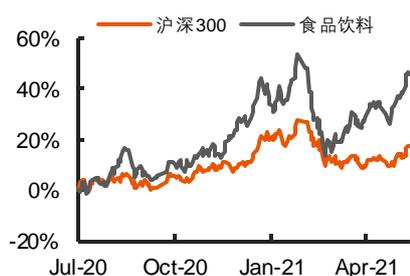


酱酒系列报告之二：

风口还是泡沫？从香型迁移看酱酒趋势

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*大消费*618 淘宝直播数据出炉,直播带货热度仍高》 2021-07-12
 《行业周报*大消费*奈雪港交所上市,抢跑新式茶饮第一股》 2021-07-04
 《行业周报*大消费*推进白酒消费税立法,有望区分度数征税》 2021-06-27
 《行业周报*大消费*消费线上化推动,618 规模持续提升》 2021-06-20
 《行业半年度策略报告*食品饮料*关注库存周期,个股或将延续 PEG 风格》 2021-06-20

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
 S1060521030001
 zhangjinyi112@pingan.com.cn



- **清香之鉴：行业领袖是标杆，品牌力与价格政策相辅相成。**在消费需求被抑制的计划经济时代，山西汾酒作为“国酒之源，清香之祖”长时间雄踞我国白酒市场，凭借其产量优势有效满足了居民的白酒消费需求，带动我国白酒产量实现跃阶式增长。但是由于清香未形成产业矩阵、创新观念落后、营销策略不合适、贴牌多价格低等多方面因素，清香逐渐衰退，错失高端白酒市场竞争力。由此我们得到以下启示：1）酱香与清香竞争格局类似，酱酒横向扩张能力强；2）酱香企业要重视技术发展，持续创新；3）酱香企业要采取适合自己的营销策略，谨防贴牌过多稀释品牌含金量。
- **凤香之鉴：重视基酒储备，布局拳头产品。**作为四大名酒之一的西凤酒，经过几十年的发展变迁，从全国性名酒逐步成为地方品牌，凤香酒热潮也逐渐退却。其衰退的主要原因包括香型不成规模、错过涨价潮、基酒多外购、多贴牌酒产品线混乱、财务造假塑化剂风波等。我们认为酱酒不会像凤香白酒突然爆发又消失，原因为：1）相比凤香一家独大，酱香多潜力企业，格局也更为稳定，相比凤香酒更具有可持续性。2）相比布局低价位带的凤香，酱酒大多布局次高端和高端价位带，盈利能力更强，更有利于企业的长期稳定发展。3）和凤香类似，酱香也具有基酒数量不足的瓶颈，但酱酒企业均推出扩产计划，从而实现健康有效的发展。
- **浓香之鉴：产业矩阵抗风险，需重视渠道技术创新。**改革开放后，我国由计划经济向社会主义市场经济转变，清香产能优势不再，浓香取代清香成为了行业的领军香型。我们着手分析浓香型白酒的发展历程，认为其崛起的原因主要包括：名酒数量庞大、抓住提价机遇、渠道优势显著、创新品牌运作和重视技术创新。由此我们得到以下启示：1）酱香企业要注重品牌运作和渠道创新；2）重视技术发展，保持香型竞争力；3）重视渠道利润，建立良好的厂商关系。
- **浓酱之争：协同发展，各自芬芳。**我们认为浓香的龙头地位并不会被酱香完全取代，浓香型白酒凭借其多年来积累的品牌、渠道、营销等方面的核心竞争力，在酱香热下依旧会维持一定的市场份额。原因有：1）浓香产业矩阵稳定，名酒数量庞大；2）浓香型白酒口味接受度高，适宜宴请场景；3）浓香型白酒中低端市场盘稳固，难被取代。
- **总结：**我们认为，酱酒仍然处于快速发展通道，但酱酒企业想获得可持续发展，需要注意产品品质、品牌建设、价格策略和营销创新等方面的持续耕耘。产品品质是白酒的生命线，需要酱酒企业在严控质量的前提下有序扩张产能，为市场扩张奠定基础；价格策略需要紧密跟随行业景气度和行业趋势，逆势而为反而会损害渠道良性发展；酱酒企业需选择合适的渠道模式，同时保持良好的厂商关系。

- **风险提示：**1) 宏观经济波动影响。作为可选消费品，白酒行业与宏观环境息息相关，如果宏观经济出现较大波动，白酒行业可存在景气度向下的风险。2) 政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对行业发展产生较大影响。3) 食品安全风险。食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。4) 竞争加剧风险。酱酒目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、串货等不利影响。

正文目录

一、 清香之鉴：行业领袖是标杆，品牌力与价格政策相辅相成	5
1.1 清香崛起的原因：千年历史溯源，特殊时代催生“汾老大”	6
1.2 清香衰退的原因：未形成产业矩阵抗风险能力弱，低价政策错失发展良机	8
1.3 清香带来的启示：加强品牌建设，培育核心消费圈层	10
二、 凤香之鉴：重视基酒储备，布局拳头产品	11
2.1 凤香衰退的原因：基酒储备不足，缺乏核心大单品且过度依赖经销商	11
2.2 酱酒生态优于凤香，产能有序扩张保证持续性	13
三、 浓香之鉴：产业矩阵抗风险，需重视营销模式创新	16
3.1 浓香崛起的原因：名酒集团作战，产品、营销创新能力强	16
3.2 浓香带来的启示：重视渠道和技术创新，保持良好厂商关系	18
四、 浓酱之争：协同发展，各自芬芳	19
4.1 浓香产业矩阵稳定，名酒数量庞大	19
4.2 浓香型白酒口味接受度高，适宜宴请场景	20
4.3 浓香型白酒中低端市场盘稳固，难被取代	20
五、 总结：	21
5.1 产品品质是保障，有序进行产能扩张	21
5.2 重视价格策略，有效提升品牌力	21
5.3 选择合适的渠道模式，保持良好的厂商关系	21
六、 风险提示	21

图表目录

图表 1	清香带动我国白酒产量增长	5
图表 2	1987 年汾酒利税额远超茅五	5
图表 3	汾酒历史记载	6
图表 4	清香型白酒出酒率高	7
图表 5	清香型白酒生产吨耗低	7
图表 6	清香型白酒贮存周期、发酵周期短	7
图表 7	酱香型白酒酿造中使用的酱泥	7
图表 8	清香型白酒采取固态地缸发酵方式	7
图表 9	清香衰退的主要原因	8
图表 10	上世纪 80 年代末价格开放前后名酒价格	9
图表 11	20 世纪末各名酒价格分布	9
图表 12	山西假酒案暴雷后汾酒营收迅速滑落	10
图表 13	白酒企业的科技创新方向	10
图表 14	西凤酒外购基酒数量占七成	12
图表 15	西凤酒七成的营收靠品牌经销商支撑	12
图表 16	西凤酒九年内四次折戟 IPO	13
图表 17	凤香型白酒和酱香型白酒对比	13
图表 18	酱香型多潜力白酒企业	14
图表 19	酱香型白酒贡献 40% 行业利润	14
图表 20	茅台技改扩建下产能不断攀升	15
图表 21	主流酱酒企业产能及扩产情况	15
图表 22	浓香型白酒产量及占比	16
图表 23	历届评酒会获奖名单及浓香占比	16
图表 24	1998-2000 年浓香白酒利税排名靠前	17
图表 25	浓香型白酒凭借渠道优势实现快速扩张	18
图表 26	行业调整期间浓香白酒逆势提价	19
图表 27	浓香型白酒产业矩阵稳定	20
图表 28	2020 年我国各价位带白酒销售收入占比	20
图表 29	2020 年我国各价位带白酒销量占比	20

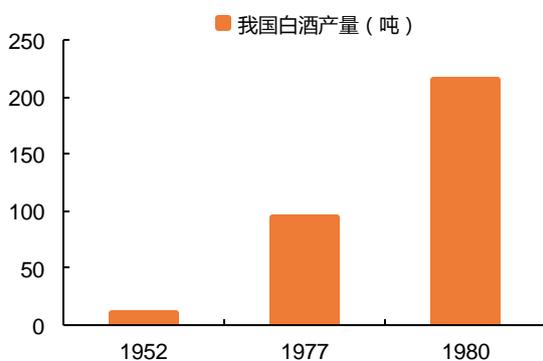
2020年以来，酱香型白酒实现了爆发式的增长，酱酒热潮席卷全国，大小品牌百花齐放。据权图酱酒工作室统计，酱香型白酒收入占比已从2010年的14.6%升至2020年的26.6%，超越清香型成为我国第二大白酒香型。同时，2020年酱酒企业仅凭8%的产能贡献了白酒行业26%的销售收入和40%的利润。酱酒的爆发得益于其稀缺性、高品质及高渠道利润，满足了消费者、厂家、经销商三位一体的综合诉求，详见我们5月16日发布的《平安证券酱酒行业系列报告一：弯道超车，酱酒起风》。

酱酒风已至，未来行多远？回顾历史，我们发现香型的更替构筑起了整部白酒消费史。从上世纪60年代“汾老大”带领下的清香热，到改革开放后五粮液带领下的浓香称霸阶段，我国白酒进程自“产量规模”到“渠道为王”，再步入如今的“品牌定价”时代。2008年，茅台营收及终端价首次超过五粮液，并通过不断强化品牌力以掌握行业定价权。2019年伊始，在茅台多年的消费者培育下酱酒热潮诞生，带动赤水河流域的酱酒品牌迅速崛起，业内资本及非酱企业也蜂拥而至，致力于打造酱香型白酒知名品牌。从过去到现在，酱酒已然实现了确定性增长。展望未来，酱酒的风潮是否会延续？我们试图从香型迁移史的角度出发，以史为鉴，着手判断酱香白酒的可持续性以及未来发展的启示。

一、清香之鉴：行业领袖是标杆，品牌力与价格政策相辅相成

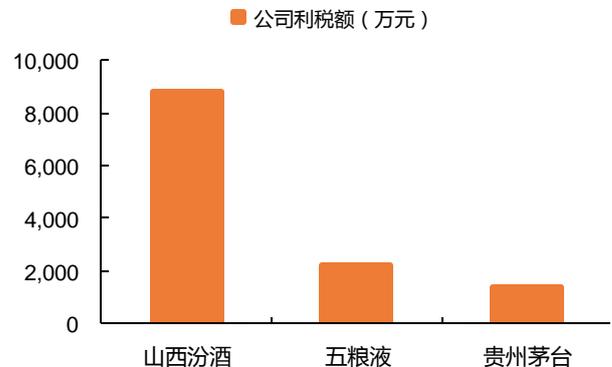
上世纪90年代之前，清香型白酒在我国白酒市场中占据了绝对的龙头地位。据糖酒快讯报道，60年代清香型白酒产量占行业总产量的70%，达历史巅峰水平。清香型白酒内呈一家独大格局，汾酒的产能占清香型白酒总产能的45%。在消费需求被抑制的计划经济时代，山西汾酒作为“国酒之源，清香之祖”长时间雄踞我国白酒市场，凭借其产量优势有效满足了居民的白酒消费需求，带动我国白酒产量实现跃阶式增长，自1952年的10.8吨增长至1980年的215吨。据汾酒集团官网显示，1987年，汾酒厂成为山西省第二利税大户，白酒产量突破1万吨。1994年，山西汾酒在上海证券交易所成功挂牌上市，成为山西省的首只上市股票，同时也是白酒行业的首只上市股票，确立汾酒在白酒行业的领袖地位。

图表1 清香带动我国白酒产量增长



资料来源：酒业家，平安证券研究所

图表2 1987年汾酒利税额远超茅五



资料来源：酒业家，平安证券研究所

1.1 清香崛起的原因：千年历史溯源，特殊时代催生“汾老大”

1.1.1 历史悠久，杏花村名酒蜚声海内外

清香型白酒是我国历史最为悠久的白酒香型，1982年杏花村遗址出土了仰韶文化中晚期的酿酒发酵容器小口尖底瓮，表明杏花村酿酒业在6,000多年前就已出现。据《北齐书》记载，北齐武成帝高湛从晋阳写给河南康舒王孝瑜的植中说道，“吾饮汾清二杯，劝汝于邺酌两杯”。当时的汾清还属于黄酒，自宋代发明蒸馏设备后就逐渐演变为了清香型白酒。清代雍正、乾隆年间，山西清香型汾酒的制曲和生产工艺已经传入陕西，很快又由陕西传入四川，其酿酒之法随着晋商的南北奔走流传到长城内外、大江南北。“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”，晚唐诗人杜牧笔下的杏花村被世人广泛流传，汾酒的名酒属性蜚声于海内外。

图表3 汾酒历史记载

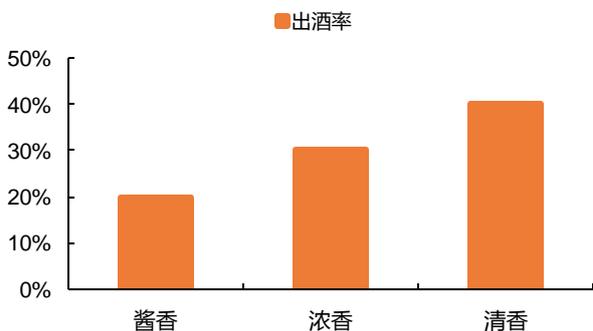
时间	历史记载
公元 (561-564年)	北齐武成帝隆重推荐汾州美酒“汾清”，此事被载入二十四史之一的《北齐书》十一卷，是迄今发现的关于汾阳（古汾州）杏花村美酒的早期最重要的文字记载
唐朝 (618-907年)	汾州“干和酒”被认为是当时全国名酒，《唐·国史补》《北山酒经》《酒谱》等古籍都有记载
北宋 (960-1127年)	据张能臣《酒名记》记载，汾州美酒天下驰名，其中杏花村“甘露堂”酿制的美酒最有名
元朝	据宋伯仁《酒小史》记载，汾州“干和酒”仍为全国名酒
明朝	据王世贞《酒品》记载，汾州创新酿酒工艺，酿制出色如冰清的羊羔美酒，这极有可能是蒸馏酒，即现在的汾酒。
1644年正月	明末农民起义领袖李自成率主力军路过杏花村时，畅饮美酒，倚马立书“尽善尽美”四个大字，表达对杏花村人民的谢忱。
清代	汾酒被大文学家袁枚在《随园食单》（1792年出版）中赞为“既吃烧酒，以狼为佳，汾酒乃烧酒中至狠者”。
清道光年间	著名汾阳文人曹树谷编辑、整理了《汾酒曲》八首，此诗被收入汾阳县志，是关于汾酒的史诗
1915年	宝泉益酒坊转由王协卿独自接管，更名“义泉泳”，同年，“义泉泳”生产的“老白汾酒”在美国旧金山市举办的巴拿马万国博览会上，荣获甲等金质大奖章，是中国唯一有史可查获此殊荣的中国名白酒。
1919年	晋裕汾酒有限公司宣告成立，这是中国白酒业第一批具有现代企业特征的股份制企业之一
1949年	人民政府收购了杏花村仅存的两家酿造厂——晋裕公司杏花村酿造厂和德厚成酿造厂，成立山西省地方国营杏花村汾酒厂

资料来源：汾酒集团，平安证券研究所

1.1.2 计划经济时代，耗粮低、周期短凸显扩产优势

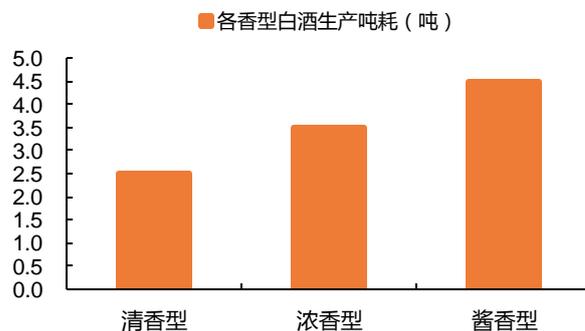
低耗粮高出酒率，具有扩产优势。上世纪八十年代的计划经济时期，白酒生产酿造被国家严格管控。清香型白酒得益于其耗粮低、成本低的特点，满足了物质短缺时代下居民的白酒消费需求。相比其他香型，清香型白酒可以用最少的原材料在短时间内实现产能的迅速扩张，主要归因于其：①出酒率高，清香型白酒的出酒率接近40%，显著高于浓香的30%和酱香的20%；②生产周期短，无论是在发酵周期还是贮存时间上，清香型白酒都低于其他两种香型；③耗材少，清香型白酒的吨耗一般为2-2.5万吨，显著低于浓香的4.5万吨和酱香的3-3.5万吨。在白酒价格还没完全放开的时期，茅台、五粮液、老窖特曲、汾酒、剑南春等白酒的价格相差不大，因此率先扩大产能规模就能抢占更多的市场份额。得益于出酒率高、发酵周期短、贮酒时间短、耗材少的特点，清香型白酒实现迅速扩产，成为了届时酒厂数量最多、分布最广、销量最大的白酒香型。

图表4 清香型白酒出酒率高



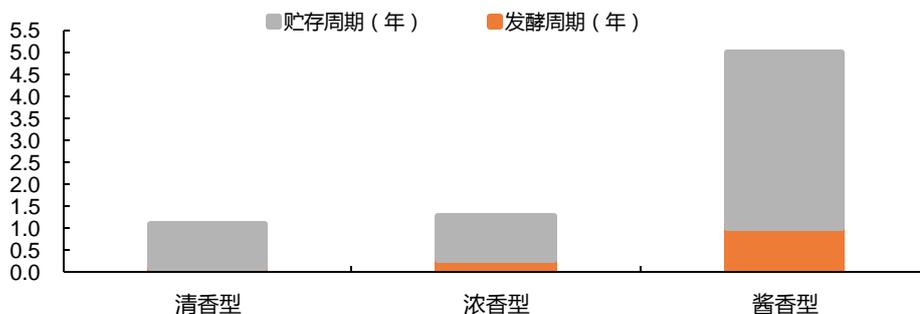
资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

图表5 清香型白酒生产吨耗低



资料来源：酒业家，平安证券研究所

图表6 清香型白酒贮存周期、发酵周期短



资料来源：酒业家，平安证券研究所

1.1.3 低温发酵清洁卫生，口感醇和适宜饮用

相较于浓香的泥窖固态发酵和酱香的条石窖坑固态发酵，清香型白酒的工艺强调一清到底，主要采取固态地缸发酵方式，采用清蒸清糟酿造工艺、清蒸流酒，生产环境清洁卫生。清香型白酒具有清香纯正、醇甜柔和、自然谐调、余味爽净的特点，其口感更易于被大众接受，迎合了当时消费者的需求。

图表7 酱香型白酒酿造中使用的酱泥



资料来源：百度图片，平安证券研究所

图表8 清香型白酒采取固态地缸发酵方式



资料来源：百度图片，平安证券研究所

1.2 清香衰退的原因：未形成产业矩阵抗风险能力弱，低价政策错失发展良机

上世纪九十年代，随着粮食产量的快速增长以及居民对物质生活要求的提高，国家放开了十三种名酒价格，正式进入“价格改革阶段”，清香以量取胜的优势不再。以泸州老窖、五粮液为首的浓香型白酒不断抢占消费者心智，1994年五粮液成功超越了“汾老大”的营收规模，成为了白酒行业的新领袖。同时，1998年的山西假酒案更是对清香型白酒造成了严重打击，“汾老大”亦受省内假酒案件拖累，自此汾酒陷入长达20年的低迷期，1997年便退出了行业十强，清香型白酒的行业占比也迅速下滑。

我们分别从行业层面和公司层面探究清香衰退的原因。

图表9 清香衰退的主要原因



资料来源：微酒，平安证券研究所

1.2.1 行业层面：固步自封，抗风险能力弱

未形成产业矩阵，抗风险能力弱。清香型白酒呈现一家独大的格局，山西汾酒的产能占清香型白酒总产能的45%。清香型白酒企业数量庞大，但大部分都不成规模，未形成稳固的产业矩阵。故在行业风险来临之际，清香的抗风险能力较弱。

创新观念落后，科技进步滞后。1996年清香型白酒协作会成立大会上，专家们已经指出，“清香型白酒的技术进步落后了半拍，就勾调技术而言，清香比浓、酱香型白酒落后了30年以上”。正是当时清香型白酒创新观念的落后和科技进步的滞后，使得清香型白酒丧失了其领先优势，被技术共享、共同进步的浓香型白酒反超，步步退却，最终丢失了行业老大的地位。

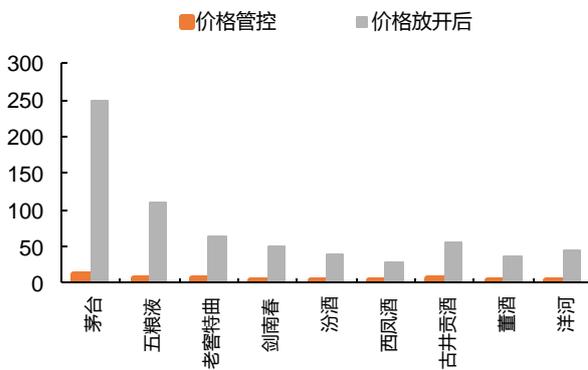
营销策略不合适，未满足用户诉求。汾酒当时的营销策略使得清香未能及时抓住消费者的喜好，培育用户的消费习惯，从而使得用户在后期转向了其他香型的怀抱。

贴牌多价格低，稀释品牌价值。清香型白酒存在贴牌数量过多，整体价格低廉的问题。除汾酒外，唯一具备全国知名度的清香企业便是二锅头，但其主力产品的单品市场价值低，难以培养出品牌力。同时，大量的贴牌企业使得清香市场良莠不齐、鱼龙混杂。虽然贴牌能在短期内增加品牌市占率，但却会稀释品牌价值，对企业的品牌力造成不可逆的伤害。

1.2.2 公司层面：价格政策错判与假酒案牵连，品牌力下降

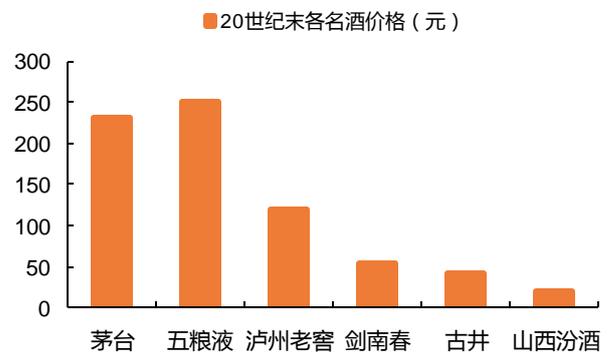
价格政策错判，高端酒竞争力衰退。上世纪 80 年代末，我国粮食供给逐渐充裕，城乡居民生活显著改善，我国消费市场逐步转向市场化。为实现市场自我调节和改善国家财政情况，1988 年我国国务院发布《放开名烟名酒价格提高部分研究价格的宣传提纲》，放开了茅台、五粮液、郎酒、泸州特曲、古井贡酒、洋河大曲、双沟大曲、全兴大曲、剑南春、董酒、汾酒、西凤、特制黄鹤楼，共十三种名酒的价格管控，实行市场调节，由企业按市场供求自行定价。自此各大名酒纷纷提价，引领了一波涨价潮。但清香型白酒却未能抓住这一波机遇，汾酒在涨价潮中位于涨价末段，且在后面的十年里选择了“名酒变民酒”道路，从 80 年代末 39 元每瓶降到 90 年代末的 15 元，错失高端白酒市场竞争力。

图表 10 上世纪 80 年代末价格开放前后名酒价格



资料来源：《新食品》2008 年第 18 期《速起速落：20 年前那场名酒价格之变》，平安证券研究所

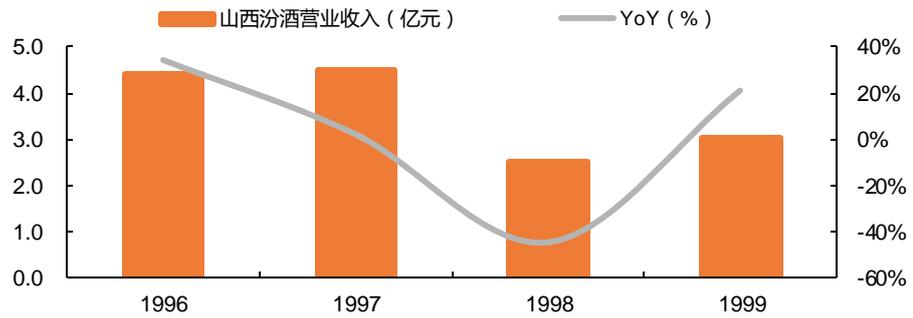
图表 11 20 世纪末各名酒价格分布



资料来源：微酒，平安证券研究所

山西假酒案暴雷，品牌力直线下滑。1998 年，山西朔州出现假酒案，甲醇含量严重超标的散装白酒造成 27 人丧生，222 人中毒入院治疗，山西白酒业遭受强烈打击，全国人民对山西白酒一片恐慌，甚至出现“劝君莫饮山西酒”的口号，大规模的酒厂关闭或停产接受检查。山西汾酒虽然与假酒案无关，但由于其产地位于山西，其销售也受到了严重的影响和冲击，省外市场损失 70%，汾酒从行业龙头的位置降到了第九位，品牌力遭到严重损害。

图表12 山西假酒案暴雷后汾酒营收迅速滑落



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 清香带来的启示：加强品牌建设，培育核心消费圈层

1.3.1 价格战略重要性凸显，重点塑造品牌力

清香的发展史证明了价格战略的重要性，即使是风靡一时的汾老大也会因为价格判断失误，错过涨价潮，走上“名酒变民酒”的道路。得益于稀缺性属性，当前酱香企业多布局次高端及高端价位带。面对日益加剧的市场竞争，酱酒企业应当坚守品牌调性，重视价格战略，重点塑造品牌力，从而培育消费者持续购买心智，确立行业稳固地位。

1.3.2 酱香企业要重视技术发展，持续技术创新

目前酱香型酒企在稀缺性属性支撑下发展良好，行业热度高涨。但各酒企也要持续创新，重视技术发展，这样才能有效抵御行业风险，维持企业核心竞争力，互相协作共同进步，构建公司的产品壁垒。2021年贵州白酒企业发展圆桌会议上，习酒公司党委副书记、总经理汪地强将白酒企业的科技创新归为以下几类：

图表13 白酒企业的科技创新方向



资料来源：茅台时空，平安证券研究所

1.3.3 谨防贴牌过多稀释品牌含金量，培育核心消费圈层

目前由于行业整体呈供不应求态势，激烈的竞争中酱酒品牌多、乱、杂的现象已经开始显现，部分酒企为赢取短期利益采取 OEM 贴牌模式，意图在市场中分一杯羹。据微酒报道，2020 年突如其来的新冠疫情让本就面临生存压力的经销商们加快了“染酱”的步伐，开发商大多选择品牌买断或贴牌模式。我们认为，酱酒企业希望维持其长期品牌力，就应当适度贴牌，采取适合自己的营销策略，注重消费者教育，精准培育核心消费圈层。

二、 凤香之鉴：重视基酒储备，布局拳头产品

凤香型白酒的代表品牌为西凤酒，西凤酒曾在 1952 年的首届评酒会上，与茅台、老窖、汾酒齐命名为中国四大名酒。但在第三届评酒会上，由于被误分在了以汾酒为代表的清香型类别，错失了第三届评酒会国家名酒的称号。西凤酒的落榜引起了国家部委的关注，专家学者成立了相应课题组进行深入研究，于 1992 年正式确立了白酒的一大新香型——凤香，是十二大香型中唯一一个以品牌名称命名的香型。

作为四大名酒之一的西凤酒，2017 年营业收入为 31.7 亿元，远低于其他的四大名酒。经过几十年的发展变迁，西凤酒也从全国性名酒逐步成为地方品牌，凤香酒热潮也逐渐退却。我们着手分析凤香风潮迅速消失的原因，并由此得到对酱香发展的启示。

2.1 凤香衰退的原因：基酒储备不足，缺乏核心大单品且过度依赖经销商

2.1.1 不成规模，难以抗衡

凤香型酒由于口感独特，是我国白酒香型中唯一一个以酒企名称命名的香型。在历届全国评酒会中，获选的凤香型酒企都只有西凤酒一家，除西凤酒外也没有出现全国闻名的其他凤香型酒企。没有大量的凤香酒企业，就无法形成规模效益，也无法凭借消费者的口碑实现迅速传播，仅仅凭西凤酒一家难以与世人熟知的酱、清、浓三香匹敌。

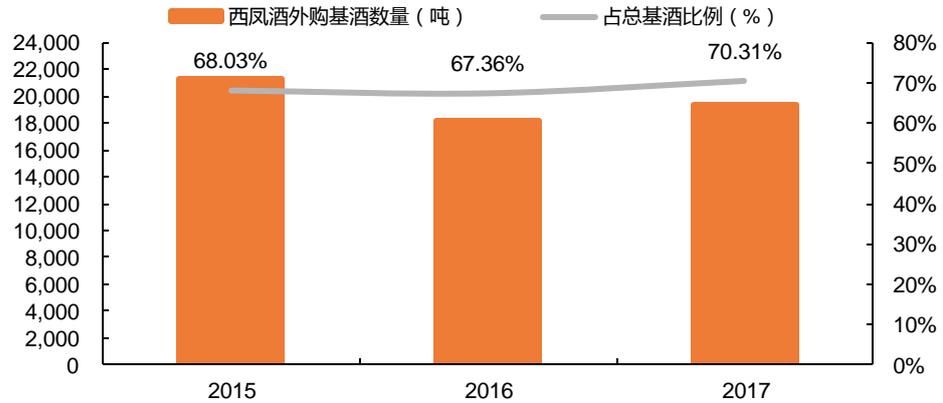
2.1.2 缺乏战略眼光，错过涨价潮

在 1984 年的白酒涨价潮中，凤型酒厂缺乏战略眼光，没有跟随其他名酒采取涨价策略，而是坚持物美价廉的宗旨，并没有对价格进行调整，导致产品形象受到影响，沦为低端酒，被市场称为“一流质量，二流包装，三流价格”。

2.1.3 基酒多依赖外购，酒品质量无保障

西凤酒的外购基酒占比高达 70%，相较之下西凤酒自身的基酒少之又少，导致酒品质量没有保障。据西凤酒 2018 年的招股书统计，基于市场销售和成品酒生产需求，西凤酒外购一定比例的凤香型基酒和调味基酒，2015 至 2017 年，公司外购基酒数量分别为 21,238.24 吨、18,179.56 吨和 19,439.12 吨，占总基酒比例高达 68.03%、67.36%、70.31%。

图表14 西凤酒外购基酒数量占七成

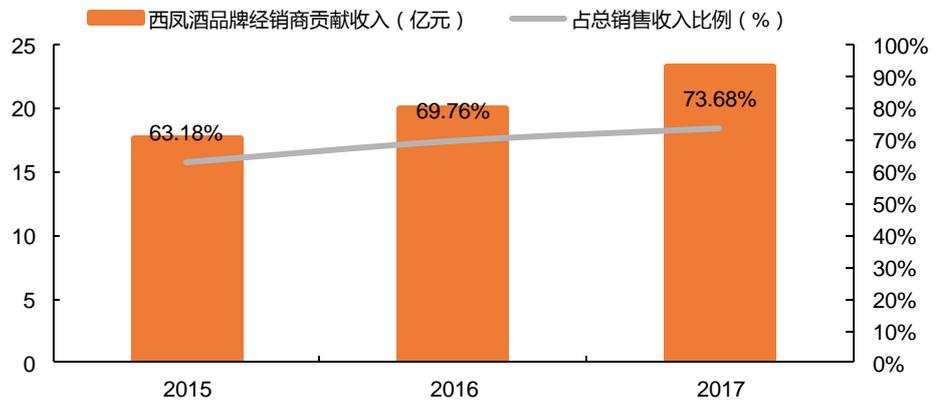


资料来源：西凤酒招股说明书，平安证券研究所

2.1.4 依托经销商包销，厂商地位不足

西凤酒主要依靠经销商的包销和买断，缺乏自主经营的高端品牌。据西凤酒 2018 年的招股书统计，西凤酒七成的营收靠品牌经销商支撑，2015 至 2017 年品牌经销商贡献收入占总销售比例分别为 63.18%、69.76%、73.68%，品牌经销商贡献收入占比逐年增加。由此可见，西凤酒在经销商面前地位不足，并没有掌握公司经营发展的主导权。同时，由于经销商买断品牌成为了公司股东，很大程度上干预了西凤酒的决策，过分注重眼前利益，忽视了品牌的长远发展。

图表15 西凤酒七成的营收靠品牌经销商支撑



资料来源：西凤酒招股说明书，平安证券研究所

2.1.5 多贴牌酒产品线混乱，缺乏核心大单品

西凤酒多贴牌酒，在巅峰时期有两千多个子品牌，但却没有一款拿得出手的核心大单品，产品线混乱，且多为中低端产品，未形成涵盖高、中、低三档的产品矩阵，导致大量客户流失，错过了向中高端品牌转型的机会。

2.1.6 财务造假塑化剂风波，屡次上市失败

受财务造假、高管受贿、塑化剂风波等负面因素影响，西凤酒在九年里四次折戟 IPO，其中 2010 年系财务造假，2016 年系曝出财务高管多次挪用银行承兑汇票共计 5800 万元，2017 年系公司原总经理、副总经理在此前的改制中受贿事件东窗事发，2018 年系“塑化剂”丑闻中西凤国典凤香 50 年年份酒被检测出的两项塑化剂的含量接近限定标准的三倍。直至 2021 年，西凤酒仍未能成功上市，作为唯一一个至今未上市的“四大名酒”，西凤酒的品牌力严重受损，风光大不如前。

图表 16 西凤酒九年内四次折戟 IPO



资料来源：公开资料，平安证券研究所

2.2 酱酒生态优于凤香，产能有序扩张保证持续性

通过研究凤香的衰落，我们认为酱香不会像凤香一样突然爆发又消失，主要系：

图表 17 凤香型白酒和酱香型白酒对比

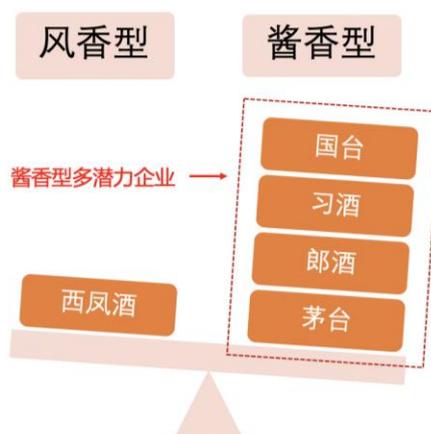


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2.1 相比凤香一家独大，酱香多潜力企业

虽然当前酱香型白酒中也仅有一家龙头企业茅台，与西凤酒一家独大的格局类似，但目前已经涌现出一批优秀的酱酒企业，呈现出产业矩阵雏形。第二梯队的郎酒、习酒的营收规模已破百亿营收，未来仍将维持增长趋势。同时，酱酒企业的产品涵盖各个价位带，有针对高端、中端、低端的消费者，满足了不同消费水平的消费者需求，因而格局也更为稳定，相比凤香酒更具有可持续性。

图表18 酱香型多潜力白酒企业

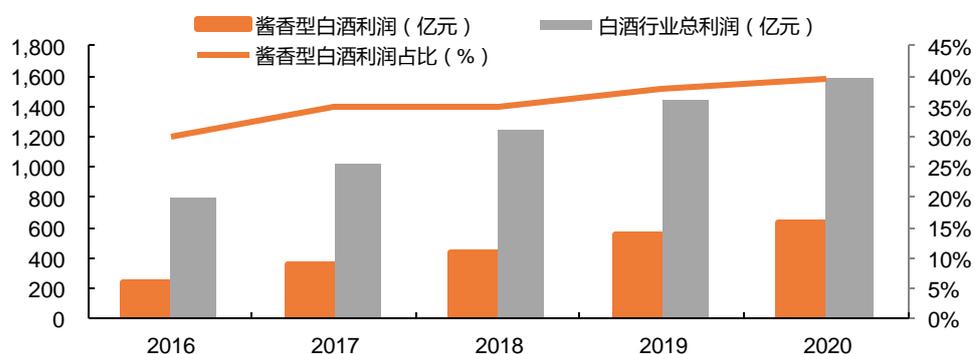


资料来源：平安证券研究所

2.2.2 相比凤香布局低价位带，酱酒多布局次高端价位带

相比布局低价位带的凤香，酱酒企业大多布局次高端和高端价位带，主要系酱酒的稀缺性属性和高成本属性。高品质和有限的产能抬升了酱酒的产品价格，因而使得酱酒的盈利能力更强，现金流更强劲，更有利于企业的长期稳定发展，不会出现错失涨价潮而沦为低价酒，导致丢失品牌力的风险。据权图酱酒工作室统计，2020年酱酒凭借8%的产能贡献了白酒行业26%的销售收入和40%的利润。

图表19 酱香型白酒贡献40%行业利润

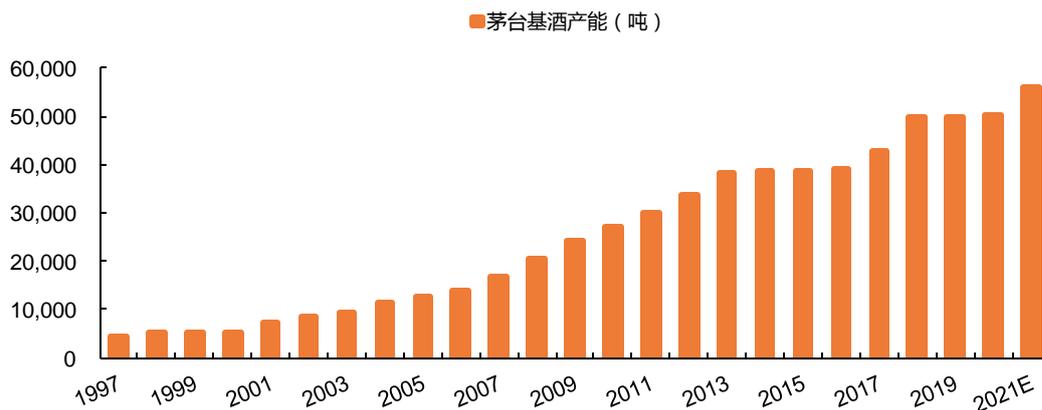


资料来源：中商产业研究院，权图酱酒工作室，平安证券研究所

2.2.3 和凤香类似，酱香也具有基酒数量不足的瓶颈，但外购基酒现象相对少

凤香型白酒由于受到无法复制的天然环境和传承数千年的手工艺制约，其产量相对有限，基酒生产能力的瓶颈使得其不得不外购基酒，从而大幅削弱了品牌力。酱香与凤香类似，也具有产能限制的特质，但考虑到自身品牌发展，行业内外购基酒现象并不普遍，公司多选择自建产能、窖池，推出扩产计划，从而实现健康有效的发展。据酒业家报道，未来五年内会有 20 万吨新增酱酒产能释放，成为推动酱酒转轨进入下半场的标志性事件。以行业龙头茅台为例，公司历史上进行多次产能扩建，目前“十三五”茅台技改扩建项目已经全面完工，竣工后基酒产能将达到 5.6 万吨规模。

图表20 茅台技改扩建下产能不断攀升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 主流酱酒企业产能及扩产情况

企业名称	扩产情况	扩产后产能	备注
茅台酒	“十三五”中华片区技改工程	5.6万吨	已投产
茅台系列酒	新增3万吨技改工程	5.6万吨	2021年投产
郎酒集团	扩产2万吨	5万吨	已完成投产
习酒	扩产2万吨	5万吨	2022年完工
金沙酒业	“十四五”将完成2万吨扩产项目	4万吨	2023年完工
珍酒	百亿珍酒扩产项目	3.5万吨	2025年完工
国台	扩产6,000吨	2.6-2.8万吨	2021投产超万吨
贵州安酒	万吨产能扩产	2万吨规划	2020年投产
潭酒	目前两万吨产能	2万吨	/
劲牌茅台镇酒业	规划2万吨	2万吨	投产已过万吨
贵州醇	万吨技改项目	1.25万吨	2021年上半年完成
贵酒(洋河)	大型生态酿酒园	1万吨	/

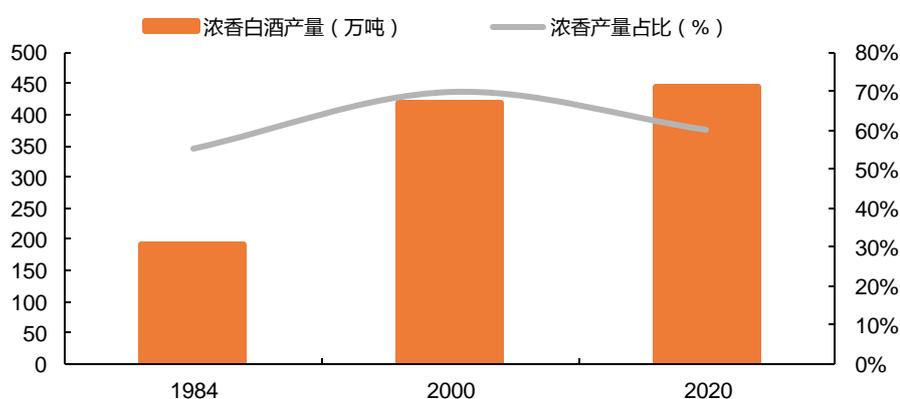
资料来源：酒业家，平安证券研究所

三、浓香之鉴：产业矩阵抗风险，需重视营销模式创新

3.1 浓香崛起的原因：名酒集团作战，产品、营销创新能力强

改革开放以后，我国由计划经济向社会主义市场经济转变，在农村联产承包制的实施下，粮食大幅增产，甚至出现了大量的过剩粮，清香产能优势不再，浓香取代清香成为了行业的领军香型。1984年，我国白酒年产量为350万吨，浓香白酒为180吨，占比高达55%。伴随着浓香的不断风靡，其产能占比也不断提升，2000年浓香产能占总产能的70%，目前稳定在60%左右。我们着手分析浓香型白酒的发展历程，认为其崛起的原因主要包括：名酒数量庞大、抓住提价机遇、渠道优势显著、创新品牌运作和重视技术创新。

图表22 浓香型白酒产量及占比



资料来源：酒业家，平安证券研究所

3.1.1 名酒数量庞大，抗风险能力强

浓香型白酒拥有庞大的名酒数量，五粮液、泸州老窖、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、双沟大曲等广为人知的名酒等都属于浓香型白酒，其影响范围遍布全国。浓香型白酒在首次提出香型之分的第三届全国评酒会中，拥有最多的获奖企业数量，占据了八大名酒中的5席，占比达62.5%，在第四次全国评酒会中占据了十三大名酒中的53.8%，在第五次全国评酒会中占据了十七大名酒中的52.9%，占据了我国白酒的半壁江山。在庞大的名酒数量支撑下，浓香具有较大的抗风险能力，个别品牌出现问题不会导致整个香型从此一蹶不振，因而具有更高的安全性。

图表23 历届评酒会获奖名单及浓香占比

全国评酒会	年份	评选类型	名酒	浓香占比
第一届	1952	四大名酒	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒	25%
第二届	1963	八大名酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒	50%
第三届	1979	八大名酒	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	62.5%
第四届	1984	十三大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井	53.8%

			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	十七大名酒	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	52.9%

资料来源：酒业家，平安证券研究所

3.1.2 前瞻性价格策略，塑造高端品牌形象

1988 年我国国务院发布《放开名烟名酒价格提高部分研究价格的宣传提纲》放开名酒价格后，五粮液率先开启提价，掀起白酒涨价潮，成功塑造了高端白酒的品牌形象，为后续的扩张打下了坚实的基础。1989 年至 1998 年，五粮液通过多轮提价，从 30 元提升至 250 元左右，先后超越老窖、汾酒、茅台成为市场之最：1) 1988 年五粮液响应国家号召，率先进行提价，价格超越了泸州老窖；2) 1989 年五粮液进行二次提价；3) 1994 年底五粮液改变包装，再次提价近百元超越汾酒，在全国利税十大白酒企业排名中首次超越汾酒位居第一，并连续多年稳坐白酒利税第一把交椅；4) 1998 年五粮液进行第四次提价至 250 元左右，成为届时价格最高的高端白酒。五粮液带动了整体浓香型白酒的加速发展，2000 年前十大利税白酒企业中，浓香型白酒企业有 8 家。

图表 24 1998-2000 年浓香白酒利税排名靠前

1998 年		1999 年		2000 年	
公司	利税额 (亿元)	公司	利税额 (亿元)	公司	利税额 (亿元)
1 四川五粮液集团公司	12.44	四川五粮液集团公司	19.16	四川五粮液集团公司	22.01
2 湖南湘泉集团公司	5.46	贵州茅台集团公司	6.43	贵州茅台集团公司	8.76
3 四川剑南春集团公司	4.76	四川全兴酒厂	5.34	四川剑南春集团公司	5.71
4 安徽古井贡酒股份公司	4.64	四川剑南春集团公司	5.19	四川泸州老窖集团公司	5.32
5 四川全兴酒厂	4.60	四川泸州老窖集团公司	4.82	安徽古井贡酒股份公司	4.09
6 四川泸州老窖集团公司	4.27	湖南湘泉集团公司	4.47	四川全兴酒厂	3.15
7 贵州茅台集团公司	4.15	安徽古井贡股份公司	3.96	四川沱牌集团公司	2.45
8 安徽种子集团公司	3.00	安徽种子集团公司	2.72	湖南湘泉集团公司	2.12
9 四川沱牌集团公司	2.49	四川沱牌集团公司	2.15	山西汾酒集团公司	2.05
10 山东兰陵集团公司	2.17	山东兰陵集团公司	2.10	新疆伊犁集团公司	1.69

资料来源：《酿酒技术》，2002 年第 3 期，平安证券研究所

3.1.3 买方市场确立，渠道优势彰显

上世纪 90 年代末，我国白酒正式进入买方市场，开启渠道竞争、终端为王的时代，各类浓香酒纷纷进行渠道扩张，洋河运用深度分销模式快速抢占市场份额、徽酒采用“盘中盘”、“三通工程”等创新渠道模式成功培育消费心智。1994 年，五粮液借鉴服装等行业 OEM 模式，推出买断品牌和总经销商模式，推出后公司营收放量增长，形成了以省、市、县多级糖酒公司为核心的营销网络体系并在渠道争夺战中胜出，在白酒利税重排第一，荣登中国白酒大王。同时，五粮液通过大商制实现低成本快速扩张，2001 年的五粮液实现营业收入 47.42 亿，净利润 8.11 亿，相较之下茅台的营收和净利润仅分别占五粮液的 34.12%和五粮液 40.44%。各类渠道模式的实施使得浓香型白酒大幅放量，迅速抢占终端份额。

图表25 浓香型白酒凭借渠道优势实现快速扩张



资料来源：公司网站，平安证券研究所

3.1.4 重视技术创新，推动行业发展

浓香型白酒生产技术共性多，厂家协作意识强，发表文章书籍多。四川省作为浓香大省，在 70 年代最早向全国公布了浓香型白酒的勾调技术和调味酒的生产技术，推动了行业整体发展。浓香型白酒的创新对整个行业的发展起到了巨大作用，如苏鲁豫皖一带酒企在学习四川的酿酒基础上，因地制宜在生产工艺上不断创新，先后生产出了诸多不同产品风格的白酒。以洋河蓝色经典为代表的绵柔淡雅浓香白酒、古井的年份原浆酒、仰韶的中华陶香五粮兼香白酒等都是浓香型白酒创新的结果。

3.2 浓香带来的启示：重视渠道和技术创新，保持良好厂商关系

3.2.1 酱香企业要注重品牌运作和渠道创新

通过分析浓香型白酒的优势，我们发现浓香龙头地位的稳固与其不断创新的品牌运作和渠道拓展模式是分不开的。在五粮液成为浓香龙头后，其余品牌在品牌力上无法与五粮液匹敌，采取渠道模式创新，从而获取更高的运营效率。目前，随着越来越多的资本涌入酱酒市场，如何在鱼龙混杂的市场中迅速建立品牌地位便成为了酱酒品牌的中中之重，只有积极开展品牌运作和渠道创新，才能建立属于自己的市场份额。

3.2.2 重视技术发展，保持香型竞争力

类似于我们在清香中得到的启示，技术创新在酒企的发展中占据了重要地位。但与清香的没落不同，浓香型酒企正是因为做到了持续创新，相互协同，才能长久的维持其龙头地位。因此，酱香型企业也要学习浓香企业，坚持技术发展，相互协作，与其他酱酒企业共同进步，才能塑造品牌的核心竞争力，维持酱香的热潮。

3.2.3 重视渠道利润，建立良好的厂商关系

通过分析浓香白酒发展史，我们发现厂商关系是影响酒企良性发展的重要因素。2012 年，行业调整期间，受经济增速放缓、三公消费限制影响，白酒行业整体营收下滑，面临高库存压力。五粮液、老窖逆势提高出厂价，致使经销商利润大幅下滑，一度陷入亏损。2013 年 1 月，五粮液宣布将于次年 2 月将 52 度水晶瓶出厂价自 659 元/瓶上调至 725 元/瓶，然而次年 5 月便下调至 609 元，成为白酒行业调整期以来首家宣布下调出厂价的白酒企业。泸州老窖也面临提价失败，在 2014 年对国窖 1573 进行了三次降价，从 999 元/瓶降至 550 元/瓶，价格近乎腰斩。2019 年，洋河也对其核心产

品进行全面提价，上涨幅度超 20%，致使经销商利润下降。综上，逆势涨价使得市场供求关系进一步恶化，经销商陷入困境，甚至出现价格倒挂。因此，顺应供需变化，兼顾渠道利润，经营良好的厂商关系才是酱酒企业持续健康发展的上策。

图表 26 行业调整期间浓香白酒逆势提价

公司名称	年份	提价政策	调整幅度
五粮液	2011 年 9 月	52 度 1618 出厂价自 509 元上调至 659 元	上调 30%
	2013 年 1 月	52 度 1618 出厂价自 689 元上调至 900 元	上调
		52 度水晶瓶次年 2 月份从 659 元上调至 725 元	10%–30%
	2014 年 5 月	52 度水晶瓶出厂价自 729 元下调至 609 元	下调 16%
泸州老窖	2011 年 11 月	国窖 1573 出厂价自 619 元上调至 889 元	上调 44%
	2013 年 4 月	国窖 1573 出厂价自 889 元上调至 999 元	上调 12%
	2014 年 5 月	国窖 1573 出厂价自 999 元下调至 680 元	下调 32%
	2014 年	国窖 1573 出厂价自 680 元下调至 580 元	下调 15%
	2014 年	国窖 1573 出厂价自 580 元下调至 550 元	下调 5%
洋河股份	2019 年 9 月	梦之蓝 M3 供货价上调 20 元 终端建议成交价不低于 420 元(低度)和 500 元(高度)	上调 20%

资料来源：中国商报，平安证券研究所

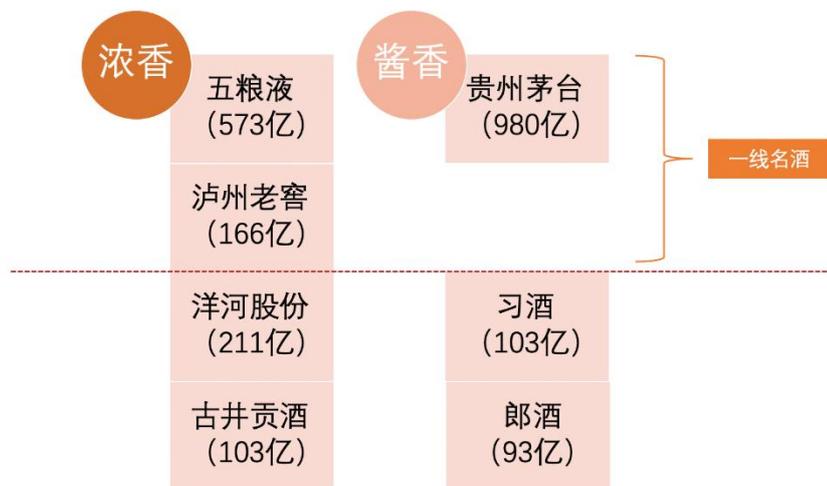
四、浓酱之争：协同发展，各自芬芳

随着酱香的不断风靡，“酱香会取代浓香，只是时间问题”等说法比比皆是，但我们认为浓香的龙头地位并不会被酱香完全取代，浓香型白酒凭借其多年来积累的品牌、渠道、营销等方面的核心竞争力，在酱香热下依旧会维持一定的市场份额。

4.1 浓香产业矩阵稳定，名酒数量庞大

稳定的产业矩阵可以有效的分散行业风险，保障浓香酒企的健康稳定发展。从规模上，酱酒企业营收稳定在 100 亿以上的仅有贵州茅台（980 亿）一家独秀，习酒（销售收入 103 亿）和郎酒（93 亿）正在努力向百亿接近，而浓香的百亿以上规模酒企则有四家，分别是五粮液（573 亿）、泸州老窖（166 亿）、洋河股份（211 亿）和古井贡酒（103 亿）。从品牌力上，五粮液、泸州老窖等一线名酒的加持使得浓香地位稳固，不会被轻易取代。相较之下，酱香酒企中的一线名酒目前只有茅台一家，其余酱酒企业竞争力还不足以与五粮液、老窖等具有历史沉淀的一线名酒所匹敌，因此酱香在整体香型的综合竞争力上弱于浓香。

图表27 浓香型白酒产业矩阵稳定



资料来源：公司公告，平安证券研究所（注：上述数据为2020年公司营业总收入数据，习酒为销售收入）

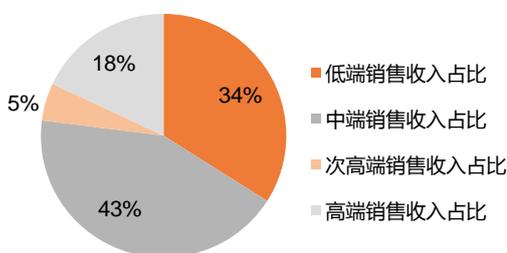
4.2 浓香型白酒口味接受度高，适宜宴请场景

浓香型白酒入口绵甜、干净纯正，受众人较多，适合商务宴请、婚礼宴席等消费场景。宴席作为一种常态化的聚饮场景，具有稳定的市场需求，有利于消费者口碑传播，提升消费力和品牌力。同时，浓香型白酒涵盖多价格带，同时满足高端消费需求和大众消费需求。

4.3 浓香型白酒中低端市场盘稳固，难被取代

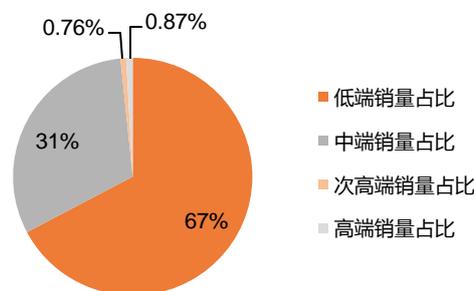
酱香型白酒生产工艺复杂、成本高，因此多布局于次高端及高端价位带。据前瞻研究院统计，2020年我国中端和低端白酒销售收入占比分别为43%和34%，而次高端和高端白酒销售收入占比仅为5%和18%；中端和低端白酒销量占比为31%和67%，而次高端和高端白酒销量占比仅为0.76%和0.87%。无论是从销售收入还是销量上，中低端白酒在我国白酒市场上的影响力还是更胜一筹，而酱酒考虑到其生产成本，不会大规模铺中低端市场。因此，浓香型白酒受益于其在中低端市场的稳固盘，很难被酱酒取代。

图表28 2020年我国各价位带白酒销售收入占比



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

图表29 2020年我国各价位带白酒销量占比



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

五、 总结：

通过对清香、凤香和浓香白酒的研究，我们认为酱酒仍然处于快速发展通道，但是要想获得可持续发展，需要注意产品品质、品牌建设、价格策略和营销创新等方面的持续耕耘。

5.1 产品品质是保障，有序进行产能扩张

产品品质是白酒的生命线，必须严防食品安全这条红线，谨防山西假酒案、塑化剂风波等安全事故再次发生。同时，酱酒行业的发展潜力受制于产能规模，因此，需要酱酒企业在严控质量的前提下有序扩张产能，为市场扩张奠定基础。

5.2 重视价格策略，有效提升品牌力

产品价格一定程度上反映了白酒的品牌力，同时在消费升级的背景下各厂家也希望提高产品价格来调整产品结构。但是我们认为，价格策略需要紧密跟随行业景气度和行业趋势，逆势而为反而会损害渠道良性发展。

5.3 选择合适的渠道模式，保持良好的厂商关系

随着行业发展，白酒渠道模式也从之前的单一大商制演变成为厂家模式为主、多种模式共存的渠道形式，每种模式都有利有弊，需要根据企业自身条件来选择适合的模式。经销商是企业发展的合作伙伴，适当的经销商利润和良好的厂商关系更能够提高经销商积极性，进而协助企业发展壮大。

六、 风险提示

- 1) 宏观经济波动影响。作为可选消费品，白酒行业与宏观环境息息相关，如果宏观经济出现较大波动，白酒行业可存在景气度向下的风险。
- 2) 政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对行业发展产生较大影响。
- 3) 食品安全风险。食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。
- 4) 竞争加剧风险。酱酒目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、串货等不利影响。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033