

食品饮料 | 公司研究

2024年2月24日

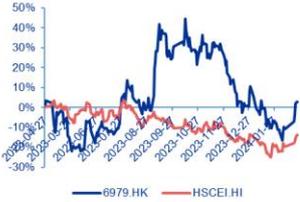
买入

首次覆盖

市场数据：2024年2月23日

收盘价(港币)	9.25
恒生中国企业指数	5,765.10
52周最高/最低价(港币)	13.18/6.76
H股市值(亿港元)	313
流通H股(百万股)	3,389
汇率(人民币/港币)	0.91

股价表现：



资料来源：Wind

证券分析师

周缘 A0230519090004  
zhouyuan@swsresearch.com  
吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com

联系人

严泽楠  
(8621)23297818x  
yanzn@swsresearch.com

## 酱香次高端 全国化空间可期

### 珍酒李渡(06979:HK)

**整合四大品牌上市成为港股白酒第一股。**珍酒李渡集团旗下有四大品牌：珍酒、李渡、湘窖、开口笑，产品同时覆盖酱香、兼香和浓香三种香型。珍酒作为公司的旗舰品牌，旗下有珍15和珍30两大单品，珍15定位次高端，珍30定位千元价格带，并广受市场认可，未来有望作为公司增长的主要引擎。李渡布局江西市场，主推次高端及以上价格带的高端光瓶酒，沉浸式营销提升在核心意见领袖圈层影响力，未来有望成为第二增长引擎。湘窖&开口笑作为湖南省内第二大品牌，在湖南本省白酒复兴的战略下，未来亦有成长机会。

**酱酒板块：分化集中。**酱酒的发展往往是由茅台批价提升，景气度向上，带动行业投资热潮。当前酱酒行业处于内部品类竞合阶段，中小酱酒品牌出清，而具备更强渠道管理能力，库存新鲜度更优的品牌在行业整合中有望进一步获得份额。

**珍酒具有高效的管理团队，分品牌精细化管理，并打造“6+8+N”市场体系有序全国化。**品牌维度，珍酒突出“异地茅台”的品牌故事并持续利用文化媒介例如纪录片、珍酒庄园等赋能品牌，饱和式沉浸式营销全方位提升品牌影响力。管理上，公司历任高管均具有多年白酒操盘运作经验，战略定力强，内部分品牌管理的思路清晰。**内部架构上**，公司根据不同价格带、品牌系列推行业事业部制，五大事业部专营不同产品，并对接不同渠道，例如珍酒事业部主营珍15标准版等产品，客户为传统经销商；高档酒事业部主营珍30及以上产品等，其客户主要是针对团购和体验馆等门店合作伙伴；黑金事业部打造众创平台整合品牌和具有高端人脉的大商、团购商、优质终端等。**市场维度**，公司在市场布局上打造“6+8+N”市场体系，抢占全国酱酒高势能市场的同时叠加区域的精耕细作，未来有望在重点市场实现进一步突破。**客户管理上**，公司以小商模式为主，并推出战斗小组强化客户服务能力，对于优质客户，公司发展合伙人模式，最大限度赋能客户，强化客户的主观能动性实现价值创造。

**市场空间：**中性情境下到2027年酱酒行业的市场空间约3356亿，超高端以下市场规模为1332亿，5年CAGR为5.44%。在中性情境下，我们认为到2027年“珍酒”品牌的销售规模在76~80亿区间，5年CAGR为15%~16%。

**投资分析意见：**我们预测2023~2025年珍酒实现营业收入69/80/90.7亿，分别同比增长18%/16%/14%，归属股东的净利润16/17/20.4亿，分别同比增长51%/8%/21%，最新收盘价对应PE分别为18x/17x/14x。剔除股权激励影响后，Non-GAAP净利润分别为16/20/23亿，分别同比增长56%/22%/18%，对应PE分别为18x/15/12x。作为参考，A股次高端白酒上市公司2023~2025年的预测PE为23x/18x/15x。我们用绝对估值法计算珍酒最新股权价值为344亿元人民币。珍酒作为港股唯一白酒上市公司，聚焦次高端价格带，具备全国化扩张的潜力，因此我们使用绝对估值法，给予公司未来1年344亿人民币的目标市值，对应2024年17.5x的PE(Non-GAAP净利润)，较当前还有21%的上涨空间，给予买入评级。

**风险提示：**食品安全问题，经济下行导致白酒需求不及预期，公司品牌力提升不及预期，行业竞争加剧

### 财务数据及盈利预测

人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,102	5,856	6,905	7,983	9,074
同比增长率(%)	113%	15%	18%	16%	14%
Non-GAAP净利润(百万元)	1,032	1,030	1,606	1,963	2,318
同比增长率(%)	98%	0%	56%	22%	18%
每股收益(元)	0.15	0.30	0.47	0.58	0.68
市盈率(倍)	28	28	18	15	12

注：“每股收益”为Non-GAAP净利润除以总股本

## Investment highlight:

Have Integrated four Baijiu brands and become the first Baijiu stock in HKEX. ZJLD Group Inc. consists of four brands: Zhen Jiu, Li Du, Xiang Jiao, and Kai Kou Xiao, with products covering Sauce Aroma, Mixed Aroma, and Strong Aroma. Zhen Jiu serves as the company's flagship brand, with Zhen 15 and Zhen 30 Series expected to serve as the main engine of the company's growth in the future. Li Du relies on an immersive promotion strategy to quickly enhance its influence in the core opinion leader circle; in the future, Li Duis is expected to become the second growth engine.

**Jiangxiang wine sector: differentiated and concentrated.** The development of Jiangxiang wine is often driven by the increase in Moutai's approval price, resulting in an industry investment boom. Currently, the Jiangxiang wine industry is in an internal category competition stage. Small and medium-sized brands are clearing out. Brands with more robust channel management capabilities and better inventory freshness are expected to gain further shares during industry consolidation.

**Zhenjiu has an efficient management team, refined management by brand, and has created a "6+8+N" market system for orderly nationalization.** From the brand perspective, Zhenjiu highlights the brand story of "Moutai from another place" to empower the brand and uses saturated and immersive marketing to enhance brand influence comprehensively. In terms of management, all the company's senior executives have many years of experience in liquor trading operations, strategic solid determination, and clear ideas for internal brand management. Regarding internal structure, the company implements a business division system based on different price bands and brand series. The five major business divisions specialize in other products and are connected to different channels. From the market perspective, the company has created a "6+8+N" market system in terms of market layout, seizing the high-potential national sauce wine market while superimposing intensive cultivation in the region. It is expected to achieve further breakthroughs in key markets in the future.

**Marketspace:** Under a neutral scenario, the market space of the Jiangxiang wine industry by 2027 will be approximately 335.6 billion. Under a neutral scenario, the "Zhenjiu" brand's sales scale will be 7.6 to 8 billion by 2027, with a five-year CAGR of 15% to 16%.

**We first covered with "BUY".** We predict that Zhenjiu will achieve an operating income of 6.9/8.0/9.07 billion from 2023 to 2025, a year-on-year increase of 18%/16%/14%, respectively, and net profit attributable to shareholders of 1.6/1.7/2.04 billion, a year-on-year increase of 51%/8%/21%, respectively. The corresponding PE of the latest closing price is 18x/17x/14x respectively. Non-GAAP net profits will achieve 1.6/2/2.3 billion with a year-on-year increase of 56%/22%/18%, respectively, and the corresponding PEs were 18x/15/12x, respectively. As the only listed liquor company in Hong Kong, Zhenjiu focuses on the sub-high-end price range and has the potential for national expansion. We predicted that this company could achieve an EV of 34.4 billion CNY under DCF, with an upside space of 21%, initiate with a BUY.

**Risks:** food safety issues, economic downturn leading to lower-than-expected demand for Baijiu, the company's brand power is different from what is expected, and severe competition in the industry.

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预测 2023~2025 年珍酒实现营业收入 69/80/90.7 亿,分别同比增长 18%/16%/14%, 归属股东的净利润 16/17/20.4 亿,分别同比增长 51%/8%/21%,最新收盘价对应 PE 分别为 18x/17x/14x。剔除股权激励影响后, Non-GAAP 净利润分别为 16/20/23 亿,分别同比增长 56%/22%/18%,对应 PE 分别为 18x/15/12x。作为参考, A 股次高端白酒上市公司 2023~2025 年的预测 PE 为 23x/18x/15x。我们用绝对估值法计算珍酒最新股权价值为 344 亿元人民币。珍酒作为港股唯一白酒上市公司, 聚焦次高端价格带, 具备全国化扩张的潜力, 因此我们使用绝对估值法, 给予公司未来 1 年 344 亿人民币的目标市值, 对应 2024 年 17.5x 的 PE ( Non-GAAP 净利润), 较当前还有 21% 的上涨空间, 给予买入评级。

### 关键假设点

珍酒: 我们预测 23~25 年销量增速为 5%/5%/5%, 吨价增速为 14%/12%/10%, 营业收入增速为 20%/18%/16%。

李渡: 我们预测 2023~2025 年李渡营业收入同比增长 16%/13%/11%。

湘窖 & 开口笑: 我们预测 2023~2025 年湘窖 & 开口笑的营业收入增速分别为 15%/10%/8%, 9%/10%/8%。

毛利率: 我们预计 2023~2025 年珍酒毛利率分别为 60%/64%/66%, 公司整体毛利率分别为 59%, 62%, 64%。

### 有别于大众的认识

珍酒具有高效的管理团队, 分品牌精细化管理, 并打造“6+8+N”市场体系有序全国化。品牌维度, 珍酒突出“异地茅台”的品牌故事, 管理上, 公司历任高管均具有多年白酒操盘运作经验, 战略定力强, 内部分品牌管理的思路清晰。

未来空间方面, 中性情境下到 2027 年酱酒行业的市场空间约 3356 亿, 超高端以下市场规模为 1332 亿, 5 年 CAGR 为 5.44%。在中性情境下, 我们认为到 2027 年“珍酒”品牌的销售规模在 76~80 亿区间, 5 年 CAGR 为 15%~16%。

### 股价表现的催化剂

经济复苏节奏优于预期带动白酒需求增长。白酒下游需求主要是商务和大众消费, 均和经济发展密切相关, 若未来经济复苏好于预期带动居民消费信心提升, 则白酒需求有望得到提振。

### 核心假设风险

1、食品安全问题。我国白酒行业及乳制品行业历史上均发生过影响较大的食品安全事件, 对行业发展和行业内公司表现造成了较大影响。若食品饮料行业内再次出现影响较大的食品安全问题, 消费者需求可能受到影响。

2、经济下行影响白酒及大众品需求。食品饮料多个子行业的发展均受益于消费升级, 而经济增长带来的人均可支配收入稳步提升是消费升级的基础, 若经济下行或增速不达预期, 白酒及大众品需求可能受到影响。

3、珍酒的全国化扩张不及预期。珍酒所处的次高端价格带竞争激烈, 若公司未来的沉浸式营销战略遇到瓶颈, 无法实现品牌影响力的扩散, 那么全国化扩张可能不及预期。

## 1. 酱酒：行业仍处于调整期，未来分化集中

**酱酒：高端茅台独占鳌头，行业呈“倒三角形”结构。**参考权图酱酒工作室数据，2022年酱酒行业市场规模为2100亿，同比增长11%，2016~2022年CAGR为15%。

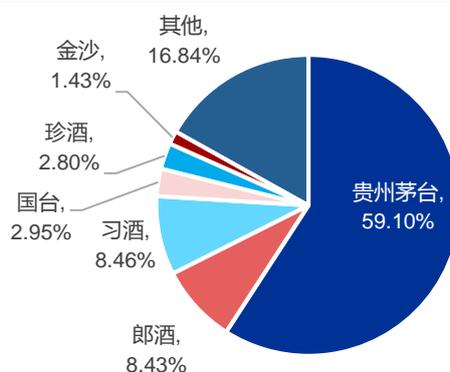
竞争格局看，茅台作为绝对的头部企业，2022年收入口径市占率达59%，并预计在未来稳定占据龙头地位。茅台往下百亿级别的酒企有习酒、郎酒，30~100亿级别体量的有国台、珍酒、金沙等。考虑到茅台的定价，对于酱酒而言，超高端价格带基本可以约等于茅台酒，而高端价格带的主要单品有青花郎、君品习酒、珍30等，次高端及以上价格带有红花郎15年、习酒窖藏1988、国台15年、珍30等。

图1：酱酒行业规模及增速



资料来源：权图酱酒工作室，申万宏源研究

图2：酱酒行业竞争格局（2022年）



资料来源：酒业家，酒说，公司公告，申万宏源研究  
注：郎酒为总收入口径

表1：酱酒分价格带核心单品介绍及“倒金字塔”市场格局

价格区间	代表单品	所属品牌	销售规模 (亿元)	市场规模 (亿元)
超高端 (> 1500 元)	飞天茅台	贵州茅台	1258 (2023 年)	1260+
	青花郎	四川郎酒	55-60 (2023 年)	
千元 (800-1500 元)	君品习酒	习酒	30~40 (2023 年)	200 亿左右
	茅台 1935	贵州茅台	100+ (2023 年)	
	习酒窖藏 1988	习酒	100+ (2023 年)	
次高端 (500-800 元)	珍十五	珍酒李渡	20 (2022 年)	500 亿左右
	国标酒	贵州国台	50 (2023 年)	
	红花郎	四川郎酒	80+ (2023 年)	
中端及以下 (500 元以内)	茅台系列酒	贵州茅台	204 (2023 年)	300 亿左右

资料来源：酒业家，酒说，各家经销商大会，公司公告，申万宏源研究

注：茅台数据来自于公司2023年度生产经营情况公告，其余品牌数据来自于年度经销商大会的媒体报道，其中部分单品为含税口径。市场规模数据中，超高端约等于茅台酒，千元价格带主要为头部名酒品牌单品体量加总后估算，次高端和中端及以下市场规模则是根据酱酒在所在价格带白酒渗透率估算。

历史上看，伴随茅台批价上行，酱酒的消费氛围在茅台的带动下强化。在上一轮酱酒热中，二、三线品牌抓住机会布局重点市场的次高端及以上价格带实现扩张，然而过度竞争亦带来产品价格倒挂等问题。21年来，一方面渠道在高利润驱使下过度囤货，另一方面部分品牌提价过

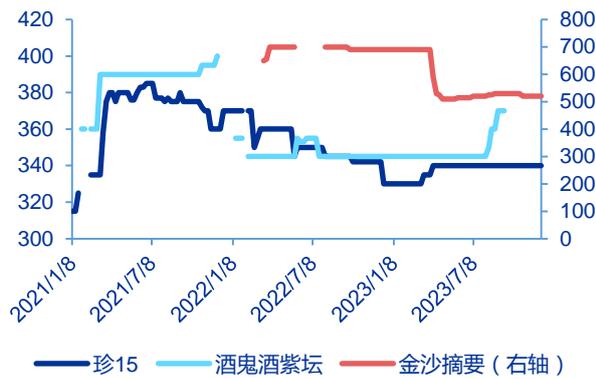
快带来泡沫，在整体经济增速放缓，终端有效需求不足以消化供给扩张的大背景下，酱酒行业进入调整周期。批价看，茅台批价从 2021 年高点的 3750 元下降到 3000 元以内，行业多个酱酒品牌批价亦持续回落。

图 3：2021 年来白酒行业次高端单品批价回落（元）



资料来源：今日酒价，申万宏源研究

图 4：2021 年来白酒行业次高端单品批价回落（元）



资料来源：今日酒价，申万宏源研究

**短期：行业调整进入中场，2024 年预计行业依然处于调整周期，库存价盘依然承压。**截止 23 年年末和 24 年年初，参考渠道反馈，二三线酱酒品牌库存基本在年度销售任务的 30% 以上。另一方面，受经济复苏节奏影响，部分地区反馈春节开门红承压，我们全年维度预计酱酒行业依然处于库存出清的周期，此前渠道管理更加精细、库存水平控制更好的企业有望率先完成调整。

表 2：二三线酱酒品牌依然面临较大的库存压力

企业	库存及价盘反馈
金沙	整体库存 4 个月+，摘要珍品版库存为年销售额 30%
国台	5~6 个月
郎酒	库存在年度任务 30~40%+，价格倒挂，例如 53 度青花郎建议零售价 1666.5 元/瓶，实际零售价千元左右
习酒	库存在年度任务 30~40%+，君品习酒和窖藏 1988 的建议终端零售价分别为 1498 元/瓶和 898 元/瓶。1 月份君品习酒 53 度/500ml 的零售价为千元左右；窖藏 1988，53 度/500ml 的零售价在 500~600 元/瓶。

资料来源：酒业家，酒说，各家经销商大会，公司公告，申万宏源研究

注：资料截止 2024 年 1 月

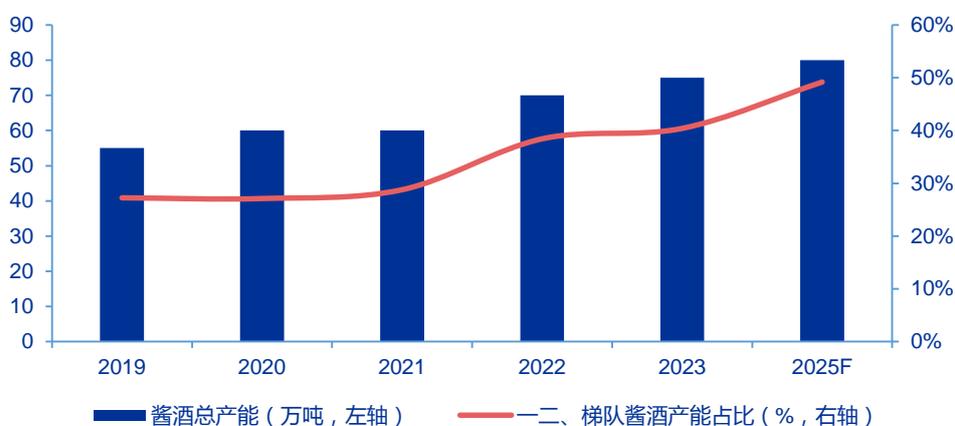
**中长期看，由于前期产能激进扩张叠加行业红利期消退，酱酒行业进入竞合发展阶段。**前期酱酒热带动有扩产能力的头部厂商纷纷扩产，根据权图工作室数据，2022 年酱酒行业产能约 70 万吨，23 年预计达到 75 万吨。考虑到头部酱酒品牌当前的产能扩张布局，预计到 2025 年酱酒行业产能有望达到 80 万吨，而中长期，参考仁怀、金沙、习水等核心产区的产能规划，远期酱酒的产能有望达到 100 万吨。考虑到优质酱酒产区天然的资源禀赋限制，尽管行业产能扩张远景激进，但是优质的酱酒产能依然是稀缺资源，伴随行业红利期消退，中小、不具备产区优势的产能将进一步退出市场，行业集中度有望进一步提升。

表 3：未来酱酒行业主要品牌产能梳理

单位：万吨	2019	2020	2021	2022	2025E	长期规划
茅台酒	4.99	5.06	5.06	5.7	7.68	10
茅台系列酒	2.51	2.52	2.52	3.5	5.6	10
郎酒	1.8	3	4	6	6	10
习酒	2.4	2.4	2.4	5	10	10
国台	0.6	0.6	0.6	1.7	3	5.6
金沙	1.9	1.9	1.9	2.4	5	5
珍酒	0.5	0.5	0.5	2.1	5.16	11
钓鱼台	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	

资料来源：酒业家，酒说，公司公告，申万宏源研究

图 5：产能维度未来酱酒行业产能将进一步集中



资料来源：权图酱酒工作室，申万宏源研究

由于上一轮酱酒热引领行业进入新一轮扩产周期，而优质坤沙酱酒的工艺需要 1 年生产 +3~4 年的储酒，因此我们认为到 2025 年后行业成品酒的供给将进一步释放。中长期维度，需求端，伴随酱酒的消费者教育完成，渗透率趋于饱和，行业增速放缓，竞争将回归品牌和企业管理能力。我们认为未来具备品牌优势和更强的渠道管理能力的企业将进一步抢夺市场份额，行业的集中度将进一步提升。

## 2. 珍酒李渡：酱香为主，多品牌多香型协同发展

### 2.1 整体介绍：珍酒为核，李渡、湘窖&开口笑为翼

珍酒李渡是中国四大民营白酒企业之一，于 2023 年 4 月港股上市（股票代码 6979.HK）。公司主要运营珍酒、李渡、湘窖、开口笑四大品牌，产品涵盖酱香、兼香、浓香等主流香型，以次高端及以上酱香型珍酒为主要增长引擎，而兼香型的李渡品牌深耕江西市场、湘窖及开口笑深耕湖南市场，共同助力公司长期发展。

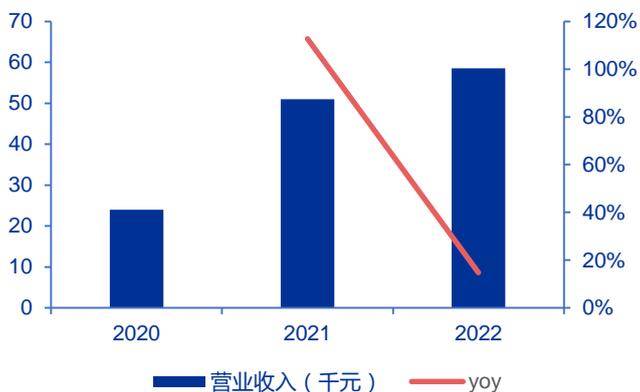
图 6：珍酒李渡产品矩阵



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

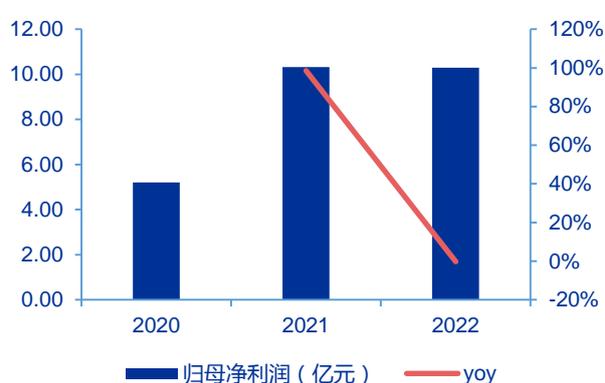
**业务表现：2020~2022 年受益于珍酒全国化，收入利润实现高增。**公司营业收入从 2020 年的 23.99 亿增长到 2022 年的 58.56 亿 期间 CAGR 达 56% ,主要靠珍酒的全国化扩张拉动。分品牌看，珍酒/李渡/湘窖/开口笑 2022 年的营业收入分别为 38.23/8.87/7.12/3.39 亿，2020~2022 年 CAGR 分别为 68.6%/57%/34%/40%。得益于收入快速增长，公司的归母净利润从 2020 年的 5.2 亿增长到 2022 年的 10.3 亿，CAGR 为 41%。

图 7：珍酒李渡营业收入及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：珍酒李渡净利润及同比（亿元，%）

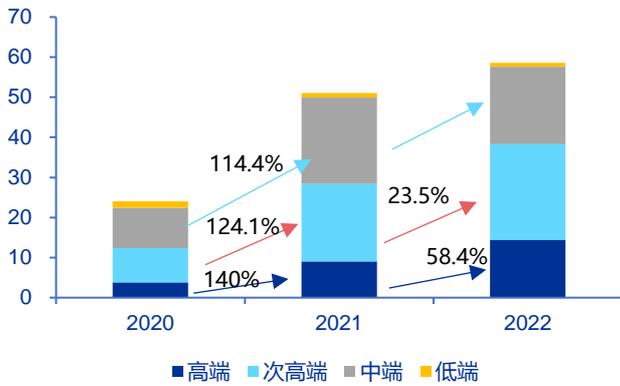


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**业务结构：珍酒营收占比达 65%，主攻次高端及以上价格带，珍 15、珍 30 两大单品为核心增长引擎。**根据公司招股说明书，2022 年珍酒实现营业收入 38.2 亿，营收占比 65%。珍酒主要布局次高端及以上价格带，次高端以上产品收入约 26 亿，占珍酒收入 68.4%，主要是珍 15、珍 30 两大单品贡献。珍 15 定位次高端 500~800 元价格带，结合酒业家等渠道数据预计体量超 20 亿，珍 30 定位千元高端价格带。

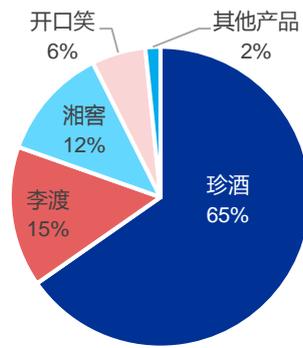
除珍酒以外，李渡主要布局江西市场，2022 年实现营业收入 8.87 亿，收入占比 15%，李渡核心产品为主打高端市场的李渡高粱 1308、面向次高端价格带的李渡高粱 1955、1975 系列。2022 年李渡次高端及以上产品实现营业收入 6.8 亿，占李渡收入的 76.7%。

图 9：珍酒李渡分价格带营业收入及同比（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：珍酒李渡营业收入构成（2022 年，亿元）

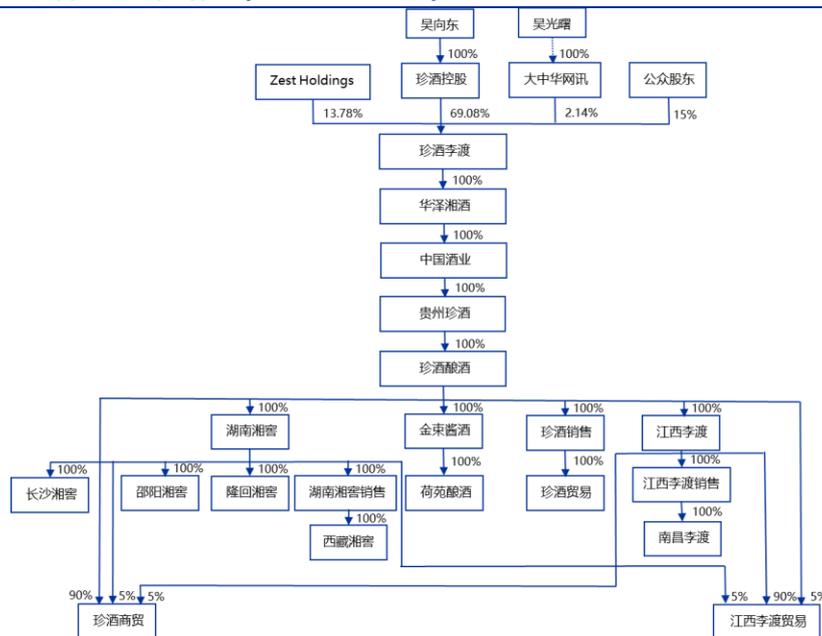


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.2 股权集中稳定，管理层经验丰富，股权激励绑定员工利益

公司股权结构相对集中，吴向东先生为实际控制人。吴向东先生通过珍酒控股间接持有公司 69.08% 的股份。Zest Holdings 持股 13.78%，为公司第二大股东。大中华网讯持股 2.14%。

图 11：珍酒李渡股权结构（截止 2023H1）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**核心管理团队资历深厚，具备多年行业经验。** 创始人吴向东先生于白酒行业拥有超过 20 年的经验，于 20 多年前创立中国知名白酒品牌金六福。其专业知识和业务能力涵盖生产、经销、销售的各个方面，对白酒全产业链多年的积淀将引领公司发展。珍酒酒业总经理郭亮、李渡酒业董事长汤向阳均在白酒行业有多年经验，其他高管随集团共同成长十余年，深谙公司业务，且具备供应链管理、品牌营销等专业能力以及丰富的白酒行业从业经历。

表 4：核心管理团队概况

姓名	主要职务及负责业务	履历
----	-----------	----

吴向东	执行董事、董事会主席，主要负责集团整体战略规划及业务方向	创立中国知名白酒品牌金六福；2000年3月创立金东集团；2003年11月创立珍酒李渡集团；2005年5月创立华致酒行；2005年12月至今，担任华泽集团的董事会主席
颜涛	执行董事、首席执行官。主要负责集团整体管理及业务运营	2000年起，担任由吴向东控制的公司法人代表、董事、监事、副总经理及总经理
朱琳	执行董事、副总裁。主要负责集团整体的日常运营、合规及投资事宜	2004年起曾担任华泽集团及其附属公司的首席财务官、副总经理等职位；2021年10月1日，担任公司副总裁；2008年9月至今，担任湖南湘窖酒业销售有限公司的董事；2021年12月至今，担任贵州珍酒酿酒有限公司的董事。
郭亮	副总裁，珍酒酒业总经理	金东集团总裁办公会成员，贵州珍酒酒业经营第一责任人，任职期间全面推进珍酒全国化，
汤向阳	副总裁，李渡酒业董事长	出身一线，曾任湖南邵阳酒厂（今湘窖酒业）车间主任，销售总经理；金六福督察总监，李渡酒业董事长

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**股权激励计划涵盖核心人员，促进集团长远发展。**2023年10月25日公司公告向股权激励计划，向718名承授人授出1.17亿股股份，在范围广泛的激励计划下，未来有望充分激励骨干员工，为长期发展注入动力。

**表 5：股权激励情况**

授予者	股数
首席执行官颜涛	327 万股
执行董事朱琳	300 万股
执行董事罗永红	300 万股
715 名雇员	10802.25 万股

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 珍酒品牌：名酒基因+优质管理，有望次高端突围

### 2.1 珍酒品牌：“异地茅台”基因+立体化营销打造品牌形象

珍酒起源于1958年毛主席提出的让老百姓喝上高品质酱酒的美好夙愿，1985年在当时得到专家一致认为“鉴定酒质量接近市售茅台酒水平，同时有大量可靠的试验数据及资料予以说明”，故而有“异地茅台”的说法。1986试制酒被盛赞题词“酒中珍品”，并正式改名为“贵州珍酒厂”。1988年在第五届全国评酒会珍酒获得银质奖，成为贵州酱酒三大品牌之一。

**产品矩阵定位次高端及以上，并根据不同品牌制定渠道和营销策略。**公司的核心两大单品，珍15通过建立厂商1+1模式拓展市场，珍30起初以团购为主，圈层营销实现在意见领袖群体的渗透，当前已积累良好的品牌口碑。两大单品之外，向上，公司推出黑金、真实年份酒等实现差异化、高端化。其中黑金系列采取众创模式，在全国选取具有优质团购资源的合伙人组建团队直控终端，精准投放高净值人群。真实年份酒主打“极致稀缺真实年份酒和极简主义光瓶酒的双重属性”。向下，公司的老珍酒、映山红布局百元价格带，并有珍八、珍五卡位100~300元中档价格带。通过广价格带的布局，丰富的产品矩阵满足消费者差异化的需求，并触达更广阔的消费群体。

**图 12：珍酒产品结构**

类别	产品名称	规格	成交价(元)	批价(元)	图例
真实年份系列	珍酒2011真实年份	53度/500ml	3500		
	珍酒2012真实年份	53度/500ml	3500		
黑金系列	珍30黑金版	53度/500ml	1380		
	珍15黑金版	53度/500ml	760		
	老珍酒黑金版	53度/500ml	490		
珍酒系列	珍30	53度/500ml	980	780	
	珍15	53度/500ml	500	340	
	珍8	53度/500ml	290	190	
	珍5	53度/500ml	200	135	
	老珍酒	53度/500ml	120	80	
映山红	映山红	53度/500ml	167	103	

资料来源：公司官网，招股说明书，酒业家，今日酒价，申万宏源研究

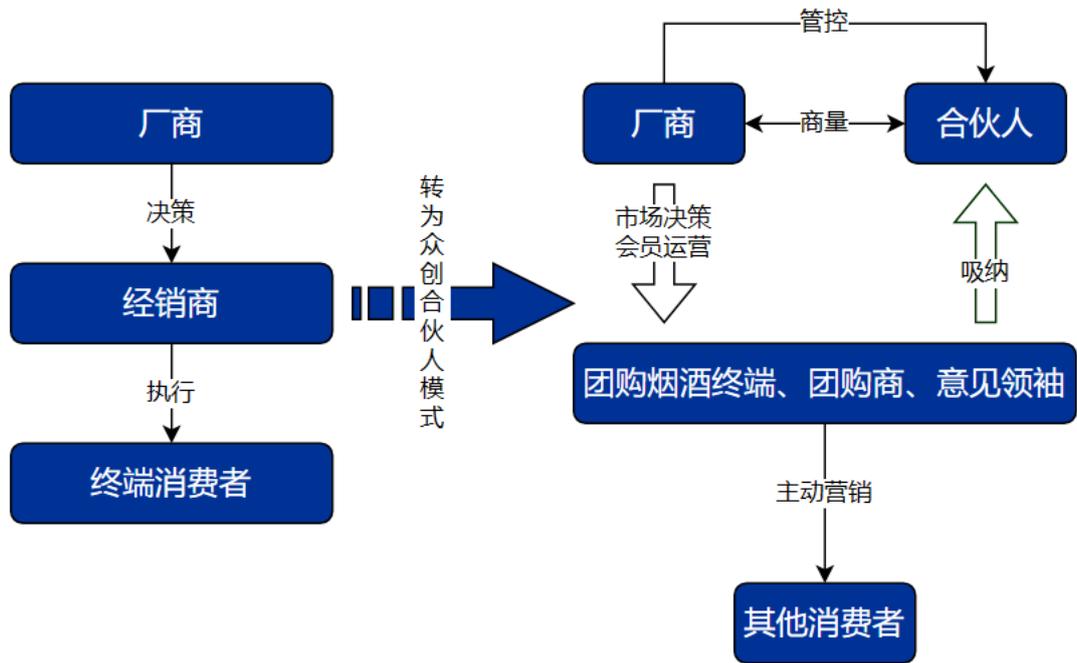
注：批价、成交价为 23 年 12 月数据，批价来自今日酒价，成交价来自京东

## 2.2 珍酒管理：事业部改革聚焦单品，渠道精细化管理

**销售管理：管理层能力强，内部机制灵活，多轮改革调整为全国化增长铺路。**公司 2016 年以来的发展可以归纳为“单品塑造”、“全国化”和“品牌提升高质量全国化”的三个阶段，公司充分发挥民企机制灵活的优势，在发展的不同阶段对内部组织体系进行改革，使激励机制、人员配备更加契合当时的发展目标。

**2016~2020：大单品培育阶段聚焦珍十五打造，理顺激励机制。**在这一阶段，公司产品维度聚焦大单品，同时强化激励机制，让业务团队共享利润以激发销售团队积极性，并在 2016 年下半年就推出“合伙人”制度重构合作伙伴关系。

图 13：珍酒合伙人模式

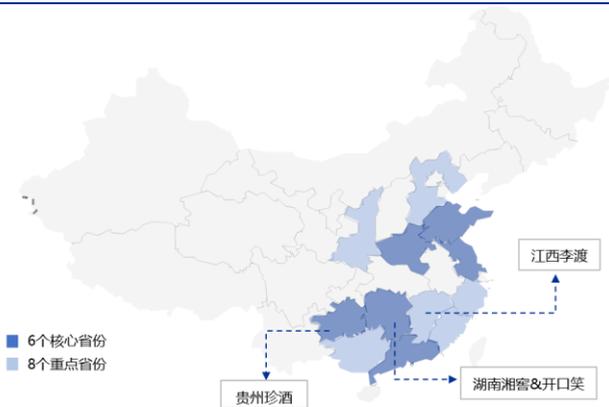


资料来源：公司官网，申万宏源研究

**2020~2022：全国化发展阶段，分区域事业部实现规模快速扩张。**2020年郭亮上台担任总经理，在组织架构上重新布局全国市场，划分11个事业部以分区域、重点推进全国化，并持续发力合伙人模式，参考公司新闻，2020年全年珍酒举办12万余场品鉴会和4000余场消费领袖会，大幅度提升和意见领袖的互动频次，保障品宣的落地推广效果。

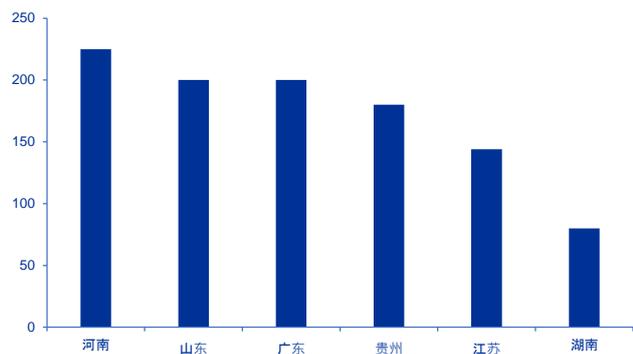
**6+8+N 市场布局。**公司聚焦贵州、河南、山东、湖南、广东、江苏6个核心省份，同时培育福建、上海、广西、北京、江西、陕西、浙江、河北8个重点省份，并孵化其他有酱酒份额的潜力市场。行业维度，酱酒的消费高地主要是河南、山东、广东、四川、安徽等几大省份，公司的市场布局重点针对酱酒消费氛围较好，市场较为成熟的地区，抢占次高端价格带的发展空间，实现快速增长。根据公司公告，2020~2022单珍酒品牌的营业收入从13.46亿元增长到38.2亿元，CAGR达68.55%，充分彰显全国化的成果。

图 14：珍酒李渡的全国化布局



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

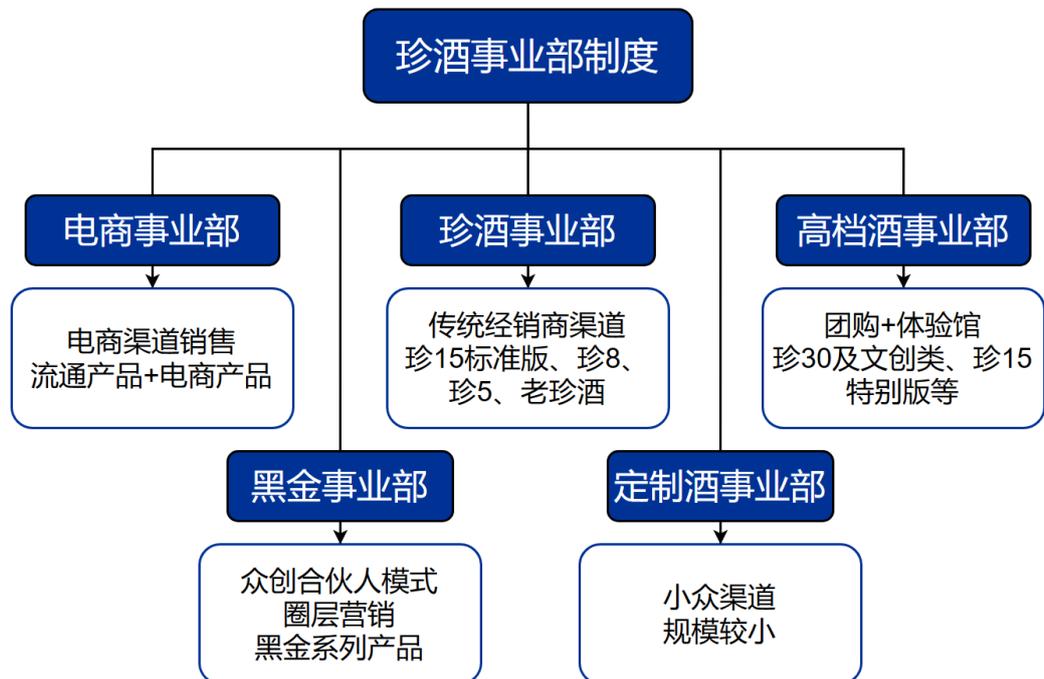
图 15：酱酒高地市场规模（2022年，亿元）



资料来源：酒业家，申万宏源研究

**2022~至今：品牌培育和升级阶段，重点发力打造次高端价格带单品。**2022 年在行业调整的大背景下，公司进一步聚焦品牌培育和升级，将原本区域化的事业部布局调整为品牌专营模式，成立珍酒事业部、高档酒事业部、黑金事业部、电商事业部和定制酒事业部。事业部下为战区模式，每个战区下设 2~5 个 3~5 人的战斗小组。分事业部看，珍酒事业部主营珍十五标准版、珍八、珍五、老珍酒等产品，客户为传统经销商；高档酒事业部主营珍三十及以上产品和高端光瓶酒真实年份，其客户主要是针对团购和体验馆等门店合作伙伴；黑金事业部主营黑金系列产品，即珍五、珍十五、珍三十黑金版，该事业部产品与前两个事业部产品区隔，打造众创平台整合品牌和具有高端人脉的大商、团购商、优质终端等，探索圈层营销向上实现高端精准定位。

图 16：珍酒事业部架构（2022）

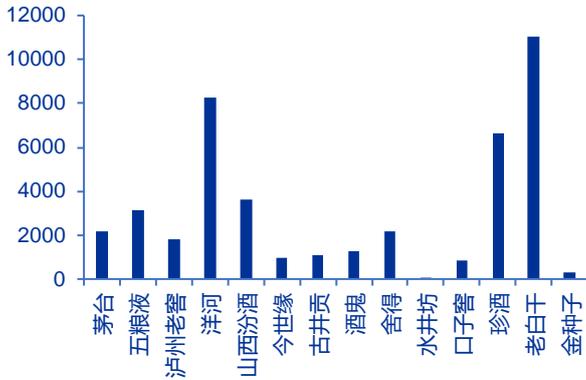


资料来源：公司官网，酒业家，申万宏源研究

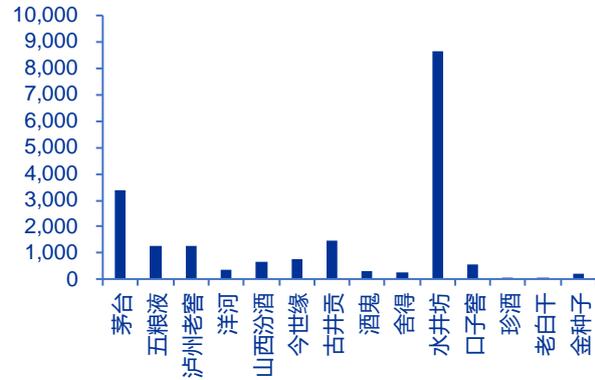
**渠道：高效的销售团队和小商模式具备较强的终端控制能力。**一方面，公司在销售团队打造上建立数量庞大且高效的市场销售服务团队。参考渠道反馈，2022 年珍酒李渡集团一线销售人员数量大幅度翻倍。在公司准军事化的管理下，事业部战斗小组具备强服务意识，对经销商进行“管家式”服务，例如线下门店合作伙伴的发展、体验店建设、品鉴会推广等。公司本身设立促进终端动销和开瓶的内部考核机制和经销商管理体制，在高效的销售团队加持下政策得以顺利执行，强化了终端的控制能力。而另一方面，公司的经销商以小商为主，经销商平均销售体量约 78.57 万元，显著低于行业其他白酒上市公司。2023 年，公司推出“种子平台合伙人”模式，以“荣誉+分红+利益+赋能”平台合伙人模式，致力于面向全国打造 5000 家百万级种子合伙人。

图 17：经销商数量（个）

图 18：单个经销商规模（万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3. 空间：中性情景未来五年珍酒品牌的增速中枢有望在 15%~16% 区间

在珍酒李渡的四大品牌中，珍酒已初步具备全国化的潜力，因此在这一阶段我们重点测算珍酒品牌的空间。我们考虑未来五年是珍酒品牌全国化的关键阶段，因此测算中选择 2027 年为节点，测算 5 年后珍酒品牌全国化战略的空间。我们测算中性情景下到 2027 年珍酒品牌有望实现 76~80 亿元的体量，收入增速的中枢在 15%~16% 区间。

#### 第一步我们测算未来酱酒行业的发展空间。

考虑到茅台在酱酒超高端价格带绝对的领导地位，实际上茅台酒的销售收入便可约等于超高端价格带的市场规模，因此测算的关键在于超高端以下价格带。

对于超高端价格带以下，我们在乐观、中性和悲观三种情境下进行价量假设。虽然行业无法统计过往除了茅台以外酱酒每年的销量，但是考虑到酱酒的工艺决定酱酒行业每年的销量上限和 3~4 年前的基酒产量有关，因此我们用 3~4 年前的基酒产能数据作为基准估算每年的销量上限，而对于未来的销量，我们参考 2023 年权图酱酒工作室数据，假设到 2027 年酱酒行业剔除茅台酒后的销量上限为 69 万吨，考虑到伴随大规模扩产，只有具备强品牌力的高线品牌能保持竞争力，而品牌力薄弱的厂商即使产能扩张后亦无法获得足够的需求支撑产能利用率的提升。因此我们假设乐观、中性和悲观情境下，剔除茅台后酱酒行业的产能利用率在 80%、75%、70% 左右，对应的销量在 55/52/48.5 万吨。对于吨价，过去三年（2020~2022 年）剔除茅台后的 CAGR 约 9%，但是考虑到 2022~2024 年酱酒行业进入调整期，二三线品牌批价纷纷下行，库存压力叠加经济环境承压压制酱酒的次高端升级节奏，我们认为 2022~2027 年酱酒行业的吨价提升速度将会放缓。展望未来，在乐观情境下，若头部二线品牌例如青花郎、君品习酒等单品可以顺利站稳高端千元价格带，那么三线品牌得以承接其让出的次高端价格带市场，整个行业产品结构顺利升级，那么假设 2022~2027 年吨价 CAGR 在 4%；在中性情境下，伴随次高端及以上价格带挤压式竞争，行业并未实现更进一步的升级，吨价 CAGR 和通胀

目标接近，假设在 3%；在悲观情境下，假设消费力承压，次高端及以上酱酒增长缺乏动能，头部企业加码大众价格带布局，那么结构变化对吨价提升并无显著利好，那么假设吨价 CAGR 为 2%。

综合看，在乐观/中性/悲观情境下，超高端价格带以下酱酒 2027 年的市场空间为 1491/1332/1184 亿，CAGR 分别为 8%/5.4%/3%。整体酱酒的市场空间在 3515/3356/3208 亿，CAGR 分别为 11%/9.8%/8.8%。

**表 6：酱酒未来市场空间测算**

非茅台酒市场规模测算 (亿元,万吨,万元/吨)	2019	2020	2021	2022	2020~2022CAGR	2027F		
						乐观	中性	悲观
非茅台酒市场规模	591.98	701.69	965.35	1021.66		1490.86	1331.77	1183.80
yoy	32.99%	18.53%	37.58%	5.83%	20.66%	7.85%	5.44%	2.99%
非茅台酒销量	36.54	37.57	46.37	46.21		55.424	51.96	48.496
yoy	5.15%	2.80%	23.44%	-0.35%	10.91%	3.70%	2.37%	0.97%
非茅台酒吨价	16.20	18.68	20.82	22.11		26.90	25.63	24.41
yoy	26.48%	15.30%	11.45%	6.21%	8.80%	4%	3%	2%
整体酱酒市场规模	1350.00	1550.00	1900.00	2100.00		3514.83	3355.73	3207.77
yoy	22.73%	14.81%	22.58%	10.53%		10.85%	9.83%	8.84%
<b>附：超高端酱酒</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2027F</b>	<b>2018~2022CAGR</b>	<b>2022~2027CAGR</b>
收入(亿元)	654.87	758.02	848.31	934.65	1,078.34	2,023.96	13.3%	13.4%
销量(吨)	32463.95	34562.46	34312.53	36261.31	37901.39	50720.61	3.9%	6.0%
吨价(万元/吨)	201.72	219.32	247.23	257.75	284.51	399.04	9.0%	7.0%

资料来源：wind，权图酱酒工作室，酒业家，申万宏源研究

注：我们参考茅台酒未来五年的收入增速估算到 2027 年超高端价格带的市场空间。我们假设 2022~2027 年超高端酱酒的销量/吨价 CAGR 分别为 6%和 7%，其中销量假设参考茅台过往基酒的生产节奏，吨价则线性外推，预测到 2027 年超高端酱酒的市场规模约 2024 亿，2022~2027 年 CAGR 为 13%。

**第二步我们测算珍酒未来的成长空间。分为两个思路，第一个思路是参考过去第二梯队酱酒企业份额提升的节奏，假设中长期珍酒可能达到的市场份额，测算未来的营业收入空间。第二个思路是参考珍酒当前在不同成熟度市场的渗透率，测算在中长期珍酒可以在重点和非重点市场获得的空间。**

考虑到酱酒行业 2023~2024 年处于库存去化周期，而中长期的增长空间依赖于经济增速，具有一定的不确定性，因此我们选取中性情景估算的市场规模为基准来测算未来珍酒的收入空间。

2022 年珍酒实现营业收入 38.2 亿，占非茅台酱酒市场份额 3.77%，我们参考郎酒、习酒、国台和金沙 2018~2022 年市场份额提升的速度，其中习酒份额增长了 4.6pct，国台市场分提升了 3.4pct，上述酒企取得成功，我们认为主因：1) 成功打造次高端价格带大单品并借助酱酒热在全国多个酱酒高地市场实现布局；2) 在扩张阶段通过丰厚的渠道利润绑定经销商利益。我们认为未来一方面伴随行业进入竞合式发展，头部集中的趋势会更加明显，另一方面酱酒想要实现泛全国化需要兼具品牌底蕴和扎实的渠道网络基础，这一点看珍酒具备全国化的基因，有望实现市场份额的快速提升。我们假设在乐观情境下，珍酒借助珍 15、珍 30 两大单品顺利实现泛全国化和高地市场的布局，市占率进入快速提升通道，参考习酒、国台，假设到 27 年

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/478045102011006040>