

食品饮料

春季糖酒会 6 大热搜词背后的思考

——2021 年春糖系列专题报告

专题报告

行业研究——食品饮料——

主要内容
热搜词：酱酒名酒老酒热/升级结构化/品质产能

通过春糖期间密集走访，我们总结出本届春糖关键词热搜排行榜：

- 1) 酱酒热：**在酱酒热趋势仍在延续、部分其他香型酒企未参展的背景下，本届糖酒会中酱酒大放异彩，但从更为宏观的数据及香型替换逻辑上来看，酱酒登上热搜榜首位符合预期。思考 1 之未来推演：浓香酒开始染指酱酒，酱酒热 3-5 年后或将逐步褪去，此时强者方能脱颖而出；
- 2) 结构化：**消费升级下，结构性增长延续。在量整体不增长的背景下，价格带愈加细分及升级将更加明显。思考 2 之结构化下酒企竞争力：除了品质、产能、渠道外，消费者培育能力为重要竞争力；
- 3) 消费升级：**产品结构持续提升，趋势不改。各省市主流白酒消费价格带均处于逐步上移状态，同时主要酒企均开始发力更高价位产品以紧抓消费升级机遇。思考 3 之高价产品发展策略：产品线决定成长空间，渠道营销模式决定速度；
- 5) 品质&产能：**品质竞争本质上是重资产竞争。我们认为品质为酒企发展之本，而酱酒的高品质需要时间、空间来酝酿，因此重资产、低周转换来的是高品质，本质竞争本质上是重资产竞争；
- 5) 名酒热：**大品牌下，今年更为广义的名酒（包括双沟、金沙等）保持高热度；
- 6) 老酒热：**已不单单体现在酱酒领域。在复星入主拥有 12 万吨老酒的舍得后，“老酒”一词热度显著上升，春糖期间，有关“浓香老酒口感”、“浓香老酒与酱香老酒”等话题讨论度高。思考 4 之舍得老酒战略：我们认为舍得的老酒战略方向正确，库存充足。

关键词：从经销商大会中探酒最新关键词

我们将春糖期间各会议的关键词进行了提炼：1) 高端酒：**茅五**—“稳”、“高质量发展”；2) 区域性次高端酒：将基于本土，加速全国化发展，实现名酒化。**古井贡酒**—“古 20”、“三品四香”；**洋河**—“复兴双沟”。3) 全国性次高端酒：凭借完善清晰的产品线及极具优势的渠道力实现发展；**山西汾酒**—“老酒”、“青花”；**酒鬼酒**—“国标”、“内参”；**舍得**—“老酒”“国际化”；**水井坊**—“高端化”、“圈层营销”、“C 端”。4) 三四线酒：**金徽酒**—“复星入主”、“陇南春”。

渠道调研：高端酒稳健发展，青花 30 复兴版发展顺利

近期我们调研了茅五泸、山西汾酒、酒鬼酒、口子窖、金徽酒、郎酒、迎驾贡酒等多家酒企，总体来看春糖调研反馈积极，白酒行业景气度仍向上，其中高端酒稳健发展，青花 30 复兴版顺利发展，迎驾贡酒则有望迎来超预期发展。

投资建议

春糖期间整体反馈较为积极，但由于春糖前市场预期已调高，因此春糖结束后当日，股价并未迅速上升。综合来看，我们认为白酒阶段性估值风险已逐步释放，当前大幅回撤压力较小，预计茅台非标提价、业绩披露等将成为下一阶段主要催化剂。短期维度建议优先配置确定性较高、一季度业绩弹性较大的五粮液、贵州茅台；我们仍坚持推荐关注茅台、五粮液、泸州老窖及拥有高成长性千元价位带单品的酒企；考虑到短期白酒风格或在于成长性高、机构持仓偏低的中小市值酒企，建议关注迎驾贡酒、ST 舍得、金徽酒等标的。

风险提示：疫情影响超预期；白酒动销恢复不及预期；食品安全风险。

行业评级

食品饮料

看好

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

邮箱：mali@stocke.com.cn

联系人：杨骥

执业证书号：S1230119120017

邮箱：yangji@stocke.com.cn

联系人：张潇倩

执业证书号：S1230520090001

邮箱：zhangxiaolian@stocke.com.cn

相关报告

《白酒动态更新：解决当下白酒方面最重要的三个问题》(20210324)

《白酒行业趋势解读：动力与格局，酒业新演变》(20210321)

《白酒行业 2021Q1 业绩前瞻：21Q1 酒企将迎高速增长，关注业绩确定性 & 弹性》(20210218)

《白酒行业 2020 年报业绩前瞻：业绩逐季改善，分化持续加大》(20210210)

《五粮液更新报告：春节动销或超预期，改革红利加速释放》(20210203)

《春节专题报告一：疫情对白酒春节旺季表现影响几何？》(20210120)

《酒鬼酒深度报告：双引擎带动高质量发展，酒鬼酒改革红利持续释放》(20210126)

《ST 舍得深度报告：品质之上是老酒，浓香老酒属舍得》(20210123)

《酱酒行业深度报告：一峰独立群雄竞秀，酱酒品类崛起》(20210118)

证券研究报告

正文目录

一、热搜词：酱酒名酒老酒热/升级结构化/品质产能	4
1.1 ★★★★★ 酱酒热：香型替换如火如荼进行中	4
1.1.1. 从产业数据来看，酱酒热符合预期	4
1.1.2. 从逻辑上来看，香型替换正当时	6
思考1：酱酒热褪去后，强者方能脱颖而出	6
1.2 ★★★★★ 结构化：消费升级下，结构性增长延续	7
思考2：消费者培育能力为重要竞争力	7
1.3 ★★★ 消费升级：产品结构持续提升，趋势不改	7
思考3：渠道营销决定酒企发展速度	7
1.4 ★★ 品质&产能：品质竞争本质上是重资产竞争	8
1.5 ★★ 名酒热：大品牌下，名酒均获较高关注度	8
1.6 ★ 老酒热：已不单单体现在酱酒领域	8
思考4：我们认为舍得的老酒战略方向正确	8
二、关键词：从经销商大会中探酒最新关键词	10
2.1 贵州茅台：坚持稳中求进，营销转型迈出新步伐	10
2.2 五粮液：持续向好持续发展，高质量发展行稳致远	10
2.3 古井贡酒：“三品四香”，古井贡酒全国化加速	11
2.4 洋河股份：双名酒、新战略、迎未来	12
2.5 山西汾酒：立足新发展阶段、构建新发展格局	12
2.6 酒鬼酒：酒鬼馥郁香、国标新纪元	13
2.7 水井坊：产品结构加速升级，加速提升高端市场份额	14
2.8 ST 舍得：沱牌舍得双品牌战略提速，复星助推发展	14
2.9 金徽酒&复星集团：2023年将实现30亿收入目标	15
三、渠道调研：高端酒稳健发展，青花30复兴版发展顺利	16
3.1 茅五泸：批价持续向好，保持稳健发展态势	16
3.2 山西汾酒：复兴版发展顺利，渠道扁平化空间大	17
3.3 酒鬼酒：内参占比稳提升，酒鬼酒表现优异	17
3.4 口子窖：治理正优化，渠道调整正在开展	17
3.5 金徽酒：产品结构升级，复星入主加速发展	17
3.6 郎酒：青花郎及小郎酒保持较高增速	18
3.7 迎驾贡酒：高端洞藏表现或超预期	18
投资建议	19
风险提示	19
附：微酒论坛之王朝成演讲——开启酒业结构化增长新时代	20

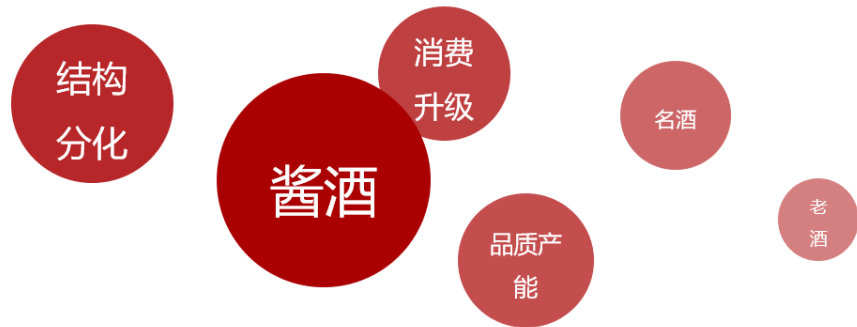
图表目录

图 1: 2021 年春糖关键词热搜榜排名	4
图 2: 2010-2020 年酱酒收入占比情况一览	4
图 3: 2010-2020 年酱酒产量占比情况一览	4
图 4: 赤水河沿岸酱酒企业一览	5
图 5: 茅溪镇代表川酱的良好发展态势	5
图 6: 酣客以 C 端为主的 FFC 模式	8
图 7: 潭酒以 C 端为主的互联网渠道销售模式	8
图 8: 老酒渠道利润率高	9
图 9: 2019 年酒企半成品酒 (含基础酒) 库存量 (千升)	9
图 10: 贵州茅台经销商大会现场	11
图 11: 五粮液春糖展厅现场	11
图 12: 古井贡酒经销商大会现场	12
图 13: 洋河股份经销商大会现场	12
图 14: 山西汾酒经销商大会现场	13
图 15: 酒鬼酒经销商大会现场	13
图 16: 水井坊经销商大会现场	14
图 17: 水井坊产品展示柜	14
图 18: 舍得酒业春糖展位现场	16
图 19: 金徽酒&复星集团会议现场	16
表 1: 主要酱酒产品均分部在次高端酒价位带	6

一、热搜词：酱酒名酒老酒热/升级结构化/品质产能

通过春糖期间密集走访及交流，我们总结出本届春糖关键词热搜排行榜——酱酒热、消费升级、结构化、品质产能、名酒热、老酒热：

图 1：2021 年春糖关键词热搜榜排名



资料来源：浙商证券研究所

1.1 ★★★★★ 酱酒热：香型替换如火如荼进行中

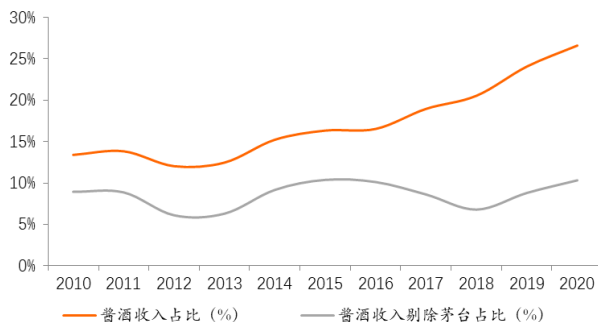
在酱酒热这一趋势仍在延续、部分其他香型酒企未参展的背景下，本届糖酒会展位中酱酒品牌展位预计较 18 年提升至少 20 个百分点，此外，在今年春糖会上，金沙、夜郎古等诸多酱酒企业均表示将争取在 3-5 年内实现上市。无论是从展位的数量上，酱酒相关论坛数量上，还是酱酒企业开门红的表现上，我们直观的感受**到本届糖酒会最频频上热搜的应为酱酒一词。**

1.1.1. 从产业数据来看，酱酒热符合预期

从更为宏观的数据上来看，酱酒登上热搜榜首位**符合预期：**

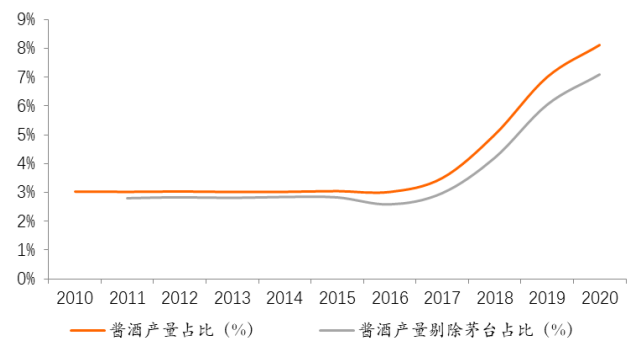
- 1) **从产业数据来看：酱酒收入利润占比达 26%、40%。**2020 年酱酒行业产能在较去年占比提升 1 个百分点的情况下，收入、利润占比分别提升 3、2 个百分点，酱酒凭借占全行业 8% 的产能，实现收入及利润 26%、40% 的占比（剔除茅台酒后，实现收入约 605 亿，同比增长约 22%，约占白酒收入 10%；实现利润约 175 亿，同比增长约 21%，约占白酒利润 11%）。

图 2：2010-2020 年酱酒收入占比情况一览



资料来源：国家统计局，权图工作室，浙商证券研究所

图 3：2010-2020 年酱酒产量占比情况一览



资料来源：国家统计局，权图工作室，浙商证券研究所

- 2) **从酱酒热成因来看：多维度因素共推酱酒热掀起。**消费者端——酱酒天生具备较高进入壁垒及高定价基础在消费者心中留下高端烙印；经销商端——由于酱酒仍处于爆炸增长期，且酒企规模整体较小，价格透明度低使得酱酒渠道利润率较其他香型高，渠道推力足；厂商端——产能扩张速度受限，基于酱酒行业供给端仍较紧格局；资本端——经销商和资本涌入助力酱酒热；
- 3) **从产区来看：川派酱酒已悄然崛起，川派徽派酱酒或将共同发展。**在酱酒热下，赤水河沿岸酱酒不仅占据了全国名酒榜单超60%的份额，亦收割了全国酱酒超85%的销量及超90%的收入，因此本次展会上，茅台镇/仁怀等极具区域性特色的词频频出现在展厅中。但经常被大家忽略的赤水河左岸的川派酱酒正在聚沙成塔，悄悄崛起——今年春糖国酒类流通协会会长王新国表示，未来5年间，仅川、黔两省就至少会有20万吨新增酱酒产能被释放。

川派酱酒目前规模位居第二。2019年贵州产区产能在35万千升以上，四川产区在12万千升以上，其它产区（湘、鲁、桂等地）在5万千升左右，以浓香产区闻名的四川，实际上是仅次于贵州的“第二大”优质酱酒产区，郎酒与谭酒皆坐落于此；2020年泸州市有望投资200亿元打造古蔺县茅溪镇酱酒园区，后者与茅台镇隔赤水河相望。未来泸州，将以打造世界级白酒产业集群的姿态，大力推动酱香型白酒产业的发展。

黔派酱酒未来将沿赤水河上下游继续拓张。赤水河流经云、贵、川三省的金沙、仁怀、赤水等6个县，考虑到当前黔派酱酒所处位置产能接近饱和，下一步或继续沿赤水河上下游进行扩张。

图 4：赤水河沿岸酱酒企业一览



资料来源：搜狐，浙商证券研究所

图 5：茅溪镇代表川酱的良好发展态势



资料来源：搜狐，浙商证券研究所

- 4) **从价位带来看：布局次高端，冲击高端价位。**酱酒布局全价格带，且各个价格带均有主要大单品，主要产品价格集中在次高端酒价格带；综合实力较强的酒企已开始布局高端酒价位，从而站稳次高端酒价位带的同时进军千元价位带。

表 1：主要酱酒产品均分部在次高端酒价位带

价格带	主要酱酒大单品	销售规模（亿元）	零售价（元）
800元以上	飞天茅台	758	1499-3500
	青花郎	32	1198
300-800元	习酒窖藏	42	668
	红花郎	21	408
	习酒金钻	20	369
	赖茅	10+	398
	汉酱	10+	368
	国台国标酒	10	300-500
	钓鱼台	10	468
	金沙摘要酒	6	680
	珍十五	3.9	528
300元以下	茅台王子酒	40	120-160
	茅台迎宾酒	10	低于100

资料来源：微酒，酒业家，饿了么，浙商证券研究所

1.1.2. 从逻辑上来看，香型替换正当时

消费者对品牌和品质的追求为香型替代的底层逻辑：1) 在计划经济时代，粮食紧缺使得低成本、高产出的清香型白酒成为主流，70-80年代清香型酒收入占比达70%；2) 上世纪九十年代后，随着窖泥培养等酿造技术逐步推广以及粮食供应不足等制约因素消失，浓香型白酒产区由四川扩大至全国，并且该香型知名品牌众多，逐步发展成为第一大消费香型。3) 98年后茅台开始市场化改革，于08年价格正式超越五粮液，成为白酒行业价格标杆，在这一过程中，酱酒繁复的口感逐步吸引了大批消费者，17年开始酱酒热逐步掀起，酱酒有望掀起二次香型替代效应。**纵观白酒发展史，香型替代周期有规律可循，香型替换正当时**，酱酒正逐步侵占浓香酒市场份额：1) 白酒行业主流香型与龙头香型一致。由于白酒龙头影响力较大，每个阶段的主流香型均与白酒龙头香型一致；2) 消费者对于品牌及品质的追求是香型替代的底层逻辑。酱酒口感较浓香酒更醇厚、复杂。

综上，21Q1金沙酒等酱酒继续维持高速增长（收入13.8亿元，同比增长118%），酱酒的高渠道利润/需求旺盛吸引了大量的经销商/资本想要进入这一领域，而大量新晋及处于迅速发展期酱酒品牌则有着强烈招商要求，**供需两旺推动“酱酒”喜提本次春糖热搜。**

思考 1：酱酒热褪去后，强者方能脱颖而出

思考 1 之未来推演：浓香酒开始频频染指酱酒，待酱酒热褪去后，强者方能脱颖而出。据推算，17年开始业内外资本相继加快扩产步伐，新增产能预计将于3-5年后逐步释放，预计2024年酱酒产能较当前将增长至少60%（即2024年酱酒产能将至少为88万吨），同时叠加浓香酒也加入酱酒混战（比如本次春糖期间水井坊发布公告表示将进军酱酒、今世缘推出V9、五粮液系列酒或重做酱酒、舍得推出吞之乎、金徽酒将激活“陇南春”等），未来酱酒热或将得到一定抑制，市场将更为理性，在这千酱品牌大战过程中（品牌从无到有过程中），只有品质优质、拥有足够快的跑马圈地速度、较强运营能力的酒企才能脱颖而出，与其他香型的头部酒企进行下一阶段的竞争。

1.2★★★★ 结构化：消费升级下，结构性增长延续

需求端来看：在量整体不增长的背景下，价格带愈加细分及升级将更加明显，具体到价位带上——高端市场扩容速度随着消费升级、酱酒加入混战等因素而实现超预期扩容；次高端市场在上移过程中，站稳 600-800 元细分价格段将争得下一阶段主动权；中高端市场 100-200 价位带将继续萎缩，但是 200 元价位带将实现扩容；大众酒价位带暂时不会出现酱酒，但将有更多名酒企业进入，出现全国化大单品。**供给端来看：**酱酒热下的产区热、香型驱动的品类替代（酱酒逐步争夺浓香市场）、市场驱动的品牌替代（优势品牌酒企能抵消外部冲击）、竞争驱动的产品替代（高端、低端做大单品，中端价位带需要靠产品线来抵御产品替代冲击）均为供给端将会出现的结构性替代。

思考 2：消费者培育能力为重要竞争力

思考 2 之结构化下酒企竞争力：除了品质、产能、渠道外，消费者培育能力为重要竞争力。我们认为区别于广告竞争阶段（80-90 年代）、渠道竞争阶段（04-15 年）、品牌竞争阶段（15-19 年），当下已迎来了以消费者培育为核心的综合竞争阶段，主因：当前新中产阶级加速崛起，在原有品牌力竞争的基础上，为进一步提升高端客户粘性，酒企需通过社交、文化、科技、娱乐等方面与核心消费者进行深度互动（圈层营销/“消费者盘中盘”升级版），通过从产品、消费者的驱动，向圈层的品牌价值观、品牌理念、品牌道德相融合的驱动过渡，逐步形成白酒圈层营销较为完整的“价值闭环”，进而推动产品结构实现持续上移，精准捕捉本轮消费升级红利，比如：贵州茅台拥有“茅粉节”、五粮液拥有“消费者酒王俱乐部”、泸州老家拥有“国窖荟”、酒鬼酒拥有“馥郁荟”、郎酒拥有青花荟“青花郎 VIP 精英俱乐部”等。

1.3★★★★ 消费升级：产品结构持续提升，趋势不改

随着消费者生活水平的提高、城市化进程的推进，各省市主流白酒消费价位带均处于逐步上移状态，同时主要酒企均开始发力更高价位产品以紧抓消费升级机遇（比如古井贡酒发力古 20、山西汾酒重点打造青花 30 复兴版、洋河发力 M6+、今世缘单独成立 V 系列事业部等），本次春糖五粮液等酒企亦推出高价位新品。而次高端酒主流价位带标杆产品剑南春于今年多次提价象征着次高端价位带出现了整体上移。目前 300-500 元价位为需求最大的价位段，而 700 元价位需求不大，但消费升级会推动 300-500 元价位带升级到 700 元价位带，因此 700 元价位带市场会快速扩容。未来只有占据次高端酒上沿的次高端才能脱颖而出。与此相对的，高端酒只有脱离下沿价位带，站稳千元，才能摆脱与次高端酒、酱酒的竞争。

思考 3：渠道营销决定酒企发展速度

思考 3 之高价位产品发展策略：产品线决定成长空间，渠道营销模式决定速度。在诸多品牌开始进军更高价位的过程中，产品线架构的科学性决定了酒企的成长空间，比如产品线有没有联动性、区隔性、前瞻性；渠道营销模式决定了增速发展（可以对应到消费升级的速度），具体来看，当前主要浓香酒企渠道以 B 端为导向的横向布局（划分区域），但在消费升级过程中，消费水平高的 C 端用户较难被横向布局捕捉，因此高端价产品更适合运用圈层营销/团购等以 C 端为主的

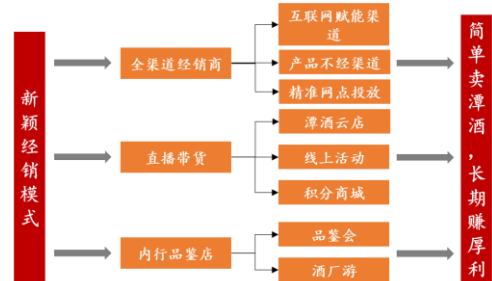
方式（可以参考 14/15 年创立的肆拾玖坊、酣客等品牌的发展路径）。今年春糖上，水井坊提出未来将通过“C 端”、“圈层营销”发力高端市场。

图 6：酣客以 C 端为主的 FFC 模式



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：潭酒以 C 端为主的互联网渠道销售模式



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.4★★ 品质&产能：品质竞争本质上是重资产竞争

在本次糖酒会中出现了诸多酱酒新晋品牌，不免出现鱼龙混杂的现象（品质差异度大），我们认为品质为酒企发展之本，而酱酒的高品质需要时间、空间来酝酿，因此重资产、低周转换来的是高品质，本质竞争本质上是重资产竞争。另外，对于酱酒来说，由于供给紧缺，如何平衡好迅速扩产与保持高品质为当前酱酒企业的重要课题。

1.5★★ 名酒热：大品牌下，名酒均获较高关注度

区别于往年糖酒会，今年更广义上的“名酒”成为宠儿——这里的“名酒”不单单指茅五泸汾等品牌力强、规模大的品牌，亦包括了双沟、金沙、国台、夜郎古等质量受消费者广泛认可的规模较小的、具备一定知名度的酒企/品牌。我们认为这一现象背后糅杂了消费升级、结构分化、酱酒热等诸多因素，总体来看，优质酒企正逐步脱颖而出，并不断拉开差距。

1.6★ 老酒热：已不单单体现在酱酒领域

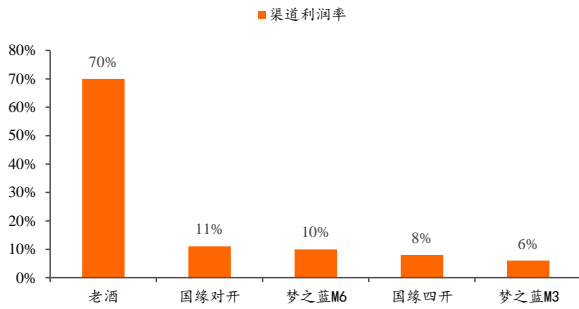
在复星入主拥有 12 万吨老酒的舍得后，“老酒”一词热度显著上升，在春糖期间，我们发现特别是有关“浓香老酒口感”、“浓香老酒与酱香老酒”等话题讨论度高。“老酒”一词更多用来描述酱酒品类，主因酱酒随着存放年数的增加，口感上将有明显变化，同时茅台热赋予了酱酒消费金融双重属性，酱酒年份与价格呈正相关已普遍被消费者熟知，而其他香型的“老酒”概念则在“酱酒老酒”被大众所熟知后（认为酒是陈的好）开始逐步兴起——比如普五酒体升级为 3 年/青花 30 复兴版酒体升级为 10 年/舍得的 12 万吨老酒概念/本次春糖上山西汾酒经销商大会上白酒收藏专家曾宇解读汾酒的收藏与投资价值（目前玻汾价格已与年份有一定关联）/泸州老窖特曲 60 版产品实施年份定价等，均显现老酒热已从酱香型开始逐步蔓延开来。

思考 4：我们认为舍得的老酒战略方向正确

思考 4 之舍得老酒战略：我们认为舍得的老酒战略方向正确，库存充足。浓香酒受老酒储备及工艺等原因限制，真实年份产品稀缺，因此仅有充足老酒支撑的酒企才能推出老酒产品——从 76 年开始，公司将每批次最优的基酒均预留 10—20% 的量用于战略储藏，目前舍得优质老酒储量达到 12 万吨（绝大部分为 6 年以上坛储老酒），据中国酒业协会数据显示，在行业里，足量生产的老酒产品不足 5%，并且大部分产

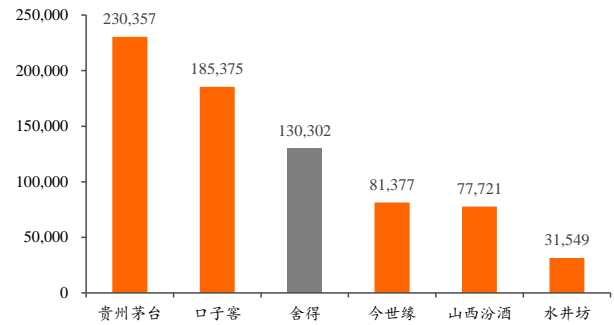
品的基酒坛藏年份应该在3—6年居多，因此舍得老酒的稀缺性更加突出，同时储量在行业内位于领先地位，虽然浓香型老酒在认知高度方面仍无法比肩酱香型老酒，但老酒市场价格秩序的建立及消费的引导均已为全香型老酒热的形成奠定了基础。考虑到舍得存货周转率偏低、基酒产能充裕，未来至少十年公司均将拥有充足的老酒以继续实施老酒战略，另外，公司的“大商、优商、大消费者战略”、“千团大战”、自创四大文化IP、全渠道数字化营销等均赋能老酒战略。

图 8：老酒渠道利润率高



资料来源：《2020 中国老酒白皮书》，浙商证券研究所

图 9：2019 年酒企半成品酒（含基础酒）库存量（千升）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

二、关键词：从经销商大会中探酒最新关键词

在春糖召开期间，多家酒企同时召开了经销商大会，我们亦有幸前往现场聆听，为更清晰的呈现各酒企未来战略脉络，我们将各会议的关键词进行了提炼：

- 1) **高端酒**：高端酒将继续保持行稳致远风格。**茅五——“稳”、“高质量发展”**。五粮液明确提出将继续保持战略定力，系列酒将以利润为考核方向，继续优化团购等方面，改革红利处于加速释放阶段；
- 2) **区域性次高端酒**：将基于本土，加速全国化发展，实现名酒化。**古井贡酒——“古20”、“三品四香”**。古20及年三十优异的表现显示古井贡酒产品结构上移的趋势不变，同时黄鹤楼的大清香系列会成为新的风口，“三品四香”加速全国化进程；**洋河——“复兴双沟”**。洋河提出复兴双沟，战略可概括为‘名酒化、全国化、模式化、组织化’十二字；
- 3) **全国性次高端酒**：凭借完善清晰的产品线及极具优势的渠道力实现发展。**山西汾酒——“老酒”、“青花”**。将继续全面推进青花品类发展，同时推动汾酒、杏花村酒、系列酒互相补位，为实现“三分天下有其一”目标努力；**酒鬼酒——“国标”、“内参”**。借助馥郁香国标发布的契机，提出实现“构建一个格局、打造一个产区、践行一个使命、实现一个愿景”的目标，其中“内参酒”将打造成中国四大高端白酒品牌之一；**舍得——“老酒”“国际化”**。舍得继续坚定实施双品牌战略，将舍得打造为中国老酒第一品牌，让沱牌焕新国民名酒形象，形成双品牌并驾齐驱的格局，同时公司针对前期在产品、渠道、市场等方面存在的问题，提出了对应解决举措，复星入主有望嫁接更多资源，实现乘数效应；**水井坊——“高端化”、“圈层营销”、“C端”**。公司将对井台、典藏等产品进行全新升级，并通过团购、圈层营销等举措，加速提升在高端市场的份额。
- 4) **三四线酒**：**金徽酒——“复星入主”、“陇南春”**。2023年目标要实现30亿的收入和6亿的净利润，构建泛区域化、立足于基本区域的白酒品牌，今年目标为融合复星的生态，激活高端陇南春品牌。

2.1 贵州茅台：坚持稳中求进，营销转型迈出新步伐

在经销商大会上，公司表示在过去的一年里：1) **坚持稳中求进的总基调**，按照各级市场监管部门和集团公司的要求，坚持直营、电商商超渠道、社会经销商三驾马车并驾齐驱，市场管控水平持续提升，全面推动茅台酒市场稳、价格稳、渠道广；2) **市场基础不断夯实**。从年初以来的调研来看，茅台酒稳步发展的基本面没有改变，特别是销售公司近段时间连续性、稳定性的营销政策；3) **营销转型迈出新步伐**。经销商渠道商坐商转行商，主动地创新求变，简化业务流程，加快响应速度，各项营销服务更加贴切消费者、服务消费者。**未来公司将继续精准投放，精准销售**，做好基础管理，坚持：市场信息精准化、销售精准化、客户精准化、服务精准化。

2.2 五粮液：持续向好持续发展，高质量发展行稳致远

在经销商大会上，公司表示十四五是战略窗口期，公司将围绕双五（五百强企业、五个标杆，战略聚焦主业，多元板块瘦身，围绕主业做强）、双千目标（主业销售收入过千亿，集团利税过千亿），打造历史领先酒业。这个过程中，公司将处理好量价问题，实现量价齐升，提升品牌价值，从而实现千亿目标：1) **制定战**

略保持定力，正确看待香型所处产业风口，坚持道路文化自信，营销动力谋到实处；2) 今年重点工作之一是**规范化、标准化建设问题**——团购要分类，配套做好服务解决方案；经典五粮液持续做好市场推动；国际时尚版做好切换，**低度要找到合理团队**，脱离 52 度附属产品；**系列酒从成本中心向利润中心转型**；加强营销、顶层设计、落地执行等方面；做好品牌开发、价格规划等方面基础行工作；总结传播方式上创新，传播体系构建，形成氛围。另外，五粮液超高端新品“五粮液·鉴赏”目前即将上市，非标产品线进一步丰富。

图 10：贵州茅台经销商大会现场



资料来源：浙商证券研究所

图 11：五粮液春糖展厅现场



资料来源：浙商证券研究所

2.3 古井贡酒：“三品四香”，古井贡酒全国化加速

1) **三个品牌**：1) 老八大名酒古井贡酒；2) 湖北唯一的中国名酒黄鹤楼，当年获得中国名酒，是清香型，是南派大清香的头；3) 我们今年 1 月份收购的在整个华东地区有非常高的知名度的明光酒厂，其实应该说是 3+N，有可能我们古井还会有其他的一些大动作。

2) **三大香型、三大生产基地**：1) 浓香生产基地（古井贡酒酿造遗址公园、古井贡酒生态酿造公园、古井贡酒质量科技酿造公园、古井贡酒智能酿造基地(在建)、清香生产基地（黄鹤楼酒文化博览园、黄鹤楼森林美酒小镇、黄鹤楼随州酿酒基地）、绿豆香生产基地（明光生产基地），这些基地支撑古井做到 200 亿、300 亿没有问题；

3) **四大国保**：北魏古井、宋代古井、明清酿造遗址和明清窖池群。这是中国白酒行业规模最大，也是使用最久的，我们的酿造遗址明清窖池群还在使用中。

4) **远大目标**：按照我们目前的发展的速度，只要保持两位数，我们十四五就会完成 200 亿。我们坚持长期主义，不做短视的事情；

5) **公司营销团队**：有自己的铁军文化，有自己的铁军纪律；严格管理市场的价格、费用、跟串货情况；考核一票否决制；以干净、以担当为著称的。

6) **大单品情况**：

年份原浆：古 20 战略核心的大单品，占位精准、品质绝佳、增长速度非常快；年三十为超高端产品，为古香型，用了三轮发酵、三醅工艺，保证产品品质优秀，口味差异化；

老名酒复兴战略：老瓷贡，上个世纪 80 年代初出品，90 年代销量一度达到了 500 万箱，重新推出后零售价 58 元，带纯粮固态发酵标志，消费场景为自饮、朋友聚会，去年 7 月上市后表现很好，半年招 150 家商，网点铺了 10 万家，而且 80% 的网点都是现金的铺市，消费者认可度非常高，首单的返单率、消费者的自点率、动销率能够达到 50%；古井贡酒·第六代，上市于上世纪 60 年代，100%复原老名酒包装，材质升级，终端价百元左右；

小罌子酒系列：小罌子酒，一共三款，42度小罌子零售价20块钱，50度的小罌神零售价30块钱，72度的小罌神零售价40块钱，每瓶100ml，一般聚餐一人一瓶打底。目前销售团队在中小餐饮店、火锅店、大排档去推，需要花功夫；

明绿液：明光品牌文化底蕴深厚，明绿液标价1280，为绿豆香型，风味异化，为国家保护工艺；

黄鹤楼：①75°大清香——黄鹤楼是十七大名酒里三清三酱之一，40岁以下人群接受低醉度、入口舒适、口感丰富，是清香型主流受众。75度大清香源于疫情，地缸小窖125公斤粮食最后只产4斤75度以上的原酒，液体黄金，定价2020元。②大清香900和500——重商务消费，湖北编钟造型，寓意九五至尊。③汉汾酒——与汾酒工艺相同，但是由于温度湿度的差异，导致产品不同。53度和42度两款产品定价68元65元，成交价50元左右。

2.4 洋河股份：双名酒、新战略、迎未来

在经销商大会上，公司表示：未来五年，双沟的复兴战略可概括为‘名酒化、全国化、模式化、组织化’的十二字总体方针：

1) **产品方面**，以苏酒和珍宝坊为全国化主线，以双沟老名酒为补充。从全国化上，双沟将分阶段、分步骤的推进：

2) **市场方面**，以江苏、河南作为第一增长极的双根据地市场，采用全面进攻、高举高打、重点布局、重点投入的策略；将山东、安徽、河北、浙江、上海等地作为第二增长极市场，采用全面布局，重点投入的策略；将全国范围内有潜力的地级市场纳入第二增长极市场的范畴，采用重点大商、定点投入的策略。

3) **品牌方面**，双沟将以“做大品牌、做高结构”为目标，积极进入中国高端名酒第一阵营。要把双沟打造成老名酒文化品牌，其中，苏酒将被塑造为双沟全国化的高端品牌；珍宝坊则成为双沟全国化的次高端文化品牌。

4) **营销模式上**，双沟将进行创新变革，整合跨界商、引入消费商、做高团购商、做大平台商，助力渠道做强品牌、做高结构、做大销量。

图 12：古井贡酒经销商大会现场



资料来源：浙商证券研究所

图 13：洋河股份经销商大会现场



资料来源：浙商证券研究所

2.5 山西汾酒：立足新发展阶段、构建新发展格局

在经销商大会上，汾酒销售公司总经理李俊表示未来营销将围绕三个统一：

1) 阶段性局部市场突破要与全国性均衡市场；2) 阶段销量突破与持续高速发展相统一；3) 阶段性营销管理突破与系统性营销管理突破相统一。未来将紧紧围绕“品类聚焦、品牌引领；依靠消费、创造消费；利润为目、分配为纲”的原则，树一流品牌、夺行业标杆，建卓越团队、拓全球渠道，强科学管理、塑先

进文化，稳步推进实施“12345”汾酒营销战略：

“1”是一个目标，到十四五时期，汾酒要跻身第一阵营，实现“三分天下有其一”的目标。

“2”是两大板块，实现国内、国际白酒市场板块的协同发展，让清香型白酒逐步成为消费潮流。

“3”是三大品牌，推动汾酒、杏花村酒、系列酒互相补位，共同发展的一体化运营局面。

“4”是四大突破，即推动营销组织管理实现重要突破，推动企业资源配置实现重要突破，推动风险防控实现重要突破，推动市场秩序管理实现重要突破。

“5”是五大任务，一是全面推进清香品类的价值传播，二是全面推进汾酒品牌价值的不断提升，三是全面推进市场规模化发展的加档提速，四是全面推进青花汾酒品类的快速发展，五是全面推进营销前端数字化赋能的精准落地。

2.6 酒鬼酒：酒鬼馥郁香、国标新纪元

本场经销商大会，公司以湘西独有的舞蹈为开场，充满了浓郁的湘西文化特色，酒鬼酒的文化属性尽显无余。在经销商大会上，酒鬼酒梳理了其四大“前所未有”：

- 1) **政策支持，前所未有**（湘酒百亿企业之首，湘酒核心产区之首，湘酒品牌之首，湘酒白酒产业链之首）；
- 2) **产区赋能，前所未有**（高铁航空时代，湘西全域旅游，产区体验）；
- 3) **国标助力，前所未有**（十一大国标香型之一，巩固创始者地位，提升价值）；
- 4) **中粮支持，前所未有**（重点支持的五大品牌之一，中粮背书，中粮研究所支持）。

同时，其将抓住历史机遇，借助馥郁香国标发布的契机，乘势而上，实现“构建一个格局（中国白酒香型新格局）、打造一个产区（中国馥郁香型白酒核心产区）、践行一个使命（中国文化酒引领者）、实现一个愿景（致力将“内参酒”打造成中国四大高端白酒品牌之一，将“酒鬼酒”打造成中国文化白酒第一品牌）”。为实现上述目标，酒鬼酒制定了做大产能（酒鬼酒正加快推进生产三区建设，促进产量、质量、效率同步提升，实现酿酒机械化、蒸粮自动化、园区智慧化，保障馥郁香型白酒的生产与储能）、做美文化、做强品牌、做深市场、做优品质、做牛团队“六大举措”。

图 14：山西汾酒经销商大会现场



资料来源：浙商证券研究所

图 15：酒鬼酒经销商大会现场



资料来源：浙商证券研究所

2.7 水井坊：产品结构加速升级，加速提升高端市场份额

在经销商大会上，公司对过去业绩进行了总结：臻酿八号引领增量，井台典藏稳步增长，江苏、浙江、广东等 11 个销售省区已创造历史全年最高，突破这些省在过去历年的成绩，多项指标实现突破，全方位发力市场，水井坊已经进入全面恢复阶段。

公司频繁运用“**高端化**”一词来描述未来发展，水井坊接下来将采取品牌高端化、产品升级创新、营销突破三大策略：

- 1) 品牌定位——依赖传承 600 年的浓香宝藏、追求卓越的狮王精神两个核心品牌精神表达，在追求更高品质产品的同时，唤醒消费者内心的雄狮，这是水井坊新的一年全力打造的**品牌定位**，同时将在媒体投放聚焦**高端消费群**，包括北上广深及重点城市机会、高铁，重点区域地标户外，高端餐饮、高尔夫球场等**高端场所**；
- 2) 产品升级——将对井台、典藏等系列产品进行**升级**；
- 3) 营销突破——水井坊将倾力打造“**狮王会**”（业务发展的平台）这一**高端圈层平台**，以此来联动经销商和社会资源，赋能区域**高端团购业务**，加大**团购渠道**的投入，通过 B 端和 C 端联动，促进**门店动销**，**C 端圈层营销**将是水井坊**最重要的营销策略之一**。

图 16：水井坊经销商大会现场



资料来源：浙商证券研究所

图 17：水井坊产品展示柜



资料来源：浙商证券研究所

2.8 ST 舍得：沱牌舍得双品牌战略提速，复星助推发展

经销商大会上，复星国际董事长郭广昌表示：沱牌舍得历经数十年积累，拥有强大的品牌实力，本人一直对好品牌、好产品有一种敬畏之心，所以希望尽我们所能为这样的好酒、好品牌赋能，推动沱牌舍得的高质量发展。另外，复星未来将从四个方面助推舍得酒业的发展：**希望复星的生态资源能够充分嫁接沱牌舍得，产生乘数效应**；希望舍得酒业以科技为翅膀，进一步创新；希望越来越多的年轻人懂得舍得智慧，懂得品味白酒的美好；希望舍得能够代表中国白酒走向世界。舍得酒业股份有限公司董事长张树平和副董事长、总裁蒲吉洲表示：舍得酒业将**坚定实施双品牌战略**，将**舍得打造为中国老酒第一品牌**，让沱牌唤醒国民记忆，焕新国民名酒形象，重回千家万户餐桌，形成双品牌并驾齐驱的格局。另外，会议上，公司在总结现有优势（老酒储量第一、品味舍得位居次高端酒前列、复星赋能）的同时，对未来进行了规划：

- 1) **产品方面**，对于次高端价位产品突出，部分产品价位占位缺失问题，公司将——推出舍不得布局浓香超高端，占位 2000 元以上，引领舍得逐步布局高端，升级舍得产品占位 1000 元-1500 元，推出沱牌五粮浓香占位 30-50 元价

位带，形成个消费阶层均有助力产品进行覆盖，在不同的三个主流消费带进行产品的补充。

- 2) **渠道方面**，对于重视烟酒店和团购，其他渠道不够重视的问题，公司将——加大商超、专卖店、餐饮三个成熟渠道的拓展和投入力度，加快新零售等创新渠道的发展和探索，公司将加大对全渠道的重视程度，实现全渠道的发展；
- 3) **市场方面**，对于全国化覆盖市场，很多市场位居前列，但核心市场数量还不足的问题，公司将——坚持走聚焦核心市场，打造基地市场的战略，长期坚持打造重点城市和重点县区，树立样板滚动发展，在县级和地级市率先打造一批核心基地型市场；客户数量不少，优商大商需要进一步扩大问题，公司将——布局大商和优商，重质轻量，进行多品牌分别招商，形成多品牌多客户多模式的运作模式；
- 4) **品牌方面**，对于品牌线上投入过大，线下投入比较小的问题，公司将——加大品牌线下投入，集中重点市场进行品牌打造以市场为核心投入费用，聚焦重点市场投入，合力打造重点城市、重点县区。
- 5) **推进落实“3+6+4”模式**，即：“3”是持续聚焦品牌提质、产品提价、销售增量；“6”是持续保障唯一性、长期性、低投入、高回报、灵活性、可回收；“4”是持续推行平台模式、加盟控价模式、KOL 引领模式、团购直销模式四大模式；
- 6) **针对沱牌，公司亦制定了系列措施**，1) 在品宣方面，舍得酒业将以“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”为宣传主题，唤醒消费者的美好记忆；2) 在市场策略方面，以“中国名酒沱牌曲酒”为龙头，以高线光瓶为突破口；3) 在产品策略方面，以定制产品、区域产品为补充，恢复老市场、老产品、老客户，让沱牌重归老百姓最喜爱的中国名酒品牌，春糖期间，沱牌曲酒 93 分复刻版和沱牌六粮浓香上市；

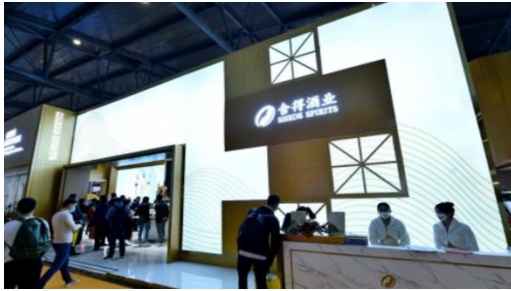
2.9 金徽酒&复星集团：2023 年将实现 30 亿收入目标

复星集团：白酒为百年发展大计，有信心做好白酒。复星入主金徽酒及舍得酒是偶然，也是必然，白酒对于复星是百年大计，不是过两年就退出的项目。复星能做好白酒的理由：**成立了酒业委员会**，1) 像探照灯一样去吸取行业的信心、智慧、优秀打法；2) 提升组织能力，复星已经帮助金徽在人力和财务上提升，后续可能会更多，舍得更要去提升组织能力，要有一套系统的方案；3) 引进优秀团队。未来复星会走出自己独特的道路，而且一定能走得更好。

金徽酒：1) 复盘去年工作：2020 年 5 月份豫园协议转让 29.99% 的股份，9 月份发起了 8% 的要约，11 月正式完成了董事会换届，复星旗下的豫园现在持有 38% 的股权，是公司的第一大股东；**2) 未来的发展规划方面**，我们推出了 2019-2023 年的五年发展规划，2019 年收入利润均达到规划要求，2020 年利润达到规划，但是收入受疫情影响少了 9000 万的规模，**到 2023 年我们最终目标要实现 30 亿的收入和 6 亿的净利润**，构建泛区域化、立足于基本区域的白酒品牌，主要的发展点将通过四个方面：产品、市场、营销、管理——① 产品方面，原酒产能已经能够支撑我们 30 亿的收入规模；② 人才梯队方面，我们要建立 1200 人的人才库，其中，酿酒和品酒人才队伍领先；③ 市场方面，战略是深耕西北、布局全国、突破重点，利用复兴的资源集中培育消费者，在东部地区进行精准选点打造样板市场和样板消费者；④ 营销方面，坚持聚焦资源、精准营销、深度掌控；⑤ 在内部考核方面，对营销队伍考核一直坚持以结构为导向、实行优胜劣汰，对大趋势进行充分授权，实行内部排名，结合市场动态灵活制定相关政策激励；

通过万商联盟来对门店进行利益保障。具体到今年，我们要融合复星的生态，激活陇南春品牌，陇南春定位于高端。

图 18：舍得酒业春糖展位现场



资料来源：浙商证券研究所

图 19：金徽酒&复星集团会议现场



资料来源：浙商证券研究所

三、渠道调研：高端酒稳健发展，青花 30 复兴版发展顺利

经过大量渠道调研，我们认为今年春糖反馈积极正面，整体产品结构持续向上，酒企基本面具有较强支撑性。具体来看：高端酒继续稳健发展，其中非标产品线的丰富/提价贡献一定演技弹性；山西汾酒复兴版发展顺利；酒鬼酒内参表现优异；口子窖治理仍在优化中；金徽酒产品结构向上势头强；青花郎及小郎酒表现亮眼；迎驾贡酒的洞藏系列有望迎来业绩拐点，表现超预期。

3.1 茅五泸：批价持续向好，保持稳健发展态势

1) 贵州茅台：批价仍处高位，供需紧平衡。据渠道调研显示，飞天茅台拆箱政策仍在延续，部分经销商已没有整箱茅台库存，整箱茅台批价在 3100 元以上，散瓶茅台批价在 2500 元左右；渠道方面，茅台直营渠道占比不断加大，同时非标产品提价进行中。

2) 五粮液：节后批价稳步攀升，需求端稳健。今年五粮液动销表现超预期，1) 批价：节后在公司对批价设定要求、控量的情况下，批价稳步攀升，目前部分地区批价已站稳千元，同时主要经销商库存均低于 1 个月，库存健康；2) 产品：低度酒未来或重新上市，经典 10 今年会投放千吨级以上规模，经典 20 经典 30 和经典 50 已完成设计，未来陆续推出；3) 渠道：团购渠道表现较好，普五团购价从 889 元提到 949 元，目前到 999 元；4) 产能：一级酒的出酒率目前恢复至 15%，计划在十四五末产能达到 25 万吨。

3) 泸州老窖：费用投入政策有所调整，目标稳步实现中。国窖公司 2021 年度总体目标：155-160 亿，当前回款进度超 45%；渠道利润方面：去年 12 月之前，结算价为 830 元左右，实际成交价为 900 元左右，渠道利润较五粮液高；目前老窖打款价为 1000 元，其中 20 元为保证金，30 元为奖励，相当于结算价为 950 元，目前批价为 910-920 元，终端想要卖到 1000 元以上难度较大。林总在去年提出，高度渠道利润要向市场要，目前公司在策划提高终端供货价来拉高利润（包括提高计划外价格等举措）；费用投入方面：公司将更多费用投入到消费者建设方面。

3.2 山西汾酒：复兴版发展顺利，渠道扁平化空间大

- 1) **业绩目标：**该区域目标实现 50% 的收入增长，其中玻汾占比约为 20-30%。
- 2) **收入增速及结构方面：**受益于扁平化操作深化，华北某地区 21Q1 收入增速较去年同期增长至少 40%，其中青花占比 45%、30% 为玻汾，剩下的部分多为巴拿马；回款方面，两个区域的经销商均表示一季度回款比例中，约 30% 为青 30 复兴版，因为老青 30 缺货，为满足客户购买高价位酒需求，经销商会选择进货青 30 复兴版；
- 3) **铺货途径方面：**以县城为例，先将玻汾 100% 铺设进去，再将回单表现较好的烟酒店挑选出来，导入更高价位的巴拿马产品，之后再导入老白汾、青花等产品来创造增量，因此在扁平化仍有极大空间/处于加速阶段，市场上仍有相当大的增量空间在。目前该区域经销商烟酒店铺货率已达 80-90%，饭店铺货率不足 70%，老白汾、青花等高价位产品尚未完全导入；
- 4) **经销商划分：**根据经销商的能力，可以做全区域全品类的经销商，可以做单区域全品类的经销商，并且每个区域的费用投放侧重点不一样。

3.3 酒鬼酒：内参占比稳提升，酒鬼酒表现优异

- 1) **内参：**区别于往年内参在春节放货期间价格将降 10-20 元，今年内参价格整体保持稳定，且库存始终处于低位，历史上库存一般在 3-4 个月左右，今年省内及省外库存约为 1 个月、2 个月内，预计 21Q1 内参酒收入占比超 37%；
- 2) **酒鬼系列：**目前酒鬼系列库存仍较高（新红坛于去年十月开始发货，老红坛去年年底停货，目前处于新老产品替换阶段），虽然由于老红坛价格较低，在一定程度上影响了新红坛的动销，但春节新红坛仍表现较好，产品升级后渠道利润增厚，经销商信心较足，打款较为积极；同时受益于需求强劲，春节期间老红坛从 260 元涨至 300-350 元左右，预计未来红坛省内、省内外价格将稳定在 400/450 元左右，而黄坛价格将逐步提至老红坛价位带以完成产品体系再梳理。考虑到去年酒鬼系列基数较低（20Q1 收入下降 40%），21Q1 收入增速预计超 250%；
- 3) **湘泉系列：**作为香型入门培育系列，公司将继续提升湘泉品质，在稳量下逐步实现价格的提升，预计 21Q1 业绩较为稳健。

3.4 口子窖：治理正优化，渠道调整正在开展

- 1) **产品：**产品主线是年份酒，新品面向团购渠道，5 年 6 年占比约 50%-60%，5 年 6 年以上产品占比逐渐提升；
- 2) **价格：**出厂价未提，部分区域让经销商恢复到相应产品的指导价的范围内；
- 3) **渠道：**今年开始要严格执行经销商的分类管理，加大对经销商的考核；
- 4) **市场：**原则是一地一策，省内继续渠道下沉、提升渠道终端覆盖率，省外加强大湾区、长三角、京津冀、核心省会城市的运作力度，特别是团购渠道；
- 5) **目标：**一季度相比 19 年不差，全年销售以 19 年为基数，争取两位数以上的增长。

3.5 金徽酒：产品结构升级，复星入主加速发展

一、产品端：百元以上产品占比达 50%，产品结构持续升级

- 1) 柔和、年份系列增速迅猛，世纪金徽系列仍是销量主要来源
- ① 年份系列——18 年标价 458，实际成交价 400 出头，28 年标价 1280，实际成交价 1000 左右，两个加起来占比 6%-8%，去年年份 18 年增速 30%-40%，年份

28 年翻倍增长；

②柔和系列——主做省内，100-400 元价位带，是目前整体的大单品，占比 20%，去年柔和系列增速 30%多；

③能量系列——主做省外，100-400 元价位带，占比 5%-8%；

④世纪金徽系列——目前以三星、四星、五星为主，3 星四五十块钱，4 星 80-100，5 星是 150-200，各分高高度。3 星体量 3.5 个亿左右，100 元以下产品占 50%，即 4 星和 3 星各占 25%。五星产品的话基本上能占到我们收入的 15%左右，去年世纪金徽系列个位数增长；

⑤陇南春——预计下半年或明年上半年推出，酱香、主打华东、定位次高端和高端，不过体量尚小。

2) 未来主推柔和系列、年份系列、世纪金徽 5 星，产品结构升级。当前主推柔和系列、年份系列、世纪金徽 5 星，因为消费升级趋势下可以放量，目前年份系列产品储备比较足。主推中高端和次高端价位产品。未来到 2023 年，百元以上产品的销量可能要占到 60%，在收入规模上面来看的话，要达到 70~80%的占比。

3) 涨价策略跟随市场，以及关注成本。金徽酒每年都有很小的涨价幅度，四星从 80 多涨到 108。能量去年涨价完成不错，涨幅 20%左右。未来涨价策略一看市场二看成本，操作相对灵活。深度分销的渠道策略也会配合涨价政策。

二、市场端：甘肃消费升级趋势渐起，深耕西北布局全国

1) 甘肃白酒市场体量较小，消费结构正在升级。甘肃白酒市场有 70 个亿左右，白酒消费量比较大，但价位比较低，因此世纪金徽 3 星、4 星的销量占比较高。这两年增速最快的价格带是 100-250 元。甘肃市场 100 块钱以下的大概占 60%，金徽酒目前是百元以上产品占比达 50%，但甘肃很多酒企的主要产品还是在百元以下。

2) 金徽酒基地市场为陇东南，该区域份额省内占比较高。陇东南强势市场，人口多，市场份额占比 40 多。兰州是省会城市，消费水平稍微高，占比 20 多。河西走廊太长，增速 30%，这两年河西酒的份额在萎缩。

3) 五粮醇和五粮春在甘肃市场体量较大，省内品牌金徽酒位居龙头。目前金徽酒在甘肃省占率 20%+。五粮春和五粮醇在甘肃的量在全国所有省份的销量排名比较靠前，甘肃省内占比比较高，两个产品销售规模之和有 10 个亿以上。红川的锦绣陇南前几年增速比较快，但是这两年增速放缓。

4) 对经销商分渠道、分市场进行分级管理。成熟市场中，经销商更重要的是做产品的配送服务和资金的垫付功能，合理控制经销商的利润空间，把经销商的利润更多的转移到终端门店，但通过扩大业务量使得不减盈利规模。成长性市场和薄弱性市场以小商为主，按照产品、按照价格带、按照区域进行网格化管理，一定阶段后优中选优。

3.6 郎酒：青花郎及小郎酒保持较高增速

1) 产品增速：目前青花郎及小郎酒均保持较高增速，但红花郎 10 及红花郎 15 增速放缓，主因利润较薄叠加政策取消，未来公司或将推出一款 600-700 元的青花郎系列酒以进一步补全价格带；

2) 价格方面：红花郎 15 在成都价格约为 400+，长沙价格约为 310-330 元左右。

3.7 迎驾贡酒：高端洞藏表现或超预期

1) 产品：经历了 3-4 年培育后，目前洞藏体量约为 10 亿元左右，当前洞 6/洞 9 继续快速放量，未来洞 16/洞 20 有望接棒发力，洞藏收入今年迎来业绩

拐点——预计公司 2021 年收入或达 11-12 亿元,其中 30%占比为洞藏收入,预计未来 3-5 年收入占比或达 50%。

2) 区域结构:洞藏发展基础较为稳固,目前已在安徽部分省份收获较为亮眼的成绩单,比如在六安市占率遥遥领先,同时在合肥市场也获得迅速增长,同时公司在酒店渠道方面拥有深厚的根基;另外,收入结构中省外占比较大,其中江苏市场体量有 10 亿元;

3) 管理层:公司管理层能力较强,复盘历史,迎驾贡酒曾被金种子、宣酒等酒企超越,但站在当下时点来看,迎驾贡酒呈现更为向好的发展态势。

投资建议

短期看,春糖期间整体反馈较为积极,但由于春糖前市场预期已调高,因此春糖结束后,股价并未迎来迅速上升。综合来看,我们认为白酒阶段性估值风险已逐步释放,当前大幅回撤压力较小。中长期核心资产等待茅台做为估值锚企稳,预计茅台非标提价、业绩披露等将成为下一阶段主要催化剂。短期维度建议优先配置确定性较高、一季度业绩弹性较大的五粮液、贵州茅台;站在当下节点,我们仍坚持推荐关注茅台、五粮液、泸州老窖及拥有高成长性千元价位带单品的酒企;考虑到短期白酒风格或在于成长性高、机构持仓偏低的中小市值酒企,建议关注迎驾贡酒、ST 舍得、金徽酒等标的;**中期看,**前三季度白酒板块业绩将逐季恢复,考虑估值因素,预全年波动率较大,分化将进一步加剧;**长期看,**白酒行业消费升级趋势不变,市场份额仍将继续向龙头酒企聚集。

风险提示

- 1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级,影响白酒整体动销恢复;
- 2、高端酒批价上涨不及预期。

附：微酒论坛之王朝成演讲——开启酒业结构化增长新时代

当前阶段，白酒行业进入了结构化增长的新时代，其突出特征为需求的结构化升级、供给的结构化替代、流通的结构化集中，2021年白酒企业的业绩将呈现短期强劲增长、全年前高后低的现象。本周春糖会微酒论坛中，盛初咨询董事长王朝成先生为我们研判白酒行业最新趋势，以下为主要分享观点：

一、2021年度业绩研判：短期强劲增长，全年前高后低

1) 短期业绩强劲增长，全年增速前高后低

- ① 消费驱动——自去年四季度以来，全国消费恢复明显，消费增速强劲，20Q4白酒行业消费同比增速超15%，21Q1全国酒店平均消费增速30%；
- ② 基数效应——去年受疫情影响，部分酒企去年一季度、二季度业绩表现不佳，而今年疫情对白酒消费影响较弱，在基数效应下，20H1业绩表现不错的酒企21H1的业绩增速维持稳健，20H1业绩表现较差的酒企21H1的业绩增速将表现较好，呈现短期强劲增长的态势；但20Q3开始，白酒消费复苏，因此21H2业绩增速或环比下降，总体呈现出2021年业绩增速前高后低的现象；
- ③ 品牌集中——受疫情影响，中小酒企抗风险能力较低，同时随着消费升级，区域龙头和全国性名酒加速市场开拓，白酒消费呈现品牌集中的现象。

二、需求的结构化升级：需求总量不增长，价格纵向细分

1) 需求端的量价情况

- ① 需求总量不增长——需求总量长期不增长，短期受疫苗影响，因为疫苗后7-15内不能饮酒，但长期对白酒消费场景的恢复是利好；
- ② 结构升级的核心是价格——未来5年应关注价格细分的机会，这区别于西方的横向品类细分，主要由中国的消费形态决定，与餐桌上的权利文化相关，因此我国白酒产业智慧出现纵向细分，而无横向细分。

2) 各细分价格带的结构情况

- ① 超高端市场结构升级——茅台正在通过非主流高端产品的升级为主流产品升级做准备，在量方面每年只增长2000吨，比较有限，观察未来主流产品涨价时间、涨价力度、涨价后对量有无影响；
- ② 高端市场结构化升级——五粮液小步快跑突破千元价位，中期和短期目标是1200块钱；酱酒杀入千元价格带，如君品习酒、青花郎、国台龙酒；高端市场扩容（即千元价格带扩容），但竞争加剧，由此前五粮液一家独大变为多品牌竞争。
- ③ 次高端市场结构拉宽——次高端价格带拉宽至300-1000元，分割成两个价格带，400-500会成为次高端主流市场，剑南春通过提价可能会坐稳400-500的龙头，此外水井坊、梦3、古16都在发力；争夺600-700元领导地位会成为次高端新机会，梦6+正在该价格带向全国疯狂进攻，古井可以通过古20的提价或推出古30参与竞争，此外习酒1988、国台10年、摘要等酱香酒也在参与竞争；
- ④ 中高端市场200元左右正在成为新主流价位——中高端主流价格带升级，目前大多数省会城市已经升级到200多元，原来将200-300称之为价格陷阱，但次高端主流价格带升级至400-500后，200元正成为中高端主流价位；
- ⑤ 大众酒市场高线光瓶酒呈现明显虹吸效应——百元以下盒装酒可能消亡，目前老村长、牛栏山、玻汾、西凤绿瓶都是光瓶酒赛道的有力竞争者；名酒可以借助光瓶酒做成全国大单品，且利润率高，因此会有名酒厂家参与竞争；淮河带名酒需要重新思考品牌化的大众酒市场；酱酒因工艺问题短期无法对大众酒市场构成冲击。

三、供给的结构化替代：产区替代、品类替代、品牌替代、产品替代

1) 品类驱动的产区替代

对目前的酱酒热持谨慎乐观的态度：尽管目前存在用非正宗坤沙酒欺骗消费者的现象，但总体上主流酱酒企业非常克制，如郎酒、习酒、国台、钓鱼台，非常注重品质。当前主流酱香酒企业业绩比浓香型酒的业绩增速快一倍以上。未来酱酒可能还会增长，20%的市场份额有可能实现，那么对应利润占比会达到70%-80%；酱酒15%的收入份额对应60%的利润份额。

2) 香型驱动的品类替代

酱香型对主流香型替代：香型的本质是独特+饮后舒适，茅台被消费者认可不是因为酱香，而是因为存放了5年。由于浓香不强调储存，酱酒强调储存，喝完舒适，且味道独特，就被消费者记住。

浓香酒未来应进一步香型细分：建议把浓香产品细分为古香型、绵柔香型、五粮香型，如此酱香就失去了对抗的目标，体现出香型的独特。

3) 市场驱动的品牌替代

优势品牌增长依然强劲，要注重价位的抢占：尽管浓香的香型上有压力，但优势酒厂依然强势，今年春节五粮液、老窖、古井增长强劲，预计洋河的一二季度增长不错。在竞争中，价位比香型重要，价位代表档次，档次代表消费者的满意度，香型代表了护城河。

4) 竞争驱动的产品替代

中高端和次高端做大产品线，注重产品迭代：低端光瓶酒和高端酒可以依靠大单品打天下，但中高端和次高端一定要做大产品线，不能做大单品。因为中间价位的酒的终端竞争太激烈了，烟酒店和酒店的竞争非常的残酷和复杂，一定要在前一个产品的高峰期就要做下一个迭代产品，这样才能顺应消费升级的趋势，特别典型的正面案例是古井。

四、流通的结构化集中：白酒营销未出现新模式，流通业呈集中化趋势

1) 白酒营销环境发生重大变化

当前意见领袖培育只剩烟酒店一条路：白酒的营销本质是意见领袖的培育，就是新品牌对新消费群的培育，即找到、培育、扩张、留住核心意见领袖。过去有两种有效的流通模式：酒店和团购，即酒店盘中盘和消费者盘中盘，圈层营销基本无效，因为只有规模化有组织才有效果。但酒店自带酒水、三公消费受限后，这两种模式都失灵了。目前最稳定可靠有保障的搞法还是核心的酒店，中高端酒进驻酒店，中低端进驻中小酒店，别无他法。互联网私域流量等基本没有可能作为主流模式，户外广告稍微有点用。

2) 流通业呈现集中化趋势

目前流通业包括大的平台商、名酒商、连锁商。由于目前有效营销模式就是核心烟酒店，所以新商家很难存在，很难打入原来的核心烟酒店渠道。当前流通业在集中化，向平台商、名酒商、连锁商集中。平台商做资金、做仓储、做物流，但是对销量不承担责任。名酒商如五粮液茅台经销商近年来挣很多钱，现在还在接更多的酱酒品牌。连锁商如泰山名饮，有很多产品代理，各个城市都有连锁渠道，此外还包括京东、天猫等电商。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>