

推荐 (维持)

白酒深度复盘之周期演绎篇

2021年5月12日

相关报告

《酱酒风潮起，何以论英雄》
2021-02-22《谁才是茅台批价的锚：散装酒
VS 箱装酒》2021-02-06

《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

- 本文通过对产业发展趋势、板块股价演绎顺序深度复盘，来判断白酒行业发展和股价演绎的内在逻辑。白酒股票演绎是有节奏的，由于白酒具有不平等竞争结构，产业按照高端、次高端、中档酒的顺序顺次发展，股价也按相应顺序演绎。
- 复盘 2003-2012 年：1) 行业基本面滞后经济指标：白酒业绩增速一般滞后 GDP 约 1-2 个季度，2010 年起由于流动性宽松带来财富效应，与 M1 的拟合度更好。2) 新大单品打造：国窖 1573、水井坊、洋河蓝色经典等在 2005 年之前不断涌现，与茅五剑共同形成相对稳定的品牌格局。3) 演绎顺次：由于次高端价格带成形尚晚，因此演绎顺次是高端业绩率先增长，其后是中档地产酒迅速崛起，在周期尾声次高端价格带最终确立后迎来了最后的繁荣，而股价走势也和基本面演变吻合。
- 复盘 2015-2019 年：1) 此轮周期属性弱化，流动性影响更为明显。2) 消费结构转变为大众消费，消费需求更加坚实，品牌品质诉求成为趋势。3) 行业进入挤压式增长，品牌集中度提升。4) 演绎顺次：高端在 2016-2017 年最先加速增长，并保持业绩较快、稳健的增长，次高端则在自身内功修炼增强后于 2017 年爆发并持续至今，而地产酒在复苏过程中的业绩表现相对平淡，净利率提升幅度不如上一轮周期，股价也相应呈现出高端持续引领、次高端顺次爆发的走势。
- 两轮周期相似不相同：上一轮周期是消费人群扩大带来的量增，本轮周期是消费升级带来的结构调整，而 2020 年疫情的扰动是一次脉冲，加速财富的分化。原本的库存周期对行业景气度的解释力度逐渐减弱，行业观测指标已从库存转向价格，本轮周期以价格竞争为矛，我们所看到的是消费升级推动高端酒价格持续上涨、次高端品牌纷纷卡位升级价格带。
- 推演：2021 年投资逻辑将顺次向持续价格竞争的次高端和地产酒倾斜。根据上一轮白酒周期复盘及本轮周期演绎进程，预计次高端将延续 2017 年以来的强劲业绩表现，地产酒则将加入板块结构性繁荣趋势，在省内消费升级叠加省外扩张下确定性及成长性强。
- 投资建议：根据历史周期复盘及当前演绎进程，重点看好次高端和中档酒表现，当前时点有望淡季不淡，销售超预期。主要原因在于：1) 股市、房市财富效应推高千元品牌价盘，为次高端及区域酒的价格上涨、高端品牌的推出打开了空间；2) 经济回暖，居民收入恢复、餐饮持续复苏，消费能力和消费意愿都明显提升，利好大众消费场景，对次高端及区域酒提振较大；3) “就地过年”被压抑的消费，有望逐步回补；4) 去年基数仍低，不过我们认为简单的基数效应带来数字的高增长，不构成超预期的强逻辑。具体标的上，持续推荐今世缘、古井贡酒、山西汾酒等，对于业绩超预期的水井坊、厂商积极乐观的老窖建议重点布局，对于业绩稳健高增的茅台、五粮液，改善看得见的洋河持续推荐，对于卡位次高端、实施差异化老酒战略的舍得重点关注。

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、2003-2012 年：上一轮白酒周期基本面复盘	- 5 -
1.1、宏观背景：投资、流动性相继驱动白酒消费	- 5 -
1.1.1、2003-2008 年：投资驱动白酒板块高成长	- 5 -
1.1.2、2009-2012 年：“四万亿”提振流动性、拉动投资，白酒板块步入高景气	- 6 -
1.2、行业背景：政商需求主导，大单品涌现确立	- 7 -
1.2.1、政商主导的消费结构	- 7 -
1.2.2、新大单品陆续登场	- 7 -
1.3、演绎顺次：高端-地产酒-次高端	- 8 -
1.3.1、2003-2007 年：高端酒业绩率先增长，地产酒表现优异者业绩亮眼	- 9 -
1.3.2、2009-2011 年：经济恢复后中档地产酒迅速崛起	- 13 -
1.3.3、2011-2012 年：次高端价格带形成，蓄势冲刺	- 15 -
2、2015-2019 年：本轮白酒周期基本面复盘	- 17 -
2.1、宏观背景：此轮周期属性弱化，流动性影响更为明显	- 17 -
2.2、行业背景：大众消费崛起，挤压式增长的结构性繁荣	- 19 -
2.2.1、消费结构转变为大众消费	- 19 -
2.2.2、行业进入挤压式增长，品牌集中度提升	- 20 -
2.3、演绎顺次：高端、次高端先后引领板块，地产酒恢复较慢	- 21 -
2.3.1、高端：2016-2017 年加速增长，其后依旧保持稳健增长	- 22 -
2.3.2、次高端：2017 年起持续高增，2018-2019 年板块第一	- 25 -
2.3.3、地产酒：2016 年增速相对较慢，2017 年起才逐渐步入双位数增长	- 27 -
3、复盘两轮周期股价表现，与基本面呼应、顺次上涨	- 29 -
3.1、2003-2012 年：高端-地产酒-次高端顺次接力	- 29 -
3.2、2015-2019 年：高端持续领涨，次高端 2017 年爆发	- 31 -
4、两轮周期相似不相同，2020 年为脉冲加速分化	- 33 -
4.1、价格竞争为本轮周期的核心	- 33 -
4.2、2020 年疫情冲击下板块已然分化	- 35 -
5、推演：2021 年投资逻辑将顺次向次高端和地产酒倾斜	- 36 -
5.1、次高端：持续享受行业扩容红利	- 37 -
5.2、苏酒：竞合共成长	- 38 -
5.3、徽酒：把握结构性机遇	- 39 -
6、投资建议	- 40 -
7、风险提示	- 40 -
图 1、GDP 增速与白酒板块营收、利润增速拟合	- 6 -
图 2、房地产开发投资完成额增速与白酒板块营收增速拟合	- 6 -
图 3、固定资产投资完成额增速（后移四个季度）与白酒板块收入增速拟合	- 6 -
图 4、M1、M2 增速（后移两个季度）与白酒板块营收增速拟合	- 7 -
图 5、新大单品推出时间	- 8 -
图 6、茅五泸出厂价走势（元）	- 10 -
图 7、2012 年前高端酒净利率走势	- 10 -
图 8、五粮液前五大经销商收入占比高于竞争对手	- 11 -
图 9、五粮液 OEM 授权贴牌品牌概览	- 11 -
图 10、泸州老窖高档酒收入及占比变化情况	- 11 -
图 11、泸州老窖柒泉模式	- 12 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

图 12、柴象模式逻辑链分析	12
图 13、汾酒省外收入占比	13
图 14、21 世纪初期古井净利润急剧下跌	13
图 15、年份原浆推出后中高端酒收入占比显著提升	14
图 16、年份原浆推出后盈利能力明显提升	14
图 17、“盘中盘”模式	14
图 18、古井“三通工程”	14
图 19、茅五泸批价走势（元）	15
图 20、2010-2012 年酒鬼酒费用率大幅下降	16
图 21、酒鬼酒省外市场快速增长而后快速回落（百万元）	16
图 22、2008-2013 年舍得分品类收入及增速	16
图 23、酒鬼酒和舍得毛利率、净利率	16
图 24、2013 年起地产基建与白酒板块营收增速拟合	19
图 25、2013 年起 M1 增速与白酒板块收入增速拟合	19
图 26、2015-2017 年白酒预收款增长迅速	19
图 27、2015-2017 年白酒现金流大幅改善	19
图 28、白酒消费结构变化	20
图 29、白酒行业产销总量增长停滞	20
图 30、规模以上企业增速快于行业整体（亿元）	20
图 31、白酒各价格带容量	21
图 32、2012 年高端白酒行业格局	21
图 33、2017 年高端白酒行业格局	21
图 34、2014-2019 年白酒子板块收入增速演绎	22
图 35、茅台收入结构拆分	24
图 36、五粮液解决价格倒挂问题	25
图 37、泸州老窖高端业务占比逐年上升	25
图 38、柴象模式、品牌专营模式对比	25
图 39、次高端酒企收入增速	27
图 40、地产酒酒企收入增速	28
图 41、地产酒和次高端毛利率情况	28
图 42、地产酒和次高端净利率情况	28
图 43、2005-2013 年白酒板块股价和估值走势	29
图 44、2013-2019 年白酒板块股价和估值走势	32
图 45、中国高净值人群数量	34
图 46、城镇居民人均可支配收入	34
图 47、SHIBOR 走势（%）	34
图 48、中债国债利率走势（%）	34
图 49、次高端战场向 600 元价格带转移（元）	35
图 50、次高端价格带竞争格局（300-800 元）	37
图 51、江苏市场结构细分	38
图 52、苏酒在次高端市场占有率近 4 成	38
图 53、安徽本土酒企集中在中档及大众价位带	39
图 54、安徽各价位带市场增速分化	39
表 1、白酒各子板块 2003-2012 年收入增速概览	8
表 2、白酒各子板块 2003-2012 年利润增速概览	9
表 3、2005-2007 年高端酒量价贡献拆分	9
表 4、2009-2011 年中档地产酒量价贡献拆分	15
表 5、2013-2014 年次高端业绩大幅下滑（百万元）	17
表 6、棚改货币化政策内容	18

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

表 7、2014 年白酒子板块各季度收入增速	22 -
表 8、2015-2019 年白酒各板块收入增速	23 -
表 9、2015-2017 年高端酒量价贡献拆分	23 -
表 10、茅台经销商情况	24 -
表 11、2015-2019 年次高端品牌量价贡献拆分	26 -
表 12、次高端酒企改革措施	27 -
表 13、白酒各子板块 2003-2012 年股价增幅概览	30 -
表 14、白酒各子板块 2003-2017 年估值概览	31 -
表 15、白酒各子板块 2009-2012 年估值概览	31 -
表 16、白酒各子板块 2014-2019 年股价增幅概览	32 -
表 17、白酒各子板块 2015-2019 年估值概览	33 -
表 18、2020 年全球各类资产价格涨幅	34 -
表 19、白酒各子板块 2020 年业绩概览	36 -
表 20、白酒各子板块 2020 年股价概览	36 -

报告正文**前言**

本文通过对产业发展趋势、板块股价演绎顺序深度复盘，来判断白酒行业发展和股价演绎的内在逻辑。白酒股票演绎是有节奏的，由于白酒具有不平等竞争结构，产业按照高端、次高端、中档酒的顺序顺次发展，股价也按相应顺序演绎。在 2015 年起的这一轮周期中，已经经历了高端的最先加速增长、次高端的爆发，按照周期推演，预计 2021 年投资逻辑将顺次向弹性最大的次高端和地产酒倾斜。

1、2003-2012 年：上一轮白酒周期基本面复盘**1.1、宏观背景：投资、流动性相继驱动白酒消费**

2003-2012 年是白酒行业发展迅速、量价齐升的“黄金十年”：2003-2008 年，白酒处于高速成长期，其成长动力主要依赖投资。2008 年受金融危机影响，白酒行业收入增速回落，但 2008 年底的“四万亿”大规模财政支出计划有力地刺激经济，GDP 增速重回 10% 左右，基建投资、地产投资大力开展，行业需求改善，增速重回高点。而 2012 年起经济增速换挡，财政政策收紧，八项规定、六项禁令等一系列政策控制“三公消费”，叠加塑化剂事件、茅五纵向反垄断罚单等，白酒行业进入深度调整期。

1.1.1、2003-2008 年：投资驱动白酒板块高成长

从 GDP 与白酒板块营收、利润增速来看，GDP 增速与白酒板块营收增速基本同步，在经济增速拐点处一般领先白酒行业利润增速 1-2 个季度。2003-2007 年，GDP 增速保持在 10% 以上，白酒板块营收增速基本稳定在 20% 以上，利润增速波动较大，最高可达 60%，其中 2008 年受金融危机冲击，三者均有回落。

进一步细拆驱动因素来看，2003-2008 年经济高增主要由投资拉动，频繁的经济活动使白酒需求快速增长。

- ✓ 房地产投资和白酒板块收入增速呈显著正相关关系。在各类投资活动中，地产投资对白酒需求的影响最为明显，主要系地产投资涉及产业多（从筹融资到交付、运营共涉及十余个上下游行业）因而间接带动的相关支出较多。
- ✓ 基建投资对白酒消费的拉动作用弱于地产，且传导时间长，约需一年左右才能显现，主要系基建涉及产业链较短，且基建作为经济活动辅助很少立即产生经济效益所致。2009 年前白酒周期性消费主要依赖地产推动，但随着 2009 年后地产投资增速中枢下移，基建对于白酒消费的影响开始凸显。

2003-2008 年，地产投资和基建投资增速常年保持在 20%-30%，在投资拉动下，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

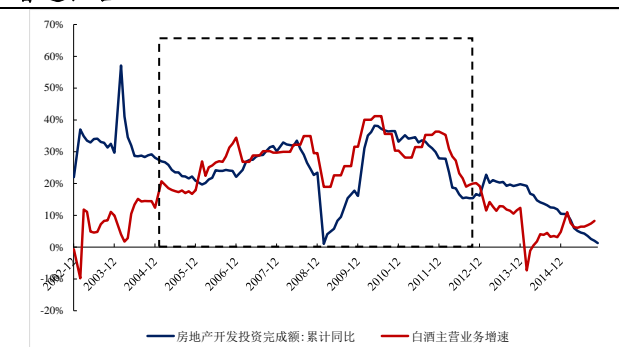
白酒板块期内收入增速先后迈入 10%、20%、30% 台阶。2008 年受海外金融危机影响，国内基建、地产投资遇冷，白酒板块收入增速随之下行。

图 1、GDP 增速与白酒板块营收、利润增速拟合



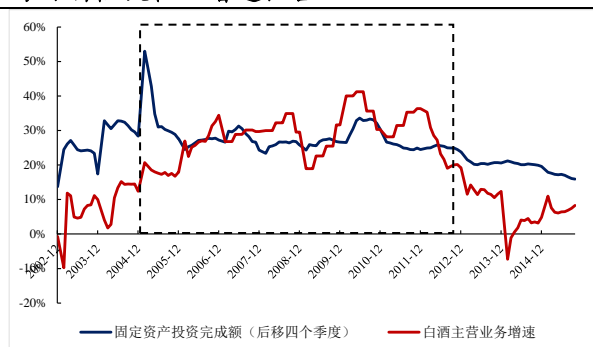
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、房地产开发投资完成额增速与白酒板块营收增速拟合



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、固定资产投资完成额增速（后移四个季度）与白酒板块收入增速拟合



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.1.2、2009-2012 年：“四万亿”提振流动性、拉动投资，白酒板块步入高景气

流动性通过财富效应影响白酒消费并存在一定时滞。2010 年起白酒板块营收增速与实际 GDP 增速的拟合度大幅下降，推测这种差异归因于流动性宽松对白酒消费的影响。我们用 M1、M2 增速来体现流动性变化情况，由于 M1 主体为单位短期存款，更能反映企业、居民短期消费能力，其增速与板块收入增速拟合度往往更好且领先 2 个季度，即流动性带来的财富效应对白酒需求的拉动约半年显现。

图 4、M1、M2 增速（后移两个季度）与白酒板块营收增速拟合



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

“四万亿”提振流动性、拉动投资，白酒板块步入高景气。为应对 GDP 增速下行压力，2008 年底“四万亿”大规模财政支出计划出台，货币政策由“从紧”到“适度宽松”，信贷约束逐步放宽，2009 年流动性显著改善，M1、M2、社融存量增速持续环比提升。同时，“四万亿”计划推动基建迅速回暖，固定资产投资完成额增速提升，房地产政策也由收紧逐步转向刺激，地产投资增速重回双位数。在财富效应叠加投资拉动下白酒需求回暖，板块收入增速在 2009 年初起回升至 20%+。

1.2、行业背景：政商需求主导，大单品涌现确立

1.2.1、政商主导的消费结构

在 2005-2012 年的白酒周期中，政务、商务消费是主要需求来源。该时期政务消费/商务消费/个人消费占比分别为 40%/42%/18%，主要系当时投资、商务等活动较多，主导中高端白酒消费，且该类消费场景和群体对价格敏感度较低，产品价格不断提高，大众需求受到一定抑制。因此，该时期的白酒消费具有较强的政治经济周期属性，在 2012 年三公禁令出台后板块受到较大冲击。

1.2.2、新大单品陆续登场

2005 年之前，新大单品不断涌现，与彼时家喻户晓的茅五剑共同形成相对稳定的品牌格局。

- ✓ **泸州老窖**：2000 年前受制于民酒路线影响，特曲定价在 50 元左右，被茅台、五粮液、剑南春拉开较大的差距。2001 年正式推出国窖 1573，定价 300-400 元的价格带，借此重回高端白酒阵营。
- ✓ **水井坊**：1998 年底，全兴酒厂偶然发现地下古代酿酒遗址，2000 年 6 月成立

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 7 -

水井坊，推出价格高达 600 元的“水井坊”白酒，超过当时 300 元价格带的茅台和五粮液。

- ✓ **洋河**：2003 年推出蓝色经典系列，首创以“味”为主的绵柔型白酒质量新风格，从海之蓝的低端价格带向上打，逐步升级至天之蓝、梦之蓝。
- ✓ **郎酒**：2001 年起研发红花郎，经两年攻关推出“郎牌郎酒”，2004 年改名为红花郎。其后在年份酒风潮下全力打造陈年郎酒，红花郎 10 年、15 年和青花郎 20 年成为其核心产品。
- ✓ **其他酒企也纷纷推出新品牌定位新价格带**：2004 年今世缘推出国缘系列，价格定位 300-600 元，与茅台、五粮液对标，卡位省内高端白酒市场。同年，酒鬼酒推出内参酒，进入高端酒市场的角逐。

图 5、新大单品推出时间



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、演绎顺次：高端-地产酒-次高端

2003-2012 年的基本面演绎主要分为三个阶段：1) 2003-2007 年，高端酒业绩率先增长，地产酒表现优异者业绩亮眼。2) 2009-2011 年，经济恢复后中档地产酒迅速崛起。3) 2011-2012 年，次高端价格带形成，蓄势冲刺。

表 1、白酒各子板块 2003-2012 年收入增速概览

收入增速	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
高端	15.4%	6.8%	11.5%	20.5%	23.0%	14.2%	26.0%	29.3%	45.0%	38.2%
贵州茅台	30.9%	25.4%	30.6%	24.8%	47.6%	13.9%	17.3%	20.3%	58.2%	43.8%
五粮液	11.0%	-0.6%	1.9%	15.2%	-0.9%	8.2%	40.3%	39.6%	30.9%	33.7%
泸州老窖	12.7%	8.8%	13.8%	32.2%	51.9%	29.8%	15.1%	22.9%	56.9%	37.1%
中档地产酒	6.5%	13.0%	37.9%	34.2%	29.1%	12.9%	33.6%	59.3%	57.1%	36.0%
山西汾酒	21.5%	33.8%	28.0%	42.5%	20.9%	-14.2%	35.3%	40.7%	48.8%	44.4%
洋河股份			63.8%	56.7%	64.5%	52.2%	49.2%	90.4%	67.2%	35.6%
古井贡酒	6.2%	7.7%	8.6%	47.4%	24.7%	14.8%	-2.7%	40.1%	76.0%	26.9%
金种子酒	-9.2%	12.2%	80.6%	2.1%	1.8%	-16.0%	58.0%	32.0%	27.9%	30.0%
伊力特	3.5%	-12.6%	29.7%	14.3%	29.7%	14.5%	19.2%	24.6%	13.8%	42.7%
次高端	-11.8%	3.3%	-14.7%	6.2%	12.2%	12.3%	16.2%	18.5%	13.4%	41.3%
水井坊	-12.7%	-13.6%	-23.9%	33.3%	24.7%	17.4%	42.0%	8.6%	-18.5%	10.4%
ST 舍得	-12.0%	7.7%	1.3%	7.9%	2.5%	-3.2%	-16.9%	23.7%	41.9%	54.4%
酒鬼酒	-8.7%	38.4%	-26.2%	-43.4%	4.4%	54.5%	11.8%	53.6%	71.6%	71.8%

资料来源：Wind，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

表 2、白酒各子板块 2003-2012 年利润增速概览

利润增速	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
高端	30.4%	26.8%	15.9%	55.1%	67.2%	35.5%	34.2%	26.2%	53.0%	55.0%
贵州茅台	55.7%	39.8%	36.3%	38.1%	83.2%	34.2%	13.5%	17.1%	73.5%	51.9%
五粮液	14.6%	17.8%	-4.4%	47.5%	25.8%	23.3%	79.2%	35.5%	40.1%	61.3%
泸州老窖	35.1%	-5.3%	16.8%	598.5%	139.8%	63.7%	32.2%	31.8%	31.7%	51.1%
中档地产酒	-146.2%	-273.6%	167.0%	223.5%	59.2%	29.8%	64.9%	71.9%	79.1%	51.6%
山西汾酒	166.4%	110.9%	48.7%	97.0%	38.0%	-31.8%	44.8%	39.3%	57.8%	70.0%
洋河股份			268.4%	224.9%	114.2%	98.3%	68.7%	75.9%	82.4%	53.1%
古井贡酒	-192.5%	-503.5%	101.9%	162.0%	154.1%	2.1%	305.2%	124.0%	80.5%	28.1%
金种子酒	-940.9%	-22.5%	103.2%	212.9%	42.6%	-7.6%	194.2%	136.7%	116.5%	53.4%
伊力特	1.1%	5.7%	-126.1%	549.0%	8.0%	14.7%	-10.9%	22.8%	53.9%	14.6%
次高端	-117.6%	134.9%	-308.0%	41.2%	376.0%	29.9%	9.2%	-9.6%	81.0%	69.8%
水井坊	-1252.9%	139.8%	10.5%	30.7%	97.9%	55.9%	2.2%	-26.6%	36.1%	5.4%
ST 舍得	17.6%	14.3%	6.6%	35.9%	107.3%	0.3%	29.7%	42.2%	155.2%	89.5%
酒鬼酒	34.7%	106.6%	-4634.1%	17.2%	126.9%	-34.1%	42.1%	35.8%	142.5%	157.2%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.1、2003-2007 年：高端酒业绩率先增长，地产酒表现优异者业绩亮眼

在经济和投资驱动下，高端酒业绩率先增长。

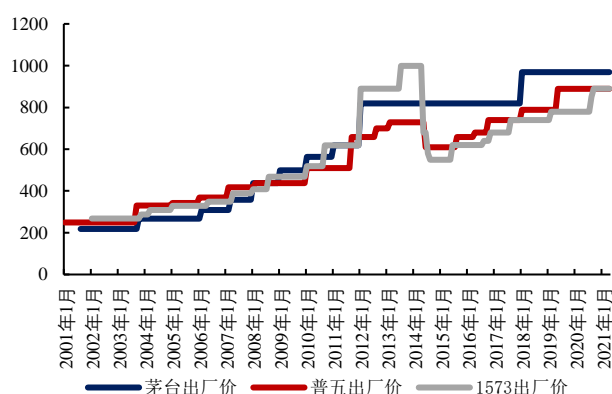
- ✓ **收入端：**2003 年高端酒收入增速 15.4%，2004 年起受五粮液增速放缓影响，整体收入增速下滑至 6.8%，2006-2007 年保持在 20%+。其背后的逻辑在于，2012 年前白酒消费以政商为主，频繁的经济活动使白酒需求快速增长，且价格敏感度较低。2005 年前高端酒价格在 300 元左右，性价比高、需求弹性好。
- ✓ **大单品量价齐升：**飞天保持稳定的双位数数量增，2006、2007 年价格均贡献 15%+；普五销量经历一段低迷期后 2006 年大幅增长，突破 1 万吨，价格每年贡献个位数至 10% 增长；国窖问世后销量快速提升，2007 年已达到 2300 吨，出厂价紧随普五。
- ✓ **利润端：**由于高端酒在该时期频繁提价叠加费用率稳步下降，盈利能力提振显著，利润弹性好于收入。

表 3、2005-2007 年高端酒量价贡献拆分

	销量增速			价格增速		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
飞天	24%	14%	13%	0%	15%	16%
普五	-14%	49%	10%	4%	5%	10%
1573	37%	77%	59%	6%	6%	11%

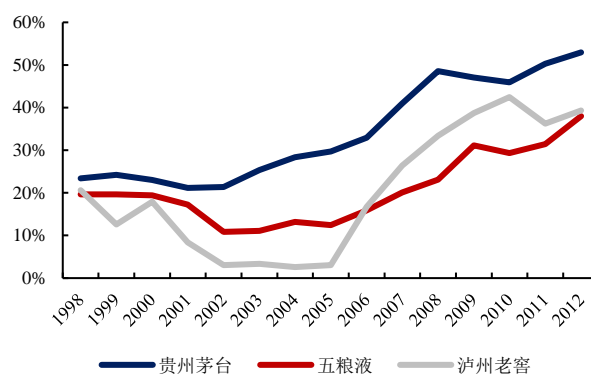
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、茅五泸出厂价走势（元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2012 年前高端酒净利率走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

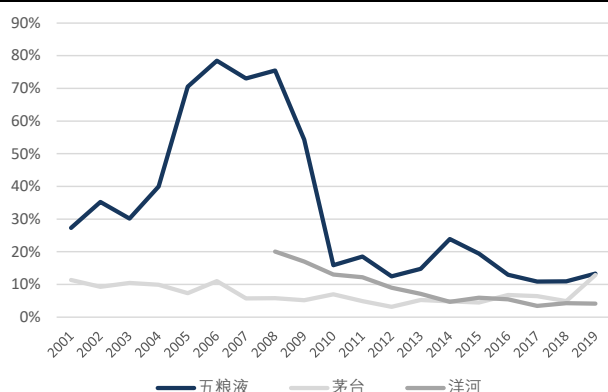
该时期三大高端酒逐步完成产品、渠道、品牌等变革，均有比较重要的历史转折点。

茅台：渠道理顺叠加品牌力提升，成功赶超五粮液。渠道端，快速搭建渠道网络，2005 年与屡次低价销售茅台酒的麦德龙停止合作，新增 36 家特约经销商(当年达到 154 家)、96 个专卖店(当年达到 626 个)、48 个销售专柜。**产品品牌端**，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。

五粮液：贴牌缺陷显现，拖累高端板块增速，逐步改革。

- ✓ 昔日的渠道创新助其登顶第一，但随着市场变化，渠道弊端显现：一方面，大商制过度依赖经销商，对渠道及终端的掌控力薄弱；另一方面，大商 OEM 创造的上百个产品系列、上千个子品牌鱼龙混杂，在扩大了市场规模的同时对主品牌杀伤力较大，大大削弱品牌力。因此，2004 年起五粮液业绩低迷，2005 年利润端被茅台超越，2008-2012 年收入端被追进，于 2013 年彻底被超越并逐渐拉开差距。
- ✓ **2005 年起开始内部改革：**1) 将十多个部门的销售部重组削减为三个事务部，即五粮液品牌事务部、五粮液总经销品牌事务部、五粮液自销品牌事务部，提高工作效率。2) 取消直接影响价格体系的“拖带酒”奖励（大商主品牌销售不畅但 OEM 品牌销售达标后，可获得一定量低价五粮液作为奖励，通常会选择将这些产品低价抛售以快速变现）。3) 重新根据行政区域划分为 30 个市场直属区，构建扁平化的组织模式。

图 8、五粮液前五大经销商收入占比高于竞争对手



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、五粮液 OEM 授权贴牌品牌概览

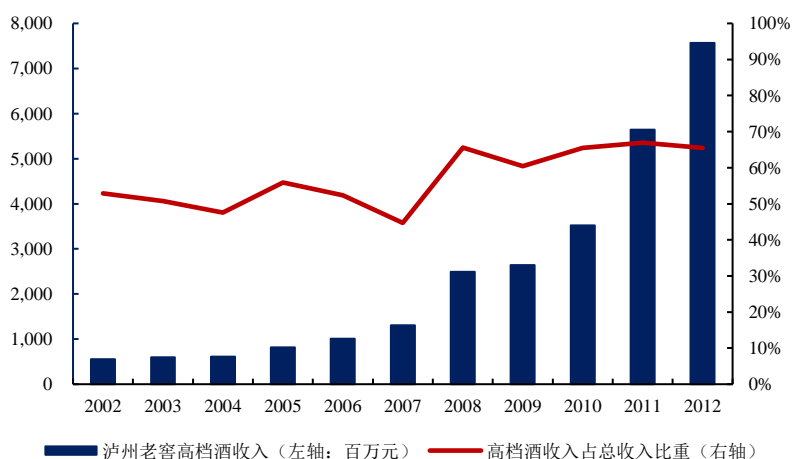


资料来源：搜狐网，兴业证券经济与金融研究院整理

老窖：大单品确立重回高端阵营，柒泉模式渠道创新。

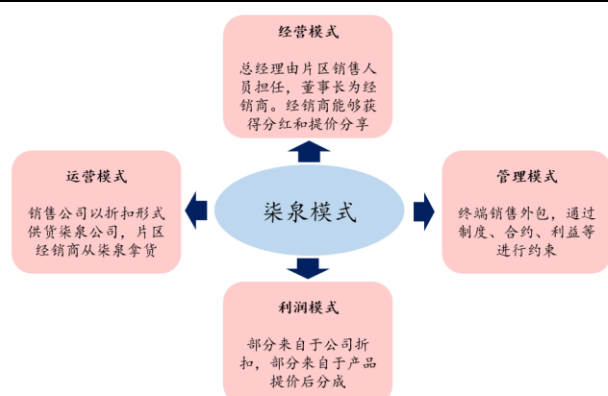
- ✓ **产品端：**2000 年前受制于民酒路线影响，特曲定价在 50 元左右，被茅台、五粮液、剑南春拉开较大的差距。2001 年正式推出国窖 1573，定价 300-400 元的价格带，借此重回高端白酒阵营。2002 年起连续提价，同时快速放量，2004 年 1573 从约 200 吨增长至约 600 吨，销量增速 200%，成长属性凸显。
- ✓ **渠道端：柒泉模式开拓创新，绑定利益实现共赢。**2006 年老窖引入经销商持股，创造性地把企业内部的激励扩展到上下游产业链的激励，形成柒泉模式的雏形。2009 年起大力推广柒泉模式，构建成经销商与厂商之间的利益共同体，充分调动经销商积极性以及市场资源。渠道推力增强下老窖的费用率快速下降，净利率从 2005 年的 3% 快速改善至 2006 年的 16.7%，利润增长近 6 倍，且盈利能力在 2008-2010 年持续提升。

图 10、泸州老窖高档酒收入及占比变化情况



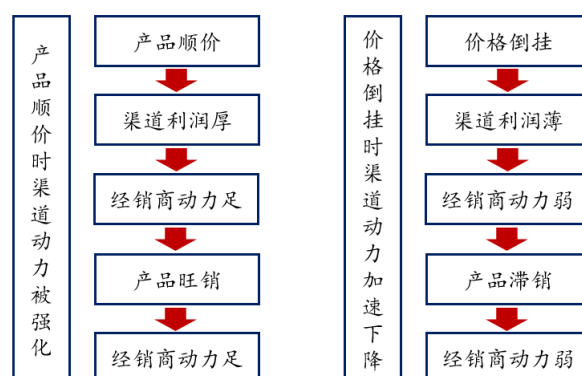
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、泸州老窖柒泉模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、柒泉模式逻辑链分析

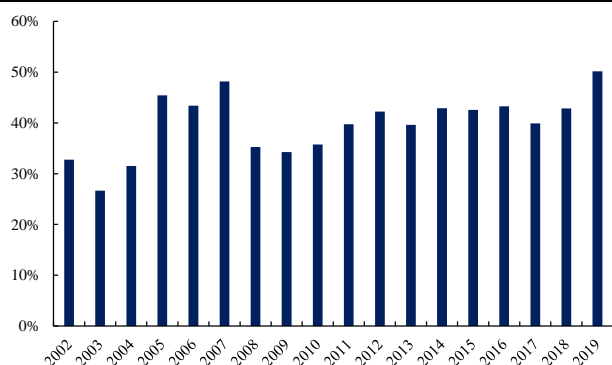


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2004-2007 年地产酒板块收入增速实则比高端更快，2005-2006 年利润增速更是呈现倍数级的增长，主要系汾酒、洋河、古井均有各自变化。

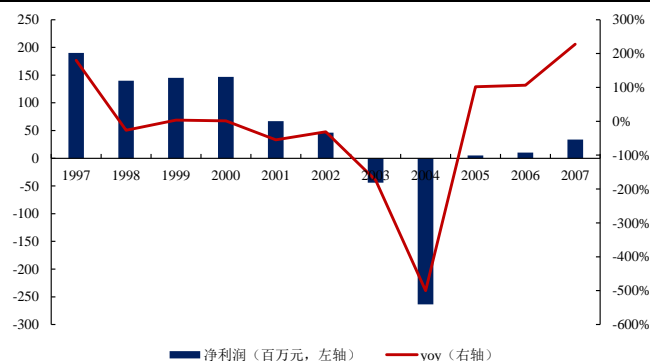
- ✓ **汾酒：2002 年产品结构调整，收入利润大幅增长。**90 年代末由于定价错误及山西假酒案影响，汾酒地位衰落。2002 年管理层换届后，着手产品结构调整，推出高端产品，加大中高档产品的市场开发力度，逐步形成以国藏汾酒、青花瓷汾酒为高端、中华汾酒、老白汾酒为中端、普通玻汾为低端的产品体系。同时省外扩张持续推进，省外收入占比从 2002 年的 33% 提升至 2006 年的 43%。2002-2006 年汾酒收入复合增速超过 30%，利润复合增速更是超过 100%。
- ✓ **洋河：产品、渠道齐发力，开启高速成长期。**2003 年是洋河蓄势待发的元年，产品端，成功推出蓝色经典系列，主打“绵柔”差异化口感。渠道端，在酒店盘中盘模式的基础上，顺势将其改进为以“团购公关”为核心思想的“消费者盘中盘”，快速抢占省内市场份额，在苏北和苏南站稳脚跟。以南京为例，2004 年蓝色经典销售额仅为 6000 多万元，2005 年迅速达到 2 亿多元，并一路绝尘，拿下南京市场。2004-2007 年洋河收入复合增速超过 60%，利润复合增速更是近乎 200%，即使在行业增速放缓的 2008 年依旧保持了 50%+ 的收入增速、近乎翻倍的利润增速。
- ✓ **古井：2005 年前多元化发展致业绩低迷，2006 年行业红利下复苏显现。**21 世纪初，古井管理层主张多元化发展，先后涉足酒店、啤酒、IT 与证券等多项产业运作，业务分散严重，导致核心产业白酒的竞争能力被大大削弱，2004 年业绩大幅亏损 2.63 亿元。由于古井错失白酒黄金十年前半场，业绩基础相对较低，2006-2007 年收入增速有所起色，利润翻倍增长。

图 13、汾酒省外收入占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、21 世纪初期古井净利润急剧下跌



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.2、2009-2011 年：经济恢复后中档地产酒迅速崛起

随着四万亿投资刺激计划逐步落地，2009-2011 年中档地产酒迅速崛起。2008-2011 年地产酒收入复合增速接近 50%，利润复合增速超过 70%，其背后是各酒厂管理团队、产品、渠道的合力作用。

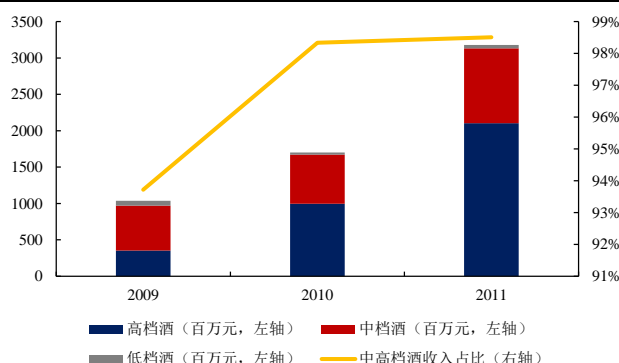
管理团队上，汾酒、古井换届后人员稳定下来。

- ✓ **汾酒：**2008 年新营销总监郑开源上任，变革营销体系，清理开发品牌，收回部分产品的总代理权，同时统一市场价格、取消差别性“返点”，重塑市场秩序。2009 年李秋喜接任汾酒掌舵手，逐步建立起“中国酒魂”战略，进入全新发展期。
- ✓ **古井：**2007 年曹杰、刘敏等新管理层上任，古井开始“回归主业白酒、回归市场高端”的大刀阔斧改革。2008 年推出战略主导产品年份原浆系列，辅以“嵌入式管理”、“三通工程”等渠道营销变革，成为古井逆势崛起的利刃。

产品上，除了洋河早在 2003 年确立核心大单品外，汾酒、古井纷纷在这一阶段完善产品体系。

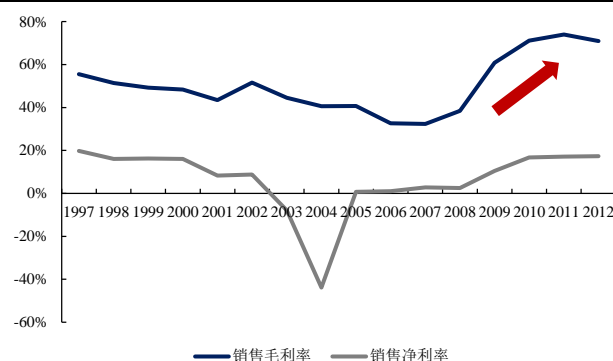
- ✓ **汾酒：**铁腕梳理产品体系，清理开发商和合作开发品牌，2008 年经销商产品开发权基本已收归集团所有，不允许经销商开发产品，并将汾酒的品牌从原来的 1000 多个减少到 300 多个，到三公禁令前夕自有品牌约 20 个。
- ✓ **古井：**对价格带的精准研判下，2008 年推出的战略主导产品年份原浆系列，古井献礼版、古 5 先后迎合 60-80 元、120 元价格带升级趋势。次年销售额便突破 2 亿元，2010 年更是达到 7.4 亿元，带动公司盈利能力大幅提升，毛利率从 2008 年的 38.5%大幅增至 2011 年的 74%，净利率从 2008 年的 2.5%大幅增至 2011 年的 17.1%。

图 15、年份原浆推出后中高端酒收入占比显著提升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、年份原浆推出后盈利能力明显提升

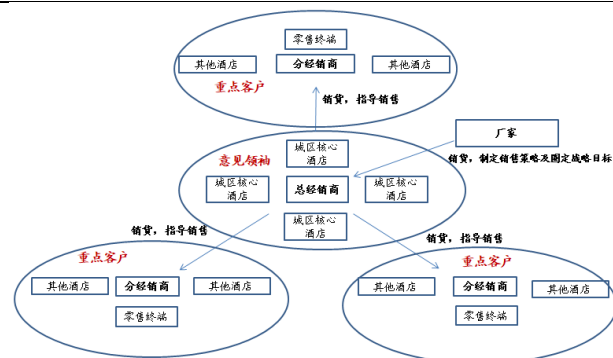


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

渠道上，地产酒借助当地的政商优势，通过渠道深度分销和终端拦截加速扩张。当时地方政务消费大多集中在 100-300 元，拦截效果显著，并从核心意见领袖逐步传递到大众消费。

- ✓ **洋河**：极致化深度分销，将厂家的营销系统对接经销商的网络系统，形成 1+1>2 的系统竞合能力，不仅拓宽了营销价值链，更是对经销商和终端的深度控盘。在厂商“1+1”基础上，洋河因势利导，善于分品类、分阶段采取不同营销策略。2002 年起，中高端白酒先后采用“盘中盘”、“4×3”模式；普通白酒采用深度分销模式。2009-2012 年，提出 5832 策略，重心向团购转移，从核心消费者转向核心企事业单位的开发。
- ✓ **古井**：2009 年独创“三通工程”深度营销模式，小区域、高占有。在选定区域内集中资源，通过精细化的网点建设和核心消费者意识的培养，达到产品陈列面积最大化、推荐率最大化、消费者指名购买率最大化。先在局部区域做到第一，然后进行成功复制，逐步扩大市场占领率，由点-线-面-体的方式最终全面打开目标市场，做到市场销量第一。

图 17、“盘中盘”模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、古井“三通工程”



资料来源：《古井三通工程执行标准》，兴业证券经济与金融研究院整理

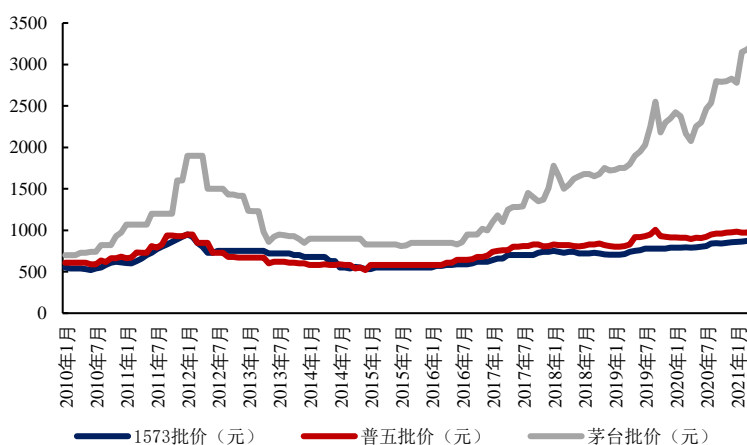
高端酒价格上涨为中档酒带来量价空间。2009 年起，高端酒批价上移至 500-700 元，地产酒增量空间大，加之上述自身管理体系、产品及渠道的改善，汾酒、洋河、古井等核心产品快速放量，价格也有提升，收入实现连续几年大双位数的增

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 14 -

长，利润弹性更足。

图 19、茅五泸批价走势（元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、2009-2011 年中档地产酒量价贡献拆分

	销量提升				价格提升			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
汾酒								
青花	72%	31%	35%	28%	15%	15%	15%	3%
老白汾	17%	14%	18%	27%	10%	4%	27%	23%
洋河								
梦之蓝				51%				6%
天之蓝			15%	20%				4%
海之蓝			10%	23%				6%
珍宝坊				35%				7%
双沟				30%				5%
古井								
年份原浆 8 年以上		120%	30%			0%	10%	
年份原浆 8 年以下		150%	100%			15%	10%	
中低端白酒			50%			5%	0%	

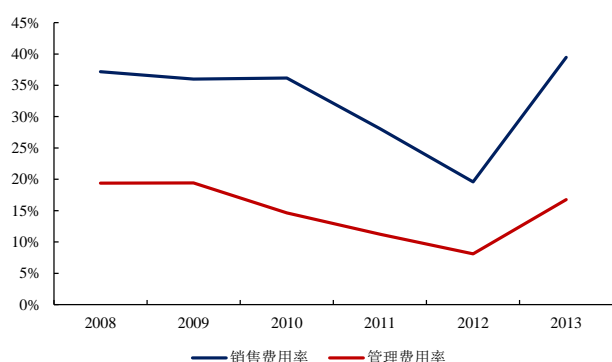
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.3、2011-2012 年：次高端价格带形成，蓄势冲刺

次高端价格带形成，各酒企纷纷开发次高端品牌，行业逐渐泡沫化。2011 年后，高端酒批价水涨船高，飞天一度达到 1900 元高位，普五和国窖也一度逼近千元，与中档地产酒间的价差不断扩大，由此产生新的次高端价格带。各酒企争相推出次高端品牌，茅台推汉酱，五粮液推六和液，老窖推窖龄，洋河天之蓝发力，汾酒推青花 30 年，老白干、四特等地方酒企也不甘示弱，而当时的地方保护和政务消费也助长了行业泡沫。

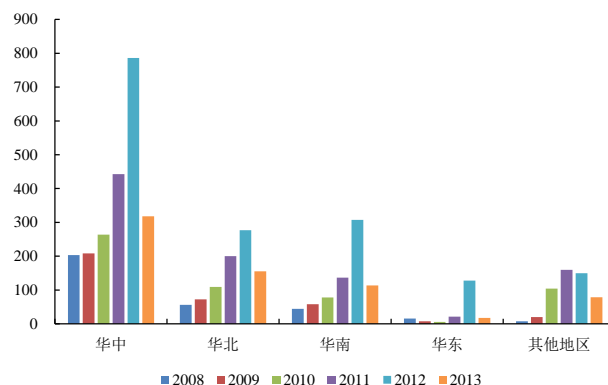
该阶段次高端板块逐步放量，除受房地产业务影响的水井外，酒鬼、舍得业绩均大幅增长。2010-2012 年，酒鬼酒省外市场快速增长，收入复合增速超过 70%，同时产品价格提升带动毛利率每年大幅提高，渠道极度乐观下费用率下降，净利率两年近乎翻倍提升，利润复合增速高达 150%。同样，舍得自 2011 年起舍得酒、吞之乎、陶醉酒、沱牌天曲、沱牌特曲等中高档酒收入快速增长，毛利率从 2010 年的 44.1% 大幅提升至 2012 年的 60.3%，利润复合增速高达 120%。

图 20、2010-2012 年酒鬼酒费用率大幅下降



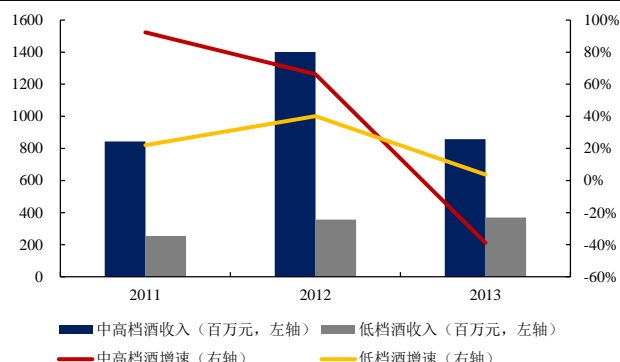
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、酒鬼酒省外市场快速增长而后快速回落（百万元）



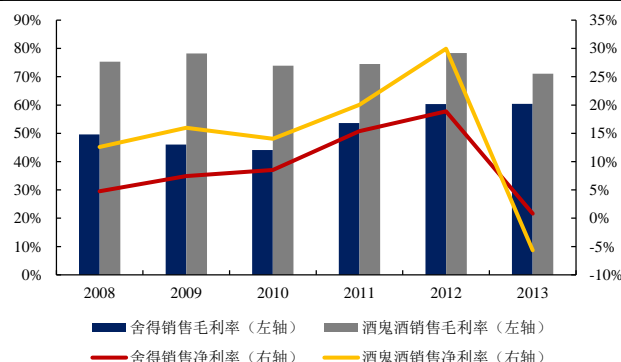
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、2008-2013 年舍得分品类收入及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、酒鬼酒和舍得毛利率、净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

但彼时的次高端是行业泡沫化趋势下风险最大的子板块。次高端的爆发是基于高端酒价格快速上行及政商需求的溢出，但定价体系和渠道建设脱离大众消费，内功修炼尚欠缺，抗风险能力低，最终成为空中楼阁。在遭遇行业大调整时，水井、舍得、酒鬼酒是受损最严重的，2013 年收入几乎砍半，2014 年持续下滑，并连续两年出现大幅亏损。

表 5、2013-2014 年次高端业绩大幅下滑（百万元）

	2012	2013	2014	2015
次高端收入增速	41.3%	-50.7%	-15.1%	18.8%
水井坊	1,636	486	365	855
YOY		-70.3%	-24.9%	134.3%
舍得	1,959	1,419	1,445	1,156
YOY		-27.6%	1.9%	-20.0%
酒鬼酒	1,652	685	388	601
YOY		-58.6%	-43.3%	54.8%
次高端利润增速	69.8%	-117.2%	-135.6%	137.7%
水井坊	338	-182	-403	88
YOY		-153.8%	-121.6%	121.8%
舍得	370	12	13	7
YOY		-96.8%	13.7%	-46.8%
酒鬼酒	495	-37	-97	89
YOY		-107.4%	-165.7%	190.9%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

整体来看，通过 2005-2012 年的行业复盘，我们得出以下结论：

- ✓ **行业基本面滞后经济指标：**1) 白酒板块业绩增速一般滞后 GDP 约 1-2 个季度。2) 白酒板块收入增速和房地产投资呈显著正相关关系，基建投资的拉动作用弱于地产，滞后约 1 年显现。3) 2010 年起由于流动性宽松带来财富效应，白酒板块营收增速与实际 GDP 的拟合度大幅下降，与 M1 的拟合度更好且滞后约 2 个季度。
- ✓ **新大单品打造：**2005 年之前，国窖 1573、水井坊、洋河蓝色经典等新大单品不断涌现，与彼时家喻户晓的茅五剑共同形成相对稳定的品牌格局，为此轮白酒的黄金十年奠定爆发的基础。
- ✓ **高端-地产酒-次高端的演绎顺次：**1) 2003-2007 年，高端酒业绩率先增长，地产酒表现优异者业绩亮眼。2) 2009-2011 年，经济恢复后中档地产酒迅速崛起。3) 2011-2012 年，次高端价格带形成，蓄势冲刺。

2、2015-2019 年：本轮白酒周期基本面复盘

2.1、宏观背景：此轮周期属性弱化，流动性影响更为明显

对比上一轮白酒消费周期来看，本轮周期属性弱化。以 2013-2014 年为界，本轮白酒板块季度性波动较上轮周期有明显收窄，与房地产、基建等投资活动的相关度逐渐减弱，受消费升级、消费群体转变所驱动，一般消费属性得以凸显。

2015-2017 年，白酒行业重新进入高景气时期，但期内地产、基建投资均处于下行阶段，该时期带动白酒消费的主要驱动力更多是棚改货币化伴生的流动性宽松。为推进地产去库存，2015 年起棚户区改造货币化加速。较之实物安置，货币化安置下政府给予改造区住户货币形式补偿（主要以购房券、政府代为购买及直接现

金补偿为主), 且补偿价格普遍高于当地市场房价(补偿比例约 1:1.3 倍)。棚改货币化实现了定向流动性宽松, 居民收入提升、房价提升, 流动性通过财富效应再次驱动白酒消费。

表 6、棚改货币化政策内容

时间	政策
2015 年 6 月	2015 年 6 月国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》, 棚改补偿模式由实物货币安置并重转向货币安置优先, 棚改由 1.0 进入 2.0。棚改 2.0 区别于棚改 1.0 的最大特征, 在于补偿模式由实物安置和货币安置并重转向货币化安置优先。
2015 年 8 月	2015 年 8 月, 住建部和开发银行联合发布《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》, 要求货币化安置比例不低于 50%。
2016 年 3 月 15 日	(1) 十二届全国人大四次会议要求进一步提高棚改货币化安置比例, 各地要抓紧明确棚改货币化安置的具体目标、政策及措施。
2016 年 12 月	(2) 在十二届全国人大四次会议举行的“棚户区改造和房地产工作”记者会上, 住建部副部长倪虹就棚户区改造表态称, 2016 年是“十三五”的开局之年, 《政府工作报告》有明确要求, 今年还要开工改造 600 万套, 同时要提高货币化安置比例。
2017 年 3 月 15 日	中央经济工作会议明确“因城因地施策……要把去库存和城镇化结合起来。” 第十二届全国人民代表大会第五次会议在人民大会堂举行闭幕会。住房和城乡建设部部长陈政高在“部长通道”接受采访时表示, 今年将在三线四线城市进一步推进棚改货币化安置, 去年货币化安置比例已经达到 48.5%。
2017 年 8 月	棚改货币化安置态度改变始于 2017 年 8 月。当时, 住房城乡建设部会同发展改革委、财政部等六部委联合印发的《关于申报 2018 年棚户区改造计划任务的通知》(建办保函〔2017〕551 号)明确, 商品住宅消化周期在 15 个月以下的市县, 应控制棚改货币化安置比例, 更多采取新建安置房的方式
2017 年 11 月	2017 年 11 月, 住房城乡建设部会同开发银行、农业发展银行印发的《关于进一步加强棚户区改造项目和资金管理的通知》(建保〔2017〕226 号)进一步明确, 对商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地方, 仍主要采取货币化安置的 2018 年新开工棚改项目, 开发银行、农业发展银行对棚改专项贷款不予支持。
2018 年 6 月	国开行 2017 年年度报告: 对库存不足地区严控货币化安置比例。
2018 年 6 月	国开行窗口指导: 国开行将分行的棚改贷款合同审查权集中总行把关, 存量项目继续投放, 新增棚改专项贷款收紧。
2018 年 7 月	商品住房库存不足、房价上涨压力大的地方, 采取新建棚改安置房的方式; 商品住房库存量较大的地方, 可以继续推进棚改货币化。

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

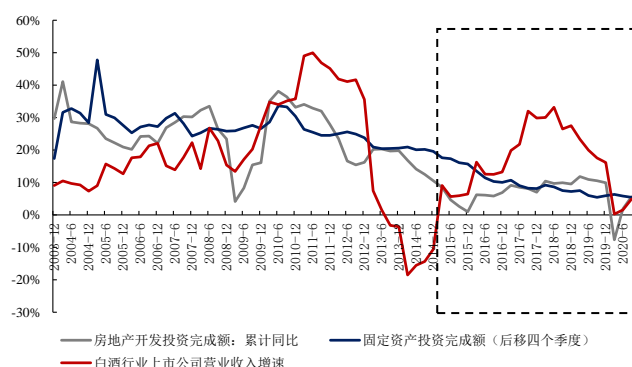
2015-2017 年, 流动性宽松驱动白酒板块加速上行。期内白酒板块趋势上行, 累计收入增速由 9% (2015Q1) 提升至 27% (2017Q4), 伴随需求回暖, 白酒板块盈利能力持续改善, 净利率由 26% (2014Q4) 提升至 33% (2017Q4); 白酒板块期内预收款、现金流均大幅提振。

2018-2019 年, 流动性收紧、基建低迷是白酒增长放缓的主要原因。2017 年之后, 全国性地产去库存告一段落, 棚改资金支持逐步收紧, 棚改退潮之下流动性也相应收紧。另外, 2017 年之后政策更多倾向于限制、规范地方债务, 地方融资尤其是非标融资受限导致基建资金来源受阻, 基建投资增速趋势性下行。两者叠加的影响在一年之后开始凸显, 2018 年起白酒板块增速进入下行区间, 收入增速由 27.9% 下行至 16.5%, 期内预收款增速维持在 10%-20% 之间。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

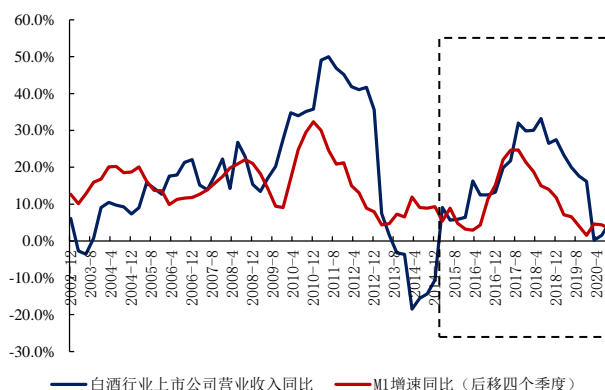
- 18 -

图 24、2013 年起地产基建与白酒板块营收增速拟合



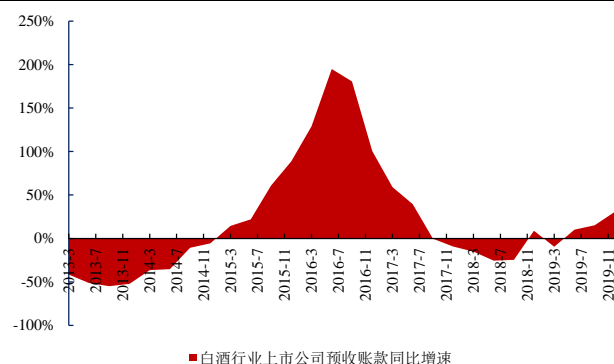
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、2013 年起 M1 增速与白酒板块收入增速拟合



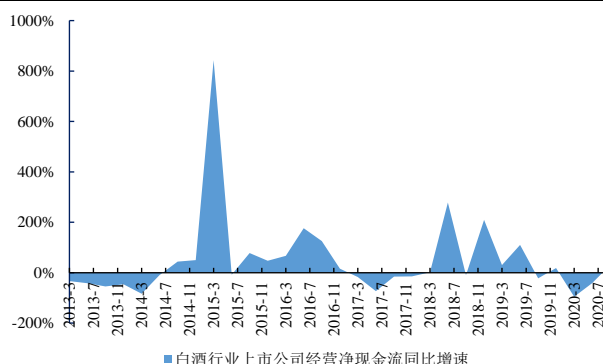
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、2015-2017 年白酒预收款增长迅速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、2015-2017 年白酒现金流大幅改善



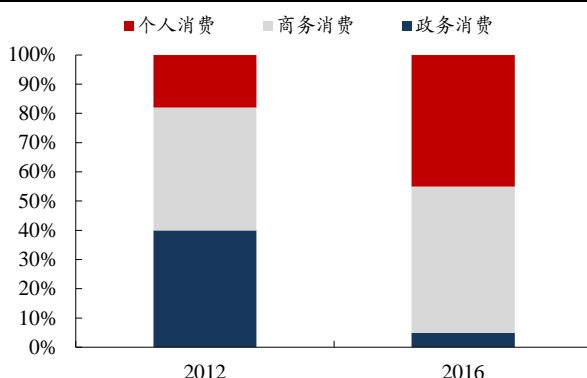
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、行业背景：大众消费崛起，挤压式增长的结构性繁荣

2.2.1、消费结构转变为大众消费

步入行业深度调整期起，三公禁令的实施使原本政商消费为主体的白酒需求大幅下滑，而新一轮的行业复苏是由大众消费崛起带动，从而也使白酒的消费结构发生重大变化。政务消费从 40% 降至 5%，个人消费占比由 18% 大幅提升至 45%，商务消费扩大至 50%，消费需求更加坚实，尤其在节假日宴请、婚宴、商务宴请等活动中更为频繁。随着消费者主权意识觉醒，大众市场消费观念的改变、消费升级趋势持续驱动中高端白酒市场的发展，品牌品质诉求成为趋势。

图 28、白酒消费结构变化

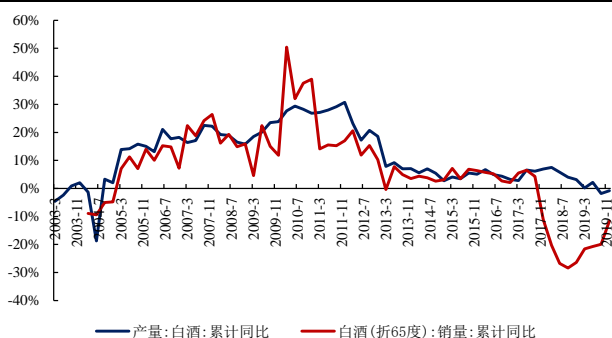


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、行业进入挤压式增长，品牌集中度提升

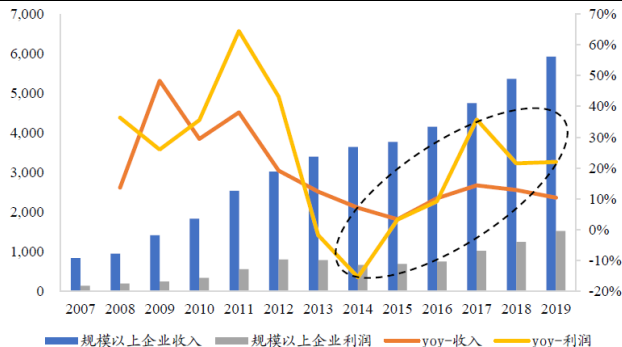
2013 年之后行业结束总量扩张：产量、销量均进入到个位数增长时期，但是该时期行业收入依旧保持不错增长，尤其是规模以上酒企，2016 年以来的收入、利润依旧能维持双位数增长。

图 29、白酒行业产销总量增长停滞



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

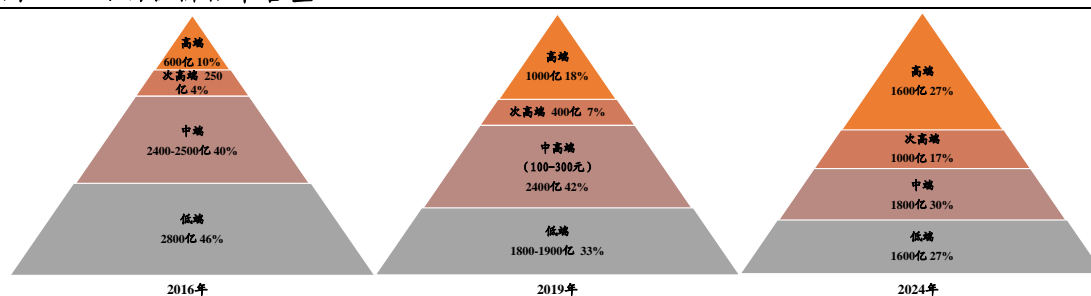
图 30、规模以上企业增速快于行业整体（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

行业呈现挤压式增长，次高端及以上市场规模仍将快速扩容。2016-2019 年高端市场规模从 600 亿扩容至 1000 亿，复合增速接近 20%；次高端市场规模从 250 亿扩容至超 400 亿，复合增速约 17%；而 300 元及以下价位带市场规模在逐步萎缩。我们预计次高端及以上市场的扩张趋势仍将持续：1）高端酒市场规模将保持年化 10%+ 的增速，其中量价预计各贡献一半；2）次高端市场规模将保持年化近 20% 的增速，主要得益于消费升级趋势、高端酒持续涨价、M6+站稳 600 元价格带进而打开价格天花板，同时近两年处于行业风口的酱酒品类也将助推次高端的扩容。

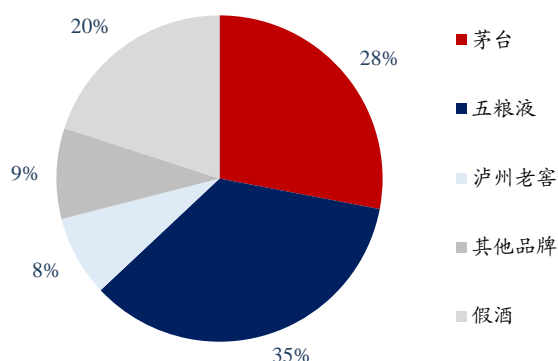
图 31、白酒各价格带容量



资料来源: Wind, 微酒, 兴业证券经济与金融研究院整理

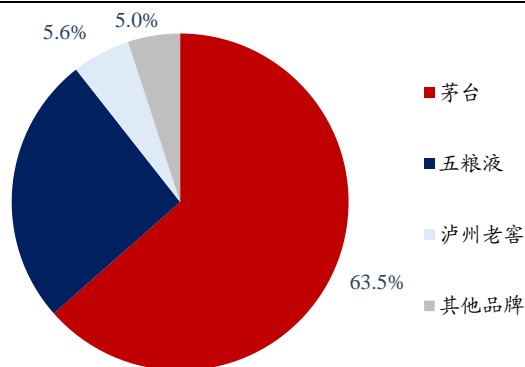
2015 年之后品牌集中度在提升: 高端和次高端价位的龙头酒企增速长期领先于行业整体, 其中高端代表企业茅台、五粮液收入 CAGR 在 20% 以上, 次高端代表企业山西汾酒、今世缘、酒鬼酒、水井坊收入 CAGR 在 20%-40%。以高端酒为例, 2012 年高端白酒中茅五泸合计市场份额约为 71%, 竞争格局较为分散; 而 2017 年这一比例已提高到 95%, 品牌集中度明显提升, 且预计短时间内寡头垄断格局较难改变。

图 32、2012 年高端白酒行业格局



资料来源: 中投产业研究中心, 前瞻经济学人 APP, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、2017 年高端白酒行业格局



资料来源: 中投产业研究中心, 前瞻经济学人 APP, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、演绎顺次: 高端、次高端先后引领板块, 地产酒恢复较慢

2014 年古井、洋河等中档地产酒在产品聚焦和渠道深耕的作用下业绩率先有起色, 验证了在大众消费主导的环境下酒企所应具备的竞争力, 为其他企业后续变革提供经验。

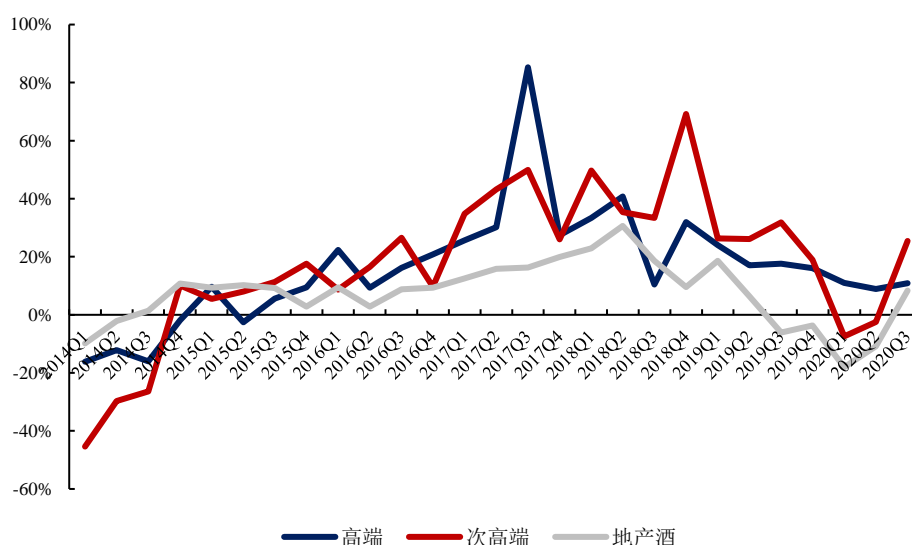
2015 年起演绎顺次为: 1) 高端酒 2015 年起恢复, 2016-2017 年加速增长, 持续引领行业; 2) 次高端同样 2015 年起复苏, 2017 年起持续高增, 2018-2019 年收入增速均为板块最快; 3) 中档地产酒 2016 年增速相对较慢, 2017 年起才逐渐步入双位数增长。

表 7、2014 年白酒子板块各季度收入增速

收入增速	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
高端	-16.2%	-12.1%	-16.0%	-1.9%
贵州茅台	5.8%	0.9%	-3.9%	10.8%
五粮液	-22.5%	-27.8%	-6.6%	7.0%
泸州老窖	-49.3%	-4.5%	-60.8%	-74.5%
次高端	-45.4%	-29.7%	-26.4%	10.1%
山西汾酒	-44.3%	-41.5%	-42.8%	15.9%
水井坊	-77.0%	-23.1%	75.8%	2811.0%
ST 舍得	-24.0%	29.2%	15.4%	2.7%
酒鬼酒	-58.9%	-46.4%	-10.3%	-41.9%
中档地产酒	-9.9%	-2.1%	1.4%	10.8%
洋河股份	-10.3%	-3.4%	0.3%	20.1%
今世缘			-3.4%	3.1%
古井贡酒	-4.9%	21.6%	8.8%	-8.6%
伊力特	-19.2%	-27.8%	-1.4%	36.6%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、2014-2019 年白酒子板块收入增速演绎



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3.1、高端：2016-2017 年加速增长，其后依旧保持稳健增长

2015-2017 年：消费结构切换后高端酒品牌势能下率先复苏。经过三年的深度洗牌后，白酒行业库存基本出清，随着货币政策放松、地产回暖、股市财富效应显现、居民收入快速增长，终端消费需求回升带动行业复苏。随着消费结构由政务消费切换为个人、商务消费，高端酒的品牌力逐步凸显。茅五泸一批价企稳回升，2016-2017 年加速增长且收入增速高于其他档位白酒，业绩率先复苏且持续保持高景气。

表 8、2015-2019 年白酒各板块收入增速

收入增速	2015	2016	2017	2018	2019
高端	5.8%	17.7%	39.2%	28.2%	18.8%
贵州茅台	3.8%	20.1%	52.1%	26.4%	15.1%
五粮液	3.1%	13.3%	23.0%	32.6%	25.2%
泸州老窖	28.9%	20.3%	25.2%	25.6%	21.2%
次高端	10.2%	14.2%	37.7%	47.1%	25.5%
山西汾酒	5.4%	6.7%	37.1%	55.4%	26.6%
水井坊	134.3%	37.6%	74.1%	37.6%	25.5%
ST 舍得	-20.0%	26.4%	12.1%	35.0%	19.8%
酒鬼酒	54.8%	8.9%	34.1%	35.1%	27.4%
中档地产酒	8.6%	7.8%	18.1%	25.4%	9.3%
洋河股份	9.4%	7.0%	15.9%	21.3%	-4.3%
今世缘	1.0%	5.3%	15.8%	26.5%	30.3%
古井贡酒	13.0%	14.5%	15.8%	24.7%	19.9%
口子窖	14.4%	9.5%	27.3%	18.5%	9.4%
迎驾贡酒	-1.1%	3.8%	3.3%	11.2%	8.3%
伊力特	0.6%	3.4%	13.3%	10.7%	8.4%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

大单品表现来看：飞天由于在行业调整期坚挺出厂价，并未降价，行业恢复初期也并无提价，主要靠量增贡献，2014-2017 年销量复合增速约 16%。普五和国窖由于在 2014 年分别大幅下调出厂价 32%/45%，2015 年起随着消费复苏，连续提价，每年均有 10%左右的价增贡献。由于普五在深度调整期销量下滑约 25%，并非大幅度下滑，叠加仍处于品类、渠道理顺的过渡期，2015 年起销量增速相对平缓。而国窖在 2014 年销量仅剩 1000 吨左右，借助消费复苏趋势，2015 年起销量增速均为大双位数。

表 9、2015-2017 年高端酒量价贡献拆分

	价格增速			销量增速		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
飞天	0%	0%	0%	12%	17%	18%
普五	1%	12%	6%	5%	-2%	9%
1573	1%	8%	11%	75%	89%	50%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

该时期三大高端酒均经历了产品端、渠道端的改革，也为 2018-2019 年业绩保持较快的、稳健的增长奠定基础。

茅台：产品+渠道的双重变革。

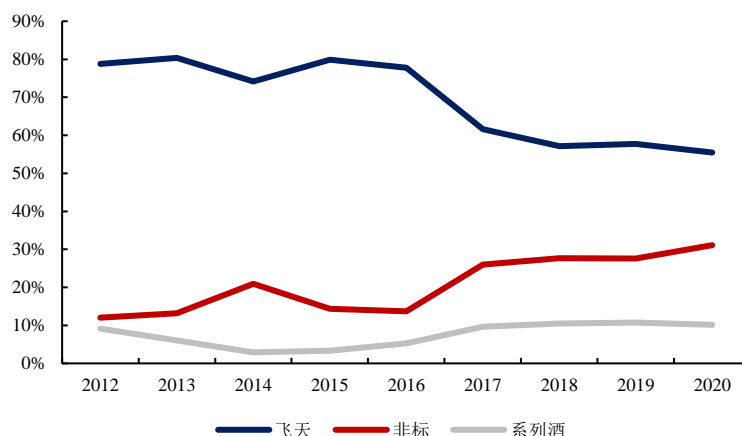
✓ **产品：**飞天不再是单一变量，非标占比持续提升。2016 年前，茅台约 80% 的收入来自大单品飞天。随着 2014 年起推出生肖酒、年份酒、定制茅台酒等超高端非标产品，完善产品结构，满足消费者差异化、个性化需求，2016 年起非标占比持续提升，也拉动了业绩的增长。目前茅台收入中飞天占比约 55%，非标占比约 30%，系列酒占比约 10%。

✓ **渠道：**2018 年下半年起大刀阔斧渠道改革，推进渠道扁平化。18Q4 减少茅

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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。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，同时加大自营店、商超卖场及电商等直销渠道投放量。

图 35、茅台收入结构拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

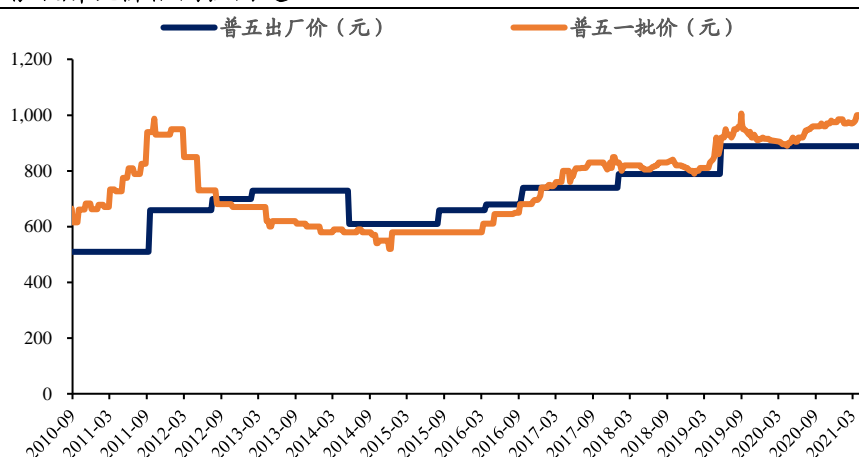
表 10、茅台经销商情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
国内经销商数量	3007	3215	3318	2987	2454	2415	2401	2377	2061	2051	2049	2046
增加	28	208	103	276		21	9			1	13	1
减少				607	533	60	23	24	316	11	15	4
- 茅台酒				437	39	60	23	15	29	5	7	4
- 系列酒				170	494			9	287	6	8	0
国外经销商数量	105	118	115	115	115	115	106	105	105	105	104	104

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

五粮液：2017 年李曙光上任，产品、渠道两手抓。产品端，明确五粮液“1+3”及系列酒“4+4”核心产品体系，成功导入八代，加强子品牌管理；渠道端，营销组织扁平化，推进数字化营销体系建设，控盘分利。通过改革，五粮液逐渐解决了价格倒挂的问题，目前站稳千元价格带，实现品牌复兴。

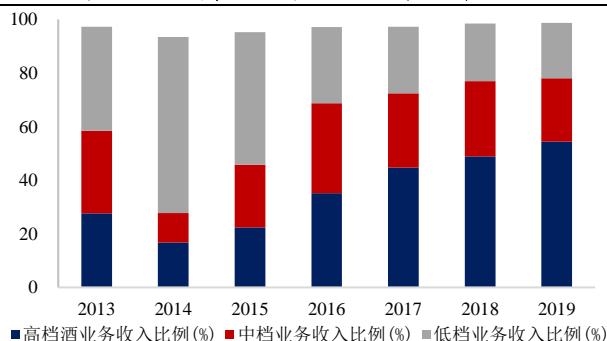
图 36、五粮液解决价格倒挂问题



资料来源：百荣酒价，兴业证券经济与金融研究院整理

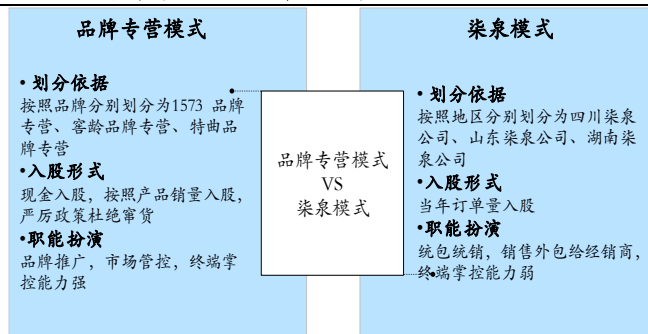
老窖：2015 年淼峰组合上位，改革井然有序落地。产品端，着力削减大量开发品牌与条码，形成以国窖、窖龄、特曲、头曲、二曲为主的“五大核心单品”战略，力争收复失地，重塑消费者品牌记忆。渠道端，在行业调整期，柒泉模式弊端被放大，终端管控力差，经销商销售积极性下降、流失严重。新管理层取消柒泉模式，建立国窖、窖龄、特曲三大品牌专营公司，大幅增加销售人员，渠道扁平化，提高对经销网络和终端市场的掌控力。

图 37、泸州老窖高端业务占比逐年上升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、柒泉模式、品牌专营模式对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3.2、次高端：2017 年起持续高增，2018-2019 年板块第一

2017 年为次高端高增的元年，其后两年收入增速均为板块第一。与上一轮白酒周期相似，高端价格上涨打开次高端空间，次高端龙头在消费升级趋势下显现量价齐升的成长属性。但此轮周期次高端酒企打法更加扎实，提价幅度较小，更多是通过放量抢占市场，如汾酒青花系列 2017 年起年化 35% 量增、大个位数价增，洋河梦系列年化 36% 量增、低个位数价增。

表 11、2015-2019 年次高端品牌量价贡献拆分

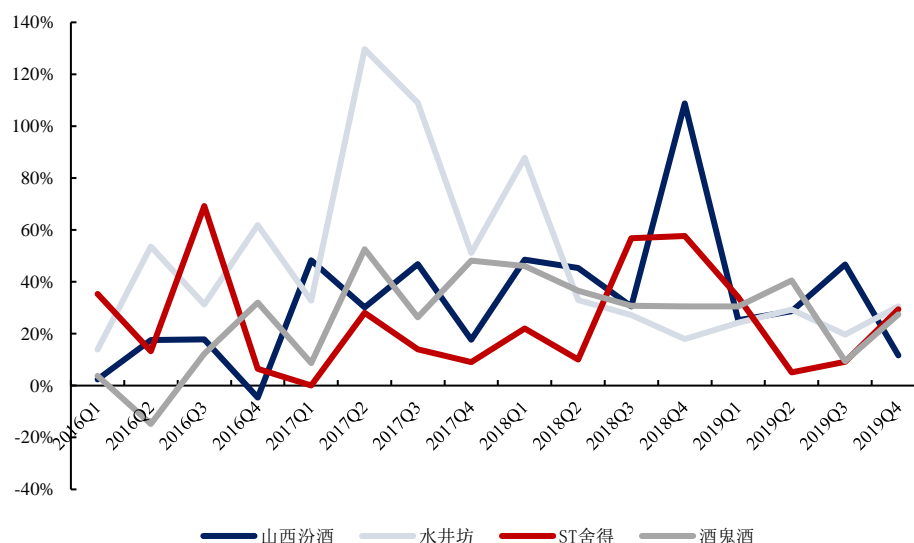
	销量提升					价格提升				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
汾酒：青花	35%	-2%	33%	50%	25%	-8%	5%	10%	8%	8%
洋河：梦之蓝	20%	31%	44%	50%	17%	1%	-1%	2%	7%	4%
今世缘：特 A+	8%	12%	35%	41%	55%	20%	12%	3%	1%	-5%
水井：高档酒	264%	94%	61%	31%	25%	-29%	-26%	7%	8%	0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

各次高端酒企背后的增长逻辑均有相似之处，即管理团队执行力增强、产品聚焦、渠道扁平，而内功修炼增强后的增长相较上一轮更具可持续性。

- ✓ **汾酒**：2017 年国改加速推进，6 月人事改革落地，汾酒活力不断释放。产品上，不断强化青花、玻汾系列的价格及市场运作。渠道上，省内积极开展渠道下沉和终端建设，省外积极引导经销商结构转型，减少团购经销商占比。2019 年 5 月股权激励方案正式落地，期间多次收购集团酒业资产实现整体上市，并最终如期完成经营目标，三年国改收官。2016-2019 年收入 CAGR 为 39%，净利润 CAGR 达 47%。
- ✓ **水井坊**：2015 年 10 月，有啤酒从业 26 年工作经验的范祥福上任总经理。产品上，降低价格带，2013 年推出 300 元价位的臻酿 8 号，2014 年将井台终端价从 800 元以上价格带下调至 400-500 价格带。渠道端，确定 5+5+5 核心市场、推行新总代模式、推动核心门店建设，不断优化影响模式，践行“动销为本”的营销理念。在大刀阔斧的改革下，业绩迅速恢复，2014-2019 年收入 CAGR 为 58%，净利润 CAGR 达 84%。
- ✓ **酒鬼酒**：2015 年中粮集团全面接管，进行了一系列改革。产品上，梳理品牌线，积极清理贴牌产品，聚焦内参、高度柔和红坛、精品酒鬼酒和 50 度酒鬼几个产品。渠道上，精耕下沉，挖深湖南本土市场，填补长株潭和湘西的县级以下城市的大量空白网点。2016-2019 年收入 CAGR 为 32%，净利润 CAGR 达 40%。
- ✓ **舍得**：2015 年 11 月天洋入主：产品上，砍掉上千款产品，聚焦打造智慧舍得、品味舍得和沱牌天特优等 5 大单品。渠道上，学习洋河采用“1+1”模式，推动渠道扁平化、营销精细化，经销商和终端网点数量快速扩张。2016-2019 年收入 CAGR 为 23%，净利润 CAGR 达 191%。

图 39、次高端酒企收入增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 12、次高端酒企改革措施

公司	管理层	产品聚焦	渠道扁平
山西汾酒	2014 年国企改革不断推进，2017 年签订任期目标责任书，6 月人事改革。2019 年 5 月股权激励方案正式落地，期间多次收购集团酒业资产实现整体上市，并最终如期完成经营目标，三年国改收官。	“抓两头带中间”，不断强化青花、玻汾系列的价格及市场运作。	省内积极开展渠道下沉和终端建设，继续推行省内百县千镇计划，销售人员考核方面增加经销商、客户开发等细分指标；省外积极引导经销商结构转型，减少团购经销商占比，增加有终端网络设备、销售团队优秀经销商占比，不断改善渠道单一的现状。2016 年推行新型总代模式：公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。同时，核心门店践行动销为本，数量大幅增长。
水井坊	2015 年 10 月，有啤酒从业 26 年工作经验的范祥福上任总经理。	降低产品价格带：2013 年推出 300 元价位的臻酿 8 号；2014 年将井台终端价从 800 元以上价格带下调至 400-500 价格带。	渠道下沉：挖深湖南本土市场，填补长株潭和湘西的县级以下城市的大量空白网点。
酒鬼酒	2015 年中粮集团全面接管。	梳理品牌线，清理贴牌产品，聚焦内参、高度柔和红坛、精品酒鬼酒和 50 度酒鬼几个产品。梳理产品结构，砍掉上千款产品，确定舍得聚焦次高端、沱牌主打大众酒，聚焦打造智慧舍得、品味舍得和沱牌天特优等 5 大单品，培育吞之乎和陶醉、沱小九三个品牌。	推动渠道扁平化、营销精细化，由大商变为一区一县一个经销商，经销商和终端网点数量快速扩张。
舍得	2015 年 11 月天洋入主，2019 年推股权激励。		

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

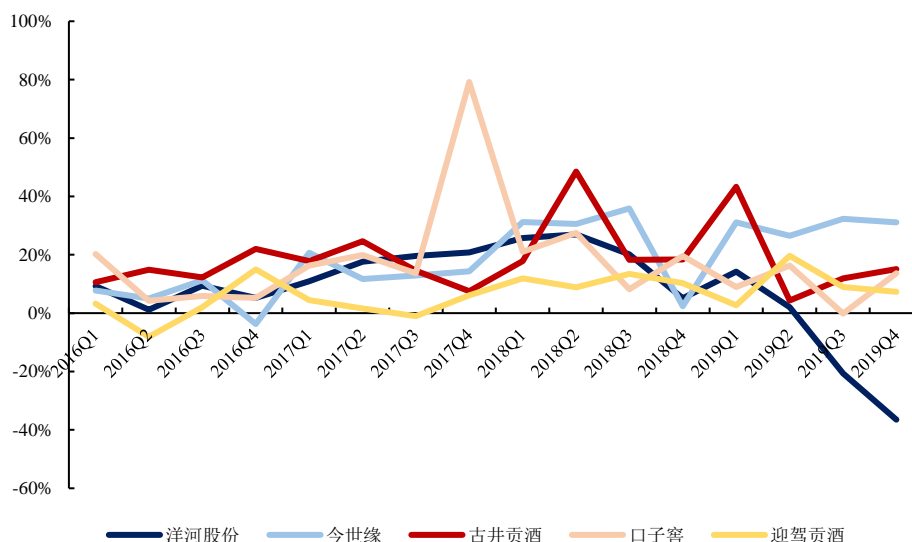
2.3.3、地产酒：2016 年增速相对较慢，2017 年起才逐渐步入双位数增长

虽然 2014 年洋河、古井是最先在行业深度调整期走出来的酒企，但其后的业绩表现相对平淡。洋河 2016 年上半年面对海天渠道利润下滑、库存高企等问题，主动调整省内市场，局部实施控货，因此 2016 年增速较低。2018 年起渠道利润再度

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

变薄，前期过度深度分销、加大河南山东等省外市场投入、企图用梦之蓝等高价位产品拉动增长，导致洋河虽然报表稳健但一直负重前行。而古井 2015-2017 年均保持 15% 左右的收入增速，三年利润复合增速 24%，相较次高端大几十乃至翻倍的业绩也相对逊色。

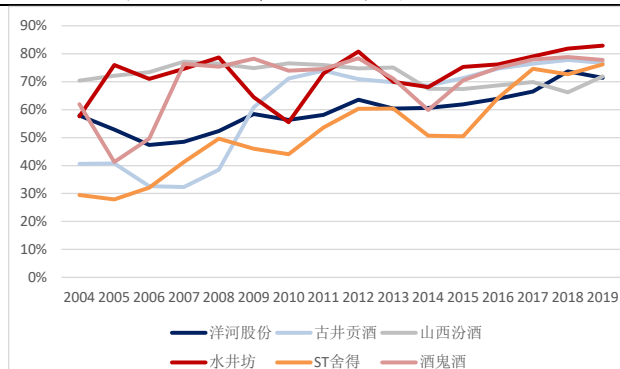
图 40、地产酒酒企收入增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

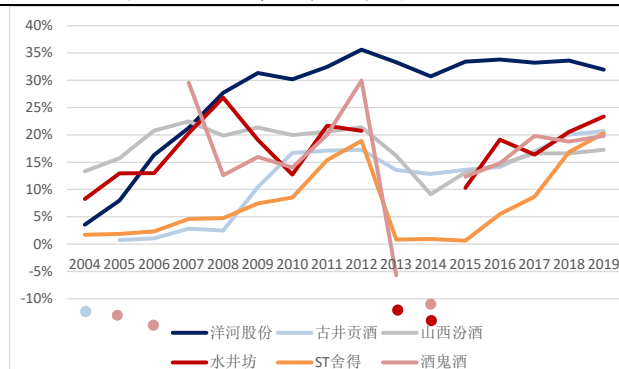
我们认为，地产酒在该阶段表现平平的主要原因在于：1) 苏酒、徽酒的强渠道力在应对行业深度调整时发挥一定保护功效，但也压抑了新一轮周期的复苏弹性。从盈利能力来看，该阶段洋河、古井净利率提升幅度远不如上一轮周期，也不如次高端酒企。2) 其原本攻城略地特有的武器（单品聚焦、渠道扁平）在被对手学习模仿，比如苏酒后起之秀今世缘 2018-2019 年收入增速在地产酒中位列第一。

图 41、地产酒和次高端毛利率情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、地产酒和次高端净利率情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

整体来看，通过 2015-2019 年的行业复盘，我们得出以下结论：

- ✓ 此轮周期属性弱化，流动性影响更为明显：2015-2017 年，白酒行业重新进入高景气时期，但期内地产、基建投资均处于下行，该时期带动白酒消费的主

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

要驱动力更多是棚改货币化伴生的流动性宽松；2018-2019 年，流动性收紧、基建低迷是白酒增长放缓的主要原因。

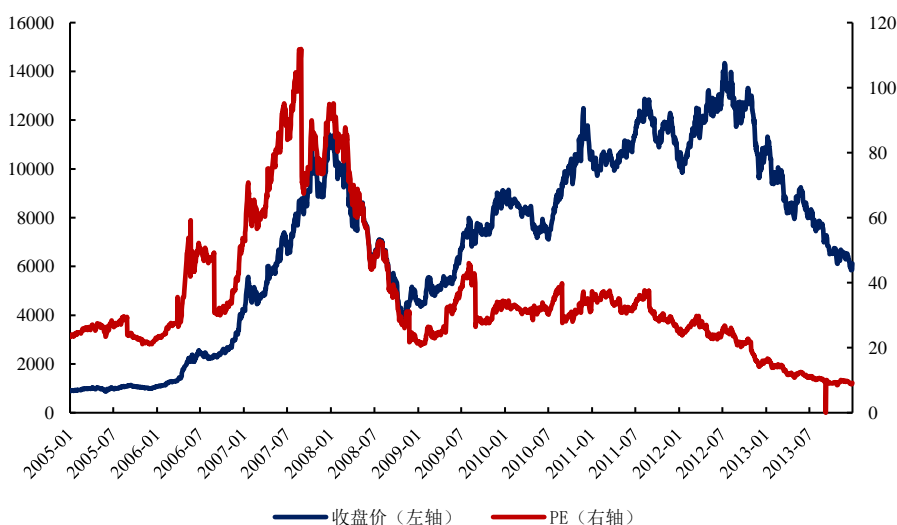
- ✓ **消费结构转变为大众消费：**政务消费从 40%降至 5%，个人消费占比由 18%大幅提升至 45%，商务消费扩大至 50%，消费需求更加坚实，品牌品质诉求成为趋势。
- ✓ **行业进入挤压式增长，品牌集中度提升：**2013 年之后行业结束总量扩张，2015 年之后高端和次高端价位的龙头酒企增速长期领先于行业整体，集中度在提升。
- ✓ **2015 年起演绎顺次：**1) 高端酒 2015 年起恢复，2016-2017 年加速增长，持续引领行业；2) 次高端同样 2015 年起复苏，2017 年起持续高增，2018-2019 年收入增速均为板块最快；3) 中档地产酒 2016 年增速相对较慢，2017 年起才逐渐步入双位数增长，其净利率提升幅度远不如上一轮周期，单品聚焦、渠道扁平等武器在被对手学习模仿。

3、复盘两轮周期股价表现，与基本面呼应、顺次上涨

3.1、2003-2012 年：高端-地产酒-次高端顺次接力

上一轮白酒周期股价复盘：1) 2005-2007 年，白酒黄金十年上半场，板块业绩估值双升。2) 2008 年，金融危机下业绩增速放缓，估值下挫至 20 倍左右。3) 2009 年，四万亿投资后政商消费大幅增长，行业全面繁荣，再度迎来戴维斯双击。4) 2011 年起，板块估值下行，但白酒仍处于景气周期，业绩高增长支撑股价上涨。5) 2012 年的三公禁令和塑化剂事件最终使白酒泡沫破裂，业绩估值双杀，此轮周期告终。

图 43、2005-2013 年白酒板块股价和估值走势



资料来源：Wind，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

表 13、白酒各子板块 2003-2012 年股价增幅概览

股价涨幅	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
高端	8.4%	35.3%	26.1%	272.1%	171.8%	-60.6%	87.5%	8.1%	4.2%	-0.9%
贵州茅台	9.7%	87.5%	49.4%	285.1%	161.9%	-52.7%	56.2%	8.3%	15.6%	8.1%
五粮液	15.9%	19.7%	8.4%	214.7%	178.7%	-70.7%	137.3%	9.4%	-5.3%	-13.9%
泸州老窖	-17.4%	-13.0%	21.9%	504.7%	190.1%	-60.4%	114.5%	4.8%	-8.8%	-4.8%
中档地产酒	-14.4%	-17.2%	-2.7%	192.2%	62.1%	-68.1%	274.7%	89.7%	5.7%	-2.8%
山西汾酒	8.3%	-9.4%	33.8%	285.9%	18.7%	-70.5%	295.7%	59.6%	-7.9%	32.0%
洋河股份								96.5%	15.2%	-13.1%
古井贡酒	-32.9%	-28.5%	-29.7%	85.8%	215.7%	-66.4%	327.2%	136.6%	16.3%	-18.4%
金种子酒	-25.7%	-22.6%	-43.9%	61.6%	146.6%	-60.7%	356.4%	155.8%	-28.6%	28.9%
伊力特	-11.0%	-15.3%	-12.9%	81.1%	164.3%	-66.3%	156.9%	18.4%	-41.3%	66.1%
次高端	-19.0%	4.1%	-27.2%	178.4%	139.1%	-67.5%	142.3%	12.8%	-4.4%	26.8%
水井坊	-21.2%	58.4%	-41.1%	218.2%	115.0%	-60.3%	104.6%	-3.1%	-5.1%	-8.0%
ST 舍得	-6.1%	-30.1%	-0.3%	48.1%	188.2%	-65.5%	192.2%	28.3%	-21.8%	73.2%
酒鬼酒	-28.3%	-32.2%	-14.8%	282.6%	157.4%	-80.7%	210.4%	30.8%	15.6%	39.5%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

子板块股价演绎来看：

- ✓ **2003-2007 年：高端领涨。**在经济和投资驱动，以茅五老窖为代表的高端酒收益率远超市场和其他品种，2008 年的调整幅度也相对较小。主要原因在于：1) 2003 年起高端酒业绩率先稳步增长，而古井、水井坊、酒鬼酒等地产酒和次高端尚处于亏损阶段；2) 2005 年前茅台、五粮液估值偏低，大多时候处于 20 倍以下，而其品牌和产品相较其他白酒已有绝对竞争优势，业绩增长空间大，估值性价比极高，老窖则在 1573 放量后消化估值。
- ✓ **2009-2011 年：四万亿落地后经济恢复，中档地产酒迅速崛起，股价爆发式增长。**由于汾酒此前估值相对较低，2008 年末仅 19 倍，因此在板块高景气及自身管理团队和产品体系理顺后，业绩高增，估值也大幅提升。而古井自 2015 年以来估值一直偏高，一度超过 200 倍，给予高成长逻辑高估值，在产品结构大幅改善、渠道优势显现下业绩及盈利能力逐步兑现，估值逐步消化到 30 多倍，因此古井更多的是赚业绩增长的钱。此外，高端酒在这一阶段表现相对稳定，2009 年估值随板块修复拉升至 35 倍左右，其后靠业绩增长支撑股价小幅上行。
- ✓ **2011-2012 年：次高端价格带形成后接力冲刺，完成最后的超额收益。**酒鬼、舍得在行业泡沫化下业绩年化翻倍以上增长，刺激股价大幅上涨。

表 14、白酒各子板块 2003-2017 年估值概览

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	水井坊	ST 舍得	酒鬼酒	山西汾酒	古井贡酒
2003 年初	11.6	17.9	95.7		156.8		62.2	
2003 年末	13.1	21.6	82.4		154.6		67.9	
增幅	13.0%	20.4%	-13.9%		-1.4%		9.2%	
最大	13.1	22.2	117.6		198.8		73.3	
最小	10.8	17.3	79.2		148.4		62.2	
2004 年末	17.6	21.9	75.8	48.6	94.6	162.2	29.2	
增幅	34.1%	1.7%	-8.1%		-38.8%		-57.0%	
最大	19.1	26.0	117.0	56.4	177.4	302.8	38.6	
最小	9.3	18.4	74.9	31.4	94.6	162.2	25.6	
2005 年末	19.2	24.9	79.1	25.9	88.5		26.3	162.6
增幅	9.6%	13.4%	4.4%	-46.7%	-6.4%		-10.0%	
最大	21.5	28.2	98.7	42.6	102.5		28.0	237.4
最小	12.8	22.4	61.0	21.6	71.9		18.3	95.6
2006 年末	53.7	53.1	68.5	63.0	96.4		51.5	115.3
增幅	178.8%	113.4%	-13.4%	143.5%	8.9%		95.9%	-29.1%
最大	53.7	53.1	68.5	67.7	104.8		52.8	128.8
最小	13.5	15.6	10.7	16.3	62.4		13.1	63.4
2007 年末	76.7	117.5	82.8	68.4	134.0	134.7	44.3	143.3
增幅	42.9%	121.4%	21.0%	8.7%	39.0%		-13.9%	24.2%
最大	76.7	131.9	84.5	69.2	162.7	149.6	55.4	186.2
最小	28.3	42.3	25.7	31.4	46.5	52.4	34.3	44.9

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 15、白酒各子板块 2009-2012 年估值概览

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	水井坊	ST 舍得	酒鬼酒	山西汾酒	洋河股份	古井贡酒
2009 年末	37.2	37.0	32.5	34.9	103.9	86.4	52.4	40.9	49.7
增幅	37.6%	32.4%	62.3%	100.2%	125.4%	118.5%	173.3%		5.4%
最大	38.8	37.7	33.2	34.9	122.1	89.9	54.2	42.3	50.2
最小	21.8	16.1	14.5	17.5	37.0	28.8	13.8	31.6	12.0
2010 年末	34.4	29.9	25.9	46.1	93.8	83.2	60.0	45.7	52.5
增幅	-7.5%	-19.3%	-20.5%	32.0%	-9.8%	-3.7%	14.6%	11.7%	5.6%
最大	40.4	35.2	30.3	58.9	114.8	96.3	71.7	57.1	59.0
最小	23.5	20.3	17.4	37.6	44.9	39.6	31.6	20.8	22.2
2011 年末	22.9	20.2	17.9	32.1	28.7	39.7	35.0	28.9	33.8
增幅	-33.4%	-32.4%	-30.8%	-30.3%	-69.4%	-52.3%	-41.6%	-36.9%	-35.6%
最大	25.7	24.9	23.7	38.6	42.2	48.6	49.3	33.9	42.2
最小	18.4	18.9	17.7	29.7	27.7	26.5	29.9	22.4	26.1
2012 年末	16.3	10.8	11.3	28.0	26.3	21.5	27.2	16.4	21.5
增幅	-28.8%	-46.7%	-37.0%	-12.7%	-8.6%	-45.8%	-22.4%	-43.2%	-36.3%
最大	20.5	14.7	14.6	45.8	35.7	39.6	29.6	26.9	32.5
最小	13.8	9.3	9.8	23.3	13.9	13.5	16.6	15.3	15.6

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、2015-2019 年：高端持续领涨，次高端 2017 年爆发

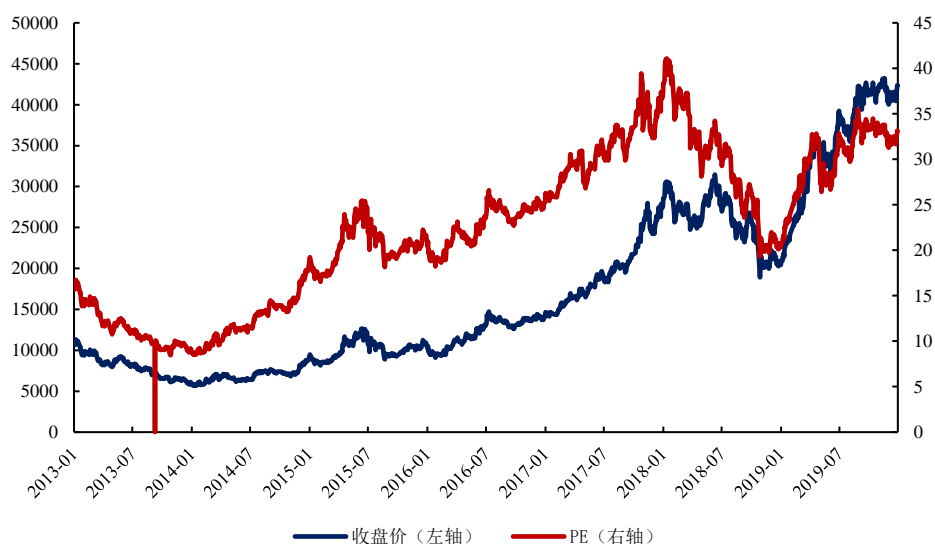
2015-2019 年白酒周期股价复盘：1) 2015-2017 年，白酒板块业绩企稳回升，2015 年恢复正增长，景气度持续上行，叠加流动性宽松，估值大幅提升，从 20 倍中枢

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 31 -

一度突破 40 倍。2) 2018 年, 流动性收紧, 下半年白酒业绩增速放缓, 叠加贸易摩擦, 估值迅速回落。3) 2019 年, 行业呈现结构性繁荣, 次高端及以上产品消费韧性凸显, 名酒涨价潮下业绩估值双升。

图 44、2013-2019 年白酒板块股价和估值走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 16、白酒各子板块 2014-2019 年股价增幅概览

股价涨幅	2014	2015	2016	2017	2018	2019
高端	47.9%	27.2%	43.6%	113.8%	-21.8%	113.3%
贵州茅台	62.5%	26.6%	53.1%	108.7%	-15.4%	100.5%
五粮液	37.3%	26.9%	26.4%	131.7%	-34.9%	161.4%
泸州老窖	1.3%	32.9%	21.7%	108.9%	-38.4%	113.2%
次高端	13.7%	2.3%	24.3%	113.9%	-39.4%	113.3%
山西汾酒	18.6%	-15.8%	29.8%	127.8%	-38.5%	157.6%
水井坊	-4.1%	30.4%	50.0%	144.9%	-32.3%	63.4%
ST 舍得	23.9%	22.9%	-1.3%	106.5%	-51.1%	31.4%
酒鬼酒	3.8%	22.1%	14.6%	33.6%	-41.7%	124.3%
中档地产酒	80.8%	18.5%	-3.4%	47.2%	-18.4%	44.5%
洋河股份	93.0%	21.4%	3.0%	62.9%	-17.6%	16.7%
今世缘		20.3%	-2.2%	18.2%	-6.6%	125.8%
古井贡酒	60.3%	2.1%	23.3%	43.3%	-16.3%	141.0%
口子窖			-25.2%	43.3%	-23.8%	56.6%
迎驾贡酒			-27.7%	-18.4%	-19.8%	41.2%
伊力特	12.6%	19.3%	-1.1%	61.6%	-44.4%	23.0%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

子板块股价演绎来看:

- ✓ **高端: 2015 年起持续领涨板块。**行业深度调整阶段高端酒估值一度回落到 10 倍左右, 整体性价比凸显, 随着 2015 年业绩弱复苏到 2016 年起连续两年加速增长, 估值快速提升至 30-35 倍。高景气的 2017 年茅五泸均是翻倍以上的涨幅。其后经历 2018 年的股价回调后, 2019 年再度实现戴维斯双击。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- ✓ **次高端：2017、2019 年股价均是翻倍以上增长，媲美高端。**次高端在 2017 年的爆发是行业结构性繁荣的印记，叠加次高端酒企自身内功修炼的提升，业绩高增、利润率改善持续兑现，市场对于长期成长性愿意给予汾酒、酒鬼酒稳定的、高于高端酒的估值。
- ✓ **地产酒：2015 年起股价表现偏弱。**洋河、古井率先走出行业低谷，因此 2014 年股价领涨。但 2015 年起的复苏过程中，业绩表现相对平淡，净利率提升幅度远不如上一轮周期，从而是股价涨幅最低的子板块。

表 17、白酒各子板块 2015-2019 年估值概览

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	水井坊	ST 舍得	酒鬼酒	洋河股份	今世缘	古井贡酒	口子窖	迎驾贡酒
2015 年末	17.7	16.8	25.8	32.0	70.7	1,083.1	65.7	19.3	24.6	23.4	42.6	44.9
增幅	25.3%	19.9%	-20.6%	-42.5%		130.8%		2.0%	13.4%	-14.9%		
最大	21.1	20.2	32.3	47.0	91.1	1,488.7	77.0	22.5	36.2	29.7	49.6	74.7
最小	12.8	12.5	17.3	23.2	40.9	559.8	52.3	14.0	17.6	16.9	22.8	25.6
2016 年末	25.1	19.3	24.0	35.8	41.5	95.1	61.4	18.3	21.8	24.9	24.6	25.2
增幅	42.0%	15.1%	-7.0%	11.7%	-41.3%	-91.2%	-6.5%	-5.2%	-11.1%	6.4%	-42.2%	-43.8%
最大	25.4	21.3	25.8	35.9	43.5	112.7	77.3	20.1	27.3	27.9	31.0	32.8
最小	14.8	12.6	14.4	21.2	20.0	62.7	37.6	14.8	16.2	14.9	21.6	21.1
2017 年末	32.4	31.3	37.8	52.3	68.2	109.6	50.6	26.2	21.7	25.8	24.8	21.1
增幅	28.9%	62.5%	57.4%	46.0%	64.1%	15.3%	-17.6%	43.2%	-0.5%	3.5%	0.8%	-16.4%
最大	33.4	32.2	40.4	55.8	73.7	117.5	58.4	27.6	24.4	29.0	29.3	27.3
最小	15.5	13.6	18.0	22.5	26.5	53.0	30.7	15.4	16.5	17.5	17.1	20.4
2018 年末	21.1	14.8	17.1	20.7	26.7	22.5	23.3	17.6	15.8	14.6	13.7	14.5
增幅	-34.9%	-52.9%	-54.8%	-60.4%	-60.8%	-79.5%	-53.9%	-32.7%	-27.3%	-43.3%	-44.7%	-31.3%
最大	28.5	26.0	30.8	39.6	47.8	49.7	42.7	27.8	26.3	26.1	25.8	21.7
最小	18.7	13.8	15.0	18.6	21.8	18.7	21.5	15.7	14.6	14.5	12.5	13.0
2019 年末	36.1	29.7	27.4	40.3	30.6	19.9	38.9	22.6	28.2	28.5	19.2	17.1
增幅	71.3%	101.1%	60.1%	94.9%	14.6%	-11.6%	66.8%	28.2%	78.2%	94.8%	39.5%	18.2%
最大	37.6	31.6	30.9	44.4	35.3	22.4	46.5	27.3	29.2	28.5	23.2	20.7
最小	18.0	10.9	12.0	14.8	17.1	14.4	16.9	18.1	11.8	11.2	11.3	11.6

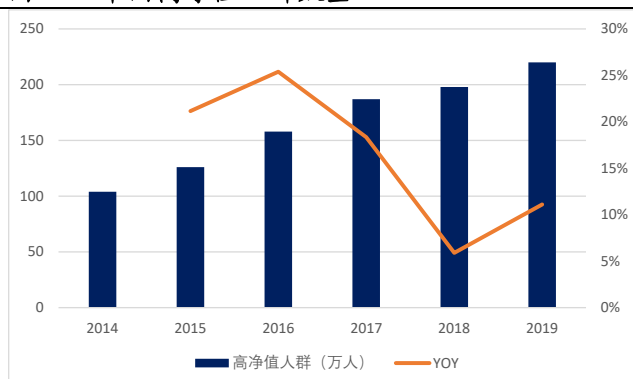
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4、两轮周期相似不相同，2020 年为脉冲加速分化

4.1、价格竞争为本轮周期的核心

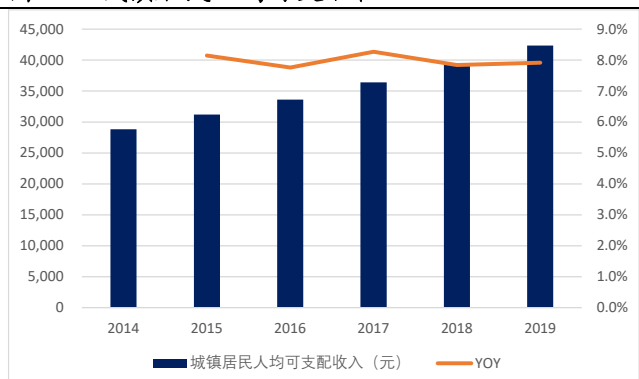
通过两轮周期复盘来看，上一轮周期是消费人群扩大带来的量增，而本轮周期是消费升级带来的结构调整。2013 年前白酒行业消费人群在持续扩容，2004-2012 年行业产销量年化复合增速高达 18%。而三公禁令带来行业的深度调整，其后行业结束总量扩张，2017 年起进入产量下滑通道，其背后是主流白酒消费群体数量稳定但消费升级带来结构调整。2014-2019 年中国高净值人群保持年化 16% 的增长，城镇居民人均可支配收入也保持着 8% 的年化增速。

图 45、中国高净值人群数量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、城镇居民人均可支配收入



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

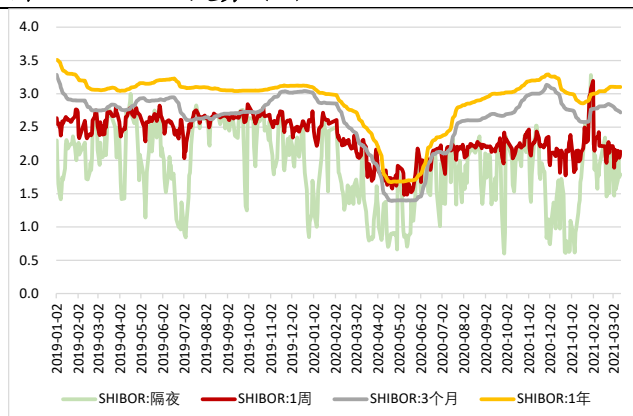
2020 年疫情的扰动是一次脉冲，加速财富的分化。货币超发和低利率环境推高全球金融资产价格，比特币 2020 年涨幅超过 300%，股市、房价等也均实现了高回报，拥有更多资产的高净值人群身价水涨船高。2020 年中国整体也处于流动性宽松阶段，央行极为频繁的降息、降准，对无风险利率有着较高解释作用的 SHIBOR 系列利率及短期中债国债的到期收益率总体上也在波动下降，资产的财富效应加速分化。

表 18、2020 年全球各类资产价格涨幅

资产	涨幅	资产	涨幅
比特币	305.3%	上证指数	13.9%
创业板	65.0%	中国国债	9.4%
纳斯达克	26.0%	美国国债	8.2%
黄金价格	24.9%	上海二手房价	6.3%
标普 500 指数	16.3%	英国房产均价	5.2%
美国房产均价	14.8%	东京二手房价	4.8%

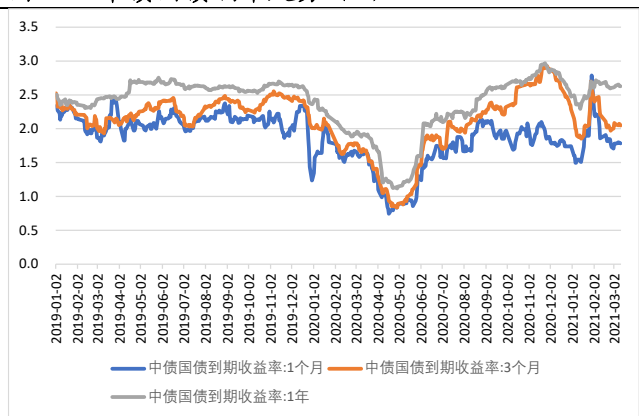
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、SHIBOR 走势 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、中债国债利率走势 (%)



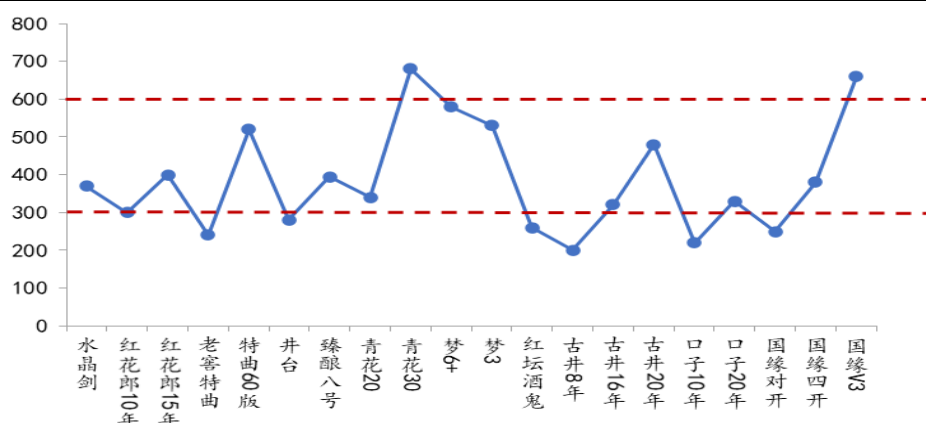
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

结构升级及财富效应下，本轮白酒周期以价格竞争为矛。2015 年起行业逐渐复苏，2016、2017 年社会库存逐步出清，原本的库存周期对行业景气度的解释力度逐渐减弱，现阶段白酒行业的观测指标已从库存转向价格。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- ✓ **消费持续升级推动高端酒价格持续上涨。**茅台批价从 2016 年的 800-900 元一路上涨至当前稳定在 3000 元以上。五粮液通过八代成功上市、渠道改革带动普五批价逐步站稳千元价格带，也解决了渠道价格倒挂问题。而普五的价格上涨给国窖带来涨价空间，批价从 2016 年的 600 元提升到当前的 900 元。
- ✓ **次高端品牌纷纷卡位价格带持续升级。**当前次高端价格区间普遍在 300-500 元之间，而普五站稳千元价格带后将进一步打开次高端价格天花板。其中洋河战略调整卓有成效，M6+率先站稳 600 元价格带，青花 30、四开、M3 等也相应实现价格升级。

图 49、次高端战场向 600 元价格带转移（元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、2020 年疫情冲击下板块已然分化

2020 年受疫情扰动，白酒各子板块业绩表现分化，高中低档白酒体现出不同的抗风险能力。

- ✓ **受疫情影响严重的 20H1：**从消费场景来看，高端酒以送礼需求为主，20 年春节前完成部分消费，节后相对淡季影响较小。疫情冲击最严重的是次高端和中档酒，商务宴请、大众聚饮、走亲送礼等消费场景缺失严重。从动销恢复来看，高端酒凭借品牌力和渠道力率先复苏，6 月动销已恢复至 70%左右，而次高端由于消费场景依旧受限，仅恢复至 50%左右。反映到业绩表现上来看，高端酒上半年基本稳健增长，次高端及地方龙头承压明显。但其中仍有表现亮眼的，如汾酒、酒鬼酒、今世缘等能维持小幅下滑乃至双位数增长，舍得自 Q2 起也逐步恢复较快增长。
- ✓ **中秋旺季需求回补的 20H2：**压抑的需求得到明显释放，家宴婚宴回补明显，终端动销好于预期，库存低，名酒旺季普遍双位数增长，二三线白酒计划逐渐回补。次高端需求恢复的弹性较大，Q3 起业绩增速板块第一，而地产酒大多反应稍慢，Q4 业绩环比改善显著。同时，提价、产品结构改善、疫情下费用投放收窄等因素使利润端的弹性远高于收入端。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 35 -

表 19、白酒各子板块 2020 年业绩概览

收入增速	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	利润增速	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
高端	11.0%	8.9%	10.9%	13.0%	高端	17.1%	10.5%	11.9%	19.1%
贵州茅台	12.5%	8.8%	7.2%	12.1%	贵州茅台	16.7%	8.9%	6.9%	19.7%
五粮液	15.1%	10.1%	17.8%	13.6%	五粮液	19.0%	10.2%	15.0%	14.1%
泸州老窖	-14.8%	6.2%	14.5%	16.4%	泸州老窖	12.7%	22.5%	52.6%	40.6%
次高端	-7.4%	-2.5%	25.4%	27.1%	次高端	21.2%	-13.9%	62.8%	67.5%
山西汾酒	2.0%	19.0%	26.4%	31.5%	山西汾酒	39.6%	21.6%	69.3%	165.7%
水井坊	-21.6%	-90.1%	18.9%	19.3%	水井坊	-12.6%	-172.6%	33.1%	22.7%
ST 舍得	-42.0%	18.8%	18.4%	19.9%	ST 舍得	-73.5%	62.0%	24.9%	8.2%
酒鬼酒	-9.7%	12.9%	56.4%	28.5%	酒鬼酒	32.2%	6.4%	419.0%	39.3%
中档地产酒	-18.1%	-10.8%	8.4%	17.0%	中档地产酒	-12.2%	-8.3%	9.8%	30.1%
洋河股份	-14.9%	-18.6%	7.6%	9.0%	洋河股份	-0.5%	-10.4%	14.1%	23.0%
今世缘	-9.4%	3.8%	21.0%	22.2%	今世缘	-9.5%	1.9%	32.7%	54.3%
古井贡酒	-10.6%	-3.5%	15.1%	26.1%	古井贡酒	-18.7%	-16.5%	3.9%	58.1%
口子窖	-42.9%	-25.1%	6.8%	18.5%	口子窖	-55.4%	-30.5%	-5.9%	21.3%
迎驾贡酒	-33.5%	-17.3%	12.4%	23.6%	迎驾贡酒	-34.1%	9.4%	27.8%	26.6%
伊力特	-70.4%	51.8%	-36.1%	-4.4%	伊力特	-94.4%	163.1%	-44.1%	-20.7%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 20、白酒各子板块 2020 年股价概览

股价涨幅	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
高端	-8.4%	35.1%	20.1%	25.6%
贵州茅台	-6.1%	31.7%	14.1%	19.7%
五粮液	-13.4%	48.5%	29.1%	32.1%
泸州老窖	-15.0%	23.7%	57.5%	57.5%
次高端	-6.9%	66.7%	24.3%	85.2%
山西汾酒	0.5%	60.8%	36.7%	89.4%
水井坊	-16.8%	45.0%	3.3%	28.7%
ST 舍得	-24.1%	63.8%	-16.3%	173.0%
酒鬼酒	-20.6%	168.9%	7.6%	90.0%
中档地产酒	-20.9%	29.7%	17.9%	59.9%
洋河股份	-24.1%	25.4%	18.9%	88.8%
今世缘	-14.0%	41.3%	11.6%	29.2%
古井贡酒	-15.4%	32.1%	38.1%	25.0%
口子窖	-24.7%	23.1%	-0.4%	35.8%
迎驾贡酒	-18.8%	34.6%	-6.8%	72.0%
伊力特	-18.6%	49.2%	-6.9%	65.3%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从股价表现来看，次高端汾酒、酒鬼酒领涨，延续 2017 年以来的强势表现。汾酒增速亮眼、全国化预期强化，酒鬼酒内参高增，两者 2020 年的收入利润增速是板块前二，带动股价大幅上涨 300%+。此外，高端酒在稳健的业绩下实现了全年 80%+ 的涨幅，地产酒 Q4 顺次接力，同样涨幅亮眼。

5、推演：2021 年投资逻辑将顺次向次高端和地产酒倾斜

根据上一轮白酒周期复盘及本轮周期演绎进程，判断 2021 年投资逻辑将顺次向

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 36 -

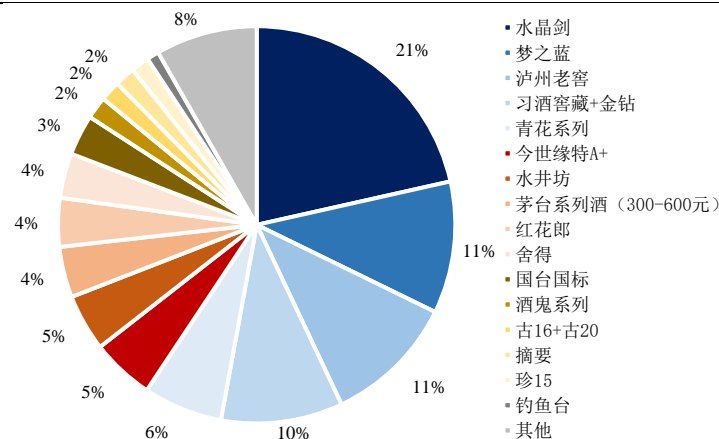
持续价格竞争的次高端和地产酒倾斜，预计次高端将延续 2017 年以来的强劲业绩表现，地产酒则有望加入板块结构性繁荣趋势，在省内消费升级叠加省外扩张下确定性及成长性强。

5.1、次高端：持续享受行业扩容红利

二三线成长性凸显，次高端延续扩容趋势。随着消费升级趋势、高端酒持续涨价、M6+站稳 600 元价格带进而打开次高端价格天花板，次高端赛道存在放量提价空间，扩容趋势并没有因为疫情而终止，整体成长性仍属于白酒中增速最快的子板块，预计规模将扩容至千亿以上，未来三年复合增速近 20%。从 2020 年下半年起次高端板块收入利润的增速位列第一，除了汾酒和酒鬼酒持续高增外，水井和舍得也实现了连续两个季度收入接近 20% 的增速。2021 年春节旺销表现再次证明次高端高成长是可持续的、板块性的，不单单是低基数的高增长。

浓酱竞相争艳，并非一支独好。以河南地区为例，虽然酱酒在当地十分火热，但渠道跟踪显示，水井动销良好、渠道库存低、核心大单品价格体系稳步提升，预计超额完成 21 财年的目标。同时，在江苏、安徽等浓香强势区域并未看到酱酒威胁性的攻势。这意味着浓香次高端也同时享受行业扩容红利，在与酱酒进行竞争时并非很被动。我们认为浓香型名优品牌酒构筑的“厂商-渠道-消费者”价值分配体系是很稳定的，能够抵挡酱酒的非理性冲击，浓酱将共同享受行业的结构性繁荣。

图 50、次高端价格带竞争格局（300-800 元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

具体标的来看：

- ✓ **汾酒**：近年来青花高增、省外突破，业绩弹性持续兑现。汾酒作为老四大名酒、清香龙头品牌力毋庸置疑，当前契合行业发展推出青花复兴版，有望进一步拔高品牌力，真正实现汾酒复兴立足长远发展。
- ✓ **酒鬼酒**：2019 年起内参快速放量推动高弹性增长，内参销售公司模式、中粮

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

系管理层、内参酒高端品牌协同有望持续强化公司增长势能，“十四五”规划力争突破 30 亿、跨越 50 亿、争取迈向 100 亿，成长性值得期待。

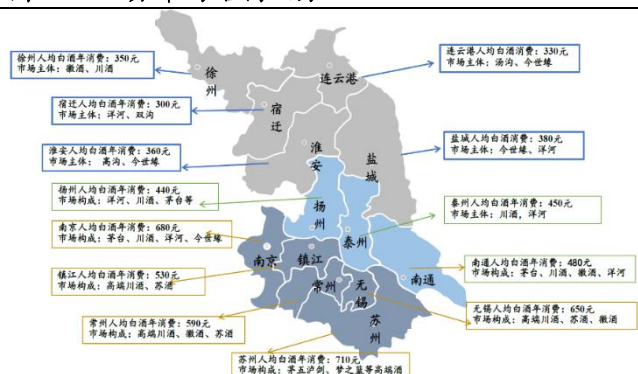
- ✓ **水井坊：**疫情后灵活调整渠道政策，20H2 起收入恢复近 20% 增长，21Q1 八号、井台所在的次高端价格带春节销售超预期。预计水井有望凭借品牌、品质及渠道网络的积淀，在高成长的次高端价格带稳占一席之地。
- ✓ **舍得：**随着 2019 年股权激励落地，2020 年底复星入主赋能，治理结构不断完善。产品上，品味舍得、智慧舍得卡位次高端价格带，有望借助行业扩容趋势实现高增长；同时，凭借充足的老酒储备和上乘的品质优势，差异化老酒战略有望成为全新的增长动力。

5.2、苏酒：竞合共成长

预计十四五期间，江苏省内白酒市场仍有百亿扩容空间。江苏省作为中国白酒最强 α 市场，人口多、收入高、消费档次高，并且有优秀企业不断引领消费升级。目前江苏市场结构差异较大，相较于具备强大消费能力的苏南，苏中、苏北的消费潜力有待释放，未来将接棒苏南，推动中档以上价位带快速扩容。预计省内白酒市场规模有望从 2019 年的 430 亿元左右增加到 2025 年的 520 亿元左右，尚有百亿的扩张空间。

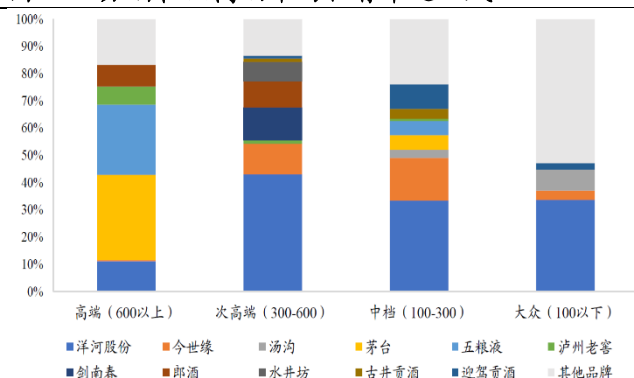
两家苏酒龙头占据近 4 成份额，仍有市占率提升空间。洋河（含双沟）全省市占率近 30%，今世缘（含高沟）全省市占率约 9%。其中，次高端、中档价位带中，两者合计占比近 5 成；大众价位带中，两者合计占比近 4 成（计入汤沟，占比近 5 成）；高端价位中，茅台、五粮液具备绝对优势，苏酒占比仅 10%（主要系梦之蓝 M9、手工班贡献）。目前江苏大众、中档、次高端等价位带 CR3 在 65%-45% 之间，参照高端价格带 CR3 约 70%，我们认为江苏次高端及以下价位带集中度仍有提升的可能性。

图 51、江苏市场结构细分



资料来源：微酒，酒业家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、苏酒在次高端市场占有率近 4 成



资料来源：微酒，酒业家，兴业证券经济与金融研究院整理

苏酒是竞合而并不是此消彼长的区域酒竞争逻辑。洋河作为全国化产品，品牌战略向上延伸提升苏酒品牌力、打开价格天花板，区域战略向外拓展为苏酒走出去

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

提供范例，同时差异化竞争下的良好竞争环境洋河、今世缘仍有望实现共赢。

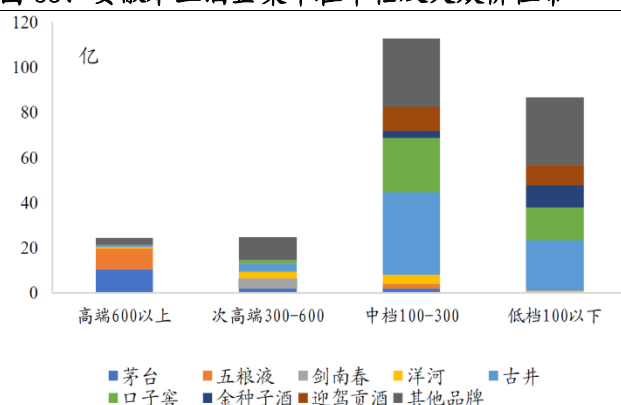
- ✓ **今世缘**：2020 年面对疫情四开依旧保持增速 20%+、V 系放量增速 80%+，21Q1 渠道反馈延续高增态势，未来 V 系带来利润高弹性，省外打开想象空间，业绩高增长可期。
- ✓ **洋河**：梦 6+成功站稳 600 元价格带、水晶版梦 3 站稳 400 元价格带，梦系列有望延续超预期表现，同时新任管理层锐意进取，预期激励方案有望快速推进，高质量蜕变后成长新周期值得期待。

5.3、徽酒：把握结构性机遇

2019 年安徽市场规模约 255 亿元，预计未来有望达到 300 亿元，省内企业发展空间充足。安徽市场消费升级持续，合肥宴席标准由 100-200 元上移至 200-300 元，古井 8 年、16 年及口子 10 年、20 年已经逐步替代古井献礼、口子 5/6 年，成为当地的主流消费用酒。预计未来合肥周边、皖南、皖北地区将依次释放消费潜力，中档以上价位，尤其是次高端价位带将快速扩容，年化双位数增长，徽酒将呈现结构性繁荣。

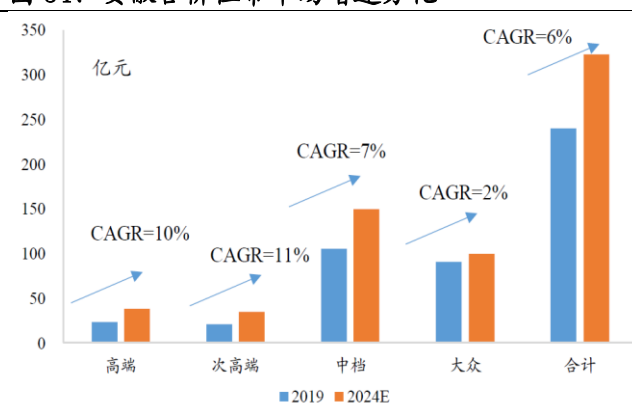
本土酒企强势，合计市场份额超过一半。古井贡酒及口子窖在当地市场占有率分别达到约 25%、16%，除古井、口子外，还有涡阳高炉家、阜阳文王贡及金种子酒、六安迎驾贡及宣城宣酒等地区名酒。本土酒企具备绝对优势，主要体现在中档以下价位中：100-300 元价位中，口子 5 年/6 年、古井 5 年/8 年及迎驾洞藏系列市场认可度最高，其中古井、口子合计市占率超过 5 成；100 元以下价位中，古井献礼、迎驾金/银星系列及口子美酒等产品认可度最高，其中古井、口子及迎驾合计市占率约 4 成。

图 53、安徽本土酒企集中在中档及大众价位带



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、安徽各价位带市场增速分化



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

徽酒中古井品牌势能持续释放，新百亿可期。古井拥有名酒基因和强势的渠道管控能力，省内品牌势能将继续释放；近年来古 8 以上快速放量，产品结构上行将推动盈利能力持续改善；全国化之路已开启，省外收入占比有望持续提升，中长期目标 5:5 来达成 200 亿目标。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

6、投资建议

从过去的白酒周期复盘来看，行业发展和股价演绎存在内在的逻辑。

- ✓ **在 2003-2012 年的周期中：**由于次高端价格带成形尚晚，因此演绎顺次是高端业绩率先增长，其后是中档地产酒迅速崛起，在周期尾声次高端价格带最终确立后迎来了最后的繁荣，而股价走势也和基本面演变吻合。
- ✓ **从 2015 年起的这一轮周期中：**同样是高端在 2016-2017 年最先加速增长，并保持业绩较快的、稳健的增长，次高端则在自身内功修炼增强后于 2017 年爆发并持续至今，地产酒则在复苏过程中业绩表现相对平淡，净利率提升幅度不如上一轮周期；股价走势呈现出高端持续引领、次高端顺次爆发。
- ✓ **两轮周期相似不相同：**上一轮周期是消费人群扩大带来的量增，本轮周期是消费升级带来的结构调整，而 2020 年疫情的扰动是一次脉冲，加速财富的分化。原本的库存周期对行业景气度的解释力度逐渐减弱，行业观测指标已从库存转向价格，本轮周期以价格竞争为矛，我们所看到的是消费升级推动高端酒价格持续上涨、次高端品牌纷纷卡位升级价格带。
- ✓ **按照此轮周期推演：**2021 年投资逻辑将顺次向持续价格竞争的次高端和地产酒倾斜，预计次高端将延续 2017 年以来的强劲业绩表现，地产酒则将加入板块结构性繁荣趋势，在省内消费升级叠加省外扩张下确定性及成长性强。

从当前时点来看，次高端及区域酒有望淡季不淡，销售超预期。主要原因在于：

- （1）股市、房市财富效应推高千元品牌价盘，为次高端及区域酒的价格上涨、高端品牌的推出打开了空间；
- （2）经济回暖，居民收入恢复、餐饮持续复苏，消费能力和消费意愿都明显提升，利好大众消费场景，对次高端及区域酒提振较大；
- （3）“就地过年”被压抑的消费，有望逐步回补；
- （4）去年基数仍低，不过我们认为简单的基数效应带来数字的高增长，不构成超预期的强逻辑。

具体标的上，重点看好次高端和中档酒表现。持续推荐今世缘、古井贡酒、山西汾酒等，对于业绩超预期的水井坊、厂商积极乐观的老窖建议重点布局，对于业绩稳健高增的茅台、五粮液，改善看得见的洋河持续推荐，对于卡位次高端、实施差异化老酒战略的舍得重点关注。

7、风险提示

- 1、宏观经济和居民收入波动：**若经济增速放缓、居民收入下降或影响消费疲软，导致可选消费品增速不及预期。
- 2、行业竞争加剧：**次高端白酒等板块存在行业竞争环境影响当期厂家决策及业绩波动的风险。
- 3、食品安全问题：**若产品出现品质问题，将影响产品品牌、公司形象及业务经营。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 40 -

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、意见等均仅供客户参考，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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 41 -