

## 行业深度报告

## 白酒渠道：迭代中前行，变革中发展

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 渠道即白酒从出厂到触达消费者的链路，而渠道的更迭与宏观政策、经济环境、消费习惯及酒厂营销政策息息相关。优秀的渠道模式，对于消费者培育、价盘管控、库存管理等至关重要。本篇文章对1949年以来白酒渠道发展的历史进行复盘，并对发展趋势进行探讨，旨在通过渠道视角来看待白酒行业的变化。
- 白酒渠道：多元化发展，迭代中前进。**1949年以来，我国白酒渠道相继经历了：1) 1949~1978：计划经济时代，国家统购统销；2) 1978~1988：改革开放初期，渠道开放度低，国营糖酒公司主导；3) 1989~1996：名酒价格放开管制，糖酒公司体系逐渐被打破，经销商崛起；4) 1997~2002：餐饮市场繁荣，酒店盘中盘兴起，经销商掌握主动；5) 2003~2012：黄金十年多渠道共振，烟酒店/团购崛起；6) 2013~至今：复合式发展，包括“厂家主导”、“经销商主导”和“合作共赢”三大类，酒厂根据自身情况、发展阶段灵活选择。每种渠道模式各有优劣，整体呈现出线上化、数字化、精细化三大趋势。
- 线上化：平台补贴助力，电商快速增长。**经历疫情三年后，消费者行为更理性，“性价比”重要性凸显，电商平台普遍将价格力放在首位。白酒作为高价值标品，则成为重点补贴对象，电商平台通过补贴白酒的方式获客引流，进而拉动整体成交。据魔镜洞察，2023年白酒/调香酒线上销售规模900亿元，同比增长78%，贵州茅台、五粮液在天猫、京东、抖音等多平台销售排名Top2。线上渠道在拉动销售的同时，过低的补贴成交价也对原有的价格体系造成冲击，线上假货率较高的问题同样存在。展望未来，伴随各大酒厂加强线上治理。我们预计行业将进一步规范化发展。
- 数字化：数字化赋能，扫码红包兴起。**宏观压力下，消费行业内卷，促动销、去库存成为酒厂的首要工作。扫码红包基于信息化系统，能够：1) 补充渠道利润，提升销售积极性；2) 提高开瓶与动销，降低库存压力；3) 查验防伪，减少窜货，维护市场秩序，因此已经成为各大酒厂常态化的工具手段。但在激烈的市场竞争中，扫码红包的边际效用有所下降，经销商折算红包利润后或对价盘造成一定冲击。展望未来，我们认为更加精细化的管理是关键，量价关系维护是重点，数字化赋能下营销创新将不断更迭。
- 精细化：名优单品直销，加强管控、增厚利润。**经销渠道对于大部分白酒公司更具性价比，但对于具备消费者认知度的大单品，直销渠道更有吸引力，考虑到：1) 能够将更多利润存留在上市公司体内；2) 对于终端消费者和价格的掌控力更强，更好把握投放节奏。近年来，以茅五为代表的高端名酒持续加大直销渠道布局，直销占比不断增加，其中茅台相对处于领先地位，i茅台放量带动直营收入快速增长。

- **启示：渠道与品牌并重，执行与创新助力。**渠道选择对于酒企发展至关重要，能够把握风口渠道，因地制宜选择符合酒企本身发展的模式，能够有效推动收入增长。白酒作为经济活动的润滑剂，渠道模式与宏观政策、经济环境、消费环境具有较大关联度，因此也在持续更新，对于酒企而言，执行与创新是核心竞争力。与此同时，存量时代，我们认为白酒的竞争将转向渠道和品牌并行。标的上关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、山西汾酒等消费者认知度良好，且积极推进渠道改革的公司。
- **风险提示：1) 宏观经济波动影响：**白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；**2) 消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏；**3) 食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；**4) 行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价体系，白酒行业竞争较激烈，或对行业造成不良影响。

股票名称	股票代码	股票价格 (元)		EPS (元)				P/E (倍)				评级
		2024-05-08	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
贵州茅台	600519.SH	1763.97	59.5	70.6	82.8	96.5	29.0	25.0	21.3	18.3	推荐	
五粮液	000858.SZ	155.00	7.8	8.7	9.8	10.8	18.0	17.8	15.9	14.3	推荐	
泸州老窖	000568.SZ	190.97	9.0	11.1	13.3	15.8	19.9	17.3	14.4	12.1	推荐	
今世缘	603369.SH	56.93	2.5	3.1	3.8	4.5	19.5	18.5	15.2	12.7	推荐	
古井贡酒	000596.SZ	277.48	8.7	11.3	14.2	17.5	26.8	24.6	19.6	15.9	推荐	
山西汾酒	600809.SH	268.70	8.6	10.7	13.1	15.9	27.0	25.1	20.5	16.9	推荐	
迎驾贡酒	603198.SH	74.55	2.9	3.6	4.6	5.6	23.2	20.5	16.3	13.3	推荐	

资料来源：Wind，平安证券研究所预测

# 正文目录

<b>一、 复盘：多元化发展，迭代中前进</b> .....	<b>6</b>
1.1 1949~1978：计划经济时代，国家统购统销 .....	6
1.2 1978~1988：渠道开放度低，国营糖酒公司主导 .....	7
1.3 1989~1996：大流通时代，经销商快速崛起 .....	8
1.4 1997~2002：终端致胜，经销商掌握主动 .....	8
1.5 2003~2012：多渠道共振，烟酒店/团购崛起 .....	9
1.6 2013~至今：渠道复合式发展，企业灵活选择 .....	10
<b>二、 趋势：因地制宜，线上化/数字化/精细化</b> .....	<b>11</b>
2.1 电商平台补贴下，线上快速增长 .....	11
2.2 数字化赋能，扫码红包兴起 .....	14
2.3 名优单品做直销，加强管控增厚利润 .....	16
<b>三、 启示：渠道与品牌并重，执行与创新助力</b> .....	<b>18</b>
3.1 渠道助力收入增长，因地制宜是核心 .....	18
3.2 模式持续更迭，执行与创新是关键 .....	19
3.3 渠道品牌并重，消费者培育是方向 .....	20
<b>四、 风险提示</b> .....	<b>21</b>

# 图表目录

图表 1	白酒销售模式	6
图表 2	二十世纪六十年代供销社	7
图表 3	中国白酒产量/人口数（升/人）	7
图表 4	1978-1988 年白酒产量持续扩张	7
图表 5	四川糖酒公司	7
图表 6	1992 年之后中国经济快速发展	8
图表 7	1993-1997 白酒产量稳定增长	8
图表 8	1998-2002 年白酒产量逐渐下滑	9
图表 9	酒店盘中盘模式	9
图表 10	黄金十年固定资产投资与白酒销售拟合度较高	9
图表 11	中国星级酒店餐费营业额及同比增速	9
图表 12	白酒销售渠道模式对比	10
图表 13	中国消费线上化比例持续提升	11
图表 14	白酒线上化比例仍有空闲	11
图表 15	95 后增加白酒消费意愿较强且更加倾向于通过线上渠道获取信息	11
图表 16	头部电商平台推进价格力策略	12
图表 17	2023 年酒类市场各品类增速	12
图表 18	各大电商平台 Top 5 销售品牌	13
图表 19	贵州茅台、五粮液不同渠道价格对比（元）	13
图表 20	五码合一示意图	14
图表 21	红花郎红包春节随机翻倍	14
图表 22	国窖 1573 再来一瓶红包	14
图表 23	各大酒企加大扫码红包力度	15
图表 24	部分红包产品批价变化趋势	15
图表 25	除茅/五等名酒外，大部分酒企以经销为主	16
图表 26	贵州茅台直销与经销渠道吨价对比（万元/吨）	16
图表 27	飞天茅台直销与经销价格对比（元/瓶）	16
图表 28	茅五直销渠道收入占比	17
图表 29	茅五直销渠道收入增速	17
图表 30	i 茅台上线产品梳理	17
图表 31	i 茅台销售收入	17
图表 32	1987 年贵州茅台、五粮液、汾酒利税（万元）	18
图表 33	汾酒产量（吨）	18
图表 34	五粮液借助大商制快速扩张（亿元）	18
图表 35	2005 年五粮液与茅台前五大客户销售占比	18
图表 36	徽酒三杰营业收入对比（亿元）	19
图表 37	安徽星级酒店营业额	19

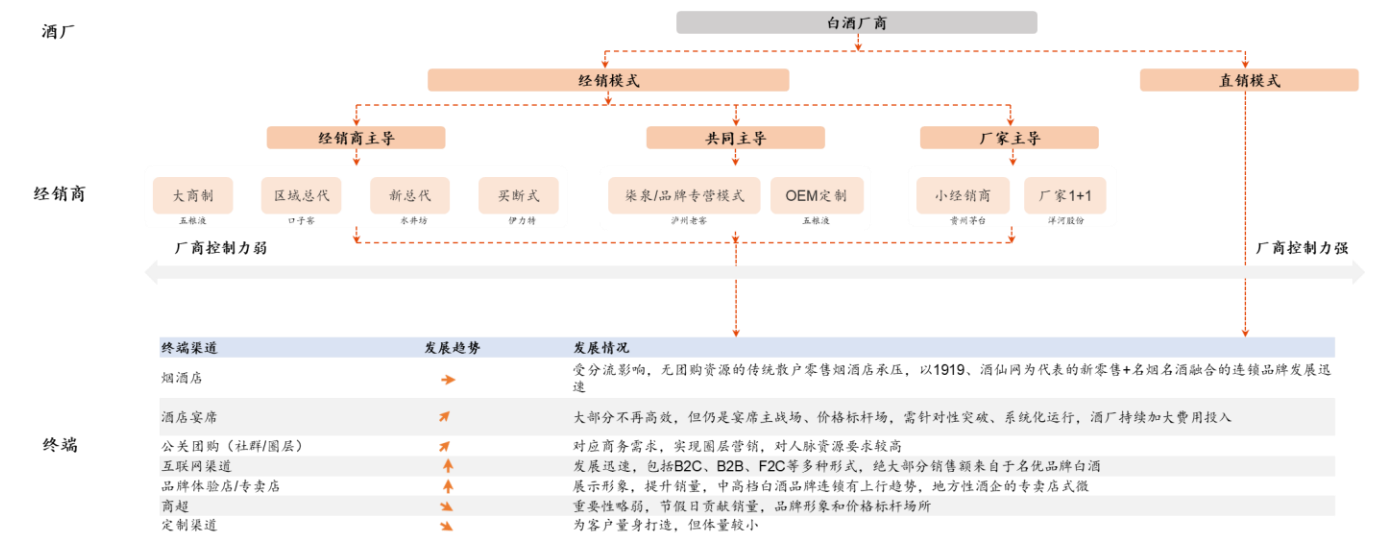
---

图表 38	白酒渠道持续更迭 .....	20
图表 39	各大酒企经销商数量增速对比 .....	20
图表 40	各大酒企单经销商收入增速对比 .....	20

# 一、 复盘：多元化发展，迭代中前进

渠道作为连接厂家与消费者的重要桥梁，在白酒发展过程中至关重要。建国以来，白酒渠道经历国家统购统销、国营糖酒公司主导、大流通时代民营大商快速崛起、消费者主导下终端致胜等多阶段后，目前已形成经销为主、直销为辅的销售结构。在经销模式中，根据厂家主导力不同，可以分为“厂家主导”、“经销商主导”和“合作共赢”三大类，行业渠道复合式发展。终端实现多元化发展，消费者可以通过烟酒店、酒店宴请、团购、互联网等多种渠道购买白酒。每种渠道模式各有优劣，酒厂根据自身的发展阶段灵活选择，整体呈现出线上化、数字化、精细化三大趋势。

图表1 白酒销售模式



资料来源：酒食汇，酒业家，平安证券研究所

## 1.1 1949~1978：计划经济时代，国家统购统销

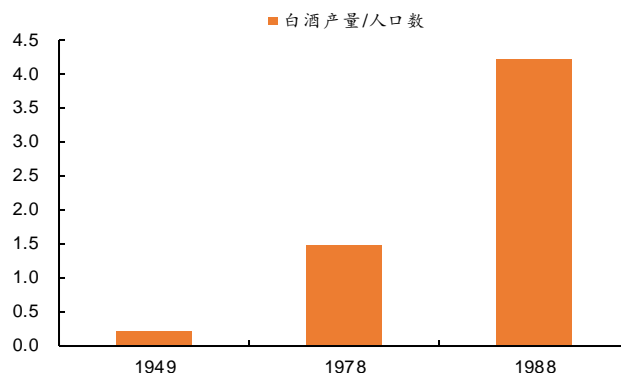
统购统销阶段，供销社等国营渠道为销售主体。建国初期，我国粮食生产力水平落后、物资短缺，白酒实行“统购统销”。白酒需要经过省级工商行政管理局批准，才能组织生产，整体处于供小于求的卖方市场，消费者可选择空间小、议价能力较弱，对于产品品质、品牌追求不高。据中国酒业协会与国家统计局，1949/1978年中国白酒产量分别为11/144万千升，对应人均产量分别为0.2/1.49升/人，生产力水平较低。在该阶段，销售渠道主要为国有的供销社等，由于人口流动水平较低，餐饮渠道发展较慢。

图表2 二十世纪六十年代供销社



资料来源：中国新闻网，平安证券研究所

图表3 中国白酒产量/人口数（升/人）



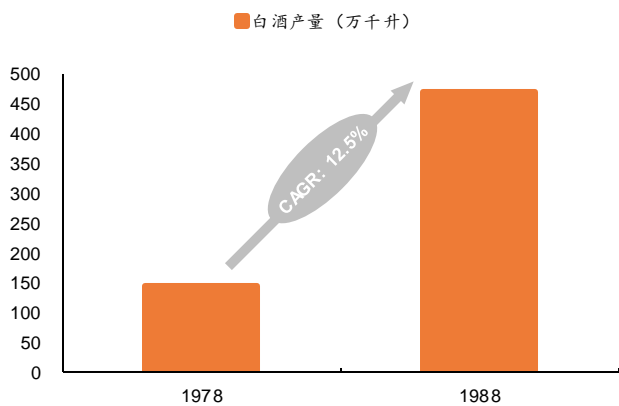
资料来源：中国酒业协会，国家统计局，平安证券研究所

### 1.2 1978~1988：渠道开放度低，国营糖酒公司主导

市场化探索初期，改革开放助力白酒生产。该阶段处于市场经济的探索期，整体经济仍然以计划经济主导，但改革开放为中国经济的发展注入新动力，酿酒产业快速发展。伴随联产承包责任制的推行，我国粮食供给大幅提升，1984 年国家不再对酒企调拨粮食，并将白酒税率从 60%降至 30%对冲采购成本，为酒企的产能扩张奠定政策基础。1978 年我国白酒产量仅 144 万千升，1988 年提升至 469 万千升，CAGR 达 12.5%。

糖酒公司掌握白酒分销渠道，民营大商尚未形成。在计划经济与卖方市场的体制下，白酒企业缺乏市场化运作和渠道管控的意愿和能力，阶梯式的各级糖酒公司牢牢掌握了白酒的分销渠道，私人代理处于萌芽初期，民营大商尚未形成。从终端来看，伴随国内人口流动水平提升与对外开放，餐饮和住宿行业较快兴起，中小餐饮和百货零售店白酒终端较快发展。

图表4 1978-1988 年白酒产量持续扩张



资料来源：中国酒业协会，国家统计局，平安证券研究所

图表5 四川糖酒公司



资料来源：公司官网，平安证券研究所

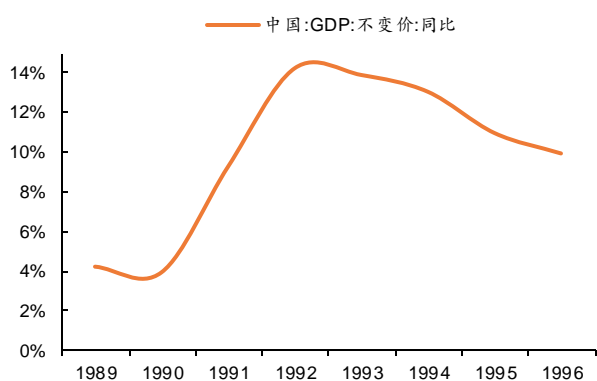


### 1.3 1989~1996：大流通时代，经销商快速崛起

名酒价格管制放开，白酒市场化程度增加。1988年，国务院开放茅台、五粮液、古井贡酒等13种名酒价格管制，原有的计划经济价格体系开始瓦解。1992年邓小平南巡后讲话后，我国经济重回高速发展，1992年GDP增速高达14.2%。白酒行业经过3年的调整后逐步进入繁荣期，虽然仍然处于卖方市场，但消费者议价能力开始提高，对于品牌的意识也逐渐加强。行业广告营销盛行，其中孔府家、孔府宴、秦池凭借广告出圈。据中国酒业协会，1997年我国白酒产量达到709万千升，较1993年543万千升提升30%。

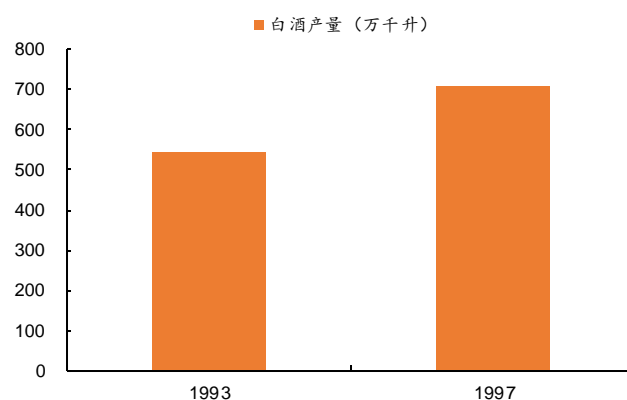
糖酒公司体系逐渐被打破，渠道商快速崛起。伴随经济的发展与对外开放水平的提升，国内商超、酒店、餐饮等渠道快速崛起，民营大商在终端的精细化管理、客情维护等方面较国营的糖酒公司更优，因此个体户和流通商快速崛起，并成为白酒流通的主要渠道，原有的国营糖酒公司体系逐渐被打破。在该阶段，厂家实际具备较强的议价能力，成为渠道的掌握者。

图表6 1992年之后中国经济快速发展



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表7 1993-1997白酒产量稳定增长



资料来源：中国酒业协会，国家统计局，平安证券研究所

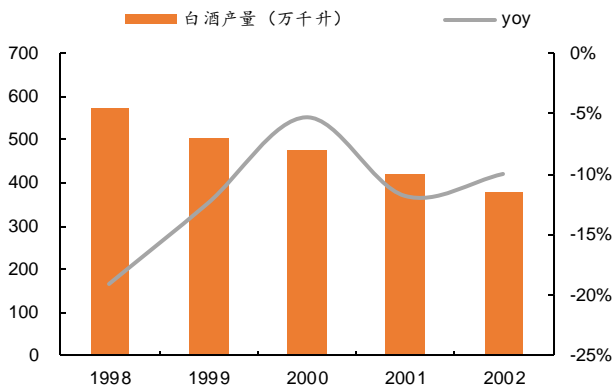
### 1.4 1997~2002：终端致胜，经销商掌握主动

供给侧调整，白酒消费分化。1998年亚洲金融危机爆发，政策层面，国家第二次颁布禁酒令，同时规定2001年起白酒以从价和从量相结合的方式计税，白酒行业供给侧的进行深度调整。此外，1998年山西假酒案引发市场的广泛关注，行业监管趋严。但与此同时，2001年我国顺利加入WTO，国家应对危机采取积极的政策，促进居民消费，扩大出口。双向的政策与影响也导致我国白酒消费分化，伴随商务消费崛起，消费者对于品牌的认知度增强，高价位的白酒满足消费者“面子”需求表现亮眼，低价位的白酒则迎来较大调整。据中国酒业协会，1998年起，我国白酒产量逐年下滑，2002年仅378万千升，较1997年下降47%。

餐饮市场繁荣，酒店盘中盘兴起，经销商掌握主动。伴随消费结构变化，白酒的渠道也相应调整，逐渐从卖方市场过渡到买方市场。餐饮需求快速崛起，并且大量餐饮企业谢绝自带酒水，因此餐饮渠道成为中高端白酒消费场景的重要承接点，以口子窖为代表的徽酒采用“酒店盘中盘”的模式，以小盘带动大盘，通过渠道的深耕迅速走出困境，而以餐饮渠道为主的经销商快速崛起，渠道掌控力转移到经销商手中。

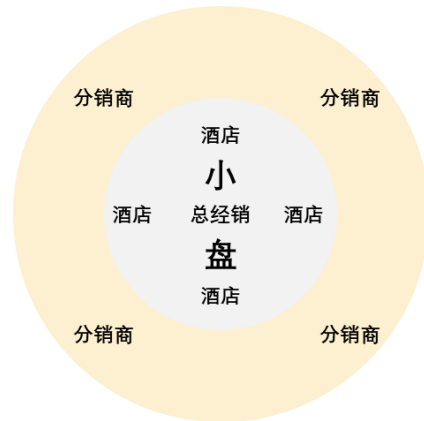


图表8 1998-2002年白酒产量逐渐下滑



资料来源：中国酒业协会，国家统计局，平安证券研究所

图表9 酒店盘中盘模式



资料来源：酒业家，平安证券研究所

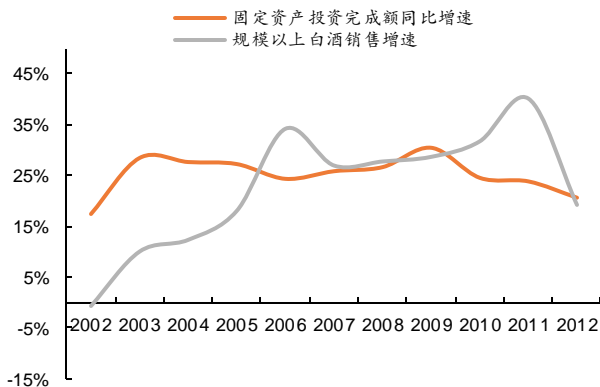
### 1.5 2003~2012：多渠道共振，烟酒店/团购崛起

**基建投资拉动商务需求，白酒进入黄金十年。**2003年以来，我国固定资产投资拉动经济快速增长，而大量的基础设施投资催生了政商务接待需求，消费者品牌意识增强，对于名优酒需求进一步增加。与此同时，洋河、五粮液、茅台等名优酒企积极推进改革，供给持续扩容，白酒消费进入黄金十年。据国家统计局，2003-2011年，我国固定资产投资完成额CAGR为26.5%，同期规模以上白酒收入CAGR达27.3%，体现出较高的拟合度。

**白酒正式步入买方市场，厂家推进组合式营销。**伴随消费者品牌意识增强，白酒市场正式步入买方市场，购买渠道也从单一趋于多元化。白酒企业也逐渐意识到依靠客户上门的自然动销并不能满足需求，因而开始将资源进行前置化投入，加强对于终端消费者的掌控力。各大名酒加线上与线下广告投放，强化客情公关，组合式营销强化品牌在消费者中的地位。

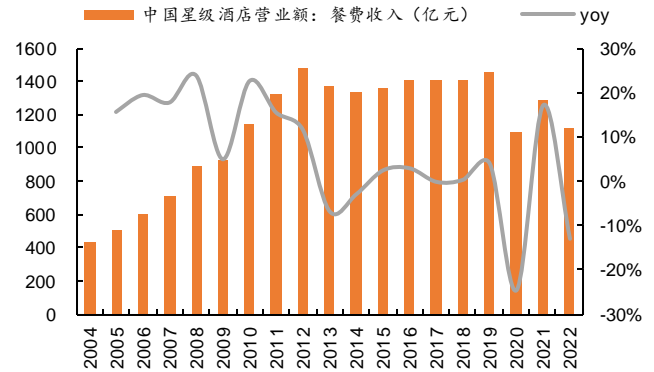
**多渠道共振发展，烟酒店、团购快速崛起。**分渠道看，政企公关带来的高端酒需求增加，团购渠道快速发展，名酒加大团购商的招募力度，大量具人脉资源的跨行人士进入行业，烟酒店迅速崛起，逐渐超过酒店，成为白酒销售的重要渠道之一。酒店盘中盘进入下半场，消费者主权意识增强，酒水自带率逐渐增加，采用盘中盘方法的酒企越来越多，投入与产出逐渐失衡，星级酒店餐饮收入营业额增长趋缓，酒店渠道增速亦有所放缓。品牌便利店逐渐下沉，电商逐渐兴起，传统商超人流、销售承压，酒类零售开启连锁化进程。

图表10 黄金十年固定资产投资与白酒销售拟合度较高



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表11 中国星级酒店餐费营业额及同比增速



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

### 1.6 2013~至今：渠道复合式发展，企业灵活选择

2013 年以来，白酒销售渠道逐渐成熟，根据厂家主导力不同，可以分为“厂家主导”、“经销商主导”和“合作共赢”三大类，行业渠道复合式发展：**1) 厂家主导**：酒厂在产业链中占据主导地位，对于终端的控制力强，但经销商资金周转与营销能力较弱，代表企业包括采取小商制的茅台、以及 1+1 模式的古井贡酒、洋河股份等；**2) 经销商主导**：酒厂委派大商担任总代，全权负责所在区域的产品销售，能够借助经销商资源快速拓展，但厂家对于终端的控制能力较弱，代表企业包括五粮液、伊力特等；**3) 合作共赢**：经销商持股销售公司，享受公司分红，与厂家实现利益绑定、积极性较高，代表企业包括泸州老窖。

每种模式各有优劣，酒厂根据自身的发展阶段灵活选择，整体呈现出线上化、数字化、精细化三大趋势：**1) 线上化**：居民线上消费占比持续提升，消费者更加追求“性价比”，京东、拼多多等平台将白酒等高价价值标品作为重点补贴对象，线上销售快速增长；**2) 数字化**：酒企加强数字化管理，控盘分利优化量化关系。扫码红包能够补充终端利润，提高开瓶与动销，同时加强防窜货管理；**3) 精细化**：有品牌影响力的大单品做直销，经销渠道精细化管理，以大商制为主的五粮液逐渐补充小商，加强专卖店建设，泸州老窖则从“柒泉模式”转向“品牌专营模式”，加强渠道管控。

图表 12 白酒销售渠道模式对比

模式	厂家主导	经销商主导	合作共赢
类型	小经销商模式	大商制模式	柒泉模式 品牌专营模式
模式	渠道扁平化，控制经销商规模	委派大商担任总代，全权负责所在地区产品销售	划分市场区域，厂家与经销商共同出资建立柒泉公司，经销商负责销售，厂家以折价供货，同时厂家通过合同对柒泉公司的行为予以规范
优点	厂家对于终端的控制力强	借助经销商资源实现快速扩张	实现利益绑定，提升经销商积极性 强化渠道管控，聚焦大单品，经销商层级简单
缺点	经销商资金周转与营销能力较弱，囤货现象严重	厂家对终端控制能力弱，串货、甩货问题严重	销售费用较高
代表企业	贵州茅台	五粮液	泸州老窖

资料来源：平安证券研究所

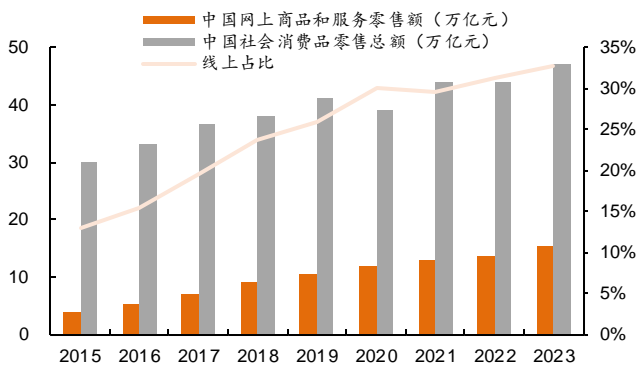
## 二、趋势：因地制宜，线上化/数字化/精细化

### 2.1 电商平台补贴下，线上快速增长

#### 2.1.1 线上零售占比提升，新消费者偏向获取线上信息

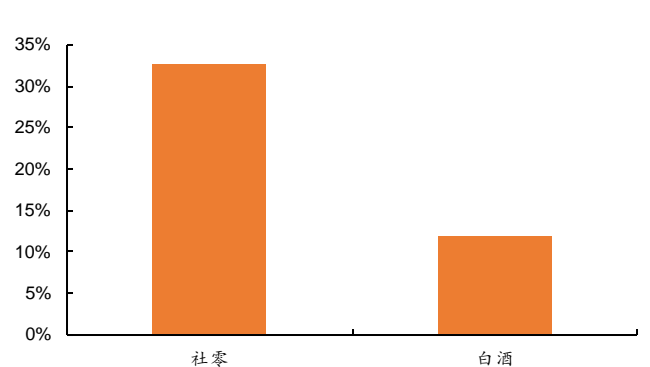
居民线上消费占比持续提升，2023年占比近3成。近年来，伴随着货架电商、直播电商、即时零售等渠道先后崛起，线上已经成为居民日常生活中不可或缺的一部分。据国家统计局数据，2023年中国网上商品和服务零售额达15.4万亿，占到中国社会消费品零售总额的32.7%，较2015年提升了19.8pct。据魔镜洞察与中国酒业协会，2023年中国规模以上白酒销售收入6,563亿元，白酒/调香酒线上销售收入约900亿元，线上化率为11.9%，较消费整体的32.7%仍然有较大的提升空间。

图表13 中国消费线上化比例持续提升



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

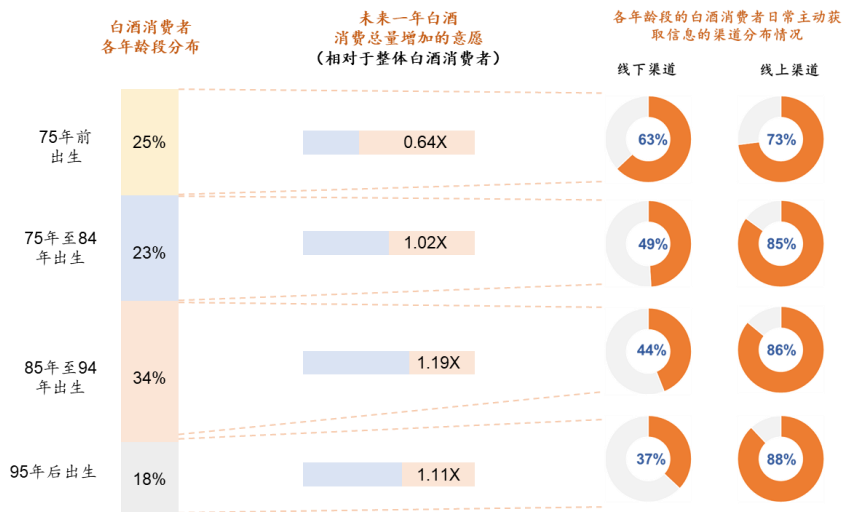
图表14 白酒线上化比例仍有空闲



资料来源：国家统计局，魔镜洞察，中国酒业协会，平安证券研究所

白酒消费代际逐渐更替，Z世代更倾向于线上消费。据中国酒业协会与腾讯联合发布的《2023年中国白酒行业消费白皮书》，95后白酒消费者占比相对较低约18%，但未来增加白酒消费的意愿较强，约83%的白酒增量人群在95年后出生。而Z世代作为互联网的原住民，更加倾向于通过线上渠道了解信息，只有37%的Z世代消费者通过线下渠道了解白酒，较75年出生人群的63%低26pct。

图表15 95后增加白酒消费意愿较强且更加倾向于通过线上渠道获取信息



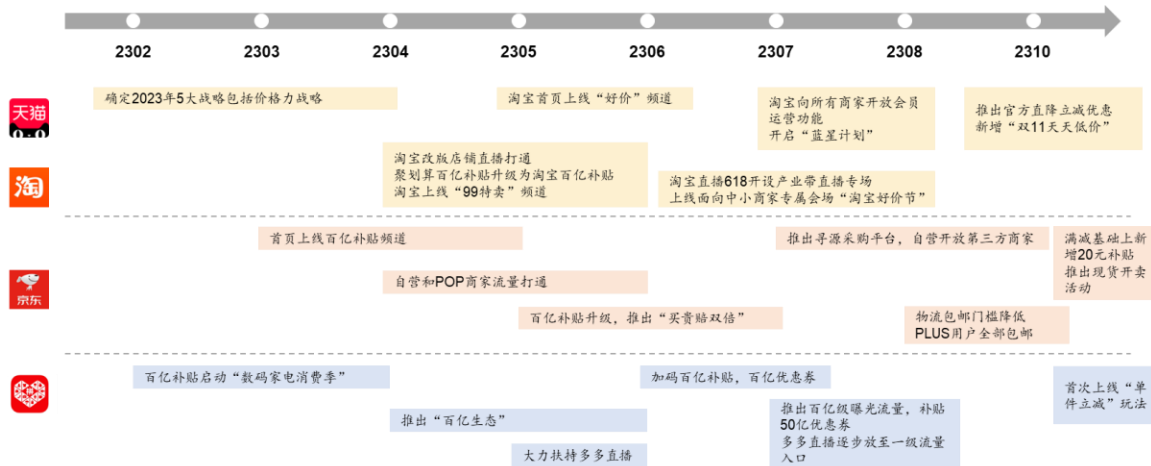
资料来源：魔镜洞察，平安证券研究所

### 2.1.2 平台补贴高价值标品，白酒线上销量快速增长

消费者更加追求“性价比”，电商平台将价格力放在首位。经历过疫情三年后，电商整体增速趋缓，消费者行为更加理性，更加追求“性价比”，存量竞争中，各大电商平台为应对新的趋势，也在积极调整战略方向。2023年淘宝公布的五大战略中便包括“价格力”；京东从2022年末便确定“低价是唯一竞争性武器”，并于2023年上线百亿补贴频道；2024年开始，抖音同样将“价格力”确认为核心战略。

白酒等高价值标品成为平台的重点补贴对象。相比起服装等赛道，白酒作为标品，消费者认知度较高，复购频率更高，同时较高的客单价也更容易支持低价玩法。因此各大电商平台，普遍倾向于对白酒采取百亿补贴、秒杀等低价模式获客引流，从而拉动平台的整体成交。

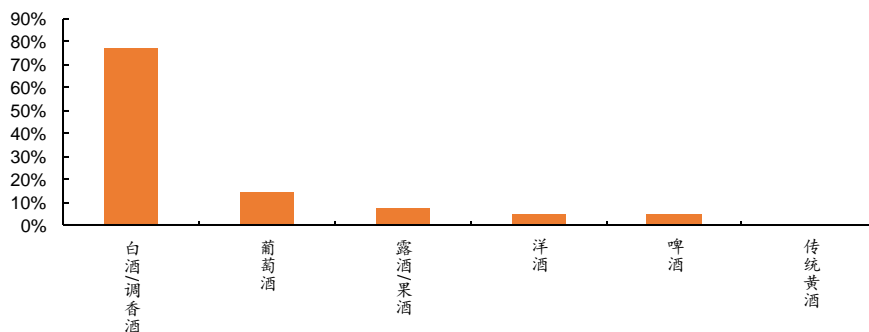
图表16 头部电商平台推进价格力策略



资料来源：魔镜洞察，平安证券研究所

得益于大面积补贴，白酒线上销售收入快速增长，茅台、五粮液领先。得益于平台的大面积补贴，据魔镜洞察，2023年酒类线上销售规模超1200亿元，同比增长56.4%，增速在食品饮料各大细分赛道中排名第一。在线上酒类各大细分赛道中，白酒/调香酒规模达900亿元，同比增长77.7%，增速与规模均远超其他赛道。分品牌看，2023年天猫、京东、抖音平台中销售额排名第1的品牌均为贵州茅台，市占率分别为3.2%/8.5%/2.9%，五粮液在京东、抖音平台均排名第2，市占率分别为5.7%/2.3%。

图表17 2023年线上酒类市场各品类增速



资料来源：魔镜洞察，平安证券研究所

图表18 2023年各大电商平台Top5销售品牌

Top5品牌	天猫淘宝平台					京东平台					抖音平台				
	排名	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4
品牌名称	茅台	伊利	蒙牛	爱他美	三只松鼠	茅台	五粮液	伊利	爱他美	飞鹤	茅台	五粮液	泸州老窖	武夷	认养一头牛
均价(元/件)	4811	81	77	475	45	2291	1882	93	395	319	1600	361	431	408	125
市占率	3%	2%	2%	1%	1%	9%	6%	4%	4%	3%	3%	2%	1%	1%	1%
主要产品品类	酒类	乳制品	乳制品	乳制品	休闲食品	酒类	酒类	乳制品	乳制品	乳制品	酒类	酒类	酒类	冲调品	乳制品

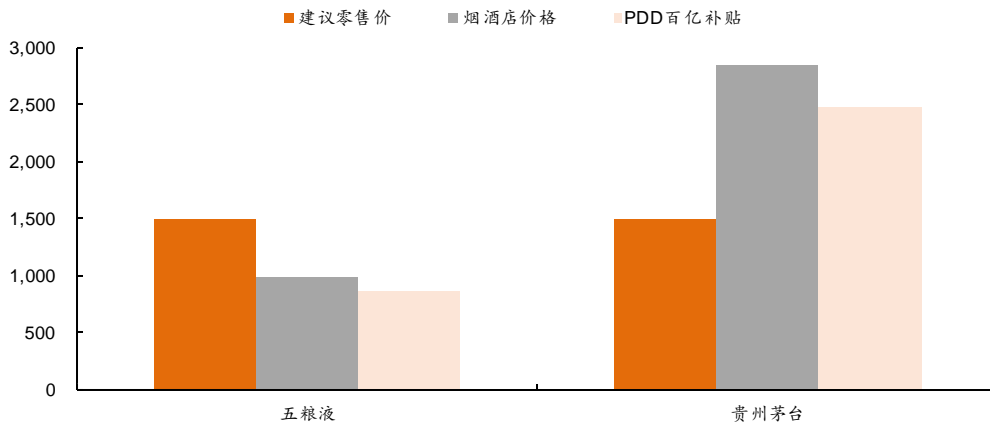
资料来源：魔镜洞察，平安证券研究所

### 2.1.3 酒厂加强线上治理，行业规范化发展

电商渠道一定程度拉低产品成交价，稀释品牌价值。2024年4月22日，普五烟酒店零售价约980元/瓶，而拼多多百亿补贴价为859元/瓶，飞天茅台的拼多多百亿补贴价同样较烟酒店零售价格低380元/瓶。电商渠道的补贴，在一定程度上促进了名酒的销售，但过低的线上成交价也影响了产品原有的价格体系，导致传统经销商利润较薄，稀释品牌价格。

线上销售的假货率较高、消费者难以甄别等问题同样存在。2024年3月13日，五粮液发布声明，表示拼多多多家店铺销售的五粮液产品为假冒，五粮液尚未在拼多多平台开始“五粮液官方旗舰店”，也未授权任何商家在拼多多平台开设的店铺名称中使用“五粮液”。展望未来，伴随各大酒厂加强线上销售治理，行业将进一步规范化发展。

图表19 贵州茅台、五粮液不同渠道价格对比(元)



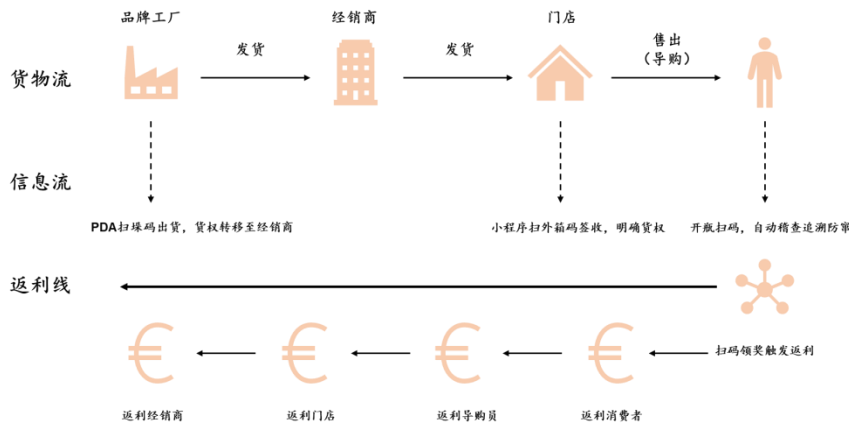
资料来源：拼多多APP，各公司官网，今日酒价，平安证券研究所

## 2.2 数字化赋能，扫码红包兴起

### 2.2.1 扫码红包补充终端利润，加强开瓶减小窜货

扫码红包基于物流信息，合理分配利润链条。据酒业家，“五码合一”即“盖内码”、“盖外码”、“盒码”、“箱码”、“中转箱码”五码关联，通过数字化手段辅助控盘，合理分配渠道利润，基于“货物流”优化“渠道关系”。具体来看，在“五码合一”的模式下，酒企掌握物流开瓶的核心数据与经营主动权，经销商入库扫码后，再分销到终端店进行二次扫码。而消费者在购买产品后开瓶扫码，就可以获得金额不等的红包，相应的终端门店与经销商同样能够获得一定的现金返利或积分奖励。

图表20 五码合一示意图



资料来源：数字化星球，平安证券研究所

我们认为，扫码红包能够补充终端利润，提高开瓶与动销，同时加强防窜货管理：

- 1) 补充渠道利润，提升销售积极性。**近年来白酒终端需求弱复苏，价格下行压力较大，经销商与终端利润承压。扫码红包操作简单且实时到账，伴随扫码率提升，能够有效补充经销商与终端利润，调动渠道的销售积极性。
- 2) 提高开瓶与动销，降低库存压力。**受宏观环境影响，近年来白酒行业库存相对处于高位，经销商回笼资金压力较大，扫码红包能够有效提高消费者开瓶和实际动销，从而能够降低经销商库存压力，保证现金流流转。
- 3) 查验防伪，减少窜货，维护市场秩序。**为规范市场秩序、维护价盘稳定，借助五码合一的数字化系统，各大酒厂加大防窜货管理，跨区域窜货的产品没有办法获得红包奖励，从而有效减少市场的不当行为，精准采集数据。

图表21 红花郎红包春节随机翻倍



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表22 国窖1573再来一瓶红包



资料来源：公司官网，平安证券研究所



### 2.2.2 酒厂加码布局，仍需注重量价关系

扫码开瓶政策常态化，各大酒厂加码布局。近年来宏观压力下，白酒行业消费内卷，促动销、去库存成为酒厂的首要工作，扫码红包亦逐渐常态化，开瓶激励、红包力度和中奖概率都较大。如 2024 年春节期间，郎酒进一步加大红包力度，消费者开瓶扫码红花郎、郎牌郎即有机会获得随机翻倍红包；国窖 1573 春节期间购买 52 度、38 度国窖 1573 二维码产品即有机会获得再来一瓶；五粮液 1618、39 度五粮液扫码中奖率达 99.99%，最大金额达 2000 元。

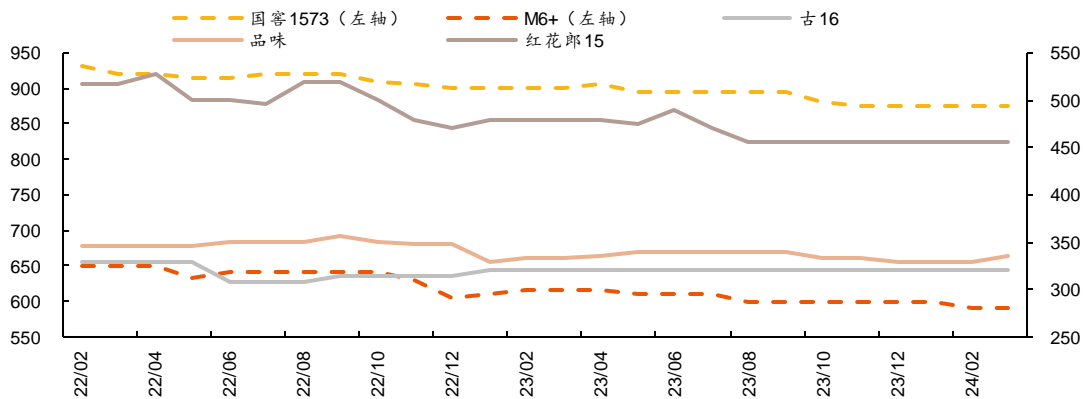
图表23 各大酒企加大扫码红包力度

品牌	时间	产品	活动
五粮液	2023年11月26日-2024年5月31日	39度五粮液	开瓶扫盖内码，将随机获得微信红包，四等奖/三等奖/二等奖/一等奖/特等奖分别为20/50/100/200/2000元，中奖率分别为77.49%/12.00%/6.00%/3.00%/1.50%
	2023年11月26日-2024年5月25日	1618	开瓶扫盖内码，将随机获得微信红包，四等奖/三等奖/二等奖/一等奖/特等奖分别为30/100/200/500/2000元，中奖率分别为66.99%/15.00%/10.00%/5.00%/3.00%
泸州老窖	2023年7月10日-2023年10月31日	52度国窖、38度国窖	购买国窖1573开瓶扫码即可获得不同金额的现金红包，52度综合中奖率99.99%，金额15.73~1573元，38度综合中奖率88.88%，金额9.9~15739元
郎酒	2023年12月1日-2024年2月25日	红花郎、郎牌郎	消费者开瓶扫码有机会获得随机翻倍红包
剑南春	2023年3月21日-2026年12月31日	水晶剑	消费者开平扫码即可获得红包，四等奖/三等奖/二等奖/一等奖分别为8.88/88.88/888.88/1888.88元，中奖率分别为98.33%/1.62%/0.04%/0.01%
舍得酒业	2024年4月1日-2024年12月30日	品味舍得、智慧舍得	开瓶扫码，将随机获得红包，四等奖/三等奖/二等奖/一等奖/特等奖分别为9.9元/19.9元/99.9元/5g金条/20g金条

资料来源：各公司官网，平安证券研究所

长期大规模红包或冲击价盘，仍需观察量价关系。据酒业家，尽管“五码合一”实现全链路的打通，但在实际的操作中也存在一些问题：1、部分终端与消费者提前协商好，购买者不扫码并将瓶盖退还给终端，从而获取低价产品；2、消费者当面开瓶卖散酒；3、部分经销商通过测算红包额度，进而折算到终端销售价格，导致实际成交价与厂家建议零售价进一步脱钩。与此同时，在激励的市场竞争下，酒厂扫码红包力度很难下降，同时，由于各大厂家都加大了红包的投放力度，导致今年以来红包政策对消费的拉动效果出现了下滑，且长期的大力红包力度或对产品价格造成一定的冲击。

图表24 部分红包产品批价变化趋势（元）



资料来源：今日酒价，国酒财经，平安证券研究所

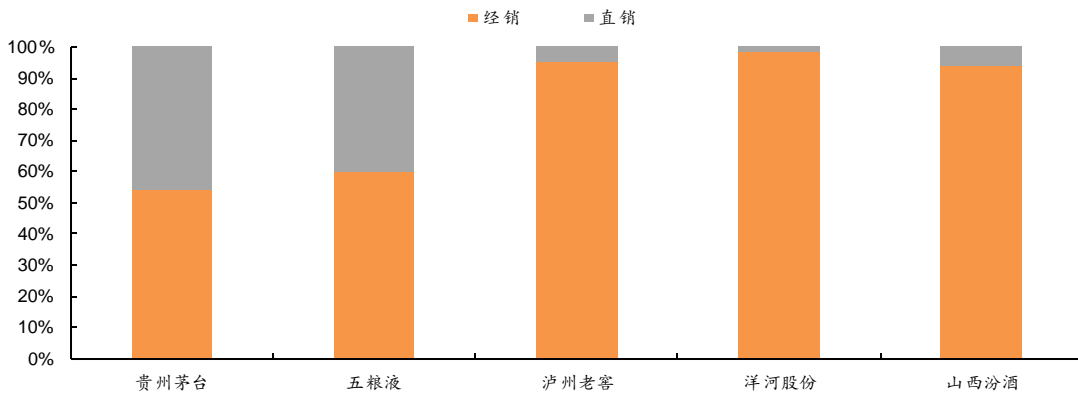


## 2.3 名优单品做直销，加强管控增厚利润

### 2.3.1 白酒以经销为主，大单品倾向于直销

白酒以经销为主，收入占比9成以上。白酒销售主要包括直销与经销两种，在经销模式中，酒厂负责生产、品牌宣传，而经销商负责销售网络建立、物流服务等，因此酒厂一方面能够利用经销商的销售资源进行业务拓展，另一方面经销商的打款具备蓄水池效应，从而能够熨平业绩波动，转移销售风险。与此同时，对于大多数酒厂来说，自建销售渠道投入较重且收益短期内不明显，如果销量不佳则会对企业盈利能力造成较大影响，同时缺乏经销商的推广，终端消费者缺乏对于产品的直接感知。因此当前大多数酒企均采用经销的模式，收入占比高达90%以上。

图表25 除茅/五等名酒外，大部分酒企以经销为主

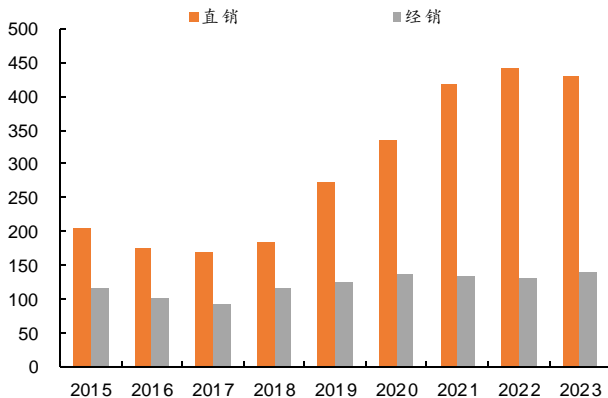


注：2023年数据

资料来源：公司财报，平安证券研究所

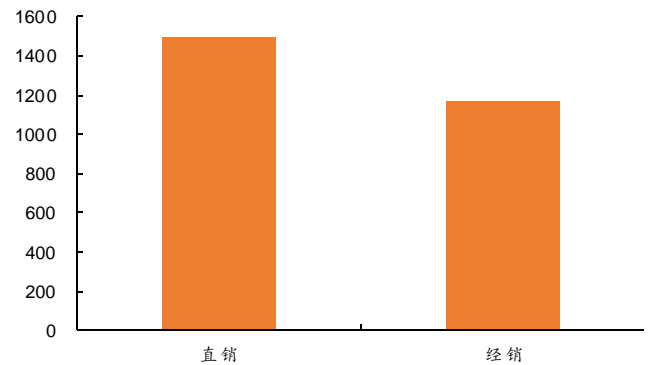
**大单品直销更具性价比，增厚利润、加强渠道管控力。**尽管对于大部分白酒公司来说，经销渠道更具性价比，但对于具备消费者认知度的大单品，直销渠道更具有吸引力，考虑到：1) 直销渠道能够将更多的利润留存在上市公司体内，如飞天茅台经销商打款价为1,169元，而直销的价格为1,499元，2023年年报显示，茅台直销渠道吨价为430万元/吨（包含标品及非标品），高于经销渠道的139万元/吨；2) 经销渠道模式下，厂家与终端消费者并不直接接触，而直销模式下，厂家对于终端消费者以及价格的掌控力更强，能够更好地把握投放节奏。

图表26 贵州茅台直销与经销渠道吨价对比（万元/吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 2023年飞天茅台直销与经销价格对比（元/瓶）

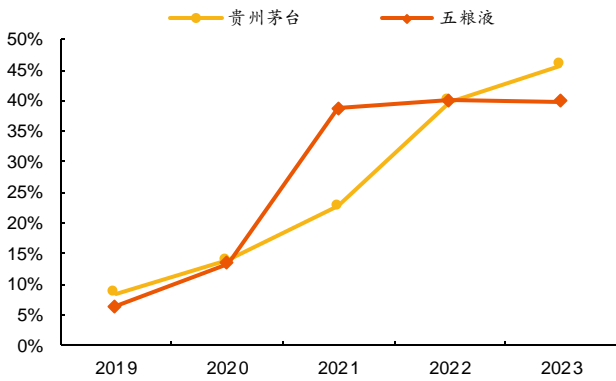


资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 2.3.2 名酒加码布局直销，i 茅台快速增长

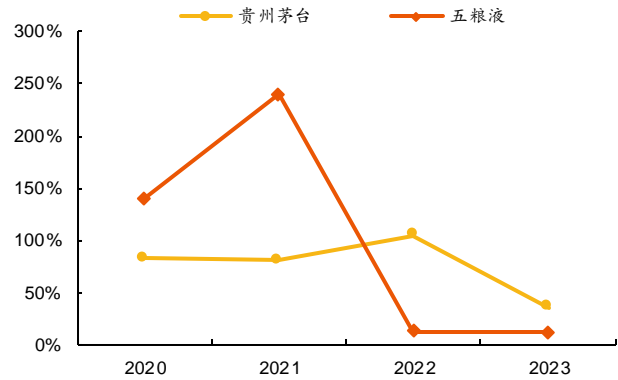
名酒加大直销投入，茅五直销收入占比持续提升。据公司财报，以茅五为代表的名酒近年来持续加大直销渠道布局，2019-2023 年收入 CAGR 分别达 75%/79%，高于收入整体，直销渠道占比亦持续提升，2023 年分别达 45.7%/39.8%，较 2019 年分别提升 37.2/33.5pct。

图表 28 茅五直销渠道收入占比



注：22 年五粮液将专卖店调整为直销模式，21 年数据作对应调整  
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 29 茅五直销渠道收入增速



注：22 年五粮液将专卖店调整为直销模式，21 年数据作对应调整  
资料来源：公司公告，平安证券研究所

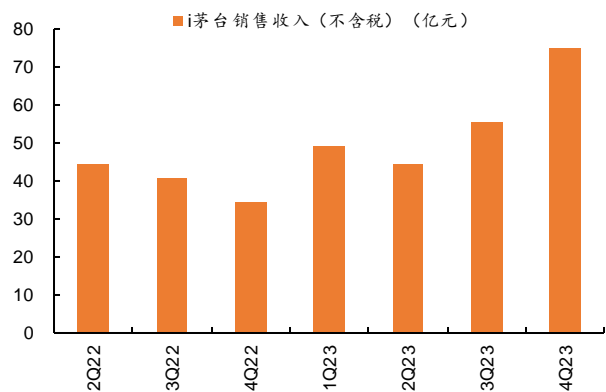
茅台直营布局领先，i 茅台快速放量。贵州茅台作为行业龙头，品牌力影响力强，在直营渠道的布局上亦处于领先地位。i 茅台于 2022 年 3 月 31 日试运行，当时共上线虎年生肖（500ml）、虎年生肖（376ml x 2）、珍品茅台、茅台 1935 等四款产品，均采用预约申购方式；2022 年 5 月 19 日，i 茅台正式运营，新增上线飞天 53 度（100ml）、飞天 43 度（带杯）、飞天 43 度（喜宴红）、金王子、紫迎宾等五款产品，采用云购模式无需申请。据公司公告，截至 2023 年末，i 茅台注册用户数超 5300 万，日活用户超 480 万，2023 年实现销售收入（不含税）224 亿元，同比增长 88%，占到白酒收入整体的 16.4%，同比+6.8pct。

图表 30 i 茅台上线产品梳理

购买模式	产品	规格	价格
申购	贵州茅台酒（甲辰龙年）	53度 500ml	2499
	茅台 1935	53度 500ml	1188
	贵州茅台酒（珍品）	53度 500ml	4599
	贵州茅台酒（甲辰龙年）	53度 375ml x 2	3599
云购	小茅	53度 100ml	399
	低度茅台（带杯）	43度 500ml	1099
	低度茅台（喜宴红）	43度 501ml	1099
	茅台王子酒	53度 500ml	338
	茅台迎宾酒（紫）	53度 500ml	218

资料来源：i 茅台，平安证券研究所

图表 31 i 茅台销售收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

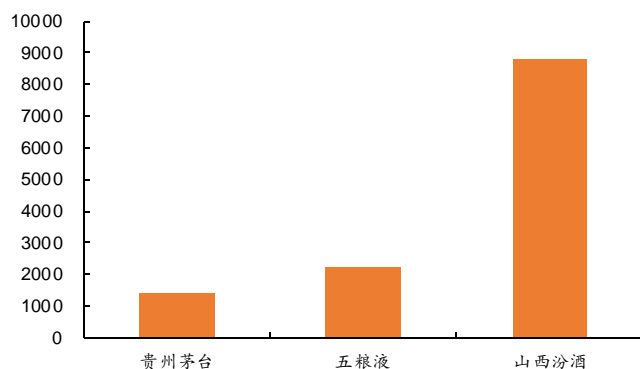
### 三、 启示：渠道与品牌并重，执行与创新助力

#### 3.1 渠道助力收入增长，因地制宜是核心

改革开放初期，在市场化程度不高的卖方市场，山西汾酒凭借较大的产能规模，成为行业龙一；而在大流通时代，五粮液则把握住经销商崛起的风口，借助大商+OEM 模式快速占领市场，反超汾酒跃居行业首位；口子窖在合并调整后，借力酒店增长红利，采用盘中盘模式迅速走出困境，一度登顶徽酒榜首。我们认为，渠道选择对于酒企的发展至关重要，能够把握风口渠道，因地制宜选择符合酒企本身发展的模式，对于收入的增长至关重要。

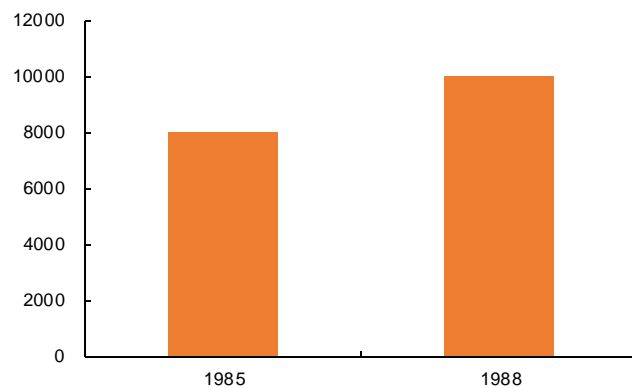
计划经济初期产能为王，汾酒销量全国领先。改革开放初期，市场化机制尚未完善，白酒渠道以国营糖酒公司为主，仍然处于供不应求的卖方市场，而清香型的生产不受窖池约束，周期短、出酒率高且成本低，因此汾酒在行业处于领先地位。据中国酿酒工业年鉴，1985 年汾酒产量突破 8000 吨，1988 年汾酒产量超 1 万吨，为当时 13 种名酒的一半；1988-1993 年，汾酒连续 6 年在全国销量排名第一，1994 年汾酒在上交所上市，成为中国白酒第一股。

图表32 1987年贵州茅台、五粮液、汾酒利税(万元)



资料来源：汾酒文化中心，平安证券研究所

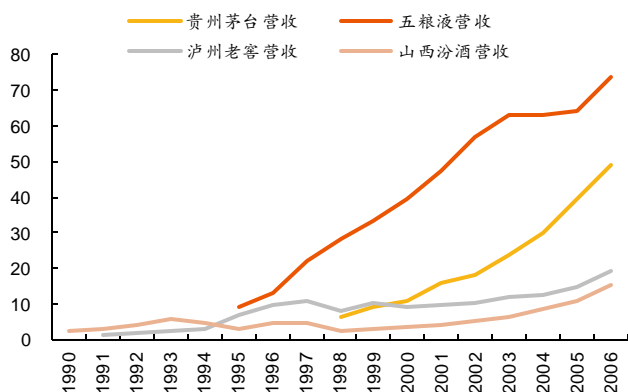
图表33 汾酒产量(吨)



资料来源：汾酒文化中心，平安证券研究所

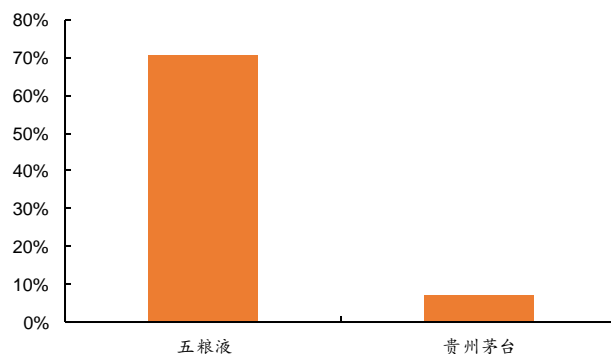
五粮液把握大商崛起风口，快速实现扩张。20 世纪 80 年代末期，白酒仍然处于供不应求的卖方市场，同时国家放开名酒定价权，五粮液积极扩产，同时持续涨价，奠定名酒基因。在该阶段，民营大商在终端的精细化管理、客情维护等方面较国营的糖酒公司更优，因而快速崛起，成为白酒销售的主流渠道。五粮液在渠道方面，采用“OEM+大商制”的模式，五粮液负责生产，总代负责贴牌销售，从而公司能够以较低的渠道费用快速铺市，抢占白酒市场，快速实现扩张。

图表34 五粮液借助大商制快速扩张(亿元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

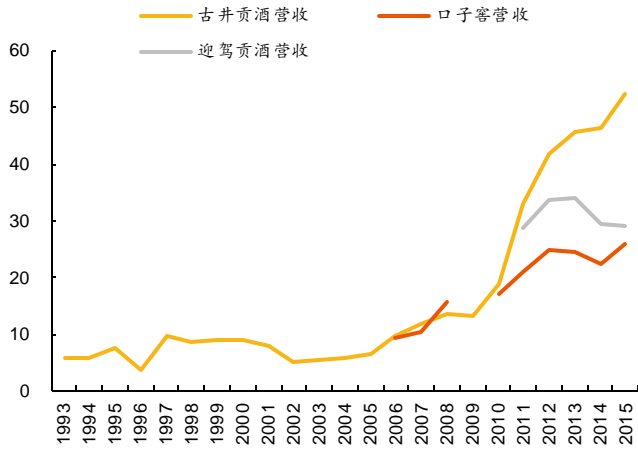
图表35 2005年五粮液与茅台前五大客户销售占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

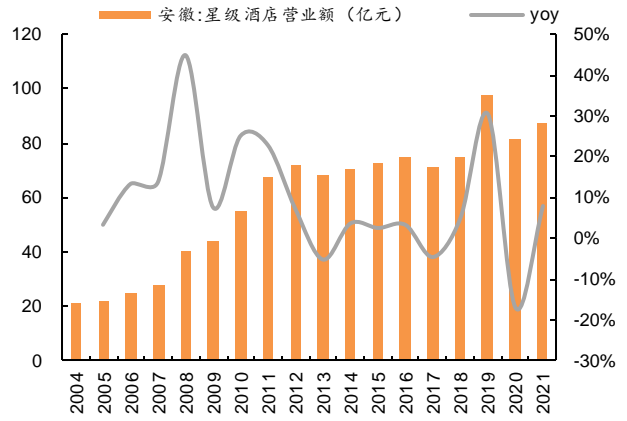
口子窖借助酒店渠道，实现快速增长。1997 年安徽口子集团成立，1998 年公司推出口子窖 5 年，并率先引入盘中盘模式，即将营销资源集中投入到核心的经销商、酒店，从而利用酒店的小盘带动消费者大盘，依靠核心意见领袖实现产品推广。据国家统计局，2000 年至 2012 年安徽省星级酒店营业额快速增长，并且该阶段大量餐饮企业谢绝自带酒水，口子窖凭借着酒店盘中盘模式，实现快速增长。

图表36 徽酒三杰营业收入对比（亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表37 安徽星级酒店营业额

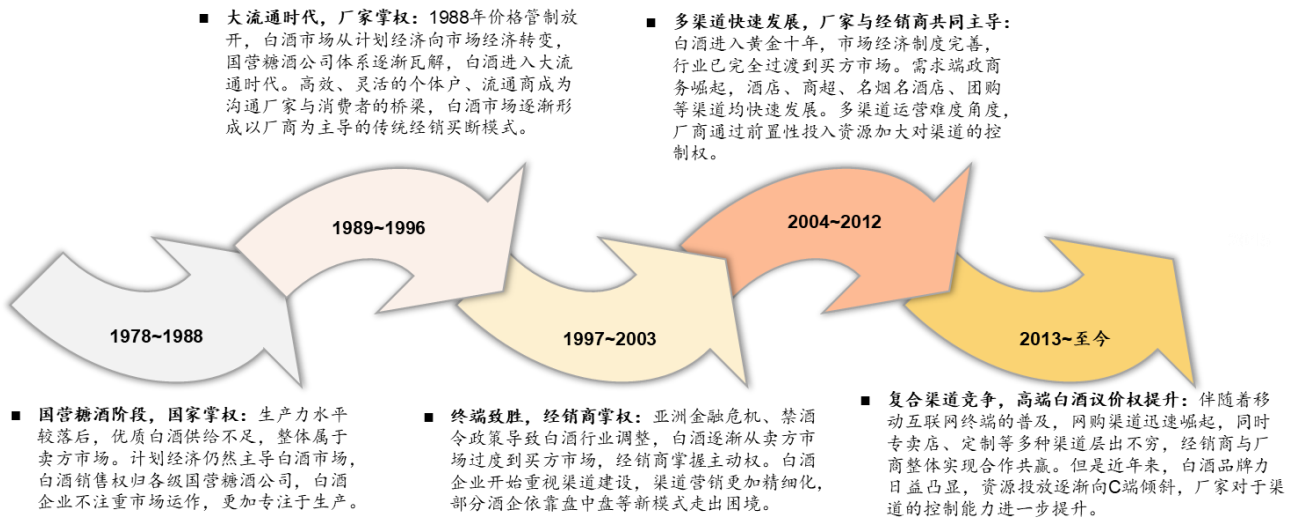


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

### 3.2 模式持续更迭，执行与创新是关键

白酒渠道伴随社会经济发展持续更迭。白酒作为社会经济活动的润滑剂，渠道模式与宏观政策、经济环境、消费习惯具有较大的关联度，因此并不是一成不变，而在持续迭代更新。计划经济时代，国家统购统销、国营糖酒公司占据主导地位，改革开放后，民营大商迅速崛起，而伴随着互联网普及与数字化技术的发展，扫码红包、电商渠道快速发展。**渠道模式本身壁垒不高，执行与创新是核心。**酒厂根据自身的资源禀赋选择渠道模式，如能够在非成熟区域通过大商制快速实现扩张，而在成熟区域通过厂家 1+1 快速下沉渠道，精细化管理。但渠道销售模式本身并不存在绝对壁垒，能够快速进行复制和跟进，其核心在于执行与创新，即业务人员能够做好市场培育、费用投放、价盘管控等工作，而管理层能够快速对当前的市场环境作出反应，持续迭代创新。

图表38 白酒渠道持续更迭



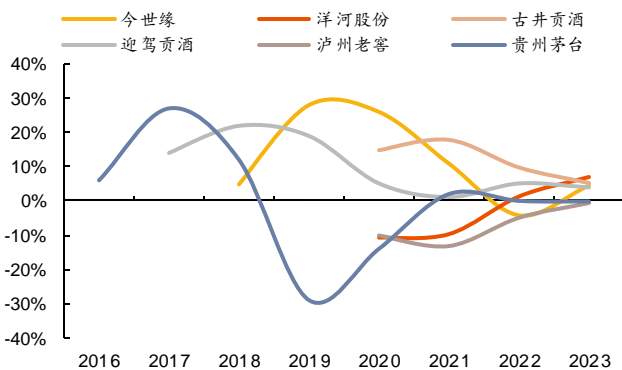
资料来源：酒食汇，酒业家，平安证券研究所

### 3.3 渠道品牌并重，消费者培育是方向

渠道投放精细化、前置化，加大消费者培育。在经历过大开大合的粗放式增长后，2017年以来，白酒已经进入存量竞争时代，份额向名优酒集中，消费者对于品牌的认知度在持续增强。过往的渠道政策主要以经销商的层面的返点为主，保证经销商的利润，借助经销商提升产品推力，而如今各大酒厂渠道政策普遍与消费者培育结合，通过费用前置，提升对于终端的掌控力。无论是线上销售、数字化扫码还是做直销，其实都是直控终端的手段。

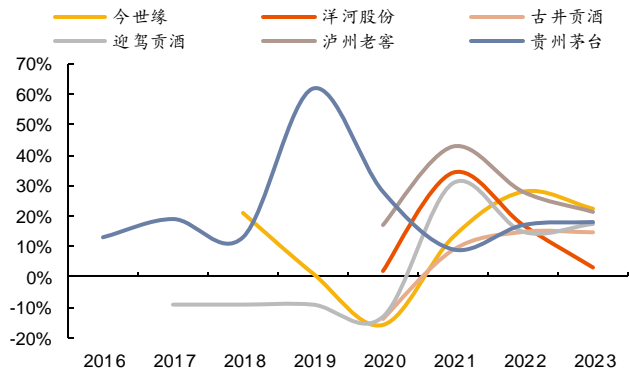
新招商节奏趋缓，目标高质量发展。过往酒企收入增长依靠大量招商铺货，但从2017年以来，酒企新招商节奏逐渐减缓，经销商数量同比增速持续放缓，收入增长更多依靠单经销商收入的提升。我们认为，这表明酒厂更加注重精细化运营，优化经销商队伍，通过持续的消费者培育加强动销。展望未来，我们认为白酒的竞争将转向渠道与品牌并行，拥有良好的消费者认知度、健康的渠道模式的公司更具优势。

图表39 各大酒企经销商数量增速对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表40 各大酒企单经销商收入增速对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、风险提示

**风险提示：**1) **宏观经济波动影响：**白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；2) **消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏；3) **食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；4) **行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价体系，白酒行业竞争较激烈，或对行业造成不良影响。



## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼  
丽泽平安金融中心 B 座 25 层