



核心观点

❖ 市场竞争激烈，行业深化调整

随着我国居民收入水平的持续提升，酒类消费的主导力量逐步从政务消费向商务消费、大众消费转型；在消费升级的大背景下，行业集中度不断提升，2020年上半年上市白酒企业 CR5 为 37.5%，较 2019 年末提升 4.3 个百分点。行业从扩容式增长转变为挤压式增长。白酒行业产量总体上呈现下降趋势，2019 年全国白酒总产量为 786.0 万千升，同比下降 9.8%。四川省白酒产量维持稳定，2019 年为 366.7 万千升，占全国产量比提升至 46.7%。全国白酒销售收入维持稳定，2019 年为 5617.8 亿元，同比增长约 4.8%；利润水平持续上升，2019 年为 1404.1 亿元，平均毛利率为 68.8%。

❖ 新周期下产品力竞争成为主流

2003-2012 年是白酒行业第一次整体产能扩张时期，产能提升助力营收增长。2016 年开始进入新一轮周期，本轮周期价格成为主要驱动力，而价格的核心驱动力在于产品力的提升。在产品周转天数可在一定程度上侧面印证白酒产品平均酿造周期，并作为产品质量的参考。中高端酒产能增长使得在产品周转天数呈现上升趋势，在产品周转天数又与公司盈利情况基本呈正比。因此我们可以得出结论，中高端酒产能增长能有效提高酒企产品力，从而提升公司盈利水平。

❖ 川酒开启高端、次高端产能扩张之路

针对高端、次高端白酒需求旺盛的情况，包括茅台、五粮液、泸州老窖等酒企纷纷开启产能扩张计划，川酒“六朵金花”在这次产能扩张的浪潮中也积极扩产增能，以期提高市场竞争力。主要川酒企业于 2016 年前后纷纷开启技改项目，扩大中高端白酒产能以满足需求的增长。2016 年泸州老窖和剑南春宣布新一批扩产计划，2017 年五粮液和舍得启动技改项目，2020 年水井坊和郎酒开启产能扩张。其中高端酒产量增长最为显著的五粮液、泸州老窖在新一轮周期的竞争中将具有较强的竞争力。

❖ **投资策略：**我们认为在新周期下高端产能扩张、酒质提升和营收增长成正相关态势，并形成良性循环，在未来拥有高端酒产能的优势便能具备强有力的竞争力。具体到川酒上，随着中高端白酒产能的扩张，川酒“六朵金花”品牌影响力与日增长，整体将会呈现为马太效应下的强者恒强，投资机会主要来自两大方向：1) 高端白酒竞争格局稳固，考虑到高端消费依然处于长期紧平衡的现状，五粮液、泸州老窖在高端产能稳定增长情况下，业绩确定性强，建议关注。2) 次高端白酒在疫情缓和下恢复较好，且中高端白酒产能投入较大，未来随着中高端酒产能释放，业绩有望进一步提升。一方面建议关注全国性次高端上市公司 ST 舍得、水井坊；另一方面建议关注处于拟上市阶段的郎酒。

风险提示：宏观经济及收入波动风险；食品安全风险；原材料价格波动风险。

☑ 证券研究报告

所属部门	行业公司部 / 消费团队
行业评级	增持
报告时间	2021/01/03

☑ 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

☑ 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、市场竞争激烈，行业深化调整	5
二、新周期下产品力竞争成为主流	7
2.1 第一次产能扩张时期，产能提升助力营收增长.....	7
2.2 第二次产能扩张以产品力竞争为主.....	8
三、川酒开启高端、次高端产能扩张之路.....	13
3.1 五次扩产后五粮液产能优势明显，技改增加高端产能.....	16
3.2 百年窖池为核心，泸州老窖高端产能亟待扩张.....	18
3.3 产能利用率有待提升，舍得募资增加中高端酒产能	21
3.4 水井坊产销比超 100%，产能已达上限	23
3.5 郎酒酱香型白酒产能利用率高，浓香型白酒急需产能扩张	25
3.6 新增产能将再造一个“剑南春”	27
投资建议	29
风险提示	30

图表目录

图 1:	全国白酒产量呈下降趋势.....	5
图 2:	四川省白酒产量占比大幅提高.....	5
图 3:	全国白酒销售收入维持稳定.....	5
图 4:	利润和毛利率稳定提升.....	5
图 5:	白酒企业数量逐渐下降.....	6
图 6:	2005 年开始白酒产量增长显著.....	7
图 7:	全国白酒新增产能情况.....	7
图 8:	全国规模以上白酒企业销售收入.....	8
图 9:	白酒上市公司总营收情况.....	8
图 10:	茅台、五粮液批价持续上涨.....	9
图 11:	京东商城高端酒价格持续上涨.....	9
图 12:	2016 年开始白酒企业营收快速增长（亿元）.....	9
图 13:	2016 年开始白酒企业净利润快速增长（亿元）.....	9
图 14:	高端酒和次高端酒在产品周转天数.....	11
图 15:	2020 年前三季度高端酒收入增速最快.....	13
图 16:	2020 年前三季度高端酒、次高端酒净利润增速最快.....	13
图 17:	高端、次高端白酒产销比大都高于 90%.....	13
图 18:	川酒“六朵金花”固定资产对比（除剑南春）.....	14
图 19:	川酒“六朵金花”资本开支及占固定资产比重对比（除剑南春）.....	15
图 20:	川酒“六朵金花”存货对比（除剑南春）.....	15
图 21:	五粮液产量和销售量情况.....	17
图 22:	产销稳定，库存稳定提升.....	17
图 23:	泸州老窖产量和销售量情况.....	19
图 24:	库存良好，产销稳定.....	19
图 25:	舍得产量和销售量情况.....	21
图 26:	产销稳定，库存量整体提升.....	21
图 27:	舍得产能和利用率情况.....	22
图 28:	中高端酒产销稳定.....	22
图 29:	水井坊产量和销售量情况.....	24
图 30:	产品供不应求，库存量整体提升.....	24
图 31:	水井坊产能稳步扩张，达到设计产能上限.....	24
图 32:	郎酒基酒总产量和总产能和产能利用率.....	25
图 33:	郎酒成品酒产量、产能和产能利用率.....	25
图 34:	郎酒酱香型基酒总产量和总产能和产能利用率.....	26
图 35:	郎酒浓香型基酒产量、产能和产能利用率.....	26
图 36:	水晶剑收入情况.....	27
图 37:	水晶剑销量增长迅速.....	27
表格 1.	白酒行业集中度逐渐提升.....	6
表格 2.	茅台历年技改和产能情况.....	11
表格 3.	在产品周转天数与公司盈利情况比较分析（红色数值高，绿色数值低）.....	12

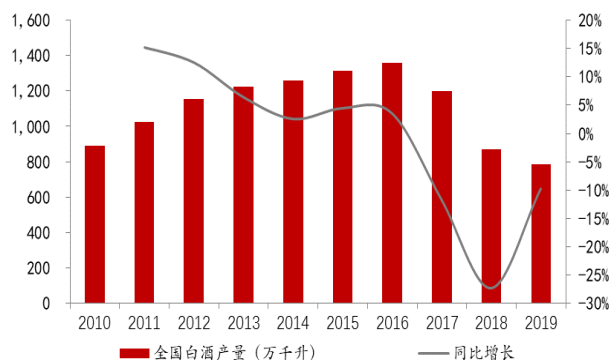
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 4.	川酒“六朵金花”最近一批技改项目和产能总结	16
表格 5.	五粮液历年技改和产能扩张情况	18
表格 6.	泸州老窖历百年以上老窖池具体情况	19
表格 7.	国窖 1573 产能	20
表格 8.	泸州老窖通过募资扩大产能	20
表格 9.	舍得酒业通过募资扩大产能	23
表格 10.	水井坊新建项目扩大产能	25
表格 11.	郎酒通过募资扩大产能	26
表格 12.	剑南春大唐国酒生态园项目建设历程	28
表格 13.	相关标的估值一览	29

一、市场竞争激烈，行业深化调整

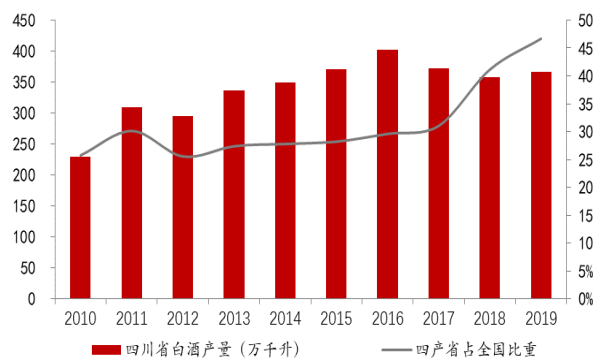
白酒产量下降，四川省占比大幅提高。随着我国居民收入水平的持续提升，酒类消费的主导力量逐步从政务消费向商务消费、大众消费转型；在消费升级的大背景下，行业集中度不断提升，行业从扩容式增长转变为挤压式增长。白酒行业产量总体上呈现下降趋势，2019年全国白酒总产量为785.95万千升，同比下降9.76%。四川省白酒产量维持稳定，2019年为366.7万千升，占全国产量比提升至46.7%。

图 1：全国白酒产量呈下降趋势



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 2：四川省白酒产量占比大幅提高



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

全国白酒销售收入维持稳定，利润水平持续上升。销售收入自2017年下降后维持稳定，2019年为5617.82亿元，同比增长4.75%。利润稳定上升，主要系高端、次高端白酒需求旺盛，毛利率维持较高水平。2019年全国白酒利润总额为1404.09亿元，白酒上市公司平均毛利率达到68.78%。

图 3：全国白酒销售收入维持稳定

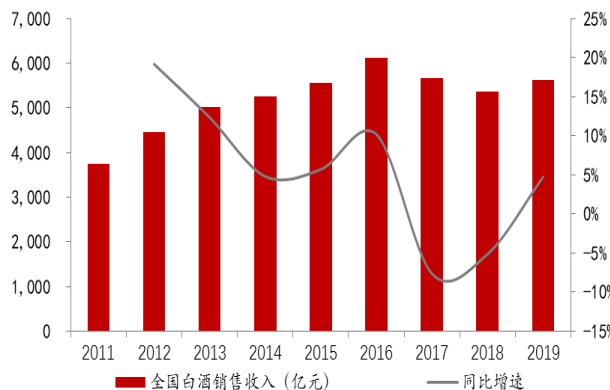
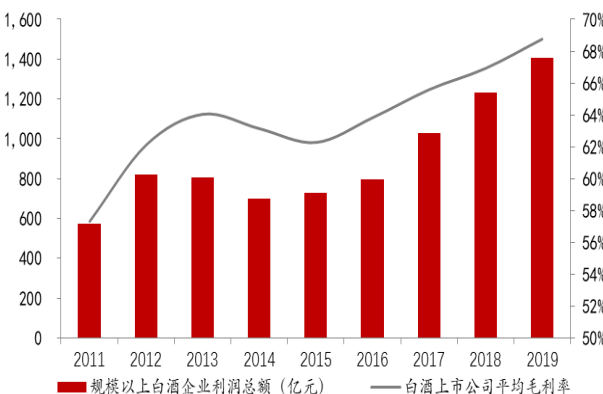


图 4：利润和毛利率稳定提升



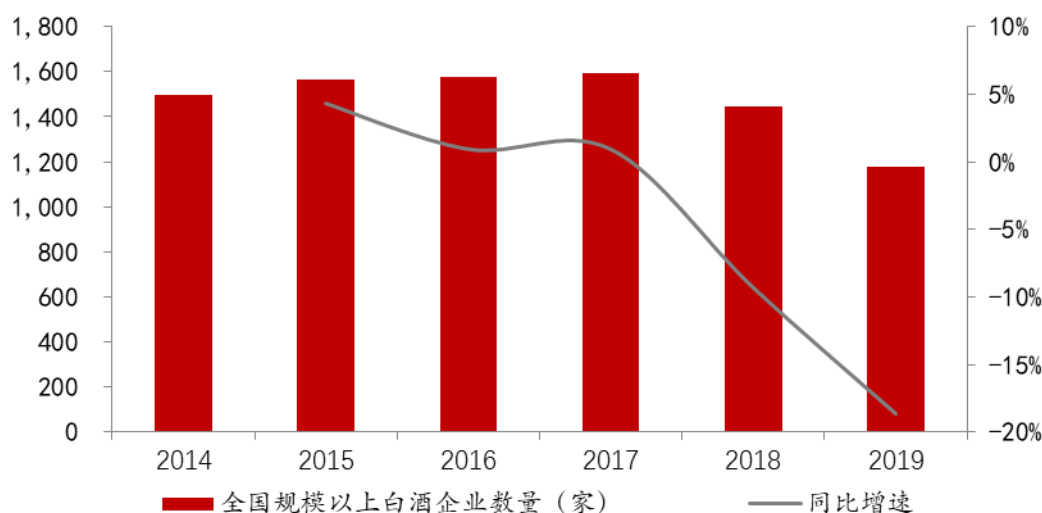
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：国家统计局，川财证券研究所

资料来源：国家统计局，川财证券研究所

白酒企业数量呈下降趋势，行业集中度提升。白酒行业市场化程度高，市场竞争激烈。我国白酒企业数量连续两年呈下降趋势，2019 年全国规模以上白酒企业为 1176 家，同比下降 18.62%。以茅台、五粮液为代表的头部酒企业绩快速增长，集中化趋势明显，2020 年上半年上市白酒企业 CR5 为 37.52%，较 2019 年末提升 4.34 个百分点。全国性知名酒企与区域知名酒企借助高端产品巩固品牌优势，抢占市场份额。预计 2020 年白酒规模以上企业的数量会进一步下降。

图 5：白酒企业数量逐渐下降



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

表格 1. 白酒行业集中度逐渐提升

公司名称	2018		2019		2020H1	
	营业收入 (亿元)	市场份额 占比	营业收入 (亿元)	市场份额 占比	营业收入 (亿元)	市场份额 占比
贵州茅台	736.39	13.73%	854.30	15.21%	439.53	16.06%
五粮液	400.3	7.46%	501.18	8.92%	307.68	11.24%
洋河股份	241.6	4.50%	231.26	4.12%	134.29	4.91%
泸州老窖	130.55	2.43%	158.17	2.82%	76.34	2.79%
山西汾酒	94.44	1.76%	118.8	2.11%	69.00	2.52%
古井贡酒	86.86	1.62%	104.17	1.85%	55.20	2.02%
顺鑫农业	92.78	1.73%	102.89	1.83%	64.66	2.36%
今世缘	37.36	0.70%	48.7	0.87%	29.13	1.06%
口子窖	42.69	0.80%	46.72	0.83%	15.70	0.57%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

老白干酒	35.83	0.67%	40.3	0.72%	14.93	0.55%
迎驾贡酒	34.89	0.65%	37.77	0.67%	13.68	0.50%
水井坊	28.19	0.53%	35.39	0.63%	8.04	0.29%
舍得酒业	22.12	0.41%	26.5	0.47%	10.26	0.37%
伊力特	21.24	0.40%	23.02	0.41%	7.94	0.29%
金徽酒	14.62	0.27%	16.34	0.29%	7.12	0.26%
酒鬼酒	11.87	0.22%	15.12	0.27%	7.22	0.26%
金种子酒	13.15	0.25%	9.14	0.16%	4.10	0.15%
规模以上白酒企业合计	5,363.83	100.00%	5,617.82	100.00%	2,736.68	100.00%

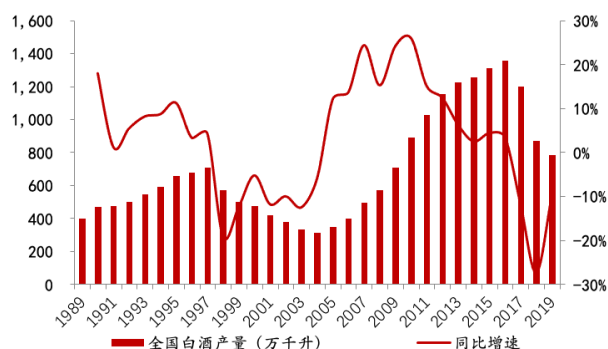
资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

二、新周期下产品力竞争成为主流

2.1 第一次产能扩张时期，产能提升助力营收增长

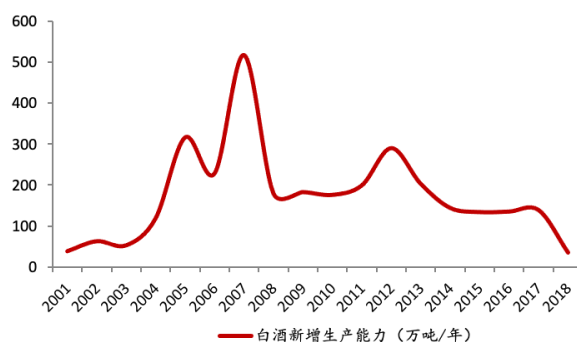
2003-2012 年是白酒的黄金十年，白酒产量自 2004 年开始持续攀升，从 2004 年的 311.70 万千升提升到 2012 年的 1153.16 万千升，CAGR 为 17.77%。新增产能从 2004 年开始增长迅速，并保持每年 150 万吨以上的产能增长量，直到 2013 年开始新增产能有所回落。随着产能扩张，整个白酒行业业绩进入高速增长期。全国规模以上白酒企业销售收入从 2005 年开始高速增长，从 2005 年的 722.65 亿元提升到 2013 年的 5018.01 亿元，CAGR 为 27.41%；白酒上市公司营收亦从 2005 年开始提速，从 2005 年的 169.61 亿元提升至 2012 年的 1042.64 亿元，CAGR 为 29.62%。此次业绩的提升是伴随着产能扩张，产能提升较业绩增长领先 1 年左右。

图 6：2005 年开始白酒产量增长显著



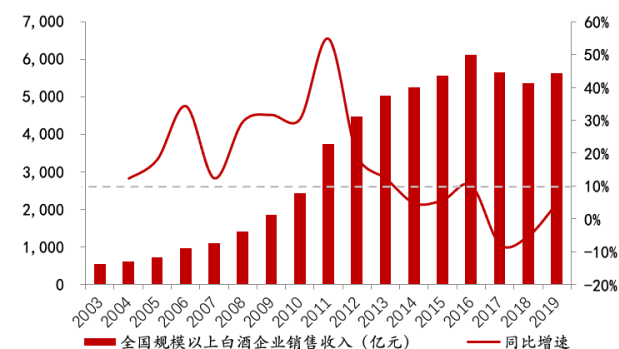
资料来源：wind，国家统计局，川财证券研究所

图 7：全国白酒新增产能情况



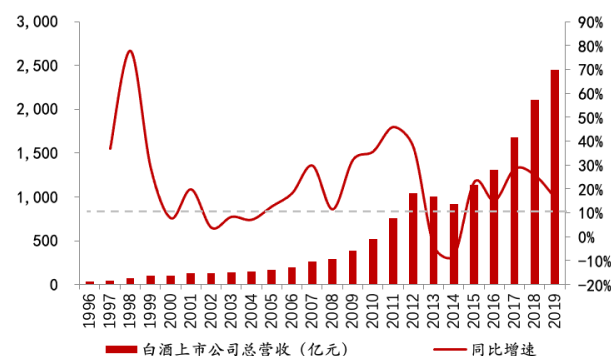
资料来源：wind，川财证券研究所

图 8：全国规模以上白酒企业销售收入



资料来源：wind，川财证券研究所

图 9：白酒上市公司总营收情况

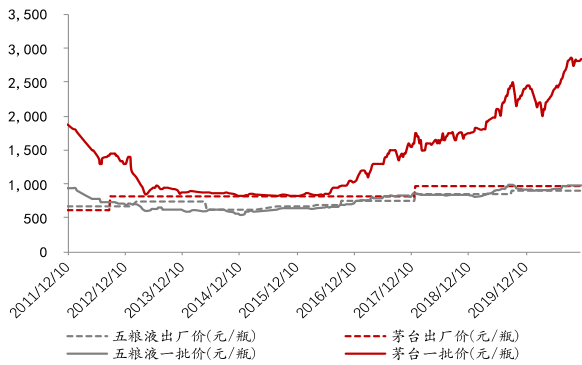


资料来源：wind，川财证券研究所

2.2 第二次产能扩张以产品力竞争为主

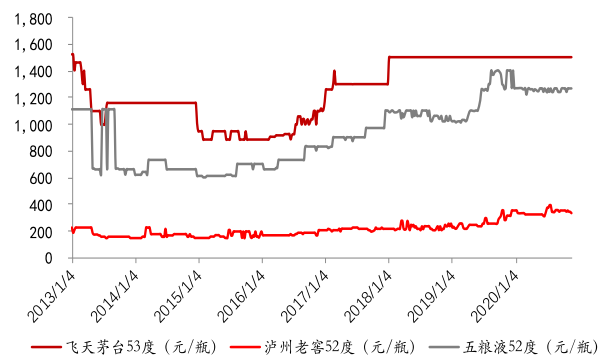
白酒进入价格驱动新周期。2013-2015 年白酒行业进入调整期，消费结构逐步从商、政务消费转向大众消费，白酒企业在这个阶段营收和净利润增长均放缓甚至衰退，需求、价格、库存相继到达底部。在这期间高端白酒如茅台、五粮液、泸州老窖坚持不下调价格，凭借其优秀的品牌力具备更高的需求收入弹性和更低的需求价格弹性。2016 年开始进入新一轮周期，本轮周期价格成为主要驱动力，主要原因为消费升级、居民可支配收入提升、大众消费需求增加。受益于价格的推动，2016、2017 年高端酒和次高端酒总营收增速分别为 12.2%、22.42%，总净利润增速分别为 10.94%、46.33%。业绩大幅提升的同时，高端和次高端酒 2017 年总销量仅同比增长 2.35%，因此 2016 年开始价格成为主要驱动力。从 2016 年开始高端酒批价持续上涨，五粮液一批价从 2016 年的 630 元/瓶提升至 2020 年的 970 元/瓶，茅台一批价从 2016 年的 850 元/瓶提升至 2020 年的 2830 元/瓶，京东商城高端酒的零售指导价也持续提升。白酒行业的竞争已经从上一个周期的量的竞争过渡到新周期的价的竞争。

图 10： 茅台、五粮液批价持续上涨



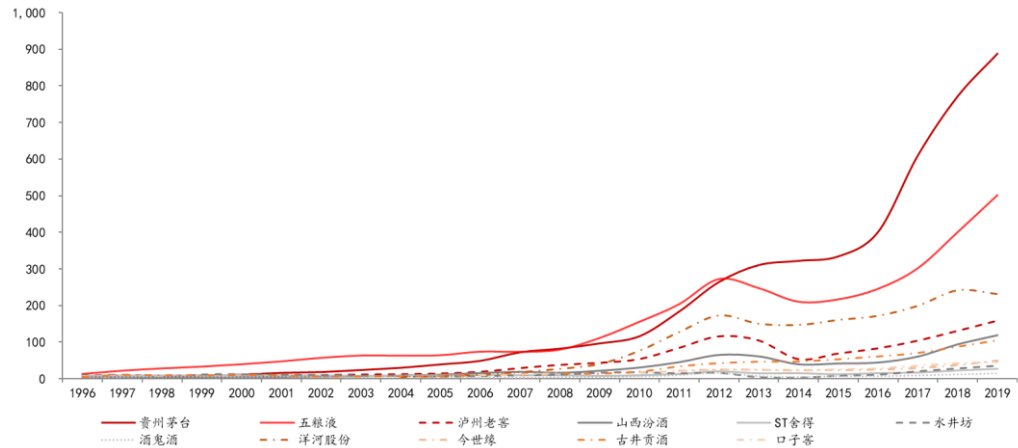
资料来源：wind，川财证券研究所

图 11： 京东商城高端酒价格持续上涨



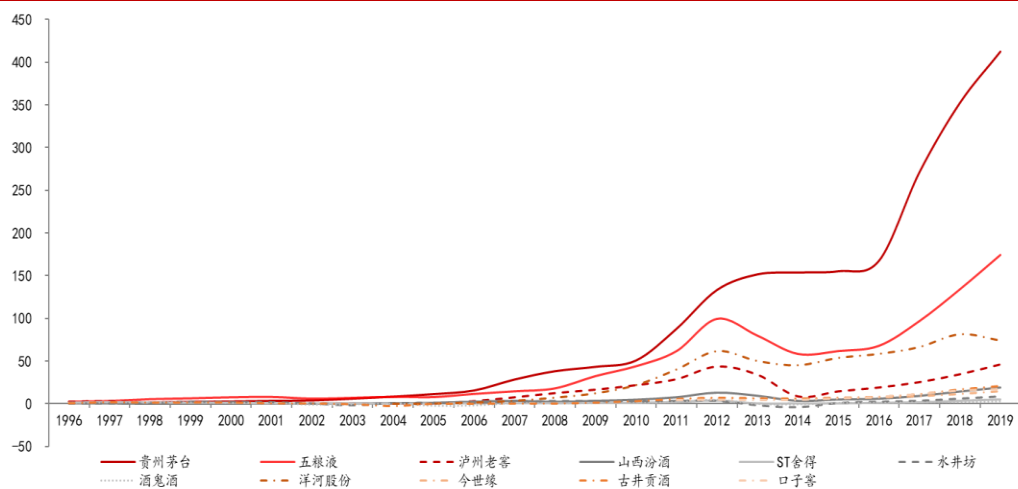
资料来源：wind，川财证券研究所

图 12： 2016 年开始白酒企业营收快速增长（亿元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 13： 2016 年开始白酒企业净利润快速增长（亿元）

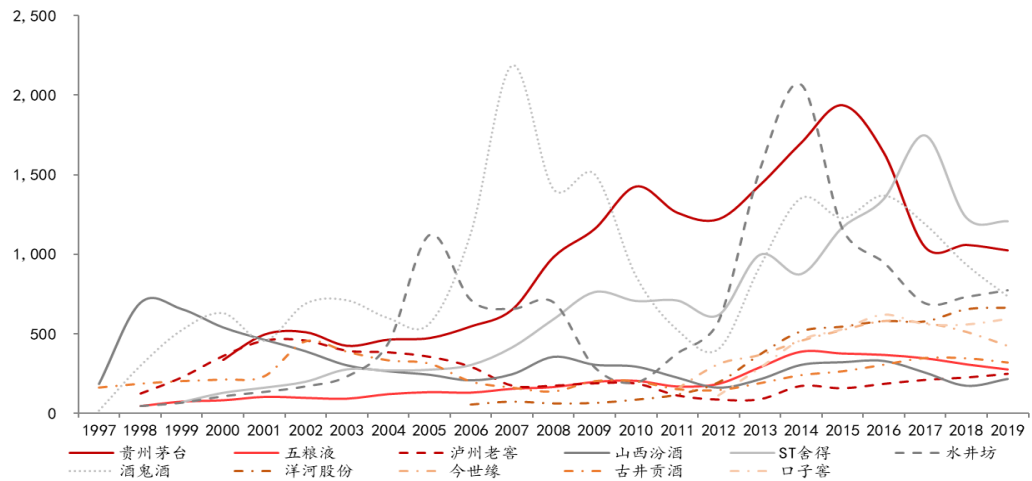


资料来源：公司公告，川财证券研究所

价格提升的核心驱动力为产品力提升。高端白酒综合原产地资源、悠久的窖池、先进的生产工艺等优势，在品质上取得了绝对的领先。比如茅台位于茅台镇特殊的低热河谷地带，长久的酿酒活动培育了特殊的微生物环境。采用附近特殊的高粱，整个生产环节分为制曲、制酒、贮存、勾兑、检验、包装，生产周期为一年。经历端午踩曲，重阳投料，酿造期间九次蒸煮，八次发酵，七次取酒；经分型贮放，勾兑贮放，五年后包装出厂。复杂的工艺以及较长的酿造周期决定了高端酒产品质量的优势，较强的产品力是价格提升的关键。

中高端酒产能的增长使得在产品周转天数呈现上升趋势。白酒行业产品力的竞争主要依靠中高端酒的产能提升。由于白酒产品的特殊性，白酒的酿造、发酵以及储存时间长短能在一定时间上反映酒的品质。在产品的周转天数反应产品平均出厂周期，可在一定程度上侧面印证白酒产品平均酿造周期，并作为产品质量的参考，因此我们可以得出粗略的结论，即在产品周转天数越高，白酒质量越高。可以看到随着中高端酒产能的扩张，主要酒企在产品周转天数呈上升趋势。从 2012-2013 年开始随着白酒周期转变和消费升级的催化，主要酒企开始布局高端产品，在产品周转天数逐步提升。2015-2016 年开始出现转折，随着中高端酒产量和销量的提升，在产品逐渐转化为产成品并对外销售体现在公司营收端。随之而来的是在产品增长变缓，叠加营业成本增长，主要酒企在产品天数从 2016 年前后开始下降。其中的典型便是茅台，由于其酱香酒的特性，原料进厂 5 年后才会作为成品出售，且酿造期长，在产品周转天数居行业前列。从 2006 年开始茅台便开始扩张产能建设，因此在产品周转天数随之增高。2015 年之后茅台没有新的产能扩张计划，2016 年后茅台在产品增长变缓叠加营业成本快速增长，在产品周转天数开始快速下滑。从上市川酒“四朵金花”来看，2016 年开始在产品周转天数逐渐下降，在产品增长放缓，这种情况下已经无法满足市场对中高端酒的需求，因此从 2016 年开始纷纷开启产能扩张的技改项目，扩展高端产品产能。我们预计在新建项目投产后，随着产能释放，在产品周转天数将会呈现上升态势。

图 14： 高端酒和次高端酒在产品周转天数



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 2. 茅台历年技改和产能情况

时间	技改项目	累计产能 (吨)
2006 年	"十一五"万吨茅台酒工程一期新增 2000 吨茅台酒技改项目	11500
2007 年	"十一五"万吨茅台酒工程二期新增 2000 吨茅台酒技改项目	13500
2008 年	"十一五"万吨茅台酒工程三期新增 2000 吨茅台酒技改项目	15500
2009 年	"十一五"万吨茅台酒工程第四期新增 2000 吨茅台酒技改项目	17500
2010 年	"十一五"万吨茅台酒工程第五期新增 2000 吨茅台酒技改项目	19500
2010-2011 年	"十二五"万吨茅台酒工程第一期(2011 年)新增 2600 吨茅台酒技术改造项目	22100
2011-2012 年	"十二五"万吨茅台酒工程第二期(2012 年)新增 2500 吨茅台酒技术改造项目	24600
2013-2015 年	中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目，新增 5800 吨/年茅台酒基酒生产能力	30400
2014-2015 年	茅台酒"十二五"扩建技改项目中华片区第二期茅台酒制酒工程技改项目，新增 3000 吨/年茅台酒基酒生产能力	33400
2018-2020 年	"十三五"中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目，新增 5152 吨/年茅台酒基酒生产能力	38552

资料来源：公司公告，公开资料，川财证券研究所

在产品周转天数与公司盈利情况基本呈正比。通过上面分析我们可以知道在产品周转天数越长，从侧面反映出白酒产品平均酿造周期长，产品质量将越高。由于皇台从 2016 年开始营业成本开始降低，在产品变化较小导致在产品周转天数较高，在此可以暂时剔除。我们可以看到，在产品周转天数和公司毛利率水平基本呈现正相关，即公司产品质量越高、中高端酒产能越高，公司盈利能力越高。其中五粮液、泸州老窖和山西汾酒稍有特殊，主要系该类公司主要为浓香、清香型白酒，其产品质量主要与窖池的时间长短有关，且在发酵时间和基酒的储存上并没有那么高的要求，因此即使在产品周转天

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

数与其他公司相比较低，公司仍能实现较高盈利水平。但是我们仍可以看到，随着在产品周转天数的增长，其毛利率保持同向增长趋势，主要系在产品增量提升拉长在产品周转天数。因此我们可以得出结论，中高端酒产能增长能有效提高酒企产品力，从而提升公司盈利水平。

表格 3. 在产品周转天数与公司盈利情况比较分析（红色数值高，绿色数值低）

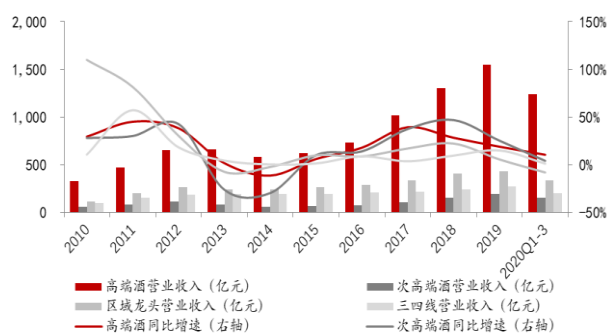
	2019			2018			2017		
	在产品周转天数	毛利率	净利率	在产品周转天数	毛利率	净利率	在产品周转天数	毛利率	净利率
ST舍得	1208.8	76.2%	20.3%	1231.6	72.6%	16.9%	1748.3	74.6%	8.7%
贵州茅台	1025.6	91.3%	51.5%	1059.7	91.1%	51.4%	1045.5	89.8%	49.8%
*ST皇台	994.2	75.0%	68.8%	1067.5	24.1%	-374.7%	747.5	66.5%	-248.8%
水井坊	773.4	82.9%	23.3%	731.4	81.9%	20.6%	691.2	79.1%	16.4%
酒鬼酒	735.4	77.8%	19.8%	933.9	78.8%	18.8%	1188.4	77.9%	19.8%
洋河股份	666.8	71.3%	31.9%	656.3	73.7%	33.6%	580.2	76.4%	33.2%
迎驾贡酒	600.3	64.4%	24.7%	516.9	60.9%	22.3%	498.9	60.6%	21.3%
口子窖	595.0	75.0%	36.8%	559.7	74.4%	35.9%	562.0	72.9%	30.9%
今世缘	425.0	72.8%	29.9%	513.2	72.9%	30.8%	569.1	71.7%	30.3%
金种子酒	409.2	37.9%	-22.3%	293.5	51.2%	7.8%	265.6	52.7%	0.7%
金徽酒	321.1	60.7%	16.6%	260.1	62.3%	17.7%	189.3	63.0%	19.0%
古井贡酒	319.7	76.7%	20.7%	346.0	77.8%	20.0%	347.9	76.4%	17.0%
五粮液	275.4	74.5%	36.4%	307.5	73.8%	35.1%	345.6	72.0%	33.4%
老白干酒	272.5	61.5%	10.0%	222.1	61.2%	9.8%	195.3	62.4%	6.5%
泸州老窖	249.8	80.6%	29.3%	226.6	77.5%	26.9%	211.6	71.9%	25.0%
山西汾酒	215.9	71.9%	17.3%	172.8	66.2%	16.6%	256.0	69.8%	16.6%
伊力特	176.8	51.4%	19.9%	169.1	49.0%	20.4%	164.0	47.7%	18.6%
顺鑫农业	0.2	36.2%	5.5%	0.7	40.0%	6.0%	0.9	33.9%	3.8%
	2016			2015			2014		
	在产品周转天数	毛利率	净利率	在产品周转天数	毛利率	净利率	在产品周转天数	毛利率	净利率
ST舍得	1349.1	64.2%	5.5%	1170.1	50.4%	0.6%	877.6	50.7%	0.9%
贵州茅台	1638.8	91.2%	46.1%	1936.4	92.2%	50.4%	1700.9	92.6%	51.5%
*ST皇台	168.9	63.9%	-93.1%	636.5	61.9%	1.3%	1265.8	60.6%	-68.6%
水井坊	948.9	76.2%	19.1%	1159.3	75.3%	10.3%	2066.5	68.1%	-110.4%
酒鬼酒	1368.1	75.0%	14.8%	1226.7	70.5%	12.3%	1352.1	59.9%	-26.7%
洋河股份	582.3	74.7%	33.8%	547.6	71.3%	33.4%	517.7	68.6%	30.7%
迎驾贡酒	464.1	61.8%	22.5%	336.9	58.3%	18.1%	216.3	54.6%	16.4%
口子窖	621.6	72.4%	27.7%	530.1	69.8%	23.4%	463.1	67.6%	18.7%
今世缘	581.4	71.0%	29.5%	524.5	70.0%	28.1%	457.8	70.6%	26.8%
金种子酒	223.8	55.3%	1.2%	185.6	59.6%	3.0%	156.7	62.3%	4.3%
金徽酒	158.0	61.3%	17.4%	140.7	60.1%	14.0%	66.9	57.2%	12.3%
古井贡酒	306.3	74.7%	14.1%	265.0	71.3%	13.6%	241.0	68.6%	12.8%
五粮液	366.9	70.2%	28.8%	375.7	69.2%	29.6%	387.4	72.5%	28.8%
老白干酒	158.1	59.2%	4.5%	137.7	56.9%	3.2%	141.8	58.2%	2.8%
泸州老窖	186.8	62.4%	23.5%	159.2	49.4%	22.5%	173.9	47.6%	18.2%
山西汾酒	329.5	68.7%	14.6%	321.4	67.4%	13.1%	304.8	67.4%	9.1%
伊力特	176.5	50.2%	16.4%	175.5	51.4%	17.2%	171.4	52.4%	16.5%
顺鑫农业	0.7	34.5%	3.8%	2.9	37.3%	4.0%	4.8	33.7%	3.8%

资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

三、川酒开启高端、次高端产能扩张之路

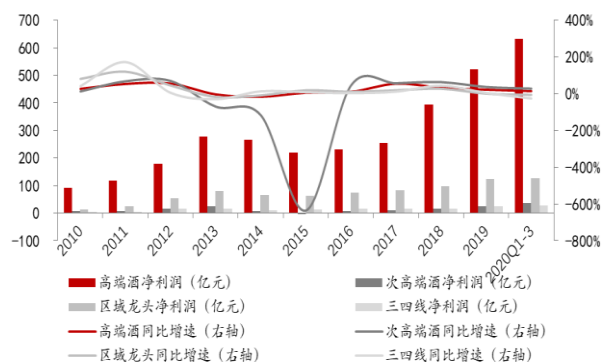
新周期下白酒主力消费从政务消费逐步转变为大众日常消费、商务消费为主，行业集中度不断提升，行业从扩容式增长转变为挤压式增长，同时在消费升级的背景下，高端酒批价持续上行打开提价空间，价格成为主要驱动力。从三季报来看，高端酒和次高端酒业绩确定性最高，营业收入方面高端酒增速最快，归属母公司股东的净利润方面，次高端酒和高端酒增速最快。消费者对于高端、次高端白酒的需求仍然保持旺盛，但高端和次高端酒企由于各种原因面临产能不足的困扰，高端、次高端白酒品牌产销比大多都高于90%。通过上述分析，我们认为在新的周期里抓住机会，能够有效提高中高端酒产能的公司将脱颖而出。

图 15：2020 年前三季度高端酒收入增速最快



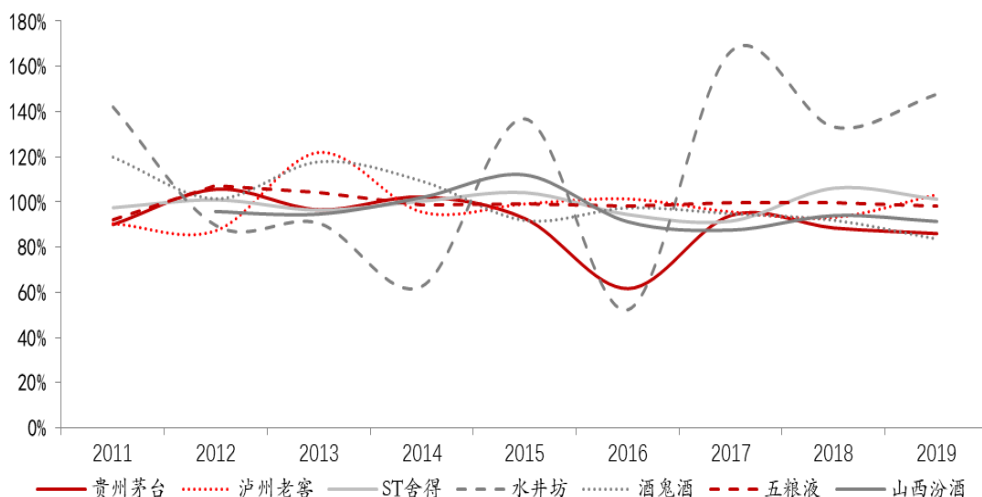
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16：2020 年前三季度高端酒、次高端酒净利润增速最快



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17：高端、次高端白酒产销比大都高于 90%

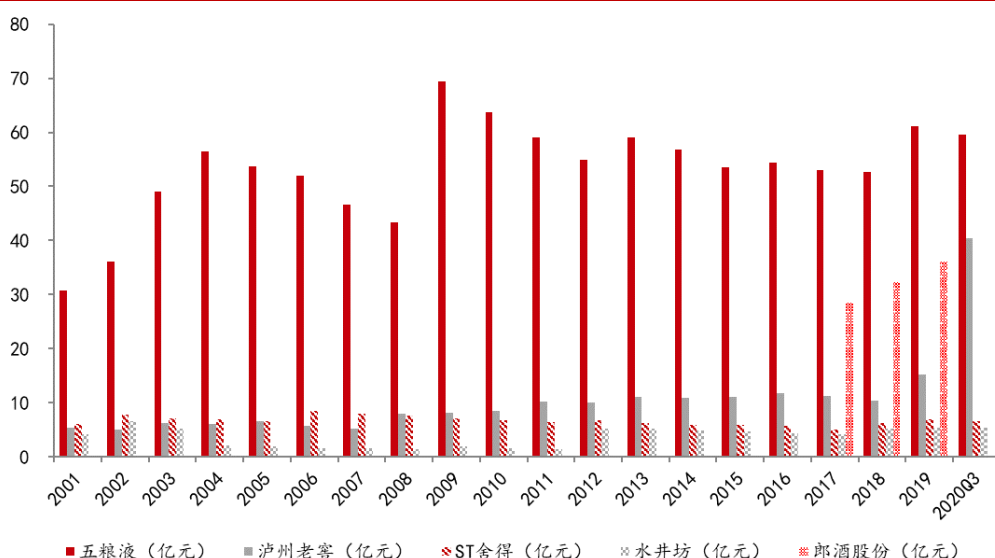


本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

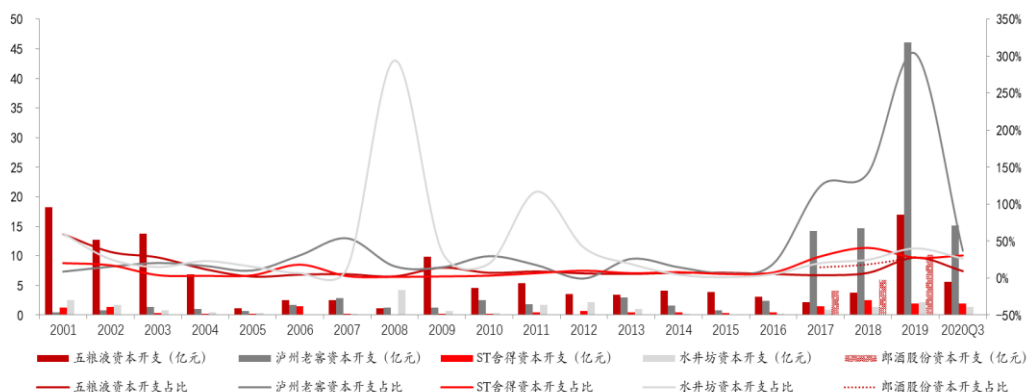
由于酒企对生产线的扩张和技术改革都能有效的在固定资产项目和资本开支项目中体现，保持较高固定资产和资本开支的企业相比之下产能更有竞争力。回顾近 20 年川酒“六朵金花”的固定资产和资本开支情况，截止 2020 年第三季度五粮液、泸州老窖、ST 舍得、水井坊、郎酒股份固定资产分别为 59.50、40.44、6.54、5.30、36.15 亿元，五粮液一直保持领先地位。从资本开支情况来看，2001-2020Q3 五粮液、泸州老窖、ST 舍得、水井坊、郎酒股份资本开支分别为 125.40、113.55、16.47、22.67、20.29 亿元，五粮液 2017 年以前一直保持资本开支的领先。2017 年开始泸州老窖加大资本开支投入，2017-2020Q3 资本开支分别为 14.16、14.68、46.05、15.09 亿元。通过持续的高资本投入，川酒“六朵金花”纷纷展开新窖池修建和技改项目，产量稳定提升，奠定了产品竞争力。（注：郎酒股份因未上市，仅提供 2017-2019 年数据）

图 18：川酒“六朵金花”固定资产对比（除剑南春）



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

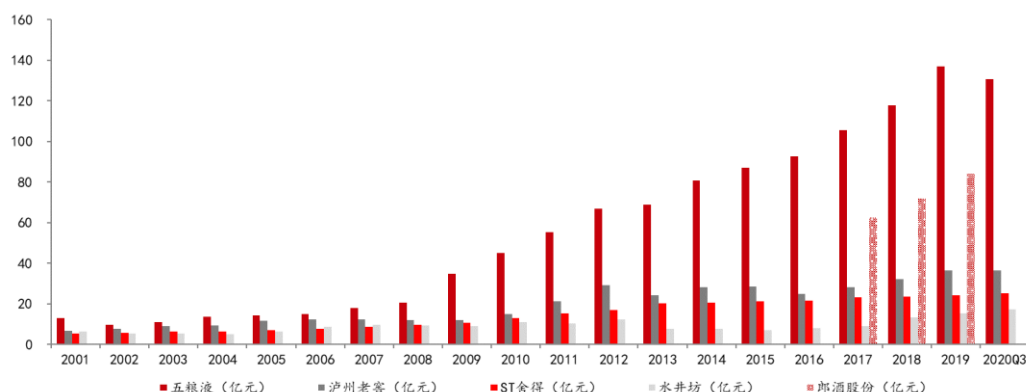
图 19：川酒“六朵金花”资本开支及占固定资产比重对比（除剑南春）



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

近 20 年川酒“六朵金花”存货保持稳健增长，更多的优质基酒将保障未来高端白酒的稳定供应。五粮液存货从 2001 年的 13.09 亿元增加到 2020Q3 的 130.67 亿元，CAGR 为 14.3%，高增长主要源于长生产周期下的基酒储备、产能规模持续增加等。泸州老窖、ST 舍得、水井坊 2001-2020Q3 存货 CAGR 分别为 9.36%、8.37%、6.20%，郎酒股份 2017-2019 存货 CAGR 为 16.07%。

图 20：川酒“六朵金花”存货对比（除剑南春）



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

针对高端、次高端白酒需求旺盛的情况，包括茅台、五粮液、泸州老窖等酒企纷纷开启产能扩张计划，川酒“六朵金花”在这次产能扩张的浪潮中也积极扩产增能，以期提高市场竞争力。主要川酒企业于 2016 年前后纷纷开启技改项目，扩大中高端白酒产能以满足需求的增长。2016 年泸州老窖和剑南春宣布新一批扩产计划，2017 年五粮液和舍得启动技改项目，2020 年水井

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

坊和郎酒开启产能扩张。其中高端酒产量增长最为显著的五粮液、泸州老窖在新一轮周期的竞争中将具有较强的竞争力。

表格 4. 川酒“六朵金花”最近一批技改项目和产能总结

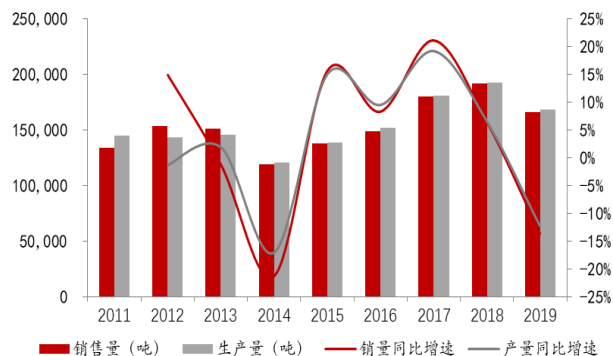
公司	开始时间	技改项目	现有总产能	技改后总产能	高端酒产能
五粮液	2017	启动 10 万吨酿酒生产技改项目一期	22.05 万吨	40 万吨	现有高端酒产能 1.68—2.52 万吨；
	2020	启动 12 万吨生态酿酒项目及 517 车间技改项目			技改后高端酒产能达到 4 万吨
泸州老窖	2016	酿酒工程技改项目	20 万吨	30 万吨	现有高端酒产能 1.5 万吨；技改后高端酒产能为 2-2.5 万吨
ST 舍得	2017	酿酒配套工程技改项目	4.3 万千升	9.97 万千升	
水井坊	2020	邛崃全产业链基地项目	3 万千升	9905 千升	
郎酒	2020	优质酱香型白酒产能建设项目和优质浓香型、兼香白酒产能建设项目	3.2 万吨	8.81 万吨	
剑南春	2016	大唐国酒生态园	3 万吨	6-8 万吨	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.1 五次扩产后五粮液产能优势明显，技改增加高端产能

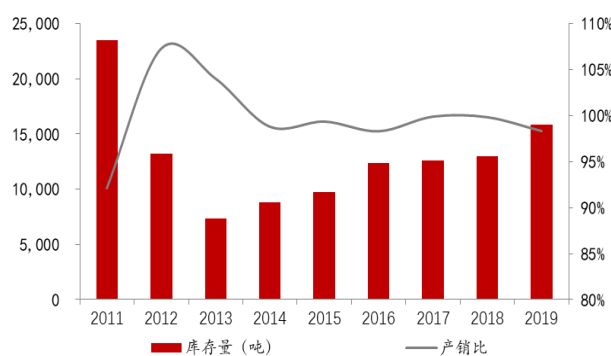
产销稳定，系列酒清理巩固公司品牌力。2014-2018 年五粮液产量和销量均持续上涨，2019 年公司销售量和生产量分别为 16.54、16.83 万吨，分别同比下降 13.67%、12.34%，主要系公司优化产品结构，清理系列酒品牌所致。虽然系列酒的清理导致公司销售量和生产量同比下降，但推动中高价位产品销量增加，实现价格的上升，巩固了公司品牌力。2019 年高价位酒营收同比增长 31.41%，高于公司 25.20% 的整体营收增速，带动净利润增长超营收。根据公司 2018 年披露的高端优质酒出酒率是总产量的 10%-15%，2019 年高端优质酒产量对应为 1.68 万吨-2.52 万吨。库存量自 2012 年以来稳定提升，2019 年库存量为 1.58 万吨。动销情况良好，产销比常年维持在 98% 以上。

图 21： 五粮液产量和销售量情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22： 产销稳定，库存稳定提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

进行战略性产能布局，五次扩产后产能优势明显。公司总共经历了5次大规模扩建：第一次是1958年，公司获得国家拨款共计60万元，建立金沙江南岸“跃进区”，总产能达到1141吨；第二次是1979年公司投资1800万元，建立岷江北岸新产区，总产能达到4440吨；第三次是1986年，公司投资2500万元建立江北主厂区，新增3000吨产能车间，总产能达到1万吨；第四次是1992-1994年，公司投资8亿元共完成了8项建设，建成酒圣山下的共计6000口窖池的世界最大酿酒车间，总产能达到9万吨；第五次扩建是1995-2002年，公司新建5万吨的制酒技改项目，同时完成一系列技改工程，年产能已经达到15.95万吨。

技改稳定扩充产能规模。通过前五次大规模扩建，公司形成了占地7平方公里的“十里酒城”。随后开展多次技改项目，增加公司产能。据统计，截止2017年，五粮液总产能达到22.05万吨。2017年，公司启动10万吨酿酒生产技改项目一期，将增加10万吨产能，该技改项目预计于2020年完工。2020年7月，五粮液公告称将启动12万吨生态酿酒项目（一期），总投资约12.68亿元。

根据相关文献资料，窖池年限30年以上，才能产生约20%的高端优品酒。现假设窖龄百年以上窖池优品率约为70%，60年以上窖池优品率约为50%，45年以上窖池优品率约为35%，40年窖池优品率约为30%，30年窖池优品率约为20%，20年窖池优品率约为15%，15年窖池优品率约为8%，10年窖池优品率约为5%，不足十年优品率为0。根据历年五粮液产能扩张和技改情况，我们预计2020年底五粮液将形成30万吨纯粮固态产能，其中高档酒产能达2.97万吨。未来五粮液总体产能将突破40万吨，其中高档产品的产品也

有望突破 4 万吨。

表格 5. 五粮液历年技改和产能扩张情况

时间	具体内容	新增产能 (吨)	总产能 (吨)	优酒率	2020 优质 酒新增产 能 (吨)	2020 优质 酒总产能 (吨)
明清	明清窖池	450	450	70%	315	315
1958	金沙江南岸“跃进区”	691	1141	50%	346	661
1979	岷江北岸生产区	3299	4440	32%	1056	1716
1986	江北主厂区新建 3000 吨车间	5560	10000	22%	1223	2939
1992- 1994	酒圣山下 6000 口窖池	80000	90000	16%	12800	15739
1998	完成年产 6000 吨系列低度酒、2500 吨系列 酒技改项目，新增 1000 吨系列机技改工程	9500	99500	15%	1425	17164
2001- 2002	完成万吨复糟酒工程，新建 5 万吨制酒技改 项目	60000	159500	13%	7800	24964
2003	完成年产 3 万吨五粮液系列酒技改项目、五 粮液原酒生产线改造工程、五粮液系列酒及 制曲技术改造项目（系列酒 0.6 万吨）	36000	195500	10%	3600	28564
2004- 2013	相继完成复糟酒、锅炉技术改造工程、调味 酒生产线技改项目；510 车间 6 台 20 吨燃 煤锅炉并新增 2.3 万吨/年项目；完成 523 车 间（2000 吨窖房）扩能生产工程技改项目	25000	220500	4%	1000	29564
2017	启动 10 万吨酿酒生产技改项目一期	100000	320500	0%	0	29564
2020	启动 12 万吨生态酿酒项目以及 517 车间技 改项目	120000	440500	0%	0	29564

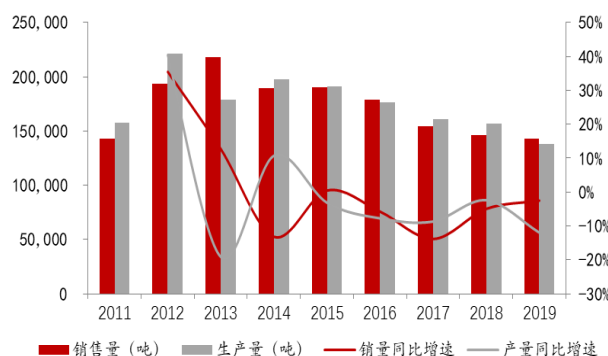
资料来源：公司公告，公开资料，川财证券研究所。

3.2 百年窖池为核心，泸州老窖高端产能亟待扩张

产销较为稳定，库存稳定增长，产品高端化趋势明显。泸州老窖产量和销量均呈现下降趋势，2019 年公司销售量和生产量分别为 14.27、13.79 万吨，分别同比下降 2.56%、12.05%，主要系公司调整战略，优化产品结构，执行产品高端化策略有关。虽然公司高端化的策略导致销售量和生产量同比下降，但推动中高价位产品量价齐升，国窖 1573 成为我国三大高端品牌之一，特曲 60 版、窖龄酒和老字号特曲等中高价位产品稳定增长。2019 年高档酒营收同比增长 34.78%，高于公司 21.15% 的整体营收增速。库存量自 2013 年以来稳定提升，2019 年库存量为 4.54 万吨，2013 年下降幅度较大，主要是 2013 年公司根据市场需求调整产品供应结构，加大中低产品销售，销售规模大幅上升。动销情况良好，产销比常年维持在 95% 以上。

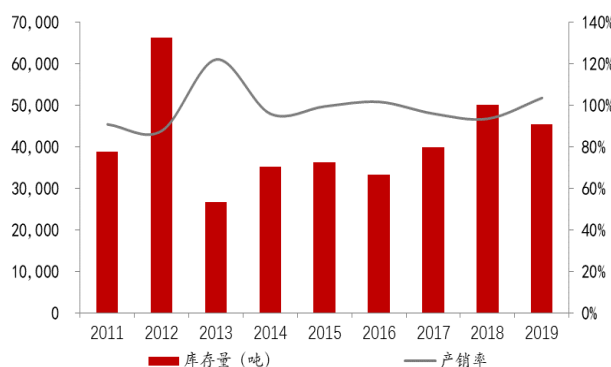
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 23： 泸州老窖产量和销售量情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 24： 库存良好，产销稳定



资料来源：公司公告，川财证券研究所

百年老窖为公司发展核心。截至2016年，泸州老窖共有10086口窖池，分散在泸州市内多处。其中百年以上的窖池共1619口，大多数建于明清时期，还有4口明代万历年间所建的国宝窖池；50-100年窖池5381口，30-60年窖池3086口，大部分新建于20世纪50-60年代和80年代。根据《论浓香型白酒酿造的丰产》，30年老窖的出酒率在35.92%—42.48%之间，优质酒占比在36.79%—55.54%之间，再根据《中国第一窖的起源与发展》得出老窖出酒率在41%—47%，优质酒占比在33.33%—66.67%。我们假定30年老窖的出酒率为40%，其中优酒率为50%，窖池一年可以轮换4次产出，加之泸州老窖官方文件披露国窖1573仅在百年窖池中生产，得出国窖1573年基酒产能约为3108吨每年。根据优质基酒与成品酒勾兑比例为1:1.6-2来测算，国窖1573产能应达到约5000吨/年。

表格 6. 泸州老窖历百年以上老窖池具体情况

名称	创建时间	窖龄 (年)	窖池个数
温永盛	明万历年间	300-439	154
鼎丰恒	明末清初	300-400	96
春和荣	清康熙年间	300-350	21
永兴诚	清康熙年间	200-350	168
洪兴和	清康熙年间	200-300	92
协泰祥、裕厚祥、永生祥	清雍正年间	200-300	60
胜发祥	清乾隆年间	150-250	94
桂花	清乾隆年间	150-250	58
大兴和	清嘉庆年间	100-200	124
鸿盛祥、富生荣	清道光年间	100-180	41

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

生发荣	清咸丰年间	100-150	32
醇丰远	清同治年间	100-150	32
定记	清光绪年间	100	37
协成	清末民国初	100	176
泉记	清末民国初	100	334
顺昌祥	清末民国初	100	100
合计			1619

资料来源：公司公告，公开资料，川财证券研究所

表格 7. 国窖 1573 产能

窖池	数量	窖池大小 (立方米)	每立方米投 粮 (吨)	出酒率	优酒率 (平均)	国窖 1573 产能 (吨)
百年窖池	1619	30	0.08	40%	40%	3108.48

资料来源：公司公告，公开资料，川财证券研究所

通过募资新增技改项目扩大公司产能。由于消费升级叠加行业挤压式增长，市场对高端酒需求保持旺盛，同时低档酒进行一定程度的出清。泸州老窖一直坚持国窖 1573 仅在百年窖池中生产，导致产能供应发展不足，远不能满足公司发展的需求。公司于 2016 年启动酿酒工程技改项目，共分两期，一期工程预计完成时间为 2020 年 12 月，二期工程预计完成时间为 2025 年 12 月。项目总占地面积约 2908 亩，总投资约 74.14 亿元，全部建成后将形成年产优质白酒 10 万吨、曲药 10 万吨和储酒 30 万吨的能力。但由于在建设期间，随着公司规划的发展和需求，项目建设规模扩大，储酒能力提升，部分建筑建设标准提高，公司决定增加项目投资，重新核算的投资额为 88.77 亿元，公司分两次共募资 70 亿元用于技改项目。增加投资后，项目总面积为 3270 亩，储酒能力提升至 38 万吨。截至 2020 年 6 月 30 日项目已完成 95%，建成的窖池进行了投粮试生产，产出酒质情况良好。项目建设期预计将提前至 2020 年 12 月完工。

表格 8. 泸州老窖通过募资扩大产能

期数	项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金 (亿元)	新增产能情况
一期（预计 2016-2020）	酿酒工程技改项目	33.41	30	优质基酒 10 万吨，曲药 10 万吨，储酒能力 38 万吨的现代化产业基地（预计 2020 年 12 月提前竣工）
二期（预计 2016-2025）	酿酒工程技改项目	40.73	40	
	信息管理系统智能化升级建设项目	7.17		
	黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目	2.83		
	黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目	1		

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

增加项目投资	酿酒工程技改项目	14.63	-
酿酒工程技改项目（合计）		88.77	70

资料来源：公司公告，川财证券研究所

产能置换，高端产能提升为未来发展打下基础。公司曾提出在 2020 年，国窖 1573 实现 200 亿元的营收和 2 万吨的销量。如果未来还是仅从百年窖池中生产国窖 1573，即使产能完全释放也无法满足公司 2 万吨的销量需求。因此公司只有进行产能置换才能有效扩大高端酒产能，即将百年以下的窖池用以生产国窖 1573。通过技改项目，公司将新增 7000 口窖池全部用于生产中低端产品，将现在的 30 年以上窖池用以生产高端酒以提高酒的优酒率，增加国窖 1573 的产能。同时随着时间的推移，更多的老窖将达到生产国窖 1573 的基酒标准。根据 30 年以上窖池优质酒产能情况，以及优质基酒与成品酒勾兑比例为 1:1.6-2 来测算，预计 2020 年泸州老窖的高端产能在 1.5 万吨左右。2025 年泸州老窖的高端产能在 2 到 2.5 万吨左右。

3.3 产能利用率有待提升，舍得募资增加中高端酒产能

产销量下降，聚焦高端化产品。舍得酒业产量和销量均持续下降，2019 年增速开始转正，2019 年公司销售量和生产量分别为 1.27、1.25 万千升，分别同比上升 5.51%、10.54%，主要系公司持续推行高端化策略，具体表现为放弃低端沱牌品牌，聚焦舍得品牌，以优化产品结构。公司目前以中高端产品为主，2019 年营收占比高达 96.26%，低档白酒的产量和销售量大幅减少。公司不断拉高舍得品牌的价格，布局中高端价格带，符合此轮消费升级下的战略趋势。动销情况良好，常年维持在 95% 以上。库存量整体提升，2017 年后维持在 0.3 万千升以上，2019 年库存量为 0.3 万千升。另外公司基酒储备高达 12 万吨，在同行业中处于较高位置，仅次于茅台的基酒储备量。

图 25： 舍得产量和销售量情况

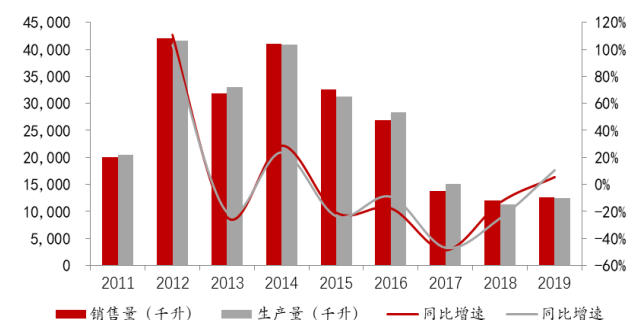
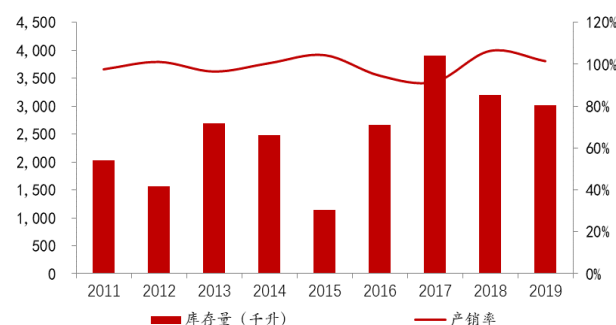


图 26： 产销稳定，库存量整体提升

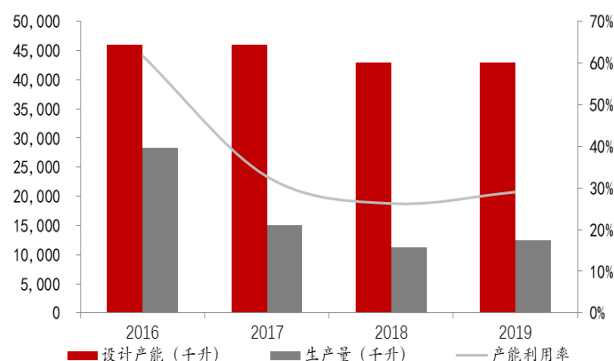


资料来源：公司公告，川财证券研究所

资料来源：公司公告，川财证券研究所

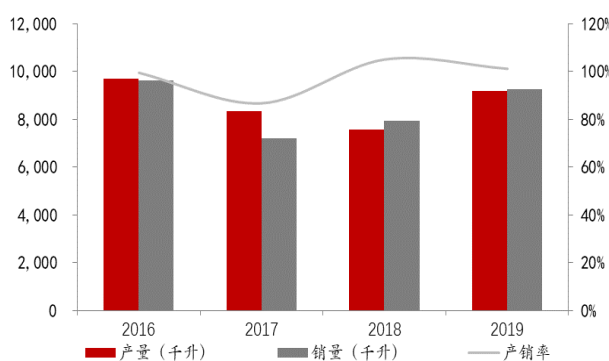
产能利用率较低，停厂提价符合市场需求。公司产能 2017 年前维持在 4.6 万千升，产能利用率为 61.68%。2017 年产能利用率下降至 32.73%，同比下降 28.95 个百分点。其中总部设计产能 4.3 万千升，实际产能 1.51 万千升，遂宁分公司设计产能 0.3 万千升，实际产能 0.15 万千升。与其他上市酒企相比，舍得产能利用率处于低位。随着消费升级叠加行业挤压发展，公司为适应市场产品结构已转变为中高档产品为主，产量先降后升，2019 年中高端酒产量、销量分别为 0.92、0.93 万千升，同比增长 21.12%、16.61%，同时大幅减少中低档白酒的销售量和产量。中高档酒产销稳定，除 2017 年外产销率维持在 100% 左右。总部产能已经能够满足公司生产和发展的需要，因此在 2018 年公司停止遂宁分公司的生产经营并计提 1461.63 万元固定资产减值准备，公司现有产能为 4.3 万千升。

图 27：舍得产能和利用率情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 28：中高端酒产销稳定



资料来源：公司公告，川财证券研究所

募资扩产增加中高端酒产能。2017 年舍得发布公告，拟募资不超过 27.32 亿元(后下调至 18.39 亿元)，用于酿酒配套工程技术改造、酒文化体验中心建设、营销体系建设等项目，投资金额分别为 15.5 亿元、0.97 亿元和 1.92 亿元。项目完成后公司将新增总产能达 5.67 万千升，重点增加中高档酒产能，其中高档酒 1.7 万千升/年，中档酒 3.12 万千升/年，中高档酒合计 4.82 万千升/年，低档酒 0.85 万千升/年。但由于资本市场环境的变化，未能按时非公开发行，此次募资计划失效。2018 年因产能需求发生变化，将原计划 4 年完成的酿酒配套工程技改项目延长至 6 年，并追加对酒文化体验中心项目的投资 2.56 亿元至 3.5 亿元，将原属于酿酒配套工程技改项目中实验室技改工程

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

并入酒文化体验中心项目。2019 和 2020 年公司酿酒配套工程技改项目分两期，一期建设时间为 2017-2019 年，投资总额为 7.06 亿元，二期建设时间为 2020-2022 年，投资总额为 11.85 亿元，合计投资总额为 18.91 亿元。

表格 9. 舍得酒业通过募资扩大产能

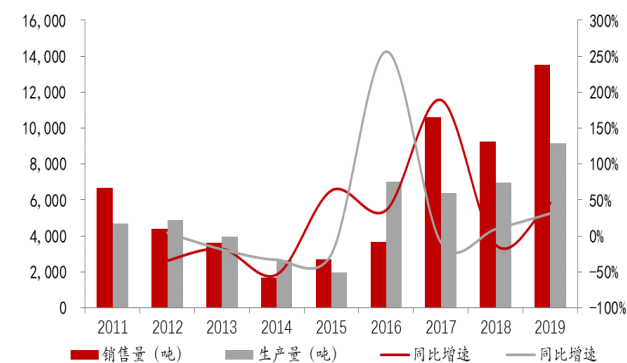
项目名称	建设内容	建设规模	投资总额 (万元)	募集资金 (万元)	新增产能情况
酿酒配套 工程技改 项目	自动化灌装包装技改工程	年灌装能力 5.67 万千升	182,005	100,479	成品酒预计生产量为：高档酒 1.7 万千升/年，中档酒 3.12 万千升/年，低档酒 0.85 万千升/年
	供水技改工程	日产优质自来水 2 万立方米			
	原粮粉碎工程	原粮粉碎能力 12 万吨/年			
	储酒库技改工程	储酒能力达到 12.6 万千升			
	厂区环境技改工程	对厂区内道路、排水管网、房屋及大门进行改造，并在主干道建设长约 1.8 公里综合管廊			

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.4 水井坊产销比超 100%，产能已达上限

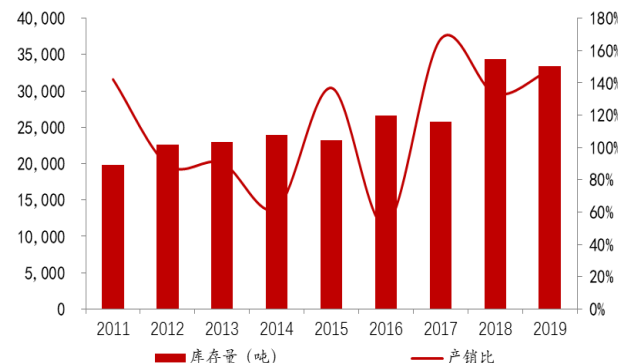
产销两旺，产能仍有待提升。水井坊产量和销量从 2011 年开始下降至 2015 年后转为快速增长，2019 年公司销售量和生产量分别为 1.35、0.91 万吨，分别同比上升 45.65%、31.27%，其中中高档酒销售量增加约 1803 千升，同比增加约 26%，低档酒(基酒)销售量增加约 2430 千升，同比增加约 109%。高档白酒销量持续放量，从 2016 年的 3118 吨快速增加到 2019 年的 8241.57 吨，期间年均复合增速高达 38.26%。公司目前以高端产品为主，2019 年高档酒营收占比高达 97.51%。库存量整体稳健提升，2019 年库存量为 3.34 万吨。产销比自 2015 年后长期高于 130%，2016 年主要系产量大幅提升导致产销比较低，2019 年产销比达到 147.87%，主要系销售量包含往年库存的基酒销售，因此远高于产量。

图 29：水井坊产量和销售量情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

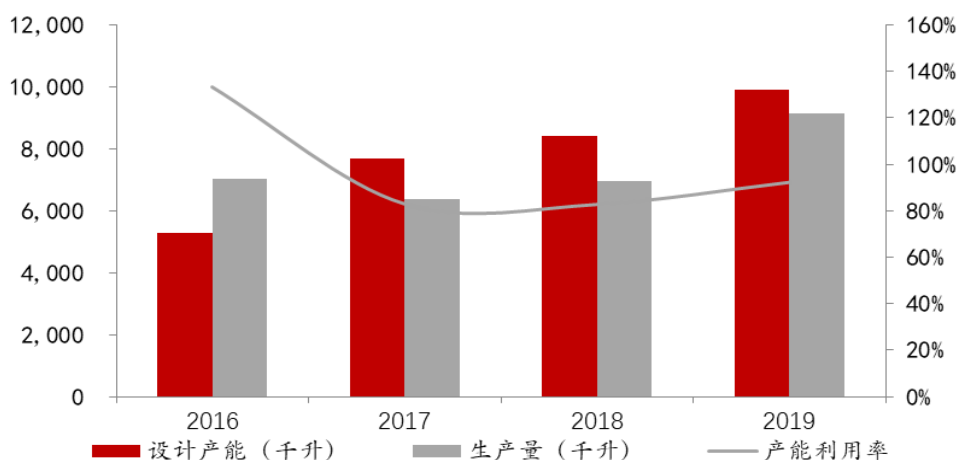
图 30：产品供不应求，库存量整体提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

设计产能达到上线，新建邛崃项目扩张产能。随着公司销量迅速增长，原有生产线设计产能已经达到上限，逐渐无法满足公司发展的需求，公司重启邛崃工程。早在 2011 年，公司为扩大产能宣布开展邛崃项目，投资总额为 22.83 亿元。但随着 2012 年白酒行业发展滞缓，公司业绩下滑，随之于 2015 年放弃该项目，保留已建成并投入使用的一期一区和其他部分必备地 198.43 亩，其余未开发的 644.25 亩土地使用权退回邛崃政府。随着行业复苏，公司产能逐渐无法满足销售需求，2018 年水井坊计划投资 25 亿，在前期邛崃市名酒工业园投资项目基础上重启邛崃项目。项目于 2020 年开工，预计 2023 年投产，建成后将新增 2 万千升（1.72 万吨）/年白酒基酒生产能力和 6 万千升（5.16 万吨）白酒储存能力。届时公司将形成 3 万千升/年的白酒基酒生产能力和 10 万吨的白酒基酒储存能力。

图 31：水井坊产能稳步扩张，达到设计产能上限



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 10. 水井坊新建项目扩大产能

项目名称	建设内容	新增规模	备注	总投资 (亿元)
邛崃全产业链基地项目	酿造能力	20000 千升	新增 20000 千升 (17200 吨) / 年白酒基酒生产能力和 60000 千升 (51600 吨) 白酒储存能力。全厂将形成 29905 吨/年的白酒基酒生产能力和 99930 吨的白酒基酒储存能力。	25

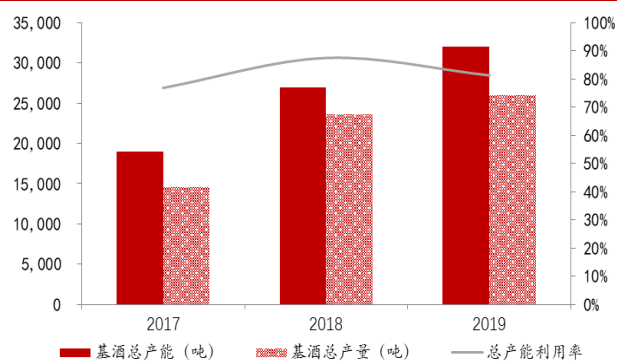
资料来源：公司公告，水井坊邛崃全产业链基地项目(第一期)环境影响报告书，川财证券研究所

3.5 郎酒酱香型白酒产能利用率高，浓香型白酒急需产能扩张

产能、产量稳定增长，产能利用率较高。郎酒整体产能和产量处于稳定增长阶段，2019 年基酒总产能为 3.2 万吨，基酒总产量为 2.60 万吨，产能利用率为 81.19%；2019 年成品酒产能为 6.5 万吨，成品酒产量为 5.06 万吨，产能利用率为 77.89%。

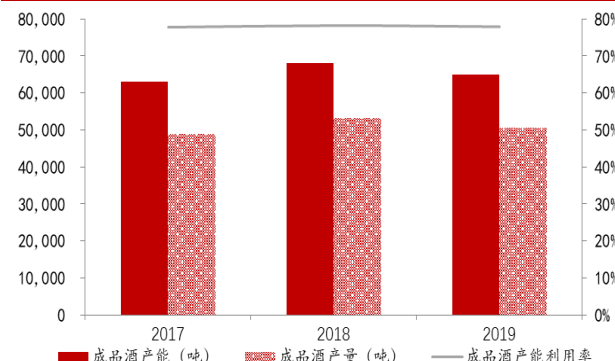
酱香型白酒产能大，产能利用率较高，浓香型产能利用率有待提升，仍无法满足需求。2019 年公司酱香型基酒产能为 1.8 万吨，产量 1.70 万吨，产能利用率达到 94.44%，基本处于满产状态。浓香型基酒 2019 年产能为 1.40 万吨，产量为 0.90 万吨，产能利用率为 64.17%，主要系浓香型基酒对窖池的窖泥年限有更高要求，产能利用率提升需要更多时间积累。而公司 2017-2019 年浓香和兼香型白酒对外销售量分别达到 4.39 万吨、4.31 万吨、3.94 万吨，有较大产能缺口，主要通过外购基酒来满足，2017-2019 年公司外购基酒分别为 5.44 万吨、3.72 万吨、4.03 万吨。浓香型白酒的产能亟待提高以满足公司的发展需求。

图 32： 郎酒基酒总产量和总产能和产能利用率



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

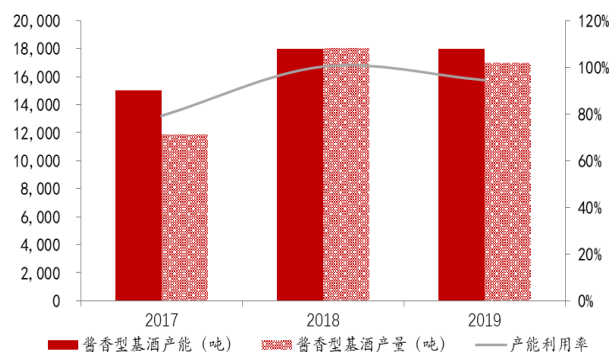
图 33： 郎酒成品酒产量、产能和产能利用率



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

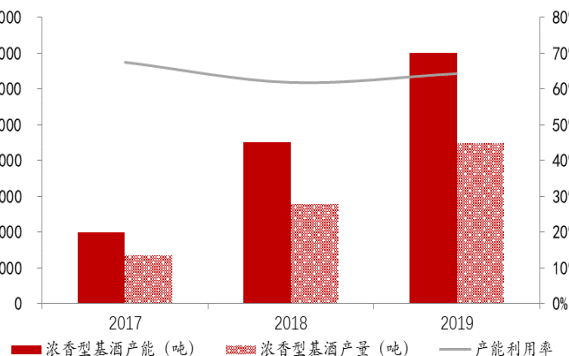
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 34： 郎酒酱香型基酒总产量和总产能和产能利用率



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 35： 郎酒浓香型基酒产量、产能和产能利用率



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

募投项目能有效解决公司产能问题。公司为解决产能问题已经投资 28.2 亿元实施吴家沟基地技改项目(一期)，建成后将形成 18864 吨/年酱香型白酒基酒和 6 万吨/年酒曲生产能力。此次 IPO 主要集中在酱香型和浓香型白酒基酒的产能建设和仓储包装能力的提升。公司计划投资 27.58 亿元，共涉及二郎、吴家沟、盘龙湾三个基地技改项目和郎酒龙安生态制曲建设项目，建成后预计可每年新增 2.27 万吨酱香型白酒基酒产能和 4 万吨酱香型曲药，加上目前正在建的吴家沟基地技改项目(一期)和现有的 1.8 万吨产能，公司酱香型基酒总产能将达到 5 万吨。浓香型方面，公司计划投资 13.37 亿元，开启石洞郎酒浓香型白酒生产基地项目，建成后将实现浓香型、兼香型白酒基酒年产能 3.34 万吨、浓香型酒曲年产能 2 万吨及露天罐区存储能力 8 万吨，有效弥补公司浓香型白酒产能不足的问题。另外公司还计划建设仓储中心和包装中心，建成后将形成年灌装成品酒产能 15 万吨、储酒能力 16.1 万吨和成品酒储存能力 200 万件，有效解决企业储存勾调、包装仓储环节的缺口。此次 IPO 预计募集 74.54 亿元，拟投资项目共计 82.42 亿元，其中酱香型、浓香型、兼香型白酒产能建设项目拟募集和总投资分别为 63.26、71.14 亿元。

表格 11. 郎酒通过募资扩大产能

项目名称	子项目	投资总额 (万元)	募集资金 (万元)	建设类型	建设规模
优质酱香型白酒 产能建设项目	二郎基地技改项目	103,416	101,582	酱香型白酒基酒	10,000 吨
	吴家沟基地技改项目（二期）	100,037	97,749	酱香型白酒基酒	8,000 吨
	盘龙湾基地技改项目	72,340	72,340	酱香型白酒基酒	4,700 吨

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

目（二期）

郎酒天宝峰包装仓储中心项目	172,353	104,718	包装仓储能力建设，本项目建成后，二郎基地现有包装生产线将改建酱香型白酒酿造生产线	储酒能力达 46,000 吨左右，成品酒灌装能力达 50,000 吨/年，成品酒储存能力达 200 万件
郎酒龙安生态制曲建设项目	51,057	51,057	酱香型曲药	40,000 吨
小计	499,203	427,446		

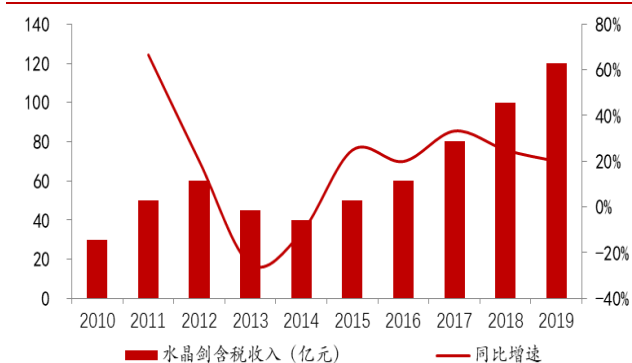
优质浓香型、兼香白酒产能建设项目	石洞郎酒浓香型白酒生产基地项目	133,671	128,718	浓香型、兼香型白酒基酒	实现浓香型、兼香型白酒基酒年产能 33,420 吨、浓香型酒曲年产能 2 万吨及露天罐区存储能力 8 万吨
	郎酒泸州包装中心建设项目（二期）	78,545	76,421	包装仓储能力建设	灌装成品酒产能 10 万吨、储酒能力 3.5 万吨
小计		212,216	205,139		

资料来源：公司公告，郎酒股份招股说明书，川财证券研究所

3.6 新增产能将再造一个“剑南春”

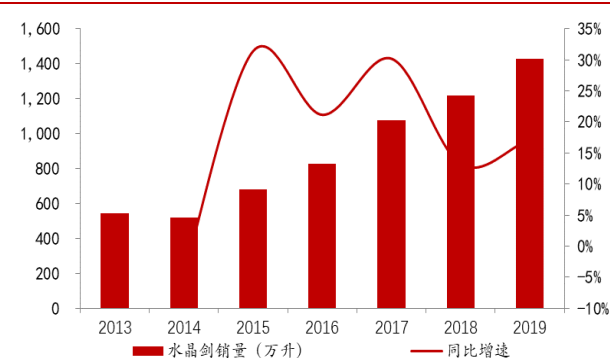
收入和销量保持较高速度增长。在度过 2012-2014 年行业调整期后，自 2014 年开始，剑南春核心单品水晶剑南春的销售收入增长保持 20% 以上增速，2019 年达到约 120 亿元，同比增速为 20%，占剑南春总营收约 80%。根据京东官网水晶剑的历史价格，我们推测出其销量保持较高速度增长，2019 年销量为 1428.27 万升（因零售价高于出厂批发价，实际销量应该更高），同比增速为 17.22%。

图 36：水晶剑收入情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图 37：水晶剑销量增长迅速



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

新建生态园项目，产能或翻倍增长。剑南春早在 2012 年就宣布拟投资 20 亿元，分三年（2013~2015 年）建成大唐国酒生态园项目，后随着白酒行业深度调整导致项目暂缓。2014 年公司再度宣布将计划投资 36 亿元建立大唐国酒生态园项目计划，后因故再度搁置。2016 年，绵竹市环保局发布“四川剑南春股份有限公司大唐国酒生态园（一期）项目环评文件公告”，显示投资 4.5 亿元建设的一期项目预计将于 2017 年 9 月投产，届时将新增储酒能力 2.65 万吨。2020 年剑南春再次提出投资 30 亿元重启大唐国酒生态园项目，建成后将年新增原酒生产能力 3-5 万吨，增加曲酒储藏能力 10 万吨。

产能估算：根据 2016 年绵竹市环保局发布的“四川剑南春股份有限公司大唐国酒生态园（一期）项目环评文件公告”，显示公司具备 2 万吨/年原酒产能，年产白酒系列产品约 10 万吨，白酒储存能力达 10 万吨。另根据绵竹市委书记在关于振兴川酒的决策部署中的表示“要集中精力壮大白酒产业，加快推进剑南春三万吨原酒扩能项目，再造一个‘剑南春’”，我们认为剑南春现有原酒产能为 3 万吨左右，优质酒储备达 5 万吨

表格 12. 剑南春大唐国酒生态园项目建设历程

宣布时间	投资总额（亿元）	项目具体情况
2012	20	占地 800 亩，形成 2 万吨的曲酒生产能力，年实现销售收入 100 亿元以上，税利 15 亿元以上，并新增就业岗位 2000 个
2014	36	项目总建筑面积约 60 万平方米，项目占地约 1500 亩
2016	4.5	“四川剑南春股份有限公司大唐国酒生态园（一期）项目环评文件公告”显示，该项目建成后将增加公司储酒能力 26450 吨，公司总储酒能力达 126450 吨
2020	30	新建 5 个曲酒车间，并配备机械化酿酒生产线和酿酒直燃节能系统，年新增原酒生产能力 3-5 万吨。新建陶坛酒库和室内酒库，增加曲酒储藏能力 10 万吨

资料来源：wind，川财证券研究所

投资建议

基于全文对全国白酒产业及川酒“六朵金花”的产能和技改的详细分析，我们认为在消费升级的大背景下，白酒行业集中度不断提升，行业从扩容式增长转变为挤压式增长。白酒行业向高端化集中的趋势愈加明显，主要酒企为满足市场需求和公司的发展，扩大产能特别是高端白酒产品的产能将会是未来重要的发展环节。高端产能扩张、酒质提升（中高端白酒占比高）和营收增长成正相关态势，并形成良性循环，在未来拥有高端酒产能的优势便能具备强有力的竞争力。具体到川酒上，“六朵金花”主要是高端、次高端白酒，随着中高端白酒产能的扩张，川酒“六朵金花”品牌影响力与日增长，整体将会呈现为马太效应下的强者恒强，投资机会主要来自两大方向：

1) 高端白酒竞争格局稳固，川酒独占两席，考虑到高端消费依然处于长期紧平衡的现状，五粮液、泸州老窖在高端产能稳定增长的情况下，业绩确定性强，建议关注。

2) 次高端白酒在疫情缓和下恢复较好，且中高端白酒产能投入较大，未来随着中高端酒产能释放，业绩有望进一步提升。一方面建议关注全国性次高端上市公司 ST 舍得、水井坊；另一方面建议关注处于拟上市阶段的郎酒。

表格 13. 相关标的估值一览

日期	2020/12/31	股价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
证券代码	证券简称			20E	21E	22E	20E	21E	22E
000858.SZ	五粮液	291.85	11329.62	5.26	6.37	7.51	55.48	45.80	38.84
000568.SZ	泸州老窖	226.16	3311.68	3.94	4.78	5.69	57.34	47.27	39.76
600779.SH	水井坊	83.02	405.14	1.44	1.89	2.30	57.85	43.94	36.09
600702.SH	ST 舍得	85.44	2877.23	1.56	1.94	2.35	54.79	44.08	36.30

资料来源：Wind 一致预测，川财证券研究所，股价截止时间为 2020 年 12 月 31 日

风险提示

宏观经济及居民收入波动风险

食品饮料行业受居民可支配收入影响，短期宏观经济与居民收入波动可能影响行业景气程度。

重大食品安全事件的风险

消费者对安全事件的敏感性较高，如发生重大食品安全事件，消费者对公司信心将在短期内出现明显下滑，造成业绩不及预期。

原材料价格波动风险

农产品价格波动对速冻行业影响较大，若原材料价格短期内迅速增长，将造成业绩不及预期。

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004