

白酒

证券研究报告

2023 年 02 月 09 日

行业专题研究：五转轮回尽有时，破浪启赋再出发

20 余载 5 转轮回尽显行业韧性，深度调整见底再迎新一轮向上周期。2000 年至今，白酒行业发展与宏观经济及政策方向紧密相关，历经五轮周期，三年疫情扰动倒逼行业深度调整结构升级，随疫情快速达峰加速退潮，春节消费逐步恢复，疫后复苏节奏加快推动行业新一轮向上周期初显，利好白酒板块。

回首历史，伴随政务、商务、个人消费共同驱动行业需求环境变化，白酒企业不断结构调整积极求变，档次逐渐分化。宏观经济疲软时高端酒企业业绩&估值确定性更强，随消费升级提档，次高端酒企紧随高端打开价格带空间。20 余载历经 5 轮周期：1) 00-03 年，多数酒企顺应时代发展以及政策因素开始了产品结构和管理体系的调整，品牌力区分出现；2) 04-08 年，政商务需求推动行业高速发展，次高端酒企高端化初见成效，名优酒企充分受益，08 年金融危机系统性风险增强下行业重回调整期；3) 09-13 年，四万亿计划带动白酒消费量价齐升，限制三公消费出台催化行业转折，盛世过后高端依旧稳健；4) 14-18 年，商务及个人消费取代政务消费主导需求转型，消费升级背景下，行业量减价增、高端化、品牌化成为发展趋势，高端酒拉开价格空间推动行业上行，17-18 年“去杠杆”叠加“中美贸易战”，实体经济下滑驱使白酒消费受挫；5) 19 年至今，疫情扰动短期影响酒企发展，行业价增量减趋势下，高端化道路延续，随着疫情防控的优化以及经济企稳恢复，行业估值&业绩有望逐季度加速恢复再攀高峰。

细看区域：我们认为，未来白酒行业龙头集中化趋势仍将延续，各大名优酒企加速抢占小酒企的市场份额，产品渠道强势、品牌力强及顺应消费升级而不断进行产品升级和迭代是白酒企业的核心竞争力。我们分析了华东、西南、华中、华南、华北、西部共 6 区 12 省的白酒经济情况、白酒市场及消费特点、区域龙头的演变过程。分区域来看，1) 华东地区经济发达消费层级较高，酒市消费领先，淡雅绵柔苏酒偏好低度浓香，省内洋河今世缘位列二强，徽酒则以次高端及大众市场为主，省内高端茅五领航，次高端本土地产酒打天下；2) 西南地区川贵领衔行业，浓酱双轮驱动高质发展，地域生态资源突出叠加政策扶持下名优酒企汇聚，茅五泸领头多产区品牌矩阵共繁荣；3) 华南地区经济快速发展带动白酒消费，广东酱香市占过半，浓米清香皆具发展潜力，广西米香酱香浓香三足鼎立，酱香发展势头强劲，本地酒企聚焦低价位；4) 华北地区高端酒与光瓶酒各领风骚，山西产业结构多元化转型下汾酒一家独大，引领清香型白酒繁荣发展；5) 西部地区消费水平低基数，百元以下地产酒及光瓶酒为主，长期发展空间较大。

纵观行业多轮周期，市场环境与自身品牌力影响成为名优酒企渠道模式的核心考虑。回顾酒企渠道更迭过程，全国性名酒立身品牌认知，渠道控制权逐步由经销商向厂家聚拢，消费升级行业扩容下渠道深耕与精细化运营、控量提价成为全国化酒企渠道管理的重中之重。区域性酒企则更需通过渠道营销占领消费者心智，精细化的市场掌控是打好品牌力建设的基础，多数厂家选择发展团购、本地渠道精细化运营等方式稳控终端，为品牌价值提升奠基。我们认为，随着行业的成熟发展，区域深耕、扩展团购、数字赋能、品牌精细运营成为渠道更迭的大势所趋，扁平化、精细化的渠道铺设将成为名优酒企品牌之争的核心所在。

放眼未来：名优酒企十四五规划志存高远，产能扩张着眼长期发展。一方面，多数酒企十四五目标明确，彰显充足企业信心，白酒消费结构属于存量市场竞争，品牌化、品质化发展趋势愈加明显，名优酒企享受消费升级、集中度提升的红利；另一方面，近几年疫下经济下行压力使白酒企业产能扩张速度放缓，产业整体产能过剩与优质白酒供给不足的结构性矛盾长期存在，产能扩张将成为名优酒企竞争的关键一环，头部企业加速扩产利好长效发展。

投资建议：疫情三年短期扰动并未影响白酒行业基本面，站在当前时点，我们认为随着疫情管控的优化，2023 年经济上行趋势明朗，春节已展现需求端复苏的态势，待消费场景逐步恢复后，预计白酒行业将会整体恢复。基于当前估值处于近 3 年低点，我们认为白酒行业具有较高性价比。全面看好白酒板块复苏，高端酒企穿越经济周期韧性凸显业绩确定性高，次高端及地产酒望迎较大弹性空间。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险；疫后复苏不及预期风险；公司经营风险；产品升级及新品推出不及预期风险；产能扩张不及预期风险等。

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《白酒-行业点评:老白干酒：22Q3 实现归母净利润 1.71 亿同增 36.56%，不断优化产品结构，深化市场建设》2022-11-09
- 2 《白酒-行业点评:老白干酒：22Q3 预计实现归母净利润 1.7 亿同增 36%，聚焦次高端产品品牌塑造未来可期》2022-10-13
- 3 《白酒-行业专题研究:白酒板块财报回顾：高端板块稳步增长，次高端及地产酒分化明显》2022-09-10

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2023-02-08	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000596.SZ	古井贡酒	275.10	买入	4.35	5.32	5.88	7.04	63.24	51.71	46.79	39.08
603198.SH	迎驾贡酒	68.40	买入	1.73	2.33	2.47	2.76	39.54	29.36	27.69	24.78
603369.SH	今世缘	60.00	买入	1.62	2.07	2.43	3.08	37.04	28.99	24.69	19.48
600809.SH	山西汾酒	280.46	买入	4.36	6.48	8.37	10.46	64.33	43.28	33.51	26.81
600702.SH	舍得酒业	184.55	买入	3.75	5.19	7.27	9.20	49.21	35.56	25.39	20.06
002304.SZ	洋河股份	168.80	买入	4.98	6.37	7.71	9.05	33.90	26.50	21.89	18.65
000860.SZ	顺鑫农业	27.67	买入	0.14	-0.71	0.96	1.49	197.64	-38.97	28.82	18.57
603589.SH	口子窖	56.93	买入	2.88	3.12	3.36	3.68	19.77	18.25	16.94	15.47
600519.SH	贵州茅台	1784.00	买入	41.76	49.63	57.91	67.56	42.72	35.95	30.81	26.41
000568.SZ	泸州老窖	232.17	买入	5.40	6.79	8.47	10.17	42.99	34.19	27.41	22.83
000858.SZ	五粮液	199.55	买入	6.02	7.17	8.48	9.88	33.15	27.83	23.53	20.20

资料来源：wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 白酒行业潮起潮落 20 余载，五转轮回深度调整再迎向上周期	9
1.1. 第一轮周期（00-03 年）：全行业高端化竞争下，品牌力区分已现	11
1.1.1. 行业情况：量减难求价增，白酒行业景气度不佳	11
1.1.2. 消费税改促进行业结构调整，高端酒企相对平稳，其余酒企影响巨大	12
1.2. 第二轮周期（04-08 年）：政商务需求成为推动行业高速发展的主线	13
1.2.1. 行业情况：政商务宴请引领白酒行业迎来高光时刻，金融危机再次重创	13
1.2.2. 高端酒企持续引领，茅台超越五粮液，次高端酒企高端化初见成效	15
1.3. 第三轮周期（09-13 年）：白酒黄金十年下半场，政商务需求拉动仍是主旋律	16
1.3.1. 四万亿计划促使政商务白酒消费再次繁荣，“八项规定”成为行业转折点	16
1.3.2. 白酒盛世过后，高端依旧稳健，次高端弊端凸显	18
1.4. 第四轮周期（14-18 年）：政务消费成为过去式，商务和个人消费开始主导	20
1.4.1. 主力需求成功转型，白酒消费量减价增，名优酒企持续高端化	20
1.4.2. 高端酒拉开价格空间成为行业发展关键因素，次高端酒企表现有分化	22
1.5. 第五轮周期（19 年至今）：高端化趋势延续，消费场景恢复的预期演变为估值的核心因素	23
1.5.1. 价增量减，疫情扰动短期影响酒企发展	23
1.5.2. 高端酒企依旧稳健，次高端酒企风头正盛	24
2. 区域经济发展奠定白酒市场基本盘，龙头集中化趋势望延续	25
2.1. 整体：经济高增消费升级驱动市场扩容，品牌渠道构筑核心竞争力	25
2.2. 华东：区域经济发达，白酒消费升级领先	26
2.2.1. 江苏：高水平商务消费引领升级，绵柔浓香深入人心，洋河今世缘二强格局渐盛	27
2.2.2. 安徽：主流消费升级趋势凸显，本土地产酒引领市场，政策助力徽酒四杰齐发展	30
2.3. 西南：川贵打造白酒行业领头羊，一浓一酱创新发展	34
2.3.1. 四川：政策发力支柱产业川酒甲天下，浓酱双轮驱动，五粮液保持龙头地位	34
2.3.2. 贵州：酒企“一超多强”，酱酒氛围铸省内护城河，高端茅台为王中低端百花齐放	38

2.4. 华中：经济稳健上行，白酒消费韧性强劲	42
2.4.1. 河南：酱浓兼清四分天下，地产酒衰弱趋势下品牌集中度低，产销市场待整合发力	43
2.4.2. 湖北：地产酒锚定中低端市场实力强劲，中高端市场竞争开放，打响品质之战	44
2.5. 华南：经济快速发展带动白酒消费，酱香发展势头猛烈	45
2.5.1. 广东：白酒产量低，为各酒企业争夺市场之地	46
2.5.2. 广西：经济发展质量结构双提升，米香、酱香、浓香三足鼎立，酱香近期势头猛	50
2.6. 华北：产业结构转型升级，高端酒与光瓶酒各领风骚	52
2.6.1. 山西：产业结构转型成效明显，省内清香型汾酒一家独大，占据半数市场份额	52
2.6.1. 河北：消费升级趋势明显，外来品牌竞争激烈，合计占比超 80%	57
2.7. 西部：经济崛起带动消费升级，消费水平低基数，发展空间大	59
2.7.1. 陕西：西部主力白酒市场，凤香盛行西凤酒全方位渗透，地产酒实力强劲	62
2.7.2. 甘肃：饮酒风气浓厚，龙头金徽酒把握中低端市场，高端被外来品牌占据	63
2.7.3. 新疆：白酒市场以低端消费为主，伊力特一枝独秀，外来品牌异军突起	65
3. 渠道更迭：市场环境与自身品牌力影响白酒企业渠道模式的选择	67
3.1. 全国名酒：渠道掌控支撑价格策略，不同品牌力适应不同渠道模式	67
3.1.1. 大商模式：品牌扩张初期，低成本快速占领市场	68
3.1.2. 小商模式：慢工细活，渠道掌控力是支撑价格的关键	69
3.1.3. 从柒泉模式到品牌专营，厂商深度捆绑实现共赢	70
3.2. 区域名酒：渠道推力是核心竞争力，深度分销&团购培育品牌认知	72
3.2.1. 传统总代与新总代模式	72
3.2.2. 盘中盘模式：锚定核心消费领袖，以“二八原则”撬动全盘	73
3.2.3. 深度分销模式：人海战术的强大推力，渠道杠杆与市场掌控双得	73
3.2.4. 经销为主直销为辅模式，分区域设立直营辅助开发市场	75
3.3. 趋势：名优酒企渠道铺设核心是提高掌控力，管理扁平化与精细化	76
4. 名优酒企十四五规划志存高远，产能扩张着眼长期发展	76
4.1. 十四五目标明确，名优酒企享受消费升级、集中度提升的红利	76
4.2. 股权激励积极推行，核心骨干利益深度绑定，助力企业长期健康发展	79
4.3. 产能扩张将成为名优酒企竞争的关键一环	80
5. 2023 年投资策略及建议	83
6. 风险提示	85

图表目录

图 1：主要上市酒企档次分类	9
图 2：申万白酒行业指数走势图	10
图 3：2000-2003 年申万白酒指数与沪深 300 指数对比	11
图 4：2000-2003 年我国白酒行业竞争激烈，白酒产量持续下降	12

图 5：2000-2003 年分档次酒企营收平均增速	13
图 6：2000-2003 年分档次酒企归母净利平均增速	13
图 7：2000-2003 年分档次酒企股价年涨跌幅	13
图 8：2004-2008 年申万白酒与沪深 300 指数对比	14
图 9：2004-2008 年我国白酒产量持续增加，2008 年增速有所放慢	14
图 10：2004-2008 年申万白酒指数市盈率与沪深 300 市盈率对比	14
图 11：2004-2008 年茅五泸出厂价（单位：元）	15
图 12：2004-2008 年分档次酒企营收平均增速	15
图 13：2004-2008 年分档次酒企归母净利平均增速	15
图 14：2004-2008 年分档次酒企股价与沪深 300 指数年涨跌幅	16
图 15：2009-2013 我国白酒产量	16
图 16：2009-2013 茅五泸出厂价（单位：元）	16
图 17：2009-2013 年 CPI 当月同比数据	17
图 18：2009-2013 年申万白酒指数与沪深 300 指数对比	17
图 19：2009-2013 年分档次酒企营收平均增速	18
图 20：2009-2013 年分档次酒企归母净利平均增速	18
图 21：2013 年主要酒企营业收入和归母净利同比增速	19
图 22：2009-2013 年分档次酒企股价与沪深 300 指数年涨跌幅	19
图 23：2009-2013 年分档次酒企估值倍数	19
图 24：2014-2018 年申万白酒指数与沪深 300 指数对比	20
图 25：2014-2018 年头部酒企产品指导价（单位：元）	20
图 26：自 2017 年起，白酒产量快速降低	21
图 27：自 2017 年起，“去杠杆”作用下，社融增速和 M2 增速均开始下滑	21
图 28：2014-2018 年分档次酒企营收平均增速	22
图 29：2014-2018 年分档次酒企归母净利平均增速	22
图 30：2014-2018 年分档次酒企股价与沪深 300 指数年涨跌幅	22
图 31：2019 年至今申万白酒指数与沪深 300 指数对比	23
图 32：茅五泸历史批价及次高端区间演变	23
图 33：2019-2021 年分档次酒企营收平均增速	24
图 34：2019-2021 年分档次酒企归母净利平均增速	24
图 35：2019-2022 年分档次酒企股价与沪深 300 指数年涨跌幅	25
图 36：2019 年至今高端酒企和次高端酒企估值倍数	25
图 37：2021 年，我国各省 GDP 排名（单位：万亿元）	26
图 38：2021 年，我国各省人均 GDP 排名（单位：万元/人）	26
图 39：2000 年以来江苏与安徽人均 GDP 情况（单位：元）	26
图 40：2000 年以来江苏省人均 GDP 情况（单位：元）	27
图 41：2013-2021 年江苏省人均烟酒消费情况（单位：元）	27
图 42：江苏省固定资产投资增速与地产酒龙头营收增速相关性较强	27
图 43：2020 年江苏省白酒企业市场份额	29
图 44：江苏省地理分区	29
图 45：洋河股份和今世缘历史营收情况	30

图 46: 自 2008 年以来安徽 GDP 增速连续多年高于全国整体水平	30
图 47: 近年来安徽食品烟酒的人均消费支出逐步赶上全国平均水平 (单位: 元)	30
图 48: 促进徽酒发展重点工作布局	31
图 49: 徽酒市场当前大众消费带位于 100-300 元	32
图 50: 徽酒“四杰”地理位置	33
图 51: 2021 年四家徽酒上市公司营收与安徽省白酒市场份额之比	33
图 52: “徽酒四杰”历史营收情况	33
图 53: 西南地区 2000-2020 年 GDP (单位: 亿元)	34
图 54: 西南地区 2000-2020 年人均 GDP (单位: 元)	34
图 55: 全国白酒产量及增速	35
图 56: 四川省白酒产量及占比	35
图 57: 四川省规模以上企业营收增加及占比提升	35
图 58: 四川省居民消费升级	36
图 59: 四川省居民收入增加	36
图 60: 四川省居民食品烟酒方面的人均支出 (元) 高于全国平均水平	36
图 61: “中国白酒金三角”核心区	37
图 62: 泸州老窖国宝窖池	37
图 63: 四川省“六朵金花”	38
图 64: 四家上市川酒营收情况	38
图 65: 四家上市川酒营收占比情况	38
图 66: 2000-2021 年贵州省 GDP (万亿) 及增速	39
图 67: 2011-2021 年贵州省白酒产量及占比	39
图 68: 2018-2021 年金沙酒营收及增速	41
图 69: 华中地区 2015-2021 年人均 GDP (单位: 元)	42
图 70: 华中地区 2015-2021 年人均可支配收入 (单位: 元)	42
图 71: 华中地区 2015-2021 年人均消费性支出 (单位: 元)	42
图 72: 华中地区 2015-2020 年规模以上工业企业数量 (单位: 个)	42
图 73: 河南省 2002-2018 年白酒产量 (万千升) 及全国产量占比 (%)	43
图 74: 2018 年豫酒在省内市场份额	44
图 75: 2019 年全国主流品牌在河南省销售额	44
图 76: 湖北省 2015-2021 年白酒产量及增速	44
图 77: 华南地区 2016、2020 年白酒产量占全国总产量比	45
图 78: 2014-2021 年广东省居民人均消费性支出食品烟酒 (单位: 元)	46
图 79: 2013-2021 年广东省人均 GDP、人均可支配收入 (单位: 元)	46
图 80: 2013-2021 年广东省居民人均消费性支出 (单位: 元)	46
图 81: 广东省 GDP 高速发展 (单位: 亿元)	46
图 82: 2000-2021 年广东省房地产投资额 (单位: 亿元) 及增速 (%)	47
图 83: 2000-2021 年广东省常住人口 (单位: 百万人)	47
图 84: 2018-2021 年广东省酱酒市场规模 (单位: 亿元)	48
图 85: 2021 年广东省酱酒市场占比	48
图 86: 2019 年广东省白酒市场结构 (单位: %)	49

图 87: 2022 年广东省酱酒市场份额	50
图 88: 1999-2021 年广西省 GDP (亿元) 及增速 (%)	50
图 89: 2013-2021 年居民人均可支配收入和人均 GDP (单位: 元)	51
图 90: 2013-2021 年广西省居民人均消费性支出 (单位: 元)	51
图 91: 2014-2021 年广西省居民人均消费性支出_食品烟酒 (单位: 元)	51
图 92: 2020 年广西中高端白酒市场份额	52
图 93: 2020 年广西白酒各价位市场份额	52
图 94: 2000-2021 年山西省 GDP	53
图 95: 2010-2021 年山西省 GDP、人均 GDP	54
图 96: 2013-2021 年山西省居民人均可支配收入 (单位: 元)	54
图 97: 2013-2021 年山西省居民人均消费性支出 (单位: 元)	54
图 98: 2015-2021 年山西省白酒产量 (单位: 万千升)	55
图 99: 山西省内白酒市场竞争格局	56
图 100: 2000-2021 河北省 GDP 总量	57
图 101: 2000-2021 年河北省人均 GDP	57
图 102: 2014-2021 年河北省人均可支配收入 (单位: 元)	58
图 103: 2014-2021 年河北省城镇化率 (单位: %)	58
图 104: 2016-2022Q3 老白干营业收入	58
图 105: 2016-2022Q3 老白干归母净利润	58
图 106: 2021 年老白干分地区销售情况	59
图 107: 西部地区地理示意图	59
图 108: 西部地区 2000-2021 年 GDP (单位: 亿元)	60
图 109: 西部地区 2000-2021 年人均 GDP (单位: 元)	60
图 110: 西部地区 2000-2021 年产业结构变化 (单位: %)	60
图 111: 西部地区 2013-2020 年居民消费情况 (单位: 元)	60
图 112: 2017-2020 年西部地区白酒产量 (千升)	61
图 113: 2019 年陕西省白酒市场竞争格局	62
图 114: 西凤酒产品矩阵	62
图 115: 陕西省主流地产白酒分布情况	63
图 116: 2020 年甘肃省白酒市场占有率	63
图 117: 2019 年甘肃省白酒分价格带规模增速	63
图 118: 甘肃省 2020-2021 年各类酒企流通额占比	63
图 119: 金徽酒产品矩阵	65
图 120: 2019 年新疆白酒分价格带规模结构	65
图 121: 伊力特 2017 年以来营收及增速情况	66
图 122: 伊力特 2017-2021 年疆内销售收入规模及增速	66
图 123: 伊力特 2017-2021 年疆外销售收入规模及增速	67
图 124: 伊力特 2016-2021 年疆内疆外销售收入占比	67
图 125: 白酒销售体系	67
图 126: OEM+大商模式辅助五粮液快速扩张 (单位: 亿元)	68
图 127: 1996-2008 五粮液市占率情况	68

图 128：大商模式：多层级营销.....	68
图 129：OEM 模式：五粮液负责生产，总代买断经营	68
图 130：2012-2021 年贵州茅台应收与预收款项情况（亿元）	69
图 131：2012-2021 年五粮液应收与预收款项情况（亿元）	69
图 132：茅台与五粮液客户销售额 CR5.....	69
图 133：2013 年后茅台营收稳超五粮液（单位：亿元、%）	69
图 134：茅台直销进程	70
图 135：柒泉模式与品牌专营模式对比.....	71
图 136：品牌专营下主要模式	71
图 137：老窖营销模式变更影响销售费用率（单位：%）	71
图 138：泸州老窖渠道改革梳理.....	71
图 139：伊力特 2016 年以来渠道策略发展历程	72
图 140：水井坊新总代模式.....	72
图 141：口子窖“盘中盘”销售模式	73
图 142：洋河历年渠道策略变化.....	74
图 143：2021 年茅五泸洋销售人员及占比	74
图 144：2021 年洋河股份经销商数量变化（单位：家）	74
图 145：“一商为主，多商配称”的渠道模式	74
图 146：“大客户运营+深度分销”模式.....	75
图 147：2016-2021 年金徽酒经销商数量及地域分布（单位：家）	75
图 148：今世缘销售模式演变	76
图 149：2016-2021 年我国白酒产量（单位：万千升）	80
图 150：2015-2022H1 规模以上企业实现营收、利润、产量情况	81
图 151：2022 年前三季度上市酒企营收同比增速、归母净利润同比增速	83
图 152：2020 年至 2022 年前三季度上市酒企整体营收情况	84
图 153：2020 年至 2022 年前三季度上市酒企整体归母净利润情况	84
图 154：2019-2021 年上市酒企营收同比增速	84
图 155：2020 年上半年和 2020 年全年上市酒企营收同比增速比较	84
图 156：申万白酒指数 - PE/PB Bands	85
表 1：全国主要城市搜索达峰进度及交通恢复情况	9
表 2：2000-2004 年头部酒企产品变化	12
表 3：中国酒业“十三五”末与“十四五”末对比	26
表 4：江苏省白酒行业地域异质性	28
表 5：消费升级带动徽酒价格带升级	31
表 6：当前安徽白酒市场价格带分布	32
表 7：四川省白酒发展相关政策	36
表 8：2021 年四川白酒各产区营收及主要品牌	37
表 9：贵州省地产酒“四大梯队”	40
表 10：贵州省白酒品牌价格带	40
表 11：广东省白酒消费流行变化	47

表 12: 广东省白酒市场各价格带品牌	49
表 13: 广东省白酒代表品牌销售情况	49
表 14: 广西省白酒市场各价格带品牌	52
表 15: 山西省各级政府出台有关白酒产业发展的相关政策	53
表 16: 山西省不同价格带主导产品	55
表 17: 山西汾酒产品结构	56
表 18: 西部地区各省酒市特征	61
表 19: 陕西省白酒市场分档次主流品牌	62
表 20: 甘肃省白酒市场分档次主流品牌	64
表 21: 金徽酒产品矩阵	64
表 22: 新疆分价格带主要代表性产品	66
表 23: 柒泉模式优缺点	70
表 24: 2025 年酒企营收目标	77
表 25: 主要酒企具体十四五及长期战略规划	77
表 26: 部分上市酒企 2022 年存续股权激励计划情况	79
表 27: 上市酒企 2022 年产能情况	81

随着国内防疫政策及出入境制度的优化，消费场景有望逐渐打开，经济将逐步迈向实质性修复。

近期来看，随着疫情防控的优化，感染人数达峰后随着大众免疫力的增强，疫情加速退潮，23 年春节人口流动率提升，大众聚饮/礼赠等消费场景复苏较好，动销端有望迎来持续改善，经销商和终端信心也在逐渐恢复中；长期来看，白酒消费历经此前五轮周期轮动不改向上趋势，经营实力愈显坚韧，品牌势能更为突显，未来结合积极产业政策的指导，白酒行业新一轮上行周期有望到来。

表 1：全国主要城市搜索达峰进度及交通恢复情况

	上海	广州	北京	深圳	成都	重庆	武汉	西安	苏州	南京	郑州
预测首轮达峰日 (2022 年)	12/21	12/21	12/17	12/21	12/15	12/18	12/17	12/19	12/21	12/20	12/17
预测首轮结束日 (2023 年)	1/7	1/3	1/3	1/6	1/1	1/4	1/1	1/3	1/7	1/4	1/1
1 月 31 日延时交通拥堵指数	1.47	1.40	1.67	1.42	1.57	1.67	1.67	1.72	1.42	1.66	1.67
较 19 年 1 月周末常态值恢复度	64%	53%	63%	52%	82%	94%	90%	97%	76%	106%	81%

资料来源：城市数据库小程序，wind，天风证券研究所

注：预测达峰数据最新更新日期为 2023 年 1 月 13 日

1. 白酒行业潮起潮落 20 余载，五转轮回深度调整再迎向上周期

白酒是中国特有的蒸馏酒，竞争加剧推动企业变革档次逐渐分化。根据 2021 年 5 月由国家监管总局批准发布的“白酒新国标”（《白酒工业术语》（GB/T 15109-2021）、《饮料酒术语和分类》（GB/T 17204-2021）），白酒被定义为以粮谷为主要原料，以大曲、小曲、麸曲、酶制剂及酵母等为糖化发酵剂，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿、勾调而成的蒸馏酒，而具体的粮谷原料为稻谷、小麦、玉米、高粱、大麦、青稞等。我们认为，随着行业发展进入 21 世纪，竞争不断加剧，呈现出来的景象是白酒企业的不断变革与白酒档次的逐渐分化，名优酒企屹立潮头。截至 2022 年 11 月 30 日，申万白酒指数（白酒 II（申万））的成分股一共有 20 家上市白酒企业，我们选取了其中主要的 18 家上市酒企进行分析。根据各酒企核心产品所处的价位带的不同，我们将 18 家上市酒企分为高端、次高端和中低端。具体而言，高端酒企为贵州茅台、五粮液、泸州老窖；次高端酒企为山西汾酒、舍得酒业、古井贡酒、酒鬼酒、洋河股份、水井坊、今世缘、口子窖、迎驾贡酒；中低端酒企为金徽酒、顺鑫农业（牛栏山）、老白干酒、伊力特、金种子酒和天佑德酒。

图 1：主要上市酒企档次分类

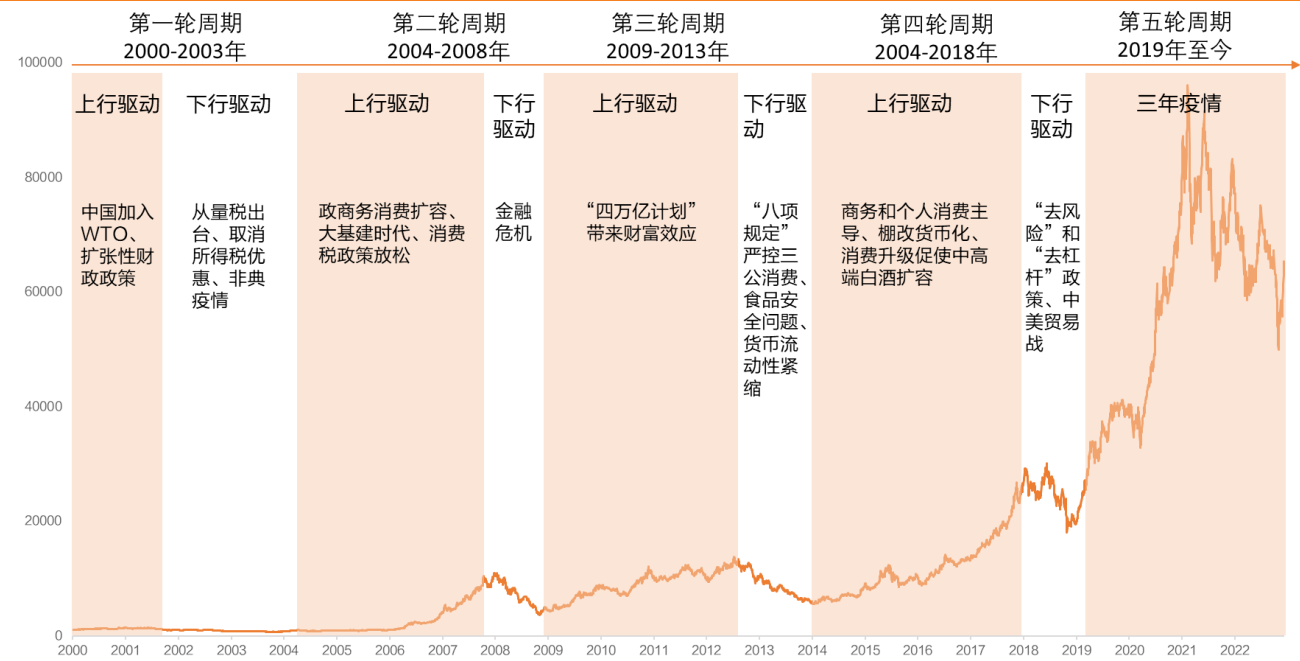


资料来源：各公司官网，天风证券研究所

高中低档白酒，消费场景各有侧重。我们认为，白酒的消费场景主要分为三类：政务消费、商务消费和大众消费。进入 21 世纪，白酒行业曾经一度以政务消费为主，而随着国家限制“三公消费”的政策出台，白酒行业进入深度调整。从目前来看，各档次白酒主要消费场景有所不同，政务消费基本退出舞台的中心，取而代之的是商务消费和大众宴请。具体来讲，我们认为高端酒以商务宴请和送礼为主，另外以茅台为主的高端酒收藏属性较为突出；次高端酒以宴席为主，以政商务宴请和送礼为辅；中低端酒以日常聚饮及自饮为主。

复盘历史轮回，我们将 2000 年至今白酒行业的发展分为 5 轮周期，行业随宏观经济与政策因素跌宕起伏韧性彰显，伴随政务、商务、个人消费共同驱动行业需求环境变化，企业不断结构调整积极求变，档次逐渐分化。宏观经济疲软时高端酒企业绩&估值相对表现更好，随消费升级提档，次高端酒企紧随高端打开价格带空间。站在当前时点，我们认为三年疫情扰动倒逼行业深度调整结构升级，白酒行业整体估值目前处于较低的位置，深度调整基本面或见底，随着疫情防控的优化以及经济企稳恢复，疫情快速达峰加速退潮，春节消费望率先体现，疫后复苏节奏望进一步加快，推动行业新一轮向上周期，利好白酒板块。

图 2：申万白酒行业指数走势图



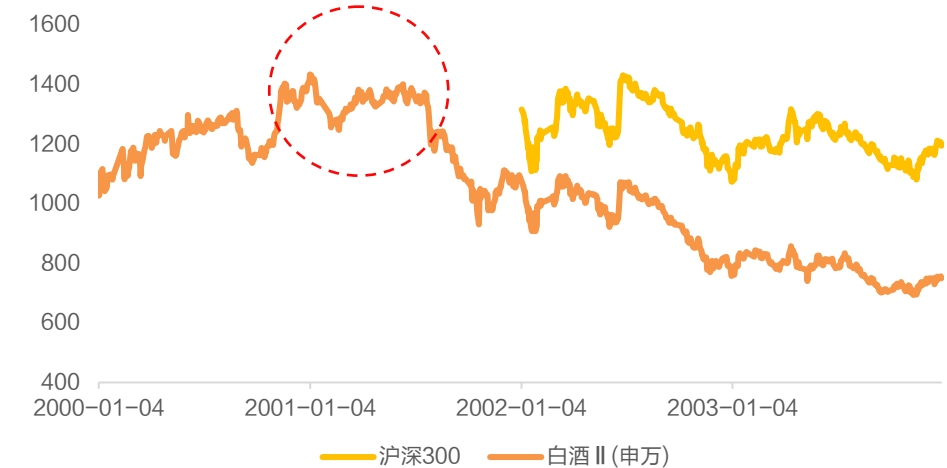
资料来源：wind，中国财经报网，中国政府网，和讯网，新浪财经，中研网，国税局，浓香白酒产业网，微酒公众号，天风证券研究所

1.1. 第一轮周期（00-03年）：全行业高端化竞争下，品牌力区分已现

1.1.1. 行业情况：量减难求价增，白酒行业景气度不佳

扩张性财政政策推动我国经济走出亚洲金融危机，千禧年消费向好。自1998年下半年我国以增发国债为突破口，开始实施积极的财政政策。2000年，国家积极的财政政策和一系列宏观调控政策效应的逐步显现，加之中国即将加入WTO的背景下，高新技术产业已开始成为部分工业生产增长的拉动力，企业投资积极性增加，大型基建项目纷纷规划上马。在宏观经济逐步恢复的情况之下，消费趋势向好。在2001年初，申万白酒指数在新一轮消费周期中见顶。

图3：2000-2003年申万白酒指数与沪深300指数对比

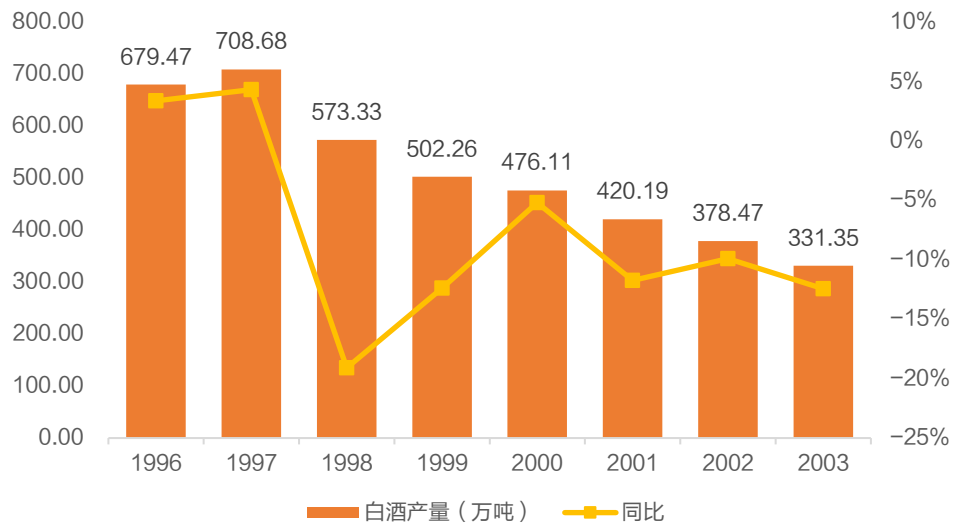


资料来源：wind，天风证券研究所

白酒消费税改推出，产量下行为主要表现。2001年我国白酒行业实行的产业政策是“控制总量，调整结构，扶优限劣，降耗节粮”，在此背景之下，2001年5月，白酒消费税改革措施正式出台，要求对粮食类白酒、薯类白酒在原按25%、15%征收从价消费税的同时，再按照实际销售量每500克征收从量税0.5元。从量税的征收大大冲击了低端酒的利润空间，引发了白酒板块的震荡，而当时白酒的消费税收绝大部分来自有账可查的大酒厂，而不是小酒厂，这使得名优酒企的低端酒在价格上无法与小酒厂竞争，以中低端酒为主业的酒企股价回调明显。除此之外，2002年的所得税优惠政策取消也进一步在政策面上对整个白酒行业产生冲击，白酒产量在多方面因素影响下不断缩水，行业陷入结构调整

的阵痛期，直至 2004 年才见底回升。

图 4：2000-2003 年我国白酒行业竞争激烈，白酒产量持续下降



资料来源：wind，天风证券研究所

头部酒企积极求变，力推高端酒和寻求产业转型是主要动作。在经历了消费税政策调整带来业绩下滑的痛楚后，白酒企业出现两大变化：

- 1) 转向争夺高端市场。从酒企的角度，消费税改使得低端酒毛利被大幅压缩，头部酒企开始推出高端产品线，以提高产品利润率。但在当时城镇居民人均月收入不足千元，主流消费对高端社交属性的需求不够强烈，短期内高端市场成长空间有限，因此白酒行业仍处于阵痛期。
- 2) 寻求产业转型和重组。多家头部酒企在当时认为行业发展空间有限，选择通过产业转型寻找新的利润增长点，例如茅台发展葡萄酒、五粮液推出保健酒、酒鬼酒涉足药业和科技、全兴股份和沱牌曲酒进军生物工程领域等，但由于白酒主业的发展受限，第一轮周期内申万白酒指数弱于沪深 300 指数。

表 2：2000-2004 年头部酒企产品变化

时间	酒企	产品变化
2000 年	水井坊	定价 600 元/瓶
2001 年	贵州茅台	出厂价提价至 218 元
2001 年	泸州老窖	推出国窖 1573
2003 年	五粮液	普五一次提价 33%
2003 年	洋河股份	推出蓝色经典系列
2004 年	郎酒集团	红花郎系列
2004 年	今世缘	推出国缘四开，出厂价 480 元/瓶

资料来源：新浪财经，投中网，凤凰网，今世缘商行，泸州老窖企业文化中心公众号，天风证券研究所

1.1.2. 消费税改促进行业结构调整，高端酒企相对平稳，其余酒企影响巨大

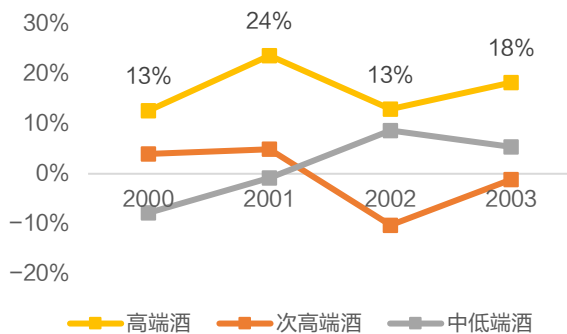
(1) 业绩方面：整个白酒行业受到 2001 年 5 月开始执行的白酒消费税改和 2002 年所得税先征再返优惠政策取消的影响，绝大多数酒企掀起了高端化的浪潮，企业的产品结构和公司管理体系处于调整阶段，而茅五泸在品牌力和渠道力的加持下稳定增长，适时提升价格，与其余酒企拉开差距，高端酒、次高端酒、大众酒分化逐渐清晰。分档次来看：

高端酒企韧性最强。高端酒企整体营业收入在 2000-2003 年连续 4 年保持 10%以上的增速，归母净利的表现在 2003 年明显优于次高端酒和中低端酒，主要在于以茅五泸为代表的高端酒企采取适当调整产品结构、稳定和抬高产品价格的策略，确保了总体增长较为平稳。

次高端酒企产品结构改善较慢，税改影响明显。由于当时白酒消费税主要来自有账可查的大酒厂，而不是小酒厂，使得名优酒企的低端酒在价格上无法与小酒厂竞争，影响最大的即为茅五泸以外的上市名优酒企。在此背景下，次高端酒企纷纷推出中高档产品，加大产品结构调整力度，提高费用投放，2003 年次高端酒企的平均销售费用率较高端酒企高出 1.24pct。但在高端产品推出的初期，次高端酒企面临品牌力不足的核心问题，在短期高端酒还未放量，中端酒基本无利，低端酒亏损的情况下承压。

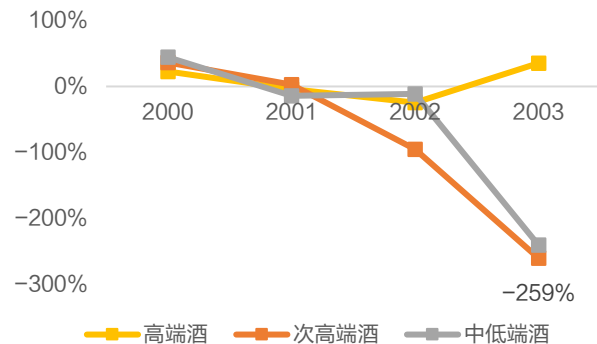
中低端酒企混业经营较多，白酒渠道逐渐铺开，但不改从量税影响。以顺鑫农业和老白干酒为代表的中低端酒企，多为混业经营，分散部分风险，例如顺鑫农业在第一轮周期内，营收主要来源为肉类业务，利润主要贡献为白酒业务，因此消费税改对公司盈利能力产生显著影响。在产品端，整体中低端酒企也都尝试提升产品结构的方式来改善盈利能力；在渠道端，多数酒企在维护好本地市场的基础上，不断拓展营销网络，但短期内量增的同时，从量税的影响仍在。

图 5：2000-2003 年分档次酒企营收平均增速



资料来源：wind，天风证券研究所

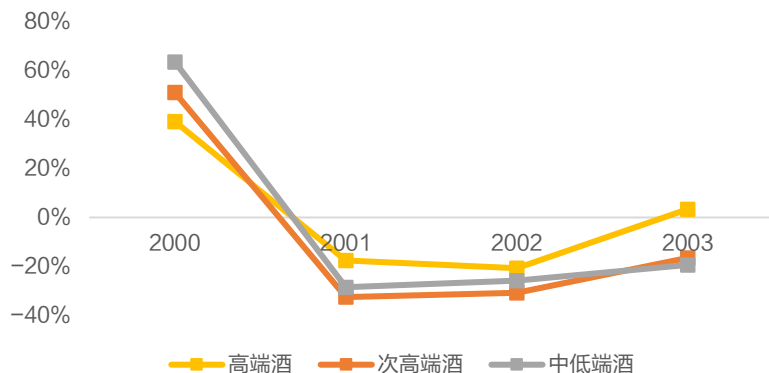
图 6：2000-2003 年分档次酒企归母净利润平均增速



资料来源：wind，天风证券研究所

（2）股价方面：高端酒企抗风险能力强，盈利能力强于其余酒企，逐步通过提价的方式提升产品结构，率先走出消费税改的影响，股价表现优于同行。次高端和中低端酒企短期内由于消费税改带来较大影响，公司改革短期内难有较大成效，整体盈利能力受到影响，自 2001 年增加从量税之后三年，两个档次酒企整体股价持下行趋势，表现较弱。

图 7：2000-2003 年分档次酒企股价年涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

注：图中数据为各档次酒企的涨跌幅平均值

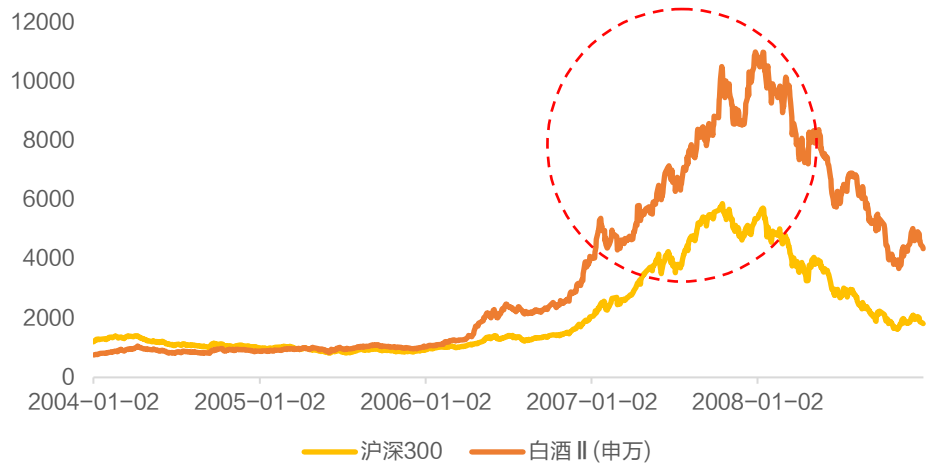
1.2. 第二轮周期（04-08 年）：政商务需求成为推动行业高速发展的主线

1.2.1. 行业情况：政商务宴请引领白酒行业迎来高光时刻，金融危机再次重创

宏观经济持续上行，政商务宴请需求高增，成为白酒行业发展主旋律。金融危机前的四年间，国家加强和改善宏观调控取得明显成效，GDP 年增速不断提升，最高至 2007 年的 14.23%，通货膨胀也随之走高，CPI 于 2008 年 2 月达到顶点。随着国内经济形势的不断向好，居民收入水平的不断提高，2001 年开始使行业陷入阵痛的高端化发展反而变成了

有利因素。在经济快速增长拉动政商务宴请需求的情况下，高端化的白酒被赋予了面子价值与社交属性，中高档白酒份额不断增长，行业总体销售收入稳中有升，行业整体盈利能力也有所增强，行业基本面在行业β的强支撑下大幅跑赢同期沪深300。

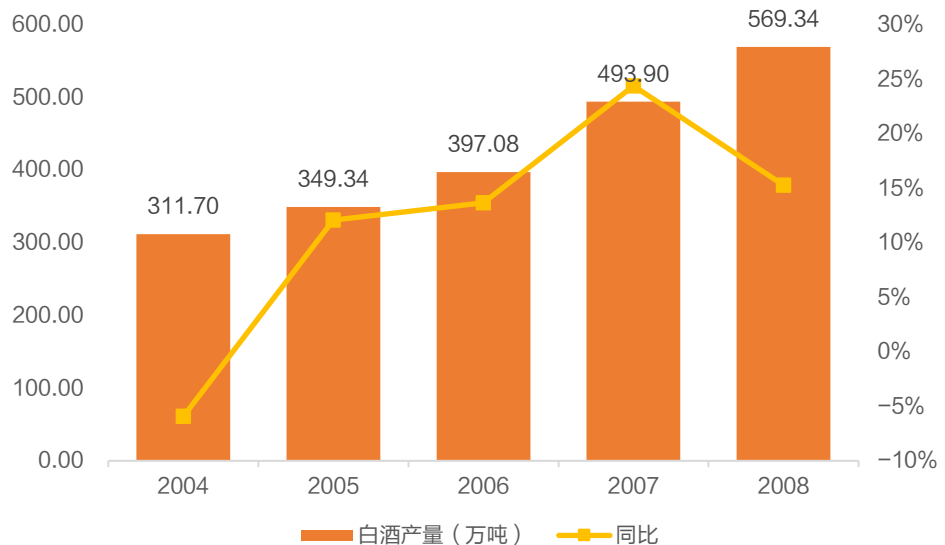
图 8：2004-2008 年申万白酒与沪深 300 指数对比



资料来源：wind，天风证券研究所

需求增长叠加消费税再次改革，利好名优酒企。2006 年白酒消费税再次改革，粮食白酒和薯类白酒从价计征消费税的税率统一为 20%（原来对粮食白酒、薯类白酒分别按 25%和 15%的税率），税收政策放松为名优酒企减负。同时，在白酒政商务需求提升的大背景下，酒企持续提升白酒产量，2007 年全国白酒产量增速一度超过 20%。

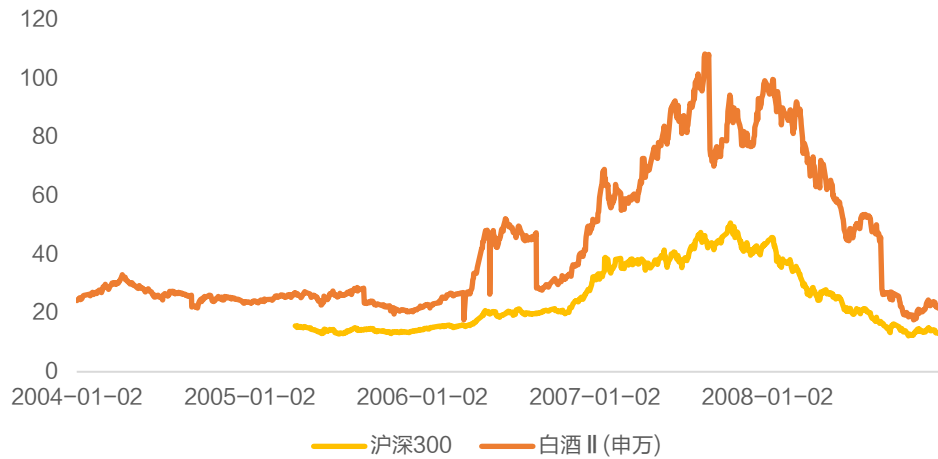
图 9：2004-2008 年我国白酒产量持续增加，2008 年增速有所放慢



资料来源：wind，天风证券研究所

金融危机带来系统性风险，白酒行业遭到重创。2008 年金融危机突至，随即一年内便跌去了几乎过去四年带来的涨幅，我们认为金融危机主要从三个方面影响了整个白酒板块：1) 金融危机引发的市场系统性风险，使得个股普跌；2) 悲观环境下杀估值，而前期白酒行情下行业估值提升大幅超过沪深 300 估值提升，因此白酒板块杀估值尤为明显，白酒板块动态市盈率年内下跌超 70%，高于同期沪深 300 估值跌幅；3) 经济萧条的大背景下，政商务需求大幅下降，基本面硬支撑不再，2008 年白酒产量同增 15.27%，较 2007 年的产量的同比增速下降约 9pct。

图 10：2004-2008 年申万白酒指数市盈率与沪深 300 市盈率对比



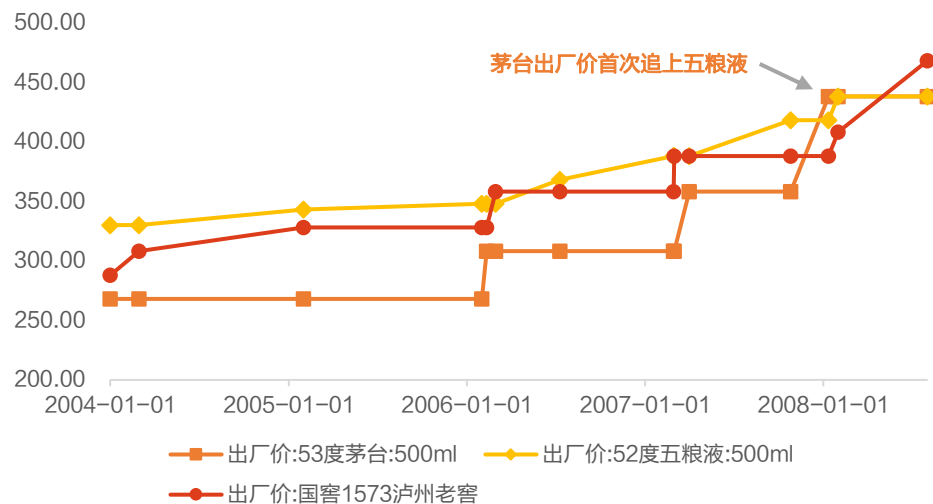
资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2.2. 高端酒企持续引领，茅台超越五粮液，次高端酒企高端化初见成效

(1) 业绩方面：在宏观经济上行、政商务消费成为主流的大环境下，白酒行业竞争趋缓，各大名酒企业业绩实现高速增长，直至 2008 年才发生回落。分档次来看：

高端酒整体营收保持双位数增长，归母净利润率先实现正增长。2005 年，茅台的归母净利润首次超越五粮液，由此逐步拉开了与其他酒企的差距。同年，茅台率先开始发展团购业务，为主要群体定制茅台酒，加速培育意见领袖，蓄积品牌势能。2008 年 1 月飞天茅台提价，首次将出厂价提至与五粮液持平的价格，茅台品牌力进一步提升，标志着茅台正在加速成为行业标杆。

图 11: 2004-2008 年茅五泸出厂价 (单位: 元)

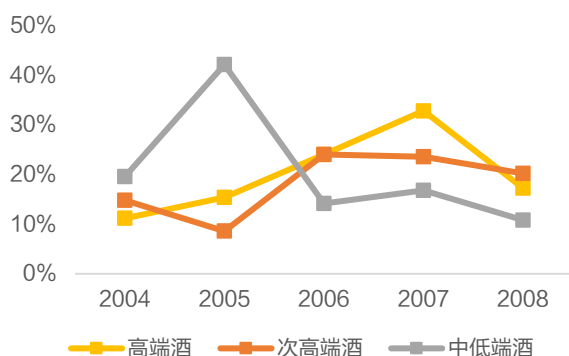


资料来源: wind, 天风证券研究所

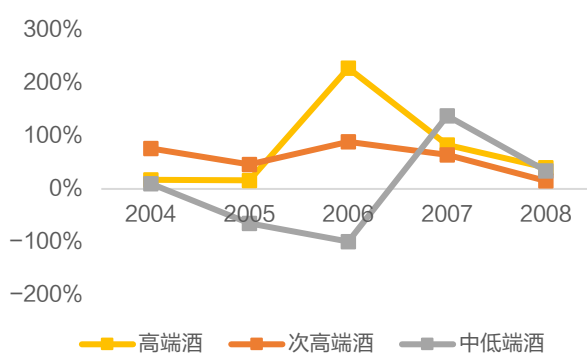
次高端酒方面，营收增速略低于高端酒，2004-2007 年前 4 年归母净利润平均增速维持 45% 以上。上一轮周期酒企高端化的投入开始收到成效，以汾酒为代表的次高端酒企省内稳步推进，省外扩张进程大幅加速，享受到高端酒高速发展的红利，业绩增速较为突出。**中低端酒方面，**由于多数酒企还是以混业经营为主，营收与归母净利润受多方面因素影响波动较大。

图 12: 2004-2008 年分档次酒企营收平均增速

图 13: 2004-2008 年分档次酒企归母净利润平均增速



资料来源：wind，天风证券研究所

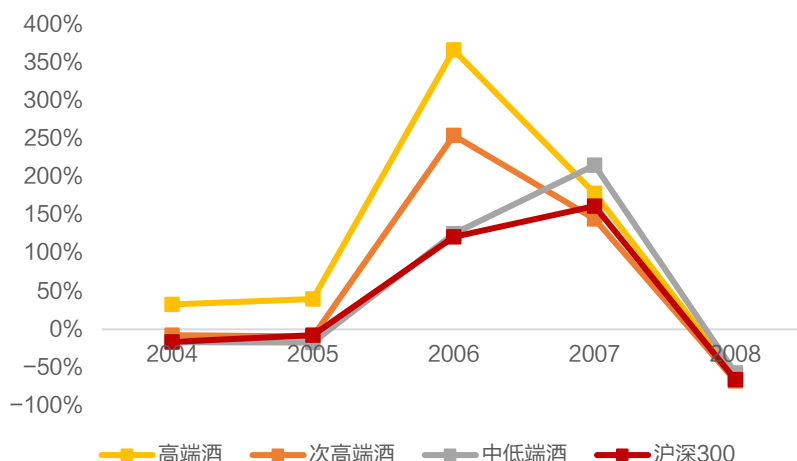


资料来源：wind，天风证券研究所

注：次高端酒，除去酒鬼酒 2005 年由于成功集团事件造成的极端异常值影响

（2）股价方面：宏观经济向好带动各档次白酒上市公司股价在 2008 年前欣欣向荣。在政商务宴请对中高端白酒的需求拉动下，2004 年-2007 年期间，高端酒成为主要受益对象，股价表现明显好于沪深 300 指数。次高端酒表现整体有所起伏，仅 2004 年和 2006 年优于沪深 300 指数，而中低端酒股价表现在 2006-2007 年优于沪深 300 指数。2008 年，由于系统性风险的产生，各档次酒企表现与沪深 300 指数基本一致。

图 14：2004-2008 年分档次酒企股价与沪深 300 指数年涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

注：图中分档次酒企股价年涨跌幅数据为各档次酒企的涨跌幅平均值

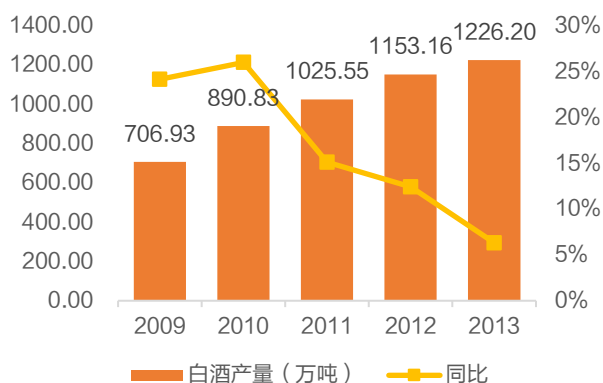
1.3. 第三轮周期（09-13 年）：白酒黄金十年下半场，政商务需求拉动仍是主旋律

1.3.1. 四万亿计划促使政商务白酒消费再次繁荣，“八项规定”成为行业转折点

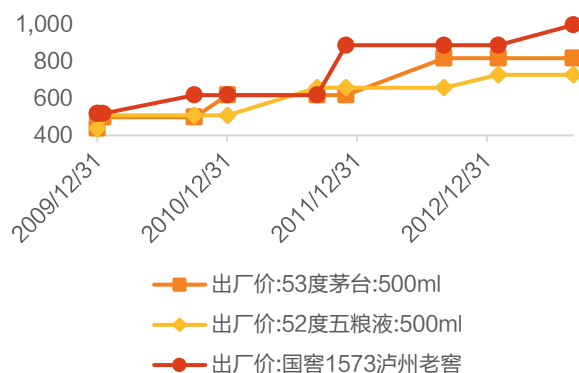
四万亿计划刺激经济复苏，带动白酒消费量价齐升。2009 年至 2011 年，四万亿的刺激计划推出后，投资者对于经济复苏的信心短期内得到提振。此次刺激对白酒行业在量价两个维度产生影响：1）宏观经济的复苏从投资提升，进一步外溢至政商务消费场景增多，拉升酒业社交需求，对白酒的需求量提供了支撑；2）宏观经济的复苏推动了 CPI 上行，进一步带动产品定价上升，温和的通货膨胀给酒企提供了良好的提价机会，茅五泸价格均在此周期内踏上新台阶，在高端酒企提价的同时，也赋予了次高端酒企提价的空间。CPI 同比从 2009 年 2 月的 -1.60% 上升到 2011 年 7 月的 6.45%，推动了白酒价格的稳步上升。2009-2013 年期间，茅五泸三家酒企纷纷提价 3 次，其中茅台出厂价由 2009 年 438 元提升至 2012 年 819 元。

图 15：2009-2013 我国白酒产量

图 16：2009-2013 茅五泸出厂价（单位：元）

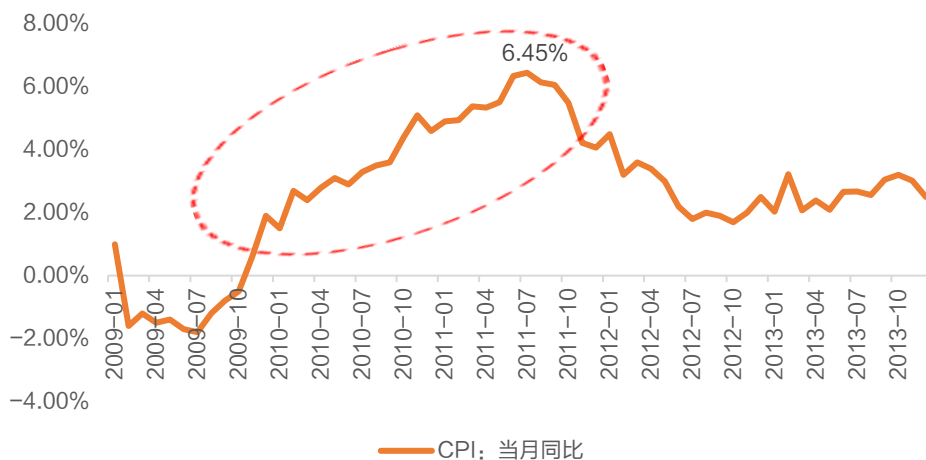


资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

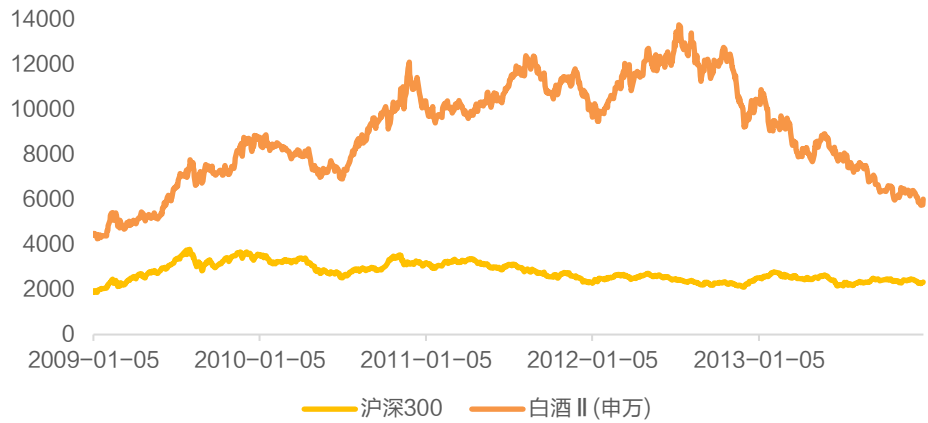
图 17: 2009-2013 年 CPI 当月同比数据



资料来源: wind、天风证券研究所

经济增速回落，三公消费受限，白酒核心需求不再，行业指数一路下探。2011 年通胀压力较大，国家实施一系列物价调控措施下，CPI 逐渐回落，同时四万亿刺激政策渐入尾声，经济增速放缓，致使白酒基本面不断走弱。2012 年 11 月，酒鬼酒塑化剂事件使得市场信心严重受损，而在随后的 12 月，“八项规定”出台限制三公消费，中央及各级政府陆续出台“禁酒令”，作为白酒消费自 2000 年后的最主要支柱，政商务需求遭到大幅削减后白酒板块迎来寒冬，指数从 2012 年 11 月的 11807 点到 2014 年 1 月的 5752 点，一年时间内白酒指数再次腰斩。此次白酒行业回调较 2001 年消费税改革出台、2008 年金融危机时期更为迅速，且相对沪深 300 大盘跌幅更深。究其原因，作为白酒股估值定价的最重要支撑，政商务需求缺位后，白酒行业遭遇系统性风险，投资者对其他消费需求能否弥补、酒企利润下行是短期现象还是长期现象、酒企定价权是否逐步下沉等问题，均有疑虑与恐惧，导致板块的不断下跌。

图 18: 2009-2013 年申万白酒指数与沪深 300 指数对比



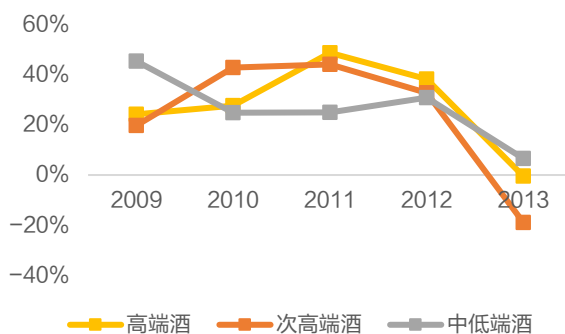
资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3.2. 白酒盛世过后，高端依旧稳健，次高端弊端凸显

(1) 业绩方面：2009-2012 年间，高中低档酒企处于盛世之中。作为白酒行业发展黄金十年的后半场，不论是高端、次高端还是中低端酒企，整体年营收平均增速均达到 20% 以上，次高端酒企年归母净利平均增速超过 50%，发展处于历史最佳时期。在此周期中，次高端酒企持续丰富酒企文化内涵，提升其品牌力和影响力，满足政商务消费需求层次。同时，由于政商务需求仍处于快速扩张阶段，次高端酒企通过加强营销体系建设，全力开拓市场，渠道体系、终端建设等均取得成效。

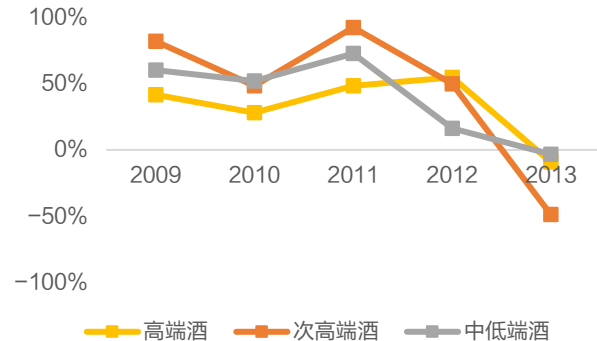
2013 年，寒冬之下才见档次间孰强孰弱。在“八项规定”以及“禁酒令”等政策出台之后，政商务白酒需求断崖式下滑，白酒行业迎来寒冬。越是困境之下，越彰显出各档次酒企核心竞争力。中低端酒企由于其核心产品多用于自饮场景，政策对业绩的影响相对较小。次高端酒企在营业收入和归母净利的跌幅最大，平均营收跌幅 19%，平均归母净利跌幅达 49%，足以体现政商务消费下跌对次高端酒企盈利能力的影响。相较而言，高端酒企业绩跌幅远小于次高端酒企，这说明高端酒企产品的品牌力的支撑较强，茅台在此阶段尤为突出，价格泡沫挤出之后，需求仍在。

图 19: 2009-2013 年分档次酒企营收平均增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 20: 2009-2013 年分档次酒企归母净利平均增速

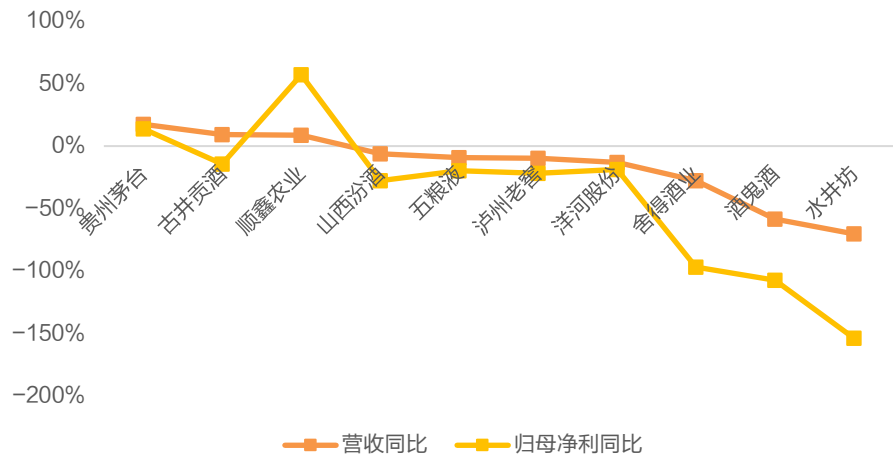


资料来源: wind, 天风证券研究所

茅台品牌力极强，加速转型，率先走出困境，成为行业龙头。从各公司 2013 年业绩来看，茅台是在主流酒企中除顺鑫农业以外唯一实现营收利润双增长的酒企，且收入超越了五粮液。究其原因，我们认为：1）茅台品牌力和产品力极强，终端价格大幅下降激发民间消费需求复苏。据佳酿网，茅台零售价下降到合理价位后，商务和个人消费端增长较快，填补公务消费产生的缺口；2）茅台出厂价于 2012 年 9 月提高至 819 元/瓶，2013 年价增量稳的情况下实现业绩增长；3）动销良好，经销商盈利空间仍在。据佳酿网，茅台经销商 2013 年上半年降价抛货，但由于茅台之前相对溢价过高，降价后盈利空间仍在，茅台在政策承压下动销保持良好，待批价稳定后，经销商从理性的角度依旧认可茅台；4）渠道推出“新政”。茅台 2013 年下半年首次打破专营、放开渠道，计划外以出厂价 999 元/瓶新增 3000 吨，为后续招纳新经销商，抢占渠道；5）预收账款蓄水池较深。茅台

2013 年预收账款同比减少 20.46 亿元，营业收入同比增长 46.16 亿元，茅台预收账款一定程度上补充了业绩。

图 21：2013 年主要酒企营业收入和归母净利同比增速

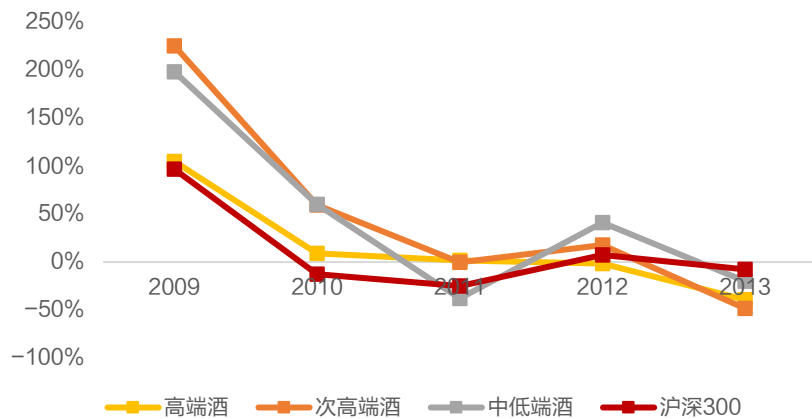


资料来源：wind，天风证券研究所

注：从左至右营收增速依次递减，2013 年贵州茅台营收增速 17.45%，归母净利增速 13.74%

（2）股价方面：此轮周期中，次高端酒企的估值泡沫相对突出，2009 年次高端平均估值一度达到 100X 左右，2010-2012 年间主要在 40-60X 之间震荡，但仍明显超过高端白酒估值水平。2013 年的政策转向使得次高端酒企泡沫破裂，随着业绩断崖式下滑，次高端酒企股价应声下落。而高端酒企股价驱动主要是来自于业绩，2009-2012 年间，估值处于 20-40X 水平，2012 年之后下降至 20X 以内，整体估值处于较为合理水平。

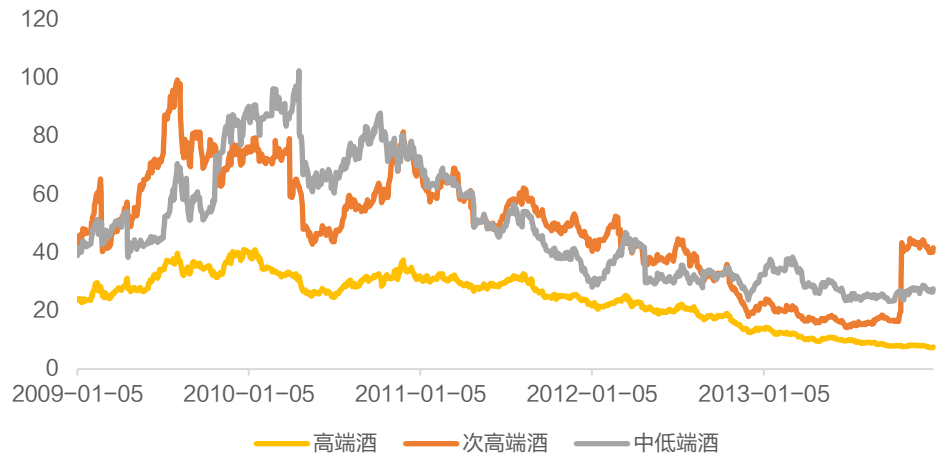
图 22：2009-2013 年分档次酒企股价与沪深 300 指数年涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

注：图中分档次酒企股价年涨跌幅数据为各档次酒企的涨跌幅平均值

图 23：2009-2013 年分档次酒企估值倍数



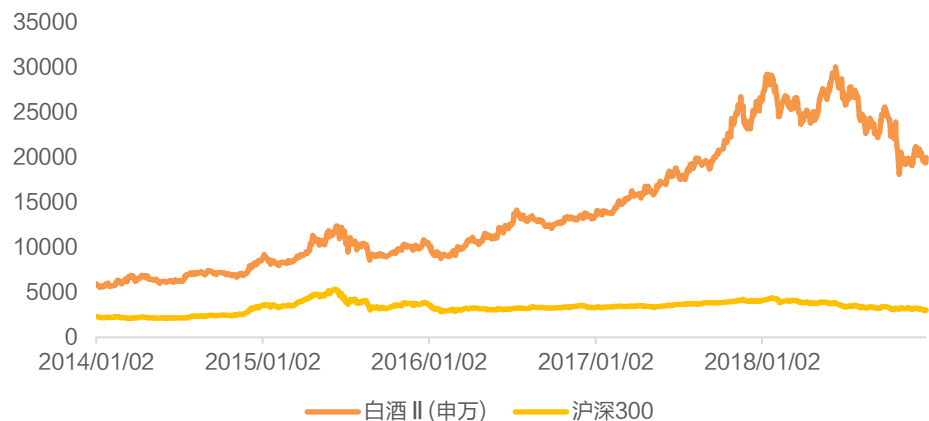
资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 第四轮周期（14-18年）：政务消费成为过去式，商务和个人消费开始主导

1.4.1. 主力需求成功转型，白酒消费量减价增，名优酒企持续高端化

白酒需求逐步转型，商务和个人引领白酒消费。遭遇政商务消费骤减的行业需求危机之后，白酒行业进入了深度调整期，核心问题则是需求端如何找到新的增长点。我们认为，白酒在社交方面起到了不可替代的作用，虽然政务需求减少，但随着人们生活水平的提高，对精神方面的追求增强，使得白酒行业在需求端成功从政商务向商务和个人消费转移。2017年以来，高端白酒中个人消费占比由2012年的18%提升至45%。从申万白酒指数的上升趋势也可以看出，白酒转型在逐步深化，走出调整期。

图 24：2014-2018 年申万白酒指数与沪深 300 指数对比



资料来源：wind，天风证券研究所

消费升级背景下，行业量减价增成为趋势。2015-2017 年中国各城市房价普遍上涨，尤其棚改货币化推行以来，房地产水涨船高带来的财富效应极大刺激了居民消费行为，我们认为商务和个人消费主导下的白酒行业呈现高端化、品牌化的发展趋势。头部酒企的大单品定价在逐步上移，而茅台作为行业龙头，产品指导价与行业逐渐拉开差距，稳定在 1499 元/瓶。与此同时，消费升级带动了人们观念转变，传统的对于品牌需求的观念正逐步被精神需求的观念转变，“少喝酒，喝好酒”的观念深入人心。自 2017 年起，我国白酒产量体现出较为明显的下降趋势。与之对应的是，据中商产业研究院整理的数，2017-2018 年中国规模以上白酒企业数量从 1593 家下降至 1445 家，且在 2019 年以后延续下行的趋势，一定程度上表明了白酒市场的集中化趋势。

图 25：2014-2018 年头部酒企产品指导价（单位：元）

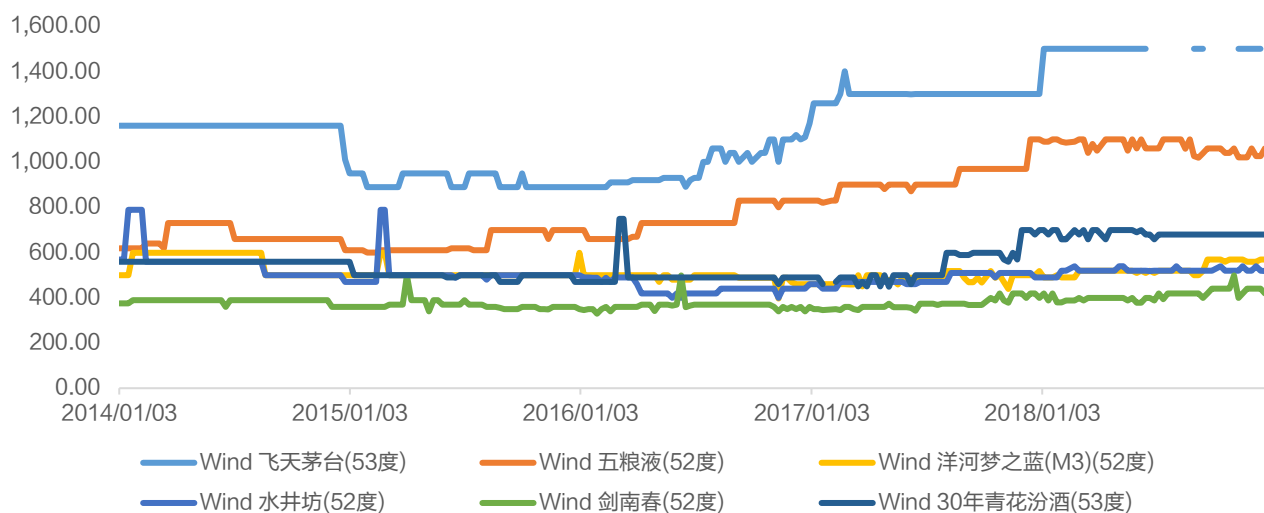
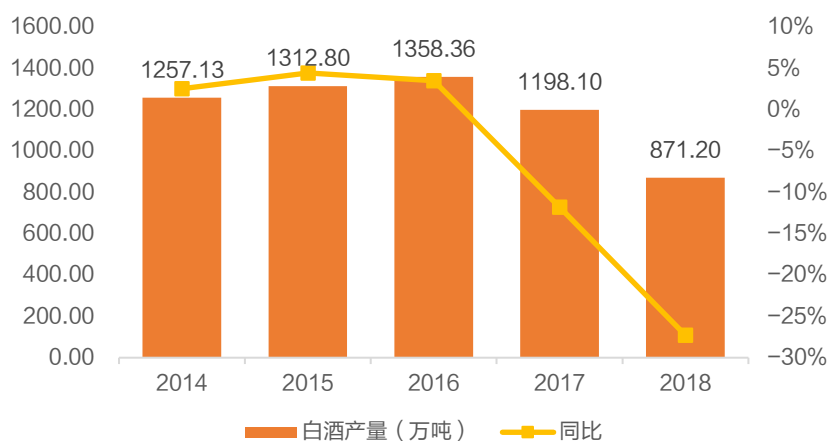
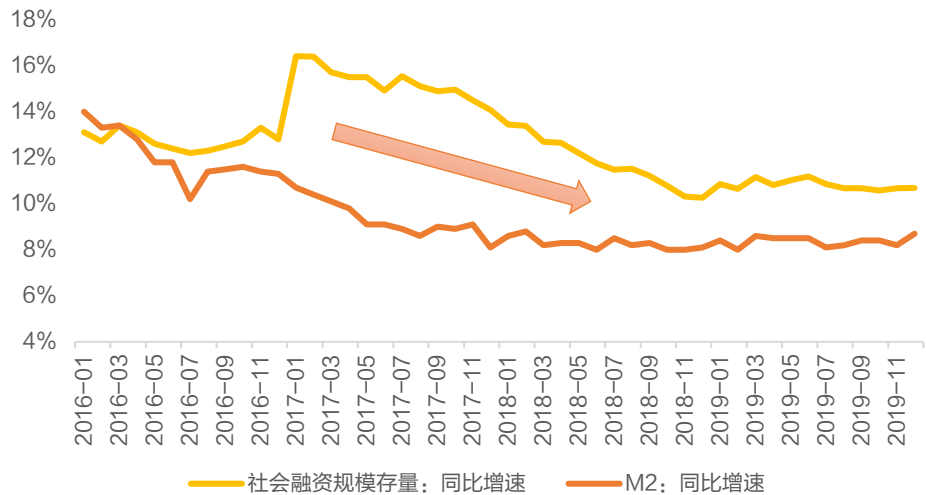


图 26: 自 2017 年起, 白酒产量快速降低



“去杠杆” + “中美贸易战”，实体经济下滑影响白酒消费。伴随着 2017-2018 年“去风险”和“去杠杆”政策的推进，2017 年 M2 同比增长 8.2%，创历史新低，同时社会融资规模存量增速出现明显下滑，房地产增速也放缓，而 2018 年 GDP 增速 6.75%，则成为 2018 年以前的过去 20 年经济增速的历史低点。除政策方面的影响外，2018 年中美贸易战使得我国实体经济受到了一定的冲击，白酒行业产生了一定的负面影响，白酒指数跟随大盘下跌。

图 27: 自 2017 年起, “去杠杆”作用下, 社融增速和 M2 增速均开始下滑

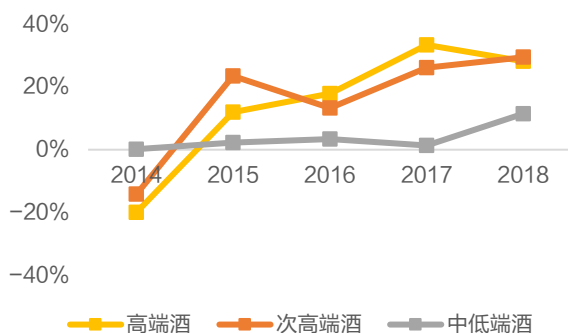


资料来源：wind，天风证券研究所

1.4.2. 高端酒拉开价格空间成为行业发展关键因素，次高端酒企表现有分化

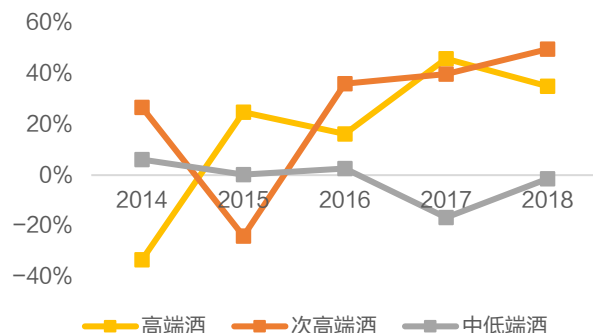
（1）业绩方面：高端开始提价为次高端打开空间。在白酒品牌化、高端化趋势下，消费向主流品牌和主流产品进行集中，虽然行业整体产量下降，但名优白酒和区域白酒消费量不减。上市高端酒企和次高端酒企把握机会，提升产品结构，发展高档白酒。进入本轮周期，高端白酒开始提价，打开行业成长空间，尤其为次高端白酒腾挪出了发展空间。2014-2018 年间，高端酒企和次高端酒企营收增速几乎并驾齐驱，享受高档白酒发展红利，中低端酒企受限于品牌力，高端化进程较慢，营收和业绩增速弱于其他两类酒企。

图 28：2014-2018 年分档次酒企营收平均增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：2014-2018 年分档次酒企归母净利润平均增速



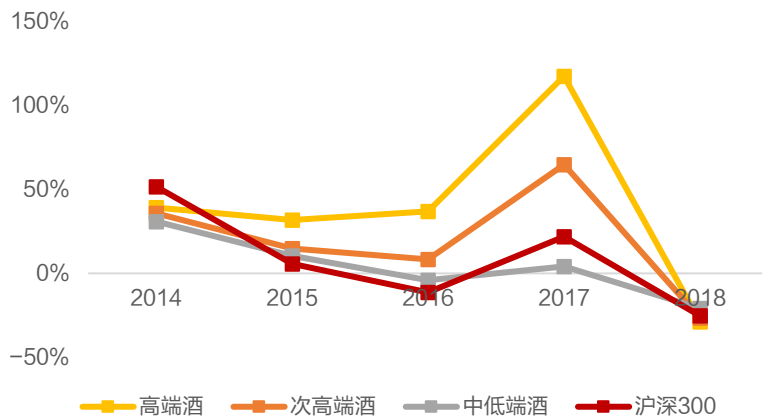
资料来源：wind，天风证券研究所

注：次高端酒，除去舍得酒业 2016 年归母净利润增速极端值的影响；

中低端酒，除去金种子酒 2017 年因棚户区改造进行征收补偿产生收益的影响

（2）股价方面：白酒行业于 2016 年开始复苏，且呈现高端化的趋势。从估值角度来看，2017 年次高端酒企估值倍数在 30-50X 之间，高端酒企估值倍数在 20-40X 之间，次高端略高于高端。虽然高端酒企整体股价涨幅在 2017 年明显高于次高端酒企，但是细分来看，次高端中，全国化的酒企表现与高端酒企基本一致，山西汾酒/舍得酒业/水井坊 2017 年内涨幅均超过 100%，而地产酒多数涨幅低于 50%。我们判断，高端酒企在行业高端化进程当中起引领作用，率先全国化的次高端酒企占据优势，而地产酒拓展速度相对较慢。

图 30：2014-2018 年分档次酒企股价与沪深 300 指数年涨跌幅



资料来源: wind, 天风证券研究所

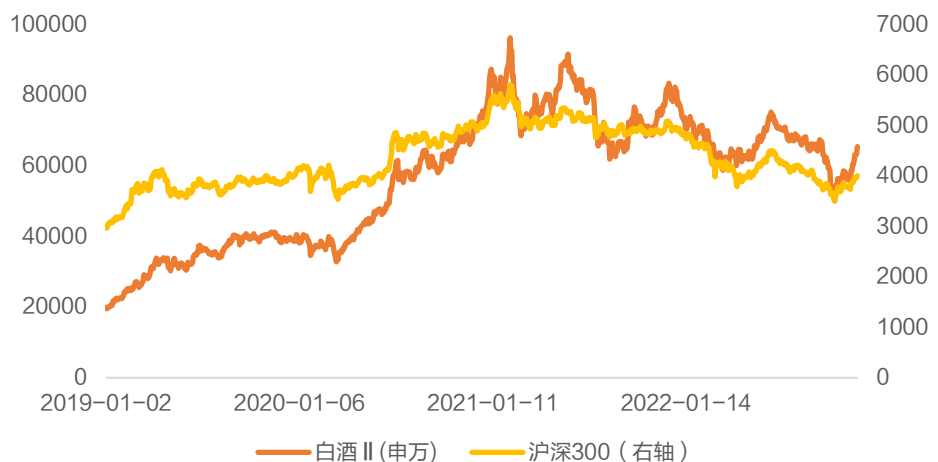
注: 图中分档次酒企股价年涨跌幅数据为各档次酒企的涨跌幅平均值

1.5. 第五轮周期（19 年至今）：高端化趋势延续，消费场景恢复的预期演变为估值的核心因素

1.5.1. 价增量减，疫情扰动短期影响酒企发展

中美贸易战预期已显现，早期国内疫情控制得当经济确定性强。2019 年，中美贸易战持续进行，但悲观预期已逐步反映在市场表现中，于是市场企稳回升。2020 年初，由于新冠疫情的出现，全国经济在短时间内受到较大影响，但随着二季度经济逐步恢复，国内需求反弹，叠加出口份额提升弥补了全球需求的不足，整体经济大环境向好，推动大盘和白酒指数向上扬。

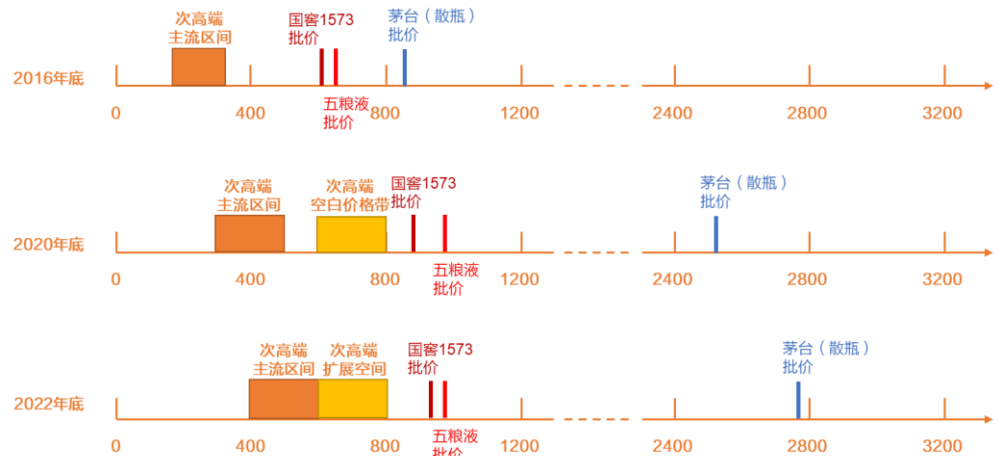
图 31: 2019 年至今申万白酒指数与沪深 300 指数对比



资料来源: wind, 天风证券研究所

高端提价引领的价格逻辑演绎持续，疫情影响消费场景，销量受到较大影响。从价的角度来讲，高端白酒的价格是整个白酒板块价格抬升的锚，茅台批价的持续拔升给五粮液及老窖在千元价格带打开空间，而高端千元价格带的打开为次高端 600-800 及 300-500 价位带留出发展空间，这是白酒高端化主要的发展逻辑。而从量的角度来讲，白酒指数经过 2021 年 2 月的这一轮下调之后，呈持续反复震荡趋势，我们判断两方面的因素影响了量增的逻辑：1）由于 2021 年下半年宏观经济开始走弱，个人和商务用酒的消费需求主动减少；2）由于新冠病毒变异株难以追踪，疫情影响消费场景，白酒消费频次被动减少。随着 2022 年 11 月-12 月“二十条”、“新十条”等疫情防控优化措施的推出，叠加与白酒相关度较高的地产行业出现融资宽松，白酒指数显著回弹，并持续跑赢大盘。

图 32: 茅五历史批价及次高端区间演变

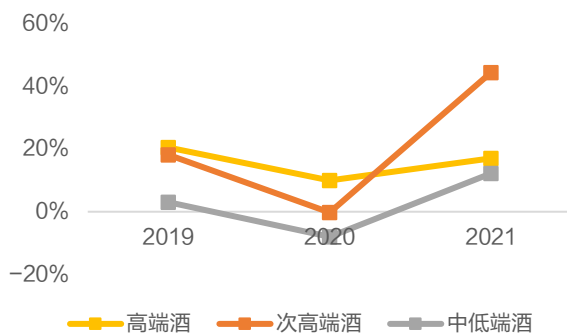


资料来源：今日酒价公众号，天风证券研究所

1.5.2. 高端酒企依旧稳健，次高端酒企风头正盛

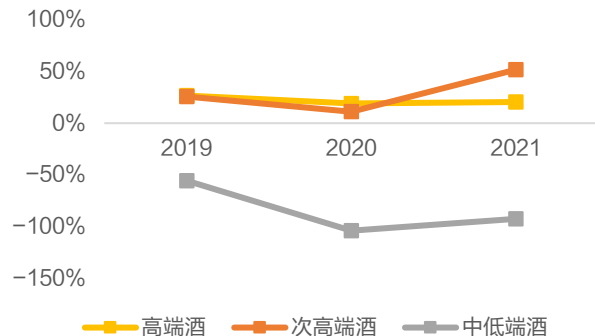
（1）业绩方面：高端酒企稳定，次高端酒企迎来发展机遇，中低端酒企发展掉队。由于高端酒提价为次高端打开价格空间的逻辑持续演绎，次高端酒企保持较快增长势头。从消费场景的角度来看，次高端酒主要消费场景是宴席端，2020 年由于全国部分地区疫情严峻，部分消费场景受到较大影响，尤其是地产酒的业绩有较大波动。中低端酒业绩表现明显弱于高端酒和次高端酒平均水平。

图 33：2019-2021 年分档次酒企营收平均增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：2019-2021 年分档次酒企归母净利润平均增速



资料来源：wind，天风证券研究所

（2）股价方面：本轮周期中，各档次酒企股价与业绩出现较大偏离，估值对股价的作用较为明显，2020 年出现估值泡沫，并于 2021 年破灭，我们判断主要是受到市场风格不断转向的影响。

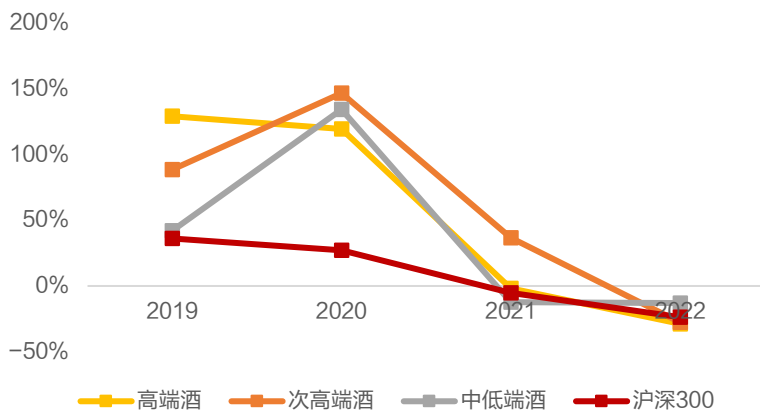
2020 年：自 2020 年初开始，白酒板块估值持续上行，直至 2020 年底，高端/次高端酒企整体估值普遍达到 70X 左右。我们认为，在全球新冠疫情不确定性的持续笼罩之下，三个因素推动白酒板块估值达到顶峰：1）市场恐慌情绪较高，资金倾向于拥抱类似于白酒板块的确定性标的；2）全球流动性宽松，美国长期国债利率较低，市场流动性高；3）新发基金增多，产品内股票不断形成正向循环，推高股价。

2021 年：在 2021 年春节过后，白酒板块迅速回调杀估值，主要原因是：1）疫情好转导致市场风格的转向，投资者由赛道确定性转为对低估值高弹性的偏好；2）美国长期国债收益率上行，市场对流动性收紧的担忧情绪的影响。经过春节白酒整体估值的一波下行之后，高端酒和次高端酒估值略有分化，我们认为次高端因宴席需求延后、全国化招商等因素，次高端表现出的修复弹性较高端更大。

2022 年：高端和次高端板块估值基本保持一致，我们认为主导白酒估值的核心因素转变为消费场景恢复的预期。奥密克戎毒株于 2021 年 12 月传入我国，并以极快的速度传播，致使 2022 年国内疫情呈持续多点散发的态势，各地消费场景严重受限，尤其 2022 年下

半年疫情持续使得中秋国庆旺季动销不明朗，投资者悲观预期尽显，高端和次高端板块估值不断下挫。在 11-12 月出台“二十条”和“新十条”之后，各地积极优化防疫措施，我们认为投资者的悲观预期迎来拐点，使得高端及次高端估值同时攀升。

图 35：2019-2022 年分档次酒企股价与沪深 300 指数年涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

注：图中分档次酒企股价年涨跌幅数据为各档次酒企的涨跌幅平均值

图 36：2019 年至今高端酒企和次高端酒企估值倍数



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 区域经济发展奠定白酒市场基本盘，龙头集中化趋势望延续

2.1. 整体：经济高增消费升级驱动市场扩容，品牌渠道构筑核心竞争力

细看区域：我们分析了华东、西南、华中、华南、华北、西部共 6 区 12 省的白酒经济情况、白酒市场及消费特点、区域龙头的演变过程，整体趋势可以总结为两大共性：

1) **区域经济发展与白酒市场相辅相成，居民消费升级驱动酒市结构性繁荣。**我们认为，区域经济发展为白酒市场的长期容量奠定基本盘，白酒作为传统文化载体，市场受政商务、个人消费需求端影响显著，与当地 GDP、产业发展、居民消费水平紧密相关，其传导过程可以从量价两方面展现：**从量角度**，政商务消费受宏观经济、投资氛围影响更大，固定投资、房地产投资、宏观产业经济发展等影响企业团购、接待消费场景，从而影响白酒市场容量；**从价角度**，居民消费奠定大众酒市基本盘，人均可支配收入及烟酒类支出的消费升级驱动区域白酒消费价格带上行，价格长期升级空间打开。此外，白酒市场仍是驱动区域经济发展的重要产业，从供给端考虑，2021 年，中国酒业协会发布《中国酒业“十四五”发展指导意见》，预期 2025 年，中国酒类产业总产量将达 6690 万千升，

比“十三五”末增长 23.9%，销售收入将达 14180 亿元，增长 69.8%，利润将达 3340 亿元，增长 86.4%，我们认为长期行业产能将进一步扩大，形成区域经济与白酒市场互相驱动的良好性循环。

2) 从市场格局演变发展趋势看，我们认为，未来白酒行业龙头集中化趋势仍将延续，各大名优酒企加速抢占小酒企的市场份额，产品渠道强势、品牌力强及顺应消费升级而不断进行产品升级和迭代是白酒企业的核心竞争力。

表 3：中国酒业“十三五”末与“十四五”末对比

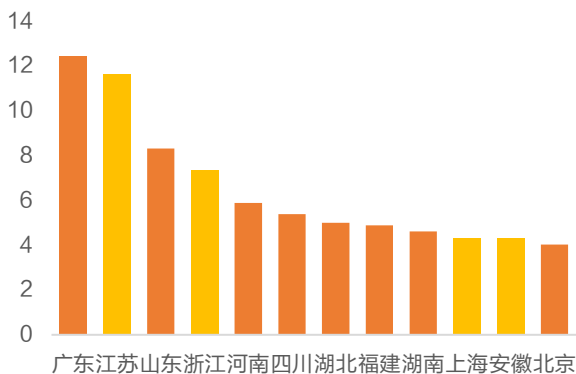
	“十三五”末（2020 年）	“十四五”末（2025 年）
酿酒总产量（万千升）	5400.7	6690.0
Yoy	-24.7%	+23.9%
销售收入（亿元）	8353.3	14180.0
Yoy	-9.2%	+69.8%
利润（亿元）	1792.0	3340.0
Yoy	+75.6%	+86.4%

资料来源：央视网，天风证券研究所

2.2. 华东：区域经济发达，白酒消费升级领先

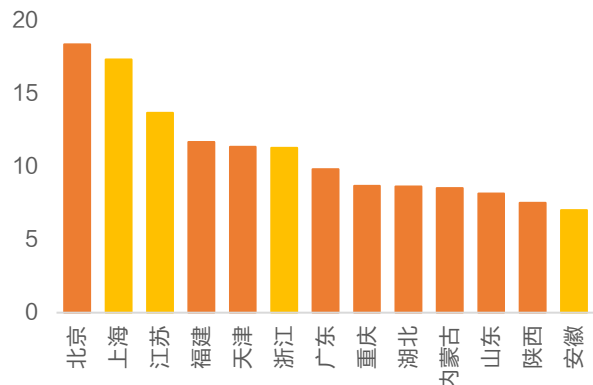
华东地区是我国经济发展最为发达的地区之一，经济高增拉动消费升级，全国领先。对于白酒行业而言，消费升级带动白酒价格带增长是酒企提升业绩的重要驱动力之一。我们将华东地区划分为上海、江苏、浙江和安徽等四个地区，四个地区 2021 年 GDP 总额占全国的 GDP 的 24.14%，上海、江苏、浙江和安徽四地的人均 GDP 分别 17.36 万元（第 2 名）、13.70 万元（第 3 名）、11.30 万元（第 6 名）、7.03 万元（第 13 名），人均 GDP 排名靠前。其中，江苏省和安徽省白酒企业在地理位置上相邻，两省白酒消费氛围浓郁，据《2021 中国白酒消费洞察白皮书》显示，苏皖在 31 个省份“饮酒力”排行中分别位列第九名和第三名，且名优酒企较多，地产酒均以浓香型为主。因此，我们选取江苏和安徽两省作为华东白酒消费的典型代表，进行重点分析。

图 37：2021 年，我国各省 GDP 排名（单位：万亿元）



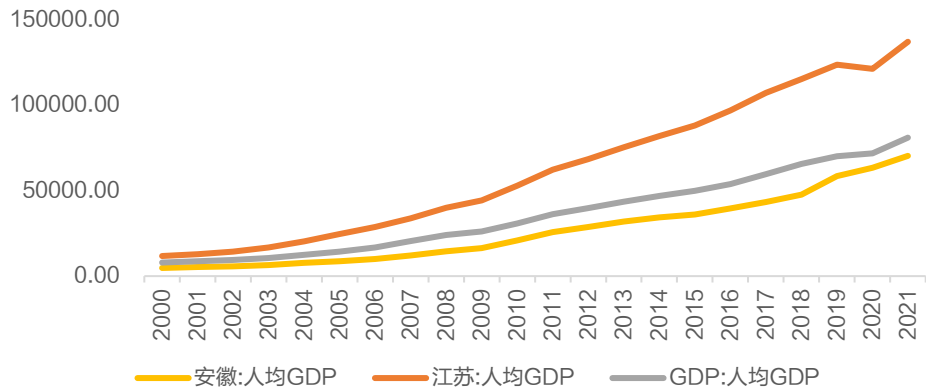
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 38：2021 年，我国各省人均 GDP 排名（单位：万元/人）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 39：2000 年以来江苏与安徽人均 GDP 情况（单位：元）



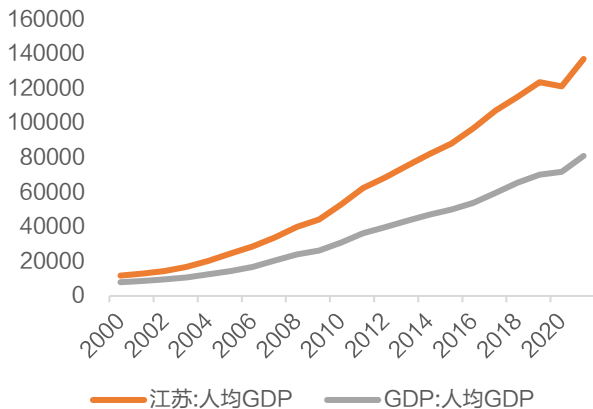
资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

2.2.1. 江苏: 高水平商务消费引领升级, 绵柔浓香深入人心, 洋河今世缘二强格局渐盛

1) 从宏观经济背景看, 江苏省经济发展全国靠前, 整体消费水平领先为白酒价格带升级培育良好环境, 商务需求引领白酒市场升级。

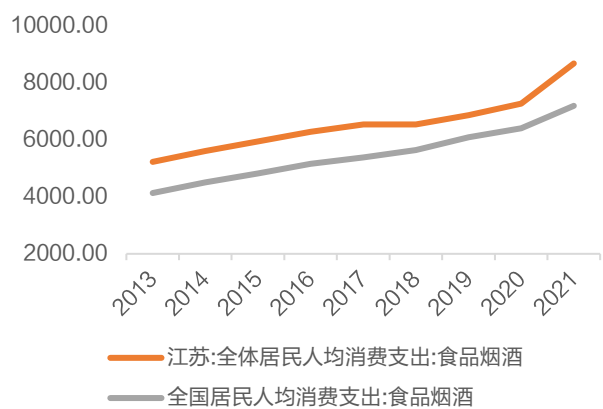
2021 年江苏省 GDP 为 11.6 万亿元, 位居全国第二, 仅次于广东省的 12.4 万亿元, 并相较第三名山东省的领先优势较大。从消费能力来看, 江苏省人均 GDP 呈较快增长趋势, 2021 年人均 GDP13.7 万元, 高于全国平均水平 69%, 且江苏十三个地级市在全国“百强市”评选中全部上榜, 整体消费水平较高。具体到食品烟酒类消费, 江苏省用于食品烟酒的人均消费支出近十年来高出全国水平 1000 元左右, 在消费升级浪潮中江苏起到了一定的引领作用。

图 40: 2000 年以来江苏省人均 GDP 情况 (单位: 元)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

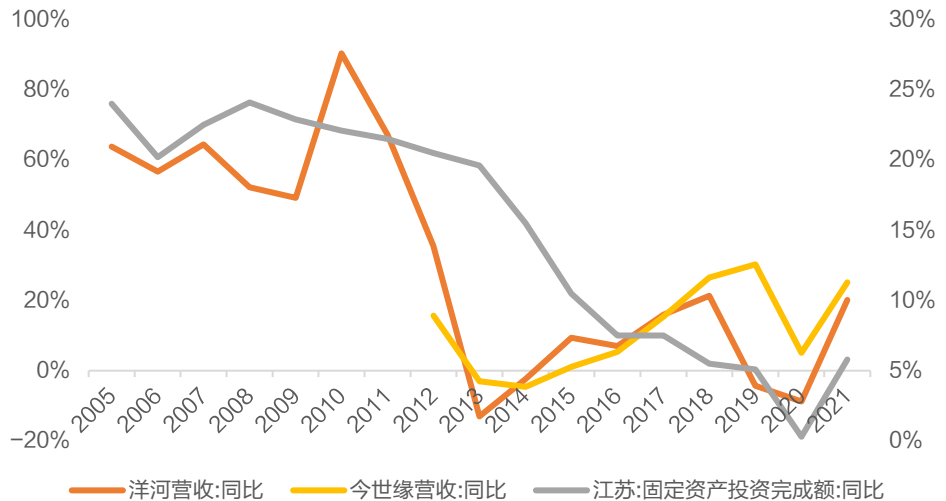
图 41: 2013-2021 年江苏省人均烟酒消费情况 (单位: 元)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

商务需求重要性凸显, 省内固定资产投资增速与苏酒龙头营收增速正相关。江苏整体由于地区经济发达, 经济活动密集, 政商务消费需求旺盛, 尤其是在苏南地区, 商务宴请更为频繁, 很大程度上起到了消费引领的作用, 有利于洋河梦之蓝以及今世缘国缘的发展。同时, 在大众宴请方面, 婚宴也是苏酒市场的重要消费场景。2021 年, 江苏省结婚登记 46.7 万对, 排名全国第 4, 是全国主要的婚宴消费市场之一, 洋河天之蓝、梦之蓝和今世缘双开、四开等地产酒较为受益。

图 42: 江苏省固定资产投资增速与地产酒龙头营收增速相关性较强



资料来源：国家统计局，wind，天风证券研究所

2) 从市场特点看，受益高经济发展水平与较大市场规模，白酒消费层级整体较高、体量较大，是头部酒企竞争的集中地，苏酒以绵柔为特色，省内不同区域间消费差异凸显，与当地经济情况强关联。

苏酒消费地域差异明显，当地经济情况与消费层级高度相关。根据《江苏统计年鉴》，江苏被分为苏南、苏中和苏北三大区域。从经济发展情况来看，苏南、苏中、苏北呈阶梯式分布，2020 年人均 GDP 分别为 15.6 万元、12.7 万元、8.0 万元。而苏南、苏中、苏北白酒主流价格带分别为 400-600 元、200-300 元、100-200 元，与各地区经济水平相对应。地产酒中，洋河、今世缘、汤沟分别源于宿迁、淮安、连云港，均位于苏北地区，因此在苏北地区白酒消费以地产酒品牌为主。南京作为江苏省省会，位于苏南地区，是白酒消费的主力城市。南京因市场体量大、能够辐射带动周边城市，一直是洋河、今世缘的重点市场，又因其包容性强的特点引来各地酒企竞争。南京高端市场主要由茅台、五粮液把持，主销产品如飞天茅台、第八代五粮液等；400-700 元价格带洋河、今世缘占主导，主销产品为国缘四开、洋河 M6+、剑南春等；200-400 元价格带国缘对开、洋河天之蓝为主销产品。

表 4：江苏省白酒行业地域异质性

地区	2020 人均 GDP	主流价格带	地域特点	主流地产品牌
苏北	79568 元	100-200 元	市场相对封闭，收入和消费水平较低，省内人均白酒消费量较大，但价位偏低	海之蓝、今世缘雅系列
苏中	127357 元	200-300 元	收入水平相对较高，白酒消费量较大	天之蓝、国缘
苏南	156393 元	400-600 元	市场较为开放，收入水平较高，白酒消费多以商务消费和婚宴为主	梦之蓝 M3、国缘对开和四开

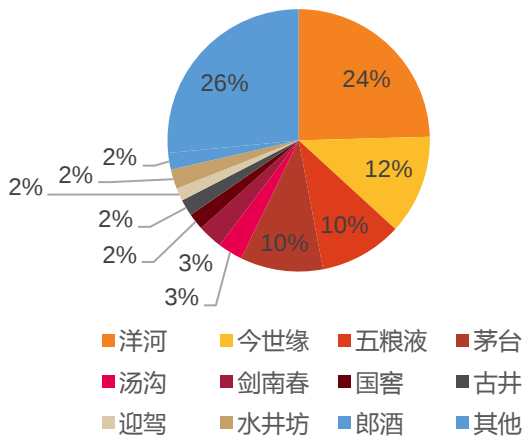
资料来源：《江苏统计年鉴-2021》，微酒公众号，前瞻产业研究院，天风证券研究所

3) 从竞争格局及龙头演变看，苏酒以地产酒引领，过去 20 余年发展过程中历经坎坷，逐渐通过市场化改革和绵柔浓香型酒的推出，在与川酒和徽酒的竞争中走出一条道路，并不断谋求振兴，洋河保持省内龙头地位，今世缘空间广阔，格局演变中位列二强发挥重要角色。

地产酒引流市场，洋河今世缘位列苏酒二强领先优势大。据酒业家数据，2021 年江苏白酒市场规模约有 560 亿。江苏消费偏好低度浓香型白酒，形成了苏酒“淡雅、绵柔”的特点，洋河则是苏酒风格的代表。江苏地产酒以“三沟一河”最为知名，即汤沟、双沟、高沟（今世缘）和洋河，根据 2020 年江苏省白酒市场份额，“三沟一河”约占苏酒市场的 40%。而从 2020 年白酒企业在江苏的市场份额来看，洋河独占鳌头，占比 24%，第二名今世缘占比 12%，两大地产名酒占据前二，领先优势较大，短期内我们认为苏酒市场主

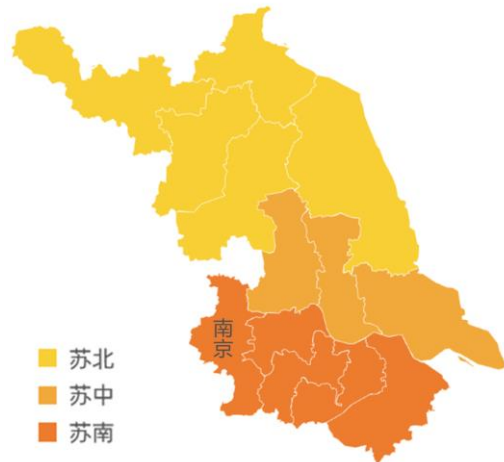
动权仍在本土品牌手中，洋河、今世缘前二地位较为稳固。第三、第四名则为五粮液和茅台，分别占比 10% 左右，CR4 合计约占苏酒市场份额的 56%，行业集中度高。另外地产酒品牌汤沟酒占比 3% 左右，其余相对份额较高的品牌均为名酒，可以看出江苏白酒市场整体消费层次较高，苏酒竞争激烈，并由地产酒引领。

图 43：2020 年江苏省白酒企业市场份额



资料来源：中国资讯行、各公司年报、江苏省统计年鉴、天风证券研究所

图 44：江苏省地理分区



资料来源：江苏省统计局、天风证券研究所

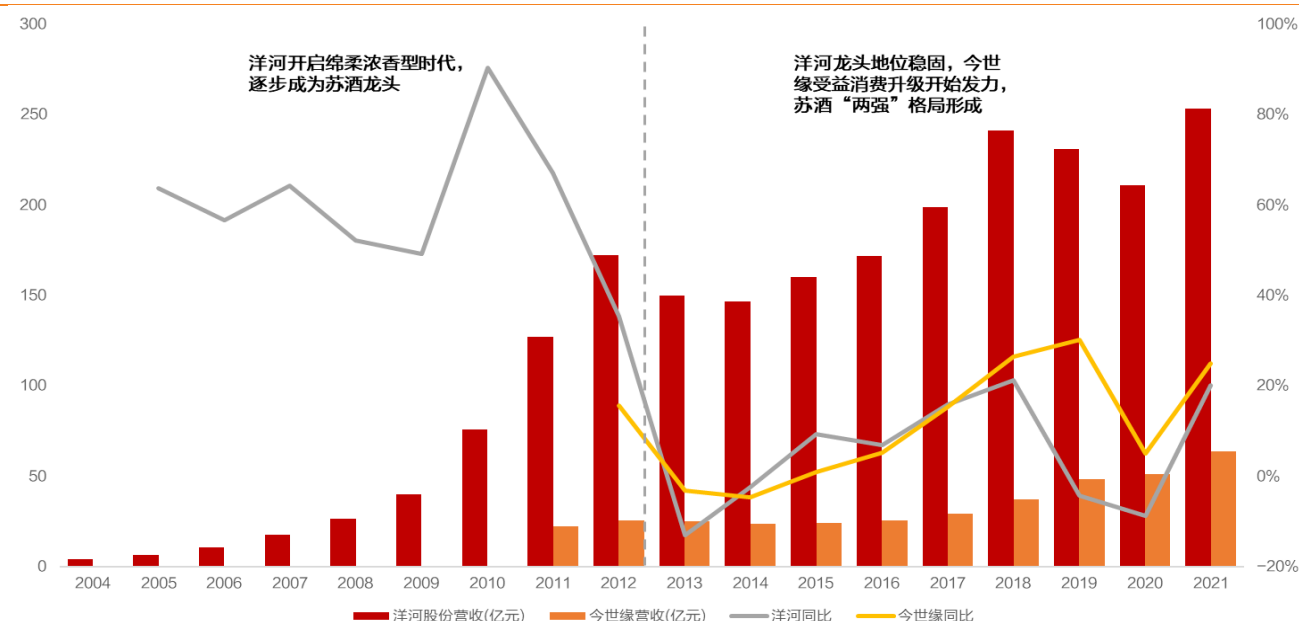
回顾龙头演变历史，洋河开启绵柔浓香型时代，逐步成为苏酒龙头，地位稳固；今世缘受益消费升级开始发力，苏酒“两强”格局逐步形成。

90 年代中期-末期：苏酒开始走下坡路，川酒、徽酒瓜分苏酒市场份额。1993 年，国家实行价格双轨制，企业可自行定价。川酒抓住机会提价，而当时与川酒高档品种同一价位的青瓷瓶双沟大曲等高档苏酒由于种种原因，提价未能成功，档次被拉开。1994 年五粮液推出买断包销模式，1996 年推出 OEM 贴牌模式，规模迅速扩张，而苏酒并未适应市场经济，产品结构老化、低端，苏酒企业无法凸显竞争力，于 90 年代末期发展到了谷底。

90 年代末期-2012 年：政府主导振兴苏酒，江淮白酒流派逐步形成，洋河跻身中国酒业第一方针。1998 年，江苏省政府印发《关于振兴苏酒的意见》，揭示了当时苏酒生产经营及市场销售存在的主要问题，就如何“振兴苏酒”提出了七个方面的具体意见，使得全省开始打响“振兴苏酒攻坚战”。苏酒从 2002 年下半年开始触底反弹，2003 年-2012 年经历了白酒发展的“黄金十年”。2003 年，洋河率先推出日后改变行业的“洋河蓝色经典”，海之蓝、天之蓝广受好评。2006 年，梦之蓝面世，瞄准中国次高端白酒的市场，聚焦 200-400 元价格带，推动洋河跻身一线品牌阵营。以洋河为代表的苏酒逐步在消费者心中形成“绵柔即苏酒、苏酒即绵柔”的印象，成就了绵柔浓香型酒的特征，使得苏酒在省内市场份额由最低的 30%，提高到 2010 年的 70% 左右，同年洋河营收破百亿。今世缘于 2004 年推出“国缘”品牌，发力高档产品，省内经济高速发展，政商消费的顾客群体增多，今世缘因此开始受益。

2012 年至今：洋河龙头地位稳固，今世缘开始发力，“两强”格局诞生。2013 年以后，白酒行业受“限制三公消费”等事件的影响，洋河发展放缓出现小幅负增长，随后由于渠道经销商利润低，子品牌混乱，洋河增速短暂弱于同行。2018 年 8 月，洋河、今世缘、汤沟等苏酒企业抱团成立振兴苏酒联盟，共同发展。2019 年起，洋河相继增设高端品牌事业部、在基层分设海天部和梦之蓝部、成立双沟销售公司，通过主动调整梳理产品，重建渠道架构，提升了公司竞争力，稳定其苏酒龙头地位。而针对“限制三公消费”产生的影响，今世缘转向婚宴、家宴等宴席消费，突出“中国人的喜酒”概念，转向大众消费。在消费升级的浪潮下，今世缘四开、对开等产品受益明显，量价齐升。据酒业家的数据，截至 2021 年底，江苏白酒市场内，洋河规模约 115 亿，今世缘 60 多亿，双沟酒 40 多亿，汤沟酒约 15 亿，茅台和五粮液超过 50 亿，洋河稳坐龙头“交椅”，今世缘排名第二，表现出“两强”格局，我们认为由于绵柔浓香已经被江苏消费者所广泛接受，随着振兴苏酒联盟的互相扶持，苏酒“两强”市占率仍有提升空间。

图 45：洋河股份和今世缘历史营收情况



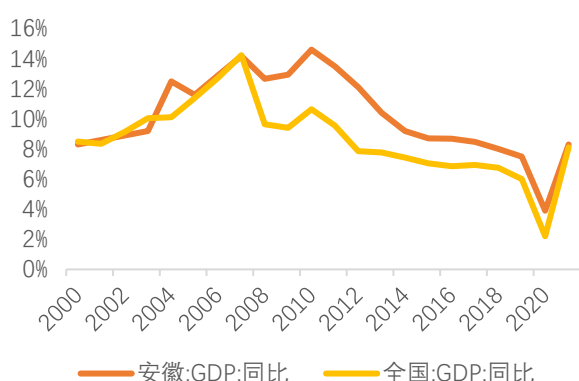
资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.2. 安徽：主流消费升级趋势凸显，本土地产酒引领市场，政策助力徽酒四杰齐发展

1) 从宏观经济背景看，安徽省经济走在快车道，增速快于全国平均，自 2000 年来省内白酒主流消费价格带随着消费升级不断攀升，政策助力徽酒长期市场潜力较强。

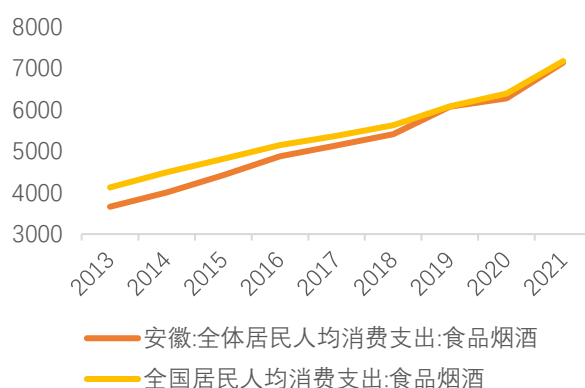
近年来安徽省经济发展快于全国平均水平，市场扩张动力充足。自 2008 年起，安徽连续多年 GDP 增速高于全国。省内居民人均可支配收入逐年增加，由 2013 年的 15154 元增加至 2021 年的 30904 元，经济发展为白酒消费升级提供了基础。具体到消费端来看，安徽食品烟酒的人均消费支出与全国平均水平的差距逐渐缩小，展现出了消费升级的趋势。此外，省内常住人口持续增加也为白酒消费市场的扩张提供动力。

图 46：自 2008 年以来安徽 GDP 增速连续多年高于全国整体水平



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 47：近年来安徽食品烟酒的人均消费支出逐步赶上全国平均水平（单位：元）



资料来源：wind，天风证券研究所

底层经济高速增长驱动白酒消费彰显升级势头。2000 年以来，安徽省内白酒主流消费价格带随着消费升级不断攀升，升级趋势在 2008 以后尤为明显，演变过程可分为四个阶段：

2008 年以前：此阶段徽酒主流价格带为 40-80 元。口子窖推出口子窖 5 年定价 68 元/瓶，凭借盘中盘渠道模式风靡安徽；古井处于多元化试错时期；迎驾贡酒产品迎驾银星也定价 68 元。

2008-2014 年：该阶段主流价格带升级至 80-150 元。口子窖 5 年提价，顺势推出口子窖 6 年；古井贡酒新管理层上任，推出年份原浆献礼版、年份原浆 5 年占据该价格带；迎驾

贡酒则以迎驾金星、迎驾生态年份酒分别定价 128 元、148 元占据该价格带。

2015-2017 年：2015 年徽酒品牌各显神通布局新品，将徽酒主流价格带推动至 150-300 元。其中，古井贡酒推出年份原浆 8 年；口子窖则以小池窖、口子窖 10 年对标布局；迎驾贡酒推出生态洞藏系列，洞 6、洞 9 卡位这一价格带。

2018 年-至今：这一时期徽酒价格带逐步攀升趋于 300-600 元。古井贡酒推出古 20，卡位 500 元价格带；口子窖 20 年位于这一价格带，并推出兼香型白酒 518 卡位 500 元价格带，迎驾贡酒则以洞 16、洞 20 分别占据 300 元和 500 元价格带。

表 5：消费升级带动徽酒价格带升级

时间	价格带	对应产品
2008 年以前	40-80 元	口子窖 5 年；迎驾银星
2008-2014 年	80-150 元	口子窖 5 年/6 年；年份原浆献礼、古 5；迎驾金星、迎驾生态年份酒
2015-2017 年	150-300 元	古 8；口子窖小窖池、口子窖 10 年；洞 6、洞 9
2018 年-至今	300-600 元	古 20、古 16；口子窖 20 年、兼香型 518；洞 16、洞 20

资料来源：微酒公众号，糖酒网公众号，酒业家公众号，天风证券研究所

行业政策多维助力，产业重点培育推动行业提价扩容，徽酒未来增长信心强。2020 年安徽省经信厅、安徽省商务厅和安徽省市场监督管理局发布《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》明确指出要构建“品牌强、品质优、品种多、集群化”的安徽白酒产业发展体系，提升安徽白酒影响力，围绕八大重点开展工作促进白酒产业高质量发展。并提出 2025 年安徽省白酒企业要实现营业收入 500 亿元，总产量 50 万千升，培育年营收超过 200 亿的白酒企业一家，超过 100 亿的白酒企业两家。根据安徽省政策目标和公司十四五规划目标，目前徽酒龙头古井贡酒十四五末营收力争达到 200 亿，口子窖和迎驾贡酒则剑指百亿目标。而迎驾贡酒的 2021 年的营业收入为 45.77 亿元，若达成目标，公司未来几年将会持续高速发展，2022-2025 年营业收入的年复合增长率或将达到 21.58%。

图 48：促进徽酒发展重点工作布局



资料来源：安徽省经济和信息化厅，天风证券研究所

2) 从市场特点看，安徽为白酒产销大省，地产酒具备较强统治力，分价格带看，本土高端化品牌缺失致高端消费仍以茅五为主，次高端及大众市场本土地产酒打天下。

白酒产销大省，高端茅五为主，次高端本土地产酒打天下。2020 年安徽省白酒产量达 28.2 万吨，占全国白酒产量比重约 4.48%；截至 2019 年末，安徽省规模以上工业白酒企业 101 家，居全国第 3 位；全年实现营业收入 260.3 亿元，利润 64.6 亿元，居全国第 4

位，是白酒的产销大省。安徽省内有 4 家上市的白酒企业，数量与四川持平，并列全国第一。2021 年安徽白酒市场容量约为 350 亿，由于徽酒重营销、重渠道，外来酒进入壁垒高，徽酒在省内白酒市场占比接近 80%，影响力显著，而茅台、五粮液、剑南春等外来品牌约占 20% 的市场份额。

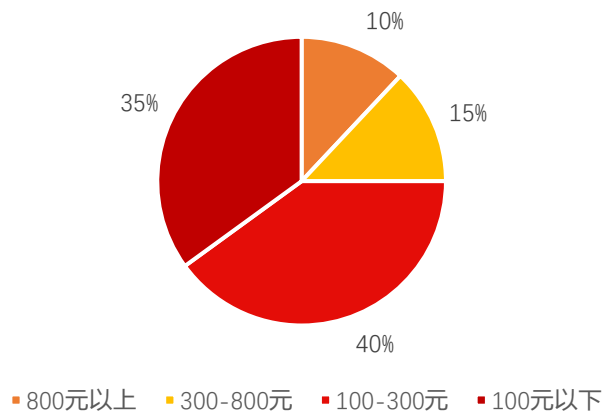
从不同层级消费市场看：安徽省内缺少本地的高端品牌，千元以上市场被茅台、五粮液等全国性品牌占据。省内品牌古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒在次高端价格带激烈竞争。而在低端市场中，徽酒品牌并没有把运营重心放在该价格带上，牛栏山、老村长和玻汾占据了较大市场份额。具体来讲：

大众消费市场（100-300 元）作为当前安徽白酒市场竞争最激烈的价格带，市占率达到 40%，对应市场规模为 140 亿元左右，四大徽酒品牌面对外来品牌强势进攻仍然表现强势，把控着安徽大众消费市场的秩序。

次高端市场（300-800 元）市场规模占徽酒市场规模 15% 左右，徽酒品牌在该市场中与外来品牌竞争激烈，不断加强布局次高端市场，预计在居民可支配收入持续增长的支撑下，未来次高端市场份额有望实现翻倍，推动省内主流消费带向次高端移动。

高端白酒市场（800 元以上）市场规模占徽酒市场规模 10% 左右，据佳酿网，省外品牌茅台、五粮液和泸州老窖占据主要地位，安徽地产酒在高端市场势力相对较弱，同时其他外来品牌也在入局，比如习酒、青花郎等也加强了在安徽市场的布局，进一步加速安徽白酒市场产品结构升级。

图 49：徽酒市场当前大众消费带位于 100-300 元



资料来源：酒食汇公众号，天风证券研究所

表 6：当前安徽白酒市场价格带分布

价格带	产品定位	市占率	代表品牌	代表产品
800 元以上	高端	10%	茅台 五粮液 泸州老窖 郎酒 习酒 古井贡酒 剑南春 洋河大曲 泸州老窖	53° 飞天茅台 第八代五粮液 国窖 1573 青花郎 君品习酒 古 26 剑南春系列 梦 6+ 泸州老窖特曲
300-800 元	次高端	15%	习酒 金沙窖酒 古井贡酒 口子窖 迎驾贡酒	窖藏 1988 摘要 古 20 口子 20、兼香 518 洞藏 20/16
100-300 元	大众消费	40%	古井贡酒	古 5/7

			口子窖 迎驾贡酒 牛栏山 老村长 汾酒	口子 6/10 洞藏 9/6 牛栏山系列 老村长系列 玻汾系列
100 元以下	低端	35%		

资料来源：酒食汇公众号，佳酿网，酒说公众号，天风证券研究所

3) 从竞争格局及龙头演变看，徽酒四大品牌市占率达 7 成，省内竞争激烈，二十年龙头更替，早期口子窖打造领先势头，古井贡酒多元化发展拖累，调整期后以复兴之路稳扎稳打，金种子引领古井放量增长，龙头地位逐渐稳固。

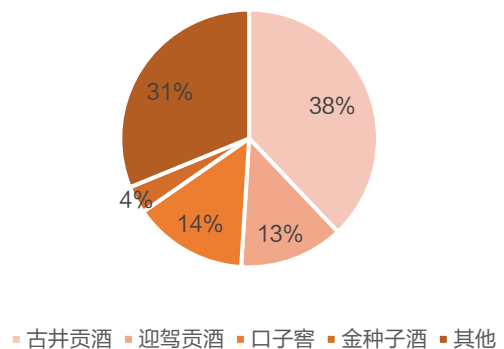
作为中国白酒的强势产区之一，安徽产区诞生了古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒等一批知名白酒品牌。据佳酿网，安徽消费者对本土产品认可度高，外省品牌难以打入安徽市场，在业界产生了“东不入皖”的说法。徽酒品牌里，古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒和金种子酒“四杰”占据 69% 的市场份额，其中古井贡酒独占 38%，大于其他“三杰”之和。

图 50：徽酒“四杰”地理位置



资料来源：wind，天风证券研究所

图 51：2021 年四家徽酒上市公司营收与安徽省白酒市场份额之比



资料来源：云酒头条公众号，wind，天风证券研究所

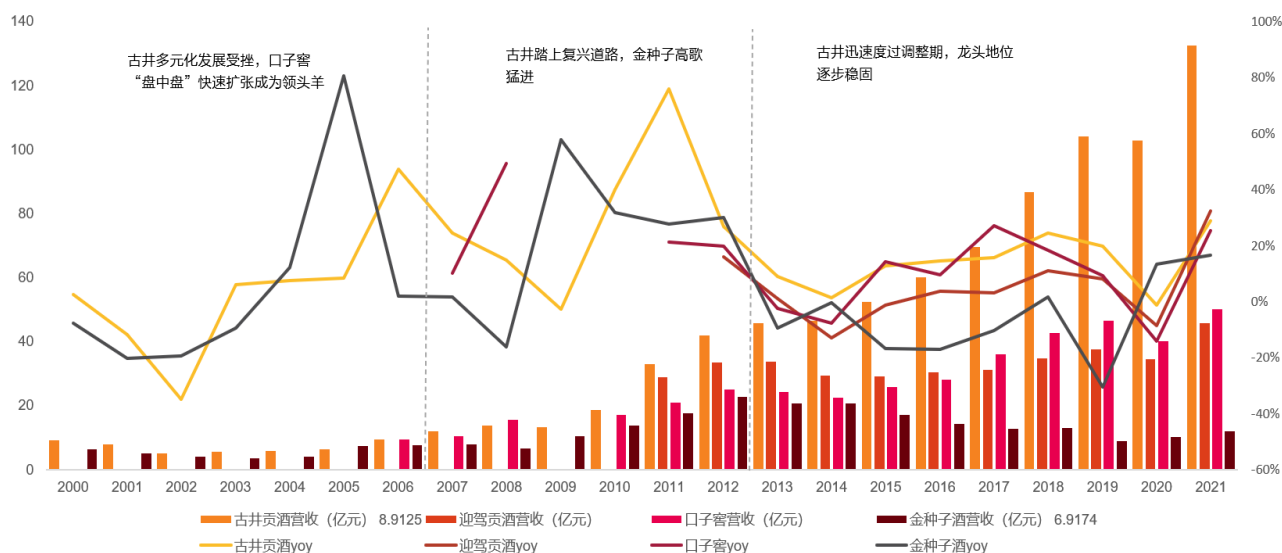
回顾过去二十年徽酒龙头变迁过程，徽酒竞争异常激烈，近年来东不入皖的现象有所改善，省内白酒市场扩容逐步吸引了省外一线名酒的加入，但安徽酒市仍以地产名酒为主：

2000 年-2006 年：口子窖领头，古井多元化发展受挫。口子窖称得上是 2000 年以来行业渠道营销模式的开创者和引领者，其通过“盘中盘”模式抓住核心消费者，实现快速扩张，使得更多白酒企业开始研究、效仿口子窖的营销模式。反观古井贡酒，其曾在 90 年代风靡全国，出品的五年陈酿、十年陈酿受到极大关注，但由于 90 年代末期开始，古井走上酒业、酒店、房地产、金融、旅游等多元化发展路线，白酒主业直接受到影响，开始由强转弱。

2007 年-2012 年：古井踏上复兴道路，金种子高歌猛进。2007 年之后，古井提出了“重塑中国美酒精神”计划，率先在全国推出“极限制造”理念。随后三年古井走出发展低谷，并在 2010 年确立了自己的“跨越式发展”规划。金种子在 2005-2006 年的产品结构调整之后，2007-2009 年以每年 50% 以上的速度增长，且于 2009 年在资本市场上的表现突出。

2013 年至今：古井迅速度过调整期，龙头地位逐步稳固。“八项规定”出台限制三公消费成为行业分水岭，古井从 2014 年年中开始，基本面就已率先见底，2014 年业绩增速领先其他“三杰”，成功穿越周期。随后，古井业绩进入快速增长阶段，2019 年营收突破百亿大关，直至 2021 年，古井省内市占率明显高于徽酒四杰中其他酒企。

图 52：“徽酒四杰”历史营收情况

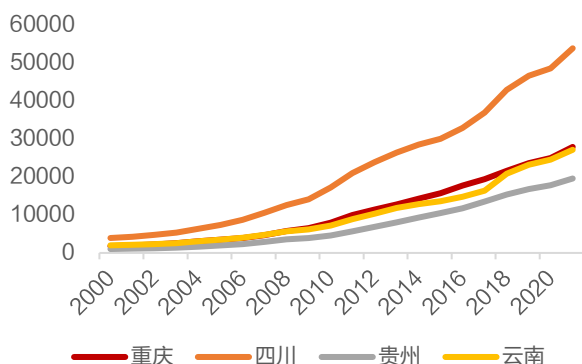


资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 西南：川贵打造白酒行业领头羊，一浓一酱创新发展

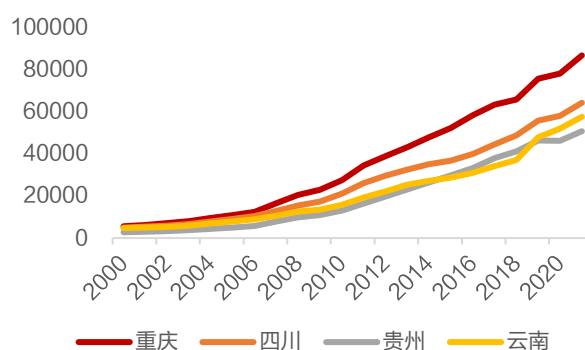
四川盆地承载了千年酿酒历史，白酒金三角诞生众多名优酒企，为酿酒最佳产区。西南地区包含重庆市、四川省、贵州省、云南省共四个省市。西南地区具有全国酿酒不可多得的自然地理条件，四川盆地最为突出。四川盆地提供了独有的微生物条件，受益地、水系、纬度、农作物等诸多因素影响，具有白酒生产得天独厚的优势，因此，中国白酒金三角诞生于此。四川盆地拥有上千年的酿酒史，酒文化博大精深，具有发展白酒的优势和条件，是中国发展白酒产业最为理想的地区。经过多年的发展，无论是品牌，还是生产技术上在国内、国际堪称首屈一指，素有“川酒甲天下”的美誉，被行业认为“最大的产业集群、最大的品牌群、最大的产能群、最好的政策洼地”，并以五粮液为代表的浓香型白酒为主。而在金三角的另一侧，赤水河畔诞生了当前中国市值最高的白酒企业——贵州茅台，成为酱香型代表。一浓一酱的代表作为中国白酒行业的领军产品，为当地经济增长贡献了较大力量，在四川和贵州政府的政策推动下，推动浓香和酱香跨步前进。因此，我们在西南地区选择四川和贵州二省对白酒行业进行具体分析。

图 53：西南地区 2000-2020 年 GDP（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 54：西南地区 2000-2020 年人均 GDP（单位：元）



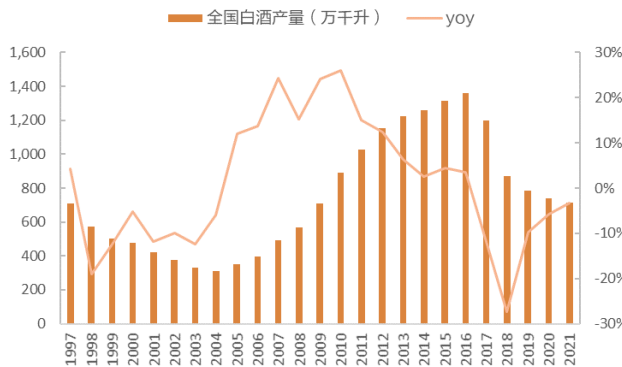
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.3.1. 四川：政策发力支柱产业川酒甲天下，浓酱双轮驱动，五粮液保持龙头地位

1) 从宏观经济背景看，川酒是四川经济的支柱产业之一，全国白酒产量下降的大趋势下仍产量维稳位居全国第一，居民消费水平提升拉动白酒市场升级，在政府的高度重视及世界级产区的优势政策规划下，川酒行业前景广阔。

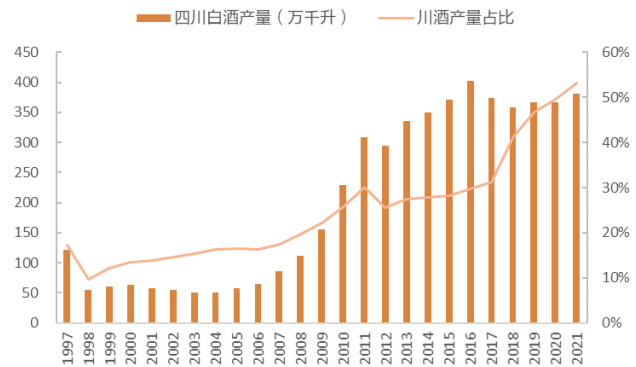
白酒产量&规上企业营收位居全国首位，为四川省经济发展重要引擎。近年全国白酒产量下降，川酒产量维稳，占比显著提升。自 2016 年来，白酒行业整体因受到“禁酒令”、人们白酒消费观念的改变以及疫情等影响，全国总体产量呈现下降趋势，由 2016 年的 1358.36 万千升下降至 2021 年的 715.60 万千升，跌破 1000 万千升。四川省重要经济推手的白酒产业，产量在行业整体下降的大趋势下维持稳定，近 5 年产量大体维持在 360-400 万千升之间，2017 年-2021 年，四川省白酒产量占比分别为 31.23%、41.13%、46.67%、49.63%、53.27%，产量占比由 2016 年的 29.64% 近乎成倍增长至 53.27%，位居全国第一，从产量上展现“世界白酒看中国，中国白酒看四川”，我们认为这主要是因为川酒名优酒企居多，在白酒行业集中度提升的情况下，川酒竞争优势明显。

图 55：全国白酒产量及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

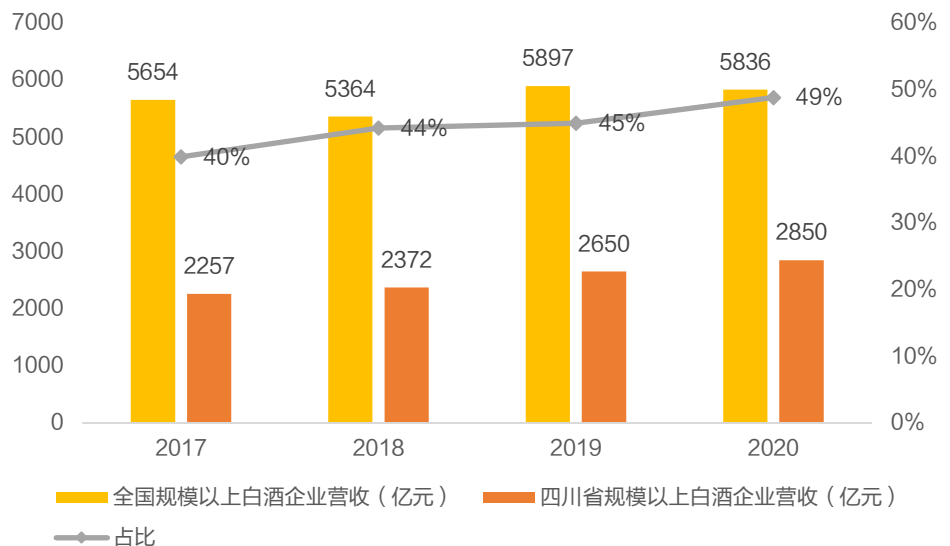
图 56：四川省白酒产量及占比



资料来源：wind，天风证券研究所

另一方面，白酒是四川支柱产业，据佳酿网，2016 年至 2020 年，四川规模以上白酒企业营收逐步增加，由 2176 亿元增加至 2850 亿元，占全国规模以上白酒企业营收的比例由 35.53% 提升至 48.82%，几乎占据全国白酒市场半壁江山。2021 年，四川的食品饮料产业成为继电子信息产业之后的第二个“万亿级”产业，而川酒行业的营收占到食品饮料产业的 1/3，扮演了举足轻重的地位，是四川省食品饮料产业发展的重要引擎。

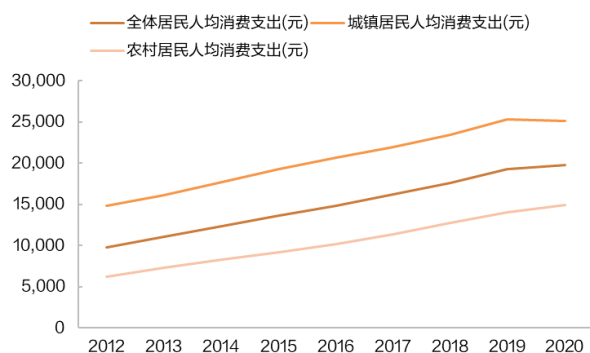
图 57：四川省规模以上企业营收增加及占比提升



资料来源：wind，四川省人民政府官网，天风证券研究所

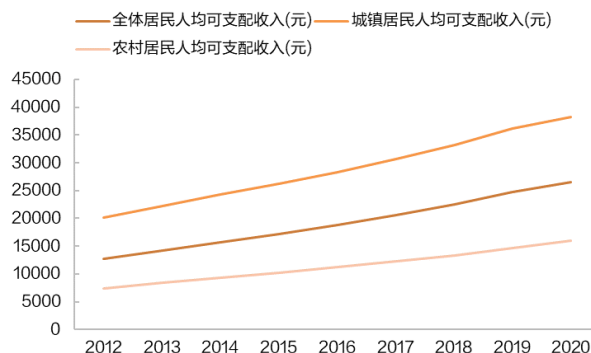
整体消费升级拉动白酒需求升级，中高端白酒需求上行。四川省从全体居民、城镇居民、农村居民三个维度看，其消费支出及可支配收入均呈现上升趋势，全体、城镇、农村居民消费支出由 2012 年的 9837 元、14824 元、6265 元增长至 2020 年的 19783 元、25133 元、14953 元，全体、城镇、农村可支配收入由 2012 年的 12753 元、20180 元、7432 元增长至 2020 年的 26522 元、38253 元、15929 元，增长幅度保持大体稳定。全省居民可支配收入增加，消费端表现为四川居民食品烟酒方面的人均支出高于全国平均水平，且差距有拉大的趋势，反映出川酒的消费升级趋势，拉动四川省中高端白酒需求。

图 58：四川省居民消费升级



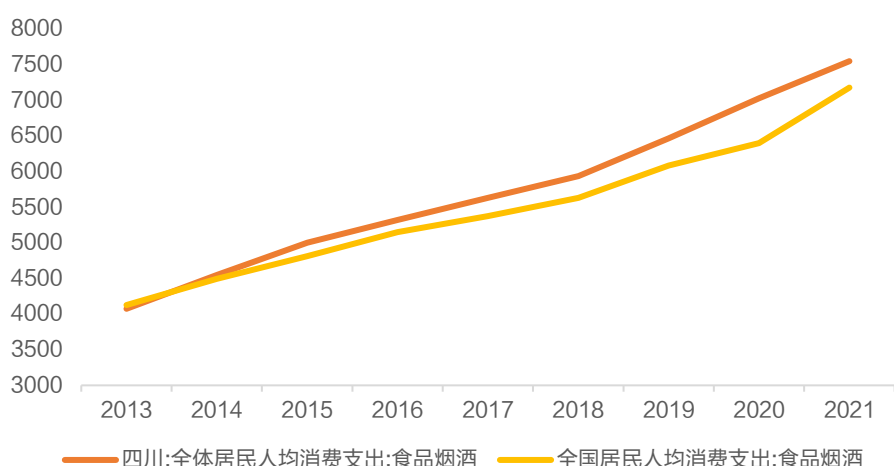
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 59：四川省居民收入增加



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 60：四川省居民食品烟酒方面的人均支出（元）高于全国平均水平



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

“世界级”产区规划+“浓酱双优”发展优势，政策驱动下前景广阔。川酒是四川省经济发展的重要驱动力，2020 年川酒营收在四川省 GDP 中占比达 5.9%，四川省也高度重视川酒的发展，2021 年作为川酒承上启下的重要年份，四川省将白酒纳入四川经济发展蓝图重点培育，打造两大“世界级”，即“建设世界级白酒产区”、“打造世界级优质白酒产业集群”，向世界级白酒企业和世界级品牌看齐，打造中国白酒新名片。而 2021 年 6 月四川省人民政府办公厅发布《推动四川白酒产业高质量发展的若干措施》提出，发挥全国浓香型白酒强省和唯一的“浓酱双优”省独特优势，依托长江上游优质浓香白酒核心区和赤水河流域酱香酒谷，优化区域产业链布局，提升产业协作水平。我们认为川酒凭借自身实力以及政府支持，有望在“十四五”再上一个台阶。

表 7：四川省白酒发展相关政策

时间	文件	具体内容
2021 年 3 月	《四川省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	壮大世界级白酒产业集群
2021 年 4 月	《中国酒业“十四五”发展指导意见》	明确“十四五”中国酒类产业 13 个主要目标
2021 年 6 月	《推动四川白酒产业高质量发展的若干措施》	深入白酒供给侧结构性改革，打造全国白酒产业链示范区，构筑世界级优质白酒产业集群新优势
2021 年 8 月	《川南经济区“十四五”一体化发展规划》	打造世界级优质白酒产业集群、建设世界级白酒产区

资料来源：四川省人民政府官网，四川省发展和改革委员会官网，央视网，天风证券研究所

2) 从市场特点看，四川拥有浓香不可多得生态资源和配套资源优势，近年来酱香规模逐渐壮大，成为川酒新的中坚力量，“浓酱双优”奠定川酒高质量发展格局。

四川浓香白酒产业地域生态资源突出，区位优势凸显。四川盆地本身就是一个天然的酿酒大窖池。据川酒发展研究中心介绍，中国白酒金三角核心区域的长江（宜宾-泸州）、岷江（宜宾段）、赤水河流域，气候温湿，水量充沛，常年平均气温在 15-18.3℃ 间，降雨量高达 1200 毫米，相对湿度 81-85%。这样的气候条件特别适合酿酒微生物的生长，加上丰富的水系带来的优质水源，以及优质土壤中生长而成的高粱等酿酒作物，使得四川白酒产业生态酿酒体系独一无二。而在浓香酿造工艺最为关键的窖池资源方面，四川仅“中国白酒金三角”核心区就拥有酿酒窖池 34000 余口，其中 100 年以上窖池 1600 余口，20 年以上窖池 14400 余口，丰富且优质的窖池资源奠定了四川浓香白酒的领先地位。

酱香规模壮大，成为川酒新的中坚力量。据佳酿网，2021 年，全国酱酒产能约 60 万千升，其中贵州产区 35 万千升以上，四川达 25 万千升以上，其他酱酒产区合计 5 万千升左右，川酱成为贵酱之外的第二大酱酒生产中心。目前川酱的产能主要集中在泸州、宜宾、遂宁、大邑、邛崃等地，基本位于四川优势产区，孕育了郎酒、潭酒、川酒集团酱酒公司等酒企，另外宜宾产区和成都产区的酱酒生产也在进行中。泸州古蔺产区与茅台同处赤水河 49 公里核心酿酒区，尤其是以二郎镇、太平镇、茅溪镇为核心的赤水河谷区域，具有独一无二、不可复制的气候条件、河水资源、土壤环境和微生物群，成为四川省优质酱酒产区。由于川酱与贵酱同处于赤水河酱酒核心产区，保证了酱酒的品质，因此，川酒在酱香方面的发展大有可为。

图 61：“中国白酒金三角”核心区



资料来源：黄桷树财经公众号，天风证券研究所

图 62：泸州老窖国宝窖池



资料来源：泸州老窖官网，天风证券研究所

3) 从竞争格局和龙头演变看，省内“2+4”“6+10”构成川酒浓香产业集群和竞争格局，上市企业中五粮液稳居龙头引领川酒繁荣发展，为其余浓香白酒品牌创造价值增长空间。

“2+4”是指川酒的产区矩阵，其中“2”指泸州、宜宾两大世界级优质白酒产业集群，“浓香鼻祖”泸州老窖、川酒龙头五粮液分别出自这两个产区，2021 年两大产区规模占全省 83.5%，白酒产量占 72.1%；“4”指四个全国优势白酒产区，分别包括成都、德阳、遂宁、自贡，2021 年 6 月发布的“川酒十二条”内，首次将遂宁和自贡定位于优势白酒产区。“6+10”指川酒品牌矩阵，五粮液、泸州老窖、郎酒、剑南春、舍得酒业、水井坊素有“6 朵金花”之称，而丰谷、仙潭、文君、金雁、三溪、古川、小角楼、叙府、江口醇、玉蝉等特色中小企业构成了川酒“10 朵小金花”，“2+4+6+10”整体构成川酒产业格局与川酒实力担当。

表 8：2021 年四川白酒各产区营收及主要品牌

产区	宜宾产区	泸州产区	德阳产区	遂宁产区	成都产区
营业收入 (亿元)	1635.0	1085.6	213.2	57.2	54.4
主要品牌	五粮液、金 雁酒、叙府 酒	泸州老窖、 郎酒、玉蝉 酒、三溪酒	剑南春	沱牌、舍得	丰谷酒、文 君酒、水井 坊、全兴大 曲

资料来源：天府对冲基金协会公众号，天风证券研究所

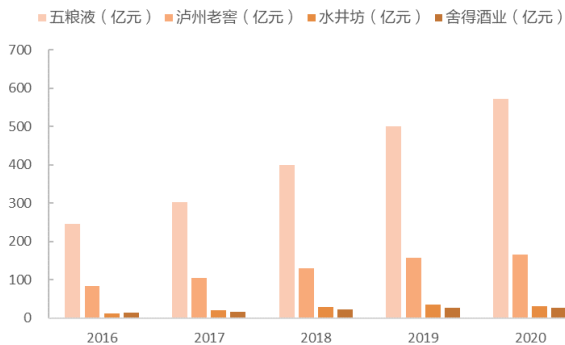
图 63：四川省“六朵金花”



资料来源：名酒招商网公众号，天风证券研究所

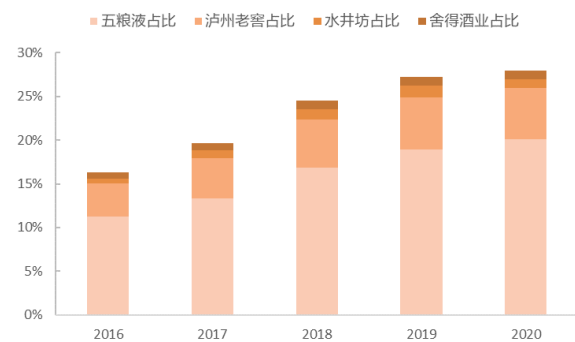
五粮液领头，川酒共同繁荣。放眼四川省，就省内四家白酒上市企业而言，从营收角度而言，纵观川酒发展历史，五粮液一直位居第一，且近年来营收增速较快，整体规模遥遥领先于其他三家上市白酒企业。从市场占比角度而言五粮液市场份额居于领头地位且逐年上升，泸州老窖紧随其后。五粮液作为高端白酒具有明显的市场引领作用，其价位决定了其余浓香白酒品牌的价位增长空间，自 2014 年起，五粮液整体批价呈上行趋势，直至 2022 年保持在 960-980 元左右，为其他川酒价增提供提价机会，通过五粮液自身的影响力，促进川酒共同繁荣。

图 64：四家上市川酒营收情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 65：四家上市川酒营收占比情况



资料来源：wind，四川省人民政府官网，团酒公众号，酒说公众号，天风证券研究所

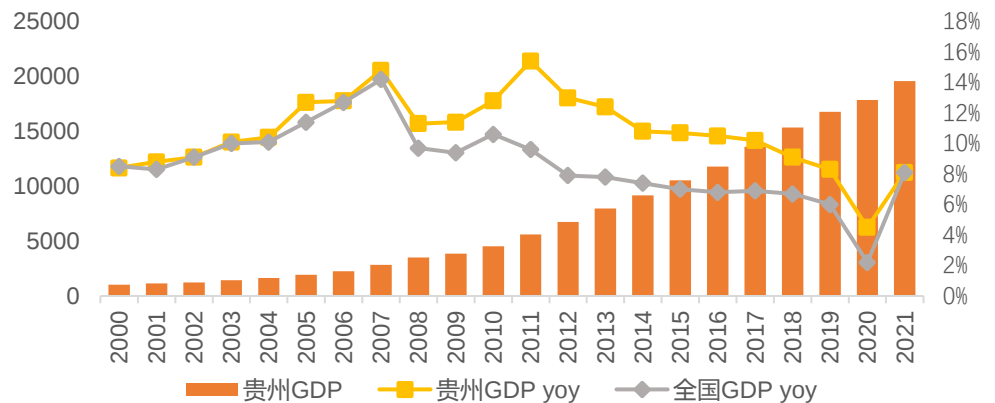
2.3.2. 贵州：酒企“一超多强”，酱酒氛围铸省内护城河，高端茅台为王中低端百花齐放

1) 从宏观经济背景看，受益于传统各行业快速发展及新兴产业转型持续深化推进，贵州省地区发展水平及增速领先，带动白酒市场需求和消费水平双提升。

贵州经济高速发展，GDP 增速高于全国。2008 年以来，贵州经济增长一直保持全国前列，2011 年贵州经济创下历史新高，GDP 增速达到 15%，高于全国 5.8 个百分点。2012 年至 2021 年间，贵州 GDP 增速平均为 9.76%，全国 GDP 增速平均为 6.68%，贵州 GDP 增速高出全国 3.08 个百分点，经济增长遥遥领先。贵州经济高速增长得益于传统行业快速发展，煤、酒、烟、电四大产业是贵州的支柱产业。此外，受益于我国西部大开发战略布局的持续推进，贵州省活跃的基础设施投资促进了地区经济发展。2017 年贵州省固定资产投资 1.53 万亿元，较 2016 年增长 20.1%，远超其他省市区。其中，2017 年贵州基础设施投资 6757.29 亿，较 2016 年增长 25.5%，远高于工业固定资产投资和房地产固定资产投资。在过去几年较高的基础设施投资建设后，较为完善的铁路网络吸引了产业转移，大数据产业是其中亮点。大数据与实体经济深度融合，推动了贵州三次产业转型升级，十三五期间，贵州大力发展大数据产业，成为全省市场主体增长最快的领域。随着贵州持续谋求产业转型，重点发力医药制造业、计算机、通信等新兴

产业，地区发展水平不断提高，带动地区人才流入和收入水平的提升，白酒市场需求和消费水平有望持续提高。

图 66：2000-2021 年贵州省 GDP（万亿）及增速



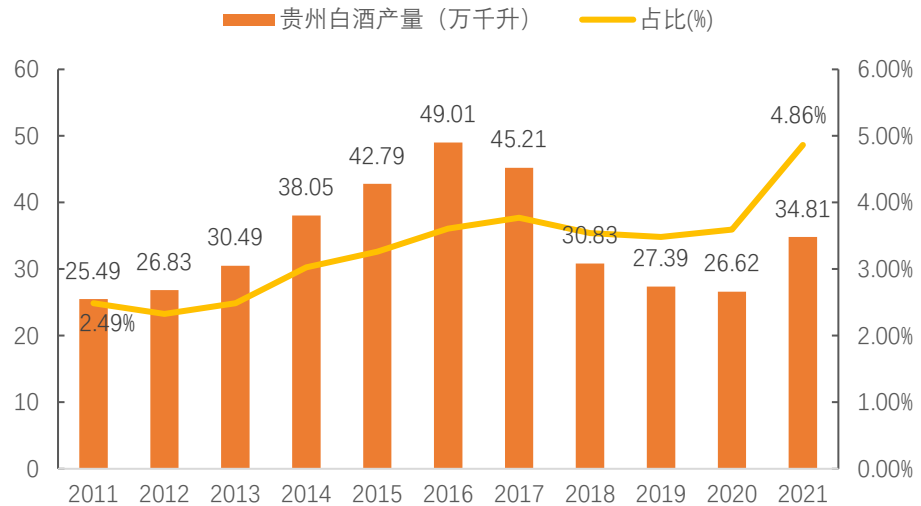
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

贵州白酒酱香市场独大占比超九成，区域整体产量占全国比重持续上升，浓香、兼香、清香等香型获一定发展空间，名优酒企持续收购合并茅台镇小酒企业，产值提升打开广阔市场空间。

贵州白酒消费市场酱香酒独大，消费者品位较高，购买决策理性化。由于贵州是酱香型白酒的发源地，贵州人有着与生俱来的酱香酒情怀，主导香型是酱香型。2018 年贵州省酱香型白酒消费占比已超过 90%，随着消费不断升级，酱香型白酒消费者群体也在不断扩大。清酱型酒代表人民小酒营收已经达到 3 亿左右，具备一定市场规模。相比之下，浓香型的贵州醇、湄窖、鸭溪窖、平坝窖，以及兼香型的匀酒在酱酒热潮下呈明显萎缩状态。从消费者角度看，贵州白酒消费者更酒的质良、口感及知名度，他们都具有一定的酒知识，饮酒和消费酒的品位较高，指定品牌购买率高，对自己喜爱的品牌忠诚度高，整体白酒消费偏理性。

贵州白酒产量占比持续上升，酱酒热降温后茅台镇小酒企业被名优酒企收购合并，助力产能进一步释放。2011 年贵州白酒产量占全国白酒产量比重为 2.49%，2021 年增长至 4.86%。凭借当地酒企的全国化布局，贵州白酒以较小产量贡献了较大产值，2021 年全国白酒销售收入为 6033.48 亿元，贵州白酒以其 4.86% 的产量取得了全国白酒 26.02% 的产值，其中全国酱香型白酒营业收入为 1900 亿元，贵州以 1570 亿元营收占全国酱酒产值的 82.63%。近年来，随着酱酒热潮逐步降温，茅台镇的小酒企逐渐被名优酒企收购合并，2019 年上海贵酒收购仁怀高酱酒业有限公司，2021 年海南椰岛与糊涂酒业共同出资设立子公司打造酱香型白酒品牌，2022 年舍得酒业牵手夜郎古酒业正式进军酱酒，初具规模的茅台镇酒厂的合并加入彰显名优酒企对产品产能打造的“基本功”的重视，以收购之势合并产能，形成有效补充。

图 67：2011-2021 年贵州省白酒产量及占比



资料来源：Wind，贵州省统计局，酒业家公众号，天风证券研究所

3) 从竞争格局和龙头演变看，贵州本土市场地产酒独大，呈现“一超多强”竞争格局。高端市场茅台为王，中低端市场百花齐放，近年来本土酒中习酒、国台、金沙三家发展领先、各具特色。

贵州市场头部和大品牌集中势头明显，随着茅台的品牌溢出效应，酱香型酒企迎来快速增长，呈现出“一超多强”的局面，四大梯队齐头并进。千亿酱酒龙头茅台处于贵州白酒的第一梯队。第二梯队的习酒通过全面的产品线广泛布局贵州各大渠道，依靠走量成为市场霸主。第三梯队品牌主要包括国台、金沙、珍酒、贵州醇等。金沙定位于 200 元以下的中低价位，目前已稳居“探花”位置；珍酒作为后起之秀，近几年在省内增加了 80% 以上的营收，目前主要布局于遵义、贵阳和安顺等重点市场。第四梯队则为青酒、安酒、鸭溪、匀酒等地方性知名品牌。但省内白酒消费目前逐渐呈现向头部和大品牌集中的趋势，茅台、习酒等占据了本土的大部分市场份额，基本处于垄断地位，其中茅台销售收入占据贵州白酒行业的 80%。小型地产酒品牌由于发展战略上的问题导致集体失声和业绩下滑，给“外来势力”以可乘之机。在茅台、习酒难以完全覆盖的小酒市场上，江小白、歪嘴郎、泸小二等外来中小酒企重点布局大众餐饮消费场景，避免与地产名酒正面竞争。除此之外，省外白酒如五粮液、汾酒、剑南春等品牌在贵州省市场份额较小，发展速度相对缓慢。

表 9：贵州省地产酒“四大梯队”

梯队	主要品牌
第一梯队	贵州茅台
第二梯队	习酒
第三梯队	国台、金沙、珍酒、贵州醇
第四梯队	青酒、安酒、鸭溪、匀酒

资料来源：乐酒圈公众号，天风证券研究所

高端市场茅台垄断，中低端市场百花齐放。分档次看，贵州高端酒市场几乎由茅台一家垄断，占据绝大部分市场份额，贵州茅台作为中国白酒龙头企业，多年来业绩表现持续优异，以 2021 年 1094.64 亿元的总营收占全国白酒总销售收入的 18.14%，体现超强龙头地位。贵州次高端酒市场主要包括习酒、金沙酒、钓鱼台、国台以及赖茅、汉酱等部分茅台产品系列，其中，习酒占据 600-700 元价格带主导地位；中端市场金沙酒占据主导地位，除此之外，茅台王子酒、迎宾酒等茅台系列酒以及习酒仍占据一定的市场份额；低端市场泸小二、江小白、劲酒等外来品牌占有一席之地，此外还包括其他贵州地产酒。

表 10：贵州省白酒品牌价格带

所处水平	价格带	省内品牌	省外品牌
高端酒	800 元以上	飞天茅台、君品习酒、金沙摘要、国台	青花郎
次高端	300-800 元	金沙回沙酒 15/20、习酒窖藏 1988、钓鱼台国宾酒、国台国标酒、金钻习酒、赖茅、汉酱	红花郎
中端	100-300 元	银钻习酒、金/银质习酒、习酱、老习酒、青酒、金沙回沙酒 8/10、安酒、茅台迎宾酒、珍酒珍品、茅台王子酒、金沙仁酱、金沙酒珍藏 9	
低端	100 元以下	红习酱、老珍酒、珍酒珍藏酱香、湄窖酒、鸭溪窖酒、平坝窖酒、安酒、金沙酱酒三星/五星	泸小二、江小白、劲酒、小郎酒

资料来源：乐酒圈公众号，天风证券研究所

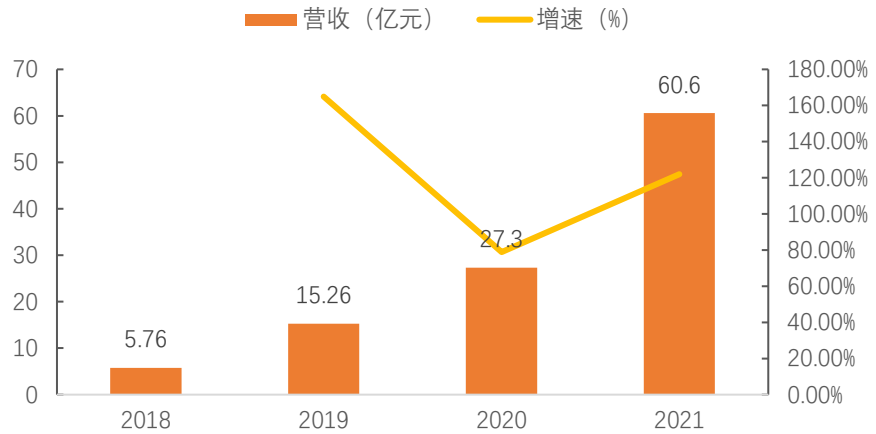
贵州的白酒企业中，除茅台之外，习酒、国台、金沙三家酒企在本地酒的发展中遥遥领先。贵州省意在鼓励并发展壮大当地的龙头企业，除茅台外，重点发展上述三家企业，力争将其发展成较高营收规模的上市公司。

习酒：差异化竞争策略+品牌升级提高行业地位，省内市场份额占优，省外市场同步表现优异。习酒作为一家老牌企业，至今已经历 70 年的发展，在最近十年开启了高速发展进程。2010 年前后的酱酒市场中，茅台定位千元以上的价格带，其他酱酒品牌主要争夺 300 元以下的市场空间。习酒采取差异化发展策略，锚定 300-1000 元价格带区间发展公司产品系列，如推出窖藏 1988 系列。目前公司仍然主推窖藏 1988 作为公司的核心大单品，不断进行产品结构升级与品牌升级。2022 年，公司发布全新战略定位“习酒，大师与时间的杰作——高端酱酒领先”，锚定高端酱酒赛道，卡位高端酱酒。习酒在注重品质的基础上，充分利用产品的品质优势，提高公司品牌定位，并夯实公司在高端酒领域的行业地位，打造第二个高端酱酒领先品牌。习酒在贵州省内是毫无争议的第二品牌，在省外白酒市场也表现优异。2017 年习酒省外营收占比 47.98%，2018 年达 55.66%，到 2019 年上半年增长至 64%。其中，河南市场是习酒最大的省外市场，2018 年时贡献营收 7.21 亿元，河南的省会郑州销售收入超 2 亿元。

国台：产品矩阵完善，追求高质量发展。国台是贵州省本土酱香酒中的知名品牌之一。2022 年，国台的品牌价值约为 1500 亿元，位列中国白酒品牌第十名，贵州白酒品牌第三名。其产品序列主要包括国台酱酒、国台国标、国台十五年、国台龙酒等，此外还有国台国礼系列（经典版、精装版、辛丑牛年珍藏等）以及建厂二十周年纪念酒等，产品矩阵完善。国台以追求高质量发展为目标，坚持做好以消费者为中心，不断提高产品品质。2022 年，国台不断拓展宴席市场，并增加线下核心终端门店，不断增强品牌知名度与市场地位。

金沙酒：近年来发展迅猛，双品牌战略并驾齐驱，“三个强化”的品牌策略实现快速稳健增长。2021 年公司营收 60.6 亿元，同比增长 121.98%，其中超级大单品摘要酒品牌营收 37.6 亿元，贡献超过 50% 的营收。金沙酒的双品牌战略主要包括金沙回沙酒与摘要酒两个产品系列。其中金沙回沙酒覆盖高中低价格带；摘要酒定位高端系列，提升金沙酒高端白酒市场知名度。在品牌策略方面，金沙遵循“三个强化”：强化产区品牌，将金沙酒的产区优势作为发展的金字招牌；强化文化品牌，即公司“为美好生活酿造”的使命；强化双品牌发展策略，持续重点发展摘要酒品牌，将其打造成具有影响力的高端酱酒品牌。通过向外塑品牌，辅以上提品质，向下扎市场，向内强管理，金沙酒有望冲刺百亿目标，实现快速稳健增长。

图 68：2018-2021 年金沙酒营收及增速



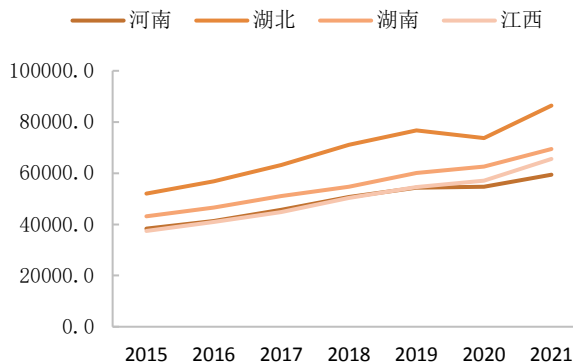
资料来源：贵州山水摘要酒公众号，天风证券研究所

2.4. 华中：经济稳健上行，白酒消费韧性强劲

华中地区各省份经济发展态势良好，经济稳健上行。2015-2021 年，华中地区人均 GDP 整体呈现明显上升趋势。其中，湖北省人均 GDP 领先，2021 年湖北省/湖南省/河南省/江西省人均 GDP 分别为 86416 元/69440 元/59410 元/65560 元。与 2020 年相比，各省人均 GDP 均有显著增加，人均 GDP 增速均提高。2015-2020 年，湖南省、江西省规模以上工业企业数量呈增加趋势，河南省/湖南省/湖北省/江西省 2020 年规模以上工业企业数量分别为 19803 个/18239 个/15708 个/14341 个。疫情之下各省经济有序恢复，防疫政策优化后各省经济有望迎来复苏，华中地区经济整体稳健上行。

华中地区各省份人均可支配收入和人均消费性支出均呈增加趋势。2015-2019 年，湖北省人均可支配收入一直处于领先地位，受疫情影响，2020 年下滑明显，但 2021 年恢复较快，增速达到 10.6%，在华中四省中居于首位。2021 年，湖南省/湖北省/江西省/河南省人均可支配收入分别为 31993 元/30829 元/30610 元/26811 元。受疫情影响，湖北省、河南省 2020 年人均消费性支出均有缩减，江西省、湖南省 2020 年人均消费性支出的增速下降。但各省在 2021 年均有明显提升，弥补了 2020 年的缺口。其中，湖北省人均消费性支出增速达 23.9%，位居第一。随防疫政策优化，经济形势稳健向好，华中四省白酒消费有望出现消费升级的趋势，对白酒行业产生一定的积极影响。

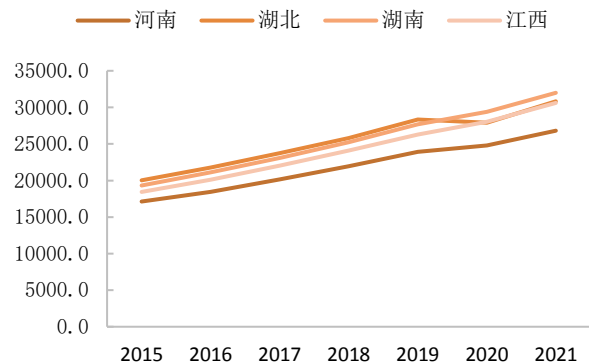
图 69：华中地区 2015-2021 年人均 GDP（单位：元）



资料来源：wind、天风证券研究所

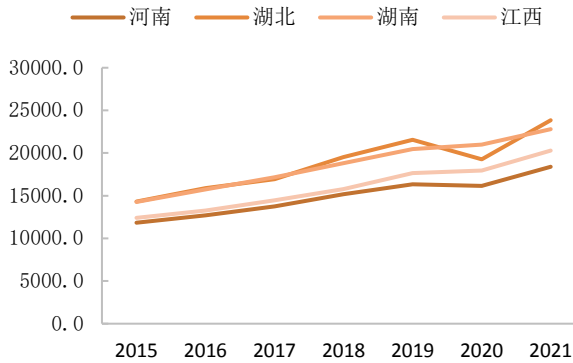
图 71：华中地区 2015-2021 年人均消费性支出（单位：元）

图 70：华中地区 2015-2021 年人均可支配收入（单位：元）

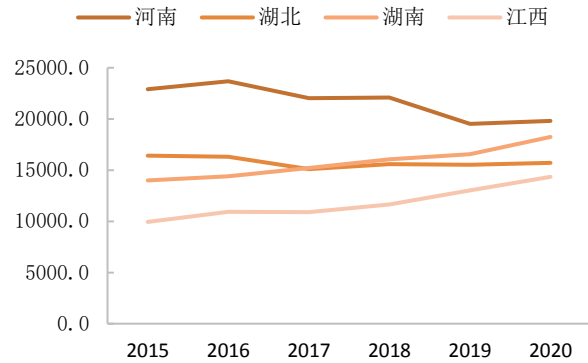


资料来源：wind、天风证券研究所

图 72：华中地区 2015-2020 年规模以上工业企业数量（单位：个）



资料来源：wind、天风证券研究所



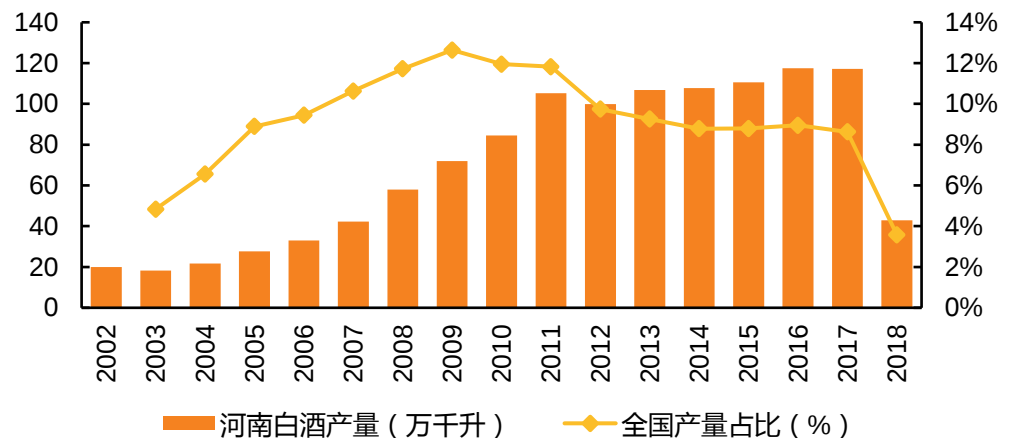
资料来源：中经网、天风证券研究所

2.4.1. 河南：酱浓兼清四分天下，地产酒衰弱趋势下品牌集中度低，产销市场待整合发力

从宏观经济背景看，河南省为白酒消费大省，是各品牌必争之地。河南享有几千年的酿酒历史，当地白酒文化盛行，根据河南省酒业协会发布数据显示，2021 年河南市场白酒消费量突破 600 亿元，市场容量位居全国前列。2021 年春节前京东大数据研究院数据显示，节前河南省白酒成交额占全省消费的 6.1%，远超全国第二名河北的 2.5%，居民对于饮白酒的习惯和喜爱为当地白酒市场的发展打下良好基础，各大名优酒企打响市场之战。

从市场特点看，河南省白酒产销量大，在全国总产量中占比较高，酱浓兼清四分天下。2012-2017 年河南省白酒产量从 99.9 万千升小幅增至 117.2 万千升，占全国产量比例基本稳定在 9% 左右。河南省是全国酱酒市场主基地，省内酱酒规模大，地位重。2021 年河南白酒市场容量 600 亿，总计销售 24 万千升，在香型上酱浓兼清四分天下，酱香/浓香/兼香/清香市场分别为 300 亿/235 亿/40 亿/25 亿，占比分别为 50%/39%/6.6%/4.1%。2022 年来因产业调整，大量酱酒品牌于 2022 年上半年被淘汰，酱酒销售下滑明显。2022 年按照销售额划分，河南省酱香、浓香和其他香型三分天下的市场格局正在形成，其中酱香和浓香的占比几近持平。

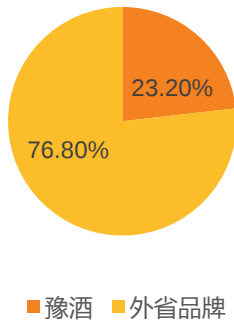
图 73：河南省 2002-2018 年白酒产量（万千升）及全国产量占比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

从竞争格局看，河南省白酒市场被省外品牌占据，豫酒中仰韶和宋河居于首位。河南省本身市场容量极为庞大，但是本地酒企没有一家强势的全国性品牌。2018 年豫酒品牌在省内市场份额只占 23.2%，剩下超过 70% 的市场被外省品牌瓜分殆尽。从 2019 年主流酒企在河南省的销售数据上看，位居前列的基本都是外省品牌，几乎垄断河南省高端白酒市场，河南已成为洋河、泸州老窖、汾酒、古井贡酒、西凤酒等知名品牌的第一大市场，宋河和仰韶是本地酒企代表，销售额在 20 亿元左右。

图 74：2018 年豫酒在省内市场份额



资料来源：乐酒圈公众号，天风证券研究所

图 75：2019 年全国主流品牌在河南省销售额

品牌	2019年销售额	品牌	2019年销售额
茅台系列	100亿左右	剑南春	15-20亿
五粮液	40亿	古井贡酒	约20亿
泸州老窖	超过30亿	宋河	20亿左右
习酒	20亿	赊店	10亿左右
洋河	超过35亿	仰韶	20亿左右

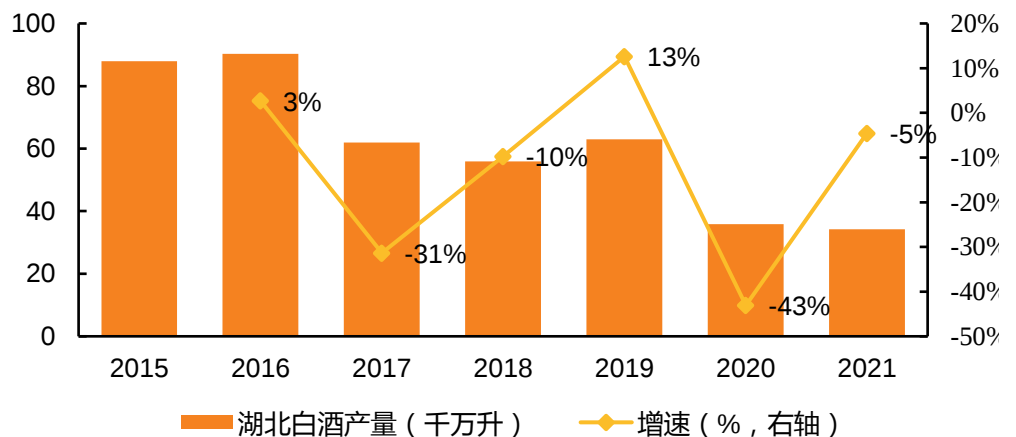
资料来源：乐酒圈公众号，天风证券研究所

河南主流价格带 100-250 元，本地酒企占据中低端市场，外省酒企引领中高端以上市场。中档价位白酒是河南白酒消费的主力消费价格带，其中 100-250 元是主流消费价位，随着近几年河南白酒消费不断升级，整体价格带向上平移。整体上看，河南省白酒消费以大众消费为主，本地品牌主导中低端和低端市场，2017 年开始河南省开始提出“振兴豫酒”战略，在此背景下，豫酒企业积极响应，短期来看取得一定成绩。同时，外省品牌不断加强市场拓展力度，茅五泸主导高端市场，洋河、汾酒、古井贡酒等在次高端和中端市场表现较好，未来将持续冲击本地市场。

2.4.2. 湖北：地产酒锚定中低端市场实力强劲，中高端市场竞争开放，打响品质之战

湖北省地产酒实力极为强劲，形成一超多强格局。2015-2021 年湖北省白酒产量分别为 87.96/90.32/61.99/55.95/63.00/35.87/34.23 千万升，近年市场容量稳居 200-250 亿元，白酒市场规模可观。湖北省地产酒实力强劲，本地白酒产地集中于宜昌、荆州、襄阳等地区，包含白云边、黄鹤楼、稻花香、枝江等主流酒企，以及石花、楚园春、关公坊等区域性地方酒企。目前湖北市场主流白酒消费品牌中，“一超”为白云边，白云边在省内市场份额最大，有着很高的影响力和认可度。“多强”为毛铺和稻花香等。白云边、枝江、稻花香等占全省产量的 50%以上，销售也占据半壁江山。

图 76：湖北省 2015-2021 年白酒产量及增速



资料来源：《湖北省统计年鉴》、天风证券研究所

地产酒主要面对中低端市场，中高端白酒竞争开放。省会武汉的白酒市场也以地产酒为主，主销价位为 100-300 元，同时部分品牌正在着力培育 500-600 元的大单品，地产酒持续推进产品结构升级和价格带上行。中高端或次高端价位以全国性名酒及其系列酒为主，竞争较为开放。省外白酒品牌占据了 300 元以上的市场份额，茅五泸在高端市场占据强势领导地位；次高端的消费价位也在顺应消费升级的趋势，各大品牌也都在中高端

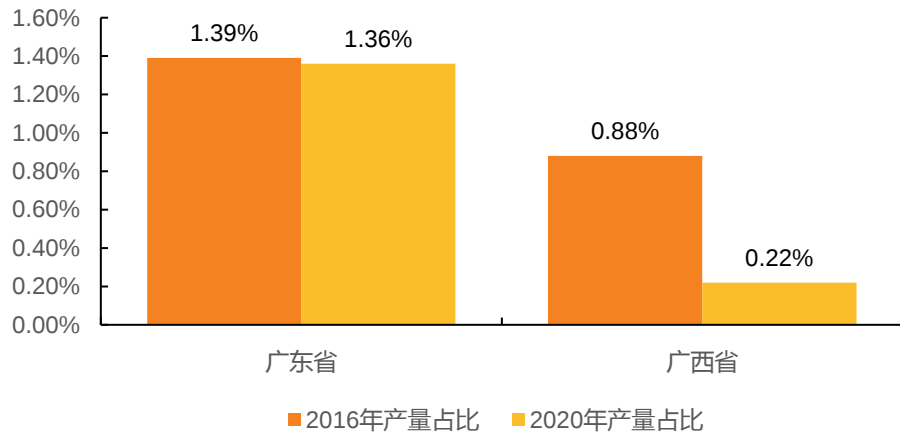
价位精耕市场、培育高端消费群体。

劲牌、白云边等地产酒品牌特点鲜明，产品品质不断升级。劲牌 2020 年因湖北整体受疫情影响销售规模出现短暂下降后，2021 年出现明显回升。同时，劲牌还在产品布局、场景创新等方面稳步布局。劲牌公司以草本年份酒为主打概念，通过持续挖掘“和”文化价值表达，讲好产品背后的故事，精准锁定中高端政商务人群，力争实现毛铺产品的结构化升级。白云边持续实施“推高推新”战略，产品线覆盖主流消费价位带，牢牢掌握住了湖北主流大众消费。同时，主力单品顺应消费升级趋势，在白云边 15 年、20 年升级成功后，持续培育白云边 1979、白云边 30 年等高端产品，享受到湖北省白酒消费升级的红利。白云边采取“分产品、分度数、分商家”运营策略，为消费者选品带来更多新意，同时进一步强化市场力量和商家资源，在品牌建设和市场份额上持续保持领先优势。据酒说公众号，黄鹤楼酒业作为湖北中国名酒代表，发展核心在于紧抓清香大势，聚焦黄鹤楼酒 IP，以产品的符号化，突出中高端清香序列的“楼”主识别符号，进一步强化“南楼北汾”的品牌诉求。

2.5. 华南：经济快速发展带动白酒消费，酱香发展势头猛烈

华南地区由于没有规模较大的酒企，各省的白酒产量均较低。广东省的酿酒历史较长，商周秦汉时期岭南酿酒活动便开始普及，两汉时期岭南地区酒产量已形成规模，元代时期米香型白酒诞生后流入广东受到追捧，宋朝时期广东酒风盛行，佛山一带酒坊林立。广东是经济大省和人口大省，人均消费水平高，酒类消费容量大，但白酒产量较小。2020 年广东省白酒产量 10.1 万吨，占全国总产量 1.4%，广西省白酒产量 1.6 万吨，占全国总产量 0.2%。以广东为代表的华南地区地产酒品牌众多，但无具有全国性影响力的品牌或产品，因而成为全国名酒必争之地。

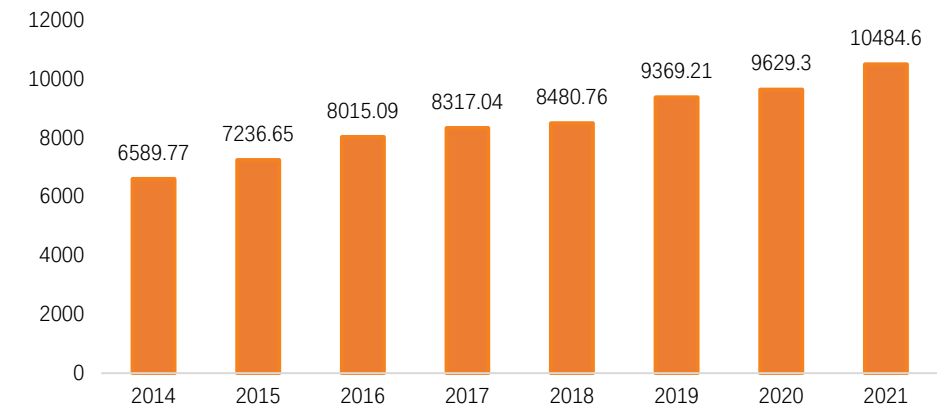
图 77：华南地区 2016、2020 年白酒产量占全国总产量比



资料来源：wind、前瞻数据库、云酒头条、天风证券研究所

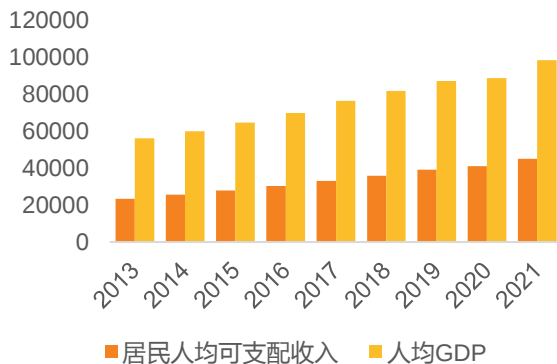
人均可支配收入和消费性支出的增加匹配地区经济发展水平上升，带动白酒消费。以广东省为例，2014 年至 2021 年，广东省人均可支配收入逐年上升，除 2020 年受新冠疫情的影响，居民消费水平有所下降，整体消费升级趋势明显。整体来看，从 2013 年到 2021 年广东省人均居民消费水平均有所上升。从居民人均消费性支出细分类别食品烟酒的统计数据上看，广东省食品烟酒支出处于逐年上升的阶段，随着我国经济水平的提升，居民消费不断上升，在食品饮料方面的投入也不断增加，这意味着以广东省为代表的华南地区在白酒中的消费有望显著提高。

图 78：2014-2021 年广东省居民人均消费性支出食品烟酒（单位：元）



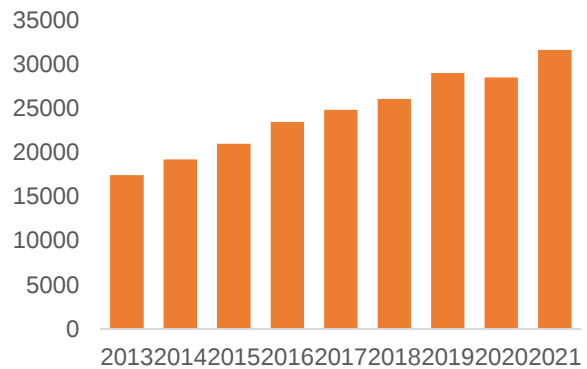
资料来源：中经网统计数据库、天风证券研究所

图 79：2013-2021 年广东省人均 GDP、人均可支配收入（单位：元）



资料来源：中经网统计数据库、天风证券研究所

图 80：2013-2021 年广东省居民人均消费性支出（单位：元）



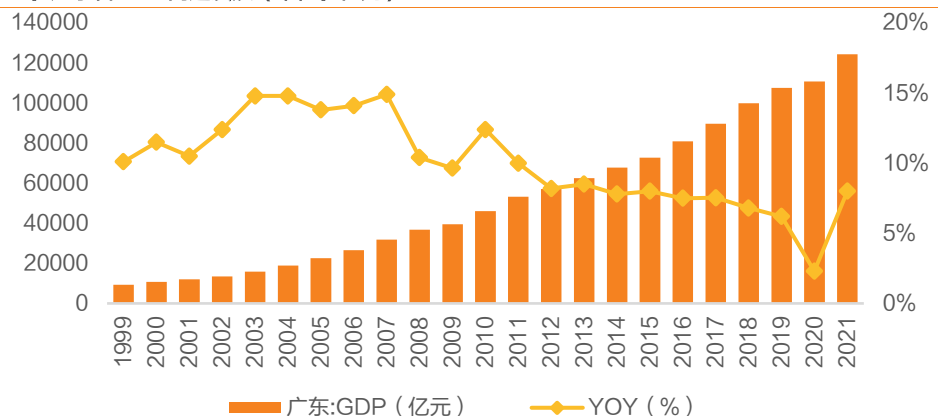
资料来源：中经网统计数据库、天风证券研究所

2.5.1. 广东：白酒产量低，为各酒企业争夺市场之地

1) 从宏观经济背景看，广东省毗邻港澳，依靠制造业等产业支持保持多年 GDP 全国第一，受地区宏观经济水平上升带动人均可支配收入上升、工业企业数量增加带动商务消费增加、房价与流动性等因素影响，白酒消费价格带上企。

广东经济的发展得益于牢固的产业基础，尤其是始终坚持“制造强省”。“十三五”期间，广东地区生产总值实现从 7 万亿到 11 万亿元的跨越，2021 年达 12.4 万亿元，连续 33 年位居全国第一。工业方面，“十三五”期间广东规模以上工业增加值由 2015 年的 2.94 万亿元增加至 2020 年 3.31 万亿元，年均增长 5.3%，形成新一代信息技术、绿色石化、智能家电等 7 个产值超万亿元产业集群。2021 年，广东规模以上工业增加值增长 9%，增速为近五年来最快，而且累计 2 万家规模以上工业企业实现数字化转型，20 个战略性新兴产业集群支撑作用凸显，增加值约占地区生产总值的 1/3。

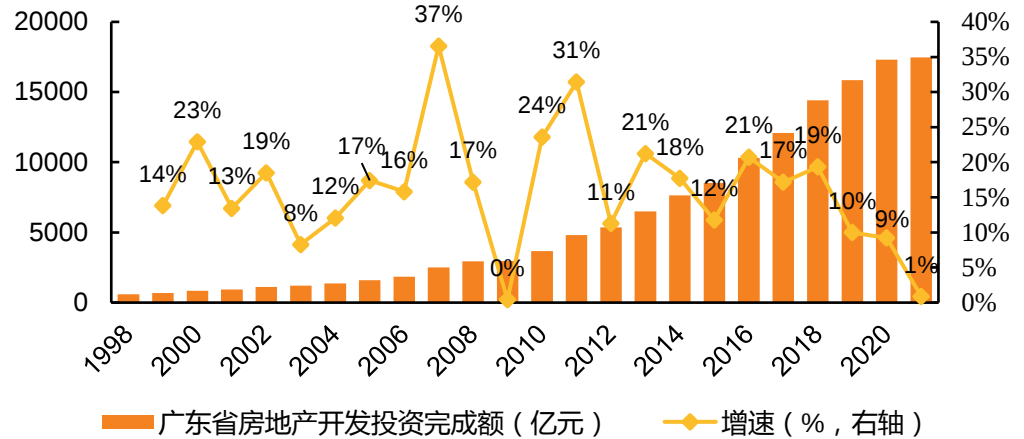
图 81：广东省 GDP 高速发展（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

广东省毗邻港澳，房地产行业发展迅猛。过去 20 年，我国地产格局分明，以广东为主的珠三角地区实力优秀。几十年间，广东省诞生了万科、保利、招商蛇口、中海、恒大、华润、碧桂园等众多强劲房地产企业。2000 年-2021 年，广东省房地产投资额从 831.15 亿元增至 17465.85 亿元，可见广东省房地产发展迅猛。

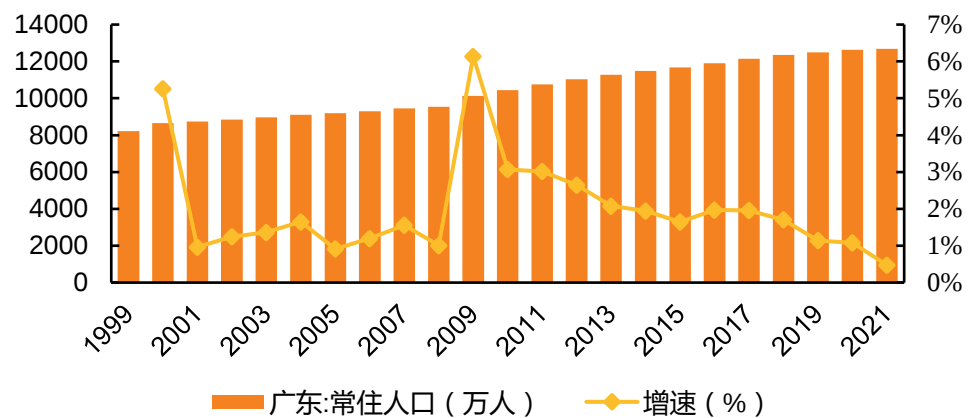
图 82：2000-2021 年广东省房地产投资额（单位：亿元）及增速（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

外来人口流动人口的增加进一步带动了白酒消费。广东省经济的迅猛发展吸引了大量外来人口，2020 年广东省常住人口外省户籍人数达到了 2962.21 万人，是流动人口最多的省份。广东省常住人口总量多年保持全国第一，流动人口总量全国第一，劳动力人口占比较高，大量务工人员可以成为白酒消费的庞大群体。

图 83：2000-2021 年广东省常住人口（单位：百万人）



资料来源：wind、天风证券研究所

2) 从市场特点看，广东白酒三十年来历经清香、浓香、洋酒、酱香多轮热潮，现以酱香为主，市场占比超五成，良好的消费环境吸引多家名优酒企逐鹿华南市场。

30 年来，广东省的白酒市场分别经历了清香、浓香、洋酒、酱香的热潮。在 20 世纪 90 年代以前，由于经济水平限制、粮食缺乏，广东省内主要消费的是粮耗低、出酒率高的清香型，以低端白酒为主。20 世纪 90 年代到 21 世纪初，随着改革开放进度的加快，生产的进步让粮食供应不足的制约因素消失，浓香型白酒开始流行，广东省的城市建设民工这一庞大的消费群体对低端白酒的需求量加大，中档白酒竞争激烈，名酒开始布局广东。21 世纪后，多个品牌打入广东诸侯混战，洋酒开始冲击高端市场。2015 年之后，随着茅台成为市值第一的白酒企业，酱酒在广东省也开始逐渐起势，声量渐大。

表 11：广东省白酒消费流行变化

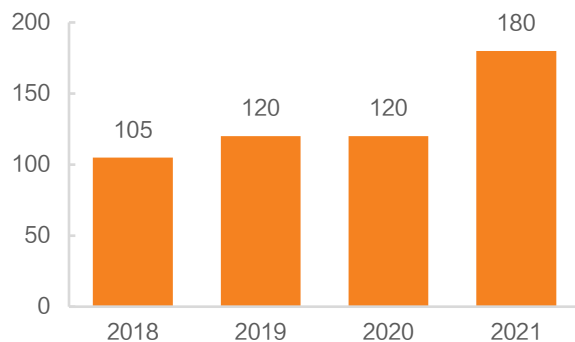
时间	消费层次	特点	主流香型	代表酒类
20 世纪 90 年代	低端白酒需求旺	粮食缺乏，流行粮耗低、出	清香型	汾酒、竹叶青等畅销，1980 年，中国

以前	盛	酒率高的清香型白酒		白酒产量约为 215 万吨，清香型白酒产量占白酒总产量的 70%左右。
20 世纪 90 年代末到 21 世纪初	低中档市场的争夺战	生产的进步让粮食供应不足的制约因素消失，清香酒的优势随之减弱，浓香型开始流行。	浓香型	广东省城市建设带来的民工低端白酒消费，九江双蒸受到追捧。中档白酒市场被小糊涂仙、百年糊涂、古绵纯、皖酒王、泰山特曲等品牌霸占。五粮液、泸州老窖、古井贡等浓香白酒主产区企业，启动了全国化扩张。
21 世纪初-2009	洋酒冲击高端市场	洋酒开始蓬勃发展，白酒、啤酒、进口酒三分广东	洋酒	2006 年春节洋酒销售明显要好于五粮液、茅台等
2009-2016	茅台带动高端市场，酱酒起势	从 2010 年开始的打击酒驾到 2011 年 5 月酒驾入刑，直接导致了广东中档价位白酒销量的整体下滑。	酱香型	茅台成为市值第一的白酒企业，酱酒也开始逐渐起势，声量渐大。
2016-至今	酱香热、洋酒下跌、浓香动销困难	2020 年广东酱酒市场规模达 126 亿，约占整个广东白酒市场规模的 50%，广东成为全国酱酒消费金额最大的省份	酱香型	酱香：茅台、习酒、珍酒、国台、钓鱼台、丹泉等酱酒市场规模不断扩大

资料来源：新浪财经、天风证券研究所

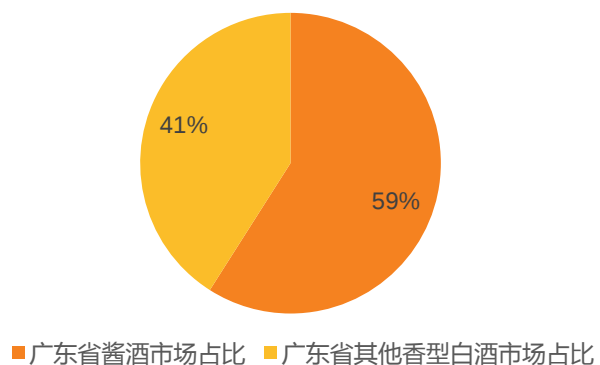
当前酱香市场发展迅猛，约占广东省白酒市场份额的 50%。广东酒类行业协会的数据显示，以酒企回款为统计口径，广东酱酒市场 2019 年规模达 120 亿元。这一规模也让广东与河南、山东跻身全国酱酒消费市场的前三之列，同时都拥有着超百亿元的市场体量。相较 2018 年，广东酱酒市场在 2019 年增长 15 亿元，而由于疫情及头部企业配额调整的原因，2020 年广东酱酒市场的规模预计保持在 120 亿元，120 亿元的规模使得酱酒品类在广东白酒市场的占比已接近 50%，在广东整个酒类市场的占比已达 23%，且这一占比还在持续扩大。这也意味着：酱酒已经成为广东白酒乃至广东酒类不可忽视的支柱性品类。据广东酒类行业协会数据，2021 年酱酒市场规模达到了 180 亿元，约占广东省白酒市场规模近 6 成。

图 84：2018-2021 年广东省酱酒市场规模（单位：亿元）



资料来源：酒业家公众号、天风证券研究所

图 85：2021 年广东省酱酒市场占比

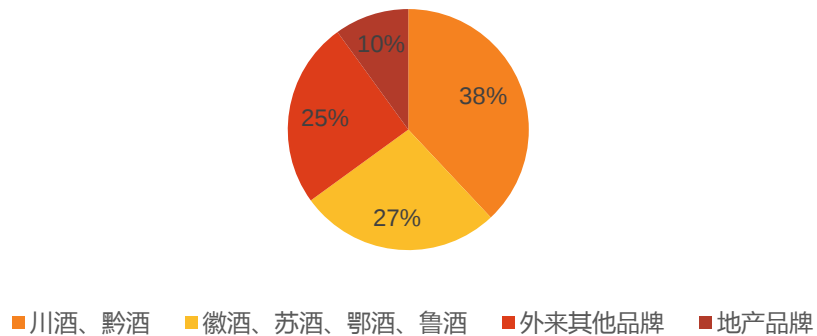


资料来源：微酒公众号、酒业家公众号、天风证券研究所

3) 从竞争格局看，广东白酒市场被全国名酒品牌占据具备较大包容性，地产酒市占率仅为 10%整体处于弱势地位，酱酒市场品牌主要分为三大阵营，茅台及系列酒稳居第一梯队。

广东白酒市场开放，主要以川酒、黔酒、徽酒、苏酒等全国名酒为主，而地产酒的市场仅占 10%，地产酒处于弱势地位，整体品牌形象较低端，缺乏品牌影响力，这是地产酒发展的严重瓶颈。另一方面也说明广东市场包容性大，存在巨大的白酒消费容量，使得广东成为全国各地酒企的必争之地。

图 86：2019 年广东省白酒市场结构（单位：%）



资料来源：乐酒圈公众号、酒探网、天风证券研究所

广东白酒的高端市场几乎被全国性名酒占据，例如茅台、五粮液、水井坊、舍得等。中端市场主要是泸州老窖系列、洋河、古井贡酒、金六福、小糊涂仙、江口醇、稻花香、泰山特曲等品牌，低端市场主要以地产豉香型和米香型白酒为主，九江双蒸为其中代表品牌。

表 12：广东省白酒市场各价格带品牌

价格带	省内品牌	省外品牌	主流价格带
600 元以上	/	茅台、五粮液、国窖 1573	200 元以上
300-600 元	/	剑南春、水井坊、舍得、习酒、郎酒、国台、钓鱼台、汾酒	
100-300 元	打虎牌飞霞液	泸州老窖特曲、泸州老窖窖龄酒、海之蓝、天之蓝、金六福、小糊涂仙、江口醇、稻花香、泰山特曲、金沙、丹泉、古井贡酒	
100 元以下	石湾玉冰烧、九江双蒸、红荔牌红米酒、长乐玉液	百年糊涂、二锅头	

资料来源：乐酒圈公众号、酒探网、天风证券研究所

具体来看，高端酒中茅五畅销，其中广东是茅台 6 个千吨级市场之一，五粮液数次提价之后，成为紧随茅台的高端白酒。中档酒的市场份额被泸州老窖、洋河等占据，随着消费升级，中档酒已经成为白领、中产阶层宴请、聚会的首选。而在低档酒中，本土品牌百年糊涂在 2017 年也有近 20 亿的份额。石湾米酒、九江双蒸、顺德红米酒等米香品牌的基础款产品，价格大致在 10-30 元之间。“粤酒振兴”浪潮下，石湾、九江、顺德等酒厂的产品组成广东米香头部阵营。

表 13：广东省白酒代表品牌销售情况

价格带	代表品牌	销售情况
600 元以上	茅台、五粮液	2016 年，贵州、北京、广东、河南四省消费飞天茅台约 9000 吨，占比 39.27%，广东名列前茅。2017 年，广东省茅台飞天投放计划超过 1000 吨，是公司打造的 6 个千吨级市场之一，其市场价格也相对稳定。2016 年五粮液数次提价后，产品实现顺价销售，终端动销较快，成为紧随茅台的高端白酒。
100-300 元	泸州老窖特曲和窖龄、洋河海天系列	泸州老窖系列和洋河系列领先。泸州老窖特曲、泸州老窖窖龄酒、洋河海之蓝、天之蓝都已经跻身于广东白酒主流阵营。

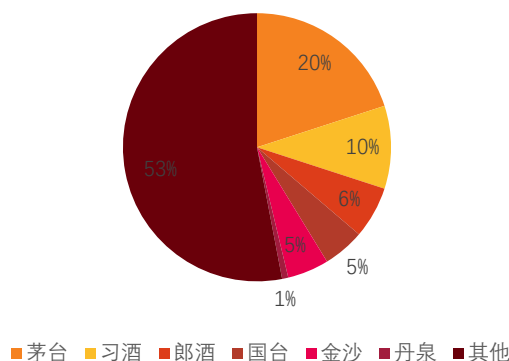
80-100 元 百年糊涂、石湾酒

本土品牌百年糊涂成为市场王者。2017 年，百年糊涂商超价 78-88 元的大瓶酒和 15 元/瓶的小瓶酒在广东有近 20 个亿销量。广东石湾酒厂为了实现粤酒升级，2007 年推出石湾“清雅香”白酒，成为百元价格带重量级选手。

资料来源：凤凰网酒业、云酒头条、天风证券研究所

广东酱酒市场梯队明显，品牌分为三大阵营：根据酒业家 2022（第二届）春季中国高端酒展览会数据显示，广东酱酒的主要品牌为茅台及系列酒，达到了 40 亿，广东省酱酒消费主流价格带在 500 元左右。目前，广东市场酱酒格局已形成明显的梯队，广东酱酒市场品牌主要分为三大阵营：茅台及系列酒毫无疑问位居第一；习酒、郎酒（酱酒业务板块）、国台则位居榜眼；金沙、钓鱼台、丹泉、珍酒、酣客、肆拾玖坊等品牌跨入第三阵营。

图 87：2022 年广东省酱酒市场份额



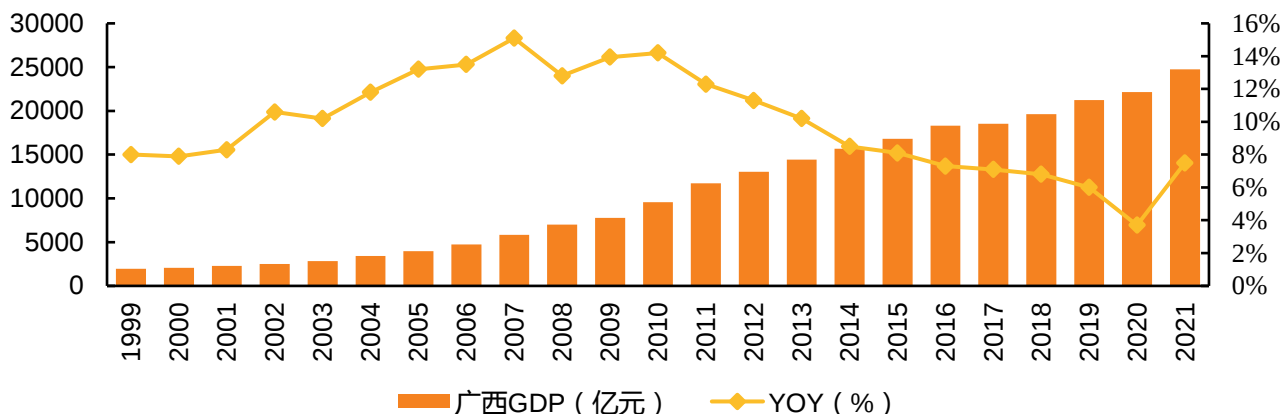
资料来源：酒业家公众号、天风证券研究所

2.5.2. 广西：经济发展质量结构双提升，米香、酱香、浓香三足鼎立，酱香近期势头猛

1) 从宏观经济背景看，单论经济规模广西省与其他省份相比不占优势，但是其经济增速较高，其发展的质量、结构也在稳步提升，省内白酒市场远期发展具备潜力。

广西省东接粤港澳大湾区，粤港澳大湾区和广西的全面对接可以最大程度发挥彼此间的优势，实现资源互补，共享开放合作带来的红利。广西地处中国南疆，南部的北部湾是出海口，西南部与越南相邻，北边是我国华中地区，东面连接粤港澳大湾区。广西是西部地区最近、最方便的出海口，更是我国西部地区和东南地区的结合点。广西自古以来就与东南亚诸国在经济、文化上有着深厚的联系，彼此间具有良好的合作基础，具备发展外向型经济的条件与基础。同时，广西作为西部区域的港口，比起西部其他省份也更容易聚集人力、物资和信息等要素，这也有助于广西的开放发展。此外，随着东盟和东南亚国家未来在经济发展、双方合作交流和外贸交易等方面的联系不断加强，广西的经济也将搭上这趟高速列车发展得更快更好。

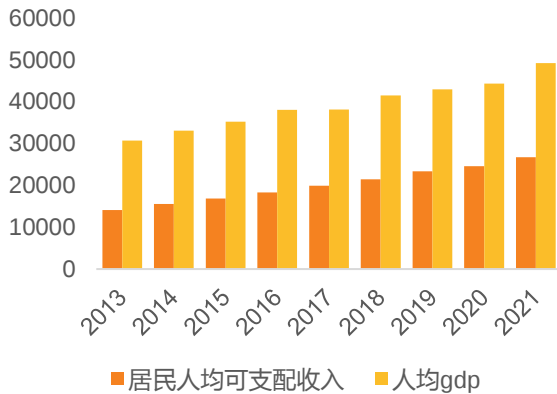
图 88：1999-2021 年广西省 GDP（亿元）及增速（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

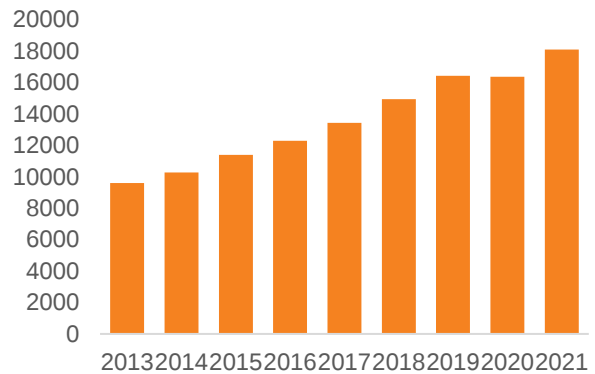
与地区经济发展水平上升相对应的是人均可支配收入和消费性支出的增加。2013 年至 2021 年，广西省人均可支配收入逐年上升。居民消费升级明显。从居民人均消费性支出细分类别食品烟酒的统计数据，也可以看出广西省的食品烟酒支出也处于逐年上升的阶段，随着我国经济水平的提升，我国居民消费也不断上升，在食品饮料方面的投入也不断增加，这意味着广西省在白酒中的消费有望显著提高。

图 89：2013-2021 年居民人均可支配收入和人均 GDP（单位：元）



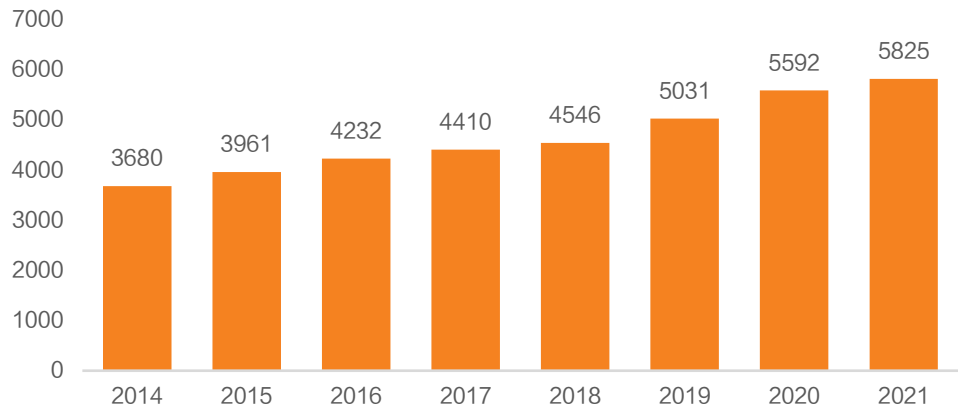
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 90：2013-2021 年广西省居民人均消费性支出（单位：元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 91：2014-2021 年广西省居民人均消费性支出_食品烟酒（单位：元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2) 从市场特点看，白酒市场体量较小，省内米酒、酱酒、浓香三足鼎立。

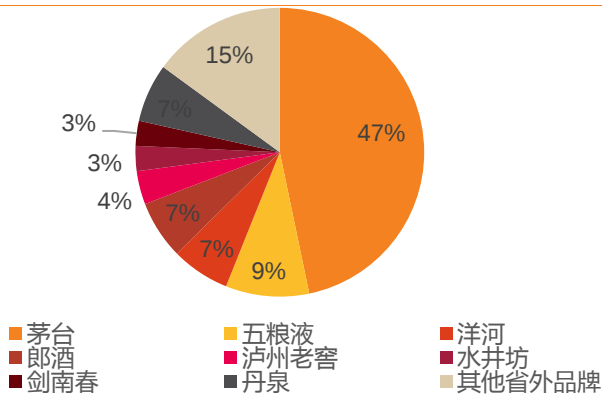
省内市场容量较小仍待发展。广西是我国古代酿酒业发展较早的地区之一，在历史上一直保持较高的酿造能力，白酒产量曾排名全国第四。广西白酒主要以米酒为主，被誉为“桂林三宝”之一的三花酒，就是中国米香型白酒的典型代表。虽然广西白酒曾闻名遐迩，但由于诸多因素限制，广西白酒产业一直没有发展起来。2019 年广西共有获证白酒生产企业 88 家，其中规模以上酒企 7 家，在全国占比仅有 0.3%；全年全区规模以上白酒企业共完成产量 13 万千升，占全国酿酒总产量的 0.23%；全年全区规模以上白酒企业主营业务收入 81.99 亿元。广西白酒市场的体量较小，数据显示，2019 年广西酒类市场销售总额约 150 亿元，其中白酒市场容量约 70 亿元。

广西人偏好低度白酒，青睐浓香型和米香型白酒，酱酒展现较强发展趋势。广西大部分地区属于亚热带季风气候，全年湿热，受气候影响，广西人在白酒选择上偏好低度白酒。从香型分布看，广西人青睐浓香型和米香型白酒，中高价位酒以浓香型为主，低价位酒以米香型为主。据广西省酒类行业协会秘书长林洪，广西省白酒类为三分天下的局面，米酒、酱酒、浓香及其他酒类，其中酱酒发展势头最足，浓香势头放缓。

3) 从竞争格局看, 广西本地酒企以生产低价位酒为主, 中高价位被外地品牌占据, 中高价位市场撑起省内白酒消费半边天。

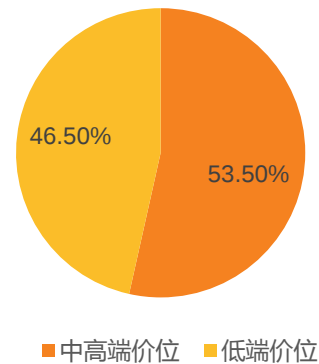
目前白酒行业呈现两极分化趋势, 本地酒企生产低价位, 中高价位被外地品牌占据。一方面, 本地酒企实力弱小, 主要以生产低价位酒为主。在广西所有获证白酒企业中, 90%以上为规模以下的中小企业, 品牌集中度较低。另外, 本地酒企扎堆生产低价位酒, 无意竞逐中高价位市场。另一方面, 中高价位市场基本被外地品牌牢牢占据, 主要包括川酒和黔酒的名优品牌, 其他省份白酒如鄂酒、陕酒、苏酒、湘酒等也占据一部分市场份额。广西 70 亿白酒市场, 有一半以上来自中高价位白酒市场。其中, 茅台一家独大, 占据 25% 的市场份额; 其次, 五粮液占 5% 的市场份额; 洋河、郎酒、泸州老窖、水井坊和剑南春在广西白酒市场增势明显; 地产酒仅丹泉中高价位产品达到 2 亿的市场份额, 占比 3.5%。低价位市场, 20 元左右的米香型光瓶酒为主流产品, 桂林三花、湘山、丹泉、天龙泉四大地产酒处于优势地位, 外地品牌四特酒、白云边、泸州老窖头二曲也占有一定的份额。

图 92: 2020 年广西中高端白酒市场份额



资料来源: 乐酒圈公众号、天风证券研究所

图 93: 2020 年广西白酒各价位市场份额



资料来源: 乐酒圈公众号、天风证券研究所

表 14: 广西省白酒市场各价格带品牌

价格带	省内品牌	省外品牌	主流价格带
800 元以上	丹泉洞藏 20	飞天茅台、五粮液、国窖 1573、郎酒	
300-800 元	丹泉洞藏 15	剑南春、水井坊	
100-300 元	老桂林、丹泉洞藏系列产品、丹泉 10 年	洋河、泸州老窖系列、稻花香、浏阳河 全兴、喜酒、古井贡酒	50-100 元
100 元以下	三花酒、湘山酒、丹泉、天龙泉、乳泉井、德胜酒	尖庄、金六福、四特、白云边、泸州老窖头二曲	

资料来源: 乐酒圈公众号、天风证券研究所

2.6. 华北: 产业结构转型升级, 高端酒与光瓶酒各领风骚

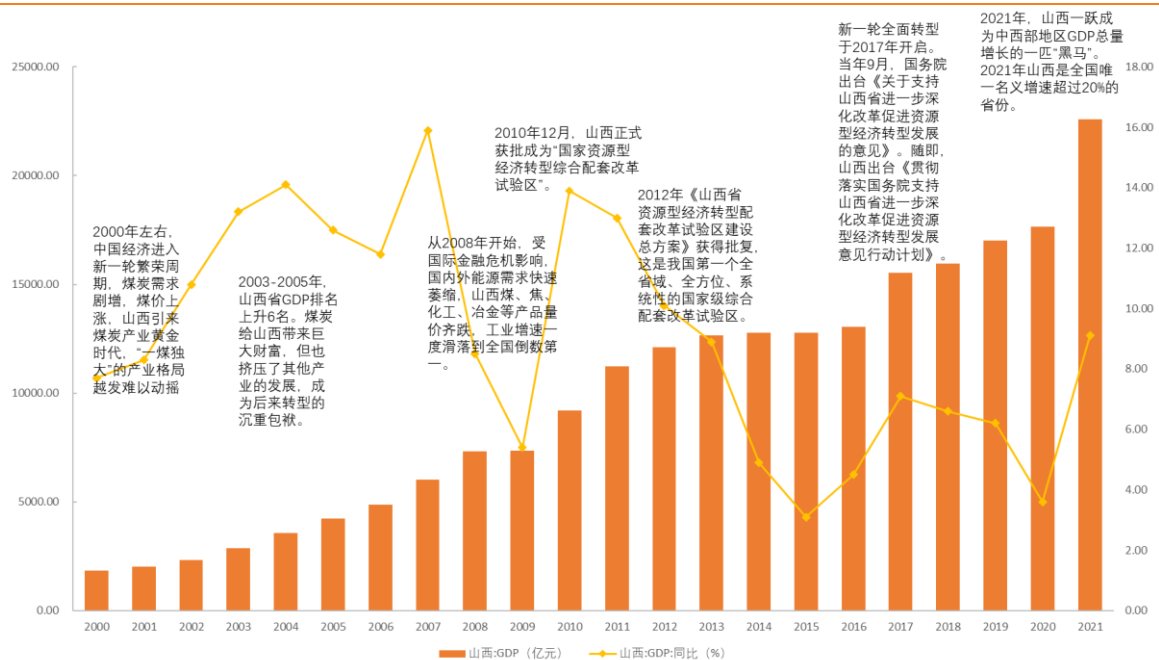
2.6.1. 山西: 产业结构转型成效明显, 省内清香型汾酒一家独大, 占据半数市场份额

1) 从宏观经济背景看, 山西省产业结构转型明显, 政策支持为白酒企业的发展提供良好的政策环境, 可支配收入及人均消费支出增加驱动消费升级。

从“一煤独大”到多元化产业转型, 系列政策驱动下成为中西部地区 GDP 总量增长黑马。山西是煤炭资源大省, 2005 年以前山西省依靠煤炭产业稳定发展经济, 后受限於产业格

局，山西省 GDP 排名持续回落。煤炭产业发展给山西带来了巨大经济财富，但同时也挤压了其他产业的发展。2006 年之后，山西省 GDP 排名持续回落，从 2008 年开始，受国际金融危机影响，国内外能源需求快速萎缩，山西煤、焦、化工、冶金等产品量价齐跌，工业增速一度滑落到全国倒数第一。2010 年 12 月，山西正式获批成为“国家资源型经济转型综合配套改革试验区”，实现全省经济由单一资源化主导型产业向新型、多元、现代产业体系转型。新一轮全面转型于 2017 年开启。当年 9 月，国务院出台《关于支持山西省进一步深化改革促进资源型经济转型发展的意见》。随即，山西出台《贯彻落实国务院支持山西省进一步深化改革促进资源型经济转型发展意见行动计划》。之后，山西加快建设煤炭绿色开发利用基地、电力外送基地、现代煤化工示范基地等，标志着山西能源领域改革由单一传统能源领域拓展到能源全领域。到了 2021 年，山西是全国唯一名义增速超过 20% 的省份。

图 94：2000-2021 年山西省 GDP



资料来源：wind、瞭望东方周刊公众号、天风证券研究所

山西省经济转型离不开白酒产业的发展，山西各级政府高度重视白酒产业的发展，积极规划先后出台多项措施为白酒相关企业的发展提供良好的政策环境。山西省吕梁市在 2021 年政府工作报告、2022 年政府工作报告规划了吕梁市白酒产业的发展蓝图，同时还出台了《吕梁市白酒产业高质量发展 2022 年行动计划》、《支持白酒产业高质量发展若干政策措施》、《吕梁酿酒产业十四五规划》等一系列支持政策，汾阳市也相继推出了《汾阳市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》、《汾阳市推进“杏花村汾酒”专业镇高质量发展三年行动计划》等支持白酒产业高质量发展的相关政策，旨在推进当地白酒产业发展。

表 15：山西省各级政府出台有关白酒产业发展的相关政策

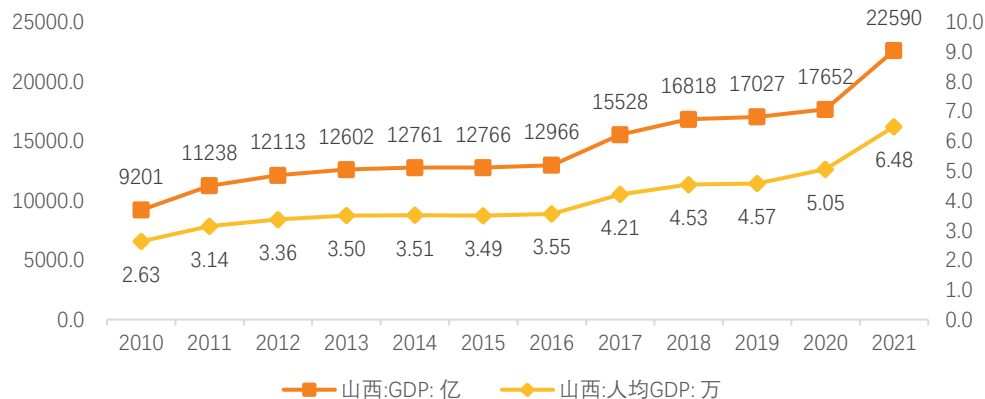
各级政府	相关文件	政策内容
吕梁市	2021 年政府工作报告	支持汾酒集团抢占中高端白酒市场，培育壮大“十朵小金花”白酒企业。启动一期储酒基金 2 亿元，建设“一把抓”酿酒高粱原料基地 45 万亩，支持牛栏山二锅头吕梁基地建设，启动中汾酒业公司 10 万吨白酒项目，年内新增基酒 15 万吨，争取五年内实现白酒产能 50 万吨、产量 50 万千升、销售收入 500 亿元的目标。
	2022 年政府工作报告	要坚持“以酒为基、以旅为纲、酒旅融合、多元发展”的总体方向，加快建设汾酒 2030 技改项目、汾阳 5 万吨白酒生产项目，抓好振东集团 1 万吨芦清王保健酒、庞泉酒庄一期 3.5 万吨和中孚 1 万吨白酒等技

	改项目，推动孝义汾青酒厂 2 万吨原酒基地项目落地，全力建设中国清香白酒核心产区。
《吕梁市白酒产业高质量发展 2022 年行动计划》	提出力争到 2025 年底，白酒产能达到 60 万吨，产量达到 50 万千升，白酒及相关产业产值突破 500 亿元，建成世界级清香型白酒核心产区。
支持白酒产业高质量发展的一系列政策	一是组建市属国有白酒企业，支持鼓励民营白酒企业加盟或入股（可以以资本、基酒折价入股），重点支持规模以上白酒企业参与。二是支持民营白酒企业提升改造，规模以上白酒生产企业获得省工信厅技改资金支持的项目，市财政按一定比例配套奖补。三是对当年度纳入规模以上统计的白酒生产企业，在省级专项资金补助 50 万元的基础上，市级财政再补 50 万元，县级再补 50 万元。四是支持民营白酒生产企业市场拓展、品牌培育，当年度营业收入不低于 2 亿元，且年度营业收入、上缴税金增幅不低于 30% 的，市财政给予 100 万元奖励。五是支持优质白酒企业发展，对当年度获得市级以上有关部门评选为“十朵小金花”或重要荣誉称号的白酒生产企业，给予不低于 20 万元的奖励。六是支持白酒企业人才队伍建设，逐年度组织免费培训 500 名白酒勾兑师、500 名酿造师、1000 名技术工人，为白酒企业发展提供人才支撑。七是支持酿酒高粱生产，采取“公司+合作社+农户”等模式，以订单种植、提供良种、技术指导、最低保护价收购等方式，推进专业化、标准化、规模化种植。八是支持保障白酒产业上下游企业用地，对带动作用大、投资强度不低于 300 万元/亩的新兴产业项目，市级统筹解决用地指标。九是简化优化白酒生产企业项目审批流程，市县有关部门要开通绿色通道，简化审批流程，缩短审批时间。
《吕梁市国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	进一步打响“世界十大烈酒产区·吕梁产区”品牌，到 2025 年，全市建设“一把抓”红高粱基地 100 万亩，白酒产能达到 50 万吨，产量达到 50 万千升，实现产值 500 亿元，形成汾酒集团以生产中高端酒为主，地方企业以生产中低端酒为主的多层次酒品牌竞相发展、错位互补的酒类品牌格局。
汾阳市 《汾阳市国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	要大力实施中国酒魂龙头工程，带动白酒产业快速增长，实现“五五”目标，即汾阳白酒年产量完成 50 万千升，白酒工业年总产值实现 500 亿元，汾酒市值达到 5000 亿元，杏花村酒文旅景区年游客量突破 500 万人次，文旅产业年纯收入超过 50 亿元。
《汾阳市推进“杏花村汾酒”专业镇三年行动计划》	明确了打造 500 亿级专业镇发展目标，提出了实施“支持汾酒发展、白酒产能提升、酒类品牌创建、市场营销促进、高粱基地建设、‘酒+’综合发展、行业人才培养、标准体系认定、扶持酒业发展、白酒产品维权”十大行动 30 条具体举措。同时围绕白酒企业小升规配套奖励、人才引进、品牌创建、电商营销、高粱种植等方面，提出扶持白酒发展十项奖励措施，设立年奖金总额超过 1000 万元，以真金白银、真招实举、真抓实干高质量推动专业镇建设。

资料来源：吕梁市人民政府网、吕梁新闻网、吕梁日报等、天风证券研究所

山西省人均可支配收入水平和人均消费性支出增加，消费升级明显。山西省近两年经济发展速度较快，GDP 水平从 2010 年的 9201 亿增长到 2021 年的 22590 亿元。受宏观经济带动，2021 年人均 GDP 增速为 9.4%，人均 GDP 从 2010 年的 2.63 万元增长至 2021 年的 6.48 万元。全省 2021 年居民人均可支配收入为 27426 元，居民人均消费支出为 17191 元，其中食品烟酒人均消费支出为 4622 元，山西省人均收入水平和消费水平均处于逐年增加的趋势。

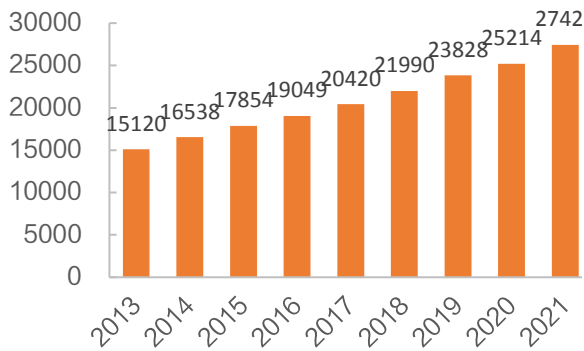
图 95：2010-2021 年山西省 GDP、人均 GDP



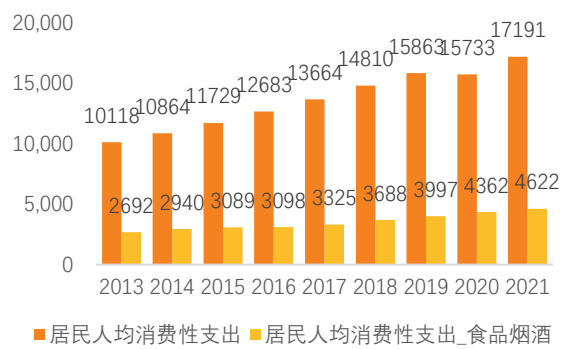
资料来源：wind、天风证券研究所

图 96：2013-2021 年山西省居民人均可支配收入（单位：元）

图 97：2013-2021 年山西省居民人均消费性支出（单位：元）



资料来源：山西省人民政府网、山西省统计年鉴、天风证券研究所

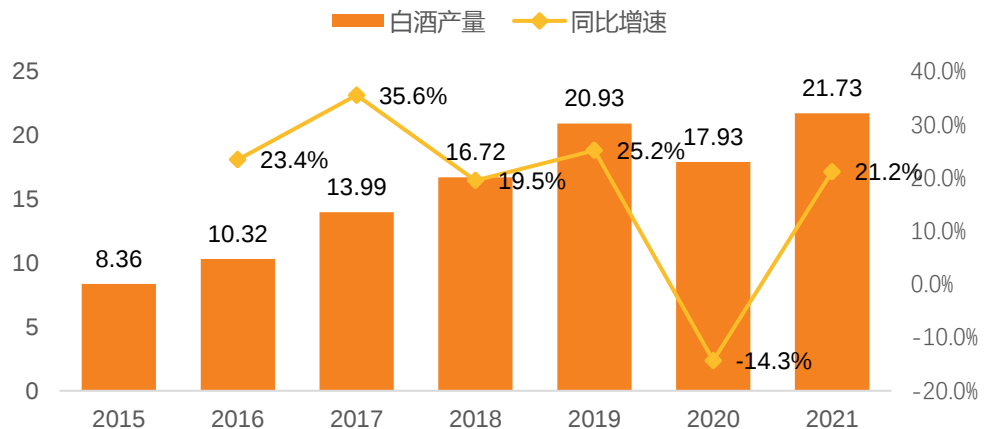


资料来源：中经网、天风证券研究所

2) 从市场特点看，山西省白酒产量位居全国前列，以清香型白酒引导市场发展，消费者对本土品牌认可度及忠诚度较高，受益消费升级白酒市场主流价格带持续提升。

山西省作为一个传统酿酒大省，其白酒产量居于国内其他省份前列。2021 年，山西白酒产量为 21.73 万千升，增速为 21.19%。2020 年 11 月省内市场规模大约在 100 亿元左右。其省内白酒龙头一直为山西汾酒。除山西汾酒之外，山西省地产酒众多，如汾阳王酒、晋泉高粱酒、梨花春酒、吕梁山、贾家庄等省内知名地产酒，均在省内占有一定的市场份额。

图 98：2015-2021 年山西省白酒产量（单位：万千升）



资料来源：山西省统计年鉴、新华财经、天风证券研究所

山西省是清香酒的发源地，也是中国最大的清香型白酒生产基地。山西汾酒作为清香龙头引领了国内“大清香时代”的发展，历史底蕴深厚。1994 年 1 月杏花村汾酒厂在上海证券交易所挂牌上市，成为我国白酒第一股。汾酒作为清香型白酒鼻祖，至今已有 6000 多年的历史，从南北朝时期成为最早的宫廷御酒开始汾酒的发展便注入了名酒基因，历史品牌优势显著。山西汾酒拥有“汾”、“竹叶青”、“杏花村”三大中国驰名商标，汾酒历史之悠久，在国内外消费者中享有很高的盛誉。清香型代表品牌山西汾酒作为山西省名酒，引导山西白酒市场发展，白酒市场风味以清香型为主。除山西汾酒之外，汾阳王、晋泉高粱酒等省内知名品牌均为清香型白酒企业。由于山西消费者对本土品牌忠诚度较高，省内清香型白酒市场规模广阔。

主流价格带：从省内价格带来看，省内主流价格带在 80-120 元左右，随着消费升级或将有所提升。高端酒主要以茅台、普五和国窖 1573 为主导，汾酒则占据次高端市场主要份额，大众白酒消费价格带则聚集了较多的本地区域性品牌。

表 16：山西省不同价格带主导产品

所处水平	价格带	省内品牌	省外品牌
高端酒	800 元以上	青花汾酒 50、青花汾酒中国装	茅台、五粮液、泸州老窖
中高端酒	300-800 元	青花汾酒 20/30、巴拿马汾酒/金奖 20/黑坛、	水井坊、剑南春

中低端酒	100-300 元	清雅汾阳王 老白汾 10/20、汾阳王古法手工酿造	洋河、泸州老窖系列、金六福
	100 元以下	玻汾系列、杏花村酒、汾阳王、梨花春、晋泉	
低端酒		高粱白、黎侯宴、潞酒、羊羔酒、吕梁山、老传统	江小白、衡水老白干、牛栏山

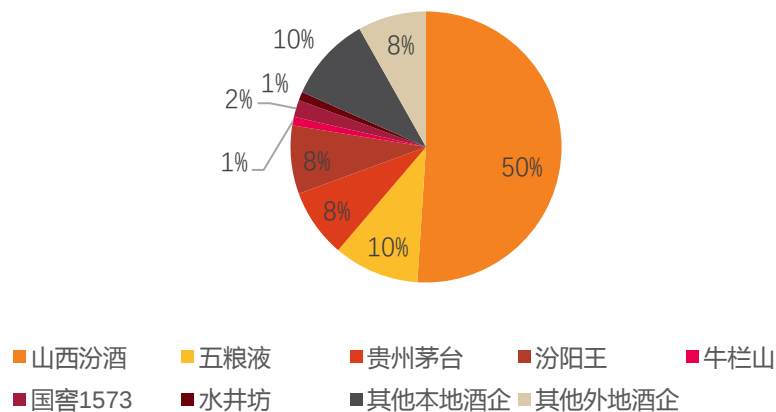
资料来源：乐酒圈公众号、天风证券研究所

3) 从竞争格局及龙头看，山西市场中汾酒一家独大，山西汾酒在省内占据 50% 的市场份额，远远领先于其他品牌，以完整布局的价格带和产品矩阵不断抢占省内外白酒市场份额，带领清香型白酒走向复兴。

山西汾酒作为具备强大品牌力的企业，将继续带领清香型白酒的繁荣发展。2017 年至今，山西汾酒国改释放转型发展强大势能，全国化布局进展顺利。清香型白酒曾是白酒消费主导香型，高峰时期清香型市场份额超过 70%，过去的大流行证明清香型白酒具备使消费者广泛接受的能力。在新一轮清香白酒的消费浪潮下，消费基础好、动力性强、可塑性强的清香型白酒未来市场空间广阔，全国化一片向好。

外来品牌在山西白酒市场所占市场份额较小，五粮液市占率为 10%，贵州茅台与汾阳王（山西地产酒）并列占据 8% 的白酒市场，此外，牛栏山、泸州老窖、水井坊占有 1-2%，总体上，山西白酒市场由山西汾酒主导，本土品牌总共大约占据 70% 的市场份额；来自其他外省品牌的竞争并不明显，茅台、五粮液等外省品牌大约占据 30% 的晋酒市场。

图 99：山西省内白酒市场竞争格局



资料来源：乐酒圈公众号、天风证券研究所 注：数据区间为 2019-2020 年

山西汾酒产品结构完整，各价格带布局完善，版图开拓将区域文化传播至省外。汾酒作为具备强大品牌力的企业，推出青花、老白汾、巴拿马、玻汾、竹叶青等几大系列酒，其中青花系列主要定位高端与次高端价格带；中端产品主要包括老白汾与巴拿马金装系列，低端酒则以玻汾系列为主，覆盖全价格带。2021 年则提出“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，进一步推进青花系列大单品策略，青花 30 控量提价，青花 20 量价齐升，意在以青花 30、20 占领高端白酒市场份额，引领公司品牌进一步实现高端化，2022 年公司将进一步开拓南方机会市场，有望将继续带领清香型白酒的繁荣发展。

表 17：山西汾酒产品结构

产品系列	定位	主要产品	电商终端价
青花系列	高端	青花 50 (65 度)	1369 元 100ml
	高端	青花 40 (55 度)	2808 元 500ml
	高端	青花 30 复兴版 (53 度)	1199 元 500ml
	次高端	青花 20 (53 度/42 度)	538 元/518 元 500ml
老白汾系列	中端	封坛 15 (53 度)	218 元 475ml
	低端	老白汾醇柔 (53 度)	115 元 475ml

巴拿马系列	中端	巴拿马 20 (53 度)	399 元 475ml
玻汾系列	低端	黄盖玻汾 (53 度)	67 元 475ml
	低端	红盖玻汾 (42 度)	65 元 475ml
竹叶青系列	高端	竹叶青 30 (45 度)	1548 元 500ml
	中端	青瓷 10 (38 度)	358 元 500ml
	低端	传承竹叶青 (45 度)	65 元 500ml
	低端	露酒玻瓶 (38 度)	72 元 475ml

资料来源：京东旗舰店，天风证券研究所；统计时间：2022 年 10 月 25 日

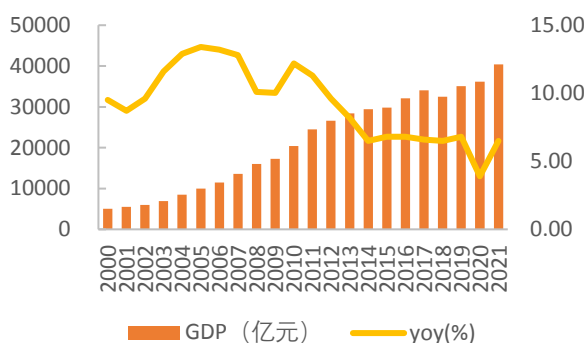
2.6.1. 河北：消费升级趋势明显，外来品牌竞争激烈，合计占比超 80%

1) 从宏观经济背景看，近年来河北着力化解过剩产能，加快服务业发展以推进产业结构转型，居民生活水平及需求结构不断优化，高端酒与次高端求市场需求有望加速释放。

河北省因其重工业特点面临因转型而发展缓慢的问题，产业结构加速调整走出困境。2014 年国家首次提出了京津冀一体化协同发展战略，实现区域经济协作，互利共赢；自 2015 年国家提出供给侧结构性改革以来，河北省作为一个重工业省份，受到一定的影响，GDP 增长缓慢；2017 年开始构建雄安新区，将京津冀一体化协同发展战略落地；2020 年，国家提出双碳政策，倡导绿色新能源产业，限制传统的高污染高耗能产业，这进一步对河北省加快经济转型提出了要求；2021 年河北省人均 GDP 增速为 6.5%，人均 GDP 增长至 5.4 万元，人均可支配收入为 2.94 万元，均低于国内平均水平。参与筹办 2022 年冬奥会，带动本省经济发展，河北省也迎来新的发展机遇。

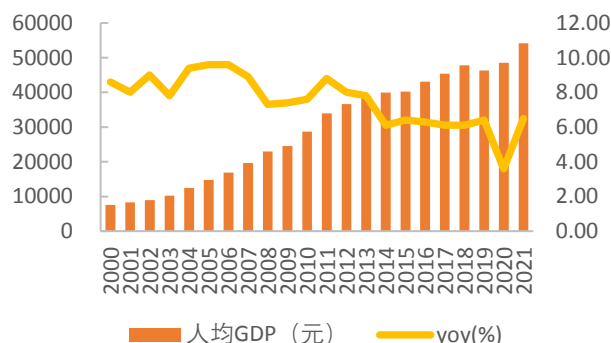
近年来，河北省着力化解过剩产能，大力推进产业结构调整，加快推进服务业发展，全省三次产业结构发生了历史性转变，三次产业比例由 2012 年的 12.6:47.3:40.1 优化为 2021 年的 10:40.5:49.5。全省常住人口城镇化率 2015 年首次突破 50%，2021 年末已经达到 61.14%，实现了由乡村型社会向城镇型社会的历史性转型。同时，居民生活水平不断提高，需求结构不断优化，最终消费支出对经济增长的贡献率稳步提高，消费成为全省经济运行的“稳定器”和“压舱石”。我们认为在众多因素推动下，河北省有望实现经济进一步发展，带动白酒市场的繁荣，尤其是高端酒与次高端市场的需求。

图 100：2000-2021 河北省 GDP 总量



资料来源：wind、天风证券研究所

图 101：2000-2021 年河北省人均 GDP



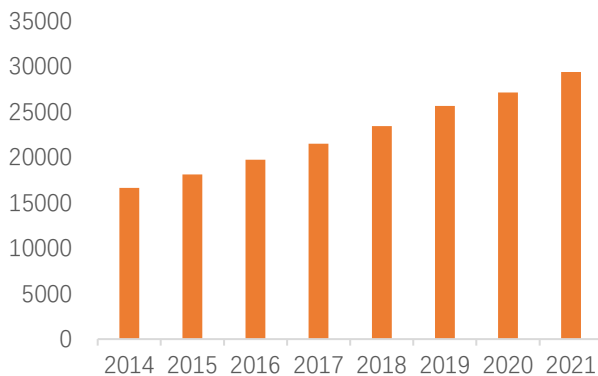
资料来源：wind、中经网、天风证券研究所

河北省是白酒消费大省，2021 年常住总人口达到 7448 万，常住人口 7461 万人位居全国第六。白酒消费力也居全国前列，根据益普索的数据，河北省的饮酒力为 4.7 两，在全国省份中居第 7 位，其中饮酒力=渗透率*人均单次白酒饮用量*人均每月白酒饮用频率，即人均每月白酒饮用量。但省内消费价位仍较集中于中低端，根据乐酒圈公众号统计数据 2019 年河北整体白酒市场规模约 200 亿元。

河北省内价格带上移明显。对于大众消费，价格带集中在 10-30 元光瓶酒与 100 元左右的盒装酒。目前河北石家庄地区白酒市场呈现消费升级的趋势，大众消费的价格带升至

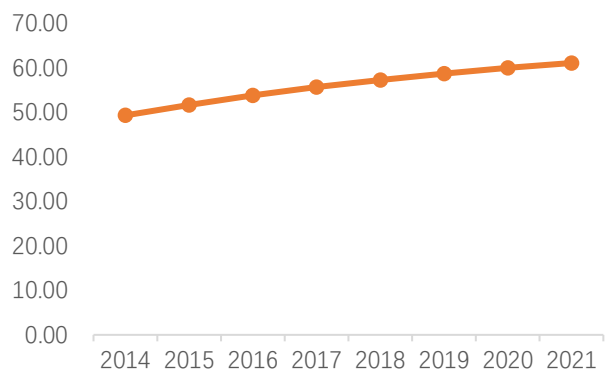
100-150 元左右，商务用酒价格带提升至 400-600 元左右。

图 102：2014-2021 年河北省人均可支配收入（单位：元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 103：2014-2021 年河北省城镇化率（单位：%）



资料来源：wind、天风证券研究所

2) 从市场特点看，河北区域浓香型占据主流，清香型适应本土口味具一定发展空间，低度数酒受青睐程度较高。

在香型方面，石家庄白酒市场中浓香型占据主流，各价格带的浓香型白酒均表现相对较好；清香型白酒也适应于河北本土消费者，具有一定的发展空间；而酱酒因为价格、饮用习惯等因素，在河北省尚未形成景气市场，增长并不明显。

在白酒饮用风格上，河北整体饮用低度酒趋势明显，主流度数在 38° -42°，代表度数产品有本土品牌衡水老白干 39° 和 41° 的主力产品，山庄老酒主力产品 38°、39°，外省主流品牌百年泸州 38° 等。

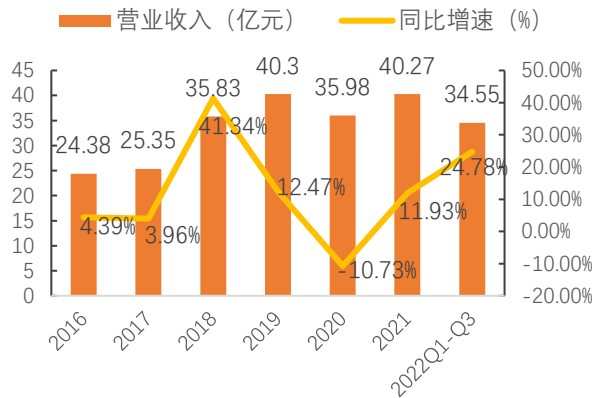
3) 从竞争格局看，河北省白酒市场属于半开放型市场，其主要消费品牌为外来品牌，占据超过 80% 的市场份额；省内品牌主要是衡水老白干，本土品牌占比不足 20%，呈现“1+2+3+n”的多阵营发展格局。

分不同档次市场来看，高端白酒市场由省外名酒品牌主导，如茅台、五粮液、剑南春等，对本部品牌挤压明显；次高端市场中本土品牌占据部分份额；中端酒市场外来品牌与本土品牌竞争激烈；低端酒市场本土品牌占据主导地位，凭借较强渠道管控与地缘优势，大众酒覆盖水平高，如光瓶酒市场占比约 73.5%。本土名酒品牌呈现出“1+2+3+n”的发展格局，第一阵营为衡水老白干，主营衡水、石家庄、唐山、保定等地级市市场；第二阵营为山庄老酒、丛台；第三阵营为泥坑、十里香、保定府；第四阵营为出上述外的河北省地产酒。

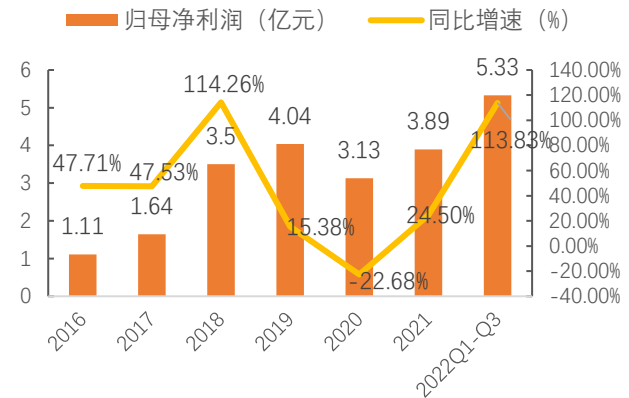
老白干为河北地产酒龙头，产品结构优化升级，持续重点布局省内市场。老白干近年来业绩表现优异，2021 年营收 40.27 亿元，同比增长 11.93%；归母净利润为 3.89 亿元，同比增长 24.50%。营收来源主要为省内白酒市场。2021 年河北省内销售额占据总营收的 61.92%，湖南省、安徽省与山东省分别占比 13.32%、8.38%与 4.15%，省内外销售占比大约为 6：4。受益于 2016 年起不断优化产品结构，以做名、做大、做强衡水老白干酒为第一要务，对省内外市场采取差异化发展策略，省内重点做，省外做重点。在销售渠道上，公司采取“会销、婚宴、团购、地推”四位一体的销售策略，提升品牌名气，扩大市场份额。目前省外市场营收已由 2018 年 31.29%增长至 2021 年 38.08%，省外市场开拓取得显著成效，有望通过中高端酒产品市场的开拓成为未来发展新增量。

图 104：2016-2022Q3 老白干营业收入

图 105：2016-2022Q3 老白干归母净利润

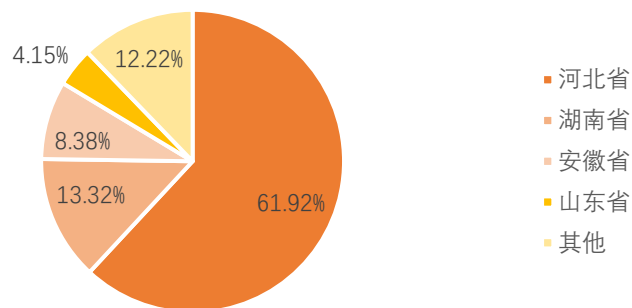


资料来源：wind、天风证券研究所



资料来源：wind、天风证券研究所

图 106：2021 年老白干分地区销售情况



资料来源：wind、天风证券研究所

2.7. 西部：经济崛起带动消费升级，消费水平低基数，发展空间大

1) 从宏观经济背景看，西部地区基础设施不断完善带动经济崛起，人口稳步增长但总体发展水平仍低于全国平均，具备较大发展空间。

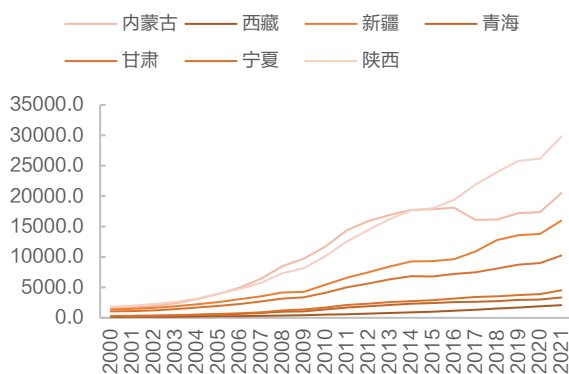
西部崛起，基础设施不断完善，经济实现跨越式发展。“胡焕庸线”，即“瑗瑗一腾冲线”，作为人口地理分界线将中国分为东西两侧。我们主要研究在胡焕庸线以西的甘肃省、青海省、内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区、宁夏回族自治区和西藏六个完整省份，考虑到相似的经济水平，也将陕西省纳入此处西部地区分析范围。与东部沿海地区气候温和、降水丰富、地势平坦的自然地理条件不同，西部地区自然条件恶劣、生存条件差、城市化水平低等因素影响着其快速发展，与东部相比仍较为落后，但随着国家西部大开发、丝绸之路经济带倡议、黄河流域高质量发展国家重大战略等强战略导向下，西部地区基础设施不断完善，GDP 水平、人均可支配收入实现跨越式发展。2000-2021 年，西部地区各省 GDP 平均增速 10.26%，超同期全国 GDP 平均增速（8.67%）。2000-2021 年，西部地区 GDP 水平稳中有进，2021 年平均 GDP 达 12355.89 亿元，迈进万亿大关，占全国 GDP 的比重 7.53%，人均 GDP 达 62761.52 元。随着我国经济由高速增长阶段转入高质量发展阶段，西部地区也正如火如荼地构建现代化的产业结构体系，优化经济结构，转换增长动力。

图 107：西部地区地理示意图



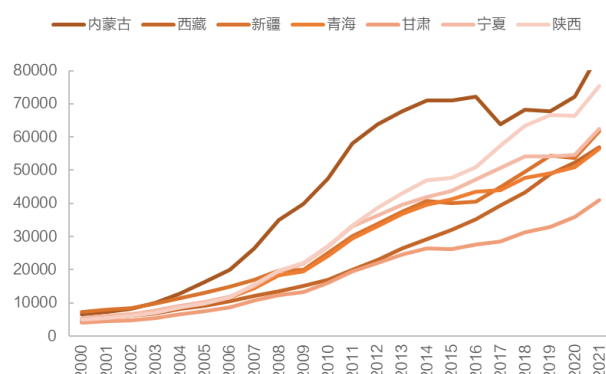
资料来源：第一财经公众号、自然资源部网站、天风证券研究所

图 108：西部地区 2000-2021 年 GDP（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

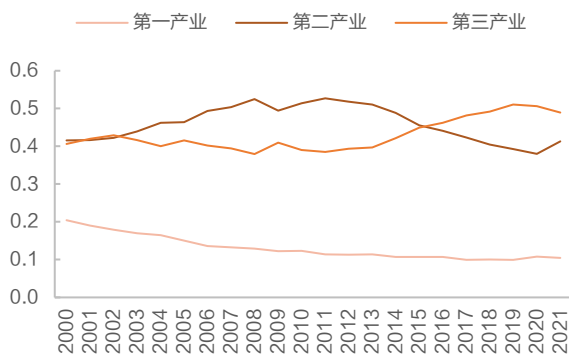
图 109：西部地区 2000-2021 年人均 GDP（单位：元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

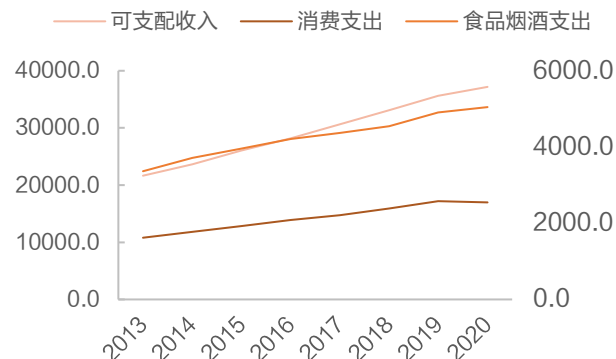
人口稳步增长，居民可支配收入跃升。在西部地区经济水平得到长足发展的背景下，西部各省区产业结构渐趋合理化，部分地区出现了大比例的人口流入，居民可支配收入实现跃升，居民生活水平得到大幅提升。2000-2021 年，西部地区人口稳步增长，基本与自然增长率持平（2000-2021 年，西部地区平均自然增长率为 7.35%），某些年份甚至实现大比例人口净流入。居民可支配收入实现指数级跃升，从 1990 年的 1322.79 元上升至 2021 年的 40208.29 元，推动消费市场规模稳步提升。

图 110：西部地区 2000-2021 年产业结构变化（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 111：西部地区 2013-2020 年居民消费情况（单位：元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

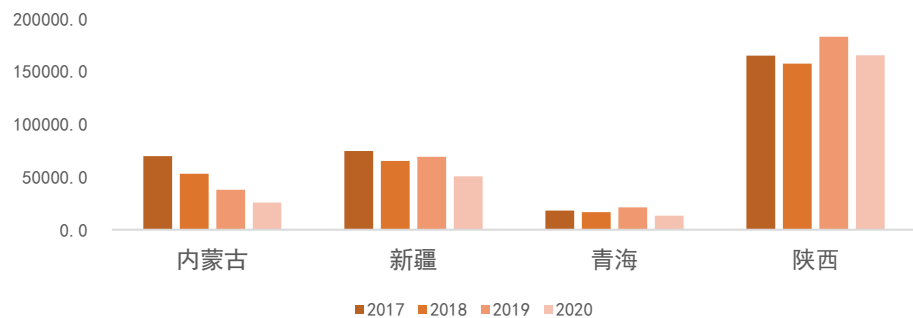
居民消费水平稳步提升，总体仍弱于全国发达地区。消费品物价常年保持平稳，居民消费支出稳步提高，其中食品烟酒类消费支出有所提高，结构占比基本稳定。2013-2020 年，西部地区各省全体居民人均消费支出由 10800.79 元上升至 16987.71 元，涨幅 57.28%。其中，食品烟酒类支出由 3364.30 元上升至 5046.81 元，涨幅 50.01%（其中还包括 2019

年疫情爆发导致居民消费受阻的影响)，食品烟酒类消费支出在全部消费支出中的占比在28%-33%的区间上下浮动。“十四五”规划期间，西部大开发战略将进入关键期，酒行业要把握百年未有之大变局，对于被当作重点工作的西部地区，该地的酒业或将迎来良好的发展机会，西部消费市场包括白酒市场的发展空间、潜力、韧性有望被进一步挖掘。

2) 从市场特点看，西部较弱的经济基础决定了白酒市场消费层级偏低、市场规模较小，本土品牌较强势。

西部地区的居民酒风豪爽并且饮酒量大、豪迈，据佳酿网，新疆、陕西、宁夏等地区本地品牌表现较强势。从白酒产量看，西部地区白酒市场规模相对较小。陕西省白酒产量在西部地区独占鳌头，但其产量在全国范围内仍处于较低水准，据 2015-2020 年数据陕西省未进入白酒产量前十省市。

图 112：2017-2020 年西部地区白酒产量（千升）



资料来源：中经网、天风证券研究所

西部较弱的经济基础决定了白酒消费层级不高。从全国范围看，从西到东、由北到南、由内陆到沿海，经济实力呈逐渐增强趋势，白酒主流消费带的价格也随之提升。受制于地理环境与基础条件，如基础设施、公共服务水平、城乡一体化融合以及改革滞后等，西部地区经济基础较为薄弱，与东部沿海地区存在差距，人均消费能力与工业生产能力在全国范围内仍处于列后水平，白酒消费仍以地产酒和光瓶酒为主，主流价格带在百元以下。

表 18：西部地区各省酒市特征

省份	偏好香型	产量	主流价格带	知名品牌
内蒙古	酱香型	2018-2021 年，白酒产量分别为 53158.80/37745.10/25849.30/29511 千升	30-100 元	蒙古王、草原王等
西藏	青稞酒（浓香型）	2018 年，白酒产量为 337 千升	/	西藏王、藏泉、藏缘、藏佳纯
新疆	浓香型主导，酱香型崛起	2018-2020 年，白酒产量分别为 6513.3/6914.9/5072.7 万升	几十元至百元	伊力特曲、肖尔布拉克、白杨、三台酒、新安等
青海	青稞酒（清香型）	2018-2020 年，白酒产量分别为 16726/21090/13257 千升	/	青稞酒
甘肃	浓香型；42、45 度	2018-2020 年，饮料和酒产量为 48.38/42.68/38.33 千万升	30-60 元	金徽酒、红川、滨河、汉武御酒、古河州酒等
宁夏	浓香型	2018-2020 年，白酒产量（农垦经济）分别为 343/582/689 千升	50-200 元	沙湖春、老银川、大夏贡、河套老窖、西凤酒等
陕西	浓香型、凤香型，45 度、52 度	2018-2021 年，白酒产量分别为 15.75/18.31/16.54/16.76 千万升	100 元左右	西凤酒、杜康、长安酒、太白酒等

资料来源：酒业家公众号、乐酒圈公众号、酒说公众号、酒业周刊、央广网、评友圈公众号、中经网、西藏自治区统计局、黑格咨询、天风证券研究所

图 115：陕西省主流地产白酒分布情况

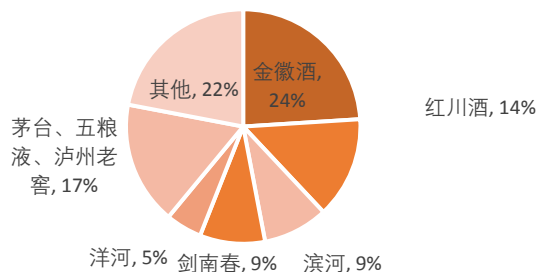


资料来源：乐酒圈公众号、天风证券研究所

2.7.2. 甘肃：饮酒风气浓厚，龙头金徽酒把握中低端市场，高端被外来品牌占据

甘肃饮酒风气浓厚，各档次由不同名酒占位。2018-2020 年，饮料酒总产量为 48.4/45.7/38.33 万千升，2018 年，甘肃省内白酒产量 2.95 万千升，在全国处于偏后水平。受限于人口和经济发展水平，根据酒说公众号截至 2022 年 6 月的数据，甘肃白酒市场规模约为 70-80 亿元，其中省会兰州的白酒市场规模约为 15-20 亿元。从地理位置来看，甘肃东西狭长，中部及东部区域人口分布较多，密集度较高，是甘肃省白酒的主要消费区，河西区域地广人稀，各地区都有区域型酒企。由于甘肃省内白酒市场总规模较低，酒类消费档次低于全国平均水平，全国化名酒渗透率较低，目前仍未重点布局，本土品牌凭借本土优势及高性价比主导甘肃白酒市场。主流本地酒企金徽酒、红川、滨河、汉武御等，2020 年市占率分别为 24%、14%、9%、4%。外地品牌主要有茅台、五粮液、泸州老窖、剑南春、洋河、牛栏山、红星二锅头、老村长等，占据三成市场份额。由于当地喝酒讲究实惠，消费水平整体以中档酒为主，主流价格带从 100 元以下向 100-300 元转换叠加。

图 116：2020 年甘肃省白酒市场占有率

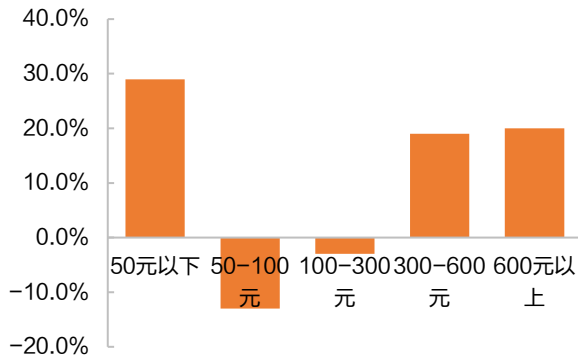


资料来源：乐酒圈公众号、天风证券研究所

图 117：2019 年甘肃省白酒分价格带规模增速

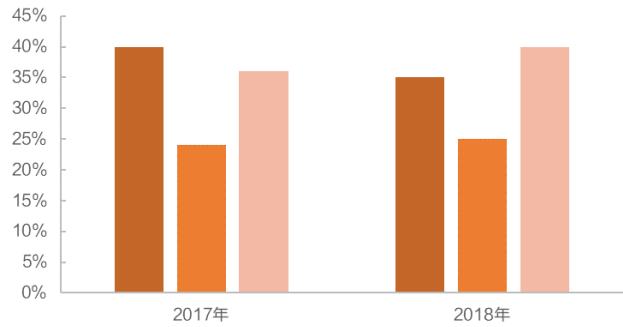
图 118：甘肃省 2020-2021 年各类酒企流通额占比

■ 甘肃省白酒分价格带规模增速（单位：%）



资料来源：酒类流通行业白皮书（2019）、天风证券研究所

■ 区域酒企 ■ 省级龙头 ■ 全国名酒



资料来源：酒类流通行业白皮书（2019）、天风证券研究所

表 20：甘肃省白酒市场分档次主流品牌

档次	价位	区域	品牌
高档酒	500 元以上	陇外	五粮液、茅台、国窖 1573 等
		本地	金徽 28 年、滨河九粮液二十年
中高档	300-500 元	陇外	西凤 30 年、洋河等
		本地	金徽 18 年、滨河九粮液、红川锦绣陇南等
中档	100-300 元	陇外	郎酒、老白汾酒等
		本地	世纪金徽五星、柔和金徽 H3、H6、汉武御五星、滨河九粮春等
中低档	30-100 元	陇外	尖庄、老郎酒、洋河等
		本地	世纪金徽三星、九粮醇等
低档酒	30 元以下	陇外	牛栏山、红星二锅头等
		本地	世纪金徽二星、滨河蓝特液等

资料来源：酒教主公众号、华经情报网、天风证券研究所

从区域竞争格局看，西部“陇”头酒企，金徽酒正当奋进时，把握区域中低端市场。金徽酒地处秦岭腹地、嘉陵江畔，毗邻世界自然遗产九寨沟，生态环境得天独厚，酿酒历史和白酒文化悠久。公司依靠良好的生态环境、悠久的酿酒历史、传统工序与独特技术相结合的先进工艺，成为盘踞于西部地区的龙头酒企。上市以来，公司积极进行产能扩建，截止 2020 年底，库存基酒约 3.7 万千升，2021 年年报披露，公司高/中/低档白酒产能分别为 5027.69/8223.09/598.63 千升。营收方面，金徽酒 2017-2021 年的营业收入由 13.33 亿元增长至 17.88 亿元（CAGR=7.63%），其中 2021 年公司收入增长缓慢，主要是第四季度营收不达预期，第四季度公司核心销售区域兰州、西安等地爆发疫情，对公司销售造成较大冲击。市占率方面，2019 年，甘肃省地产酒市占率名列前四的品牌合计达 51%，金徽酒所占份额为 24%，超过第二名本省品牌红川酒约 10 个百分点。我们认为，甘肃白酒市场竞争较为激烈，而金徽酒作为本土老牌白酒企业，龙头的地位相对突出，与全国化的品牌相比也具有一定的本土渠道和品牌优势。

表 21：金徽酒产品矩阵

产品档次	主要产品	产品规格	价格
高端 (600 元以上)	金徽二十八年	50 度 500ml	1439
	金徽老窖 180	52/45 度 500ml	1258/1188
	金徽老窖 120	52/42 度 500ml	893/858
	金徽十八年	46 度 500ml	600
次高端 (300-600 元)	金徽老窖 90	52/42 度 500ml	538/501
	柔和 H9	50 度 500ml	501
	正能量 1 号	52 度 500ml	498
	世纪金徽五星	50 度 500ml	318
中端	柔和 H6	46 度 500ml	290

(100-300 元)	正能量 2 号	48 度 500ml	288
	世纪金徽五星	52/42 度 500ml	247/235
	正能量 3 号	45 度 500ml	198
	柔和 H3	45 度 500ml	174
	世纪金徽四星	52/42 度 500ml	148/135
低端(口粮酒) (100 元以下)	世纪金徽三星	52/42 度 500ml	94/89

资料来源：金徽酒京东自营旗舰店、天风证券研究所

注：因金徽酒公告产品档次定位自 2016 年后未做更改，我们根据当前产品实际所处价位带做了重新分类，价格仅供参考

图 119：金徽酒产品矩阵

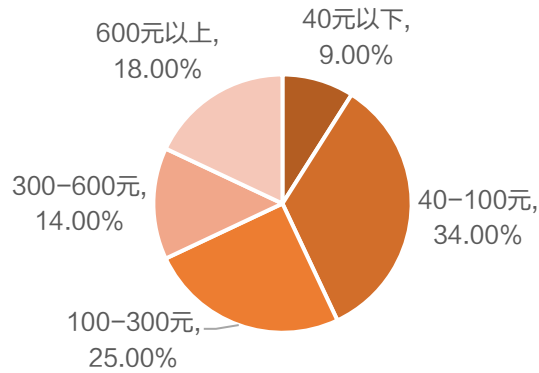


资料来源：金徽酒公司年报、天风证券研究所

2.7.3. 新疆：白酒市场以低端消费为主，伊力特一枝独秀，外来品牌异军突起

新疆白酒市场以低端消费为主，地产酒受到外来品牌的挑战。新疆人善饮，白酒市场整体消费量约有百亿规模。据佳酿网，新疆白酒市场的竞争一直是地产酒之间的竞争，竞争也一直集中在每瓶 20 元至 60 元的低端酒上。与此同时，茅台、五粮液、国窖 1573、水井坊、剑南春、汾酒等这些国内一二线品牌白酒，也都看好新疆白酒行业的中高端市场空白，纷纷大举进疆抢占市场。新疆白酒市场原以“新疆茅台”伊力特等浓香型白酒主导，市占率达 80%。然而，近年来地产酒份额被蚕食，外来品牌异军突起，伊力特的霸主地位被挑战，酱香及清香型白酒冲击新疆酒市原有格局，同时地产酒酒的份额降至 50%，在乌鲁木齐，酱酒的占比已高达 3-4 成。就主流产品与价格带而言，中低端市场，新疆地产品牌表现强势，主要集中 300 元以下的中低端酒上；茅台、五粮液、国窖 1573 等名酒则主导着新疆高端市场。

图 120：2019 年新疆白酒分价格带规模结构



资料来源：中国酒类流通行业白皮书（2019）、天风证券研究所

表 22：新疆分价格带主要代表性产品

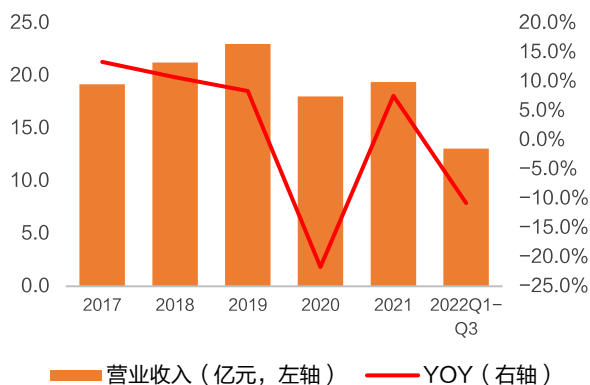
价格带	品牌区域	代表产品
500 元以上	地产品牌	伊力王酒系列
	疆外品牌	飞天茅台、五粮液、国窖 1573
300-500 元	地产品牌	伊力壹号窖 15/20
	疆外品牌	洋河梦 3、天之蓝
100-300 元	地产品牌	伊力老窖系列、伊力壹号窖 10、肖尔布拉克
	疆外品牌	海之蓝、五粮春、茅台迎宾
50-100 元	地产品牌	伊力老陈酒、伊力特曲、白杨老窖、新疆第一窖、古城、肖尔布拉克
	疆外品牌	双沟系列
50 元以下	地产品牌	伊力大曲系列、三台老窖、肖尔布拉克
	疆外品牌	牛栏山陈酿/典藏系列,经典/蓝瓶红星二锅头

资料来源：立鼎产业研究院、天风证券研究所

从区域竞争格局看，“新疆第一酒”，伊力特疆内市场稳固。有“新疆茅台”、“新疆第一酒”美誉的伊力特，前身为农四师十团（现第四师 72 团），1998 年团企分离后更名新疆伊犁酿酒总厂，并于 1999 年改制上市。目前，伊力特拥有新疆最大的纯粮固态发酵白酒生产基地，整体设计产能达 53000 千升，实现了对新疆市场的深度浸润，是新疆区域的绝对龙头。营收方面，伊力特 2017-2021 年的营业收入由 19.19 亿元增长至 19.38 亿元（CAGR=0.25%），其中 2020 年受疫情影响较为严重，营收同比下降 21.71%，2021 年恢复至正常水平，2022 年上半年国际局势复杂多变，同时国内疫情多点散发，22Q1-Q3 营收同比下降 10.77%，但随着白酒行业产品结构整体优化，以及疫情防控优化，宏观经济活跃度提高后消费回暖，聚饮、宴席消费增加，我们预计疆内市场消费能力或将进一步提升。市占率方面，2016-2021 年，伊力特疆内销售收入基本稳定在 70%以上，虽新疆市场具有一定的稳定性，但新疆市场近几年已成为很多全国名酒的“必争之地”，在更为激烈的竞争环境及尚未完全恢复的消费场景的双重压力下，公司在稳固疆内市场，发掘新市场方面将投入更多成本。产品结构方面，公司产品线覆盖高、中、低档，坚秉“1+2+3+X”品牌发展战略，高档白酒包括伊力王、伊力老窖、伊力壹号窖，中档白酒包括伊力特曲、伊力老陈酒，低档白酒主要为伊力大曲。

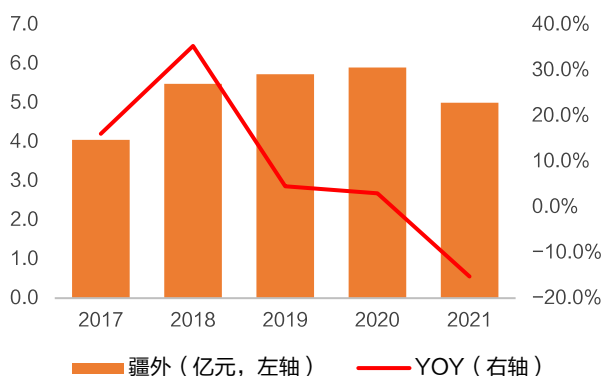
图 121：伊力特 2017 年以来营收及增速情况

图 122：伊力特 2017-2021 年疆内销售收入规模及增速

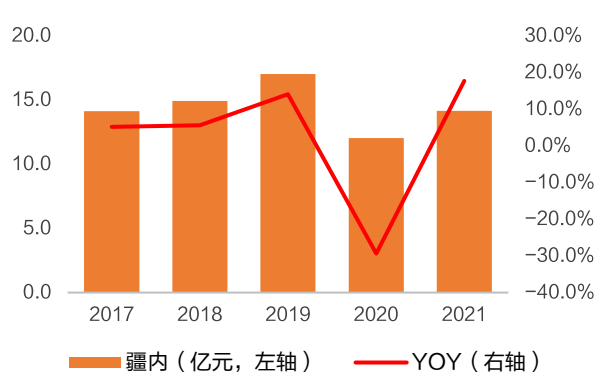


资料来源：Wind、天风证券研究所

图 123：伊力特 2017-2021 年疆外销售收入规模及增速

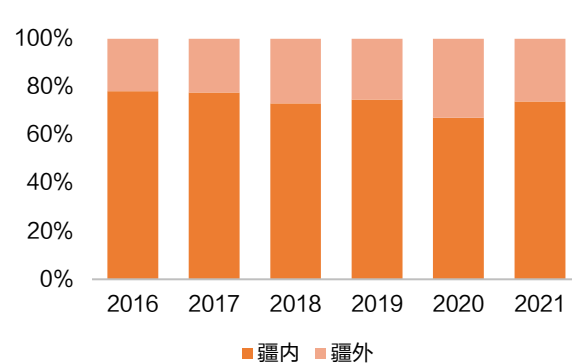


资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 124：伊力特 2016-2021 年疆内疆外销售收入占比

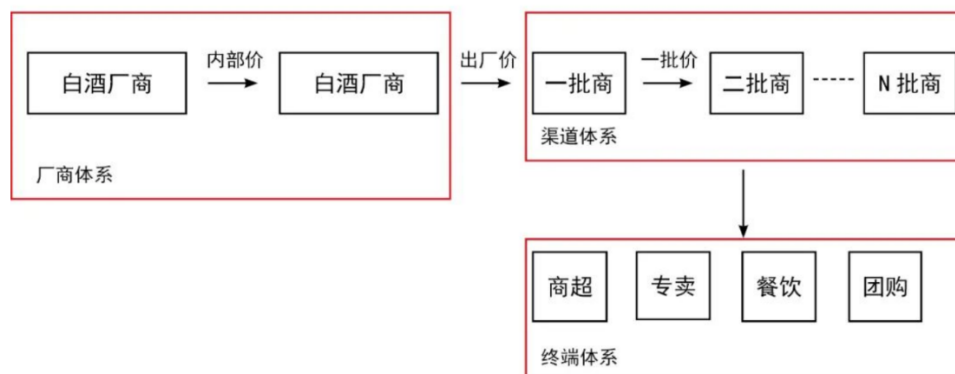


资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 渠道更迭：市场环境自身品牌力影响白酒企业渠道模式的选择

随着白酒行业周期演变，各个酒企根据市场变化不断在渠道模式推陈出新，渠道主导权经历了从国家→厂商→经销商→厂商→共同主导的变迁。当今白酒行业处于存量竞争时代，强竞争格局下，无论是全国名酒还是区域酒企都试图不断开拓细分市场，扩张市场份额。而当下大众消费兴起的阶段，渠道需要力争实现“全覆盖”，企业开始重视终端的作用，渠道运作更为精细化。

图 125：白酒销售体系



资料来源：商界评论杂志公众号，天风证券研究所

3.1. 全国名酒：渠道掌控支撑价格策略，不同品牌力适应不同渠道模式

渠道精细化管理和品牌力是支撑价格的主要因素。超高品牌力的贵州茅台实行小商制度，能有效支撑市场价格；五粮液和国窖在 13-14 年渠道政策较为混乱，同时价格的频繁变动，导致品牌力一定程度受损，后国窖打造品牌专营模式以期提升控盘能力，五粮液因其品牌力与茅台仍有差距，效仿茅台实行小商后仍面临动销不畅、挺价难的问题。不同的渠道制度本身并无好坏，只是不同的环境需要对应不同的渠道政策。我们认为，随着消费升级时代的到来，渠道深耕和精细化，以及控量提价或将是目前以及未来很长一段时间的主旋律。

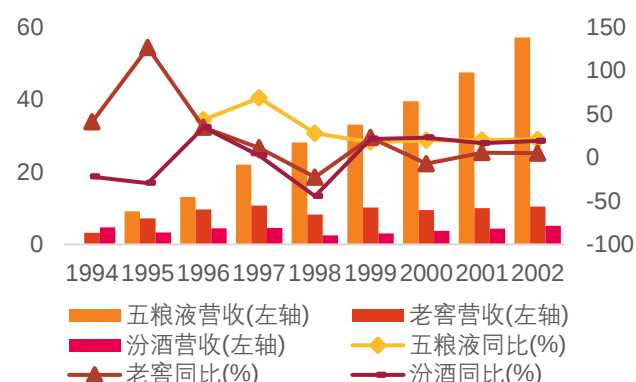
3.1.1. 大商模式：品牌扩张初期，低成本快速占领市场

充分利用杠杆，快速低成本扩张全国市场。大商模式也即总代模式，指厂家以省或区为单位，指定实力强的大经销商，由其全权代理所在区域的产品销售活动，厂家可借助大商资源实现较低成本的快速扩张，且经销商利润由其营销能力和积极性决定，盈利空间大。

五粮液依托大商+OEM 跃升龙头。实行大商制的代表企业为五粮液，同时五粮液 1996 年起依托大商制独创了 OEM 授权贴牌模式，由总代新创一个品牌，五粮液负责生产，总代负责销售，利润协商分配。依托大商+OEM 模式，五粮液实现快速扩张，1997 年在上市酒企的市占率一度达到 54%，此后多年也基本维持在近 40% 的较高位置，成为当时白酒行业的领头羊。一时之间，众多酒企纷纷效仿，OEM 模式盛行。

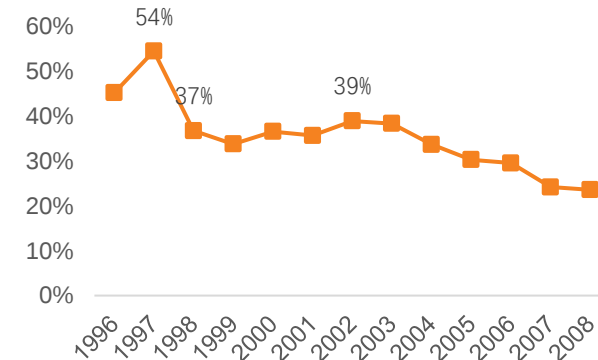
具体来看，五粮液在国内市场设立了区域总代、省级总代和地级总代，依托区域总代将产品快速导入空白市场，提高铺货区域面积；又通过省级总代、地级总代将产品下沉至市、县，提高渗透率，形成多层级的营销模式。大商制的渠道推力更强，能够充分利用经销商的资金、资源杠杆；OEM 模式下，总代买断经营，又能够充分激活经销商积极性，以此快速低成本实现全国化。

图 126：OEM+大商模式辅助五粮液快速扩张（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

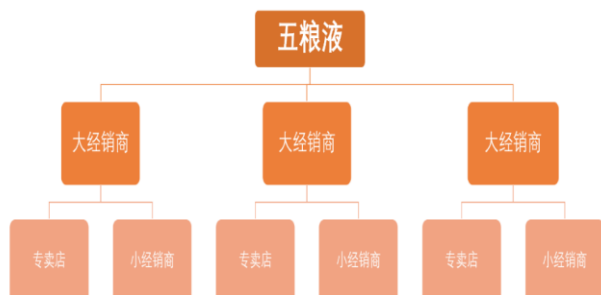
图 127：1996-2008 五粮液市占率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

注：市占率以上市酒企营收占比计算

图 128：大商模式：多层级营销



资料来源：参考网，天风证券研究所

图 129：OEM 模式：五粮液负责生产，总代买断经营

品牌	总代经销商
五粮醇	福建省邵武糖酒食品总公司
熊猫酒	广东揭阳粤强公司
金六福	北京新华联集团
浏阳河	湖南浏阳河实业公司
京酒	北京糖业烟酒公司
百年老店	广东大江酒业有限公司
酒之头	宜宾辉煌酒业有限公司
紫光液	北京紫光液酒业有限公司
一帆风顺	上海香滋酒业有限公司

资料来源：商界评论杂志公众号，天风证券研究所

然而大商制度下，厂家会对经销商产生依赖，同时渠道掌控力不足，容易出现渠道商低

价甩货、区域间窜货等问题；多层级渠道运作下，厂商难以准确掌控渠道库存、终端价格、市场动向，影响适时决策，如 13 年五粮液逆势提价，渠道利润倒挂、营收下滑，自此惜败茅台。

五粮液面向大商逐步收权，转为精细化的区域管理。随着大商模式的弊端逐渐显露，五粮液开始实行一系列去大商化的改革，其核心是削弱经销商体量、通过外力实现渠道和终端的管控、限制定价权：2013 年设立 7 大区域销售中心，吸纳捆绑当地大商资源、2018 年起开展数字化转型工作掌控渠道和终端、2019 年导入控盘分利优化经销商利润分配体系。2017 年后五粮液大量引入小经销商，逐渐由大商制模式向小商+专卖店模式转变，2019 年再将 7 大营销中心划分 21 个营销战区、60 个营销基地，区域管理进一步细化，大商时代正式落下帷幕。

3.1.2. 小商模式：慢工细活，渠道掌控力是支撑价格的关键

小商模式的强渠道掌控力能够有效支撑市场价格。同为高端酒，茅台采取了与五粮液截然不同的渠道制度——小商模式。由于茅台高定价特性，保证市场价格稳定对品牌形象至关重要，而厂商的渠道掌控力是市场价格的支撑。1997 年亚洲金融危机爆发后，贵州茅台销量急剧下滑，当时的领导层转而开始发展经销商，建立经销商+专卖店的销售体系，且注重发展小商。

具体来看，从经销商角度，存货量相对小且资金周转快的小商能够在行业具备提价预期时更容易跟上提价节奏；从厂家角度看，小商也更便于厂商管理，不易产生压货、窜货等扰乱市场秩序行为，能够更好地执行渠道精细化。我们认为，厂商在渠道精细化管理上的强势体现在茅台的财务报表上，一是代表严格先款后货的小规模应收票据及账款，二是代表占用经销商资金的大规模的预收账款。

图 130：2012-2021 年贵州茅台应收与预收款项情况（亿元）

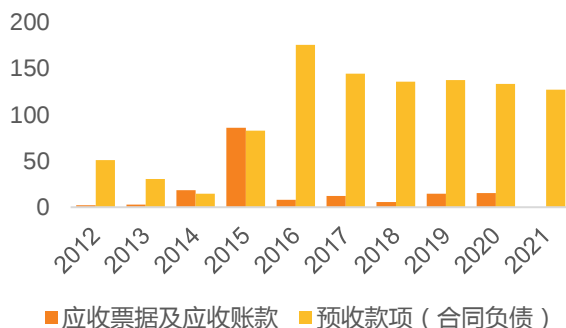
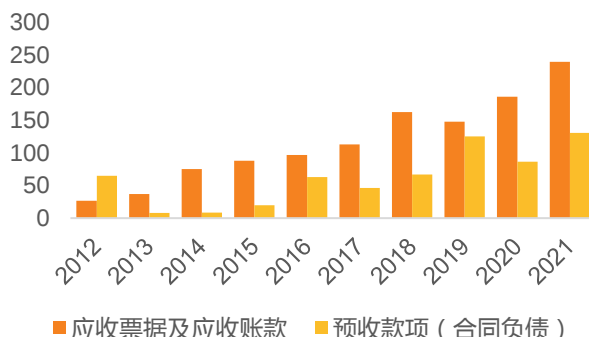
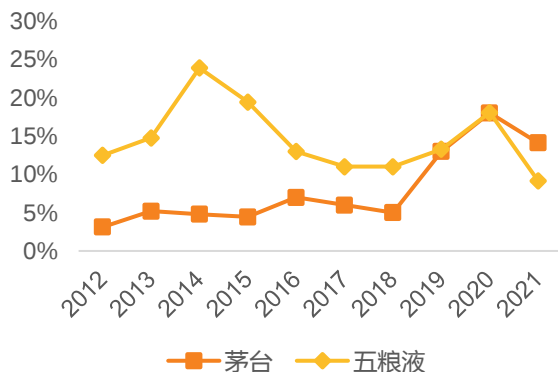


图 131：2012-2021 年五粮液应收与预收款项情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

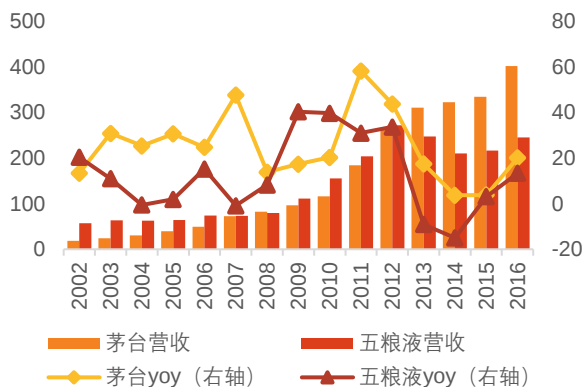
图 132：茅台与五粮液客户销售额 CR5



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

图 133：2013 年后茅台营收稳超五粮液（单位：亿元、%）



资料来源：wind，天风证券研究所

但小商模式的问题在于，一是需要品牌有强大的品牌力，脱离茅台的强品牌力，凭借小商的资源和体量很难实现高效动销；二是酒企对于批价及终端成交价格的掌控力偏弱，

对于茅台来说，其高企的渠道利润赋予经销商囤货动机，也正是小商相对易周转的资金造成提价容易、压价难的问题。也因此，一方面纯粹的小商很难在白酒企业中盛行，五粮液即使改革为小商制后也面临动销不畅、难以挺价的问题；另一方面，茅台为了平衡渠道利润、平抑终端价格，一直在进行直触终端的探索。如 2005 年起便开始为军区、政务、大型企业定制茅台酒，开启团购业务，2011 年开始建设自营渠道、2019 年成立集团营销公司面向团购、商超等终端客户。2022 年初，i 茅台 app 上线，为茅台的直营业务发展再增期待。

图 134：茅台直销进程

时间	事件
2019 年初	收回 500 家左右经销权，约 6000 吨配额。
2019 年 4 月	600 吨茅台酒公开招募商超卖场
2019 年 5 月	股东大会透露，直营店的茅台酒和系列酒供应量每年将增加 1000 吨左右
2019 年 7 月	选择 3 家全国电商平台，供应 400 吨茅台酒
2019 年 8 月	4 月份 600 吨商超渠道的招标落地，物美、华润等大型商超开始销售 1499 的茅台
2019 年 9 月	确定天猫和苏宁为全国直销电商平台
2019 年 11 月	在机场、高铁站等渠道投放 1499 评价茅台。
2019 年 11 月	在贵州省内，以 1499 元评价购买茅台，并搭售 500 元农产品。
2020 年 1 月	新增 10 个区域 19 家 KA 卖场。

资料来源：茅台时空公众号，微酒公众号，酒业家公众号，天风证券研究所

3.1.3. 从柒泉模式到品牌专营，厂商深度捆绑实现共赢

柒泉模式引入股权激励，激发经销商积极性实现共赢。2009 年泸州老窖建立柒泉模式，以区域为单位，设置区域柒泉公司，该区域的核心经销商以资金形式入股并支付一定的保证金，担任董事长。在这种形式下，柒泉公司相当于区域内一批商，与老窖销售公司直接对接，片区内其他经销商则从柒泉公司拿货。经销商入股柒泉公司，实现了经销商与公司的目标统一；同时，打通了从片区到经销商执行团队再到市场运作的直线执行，为未来全力拓展市场奠定良好的渠道架构基础。

表 23：柒泉模式优缺点

柒泉模式举措	优势	劣势
核心大商出资成立股份销售公司	帮助公司快速扩张，深度绑定经销商利益，经销商因可以通过销售扩大获得分红就会积极扩张市场	渠道内部会发生竞争，参股经销商和未参股经销商存在利益平衡，未处理好会影响经销商的积极性。
按区域划分柒泉公司	经销商可以统筹区域内产品营销，减少同产品的竞争内耗	经销商更愿意将资源倾斜至渠道利润丰厚的产品，缺乏推广长期对公司业绩有拉动但短期赚钱能力差的产品，导致上市公司与渠道利益不一致
公司销售人员解聘重新由柒泉公司雇佣	减少公司销售费用，人员开支及相应管理费用移至柒泉公司	公司对渠道终端控制力弱，缺少对渠道和终端情况的直接反馈，信息掌握程度弱化；柒泉公司内部管理可能不规范；经销商话语权加重
柒泉公司以低于出厂价的价格拿货，对外以出厂价进行分销	增厚渠道利润，拉近厂商关系	在行业调整期容易出现价格倒挂，经销商更青睐利润丰厚产品，或致产品体系紊乱，行业调整期国窖销售波动放大

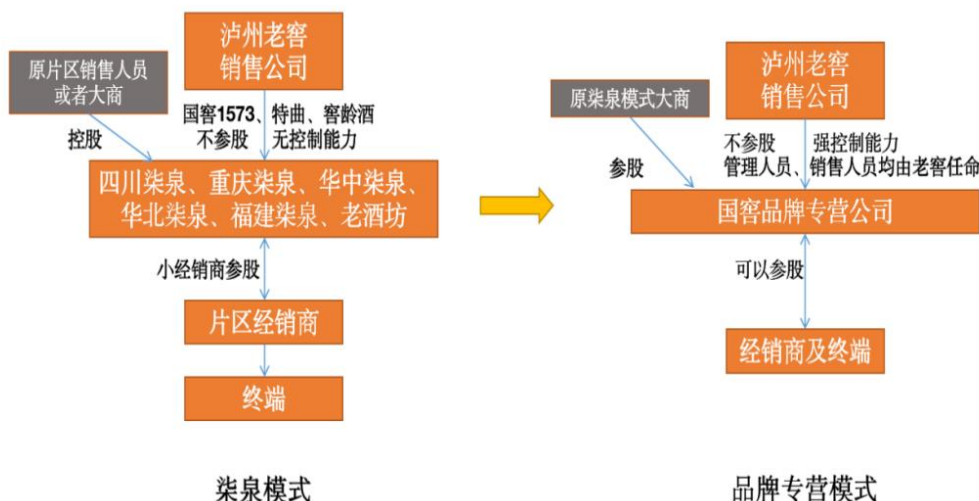
资料来源：界面新闻，经邦咨询微信公众号，酒海观潮微信公众号，中访网，天风证券研究所

升级后的品牌专营模式加强控制、深耕产品。品牌专营模式（即柒泉 2.0）采用直分销方式，利用大量的销售人员分品牌进行深度营销。2015 年，泸州老窖按照品牌组建国窖、窖龄、特曲三大品牌专营公司，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。与柒泉模式相似，品牌专营公司一般由经销商持股；上市公司指派各专营公司的总经理，并通过协议控制的方式强化对组织的控制，其销售人员、管理层亦由泸州老窖直接任命。

针对原有柒泉模式痛点，品牌专营模式差异在于：1）职责细化到品牌：区域单品牌运营，取代原有的区域全品牌运营，解决柒泉模式下经销商倾向于推广渠道利润率更高的产品

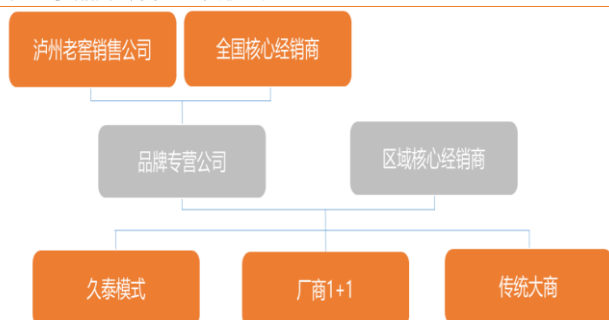
而厚此薄彼的情况，同时更能梳理出符合各个品牌特性的市场策略，利于品类扩张。2) **推动渠道扁平化**：经销商层级由原有的 4-5 层转为限定 3 层，一定程度上限制经销商层层加价，通过对专营公司的控制以及对终端的掌控克服了柒泉模式控盘能力差的问题。3) **加强深度营销，销售人员直接反馈**：销售人员由泸州老窖公司雇佣，强化公司的直接掌握信息的能力；同时，2016 年后泸州老窖加强了销售人员的扩充，且在全国建立了 20 余家品牌区域专营子公司，以期打造控盘能力更强的直分销体系。双重因素下，老窖销售费用率也开始抬头。

图 135：柒泉模式与品牌专营模式对比



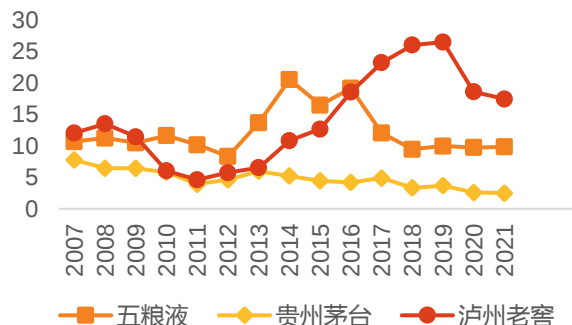
资料来源：界面新闻，经邦微咨询公众号，中访网，天风证券研究所

图 136：品牌专营下主要模式



资料来源：酒说公众号，酒业家公众号，天风证券研究所

图 137：老窖营销模式变更影响销售费用率（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 138：泸州老窖渠道改革梳理

时间	事件
2006 年	推出经销商持股，公司快速成长
2009 年	创新推出柒泉模式
2014 年	成立品牌专营公司，建立久泰模式
2015 年	设立品牌专营模式，久泰模式取代柒泉模式
2019 年	品牌专营模式升级，久泰模式进一步去分销

资料来源：泸州老窖公司公告，中为咨询，微酒公众号，天风证券研究所

柒泉模式与深度分销模式相似，均是厂家通过自有销售人员反馈掌握市场信息，不同的是深度分销模式下经销商角色被弱化，销售人员直接对接终端，经销商存在渠道利润微薄、积极性不高的问题；而品牌专营下销售人员被任命至厂家的品牌专营公司，对接经销商及终端，经销商仍要负责部分营销，并且柒泉模式下渠道利润更丰厚，加之分红激

励，经销商动力充足。

自老窖开创柒泉模式以来，不断完善升级，其渠道模式一直处在较稳定的运营中。柒泉模式的成功显现厂商共赢模式在当前的良好适配性，也吸引区域酒企进行效仿，如酒鬼酒 2018 年成立内参销售公司，入股经销商，独立运营“内参酒”品牌。

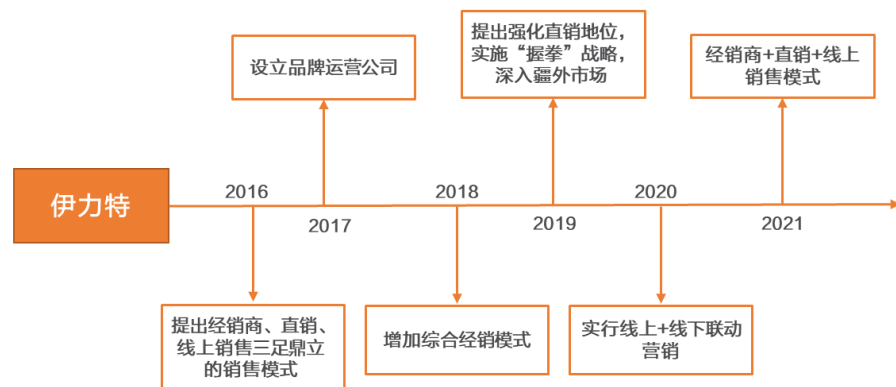
3.2. 区域名酒：渠道推力是核心竞争力，深度分销&团购培育品牌认知

渠道推力是区域性酒企开拓市场的重要抓手。我们认为，全国名酒日积月累的品牌形象使其竞争局势多少带有寡头色彩，厂商更具定价权；而地产酒竞争意味更浓，不仅要面临同省或外省名优地产酒的份额争夺，在品牌及产品或有逊色情况下，如何应对同价格带的名酒挤压亦是需要思考的问题。对区域性酒企来说，无论是在省内深耕还是省外拓张中，更需要通过渠道营销占领消费者心智提升动销，因而多选择建立庞大销售团队推动销售，实现市场掌控与本地渠道的精细化尤为重要。

3.2.1. 传统总代与新总代模式

传统总代模式即是大商承包制，由较有实力的经销商承包某个地区的代理。从前序分析可知，传统大商承包制可以低成本快速扩张市场，但相应也会带来渠道、终端掌控力不足等弊端。2017 年之前伊力特采用大商制+买断经营，随着疆内规模快速扩张，市场上品牌泛滥，品牌形象受损，因此 2017 年开始，伊力特逐步从单一模式向经销商+直销+线上销售的模式转变。2021 年伊力特决定收回伊力王酒改为自营模式，自 2021 年 7 月，伊力王酒开始进行各地招商，重新构建了伊力王酒的营销体系。

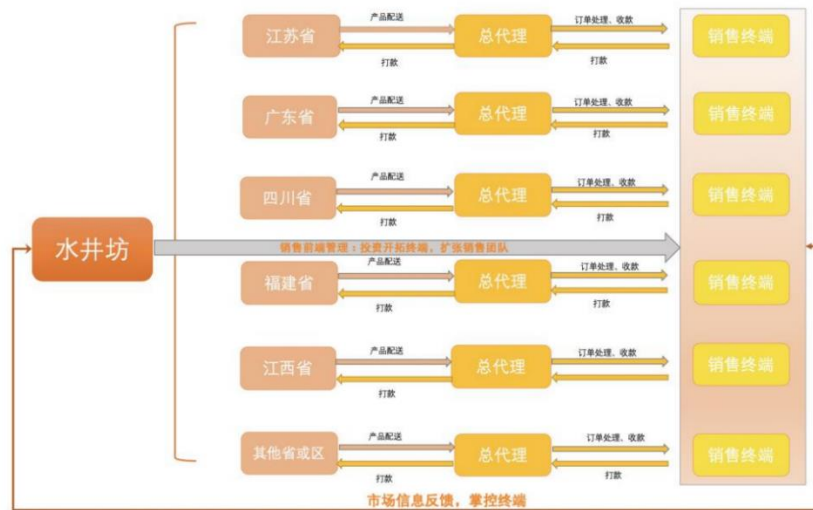
图 139：伊力特 2016 年以来渠道策略发展历程



资料来源：伊力特公司公告，天风证券研究所

水井坊主要采取传统总代+新型总代并存的销售模式，本质上也是引入了深度分销的理念。水井坊起初一直采用单一总代理模式，12 年白酒行业进入调整期后，部分区域总代退出，部分区域市场受到了较大影响，随后公司于 2016 年在传统总代的基础上进行了升级，推出新型总代模式。新总代模式下，公司负责销售前端管理，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理、物流、仓储、收款等工作。同时，公司也相应增加了销售团队人手配备以适应新模式下的业务发展，加强对终端的服务和管理。新总代模式本质上也是和深度分销的结合，一定程度上解决传统大商终端把控能力差、市场敏感度低的问题。

图 140：水井坊新总代模式



资料来源：水井坊公司年报，天风证券研究所

3.2.2. 盘中盘模式：锚定核心消费领袖，以“二八原则”撬动全盘

将费用投放至少数核心消费领袖，精准布局消费场景实现大盘控制。根据酒说公众号，随着餐饮行业进入拐点式高速增长阶段，以餐饮渠道为主的经销商崛起。2000年初，口子窖开创“盘中盘”模式，通过遴选优质经销商掌握核心酒店餐饮终端作为“小盘”，在核心领袖的消费场景下影响更多消费者，从而实现对区域二三级市场“大盘”的影响性控制，掌握消费影响力更强的渠道网络系统。

盘中盘模式下，白酒渠道模式打到了终端层面，对白酒行业的渠道模式有启发式作用。古井贡、口子窖、迎驾贡、金种子等一大批徽酒品牌通过终端拦截、包销包量、一店一策盘中盘等方式一度克服了自身的品牌劣势，建立起强大的市场防线与全国名酒抗衡。

图 141：口子窖“盘中盘”销售模式



资料来源：酒业家公众号、佳酿网、天风证券研究所

终端拦截的模式决定酒店盘中盘难以经受同区域酒企大量复制。一方面，这一时期酒店盘中盘盛行，同质化的操作使得终端割据，小盘扩张受阻，大盘难以启动；另一方面，经济危机爆发后，消费者下榻酒店频次减少，小盘的撬动作用大打折扣，徽酒盘中盘在市场环境变化和一线名酒厂品牌力挤压下无法施展力量。

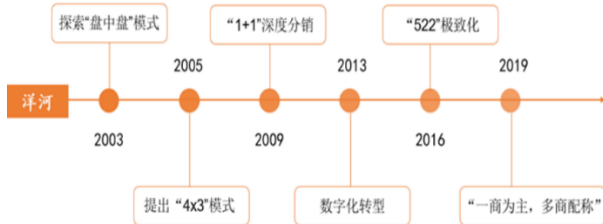
3.2.3. 深度分销模式：人海战术的强大推力，渠道杠杆与市场掌控双得

1+1 深度分销模式弱化经销商职责，厂商掌握市场开发。1+1 即经销商体系+厂家自有销售人员，厂家委派业务代表入驻经销商，或在经销商辖区设立办事处或分公司。该种模式下，厂家自有销售人员负责渠道开拓与市场推广工作，经销商只负责配送、资金周转

等服务工作，厂家从而既能利用经销商的资金杠杆，又能实现对市场的掌控。

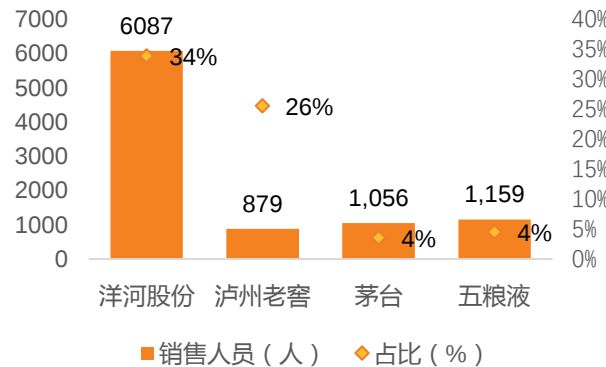
深度分销可以快速复制开拓市场。2009 年洋河首创深度分销模式，由于这种模式对经销商素质要求不高，可以快速复制开拓市场。截止 2012 年底，洋河深度管理 7000 多家经销商，直接控制 3 万多地面推广人员，在终端建立起扎实有效的营销网络；同时，洋河对经销商管控严格，如厂商直接点对点对接和管控经销商，各层级之间经销商不存在管理关系，强化厂家的终端领导力；引入经销商淘汰制，以期提升经销商的品牌忠诚度。

图 142：洋河历年渠道策略变化



资料来源：洋河公司公告、天风证券研究所

图 143：2021 年茅五洋销售人员及占比



资料来源：各公司公告、天风证券研究所

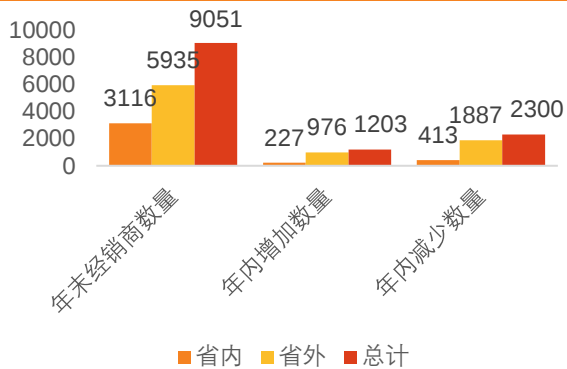
洋河成为白酒黄金十年最大黑马，区域酒企纷纷效仿。凭借扁平化的深度分销对终端和渠道的有效控制，2007-2012 年，洋河股份营业收入由 17.62 亿元增长至 172.70 亿元，归母净利润从 3.75 亿元增长至 61.54 亿元。无论是与同为厂家主导的小商制相比，还是与同样能够快速扩展市场的大商买断经营模式相比，1+1 深度分销的渠道模式更加精细化，大量厂家销售人员开发市场，能够更直接地获得市场信息，且对于品牌力的要求相对较低一些。因此，众多区域酒企纷纷采用深度分销模式，落实到具体举措上又有差异，如金徽酒在以经销商为主导的模式之下，逐步采用“干网工程”、“金网工程”和“深度分销+大客户运营”，使得渠道更加精细化。

长期“深度分销”模式下，渠道利润低销售积极性不高问题显现。深度分销模式下，经销商相当于配送员角色，导致渠道商利润率非常低，销售积极性不高，渠道窜货、利润变薄等弊病日益如初，厂商关系紧张。

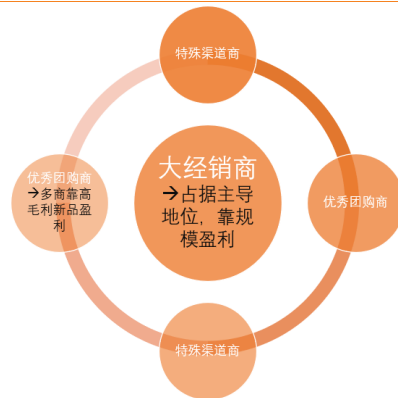
“一商为主，多商为辅”模式，提高经销商市场主观能动性。2019 年，洋河在 1+1 深度分销基础上构建起“一商为主，多商配称”新型厂商关系，即一个地区由一个大经销商保障产品在当地市场的主导地位，承担市场秩序和价格稳定维护职责，同时辅以多个优质团购商和特殊渠道商。这样的模式下，两类经销商具有不同的盈利模式，主商靠规模盈利，具有主导市场的作用，多商则仍定位为配送者，主要靠高毛利新品盈利，形成集成和板块效应。在此基础上，企业所有资源与经销商共享，合理分配精准布局，一改酒业传统渠道压货的弊端，降低渠道窜货，理顺渠道价格体系，提高渠道利润率，让经销商保持合理可持续的盈利能力。在“一商为主、多商配称”的指导思想下，公司进行了经销商体系构建，2021 年经销商精简了超 2000 家。

图 144：2021 年洋河股份经销商数量变化（单位：家）

图 145：“一商为主，多商配称”的渠道模式



资料来源：洋河股份公司公告、天风证券研究所



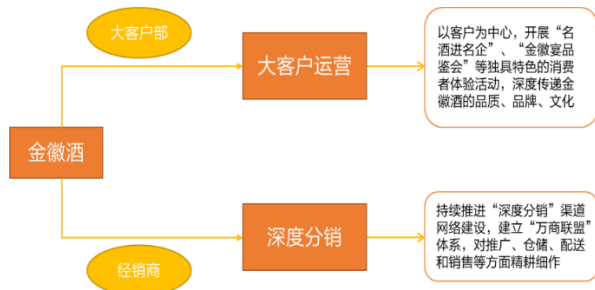
资料来源：新华社、天风证券研究所

3.2.4. 经销为主直销为辅模式，分区域设立直营辅助开发市场

在经销为主、直销为辅模式下，厂家主要依靠经销商进行市场开发，酒企制定指导性政策，市场交经销商运作，产品依托经销商资源推广；同时公司在部分重要区域实行直营，辅助开发市场。主要酒企有金徽酒、今世缘、古井贡等等。具体来看：

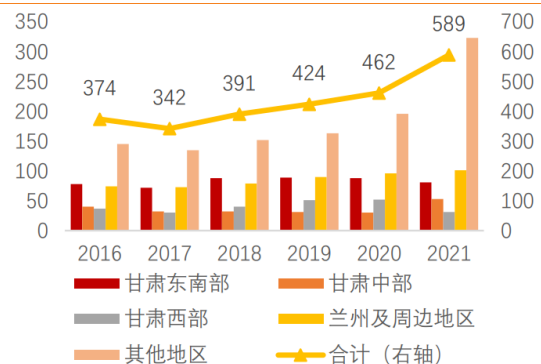
金徽酒：“深度分销+大客户运营”。金徽酒的销售模式主要有经销商和直销（含团购）模式，经销商模式下，销售公司下属各区域网点甄选优质经销商，在一定区域内负责公司特定产品的推广、仓储、配送和销售等服务，2009 年开启“干网工程”、2013 年推出“金网工程”，将网络下沉至镇、村级市场；直销模式下，公司设有直营推广中心，负责商超、酒店及私人订制等产品，以满足消费者个性化需求。2020 年成立大客户部，整合公司资源为销售赋能。

图 146：“大客户运营+深度分销”模式



资料来源：金徽酒公司公告，新浪财经，天风证券研究所

图 147：2016-2021 年金徽酒经销商数量及地域分布（单位：家）



资料来源：wind，天风证券研究所

古井贡酒：在安徽市场实行深度分销，实行“三通工程”下沉，重点城市采取直营模式，每位销售人员按乡镇负责到位。在苏鲁豫浙冀等周边市场的收入占比较大，具备一定的品牌知名度和消费基础，在该区域内深耕与大商模式并进，因地制宜制定扩张策略，江浙沪等其他市场则推行大商模式节省成本。省内市场借助三通工程进行渠道下沉和深入营销，实现对终端有效控制的扁平化营销，最终将市场板块连成一体。在选定的区域内集中资源，建立规划、执行、督导三位一体的执行体系，通过精细化的网点建设和消费者意识的培养，构建渠道和消费者的良性互动，达到产品陈列面最大化、推荐率最大化、消费者指名购买率最大化。

今世缘：“1+1+N”深度协销+直销试点。今世缘 2015 年提出 1+1+N 深度协销，通过厂商建立从营销后台—大区/营销中心——办事处——经销商——分销商——终端门店的协同体系。2018 年起，销售渠道积极向“经销+直销+线上销售”的模式转变。开展了准直销模式试点，对商超系统、重点团购单位等实行直销，江苏省内淮安和南京市市区有部分直销，省外上海、北京也有部分直销。

图 148：今世缘销售模式演变



资料来源：今世缘公司公告、天风证券研究所

3.3. 趋势：名优酒企渠道铺设核心是提高掌控力，管理扁平化与精细化

渠道扁平，拓展团购。1) 一线名酒看，贵州茅台 2011 年起逐步建设自营渠道，2022 年上线 i 茅台 app 等，五粮液从过去大商制逐步转向小商模式；老窖柒泉 2.0 模式削减了经销商层级。二三线名酒中扁平营销更为突出，如区域性酒企中盛行的深度分销模式，武陵酒推行的短链模式，区域性酒企亦不断推进直营辅助。2) 相对零售，团购渠道更容易进入商务婚庆宴宾场景，2012 年之前，高端白酒以政商务需求为主，因此高端品牌发力团购较早，贵州茅台、五粮液分别于 2005、2007 年便开始运营团购；随着市场由政商务主导向消费者主导转化，次高端价格带扩容拓展了团购对应的价格带市场空间，区域酒也开始不断发力，如今世缘 2018 年开展准直销试点，金徽酒 2020 年成立大客户运营部等。

区域精耕，推进下沉。一线名酒即使实现了全国化扩张，但随着行业发展进入存量竞争，由点到面的强竞争事实不改，因此全国名酒也在积极加强区域精耕和稳固。如 2015 年老窖的品牌运营公司下再设区域子公司，由各地子公司管控当地市场；2017 年五粮液实行“百城千县万店”工程推进终端覆盖及下沉，2019 年确立 21 个营销战区，60 个营销基地分区域深耕；2020 年茅台签约区域 KA 卖场；区域酒企也注重夯实本土优势，如古井贡酒在河南及安徽市场实行深度分销并提出“三通工程”推进下沉，在江浙沪等进入壁垒较高的市场则选择大商模式避免高昂渠道成本。

分品牌运营，打造大单品。如贵州茅台 2014 年成立酱香酒营销公司；2015 年老窖在柒泉模式基础上组建国窖、窖龄、特曲三大品牌专营公司。看区域酒，伊力特 2021 年决定收回伊力王酒改为自营模式，并于当年 7 月开始在全国各地招商，意图打造大单品，重塑品牌力。

数字赋能，高效监控。如五粮液 2019 年上线第八代五粮液扫码系统，并导入控盘分利体系，通过对渠道动销数据和服务情况的收集，建立清晰透明的利润分配体系；贵州茅台于 2022 年上线 i 茅台 app，助力直营渠道的同时，也能精准用户画像，引入“一瓶一码”等追踪手段。

4. 名优酒企十四五规划志存高远，产能扩张着眼长期发展

4.1. 十四五目标明确，名优酒企享受消费升级、集中度提升的红利

我们针对已上市的全国化酒企、半全国化酒企、地产酒酒企和部分非上市酒企的十四五及长期战略规划进行了总结。全国化酒企有：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、顺鑫农业；半全国化酒企有：洋河股份、古井贡酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊；地产酒酒企有：今世缘、迎驾贡酒、口子窖、伊力特、金徽酒、老白干酒、金种子酒、天佑

德酒；非上市酒企有：剑南春、习酒和金沙酒业。

通过整理我们可以得出，酒企营收目标主要分为 5 个档次：（1）千亿级别，茅台和五粮液“前二”格局稳固，两家酒企均力争业绩翻番，踏入世界 500 强行列；（2）300 亿级别，“争三”行列激烈厮杀，泸州老窖和山西汾酒均喊出进入前三的口号，而根据洋河股份营收年增长率保持在 10%以上的目标，2025 年营收业绩也将突破 300 亿元；（3）200-300 亿元规模区间有剑南春、古井贡酒、顺鑫农业（牛栏山）和习酒，基本上均为全国化或半全国化程度较深的酒企，牛栏山作为光瓶酒的领军者，牢牢把握低端酒的空间实现增长；（4）100-150 亿元规模区间为舍得酒业、今世缘、口子窖、迎驾贡酒、金沙酒业和老白干酒，主要为增长势头较猛的地产酒企业，金沙酒业作为近年来发展迅速的酱酒企业也位列其中，老白干酒通过“老白干+武陵酒”双轮驱动，目标营收年增长率 30%，2025 年规模将达到百亿级；（5）50-100 亿元规模区间则包含酒鬼酒、伊力特和金种子酒；（6）水井坊、金徽酒和天佑德酒仅公布公司十四五战略规划，未公布具体业绩目标。

表 24：2025 年酒企营收目标

2025 年对应规模	酒企	2025 年力争的营收目标	2021 年酒业营收
2000 亿元	贵州茅台	2000 亿元，世界 500 强	1061.90 亿元
1000 亿元	五粮液	1000 亿元以上，世界 500 强	662.09 亿元
300 亿元	泸州老窖	重回前三，推算为 300 亿元	206.42 亿元
	山西汾酒	“三分天下有其一”	199.71 亿元
	洋河股份	营收年增长率保持在 10%以上	253.50 亿元
200-300 亿元	剑南春	200-250 亿元，力争 300 亿元	--
	古井贡酒	超 200 亿元	132.70 亿元
	顺鑫农业（牛栏山）	200 亿元	102.25 亿元
	习酒	200 亿元	155.8 亿元
100-150 亿元	舍得酒业	100 亿元以上（22 年股权激励草案明确 24 年营收考核目标不低于 100.2 亿元）	49.69 亿元
	今世缘	100 亿元，争取 150 亿元	64.06 亿元
	金沙酒业	100 亿元	60.66 亿元
	口子窖	100 亿元	50.29 亿元
	迎驾贡酒	100 亿元	45.77 亿元
	老白干酒	营收年增长率 30%	40.27 亿元
50-100 亿元	酒鬼酒	突破 30 亿、跨越 50 亿、争取迈向 100 亿	34.14 亿元
	伊力特	50 亿元	19.38 亿元
	金种子酒	50 亿元	12.11 亿元
（未定）	水井坊		46.32 亿元
	金徽酒	未明确 2025 年具体业绩目标	17.88 亿元
	天佑德酒		10.54 亿元

资料来源：各公司公告，酒说公众号、新浪财经、酒业家公众号、华夏酒报、中华网等，wind，天风证券研究所

表 25：主要酒企具体十四五及长期战略规划

分类	酒企	十四五及长期战略规划
全国化酒企	贵州茅台	茅台集团的十四五规划制定了“双打造、双巩固”的战略目标。“双打造”：把集团打造为中国五百强第一方阵(前 100 强)、把集团打造为贵州省第一个世界 500 强、把上市公司打造为世界一流上市企业。“双巩固”：继续巩固世界第一蒸馏酒的地位，继续巩固国内白酒头部领军企业地位。
	五粮液	五粮液集团和五粮液股份分别提出了其十四五发展目标。五粮液集团的“5111”发展目标：创建世界 500 强，酒业主业销售收入超过 1000 亿，多元产业销售收入超过 1000 亿，努力打造产品卓越、品牌卓越、创新领先、治理现代的世界一流企业。五粮液股份的“2118”发展目标：原酒产能达到 20 万吨；基酒储存能力达 100 万吨；销售收入突破 1000 亿；利税总额达 800 亿元。
	泸州老窖	泸州老窖提出的“十四五”战略规划及 2030 年远景目标“136 战略”：一个发展目

		标：重回中国白酒行业“前三”位置，营收规模分别在 2025 年和 2030 年达到既定高度。国窖年增 30%，2025 年实现 300 亿销售收入。
	山西汾酒	2022 年汾酒提出“汾酒复兴总纲领”——“123 纲领”：“1”是全方位推动汾酒高质量发展的目标，又好又快地扎根中国酒业第一方阵；“2”是在 2030 年之前，汾酒复兴可分为两个阶段，第一阶段（2022-2024 年）是汾酒复兴的发展转型期和管理升级期，总基调是稳中求进，第二阶段（2025-2030 年）是汾酒复兴的成果巩固期和要素调整期，主基调是进中保稳；“3”是实现复兴的三大关键：管理、市场与人才。2021 年汾酒提出：“十四五”期间汾酒要晋升行业第一阵营以及实现“三分天下有其一”。
	顺鑫农业	牛栏山提出十四五发展规划（即公司“五五”战略）“1236”。其核心内容是：以“价值成就百年牛酒”为愿景，定位民酒，对标行业前八强，成为中国“新名酒”品牌，到 2025 年要实现白酒营收 200 亿。
	洋河股份	洋河股份十四五的“12345”战略：一个奋斗目标，两项走在前列，三类协同机制，四种奋进姿态，五大战略举措。其中的战略目标概括起来是：打造洋河的精彩年代和双沟的多彩时代，营收年增长率保持 10%以上的稳健、高质量增长，让绵柔成为不朽传奇，让浓香延续历史经典；品质走在行业前列，品牌走在全国前列，做中国名酒的领航者和排头兵。
半全国化酒企	古井贡酒	古井贡酒的十四五规划：5 年内收入翻倍，即在十四五期间完成营收超 200 亿元的目标，并对未来提出“全国化、高端化”战略布局。
	酒鬼酒	酒鬼酒的十四五规划目标：将酒鬼酒打造成中国文化白酒第一品牌，将“内参酒”打造成中国四大高端白酒品牌之一，业绩力争突破 30 亿、跨越 50 亿、争取迈向 100 亿。
	舍得酒业	舍得酒业的十四五规划：坚持舍得酒业四大战略，包括老酒战略、双品牌战略、年轻化战略、国际化战略；进一步提升企业的行业地位。
	水井坊	公司的愿景是成为浓香白酒领导品牌，持续健康成长，备受各界尊敬与信赖的白酒公司。公司的使命是持续保持水井坊业务健康成长，赢取更大的次高端与高端市场份额；打造更强品牌价值，创造更好，性价比更高的消费体验；优化经销系统，积极与优质合作伙伴多维度拓展市场，分享更多成长红利。水井坊品牌的使命是以 600 年传承创新的酒中美学，弘扬中国美学文化，共创国民美好生活。
地产酒酒企	今世缘	今世缘 2021 年 1 月 13 日发布《五年战略规划纲要（2021-2025）》，提出：到 2025 年努力实现营收过百亿（争取 150 亿元）。而在 2020 年 12 月 29 日今世缘 2021 发展大会上提出的“十四五”发展目标是：瞄准营收过百亿，市值超千亿，力争跻身白酒行业第一方阵。
	迎驾贡酒	站在“十四五”的开端，迎驾贡酒提出了“424”发展战略，即重点发展白酒、饮料、石斛、旅游四大产业，着力打造百亿迎驾、百年品牌；实现美丽迎驾、智慧迎驾、文化迎驾、幸福迎驾四大愿景。
	口子窖	口子窖的十四五战略目标：“百亿口子”。以兼香型口子窖系列白酒为核心，建设高端白酒品牌，引领兼香型白酒行业，成为兼香型白酒领域领军企业，并争取成为国内白酒行业第一集团成员。
	伊力特	伊力特的“十四五”规划目标：力争白酒销量达到 5 万吨，年均增长 17.93%；营业收入达到 50 亿元，年均增长 22.67%；利润总额达到 14 亿元，年均增长 23.87%。
	金徽酒	金徽酒在其 2021 年年报中披露的战略目标：建成中国大型生态酿酒基地，打造中国知名白酒品牌，跻身中国白酒十强。2019 年提出的《五年发展战略规划（2019-2023）》，计划到 2023 年实现主营业务收入 30 亿元，归母净利润 6 亿元。
	老白干酒	老白干的十四五规划目标“330”：河北占有率 30%、年增长率 30%、净利润增速 30%。致力于打造中国白酒一流企业。
	金种子酒	金种子酒“十四五”战略规划目标：2025 年实现销售收入 50 亿元。分三步走：2020 年-2022 年是战略调整期，实现 15 亿元至 20 亿元的销售规模；2022 年-2024 年是战略发展期，达到 30 亿元销售规模；2024 年-2025 年是战略腾飞期，完成 50 亿元规模的目标。
	天佑德酒	进一步巩固公司在青稞酒行业的领袖企业地位。未来五年成为中国西部地区最具影响力的白酒生产企业，成为上市酒企中最具特色和差异化优势的白酒企业。
非上市酒企	剑南春	剑南春“十四五”规划，到 2025 年营业收入达到 200-250 亿元，力争迈向 300 亿元，各项经济指标在 2020 年基础上翻一番，实现再造一个剑南春。
	习酒	对于已经到来的“十四五”，习酒定下了更为远大的发展目标：向着“百年习酒，世界一流”努力，到 2025 年，实现销售收入 200 亿元。更为重要的是，在已经形成 4 万吨产能的基础上，习酒也即将开启新一轮的技改项目，这一次，习酒的产能目标是 10 万吨。
	金沙酒业	未来 3-5 年是酱酒发展的窗口期，也是金沙酒业高速发展的重要机遇期，金沙酒业将从以下方面着手，奋力实现“十四五”高质量发展。一是建设一流产区，打造一流品

质。二是加快扩能推进，实现产储翻翻。金沙酒业将先后在 2021 年、2022 年、2023 年建成投产 5000 吨、5000 吨和 20000 吨新产能。届时将具备 50000 吨的成品酒生产能力和 150000 吨以上的老酒储存。三是力争主板上市，实现千亿市值。四是冲刺百亿销量，塑造千亿品牌。2025 年，金沙酒业将力争实现百亿销售目标，其中，将摘要酒打造成 50 亿以上超级单品，金沙回沙 1951 和金沙回沙真实年份 8 年分别打造成 20 亿量级大单品。同时，促进品牌再上新台阶，实现千亿以上综合品牌价值。摘要品牌价值达 600 亿以上，金沙回沙品牌价值达 400 亿以上。

资料来源：各公司公告，酒说公众号，酒业家公众号，新浪财经，凤凰网酒业，中华网等，天风证券研究所

4.2. 股权激励积极推行，核心骨干利益深度绑定，助力企业长期健康发展

行业特性决定得渠道和控成本者得市场，股权激励助力名优酒企高质长期发展。梳理 2022 年部分上市白酒企业员工持股及股权激励计划情况，泸州老窖、今世缘、舍得酒业、老白干酒、洋河股份、水井坊等纷纷推出存续股权激励计划，对营业收入、利润水平、净资产收益率等指标提出核心要求。股权激励的实施让公司的发展与核心员工自身利益深度绑定，激发管理层与技术、业务骨干们的工作热情，对公司业绩的长远健康发展起良好推进作用，也彰显了公司层面对于未来业绩的强烈信心。

我们认为，名优酒企频推股权激励具备两大优势：一方面，品牌之战的打响对营销成本的精细化控制提出了更高的要求，高端白酒品牌愈加重视成本把控，精化核心骨干人员的业绩考核流程，成本可控性更强；另一方面，行业更加强调公司内部、大客户、经销商的利益协同，核心经销商与公司骨干业务人员的团队活力影响区域业绩，深度绑定的激励方案对远期高质发展提供基础保障。

表 26：部分上市酒企 2022 年存续股权激励计划情况

公司名称	发布时间	考核期	考核目标	授予数量及人员
泸州老窖	2021/9/27	2021-2023 年	2021-2023 净资产收益率不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值；以 2019 年业绩为基数，2021-2023 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位值；2021-2023 成本费用占营业收入比例不高于 65%。	（限制性股票激励计划草案）授予数量：不超过 883.46 万股，约占激励计划公告时公司股本总额的 0.6031%；其中首次授予不超过 795.46 万股，约占当前公司股本总额的 0.5431%；预留 88 万股，约占公司当前股本总额的 0.0601% 授予人数：不超过 521 人，包括董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员
今世缘	2022/10/26	2022-2024 年	以 2021 年营业收入为基数，2022-2024 年营业收入增长率不低于 22%、51.3%、90.6%；以 2021 年扣除非经常性损益净利润为基数，2022-2024 年非经常性损益净利润增长率不低于 15%、32.3%、52.1%；2022-2024 年净资产收益率不低于 21.5%，且上述三个指标均要求不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值；2022-2024 年主营业务收入占比不低于 95%	授予数量：768 万股股票期权，约占激励计划公告时股本总额的 0.61% 授予人数：334 人，包括董事以及核心骨干人员
舍得酒业	2022/10/15	2022-2024 年	2022 年营业收入不低于 59.4 亿元或 2022 年归母净利润不低于 14.0 亿元； 2023 年营业收入不低于 74.1 亿元或 2023 年归母净利润不低于 15.7 亿元； 2024 年营业收入不低于 100.2 亿元或 2024 年归母净利润不低于 20.5 亿元	授予数量：不超过 116.91 万股，约占激励计划草案公告日公司股本总额的 0.35%； 授予人数：276 人，包括核心骨干员工与中层管理人员

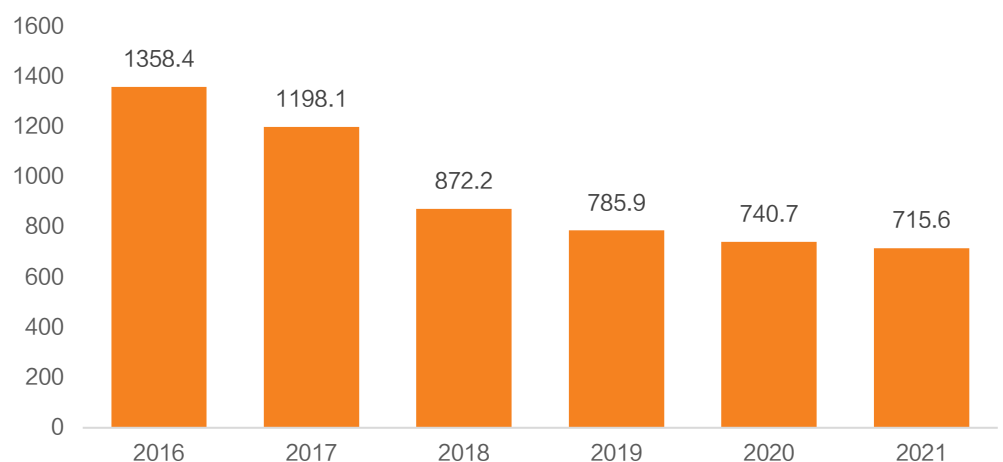
老白干酒	2022/4/18	2022-2024 年	2022-2024 净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平；以 2020 年业绩为基数，2022-2024 年净利润复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2022-2024 年主营业务收入占营业收入比重不低于 95%	授予数量：不超过 1774 万股，约占激励计划公告时公司股本总额的 1.98%； 授予人数：213 人，包括董事与核心管理、技术、销售人员
洋河股份	2021/8/3	2021-2022 年	2021 年营业收入较 2020 年增长不低于 15%； 2022 年营业收入较 2021 年增长不低于 15%	授予数量：不超过 966.1310 万股，约占本持股计划草案公告日公司股本总额的 0.64% 授予人数：不超过 5,100 人，包括董事、高级管理人员与其他核心骨干
水井坊	2021/10/1	2021-2023 年	2021-2022 营业收入增长率平均值、2021-2023 年度营业收入增长率平均值在 9 家对标企业中排名前 5（2021-2022 营业收入增长率平均值=2021 年度营收增长率+2022 营收增长率/2；2021-2023 营业收入增长率平均值=2021 年度营收增长率+2022 营收增长率+2023 营收增长率/3；对标企业：五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业、今世缘、口子窖、老白干酒）	授予数量：72.37 万股，占公司当前总股本的 0.15% 授予人数：不超过 66 人，包括董事、高级管理人员、中基层管理人员及核心技术（业务）骨干

资料来源：各公司公告、天风证券研究所

4.3. 产能扩张将成为名优酒企竞争的关键一环

我国白酒产量下降，处于存量市场竞争。白酒行业受宏观经济波动影响较大，近几年经济下行压力使白酒企业产能扩张速度放缓。2016 年-2021 年，我国白酒产量分别为 1358.4 万千升、1198.1 万千升、871.2 万千升、785.9 万千升、740.7 万千升、715.6 万千升。可以看出，2016 年-2021 年以来，我国白酒产量峰值出现在 2016 年，2021 年的白酒产量较 2016 年下降了 47.3%。我们认为：我国白酒产量连创新低或代表着行业提前进入品质提升和优胜劣汰的发展阶段。目前，我国的白酒消费结构属于存量市场竞争，行业集中度不断提升，品牌化、品质化发展趋势愈加明显。白酒产销量基本呈现逐年下降趋势，体现了市场供需关系和消费需求变化。目前我国白酒行业面临“由量到质”的消费转变，“喝少点、喝好点”成为主流消费心理，白酒行业消费升级新趋势不改。

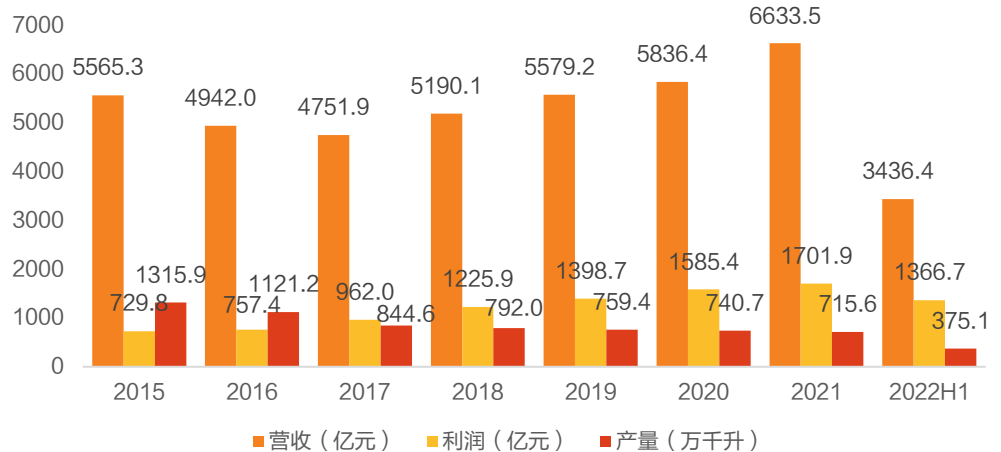
图 149：2016-2021 年我国白酒产量（单位：万千升）



资料来源：wind，天风证券研究所

整体产能过剩，优质产能不足，优质酒扩产是大趋势。自 2016 年以来，白酒行业进入“整体产能过剩，优质产能不足”新周期。中国酒业协会理事长宋书玉表示，高品质白酒产量依然有限，白酒产业整体产能过剩与优质白酒供给不足的结构性矛盾将长期存在。在我国白酒消费升级、品质升级趋势之下，名酒产区呈现出产量、销量总体稳定，收入、利润稳定增长的良好局面。优质基酒产能仍存在缺口，因此，近年来贵州茅台、五粮液等头部酒企不断扩产，为未来白酒产业的持续消费升级做准备，长期也将利好名优酒企的发展。

图 150：2015-2022H1 规模以上企业实现营收、利润、产量情况



资料来源：云酒头条公众号，国家统计局，天风证券研究所

表 27：上市酒企 2022 年产能情况

酒企	现有产能 (2021 年年报数据)		计划扩产/在建产能	十四五产能扩建项目
	设计产能	实际产能		
贵州茅台	茅台酒制酒车间：42,742.50 吨	茅台酒制酒车间：56,472.25 吨	(1) 建设中：2022 年 9 月 24 日公告，3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目建设中，建设周期 3 年，每年可新增 3 万吨酱香系列酒基酒产量，使酱香系列酒的产能达 5.6 万吨/年。	(1) 茅台拟 41.1 亿建“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目：2022 年 1 月 26 日，贵州茅台发布公告，公司拟投资实施习水同民坝一期建设项目，项目建成后可形成系列酒制酒产能约 1.2 万吨、制曲产能约 2.94 万吨、贮酒能力约 3.6 万吨。5 月 27 日，贵州茅台再发公告，决定投资 15.87 亿元建设中华片区 30 栋酒库项目。该项目规划建设酒库 30 栋，设计总储酒能力约 3.68 万吨。
	系列酒制酒车间：31,660.00 吨	系列酒制酒车间：28,248.92 吨	(2) 计划扩产：茅台酒“十四五”技改建设项目	(2) 茅台拟 155.16 亿建茅台酒“十四五”技改建设项目：2022 年 12 月 15 日，贵州茅台发布公告，公司拟投资实施茅台酒“十四五”技改建设项目，项目于茅台镇太平村和中华村，规划建设制酒厂房 68 栋、制曲厂房 10 栋、酒库 69 栋及其相关配套设施，建成后可新增茅台酒实际产能约 1.98 万吨/年，储酒能力约 8.47 万吨。
五粮液	141600 吨	106000 吨	在建产能：19990 吨	2022 年 1 月 28 日五粮液发布公告，拟投资 27.5 亿元对制曲车间进行扩能改造，新增原酒产能，主要建设内容包括制曲车间及相关配套设施等。5 月 27 日，五粮液强调，将按照“2+2+6”酿酒产能提升项目实现酿酒扩能。其中，10 万吨生态酿酒项目（一期）已于今年 4 月开工建设，

预计 2023 年底建成投产使用，将新增 2 万吨酿酒产能；在扩能项目方面，现有园区的非酒产业搬迁之后，或在原有车间实施改造扩能，建成之后将新增 2 万吨酿酒产能；另有 10 万吨生态酿酒项目（二期）预计 2022 年底启动建设，2024 年底建成投产，建成之后将新增 6 万吨酿酒产能。

2021 年，随着黄舣酿酒生态园全面投产，公司优质纯粮固态基酒产能、储酒产能、包装产能完成布局，泸州老窖保障能力实现质的飞跃。公司已经形成“1+2+N”产能新格局，即：“1 中心”，1573 国宝窖池群；“2 园区”，罗汉酿酒生态园和黄舣酿酒生态园；“N 基地”，安宁科技园、三大藏酒洞、泸州酒业集中发展区等生产供应链基地，以优质产能保障支撑公司“十四五”销售扩张。

公司拟投资建设增产扩能项目以持续推进老酒战略，公司预计总投资 70.54 亿元，建成后预计新增年产原酒约 6 万吨，新增原酒储能约 34.25 万吨，年新增制曲产能约 5 万吨。

十四五规划顺利起航，产能扩建保障未来发展。2021 年公司目前产能为 10000 吨左右，公司预计 22 年二区一期项目将建成投产，建成后将释放 0.2 万吨馥郁香基酒产能，23 年三区项目建成后将新增 1.08 万吨馥郁香基酒产能，届时公司基酒总产能将达到 2.28 万吨/年，保障未来发展需求。

2022 年 9 月 8 日，公司发布公告，在对邛崃全产业链基地项目(第一期)原投资计划金额约 25 亿元进行合理调配的基础上，拟增加投资 2.56 亿元，调整后的项目总投资金额为 27.56 亿元；投资水井坊邛崃全产业链基地项目（第二期）预计约 40.48 亿元，项目完成后，预计将形成曲药生产能力 35,000 吨/年、酿酒生产能力 13,000 吨/年、罐区储存能力 64,000 吨、陶坛库储存能力 52,700 吨、包装车间生产能力 33,000 吨/年。

2022 年 2 月 19 日，今世缘宣布拟投资 90.76 亿元实施南厂区智能化酿酒陈贮中心项目，预计将新增优质浓香型原酒年产能 1.8 万吨、优质清雅酱香型原酒年产能 2 万吨，项目预计五年内进入逐步投产阶段。

2022 年 3 月 17 日，山西汾酒宣布拟投资约 91.02 亿元建设汾酒 2030 技改原酒产储能扩建项目（一期），预计新增年产原酒 5.1 万吨，新增原酒储能 13.44 万吨。该项目计划用 3 年时间建成投产。

泸州老窖 170,000 吨 170,000 吨 在建产能：0

舍得酒业 60,000 千升 42,719.35 千升 ——

酒鬼酒 10200 吨 2021 年实现基酒产量 10216 吨；实现包装产量 15980 吨 生产三区一期工程在建，生产三区二期工程及改扩建生产二区酿酒车间一期工程已通过董事会审批，上述项目完工后将新增 12800 吨产能

水井坊 14,429.00 千升 12,875.53 千升 水井坊邛崃全产业链基地计划投资金额 241,970.00 万元

今世缘 3 万吨 2.7 万吨 智能化灌装中心计划投资金额 44,000 万元

山西汾酒 207,000 千升 180,000 千升 ——

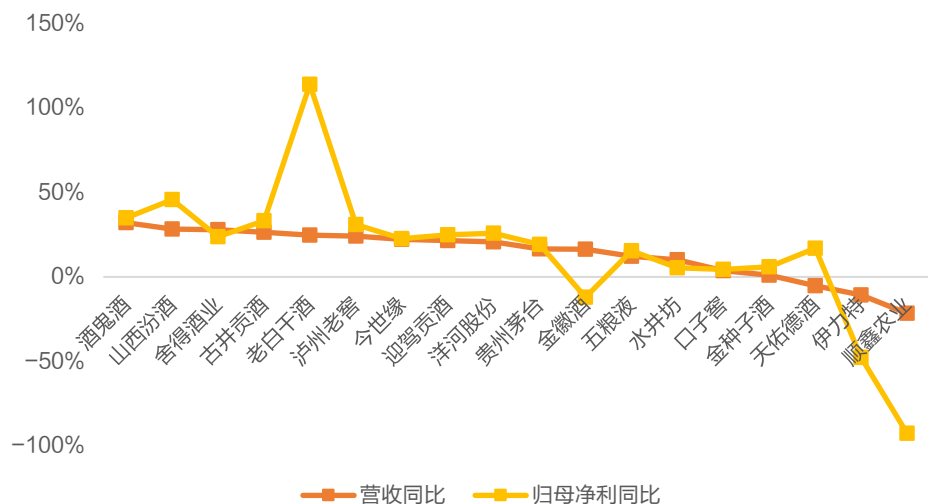
资料来源：各公司公告，习水县人民政府网，中华网等，天风证券研究所

5. 2023 年投资策略及建议

白酒主力消费需求的成功转型是行业发展的关键转折点，消费升级，行业集中度增加，名优酒企长期利好。过去 20 余年来，白酒行业主要经历了五次周期轮动，宏观经济和政策因素对行业发展产生重大影响，但每当经历低谷，白酒行业总能寻找新的增长点。在这期间，2013 年“八项规定”出台严控三公消费对白酒行业产生了一定冲击，而白酒消费需求成功从政商务消费为主转变为商务和个人消费为主，力挽狂澜，我们认为核心逻辑是酒的社交属性，白酒在社交方面具有不可替代的作用，同时，人们消费水平提高，对精神方面产生了更高层次的追求，使得白酒主力消费需求成功转型。随着人们的消费观念转变为“少喝酒、喝好酒”，名优酒企实现稳量提价，白酒集中度不断增加，大趋势延续至新冠疫情之前。

疫情三年，消费场景缺失成为影响酒企发展的主要因素，压力下名优酒企彰显韧性。疫情影响下，白酒消费频次减少，但名优酒企业绩依旧表现出较强韧性，2022 年前三季度仅三家上市酒企营收负增长。我们认为三年疫情扰动带来的短期消费场景的消失并未改变白酒消费基本面，而随着国家 2022 年 12 月疫情防控“新十条”推出，防控优化，基本面逐步恢复中，我们认为春节已表现出白酒需求端复苏的趋势，消费场景恢复之后，白酒行业有望持续高增。

图 151：2022 年前三季度上市酒企营收同比增速、归母净利润同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

回顾 2020 年至 2022 年疫情下的白酒消费变化及成因，我们认为：

(1) 2020 年高端白酒增幅领先：人们“少喝酒、喝好酒”的消费观念逐步深化，消费升级推动高质产品需求增强，高端白酒展现较快增幅。

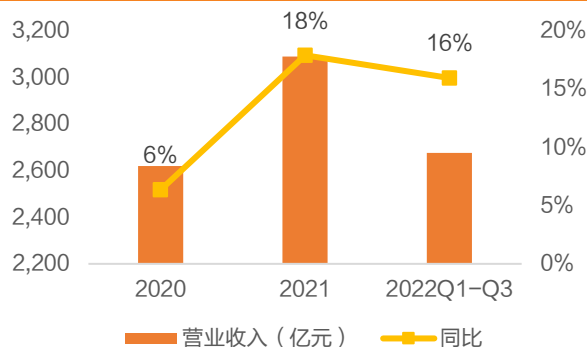
(2) 2021 年次高端白酒繁荣：2021 年次高端酒在量价两方面均有改善：从量的角度，由于 2021 年疫情总体平稳，宴席等消费场景有所恢复，白酒消费回补性凸显；从价的角度，白酒消费升级趋势延续，高端白酒升级趋势引领次高端打开价格延展空间，次高端酒企营收增速呈现较为明显的反弹趋势。

(3) 2022 年中低端白酒表现突出：2022 年新冠病毒展现强传播性，全国多地散发，致使消费场景受限时间更长、范围更广，消费场景受到影响，叠加三年疫情经济下行压力下消费水平疲软，降级趋势初显，致使以自饮为主的中低端酒的增速较为明显。

春节及后续展望：

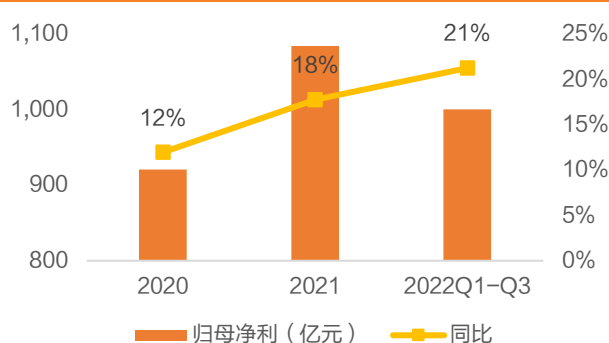
在疫情笼罩的近三年内，白酒板块整体营收利润仍然呈向上增长趋势，高中低端白酒在不同情形下彰显出了韧性。当前疫情防控优化，且新冠已回归乙类传染病管理。展望未来我们认为，随着疫情防控优化，消费场景加速复苏，2023 年经济整体上行趋势明朗，白酒板块望稳步向上迎反弹空间。

图 152：2020 年至 2022 年前三季度上市酒企整体营收情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 153：2020 年至 2022 年前三季度上市酒企整体归母净利润情况

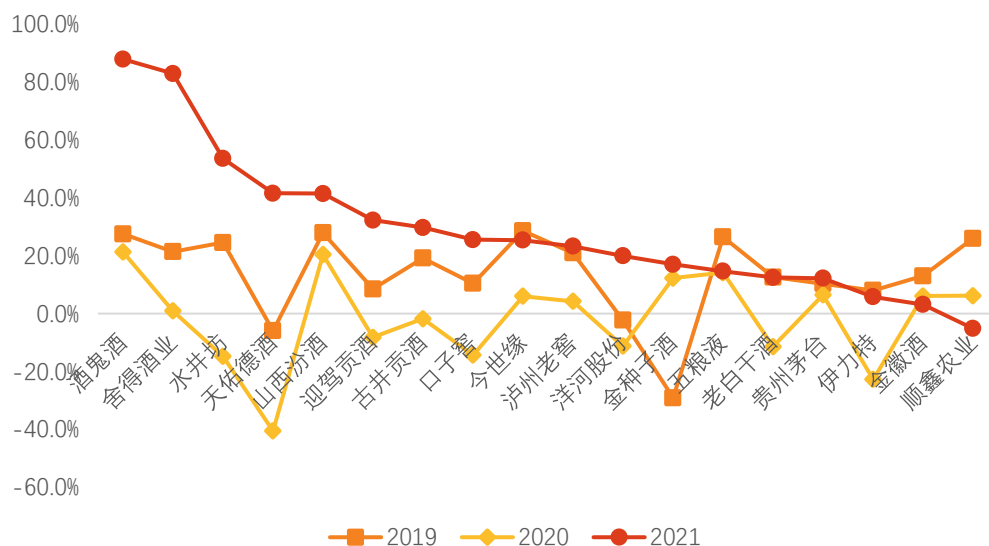


资料来源：wind，天风证券研究所

鉴于当前防控优化后，白酒消费基本面还未恢复到正常水平，对照海外疫情转好后的经济转变情况，我们认为：我国 23 年疫后复苏是大趋势，但在时间上仍存在一些不确定性。因此，我们通过我国 2021 年白酒消费同比 2019 年疫情前情况、2020 年下半年白酒消费环比反弹情况来推演 2023 年春节及全年白酒基本面复苏趋势：

(1) 2021 年较 2019 年相比，主要上市酒企营收增速呈现出较为明显的反弹趋势，尤其是以次高端酒为主，我们判断主要在量价两方面均有改善：从量的角度，由于 2021 年疫情总体平稳，宴席等消费场景恢复，消费者出现回补和报复性消费；从价的角度，白酒消费升级趋势延续，高端白酒提价为次高端白酒价格打开空间。因此，我们判断 2023 年全年白酒消费在商务宴请和婚宴喜宴等消费场景均会出现较大程度的回补，反弹幅度或将高于 2021 年。

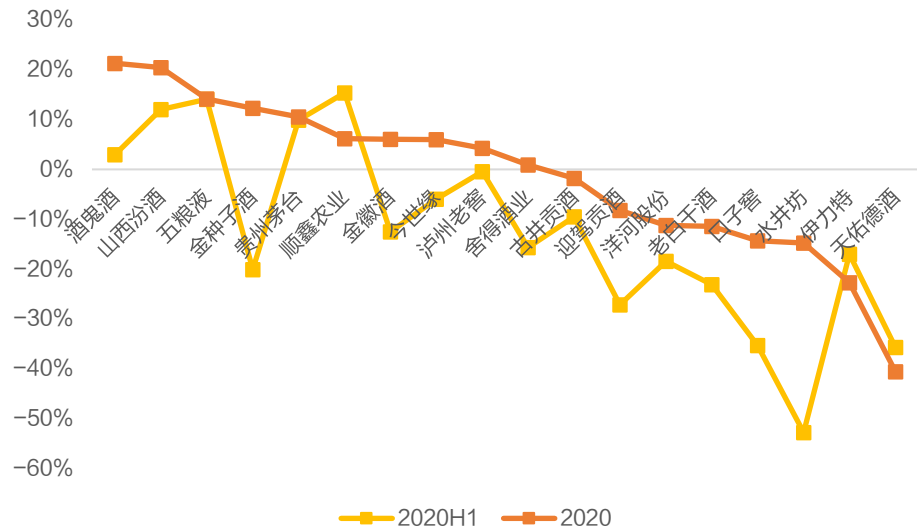
图 154：2019-2021 年上市酒企营收同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

(2) 2020 年全年较 2020 年上半年相比，多数酒企跌幅显著收窄，说明 2020 年下半年由于疫情影响减弱，白酒消费恢复强劲，同样也是次高端酒反弹力度最大，例如水井坊、舍得酒业、酒鬼酒等酒企。自 2022 年 12 月防控优化后，2023 年一季度末二季度初疫情影响或将大幅减弱，那么二季度以及下半年的消费场景全面恢复概率较大，类比 2020 年下半年复苏的情况，我们认为 2023 年二季度以及下半年次高端酒业绩弹性有望凸显。

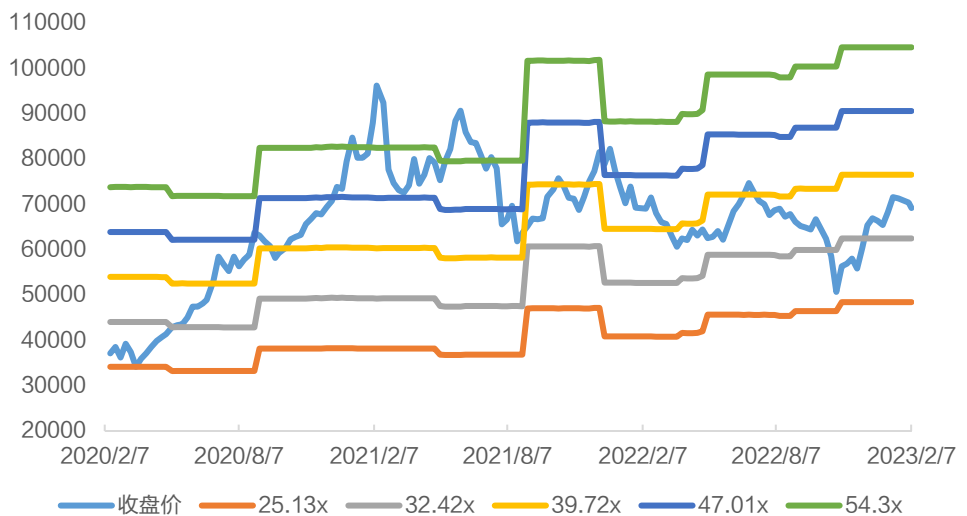
图 155：2020 年上半年和 2020 年全年上市酒企营收同比增速比较



资料来源: wind, 天风证券研究所

白酒板块估值处于近 3 年低点。根据 wind 的数据, 截至 2023 年 2 月 7 日申万白酒指数 PE-TTM 为 35.9, 从过去 3 年估值情况来看, 当前处于较低位置。随着疫情防控优化, 疫情影响减弱, 未来在消费场景的恢复下, 白酒估值有望向上突破, 目前建议重点关注整体白酒板块。

图 156: 申万白酒指数 - PE/PB Bands



资料来源: wind, 天风证券研究所

综上所述, 我们认为当前投资白酒板块具有较高性价比。2023 年春节短期出现大规模返乡过年潮, 春节白酒主要品牌动销有所恢复, 经销商及终端整体信心有一定恢复, 建议持续关注春节后动销情况。随着消费场景加速恢复, 高端酒企穿越经济周期韧性凸显, 业绩确定性高, 次高端及地产酒望迎较大弹性空间, 整体板块估值望迎向上突破空间。

推荐: 受益于宴席场景放开的次高端/地产龙头【古井贡酒】【迎驾贡酒】【今世缘】【山西汾酒】【舍得酒业】【洋河股份】; 基本面底部反转, 业绩低基数的【顺鑫农业】【口子窖】; 2023 年业绩确定性较高的【贵州茅台】【泸州老窖】【五粮液】。

建议关注:【金种子酒】【老白干酒】。

6. 风险提示

宏观经济下行风险、政策风险: 宏观经济面临下行压力, 投资和消费更加保守将会对白

酒行业产生一定冲击。国家出台的相关政策例如税收、食品安全等条例也会影响白酒行业的发展。

疫后复苏不及预期风险：疫情后若消费复苏不及预期，可能会影响白酒行业的正常经营活动，导致企业营收受到一定程度的影响。

公司经营风险：公司在经营管理的过程中可能会面临财务风险、税务风险、法律风险、经营风险和管理风险等。

产品升级及新品推出不及预期风险：若公司新品接受程度低，新品推广或不达预期,将影响公司业绩增长。

产能扩张不及预期风险：若白酒优质产能扩张不及预期，可能会影响公司增长速度。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com