



## 核心观点

### ❖ 酱酒需求强劲，盈利能力较强

在白酒行业进入调整期的同时酱酒迎来快速发展阶段，行业规模2020年达1550亿元，10年CAGR为15.95%，产能在2020年达到60万千升，销售利润为630亿元。剔除茅台后，酱酒行业2020年营收约600亿元，2010-2020年CAGR为9.76%，仍高于白酒行业。酱酒行业盈利能力较强，2020年酱酒产量占白酒总产量仅8.10%，实现销售收入占白酒行业总销售收入的26.56%，贡献白酒全行业销售利润的39.74%，吨价为37.80万元/千升，显著高于白酒行业平均值。

### ❖ 内外因素共同驱动酱酒快速发展

从外部来看，居民收入水平的提升拉高对白酒的需求，酱香酒特别是以茅台为代表的品牌溢价和高单价满足了这种需求。从内部看，特殊的区域位置和酿造工艺，造就酱酒独特口感，而酱酒独特的“12987”生产工艺繁杂，酿造时间较长，导致酱酒产能总体较低，提升难度较大，凸显酱酒的稀缺性。酱酒渠道利润率较其他香型高，渠道推力足，存货周转天数呈现下降趋势，企业经营能力持续提升。

### ❖ 酱酒发展的方向为强产品力、品牌化以及打造大单品为主的核心渠道建设

酱酒“一超两大多强”格局或将持续。从品牌力、产品力、渠道力上看，我们认为未来10年酱酒行业规模有望达到4800亿元，CAGR为12%。酱酒仍处在快速发展阶段，全国范围内成长空间较大，未来酱酒有望加快全国化布局，省外扩展成为重点。产能是酱酒企业发展的基础，酱酒产品平均酿造周期长，尤其需要渠道的强力支撑，强产品力、强渠道力是核心。在渠道上，大单品战略能有效集中企业的优势资源，同时能避免过多产品线造成的品牌稀释状况，因此我们认为聚焦核心大单品的渠道建设有望成为酱酒渠道的发展方向。

### ❖ 投资策略：

酱酒持续扩容，其需求是由经济发展、居民消费水平提升、酱酒独特的酿造方法、品质口感、产能等多方面因素共同构成的。随着酱酒的快速发展，我们认为在2030年酱酒行业的市场规模有望达到4800亿元，CAGR为12%。行业也将进入合并、重组、清理落后产能的阶段，“一超两大多强”的格局或将持续，酱酒的发展前景也将朝着全国化、品质品牌化和高端化发展，而产能特别是高端产能将成为酱酒发展的基础，强产品力和渠道力是核心支撑。建议关注在品牌、渠道、产品力方面均处于行业领先地位，且即将上市的郎酒股份和国台酒业。

**风险提示：**宏观经济及收入波动风险；食品安全风险；原材料价格波动风险。

## ☑ 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部  
| /消费团队  
行业评级 | 增持  
报告时间 | 2021/05/20

## ☑ 分析师

欧阳宇剑  
证书编号：S1100517020002  
ouyangyujian@cczq.com

## ☑ 联系人

何宇航  
证书编号：S1100120090004  
heyuhang@cczq.com

## ☑ 川财研究所

北京 | 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 | 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 | 福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

成都 | 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

## 正文目录

一、酱酒持续扩容，需求强劲.....	6
1.1 酱酒需求强劲，盈利能力较强.....	6
1.3 行业回暖，多业外投资主体布局酱酒赛道.....	8
二、内外因素共同驱动酱酒快速发展.....	10
2.1 收入和消费水平提升以及茅台品牌溢价推动酱香酒快速发展.....	10
2.2 特殊的区域位置和酿造工艺，造就酱酒高品质口感.....	15
2.3 产能扩张有限，渠道利润率较高.....	18
2.3.1 产能增长难度较大，凸显稀缺性.....	18
2.3.2 产品价格带清晰，渠道利润较高，助力酱酒销售高速增长.....	20
三、品牌化、强产品力和渠道改革将是酱酒发展的方向.....	24
3.1“一超两大多强”格局或将持续.....	24
3.2 规模测算：未来 10 年酱酒行业规模有望达到 4800 亿元，CAGR 为 12%.....	25
3.2.1 从量价关系来看，酱酒未来 10 年行业规模有望达到 4800 亿元.....	25
3.2.2 从茅台发展来看，酱酒未来 10 年行业规模有望达到 4800 亿元.....	27
3.3 产能提升是酱酒发展的重要基础.....	28
3.4 强产品力是酱酒企业发展的支撑.....	30
3.5 以大单品为核心的渠道建设是酱酒发展的重要保障.....	31
3.6 品牌化、高端化将成为必由之路.....	33
3.6.1 品质提升和品牌化是竞争的前提.....	33
3.6.2 价格驱动引领酱酒高端化和次高端化.....	34
3.7 消费区域全国化是发展方向.....	36
四、潜力酱酒公司情况分析.....	38
4.1 郎酒：高端品牌青花郎持续发力，全国化进展顺利.....	39
4.1.1 川酒六朵金花之一，品牌优势凸显.....	39
4.1.2 产品结构清晰，高端品牌青花郎持续发力.....	41
4.1.3 事业部调整聚焦青花郎，加快全国化布局.....	43
4.2 国台：茅台镇第二大酿酒企业，聚焦中高端酱酒.....	45
4.2.1 品牌价值快速提升，增长潜力强劲.....	45
4.2.2 精准定位，卡准中高端酱酒价格带.....	47

4.2.3 渠道扁平化稳步推进，经销商持股计划提升积极性 .....	48
投资建议 .....	51
风险提示 .....	52

## 图表目录

图 1:	白酒行业销售收入略有下滑	6
图 2:	白酒行业整体产量持续减少	6
图 3:	酱酒销售收入显著增长	6
图 4:	酱酒产能稳定增长	6
图 5:	茅台营收、占比和增速情况	7
图 6:	剔除茅台酱酒行业营收和增速	7
图 7:	白酒行业利润实现稳定增长	7
图 8:	酱酒盈利能力强销售利润较高	7
图 9:	白酒行业吨价整体低于酱酒	8
图 10:	酱酒吨价较高且整体呈上升趋势	8
图 11:	我国人均可支配收入持续提升	10
图 12:	我国人均烟酒消费支出稳定增长	10
图 13:	我国白酒香型变迁	11
图 14:	酱香酒高品质满足了消费升级的需求	12
图 15:	我国高净值人群数量持续增长	13
图 16:	中产以上购买力增强	13
图 17:	高净值人群名酒收藏历年趋势	13
图 18:	大众消费逐渐支撑高端、次高端白酒市场	13
图 19:	茅台出厂价逐渐超过五粮液	14
图 20:	茅台一批价高于五粮液	14
图 21:	赤水河产区为酱酒核心产区	17
图 22:	酱酒独特的“12987”生产工艺	17
图 23:	贵州、四川为酱酒核心产区	19
图 24:	老酒市场规模拓展迅速	20
图 25:	茅台价格随年份逐渐增长	20
图 26:	酱酒渠道利润率较高	23
图 27:	酱酒存货周转天数持续下降	23
图 28:	2030 年我国酱酒行业规模达到 4880 亿元	26
图 29:	2010-2020 年茅台占酱酒营收比重逐渐上升	27
图 30:	飞天茅台出厂价、一批价持续走高	34
图 31:	酱酒主要市场分布	37
图 32:	全国主要酱酒市场消费占比提升显著	37
图 33:	郎酒股份营业收入稳定增长	39
图 34:	郎酒股份归属于母公司净利润加速增长	39
图 35:	郎酒股份销售费用维持高位	40
图 36:	郎酒股份费用率处于行业较高水平	40
图 37:	青花郎 CCTV 广告	40
图 38:	红花郎腾讯视频广告	40
图 39:	高端酒销售收入增速较高	43
图 40:	高端酒营收占比升至最高	43
图 41:	高端酒毛利率最高且稳定上升	43
图 42:	青花郎站稳 1500 元价格带	43

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

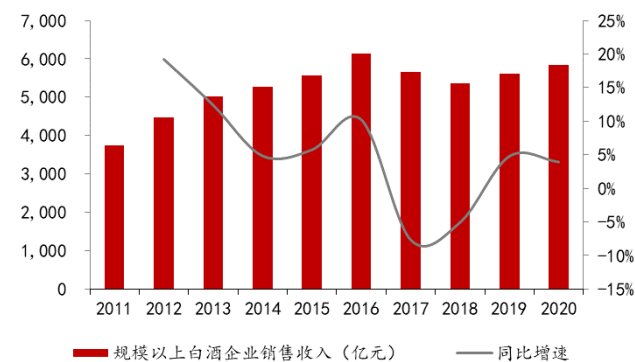
图 43:	非西南地区 CAGR 较高.....	44
图 44:	加快全国化市场布局.....	44
图 45:	郎酒股份销售部门框架.....	44
图 46:	国台酒业营业收入高速增长.....	45
图 47:	国台酒业归属于母公司净利润高速增长.....	45
图 48:	中、高端产品营收占比高.....	47
图 49:	酒类产品毛利率较为稳定.....	47
图 50:	国台酒业产品性价比较高.....	48
图 51:	国台酒业扁平化渠道管理.....	49
图 52:	经销商收入占比持续提升.....	49
图 53:	经销商数量稳定提升.....	49
表格 1.	业外主体投资酱酒力度增强.....	8
表格 2.	白酒业内非酱酒企业积极布局酱酒赛道.....	9
表格 3.	不同香型的差别.....	11
表格 4.	酱酒价格带集中在次高端、高端.....	13
表格 5.	五次评酒会评选出 17 种国家名酒，茅台酒长期位于首位.....	14
表格 6.	主要香型特征和代表品牌.....	15
表格 7.	酱香酒六大种类区别和特点.....	16
表格 8.	不同香型酿造工艺区别.....	18
表格 9.	收藏茅台回报率高于五粮液.....	20
表格 10.	酱酒行业价格带核心单品一览.....	21
表格 11.	酱酒企业积极布局高端价格带.....	21
表格 12.	千元价格带或成为最大变数.....	22
表格 13.	酱酒行业竞争格局一览.....	24
表格 14.	酱酒行业未来十年市场规模测算.....	26
表格 15.	根据茅台收入测算酱酒行业未来十年市场规模.....	28
表格 16.	主要酱酒企业产能以及扩建情况.....	29
表格 17.	在产品周转天数与公司盈利情况比较分析（红色数值高，绿色数值低）.....	30
表格 18.	主要白酒代表企业渠道模式对比.....	32
表格 19.	酱香型白酒在白酒企业品牌影响力排行榜中占据 4 席.....	33
表格 20.	酱香型酒企均发力市场营销，构建品牌形象.....	34
表格 21.	酱酒企业提价情况.....	35
表格 22.	主要酱酒企业省外市场布局情况.....	37
表格 23.	主要酱酒企业核心竞争力分析.....	38
表格 24.	2020 年中国酒类品牌价值——白酒榜.....	41
表格 25.	郎酒股份主要产品一览.....	41
表格 26.	2020 年中国酒类品牌价值——白酒榜.....	46
表格 27.	公司所获部分荣誉.....	46
表格 28.	经销商入股作价情况.....	50

## 一、酱酒持续扩容，需求强劲

### 1.1 酱酒需求强劲，盈利能力较强

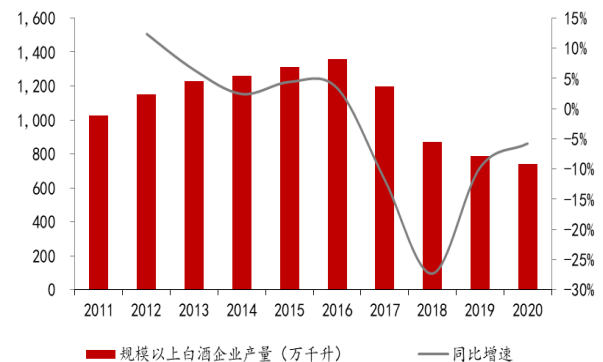
酱酒市场持续扩容，产量占比小，收入贡献大。我国白酒行业自 2012 年以来，由于系列限制三公消费的政策及举措落地、塑化剂事件冲击等，行业进入调整期，全行业产量增速大幅下滑，2016 年后落后产能持续出清，白酒行业整体产量持续减少，分化发展和存量博弈成为主要特征。白酒销售收入，整体略有下滑，收入规模降幅远小于销量降幅。对比酱酒行业，整体处于快速发展阶段。行业规模从 2010 年的 353 亿提升至 2020 年的 1550 亿元，CAGR 为 15.95%，产能持续提升，2020 年达到 60 万千升。酱酒行业盈利能力较强，2020 年酱酒产量占白酒总产量仅 8.10%，实现销售收入占白酒行业总销售收入的 26.56%。

图 1：白酒行业销售收入略有下滑



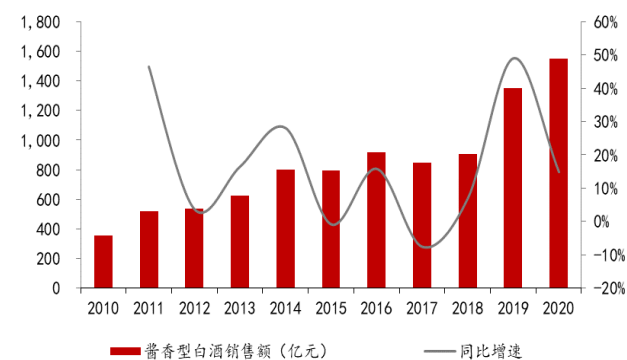
资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，川财证券研究所

图 2：白酒行业整体产量持续减少



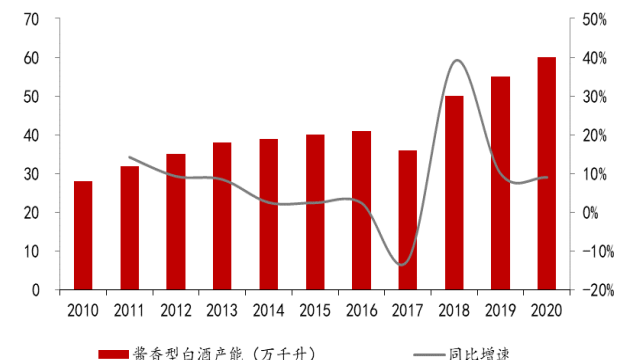
资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，川财证券研究所

图 3：酱酒销售收入显著增长



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 4：酱酒产能稳定增长

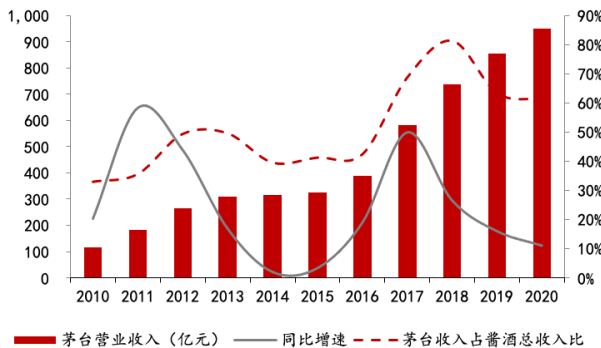


资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

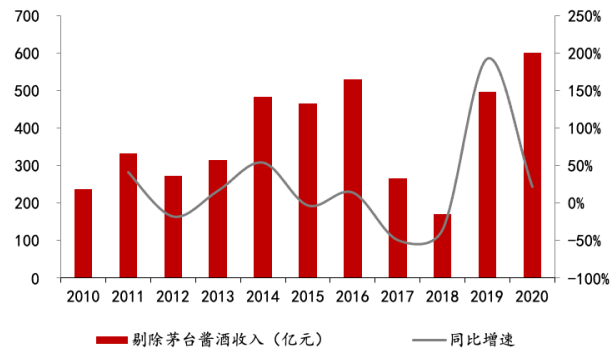
剔除茅台整个酱酒行业在 2018 年后保持较高增速。茅台作为酱酒行业头部企业，其营收占比在酱酒行业中较高，2020 年达到 61%。剔除茅台后，酱酒行业 2020 年营收约 600 亿元，2010-2020 年 CAGR 为 9.76，仍高于白酒行业 9.19% 的年平均复合增速。2019、2020 年剔除茅台后酱酒销售收入增长提速，同比增速分别为 192.26%、21.21%。具体来看，二三线酱酒品牌 2019-2020 年均保持较高增速，超过六家酱酒企业 2019 年营收突破 10 亿，习酒、郎酒、国台酒业 2019 年同比增速分别为 40.69%、11.62%、60.46%。

图 5：茅台营收、占比和增速情况



资料来源：前瞻产业研究院，公司公告，川财证券研究所

图 6：剔除茅台酱酒行业营收和增速



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

酱酒行业盈利能力强，利润贡献大。我国酱酒行业销售利润实现持续增长，2016-2020 年酱酒行业销售利润从 239 亿元上升至 630 亿元，CAGR 为 27.40%。酱酒整体盈利能力较强，2020 全年酱酒实现销售收入占白酒行业总销售收入的 26.56%，实现销售利润 630 亿元，贡献了白酒全行业销售利润的 39.74%，酱酒行业整体利润率为 40.65%，高于全行业 27.16% 的利润率。

图 7：白酒行业利润实现稳定增长

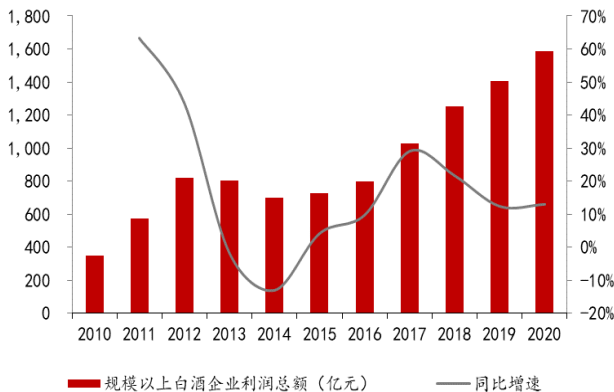
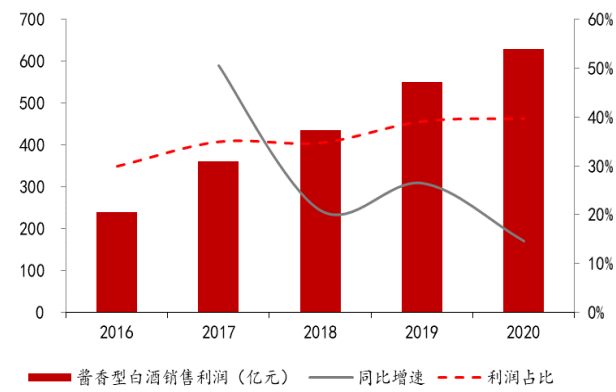


图 8：酱酒盈利能力强销售利润较高



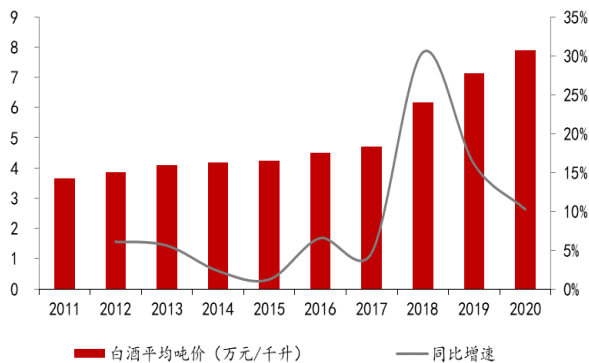
本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：国家统计局，川财证券研究所

资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

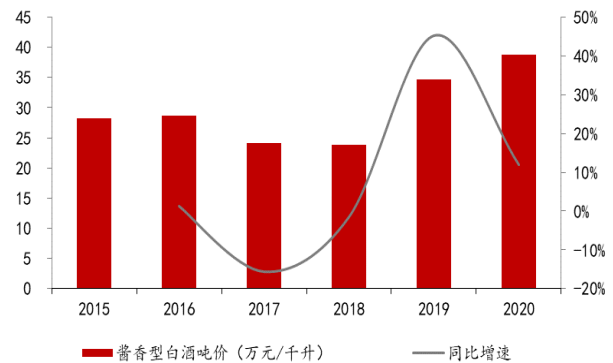
酱酒吨价高，价格持续增长。据测算，2011-2020年期间我国白酒平均每吨价格从3.65万元/千升提升至7.88万元/千升，CAGR为8.92%。对比酱酒行业，我国酱酒平均每吨价格较高，并且整体保持上升趋势，2014-2020年期间，酱酒吨价从28.29万元/千升上升至37.80万元/千升，CAGR为6.50%。截至2020年，酱酒吨价较白酒吨价高491.80%，酱酒市场以高端酒茅台、次高端酒国台、习酒、金沙等为主，整体价格较高，目前酱酒提价趋势明显，预计未来吨价将进一步上升。

图 9：白酒行业吨价整体低于酱酒



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 10：酱酒吨价较高且整体呈上升趋势



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

## 1.2 行业回暖，多业外投资主体布局酱酒赛道

酱酒热蔓延，业外主体投资力度增强。2015年以前，酱酒行业发展较为缓慢，行业外企业投资的规模相对较小。早期业外投资主要以收购或入股老牌酒厂为主，如天力士于1999年收购茅台镇酒厂并成立国台酒业，华泽集团2009年收购贵州珍酒，维维股份收购贵州醇等。2018年酱酒产业实现回暖，行业热度迅速提升，白酒业外主体投资力度不断增强，对酱酒产业的关注度持续提升。2020年复星集团先后收购金徽酒、舍得酒业，进军酱酒行业；2021年3月，修正药业也传出收购茅台镇酱酒厂计划。

表格 1. 业外主体投资酱酒力度增强

企业	时间	具体内容
天力士	1999	收购茅台镇老字号酒厂并成立金士力酒业，后更名国台酒业

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



联美集团	2008	收购贵州安酒
华泽集团	2009	子公司华致酒行收购贵州珍酒酒厂
深圳宝德投资	2011	全资收购金沙古酒，并投资数亿元启动年产万吨酱香型白酒技术改造项目
海航集团	2011	以 7.8 亿元收购怀酒 60% 股份，并成立海航怀酒
维维股份	2012	收购贵州醇酒业公司 51% 的股份
哇哈哈	2013	控股金酱酒业 80% 的股份，联合推出“领酱国酒”，并投资 150 亿元建立酱酒基地
深圳华昱	2018	与茅台集团合作，重启华茅，发布三款华茅酒
上海海银	2018	收购仁怀市义酒坊酒业并成立贵州贵酿酒业公司
	2019	以 1.56 亿元收购高酱酒业 52% 股权并在同年收购章贡酒业 95% 股权
复星集团	2020	旗下豫园股份 18.36 亿元收购金徽酒 旗下豫园股份 45.3 亿元收购舍得 70% 股权
修正药业	2021	旗下修正酒业拟收购茅台镇酱酒厂，已考察华商酒业、神龙酒业、宋代官窖等多家酒厂

资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所

行业实现复苏，非传统酱酒企业切入酱酒赛道。2015 年以后，酱酒行业逐渐走出三公消费禁令和塑化剂事件影响，2018 年起行业实现快速增长，市场规模不断扩张，除酱酒行业传统头部企业茅台、习酒、郎酒等公司继续加大投入力度，积极扩张产能外，各大白酒业内其他细分赛道头部企业也纷纷布局酱酒产业。部分浓香、清香头部酒企依托于自身品牌影响力，选择推出酱酒新品进入市场，五粮液推出了 15 酱、永福酱酒；舍得酒业推出酱香舍得、吞之呼；泸州老窖推出了四面酱酒。其他部分酒企则收购酱酒核心产区中小型酒厂，实现对酱酒产销的全线布局，其中洋河股份 2016 年收购贵州贵酒、厚工坊酒厂等多个酒企，实现了对酱酒生产的快速布局，实现年产能万吨以上。劲酒 2016 年收购茅台国宝酒厂，布局功能性酱酒产业，实现约年产 9500 吨酱酒产能。

表格 2. 白酒业内非酱酒企业积极布局酱酒赛道

企业	时间	具体内容
五粮液	2010	推出永福酱酒，包括偏大众的永福酱酒十年和偏高端的永福老酱，后停产
	2015	推出 15 酱，包括普通版 15 酱，15 酱 30 版和 15 酱 50 版三款细分产品
舍得	2012	推出酱香舍得，建议零售价为 1480 元
	2013	推出高端白酒吞之呼，建议零售价为 3680 元
泸州老窖	2014	推出四面酱酒，规划分为从低端到高端编号为酱 1-9 的一系列产品
洋河	2016	收购贵州贵酒、茅台镇厚工坊等多个酒厂，完成后年产能超万吨
敬酒	2016	分两次完成对茅台国宝酒厂的两个生产基地的收购，完成后年产能达 9500 吨
湘窖	2019	4800 吨酱酒项目正式投产，完成对浓香、酱香、浓酱兼香三个产品线的布局
景芝	2020	收购茅台镇酱酒厂，获得酱酒 4000 吨、基酒 1.7 万吨年产能，并成立景芝景酱酒业
古越龙山	2020	推出女儿红酱酒多个产品覆盖低中高端全赛道，包括大众款、金凤、红凤、珍品等系列。
水井坊	2021	公司与梁明锋共同出资 8 亿元成立贵州水井坊国威酒业有限公司，占股 70%，主营业务为销售高端酱香型白酒。

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

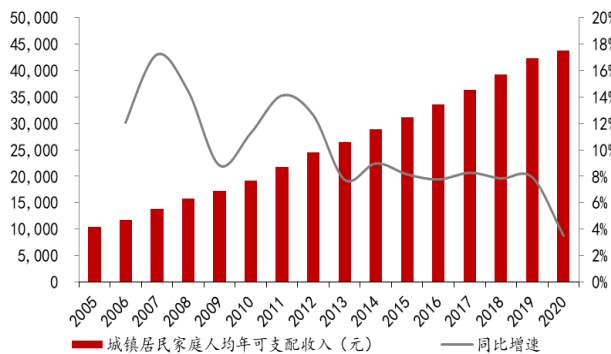
资料来源：酒业家，公司官网，川财证券研究所

## 二、内外因素共同驱动酱酒快速发展

### 2.1 收入和消费水平提升以及茅台品牌溢价推动酱香酒快速发展

收入水平的提升和消费水平增长拉高了对白酒的需求。白酒行业的发展与国家经济发展、居民收入和消费水平紧密关联，1990s 清香型白酒凭借低成本在生产能力不足的情况下占据主要消费；90 年代中期后，浓香型白酒凭借生产力的发展和消费需求超过清香型白酒成为白酒第一大香型；2016 年前后，随着居民收入以及消费升级的影响，特别是中产阶级及以上的高净值人群增长，生产工艺复杂、生产时间长、成本较高、香气更加浓郁的更高品质的酱香酒开始兴起。

图 11：我国人均可支配收入持续提升



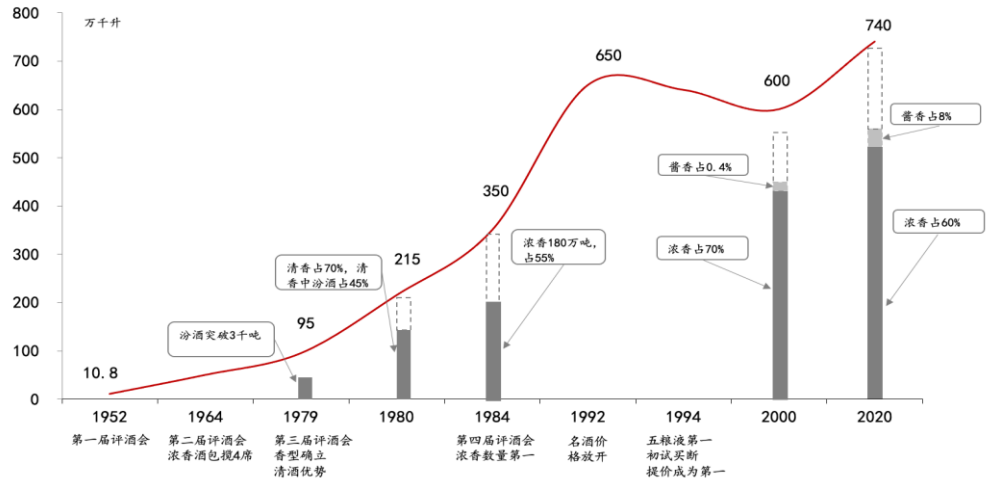
资料来源：统计局，川财证券研究所

图 12：我国人均烟酒消费支出稳定增长



资料来源：统计局，川财证券研究所

图 13：我国白酒香型变迁



资料来源：酒业家，川财证券研究所

酱香酒的高品质满足了消费升级的需求。随着我国经济的不断发展，人均可支配收入提升，人们对白酒更加追求高品质。酱香由于发酵时间长，酱酒中的活性物质较多，因此口感和香气饱满、醇厚，回味悠长；并且经过高温蒸馏和较长的储藏时间，酱酒中杂醇油较少，饮后头疼现象大幅缓解。凭借较高的品质，酱酒在消费升级的趋势下不断被消费者接纳和喜爱。

表格 3. 不同香型的差别

	酱香型	浓香型	清香型
色	无色或微黄，清亮透明，无悬浮物，无沉淀		
香	酱香突出，复合果香、焦香、优雅细腻	窖香浓郁，复合沉香和糟香	清香纯正，带有麸皮香气，优雅协调
味	酒体甘冽清爽，柔绵和谐	酒体醇和协调，口味丰满，余味悠长	酒体柔和，醇甜，清正甜净长
主要物质	乙酸乙酯多于乳酸乙酯，糠醛含量高，酯类成分复杂	己酸乙酯为主，辅以适量乳酸乙酯	乙酸乙酯为主，含量占总酯的 50%以上，酯大于酸

资料来源：《中国白酒勾兑宝典》，川财证券研究所

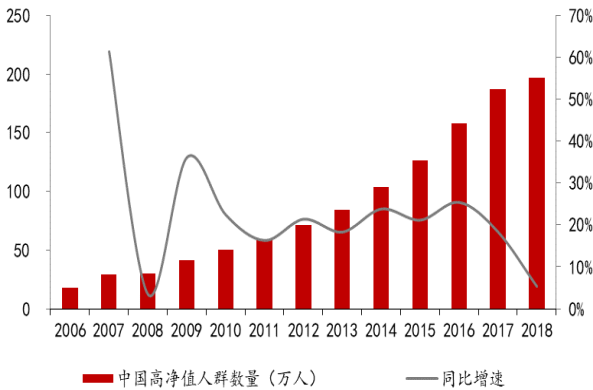
图 14：酱香酒高品质满足了消费升级的需求



资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

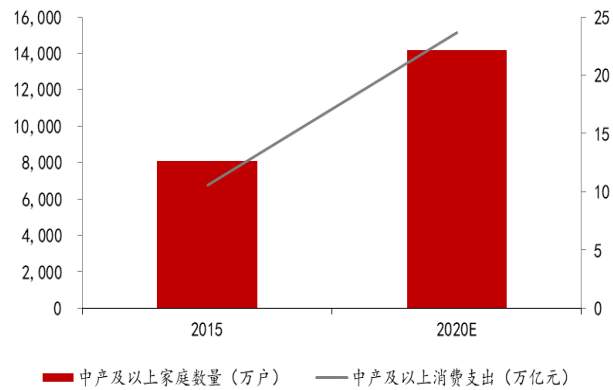
高净值人群的增长以及购买力增强增加了酱酒的需求。根据招商银行财富报告，我国资产大于 1000 万的高净值人群在 2018 年达到 197 万人，且中产阶级购买力不断增强，预计 2020 年中层及以上家庭的消费支出将达到 23.7 万亿。高净值人群中购买名酒收藏的趋势显著增强，2020 年达到 21%。高净值人群快速增长，使得以高端、次高端为主的酱酒的需求和消费快速提升。大众消费开始在白酒消费中起到支撑性作用。自 2012 年限制三公消费后，白酒的消费人群开始转变，政务消费在高端、次高端的消费占比从 2012 年的 50% 下降到 2%、5%，而大众消费则有望在未来提升到 60% 以上。

图 15: 我国高净值人群数量持续增长



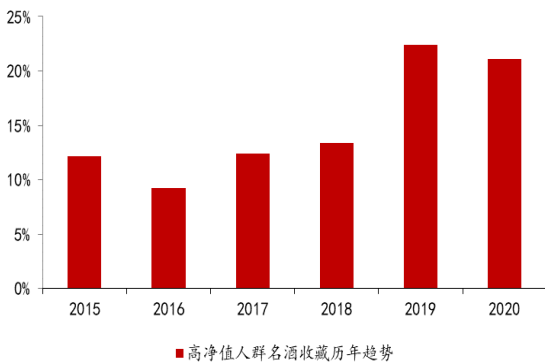
资料来源: 统计局, 川财证券研究所

图 16: 中产以上购买力增强



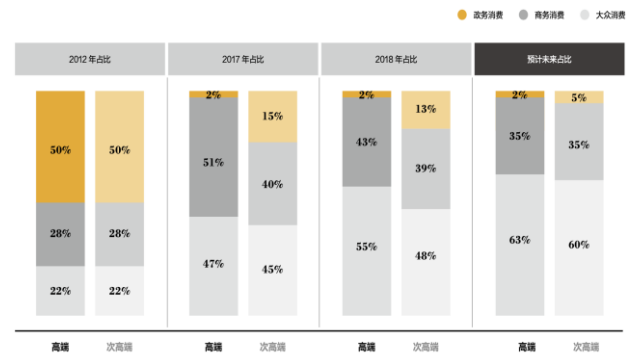
资料来源: 波士顿咨询, 川财证券研究所

图 17: 高净值人群名酒收藏历年趋势



资料来源: 2015-2020 《中国千万富豪品牌倾向报告》, 川财证券研究所

图 18: 大众消费逐渐支撑高端、次高端白酒市场



资料来源: 《2020 中国老酒白皮书》, 川财证券研究所

表格 4. 酱酒价格带集中在次高端、高端

价格区间	规模 (亿元)	主要产品	所属品牌	销售规模 (亿元)
超高端 (>1500)	800	飞天茅台	贵州茅台	758
高端 (800-1500)	50	青花郎	郎酒	32
		国标 15 年	国台	5
		窖藏系列	习酒	42
		红花郎	郎酒	10
次高端 (300-800)	200	汉普	贵州茅台	10
		赖茅	贵州茅台	10
		钓鱼台酒	钓鱼台酒	10
		国标酒	国台	10
		摘要酒	金沙酒	6

本报告由川财证券有限责任公司编制请参阅尾页的重要声明

		珍 15	珍酒	4
中端 (100-300)	180	茅台王子酒	贵州茅台	40
		金钻系列	习酒	20
大众 (<100)	120	茅台迎宾酒	贵州茅台	/
		习酱	习酒	/

资料来源：京东，公司官网，川财证券研究所

茅台品牌引领，其余酱酒享受品牌溢出效应红利。茅台在我国举办的五次评酒会中，均入选国家名酒称号，并且在其中四届都位于首位。凭借强大的品牌号召力、价格标杆、渠道控制力作用下，通过多年对消费者的培育，逐步成长为行业龙头。在营收上，2013年超过五粮液；在价格上，茅台通过提升终端指导价、停止与低价销售飞天茅台的合作商合作等方式，出厂价和一批价均逐渐超过五粮液取得定价权。得益于贵州茅台在2013-2015年的行业深度调整期间开放经销权、积极布局大众渠道，成为行业第一。得益于茅台品牌溢出效应，整个酱酒行业享受快速发展的红利，包括郎酒、习酒、国台等在内的酱酒企业业绩实现了快速增长，形成现有的行业格局，并逐渐稳固下来。拥有高品质、高利润的酱酒有望持续火热。

表格 5. 五次评酒会评选出 17 种国家名酒，茅台酒长期位于首位

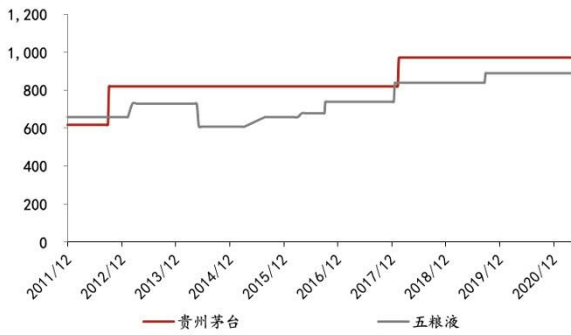
	时间	举办地	代表产品
第一届	1952	北京	茅台酒、汾酒、泸州老窖大曲、西凤酒
第二届	1963	北京	汾酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、茅台酒、西凤酒、董酒
第三届	1979	大连	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1984	太原	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989	合肥	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：《中国历届评酒会资料汇编》、川财证券研究所

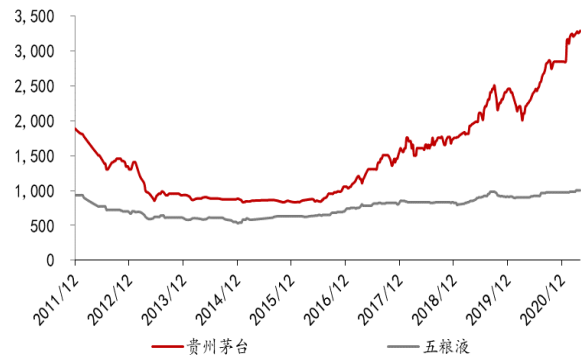
图 19：茅台出厂价逐渐超过五粮液

图 20：茅台一批价高于五粮液

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



资料来源：国酒财经，wind，川财证券研究所



资料来源：国酒财经，wind，川财证券研究所

## 2.2 特殊的区域位置和酿造工艺，造就酱酒高品质口感

酱香型为我国最早确立的香型，逐渐发展为第二大香型。1979年第三届全国评酒会正式确立我国白酒分为清香型、浓香型、酱香型、米香型和其他香型共5种香型。之后更多不同香型类别逐步确立，2016年我国白酒形成清香型、浓香型、酱香型、米香型、兼香型、药香型、凤香型、特香型、芝麻香型、老白干香型、馥郁香型、豉香型共12种香型。20世纪90年代，清香型由于具备生产周期短、成本低、粮耗低等工艺优势在白酒行业处于主导地位；之后随着窖泥培养等酿造技术逐步推广以及粮食供应不足等制约因素消失，浓香型白酒发展成第一大香型，拥有众多知名品牌。酱香型白酒自茅台上市后快速发展，酱香型逐渐成为继浓香型之后的第二大香型。

表格 6. 主要香型特征和代表品牌

白酒香型	风味特征	代表产品
浓香型	窖香浓郁、绵甜甘冽、香味协调、后味爽净	五粮液、国窖1573、洋河梦之蓝
酱香型	酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、空杯留香持久	贵州茅台酒、青花郎、习酒·窖藏1995、国台国标酒杯留香持久
清香型	清香纯正、醇甜柔和、自然谐调、余味净爽	青花汾酒、红星二锅头酒、牛栏山二锅头
米香型	蜜香清雅、入口绵甜、落口爽净、回味怡畅	经典桂林三花酒
兼香型	浓酱协调、优雅馥郁、细腻丰满、回味爽净	小郎酒、顺品郎、口子窖系列
凤香型	醇香秀雅、具有乙酸乙酯和己酸乙酯为主的复合香气、醇厚丰满、尾净悠长	西凤酒系列
老白干香型	醇香清雅、具有乳酸乙酯和乙酸乙酯为主体的自然协调的复合香气、醇厚甘冽、余味净爽	老白干系列
馥郁香型	诸香馥郁、入口绵甜、醇厚丰满、回味悠长	酒鬼酒系列

资料来源：国台酒业招股说明书，公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制请参阅尾页的重要声明

酱酒可分为六个品类。根据酿造工艺和发酵种类的不同，酱香型白酒可分为六大种类。从品质来看，大曲酱香酒品质最高，其次分别为麸曲酱香酒、碎沙酱香酒、翻沙酱香酒、回沙酱香酒、串蒸酱香酒。大曲酱香酒主要口感为优雅细腻、酒体丰满、回味悠长、空杯留香持久，其代表产品为茅台、郎酒、习酒、国台等名优酱香酒。

表格 7. 酱香酒六大种类区别和特点

种类	工艺特点	口感特点	代表产品
大曲酱香酒	运用高温大曲药作为糖化发酵剂，工序复杂，且生产周期较长。酿造需严格遵循茅台镇“12987”工艺，“一年一酿，五年一出”，期间所耗费的生产成本、储存成本等都比较高的。	优雅细腻、酒体丰满、回味悠长、空杯留香持久。	茅台、郎酒、习酒、国台等名优酱香酒
麸曲酱香酒	麸曲酱酒用的酒曲是麸曲。麸曲一般是采用纯种霉菌菌种，以麸皮为原料经人工控制温度和湿度培养而成。麸曲酱香酒具有制曲时间短、发酵时间短、出酒率高的特点。	酱香显着，酒体谐调，较浑厚，后味有焦苦味，空杯留香短，香味舒适感不如大曲酱香酒。	河北迎春酒、天津卢台春、黑龙江北大仓酒、贵州碧春、贵州黔春、贵州筑春
碎沙酱香酒	碎沙酱酒的通常是用多种曲柄增加干酵母和酶制剂等作为糖化发酵剂，再将质料破坏后，通过预处理后拌合糖化发酵剂入窖发酵二三十天，蒸馏取酒，一次烤完。具有发酵时间短、出酒率高、贮存期短、资金周转快、价廉物美的特点。	香味大，酱香较纯粹，酒体微粗燥，较和谐，后味有酱味糊闷感：陈酿时间长的商品，酒体较醇和；空杯留香短，并呈现异杂香味。	茅台王子酒等
翻沙酱香酒	翻沙工艺是指把坤沙工艺七次取酒后，丢弃的酒糟再加入新的高粱和药曲中进行再取酒。翻沙工艺酿出来的酒没多大价值，和酒精酒相比，这个酒只是多了一点酱香味。翻沙工艺的生产周期很短、成本低、出酒率高，但是酒的品质差，酱香味不足。	酱香较纯粹，酒体较醇厚，细腻感和丰满度不如大曲酱香酒，后味有焦枯感；空杯留香短，并出现焦枯不适感。	市场一些 10-20 元的酱香型白酒，基本上就是翻沙工艺酿制出来
回沙酱香酒	回沙酱香酒是大曲酱香酒的一种创新，一些酒厂在大曲酱香酿制的第四次序或第五次序增加质料，进行酿制所得的酱香型白酒。	酱香纯粹，较幽雅，酒体醇厚绵甜，曲香粮香浓郁，细腻感和丰满度不如大曲酱香酒，空杯留香耐久也较好。	金沙回酒等
串沙酱香酒	串蒸酱香酒是将大曲酱香酒或麸曲酱香酒等的糟醅，置于蒸馏器内，在蒸馏器底部增加食用酒精和香料等，通过串蒸所得的酱香酒。	浮香显着，酱香香料香味突出，给人不舒适感。	市场上大量的 20-30 元一瓶的酱香散酒，基本都属于这一类

资料来源：公司官网，wind，川财证券研究所

独特的赤水河产地，为酱酒生产提供必要条件。酱酒主要分布在赤水河产区，横跨贵州和四川两个省份。其中茅台镇 7.5 平方公里的范围为酱酒核心产区，2013 年核心产区扩大至 15.03 平方公里。该区域呈坡地峡谷地貌，主要为低

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



中山和丘陵河谷,该地区夏季高温期长,持续 35~39℃的高温期长达 5 个月,冬季温差小,霜期短,全年日照丰富,降雨量小,一年有大半时间笼罩在闷热、潮湿的雨雾之中。这种特殊气候、水质、土壤条件,对于酱酒特种高粱的种植和酿酒微生物菌群的繁殖生长以及成品酒的熟化和窖藏非常有利。茅台镇土壤多为酸碱适度的紫砂页岩、砾岩、细砂岩,土壤渗透性好,地表水和地下水经过层层过滤,酿酒水源优质。特有的地貌、气候、物产和水源条件铸就了茅台镇酿造酱香型白酒不可复制的地理优势。

图 21: 赤水河产区为酱酒核心产区

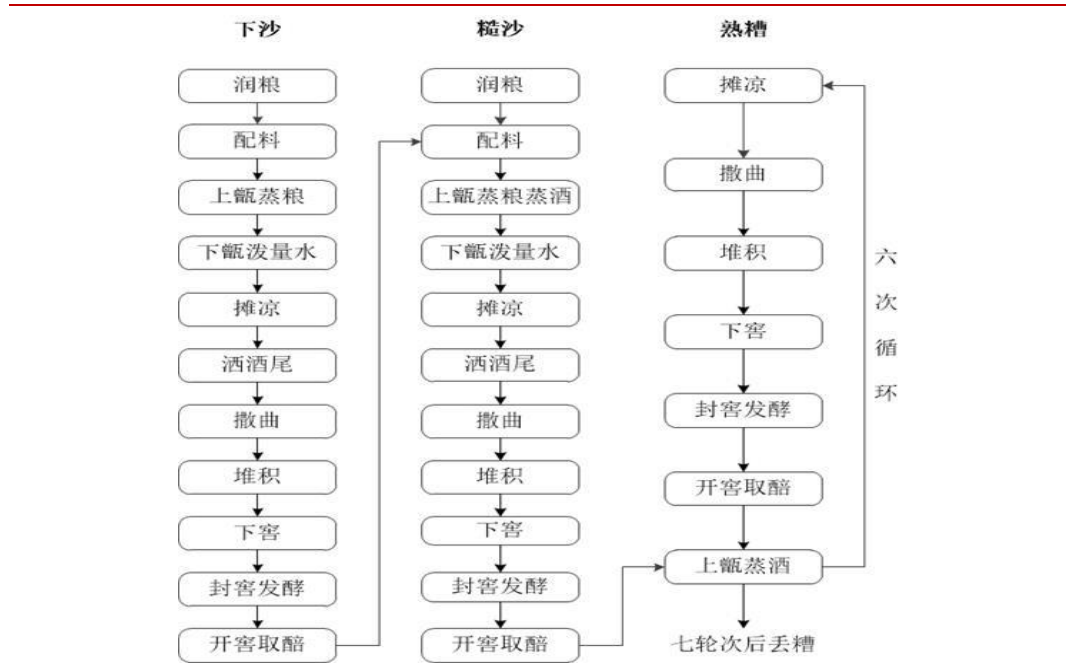


资料来源: 前瞻产业研究院, 川财证券研究所

**酱酒特殊的酿造工艺, 具有独特的口感。**酱酒工序繁且复, 工时慢且长, 形成独特的“12987”生产工艺, 即一年一个生产周期、两次投料、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒, 精心勾调而成, 再经过 3 年窖藏, 5 年方可出厂。相比于浓香型和清香型白酒, 酱香型白酒酿造周期长, 出酒率低与浓香与清香型白酒。由于发酵时间长, 酱酒中的活性物质较多, 因此口感和香气复杂醇厚; 酱酒拥有“空杯留香久”的特点; 并且经过高温蒸馏和较长的储藏时间, 酱酒中杂醇油较少, 饮后头疼现象大幅缓解。

图 22: 酱酒独特的“12987”生产工艺

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



资料来源：国台酒业招股说明书，川财证券研究所

表格 8. 不同香型酿造工艺区别

	酱香	浓香	清香
主要原料	高粱、小麦	单粮：高粱 多粮：大米、小麦、糯米、豌豆等	高粱、包谷、小麦、大麦、荞
酒曲类别	中低温大曲	中高温大曲	高温大曲
用曲量	1:1	1:4	1:5
发酵次数	8	1	2
酿造周期	1 年	2-5 个月	60-80 天
储存周期	3 年	1 年	3-6 个月
出酒率	20%	30%	40%
烤酒次数	7	1	2

资料来源：公司官网，wind，川财证券研究所

## 2.3 产能扩张有限，渠道利润率较高

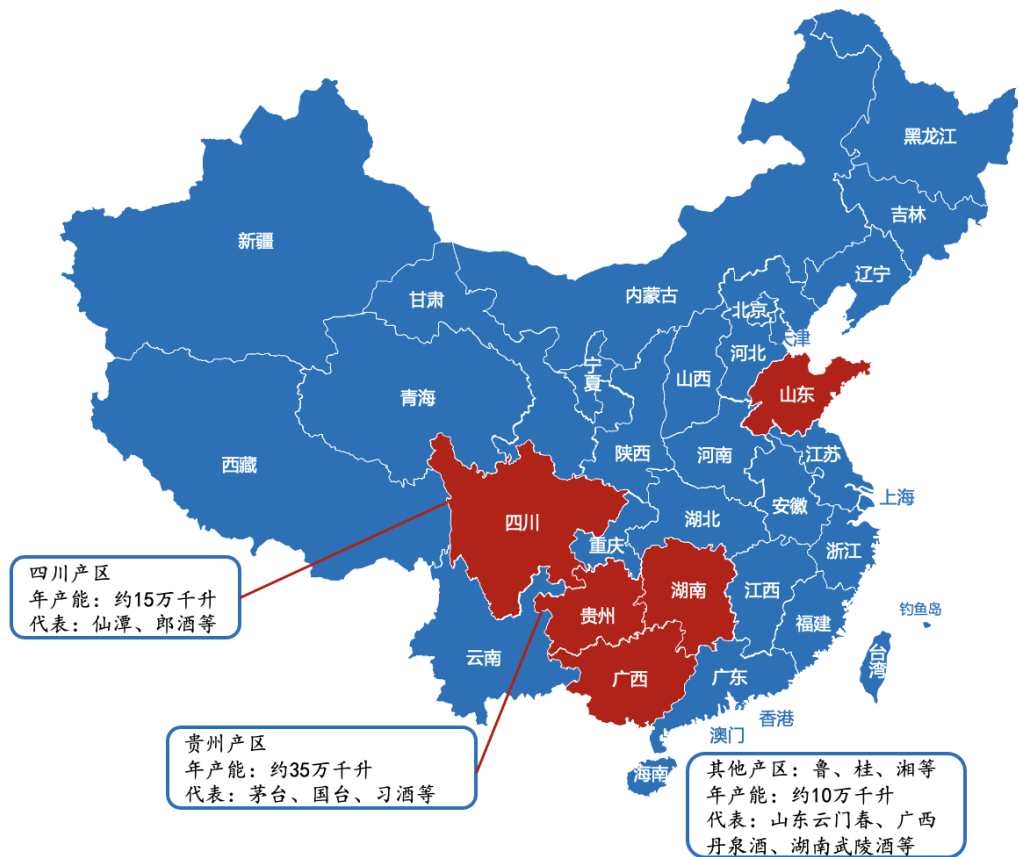
### 2.3.1 产能增长难度较大，凸显稀缺性

酱酒特征导致产能增长难度较大。酱酒主要分布在赤水河等特定产区，并且独特的“12987”生产工艺繁杂，酿造时间较长，也导致酱酒产能总体较低，提升难度较大，凸显酱酒的稀缺性。酱酒的生产酿造较为集中，约 90%的酱酒产能集中在贵州、四川的赤水河流域附近地区，产区呈现出以贵州为主，其他地区点状分布的格局。2020 年全国酱酒产能约为 60 万千升，其中赤水河酱酒产

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

能约为 50 万千升，极限容量是约为 60 万千升，占据了全国大部分产能。具体来看，贵州产区约有 35 万千升产能，其中仁怀市拥有 25 万千升产能，主要酱酒企业包括茅台、习酒、国台、金沙等；四川产区约有 15 万千升产能，主要酱酒企业包括郎酒、舍得吞之乎系列、五粮液永福系列等；其他地区产能约为 10 万千升左右，主要集中在山东、广西和湖南等地，代表的品牌包括山东云门春、广西丹泉酒、湖南武陵酒等。预计未来 5-10 年全国酱酒产能约为 80-100 万千升，增长较为缓慢。

图 23：贵州、四川为酱酒核心产区



资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

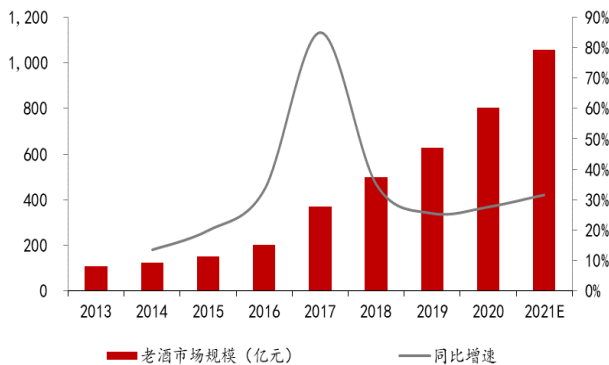
酱酒符合“老酒”的收藏属性，具有较大投资潜力。“老酒”一般指存放时间较长的酒，胡润研究院调研数据显示，2020 年我国老酒市场规模约 800 亿元，预计 2021 年超过 1050 亿元。酱酒由于制作工艺适合长期存放，存放时间越久，酒质越高，叠加酱酒产能扩产缓慢难度较大，更显稀缺性，因此天然具备投资和收藏的属性。

酱酒老酒相对于其他香型更具收藏价值。从价格上看，老酒的价格随着年份的

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

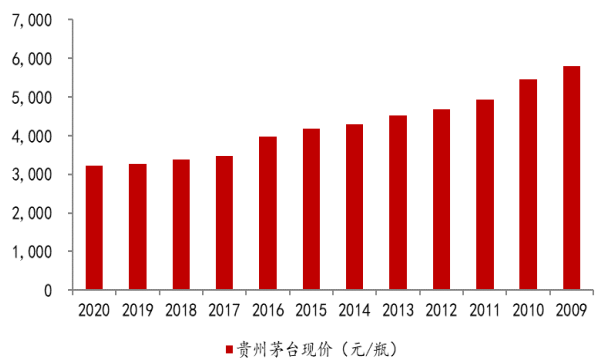
增长不断提升，2020年飞天茅台的零售价约为3200元/瓶，2009年飞天茅台的价格为5799元/瓶，且每一年的终端成交价都在上涨。现在已经形成了较为成熟的老酒的鉴定、回收、拍卖机制，如华致酒行、歌德酒行等。从拍卖的角度拉长时间看，茅台长期持有拥有较高的回报率，基本能够保持20%以上的年化收益率，高于浓香酒五粮液。

图 24：老酒市场规模拓展迅速



资料来源：《2020 中国老酒白皮书》，川财证券研究所

图 25：茅台价格随年份逐渐增长



资料来源：京东，川财证券研究所

表格 9. 收藏茅台回报率高于五粮液

茅台				五粮液			
年份	当年零售价 (元)	拍卖价 (元)	年化收益	年份	当年零售价 (元)	拍卖价 (元)	年化收益
1957	2.97	2530000 (2017年)	25.56%	1965	2	980000元 (2012年)	32.15%
1972	4.07	201600 (2018年)	26.49%	1978	7	433333元 (2019年)	30.04%
1978	8	95200 (2017年)	27.20%	1989	50	10000元 (2020年)	18.64%
1981	11.56	46670 (2017年)	25.94%	1991	60	8300元 (2020年)	18.53%
1992	200	19550 (2017年)	20.12%	1995	150	3580元 (2020年)	13.53%
2000	200	7980 (2018年)	22.73%	2000	180	3030元 (2020年)	15.16%

资料来源：酒业家，酱香酒说，wind，川财证券研究所

### 2.3.2 产品价格带清晰，渠道利润较高，助力酱酒销售高速增长

产品价格带清晰，超高端酒占比大。目前酱酒市场实现全价格带布局，其中超高端市场以2000元以上的飞天、生肖酒等精品茅台为主，收入占据整个行业




市场的 50%以上。酱酒高端价格带以青花郎、习酒君品、国台十五年、珍 30、金沙摘要十五年产品为主，经过多轮提价，目前终端价格平均维持在 1000 元以上，总体而言，除茅台外的酱酒品牌影响力较小，因此这一价格带酱酒单品较少，在收入与价格和茅台还有一定差距。400-800 元区间的次高端酒收入占比达 30%，这一价格带产品是茅台供不应求下的主流替代产品，承接了酱酒消费者需求，实现市场规模与单品数量持续增长。郎酒、习酒、国台等酒企在这一区间的核心产品均实现较快增长，其中郎酒红花郎 2019 实现营收 21.31 亿元，同比增长 25.62%；习酒窖藏系列和君品习酒 2020 年实现销售收入 59 亿元，同比增长 46.97%。

表格 10. 酱酒行业价格带核心单品一览

价格带	代表品牌	主要单品
超高端 (>2000)	茅台	飞天茅台、生肖酒、年份酒、精品茅台、青云郎
高端 (>1000)	郎酒	青花郎
	国台	十五年
	金沙	摘要 15 年
	珍酒	珍 30
次高端 (400-800)	茅台	赖茅、汉酱
	郎酒	红花郎 10、15
	习酒	窖藏 1998、金钻
	国台	国标
	钓鱼台	国宾、贵宾
中低端 (<400)	珍酒	珍 15
	茅台	王子、迎宾
	金沙	回沙
	习酒	习酱金

资料来源：公开资料整理，公司官网，川财证券研究所

表格 11. 酱酒企业积极布局高端价格带

品牌	主要产品	产品价格	产品简介	产品展示
郎酒	青花郎	1499 元	青花郎战略定位升级为“庄园酱酒”，并在多次提价后，建议零售价提至 1499 元/瓶	
习酒	君品	1399 元	推出君品习酒，定位于“中国高端酱香标准之作”，定价 1399 元/瓶	
国台	国台十五年	1499 元	推出核心战略产品国台十五年，被誉为“千元酱酒价值标杆”	

本报告由川财证券有限责任公司编制请参阅尾页的重要声明

珍酒 珍 30 1680 元 定位为“心怀万象，品味大成”，用 30 年以上陈香调味酒调味



资料来源：公司官网，京东商城，川财证券研究所

价格带主要集中在超高端和次高端，未来高端次高端有望实现快速发展。目前酱酒主要有四个价格带，其中 2000 元以上的超高端价格带，拥有 900 亿左右的市场份额，该价格主要有飞天茅台以及青云郎等产品，茅台占据了绝对的市场份额；未来有望形成 2500 亿市场，发展较为迅速。

1000-2000 元为高端价格带，拥有约 100 亿的市场份额，是现在酱酒中相对较为弱的价格带，主要有青花郎、君品习酒、国台十五年、珍酒 30 年等，该价格带由于有浓香百亿级单品，在品牌底蕴和张力还稍逊五粮液、国窖 1573 等品牌。但千元价格带将是白酒企业竞争的焦点，因此主流酱酒企业将在未来全力发力这个价格带。随着酱酒的品牌和产品力不断提升，未来高端价格带有望达到 900 亿元，成为发展最为迅速的价格带，并对浓香酒的高端产品形成一定的冲击。

400-800 元为次高端价格带，为主要酱酒企业的核心价格带，拥有约 400 亿元的市场份额。该价格带为酱酒企业的主要布局区域，代表产品包括红花郎 10、红花郎 15、国台国标酒、习酒窖藏 1988、珍 15 等，基本上所有的酱酒品牌均在此价格带推出核心产品，并且其中窖藏 1988、红花郎突破 10 亿销售额，成为次高端酱酒的大单品。我们预计未来次高端酱酒市场规模有望突破 1000 亿元，仍有 2.5 倍的市场增长空间。

低于 400 元的为中低端价格带，该价格带为酱酒的入门级消费，大约有 150 亿元的市场份额。中低端价格带是酱香酒的基础入门级市场。茅台王子酒、迎宾酒、回沙酒等均为该价格带的代表。该价格带目前拥有 150 亿左右市场份额，由于不是酱酒的主要竞争区间，因此我们认为未来各酱酒品牌均会在此价格带有所布局，但是整体市场规模发展不会太快，2030 年预计将会达到 400 亿元左右的市场规模。

## 表格 12. 千元价格带或成为最大变数

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

价格带	2020年		2030年	
	价位（元）	规模（亿元）	价位（元）	规模（亿元）
超高端	>2000	900	>2000	2500
高端	1000-2000	100	1000-2000	900
次高端	400-800	400	400-800	1000
中低端	<200	150	<200	400

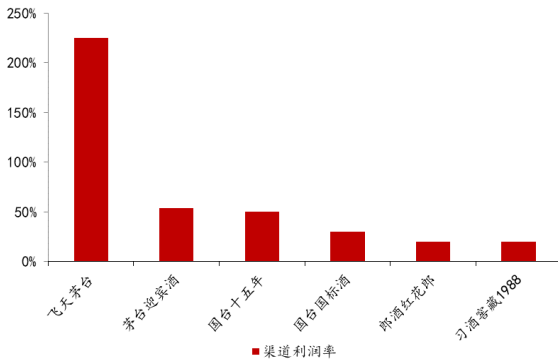
资料来源：权图酱酒工作室，川财证券研究所

**渠道利润率高，助力酱酒实现高速增长。**飞天茅台出厂价和终端零售价相比，渠道利润率高达 225%，其他类型的酱酒的渠道利润率也均高于 20%，相比之下白酒最大细分品类浓香型白酒的渠道利润率不足 20%。高利润直接的结果就是酱酒高速发展，由于酱酒仍处于高速发展阶段，价格透明度低使得酱酒渠道利润率较其他香型高，渠道推力足。目前酱酒价格带布局仍处于初步阶段，酱酒市场各价格带销售规模形成倒金字塔模式。浓香型白酒市场目前已形成细分极致化的价格带，从低端到高端各价格带均有大量知名核心单品布局，为消费者提供了多种选择，充分满足消费者浓香型白酒消费需求，为行业开拓广阔的市场空间。茅台目前已实现酱酒赛道价格带全覆盖，随着产能与单品影响力的进一步提升，以茅台为核心的酱酒行业市场规模或将维持高速扩张。

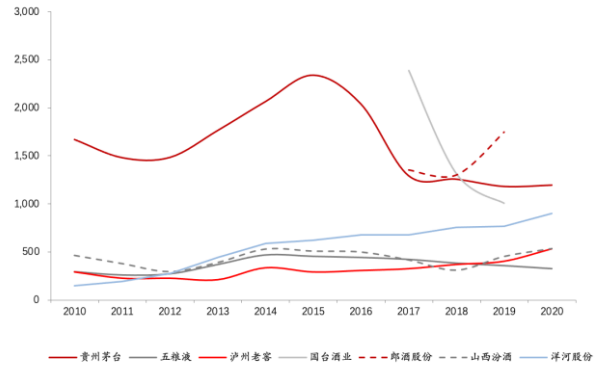
**酱酒存货周转天数持续下降，企业经营能力提升。**由于独特的生产工艺以及酱酒从原料到成品出厂需经过 5 年时间，长期储存使得酱酒企业的存货周转天数高于其他香型白酒，均在 1000 天以上。但随着酱酒热潮的兴起，酱酒企业采取积极的销售策略，存货周转显著优化，茅台的存货周转天数从 2016 年的约 2000 天下降到 2020 年的 1200 天，国台酒业从 2017 年的 2400 天下降到 2019 年的 1000 天，经营能力显著提升。

图 26：酱酒渠道利润率较高

图 27：酱酒存货周转天数持续下降



资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所



资料来源：京东，川财证券研究所

### 三、品牌化、强产品力和渠道改革将是酱酒发展的方向

#### 3.1 “一超两大多强”格局或将持续

酱酒行业呈现出“一超两大多强”的格局。从营收规模、品牌力、产品力、渠道力上，第一、二梯队的企业处于酱酒行业绝对领先的位置，竞争格局表现出层次分明的特点。

茅台是行业内绝对的龙头企业，“酱香热”很大程度上是由茅台所引领的。2019年营收为854.3亿元，市占率高达63.28%。其中2019年茅台酒营收758亿元，系列酒营收95亿元，王子酒、汉酱、赖茅、贵州大曲等单品收入破10亿元。

郎酒和习酒在营收上处于第二梯队，体量均超过70亿，并且实现了泛全国化的布局。郎酒2019年营收83.48亿元，其中酱香酒营收53.28亿元，市占率为3.95%，青花郎和红花郎两大单品营收分别达到30、20亿元；习酒2019年营收79.8亿元，市占率为5.91%，窖藏系列营收实现40亿元。随着茅台批价持续提升，打开了第二梯队的价格天花板，郎酒和习酒在未来有望实现全国化布局并享受价格带上移的红利。

第三梯队充分受益于近两年酱香酒行业爆发式增长营收规模集中在10-20亿，主要为国台、金沙、珍酒、钓鱼台。该梯队核心产品收入超过亿元，并在重点布局的几个区域市场势头强劲。第四梯队主要为营收规模10亿以下的中小型酱香酒企。

表格 13. 酱酒行业竞争格局一览

企业	2019年营收 (亿元)	同比增速	市占率	主要产品
----	--------------	------	-----	------

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



第一梯队	贵州茅台	854.3	15%	63.28%	飞天茅台、赖茅、茅台王子酒
第二梯队	郎酒	83.5 (酱酒 53.3)	12% (酱酒 39%)	3.95%	青花郎、红花郎
	习酒	79.8	41%	5.91%	窖藏 1988
第三梯队	国台	18.9	60%	1.40%	国标、国台龙酒、国台 15 年
	金沙酒	15.3	165%	1.13%	摘要
	珍酒	10.0	67%	0.74%	珍 15
	钓鱼台	10.0	25%	0.74%	国宾\贵宾
第四梯队	丹泉酒	5-10	150%		洞藏
	仙潭酒	5-10	-	共计	紫潭
	酣客	5-10	-	22.85%	酣客半月坛
	武陵酒	3.5	40%		武陵上酱

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

## 3.2 规模测算：未来 10 年酱酒行业规模有望达到 4800 亿元，CAGR 为 12%

### 3.2.1 从量价关系来看，酱酒未来 10 年行业规模有望达到 4800 亿元

量：2020 年全国酱酒产能约为 60 万千升，近几年由于酱酒热潮的兴起，各地酒企纷纷开启扩产扩张，或收购、或技改、或新建等，据不完全统计，未来 5-10 年，我国酱酒产能有望达到 80-100 万千升。我们在此取中位数，即 2025-2030 年现有规划的酱酒产能将全部达产，约为 90 万千升。由于酱酒的特殊工艺，产能达产并开启生产后需约 5 年才能投放入市场进行销售。我们假设产能利用率为 100%，因此 2016 年的销量约为 2011 年的产能，以此类推 2021 年的销量约为 2016 年的产能。按照现有的规划，2025 年产能基本全部达产，因此 2025-2030 年产能均约为 90 万千升。由此我们可以得到 2021-2030 年的酱酒销量，预计 2030 年我国酱酒销量约为 90.22 万千升，2021-2030 年 CAGR 为 8.47%，产能 10 年 CAGR 为 4.14%。

价：我国酱酒吨价从 2015 年的 28.29 万元/千升提升到 2020 年的 38.75 万元/千升，CAGR 约为 6%。由于酱酒的产能仍较为有限，且需求强劲，结合最近今年酱酒频频调价，我们认为得益于次高端和高端整体吨价的提升和主要酒企产品结构的升级，未来 10 年酱酒单价仍有较大提升空间，但提升的速度或有所放缓。现假设 2021-2025 年酱酒单价 CAGR 为 4%，2026-2030 年酱酒单价 CAGR 为 2%，我们得出 2030 年酱酒单价约为 54.09 万元/千升，2021-2030 年 CAGR 为 3.10%。

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

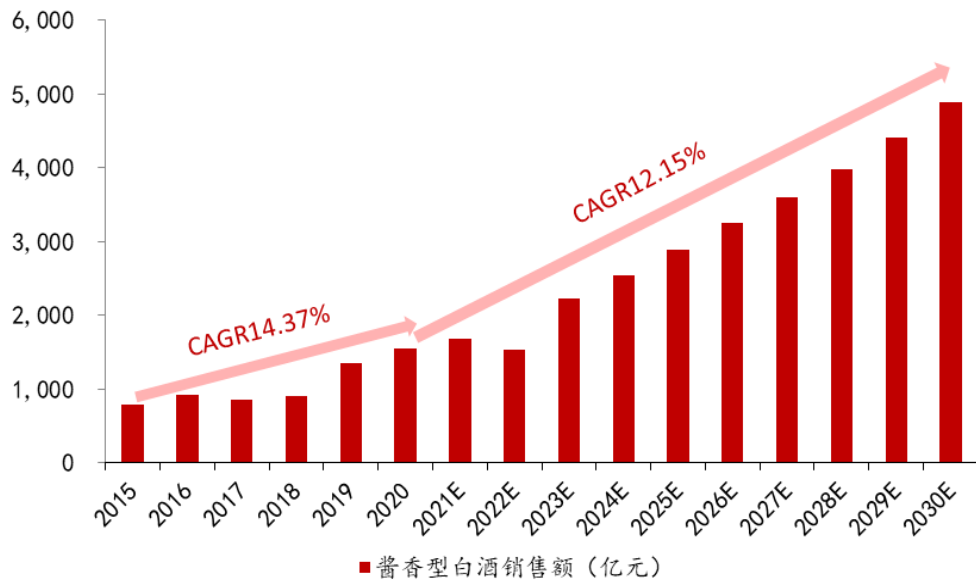
表格 14. 酱酒行业未来十年市场规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020
酱香型白酒销售额 (亿元)	917.00	847.00	906.00	1350.00	1550.00
酱香型白酒销量 (万千升)	32.00	35.00	38.00	39.00	40.00
销量 YOY	14.29%	9.38%	8.57%	2.63%	2.56%
吨价 (万元/千升)	28.66	24.20	23.84	34.62	38.75
吨价 YOY	1.31%	-15.55%	-1.48%	45.19%	11.94%
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
酱香型白酒销售额 (亿元)	1684.08	1537.85	2221.34	2541.21	2883.12
酱香型白酒销量 (万千升)	41.00	36.00	50.00	55.00	60.00
销量 YOY	2.50%	-12.20%	38.89%	10.00%	9.09%
吨价 (万元/千升)	41.08	42.72	44.43	46.20	48.05
吨价 YOY	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
酱香型白酒销售额 (亿元)	3253.31	3600.44	3984.60	4409.76	4880.28
酱香型白酒销量 (万千升)	65.10	70.63	76.64	83.15	90.22
销量 YOY	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
吨价 (万元/千升)	49.97	50.97	51.99	53.03	54.09
吨价 YOY	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%

资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，权图酱酒工作室，川财证券研究所

综上：我们认为 2021-2030 年我国酱酒行业销量 CAGR 为 8.47%，单价 CAGR 为 3.10%，2030 年我国酱酒的销量和单价分别为 90.22 万千升、54.09 万元/千升，销售收入约为 4880 亿元，2020-2030 年 CAGR 为 12.15%。

图 28：2030 年我国酱酒行业规模达到 4880 亿元



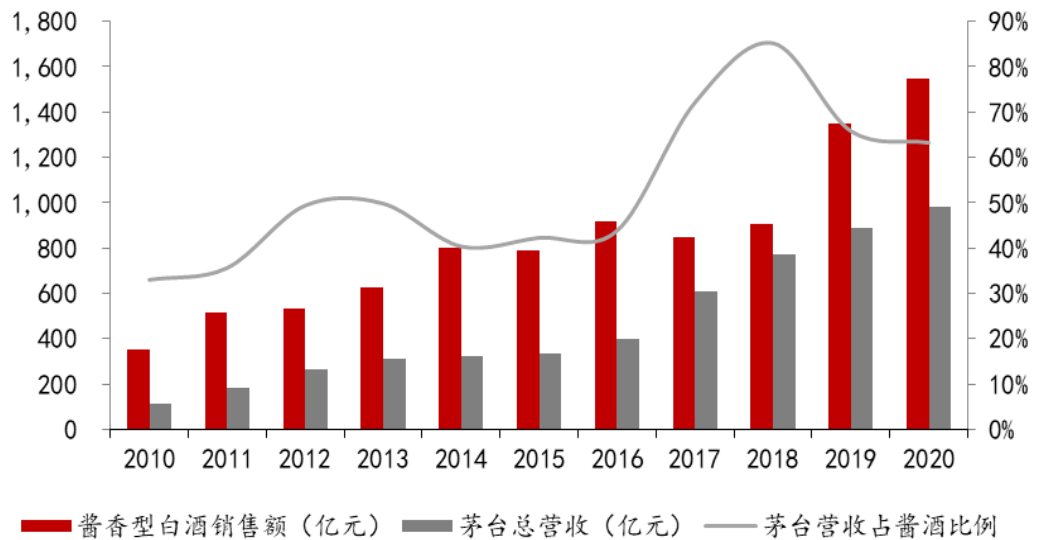
资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，权图酱酒工作室，川财证券研究所

### 3.2.2 从茅台发展来看，酱酒未来 10 年行业规模有望达到 4800 亿元

茅台占酱酒营收比重逐渐上升。近几年酱酒热潮主要是由茅台品牌的构建逐渐兴起的，特别是近两年原价飞天茅台出现一“酒”难求的现象。茅台的营收占整个酱酒行业销售收入的比重也持续上升，2018 达到峰值 85%，2019-2020 年稳定在 60%左右。我们认为，茅台酒的经营情况和销售收入极大的影响着酱酒整个行业的景气度和收入情况。

根据贵州茅台的十四五规划以及产能规划，我们认为 2021-2030 年茅台的营业收入保守估计将以 10%增速增长，根据 2015-2020 年茅台营收占整个酱酒行业销售收入的比重，我们假设 2021-2030 年期间，茅台营收预计将占酱酒行业销售收入的 50%-70%。我们分别计算占比为 50%、60%、70%情况下，2030 年酱酒行业的销售收入约为 5649、4707、4035 亿元，取三者平均值，2030 年酱酒行业销售收入约为 4800 亿元，CAGR 为 11.97%。

图 29：2010-2020 年茅台占酱酒营收比重逐渐上升



资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，公司公告，川财证券研究所

表格 15. 根据茅台收入测算酱酒行业未来十年市场规模

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
茅台总营收 (亿元)	1111	1279	1449	1594	1754	1929	2122	2334	2568	2824
茅台营收 YOY	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
茅台营收占酱酒比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
酱香型白酒销售额 (亿元)	2221	2557	2899	3189	3507	3858	4244	4668	5135	5649
茅台营收占酱酒比例	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
酱香型白酒销售额 (亿元)	1851	2131	2416	2657	2923	3215	3537	3890	4279	4707
茅台营收占酱酒比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
酱香型白酒销售额 (亿元)	1587	1827	2070	2278	2505	2756	3031	3334	3668	4035

资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，公司公告，川财证券研究所

综合上文两种测量方式，我们认为 2030 年酱酒行业市场规模有望达到 4800 亿元，10 年 CAGR 为 12%，行业成长空间约为 3 倍，具有较大发展潜力。

### 3.3 产能提升是酱酒发展的重要基础

产能成为酱酒企业核心竞争力之一。由于复杂的生产工艺以及较长的生产周期，酱酒产能扩张的速度和总量均受限，因此未来能够在产能上取得优势的企业将在激烈的竞争中取得先发优势。从产能来看，贵州茅台无论是现有产能还是规划产能在酱香型白酒企业中都处于绝对的领先地位，其高端系列飞天茅台也将成为酱酒行业中的帆，影响着整个行业的发展。郎酒和习酒作为酱酒行业的两

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

强，其规划产能也处于领先地位，郎酒通过二郎、吴家沟（二期）、盘龙湾基地技改项目，规划产能达到 5 万吨；习酒也将每年新增 5000 吨产能，最终产能达到 5 万吨。国台酒业成功并购怀酒后拥有国台酒业、国台酒庄、国台怀酒三个生产基地，预计从 2026 年起产能将稳定在 2.6-2.8 万吨。从产能规划来看，茅台酒、茅台系列酒、郎酒、习酒、国台酒业现有产能分别为 5.02、2.51、1.80、2.00、0.53 万吨，规划产能为 5.60、5.60、5.00、5.00、2.80 万吨，规划产能增长较快，将具备较强的竞争优势。

**未来 2-3 年将成为产能扩张的提速阶段。**随着各大酒企纷纷宣布产能扩张或者技改计划，酱酒行业整体产能门槛有较大提升。首先便是一、二梯队的企业即贵州茅台、郎酒、习酒将规划产能提升至 5 万吨以上，茅台甚至形成了茅台酒和茅台系列酒 2 个 5 万吨产能；其次主要的酱酒企业将产能提升至 1 万吨以上，包括国台、金沙酒、珍酒、丹泉酒、仙潭酒、安酒等均将产能提升至 1-2 万吨以上。

**产能出清和行业整合将会加剧，赤水河流域有望持续受益。**随着越来越多的外部资本持续涌入酱酒行业，叠加部分非传统酱酒的白酒企业切入酱酒赛道，行业将会进入高速发展和分化发展并存的阶段。由于酱酒酿制的水土、气候、生态等一系列要求，赤水河流域上下游将是布局酱酒产业的最好区域，但该地区产能增长有所限制，因此酱酒的产能无法无限制的增长，赤水河流域特别是茅台镇的中小酒厂将得到有效整合，同时随着资本的入场，部分小作坊将在竞争下或以并购的方式得以出清。新一轮的酱香酒产能扩张有望持续 3-5 年时间并在 2025 年左右逐步释放。

表格 16. 主要酱酒企业产能以及扩建情况

企业	现有产能 (万吨)	规划产能 (万吨)	增幅 (%)	在建产能情况
茅台酒	5.02	5.6	12%	十三五中华片区茅台酒技改工程
茅台系列酒	2.51	5.6	123%	3 万吨酱香系列酒技改工程
郎酒	1.8	5	178%	二郎、吴家沟（二期）、盘龙湾基地技改项目
习酒	2	5	150%	1.9 万吨酱香酒及配套项目
国台	0.53	2.8	428%	国台酒庄 1000 吨产能提升项目、国台怀酒基地 1000 吨复产技改、6500 吨技改项目及国台酒庄万吨白酒技改项目
金沙酒	1.9	3	58%	万吨基酒扩建项目
珍酒	0.5	3	500%	百亿珍酒增产扩能项目，新增年产优质酱香白酒 3 万吨
钓鱼台	0.3	0.3	0%	/

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

劲牌	0.5	1.3	160%	新增年产 8000 吨酱香型白酒技改项目
仙潭酒	2	2.5	25%	新增 15 个车间
贵州安酒	1.2	2	67%	3 万吨“安酒赤水酒谷”

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

### 3.4 强产品力是酱酒企业发展的支撑

在我们上一篇深度报告《四川区域白酒行业深度报告：技改增加高端产能，产品力提升奠定川酒未来发展基础》中我们详细的分析了高端产能扩张、酒质提升（中高端白酒占比高）和营收增长成正相关态势，我们得出一个结论，即在产品周转天数越长，从侧面反映出白酒产品平均酿造周期长，产品质量将越高，相关企业的盈利情况越好，这一关系在酱酒中尤为显著。

**在产品周转天数与公司盈利情况基本呈正比。**我们可以看到，在产品周转天数和公司毛利率水平基本呈现正相关，即公司产品质量越高、中高端酒产能越高，公司盈利能力越高。总体来看，酱香型白酒企业的在产品周转天数显著高于其他香型，随着在产品周转天数的增长，其毛利率保持同向增长趋势，这与酱酒独特的“12987”生产工艺有关，且酱酒需要经过 3 年窖藏，5 年方可出厂，也大大提高了在产品的周转天数。独特的酿造工艺使得酱酒的品质较高，其所获的毛利率也就越高。其中郎酒股份和国台酒业由于仍处在快速发展期，毛利率上升明显，已经处于上市酒企的头部区域，净利率在期间费用的控制下有望继续上行，并且随着前几年大力宣传，品牌效应逐渐显现，有望持续获益。

表格 17. 在产品周转天数与公司盈利情况比较分析（红色数值高，绿色数值低）

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

香型	公司	2019			2018			2017		
		在产品周转天数	毛利率	净利率	在产品周转天数	毛利率	净利率	在产品周转天数	毛利率	净利率
酱香	贵州茅台	1025.63	91.30%	51.47%	1059.73	91.14%	51.37%	1045.49	89.80%	49.82%
	郎酒股份	1557.63	80.76%	29.27%	1162.21	75.15%	9.71%	1209.16	67.47%	5.91%
	国台酒业	954.98	75.43%	21.75%	1275.77	73.08%	20.42%	2299.39	71.02%	8.28%
浓香	五粮液	275.41	74.46%	36.37%	307.55	73.80%	35.07%	345.62	72.01%	33.41%
	泸州老窖	249.84	80.62%	29.35%	226.59	77.53%	26.89%	211.59	71.93%	25.03%
	水井坊	773.43	82.87%	23.35%	731.41	81.87%	20.55%	691.24	79.06%	16.38%
	ST舍得	1208.80	76.20%	20.32%	1231.62	72.63%	16.86%	1748.29	74.62%	8.67%
	洋河股份	666.77	71.35%	31.94%	656.34	73.70%	33.59%	580.23	66.46%	33.23%
	古井贡酒	319.66	76.71%	20.71%	345.99	77.76%	20.04%	347.95	76.43%	17.01%
	今世缘	424.95	72.79%	29.94%	513.16	72.87%	30.80%	569.06	71.71%	30.33%
	金徽酒	321.12	60.72%	16.56%	260.09	62.30%	17.68%	189.30	63.01%	18.98%
	迎驾贡酒	600.32	64.36%	24.66%	516.85	60.92%	22.34%	498.90	60.64%	21.26%
皇台酒业	994.08	75.00%	68.84%	1067.53	24.07%	-374.71%	747.41	36.07%	-248.80%	
清香	山西汾酒	215.94	71.92%	17.29%	172.77	66.21%	16.63%	255.98	69.84%	16.63%
	顺鑫农业	0.24	36.20%	5.49%	0.68	39.96%	6.03%	0.88	33.92%	3.77%
其他香型	酒鬼酒	735.38	77.75%	19.81%	933.84	78.83%	18.76%	1188.39	77.94%	19.83%
	口子窖	595.01	74.97%	36.82%	559.75	74.37%	35.90%	562.00	72.90%	30.91%
	金种子酒	409.17	37.87%	-22.29%	293.54	51.25%	7.82%	265.58	52.75%	0.71%
	老白干酒	272.50	61.47%	10.03%	222.06	61.15%	9.78%	195.34	62.42%	6.45%

香型	公司	2016			2015			2014		
		在产品周转天数	毛利率	净利率	在产品周转天数	毛利率	净利率	在产品周转天数	毛利率	净利率
酱香	贵州茅台	1638.78	91.23%	46.14%	1936.39	92.23%	50.38%	1700.85	92.59%	51.53%
	五粮液	366.93	70.20%	28.75%	375.69	69.20%	29.60%	387.43	72.53%	28.83%
	泸州老窖	186.80	62.43%	23.48%	159.20	49.40%	22.47%	173.92	47.61%	18.23%
浓香	水井坊	948.92	76.16%	19.11%	1159.27	75.30%	10.29%	2066.55	68.09%	-110.40%
	ST舍得	1349.16	64.16%	5.49%	1170.12	50.44%	0.62%	877.55	50.66%	0.93%
	洋河股份	582.35	63.90%	33.78%	547.57	61.91%	33.42%	517.72	60.62%	30.73%
	古井贡酒	306.30	74.68%	14.13%	265.03	71.27%	13.62%	240.98	68.63%	12.84%
	今世缘	581.40	70.96%	29.50%	524.45	70.01%	28.15%	457.78	70.59%	26.76%
	金徽酒	157.98	61.33%	17.37%	140.75	60.10%	14.02%	66.85	57.15%	12.31%
	迎驾贡酒	464.13	61.77%	22.49%	336.91	58.33%	18.12%	216.28	54.57%	16.44%
皇台酒业	168.96	18.74%	-93.13%	636.50	58.92%	1.29%	1265.96	60.32%	-68.60%	
清香	山西汾酒	329.51	68.68%	14.56%	321.41	67.37%	13.12%	304.76	67.44%	9.14%
	顺鑫农业	0.66	34.54%	3.79%	2.91	37.28%	3.98%	4.82	33.67%	3.85%
其他香型	酒鬼酒	1368.07	74.99%	14.82%	1226.69	70.47%	12.35%	1352.16	59.87%	-26.68%
	口子窖	621.63	72.44%	27.68%	530.11	69.83%	23.43%	463.12	67.59%	18.69%
	金种子酒	223.82	55.26%	1.22%	185.56	59.58%	3.03%	156.71	62.35%	4.27%
	老白干酒	158.09	59.23%	4.55%	137.72	56.94%	3.21%	141.75	58.17%	2.80%

资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

### 3.5 以大单品为核心的渠道建设是酱酒发展的重要保障

白酒企业主要分为三种销售渠道模式：

**厂家主导模式：**即白酒生产厂家在整个销售链条中占据主导地位，厂家对于下游的经销商控制力较强；代表企业为贵州茅台的小商模式+自营渠道，以及洋河股份的1+1模式，厂家凭借强大的管理能力直控终端，直供终端；

**经销商主导的大商模式：**即以经销为主导，厂家在当地的市場开发责任移交给经销商，厂家自身则专注于产品生产及品牌的总体宣传，不针对每个区域市场进行深度的渠道开拓。这一模式包括五粮液的“大商制模式”、口子窖的“区域总代模式”、以水井坊为代表的“新总代模式”（经销商主导、厂家配合）、

本报告由川财证券有限责任公司编制请参閱尾页的重要声明

以及以伊力特为代表的“买断式模式”。

厂家与经销商合作模式：即厂家制定出某种制度（或股权、或产品、或现金分红的形式），让经销商在为企业开拓市场的同时亦能分享企业成长的红利，收益共享以实现充分激励。如泸州老窖的“柒泉模式”及改革后的“品牌专营模式”。

我们认为三种模式均有优点也有缺点，酱酒企业只有根据自身企业特点，探索出一条属于自己的渠道经营模式，才能在激烈的竞争中取得优势。大单品战略能有效集中企业的优势资源，同时能避免过多产品线造成的品牌稀释状况，因此我们认为聚焦核心大单品的渠道建设有望成为酱酒渠道的发展方向。

表格 18. 主要白酒代表企业渠道模式对比

	茅台	郎酒	五粮液	泸州老窖	洋河
营销模式	厂家主导的小商模式+自营渠道	五大事业部+大商模式	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	厂家主导的1+1模式，厂家直控终端
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	设立郎酒销售公司，下设综合渠道事业部主要负责电商直营，青花郎、郎牌特曲、小郎酒三大事业部，主要负责青花郎、红花郎、郎牌特曲、小郎酒系列产品销售，郎酒庄园事业部负责奢奢定制白酒的直销；同时设立青花郎办事处，建立由大商组成的核心渠道	总代模式是一种经销商主导的营销模式，指厂家以省或区为单位，指定实力强的大经销商来担任总代，由其全权代理所在区域的产品销售活动	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；品牌专营公司全部由经销商持股，销售人员和管理层由公司任命；品牌专营公司供货至经销商或者直接供至终端，一般只有一级经销商	厂家委派业务代表入驻经销商，或在经销商主导市场设立办事处，其中分公司或办事处直接承担市场开发、品牌推广、消费者培育等，经销商主要负责物流和资金周转；所有经销商由厂家直控，厂家直接供货，不存在二三级分销商
优势	小商资金周转和库存压力小，不易产生压货、窜货等扰乱市场秩序行为；厂家对小商管控力强，有利于实现渠道精细化，保持对终端市场的敏锐度	贴合公司全国化战略，由事业部垂直运作，对终端控制加强；通过综合渠道事业部和郎酒庄园事业部加大直营渠道建设	厂家可借助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	贴合公司大单体战略，避免经销商只销售赚钱的单品，造成不赚钱的单品积压了；渠道层级减少为三层，对终端控制加强；绑定经销商和厂家利益	厂家对经销商渠道控制力最强，对价格、库存都有很好的控制，对市场变化感知强
劣势	小商资金实力、营销能力劣于大商	大商追求资金周转，不利于挺价	大商追求资金周转率往往低价出货，不利于挺价；厂家对经销商控制不强，价格体系易混乱，导致区域间窜货	相对于厂家主导模式，对经销商渠道控制不强，价格体系容易发生混乱；厂家对经销商依赖程度高	对厂家管理要求高，需大量营销人员，市场开发费用大；经销商前期被看重，但厂家掌握市场后，经销商地位弱化，容易成为配送商角色，积极性缺

本报告由川财证券有限责任公司编制请参阅尾页的重要声明



未来发展方向	茅台对经销渠道依赖较低，出厂价与零售价差价大，未来或将继续减少经销商渠道占比，提高直营比例了；深化专卖店渠道，贴合大众消费需求	控制经销商数量，提高经销权稀缺性；保障核心商家的经销区域、经销年限与秩序；建立经销商分类管理体系，对优质商家重点扶持	加快扁平化建设，向小商+专卖店模式转型，进行营销战区改革适应扁平化管理；加强信息化建设，提升公司渠道管控能力	五大单品团队下沉至区县，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	进一步强化终端基础工作，实现厂家主导，直控直供终端，公司着力推进深度分销模式，打造渠道极致化
--------	---	--	--	--	--

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

### 3.6 品牌化、高端化将成为必由之路

#### 3.6.1 品质提升和品牌化是竞争的前提

品牌是白酒企业的核心竞争要素。随着消费升级和名酒集中化时代的来临，中国白酒行业也逐渐进入深度化时代，随着产量的下滑以及利润的提升，白酒行业从量价齐升转为量减价升的发展阶段。在这一阶段品牌力的竞争显得尤为重要，部分酱酒企业的品牌底蕴、知名度相比浓香型酒企有一定不足，因此市场营销和品牌宣传便成为酱酒企业未来 3-5 年发力的重点。其中郎酒、习酒、国台、珍酒、金沙酒等均在央视的核心频道和重点节目的黄金时段进行广告投放，以提高品牌的知名度；钓鱼台主要以构建授权专卖体系为主，提升品牌附加值；安酒则主打高铁等铁路媒体，进行广告宣传；另外签约知名演员、明星作为品牌代言人，打造庄园等酒旅项目以及举办品鉴会等方式持续提升品牌力。

表格 19. 酱香型白酒在白酒企业品牌影响力排行榜中占据 4 席

排名	公司名称	品牌辨识度	企业口碑	企业信用度	品牌影响力	香型
1	五粮液	86.68	78.90	77.71	83.45	浓香
2	贵州茅台	90.00	76.48	60.00	82.94	酱香
3	泸州老窖	84.23	80.42	64.27	81.09	浓香
4	四川郎酒	82.77	77.67	77.49	80.72	酱香
5	舍得酒业	82.27	76.94	80.48	80.49	浓香
6	贵州习酒	81.18	77.71	81.06	80.13	酱香
7	贵州珍酒	75.64	86.76	84.85	79.90	酱香
8	山西汾酒	80.21	77.71	80.55	79.49	清香
9	酒鬼酒	84.46	74.74	61.48	79.24	其他香型
10	古井贡酒	80.38	78.61	73.28	79.14	浓香

资料来源：人民网舆情数据中心，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制请参阅尾页的重要声明

表格 20. 酱香型酒企均发力市场营销，构建品牌形象

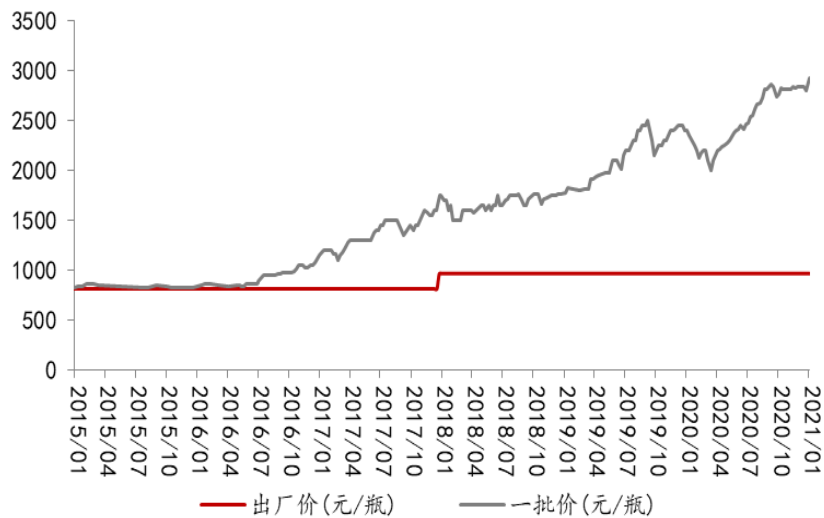
企业	品牌宣传活动
郎酒	广告投放：以 CCTV-1《黄金档剧场》为主力投放，CCTV-2、3、4、7、8、9、11 七大频道黄金时段硬广作为辅助，以更响亮的品牌声音，更强大的传播效果，主推郎酒实现全线产品传播战略大布局；打造郎酒庄园，青花郎战略定位升级为“庄园酱酒”。
习酒	运用高端媒体平台如央视、主流门户网站、航空媒体、高铁媒体、城市大屏、高速公路媒体等资源着力塑造习酒·窖藏 1988 的品牌形象；打造的一系列品牌 IP 活动；利用“我是品酒师，醉爱酱香酒”、“习酒·我的大学”等大型消费者互动活动加强与消费者的沟通交流，签约陈道明代言习酒窖藏系列。
国台	围绕“品质、品牌、价值、文化、科技、数字、生态、体验、社群”9 大模式赋能品牌营销，拓宽营销渠道；入选 2018 年“CCTV 国家品牌计划”；广告在 CCTV-1《焦点访谈》、CCTV-13《共同关注》等栏目播放；签约唐国强代言国台酒业。
珍酒	围绕珍酒的传奇故事讲述文化珍酒；开年广告《今晚喝珍酒》在 CCTV-1 新闻联播前倒四位置、新闻频道、9 套的黄金广告时段高频次、长期投放；签约国家一级演员刘劲作为品牌代言人；优化品牌资产梳理以及打造专卖店和体验馆的沉浸式体验；通过广告投放、品鉴会、文创 IP 等多个渠道来实现珍酒品牌的迭代升级。
金沙酒	与央视广告战略合作签约，围绕金沙酒业双品牌升级策划、推广、打造等方面进行深度合作，先后在央视 1 套、2 套和 7 套投放广告；开启数字化营销，建立『ONE DATE ON SERVICE』统一数据中心，围绕一个中心，基于数据提供多场景应用；签约刘烨成为摘要酒系列代言人。
钓鱼台	构建授权专卖体系，分为体验馆、品鉴馆、专卖店、专柜四种层级和形式，把授权店的销售功能和体验功能集于一身，提升钓鱼台品牌附加值。
安酒	在全国 400 余个城市，430 余座火车站，1000 余个候车室的媒体资源上覆盖安酒产品广告；打“安酒赤水酒谷”酒旅项目以弘扬白酒文化和提升自身价值。

资料来源：公司官网，新浪新闻，川财证券研究所

### 3.6.2 价格驱动引领酱酒高端化和次高端化

茅台批价上涨打开高端、次高端酱酒价格带天花板，酱酒行业有望整体收益。茅台批价持续走高，近期整箱茅台批价已经到 3200 元/瓶左右。高端酱酒批价持续上行打开提价空间，价格成为主要驱动力，同时也释放了渠道利润。

图 30：飞天茅台出厂价、一批价持续走高



资料来源：国酒财经，wind，川财证券研究所

酱酒具备较强提价能力，有望实现量价齐升。由于酱酒的高品质以及茅台带来的酱酒热影响，市场对酱酒的需求量旺盛，配额稀缺，多家酱酒企业在最近一年里均对旗下产品进行了提价的操作。郎酒青花郎从2019年开始多次提价，2020年9月建议零售价提升至1500元/瓶，剑指高端市场；习酒窖藏1988和窖藏30年系列等相继提价；国台针对龙酒、十五年、国标酒等均有不同程度的提价，提价幅度在30-200元/瓶不等。各大酱酒企业纷纷通过提价以及推出高端新品以抢占高端和次高端市场，提升产品品牌力。目前2000元以上价位带为飞天茅台酒所垄断，青花郎逐渐像1000-1500价位带发起冲刺并有望站稳。1000元以下的次高端价格带将成为其他品牌争夺的主要区间。

此次酱酒热潮主要为消费需求驱动带动，主要表现为随着经济的发展和消费的升级，酱酒的高端品质能够很好的迎合消费升级的需求。超高端方面，茅台一家独大，高端和次高端腰部承接消费红利。随着茅台酒批价持续坚挺，主要的酱酒企业有望通过提价等方式站稳次高端、高端区间，有望实现量价齐升，高端化成为了酱酒行业发展的必由之路。

表格 21. 酱酒企业提价情况

酒企	时间	具体提价政策
郎酒	2019年6月	青花郎出厂价在原有价格基础上单瓶上调79元，提价产品有：53度青花郎500ml、44.8度青花郎500ml、39度青花郎500ml。
	2020年6月	53度500ml红云郎酒出厂价上调199元/盒，建议零售价4589元/盒；53度998ml红运郎酒出厂价上调499元/盒，建议零售价8889元/盒。53度500ml青云郎酒出厂价上调299元/盒，建议零售价为8489元/盒；53度998ml青云郎酒出厂价上调699元/盒，建议零售价为18579元/盒。

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

	2020年7月	53度酱香型白酒青花郎全国统一零售价格上调至1299元/瓶,并计划3年内价格提升至1500元。青花荟会员权益价格从989元/瓶上调至1049元/瓶。
	2020年9月	青花朗建议零售价调整为1499元/瓶。
习酒	2019年7月	1988出厂价上调40元/瓶,1998出厂价上调20元/瓶。
	2019年12月	金钻调整后终端价428元/瓶;银钻调整后终端价258元/瓶;金质调整后终端价298元/瓶;银质调整后终端价188元/瓶。
	2020年10月	53°习酒·窖藏30年每瓶上涨218元;53°习酒·窖藏15年每瓶上涨108元;53°习酒·窖藏1988每瓶上涨50元;53°金质习酒每瓶上涨13元;53°银质习酒每瓶上涨13元;53°老习酒(2018)每瓶上涨10元。
金沙酒	2019年1月	金沙全线产品价格上调10%-30%
	2020年1月	上涨750ML摘要酒出厂价与零售价,涨价幅度达15%。
	2020年8月	摘要酒全系产品出厂价与终端零售价上调10%
	2020年11月	定制酒酒体出厂价上调30%-40%。
国台	2020年11月	国台龙酒出厂价涨200元。
	2020年12月	国台十五年出厂价涨100元。
	2021年1月	国台国标酒(500ml,含雅鉴版)供货价上调60元/瓶;国台国标酒(375ml)供货价上调45元/瓶;国台酱酒(500ml)供货价上调30元/瓶。
	2021年2月	2015年酿造国台国标酒(500ml)提高50元/瓶,2014年酿造国台国标酒(500ml)提高100元/瓶。
珍酒	2020年10月	珍三十取消搭赠政策,并加收40元/瓶物流保证金,珍十五(经典版、匠心版)开票价上涨30元/瓶,珍五(金版)开票价上涨7元/瓶;老珍酒开票价上涨4元/瓶。
	2021年2月	珍三十开票价上调100元/瓶,并收取100元/瓶物流保证金;老珍酒开票价上调10元/瓶,并收取7元/瓶物流保证金。
钓鱼台	2020年7月	钓鱼台国藏系列酒“家”每瓶价格上调50元,钓鱼台国藏系列酒“国”“天下”每瓶价格上调30元。
	2020年10月	公司A类、A++类基酒价格上调20%。
	2020年12月	钓鱼台国藏系列酒“国”每瓶开票价上调110元,“天下”每瓶开票价上调110元。

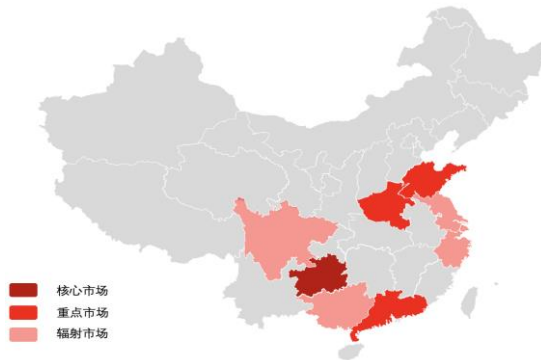
资料来源:酒说,川财证券研究所

### 3.7 消费区域全国化是发展方向

酱酒仍处在快速发展阶段,全国范围内成长空间较大。目前酱酒还属于相对较小的香型,产量仅占白酒行业整体产量的8.10%,销售收入占白酒行业总销售收入的26.56%,市场较为分散,集中度较低。酱酒现在仍处在区域发展阶段,贵州作为酱香型白酒的大本营,市占率极高,酱酒的消费占比约为90%以上;其次一些具备较强的经济实力并且拥有良好的白酒消费基础的省份,由于本地没有较知名的白酒品牌,酱酒消费发展速度较快,比如广东、河南、山东酱酒消费占比在2013年均约为5%左右,发展到2020年酱酒消费占比分别达到约50%、50%、30%;另外江苏、浙江、福建等经济较发达、消费水平较高的省份酱香型白酒发展也较为迅速。

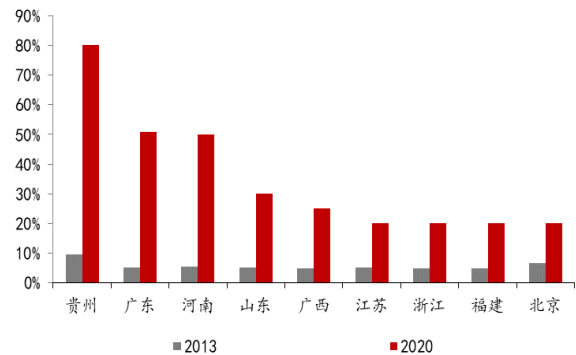
本报告由川财证券有限责任公司编制,谨请参阅尾页的重要声明

图 31： 酱酒主要市场分布



资料来源：权图普酒工作室，川财证券研究所

图 32： 全国主要酱酒市场消费占比提升显著



资料来源：权图普酒工作室，中国酒业协会，川财证券研究所

加快全国化布局，省外扩展成为重点。现在酱酒主要在盛产酱酒的省份销售情况较好，在经济较发达的地区也有良好的发展。随着贵州、山东、河南、广东等强势地区的发展，酱酒消费逐渐朝周边的省份特别是其他香型并不发达的省份开始蔓延。通过茅台的迅速发展以及在全国市场的长期培育，主要酱酒企业在广西、江苏、浙江、北京等地均有较快发展。其中茅台系列酒实行“5+5”战略，山东、河南等地突破 10 亿，超 10 个市场突破 1 亿；郎酒初步完成全国化布局，山东市场突破 10 亿，多个市场规模过亿；习酒河南、广东、山东市场超 10 亿，并在省外布局 30 个片区；国台、金沙等酒企均在稳固省内市场的同时，积极布局省外市场，力图实现全国化布局。

酱酒全国化进程有望持续发展。目前酱酒受限于产能以及香型培养期，仍以打造样板市场为主，未来酱酒向全国化发展提升空间仍较大。具体来看，全国范围内，大多数省份仍以浓香型白酒消费为主，市场占比可达到 70%，在这些省份，酱香酒仍处在消费者培育阶段，具备较大提升空间；而在酱香型白酒的核心以及重点市场，消费也主要集中在城镇区域，下沉市场仍有较大提升空间。因此，随着酱酒的产能释放，具备品牌效应，拥有较高产能储备，以及高品质的全国化产品的企业有望实现较快发展。

表格 22. 主要酱酒企业省外市场布局情况

品牌	省外市场布局情况
茅台	茅台制定营销策略渠道下沉，深耕市场的营销策略。其中“5+5”（5 个核心市场和 5 个潜力市场）市场地县经

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

销网络全覆盖，一般市场地级经销网络达到 60%以上。力行渠道扁平，全方位拓展三、四线城市市场，拓展地级、市级、县级、乡级市场。河南市场规模突破 20 亿，在山东、贵州、广东突破 10 亿元。

**郎酒** 郎酒河南、山东市场规模约 10 亿，其中青花郎占比约 50%；广东市场规模均达到 5 亿；湖北、福建销售额均达到 2 亿以上，其中，郎酒在福建市场营收接近 3 亿，同比增速超过 30%；云南、安徽销售规模达 1 亿元

**习酒** 河南市场规模 25 亿，广东 13 亿、山东 10 亿，浙江 3 亿。2019 年全力扩大省外市场占比，推动习酒从区域强势品牌到全国知名品牌转变。习酒全国片区市场将达到 44 个，其中省内占 14 个，省外细分为 30 个片区，力争打造一亿级片区 12 个、两亿级片区 18 个，省外市场的全国销售占比力争超过 60%。

**国台** 2019 年打造 10 个重点市场。其中打造一个 3 亿级市场—广东，一个 2 亿级市场—河南，打造江苏、山东、浙江等 6-8 个亿元级市场。

**金沙** 现河南省规模 7 亿，山东 2 亿左右，广东 1 亿元。加快布局全国市场，打造 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。开拓省外空白区域，两年实现省会城市区域全覆盖，五年实现地级市以上区域全覆盖。

资料来源：酒业家，云酒头条，公司官网，川财证券研究所

#### 四、潜力酱酒公司情况分析

酱酒企业中，茅台竞争力最强。从产能看，茅台酒、茅台系列酒、郎酒、国台现有产能分别为 5.02、2.51、1.80、0.53 万吨，规划产能分别为 5.6、5.6、5.0、2.8 万吨；从盈利情况看，茅台毛利率、净利率最高，郎酒其次；从全国化情况看，茅台实现全国化布局，郎酒以西南和华东为主，国台以华中、华南为主，郎酒和国台全国化进程加快了；从品牌看，茅台高端定位清晰，具有极强的品牌价值，郎酒定位升级为“庄园酱酒”，国台聚焦中高端酱酒价格带；从渠道上看，茅台是厂家主导的小商模式+自营渠道。郎酒是五大事业部+大商模式，国台是经销商入股。

表格 23. 主要酱酒企业核心竞争力分析

品牌	茅台	郎酒	国台	
产能	现有产能：茅台酒（5.02 万吨）、茅台系列酒（2.51 万吨） 规划产能：茅台酒（5.6 万吨）、茅台系列酒（5.6 万吨）	现有产能：1.8 万吨 规划产能：5 万吨	现有产能：0.53 万吨 规划产能：2.8 万吨	
产品力	在产品周转天数	1025.63	1557.63	955.23
	存货周转天数	1181.88	1747.57	1008.40
	毛利率	91.41%	80.76%	75.43%
	净利率	52.18%	29.27%	21.75%
全国化情况	实现全国化布局	全国化布局进程加快，西南和华东是重点区域，合计销售占比达 57.55，华南、西	全国化布局持续推进，华中、华南、华北、华东、西南、西北收入占比分别为 33%、27%、14%、12%、	

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

		北、东北增速较快	10%、5%，华中和华南收入占比提升显著，合计约占60%
品牌	“世界名酒”，公司对茅台高端品牌的定位始终清晰，在发展过程中聚焦核心产品，牢固树立高端品牌形象，通过超高端产品进一步提升品牌高度	打造郎酒庄园，青花郎战略定位升级为“庄园酱酒”。公司的品牌价值达652.76亿元，位列白酒企业第9名	围绕“品质、品牌、价值、文化、科技、数字、生态、体验、社群”9大模式赋能品牌营销，拓宽营销渠道，卡位中高端酱酒价格带。公司的品牌价值达553.68亿元，位列白酒企业第12名
渠道	厂家主导的小商模式+自营渠道	五大事业部+大商模式	经销商入股

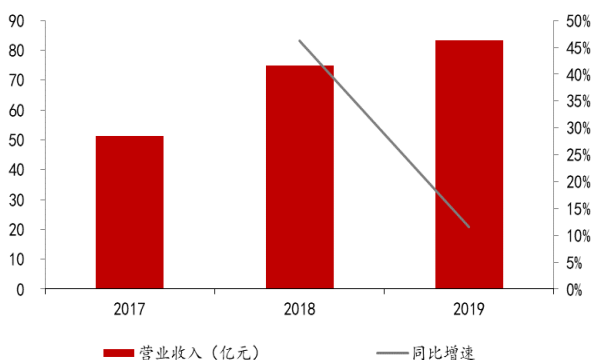
资料来源：酒业家，wind，公司官网，川财证券研究所 注：毛利率、净利率中，茅台为2020年数据，郎酒、国台为2019年数据

## 4.1 郎酒：高端品牌青花郎持续发力，全国化进展顺利

### 4.1.1 川酒六朵金花之一，品牌优势凸显

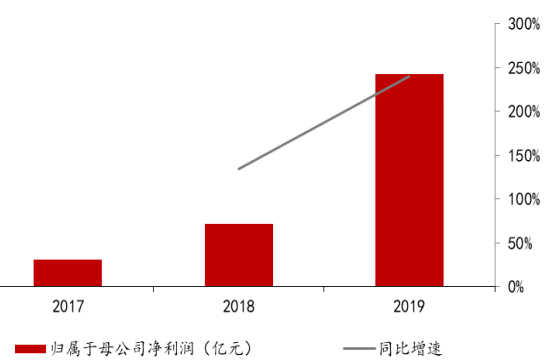
郎酒股份具有较强的品牌优势，受到消费者的广泛认可。“郎”牌是我国较为知名的白酒品牌。2019年公司实现营业收入83.48亿元，2018、2019年同比增速分别为46.18%、11.62%，2017-2019年营收CAGR为27.74%；实现归属于母公司净利润24.25亿元，2018、2019年同比增速分别为134.33%、240.30%，2017-2019年净利润CAGR为182.44%，处于快速增长期。公司业绩在整个白酒行业处于中上游，2019年营收与上市酒企相比排名第8，归属于母公司净利润排名第5。

图 33：郎酒股份营业收入稳定增长



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 34：郎酒股份归属于母公司净利润加速增长

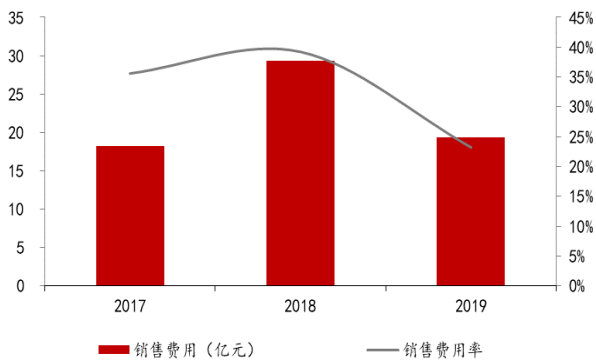


资料来源：招股说明书，川财证券研究所

持续加大宣传力度，宣传费用维持高位。2017-2019年公司销售费用分别为18.21、29.32、19.37亿元，销售费用率分别为35.58%、39.20%和23.20%。受到广告费影响，呈现一定波动，但销售费用率在行业中仍处于较高水平。本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

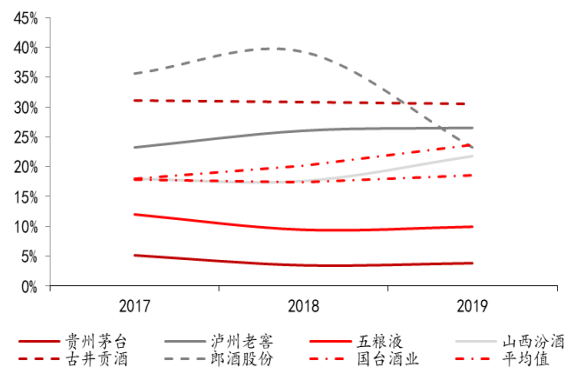
2017-2019 年广告费分别为 9.23、17.41、8.27 亿元，市场推广费分别为 1.97、2.85、1.88 亿元。2017 年-2018 年，公司制定通过大范围投放广告以增加品牌知名度的策略，先后与央视、高铁媒体、地方卫视等媒体合作，通过投放广告的方式对“青花郎”、“郎牌特曲”和“小郎酒”等核心产品进行广告宣传，广告费和市场推广费迅速提升。2019 年广告费和市场推广费同比下滑，主要系前期广告宣传推广取得一定成效，大面积投放广告产生的边际效益将降低，同时公司调整广告宣传策略，提升宣传效率。其他销售费用主要为职工薪酬、电商运营费和会议费等费用随着销售规模扩大而稳步增长。

图 35：郎酒股份销售费用维持高位



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 36：郎酒股份费用率处于行业较高水平



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 37：青花郎 CCTV 广告



资料来源：央视网，川财证券研究所

图 38：红花郎腾讯视频广告



资料来源：腾讯视频，川财证券研究所

郎酒股份具有较强的品牌优势，受到消费者的广泛认可。“郎”牌是我国较为知名的白酒品牌。1963 年，“郎”牌白酒获首届四川省名酒评比“金奖”。1979 年，“郎”牌白酒获“国家质量优质奖”。1984 年、1989 年“郎”牌白酒连续两届在全国评酒会上荣获“国家名酒”称号，以其独特香型和风味而闻名全国。2006 年，“郎”

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



牌白酒获评首批“中华老字号”企业，获得纯粮固态发酵白酒标志。2008年，“古蔺郎酒传统酿制工艺”列入“国家非物质文化遗产”保护名录。近年来公司品牌价值快速提升，在2020年中国酒类流通协会和中华品牌战略研究院联合举办的华樽杯评选中，公司的品牌价值达652.76亿元，位列白酒企业第9名。

表格 24. 2020 年中国酒类品牌价值——白酒榜

序号	品牌名称	区域	2019 年品牌价值 (亿元)	2020 年品牌价值 (亿元)	品牌升值速度
1	贵州茅台	贵州	3005.21	3486.41	16.01%
2	五粮液	四川	2264.55	2835.24	25.20%
3	洋河股份	江苏	1633.22	1994.99	22.15%
4	古井贡酒	安徽	1469.8	1971.37	34.13%
5	山西汾酒	山西	1396.55	1768.39	26.63%
6	西凤酒	陕西	1206.22	1502.95	24.60%
7	泸州老窖	四川	862.52	1069.23	23.97%
8	贵州习酒	贵州	486.29	656.12	34.92%
9	郎酒	四川	573.2	652.76	13.88%
10	剑南春	四川	478.56	596.29	24.60%
11	顺鑫农业	北京	434.1	580.89	33.81%
12	国台酒业	贵州	301.25	553.68	83.79%

资料来源：华樽杯官网、川财证券研究所
















#### 4.1.2 产品结构清晰，高端品牌青花郎持续发力

全品类产品矩阵，结构较为清晰。公司产品结构主要分为四大类，产品线定位清晰。高端白酒主要为产品出厂价大于等于500元/500ml的酱香型白酒，以青花郎、青云郎为代表，青花郎价格在1499元/瓶；次高端白酒是产品出厂价大于等于300元/500ml，小于500元/500ml的酱香型白酒，代表产品为红花郎10、红花郎15和红钻，产品定价在400-700元/瓶；中高端白酒产品出厂价大于等于40元/500ml，小于300元/500ml，包含浓香型和浓、酱兼香型，代表产品为郎牌特曲系列和小郎酒系列，郎牌特曲定价在100-300元/瓶，小郎酒定价在148元/100ml（6瓶）；中低端白酒是产品出厂价小于40元/500ml，包含浓香型和浓、酱兼香型，代表产品为顺品郎，产品定价在500-800元（2880ml-3360ml）。

表格 25. 郎酒股份主要产品一览

产品分类	分类标准	主要香型	代表产品	产品价格	产品展示
高端白酒	产品出厂价大于等于500元	酱香型	青花郎	1499元 (53°/500ML)	

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

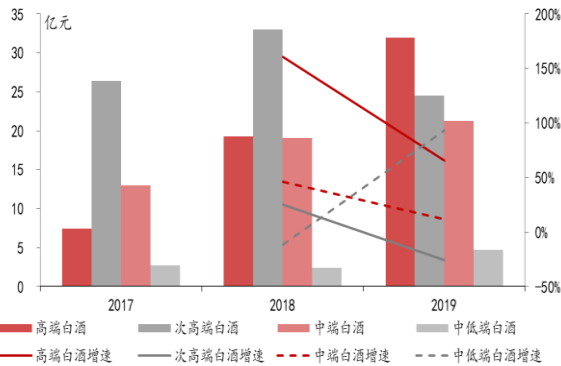
	/500ml		青云郎 50	6999 元 (53° /500ML)	
次高端白酒	产品出厂价大于等于 300 元 /500ml, 小于 500 元/500ml	酱香型	红花郎 10	439 元 (53° /500ML)	
			红花郎 15	659 元 (53° /500ML)	
			红钻	658 元 (53° /500ML)	
			郎牌特曲 T3 精致版礼盒	256 元 (50° /500ML*2)	
中端白酒	产品出厂价大于等于 40 元 /500ml, 小于 300 元/500ml	浓香型	郎牌特曲 T6 精英版	198 元 (50° /500ML)	
			郎牌特曲 T8	288 元 (50° /500ML)	
			郎牌特曲窖藏 5 号	159 元 (50° /500ML)	
		浓、酱兼香型	郎牌特曲窖藏 7 号	219 元 (50° /500ML)	
			经典小郎酒	148 元 (45° /100ML*6)	
			精酿小郎酒	148 元 (45° /100ML*6)	
中低端白酒	产品出厂价小于 40 元/500ml	浓香型、浓酱兼香型	顺品郎 280 红款	648 元 (42° /280ML*12)	
			顺品郎 280 蓝款	828 元 (45° /280ML*12)	
			顺品郎 480 红款	528 元 (42° /480ML*6)	
			顺品郎 480 蓝款	648 元 (45° /480ML*6)	

资料来源：招股说明书，京东，天猫，川财证券研究所

**青花郎定位高端，持续发力。**2017-2019 公司高端酒收入快速增长，分别为 7.39、19.27、31.97，占比分别为 14.44%、25.76%、38.30%，持续提升，3 年 CAGR 为 107.99%。从毛利率来看，高端酒毛利率是除了奢香定制白酒外最高的产品，2019 年达到了 92.93%，且处于不断上升趋势。公司从 2019 年下半年开始对高端酒品牌青花郎提出了控量、提价的要求，严控品质、提升运营与渠道能效，以抢占中国白酒第二高位，以“一流品质、一流工艺、一流商家”的转型升级为目标。近年来青花郎通过多轮调价稳步提升至 1500 元的白酒价格高位，让青花郎在千元以上价格带加速跻身高端白酒序列。

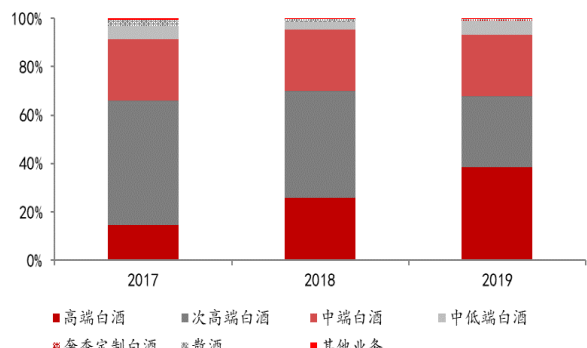
本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

图 39： 高端酒销售收入增速较高



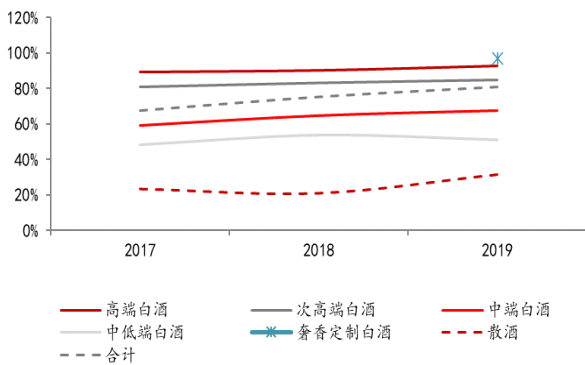
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 40： 高端酒营收占比升至最高



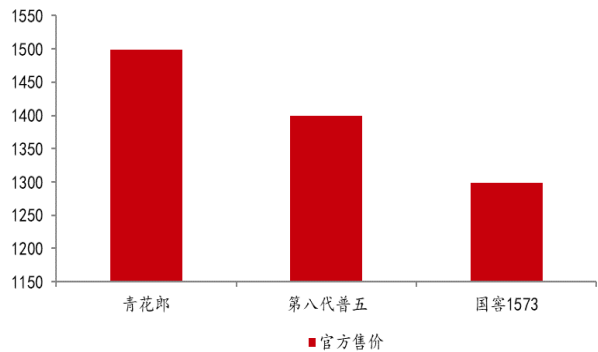
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 41： 高端酒毛利率最高且稳定上升



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 42： 青花郎站稳 1500 元价格带



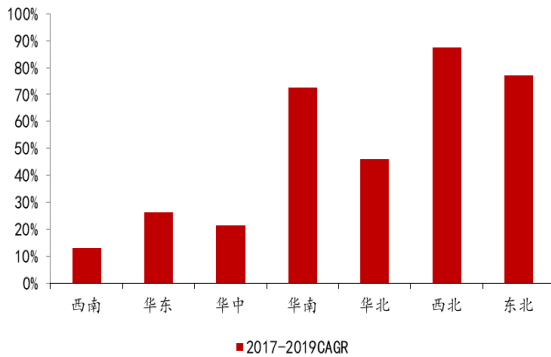
资料来源：京东，川财证券研究所

### 4.1.3 事业部调整聚焦青花郎，加快全国化布局

全国化布局进程加快，华南、西北、东北增速较快。郎酒的重点销售区域是西南和华东区域，合计销售占比达 57.55%。西南是郎酒的发源地和传统优势区域，销售收入稳定增长，2017-2019 年分别为 18.90、23.07、24.14 亿元，占比持续维持高位，报告期内分别为 36.94%、30.85%、28.91%，增速相对较低，3 年 CAGR 为 13.00%。华东和华中地区收入维持稳定小幅增长，2019 年分别为 23.91、12.51 亿元，2017-2019 年 CAGR 分别为 26.11%、21.44%，销售收入分别占比 28.64%、14.99%，华东占比维持稳定，华中收入占比略有下滑。华南、华北和西北地区销售收入增长较为显著，2019 年销售收入分别达到 8.51、8.34、3.16，收入占比分别为 10.19%、10.00%、3.79%，2017-2019 年 CAGR 为 72.45%、45.87%、87.36%。华南、华北地区随着酱酒热的持续，有望维持较高增速，成为促进公司的业绩增长的重要区域。

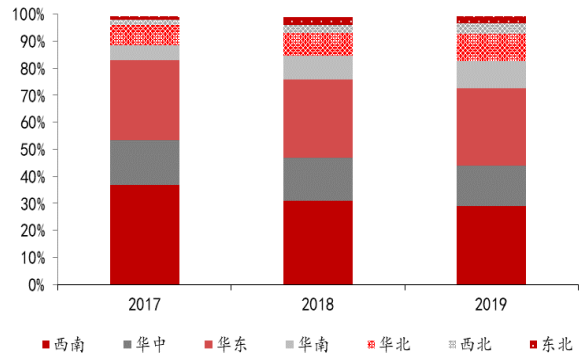
本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

图 43：非西南地区 CAGR 较高



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

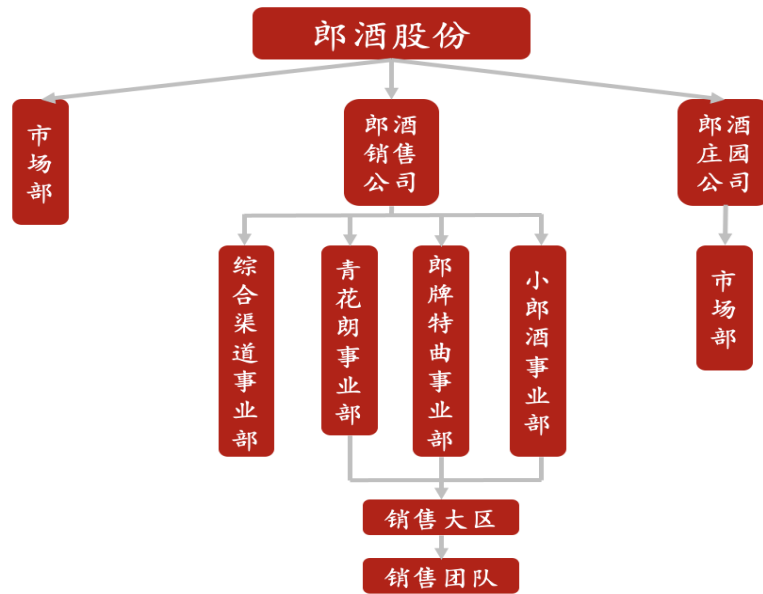
图 44：加快全国化市场布局



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

**重塑销售体系，销售网络逐渐明晰。**郎酒现采用大商制，其销售体系经过多次调整，2017年五大事业部变为红花郎、小郎酒、郎牌特曲三大事业部，下设销售大区和销售团队。2019年红花郎事业部变更为青花郎事业部。其中青花郎事业部主要负责青花郎系列、红花郎等系列产品的销售；郎牌特曲事业部主要负责郎牌特曲系列产品的销售；小郎酒事业部主要负责小郎酒系列产品的销售；综合渠道事业部主要负责公司电商自营店铺渠道销售以及境外销售业务。公司逐渐形成以青花郎为主，红花郎、郎牌特曲、小郎酒四大核心产品并进的发展格局。

图 45：郎酒股份销售部门框架



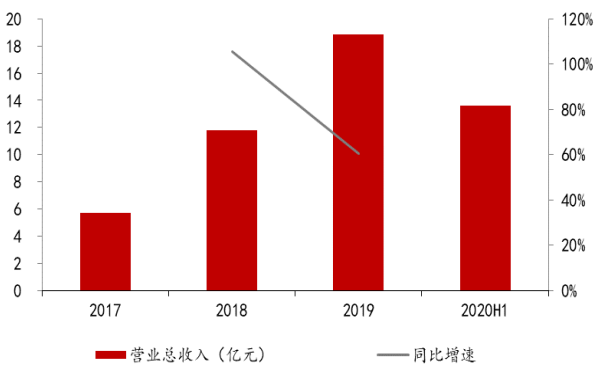
资料来源：招股说明书，公司官网，川财证券研究所

## 4.2 国台：茅台镇第二大酿酒企业，聚焦中高端酱酒

### 4.2.1 品牌价值快速提升，增长潜力强劲

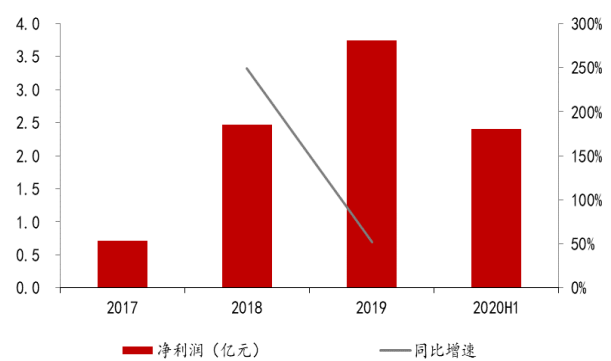
公司业绩高速增长，盈利能力较强。2019 年公司实现营业收入 18.88 亿元，2018、2019 年同比增速分别为 105.36%、60.46%，2017-2019 年营收 CAGR 为 81.53%；实现归属于母公司净利润 3.74 亿元，2018、2019 年同比增速分别为 249.10%、51.65%，2017-2019 年净利润 CAGR 为 130.09%，处于快速增长期。2020 年上半年公司实现营收和归母净利润分别为 13.59、2.40 亿元。

图 46：国台酒业营业收入高速增长



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 47：国台酒业归属于母公司净利润高速增长



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

经过多年经营,品牌价值快速提升。天士力集团虽然 1999 年才切入白酒行业,但是国台酒业在 2001-2007 年期间专注潜心学习,酿酒、存酒,但不卖酒。经过多年发展,公司连续 5 年被评为贵州省“双百强企业”,“国台”商标被认定为“中国驰名商标”,获得比利时布鲁塞尔国际烈性酒大赛金奖(3 次)、中国白酒酒体设计奖、中国白酒国家评委感官质量奖、中国国际葡萄酒烈酒评酒会金奖等。近年来公司品牌价值快速提升,在 2020 年中国酒类流通协会和中华品牌战略研究院联合举办的华樽杯评选中,公司的品牌价值达 553.68 亿元,位列白酒企业第 12 名,较 2019 年品牌价值升值 83.79%。

表格 26. 2020 年中国酒类品牌价值——白酒榜

序号	品牌名称	区域	2019 年品牌价值 (亿元)	2020 年品牌价值 (亿元)	品牌升值速度
1	贵州茅台	贵州	3005.21	3486.41	16.01%
2	五粮液	四川	2264.55	2835.24	25.20%
3	洋河股份	江苏	1633.22	1994.99	22.15%
4	古井贡酒	安徽	1469.8	1971.37	34.13%
5	山西汾酒	山西	1396.55	1768.39	26.63%
6	西凤酒	陕西	1206.22	1502.95	24.60%
7	泸州老窖	四川	862.52	1069.23	23.97%
8	贵州习酒	贵州	486.29	656.12	34.92%
9	郎酒	四川	573.2	652.76	13.88%
10	剑南春	四川	478.56	596.29	24.60%
11	顺鑫农业	北京	434.1	580.89	33.81%
12	国台酒业	贵州	301.25	553.68	83.79%

资料来源:华樽杯官网,川财证券研究所

表格 27. 公司所获部分荣誉

公司荣誉	颁发部门	获得时间
茅台镇第二大酿酒企业	贵州省仁怀市茅台镇人民政府	2020 年、2002 年
比利时布鲁塞尔国际烈性酒大赛金奖	Concours Mondial de Bruxelles (布鲁塞尔国际评酒协会)	2019 年、2015 年
贵州制造业企业 100 强	贵州省企业联合会、贵州省企业家协会	2019 年
华樽杯:2020 年公司品牌价值 553.68 亿元,位列贵州省白酒第 3 名	中国酒类流通协会、中华品牌战略研究院	2020 年
2017 年度“青酌奖”酒类新品 TOP10 (白酒类)	中国酒业协会	2018 年
2017 年度中国白酒酒体设计奖	中国食品工业协会白酒专业委员会	2017 年
2015 年度“青酌奖”酒类新品 TOP10 (白酒类)	中国酒业协会	2016 年
贵州十大名酒	贵州省酿酒工业协会组织 贵州省人民政府	2016 年 2011 年

本报告由川财证券有限责任公司编制,请参见尾页的重要声明

中国国际酒业博览会最佳新产品

中国酒业协会

2015年

第五届中国国际葡萄酒烈酒评酒会金奖

Concours Mondial de Bruxelles, Sial  
China (中国国际食品和饮料展览会)

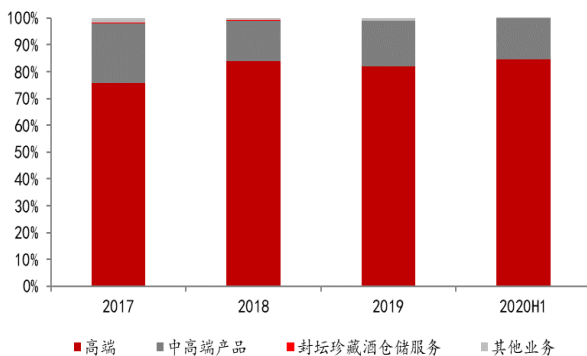
2004年

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

#### 4.2.2 精准定位，卡准中高端酱酒价格带

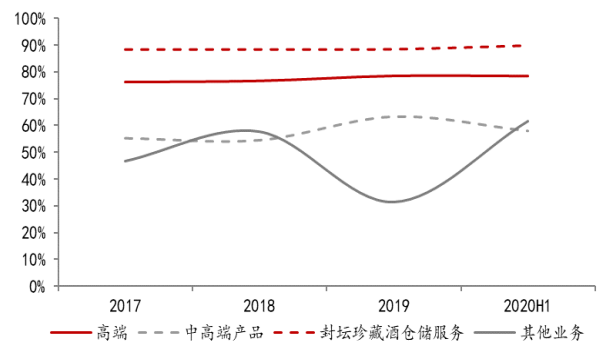
主打高端产品线，产品毛利率较高。公司形成由国台酱酒、国台国标酒、国台十五年 and 国台龙酒等产品组成的国台酒单品矩阵，主打高端产品线。公司高端、中高端产品、封坛珍藏酒仓储服务在2020年上半年实现营收分别为11.48、2.09、0.01亿元，分别占总营收比重为84.51%、15.39%、0.07%，中、高端产品合计实现营收占比为99.90%，是公司最主要的营收来源。从产品毛利率来看，高端、中高端产品、封坛珍藏酒仓储服务的毛利率较高，2020年上半年分别为78.32%、58.02%、89.94%。公司通过中、高端产品实现较高的毛利率，同时在竞争中取得优势。

图 48：中、高端产品营收占比高



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 49：酒类产品毛利率较为稳定

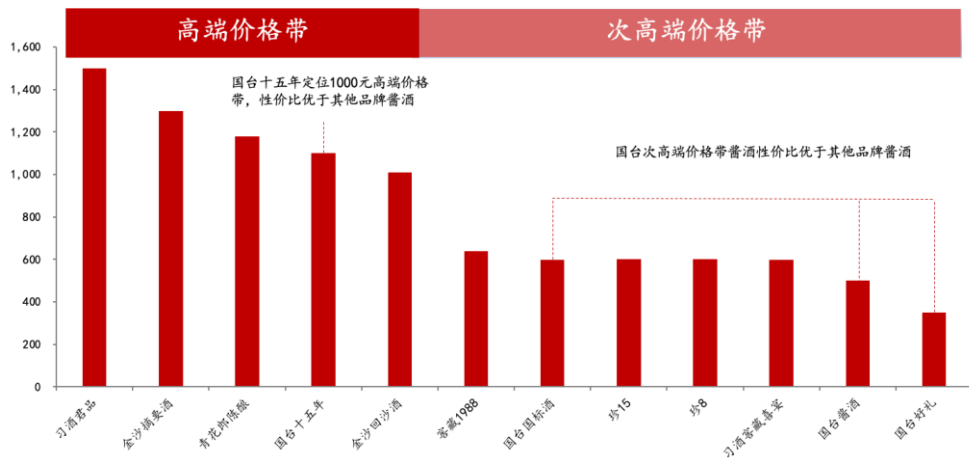


资料来源：招股说明书，川财证券研究所

偏低的定价策略，公司核心产品极具性价比优势。公司产品定位中高端产品，通过打造优质产品来参与高端产品线的竞争，以承接超高端产品供给不足所释放的消费需求，同时公司在同竞品的竞争中保持较优惠的产品定价策略。具体来看公司高端产品国台十五年的同类酱酒竞品为金沙摘要酒、金沙回沙酒、青花郎陈酿等。从终端定价看，国台十五年终端价为1099元/瓶，低于金沙摘要酒1299元/瓶，低于青花郎陈酿1179元/瓶。次高端产品国台酱酒、国台好礼终端价分别为499、349元/瓶，低于直接竞品珍15600元/瓶、珍600元/瓶、习酒窖藏喜宴598元/瓶。整体来看，公司核心高端和次高端产品性价比优势凸显。

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

图 50：国台酒业产品性价比较高



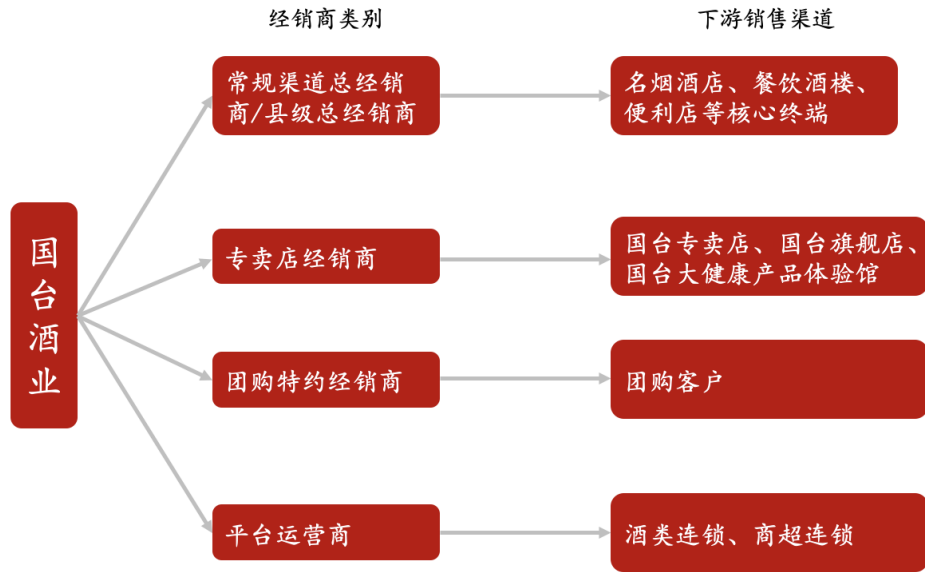
资料来源：招股说明书，公司官网，京东商城，川财证券研究所

#### 4.2.3 渠道扁平化稳步推进，经销商持股计划提升积极性

**扁平化渠道管理模式，经销商数量稳定提升。**公司在经销模式基础上实行分区域、定渠道的销售模式，2020年H1经销收入13.06亿元，占比96.18%，2018年后经销模式收入占比稳定在96%以上。其中国台主产品、国台系列酒、封坛珍藏酒和定制酒中的尊享定制产品实行区域经销制；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。分渠道看，公司将经销商划分为常规渠道总经销商/县级总经销商、专卖店经销商、团购特约经销商和平台运营商。各签约经销商直接纳入公司经销商管理体系，由公司直接发货、提供售后服务及日常管理支持等，经销模式为买断式销售。截至2020年上半年，公司共有755家签约经销商。分区域看，公司将全国划分为多个区域营销中心，同时，设立独立事业部负责定制酒、封坛珍藏酒推广以及电商渠道运营。

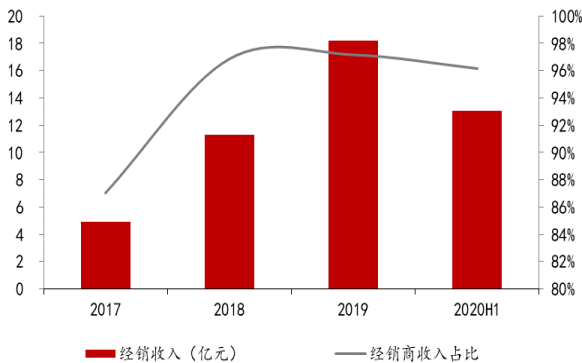


图 51：国台酒业扁平化渠道管理



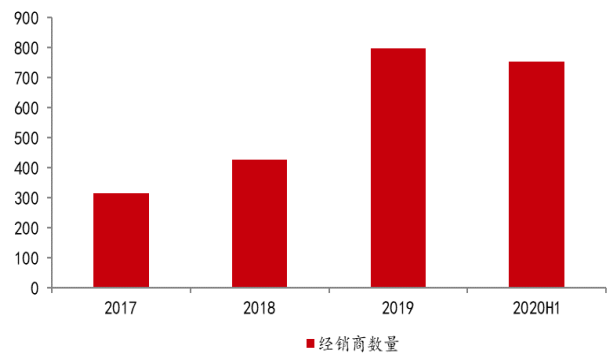
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 52：经销商收入占比持续提升



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 53：经销商数量稳定提升



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

实行经销商入股模式，极大提高了经销商的经营积极性。2016 年公司选择已合作多年的优秀经销商、经销名酒的行业大商、有客户资源及销售渠道的行业外经销商以入股的方式与经销商的深度融合发展。截至招股说明书发布日，公司共有 104 家持股经销商，占签约经销商比重 13.77%。其中：102 家经销商通过金创合伙、共创合伙和合创合伙间接持股，粤强酒业和卡特维拉直接入股，定价依据、入股价格合理切具备公允性。渠道建设是核心，是产品销售最终得以实现的保障，公司引入持股经销商有利于实现与经销商的深度合作，有效的打造一支强大、稳定的核心经销商队伍。

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

表格 28. 经销商入股作价情况

股东名称	定价依据	入股价格
金创合伙、共创合伙、合创合伙、 粤强酒业	国台集团 2017 年第一次临时股东会决议，根据国台酒业有限资产状况，拟定以 22.67 亿元作为增资的价格基础引入投资人，折入股价格为 10 元/1 元注册资本股。	10 元/1 元注册资本
卡特维拉	以国台酒业有限 2018 年预计净利润 2.1 亿元基础上，与各投资方协商确定。	13.33 元/1 元注册资本

资料来源：招股说明书、川财证券研究所

## 投资建议

酱酒持续扩容，其需求是由经济发展、居民消费水平提升、酱酒独特的酿造方法、品质口感、产能等多方面因素共同构成的。随着酱酒的快速发展，我们认为在 2030 年酱酒行业的市场规模有望达到 4800 亿元，CAGR 为 12%。行业也将进入合并、重组、清理落后产能的阶段，“一超两大多强”的格局或将持续，酱酒的发展前景也将朝着全国化、品质品牌化和高端化发展，而产能特别是高端产能将成为酱酒的核心竞争力。建议关注在品牌、渠道、产品力方面均处于行业领先地位，且即将上市的郎酒股份和国台酒业。

## 风险提示

### 宏观经济及居民收入波动风险

食品饮料行业受居民可支配收入影响，短期宏观经济与居民收入波动可能影响行业景气程度。

### 重大食品安全事件的风险

消费者对安全事件的敏感性较高，如发生重大食品安全事件，消费者对公司信心将在短期内出现明显下滑，造成业绩不及预期。

### 原材料价格波动风险

农产品价格波动对速冻行业影响较大，若原材料价格短期内迅速增长，将造成业绩不及预期。

## 分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅本页的重要声明 C0004