

# 食品饮料

## 探寻白酒发展顶层逻辑，树立食品工业价值典范 ——白酒行业发现系列报告上篇：高端白酒

证券研究报告

2020年03月10日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘畅

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520010001

liuc@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《食品饮料-行业专题研究:休闲食品行业:行业交易额呈季节性波动,头部品牌地位稳固》 2020-03-04

2 《食品饮料-行业研究周报:创造的需求当前占优,未来关注消失的需求及递延的社交》 2020-03-01

3 《食品饮料-行业研究周报:茅台批价回升验证观点,必需食品受益周期延长》 2020-02-23

白酒龙头的更替史对于整个食品工业发展来说就是一部教科书。借助消费时钟的指引,消费时钟第一阶段和第二阶段初期,白酒行业的核心驱动力是量,供给端决定了品牌的高度。随着供大于求的出现,白酒行业进入品牌化初期,产品的差异性逐步显现。随着品牌化阶段的不断深入,营销手段五花八门,品牌力看似成了可以轻松逾越的浅滩。而在消费升级的今天,随着高端白酒企业管理能力的不断提升,对于沉淀下来的品牌护城河精心呵护,品牌力又成了看似不可超越的鸿沟。未来,高端白酒的量与价会如何发展,如何在“精神消费”中叠加更多的元素,消费时钟有迹可循。

龙头更替有且只有三种模式,白酒龙头如果再次易主只可能发生在第三种模式中,但发生概率不高。以史为鉴对三种模式进行归纳,对于酒企未来的发展有借鉴意义,同时也便于理解过去并判断未来。随着龙头公司的体量越来越大并且自我修正能力越来越强,企业的内部治理和经营策略都较以往更加稳健,自我的严重失误发生的概率几乎为零。第二种模式中需要较多的信息不对称,不断修炼自身而进行直线超车,结合现有的信息化时代,发生的概率也相对较低。所以可能的超越只会来自于第四消费时代的变化,换维打击,因此高端白酒也需要不断的破旧立新,顺应时代做出战略及战术的调整。

三维升级模型探讨消费升级下高端白酒的战略战术。渠道、产品和观念,三者贯穿了白酒升级的立体化方向,高端白酒的渠道升级是一门必修课,从产品向服务切换的时代,如何更好的直面自己的消费者是企业间竞争的利刃;产品升级是核心,精神消费无极限会驱动高端白酒追求极致化的感官体验;观念升级是本质,社会赋予高端白酒的含义,与大众赋予奢侈品的内核是不一样的,其场景更丰富,观念升级的本质未来将不断强化。

- ◆ **时代中的茅台。**茅台的成就有历史的偶然因素,也有时代的必然因素,本篇重点讨论的是茅台在第三消费时代的背景下,消费升级带动高端白酒的量价齐升的趋势没有改变,在高速发展的快速路上弯道超车的机会少之又少,同时伴随而来的投资属性、金融属性、社交属性也会相应加强,至少在未来两个五年计划中,茅台地位的稳定性相对较高。
- ◆ **五泸向上紧追不舍,向下品牌势能需收放平衡。**五粮液和国窖 1573 作为高端市场的另外两大玩家,品牌建设在未来十年需要常抓不放,在消费者观念升级的阶段不断强化品牌高度。同时加强渠道改革创新和品质升级。2035 年消费进入第四时代,消费的多样性和科技感会不断提升,自我升华的同时静候历史性的机遇。

市场扩容+景气向上+类奢侈品属性,高端白酒估值将有很大抬升空间。预计 2020 年高端白酒市场规模有望突破 1800 亿,持续扩容势头未减,并且随着高端白酒消费结构的转化,行业波动性和周期性在不断被平抑,景气度将持续升温。此外,随着高端白酒作为社交货币的强流通性在强化,文化认同感和保值增值的属性被放大,类奢侈品地位愈发凸显,估值有望向奢侈品靠拢。持续看好高端白酒行业,推荐贵州茅台、五粮液和泸州老窖。

**风险提示:**宏观经济风险,居民可支配收入增长缓慢,政策风险,行业竞争加剧风险,改革不及预期等。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600519.SH	贵州茅台	1155.50	买入	28.02	32.38	38.59	48.75	41.24	35.69	29.94	23.70
000585.SZ	五粮液	130.07	买入	3.45	4.60	6.06	7.73	37.70	28.28	21.46	16.83
000568.SZ	泸州老窖	81.38	买入	2.38	3.18	4.48	5.49	34.19	25.59	18.17	14.82

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

<b>1. 从消费时钟以静态视角探寻高端白酒行业发展驱动逻辑</b> .....	<b>5</b>
1.1. 物质匮乏成就泸州老窖龙头地位 .....	6
1.2. 品牌化阶段百家争鸣，汾五茅轮番登场 .....	7
1.2.1. 山西汾酒（1978-1993年）：体制变革和清香工艺满足快速增长的消费需求 .....	8
1.2.2. 五粮液（1994-2013年）：品牌化浪潮成就“中国酒业大王” .....	9
1.2.3. 贵州茅台（2014年-至今）：保持节奏，一路向上，等待时机，铸就品牌 .....	10
1.3. 价格是品牌力的支撑，品牌力是高端白酒的核心壁垒 .....	11
<b>2. 动态视角浅析龙头更替原因</b> .....	<b>12</b>
2.1. 行业座次更替无外乎三种方式 .....	12
2.2. 以史为鉴，信息爆炸的时代超越龙头的难度直线上升 .....	13
<b>3. 消费升级时代下，高端白酒行业的三维升级</b> .....	<b>14</b>
3.1. 三维升级模型为高端白酒在消费升级时代指明道路 .....	15
3.1.1. 三维升级刻画产品的定位，引领公司发展 .....	15
3.1.2. 高端白酒三维中，渠道升级是基础、产品升级是核心、观念升级是本质 .....	16
3.2. 是茅台的时代，还是时代中的茅台 .....	16
3.2.1. 普飞之上再无竞品，茅台有序收割高净值人群 .....	17
3.2.2. 茅台乘时代东风强化龙头地位 .....	18
3.3. 五泸向上紧追不舍，追赶者所需的自我革命和长跑精神 .....	20
3.3.1. 渠道模式顺势而为，灵活应变 .....	20
3.3.2. 产品结构清晰透明，品牌高度不断攀升 .....	22
3.3.3. 追赶者需厚积而薄发，发力第三种超越模式 .....	23
<b>4. 市场扩容下高端白酒社会属性逐步衍变，高端白酒估值打开向上空间</b> .....	<b>23</b>
4.1. 高端白酒市场持续扩容 .....	23
4.2. 企业内部治理和消费结构优化支撑行业景气上行 .....	24
4.2.1. 消费结构和企业主动改革，增强业绩可持续性 .....	24
4.2.2. 酒企主动调整发展节奏，行稳致远 .....	25
4.2.3. 疫情不改高端白酒行业景气向上趋势，波动性再次被平抑 .....	26
4.3. 高端白酒类奢侈品愈发明显，估值空间被打开 .....	27
<b>5. 投资建议：</b> .....	<b>28</b>
5.1. 贵州茅台：渠道改革任重道远，价格管控能力凸显。 .....	28
5.2. 五粮液：品牌建设常抓不懈，产品创新提升竞争力 .....	29
5.3. 泸州老窖：向上向下空间广泛 .....	29
<b>6. 风险提示：</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1：中国白酒行业龙头更迭史 .....	6
-----------------------	---

图 2: 中国消费百年时钟 .....	6
图 3: 泸州老窖的龙头之路 .....	7
图 4: 山西汾酒、五粮液、贵州茅台营收变动情况 .....	8
图 5: 山西汾酒的龙头之路 .....	9
图 6: 五粮液的龙头之路 .....	10
图 7: 贵州茅台的龙头之路 .....	11
图 8: 消费时钟与白酒龙头更替史相吻合 .....	11
图 9: 高端白酒市场集中度情况 .....	12
图 10: “老大”变局的三种模式 .....	13
图 11: 消费时钟第三阶段 .....	15
图 12: 2010 年至今我国社零消费累计同比 (%) .....	15
图 13: 三维升级模型 .....	15
图 14: 从 0 到无穷大的三维升级表现 .....	16
图 15: “扁平化+多样化”的传统渠道升级 .....	16
图 16: 茅台产品矩阵 .....	17
图 17: 高端白酒产量占比情况 .....	18
图 18: 纬房核心指数 (定基, 2018 年 1 月房价=100) .....	18
图 19: 十大城市二手住房成交量指数 (2017 年 1 月成交量=100) .....	18
图 20: 中国波指 (IVIX) 和上证综指变动情况 .....	19
图 21: 高净值人群品酒趋势变化 .....	19
图 22: 高净值人群名酒收藏趋势变化 .....	19
图 23: 53 度飞天茅台价格走势 .....	20
图 24: 不同年份出厂的茅台的价格 .....	20
图 25: 五粮液和泸州老窖发展逻辑 .....	20
图 26: 茅五泸批价走势图 .....	21
图 27: 五粮液渠道模式变革 .....	22
图 28: 泸州老窖渠道模式变革 .....	22
图 29: 五粮液产品结构 .....	22
图 30: 泸州老窖产品结构 .....	22
图 31: 五泸品牌营销和产品策略 .....	23
图 32: 消费时钟在白酒行业的应用 .....	23
图 33: 全国居民人均消费支出变化 .....	24
图 34: 中产及以上家庭数量及购买力变化 .....	24
图 35: 中国高净值人群数量变化 .....	24
图 36: 白酒消费结构趋于良性 .....	25
图 37: 白酒消费链 .....	26
图 38: 高端白酒逐渐向奢侈品靠拢 .....	28
图 39: 代表性奢侈品估值情况 (PE-TTM) .....	28
表 1: 我国白酒行业发展 .....	5
表 2: 茅台 vs 五粮液 .....	13

表 3: 茅台直销进程: .....	17
表 4: 近几年五粮液和泸州老窖渠道改革和提价情况 .....	21
表 5: 本轮周期与“黄金十年”高端酒企品牌、渠道情况 .....	24
表 6: 茅台、五粮液经销商大会要点 .....	25

纵观各个行业历史变迁，充满着太多的必然与偶然，也有着太多的“变”与“不变”。在行业的变迁中，无时不刻不上演着“行业要发展，历史要改写，龙头要革命”的情节。在变与不变之中，我们相信，只有不断变化，社会才会不断突破、不断重生、不断演进；只有淘宝的变，才有了今天的“电商世界”，进而改写了人们购物的方式；只有滴滴的变，才有了出租车行业的改变，为人们的出行带来新选择；只有苹果的变，才能颠覆手机通讯行业，带给人们不一样的生活方式。在不变中求变，是社会向前发展的根本动力。白酒行业的龙头变迁正是历史浪潮中精彩的一幕，他向我们演绎没有永远屹立的龙头，只有不断革命、奋进、坚守和逆袭的奋斗者。

## 1. 从消费时钟以静态视角探寻高端白酒行业发展驱动逻辑

食品工业看白酒，白酒行业看龙头。一直以来，白酒都是食品工业中产值最大，附加值最高的行业，是食品工业的皇冠。从建国以来，我国白酒行业经历几轮起起落落，从结果看似似乎逃不出周期的循环。计划经济时期，受国民经济计划影响，我国白酒企业蹒跚学步，发展缓慢。改革开放后，企业内部高利润、外部地方保护和粮食大丰收助推白酒行业快速发展。之后，受亚洲金融危机等宏观经济因素以及限公、税收调整等产业政策因素的影响，过度膨胀的白酒行业进入严寒期，白酒产量大幅下降。2004年，白酒行业天时地利人和，迎来黄金十年。2013年，国家限公、禁酒令等政策和消费升级观念双管齐下，白酒进入深度调整阶段。2016年白酒行业进入复苏阶段，产量开始呈现恢复性增长。

表 1：我国白酒行业发展

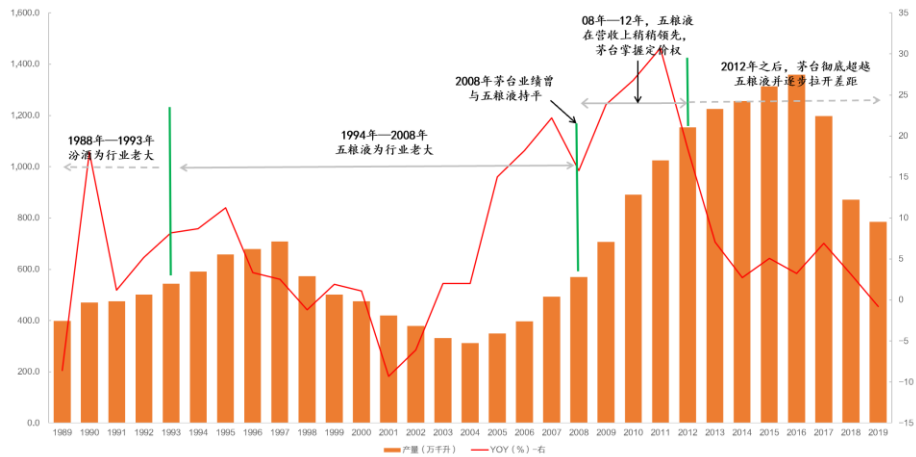
发展阶段	行业发展状况	行业发展影响因素		
		宏观因素	中观因素	微观因素
第一阶段 1949-1978	发展缓慢	计划经济，企业规模受制于国民经济计划；粮食短缺。	对小企业合并、传统工艺保护以及酿酒机理和白酒香型的科学研究，重视基础研究，出酒率提高。	企业逐步从家庭作坊生产转向规模化工厂。茅台、五粮液、汾酒扩大产能。
第二阶段 1979-1996	快速发展	市场经济蓬勃发展推动白酒行业快速发展，市场需求被极大的释放。	农村联产承包制的实施，农民劳动积极性提高，粮食大丰收加之白酒行业高利润吸引；1988年7月名酒价格管制放开；广告营销大行其道；1989年政务消费限制开始，名酒价格受压制，1996年第二次样额限制公务用车。	价格管制放开后，名酒开始分化，泸州老窖、古井贡酒、沱牌等降价降度，五粮液、茅台、剑南春开始提价。限公开始，酒企纷纷降价自保。广告酒横行，孔府家凭借央视广告一夜成名，秦池酒厂亮度成为标王，小酒企在各种媒体大放异彩。
第三阶段 1997-2003	衰退震荡	1997年亚洲金融危机、1998年大洪灾，持续5年通货紧缩导致国内经济低迷。	税收调整、产量统计口径收缩等产业政策限制白酒行业发展；行业遭遇诚信危机；	鲁酒标王事件、山西假酒事件；古井贡酒、泸州老窖陷入经营困境；五粮液在冲击中稳住了价格，自此超越茅台十年之久。
第四阶段 2004-2013	黄金十年	经济蓬勃发展；出口投资拉动经济高速增长；外来资本涌入，被白酒板块高毛利率吸引。	企业体制转变、营销理念的发展；经济发展带动政务商务交往活动增加，白酒的社交文化本质得到彰显，中高价位白酒兴起。	以口子窖、洋河为代表的老名酒企业走向复兴之路，盘中盘、后盘中盘、深度营销模式开始；茅台开拓军政渠道力保提价与品牌，取代五粮液成为新行业老大。
第五阶段 2014-2015	深度调整	国内经济从投资型向消费型驱动的转型，经济出现软着陆现象，告别GDP高增速时代。	受国家2012年第三次限制三公消费、禁酒令等政策的影响，白酒市场需求下降，产能过剩，我国白酒行业发展进入深度调整期。新消费税收征收办法出台以及80群体的崛起消费观念发生转变，政府接待费用减少、企业和个人消费能力下降。	白酒价格经历断崖式下跌，五粮液、茅台、泸州老窖纷纷降价；酒企收入利润增长减缓甚至下降。
第六阶段 2016-至今	复苏分化	国家经济转型大战，据村民收入和消费能力逐步提升。	政务需求已降至谷底，商务需求有望改善，个人消费崛起并成为白酒消费主力。受益产品结构升级和核心产品提价，毛利率持续上移+费用率稳步下行，驱动盈利能力快速提升。	15年8月初，高端白酒首次迎来提价，五粮液和茅台价格涨幅近一成，高端白酒业绩回升，其他酒企纷纷效仿提价填补空白价格带。

资料来源：华夏酒报，中国产业信息网，新浪财经，天风证券研究所

从古至今，谁是皇冠上的明珠一直是行业参与者竞相追逐的目标。白酒龙头从建国至今经

历过数次变换：从建国初期的泸州老窖，到 80 年代的山西汾酒、21 世纪初的五粮液，再到现在的贵州茅台，龙头易主表现的是行业内在驱动逻辑的变化，与我们在 2020 年度策略报告《消费时钟指向新四化，食品饮料分化加剧中的五条主线》中构建的“中国百年消费时钟”理论（以下简称“消费时钟”）相吻合。而当前在消费时钟的第三阶段，高端白酒有望率先走出周期的宿命，乘消费升级之春风，走出量价齐升的发展道路。

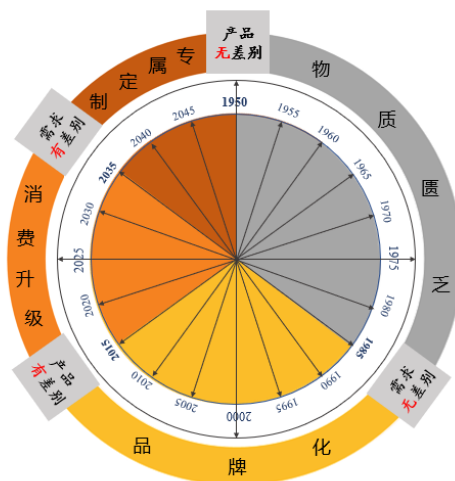
图 1：中国白酒行业龙头更迭史



资料来源：Wind，山西文博会，和讯网，天风证券研究所

消费在供给和需求轮流主导的背景下，呈现出不同的消费趋势，依次为物质匮乏时代（1950-1985）、品牌化阶段（1985-2015）、消费升级阶段（2015-2035）和专属消费时代（2035-2050），目前我国正处于消费升级初级阶段（具体分析请参看 2020 天风食品饮料策略报告《消费时钟指向新四化，食品饮料分化加剧中的五条主线》）。白酒行业龙头的诞生基本上也是遵循了消费的发展趋势，梳理之后对当前龙头未来的走向会有更加清晰的认识和判断。

图 2：中国消费百年时钟



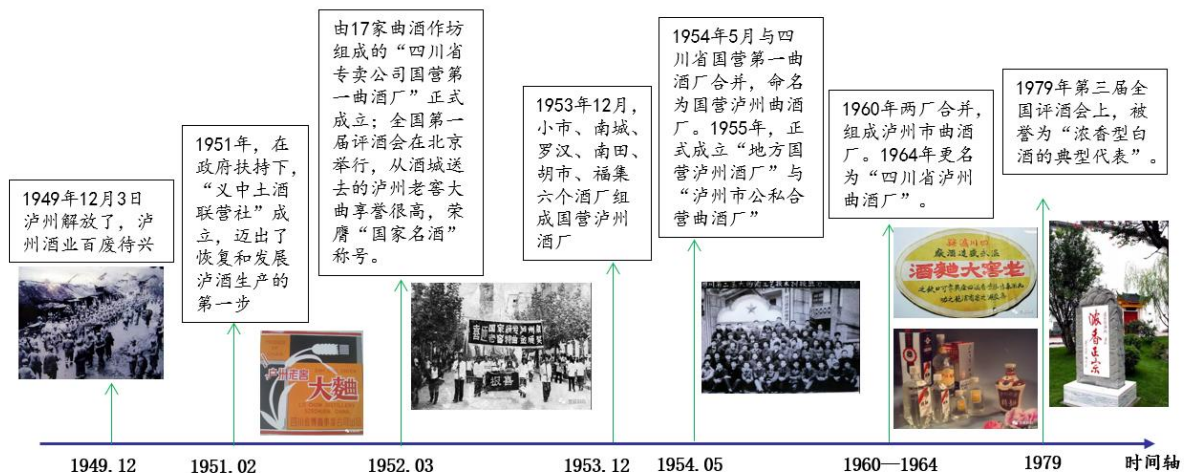
资料来源：天风证券研究所

### 1.1. 物质匮乏成就泸州老窖龙头地位

消费时钟第一阶段（1950-1985），35 年，物质匮乏阶段，产品无差别→需求无差别。这一阶段由供给决定消费，“重积累，轻消费”，可以分为两个部分，一是统购统销的计划经济时代，二是改革开放初期的市场经济时代。无论是计划经济还是改革开放初期，由于生产力水平落后、物质匮乏，其消费方式均由供给决定，大众的真实需求被隐藏。基于当时薄弱的经济基础和国际环境的压力，使经济体制中产生强烈重积累和低消费冲动，生产上追求多积累，消费上实行低消费，以满足基本生活需求为导向。

老窖凭借浓香技术优势，解决了物质匮乏的痛点，成就其龙头地位。在计划经济体制下，泸州老窖同当时所有生产单位一样，处于卖方市场地位，购酒都是凭酒票，泸州老窖的酒票更是因为一票难求被亲切地称作“老县长”，也就是最起码要县长批条才能买得到。老窖之所以能够有此成就，一方面凭借其浓香工艺，既解决了粮食短缺的问题，又解决了饮酒问题，使得老窖在物质匮乏的时代能够将浓香技术输出；另一方面，老窖作为国企，得到了国家的支持，在 1952 年泸州老窖特曲就被国家确定为浓香型白酒的典型性代表，同时也成为了我国第一个百万级规模企业。

图 3：泸州老窖的龙头之路



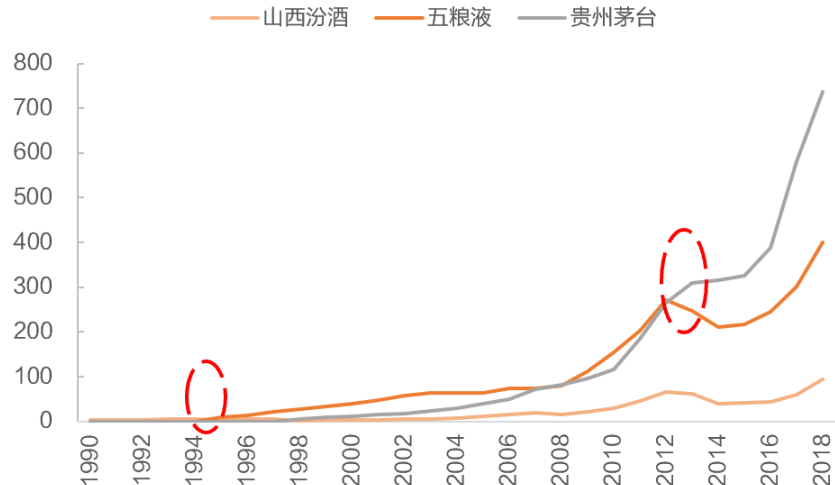
资料来源：凤凰网酒业，酒志网，泸州市政协网，中国酒业协会，糖酒快讯，天风证券研究所

## 1.2. 品牌化阶段百家争鸣，汾五茅轮番登场

第二阶段（1985-2015），30年，品牌化阶段，需求无差别→产品有差别。1984年我国基本解决温饱问题，正式宣告消费第一阶段结束，消费第二阶段开始。解决温饱问题之后，消费开始由量向质转变。这一阶段我国充分享受改革开放和加入WTO带来的发展红利，社会生产力潜力被释放，供给激增使得消费者的需求开始出现差异。该阶段品牌化是核心驱动因素，拉动着消费逐步开始远离“需求无差别”，向“产品有差别”迈进，消费出现了分化。“品牌化”代表了一定程度上品质的背书，同时也是社会地位的象征，实现了消费心理上的满足。

计划经济时期的老窖是荣耀的，也是有担当的。但伴随着计划经济体制的弊端不断显露，国家在78年实行改革开放的大背景下，众多体制改革的企业有了更加高效的推进器，逐步追上并反超了老窖。**品牌化阶段是白历史上浓墨重彩的一阶段，在此期间，行业老大更换了三家：**一是受益改革开放带来体制变革的山西汾酒，二是充分受益品牌化红利的五粮液，三是品牌护城河不断拓宽的贵州茅台。

图 4：山西汾酒、五粮液、贵州茅台营收变动情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2.1. 山西汾酒（1978-1993 年）：体制变革和清香工艺满足快速增长的消费需求

公司是改革开放和品牌化初期的受益者。公司在 1978 年改革开放后率先进行改革，凭借其清香工艺的优势，满足日益增长的需求。同时汾酒悠久的历史奠定了其品牌力，成就了“汾老大”的地位。相关数据显示，1987 年汾酒厂实现利税 8830.58 万元，是五粮液的 4 倍，茅台的 6 倍。汾酒也是我国第一家上市酒企，于 94 年在上交所上市。上市同年，汾酒产能突破 2.6 万吨，全国第一；年出口量达到 2000 多吨，出口创汇全行业第一；利税 3.73 亿元。

- ◆ **率先改革体制，提高生产效率。**1978 年改革开放以后，汾酒率先实施改革，先后进行了企业扩权、利改税、厂长经理负责制、经营承包制、横向经济联合、资本运营股份制改造及企业内部三项制度改革等工作，使得汾酒的生产效率有了极大的提升，逐步在行业中崭露头角。
- ◆ **清香工艺满足日益增长的消费需求。**汾酒的崛起处在第一阶段后期和第二阶段前期，这一时期生产力水平刚刚得到解放，供给仍然较为匮乏，这时汾酒的清香工艺便展现出其优势。清香工艺具有生产周期短、成本低、出酒率高的特点，能够快速扩量以满足快速增长的消费需求。
- ◆ **汾酒具备的品牌优势，也让其在品牌化阶段受益一时。**随着生产力的解放，清香的工艺优势有所弱化，支撑其在品牌化阶段初期的另一重要因素在于其历史沉淀。汾酒，有着 6000 年左右的悠久历史，早在南北朝时期，汾酒作为宫廷御酒受到北齐武成帝的极力推崇；唐代著名诗人杜甫一首《清明》诗吟出千古绝唱“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”成就了汾酒的二次辉煌；一九一五年汾酒在巴拿马万国博览会上荣获一等优胜金质奖后，其声誉更是宇内交驰，名声大噪；新中国成立后，汾酒蝉联五届全国评酒会的金奖。悠久的历史也奠定了其品牌力，成就了“汾老大”的名声。



图 5：山西汾酒的龙头之路



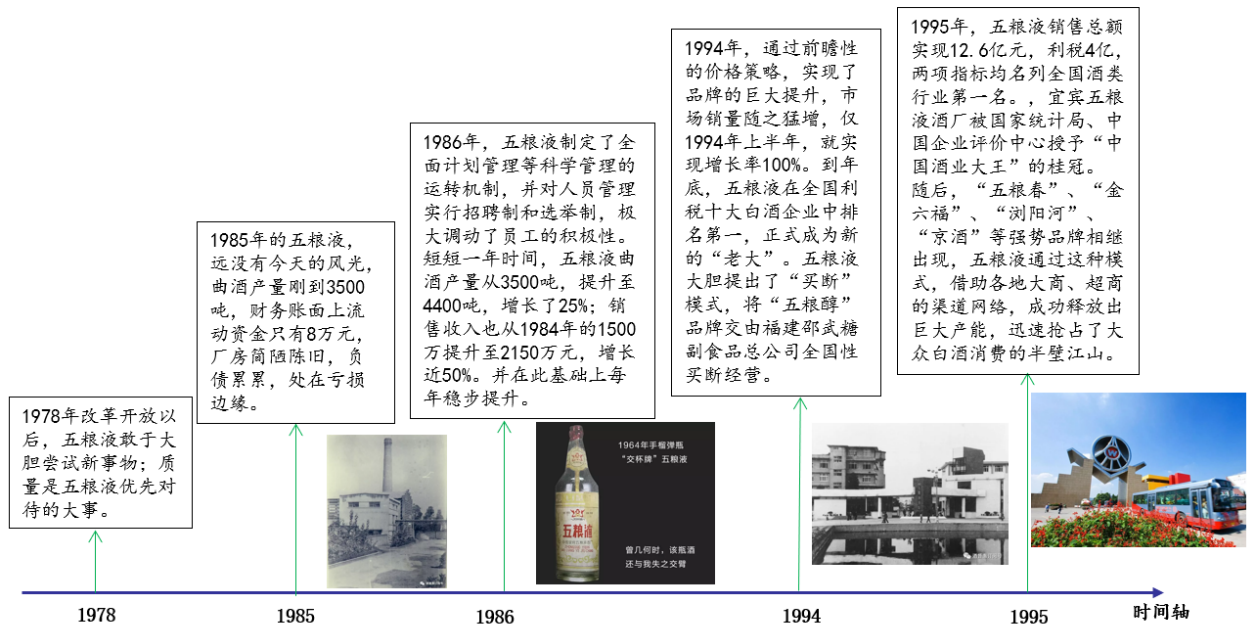
资料来源：云酒头条，酒志网，糖酒快讯，最酒，天风证券研究所

### 1.2.2. 五粮液（1994-2013年）：品牌化浪潮成就“中国酒业大王”

我们将五粮液的时代分为两个部分，第一部分为 2000 年之前，这一时期消费需求在快速增长，与之相应的供给却处于不足的态势，这一阶段需要通过快速的产能扩张来满足需求的急剧增长；第二部分为 2000 年之后，这一阶段供大于求，品牌化开始登上历史舞台。五粮液正是抓住了这两个阶段的特征，进行产能扩张和 OEM，从而成就龙头地位。

- ◆ **产能高，能够满足日益增长的需求。**此时的五粮液，不仅及时提高了自己的价格，同时还正在大规模的扩张产能，其扩产战略与白酒产业乃至中国社会整体处于短缺经济时代相吻合。五粮液正是抓住了短期经济的时机，在最恰当的时刻进行大规模扩产，由此导致在 90 年代开始五粮液飞速发展，从此，五粮液异军突起成为中国白酒市场的龙头。
- ◆ **品牌化浪潮下，五粮液率先提价，OEM 大行其道。**消费时钟进入到 90 年代，此时产品的同质化愈发严重，消费者开始追求品牌的差异，这也为全国“白酒贴牌”埋下了伏笔。五粮液借此时机实现超车，一方面价格双轨制下，五粮液率先提价，奠定品牌基础，另一方面，通过 OEM 制造“广告酒”，快速占领市场，为五粮液走向全国奠定了基础。
- ◆ **渠道策略：大商为主，快速占领。**自 1988 年白酒放开定价权开始，五粮液就开始了积极的市场化策略，特别是在当时中国白酒销售尚处于糖酒公司统购统销的大背景下，五粮液积极拓展营销渠道，以总代模式为创新点，挑选实力强大的经销商实现低成本快速扩张。同时，总经销的模式也使得五粮液的品类实现拓展，进一步增加营收。

图 6：五粮液的龙头之路



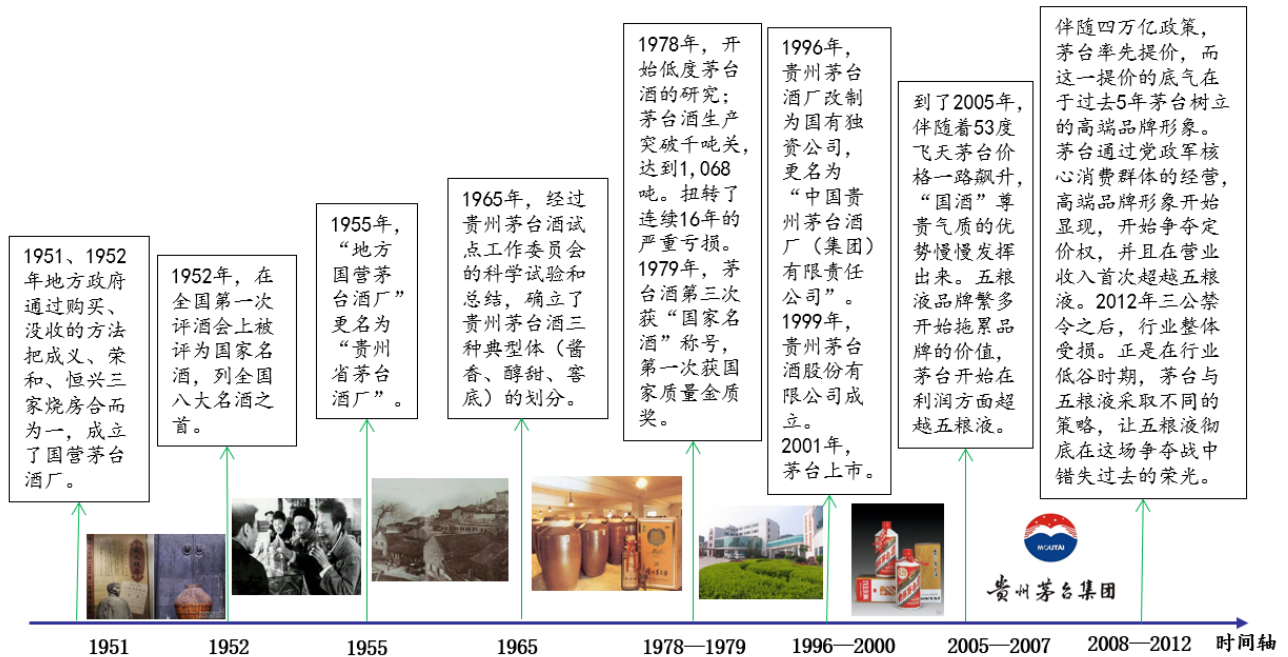
资料来源：云酒头条，天风证券研究所

### 1.2.3. 贵州茅台（2014年-至今）：保持节奏，一路向上，等待时机，铸就品牌

从营收角度看，2013年茅台营收超越五粮液，正式开启属于茅台的龙头时代。茅台成功的原因，一方面是公司不断夯实品牌基础，打造品牌护城河，另一方面，茅台从2000年以来，一直紧抓意见领袖，同时通过小商模式稳定价格，奠定其品牌基础。

- ◆ **品牌策略围绕高端定位。**因为红色文化的历史背景，2019年6月之前，茅台一直以“国酒”自居，在品牌上始终保持较强的号召力，同时茅台一贯坚守自己的品牌底线，不跟风追趋势，宣传自己复杂工艺的特征，让“稀缺性”成为人们的共识。高端品牌形象不是一天建成的，但是一个品牌可以守得云开月，始终保持自己的节奏是难能可贵的。
- ◆ **13—15年行业深度调整彻底奠定茅台龙头地位。**2012年三公禁令之后，行业整体受损。正是在行业低谷时期，茅台专注维护自身品牌，采取稳价策略；而这段时期，其他高端白酒均跃跃欲试，导致出厂价、终端价倒挂，先提价后降价，价格波动剧烈。造成的结果便是，经销商和市场信心低迷，销量大幅下滑，量价双跌。也正是这一段行业深度调整期，也奠定了茅台绝对的白酒龙头地位。

图 7：贵州茅台的龙头之路

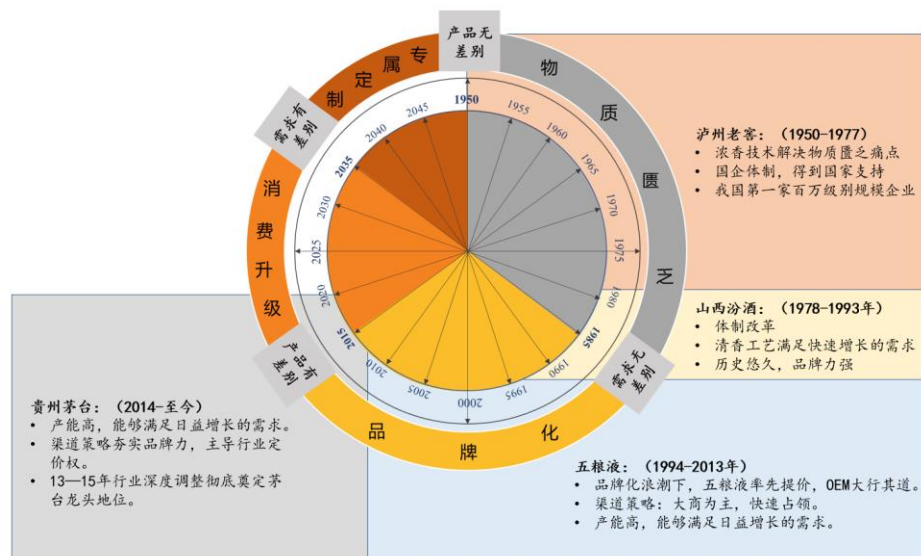


资料来源：茅酒管家，酒志网，新浪财经，天风证券研究所

### 1.3. 价格是品牌力的支撑，品牌力是高端白酒的核心壁垒

通过分析白酒龙头的更替史，遵循消费时钟，我们能够清晰的得出每一阶段白酒行业的核心驱动，而企业顺应核心驱动，便有机会成为行业龙头。消费时钟第一阶段和第二阶段初期，白酒行业的核心驱动是量，即规模大的企业，对应的营收也高。而随着供大于求的出现，白酒行业开始进入品牌化初期，这一阶段品牌是产品的主要差异。而随着品牌化阶段的不断深度，品牌竞争日趋激烈，这一阶段，品牌力强弱成为竞争的关键点。而在分析高端白酒行业，价格这一主线始终贯穿其中，谁能主导行业的定价权，谁就能成为行业的老大。价格是品牌力最直接的表现，这也符合高端白酒“精神消费”的属性。而品牌力的打造并非一朝一夕，这也构筑了高端白酒最核心的壁垒。

图 8：消费时钟与白酒龙头更替史相吻合

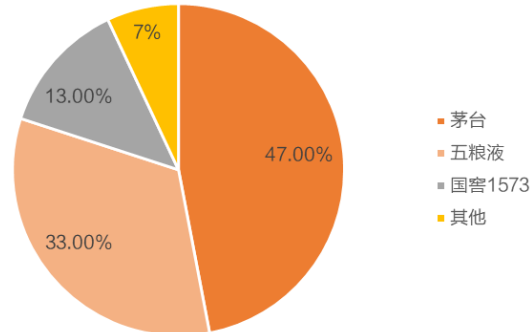


资料来源：云酒头条，糖酒快讯，天风证券研究所

高端白酒格局稳定，“茅五泸”壁垒高。自 15 年白酒行业复苏以来，行业开始进入快速发展和整合阶段。高端白酒率先进行整合，在此阶段茅五泸均对自身的品牌建设和渠道改革提出了新的目标，目前高端白酒行业格局相对稳定，主要以茅台、五粮液和国窖 1573 为

代表，外加少量的梦之蓝、酒鬼酒内参等。茅台在高端白酒市场占据将近一半的份额，销量占比达到 47.00%，五粮液销量占比为 33.00%，国窖 1573 占据 13.00%的份额，其他高端酒品牌瓜分剩下的 7%市场。

图 9：高端白酒市场集中度情况



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所（备注：高端白酒指 700 元以上白酒，全文同此定义）

## 2. 动态视角浅析龙头更替原因

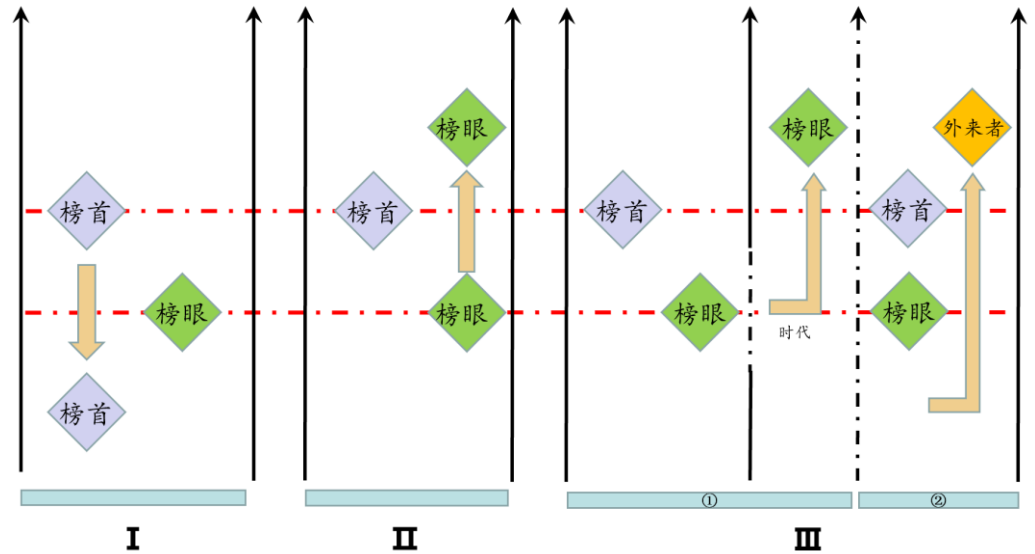
我们在第一部分以静态的视角，分析了每一个阶段行业龙头的经营特征，企业之所以会成为龙头，是因其战略和战术符合当时的时代背景。但在龙头交替的过程当中，往往会出现老大失误、老二逆袭等现象，这一过程是动态的且复杂的，在这一部分，我们将通过“龙头更替模型”来深入分析龙头交替背后的原因。

### 2.1. 行业座次更替无外乎三种方式

纵观各个行业历史变迁，充满着太多的必然与偶然，也有着太多的“变”与“不变”。行业要发展，历史要改写，龙头要革命。没有永远屹立的龙头，只有不断变化发展中的坚守与逆袭。龙头的变化大体上可以分为三种模式：

- ◆ **一失足成千古恨：**在行业竞争中，行业龙头因为自身的决策、战略等失误，使得公司的发展陷入困境，给了其他公司超越的机会。
- ◆ **老骥伏枥，后生可畏：**纵使行业老大不犯错误，但由于其他公司自我的不断努力，不断地积蓄力量，最终在一定地时机下成功超越龙头。
- ◆ **没有败给任何人，除了这个时代：**世事变迁，历史潮流不可改变。在时代浪潮面前，唯有顺应时代趋势，方能成就龙头地位。不同时代其消费主导地因素不同，公司只有不断地自我革命，追赶甚至引领时代潮流，方能在竞争中立于不败之地。第三模式下，有两种可能地场景，一是行业老二抓住时代趋势进行弯道超车，二是行业外来者换维打击，实现超越。

图 10：“老大”变局的三种模式



资料来源：天风证券研究所

## 2.2. 以史为鉴，信息爆炸的时代超越龙头的难度直线上升

我们将龙头更替模型运用到白酒行业，三种超越模式都有出现，汾酒超越老窖是模式二的表现，老窖并未在那一时间段做错什么，而是汾酒抓住了改革的先机，开启了汾老大时代；五粮液超越汾酒则是模式三的表现，即五粮液顺应时代背景，用品牌化等策略，实现弯道超车；茅台对五粮液的超越是模式一的表现，茅台自始至终按照自己的节奏发展，坚守本身就是一种巨大的力量，同时抓住对手的调整期，进行了超越。

- 汾酒的超越—第二模式：**计划经济时期的老窖是荣耀的，也是有担当的。但伴随着计划经济体制的弊端不断显露，国家在 78 年实行改革开放的大背景下，众多体制改革的企业有了更加高效的推进器，逐步追上并反超了老窖。汾酒便是在这一时代中，抓住了改革的机遇，实现反超。
- 五粮液的超越—第三模式：**一是从 1984 年到 1988 年，国家对“酒类专卖”的价格开始放开，实行“双轨制”，众多名酒开始纷纷提价，但汾酒因受政策影响，要求汾酒厂必须以国家利益、人民利益为第一考虑要素，应当要做市民喝得起的名酒，使得汾酒未能真正实现价格自主定价，错失了提价良机。二是“广告酒”的兴起，推动酒类 OEM 浪潮，但汾酒坚守质量为王与此次发展“失之交臂”。汾酒的“让位”多少令人唏嘘，同时也是恰逢消费时钟走入第二阶段，品牌化的时期成就了一批企业实现了龙头的跃迁。
- 茅台的超越—第一模式：**茅台对五粮液的超越，萌芽于品牌化浪潮的盛行期，起于消费时钟第二阶段的末期，发展于消费时钟第三阶段。背后的原因太过复杂，从表象上看这次超越属于第一类超越模式。对手在大规模的“贴牌”之后，品牌价值被不断稀释，渠道的大商模式也使得价格在那段时期起伏不定，茅台乘胜追击奠定市场地位，开启消费升新篇章。

表 2：茅台 vs 五粮液

时间段	行业	茅台	五粮液	特征
1988—1998	发展初期：1987 年放开定价权，茅五沪纷纷提价，各品牌通过提价、扩产、营销抢夺市场份额。五粮液从 94 年开始成为行业第一。	自由发展：价：跟随行业提价，前期不重视营销，终端维护弱量：滞后于五粮液	提价扩产：价：1987 年国家开放名酒定价权后，率先提价；89 年二次提价，94 年三次提价，超过老窖、汾酒。量：市场化带来需求扩容，5 次扩产成第一大酒企。战略：首创专卖店销售模式/大经销商模式/经销商买断经营/OEM；97 年之后实行买断经营和 OEM。五粮液等几十个嫁接品牌。	行业发展初期，高端酒整体提价，通过扩产、提价、营销等方式抢夺市场份额。五粮液通过提价、营销、扩产、模式创新等抢占第一位置。

1998—2001	深度调整期：行业从高速发展进入深度调整期	下调价格： 价：98 年金融危机，下调价格至 228 元，价格上被五粮液赶超 量：滞后于五粮液	稳价： 价：98 年金融危机，与茅台相反，坚持稳价策略， 量：91 年以来扩产，达 9 万吨产能	行业调整期，茅台该阶段对营销和终端不重视，金融危机后价格被五粮液赶超。五粮液保持第一位置
2002—2007	复苏期—黄金 10 年上半年：宏观经济从金融危机后逐步复苏，固定资产投资等高速增长，产生了大量高端白酒需求，行业从调整期过渡到黄金 10 年（2003—2012），茅台逐步取代五粮液成为行业老大	改革进取：价：跟随五粮液调价； 量：略低于五粮液 战略：营销改革，通过定位“党政军核心消费群”+“专卖店主渠道”+“央视广告”+“股票上市并保持高价股”+“提价”相结合的方式，树立起国酒茅台高端品牌形象	价：2 次率先提价，主导定价权； 量：高于茅台 战略：1+9+8 策略：精简 OEM 及买断经营品牌，即五粮液一个国际性品牌，9 个全国性品牌，8 个区域性强势品牌	行业发展黄金期，五粮液为 OEM 模式所累，高峰时期子孙品牌超过 100 个，茅台通过定价策略、开拓党政军渠道等，高速增长，为赶超五粮液奠定基础
2008—2011	黄金 10 年下半年：四万亿刺激，行业整体快速发展，业绩与估值维持高位。	提价超越： 价：2008 年初率先提价，超越五粮液，成为高端代表 量：略滞后五粮液	被动跟随：价：茅台提价后，五粮液在当年 9 月提价；2009 年初茅台几乎同时提价，2009 年茅台再次率先提价；量：略微领先； 战略：调整，仍然是在做减法，减少中低档酒产量，精简系列酒品牌个数	行业黄金期后期，茅台持续高速增长，成为超高端代表，估值维持在高位（30X 以上）
2012—2014	深度调整期：三公禁令之后，行业整体受损，量价齐跌，行业走向分化	稳价策略： 价：2012 年调价后采取稳价策略，巩固地位 量：销量持续上升，2013 年赶超五粮液	价格震荡，量价齐跌： 价：价格波动大； 量：受行业及自身调价影响，量价齐跌； 战略：1+5+N 策略，做精做细龙头产品，做强做大腰部产品，做稳做实中低价位产品	行业调整期，行业格局进一步分化，成就茅台地位
2015 至今	复苏期：行业进入成熟期，格局分化，行业集中度提高，强者越强	量价齐升： 价格：稳价 2017 年底提价 18%； 量：稳步提升，2012—2017 销量 CAGR17%	复苏期： 价：跟随 量：逐步复苏，恢复到 2012 年 战略：1+3+5 产品矩阵；清理总经销品牌 1 个，清理产品近 300 个。	茅台量价齐升，率先复苏，地位稳固

资料来源：酒易代，e 公司，公司年报，天风证券研究所

以史为鉴，通过对三种模式的归纳，对于酒企未来的发展有借鉴意义，同时也为我们分析未来行业发展提供了抓手。第一种模式的超越，主因老大的失误，这一模式在未来出现的概率较低，因为目前酒企的发展已经逐渐步入成熟阶段，经历了行业的起起落落，企业的内部治理和经营策略都较以往更加稳健，而这种稳健也降低了自身犯错的概率。第二种模式的超越，需要外部环境的配合，以及信息的不对称性，信息爆炸的今天这种模式也较难发生。有可能改变现有行业格局的可能是第三模式，即顺应时代，成就自我。我国目前已进入消费时钟第三阶段，消费升级时代，行业位次的改变需要着眼于公司为顺应消费升级趋势所作出的战略战术。

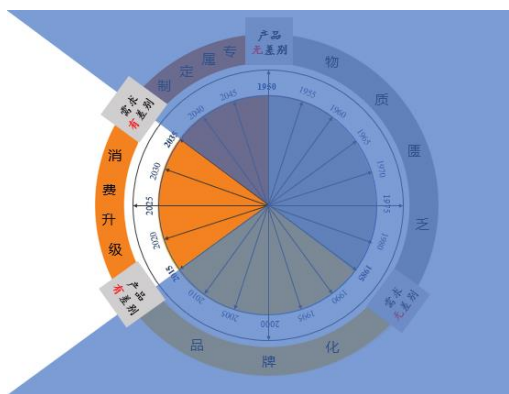
### 3. 消费升级时代下，高端白酒行业的三维升级

消费时钟第三阶段（2015-2035），20 年，消费升级阶段，产品有差别→需求有差别。第二阶段的结果实现了“先富”但暂未带动“后富”，城市在撕裂，人群在撕裂，消费在撕裂。而随着我国经济的快速发展，居民消费显著提升，我们已实现供给约束向需求约束的转变，需求层次逐渐从传统消费向“医疗保健+教育文化娱乐”等新兴消费转变，服务消费成为消费增长的重要引擎。随着我国消费进入存量竞争，消费升级这个概念开始口口相传，从一二线向三四线迈进，从外在消费向内在消费迈进。也正因此，“供给有差别”导致了“需求有差别”，生产力已经彻底不再是问题。同时信息传播更加迅速，也逐步的拉近了高低线城市的消费差别。目前我们正处于消费升级的初级阶段，消费投资的大幕才刚刚开启。

消费进入存量阶段，消费处在“调结构”的初级阶段。2015 年以来，经济高增长态势悄然

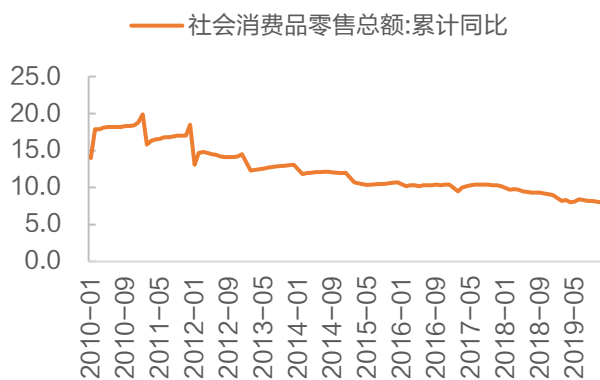
发生变化。随中国经济发展进入新常态，模仿型、排浪式消费结束，消费需求由量向质转变，消费增速逐步放缓，消费结构深入调整，个性化、多样化逐渐成为主流，信息、绿色、服务消费等亮点纷呈。特别是十八大以后，各地、各部门按党中央统一部署，着力推进经济发展从数量增长向质量增长转变。随经济换挡升级，消费增长动能转换需经历较长过程，消费增速客观上呈现整体放缓趋势。2016年-2019年社会零售总额实际增速分别为10.40%/10.20%/8.98%/8.00%，增速逐渐放缓。

图 11：消费时钟第三阶段



资料来源：天风证券研究所

图 12：2010 年至今我国社零消费累计同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

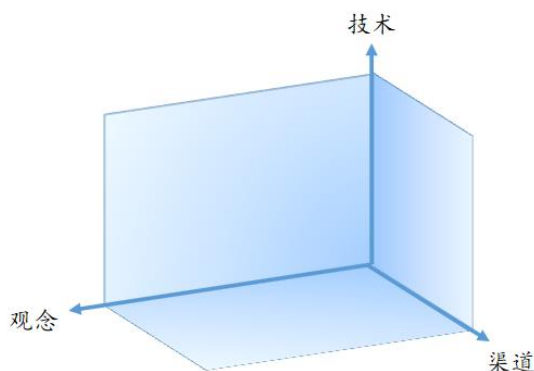
消费时钟进入第三阶段后，消费升级驱动企业业绩增长，这就要求企业产品符合升级趋势。对于高端白酒行业来说，消费人群的扩充推动市场扩容，而针对白酒特殊的消费属性，使得品牌力成为企业业绩增长的基础，如何不断夯实品牌力，我们通过“三维升级”模型予以分析。

### 3.1. 三维升级模型为高端白酒在消费升级时代指明道路

#### 3.1.1. 三维升级刻画产品的定位，引领公司发展

我们在做前瞻性研究的时候，总会去判断一个公司的产品是不是有生命力，是不是迎合了当前的消费趋势；进而从产品角度会对这个公司未来的发展做出判断。我们认为任何一个食品饮料公司，甚至是消费品公司的发展都可以从“技术”、“渠道”以及“观念”三个维度进行突破升级，任何一个产品，甚至是公司都可以在这个“三维升级坐标系”中找到自己对应的位置，每一个轴都会有截距，每一个截距都是特定方面的映射。即使有的公司可能绝对位置找不准，但是通过与竞品或者对手相比较，相对位置也是找得到的。

图 13：三维升级模型

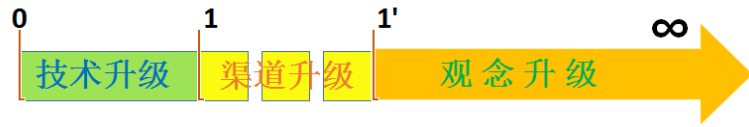


资料来源：天风证券研究所

对于这三方面的升级，基本涵盖了一个产品或者一个公司所应该升级方向的全部，换句话说，这个坐标系应该包含所有的消费品公司。生产技术的升级是革命性的，是从 0 到 1 的

过程。渠道升级一种是电商平台这样新技术的应用，开创新的销售渠道；另一种是传统渠道模式的变革，进行多样化和扁平化，使得经营效率在不断提升，渠道升级可以理解成为是从1到1'的过程。观念升级体现在消费者对个性化、健康化、绿色化、情绪化、高端化、功能化的不同追求不断得到满足与发展。这就是新的社会矛盾中提到的“人民日益增长的美好生活需要”，从这一点看，可以说是从1到无穷大（∞）的一种体现。

图 14：从 0 到无穷大的三维升级表现



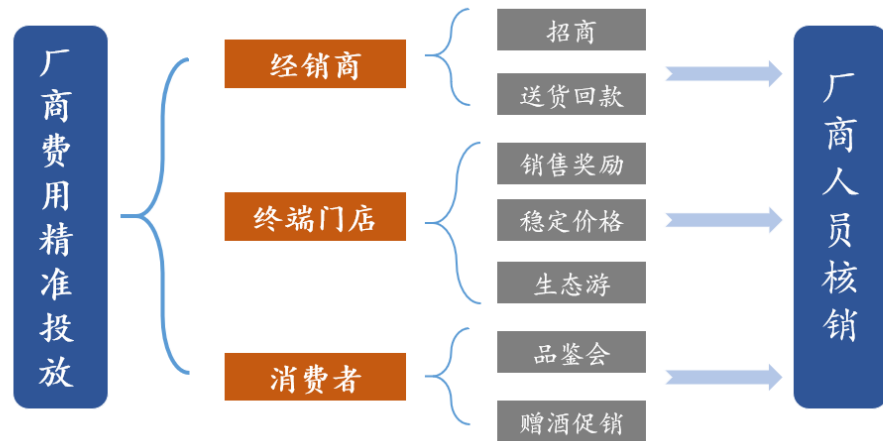
资料来源：天风证券研究所

三维升级是消费升级的具体体现，任何消费品公司都存在，如果一个公司在任何一个轴上都没有映射，那么这个公司也是没有生命力的，高端白酒在三个维度都有大幅提升空间。

### 3.1.2. 高端白酒三维中，渠道升级是基础、产品升级是核心、观念升级是本质

渠道升级是基础，扁平化和精细化的同时，要更多的面向消费者的服务转移。高端白酒的核心是价格，渠道的升级改革，能够加强厂商对于终端渠道的把控，稳定价格表现。高端白酒的渠道升级，一方面能够通过增加直销占比来实现，另一方面能够通过削减经销层级实现渠道扁平，同时建立数字化系统，加强渠道管控。线上渠道和终端建设常抓不放，通过线上和线下两个维度共同圈定消费者的画像。

图 15：“扁平化+多样化”的传统渠道升级



资料来源：天风证券研究所

产品升级是核心，消费升级的时代好的产品永远是王道。高端白酒的品质必须是整个白酒中最高的，因此在产品本身更需要引领行业的发展，进行不断的升级和迭代。同时在产品本身的科技含量也需要不断提升，逐步迎合消费时钟第四阶段，当前企业借助信息化系统，实现产品的追踪，未来就是利用科技在消费领域的应用，给消费者带来更多的感官体验。

观念升级是本质。消费时钟进入第三阶段后，企业对于消费者真实需求的研究提到了至高无上的地步，高端产品同样不例外。优秀的企业善于引领需求，高端白酒的最终目的是不断夯实自己的品牌护城河，能够不断地驱动消费者的观念升级，本身就可以确保品牌上的核心地位。

### 3.2. 是茅台的时代，还是时代中的茅台



### 3.2.1. 普飞之上再无竞品，茅台有序收割高净值人群

茅台通过不断丰富产品矩阵，加码高端产品，夯实品牌力。目前白酒的消费结构已经从三公消费主导向日常消费倾斜，普飞的受众也已经逐步扩大至大众消费者。当普飞可以“飞入寻常百姓家”之后，对更高价位、更高端酒的需求开始涌现。茅台通过年份酒、生肖酒、精品茅台等非标产品，不断向上升级，产品价格带覆盖范围更高更广，把握高端白酒市场主导权。

图 16：茅台产品矩阵

普飞					
	猴	鸡	狗	猪	鼠
生肖酒					
	50年	30年		15年	
陈年酒					
	不同规格不同颜色飞天茅台				
精品茅台酒			定制酒 		

资料来源：公司官网，京东商城，天风证券研究所（产品矩阵所展示商品为该系列部分商品）

渠道变革加速推进，加强终端价格控制，支撑品牌价值。随着消费结构的变化，渠道的政策也随之改变，目前茅台正致力于直销渠道的推进，从而增强对终端价格的控制。茅台的渠道改革开始于 2019 年，19 年开始，公司收回 500 家左右经销权，约 6000 吨配额用于直销渠道改革。同时开始招募电商、KA 等渠道，投放 1499 元平价茅台。2020 年 1 月公司新增 19 家 KA 渠道，直销进程加速，为公司渠道改革和市场控制奠定基础。

表 3：茅台直销进程：

时间	事件
2019 年初	收回 500 家左右经销权，约 6000 吨配额。
2019 年 4 月	600 吨茅台酒公开招募商超卖场
2019 年 5 月	股东大会透露，直营店的茅台酒和系列酒供应量每年将增加 1000 吨左右
2019 年 7 月	选择 3 家全国电商平台，供应 400 吨茅台酒
2019 年 8 月	4 月份 600 吨商超渠道的招标落地，物美、华润等大型商超开始销售 1499 的茅台
2019 年 9 月	确定天猫和苏宁为全国直销电商平台
2019 年 11 月	在机场、高铁站等渠道投放 1499 评价茅台。

2019年11月 在贵州省内，以1499元评价购买茅台，并搭售500元农产品。

2020年1月 新增10个区域19家KA卖场。

资料来源：茅台时空，微酒，酒业家，天风证券研究所

### 3.2.2. 茅台乘时代东风强化龙头地位

**经济环境和收藏需求进一步激发茅台投资属性。**2018年我国白酒产量约为871万吨，而茅五泸高端产量不足6万吨，占比不到全国的1%，这也使得高端白酒具有一定的稀缺性。茅台也一以贯之的在强调其酿造工艺之复杂，生产周期之长，进一步塑造了稀缺品的形象。根据茅台公司披露的产能数据，按照三年出酒时间和85%的出酒率计算，2018-2025年公司销量CAGR为6.82%。而根据波士顿咨询，2018-2025年我国高净值人数CAGR预计为8%，高于茅台销量增速，茅台稀缺性或将延续。

图 17：高端白酒产量占比情况

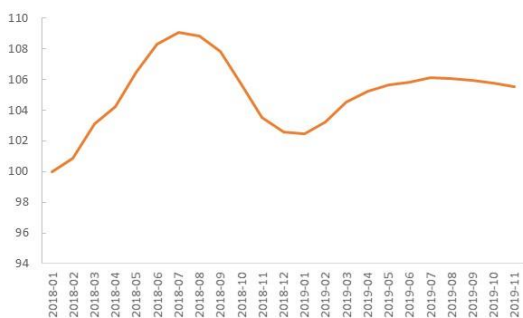


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

**经济承压下，地产、股市和P2P表现低迷，使得茅台成为优质的投资品。**在中美贸易、国内去杠杆和内需疲软的环境下，我国经济有所承压，GDP从2019年初的6.4%逐步下降至四季度的6.1%。以往通过总量推动经济高增的情况大概率不会重现，使得地产、股市和P2P投资收益较为低迷。

- ◆ **地产调控仍严，房价呈现下降趋势。**“坚持住房是用来住的”成为国家地产调控的主线，在地产严控下，大部分城市房价开始下行。根据社科院发布的《中国住房市场发展月度分析报告（201912）》，2019年11月，核心城市房价比上月下降了0.24%，同时北京19年11月房价较2017年4月高点下降18.5%，而二手房的交易量也在持续下滑。2019年11月，10大重点城市二手住房成交量指数为138.39，比10月下降了8.62%。
- ◆ **与此同时，茅台一批价持续上涨，收益率可观。**从2015年白酒行业复苏至今，茅台一批价呈现持续上涨的态势，从2015年初的830元，一直上涨至19年底的2400元，涨幅高达189.17%，涨幅领先资本市场和楼市，成为投资者青睐的投资标的。

图 18：纬房核心指数（定基，2018年1月房价=100）



资料来源：《中国住房市场发展月度分析报告（201912）》，天风证券研究所

图 19：十大城市二手房成交量指数（2017年1月成交量=100）



资料来源：《中国住房市场发展月度分析报告（201912）》，天风证券研究所

图 20：中国波指（IVIX）和上证综指变动情况

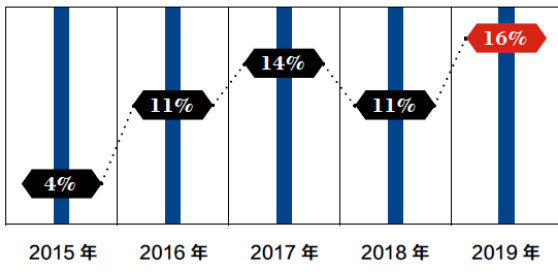


资料来源：Wind，天风证券研究所

随着高净值人群的增加，名酒收藏日趋流行。根据胡润《2019 中国酒类消费行为白皮书》，高净值人群对品酒和收藏的需求逐渐提升。高净值人群对品酒的需求近 5 年呈现持续增长的趋势，同时名酒收藏的爱好也逐步提升。茅台作为中国酒水行业最具品牌价值的品牌，受到高净值人群的青睐。根据《2019 胡润百富高净值人群生活方式与品牌倾向调研》数据，茅台作为非传统奢侈品牌入选高净值人群最青睐的奢华品牌，排名第 6。

图 21：高净值人群品酒趋势变化

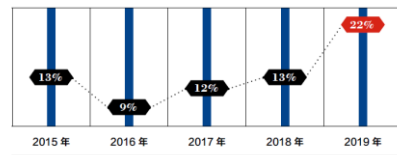
高净值人群品酒趋势变化



资料来源：胡润《2019 中国酒类消费行为白皮书》，天风证券研究所

图 22：高净值人群名酒收藏趋势变化

名酒收藏历年趋势



2019 年高净值人群收藏排名

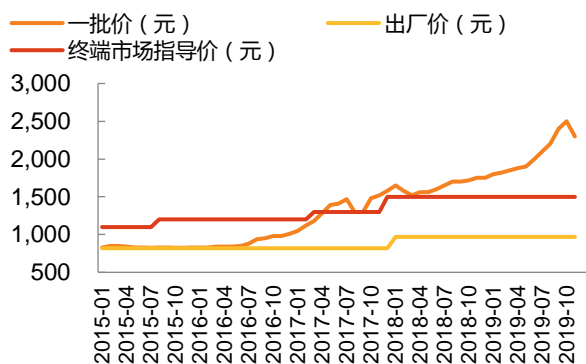


资料来源：胡润《2019 中国酒类消费行为白皮书》，天风证券研究所

除了茅台自身基本面优秀以外，消费时代的变迁，也成就了茅台的龙头地位。在 2012 年三公消费风波之后，白酒进入深入调整期，众酒企纷纷调整战略，着眼于大众消费市场。但随着 2015 年消费升级大幕拉开，大众消费需求也开始了二次升级浪潮。其背后的原因在于品牌化带来的消费分层使得“需求有差别”对不同消费层级产生不同的意义。以基本需求为例，对于高线消费者来说，在满足了品牌化需求之后，我们认为与日常消费相关的基本需求也开始向精神需求迈进，进而出现“二次升级”的浪潮，而低线消费者仍处在品牌化的“一次升级”进程中。正是“二次升级”浪潮成就了茅台高端地位。

茅台保值增值来自消费升级和投资属性的共同支撑。一方面，消费升级使得高端白酒市场扩容，而品牌建设并非一朝一夕，使得茅台的护城河尤为凸显。另一方面，茅台的稀缺性和良好的投资收益，也使得茅台成为优秀的投资标的，以上两点共同支撑茅台保值增值。目前茅台一批价基本稳定在 2000 元以上，供需失衡仍为常态。此外，白酒没有保质期的特性，也使得茅台随时间的推移能够保值增值。

图 23：53 度飞天茅台价格走势



资料来源：微酒，天风证券研究所

图 24：不同年份出厂的茅台的价格

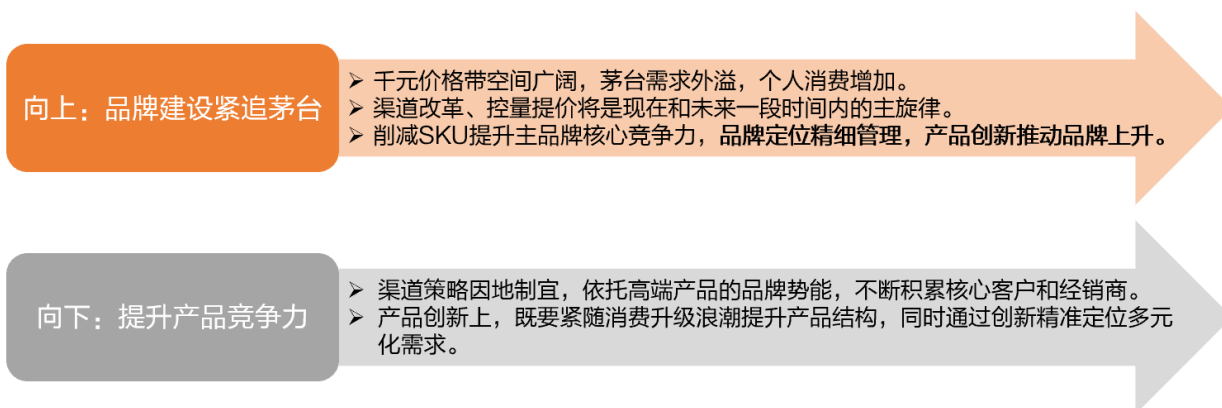


资料来源：京东歌德老酒行，天风证券研究所

### 3.3. 五泸向上紧追不舍，追赶者所需的自我革命和长跑精神

五粮液和国窖 1573 是除了茅台之外，另两大高端白酒的代表，同样具备较强的品牌力。但与茅台接近 90% 的收入来自高端产品相比，五粮液和泸州老窖中高端酒销量的占比仍然有提升空间。普五和国窖 1573 的品牌力建设常抓不放，在三维升级中将进行同步提升。同时在进行向下腰部产品放量的过程中需对品牌进行有效且有序的开发应用。

图 25：五粮液和泸州老窖发展逻辑

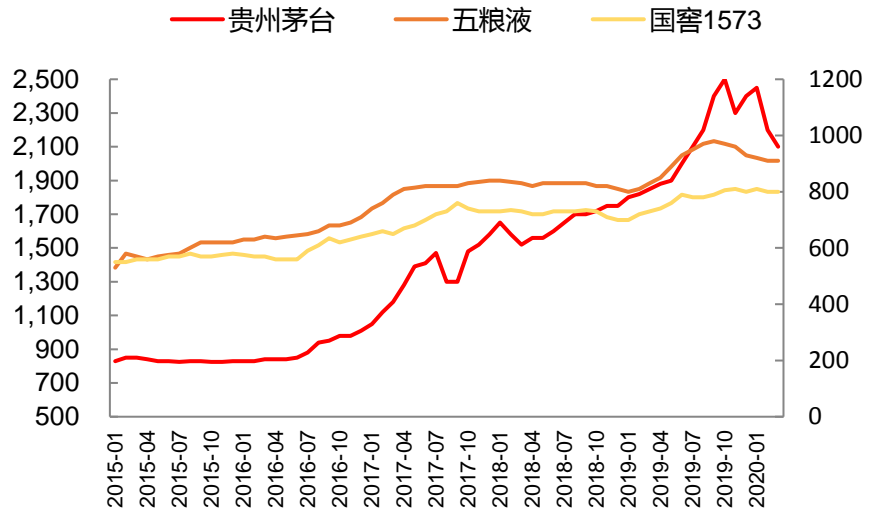


资料来源：天风证券研究所

#### 3.3.1. 渠道模式顺势而为，灵活应变

普飞批价高企为五泸打开提价空间。五泸等其他高端白酒拥有较大的提价空间，主因茅台一批价与五粮液和国窖 1573 差距仍然较大。目前普飞批价仍在 2000 元以上，普五在 900 元以上，国窖 1573 在 800 元左右，持续向上空间较大。与此同时，茅台紧抓 2000 元以上消费需求，茅台的需求外溢，也使得 1000 元价格带需求提升。

图 26：茅五泸批价走势图（单位：元）



资料来源：微酒，天风证券研究所

**渠道改革增强价格管控能力。** 高端白酒品牌力最直观的表现在于价格。五粮液和国窖 1573 在 13-14 年渠道政策较为混乱，同时价格的频繁变动，导致品牌力一定程度受损。不同的渠道制度本身并无好坏，只是不同的环境需要对应不同的渠道政策。消费升级时代的到来，也为高端白酒企业渠道改革拉开序幕。**渠道深耕和精细化，以及控量提价是目前以及未来很长一段时间的主旋律。**

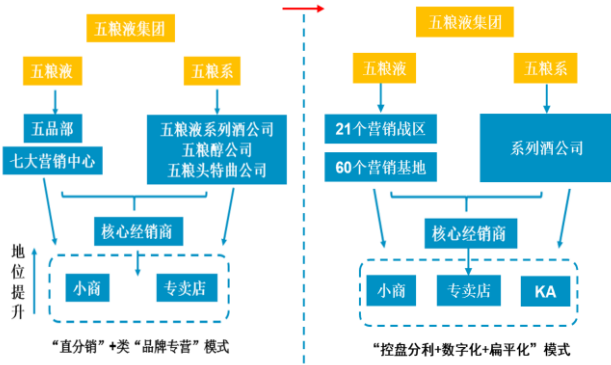
- ◆ 老窖的渠道变革较五粮液率先开启，通过品牌专营公司取代柒泉公司，渠道更加扁平化。与此同时，国窖 1573 先后进行控量提价，按照最新的销售政策，国窖 1573 于 2020 年 1 月 10 日全面停货，一直到 2 月底，并提价 20 元。这也是老窖跟随五粮液提价的政策，同时也是提升品牌力的毕竟之路。
- ◆ 相对于老窖的控量提价，五粮液渠道的变革更专注于控盘分利和数字化建设。2019 年 2 月公司将 7 个大区调整为 21 个省区，60 个营销基地，渠道结构更为扁平，同时开展数字化营销，掌握经销商和终端销售环节数据，实施控盘分利，更好的掌控终端价格。此外，五粮液也加强对经销商的处罚力度，从而稳定终端动销。

表 4：近几年五粮液和泸州老窖渠道改革和提价情况

	时间	事件
五粮液	2013 年	建立 7 大区域营销中心
	2017 年	“百城千县万店”工程
	2019 年 2 月	改 7 大战区为 21 个营销中心，同时引入控盘分利模式
	2019 年 6 月	第八代五粮液上市，出厂价调整至 899 元，运用数字化系统加强渠道把控
泸州老窖	2015 年	专营公司取代柒泉模式
	2018 年 7 月	国窖 1573 经典装价格进行调整，52 度 500ml 经典装计划内配额确定为 740 元，计划外 810 元
	2019 年 5 月	52 度国窖 1573 建议零售价调至 969 元/瓶。
	2019 年 11 月	国窖 1573 从 11 月、12 月和 1 月每月上调 20 元，同时进行控量。
	2020 年 1 月	国窖 1573 从 1 月 10 日起开始停货涨价，涨价幅度为 20 元/瓶。从 2 月 10 日起开始执行二月份的终端配额，而二月份的配额仅有 2019 年全年完成数的 4%。

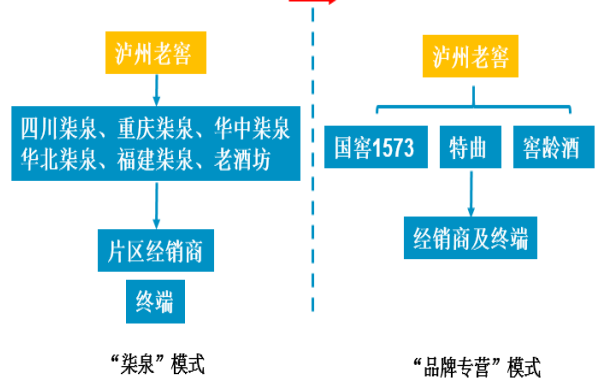
资料来源：公司年报，微酒，酒海观潮，糖酒快讯，天风证券研究所

图 27：五粮液渠道模式变革



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：泸州老窖渠道模式变革



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3.2. 产品结构清晰透明，品牌高度不断攀升

在消费时钟第二阶段品牌化阶段，白酒行业处于增量时代，酒企通过 OEM 等方式，同时加以一定的广告宣传，便能够获得较大的增量。但此举也会削弱核心品牌的竞争力。五粮液和老窖均因贴牌和系列酒品牌繁杂而影响其品牌力。进入消费升级时代，品牌力对白酒的作用愈发重要，五粮液和老窖均主动削减 SKU，从而提高产品力。

- ◆ **五粮液：调整产品结构，聚焦主品牌。**公司从 2018 年以来实行“1+3”品牌战略和系列酒“4+4”产品战略。2019 年 6 月份将系列酒、五粮醇、五粮特三大销售公司合并为系列酒公司，以期解决品牌冗杂的问题。
- ◆ **泸州老窖：国窖 1573 和泸州老窖双品牌运作。**2015 年新管理层上任来，对系列酒品牌大幅整改，梳理产品线，对销售额 50 万以下的产品条码进行了统一的清理和删除。2018 年公司提出推动国窖 1573 和泸州老窖的双品牌运作，以国窖 1573 站位“浓香国酒”高端定位，再以泸州老窖的历史效应推动品牌复兴，进行了一系列选出宣传活动。并坚持品牌瘦身，产品条码删减已超过 90%。

图 29：五粮液产品结构



资料来源：京东，天风证券研究所

图 30：泸州老窖产品结构



资料来源：京东，天风证券研究所

**品牌定位精细管理，产品创新推动品牌上升。**高端白酒广告费用投放一方面要兼顾大众消费者，另一方面要投向高端渠道。对于大众消费者，广告应以高端基调为主，例如国窖 1573 冠名《故事里的中国》，五粮液冠名《上新了故宫》，皆是通过历史节目与公司的历史积淀相挂钩。而对于高端渠道来说，高尔夫球场、机场、星级酒店等均是企业发力的对象。除了广告营销，产品的上新也能带动品牌提升。例如未来更高端的五粮液和国窖产品的推出，均能够打开向上升级的空间。

图 31：五泸品牌营销和产品策略

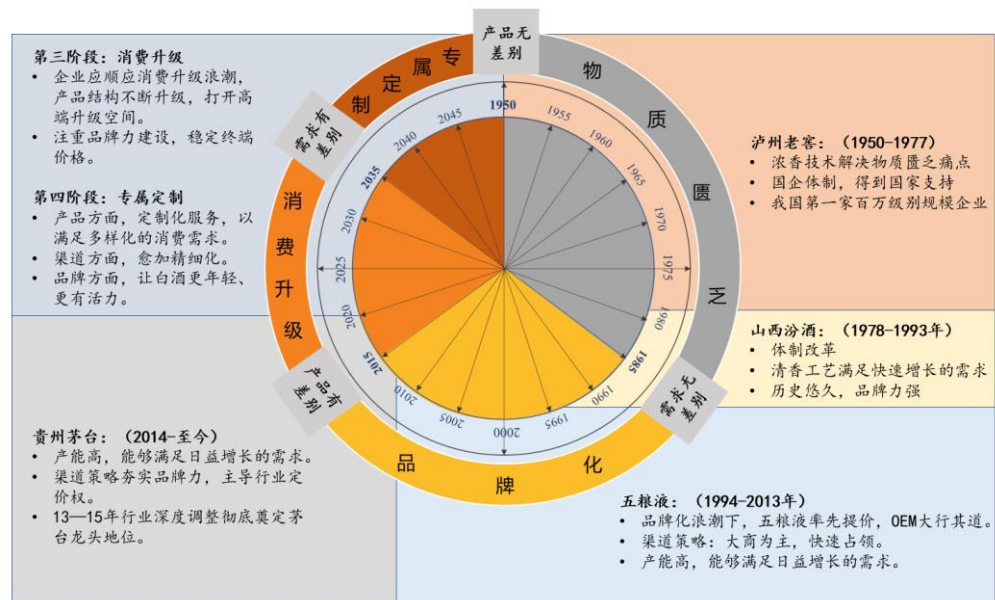


资料来源：中国新闻网，腾讯网，天风证券研究所

### 3.3.3. 追赶者需厚积而薄发，发力第三种超越模式

消费时钟第四阶段（2035-2050），15 年，专属消费时代，需求有差别→产品无差别。由于这一阶段还未发生，我们凭借研究的框架进行畅想。随着生产力的快速提升，大众消费观念的迅速拉升，产品间的质量差别将逐步抹平，而且在经历了品牌化和消费升级的洗礼之后，消费的“产品端”逐步迈向了本质，“服务端”将会出现分化。因此我们认为未来这一段的消费在需求有差别的驱动下，将会通过个性化和专属化的驱动，逐步向产品无差别靠近，同时凭借科技的发展和创新，高端白酒应引领整个行业迈向更高维度的精神享受，科技感将会从高端产品逐步向全系产品进行渗透。

图 32：消费时钟在白酒行业的应用



资料来源：云酒头条，糖酒快讯，天风证券研究所

## 4. 市场扩容下高端白酒社会属性逐步衍变，高端白酒估值打开向上空间

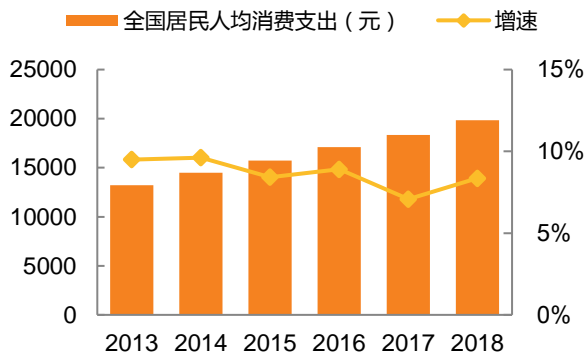
### 4.1. 高端白酒市场持续扩容

高端酒消费基础日益拓宽，进而推动高端白酒需求量的增长，市场持续扩容。根据波士顿咨询的预测，我国中产阶级及以上（月收入 8000 元以上）的家庭数量将从 2015 年的 8100

万户增长到 2020 年的 1.42 亿户，复合年均增速 12%；中产、上层中产、富裕家庭的消费支出将从 10.6 万亿增加到 23.7 万亿，复合年均增速 17%。另一方面，中国资产规模 1000 万元以上的高净值人群数量增长迅速，从 2012 年的 71 万人增长到 2018 年的 197 万人，中国已成为全球富人增加人数最多的国家。虽然 2012 年以后高端白酒的政务消费需求大幅萎缩，但富裕人群的快速增加，使得高端商务消费和富裕家庭消费的需求迅速提升。

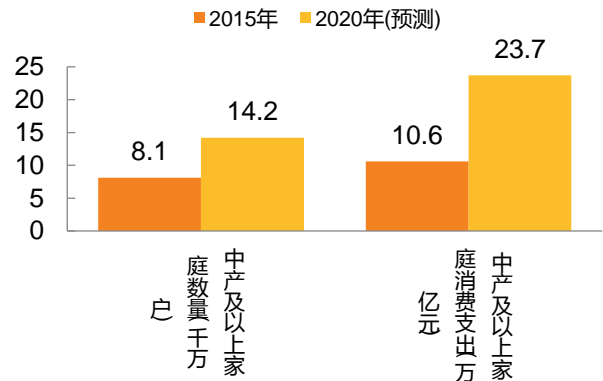
**消费升级和高净值人群的快速增加，为高端白酒提供了坚实消费基础，推动高端白酒市场持续扩容。**根据胡润百富发布的《2019 中国酒类消费行为白皮书》，预计 2020 年高端白酒市场规模有望突破 1800 亿。消费量方面，目前我国高端白酒消费量约为 7 万吨，预计 2-3 年将扩容至 8-9 万吨。

图 33：全国居民人均消费支出变化



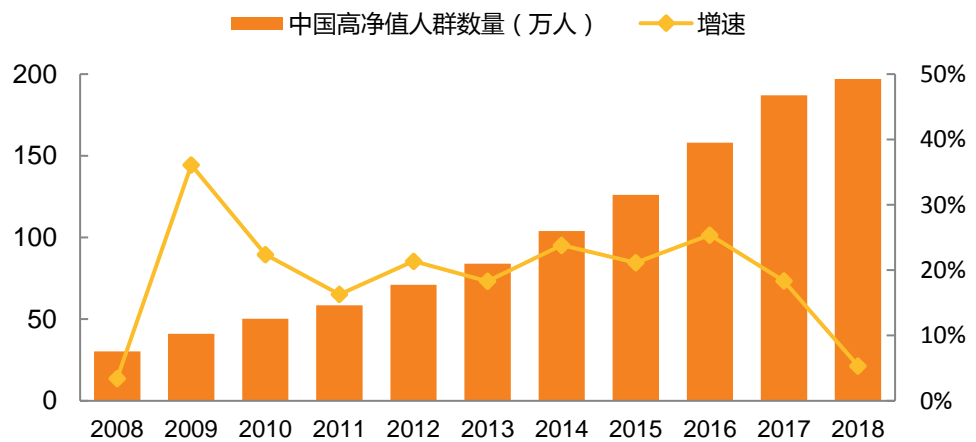
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：中产及以上家庭数量及购买力变化



资料来源：波士顿咨询，天风证券研究所

图 35：中国高净值人群数量变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.2. 企业内部治理和消费结构优化支撑行业景气上行

### 4.2.1. 消费结构和企业主动改革，增强业绩可持续性

2016 年以来白酒行业复苏行情中，各厂商都着力推进渠道改革和品牌建设，进一步增强对终端市场的控制，加大品牌宣传力度，公司经营模式得到大幅改善，因此本轮行情中，高端白酒行业的增长动力较 2012 年之前更为充足，行业的景气度能够延续上升。

表 5：本轮周期与“黄金十年”高端酒企品牌、渠道情况

	“黄金十年”	本轮周期
渠道建设	<ul style="list-style-type: none"> <li>经销商自主权大</li> <li>大商模式盛行</li> <li>厂商对市场终端控制较弱</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>厂商加强对经销商管理</li> <li>向小商模式转变，积极发展电商终端</li> <li>厂商对市场终端控制加强</li> </ul>

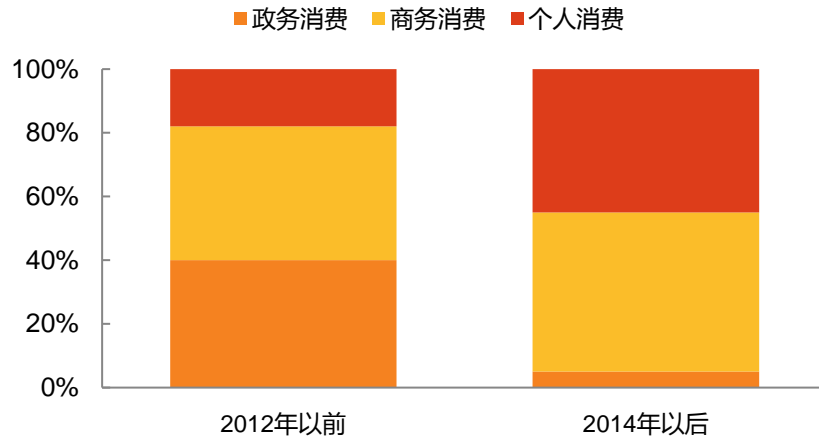


- |      |           |                 |
|------|-----------|-----------------|
| 品牌建设 | ● 不重视品牌营销 | ● 加大营销力度、品牌宣传力度 |
|      | ● 子品牌数量较多 | ● 大幅削减透支品牌力的子品牌 |

资料来源：天风证券研究所

反观需求端，2003-2012年的“黄金十年”中，高端白酒主要依靠政务消费需求拉动增长，并不能反映居民消费的真实需求。如今消费端的结构已经逐步实现从政务消费向个人消费和商务消费的转变，高端白酒的政务消费比例已经由40%降至5%以内。目前我国高端白酒消费结构更为良性，各生产商不断加强品牌建设和渠道改革，品牌拉力日益增强，渠道管控日益科学合理，在经济形势不发生大的变化下，行业业绩将维持稳定的可持续性。

图 36：白酒消费结构趋于良性



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

#### 4.2.2. 酒企主动调整发展节奏，行稳致远

目前高端酒企营收和净利润增速虽然较顶峰时期有所回落，但依然保持在较高水平。2019年三季度，贵州茅台、五粮液、泸州老窖营业收入同比增速均高于15%，净利润同比增速均高于20%。虽然高端白酒量价齐升态势不改，但茅五泸在年度经销商大会上均释放出主动控制增长的信号。茅台20年业绩增速目标10%，定位“基础设施建设年”，五粮液核心单品量增5-8%，国窖1573也在近期进行控量，在持续几年的高增之后，酒企都不约而同地踩了刹车，主动调整战略，为长期稳定发展奠定基础。

表 6：茅台、五粮液经销商大会要点

经销商大会要点	
贵州茅台 2019 年度 经销商大会	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆经营目标：2020 年定位“基础建设年”</li> <li>◆全年产品投放：2020 年的 3.45 万吨中，计划量主要用于以下方面：1) 继续按照“不增不减”的原则，与经销商签订合同；2) 按照“扁平化”的思路与要求，安排商超、电商、团购计划，大幅提升自营规模，原则上要成倍增长；3) 海外将安排 2000 吨；4) 至少 80% 的酒，要在前台卖</li> <li>◆春节前产品投放：春节前投放的 7500 吨茅台酒中至少有 6000 吨将投向社会渠道，兼顾电商和商超渠道，团购和其他方面春节前不作安排。</li> <li>◆渠道布局方面：明年上半年将成立新的电商公司，持续优化自营体系；2) 要狠抓窗口建设，重点是加强机场、高铁专卖店的管理；3) 公司将以商超、电商、团购等渠道为重点，加大直销投放力度，着力填补空白市场、减少中间环节，真正实现新老渠道错位发展</li> </ul>

**五粮液  
第 23 届 1218  
经销商大会**

- ◆2019 年业绩情况：1) 预计 19 年收入超 500 亿元，20 年产品市场投放保持 5-8% 的增长；2) 在清理低附加值酒的前提下，系列酒收入增长了 34.3%，具体来看，总经销商方面，去年及今年共计清退 116 个品牌，未来产品价格跑道会更清晰
- ◆2020 年工作总基调：坚持稳中求进基调；进一步深化补短板、拉长板、升级新动能；以价格稳定提升为核心；强化品质、强化管控、强化数字化转型
- ◆2020 年工作具体思路：1) 品牌建设是我们企业工作的核心；2) 坚持品质至上是五粮液高质量发展的制胜法宝；3) 持续推进产品结构升级(加快 8 代更替、501 超高端新品将于春节前后推出、80 版五粮液将进一步升级、39 度五粮液要走独立行情等)；4) 尽快补强计划、配额和发运的短板(加强对发货的管理，按月打款、按月发货；计划量与经销商能力相匹配；加大对于企业团购渠道的投放量；提升物流配送能力，推动总仓-经销商-终端的转变，优化分仓布局)；5) 建立五粮液“预算-授权-费控-稽查”市场费用管控体系；6) 坚定不移的持续推进数字化转型；7) 深化控盘分利(货物盘、价格盘、需求盘、渠道盘、秩序盘、服务盘、融资盘)
- ◆后百亿目标：保持结构性繁荣的长周期基本判断，行业进入了弱周期，高端白酒行业仍然面对结构性的发展机遇。稳中求进是工作主基调。未来随着公司产能提升、产品结构提升、数字化转型加快及改革红利释放，公司有望实现稳定发展

资料来源：公司官网，糖酒快讯，51 酒水网，天风证券研究所

#### 4.2.3. 疫情不改高端白酒行业景气向上趋势，波动性再次被平抑

春节是白酒销售旺季，论是高端还是次高端，基本上占到全年销量 40% 左右。**以茅台、五粮液和国窖为代表的高端的品牌和产品，商业和终端之间以及终端对其核心消费人群的交易已在年前基本完成，对各企业 Q1 影响较小。**分价格带来看，疫情影响排序：高端酒 < 低端光瓶酒 < 次高端及地产酒。对高端白酒来说，实际动销的量的影响应该是在整个春节期间，主要的影响在于节后及上半年库存积压导致的周转和去库存周期变长，影响全年的量大约在 10% 左右。对于次高端而言，在春节期间的实际动销情况影响要大于高端，预计在 30-40% 左右，此次疫情影响的量占全年的 12% 至 18%。

1) 节前动销情况总体良好，节后批价正常滑落。全国主要酒企节前回款发货完成情况正常，节后批价下滑系淡季正常回落，对各酒企 Q1 财报影响有限

2) 从实际需要来看，白酒消费端需求出现的阶段性骤降所产生的影响是根本性原因，消费者大幅减少白酒消费频次，进而传导至终端和渠道经销商，最后影响厂家出货情况。

3) 分价格带来看，疫情影响排序：高端酒 < 低端光瓶酒 < 次高端及地产酒。对高端白酒来说，大部分交易已在年前完成，主要的影响在于节后及上半年库存积压导致的周转和去库存周期变长，影响全年的量大约在 10% 左右。对于次高端而言，在往年春节期间的实际动销情况影响要大于高端，因此影响较大，预计影响全年的 12%-18% 左右

4) 从复工情况来看，以茅五泸为首的行业龙头企业已于 2 月 10 日开始积极调配防疫物资陆续开展复工工作，并紧急召开会议出台应对策略。各区域酒企纷纷出台应对措施，但尚未对复工时间进行明确规划。

5) 疫情对白酒行业是阶段性冲击，预计下半年企稳，并不排除补偿式消费情况出现。由于白酒的储存周期较长、企业现金流充沛、生产端停工不会直接影响当年销量以及企业应对突发事件能力较强等因素，白酒行业抗风险能力韧性较大，长期趋势和供求关系不会改变。

图 37：白酒消费链



资料来源：天风证券研究所

高端白酒相比其他食品饮料行业，具备更宽的品牌护城河，同时从历史上来看，中国白酒行业自上世纪 90 年代历经山西毒酒案、三公消费政策、塑化剂事件都曾在短期内对行业

形成更大冲击，但都未曾改变中国白酒行业长期供求关系。我们认为主要有三点原因：首先，拥有历史沉淀且深度融入当今中国社交文化的行业很难被单次突发性事件改变。其次，代表白酒行业优质产能的名酒企业在品质层面的长期坚持以及遇到突发性事件时的积极的态度和应急处理能力保证了企业和行业长期发展的基础。第三，根据白酒行业在突发性事件后的结果归纳得出，事件产生的影响并非挑战消费者对白酒消费的态度，而是引导消费者更加理性的进行选择消费。因此基于以上三点，我们认为，此次疫情将长期影响民众对健康方面的认知和重视，对于有一定社交刚性需求的白酒行业而言，消费者降低饮酒频次强化适度饮酒的理念，使得白酒行业总量下降、品牌集中和价位升级的趋势将更加显现。

#### 4.3. 高端白酒类奢侈品愈发明显，估值空间被打开

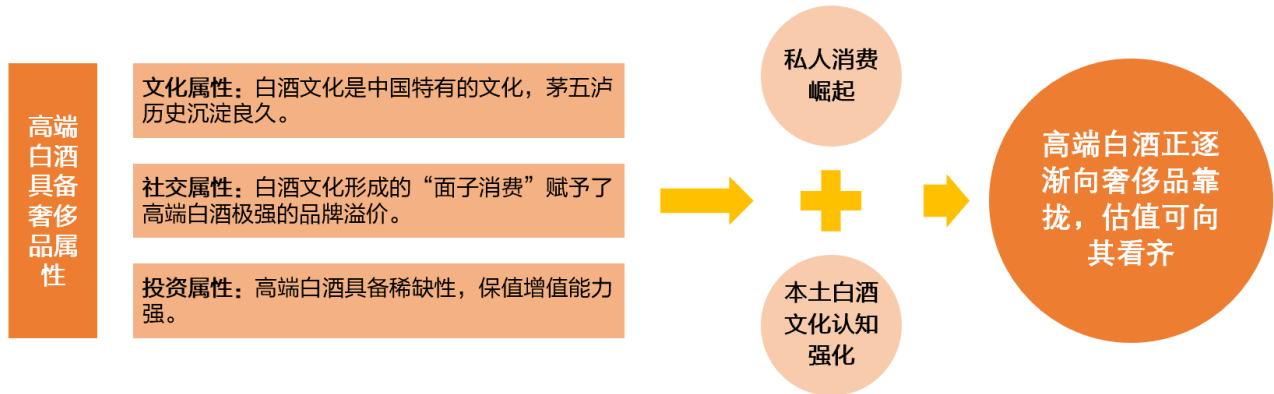
我们认为高端白酒是国内目前消费品范畴内最有可能成为奢侈品的一类，尤以茅台为首。纵观世界知名的奢侈品，无论是手表还是箱包，大部分品牌或者品类都有较长的历史沉淀，这是奢侈品具备的文化属性。同时奢侈品具备较强的社交属性，“面子消费”凸显。最后，奢侈品由于具备保值增值的属性，所以也具备一定的投资属性。下面我们将从三个属性来分析高端白酒的奢侈品属性。

- ◆ **文化属性：白酒文化是中国特有的文化，茅五泸历史沉淀良久。**白酒是我国特有的品类，与此形成的文化也是我国特有的，能被国际所认同。
- ◆ **社交属性：白酒文化形成的“精神消费”赋予了高端白酒极强的品牌溢价。**奢侈品的价格应由需求决定，而不是成本决定，随着我国中产阶级的崛起，面子消费需求越来越强，对于高端白酒的需求也加强。
- ◆ **投资属性：高端白酒具备稀缺性，保值增值能力强。**高端白酒具有较强的稀缺性，产量占比不足 1%。价值高端白酒没有保质期，储藏越久越值钱，也使得其具备一定的投资和收藏属性。

**茅台目前是最接近奢侈品的白酒品牌。**我们分析茅台的商业模式，认为其与世界高端奢侈品拥有相同的共性：一是高价。奢侈品之所以奢侈，在于其价高，在白酒领域，茅台的高价已逐渐构筑其奢侈品属性。二是稀缺。高端白酒的稀缺性较为显著，其产量只占行业的 1%，而茅台更是因为稀缺而形成了卖方市场。三是保值增值。这是奢侈品很重要的一个属性，而茅台的批价走势也证实了其保值增值的能力。四是文化底蕴。细数世界的奢侈品品牌，都具备浓厚的文化和历史底蕴，而近几年茅台一直致力于“文化茅台”的建设，一方面提升品牌调性，另一方面也强化精神消费的属性。五是圈层营销。茅台牢牢把握意见领袖，品牌地位愈发稳固。

**目前高端白酒正逐渐向奢侈品靠拢，估值可向其看齐。**高端白酒奢侈品属性在前几年具备较强的争议，主因其受众主要为政务消费，而不是私人消费。但此轮白酒的复苏，正是由于私人消费崛起，承接了政务消费。随着消费升级浪潮的推进以及中产阶级的崛起，私人对高端白酒的需求将不断强化。另一方面，随着国人对本土文化的认知，以及高端酒企治理白酒文化的传承和年轻化，使得白酒对于年轻一代消费群体的接受度不断提升。此外，高端酒企也开始进行文化输出，不断强化其影响力。估值方面，国外奢侈品长期保持在 35-40 倍左右的水平，随着高端白酒奢侈品化的演进，估值可向海外奢侈品靠拢。

图 38：高端白酒逐渐向奢侈品靠拢



资料来源：天风证券研究所

图 39：代表性奢侈品估值情况（PE-TTM）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 投资建议：

**行业龙头不断强化品牌护城河，强者恒强提升业绩稳定性。**茅台、五粮液、泸州老窖三大高端白酒行业龙头近年来在品牌和渠道建设方面积极作为，不断强化品牌护城河。目前，茅台在 2000 元以上、五粮液、国窖 1573 在 800 元以上的价格带上将依然处于垄断地位，很难有新的强势竞争者进入。我们预计高端白酒行业将呈现强者恒强的稳定格局，重点推荐泸州老窖，长期看好贵州茅台和五粮液。

### 5.1. 贵州茅台：渠道改革任重道远，价格管控能力凸显。

渠道方面，扩大直销占比，对问题经销商持续清理。2018 年底茅台宣布今后一段时期将不再新增专卖店、特约经销商、总经销商，同时将重点扩大直销渠道，推进营销扁平化。通过清理违规经销商、积极发展自营和直销业务，茅台不断提升渠道管控能力。品牌建设方面，茅台依然坚持 133 品牌策略+酱香系“5+5”策略，在持续做强“贵州茅台酒”这一世界级核心品牌的同时，适当扩大系列酒份量，寻求腰部品牌的成长。茅台也高度重视广告宣传，例如央视国家品牌计划、新闻联播整点报时等，2018 年 10 月茅台还推出了纪录片《人生致味》，大打文艺牌、情怀牌，吸引新一代消费者。

我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 890.43/1028.00/1255.20 亿元，同比 +15.34%/15.45%/22.10%，归母净利润 406.72/484.76/612.43 亿元，同比 +15.53%/19.19%/26.34%，EPS 分别为 32.38/38.59/48.75 元，考虑到公司是行业龙头，且行业景气度高，机遇公司 35 倍估值，目标价 1351 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：食品安全问题，直销渠道建设不及预期，政策风险等。

## 5.2. 五粮液：品牌建设常抓不懈，产品创新提升竞争力

作为三大高端白酒之一，五粮液紧随茅台，位居第二。对于五粮液来说，需要常抓品牌建设，使得价格和品牌力上追随茅台，同时还需要在制度和产品上进行创新，激发公司效率。渠道方面，五粮液的营销改革措施主要包括营销扁平化、控盘分利、加大商超渠道铺货。年初五粮液将原七大区域营销中心调整为 21 个营销战区，推进扁平化管理，以更加贴近渠道和市场；与阿里合作开启数字化转型；导入控盘分利模式，对经销商和终端考核更为精细化。另外，陆续铺货人人乐、永辉等全国商超，加大直投比例。品牌建设方面，五粮液的品牌策略为着力提升品牌价值，同时加强品牌清理。今年以来，五粮液一方面发布了超高端产品“501 五粮液”和第八代经典五粮液，赞助迪拜世博会，成为“2020 年迪拜世博会中国馆官方指定用酒”；携手《上新了·故宫》、《档案》等 IP，同时塑造“高大上”和“时尚潮流”两种文化形象。另一方面，五粮液对严重透支五粮液品牌价值的 42 个品牌 129 款高仿产品进行了清退和下架处理，进一步提升品牌力，防止品牌过度分散的侵害。

我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 504.38/598.20/705.87 亿元，同比 +26.00%/18.60%/18.00%，归母净利润 178.44/235.12/299.95 亿元，同比 +33.32%/31.76%/27.57%，EPS 分别为 4.60/6.06/7.73 元，基于行业景气度持续高涨，2020 年维持公司目标价 197 元，“买入”评级。

风险提示：宏观经济不确定性风险，行业竞争加剧风险，终端需求下降风险。

## 5.3. 泸州老窖：向上向下空间广泛

作为第三大高端白酒企业之一，向上要紧随五粮液，向下则要与次高端白酒企业进行竞争，这就要求公司在渠道和产品结构方面具备较强的创新和竞争优势。渠道方面，泸州老窖在过去四年里重新构筑了扁平化的渠道模式和销售体系，通过精细化和直控化实现控盘分利。销售模式上实行扁平化，直控终端、直分销模式相结合，坚定实施竞争型营销战略和大单品战略，国窖 1573 实现高动销、高利润的良性增长，泸州老窖特曲和窖龄酒保持快速发展势头，头曲、二曲成功实现复苏；坚决推进“双 124 工程”，有效掌控核心网点，全面巩固传统“粮仓市场”，实施“东进南图”工程。品牌建设方面，推行“国窖 1573”和“泸州老窖”双品牌战略，国窖 1573 占位“浓香国酒”，泸州老窖打响“品牌复兴”战役，大力开展“封藏大典”“瓶贮年份酒全国巡回鉴评会”“国际诗酒文化大会”“高粱红了”等一系列宣传活动；在金砖国家工商论坛、俄罗斯世界杯、澳大利亚网球公开赛等活动植入宣传；继续推进品牌“瘦身”，产品条码删减幅度超过 90%。

我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 161.52/205.13/242.06 亿元，同比 +23.72%/27.00%/18.00%，归母净利润 46.65/65.55/80.47 亿元，同比 +33.82%/40.53%/22.75%，EPS 分别为 3.18/4.48/5.49 元，给予公司 2020 年 29 倍估值，对应目标价 130.5 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济不确定性风险，公司高端白酒市场拓展不利，销售费用增加等。

## 6. 风险提示：

**宏观经济风险：**白酒行业周期性在逐步熨平，但并不能完全摆脱经济下行对行业的影响；

**居民可支配收入增长缓慢：**高端白酒扩容主要靠中产阶级的崛起和消费升级，这其中一个是居民可支配收入的提升，而可支配收入降速或在一定程度影响高端白酒消费；

**政策风险：**白酒行业受消费税、政务消费政策影响较大；

**行业竞争加剧风险：**高端白酒虽然护城河深厚，但企业之间若加剧竞争，将对业绩有较大影响；

**改革不及预期：**茅台的渠道改革、五粮液的机制改革等不及预期将一定程度影响业绩。

## 分析师声明

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

## 一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

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

## 天风证券研究

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