

饮料制造

证券研究报告
2019年09月09日

坚定看好三大香型龙头公司的黄金机遇

投资评级
行业评级 强于大市(首次评级)
上次评级 强于大市

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516070001
liupeng1@tfzq.com
郑蔚宇 联系人
zhengweiyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《饮料制造-行业深度研究:三四线市场持续发展,龙头伊利占优势》2018-04-16
- 《饮料制造-行业深度研究:香飘千里外,味醞一杯中——普洱茶行业深度》2017-11-30
- 《饮料制造-行业专题研究:一带一路下白酒出海路径——需求创造供给,人是核心增量》2017-08-16

1. 白酒行业维持稳健增长,集中度提升逻辑不变

上半年,上市白酒企业实现营业收入1271.69亿元,同比增长19.45%,实现归母净利润443.19亿元,同比增长25.58%,其中Q2实现营业总收入510.99亿元,同比增长14.85%,Q2归母净利润实现166.31亿元,同比增长22.03%,非上市公司营收上半年仅同比增长2.8%。整体上看,从2016年以来上市白酒企业一直维持两位数以上的营收增长,但整个白酒行业营收增速低于上市白酒板块增速,白酒行业有集中度提升、结构分化的趋势。

2. 头部一枝独秀,腰部层次不齐,腰部以下压力大

我们将上市白酒公司划分为三个子板块,高端板块包括贵州茅台、泸州老窖、五粮液,次高端包括洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、水井坊,最后是其他区域性白酒公司。从营收增速上来看,2019H1 高端白酒板块(21.90%) > 次高端(17.98%) > 其他区域型白酒(13.08%),高端白酒增速相对于其他两个板块增速相对更高且稳定。我们认为出现分化的原因主要是头部白酒公司品牌力更强,具有全国化的先发优势,在行业增速稳健阶段有更高的费效比,因此行业整体趋势表现出了头部公司创造需求,其余区域性企业跟进提价放量的态势,在报表端这些公司要么是收入增速比利润增速快,利润增速较低,要么是费用率控制较好,但收入增速较低。

3. 长期看白酒五虎有望走出阿尔法行情

我们重点推荐茅台、五粮液、汾酒、建议关注泸州老窖、洋河股份、水井坊。其中五粮液持续推进信息化建设和品牌梳理工作,作为国企改革的坚决执行者前景可期。山西汾酒国改推进顺利,省外省内营收占比已达1:1,主力产品青花、玻汾放量可期。

4. 限额餐饮预示下半年白酒景气度

我们认为限额餐饮是中高端白酒景气度的一个前导指标。去年下半年限额餐饮的基数不高,8、9、10、11四个月增速仅5%-6%,因此今年增速上升空间会比较大。

风险提示: 人民币贬值、外资减持、食品安全问题、政策限制风险、行业竞争加剧;

重点标的推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 2019-09-06 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 000858.SZ | 五粮液 | 140.01 | 买入 | 3.45 | 4.51 | 5.98 | 7.75 | 40.58 | 31.04 | 23.41 | 18.07 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 1142.49 | 买入 | 28.02 | 34.16 | 40.98 | 47.99 | 40.77 | 33.45 | 27.88 | 23.81 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 76.00 | 买入 | 1.68 | 2.19 | 3.10 | 4.25 | 45.24 | 34.70 | 24.52 | 17.88 |

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS

内容目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 1. 白酒行业维持稳健增长，集中度提升逻辑不变..... | 3 |
| 2. 头部一枝独秀，腰部层次不齐，腰部以下压力大..... | 3 |
| 3. 白酒五虎有望维持长周期景气度..... | 6 |
| 4. 下半年白酒景气度判断..... | 8 |

图表目录

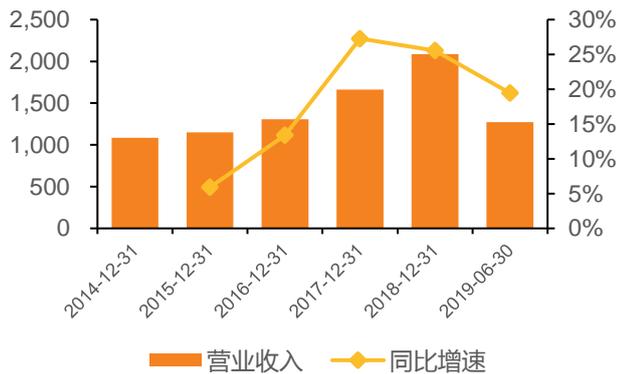
| | |
|---|---|
| 图 1：2014-2019H1 白酒上市企业营收变化（亿元）..... | 3 |
| 图 2：2014-2019H1 白酒上市企业归母净利润变化（亿元）..... | 3 |
| 图 3：2017Q1-2019Q2 各白酒板块营收表现..... | 5 |
| 图 4：2017Q1-2019Q2 各白酒板块归母净利润..... | 5 |
| 图 5：2017Q1-2019Q2 各白酒板块毛利率对比..... | 5 |
| 图 6：2017Q1-2019Q2 各白酒板块净利率对比..... | 5 |
| 图 7：2017Q-2019Q2 各白酒板块销售费用率..... | 6 |
| 图 8：2017Q-2019Q2 各白酒板块管理费用率..... | 6 |
| 图 9：白酒五虎 10 年以来 PE 估值表现..... | 8 |
| 图 10：2017 年至今限额以上企业餐饮总收入当月同比（单位：%）..... | 8 |
| 表 1：白酒上市公司 2019 年 Q1-Q2 财务表现..... | 4 |
| 表 2：2019 年各白酒板块营收、利润表现..... | 4 |
| 表 3：近 5 个季度贵州茅台、五粮液盈利增速..... | 7 |
| 表 4：近 5 个季度山西汾酒、洋河股份盈利增速..... | 7 |

1. 白酒行业维持稳健增长，集中度提升逻辑不变

白酒行业稳健增长，集中度持续提升。上半年，上市白酒企业实现营业收入 1271.69 亿元，同比增长 19.45%，实现归母净利润 443.19 亿元，同比增长 25.58%，其中 Q2 实现营业总收入 510.99 亿元，同比增长 14.85%，Q2 归母净利润实现 166.31 亿元，同比增长 22.03%。自 2016 年以来，上市白酒企业持续保持两位数以上的营收增长，发展势头稳健。

根据工信部统计，2019 年 1-6 月，全国规模以上酿酒企业数量为 2121 家，营业收入累计达到 4275.9 亿元，同比增长 7.3%；利润总额累计达到 857.8 亿元，同比增长 18.3%。反算得到其中非上市公司营收同比增长 2.8%，利润总额同比增长 5.1%。白酒行业营收增速低于上市白酒板块增速，白酒行业集中度提升、结构分化。

图 1：2014-2019H1 白酒上市企业营收变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2014-2019H1 白酒上市企业归母净利润变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 头部一枝独秀，腰部层次不齐，腰部以下压力大

从白酒各子板块来看，行业整体增速相对放缓，高端化、头部集中化的趋势明显。我们认为行业整体趋势是头部白酒企业创造核心需求，发挥高端产品的社交属性，同时全国化布局，从而实现较高的费效比。我们认为以洋河为代表的次高端公司，相对费效比就不如高端公司，营收增速慢于费用增速，要么加入费用投入力度，但很难短期见效；要么像古井贡酒，之前费用投放力度较大，目前正在享受渠道布局的成果，所以古井贡酒有望在江苏和安徽复制洋河的成长路径。相对于高端白酒，洋河股份、水井坊等品牌力相对较弱，还需要时间培养品牌力，扩张渠道布局。我们认为其他地方性的品种，全国化难度很大，这个过程盈利结构会承受较大的压力。

高端白酒营收增长相对于其他两个板块更高更稳健。从营收增速上来看，2019H1 高端（21.90%）> 次高端（17.98%）> 其他区域型白酒（13.08%）。时间维度上看，2019 年白酒板块增速整体较 2018 年有所放缓，但高端白酒增速相对于其他两个板块增速更高更稳定。我们认为除了头部公司，其他公司要么是收入增速比利润增速快，利润增速较低；要么是费用率控制较好，但收入增速较低，比如口子窖。

具体看各个板块的白酒公司，高端的头部三家高端白酒收入 2017Q1-2019Q2 复合增速在 20% 以上，利润增速基本在 25%-30%，趋势都比较良性，整个高端板块 2019H1 实现营业收入 746.52 亿元，同比增长 21.9%，Q2 增速略有放缓，与 2018 年 Q2（同比增速 41%）基数较高有一定关系，H1 归母净利润实现 320.36 亿元，同比增长 29%。

次高端板块有所分化。2019H1 山西汾酒、古井贡酒净利润维持稳健增长，顺鑫农业营收增速略低于我们预期，今世缘是上半年收入比利润增速快。水井坊作为二线公司，上半年

收入与利润增速基本同步，未来利润增速是否能加速需要持续关注。次高端板块上半年实现营业收入 331.08 亿元，同比增长 18%，实现归母净利润 94 亿元，同比增长 19%。

其他区域性板块白酒企业，口子窖增长稳健，老白干虽然营收增长较高，但是利润增速偏低，可能系省内竞争激烈，伊力特、金徽酒的收入和利润增速较低。2019 年 H1 其他区域性白酒板块实现营业收入 194 亿，同比增长 13%，归母净利润实现 29 亿，同比增长 14%。

表 1：白酒上市公司 2019 年 Q1-Q2 财务表现

| | 营业收入 | | | | 归母净利润 | | | | 经营性现金流净额 | | | | 预收账款 | | |
|---------------|------|------------|------------|-----|------------|------------|------|------|------------|------------|---------|------|--------|------|------|
| | 亿元 | 2019Q1 YOY | 2019Q2 YOY | | 2019Q1 YOY | 2019Q2 YOY | | | 2019Q1 YOY | 2019Q2 YOY | | | 2019H1 | YOY | |
| 高 端 | 贵州茅台 | 216 | 24% | 178 | 12% | 112 | 32% | 87 | 20% | 11.9 | -76% | 229 | 79% | 123 | 23% |
| | 五粮液 | 176 | 27% | 96 | 27% | 64.8 | 30% | 29 | 34% | 79.3 | 231% | 4 | 124% | 43.5 | -1% |
| | 泸州老窖 | 42 | 24% | 38 | 26% | 15.1 | 43% | 12 | 36% | 5.6 | 61% | 11 | 1765% | 13.9 | 27% |
| | 算术平均 | 145 | 25% | 104 | 22% | 64 | 35% | 43 | 30% | 32 | 72% | 82 | 656% | 60 | 16% |
| 次 高 端 | 洋河股份 | 109 | 14% | 51 | 2% | 40.2 | 16% | 16 | 2% | 1.2 | -93% | -6 | -172% | 17.8 | -14% |
| | 山西汾酒 | 41 | 20% | 23 | 26% | 8.8 | 23% | 3 | 38% | 25.1 | 926% | -8 | -214% | 14.8 | 81% |
| | 古井贡酒 | 37 | 43% | 23 | 4% | 7.8 | 35% | 5 | 49% | 10.1 | 421% | 0 | -93% | 5.2 | -36% |
| | 今世缘 | 20 | 31% | 11 | 27% | 6.4 | 26% | 4 | 24% | -0.5 | -136% | 4 | 43% | 3.1 | 29% |
| | 水井坊 | 9 | 24% | 8 | 29% | 2.2 | 41% | 1 | 7% | 2.5 | 365% | 3 | 218% | 0.6 | 82% |
| | 算术平均 | 22 | 33% | 14 | 20% | 5.5 | 34% | 3 | 27% | 4.0 | 216% | 2 | 56% | 2.9 | 25% |
| 其 他 区 域 性 酒 企 | 顺鑫农业 | 48 | 20% | 37 | 12% | 4.3 | 17% | 2.2 | 90% | 2.4 | -73% | -4.0 | -166% | 49.6 | 44% |
| | 口子窖 | 14 | 9% | 11 | 16% | 5.4 | 21% | 3.5 | 23% | 0.6 | 141% | 1.3 | -20% | 5.1 | -12% |
| | 老白干酒 | 11 | 56% | 8 | 12% | 1.2 | 57% | 0.8 | 7% | -0.6 | -167% | -1.2 | -76% | 3.3 | -48% |
| | 迎驾贡酒 | 12 | 3% | 7 | 20% | 3.5 | 9% | 0.9 | 58% | -1.7 | -10093% | -0.1 | 75% | 2.1 | -29% |
| | 舍得酒业 | 7 | 34% | 5 | 5% | 1.0 | 22% | 0.8 | 2% | -0.1 | -104% | -1.3 | -20% | 1.3 | -5% |
| | 伊力特 | 5 | 0% | 4 | -12% | 1.5 | 24% | 0.5 | -45% | 0.7 | -58% | -0.9 | 18% | 0.7 | -54% |
| | 酒鬼酒 | 3 | 30% | 4 | 40% | 0.7 | 16% | 0.8 | 60% | -0.1 | -534% | 1.3 | 68% | 0.7 | -18% |
| | 金种子酒 | 3 | -6% | 2 | -10% | 0.1 | 21% | -0.4 | -2835% | -1.7 | 9% | -0.1 | 69% | 1.2 | 23% |
| | 金徽酒 | 5 | 5% | 3 | -2% | 1.1 | -10% | 0.3 | -29% | 1.6 | 102% | 0.5 | 725% | 1.4 | -12% |
| | 青青稞酒 | 4 | -23% | 2 | -21% | 0.5 | -42% | -0.3 | -2339% | -0.1 | -106% | -0.9 | -6% | 0.6 | 183% |
| | 算术平均 | 4 | -8% | 2 | -11% | 0.6 | -10% | -0.1 | -1734% | 0.0 | 1% | -0.2 | 263% | 1.1 | 65% |

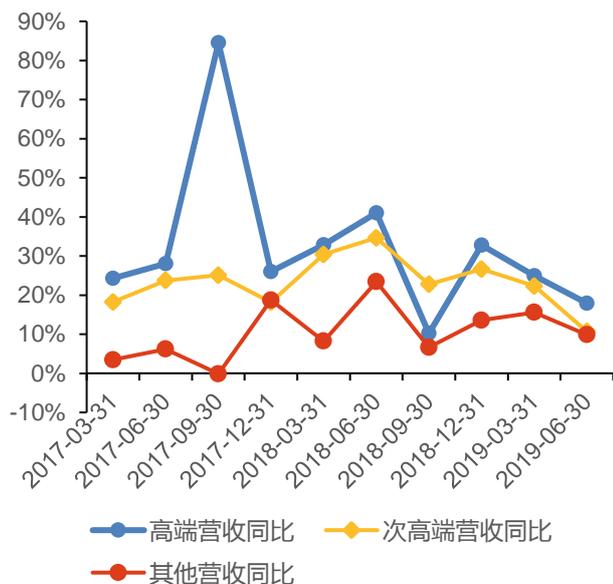
资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：2019 年各白酒板块营收、利润表现

| | 营业收入 | | | 归母净利润 | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019H1 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q1 | 2019Q2 |
| 高端营业收入/亿元 | 746.52 | 434.03 | 312.48 | 192 | 320 |
| YOY/% | 21.9% | 24.96% | 17.90% | 32.2% | 29.0% |
| 次高端营业收入/亿元 | 331 | 215.00 | 116.09 | 65 | 94 |
| YOY/% | 18.0% | 22.32% | 10.69% | 20.5% | 18.5% |
| 其他营业收入/亿元 | 194 | 111.67 | 82.42 | 19 | 29 |
| YOY/% | 13.1% | 15.56% | 9.88% | 14.2% | 14.4% |

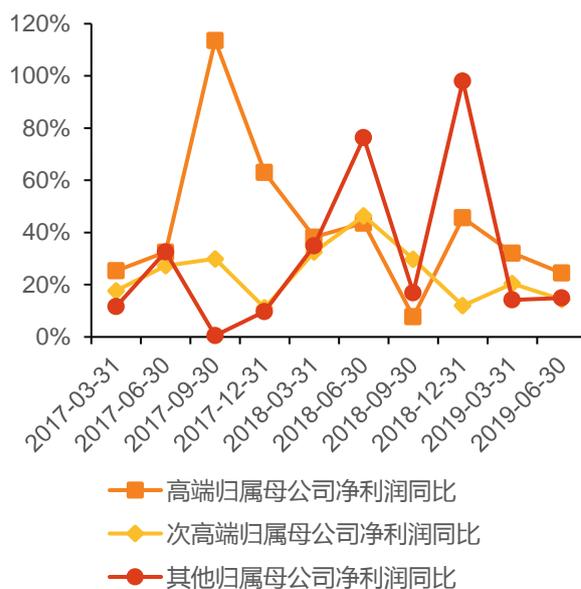
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2017Q1-2019Q2 各白酒板块营收表现



资料来源：wind，天风证券研究所

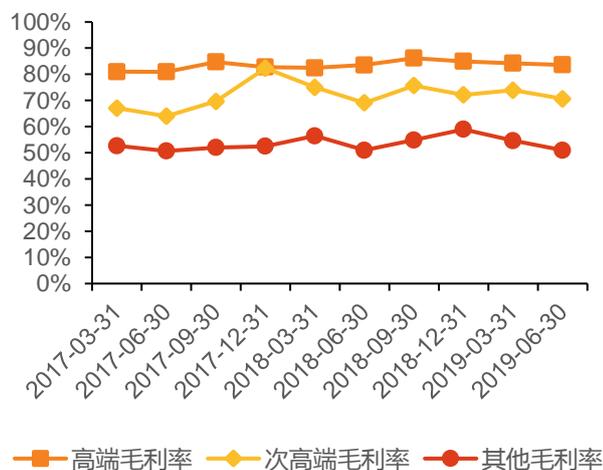
图 4：2017Q1-2019Q2 各白酒板块归母净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

盈利结构上，各个层级白酒公司毛利率基本相差 10 个百分点左右，高端、次高端板块同比均有所提升。高端白酒优势明显，格局相对稳定。上半年高端白酒板块实现毛利率 83.64%，同比提升 0.08pct，净利率实现 43.12%，同比提升 1.83pct。次高端毛利率实现 70.65%，同比提升 1.55pct，净利率实现 25.09%，同比提升 0.69pct。

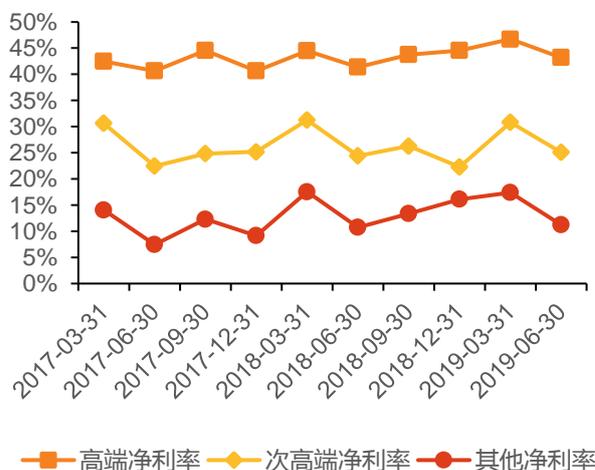
图 5：2017Q1-2019Q2 各白酒板块毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

注：板块毛利率用该层级所有公司的毛利总和除以收入总和计算得到

图 6：2017Q1-2019Q2 各白酒板块净利率对比

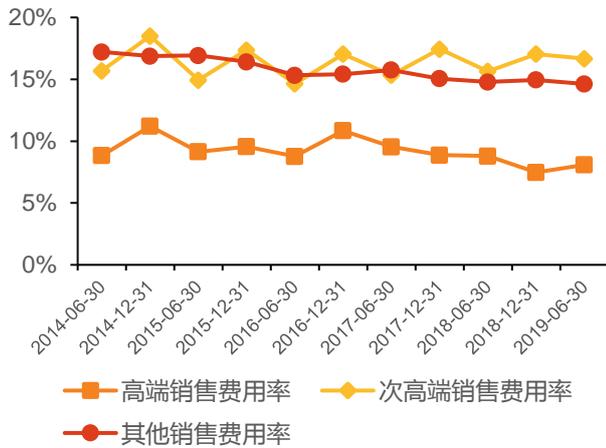


资料来源：wind，天风证券研究所

注：板块净利率用该层级所有公司的净利总和除以收入总和计算得到

费用端方面，管理费用率方面三个子板块相差不大，但销售费用率方面，高端板块收入增速更高且费用率最低，费效比优势非常明显。三家高端白酒公司近几年维持在 8%左右，2019 年 H1 销售费率 8.09%，同比下降 0.7pct，而次高端白酒销售费用率维持在 16%左右，19H1 同比增加 1.02pct，其他区域性白酒企业近几年维持在 15%左右。我们认为之所以会出现高端白酒与其他白酒层次公司销售费用率的分化，主要是高端白酒品牌优势明显，全国化布局已相对完善，目前处于享受前期渠道开拓成果的阶段，而其他白酒公司仍处于渠道的快速开拓阶段，费用投放力度较大。

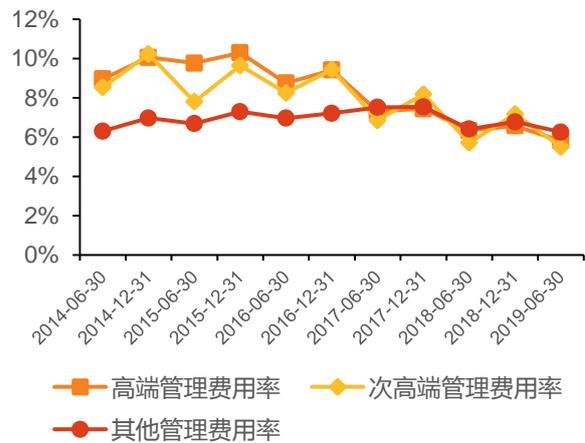
图 7: 2017Q-2019Q2 各白酒板块销售费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 板块费用率用该层级所有公司的销售费用总和除以收入总和计算得到

图 8: 2017Q-2019Q2 各白酒板块管理费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 板块费用率用该层级所有公司的管理费用总和除以收入总和计算得到

3. 白酒五虎有望维持长周期景气度

我们重点推荐茅台、五粮液、汾酒、建议关注洋河股份、泸州老窖、水井坊。头部公司全国化的逻辑和方法都不一样: 五粮液的普五在 1000 元价格带竞争对手较少, 放量空间大; 茅台品牌优势溢价更高; 汾酒是各个产品的产品力都比较强; 老窖是用 1573 带动其他品种。各个公司策略都不一样, 但都是最少的投入获得最大的回报。

贵州茅台: 涨价效应凸显, 稀缺性铸就溢价。公司上半年实现总收入 411.7 亿元, 同比增长 16.8%, 归母净利润实现 199.5 亿, 同比增长 26.6%, 其中 Q2 收入 186.9 亿元, 同比增长 10.9%, 净利润 87.3 亿元, 同比增长 20.3%, 较 Q1 增速略低, 部分原因是 18 年 Q2 增速较高 (45.56%)。公司进一步优化营销网络布局, 上半年减少了 494 家经销商。盈利结构方面, 上半年毛利率达到 92%, 同比提升 0.9pct, 主要系茅台酒占比提升, 反映公司产品结构的升级。我们认为茅台品牌具有不可替代的社交属性, 超高端定位支撑公司业绩稳健增长。

五粮液: 管理改革不断释放增长动能, 站稳千元价位。2019 年上半年公司实现营业收入 271.51 亿元, 同比增长 26.75%; 净利润 98.07 亿元, 同比增长 31.39%。毛利率和净利率稳中有升, 为近三年新高, 分别为 78.16%和 36.12%; 费用率进一步下行, 营销管理费用支出效率提升。

改革成效显著, 改革红利不断释放。五粮液目前全面推动数字化工程、清理系列酒和普五副牌产品, 并且从内部文化、战略定位、执行行动和自我评价等方面积极改革。

随着 MSCI 扩容, 外资、保险等海外长期资金不断涌入, 具有一定消费壁垒和消费者黏性的高 ROE 公司将成为这些资金的配置标的之一。近年来, 外资对于国企改革的理解逐步提升, 而五粮液作为国企改革的坚决执行者, 前景可期。

表 3：近 5 个季度贵州茅台、五粮液盈利增速

| 重点指标 | 季度同比 | 2018-03-31 | 2018-06-30 | 2018-09-30 | 2018-12-31 | 2019-03-31 | 2019-06-30 |
|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 贵州茅台 | 营业收入 (%) | 31.24 | 46.40 | 3.20 | 35.71 | 23.92 | 12.01 |
| 600519.SH | 归母净利润 (%) | 38.93 | 40.12 | 23.77 | 30.00 | 31.91 | 26.56 |
| | 毛利率 (pct) | 0.15 | 2.81 | 1.10 | 1.76 | 0.81 | 1.03 |
| | 净利率 (pct) | 3.10% | -1.64 | 0.18 | 4.13 | 2.78 | 3.11 |
| 五粮液 | 营业收入 (%) | 36.80 | 37.73 | 23.17 | 31.32 | 26.57 | 27.08 |
| 000858.SZ | 归母净利润 (%) | 38.35 | 43.02 | 36.32 | 38.36 | 30.26 | 31.30 |
| | 毛利率 (pct) | 2.66 | -1.55 | 5.43 | 0.28 | 2.59 | -1.99 |
| | 净利率 (pct) | 0.71 | 3.35 | -0.72 | 3.44 | 1.21 | 1.42 |

资料来源：wind，天风证券研究所

山西汾酒：Q2 收入利润加速增长，青花玻汾稳步推进省外扩张。19H1 共实现营业收入 63.77 亿元，同比增长 22.30%；扣非前后归母净利润为 11.90、11.89 亿元，同比增长 26.28%，25.84%。我们认为收入环比加速是因为 3 月份后公司实行淡季控货的挺价策略，清理渠道库存同时理顺了价格体系，因此在二季度中后段经销商进货积极性有所提升。我们认为利润增速高于收入增速主要是因为产品提价和增值税下调导致。2019 年上半年公司省外收入持续增长，省外：省内收入比超过 1:1。19H1 公司调整产品种类划分，或因上半年公司对“汾”牌进行清理整顿，有利于未来汾酒品牌价值回归。19H1 末公司预收款项同比大增 80.56%。预收款大幅增长充分体现了经销商对汾酒的信心增强，打款进货持续增加。

洋河股份：营收符合预期，长期持续看好。2019 年 H1 公司营业收入 159.99 亿元，同比增长 10.01%，归母净利为 55.82 亿元，同比增长 11.52%。公司的营收增速放缓是因为公司战略改变，淡季公司采取控量提价战略，力求厚积薄发，为旺季做准备，库存商品从年初的 16.4 亿锐减为 6 月底的 6.5 亿，公司控量效果显现市场反馈良好。省内经济发达，消费水平高，一直以来竞争都比较激烈，尤其近两年有不少省外品牌在江苏市场增加招商、加大投入，省内品牌也有不错的表现，江苏市场竞争更加激烈。

渠道管理方面趋于小商化。我们认为在白酒行业结构分化趋势下，高端品牌凭借在整个产业链中的强势地位将在渠道端具有更强的议价能力和把控力，同时强大的品牌在消费者心智中已经构建了稳固的地位，因此在未来存量市场中更易实现渠道下沉、具备较强的消费者需求感知力的渠道小商将逐渐成为主流。

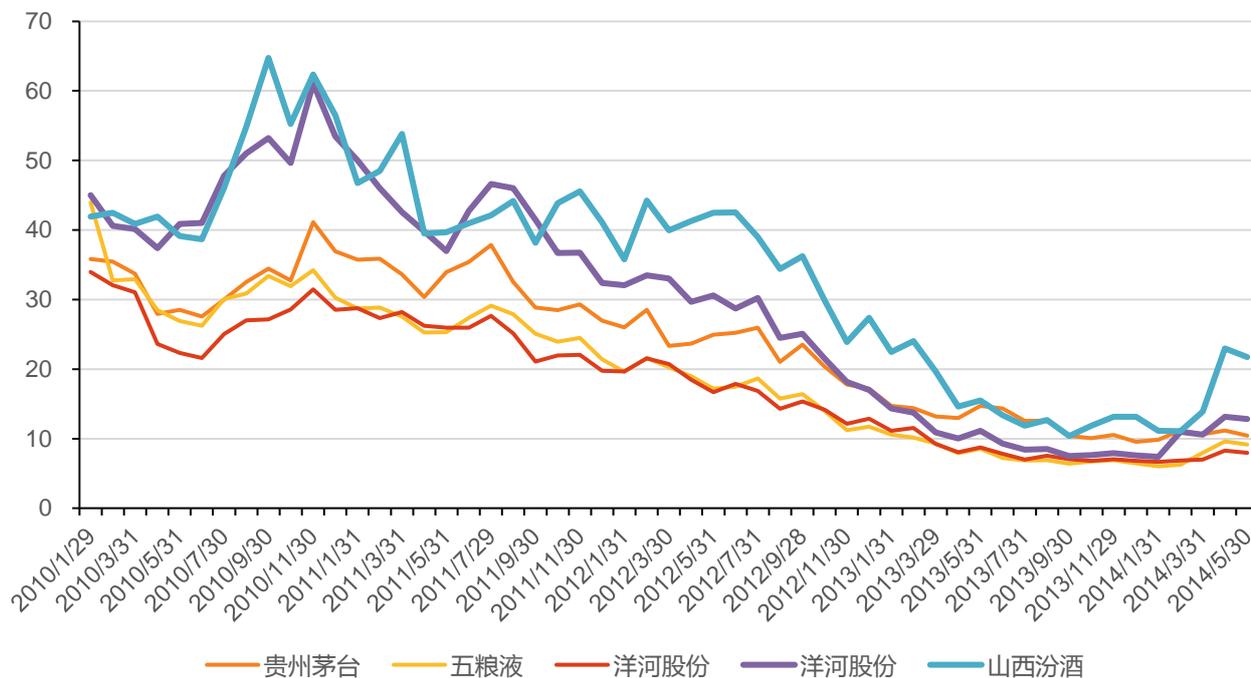
表 4：近 5 个季度山西汾酒、洋河股份盈利增速

| 重点指标 | 季度同比 | 2018-03-31 | 2018-06-30 | 2018-09-30 | 2018-12-31 | 2019-03-31 | 2019-06-30 |
|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 山西汾酒 | 营业收入 (%) | 48.56% | 45.30% | 30.58% | 108.75% | 25.24% | 28.73% |
| 600809.SH | 归母净利润 (%) | 51.82% | 55.76% | 56.89% | 55.36% | 23.57% | 26.99% |
| | 毛利率 (pct) | -0.53 | -3.06 | 3.51 | -14.52 | 0.99 | 3.30 |
| | 净利率 (pct) | 0.92 | 1.77 | 3.03 | -3.69 | -0.32 | 0.20 |
| 洋河股份 | 营业收入 (%) | 25.68% | 26.97% | 20.11% | 5.08% | 14.18% | 2.08% |
| 002304.SZ | 归母净利润 (%) | 26.69% | 28.06% | 26.10% | 22.45% | 15.70% | 11.52% |

| | | | | | | |
|-----------|-------|------|------|--------|-------|-------|
| 毛利率 (pct) | 13.55 | 7.91 | 9.18 | -11.71 | -2.49 | 2.84 |
| 净利率 (pct) | 0.37 | 1.07 | 0.38 | -0.72 | 0.52 | -0.03 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 白酒五虎 10 年以来 PE 估值表现

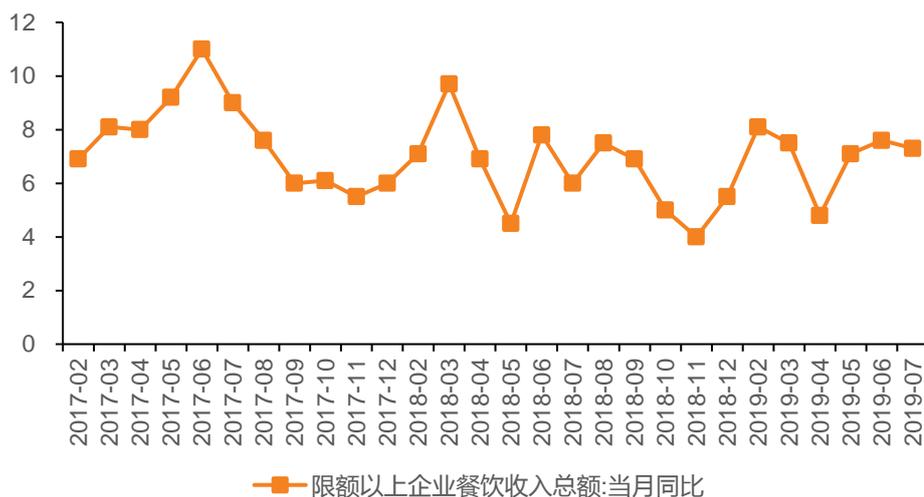


资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 下半年白酒景气度判断

我们总的判断是下半年头部集中趋势依旧继续延续，中高端景气度维持。餐饮作为白酒的直接消费场景，对白酒需求有直接影响。去年下半年限额餐饮的基数不高，8、9、10、11 四个月增速仅 5%-6%，一直到 12 月份才有所回升，因此这个低基数意味着下半年需求增速压力不大。我们认为从实际需求来看，中高端白酒具有社交属性，同时消费升级，市场空间更大，弹性更大，成长逻辑凸显。同时因为渠道利润空间高，经销商动销积极性高，龙头品牌全国化更容易。并且下半年进入旺季、喝酒场景更多，我们认为下半年不会比上半年差，头部集中会更明显。

图 10: 2017 年至今限额以上企业餐饮总收入当月同比 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

风险角度来看, 我们认为目前配置白酒的主要风险是人民币贬值、外资减持可能性; 同理贸易战对餐饮也会有影响, 可能在旺季之后显现, 并传导至高端需求。因此下一步应继续关注政府对投资的刺激政策, 如果商务活动增加、经济活动活力不降, 政策面可能会对白酒板块起到一定支撑性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |