

2024-6-24



新华都：酒类电商第一股，坐享白酒线上化行业红利

分析师：郭梦婕
证书编号：S1190523080002

太平洋证券股份有限公司证券研究报告
公司深度研究

- **白酒电商运营龙头，剥离零售聚焦互联网营销。** 新华都是目前酒类电商领域龙头公司，公司于2022年4月完成零售业务剥离，聚焦以全资子公司久爱致和为经营主体的互联网营销主业。2023年公司互联网营销业务实现营业收入28.24亿元，同比增长27.8%，归母净利润2.17亿元，同比增长27.5%，该业务2016-2023年收入CAGR达36%，今年一季度公司直播电商渠道爆发式增长以及新拓的品牌及产品线贡献增量，业绩大超预期，2024Q1公司实现营收14.02亿元，同比+106.9%，实现归母净利润0.94亿元，同比+47.1%。
- **白酒线上化发展大趋势，渗透率低空间广阔。** 2023年线上酒类市场规模超过1200亿元，同增56.4%，其中白酒和调香酒/葡萄酒/啤酒/洋酒分别增长77.7%/14.8%/5.3%/4.7%，白酒和调香酒规模达到900亿元，是线上酒类市场增长的主要动能。目前线上白酒渗透率较低约10%，而线上整体消费占比达28%。当前白酒线上增速在直播电商催化下爆发式增长，线上渗透或迎来增长拐点，2023年白酒抖音和快手销售额增速分别达到82.42%/290.8%。剖析底层提速原因：1) 消费者端疫后培育线上消费习惯；2) 平台端物流配送专业化且大力推广白酒补贴引流；3) 酒企端积极拥抱电商；4) 渠道端线下经销商和终端因渠道利润变薄和库存走高等原因部分寻求线上化转型，随着电商平台在物流、价格、消费者触达率等方面的优势逐渐显现，预计未来几年白酒的线上增速将维持高速增长，渗透率提升空间广阔。
- **公司与泸州老窖、汾酒等多家龙头酒企深度合作，手握官方店稀缺入场券。** 公司已率先拿到多家酒企线上官方授权门票，多年前布局具备先发优势。目前拥有50余家官方旗舰店，其中与泸州老窖、山西汾酒深度绑定，此两品牌收入端规模达10亿，占公司收入大头。公司竞争优势显著，具备丰富的营销经营以及打造爆品能力，且现金流充裕具备强大的库存管理能力，后续有望吸引更多品牌合作，2023年公司扩充茅台保健酒“茅仙”、古井贡酒、习酒、五粮液系列酒等品牌，后续新客户拓展有望贡献增量。
- **公司紧抓渠道风口，渠道赋能下定制板块增长势能强。** 公司于2023年下半年开始深度布局抖音、快手等直播电商平台，抖音电商起步不足一年快速起量，抖音占比迅速提升至2024Q1的双位数。公司目前在抖音渠道共经营12家店铺，根据久谦数据，2024年1-4月规模前五家店铺合计销售额过亿，同比增长553%，贡献增量显著。公司目前定制和标准品占比约为2:8，其中定制品以老窖六年窖头曲为主，也是公司近几年打造的大爆品，今年与五粮液合作开发的新品仙林生态增长势能强劲，成为六年窖头曲后的第二大单品。抖音渠道与定制品天然适配，渠道赋能下后续随着定制新品矩阵拓宽有望带来定制酒进一步提速。
- **盈利预测：** 我们预计2024-2026年收入增速38%/26%/22%，归母净利润增速分别为34%/28%/23%，EPS分别为0.37/0.48/0.59元，PE分别为15/12/9X。

目录 CONTENTS

01

公司简介：中国白酒线上经销商龙头

02

白酒线上化发展大趋势，渗透率低空间广阔

03

渠道与品类双重驱动，尽享行业增长盛宴

04

盈利预测

1.1 新华都：剥离传统零售资产，专注电商运营发展

- 新华都是目前酒类电商领域龙头公司，公司于2022年4月完成零售业务剥离，聚焦以全资子公司久爱致和为经营主体的互联网营销主业，包括全渠道电商销售服务、产品研发及营销服务和数字营销服务等。公司成立于2004年，回顾公司发展历程：
- 第一阶段（2004-2013年）：专注零售业务。**2004年公司通过自开和收购方式不断拓店，成为福建零售连锁龙头企业。2008年在深交所成功上市。2011年开始，公司跨区域发展，不断扩大零售业务版图。
- 第二阶段（2014-2021年）：探索电商业务。**2014年进军电子商务领域，与阿里巴巴建立战略合作，打造O2O商业模式。2016年收购互联网营销公司久爱致和、久爱天津和泸州致和。2018年阿里巴巴入股10%。
- 第三阶段（2022年及以后）：剥离零售业务，专注互联网营销。**2022年公司面对电商的冲击和线下零售市场竞争加剧，出售零售业务板块资产。2023年公司正式完成全方位战略转型，剥离亏损的超市、百货等传统零售业务，聚焦以全资子公司久爱致和为经营主体的互联网营销主业务。

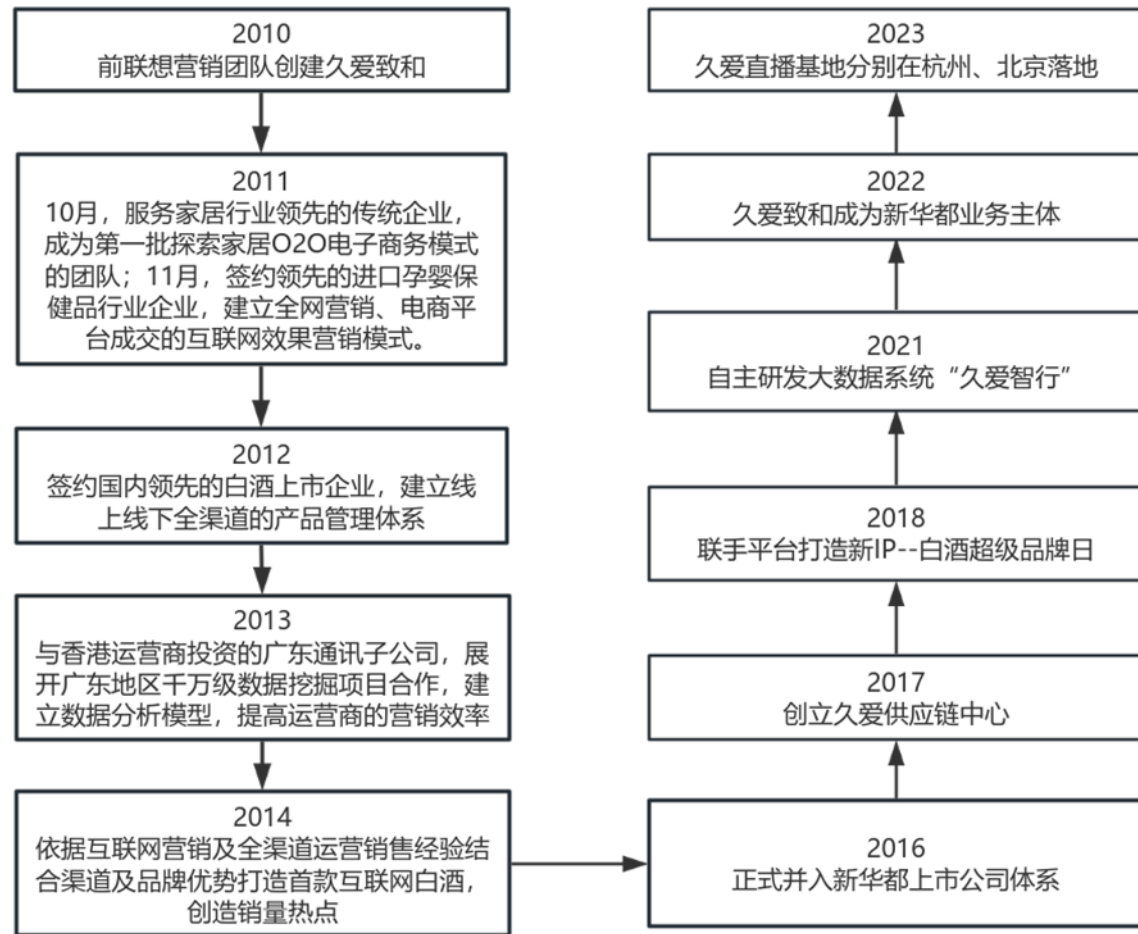
图表：新华都发展历程

年份	发展历程
1995	第一家新华都综合百货在福州东街口创立
1997	新华都实业集团股份有限公司正式成立
2008	新华都购物广场股份有限公司在深交所上市
2009	陆续收购莆田万家惠、惠安岛内价、泉州奇龙等连锁超市
2012	与全球最大的综合体育零售商签约合作，开设中国INTERSPORT宜动体育用品卖场
2014	与阿里巴巴建立战略合作关系，打造O2O商业模式
2016	新华都收购久爱致和、久爱天津、泸州致和
2017	与阿里巴巴建立战略合作关系，引进淘鲜达，实现线上与线下的全面发展
2018	阿里巴巴及其战略合伙人杭州瀚云入股10%，合作更加紧密
2022	剥离零售业务，专注互联网营销业务，并更名为新华都科技股份有限公司

1.1 久爱致和：数据赋能电商运营，市场份额和竞争力有望进一步提升

- 新华都全资子公司久爱致和创立于2010年，现发展为一家以数据研究为基础的效果营销及产品运营公司。回顾公司发展历程，主要分为3个阶段：
- **第一阶段（2010-2015年）：创立初期与行业客户紧密合作，奠定坚实基础。** 久爱致和由倪国涛先生在2010年创立，初始团队为前联想营销团队，提供数字营销和电商运营服务。2011年与全友家居合作，成为第一批探索家居O2O电子商务模式的团队。2012年久爱致和签约泸州老窖建立线上线下全渠道的产品管理体系，标志久爱致和正式进军白酒行业。2013-2014年共形成8款定制产品，打造首个爆款互联网白酒“三人炫”并创造销量热点。
- **第二阶段（2016-2021年）：推动数字营销与电商运营升级，竞争力日益增强。** 2016年久爱致和正式并入新华都上市公司体系，强化自身在数字营销、电商运营和数据分析等方面的核心竞争力。2017年成立久爱供应链中心，提供强大物流支持。2021年研发大数据系统久爱智行，打通线上酒类产品数据驱动运营效率提升。
- **第三阶段（2022年及以后）：成为新华都业务主体，深耕酒类电商运营。** 2022年久爱成为新华都业务主体，2023年GMV达77亿，同比增长12%，呈现稳健的增长态势。2023年久爱直播基地分别在杭州、北京落地，继续深耕酒类电商运营。

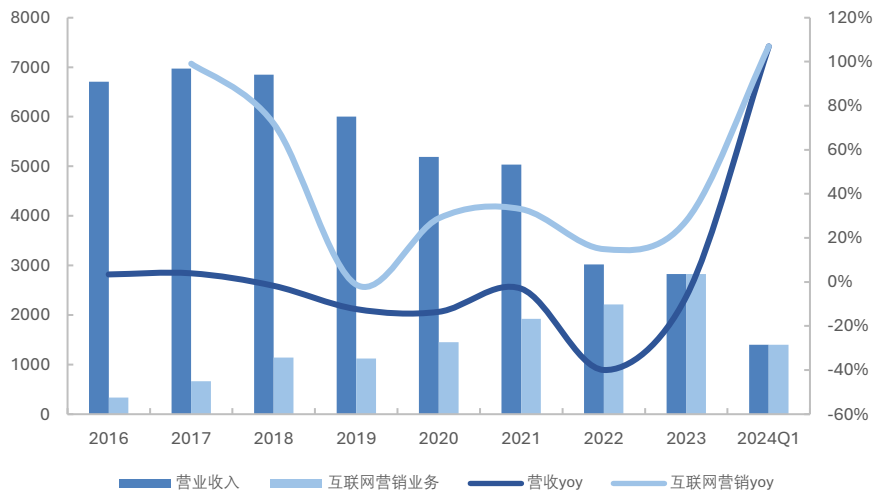
图表：久爱致和发展历程



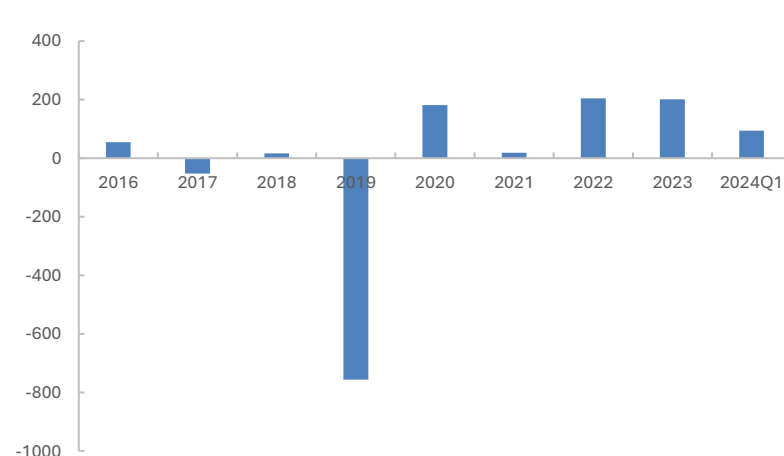
1.2 业绩复盘：互联网业务快速增长，一季度业绩大超预期

- 互联网营销业务增长迅速，16-23年CAGR达36%。** 公司原先聚焦于零售业务，2016年并购互联网营销公司久爱致和形成双主业驱动，后续由于新华都因线下零售业务表现不佳收入端承压，2022年4月剥离零售业务。公司营收从2016年的67.10亿元持续下降至2023年的28.23亿元，子公司久爱致和运营的互联网营销业务快速增长，营收从2016年的3.33亿元增长至2023年的28.24亿元，7年CAGR达36%。公司利润端过去几年波动较大，2023年实现归母净利润2.01亿元，同比下降1.97%主因2022年包含零售业务2022年1-3月处置传统零售子公司股权收益。互联网业务毛利率较为稳定，2023年公司毛利率为25.4%，净利率为7.1%。
- 2024Q1业绩大超预期，收入端翻倍增长。** 2024Q1公司实现营业收入14.02亿元，同比大增106.90%，主因：1) 年货节错配，2022年货节部分收入计入上一年四季度；2) 公司2023年下半年大力发展抖音渠道，今年一季度在抖音渠道快速放量。2024Q1公司毛利率22.49%，同比-4.45pct，主要系年货节公司促销活动导致产品结构波动，销售费用率/管理费用率分别为12.92%/1.83%，同比-1.36/-0.77pcts，费用率因规模效应下滑，2024Q1净利率达6.70%，同比-2.71%，实现归母净利润0.94亿元，同比增长47.06%。

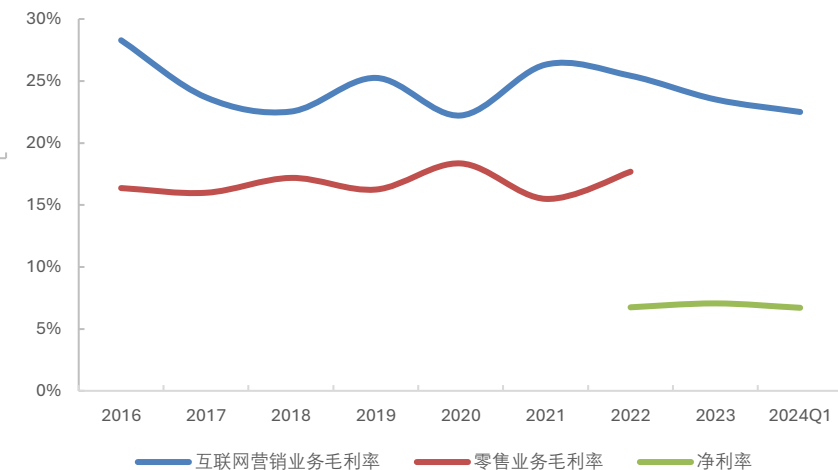
图表：公司营业收入情况（百万元）



图表：公司归母净利润（百万元）



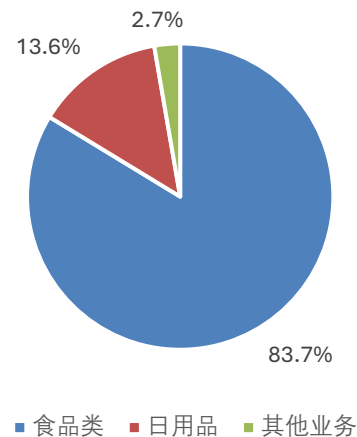
图表：公司毛利率、净利率



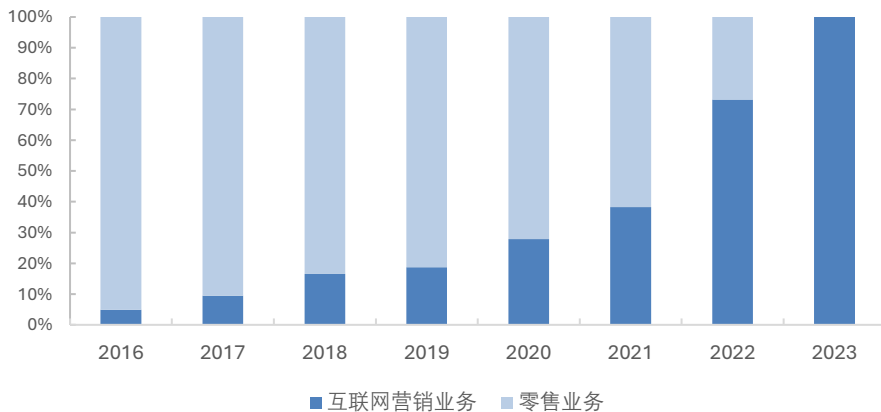
1.3 业务结构：2023年开始聚焦互联网营销主业，深耕酒类优质赛道

- **线上业务占比持续上升，2023年完全聚焦互联网营销业务。**公司于2016年收购久爱致和扩充互联网营销业务，该业务保持快速增长，但线下零售业务受到电子商务发展以及疫情影响收入持续下降，故互联网营销业务占比从2016年的5%提升至2022年的73%，公司在2022年剥离线下零售业务，2023年正式完成全方位战略转型，聚焦以全资子公司久爱致和为经营主体的互联网营销主业。
- **互联网营销业务深耕酒类赛道，2023年食品类营收占比84%。**公司深入布局酒类、水饮、日化、母婴等行业赛道，日化类客户包括云南白药、上海家化等，水饮类客户包括伊利、青岛啤酒等，其中公司深耕酒类板块，已连续多年在各大电商平台酒类品牌运营商中排名前列，合作酒类品牌包括泸州老窖、山西汾酒、五粮液、水井坊、古井贡酒、习酒等龙头酒企。2023年食品类/日用品/其他业务分别占比83.7%/13.6%/2.7%，食品类同比增长34.5%，食品类/日用品毛利率分别为22.6%/29.0%。

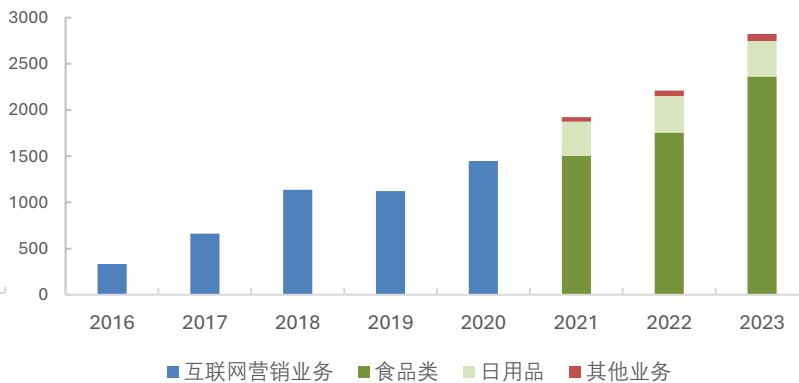
图表：互联网营销细分品类占比



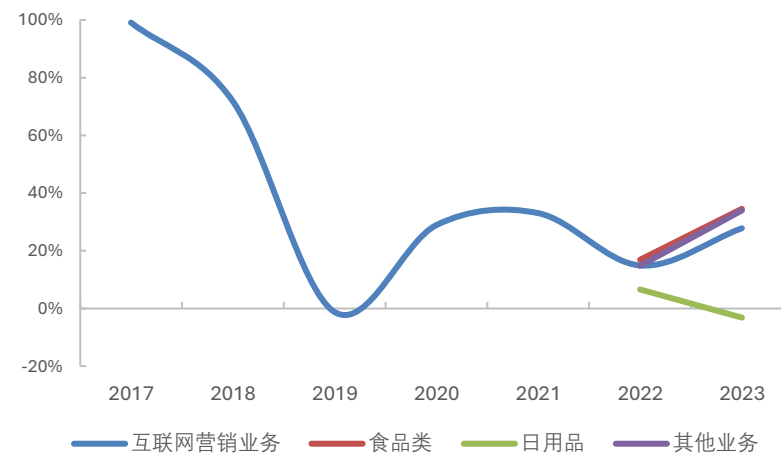
图表：公司业务结构



图表：互联网营销业务细分品类收入 (百万元)



图表：互联网营销细分品类增速

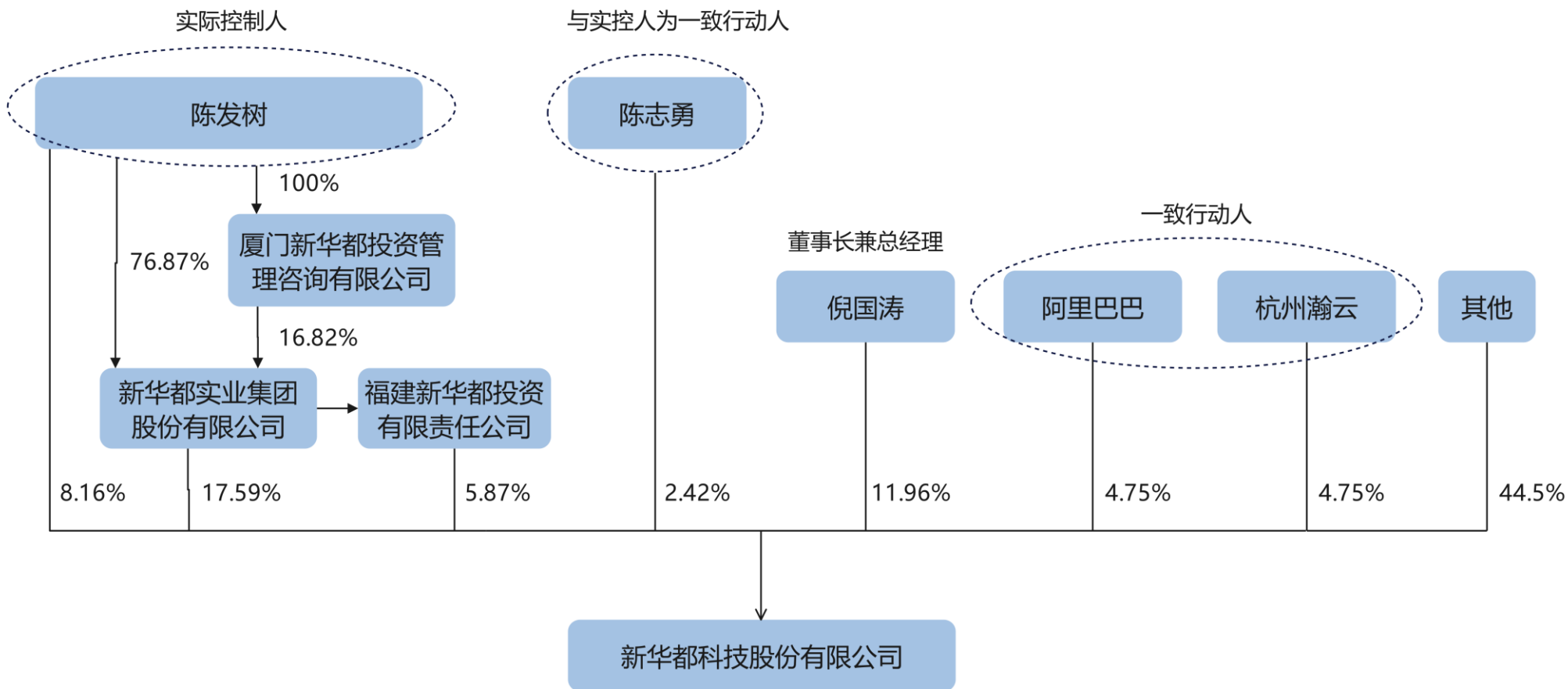


备注：这里的零售业务统计的是互联网业务之外的收入口径，与报表端口口径或有差别
资料来源：WIND，太平洋研究院整理

1.4 股权结构：股权结构多元化，董事长持股11.96%

➤ **公司实控人为陈发树，董事长倪国涛持股11.96%。** 公司实控人为陈发树，直接持股8.16%，通过新华都实业集团和新华都投资间接持17.59%、5.87%的股份，实控人陈发树及其一致行动人陈志勇合计持股34.04%；董事长兼总经理倪国涛持股11.96%，为公司第二大股东；2018年阿里巴巴及其一致行动人杭州瀚云合计入股10%各持5%，2022年因增发稀释至9.5%股份，目前持股比例保持不变。

图表：公司股权结构



资料来源：WIND，太平洋研究院整理

1.5 管理层：快消品互联网运营经营丰富，深度绑定白酒头部企业

➤ **董事长兼总经理倪国涛深耕白酒渠道拥有丰富资源，并钻研互联网营销电商运营。** 公司董事长兼总经理倪国涛曾任联想集团高级总监、联想移动销售市场系统总经理，负责品牌营销和渠道销售。2010年倪总创立久爱致和，提出以数据研究为基础的效果营销理念开发全渠道运营系统，为客户提供数字营销及电商全价值链服务。倪总凭借互联网思维和卓越业绩成功转型进入酒企电商，曾任泸州老窖柒泉小酒酒类销售有限公司监事，与多家名酒品牌建立合作关系。倪总专注白酒互联网营销拥有丰富行业资源，和泸州老窖合作较为成功，并吸引汾酒、水井等多家酒企合作；深谙互联网营销、电子商务运营之道，其敏锐的市场触觉、勤奋严谨的工作作风以及与行业头部品牌的良好关系，为公司业务转型升级和持续增长提供了强大动力。

图表：公司主要高管履历

姓名	职务	任职起始日	履历
倪国涛	董事长、总经理	2020.06	倪国涛先生于1999年入职联想,在联想近10年时间历任联想集团高级总监、联想移动销售市场系统总经理。之后,倪国涛先生担任青岛海信通信营销公司总经理。2010年,倪国涛先生创立了以数据研究为基础的互联网效果营销公司久爱致和;通过多年在品牌建设与销售的积累,以及数据与技术的应用,久爱致和对若干Top品牌的传统企业互联网转型产生了深刻的影响,进而推动了家居、酒类和日用消费品行业的电商化和互联网化。
郭建生	董事会秘书	2015.06	郭建生先生曾担任本公司第四、五届董事会董事、董事会秘书,公司第一、二、三届监事会监事,曾任福建新华都综合百货有限公司监事。
张石保	财务总监	2020.06	曾担任福建省军区后勤部副处长、新华都集团财务部副经理,曾任本公司财务总监、内部审计负责人、审计部经理,本公司第四届监事会主席。
沈沉	董事	2023.07	曾先后任职于中国国际金融公司、鼎晖投资及世界银行。2018年4月加入阿里巴巴,现任战略投资部总监、三江购物董事。于2023年12月01日获委任为重庆洪九果品股份有限公司非执行董事。
陈船筑	董事	2023.07	2013年03月至2013年10月任长沙武夷置业有限公司工程部工程总监助理;2013年11月至2014年10月任福建新华都地产品牌部品牌经理;2014年11月至2016年6月,任福建富兜信息科技有限公司副总经理;2015年10月至今任厦门鑫点击网络集团股份有限公司董事;2018年至今任新华都实业集团有限公司监事;2018年至今任厦门鹰航贸易有限公司总经理;2021年至今任厦门钧石股权投资基金管理有限公司合伙人;2023年至今任新华都科技股份有限公司董事。
王妍	久爱致和 董事长&总经理	2021.08	现担任久爱致和(北京)科技有限公司、深圳海诚聚和电子商务有限公司等公司法定代表人,担任西藏聚久致和创业投资合伙企业(有限合伙)、拉萨经济技术开发区久爱科技发展有限公司等公司股东,担任久爱致和(北京)科技有限公司、深圳海诚聚和电子商务有限公司、海南酒连酒电子商务有限公司等公司高管。

资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

1.6 股权激励：公司曾推出3次股权激励，激励核心管理团队

- **公司历史共推出3次股权激励计划。** 公司历史上总共推出过3次股权激励，2010年公司推出首期股票期权激励计划，拟授予117名激励对象777.15万份股票期权，占公司股本总额16032万股的4.847%，行权价格为16.53元。2018年公司推出限制性股票激励计划并于2019年终止实施，拟授予限制性股票数量为935万股，占公司股本总额1.37%。其中首次授予748万股，授予价格为每股4.48元，预留187万股占本次授予权益总额的20%。

图表：公司首期股票期权激励计划梳理

行权期	可行权数量占获授期权数量比例	业绩指标
第一个行权期	30%	公司2011年度经审计加权平均净资产收益率不低于13%；公司2011年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过56.3%；公司2011年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过96.2%
第二个行权期	30%	公司2012年度经审计加权平均净资产收益率不低于13.5%；公司2012年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过120.2%；公司2012年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过151.1%
第三个行权期	40%	公司2013年度经审计加权平均净资产收益率不低于14%；公司2013年度经审计主营业务收入较2009年度增长率达到或超过189.8%；公司2013年度经审计净利润较2009年度增长率达到或超过221.3%

图表：公司2018年限制性股票激励计划梳理

股票授予批次	解除限售安排	解除限售比例	业绩考核指标
首次授予	第一个解除限售期	30%	以2017年的公司营业收入为基数，2018年公司营业收入增长率不低于5%；且2018年度公司净利润不低于2,000万元
	第二个解除限售期	30%	以2017年的公司营业收入为基数，2019年公司营业收入增长率不低于15.5%；且2019年度公司净利润不低于4,000万元
	第三个解除限售期	40%	以2017年的公司营业收入为基数，2020年公司营业收入增长率不低于27.05%；且2020年度公司净利润不低于8,000万元
预留（取消）	第一个解除限售期	50%	以2017年的公司营业收入为基数，2019年公司营业收入增长率不低于15.5%；且2019年度公司净利润不低于4,000万元
	第二个解除限售期	50%	以2017年的公司营业收入为基数，2020年公司营业收入增长率不低于27.05%；且2020年度公司净利润不低于8,000万元

1.6 股权激励：公司曾推出3次股权激励，激励核心管理团队

- **最近一期股权激励计划久爱致和均达成业绩考核目标。** 公司2021年推出股权激励，拟授予权益总计为1,090.24万份/万股，占总股本的1.59%。其中授予322.78万股限制性股票，授予价格2.13元/股，向41人首次授予197.78万股限制性股票，向14人授予125万股预留限制性股票，向18人授予767.46万份股票期权，行权价格4.25元/股。上市公司层面业绩考核目标为2021/2022/2023年净利润不低于11,830/14,390/16,030万元，子公司层面业绩考核目标为10,230/11,990/13,230万元，2022/2023年考核目标同比增速为17%/10%，久爱致和2021-2023年顺利完成业绩考核目标，2021/2022/2023年净利润分别为11,073/16,939/20,073万元。

图表：公司领航员计划（二期）股票激励计划梳理

解除限售期		解除限售比例	业绩考核目标		实际净利润达成情况
首次授予的限制性股票	第一个解除限售期	40%	上市公司	2021年净利润不低于11,830万元	1,908万元（未完成目标）
			久爱致和	2021年净利润不低于10,230万元	11,073万元（完成目标）
	第二个解除限售期	30%	上市公司	2022年净利润不低于14,390万元	20,480万元（完成目标）
			久爱致和	2022年净利润不低于11,990万元（同比17%）	16,939万元（完成目标）
	第三个解除限售期	30%	上市公司	2023年净利润不低于16,030万元	20,073万元（完成目标）
			久爱致和	2023年净利润不低于13,230万元（同比10%）	
行权期		行权比例	业绩考核目标		实际净利润达成情况
股票期权	第一个行权期	40%	同上		同上
	第二个行权期	30%			
	第三个行权期	30%			

目录 CONTENTS

01

公司简介：中国白酒线上经销商龙头

02

白酒线上化发展大趋势，渗透率低空间广阔

03

渠道与品类双重驱动，尽享行业增长盛宴

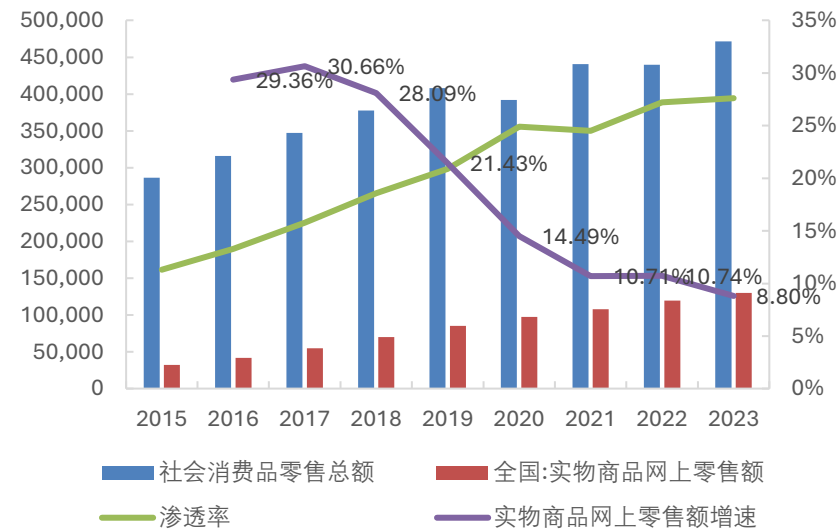
04

盈利预测

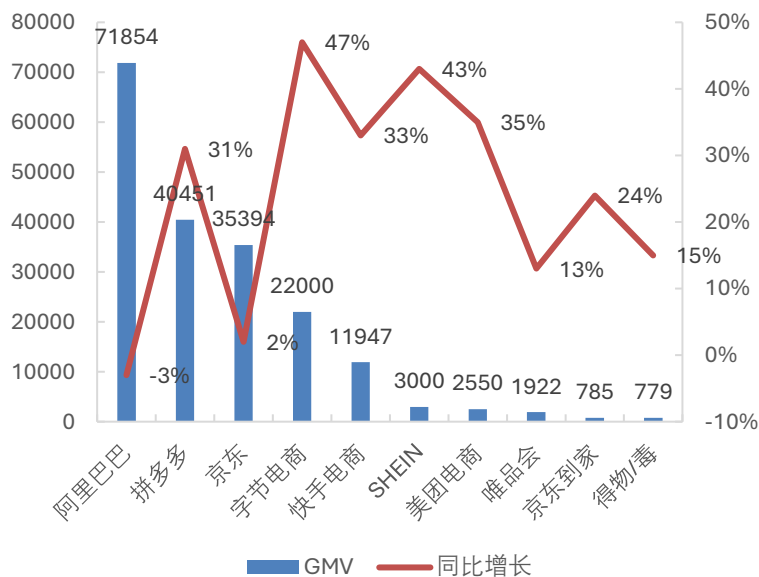
2.1 电商渗透率持续提升，直播电商快速兴起

- 中国网上消费规模持续扩大，2023年电商渗透率提升至27.6%。** 2023年中国电商市场规模达到13.0万亿元，2018-2023年CAGR达13.15%。随着中国电商基础设施的完善，中国网上零售市场渗透率持续提升，2023年约占社会消费品零售总额的27.61%，同比上升0.4pct。2023年阿里巴巴、拼多多、京东三大货架电商GMV分别为71854/40451/35394亿元，同比增长-3%/31%/2%，抖音、快手两大直播电商GMV分别为22000/11947亿元，同比增长47%/33%，前五大电商中直播电商平台占比约为18.69%，较2022年占比提升4.05pct。
- 直播电商渠道快速兴起，2023年直播电商市场规模达4.9万亿元。** 随着短视频平台快手、抖音等对上网人群的持续渗透，直播电商消费规模快速增长。根据艾瑞咨询数据，2023年6月中国直播电商用户规模达到5.3亿人，占网络购物用户规模的59.5%。2023年中国直播电商市场规模达4.9万亿元，同比增长35.2%，2019-2023年CAGR达85.32%，预计2024-2026年CAGR为18.0%。

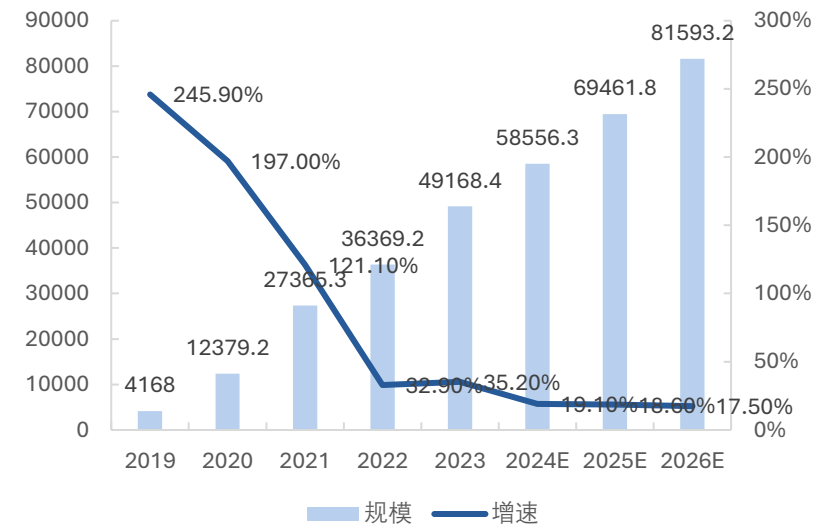
图表：中国电商市场规模及增速（亿元）



图表：2023中国TOP10电商GMV与增速（亿元）



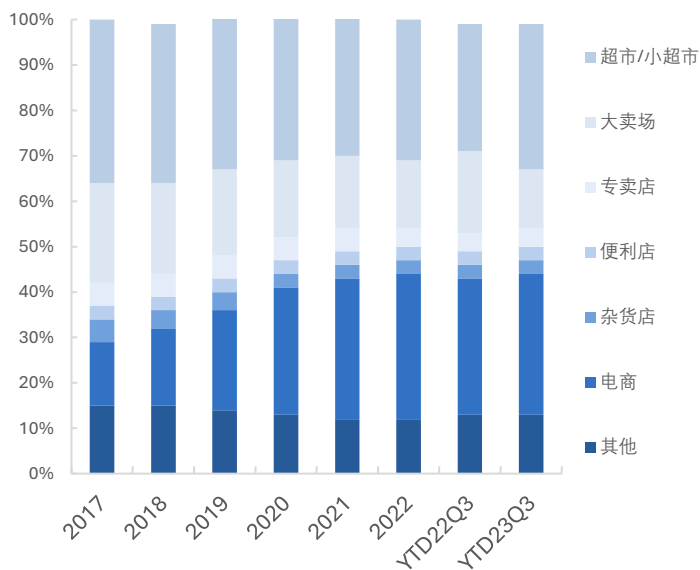
图表：中国直播电商市场规模（亿元）



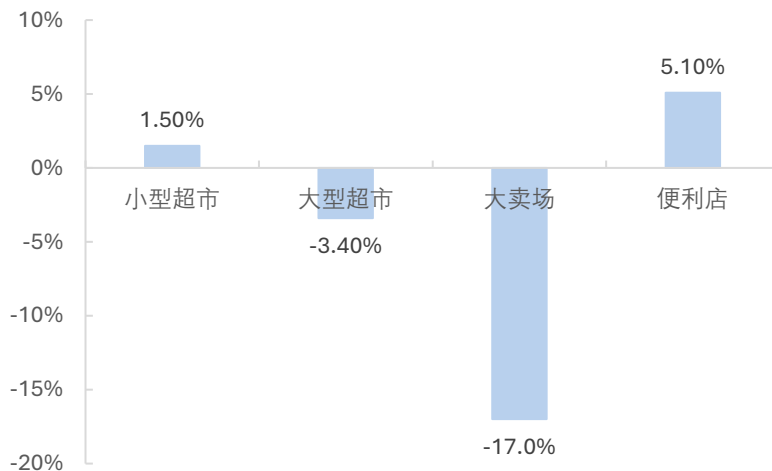
2.2 疫情后线下传统KA逐步萎缩，线上内容电商快速扩张

- **疫后线下小型业态抢占传统KA渠道份额，线上内容电商渠道快速扩张。** 随着疫情后消费者即时性需求增强和购物习惯改变，线下渠道传统KA和流通渠道面临市场份额逐步萎缩的形势，消费者将需求转向小型超市和便利店等小型业态和线上内容电商。根据尼尔森IQ零售数据，食品饮料线上渠道销售额规模在全渠道占比达到6.8%（剔除生鲜为17.5%），2022年10月-2023年9月，食品饮料线上规模同比增长14%，综合电商/内容电商销售额分别增长-4.3%/+75.0%，内容电商成为线上渠道增长的主要动力来源。在线下渠道中，大型超市和大卖场收入分别减少3.4%和17.0%，大卖场业态中仅仓储式会员保持高速增长，传统KA渠道面临一定挑战。

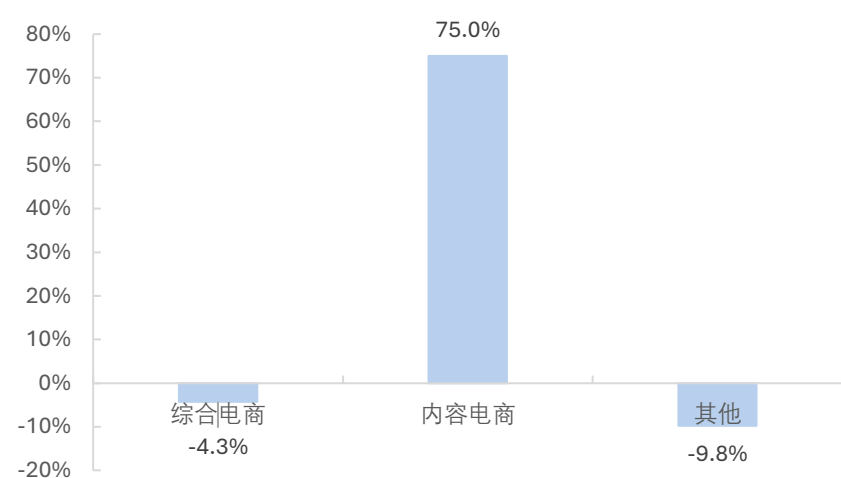
图表：城镇快速消费品市场分渠道销售额占比



图表：2022年10月-2023年9月食品饮料行业线下现代渠道增速



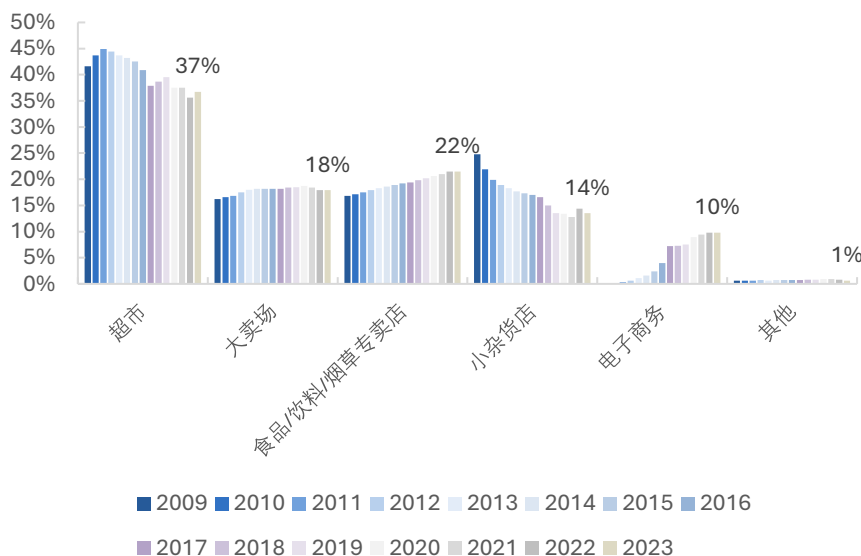
图表：2022年10月-2023年9月食品饮料行业线上现代渠道增速



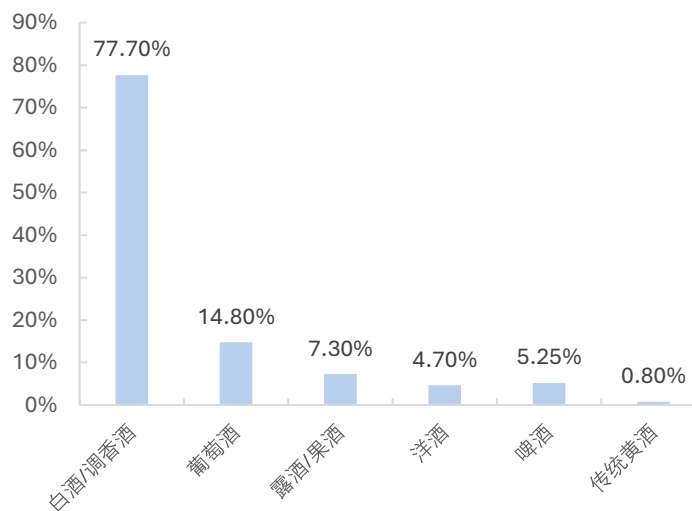
2.3.1 白酒：线上化趋势明显，低渗透率蕴含巨大空间

➤ **白酒线上化趋势加速，渗透率约10%处较低水平。** 2023年酒类线上市场规模超1200亿元，销售额同增56.4%，其中白酒/调香酒规模达900亿元，同比增长77.70%。根据中国烟酒行业协会数据显示，2013年酒类电商交易规模为70亿元，2013-2023年10年CAGR达32.9%。分平台规模来看，淘宝/天猫>京东>抖音>拼多多，根据久谦中台数据，2023年全年京东白酒线上销售规模约为271.35亿元，同比增长49.41%，2019-2023年4年复合增长率达35.94%；2023年抖音平台白酒直播GMV破300亿，销售额为174.45亿元，2021-2023年CAGR为144.17%；根据通联数据，2023年天猫/淘宝合计销售额为277.93亿元，根据渠道调研，其中天猫同比双位数增长，淘宝实现翻倍以上增长。根据渠道调研，2023年快手白酒销售额约50亿元，飞瓜数据显示增速达290.75%；此外通联数据显示，2023年1-11月拼多多销售额为66.22亿元。根据《2023中国白酒消费白皮书》，消费者更加倾向于从淘宝天猫、京东等电商平台购买的比例为53.5%，其次品牌官方渠道占比为42.7%，抖音等短视频平台占比为20.6%，具备发展潜力。根据欧睿数据，目前白酒渗透率约10%，而家电、3C、美妆个护等品类线上渗透率超过40%，个人奢侈品渗透率约20%，白酒相较于其他品类渗透率处于较低水平。

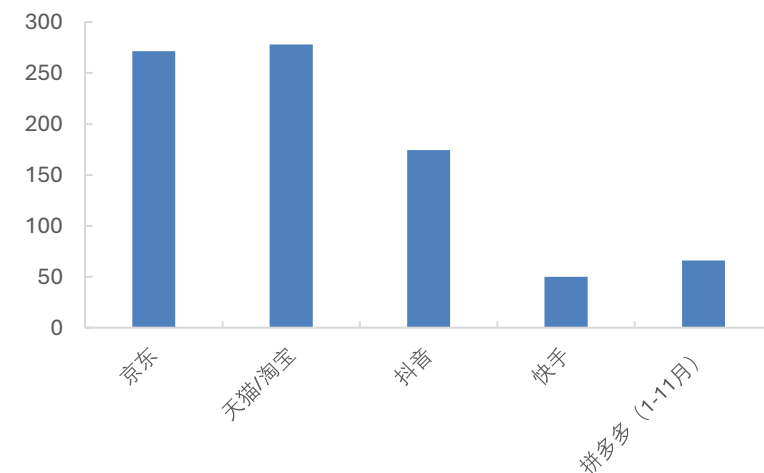
图表：2009-2023中国烈酒零售渠道分布



图表：2023酒类分品类线上销售增速



图表：2023酒类平台规模对比（亿元）



2.3.2 白酒：电商平台定位有区别，白酒销售呈现差异化特征

- **天猫/京东注重保真以及高质量服务，全国化名酒销量占比高。** 天猫/京东重点服务高净值白酒高端用户，注重解决线上购物的信任问题以及用户体验，全国化名酒是两平台销量最好的酒品。其中京东通过自建物流体系极大缩短了产品履约时间，加强了用户体验，并在售后服务、物流配送、商品品质等方面建立了优势，往往是高净值用户购买高端白酒的首选电商平台。
- **淘宝未来将向直播倾斜，双十一国产白酒直播成交增速超250%。** 淘宝作为传统货架电商，在成交逻辑上鼓励用户主动搜索和购买产品，但目前淘宝平台直播场景销售规模高速增长，2023年“双十一大促”阶段性数据显示，酒水行业直播成交超过18亿元，同比增长628%，国产白酒直播增速超过250%。
- **拼多多提供大量补贴活动，打造价格竞争优势。** 拼多多通过对白酒大单品进行补贴和在下沉市场推广廉价口粮酒达到与其他电商平台错位竞争的目的。由于拼多多凭借有竞争力的产品价格吸引了大量用户，通过差异化竞争，拼多多白酒销售规模实现快速增长。
- **抖音/快手日活用户体量大，直播销售形式导致非标品销售占比较高。** 抖音/快手均拥有海量的日活用户，平台用户的消费习惯是被动消费而非主动搜索。平台基于用户欣赏和喜爱的内容针对性地推荐商品，挖掘用户潜在购物需求。由于抖快以直播为场景、主播与粉丝高频互动的方式进行销售活动，即使是熟悉品牌中用户不熟悉的单品往往也有较强的购买转化率。因此在抖快的销售结构中，非一线名酒与一线名酒非标品均保持较高销售占比。

图表：2023酒类分电商平台定位特点

电商平台	2023年规模	2023年增速	平台优势	体验差异	目标人群	平台销量较好的白酒
天猫/淘宝	277.93亿元	天猫双位数增长， 淘宝翻倍以上增长	产品保真、有售后保障 / 商品种类丰富、价格优惠	货架电商 鼓励用户主动搜索和购买产品 主播类似视频客服	一二线城市、中高端 / 二三线城市、中低端	茅台、五粮液、泸州老窖等全国化名酒
京东	271.35亿元	49%	产品保真 物流高效便捷 优质售后服务	货架电商 鼓励用户主动搜索和购买产品 主播类似视频客服	一二线城市 中高端	茅台、五粮液、泸州老窖等全国化名酒
抖音	174.45亿元	69%	购物过程体验好 直播拉近用户与产品距离 商品性价比高	直播电商 通过内容推荐激发用户购买兴趣 主播与粉丝高频互动	三线及以上城市为主 低端和中高端	茅台、五粮液、泸州老窖等全国化名酒 新兴品牌白酒 一线开发酒
拼多多	2023年1-11月66.22 亿元	/	注重下沉市场 优惠活动丰富	货架电商 鼓励用户主动搜索和购买产品 通过拼团方式获得更便宜产品	三、四、五线城市 中低端	茅台、五粮液、泸州老窖等全国化名酒 具有价格优势的口粮酒
快手	约50亿元	291%	购物过程体验好 直播拉近用户与产品距离 商品性价比高	直播电商 通过内容推荐激发用户购买兴趣 主播与粉丝高频互动	三、四、五线城市 低端和中高端	300元以下中低端白酒

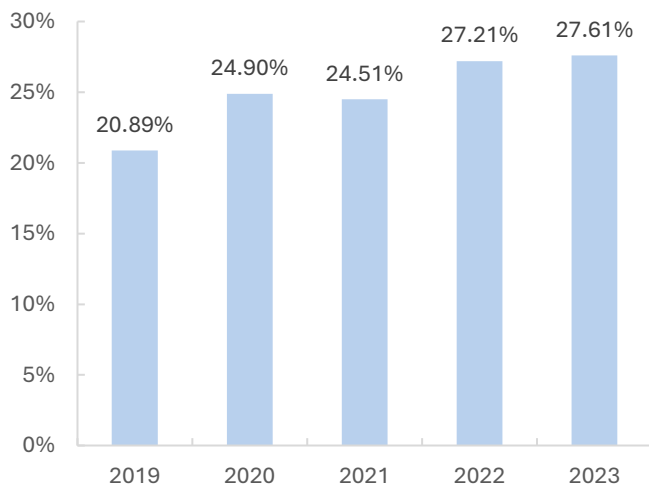
2.4 白酒线上化提速原因剖析



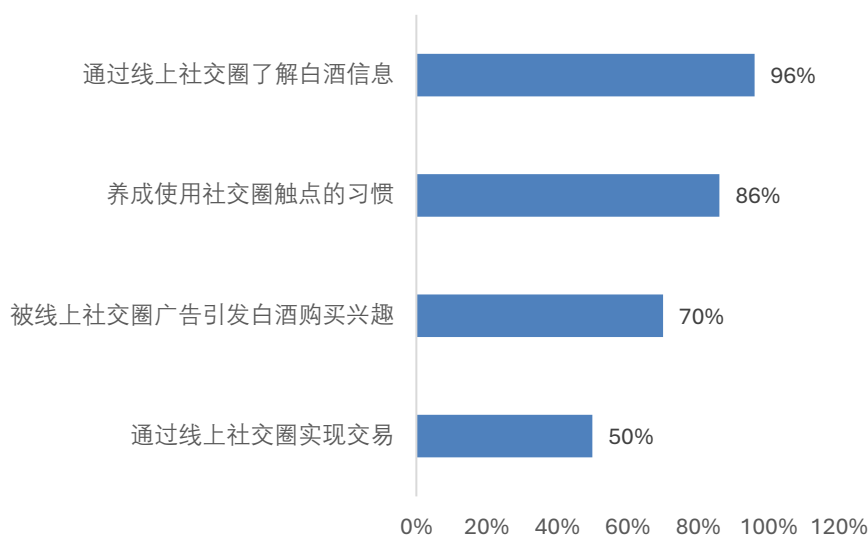
2.4.1 疫情加速线上消费渗透率提升，年轻人占比提升带动白酒线上渠道发展

- **疫情加速线上消费渗透率提升，2023年电商渗透率达27.6%。** 疫情加速消费者线上消费习惯的养成，近年来国内电商渗透率保持持续上升态势，从2019年的20.7%增长至2023年的27.6%。当前酒类线上渠道影响力持续扩大，《2021年白酒消费者调研》显示，约有96%的白酒消费者通过线上社交圈了解白酒信息，并有50%的消费者通过线上社交圈实现交易。
- **白酒消费中年轻人占比提升，有利于带动线上渠道发展。** 一方面白酒消费代际更替正在进行，根据《2023年中国白酒行业消费白皮书》，白酒消费者中1985年前出生的人群占比为48%，是白酒消费的主力人群，但在未来饮酒量和消费频次将随着年龄增长而逐步下滑。当前1985至1994年出生的人群占比为34%，将逐步承接85年前出生的人群成为新的白酒消费主力。另一方面白酒消费人群中年轻消费者占比持续提升，最近五年中白酒市场增加了约20%消费人群，其中有83%在95年后出生。毕马威报告显示2020-2022年年轻人消费白酒占比从8%提升至27%，而在购买渠道上，年轻消费者更青睐在线上渠道购买。2022年白酒即时零售市场较2020年增长554%，其中35岁以下消费者占比49%。1919酒类电商平台数据显示过去三年35岁以下用户群体（含年轻用户）占比从2020年不到15%提升至2022年的30%。此外《2022年抖音白酒消费偏好调研》数据显示，“18-29岁”的年轻用户选择线上购买白酒的意愿比“30岁以上”用户高28%。

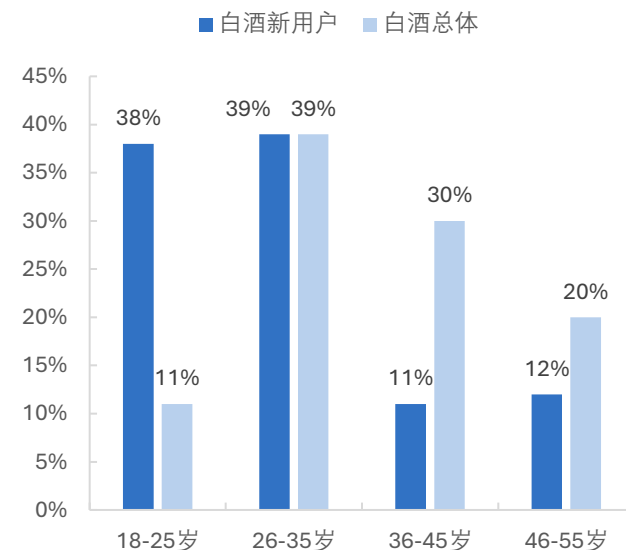
图表：电商渗透率情况



图表：2021年中国白酒消费者线上获得白酒信息情况



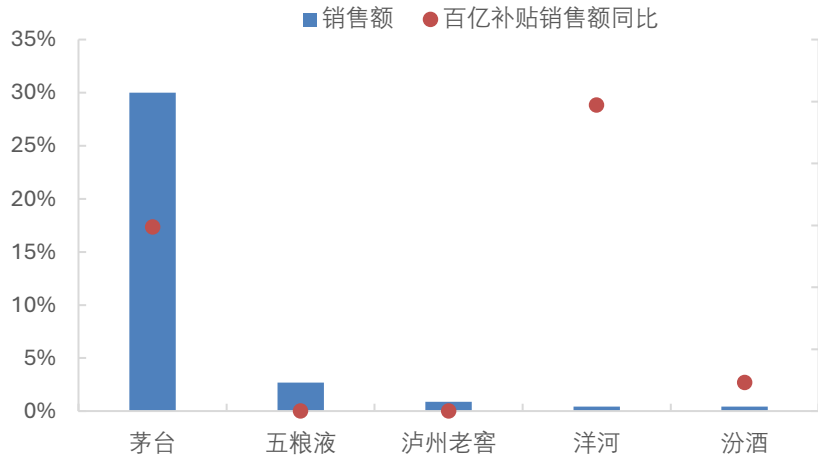
图表：白酒新用户中18-25岁比例显著高于白酒总体



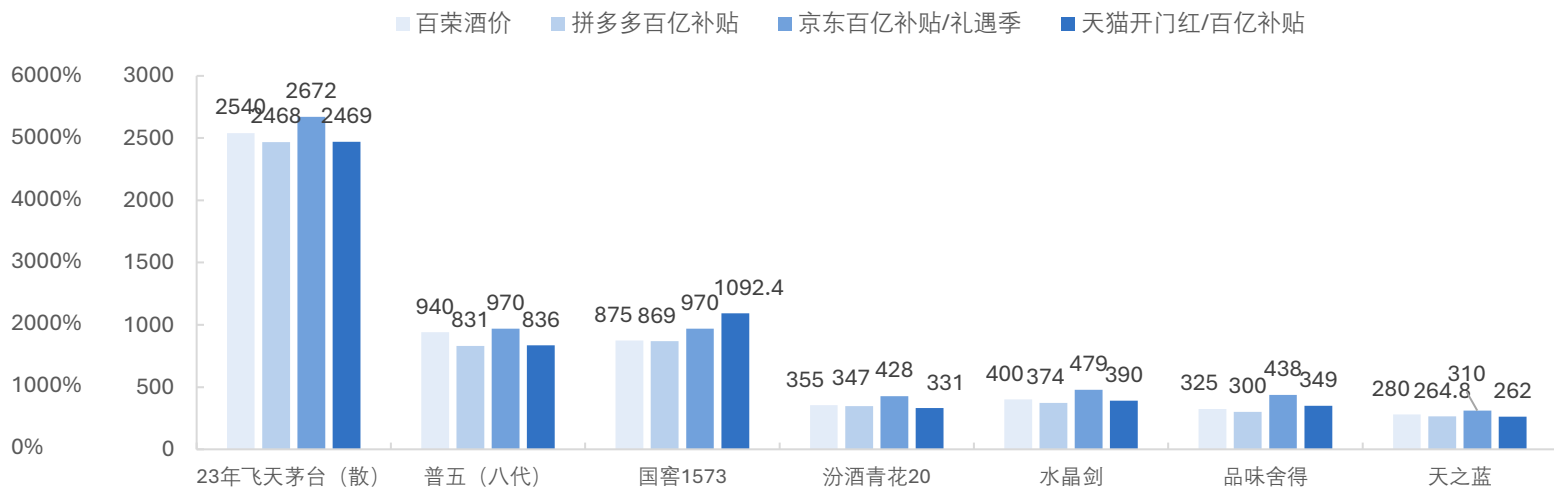
2.4.2 物流配送专业化提供契机，平台补贴和节日促销提升性价比

- 物流配送专业化为白酒线上化提供契机。** 由于白酒货值较高运输中易破损，因此需要考虑快递运输问题，过去京东电商平台因自建物流体系和良好的售后服务为消费者带来白酒舒适的购物体验，而在中国的快递行业规范化、标准化后，各大平台的白酒物流运输质量均明显提高，目前白酒运输过程中的破损率大幅降低并且售后服务逐步提升。京东率先通过高效安全的物流运输、良好的售后体验以及保真获得了消费者的认可，目前平台酒水规模最大。
- 白酒成为电商引流产品，平台补贴和节日大促提升线上性价比。** 通过低价促销获取平台流量、通过商品快速周转获取收益成为越来越多传统电商平台商家面对流量日益稀缺形势时破局的选择。白酒具备高品牌认知度，商家倾向于将其作为促销引流产品，白酒在电商平台的降价促销越来越普遍，百亿补贴、节日大促、直播超值秒杀等活动使线上平台酒水频道获得了越来越多的流量，拉动了线上平台的成交。根据凯度消费者指数研究，截止2023年9月电商渠道42%的销售额由促销产生。根据魔镜洞察数据，2023年白酒/调制酒类中TOP5品牌百亿补贴类商品销售额快速增长，其中茅台百亿（百补）相关商品销售额占茅台整体销售比例接近30%，销售额同比增长超30倍，平台补贴促进了白酒线上市场的发展。目前直播大促正作为各大电商平台提高成交转化率的重要场景，推动白酒线上销售额持续增长。

图表：2023年线上平台白酒/调香酒百亿补贴销售占比



图表：2024年5月白酒批价与拼多多平台百亿补贴对比 (元)



资料来源：飞瓜数据，凯度数据，魔镜洞察数据，各平台APP，百荣酒价，太平洋研究院整理

2.4.3 酒企态度转变，逐步积极拥抱电商

过去酒企注重传统渠道使得线上发展缓慢，如今电商发展火热趋势下酒企积极拥抱线上：过去白酒更注重线下发展，白酒终端的主要成交来自线下酒类连锁店、烟酒店、商超，线下门店与白酒消费者联系紧密，更容易与白酒客户拉近距离并养成高粘性购买习惯。此外过去白酒消费需求强劲，酒企做出提价、推出高毛利产品等动作相对容易进行，可以为线下渠道留足丰厚利润形成渠道推力，而线上销售价格透明且容易对线下价盘产生冲击，酒企对线上发展态度相对保守。但这几年随着电商快速发展，2014-2017年主流酒企集中入驻天猫、京东等平台，目前茅台、五粮液、泸州老窖、郎酒、汾酒等酒企的货架电商旗舰店粉丝数均超过千万量级，在货架电商平台趋于存量竞争的情况下，主流酒企积极入驻抖音、快手等直播电商平台。2023年茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒线上销售额均超10亿体量，其中贵州茅台的线上销售额从2022年的118.83亿增长至2023年的242.06亿，线上收入约占白酒业务总营收的16.08%，五粮液线上销售收入从2020年的19.56亿元增长至2023年的41.66亿元，3年CAGR达28.65%。头部酒企近年来均积极拥抱线上，2020-2023年五粮液、老窖、汾酒、酒鬼、古井、舍得线上销售额CAGR均超20%。

图表：头部酒企酒企电商布局情况

企业	成立电商公司	电商布局	天猫开店情况	京东开店情况
贵州茅台	2014年成立贵州茅台集团电子商务股份有限公司	茅台商城官网 i茅台APP 茅台云商APP (已下架)	电商公司自运营	京东自营
五粮液	2015年成立宜宾五粮液创艺酒产业有限公司 2020年成立四川五粮液新零售管理有限公司	五粮液新零售APP 官网商城 O2O五粮e店 (已下架)	从酒仙网代运营到电商公司自运营	从酒仙网代运营到电商公司自运营
泸州老窖	2014年成立泸州老窖电子商务股份有限公司	官网商城	电商公司自运营	京东自营、电商公司自运营
洋河股份	2017年成立江苏蓝色梦想电子商务有限公司	官网商城 洋河1号APP (已下架) 宴会通APP (已下架)	子公司自运营	京东自营、子公司自运营

图表：2023上市主要酒企线上电商平台粉丝数及线上收入占比

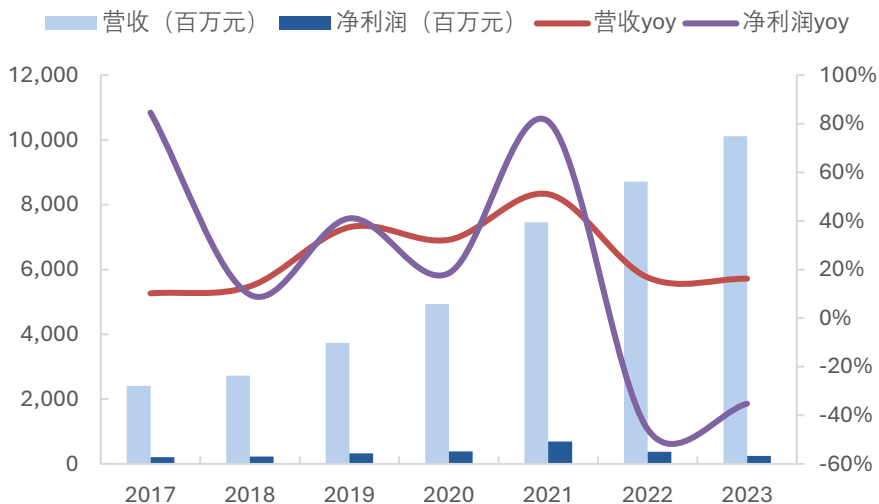
企业	天猫官方旗舰店粉丝数	京东官方旗舰店/自营店粉丝数	抖音官方旗舰店粉丝数	抖音官方旗舰店入驻时间	2023线上收入占比	2020-2023 3年CAGR
贵州茅台	-	-/1213.9万	-	-	16.08%	-
五粮液	278.4万	310.8万/722.3万	131.2万	2021	5.00%	28.65%
泸州老窖	384.6万	1018.3万/2743.0万	228.5万	2020	4.70%	23.50%
汾酒	106.5万	1669.7万/1454.3万	152.8万	2020	5.22%	29.98%
酒鬼酒	75.9万	47.4万/522.3万	37.1万	2020	9.93%	24.53%
洋河	72.1万	204.8万/1954.5万	100.1万	2021	1.32%	10.24%
古井贡酒	103.7万	472.0万/1436.9万	106.3万	2020	3.60%	24.75%
习酒	108.5万	328.1万/2302.4万	61.9万	2022	-	-
舍得	271.8万	642.5万/483.9万	40.3万	2020	6.10%	35.09%
金徽酒	22.3万	186.5万/52.1万	18.3万	2022	0.59%	-
口子窖	29.9万	222.3万/420.0万	23.2万	2021	1.61%	44.63%
老白干酒	63.6万	486.2万/402.0万	41.5万	2021	2.18%	11.53%
剑南春	77.4万	90.5万/424.6万	120.7万	2021	-	-
今世缘	246.7万	72.2万/273.8万	47.5万	2021	-	-
郎酒	423.8万	871.1万/2085.5万	123.0万	2021	-	-
迎驾	59.7万	159.5万/588.3万	20.0万	2021	-	-

资料来源：公司公告，wind，各电商平台APP，太平洋研究院整理

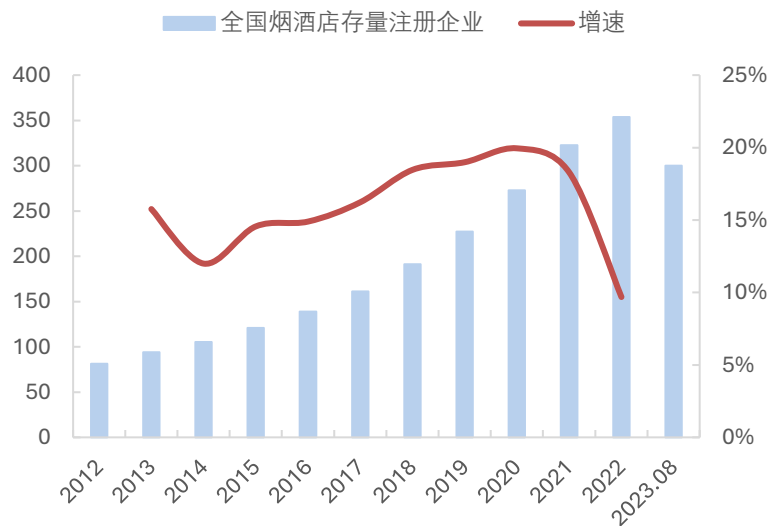
2.4.4 线下趋于内卷渠道利润变薄，线上销售边际成本低毛利高

- 线下竞争趋于内卷，经销商普遍面临增收不增利困境。** 近年来白酒上市企业经销商数量保持稳步增长，从2020年的46716家增长至2023年58437家，CAGR达7.75%。经销商数量增长的同时大部分白酒经销商和二批商面临增收不增利的困境，以线下龙头酒类经销商华致酒行为例，2023年营收为101.21亿元，同比增长16.22%，但净利润为2.35亿元，同比下滑35.78%。2012-2022年白酒市场销售规模从4466亿增长至6211亿，10年复合增长率为3.35%，而同期全国烟酒店存量从81万增长至354万，10年复合增长率为15.84%，2020-2023年新增注册烟酒店数量分别为45/50/50/18万家，烟酒店的增长速度远超行业消费需求增速。根据中国酒业协会调研数据，2023年1-5月白酒经销商/零售商正面临白酒价格倒挂、库存压力增大等问题，2024年4月酒业家调研数据显示，当前白酒渠道库存水平普遍在40%左右，整体分布在30%-60%之间，经销商库存压力不减反增。
- 线上渠道边际成本较低，新华都毛利率高于华致酒行。** 白酒高客单价、高毛利特点使其在线上营销和配送中拥有更多的预算和灵活性，线上销售因承担较少的房租和人工等成本边际成本较低，很多线下经销商通过线上平台去库存。2021-2023年华致酒行毛利率分别为20.96%/14.03%/10.75%，呈逐年下滑态势，而新华都线上毛利率近年来维持在22%-25%之间，白酒线上经销商毛利空间更可观。

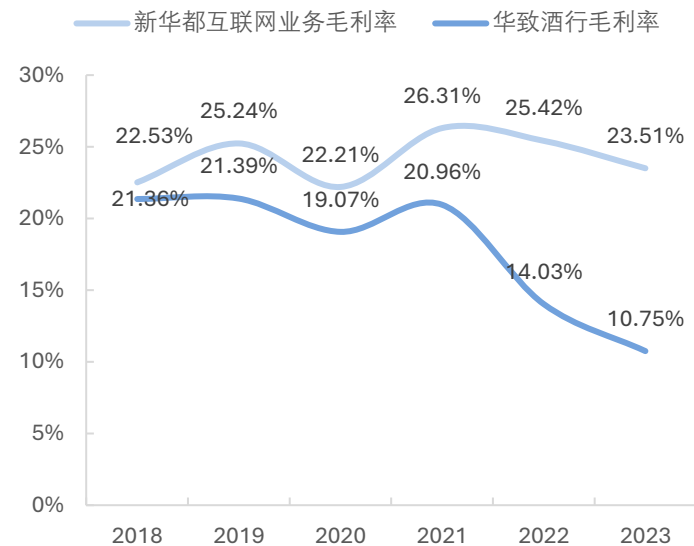
图表：华致酒业营收及净利润情况



图表：全国烟酒店存量注册企业 (万家)



图表：华致酒行与新华都互联网业务毛利率对比

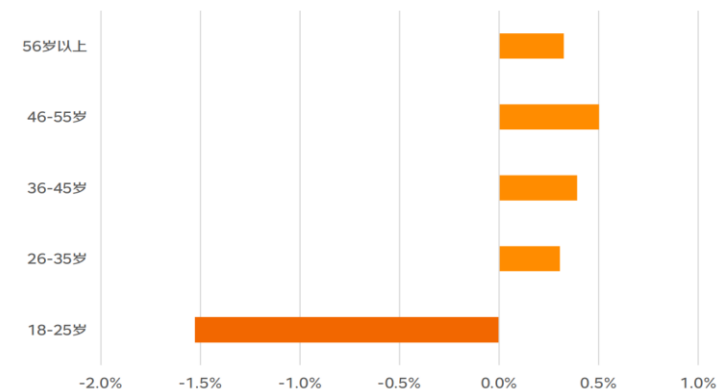


资料来源：中国酒业协会，ifind，天眼查，太平洋研究院整理

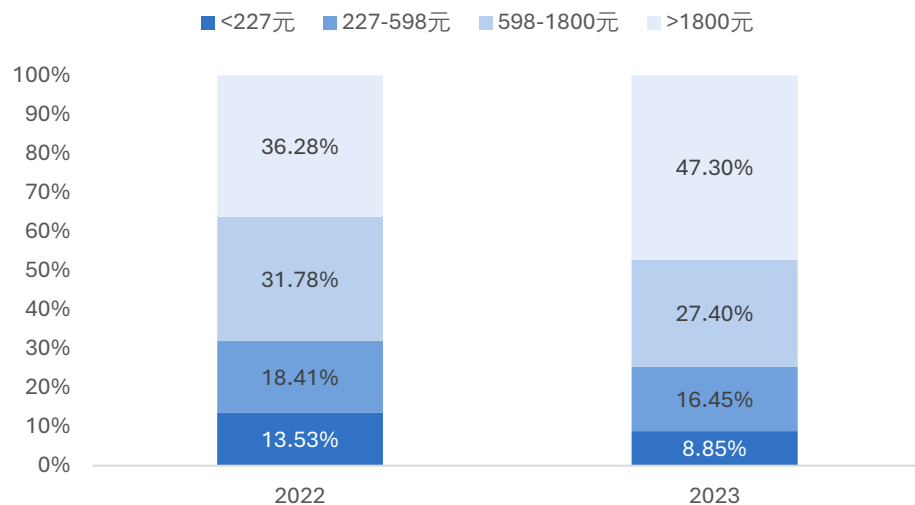
2.5.1 线上白酒消费者人群以中年男性消费者为主

- 线上白酒消费者以中年男性为主，近年来对高端白酒偏爱程度增加：**根据2023年白酒线上趋势报告，线上白酒消费以26岁以上男性消费者为主，46-55岁消费者占比最高。近年来线上白酒消费人群购买高端白酒的需求高速增长，根据久谦中台数据，2023年天猫、抖音、京东三平台中价格227元以下/227-598元/598-1800元/1800元以上白酒销售额分别占比8.85%/16.45%/27.40%/47.30%，同比增长27.72%/74.36%/68.24%/154.43%，其中1800元以上的高端白酒销售额从100.63亿增长至256.03亿元，销量同比提高159.31%，销量占比从2022年的3.58%增长至6.49%，呈高速增长态势。
- 年轻白酒消费者和中年白酒消费者在购买、饮用习惯上有较大差异：**巨量算数数据显示，在饮用频次上“每天都喝”与“仅节假日喝”是消费主流。而年轻消费者更愿意按瓶购买，中年消费者倾向于按箱购买。此外“18-29岁”的年轻群体相对30岁及以上中年消费者对500元以上的中高端白酒接受程度更高，其中1001元以上的高端白酒占比高达10%，对茅五泸、汾酒等一线名酒较为偏好。
- 线上竞争格局集中，一线名酒占据主导地位：**2023年天猫、京东、抖音三平台中贵州茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒和洋河销售额占比分别为31.44%/14.97%/6.47%/4.60%/4.39%，CR3/CR5/CR10分别为52.88%/61.87%/73.44%。

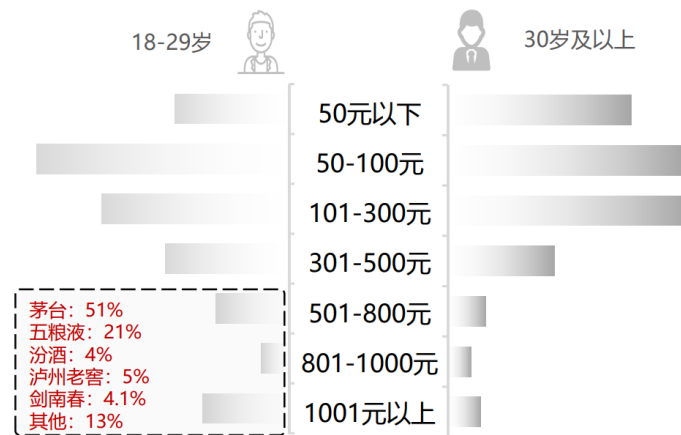
图表：2022 不同年龄线上白酒用户数占比与酒类均值对比（差值）



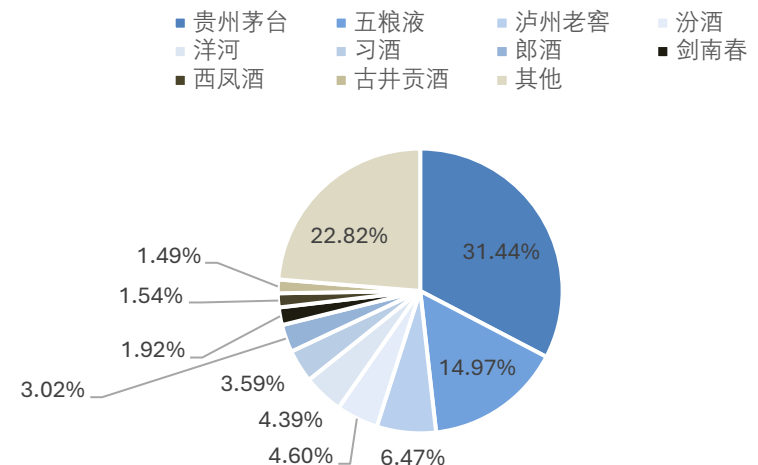
图表：2022-2023天猫、京东、抖音三平台分价格带销售额占比



图表：白酒分年龄消费价格段



图表：2023年三平台销售额最高的白酒品牌占比

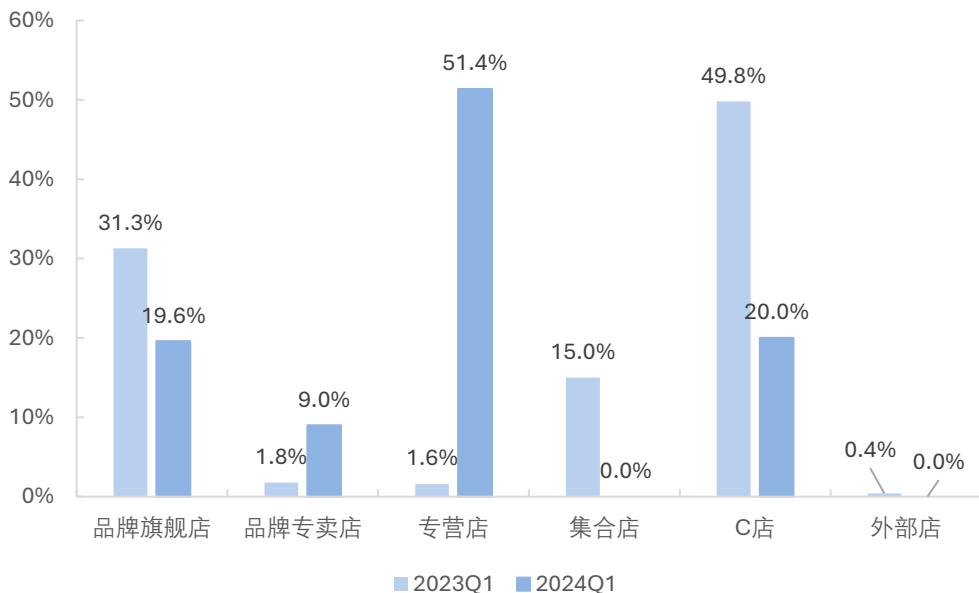


资料来源：中国酒业协会&京东超市，巨量算数，久谦中台，太平洋研究院整理

2.5.2 保真需求以及电商平台规范化，利好头部官方授权店

- **保真需求使得线上白酒竞争格局加速向直营酒企和获得酒企授权资质的酒类流通企业集中。**根据飞瓜数据，在过去的一年内随着拥有更多酒企授权资质的酒类经销商进入抖音平台，品牌专卖店与专营店（经营多个白酒品牌的店铺）销售额占比分别从1.8%/1.6%增长至9.0%/51.4%，而C店（个人店铺、集市店铺）的销售额占比从49.8%减少至20.0%。品牌专卖店与专营店更多抢占了C店的销售份额，原因在于消费者对白酒的保真需求，使消费倾向于具有酒企销售资质的官方店铺。
- **电商平台规范化、酒厂对线上价格管控利好头部官方授权店：**近年来随着电商法律法规的出台、多地地方政府开展相关重点专项整治行动与白酒电商平台持续出台新规，白酒线上市场保持规范化态势。抖音于2024年2月末将酒类店铺保证金从2万增加至15万，使大约20%-30%规模较小的酒类抖音店关门歇业，并于4月出台15条直播新规对白酒直播电商过度宣传、价格违规、功效虚假等乱象进行规范。未来随着直播乱象受到约束，直播店铺准入门槛提升，头部官方授权店将受益于白酒线上平台的良性发展。此外酒厂开始对线上价格进行管控，保证白酒线上价盘稳定，同样利好白酒头部官方店。

图表：2024年Q1抖音电商酒类销售额来源店铺构成



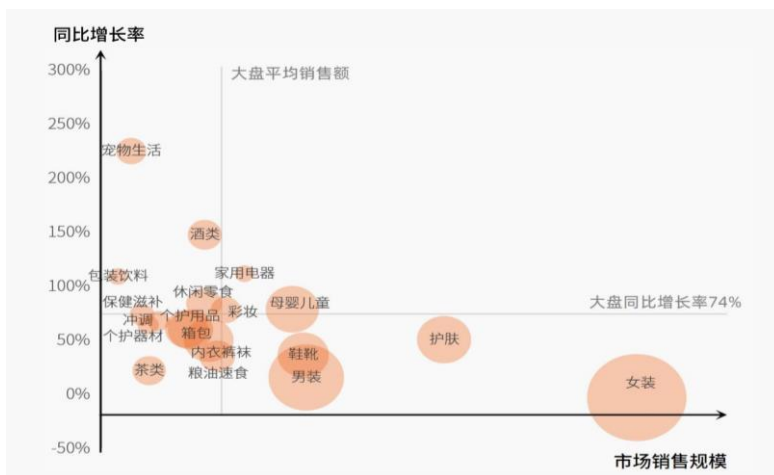
图表：电商平台规范化举措

时间	电商平台规范化部分举措
2017年8月18日	阿里巴巴发布《天猫酒类入驻资质细则》与《淘宝网食品行业标准》 卖家变为准入制，入场卖家需要品牌资质授权
2019年1月1日	《中华人民共和国电子商务法》施行，保护消费者权益
2023年3月1日	中国酒业协会《酒类电子商务平台销售及配送规范》团体标准正式实施
2023年11月20日	中国酒类流通协会电商专业委员会成立
2024年2月	抖音酒类店铺保证金从2万涨至15万，提高开店门槛
2024年4月	抖音发布规范和治理酒类电视直播新规
2024年7月1日	《中华人民共和国消费者权益保护法实施条例》对酒类直播销售加强管理规范

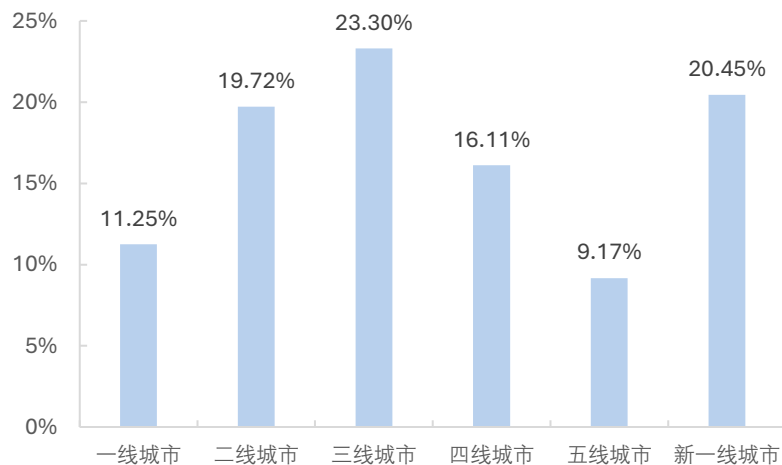
2.6.1 抖音电商：酒类市场规模迅速扩容，低线市场男性为消费主体

- ▶ **抖音平台酒类销售快速扩容，2023年酒类销售规模增速达75%。**根据飞瓜数据，2023年抖音白酒GMV超过300亿元，2022-2023年抖音电商酒类市场销售规模分别增长86.4%、74.7%。2024Q1抖音酒类销售额突破100亿元，其中白酒销售额超过90亿元。2022/2023/2024Q1白酒销量同比增长151.6%/112.3%/74.9%。在抖音电商平台，直播销售方式占主导地位，直播/商品卡/短视频贡献的销售额占比分别为85.63%/12.19%/2.18%。在直播模式上，根据云酒头条，2023年top10白酒品牌中达人销售占比均超过45%，酒企需要达人为品牌宣传与营销赋能。
- ▶ **抖音具备庞大的用户流量以及丰富的酒水生态，为白酒销售奠定增长基础。**截至2023年末，抖音拥有用户9.8亿人，全平台酒水行业兴趣用户超3亿人（抖音2.2亿+、今日头条1.4亿+），较2020年的1.8亿增长67%，展现出强劲的白酒消费潜力。而与消费潜力所匹配的是丰富的酒水生态，2022年上半年酒水内容创作达人数同比增长65%，酒水带货视频数同比增长233%。截止2023年末抖音酒类在售商品数达41.6万，直播场次超207.1万次，酒水生态正持续丰富中。2024年抖音电商的GMV目标为4万亿，同比增长超50%，未来抖音平台预计会将更多的流量倾斜在酒水频道，预计白酒直播GMV2024年突破500亿元。
- ▶ **低线城市的中年男性是抖音白酒消费主体，抖音电商发展有望推动名酒下沉。**根据飞瓜数据，抖音酒水消费群体中男性占比高达80%，31-40岁用户占比最高达38%，居住三线及以下城市的消费者占比高达69%，低线城市的中年男性是抖音白酒消费主要群体，而18-30岁消费者比例高达24%，抖音电商的发展有望推动名酒市场下沉以及更加触达年轻群体。

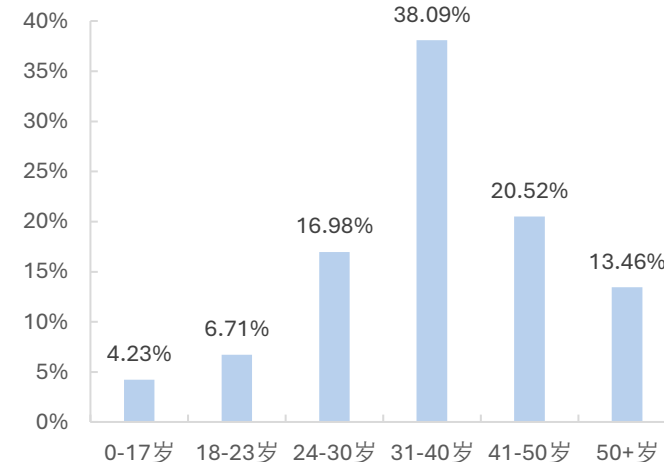
图表：2022H2-2023H2抖音热门行业发展潜力



图表：2023年抖音酒水不同城市消费者比例



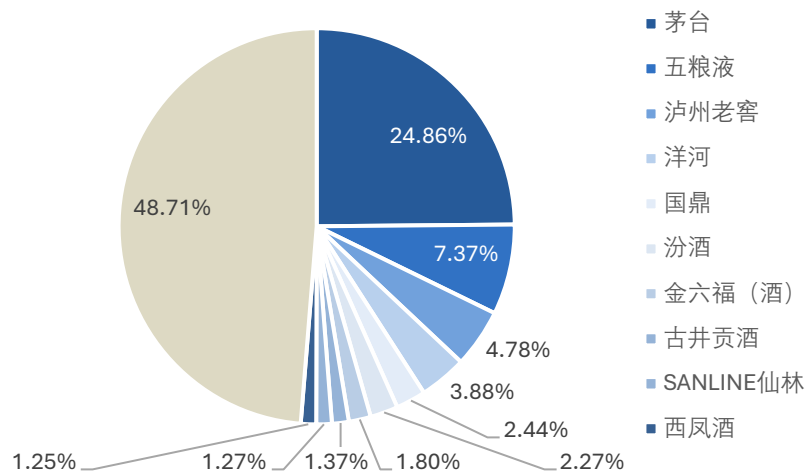
图表：2023年抖音酒水不同年龄消费者比例



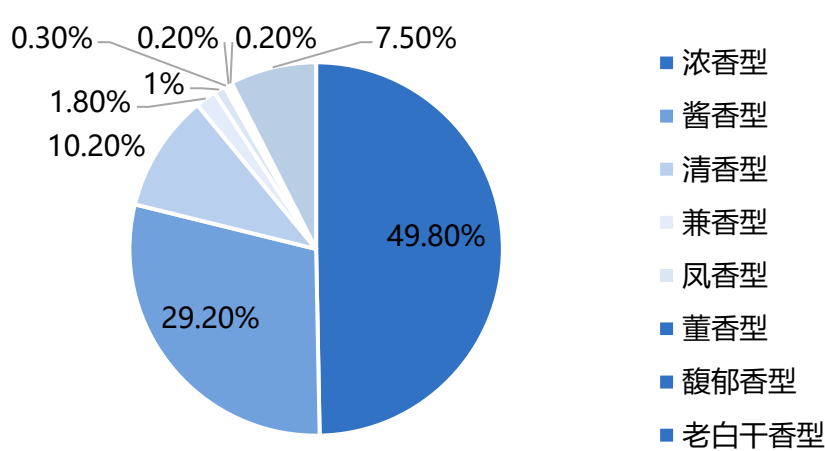
2.6.2 抖音电商：传统大品牌占据主导地位，新兴品牌百花齐放

- **传统大品牌占据主导地位，新兴品牌百花齐放。** 根据飞瓜数据，2024Q1茅台销量占抖音电商白酒品类市场销量的24.86%，同比增长59.09%，五粮液销量占比7.37%，同比增长31%。茅台五粮液等传统品牌处于抖音白酒市场主导地位。2024Q1抖音电商白酒品类市场集中度CR3/CR5/CR10/CR15/CR20分别为37.01%/43.33%/51.29%/56.79%/60.39%，相比2023Q1均有不同程度下降。根据飞瓜数据统计，2023Q1约有60%品牌增长超过100%，新兴品牌的发展推动抖音白酒市场快速扩容。根据渠道调研，抖音定制产品和三四线品牌占比相对较高于货架电商，定制产品销售额占比接近50%。
- **浓香和酱香是主流，低端产品销量占比60%。** 浓香型和酱香型白酒消费是抖音平台主流，2024Q1分别占比49.8%和29.2%，此外清香型和浓香型分别占比1.8%和1.0%。根据久谦数据，2023年抖音平台白酒149元以下/149-399元/399-1992元/1999元以上销量分别占比60%/25%/12%/3%，149元以下/149-399元/399-1992元/1999元以上销售额分别占比9%/20%/33%/38%，低端白酒占据主要销量，但次高端及以上白酒合计销售额占比达71%。

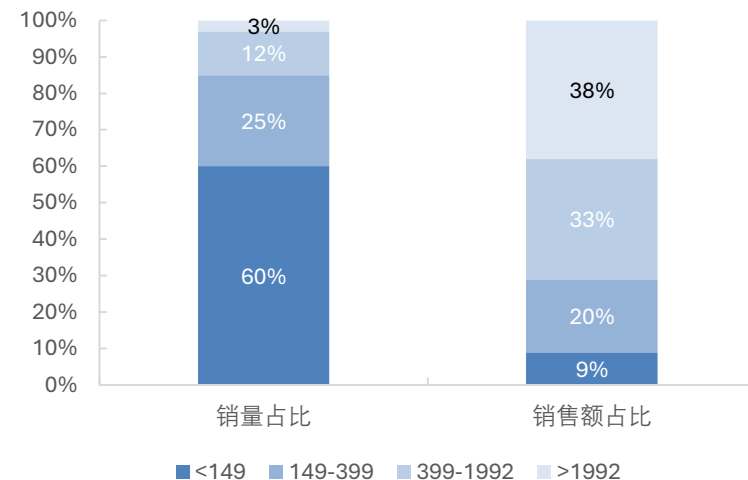
图表：2024年Q1抖音电商白酒品牌TOP10



图表：2024年Q1抖音电商白酒品类各香型销量占比



图表：2023年抖音电商白酒品类分价格带占比情况



2.7.1 主要酒类流通企业线上业务均高速发展，行业贝塔强劲

▶ **主要酒类流通企业线上业务均发展迅速。** 头部酒类流通企业如壹玖壹玖、酒仙网和酒便利，正全力拥抱电商和线上平台，掘金增量市场，并推动整个白酒产业向线上化升级。

- **壹玖壹玖：** 公司创立于2010年，打造酒类及相关快消品的“零售+店配网络”，线上以1919吃喝APP为核心，为用户带来更为丰富的“订酒”服务，酒类流通业务占比约94%。2023年1919的整体营收为108亿元，毛利率17.1%，2024Q1销售同比+38%；其线上业务也在2023年取得了显著成果，全年线上销售额达66亿元，同比+169.6%，并在618荣获抖音、快手酒水行业双冠王，双十一期间各类电商累计成交额突破18亿元，同比+400%，包揽天猫、抖音酒水类目第一。

- **酒仙网：** 公司成立于2011年，专注于酒类产品的在线销售，白酒业务占比约75%，并通过MCN机构和网红主播进行推广，形成了强大的品牌影响力。在2018-2020年间，酒仙网的收入CAGR为30.5%，得益于直播业务的发展，2023年酒仙网业绩同比+60.0%，2023年双十一期间酒仙网稳居酒水直播第一平台，淘宝直播成交额突破18亿元。

- **酒便利：** 公司成立于2010年，是一家以“电话送酒，免费送货”为服务核心的中高档酒水直营连锁零售企业，白酒业务占比约70%，公司专注于快速响应和配送服务，致力于为消费者提供便捷的购酒体验。2023年酒便利营收达17.5亿元，同比增长85.6%，其中线上销售额达5.3亿，同比增长292.6%。

图表：主要酒类流通企业情况

	壹玖壹玖	酒仙网	酒便利
创立时间	2010年成立	2011年成立	2010年成立
总体规模			
23年收入 (亿元)	108.0	37.1 (2020年)	17.5
YOY (%)	129.1%	60.0%	85.6%
利润 (亿元)	0.1 (2022年)	1.8 (2020年)	0.3
YOY (%)	-75.3%	152.8%	254.4%
21-23收入CAGR	32.8%	19.0% (18-20年)	17.5%
线上电商情况			
23年线上销售额 (亿元)	66.0	22.2 (2020年)	5.3
占比 (%)	60.0%	59.8% (2020年)	30.1%
YOY (%)	169.6%	29.2%	292.6%
近3年CAGR	-	17.1% (18-20年)	-
直播布局	1919数字商业集团2023成立，全面负责1919电商等线上toC和创新业务；	酒仙网在抖音成立了MCN，并扶持了以酒仙网拉飞哥为代表的8位网红，总粉丝量近千万。郝鸿峰“酒仙集团董事长”的账号，粉丝量也接近百万；2023年，酒仙网入驻淘宝直播，则进一步增强了酒仙网的竞争力	酒便利采用“互联网平台+呼叫中心+实体门店+前置仓+20分钟配送”的线上线下一体化经营模式
电商布局情况	双十一各电商平台累计成交额突破18亿元,同比增长400%；	双十一，淘宝“稳居酒水直播第一平台”的战报，直播成交额18亿；旗下的主播酒仙亮哥场直播卖出4.8亿	/
直播体量	618斩获“四冠王”，在天猫、抖音、快手实现出色的GMV，成为各平台酒水行业的冠军	2023年底完成超1000家实体店数字化改造，目标在2024年门店数达10000家以上	预计于2023年年底让全国县级以上城市能够实现19分钟极速达服务，规划于2025年前完成5000家酒快到智能酒行的布局
直播体量	2023年底完成超1000家实体店数字化改造，目标在2024年门店数达10000家以上	未来将在杭州和河南两地同步开启了直播等网络营销新形式。共同推动线上业务发展	
利润情况			
23毛利率	17.1%	26.7% (2021年H1)	17.5%
23净利率	0.3%	5.0%(2020年)	1.8%

资料来源：《2023中国网络零售TOP100公示》、太平洋研究院整理

2.7.2 久爱为行业内唯一上市企业，与同行业玩家相比体量较大

- 久爱与商业模式相似的玩家相比体量大。** 与久爱商业模式类似的行业玩家主要有中馥集团、上海若梦以及北京中恒实信等非上市企业，从体量对比来看，中馥2023年累计GMV约5亿、上海若梦体量约6亿、中恒年销售规模约8亿，相比之下久爱互联网营销业务GMV达77亿元，实现营业收入28亿，体量远领先于其他行业玩家。
- 1) 中馥集团：** 子公司中馥名品于2021年8月开始探索酒类市场。2022年中馥集团成立，专注于直播电商和互联网销售，与茅台、五粮液等知名酒企建立了稳定合作。2023年累计GMV超5亿元，占抖音白酒市场份额的5.5%，通过多平台官方旗舰店及明星直播等方式实现了显著的销售增长。
- 2) 上海若梦：** 公司成立于2018年，专注于互联网品牌营销和传播推广，业务领域包括食品销售和酒类经营，运营多个酒类品牌的电商平台，如汾酒、杏花村等。近年来，公司电商业务增长超150%，总体量超6亿元，通过创新业务模式推动品牌发展。
- 3) 中恒实信：** 公司成立于1999年，专门从事高中档白酒营销，核心经销茅台、五粮液、泸州老窖等知名品牌，年销售规模超过8亿元。通过稳定的市场地位和品牌声誉，持续推出新产品和服务，保持市场竞争力。

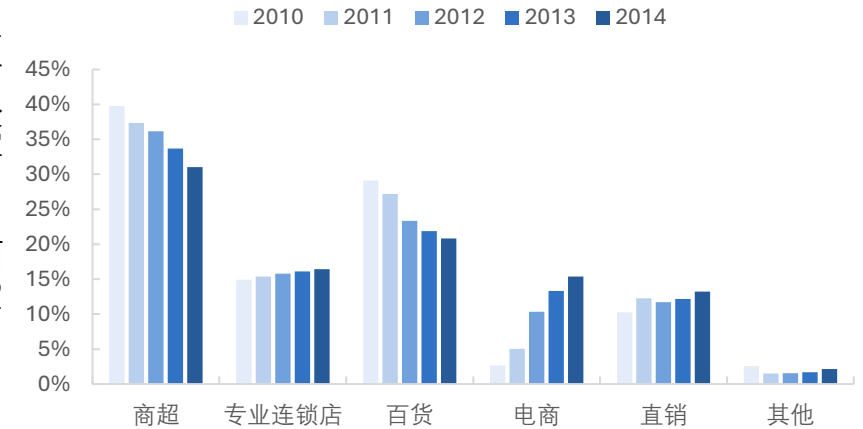
图表：商业模式相似玩家概述

公司名称	成立时间	主要业务	电商和直播策略	销售业绩	合作客户
久爱致和	2010	业务涵盖酒类、水饮、日化、母婴等赛道，深耕酒类板块，连续多年在各大电商平台酒类品牌运营商中排名前列	数据研究为基础的定制服务、模块服务、短期项目制、咨询服务	营收从2016年的3.33亿元增长至2023年的28.24亿元，7年CAGR达36%	主要经销泸州老窖、汾酒
中馥集团	2022	互联网酒业品牌与零售	直播电商、互联网销售、线下零售	2023年累计GMV超5亿元，市场份额5.5%；与茅台、五粮液等合作，2023年GMV突破5亿元；2023年双十一销售额突破1000万	茅台、五粮液、泸州老窖等建立起稳定合作，开发大品牌合作款商品，并发展中馥集团自有品牌
上海若梦	2018	品牌营销、传播推广；主线业务为山西杏花村汾酒	电商平台运营、直播带货	在3年内连续增长超150%，总体量超6亿	运营汾酒、JACK DANIELS等品牌，拥有多平台旗舰店，长期环抱上市国企
北京中恒实信	1999	高中档白酒营销	核心经销商	年销售规模达8亿。	核心经销茅台、五粮液等品牌，市场地位稳定

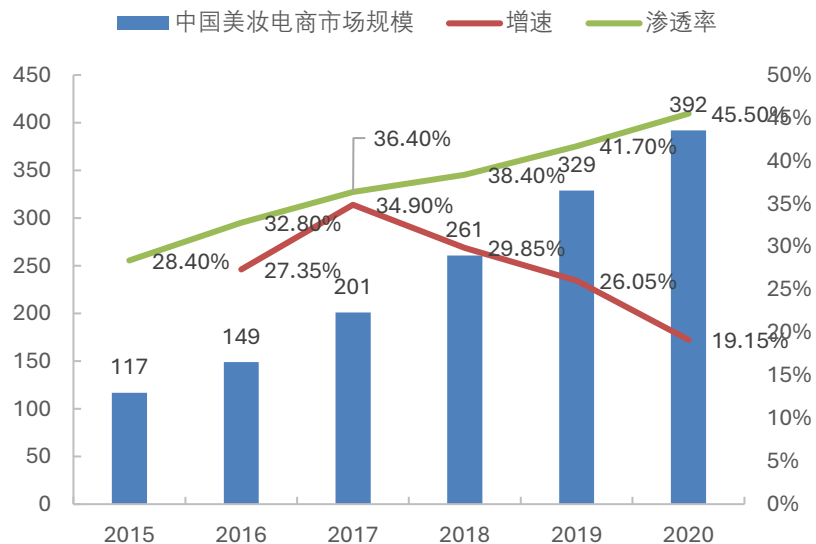
2.8.1 复盘美妆行业：行业渗透率快速提升时期，相关代运营公司收入CAGR达40%+

- **美妆并不是一个天生线上渗透率高的行业。**过去的美妆产品依赖化妆品专营店、日化店、精品店，如屈臣氏、丝芙兰等大型渠道，也依赖大型百货商超和大型卖场。2010-2014年美妆行业经历了线下渠道被积压，商超、百货渠道占比下滑，专业连锁店、直销和电商渠道上升的过程。
- **美妆电商市场规模高速发展经历了5年，相关代运营商实现40%+的收入复合增速。**2015年至2020年美妆电商市场规模从1170亿增长至3920亿，5年复合增长率约为27.36%，渗透率从28.4%增长至45.5%，年均增长3.42pct。相关代运营公司大约维持了4-5年的高速成长，壹网壹创2015年-2019年营收CAGR达49.54%，而丽人丽妆2014-2019年营收CAGR达45.08%。
- **代运营公司估值波动较大，PE在20-40x区间置信度较高。**复盘相关代运营商估值水平，估值普遍波动较大，剔除异常值（PE<0, PE>100），PE大多落在20-40x区间，丽人丽妆在2022年的15x市盈率为相关代运营公司最低PE水平。

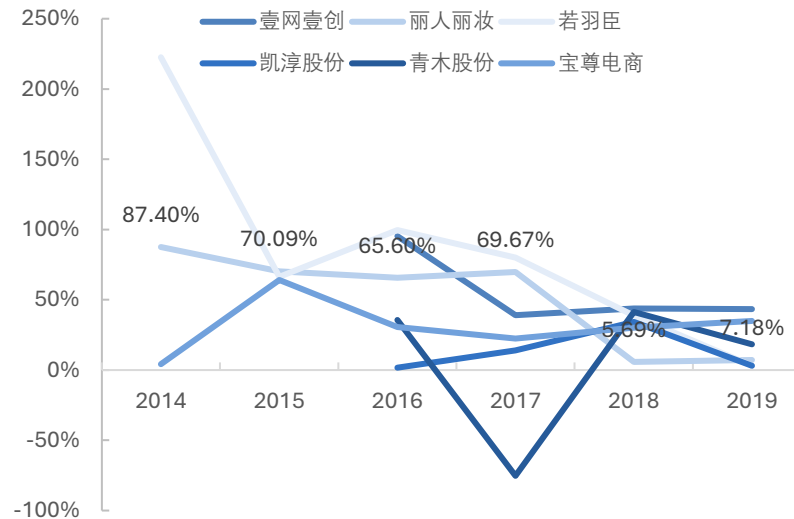
图表：2010-2014化妆品零售渠道变化



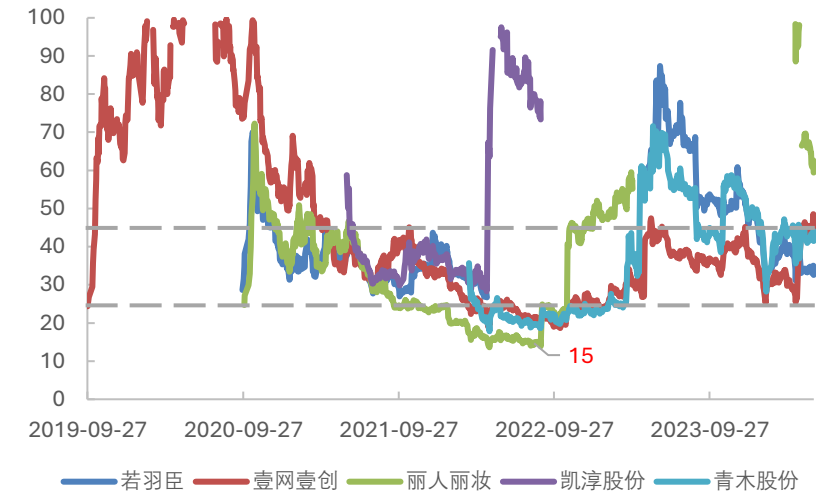
图表：2015-2020中国美妆电商市场规模及渗透率（十亿元）



图表：2014-2019相关代运营商营收增长率



图表：2019-2023 头部电商代运营商估值情况



目录 CONTENTS

01

公司简介：中国白酒线上经销商龙头

02

白酒线上化发展大趋势，渗透率低空间广阔

03

渠道与品类双重驱动，尽享行业增长盛宴

04

盈利预测

3.1.1 公司合作品牌矩阵丰富，深耕酒类优质赛道

▶ **公司客户矩阵以快销龙头品牌为主，深入布局酒类优质赛道。**公司业务涵盖酒类、水饮、日化、母婴等赛道，积淀了跨行业的电商销售运营能力和资源。日化类客户包括云南白药、上海家化等，水饮类客户包括伊利、青岛啤酒等，其中公司深耕酒类板块，已连续多年在各大电商平台酒类品牌运营商中排名前列，合作酒类品牌包括泸州老窖、山西汾酒、五粮液、水井坊、古井贡酒、习酒、郎酒等龙头酒企，公司为合作品牌搭建包括官方旗舰店、自营店、专卖店等在内的互联网销售渠道，深度挖掘并动态分析行业及店铺经营数据。

图表：公司合作品牌



图表：公司主要合作店铺概览

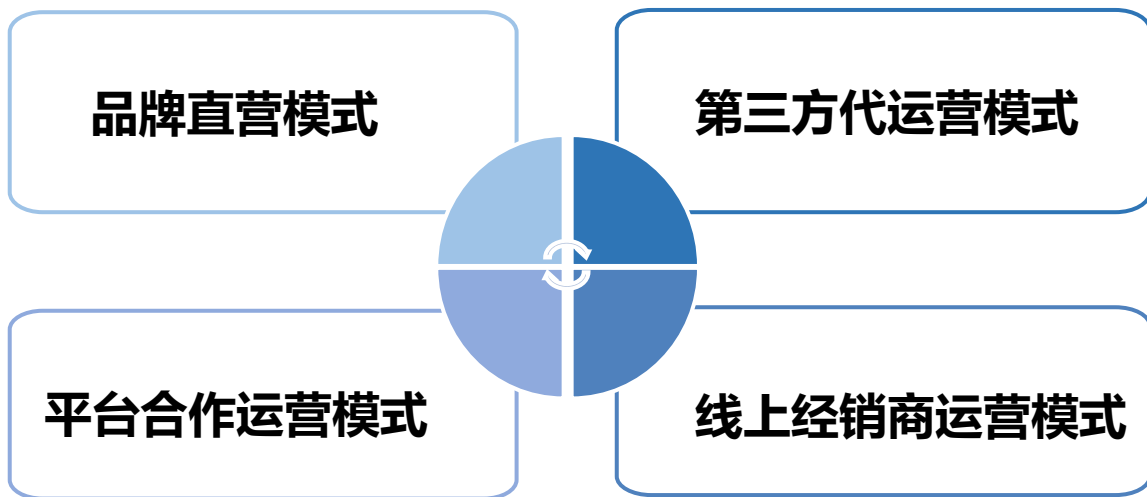
平台	公司主要合作店铺
京东	泸州老窖京东自营官方旗舰店 泸州老窖官方旗舰店 国窖1573官方旗舰店 汾酒京东自营官方旗舰店 汾酒官方旗舰店 竹叶青京东自营旗舰店 杏花村官方旗舰店 酒连酒官方旗舰店 郎酒京东自营旗舰店 五粮浓香官方旗舰店 云南白药京东自营旗舰店
天猫	泸州老窖天猫超市 山西汾酒天猫超市 五粮浓香官方旗舰店 伊利天猫超市 金佰利天猫超市
抖音	泸州老窖聚酒专卖店 百年泸州老窖酒类旗舰店 泸州老窖头曲酒类旗舰店 泸州老窖特曲酒类旗舰店 青花汾酒臻选酒类专卖店 五粮液酒连酒专卖店 五粮头曲官方旗舰店 茅台保健官方旗舰店 君品习酒酒类旗舰店 酒连酒卖场旗舰店 六神官方旗舰店 家安Home Aegis官方旗舰店
拼多多	酒连酒旗舰店

资料来源：渠道调研，太平洋研究院整理

3.1.2 深度绑定大客户，具备先发优势，手握酒企官方店稀缺入场券

- 官方旗舰店满足消费者保真需求，久爱主要以授权线上经销商模式运营官方店铺。**白酒作为强品牌认知度的品类，消费者对其线上购买白酒有较高的保真需求，官方旗舰店具备品牌背书且有严格的品质把控，故消费者更倾向于在该渠道购买正品，减少对假冒伪劣产品的担忧。官方旗舰店通常有以下几种运作方式：1) 品牌直营模式：品牌方自行组建电商团队来经营线上旗舰店；2) 第三方代运营模式：品牌方授权第三方公司代理运营线上旗舰店；3) 平台合作运营模式：品牌与电商平台合作，由平台提供部分或全部的运营支持，这种方式通常适用于大型电商平台，如天猫、京东等；4) 线上经销商运营模式：线上经销商在电商平台开设店铺，从白酒厂家进货，并在线上销售以赚取利差，久爱致和主要采用线上经销商模式运营酒厂授权的官方店铺，目前运营的官方旗舰店数量达50余家。
- 公司与泸州老窖、山西汾酒长期深度合作，目前是公司两大核心收入贡献客户。**公司2012年与泸州老窖开始深度合作，因线上运营较为成功随后拿下山西汾酒官方旗舰店的运营权，根据渠道调研，2023年老窖和汾酒两大品牌体量均达10亿+，是公司主要收入来源。

图表：酒厂官方旗舰店合作模式



图表：公司酒厂官方旗舰店平台

店铺	平台	合作方式	粉丝数 (万)	开店时间
泸州老窖京东自营官方旗舰店	京东	经销	2743	2016
泸州老窖官方旗舰店	京东	经销	1018	2015
国窖1573官方旗舰店	京东	经销	333	2014
天猫超市	天猫	经销	-	-
泸州老窖聚酒专卖店	抖音	经销	34	2022
百年泸州老窖酒类旗舰店	抖音	经销	0.9	2024
泸州老窖头曲酒类旗舰店	抖音	经销	0.2	2024
泸州老窖特曲酒类旗舰店	抖音	经销	3.3	2024
泸州老窖旗舰店合计				
汾酒官方旗舰店	京东	经销	1670	2017
汾酒京东自营官方旗舰店	京东	经销	1454	2017
竹叶青京东自营旗舰店	京东	经销	55	2017
杏花村官方旗舰店	京东	经销	414	2020
天猫超市	天猫	经销	-	-
青花汾酒臻选酒类专卖店	抖音	经销	0.1	2024
汾酒旗舰店合计				

资料来源：抖音，淘宝，京东，久谦中台，太平洋研究院整理

3.1.3 率先占领官方旗舰店资源，享受白酒线上提速红利

➤ **公司手握老窖、汾酒高势能白酒企业官方旗舰店入场券，提前占位享受白酒线上化提速大红利。**目前白酒龙头公司基本已经布局各大平台的官方旗舰店，其中茅台建立“i”茅台布局线上并未在电商平台设立官方旗舰店，五粮液官方旗舰店由酒厂管控，其它酒企大多依靠现有经销商或者代运营布局官方店。酒厂较难替换现有官方旗舰店经销商主要有以下原因：1) 更换经销商涉及较高转换成本，包括寻找新经销商的成本、信任度建立成本、以及新经销商适应和融入现有供应链体系的成本等；2) 目前酒企线上占比较低且企业相对保守，较难投入大量资金自建团队收拢线上经营。以泸州老窖为例，泸州老窖电商股份有限公司文件规定，被许可方获得授权后可长期使用，每年自动续期，除非有重大违规，否则不会取消授权，目前公司授权均在有效期内且未发生授权被供应商撤销、变更或者定制条码不予延期的情形。公司已与老窖合作超过十年关系稳固，本身已具备资源禀赋，且老窖、汾酒是白酒行业中势能强劲的企业，有望率先享受白酒线上渗透率加速提升的行业大贝塔。

图表：上市公司酒企线上官方旗舰店布局

名称	淘宝	京东		抖音	快手	微信视频号	拼多多
	天猫官方旗舰店	官方旗舰店	京东自营	官方旗舰店	官方旗舰店	官方旗舰店	官方旗舰店
贵州茅台	无	无	无	无	无	无	无
五粮液	五粮液官方旗舰店	五粮液官方旗舰店	五粮液京东自营旗舰店	五粮液官方旗舰店	五粮液官方旗舰店	五粮液官方旗舰店	无
泸州老窖	泸州老窖官方旗舰店	泸州老窖官方旗舰店	泸州老窖京东自营官方旗舰店	泸州老窖官方旗舰店	泸州老窖官方旗舰店	泸州老窖官方旗舰店	泸州老窖官方旗舰店
山西汾酒	汾酒官方旗舰店	汾酒官方旗舰店	汾酒京东自营官方旗舰店	汾酒官方旗舰店	汾酒官方旗舰店	无	汾酒官方旗舰店
洋河股份	洋河官方旗舰店	洋河官方旗舰店	洋河京东自营旗舰店	洋河官方旗舰店	洋河蓝色经典官方旗舰店	洋河官方旗舰店	洋河官方旗舰店
古井贡酒	古井贡酒官方旗舰店	古井贡酒官方旗舰店	古井贡酒京东自营旗舰店	古井贡酒官方旗舰店	古井贡酒官方旗舰店	古井贡酒官方旗舰店	古井贡酒官方旗舰店
今世缘	今世缘官方旗舰店	今世缘官方旗舰店	今世缘京东自营官方旗舰店	今世缘官方旗舰店	无	今世缘官方旗舰店	今世缘官方旗舰店
迎驾贡酒	迎驾贡酒官方旗舰店	迎驾贡酒官方旗舰店	迎驾贡酒京东自营官方旗舰店	迎驾贡酒官方旗舰店	迎驾贡酒官方旗舰店	迎驾贡酒官方旗舰店	迎驾贡酒官方旗舰店
口子窖	口子窖官方旗舰店	口子窖官方旗舰店	口子窖京东自营旗舰店	口子窖官方旗舰店	口子窖官方旗舰店	无	口子窖官方旗舰店
舍得酒业	舍得官方旗舰店	舍得官方旗舰店	沱牌舍得京东自营旗舰店	舍得官方旗舰店	舍得官方旗舰店	无	舍得官方旗舰店
水井坊	水井坊第一坊官方旗舰店	水井坊官方旗舰店	水井坊京东自营旗舰店	水井坊酒水官方旗舰店	无	水井坊官方旗舰店	水井坊官方旗舰店
老白干酒	衡水老白干官方旗舰店	衡水老白干官方旗舰店	衡水老白干京东自营官方旗舰店	衡水老白干官方旗舰店	无	衡水老白干官方旗舰店	衡水老白干官方旗舰店
酒鬼酒	酒鬼官方旗舰店	酒鬼官方旗舰店	酒鬼酒京东自营官方旗舰店	酒鬼酒官方旗舰店	无	无	无
顺鑫农业	牛栏山官方旗舰店	牛栏山官方旗舰店	牛栏山京东自营旗舰店	牛栏山官方旗舰店	无	无	牛栏山官方旗舰店
金徽酒	金徽官方旗舰店	金徽官方旗舰店	金徽白酒京东自营旗舰店	金徽官方旗舰店	无	金徽酒官方旗舰店	无
伊力特	伊力特酒类旗舰店	伊力特官方旗舰店	伊力特酒类京东自营旗舰店	伊力特官方旗舰店	无	无	伊力特酒类旗舰店
金种子酒	金种子旗舰店	金种子酒官方旗舰店	金种子酒业京东自营旗舰店	金种子官方旗舰店	无	无	金种子官方旗舰店
天佑德酒	天佑德酒类旗舰店	无	天佑德京东自营旗舰店	天佑德酒官方旗舰店	天佑德白酒官方旗舰店	天佑德官方旗舰店	天佑德酒类旗舰店
岩石股份	无	无	无	无	无	无	无
皇台酒业	皇台酒类旗舰店	无	无	无	无	无	皇台酒类旗舰店
珍酒李渡	珍酒官方旗舰店	珍酒官方旗舰店	珍酒京东自营旗舰店	珍酒官方旗舰店	无	珍酒官方旗舰店	珍酒酒业旗舰店

资料来源：电商平台，太平洋研究院整理

3.1.4 不断新拓客户以及品牌产品线，丰富合作矩阵

▶ **久爱有望拓展更多品牌官方店以及品牌产品线。** 得益于公司的竞争优势，久爱有望攻破更多品牌官方店以及品牌产品线的资源。在与名优酒企合作突破上，2023年公司新增茅台保健酒抖音旗舰店，在京东、抖音独家代理茅台醇，与茅台集团联合开发并销售产品“茅仙（聚仙台）”，新增五粮液酒连酒抖音专卖店、五粮液快手旗舰店、五粮浓香京东旗舰店、古井贡酒微信视频号旗舰店、郎酒京东官方旗舰店、习酒快手酒类旗舰店、习酒天猫超市等新品牌，丰富了整体品牌渠道矩阵，进一步夯实了公司在酒类优势赛道的市场龙头地位。此外，公司在白酒领域运营的成功经验带动了其它品类的扩张，今年公司新增上海家化等日用品旗舰店，后续有望继续扩充龙头快消品类官方店。

图表：公司新增品牌合作项目

品牌	店铺	平台	产品线	2023年店铺销售额 (万元)	2024年1-4月店铺销售额 (万元)
茅台	茅台保健官方旗舰店	抖音	京东、抖音代理茅台醇 联合开发“茅仙（聚仙台）”	-	1341
五粮液	五粮液酒连酒专卖店	抖音	代理“仙林生态”	1589	4206
	五粮浓香官方旗舰店	京东		1161	583
	五粮浓香官方旗舰店	天猫		1536	737
	五粮液官方旗舰店	快手		-	-
古井贡酒	古井贡酒官方旗舰店	微信视频号	-	-	
习酒	习酒官方旗舰店	快手	代理知交系列酒	-	-
	天猫超市	天猫		15400	2700
郎酒	郎酒官方旗舰店	京东	-	9800	2400
上海家化	上海家化个护旗舰店	京东	-	264	14

3.2.1 竞争优势：营销经验丰富，打造爆品能力得到检验

▶ 公司是酒类线上经销商唯一上市公司，龙头优势显著。

- **1) 营销经验方面：**久爱致和成立至今十余年，公司持续提升和品牌及电商平台的交互，深度布局酒类、日化、水饮、母婴等优质赛道，成为不同行业知名品牌的生态合作伙伴。久爱通过其数字营销服务及全网电商运营服务的积累，与泸州老窖合作实现五年内超过10亿的销售额，共同定制适合互联网人群及渠道销售特点的产品，成功打造了互联网品牌“三人炫”，2014年8月上市全年实现销售额6387万元。
- **2) 数字化建设方面：**公司依托互联网思维进行业务延伸，聚焦数智化建设，致力于通过精细化运作和产品组合运用不同流量场域，从而达到精准的人货场匹配。公司设立独立的数据技术中心，挖掘大量互联网大厂员工，数据技术中心向下承接数据，向上赋能业务，基于“人、货、场”三要素构建电商运营价值链指标体系，充分利用大数据挖掘技术打造自有的营销一体化数据服务平台。公司持续迭代优化营销一体化数据服务平台“久爱智行”，以店铺为核心，打造多维度定制化数据服务。

图表：久爱与泸州老窖深度合作



图表：久爱打造的泸州老窖互联网品牌“三人炫”



3.2.2 竞争优势：供应链优势明显，收入体量业内领先

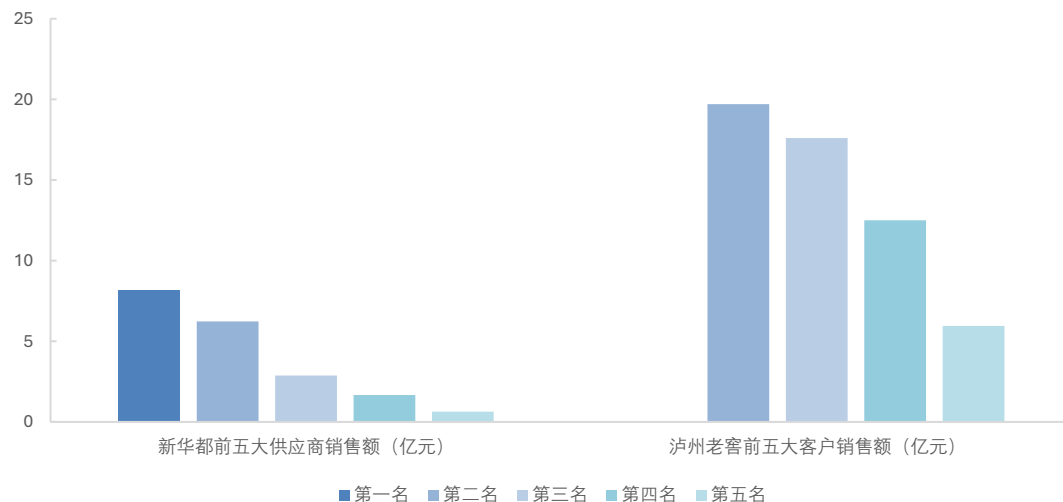
公司是酒类线上经销商唯一上市公司，龙头优势显著。

- 3) **供应链布局方面**：公司仓储物流体系辐射华北、华东、华中、华南、西南五大主仓，库房总面积6万余平，单日峰值发货量4万单；在22个城市设置零售协同仓，满足大促季、直播电商等业务波峰波谷的灵活需求，支持全渠道电商营销运营业务的开展，并且运用数字化赋能实现供应链高效运转24小时发货率100%。
- 4) **管理团队方面**：董事长倪总务实能干深谙企业经营，负责老窖电商营销时工作成绩出色，后续吸引多家酒企合作。公司核心管理层非常稳定，老窖、汾酒团队负责人来自公司创始团队。公司聚焦科技型企业人才结构需求，打造适应电商行业高速发展迭代的经营管理团队。员工平均年龄28岁，35%来自头部电商，40%来自互联网大厂。2023年公司引进人才238人，员工人数达630人，并在持续扩充团队。
- 5) **体量资金方面**：公司目前收入28亿是当前体量最大的白酒线上经销商，拆解公司的供应商销售额，第一名/第二名分别达8.2/6.2亿元，久爱在老窖的体量与前五大相当。2024Q1公司账上现金12亿，作为经销商具备强大的库存管理能力和吸纳能力，且目前是酒类线上经销商唯一上市公司，资金优势显著。

图表：久爱致和招聘页面



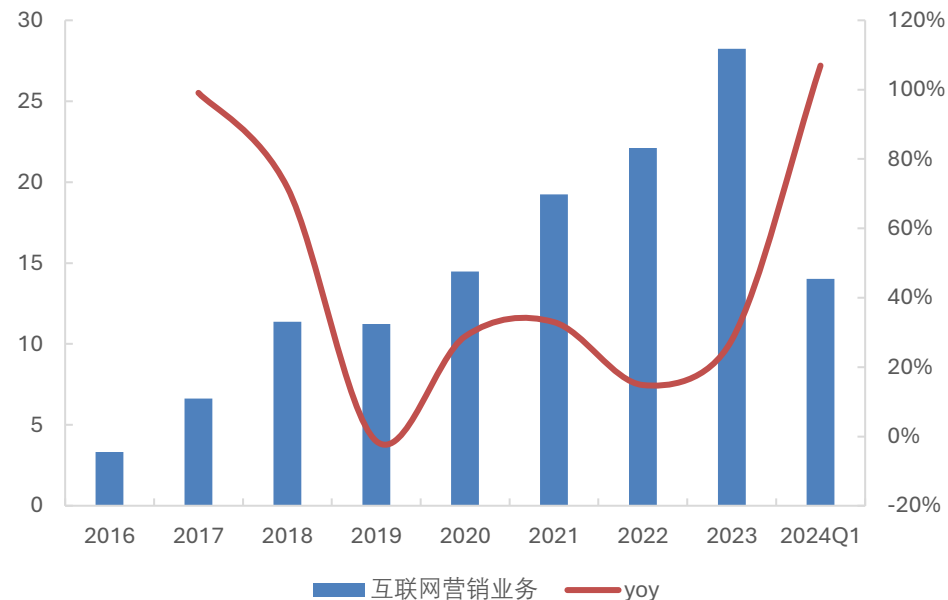
图表：新华都供应商销售额对比泸州老窖前五大客户



3.3.1 渠道：货架电商基本盘稳健增长，抖音渠道迅速起量

➤ **2020-2023年货架电商基本盘CAGR达25%，布局抖音渠道不足一年迅速起量。**公司电商业务从2016年的3.33亿元增长至2023年的28.24亿元，7年CAGR达36%，保持高速增长态势。公司之前主要依托以京东、淘宝为主的传统货架电商销售，2020/2021/2022/2023年增速分别达28.86%/32.99%/14.86%/27.75%，2020-2023年复合增速达25%，传统货架电商的基本盘保持稳健增长。公司于2023年下半年开始深度布局抖音、快手等直播电商平台，抖音电商起步不足一年快速起量，根据渠道调研，抖音占比迅速提升至2024Q1的双位数，2024Q1公司收入端高增107%，虽有年货节错配的影响，但足以显现拓展直播电商渠道带来的爆发式增量。公司目前在抖音平台共经营12家店铺，酒类规模前五的店铺有：“酒连酒卖场店”、“泸州老窖聚酒专卖店”、“五粮液酒连酒专卖店”、“茅台保健酒抖音旗舰店”以及今年新合作的“君品习酒酒类旗舰店”，根据久谦数据，2024年1-4月合计销售额达11375万，同比增长553%，贡献增量显著。

图表：公司互联网营销业务收入增长情况（亿元）



图表：公司抖音平台主要店铺经营情况

店铺	平台	经营开始时间	粉丝数 (万)	2023年销售额	yoy	2024年1-4月销售额	yoy
酒连酒卖场店	抖音	2021.4	47.2	8015万	310%	3922万	461%
泸州老窖聚酒专卖店	抖音	2022.10	34.2	3140万	356%	1649万	58%
五粮液酒连酒专卖店	抖音	2023.11	10.6	1589万	-	4206万	-
茅台保健酒抖音旗舰店	抖音	2023.12	4.1	-	-	1341万	-
君品习酒酒类旗舰店	抖音	2024.3	4.2	-	-	257万	-
合计				12744万	382%	11375万	553%

3.3.1 渠道：公司搭建直播基地及直播间，深度布局直播电商业务

▶ **公司深度布局直播电商业务。** 公司主要通过品牌直播间、自营矩阵直播间、达人运营分销等渠道开展直播电商及短视频业务：1) 与泸州老窖、五粮液、习酒等品牌合作，通过运营抖音、快手、微信视频号等渠道的品牌直播间开展店播；2) 通过打造“酒连酒”、“聚酒”等自有商号直播间矩阵、自主孵化主播开展店播；3) 通过与垂类 MCN 机构、达人主播合作等方式开展达播。公司在杭州、北京等电商核心城市布局面积近4000平的直播基地、41个直播间支持直播电商业务。

图表：酒连酒卖场店抖音直播



图表：酒连酒卖场店今年（截至5月18日）达人带货情况

达人	粉丝数	带货口碑	关联商品数	关联直播	关联视频	预估销量	预估销售额
木森 (卷土重来) 抖音号 MS1407	1,266.3w	4.7	3	1	0	1w~2.5w	750w~1000w
疯狂小杨哥 抖音号 6182390	1.22亿	4.9	2	8	0	1w~2.5w	500w~750w
酒连酒卖场店 抖音号 Jiulianjiu	47.2w	4.9	77	101	9	1w~2.5w	500w~750w
李立群 抖音号 liliqunvip	971.6w	4.8	11	14	0	7500~1w	250w~500w
嘉之派 抖音号 82059250	1,957.5w	4.8	2	6	0	1w~2.5w	250w~500w
小飞和星光村的故事 抖音号 wyl1990	1,306.5w	4.9	12	13	0	1w~2.5w	250w~500w
演员于震 抖音号 779813852	1,832.1w	4.9	6	16	0	7500~1w	100w~250w

资料来源：公司公告，抖音，蝉妈妈，太平洋研究院整理

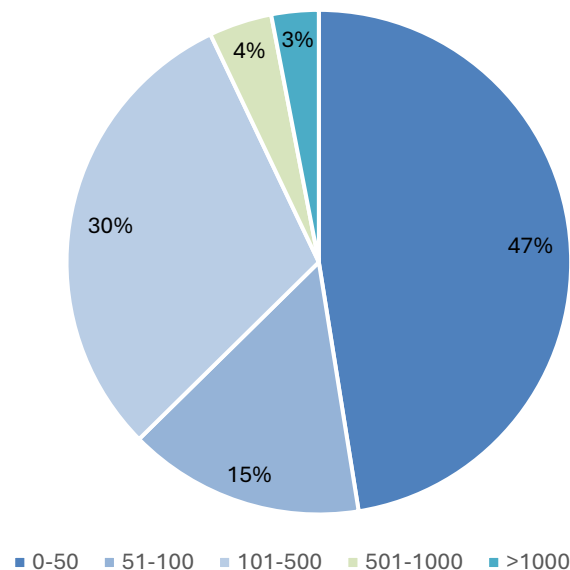
3.3.2 自有商号：酒连酒、聚酒等自有商号有望带来第二增长曲线

酒连酒契合抖音白酒主流消费带，品牌力加持下迎来发展契机。公司拥有酒连酒、聚酒等自有商号，培育自有商号直播间矩阵，“酒连酒卖场店”主要售卖与酒企合作开发的定制酒，“泸州老窖聚酒专卖店”和“五粮液酒连酒专卖店”是品牌授权店，其中五粮液专卖店于2023年11月开设，根据久谦数据今年1-4月销售额已达4206万。2023年“酒连酒卖场店”销售额达8015万元，2024年1-4月销售额达3922万元，同比增长461%，前五大热销品占比约65%，其中仙林生态销售势能强劲，今年1-4月销售额已达1000-2500万，销售额排店铺第一。抖音2023年白酒销量0-50元/50-100元分别占比47%/15%，0-100元价格带销量合计达62%，产品以低价格带为主，“酒连酒卖场店”售卖商品主要定位为定制高端口粮酒，拆解热销单品，平均价格为100元左右，契合抖音渠道大众消费带，且合作酒企为五粮液、泸州老窖、茅台等龙头酒企，多以精美礼盒装为主，能够满足下沉市场送礼需求，在强品牌力加持下，酒连酒等自有商号有望带来第二增长曲线。

图表：公司自有商号经营概览

店铺	平台	经营开始时间	粉丝数 (万)	2023年销售额	yoy	2024年1-4月销售额	yoy
酒连酒卖场店	抖音	2021.4	47.2	8015万	310%	3922万	461%
泸州老窖聚酒专卖店	抖音	2022.10	34.2	3140万	356%	1649万	58%
五粮液酒连酒专卖店	抖音	2023.11	10.6	1589万	-	4206万	-
酒连酒卖场店	京东	2020.10	464	6881万	207%	689万	-57%
酒连酒旗舰店	拼多多	2020	15				

图表：2023年抖音白酒销量价格带分布情况



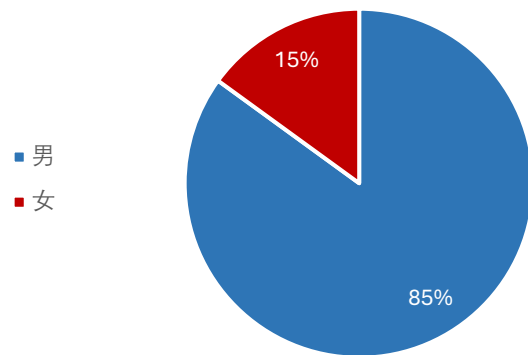
图表：“酒连酒专卖店”今年以来（5月18日）前五大单品情况

合作酒企	大单品	规格	价格 (元)	平均单瓶价格 (元)	今年以来销量	今年以来销售额
五粮液	五粮液仙林生态国杯双龙礼盒	500ml*2	238	119	2.5-5万	1000-2500万
泸州老窖	泸州贡酒红耀	500ml*1	76	76	2.5-5万	1000-2500万
茅台保健酒	茅源贵州茅台集团保健	500ml*6	798	133	5000-7500	500-750万
泸州老窖	六年窖头曲	500ml*6	499	83	1-2.5万	500-750万
泸州老窖	六年窖头曲整箱	500ml*6	549	92	5000-7500	250-500万

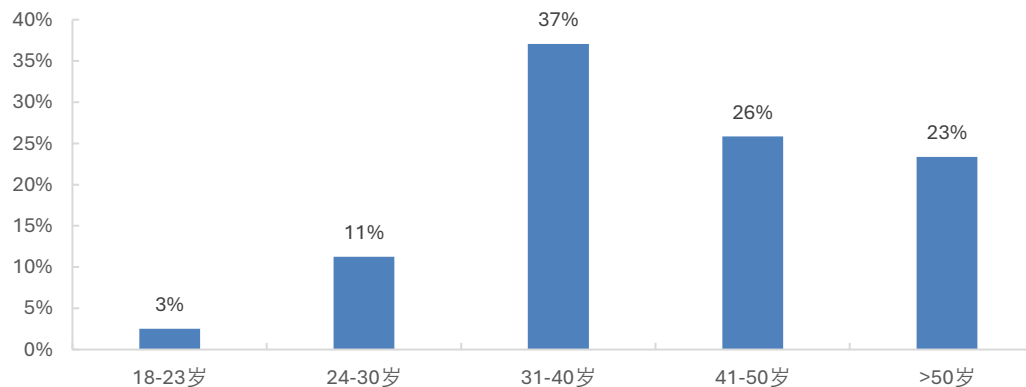
3.3.2 自有商号：酒连酒直播间受众主要为低线城市的中老年男性

- 酒连酒直播间的粉丝画像以低线城市的中老年男性用户为主。分析“酒连酒卖场店”抖音直播账号粉丝画像，男女比例为85%/15%，31-50岁合计占比达63%，以中老年男性用户为主；消费人群主要为城市银发以及小镇中老年，分别占比29%/22%；按城市等级来看，主要以低线城市为主，三/四/五线城市分别占比23%/17%/11%，合计占比达51%。

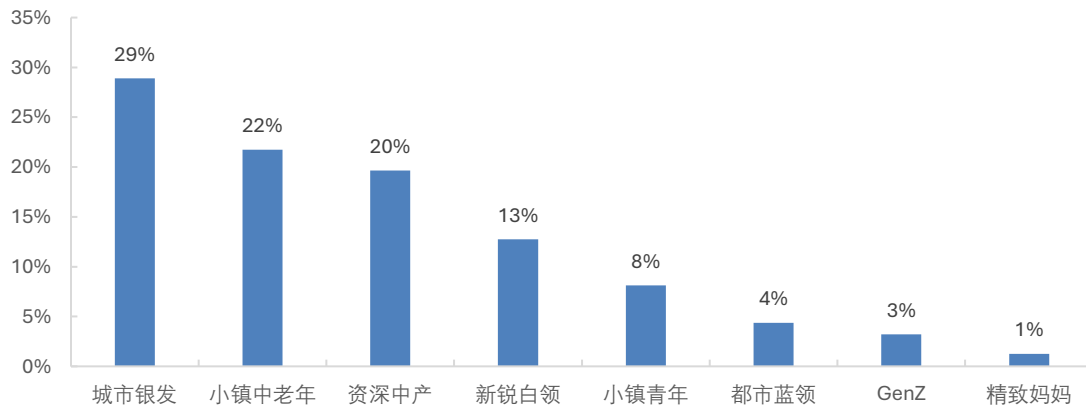
图表：粉丝性别比例



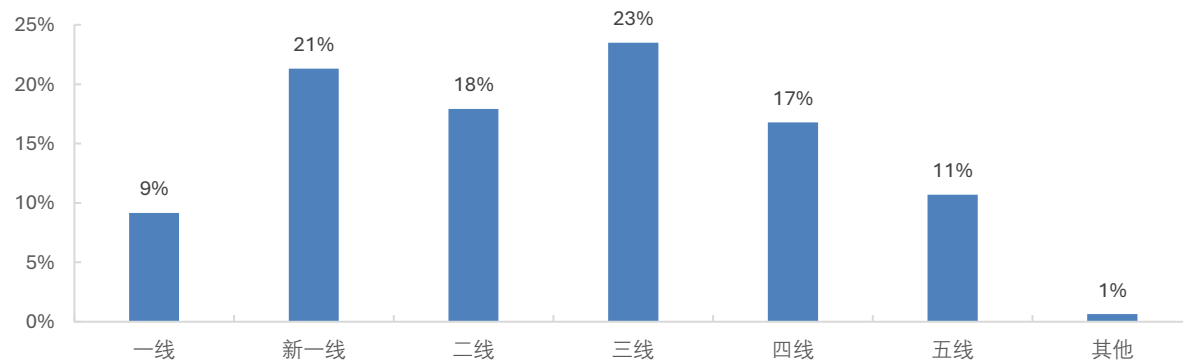
图表：粉丝年龄分布



图表：粉丝八大消费人群分布



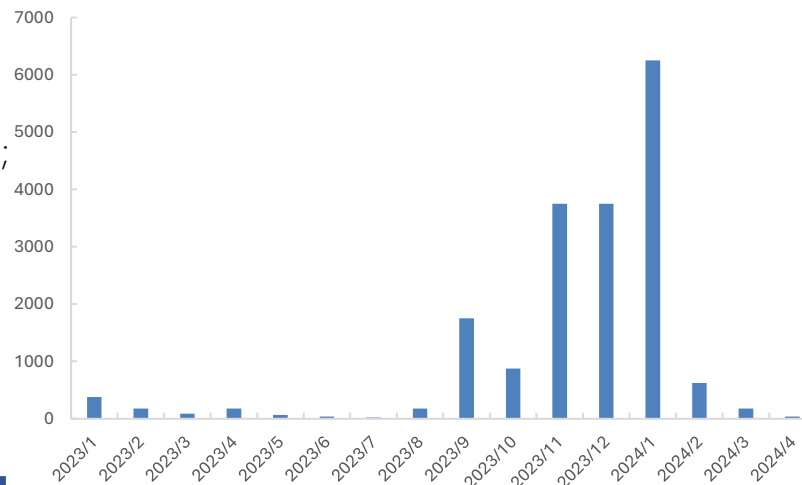
图表：粉丝城市等级



3.3.2 自有商号：酒连酒等流量积累可加强消费者触达和C端粘性

➤ **酒连酒处于成长爬坡阶段，C端粘性逐渐增强。**根据久谦数据，“酒连酒专卖店”2023年销售额约8015万，对比同类型商号，“酒仙网专卖店”、“1919卖场店”、“中馥卖场店”、“小美酒类专营店”2023年销售额分别达2.68/3.57/2.89/1.54亿元。酒仙网直播频次较多，今年关联直播数已达3936，直播售卖占比90%，主要售卖名酒以及名酒非标品为主，2023年八代五粮液销售额达1亿位居店铺第一，密鉴系列销售额居店铺前列；1919客单价较高，主要售卖五粮液标品，五粮液占比达92%；中馥主要售卖五粮液系列口粮酒；歌德名酒主要售卖茅台产品，平均客单价较高达1069元；小美酒类专营店是泸州老窖授权店。酒连酒账号虽然于2021年4月设立，但从2023年第三季度才开始重视经营，2023Q3迅速起量，今年年货节（2024.1.13-2024.1.28）销售额达2500-5000万。自然流量增加逐步形成用户粘性，自有商号的流量积累可为公司搭建自有货架平台，建立更强的C端粘性和消费者触达，为企业成长打开空间。

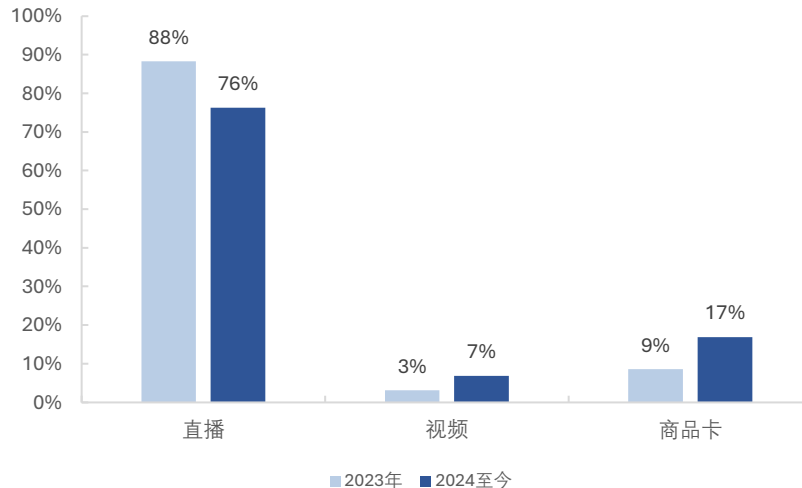
图表：2023-2024年酒连酒逐月销售额统计（万元）



图表：抖音同类型店铺经营数据对比

	酒连酒专卖店	泸州老窖聚酒专卖店	酒仙网卖场店	1919卖场店	中馥卖场店	歌德名酒专营店	小美酒类专营店
粉丝数	47.2万	34.2万	181.7万	53.8万	24.2万	101.1万	1.8万
经营开始时间	2021年4月	2022年10月	2020年6月	2021年4月	2022年5月	2024年	2021年6月
2023年销售额	8015万	3140万	2.68亿	3.57亿	2.89亿	849万	1.54亿
yoy	310%	356%	52%	86%	863%	-	161%
2024年销售额	3922万	1649万	1.1亿	3000万	1.97亿	3228万	1.35亿
yoy	461%	58%	112%	36%	999%	-	178%
平均客单价	374.99元	390.66元	355.60元	873.30元	326.17元	1069.18元	220.95
平均佣金	0.96%	0.48%	1.15%	0.59%	0.35%	0.00%	0.93%
商品数	226	114	466	76	280	1626	120
关联达人数	457	61	553	101	1295	48	842
关联直播	1391	459	3936	556	3877	837	2672
关联视频	460	25	1485	3	3200	0	1347
今年以来销售额TOP1商品	五粮液仙林生态礼盒500ml*2	六年窖头曲500ml*6	飞天茅台50ml*2	第八代五粮液500ml	国鼎经典礼盒500ml*2	茅台龙年生肖酒500ml	泸州龙之源500ml*2
今年以来TOP1销售额	1000-2500万	2500-5000万	1000-2500万	1000-2500万	2500-5000万	1000-2500万	1000-2500万

图表：2023-2024年酒连酒销售方式分布



资料来源：蝉妈妈（截至2024年5月18日），久谦，太平洋研究院整理

3.4.1 产品：公司产品矩阵丰富，非标品增长势能强

➤ **公司产品矩阵丰富，非标大单品六年窖2023年销售额近4亿。**公司产品矩阵丰富，结构上可划分为标品和非标品，目前非标品营收占比约20%。以公司主要客户泸州老窖为例，久爱销售的泸州老窖产品分为非定制产品（包括基础产品和专供产品）和定制产品，基础产品是泸州老窖在线下的主打产品，线上产品价格体系和线下有所区分；专供产品是指由久爱作为独家供应商销售的产品，以保证全渠道的价格稳定；定制产品是久爱与电商渠道及品牌商共同策划，旨在拓展新市场并提升销量，专为互联网消费者设计的产品，如公司与泸州老窖开发的序列产品六年窖头曲和八年窖头曲以及“老窖世家”系列酒。因标品价格相对透明，非标品的毛利率较标品高，根据渠道调研，标品毛利率约10-20%，而非标品毛利率可达30%+。目前公司非标品中主要大单品为六年窖头曲系列，根据渠道调研，2023年线上销售额约4亿，其中京东/天猫/抖音/快手/拼多多分别占比56%/28%/14%/1%/1%，目前公司在抖音上推出一款定价与六年窖相近的泸州老窖珍品，仅在抖音平台销售，具备增长潜力。另外公司在2023年与五粮液合作定制产品仙林生态销售势能强劲，根据久谦数据，过去一年线上销售额约1.6亿，成为公司非标品中第二大单品。

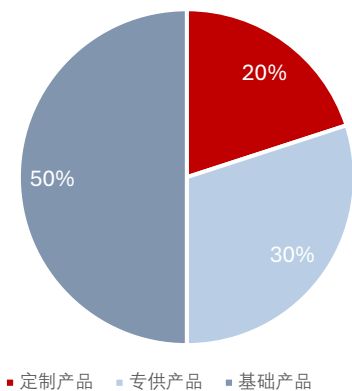
图表：公司定制大单品六年窖和仙林生态



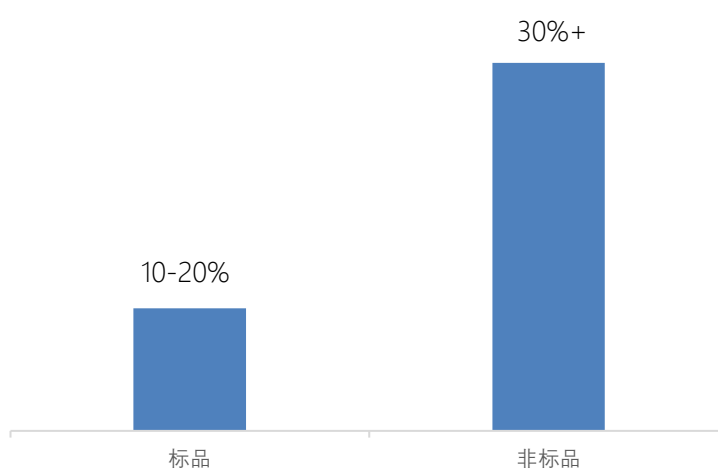
六年窖头曲

仙林生态

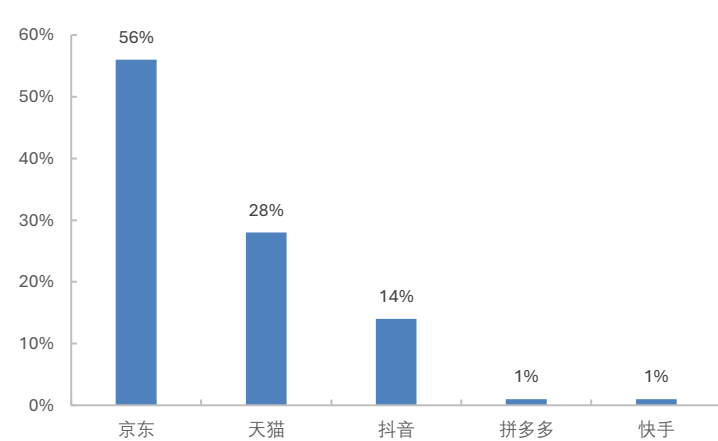
图表：久爱泸州老窖产品结构情况（数量占比）



图表：标品和非标品毛利率对比



图表：大单品六年窖头曲销售渠道占比

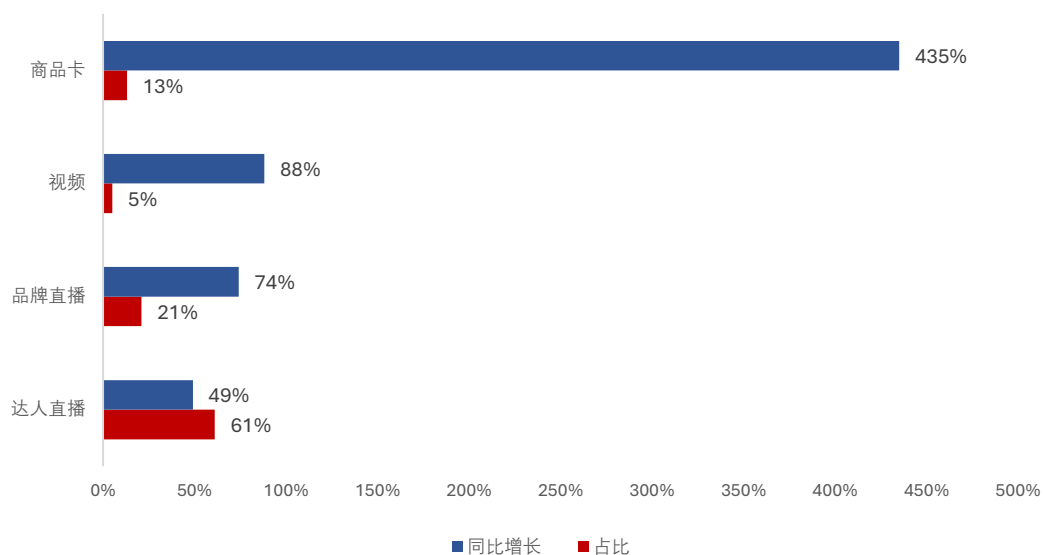


资料来源：公司公告，渠道调研，太平洋研究院整理

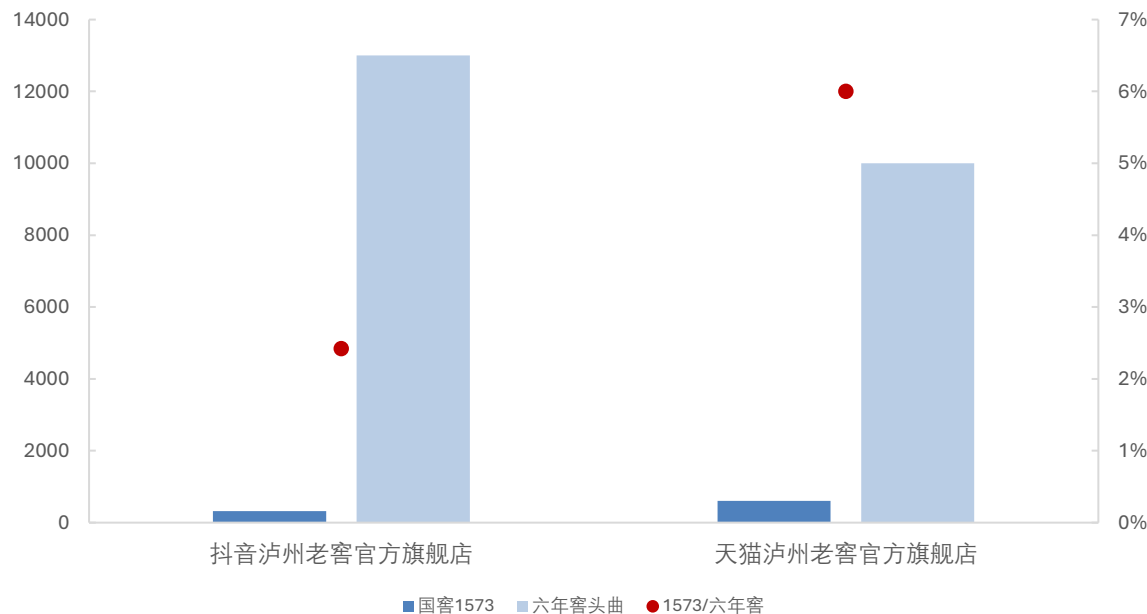
3.4.2 产品：非标品适配直播电商购买场景，抖音可提高非标品销量

- ▶ **抖音等直播电商渠道与非标品有天然的适配性。** 抖音的卖货逻辑与传统电商平台有所不同，底层逻辑是通过兴趣推荐系统，这种推荐机制可以挖掘用户的潜在购物需求，故消费者往往是被动消费，用户在抖音上通常是在享受内容消费的过程中被推荐商品，而非有明确购物目的去搜索产品。抖音的算法能够根据用户特性推荐个性化内容，有助于非标品精准触达潜在消费者。而非标品往往在外观设计、包装或者使用体验上有特色，抖音的短视频以及直播形式可以直观展示这些特点，吸引用户目光从而促成消费。2023年抖音平台销售额构成中达人直播/品牌直播分别占比61%/21%，直播成交合计占比达82%，商品卡的销售额增长幅度显著，自然流量成交也在激增。
- ▶ **公司在抖音渠道利用标品引流售卖非标品，非标品目前在抖音占比60%远高于货架电商。** 标品由于市场竞争大、价格透明，利润率相较于非标品低，根据渠道调研，新华都售卖商品中非标品利润率是标品的两倍以上，因此公司积极布局抖音等直播电商不仅带来渠道的增量，更可利用标品进行引流进而售卖非标品增厚利润。根据渠道调研，目前公司非标品在抖音渠道占比约60%，而货架电商上非标品占比约15%。以六年窖头曲和1573对比，抖音泸州老窖官方旗舰店1573/六年窖头曲的销量比例为2%，而天猫泸州老窖官方旗舰店此比例为6%。

图表：2023年抖音电商销售额构成



图表：抖音、天猫官方旗舰店一个月销量对比



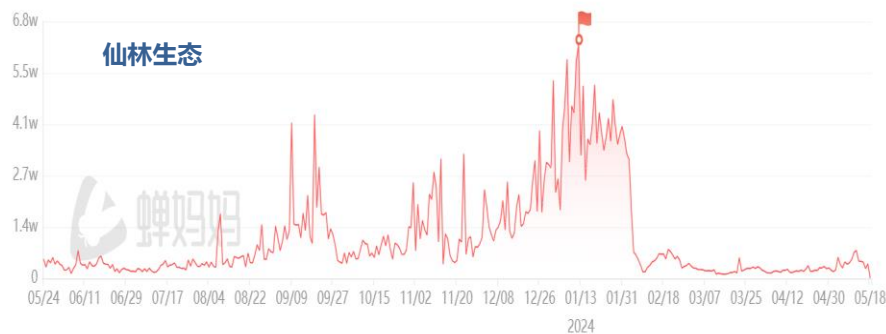
3.4.3 产品：与多家名优酒企合作非标品，品牌化趋势下增长动能足

▶ **非标酒产品矩阵品牌力足，渠道赋能之下增长潜力大。** 公司具备多家知名龙头白酒企业非标酒，借助多年来与头部品牌的深度合作基础，持续为消费者定制化开发优质酒类商品，如与泸州老窖合作研发包括泸州老窖“六年窖头曲”、“老窖世家”系列酒、茅台集团“茅仙”等定制产品，“六年窖头曲”于2005年推出，主攻宴席及节日场合，因其品质与价格形成极高的质价比，迅速成为大单品。根据久谦数据，2023年六年窖线上销售额约3.7亿。此外，公司2023年新增茅台保健酒茅台醇、台源、五粮液仙林生态、习酒知交酒合作，其中仙林生态势能强劲，在抖音平台近一年线上销售额约1.6亿，成为六年窖头曲后的第二大单品。线上购买白酒的消费者倾向于选择具备品牌背书的产品，而公司的非标品都是属于头部酒企旗下系列酒，抖音渠道的拓展以及消费者品牌化的趋势为公司非标品的销售增长奠定了增长动能。

图表：公司龙头酒企非标酒

合作酒企	大单品	合作时间	平均单瓶价格(元)	2023销售额(万元)	2024年1-4月销售额(万元)
	六年窖头曲	2017	80	37000	16000
泸州老窖	八年窖头曲	2017	109	4880	2730
	老窖世家	2023	80	1850	950
五粮液	仙林生态系列	2023	119	5043	11451
	台源	2023	99	-	112
茅台保健酒	茅仙	2023	110	-	300
	茅台醇	2023	199	0.3	-
习酒	知交酒	2023	228	300	600

图表：仙林生态和六年窖近一年抖音销量走势图



3 未来增长点

拓品牌：公司与泸州老窖、山西汾酒深度合作，有望率先享受白酒线上渗透率加速提升的行业红利。凭借显著的竞争优势，公司不断开拓新品牌。2023年新增了茅台保健酒、五粮液、古井、习酒等白酒品牌或者部分产品线，同时也增加了上海家化等日用品客户，今年也在积极推进与新品牌的洽谈工作，未来有望进一步扩展客户矩阵。

拓渠道：公司从2023年下半年开始紧抓抖音渠道风口，抖音占比迅速提升至2024Q1的双位数，公司目前在抖音渠道共经营12家店铺，根据久谦数据，2024年1-4月规模前五家店铺合计销售额过亿，同比增长553%，贡献增量显著。自有商号“酒连酒卖场店”售卖商品主要定位为定制高端口粮酒，平均价格为100元左右，契合抖音渠道大众消费带，且合作酒企为五粮液、泸州老窖、茅台等龙头酒企，多以精美礼盒装为主，能够满足下沉市场送礼需求，在强品牌力加持下，酒连酒等自有商号有望带来第二增长曲线。

拓产品：公司目前非标品营收占比约20%，老窖六年窖头曲已成功打造成数亿级别大单品。公司2023年新增茅台保健酒茅台醇、台源、五粮液仙林生态、习酒知交酒合作，其中仙林生态势能强劲，在抖音平台近一年线上销售额约1.6亿，成为六年窖头曲后的第二大单品。抖音等直播电商渠道与非标品有天然的适配性，公司非标品在抖音渠道占比约60%，在抖音渠道赋能下非标品有望迎来高速增长。



拓品牌

拓渠道

拓产品

盈利预测

- 我们预计2024-2026年收入增速38%/26%/22%，归母净利润增速分别为34%/28%/23%，EPS分别为0.37/0.48/0.59元，PE分别为15/12/9X。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,824	3,884	4,910	6,006
(+/-%)	-6.55%	37.53%	26.42%	22.33%
归母净利(百万元)	201	269	344	424
(+/-%)	-1.97%	34.10%	27.88%	23.18%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.37	0.48	0.59
市盈率(PE)	19.68	14.90	11.65	9.46

注：2023年公司核心主业互联网营销业务实现营业收入28.24亿元，同比增长27.75%；归属于母公司净利润2.17亿元，同比增长27.48%。

- 食品安全风险
- 白酒线上渗透率提升不及预期风险
- 行业竞争加剧风险
- 渠道开拓不及预期风险

► 行业评级

看好:预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上;

中性:预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间;

看淡:预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

► 公司评级

买入:预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上;

增持:预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间;

持有:预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间;

减持:预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出:预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 公司统一社会信用代码为: 91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并

书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告, 视为同意以上声明。