

量价齐升，次高端酒进入新一轮发展期



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——白酒系列深度之次高端酒篇

核心观点

❖ 次高端酒行业集中度较低，市场规模有望提升

2020 年规模以上白酒企业数量较 2016 年减少 538 家，总产量 740.73 万千升，同比下降 2.46%。按销售收入看中国高端及次高端白酒所占市场份额较少，2019 年仅为 5%，远低于中低端白酒份额，未来市场发展空间巨大。次高端白酒价格带位于 300-800 元。随着高端酒逐步提价，将价格拉升至 1000 元，次高端白酒获得更多发展机会。次高端白酒 CR3 市场集中度偏低，剑南春、洋河 CR2 占比不到 50%，远低于高端酒 CR3 的 95% 的市占率，市场较为分散，集中度偏低，有较大提升空间。

❖ 从历史周期看，次高端酒进入新一轮发展时期

2008-2012 年行业整体繁荣，次高端白酒企业营收、净利润均实现高速增长，股价均增长至较高水平。2012-2015 年白酒行业进入调整期，次高端酒降库存，销量及产量均有所减少，营收和净利润下滑，股价下跌。2015-2020 年行业进入新一轮复苏，茅台等高端酒企率先提价，推动白酒景气周期的到来，高端白酒批价的上涨打开次高端白酒价格上行区间，次高端白酒业绩回升。随着居民消费结构的改变，白酒消费中民间及商务消费占比上升，拉动消费需求上涨。洋河、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒营业收入和净利润均超过上一轮景气值。

❖ 次高端酒进入景气周期，有望实现量价齐升

1、从供需角度看，我国人均 GDP 和收入持续提高，随着消费升级，次高端酒上承高端酒的溢出需求，下接居民消费升级的中高端产品升级需求，价格逐渐提升，同时由于高端和名酒产能有限，次高端酒持续受益。2、从市场规模来看，次高端白酒的规模由 2015 年的 200 亿元增长至 2020 年末的 600 亿元，CAGR 为 24.6%，预计 2025 年市场规模将达到 1100 亿元，5 年间 CAGR 为 12.9%，行业占比提升至 10%。3、从应收账款和预收账款来看，2020 年次高端酒企应收账款占比大幅提高，预收账款呈上升趋势，景气性及动销状况较好。4、从趋势来看，次高端酒积极布局省外市场，加速全国性扩张，加强品牌建设，聚焦中高端产品，价格不断提升，品牌优势凸显，我们认为未来全国化、强品牌力、强渠道力的次高端酒企将在激烈的竞争中脱颖而出。

❖ **投资策略：**次高端酒随着收入水平的提高和消费升级持续受益，规模有望在 2025 年达到 1100 亿元，5 年 CAGR 为 12.9%，行业占比提升至 10%。次高端酒也将进行持续结构升级和全国性扩张以形成强产品力。我们认为次高端酒企已经迎来量价齐升的阶段，建议关注在品牌、渠道、产品上均具备较强优势的酒企，相关标的：山西汾酒、酒鬼酒、洋河股份、舍得酒业、水井坊等。

风险提示：宏观经济及收入波动风险；食品安全风险；全国化进程不达预期。

📄 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	2021/09/28

👤 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、次高端酒行业集中度较低，市场规模有望提升	6
1.1 次高端酒市场规模有提升空间	6
1.2 次高端酒品牌集中度低，竞争激烈	7
二、从历史周期看，次高端酒进入新一轮发展时期.....	8
2.1 2008-2012 年：行业繁荣	9
2.2 2012-2015 年：行业调整期	10
2.3 2015-2020 年：行业复苏	12
三、次高端酒进入景气周期，有望实现量价齐升	13
3.1 从供需角度看次高端白酒驱动因素	13
3.1.1 需求：新中产阶级消费人群增多，次高端酒承接高端酒溢出需求	13
3.1.2 供给：优质酒产能限制，供给有限	14
3.1.3 供需总体：酱酒挤压有限，次高端酒发展空间大	16
3.2 次高端酒未来市场规模提升	17
3.3 全国化、品牌化、渠道是次高端酒核心竞争因素	18
3.3.1 全国化布局实现规模扩张	19
3.3.2 品牌建设提高企业形象	21
3.3.3 核心大单品的渠道建设是次高端酒的未来发展方向	24
3.4 从应收款项、预收账款判断次高端白酒处于景气周期	26
四、紧握次高端发展机遇，布局行业头部企业.....	27
4.1 山西汾酒：加强渠道和终端建设，全国化稳步推进	27
4.1.1 清香型白酒鼻祖，品牌影响力强	27
4.1.2 注重渠道运营，加强终端建设	29
4.1.3 统筹全国布局，提高省外占比	29
4.2 酒鬼酒：省内渠道扁平，省外重点开拓	30
4.2.1 品牌文化赋能，产品定位清晰	30
4.2.2 中粮入驻酒鬼，渠道创新建设	31
4.2.3 省内渠道扁平，省外重点开拓	32
4.3 洋河股份：梦 6+引领新增长	33
4.3.1 梦 6+引领发展，品牌结构升级	33

4.3.2 建立新型厂商关系，优化渠道管理体系	35
4.3.3 推行新江苏战略，实现全国化布局	35
五、投资建议	36
风险提示	37

图表目录

图 1:	近年来规模以上白酒企业数量减少	6
图 2:	2020 年白酒销售收入增加	6
图 3:	2020 年白酒产量减少	6
图 4:	2019 年中国不同价格档次白酒市场份额按销售收入统计情况	6
图 5:	上半年次高端酒企营收高增长 (亿元)	7
图 6:	上半年次高端酒企利润高增长 (亿元)	7
图 7:	2020 年中国高端白酒市场集中度高	8
图 8:	次高端白酒市场份额占比	8
图 9:	白酒行业营业收入情况	9
图 10:	白酒行业归母净利润情况	9
图 11:	2008-2012 年次高端酒企营收增速提高	9
图 12:	2008-2012 年次高端酒企净利润增长	9
图 13:	2008-2012 年次高端酒企股价	10
图 14:	2008-2012 年次高端酒企 PE (TTM)	10
图 15:	2012-2015 年次高端酒企营收降低	11
图 16:	2012-2015 年次高端酒企净利润下降	11
图 17:	2011-2015 年次高端酒企销量	11
图 18:	2011-2015 年次高端酒企产量	11
图 19:	2012-2015 年次高端酒企股价	11
图 20:	2012-2015 年次高端酒企 PE (TTM)	11
图 21:	2015-2020 年次高端酒企营收复苏	12
图 22:	2015-2020 年次高端酒企净利润增长	12
图 23:	2015-2020 年次高端酒企销量	12
图 24:	2015-2020 年次高端酒企产量	12
图 25:	2015-2020 年次高端酒企股价	13
图 26:	2015-2020 年次高端酒企 PE (TTM)	13
图 27:	茅台、五粮液终端零售价 (元/500ML)	13
图 28:	中国人均 GDP 提高	14
图 29:	中国城镇居民人均可支配收入提高	14
图 30:	高端酒企销量 (万吨) 情况	15
图 31:	高端酒企产量 (万吨) 情况	15
图 32:	次高端酒企销量 (万吨) 情况	16
图 33:	次高端酒企产量 (万吨) 情况	16
图 34:	次高端酒终端价稳中有升	18
图 35:	中国次高端酒企均价呈上升趋势	18
图 36:	次高端酒未来市场规模	18
图 37:	洋河股份省内外营收情况	20
图 38:	山西汾酒省内外营收情况	20
图 39:	水井坊省内外营收情况	20
图 40:	舍得酒业省内外营收情况	20
图 41:	酒鬼酒省内外营收情况	21
图 42:	中高端酒收入占比高	24

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

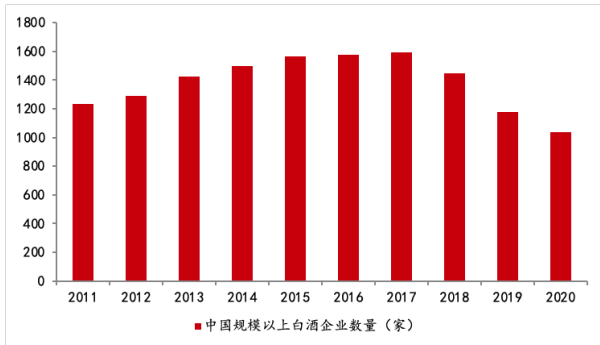
图 43:	中高端酒收入增速情况.....	24
图 44:	次高端酒企吨酒价提升.....	24
图 45:	次高端酒企应收票据+应收款项(亿元)变化情况.....	27
图 46:	次高端酒企应收票据+应收款项占比变化情况.....	27
图 47:	次高端酒企预收账款(亿元)变化情况.....	27
图 48:	次高端酒企预收账款占比变化情况.....	27
图 49:	山西汾酒营业收入稳定增长.....	28
图 50:	山西汾酒归属于母公司净利润加速增长.....	28
图 51:	山西汾酒批发代理及电商销售收入提高.....	29
图 52:	山西汾酒省内外销售收入及占比情况.....	30
图 53:	山西汾酒省内外经销商数量逐年增多.....	30
图 54:	酒鬼酒营业收入高速增长.....	31
图 55:	酒鬼酒归属于母公司净利润高速增长.....	31
图 56:	酒鬼酒地区经销商增多.....	32
图 57:	酒鬼酒地区销售收入情况(亿元).....	33
图 58:	酒鬼酒地区销售收入占比情况.....	33
图 59:	洋河股份营业收入高速增长.....	33
图 60:	洋河股份归属于母公司净利润高速增长.....	33
图 61:	洋河股份市场份额占据第三.....	34
图 62:	洋河销售毛利率始终处于较高水平.....	34
图 63:	洋河封藏大典.....	34
图 64:	洋河百万航天合伙人计划.....	34
图 65:	洋河省内外营收及增速.....	35
图 66:	洋河 2019 年省外营收首次超过省内.....	35
表格 1.	部分次高端酒企 2020 年营收、利润、产量、销量情况.....	8
表格 2.	次高端酒企产能以及扩建情况.....	16
表格 3.	酱酒价格带集中在次高端、高端.....	17
表格 4.	次高端酒企业省外市场布局情况.....	19
表格 5.	次高端酒企品牌建设情况.....	22
表格 6.	部分次高端酒提价情况.....	22
表格 7.	次高端白酒企业渠道模式对比.....	25
表格 8.	2020 年中国酒类品牌价值——白酒榜.....	28
表格 9.	酒鬼酒所获荣誉.....	31
表格 10.	相关标的估值一览.....	36

一、次高端酒行业集中度较低，市场规模有望提升

1.1 次高端酒市场规模有提升空间

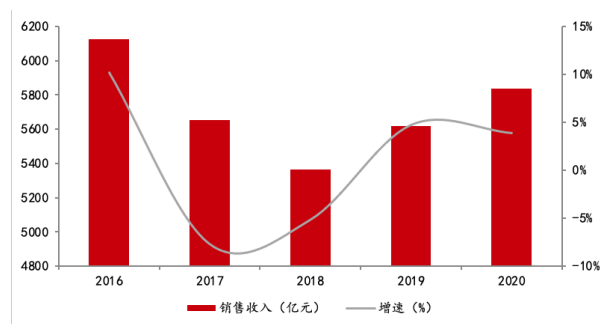
白酒行业马太效应明显，规模酒企向次高端、高端酒企发展。2020年规模以上白酒企业数量减少至1040家，与2016年相比减少538家；规模以上酒企总产量740.73万千升，同比下降2.46%；销售收入为5836.39亿元，同比增长4.61%。按销售收入看，中国高端及次高端白酒所占市场份额较少，远低于中低端白酒份额，未来市场发展空间巨大。消费者“少喝酒、喝好酒”的饮酒观念逐步形成，白酒行业逐步形成头部效应明显的趋势，部分中小企业被淘汰，规模酒企不断向高端、次高端白酒发展，巩固白酒市场地位。

图 1：近年来规模以上白酒企业数量减少



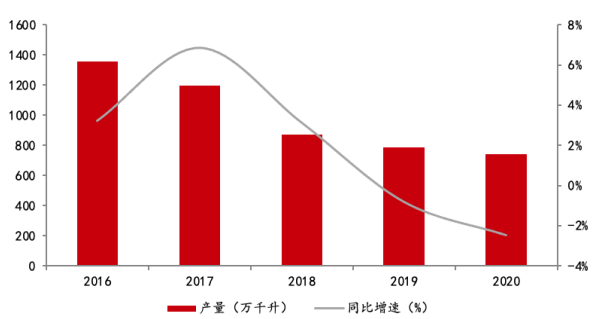
资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 2：2020年白酒销售收入增加



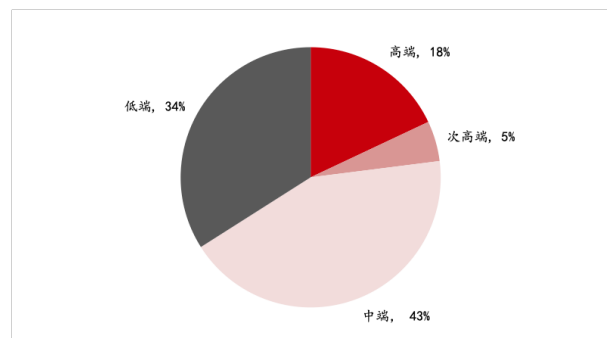
资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 3：2020年白酒产量减少



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 4：2019年中国不同价格档次白酒市场份额按销售收入统计情况

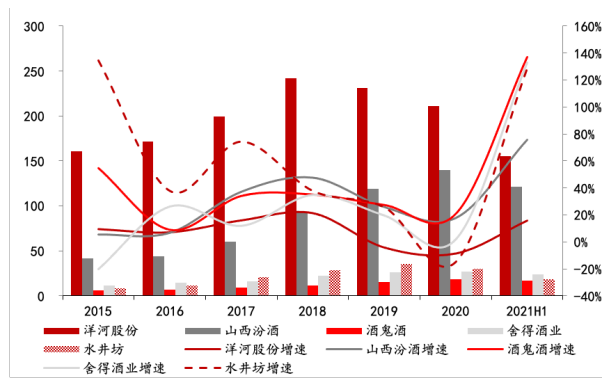


资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

次高端酒弹性高，升级扩容趋势明显。次高端白酒价格带位于 300-800 元。随着高端酒逐步提价，将价格拉高脱离 800 元价位，次高端白酒获得更多发展机会。次高端酒的市场规模占比较小，2019 年仅为 5%，处于低位，有较好的升级扩容趋势。

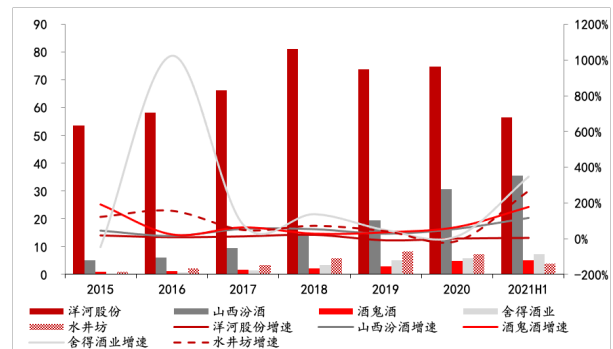
2021H1 部分次高端酒企增长突出，洋河股份、山西汾酒、酒鬼酒、舍得、水井坊营收增速分别达到 15.75%、75.51%、137.31%、133.09%、128.44%，归属母公司股东净利润增速分别达到 4.82%、117.54%、176.55%、347.94%、266.01%，预计 2021 年次高端酒有望保持较高的增长速度。

图 5：上半年次高端酒企营收高增长（亿元）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 6：上半年次高端酒企利润高增长（亿元）

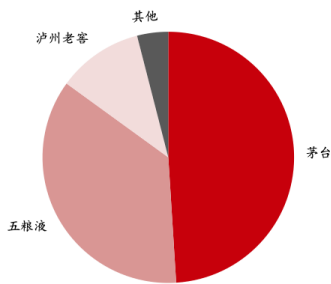


资料来源：wind，川财证券研究所

1.2 次高端酒品牌集中度低，竞争激烈

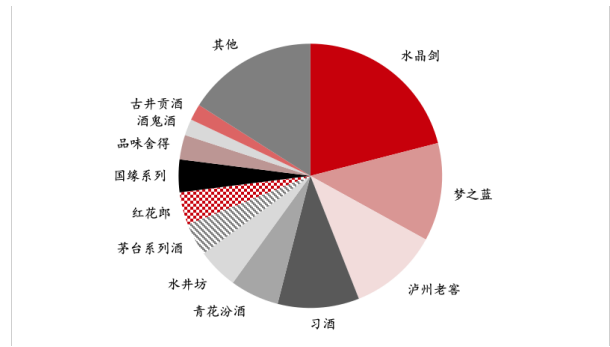
次高端白酒市场较为分散，集中度偏低，有较大提升空间。我国高端白酒拥有稳定的行业格局，集中度最高，有寡头垄断优势。茅台、五粮液、国窖 1573 位列前三，CR3 达到 95% 以上。次高端白酒 CR3 市场集中度偏低，剑南春、洋河 CR2 占比不到 50%，其余品牌占比具有一定变动性。

图 7：2020 年中国高端白酒市场集中度高



资料来源：公司公告，渠道调研，川财证券研究所

图 8：次高端白酒市场份额占比



资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，川财证券研究所

次高端市场 2020 年营收增长，竞争激烈。从次高端酒的价格带来看，600-800 元价格带白酒种类较少，300-600 价格带白酒竞争产品较多。全国性次高端酒企如洋河股份、剑南春等品牌持续推进全国化布局，舍得、水井坊等酒企持续增加跨省交易量，增大全国化程度，扩大市场竞争力。区域龙头企业则深耕区域发展，提高区域渠道下沉力及品牌影响力，形成区域竞争优势。

表格 1. 部分次高端酒企 2020 年营收、利润、产量、销量情况

品牌	营业收入 (亿元)	营业收入同 比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增速	产量(万 吨)	销量(万 吨)
洋河	211.01	-8.76%	74.82	1.35%	16.15	15.58
汾酒	139.9	17.76%	30.79	58.85%	11.91	10.05
水井坊	30.06	15.06%	7.31	-11.49%	0.82	0.79
舍得	27.04	2.02%	5.81	14.42%	1.80	1.57
酒鬼酒	18.26	2.08%	4.92	64.15%	0.94	0.91

资料来源：酒业家，云酒头条，公司官网，川财证券研究所

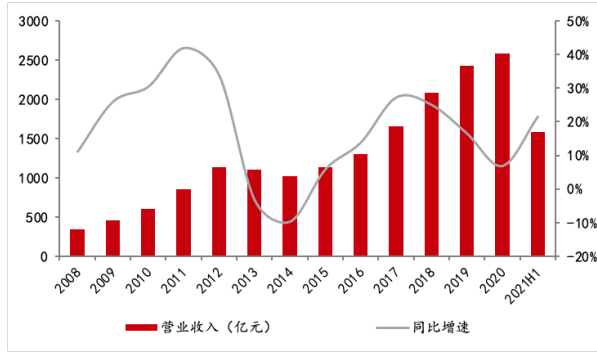
二、从历史周期看，次高端酒进入新一轮发展时期

白酒行业具有一定的周期性。2008-2012 年白酒企业营收、净利润均实现高速增长。从营业总收入看，营业总收入逐年提高，由 2008 年的 336.57 亿元增长至 2012 年的 1138.64 亿元，4 年间 CAGR 为 35.62%。实现归属母公司股东净利润由 2008 年的 76.67 亿元增长至 2012 年 382.48 亿元，4 年间 CAGR 为 49.45%。2012 年限制三公消费，行业收入及利润有所下滑，2015 年行业深度调整后重新迎来新的增长周期，白酒营业收入及利润快速恢复。2020 年年初由于疫情原因，白酒行业营业收入及归属母公司净利润增速放

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

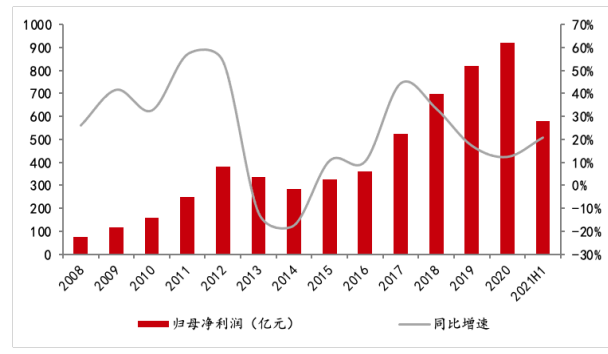
缓，2021 年市场业绩恢复，白酒板块稳定增长。2021 上半年白酒板块表现较好，营收同比增长 21.56%，归属母公司净利润同比增长 20.89%。

图 9：白酒行业营业收入情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图 10：白酒行业归母净利润情况



资料来源：wind，川财证券研究所

2.1 2008-2012 年：行业繁荣

2008-2012 年次高端白酒企业营收、净利润均实现高速增长。中国 GDP 快速增长，2009 年政府 4 万亿政策出台，政务、商务消费拉动了白酒需求，次高端白酒开始兴起，实现体量快速增长。洋河深入落实盘中盘、“4×3”模式及“5382”团购模式，山西汾酒、舍得酒等借助行业景气东风实现营收增长。2012 年洋河、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒营业收入分别达到 172.70，64.79，16.36，19.59，16.52 亿元，4 年间 CAGR 分别为 59.30%，44.86%，8.51%，22.46%，49.92%，2011-2012 年次高端酒产量和销量均上升，2008 年至 2012 年上半年次高端酒股价均增长至较高水平，PE (TTM) 持续波动，整体略有下滑。

图 11：2008-2012 年次高端酒企营收增速提高

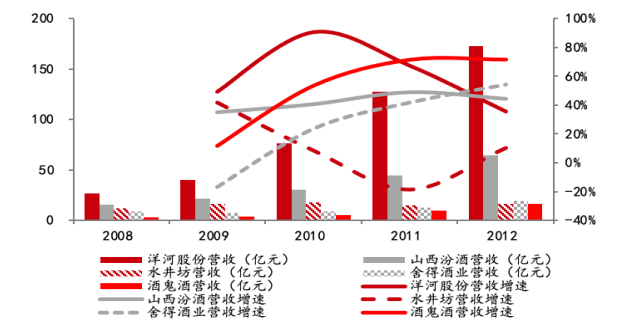
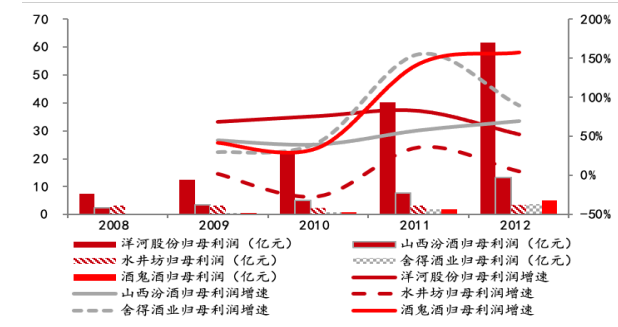


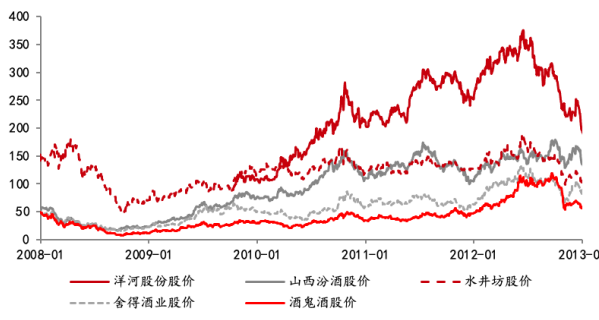
图 12：2008-2012 年次高端酒净利润增长



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: wind, 川财证券研究所

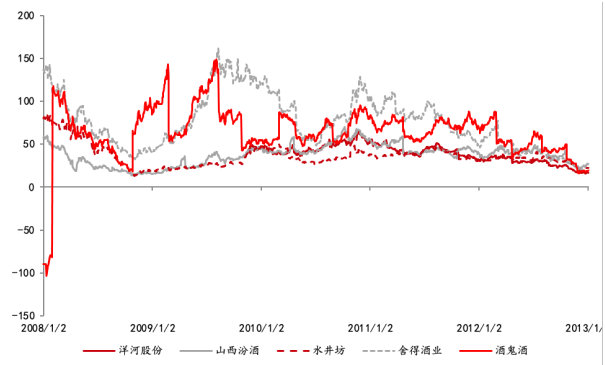
图 13: 2008-2012 年次高端酒企股价



资料来源: wind, 川财证券研究所

资料来源: wind, 川财证券研究所

图 14: 2008-2012 年次高端酒企 PE (TTM)



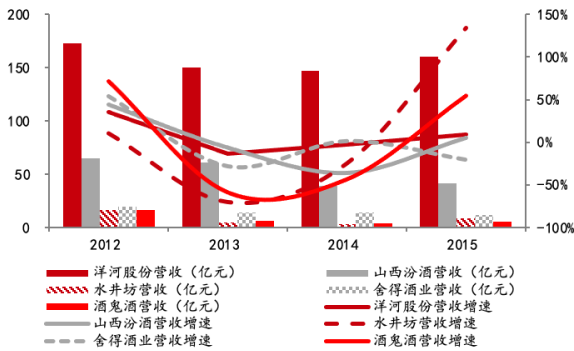
资料来源: wind, 川财证券研究所

2.2 2012-2015 年：行业调整期

2012-2015 年白酒行业进入调整期。2012 年我国出台“八项规定”，实施三公消费相关限制性政策，同时白酒塑化剂事件的发生，打破了白酒繁荣泡沫。经销商在白酒繁荣期间积累了过多库存，而政商务消费群体下降，白酒需求端大大缩水，供需平衡被打破。次高端白酒加速去库存，价格下降，收入下降。白酒消费人群中，三公消费人群下降，商务及民间消费人群占比逐渐提升。

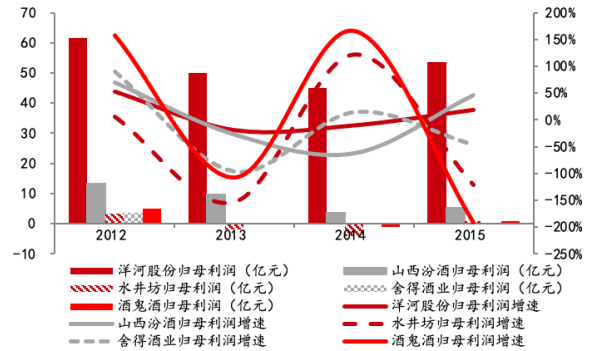
2015 年洋河、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒营业收入分别下降至 160.52, 41.29, 8.55, 11.56, 6.01 亿元，3 年 CAGR 分别为 -2.41%, -13.94%, -19.45%, -16.12%, -28.61%；归属母公司股东净利润下降至 53.65, 5.21, 0.88, 0.07, 0.89 亿元。次高端酒降库存，销量及产量均有所减少。次高端酒股价大幅下跌，市场悲观预期导致次高端酒估值下行，2013 年洋河股份、山西汾酒，水井坊，舍得酒业，酒鬼酒 PE (TTM) 分别最低降至 9.5, 13.9, 18.6, 16.1, 14.1 倍。

图 15：2012-2015 年次高端酒企营收降低



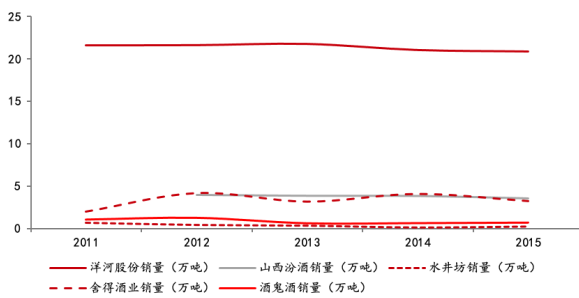
资料来源：wind，川财证券研究所

图 16：2012-2015 年次高端酒企净利润下降



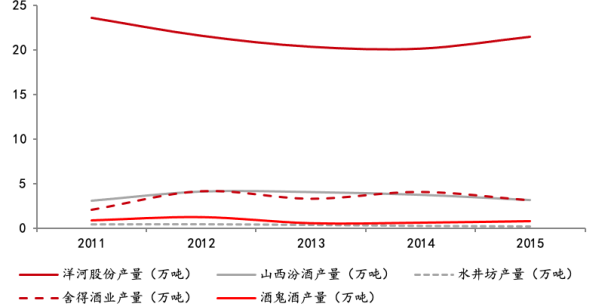
资料来源：wind，川财证券研究所

图 17：2011-2015 年次高端酒企销量



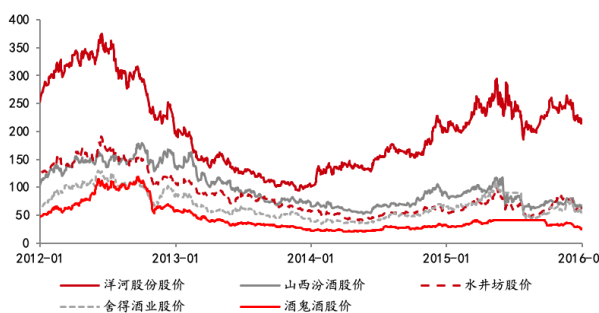
资料来源：wind，川财证券研究所

图 18：2011-2015 年次高端酒企产量



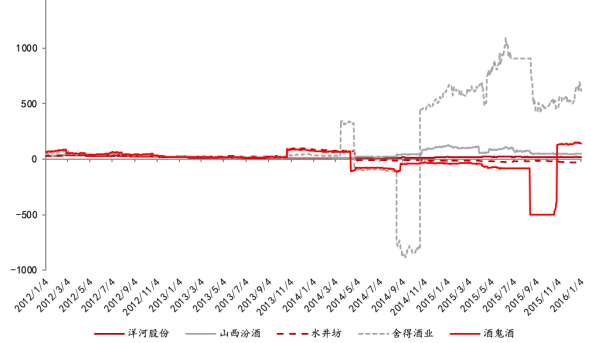
资料来源：wind，川财证券研究所

图 19：2012-2015 年次高端酒企股价



资料来源：wind，川财证券研究所

图 20：2012-2015 年次高端酒企 PE (TTM)

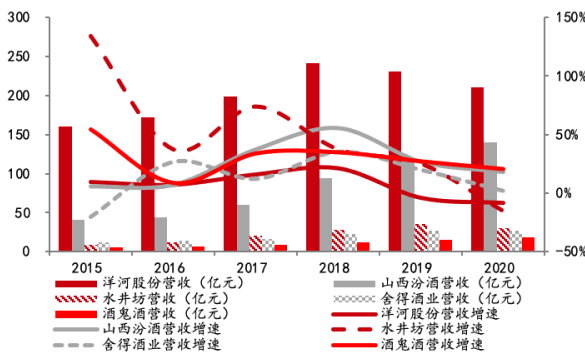


资料来源：wind，川财证券研究所

2.3 2015-2020 年：行业复苏

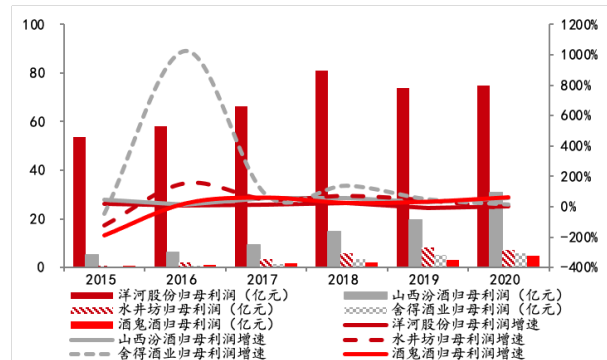
2015 年，白酒消费需求复苏，次高端酒景气度上升。茅台等高端酒企率先提价，推动白酒景气周期的到来，高端白酒批价的上涨打开次高端白酒价格上行区间，次高端白酒业绩回升。随着居民消费结构的改变，白酒消费中民间及商务消费占比上升，拉动消费需求上涨。2015 年洋河、山西汾酒、水井坊等酒企陆续向省外市场扩张，进行全国化布局，山西汾酒进行国改，与华润实行合作，中粮入驻酒鬼酒，改善公司治理结果。2015 年水井坊、山西汾酒营收增长较快，舍得酒净利润增长较快。洋河、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒营业收入分别上升至 211.01、139.90、30.06、27.04、18.26 亿元，净利润增长至 74.82、30.79、7.31、5.81、4.92 亿元，超过上一轮景气值。次高端酒企结构升级，高端化趋势明显，产销基本处于下滑趋势。次高端酒企股价呈现上升趋势，PE (TTM) 大幅度增长后回落，波动幅度较大，2020 年底估值分别为 47.9、121、58.9、55.7、113.9 倍，处于较高水平。

图 21：2015-2020 年次高端酒企营收复苏



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 22：2015-2020 年次高端酒企净利润增长



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 23：2015-2020 年次高端酒企销量

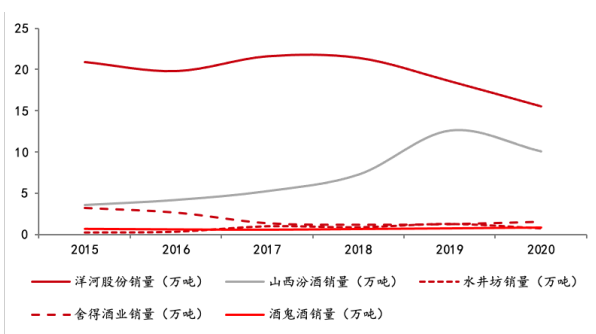
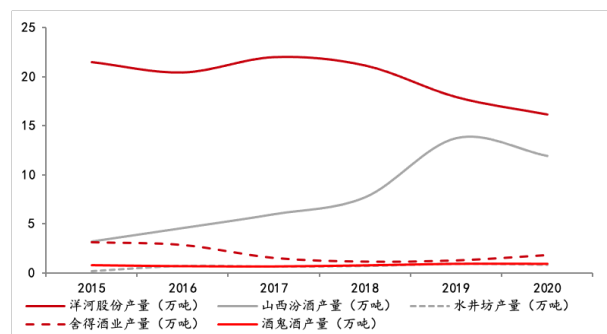


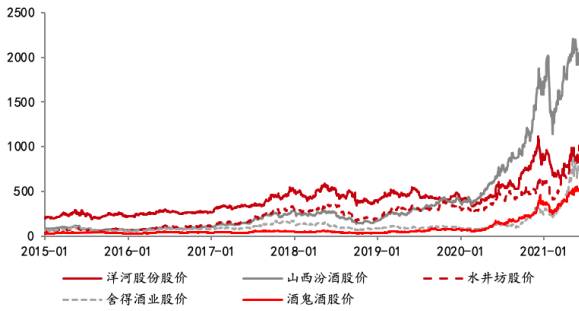
图 24：2015-2020 年次高端酒企产量



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：前瞻产业研究院，川财证券研究所

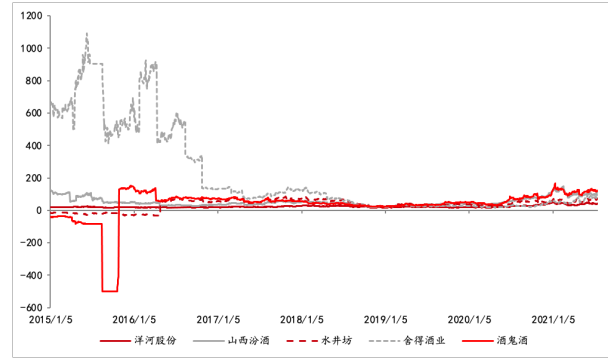
图 25：2015-2020 年次高端酒企股价



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

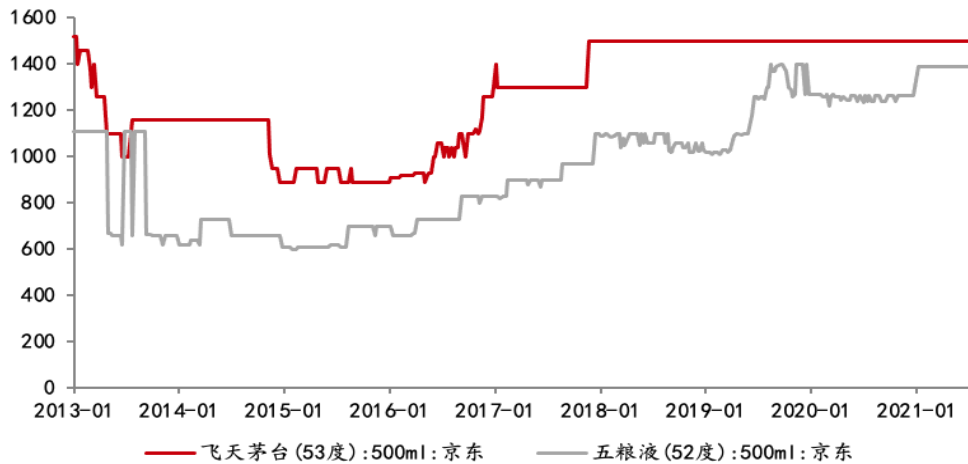
资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 26：2015-2020 年次高端酒企 PE (TTM)



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 27：茅台、五粮液终端零售价（元/500ml）



资料来源：wind，川财证券研究所

三、次高端酒进入景气周期，有望实现量价齐升

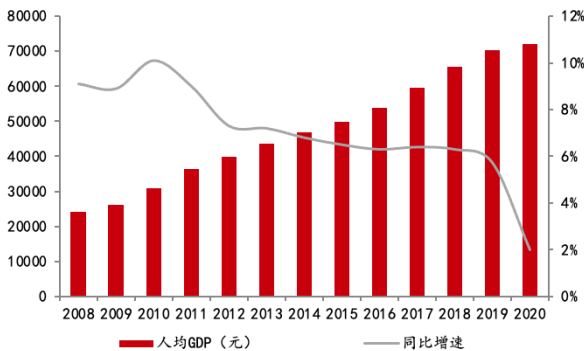
3.1 从供需角度看次高端白酒驱动因素

3.1.1 需求：新中产阶级消费人群增多，次高端酒承接高端酒溢出需求

新中产群体成为推动次高端白酒快速复苏的主力军。我国人均 GDP 持续提高，城镇化率上升，居民人均可支配收入增多，购买力上升，消费升级，部分消费人群由消费中档白酒转移至次高端白酒，次高端白酒需求提升。

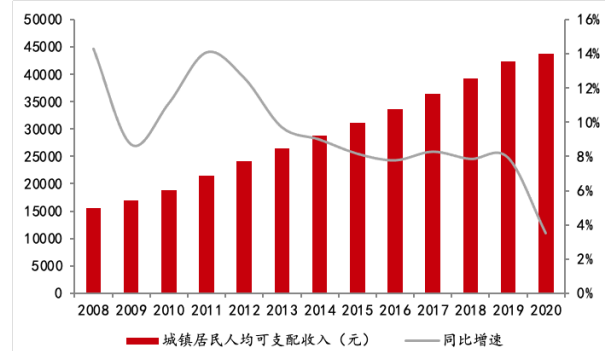
本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

图 28：中国人均 GDP 提高



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 29：中国城镇居民人均可支配收入提高



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

高端酒产能有限，需求溢出的情况下次高端受益。高端酒具有极强的抗风险能力，具有一定收藏价值，适用于礼赠、宴请等消费场景。近年来酱香酒持续火热，2020 年疫情好转，高端商务宴请等消费频次增加，高端白酒需求上涨。由于酱香酒生产周期较长，高端白酒产能有限，供应紧张的格局难以很快改善，次高端白酒承接部分市场需求，在送礼宴席等场合消费占比较高。同时相对于持续上涨的高端白酒价格，次高端白酒价格稳定于 300-800 元价位段，性价比优势突出。次高端酒随高端酒进行提价，价格天花板被打开，拥有一定的价格上涨空间。

酱香酒的崛起对次高端白酒价格带影响有限，酱香酒价格带主要集中于高端。白酒行业具有分层竞争特点，白酒产品定位于不同价格带，不同消费场景对应不同价格带白酒。酱香酒主要走 1000 元以上的高端，高端价格带白酒对次高端价格带白酒的竞争力度有限。面对行业竞争及酱酒冲击，浓香型酒企不断提升品质，酱酒快速增长，但是浓香酒仍然占比较大市场份额。

在品牌建设上酱酒在次高端的品牌与次高端主流的浓香酒品牌相比存在较大差距。酱酒定位于高端白酒，以国台国标领跑的次高端酱酒品牌还处于高速增长之中，未来品牌排位还有变数。而浓香型白酒在次高端价格带占比及产品较多，如洋河、剑南春等，在消费者心中形成一定的产品影响力，市场规模将持续增长。

3.1.2 供给：优质酒产能限制，供给有限

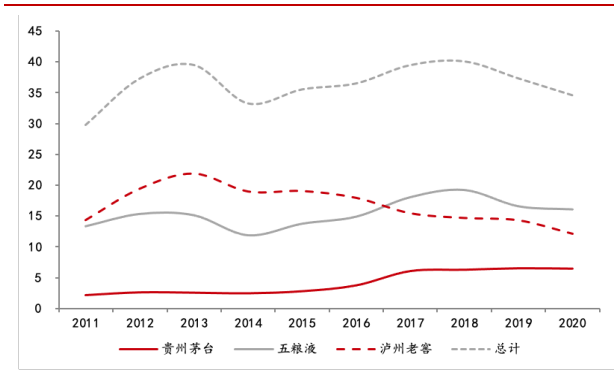
从供给端来看，优质名酒往往具有产期产能的限制。白酒产能储备有限，酿酒需要复杂的生产工艺及较长的生产时间，面对面临行业的挤压式增长、消

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

费者的增长消费需求，次高端酒企的供给量增遭遇瓶颈，酒企为维持量价平衡，巩固自身产品白酒行业地位，往往采取提高价格的措施。酒企迭代产品矩阵，以提升盈利能力。但是高端白酒产业格局较为稳定，大多企业着手于次高端白酒，提高价格。同时，随着高端白酒价格上行，次高端白酒的天花板被打开，次高端价位带从300-600元提高至300-800元，洋河、古井等次高端酒企也逐步提高产品的价格带，让消费者心理形成一定的价格定位。

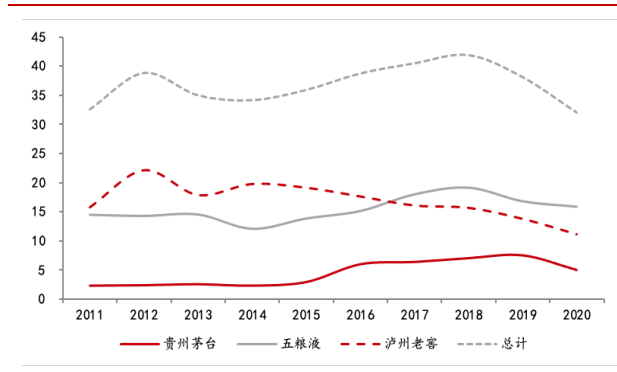
高端酒工艺流程复杂，生产周期长，产能紧缺。2014-2020年茅台酒基酒实际产能分别为3.87、3.22、3.93、4.28、4.97、4.99、5.02万吨，目前茅台酒技改扩建项目已经全面完工，预计2021年茅台酒基酒产能将达到5.6万吨规模。假设基酒与成品酒的转换率为85%，茅台酒需求每年增长10%，考虑生产属性茅台酿酒周期一般为4年，2018-2025年茅台成品产量分别为3.29、2.74、3.34、3.64、4.22、4.24、4.27万吨，而茅台酒实际销量分别为3.25、3.46、3.43、3.78、4.2、4.57、5.02万吨，则分别产生0.04、-0.72、-0.09、-0.14、0.02、-0.33、-0.75万吨的销量缺口。五粮液的产能经多次扩建，2020年新增酿酒工程技改项目10万吨，储酒能力达到30万吨，预计高端酒产能为3万吨，国窖1573产能预计将达到2万吨。高端酒供给产能占白酒总体比例较少，而高端白酒需求旺盛，呈现供需紧平衡状态。高端酒企2014-2018年产量、销量上升，2019、2020年产量、销量下降，2020年贵州茅台销量6.41万吨、产量5.02万吨，五粮液销量16.04万吨、产量15.88万吨，泸州老窖销量12.09万吨、产量11.14万吨，3年CAGR分别为0.96%、-10.56%、-5.74%、-6.12%、-6.18%、-10.75%，公司调整产品结构，提高中高端酒销量，提升产品价格。

图 30： 高端酒企销量（万吨）情况



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 31： 高端酒企产量（万吨）情况



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

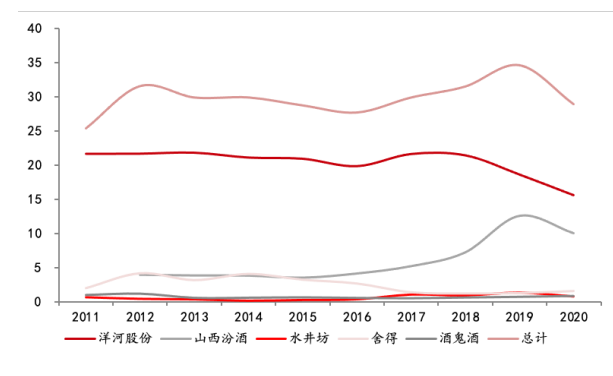
次高端酒企现有产能较少，产能提升空间大。洋河股份、水井坊、舍得、酒鬼酒现有产能分别为 16、1、4.3、1 万吨。次高端酒投入资金建设酿酒工程技改项目、升级配套生产设施等，提高基酒品质，为价格提升打下基础。次高端酒企产销量较为稳定，2020 年次高端酒企酒企改善产品结构，重点布局次高端酒，提高次高端酒占比，产量、销量产生下滑，洋河股份销量 15.58 万吨、产量 16.15 万吨，山西汾酒销量 10.05 万吨、产量 11.91 万吨，水井坊销量 0.79 万吨、产量 0.82 万吨，舍得酒业销量 1.57 万吨、产量 1.8 万吨，酒鬼酒销量 0.91 万吨、产量 0.94 万吨。

表格 2. 次高端酒企产能以及扩建情况

企业	现有产能 (万吨)	规划产能 (万吨)	增幅	在建产能情况
洋河股份	16	32	100%	双沟新区酿酒工程；智慧酿造（绵柔型 125 车间）项目
水井坊	1	3	200%	邛崃全产业链基地项目
舍得	4.3	9.97	132%	酿酒配套工程技改项目
酒鬼酒	1	1.3	30%	303 生产厂区
口子窖	3	8（成品酒）	167%	退城进区搬迁 2 万吨大曲酒酿造提质增效项目
剑南春	3	6-8	100%	大唐国酒生态园
今世缘	2.7	6.5	141%	新建产能项目已在相关部门备案

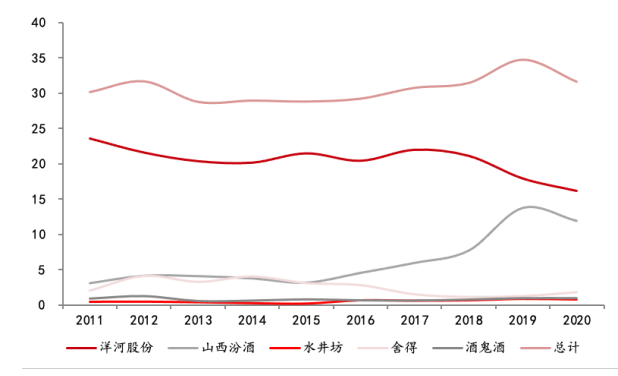
资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

图 32：次高端酒企销量（万吨）情况



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 33：次高端酒企产量（万吨）情况



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

3.1.3 供需总体：酱酒挤压有限，次高端酒发展空间大

酱酒对次高端酒的挤压有限。从酱酒整体的价格带来看，酱酒高端性为主，超高端酒、高端酒在酱酒中占据极大比例，酱酒在次高端酒的竞争力度有限。从市场规模来看，酱酒的次高端规模为 200 亿元左右，次高端酒的整体

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

规模为 600 亿元左右，酱酒在次高端酒中的整体占比仅为三分之一左右。从次高端价格带的产品布局来看，浓香酒企全价格带布局，酱酒与浓香等其他香型酒相比占比偏少，次高端浓香酒形成一定的品牌积淀及渠道推广能力，具有大单品优势，更具市场竞争力。从次高端酒营收及利润端来看，次高端酒具有高弹性，增幅较大，未来扩容升级趋势明显，呈现蓝海局面。

表格 3. 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
		汉酱	贵州茅台	10
		赖茅	贵州茅台	10
		钓鱼台酒	钓鱼台酒	10
次高端 (300-800)	200	国标酒	国台	10
		摘要酒	金沙酒	6
		珍 15	珍酒	4
		茅台王子酒	贵州茅台	40
		金钻系列	习酒	20
中端 (100-300)	180	茅台迎宾酒	贵州茅台	/
		习酱	习酒	/
大众 (<100)	120			

资料来源：京东，公司官网，川财证券研究所

从需求及供给总体来看，次高端酒上承高端酒的溢出需求，下接居民消费升级的中高端产品升级需求，价格逐渐提升，次高端白酒的发展机会巨大。

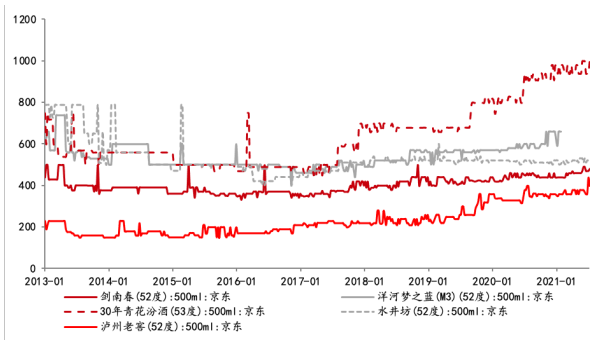
3.2 次高端酒未来市场规模提升

在消费升级趋势推动下，近年来我国次高端价格带扩容明显，300-800 元的次高端价格带发展为各酒企扩展产品的重要领域。据微酒统计的数据，次高端白酒的规模由 2015 年的 200 亿元增长至 2019 年末的 600 亿元，年化复合增长率为 37%。2020 年我国受疫情冲击影响后逐渐恢复，判断 2020 年次高端白酒市场规模大致与 2019 年所持平。2020 年 5 年间 CAGR 为 24.6%，预计 2025 年市场规模将达到 1100 亿元，5 年间 CAGR 为 12.9%。次高端酒价位带

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

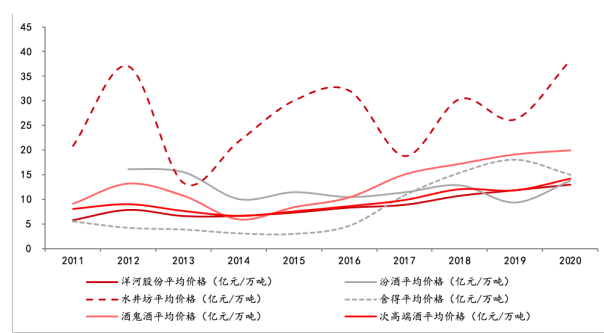
目前占比显著低于高端市场和中低端市场,2019年行业占比为5%,随着行业景气度向上,预计2022年次高端价格带将承接中高端价格带向次高端价格带的升级,行业占比提升至10%,处于不断扩容状态。

图 34: 次高端酒终端价稳中有升



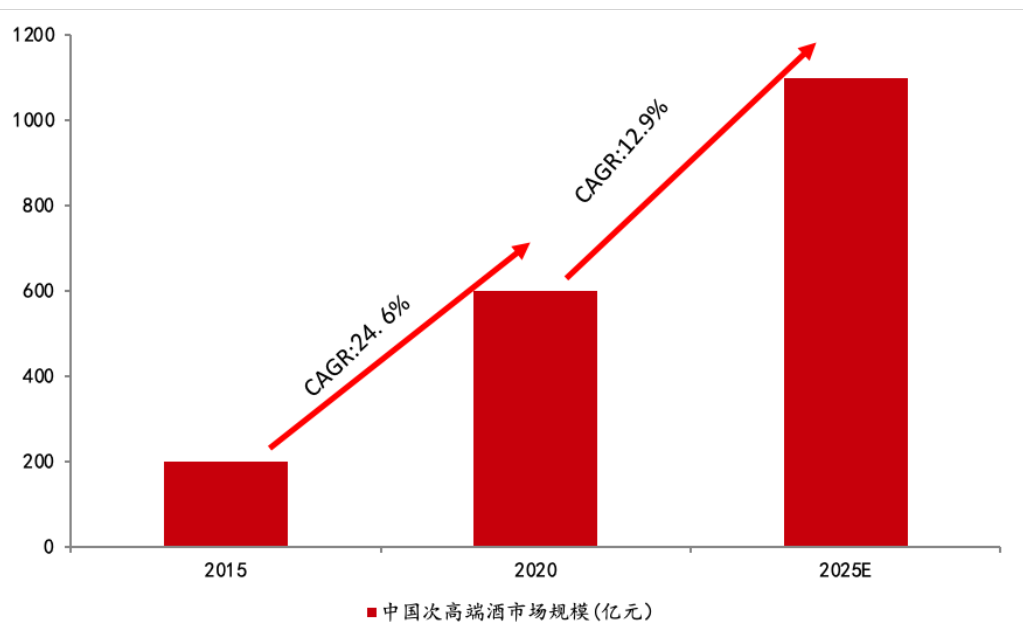
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 35: 中国次高端酒企均价呈上升趋势



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 36: 次高端酒未来市场规模



资料来源: wind, 微酒, 川财证券研究所

3.3 全国化、品牌化、渠道是次高端酒核心竞争因素

次高端白酒基本面向好,未来发展呈增长趋势。2020年的新冠疫情对次高端

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

酒产生了一定的冲击，但阶段性的影响并未改变总体发展趋势。白酒行业集中度不断提升，强者恒强、弱者恒弱，经销商及终端将进一步投向市场份额大的全国知名品牌及区域龙头品牌，次高端酒企渠道得到快速发展。次高端酒品牌驱动逐渐优先于渠道驱动，企业注重酒文化价值的提升，注重传统酿造工艺的回归，由量增向质增转变，依托白酒质量提升白酒价格，实现业绩增长。同时，次高端白酒企业进行数字化转型升级，利用数字化系统进行渠道及终端管控。

3.3.1 全国化布局实现规模扩张

次高端酒积极布局省外市场，加速全国性扩张。次高端酒分为泛全国性品牌和区域性品牌。全国次高端品牌主要通过巩固优势市场、加强渠道渗透率，开发增量市场完成销售规模扩张；区域品牌主要通过向周边市场扩张或选择重点市场集中开发，完成市场规模提升。汾酒积极布局长江以南地区，舍得酒实施“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”的策略，洋河、汾酒、水井坊、舍得等次高端酒企的省外收入占比超过省内，次高端酒企积极进行省份扩张，实现销售增量，增长空间广阔。

表格 4. 次高端酒企业省外市场布局情况

品牌	省外市场布局情况
洋河	公司体量已达 200 亿级，省外收入占比达到 53%。省外市场中河南省市场规模首次突破 10 亿，2018 年，河南、山东、安徽、浙江和湖北等市场规模分别为 36、25、18、11、11 亿，2019 年新江苏市场达到 570 个，河南、山东、安徽、浙江、湖北、河北、江西七个省份超过 10 亿。
汾酒	省外收入占比达 57%，实施“1357”全国化布局策略，以山西为基地大本营市场，陆续打开环山西、全球化市场，省外重点发展长江以南地区，重点布局长江以南江苏、浙江、上海、安徽、广东等 5 个省份，实现“三年平均增速超 50%”等目标。
水井坊	省外收入占比达 93%，实施“5+3”市场布局，巩固四川、江苏、河南、湖南、广东 5 个优势市场，深耕浙江、上海、天津 3 个潜在市场。
舍得	省外收入占比达 61%，实施“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”的策略，分批突破市场，在川冀鲁豫及东北等传统市场降库存、提价格，努力突破环太湖以及湖南市场。
酒鬼酒	全国招商布局，全国省会城市覆盖率为 97%，地级城市覆盖率为 62%。2021 年目标全面布局空白市场，省外地级城市客户覆盖率达 100%、省内县级城市客户覆盖率达 100%。

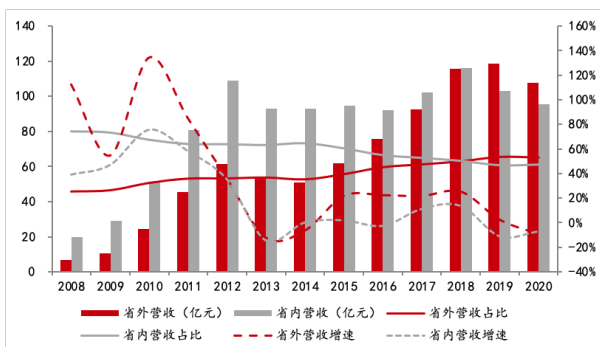
资料来源：酒业家，云酒头条，公司官网，川财证券研究所

从各公司省内外营收来看，洋河股份、山西汾酒、水井坊全国化稳步推进。洋河股份 2015-2019 年省外营收占比逐步上升，省外营收增速高于省内营收增速，2020 年受疫情影响营收占比有所下降，近三年省外营收增速降低；山西汾酒 2017-2020 年省外营收占比不断上升，2019 年省外营收超过省内营

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

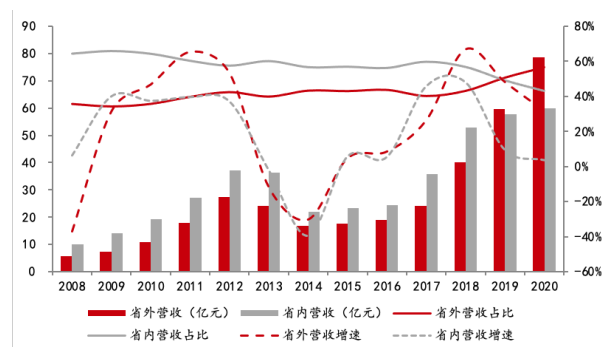
收，2018-2020年省外营收增速有所下降，但始终高于省内营收增速处于较高水平，2020年省外营收增速为31.74%；水井坊省外营业收入始终高于省内营业收入，2014-2020年省外营收占比不断提高，省外增速高于省内，近三年省外营收增速下滑。舍得酒业2017-2020年省外营收占比下降，2020年占比为70.47%，省外营收增速放缓，全国化进程放缓。酒鬼酒各区域营业收入保持较高速度增长，华中地区营收最高，2020年为58.20%，华北、华东、华南等地区占比较小，酒鬼酒省外拓展空间大。

图 37： 洋河股份省内外营收情况



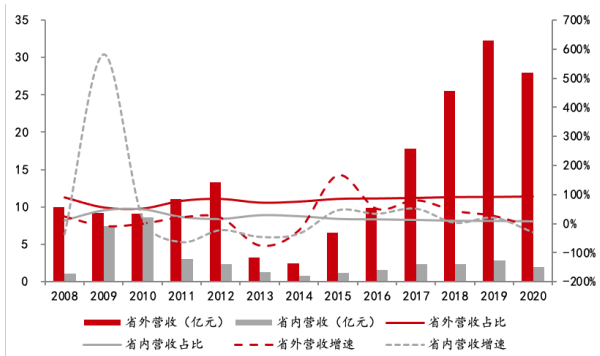
资料来源：wind，公司公告，川财证券研究所

图 38： 山西汾酒省内外营收情况



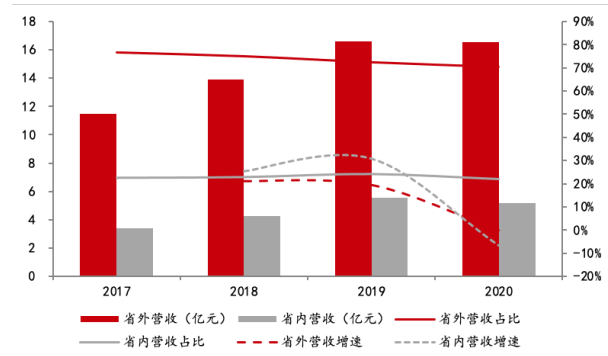
资料来源：wind，公司公告，川财证券研究所

图 39： 水井坊省内外营收情况



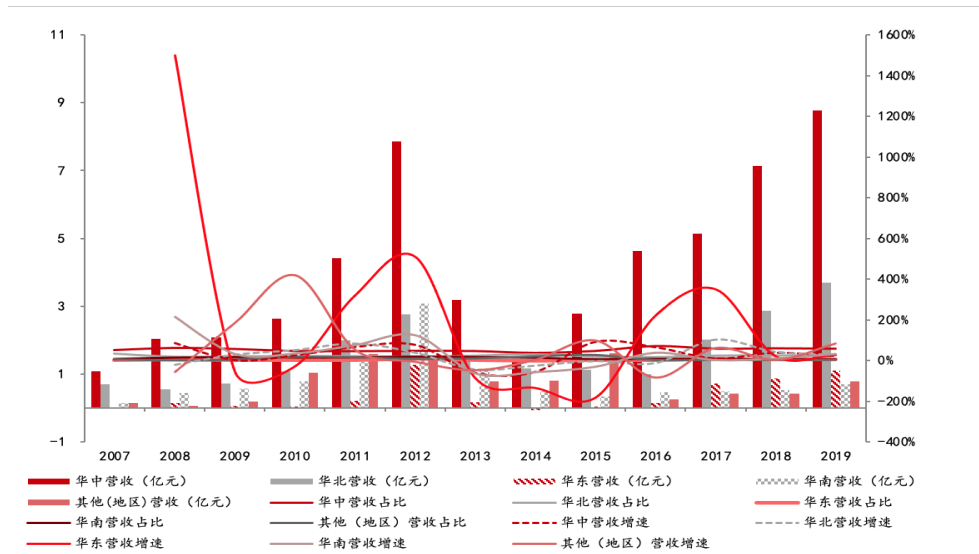
资料来源：wind，公司公告，川财证券研究所

图 40： 舍得酒业省内外营收情况



资料来源：wind，公司公告，川财证券研究所

图 41：酒鬼酒省内外营收情况



资料来源：wind，公司公告，川财证券研究所

3.3.2 品牌建设提高企业形象

次高端白酒加强品牌建设，提升竞争优势。白酒行业呈结构性增长，相较于高端白酒，次高端白酒未形成稳固的市场竞争格局，预计次高端白酒未来3-5年内整体规模将持续稳定增长，竞争逐渐加剧，兼具品牌和渠道综合实力的全国化品牌更具竞争优势。次高端酒企树立品牌形象，打造品牌的认可度，拓展市场渠道，认真落实企业规划，有利于打造产品的核心竞争力。

次高端品牌要加强品牌文化建设，适应快速迭代的消费演变趋势。特殊的消费属性给予次高端白酒一定的定价优势，除了满足物质条件，次高端白酒消费群体更注重精神层面的需求，注重次高端白酒品牌的身份匹配度，关注品牌或产品上所彰显的价值。因此，次高端品牌推广，需要在品牌体验和服务上精益求精。次高端酒品牌的形成往往有深厚的品牌文化历史积淀，部分次高端品牌还原特殊酿造工艺、采用传统复刻包装，变革生产营销措施，满足消费者消费满足感。

次高端白酒聚焦大单品，提升品牌形象。洋河聚焦梦之蓝M6+，山西汾酒聚焦青花20、青花30，水井坊聚焦臻酿八号、井台，舍得聚焦品味舍得，酒鬼酒聚焦内参、酒鬼系列。次高端酒企聚焦打造核心大单品，更易聚焦优势资源，加强消费者的品牌产品认知，打造品牌形象，提高品牌认可度，在次高端价位带形成竞争优势。

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 5. 次高端酒企品牌建设情况

企业	品牌宣传活动
酒鬼酒	注重圈层营销，内参品牌的“内参名人堂”与指向酒鬼品牌的“馥郁会”，“内参名人堂”倾向于精英化、高端化的圈层，诸如金融圈、艺术圈、高尔夫圈等，并通过邀请这些行业内具有指标性的名人加入“内参名人堂”为品牌背书，借助名人的力量在对应圈层内建立其更广泛的品牌号召力；在央视多个节目中投放广告，内参冠名《对话》栏目等。
洋河股份	以线上线下策划大型活动有消费者出动的模式，以公益营销打造民族品牌为特征的，持续性、全方位、立体化的品牌传播；线上布局电视广告，以“中国梦，梦之蓝”为切入点，进行大规模的广告宣传；线下包括地铁、公交等进行宣传，销售端布局百货超市、线下直营店等。
剑南春	唐时宫廷酒，盛世剑南春；明清时代天益老号；通过在日本、韩国、法国、希腊等国家献演歌舞剧《大唐华章》对外宣传华夏盛世文明，通过参与 APEC 等国际高端商务活动显露民族品牌的大国气度，通过与斯诺克世锦赛、NBA 中国赛等全球顶级赛事战略、冠名《典籍里的中国》合作展示绅士、健康、文化的形象。
今世缘	以“中国人的喜酒”概念定义企业品牌，围绕“酒”和“缘”两大主题，以婚喜庆产业为切入点，构建白酒为主、文化推广为辅的多元化业务架构；冠名 CCTV 黄金档大型融媒体公益寻人栏目《等着我》。
古井贡酒	古井贡酒年份原浆在 2016、2017、2018 年连续三年特约播出央视春晚；通过聚焦《朝闻天下》、《新闻 30 分》、《晚间新闻》等优势黄金资源，在央视形成品牌早、中、晚全日覆盖；2020 年古井贡酒·年份原浆特约春晚 TVC 在 CCTV-1、CCTV-2、CCTV-9、CCTV-13、安徽卫视、河南卫视、湖北卫视等平台播出。
舍得	通过不同的媒体形态播报生产创意内容资讯、线上线下互动论坛；集结 40+ 行业大咖打造高端 IP《舍得智慧讲堂》；联袂 40+ 大事件走进达沃斯论坛、博鳌亚洲论坛、陆家嘴金融论坛等国际型、国家级高端论坛；联合凤凰网举办以“中国智慧·筑梦中国”为主题的舍得智慧盛典，加深舍得“文化国酒”的品牌印象；2019 年以“CCTV 中国智慧高端白酒品牌”名义在央视多平台呈现。

资料来源：公司官网，新浪新闻，川财证券研究所

价格体现白酒的品牌力，次高端酒不断提价。白酒的品牌力越强，消费者愿意付出的产品溢价越高，白酒价格就越高，持续提价能力也越强。随着高端白酒批价的上移，次高端酒价格天花板被打开，次高端酒陆续提价抢占市场，提高品牌竞争力。洋河低度 M3 终端零售价不得低于 420 元/瓶，高度 M3 终端零售价不得低于 500 元/瓶，梦之蓝 M6+ 出厂价统一上调 30 元；水井坊 52 度、38 度井台上调 35 元/瓶，酒鬼酒 52 度 500ml 红坛、紫坛、黄坛分别战略上调 30、40、40 元/瓶。

表格 6. 部分次高端酒提价情况

酒企	时间	具体提价政策
洋河股份	2020 年 5 月	梦之蓝 M3、天之蓝供货指导价上调百元+/箱。
	2020 年 9 月	梦之蓝 M3 供价提升 20 元/瓶，低度 M3 终端零售价不得低于 420 元/瓶，高度 M3 终端零售价不得低于 500 元/瓶。

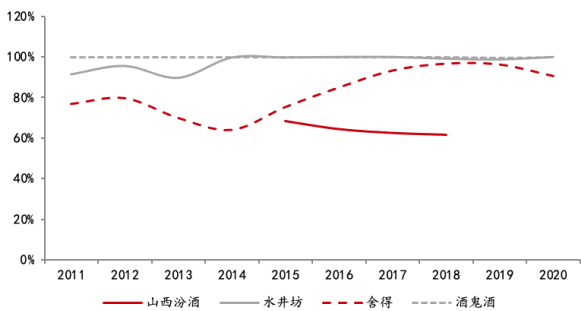
本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

	2021年1月	梦之蓝 M6+出厂价上调 30/瓶。
	2021年6月	梦之蓝 M6+550ml 统一售价调整为：52 度零售价 1199 元/瓶，团购成交价 880 元/瓶；40.8 度零售价 999 元/瓶，团购成交价 750 元/瓶。
山西汾酒	2020年4月	53 度玻汾终端供货价由 480 元/瓶涨至 504 元/瓶。
	2020年5月	42 度和 53 度玻汾终端标价分别上调 2 元和 3 元。
	2020年6月	青花 30 涨价 100 元/瓶；53 度青花 20 涨价 30 元/瓶，42 度青花 20 涨价 15 元/瓶。
	2020年10月	青花 20 开票价上涨 20 元/瓶；青花 30 开票价上涨 101 元/瓶，青花 20、青花 30 出货价同步上调。
水井坊	2020年9月	38 度、42 度臻酿八号终端建议零售价上调 20 元/瓶。
	2020年11月	52 度臻酿八号终端建议零售价上调 20 元/瓶。
	2020年12月	52 度臻酿八号终端建议零售价上调 20 元/瓶。
	2021年4月	52 度、38 度井台上调 35 元/瓶；52 度、38 度臻酿八号上调 25 元/瓶。
舍得股份	2020年1月	52 度、42 度、38 度 500ml*6 智慧舍得供货价格上调 52 元/盒。
	2020年12月	舍之道系列产品终端门店供货价统一上调 10 元/瓶。
酒鬼酒	2020年5月	52 度 500ml 酒鬼酒红坛战略上调 30 元/瓶。
	2020年6月	52 度 500ml 酒鬼酒紫坛战略上调 40 元/瓶。
	2020年9月	52 度 500ml 酒鬼酒黄坛（2018 版）战略上调 40 元/瓶。
今世缘	2020年2月	国缘四开出厂价上调 20 元/瓶。
	2020年7月	国缘四开、对开零售价上调 15 元/瓶，团购价上调 10 元/瓶。
	2021年1月	国缘四开连续三个月每月 1 日上调 10 元。
	2021年5月	42 度 550ml 国缘单开开票价上涨 10 元/瓶，42 度 550ml 国缘四开开票价上涨 60 元/瓶,52 度新版国缘四开开票价上调 50 元/瓶。
古井贡酒	2020年12月	古 20 开票价上涨 20 元/瓶。
	2021年3月	38 度、42 度年份原浆古 20 经销价上涨 40 元/瓶，零售价调整为 799 元/瓶；52 度年份原浆古 20 经销价上涨 60 元/瓶，零售价调整为 899 元/瓶。

资料来源：微酒，酒说，酒业家，云酒头条，川财证券研究所

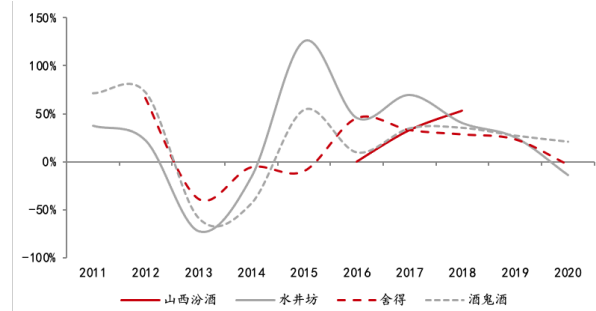
次高端酒企聚焦中高端酒，吨酒价不断上升。次高端酒企中高端酒收入占比处于较高水平，2014-2019 年中高端酒收入占比快速增长，2020 年因疫情影响水井坊、舍得等酒企中高端收入有所下降，酒鬼酒收入增速放缓。中高端酒在次高端酒企的高占比有利于改善酒企的产品结构，提高产品吨酒价。2020 年洋河、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒公司白酒吨酒价分别达到 12.94、13.79、38.21、14.99、19.99 亿元/万吨，2011-2020 年洋河、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒 CAGR 分别为 9.29%、6.98%、11.80%、9.19%，总体吨酒价为 14.25 亿元/万吨，2011-2020 年 CAGR 为 6.51%。

图 42：中高端酒收入占比高



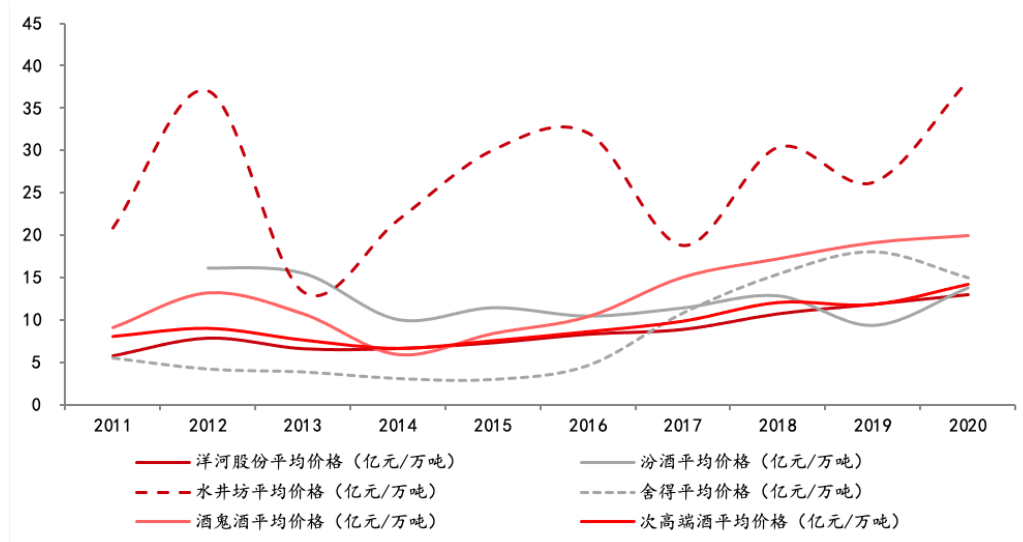
资料来源：wind，川财证券研究所

图 43：中高端酒收入增速情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图 44：次高端酒企吨酒价提升



资料来源：wind，川财证券研究所

3.3.3 核心大单品的渠道建设是次高端酒的未来发展方向

白酒企业拥有三种消费渠道模式，次高端酒企发展聚焦核心大单品的渠道建设。渠道推广能力是次高端酒的核心竞争要素。行业调整时期，次高端酒价格下跌，市场规模下降，酒企提高渠道推广能力率先出现复苏性增长。企业应加强渠道管控，关注渠道价格、库存等，避免经销商随意定价造成价格体系的混乱，注重渠道下沉，满足下沉城市对次高端白酒的增长消费需求。

白酒企业主要分为三种销售渠道模式：

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

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）、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，次高端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，加强消费者记忆，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次高端酒渠道的发展方向。

表格 7. 次高端白酒企业渠道模式对比

	洋河	山西汾酒	水井坊	舍得酒业	酒鬼酒
营销模式	厂家主导的1+1模式，厂家直控终端	经销商主导，厂商共建	经销商主导的大商制，新总代模式	经销商主导的1+1模式	经销商和厂家共同主导，内参模式
概述	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	厂家制定指导性政策，经销商负责目标市场的开拓，市场人员配置少；地、县级经销商为主体，专卖店加盟、直销、电商、新零售方式为辅；省内采取扁平化模式进行渠道深耕，推行百县千镇计划，渠道下沉，根据地区特色对分销模式特色创新；省外厂家和经销商开拓市场，提升终端网点数量	厂家负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处、物流、仓储、收款等工作	厂家制定指导性政策，经销商负责目标市场的开拓，市场人员配置少；经销商代理为主，电商和团购等直销渠道相结合；构建以地、县级、分品牌代理商为主的经销体系，以区域代理商为主，自营电商为辅，渠道扁平化；厂家搭建经销商信息管理平台，进行从经销商到终端渠道的全渠道管理，实现渠道精细化营销	省内进行一地一策、模式创新，实现渠道扁平化，省外提升核心终端网点，推进专卖店“千店”计划，加强厂商合作开拓市场；“内参”全国优秀经销商发起成立内参酒销售有限公司，构建厂商价值一体化模式
优势	厂家对经销商渠道控制力最强，对价	有利于市场开拓；利用经销商资源进行推广，市场	实现低成本快速扩张，厂家对终端有一	利用经销商资源进行推广，市场开发费用低	厂商管控市场，减少市场乱象；渠道层级减

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

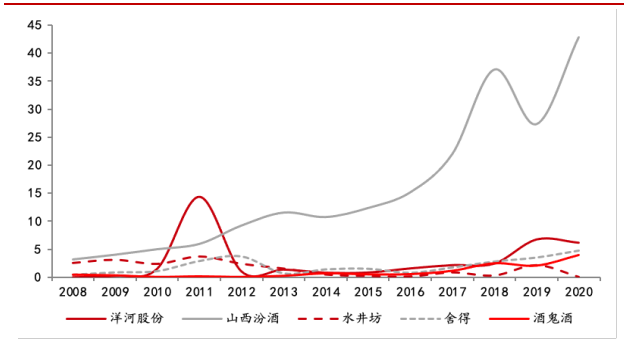
	格、库存都有很好的控制，对市场变化感知强	开发费用低	定把控；扁平化分销模式直接对接终端市场；销售成本大大降低	少，对终端控制加强，有利于渠道下沉、精耕细作；绑定经销商和厂家利益	
劣势	对厂家管理要求高，需大量营销人员，市场开发费用大；经销商前期被看重，但厂家掌握市场后，经销商地位弱化，容易成为配送商角色，积极性缺乏	厂家对经销商控制不强，价格体系易混乱，导致区域间窜货	厂家对渠道的把控能力较弱	厂家对经销商控制不强，价格体系易混乱，导致区域间窜货	对渠道的控制能力不如厂家主导模式，价格体系易混乱；对经销商依赖程度较高；前期费用投入大
未来发展方向	进一步强化终端基础工作，实现厂家主导，直控直供终端，公司着力推进深度分销模式，打造渠道极致化	加快扁平化建设，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	加强信息化建设，提升公司渠道管控能力	加快扁平化建设，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	将现有市场向县城市场延伸；继续分品授权，依赖经销商，提升经销商积极性

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

3.4 从应收款项、预收账款判断次高端白酒处于景气周期

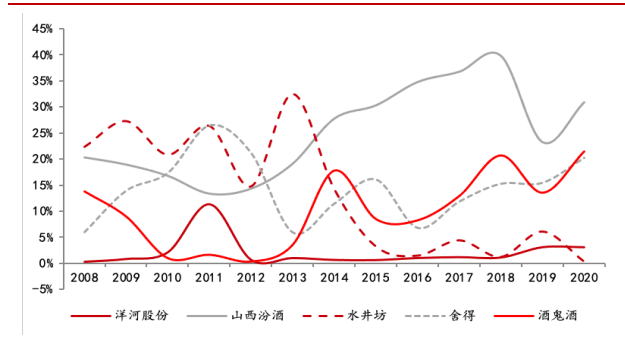
次高端酒企为维护渠道库存，允许经销商采用应收票据和应收款项。在行业调整时期，次高端酒企往往会放宽信用政策，允许经销商采用应收票据和应收款项进行进货。2011年洋河股份、水井坊、舍得酒业应收款项占比大幅增长，2018、2020年山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒应收款项占比大幅提高。2020年应收票据和应收款项分别为6.18、42.82、0.09、4.75、3.91亿元，CAGR为45.48%、24.04%、-24.09%、21.07%、19.74%，占比分别达到3.07%、30.92%、0.31%、20.21%、21.48%，CAGR为22.86%、3.54%、-29.99%、10.79%、3.75%。

图 45：次高端酒企应收票据+应收款项（亿元）变化情况



资料来源：wind，川财证券研究所

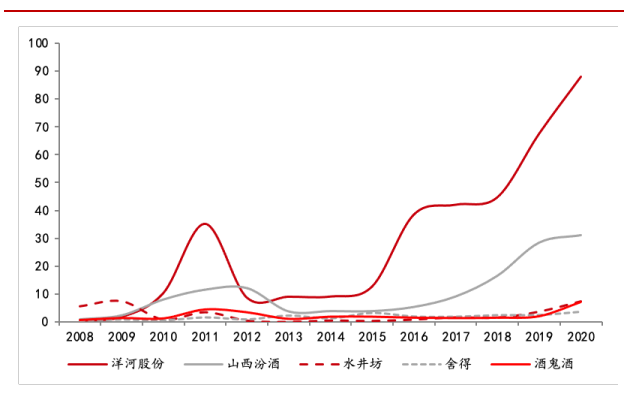
图 46：次高端酒企应收票据+应收款项占比变化情况



资料来源：wind，川财证券研究所

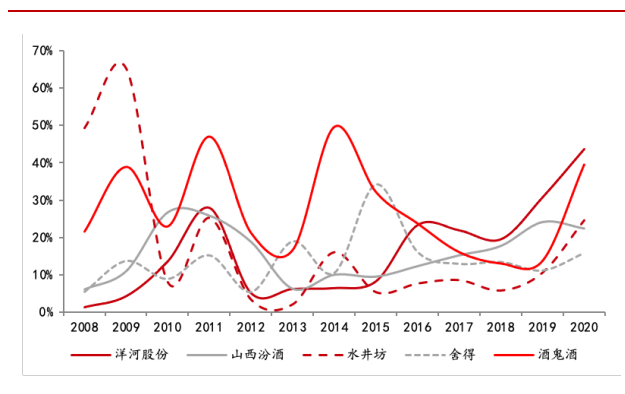
预收账款体现出进销商备货的积极性，反映行业的景气性。从预收账款看，洋河股份、山西汾酒、水井坊、舍得、酒鬼酒等次高端酒企预收账款呈上升趋势，2020年分别达到88.01、31.07、7.36、3.70、7.20亿元，CAGR为58.79%、33.54%、2.30%、19.51%、21.40%，预收账款占比近两年上升，2020年分别为43.67%、22.44%、24.50%、15.75%、39.53%。白酒先收款再发货，预收账款的提高体现了进销商备货的积极性，次高端酒景气性及动销状况较好，市场潜在需求较大。

图 47：次高端酒企预收账款（亿元）变化情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图 48：次高端酒企预收账款占比变化情况



资料来源：wind，川财证券研究所

四、紧握次高端发展机遇，布局行业头部企业

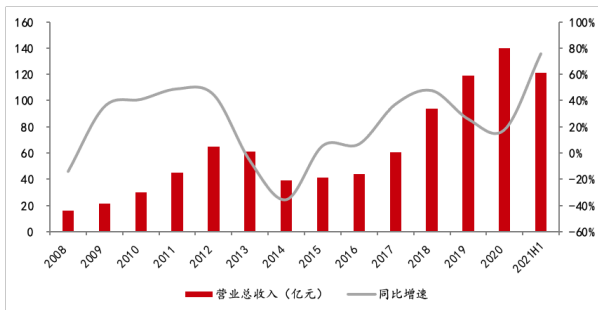
4.1 山西汾酒：加强渠道和终端建设，全国化稳步推进

4.1.1 清香型白酒鼻祖，品牌影响力强

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

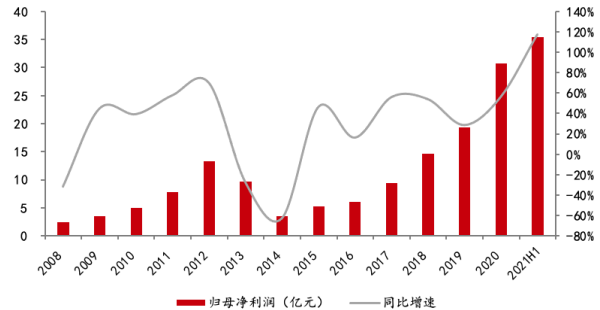
山西汾酒历史悠久，文化底蕴深厚，是我国四大名酒之一。公司拥有“汾”、“竹叶青”、“杏花村”三大知名品牌，主导产品汾酒是清香型白酒的典型代表，1915年在巴拿马万国博览会上荣获甲等金质大奖章。2020年公司实现营业收入139.90亿元，同比增长17.63%；实现归属于上市公司股东的净利润30.79亿元，同比增长56.39%；2021年上半年公司实现营业收入121.19亿元，同比增长75.51%；实现归属于上市公司股东的净利润35.44亿元，同比增长117.54%。

图 49：山西汾酒营业收入稳定增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 50：山西汾酒归属于母公司净利润加速增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

山西汾酒持续提升汾酒“文化+品质”影响力。公司2020年确立“中国酒魂，活态为魂”的新战略定位，举办汾酒封藏大典和“行走的汾酒”等活动，参加中国国际进口博览会，持续增强品牌影响力。中国最具价值品牌价值500强排行榜数据显示，汾酒品牌价值为427.23亿元。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1768.39亿元，位列白酒企业第5名。

表格 8. 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%

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

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%

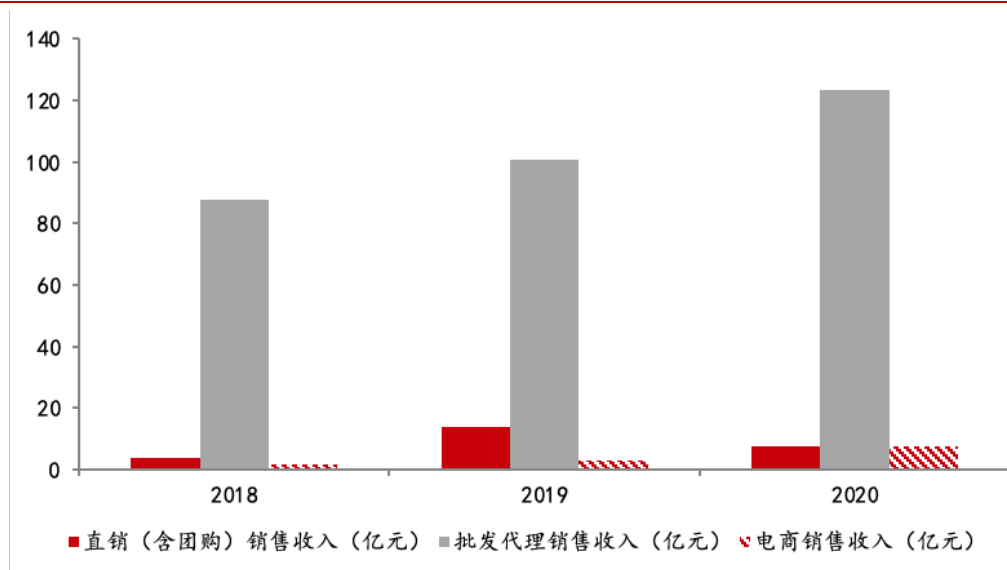
资料来源：华樽杯官网、川财证券研究所

4.1.2 注重渠道运营，加强终端建设

山西汾酒采用“抓两头、带中间”产品策略，青花 20、30 创新渠道、分离运作。企业拥有全价格带产品体系，高端酒为青花 30 复兴版、青花 40、青花 50，次高端酒为青花 20、青花 30，中高端为巴拿马、老白汾，低端酒为玻汾、系列酒。企业对青花 20、青花 30 次高端产品进行创新渠道、分离运作，青花 20 努力开拓空白市场，注重渠道运营，以烟酒店、专卖店等终端市场作为主市场，青花 30 则聚焦于优势城市的团购市场，注重商务消费领域，提高渠道下沉率。2020 年青花汾酒系列销售占比不断提升，同比增长 30% 以上。

山西汾酒加强终端管控建设，优化经销商的分级及准入退出机制，2020 年全国市场可控终端网点数量突破 85 万家；将部分直销渠道纳入批发代理渠道进行统一管理，开拓电商渠道；与华润展开合作，推动渠道下沉，优化渠道管理经验。

图 51：山西汾酒批发代理及电商销售收入提高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

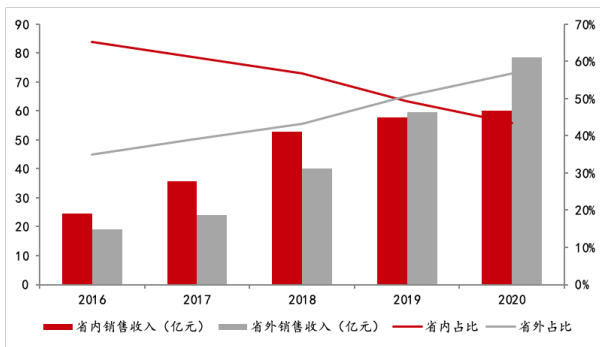
4.1.3 统筹全国布局，提高省外占比

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

山西汾酒持续推进全国化进程，统筹全国化市场布局。公司实施“1357”市场布局策略，逐步搭建起“31个省区+10个直属管理区”营销组织架构，以山西作为大本营基地市场，重点聚焦京津冀、鲁豫、陕蒙环山西市场，加大江浙沪皖板块、粤闽琼板块、两湖板块、东北板块、西北板块拓展力度，加快四川、云南、重庆、广西、贵州、江西、西藏7个机会市场的拓展速度。2020年山西汾酒重点进军长江以南市场，长江以南核心市场增速均超50%。

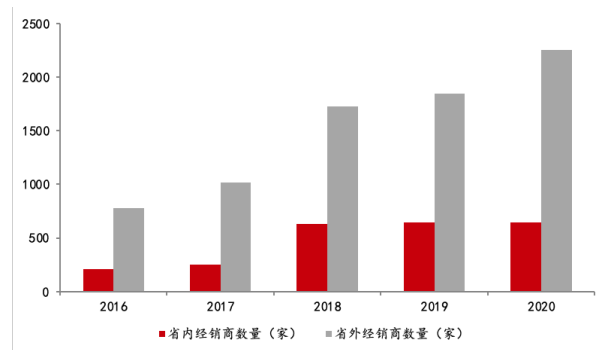
山西汾酒省内外经销商逐年增多，2020年省外经销商数量为2251家，同比增长21.87%。省外销售收入快速增长。2019年山西省外销售收入超过山西省内。2020年省外销售收入占比56.70%，省内占比43.30%，销售收入省内外占比接近4:6。

图 52：山西汾酒省内外销售收入及占比情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图 53：山西汾酒省内外经销商数量逐年增多



资料来源：wind，川财证券研究所

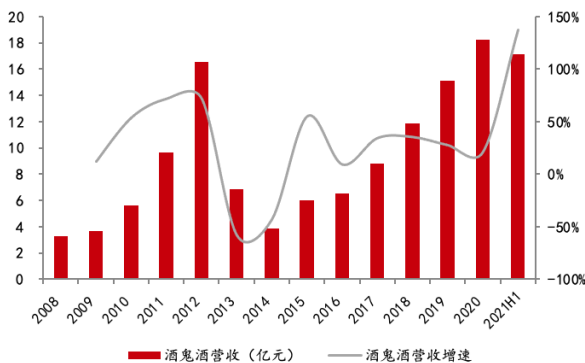
4.2 酒鬼酒：省内渠道扁平，省外重点开拓

4.2.1 品牌文化赋能，产品定位清晰

酒鬼酒是馥郁香型白酒鼻祖，有“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大系列产品。2020年公司实现营业收入18.26亿元，2019、2020年同比增速分别为27.38%、20.79%，2018-2020年营收CAGR为27.63%；实现归属于母公司净利润4.92亿元，2019、2020年同比增速分别为34.50%、64.15%，2018-2020年净利润CAGR为40.81%，处于快速增长期。2021年上半年公司实现营收和归母净利润分别为17.14、5.10亿元，分别同比增长137.31%、176.55%。

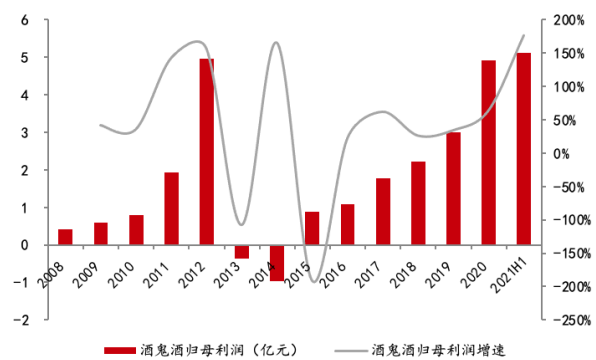
本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

图 54：酒鬼酒营业收入高速增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 55：酒鬼酒归属于母公司净利润高速增长



资料来源：wind，川财证券研究所

酒鬼酒强化品牌建设，是“中国文化酒的引领者”。酒鬼酒利用传统媒体和新媒体进行产品宣传，冠名赞助国际国内会议等，不断打造提升品牌的知名度。同时注重品牌文化赋能，推广湘西等文化，创新文化产品，同国家地理合作开发推出“行者无疆”酒鬼酒产品，在2020年华樽杯评选中，酒鬼酒的品牌价值评定为396亿，较2019年的318亿，提升了25%。

表格 9. 酒鬼酒所获荣誉

时间	事件
1993 年	法国波尔多世界酒类博览会金奖
1994 年	比利时布鲁塞尔世界酒类博览会金奖
2001 年	21 世纪中国文化名酒高层研讨会被评为“中国十大文化名酒”
2012 年	湖南省“省长质量奖”
2017 年	“新时代文化名酒典范”、“2017 中国次高端白酒典范品牌”
2019 年	2019 年金智奖之“杰出产品奖”
2020 年	入选中欧地理标志第二批保护名单

资料来源：公司官网，川财证券研究所

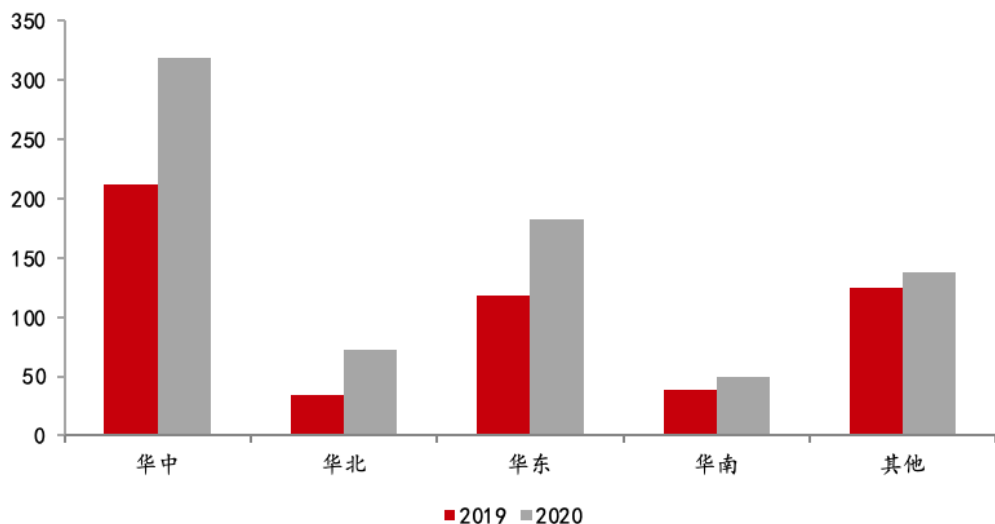
4.2.2 中粮入驻酒鬼，渠道创新建设

2015 年中粮集团入驻酒鬼酒，从省内外渠道创新拉动酒鬼酒的业绩增长。中粮巩固湖南省内本土市场，推进渠道下沉，同时推进省外重点市场的开发。2020 年省内依靠模式创新、一地一策进行客户快速布局，基本实现扁平化。湖南县级市场覆盖率由年初的 48.3% 提高到了年末的 73.6%；省外提升核心终端大幅提升，核心终端网点达到 8347 家，同比增长 73%。2020 年公司线上渠道销售 1.45 亿元，线下渠道销售 16.71 亿元。内参酒全国优秀经销商发

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

起成立内参酒专营公司——内参酒销售有限公司，构建厂商价值一体化营销模式，加强市场终端建设，落实核心市场、样板市场直控终端，提升湖南市场和战略市场（京津冀、山东、河南）可控售点分销覆盖率。2019年，公司开设新零售门店，加强电商渠道，与苏宁易购合作，新开京东酒鬼酒旗舰店。公司构建专卖店体系，2020年酒鬼专卖店新开93家，共计176家，内参专卖店新开65家，共计88家。2020年，实施新客户开发奖励方案，调动了经销商的积极性，各地经销商数量上升，总共增长235家，2020末经销商数量达到763家。

图 56：酒鬼酒地区经销商增多



资料来源：wind，川财证券研究所

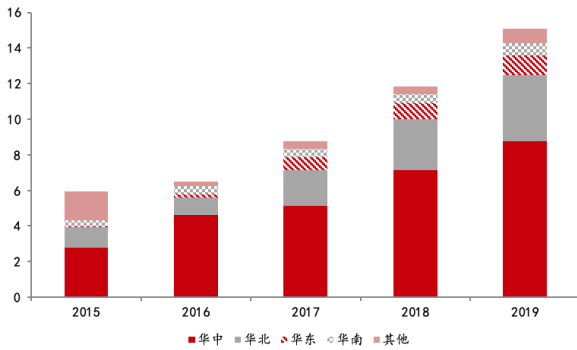
4.2.3 省内渠道扁平，省外重点开拓

内参、酒鬼省外扩张，开启全国化进程。内参品牌深耕湖南，布局北京、河北、广东等战略市场，成立北京、华北、中原、华南四个省外战区，开启内参酒全国化进程。2020年内参酒市场价格稳中有升，实现营业收入5.72亿元，同比增长72.81%，占酒鬼酒公司营业收入的31.34%。酒鬼品牌深耕湖南市场、布局省外重点市场。继续以湖南省为核心市场，以华北为战略市场（京津冀、山东、河南），以华东、广东为重点市场，其它省份为机会市场。战略市场中的地级市场、核心市场中的地级及县级市场基本实现产品全覆盖。内参全国化推动酒鬼品牌的省外扩张，帮助酒鬼系列实现次高端扩容。

公司大力推进厂商一体、共建共享，由厂商共同开拓市场，2020年全国省会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

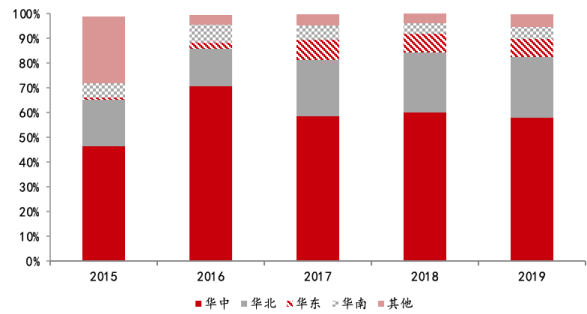
级城市覆盖率达 97%，地级城市覆盖率由年初的 56%提高到了年末的 62%。从酒鬼酒地区销售收入情况来看，各地区销售收入稳定上升，公司华中地区收入占比最多，2019 年华中地区收入占比 58.03%。

图 57：酒鬼酒地区销售收入情况（亿元）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 58：酒鬼酒地区销售收入占比情况



资料来源：wind，川财证券研究所

4.3 洋河股份：梦 6+ 引领新增长

4.3.1 梦 6+ 引领发展，品牌结构升级

洋河股份公司位于中国白酒之都——宿迁市，是绵柔型白酒鼻祖，拥有洋河、双沟两个中国名酒，两个中华老字号，洋河、双沟、蓝色经典、珍宝坊、梦之蓝、蘇等六枚中国驰名商标。2020 年中国白酒行业洋河股份市场份额占比位列第三，公司实现营业收入 211.01 亿元，归属母公司股东净利润 74.82 亿元。2021 年上半年公司营业收入及归母净利润分别为 155.43、56.61 亿元，分别同比增长 15.75%、4.82%。

图 59：洋河股份营业收入高速增长

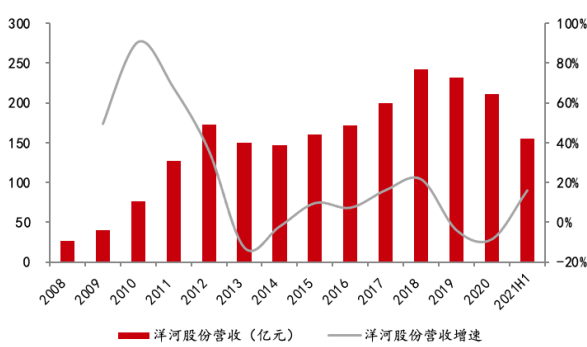
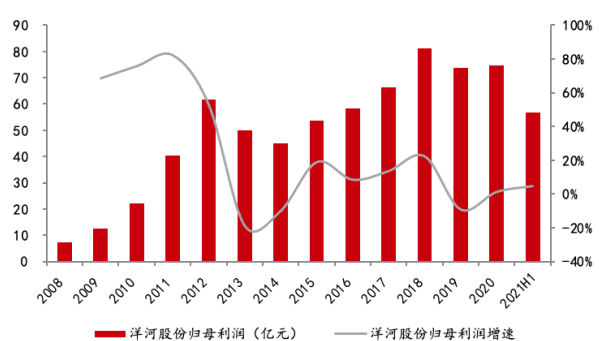


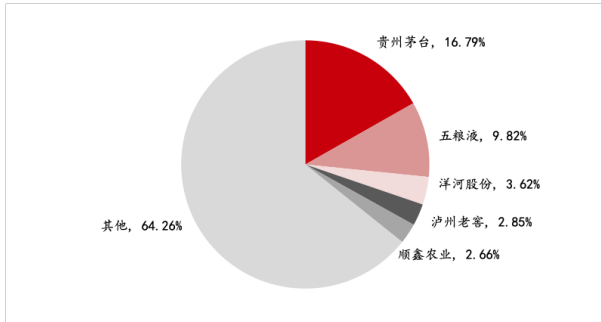
图 60：洋河股份归属于母公司净利润高速增长



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: wind, 川财证券研究所

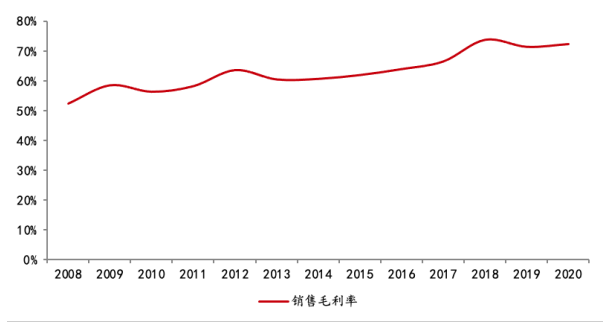
图 61: 洋河股份市场份额占据第三



资料来源: wind, 前瞻产业研究院, 川财证券研究所

资料来源: wind, 川财证券研究所

图 62: 洋河销售毛利率始终处于较高水平



资料来源: wind, 川财证券研究所

洋河股份公司深化品质、品牌运营，品牌力不断提升。公司坚持品质为王战略，优化酿酒工艺，注重酿好酒，选好酒，存好酒，用好酒；构建大基酒组合模式体系，丰富酒种资源，发挥原酒、基酒结构优势。同时，公司实施“洋河+双沟”双名酒战略，提升品牌价值；举行“封藏大典、头排酒开窖节”等文化活动，弘扬品牌文化、白酒文化；举行“百万航天合伙人计划”等活动，推广梦之蓝文化；赞助公益活动，树立有温度，有情怀的品牌形象。

图 63: 洋河封藏大典



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

图 64: 洋河百万航天合伙人计划



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

洋河实行全价格带布局，价格带清晰完整，M6+引领次高端酒发展。次高端方面，天之蓝，洋河 M3、M6 定位 300-600 元价格带，洋河 M6+定位 600-

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

800 元价格带，公司以洋河 M6+全国化战略大单品，引领企业次高端产品的发展。洋河 M6+完成了全国化推广，在江苏省内完成基本布局，省外率先突破省会城市，关注安徽、山东、浙江等重点市场，目标五年实现 100 亿规模。

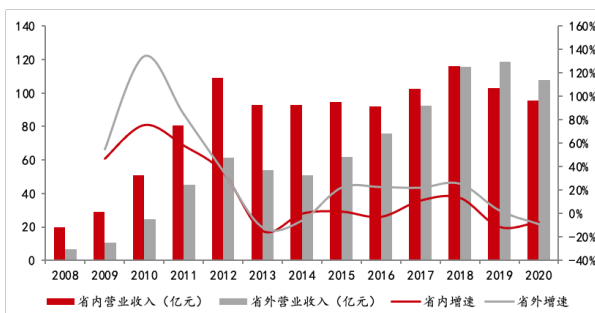
4.3.2 建立新型厂商关系，优化渠道管理体系

公司由传统“厂商 1+1 模式”转变为“厂商一体化”新型厂商关系，建立“一商为主，多商配称”的经销商布局，优化营销管理体系。公司精简渠道，和经销商共同运作，经销商不再单纯是厂商配货商，经销商与厂家资源共享，厂家选择强实力经销商主导地区市场，稳定价格。公司严控经销商渠道，优化经销商布局。公司采取导向性考核，降低销量考核比例，避免渠道压货，稳定出厂价格，提高渠道利润。

4.3.3 推行新江苏战略，实现全国化布局

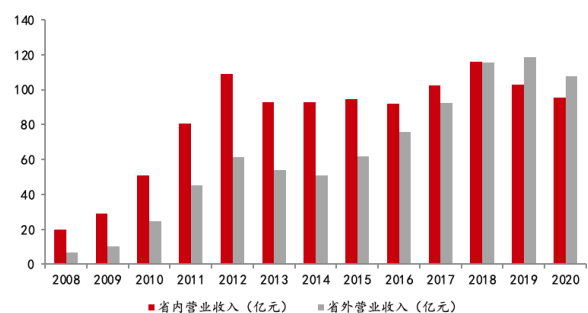
洋河营销团队执行力强，开拓省外市场。省外市场中河南省市场规模首次突破 10 亿，2019 年新江苏市场达到 570 个，河南、山东、安徽、浙江、湖北、河北、江西七个省份超过 10 亿。洋河省外营销收入增速大于省内收入增速，2019 年洋河省外营业收入超过省内。

图 65：洋河省内外营收及增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 66：洋河 2019 年省外营收首次超过省内



资料来源：公司公告，川财证券研究所

五、投资建议

次高端酒随着收入水平的提高和消费升级持续受益，规模有望在 2025 年达到 1100 亿元，5 年 CAGR 为 12.9%，行业占比提升至 10%。次高端酒也将进行持续结构升级和全国性扩张以形成强产品力。我们认为次高端酒企已经迎来量价齐升的阶段，建议关注在品牌、渠道、产品上均具备较强优势的酒企，相关标的：山西汾酒、酒鬼酒、洋河股份、舍得酒业、水井坊等。

表格 10. 相关标的估值一览

日期 证券代码	2021/9/28 证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
002304.SZ	洋河股份	166.89	2515.01	5.48	6.58	7.77	30.43	25.34	21.49
600809.SH	山西汾酒	317.00	3867.76	4.40	5.97	7.76	72.09	53.13	40.83
000799.SZ	酒鬼酒	257.10	835.39	2.75	3.97	5.61	93.34	64.80	45.81
600702.SH	舍得酒业	204.02	685.50	3.81	5.35	7.22	53.59	38.08	28.27
600779.SH	水井坊	124.95	610.22	2.19	2.88	3.60	56.97	43.41	34.71

资料来源：Wind 一致预测，川财证券研究所，股价截止时间为 2021 年 9 月 28 日

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，必要时可就法律、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