



核心观点

❖ 浓香型白酒历史悠久，逐步发展为第一大香型

白酒有浓香、酱香、清香、米香四大基本香型，浓香型白酒在全国的分布最为广泛。2020年浓香型白酒占据白酒行业总产量的60%，现为全国第一大香型。高品质浓香型白酒的生产关键在于传统酿造工艺、陈年窖池和窖泥，拥有三种生产工艺。浓香型白酒主要分为川派、江淮派和北方派三种流派，因不同的区域和气候有不同的风味和口感。

❖ 浓香型白酒占据过半市场份额

浓香型白酒市场规模整体处于上升趋势，行业规模2019年达2978亿元，9年CAGR为8.97%。浓香型白酒占白酒总销售额比约为51%。白酒行业在2016年后整体产量减少，浓香型白酒产量在2019年为550万吨，预计2020年下降至520万吨左右。目前浓香型白酒提价趋势明显，2019年吨价为5.74万元/千升，CAGR为12.37%。四川省2020年白酒产量占全国产量比达50%，是全国白酒产能最多的地区，为浓香型白酒核心产区。我国白酒产地较为集中，产区概念逐渐形成。

❖ 浓香型白酒聚焦中高端产能、品牌和大单品策略的渠道改革

我国浓香型白酒呈现“两极多强”竞争格局，实现全价格带布局，价格带完整清晰。从产能来看，浓香型白酒整体产能趋于饱和，行业向高端化和集中化发展，浓香型白酒将聚焦于中高端产能的竞争。从渠道上看，大单品战略能有效集中企业的优势资源，我们认为聚焦核心大单品的渠道建设有望成为浓香酒渠道的发展方向。浓香型白酒近期提价频繁，品牌价值居各香型榜首。浓香型白酒纷纷通过广告等营销模式加强品牌建设，品牌大单品化发展是行业趋势，因此大单品策略逐步成为白酒企业的宣传打造的重点，通过主导大单品的打造来提升品牌形象，形成良性的品牌认知。

❖ **投资策略：**浓香酒具有悠久的历史，其市场份额占据所有香型的51%。白酒行业在2016年后随着落后产能持续出清，整体产量持续减少，分化发展和存量博弈成为主要特征。我们认为由于浓香型白酒历史悠久，风格特点在广大白酒消费群体中有较高的接受度，加之浓香型白酒的名优酒较多，产能较大，产品供应充足，市场普及度较高，在未来10-20年内仍将保持白酒第一大香型。浓香酒的发展前景也将朝着全国化、品质品牌化和高端化发展，而产能特别是高端产能将成为浓香酒的竞争基础。建议关注在品牌、渠道、产品力方面均处于行业领先地位的高端浓香酒企，相关标的：五粮液、泸州老窖。

风险提示：宏观经济及收入波动风险；食品安全风险。

📄 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	2021/06/28

👤 分析师

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

👤 联系人

何宇航
证书编号：S1100120090004
heyuhang@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、浓香型历史悠久，逐步发展为第一大香型	5
1.1 浓香型白酒历史悠久，现为全国第一大香型	5
1.2 古老的酿造工艺和窖池酿造出高品质浓香型白酒	8
1.3 浓香型白酒流派分类及代表	12
二、浓香型白酒占据过半市场份额	14
2.1 浓香型白酒产量下滑，销售收入趋于平稳	14
2.2 四川为浓香型白酒核心产区，我国逐渐形成产区概念	16
三、聚焦中高端产能、品牌和大单品策略的渠道改革	18
3.1 “两极多强”格局获将持续	18
3.2 中高端产能处于有序扩张阶段	20
3.3 大单品模式将有望成为未来渠道发展趋势	21
3.4 品牌化能有效巩固白酒价值，打造宽广护城河	22
3.4.1 提价频繁，浓香型白酒品牌价值稳固	22
3.4.2 大力加强品牌化建设	25
四、浓香型白酒代表：五粮液和泸州老窖	27
4.1 五粮液：产品、渠道全面提升	27
4.1.1 高端酒结构升级，系列酒持续优化	27
4.1.2 大力发展团购，数字化赋能渠道	29
4.2 泸州老窖：国窖持续发力，渠道升级助力快速发展	31
4.2.1 高端产品持续发力，系列酒结构清晰	31
4.2.2 品牌专营模式推进渠道扁平化	34
投资建议	36
风险提示	37

图表目录

图 1:	白酒四大基本香型分布情况.....	6
图 2:	我国白酒香型变迁.....	8
图 3:	浓香型白酒生产工艺.....	9
图 4:	泸州老窖明代国宝窖池.....	10
图 5:	浓香型白酒风味价值.....	11
图 6:	浓香型白酒区域分布.....	13
图 7:	浓香型白酒市场规模稳定上升.....	14
图 8:	浓香型白酒产量有所下滑.....	14
图 9:	浓香型白酒占比稳定在 50%左右.....	15
图 10:	2020 年浓香型白酒占比约 51%.....	15
图 11:	浓香型白酒均价稳定上升.....	15
图 12:	2020 中国白酒区域产量一览.....	16
图 13:	2020 四川白酒产量占比约 50%.....	16
图 14:	浓香酒呈现两极多强竞争格局.....	19
图 15:	2020 浓香型白酒品牌市场份额一览.....	19
图 16:	浓香酒品牌价值居首位.....	25
图 17:	浓香型 CR10 占规模以上酒企收入的 20.81%.....	25
图 18:	浓香型白酒竞争力情况.....	26
图 19:	主要浓香型白酒销售费用率情况.....	26
图 20:	营业收入稳定增长.....	27
图 21:	净利润稳中有升.....	27
图 22:	高端产品营收稳定增长.....	28
图 23:	系列酒营收总体保持增长态势.....	28
图 24:	高端产品收入占比持续提升.....	29
图 25:	高端酒毛利率维持高位.....	29
图 26:	公司专卖店分布情况.....	29
图 27:	“百城千县万店”工程战略目标.....	29
图 28:	公司扫码体系.....	30
图 29:	“五粮 E 店”APP 界面.....	30
图 30:	营收稳定增长.....	31
图 31:	净利润保持较高增速.....	31
图 32:	中高端产品营收稳定增长.....	33
图 33:	低档酒收入有所下滑.....	33
图 34:	泸州老窖品牌专营模式.....	34
表格 1.	浓香型白酒在历次评酒会评选中占据过半席位.....	5
表格 2.	我国主要香型特征和代表品牌.....	6
表格 3.	不同香型酿造工艺区别.....	9
表格 4.	浓香型三种生产工艺区别.....	11
表格 5.	浓香型白酒三种流派.....	12
表格 6.	浓香型白酒三种流派风味情况.....	14

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 7.	我国白酒主要产区	16
表格 8.	酱酒行业竞争格局一览.....	18
表格 9.	浓香酒行业价格带核心单品一览.....	19
表格 10.	主要浓香企业产能以及扩建情况.....	21
表格 11.	主要浓香白酒代表企业渠道模式对比.....	22
表格 12.	浓香型酒企提价情况.....	23
表格 13.	2020 年中国酒类品牌价值——白酒榜.....	24
表格 14.	浓香型酒企品牌建设情况.....	26
表格 15.	五粮液产品一览	28
表格 16.	泸州老窖产品一览	32
表格 17.	国窖 1573 近年来提价频繁.....	33
表格 18.	泸州老窖通过募资扩大产能.....	34
表格 19.	品牌专营模式跟有利于公司发展.....	35

一、浓香型历史悠久，逐步发展为第一大香型

1.1 浓香型白酒历史悠久，现为全国第一大香型

中国白酒酿造和文化源远流长。中国白酒是利用含淀粉质的粮食谷物为主要原料，以曲、酒母为糖化发酵剂，经蒸煮、发酵、蒸馏而制成的含酒精饮料。白酒在我国拥有长达数千年的酿造历史，与白兰地、威士忌、伏特加、朗姆酒和金酒并称为世界六大蒸馏酒。

白酒香型源于全国评酒会。中国对白酒香型的划分并非自古便有，1965年之前我国的白酒没有明确的香型划分。新中国成立后，酿酒工业还处于整顿恢复的阶段，1952年召开的第一届评酒会以市场销售和化验指标为标准。

1963年第二届全国评酒会以酒的色、香、味为标准评分。1965年提出茅台酱香概念，自此开启了中国白酒的香型分类。1979年第三届全国评酒会正式确立我国白酒分为清香型、浓香型、酱香型、米香型和其他香型共5种香型，并按香型对酒进行评价。第四届、第五届全国评酒会的召开，先后增加了兼香型、药香型、凤香型、特香型等香型。凤香型于1992年成为第五大香型，由此逐渐形成了“五大香型、五小香型”之说。2016年我国白酒形成清香型、浓香型、酱香型、米香型、兼香型、药香型、凤香型、特香型、芝麻香型、老白干香型、馥郁香型、豉香型共12种香型。在历次评酒会中，除第一次外，浓香型白酒在评选出的名酒中均占有超半数席位，在1989年的第五届评酒会中，浓香型白酒在17大名酒中占据9大名酒席位，成为中国第一大香型。

表格 1. 浓香型白酒在历次评酒会评选中占据过半席位

时间	举办地	代表名酒	浓香数量	
第一届	1952	北京	茅台酒、汾酒、泸州老窖大曲、西凤酒	1/4
第二届	1963	北京	汾酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、茅台酒、西凤酒、董酒	4/8
第三届	1979	大连	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲	5/8
第四届	1984	太原	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒	7/13
第五届	1989	合肥	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒	9/17

资料来源：《中国历届评酒会资料汇编》、川财证券研究所

表格 2. 我国主要香型特征和代表品牌

白酒香型	风味特征	代表产品
浓香型	窖香浓郁、绵甜甘冽、香味协调、后味爽净	五粮液、国窖 1573、洋河梦之蓝
酱香型	酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、空杯留香持久	贵州茅台酒、青花郎、习酒·窖藏 1995、国台国标酒
清香型	清香纯正、醇甜柔和、自然谐调、余味净爽	青花汾酒、红星二锅头酒、牛栏山二锅头
馥郁香型	诸香馥郁、入口绵甜、醇厚丰满、回味悠长	酒鬼酒系列
米香型	蜜香清雅、入口绵甜、落口爽净、回味怡畅	经典桂林三花酒
兼香型	浓酱协调、优雅馥郁、细腻丰满、回味爽净	小郎酒、顺品郎、口子窖系列
凤香型	醇香秀雅、具有乙酸乙酯和己酸乙酯为主的复合香气、醇厚丰满、尾净悠长	西凤酒系列
老白干香型	醇香清雅、具有乳酸乙酯和乙酸乙酯为主体的自然协调的复合香气、醇厚甘冽、余味净爽	老白干系列
药香型	既有大曲的浓香、又有小曲的柔甜，而且又带有淡淡的药香	贵州董酒
特香型	富含奇数复合香气，香味谐调，余味悠长	江西四特酒
豉香型	口感醇厚甘润，后味爽净	广东佛山玉冰烧酒
芝麻香	兼有浓、清、酱三种香型之所长，口味醇厚，丝丝苦味，芝麻香气	一品景芝

资料来源：国台酒业招股说明书，公司官网，酒业家，川财证券研究所

浓香作为第一大香型全国分布最为广泛。香型是生态、原料、工艺对中国白酒风味造成的综合影响所形成的结果，浓香、酱香、清香、米香构成四大基本香型。浓香型白酒作为我国第一大香型，在全国的分布最为广泛，北至黑龙江、内蒙古，西至新疆、西藏，东抵江苏，南抵湖南、江西均有浓香型白酒的分布。

图 1：白酒四大基本香型分布情况



资料来源：酒业家，川财证券研究所

白酒香型经历两大变迁，行业龙头公司经历三次变化。20世纪90年代以前，白酒业由于消耗一定数量的粮食，因此被严格控制。清香型白酒凭借生产周期短、成本低、粮耗低、出酒率高的工艺特点，满足了食品缺乏年代下持续增长的消费需求，逐渐在白酒行业处于主导地位。这个时期白酒年产量从1952年的10.8万吨提升到1980年的215万吨，清香酒产量占白酒总产量近70%。清香型成为酒厂最多、分布最广、销量最大的白酒香型。汾酒在这个时期成为行业第一个销售额破亿、利润破千万的酒企。

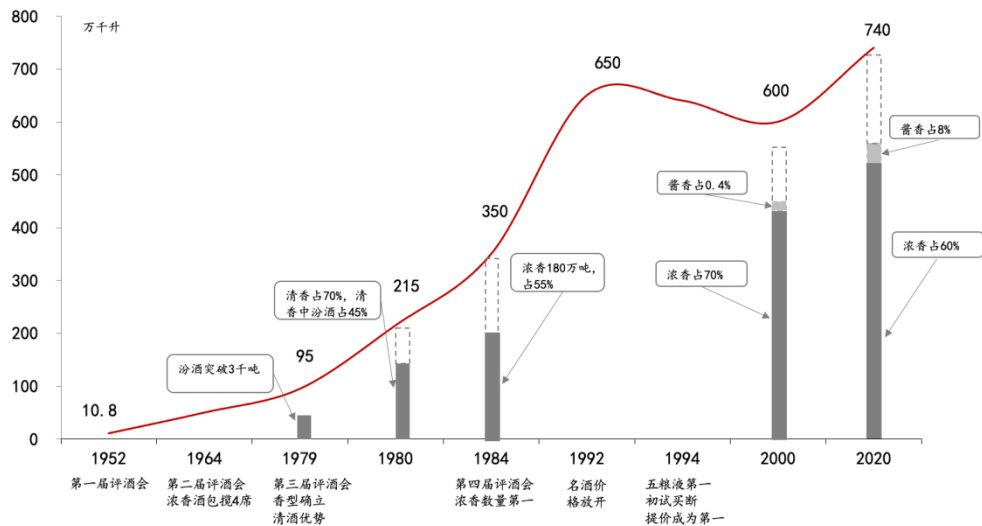
改革开放后，随着生产的进步和经济的发展，粮食供应不足等制约因素消失，清香酒最大的优势也随之消失。浓香型白酒由于浓郁的口感、泸州老窖在窖泥培养等酿造技术的逐步推广以及前五次评酒会的出色表现，在全国逐渐培养起良好的浓香酒消费习惯。1984年白酒年产量达到350万吨，浓香白酒占比达55%，并拥有众多知名品牌。随着消费类行业开启市场化改革，名优酒价格逐渐放开，五粮液、泸州老窖、古井贡、洋河等川苏鲁豫皖浓香白酒主产区企业，开启全国化扩张。浓香型白酒产量一度超过白酒行业总产量的70%，成为全国第一大香型。其中五粮液通过5次扩建大大提升产能并独创大商制和OEM模式，以低成本快速扩张，在90年代中期取代汾酒成为全国第一的酒企。

在2012-2015年白酒经历深度调整期后，库存基本出清，消费结构上政务消费占比持续下降，个人消费和商务消费占比提升。2016年后，随着消费升级

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

趋势不断发展，品牌和品质成为消费者追求的核心。在这期间茅台凭借强大的品牌号召力，以及酱酒独特酿造工艺带来的口感和品质，逐渐超过五粮液成为中国第一白酒企业。酱香型白酒也在中茅台热的带领中成为继浓香型之后的第二大香型。

图 2：我国白酒香型变迁



资料来源：酒业家，川财证券研究所

1.2 古老的酿造工艺和窖池酿造出高品质浓香型白酒

高品质浓香型白酒的生产主要取决于传统酿造工艺。浓香型白酒区别于酱香型和清香型白酒，采用高粱、大米、玉米、糯米、小麦等酿制，原料经过破碎、润粮后拌入多次循环发酵的酒醅(母糟、老糟)进行配料，通过蒸馏使成熟酒醅中的酒精成分、香味物质等挥发、浓缩、提取，通过蒸馏把杂质排除出去，得到成品酒。下一步便是打量水、摊凉、撒曲，糊化后的淀粉物质在充分吸水后被酶作用，转化生成可发酵性糖，再由糖转化生成酒精。粮糟蒸馏后立即加入 85℃ 以上的水，摊凉后的加入适量大曲粉，提供发酵微生物。撒曲后翻拌均匀，送入窖池发酵。待糟醅入窖后，表面覆盖 6-10 厘米的封窖泥，每天清窖一次以提高酒糟中的香味物质含量，待糟醅发酵好后将其取出，开始蒸粮蒸酒，如此循环往复。酿造过程遵循“泥窖固态发酵、续糟配料、混蒸混烧、缓火蒸馏、低温馏酒、量质摘酒、原度酒贮存、精心勾调”的生产工艺，同时传承古法“以糟养窖、以窖养糟、千年老窖、万年母糟、泥窖发酵”的酿制技艺，着重依托独有的老窖窖池产出风味独特的浓香

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

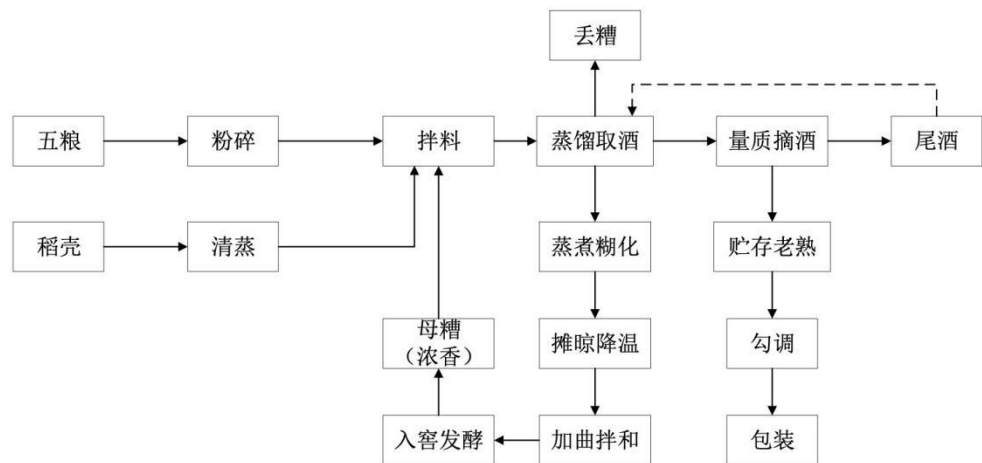
白酒。

表格 3. 不同香型酿造工艺区别

	酱香	浓香	清香
主要原料	高粱、小麦	单粮：高粱 多粮：大米、小麦、糯米、豌豆等	高粱、包谷、小麦、大麦、荞
酒曲类别	高温大曲	中高温大曲	低温大曲
用曲量	1:1	1:4	1:5
发酵次数	8	1	2
酿造周期	1 年	2-5 个月	60-80 天
储存周期	3 年	1 年	3-6 个月
出酒率	20%	30%	40%
烤酒次数	7	1	2
发酵设备及型式	条石窖、固态发酵	泥窖、固态发酵	水泥池、陶瓷地缸、固态发酵
工艺特点	固态多轮次堆积后发酵，两次投料，多轮次发酵	泥窖固态发酵、续糟配料混蒸混烧	清蒸清烧
气候特点	夏季高温期长，冬季温差小，霜期短，全年日照丰富，降雨量小，闷热、潮湿	地温、气温明显高于清香型白酒产区，空气相对湿润，光照较少，酿造体系与外部环境物质能量交换相对较弱。	地温、气温相对较低，变化幅度较大，空气相对干燥，光照充足，酿造体系与外部环境物质能量交换相对剧烈

资料来源：公司官网，wind，川财证券研究所

图 3：浓香型白酒生产工艺



资料来源：郎酒股份招股说明书，川财证券研究所

陈年窖池和窖泥是浓香型白酒高品质的重要条件。窖池是一种酿酒发酵设备，浓香白酒酿造用泥窖，酱香白酒用条石窖，清香型白酒用陶瓷或者水泥窖。浓香型白酒的泥窖用细腻无沙的黄泥铸造，色泽金黄，绵软细腻，不含

砂石杂土，钙、铁离子含量少，粘性好，无须经过防渗处理即能保水。窖泥作为微生物的载体，对酒的品质起到重要作用。经过多年持续不断的酿酒，泥质由柔变脆，续糟发酵过程中窖泥中的微生物逐渐得到富集，窖泥中梭菌群落结构在不间断使用过程中生态结构逐渐趋于稳定。陈年窖池中含有的微生物逐渐形成了良性的生态系统，最多达 600 余种，且数量庞大。因此也有“千年窖池万年糟”的说法。

图 4：泸州老窖明代国宝窖池



资料来源：公司官网，川财证券研究所

浓香型白酒根据地域可以划分为三种生产工艺。四川主要的酿造方法为原窖法和跑窖法，其特点是窖大瓶小，淀粉含量低，发酵周期长。其中原窖法又称做原窖分层堆糟法，指发酵糟醅添加原、辅料后，经蒸煮糊化，泼打量水，摊晾下曲后仍然放回到原来的窖池内密封发酵，窖内发酵完毕的糟醅在出窖时须按面糟、母糟两层分开出窖，代表有泸州老窖、全兴大曲等。跑窖法又称跑窖分层蒸馏法工艺，指操作时需多口窖池，一个窖池内发酵完的糟醅通过加料，蒸馏取酒，糊化，泼打量水，摊晾下曲后装入另一个空窖池内，这个窖池变成空的窖池，原来的空窖则盛满入窖糟醅，代表有五粮液、剑南春等。老五甑法又名混烧老五甑法工艺，是苏、鲁、皖、豫盛行的生产工艺，指将窖中发酵完毕的酒醅分成五次蒸酒和配醅，代表有古井贡酒、洋河大曲等。

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

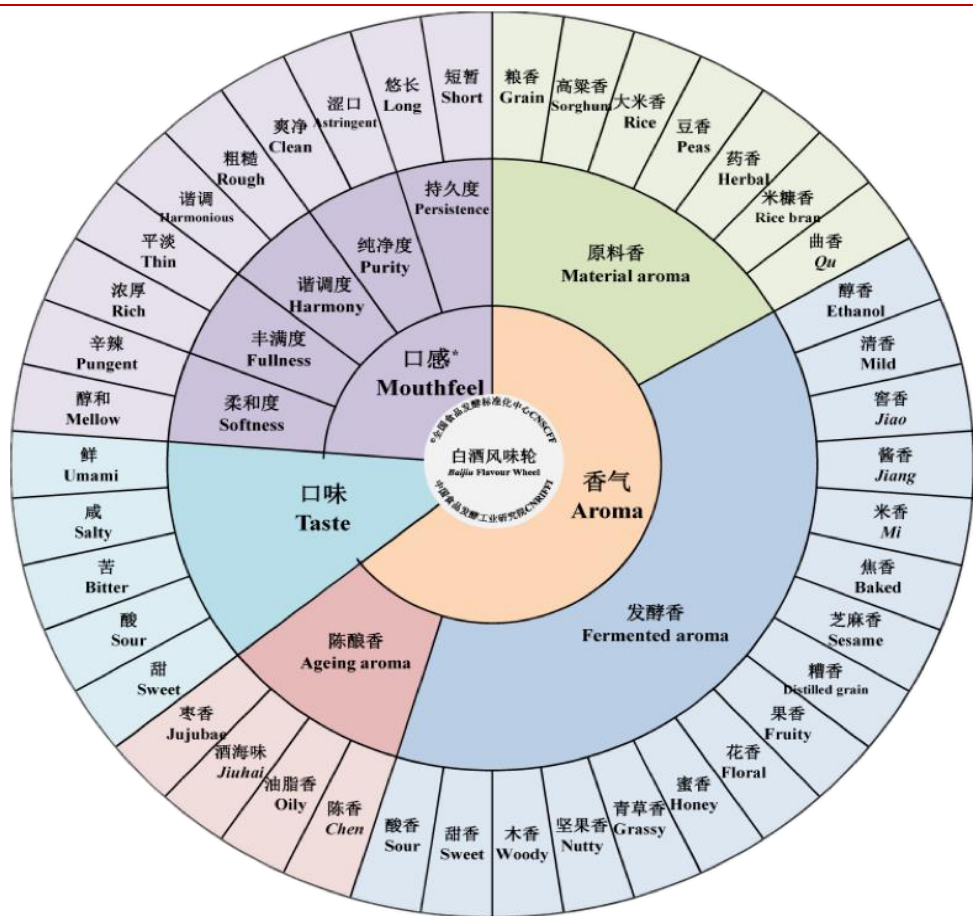
表格 4. 浓香型三种生产工艺区别

窖法工艺	原窖分层堆糟法	跑窖分层蒸馏法工艺	混烧老五甑法工艺
工艺区别	底槽、面糟外，各层糟混合使用、蒸馏。摊晾下曲后的糟醅仍然回入原窖进行发酵	一个窖的糟醅在下轮发酵时装入另一窖池（空窖），不取出发酵糟置于堆糟坝，而是逐甑取出分层蒸馏。由于跑窖没有堆糟坝，窖内的发酵糟是蒸一甑运一甑，自然形成分层蒸馏	将窖中发酵完毕的酒醅分成五次蒸酒和配醅的传统操作法。在正常情况下，窖内有四甑酒醅，即大渣、二渣、小渣和回糟各一甑
特点	窖大甑小，淀粉含量低，发酵周期长	窖大甑小，淀粉含量低，发酵周期长	窖小甑大，淀粉含量高，有利于养楂挤醅，发酵周期短，水分大，不滴窖
主要区域	四川	四川	苏、鲁、皖、豫
代表厂家	泸州老窖、全兴大曲	五粮液、剑南春、迎驾贡酒	古井贡酒、洋河大曲

资料来源：公司官网，酒业家，川财证券研究所

浓香型白酒由于古老的酿造工艺和陈年的窖池，形成多种风格口味。浓香型白酒经过长期的发酵和陈放在香气上，拥有粮食蒸煮带来的类似蒸熟米饭的香气、粮食发酵带来的发酵糟醅香气、酒曲参与发酵带来的曲香、长时间贮存带来的陈香，以窖泥微生物代谢生成的特殊复合窖香。在口感上，源于粮谷的自然固态发酵生成的醇、酯、醛等物质，入口绵甜，伴有酸、苦、咸、鲜味与甜味相互协调，形成浓香型白酒独有的绵甜净爽、醇厚协调、余味悠长之感。

图 5：浓香型白酒风味价值



资料来源：酒业家，川财证券研究所

1.3 浓香型白酒流派分类及代表

浓香型白酒主要分为川派、江淮派和北方派三种流派。浓香型白酒主要以己酸乙酯为主香，不同流派在微量成分比和风格上有较为显著的差异。川派浓郁优雅，是窖香、糟香、多粮香的复合，口感上醇厚、丰满，回味既爽净又悠长，以五粮液、泸州老窖为代表；江淮派清雅、飘逸而细腻，协调且具备复合的自然香气，口感上绵而不艳、柔而无骨、入喉圆润，以洋河大曲和古井贡为代表；北方派则介于川派和江淮派之间，口感幽雅、爽净，后味余长，以河套王、伊力特为代表。

表格 5. 浓香型白酒三种流派

	川派	江淮派	北方派
特征	闻香：浓郁优雅，是窖香、糟香、多粮香的复合； 口感：绵柔、甘冽，酒体既醇厚	闻香：清淡而幽雅、飘逸而细腻、协调又复合的自然香气； 口感：绵而不绝、柔而无骨、入	闻香：窖香、曲香、粮香比川派差，但窖香比“江淮派”突出； 口感：酒体较丰满、幽雅、爽

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

又丰满，回味既爽净又悠长。 口舒适、雅而诱人、入喉圆润。 净，后味余长。

主要口感	浓郁		淡雅		幽静	
品牌代表	泸州老窖	五粮液	洋河大曲	古井贡	河套王	伊力特
产品展示						
	国窖 1573	第八代普五	洋河大曲	古 20	河套王淡雅	伊力老窖

资料来源：微酒，京东，川财证券研究所

不同的区域和气候形成独特的风味和口感。四川盆地是浓香型白酒的主要产地，属亚热带季风气候，地处群山环绕且有长江经过，其后上冬暖夏热，降水量较多，空气中活跃着大量微生物，因此川派浓香酒蕴含丰富的微生物，含酸量较小，含醛、酯量较高，在香气上显得浓郁，具有醇厚和陈厚感；江淮派主要产地集中在淮河流域，地处丘陵地带，多群山、雨多风大，夏热冬凉，温和湿润、温湿较大，空气中微生物的种类、数量相对较少，因此江淮派蕴含较少的微生物，含酸量较高，含醛、酯量较低，在香气上清雅细腻、醇甜感好，较为淡雅；北方派主要位于我国华北地区，属于温带大陆性季风气候，气候温和，光热充足，降水充分，昼夜温差大较大，使得空气中微生物种类和数量最少，因此北方派浓香酒中的微生物种类和数量最少，含酸、醛、酯量均处于中间，在香气上窖香较为突出，口感更加的绵甜甘爽，凸显出爽净的特点。

图 6：浓香型白酒区域分布



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：酒业家，川财证券研究所

表格 6. 浓香型白酒三种流派风味情况

浓香流派	微量物质			微生物情况	
	酸	醛	酯	数量	种类
川派	低	高	高	多	丰富
江淮派	高	低	低	少	较少
北方派	中	中	中	最少	最少

资料来源：微酒，酒业家，川财证券研究所

二、浓香型白酒占据过半市场份额

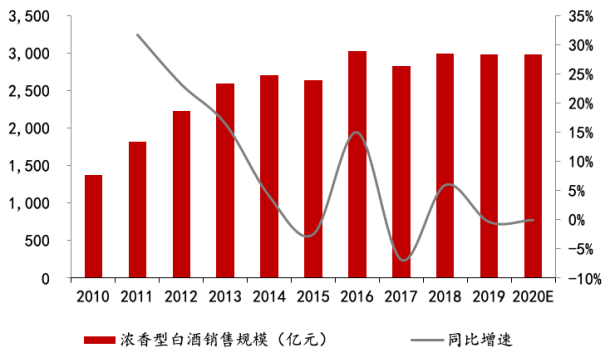
2.1 浓香型白酒产量下滑，销售收入趋于平稳

市场规模稳定上升，产量有所下滑，吨酒价持续增长。我国浓香型白酒市场规模整体处于上升趋势，在 2016 年后趋于稳定，从 2010 年的 1374 亿元提升到 2019 年的 2978 亿元，CAGR 为 8.97%。浓香型白酒占白酒总销售额比约为 51%。我国白酒行业自 2012 年后，受到限制三公消费的政策、塑化剂事件等影响进入调整期，全行业产量增速大幅下滑，浓香型白酒作为主要香型也受到较大影响，但产量在 2010 年-2016 年仍处于上升阶段，2016 年后随着落后产能持续出清，行业整体产量持续减少，分化发展和存量博弈成为主要特征。浓香型白酒 2019 年产量为 550 万吨，预计 2020 年产能将会继续下降至 520 万吨左右。据测算我国浓香型白酒行业平均每吨价格持续增长，2010-2019 年期间，吨酒价从 2.01 万元/千升上升至 5.74 万元/千升，CAGR 为 12.37%。目前白酒提价趋势明显，预计未来吨价将进一步上升。

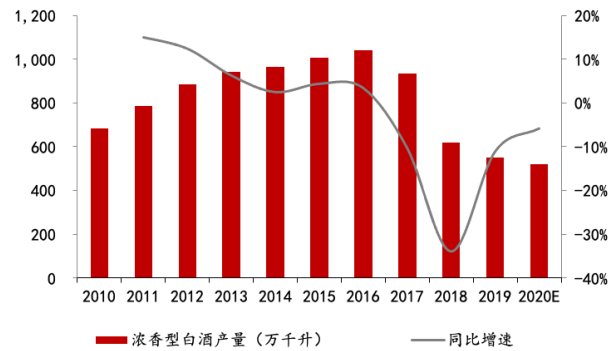
我们认为在此背景，浓香型白酒因其品质、品牌、渠道力仍将在未来 10-20 年内保持第一大香型。

图 7：浓香型白酒市场规模稳定上升

图 8：浓香型白酒产量有所下滑

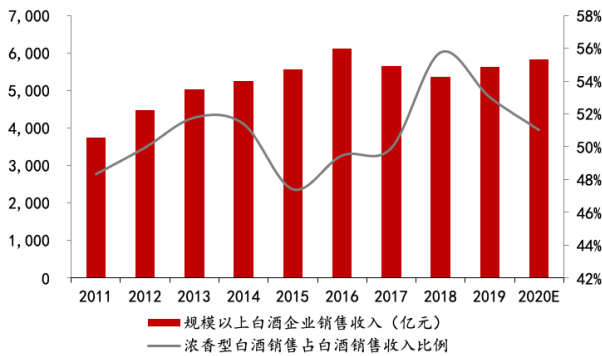


资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，川财证券研究所



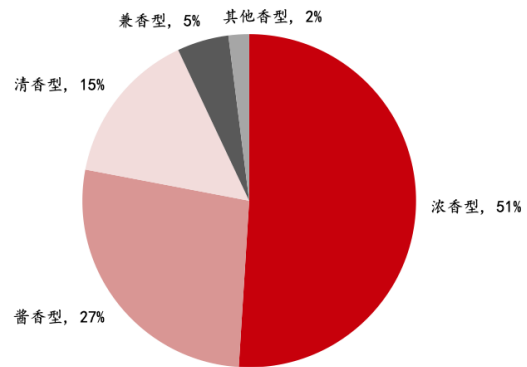
资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，川财证券研究所

图 9：浓香型白酒占比稳定在 50%左右



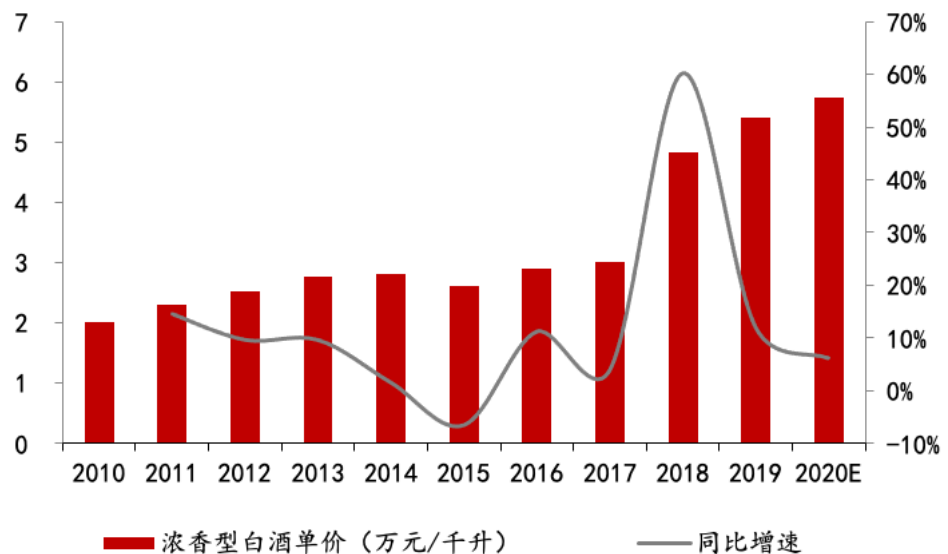
资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，川财证券研究所

图 10：2020 年浓香型白酒占比约 51%



资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，川财证券研究所

图 11：浓香型白酒均价稳定上升



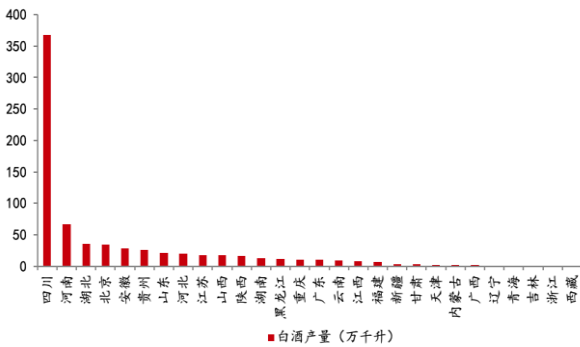
资料来源：国家统计局，酒业家，川财证券研究所

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

2.2 四川为浓香型白酒核心产区，我国逐渐形成产区概念

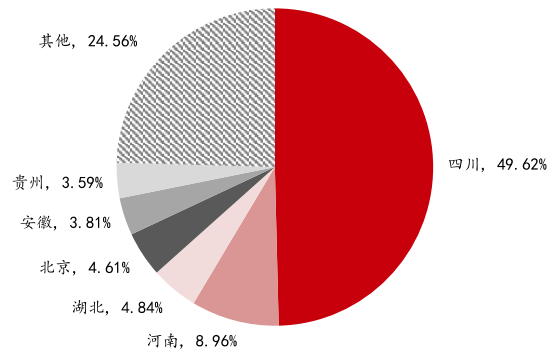
中国白酒主要产于四川地区。2020年我国白酒产量740.73万千升，其中四川省白酒产量为367.58万千升，占全国产量比达50%，是全国白酒产能最多的地区，四川、河南、湖北、北京、安徽、贵州占比分别为8.96%、4.84%、4.61%、3.81%、3.59%，CR6为75.44%，区域集中度较高。具体到浓香型白酒，四川是浓香型白酒的大本营，省内多个知名浓香白酒品牌，如五粮液、泸州老窖、剑南春、舍得、水井坊等。

图 12：2020 中国白酒区域产量一览



资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，川财证券研究所

图 13：2020 四川白酒产量占比约 50%



资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，川财证券研究所

我国白酒产地较为集中，产区概念逐渐形成。我国幅员辽阔，气候和地理环境差异较大，不同的白酒对气候环境的要求不同，我国也逐渐形成 4 个主要的白酒产区。长江上游产区是我国最主要的产区之一，主要为四川和贵州两地，其中泸州、宜宾、成都均为我国浓香型白酒最主要的产地，代表品牌有泸州老窖、五粮液、剑南春等。淮河流域是我国主要产区之一，其中宿迁、亳州是我国浓香型白酒主要的产地，代表品牌有洋河、双沟、古井贡酒等。另外两大产地分别为黄河中上游和黄河下游产区，其中黄河下游的河南、山东也是我国浓香型白酒产地，代表品牌有杜康、宋河、古贝春等。我国还有东北、两湖等其他零星的产区，其中浓香酒的代表品牌主要有酒鬼酒、老村长酒等。

表格 7. 我国白酒主要产区

产区	主要地区	气候特点	代表品牌
长江上游产区	泸州	亚热带湿润气候区，气温较高，日照充足，雨量充沛，四季分明，无霜期长，温、光、水同季，季风气候明显，春秋季暖和，	泸州老窖、郎酒

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

		夏季炎热，冬季不太冷，无霜期常在 300 天以上，适宜酿酒作物的生长。	
	宜宾	南亚热带的气候属性。具有气候温和、热量丰足、雨量充沛、光照适宜、无霜期长、冬暖春早、四季分明的特点。水为酒之骨，宜宾境内水系以长江为主脉，河流多、密度大、水量丰富	五粮液、叙府
	遵义	亚热带季风气候，终年温凉湿润，冬无严寒，夏无酷暑，雨量充沛，日照充足。遵义市河流有乌江、赤水河和綦江三大水系，均属长江流域。遵义受季风影响特别显著，阴雨绵绵的天气特别长。由于遵义所处纬度低，日光照射强烈	茅台、国台、珍酒、董酒
	成都	亚热带季风性湿润气候，具有春早、夏热、秋凉、冬暖的气候特点，年平均气温 16℃，年降雨量 1000 毫米左右，空气潮湿，夏天闷热；冬天气温平均在 5℃ 以上，阴天多，空气潮	水井坊、剑南春、沱牌舍得、金六福
淮河流域产区	宿迁	暖温带季风气候区，日照总时数 2291 小时，光热资源优越，年均气温 14.2℃，无霜期较长，全年作物生长期 310.5 天	洋河、双沟
	亳州	暖温带半湿润气候区，主要表现为季风明显，气候温和，光照充足，雨量适中，无霜期长，四季分明	古井贡酒、高炉家
黄河下游产区	河南	地处暖温带，南部跨亚热带，四季分明、雨热同期，年均日照 1285.7~2292.9 小时，全年无霜期 200-280 天，适宜多种农作物生长	杜康、宋河、仰韶
	山东	暖温带季风气候类型，降水集中，雨热同季，春秋短暂，冬夏较长。全年无霜期 180-220 天，年平均降水量在 550—950 毫米之间，全年降水量有 60%—70%集中于夏季	景芝、古贝春
黄河中上游产区	山西	温带大陆性季风气候，四季分明、雨热同步、光照充足、南北气候差异显著、冬夏气温悬殊、昼夜温差大的特点，全省各地年降水量介于 360—620 毫米之间	汾酒
	陕西	地跨北亚热带、暖温带、中温带三个气候带，春暖干燥，降水较少，气温回升快而不稳定，多风沙天气；夏季炎热多雨，间有伏旱；秋季凉爽，较湿润，气温下降快；冬季寒冷干燥，气温低，雨雪稀少，年平均降水量 340—1240 毫米	西凤酒
其他产区	东北	温带季风气候，温带大陆性气候，气温较低，蒸发微弱，降水量虽不十分丰富，但湿度仍较高。从而使东北地区在气候上具有冷湿的特征	北大仓、老村长
	两湖	北亚热带、中亚热带气候，光、热、水资源丰富，气候年内变化较大，冬寒冷而夏酷热，春温多变，秋温陡降，春夏多雨，秋冬干旱。光照充足，无霜期长，降雨丰沛	酒鬼酒、黄鹤楼、四特酒

资料来源：中国酒业协会，川财证券研究所

三、聚焦中高端产能、品牌和大单品策略的渠道改革

3.1 “两极多强”格局获将持续

我国浓香型白酒呈现“两极多强”格局。从品牌力、产品力、渠道力上，第一企业处于浓香酒行业领先的位置，布局高端价格带，第二梯队主要布局次高端价格带且多为区域性酒企，竞争格局表现出层次分明的特点。

五粮液和泸州老窖是浓香酒行业的龙头企业。2020年营收分别为573.21、166.53亿元，占浓香酒销售比例分别为19.26%、5.59%。其中老窖特曲、窖龄酒、五粮醇等单品销售额超过10亿元。

洋河、剑南春、酒鬼酒、舍得、水井坊、古井贡、今世缘、口子窖等次高端和区域酒为第二梯队。这一梯队中，营收体量呈现分化，其中洋河、剑南春、古井贡酒在营收上超过100亿元，处在第二梯队的上游；今世缘、口子窖营收在40-50亿元区间，处于中游；其余酒企营收在30亿元及以下，处在下游区间。第二梯队市占率约为22%。随着次高端持续扩容叠加产品结构升级，次高端和区域酒在未来有望逐步推进全国化布局并享受价格带上移的红利。

第三梯队主要是三四线酒企，代表品牌有金徽酒、迎驾贡酒、皇台酒等，营收规模在30亿元及以下，在几个区域市场进行重点布局。

第四梯队主要为其他中小型以及未上市的酒企，营收规模合计占比约52%左右。

表格 8. 酱酒行业竞争格局一览

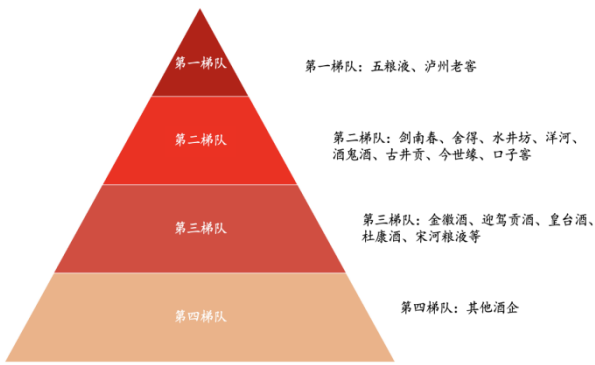
	企业	2020年营收(亿元)	同比增速	市占率	主要产品
第一梯队	五粮液	573.21	14.37%	19.26%	普五、经典五粮液
	泸州老窖	166.53	5.29%	5.59%	国窖1573、窖龄酒
第二梯队	洋河	211.01	-8.76%	7.09%	梦之蓝M6+、M3
	剑南春	160.00	33.33%	5.38%	水晶剑
	酒鬼酒	18.26	20.79%	0.61%	红坛、紫坛
	舍得酒业	27.04	2.02%	0.91%	品味舍得、智慧舍得
	水井坊	30.06	-15.06%	1.01%	井台、臻酿8号
	古井贡	102.92	-1.20%	3.46%	古20、古8
	今世缘	51.19	5.12%	1.72%	国缘V系列
	口子窖	40.11	-14.15%	1.35%	口子窖系列
第三梯队	金徽酒	17.31	5.89%	0.58%	柔和、星级系列
	迎驾贡酒	34.52	-8.60%	1.16%	迎驾之星、生态洞藏

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

皇台酒	1.02	2.67%	0.03%	窖底原浆、经典老酒
第四梯队 其他酒企	1,543.38	/	共计 51.85%	/

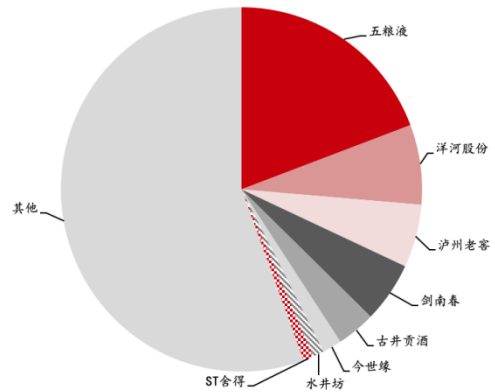
资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

图 14：浓香酒呈现两极多强竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，川财证券研究所

图 15：2020 浓香型白酒品牌市场份额一览














资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，川财证券研究所

产品价格带清晰，布局核心单品。目前浓香酒实现了全价格带布局，价格带完整清晰。其中高端酒市场以 1000 元以上的普五、国窖 1573 为主，收入占据整个行业市场的 15% 以上。浓香酒次高端价格带产品较多，主要有舍得、水井坊、酒鬼酒、剑南春、洋河、古井贡酒、今世缘、口子窖等品牌的核心单品，价格在 400-1000 元，目前浓香酒次高端价格带处于持续扩容中，是高端酒供不应求下的主流替代产品，承接了消费者需求，市场规模与单品数量持续增长，预计未来发展也将保持较高速增长。中低端的浓香酒主要有金徽酒、皇台酒、迎驾贡酒等三四线品牌，

表格 9. 浓香酒行业价格带核心单品一览

价格带	代表品牌	主要单品	产品展示
高端 (>1000)	五粮液	第八代普五	
	泸州老窖	国窖 1573	
次高端 (400-1000)	舍得	品味舍得、智慧舍得	
	水井坊	井台、臻酿 8 号	
	酒鬼酒	红坛、紫坛	

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

	剑南春	水晶剑	
	洋河	梦之蓝 M6+、M3	
	古井贡酒	古 20、古 8	
	今世缘	国缘 V 系列	
	口子窖	口子窖系列	
中低端 (<400)	金徽酒	柔和、星级系列	
	迎驾贡酒	迎驾之星、生态洞藏	
	皇台酒	窖底原浆、经典老酒	
	小糊涂仙	普神、小福仙	
	宋河粮液	国字、秘藏系列	
	杜康酒	杜二、老窖系列	

资料来源：京东，公司官网，川财证券研究所

3.2 中高端产能处于有序扩张阶段

浓香型白酒主要扩张中高端产能。从产能来看，浓香型白酒整体产能趋于饱和状态，随着高端化和集中化不断发展，部分小作坊将在竞争下或以并购的方式得以出清，浓香型白酒产能上的竞争将是中高端产能的竞争。

五粮液、泸州老窖、洋河股份纷纷通过技改或者新建产能增加高端酒的产能。产能方面，五粮液、泸州老窖和洋河股份现有产能处在行业前列，分别为 22.05、20、16 万吨，其中五粮液、泸州老窖的高端酒产能约为 1.68-2.52 万吨、1.5 万吨。规划产能方面，三家酒企远期产能规划分别为 40、30、32 万吨，均高于 30 万吨，其中五粮液、泸州老窖的高端酒规划产能约为 4 万吨、2-2.5 万吨，能够有效保证未来市场的需求。

其余酒企现有产能均在 10 万吨以下，古井贡、舍得、口子窖、剑南春、今世缘、水井坊、酒鬼酒现有产能分别为 8.4、4.3、3、3、2.7、1、1 万吨，规划产能分别为 24.5、9.97、8、6-8、6.5、3、1.3 万吨。除酒鬼酒外，规划

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

产能增幅均超过 100%，达产后预计将为企业带来持续的竞争优势。

表格 10. 主要浓香企业产能以及扩建情况

企业	现有产能 (万吨)	规划产能 (万吨)	增幅	在建产能情况
五粮液	22.05	40	81%	启动 12 万吨生态酿酒项目以及 517 车间技改项目
泸州老窖	20	30	50%	酿酒工程技改项目
洋河股份	16	32	100%	双沟新区酿酒工程；智慧酿造（绵柔型 125 车间）项目
古井贡	8.4	24.5	192%	酿酒生产智能化技术改造项目
舍得	4.3	9.97	132%	酿酒配套工程技改项目
口子窖	3	8（成品酒）	167%	退城进区搬迁 2 万吨大曲酒酿造提质增效项目
剑南春	3	6-8	100%	大唐国酒生态园
今世缘	2.7	6.5	141%	新建产能项目已在相关部门备案
水井坊	1	3	200%	邛崃全产业链基地项目
酒鬼酒	1	1.3	30%	303 生产厂区

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

3.3 大单品模式将有望成为未来渠道发展趋势

白酒企业主要分为三种销售渠道模式：

厂家主导模式：即白酒生产厂家在整个销售链条中占据主导地位，厂家对于下游的经销商控制力较强；代表企业为贵州茅台的小商模式+自营渠道，以及洋河股份的 1+1 模式，厂家凭借强大的管理能力直控终端，直供终端；

经销商主导的大商模式：即以经销为主导，厂家在当地的市场开发责任移交给经销商，厂家自身则专注于产品生产及品牌的总体宣传，不针对每个区域市场进行深度的渠道开拓。这一模式包括五粮液的“大商制模式”、口子窖的“区域总代模式”、以水井坊为代表的“新总代模式”（经销商主导、厂家配合）、以及以伊力特为代表的“买断式模式”。

厂家与经销商合作模式：即厂家制定出某种制度（或股权、或产品、或现金分红的形式），让经销商在为企业开拓市场的同时亦能分享企业成长的红利，收益共享以实现充分激励。如泸州老窖的“柒泉模式”及改革后的“品牌专营模式”。

我们认为大单品战略能有效集中企业的优势资源，同时能避免过多产品线造成的品牌稀释状况，因此聚焦核心大单品的渠道建设有望成为浓香酒渠道的发展方向。

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 11. 主要浓香白酒代表企业渠道模式对比

	厂家主导模式		大商模式		厂家与经销商合作模式
营销模式	厂家主导的小商模式+自营渠道	厂家主导的 1+1 模式，厂家直控终端	经销商主导的大商模式	新总代模式	厂家与经销商合作，从柴泉模式到品牌专营模式
代表商家	茅台	洋河	五粮液	水井坊	泸州老窖
概述	小经销商模式是指经销体系中以小规模经销商为主。经销渠道包括专卖店、区域总经销商、特约经销商；直销主要是自营店和线上渠道	厂家委派业务代表入驻经销商，或在经销商主导市场设立办事处，其中分公司或办事处直接承担市场开发、品牌推广、消费者培育等，经销商负责物流和资金周转；所有经销商由厂家直控，厂家直接供货，不存在二三级分销商	总代模式是一种经销商主导的营销模式，指厂家以省或区为单位，指定实力强的大经销商来担任总代，由其全权代理所在区域的产品销售活动	厂家负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作	组建国窖、窖龄、特曲三大品牌专营公司，分别负责国窖 1573、窖龄酒、特曲酒的市场运作，专营公司下设各区域子公司，负责所在区域的销售和宣传推广；品牌专营公司全部由经销商持股，销售人员和管理层由公司任命；品牌专营公司供货至经销商或者直接供至终端，一般只有一级经销商
优势	小商资金周转和库存压力小，不易产生压货、窜货等扰乱市场秩序行为；厂家对小商管控力强，有利于实现渠道精细化，保持对终端市场的敏锐度	厂家对经销商渠道控制力最强，对价格、库存都有很好的控制，对市场变化感知强	厂家可借助总代渠道资源实现较低成本的快速扩张；经销商利润由其营销能力和积极性决定，渠道积极性较高	实现低成本快速扩张，厂家对终端有一定把控；扁平化分销模式直接对接终端市场；销售成本大大降低	贴合公司大单体战略，避免经销商只销售赚钱的单品，造成不赚钱的单品积压了；渠道层级减少为三层，对终端控制加强；绑定经销商和厂家利益

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

3.4 品牌化能有效巩固白酒价值，打造宽广护城河

3.4.1 提价频繁，浓香型白酒品牌价值稳固

浓香型白酒近期提价频繁，品牌力持续提升。由于茅台批价持续坚定，批价提升打开了各个价格带的价格天花板，浓香型企业纷纷对旗下产品进行了提价的操作。五粮液第八代普五终端零售价上调至 1399 元/瓶，批价逐步开始站稳 1000 元；泸州老窖在去年对其中低端单品进行全方位的提价，国窖 1573 零售价建议提至 1399 元/瓶，批价稳定在 920 元/瓶左右；洋河推出新一代梦之蓝系列 M6+，市场供货价统一上调 30 元；今世缘四开国缘从 2021 年 1 月至 3 月，出厂价每月提 10 元/瓶，计划外配额再上调 10 元/瓶；并从明年 2 月起，有序缩减当前在销版四开国缘销售订单；剑南春 52 度水晶剑终端零售价从 489 元/瓶提至 519 元/瓶，出厂价每瓶提升幅度为 30 元，

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

珍藏版为 100 元；酒鬼酒、舍得、水井坊等品牌均有不同程度提价。浓香型酒企企业纷纷通过提价以及换新升级抢占高端和次高端市场，提升品牌力。目前 1000 元以上的高端价格带仍为五粮液和泸州老窖为主。1000 元以下的次高端价格带将成为其他次高端酒和区域酒品牌争夺的主要区间。

表格 12. 浓香型酒企提价情况

酒企	时间	具体提价政策
五粮液	2017 年 2 月	五粮液普五供货价提至 809 元/瓶，零售价提至 899 元/瓶。其中，五粮液对公司新品 1618 的供货价和零售价进行调整。1618 的批发价不能低于 819 元/瓶，零售不能低于 919 元/瓶。
	2019 年 7 月	第八代经典五粮液（第八代普五）上调终端零售价，从 1199 元/瓶上调至 1399 元/瓶。
	2019 年 12 月	国窖 1573 系列产品配额价、团购价、零售价上涨 30 元、50 元不等。
泸州老窖	2020 年 6 月	52 度 500ml 国窖 1573 经典装在河南市场终端结算价格上调 10 元/瓶，终端供货价调整为 920 元/瓶。
	2020 年 7 月	泸州老窖西南大区对 52 度国窖 1573 经典装零售价建议 1399 元/瓶，团购价不得低于 980 元/瓶；52 度国窖 1573 经典装在华北（东北）大区的零售价调整为 1399 元/瓶。
	2020 年 9 月	52 度、38 度国窖 1573 经典装结算价分别上调 40 元/瓶、30 元/瓶。
	2020 年 11 月	绿波二曲、泸州老窖磨砂二曲系列产品建议零售价上调 20%，52 度 500ml 泸州老窖特曲 60 版团购执行价上调 30 元/瓶，泸州老窖圆瓶二曲 500ml 建议零售价格上调 20 元/瓶。
	2020 年 12 月	泸州老窖对精品头曲 D12、D9 与六年窖头曲柔雅的计划外价格，将按照计划内价格上浮 12%；其它头曲产品计划外价格，将按照计划内价格上浮 10%。46 度国窖 1573 经典装全国统一市场零售价格调整为 1199 元/瓶，团购建议价为 880 元/瓶，计划内配额价格上调 10 元/瓶。
	2021 年 1 月	52 度国窖 1573 经典装团购价建议 1050 元/瓶，零售价建议维持 1399 元/瓶；38 度国窖 1573 经典装团购价建议 750 元/瓶，零售价建议 999 元/瓶。百年泸州老窖窖龄酒 30 年（包含 38 度、52 度）终端供货价上调 10 元/瓶。
	2021 年 5 月	泸州老窖百年酒（2019 纪念版）终端结算价上调 25 元/瓶。
洋河股份	2019 年 5 月	提高包括海之蓝、天之蓝、梦之蓝(M3/M6/M9)在内的蓝色经典全系列，以及双沟珍宝坊（君坊、圣坊、帝坊）的供货指导价，部分产品的最高涨幅超 20%。
	2020 年 9 月	梦之蓝 M3 产品供价提升 20 元/瓶，终端建议成交价分别不低于 420 元/瓶（低度）、500 元/瓶（高度）。
	2021 年 2 月	梦之蓝 M6+ 市场供货价统一上调 30 元。
今世缘	2020 年 2 月	国缘品牌部分主导产品出厂价统一上调，同步调整终端供货价、零售价及团购价。其中，四开国缘上调 20 元/瓶、对开国缘上调 20 元/瓶、单开国缘上调 10 元/瓶、国缘 K5 上调 35 元/瓶、国缘 K3 上调 20 元/瓶、柔雅国缘上调 10 元/瓶、淡雅国缘上调 5 元/瓶。
	2020 年 7 月	四开国缘的零售价及团购价上调 15 元/瓶，对开国缘的零售价及团购价上调 10 元/瓶。
	2020 年 10 月	四开国缘执行配额制，产品零售指导价调整为 588 元/瓶。
	2021 年 1 月	四开国缘从 2021 年 1 月至 3 月，出厂价每月提 10 元/瓶，在此基础上，计划外配额再上调 10 元/瓶；并从明年 2 月起，有序缩减当前在销版四开国缘销售订单。
酒鬼酒	2020 年 1 月	52 度 500ml 内参酒战略价每瓶上调 50 元。
	2020 年 4 月	52 度 500ml 红坛酒鬼酒（高度柔和）战略价上调 30 元/瓶。

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

2020年5月	52度500ml紫坛(柔和)战略价上调40元/瓶,目前紫坛酒鬼酒零售价格698元/瓶。
2020年1月	内参大师酒战略价上调100元/瓶,团购价和零售价分别调整为2580元/瓶和2899元/瓶
2021年4月	52度500ml内参酒自2021年7月1日起战略价上调80元/瓶。
2021年5月	新升级产品52度500ml酒鬼酒(透明装)(鉴赏)、42度500ml酒鬼酒(透明装)(鉴赏)2021年5月市场供货,战略价分别上调10元/瓶,零售指导价分别上调20元/瓶。
2019年5月	取消水晶剑扫码费,同时降低拉单人奖励费用。
2020年3月	剑南春厂价上涨25元/瓶;珍藏级剑南春厂价上涨30元/瓶。
2020年8月	高端系列产品东方红全线涨价,提价幅度为100元/瓶。
2020年12月	水晶剑终端零售价提价30元/瓶至519元/瓶,珍藏剑终端零售价提价100元/瓶至888元/瓶。剑南春对24K金剑南、金剑南K6、金剑特曲以及银剑南A9、银剑南A3的零售指导价进行集体调整,调整后产品价格在78-388元
2021年3月	52度水晶剑终端零售价从489元/瓶提至519元/瓶,出厂价每瓶提升幅度为30元,珍藏版为100元。
2020年1月	52%vol 500ml×6智慧舍得、42%vol 500ml×6智慧舍得、38%vol 500ml×6智慧舍得在原供货价格基础上,上调52元/盒。
2020年12月	旗下舍之道系列产品终端门店供货价格在全国范围内统一上调10元/瓶。
2019年11月	对52度典藏大师版、臻酿8号、臻酿8号禧庆版、鸿运装建议零售价分别提价60、20、20、20元/瓶,提价后分别为1039、478、498、518元/瓶。
2020年9月	分别对臻酿八号38度和臻酿八号42度建议零售价上涨20元/瓶。
2020年12月	针对52度500ml臻酿八号在全渠道全市场进行价格调整,市场建议零售价由478元/瓶上调至498元/瓶;52度水井坊典藏大师版建议零售价上调至1199元,上调幅度160元/瓶;此外,38度水井坊典藏大师版建议零售价上调至899元,上调幅度120元/瓶。
2021年4月	52度、38度水井坊井台上调35元/瓶,52度和38度水井坊臻酿八号上调25元/瓶,水井坊禧庆八号上调15元/瓶。

资料来源:酒说,新浪财经,川财证券研究所

浓香型白酒具备较大品牌价值,居各香型首位。浓香型白酒经过长时间的发展和消费者培育,在国内具有较高的品牌价值。根据华樽杯发布的2020年中国酒类品牌价值榜,白酒中浓香型白酒的品牌价值为11825.98亿元,是所有品牌价值最高的香型。其中前十名共有5家酒企为浓香型,郎酒是浓、酱香皆有,浓香型白酒品牌超过半数,品牌价值提升速度较快。

表格 13. 2020年中国酒类品牌价值——白酒榜

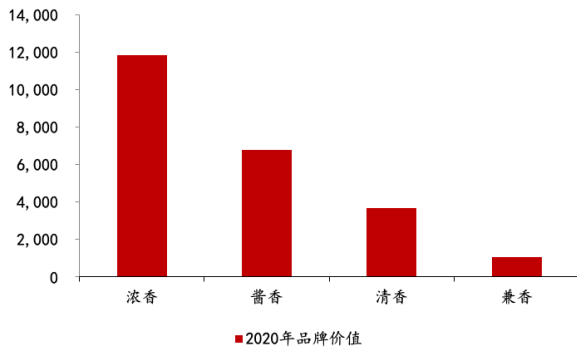
序号	品牌名称	香型	2019年品牌价值(亿元)	2020年品牌价值(亿元)	品牌升值速度
1	贵州茅台	酱香	3005.21	3486.41	16.01%
2	五粮液	浓香	2264.55	2835.24	25.20%
3	洋河股份	浓香	1633.22	1994.99	22.15%
4	古井贡酒	浓香	1469.8	1971.37	34.13%
5	山西汾酒	清香	1396.55	1768.39	26.63%
6	西凤酒	凤香	1206.22	1502.95	24.60%

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

7	泸州老窖	浓香	862.52	1069.23	23.97%
8	贵州习酒	酱香	486.29	656.12	34.92%
9	郎酒	浓、酱兼具	573.2	652.76	13.88%
10	剑南春	浓香	478.56	596.29	24.60%

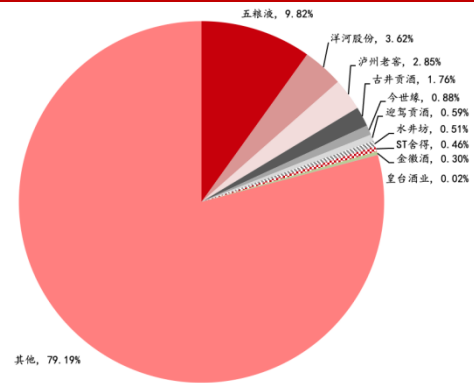
资料来源：华樽杯官网，川财证券研究所

图 16：浓香酒品牌价值居首位



资料来源：华樽杯官网，川财证券研究所

图 17：浓香型 CR10 占规模以上酒企收入的 20.81%



资料来源：wind，公司公告，川财证券研究所

3.4.2 大力加强品牌化建设

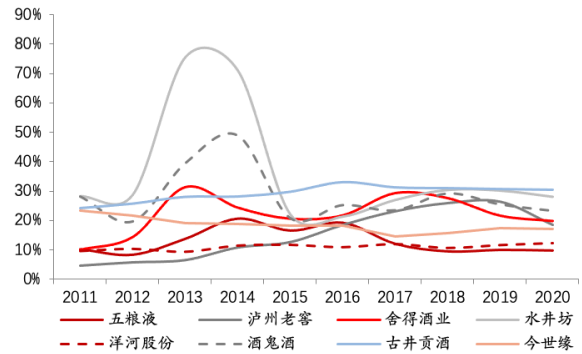
浓香型白酒纷纷通过广告等营销模式加强品牌建设。白酒属于品牌壁垒较高的行业，新兴品牌很难获得认可，成熟的品牌也需要不断通过广告投放增厚品牌的认知度。市场不断向优势品牌企业集中，白酒品牌具有稀缺性。拥有较强品牌力的五粮液、泸州老窖，对营销要求相对较低，其销售费用率在行业中处于较低水平，主要通过 CCTV 的广告以及相关栏目赞助商模式维持品牌。品牌力稍弱的白酒企业，但拥有较强的营销能力和渠道执行力，通过大力加强营销，在部分区域仍拥有较大的优势，与之对应的是较高的销售费用率，其中酒鬼酒主要通过“内参名人堂”与“馥郁会”，在名人圈层建立广泛的品牌号召力；舍得通过不同的媒体形态播报生产创意内容资讯、线上线下互动论坛；古井贡酒和今世缘则通过投放大量的电视广告提高品牌曝光率；洋河股份通过线上线下策划大型活动有消费者出动的模式进行品牌宣传。由于消费者的品牌认知大多源于企业的主导产品，即该品牌在市场销量最大的产品，因此品牌大单品化发展是行业趋势，五粮液是 52° 五粮液；泸州老窖是国窖 1573。因此大单品策略逐步成为白酒企业的宣传打造的重点，通过主导大单品的打造来提升品牌形象，形成良性的品牌认知。

图 18：浓香型白酒竞争力情况



资料来源：酒业家，川财证券研究所

图 19：主要浓香型白酒销售费用率情况



资料来源：wind，公司公告，川财证券研究所

表格 14. 浓香型酒企品牌建设情况

企业	品牌宣传活动
五粮液	600 多年的明朝老窖，独有的自然传统工艺；五粮液明确“1+3”品牌战略，系列酒确立“4+4”品牌矩阵；参与“让世界更和美”微博话题，拍摄“放下举起”TVC 大片，创造“和美祝酒歌”、“和美家书”；“世界名酒”五粮液的形象宣传片正式亮相美国纽约时报广场“中国屏”；
泸州老窖	国窖 1573 独家冠名的央视大型文化节目《故事里的中国》；国窖 1573 携手央视独家特别关注“一带一路”高峰论坛；举办国窖 1573 封藏大典，坚守传承弘扬中国传统文化；“让世界品味这一杯”广告片在 CCTV1 和 CCTV5 播出，泸州老窖·国窖 1573 成为唯一央视世界杯白酒品牌广告。
酒鬼酒	注重圈层营销，内参品牌的“内参名人堂”与指向酒鬼品牌的“馥郁会”，“内参名人堂”倾向于精英化、高端化的圈层，诸如金融圈、艺术圈、高尔夫圈等，并通过邀请这些行业内具有指标性的名人加入“内参名人堂”为品牌背书，借助名人的力量在对应圈层内建立其更广泛的品牌号召力；在央视多个节目中投放广告，内参冠名《对话》栏目等。
洋河股份	以线上线下策划大型活动有消费者出动的模式，以公益营销打造民族品牌为特征的，持续性、全方位、立体化的品牌传播；线上布局电视广告，以“中国梦，梦之蓝”为切入点，进行大规模的广告宣传；线下包括地铁、公交等进行宣传，销售端布局百货超市、线下直营店等。
剑南春	唐时宫廷酒，盛世剑南春；明清时代天益老号；通过在日本、韩国、法国、希腊等国家献演歌舞剧《大唐华章》对外宣传华夏盛世文明，通过参与 APEC 等国际高端商务活动显露民族品牌的大国气度，通过与斯诺克世锦赛、NBA 中国赛等全球顶级赛事战略、冠名《典籍里的中国》合作展示绅士、健康、文化的形象。
今世缘	以“中国人的喜酒”概念定义企业品牌，围绕“酒”和“缘”两大主题，以婚喜庆产业为切入点，构建白酒为主、文化推广为辅的多元化业务架构；冠名 CCTV 黄金档大型融媒体公益寻人栏目《等着我》。
古井贡酒	古井贡酒年份原浆在 2016、2017、2018 年连续三年特约播出央视春晚；通过聚焦《朝闻天下》、《新闻 30 分》、《晚间新闻》等优势黄金资源，在央视形成品牌早、中、晚全日覆盖；2020 年古井贡酒·年份原浆特约春晚 TVC 在 CCTV-1、CCTV-2、CCTV-9、CCTV-13、安徽卫视、河南卫视、湖北卫视等平台播出。
舍得	通过不同的媒体形态播报生产创意内容资讯、线上线下互动论坛；集结 40+ 行业大咖打造高端 IP《舍得智慧讲堂》；联接 40+ 大事件走进达沃斯论坛、博鳌亚洲论坛、陆家嘴金融论坛等国际型、国家级高端论坛；联合凤凰网举办以“中国智慧·筑梦中国”为主题的舍得智慧盛典，加深舍得“文化国酒”的品牌印象；2019 年以“CCTV 中国智慧高端白酒品牌”名义在央视多平台呈现。

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

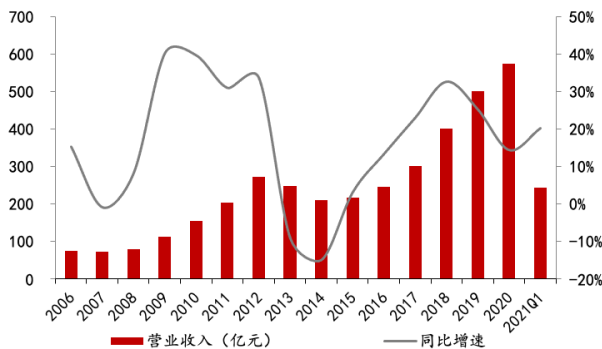
资料来源：公司官网，新浪新闻，川财证券研究所

四、浓香型白酒代表：五粮液和泸州老窖

4.1 五粮液：产品、渠道全面提升

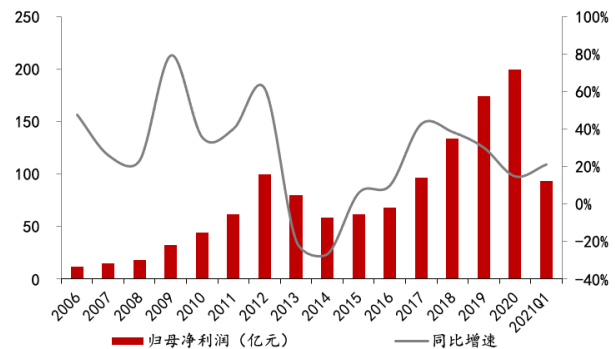
五粮液前身为由 8 家酿酒作坊在 20 世纪 50 年代初联合组建的“中国专卖公司四川省宜宾酒厂”，公司 1959 年正式命名为“宜宾五粮液酒厂”，白酒行业经历几轮调整，行业集中度持续提升，五粮液持续为行业领导者。2015 年以来新一届领导班子在公司管理、战略、品牌、营销以及渠道上深度治理改革，绑定管理层、经销商与公司的利益，梳理品牌架构，解决五粮液价格倒挂的问题，使得经销商积极性大幅提高，同时产品销量持续增长，公司业绩表现优异。2020 年实现营收和归属于母公司净利润分别为 573.21、199.55 亿元，分别同比增长 14.37%、14.67%。十三五圆满收官，2021 年公司经营目标为力争实现营业总收入两位数增长。

图 20：营业收入稳定增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 21：净利润稳中有升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

4.1.1 高端酒结构升级，系列酒持续优化

高端酒方面，公司确立“1+3”战略产品体系。“1”指核心产品 52 度普五，“3”指超高端 501 五粮液、经典五粮液以及 39 度低度五粮液，此外五粮液高端产品系列还有五粮液 1618、五粮液交杯酒、定制产品等。系列酒确立“4+4”品牌矩阵，即以五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄四大产品的全国性大单品；区域性单品包括五粮人家、友酒、火爆、百家宴等，产品覆盖高中低端价格带。

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

系列酒持续升级，提升品牌力。2020 年公司对五粮醇、五粮特曲、尖庄三大系列酒品牌进行产品升级，2021 年对五粮春进行产品升级。对于五粮春品牌，公司将着力布局中高端价格带，强化品牌价值体系，精准宣传造势、打造品牌，积聚品牌势能。在渠道方面，优化商家结构，对原有商家进行再识别，并适度引入优质商家，构建新型厂商服务关系和体系。凭借着四大全国性单品的全新升级，公司系列酒将助力五粮液高举“大国浓香”的旗帜，成为业绩增长的重要一极。预计系列酒 2021 年实现销售将破百亿，十四五末力争破 200 亿。

表格 15. 五粮液产品一览

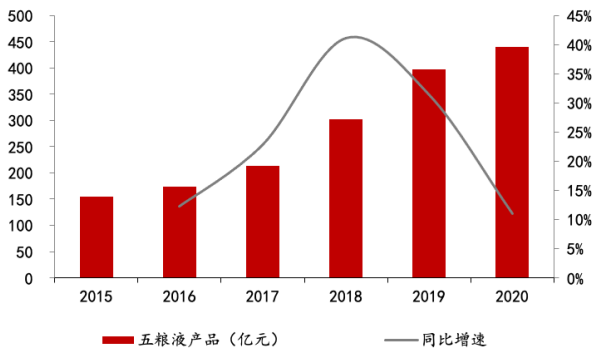
		产品系列	价格 (元)
五粮液		第八代五粮液	1399
		501 五粮液	1 万+
		经典五粮液	2899
		39 度五粮液	799
系列酒	全国性大单品	五粮特曲	228
		五粮春	358
		五粮醇	168
		尖庄	25
	区域性大单品	五粮人家	258
		友酒	168
		火爆	59
	百家宴	328	

资料来源：公司官网，新浪新闻，川财证券研究所

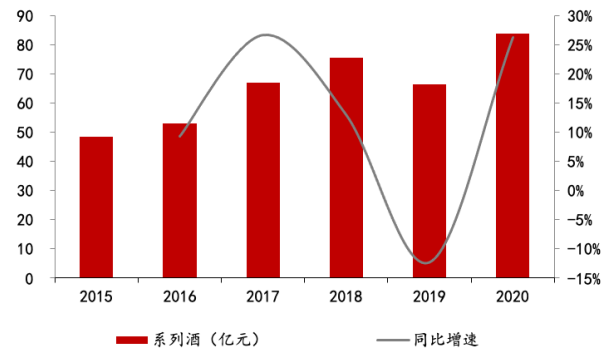
高端产品稳定增长，毛利率维持高位。公司核心产品以五粮液高端系列产品为主，2020 年营收达到 440.61 亿元，同比增长 11.07%，占酒类总营收 84.03%，占比成上升趋势。高端酒毛利率持续提升，2020 年为 84.95%。系列酒整体保持增长，2020 年实现恢复性增长，营收达到 83.73 亿元，同比增长 26.27%，占酒类总营收的 15.97%。系列酒毛利率提升较为显著，从 2015 年的 46.04% 提升至 2020 年的 55.68%。

图 22： 高端产品营收稳定增长

图 23： 系列酒营收总体保持增长态势

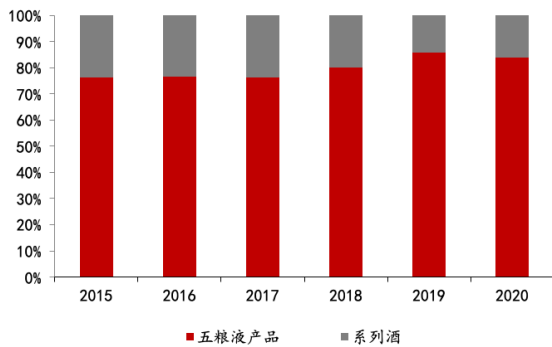


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所



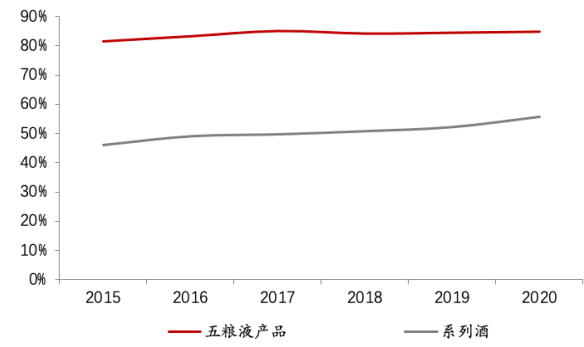
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 24: 高端产品收入占比持续提升



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 25: 高端酒毛利率维持高位



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

4.1.2 大力发展团购, 数字化赋能渠道

公司推进渠道变革, 推进渠道扁平化发展, 渠道模式由“大商制”逐步向“小商+专卖店”模式转型。公司大量引入小商并重启专卖店建设, 推出“百城千县万店”工程, 即在数百个大中城市、数千个重点县区建立上万个高质量的零售终端, 推进渠道终端化、服务营销精准化, 力争对全国地级市和百万人口大县、20 万以上人口的城市全覆盖, 保证核心县区至少一家专卖店。公司将 7 大营销中心升级为 21 个营销战区, 并下设 60 个营销基地, 推进区域纵向扁平化建设。

图 26: 公司专卖店分布情况

图 27: “百城千县万店”工程战略目标



资料来源：公司官网，川财证券研究所

工程工期	时间段	核心内容
一期工程	2017.7—2018.6	完成“五粮液终端酒王俱乐部”，实现核心终端的直投直管、消费者体验、服务升级
二期工程	2018.7—2019.6	基于一期工程，完成“五粮液消费者酒王俱乐部”建设
三期工程	2019.7—2020.6	增加布点，优化网点，完成数据库体系的应用

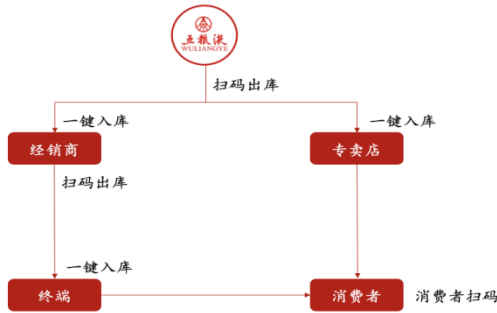
资料来源：公司公告，川财证券研究所

大力发展团购模式。新冠疫情发生后，公司推进“老品损失新品补、零售损失团购补、线下损失线上补”。量方面，公司削减传统渠道投放量并将其与团购商分立，通过 14 个城市分仓直接向团购客户发货，不对传统经销商渠道体系产生影响，同时避免串货和价格体系的扰乱。价方面，公司对传统的 889 元价格和配额计划总体投放不增加，团购订单和新进客户执行 999 元的价格。预计 2021 年第八代五粮液团购销售占比将提升至 35%。

成立新零售公司，数字化赋能渠道。2020 年 7 月，公司成立五粮液新零售公司，致力于打造酒业第一家集品牌宣传平台、产品销售平台、消费者互动平台和线上市场管理平台为一体的“垂直生态赋能平台”。新零售公司将承担核心单品普五线上销售，加强对线上渠道的管控力。公司还上线“五粮 e 店 APP”，集产品销售、产品展示、品牌推广与消费者互动等功能为一体，能够实现人脸识别、自动贩卖等智能服务。同时公司启动“数字酒证”项目，导入“控盘分利”模式，从供应链、渠道、消费者维度对价格、货物、需求三个核心盘和秩序、渠道、服务三个辅助盘进行管控。通过将产品与箱、瓶、盖三码绑定，实现货物的跟踪。

图 28：公司扫码体系

图 29：“五粮 e 店”APP 界面



资料来源：公司官网，川财证券研究所

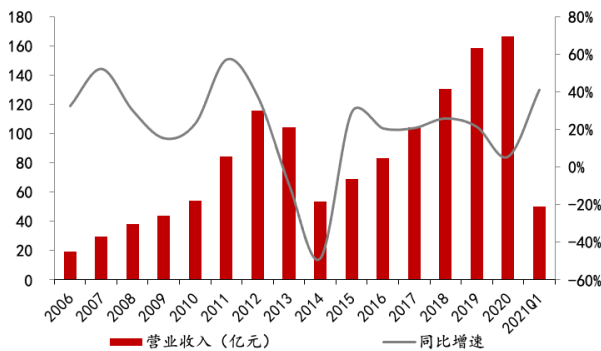


资料来源：公司官网，川财证券研究所

4.2 泸州老窖：国窖持续发力，渠道升级助力快速发展

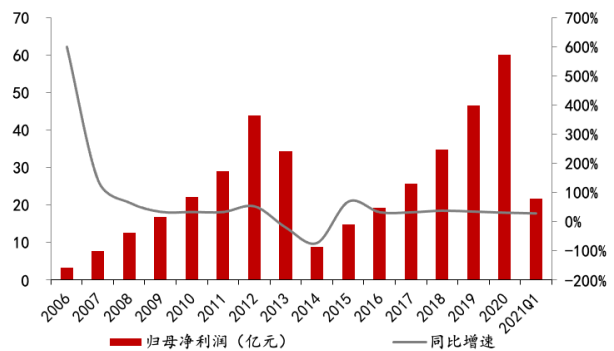
泸州老窖股份有限公司前身为泸州老窖酒厂，于1994年在深交所挂牌上市，是川内首家白酒上市公司。泸州老窖作为中国最古老的四大名酒之一，是中国浓香型白酒的代表，公司拥有1619口老窖池，其中四口明代窖池于1996年成为行业首家全国重点文物保护单位。2020年公司实现营业收入166.53亿元，同比增长5.29%；实现归属于上市公司股东的净利润60.06亿元，同比增长29.38%；2021一季度公司实现营业收入50.04亿元，同比增长40.85%；实现归属于上市公司股东的净利润21.67亿元，同比增长26.92%。

图 30： 营收稳定增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 31： 净利润保持较高增速








资料来源：公司公告，川财证券研究所

4.2.1 高端产品持续发力，系列酒结构清晰

中高档产品稳定增长，低档酒营收有所下滑。公司产品分为高、中、低三
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

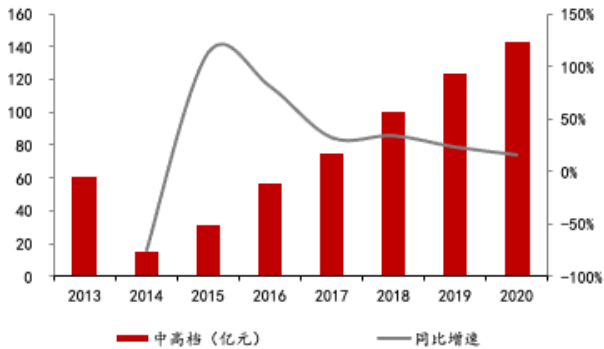
档，产品结构清晰。高档酒主要是国窖 1573 经典、中国品位、鸿运 568 等，价格在 1000 元以上；中档产品为窖龄酒和特曲，价格在 400-800 元；低档产品主要为头曲和二曲，价格在 400 元以下。中高档酒营收稳定增长，2020 年达到 142.37 亿元，同比增长 15.33%，低档酒受疫情影响有所下滑，2020 年营收为 22.11 亿元，同比下滑 32.41%。

表格 16. 泸州老窖产品一览

主要单品		价格 (元)	产品展示
高端	国窖 1573 (经典)	1359	
	国窖 1573 (中国品位)	3318	
	国窖 1573 (鸿运 568)	2219	
窖龄酒	窖龄 90 年	719	
	窖龄 60 年	438	
	窖龄 30 年	308	
中高端	特曲 60 版	588	
	特曲 80 版	618	
特曲	特曲晶彩版	538	
	特曲老字号	508	
头曲	精品头曲 D12	388	
	老头曲	78	
低端	六年窖头曲	168	
	磨砂二区	42	
二曲	圆瓶二曲	23	

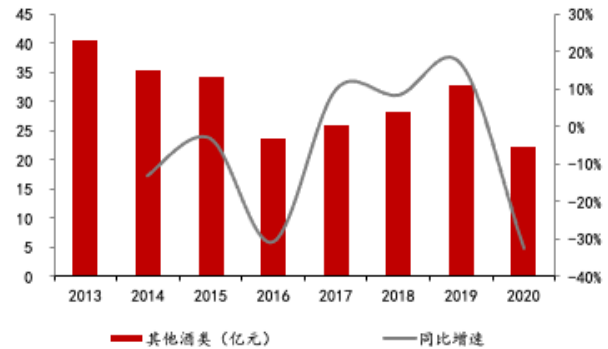
资料来源：公司官网，京东，川财证券研究所

图 32：中高端产品营收稳定增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 33：低档酒收入有所下滑



资料来源：公司公告，川财证券研究所

高端酒量价齐升，品牌力不断提升。从价来看，近年来国窖 1573 采取跟随五粮液定价策略，提价频繁，52 度国窖 1573 经典装团购价和零售价分别提至 1050、1399 元/瓶，批价提升至 920-930 元/瓶。从量上看，2020 年中高档酒销量为 2.53 万吨，同比下滑 1.49%，预计国窖 1573 销量超过万吨，

表格 17. 国窖 1573 近年来提价频繁

时间	具体提价政策
2019 年 1 月	国窖 1573 酒行供货价、团购价、零售价分别上调至 810、880、1099 元
2019 年 5 月	湖南地区终端价、配送价上调至 860、919 元
2019 年 8 月	国窖 1573 计划外价格上调 30 元，团购价、零售价分别上调至 919、1099 元
2019 年 12 月	国窖 1573 系列产品配额价、团购价、零售价上涨 30 元、50 元不等。
2020 年 6 月	52 度 500ml 国窖 1573 经典装在河南市场终端结算价格上调 10 元/瓶，终端供货价调整为 920 元/瓶。
2020 年 9 月	52 度、38 度国窖 1573 经典装结算价分别上调 40 元/瓶、30 元/瓶。
2021 年 1 月	52 度国窖 1573 经典装团购价建议 1050 元/瓶，零售价建议维持 1399 元/瓶；38 度国窖 1573 经典装团购价建议 750 元/瓶，零售价建议 999 元/瓶。百年泸州老窖窖龄酒 30 年（包含 38 度、52 度）终端供货价上调 10 元/瓶。

资料来源：酒说，新浪财经，川财证券研究所

高端产能持续扩张，保证后续发展。公司于 2016 年启动酿酒工程技改项目，共分两期，一期工程完成时间为 2020 年 12 月，二期工程预计完成时间为 2025 年 12 月。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。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。

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

2025 年泸州老窖的高端产能在 2 到 2.5 万吨左右。充足的高端酒产能将保证公司持续高质量发展。

表格 18. 泸州老窖通过募资扩大产能

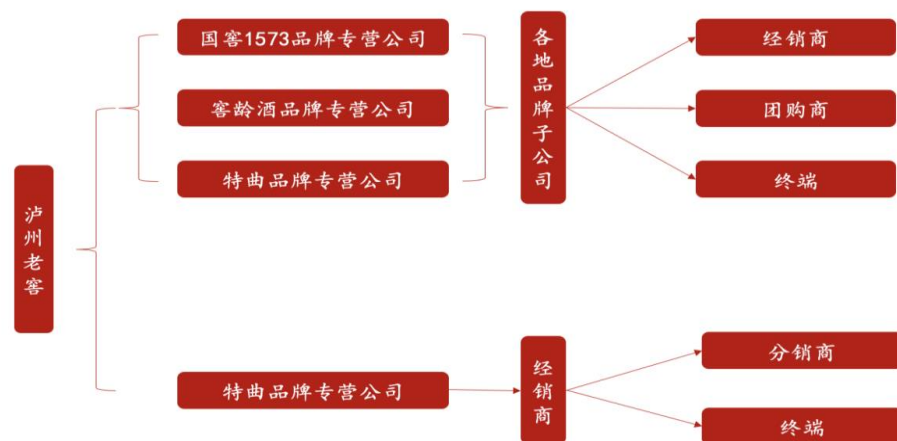
期数	项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金 (亿元)	新增产能情况
一期 (预计 2016-2020)	酿酒工程技改项目	33.41	30	
二期 (预计 2016-2025)	酿酒工程技改项目	40.73	40	优质基酒 10 万吨, 曲药 10 万吨, 储酒能力 38 万吨的现代化产业基地 (预计 2020 年 12 月提前竣工)
	信息管理系统智能化升级建设项目	7.17		
	黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目	2.83		
	黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目	1		
增加项目投资	酿酒工程技改项目	14.63	-	
	酿酒工程技改项目 (合计)	88.77	70	

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

4.2.2 品牌专营模式推进渠道扁平化

建立品牌专营模式。2014 年公司公司在成都成立久泰公司, 负责国窖 1573 成都市场运营, 2015 年正式成立国窖 1573 品牌专营公司, 开启品牌专营模式。公司成立国窖 1573、窖龄酒、特曲三大品牌专营公司, 并控股博大公司, 进行头曲和二曲的销售。品牌专营公司由经销商持股, 品牌专营公司的子公司负责直销或分销给各地经销商, 并在不同地区采取不同的销售模式。由于经销商直接对接久泰公司, 不存在二批商, 渠道逐渐扁平化。在利润上通过内部销售考核机制进行返利利润分配, 产品进销价差也能增厚渠道利润。

图 34: 泸州老窖品牌专营模式



资料来源：公司官网，川财证券研究所

品牌专营模式下终端管控加强。品牌经营模式下经销商或区域子公司直接对接渠道终端，渠道层级减少有利于厂家对终端的把控和价格体系的稳定。销售人员直接由公司任命，终端管控进一步强化。各品牌独立营销，市场运作职能收归公司，有利于执行公司大单品战略。

久泰公司成为代表模式。久泰公司为国窖 1573 品牌专营公司在成都的子公司。成都久泰公司成立国窖荟将之前多层级分销的终端客户转化为一二级合作终端客户，由久泰公司直接对接，渠道进一步扁平化。在久泰模式下，公司在成都直控 4000 多家终端门店，销售额实现快速提升。

表格 19. 品牌专营模式跟有利于公司发展

	久泰模式	柒泉模式
组织结构	分品牌运营	分区域运营
销售构成	公司指派管理层，任命销售人员直接接触终端销售，销售人员较多	销售人员为公司原销售成员，总经理又公司指派
考核情况	按品牌销售考核	按产品销售考核
终端控制情况	渠道扁平化，层级较少，控制力较强	渠道层级较多，控制力较弱

资料来源：公司官网，川财证券研究所

投资建议

浓香酒具有悠久的历史，其市场份额占据所有香型的 51%。白酒行业在 2016 年后随着落后产能持续出清，整体产量持续减少，分化发展和存量博弈成为主要特征。我们认为由于浓香型白酒历史悠久，风格特点在广大白酒消费群体中有较高的接受度，加之浓香型白酒的名优酒较多，产能较大，产品供应充足，市场普及度较高，在未来 10-20 年内仍将保持白酒第一大香型。浓香酒的发展前景也将朝着全国化、品质品牌化和高端化发展，而产能特别是高端产能将成为浓香酒的竞争基础。建议关注在品牌、渠道、产品力方面均处于行业领先地位的高端浓香酒企，相关标的：五粮液、泸州老窖。

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