

2024年06月27日

白酒

SDIC

行业专题

证券研究报告

行业格局变化深度系列一：渠道的选择加速了行业集中度提升

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

集中度提升加速，渠道变化是关键。近年白酒企业集中度加速提升，但背后驱动因素有所不同：1) 2016-2019 年为需求主导，大众消费取代三公消费成为主流，消费者品牌意识崛起，渠道加速扩张，名酒跑马圈地抢占了更多渠道资源。2) 2020 年至今为渠道主导，由于需求承压，渠道经销商压力加大，对于品牌代理风险偏好降低，更加聚焦名酒的大流通单品，中小品牌生存状态显著变差。渠道重要性提升背后的原因在于：低速增长时代，经销商固化，品牌选择更为谨慎，和品牌方之间会产生更多博弈，二者地位也会有微妙变化。

经销商生存环境巨变，剩者为王。1) 现状：在需求承压背景下，消费者认知加强、更加追求品牌和性价比，同时酒企费用普遍从 B 端向 C 端转移，多种因素叠加共同引发经销商困局，只有资金实力强、有团购资源、有品牌输出能力的经销商才能活下来。2) 展望：一些实力较弱的经销商已经退出，其余经销商也面临转型压力，需要更加聚焦强流通品牌，做流量型经销商。对行业而言，当经销商表现出明显的品牌选择偏好时，整个白酒行业都会对这种偏好作出响应，反过来影响整个市场的结构，行业集中度进一步提升。

渠道大变局危机并存，紧抓经销商痛点转型方能胜出。1) 消费者更趋理性，产品组合强于单品逻辑。具体来看，厂商需要有走量的产品来帮助经销商生存，同时也要有树立品牌形象的产品为未来品牌延伸打下基础。2) 市场竞争精细化，人员储备是关键。当前行业竞争激烈，厂商需要对市场保持高度的敏感性，维护渠道与厂商之间的贴合度，加强市场秩序管理以应对变化或抓住机会。3) 厂商关系维护愈发重要，重视渠道联系与管理。厂商需要和经销商维持良好的关系，需要更好的企业文化来帮助厂商长远发展，从经销商的利益角度维护厂商关系。今年呈现出明显的终端和经销商积极性不足的情况，归根到底是动销不畅、信心不足，而红包等政策现在也很难发挥效果反而对价盘产生影响。此时帮助渠道分销、终端动销是行业竞争关键，我们认为相较于各种费用，不如增加更多专业销售人员强化经销商队伍进而实现销售，对经销商帮助更大，或许厂商“1+1”模式进一步推进会更有效。

投资建议：在当前需求端增长降速的背景下，酒企成长难以依赖行业整体扩容，更考验酒企自身运营能力及重点布局区域的成长空间。重点寻找市占率提升空间大、厂商关系维护良好、产品矩阵丰富能满足经销商及消费者多样化需求的酒厂。重点推荐今

首选股票	目标价 (元)	评级
------	---------	----

行业表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-7.7	-11.1	-6.2
绝对收益	-11.1	-12.9	-14.8

赵国防 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

胡家东 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523070001

hujd@essence.com.cn

相关报告

专题：红包政策弱化反映的	2024-02-26
厂商新矛盾	
双节白酒反馈：环比改善，分化延续	2023-10-08
全国化次高端招商铺货处于哪个阶段？	2022-07-05
何为次高端？成长赛道空间广阔，龙头混战各有看点	2022-06-01

世缘、古井贡酒、山西汾酒、老白干酒等，推荐五粮液、泸州老窖、贵州茅台，关注迎驾贡酒、金徽酒、伊力特。

目 风险提示：宏观经济下行风险、消费税改革风险、食品安全风险。

目 录

1. 集中度提升加速，渠道变化是关键.....	4
1.1. 现象：白酒行业集中度持续提升.....	4
1.2. 对比：由需求驱动到供给驱动的集中度提升.....	4
1.3. 归因：低速增长时代，渠道经销商成为重要存量竞争抓手.....	6
2. 经销商生存环境巨变，剩者为王.....	7
2.1. 现状：酒企费用转型、消费者认知加强、需求偏弱共同引发经销商困局.....	7
2.2. 展望 1：经销商——退出或转型.....	9
2.3. 展望 2：对行业的影响，加速行业集中度的集中.....	11
3. 渠道大变局危机并存，紧抓经销商痛点转型方能胜出.....	12
3.1. 消费者更趋理性，产品组合或强于单品逻辑.....	12
3.2. 市场竞争精细化，人员储备是关键.....	13
3.3. 厂商关系维护愈发重要，重视渠道联系与管理.....	13
4. 投资建议.....	14
5. 风险提示.....	14

目 录

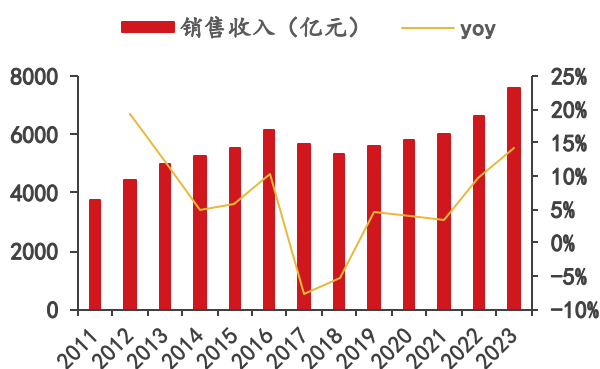
图 1. 白酒行业销售收入近年持续提升.....	4
图 2. 白酒行业规上企业数量持续减少.....	4
图 3. 价格带升级趋势明显.....	4
图 4. 白酒行业头部集中趋势持续.....	4
图 5. 2016-2019 名酒渠道经销商数量加速扩张.....	5
图 6. 需求驱动对比供给驱动下的集中度提升.....	5
图 7. 消费者白酒购买选择因素.....	7
图 8. 当前白酒企业电商补贴力度较大.....	8
图 9. 消费者高端白酒选择偏好.....	8
图 10. 消费者次高端白酒选择偏好.....	8
图 11. 酒企与经销商存在一定利益冲突.....	9
图 12. 动销放缓背景下对不同经销商的影响.....	10
图 13. 华致酒行产品开发流程.....	11
图 14. 全国烟酒店存量注册企业（万家）.....	12
图 15. 全国烟酒店新增注册企业（万家）.....	12
图 16. 各酒企销售人员数量.....	13
图 17. 各酒企管理（行政）人员数量.....	13
图 18. 近 5 年各酒企经销商净增长数.....	14
图 19. 2023 年各酒企经销商数量.....	14
表 1: 酒企 2024 年度业绩目标及十四五规划.....	6
表 2: 部分酒企费用转向政策.....	7
表 3: 部分产品线丰富的名酒价格带情况.....	12
表 4: 部分酒企经销商策略.....	13

1. 集中度提升加速，渠道变化是关键

1.1. 现象：白酒行业集中度持续提升

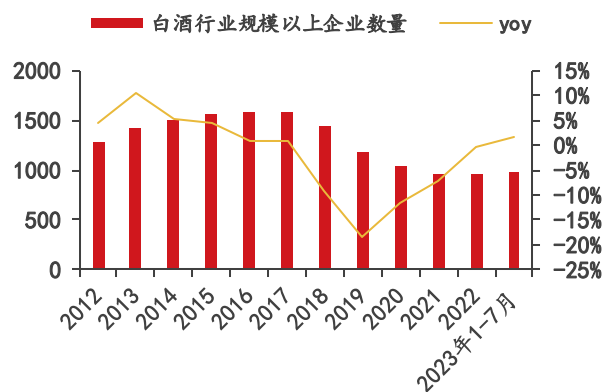
行业体量持续上升，规上企业减少。白酒行业 2011 年到 2023 年的整体销售收入情况实现了显著增长，从 2011 年的 3747 亿元增长至 2023 年的 7563 亿元，增长了几近一倍，白酒行业经历了快速扩张。与此同时，行业规模以上企业数量近年持续减少，头部效应明显，集中度持续提升。

图1. 白酒行业销售收入近年持续提升



资料来源：国家统计局，中国酒业协会，国投证券研究中心

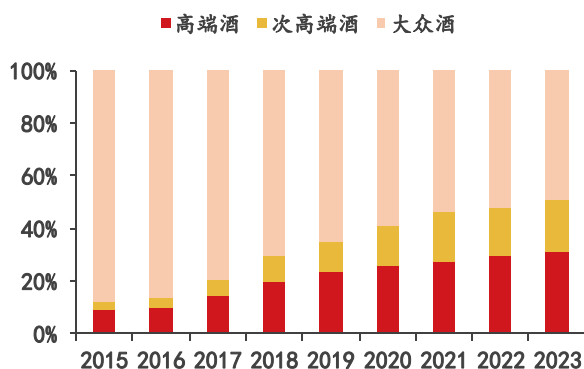
图2. 白酒行业规上企业数量持续减少



资料来源：各公司年报，国投证券研究中心

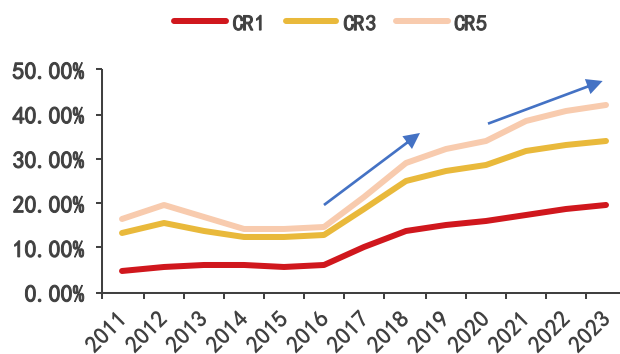
龙头集中、价格带集中趋势显著。分价格带来看，次高端及高端价格带规模增长快于行业整体，结构升级趋势明显。从 2011 年到 2023 年，CR1、CR3 和 CR5 均显示出上升趋势，如 CR5 从 2011 年的 16.51% 增长到 2023 年的 42.04%，增长了 2.5 倍。

图3. 价格带升级趋势明显



资料来源：各公司公告，国投证券研究中心

图4. 白酒行业头部集中趋势持续



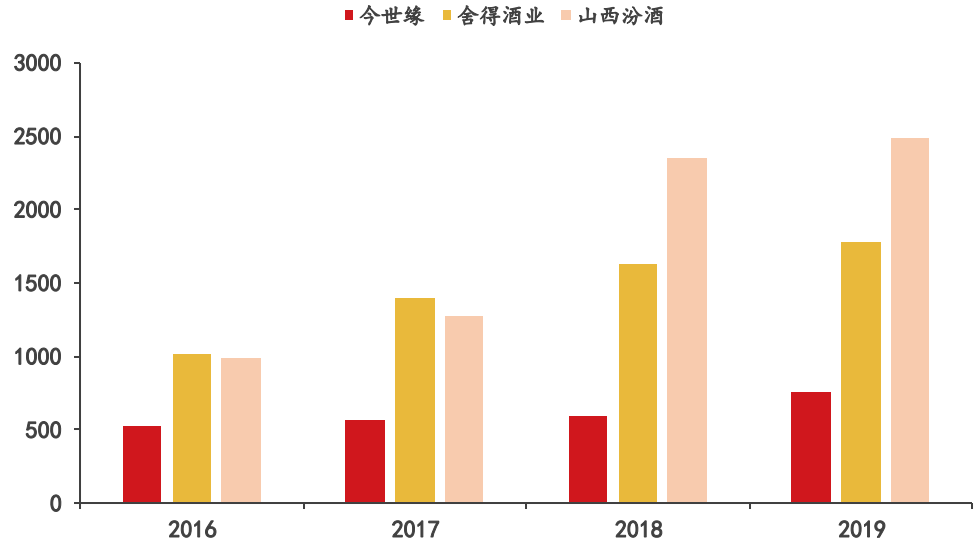
资料来源：各公司公告，国投证券研究中心

1.2. 对比：由需求驱动到供给驱动的集中度提升

近年来白酒行业集中度提升窗口期可以分为 2016-2019 及 2020 至今两个阶段，特别是从 CR5 集中度提升趋势来看，这两个阶段行业集中度都经历了显著提升，但其背后的原因却不尽相同。

2016-2019年：消费者品牌意识崛起，渠道加速扩张。2016年正处于白酒行业新一轮繁荣周期开端，此时由于三公消费受到限制，大众消费顺势占据主流，行业份额加速向名酒集中。此阶段集中度提升更多是由于消费者主体及消费场景发生变化，消费者品牌意识崛起；同时渠道加速扩张，名酒跑马圈地，抢占了更多渠道资源。

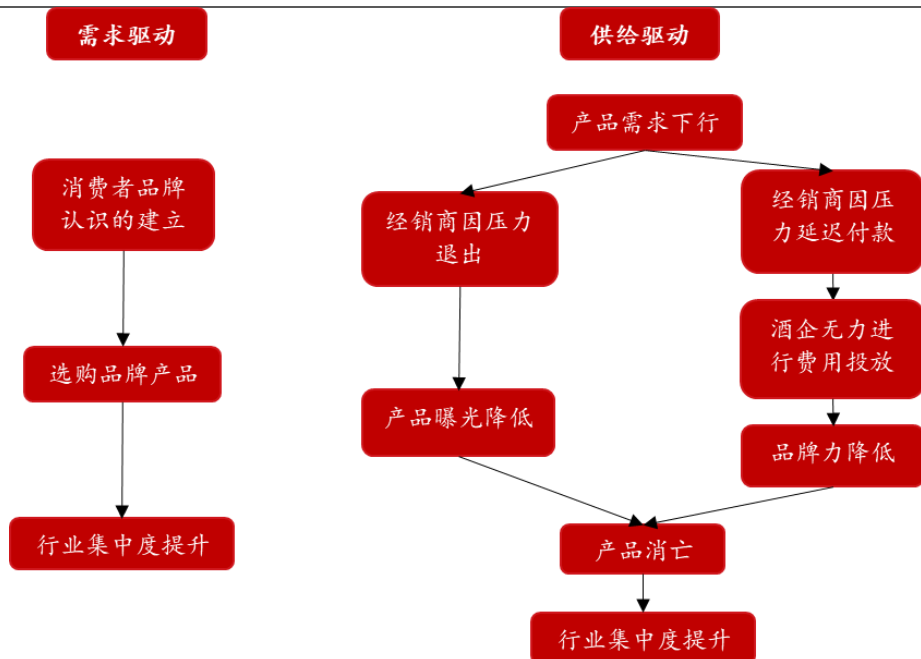
图5. 2016-2019 名酒渠道经销商数量加速扩张



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

2020年至今：渠道调整优化带来供给侧集中。2020年之后由于需求承压，白酒行业挤压式增长特点凸显，导致白酒经销商背负了很大的压力，在此轮的集中度提升中，渠道的变化成为了重中之重。具体来看，当经销商面临极大的现金流压力时，对于品牌代理会更加挑剔，风险偏好降低，有限的资金会聚焦到名酒大流通单品，从而导致中小品牌生存状态变差。

图6. 需求驱动对比供给驱动下的集中度提升



资料来源：国投证券研究中心

1.3. 归因：低速增长时代，渠道经销商成为重要存量竞争抓手

由于当前行业进入低速增长时代，市场竞争由空白市场争夺演变为存量争夺。与此同时，酒厂对回款依然有较高要求。因此经销商和品牌方之间会产生更多博弈。在经销商的角度，由于需求偏弱、资金流承压，打款选择会更加谨慎，甚至可以用退出的方式抗衡品牌。因此，酒企此时能否维护渠道和争取渠道，成为了在本轮集中度提升中决定行业胜负手的关键。

表1：酒企 2024 年度业绩目标及十四五规划

酒企	2024 年业绩目标/经营计划	十四五规划
贵州茅台	营业总收入较上年度增长 15%左右	“双翻番、双巩固、双打造”的战略目标
五粮液	巩固增强稳健发展态势，营业总收入持续保持两位数稳健增长。	集团公司创建世界 500 强、酒业主业销售过 1000 亿元、集团利税总额 1000 亿元的“511”发展目标。
泸州老窖	力争实现营业收入同比增长不低于 15%	“136”战略：坚定重回中国白酒行业“前三”这一发展目标；坚持三大发展原则；建设“六位一体”泸州老窖。保持 20%左右的增速。
山西汾酒	力争营业收入较上年增长 20%左右	争在十四五末实现经营业绩、产品和市场结构、职工收入、管理水平、风险控制能力全面提升，全方位推动汾酒高质量发展。
洋河股份	力争营业收入同比增长 5%-10%	-
古井贡酒	2024 年计划实现营业收入 244.50 亿元，较上年增长 20.72%；2024 年计划实现利润总额 79.50 亿元，较上年增长 25.55%。	作出“全国化、次高端”战略布局
今世缘	2024 年经营目标为总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右。	做到 100 亿元，挑战 150 亿元。
迎驾贡酒	文化引领，品质升级，品牌提升，管理增效，人才优化，推进大单品培育和智慧工厂建设，实现经营业绩双位数增长。	打造百亿迎驾、百年品牌
口子窖	继续保持战略定力，聚焦“三个升级”的阶段目标，深入推进“四个体系”建设，推动公司更高质量发展。	营收过百亿
舍得酒业	公司将坚持四大战略，坚定不移打造大单品、坚定不移提升高端份额、坚定不移推动全国化布局与区域深耕并举、坚定不移推动品牌走向国际化，持续提升品牌力、产品力、渠道力、组织力。公司将继续实施生产系统的智能化升级改造，持续完善生态产业链，积极扩大产能，加强老酒储备，提升老酒品质；持续围绕“FC2M、生态、科创、FES、东方生活美学”等工作重点，紧扣“自信、坚韧、精益、创造”的工作主旋律，强化核心竞争力，打好关键战役，努力实现高速增长。	打造老酒品类第一品牌
酒鬼酒	2024 年，酒鬼酒将坚定实施差异化与聚焦战略，以打造中国精品酒企为目标，围绕“以消费者为中心，为客户创造价值”核心导向，立足产区、香型、文化竞争优势，构筑差异化“护城河”；聚焦产品、市场和资源，以精益管理和创新驱动为双核，全方位提升品质力、品牌力、渠道力，持续推进高质量发展。	短期 30 亿元、中期 50 亿元、远期 100 亿元。
水井坊	2024 年的经营目标是主营业务收入和净利润均保持增长。	-
老白干	2024 年公司计划实现营业收入 57.8 亿元，营业成本控制在 20.7 亿元以内，费用不超过 17.5 亿元，营业税金及附加力争实现 9.5 亿元，营业总成本控制在 47.7 亿元以内。	一香为主，多香兼顾，各品牌泛全国化发展，同时巩固衡水老白干在河北白酒市场的绝对地位。
金徽酒	公司将以转型促发展，以实干促增长，力争 2024 年实现营业收入 30.00 亿元、净利润 4.00 亿元。	-
金种子酒	坚持“做强底盘，做大馥合香，提质增效，再创新辉煌”的战略目标不动摇。公司将不断优化产品、提升品质、拓展市场，为实现全年的发展目标奠定坚实的基础。也将力求在全面把控市场脉动下，进一步提升和拓展“央地合作”新高度、新维度，为下一年白酒产业高质量发展提供强劲动能。	至“十四五”末实现销售收入 50 亿元。
伊力特	争取实现营业收入 28 亿元（合并报表）；实现利润总额 4.95 亿元（合并报表）。	十四五营收目标 35 亿元。

资料来源：公司公告，公司官网，国投证券研究中心

2. 经销商生存环境巨变，剩者为王

2.1. 现状：酒企费用转型、消费者认知加强、需求偏弱共同引发经销商困局

动销盈利双降低，酒企费用逐渐转向 C 端。在当前经济形势下，消费需求总体疲软，白酒行业面临显著的动销减速，导致营收和利润增长承压。目前消费者对白酒品牌的认知持续提升，原先单纯依赖经销商渠道推力的方式或将不可持续。为了保持在存量市场竞争中的领先地位，各大酒企开始调整策略，开始试图减少对传统经销商的依赖，将销售费用直接投向 C 端。酒企通过实施包括扫码红包在内的多种营销手段，激发消费者的购买欲的同时通过数字化手段收集市场整体动销与库存数据，优化库存管理，并更有效地调配资源以应对市场需求的波动。

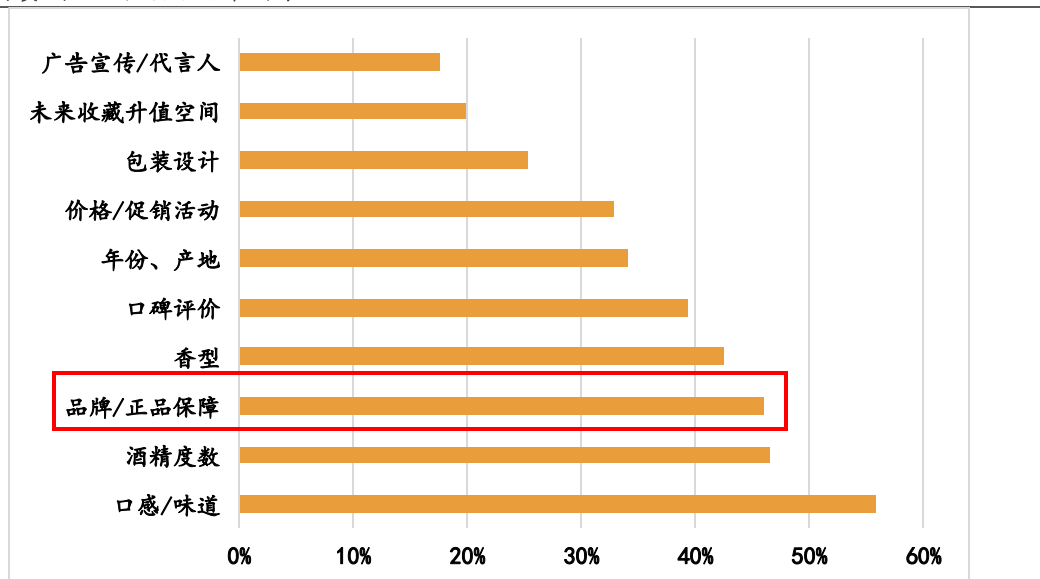
表2：部分酒企费用转向政策

酒企名称	费用转向政策
洋河	公司从元旦开始的营销活动主要针对单位年会和年夜饭的买赠活动，今年促销力度显著增大。
古井贡酒	公司选择与一部分宴席型、商务型酒店合作，进行免费赠饮的活动，仅限在饭店内饮用，并根据宴席人数的不同赠饮数量也有所不同。
舍得酒	公司将持续加强互联网营销渠道建设，按照“一个增加、两个优化、四个加强”的模式持续提升运营能力，让舍得酒成为互联网营销渠道最受消费者喜爱的老酒品牌。
老白干酒	公司积极的调整营销策略，从渠道为王向消费者为中心转变，不断的加强品牌建设，深度聚焦公司核心品牌。
泸州老窖	公司通过加强内部管理，推进数字化营销体系的建设，实现费用的精准投放，进一步提升费效比。未来，公司会持续加强在品牌塑造和消费者建设的投入。

资料来源：各公司公告、国投证券研究中心

消费者主观选择性强，团购型经销商或将胜出。随着互联网信息化的发展，白酒市场的价格透明度显著增强。消费者可以轻易获取白酒的一批、二批以及零售价格的实时信息，使得消费者在选择白酒时能够更加主动、精准，对品牌的认知也会更强。此外，电商平台通过对各大白酒品牌的补贴和推广，进一步促进了各个品类的普及，该趋势不仅改变了消费者的购买习惯，也对传统的线下烟酒店销售渠道以及相关经销商产生了压力。在这种市场环境下，拥有团购资源的经销商会拥有较强的竞争力。例如，能够承接企业团购或政商团购订单的经销商，能够通过大量订单稳定动销，在激烈的市场竞争中保持了优势，同时团购经销商也可以依托圈层对白酒品牌展开营销，甚至具有在一定程度上挑战厂方的能力。

图7. 消费者白酒购买选择因素



资料来源：2023年中国白酒消费白皮书，国投证券研究中心

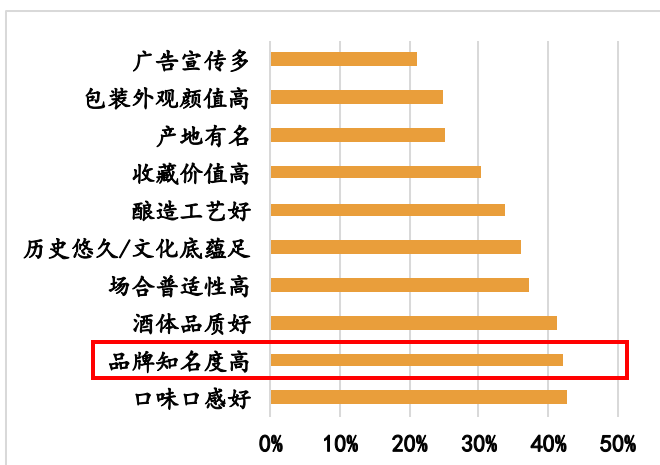
图8. 当前白酒企业电商补贴力度较大



资料来源：京东商城，国投证券研究中心

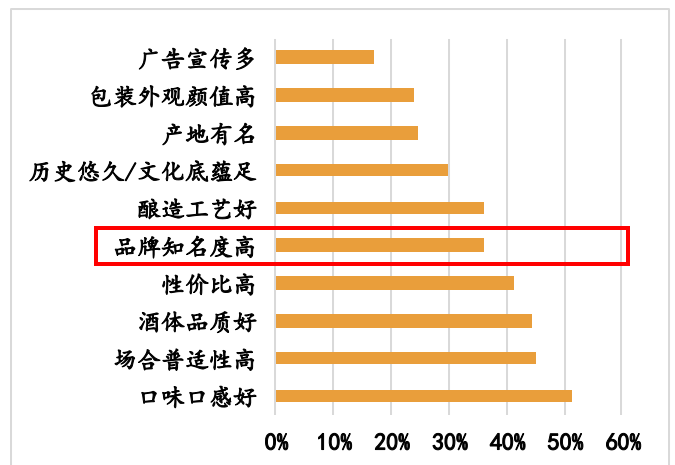
消费者品牌偏好提升，经销商亟待瘦身。在存量市场竞争加剧的背景下，白酒行业的消费集中度正逐步上升。根据 2023 年各上市酒企年度报告显示，营业收入位于前五的上市酒企已经占据了所有上市酒企营业收入的 82.77%，白酒行业的马太效应越发明显。随着消费者对品牌选择的逐渐集中化，品牌力较弱的小型酒企和地方性酒企正面临严峻的生存挑战，这些酒企往往缺乏足够的品牌影响力和市场竞争力，难以在竞争激烈的市场中获得优势。与此同时，经销商在面对市场变化时也必须调整策略，开始优化产品组合，减少表现不佳或者品牌力不强的产品线，转而更多地专注于具有较高市场认可度和消费者偏好的名酒品牌。

图9. 消费者高端白酒选择偏好



资料来源：2023 年中国白酒消费白皮书，国投证券研究中心

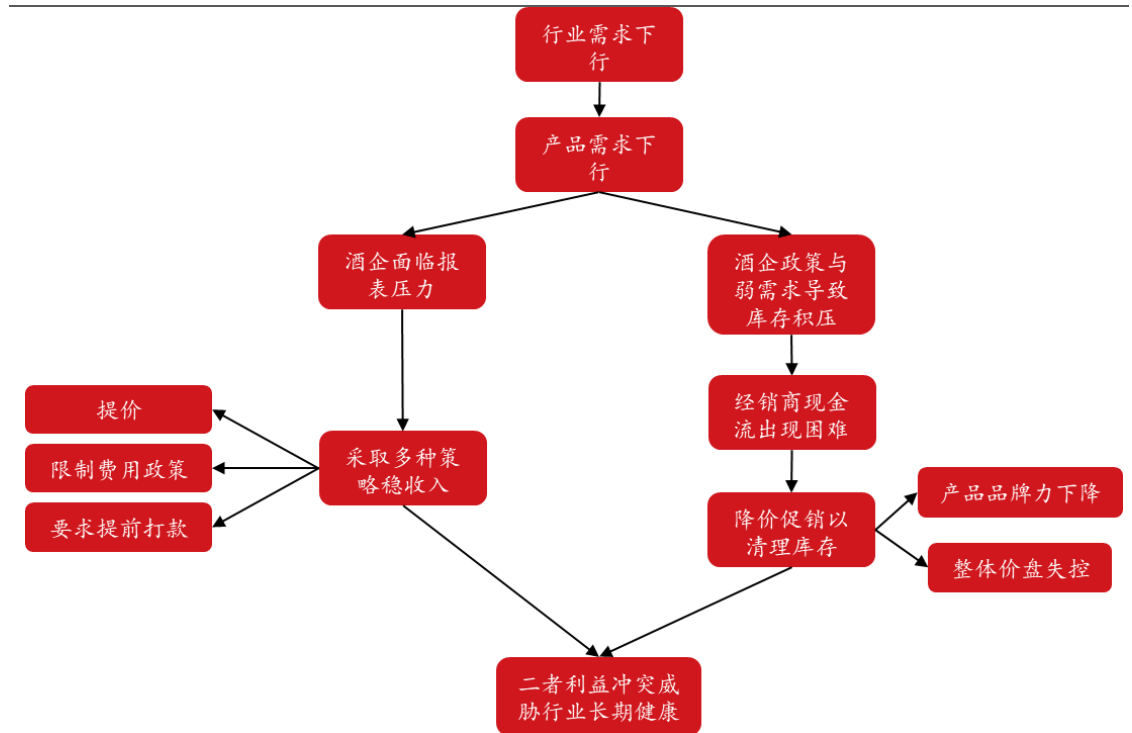
图10. 消费者次高端白酒选择偏好



资料来源：2023 年中国白酒消费白皮书，国投证券研究中心

酒企与经销商利益冲突，激发价盘与库存困境。在当前消费整体萎靡的大环境下，上市酒企面对业绩压力，采取了多种策略保增长，包括提价、费用政策改革以及抢夺回款等。这些做法虽然短期内有助于企业实现收入增长，但同时也具有一定副作用。库存积压到一定程度后如果经销商出现现金流困难，他们不得不通过降价促销的方式来清理库存，砸盘行为不仅损害了品牌形象，还可能引起市场上白酒价格的普遍下跌，造成整体价盘的失控。价格的不稳定最终会导致酒企失去对产品价格的掌控力，影响其市场定位和利润率。酒企和经销商之间的博弈导致了双方可能存在一定的利益冲突，威胁酒企的长期健康和市场竞争力。

图11. 酒企与经销商存在一定利益冲突

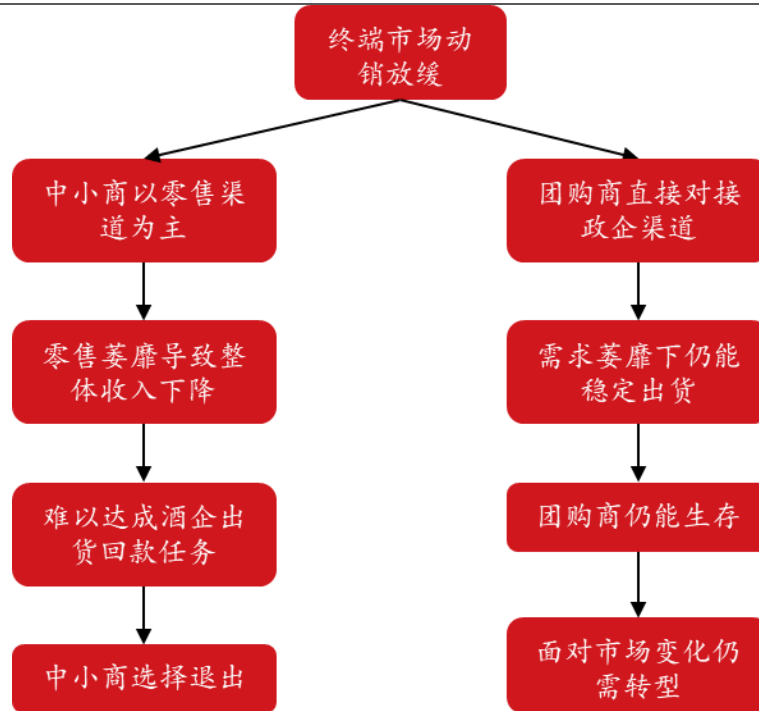


资料来源：国投证券研究中心

2.2. 展望 1：经销商——退出或转型

中小经销商逐步退出，团购型经销商仍需转型。在当前白酒市场动销增长放缓的情况下，经销商面临的挑战愈发严峻，特别是面向零售市场的中小型经销商。中小经销商通常缺乏稳定的出货渠道，在消费需求整体下降的环境中，难以满足酒企设定的打款指标和出货任务。随着市场压力的增加，这些经销商可能会逐步退出。中小经销商的业务模式更容易受到宏观经济环境的影响。与此相对，拥有稳定团购资源的经销商，可能在市场下行期间仍然能保持较稳定的客源和销售额。团购资源为经销商提供一定的缓冲，减少市场波动对业务影响。然而，团购资源丰富的经销商在当前的经济和市场环境下仍面临转型升级的需求。随着市场环境的变化和消费者偏好的演进，仅依赖传统的团购销售模式不足以保证长期的竞争优势。此类经销商需要探索如何利用现有资源进一步多元化其业务模式以适应不断变化的市场需求和增强自身的市场地位。

图12. 动销放缓背景下对不同经销商的影响

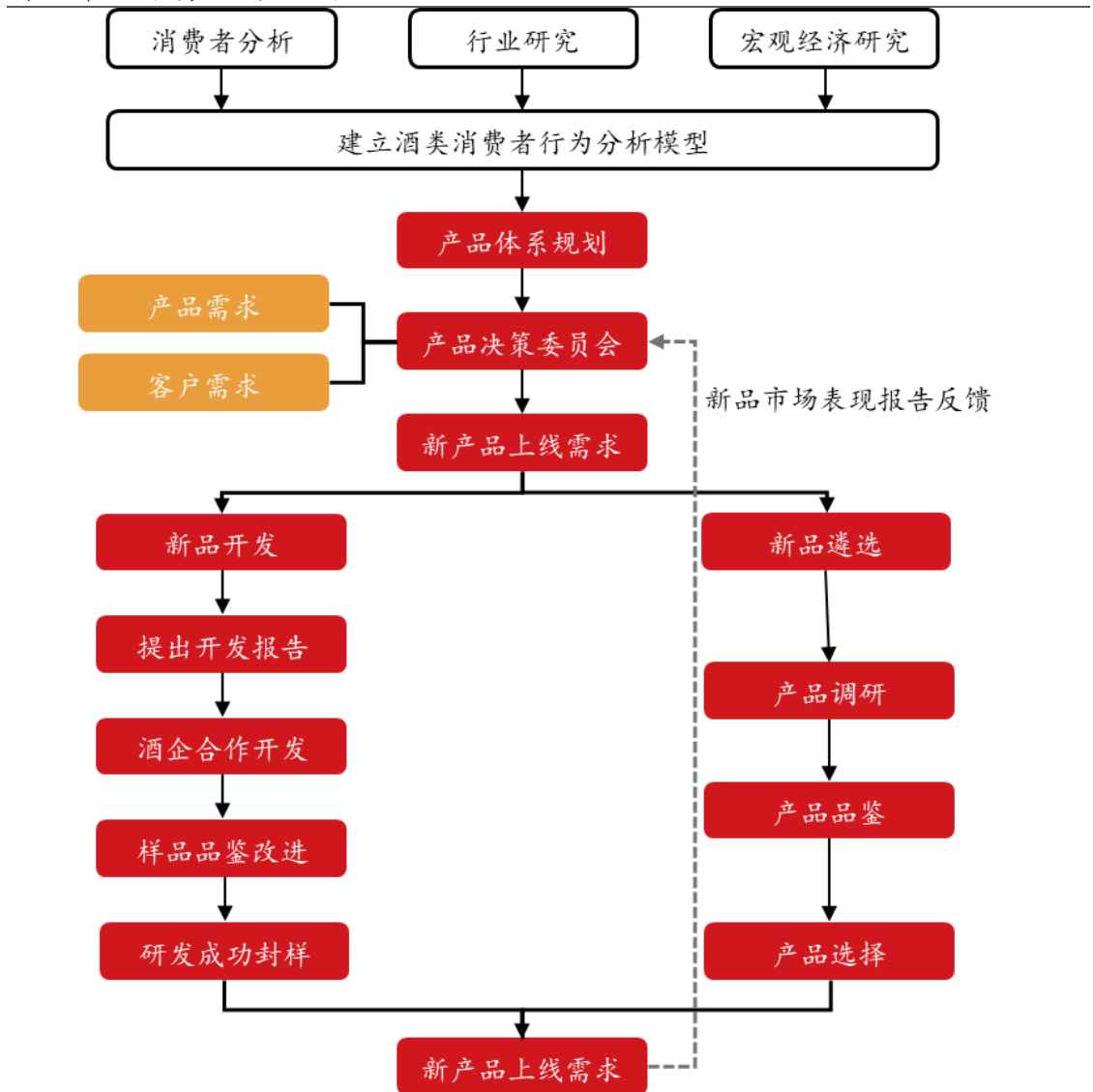


资料来源：国投证券研究中心

聚焦强流通品牌，做流量型经销商。在弱需求背景下，强品牌力酒企由于其牢固的市场地位和广泛的消费者基础，相比于品牌力较弱的酒企显示出更强的抗衰老能力。此类酒企通常拥有更强的营销能力、更稳定的消费者忠诚度以及更广泛的分销网络，使其能够在市场低迷时期仍保持较好的表现。随着各大名酒开展渠道下沉，小型白酒品牌和地方酒企面临着越来越大的压力，名酒的扩展不仅占据了更多的市场份额，也直接挤压了小品牌的生存空间，大品牌的流通性和认知度高，消费者和经销商更倾向于选择这些被广泛认可的产品，加剧了小品牌的困境。对于经销商来说，选择流通性强的大品牌意味着较低的经营风险和更高的周转水平。同时押注此类品牌往往不会产生动销不顺、库存积压的风险。面对不断增长的市场竞争和消费者需求的不确定性，经销商更倾向于拥抱有能力实现稳动销和高流通的大品牌。

1) 大型经销商依靠平台扶持品牌。大型经销商如华致酒行、百川、正元名品等，通过成立专门的团队、开发专属平台和整合资源，实现对品牌的有效扶持。这类经销商具备强大的市场影响力和资源整合能力，能够在市场上推广多个品牌，通过成熟的销售策略和广泛的分销网络，有效提升被扶持品牌的市场占有率。

图13. 华致酒行产品开发流程



资料来源：华致酒行招股书，国投证券研究中心

2) 中型经销商以团购能力破局。中型经销商通常转型为具有团购能力的经销商，专注于特有人圈层营销来推广中小品牌。此类经销商在帮助区域白酒品牌或新兴品牌扩大市场影响力方面尤为关键，因为中型经销商能够通过特定的市场策略针对特定的消费者群体，从而为这些品牌创造独特的市场定位和消费场景。

2.3. 展望 2：对行业的影响，加速行业集中度的集中

行业加速出清，集中度将快速提升。当经销商表现出明显的品牌选择偏好时，整个白酒行业都会对这种偏好作出响应，反过来影响整个市场的格局。在中小型经销商逐步退出市场的背景下，与这些经销商紧密相关的地方小型白酒品牌或在消费者市场中逐步消失，此类小品牌往往依赖于经销商来达成其市场覆盖和销售目标，而当经销商因市场压力退出时，相应的品牌也会失去其主要的销售渠道。基于此背景下未来白酒市场的行业集中度或将进一步提升。随着市场结构的变化，这类中小型经销商可能会寻找新的商业模式，比如经销商可能会转变其业务焦点，从白酒销售转向基酒供应商，为其他酒企或品牌提供生产原料。

招商策略亟待更新，由全面扩张转为重点突破。当前烟酒店数量仍然维持在相对较高水平，渠道扩张仍有基础。但对于酒企而言，单独依赖品牌实现招商的时代已经过去。未来，酒企

需要更加注重提升自身品牌的知名度和吸引力、增强产品的流通性以及提升渠道的效率来实现增长。此外，招商的形式也应聚焦于具体的重点客群和市场。

图14. 全国烟酒店存量注册企业（万家）

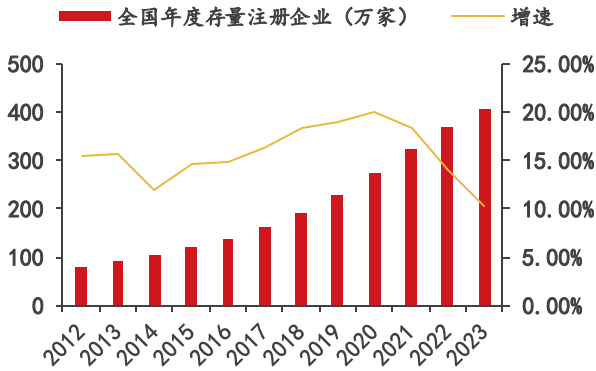
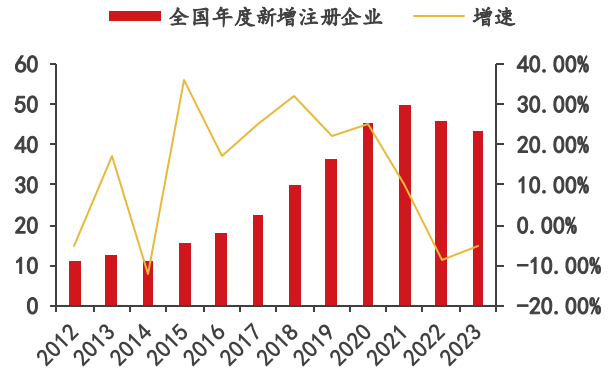


图15. 全国烟酒店新增注册企业（万家）



资料来源：企查查，国投证券研究中心

资料来源：企查查，国投证券研究中心

争取转型成功中大型经销商或将成为突围关键。随着市场竞争的加剧和中小型经销商的逐步退出，酒企对于中大型经销商的依赖日益增强。与这些转型后的中大商建立合作关系是酒企必要的战略选择。中大型经销商由于其规模和经营能力，市场渗透率和客户覆盖广度远超小型经销商，意味着酒企通过与这些经销商合作，可以更快地扩大市场份额，增强品牌的市场占有率。通过与中大型经销商合作联手，酒企不仅能够确保产品的广泛分销，还能利用经销商的市场经验和客户洞察来优化自身的市场策略和产品定位。因此，对于名酒酒企，成功拥抱并利用转型后的中大商的资源和能力，将是决定其在存量市场中能否占领优势地位和实现品牌替代的关键。

3. 渠道大变局危机并存，紧抓经销商痛点转型方能胜出

3.1. 消费者更趋理性，产品组合或强于单品逻辑

当前的白酒行业环境比较复杂，消费者由于各种原因越来越趋向于理性消费，其选择更具有针对性，同时不同区域之间消费者偏好差异显著。这都导致渠道压力进一步加大，因此对厂商来说，需要细分每个产品的消费场景以及不同市场的人物画像，以此推出不同的产品使得在品牌形象与销量上升的同时，帮助缓解经销商的负担。具体来看，厂商需要有走量的产品来帮助经销商生存，同时也要有树立品牌形象的产品为未来品牌延伸打下基础。所以，就目前的市场环境来看，**产品组合要强于单品逻辑，产品线丰富的品牌能够帮助经销商缓解生存压力。**

表3：部分产品线丰富的名酒价格带情况

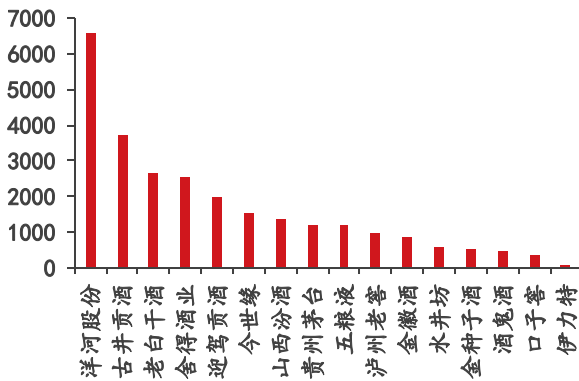
价格带	洋河股份	今世缘	古井贡酒	迎驾贡酒	老白干
千元价格带 800-1500元	梦之蓝 M9	国缘 V9、V6	古 26	生态洞藏大师版	甲等 30、1915
超次高端 600-800元	梦 6+、贵 15	国缘 V3、今世缘 D30	古 20	洞 20、生态洞藏工匠版	甲等 20、古法 30
次高端 300-600元	梦 6、梦 3 水晶版、天之蓝	四开、K5、K3、今世缘典藏 20	古 16	洞 16	古法 20、甲等 15
中档酒 100-300元	海之蓝、贵 5	对开、单开、淡雅、柔雅	古 5、古 7、古 8	洞 6、洞 9	臻品 10、古法酿造 A9、十八酒坊 10
低档酒 100元以下	洋河大曲、珍宝坊	今世缘典藏 5 喜庆家 A3	窖龄、年份原浆献礼版	迎驾银星、迎驾金星	十八酒坊蓝钻 V6、青花手酿

资料来源：各公司官网，国投证券研究中心

3.2. 市场竞争精细化，人员储备是关键

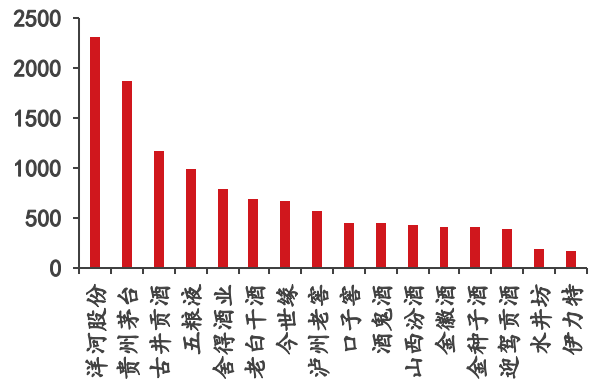
目前行业竞争激烈，厂商需要对市场保持高度的敏感性，才能快速捕捉市场变化与机会。除此之外，厂商还需要做到充分的培训，维护渠道与厂商之间的高度关联性，加强市场秩序管理以应对变化或抓住机会，而这些活动的开展都需要大量的人员来进行。这一情况背后的逻辑是白酒行业目前市场处于较为饱和的状态，因此厂商彼此之间需要争夺市场，而争夺市场则需要充足的人员。因此，人员配置充足的厂商可以更好地适应目前渠道的变化。

图16. 各酒企销售人员数量



资料来源：各公司年报，国投证券研究中心

图17. 各酒企管理（行政）人员数量



资料来源：各公司年报，国投证券研究中心

3.3. 厂商关系维护愈发重要，重视渠道联系与管理

当下市场环境中，渠道压货行为面临的阻力越来越大，目前经销商和终端在市场中愈发重要，已经是一股强大的力量。厂商需要和经销商维持良好的关系，需要更好的企业文化来帮助厂商长远发展，从经销商的利益角度维护厂商关系。

今年呈现出明显的终端和经销商积极性不足的情况，归根到底是动销不畅、信心不足，而红包等政策现在也很难发挥效果反而对价盘产生影响。此时帮助渠道分销、终端动销是行业竞争关键，我们认为相较于各种费用，不如增加更多专业销售人员强化经销商队伍进而实现销售，对经销商帮助更大，或许厂商“1+1”模式进一步推进会更有效。

表4: 部分酒企经销商策略

酒企	经销商策略
今世缘	公司以营销中心标准化管理为抓手，强化商家绩效管理，促进机制化落实；帮助客户建立一支满足厂商协作和业务发展需要的团队，建立专业常态、分层分类、实践实效的学习、培训和持续改进机制，提升厂商业务团队作战能力；在分级管理基础上，通过与物流补贴、人员组织配置、移动营销奖励、渠道建设投入挂钩，引导支持经销商壮大升级。
金种子酒	公司着力培养大商强商，对经销商实行嵌入式管理，厂商共建市场，对经销商采取扶优扶强的管理措施，保障经销商利益。对核心经销商进行分级管理，评选金种子酒业星级经销商、年度贡献经销商等，给予获奖经销商激励和荣誉权益等，围绕星级经销商开展名酒游学、总经理面对面、操盘手/酒二代培训班等赋能活动，有效提振核心经销商信心。
舍得酒业	公司建设渠道管理团队服务于终端，提高终端服务水平和促销执行水平，对经销商进行嵌入式管理，持续推行“厂商1+1”一体化运作。2023年，公司进一步巩固了与经销商的合作关系，贯彻老酒“3+6+4”策略，按照“品牌提质、产品提价、销售增量”的指导思想，与经销商建立“共商”“共建”“共享”的命运共同体和长期、稳定的合作伙伴关系，得到了经销商的积极响应。

资料来源：公司年报，国投证券研究中心

图18. 近 5 年各酒企经销商净增长数

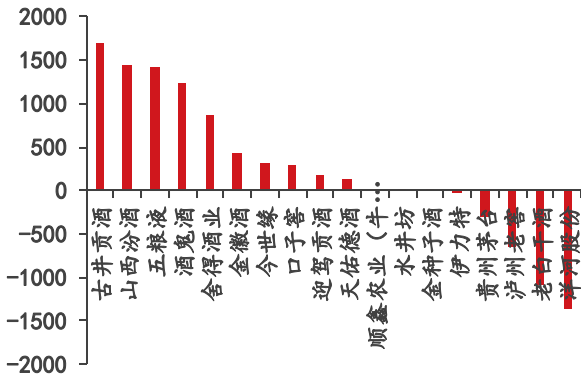
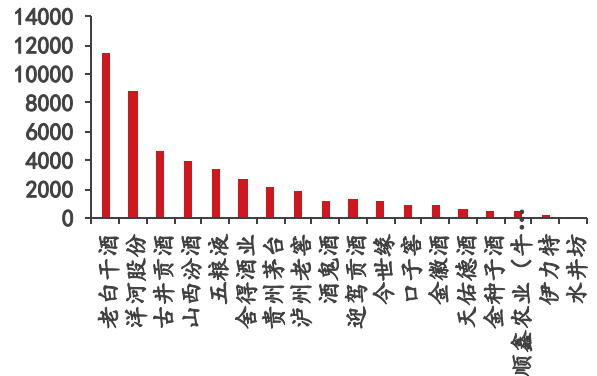


图19. 2023 年各酒企经销商数量



资料来源：各公司年报，微酒公众号，国投证券研究中心

资料来源：各公司年报，微酒公众号，国投证券研究中心

4. 投资建议

在当前需求端增长降速的背景下，酒企成长难以依赖行业整体扩容，更考验酒企自身运营能力及重点布局区域的成长空间。重点在“有集中度提升空间、有集中度提升能力”的方向寻找标的。重点推荐今世缘、古井贡酒、山西汾酒、老白干酒等，推荐五粮液、泸州老窖、贵州茅台，关注迎驾贡酒、金徽酒、伊力特。

5. 风险提示

宏观经济下行风险、消费税改革风险、食品安全风险

目 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034