

食品饮料

酒类流通行业专题：空间广阔，潜力充足

投资要点：

我国酒类流通行业市场大、集中度低，议价权更多掌握在品牌手里，市场对其重视度相对较低。我们认为，产业链上下游景气度一脉相连，流通端议价能力变化的背后是行业内在驱动逻辑的变化。目前生产端主流品类的格局已相对固化，但流通行业成熟度低，龙头发展上限高，未来随着时代需求变化，新机也在持续蕴育中。对标海外，虽然我国没有海外的政策体系和政府作为深度玩家在身份上的加持，预计中短期市场还是碎片化，但长期来看渠道空间广阔，新模式新玩家潜力不可忽视。

➤ 酒类产业链分生产和流通两端，万亿流通市场广阔

目前我国酒类产业链中，生产端和流通端规模均超万亿，其中白酒在生产端和流通端占比分别为70%和65%，均为占比最大的品类，规模均在7000亿元以上，市场巨大。从历史复盘来看，产业链上下游景气度一脉相连，2017年开始，随着白酒行业进入量降价增的存量竞争时代，白酒生产和流通端增长均有放缓，从之前的双位数增长下滑，2017-2020年白酒流通市场/规上酿酒企业收入CAGR分别为3%/1%。

➤ 流通行业经过五个阶段的发展，目前在产业链中相对弱势

从计划经济阶段至今，从国营糖酒到目前C端置顶、渠道多元，我国酒类流通行业一共经历了五个阶段。在不同阶段，流通端相对生产端的地位变化的背后是行业内在驱动逻辑的变化。目前在渠道价值链条上呈现“大生产、中流通、小服务”的状态。

➤ 流通行业高度碎片化，与海外成熟市场差异巨大

目前我国酒类流通行业进入稳态发展、存量竞争阶段，2012年后每年行业的新增玩家持续下降，现有龙头CR5占比小个位数，龙头集中度近年来虽在缓慢提升，但行业整体碎片化程度依然非常高。对标海外，美国酒类流通市场经过多年发展，目前酒类流通批发龙头CR4为75%，与我国差距巨大，也说明我国流通龙头企业发展的上限更高。

➤ 对标海外：为什么北美酒类流通行业集中度高？

政策体系和玩家身份是决定酒类流通市场格局的核心因素。美国对酒行业监管严格，且不同于我国生产端龙头以国企为主，北美等政府深度参与了流通端。例如在美国17个管制州和加拿大安大略省，州政府直控的企业垄断了州内酒类的批发市场，政策门槛导致酒类流通市场无法充分竞争。此外，美国的“三级分销体系”导致产业链里的公司只能在生产、批发和零售环节扮演单一角色，企业发展只能横向扩张，不能纵向打通产业链。

不管政府深度参与了生产端还是流通端，1) 对标加拿大LCBO和贵州茅台，酒类作为诞生现金奶牛的行业，企业以分红、税的方式向各级政府输送盈利的能力都很强；2) 各国政府在酒产业链中，都是在生产和流通两端中选择了把握一端、放手一端，具体选择哪端受国情和酒业发展历史背景影响，而这一站位也直接影响了该国酒类生产和流通两端的行业竞争格局和产业链地位。

➤ 对标海外：美国酒类流通行业集中度是怎么进一步提升的？

美国批发商的扩张路径和我国啤酒等行业在内的很多行业相似，均是通过早期填补空白区域满足消费需求，后随着行业集中度提升开始横向收并购，逐渐奠定龙头地位，最终形成了龙头之间在区域上各有优势市场、互补的格局。

➤ 对标海外：龙头持续创新和新兴玩家的加入，成熟行业持续蕴育新机

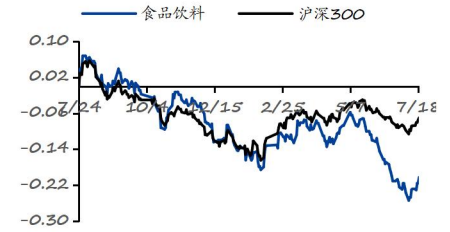
得益于行业体制、政策利好和行业的多年发展，美国批发龙头地位已非常稳固，但创新和自我革命还在持续。此外，美国还有聚焦于满足更加细化、个性化需求的玩家，满足市场更细化和多元的需求，发展成熟的行业持续蕴育新机。

➤ 风险提示

禁酒令等文件出台、经济修复不及预期风险等

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师：张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

联系人：李妍冰(S0210123060028)

lyb30131@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、底部反弹可持续，价值洼地蕴新机——2024.07.21
- 2、茶饮专题：供应链建设正当时，深度赋能企业发展——2024.07.15
- 3、周观点：业绩预告集中披露，个股机会逐级显现——2024.07.14



正文目录

| | |
|--|----|
| 1 酒业产业链分为生产和流通两端，万亿流通市场广阔 | 3 |
| 2 酒类流通行业持续变革，产业链各环节地位随时代变化 | 4 |
| 3 我国酒类流通行业市场格局分散，行业集中度缓慢提升 | 8 |
| 3.1 对标海外：为什么美国酒类流通行业集中度高？ | 10 |
| 3.2 对标海外：海外政府深度参与酒类流通端，获利能力如何？ | 11 |
| 3.3 对标海外：美国酒类流通行业集中度是怎么进一步提升的？ | 13 |
| 3.4 对标海外：龙头持续创新和新兴玩家的加入，成熟行业持续蕴育新机 | 14 |
| 4 风险提示 | 16 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 白酒万亿市场，生产流通分两端 | 3 |
| 图表 2: 我国酒类流通行业市场规模（万亿元） | 3 |
| 图表 3: 我国酿酒行业营收及利润增速（亿元） | 3 |
| 图表 4: 2023 年，白酒占我国酿酒行业的 70%左右 | 4 |
| 图表 5: 2020 年白酒占我国酒类流通行业 65%左右 | 4 |
| 图表 6: 23 年规模以上白酒企业实现收入 7563 亿元 | 4 |
| 图表 7: 2020 年我国白酒流通市场规模约 7741 亿元 | 4 |
| 图表 8: 我国酒类流通渠道经历了五个发展阶段 | 5 |
| 图表 9: 我国酒类流通行业各个阶段 | 6 |
| 图表 10: 我国药店/酒店/便利店/酒类连锁 2024 年连锁化率对比 | 7 |
| 图表 11: 酒类连锁品牌成立年限 | 8 |
| 图表 12: 我国酒类流通行业新增企业数量 | 8 |
| 图表 13: 流通行业龙一华致酒行市场份额持续提升 | 9 |
| 图表 14: 2020 年我国酒类流通行业龙头市占率 | 9 |
| 图表 15: 中美两国酒类流通 CR4 对比 | 9 |
| 图表 16: 美国酒类流通龙头 CR4 市场份额 | 9 |
| 图表 17: 美国前五大酒类批发商销售收入（百万美元） | 10 |
| 图表 18: 美国三级分销体系 | 10 |
| 图表 19: 管制州由州政府直控企业垄断批发市场 | 11 |
| 图表 20: 美国联邦层面酒类监管机构 | 11 |
| 图表 21: LCBO 门店及内部环境图 | 12 |
| 图表 22: 截至 23 年 LCBO 在省内 685 家门店 | 12 |
| 图表 23: 贵州茅台 2023 年实控人分红和税金（亿元） | 12 |
| 图表 24: LCBO23 年合计支付各级政府 37.2 亿加币 | 12 |
| 图表 25: 南方格雷泽 1943-2013 年市场扩张复盘 | 13 |
| 图表 26: 南方格雷泽合并前后营收变化（百万美元） | 13 |
| 图表 27: 美国前四大酒类批发商在过去的发展中均经历了多次收并购 | 14 |
| 图表 28: 美国葡萄酒批发商大量合并，但上游酒厂数量持续增长 | 15 |
| 图表 29: 美国酒类分销商经验的品类更加丰富 | 15 |
| 图表 30: 生产端小酒企逐渐获得了更高的份额 | 15 |
| 图表 31: 美国生产与分销行业人均薪资变化 | 15 |
| 图表 32: Priority Wine Pass 远程品鉴服务流程 | 16 |
| 图表 33: Priority Wine Pass 产区游行程单样本 | 16 |

1 酒业产业链分为生产和流通两端，万亿流通市场广阔

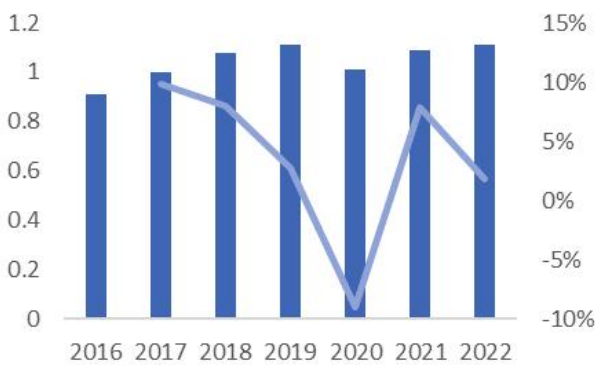
从产业链角度看，酒类产业链可分为酒类生产端和酒类流通端。生产端，2023年全国酿酒行业累计完成产品销售收入10802.6亿元，实现利润总额2628.2亿元。2016-2023年，我国酿酒行业销售收入整体呈现先降后增的趋势，但利润持续保持增长，2016-2023年行业收入/利润CAGR分别为1%/13%。**流通端**，2016-2022年我国酒类流通行业市场规模稳中微增，2020年受疫情影响市场规模有所下降，截至2022年我国酒类流通行业市场规模超过1.1万亿元，已恢复疫情前水平。

图表1：白酒万亿市场，生产流通分两端



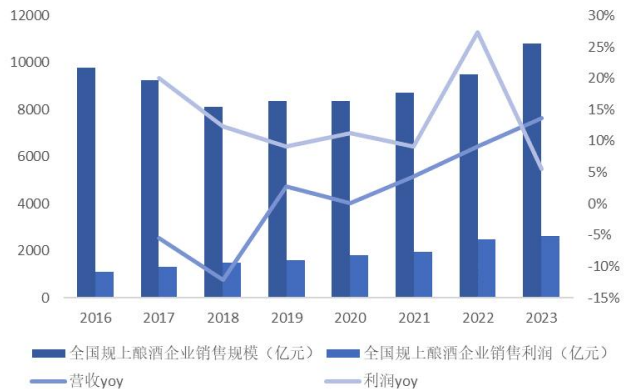
来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

图表2：我国酒类流通行业市场规模（万亿元）



来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

图表3：我国酿酒行业营收及利润增速（亿元）

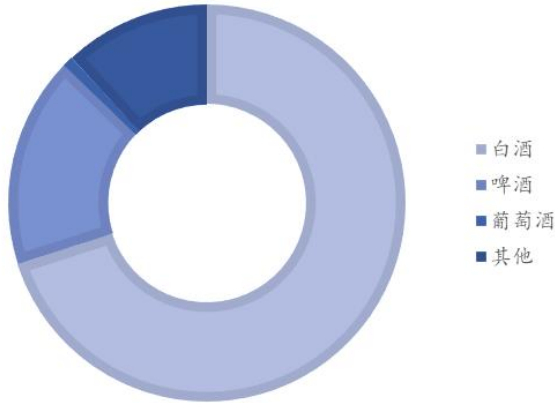


来源：国家统计局，酒业协会，酒业内参，葡萄酒网，酒业家，华福证券研究所

从结构上看，白酒在生产和流通端占比分别为70%和65%，均为占比最大的品类。生产端，根据中国酒业协会行业统计，2023年中国酿酒行业产品销售收入达到10,802.6亿元，同比增长约9.3%。其中白酒和啤酒占据市场主导地位，2023年占比分别为70.0%和17.3%，啤酒为产量最高的酒类产品，但因为单价较便宜，市场规模小于白酒。**流通端**，2020年白酒约占我国酒类流通市场整体份额的65%。

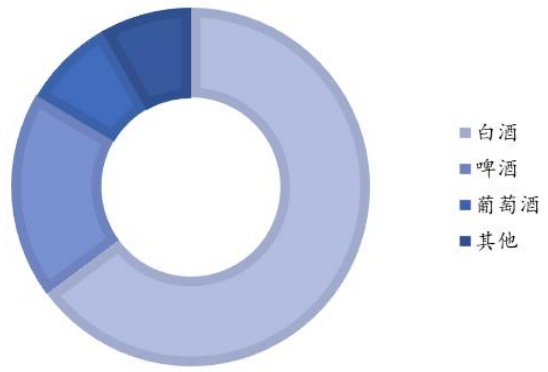


图表 4: 2023 年, 白酒占我国酿酒行业的 70%左右



来源: 酒业家, 华福证券研究所

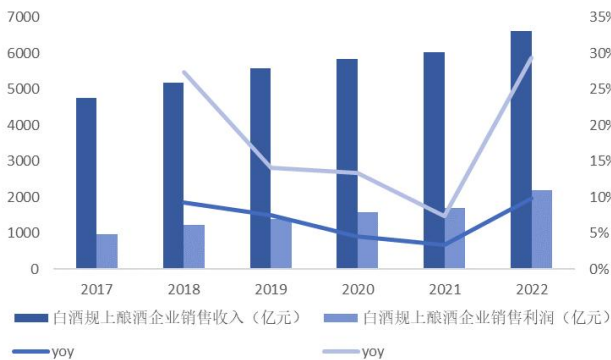
图表 5: 2020 年白酒占我国酒类流通行业 65%左右



来源: 前瞻产业研究院, 华福证券研究所

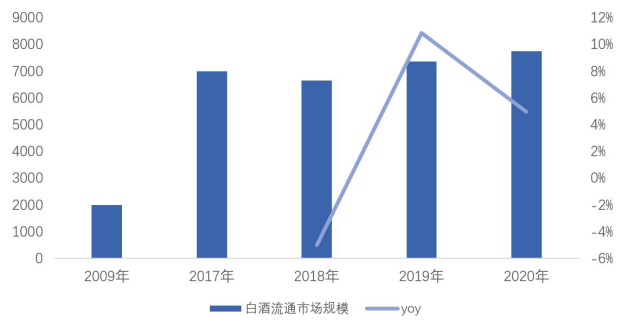
白酒生产流通两端市场各 7000 亿+, 酒业产业链上下游景气度一脉相连。生产端, 2023 年我国白酒行业销售规模约为 7563 亿元, 利润总额 2328 亿元; 流通端, 我国酒类万亿流通行业中, 2020 年白酒流通市场规模约 7741 亿元, 生产流通两端市场在体量上都很大。从历史表现来看, 2009-2017 年, 我国白酒流通市场规模 CAGR 约 17%, 同期我国白酒规上酿酒企业销售收入/利润 CAGR 分别为 14%/19%。2017 年开始, 随着白酒行业进入量降价增的存量竞争时代, 酒业产业链上下游景气度一脉相连, 白酒生产和流通端增长均有所放缓, 2017-2020 年白酒流通市场规模 CAGR 约 3%左右, 同期我国白酒规上酿酒企业销售收入 CAGR 为 5%。

图表 6: 23 年规模以上白酒企业实现收入 7563 亿元



来源: 头豹, 华福证券研究所

图表 7: 2020 年我国白酒流通市场规模约 7741 亿元



来源: 前瞻产业研究院, 华福证券研究所

2 酒类流通行业持续变革, 产业链各环节地位随时代变化

复盘来看, 我国酒类流通行业整体来说经历了五个阶段。在不同阶段中, 流通端相对生产端的地位变化的背后是行业内驱动逻辑的变化。



图表 8: 我国酒类流通渠道经历了五个发展阶段

| 发展阶段 | 时期 | 发展特点 |
|------|-------------|---|
| 第一阶段 | 1990 年之前 | 酒类产品计划供应，销售终端形式单一，以阶梯式的各级糖酒公司为酒类产品的主流分销道 |
| 第二阶段 | 1990-2005 年 | 酒类产品从计划供应向市场配置转变，酒类产品流通效率显著提升，经销商逐步占据主导地位 |
| 第三阶段 | 2005-2012 年 | 酒类流通渠道逐步扁平化，并呈现出多元化、专业化、规模化和品牌化的特征 |
| 第四阶段 | 2013-2019 年 | 新型流通渠道兴起，连锁品牌进入快速发展阶段，营销服务成为重点 |
| 第五阶段 | 2020 年之后 | 名优酒发展迅速，渠道端连锁品牌整合趋势明显 |

来源：华致酒行招股书，华福证券研究所

第一阶段为 1988 年之前的国营糖酒阶段。彼时销售权归各级国营糖酒公司所有，再逐级往下调拨发，销售终端形式单一，主要是餐饮终端和零售小店，以及部分百货商场。该模式销售层级多、渠道封闭，每级批发价之间及批发价到零售价之间都有明确规定的中间价格差，且酒类产品只能在规定的渠道内流通，销售紧缺的局面和计划经济体制使得厂家缺乏市场运作和渠道布局的积极性和主动权，行业发展处于早期阶段。

第二阶段为 20 世纪 90 年代至 2004 年左右，经销商占据主导地位。1988 年价格管制放开后，计划经济向市场经济转轨，酒类品种不断丰富，大量个体和民营经济进入流通市场，国有糖烟酒公司主导地位逐步被各酒类经销商所代替，酒类产品的流通效率显著提升，酒类产品从计划供应向市场配置转变，酒类产品流通效率显著提升。大经销模式在厂商拓展市场初期，能够以小的资源代价，快速占领市场，经销商开始逐步占据主导地位。

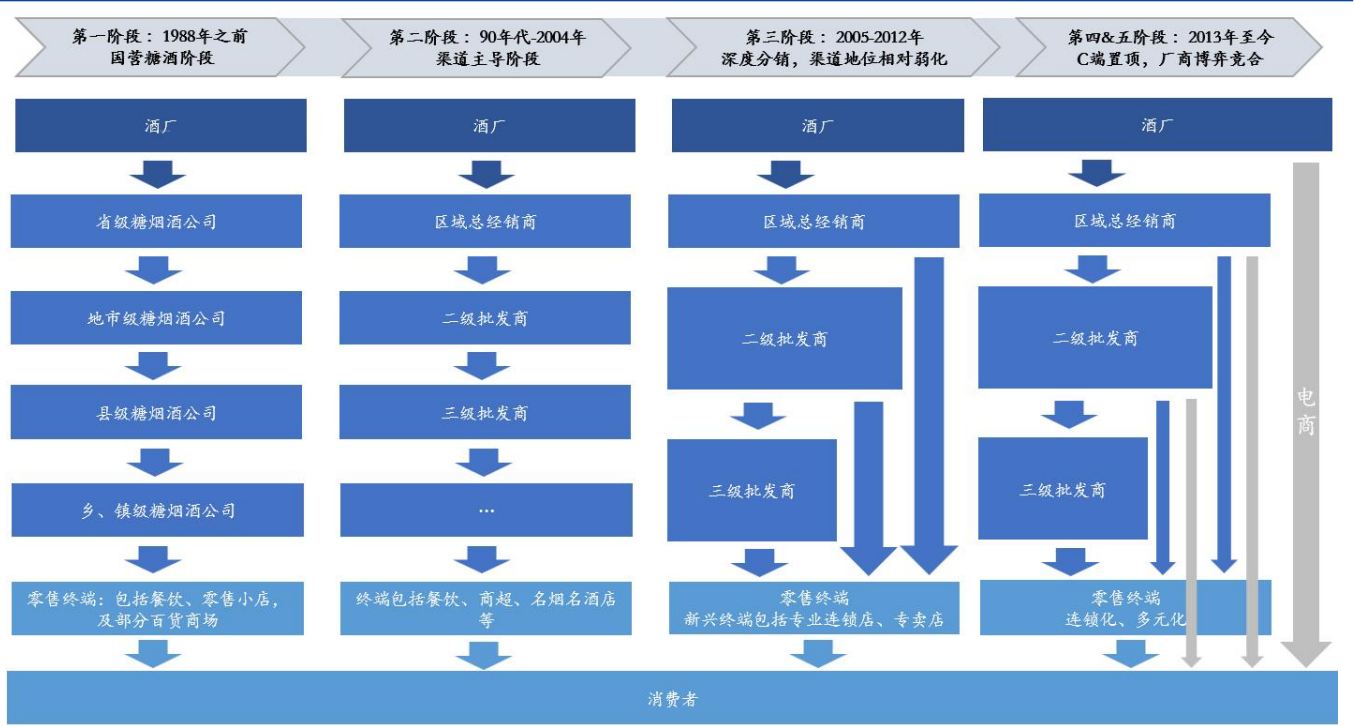
这一时期，各大酒厂纷纷将市场按照地域划分，在一定范围内设立总经销商，由总经销商发展二级、三级批发商，厂家仅管理总经销这一级别。但是，在流通效率提升的同时，经销商在规范经营、市场秩序等方面的问题逐渐显现，总经销模式培养的一批超级经销商凭借强大的分销网络获得了与厂家谈判的实力，酒类生产商越来越难以控制产品的货物流向及产品品质，流通环节的假酒层出不穷，并出现了诸如“山西朔州假酒案”等恶性事件。

第三阶段为 2005-2012 年左右，深度分销制胜，流通渠道逐步扁平化，渠道地位减弱。该阶段内，我国酒类行业量价齐升，其中白酒全国产量从不到 200 万千升增长至 1000 万千升以上；价格端，茅台零售价从 200 元升至 2000 元/瓶。随着消费者需求和终端形式更加多样化，在加快产品流通、降低流通成本及控制产品品质的市场化趋势下，生产厂商和酒类经销商的营销重心逐渐转移，销售终端的重要性愈加彰显。

在此背景下，一方面酒类销售渠道逐步扁平化，销售层级越来越少，部分实力雄厚的批发商甚至转型成为零售商，酒类流通行业呈现出终端多元化、服务专业化、经营规模化和渠道品牌化的特征；另一方面，由于经销商难以做到多渠道运营，而强势龙头厂家通过集中资源投放等形式加强对终端的控制，加强了渠道掌控权，例如洋河的深度分销体系在本阶段脱颖而出。

第四阶段为 2013-2019 年，新型渠道兴起，厂商博弈竞合，营销服务成为重点。随着占比较大的白酒、啤酒行业转变至存量市场竞争，便捷性、个性化、品牌化等消费需求促使商超、专卖店、批发、定制等销售模式进一步深化，且在互联网普及和购买群体年轻化的影响下，酒类销售电商平台开始兴起，成为了传统销售渠道的重要补充。酒类电商通过低成本的虚拟货架提供丰富的产品品种展示，满足了消费者多样化选择的需求，又通过削减销售层级，压缩渠道费用，让利给消费者。这一优势既吸引了部分酒类生产企业的加入，又催生出新的运营模式。目前，酒类电商的运营模式主要有两类，一种是由生产企业自建平台进行线上销售，即“生产企业+电商”模式，另一种则是销售企业转型成为酒类垂直电商平台。在渠道更加多元复合的背景下，厂和商均无法单独垄断整个渠道，协作更加重要。

图表 9: 我国酒类流通行业各个阶段



来源：华致酒行招股书，华福证券研究所（灰色代表线上电商）

第五阶段为 2020 年之后，国内经济环境变化叠加消费观念转变，以推动消费者动销为核心的 C 端化营销体系是此阶段的重点，渠道端连锁品牌整合趋势明显。

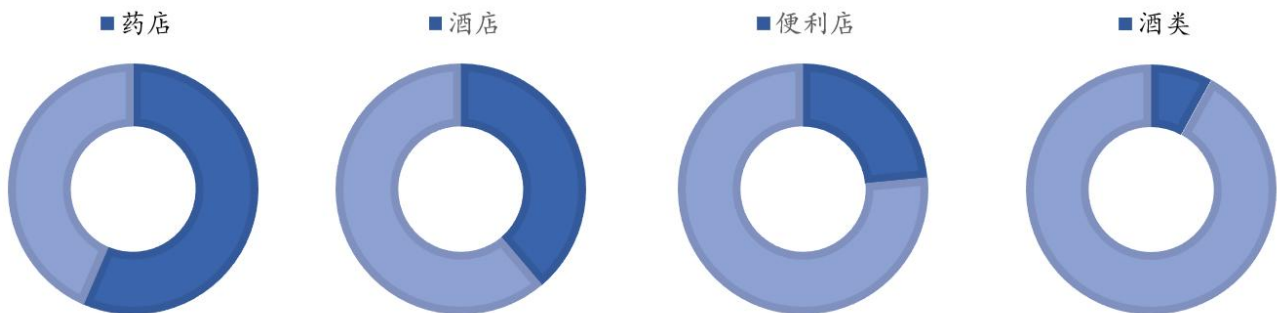
酒业流通渠道从 90 年代发展至今，目前从全产业链角度来看，我国酒类行业在渠道价值链条上呈现“大生产、中流通、小服务”的状态。目前流通端在整个行业

的价值链的位置依附于生产企业。同时，由于我国分销渠道多样、酒类流通行业批发、零售环节较多、行业起步较晚，占市场较大份额的大型龙头企业较少，导致各个环节之间利润层层分割，因此每一级批发商、零售商所占利润相对较低。

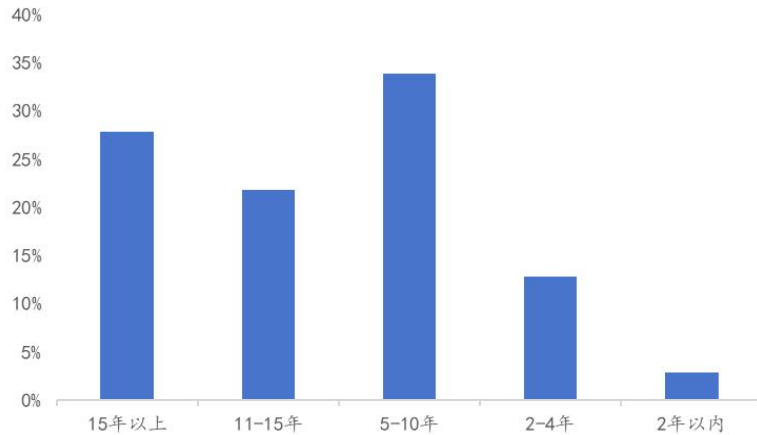
目前我国白酒企业特别是名酒企业利用自身资源稀缺的优势，在厂商关系中处于强势地位，经销商可以帮助酒企承担缓冲器的角色，成为白酒商业模式的特点。但随着加快产品流速、降低流通成本及控制产品品质的市场要求，批发分销过程中的环节不断减少，渠道效率不断提升，行业分化的同时也在越发向快消品渠道模式发展。特别是疫情以来，终端需求下降，渠道库存压力提升，在新一轮调整期内，部分经销商难以为继，叠加需求景气度较低和竞争加大加剧了酒企控盘的难度，也一定程度上削弱了部分酒企对于渠道的控制力。

渠道端，连锁品牌整合趋势明显，连锁化率提升、龙头引领行业更加成熟。截至 2023 年，全国烟酒店总数达到 905 万家，大多以单体店的形式存在。对比大消费其他行业，2024 年便利店行业/酒店行业/药店行业连锁化率分别为 23.5%/38.79%/56.5%，酒类连锁化率不足 10%，连锁化率偏低。政策端，国家已多次提出“优化行业结构”，未来“培育千亿级酒类流通企业 1 家，百亿级酒类流通企业 5 家，50 亿级酒类流通企业 10 家。酒类流通连锁化率、城市配送比例大幅提升”。根据《2024 中国酒类连锁发展报告》，目前我国约 84% 的酒类连锁品牌成立 5 年以上，其中超过 25% 的品牌已成立 15 年以上，行业先行者的连锁化进程已经开始，推动行业走向更加成熟阶段。

图表 10: 我国药店/酒店/便利店/酒类连锁 2024 年连锁化率对比



来源：2024 中国酒类连锁发展报告，华福证券研究所

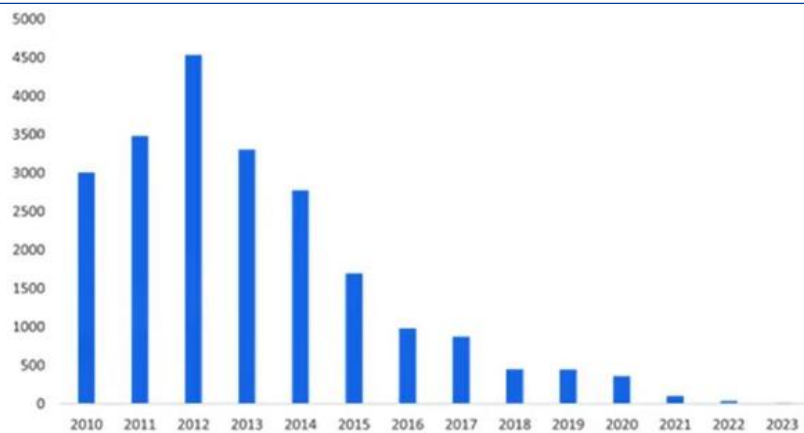

图表 11: 酒类连锁品牌成立年限


来源：2024 中国酒类连锁发展报告，华福证券研究所

3 我国酒类流通行业市场格局分散，行业集中度缓慢提升

从竞争的角度看：与生产端一样，目前酒类流通行业进入稳态发展、存量竞争阶段，新增玩家不多，行业龙头集中度持续提升。但与生产端不同的是，酒类流通行业碎片化程度较高，龙头企业发展上限更高，存在产业整合基础。

具体来看，1) 2012 年后新增玩家持续下降。从新增玩家数量来看，2012-2022 年，中国酒类流通行业新增企业数量呈指数递减，2021 年受新冠影响加速下滑后，2022 年中国酒类流通行业新增企业 40 家。新冠疫情之后，2023 年 1-6 月中国酒类流通行业新增企业 15 家，边际略有提升，但新玩家数量增长有限。

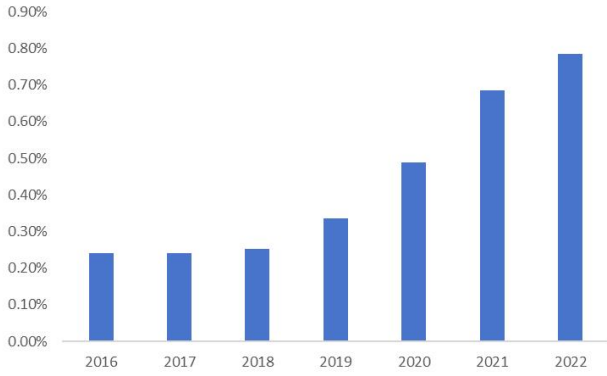
图表 12: 我国酒类流通行业新增企业数量


来源：企查查，前瞻产业研究院，华福证券研究所

2) 现有玩家集中度低，行业集中度缓慢提升。从行业现有玩家来看，目前我国流通环节龙头企业较少，连锁化率低，市场高度碎片化。2020 年流通龙头华致酒行、壹玖壹玖、酒仙网、名品世家、酒便利合计市场份额约 1.5%。近年来，酒类流通行业集中度有所提升，头部企业华致酒行和壹玖壹玖的合计市场份额从 2019 年的占比不足 1% 逐渐提升到 22 年的约 1.2%，行业集中度仍处于较低水平。

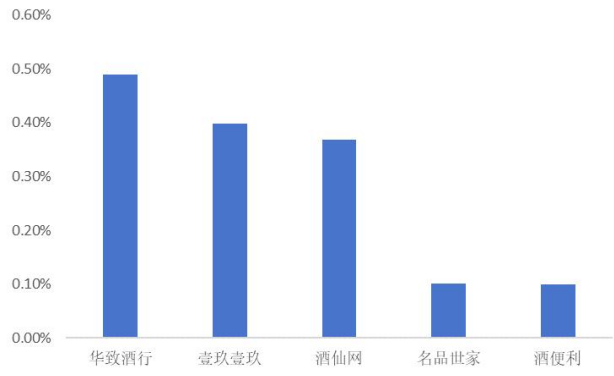


图表 13: 流通行业龙一华致酒行市场份额持续提升



来源: Wind, 前瞻产业研究院, 华福证券研究所

图表 14: 2020 年我国酒类流通行业龙头市占率



来源: Wind, 前瞻产业研究院, 公司公告, 华福证券研究所

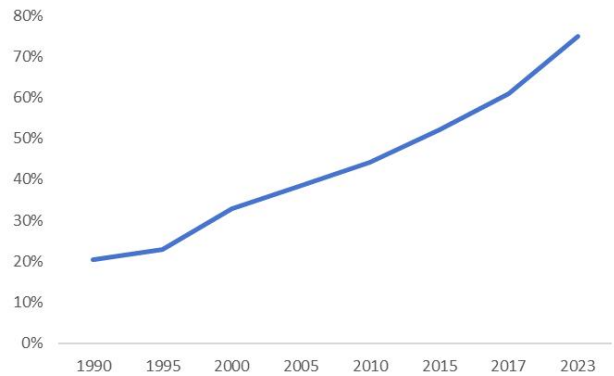
对标海外, 美国酒类流通市场经过多年发展, 市场集中度较高, 与我国差距巨大。与我国酒类流通体制相似, 美国的酒类流通链条中也包含着生产商、批发商、零售商与消费者, 同时两国市场均有规模较大、地域广泛且消费水平和习惯相差较大的市场特征。但不同的是, 美国的酒类流通行业经过百年的发展, 市场整合程度和集中度较高, 目前美国酒类流通批发龙头 CR4 为 75%, 与我国差距巨大。

图表 15: 中美两国酒类流通 CR4 对比



来源: IBIS, Wind, 前瞻产业研究院, 华福证券研究所 (美国市占率为 2024 年数据, 我国为 2020 年数据测算)

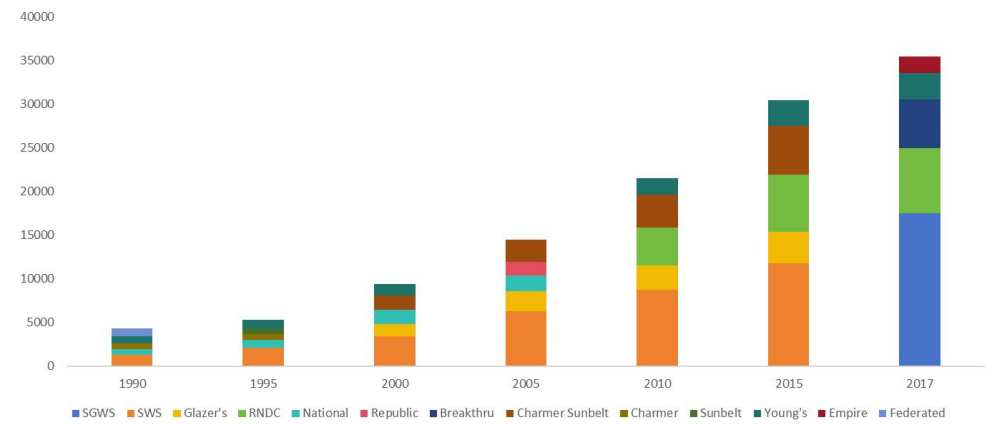
图表 16: 美国酒类流通龙头 CR4 市场份额



来源: 华致酒行招股书, IBIS, 华福证券研究所

此外, 从美国酒类流通行业发展的历程来看, 从 1990 年到 2023 年, 33 年间美国 CR4 市场份额从 20% 提升到 75%, 平均每年提升 2pct 左右。具体来看, 1990-2023 年之间, CR4 的份额在 1990-1995 年期间上升速度略慢, 平均每年提升 0.5pct; 在 2015-2017 年上升较快, 平均每年提升 4.4pct, 说明行业逐渐走向成熟后, 龙头份额提升的进程并未停缓。

图表 17: 美国前五大酒类批发商销售收入 (百万美元)



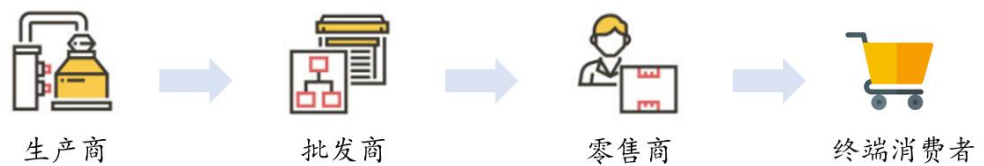
来源: 华致酒行招股书, 华福证券研究所

3.1 对标海外: 为什么美国酒类流通行业集中度高?

体系是决定酒类流通市场格局的核心因素,“三级分销体系”对美国酒类流通行业格局的塑造有较大影响。我国酒企一方面可以直营 to C, 另一方面部分酒企采取多级经销商制, 对市场分区域分级严格管控, 导致下游市场变得碎片化。目前, 我国万亿酒水市场中, 行业头部大商的规模最高为百亿元规模, 而流通端很多省级大商不过数亿元体量。此外, 我国下游的酒水零售业态纷杂, 包括烟酒夫妻店、商超、连锁卖场、名烟名酒店等, 也导致了经销商对下游缺乏控制力。

美国酒类销售采用生产商/分销商/零售商分离的“三级分销体系”, 该系统试图通过在生产商和零售商之间建立独立的中介机构, 从而在酒精的供求之间取得平衡, 防止企业采取激进的销售策略导致消费者过量消费。在该体系下, 单一公司只能扮演单一角色, 可以横向扩张, 不能纵向打通产业链。

图表 18: 美国三级分销体系



来源: 华福证券研究所

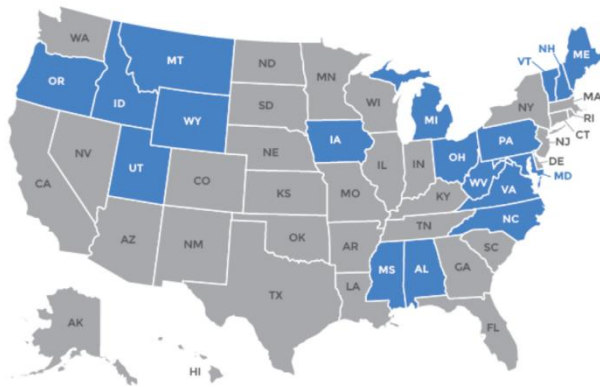
此外, 美国的酒流通批发不存在全国通用的审批制度与审批流程, 监管以州政府为主, 联邦政府与当地政府也均有参与, 整体来说监管较我国更加严格。从整体来看, 美国的州可以大体分为管制州和开发州:

管制州: 美国有 17 个州直接由州政府直控的企业垄断了州内各种酒类的批发市场, 政策门槛导致酒类流通市场无法充分竞争、形成碎片化市场。在这些州, 政府机构在批发层面控制了蒸馏酒和部分葡萄酒和啤酒的销售, 其中 13 个州在零售环节

也进行了控制，消费者只能通过政府经营的商店(Alcohol Beverage Control Board (ABC) stores)购买产品，产品的最低价格也由政府设定。

开放州：州政府不参与酒的流通，只向私营的酒流通批发企业颁发营业执照，私营企业可以根据州法律进行买卖。在这些州，私营企业需要获得的执照包括美国烟酒税贸易局（TTB）的酒类批发商许可证、销售所在州的酒类批发许可证等，如果计划进口和/或批发的酒精饮料产品，还须在联邦食品药品监督管理局注册，监管较全面和严格。

图表 19: 管制州由州政府直控企业垄断批发市场



来源：NABCA, 华福证券研究所

图表 20: 美国联邦层面酒类监管机构



来源：NABCA, 华福证券研究所

3.2 对标海外：海外政府深度参与酒类流通端，获利能力如何？

政府是流通环节的核心玩家这一情况不仅仅存在于美国，在加拿大最大的安大略省，LCBO（Liquor Control Board of Ontario，安大略省酒类管制局）作为加拿大安大略省的政府企业，负责该省的酒精饮料的分销和零售，政府垄断导致了酒类流通行业的高集中度。

LCBO 的来源：从禁酒令到政府管理，逐渐放松的酒类管制给予了 LCBO 成为寡头的机会。安大略省的禁酒令始于 1916 年，由于在禁止酒精销售和消费的期间并未能有效减少犯罪和贫困，反而导致了有组织犯罪和非法酒精生产与分销的增加，1927 年安大略省政府废除禁酒令，通过了《酒类控制法案》(Liquor Control Act)，成立了 LCBO，试图更有效地管理酒精销售。

LCBO 起初的任务主要是控制酒精饮料的销售、运输和配送，力图以更温和的方式允许负责任的个体消费酒精。随着市场的发展，LCBO 逐渐从许可证发放者转变为零售商，并于 1962 年开设了第一家零售商店。目前 LCBO 运营超 680 家零售商店和 389 家 LCBO 专卖店，以及 449 个批发商，是安大略省最大的酒精零售商，提供包括本地和国际葡萄酒、手工啤酒和高档烈酒在内的多类别产品。LCBO 销售所得的所有净收入都以年度股息的形式上交安大略省政府，用于资助当地和省内主要公共项目和服务，包括医疗保健、教育和基础设施。



图表 21: LCBO 门店及内部环境图



来源: LCBO 官网, 华福证券研究所

图表 22: 截至 23 年 LCBO 在省内 685 家门店



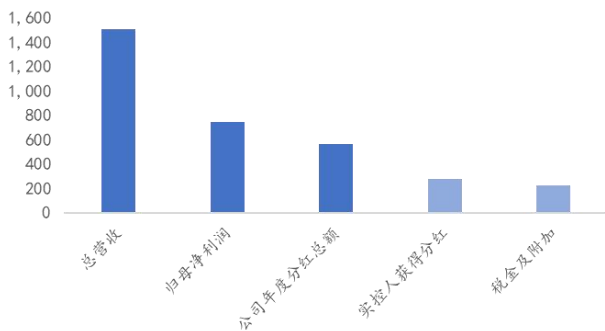
来源: LCBO 官网, 华福证券研究所

以加拿大 LCBO 为例, 政府深度参与酒类流通端的获利能力如何?

LCBO: 2023 年 LCBO 全年实现营收 74.1 亿加币, 实现净利润 24.6 亿加币。若将各级政府看作一个整体, LDBO 全年通过分红/联邦税务局统一销售税 (HST) /消费税及关税/其他分别向政府支付 25.80/6.29/4.74/0.37 亿加币, 合计支付 37.2 亿加币, 占 LCBO2023 年全年营收的 50.2%, 额度超过 LCBO 全年净利润。

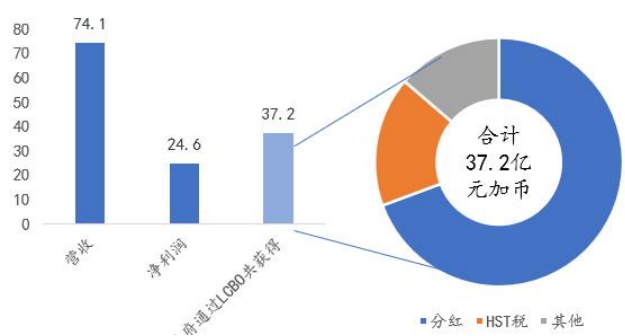
对标贵州茅台: 贵州省国资委作为公司的实际控制人, 持有茅台集团 90% 的股份, 集团持有股份公司 54% 的股份, 以此计算实控人 2023 年共计获得约 305 亿元人民币分红, 叠加税金及附加 222 亿元, 合计占公司总营收的 33%。

图表 23: 贵州茅台 2023 年实控人分红和税金(亿元)



来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 24: LCBO23 年合计支付各级政府 37.2 亿加币



来源: LCBO 年报, 华福证券研究所

总结来说, 政府是中外酒类行业不可忽视的深度参与者。虽然国家之间政府对酒的管制的宽松度与政策形式、在酒产业中的布局位置不同、且在酒类行业的相关法律监管等多个方面具有较大差异, 但 1) 不管是流通环节还是生产环节, 酒类现金奶牛企业向政府的输血能力均很强酒类作为诞生现金奶牛的行业, 不管政府深度参与了流通端还是生产端, 都获得了高额的收入; 2) 政府本质上在酒业产业链中, 都是在生产和流通两端中选择了把握一端、相对放手一端, 把哪端放哪端取决于国情

和酒业发展背景和历史原因，而这一选择也直接影响了该国酒类生产和流通两端的行业竞争格局和产业链地位。

3.3 对标海外：美国酒类流通行业集中度是怎么进一步提升的？

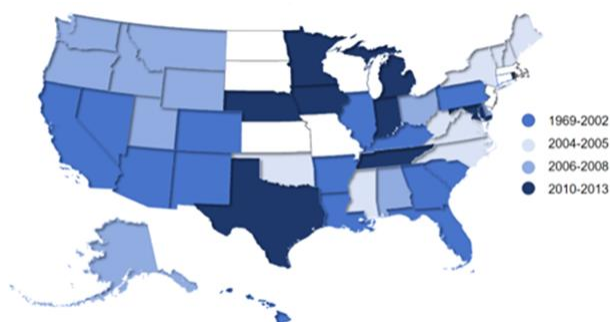
美国酒类批发商的扩张路径和包括我国啤酒行业在内的很多行业相似，均是通过早期填补空白区域满足消费需求，后随着行业集中度提升开始横向收并购，奠定龙头地位。经过行业多年的发展和竞争，随着各州流通龙头已在基地市场建立了较强的基础，企业靠自身的力量在相对不强势的市场进一步获得份额的难度加大。在此背景下，美国流通行业龙头纷纷开启了外延并购。

举例来说，Southern 和 Glazer's 两个公司经过多年的发展和对中小批发商的收购，2016 年合并后形成了覆盖美国 41 个州并于 2017 年占据 32% 市场份额的行业龙头南方格雷泽（Southern Glazer's），龙一覆盖面到壁垒高度进一步加高加厚：

南方酒业公司(Southern Wine & Spirits)：二战后，公司创始人 1946 年在纽约曼哈顿一家全球领先的蒸馏酒公司工作，1968 年在迈阿密创建了南方酒业。20 世纪 70-80 年代，美国酒水经销业务主要以州为单位展开，创始人的儿子 Wayne Chaplin 1984 年子承父业后，带领公司成为了第一家在加州获得全州网络的分销商，并背靠经济发达的加州基地市场，打破了地域限制，带领公司开始了长达十多年的快速地理扩张，于 1992 年成为美国最大的葡萄酒和烈酒批发商。截至 2008 年，Southern Wine & Spirits 在全美范围内拥有合计 35 个州的 4 个业务板块，成为美国最大的酒水经销商。但随着跑马圈地阶段进入瓶颈，在激烈的市场竞争下，公司在美国中部业务的推进持续受阻。

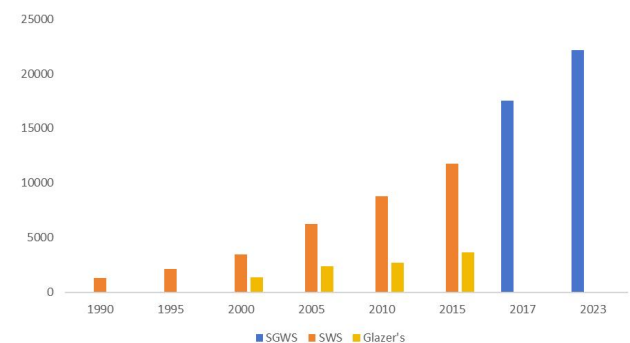
格雷泽公司(Glazer's)：Glazer's 诞生于 1909 年的德州达拉斯市，美国禁酒令时期结束后，1933 年公司成为达拉斯 Schlitz 啤酒的独家批发商。自 1998 年以来，格雷泽公司先后收购了 30 多家竞争对手，通过收购也进一步扩大了自身的产品组合，业务覆盖 15 个州。公司在合并前是美国第四大酒类批发商，在被收购时已自我定义为区域龙头，主营区域主要在美国中部市场，正好有效填补了南方酒业的空白市场。

图表 25：南方格雷泽 1943-2013 年市场扩张复盘



来源：wine business analytics，华福证券研究所

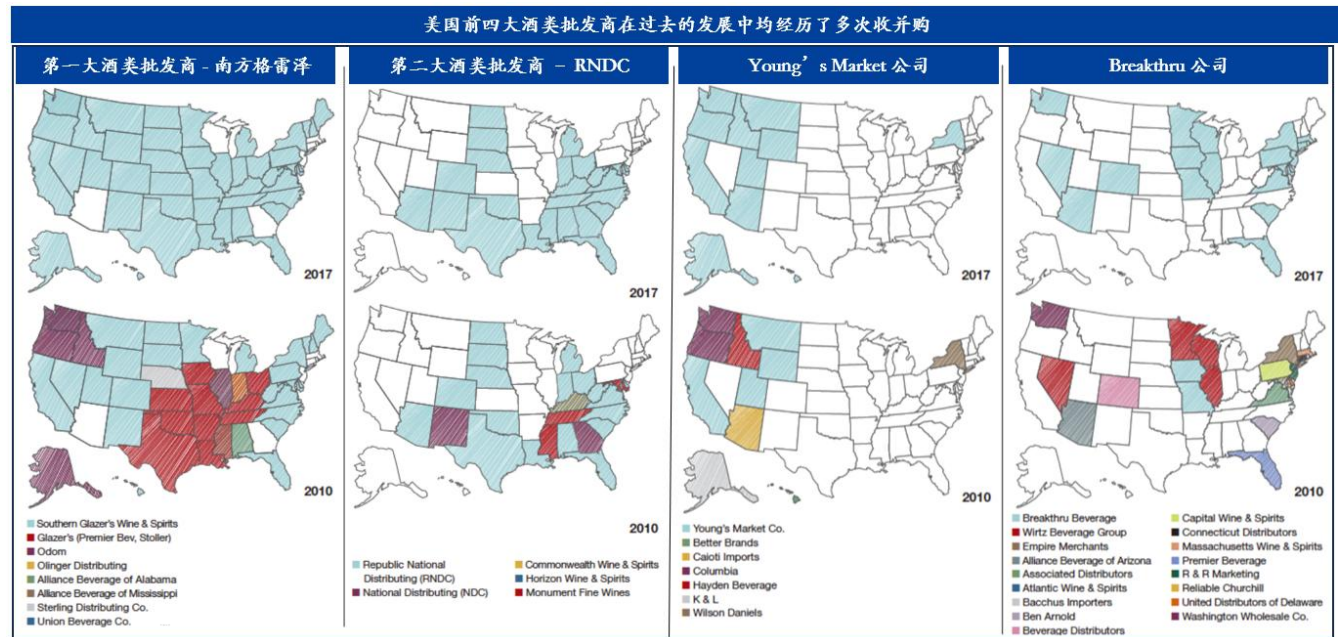
图表 26：南方格雷泽合并前后营收变化（百万美元）



来源：华致酒行年报，华福证券研究所

美国主要的流通龙头在发展过程中均进行了多次合并收购，除了南方格雷泽，前四大流通企业里，Breakthrough Beverag 也是由 Charmer Sunbelt Group 和 Wirtz Beverage Group 合并创建而来的。经过行业多年的合并，最终形成了现在南方格雷泽基本覆盖全国、RNDC 主要覆盖美国中部和东海岸、Young’s Market 主要布局西部、Breakthru 在全国蘑菇状覆盖的差异互补格局。

图表 27: 美国前四大酒类批发商在过去的发展中均经历了多次收并购



来源: wine business analytics, 华福证券研究所 (备注: 非蓝色为被龙头合并收购的企业)

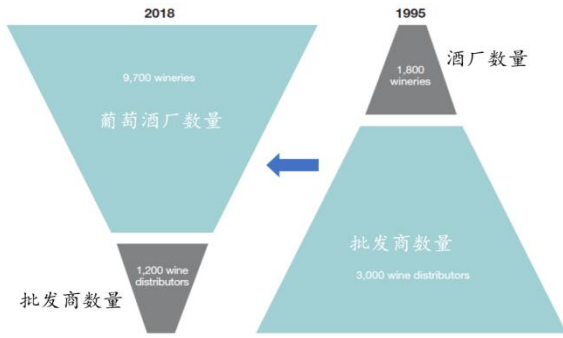
3.4 对标海外: 龙头持续创新和新兴玩家的加入, 成熟行业持续蕴育新机

由于我国酒类行业在渠道价值链条上呈现“大生产、中流通、小服务”的状态，传统代理商主要扮演了厂家产品库存转移的中间人角色，主要功能在于渠道开发维护和物流配送。但在美国，得益于前文所述的行业体制和政策利好，叠加多年发展，批发商虽然经过大量合并，龙头地位已经非常稳固，但创新和自我革命还在持续。

美国酒类流通端话语权更大，批发和零售商更多承担了包括挖掘优质产品的等更加多元的身份角色。随着消费者越来越倾向于一站式购物与个性化体验，多元化的消费需求驱动了美国分销商做出改变，分销商承担了优质产品挖掘者的角色，保障自身提供的产品的丰富性和差异化。上游酒厂数量持续增长，更加丰富的产品走入美国消费者的餐桌，2015-2021 年美国小酿酒厂的市场份额持续提升，销量占比从 2.2% 提升至 4.9%，收入占比从 3% 提升至 7.5%。根据 NBWA Distributor Productivity Report，1990 年美国分销商平均 SKU 数量仅 185 个，到 2018 年美国酒类分销商平均 SKU 可达 1174 个。同时，随着市场份额从大型酒厂向小型初创酒厂转变，酿酒行业员工的年薪下滑，而流通行业的人均薪资则持续增长。

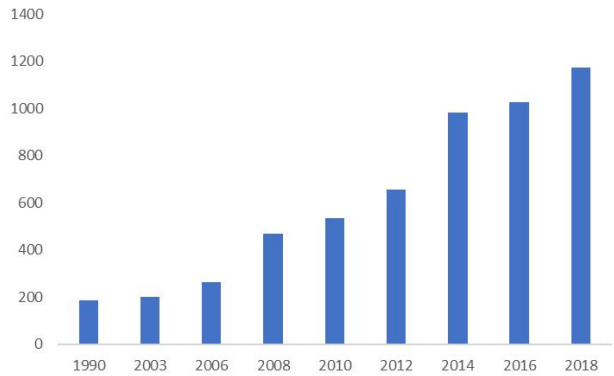


图表 28: 美国葡萄酒批发商大量合并, 但上游酒厂数量持续增长



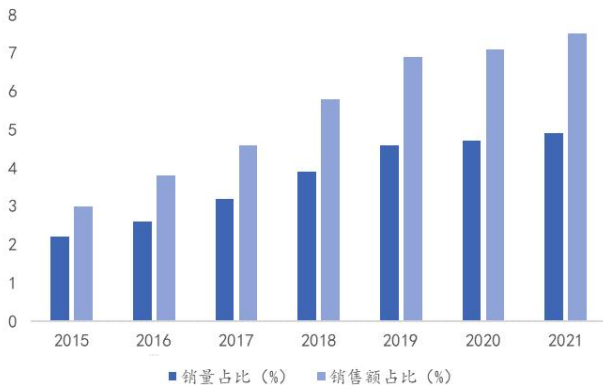
来源: wine business analytics, 华福证券研究所

图表 29: 美国酒类分销商经验的品类更加丰富



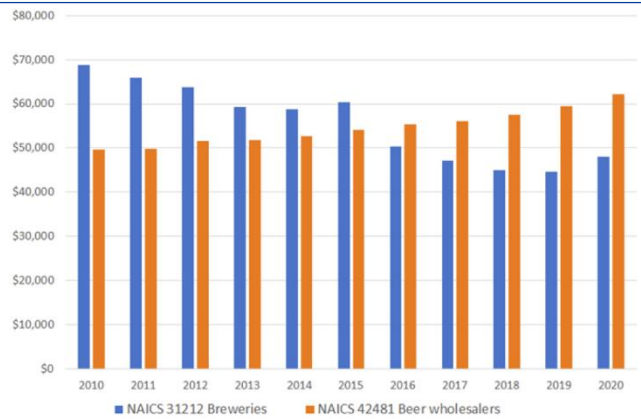
来源: NBWA distributor productivity report, 华福证券研究所

图表 30: 生产端小酒企逐渐获得了更高的份额



来源: park street, 华福证券研究所

图表 31: 美国生产与分销行业人均薪资变化



来源: NBWA distributor productivity report, 华福证券研究所

举例来说, 美国第二大酒类批发商 RNDC 则与专门避免三级分销体系的专业合规平台“LibDib”合作, “LibDib”作为 RNDC 的未来供应商孵化器, 主要帮助小生产商跳过批发环节, 先直接接触零售买家, 自我革命, 进而帮助小生产商减少分销成本。等到小品牌销量增长后, 再成为 RNDC 的供应商, 获得 RNDC 在 35 个州的物流网络进行更广泛的分销。

再比如, 美国第四大酒类批发商 Breakthrough Beverage 为小供应商专门设立了“Trident by Breakthru Beverage”项目。“Trident”作为咨询型部门, 主要任务是帮助这些品牌提高自身的知名度。等到小品牌达到一定的销量水平后将进入 Breakthrough 公司的合作清单。目前每年有 500-600 家新供应商与之接洽。

除了积极布局未来的传统龙头, 还出现了聚焦于满足更加细化、个性化需求的行业其他玩家。目前我国酒类流通行业虽也有品鉴会等活动, 但基本以产品销售为核心目的, 且活动相对而言较为同质化。在美国, 举例来说, Priority Wine Pass 抓住消费者需要深度了解产品、品鉴产品的需求, 主要提供远程品鉴、DIY 定制选品品鉴、酿酒产区定制旅游、品鉴会策划及产品提供、酒文化教育、团建活动等多种围



绕酒产生的活动的端到端服务。未来随着行业发展，我国可能也会出现更多这样专注于更加精细化、个性化的小众的行业参与者。

图表 32: Priority Wine Pass 远程品鉴服务流程



来源: Priority Wine Pass 官网, 华福证券研究所

图表 33: Priority Wine Pass 产区游行程单样本



来源: Priority Wine Pass 官网, 华福证券研究所

4 风险提示

禁酒令等文件出台: 若政策性文件出台影响酒类需求, 则影响行业发展进程。

经济修复不及预期风险: 偏高端酒类消费与经济活动景气度相关性较高, 若经济修复不及预期, 则企业与个人的消费力下降, 影响行业持续发展。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn