

2021 年 02 月 20 日

消费升级



酱酒不是短期趋势，而是行业消费升级的持续反应

酱酒不仅仅是一股风潮了，也不能简单用茅台带动来解释。酱酒兴盛的背后本质是产品主义带来的消费体验颠覆，所以从消费端自下而上的对行业产生了一系列变化：弱化营销直接竞争浓香酒、弱化品牌直接征服消费者。

产品为先——酱酒热的本质是产品主义

茅台热早期是靠茅台带动，但是走到今天，本质上是酱香型白酒本身的产品主义使然。工艺的复杂性使得酱香型白酒相比较其他香型有着更为强烈而深刻的消费体验。

而过去 10 年酱香酒企业虽然数量众多，但是因为流行性还不够高，所以导致大量的优质产能被雪藏。随着茅台的带动和渠道利润的推波助澜，优质酱酒产能开始释放能量，展示出强大的消费端竞争力。

产业环境——回顾酱酒过往及未来展望

截止到现在，酱酒至少已经进入第三个发展阶段：第一轮是 2008 年以前，茅台作为高端代表之一也可能是唯一有规模的酱酒企业，独自扛起酱香大旗的阶段；第二轮是 2008 年到 2018 年，随着茅台的强势崛起，茅台系列酒、习酒等品牌开始借势茅台走出贵州，在河南、山东等地落地生根；第三阶段是自 2018 年到现在，酱酒尤其是优质酱酒产能的释放，大大提升了消费体验，酱酒整个产业逐渐独立于茅台，开始全面颠覆行业格局，进入快速的发展阶段。

未来 5-10 年是另一个新的阶段，这一阶段行业将重回有序竞争状态，重回白酒行业竞争的根本——当优质产能相对充足且消费体验同质化，酱酒产业内部的竞争还是要回归企业战略、营销体系、组织建设、管理精细等问题上来。

届时，谁的体系更为完善，谁就更有机会赢得未来。

行业纵览——主流酱酒企业的情况梳理

梳理行业主流酱酒企业的情况，我们对酱酒产业的发展现状，结合具体企业案例做更为深入的解读。

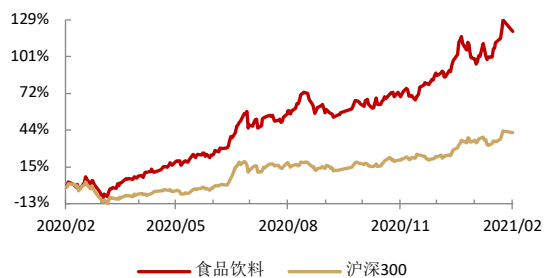
风险提示

市场风险；经营风险；财务风险：销售费用持续增加，税收政策变化；疫情风险；产品品质风险；食品安全风险等。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：寇星

kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：010-59775343

联系人：郭辉

guohui@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：010-59775343

联系人：王厚

wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：010-59775343

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600519.	贵州茅台	2460.00	买入	32.80	36.23	41.31	47.23	69.75	63.15	55.38	48.44

资料来源：wind，华西证券研究所



找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

正文目录

写在前面	4
1. 产品视角——酱酒热的本质是产品主义	5
1.1. 酱香白酒的四步酿酒工艺	5
1.2. 酱香白酒的四种类型	7
1.3. 对比其他香型，酱酒的优势	7
2. 产业环视——回顾酱酒过往及未来展望	8
2.1. 第一阶段——08 年以前香型认知不明显，但茅台通过“血统+稀缺”塑造酱香产业发展基础	9
2.2. 第二阶段——茅台发扬酱酒品类，系列酒推动需求扩张	9
2.3. 第三阶段——酱香品类全面崛起，消费需求全面爆发	11
2.4. 第四阶段——行业归整，从粗放到精细比拼综合能力	13
2.5. 行业小结——需求是原动力，产能是硬道理	14
3. 行业受益标的	17
3.1. 茅台	18
3.2. 郎酒股份	18
3.3. 国台酒业	20
3.4. 习酒：品牌底蕴为核心，茅台带动发展	21
3.5. 钓鱼台酒：“小而美”的独特酱酒品牌	22
4. 风险提示	23

图表目录

图 1 酱香白酒行业规模（亿元）	4
图 2 2019 年中国白酒市场各香型规模（%）	4
图 3 白酒产量（万千升）	4
图 4 重阳下沙	5
图 5 二次投粮	5
图 6 茅台系列酒营业收入及增速（亿元）	10
图 7 茅台营业收入占比（%）	10
图 8 茅台系列酒、生肖酒、纪念酒推出年份	11
图 9 茅台批价（元）	12
图 10 茅台营业收入占比（%）	12
图 11 酱香白酒相对其他香型产品端特点	13
图 12 酱香白酒相对其他香型组织端特点	14
图 13 历年生产的飞天茅台目前批价（元）	15
图 14 前五名天价拍卖的茅台酒（元）	15
图 15 郎酒酒庄	19
图 16 郎酒酒庄	19
图 17 国台品牌广告	21
图 18 国台现代化车间	21
图 19 习酒产品	22
图 20 习酒镇酒厂	22
图 21 钓鱼台产品	23
图 22 钓鱼台酒厂	23
表 1 酱香白酒在贮存过程中发生的反应	6
表 2 三种酱香白酒的工艺对比	7
表 3 “三高三长”的工艺特征及效果	7
表 4 三种白酒香型生产工艺对比	8
表 5 酱香白酒的四个发展阶段	8

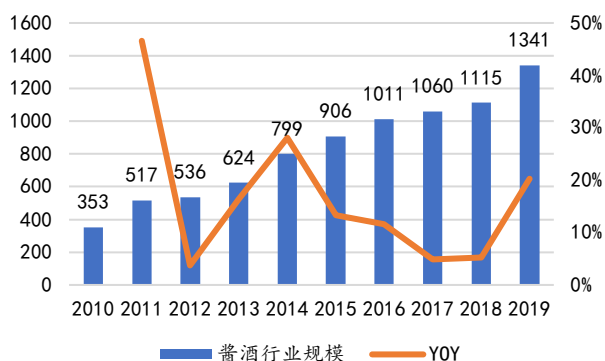
表 6 国家名酒	9
表 7 酱香白酒行业市场竞争格局（依据公司收入体量）	15
表 8 主要酱香白酒企业扩展计划（万吨）	16
表 9 各个价格带的大单品情况	17
表 10 资本投资酱酒企业或酱酒项目案例	18
表 11 郎酒股份历史收入拆分	19
表 12 国台酒业历史收入拆分	20

写在前面

纵观中国白酒主流香型的发展历史，20 世纪 60 年代到 80 年代，清香型白酒因周期短、粮耗低、出酒率高而称霸中国白酒市场；改革开放和名酒定价权放开后，浓香型白酒逐渐成为社会主流；到了 21 世纪酱香白酒因天然产量有限符合消费者的稀缺心理，并在行业龙头茅台的带领下，逐渐成为中国白酒市场的颠覆者。由于酱香白酒的较长生产周期和老酒产能不足的原因，酱香白酒市场规模逐年缓慢提升。根据前瞻经济研究院的数据，2019 年浓香型白酒规模占白酒行业整体的 50%，酱香白酒市场份额提升至 21%。根据中国食品网的数据，2019 年酱香型白酒产能约 55 万千升，实现销售收入约 1350 亿元，同比增长约 22.7%；实现利润约 550 亿元，同比增长 22%。酱香型白酒以在白酒行业中仅占 7% 的产能，实现了 21.3% 的销售收入和 42.7% 的利润。

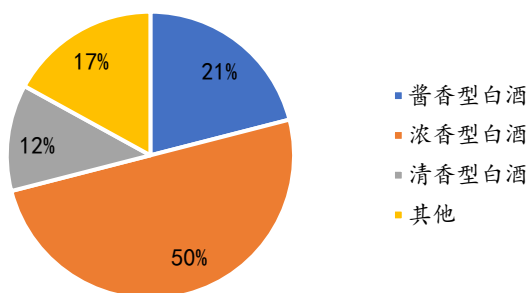
本文将以酱香白酒行业的工艺和对市场上主要的几家酱香白酒公司复盘，来阐述我们对酱香白酒相对其他香型白酒的优势和远期投资机会判断观点。我们对酱香白酒行业持续看好，未来郎酒等企业上市将会丰富酱酒行业的投资标的，同时未来我们也将针对酱酒行业规模较大的公司分别做深度报告覆盖，请投资者持续跟踪阅读我们后期报告。

图 1 酱香白酒行业规模（亿元）



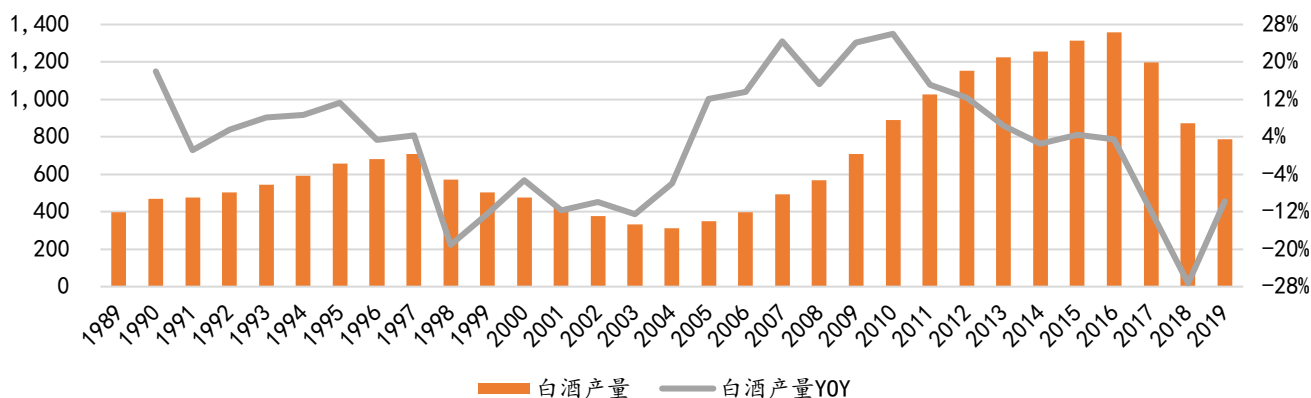
资料来源：智研咨询，华西证券研究所

图 2 2019 年中国白酒市场各香型规模 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 3 白酒产量（万千升）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

1. —

复杂的生产工艺和较长的生产周期，赋予了酱香型白酒的稀缺性基因。

相对于其他香型的白酒，酱香白酒的生产工艺耗时最久，工艺最复杂，并且出酒率最低。酱香白酒复杂的生产工艺、较长的生产和存放周期、较低の出酒率和口味的独特性为酱香白酒赋予了天然的稀缺性基因，因此酱香白酒行业天然具有定位次高端及以上价格带的价值，同时也符合了消费者对稀缺性的需求以及白酒行业消费升级的趋势。

酱香白酒的四步酿酒工艺

1.1.1. 制曲

制作流程：端午节期间，以新鲜优质小麦为原料，粉碎后加水 and 曲母踩成曲坯，在室内 ，让微生物生长繁殖发酵，再经风干储存后形成大曲。

制作过程中小麦和麦曲的质量好坏以及香气等对酱酒的品质和风格有较大影响,同时与其他香型相比酱香白酒在制曲环节有5大特点:

- ◆ 端午制曲：端午节气温高湿度大、微生物种类和数目丰富活跃；
- ◆ 原料优质：原料全部为优质小麦，利用小麦粘着力强营养丰富适合菌种生长；
- ◆ 高温制曲：制曲温度超过 60℃，是酱酒工艺的重要特征之一；
- ◆ 制曲时间长：曲房培养最短 40 天，储曲期 3 个月以上；
- ◆ 用曲量大：粮曲比例 1:1 远超其他香型白酒。

1.1.2. 酿酒

制作流程：工艺特点为“12987”，即重阳下沙、1 年生产周期、2 次投料、9 次蒸甬、8 次发酵、7 次取酒。

图4 重阳下沙



资料来源：郎酒官网，华西证券研究所

图 5 二次投粮



资料来源：郎酒官网，华西证券研究所

1. **重阳下沙：**投入一半整粒高粱原料，泼水堆积（高温水+母糟，上一年最后一轮发酵出窖后不蒸酒的优质酒醅），蒸粮，摊凉（加入尾酒，即上年生产的丢糟酒和每甑蒸得的酒头），堆积（加入大曲粉，最终产品为酒醅），入窖发酵（生沙酒醅+次品酒），最终得到发酵成熟的生沙酒醅。

2. **二次投料（糙沙）：**下沙完成 1 个月后进行二次投料（糙沙，即投入另一半碎粒高粱原料）。步骤为开窖配料（生沙酒醅+发粮水后的高粱粉等），蒸酒蒸粮（生沙酒醅+糙沙粮粉混蒸），下窖发酵，蒸糙沙酒。蒸酒时候会按照量质摘酒，并且分等级存放。
3. **九次蒸煮+八次发酵+七次取酒：**前两步构成了完整的下沙+发酵+蒸煮轮次的过程，从第三轮开始不再投料，仅复制发酵+蒸煮的过程，每轮发酵+蒸煮过程大约需要1个月，大周期约10个月。获得的“糙沙酒”是每年生产周期中的第二轮酒，也是需要入库贮存的第1次原酒，糙沙酒酒头单独贮存留作勾兑，酒尾泼回酒醅重新发酵产香，即“回沙”。重复六次回沙操作将会依次得到 2、3、4、5、6、8 次原酒，其中 2 次原酒被称为“回沙酒”（酒质比糙沙醇和香气大，略有涩味）、3-5 次原酒称为“大回酒”（酒质香浓、酒体丰满醇厚、无杂邪味）、6-8 轮次酒分别被称为“小回酒”、“枯糟酒”、“丢糟酒”（尾酒，稀释后回窖发酵不收集储存）。

根据酒醅在窖内所处位置的不同，酒的质量也不同，蒸馏出的原酒因此分为醇甜型、酱香型和窖底香型三种。其中酱香型风味的原酒对最终酱酒质量决定最大，主要是窖中和窖顶部位的酒醅产生；另外醇甜是窖中部位产生，蒸酒时这三部分酒醅也应该分开蒸馏、酒液分开贮存。

1.1.3. 陈酿

经过蒸馏出的原酒还需要在陶坛中经过3年以上时间存放陈化，主要因为陶坛透气性好，空气中氧气和酒体产生微氧循环，加快酒的酯化、氧化和还原反应，同时有效排除了酒的低沸点物质，包括醛类等，同时醛类缩合等减少辛辣味增加芳香，另外酒中的酒精和水分子也会以氢键形式结合，口感更加柔和，提升品质。存放过程中，酒坛上会具体贴标签到生产时间、酿酒轮次等细节，并在存放1年后等待“盘勾”，盘勾2年后酒基本老熟，进入下一步勾调环节。

表 1 酱香白酒在贮存过程中发生的反应

	反应过程	反应效果
挥发	储藏过程中，酒中低沸点的小分子物质如甲醇、乙醛、糖醛、乙缩醛等会挥发减少	降低对人体的伤害
缔合	储藏过程中，乙醇分子和水分子会排布的更加紧密，乙醇和水都是极性分子，有极强的缔合能力，通过氢键形成大分子。储藏后，乙醇和水会排布理顺，从而加强乙醇分子的束缚力，降低乙醇分子的活度	大分子不容易被人体吸收，进入血液和神经系统相对缓慢。同时，酱香和其他香味物质成分也会产生缔合作用，酒质会更加绵柔醇和
氧化还原	储酒采用陶缸，空气中的氧化可以透过缸壁与酒接触，酒中物质发生一系列的氧化还原反应，醇类物质可氧化为相应的醛，醛可以氧化为相应的酸	柔和酒质风味，产生醇厚口感
酯化	在酿造过程中，醇类物质和酸类物质会结合为脂类。酯化反应在自然条件下需要一年才能完成	酒的香气更加协调丰满
缩合	缩合反应是两个或者两个以上的有机分子相互作用以后形成一个大分子，常伴有失去小分子的反应，醇和醛缩合成缩醛	可以减轻酒的辛辣味
水解	白酒储存过程中一直有水解反应，使得口味不断变化	酒中各类香味物质平衡，更加柔和

资料来源：公开信息整理，华西证券研究所

1.1.4. 勾调

勾调是酱香白酒工艺的最后一步也是非常重要的环节，本质是把不同香型轮次的酱香白酒通过互相勾兑（不加水），达到适宜的比例和相对标准化。具体步骤是将陈酿3年以上的酒先勾调出基础酒，再不断调酒，先小调，然后再和标准酒样对照，再大调，再贮存1年，之后灌装送检包装出厂。

□ 酱香白酒的四种类型

酱香白酒按照工艺划分为四种类型，品质按照坤沙、碎沙、翻沙和窜香依次降低。其中除窜香酒外的其他三种类型为市面上常见的不同价位段大众化酱香白酒，窜香酒则是采用坤沙第9次蒸煮丢弃的酒糟加入食用酒精蒸馏后的产品，主要为小作坊生产的低端酱香白酒。

表2 三种酱香白酒的工艺对比

	坤沙工艺	碎沙工艺	翻沙工艺
工艺特点	用完整度大于等于80%的高粱进行酿造，遵循“12987”的回沙工艺，原料高粱破碎率小于20%	使用粉碎后的高粱进行酿酒，不需多次高温发酵，通常2-3轮就可以把酒取完	使用坤沙酒最后一次取酒后所剩酒糟，加入新的碎高粱和曲药进行酿造
生产周期	生产周期长达一年，贮存期四年以上	生产周期数月，贮存期两年左右	生产周期最短，贮存期一年左右
出酒率	低	较高	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
代表产品	茅台、郎酒、习酒等知名酱香酒企业的中高端酒	茅台镇中端酱香酒	茅台迎宾酒等

资料来源：未来智库，调研，华西证券研究所

□ 对比其他香型，酱酒的优势

酱香白酒整体工艺具有“三高三长”的特征和效果，这也是酱香白酒口感特殊的原因。

表3 “三高三长”的工艺特征及效果

	工艺特征	工艺效果
高温制曲	端午时温度较高，此时进行人工踩曲，并通过堆曲的方式提高曲的温度，酒曲中央温度最高可至70℃	培养耐高温的微生物种群，使其充分代谢，产生香气成分的前体物质
高温堆积	在高温堆积的环境下投料进行长期发酵	让耐高温微生物种群缓慢糖化分解高粱，产物与香气前体物质进行反应，产生酱香酒独特的香气物质
高温馏酒	酱香酒馏酒温度40℃以上，其他酒一般25℃以下	去除酒中低沸点的醛类等有害物质，是以酱香酒饮后不口干、不上头
大曲贮存时间长	端午制曲后需贮存6个月，比其他酒多3-4个月	适应当地气候特征，可提高基酒质量，但加大了耗曲量
基酒生产周期长	选用当地支链淀粉含量极高的糯高粱进行长达10月的发酵	符合高温酒曲糖化发酵力弱的特征，产出不同轮次的基酒以供分型定质
基酒酒龄长	分型定质后的基酒需储存3年以上才能用于勾酒	长期贮存使得酒液中发生一系列反应去除杂物以提高酒质，使酱香酒酒体更为醇和

资料来源：未来智库，华西证券研究所

优质小麦原料、“三高三长”的工艺特征、生产环境和季节、出酒率低和生产周期较长是酱香白酒的主要特征，这些需要“天时地利人和”的特征也突出了酱香白酒的稀缺性和口味的独特性，并且酱香白酒越陈越香的特点也强化了它的投资属性。相对而言，清香白酒低温制曲，酒曲糖化发酵力强，因此出酒率高且生产周期短，相对容易扩产符合上世纪 60 年代人均消费水平不高时期，消费者对于白酒的旺盛需求。浓香白酒品质的好坏依赖于窖池的历史性，老窖池越多白酒企业获得优质基酒的比例越高，由于历史时间的赋能，浓香型白酒也被赋予一定的稀缺性在消费升级的潮流中逐渐脱颖而出。而现在，酱香白酒拥有超过浓香白酒工艺的稀缺性、更加丰富和口味以及更好的饮酒体验，并在“茅台热”的带动下，消费人群不断扩大，逐渐成为行业主流。

表 4 三种白酒香型生产工艺对比

	酱香型	浓香型	清香型
粮曲比例	1:1	5:1	5:1
出酒率	20%-30%	30%-35%	35%-40%
生产周期	1 年以上	30-120 天	5-28 天
制曲温度	高温大曲（60-70℃）	中温大曲（50-60℃）	低温大曲（40-50℃）
所用窖池	石窖泥底，对窖龄无要求	泥窖，强调窖龄	陶瓷地缸
主要呈香物质	多种高级酯、高级醇复合香气	乙酸乙醇	乙酸乙醇，乳酸乙酯
代表酒种	茅台、郎酒、习酒、国台等	五粮液、国窖 1573	汾酒

资料来源：未来智库，华西证券研究所

2. 产业环境——回顾酱酒过往及未来展望

站在当下回顾及展望酱酒产业的发展，我们认为酱酒应当至少有四个发展阶段：

表 5 酱香白酒的四个发展阶段

阶段分级	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段
时间跨度	2008 年以前	2008-2018 年	2018 年至今	未来 5-10 年
白酒行业收入占比	8%左右	15%左右	增长至 30%左右	预计 50%以上
竞争格局	茅台为主	茅台+系列酒+郎酒	数百家规模酱酒企业	企业数量增加有限 平均企业规模继续扩大 优势企业开始突出
产能情况	几千吨到万吨量级	几万吨到 40 万吨左右	55 万吨左右	100 万吨以上
优质产能	茅台主导下稳定增加	优质产能储存>消化	优质产能消化>储存	少数企业优质产能稳定增加 其他企业优质产能日益无法 满足供需
竞争要素	品牌+稀缺	茅台带动+渠道动力	茅台带动+渠道动力+ 优质产能释放	优质产能持续性+综合运营 能力
品牌认知	茅台为主	茅台+系列酒+郎酒	百花齐放	大浪淘沙 行业开始聚焦
消费感知	只有品牌认知	品牌>品质>香型	品质>香型>品牌	品质>品牌>香型

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

□ 第一阶段——08 年以前香型认知不明显，但茅台通过“血统+稀缺”塑造酱香产业发展基础

2.1.1. 历史荣耀，五届评酒会奠定茅台名酒血统

1979 年第三届全国评酒会确立了白酒的四大香型，分别为酱香、浓香、清香和米香型，并且建立了行业标准。茅台作为五届全国评酒会全部入选的白酒企业，一直以来被看作是酱香白酒的行业标杆，茅台的历史血统也由此确定。

表 6 国家名酒

年份	称号	入选公司
1952 年	四大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、西凤
1963 年	八大名酒	五粮液、古井贡、泸州老窖、全兴大曲、茅台、西凤、汾酒、董酒
1979 年	八大名酒	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡、洋河、董酒、泸州老窖
1984 年	十三大名酒	茅台、汾酒、五粮液、洋河、剑南春、古井贡、西凤、泸州老窖、全兴大曲、双沟、黄鹤楼、郎酒
1989 年	十七大名酒	茅台、汾酒、五粮液、洋河、剑南春、古井贡、董酒、西凤、泸州老窖、全兴大曲、双沟、黄鹤楼、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

在 08 年以前，茅台虽然贵为中国高端名酒，但彼时“酱香”对于行业来说，远远还不是当前的行业品类认知，当时大家讨论“酱香”，大部分时候还只是把它当做茅台的一个标签。

2.1.2. 量价管控，从两大高端到绝对寡头

茅台几乎可以说是行业量价平衡的先驱；白酒行业真正开始普遍的觉醒量价意识，实际上也就是最近 2-3 年的事情；但茅台在 2008 年时候，在量价平衡的问题上，就已经有了清晰的认识并付诸于实践，也就是在这个阶段，茅台逐渐供不应求，逐渐实现了对五粮液的超越，同时逐渐成为中国高端白酒的唯一领袖，也因此让市场对于酱酒的认知开始深化。

可以说，茅台凭一己之力打造了今天整个酱香产业的发展基础。

2.2. 第二阶段——茅台发扬酱酒品类，系列酒推动需求扩张

从 2008 年到 2018 年，酱酒伴随茅台的强大，系列酒逐渐走上舞台。一开始系列酒默默无闻，但是从 18 年开始走出独立行情。

2.2.1. 品类发扬，从一家独大到百家争鸣

茅台通过巴拿马万国博览会“一摔成名”、12987 工艺背书、五年不出酒、意见领袖持续拉动等方式，持续背书酱酒品类及茅台酒质，结合量价紧缩所带来的渠道利益释放，助推酱酒让渠道和消费端越发追捧。所以茅台系列酒（包括习酒等茅台系酱酒公司）逐渐走入消费者视野，价位的多元化、产品的多元化开始让更多的消费者开始接触酱酒、认可酱酒、追捧酱酒。酱酒的受众群体开始扩大，这是今天酱酒行业蓬勃发展的重要力量。

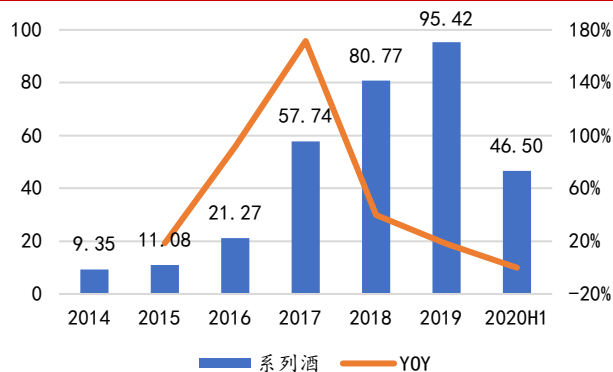
2.2.2. 茅台案例，从默默无闻到行业收割

茅台系列酒一开始只能靠跟茅台捆绑销售，但后期系列酒也实现了量价关系，开始厚积薄发。背后的本质是消费者对于酱酒的认知提升了——即便不是茅台那种层次的产品，但是同价位里面酱酒性价比最高，尤其是茅台酱酒的体验感好很多。

随着飞天茅台品牌力和影响力的逐渐提升，消费者对中高端茅台系列酒的接受程度也逐渐提高，为在不同价格带补充产品，公司开始大力推广系列酒。2014年茅台成立贵州茅台酱香酒营销公司，将系列酒和茅台酒分开管理。2015年下半年，时任茅台集团党委书记、总经理李保芳先生提出茅台不能靠一条腿走路，要支持茅台酱香系列酒做大做强，首次提出茅台酒+系列酒的发展战略。2016年茅台实施“133战略”，即打造1个世界级品牌（贵州茅台酒）、3个全国性核心品牌（迎宾酒、王子酒和赖茅酒）和3个区域性强势品牌（汉酱酒、贵州大曲和仁酒）。全国性核心品牌迎宾酒、王子酒和赖茅酒产品主要负责对中端和中高端价格带的覆盖。自此茅台系列酒把酱酒的风潮从河南、山东为主的市场推向全国。

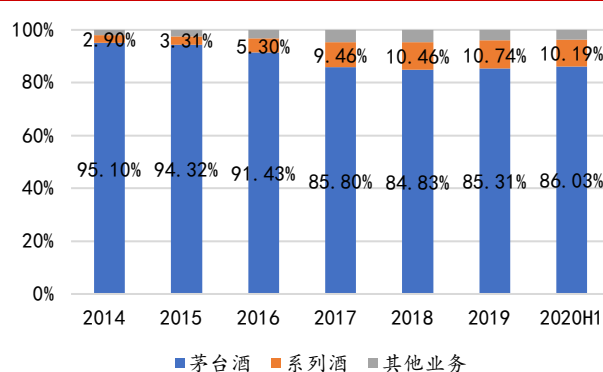
2014-2019年，茅台系列酒营业收入从相对低点9.35亿元上涨到95.42亿元，CAGR 59.12%，远超相同时间段茅台酒营业收入的复合增速（+19.86%）。同时，茅台系列酒营收占比也从2.90%提升至10.19%。本次茅台系列酒收入的大幅提升，主要由于茅台酒价格和品牌不断提升使得整体酱香行业量价提升，“酱酒热”持续升温带来的。

图6 茅台系列酒营业收入及增速（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图7 茅台营业收入占比（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

2020年开始，茅台系列酒逐渐改变运作策略，从高渠道利润转型控量、提价、精细化的渠道运作策略；叠加茅台品牌背书加持，茅台系列酒开始在各个价位段收割酱酒红利，同时也继续扩张酱酒的受众群体，放大酱酒需求。

图 8 茅台系列酒、生肖酒、纪念酒推出年份

1992 年	1999 年	2001 年	2003 年	2009 年	2011 年	2012 年
243 度茅台（五星、飞天） 汉帝茅台	建国 50 周年庆典茅台 茅台王子酒	迎宾酒	珍品茅台王子酒 嘉宾特制迎宾酒	酱门经典-茅台王子酒 嘉宾级迎宾酒 建国 60 周年庆典茅台	汉酱	仁酒



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

2.3. 第三阶段——酱香品类全面崛起，消费需求全面爆发

2.3.1. 需求爆发激活行业红利释放

随着茅台批价的水涨船高，茅台的渠道间利益也越来越大，实际成交价也越来越高。与此同时，茅台也进一步打开了行业的价格天花板，这让下游企业的价格空间进一步被打开，同时也释放了渠道利润。

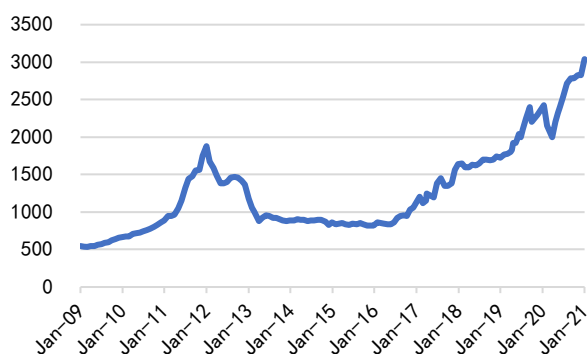
从行业发展阶段来看，主流浓香酒企业普遍都进入薄利阶段，但酱酒的出现，重新为行业提供了高利润，这加速了酱酒的发展。更重要的是，因为茅台把酱酒的品质认知做的极高，使得酱酒整体的价位段明显被拉高，甚至主流价位直接到次高端，其中所蕴藏的利润空间更加强大，进一步为酱酒产业提速。

除了茅台和郎酒以外，其他酱酒品牌大多没有很强的品牌认知度，但仍然获得了较快增长的增速、较大的收入规模，主要原因就是酱香产品的消费体验力实在太过强大（一是饮后醒酒，二是因此形成的口感壁垒，三是口味接近茅台），因此酱香企业虽然没有很强的品牌支持，甚至没有做过很出色的品牌塑造工作，但依靠强大的消费体验，叠加高渠道利润，仍然实现了巨大成功。

截至 2021 年 2 月 20 日，飞天茅台出厂价为 969 元，而飞天茅台的批价（整箱茅台）已经上升至 3150 元左右，渠道利润高达 225%。

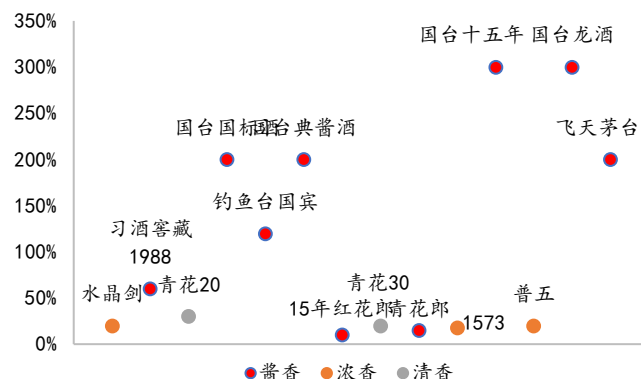
因为直接在产品端实现了消费认知的拦截，所以当前酱酒企业不需要再去像传统浓香酒企业一样，做细致的渠道深耕、复杂的消费培育，而只需要把优质产能的供应做好，并且在全国范围内招商，依托行业大势做全国汇量，就能够获得快速的增长。整体来看，酱香白酒的渠道利润远超浓香和清香白酒，高渠道利润提高了经销商推广和营销的动力，自然也就加速了消费认知和产品动销。

图9 茅台批价（元）



资料来源：渠道调研，华西证券研究所

图10 茅台营业收入占比（%）



资料来源：wind，渠道调研，华西证券研究所

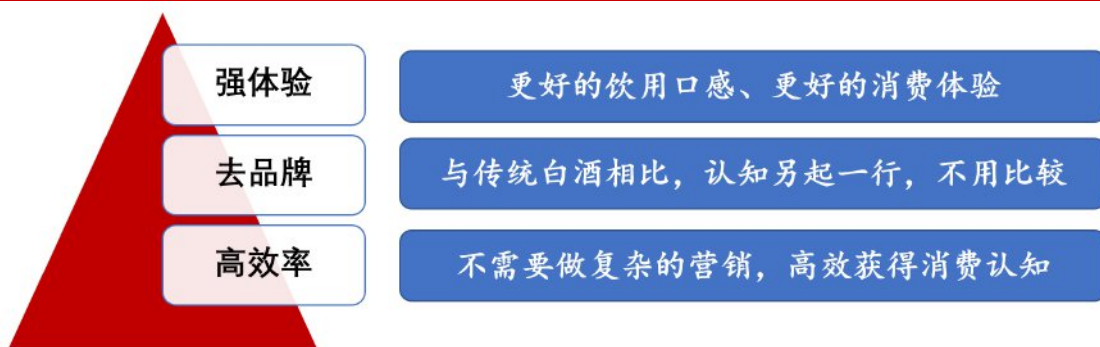
2.3.2. 需求爆发面前，酱酒颠覆行业竞争

一是强体验：首先是在消费体验上，喝同等量的白酒，酱酒饮后普遍身体负担更小、醒酒更快；其次是口感本身，初次饮用酱酒消费者口感上会有一些不适，因为实在太浓了，但是饮用几次以后就觉得其他香型的白酒口感相对寡淡；所以酱酒建立认知需要时间和过程，但一旦建立口感壁垒将很快形成，并难以被逆转。在这两点上，消费者都有清晰的消费。所以对于消费者而言，酱酒“有酒劲（度数高）、有酒味（酒香更有侵略性），但没有酒事（饮后的身体负担小）”，这种才是酱酒实现消费升级的原始动力——整体上更好的产品、更好的消费体验。

二是去品牌：粗略估计，2019 年除去茅台以外的酱酒企业，总收入约 700 亿元；2020 年除茅台外酱酒估计整体增长接近 100%，预计收入在 1500 亿左右。可以说除了郎酒以外，其他酱酒品牌大多数是没有太强的品牌认知度的，但很明显仍然获得了较快增长的增速、较大的收入规模。其核心就是产品的强体验征服了消费者，从而让品牌的底蕴、以及品牌的塑造工作，暂时看起来不是那么重要。这种另起一行的品牌认知，让诸多浓香酒企业实在无可奈何。

三是高效率：因为直接在产品端实现了消费认知的拦截，所以当前酱酒企业不需要再去像传统浓香酒企业一样，做细致的渠道深耕、复杂的消费培育，而只需要把产能供应做好，加上快速的全国招商、跑马圈地，依托酱酒行业大势做全国性汇量，就能够获得快速的增长。某种程度上，这是酱香品类对于浓香品类的竞争中，除了去品牌以外的另一种降维打击——营销领先无法对抗酱酒大势。

图 11 酱香白酒相对其他香型产品端特点



资料来源：华西证券研究所整理

2.4. 第四阶段——行业归整，从粗放到精细比拼综合能力

万般变化，终究归一。当前凭借优质产能的充分释放，酱酒产业蓬勃发展、所向披靡。但最终酱酒的发展要回归白酒发展的逻辑本源。

未来 5-10 年酱酒产业会进入新的阶段，其特点是行业重回有序竞争状态——当优质产能相对充足且消费体验同质化，酱酒产业内部的竞争要重回靠企业战略、营销体系、组织建设、管理精细等问题上来。届时，谁的体系更为完善，谁将能够成为胜出者，最享受酱酒未来最大的红利。

2.4.1. 供需平衡，是发展之根本

一方面优质酱酒产能是有限的，另一方面供需平衡也是一个酒企良性发展的核心要素之一。酱酒在消费端跟传统白酒行业最大的区别就是，消费者对于产品本身有着极强的体验感，好喝一尝便知。酱酒企业能否平衡供需，不要因为短期利益过度释放产能、尤其不要以次充好坏了品牌口碑，是企业可持续增长的前提。所以，如果酒企的酱酒产能尤其是优质酱酒产能储备充分，能够满足中长期的充分供给，那当然最好；否则，有序规划产能储备、稳健实现产能释放，让企业可持续发展、不要竭泽而渔，才是酱酒企业长期、健康发展的有力保障。

2.4.2. 营销体系，是发展之动力

早期酱酒依靠优质产能供不应求，不需要渠道的精细化去进行支撑，只需要招商布局就能够实现渠道扩张。

但当行业产能相对饱和，竞争开始充分，就要求企业回归营销能力建设本源：网络搭建能力、网点深挖能力、消费培育能力、品牌塑造能力等等。

我们认为，未来能够与酱酒产业做强对抗的其他香型酒企不会太多，酱酒产业内部的竞争，会远远比跨香型竞争激烈的多。

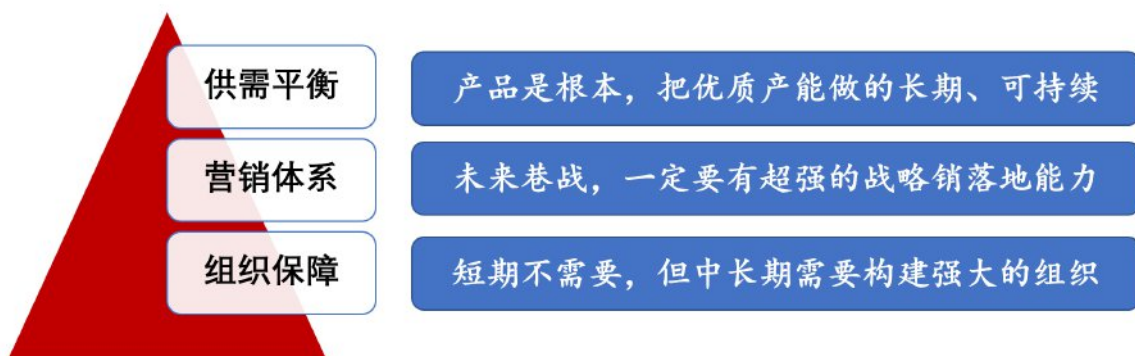
2.4.3. 组织保障，茅五以外企业的标配

白酒行业到目前为止，除了茅台、五粮液，所有公司最后都需要组织去支撑营销体系的落地，方能把品牌做大做强。

比如古井在合肥有大约 1000 人的团队，去支撑 4500 余家烟酒店、3500 余家酒店、一年几万场宴席、数百个意见领袖的落地建设；国窖需要在郑州上数百人的团队把经销商的营销工作接手，去主导企业核心工作的开展；洋河全国有数千人的团队去实现厂家的管理输出，推动“5382”工程的落地……

酱酒企业也是一样，在度过了早期粗放的竞争局面以后，未来无论是跟浓香酒企业、还是酱酒企业之间进行竞争，都需要进行巷战、争取做最精细化的营销，这就必须要有人，否则竞争力无法体现。这种组织，不仅仅是人数，同时也包括组织的结构、组织的管理、组织的职能分工等等。那个时候，甚至从现在开始，酱酒企业就应该去学习、至少应该去研究像古井、洋河、泸州老窖这样公司的组织模式和特点，从而实现稳步发育、未来直接与行业新的竞争形势实现对接。

图 12 酱香白酒相对其他香型组织端特点



资料来源：华西证券研究所整理

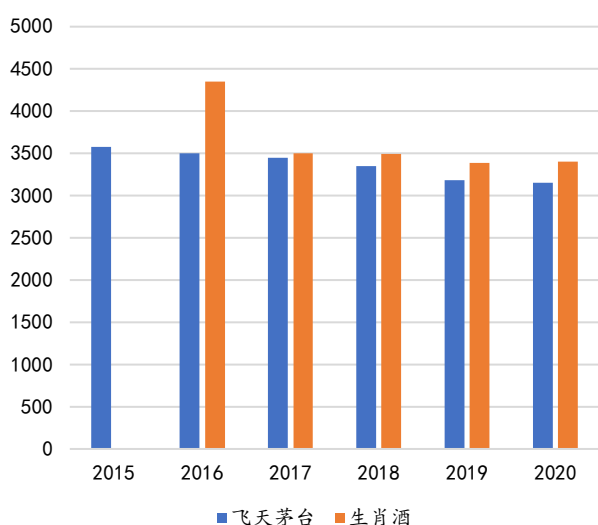
2.5. 行业小结——需求是原动力，产能是硬道理

客观讲，浓香酒统治中国白酒的 30 年，行业在产品上相对缺乏较大的创新；酱酒虽然一直都在，但是消费认知却迟到了很久。酱酒本质上是一种消费升级，这种消费升级是基于茅台早期的带动，是基于酱酒优质产能的释放，更是基于消费心智的成熟、对于产品实现的主动性甄别。

2.5.1. 资本追逐，酱酒的高产出赢得资本高投入

长期贮存使得酒液中发生一系列反应去除杂物以提高酒质，从而让酱酒酒体更为醇和，因此酱香白酒具有越陈越香的品质。再加上年产量较小和扩产时间周期长所赋予的稀缺属性，使得产品本身具有了一定的金融属性。从茅台酒批价可以看出，飞天茅台和生肖酒都是生产年份越早的产品批价越高。拍卖行曾以 1070 万元的天价拍出一瓶 1935 年左右生产的赖茅，除此之外其他年份的陈年茅台酒也曾拍出几万甚至上百万的高价。

图 13 历年生产的飞天茅台目前批价（元）



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所（截至 2021 年 2 月 20 日）

图 14 前五名天价拍卖的茅台酒（元）

序号	产品	图片	成交价（万元）
1	赖茅		1070.00
2	汉帝茅台酒		920.00
3	五星牌茅台		575.00
4	飞天牌茅台		575.00
5	飞天牌茅台		557.75

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

2.5.2. 酱酒格局

目前酱香白酒产业根据公司收入的体量，形成了阶梯式的竞争格局。2019 年茅台营业收入 854.3 亿元，营业收入占酱香白酒行业总收入 63.28%，处于行业内绝对龙头地位。二线品牌中，郎酒具有一定的品牌基础和知名度，因此是酱香白酒行业收入排名第二的企业；习酒虽然是区域性酱香白酒品牌，但是在茅台的带领下已经能实现 79.80 亿元的年收入。一二线酱香白酒的地位基本已经稳固，三四线酱酒各有历史背景和发展方向，目前三四线酱酒企业的竞争格局还不明朗。

表 7 酱香白酒行业市场竞争格局（依据公司收入体量）

各线品牌	企业	企业属地	核心产品	核心单品价位（元）	19 年营业收入（亿元）	19 年收入同比	营收市占率
一线（100 亿以上）	贵州茅台	贵州省	飞天茅台	3280	854.30	16.01%	63.28%
二线（50-100 亿）	四川郎酒	四川省	青花郎、红花郎	1499、589	83.48	12%	9.86%
	贵州习酒	四川省	窖藏 1988	628	79.80	40.69%	
三线（15-50 亿）	国台酒业	贵州省	国标酒	559	18.87	60.05%	2.53%
	金沙酒业	贵州省	摘要酒	988	15.26	165%	
四线（15 亿以下）	钓鱼台酒业	贵州省	国宾酒、贵宾酒	558、559	10+	88%	约 25%
	贵州珍酒	贵州省	珍十五	339	10+	67%	
	云门酒业	山东省	乳白陈酿	398	10+	38.2%	
	丹泉酒业	广西省	丹泉酒	258	10+	200%	
	仙潭酒业	四川省	银酱	390	10	43%	
	武陵酒	湖南省	尊享飘香	268	3.52	80%	
	贵州安酒	贵州省	安春金标	188			

资料来源：wind，公开资料整理，京东，华西证券研究所

2.5.3. 产品产能

酱香酒生产环节对水质、温度、微生物等环境要素要求较高，目前酱香酒产区主要集中在赤水河沿岸（茅台镇+二郎镇），赤水河沿岸酱香白酒产能占行业总产能的 85%。受自然环境因素影响酱酒产能有天花板限制，主要酱酒企业现有产能约为 20 万吨，占 19 年行业总产能 36%（2019 年酱酒产量 55 万吨），未来 5 年扩产后主要企业酱酒总产能达到约 36 万吨，产能逐渐落地后未来 5-10 年产能投放。从在建工程进度来看，茅台系列酒、郎酒、国台和习酒是计划产能扩张最快的。

表 8 主要酱香白酒企业扩展计划（万吨）

各线品牌	企业	19 年酱香酒产能	24 年计划产能	具体扩产计划
一线	贵州茅台	7.5	11.2	“十三五”中华片区茅台酒技改工程、3 万吨酱香系列酒技改工程
二线	四川郎酒	1.8	5.0+	二郎基地技改项目、吴家沟基地技改项目、盘龙湾基地技改项目（二期），计划新增产能 2.27 万吨
	贵州习酒	2.0+	5.0	每年新增 5000 吨产能，最终达到 5 万吨年产能
三线	国台酒业	0.6	1.3	计划投资扩产 6500 吨酱香型白酒基酒项目
	金沙酒业	2.0	3.0	万吨基酒扩建项目
四线	贵州珍酒	0.5	1.2	万吨技改项目
	云门酒业	0.5	1.0	年产 5000 吨酱香酒城（二期）
	丹泉酒业	1.5	2+	酱酒生产车间、贮存基地技改扩建项目
	仙潭酒业	2.0	2.5	新增 15 个车间，增加产量 5000 吨
	武陵酒	0.1	0.6	5000 吨武陵酱酒酿造技改项目
	贵州安酒	1.0	2.0	安酒“赤水酒谷”项目
总计		19.5	34.8	-

资料来源：wind，公开资料整理，华西证券研究所

从产能规模上来看，郎酒产能建设项目达产后酱香型白酒基酒总产能将超过 5 万吨（其中二郎镇产区酱酒产能 1.8 万吨，吴家沟产区酱酒产能 1 万吨，沙滩产区酱酒产能 1 万吨，两河口产区酱酒产能 1 万吨，卧佛山产区酱酒产能 0.3 万吨），储酒能力提高至 30 万吨。国台 2011 年企业按照 1 万吨产能设计建设酒庄（节奏上建成后每年增加 1000 吨），我们估计当前企业整体产能约 7300 吨，其中酒厂产能 1800 吨，怀酒 1000 吨，酒庄 4500 吨，2021 年预计增加 1000 吨达到 8300 吨，基酒储存约 3.05 万吨。

虽然国台的自动化生产线与其他酱香白酒的“匠心”宣传不同，但是实际上：第一，随着酱酒大热，茅台镇酿酒工人用人成本越来越高；第二，茅台镇没有足够多优秀稳定的酿酒工人可以雇佣；第三，机械化从长期来看效率更高，更有利于产能的规模性释放。所以国台的机械化首先解决的是产能规模问题，然后在此过程中不断迭代、优化，最终实现规模与优质并行（这也是为什么国台每年只上 1000 吨新增产能的原因）。另外，我们判断未来企业还会有规划用地，其产能还有很大的扩张潜力。

从优质产能的规划上来看，郎酒未来计划的 30 万吨储酒能力，是主要用于青花郎的 100 亿大单品战略；在此背景下，公司已经逐渐砍掉老郎酒，让优质产能聚焦使用；而国台十五年及以上产品的优质产能主要来源于股份公司（老厂区）。

2.5.4. 格局展望：从量价角度分析酱酒产业的成长性

量：由于酱香白酒有储存 3-5 年的生产要求，未来 5 年的产能释放依靠的是 2014-2019 年各家酒厂的存酒量，而酱香白酒行业从 2017 年崛起，近两年才不断有公司提出投资扩产，并且部分酒企明确提出每年只增加千吨销量的战略，因此未来 5 年新增产能较少，预计销量增速为 10-15%左右。

价：除飞天茅台和青花郎外，其他大单品均处于次高端及以下价格带，但是由于茅台的价格天花板非常高，酱香酒其他单品的提价空间非常大。并且由于销量有限和产品本身属性，高端需求不能满足行业整体提价是必然趋势。因此预计未来 5 年酱酒吨价增速为 10-15%左右。

综上，2019 年酱酒产量 55 万吨，行业整体收入 1350 亿元，预计 2024 年酱酒产量 80 万吨，2019-2024 年 CAGR 为 10-15%左右；行业整体收入 3000 亿以上，2019-2024 年 CAGR 为 25-30%左右；抛开茅台，未来四年行业收入 CAGR 可能会达到 30%以上。

表 9 各个价格带的大单品情况

价格带	价格带规模 (亿元)	大单品	销售收入 (亿元)
高端 (800 元 [±])	850	飞天茅台	758
		青花郎	32
		习酒窖藏系列	42
次高端 (300-800 元)	200	红花郎	21
		汉酱	10
		赖茅	10
		钓鱼台酒	10
		国标酒	10
		摘要酒	6
		珍十五	3.9
		茅台王子酒	40
中端 (100-300 元)	180	赖茅	10
		金钻系列	20
大众 (100 元以下)	120	茅台迎宾酒	-

资料来源：未来智库，华西证券研究所

3. 行业受益标的

由于酱香白酒被消费者和市场双向选择，许多资本纷纷看好酱酒企业，并参与收购或投资扩产项目，造就了茅台以外更多酱酒企业的繁荣发展。

表 10 资本投资酱酒企业或酱酒项目案例

年份	公司	投资案例
1998	茅台	收购贵州习酒酒厂
1999	天力士	收购国台酒厂，并追加 30 亿元投资
2001	宝光药业	收购郎酒集团
2009	华泽集团	收购贵州珍酒厂，并规划 5 年内酱酒产能达到 1 万千升
2011	海航	控股怀酒，并规划 5000 千升酱酒基地
	宝德集团	收购金沙古酒，并规划万吨扩产计划
2016	洋河	收购贵州贵酒和茅台镇厚工坊等多个酒厂
	劲酒	收购茅台镇国宝酒厂
2018	娃哈哈	全资控股领酱国酒和宏阵酒业
	五粮液	推出水福酱酒和 15 酱

资料来源：搜狐、wind、华西证券研究所

□ 茅台

茅台作为一家独立的公司而言，其经营能力、盈利水平都极为卓越，是一家极具投资价值的公司。长期来看，茅台内在所具备的高端白酒的品牌溢价、2000 元左右的批价溢价、逐渐脱离消费品开始向奢侈品迈进所带来的估值溢价，都仍然能够在长期内，为投资者提供超额收益，只是何时释放的问题。

根据公司最新披露的生产经营情况公告，我们调整了盈利预测。我们预计公司 2020-2022 年营业收入实现 977.64 亿元/1114.97 亿元/1278.55 亿元，同比增长 10.0%/14.0%/14.7%，上次预测同比增长 10.7%/14.0%/14.6%。实现归母净利润 455.16 亿元/518.97 亿元/593.35 亿元，同比增长 10.5%/14.0%/14.3%，上次预测同比增长 12.3%/15.0%/15.6%；EPS 分别为 36.23/41.31/47.23 元，当前股价对应估值分别为 PE63.15/55.38/48.44 倍。维持“买入”评级。

3.2. 郎酒股份

郎酒曾两度获得“国家名酒”称号，是除茅台外唯一获得过国家名酒称号的酱香白酒企业，又是川酒“六朵金花”之一。郎酒曾经经历过低谷，2001 年被收购后调整组织架构、找准品牌定位、建立激励机制，进行了一系列的变革。

- ◆ **产品方面：**浓酱兼香产品兼具，2003 年推出红花郎，2017 年推出青花郎，分别定为中高端和高端价格带，悠久的酿造历史和较高的品牌底蕴奠定了郎酒酱香产品为核心的基础。
- ◆ **品牌方面：**2017 年郎酒发布全新广告——“中国两大酱香白酒之一”，重新定位品牌，确定高端产品青花郎为酱香行业的龙头地位。2020 年再次启动百亿郎酒庄园扩建计划，将郎酒品牌和郎酒文化融入体验式庄园中，提高品牌影响力。
- ◆ **组织架构方面：**2017 年精简内部组织架构，削减多款低端产品，集中精力打造核心单品和高端产品，并将原本的六个事业部缩减为青花郎、郎牌特曲和小郎酒三大事业部，分工明确、机制分明。
- ◆ **产能方面：**目前郎酒的酱酒产能为 1.8 万吨，计划投资约 50 亿元新增 2.27 万吨酱香酒基酒产能，达产后公司酱香酒基酒总产能将超过 5 万吨。而 2020

年开始酱香郎酒控制销量，2020 年限量 1 万吨，以后每年增加 1000 吨（用于青花郎和红运郎等高端产品），增加公司的老酒储存量。

综合来看，公司以郎酒本身的品牌形象为基础，通过郎酒庄园和郎酒文化输出不断提升品牌影响力，再加上限购的手段来达到提升产品价值的目的。

图 15 郎酒酒庄



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

图 16 郎酒酒庄



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

产品端：三品战略引领发展，品质、品牌、品味是产品端发展的纲要。青花引领新时代，13 万吨基酒未来有望储存至 30 万吨，储存时间有望从 7 年到 10 年。酱酒三分靠酿，七分靠存。新增量 1000 吨仅用于青花、红运，未来的青花会越放越好。

渠道端：郎酒庄园打造体验式郎酒文化，23 年之前还有 2、3 期的渠道建设，与传统白酒的营销渠道都不一样。对于传统渠道，扶好商、做大商、控增量。

估值端：老酒终会放量，随着时间的推移，放量部分会被赋予更大的时间价值。

表 11 郎酒股份历史收入拆分

项目		2017	2018	2019
高端白酒	销售收入（百万元）	738.91	1926.81	3197.34
	YOY（%）		160.76%	65.94%
	销量（吨）	680.07	1608.03	2475.95
	吨价（万元/吨）	108.65	119.82	129.14
	毛利率（%）	89.49%	90.42%	92.93%
次高端白酒	销售收入（百万元）	1301.40	1904.31	2130.66
	YOY（%）		46.33%	11.89%
	销量（吨）	3092.24	4036.42	4261.70
	吨价（万元/吨）	42.09	47.18	50.00
	毛利率（%）	80.99%	83.23%	84.91%
中端白酒	销售收入（百万元）	2640.28	3301.99	2455.34
	YOY（%）		25.06%	-25.64%
	销量（吨）	34723.27	35429.70	25345.06
	吨价（万元/吨）	7.60	9.32	9.69
	毛利率（%）	59.35%	64.80%	67.56%
中低端白酒	销售收入（百万元）	276.31	243.79	472.10
	YOY（%）		-11.77%	93.65%
	销量（吨）	9157.15	7675.22	14011.40
	吨价（万元/吨）	3.02	3.18	3.37
	毛利率（%）	48.30%	53.76%	51.09%

酱香定制白酒	销售收入 (百万元)			47.66
	销量 (吨)			24.34
	吨价 (万元/吨)			195.82
	毛利率 (%)			97.02%
散酒	销售收入 (百万元)	133.54	68.94	12.99
	YOY (%)		-48.38%	-81.16%
	销量 (吨)	3271.88	2086.01	325.05
	吨价 (万元/吨)	4.08	3.30	4.00
	毛利率 (%)	23.38%	21.06%	31.25%
合计	销售收入 (百万元)	5090.45	7445.84	8316.09
	YOY (%)		46.27%	11.69%
	销量 (吨)	50924.61	50835.39	46443.50
	吨价 (万元/吨)	10.00	14.65	17.91
	毛利率 (%)	67.47%	75.15%	80.76%

资料来源: wind、华西证券研究所

3.3. 国台酒业

公司建厂时间短,虽然有品牌力不足的短板,但是通过潜心学习茅台酿酒技术和自动化酿酒工厂,能够做到产品酒质稳定、酱香味道浓郁。产品方面布局次高端价格带及以上,紧跟一二线企业步伐,目前在酱香消费群体中已经形成了一定的良好口碑。渠道端专注经销模式,正在进行全国范围的经销商数量扩展深耕渠道,有利于品牌推广和规模扩张。加速酱香白酒产能布局,计划4年半时间将产能扩大一倍。

表 12 国台酒业历史收入拆分

项目	2017	2018	2019
高端白酒	销售收入 (百万元)	434.62	987.91
	YOY (%)		127.30%
	销量 (吨)	1421.04	2842.2
	吨价 (万元/吨)	30.58	34.76
	毛利率 (%)	76.09%	76.53%
次高端白酒	销售收入 (百万元)	127.02	176.90
	YOY (%)		39.27%
	销量 (万吨)	1003.67	1147.64
	吨价 (元/吨)	12.66	15.41
	毛利率 (%)	55.25%	54.51%
封坛珍藏酒仓储服务	销售收入 (百万元)	1.67	1.67
	YOY (%)		0.11%
	毛利率 (%)	88.29%	88.34%
其他收入	收入 (百万元)	9.59	10.00
	YOY (%)		4.30%
主营业务收入	销售收入 (百万元)	572.90	1176.48
	YOY (%)		105.36%
	毛利率 (%)	71.43%	73.21%

资料来源: wind、华西证券研究所

国台酒是由 1999 年天士力集团在茅台镇收购的一家酒厂,由于收购时间较早,占据了茅台镇酱酒生产的核心产区。经过数年发展,背靠天士力集团资金支持,于近几年随着酱酒热逐渐成为酱香白酒知名企业。

- ◆ **酒厂方面：**虽然酒厂建成时间相对较短，但是公司国台酒厚积薄发，设定现代工厂酿酒策略，一方面对酒品质量、理化指标要求严格。另一方面使产品的酒质更加稳定，塑造产品口碑。
- ◆ **产品方面：**依靠大股东天士力集团的资金支持，国台酒厂在2001-2007年不卖酒，潜心学习茅台的酱香白酒酿造和存酒技术，2008年后产品陆续上市重点发展中高端酱香白酒产品，逐渐跟随“酱酒热”的潮流创造“一体两翼”产品布局，以国台主产品和系列酒为主，定制酒和封坛珍藏酒为两翼，产品聚焦大单品和高端价位段产品。
- ◆ **品牌方面：**国台酒厂虽然建在茅台镇核心厂区，原本也是茅台镇一家老字号酿酒企业，但是“国台”品牌的基础相对较弱。2018年公司入选“CCTV 国家品牌计划”。
- ◆ **组织架构方面：**公司管理层持股比例高（实际控制人闫希军、吴迺峰、闫凯境和李响慧通过国台集团、天士力大健康及华金天马合计控制国台酒业84.00%的股权）。部分经销商同时持有公司股份，公司与渠道经销商深度绑定共享渠道利益。
- ◆ **产能方面：**2020年3月公司实现对国台怀酒的控制之后，目前酱香白酒基酒产能约为7300吨，公司计划投入25亿元新建年产6500吨酱香型白酒基酒产能，达产后公司酱香酒基酒总产能将达到1.3万吨。

综合来看，国台酒在品牌方面弱于其他老牌酱香白酒企业，于是企业专注于发展自动化技术，通过稳定的酒质和传统的酱香口味吸引消费者目光。

图 17 国台品牌广告



资料来源：国台酒官网，华西证券研究所

图 18 国台现代化车间



资料来源：国台酒官网，华西证券研究所

3.4. 习酒：品牌底蕴为核心，茅台带动发展

酱香型习酒曾于1986年和1988年分别获得贵州省金樽奖和商务部金爵奖，也曾跻身于国家优质名酒54优之列，有较长时间的酿酒经验和品牌底蕴。早在1994年习酒就已经通过国内、国际ISO9000认证，建立了体系化、规范化的产品质量管理体系，但1993年国家紧缩银根，习酒几个在建工程几乎全部烂尾，导致酒厂连续几年亏损，1998年濒临破产倒闭因此被茅台兼并，之后进行战略调整成为区域强势品牌。

- ◆ **产品方面：** 2010年将“浓酱并举”战略改为“酱香主导”战略，2018年重启浓香战略，将浓香品牌“去习酒化”，目前酱香产品以大单品习酒·窖藏1988和君品习酒为核心。

- ◆ **战略方面：**1998 年被茅台收购后战略调整为做贵州和重庆市场的区域性品牌，逐步走出亏损的困局。之后启动“环五省战略”辐射周边市场（云南、广西、四川），恢复良性发展。
- ◆ **品牌方面：**目前习酒在贵州地区已经成为了区域品牌。公司以君品文化为核心塑造品牌，加强明星代言、央视报时、航空高铁投放等媒体宣传力度，进一步提升品牌知名度和美誉度，努力从区域品牌向全国品牌发展。
- ◆ **产能方面：**1992 年酱香白酒产能 5000 吨一度超过茅台（2089 吨）。2020 年习酒酱香白酒产能超过 2 万吨，并计划投资 76 亿元从 2021 年起每年新增产量 5000 吨，最终酱酒产能达到近 5 万吨。
- ◆ **财务方面：**根据 2020 年 12 月 2 日习酒经销商大会的数据，2020 年习酒实现销售额 103 亿元，同比+31.29%，目标计划完成率为 103%；其中，省外市场销售额 72.72 亿元，同比+45.91%，占比达 70.60%，成为历史最高；“习酒·窖藏 1988”销售近 58 亿元，与君品习酒共占习酒销售总量的比重已接近 65%，同比+46.97%。公司计划 2021 年销售目标达到 120 亿元；其中省外销售达到 90 亿元，占比超过 75%；高端产品销售达到 78 亿元，销售比超过 65%。

综合来看，习酒有一定的品牌和消费者基础。在经营遇到困境后一方面背靠茅台支持，另一方面将品牌战略放回贵州和重庆市场，才得以回归良性发展轨道。

图 19 习酒产品



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

图 20 习酒镇酒厂



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

3.5. 钓鱼台酒：“小而美”的独特酱酒品牌

钓鱼台酒为贵州钓鱼台国宾酒业有限公司生产产品，创建于 1999 年，在赤水河畔的茅台镇核心产区。

- ◆ **品牌方面：**品牌标识来源于乾隆御笔“钓鱼台”，投资方为北京钓鱼台国宾馆。2009 年开始与北京钓鱼台经济开发公司合作，生产的优质酱香酒专供钓鱼台国宾馆，其中“钓鱼台总统酒”曾多次作为国礼相赠来华访问国外元首和政府首脑。
- ◆ **产品方面：**除钓鱼台自营品牌国宾酒、贵宾酒、总统酒等产品，2017 年钓鱼台开始进行专销商定制高端路线（渠道商、政府或大企业在钓鱼台投资定制开发高端产品），其中华致酒行曾斥资 2 亿元在钓鱼台开发高端

品牌，1919 也曾投资近亿元在钓鱼台开发产品。2019 年由于公司产能相对有限，钓鱼台开始收紧专销产品条码，以聚焦品牌和品质。

- ◆ **产能方面：**2020 年酒厂酱香白酒产能为 3000 吨，并计划不再扩产从而提高了稀缺性，公司希望通过提高产品品质和品牌影响力的方式来寻求增量、打造品牌和提升品牌价值。

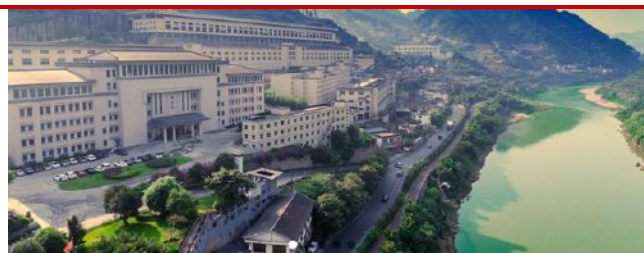
综合来看，钓鱼台以品牌优势、产品高质量、稀缺性和不走渠道路线走专销商定制的独特营销手段打造了一款“小而美”的独特酱香白酒品牌。

图 21 钓鱼台产品



资料来源：钓鱼台官网，华西证券研究所

图 22 钓鱼台酒厂



资料来源：钓鱼台官网，华西证券研究所

4. 风险提示

- 1) **市场风险：**宏观经济波动；消费者习惯难以转变；市场竞争加剧等。
- 2) **经营风险：**产品销售不及预期，品牌及产品被仿冒影响品牌形象，募投项目不能按期实施等。
- 3) **财务风险：**销售费用持续增加，税收政策变化。
- 4) **疫情风险：**疫情持续反复可能导致公司业绩受到影响等。
- 5) **产品品质风险：**酱酒优质产能不足，品质持续性值得关注。
- 6) **食品安全风险：**行业风口之下，企业逐利可能带来的食品安全问题。

贵州茅台

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	88,854	97,764	111,497	127,855	净利润	43,970	48,473	55,298	63,257
YoY (%)	15.1%	10.0%	14.0%	14.7%	折旧和摊销	1,243	1,191	1,201	1,203
营业成本	7,430	8,239	9,281	10,743	营运资金变动	32	-6,691	-5,267	-6,724
营业税金及附加	12,733	13,980	15,944	18,155	经营活动现金流	45,211	43,782	51,754	58,257
销售费用	3,279	3,226	4,014	4,858	资本开支	-3,149	-3,096	-3,196	-3,321
管理费用	6,168	6,746	7,805	8,950	投资	0	0	0	0
财务费用	7	7	7	7	投资活动现金流	-3,166	-3,096	-3,196	-3,321
资产减值损失	0	0	0	1	股权募资	833	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	59,041	65,527	74,401	85,090	筹资活动现金流	-19,284	-25,124	-31,405	-35,174
营业外收支	-259	-810	-523	-522	现金净流量	22,761	15,562	17,153	19,763
利润总额	58,783	64,717	73,878	84,568	主要财务指标				
所得税	14,813	16,244	18,580	21,311	成长能力				
净利润	43,970	48,473	55,298	63,257	营业收入增长率	15.1%	10.0%	14.0%	14.7%
归属于母公司净利润	41,206	45,516	51,897	59,335	净利润增长率	17.1%	10.5%	14.0%	14.3%
YoY (%)	17.1%	10.5%	14.0%	14.3%	盈利能力				
每股收益	32.80	36.23	41.31	47.23	毛利率	91.6%	91.6%	91.7%	91.6%
资产负债表 (百万元)					净利率	49.5%	49.6%	49.6%	49.5%
货币资金	13,252	28,814	45,967	65,730	总资产收益率 ROA	22.5%	22.2%	22.8%	23.4%
预付款项	1,549	1,829	1,995	2,235	净资产收益率 ROE	30.3%	29.1%	29.3%	29.5%
存货	25,285	30,246	33,564	38,263	偿债能力				
其他流动资产	118,938	119,046	119,134	119,311	流动比率	3.87	4.53	5.27	6.19
流动资产合计	159,024	179,934	200,660	225,539	速动比率	3.22	3.72	4.34	5.08
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.32	0.72	1.21	1.80
固定资产	15,144	16,333	17,681	19,085	资产负债率	22.5%	19.4%	16.8%	14.4%
无形资产	4,728	4,710	4,692	4,674	经营效率				
非流动资产合计	24,018	25,113	26,586	28,182	总资产周转率	0.49	0.48	0.49	0.50
资产合计	183,042	205,048	227,246	253,721	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	32.80	36.23	41.31	47.23
应付账款及票据	1,514	1,580	1,500	1,472	每股净资产	108.27	124.50	140.82	160.05
其他流动负债	39,580	38,170	36,555	34,975	每股经营现金流	35.99	34.85	41.20	46.38
流动负债合计	41,093	39,750	38,056	36,447	每股股利	0.00	20.00	25.00	28.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	73	73	73	73	PE	69.75	63.15	55.38	48.44
非流动负债合计	73	73	73	73	PB	10.93	16.05	14.19	12.48
负债合计	41,166	39,823	38,128	36,520					
股本	1,256	1,256	1,256	1,256					
少数股东权益	5,866	8,823	12,224	16,146					
股东权益合计	141,876	165,225	189,118	217,201					
负债和股东权益合计	183,042	205,048	227,246	253,721					

□ 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：华西证券食品饮料高级分析师，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

