

酱酒对白酒格局影响拆解，次高端受冲击有限机会显现



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告起因

- 酱酒热潮的兴起已经开始深刻影响白酒行业的格局，除龙头贵州茅台以外，次级酱酒企业开始在市场上发挥着举足轻重的作用。在消费者、经销商、产业资本等充分拥抱酱酒的同时，市场也担忧酱酒崛起对浓香等名酒造成的不利影响。为此，我们撰写此文，试图探究：1) 酱酒在全国及重点省市的最新发展趋势；2) 酱酒对浓香等高端及次高端名酒的影响。由此，我们形成第二篇酱酒报告，以梳理当下白酒投资机会。

核心观点

- **全国酱酒稳定扩容，部分省份份额登顶。**从20年的市场来看，酱酒在全国以及区域市场市占率提升、规模扩容的趋势延续，整体仍在崛起过程中；酱酒企业20年业绩稳定增长，其中次级酱酒企业普遍高增；酱酒产品批价稳步上行，下游市场需求旺盛。重点市场中，酱酒显示出较强的竞争力：河南酱酒规模20年首超浓香，山东酱酒稳定增长，广东酱酒市场份额稳居第一。在公司层面，国内主流酱酒品牌积极推进扩产，巩固先发优势，品牌建设、品质提升、资本支持、政府扶持等逐渐成为酱酒品牌市场竞争的胜负手。
- **酱酒崛起冲击有限，次高端酒机会浮现。**通过单品价格带分布、不同价格带各香型体量增速测算等方面的考察，我们认为：1) 酱酒崛起对浓香等次高端的影响有限，次高端酒以及区域名酒上市公司未来业绩增长具备较高的确定性和弹性，在估值回归后的当下时点配置价值较高，机会浮现；2) 酱酒在千元价格带开辟新市场，而非降维抢夺次高端浓香等名酒的市场，进而推动高端酒进一步分化，千元价格带有望加速扩容，市场竞争强度预计加大。具体而言，在次高端价格带，酱酒的单品数量和分布密度相对偏低，浓香等名酒产品布局密集，价格带连续，品牌塑造与渠道运作积累深厚，仍是承接白酒消费升级的首要对象。次高端价格带中，酱酒增速并未显著超过其他香型；清香型保持高增；浓香型除部分品牌受自身渠道调整等影响增速放缓，其余品牌保持高增。在庞大的中高端以及中低端市场消费升级过程中，浓香等次高端名酒仍是首要受益对象。从估值角度，我们认为贵州茅台龙头地位将进一步加强，有望享受更高的估值溢价；千元价格带扩容，品牌力和产品力领先的五粮液和泸州老窖估值回归后收益空间抬升；次高端酒和区域名酒受酱酒影响相对较小，具备配置价值。
- **产能限制酱酒冲击力，价格上行抬升天花板。**从产业链的角度看，我们认为产能提升瓶颈将进一步限制酱酒对其他香型白酒的冲击力。受偏紧的供求关系推动，酱酒价格有望进一步上移，不断抬升各价格带白酒的价格天花板，进而形成对其他香型的拉动作用。

投资建议与投资标的：

- 酱酒的快速发展代表了当下白酒消费升级的大趋势，高端酒、次高端酒和光瓶酒等白酒细分板块的扩容为上市酒企提供了广阔的增长空间，看好消费升级趋势下名酒企的业绩增长。建议关注：1) 高端酒龙头贵州茅台(600519, 买入)、五粮液(000858, 买入)、泸州老窖(000568, 买入)；2) 次高端名酒企洋河股份(002304, 买入)、水井坊(600779, 买入)；3) 光瓶酒龙头顺鑫农业(000860, 买入)；4) 拟上市酱酒公司郎酒股份(A20158, 未评级)和国台酒业(A20128, 未评级)。

风险提示：疫情冲击白酒消费、消费升级低于预期、食品安全风险。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

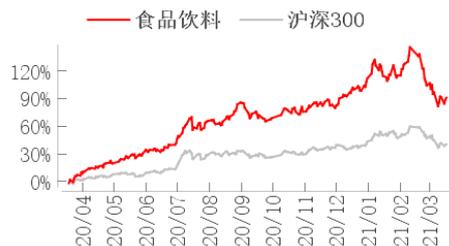
行业

食品饮料行业

报告发布日期

2021年03月18日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

证券分析师

蔡琪

021-63325888*6079

caiqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519080001

联系人

周翰

021-63325888*7524

zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

团购崛起促进厂商协销，白酒渠道加库存有望延续 2021-01-26

食品饮料 2021 年度策略报告：潮平江阔，柳暗花明 2020-12-15

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、全国酱酒稳定扩容，部分省份份额登顶.....	5
1.1 市场需求旺盛，酱酒持续扩容	5
1.2 重点市场稳定增长，酱酒份额举足轻重	6
1.3 酱酒品牌百花齐放，头部酒企加速发展	9
二、酱酒崛起冲击有限，次高端酒机会浮现.....	12
2.1 酱酒次高端分布密度较低，浓香等消费升级连续性好	12
2.2 白酒各价格带体量测算，高档白酒扩容趋势不变	14
2.3 千元价格带格局生变，次高端确定性或被低估	17
三、产能限制酱酒冲击力，价格上行抬升天花板.....	20
四、投资建议.....	22
五、风险提示.....	22

图表目录

图 1: 酱香型白酒市场规模、增速及市场份额	5
图 2: 2020 年不同香型白酒的产能、收入和利润的占比	5
图 3: 2017-2020 年贵州茅台营业收入（亿元）	5
图 4: 2017-2020 年部分次级酱酒企业营业收入（亿元）	5
图 5: 2020 年来茅台及系列酒批价变动情况（元/瓶）	6
图 6: 2020 年来其他部分酱酒产品批价变动情况（元/瓶）	6
图 7: 国内酱酒重点产地和主要市场分布	6
图 8: 2020 年河南省各香型白酒市场份额	7
图 9: 2018 年、2020 年河南省酱酒流通市场规模	7
图 10: 2020 年河南省主要酱香型酒企销售规模	7
图 11: 河南省酱酒销售额占公司营收比重	7
图 12: 2019 年山东省各香型白酒市场份额	8
图 13: 2018-2019 年山东省酱酒终端市场规模	8
图 14: 2018-2019 年山东省主要酱香型酒企市场规模（亿元）	8
图 15: 2020 年广东省各香型白酒市场份额	9
图 16: 2018-2020 年广东省酱酒市场规模	9
图 17: 主要酱酒企业规模分布	12
图 18: 各香型酒企核心产品价格带分布（批价，2021 年 2 月）	13
图 19: 次高端和区域名酒 2019 年营业收入规模对比	14
图 20: 各价格带白酒主要发展趋势	14
图 21: 2018-2019 年各白酒价格带流通规模及变化	15
图 22: 上市白酒公司增速情况	15
图 23: 2019 年部分省市不同价格带流通市场份额	16
图 24: 全国不同价格带白酒市场份额测算（流通口径）	16
图 25: 高端酒价格带进一步分化	18
图 26: 酱酒内部各价格带 2020 年增速测算	19
图 27: 次高端酒不同香型 2020 年增速对比	19
图 28: 2020 年不同香型白酒产能和极限产能	21
图 29: 不同香型白酒的酿造时间	21
图 30: 赤水河酱酒核心产区分布	21
图 31: 酱酒产能及可销售量预测（万吨）	21
表 1: 主流酱香型白酒品牌及企业情况	9

表 2：新兴酱香型白酒品牌及企业情况	10
表 3：鲁派酱酒品牌及企业情况	11
表 4：泛酱香型白酒企业情况	11
表 5：白酒不同价格带规模测算（出厂口径）	16
表 6：酱酒不同价格带规模增速测算	17
表 7：高端酒单品规模及增速预测	17
表 8：次高端酒单品规模及增速预测	19
表 9：主要白酒上市公司估值情况	20

一、全国酱酒稳定扩容，部分省份份额登顶

1.1 市场需求旺盛，酱酒持续扩容

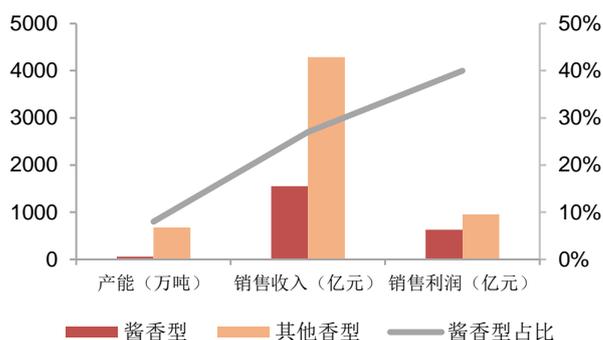
酱酒延续高增趋势，市场规模继续扩张。酱香型白酒延续近年来火热趋势，20 年市场规模达到约 1,550 亿元，同比增长 15%；10 年至 20 年，国内酱酒市场规模年均增速达到 16%，在白酒行业中独树一帜。酱酒占白酒市场份额进一步提升，20 年达到约 27%，同比提升 3pct。酱酒的营收盈利能力突出，20 年酱酒产能约为 60 万千升，占全部白酒的比重约为 8%；市场规模 1550 亿元，占比达到 27%；利润端，酱酒的占比达到 40%。

图 1：酱香型白酒市场规模、增速及市场份额



资料来源：国家统计局、权图工作室、东方证券研究所

图 2：2020 年不同香型白酒的产能、收入和利润的占比



资料来源：权图工作室、东方证券研究所

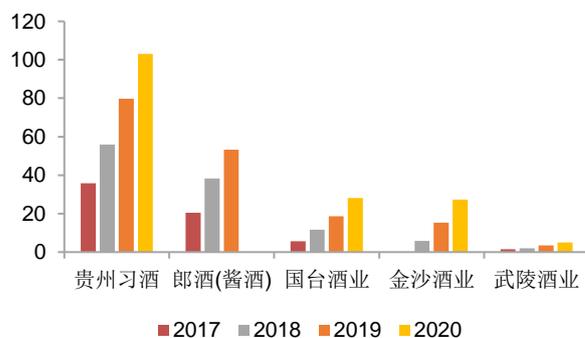
酱酒企业 20 年收入稳定增长。贵州茅台 20 年营业总收入约 977 亿元 (+10%)，稳定增长。次级酱酒企业中，贵州习酒 20 年收入 103 亿元 (+29%)；国台酒业 20 年收入预计同比增长 50% 至 28.1 亿元；金沙酒业 20 年收入 17.3 亿元 (+79%)；武陵酒业 20 年预计收入 4.9 亿元 (+40%)。贵州珍酒 20 年收入同比增长 67% 以上，接近 20 亿元；钓鱼台 20 年收入预计增长 20%+。

图 3：2017-2020 年贵州茅台营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

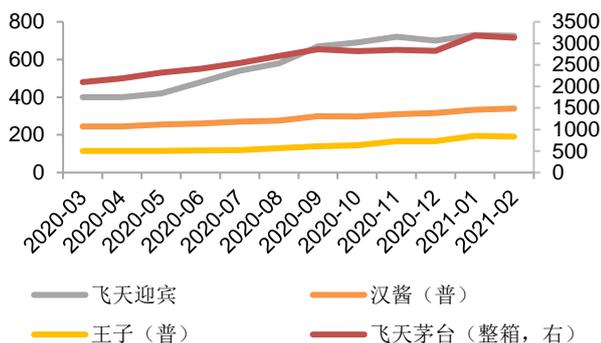
图 4：2017-2020 年部分次级酱酒企业营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、酒业家、东方证券研究所

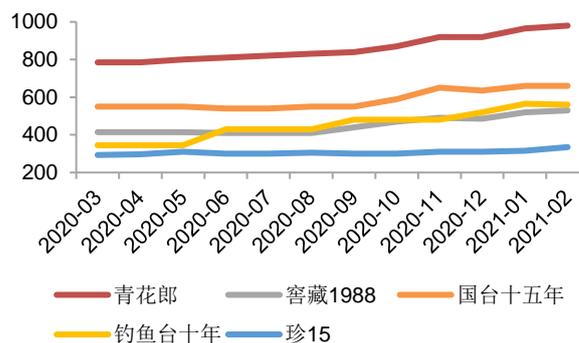
酱酒批价稳步上行，市场需求旺盛。茅台及系列酒方面，飞天茅台、飞天迎宾、汉酱、王子酒的批价在 21 年 2 月达到约 3130/725/340/190 元，较 20 年 3 月分别上涨 49%/81%/39%/65%。其他酱酒包括青花郎、习酒窖藏、国台十五年等批价也显著上行，体现了市场对酱酒的旺盛需求。

图 5：2020 年来茅台及系列酒批价变动情况（元/瓶）



资料来源：今日酒价、东方证券研究所

图 6：2020 年来其他部分酱酒产品批价变动情况（元/瓶）



资料来源：今日酒价、东方证券研究所

1.2 重点市场稳定增长，酱酒份额举足轻重

● 酱酒销售呈现区域性

受酱酒产地的辐射以及品牌区域推广的影响，国内目前酱酒销售呈现一定的区域性。贵州是酱酒的基地市场，酱酒消费占比 90% 以上。山东、河南和广东是酱酒消费的重点市场：1) 山东和河南是白酒消费大省，本地强势品牌较少，外来酱酒品牌快速拓展；2) 山东受鲁派酱酒影响，酱酒消费基础较好；3) 广东经济发达，商务交流频繁，以高端酱酒高速发展。以基地市场和重点市场为核心向外辐射，四川、重庆、广西、江苏、浙江等省份是酱酒进一步拓展的重点辐射市场。

图 7：国内酱酒重点产地和主要市场分布

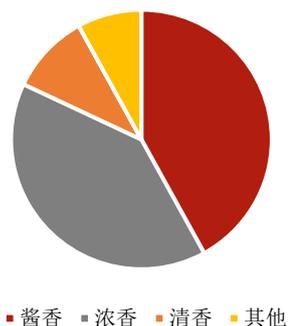


资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

● 河南酱酒首次超过浓香

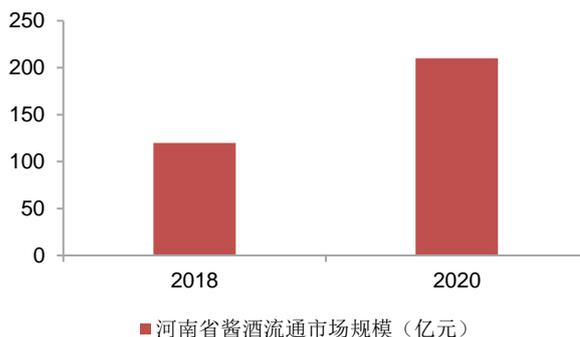
河南是国内白酒消费大省，流动规模（以批发价格计算）接近 500 亿元。近年来河南白酒市场香型结构发生重要变化，主要体现在酱香型白酒的占比提升和浓香型白酒的占比的下滑。根据河南省酒业协会的数据，20 年河南酱酒的流通规模已经超过 200 亿元，超越浓香成为河南白酒消费的第一大香型。我们预计 20 年河南酱酒市场份额达到 40% 以上。从体量上来看，18 年至 20 年，河南酱酒流通规模从 120 亿元增长到 200 亿元，年均增速达到 29% 左右，发展迅速。

图 8：2020 年河南省各香型白酒市场份额



资料来源：酒业家、东方证券研究所

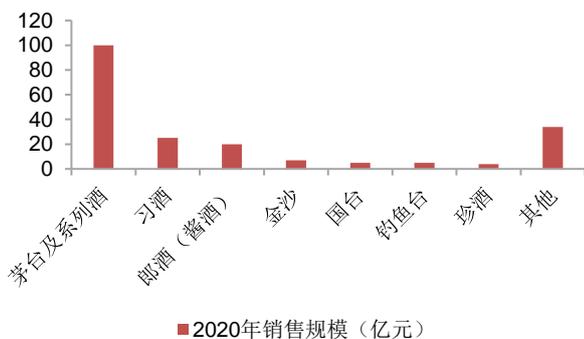
图 9：2018 年、2020 年河南省酱酒流通市场规模



资料来源：中国酒类流通协会、酒业家、东方证券研究所

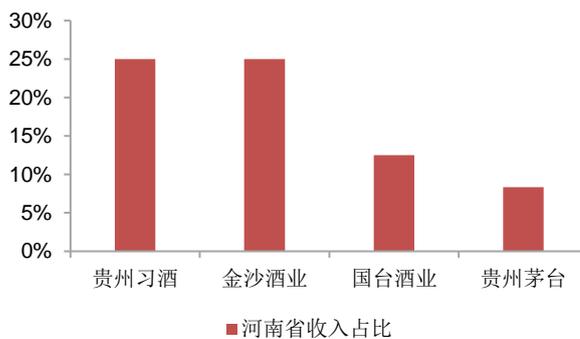
河南是酱酒品牌竞争争夺的市场，也是各大酱酒企业的重要收入来源。20 年河南市场销售规模排前的酱酒品牌包括茅台及系列酒（100 亿）、习酒（25 亿）、郎酒（20 亿）、金沙（7 亿）、国台（5 亿）、钓鱼台（5 亿）以及珍酒（4 亿）等。河南市场是各大酱酒企业的重要收入来源，河南的收入占贵州习酒和金沙酒业收入的约 1/4，占国台酒业的约 1/8，占贵州茅台的约 1/12。

图 10：2020 年河南省主要酱香型酒企销售规模



资料来源：酒业家、东方证券研究所

图 11：河南省酱酒销售额占公司营收比重



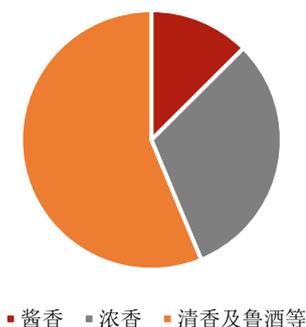
资料来源：酒业家、东方证券研究所

● 山东酱酒稳定增长，百花齐放

山东也是国内白酒消费大省，据估计山东白酒终端市场规模 800 亿。近年来，酱酒在山东稳定增长，渠道调研显示 19 年山东酱酒终端市场规模约为 100 亿（较 18 年增长约 11%），占比达到

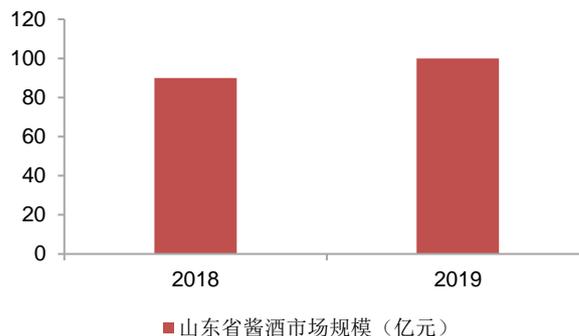
13%。山东市场的酱酒热表现得淋漓尽致，据中国酒类流通协会数据，部分市场核心终端的酱酒销售占比在 60%以上。

图 12: 2019 年山东省各香型白酒市场份额



资料来源：酒业家、渠道调研、东方证券研究所

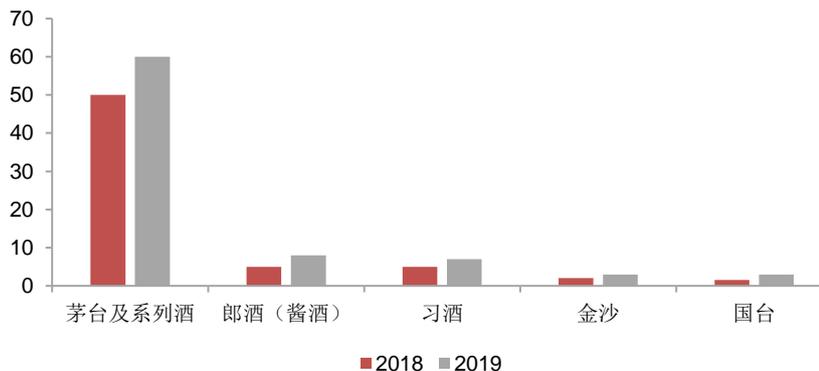
图 13: 2018-2019 年山东省酱酒终端市场规模



资料来源：酒业家、东方证券研究所

山东酱酒销售品牌众多，百花齐放。19 年山东市场销售规模排前的酱酒品牌包括茅台及系列酒（60 亿）、郎酒（8 亿）、习酒（7 亿）、金沙（3 亿）、国台（3 亿）等。此外，鲁派酱酒在山东市场也占据了一定的规模，其中云门酒业的酱酒在山东市场销售额在 3 亿元以上。泛酱酒香型领域，景芝酒业的芝麻香型产品在山东市场也有一定的销售规模。

图 14: 2018-2019 年山东省主要酱香型酒企市场规模 (亿元)



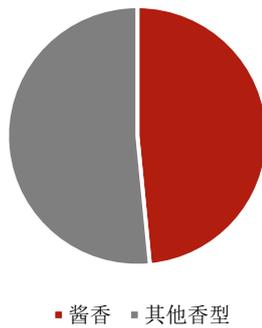
资料来源：酒业家、东方证券研究所

● 广东酱酒稳居市场第一

广东作为中国第一经济大省，居民收入和消费水平高，是国内酒水消费大省，白酒、洋酒、葡萄酒的消费量均在国内领先。酱酒在广东的接受度极高，根据广东省酒类行业协会的数据，20 年在广东 260 亿容量的白酒市场中，酱酒销售达到 126 亿，占比达到 48%，是当之无愧的第一大香型。近年来，酱酒在广东的销售规模也保持稳定增长，从 18 年的 105 亿增长到 20 年的 126 亿元，年均增速达到 9.5%。

整体而言，从河南、山东、广东三个酱酒重点市场的情况来看，酱酒市占率提升、规模扩容的趋势明显，在广东、河南市场等超过浓香型白酒，成为第一大香型白酒。

图 15: 2020 年广东省各香型白酒市场份额



资料来源：酒业家、东方证券研究所

图 16: 2018-2020 年广东省酱酒市场规模



资料来源：酒业家、东方证券研究所

1.3 酱酒品牌百花齐放，头部酒企加速发展

● 主流品牌巩固优势，新兴品牌层出不穷

在酱酒热潮的推动下，近年来国内各类酱酒品牌快速兴起，我们根据发展历史、地域区别以及香型关系等，将国内酱酒品牌分为主流酱酒品牌、新兴酱酒品牌以及鲁派酱酒品牌等。

国内主流酱酒品牌是以贵州茅台为核心构成的一超多强四大梯队。贵州茅台是酱酒行业的绝对龙头，在产品品牌力、营收规模以及基酒产能等方面全面领先。第二梯队包括郎酒股份和贵州习酒，郎酒与习酒的酱酒基酒产能在 1.8 万吨和 3 万吨左右，同时积极扩产至 5 万吨左右。第三梯队中，国台酒业和金沙酒业 20 年收入预计接近 30 亿元，扩产稳步推进。国台酒业 2020 年已经申报 IPO，金沙酒业计划 2024 年在主板上市。此外，贵州珍酒、钓鱼台酒业，以及第四梯队的丹泉酒业、仙潭酒业、武陵酒业和贵州安酒等都是传统主流酱酒品牌。酱酒市场机会大，主流酱酒企业普遍在推进产能建设，巩固先发优势。

表 1: 主流酱香型白酒品牌及企业情况

格局层次	企业	营收规模 (亿元)		核心产品	酱酒基酒产能	上市计划
		2019 年	2020 年			
第一梯队	贵州茅台	853.4	977	飞天茅台、汉酱、赖茅、王子、迎宾	约 7.5 万吨，逐步扩产形成两个 5.6 万吨产能	已上市
第二梯队	郎酒股份	53.3 (酱酒)		青花郎、红花郎	约 1.8 万吨，IPO 后扩产至 5 万吨	2020 年申报 IPO
	贵州习酒	79.8	103	君品习酒、窖藏 1988	约 3 万吨，未来增加到 5 万吨	
第三梯队	国台酒业	18.7	预计增长 50% 以上	国台龙酒、国台十五年、国标酒	约 6300 吨，计划 2026 年提升到 2.6 万吨至 2.8 万吨	2020 年申报 IPO
	金沙酒业	15.3	17.3	摘要酒	约 1.9 万吨，“十四五”将完成 2 万吨扩产	计划 2024 年上市

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	贵州珍酒	~10	~20(yoy+67%)	珍十五	约 5000 吨，计划扩产至 3.5 万吨
	钓鱼台酒业	~12	增长约 20%	国宾酒、贵宾酒	约 3000 吨
	丹泉酒业	10+		丹泉洞藏	约 1.5 万吨，计划扩产至 2 万吨
第四梯队	仙潭酒业	~5		紫潭酒、红潭酒	约 2 万吨
	武陵酒	3.5	~4.9	飘香	20 年至 25 年实现 5000+1000 吨
	贵州安酒			安酒、多彩贵州	约 1 万吨，扩产建成达到 2 万吨

资料来源：公司公告、公开资料整理、东方证券研究所

新兴酱酒品牌是在酱酒热潮下近年来逐步兴起的品牌，包括由产业资本跨界创建的品牌（肆拾玖坊等）、外地酒企在赤水河投资收购建立的品牌（酣客、劲牌茅台镇酒业等）、非白酒酒企的贴牌品牌（女儿红等）、赤水河产区原有中小酱酒企业逐步发展的自有品牌（夜郎谷等）。

新兴酱酒品牌中，肆拾玖坊和酣客是目前发展规模领先，年销售规模已经稳居 10 亿元；劲牌茅台镇酒业、贵酒（洋河）等在具有较强实力的母公司的支持下，产能扩张积极，规划产能都在万吨级以上。赤水河产区（以仁怀产区为主）原有的中小酱酒企业原先以生产贴牌产品、出售基酒等为主要业务，近年来也开始注重发展自有品牌产品。这些酒企的基酒产能普遍在 2000 吨至 5000 吨之间，并积极推动产能的扩张。据统计，金酱、夜郎古、国威、君丰、无忧等酱酒企业的年度销售在 2-5 亿元之间，仁怀产区（茅台除外）整体实现销售收入约 300 亿元。

表 2：新兴酱香型白酒品牌及企业情况

公司	核心产品	体量与规划	备注
肆拾玖坊	侠客、大侠、宗师、家宴	规划产能数千吨，19 财年销售额超 10 亿元	
酣客	酣客、喜庆酒、酣客家藏	年酿造规模超 6500 吨，销售规模达 10 亿元	
劲牌茅台镇酒业	匠赏、毛铺酱酒	规划产能 2 万吨，目前已投产近万吨	
贵酒（洋河）	贵 5、贵 10、贵 15、贵 30	建设大型生态酿酒园，扩建后产能达 1 万吨	
女儿红	金凤、红凤、珍品		上市公司古越龙山旗下
君丰酒业	君丰、古黔	酱酒产能超 3000 吨，21 年将扩产 1000 吨	
夜郎古	夜郎古酒	年产能达 5000 吨，基酒储量 2000 吨	
国威酒业	国威 G10、G15、G20	优质大曲酱酒产能 6600 多吨，超过 3 万吨老酒储备	20 年业绩同比增长 117%
金酱酒业	金酱酒 V15、金典	19 产能 5000 吨以上，库存基酒总量 1.2 万吨；20 年开始投资 6 亿元建设 3000 吨酱香酒生产及包装车间	19 年自有品牌占比 60%，条码开发和定制占比 30%，基酒销售占比 10%
无忧酒业	无忧至臻、无忧至尊	年产优质坤沙酒 3000 吨，窖池 300 余口，库存基酒一万余吨；20 年新厂区投产，产量增加 2000 吨	19 年自有品牌占比 60%，基酒销售和贴牌占比 40%

资料来源：酒业家、东方证券研究所

鲁派酱酒是兴起于山东的北方酱酒，距今已有较长的发展历史。最早于上世纪 70 年代，山东酱酒开始生产，此后包括古贝春酒业、云门酒业、秦池酒业等都到贵州茅台厂进行学习。目前鲁派酱酒

规模较大的酒企包括云门酒业、古贝春、景阳冈、秦池酒业等。其中云门酒业具备年产优质酱酒 5000 吨，基酒贮存能力 5 万吨的酱酒产能，在鲁派酱酒中领先。

表 3：鲁派酱酒品牌及企业情况

公司	核心产品	体量与规划	备注
云门酒业	云门陈酿	年产优质酱酒 5000 吨， 基酒贮存能力 5 万吨	创新北派酱香的独特酿造工艺——“160 操作法”和“四高”、“二长”、“一大”
古贝春	古贝元、鲁酱 1 号		20 年酱酒销售额增长 63%、双白版销售额增长 38%、中度酱香销量 6.8 万箱
景阳冈	赖茆、1986		复窖酱香工艺，“酱头浓尾”风格
秦池酒业	龙琬、鲁酱壹號		18 年启动酱酒增产扩能项目

资料来源：酒业家、各公司官网、东方证券研究所

芝麻香和酱香具有一定的关联，芝麻香型兼有浓、清、酱三种香型之所长，其中酱型芝麻香具有突出的酱香风格。目前芝麻香型白酒以山东景芝最为出名。今世缘以芝麻香型为基础，历经 18 年研制形成“清雅酱香型”白酒国缘 V9，自成一派，成为其他香型酒企进入酱酒领域的另一条路径。

表 4：泛酱香型白酒企业情况

香型	公司	核心产品	体量与规划	产品特点
芝麻香型	景芝酒业	一品景芝	2018 年景芝实现现实收入 12.48 亿元	“芝香优雅、陈香舒适、绵甜柔和、细腻丰满、协调爽净、回味悠长”的芝香典型风格
清雅酱香	今世缘	国缘 V9	2020 年国缘 V9 收入预计达到 1 亿元以上	微黄透明，酱香清雅，醇厚丰满，细腻圆润，诸味协调，余味悠长，空杯留香持久

资料来源：酒业家、各公司官网、东方证券研究所

● **品牌为先品质至上，头部酒企机会凸显**

国内白酒整体销量缓慢下降，在挤压式发展进程中，品牌力成为名酒企进一步获取市场份额、改善销售结构的关键。品牌大于产品，产品大于渠道是酱酒企业的核心发展策略。酱酒热有助于各酱酒企业提升品牌影响力，但要在众多的酱酒品牌中脱颖而出，仍需自身加大投入。

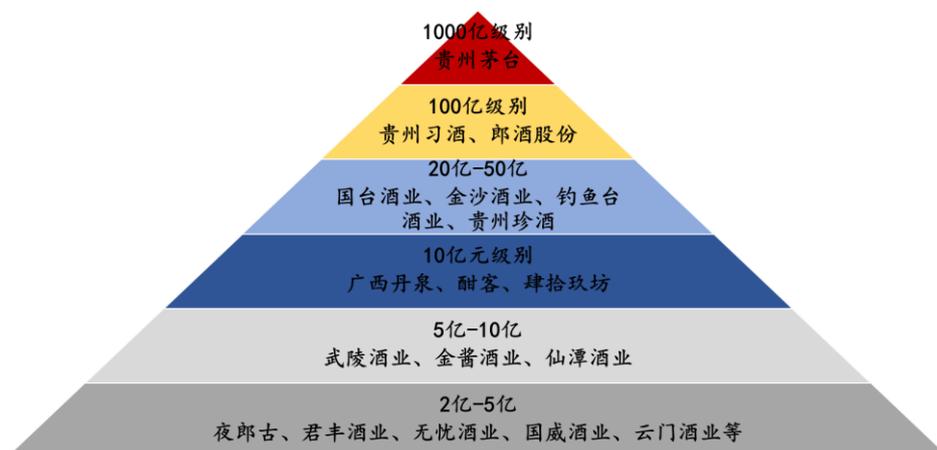
酱酒品质的提升依赖于基酒产量和老酒储存量。未来 1 万吨的基酒产能是主流酱酒企业的门槛，5 万吨是顶级酱酒企业的门槛。从规模上来看，除贵州茅台以外，规划接近 5 万吨规模的企业包括习酒和郎酒；1 万吨规模的企业包括国台、金沙、珍酒、丹泉、安酒、仙潭、劲牌茅台镇酒业等。

酱酒企业借助资本加速发展。目前郎酒股份、国台酒业已经申报 IPO，金沙酒业计划 2024 年实现 IPO，希望借助资本市场为企业发展提供资金支持。有雄厚资本实力母公司支持的酱酒企业未来发展也有望加速，包括劲酒支持下的劲牌茅台镇酒业、洋河股份支持下的贵州贵酒等。

政府的产业规划支持酱酒企业的发展。贵州省遵义市十四五规划提出要以茅台酒为引领，加快培育一批百亿产值、千亿市值的白酒企业；做强茅台镇核心产区，加速发展习酒产区等。规划强调要强化优质资源向优质产区配置，大力疏解非生产性功能，把最优质的土地资源用于最优质的酱香型白酒生产。在政府产业政策的支持下，未来头部酱酒企业的产能有望进一步突破产地限制。

在酱酒赛道中体量越大的酱酒企业，其品牌建设投入、产能扩张以及资本获得等都具备一定优势。除头部的贵州茅台、贵州习酒、郎酒股份以外，目前营收规模在 20 亿-50 亿的国台酒业、金沙酒业、钓鱼台酒业、贵州珍酒，10 亿元级别的广西丹泉、酣客、肆拾玖坊，5 亿-10 亿的武陵酒业、金酱酒业、仙潭酒业等都具备较大的市场机会；5 亿元以下级别的酱酒企业也有部分企业有望突出重围，跻身前列。

图 17：主要酱酒企业规模分布



资料来源：酒业家、东方证券研究所

二、酱酒崛起冲击有限，次高端酒机会浮现

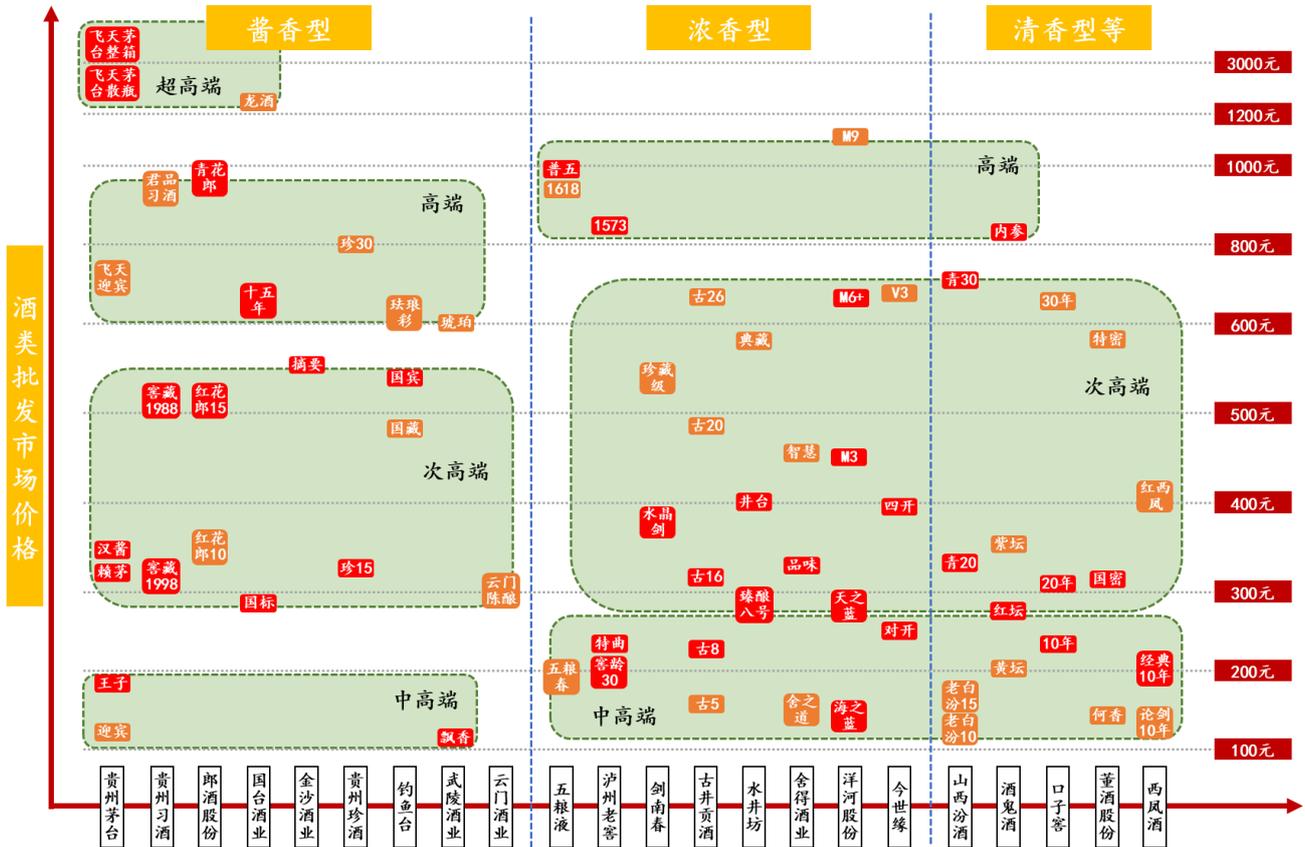
2.1 酱酒次高端分布密度较低，浓香等消费升级连续性好

酱酒崛起为市场带来新的投资机会，但另一方面市场担忧其对浓香等其他香型高端以及次高端名酒产生冲击，我们从单品价格带分布、价格带各香型体量增速测算、以及酱酒产能限制等多方面考察酱酒对其他香型的影响情况。

对各香型价格带进行拆分，以终端价格为标准，酱酒可以分为 4 个细分价格带：1) 2000 元以上的超高端价格带，代表产品包括飞天茅台、陈年茅台、青云郎、国台龙酒等；2) 1000 元左右的高端价格带，代表产品包括青花郎、君品习酒、国台十五年、珍 30 等；3) 400-800 元的次高端价格带，代表产品包括汉酱、赖茅、习酒窖藏系列、红花郎 10 年/15 年、金沙摘要酒、钓鱼台国宾酒等；4) 100-300 元的中高端价格带，代表产品包括茅台王子酒、茅台迎宾酒等。

与酱酒形成对比，浓香型等名酒主要分为 3 个价格带：1) 800 元以上的高端价格带，代表产品包括普五、国窖 1573、内参等；2) 300-800 元的次高端价格带，代表产品包括低度五粮液、水晶剑、泸州老窖特曲 60 版、天之蓝、M3、M6+、古 16、古 20、国缘四开、国缘 V3、青 20、青 30、巴拿马黑坛、酒鬼酒红坛、臻酿八号、井台、品味舍得、智慧舍得等，是浓香型等名酒的众多核心单品集中聚集的价格带区间，产品分布密度较高；3) 100-300 元的中高端价格带，代表产品包括海之蓝、古 5、古 8、老白汾、口子窖 10 年等。

图 18：各香型酒企核心产品价格带分布（批价，2021 年 2 月）

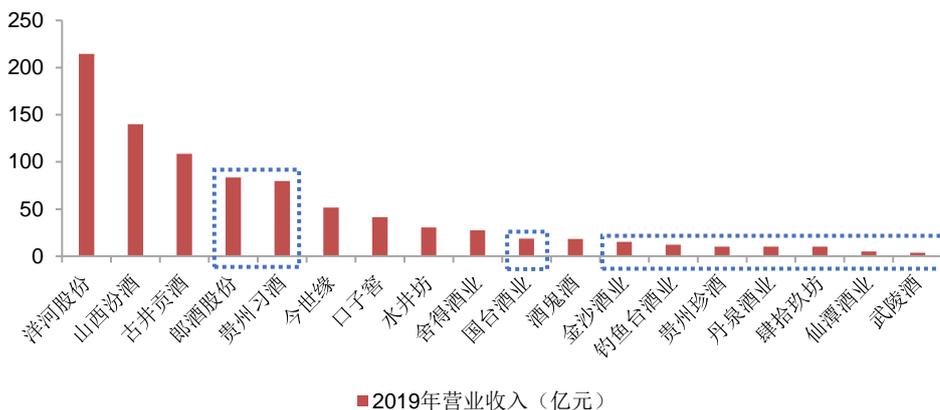


资料来源：今日酒价、东方证券研究所

从核心产品的价格带分布来看，酱酒在次高端价格带的单品数量和分布密度较其他香型仍偏低。从微观的角度来看，消费者消费升级的路径有两种，一是升级到同一品牌产品或同一香型产品的较高款；二是升级到竞品或不同香型的较高款。浓香型等名酒在中高端、次高端的密集产品布局，价格带变化更为连续，为从中高端价格带向上迁移的消费者提供更多的选择，有利于消费者的消费升级逐步跃迁。

从体量上来看，次级酱酒企业在次高端价格带产品布局较多，但除了茅台系列酒、习酒窖藏以及红花郎等产品，其余酱酒次高端单品的体量仍较小。浓香型等次高端产品在品牌塑造、渠道运作等方面已有深厚的积累，体量大，接受面广泛，仍是承接白酒消费升级的核心标的。因此酱酒单品对其他次高端或者区域名酒大单品的影响侧重面不在于冲击，而更多是共同成长。

图 19：次高端和区域名酒 2019 年营业收入规模对比



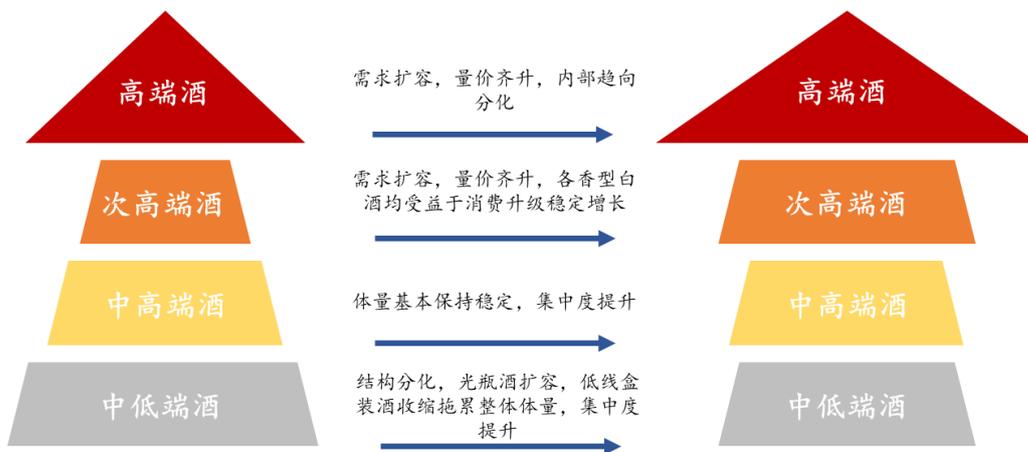
资料来源：公司公告、酒业家、东方证券研究所

2.2 白酒各价格带体量测算，高档白酒扩容趋势不变

● 消费升级空间广阔，各香型白酒均受益

从白酒消费升级的趋势和逻辑来看：1) 高端酒需求扩容，量价齐升，内部趋向分化，形成超高端价格带和千元价格带；2) 次高端酒需求扩容，量价齐升，各香型白酒均受益于消费升级稳定增长；3) 中高端白酒体量基本保持稳定，集中度提升；4) 中低端白酒结构分化，光瓶酒扩容，低线盒装酒收缩拖累整体体量，集中度提升。

图 20：各价格带白酒主要发展趋势



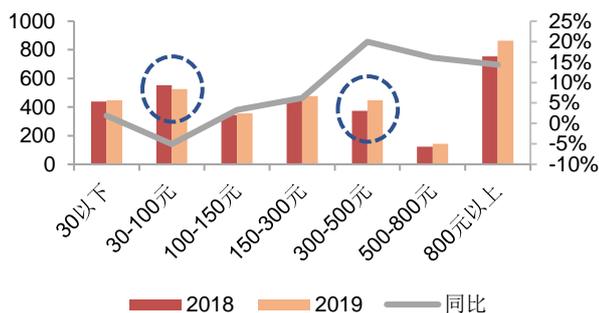
资料来源：东方证券研究所

次高端以上价格带的扩容为酱酒及其他香型白酒均提供了广阔的增长空间。根据中国酒类流通协会的数据，18-19 年国内主要省份的白酒流动规模稳步扩大，其中 300-500 元价格带是增速最高的细分价格带，其次是 500-800 元价格带和 800 元以上价格带，与此形成对比的是 30-100 元价格带

出现萎缩。在包括河南、江苏、山东等 14 个主要白酒消费省份的统计中，**300-500 元价格带的流通规模在 19 年同比增长 20%，增速排名第一。**

上市白酒公司收入快速增长充分印证**高端酒和次高端酒扩容趋势**。15 年至 19 年，上市高端白酒公司收入年均增速达到 25%，次高端和区域名酒的收入年均增速达到 17%。

图 21: 2018-2019 年各白酒价格带流通规模及变化



资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所（注：包含 14 个省份）

图 22: 上市白酒公司增速情况



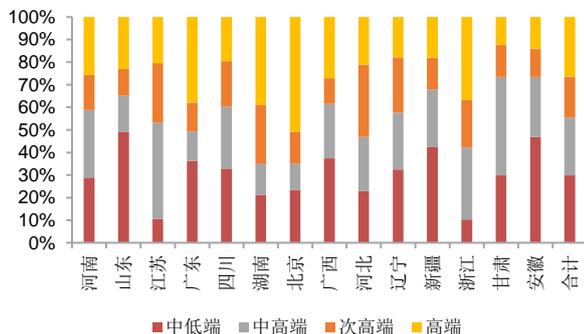
资料来源：iFind、东方证券研究所

● 白酒行业规模价格带拆分，次高端扩容增速领先

为考察酱酒快速发展对其他香型的影响，我们对白酒各价格带体量进行测算，考察不同香型在各价格带的增长情况。测算思路如下：1) 以中国酒业流通协会的包括河南、山东等 14 个主要白酒消费省市在内的不同价格带流通份额为基础，测算以上省份流通口径下（以批发价格计算）各价格带的份额；2) 考虑到其余省份的经济水平相较以上 14 个省份较低，全国范围的口径下，次高端及以上的占比略调低，中高端及以下的占比略调高；3) 考虑不同价格带产品出厂价到批价的渠道毛利空间不同，将流通份额转换到出厂口径份额；4) 以国家统计局公布的全国规模以上白酒企业收入为基础，计算出不同价格带的市场体量；5) 以酒企各大单品为基础对价格带体量做另一种路径的测算，两种方法交叉核验。

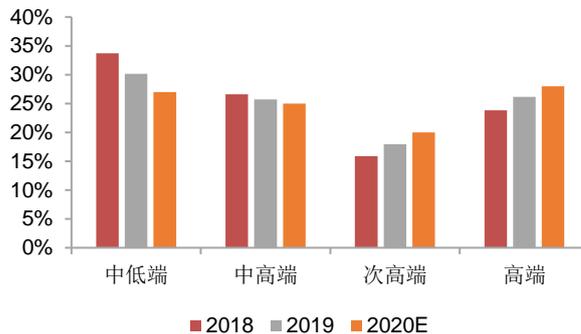
以河南省白酒流通市场为例，19 年中低端（100 元以下）占比 29%，中高端（100-300 元）占比 30%，次高端（300-800 元）占比 15%，高端（800 元以上）占比 26%。综合 14 个省份的统计，19 年中低端、中高端、次高端和高端价格带的流通份额占比分别为 29.8%、25.5%、18.1% 和 26.5%。考虑小幅调整，我们测算 19 年全国范围各价格带的占比分别为 30.1% (yoy-3.5pct)、25.7% (yoy-0.9pct)、17.9% (yoy+2.1pct) 和 26.2% (yoy+2.3pct)，并预计 20 年四个价格带的占比分别为 27.0% (yoy-3.1pct)、25.0% (yoy-0.7pct)、20.0% (yoy+2.1pct) 和 28.0% (yoy+1.8pct)。

图 23：2019 年部分省市不同价格带流通市场份额



资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所

图 24：全国不同价格带白酒市场份额测算（流通口径）



资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所测算

由于高价位产品的渠道毛利更高，因此高价位产品在出厂口径的市占率会低于在流通口径的市占率。我们假设从出厂价到批发价，中低端、中高端、次高端和高端的渠道毛利分别为 30%、25%、20%和 15%。根据国家统计局的数据，18~20 年的规模以上白酒企业收入分别为 5,364 亿元、5,621 亿元和 5,863 亿元。

参考单品拆分的测算，我们得到白酒不同价格带的出厂口径市场规模。据测算，20 年高端、次高端、中高端和中低端市场规模分别同比增长 14.8%、17.3%、1.4%和-8.1%；高端酒稳定增长，次高端增速领先，中高端基本不变，中低端持续萎缩。

表 5：白酒不同价格带规模测算（出厂口径）

价格带	市场规模（亿元）				市场份额		
	2018 年	2019 年	2020E	2020 年同比	2018 年	2019 年	2020E
中低端	2014	1821	1673	-8.1%	38%	32%	29%
中高端	1440	1470	1490	1.4%	27%	26%	25%
次高端	810	980	1150	17.3%	15%	17%	20%
高端	1100	1350	1550	14.8%	21%	24%	26%
合计	5364	5621	5863	4.3%	100%	100%	100%

资料来源：国家统计局、中国酒类流通协会、东方证券研究所测算

● 酱酒行业规模价格带拆分，次级高端酱酒增速领先

按价格带划分，20 年酱酒在超高端、高端、次高端和中高端价格带的市场规模分别约为 900 亿元、100 亿元、400 亿元和 150 亿元，合计 1550 亿元；超高端和高端价格带是酱酒的核心组成部分，占比达到 65%，次高端占比约为 26%，中高端是酱酒入门产品，占比约 10%。

我们对酱酒各价格带体量做如下测算：1) 20 年酱酒合计规模 1550 亿元，同比增长 15%；2) 20 年高端及以上酱酒 1000 亿元规模，其中茅台酒 842 亿元，同比增长 11%；3) 青花郎等其他高端酱酒 158 亿元，假设同比增长 30%（主要参考郎酒 20 年增速预计 25%以上，习酒 20 年增速 29%，国台 20 年增速 50%以上，以上酒企的高端产品增速预计略高）；4) 中高端酱酒 20 年规模 150 亿元，假设同比增长 5%，略低于整体增速。由此得出 20 年次高端价格带酱酒同比增长约 22%。

表 6：酱酒不同价格带规模增速测算

价格带及产品	2019 年收入（亿元）	2020 年收入（亿元）	2020 年同比
高端及以上	880	1000	14%
其中：茅台酒	758	842	11%
青花郎等	122	158	30%
次高端	328	400	22%
中高端	143	150	5%
合计	1350	1550	15%

资料来源：渠道调研、酒业家、东方证券研究所测算

2.3 千元价格带格局生变，次高端确定性或被低估

● 各香型高端酒齐头并进，千元价格带扩容，竞争或加剧

在高端酒领域，我们测算酱酒市场规模 20 年收入 1000 亿元，同比增长约 13.7%，其中茅台酒收入增长约 11%，郎酒、国台以及习酒等其他酱酒的收入增速较高，分别达到 25%、77%和 29%。浓香及其他香型中的高端酒在 20 年预计收入 550 亿元，同比增长 16.9%；其中五粮液高端酒预计收入 420 亿元（+16%），国窖 1573 收入约 105 亿元（+22%）；其他公司中，洋河手工班、M9 受渠道调整影响，预计增速较低（+2%），今世缘 V6、V9 预计高增长（+50%），酒鬼酒内参保持高增长（+70%）。

从 20 年的增速情况来看，次级酱酒的快速兴起并未显著影响浓香等高端酒的增长。其中大品类普五、国窖等稳定增长，小品类国缘 V 系列以及酒鬼酒内参等保持高增长；洋河高端酒增速放缓主要受自身调整影响，受酱酒崛起影响小。

表 7：高端酒单品规模及增速预测

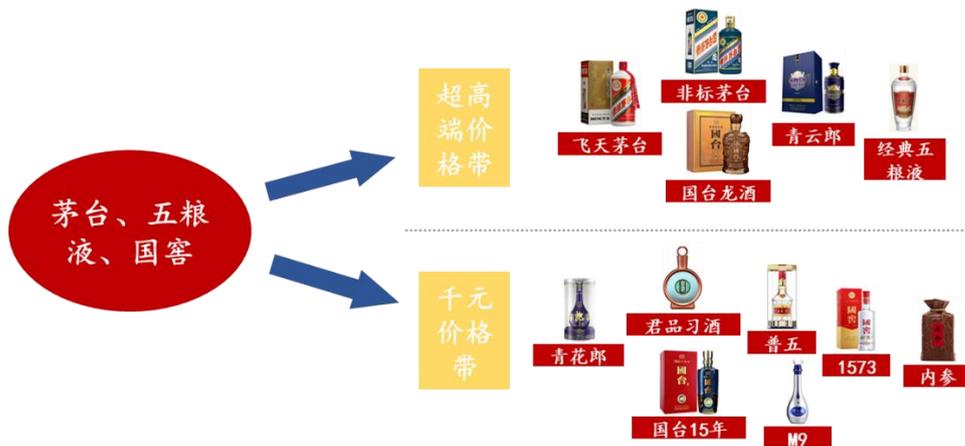
香型及公司	核心产品	收入规模（亿元）			2020 年 同比增速
		2018 年	2019 年	2020E	
酱香型		740	880	1000	13.7%
贵州茅台	飞天茅台、非标茅台	655	758	842	11%
郎酒股份	青花郎	19	32	40	25%
国台酒业	国台龙酒、十五年	3	6	11	77%
贵州习酒及其他	君品习酒等	63	84	107	29%
浓香及其他香型		360	470	550	16.9%
五粮液	52 度普五、1618 等	283	363	420	16%
泸州老窖	国窖 1573	64	86	105	22%
洋河股份	手工班、M9	8	10	10	2%
今世缘	国缘 V6、V9	0.1	1.0	1.5	50%
酒鬼酒	内参	2.4	3.3	5.6	70%
其他酒企		3	7	8	7%
合计		1100	1350	1550	14.8%

资料来源：公司公告、酒业家、东方证券研究所测算

展望未来，我们认为高端酒价格带进一步分化是发展趋势，传统以茅五泸为代表的高端酒分化为超高端价格带和千元价格带。超高端价格带白酒产品的终端售价来到 2000 元以上，酱酒在这一价格带优势尽显，以飞天茅台、非标茅台为代表的大单品占据了主要市场份额，并主导了价格带的发展。浓香型等品牌开始逐步加强对这一价格带的布局，包括五粮液推出售价在 2600 元的经典五粮液等，抬升品牌向上发展的天花板，但整体仍处于跟随地位。

千元价格带加速扩容，品牌竞争或加剧。普五和国窖 1573 两大单品近年来同时实现较高增速，反应了消费升级带来的终端真实需求。次级酱酒品牌在千元价格带发力明显，核心单品包括青花郎、君品习酒、国台十五年、珍 30 等，20 年整体增速预计在 30% 以上。除此之外，其他酒企开始打造千元价格带的主力产品，而非形象产品，包括古井贡酒古 30、今世缘国缘 V9 等。消费升级拉动千元价格带扩容，我们认为一方面浓香型等高端产品将受益于市场扩容；另一方面，酱酒在此价格带的发力以及其他酒企的进军预计将加大市场竞争强度。

图 25：高端酒价格带进一步分化



资料来源：京东、东方证券研究所

● 酱酒对次高端未造成严重冲击，次高端酒和区域名酒增长具备较高确定性

我们预计次高端在 20 年收入规模约 1150 亿元，同比增长 17.3%。我们测算酱酒次高端同比增长 22% 至 400 亿元，主要受益于红花郎、习酒窖藏、国台国标酒、茅台系列酒等次高端产品保持较高增长的拉动。

其他香型（清香、兼香等）白酒预计同比增长 18% 至约 150 亿元，其中：1）汾酒青花汾和巴拿马黑坛预计同比增长约 30% 至 60 亿元，是主要增长驱动力；2）兼香型口子窖 20 年及以上产品、馥郁香型酒鬼酒红坛等产品预计保持稳定增长。

浓香型白酒预计同比增长 14% 至约 600 亿元，拆分来看：1）洋河次高端产品天之蓝、M3、M6 受渠道深度调整以及产品更新换代的影响，预计同比下滑约 6%；2）水井坊由于在 20 年 2 季度主动控制节奏，推动渠道去库，导致全年臻酿八号、井台以及典藏等次高端产品同比下滑约 15%；3）若除去洋河和水井坊，则其余浓香次高端产品预计同比增长 22%；4）预计泸州老窖特曲 60 版、五粮液低度酒保持稳定增长，古井贡酒（古 16、古 20 等）、今世缘（国缘四开、V3 等）等品牌的次高端产品保持较高增速。

表 8：次高端酒单品规模及增速预测

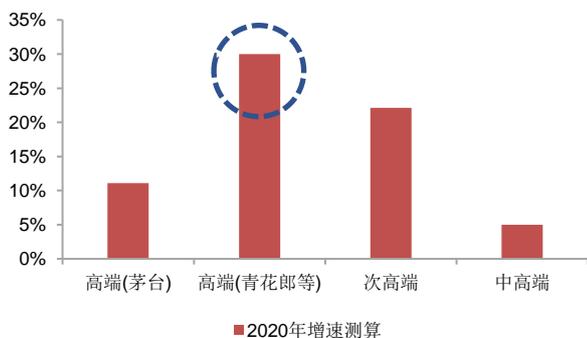
香型及产品	收入规模（亿元）			2020 年 同比增速
	2018 年	2019 年	2020E	
酱香型	267	328	400	22%
郎酒红花郎 10 年、15 年	19	21	27	25%
浓香型	442	525	600	14%
洋河天之蓝、M3、M6	104	104	98	-6%
水井坊臻酿八号、井台、典藏	27	34	30	-13%
其他浓香产品	310	387	472	22%
其他香型	102	127	150	18%
汾酒青花汾、巴拿马黑坛	36	47	61	30%
次高端合计	810	980	1150	17.3%

资料来源：公司公告、酒业家、东方证券研究所测算

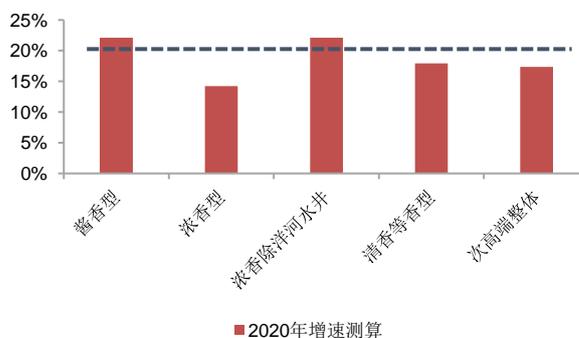
我们认为与酱酒在高端及超高端价格带显示出的较强竞争力相比，其在次高端价格带给浓香等其他香型带来的竞争压力相对较低。从酱酒内部来看，在高端酒千元价格带开辟新市场是明显特征，青花郎等高端酱酒 20 年增速达到 30%，次高端酱酒增速相对偏低。高端酒的竞争核心是价格，高端酱酒的竞争压力更多体现在北京、广东、浙江等高端酒占比较高的高线市场。

从次高端内部来看：1) 酱酒次高端增速并未明显高于整体次高端增速；2) 清香型次高端保持高增；3) 浓香型白酒中除部分品牌由于自身渠道调整、产品换代等因素影响增速放缓，其余产品实现了较高的增速。次高端酱酒增长并未明显影响其他香型白酒增速。

综上，我们认为酱酒崛起并不是降维打击抢夺次高端浓香型等白酒的市场份额。据测算，20 年中高端和中低端白酒的市场规模仍有 3163 亿元左右（占比约 54%），这部分消费者具有很大的消费升级潜力。如前文所述，目前酱酒次高端单品体量普遍偏小，品牌力、渠道运作相对薄弱，因此占据约 65% 次高端份额的浓香型白酒等将是这部分消费升级的首要受益对象。由此，次高端酒以及区域名酒上市公司未来业绩增长的具备较高的确定性和弹性。

图 26：酱酒内部各价格带 2020 年增速测算


资料来源：公司公告、酒业家、东方证券研究所测算

图 27：次高端酒不同香型 2020 年增速对比


资料来源：公司公告、酒业家、东方证券研究所测算

- 估值调整后白酒机会显现，次高端配置价值较高

21 年来，受流动性收缩及部分获利盘撤出等因素影响，板块出现持续调整，但我们认为偏短期的资金及情绪面负面影响不改基本面向好趋势。从酱酒对白酒行业整体格局影响的角度出发，我们认为：1) 高端酒领域，贵州茅台的龙头地位被进一步强化，预计未来有望享有更高的估值溢价；2) 千元价格带持续扩容，高端酒品牌力和产品力是支持业绩增长的核心，五粮液和泸州老窖估值回归后未来收益空间抬升；3) 次高端酒和区域名酒受酱酒影响相对较小，目前包括水井坊、洋河股份、今世缘、口子窖等在内的公司 21 年 PE 已经接近 30 倍左右，山西汾酒、酒鬼酒、古井贡酒估值分位数也在 15 年来的 50%~60% 左右，从中长期的角度来看，目前具备配置价值。

表 9：主要白酒上市公司估值情况

	高端酒			次高端酒				
代码	600519	000858	000568	600809	000799	600779	002304	600702
公司	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	酒鬼酒	水井坊	洋河股份	ST 舍得
PE_TTM	57.2	52.9	54.3	99.5	98.8	44.4	32.8	43.6
2015 年来估值分位	73%	71%	59%	64%	51%	35%	50%	23%
PE(21E)	47.0	42.6	43.2	67.9	66.7	33.1	28.9	33.7
	区域名酒			大众酒				
代码	000596	603369	603589	000860	600197	600559	603919	603198
公司	古井贡酒	今世缘	口子窖	顺鑫农业	伊力特	老白干酒	金徽酒	迎驾贡酒
PE_TTM	50.6	37.1	25.9	58.9	24.9	48.1	51.3	25.8
2015 年来估值分位	62%	58%	28%	53%	46%	18%	46%	20%
PE(21E)	36.3	28.5	19.7	34.4	16.3	40.1	37.0	18.2

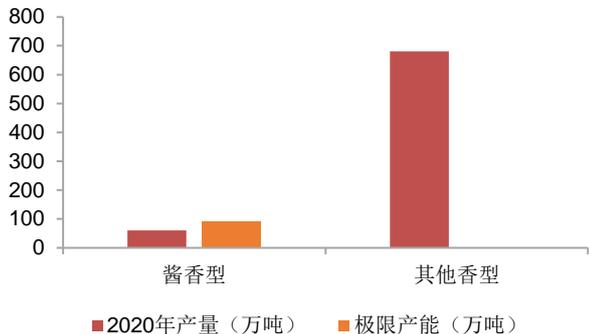
资料来源：iFind、东方证券研究所测算（注：股价以 2021 年 3 月 17 日为准，ST 舍得排除 2016 年 9 月前的极端情况）

三、产能限制酱酒冲击力，价格上行抬升天花板

从产业链的角度来看，我们认为产能提升瓶颈限制了酱酒对其他香型白酒的冲击力。酱酒生产工艺包括坤沙、碎沙以及翻沙三种，其中次高端及以上酱酒基本采取坤沙工艺，而碎沙、翻沙等工艺主要运用于中高端等入门级的酱酒。20 年国内 60 万吨的酱酒产能中，坤沙级酱酒仅占 50% 左右，约 30 万吨。对比于其他香型在 20 年约 680 万吨的产量，优质坤沙级的酱酒产量显著偏小，产能稀缺。

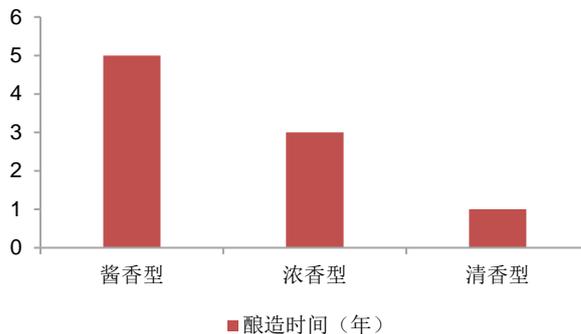
由于酱香型白酒酿造所采取的“12987 工艺”以及基酒储存 3-4 年的工艺要求，酱香型白酒的从投粮到成品酒出厂的酿造时间约为 5 年。因此 21 年度市场可销售量是 16-17 年度下沙投产量，远低于 30 万千升；而 20 年 30 万千升的优质坤沙酱酒产量将在 24-25 年才能形成上市销售，国内酱酒供应量的提升受工艺的客观因素限制。

图 28：2020 年不同香型白酒产能和极限产能



资料来源：酒业家、东方证券研究所

图 29：不同香型白酒的酿造时间



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

在酱酒热的推动下，主流酱酒企业近年来均推出自身的扩产计划，但受酱酒工艺的限制，未来酱酒产能不会快速提升。本轮酱酒产能扩张从 17 年开始，预计要在 22 年左右开始上市销售。

20 年，赤水河流域形成了约 50 万吨的酱酒投产量，占全国酱酒产能比重 85% 以上，其中仁怀产区逐步进入存量整合，习水、古蔺产区成为重要增量来源。受气候、水源等限制，权图工作室预计国内酱酒产能的极限在 80-100 万吨左右，这一轮酱酒产能的扩张预计在 25 年形成 40 万吨坤沙级酱酒和 80 万吨全部酱酒的产量。20~21 年国内坤沙级酱酒可销售量约为 15 万吨，以可销售量为 5 前酱酒产量的 75% 来测算，则预计 25 年和 30 年国内可销售坤沙级酱酒约为 23 万吨（20-25CAGR+8%）和 30 万吨（25-30CAGR+6%），整体保持稳定缓慢增长。

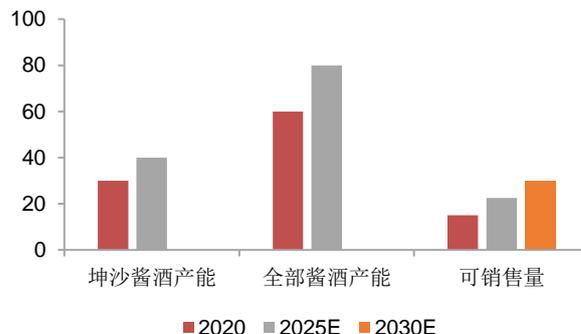
酱酒的产能限制导致其在销量上不会对其他香型次高端白酒形成巨大冲击。受偏紧的供求关系推动，我们预计未来次高端酱酒的价格将进一步上移，不断抬升次高端白酒的价格天花板，进而形成对其他香型白酒的拉动作用。

图 30：赤水河酱酒核心产区分布



资料来源：酒业家、东方证券研究所

图 31：酱酒产能及可销售量预测（万吨）



资料来源：酒业家、东方证券研究所预测

四、投资建议

酱酒的快速发展代表了当下白酒消费升级的大趋势，高端酒、次高端酒和光瓶酒等白酒细分板块的扩容为上市酒企提供了广阔的增长空间，看好消费升级趋势下名酒企的业绩增长。建议关注：1) 高端酒龙头贵州茅台(600519, 买入)、五粮液(000858, 买入)、泸州老窖(000568, 买入); 2) 次高端名酒企洋河股份(002304, 买入)、水井坊(600779, 买入); 3) 光瓶酒龙头顺鑫农业(000860, 买入); 4) 拟上市酱酒公司郎酒股份和国台酒业。

五、风险提示

- **疫情冲击白酒消费风险。**新冠肺炎疫情对餐饮、宴会、送礼等渠道冲击较大，影响了厂商的动销及去库存进度。目前国内仍有部分地区疫情出现反复，若疫情影响范围扩大，将对企业业绩造成负面影响。
- **消费升级低于预期风险。**消费升级是支持名酒企业业绩增长和酱酒行业热潮的基本动力，若消费升级不及预期，提价、结构升级进度放缓，可能对渠道信心及公司业绩表现带来不利影响。
- **食品安全风险。**如果发生食品安全黑天鹅事件可能会影响上市公司收入业绩。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有洋河股份(002304)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn