

推荐 (维持)

酱酒风潮起，何以论英雄

2021年2月22日

相关报告

《谁才是茅台批价的锚：散装酒 VS 箱装酒》2021-02-06

《苏酒行业跟踪：新变化、新起点，龙头各有看点》2020-11-22

《白酒深度复盘之产业竞争要素篇》2020-11-22

分析师：

赵国防

zhaoguofang@xyzq.com.cn

S0190518100002

研究助理：

金含

jinhan@xyzq.com.cn

投资要点

- **酱酒快速扩容，一超多强的战国时代。**酱酒风潮兴起，2020年酱酒产量60万吨/占比8%，销售收入1550亿/占比26%，过去10年CAGR高达16%，近年来增速表现明显好于其他香型。根据体量规模，酱酒企业可划分四大阵营：茅台酒稳占高端市场；茅台系列酒、郎酒和习酒体量均超50亿，旗下均有数十亿级别的大单品；国台、金沙、钓鱼台、珍酒规模在10-50亿，受益于近几年酱香热呈现爆发式增长；10亿以下的中小型酱香酒企尚未形成稳固的格局。
- **酱酒热：茅台热是源头，消费者、渠道、资本合力助推。**1) 茅台培育了千万的金字塔尖的核心消费者，不断扩大消费者对酱酒的理解和习惯；同时茅台业绩的示范效应、飞天批价的持续上行，不断推动着酱酒供给端的扩容。2) 酱酒繁复的酿造工艺造就天生优质的品质，叠加稀缺属性凸显投资价值，带动消费需求兴起。3) 酱酒在快速发展阶段丰厚的渠道利润将吸引经销商，渠道推力显著强于浓香酒企。4) 越来越多的其他香型酒企及业外资本纷至沓来，追逐酱酒红利，持续助推酱酒热。
- **目前酱酒尚处于快速成长期，预计未来十年CAGR达到10%，收入占比有望提升至40%。**具体的发展路径：1) 从价格带来看，由于酱酒扩产难度高，具备较强的提价能力，未来将是飞天以下大单品的价格带争夺，其中400-800元的次高端价格带将快速扩容。2) 从全国化潜力来看，目前酱酒消费市场以贵州为大本营，广东、河南、山东快速兴起，未来将进一步向全国扩散，产区限制也有望从严格的茅台镇向全国拓展，茅台为好坏标准逐渐向风味多样化发展。3) 从竞争格局来看，当酱酒热逐渐进入下半场，品类及渠道红利褪去后，品质、品牌将成为核心竞争壁垒，拥有较强综合实力的酱酒企业将脱颖而出，从区域性品牌延伸走全国化路线。
- **投资建议：**酱酒热背后的产业发展逻辑是品类的转移，从需求端来看是消费者口感多样化的需求，从供给端来看是更从容的定价体系、利润分配体系带来的强渠道推力。这一轮酱酒热的本质不再是单纯的茅台热，已突破了茅台镇产区的束缚，从“茅台大周期、酱酒小周期”开始转向全国品类扩散，预计后续非贵州省的酱酒越来越多，不同风味的酱酒也会不断出现。而随着酱酒不断扩容、快速发展，产业格局也将逐渐从战国时代向品牌竞争时代演变。持续推荐酱酒龙头贵州茅台，建议关注2021年上市的郎酒股份、国台酒业，同时也建议关注拥有武陵酱的老白干、推出清雅酱香的今世缘。

风险提示：宏观经济和居民收入波动风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

前言	- 5 -
1、酱酒快速扩容，一超多强的战国时代	- 5 -
1.1、酱酒规模快速扩张，盈利优势凸显	- 5 -
1.2、供给角度：扩产难度大，尚处于战国时代	- 7 -
1.2.1、赤水河流域为核心酱酒产区，存在产能天花板	- 7 -
1.2.2、酱酒形成一超多强的竞争格局	- 8 -
2、酱酒热：茅台热是源头，消费者、渠道、资本合力助推	- 9 -
2.1、茅台热助推酱酒热	- 9 -
2.2、品质诉求叠加投资属性，消费需求兴起	- 11 -
2.2.1、繁复的酿造工艺造就优质品质，酒体醇厚	- 11 -
2.2.2、稀缺属性凸显投资属性	- 12 -
2.3、高渠道利润推动	- 13 -
2.4、业内酒企进入，业外资本加码	- 14 -
3、展望酱酒行业发展路径	- 15 -
3.1、规模测算：预计酱酒十年复合增速 10%，占比有望提升至 40%	- 15 -
3.2、酱酒提价能力更强，次高端价格带将快速扩容	- 15 -
3.3、逐步打破产区理论，全国化布局	- 18 -
3.4、品质、品牌将成为核心竞争壁垒	- 19 -
3.4.1、聚焦品质，大曲酱香极为稀缺	- 19 -
3.4.2、塑造品牌，方能突出重围	- 19 -
4、头部酱酒企业概览	- 20 -
4.1、茅台：量价双增，业绩确定性强	- 20 -
4.1.1、预计茅台酒未来五年年化大个位数量增	- 21 -
4.1.2、提价+非标产品带动吨酒价提升	- 21 -
4.1.3、直销占比提升有望贡献增量利润	- 22 -
4.2、习酒：酒中君子，泛全国化酱酒龙头	- 23 -
4.2.1、由浓转酱，2020 年突破百亿大关	- 23 -
4.2.2、产品：聚焦大单品窖藏系列，君品卡位高端酱酒	- 25 -
4.2.3、品牌：全面塑造“君子之品”的品牌内核	- 26 -
4.2.4、渠道：全国化战略成效显著	- 27 -
4.3、郎酒：体制灵活，聚焦高端	- 28 -
4.3.1、文化底蕴丰厚，业绩体量齐飞	- 28 -
4.3.2、产品：一树开三花，两大单品双轮驱动	- 30 -
4.3.3、品牌：高强度广告宣传叠加郎酒庄园持续赋能品牌力	- 32 -
4.3.4、渠道：营销模式灵活变革，大商战略扩张市场	- 33 -
4.4、国台：酱香新领袖，高成长可期	- 35 -
4.4.1、茅台镇第二大酱香酒厂，厚积薄发发展迅速	- 35 -
4.4.2、产品：一体两翼，结构升级持续	- 37 -
4.4.3、品牌：加大广告投入，打造“酱香新领袖”	- 39 -
4.4.4、渠道：深耕市场加速全国化布局，经销商持股共进退	- 39 -
4.5、非赤水河流域酱酒	- 41 -
4.5.1、老白干武陵酱酒：酱香三大名酒之一，增速表现亮眼	- 41 -
4.5.2、国缘 V9 清雅酱香，提前布局卡位	- 42 -
5、投资评级及策略	- 43 -
图 1、2010-2020 年酱酒行业规模（亿元）	- 5 -
图 2、2010-2020 年酱酒行业产量（万千升）	- 5 -

图 3、2010-2019 年各香型收入占比	- 6 -
图 4、2010-2019 年各香型收入增速	- 6 -
图 5、2010-2019 年各香型产量占比	- 6 -
图 6、2010-2019 年各香型产量增速	- 6 -
图 7、茅台与非茅台酱酒规模（亿元）	- 7 -
图 8、茅台与非茅台酱酒规模占比	- 7 -
图 9、酱酒赤水河产区分布图	- 8 -
图 10、茅台酒历史产量情况（吨）	- 10 -
图 11、茅台出厂价及一批价	- 10 -
图 12、茅台酒工艺流程	- 11 -
图 13、大曲酱香型白酒风味	- 11 -
图 14、茅台供需逻辑拆分	- 12 -
图 15、茅台老酒年化收益率及当年价格（元）	- 13 -
图 16、茅台生肖酒出厂价和市场价对比（元）	- 13 -
图 17、老酒市场规模与趋势（亿元）	- 13 -
图 18、飞天以下主流大单品价格带及规模	- 16 -
图 19、全国酱酒市场分布	- 18 -
图 20、习酒发展历程	- 24 -
图 21、习酒近年销售收入及增速（亿元）	- 25 -
图 22、习酒近年利润及增速（亿元）	- 25 -
图 23、陈道明代言习酒窖藏系列	- 27 -
图 24、春节传统文化 IP“中国年·喝习酒”	- 27 -
图 25、近年习酒省外销售额及占比（亿元）	- 27 -
图 26、郎酒股份历史沿革	- 28 -
图 27、2017-2019 年郎酒营业总收入	- 28 -
图 28、2017-2019 年郎酒归母净利润	- 28 -
图 29、郎酒主要产品收入规模及增速（亿元）	- 30 -
图 30、郎酒营收结构	- 30 -
图 31、郎酒主要产品销量（万吨）	- 30 -
图 32、郎酒主要产品吨价（万元/吨）	- 30 -
图 33、郎酒广告费支出情况（亿元）	- 32 -
图 34、郎酒销售部门架构	- 34 -
图 35、郎酒各地区收入结构	- 35 -
图 36、郎酒 2017-2019 年各地区收入 CAGR	- 35 -
图 37、国台历史沿革	- 36 -
图 38、国台近三年营业收入及增速	- 36 -
图 39、国台近三年归母净及增速	- 36 -
图 40、国台各产品收入及增速	- 37 -
图 41、国台营收结构	- 37 -
图 42、国台各产品销量及增速	- 37 -
图 43、国台各产品吨价（万元/吨）	- 37 -
图 44、国台央视广告	- 39 -
图 45、国台近三年广告费用及收入占比	- 39 -
图 46、国台不同渠道销售收入（亿元）	- 40 -
图 47、国台近三年经销商数量（家）	- 40 -
图 48、国台各地区收入结构	- 40 -
图 49、国台 2017-2019 年各地区收入 CAGR	- 40 -
图 50、武陵酒收入规模及增速（亿元）	- 42 -

表 1、主流酱酒企业收入及增速（亿元）	- 7 -
---------------------------	-------

表 2、主流酱酒品牌情况梳理	- 9 -
表 3、白酒三大香型特征对比	- 12 -
表 4、白酒三大香型微量成分及含量 (mg/100ml)	- 12 -
表 5、酱酒渠道利润估算	- 14 -
表 6、业内酒企与业外资本入局酱酒	- 14 -
表 7、酱酒价格带划分	- 15 -
表 8、2019 年以来酱酒产品提价梳理	- 17 -
表 9、近年来酱酒品牌纷纷推出高端产品卡位	- 18 -
表 10、四种酱酒工艺对比	- 19 -
表 11、非茅台酱酒企业品牌塑造情况	- 20 -
表 12、2000 年后茅台扩产项目汇总	- 21 -
表 13、2000 年后茅五泸出厂价格变化 (元)	- 22 -
表 14、茅台酒价格体系	- 22 -
表 15、茅台经销商数量变化 (个)	- 23 -
表 16、茅台酒直销比例提升对利润的敏感性分析	- 23 -
表 17、习酒酱酒产品矩阵	- 26 -
表 18、近年习酒渠道策略	- 27 -
表 19、郎酒近三年基酒和成品酒产能情况	- 29 -
表 20、郎酒 IPO 募投项目产能规划	- 29 -
表 21、郎酒主要产品矩阵	- 31 -
表 22、2019 年起郎酒螺旋提价	- 32 -
表 23、郎酒营销模式几经变革	- 34 -
表 24、近三年国台基酒产能情况 (不含国台怀酒)	- 36 -
表 25、国台产品矩阵	- 38 -
表 26、2019 年起国台产品提价梳理	- 39 -
表 27、2019 年以来国台的市场策略	- 40 -
表 28、国台酒业经销商持股情况	- 41 -
表 29、1989 年武陵入选第五届评酒会的十七大名酒	- 41 -
表 30、武陵产品矩阵	- 42 -

报告正文

前言

从过去白酒的产业发展趋势来看，经历了香型热潮的变迁：在 50 年代物质匮乏的卖方市场上，核心是技术，老窖凭借相对完善的技术体系引领着白酒产业的进步，彼时浓香酒占比超过 70%。70 年代起的计划经济转轨时期，核心是产能，随着国家政策管制的逐步放开，清香酒的产能扩张优势有了用武之地，汾老大也顺势接过第一。90 年代末，买方市场确立，核心是渠道，五粮液通过大商制及买断开发快速扩张，洋河、古井借助深度分销实现名酒复兴，浓香酒占比再度超过 70%。2013 年起大众消费崛起，高端白酒率先进入成熟业态后品牌力持续凸显，茅台在强品牌势能下成为新的龙头，随之而来的是酱酒热潮。

酱酒热背后的产业发展逻辑是品类的转移，从需求端来看是消费者口感多样化的需求，从供给端来看是更从容的定价体系、利润分配体系带来的强渠道推力。这一轮酱酒热的本质不再是单纯的茅台热，已突破了茅台镇产区的束缚，从“茅台大周期、酱酒小周期”开始转向全国品类扩散，预计后续非贵州省的酱酒越来越多，不同风味的酱酒也会不断出现。而随着酱酒不断扩容、快速发展，产业格局也将逐渐从战国时代向品牌竞争时代演变。

1、酱酒快速扩容，一超多强的战国时代

1.1、酱酒规模快速扩张，盈利优势凸显

酱酒行业发展迅猛，产量有限但盈利优势凸显。根据权图工作室，酱酒行业规模从 2010 年的 353 亿发展到 2020 年的 1550 亿，CAGR 高达 16%。2020 年酱酒产量 60 万吨，同增 9%/占比 8%，销售收入 1550 亿，同增 15%/占比 26%，年利润 630 亿，同增 14.5%/占比 39.7%。酱酒虽然产量份额低，但由于吨酒价达行业平均数倍之多，盈利能力凸显。

图 1、2010-2020 年酱酒行业规模（亿元）

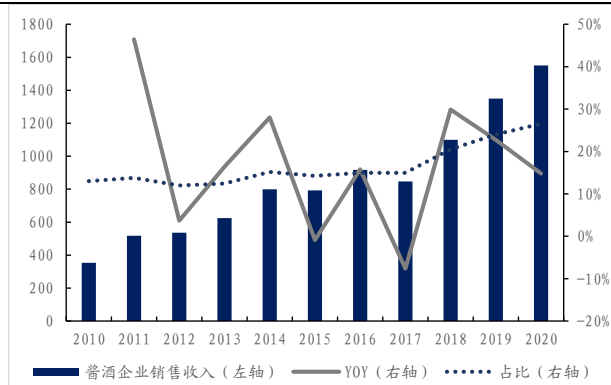
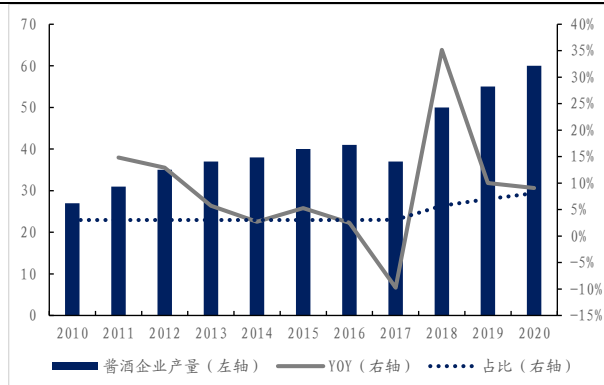


图 2、2010-2020 年酱酒行业产量（万千升）

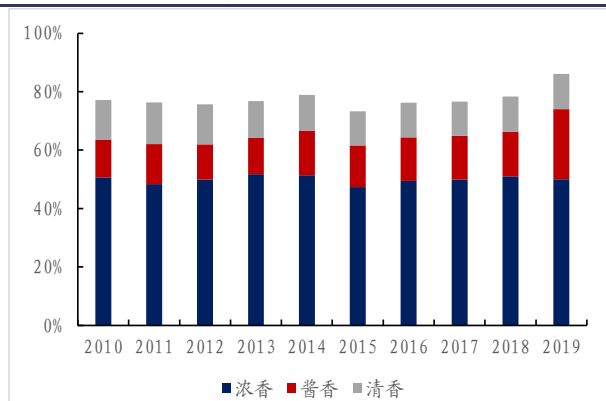


资料来源：国家统计局，权图工作室，前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：国家统计局，权图工作室，前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

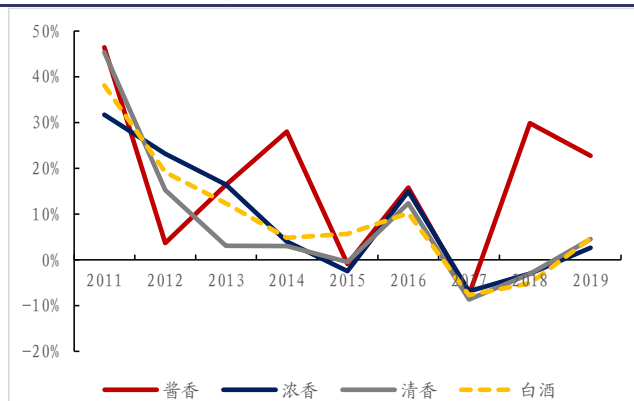
酱酒近年来增速表现明显好于其他香型。2017 年以来，白酒行业整体规模基本平稳，行业处于总量很难有大幅增长、但存在挤压式增长的阶段。从香型表现来看，2017-2019 年酱酒收入/产量 CAGR 高达 26%/22%，明显好于浓香和清香的几乎零增长。

图 3、2010-2019 年各香型收入占比



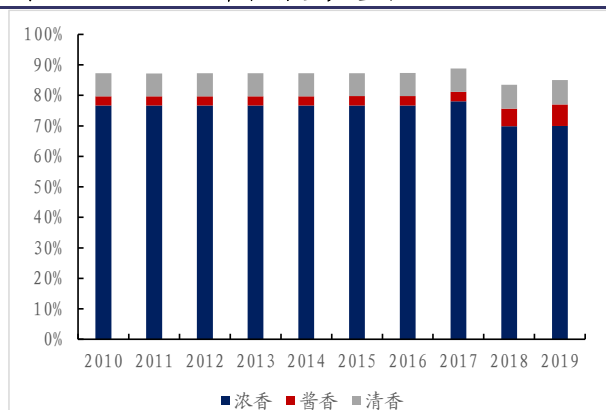
资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2010-2019 年各香型收入增速



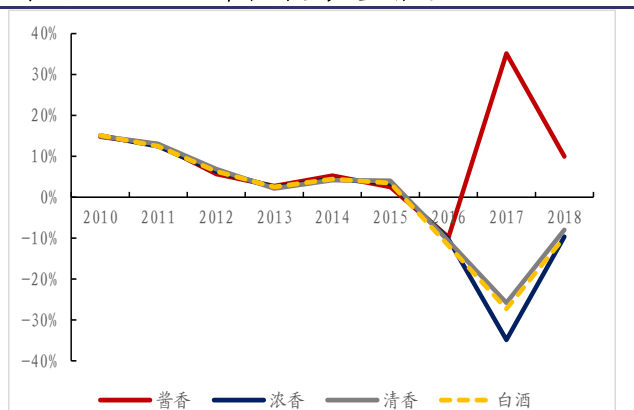
资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2010-2019 年各香型产量占比



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

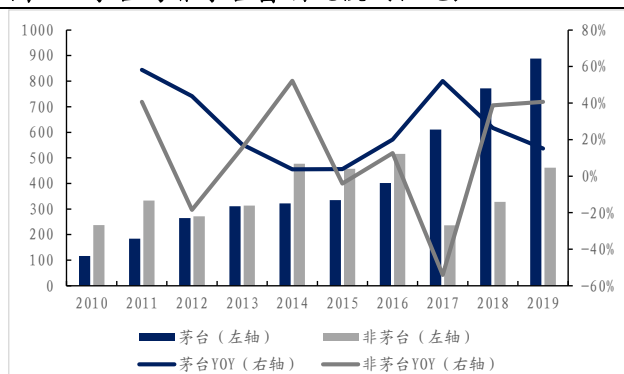
图 6、2010-2019 年各香型产量增速



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

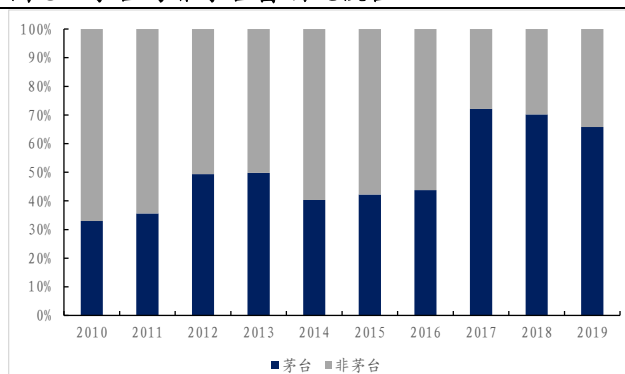
区分茅台和其他酱酒来看，2010-2019 年茅台收入复合增速 25.4%，剔除茅台后其他酱酒收入复合增速为 7.7%。其中，2015-2018 年行业整体复苏，消费升级，高端酒率先发力，茅台 2017 年收入增速高达 52.1%，在酱酒中的占比顺势提高并稳定在 70% 左右。二线酱酒相比茅台体量差距较大，但近年来增速较高，如习酒/郎酒/国台/金沙 2017-2019 年收入复合增速 49.3%/27.7%/81.5%/217.3%。

图 7、茅台与非茅台酱酒规模（亿元）



资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、茅台与非茅台酱酒规模占比



资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、主流酱酒企业收入及增速（亿元）

	2017	2018	2019	2017-2019CAGR
习酒	35.78	56	79.8	49.34%
YOY		56.51%	42.50%	
郎酒	51.16	74.79	83.48	27.74%
YOY		46.18%	11.62%	
国台	5.73	11.76	18.88	81.52%
YOY		105.36%	60.46%	
金沙	1.52	5.76	15.26	217.33%
YOY		280%	165%	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、供给角度：扩产难度大，尚处于战国时代

1.2.1、赤水河流域为核心酱酒产区，存在产能天花板

赤水河流域独特的土壤、水质、气候及微生物造就了优质酱酒。赤水河谷地质地貌是紫色沙页岩、砾岩，土壤松散，渗透性强，富含多种对人体有益的微量元素，并能种植糯红高粱，其单宁和花青素含量高，能产生复杂的多维度的香味成分。同时，赤水河流域远离高原气流，炎热、少风、高温，易于微生物群栖息和繁殖，使酿造的酱酒风味厚重、复杂、悠长。

赤水河流域为酱酒的黄金产区：赤水河源于云南东北部镇雄县，向东流上至金沙，中至茅台镇，北向经习水，下至二郎镇，百余公里的流域内形成酱酒的黄金河谷。其中茅台镇 7.5 平方公里的范围为酱酒核心产区，2013 年茅台酒地理标志产品保护地域面积延伸，核心产区扩大至 15.03 平方公里。

✓ **从产能产值来看，**2020 年赤水河流域酱酒产能约 50 万吨，约占全国酱酒产能的 85%+。赤水河流域产区极限容量是 60 万吨，加上四川产区及全国其他产区，预计十年内酱酒产能会达到 80-100 万吨。酱酒扩产难度大，有限的产能也加强了酱酒的稀缺性。

✓ **从酒企分布来看，**赤水河流域集聚了一大批名优酱酒，上游有金沙、珍酒，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

中游有茅台、国台、钓鱼台，中下游有习酒、郎酒，再往下有小糊涂仙、安酒等，占据了酱香型白酒的大半壁江山。赤水河外，有湖南武陵、山东云门春、广西丹泉等，但产能及酒企数量较少。

图 9、酱酒赤水河产区分布图



资料来源：权图工作室，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2.2、酱酒形成一超多强的竞争格局

近几年的酱香热使酱酒企业数量从十年前的 300 多家迅速增至 1000 多家，目前逐渐形成了一超多强的竞争格局。根据体量规模，酱酒企业可以划分四大阵营：

- ✓ **第一梯队：茅台酒，遥遥领先。**茅台作为酱香龙头，稳占高端市场，2019 年茅台酒收入 758 亿元，市占率高达 56%。
- ✓ **第二梯队：茅台系列酒、郎酒和习酒体量均超 50 亿，旗下均有数十亿级别的大单品。**1) 茅台系列酒 2019 年收入 95 亿，旗下茅台王子超 40 亿，汉酱、赖茅、贵州大曲站稳 10 亿。2) 习酒 2019 年收入 79.8 亿元，其中酱酒占比约 95%，窖藏系列超 40 亿。3) 郎酒 2019 年收入 83 亿，其中酱酒收入 53 亿元，定位千元价格带的青花郎约 30 亿，次高端主流价格带的红花郎约 20 亿。
- ✓ **第三梯队：国台、金沙、钓鱼台、珍酒规模在 10-50 亿，是受益于近几年酱香热呈现爆发式增长的品牌。**2019 年国台收入增速约 60%，金沙增速高达 165%，珍酒增速 67%，钓鱼台增速在 20% 以上。其中国台、金沙、珍酒未来目标产能在 2-3 万吨，均有望成长为 50 亿以上的泛区域性酒企。
- ✓ **第四梯队：体量规模 10 亿以下的中小型酱香酒企，**包括广西丹泉、山东云门、湖南武陵，及赤水河流域的仙潭、安酒等。该类酱酒企业体量大、增速快，尚未形成稳固的格局。

表 2、主流酱酒品牌情况梳理

梯队	品牌	产地	产能 (万吨)	目标 (万吨)	2019 收入 (亿元)	增速	市占率	大单品	价格带 (元)	规模 (亿元)
第一梯队	茅台酒	贵州仁怀市茅台镇	4.99	5.6	758.02	15.8%	56.1%	飞天	1499/3000	500
第二梯队	茅台系列酒	贵州仁怀市茅台镇	2.51	5.6	95.42	18.1%	7.1%	茅台王子	228	40
								汉酱	498	10
								赖茅	426	10
								贵州大曲	278	10
	习酒	贵州习水县	2+	接近 5	79.8 (酱酒占约 95%)	40.7%	5.6%	窖藏系列	407/607	42
第三梯队	郎酒	四川古蔺县二郎镇	1.8	5+	83 (酱酒 53)	12.0%	3.9%	青花郎	419	32
								红花郎	1159	21
	国台	贵州仁怀市茅台镇	0.53	2.6	18.88	60.5%	1.4%	国标	549	13
	金沙	贵州金沙县	1.9	3	15.26	165%	1.1%	摘要	959	6.4
	珍酒	贵州遵义市	0.46	2	10+	67%	0.7%	珍 15	600	4
								钓鱼台国宾	588	-
								钓鱼台贵宾	488	-
	钓鱼台	贵州仁怀市茅台镇	0.3	0.3	10+	20-30%	0.7%	洞藏 10	240	-
第四梯队	丹泉	广西河池市南丹县	1.5	2	10+	150%	0.7%	洞藏 15	530	-
								紫潭	618	-
								国标 70G3	528	-
	云门	山东潍坊市青州市	0.5	1	10+(酱酒占 50%+)	-	0.4%	云门陈酿乳白	398	-
								上酱	2680	-
	武陵	湖南常德市	0.1	0.6	5	40%	0.3%	中酱	880	-
								贵州安酒	1099	-
	安酒	贵州习水县	1	2	-	-	-			

注：上市公司数据截止 2019 年年报

资料来源：Wind，公司公告，京东，天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

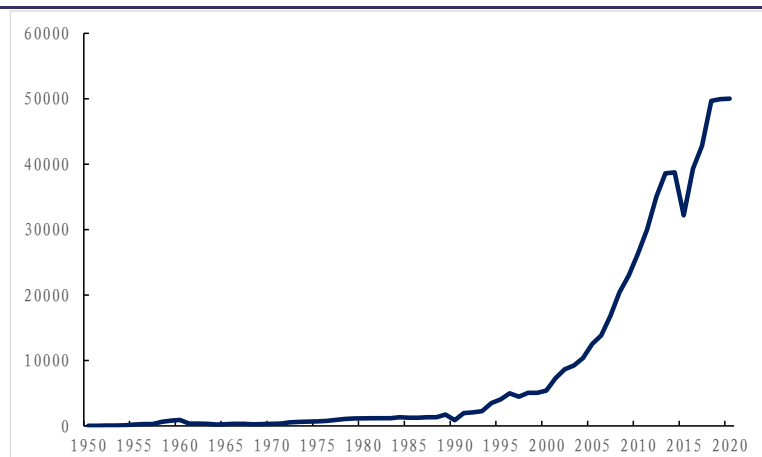
2、酱酒热：茅台热是源头，消费者、渠道、资本合力助推

2.1、茅台热助推酱酒热

历史上经历了三次酱酒热，主要是由茅台的引领和助推。

- ✓ **第一轮酱酒热是解放后的政策推动。**1958 年毛主席首次提出万吨茅台酒的宏伟设想；1975 年周总理提出茅台酒异地生产实验，80 年代茅台的模式大规模移植到全国各地。以珍酒为例，便是在环境相似处移植，由原班人马及工艺培育，经过 11 年的异地实验，但并未成功。从茅台酒的产量来看，由 1952 年的 72 吨攀升至 1960 年的 912 吨小高峰，但因大跃进质量下降迅速减产调整，随后由 1964 年的低谷 222 吨重新提振至 1978 年破千吨、2004 年破万吨。

图 10、茅台酒历史产量情况（吨）

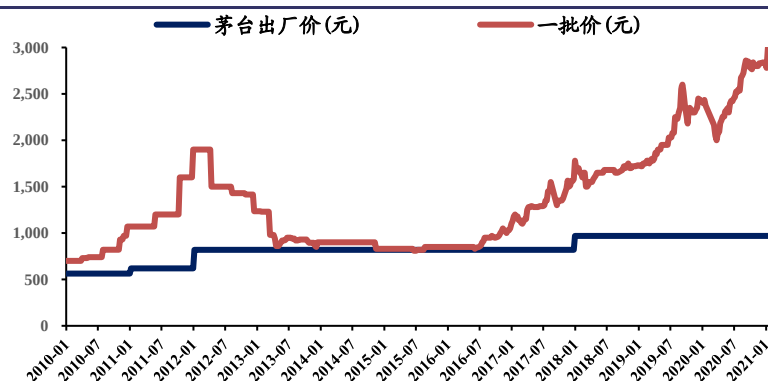


资料来源：公司公告，茅粉会，兴业证券经济与金融研究院整理

- ✓ **第二轮酱酒热是尚处于白酒黄金十年中的 2010 年前后。**2008-2012 年茅台在收入端不断追进五粮液，并于 2013 年彻底超越，成为新晋酒王，飞天批价一路上行至 2000 元左右。茅台收入及价格的快速提升带动了其他酱酒企业围绕茅台镇投资扩产，星河湾、海航、娃哈哈等巨头资本的进入更是推动了酱酒热潮的顶峰，2010-2013 年酱酒收入复合增速超过 20%。但 2013 年后三公消费禁令和塑化剂事件导致整个行业进入深度调整期，酱酒需求急速萎缩，飞天批价快速回落，而茅台镇五成中小酒企不得不选择停产。
- ✓ **第三轮酱酒热是 2015 年行业弱复苏、2016 年强分化以来，茅台率先复苏，**批价持续升温，同时经历了上一轮行业洗牌后，低端产能退出、优质产能稀缺、库存消化，酱酒市场进入供不应求阶段。幸存的酱酒企业开启新一轮扩产计划，2017-2019 年酱酒产量/收入 CAGR 高达 21.9%/26.3%。

从历史酱香热复盘来看，茅台对酱酒的引领起到了关键的作用：一方面，茅台在近 60 年的时间里培育了千万的金字塔尖的核心消费者，不断扩大消费者对酱酒的理解和习惯；另一方面，茅台业绩的示范效应、飞天批价的持续上行，不断推动着酱酒供给端的扩容。

图 11、茅台出厂价及一批价



资料来源：Wind，茅粉鲁智深，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、品质诉求叠加投资属性，消费需求兴起

2.2.1、繁复的酿造工艺造就优质品质，酒体醇厚

2016年起的新一轮行业复苏是由大众消费崛起带动，饮好酒、重品质将成为新的关键词，而酱酒繁复的酿造工艺造就天生优质的品质，迎合消费需求。

- ✓ **原料方面，粮为酒之肉，曲为酒之骨。** 酱酒选取糯高粱作为酿酒原料，利用高粱皮里面的高含量的单宁和花青素，产生复杂的多维度的香味成分（酱香 1400 多种，远高于清香的 470 多种、浓香的 580 多种），选取优质小麦制造高温大曲，粮曲比例 1:1。粮食用量大，出酒率低，一般不超过 20%。
- ✓ **产区，赤水河流域为酱酒的黄金产区，**在当地特定的水源、土壤、气候、气温所催生的酿酒微生物环境下，形成了目前公认的酱香风味。
- ✓ **独特的“12987”生产工艺：**生产季节性强，端午制曲，重阳下沙，两次投料，九次蒸煮，八次发酵，七次取酒，共需要 1 年的生产周期、3 年以上的贮存期，整个生产流程合计约 5 年，遵循“四高两长”的传统工艺（高温制曲、高温堆积、高温发酵和高温流酒，生产周期长、贮存时间长）。
- ✓ **酱酒越陈越香：**乙醇分子和水分子之间的氢键缔合作用随贮存时间的延长变得更稳定，酒精的刺激感减弱，口感更柔和；硫化氢、硫醇、乙醛、丙烯醛等影响酒体口感的低沸点不良物质慢慢挥发，去杂增香；醇和酸之间的酯化反应使醇、酸、酯慢慢达到平衡状态；醇和醛的缩醛反应减少游离醛的含量，同时长期储存使联酮类物质大量生成，酒质由燥辣变得绵柔，酒体醇厚，回味悠长，空杯留香。

图 12、茅台酒工艺流程

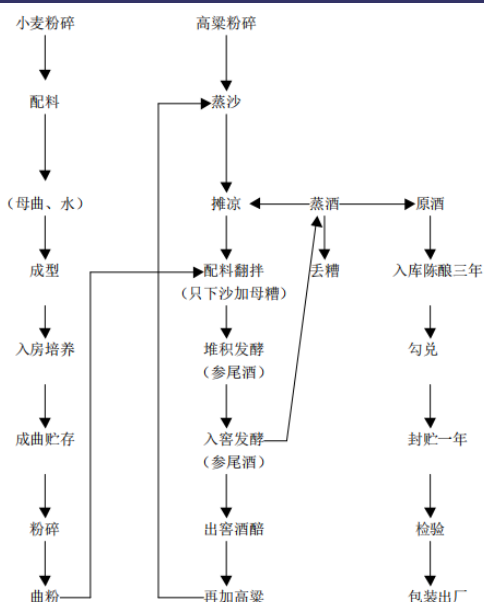
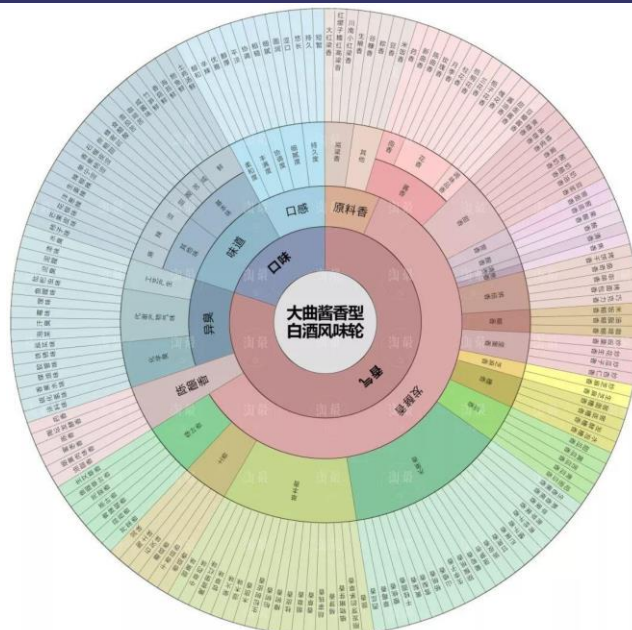


图 13、大曲酱香型白酒风味



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：酱酒 987，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、白酒三大香型特征对比

	酱香	浓香	清香
原料	高粱	高粱为主，也有玉米、糯米、大米、小麦	高粱
曲种	酒曲原料小麦；高温曲	酒曲原料小麦为主，辅以豌豆，大麦；高温曲或中温曲	酒曲原料大麦、豌豆；中温曲
用曲量	用曲量与粮食质量比 1：1	用曲 22%左右	用曲 20%左右
工艺特征	两次投料，九次蒸煮，八次发酵，七次取酒，“四高两长”	“混蒸混烧”，“续渣法万年糟”工艺，发酵池强调“肥泥老窖”	采用“清蒸二次清”，“清渣法”工艺，地缸发酵
生产周期	生产周期 1 年 一般需要贮藏 3 年以上	发酵周期达 2-3 个月 陈酿期 1-3 年	发酵周期为 21-28 天 陈酿期 1 年
代表企业	茅台、郎酒	五粮液、泸州老窖、洋河、剑南春、水井坊、舍得	汾酒

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、白酒三大香型微量成分及含量（mg/100ml）

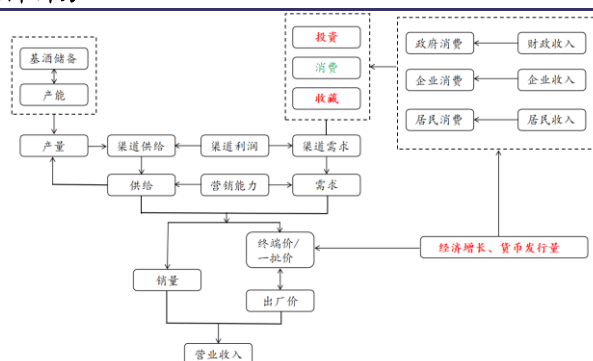
成分名称	酱香	浓香	清香
成分总量	1040	855	839
总酯	384	520	570
总酸	275	134	124
总醇	163	97	80
总醛	97	65	14
乙缩醛	121.4	47	51

资料来源：《中国白酒香型融合创新的思考》，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、稀缺属性凸显投资属性

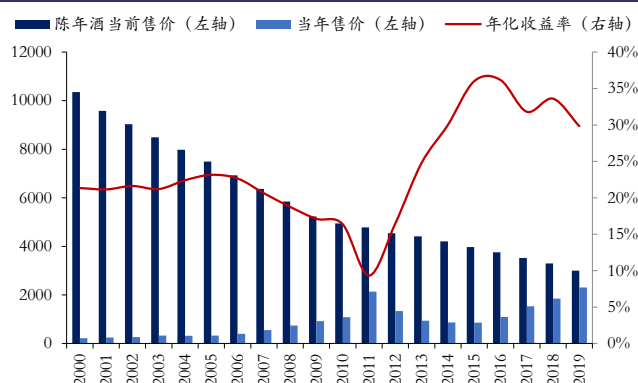
酱酒跟时间交换价值，稀缺属性加持，投资属性凸显。酱酒产能有限，工艺要求高、生产成本低，同时在长期贮存过程中所发生的氧化、还原、酯化、缔合四大反应使酒体更为醇厚绵长，天生具备时间价值，消费者偏好收藏酱酒。近两年茅台的投资与收藏需求被不断放大，根据茅台老酒的价格变化来看，年化复合收益非常可观，CAGR 在 2000-2019 年中基本在 15%-30%间震荡，其中 2011 年收益率跌落至 9%，但自此后一路上涨重回高点，并于 2016 年达到新高的 36%，表现出较好的投资性。此外，生肖酒中羊年生肖酒因产量稀少尤为价高，现市场价高达 20800 元。

图 14、茅台供需逻辑拆分



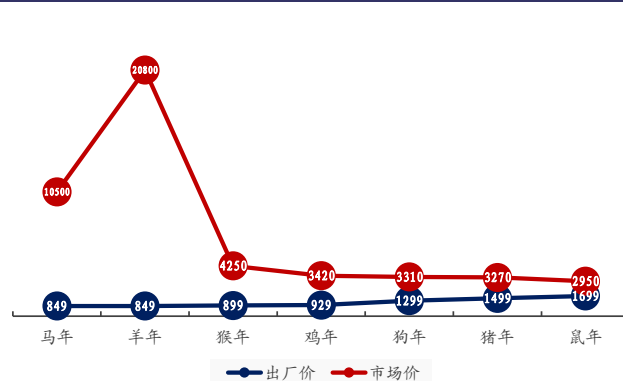
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、茅台老酒年化收益率及当年价格（元）



资料来源：Wind，茅粉鲁智深，兴业证券经济与金融研究院整理

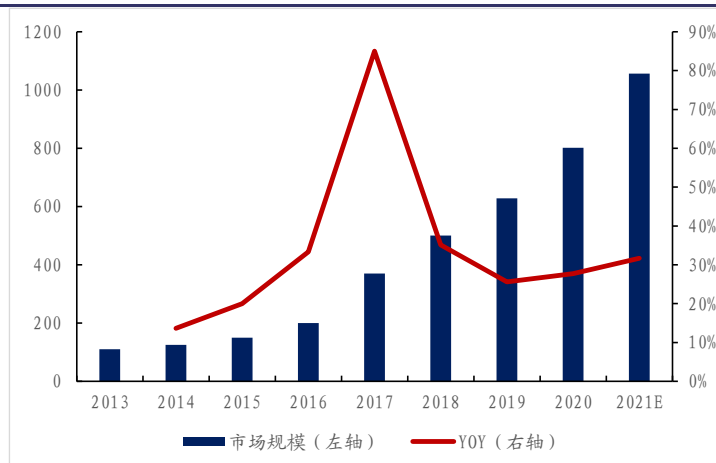
图 16、茅台生肖酒出厂价和市场价对比（元）



资料来源：茅粉鲁智深，兴业证券经济与金融研究院整理

老酒市场迎来风口，逐渐从私人爱好发展成为白酒行业重要的细分市场。根据中国酒业协会，2017 年老酒热出现，2018 年老酒市场更加活跃，市场规模约 500 亿，两年 CAGR 高达 58%，预计未来规模将突破千亿。目前老酒市场基本被茅台抢占主要份额，酱酒稀缺性所带来的金融属性有望在老酒市场上持续被放大。

图 17、老酒市场规模与趋势（亿元）



资料来源：中国酒业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、高渠道利润推动

酱酒处在成长期，价格体系尚未透明，渠道利润显著高于浓香酒企。酱酒中大体量的飞天渠道毛利空间超 200%；茅台系列酒 2020 年终端表现出色，王子、迎宾、飞天迎宾等渠道毛利空间在 50-60%；习酒窖藏系列、君品等渠道毛利空间稳定在 20%左右；国台主力单品渠道毛利空间在 30-50%；其他体量规模 10 亿以下、尚未形成稳定格局的中小型酱香酒企渠道利润更高。相较之下，浓香酒企由于产品运作多年，价格体系日趋透明，渠道利润通常小于 20%，如水晶剑渠道利润约 10%。酱酒在快速发展阶段丰厚的渠道利润将吸引经销商，渠道推力显著强于浓香酒企。

表 5、酱酒渠道利润估算

品牌	单品	渠道利润率
茅台	飞天	210%
	金王子	52%
	迎宾	54%
	飞天迎宾	58%
	遵义 1935	64%
习酒	窖藏 1988	16%
	窖藏 1998	20%
	君品	22%
郎酒	青花郎	10%
	红花郎 15	20%
	红花郎 10	19%
国台	国标	29%
	十五年	50%

资料来源：公司公告，京东，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、业内酒企进入，业外资本加码

除酱酒企业自身持续扩大产能外，越来越多的其他香型酒企及业外资本纷至沓来，追逐酱酒红利，持续助推酱酒热。入局酒企主要通过：1）推出自己的酱酒品牌，如今世缘的国缘 V9；2）收购酱酒厂，尤其是在赤水河流域的黄金产区布局，如洋河收购贵州贵酒和茅台镇厚工坊生产基地等多个酒厂，劲酒收购茅台镇国宝酒厂。业外资本则主要以收购姿态布局酱酒，如天士力收购国台、华泽收购珍酒等。茅台镇当地有许多抗风险能力低的小规模酒企，外来资本若能发挥雄厚的资金实力，输出优秀的管理经验，则有望加快资源整合，促进酱酒行业的发展。

表 6、业内酒企与业外资本入局酱酒

	公司	时间	酱酒布局
业内酒企	五粮液	2010/3、 2015/10	推出永福酱酒和 15 酱
	劲酒	2016/2	1.7 亿收购茅台镇国宝酒业旗下的台轩酒业 95% 的股份
	洋河	2016/6、 2017/8	1.9 亿全资收购贵州贵酒，全资收购茅台镇厚工坊迎宾酒业等
	衡水老白干	2018/3	13.99 亿全资收购丰联酒业，含旗下武陵酱酒
	今世缘	2019/3	推出国缘 V9
	舍得	2020/6	推出国袖秘酱
业外资本	天士力	1999	收购茅渡酒业，2001 年设立金士力酒业，即国台前身
	华泽集团	2009/8	8250 万元全资收购贵州珍酒厂
	海航	2011/5	7.8 亿收购怀酒 60% 股份，2020/1 被国台收购
	联想	2011/6	1.3 亿收购武陵酒业 39% 股份，2012/9 以 4.36 亿完成全资持股
	娃哈哈	2013/11	6 亿占股 80% 与金酱酒业合作推出领酱国酒，2018/11 完成全资持股

资料来源：Wind，搜狐，兴业证券经济与金融研究院整理

3、展望酱酒行业发展路径

3.1、规模测算：预计酱酒十年复合增速 10%，占比有望提升至 40%

预计未来十年酱酒行业规模约 4000 亿元，CAGR 达 10%，收入占比有望在五年内突破 30%，十年内提升至 40%。

- ✓ **量：**2020 年酱酒产量 60 万吨，但扩产难度较大，预计未来十年销量 CAGR 约 3.8%。其中，主流酱酒品牌产能约 20 万吨，目标产能约 37 吨（仅为目前的规划，实际主流品牌十年内产能扩张可能更大），CAGR 约 6.6%，未来酱酒品牌头部集中化将会是趋势。
- ✓ **价：**过去 5 年酱酒吨价 CAGR 约 8.2%，考虑到酱酒扩产难导致供给偏紧、价格提升（优质酱酒直接提厂价叠加头部企业占比提升带动的结构性提升），预计未来十年价 CAGR 约 6%。

3.2、酱酒提价能力更强，次高端价格带将快速扩容

2020 年酱酒行业规模约 1550 亿元，大多集中在高价位带：1) 2000 元以上的超高端市场规模约 900 亿元，普茅和陈年茅台酒占据主要份额，青云郎、国台龙酒等也卡位超高端价格带；2) 千元价格带的高端市场规模约 100 亿元，青花郎规模超 30 亿元，处于领先地位，其后有国台 15 年、习酒君品、珍 30、摘要 15 年等；3) 400-800 元的次高端市场规模约 400 亿元，是目前酱酒竞争的主战场，其中习酒窖藏 40 亿+，红花郎 20 亿+，国台国标、汉酱、赖茅、钓鱼台等均是 10 亿+级别大单品；4) 200 元以下的中低端端规模约 150 亿元，以茅台王子、贵州大曲、迎宾等茅台系列酒为主导，同时竞争力较弱的四五线酱酒地产酒及仁怀当地非品牌酱酒也集中在这个价格带。

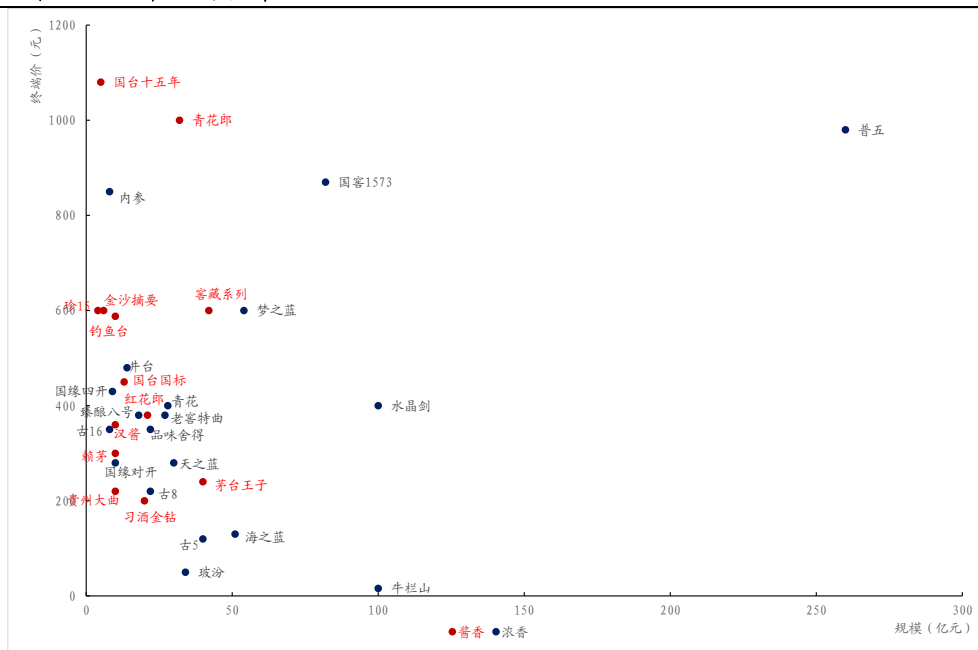
表 7、酱酒价格带划分

价格带	规模（亿元）	核心单品	规模（亿元）	终端标价（元）
2000 元+	900	茅台酒	758	3000
800 元+	100	青花郎	32	1159
		国台十五年	5	1499
400-800 元	400	习酒窖藏	42	607
		红花郎	21	419
		国台国标	13	549
		汉酱	10	498
		赖茅	10	426
		钓鱼台	10	588
		金沙摘要	6	959
		珍 15	4	600
200 元以下	150	茅台王子	40	228
		贵州大曲	10	278
		茅台迎宾	10	128

资料来源：权图工作室，京东，兴业证券经济与金融研究院整理

由于酱酒自身独特的工艺品质及茅台的价格引领，具备更强的提价能力，预计未来酱酒的次高端价格带将快速扩容。一方面，酱酒采用独特的“12987”生产工艺，1年的生产期加上3年以上的贮存期，酿造工艺较其他香型更复杂，生产成本更高，且优质的品质也让消费者对于酱酒定价更为认可和追捧。另一方面，飞天以3000元的市场价为酱酒打开价格天花板，酱酒价格带更宽阔，定价更从容。目前千元以上价位带基本为茅台酒垄断，格局较为稳定，未来青花郎等有望持续冲刺；而400-800元的次高端价格带将成为飞天以下大单品的主要争夺地带，有望量价齐升，预计将实现15%-20%的年化增速，快速扩容。

图 18、飞天以下主流大单品价格带及规模



资料来源：公司公告，京东，兴业证券经济与金融研究院整理

酱酒的提价策略主要分直接提价和推出高端新品两种。

- ✓ **直接提价：**2019年以来头部酱酒企业纷纷提价以抢占高端市场。2019年青花郎出厂价提价幅度超过15%，目标零售价为1500元/瓶，将在3年内分6次对价格进行“螺旋式”提升。国台旗下国标、15年、龙酒自2019年以来各自提价幅度约30%-45%。金沙摘要系列自2019年来频繁提价，每次上调价格约15%。2021年1月起，多年未提价的茅台系列酒也上调厂价10%-40%。
- ✓ **推出高端新品：**直接推出高价产品率先抢占价格高地，并完善产品结构，提升品牌形象。华茅和王茅在2018年底各自相继推出三款新品，分层定位500-千元价格带，填补酱香系列酒与飞天之间的空白价格带。习酒于2019年推出“君品习酒”，正式进入高端白酒阵营。国台、珍酒、钓鱼台、仙潭和丹泉等也纷纷推出高端新品，持续拔高品牌定位。

表 8、2019 年以来酱酒产品提价梳理

品牌	时间	涉及系列	提价情况
茅台	2021.1	茅台系列酒	酱香酒营销有限公司自有产品提价 10%-40%
习酒	2020.10	窖藏及金钻系列	窖藏 30 年出厂价上涨 218 元/瓶, 窖藏 15 年上涨 108 元/瓶, 窖藏 1988 (500ml) 上涨 50 元/瓶; 金质习酒上涨 13 元/瓶, 银质习酒上涨 13 元/瓶; 红习酒上涨 13 元/瓶
	2019.12	金钻系列	金钻调整后终端价 428 元/瓶; 银钻调整后终端价 258 元/瓶; 金质调整后终端价 298 元/瓶; 银质调整后终端价 188 元/瓶
	2019.7	窖藏系列	1988 出厂价上调 40 元/瓶, 1998 出厂价上调 20 元/瓶
	2020.9	青花郎及红花郎	青花郎酒调整后建议零售价 1499 元/瓶; 红花郎酒·红十调整后建议零售价 498 元/瓶, 红花郎酒·红十五调整后建议零售价 698 元/瓶, 红花郎酒·红钻调整后建议零售价 409 元/瓶
郎酒	2020.7	青花郎	53° 青花郎全国统一零售价上调为 1299 元/瓶, 青花荟会员权益价从 989 元/瓶调整为 1049 元/瓶
	2019.12	青花郎	53°、44.8°、39° 青花郎的出厂价在原有价格基础全线上调 50 元/瓶, 53° 大青花郎 (3300ml) 上调 320 元/瓶
	2019.9	红花郎	53° 红花郎 (15) 出厂价上调 49 元/瓶, 44.8° 红花郎 (15) 出厂价上调 49 元/瓶, 39° 红花郎 (15) 出厂价上调 49 元/瓶, 1650ml 的 53° 红花郎 (15) 出厂价上调 169 元/瓶
	2019.6	青花郎	青花郎出厂价上调 79 元/瓶, 提价产品含 53° 青花郎 500ml、44.8° 青花郎 500ml、39° 青花郎 500ml
习酒	2020.10	窖藏及金钻系列	窖藏 30 年上涨 218 元/瓶, 窖藏 15 年上涨 108 元/瓶, 窖藏 1988 (500ml) 上涨 50 元/瓶; 金质习酒上涨 13 元/瓶, 银质习酒上涨 13 元/瓶; 红习酒上涨 13 元/瓶
	2019.12	金钻系列	金钻调整后终端价 428 元/瓶; 银钻调整后终端价 258 元/瓶; 金质调整后终端价 298 元/瓶; 银质调整后终端价 188 元/瓶
	2019.7	窖藏系列	1988 出厂价上调 40 元/瓶, 1998 出厂价上调 20 元/瓶
国台	2021.1	国台国标	500ml 供货价上调 60 元/瓶, 375ml 供货价上调 45 元/瓶
	2020.12	国台 15 年	500ml 供货价上调 100 元/瓶
	2020.11	国台龙酒	供货价上调 200 元/瓶
	2019.12	国台国标	500ml 供货价上调 30 元/瓶
	2019.7	国台 15 年	建议零售价从 1439 元/瓶提价到 1499 元/瓶
金沙	2020.8	摘要系列	摘要酒全系列产品出厂价与终端零售价上调 10%
	2020.1	摘要及回沙系列	750ML 摘要酒及回沙出厂价与零售价上调 15%
	2019.9	摘要系列	500ML 摘要酒出厂价与零售价上调 15%
	2019.3	摘要系列	价格上调摘要市场价格
	2019.1	全线产品	价格上调 10%-30%

资料来源: 搜狐, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、近年来酱酒品牌纷纷推出高端产品卡位

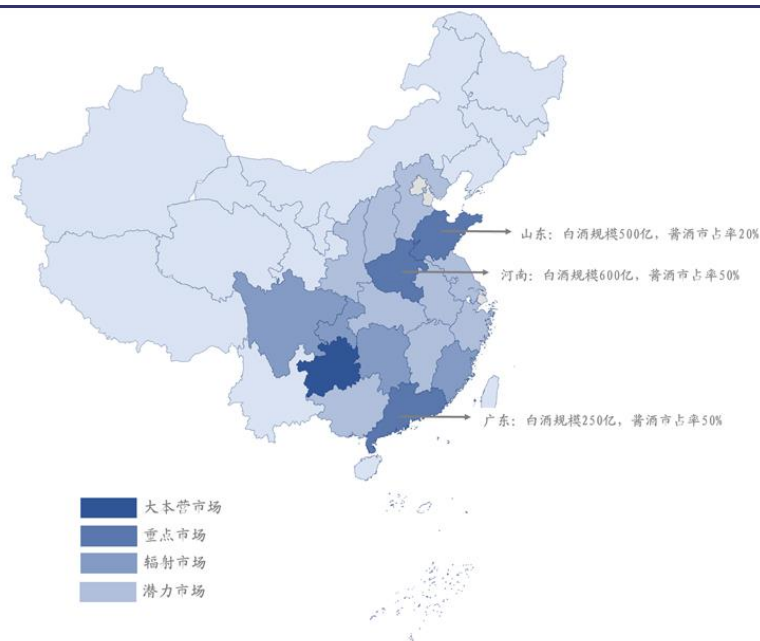
品牌	时间	新品	终端价（元）
茅台	2019.3	王茅·祥雅	1299
	2019.3	王茅·祥泰	499
	2018.11	王茅·祥邦	699
	2018.11	华茅·鉴藏（3L）	8399
	2018.11	华茅·传承 1862	1299
	2018.11	华茅（蓝瓶）	798
习酒	2019.7	君品习酒	1399
国台	2019.1	国台 10 年	1109
贵州珍酒	2019.12	珍三十 2.0	1580
钓鱼台	2019.1	钓鱼台御臻酒	1599
	2019.8	钓鱼台御笔万象	1569
仙潭酒业	2019.3	潭酒紫气东来	1256
丹泉酒业	2020.7	洞藏 30·臻藏级	1680
	2020.7	洞藏 20·臻藏级	1199
	2020.7	洞藏 15·臻藏级	618

资料来源：品牌官网，搜狐，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、逐步打破产区理论，全国化布局

酱酒消费市场以贵州为大本营，广东、河南、山东快速兴起，未来将进一步向全国扩散。贵州作为酱酒的发源地和产区重镇，酱酒市占率高达 90% 以上，并辐射四川、重庆、湖南等周边省份。广东、河南、山东经过茅台多年的消费者培育，近年来酱酒氛围趋浓，酱酒市占率分别约 50%/50%/20%。此外，北京、福建等经济发达、消费水平高的地区也逐渐成为酱酒的主攻市场。而浓香氛围浓、地产酒强势的江苏、安徽等地及清香强势的山西等黄河以北地区酱酒渗透率尚不高。未来随着酱酒热的扩散、消费市场的拓展，产区限制也有望从严格的茅台镇向全国拓展，茅台为好坏标准逐渐向风味多样化发展。

图 19、全国酱酒市场分布



资料来源：权图工作室，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3.4、品质、品牌将成为核心竞争壁垒

3.4.1、聚焦品质，大曲酱香极为稀缺

酱酒生产工艺分为坤沙、碎沙、翻沙、串沙四种。坤沙，即采用“12987”生产工艺，整体耗时5年，且对环境要求高，出酒率低，生产成本低。飞天茅台、窖藏1988、青花郎、红花郎、国台、金沙摘要、珍15、钓鱼台等头部品牌大多采用坤沙工艺。碎沙，即把高粱全部粉碎，一般打磨成粉，经过二次投料，取两至三次酒，生产周期可缩短至数月，贮存期两年左右，出酒率提高，以茅台王子酒为代表。翻沙，即把坤沙工艺七次取酒后应丢弃的酒糟加入新的高粱和药曲进行取酒，生产周期很短，贮存期一年左右，以茅台迎宾酒为代表。串沙，则是在应丢弃的酒糟加入食用酒精进行取酒，酒质差。

通常意义上的酱酒扩产难是指大曲酱香（坤沙工艺）扩产难，较为稀缺。根据权图工作室，2020年酱酒60万吨产能中大曲坤沙约占50%，其余基本为翻沙和碎沙酱酒，且预计2021年可销售的大曲坤沙酱酒不超过15万吨。随着消费者对酱酒的理解和认知提升，未来将进入品质竞争时代，大曲酱香将更受追捧和青睐，也将显得更为稀缺。

表 10、四种酱酒工艺对比

	坤沙	碎沙	翻沙	串沙
工艺特征	用完整度≥80%的高粱进行酿造，遵循独特的“12987”生产工艺，经历5年的生产流程制作而成，工艺具有“四高两长”的特点	高粱全部粉碎，一般打磨成粉，经过二次投料，取两至三次酒	把坤沙工艺七次取酒后应丢弃的酒糟加入新的高粱和药曲进行取酒	把坤沙工艺七次取酒后应丢弃的酒糟加入食用酒精蒸馏取酒
生产周期	生产周期1年，贮存期3年以上	生产周期数月，贮存期两年左右	生产周期很短，贮存期一年左右	生产周期最短
出酒率	低	较高	高	极高
产品风味	酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长	酱香明显、入口柔和、回味干净	具有一定酱香风格	不符合酱香酒的标准
代表产品	飞天茅台、窖藏1988、青花郎、红花郎、国台、金沙摘要、珍15、钓鱼台等	茅台王子酒	茅台迎宾酒	

资料来源：品酒解惑，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4.2、塑造品牌，方能突出重围

上一轮酱酒热中，酱酒价格带分化明显，腰部力量薄弱，在经历2013年白酒行业的深度调整期时，酱酒热遇冷，大部分没有品牌支撑的中小酒企关门停产。再观此轮酱酒热，经历时间筛选和历练后的酒企品牌梯队丰实，除了一骑绝尘的飞天外，大多主力产品集中在次高端价格带，腰部力量扩充，整体发展相对良性。现阶段仍处于酱酒品类红利及渠道推力下大开大合的战国时代，而当酱酒热逐渐

进入下半场，将是以品牌主导的终极竞争模式。

我们认为除了航母茅台外，还将有少数几家酱酒企业有望凭借自身不断强化的品牌力在此轮酱酒热中突出重围。习酒坚守“君子之品，东方习酒”的品牌内核，充分利用茅台集团的优质广告资源，参与央视的国家品牌计划。郎酒打造青花郎“中国两大酱香白酒之一”，并依托郎酒庄园进行“体验式互动营销活动”，对优质经销商和消费者深入传播郎酒品牌。国台塑造“酱香新领袖”，在央视投放广告，并以国台领袖会、国粉健康饮酒俱乐部等进行消费者培育。钓鱼台、金沙、珍酒等头部企业也在持续提升品牌力，以期在消费者心中留下自身的品牌印记。

表 11、非茅台酱酒企业品牌塑造情况

	品牌理念	品牌活动
习酒	君子之品，东方习酒	参与央视的国家品牌计划；举办大量推广活动，如春节传统文化 IP “中国年·喝习酒”、“习酒·我的大学”公益助学活动等；签约陈道明代言习酒窖藏系列。
郎酒	青花郎，中国两大酱香白酒之一	建立三大事业部；依托郎酒庄园打造“体验式互动营销活动”，对优质经销商和消费者深入传播郎酒品牌。
国台	贵州国台酒·酱香新领袖	在央视投放广告；组织国台领袖会、健康饮酒联盟、健康饮酒顾问团、国粉健康饮酒俱乐部等；签约唐国强为品牌代言人。
钓鱼台	国之气度，和而不同	构建授权专卖体系，分为体验馆、品鉴馆、专卖店和专柜这四种层级和形式。
金沙	摘要，贵州两大高端白酒	组织“酒美中国酱香金沙”云游金沙生态酒城直播活动；组织“金沙回沙酒·接老乡回家”公益活动；签约刘烨成为摘要酒系列品牌形象代言人。
珍酒	围绕珍酒的传奇故事讲述文化珍酒	珍酒携手新浪财经打造高端人物访谈节目《至少一个小时》，携手中国铁路开启国潮酒文化节等；签约国家特型演员刘劲为品牌代言人。

资料来源：品牌官网，酒业家，兴业证券经济与金融研究院整理

结论：目前酱酒尚处于快速成长期，预计未来十年 CAGR 达到 10%，收入占比有望提升至 40%，其中量/价各自贡献 4%/6% 的年化增速。具体的发展路径：1) 从价格带来看，由于酱酒扩产难度高，大多集中在高价位带，具备较强的提价能力，未来将是飞天以下大单品的价格带争夺，其中 400-800 元的次高端价格带将快速扩容。2) 从全国化潜力来看，目前酱酒消费市场以贵州为大本营，广东、河南、山东快速兴起，未来将进一步向全国扩散，产区限制也有望从严格的茅台镇向全国拓展，茅台为好坏标准逐渐向风味多样化发展。3) 从竞争格局来看，当酱酒热逐渐进入下半场，品类及渠道红利褪去后，品质、品牌将成为核心竞争壁垒，拥有较强综合实力的酱酒企业将脱颖而出，从区域性品牌延伸走全国化路线。

4、头部酱酒企业概览

4.1、茅台：量价双增，业绩确定性强

根据茅台集团十四五规划提出三翻番（优质产能、收入、净利润），预计集团五年收入 CAGR 约 15%，股份公司复合增速有望与集团接近。我们预计未来五年茅台酒收入保持双位数增长无虞，其中量增年化大个位数增长，通过提价、非标产品、直营比例提升等带动吨酒价有望实现年化大个位数增长。此外，系列酒性

价比高，随着酱酒热持续，未来有望量价齐升，利润弹性不可忽视。整体来看，茅台品牌力在增强、渠道利润加厚、基酒产能在扩产，从供给和需求两维度看都积蓄了非常强的业绩释放潜力。

4.1.1、预计茅台酒未来五年年化大个位数增

茅台酒产能扩张有限，预计未来五年销量增速年化大个位数。由于核心产区的环境限制，预计茅台酒在 2020 年完成产能扩张计划，增长至 5.6 万吨后将不再扩产，同时酱香系列酒也将形成 5.6 万吨的生产规模，实现双轮驱动发展。茅台酒的产能限制将使市场供不应求状态持续，进一步维护茅台酒的稀缺属性。根据产能规划，测算未来五年茅台酒每年增量 2000-3000 吨，年化增速大个位数。

表 12、2000 年后茅台扩产项目汇总

时间	项目	扩大产能（吨）	完成时间
2001 年	1000 吨茅台酒技改项目	1000	2003
	老区茅台酒扩建工程	800	2003
	700 吨茅台酒扩建工程	700	2003
	中低度茅台酒扩建工程	2100	2006
2004 年	1000 吨/年制酒生产房及 1000 吨茅台酒配套设施	1000	2007
2005 年	新增 2000 吨茅台酒生产及辅助配套设施	2000	2009
2006 年	“十一五”万吨茅台酒工程一期新增 2000 吨茅台酒技改工程	2000	2010
2007 年	“十一五”万吨茅台酒技改工程二期 2007 年度 2000 吨茅台酒技改工程	2000	2011
2008 年	“十一五”万吨茅台酒技改工程三期 2008 年度 2000 吨茅台酒技改工程	2000	2011
2009 年	“十一五”万吨茅台酒技改工程四期 2009 年度 2000 吨茅台酒技改工程	2000	2012
2010 年	“十一五”万吨茅台酒技改工程五期 2010 年度 2000 吨茅台酒技改工程	2000	2011
2011 年	“十二五”万吨茅台酒工程第一期（2011 年）新增 2600 吨茅台酒技术改造项目	2600	2012
2012 年	“十二五”万吨茅台酒工程第二期（2012 年）新增 2500 吨茅台酒技术改造项目	2500	2013
2013 年	中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目	5800	2016
2014 年	茅台酒“十二五”扩建技改项目中华片区第二期茅台酒制酒工程技改项目	3000	2017
2017 年	十三五中华片区茅台酒技改工程及其配套设施工程	5152	~2020
2019 年	3 万吨酱香系列酒技改及配套设施项目	30000	~2022

资料来源：品牌官网，酒业家，兴业证券经济与金融研究院整理

4.1.2、提价+非标产品带动吨酒价提升

2000 年后茅台 10 次提价，出厂价年化增速超 9%，行业调整期依旧保持出厂价不变。价格是白酒品牌力最直接的体现，茅台从 2000 年后一共提价 10 次，平均单次提价幅度在 20% 左右。茅台在处于行业黄金十年的 2006-2012 年中每年均有提价，出厂价从 268 元大幅提升至 819 元，其中 2008 年 1 月初的提价一举超过五粮液，并于 2009 年拉开与五粮液的价差。2013 年行业进入深度调整期，五粮液、老窖纷纷选择逆势提价，然而价格倒挂、渠道利润严重受损使其在 2014 年均大幅下调出厂价，而茅台即使在行业低迷时期依旧保持出厂价不降，此前积累的超千元渠道利润成为有效的缓冲带，帮助其顺利过冬，品牌也逐渐分层。

非标产品定位超高端，打开价格空间。除普通飞天茅台外，公司于 2014 年起推出生肖酒、年份酒、定制茅台酒等超高端非标产品，完善产品结构，满足消费者差异化、个性化需求。一方面，非标产品出厂价高于普飞，抬高价格天花板，实现吨酒价的间接增长，也进一步掌握高端白酒市场的主导权，提升品牌力；另一方面，公司可通过调节非标产品的投放节奏以平滑业绩，例如 2018 年年底加大非标产品投放以实现业绩稳健增长。

表 13、2000 年后茅五泸出厂价格变化（元）

年份	茅台	出厂价	每瓶提价	五粮液	出厂价	每瓶提价	老窖	出厂价	每瓶提价
2001 年	8 月	218	22%	年初	249	19%			
2002 年							年初	268	18%
2003 年	10 月	268	23%	9 月	330	33%	10 月末	288	7%
2004 年							2 月末	308	7%
2005 年				1 月	343	4%	1 月	328	6%
2006 年	2 月	308	15%	1 月、7 月	368	7%	2 月末	348	6%
2007 年	3 月	358	16%	2 月、10 月	418	14%	3 月	388	11%
2008 年	1 月初	438	22%	1 月末	438	5%	1 月、8 月	468	21%
2009 年	1 月初	499	14%				1 月底	519	11%
2010 年	1 月初	563	13%	1 月中旬	509	16%	9 月底	619	19%
2011 年	1 月初	619	10%	9 月	659	29%	11 月底	889	44%
2012 年	1 月初	819	32%	7 月	699	6%			
2013 年				1 月	900	29%	8 月	999	12%
2014 年				5 月	609	-32%	7 月	550	-45%
2015 年				8 月	659	8%	6 月	620	13%
2016 年				3 月、9 月	739	12%	8 月、11 月	680	10%
2017 年							8 月	740	9%
2018 年	1 月初	969	18%	1 月	789	7%			
2019 年				6 月	889	13%	1、3、11、12 月	830	12%
2020 年							1 月、9 月	890	7%

资料来源：微酒，兴业证券经济与金融研究院整理

表 14、茅台酒价格体系

茅台酒		出厂价（元/瓶）	指导价（元/瓶）	销量占比
普飞		969	1499	80%
非标	生肖酒	1299	1699	6%
	精品茅台	2299	3199	3%
	年份酒	3299	4999	2%
	其他非标	1499	1949	9%

资料来源：微酒，京东，兴业证券经济与金融研究院整理（注：其他非标产品为推测价格）

4.1.3、直销占比提升有望贡献增量利润

2018 年以来，茅台针对渠道经销商进行整顿改革，直销占比持续提升。2020 年前三季度直销渠道销售额 84.33 亿元，同比大幅增长 171.78%，占比 12.56%，同比大幅提升 7.64pct。

✓ 2018 年下半年起大刀阔斧渠道改革，大量经销商配额被收回。18Q4 减少茅台酒经销商 437 家，19H1 减少 99 家，其后整顿力度逐渐温和，收回约 6000

吨茅台酒配额用于直销渠道改革。截止 2020 年三季度末，茅台 3 年内共计减少 615 家茅台酒经销商。预计未来茅台将不再增加专卖店、特约经销商、总经销商，整体国内外经销体系飞天配额预计将保持在 1.8 万吨左右，同时加大对直销渠道的投入。

- ✓ **茅台加大商超卖场及电商等直销渠道投放量。**2019 年 5 月集团营销公司正式成立，主要针对团购、商超等终端客户，华润万家、大润发、物美成为首批全国商超经销商，7 月确定天猫、苏宁入围电商配额招标。目前茅台已和 68 家直销渠道商合作，包括电商、商超卖场、国资企业、烟草连锁等领域的优质企业。同时，茅台加大全国范围内 33 家直营店的供应量。

表 15、茅台经销商数量变化（个）

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
国内经销商数量	3007	3215	3318	2987	2454	2415	2401	2377	2061	2051	2049
增加	28	208	103	276		21	9			1	13
减少				607	533	60	23	24	316	11	15
- 茅台酒				437	39	60	23	15	29	5	7
- 系列酒				170	494			9	287	6	8
国外经销商数量	105	118	115	115	115	115	106	105	105	105	104

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

直销占比提升有望带动吨酒价提升，进而贡献业绩增量。根据渠道反馈，2019 年普飞直销渠道销量占比约 5.6%，假设：1）不考虑系列酒直销占比变化；2）非标茅台直销占比和普飞相同；3）茅台酒里各系列产品结构不变；4）直销占比提升不会带来额外的费用投入；5）剔除 2019 年增值税税率变化影响。我们根据敏感性测算发现，直销占比每提高 10pct 将带动吨酒价增长约 4.8%，对应归母净利润增量 21 亿/增长约 5.1%。

表 16、茅台酒直销比例提升对利润的敏感性分析

直销占比	5.6%	15.6%	25.6%	35.6%	45.6%	55.6%
茅台酒综合吨价（万元）	215	226	236	246	256	267
YOY		4.8%	9.5%	14.3%	19.0%	23.8%
茅台酒增量收入（亿元）	6.5	35.4	70.8	106.2	141.6	177.0
归母净利润增量（亿元）	3.9	21.3	42.6	64.0	85.3	106.6
归母净利（亿元）	416	437	459	480	501	523
YOY		5.1%	10.2%	15.4%	20.5%	25.6%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（注：直销占比为 5.6%即考虑了增值税税率变化的影响）

4.2、习酒：酒中君子，泛全国化酱酒龙头

4.2.1、由浓转酱，2020 年突破百亿大关

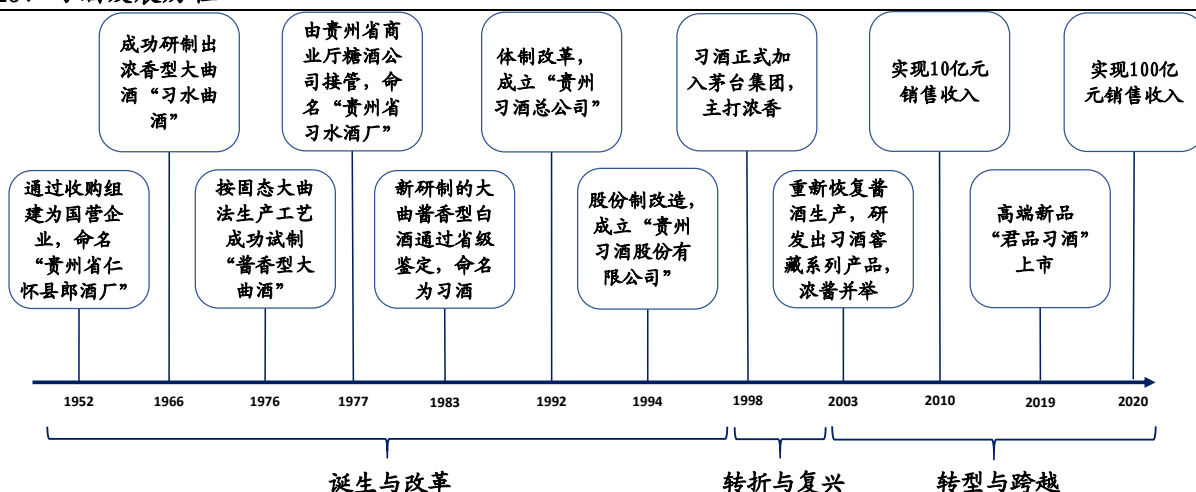
由浓转酱，酒中君子。

- ✓ 习酒前身为创建于明清时期的殷、罗二姓白酒作坊，厂区地处黔北高原赤水河中游，1952 年通过收购组建为国营企业。1966 年成功研制出浓香型大曲酒“习水曲酒”，1976 年成功试制酱香型大曲酒，1983 年通过省级鉴定并命名

为习酒。

- ✓ 1998 年正式加入茅台集团，次年便扭转连续 6 年亏损的局面，由此从困境走向复兴。但受茅台战略定位影响，2006 年前的习酒战略方向是打造茅台浓香白酒基地、贵州第一浓香，因此浓香型白酒占比一度在 80% 以上。
- ✓ 2003 年习酒重新恢复酱酒生产，研发出习酒窖藏系列产品。随着 2005 年茅台利润端超越五粮液，再到 2008 年收入端全面超越五粮液，顺应茅台触发的酱香趋势，集团对于习酒的战略定位步入“浓酱并举”阶段。2010 年张德芹上任，进行品牌定位、产品线梳理、渠道管理、信息技术等改革，习酒定位于“酒中君子”，剥离产品包装上的茅台标志，塑造自己的品牌文化，主打酱香，聚焦大单品窖藏 1988，将完成浓转酱的蜕变。2019 年高端新品“君品习酒”上市，正式进入高端白酒阵营。

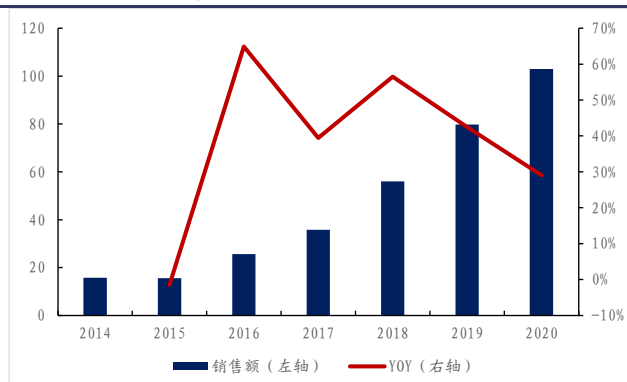
图 20、习酒发展历程



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

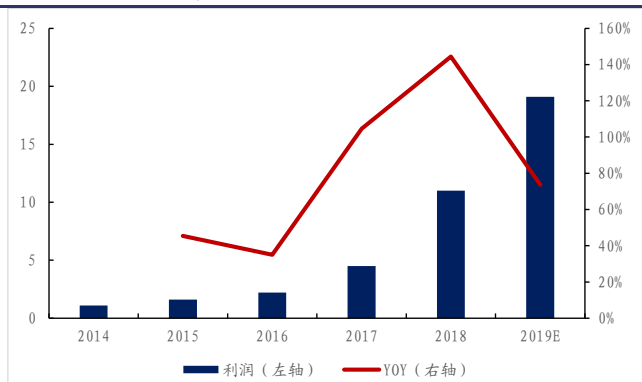
习酒近年来迎爆发式增长：2019 年实现销售收入/利润 79.8/亿同增 42.5%/70%+，2014-2019 年复合增速高达 38.25%/75%+。2020 年实现销售收入 103 亿，同增 31.3%，标志着习酒成为又一家百亿级企业。1) 产品来看，高端产品君品习酒与窖藏系列销售额为 59.3 亿，同增 47.0%，占比 57.6%。2) 区域来看，2020 年省外市场销售额为 72.7 亿，同增 45.9%，占比由 2015 年的 22%逐年提升至 70%，全国化战略成效显著，由区域强势品牌逐渐转变为全国知名品牌。

图 21、习酒近年销售收入及增速（亿元）



资料来源：习酒经销商大会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、习酒近年利润及增速（亿元）



资料来源：习酒经销商大会，搜狐，兴业证券经济与金融研究院整理

十四五规划来看：1) 2021 年目标含税销售额达 120 亿，成品酒计划销售 3.2 万吨；省外市场销售额达 90 亿元，占比提升至 75%；高端产品实现 78 亿，占比超过 65%。2) 未来五年每年新增产量 4000-5000 吨（2018 年习酒酱酒产能超 2 万吨），年化收入增速 15%-20%，到 2025 年实现产酒 5 万吨、成品酒销售 4.5 万吨、吨酒均价 50 万元，收入突破 200 亿大关。

4.2.2、产品：聚焦大单品窖藏系列，君品卡位高端酱酒

习酒酱酒产品分君品系列、窖藏系列、金钻系列、习酱系列，覆盖各价格带，层次清晰。1) 2019 年推出的君品习酒定位千元以上价格带，卡位高端酱酒。2) 窖藏系列中核心大单品窖藏 1988 定位 600 元价格带，2019 年规模 42 亿，占比超 53%，为酱酒第二大单品（仅次于飞天）；窖藏 1998 定位 300-400 元价格带，窖藏 15 年、30 年冲击超高端。3) 金钻系列覆盖 100-400 元价格带，其中 2018 年底推出的金钻习酒推出前期试水销售已达 5 亿，目标金钻习酒单品规模突破 15 亿，金钻系列整体规模突破 30 亿。4) 习酱系列定位中低端，覆盖百元价格带。

表 17、习酒酱酒产品矩阵

系列名称	产品名称	终端价（元）	产品图示
君品系列	君品习酒	1399	
窖藏系列	窖藏 1988	607	
	窖藏 1998	407	
金钻系列	金钻习酒	388	
	经典习酒	298	
	金质习酒	238	
	银质习酒	128	
习酱系列	金习酱	199	
	蓝习酱	89	
	红习酱	72	

资料来源：公司官网，京东，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.3、品牌：全面塑造“君子之品”的品牌内核

坚守“君子之品，东方习酒”的品牌内核。习酒在并入茅台集团的初始阶段依托集团的品牌、资金、市场、人才、管理等方面的资源实现快速发展，但后期剥离茅台标志，独立运作，定位“君子之品”的品牌文化，持续提升中国习酒的知名度。

品牌宣传方面：1) 充分利用优质广告资源，习酒以茅台集团的重要组成部分参与央视的国家品牌计划，在新闻联播前、晚间新闻前后、经济半小时、环球财经连线等黄金时段发布品牌广告，同时加大航空、高铁、城市大屏、高速公路及主流门户网站的广告投放力度。2) 签约君子品格的形象代言人，2017 年与著名表演艺术家陈道明正式签约，代言习酒窖藏系列，陈道明的气质、风格和个人形象极具君子之风，与习酒的品牌定位契合。3) 利用大量推广活动全面塑造品牌性格，如春节传统文化 IP “中国年·喝习酒”、“我是品酒师、醉爱酱香酒”大型消费者体验互动活动、“昆仑决”项目官方合作关系、“习酒·我的大学”公益助学活动等。

图 23、陈道明代言习酒窖藏系列



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、春节传统文化 IP “中国年·喝习酒”

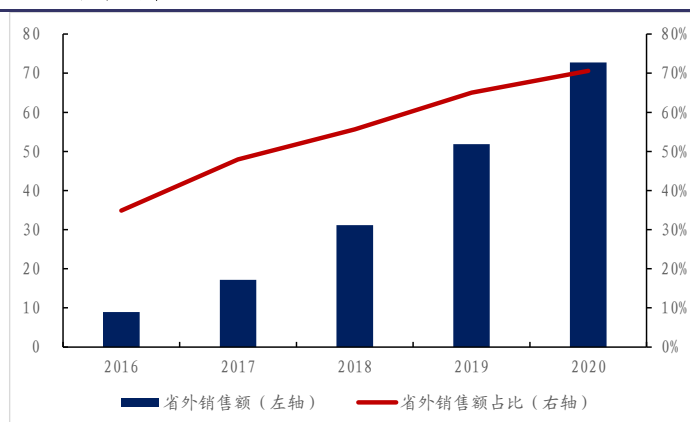


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.4、渠道：全国化战略成效显著

省外招商加速推进，收入占比达 70%。习酒持续推进“133+”的全国市场布局，即优化调整贵州核心市场的发展结构，夯实品牌根基；推动河南、广东、山东三大省外样板市场做大总量，做优质量；扶持江苏、福建、浙江三大重点市场进一步加快发展速度；通过开设体验馆、专卖店、高端团购等方式，精准构建营销网络。2020 年习酒经销商数量由 2016 年的约 700 个提升至目前超 2000 个，其中省外经销商占比约 90%；省外销售额从 2016 年的 8.94 亿提升到 2020 年的 72.72 亿，占比由 34.85%提升到 70.60%，全国化战略成效显著。

图 25、近年习酒省外销售额及占比（亿元）



资料来源：渝酒头条，兴业证券经济与金融研究院整理

表 18、近年习酒渠道策略

年份	渠道策略	策略内容
2016	省外"1+2"	在省外打造一个亿级市场，两个 5000 万级市场
2017	"1+3+6"	做深、做精、做细、做透贵州市场，攻克河南、山东、广东战略重点市场，建立以重庆、湖南、湖北、江苏、福建、浙江形成的长江沿海销售增长金腰带
2018	"三点两线，一个根本"	以贵州市场为核心、长江经济带及沿海经济带，再加上三个省外重点市场（河南、山东、广东）
2019	"132"	推广“贵州经验”到成熟的样板市场，争取在 3 年内将河南省打造为第一个省外“贵州型”市场，4 年内再新增山东、广东两个此类市场。
2020	"133+"	做好贵州市场，做大省外市场。以河南、山东、广东三个样板市场为基础，新增江苏、浙江、福建三个重点市场，并与其他省外市场协同发展。

资料来源：习酒经销商大会，兴业证券经济与金融研究院整理

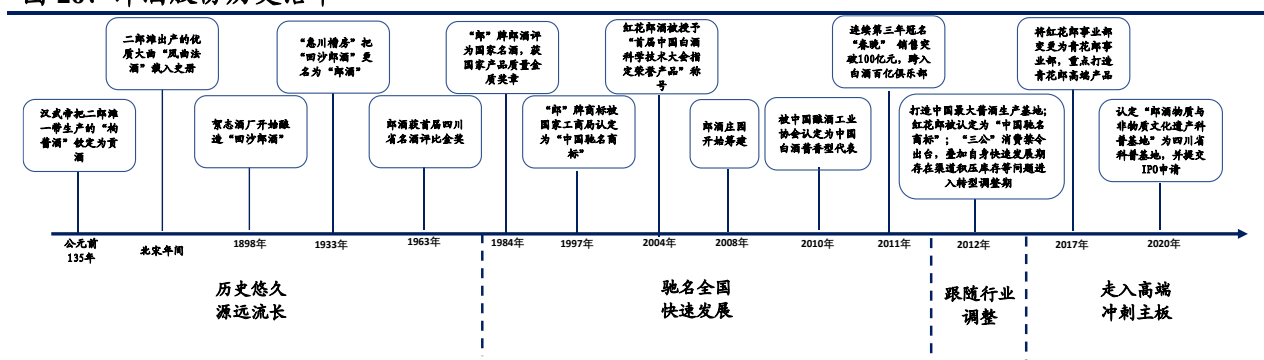
4.3、郎酒：体制灵活，聚焦高端

4.3.1、文化底蕴丰厚，业绩体量齐飞

川酒金花，历史悠久。

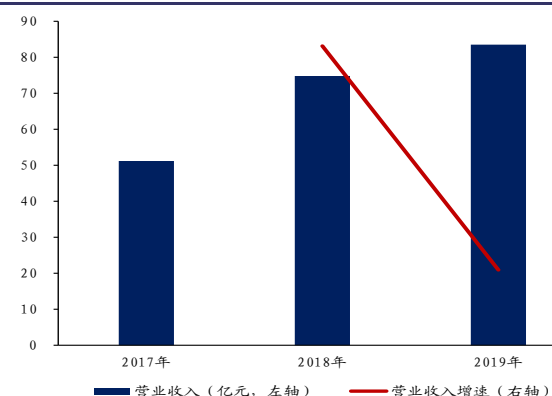
- ✓ 郎酒为川酒“六朵金花”之一，历史追溯至公元前135年的汉武帝时期。“郎”酒品牌因地成名，主要生产基地位于四川省古蔺县二郎镇，地处赤水河畔，属于“中国白酒金三角（川酒）”。其酱香型白酒先后于1984年、1989年连续两度在全国评酒会获评“国家名酒”称号。
- ✓ 2000年代初郎酒由于坚持亲民路线错失发展机遇，濒临破产。2002年汪俊林通过宝光药业以4.9亿元收购郎酒，制定“一树三花、群狼战术”的策略，全线覆盖酱香、浓香、兼香三种香型，在同区域、多品牌、多战线各自为战，业绩为王。在狼性文化的驱动下，郎酒进入快速上升期，2010年销售规模突破百亿。但快速发展期存在渠道积压库存等问题，在2012年行业调整阶段郎酒也步入转型调整期。
- ✓ 2017年郎酒销售体系调整，原五大事业部变更为青花郎、郎牌特曲和小郎酒三大事业部，其中原红花郎事业部变更为青花郎事业部，原新郎酒和郎牌原浆事业部与郎牌特曲事业部合并。其后，聚焦高端酱酒，助推青花郎系列。2019年郎酒收入为83.48亿元，2017-2019年年均复合增速为27.7%。

图 26、郎酒股份历史沿革



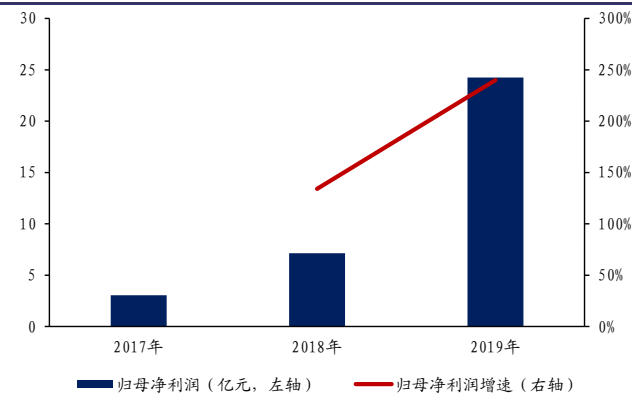
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、2017-2019 年郎酒营业总收入



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、2017-2019 年郎酒归母净利润



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

IPO 募投提高产能和储能，为长足发展蓄势。近两年郎酒酱香型基酒产能利用率接近饱和，急需扩张产能，浓香型基酒缺口通过外购基酒的方式来填充解决。

- ✓ **酱香方面：**2019 年郎酒酱香型基酒产能为 1.8 万吨，IPO 募投项目中计划投资约 50 亿用以提升优质酱酒产能，其中二郎基地技改项目、吴家沟基地技改项目（二期）、盘龙湾基地技改项目（二期）合计将新增 2.27 万吨产能，加上在建的吴家沟基地技改项目（一期），整体达产后酱香型基酒总产能将超过 5 万吨。同时，公司拥有优质酱酒储量 13 万吨，郎酒庄园全部建成后酱酒储量将突破 30 万吨。
- ✓ **浓香方面：**2019 年郎酒浓香型基酒产能 1.4 万吨，IPO 募投项目中计划投资约 21 亿元用以提升优质浓香型、兼香型白酒产能，将新增 3.34 万吨产能，整体浓香型基酒总产能将超过 4.7 万吨，可减少对外依存度。

表 19、郎酒近三年基酒和成品酒产能情况

项目		2017年	2018年	2019年
酱香型基酒	产能（吨）	15,000	18,000	18,000
	产量（吨）	11,886.83	18,045.88	16,998.56
	产能利用率（%）	79.25%	100.25%	94.44%
浓香型基酒	产能（吨）	4,000	9,000	14,000
	产量（吨）	2,695.26	5,548.96	8,983.47
	产能利用率（%）	67.38%	61.66%	64.17%
成品酒产能（吨）		63,000	68,000	65,000
成品酒产量（吨）		48,976	53,199	50,627
成品酒产能利用率（%）		77.74%	78.23%	77.89%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 20、郎酒 IPO 募投项目产能规划

在建产能项目名称	建设类型	建设规模	计划投资金额（亿元）
二郎基地技改项目	酱香型白酒基酒	10,000吨	10.34
吴家沟基地技改项目（二期）	酱香型白酒基酒	8,000吨	10
盘龙湾基地技改项目（二期）	酱香型白酒基酒	4,700吨	7.23
郎酒天宝峰包装仓储中心项目	包装仓储能力建设，建成后二郎基地现有包装生产线将改建酱香型白酒酿造生产线	储酒能力达46,000吨左右，成品酒灌装能力达50,000吨/年，成品酒储存能力达到200万件	17.24
郎酒龙安生态制曲建设项目	酱香型曲药	40,000吨	5.11
石洞郎酒浓香型白酒生产基地项目	浓香型、兼香型	建成后实现浓香型、兼香型白酒基酒年产能33,420吨、浓香型酒曲年产能2万吨及露天罐区存储能力8万吨	13.37
郎酒泸州包装中心建设项目（二期）	浓香型	建成后实现年灌装成品酒产能10万吨及储酒能力3.5万吨	7.85

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3.2、产品：一树开三花，两大单品双轮驱动

郎酒涵盖酱香、浓香、兼香三种香型，形成错位竞争，青花郎和红花郎为两大战略大单品。

- ✓ **高端：**青花郎定位中国两大酱香型白酒之一，对标飞天，发力高端白酒市场，终端价已提升至千元价格带。2019 年高端产品收入为 31.97 亿元，占比 38.45%，2017-2019 年 CAGR 达 108%，其中量/价分别贡献 91%/9%。
- ✓ **次高端：**红花郎覆盖 400-700 元价格带，发力次高端白酒市场。2019 年次高端产品收入为 21.31 亿元，占比 25.62%，2017-2019 年 CAGR 达 28%，其中量/价分别贡献 17%/9%。
- ✓ **中端：**香型为浓香型和浓酱兼香型，代表产品郎牌特曲和小郎酒主要覆盖 100-300 元价格带，2019 年收入为 24.55 亿元，占比 29.53%。
- ✓ **中低端：**香型为浓香型和浓酱兼香型，代表产品顺品郎覆盖 100 元以下价格带，2019 年收入为 4.72 亿元，占比 5.68%。

图 29、郎酒主要产品收入规模及增速（亿元）

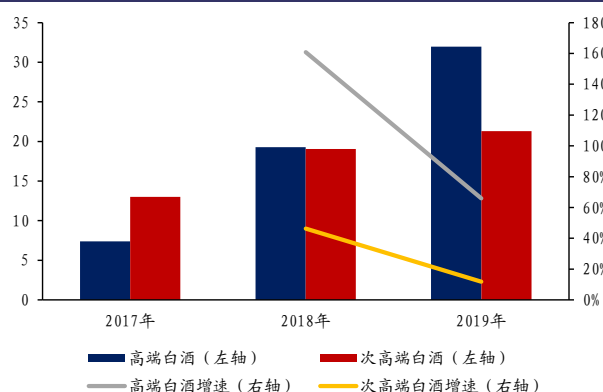
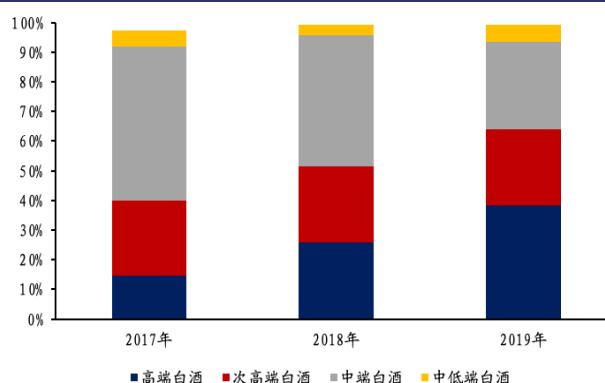


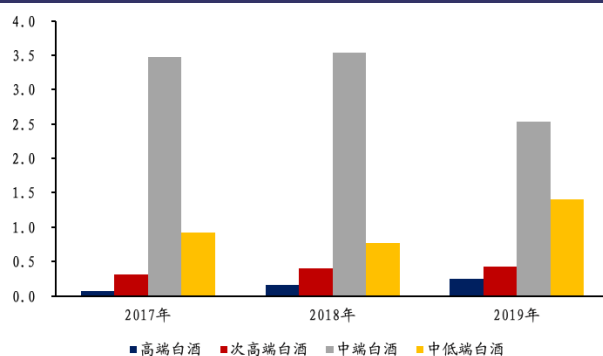
图 30、郎酒营收结构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

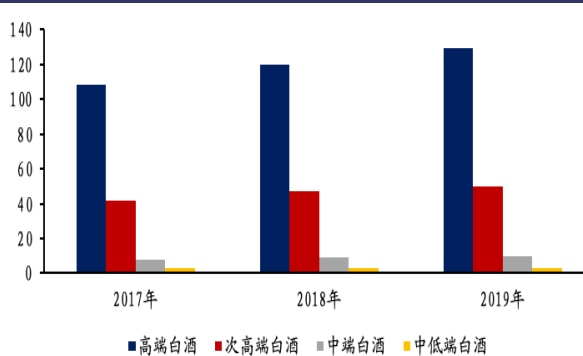
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、郎酒主要产品销量（万吨）



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、郎酒主要产品吨价（万元/吨）



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 21、郎酒主要产品矩阵

产品分类	分类标准	主要香型	代表产品	核心产品	价格	产品图示
高端白酒	产品出厂价大于等于 500 元/500ml	酱香型	青花郎系列白酒	青花郎 20 青云郎 (50)	1299 8489	 
次高端白酒	产品出厂价大于等于 300 元/500ml, 小于 500 元/500ml	酱香型	红花郎系列白酒	红花郎 10 红花郎 15	498 718	 
中端白酒	产品出厂价大于等于 40 元/500ml, 小于 300 元/500ml	浓香型、浓酱兼香型	郎牌特曲系列鉴赏 12 白酒	郎牌特曲 T3	112	 
				郎牌特曲精英版 T6	171	
				郎牌特曲 T8	224	
				郎牌特曲精英版 T9	238	
				郎牌特曲鉴赏 12	468	
			小郎酒系列白酒	精酿小郎酒	28	 
				经典小郎酒	24	
中低端白酒	产品出厂价小于 40 元/500ml	浓香型、浓酱兼香型	顺品郎系列白酒	顺品郎 280	47	 

资料来源：招股说明书，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

郎酒通过控量提价等策略持续提升品牌价值。一方面，公司严格调控酱酒销售速度，2019 年酱酒销量控制在 1 万吨内，且从 2020 起每年增加不超过 2000 吨，以保证稀缺性及价值回归。另一方面，通过螺旋式提价以提升品牌力，2019 年青花郎出厂价提价幅度超过 15%，目标零售价为 1500 元/瓶，将在 3 年内分 6 次提价。同时，公司拉长基酒储存周期，青花郎主体基酒从 5 年改为 7 年以上，进一步提升品质和口感。

表 22、2019 年起郎酒螺旋提价

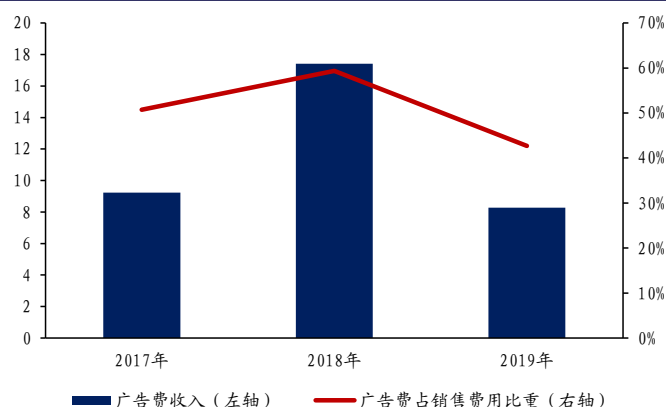
时间	产品	提价内容
2020年9月17日	青花郎、红钻、红运郎、青运郎	青花郎建议零售价调整为1499元，郎酒酱香型产品实行计划配额制，实行范围包括青花郎、红花郎、红运郎等郎酒旗下大流通酱香型产品。
2020年7月1日	青花郎	7月1日起，53度酱香型白酒青花郎全国统一零售价上调为1299元/瓶，青花荟会员权益价从989元/瓶调整为1049元/瓶。
2020年7月29日	郎牌郎酒	53度郎牌郎酒500ml每瓶上调29元；53度郎牌郎酒精品礼盒500ml，每盒上调59元；53度郎牌郎酒（1*2礼盒装）700ml 每盒上调40元；53度郎牌郎酒（双瓶礼盒装）500ml 每盒上调60元。
2020年6月25日	红运郎；青运郎	从2020年6月25日起，青云郎酒、红运郎酒价格将调整价格。53度红运郎酒（500ml）厂价上调33元/瓶，建议零售价为764元/瓶，53度红运郎酒（998ml）厂价上调124元/瓶，建议零售价2222元/瓶；53度青云郎酒（500ml）厂价上调49元/瓶，建议零售价为1414元/瓶，53度青云郎酒（998ml）厂价上调174元/瓶，建议零售价为4644元/瓶。
2019年12月16日	青花郎	12月16日起，青花郎53度、44.8度、39度的出厂价在原有价格基础全线上调50元/瓶，53度大青花郎（3300ml）上调320元/瓶。
2019年9月1日	红花郎	自9月1日起，规格为500ml*6的39°、44.8°以及53°的红花郎（15）出厂价在原有价格基础上每瓶上调49元；1650ml的53°大红花郎上调169元；取消“十二赠一”品鉴酒配赠政策。红花郎（15）执行最新终端价：规格500ml*6的53°红花郎（15）终端建议供货价539元/瓶，44.8°、39°红花郎（15）终端建议供货价519元/瓶。
2019年6月1日	青花郎	2019年6月1日，4款青花郎酒将上调单瓶出厂价。其中，53度青花郎、44.8度青花郎、39度青花郎的出厂价均上调79元/瓶；53度大青花郎出厂价将上调880元/瓶。

资料来源：酒业家，微酒，新浪财经，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3.3、品牌：高强度广告宣传叠加郎酒庄园持续赋能品牌力

加大广告宣传力度，迅速升级郎酒品牌价值。2017年起，郎酒将红花郎事业部变更为青花郎事业部，品牌投入重心聚焦青花郎，着重向消费者打造“中国两大酱香白酒之一”的品牌定位。2017-2019年累计投入广告费35亿，包括与央视、地方卫视、高铁机场、商业中心、核心城市制高点和手机自媒体等渠道投放广告。2019年起考虑到前期广告宣传推广取得一定成效，青花郎等核心品牌的市场知名度有了较大提升，公司调整广告宣传策略，通过更有效的方式进行更精准的广告宣传，提升效率，广告费用率有所下降。

图 33、郎酒广告费支出情况（亿元）



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

依托郎酒庄园打造体验式互动营销，对优质经销商和消费者深入传播郎酒品牌、品质。郎酒庄园位于赤水河南岸，于 2008 年筹划打造，预计 2023 年底完工，为郎酒三品（品质、品牌、品味）而生，是郎酒品牌故事的原点和核心。体验者在郎酒庄园可感受郎酒独有的“生长养藏”，体验酱香白酒“生产-存储-勾调-品鉴”全流程，享受高端白酒定制化勾调等服务，并在公司自建的天宝洞酒店、青云阁、红运阁等场所享受高质量的“吃、住、行、乐”一站式服务。此外，自 2021 年起，每年 3 月郎酒都会举办“郎酒庄园节”，且每年投入 5000 万设立三品激励体制。截至 2020 年，郎酒庄园参观人数已达 10 万余人次，预计 2021 年将突破 20 万人次，将持续为郎酒品牌价值赋能。

4.3.4、渠道：营销模式灵活变革，大商战略扩张市场

郎酒以经销模式为主，2019 年经销收入占比 96.38%。依托民营企业灵活高效的体制，郎酒在过去营销模式几经变革，以适应市场变化趋势，快速反应。

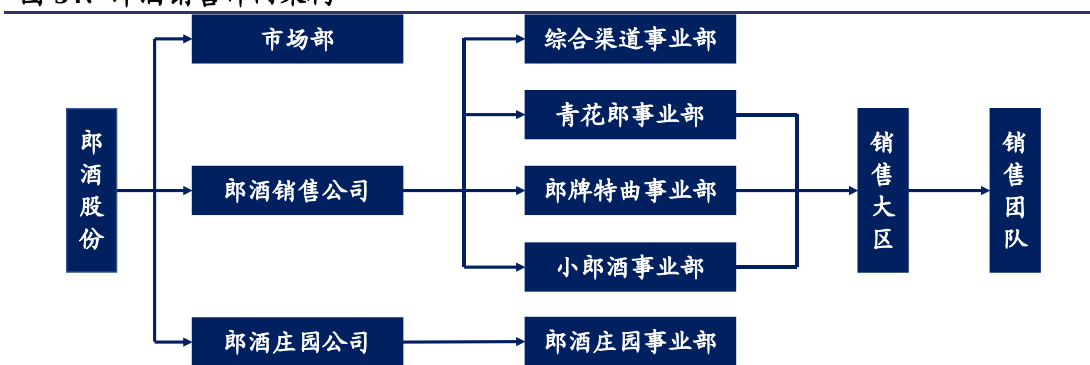
- ✓ **2006 年：**郎酒采用“矩阵式”组织结构，实行“事业部+大区”双轨制的“群狼”战术，最大限度发挥大区 and 事业部的潜能，快速抢占并有效管控市场，提升品牌力。其收入规模从 2006 年的 7.5 亿爆发式增长至 2012 年的 110 亿。
- ✓ **2012 年：**由于双轨制下大区 and 事业部权利重叠、大区选择性推动产品等问题出现，叠加 2012 年起的行业调整使郎酒从单纯的渠道模式驱动逐步转向品牌驱动，于是 2012 年底郎酒将双轨制调整为垂直管理模式，红花郎、新郎酒、郎牌特曲、老郎酒、流通品牌五大事业部独立运作、独立管理，集中力量打造大单品。
- ✓ **2015 年：**彻底取消大区制，并将当时规模近 20 亿的小贵宾郎从流通事业部中剥离成立小郎酒事业部，形成红花郎、小郎酒、老郎酒、郎牌特曲、新郎酒、郎牌原浆六大事业部。
- ✓ **2016 年：**为聚焦资源做大单品，事业部“六变三”。2016 年将老郎酒事业部合并入红花郎事业部，2017 年将郎牌原浆、新郎酒事业部与郎牌特曲事业部合并，调整为红花郎、小郎酒、郎牌特曲三大事业部。
- ✓ **2017 年：**聚焦高端酱酒，原红花郎事业部变更为青花郎事业部，资源投入倾斜，助推青花郎系列，体量已超 30 亿。

表 23、郎酒营销模式几经变革

时间	渠道模式	具体措施	效果
2006-2012 年	事业部+大区双轨制（矩阵式组织结构）	郎酒销售公司下设事业部，实行“事业部+大区”的双轨制，进行双重管理。实现了对五大事业部和西南、华东、华南、中原、东北、西北六个销售大区以及各城市 55 个办事处的管理运营网络。其中，五大事业部产品到各个大区，由大区在区域市场进行推广、销售，同时事业部对各个区域也有管理、招商、推广的权力。	“群狼”战术使得在渠道上尽快扁平化，郎酒得以迅速全国化，2006 年至 2012 年营业额从 6.5 亿跃升至 110 亿。且有效控制市场，打击串货、维护价格体系，提升品牌力。但随盘子扩大，多层交叉管理导致市场信息传递层级过多，真实性递减，市场反应速度和效率不断损失，总部管理层和事业部无法根据市场的真实情况进行决策制定品牌的发展路径；业绩导向造成库存积压；存在山头主义，经销商对大区曲意逢迎，客观上架空各个品牌，无法适应郎酒新阶段发展需求。
2012 年底-2015 年	准公司运营垂直管理模式	将“事业部+办事处”的“矩阵式营销组织结构”，变革成为以五大事业部垂直运作的“准公司制运营模式”。形成品牌事业部—办事处—城市经理三级的垂直管理。五大事业部独立运作，独立管理：红花郎、新郎酒、郎牌特曲、老郎酒、流通品牌。各大事业部全权负责相应品牌的市场运行管理，包括业务区分、市场规划、办事处团队管理考核、具体市场运作指挥等。	顺应白酒行业“垂直”时代，在郎酒快速扩张后更适宜渠道深耕，维稳度过 2012 年后的白酒寒冬期。规避双轨制难以推动郎酒品牌力提升的弊端；事业部得以聚集品牌发展，集中大单品。将经营权、抉择权和监督权全部分开，随之事业部在市场运营、战略规划上更加科学化和可控化。
2015 年底	取消大区制，事业部“五变六”	2015 年底彻底取消大区制，将当时发展迅速，市场近 20 亿的小贵宾郎从流通事业部中剥离，成立了小郎酒事业部。原流通事业部运营的包括宾郎、嘉宾郎在内的大酒产品归属流通事业部，继续运营。形成了六大事业部并行的状态：红花郎、小郎酒、老郎酒、郎牌特曲、新郎酒、郎牌原浆。	有效规避大区和事业部的权利重叠及利益冲突，提升品牌的市场管理和运作执行效率。
2016-2017 年	聚焦大单品，事业部“六变三”	2016 年，老郎酒事业部合并入红花郎事业部。2017 年，郎牌原浆、新郎酒两个事业部与郎牌特曲事业部合并。调整为三大事业部：红花郎、小郎酒、郎牌特曲。	顺应消费升级大势，大刀阔斧斩低端、快涨价，重心上移至中高端产品。
2017 年	聚焦高端市场，事业部更名	敏锐捕捉茅台的拉伸为高端酱酒留下的空间。红花郎事业部更名为青花郎事业部，资源战略聚焦青花郎的品牌运营与市场管理。	2017 年青花郎销售同比增长 122%，2019 年规模超过 30 亿。2020 年郎酒品牌价值破千亿，青花郎品牌力跃居白酒行业前五。

资料来源：微酒，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、郎酒销售部门架构



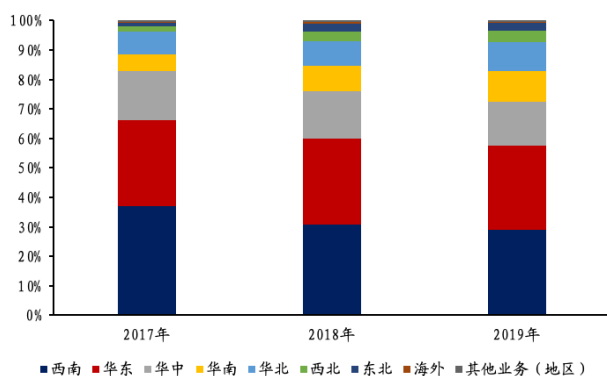
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

大力推进“扶好商、树大商”战略，持续推动全国化布局。2019 年郎酒将对商家布局、新客户资质审核权从各地大区上收至事业部、销售公司，并通过严格的经

经销商遴选标准以打造经销商精锐部队。同时，郎酒采用“一地一策、一商一策”的分类扶持政策，鼓励好商做大做强，且不同事业部招商各有侧重，如青花郎重点选择渠道网络强、终端拓展能力强的经销商。自2020年起郎酒计划用3年时间调整商家结构，稳定、扶持一批大商、好商组成核心商家网络，充分发挥经销商的能动性，快速切入核心客群，加速全国化进程。

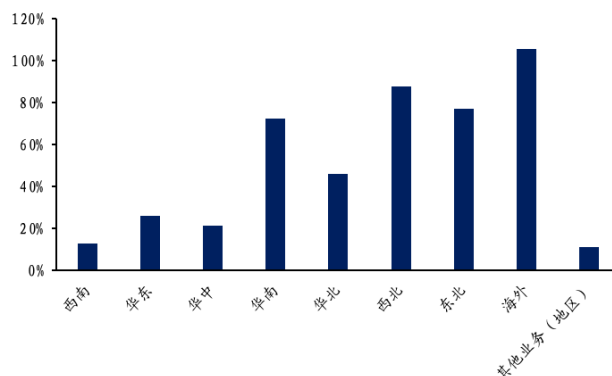
目前郎酒在全国布局相对均衡：西南为传统强势区域，2019年收入24亿/占比29%，近两年复合增速13%较为稳健；华东经济水平较为发达区域，人均消费能力强，2019年收入体量与西南相当，近两年复合增速26%；华中酱香、浓香消费基数大，2019年收入13亿/占比15%，近两年复合增速21%；华南酱酒热潮兴起，郎酒把握机遇，2019年收入9亿/占比10%，近两年复合增速超过70%。

图 35、郎酒各地区收入结构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、郎酒 2017-2019 年各地区收入 CAGR



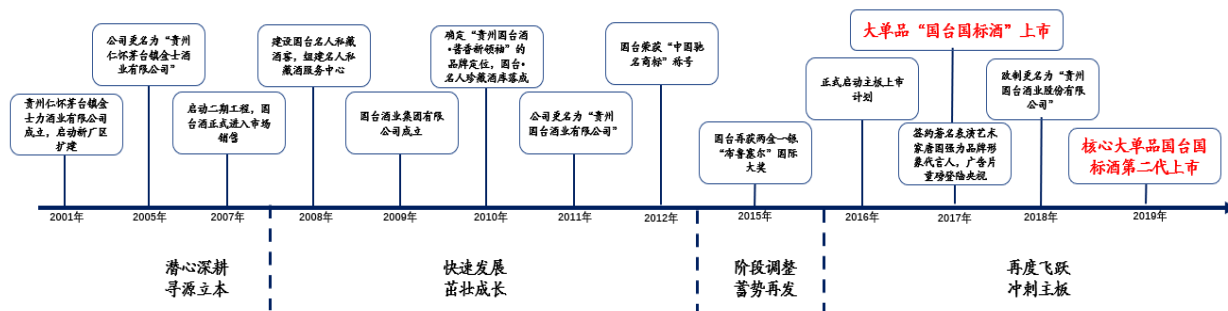
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

4.4、国台：酱香新领袖，高成长可期

4.4.1、茅台镇第二大酱香酒厂，厚积薄发发展迅速

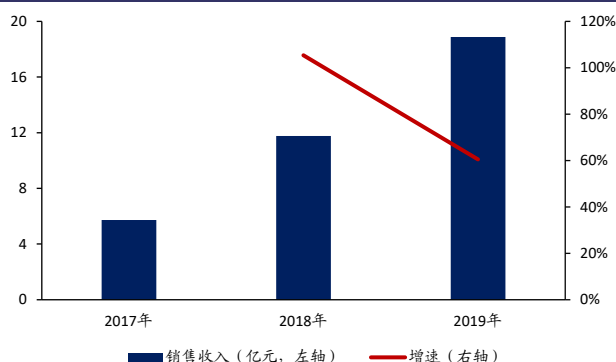
茅台老酒厂，深耕酱香酒。公司前身为1999年天士力集团在茅台镇收购的当地一家老字号酒企。2001-2007年潜心学习茅台，深耕酱酒技艺，专注酿酒、存酒。2007年，国台酒正式进入市场销售，从此开启了5年的快速增长，确定“贵州国台酒·酱香新领袖”的品牌定位。2013年由于“三公消费”限制，白酒行业面临调整，但是公司继续内部扩投，建设国台酒庄，为未来增长蓄力。2016年正式启动主板上市计划。2017年大单品国台酒上市，首创酿造年份+出厂年份双标确证，凭借“真实年份、品质诚信”备受消费者青睐。近年来国台发展迅猛，2017-2019年收入从5.73亿增至18.88亿，CAGR高达81.52%，归母净利从0.71亿增至3.74亿，CAGR高达130.09%。

图 37、国台历史沿革



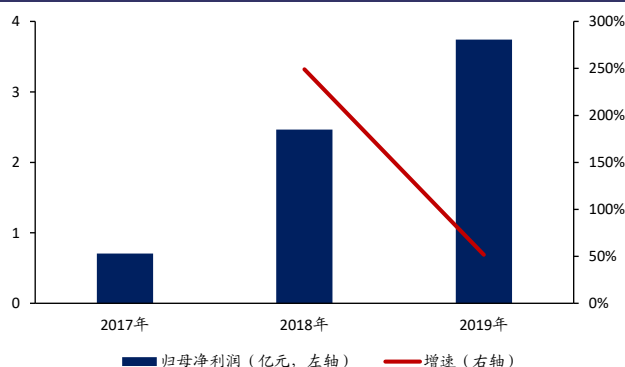
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、国台近三年营业收入及增速



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、国台近三年归母净及增速



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

募资推动扩产，未来产能规划将达到 2.6-2.8 万吨。2019 年公司基酒产能 5300 吨（国台酒业 1800 吨+国台酒庄 3500 吨）。2020 年 3 月末实现对国台怀酒的控制，逐步推进其全面复产，取得 4930 吨优质基酒（其中 200 余吨是酒龄接近 30 年的老酒）及年产 1000 吨的基酒产能。未来公司将加快国台酒业 6500 吨技改项目建设（IPO 募投项目拟投资 25.2 亿）、国台酒庄万吨现代优质大曲酱香型白酒技术改造项目建设以及国台怀酒基地 1000 吨复产技改，预计 2026 年国台酒业产能将达到 7600-8000 吨，国台酒庄将达到 14000-16000 吨，2023 年国台怀酒将达到 4000 吨。

表 24、近三年国台基酒产能情况（不含国台怀酒）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
国台酒业	产量(吨)	1650.91	1892.87
	产能(吨)	1800	1800
	产能利用率(%)	91.72%	105.16%
国台酒庄	产量(吨)	2240.83	2820.03
	产能(吨)	3500	3500
	产能利用率(%)	64.02%	80.57%
基酒合计产量(吨)		3891.74	4712.9
基酒合计产能(吨)		5300	5300
基酒产能利用率		73.43%	88.92%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4.4.2、产品：一体两翼，结构升级持续

“一体两翼”的产品线布局：以国台主产品和系列酒为主体、定制酒和封坛珍藏酒并举。国台主产品定位高端市场，包括国台国标酒、国台十五年、国台龙酒，形成梯度产品组合，其中国标自 2017 年上市后，借酱酒热的东风发展迅猛，已成为规模 10 亿+级别的大单品。国台系列酒定位中高端市场，已开发国台酱酒、国台好礼和国台国礼坛酒等产品。定制酒（专销产品、文创产品和尊享定制产品）和封坛珍藏酒则作为补充满足差异化需求。

高端产品高速增长，并通过控货提价打造高端品牌形象。近年来国台国标和十五年市场推广力度加大，2019 年高端产品收入占比 83%，2017-2019 年 CAGR 达 88.8%，其中量/价分别贡献 59.9%/18.1%。同时，自 2019 年以来公司主动提价控货，通过拉高产品价格，持续提升品牌力，国标、十五年、龙酒各自提价幅度约 30%-45%。中高端产品 2019 年收入增速较快主要系推出国台酱酒放量带动，2019 年收入占比 17%，2017-2019 年 CAGR 达 58.4%，其中量/价分别贡献 22.6%/29.2%。

图 40、国台各产品收入及增速

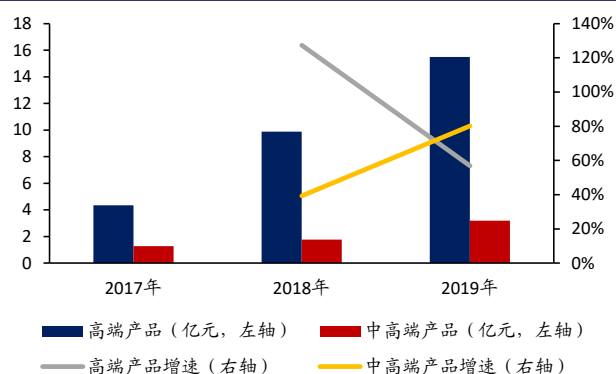
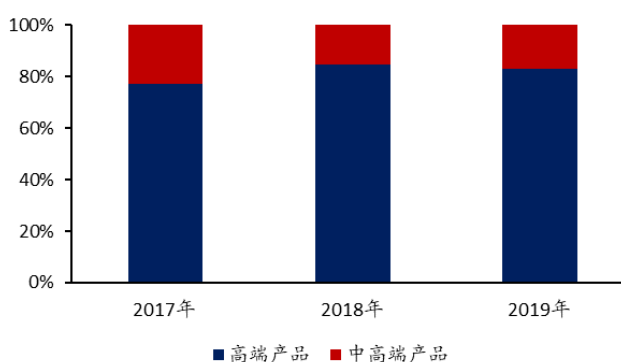


图 41、国台营收结构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、国台各产品销量及增速

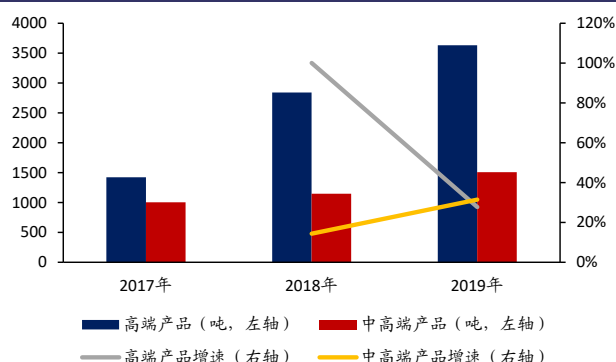
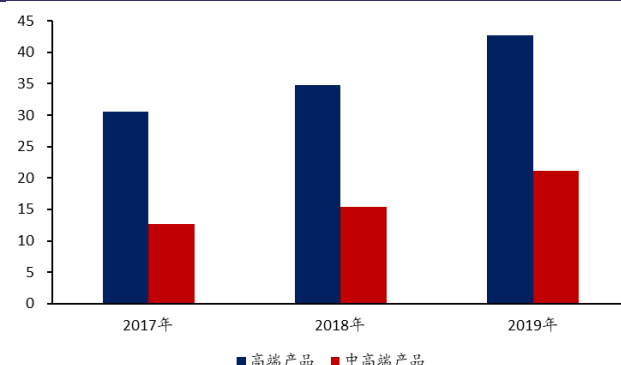


图 43、国台各产品吨价（万元/吨）



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 25、国台产品矩阵

布局	产品系列	产品定位	产品名称	产品图示	价格
一体	国台主产品	高端	国台龙酒（500ML）		2499 元
			国台十五年（500ML）		1299 元
			国台国标酒（500ML）		599 元
	国台系列酒	中高端	国台酱酒（500ML）		499 元
			国台好礼 （2 × 500ML）		569 元
国台国礼坛酒（1.5L、2.5L、5L）					
两翼	定制酒	高端	专销产品国台大师工造精品（500ML）		
			尊享定制产品国台国标酒·金科尊享定制(500ML)		
	封坛珍藏酒	中高端	文创产品国台生肖纪念酒（15L）		
			封坛珍藏酒（50L-1,000L）		

资料来源：招股说明书，淘宝，兴业证券经济与金融研究院整理

表 26、2019 年起国台产品提价梳理

时间	产品	提价内容
2021.1.1	国台国标酒	国台国标酒（500ML 含雅鉴版）供货价上调 60 元/瓶；国台国标酒（375ML）供货价上调 45 元/瓶。2020 年 12 月 1 日起，不再接受国台国标酒订单，订单接收时间将从 2021 年 1 月开始。
2020.12.1	国台十五年	国台十五年（500ml）供货价上调 100 元/瓶；2020 年 11 月 1 日起不再接收国台十五年订单，12 月 1 日起暂停国台国标酒供货，订单接收时间从 2021 年 1 月份开始。
2020.11.1	国台龙酒	11 月 1 日起，国台龙酒供货价上调 200 元/瓶。2020 年 10 月 1 日起不再接收国台龙酒订单，订单接收时间为 2021 年 1 月份开始。
2020.1.1	国台国标酒	国台国标酒（500ml）根据酿造年份的不同，建议零售价有所调整，国台 5 款选销产品经销商供货价及建议零售价在现执行价格基础上进行适度上调。
2019.12.1	国台国标酒	国台国标酒（500ml）供货价上调 30 元/瓶。
2019.7.21	国台十五年	国台十五年（500ml）提价 10 元至 1499 元/瓶。

资料来源：搜狐网，兴业证券经济与金融研究院整理

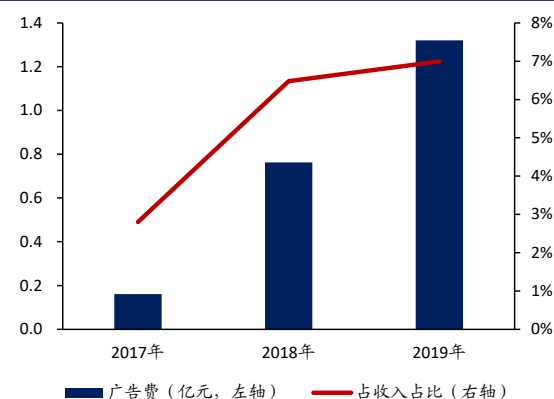
4.4.3、品牌：加大广告投入，打造“酱香新领袖”

持续加大广告投入，积极布设线下体验店。公司确定“贵州国台酒·酱香新领袖”的品牌定位，重视广告宣传，2017 年签约著名表演艺术家唐国强为品牌形象代言人，广告片重磅登陆央视。广告费用从 2017 年的 0.2 亿元扩大至 2019 年的 1.32 亿元，占收入比例从 2.8%大幅提升至 7.0%。此外，公司以国台领袖会、健康饮酒联盟、健康饮酒顾问团、国粉健康饮酒俱乐部等组织进行消费者培育，通过数字化新零售、新营销模式，创建厂商消费者新生态，升级消费体验，加强品牌力。

图 44、国台央视广告



图 45、国台近三年广告费用及收入占比



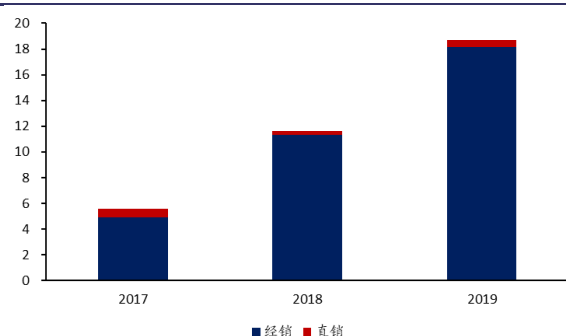
资料来源：央视网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

4.4.4、渠道：深耕市场加速全国化布局，经销商持股共进退

渠道模式以经销为主，经销商数量快速增加。公司以经销（分区域、定渠道）为主，2019 年经销收入为 18.2 亿，占总收入 97.3%。其中，国台主产品、国台系列酒、封坛珍藏酒和定制酒中的尊享定制产品实行区域经销制；定制酒中的专销产品和文创产品实行产品总经销制。公司经销商数量迅速扩展，从 2017 年的 318 家猛增至 2019 年的 799 家。

图 46、国台不同渠道销售收入（亿元）



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

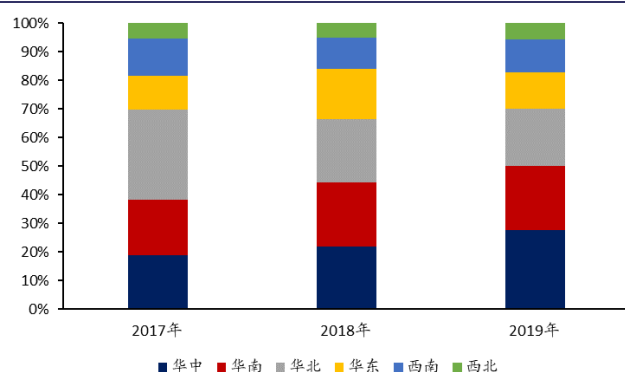
图 47、国台近三年经销商数量（家）



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

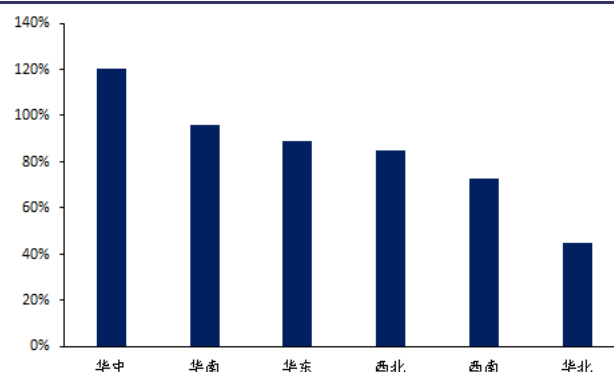
深耕市场，加速全国化布局。国台自 2019 年起实施“8240”市场深耕工程、“411 金网工程”、“千商工程”等一系列市场策略，填补重点市场空白网点，加速渠道下沉，全力扩张市场。2017-2019 年国台在各大区收入均大幅提升，华中每年翻倍以上增速，规模已突破 5 亿，华南、华东、西南、西北年均复合增速在 70%-100%，华北每年保持 40%+的增速稳步做大，各大区分布相对均衡。

图 48、国台各地区收入结构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、国台 2017-2019 年各地区收入 CAGR



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 27、2019 年以来国台的市场策略

市场策略	具体方式
“8240”市场深耕工程	聚力 8 个核心省份（广东、河南、江苏、山东、浙江、福建、北京、陕西），建设国台整体市场氛围；2 个根据地省份（贵州、天津），打造新省酒、新地产、新名片形象；聚焦 40 个样板城市打渠道攻坚战，争取 2 公里布局一个核心终端，聚焦资源帮助核心终端动销，构建国台的终端销售网络。
“411 金网工程”	“4”是指国台要招 400 个以专卖店特许商为主的合作商，这是国台进一步渠道下沉、细化布局的重要措施，其招商目标主要是国台大健康产品体验馆、国台旗舰店和国台专卖店等专卖系统；两个“1”指的是国台招募 100 名封藏窖主（针对第二届国台酒庄封藏大典推出的限量招募计划）和 100 家名企定制（为满足知名企业对高品质酱酒需求而推出的国台·名企尊享定制计划）。
“千商计划”	2020 年国台强化对经销商的资格审查，对能力不足的经销商缩减区域和渠道，使经销权“稀缺化”，提高经销商积极性。同时，通过扶新商立稳、助中商做大、帮大商做优的策略，打造亿级经销商 2 家，5000 万以上经销商 10 家，2000 万以上 20 家，1000 万以上 30 家，500 万以上 50 家，优化调整后最终稳定在 1000 家。

资料来源：搜狐网，兴业证券经济与金融研究院整理

经销商持股，绑定利益一致。2016 年国台推出“股权激励·厂商联盟”的模式，通过遴选部分优秀经销商以“销售+股权”的方式，进行深度战略合作，将经销商自身利益与公司绑定，不仅激发经销商活力，拉动公司业绩快速增长，还有助于控制渠道价格，防止倾销、窜货等问题。截至 2019 年，共 106 家经销商持股，其中卡特维拉国际贸易有限公司直接持有 1.24% 股份，其他 105 个经销商分别通过金创合伙、共创合伙、合创合伙、粤强投资四个平台间接持股 21.53%。

表 28、国台酒业经销商持股情况

持有股份方式	直接持有方或间接入股平台	经销商数量	持股占比
直接持有	卡特维拉国际贸易有限公司	1	1.24%
间接持有	金创合伙	30	7.42%
	共创合伙	38	6.46%
	合创合伙	34	6.46%
	粤强投资	3	1.19%
合计		106	22.77%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

4.5、非赤水河流域酱酒

4.5.1、老白干武陵酱酒：酱香三大名酒之一，增速表现亮眼

酱香三大名酒之一，历史渊源流长。1952 年，武陵酒诞生于有上千年历史的崔家旧酒坊上，源于常德市酒厂。20 世纪 60 年代，茅台酒在湖南供不应求，因常德市武陵酒厂的自然环境、地理纬度与茅台酒厂非常接近，与贵州茅台同处北纬 28° 的中国酱酒黄金区域，便接下酿造出与茅台口感相近的接待专用酒的任务。1972 年，酱香武陵酒研制成功，独具“名贵焦香、纯净柔和、体感轻松、健康优雅”的风格，并在 1989 年全国第五届评酒会上以酱香最高分力压茅台，荣获中国名酒称号、国家质量金奖。

表 29、1989 年武陵入选第五届评酒会的十七大名酒

年份	称号	品牌
1952 年	四大名酒	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
1963 年	八大名酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979 年	八大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984 年	十三大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989 年	十七大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、 武陵酒 、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：酒业家，兴业证券经济与金融研究院整理

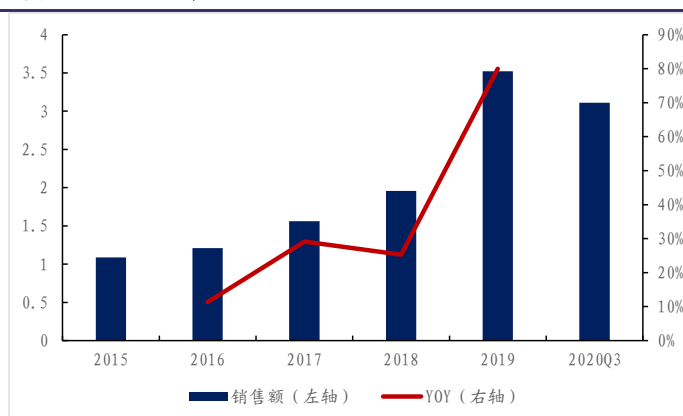
几经易手改制，2017 年入老白干麾下，2018 年起业绩加速、表现亮眼。

- ✓ 1991 年，武陵酒厂被纳入常德市酿酒工业集团公司统一管理，1995 年集团破产解散后改组；1999 年湖南湘泉集团收购武陵酒；2003 年泸州老窖通过资产置换控股，投入 8000 万，耗时三年打造独具特色的“幽雅酱香”系列产品（“武

陵牌”上酱、中酱、少酱)，但并未有起色，2008 年起减持；2011 年联想成为武陵酒第一大股东，2012 年旗下丰联集团以 4.37 亿完成对武陵酒的全资收购，虽然对产品定位及包装进行改革，但收效甚微。

- ✓ 2017 年老白干以 13.99 亿全资收购丰联酒业，正式入主武陵酒。2018 年起武陵业绩加速，2019 年收入 3.5 亿，同增 80%，2020 年即使受疫情影响，前三季度收入增速依旧达 30%。
- ✓ **产品方面**，武陵酒集中在中高端价格带，高端代表有武陵上酱、中酱、少酱和极客武陵系列，中端代表为武陵洞庭春色和武陵飘香两系列。
- ✓ **产能方面**，目前产能仅约 0.1 万吨，2019 年 10 月与常德市政府正式启动 15 亿、5000 吨的扩建项目，预计 2025 年达到 0.6 万吨产能。

图 50、武陵酒收入规模及增速（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 30、武陵产品矩阵

产品名称		价格带（元）
高端	极客匠人匠心	4299
	武陵上酱	2680
	极客琥珀 509	899
	武陵中酱	880
	武陵少酱	588
中端	武陵洞庭春色·金洞庭	238
	武陵飘香	188

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.5.2、国缘 V9 清雅酱香，提前布局卡位

2019 年今世缘推出“清雅酱香型国缘 V9”，剑指千元价格带。

- ✓ **工艺上**，V9 由两代三位大师 20 余年潜心研发，历经 18 年储备，首创清雅酱香型白酒酿造工艺，利用现代生物技术，增加酒体功能性和风味物质含量，突破传统酱香型白酒酿造工艺、生产方式及产地限制，从酿造用曲、微生物及生产方式上进行了开创性研究。V9 酱香清雅、醇厚丰满、细腻圆润，空杯留香持久。

- ✓ **价格上**，V9 突破 2000 元，站位高端酱酒。
- ✓ **品牌宣传上**，战略培育水晶 V 系，“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”差异化布局，以南京及苏南等一线发达区域为推广重心。今世缘成立 V9 推广组，找终端、政府意见领袖来做推广，同时通过献礼纪念酒拍卖、“国缘 V9”号卫星发射等活动持续提升品牌影响力。2020 年 11 月，公司专门列出 V9 事业部，统管 V 系列产品运作。
- ✓ **业绩表现上**，2019 年 V9 销售口径近亿元，占 V 系列 1/3，2020H1 提升至 55%，体量超去年全年，占整体比重 5%，预计 V9 有望借酱香酒之风实现迅速放量。

5、投资评级及策略

酱酒热背后的产业发展逻辑是品类的转移，从需求端来看是消费者口感多样化的需求，从供给端来看是更从容的定价体系、利润分配体系带来的强渠道推力。这一轮酱酒热的本质不再是单纯的茅台热，已突破了茅台镇产区的束缚，从“茅台大周期、酱酒小周期”开始转向全国品类扩散，预计后续非贵州省的酱酒越来越多，不同风味的酱酒也会不断出现。我们预计未来十年酱酒行业年均复合增速保持双位数，收入占比将提升至 40%。而随着酱酒不断扩容、快速发展，也将逐渐进入行业洗牌期，发展路径将从初期渠道高利润铺货逐步转向品质、品牌竞争，拥有较强综合实力的酱酒企业将争夺价格带，从区域性品牌延伸走全国化路线。持续推荐酱酒龙头贵州茅台，建议关注 2021 年上市的郎酒股份、国台酒业，同时也建议关注拥有武陵酱的老白干、推出清雅酱香的今世缘。

风险提示：宏观经济和居民收入波动风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn