

食品饮料

酱酒行业深度报告：茅台千元时代，酱香黄金时代 写在茅台股价破千之时

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

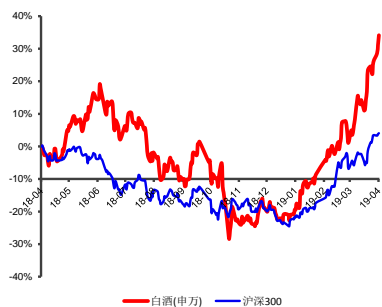
研究助理：熊欣慰

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.27

行业-市场走势对比



相关报告

- 1 《白酒行业年报一季报总结：不惧调整，风光依旧》2019.05.07
- 2 《白酒行业深度报告：从“稳增长”再议白酒的投资机会》2019.04.11
- 3 《白酒估值体系的再思考：白酒周期属性弱化，估值中枢有望上移》2019.03.29

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018A	2019E	2020E	2017	2018A	2019E	2020E		
贵州茅台	984	21.5	28.02	35.06	41.08	40.0	35.12	28.07	23.95	1.12	买入

备注：股价为2019年6月28日收盘价。

投资要点

- 核心观点：茅台千元时代，酱香黄金时代。**本周茅台正式迎来股价破千元的历史性时刻，“酱香热”亦逐渐成为当前白酒市场的关键词之一，我们对本轮酱香热潮的演变、表现与原因进行了系统性梳理分析，发现2017年以来在茅台的引领下，酱酒企业普遍取得了远超行业平均的高速增长，次高端开始放量承接茅台溢出红利，其原因既在于茅台的消费者培育开始见效，更在于酱酒的高品质迎合了消费升级需求。进一步地，我们对行业代表性品牌茅台和郎酒进行分析，认为茅台当前价格并未泡沫化，社会库存因老酒市场的“化库存为消费”而无需过度担心，未来几年保持稳健增长仍具备确定性；郎酒近年来发展迅猛，在上市前通过加大费用投放来拔高品牌、开拓市场，“狼性”进取决心十足，预计未来两年仍将保持快速成长。
- 香型热潮演变：江山代有名酒出，各领风骚数十年。**香型概念自第三届评酒会确立以来，至今已迎来三波热潮：1) 第一波由清香型引领，由于具有粮耗低、出酒率高等优势，清香型满足了产品短缺时代人们对白酒的消费需求，“汾老大”山西汾酒独占鳌头，1980年清香型产量占比达70%；2) 第二波由浓香型引领，改革开放后清香型优势不再，此消彼长，由川酒为代表的浓香型逐渐向全国输出扩散，五粮液通过不断提价强势崛起，马太效应下众多酒企纷纷转型效仿，2000年浓香型销量占比达70%以上；3) 第三波由酱香型引领，茅台一骑绝尘带动酱酒市场快速成长，当前以全行业4%的产能占据了20%的收入和35%的利润，酱酒市场正迎来最好的时代。
- 酱香热表现：酒企火、市场热、资本忙，一场“全民参与”的盛宴。**我们分别从酒企、市场和资本的角度来描绘本轮酱香热潮：1) 酒企方面，除茅台“大象起舞”之外，2018年大多酱香酒企均取得了超过80%的高增长，成长势头明显快于全行业，同时近年来酱酒行业无论是企业数量、销量、吨价还是利润占比均实现大幅提升，量价齐升推动行业占比不断提高；2) 市场方面，全国化和高端化是两个重要趋势，一方面高品质助力酱酒打破地域限制走向全国，另一方面高端消费占据酱酒消费主流，从价格带来看，酱酒市场呈现倒金字塔格局，除顶端茅台一家独大占据70%份额之外，腰部次高端正成为大多酱酒品牌重点布局的主流价格带，承接了茅台溢出的主要消费红利；3) 资本方面，在高利润吸引下，一方面业内其他酒企开始加码酱酒产品布局，另一方面业外资本纷纷通过收购的方式涌入行业，共同推动酱酒热潮愈演愈烈。
- 原因探究：高品质迎合了本轮消费升级，茅台投资需求兴起。**1) **本质原因**：从根本上来讲，品质是消费品征服消费者的最重要因素，酱酒严格的原料、苛刻的产区、复杂的工艺、长周期的储存保证了其品质的上乘，

我们认为这是驱动本轮酱香热的根本原因。**2) 为什么是茅台?** 茅台是引领本轮行业复苏的龙头, 依靠其强大的品牌力以及不断强化的供需格局, 率先为消费者树立起高端、优质、稀缺的品牌形象, 培育了酱酒第一批忠实消费者, 因此我们认为茅台的品牌效应和消费者培育使其引领了本轮酱香热潮。**3) 为什么是当前时点?** 近两年消费者对酱酒的认可度明显提升, 从消费需求角度, 近两年消费升级风起, 人们开始追求健康、品质消费, 而酱酒的高品质刚好迎合了“少喝酒、喝好酒”的消费理念, 满足了当代消费者对于白酒的消费需求; 从投资需求角度, 近两年茅台投资属性爆发, 茅台生肖酒、年份酒价格飙涨激起了消费者对于酱酒的购买热情, 成为酱酒在当前时点爆发的另一重要推动力。

■ **茅台、郎酒: 不同的体量, 相同的成长。**

1、茅台: 茅台是我国酱酒行业的价值标杆, 既是本轮酱香热最大的推动者, 又是所有酱香酒企中最大的受益者。我们对当前市场关心的三大问题作出解读:**1) 当前价格过高了吗?** 定性分析来看, 相比 12 年当前茅台消费结构更为健康, 价格形成更为市场化, 定量分析来看, 当前茅台零售价与人均可支配月收入之比仍在 40%-60% 区间, 未进入泡沫区间, 因此我们认为当前价格尚未泡沫化, 短期随着放量落地价格有望小幅回落;**2) 当前库存过高了吗?** 近年来茅台老酒市场兴起, 老酒消费将茅台消费属性大大延长, 即如今很大一部分社会库存虽然表面用于储存, 但未来仍将作为老酒用于消费, 而非用于增值套利, 因此社会库存问题无需过度担心;**3) 未来成长性如何?** 从基酒的角度进行计算可得, 未来几年茅台保持年化百分之十几的增长是具备确定性的, 若考虑产品结构提升以及自营比例提升, 未来业绩有望实现更高水平的成长。

2、郎酒: 郎酒近年来发展迅猛, 近年来在董事长汪总的带领下, 通过加大费用投放 (年投放约 30 亿) 来拔高品牌、开拓市场, 抓住本轮酱香热的机遇期以及上市之前的窗口期。其中, 青花郎作为公司核心单品, 以“中国两大酱香白酒”的定位对标茅台, 我们认为其独特的品质优势以及产能的稀缺性为其价值回归提供了保障, 近期公司抛出 3 年内提至 1500 元的提价计划, 再次彰显了青花郎价值回归的决心。乘着本轮酱香热潮之东风, 青、红花郎迎来爆发式增长, 2018 年销售额达 50 亿, 2019 年目标实现销售额 70 亿元, 同比增长约 40%。

■ **风险提示:** 中高端酒动销不及预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险。

内容目录

香型热潮演变：江山代有名酒出，各领风骚数十年.....	- 5 -
第一波、清香热：清香型满足了产品短缺时代居民对于白酒的消费需求.....	- 5 -
第二波、浓香热：川酒强势崛起，浓香型优势日益稳固.....	- 5 -
第三波、酱香热：茅台引领白酒市场掀起新一轮酱香热潮.....	- 6 -
酱香热表现：酒企火、市场热、资本忙，一场“全民参与”的盛宴.....	- 7 -
酒企：酱酒增速显著领跑全行业，量价齐升助力占比不断提高.....	- 7 -
市场：全国化、高端化正当时，次高端腰部开始承接红利.....	- 8 -
资本：业内酒企加大布局，业外资本逐利涌入，推动酱香热潮愈演愈烈..	- 10 -
原因探究：高品质迎合了本轮消费升级，茅台投资需求兴起.....	- 11 -
本轮酱香热的根本原因是什么？.....	- 11 -
为什么是茅台引领了本轮酱香热？.....	- 12 -
为什么酱香酒在当前时点迎来爆发？.....	- 12 -
茅台、郎酒：不同的体量，相同的成长.....	- 14 -
茅台：千元或只是开始——关于茅台价格、库存、成长性的解读.....	- 14 -
郎酒：青花郎价值回归，迎接上市前爆发的窗口期.....	- 17 -
投资建议.....	- 23 -
风险提示.....	- 24 -

图表目录

图表 1：清香型引领了白酒第一波香型热潮.....	- 5 -
图表 2：浓香型引领了白酒第二波香型热潮.....	- 6 -
图表 3：酱酒产能只占全行业约 4%.....	- 7 -
图表 4：酱酒利润在全行业占比高达约 35%.....	- 7 -
图表 5：近年来酱酒行业出现明显量价齐升.....	- 8 -
图表 6：2018 年酱酒公司普遍取得飞速发展.....	- 8 -
图表 7：酱酒市场在全国部分区域已具备一定规模.....	- 9 -
图表 8：茅台占据高端酒市场超过一半的市场份额.....	- 9 -
图表 9：酱酒市场价格带呈现倒金字塔的特征.....	- 10 -
图表 10：业内酒企和业外资本纷纷加大酱酒布局.....	- 11 -
图表 12：复杂的生产工艺铸就了酱酒的高品质.....	- 11 -
图表 11：茅台成为引领本轮白酒行业崛起的一枝独秀.....	- 12 -
图表 11：酱香酒的高品质迎合了本轮消费升级下居民的消费需求.....	- 13 -
图表 16：生肖酒对于飞天茅台价格具有引领作用.....	- 14 -
图表 17：生肖酒价格涨幅远高于飞天茅台.....	- 14 -
图表 18：茅台是我国酱酒行业的价值标杆.....	- 14 -

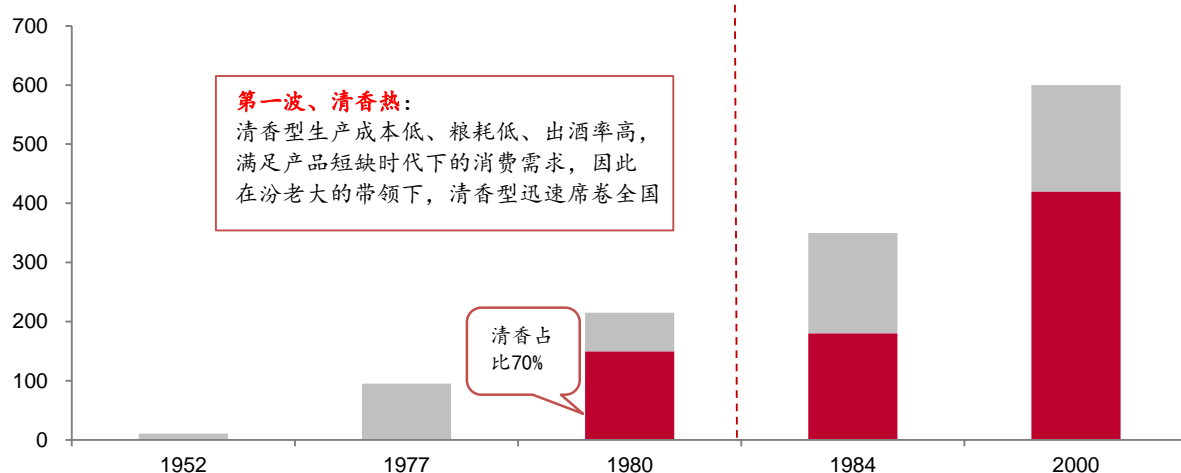
图表 19: 当前茅台价格并未进入明显泡沫区间	- 15 -
图表 20: 本轮周期以来茅台形成了特有的老酒市场.....	- 16 -
图表 21: 茅台老酒的年份已形成刻度化.....	- 16 -
图表 22: 2024 年茅台基酒产量将达到 5.6 万吨.....	- 17 -
图表 23: 郎酒地理环境优越	- 18 -
图表 24: 郎酒产能布局完善	- 18 -
图表 25: 郎酒实现了香型、价格带的全覆盖.....	- 18 -
图表 26: 郎酒产品结构一览.....	- 18 -
图表 28: 郎酒价格体系	- 19 -
图表 27: 郎酒高端酱香品牌: 青花郎.....	- 21 -
图表 28: 郎酒腰部浓香品牌: 郎牌特曲	- 22 -
图表 29: 郎酒低端兼香品牌: 小郎酒.....	- 23 -
图表 30: 重点公司盈利预测表	- 24 -

香型热潮演变：江山代有名酒出，各领风骚数十年

第一波、清香热：清香型满足了产品短缺时代居民对于白酒的消费需求

- **计划经济粮食短缺时代，清香型凭借粮耗低的特点迅速风靡全国。**在 1979 年的第三届全国评酒会上，香型概念正式确立，至今已迎来三波香型热潮，其中第一波热潮是由清香型引领的。在 20 世纪 80 年代之前的计划经济时代，由于粮食较为短缺，因此白酒行业一直处于被严格限制的状态。而清香型白酒具有生产周期短、成本低、粮耗低、出酒率高的特点，恰好满足了产品短缺时代却不断扩张的消费需求。因此，以汾酒为代表的清香型酒迅速占据了白酒市场的半壁江山。在“汾老大”的带领下，清香型白酒在当时也成为了酒厂最多、分布最广、销量最大的白酒香型。在 1980 年，清香型产量已经占到行业总量的近 70%，而行业老大汾酒 1986 年的销售总量已独占行业前十名的 45%，成为了行业中第一个销售额破亿、利润破千万的酒企。

图表 1：清香型引领了白酒第一波香型热潮

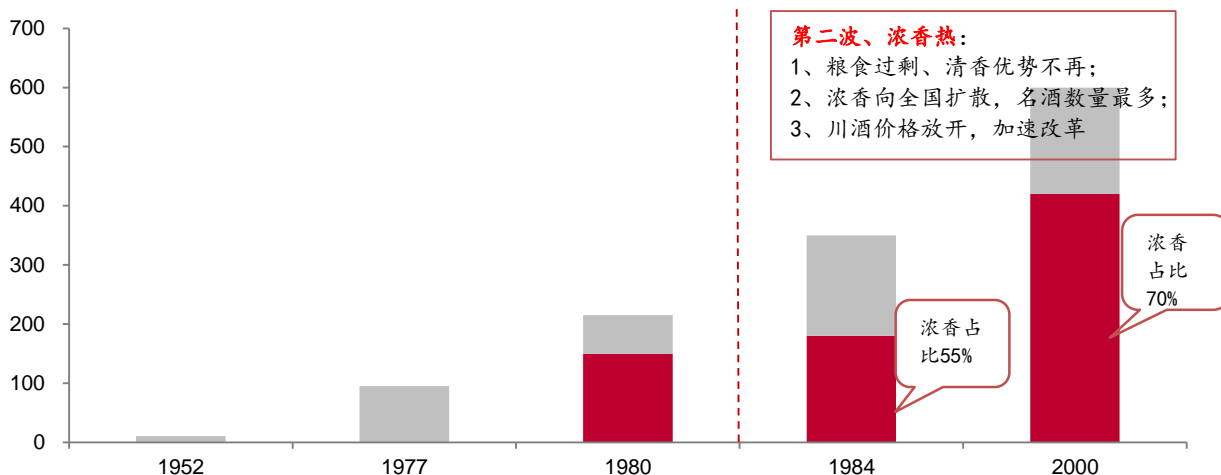


来源：公开资料整理，中泰证券研究所

第二波、浓香热：川酒强势崛起，浓香型优势日益稳固

- **粮食产量大幅增长，清香型优势不再。**改革开放以后，由计划经济向社会主义市场经济转变，尤其是农村联产承包制的实施，粮食产量大幅增长，甚至出现了大量的过剩粮清所以香型白酒具有生产周期短、成本低、粮耗低、出酒率高工艺优势不复存在。
- **此消彼长，浓香的优势逐渐凸显出来。**从 1952 年首届全评酒会，一直到八十年代中期，作为白酒领军企业的泸州老窖持续向全国酿酒行业输出技术人才，并接纳全国各大酒企技术人员来厂学习交流浓香技术，逐渐在全国范围内培养出最初的“浓香型”氛围。在 1979 年正式提出香型概念的第三届全国评酒会上，从评品结果中可以看出浓香型白酒的市场地位。浓香型白酒占据 8 种国家名酒中 5 席，为 62.5%；占据 26 种国家名优白酒中 38.5% 的比例。

- 川酒向全国输出扩散，五粮液强势崛起，吸引众多酒企转型效仿。**1992年，改革开放进一步推动了消费类行业市场化改革的进程，全国各地继续放开名酒价格。五粮液，全兴，古井，洋河等川苏鲁豫皖浓香主产区企业，抓住机会，通过坚持涨价策略和创新品牌运作模式，在全国一路大步前行。1989年，五粮液开始率先提价，超越当时浓香领军品牌泸州老窖。1994年，五粮液再次提价，超过连续六年位居中国白酒销量第一的汾酒，1998年五粮液售价超过茅台，并将优势保持10年以上。在浓香白酒的优势地位马太效应下，西北地区清香企业和西南地区的酱香企业，纷纷转型浓香。2000年之后，浓香销售数量占据行业70%以上，浓香白酒也因其芳香浓郁，绵柔甘冽，入口甘甜的口感得到了现代白酒消费者的喜爱。

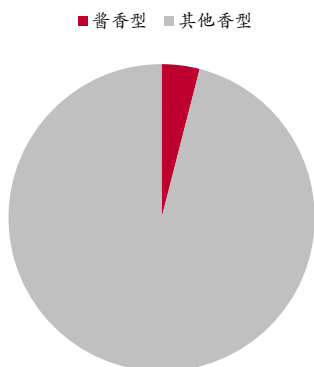
图表 2：浓香型引领了白酒第二波香型热潮


来源：公开资料整理，中泰证券研究所

第三波、酱香热：茅台引领白酒市场掀起新一轮酱香热潮

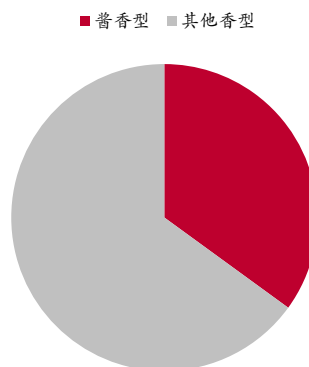
- 2017年以来，在茅台强势复苏的引领下，我国白酒市场上掀起了一轮酱香酒热潮。**除茅台一骑绝尘、批价重回2000元历史高点之外，2018年郎酒、习酒、国台等酱香品牌均取得接近翻倍增长，受此影响高端、次高端价位带开始迎来放量，且产业资本纷纷涌入助推酱香市场进一步扩容。凭借全行业占比4%的产能，酱酒行业占据了全行业20%的销售收入，利润更是达到了全行业的35%。下面我们分别对本轮“酱香热”的表现、原因以及代表性酒企茅台和郎酒展开分析。

图表 3: 酱酒产能只占全行业约 4%



来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 酱酒利润在全行业占比高达约 35%



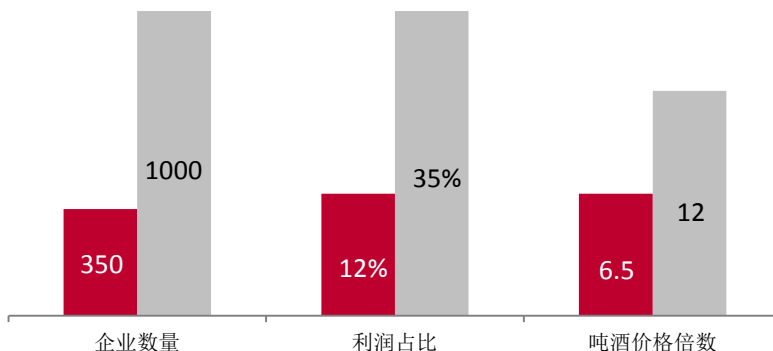
来源: wind、中泰证券研究所

酱香热表现: 酒企火、市场热、资本忙, 一场“全民参与”的盛宴

酒企: 酱酒增速显著领跑全行业, 量价齐升助力占比不断提高

- 根据体量差异, 酱香酒企可以分为四个阵营。
 - 茅台独占第一阵营, 2018 年以 772 亿元的体量占据了整个酱香行业的 75% 以上的份额, 带动酱香酒市场消费氛围遍地开花;
 - 第二阵营领军品牌体量为 50 亿级, 包括赤水河两岸的郎酒和习酒, 其中 2018 年郎酒营收重回百亿, 酱香事业部青、红花郎功不可没, 营收达 50 亿, 增速超 90%; 习酒同样发展迅猛, 营收超 50 亿, 增速超 80%。
 - 第二阵营代表品牌体量为 10 亿级, 其中 2018 年国台营收 12 亿, 增速 76%, 目前已进入上市辅导期; 金沙营收 10 亿, 创下历史新高; 钓鱼台营收 8 亿, 实现翻番增长; 珍酒营收 8 亿, 增速 90%。
 - 第三阵营为仁怀本地酱香酒企, 包括金酱、夜郎古等, 借老大哥茅台起势的东风, 当地其他酒企均实现大幅增长, 合计营收约为 100 亿元。

总结来看, 2018 年我国白酒行业整体营收增速为 13%, 与之相比, “巨轮”茅台实现了两倍于全行业的增速, 而其他酱香酒企更是大多取得了超过 80% 的高速增长, 成长势头明显快于全行业。受此影响, 我国酱酒市场的行业地位不断提升, 利润占比从 2010 年的 12% 提升至如今的 35%。同时, 与 2010 年相比, 我国酱香酒企数量由 350 家增至 1000 家, 吨酒价格由全行业均价的 6.5 倍提升至 12 倍, 可见实现了量价齐升, 酱酒市场正成为我国白酒市场的全新风口。

图表 5: 近年来酱酒行业出现明显量价齐升


来源: wind、中泰证券研究所; 红色为 2010 年数据, 灰色为 2018 年数据

图表 6: 2018 年酱酒公司普遍取得飞速发展

层级	公司	表现
一线巨头	茅台	营收772亿, 净利润352亿, 增速30%
二线领军	郎酒	营收重回百亿, 青(红)花郎达50亿, 增速90%
	习酒	营收56亿, 增速81%
二线代表	国台	营收12亿, 增速76%
	金沙	营收10亿, 创下历史新高
	钓鱼台	营收8亿, 业绩翻番
	珍酒	营收8亿, 增速90%
仁怀本地	金酱、夜郎古等	除茅台外的本地酒企销售约为100亿元, 均实现大幅增长

来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

市场: 全国化、高端化正当时, 次高端腰部开始承接红利

- 全国化: 高品质助力酱香酒打破地域限制走向全国。**近年来在全国消费升级如火如荼的蔓延下, 越来越多的白酒消费者形成了“少喝酒、喝好酒”的饮酒观念, 而酱酒的高品质基因恰好迎合了这一消费趋势, 促使酱酒在全国范围愈发受到认可。同时, 茅台的“一瓶难求”以及郎酒、习酒等酒企的全国化布局, 同样推动酱酒打破地域限制、不断走向全国。当前, 除酱酒的大本营市场贵州省之外, 北上广、江浙、山东、河南等地的酱酒市场已具备一定规模, 且在经济愈发达的地区, 酱酒消费氛围愈浓厚。

图表 7: 酱酒市场在全国部分区域已具备一定规模

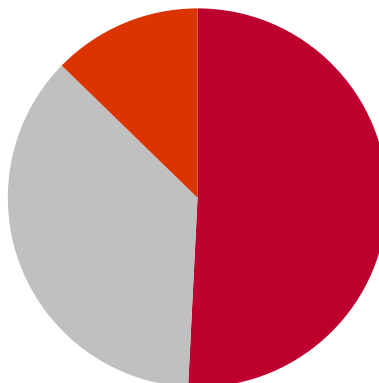


来源：公开资料整理，中泰证券研究所；红色区域为酱酒市场较为发达的区域

- **高端化：高端消费占据主流，茅台功不可没。**由于本轮酱香热潮由茅台引领，可以说茅台培育了第一批酱香酒的核心消费群体，因此，最先接触酱香、接受酱香的客户主要为茅台培育的高端消费人群，这部分消费群体对酱酒口感、品质产生了粘性之后，进而带动了其他香型的高端消费者向酱香白酒转移。可以看到，在我国的高端白酒消费市场上，茅台销量超过五粮液和国窖之和，为酱香白酒的高端化作出了卓越贡献。

图表 8: 茅台占据高端酒市场超过一半的市场份额

■ 茅台 ■ 五粮液 ■ 泸州老窖



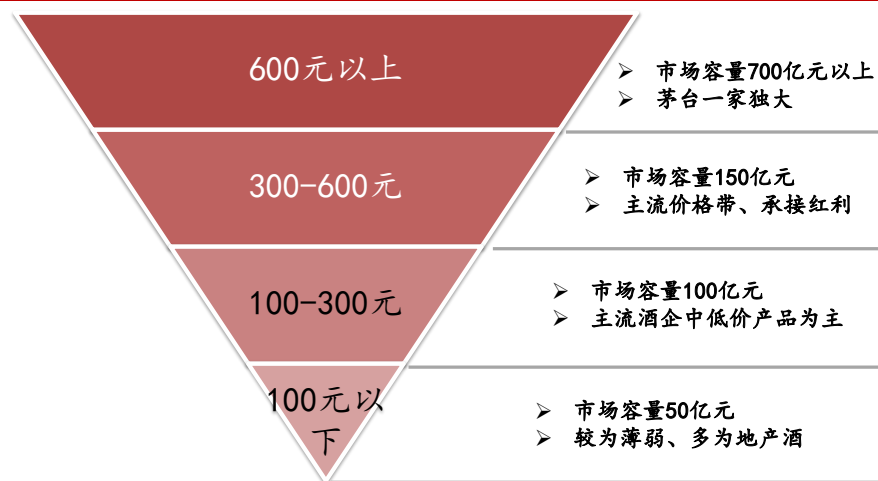
来源：wind、中泰证券研究所

- **价格带：高端市场一家独大，次高端腰部承接消费红利。**整体而言，由于茅台占据了整个酱香酒市场的 70% 以上份额，因此酱香酒市场价格带呈现出倒金字塔的特征。但随着近两年郎酒、习酒、国台等二线酒企的

快速成长，酱香酒市场在每个价格带均形成了一定体量以及代表性产品，尤其在次高端市场开始放量。具体而言：

- 对于 600 元以上高端价格带，茅台以遥遥领先的品牌力，占据绝大多数份额，青花郎近两年也开始发力，对标茅台争做“中国两大酱香白酒”，市场容量达 700 亿以上；
- 对于 300-600 元次高端价格带，目前这一价格带是大多酱香品牌所在的主流价格带，也是最为受益茅台供不应求的价格带，承接了消费者对于茅台之下中高端酱香白酒的消费需求，如茅台仁酒、汉酱、习酒窖藏、国台国标、金沙摘要等均重点布局，市场容量达 150 亿；
- 对于 100-300 元中高端价格带，这一价格带主要是酱香酒企的中低价品牌，包括茅台王子、习酒习酱等，市场容量为 100 亿；
- 对于 100 元以下中低端价格带，由于酱香酒整体价格带较高，因此这一价格带较为薄弱，主要为仁怀非品牌酒企和其他地产酒所占据，市场容量为 50 亿。

图表 9：酱酒市场价格带呈现倒金字塔的特征



来源：wind、中泰证券研究所

资本：业内酒企加大布局，业外资本逐利涌入，推动酱香热潮愈演愈烈

- 除已有酱香品牌蓬勃发展之外，在高利润空间的吸引下，近两年业内其他香型酒企和业外资本纷至沓来，希望通过加大布局来分一杯羹。其中，对业内酒企而言，有的通过自身推出酱酒品牌，如五粮液推出永福酱酒和 15 酱，有的通过收购贵州当地酒厂，如洋河收购贵酒和厚工坊基地等多个茅台镇当地酒厂，劲酒收购茅台镇国宝酒厂等，由于赤水河岸是酱酒的核心优质产区，因此后者更为主流；对业外资本而言，则主要通过收购的方式进入酱酒行业，如华泽集团收购珍酒、天士力收购国台，娃哈哈收购领酱等，产业资本往往具备雄厚的资金实力、现金的管理经验，因此业外资本的涌入进一步推升了酱酒的市场扩容以及竞争。

图表 10: 业内酒企和业外资本纷纷加大酱酒布局

公司		酱酒布局
业内酒企	五粮液	推出永福酱酒和15酱
	洋河	收购贵州贵酒和茅台镇厚工坊生产基地等多个酒厂
	劲酒	收购茅台镇国宝酒厂
业外资本	华泽集团	收购贵州珍酒厂，规划5年内达到1万千升酱酒产能
	天士力	收购国台酒厂，追加投资30亿
	娃哈哈	全资控股领酱国酒和宏振酒业
	联想	入股武陵，推出重大扩产计划
	海航	控股怀酒，规划5000千升酱酒基地
	中青宝	数亿元收购金沙古酒，规划万吨扩产计划

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

原因探究：高品质迎合了本轮消费升级，茅台投资需求兴起

本轮酱香热的根本原因是什么？

- **酱香酒的高品质是本轮酱香热的根基。**我们认为，从基本上讲，白酒作为一种消费品，品质是征服消费者的最重要因素，酱香酒的品质优于其他香型，我们认为这是驱动本轮酱香热的根本原因。具体而言，酱香酒各个生产环节均存在严苛限制，其严格的原料、苛刻的产区、复杂的工艺、长周期的储存，保证了其品质的上乘：
 - 从酿造产地角度，酱酒 90%的产能必须依赖赤水河流域独特的水土、气候等产区环境来酿造，茅台镇的昼夜温差、空气湿度、微生物条件均具有不可复制性，而茅台镇核心产区仅 7.5 公里，可见酱酒优质产能极为有限；
 - 从酿造工艺角度，酱香酒酿造讲究“123789”，即一年周期，两次投粮，三年陈酿，七次取酒，八次发酵，九次蒸煮，其用曲量（呈香物质主要来源）分别清香和浓香的 2 倍与 3 倍，可见其工艺的复杂程度；
 - 从酿造时长角度，清香型生产周期只需要 1 个月，浓香型则在 2-3 个月，而酱酒仅从原材料到出酒就需要 1 年时间，随后还需让基酒自然老化 3 年，勾调后再储存 1 年，也就是说从生产到消费最快也需要 5 年时间，远远高于其他香型；

图表 11: 复杂的生产工艺铸就了酱酒的高品质

白酒香型	原料	制曲原料	曲种	用曲量	工艺特点	生产周期
酱香型	高粱	小麦	高温大曲为主	100%	“四高一长”	一年生产、三年以上贮存
浓香型	高粱或多粮	大麦、小麦、豌豆	中温大曲为主	18%-25%	续糟配料、混蒸、混烧	2-3个月生产，一年贮存
清香型	高粱	大麦、豌豆	低温大曲为主	9%-11%	“清蒸二次清”	1个月生产，一年贮存

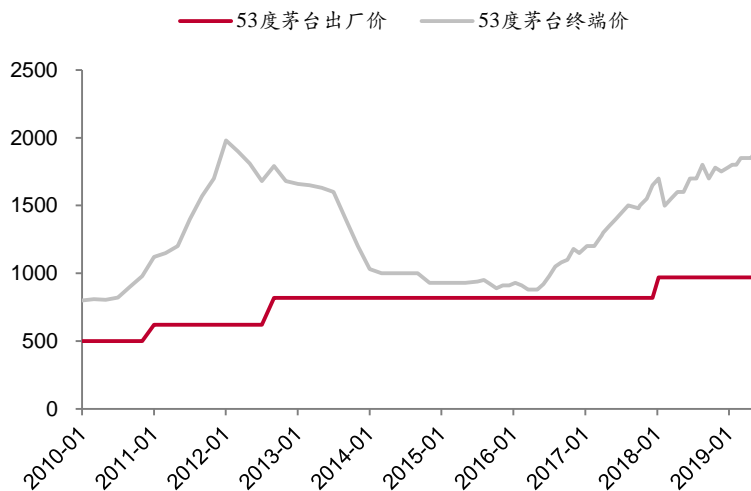
来源：wind、中泰证券研究所

- 那么，以上我们论证了酱香酒的品质优势，但是为什么是茅台引领了本轮热潮，又是为什么这种优势在当前时点（近两年）突然爆发？下面我们对这两个问题再分别展开论述。

为什么是茅台引领了本轮酱香热？

- 为什么是茅台引领了本轮酱香热潮？我们认为，其核心在于茅台强大的品牌力以及不断强化的供需格局，培育了酱酒第一批忠实消费者。具体而言，2016年以来，我国白酒行业持续复苏，茅台作为行业龙头，成为引领高端白酒崛起的一枝独秀，为酱酒消费市场的培育作出了极大贡献。具体而言，在强大的品牌效应拉动下，茅台供需偏紧格局不断强化，一批价从2016年初不足900元一路升至如今超过2000元，消费者对其的认可与追逐可见一斑。这一点从资本市场上同样能够得到印证，茅台股价从2016年不足200元涨至如今接近1000元，涨幅接近4倍，2018年股东大会吸引逾2000人参加，这都充分体现了茅台对于消费者以及投资者强大的号召力，形成了一大批“茅粉”。我们认为，茅台的一瓶难求为酱香白酒市场起到了极佳示范效应，为消费者树立起酱香白酒高端、优质、稀缺的品类形象，在消费者尤其是中高端消费者中形成了口碑效应和产品粘性，进而形成了庞大的第一批酱酒消费人群，因此我们认为，茅台的品牌效应和消费者培育使得茅台引领了本轮酱香热潮。

图表 12：茅台成为引领本轮白酒行业崛起的一枝独秀



来源：wind、中泰证券研究所

为什么酱香酒在当前时点迎来爆发？

- 为什么酱香酒在近两年突然迎来爆发？我们认为，这一方面既离不开在企业端，茅台所表现出的示范效应（上文已论述），更在于在消费者端，近两年来消费者对于酱香酒的认可度出现明显提升，我们主要从消费需求和投资需求两个角度对消费者端观念的改变展开分析：
- 1、消费需求：近两年消费升级风起，人们开始追求健康、品质消费，

酱香酒的高品质迎合了这种需求。消费升级是近两年我国居民消费行为和消费观念出现的重要转变，随着我国人均可支配收入不断提升，人们的消费观念逐渐向健康化、品质化转变。正如我们上文分析的，酱香酒具备饮用时柔和、饱满、协调、纯净的口感，包括饮用后回味的持久度，以及醒酒后不上头的舒适度，酱香酒正是依靠这种高品质征服了越来越多的白酒爱好者，而这种品质优势在消费升级的趋势下被不断放大。因此我们认为，酱香酒的高品质迎合了“少喝酒、喝好酒”的消费理念，满足了当代消费者对于白酒的消费需求，因此在本轮消费升级热潮中迎来爆发。

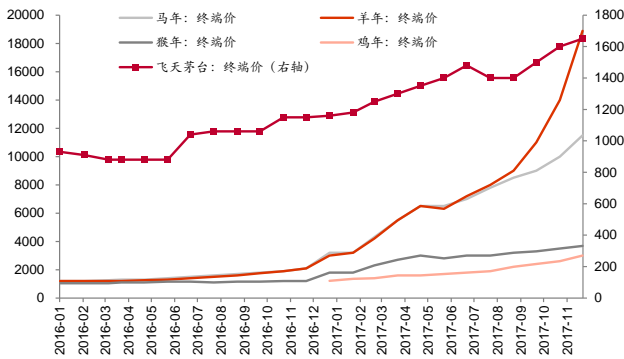
图表 13: 酱香酒的高品质迎合了本轮消费升级下居民的消费需求



来源：wind、中泰证券研究所

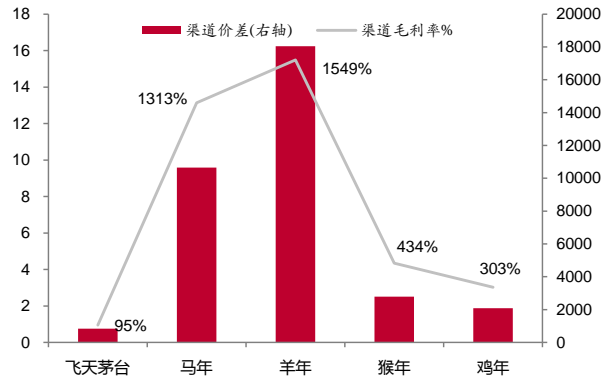
- 2、投资需求：近两年茅台投资属性爆发，激发起消费者对酱酒的投资热情。**近两年酱酒（这里主要指茅台）的投资属性突然兴起，生肖酒、年份酒价格飙涨带动飞天茅台水涨船高，吸引消费者跟风购买，可以说茅台的投资属性在本轮酱香热潮中发挥了重要作用。这是因为一方面酱香酒存放时间越长口感越好，因此茅台酒年份越老价值越高，另一方面“喝老酒”已逐渐成为身份的象征，茅台酒的年份已将社交场景精细化、刻度化，宾客身份越尊贵、饮用茅台酒的年份越老。因此，一部分消费者收藏茅台酒等待升值，一部分企事业单位购买茅台酒并储存为老酒用于日后招待宾客，在这两者共同推动下，近两年茅台的投资属性被不断放大，为茅台以及整个酱香酒的火爆推波助澜，因此我们认为，茅台的投资需求是酱酒在当前时点爆发的另一重要原因。

图表 14: 生肖酒对于飞天茅台价格具有引领作用



来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 生肖酒价格涨幅远高于飞天茅台



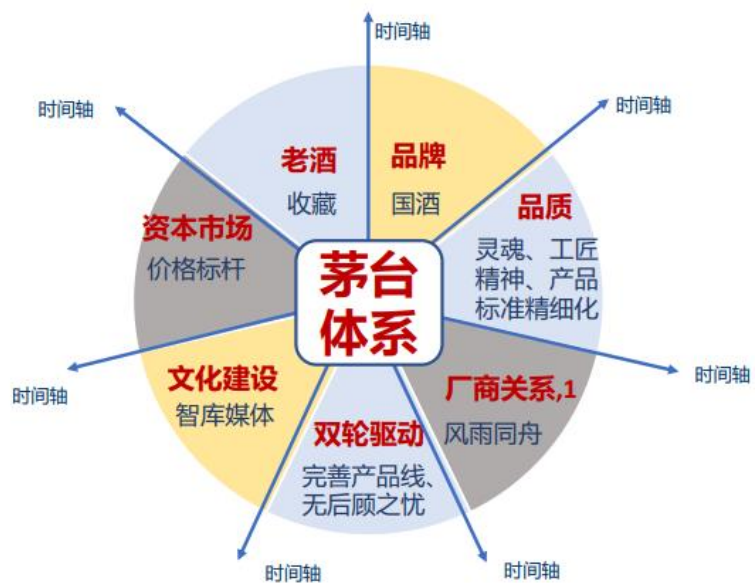
来源: wind、中泰证券研究所

茅台、郎酒: 不同的体量, 相同的成长

茅台: 千元或只是开始——关于茅台价格、库存、成长性的解读

- 茅台是我国酱酒行业的价值标杆, 它既是本轮酱香热最大的推动者, 又是所有酱香酒企中最大的受益者。关于茅台强大的品牌力、突出的盈利能力、丰厚的渠道价差等竞争优势, 市场上已给出充分论述, 我们在此不再赘述。站在当下时点, 茅台批价已突破 2000 元, 供需紧平衡格局不断强化, 股价已经正式突破千元大关, 市场对茅台价格、库存以及成长性问题始终保持高度关注: 1) 茅台批价重回 2011 年高点, 当前价格过高了吗? 2) 部分消费者购买茅台用于储存收藏, 当前社会库存过高了吗? 3) 茅台未来产能增量有限, 未来成长性如何? 我们对当前市场上对茅台最为关切的以上三个问题试着进行讨论。

图表 16: 茅台是我国酱酒行业的价值标杆



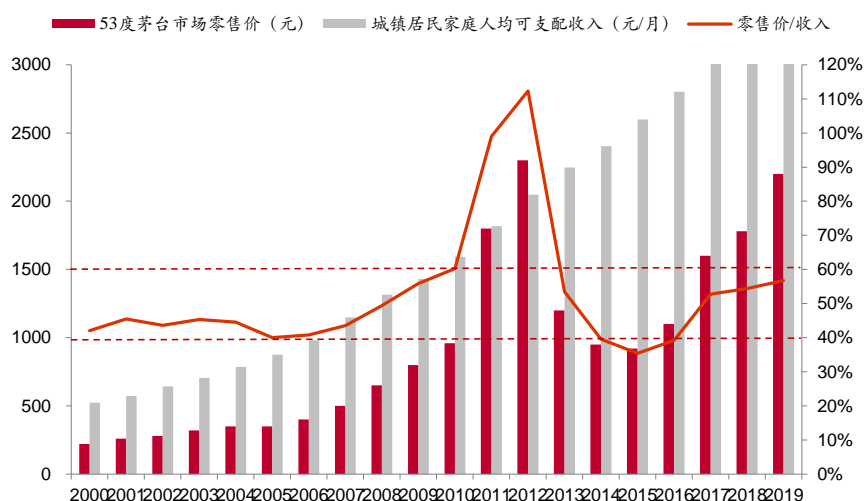
来源: 中泰证券研究所

■ 1、价格问题

■ **当前价格过高了吗？** 市场担心当前价格重回 2011 年高点之后有下行风险，我们认为，和 2011 年相比，当前茅台需求结构更为健康、居民购买力水平更高，因此相比 2011 年，当前茅台价格尚未严重泡沫化，具体分析如下：

- 定性分析来看，2011 年茅台需求结构以政务消费为主，而当前以大众消费和商务消费为主，消费结构更健康，厂家抵御风险能力更强，因此当前价格的形成更为真实。
- 定量分析来看，当前零售价的 2200 元与 2011 年的 2200 元已不可同日而语，原因在于，近年来居民收入水平快速提升，2011 年以来我国月人均可支配收入已从 1818 元升至 3878 元，涨幅超过 2 倍，因此对茅台的购买力大幅提升，且从历史来看，茅台零售价与人均可支配收入之比大部分时间落在 40%-60% 的区间，当前这一比值约为 57%，仍处于该区间内，且大大低于 2011 年峰值时期的 110%，因此并未进入明显泡沫区间。

图表 17：当前茅台价格并未进入明显泡沫区间



来源：wind、中泰证券研究所

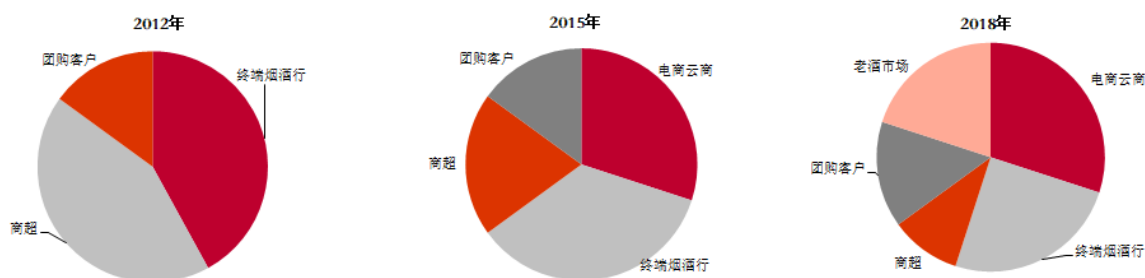
■ **短期价格怎么看？** 短期来看，二季度以来普飞价格不断上涨，目前一批价站上 2100 元，根据渠道反馈以及我们测算上半年计划发货量约 1.6 万吨，6 月下半月发货量约 2000 吨，预计上半年销量同比仍有近 10% 以上的增长，供不应求格局持续体现。近期厂家要求经销商打下半年（三四季度）货款，我们认为核心目的在于管控市场价格过快上涨，通过提前打款策略促使经销商彻底出货来回笼足够多的资金，放量是引导价格回归的最有效手段，预计后续放量落地后，普飞一批价有望出现小幅回落，但低于 1800 元难度较大。

■ 2、库存问题

■ **当前库存过高了吗？** 市场担心茅台的金融属性导致茅台当前社会库存水位过高，我们认为对于这一问题不必过度忧虑，核心即在于近年来茅台

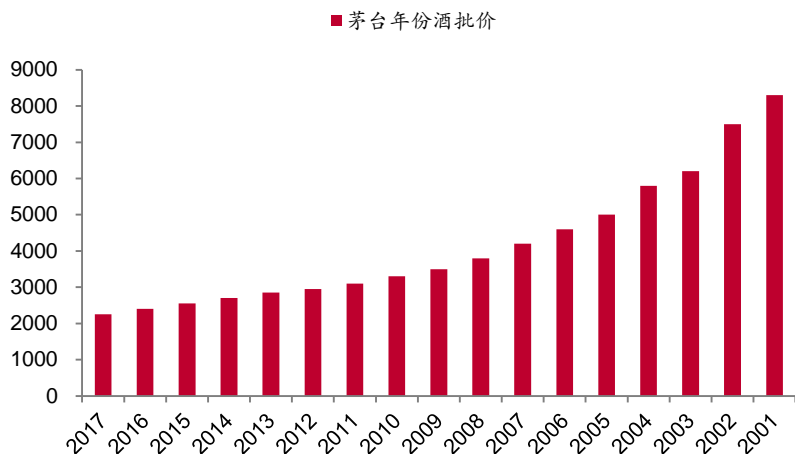
的老酒市场把茅台的消费属性大大延长。可以看到，与 2015 年之前不同，本轮白酒周期以来茅台形成了特有的老酒市场，由于老酒的年份具有刻度化，因此茅台的年份酒将社交场景精细化，宴请宾客身份越尊贵、饮用茅台酒的年份越老。而老酒特点就是数量有限、越喝越少，因此近年来很多消费者尤其企事业单位购买茅台虽然表面上是用于储存，但是等日后变为老酒还是拿来消费，即新酒的库存就是老酒消费的源头。因此，虽然囤货现象客观存在，但是从这个角度来讲，随着茅台老酒文化愈发盛行、老酒市场愈发庞大，很大一部分社会库存仍将用于消费，而非用于增值套利，因此社会库存问题一定程度上是个伪命题，无需过度担心。

图表 18: 本轮周期以来茅台形成了特有的老酒市场



来源：中泰证券研究所

图表 19: 茅台老酒的年份已形成刻度化



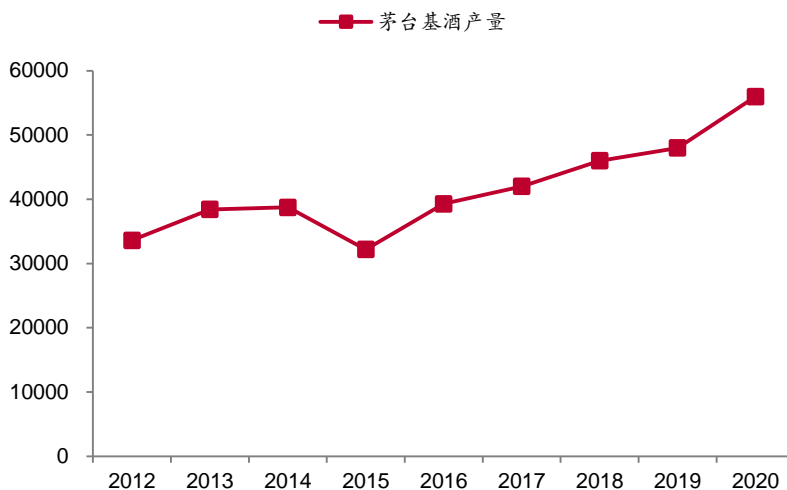
来源：中泰证券研究所

■ **3、成长性问题**

- **未来成长性如何？** 从基酒的角度，2019 年的销量对应的是 2015 年的基酒，而 2024 年的销量对应的是 2020 年的基酒，到 2024 年茅台基酒产量将达到 5.6 万吨，对应茅台供应量是 4.5-4.6 万吨，相当于 1100-1200 亿（包含部分利息收入），系列酒从 3 万吨、100 亿到 2024 年 6 万吨（信息来自于茅台时空）对应的是 200 亿，这两者加起来至少 1300-1400 亿（假设产品都实现顺利的销售）。考虑到当下有很大的提价空间，参照 2012-2018 年提价 18% 的幅度来推算，到 2024 年我们认为提价的幅度约 20%。以 20% 的提价假设进行计算，得出 2024 年茅台的收入为 1560-1680

亿，相当于 2018 年销售收入的翻倍以上增长，这样倒推回来可实现年化约 12.4%-13.8% 的增长。因此，茅台未来几年保持每年百分之十几的增长是可预见的，若考虑产品结构提升以及自营比例提升，未来业绩有望实现更高水平的成长。

图表 20: 2024 年茅台基酒产量将达到 5.6 万吨



来源: wind、中泰证券研究所

郎酒: 青花郎价值回归, 迎接上市前爆发的窗口期

■ 1、公司概况

■ 1.1 公司介绍: 历史底蕴丰厚, 地理环境优越, 产能布局完善。郎酒也是本轮酱香热的重要参与者之一, 公司正在抓住窗口期, 加大投入、打造品牌, 奋力向前发展。

- 从历史底蕴来看, 郎酒酿造历史悠久, 文化源远流长, 和南方古丝绸之路文化、赤水河盐运文化、长征红色文化息息相关。1984 年第四届全国评酒会上, 郎酒被评为国家名酒, 并且在 1989 年第五届全国评酒会上蝉联。
- 从地理环境来看, “历史偏爱茅台、大自然更爱郎酒”, 郎酒产地四川省古蔺县二郎镇, 位于“中国白酒金三角”核心区域的赤水河中游国家级优质酱酒原产地保护区。储存郎酒的天然溶洞天宝洞、地宝洞是四川省重点文物保护单位、省级自然和文化遗产, 已入选世界文化遗产预备名录。
- 从产能布局来看, 郎酒拥有二郎、泸州两大生产基地, 产能布局、酒体储备日益提升。二郎酱香基地已拥有优质酱酒年产能 3 万吨, 优质酱酒储存量已达 13 万吨, 郎酒庄园全部建成后, 郎酒酱酒储量将突破 30 万吨。郎酒厂(泸州)浓香公司已部分投产, 建成后年产浓香原酒 10 万吨, 储存量 25 万吨。

图表 21: 郎酒地理环境优越



来源: 中泰证券研究所

图表 22: 郎酒产能布局完善

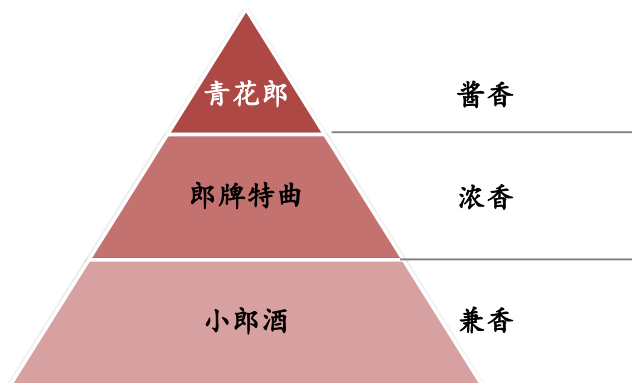
产能基地	属性	产能	储存量	备注
二郎	酱香产地	3万吨	13万吨	郎酒庄园全部建成后, 郎酒酱酒储量将突破30万吨
泸州	浓香产地	10万吨	25万吨	

来源: wind、中泰证券研究所

1.2 产品结构

- **产品结构: 一树开三花, 香型、价格带全覆盖。** 郎酒香型素有“一树三花”之称, 其产品涵盖浓香型、酱香型、兼香型三种。其中, 酱香型代表为青花郎和红花郎, 浓香型代表为郎牌特曲, 兼香型代表为小郎酒, 并且在价格带上也覆盖广泛, 从主打酱香市场定价千元的青花郎, 到定价 30 元的小郎酒, 其产品线在高端、次高端、中高端、低端价格带上实现全面覆盖。
 - **青、红花郎:** 青、红花郎是公司主力单品, 青花郎定位“中国两大酱香型白酒之一”, 红花郎定位“酱香典范”, 2018 年合计收入达 50 亿元, 占据公司总营收的半壁江山;
 - **郎牌特曲:** 郎酒深处浓香著称四川产区, 拥有无可比拟的产区优势与战略性浓香品牌资源, 我们预计 2018 年郎特收入约为 15 亿元;
 - **小郎酒:** 郎酒系川黔产区唯一拥有兼香型核心产品的名酒品牌, 小郎酒也是小酒品类标志性超级品牌, 我们预计 2018 年小郎酒收入约为 25 亿元。

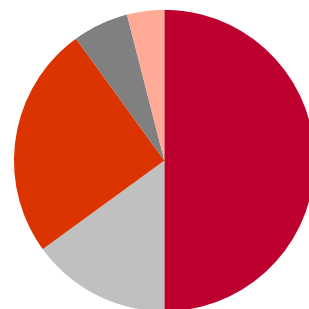
图表 23: 郎酒实现了香型、价格带的全覆盖



来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

图表 24: 郎酒产品结构一览

■ 青、红花郎 ■ 郎牌特曲 ■ 小郎酒 ■ 改革开放40周年纪念酒 ■ 生肖酒



来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

图表 25：郎酒价格体系

香型	主要产品	终端指导价	产品示例
酱香型	青花郎	978	
	红花郎15	529	
	红花郎红钻	468	
	红花郎10	359	
浓香型	朗特鉴赏18	680	
	朗特鉴赏12	459	
	朗特T8	232	
	朗特T6	129	
	朗特T3	69	
兼香型	小郎酒普通版	18	
	小郎酒炫彩版	26	

来源：京东，中泰证券研究所

■ 1.3 业绩表现：营收重回百亿，迎来业绩爆发的窗口期

- **飞速发展：**在白酒行业黄金十年期间，郎酒业绩取得快速成长，2011年营收突破百亿元。
- **2) 陷入调整：**随后行业出现断崖式下跌，郎酒之前快速冲刺的“后遗症”也被放大，产品滞销、库存积压、价格倒挂、价盘崩溃等问题接踵而来。
- **3) 迎来复苏：**经过几年调整，郎酒跟随行业开始复苏，2015年，汪俊林复出，郎酒业绩也随之上升，2015年和2016年销售额均比上年增长30%。
- **4) 实现爆发：**2018年青花郎开始爆发，汪俊林在2019年经销商大会上表示，2018年郎酒增速近100%，其中郎酒中高端酱香型青花郎、红花郎在2018年销售额达到50亿元，朗特和小郎酒分别约15、25亿（预计），改革开放40周年纪念酒销售额6亿元，生肖酒销量近4亿，从而实现了100亿元的营收目标。
- **5) 展望未来：**2019年公司力争实现130亿元的销售目标，同比增长约30%，其中酱酒目标70亿，同比增长40%，同时，公司表示将力争2020年完成郎酒股份公司在主板上市，并且喊话届时郎酒将实现200亿元的销售目标，这意味着公司未来两年业绩需要实现翻番增长。

■ 1.4 “狼性”的郎酒现阶段做了哪些工作？郎酒崇尚狼性文化，近年来在董事长汪总的带领下，通过加大费用投放不断开拓市场，抓住本轮酱香热的机遇期以及上市之前的窗口期。

- **费用投放方面，**公司希望在上市之前努力打造品牌，因此现阶段费

用投放较高，每年在央视等媒体投放广告费用 30 亿元，在行业中亦处于领先水平，目前已收到一定成效，中国两大酱香白酒的品牌概念已逐渐被越来越多的消费者熟知；

- **产品瘦身方面**，以前公司产品多而杂，影响品牌形象，现在浓缩为青花郎、朗特和小郎酒三条线，通过不断梳理产品做到资源聚焦；
- **市场培育方面**，以前公司渠道以团购为主，现阶段公司积极培育市场，一方面加大招商，另一方面做好终端烟酒店陈列，培育消费者；
- **库存方面**，市场担心郎酒压货问题，但去年开始公司出了相关政策，如果经销商库存达到一定体量，公司将不再接受其打款，因此库存问题有所缓解。

■ 2、三大事业部

- 公司原有青花郎事业部、郎牌特曲事业部、小郎酒事业部，三者各司其职协同作战。2019 年开始不久，郎酒又新设两大事业部，此次调整后，郎酒营销形成了以郎酒销售公司总经理梅刚为首，以青花郎事业部总经理胡红、郎牌特曲事业部总经理王勇军、小郎酒事业部总经理杨功华、郎酒庄事业部总经理李俊、综合渠道事业部总经理侯港列阵的核心管理层，下面我们分别对公司三大产品进行分析。

■ 2.1 青花郎

- **对标茅台，做高品牌。**青花郎是公司核心单品，2017 年，在青花郎新战略发布会上，郎酒集团董事长汪俊林正式宣布青花郎的新定位：中国两大酱香白酒之一。之前红花郎的主打广告语是“酱香典范红花郎”，而到了青花郎时代，变为“中国两大酱香白酒之一”，前者意为优秀酱酒之一，后者则直接对标茅台。此外，近期青花郎发布提价计划，目标在 3 年内将青花郎零售价提至 1500 元/瓶，我们认为这一方面来自于茅台的供不应求为青花郎提供了足够的溢价空间，另一方面郎酒独特的品质优势为其价值回归提供了保障。

■ 支撑青花郎对标茅台的价值支点：

- **1) 品质：**为了保证青花郎的高品质，其独创了“生长养藏”酿酒法则——生在赤水河、长在天宝峰、养在陶坛库、藏在天宝洞。其中，至少两年的洞藏，至少一年的瓶储，让一瓶青花郎至少需要 7 年时间才能走向消费者。苛刻的条件成就了青花郎极致的品质，成就了青花郎独特的口感。
- **2) 稀缺性：**高品质酱酒非常挑剔生态环境，赤水河流域目前已是公认的酱香白酒的“核心产区”。其中，从茅台镇至二郎镇 49 公里更是被公认为酱酒的“黄金产区”，实践证明，离开这里，就酿造不出高品质酱酒。关于酱酒的产能，董事长汪俊林判断：“整个赤水河流域优质酱酒年产量为 20 万吨，郎酒的极限是 5 万吨”，高品质酱酒的稀缺性可见一斑。

- **乘酱香热潮之东风，青、红花郎迎来爆发式增长。**青花郎的品质与稀缺性得到了酱酒消费市场的垂青。2018 年，高端酱香型青、红花郎销售额达到 50 亿元，增速达 90%。在中原、华东、两广、华北、西北、华南

六大区域，均实现了超过 100%的增幅。

图表 26: 郎酒高端酱香品牌: 青花郎

青花郎			
	产品定位	中国两大酱香白酒之一	
	竞争优势	品质	生在赤水河、长在天宝峰、养在陶坛库、藏在天宝洞
		稀缺性	优质酱酒极限产能为5万吨
业绩表现	2018年达50亿，销量同增90%		
未来目标	2019年目标70亿，同增40%		
提价计划	3年内将青花郎零售价提至1500元，茅台供不应求提供溢价空间		

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

■ 2.2 郎牌特曲

- **主打错位竞争，招商势头良好。**作为郎酒“一树三花”产品体系中的重要组成部分，郎特的底气在于错位竞争，郎特以优质的浓香酒体做次高端价位的浓香产品，其在坚守传统浓香型白酒工艺基础上，十分重视对于不同区域消费者口感的满足，在庞大的浓香市场中有望凭借性价比优势获得一席之地。

- **产品定位：**郎特定位“来自四川、浓香正宗”，T8/T12/18 为长期运作的核心产品，现阶段以 12 为主推产品和形象代表，T6 为过渡性产品；T3 为精英版产品按计划适时退出。
- **价格策略：**鉴赏 12，对标 M3，市场标牌价为 418 元/瓶，现零售价保持 360 元/瓶不变。T8，对标海之蓝，现零售价格为 160 元/瓶保持不变，通宴席和团购政策让消费者买到的心理价格在 140 元左右。鉴赏 18 标牌价 588 元/瓶，作为郎牌特曲的高端价格标杆，实际零售价 458 元/瓶以上。
- **市场拓展：**郎牌特曲定位为全国性品牌，聚焦六省区域发展：江苏、河南、山东、湖南、河北、四川，其中把江苏打造成为郎牌特曲的基地市场，年销售额已过 10 亿。同时，今年首批选择未来三年能持续成倍增长有带动力的 14 个重点市场为突破。目前，除传统优势销售区域江苏、河南巩固发展外，郎特在全国市场的招商势头良好。

图表 27: 郎酒腰部浓香品牌: 郎牌特曲

郎牌特曲			
	品牌定位	来自四川，浓香正宗	
	竞争优势	错位竞争	坚守传统浓香工艺基础上，重视对不同区域消费者口感的满足
		性价比	以优质的浓香酒体做次高端价位的浓香产品
	产品定位	T8/12/18为长期运作的核心产品，现以12为主推产品和形象代表，T6为过渡性产品，T3逐渐退出	
	价格策略	鉴赏12对标M3，零售价保持360元。T8对标海之蓝，到手价约140元。鉴赏18作为标杆，零售价458元以上	
	市场拓展	聚焦六省：江苏、河南、山东、湖南、河北、四川，其中江苏打造成基地市场，年销售额已过10亿	

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

■ 2.3 小郎酒

- **销售火爆, 抢占低端白酒市场份额。**小郎酒定位“全国热销的小瓶白酒”，在战略层面，2016年郎酒集团将小郎酒“独立”出来单独运营，年销售额已突破20亿。郎酒集团董事长汪俊林公开表示在未来3-5年，将小郎酒打造为50亿-100亿销售规模的超级大单品。
- **全面升级换代, 拓展目标人群。**2018年，小郎酒完成新老产品的换代升级，新品完成了酒质、包装、定位的升级。从价位来看，新品小酒炫彩小郎酒迈入30元区间，收割小酒的高端市场，抢占200元以内的大瓶酒市场。从目标人群来看，小郎酒将其消费场景从小餐馆拓展到商务、聚会、户外等多个场景，且除了餐会用酒之外，还要力争成为商务、朋友、家庭礼品送酒，从而开启小郎酒的“高端小酒”时代。

图表 28：郎酒低端兼香品牌：小郎酒

小郎酒			
	产品定位	全国热销的小瓶白酒	
	竞争优势	兼香独特	川黔产区唯一的兼香型名酒产品
		小酒明星	小酒品类标志性超级品牌，拓展休闲市场
	业绩表现	2018年预计超20亿，份额全国领先	
	未来目标	未来3-5年，目标将小郎酒打造为50-100亿规模的超级大单品	
	升级换代	新品小酒炫彩小郎酒迈入30元区间，收割小酒的高端市场，抢占200元以内的大瓶酒市场	

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

投资建议

- 酱酒风起，茅台领航。**“酱香热”是当前我国白酒市场的关键词之一，我们对本轮酱香热潮的演变、表现与原因进行了系统性梳理分析，发现2017年以来在茅台的引领下，酱酒企业普遍取得了远超行业平均的高速增长，次高端开始放量承接茅台溢出红利，其原因既在于茅台的消费者培育开始见效，更在于酱酒的高品质迎合了消费升级需求。进一步地，我们对行业代表性品牌茅台和郎酒进行分析，认为茅台当前价格并未泡沫化，社会库存因老酒市场的“化库存为消费”而无需过度担心，未来几年保持稳健增长仍具备确定性；郎酒近年来发展迅猛，在上市前通过加大费用投放来拔高品牌、开拓市场，“狼性”进取决心十足，预计未来两年仍将保持快速成长。

图表 29: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	984.00	12359.0	28.02	35.06	41.08	35.12	28.07	23.95
五粮液	117.95	4477.4	3.47	4.46	5.33	33.95	26.45	22.13
泸州老窖	80.83	1133.2	2.38	3.11	3.88	33.96	25.99	20.83
洋河股份	121.56	1831.9	5.39	6.15	7.13	22.57	19.77	17.05
古井贡酒	118.51	597.3	3.37	4.42	5.57	35.17	26.81	21.28
山西汾酒	69.05	598.0	1.69	2.15	2.68	40.76	32.12	25.76
口子窖	64.42	386.5	2.55	3.05	3.57	25.26	21.12	18.04
水井坊	50.82	248.5	1.19	1.55	1.86	42.85	32.79	27.32
沱牌舍得	27.18	91.6	1.02	1.24	1.61	26.60	21.92	16.88
顺鑫农业	46.65	266.4	1.30	2.27	2.95	35.76	20.55	15.81
伊力特	19.30	85.1	0.97	1.22	1.40	19.89	15.82	13.79
迎驾贡酒	17.91	143.3	0.97	1.05	1.11	18.46	17.06	16.14
伊利股份	33.41	2047.7	1.06	1.20	1.37	31.52	27.84	24.39
绝味食品	38.91	159.5	1.56	1.88	2.22	24.94	20.70	17.53
元祖股份	26.49	63.6	1.01	1.44	1.72	26.23	18.40	15.40
青岛啤酒	49.93	674.1	1.05	1.37	1.76	47.42	36.45	28.37
重庆啤酒	47.16	228.3	0.83	1.05	1.23	56.82	44.91	38.34
中炬高新	42.83	341.4	0.76	0.91	1.17	56.17	47.07	36.61
海天味业	105.00	2841.3	1.62	1.94	2.33	64.81	54.12	45.06
安琪酵母	31.63	104.4	1.04	1.21	1.42	30.43	26.14	22.27
双汇发展	24.89	821.4	1.49	1.57	1.69	16.71	15.85	14.73
恒顺醋业	18.42	111.1	0.39	0.42	0.48	47.39	43.86	38.38

来源: 中泰证券研究所

风险提示

- **中高端酒动销不及预期:** 近年来各地白酒消费档次提升明显, 但消费升级是一个相对缓慢的过程, 若宏观经济出现一定程度的波动, 白酒消费可能受存在一定影响, 中高端酒动销存在不及预期的可能。
- **三公消费限制力度持续加大:** 尽管公务消费占比逐年走低, 但是改革依旧进行, 不排除部分区域或者单位继续出现“禁酒令”的可能。从体制内开始肃清酒风, 进而影响商务消费和民间消费。
- **食品安全事件风险:** 类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击, 白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言, 更多的是安全事件, 带来的打击也是沉重的。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。