

六问六答，郎酒更新招股书下的酱酒冷思考

——酱酒系列深度报告（三）

行业评级：看好

分析师：

姓名 马莉
邮箱 mali@stocke.com.cn
执业证书编号 S1230520070002

联系人：

姓名 杨骥
邮箱 yangji@stocke.com.cn
执业证书编号 S1230119120017

姓名 张潇倩
邮箱 zhangxiaoqian@stocke.com.cn
执业证书编号 S1230520090001

本文在此前两份酱酒深度报告基础上，针对当前市场对于酱酒讨论度最高的几个问题进行更新与梳理，总结出三条投资主线：1) 建议关注能贡献“真实利润弹性”的“酱酒影子股——今世缘、老白干、华致酒行、怡亚通等标的；2) 建议关注消费率高、能把握这波酱酒红利的头部酱酒企业——贵州茅台、郎酒等；3) 建议关注拥有高成长性千元价格带产品/业绩具备高弹性的非酱酒企业——酒鬼酒、山西汾酒等。

① “含酱率”：V9、武陵、钓鱼台等产品均具“真实利润弹性”，能赋能业绩

当前市场存在：“只要上市公司染酱，股价就应声而涨”的现象；

我们认为：市场对于“含酱率”的关注更多基于期待酱酒产品可为公司带来“真实利润弹性”，而实质上未来能真实贡献可观利润的酱酒产品/品牌量有限，市场应加大对“真实利润弹性”的重视。

② “消费率”：除茅台、郎酒等一二线酱酒品牌，诸多三四线品牌消费率或不及预期

当前市场看到：更多是酱酒整个行业热度高；

我们认为：对于一二线酱酒来说，实际终端消费率较高，整体呈现供不应求态势；对于三四线酱酒企业来说，大量酱酒仍在渠道中，终端实际消费率普遍反馈不足30%（甚至更低），与“酱酒热”表象存在一定差异，我们认为规模较小的酒企需关注终端实际消费及开瓶率情况。

③ “香型弈”：酱酒收入占比虽然会逐步提升，但品牌力强的非酱酒香型酒仍能实现差异化发展，实现绝对规模的提升

当前市场认为：随着酱酒的快速扩张，其他香型次高端酒的全国化之路将更加难走；

我们认为：高端酒方面，品牌力较强的其他香型酒将在高端酒价位（送礼消费为主）中实现稳健占位；次高端酒方面，300-500元中，酱酒对其影响总体较小；虽然酱酒收入将在500-800元价位带逐步提升，但由于该价位带亦在扩容，其他香型酒企存在较大发展空间，仍可期待高成长。

④ “产能忧”：产能为限制头部酱酒品牌的因素，但并非是制约三四线酱酒企业发展的关键因素

当前市场担忧：随着酱酒产能释放，供需紧平衡关系的破坏或将影响酱酒高速发展态势

我们认为：随着17年开始业内外资本相继加快酱酒扩产步伐，酱酒新增产能预计将于2-4年后逐步释放，25年产能将增长至少70%，因此未来两年为酱酒企业关键发展期，优质酱酒将脱颖而出，继续保持高速增长，而长尾酒企将逐步被淘汰。

⑤ “IPO”：郎酒/国台仍未实现上市，我们仍看好高端酒整体发展态势

当前市场认为：此前申请IPO的郎酒及国台上市速度偏慢；近期分别面临被问询/暂停IPO等事件，继而再次传出“消费税”等传闻，导致市场对未来高端酒方面政策产生担忧；

我们认为：市场核心担心在于以茅台热为代表的高端白酒繁荣情况会带来政策变化，影响高端酒增长同时，担忧整个行业结构增长，但目前我们尚未得到任何政策变化较为确定的信息，仍然看好高端酒发展态势。

⑥ “郎酒更新招股书”：21Q1净利润高增，产品结构上移，盈利能力稳步提升

业绩方面，20年公司收入、净利润分别同比增长11.85%、3.17%；21Q1收入及利润分别同比增长293.44%、10679.76%；**渠道方面，**公司推行“扶好商、树大商”的发展战略，2018-2020年经销商收入从314.42元/家提升至398.89万元/家；**产能方面，**公司产能扩建进行中，预计公司酱香型基酒总产能将超过5万吨。**我们认为：**公司乘酱酒之风，基于较强的品牌力+产品力+渠道力+较为充足，有望实现“在行业中占据重要地位”的愿景。

目录

CONTENTS

01

“含酱率”

那些上市酒企“染酱”？酱酒产品能赋予“真实利润弹性”？

02

“消费率”

本轮酱酒热中，终端消费率如何？真实需求&表象“热”是否一致？

03

“香型弈”

酱酒规模的快速扩张是否会抑制其他香型的发展？

04

“产能忧”

不断扩建的产能何时集中投放？供需格局变化后对行业影响几何？

05

“IPO”

郎酒/国台上市进度如何？高端酒行情是否会受政策影响？

06

“郎酒”

如何解读郎酒最新经营情况？

01

“含酱率”

V9、武陵酒、钓鱼台等产品均能赋能上市公司业绩，建议关注“酱酒影子股”

在密集走访多家酒企后，我们发现在酱酒热背景下，市场对“是否会布局酱酒”这一主题关注度迅速提升，同时市场将对“染酱”酒企普遍给予更高预期。近期《仁怀市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》的发布更是引发了市场对酱酒未来发展的讨论，主因赤水河沿岸酱酒不仅占据了全国名酒榜单超60%的份额，亦收割了全国酱酒超85%的销量及超90%的收入。我们首先将通过梳理《目标纲要》以进一步描绘未来酱酒发展面貌，继而通过整理现有上市公司与酱酒的关系，判断哪些酱酒产品能赋予公司“真实利润弹性”：

一、目标纲要重点内容解读——“以茅台为引领，打造品牌梯队”

★ **产量规划**：在十四五期间，计划让酱香酒包装量（成品酒）每年平均增长11%左右，到2025年从现在的15万千升提升至25万千升；到2025年，酱香酒产量力争达到50万千升，销售收入超过2000亿元。同时，《纲要》中发布了一系列酱香酒重大建设和技改项目，目前计划的扩产规模已达11万吨，包括茅台酱香酒基酒生产园区3万吨项目、国台酒庄技改1万吨、劲牌茅台镇技改1.5万吨等项目。

【解读】从产能端来看，当前茅台镇地区酱酒产能约为40万千升，占比达80%，而预计最高达50万千升，因此从产能端来看《规划》符合前期判断，而受益于酱酒热，酱酒企业的扩建项目亦在如火如荼进行中，据我们前期测算，预计2024年全国酱酒产能较当前将增长至少60%。

★ **茅台集团业绩**：大力支持茅台集团实施多元化、国际化战略，倾力支持茅台集团及其子公司技改扩能，推动“两个10万吨”目标早日实现，助力其成为全省首家“世界500强”企业。全力支持茅台集团继续做大做强，按照“三翻番、双巩固、双打造”计划，到2025年，茅台集团营业收入达到2000亿元。

【解读】针对“两个10万吨”，我们认为或可通过以下方式解读：第一，当前茅台酒加系列酒产能约为8.5万吨，十四五茅台酒及系列酒将实现双5.6万吨规划（合计约10万吨），在此基础上，十四五期间茅台集团将继续增加10万吨左右产能；第二，据《遵义市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》显示，“把最优质的土地资源用于最优质的酱香型白酒生产，支持茅台集团形成茅台酒产能达10万吨、习酒产能达10万吨、茅台系列酒产能达10万吨规模，力争将茅台集团打造成省内首家“世界500强”企业”，因此“双10万吨”或为茅台酒、系列酒双十万吨概念（从这个角度看，茅台酒未来产能或存在突破5.6万吨可能性）。

1.2 酱酒热仍在蔓延，酒企态度理性

★ **潜在上市酱酒名录：**争取国台等企业销售上100亿元，钓鱼台等企业销售上50亿元，劲牌、鹏程、五星、仁怀酒投等企业销售上30亿元，怀庄、祥康、远明酿制、国威、君丰、夜郎古、金酱等企业销售上20亿元，新培育亿元税收企业10家以上；要支持国台、国坛、仁怀酒投等企业主板上市，到2025年，新增规模企业30家以上，培育白酒上市公司5家。

【解读】除国台及钓鱼台等市场熟悉度较高的酱酒企业外，怀庄、祥康、远明酿制、国威、君丰、夜郎古、金酱等规模位于第三梯队、产量位于3000-10000吨左右的酱酒企业几年来发展迅速，而仁怀地区重点培育的5家潜在上市酒企中，国台、钓鱼台、国坛、仁怀酒投等酒企预计将得到政府大力支持，未来可持续关注。

★ **发展方式：**鼓励现有酱香酒企业引入国内知名品牌企业，通过自愿入股、转让等方式实施兼并重组。

【解读】当前处于酱酒最热时期，在全行业迅速发展的时候，高渠道利润导致酱酒企业质量参差不齐，未来随着酱酒红利的退却，尾部酱酒企业将面临淘汰出局的境遇，而优质酱酒企业在这一过程中将通过多种方式实现规模的壮大，进而保障实现长期稳健发展，比如兼并重组等，实际上部分兼并重组也迎合了当下资本投资需求。

二、各家酒企对酱酒看法如何？

据线上公开业绩交流信息显示，主要上市酒企对酱酒均客观冷静态度，无论是否已“染酱”，上市酒企均对本轮酱酒热有着较为理性且冷静的态度，对酱香热未来发展的方向及趋势有着自身独到的见解，同时对自身未来的发展规划亦较为明确。

酒业对酱酒态度均较为理性

酒企	酱酒赛道看法
泸州老窖	酱酒和其他香型并无高下之分，只是风格不同，随着加入者的增多，未来最终决定企业前景的是品质、品牌和营销，而非品类
洋河股份	目前浓香仍占据最大份额，应冷静看待和分析酱酒的发展。公司的主业是白酒，以浓香型为主导，同时本着开放的心态，早在5年前就收购贵酒，对香型进行了补充
山西汾酒	目前公司没有酱酒生产的计划
舍得	公司坚守打造舍得浓香老酒第一品牌的战略重心不会调整，目前舍得主要在公司局部薄弱区域试点酱香酒，公司持续关注酱酒市场，积极寻找新的增长点
老白干	武陵酒发展很快，但做精细化运作。要考虑企业长久发展，不能因为酱香热就不顾一切赚钱
水井坊	酱酒香型会持续拓展，未来也会比浓香更快，不过浓香将维持超50%的市场份额
古井贡酒	酱香热还是以茅台为引领，不是所有酱酒都能成为主流，从全国香型来看，浓香占据份额最大，优秀浓香品牌仍较为稀缺
今世缘	推出“V9”这款产品来表达了其对于酱酒赛道的看法
华致酒行	酱酒是未来的趋势，但是酱酒还是讲究产区，未来更多人会追逐核心产区的酱酒

1.3 除贵州茅台外，另8只“酱酒影子股”

三、有哪些酒企已布局酱酒？

除了贵州茅台以外，目前“染酱”的上市酒企分别为：

1) **五粮液**（2010年：“永福酱酒、15酱”为旗下酱酒品牌，非重点发展产品）；

2) **今世缘**（2019年：推出的“V9”为清雅酱香，2020年收入占比约为2%，为重要放量性产品）；

3) **水井坊**（2021年：斥资5.6亿拟牵手茅台镇国威酒业，该事项还在协商中）；

4) **舍得**（2001年：超高端产品“吞之乎”、“天子呼”为酱酒产品，产能约为百吨，占比极低，非重点发展产品）；

5) **洋河股份**（2016年：全资收购贵州贵酒，今年将开始发力，规模尚小）；

6) **老白干**（旗下“武陵酒”拥有酱酒产品，20年“武陵酒”收入4.5亿元，发展势头迅猛）；

7) **金徽酒**（2021年：下半年将推出超高端酱酒产品“陇南春”）；

8) **椰岛**（2020年：拟投资2.4亿元与糊涂酒业共同出资涉及贵州仁怀椰岛糊涂业有限公司）。

“染酱”主要酒企一览

时间	品牌·产品	简介
2021	水井坊	拟与国威酒业合资成立新公司
2021	金徽酒 陇南春 枝江酒业 谦泰吉	择机推出，与既有的“金徽”品牌形成双品牌
2021	天鹄酿酒集团 藏·酿造院	未来3年10亿广告投入
2021	祥康酒业	与北京市紫禁城酒业打造紫禁城系列锦衣卫系列高端酱酒，目标营收50亿元
2020	景芝 景酱	未来5年实现景酱销售额30亿元
2020	高炉家 酱香百岁	高炉家曾收购贵州茅源酒业，正计划收购茅台镇第二家酱酒厂
2020	古越龙山 女儿红酱酒 状元红酱酒	拟推三款白酒新品，售价约在500-1200元之间
2020	沂蒙老区酒业 贵人道·贵酱	/
2020	椰岛酒业 海酱系列 今世缘 国缘V9	拟投资2.4亿元与糊涂酒业共同出资设立贵州仁怀椰岛糊涂业有限公司，主打清雅酱香，定位于企业参与行业头部竞争的利器
2019	国井集团 国井酱香 兰陵酱酒 盛世壹品	/
2019	金贵酱酒冠20	2019年花冠收购山东金贵酒业
2019	百脉泉 齐鲁壹号 古贝春 古贝元	定期派专业酿酒师赴茅台镇进行学习
2018		主打中度酱香
2016	劲牌公司 贵轩 (国宝产区)	成立劲牌茅台镇酒业有限公司，该公司控股茅台镇国宝酒业
2016	洋河股份 贵州贵酒 永福酱酒 15酱	2016年全资收购贵州贵酒，“十四五”期间有进一步扩大投资的欲望
2010	金东集团 贵州珍酒	五粮液旗下酱酒品牌
2009	金东集团 贵州珍酒	销售比十年前增长了约20倍，目前正冲刺百亿
2001	舍得酒业 吞之乎	/

业内外资本布局酱酒行业

酱酒企业品牌	投资方	所属领域	投资时间	备注
衡昌烧坊	融创中国 环球佳酿	酒类	2021 2017	百亿资金，三年内谋求IPO
波波酱酒	北京昭德投资集团	综合	2021	计划2025年销售收入达30亿元
/	“中海洋”	未知	2021	计划耗资约400亿在茅台镇收购酒厂
周大福酒业	红牌集团	家电	2021	计划投100亿在茅台镇打造高端酱酒产业基地
/	修正药业	医药	2021	旗下修正酒业正与部分茅台镇酒企洽谈，有意收购酱酒
厚工坊	五叶神集团	烟草	2021	预计到2028年实现超百亿销售
黄金酱酒	巨人集团	网络科技	2020	2021年销售总额瞄准15亿
贵州醇	江苏综艺集团	高新技术	2019	牵头收购贵州醇81%的股权。2025年目标销售突破百亿
上海贵酒	海银	金融	2018	业务布局白酒投资并购、生产制造销售及创新科技等领域携手茅台集团，推出华茅新品
华茅	华昱集团	综合	2018	一期投入百亿
洞酿洞藏	步长集团	医药	2017	增资
国帅酒业	步长集团	医药	2014	增资
/	山东烟草	烟草	2014	投资5亿元生产5000吨酱酒
领誉国酒	娃哈哈 河北华林	食品饮料 机械设备	2013	娃哈哈、河北华林集团曾先后接盘
酱河酒业	领亚集团	电子科技	2013	收购酱河酒厂，成立酱河酒业公司
国坛酒业	莱孟珂 郝镇熙 李锦宜	医药	2012	莱孟珂、郝镇熙为上市公司和佳医疗第二大、第一大股东，企业正筹备“A+H”股上市
武陵酒业	联想控股 (已退出)	综合	2012	1.3亿元全资收购，后被老白干收购
怀酒酒业	海航集团 (已退出)	航空	2011	海航于2019年退出，后被国台酒业收购
金沙古酒	宝德集团	电子	2011	计划5年内上市
贵州安酒	联美集团	综合	2008	联美集团全资控股安酒集团，安酒正在加扩产能
金沙酒业	湖北宜化	化工	2007	力争在2025年实现百亿销售目标
国台酒业	天士力	医药	1999	正冲刺上市，有望成为酱酒第二股

资料来源：WIND，微酒，酒业家，浙商证券研究所

四、当前可观测到上升势头最盛/能贡献真实利润的酱酒产品/品牌？

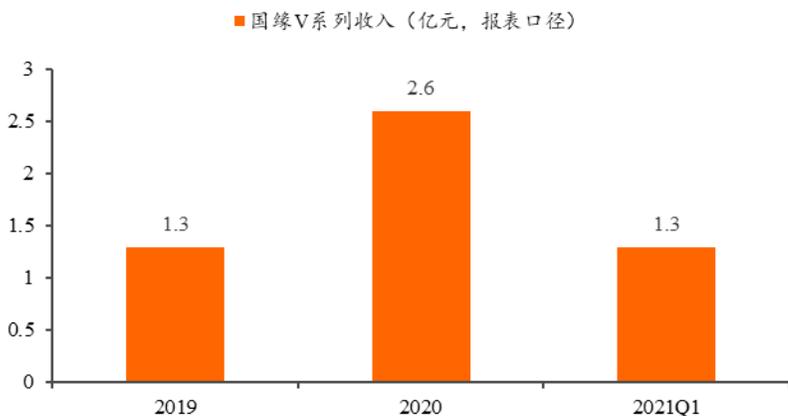
★ **已验证能贡献利润的产品/品牌：**1) **今世缘-V9：**20年V系列报表销售口径为6亿元；21Q1V系列收入为20年一半，其中V9占比达40%，V系列21年报表口径收入有望超4亿元；2) **老白干-武陵酒：**20年武陵酒凭借13%的收入占比，贡献了38%的利润，发展势头正盛，武陵新厂一期项目将于9月投入生产，以保证产能端供应充足，建成后酿酒将超过5000吨，储酒能力4.5万吨（当前面临一定产能限制）。

★ **潜力较大产品/品牌：**1) **水井坊-国威：**位于茅台镇，每年储存基酒量8000余吨，品质高生产能力强；2) **洋河-贵酒：**体量小，但为21年发展重点等；3) **金徽酒-陇南春：**历史悠久的“陇南春”上市值得期待；4) **椰岛-椰岛糊涂酒业：**截至21年6月，椰岛已出资4000万向糊涂公司采购坤沙酱酒，酱香酒产品已经进入最后定型阶段。



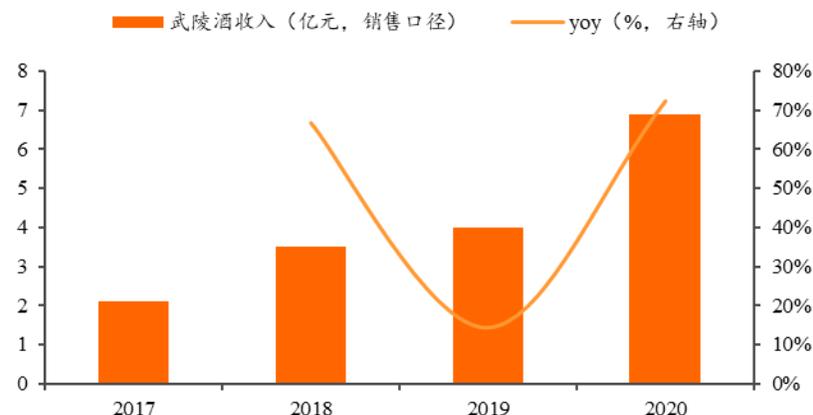
【总结来看】市场对于“含酱率”的关注更多基于期待酱酒产品可为公司带来“真实利润弹性”，而实质上未来能真实贡献可观利润的酱酒产品/品牌量有限，市场应加大对“真实利润弹性”的重视，建议关注优质“酱酒影子股”，比如：今世缘、老白干、华致酒行、怡亚通等（下文将进行详细介绍）。

今世缘V系列发展情况一览



资料来源：WIND，浙商证券研究所

老白干的武陵酒业绩增速情况一览



资料来源：WIND，浙商证券研究所

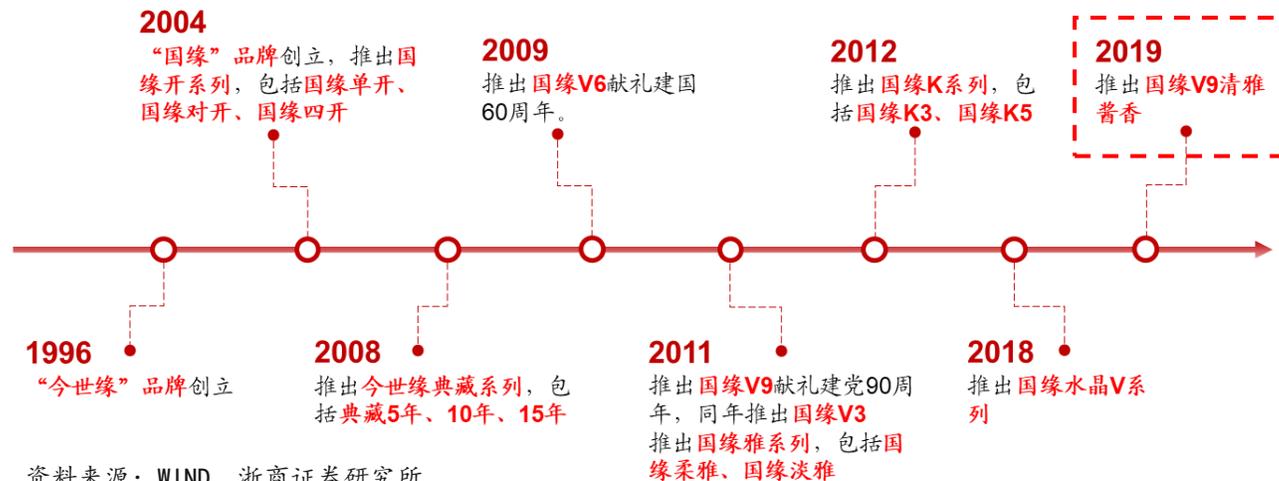
1.4.1 今世缘：走香型差异化之路，占位千元的国缘V9表现或超预期

推出国缘V9清雅酱香，占位千元价格带。2019年8月国缘V9正式上市，创新性地推出“清雅酱香”香型，并定价为2299元（对标梦之蓝·手工班、梦之蓝M9、飞天茅台等高端酒）。由于酱酒目前价格带普遍高于浓香型，因此主打“清雅酱香”的国缘V9有理由实行高定价策略，并被消费者所接纳，也为国缘老开系列、新K系列打开了提价空间。

V9已实现放量，预计2021年V系列报表口径收入或达4亿。看过去：2020年公司V系列报表口径为2.6亿元，2021Q1V系列报表口径为1.3亿元（其中V9收入占比达40%），上市2年不到，V9已实现放量；展未来：从业绩目标角度及V系列发展规划来看，公司已成立高端酒事业部以运作V系列产品（团购渠道为主），我们预计2021年V系列报表口径收入或达4亿，公司规划未来3-5年V系列收将争取实现收入占比达20%，未来V系列整体表现或超预期。

公司十四五规划理性积极，发展目标明确。十四五规划提出，2021年营收目标59亿元左右，争取66亿元；2025年努力实现营收过百亿，争取150亿元。未来公司将继续完善产品矩阵、持续深耕省内、加速拓展省外，我们看好公司的长期成长性。

今世缘产品推出时间线，2019年推出国缘V9清雅酱香



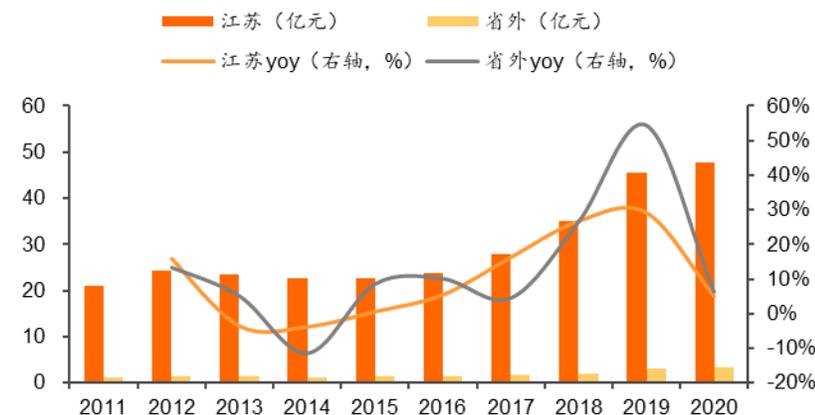
资料来源：WIND，浙商证券研究所

今世缘实施“控价分利”模式



资料来源：WIND，浙商证券研究所

今世缘省外稳步扩张



资料来源：WIND，浙商证券研究所

1.4.2 老白干：2020年武陵酒凭借13%的收入占比，贡献38%的净利润

改革红利逐步释放，武陵酒利润弹性高。武陵酒（酱酒）为常德地方酒厂，自15年被联想收购后，武陵酒内部实现大力度改革，业绩实现大幅提升。2020年老白干业绩中，武陵酒贡献了13%的收入及38%的净利润，21Q1武陵酒收入约为1.8亿。我们认为武陵酒强劲的发展势头能赋予老白干酒“真实利润弹性”，具体来看：

1) 渠道方面：将原有的传统经销商-分销-渠道-终端模式推翻，改为终端直达模式及客户直达模式，同时公司近年来通过新增点对点客户代理、线上渠道、建立经销商联盟体系等方式紧握酱酒发展红利，实现业绩高速增长；

2) 产品方面：公司当前同时拥有酱酒产品及浓香酒产品（占比极低），公司销售产品平均价位高于千元，武陵王（终端600元）能占一半左右的量。

3) 市场方面：15-17年公司深耕常德大本营，18年开始向长沙方向拓展，20年湖南8个地级市均已实现布局；21年湖南13个地级市均已实现布局，当前常德地区收入占比约为60%，大本营地区仍为主要收入来源。

4) 产能：2020年公司产能不足千吨，未来将新增2000吨产能以保证顺利发展。

5) 业绩方面：武陵酒改革红利于18年开始逐步释放，在酱酒热逐步兴起背景下，公司收入从17年的2.1亿元提升至20年的6.9亿元，目标2025年收入将达10亿元，2030年收入将达30亿元。公司目标今年收入增长20%，当前进度已超60%，业绩成长性&确定性兼备。

武陵酒产品结构情况一览

产品体系	收入占比	产品	标价（元）
酱系列	60%	武陵元帅	9980
		五星上酱	6880
		武陵上酱	2680
		武陵中酱	880
		武陵水晶少酱	588
		武陵王（区内版/区外版）	1680
		武陵一号	1780
		武陵二号	980
极客/琥珀系列	30%	武陵三号	680
		极客匠人匠心	4299
定制产品	10%	极客琥珀	899
		1号	1500+
		2号	600+
		3号	300+
		武陵飘香30周年纪念版	599
		武陵飘香（尊享版）	268
		武陵飘香（经典版）	188
		武陵洞庭春色·金洞庭	238
		武陵洞庭春色·红钻	188
		武陵洞庭春色·蓝钻	188

武陵酒渠道模式一览



1.4.3 华致酒行：精品酒水流通商龙头，非标高毛利定制产品贡献利润弹性

公司为国内领先的精品酒水营销和服务商之一，深耕白酒优质赛道，拥有与名酒厂长期稳定合作的供应链优势。华致酒行20年白酒业务占收入比86.9%，其中茅台及五粮液系列酒占白酒收入比超80%。

“高保真”产品体系、全渠道销售网络为核心竞争力；定制产品放量、渠道不断完善为增长点。 受益于产品高保真、全渠道网络销售，公司上下游议价能力不断打开：1) 上游端，规模效应将提升公司上游议价能力；高保真利于巩固与名酒厂长期稳定的供应链优势；2) 下游端，高保真赋予产品信用溢价，利于提升客户忠诚度，同时较强的品牌力也将吸引终端不断加盟。此外，由于名酒核心大单品毛利较低，仅起到引流作用，但其销量的不断增长能带动高毛利定制产品放量，从而带动利润实现增长。

品牌优势明显，高毛利定制产品放量贡献利润。 2021Q1公司净利润增速达95.22%，2021Q1公司毛利率及净利率分别较去年同期增长1.14、0.53个百分点至20.62%、8.19%，主因高毛利定制酒（钓鱼台铁盖、荷花酒等）收入占比提升叠加费用整体控制得当。我们认为钓鱼台铁盖（21年将享受提价红利）及荷花酒的放量将有效提升公司整体盈利能力。

公司收入及净利润增速情况一览

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
营业总收入（亿元）	21.84	24.07	27.21	37.38	49.41	23.53
同比(%)	38.45	10.18	13.06	37.38	32.20	81.74
归母净利润（亿元）	1.13	2.03	2.25	3.19	3.73	1.91
同比(%)	351.58	79.38	10.94	42.06	16.82	95.22
销售毛利率(%)	17.24	20.30	21.36	21.39	19.07	20.62
销售净利率(%)	5.15	8.62	8.36	8.59	7.69	8.19

资料来源：WIND，浙商证券研究所

钓鱼台铁盖、湘窖、荷花等定制产品毛利率较高

种类	系列	产品	16年				17年				18年1-6月			
			金额(万元)	占比	销售单价(元/升)	毛利率(%)	金额(万元)	占比	销售单价(元/升)	毛利率(%)	金额(万元)	占比	销售单价(元/升)	毛利率(%)
白酒	茅台系列	53度飞天茅台酒	74850	34.3%	1553	6.1%	46977	19.5%	1972	18.4%	22316	15.7%	2565	33.7%
		30年茅台年份酒	915	0.4%	1803	16.6%	3224	1.3%	2900	48.2%	5296	3.7%	17780	10.3%
		15年茅台年份酒	4394	2.0%	6494	3.7%	15888	6.6%	6849	5.9%	4480	3.2%	8009	9.2%
		贵州茅台酒(金)	15392	7.1%	14766	4.6%	9744	4.1%	16161	3.0%	3216	2.3%	4048	56.8%
		其他茅台酒	9306	4.3%		2.6%	36714	15.3%		12.4%	30861	21.7%		33.7%
		茅台系列小计	104856	48.0%	1621	7.2%	112547	46.8%	1662	16.8%	66169	46.5%	1346	22.8%
	五粮液系列	十年水曲消费装	38338	17.6%	1114	31.7%	32365	13.4%	1389	28.9%	16684	11.7%	1424	10.1%
		52度普五	36604	16.8%	1122	3.5%	45072	18.7%	1373	6.3%	25509	17.9%	1531	18.6%
		其他五粮液	10557	4.8%		47.0%	23520	9.8%		39.3%	14285	10.0%		30.8%
		五粮液系列小计	85499	39.2%	1130	21.1%	100858	41.9%	1279	21.2%	56479	39.7%	1191	17.8%
		湘窖系列	9788	4.5%	497	49.1%	91	0.0%	713	32.5%	16	0.0%	1037	32.6%
		荷花系列					3866	1.6%	435	48.4%	2718	1.9%	428	45.7%
		其他白酒	6186	2.8%		33.5%	10599	4.4%		24.3%	9779	6.9%		24.5%
	白酒小计	206330	94.5%		15.7%	227960	94.7%		19.7%	135160	95.0%		21.3%	
葡萄酒	蒙大菲	2947	1.4%	74	70.4%	3036	1.3%	126	42.1%	833	0.6%	94	45.4%	
	阿伦选	4318	2.0%	66	58.2%	4113	1.7%	71	48.7%	2291	1.6%	92	34.7%	
	其他葡萄酒	4152	1.9%		12.5%	4380	1.8%		16.6%	3840	2.7%		18.8%	
	葡萄酒小计	11417	5.2%	86	44.8%	11529	4.8%	104	34.8%	6964	4.9%	84	27.2%	
	黄酒	181	0.1%	255	14.7%	86	0.0%	195	27.4%	51	0.0%	102	37.2%	
	其他	482	0.2%		14.5%	1029	0.4%		-0.3%	72	0.1%		6.0%	
	总计	218410	100%	644	17.2%	240605	100%	712	20.3%	142247	100%	585	21.6%	

资料来源：WIND，浙商证券研究所

1.4.4 怡亚通：品牌运营业务为利润增长点，酱酒产品贡献有望持续提升

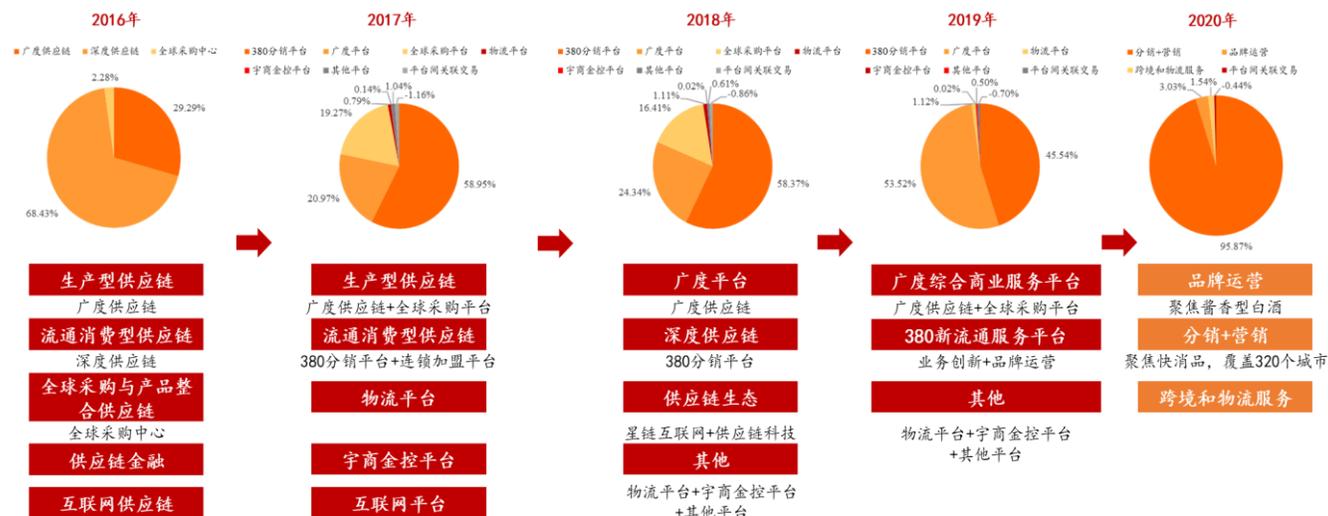
品牌运营业务为公司未来利润增长点。2020年怡亚通品牌运营业务收入占总收入比约为3%，利润占比约为10%，考虑到公司总经销产品钓鱼台珐琅彩去年凭借4.5亿元收入，贡献了1亿的净利润，随着钓鱼台珐琅彩、国台黑近十年等高毛利酱酒类独家总经销产品规模的扩大，预计白酒品牌运营业务对公司净利润贡献将不断提升，预计21年净利润贡献占比或将达10-15%。

具体来看：

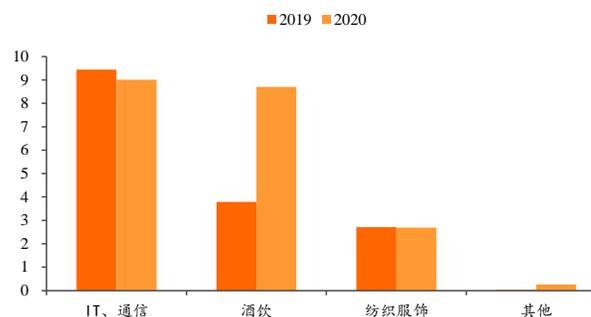
白酒品牌运营业务投资回报率高，毛利率较高。1) 2020年白酒品牌运营业务投资回报率同比增长27个百分点至67%。2) 钓鱼台珐琅彩和国台黑金十年的毛利率分别达到55%、42%，而怡亚通2020年整体毛利率水平仅5.54%，品牌运营业务将成为公司未来利润增长点。

钓鱼台珍品一号（珐琅彩）及国台黑金十年表现优异。钓鱼台珐琅彩：
1) 销售额：首批10吨一经上市一周内售罄，上市7个月内销售额破亿，2019年10月提价百元，销售突破2亿元，2019年销售额突破3亿元，2020年单品销售业绩量达到4.5亿。
2) 销量：2019年钓鱼台珐琅彩共销售400吨，2020年怡亚通申请500吨仍然供不应求，2021年怡亚通有望向钓鱼台申请500-800吨用于销售；
国台黑金十年：
1) 销售额：国台黑金十年上市仅半年，销售额便突破2亿元，相较钓鱼台珐琅彩上市7个月破亿而言规模扩张更加迅猛。
2) 市场布局：6月-9月，国台黑金十年在8个不同省份召开新品上市会，包括山东、福建、广东、上海、山西、广西、重庆、云南，现场签单累积近万箱、超30吨。

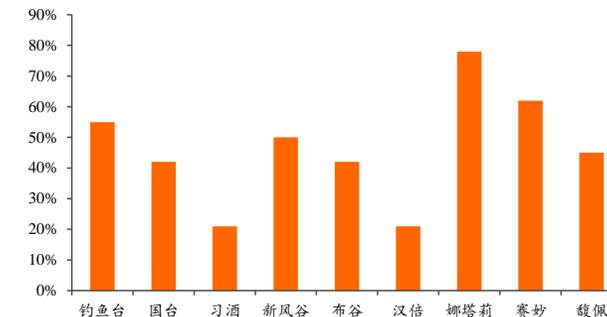
公司业务结构变迁，2019年推出品牌运营业务、成功切入酱酒赛道



2019-2020品牌运营业务中酒饮板块增速迅猛 (亿元)



2020年品牌运营各品牌毛利率水平均显著高于整体毛利率水平 (%)



资料来源：WIND，浙商证券研究所

02

“消费率”

除茅台、郎酒等一二线酱酒品牌，诸多三四线品牌终端消费率或不及预期

2 需求端：“渠道热”为本轮“酱酒热”的重要推力

需求端：酱酒天生具备较高进入壁垒及高定价基础在消费者心中留下高端烙印，消费升级需求叠加投资需求使得酱酒发展动力由茅台推动转为消费者拉动。在茅台的影响下，酱酒的复杂工艺及高成本使得其在消费者心中留下高端化烙印，而不断提升的定价也在不断加深这一烙印。

本轮由茅台引发的酱酒热看似“消费热”，但实际上“渠道热”占比亦较高，主因：

- 1) 酱酒渠道利润高，经销商愿意卖。**由于酱酒仍处于爆炸增长期，且酒企规模整体较小，价格透明度低使得酱酒渠道利润率较其他香型高，渠道推力足——通过比较终端零售价，发现酱酒主要产品渠道利润多高于20%，甚至可翻几倍，而传统浓香酒企渠道利润则低于20%。
- 2) 当前酱酒产能不足，经销商抢着卖。**酱酒生产周期长使得核心产区产能扩张速度受限，今年多家酱酒企业出现供不应求现象，加剧经销商抢货行为；
- 3) 酱酒随着时间推移能增值，经销商不怕买。**近两年茅台投资属性爆发，产量较小凸显酱酒稀缺性，越放越陈凸显酱酒收藏性，越放越贵使得经销商不怕买，即使放在仓库里也能安心的坐等升值。



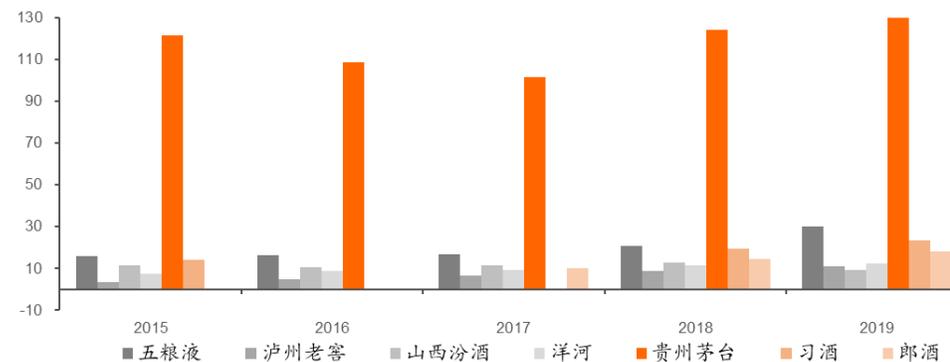
【总结来看】当前市场：看到的更多是酱酒整个行业热度较高；**我们认为：应区分来看，对于贵州茅台、郎酒、习酒等一二线酱酒来说，**渠道库存虽有所上升，但实际终端消费率占比较高，整体呈现供不应求态势；**对于三四线酱酒企业来说，**据近期渠道走访显示，目前大量三四线酱酒仍在渠道中，终端实际消费率普遍反馈不足30%（甚至更低），与“酱酒热”表象存在一定差异，在消费者、经销商、厂家、资本四方共同助推形成的“酱酒热”周期中，我们认为规模较小的酒企需关注终端实际消费及开瓶率情况。

历史年份出厂的飞天茅台具有较为成熟的价格体系



资料来源：WIND，浙商证券研究所

酱酒吨价普遍较其他香型高 (单位：万元/吨)



资料来源：WIND，浙商证券研究所

03

“香型弈”

酱酒收入占比虽然会逐步提升，但品牌力强的非酱酒香型酒仍能实现差异化发展，并实现绝对规模的提升

3.1 价位带角度：预计20-25年高端及次高端酒收入CAGR>17%

从价位带角度来看——预计20-25年高端酒及次高端酒价位带年均复合增速为18%、17%

据中国酒协数据显示，2020年全国规模以上白酒企业产量740.73万千升（-2.46%），收入5836.39亿元（+4.61%），利润1585.41亿元（13.35%）；预计2025年白酒收入将达9500亿元，增长62.8%，年均递增10.2%，利润将达2700亿元，增长70.3%，年均递增11.2%。在基于以下假设条件下：

(1) 量：受益于消费升级，高端酒、次高端酒销量20~25年CAGR预计将保持大个位数增速继续高速发展，其中500~800元价位带由于基数较低，未来增速将高于300~500元价位带；中高端及低端酒则在挤压式增长态势下，销量有所萎缩。总体来看，未来5年白酒行业景气度仍将持续提升，但是在挤压式增长下，销量或将继续下降；

(2) 价：考虑到贵州茅台或在未来5年内提价/五粮液价格稳步上移打开提价空间/酱酒入局高端酒领域，高端酒均价20~25年CAGR预计将以大个位数增速增长；次高端酒受益于白酒价格标杆上移，较大的提价空间推动其均价稳步上行；低端酒中0~40元价格带均价将小幅下行，40~100元受益于名酒入局，均价将略微提升。总体来看，未来5年白酒行业消费升级趋势不变，结构升级为主要业绩驱动力。

2025年预计白酒行业规模为8566亿元

2020年		市场规模 (亿元)	收入占比 (%)	量 (万吨)	均价 (元)	2025年		市场规模 (亿元)	收入占比 (%)	CAGR	量 (万吨)	CAGR	均价 (元)	CAGR
800以上	高端	1500	26%	6.8	1100	800以上	高端	3444	40%	18.1%	10.1	8%	1700	9%
	>1500	900		3.8	1200		>1500	1794		14.8%	5.1	6%	1750	8%
	800~1500	600		3.1	978		800~1500	1650		22.4%	5.0	10%	1649	11%
	高端 (剔除茅台酒)	652					高端 (剔除茅台酒)	1811		22.7%				
300-800	次高端	742	13%	10.6	350	300-800	次高端	1650	19%	17.3%	16.5	9%	500	7%
	300~500	530		8.3	320		300~500	891		10.9%	9.9	4%	450	7%
	500~800	212		2.3	457		500~800	759		29.1%	6.6	23%	575	5%
100-300	中高端	1560	27%	48.8	160	100-300	中高端	1910	22%	4.1%	47.8	0%	200	5%
0-100	低端	2034	35%	678.1	15	0-100	低端	1562	18%	-5.1%	600.7	-2%	13	-3%
	0~40	1100		578.9	10		0~40	973		-2.4%	540.6	-1%	9	-1%
	40~100	934		99.2	47		40~100	589		-8.8%	60.1	-10%	49	1%
	合计	5836		744	105		合计	8566		8.0%	675	-2%	188	12%

3.2 香型角度：20-25年酱酒收入CAGR>其他香型

我们通过对白酒行业未来5年格局进行大致结构性拆解认为：

- ① **酱酒**——未来5年酱酒整体增速将远超行业平均增速。我们根据茅台产能及吨价提升情况测算茅台2025年规模近1800亿元，我们通过假设25年茅台收入占酱酒比约为57%-60%以预测2025年酱酒行业收入情况，预计20-25年酱酒行业收入CAGR将超14%，收入规模将超3000亿元，2025年酱酒收入占总白酒行业收入比或将高于34%；
- ② **其他香型酒**——品牌力强的非酱酒香型酒仍能实现差异化发展，并实现绝对规模的提升。根据前文测算的行业总规模来算，20-25年非酱酒品类收入CAGR约为4-5%，整体增速低于酱酒品类发展速度，但品牌力强的非酱酒香型酒仍能实现差异化发展，并实现绝对规模的提升。考虑到高端酒为扩容速度最快的价格带，**拥有高成长性千元价格带产品（比如酒鬼酒内参、国缘V9、青花郎、汾酒青花30复兴版等）的酒企业绩具备较高弹性。**

18-20年酱酒及非酱酒收入情况一览

	2018年	2019年	2020年
白酒规模以上收入（亿元）	5365	5618	5836
酱酒收入（亿元）	1098	1350	1550
酱酒占总收入比（%）	68%	63%	61%
其他香型酒收入	4738	4486	4286
其他香型酒占总收入比（%）	32%	37%	39%
贵州茅台收入（亿元）	742	853	948
茅台占酱酒收入比（%）	68%	63%	61%
酱酒-贵州茅台收入（亿元）	356	497	602
非茅台占酱酒收入比（%）	32%	37%	39%

资料来源：WIND，权图酱酒工作室，浙商证券研究所

20-25年酱酒收入CAGR>其他香型

预测：茅台2025年 收入（亿元）	假设：2025年茅台收入占 酱酒收入比（%）	酱酒收入规模 （亿元）	酱酒收入20-25年 CAGR（%）	酱酒收入占白酒总 收入比（%）	非茅台酱酒20-25 年收入 CAGR（%）	2025年白酒行业 规模（前期预 测，亿元）	其他香型酒 收入（亿元）	其他香型酒收入 CAGR（%）
1825（20-25年 CAGRA=14%）	61%	2992	14.1%	34.9%	14.2%	8566	5574	5.4%
	59%	3094	14.8%	36.1%	16.1%		5472	5.0%
	57%	3202	15.6%	37.4%	18.0%		5364	4.6%
1907（20-25年 CAGRA=15%）	61%	3126	15.1%	36.5%	15.2%		5440	4.9%
	59%	3232	15.8%	37.7%	17.1%		5334	4.5%
	57%	3345	16.6%	39.1%	19.0%		5221	4.0%
1991（20-25年 CAGRA=16%）	61%	3264	16.1%	38.1%	16.2%		5302	4.3%
	59%	3375	16.8%	39.4%	18.1%		5191	3.9%
	57%	3493	17.6%	40.8%	20.1%		5073	3.4%

资料来源：WIND，权图酱酒工作室，浙商证券研究所

3.3 香型角度：酱酒与非酱酒能实现差异化发展，强者恒强

具体到香型来看：

主流酱酒品牌所处价位带及规模情况一览

一、**高端酒：贵州茅台仍将占据大部分市场份额，但对其他香型并非起压制作用。**目前千元价格带产品中，酱酒产品收入（除茅台）较浓香酒低，市场所认知的千元价位酱酒快速扩容更多基于低基数情况下，而五粮液、泸州老窖等浓香酒凭借较大的体量及强劲的品牌力仍将在千元价位带实现稳定占位；

一、**次高端酒：酱酒收入占比将在该价位带逐步提升，但由于于价位带亦在扩容，其他香型酒企存在较大发展空间。**

① 20-25年**300-500元**价格带收入CAGR约为10%。考虑到300-500元价位带并非酱酒主流次高端酒价位带/为浓香等香型消费升级主流价位带，酱酒的发展对该价位带影响总体较小；

① 20-25年**500-800元**价格带收入CAGR达29.1%，在消费升级下，为次高端酒扩容速度最快的价位带。考虑到泸州老窖批价或将站上千元，500-800元价位带不再是价格陷阱，而成为中高端酒企产品升级瞄准价格带，因此拥有强品牌力的非酱酒香型亦能在高需求下实现扩容增长；酱酒在20-23年则受在一定程度上受制于产能，量增放缓，价增为主，但随着23年后产能实现放量，酱酒销量将显著提升，价增放缓。

总体来看：高端酒方面，品牌力较强的其他香型酒将在高端酒价位（送礼消费为主）中实现稳健占位；次高端酒方面，300-500元中，酱酒对其影响总体较小；500-800元价位中，虽然酱酒收入将在500-800元价位带逐步提升，但由于该价位带亦在扩容，其他香型酒企存在较大发展空间。

梯队	酱酒企业	19年收入规模(亿元)	19年收入增速	2020H1收入增速	收入市占率	核心产品	核心产品价格(元)	2020年收入(亿元)	2020年收入增速(%)	2020年发展情况
第一梯队	茅台酒	758	15.75%	12.84%	56.15%	飞天茅台	1499-3500	预计834亿元	10%	2020年度，茅台酒产量突破5万吨大关，实现优质稳产，打赢了“十三五”生产质量收官战。
	郎酒股份	83.48 (酱酒为53.3亿)	11.62%	10.00%	6.18%	青花郎 红花郎	1198 408	>100	>20%	2020—2022年郎酒以打基础为主，为23年高速发展积蓄势能，未来几年围绕“四大”战略稳中求进。
第二梯队	习酒	80	40.69%	20%+	5.91%	窖藏1988	668	103	29%	升级上市的习酒·窖藏1988(2020)在大单品效应的助推下，继续为习酒的百亿后提供强力业绩保障，而高端系列若品习酒则已经初具超级大单品的雏形。
	茅台系列酒	95	18.14%	-0.10%	7.07%	茅台王子酒	178	99	4%	双轮驱动战略和“133”战略推动下，茅台系列酒增长迅速，营收占比由3%提升至11%，目前正处于系列酒产能扩建期。
						茅台迎宾酒	120			
赖茅						398				
	汉酱	368								
第三梯队	国台酒业	19	60%	106.00%	1.40%	国台国标酒	559		20年前三季度增速为95%	基酒稳产提质；国台酒庄4车间下沙投产，智能酿造实现从1.0到2.0的创新升级新突破；科研持续攻关，科技赋能国台酒价值属性再获新进展；销售实现跨越增长；品牌价值大幅提升；营销创新和产业升级大踏步前进，实现了“十三五”圆满收官。
	金沙酒业	15	165%	69%	1.13%	摘要酒	680	27	79%	通过2020年不懈努力，金沙酒业465+1工程市场全面实现大幅增长，全国化布局已初见雏形，4个特区平均增长率超八成；千商工程效果显著，全年新增741个经销商；贵州省内市场也取得了新成果，实现省内市场全覆盖，高端团购增长225%；同时电商营销也实现了新突破。
	贵州珍酒	10+	67%	24.00%	0.74%	珍十五	528	>20	67%	连续5年保持两位数增长，珍十五及以上产品销售贡献占比达54%，客户数量增长迅速，全国累计客户数量近千家。未来珍酒将打好四大组合拳，助力珍酒2021年销售目标增长80%，珍十五以上占比销售额增长一倍，客户发展目标量质并举。
	钓鱼台	10+	25%	113%	0.74%	钓鱼台国宾	558	>20	20年前三季度增速为81%	自2017年开启市场化运作以来，通过走专销商定制的路径，仅用三年多便实现了超十亿的销售规模，2020年钓鱼台国宾酒业对产品进行了大刀阔斧的改革，缩减了不符合企业长期发展规划的产品，并且提高了新品入门门槛。
钓鱼台贵宾						468				
第四梯队	丹泉酒业	10+	150%	-	0.74%	丹泉洞藏10	258	>10	20年1-5月增速为103%	2018年在全国20多个省80%的地级市完成招商布局和销售工作；2019年，将招商布局和销售工作的范围扩展到了30多个省市，并成功打造了5个亿级市场，实现了同比150%的高速增长；2020年7月起，丹泉酒业陆续投入6.8亿元广告费用，在全国超过60个重点城市进行了广告投放。
						丹泉洞藏15	550			
	仙潭酒业	10+	11%+	-	0.74%	紫潭	618	>5		2020年，销售站稳10亿；未来三年，力争销售朝着30亿目标努力；再用五到十年将潭酒做成全国酱酒知名品牌
	武陵酒	5	40%	17%	0.37%	武陵上酱	2680	7	40%	自2015年以来，武陵酒实现每年40%的复合增长，2019年在长沙市场销售过亿，第一个五年规划基本实现，2020年武陵酒上半年增长17%，全年将实现40%的增长，长沙市场销售额有望达2亿元。

资料来源：WIND，微酒，酒业家，浙商证券研究所

04

“产能忧”

当前产能为限制头部酱酒品牌的重要因素，但并非制约三四线酱酒企业发展的关键因素；

25年酱酒产能至少增长70%，近两年为酱酒发展的关键期

4.1 2020年多数酱酒企业供不应求情况严重，优质酱酒产能稀缺

2020年多数酱酒企业供不应求情况严重，坤沙基酒提价幅度超20%。在贵州茅台、郎酒、习酒等一二梯队酱酒企业目前产能已达4万吨的同时，把产能均设定在5万吨以上（贵州茅台表示未来将实现连个5.6万吨产能规划；郎酒、习酒表现将在未来2-3年实现5万吨酱酒产能规划），5万吨产能将为进入酱酒一梯队的门槛；2020年金沙、珍酒、国台、丹泉、安酒等三梯队主流酱酒企业产能也已达近1-2万吨，规模酱酒企业产能正稳步扩张，万吨产能将为支撑三梯队酱酒企业发展的门槛之一。但即使大量酱酒企业产能已达万吨，目前仍面对供不应求局面——据权图工作室数据显示，从品牌性酱香酒企业到茅台镇企业优质酱香酒2020年不约而同的选择了大幅提价，坤沙级基酒平均提价幅度超过了20%；国台、珍酒等大量酱酒企业出现即使打款也无法及时发货情况。

主要酱酒企业2020年均进行了大幅度提价

品牌	提价情况	推新情况
习酒	10月8日，窖藏30年每瓶上涨218元，窖藏15年每瓶上涨108元，窖藏1988每瓶上涨50元，窖藏1998每瓶上涨30元；金质习酒每瓶上涨13元，银质习酒每瓶上涨13元；红习酒每瓶上涨13元	8月19日，与酒王家族联袂打造习酒大叶葵花2.5L坛装系列，习酒时间之海、习酒钜华新时代三款新品，其中时间之海、钜华新时代，京东标价分别为1488、699元/瓶（53度、500ml） 10月18日，习酒·窖藏1988（2020）升级版正式上市亮相，京东标价899元/瓶（53度、500ml）
郎酒	6月25日，53度红运郎500ml厂价上调199元/盒；53度红运郎998ml厂价上调499元/盒；53度青云郎500ml厂价上调299元/盒；53度青云郎998ml厂价上调699元/盒 7月1日，53度青花郎零售价上调至1299元/瓶，青花荟会员权益价格从989元/瓶上调至1049元/瓶 7月29日，53度郎牌郎酒500ml厂价上调29元/瓶；53度郎牌郎酒精品礼盒厂价上调59元/盒 9月17日，对酱香型产品实行计划配额制，其中：53度红花郎酒·红十计划外配额价为379元，建议零售价为498元；53度红花郎酒·红十五计划外配额价为579元，建议零售价为698元；53度青花郎酒计划外配额价为1179元，建议零售价为1499元	4月25日，第四代红花郎·红十焕新上市，京东标价498元/瓶（53度、500ml） 5月20日，推出兼香新品“兼香郎特·孟非窖藏”，京东标价499元/瓶（50度、520ml） 7月23日，推出郎牌郎酒2020纪念版，京东标价289元/瓶（53度、500ml） 11月15日，推出青花郎2020重阳纪念酒，市场建议零售价为1699元/瓶（53度、500ml）
国台	11月1日，国台龙酒供货价上调200元/瓶 12月1日，国台·龙耀年份酒（小批量勾调）战略价上调50元/瓶（500ml）；国台十五年供货价上调100元/瓶（500ml）	8月7日，国台·龙耀年份酒（小批量勾调）新品上市，天猫标价1379元/瓶（53度、500ml） 8月15日，国台黑金十年年份酒新品上市，京东标价1299元/瓶（53度、500ml）
金沙	1月1日起，上涨750ML摘要酒出厂价与零售价，涨价幅度达15% 8月1日起，摘要酒全系产品出厂价与终端零售价上调10%。	8月21日，“国台御窖”系列新品上市，53度500ml红瓶、黑瓶京东分别标价569、799元/瓶（53度、500ml） 12月6日，金沙酱酒精品系列、标杆系列发布精品标杆、精品铁盖、精品黑标、臻品标杆、尚品标杆6款新品
珍酒	10月1日起，珍三十取消搭赠政策，并加收40元/瓶物流保证金，珍十五（经典版、匠心版）开票价上涨30元/瓶，珍五（金版）开票价上涨7元/瓶；老珍酒开票价上涨4元/瓶。	12月，战略级新品珍酒·尚选于本月上市，尚选景泰蓝53度500ml网上标价759元/瓶
钓鱼台	7月1日起，钓鱼台国藏系列酒“家”每瓶价格上调50元，钓鱼台国藏系列酒“国”“天下”每瓶价格上调30元。 10月20日起，专销产品开发调整：1、取消A+类基酒产品开发；2、A、A++类基酒价格上调20%；3、不允许合同期内增量 12月1日起，钓鱼台国藏系列酒“国”每瓶开票价上调110元，“天下”每瓶开票价上调110元。	8月30日，钓鱼台将相酒系列全面升级，推出新品相酒53度500ml五星版，官网参考报价1999元/瓶 10月18日，钓鱼台新品大德荣耀酒（六角瓶）亮相秋糖会，官网参考报价1699元/瓶（53度、500ml）
潭酒	-	7月23日，线上直播发售酱香真年份家族新品“紫气东来”2020年，售价1256元/瓶（53度、500ml）
酣客	-	5月24日，推出酱酒新产品“酣客留香”，京东标价699元/瓶（53度、260ml）

资料来源：WIND，微酒，酒业家，浙商证券研究所

4.2 25年产能将增长至少70%，未来两年为酱酒企业发展关键期

酱酒生产周期长、茅台镇无法规模性新增产能使得核心产区产能扩张速度受限。2020年中国酱香酒产业实现产能约60万千升，同比增长约9%，约占中国白酒行业产能740万千升的8%（较去年提升1个百分点），产能正小幅稳健增长，近两年酱酒供给端仍较紧格局主因：

1) 从酱酒生产周期角度看，由于酱酒从生产至出厂需经历至少5年时间，因此酱酒的扩张将有5年的时滞期；

2) 从酱酒主产地产能情况看，在酱酒热下，赤水河沿岸酱酒不仅占据了全国名酒榜单超60%的份额，亦收割了全国酱酒超85%的销量及超90%的收入，由于土地等资源受限，茅台镇已接近产能上限（产能上限为60万吨，目前已达50万吨），因此黔派酱酒未来将沿赤水河上下游继续拓张。

随着17年开始业内外资本相继加快酱酒扩产步伐，酱酒新增产能预计将于2-4年后逐步释放，2025年产能将增长至少70%。



当前市场担忧：随着酱酒产能的逐步释放，供需紧平衡关系的破坏将影响酱酒高速发展态势；**我们认为：**1) 产能仅会对茅台、郎酒等目前产能利用率较高的头部酱酒企业规模扩张起一定限制作用，而众多中小酱酒企业由于过去很长一段时间都面临着供大于求局面，仅近两年酱酒热带动销量迅速提升，因此未来3-4年产能并非限制整体酱酒发展的最大因素；2) 未来两年为酱酒企业关键发展期，优质酱酒将脱颖而出，继续保持高速增长，而众多长尾酒企将逐步被淘汰，渠道终将回归理性。

规模以上重点酱酒企业扩产计划（2021年版）

主要酱酒企业	设计产能(万吨)	实际产能(万吨)	目标产能(万吨)	目标产能达成时间	预计2025年产能	产能扩建计划	产地	当前酒企规模(亿元)	
贵州茅台	茅台酒	4.26	5.02	5.6	2021	5.6	4,032吨基酒设计产能将在2021年释放	茅台镇	848.31
	茅台系列酒	2.53	2.49	5.6	2021	5.6	3万吨酱香系列酒技改工程，4,015吨基酒设计产能将在2021年释放	茅台镇	99.91
贵州习酒	-	4	10	2026	>8	21年将完成十三五新增2.1万产能目标；十四五目标在2026年达到10万千升的产能	赤水河流域	103	
四川郎酒	3.04	1.83	5.28	2023	5.28	投资42.74亿元用于优质酱香型白酒产能建设项目，建成后新增酱酒产能22,332.00吨，计划建设周期为24个月。	赤水河流域	93.37（酱酒为60.50）	
国台酒业	-	0.8	2.6	2026	2.2	投资30亿元，预计从2026年起国台产能将稳定在2.6~2.8万吨，其中2026年国台酒业0.76~0.8万吨，2026年国台酒庄1.4~1.6万吨，2023年国台杯酒能到0.4万吨	茅台镇	30	
金沙酒业	-	1.9	5	2023	5	先后在2021年、2022年、2023年建成投产0.5万吨、0.5万吨和2万吨新产能	赤水河流域	27.3	
贵州珍酒	-	0.5	3.5	2025	3.5	2021年珍酒将新增产能1万吨，2025年珍酒的产能将达到3.5万吨	赤水河流域	20+	
武陵酒	-	0.15	0.6	2025	0.6	投资15亿元、年产5000吨的“武陵酒业酱酒酿造扩建项目”	湖南常德	7	
丹泉酒业	-	1.5	3	2023	3	十四五计划三年内达到产能扩增至3万吨	广西南丹县	20+	
仙潭酒业	-	2	2.5+	-	2.5	分期新增15个车间，增加产能500吨	赤水河流域	10+	
贵州安酒	-	1	3	-	>2	斥资100亿元建设“安酒赤水酒谷”，建成后将达到3万吨酱酒制酒能力	赤水河流域	-	
钓鱼台	-	0.3	0.3	-	0.3	3000吨规模适合钓鱼台，未来一段时间不扩产	茅台镇	20+	
劲牌酱酒	-	0.5	2	2022	2	公司于2017年~2022年实施酱酒技改三期项目，三期投产后酱酒产能将达到1.3万吨，并同步开展四期规划，建成后年产量2万吨	茅台镇	-	
贵州醇	-	1.5	4	2025	4	十四五规划，到2025年底实现酱酒产能4万吨	贵州醇景区	-	
夜郎古	-	0.5	1	2022	1	目前产能5000吨/年，预计扩产后明年将达到10000吨/年	茅台镇	-	
糊涂酒业	-	0.6	1	-	1	每年具备近6000吨的生产能力，未来扩产后预计将达到每年数万吨的产能	茅台镇	2.89	
建发酒业	-	0.28	0.6	-	0.6	推出“薪火相传”项目，将大曲坤沙原酒年产量由2800吨提升至6000吨	赤水河流域	-	
主要酱酒企业产能		24.87			42.18			69.60%	
主要酱酒企业产能(除茅台)		17.36			30.98	增幅(较现有情况, %)		78.46%	

资料来源：WIND，微酒，酒业家，浙商证券研究所

05

“IPO”

郎酒/国台仍未实现上市，我们仍看好
高端酒整体发展态势

郎酒三度寻求上市，目前正持续推进上市进程。郎酒于2020年6月披露招股说明书；2021年5月证监会出具反馈意见，要求回答53个相关问题；2021年6月11日郎酒股份更新首次公开发行股票招股书申报稿，目前上市进程正持续推进中。《反馈意见》中提出53个问题，其中30个规范性问题、19个信息披露问题，4个其他问题，涉及股权、改制、关联交易、商标专利、产权、经营、销售、渠道、财务情况等方面。

图：郎酒上市进程一览



资料来源：WIND，浙商证券研究所



当前市场：认为此前申请IPO的郎酒及国台上市速度偏慢，且近期分别面临被问询/暂停IPO等事件，继而再次传出“消费税”等传闻，导致市场对未来高端酒方面政策产生担忧；**我们认为：**市场核心担心在于以茅台热为代表的高端白酒繁荣情况会带来政策变化，影响高端酒增长同时，担忧整个行业结构增长。但目前我们尚未得到任何政策变化较为确定的信息，仍然看好高端酒发展态势。

国台三度寻求上市，目前主动申请终止IPO审查。与郎酒相仿，国台曾分别于2011年、2016年启动上市计划，但均由于一些原因暂停进程。2018年国台正式启动IPO股改，2019年5月接受上市辅导，2020年5月披露招股说明书，2020年11月证监会出具反馈意见，要求回答47个相关问题，2020年12月国台酒业更新首次公开发行股票招股书申报稿，2021年6月2日主动申请终止IPO审查。

市场对于国台终止IPO原因有众多猜测，未来仍有机会重启IPO。国台终止IPO后，尚未说明具体原因，目前市场对于终止IPO原因主要分为两类：1) 公司仍需调整：目前公司仍存在绑定经销商、原粮采购价格高、收购的怀酒酒业处于亏损状态等情况，其产能、关联交易等方面尚不清晰，公司仍需调整。2) 增加融资额：目前酱酒领域估值较高，公司募资金额较少，或增加融资金额后再次上市。未来公司仍有机会重启上市计划，6月7日国台酒业董事长闫希军对外表示“计划调整完十月底再报”。

国台上市进程一览



06

“郎酒”

2020&2021Q1产品结构持续上移，
盈利能力稳步提升

6.1 历史复盘：历史悠久，几番调整跻身高端

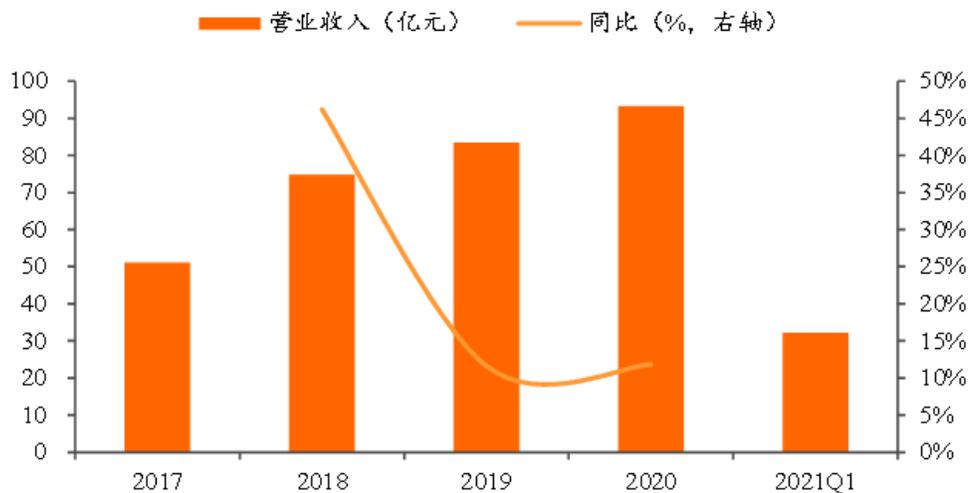
规模两度破百亿，目前战略聚焦高端青花系列。公司于2002年进行改制，通过“一树三花、群狼战术”策略实现业绩的快速发展，2010年郎酒收入规模破百亿，2011年郎酒收入规模达110亿元，随着行业进入深度调整，郎酒收入规模出现收缩，公司于2016年进入框架结构调整期，通过聚焦青花郎以实现品牌力的提升及规模的增长，2017-2020年公司收入从51.2亿元提升至93.4亿元，净利润从3.0亿元提升至25.0亿元，CAGR分别为22.2%、101.9%。

郎酒历史悠久，几番调整跻身高端



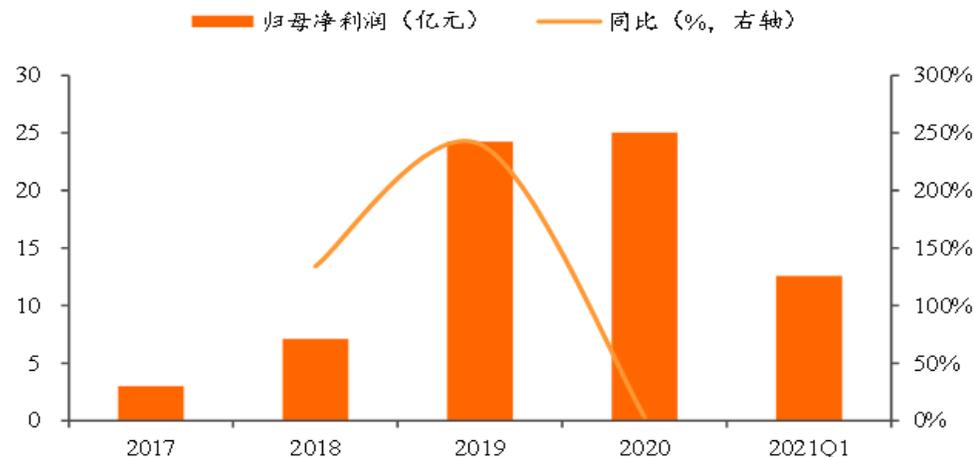
数据来源：WIND，浙商证券研究所

17-21Q1郎酒营业收入逐年提升



数据来源：WIND，浙商证券研究所

17-21Q1郎酒归母净利润逐年提升

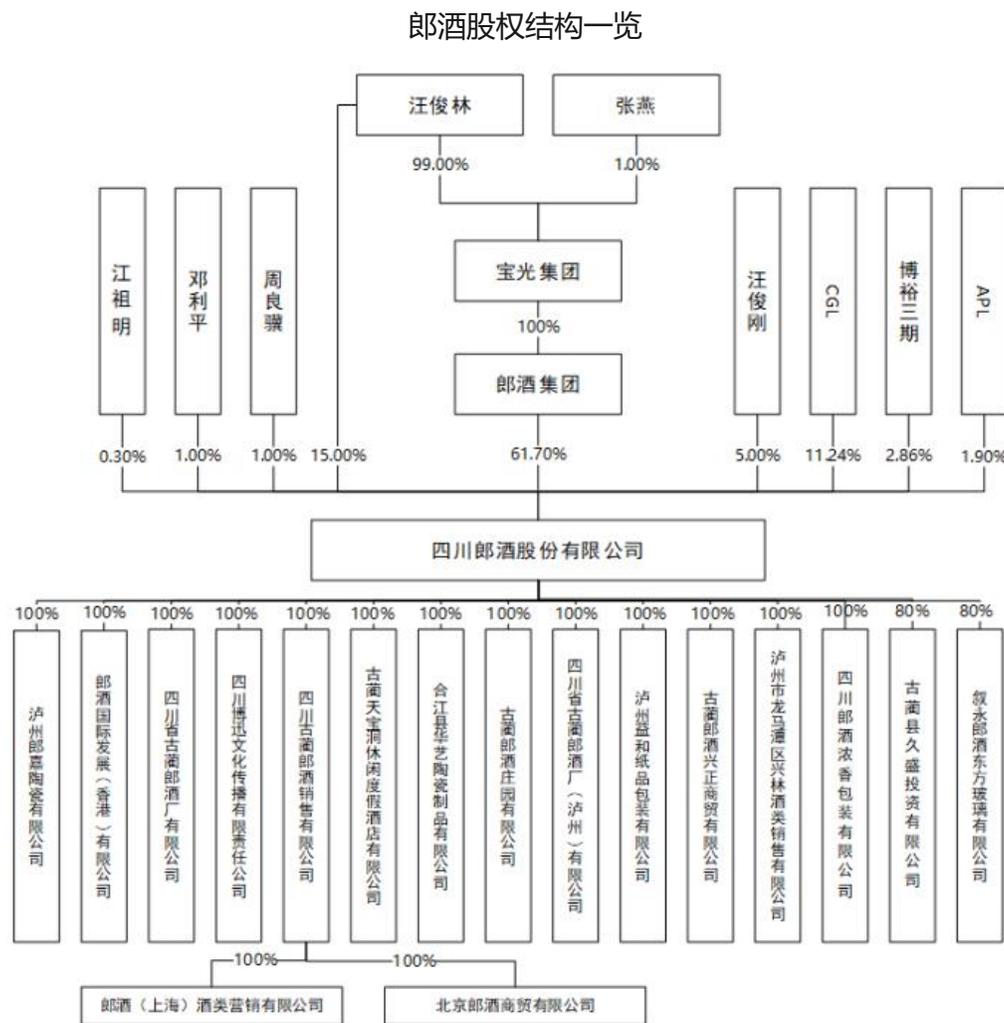


数据来源：WIND，浙商证券研究所

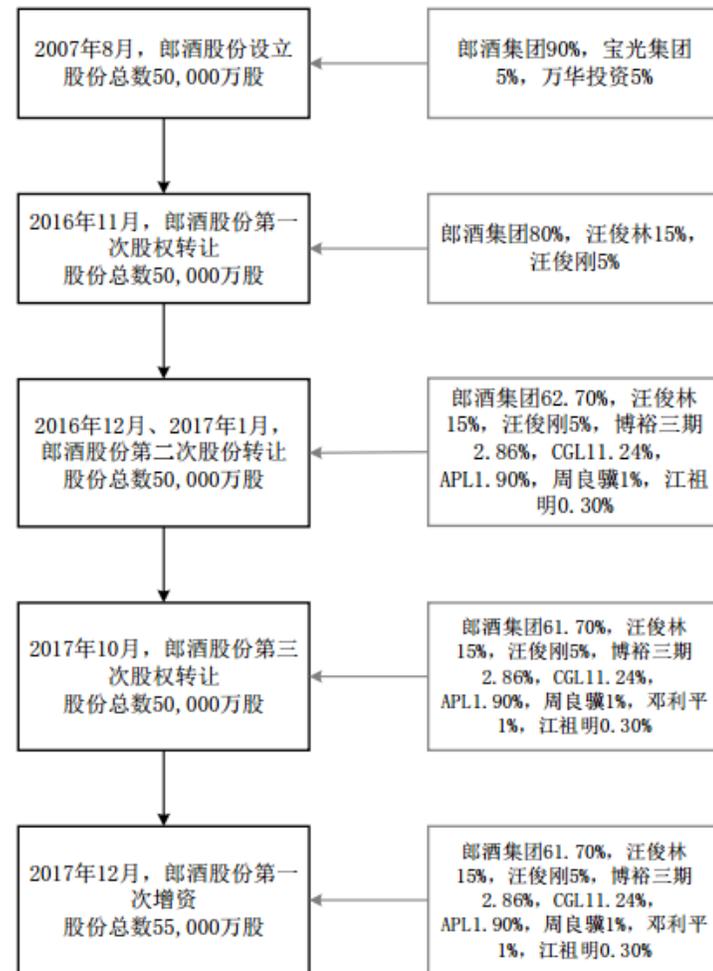
6.2 股权结构：股权结构稳定，民营体制灵活

历经改制，当前民营体制创新意识、激励机制更充分。 1) 1957-2001年：四川省古蔺郎酒厂为全民所有制企业； 2) 2002-2007年：经历改制，企业性质变更为民营企业； 3) 2007年后：两次增资； 4) 2016年：第二次资产重组，收购白酒包装、玻璃与陶瓷酒瓶、商标等资产与业务体系； 5) 本次重组：“郎”牌白酒生产、销售业务由郎酒集团变为郎酒股份。当前民营体制灵活，创新意识、激励机制更加充分。

汪俊林长期作为公司实控人，股权结构稳定。 2002年，宝光集团出资4.9亿元获得郎酒集团76.68%的净资产； 2007年郎酒集团改制，由宝光集团全资控股（汪俊林先生持有宝光集团99%股份）。目前，汪俊林先生现通过郎酒集团间接控制郎酒股份61.70%股权，直接持有郎酒股份15.00%的股权，合计控制公司76.70%的股权，系郎酒股份的实际控制人。股权结构的长期稳定，有助于公司保持战略的持续性，有利于长期稳定发展。



郎酒股本形成及变化情况



数据来源：WIND，浙商证券研究所

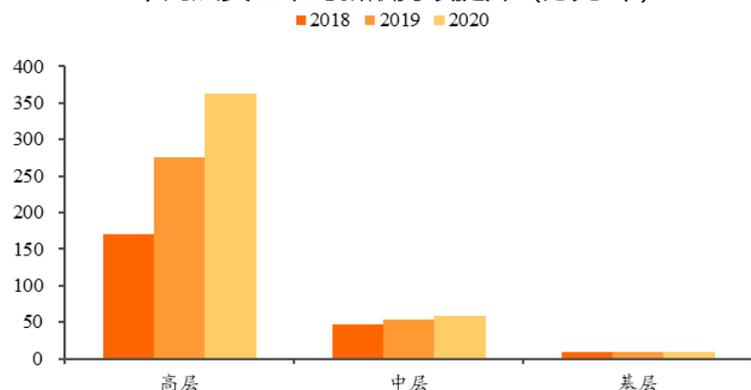
6.3 薪酬激励：员工薪酬具有竞争力，激发高管和员工积极性

中高层人均薪酬持续提升，疫情影响基层员工薪酬同比下降3.34%。2018-2020年公司高层、中层平均薪酬复合增长率达到45.81%、10.57%，各级别员工的年度奖励、绩效工资等有较大幅度提升，基层员工薪酬同比下降3.34%主要源于疫情停产以及社保减免政策等；

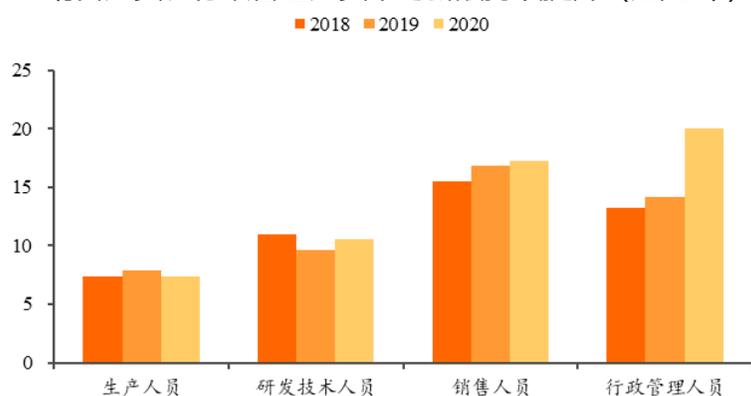
销售人员、行政管理人员人均薪酬持续提升。2018-2020年公司销售人员、行政管理人员平均薪酬复合增长率达到5.59%、22.92%，2019年研发人员薪酬降低源于部分资深研发技术人员在当年离职或退休，2020年生产人员薪酬降低源于疫情停产以及社保减免政策等；

员工薪酬具有竞争力，激发高管和员工积极性。2020年公司泸州地区人员平均工资为8.03万元/年，较泸州市城镇就业人员平均工资高出29.37%；民营机制下，高管薪酬水平显著高于同类型国企高管薪酬，有助于激发高管和员工积极性，维持团队稳定。

中高层员工平均薪酬持续提升（万元/年）



销售人员、行政管理人员平均薪酬持续提升（万元/年）



数据来源：WIND，浙商证券研究所

2020年度公司高管薪酬水平一览

姓名	主要任职	2020年度薪酬（万元）	是否从实际控制人控制的关联方领取薪酬
汪俊林	董事长	656	否
刘毅	副董事长	95	是
汪博炜	副董事长	699	否
付饶	董事、总经理	665	否
刘盛东	董事、副总经理、财务负责人	510	否
周奇	董事		否
傅代国	独立董事	12	否
张合金	独立董事	12	否
钟杰	独立董事	12	否
王宗杰	监事会主席	298	否
陈华	监事	68	否
罗明刚	职工监事	28	否
贺富荣	副总经理	400	否
罗文伟	副总经理	410	否
蒋英丽	副总经理、总工程师	553	否
江祖明	副总经理	425	否
梅刚	副总经理	439	否
陈建伟	副总经理	422	否
黄乐帅	董事会秘书	293	否
沈毅	副总经理、常务副总工程师	346	否

6.4 品牌力：地处赤水河畔，定位两大酱香白酒之一

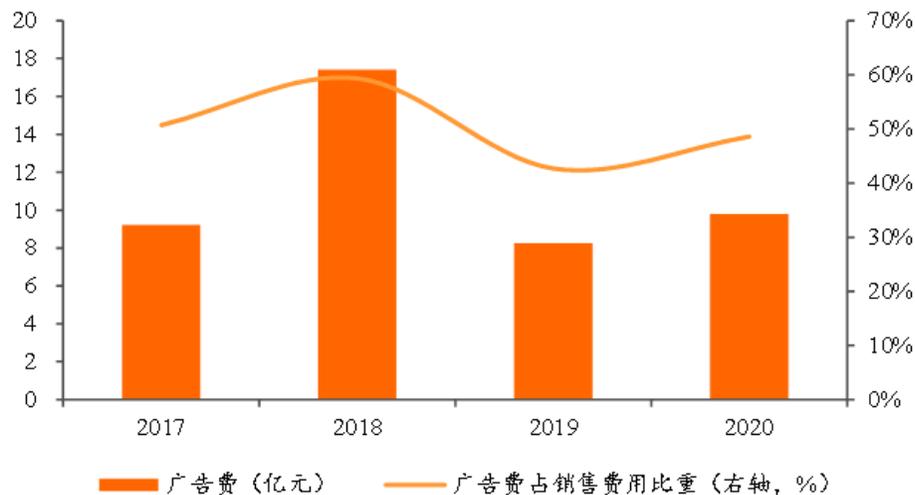
借助定位“两大酱香白酒之一”的青花郎跻身高端酒行列，目前青花郎品牌力位居行业前五，公司多措并举实现品牌力的提升

明确产品定位，拔高产品高度。2017年青花郎制定了“中国两大酱香白酒之一”的产品定位以借助茅台品牌力拔高自身产品高度，同时将红花郎事业部变为青花郎事业部；

大规模广告费用投放，提升品牌知名度。公司近三年通过向知名媒体、运输枢纽等渠道每年投放超十亿的广告费（2019年由公司将广告费精准投放至央视、高铁等渠道以实现宣传效率的提升，因此费用出现大幅下降），较强的产地概念（赤水河畔）及比肩茅台的地位（两大酱酒之一）对消费者形成较好培育效果；

建设郎酒庄园，深度体验营销。利用郎酒庄园进行深度体验营销，从而更好的向消费者及经销商呈现郎酒优异的品质和较强的品牌力。

17-20年郎酒每年投入数十亿广告宣传费用



数据来源：WIND，浙商证券研究所

定位“中国两大酱酒之一”的青花郎广告示意图



数据来源：WIND，浙商证券研究所

6.5 产品力：中高端产品贡献主要收入，盈利能力不断提升

布局全价格带及香型，青花郎系列为公司重要发展引擎

五大产品系列布局全价格带和三大香型，高端酱香产品2020年收入同比提升32%。1) 青花郎系列为高端白酒代表产品，以酱香型为主；2) 红花郎系列为次高端代表产品，以酱香型为主；3) 郎牌特曲、小郎酒为中端白酒代表产品，香型为浓香型、浓酱兼香型；4) 顺品郎系列为中低端白酒代表产品，香型为浓香型、浓酱兼香型。

青花郎系列目前收入占比45.4%，是收入规模增长的主要来源。以“青花郎”、“红花郎”、“郎牌特曲”以及“小郎酒”为代表的高端、次高端和中端白酒产品为公司的优势、拳头产品，也是公司收入规模增长的主要来源。

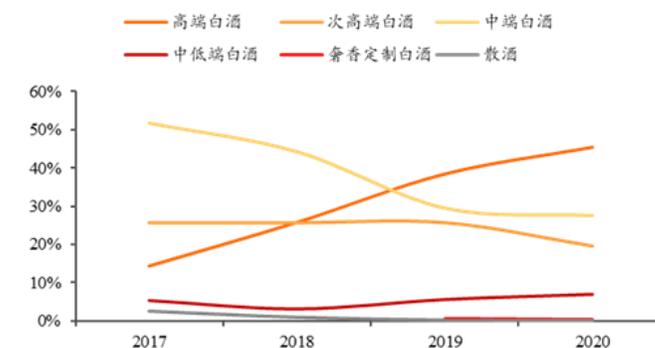
1) 高端产品：2020年郎酒高端产品销量同比提升14%至0.28万吨，收入同比提升32%至42亿元，高端产品通过6.0%的销量占比实现45.4%的收入占比；2) 次高端产品：2020年郎酒次高端产品销量同比减少22.1%至0.33万吨，收入同比减少14.4%至18.3亿元，次高端产品通过7%的销量占比实现19.6%的收入占比。

郎酒产品结构一览

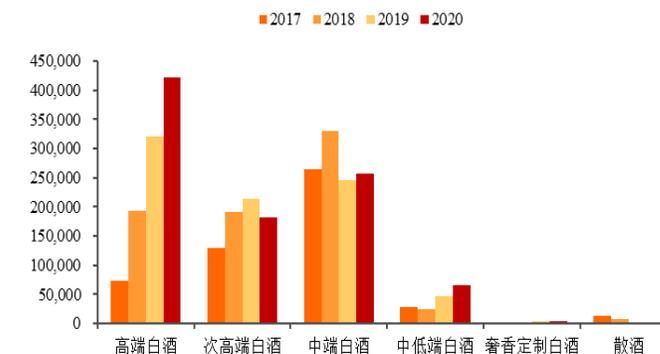
产品分类	分类标准	主要香型	代表产品	规格 (ml)	浓度	零售价 (元)	定位	主要竞争产品	代表产品图片
高端白酒	产品出厂价大于等于500元/500ml	酱香型	青花郎20年	500	53	1159	中国两大酱香白酒之一	茅台飞天、五粮液普五系列、国窖1573、洋河梦之蓝	
次高端白酒	产品出厂价大于等于300元/500ml, 小于500元/500ml	酱香型	红花郎 (15)	500	53	629	酱香典范	水晶剑南春、品味舍得、洋河天之蓝、汾酒青花20、古井贡酒年份原浆	
			红花郎 (10)	500	53	466			
中端白酒	产品出厂价大于等于40元/500ml, 小于300元/500ml	浓香型、浓酱兼香型	郎牌特曲 鉴赏18	500	50	688	来自四川·浓香正宗、全国热销的小瓶白酒等	剑南春、舍得、泸州老窖60版、泸州老窖特曲、洋河天之蓝、洋河海之蓝、国缘淡雅、国缘对开、五粮特曲、五粮春、五粮醇	
			郎牌特曲 鉴赏12	500	42	388			
			郎牌郎酒	500	53	249			
			郎牌特曲 T9精英版	500	42	248			
			郎牌特曲 T8	500	50	180			
			郎牌特曲 T6精英版	500	42	149			
			郎牌特曲 T3精致版	500	50	99			
			郎牌特曲 窖藏7号	500	50	159			
			郎牌特曲 窖藏5号	500	50	89			
			小郎酒	100	45	16			
小郎酒 (精酿)	100	45	30						
中低端白酒	产品出厂价小于40元/500ml	浓香型、浓酱兼香型	顺品郎 (蓝顺)	480	45	98	顺品郎, 味道正	江小白、牛栏山二锅头、五粮液歪嘴	
			顺品郎 (红顺)	480	42	71			

数据来源：WIND，浙商证券研究所

17-20年郎酒不同价格带产品收入占比



17-20年郎酒不同价格带产品收入情况 (万元)



17-20年郎酒不同价格带产品销量情况

	销量 (吨)				
	2017	2018	2019	2020	CAGR
高端白酒	680	1608	2476	2815	61%
次高端白酒	3092	4036	4262	3319	2%
中端白酒	34723	35430	25345	21686	-15%
中低端白酒	9157	7675	14011	19105	28%
奢香定制白酒	-	-	24	7	-
散酒	3272	2086	325	0.5	-95%
合计	50925	50835	46444	46933	-3%

6.6 产品力：中高端产品贡献主要收入，盈利能力不断提升

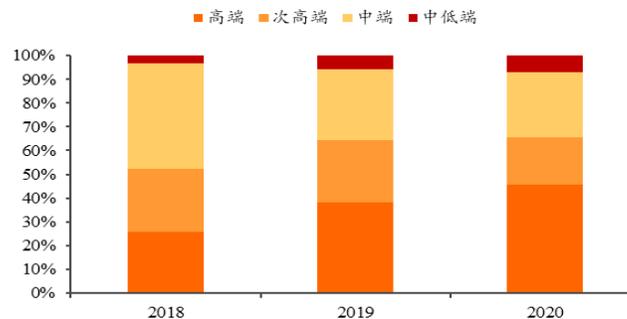
产品结构不断升级，盈利能力稳步提升

产品结构不断升级，高端产品收入占比显著提升。2017年公司将红花郎事业部变更为青花郎事业部，重点打造高端产品青花郎，2017-2020年高端产品销售收入的复合增长率为78.83%，收入占比提升了30.89个百分点至45.41%；2017-2020年次高端产品收入的复合增长率为11.92%，带动了公司主营业务的持续增长。其中，经销模式下，2019、2020年高端白酒销售占比分别同比提升12.20、7.54个百分点，且18-20年各价格带产品单价均持续提升。

2019年以来控量提价，吨价持续攀升。为抢占1000-1500元高端酒价格空白带，郎酒于2019年起通过不断控量（19年起将所有酱酒可售量控制在1万吨内，同时未来几年每年增量不超过2000吨以保证稀缺性）、提价方式螺旋提升售价，公司表示青花郎2021年目标终端成交价1500元，价格将在三年内分6次提价达成。另外，为配合量价政策，公司将通过拉长储存周期（从5年提升至7-10年）以提升产品品质，郎酒螺旋式提价将带动品牌价值不断提升的同时顺势切入超高端酒领域。

盈利能力不断增强，主要价格带产品毛利率持续上升。2020年公司毛利率较2018年增长7.05个百分点达82.29%，位列白酒行业第四，仅次于贵州茅台、水井坊、泸州老窖；净利润同比增长3.15%至25.2亿元，高端青花系列为公司重要利润增长引擎。其中，除中低端白酒毛利率有所下滑之外，其余价格带产品毛利率均持续上升。

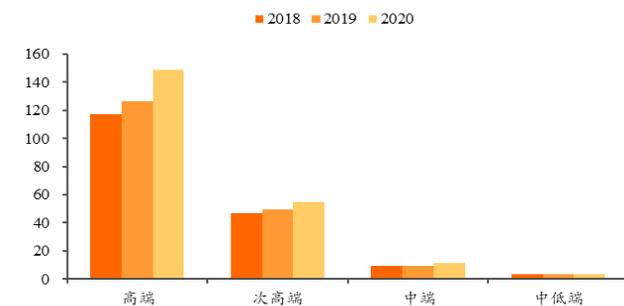
经销模式下各价格带产品销售占比情况



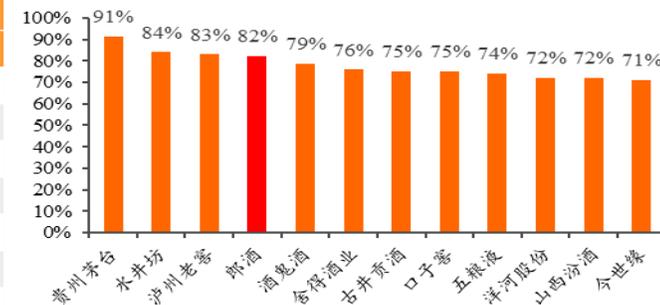
郎酒吨价持续提升

	吨价 (万元/吨)				
	2017	2018	2019	2020	CAGR
高端白酒	109	120	129	150	11%
次高端白酒	42	47	50	55	9%
中端白酒	8	9	10	12	14%
中低端白酒	3	3	3	3	0%
奢香定制白酒	-	-	196	538	-
散酒	4	3	4	17	62%
合计	10	15	18	20	26%

经销模式下郎酒不同价格带产品单价情况 (万元/吨)



2020年郎酒毛利率水平位列行业第四



郎酒高端白酒毛利率提升

产品类别	2017	2018		2019		2020	
	毛利率	毛利率	毛利率变动 (pct)	毛利率	毛利率变动 (pct)	毛利率	毛利率变动 (pct)
高端白酒	89.49%	90.42%	0.93	92.93%	2.51	94.02%	1.08
次高端白酒	80.99%	83.23%	2.24	84.91%	1.68	86.52%	1.62
中端白酒	59.35%	64.80%	5.45	67.56%	2.76	70.88%	3.32
中低端白酒	48.30%	53.76%	5.46	51.09%	-2.66	40.44%	-10.66
奢香定制白酒	-	-	-	97.02%	-	98.91%	1.89
散酒	23.38%	21.06%	-2.32	31.25%	10.18	72.18%	40.93
合计	67.71%	75.38%	7.67	80.94%	5.56	82.43%	1.50

数据来源: WIND, 浙商证券研究所

6.7 渠道：三大事业部独立运作，依托大商全国化扩张

三大事业部独立运作，依托大商全国化扩张

顺应消费升级趋势及酱酒潮，战略聚焦青花郎。郎酒主要采用经销为主的销售模式，2020年经销模式销售占比为96.65%，郎酒依托灵活的民营体制，通过大商制、“双轨制”等方式，在过去通过较为狼性的营销方式在众多次高端酒中脱颖而出，收入规模从2005年的不足8亿元跃升至2010年的百亿，05-10年均CAGR超90%。17年后公司敏锐的意识消费升级带来的高端酒发展机会，顺势聚焦高端青花系列，将红花郎事业部转为青花郎事业部，通过聚焦青花郎以紧抓酱酒潮，目前青花郎体量已超40亿。

大商模式符合公司当下发展需求，有利于迅速扩张市场。目前公司经销模式以大商为主，郎酒通过类似国窖1573的发展模式，通过利用大商资源迅速切入核心群体、迅速扩大市场规模，另外，公司通过对优秀大商进行奖励；加强对商家的审核以实现提升经销权稀缺性及吸引力，我们认为大商模式符合郎酒在全国化的基础上再实现快速扩张的阶段。

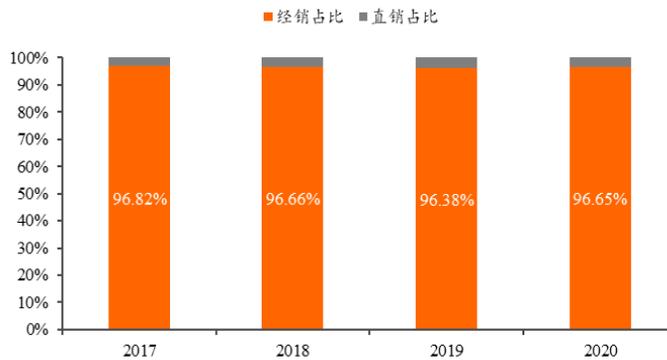
西南、华东是主销区域，全国发展趋于均衡。从地域分布来看，西南和华东地区是郎酒主要销售区域，2020年销售占比分别为29.84%、27.03%。近年来郎酒逐渐突破空白市场，销售的区域分布趋向于全国均衡发展，华北销售占比由2017年7.70%提升至2020年12.07%，华南销售占比由2017年5.62%提升至2020年11.82%。。

郎酒渠道变革情况一览



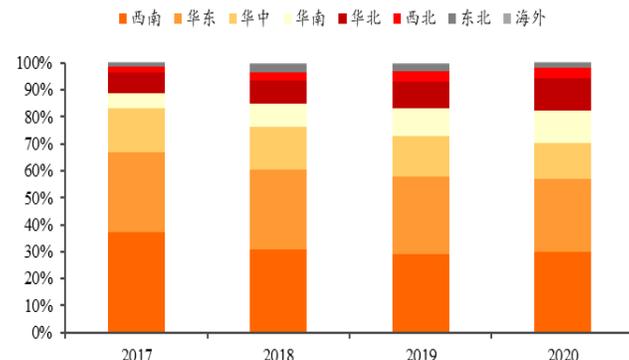
数据来源：WIND，浙商证券研究所

郎酒以经销模式为主



数据来源：WIND，浙商证券研究所

郎酒西南和华东地区销售占比相对较高



数据来源：WIND，浙商证券研究所

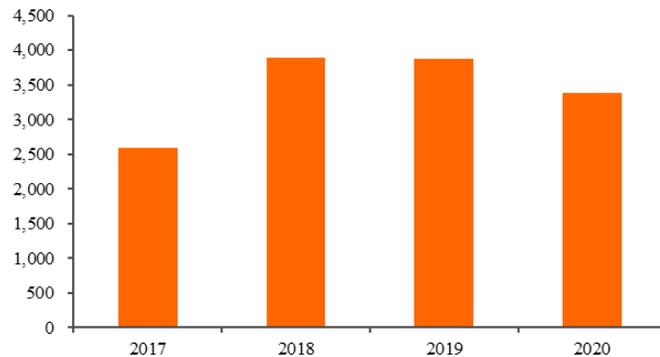
6.8 渠道：总体经销商数量略有下降，大商贡献占比增多

招商政策指引下，2018年经销商数量大幅增长，2020年略有下降。2017年下半年开始加快全国化布局使得2018年经销商数量同比增长50%，2019-2020年在“扶好商、树大商”战略指引下经销商实力增强，总体数量略有下滑。

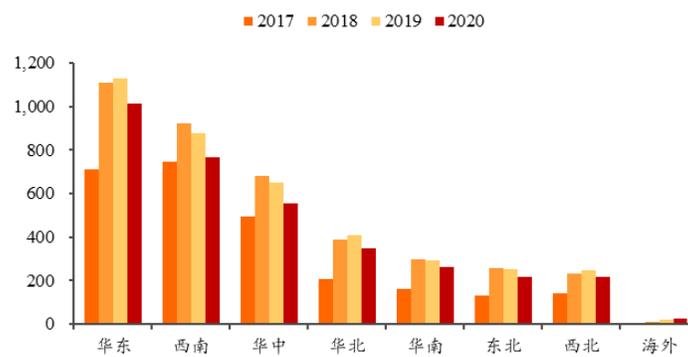
与公司持续业务往来的经销商平均收入逐年提升，有利于提升经销商稳定性。2018年至今，与公司持续存在业务往来的经销商数量保持在1683家，2018-2020年平均收入CAGR达12.63%。

“扶好商、树大商”战略指引下，大商销售贡献占比显著提升。2020年销售规模5000万元以上的大商销售贡献占比30.63%，同比提升21.78个百分点。

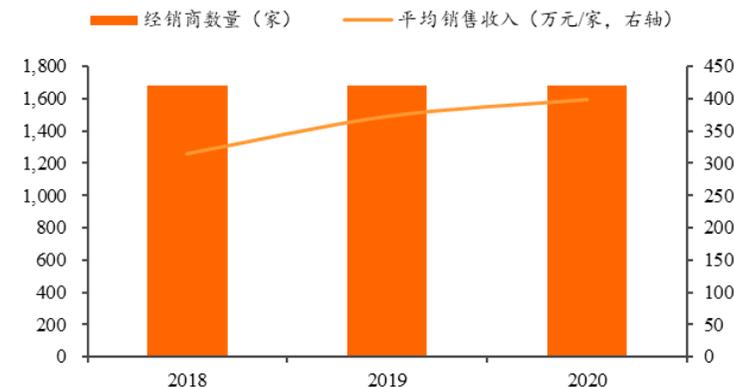
公司经销商总体数量略有下降



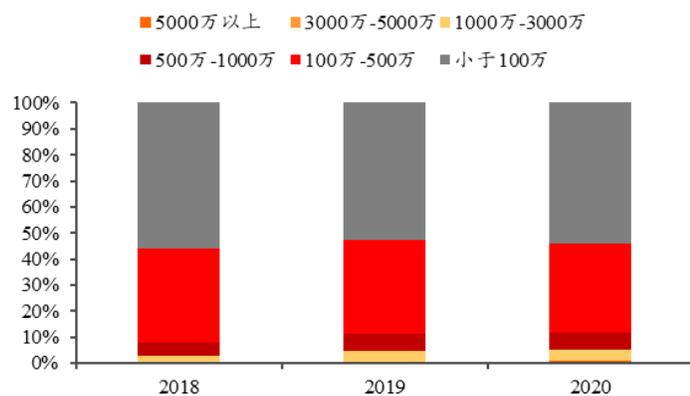
公司华东地区经销商数量稳居第一



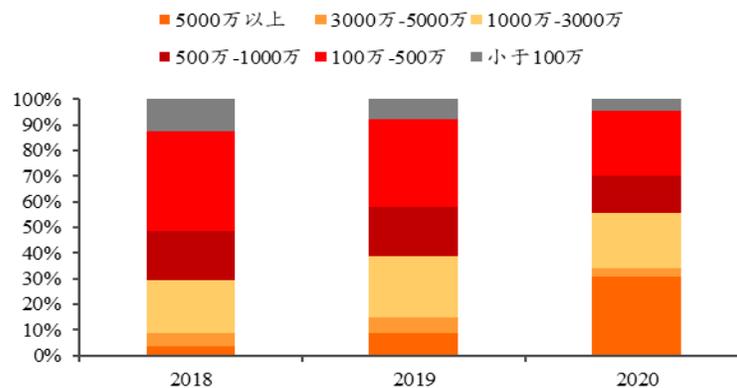
与公司持续业务往来的经销商平均收入逐年提升



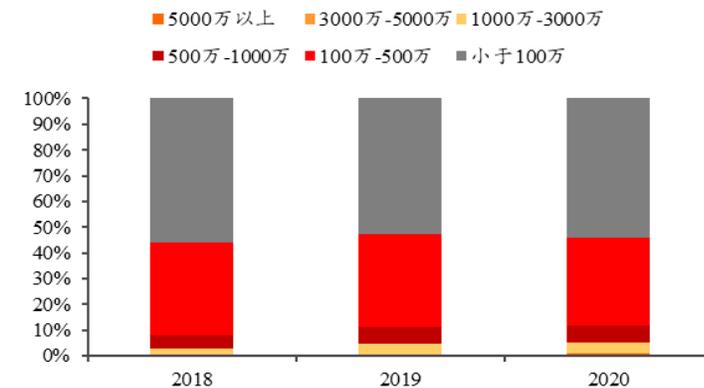
各销售规模的经销商数量占比情况



各销售规模的经销商销售金额占比情况



各销售规模的经销商平均销售金额占比情况



数据来源：WIND，浙商证券研究所

6.9 产能：公司产能充足，募集资金产能扩建后浓、酱产能均超5万吨

当前产能充足，满足发展需求。17-20年公司酱酒基酒产量分别为1.2、1.7、1.8、3.0万吨，优质酱酒储量为13万吨，郎酒庄园建成后将有超30万吨的储酒量，考虑到公司表示将控制每年酱酒销售量，公司未来产量将满足发展需求。

目前产能利用率较低，有较大提升空间。2020年产能扩建后酱香型基酒产能利用率仅60%、浓香型基酒产能利用率仅62%，仍有较大提升空间。

募集资金用于扩建产能，酱香型和浓香型基酒产能均将超越5万吨。公司此次IPO募集资金中，42.74亿元用于优质酱香型白酒产能建设、20.51亿元用于优质浓香型、兼香白酒产能建设，项目建成后，预计公司酱香型基酒总产能将超过5万吨，浓香型基酒总产能将超过5万吨，届时公司酱香型基酒产能位于酱酒企业前列，也将有效弥补公司浓香型基酒产能缺口。

郎酒产地分布情况



17-20年郎酒酱酒基酒产量情况及产能扩建计划

分类	2020年产能 (吨)	产能扩建计划
酱香型基酒	30420	2020年10月吴家沟一期酿酒车间投产，新增产能12,420吨/年，优质酱香型白酒产能建设项目达产后每年将合计新增优质酱香型基酒产能22,332吨，预计公司酱香型基酒总产能将超过50,000吨
浓香型基酒	16600	本次优质浓香型、兼香型白酒产能建设项目达产后将新增浓香基酒产能33,420吨，新建窖池经过3-5年的连续生产后，能够有效弥补公司浓香型基酒产能缺口
成品酒产能	二郎基地	20000
	泸州基地	45000

本次募集资金投资郎酒天宝峰包装仓储中心项目，达产后成品酒灌装能力每年将达到50,000吨，原成品酒灌装厂区将改建酱香型基酒生产线，不再开展罐装业务

本次募集资金投资郎酒泸州包装中心建设项目（二期），达产后浓香、兼香型成品酒灌装能力每年将达145,000吨

数据来源：WIND，浙商证券研究所

郎酒产能不断扩张

类型	项目	2017	2018	2019	2020	2020 (新增产能按时间加权)	募投项目完工后产能
酱香型基酒	产能 (吨)	15000	18000	18000	30420	21100	50000+
	产量 (吨)	11887	18045	16999	18318	18318	
	产能利用率	79%	100%	94%	60%	87%	
浓香型基酒	产能 (吨)	4000	9000	14000	16600		50020
	产量 (吨)	2695	5549	8983	10298		
	产能利用率	67%	62%	64%	62%		

数据来源：WIND，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券食品饮料团队
Thank you for listening