



Research and
Development Center

酱酒深度：回不去的味道，回不去的价格带

——极致产品力的超级表达

食品饮料

2021年09月07日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究

食品饮料 行业

投资评级 看好

上次评级 看好

马铮 首席研究员
执业编号: S1500520110001
邮箱: mazheng@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

回不去的味道，回不去的价格带

2021年09月07日

本期内容提要:

- **白酒消费升级的底层逻辑是品质升级，茅台极致化工艺凸显酱酒品质。**酒圈盛传，喝惯了酱酒，就喝不了其他香型的白酒。我们认为这种观点从产品力和品牌力两个角度对酱酒的消费特征进行了诠释。从产品力讲，酱酒因“三高三长”的酿造工艺，在“留香”和“去害”方面做到极致，从而使得消费者饮用时的口感、体感，饮后的舒适度都非常不错，此为“回不去的味道”。从品牌力讲，社交活动是白酒需求很大一块应用场景，茅台占据了白酒行业最高的价格带，代表了最好的品牌和最高的品质，从社交属性上讲，确实也存在“回不去的价格带”。因此，我们认为，从清香到浓香，再到酱香，不是一个简单的香型自然轮回，而是酱香酒极致产品力和茅台所代表超高品牌力的体现。早期酱香品类因酱酒耗粮率高、重资金投入等原因，发展较其他主流香型迟缓。随着，需求端持续的消费升级，供给端在茅台的引领、行业自律和资本助推下，酱酒将取得更加长远健康的发展。
- **酱酒工艺复杂是道法自然，口感浓厚舒适性高。**酱酒生产工艺相比于浓香、清香品类，生产周期更长，关键控制点更多，但这并不是人为刻意而为的，与其生产所处的天然环境特性相辅相成，酱酒生产工艺为“中国农耕文明的巅峰之作”。酱酒生产具备“三高三长”特点，可以产生更多的香味物质，使其酒体丰满协调、回味悠长，同时尽可能减少低沸点的有害物质。整体上看，酱酒生产工艺赋予酱酒品类更丰富的口感以及对人体更少的伤害，愉悦度、舒适度高。
- **消费者选择的是价格带消费，消费升级趋势清晰。**白酒的消费具有极强的社交属性，而社交互动更是一个消费升级的过程。改革开放至今，国民经济持续高速增长，社会物质财富日渐富足，居民的生活质量也不断提升，反映到消费层面便是从解决温饱到“新老三件”交替，再从家电、小汽车消费崛起到奢侈品畅销。我国大部分消费者正处于“第二消费时代”和“第三消费时代”，其消费理念多遵从“贵的=好的”。在“少喝酒，喝好酒”的健康理念下，消费者对美好生活的追求也支撑其选择更高价格带的白酒消费。而酱酒基于品质高、定价高，符合消费者对“好”的认知。
- **相较其他主流香型，酱香品牌发展仍处在初期，行业正着力规范化、品牌化，茅台与品类共同受益。**由于酱酒耗粮率高、资金投入量大，发展起步较晚，市面上的成熟品牌较少。行业虽从茅台热走向品类热，但依旧存在噪音影响酱酒行业市场秩序。当前，仁怀当地正着力从工艺标准、核心产区、企业规模化、品牌阶梯化几个角度出发，加强酱酒发展的品牌化与规范化，从无序走向有序，促进品类发展壮大。作为行业龙头企业，茅台也将从品类繁荣中受益，在更多酱酒消费者的拥簇下，巩固行业地位。

- **酱酒品类繁荣的核心是口感、品质培育，而其他主流香型重渠道，口感培育长期不足，需要找到自身品类优势。**我们从茅台带动品类繁荣的经验中发现，酱酒品类被消费者追捧的核心在于，消费者自始至终都在被厂、商共同进行口感培育、品质培育。而在产能为王时代，同品类的竞争比香型间的竞争更为激烈。在同品类竞争中，酒企更重要的是被消费者看见，造成品牌营销更多是集中在渠道端。正是由于口感培育的长期不足，当酱酒以口感、品质为切入点进行消费者培育时，其他主流香型并不能拿出一个与之相对的优势点，部分市场迅速被酱酒品类撕出缺口，趁势而入。因此我们认为，面对酱酒热，其他主流香型应该更为积极地将品类优势提炼出来，并团结的传递给消费者，加强对消费者的口感、品质培育工作，展现品类闪光点。
- **风险因素：**宏观经济波动；茅台批价上涨过快；行业竞争加剧。

目录

前言:	5
1. 回不去的味道: 酱酒的极致工艺与表达	6
1.1 中国酒类主流消费历史变迁	6
1.2 白酒消费升级的底层逻辑是品质升级	7
2. 回不去的价格带: 白酒消费的本质属性	11
3. 酱酒发展尚在初期, 圈层营销势如破竹	12
3.1 酱酒产能受限, 发展起步较晚	12
3.2 酱酒营销起步晚, 更适合圈层营销到消费者端	16
3.3 圈层营销路径下, 酱酒渠道利润推力强	18
4. 酱酒消费升级与价格带下沉	19
4.1 工艺复杂, 稀缺决定高价	19
4.2 茅台打开价格天花板, 次高端酱酒补位	20
4.3 酱酒优酒率高, 品类价值更高	22
5. 极致产品力的追求胜过各种“商业模式”	22
风险因素	22

表目录

表 1: 浓酱清酿造工艺差别大	8
表 2: 酱香四种工艺细分	9
表 3: 2011 年起, 资本入局酱酒产能扩张	13
表 4: 酱酒企业梯队划分	15
表 5: 主要浓香品牌央视广告投放	16
表 6: 浓香酒长期在白酒品牌价值排行中位居前列	17
表 7: 主要酱香产品近一年半以来批价涨幅明显	20

图目录

图 1: 中国酒类消费历史变迁	6
图 2: 中国白酒产量历年变化	7
图 3: 中国白酒香型分类	8
图 4: 浓酱清发酵窖池差异	9
图 5: 酱酒生产工艺流程图	9
图 6: 中产阶级人数增加	11
图 7: 低线城市富裕消费显著增加	11
图 8: 2004 年茅台净利润反超五粮液	12
图 9: 2007 年后茅台收入与五粮液交替上升并反超	12
图 10: 以茅台批价迅速拉升为标志的第一轮酱酒热	13
图 11: 2010 年前后山寨茅台层出不穷	13
图 12: 2016 年以来茅台批价不断上扬	14
图 13: 除茅五外, 酱酒企业相比浓香规模偏小	16
图 14: 2009 年以来主要浓香酒企销售费用攀升	17
图 15: 浓香酒企广宣及促销费投入力度大	17
图 16: 酱酒营销模式与浓香对比	18
图 17: 酱酒市场份额小, 盈利能力强	20
图 18: 茅台一批价与零售指导价背离	21
图 19: 次高端酱酒消费群体更易培养	21
图 20: 浓香酒在次高端价格带产品多、体量大	21

前言：

纵观白酒行业的发展，已经历从清香到浓香、从浓香再到酱香的三大主流香型热门品类变迁，部分市场观点认为，这是香型自然轮回的过程，消费者的选择偏好是善变的。

我们认为，白酒消费升级的底层逻辑是品质升级，酱酒热是酱香酒极致产品力和茅台所代表超高品牌力的体现，无论是口感还是价格带都能为酱香品类带来一部分稳定的消费者。

好酒的理化指标主要从“留香和去害”两方面去定义，以茅台为代表的酱香酒将酿造极致化，凭借品质抓住消费者心智。长期以来，酱酒品类发展受到出酒率低、生产周期长、核心产区土地资源紧张的限制，产量在行业中的占比一直较低。但不可否认的是，酱酒的特殊生产工艺的确造就了其与众不同的厚重口感。在“三高三长”酿造工艺下，留香多、存害少成了酱酒特有的产品属性。虽然酱酒工艺是复杂的，但茅台在酱酒品类中独树一帜。长期以来，茅台不计成本的坚守高品质生产，而相对牺牲量的考核，好的品质外溢形成足够的资本反哺到生产中。这种极致化的生产追求也使得茅台的品质成为行业顶尖，且难以被其他企业复制。在品质的驱动下，酱酒口感成功捕获一部分消费者的心智。

酱酒定价高，与消费升级相适应，符合消费者对好的认知。由于产能的稀缺性及茅台的价格拉动，主流酱酒价格更多是从高端价位的下沉，出身即富贵，直击次高端价位带。随着国民经济持续高速增长，社会物质财富日渐富足，居民的生活质量也不断提升，反映到消费层面便是从解决温饱到“新老三件”交替，再从家电、小汽车消费崛起到奢侈品畅销。大部分消费者正处于“第二消费时代”和“第三消费时代”，其消费理念更多遵从“贵的=好的”。酱酒的高价属性与消费者对好的认知是一致的，在“少喝酒，喝好酒”的健康理念下，消费者对美好生活的追求也支撑其选择定位更高价格带的酱酒进行消费。

无论是口感的驱动还是价格带的驱动，我们能看到酱酒品类繁荣的本质是品质优势，极致产品力的追求胜过各种“商业模式”。茅台的品牌力释放带动了酱酒品类的关注度，品类繁荣又吸引更多的消费粉丝，为茅台储备更多的潜在消费者，茅台的发展与酱酒品类的发展是相辅相成的。我们认为，酱酒热的形成是与茅台一同讲好品类优势的故事，将有利于茅台地位的稳固。

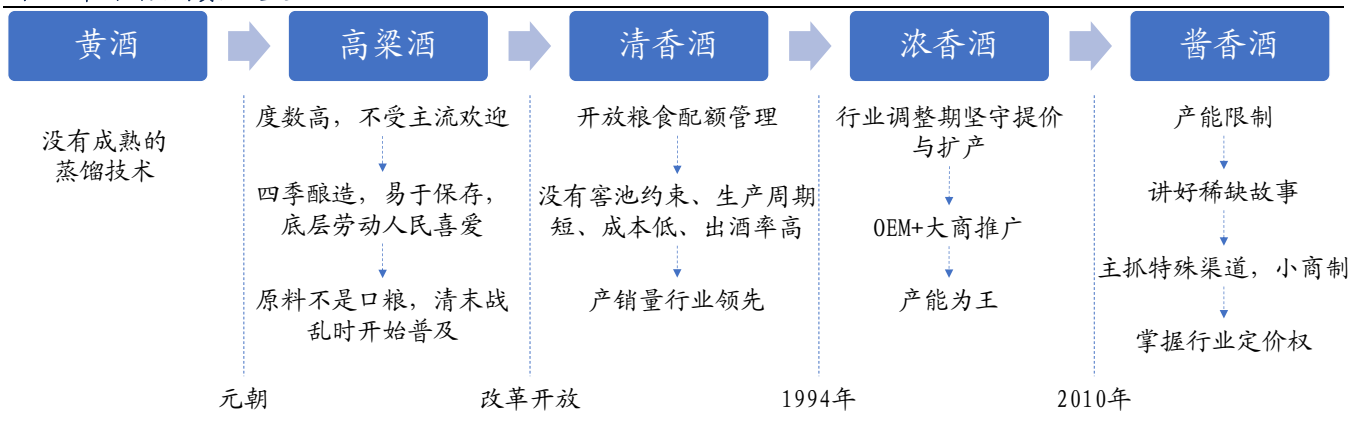
除此之外，我们还可以从茅台带动品类繁荣的经验中发现，酱酒品类被消费者追捧的核心在于，消费者自始至终都在被厂、商共同进行口感培育、品质培育。酱酒的营销是直达消费者端的，而不是渠道端。反观产能为王时代，主流香型主导市场，同品类的竞争比香型间的竞争更为激烈。在同品类竞争中，酒企更重要的是被消费者看见，而不是口感培育。因此造成品牌营销更多是集中在渠道端，而并非直达消费者。正是由于口感培育的长期不足，当酱酒以口感、品质为切入点进行消费者培育时，其他主流香型并不能拿出一个与之相对的优势点，部分市场迅速被酱酒品类撕出缺口，趁势而入。因此我们认为，面对酱酒热，其他主流香型应该更为积极地将品类优势提炼出来，并团结地传递给消费者，加强对消费者的口感、品质培育工作，展现品类的闪光点。

1. 回不去的味道：酱酒的极致工艺与表达

1.1 中国酒类主流消费历史变迁

黄酒一度是酒类消费的主流，元朝后白酒开始出现。在白酒的产生过程中，蒸馏技术是一个必要条件，而完善的蒸馏技术直到元朝才出现，此前我国古代人喝的基本是黄酒。因为酒精度太高，白酒在当时并不受欢迎，而酿造成本更高，保管更不容易的黄酒才一直是中国上流社会最喜欢的，那时候的黄酒比高粱酒要贵好几倍，有“黄酒价贵买论升、白酒价贱买论斗”的说法。我国古代对粮食酿酒一直有着非常严格的监管，但高粱不是口粮，所以不是监管重点，加上蒸馏技术产生后，高度酒一年四季都可以酿制，而且容易保存，加上度数高，喝着来劲快，深得底层劳动人民喜爱，因此高粱酒从明朝开始逐才渐发展起来。到了清末的时候，连年战乱加上外国入侵，农业生产遭到了极大破坏，人连饭都吃不上，更不可能拿米去酿酒了，所以当时的上流社会也喝不上黄酒了。但无论生活好坏，人总是要喝点的，于是便宜的高粱酒就越来越普及了，逐渐的一些上流社会也开始喝高粱酒了。

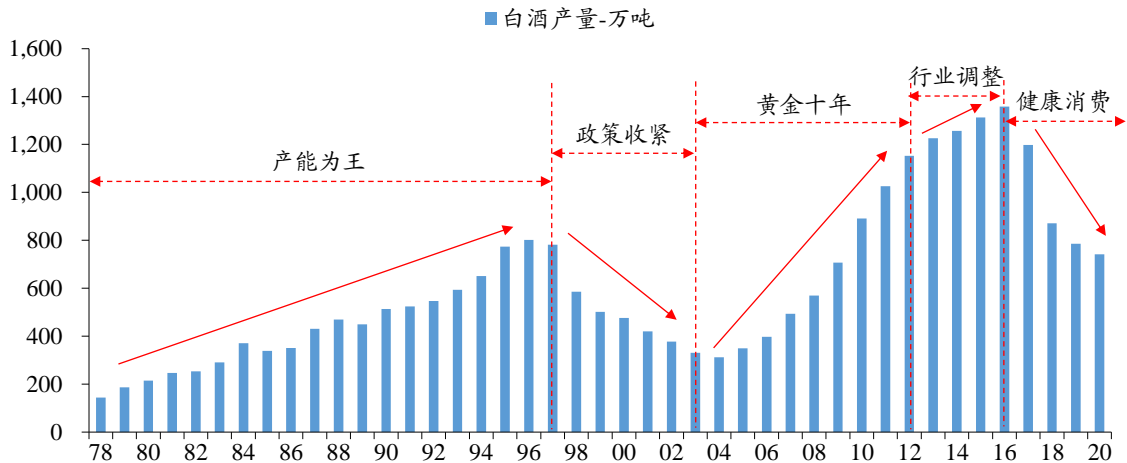
图 1：中国酒类消费历史变迁



资料来源：信达证券研发中心

计划经济转向市场经济，清香产量占优。新中国成立初期，物资整体短缺，国家统购统销，企业按计划生产。1951年白酒成为专卖品，被严格纳入计划管理。1978年，联产承包责任制的推行，国内粮食供给快速增加，这使得酿酒成为消化粮食的一大出路。到1984年，在许多行业都出现计划市场“双轨制”的背景下，政府对酿酒行业的改革也开始了。一个关键性的变化，就是不再对酒企调拨粮食，同时，为了弥补市场价格体系下，酒厂采购成本上升，政府将白酒的税率从60%降到30%，并放开生产指标配额管理，名酒产能扩张浪潮源起。由于清香工艺没有窖池约束，生产周期短、成本低、出酒率高，1985年汾酒成为全国第一家产能破万吨的酒企，销量在市场中遥遥领先。

逆境坚守提价与扩产，浓香步入产能为王时代。1988年7月，国家统一放开13种名酒价格，实行市场调节，白酒企业开始自主经营、自负盈亏。1989年，中央政府收紧了货币政策，同时限制政务消费，要求“名酒不上桌”，白酒消费需求迅速下滑，酒企也相继下调产品价格来适应市场。经过三年调整后，白酒行业迎来了繁荣发展期。处于行业改革洪流中的五粮液，管理层选择走涨价的高端化路线，并在提价的同时继续扩产。在整个九十年代，五粮液总共实现了3次扩产，在把产能扩充到9万吨水平的同时，定价也提价到百元以上。高端化路线，只是五粮液迈向行业龙头的第一步，真正奠定行业龙头地位的，是五粮液OEM贴牌产品推广和渠道的大商制模式。为消化自身过量产能，提高产能利用率，扩大营收规模，1994年推出OEM和买断经营模式，五粮液进入快速发展轨道。五粮液产能从94年的9万吨快速扩展至2002年的20万吨，产能的扩张和浓香工艺的特点使得五粮液高低端酒大幅放量，为其快速发展、夺得“酒王”地位奠定了扎实的产能基础。

图 2：中国白酒产量历年变化


数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

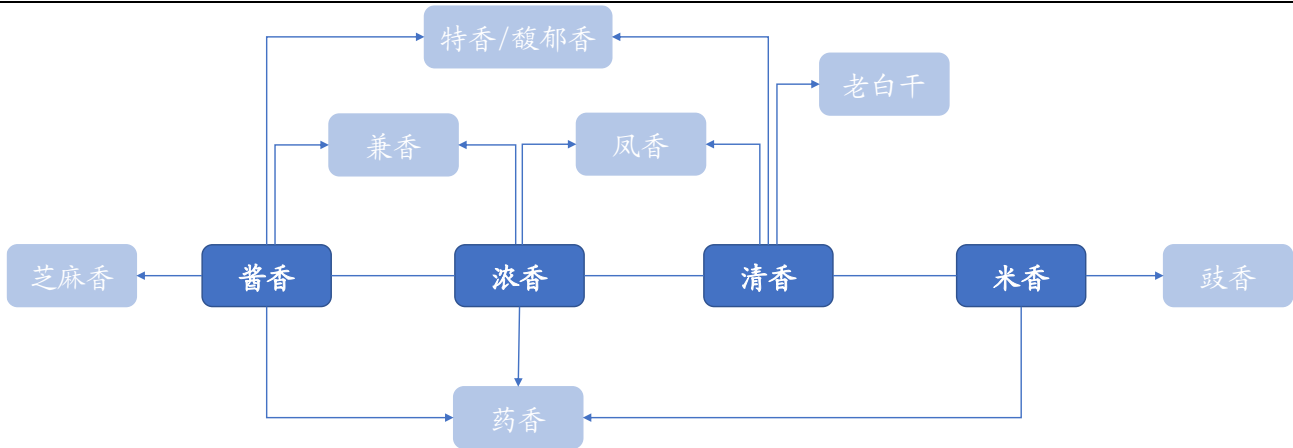
定价权集中，酱酒讲好稀缺故事。酱酒生产周期较长，耗粮量较大，吨酒耗量 4.5 吨以上。粮食短缺及产能限制是茅台自白酒定价权开放以来的发展速度较慢的重要原因。到 1991 年，茅台酒厂的产能仍不过 2000 吨。围绕“离开茅台镇就酿不出茅台酒”，茅台开始专注讲好稀缺故事。产能限制下，茅台更多针对特殊渠道供应，抓住核心意见领袖，并且形成“专卖店+区域总经销商+特约经销商”的小商制渠道模式，对经销商主导性较强，营销和价格政策也能很好的执行。在产品策略营销上，茅台主打飞天茅台高端大单品战略，同时利用年份酒等非标酒进一步提升品牌价值，品牌营销聚焦非常明确。伴随消费升级，茅台逐渐掌握行业定价权，带动酱酒品类热潮。

1.2 白酒消费升级的底层逻辑是品质升级

部分市场观点认为，白酒香型的变迁是一个自然轮回的过程，但我们认为，酱酒热的底层逻辑实为消费者对愉悦度、舒适度的高品质追求，酱香品类“三高三长”带来的“留香+去害”特性是其他香型工艺难以复制的。

1.2.1 酱酒工艺复杂，风味物质更多

在中华文化五千年的文明史中，酒的酿造可追溯至三千多年前，酒文化早已与传统文化、习俗等深深交融。作为中国酒的代表，白酒更是经过一次次蜕变，形成了“百花争艳，各有千秋”的格局。由于酿造环境、微生物、原材料及酿造工艺等存在差异，不同香型白酒有着不同的风格特征。根据国家标准分类，白酒现有 12 种香型，包括浓、酱、清、米四种基础香型，以及米香、凤香、老白干香、兼香、馥郁香、芝麻香、豉香、药香、特香八种衍生香型。

图 3：中国白酒香型分类


资料来源：信达证券研发中心

众所周知，酱酒的生产工艺相较于浓香、清香更为复杂，生产周期长，属白酒行业中的重资产生产领域。由于高温工艺，酱酒中的香气成分更丰富，口感也更为独特。

清香型白酒：通常为地缸、瓷窖发酵，采用“清蒸两次清”工艺，发酵温度不超过 50℃，发酵周期大约为 28 天，储存 1 年即可上市销售，生产周期最短，出酒率最高，接近 40%。

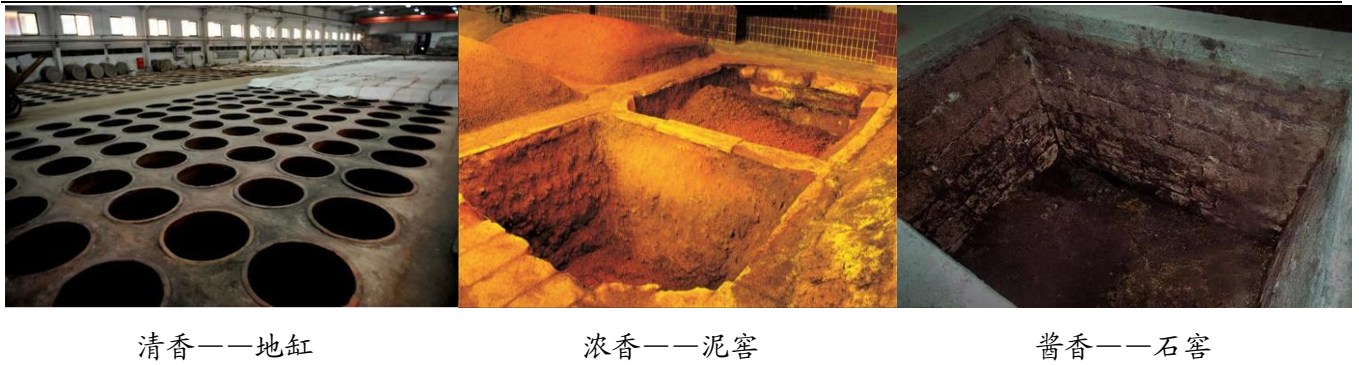
浓香型白酒：主体香成分是己酸乙酯，采取续糟配料的投料方式发酵，故有“千年老窖万年糟，老窖酿酒，格外生香”之说，强调了泥窖使用时间对酿酒品质的重要影响。浓香型白酒多采用中温（55-60℃）大曲工艺，发酵周期达 2-3 个月，陈酿期 1-3 年，出酒率大概是 30%左右，素有“三斤粮食一斤酒”。

酱香型白酒：酿造工艺较为复杂，可细分为坤沙、碎沙、翻沙和串沙四种，其中串沙酒已经明确被产业禁止了。品质最高的当属大曲坤沙工艺，采用高温（60℃以上）制曲，严格按照“12987”工艺，即两次投料、九次蒸馏、八次发酵、七次取酒，酿制周期通常为 1 年，从下沙到出厂共需 5 年，生产周期长、成本高。酱酒的出酒率与浓香、清香相比更低，通常茅台酒酿造为“五斤粮食一斤酒”，其他酱酒多为“4.2 斤粮食一斤酒”，只有 20%左右。高温工艺下，酱酒的香气组成成分也更复杂，高沸点物质更丰富，口感浓郁。

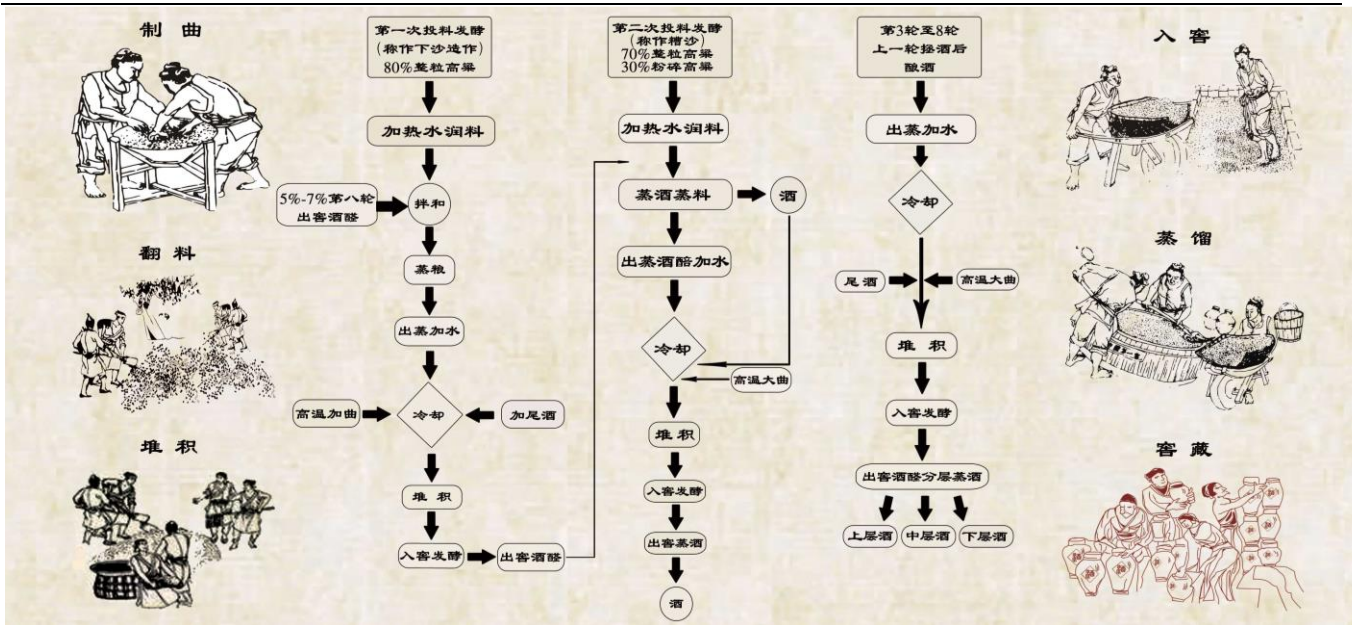
表 1：浓酱清酿造工艺差别大

	清香	浓香	酱香
代表品牌	汾酒、二锅头	五粮液、泸州老窖	茅台、习酒、郎酒
原料	高粱、大麦、豌豆	高粱、小麦	高粱、小麦
窖池	地缸	泥窖	石窖
发酵温度	不超过 50℃	55-60℃	60℃以上
接酒温度	22℃	24℃	40℃左右
特殊工艺	清蒸两次清	分段摘酒	“12987”
出酒率	40%	30%	20%
发酵周期	28 天左右	2-3 个月	1 年
储存周期	1 年	1-3 年	4 年
主要香味物质	乙酸乙酯和乳酸乙酯	己酸乙酯和丁酸乙酯	高沸点的酸、醇、醛酮
风味特点	清香纯正、自然协调、余味净爽	窖香浓郁，绵甜爽净	优雅细腻，酒体醇厚，回味悠长

资料来源：信达证券研发中心整理

图 4：浓酱清发酵窖池差异


资料来源：网易网，搜狐网，信达证券研发中心

图 5：酱酒生产工艺流程图


资料来源：怀庄酒业，信达证券研发中心

表 2：酱香四种工艺细分

分类	酿造工艺	出酒率	代表产品
坤沙	二次投料、七次取酒、八次发酵、九次蒸煮、一年一个生产周期，然后储存三年以上的时间。	出酒率最低，品质最好	茅台酒、青花郎、君品习酒、习酒 1988、国台、汉酱
碎沙	高粱磨碎后加到坤沙酒丢弃酒糟中发酵，酿造 40 天，调味时加坤沙酒一二轮次的酒，一年可以做多次。	发酵时间短，出酒率高	王子酒、迎宾酒、习酒 1998
翻砂	坤沙酒在九次蒸煮后丢弃的酒糟中加入一些新的原料和药曲酿造出来的白酒。	生产周期短，出酒率高	/
串沙 (禁止)	丢弃糟醅中加入食用酒精、香料串蒸。	出酒率高，价格低廉	/

资料来源：信达证券研发中心

1.2.2 酱酒工艺是“中国农耕文明的巅峰之作”

“三高三长”并不是刻意为之，而是自然条件驱使。茅台镇地处赤水河谷地带，地势低凹，形成了特殊的小气候：冬暖、夏热、少雨，年平均温度 17.4℃，夏季最高温度达 40℃，炎热季节达半年之久。这种特殊的小气候为茅台酒的酿制造就了一个气温较高、风微雨少、微生物易生殖而不易失散的稳定环境。由于环境气温偏高，酱酒生产具有制曲温度高、发酵温度高、馏酒温度高的“三高”特点。

- 第一“高”是制曲 60 多℃，在这个环境下，微生物全都是耐高温的菌种，香气来自于高温菌种后延物质，这些物质同样是耐高温的。
- 第二“高”是高温堆积发酵，酒糟加完曲放在空旷的场地发酵 10-13 天，温度 58℃，而别的香型是加完曲赶紧入窖。这期间既产生香味物质也产生口感物质，留下的也都是高温菌种。
- 第三“高”是高温馏酒时接酒温度在 40-42℃，清香是 22℃，浓香是 24℃。区别在于低沸点物质再一次被筛选掉，而浓香和清香保留了更多的低温菌种的香味物质。人体温度是 37℃，高沸点物质相对比较稳定，可以随着排泄系统代谢掉。

在“三高”工艺下，低沸点物质在生产过程中也自然挥发较多，高沸点物质更为丰富。并且酱酒销售前需在陶坛中储存 3-4 年，陶坛是有孔隙的，而且存酒不是在山洞低温环境里，酒窖温度有 30 多℃，让酒在高温环境中继续老熟，对身体不好的物质进一步通过孔隙挥发出去，最终实现高品质的“留香+去害”特性。

原料特性造就“九次蒸煮”特殊工艺。茅台镇地处喀斯特地貌，山上富有矿物元素的岩石在风力作用下变为土母质，因而广泛发育着紫色田土。这些土层较厚，一般在 50 厘米左右，酸碱适度，多粒状结构，质地中性。正因土壤优质，茅台镇本地生产的红缨子高粱颗粒坚实、饱满、均匀，干燥，粒小皮厚，耐蒸煮、耐高温、耐翻造，因而酿造时需多次蒸煮，造就“九次蒸煮”特殊工艺。而北方高粱通常颗粒大、皮薄，一蒸就烂，也经受不住多次高温蒸煮。

1.2.3 极致化生产驱动酱香品质优势

酱酒生产工艺节点多，品控能力强，使得产品力极致化。一瓶酱酒的生产需要经历 30 道工序、165 个工艺操作环节，这些控制点在啤酒生产中不过十几个，在清香酒生产中约 50-60 个，在浓香酒生产中约 70-80 个，可见酱酒工艺要求之复杂。其中每一个控制点都需要人的严格把控，才能保证高粱连续生产一年不坏，是极致工艺的体现。作为酱酒品类代表，茅台酒更是受到过领导人赞许，长期以来不计成本的坚守高品质生产，而相对牺牲量的考核，好的品质外溢形成足够的资本反哺到生产中，这是普通企业做不到的。

- 茅台酿造所选用的红缨子糯高粱籽粒属硬质胚乳型，除含有酿酒所需的大量淀粉、适量蛋白质及矿物质外，更主要的是高粱籽粒中含有一定量的丹宁。适量的丹宁对发酵过程中的有害微生物群有一定的抑制作用，能提高出酒率。丹宁产生的丁香酸和丁香醛等香味物质，又能增加白酒的芳香风味。当前仁怀市有机高粱认证土地约 31 万亩，高粱年产量 7.75 万吨，几乎全部用于生产茅台。茅台的出酒率通常为“五斤粮食一斤酒”，其中 2.5 斤高粱、2.5 斤小麦，全仁怀市的高粱约能支撑约 3 万吨茅台酒的生产。
- 茅台生产所用高粱需自收割后存放一年才能投入生产，使高粱水分含量更低，有利于提升酱酒品质。
- 茅台生产年份久远，基酒储备充分，可用于勾调更为优质的产品口感。而多数民营酒企生产时间段，年份基酒的丰富度与茅台存在明显差距。
- 为了确保人在生产环节的把控能力，茅台的工人素质也普遍较高，近年来不断引入 211、985 高学历人才，将生产尽可能做到极致化。

2. 回不去的价格带：白酒消费的本质属性

由于社交属性的存在，白酒不简单是一个商品。悠久的历史底蕴支撑使得白酒消费需求多体现在人情交往中。有一句老话，叫“无酒不成席”，白酒的消费与宴席消费场景紧密相关。中国人的情感表达是含蓄的、腼腆的，白酒作为餐桌上的情感载体，促进人与人之间的沟通交流。除此之外，白酒的另一大消费需求离不开送礼，由于白酒相比其他食品具有更长的储存期，没有过期风险，既可以自饮，又可以用于宴请场景，因此从实用性角度来看，白酒又是一个不会让人产生使用尴尬问题的礼品。当这两种场景存在时，白酒被赋予了更多社交属性。

生活水平提高下，消费者从温饱消费转向品质消费。根据三浦展对日本四个消费时代的总结，我们可以用来比照中国当前的消费阶段。

- 第一消费时代是贫富差距增大，普通劳动者追求温饱，而精英人群开始追求高消费。
- 第二消费时代是家庭消费的兴起，居民崇尚“越大越好，越多越好”。
- 第三消费时代讲究个性化消费，消费单位开始由家庭转向个人，个性化、品牌化、高端化、体验式消费快速增长，追求奢侈消费。
- 第四消费时代是消费回归理性，推崇简约消费。

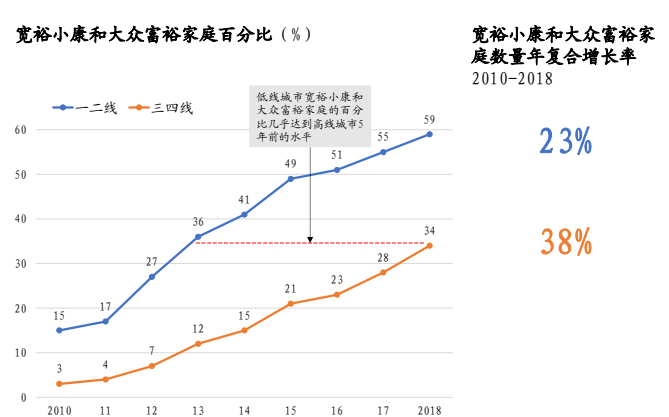
改革开放至今，国民经济持续高速增长，社会物质财富日渐富足，居民的生活质量也不断提升，反映到消费层面便是从解决温饱到“新老三件”交替，再从家电、小汽车消费崛起到奢侈品畅销。过去 10 年中国消费市场的整体增长日新月异：10 年前，多数城市居民还仅仅满足于衣、食、住、行等基本需求，92%的城市居民家庭可支配收入为 14 万元人民币或更少。如今，已有一半的中国家庭跻身较富裕家庭行列，可支配收入达到 14 万至 30 万元人民币。收入的增长让他们在满足了基本生活需求之后，开始追求更高的生活品质。随着 00 后的成熟，独有的教育经历和成长经历造就了他们追求个性化、新鲜刺激多样化、高品质、体验式消费的特质，而占总人口比重超过三成的庞大规模，也决定了他们有能力引领当前个性化、多样化消费需求的兴起，并对商品与服务提出了更高的要求。

图 6：中产阶级人数增加

家庭年可支配收入 2018 人民币实际价值	中国城市人口数量 单位：百万	
	2010	2018
全球富裕 >39 万	6	16
富裕 29.7 万-39 万	3	10
大众富裕 19.7 万-29.7 万	11	48
宽裕小康 13.8 万-19.7 万	14	31
小康 7.9 万-13.8 万	403	257
新晋小康 4.9 万-7.9 万	134	89
温饱 <4.9 万	79	72
宽裕小康及以上人口，占总数百分比	8%	49%

资料来源：麦肯锡 2020《中国消费者调查报告》，信达证券研发中心

图 7：低线城市富裕消费显著增加



资料来源：麦肯锡 2020《中国消费者调查报告》，信达证券研发中心

消费者更多选择的是价格带消费。一方面，白酒的社交属性决定，除自饮需求外，白酒消费通常存在消费升级特性的，消费到更高的价位带后，一般不容易产生降级消费。另一方面，市场经济决定，贵的等于好的，因为商品贵，是市场竞争给出的定价，相当于市场已经帮他做了品质筛查。从消费者选择角度来说，选择贵的是挑选一件好商品的捷径，并且当前中国大部分消费处于“第二消费时代”和“第三消费时代”，仍有不少消费者在追求高端消费，消费升级趋势尤在。在“少喝酒，喝好酒”的健康消费理念下，消费者对美好生活的追求也支撑其选择更高价格带的白酒消费。

酱酒的价格符合消费者对好的认知。目前，市面上的酱酒多集中在次高端价格带，与大多数消费者为追求更好品质的消费升级相适应。浓香酒优酒率相对较低，低端酒的大量销售容易影响消费者对品类好坏的判断。而酱香酒优酒率更高，通过厂商一致对消费者进行品质培育，消费者对酱酒品类品质好的接受度更高，因此酱酒定价高与消费者对好的认知相符，也促使消费者在追求更高品质消费时选择酱酒消费。

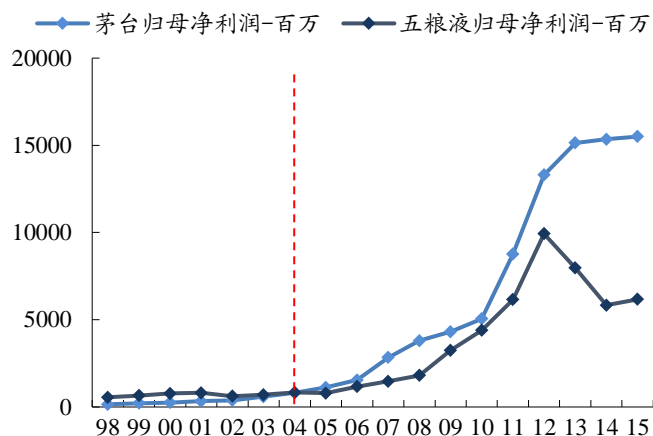
3. 酱酒发展尚在初期，圈层营销势如破竹

3.1 酱酒产能受限，发展起步较晚

酱酒产量占比历来较低。改革开放以后，我国开始由计划经济向社会主义市场经济转变，市场经济的蓬勃发展推动了白酒行业的快速壮大，白酒市场需求快速增长，行业进入“产能为王”时代。受制于生产工艺限制，酱酒的产量并未像浓香型、清香型白酒那样迅速释放，2001年酱酒产量在全国白酒产量中仅占千分之二，2007年酱酒产量约占全国白酒的千分之八，长期以来在行业中产量占比较低。

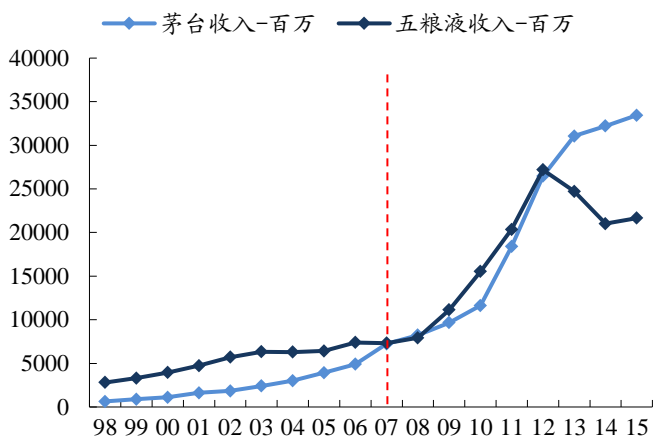
茅台引领酱酒关注度提升。随着1997年后产能出现过剩，叠加假酒案风波、行业政策收紧及从量税的征收，行业开始向高端化、品牌化发展。2000年开始，茅台以政军消费者为核心，加快意见领袖培育，掌握核心消费群体，并受益于2001年上市之后的新产能投放，可供销售的茅台酒的数量快速提升，逐渐实现了收入、利润规模的追平及反超，品牌势能大幅提升。由于茅台产品结构以高毛利产品为主，2004年其归母净利润首次超过五粮液，2007年后其收入与五粮液交替上升并反超。伴随着茅台在白酒行业黄金十年期间的起势，酱酒也越来越受到市场的关注。

图 8：2004 年茅台净利润反超五粮液



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：2007 年后茅台收入与五粮液交替上升并反超

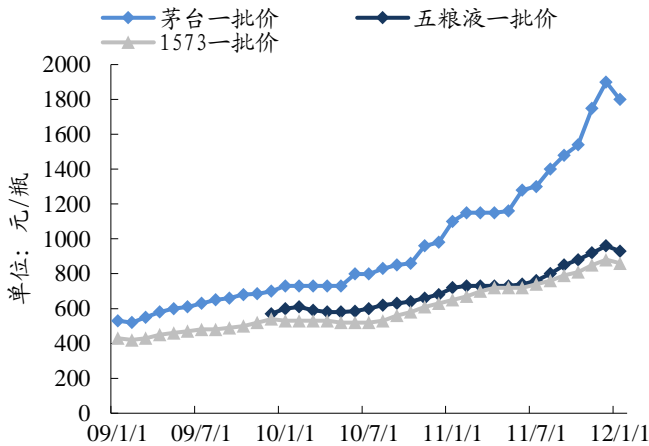


数据来源：Wind，信达证券研发中心

3.1.1 2009-2012年，第一轮酱酒热是茅台热

酱酒发展的第一次热潮，以茅台批价的快速上涨为标志，显著拉开了与其他高端酒的价格差距，行业定价权逐渐转移。彼时，茅台的出厂价与五粮液交替上升，但从2009年开始，二者批价逐渐出现分水岭。茅台批价从2009年初的530元上涨至2010年底的980元，而五粮液仅从接近500元上涨至680元。2011年，茅台进一步突破千元价格带，一批价大幅上涨至1900元左右，五粮液跟随其后批价提升至960元。

图 10：以茅台批价迅速拉升为标志的第一轮酱酒热



数据来源：信达证券研发中心

图 11：2010年前后山寨茅台层出不穷



数据来源：半岛网，信达证券研发中心

缺乏行业统一生产标准，酱香热乱象丛生。当时，茅台文化兴起，但茅台的产能远远不能满足消费者的需求，给其他企业留下一定的市场需求空间。除品牌酒企外，大多数酱酒企业产能规模较小，缺乏品牌力和渠道力，不足以支撑消费者对其产品的选择。因此很多企业为了谋取更多的利润，无论是在包装、设计还是在商标上极力模仿茅台外观设计，混淆消费者视听，山寨元素层出不穷，失去了产品本身应有的独特个性。并且当时国家并没有强制性统一的生产工艺标准，为了投机迎合消费者需求，一些低端酱香产品完全忽视质量，香味寡淡，以次充好，从一定程度上讲破坏了酱香白酒的物理属性。一些中小型企业 and 无能力生产酱酒的企业调制酱酒时用的是质量低劣的原料，在工艺上仿冒酱香，也不是真正意义上的酱香白酒，扰乱酱酒行业市场秩序，乱象丛生。

表 3：2011年起，资本入局酱酒产能扩张

公司	时间	投资项目
海航	2011年	出资 7.8 亿入股怀酒，开始建设 5000 千升酱酒基地
联想	2011年	出资 1.3 亿入股武陵酒，打造“千亩万吨酱酒百亿产值”的目标
天士力	2011年	对国台酒业追加投资 30 亿，计划 5 年内达到万吨酱酒产能
宝德投资	2011年	出资 1.06 亿收购金沙古酒，并陆续投资 2 亿用于扩能扩产
维维股份	2012年	出资 3.57 亿收购贵州醇 51% 股份
娃哈哈	2013年	投资 150 亿元建立酱酒基地，并成立领酱国酒
辅仁药业	2014年	投资 30 亿成立贵州祥康酒业
中石化易捷	2014年	入股赖茅
陕西步长制药	2014年	增资国帅酒业，助其扩大销售
山东烟草	2014年	与国宝酒业合作，投资 5 亿建 5000 吨酱酒项目

资料来源：信达证券研发中心整理

茅台热催化下，资本开始入局酱酒产能扩张。茅台价格高企使得茅台镇其他酱酒企业纷纷进行产能扩张，试图在行业景气期借茅台之名分一杯羹。需求的快速增长带动产业资本不断涌入进来，外部资本的涌入带动了酱酒产区发展，一批酱酒企业在贵州发展起来。2011年5月海航控股怀酒，并开始建设 5000 千升酱酒基地。2011年6月，联想入股武陵酒，宣布重大扩产计划。2011年8月，天士力宣布对国台酒业追加投资 30 亿，计划 5 年内达到万吨酱酒产能。2013年，娃哈哈集团宗庆后宣布斥资 150 亿元打造酱酒品牌——领酱国。

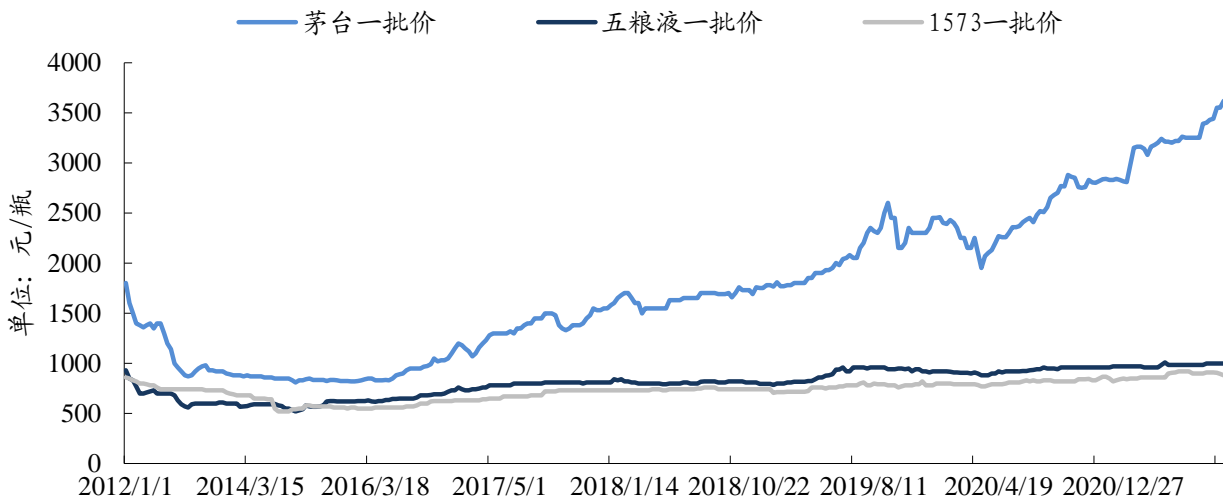
2010-2012 年期间，酱酒产量增速均在 10%以上。

行业深度调整，第一轮酱酒热草草收场。2013 年以前，我国白酒消费规模中公款消费占比达 45%-49%。2012 年底“三公”消费禁令出台以来，政务消费需求出现断崖式下滑，行业开始深度调整。茅台镇酱香酒企业扩产热迅速降温，各酒企减少投料、降低产能利用率以求生存，整个茅台镇酒厂开工率不足 40%，多数中小规模的酱酒企业出现经营困难，而此前入局的业外资本也开始撤退，如娃哈哈 2017 年退出领酱国酒公司。

3.1.2 2018 年以来，第二轮酱酒热更是品类热

与第一次酱酒热相似的是，伴随消费水平的提升、品牌信仰的塑造，茅台批价从回落后的低谷再次稳步上扬，并不断突破行业价格天花板。不同的是，茅台带来的酱酒热效应不仅聚焦在茅台自己身上，更多推动了整个酱酒行业的市场关注度。

图 12：2016 年以来茅台批价不断上扬



数据来源：信达证券研发中心

仁怀当地推动酱酒产业向规范化发展。在经历“三公消费”引发的行业调整期后，白酒的政务需求逐渐由商务消费和大众消费承接，行业向头部集中化趋势明显，品牌化是酒企发展的必备要素。针对此前的酱酒乱象，2014 年 1 月，我国首个酱香型白酒技术标准体系正式发布，共有 65 项标准，促进酱酒品类的规范化生产。2018 年，遵义、仁怀酒业协会正式启动全市酒类企业诚信体系建设，包括生产企业和销售经营企业。2020 年 6 月，仁怀市酒业协会发布通知，表示要大力整治“串酒”行为，相关部门发布《仁怀市整治生产串酒乱象工作文案》，严查严控串酒行为。2021 年 8 月仁怀市工商局发布《关于严格规范白酒企业生产经营相关工作的紧急通知》，要求定制开发与贴牌产品一律严格到仁怀市酒业协会登记备案。同月，仁怀市召开“领导干部包保白酒产业综合治理暨环境突出问题整改工作会议”，主要针对当前仁怀白酒产业突出的生态环境问题和“小散弱”的现象，实现仁怀白酒产业的兼并重组、整合关停、改造升级和转型发展。系列动作均显示出仁怀当地正着力推动主要酱酒产区的规范化与品牌化，与长期打造贵州省酱酒企业梯队的目标是一致的。

在第二轮酱酒热中，酱酒企业更注重自身品牌的发展。在酱酒产业链条中，由于生产周期长等产能限制，小企业偏多，目前茅台镇成规模的酒厂有大概 300 多家，2000 吨以上产能的不到 30 家，1000 吨以上产能的 80 多家，其他还有 700 多家小作坊。由于缺乏品牌和渠道支撑，多数企业以基酒销售为主。并且由于品牌的打造投入大、不确定性高，部分企业只愿意追求基酒销售那部分确定性收入，不愿意冒资金投入可能打水漂的风险。只有头部

酒企具备一定的资金实力和渠道推广能力，可以进行贴牌代理或是自有产品销售。浓香酒生产周相对较短，早早占据主流消费市场，除了五粮液、泸州老窖、剑南春、舍得、水井坊几大知名川酒企业外，洋河、今世缘、古井贡、迎驾贡、金徽酒等浓香名酒均在区域及全国市场具有较强的影响力。而酱酒品牌多在第二轮酱酒热中被广大消费者认识，这些具有一定品牌打造力和渠道推广力的酱酒企业逐渐脱颖而出，行业发展开始从无序走向有序。

- 2010 年前后，茅台集团将习酒的定位从“专攻浓香”转变为“浓酱并举”，以酱酒作为主导，并提出“君子之品”的品牌主张，剥离原有产品包装上的茅台 logo，并开始相对独立的市场运作，推动习酒品牌独立发展。2010 年底，习酒推出高端酱酒新品“窖藏 1988”，并大胆砍掉习酒 4 个特许产品。2012 年的习酒充分依托茅台集团的品牌、资金、市场、人才、管理等方面的资源，已初具摆脱产能疲软、基酒不足、质低端的态势，拥有了抗风险和保持快速发展的底气和基础。依靠品牌高端化定位及茅台集团背书，习酒抓住行业发展风口，2015 年后，短时间内实现从行业低谷期到销售额破百亿的壮举。
- 茅台镇第二大酱酒企业——国台酒业自 2009 年开始从专注酿酒转向市场销售，确定“贵州国台酒，酱香新领袖”的品牌定位，完成以贵州、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的全国市场布局，连续四年实现高速增长。2017 年大单品“国台国标酒”上市，确立品质诚信、真实年份的行业标杆。公司从以团购商为主的发展模式向餐饮与渠道商代理进一步转型，从传统的厂商合作向股权商模式战略联盟的厂商一体化发展。
- 2015 年，金沙酒业在宜化强大的集团资源支撑和核心操盘团队的努力下，以“做中国国民酒”和“做中国大众酱酒的领导品牌”定位，瞄准中档酱酒，迅猛地以黑马的姿态跨进了十亿元俱乐部。基于 2018 年金沙产区获得国家地理标志认定，金沙酒品牌价值迅速提升。随着行业品牌时代的到来，金沙酒紧跟市场步伐，对产品进行细分，从常规产品、电商产品、战略产品三大方向出发，挖掘消费者需求的复杂性和多样性，打造“最美金沙，新时代酱香典范”。

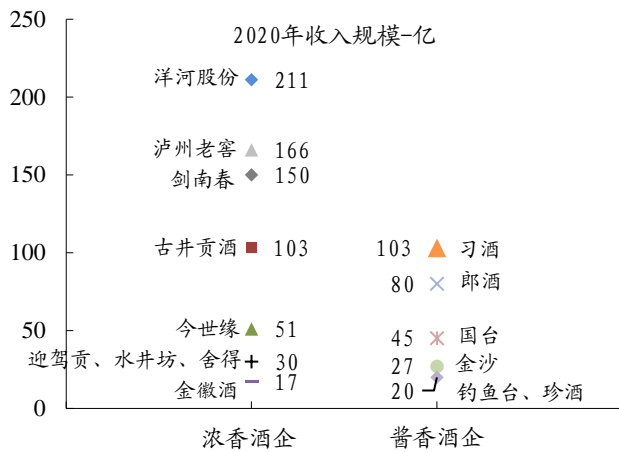
表 4: 酱酒企业梯队划分

分类	公司	2020 年收入	现有产能	规划产能	主要产品
第一梯队 (接近千亿)	茅台酒	848 亿	5 万吨	10 万吨	飞天、精品、生肖、年份
第二梯队 (百亿体量)	茅台系列酒	100 亿	2.5 万吨	10 万吨	王子、汉酱、赖茅
	习酒	103 亿	4 万吨	10 万吨	君品习酒、习酒 1998、习酒 1988
	郎酒	80 亿左右	3 万吨	5 万吨	青花郎 20、红花郎 15、红花郎 10
第三梯队 (20 亿-50 亿)	国台	约 45 亿	7800 吨	2.6-2.8 万吨	国台国标、十五年、龙酒
	金沙	27.3 亿	1.9 万吨	5 万吨	摘要
	钓鱼台	约 20 亿	3000 吨	3000 吨	钓鱼台国宾酒、贵宾酒
	珍酒	约 20 亿	4600 吨	3.5 万吨	珍 15
第四梯队 (20 亿以下)	丹泉	10-20 亿	1.5 万吨	3 万吨	洞藏 15、洞藏 10
	酣客		6500 吨	12 万吨	酣客·标准版
	肆拾玖坊		1 万吨	2-3 万吨	宗师酒、侠客酒、泰斗酒
	武陵	5-10 亿	1000 吨	6000 吨	武陵飘香
	金酱		5821 吨	6000 吨	金酱经典酒
	仙潭		2 万吨	2 万吨	紫潭、清潭、经典潭酒
	夜郎古		5000 吨	1 万吨	大金奖、家宴、盛宴
国威	2-5 亿	6600 吨	1.16 万吨	贵州迎宾酒	
君丰		4000 吨	4000 吨	君丰原浆酒	

数据来源：权图酱酒工作室，信达证券研发中心整理

茅台一枝独秀，二三线梯队快速崛起。从销售规模看，酱酒行业呈现“一超两强，多家竞争”的格局。茅台处于行业绝对龙头地位，主要面向超高端市场；郎酒、习酒已具备百亿规模，主要面向高端市场；国台、金沙、钓鱼台、珍酒等 20 亿以上规模企业，市场影响力也不断提高。无论是品牌力、产品力、还是渠道力，第一、二梯队企业处于酱酒行业绝对领先的位置，三四梯队企业竞争格局层次分明。

图 13: 除茅五外，酱酒企业相比浓香规模偏小



数据来源: Wind, 权图酱酒工作室, 信达证券研发中心

3.2 酱酒营销起步晚，更适合圈层营销到消费者端

浓香较早占据央视媒体，品牌力普遍较高。一个品牌的塑造需要投入大量费用及消费者培育工作，其中最简单工作的就是广告投放。移动互联网还没有普及之前，人们获取信息的来源更多是传统电视媒体，而央视则是电视媒介金字塔的顶端，具有强大的覆盖面和公信力，谁抢占了央视传播渠道，谁就能更迅速的抢占广大消费者的心智。白酒行业“黄金十年”的发展给了浓香名酒更多的资金底气，各酒企在广宣费用投放上毫不吝啬，争先抢占主流电视频道的黄金时间段，每年央视广告招标成了白酒广宣竞争的重要平台。借助央视媒介的宣传，浓香名酒迅速占据白酒品牌价值榜前列。

表 5: 主要浓香品牌央视广告投放

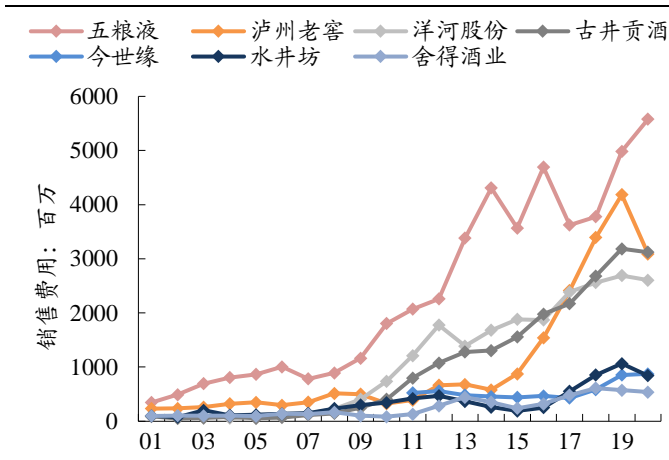
公司	重要央视广告投放事件
五粮液	2003 年以 1.2 亿中标全年《新闻联播》报时 2010 年以 4.05 亿中标《新闻联播》报时广告 1-4 月和 9-12 月 2012 年以 4.99 亿中标《新闻联播》报时广告 3 个时间单元 2013 年花费 4 亿多投放央视广告
泸州老窖	2010 年以 8000 多万与 CCTV2 签订战略同盟 2010 年以 3.3 亿中标 CCTV1《晚间新闻》整点报时组合第一单元和《天气预报》独家特约 8 个单元
洋河股份	2008 在 CCTV 奥运频道特别制作播出了“洋河酒厂与 CCTV-5 共同见证 2008”奥运火炬传递的宣传片 2009 年以“海天梦想，中国力量”的口号携手央视中国成立 60 周年国庆大典直播 2010 年独家冠名第十四届 CCTV 青年歌手电视大奖赛 2011 年独家冠名 CCTV 中国经济年度人物评选和 CCTV 感动中国年度人物评选 2012 年以 3.12 亿元中标《梦想合唱团》和《中国好功夫》的冠名权 2013 年以约 1.35 亿元冠名《梦想星搭档》
剑南春	2012 年以 6.08 亿中标 4 个时段整点新闻报时
古井贡酒	2016-2020 年连续 5 年特约央视春晚

资料来源: 信达证券研发中心整理

营销方式集中，浓香酒给消费者留下“广告酒”印象。由于广宣渠道的单一性，以及各大品牌眼花缭乱的广告宣传，消费者容易对浓香品类营销产生反感情绪，并对此形成刻板印象。90 年代开始，浓香自新品牌或产品诞生之初，就将广告宣传的重点放在了电视这一传统媒体平台上，并坚定地选择中央电视台作为其电视传播的主导平台，从高密度的在央视

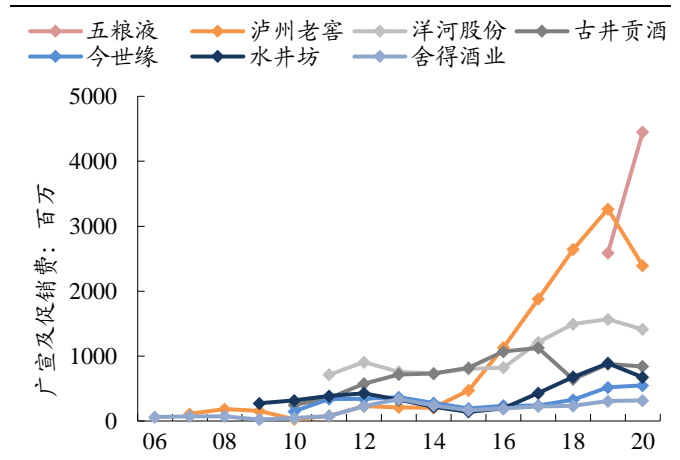
各个频道投放广告、冠名央视黄金强档节目，到参与大型赛事。随着央视的传播迅速家喻户晓，在消费者心中建立起现代白酒品牌形象。美中不足的是，浓香酒对品质的表达有待提升，给消费者留下了营销感过重的的主观印象。

图 14: 2009 年以来主要浓香酒企销售费用攀升



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 浓香酒企广宣及促销费投入力度大



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

表 6: 浓香酒长期在白酒品牌价值排行中位居前列

排名	品牌	2020 年品牌价值	2015 年品牌价值	2010 年品牌价值	2020 年营收	香型	地区
1	贵州茅台	3486 亿	1135 亿	531 亿	980 亿	酱香	贵州
2	五粮液	2835 亿	1004 亿	530 亿	573 亿	浓香	四川
3	洋河	1995 亿	631 亿	132 亿	211 亿	浓香	江苏
4	古井	1971 亿	376 亿	82 亿	103 亿	浓香	安徽
5	汾酒	1768 亿	198 亿	83 亿	140 亿	清香	山西
6	西凤酒	1503 亿	418 亿	83 亿	63 亿	凤香	陕西
7	泸州老窖	1069 亿	296 亿	134 亿	167 亿	浓香	四川
8	习酒	656 亿	142 亿	42 亿	103 亿	酱香	贵州
9	郎酒	653 亿	261 亿	130 亿	93 亿	酱香	四川
10	剑南春	596 亿	239 亿	87 亿	150 亿	浓香	四川
11	牛栏山	581 亿	140 亿	/	102 亿	清香	北京
12	国台	554 亿	67 亿	/	45 亿	酱香	贵州
13	酒鬼酒	396 亿	195 亿	/	18 亿	馥郁香	湖南
14	白云边	391 亿	152 亿	47 亿	50 亿	兼香	湖北
15	红星	385 亿	133 亿	40 亿	23 亿	清香	北京
16	今世缘	373 亿	172 亿	/	51 亿	浓香	江苏
17	金沙	362 亿	17 亿	/	27 亿	酱香	贵州
18	四特酒	280 亿	183 亿	/	60 亿	特香	江西
19	口子窖	276 亿	74 亿	/	40 亿	兼香	安徽
20	老白干	257 亿	84 亿	/	36 亿	清香	河北

资料来源: Wind, 权图普酒工作室, 华樽杯, 信达证券研发中心

酱酒早期知名品牌少，营销润物细无声。根据华樽杯酒类品牌价值排行统计，2010 年仅有茅台、郎酒和习酒三大品牌上榜前列；2015 年国台、金沙逐渐上榜，但排名靠后；2020 年，这五家酱酒企业均进入前 20 名。从名品数量及排位看，酱酒品类与浓香酒长期存在较大差异。尤其是在 2015 年前，各家酒企抢占央视广宣时段时，仅有茅台和郎酒有实力参与竞争。在浓香酒百家争艳、各自宣传自身特色优点、给消费者留下营销刻板印象时，茅台始终坚持国酒定位，讲究品类工艺特性、产能稀缺，用品质说话，润物细无声。

新媒体涌现，营销立体化，费用投放大，酱酒更适合圈层营销路线。随着互联网深入居民生活，新媒体不断涌现，广告宣传的渠道也愈发丰富，从影视剧植入、主流门户网站，到高铁媒体、城市大屏等，在提供了更多触及消费者的渠道的同时，也分散了消费者获取信息的来源。为了将品牌理念有效的传递给消费者，酒企不能仅仅依靠央视这一传统渠道去

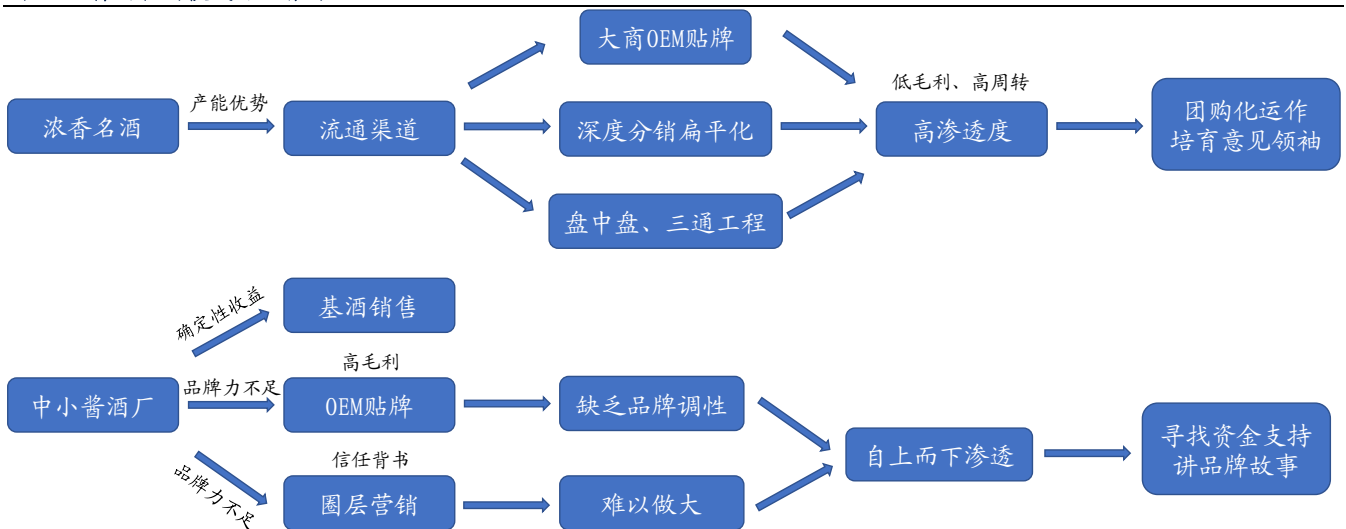
做宣传，而是要全方位立体营销，这需要酒企对营销策略有着更为系统的把控，让费用投放收效最大。从品牌打造成本角度看，这显然是不利于新兴酱酒品牌快速在全国范围形成影响力的，酒企品宣投入大，风险高，收效未知。对于缺乏资本支持的酒企来说，从小范围圈层营销出发，更符合企业自身现有的条件。

3.3 圈层营销路径下，酱酒渠道利润推力强

正是由于酱酒品类发展起步晚，品牌力较弱，规模较小，其渠道推广方式较为初级，除茅台、习酒、郎酒外，大部分品牌以信用背书的圈层销售为主，与浓香酒深耕传统渠道差异较大。

浓香酒营销模式较为成熟，与经销商保持长期稳定合作。“产能为王”时代，五粮液通过OEM贴牌，推出买断品牌和总经销商模式，依靠大商资源迅速打开全国市场；“黄金十年”，洋河通过深度分销扁平化布局，快速抢占全国市场份额；古井贡则采取“盘中盘”、“三通工程”等创新模式，培育消费者心智。可以说，当下的浓香酒营销早已步入 3.0 或 4.0 版本，由粗犷式扩张到精细化控盘分利，强调深耕运作。而且，除传统流通渠道的深耕外，浓香品类也开始借鉴茅台早期的圈层营销手法，更加注重团购渠道对意见领袖的培育。一方面，在面对以“消费者为核心”的市场变化时，对消费者终端的把控力决定企业对渠道的把控力，商品最终是要流向消费者的。另一方面，团购价高于批发流通环节的价格，当酒厂重视团购渠道之后，渠道利润明显增厚，同时也维护了价盘的稳定，有利于维护厂商的协同合作关系。

图 16：酱酒营销模式与浓香对比



资料来源：信达证券研发中心

酱酒投入门槛高，中小企业多以基酒销售为主。反观酱酒行业，除了茅台、习酒、郎酒等具备品牌、资金实力和产能的酒企能够运作流通渠道外，中小规模的酱酒企业仍在探索符合自身的销售模式。酱酒投入门槛非常高，生产需要 4-5 年的时间，酒厂的品质体系要稳定下来，形成自己的风格，需要十年以上。另外酱酒中具有名酒基因的品牌不多，也需要在品牌建设方面投钱，而品牌投入是具有一定风险的，并不是投入就必然会有产出。当两方面都要投钱的时候，中小型资本是撑不住的。因此中小规模的酱酒企业早期更多是选择直接将基酒销售给品牌公司用于勾调，根据不同客户的需求，提供不同的酒，只赚取基酒销售的无风险收益。所以我们可以看到，当前酱酒品类非常热，但严格来说知名品牌并不算多，除了茅系家族（茅台、习酒、茅台系列酒等）、郎酒、国台、金沙、钓鱼台、珍酒等大型酿酒企业，很多酱酒产品，人们其实还叫不出名字，不少品牌也都是在近两年才在市

场涌现，缺乏故事的讲述。

供需矛盾下，贴牌运作增多。随着白酒日益向头部品牌集中化，酱酒品牌稀缺的矛盾更为明显，茅台、郎酒、国台、钓鱼台、金沙等酒企的核心产品的产量无法满足市场日益增长的需求，给贴牌产品留下巨大的空间。市场供求矛盾越来越突出，基酒价格也水涨船高，不少酒厂不愿再直接销售基酒，而是把基酒留下自己做酱酒品牌或者找合作方贴牌，如果基酒产量有富裕，他们也愿意把基酒存成老酒，寻求高价出售的机会。根据酒业家报道，在遵义产区酱酒厂开发定制产品的深圳酒商超过 200 家，东莞赴贵州购买企业定制酒的企业多达 3000 余家。但是定制的酱酒产品本身没有品牌力，酒商多数体量也较小，品牌运作的的能力有限。如果不能组建有专业能力的团队、形成强大的资本组合，那贴牌酒就是贴牌的，不是品牌酒。这也是为什么 2015 年以来，更多的酱酒厂开始寻求与业外资本或是名酒的合作，欲打造拥有自身调性的品牌。

贴牌销量需求稳定，渠道利润较为丰厚。一方面，由于多数酱酒酒企自身缺乏品牌运作能力，通常是寻求与区域大商进行贴牌合作，酒厂单瓶利润较低，但销售有保障，利润稳定，风险低，由经销商负责渠道推广及品牌运作工作。另一方面，经销商觉得品牌酒销售渠道价格过于透明，毛利低，缺乏代理动力，更愿意做贴牌产品，赚取高毛利。由于贴牌酒品牌力有限，销售周转率普遍低于名优酒主流产品，因此需要更高的渠道利润去弥补周转率低所带来的风险，激发经销商的积极性。同时，贴牌产品的销售范围较小，渠道透明度低，能够提供经销商足够高的毛利。在高毛利的驱使下，经销商更有动力向消费者推荐酱酒，灌输酱酒健康、饮后舒适度高等概念，讲述酱酒的好。一来二去，培养消费者对“酱酒好”的认知，也会有更多的消费者去尝试并接受酱酒。

品牌力不足的自营酱酒产品更多采用圈层营销模式。与浓香酒长期渗透进全国各地不同，当前酱酒产品的消费热情存在区域局限性，销售多集中在山东、河南、广东等缺乏强势区域品牌的市场且对县级市场渗透不足，在全国大多数地区并未达到消费者“可见即可买”的状态。正是由于品牌力的不足，小众酱酒品牌缺乏在流通渠道的推广能力，即使摆上货架，消费者也很难会去选择一个没有听说过的品牌。因此小众品牌酱酒多依靠熟人信用背书，从圈层营销角度切入销售，直接培育意见领袖。

4. 酱酒消费升级与价格带下沉

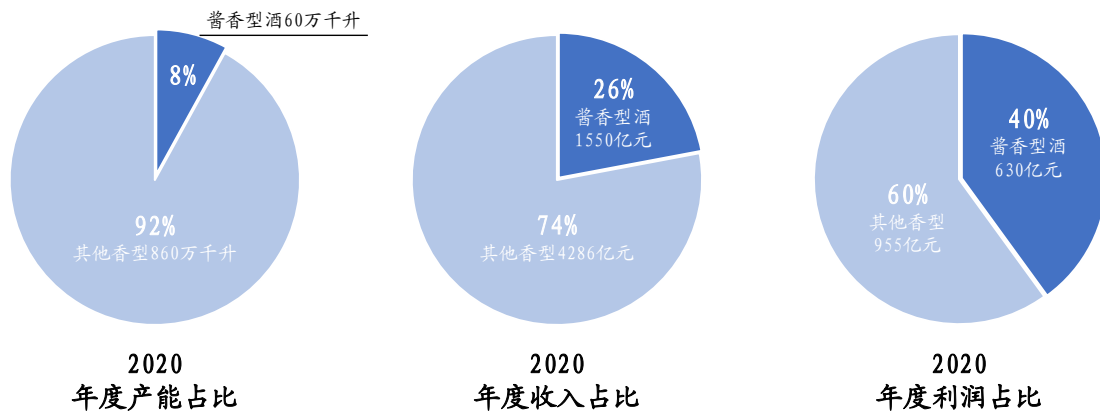
由于浓香酒发展期正值中国经济起步腾飞阶段，随着物价水平的不断上涨，浓香酒的定价逻辑是随着消费升级由低向高演变的，尤其是白酒从量税征收以来，浓香品牌高端化进程加快，因此我们能很容易在市场上看到处于十几元到千元各个价位带的浓香产品。对于酱香品类来说，消费者首先认识的是茅台，然后因茅台价格过高，需求溢出至次高端价位带，其定价逻辑主要是价格带的下沉。

4.1 工艺复杂，稀缺决定高价

供需紧张，出身富贵。由于酱酒生产工艺的复杂，生产周期长，出酒率低，本身生产成本相较于其他香型酒就更高。并且酱酒产能释放过程缓慢，随着酱酒品类开始受到消费者追捧，供需矛盾变得突出。据权图酱酒工作室统计，2020 年产量大约在 60 万千升，仅占白酒市场总体产能 8%。其中，大曲坤沙酒约占 50%，在 30 万千升左右，剩下部分是翻沙酒和碎沙酒。受制于酱香型白酒基酒储存 3-4 年的工艺要求，2020 年投粮下沙的酒要等到 2024 年才能上市供应，而不是当前市场的供应量。因此 2021 年度市场可销售量是 2017 年度下沙投产量，相比于 2020 年的 60 万千升产量来说实际更少，其中大曲坤沙酒可能不足

15 万千升。由于酱酒可供销量的稀缺，尤其是优质酱酒的供应缺口，基酒供求市场的失衡，极大推高了酱酒的基酒价格及出厂产品价格。2020 年供需矛盾下酱酒溢价幅度大，零售价瞄准次高端价位带，出身即富贵。

图 17: 酱酒市场份额小，盈利能力强



数据来源: 权图酱酒工作室, 信达证券研发中心

表 7: 主要酱香产品近一年半以来批价涨幅明显

品牌	产品	2020 年初批价	2021 年中批价	溢价	涨幅
茅台	飞天茅台	2000 元	3800 元	1800 元	90%
	王子酒	115 元	230 元	115 元	100%
	迎宾酒	60 元	153 元	93 元	155%
	遵义 1935	465 元	1280 元	815 元	175%
	汉酱	240 元	390 元	150 元	62%
习酒	君品习酒	830 元	950 元	120 元	14%
	习酒 1988	410 元	550 元	140 元	34%
	习酒 1998	250 元	380 元	130 元	52%
郎酒	青花郎 20	750 元	940 元	210 元	28%
	红花郎 15	410 元	520 元	110 元	27%
	红花郎 10	260 元	350 元	110 元	42%
国台	国台 15 年	590 元	720 元	130 元	22%
	国台国标酒	260 元	330 元	70 元	27%
金沙	摘要	440 元	660 元	220 元	50%

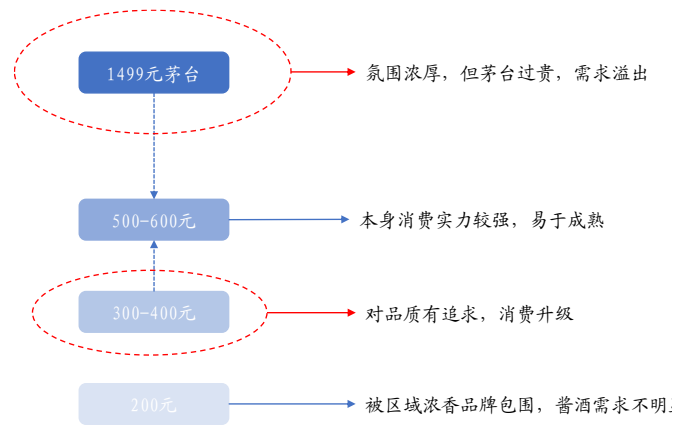
资料来源: 渠道调研, 信达证券研发中心

4.2 茅台打开价格天花板，次高端酱酒补位

茅台批价上涨过快，消费溢出到次高端价格带。当前酱酒发展仍处初期，喝酱酒的氛围也更多集中在局部地区，主要为山东、河南、广东三省，酱酒氛围比较好，主要跟地方没有强势地产酒有关。山东、河南用酒需求量大，各酒企均投入很多资源争夺消费者，所以消费者的品牌忠诚度较低，酱酒凭借口感培育获得相对稳定消费群体。广东经济发达，对外开放成度高，洋酒消费主力省份，酱酒在茅台的带领下培育了核心消费领袖的酱香口感。2017 年，茅台的批价由 1100 元上涨至 1500 元，虽然涨幅不小，但与 1499 元的零售指导价相差无几，消费压力并不大。随着 2018 年以来茅台批价的持续走高，2020 年由 2000 元上涨到 2800 元，2021 年更是进一步提升至 3800 元，与 1499 元的零售指导价之间的价差逐渐扩大，对于茅台的忠实消费者来说，消费压力也随之而来。对于这部分消费者来说，茅台的性价比降低，因此会向下寻找同工艺的酱酒作为消费替代，如国台等。这些茅台的消费需求逐渐溢出到次高端价格带。

图 18: 茅台一批价与零售指导价背离

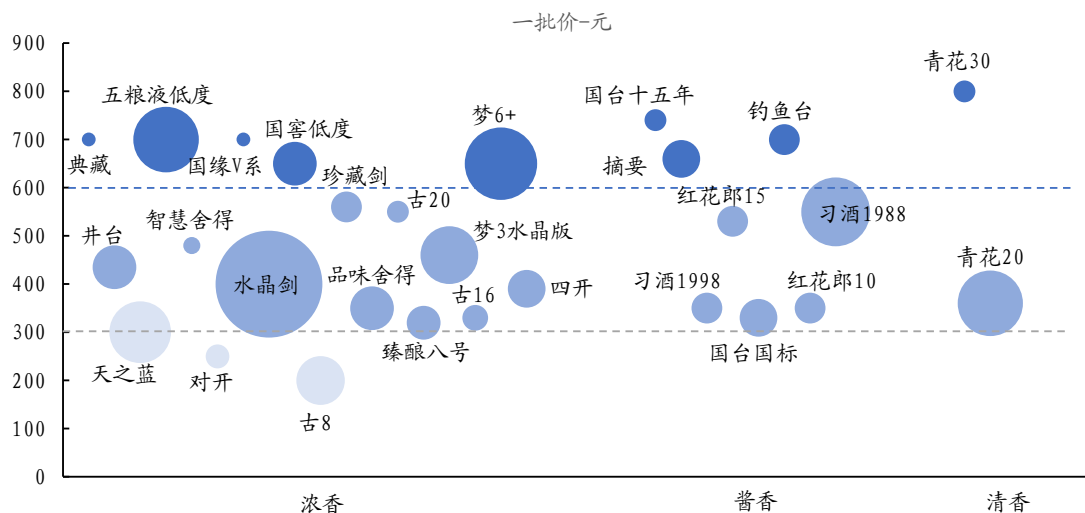

数据来源: 信达证券研发中心

图 19: 次高端酱酒消费群体更易培养


资料来源: 信达证券研发中心

对酒厂来说, 做次高端酱酒比低端酱酒更容易。在消费水平较高的地区, 200 元价格带白酒的主要消费场景为日常饮用或家庭宴席消费, 而在消费水平较弱的地区, 200 元价格带白酒多为婚宴类消费的主力, 历来是区域浓香酒企的主战场, 其渠道渗透力强, 消费者培育时间久, 品牌知名度高。而这个价位带的消费者几乎没有喝过酱酒的, 对酱酒的需求不明显, 且没有成熟的消费人群, 对于缺乏品牌力的酱酒来说, 推广极为困难。反观 500-600 元价位带的消费者, 一部分是由 300-400 元价格带升级而来的, 消费升级显示出其对品质的追求, 另一部分是本身就处于 500-600 元价位带的消费者, 其消费水平与酱酒价格匹配。酱酒的品质优势更容易抓住这个价位带消费者“喝好酒”的心理诉求, 消费者成熟起来较快, 然后再逐渐向下渗透。

次高端酱香品类选择少、体量小, 成长空间仍在。刨去茅台、五粮液、国窖、君品习酒、青花郎等高端品牌外, 我们可以看到, 浓香酒在次高端价位带的大体量单品更多, 且单一体量相比酱香更大。当茅台价格拉升后, 次高端酱酒出现缺位, 酱酒消费者对知名酱酒品牌的大单品选择较少, 因此也促使更多品牌发力次高端价位带, 享受到品类缺位的红利。

图 20: 浓香酒在次高端价格带产品多、体量大


数据来源: Wind, 今日酒价, 信达证券研发中心

4.3 酱酒优酒率高，品类价值更高

部分浓香低端产品给消费者带来饮用不适感。浓香酒优酒率一般约为 20%，只有少部分可以用于生产高端酒，并伴随生产出了大量的低端酒。浓香酒品类的发展更为成熟，伴随经济发展，浓香酒的定价逻辑是由低向高的消费升级，高品质的酒定价更高，低价酒则品质较弱。高中低价位品质不一，尤其是部分质量偏低的酒流向市场后，部分消费者饮后体感不适，从而使其对浓香品类形成了负面的口碑传播。

酱香酒优酒率更高，低端酒销售占比小。酱香酒的优酒率普遍在 30%左右，茅台的优酒率甚至可以达到 60%，因此在酱酒品类中，高品质酒的占比明显高于浓香酒。低端酒销售的越少，对其品类价值的影响越小，也支撑酱酒普遍定价较高。目前，仁怀市当地也在着力推动酱酒生产的规范化、规模化，减少贴牌、定制开发及小作坊等品质把控不严的酱酒生产，以免对酱酒品类价值的产生损害，维护高品质酱酒长期健康发展。

5. 极致产品力的追求胜过各种“商业模式”

白酒行业当前已步入一个较为成熟的阶段，酒企走过了产品（产能）为王、渠道为王、品牌为王，如今又回到了产品（品质）为王的阶段。在不同的发展阶段下，“产品主义”的表达也是不同的。

极致产品力的追求胜过各种“商业模式”，本质上是长期主义的胜利。品牌的规律是“守正才能出奇”，围绕不变而变。不变的是本质，变的是形式，不变是守正，变是出奇，变的目的是为了“不变”更好。茅台多年来坚持品质至上，将酱酒工艺极致化，将时间沉淀为年份基酒，不断讲述自己的故事，终将产品力打入消费者心智。浓香品类借助传统媒体和量产实现巨大发展，但熵增随之出现。“商业模式”近乎极致，但营销解决的更多是渠道问题，品质表达的不足错失了抢占将产品力打入消费者心智的先机。在极致工艺与超级表达的共同驱使下，酱酒热实际是长期“产品主义”的胜利。

酱酒通过价格带下沉迎接消费升级，圈层营销势如破竹，品牌打造与渠道管理能力仍有巨大的提升空间。与浓香品类长期顺应消费升级、由低向高发展不同，酱酒热是在消费升级、行业产能到极限的情况下，由消费者对更高质量追求驱动的。由于茅台长期的极致产品力表达，酱酒的繁荣路径实际上是通过价格带下沉去迎接消费升级。产品价值与现有品牌力的不匹配，导致大部分酱酒企业更多依靠圈层营销突破局部市场。长期看，酱酒品类以产品（品质）为入口，仍需经过强大的体系化沟通和表达，让品牌和产品实现共通。品牌打造是一个投入大、耗时久的过程，在资本推动与自律发展的合力下，酱酒行业将长期更加健康。

风险因素

宏观风险：宏观经济波动，国内经济增速下滑，消费需求疲软。

政治舆论风险：茅台酒批价上涨过快，引发行业监管，舆论增加。

行业竞争加剧风险：随着白酒行业集中度不断提升，主要名优酒企更加重视营销工作、加大招商力度、加强渠道建设等，白酒行业和白酒企业间竞争将更加激烈。

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。