源：智研咨询，光大证券研究所

伴随产能释放，酱酒行业未来或进入品牌竞争时代。酱酒本轮的产能扩张预计将在 2025 年左右落地，优质产能将逐渐达到天花板，伴随产能释放，酱酒的供需矛盾得以缓解，预计经历五年左右时间之后，酱酒的规模扩张将明显放缓，行业或将进入品牌竞争时代，市场份额将进一步向头部企业集中。目前酱香酒所处阶段类似于 21 世纪初的浓香型白酒，参考浓香型白酒的发展路径，本轮酱香酒或许也将经历长达二十年的发展周期，最终实现向头部品牌集中的行业格局。

图 38：酱酒行业未来发展路径：从品类快速增长到品牌竞争



资料来源：权图酱酒工作室，光大证券研究所

我们认为，未来伴随酱酒行业进入品牌竞争时期，具备以下核心竞争力的企业有望脱颖而出：

(1) 产能充足：酱酒对生产工艺、贮存周期、产区的高要求决定了其稀缺属性，在需求端驱动的行业红利期下，企业的产能供应、基酒储备是决定其能否实现规模扩张的重要因素。多数企业都在 2019-2020 年启动扩产计划，以满足消费者对优质酱酒的需求，支撑长期的规模扩张。

(2) 品质优质：本轮酱酒发展的核心原因在于消费者对于白酒的品质要求提升，优质酱酒自身的口感、风味、健康性等品质满足了消费需求，产品的高品质是企业从竞争中胜出的核心因素。郎酒在 2019 年将青花郎基酒储存期从五年延长至七年，之后计划基酒储存期达到十年以上，钓鱼台在不扩产的情况下专注传统酿造工艺与大曲酱香白酒，坚持对品质的严苛把控，通过精品战略实现规模增长。

(3) 品牌和渠道运营能力突出：品牌力是白酒企业最为重要的无形资产和护城河，目前酱酒行业除茅台之外，其它企业的品牌效应相对较弱，高增长更多受益于品类红利，例如郎酒、习酒虽然具备悠久的发展历史与名酒基因，但品牌力相对五粮液、老窖依然存在一定差距。未来行业品牌竞争的趋势下，酱酒企业需要加强对品牌力与产品文化的培育，讲好品牌故事。郎酒从 2008 年开始规划郎酒庄园以展开体验式营销，习酒坚持“君子之品、东方习酒”的品牌理念，在多个渠道投放形象宣传片，以扩大品牌影响力。

目前酱酒企业以团购渠道为主，但白酒行业传统分销模式中流通渠道占比超过 50%。未来如果酱酒企业进一步扩大销售规模、产品逐渐畅销，销售模式或许也将转向主流的流通渠道，价格体系会趋向透明，渠道利润空间也会被逐渐压缩，这就更加考验公司维护价格、运营渠道的能力。因此，酱酒企业应当通过梳理产品价格体系、增强渠道管控等保证渠道利润、维持经销商积极性。

5、重点公司介绍

本轮酱香酒的发展跟随着白酒大众消费的崛起，以及高收入人群扩容下的消费升级趋势，消费者对于白酒品质、健康性的要求进一步提升，需求端的转变为核心驱动，酱香酒以自身品质为基础，通过品牌营销、高定价策略巩固品类形象，并且凭借高利润空间保证渠道推力，从而迎来发展风口。目前酱酒行业处于快速增长红利期，主要酒企有望继续实现高速增长，长期来看酱酒行业规模将持续扩容。推荐酱酒龙头贵州茅台，建议关注有望在 2021 年上市的郎酒股份、国台酒业。

5.1、 贵州茅台：量价双增，双轮驱动

公司产能扩张有序推进，预计销量将维持稳健增长。茅台自上市以来推进多轮产能扩建项目，根据茅台集团“十四五”规划，将在“十四五”期间形成茅台酒产能 5.6 万吨、系列酒产能 5.6 万吨。高端白酒需求持续扩容，从近期市场反馈来看，茅台需求端持续旺盛，供需关系较为紧张。公司产能保障下，预计 2021-2025 年茅台酒销量每年增长 2000-3000 吨，销量增速 5-8% 左右，维持稳健增长。

表 18：茅台上市以来产能扩建项目

年份	项目	投资总额/万元	新增产能/吨
2001 年	1000 吨茅台酒技改工程	27,268	1000
2001 年	老区茅台酒改扩建工程	9,986	800
2001 年	700 吨茅台酒扩建工程	9,430	700
2001 年	中低度茅台酒改扩建工程	13,776	2100
2001 年	1000 吨茅台不老酒技改工程	3,763	1000
2001 年	收购习酒公司酱香型白酒生产经营性资产及配套技改工程	收购资金 2.15 亿元，技改总投资 4303.52 万元	1000
2001 年	收购中国贵州茅台酒厂有限责任公司老酒	18,400	1000
2004 年	“十五”新增 1000 吨茅台酒生产能力	42,110	1000
2005 年	“十五”新增 2000 吨茅台酒生产及辅助配套措施	79,000	2000
2006 年	“十一五”万吨茅台酒工程一期新增 2000 吨茅台酒技改项目	105,000	2000
2007 年	“十一五”万吨茅台酒工程二期新增 2000 吨茅台酒技改项目	84,456	2000
2008 年	“十一五”万吨茅台酒工程三期新增 2000 吨茅台酒技改项目	70,000	2000
2009 年	“十一五”万吨茅台酒工程四期新增 2000 吨茅台酒技改项目	146,090	2000
2010 年	301 车间白酒生产基地技改项目	54,900	新增茅台王子酒、迎宾酒等技改项目
2010 年	“十二五”万吨茅台酒工程第一期新增 2600 吨茅台酒技术改造项目	68,690	2600
2011 年	2000 吨茅台王子酒制酒技改工程及配套实施项目	60,000	2000
2012 年	“十二五”万吨茅台酒工程第二期新增 2500 吨茅台酒技术改造项目	101,926	2500
2012 年	2012 年新增 2800 吨茅台王子酒制酒技改工程及配套设施	43,700	2800
2012 年	酱香型系列酒制酒技改工程及配套设施项目	358,316	2400 吨高档酱香型系列酒基酒， 3600 吨中低档酱香型系列酒基酒
2012 年	茅台循环经济科技示范园坛厂片区第一批建设工程项目	101,700	7806 吨/年酱香系列酒
2012 年	中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目	413,900	5800 吨/年茅台酒基酒
2014 年	茅台酒“十二五”扩建技改项目中华片区第二期茅台酒制酒工程 技改项目	291,455.7	3000 吨/年茅台酒基酒
2018 年	“十三五”中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目	355,900	5152 吨/年茅台酒基酒
2018 年	3 万吨酱香系列酒技改及配套设施项目	838,400	3 万吨酱香系列酒

资料来源：公司公告，光大证券研究所

非标产品出厂价提升、直供渠道投放加大，将带动均价提升，增厚收入及利润。据渠道反馈，除飞天茅台外，近期生肖酒、精品酒等非标系列价格或将提升。生肖酒出厂价、建议零售价提价幅度 50% 左右，精品酒出厂价提价幅度 15-20%，建议零售价有望上调 100 元左右。另外，经销商部分计划量将转向自营渠道销售。假设生肖酒、精品酒 50% 的经销商计划量转向自营渠道，估算公司 2021 年收入可以增厚 60 亿元左右，假设净利率保持 2020 年水平不变，测算净利润可以增厚 30 亿元左右，相比 2020 年增幅约 6%。同时，公司将继续在商超、电商等渠道加大飞天茅台投放，带动茅台酒均价提升及收入增长。

表 19：非标产品提价及投放结构变化测算

产品	提价幅度	2021 年投放量/吨	收入增量/亿元	净利润增量/亿元
生肖酒	50%左右	2400 吨左右	40 亿左右	20 亿左右
精品酒	15-20%	1500 吨左右	20 亿左右	10 亿左右
合计			60 亿左右	30 亿左右

资料来源：渠道调研，酒业快讯，光大证券研究所测算

系列酒站稳百亿规模，双轮驱动战略保障公司持续增长。2015 年茅台集团提出“茅台酒、系列酒双轮驱动”战略，系列酒 2019/2020 年含税销售额分别为 102/106 亿元，站稳百亿规模，其中茅台王子酒 2020 年销售额超过 40 亿元，为第一大单品，汉酱、赖茅、贵州大曲销售额也达到十亿级别。未来公司将加大系列酒品牌建设，主要单品王子酒将进行产品升级，2021 年将大幅减少普通王子酒的供应，将金王子和酱香经典打造为 10 亿和 5 亿级规模产品。伴随酱酒热潮持续升温，系列酒有望在百亿之后继续发力，成为公司增长的重要驱动。

盈利预测、估值与评级：

公司 2020 年度实现营业总收入 979.93 亿元，同比增长 10.29%，实现归母净利润 466.97 亿元，同比增长 13.33%，2020 年圆满收官，2021 年非标产品提价以及直销渠道放量有望贡献主要增量，系列酒亦有望继续增长。维持公司 2021/2022/2023 年营收预测为 1130.72/1302.12/1460.15 亿元，净利润预测分别为 548.09/637.01/723.83 亿元，对应 EPS 为 43.63/50.71/57.62 元，当前股价对应 PE 为 48/41/36 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行导致需求疲软，直供渠道投放不及预期。

表 20：贵州茅台盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	88,854	97,993	113,072	130,212	146,015
营业收入增长率	20.66%	10.29%	15.39%	15.16%	12.14%
净利润（百万元）	41,206	46,697	54,809	63,701	72,383
净利润增长率	17.05%	13.33%	17.37%	16.22%	13.63%
EPS（元）	32.80	37.17	43.63	50.71	57.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	30.30%	28.95%	28.70%	28.13%	27.25%
P/E	64	56	48	41	36
P/B	19	16	14	12	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-19

5.2、郎酒股份：历史名酒，聚集高端

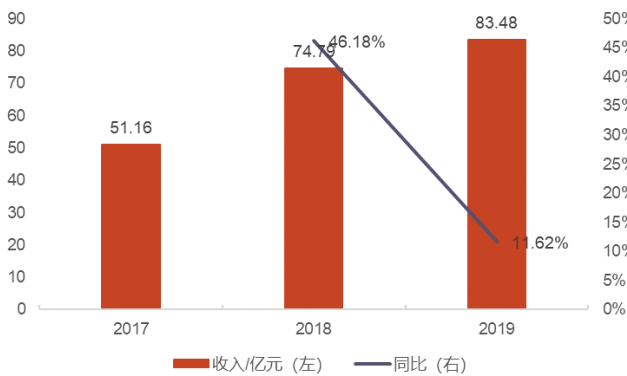
公司发展历史悠久，酱香型白酒具备名酒基因。郎酒起源于四川省古蔺县二郎镇，主要工厂位于酱酒优势产区赤水河畔，旗下产品包括酱香、浓香、浓酱兼香型白酒，其中“郎”牌酱香型白酒于 1984、1989 年两度在全国评酒会获评“国家名酒”称号，在白酒行业中具有重要地位。公司以清末的絮志酒厂为雏形，20 世纪 60 年代逐渐壮大为大型酿酒企业。2002 年郎酒集团改制，汪俊林成为实际控制人，制定“一树三花、群狼战术”策略，2011 年规模突破百亿，之后进入调整期。2017 年开启改革，启动以高端产品青花郎为主的发展战略。2019 年公司实现收入 83.48 亿元，同比+11.6%，归母净利润 24.25 亿元，同比+240.3%。

图 39：郎酒发展历史悠久



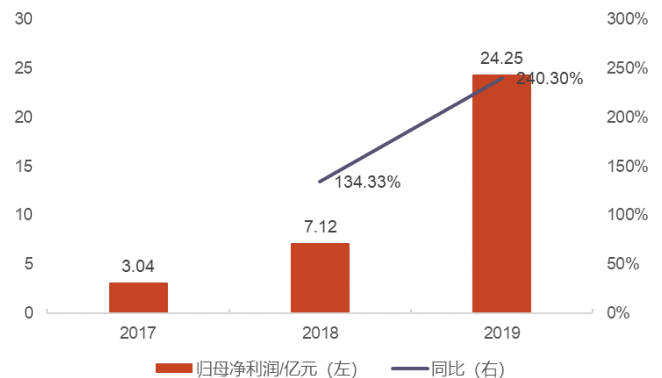
资料来源：郎酒股份官网，光大证券研究所

图 40：郎酒 2017-2019 年收入规模及同比



资料来源：郎酒股份招股说明书，光大证券研究所

图 41：郎酒 2017-2019 年归母净利润及同比



资料来源：郎酒股份招股说明书，光大证券研究所

产品布局全面，高端、次高端酱香型白酒贡献主要收入。根据产品定位，公司主要产品可分为高端、次高端、中端和中低端白酒，包括青花郎、红花郎、郎牌特曲、小郎酒、顺品郎五大系列产品，香型涵盖酱香型、浓香型及兼香型，其中以青花郎为代表的高端酱香、以红花郎为代表的次高端酱香为公司核心产品。

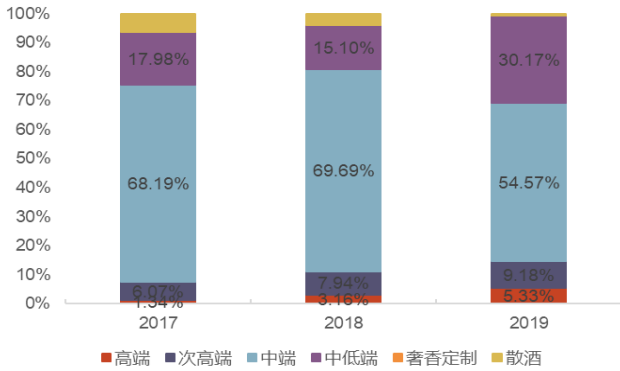
2019 年公司高端白酒销量占比 5.33%，实现收入近 32 亿，占比 38.45%，2017 年以来占比显著提升。2019 年次高端白酒销量占比 9.18%，实现收入 21.3 亿，占比 25.62%，酱香酒凭借不足 15%的销量占比贡献了公司 60%以上的收入。

表 21：郎酒旗下产品梳理

定位	产品系列	香型	主要单品	终端零售价/元	代表产品图示
超高端	奢香藏品系列	酱香型	青云郎五十 53 度 (500ml)	8489	
			红运郎三十 53 度 (500ml)	4589	
高端	青花郎系列	酱香型	青花郎 53 度 (500ml)	1499	
次高端	红花郎系列	酱香型	红花郎 10 53 度 (500ml)	498	
			红花郎 15 53 度 (500ml)	718	
中端	郎牌特曲系列	浓香型	郎牌特曲 T8 50 度 (500ml)	260	
			郎牌特曲 T3 精致版 50 度 (500ml)	128	
			郎牌特曲 T6 精英版 50 度 (500ml)	178	
			郎牌特曲窖藏 5 号 50 度 (500ml)	129	
			郎牌特曲窖藏 7 号 50 度 (500ml)	189	
	小郎酒系列	兼香型	经典小郎酒 45 度 (100ml)	22	
精酿小郎酒 45 度 (100ml)			32		
中低端	顺品郎系列	兼香型	顺品郎红款 42 度 (280ml)	48	
			顺品郎蓝款 45 度 (280ml)	62	

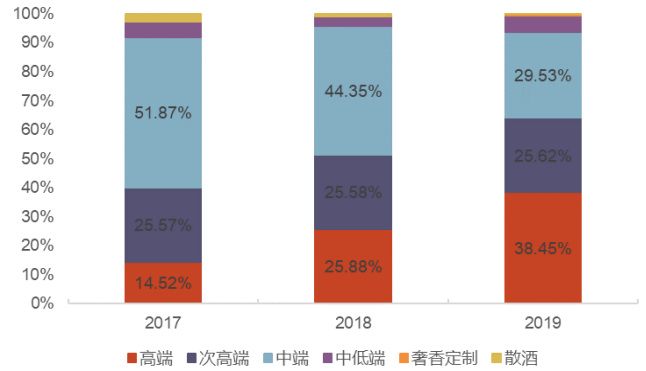
资料来源：郎酒股份招股说明书，郎酒天猫旗舰店，光大证券研究所，统计时点为 2021 年 4 月 2 日

图 42：郎酒高端及次高端白酒销量占比较低



资料来源：郎酒股份招股说明书，光大证券研究所

图 43：郎酒高端及次高端产品贡献收入占比较高



资料来源：郎酒股份招股说明书，光大证券研究所

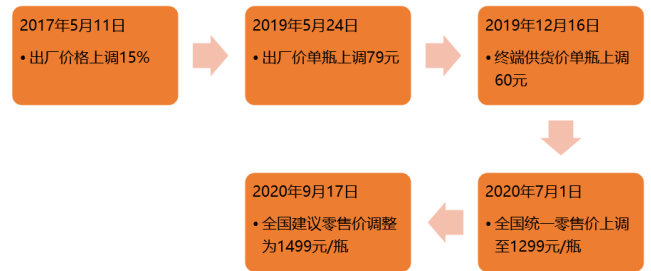
青花郎为公司发展重心，定位高端酱香白酒，为公司收入增长、盈利能力提升的主要驱动。2017 年公司启动战略改革，推出青花郎系列产品，确立了聚焦资源发展高端产品青花郎的新战略，并且将红花郎归入青花郎事业部进行管理。公司将青花郎对标茅台，将自身定位为“中国两大酱香白酒之一”，强调赤水河流域的产区概念，2017 年以来加大广告投放，与央视、高铁媒体、地方卫视等媒体合作，塑造高端品牌形象，2019 年初提出“通过螺旋式提价，三年内价格达到 1500”的目标，意在站稳千元价格带的高端市场。近年来青花郎销量、收入均实现较高增长，成为公司重要增长引擎，得益于青花郎带来的产品结构升级，公司毛利率也稳步提升。

图 44：2017 年 9 月，青花郎推出品牌宣传片



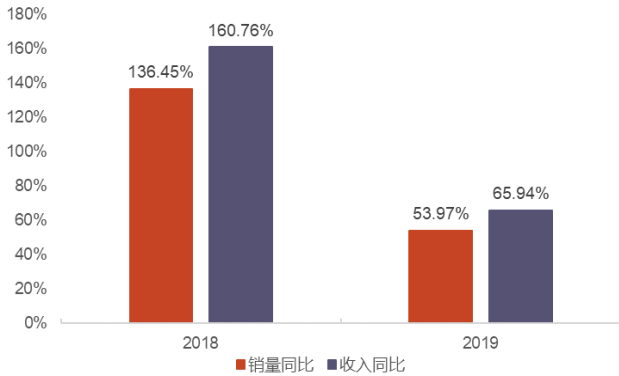
资料来源：搜狐新闻，光大证券研究所

图 45：青花郎 53 度酱香型白酒提价过程



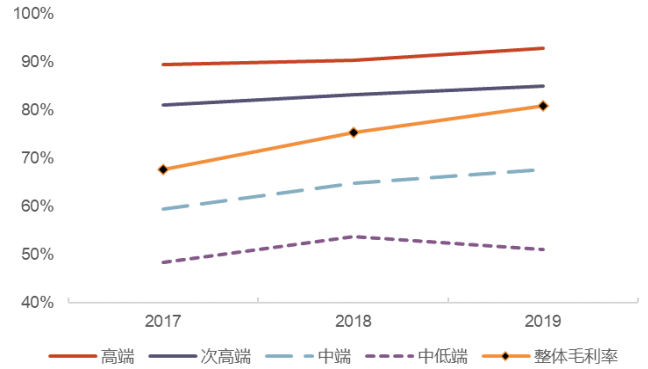
资料来源：郎酒股份官网，光大证券研究所

图 46：青花郎系列销量及收入高速增长



资料来源：郎酒股份招股说明书，光大证券研究所

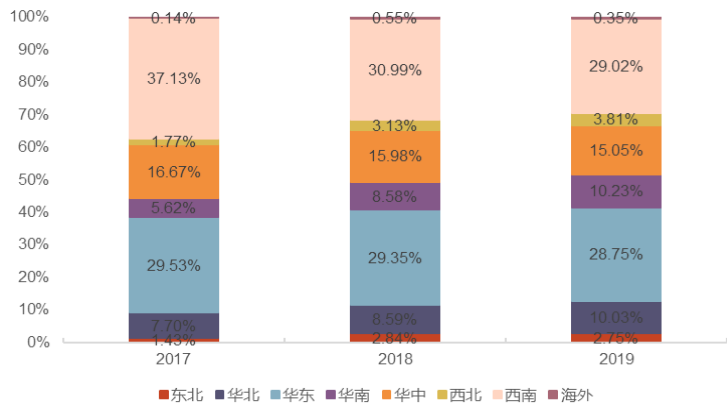
图 47：郎酒整体毛利率稳步提升



资料来源：郎酒股份招股说明书，光大证券研究所

从销售区域来看，西南及华东地区占比最高，2019 年收入占比分别为 29.02%/28.75%。西南地区为郎酒发源地，华东地区经济发展与白酒消费水平较高，是公司主要市场。此外，华北、华南地区销售占比也逐渐提升，公司销售区域逐渐向全国扩张。

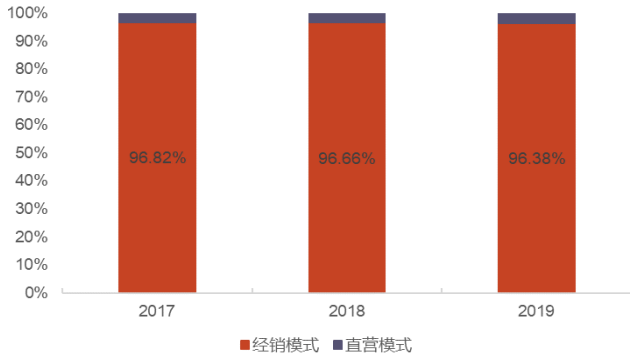
图 48：郎酒销售区域分布：西南及华东地区占比最高



资料来源：郎酒股份招股说明书，光大证券研究所

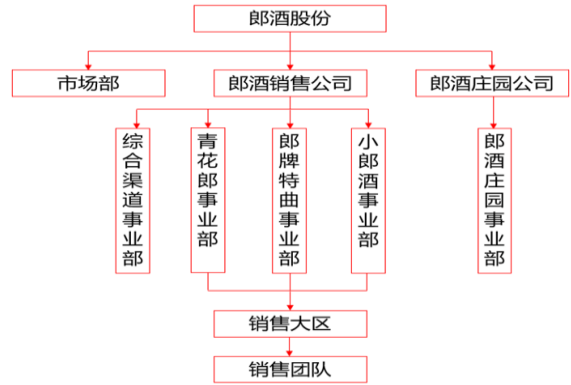
公司销售模式以经销为主、直营为辅。2017-19 年公司经销模式销售占比均超过 96%，销售工作主要由市场部、郎酒销售公司、郎酒庄园公司负责，郎酒销售公司下设四个事业部，其中青花郎事业部负责青花郎、红花郎系列产品销售，综合渠道事业部负责电商自营渠道以及境外销售业务，郎酒庄园公司下设郎酒庄园事业部，主要负责奢香定制白酒的直接销售。

图 49：郎酒销售模式以经销为主，占比超过 96%



资料来源：郎酒股份招股说明书，光大证券研究所

图 50：郎酒销售架构

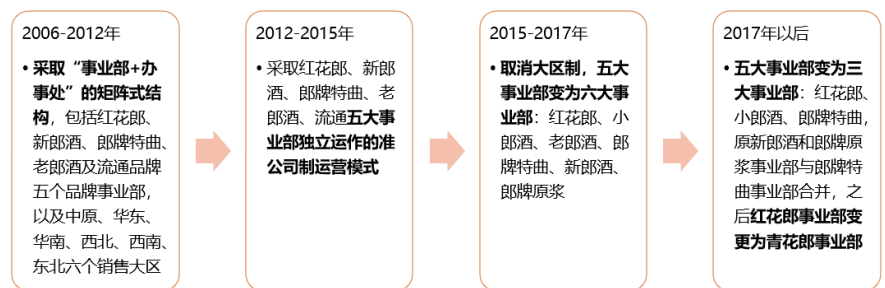


资料来源：郎酒股份招股说明书，光大证券研究所

公司渠道架构经历多次调整，2017 年以来精简事业部聚焦高端市场。郎酒早期实行业务部与大区的“双轨制”管理，为群狼战略服务，多品牌事业部帮助郎酒实现了快速扩张，从 2006 到 2012 年，郎酒销售收入从 7.5 亿增至 110 亿。但快速扩张的同时由于管理能力的不足，郎酒出现了渠道库存偏高、价格混乱等问题。2012 年开始，郎酒采取五大事业部独立运作的准公司制运营模式，之后取消大区制。2017 年起聚焦高端市场，精简为三大事业部。

公司推行“扶好商、树大商”的渠道战略，青花郎重点发力团购模式。公司 2020 年以来实行扶持大商、好商战略，提高经销商入围门槛，将审核权收归事业部统筹，重点培育具备较强资金实力、运营能力、品牌忠诚度的优质经销商，计划用三年时间建立核心销售网络，大商模式有利于渠道下沉、管理统一、价格稳定。此外，青花郎 2019 年以来重点开展团购业务，2021 年将正式启动郎酒庄园青花荟，通过会员体系培育核心消费群体。

图 51：郎酒渠道管理模式配合公司战略经历多轮调整

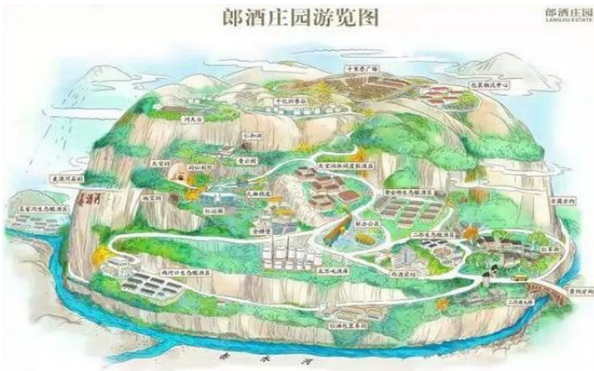


资料来源：酒业家，光大证券研究所

公司深度打造郎酒庄园展开体验式营销，成为郎酒的品质背书。公司从 2008 年开始规划建设郎酒庄园，预计到 2023 年底将全部建成。郎酒庄园耗资百亿，是行业内独特的以重资产模式创建的白酒生产、储存及品质文化体验区。在庄园内，体验者可以感受郎酒独有的“生长养藏”，体验酱香酒生产、存储、勾调、品鉴全流程，并在公司自建的天宝洞酒店、青云阁、红运阁等场所享受高质量的“吃、

住、行、乐”一站式服务。公司也会邀请优质经销商到访，进一步激励经销商积极性。郎酒庄园是公司讲好郎酒故事、传播品牌品质的重要载体。

图 52：郎酒庄园规划图，预计 2023 年底全部建成



资料来源：郎酒股份官网，光大证券研究所

图 53：郎酒庄园-金樽堡夜景



资料来源：郎酒股份官网，光大证券研究所

公司扩张优质基酒产能及储能，在保证产品品质的同时满足市场需求。为保证产品质量，公司 2019 年将青花郎主体基酒储存期从 5 年延长至 7 年，之后计划达到 10 年以上，提高质量的同时公司对优质基酒的需求也大幅提升。2017-2019 年，公司酱香型基酒产能分别为 1.5/1.8/1.8 万吨，相对稳定。伴随市场需求不断扩大，公司规划增加产能，未来将投资新建三个酱香型基酒产能建设项目，合计新增产能 2.27 万吨，总产能将超过 5 万吨。公司目前优质酱酒储量 13 万吨，郎酒庄园全部建成后，预计酱酒储量超过 30 万吨，充足的优质产能及储量可以保证公司的长期稳健发展。

表 22：郎酒未来产能扩建项目

类型	2019 年产能/吨	子项目	新增产能/吨
优质酱香型白酒产能	18,000	二郎基地技改项目	10,000
		吴家沟基地技改项目（二期）	8,000
		盘龙湾基地技改项目（二期）	4,700
		合计	22,700
优质浓香型、兼香型白酒产能	14,000	石洞郎酒浓香型白酒生产基地项目	33,420
二郎基地成品酒产能	20,000	郎酒天宝峰包装仓储中心项目	30,000
泸州基地成品酒产能	45,000	郎酒泸州包装中心建设项目（二期）	100,000

资料来源：郎酒股份招股说明书，光大证券研究所

5.3、国台酒业：专注酱香，快速增长

公司历经 20 年发展，专注酱香型白酒，近两年规模快速扩张。国台酒业起源于 1999 年天士力集团在茅台镇收购的一家老字号酒厂，2001 年公司正式成立，专注于酱香型白酒，拥有国台酒业、国台酒庄、国台怀酒三个生产基地，均位于仁怀市茅台镇。公司成立至今经历了寻源立本（2001-2007）、茁壮成长

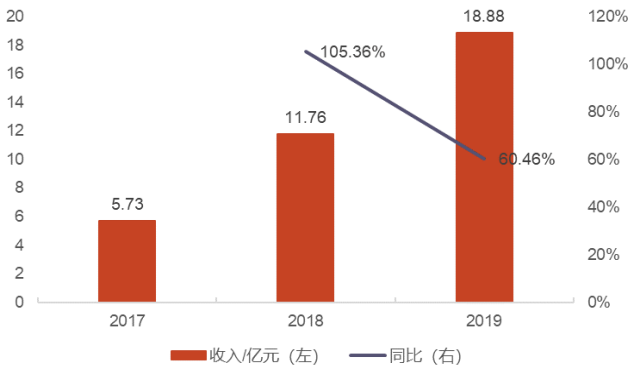
（2008-2012）、调整蓄势（2013-2015）、立业建功（2016 年起至今）四个主要阶段，目前为茅台镇第二大酿酒企业，2019 年进入上市辅导工作。酱酒赛道红利下，公司近两年规模迅速扩张，2019 年实现营收 18.9 亿元，同比+60.5%，实现归母净利润 3.74 亿元，同比+51.7%，2020 年收入约 45 亿，增长超过 100%。

图 54：国台酒业成立至今，经历四个主要发展阶段



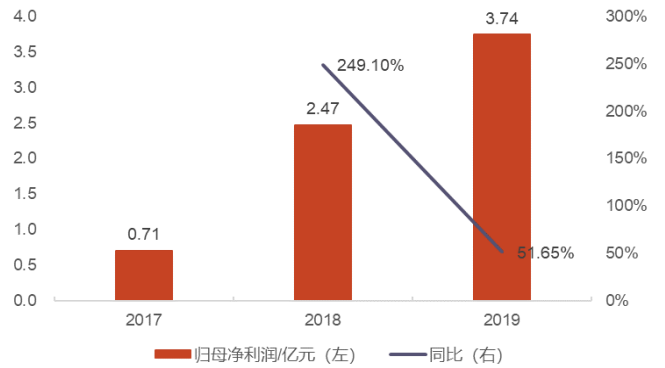
资料来源：国台酒业官网，光大证券研究所

图 55：国台酒业营收及同比



资料来源：国台酒业招股说明书，光大证券研究所

图 56：国台酒业归母净利润及同比



资料来源：国台酒业招股说明书，光大证券研究所

公司产品主要定位高端消费群体，形成“一体两翼”产品线布局。公司产品线以国台主产品和系列酒为主体，定制酒和封坛珍藏酒并举。主产品面向高端市场，包括国台国标、国台十五年、国台龙酒等；系列酒面向中高端市场，包括国台国礼坛酒、国台好礼、国台酱酒等；定制酒和封坛珍藏酒作为补充，用于满足渠道商和消费者的个性化需求。

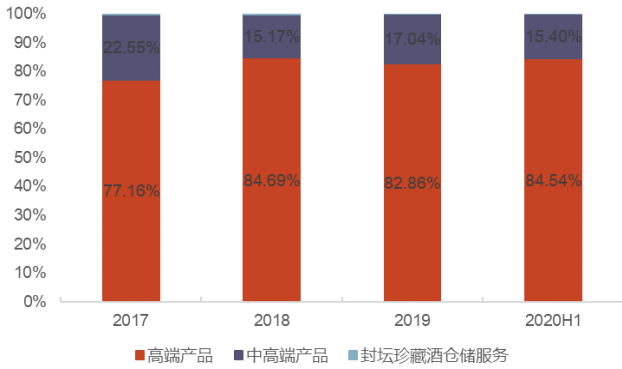
表 23：国台旗下产品梳理

产品系列	产品定位	主要单品	终端零售价/元	代表产品图示
国台主产品	高端	国台龙酒 53 度 (500ml)	2498	
		国台十五年 53 度 (500ml)	1499	
		国台国标 53 度 (500ml, 2015 年酿造)	559	
国台系列酒	中高端	国台酱酒 53 度 (500ml)	389	
		国台好礼 53 度 (500ml)	325	
		国台国礼坛酒 53 度 (1.5L)	949	
定制酒	中高端及高端	生肖纪念酒 荷祝生肖大坛 53 度 (50L)	158000	
		国台大师工造精品 53 度 (500ml)	1299	
封坛珍藏酒	高端	封坛珍藏酒 (50L-1000L)	-	

资料来源：国台酒业招股说明书，京东国台官方旗舰店，光大证券研究所，统计时点为 2021 年 4 月 2 日

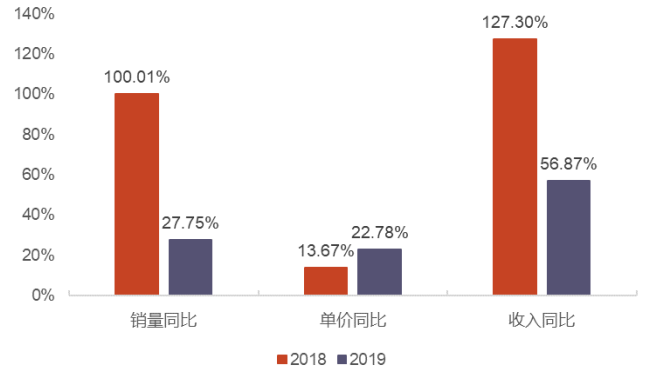
高端产品销售规模大幅提升，占比超过 80%，国台国标为核心大单品。公司将零售价格 500 元/500ml 及以上的产品划分为高端产品，2018 年以来高端产品为公司贡献 80% 以上收入，销量、单价均明显提升。国台国标与国台十五年作为国台主产品系列，是公司推广重心，核心大单品国台国标酒在 2020 年销售规模已达到 20 亿左右，并且在 20 年 3 月完成产品升级，推出第二代国标酒，在酒质口感、鉴真溯源、包装品质、消费体验等方面进行改进。未来在持续打造国台国标这一大单品的同时，公司也将大力发展价格更高的国台十五年，进一步实现产品结构升级。

图 57：国台高端产品收入占比超过 80%



资料来源：国台酒业招股说明书，光大证券研究所

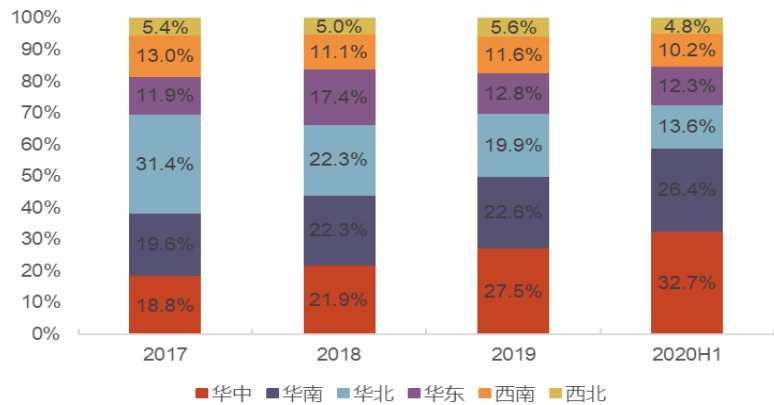
图 58：国台高端产品销量、单价均明显提升



资料来源：国台酒业招股说明书，光大证券研究所

从销售区域来看，各区域分布较为均衡，全国化布局稳步推进。2019 年华中、华南、华北、华东、西南、西北地区收入占比分别为 32%/26%/14%/12%/10%/5%，整体分布较为均衡。公司较早开始全国化布局，2010 年即提出以贵州、重庆为主战略区域的核心市场，以广东、北京、河南为重点市场、其余省份为拓展市场和开发市场。2019 年重点实施“8240”战略，即打造 8 个重点省份、攻坚 2 个根据地市场、建立 40 个样板城市，并且启动“411 金网工程”，招募 400 个专卖店特约商、100 名封藏窖主和 100 家名企定制，以加速渠道下沉、高效推进全国布局。

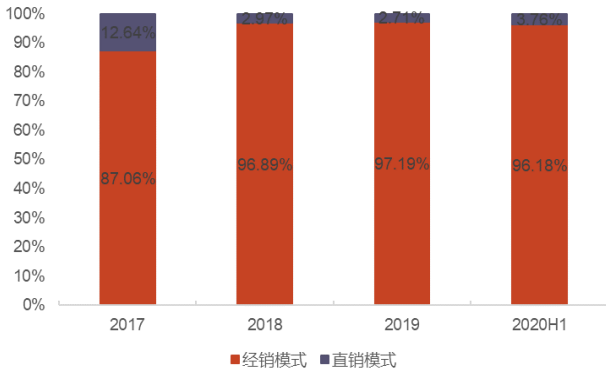
图 59：国台各区域收入分布较为均衡



资料来源：国台酒业招股说明书，光大证券研究所

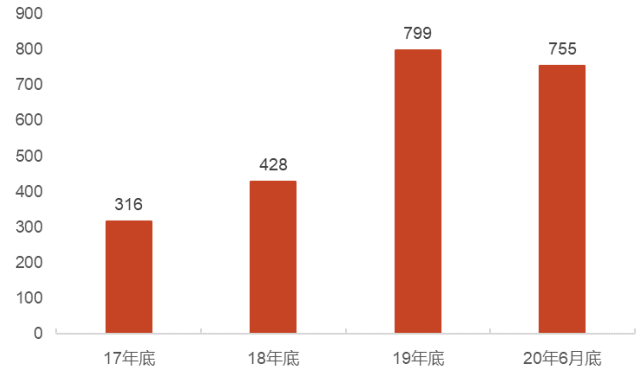
公司销售模式以经销为主，采取分区域、定渠道的销售模式。公司 2018 年以来经销模式占比超过 96%，国台主产品、国台系列酒实行较为普遍的区域经销制，定制酒中的专销产品和文创产品实行产品总经销制，由总经销商自主负责约定区域或渠道的产品经销。同时，公司将全国划分为多个区域营销中心，负责全国 31 个省级区域的销售工作。近年来公司经销商规模持续增加，与主要经销商合作较为稳定。

图 60：国台渠道模式以经销模式为主



资料来源：国台酒业招股说明书，光大证券研究所

图 61：国台 2017-19 年经销商数量持续增长



资料来源：国台酒业招股说明书，光大证券研究所

公司采取优质经销商入股模式，实现与经销商的深度合作。2016 年下半年以来，公司开始采取经销商入股模式，入股标准主要为已合作多年的优秀经销商、经销名酒的大商、有客户资源及销售渠道的行业外经销商。据招股说明书，截至 2019 年底，公司持股经销商共 104 家，合计持股比例 20% 左右，有利于深度绑定经销商利益，提高经销商积极性。

表 24：国台 104 家经销商合计持股近 20%

持股平台	持股方式	经销商数量 (家)	持股比例
金创合伙	间接持股	30	7.42%
共创合伙	间接持股	38	6.46%
合创合伙	间接持股	34	3.43%
粤强酒业	直接入股	1	1.19%
卡特维拉	直接入股	1	1.24%
合计	-	104	19.74%

资料来源：国台酒业招股说明书，光大证券研究所，注：数据截至 2019 年底

公司通过收购扩建增加产能，保障未来规模扩张。公司目前基酒储存量 3 万多吨，2019 年国台酒业、国台酒庄产能分别为 1800/3500 吨，合计 5300 吨。为进一步扩大基酒产能与储量，20 年 3 月公司收购怀酒酒业 51% 股权，获得其 4930 吨优质基酒及年产 1000 吨的基酒产能。本次上市募集资金到位后，公司将投入国台酒业年产 6500 吨酱香型白酒技改扩建工程项目，同时也将加快推进国台酒庄万吨现代优质大曲酱香型白酒技术改造项目，预计 2025 年后总产能将超过 2 万吨。公司并行推进多个扩产项目，以满足未来扩张需求。

5.4、贵州习酒：百亿规模，全国布局

习酒为茅台集团全资子公司，历史悠久，2020 年收入超过百亿，是除茅台以外规模最大的酱酒企业。习酒前身为创建于明清时期的殷、罗二姓白酒作坊，1952 年通过收购组建为国营企业，1993 年开始公司生产经营出现困难，1998 年习酒加入茅台集团，成为集团全资子公司，这是习酒从困境走向复兴的重要里程碑，2010 年张德芹成为掌门人，在酱酒行业首次迎来快速发展的市场趋势下，习酒

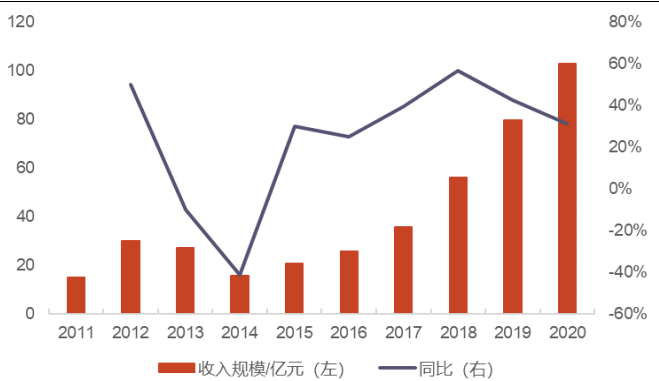
开始主推酱香型白酒，逐渐从区域品牌发展为全国知名品牌。2020年习酒实现销售规模103亿元，同比增长31.3%，是除茅台以外规模最大的酱酒企业，近年收入持续保持高速增长。

图 62：习酒公司发展历程



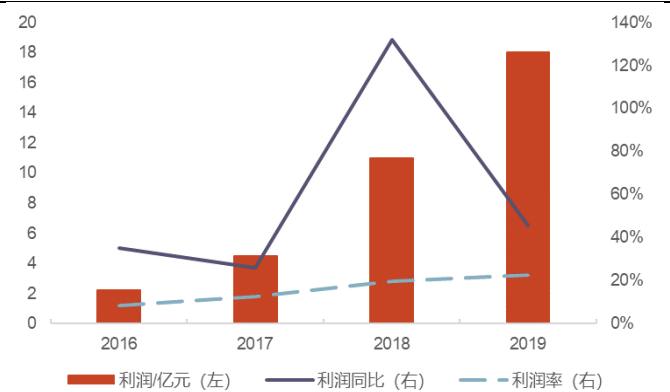
资料来源：贵州习酒官网，光大证券研究所

图 63：习酒公司 2015 年以来收入规模高速增长



资料来源：酒业家，光大证券研究所

图 64：习酒利润总额快速增长，2019 年利润率提升至 20%



资料来源：酒业家，光大证券研究所

公司产品以中高端酱香酒为主，窖藏系列为核心单品。习酒产品主要包括酱香型君品系列、窖藏系列、金钻系列、浓香和特许系列，公司坚持大单品战略，习酒·窖藏1988为主推的核心大单品，2010年开始即在全国市场进行推广，2020年窖藏1988销售额近58亿元，同比增长45%，占整体销售额的56%。金钻习酒于2018年底推出，市场定价300-500元价格带，以补充次高端酱酒市场。2019年，公司推出新品君品习酒，定价1399元，向千元高端价格带发力。

表 25：习酒旗下酱香型产品梳理

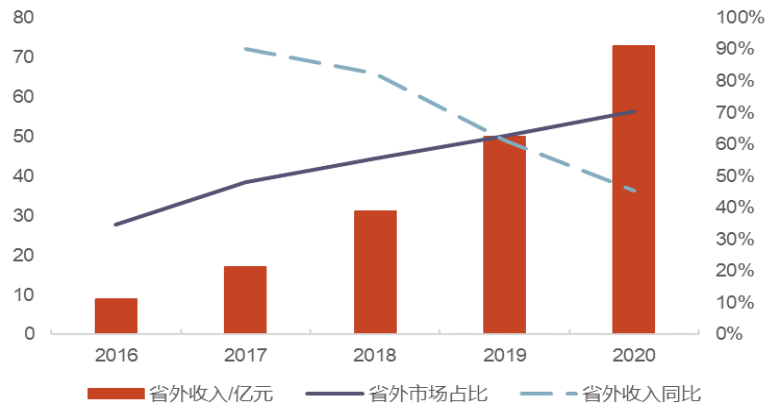
定位	产品系列	香型	主要单品	终端零售价/元	产品图示
高端	君品系列	酱香	君品习酒 53 度 /500ml	1399	
次高端	窖藏系列	酱香	习酒·窖藏 30 年、15 年 53 度/500ml	4199 (30 年)、 2299 (15 年)	
			习酒·窖藏 1988 53 度 /500ml	648 (雅致版)	
			习酒·窖藏 1998 53 度 /500ml	518	
中端	金钻系列	酱香	金钻习酒 53 度 /500ml	298	
			金品习酒 53 度 /500ml	358	
			金质习酒 53 度 /500ml	308	
中低端	金钻系列	酱香	老习酒 53 度/500ml	158	
			红习酒 53 度/500ml	75	
			蓝习酒 53 度/500ml	96	

资料来源：习酒官网，习酒京东官方旗舰店，光大证券研究所，统计时点为 2021 年 4 月 2 日

习酒持续推进全国化布局，2020 年省外市场收入占比达到 70%。习酒近年来持续耕耘省外市场，2017 年开始全力攻克河南、山东、广东等重点省份，2018 年将市场策略调整为“三点两线一个根本”，即以贵州市场为核心，发展长江经济

带与沿海经济带，以及河南、山东、广东三个重点省份，2020 年将全国划分为 46 个片区，其中 32 个片区位于省外市场，并提出发展江苏、福建、浙江三个重点省份。经销商网络也逐渐遍布全国，2020 年经销商已经超过 2000 家。从销售数据来看，习酒的省外布局较为成功，2016 年省外市场占比约 35%，销售额不足 9 亿元，2020 年已超过 72 亿元，同比增长 46%，占比达到 70%。

图 65：习酒省外收入占比持续提升，2020 年占比达 70%



资料来源：酒业家，光大证券研究所

习酒坚持“君子之品、东方习酒”的品牌理念，大力推进消费者培育与品牌建设。习酒背靠茅台集团，在品牌宣传方面可以享受一定的集团资源，例如 2017 年央视实施国家品牌计划后，习酒作为茅台集团的重要成员在新闻联播、晚间新闻、经济半小时等节目时段发布品牌广告，宣传范围覆盖央视全媒体。2018 年邀请著名表演艺术家陈道明代言窖藏系列，诠释品牌的君子风范，并在全国机场、高铁、高速、门户网站、航空媒体等渠道投放习酒形象宣传片，提高品牌影响力与知名度，为销售增长赋能。

图 66：习酒借助茅台集团投放《新闻联播》报时广告



资料来源：习酒官网，光大证券研究所

图 67：习酒·窖藏 1988 广告宣传片



资料来源：习酒官网，光大证券研究所

公司积极扩建产能，拟实现产能翻倍，保障未来规模扩张。目前习酒酱酒产能超过 2 万吨，2019 年 11 月公司宣布投资 84.6 亿元建设 1.9 万吨酱香酒增产扩能项目，预计在 2022 年左右全部建成，包括酱香制酒生产区、制曲生产区、包装物流园区、基酒贮存区、运营中心、商务体验中心、习酒文化城、科研中心等。该项目投产后习酒酱酒产能将达到 5 万吨，实现产能翻倍，以保障公司规模稳健扩张。

6、风险提示

- 1) 宏观经济增速下行风险：**白酒行业受经济波动影响较大，若宏观经济增速下行明显，居民的消费能力和意愿将降低，可能会减少对于中高端白酒的需求，导致酱酒行业增长放缓。
- 2) 产能扩张项目建设不达预期：**为缓解优质酱酒紧张的供需关系，行业内多数企业投资产能扩建项目，若项目建设不达预期，将会影响产品的市场投放量，从而影响企业规模及业绩增长。
- 3) 行业竞争加剧：**酱酒行业尚处发展早期，行业参与者众多，企业竞争较为激烈。若竞争加剧，品牌为争夺市场份额加大营销、渠道等投放，可能会导致盈利能力受损。

表 26: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
600519.SH	贵州茅台	2088.00	37.17	43.63	50.71	56	48	41	16	14	12	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-19

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE