

# 五粮液（000858）：酱香酒热潮下的高端白酒的竞赛

2021年07月23日

强烈推荐/首次

五粮液 公司报告

**五粮液强护城河。**近两年酱酒快速发展，行业规模迅速扩大，对千元价位带有较明显的挤占，面对酱酒的竞争，浓香高端酒该如何突围，成为竞争之下市场的新期待。作为浓香的龙头，我们认为五粮液有自身的优势作为强护城河，随着高端白酒市场的扩容，五粮液有能力从中扩充自己的市场份额。

**首先是品牌优势**，目前作为高端白酒的引领者，五粮液是除去茅台外高端白酒销售体量最大的品牌，品牌有着广泛的影响力；**其次在渠道管理上**，五粮液经历了数轮渠道改革，拥有较强的渠道管理能力，和良好的经销商关系；**第三是管理优势**，五粮液从2017年以来通过数字化实现了酒厂到消费者的精细化管理，同时在人员激励上，五粮液通过员工持股计划激发员工的积极性。

**浓香龙头的三方面突破。**从长远来看，面对酱酒的竞争，我们认为浓香白酒还要在核心消费者的抓取、经销商利润环节平衡、以及品质表达竞争突围三个方面进行突破。虽然浓香型白酒在酱酒竞争中存在着上面所提到的三类问题，但是我们看到五粮液已经在改革中注意到这些问题，并且逐步在改革或解决，包括战略大单品的打造、渠道进一步优化改革等措施，我们认为这些措施是积极正确的方向，五粮液行驶在高端化的快车道上。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司2021-2023年净利润分别为234.55、274.90和318.44亿元，对应EPS分别为6.04、7.08和8.20元。当前股价对应2021-2023年PE值分别为44、38和33倍。看好公司在高端酒赛道持续获得市场份额的能力，以及高端化战略下的品牌张力释放，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**宏观经济出现重大波动，疫情出现较为严重的反复。行业竞争加剧，公司管理层管理不及预期等。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	50,118.11	57,321.06	66,258.94	76,338.76	87,210.96
增长率（%）	25.20%	14.37%	15.59%	15.21%	14.24%
归母净利润（百万元）	17,402.16	19,954.81	23,455.47	27,490.26	31,843.83
元）					
增长率（%）	29.84%	14.73%	17.47%	16.97%	15.71%
净资产收益率（%）	23.42%	23.28%	21.51%	20.15%	18.95%
每股收益（元）	4.48	5.14	6.04	7.08	8.20
PE	59.62	51.99	44.23	37.74	32.58
PB	13.97	12.11	9.51	7.61	6.17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 未来3-6个月重大事项提示：

2021-08-30 公司预计发布半年报

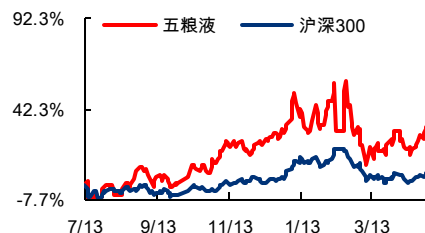
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52周股价区间（元）	344.4-201.39
总市值（亿元）	11,062.58
流通市值（亿元）	10,818.06
总股本/流通A股（万股）	388,161/379,581
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.6

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

## 分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

## 研究助理：韦香怡

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

## 目 录

1. 我们的观点.....	4
2. 酱酒热的背后.....	4
2.1 酱酒崛起.....	4
2.2 千元价格带直面竞争.....	8
2.3 酱酒热背后.....	10
3. 五粮液的竞争优势.....	13
3.1 品牌红利.....	13
3.1.1 品牌价值持续提升.....	13
3.1.2 产品布局清晰，高端产品结构上移.....	14
3.2 渠道积极探索，创建核心竞争优势.....	16
3.3 精细化管理优势.....	17
3.3.1 渠道管理效率不断提升.....	17
3.3.2 员工激励激发积极性.....	18
4. 远景展望：高端酒如何突围.....	19
4.1 核心消费者的抓取.....	19
4.2 经销商利润环节需要平衡.....	20
4.3 品质表达竞争突围.....	21
5. 盈利预测.....	22
5.1 五粮液进入高端化快车道.....	22
5.2 关键假设.....	24
6. 风险提示.....	25
相关报告汇总.....	27

## 插图目录

图 1： 酱酒行业销售收入.....	4
图 2： 贵州茅台销售收入.....	5
图 3： 茅台基酒产能.....	5
图 4： 品牌价值（亿元）.....	9
图 5： 品牌价值（亿元）.....	13
图 6： 系列酒产品矩阵.....	15
图 7： 主品牌产品矩阵.....	16
图 8： 五粮液数字化箱外物流码演示图.....	17
图 9： 五粮液数字化渠道动销码演示图.....	17
图 10： 五粮液箱码获取零售商数据.....	18
图 11： 员工激励计划历程.....	18
图 12： 消费者饮用白酒价格档次上升的主要原因.....	19
图 13： 渠道利润率.....	20

图 14： 五粮液首家“文化体验店”落户成都 .....	21
图 15： 经典五粮液发布会现场 .....	22
图 16： 经典五粮液包装 .....	22
图 17： 五粮液一批价 .....	23
图 18： 五粮液团购比例 .....	23

## 表格目录

表 1： 第一轮酱酒热背后的投资潮 .....	5
表 2： 酱酒热背后的投资潮 .....	6
表 3： 酱酒的四个梯队 .....	7
表 4： 酱酒产能展望 .....	8
表 5： 酱酒价格带 .....	9
表 6： 主要酱酒企业 2020 年重点市场销售规模分布（单位：亿元） .....	9
表 7： “染酱”企业 .....	10
表 8： 五粮液 2017 年以来所获品牌奖项 .....	14
表 9： 五粮液 2017 年以来品牌清理 .....	14
表 10： 五粮液系列酒品牌规划 .....	15
表 11： 五粮液盈利预测 .....	24

## 1. 我们的观点

近两年酱酒快速发展，行业规模迅速扩大，对千元价位带有较明显的挤占，面对酱酒的竞争，浓香高端酒该如何突围，成为竞争之下市场的新期待。在本轮竞争中，一方面是茅台酒价格直接带动酱酒定位较高，一方面是因为浓香型竞争较激烈，导致浓香龙头的品牌力无法充分释放，形成浓香高端酒和酱香高端酒千元价位带竞争无法拉开的胶着状况。

作为浓香的龙头，**我们认为五粮液有自身的优势作为强护城河**，随着高端白酒市场的扩容，五粮液有能力从中扩充自己的市场份额。**首先是品牌优势**，目前作为高端白酒的引领者，五粮液是除去茅台外高端白酒销售体量最大的品牌，品牌有着广泛的影响力；**其次在渠道管理上**，五粮液经历了数轮渠道改革，拥有较强的渠道管理能力，和良好的经销商关系；**第三是管理优势**，五粮液从2017年以来通过数字化实现了酒厂到消费者的精细化管理，同时在人员激励上，五粮液通过员工持股计划，增强了员工的士气，激发了员工的积极性。

从长远来看，面对酱酒的竞争，我们认为浓香白酒还要在核心消费者的抓取、经销商利润环节平衡、以及品质表达竞争突围三个方面进行突破。虽然浓香型白酒在酱酒竞争中存在着上面所提到的三类问题，但是我们看到五粮液已经在改革中注意到这些问题，并且逐步在改革或解决，包括战略大单品的打造、渠道进一步优化改革等措施，**我们认为这些措施是积极正确的方向，五粮液行驶在高端化的快车道上。**

## 2. 酱酒热的背后

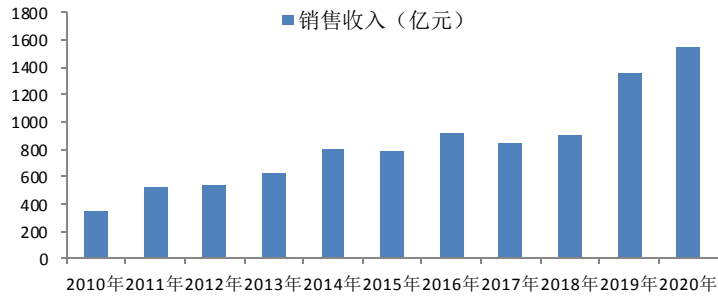
### 2.1 酱酒崛起

2010年以前酱酒行业整体发展较为缓慢，且市场规模较小，2010年以后，酱酒经历了两轮大发展期，一方面是酱酒企业自身得到了快速发展，一方面也吸引了大量资本的进入。

**酱酒第一轮大发展期**是在2010年~2012年，这三年是酱酒的高光时刻。2008年茅台批价超过五粮液后，茅五收入规模差距开始逐渐缩小，至2013年茅台收入开始超越五粮液，成为市场上的引领者。酱酒行业另一个领头人郎酒2011年销售规模达到103亿元，跻身白酒“百亿俱乐部”。

据图权酱酒工作室统计，2012年酱酒产量约40万千升，约占中国白酒行业总产量的3.5%；工业总产值达到约500亿元，约占中国白酒行业销售收入的12%；利润总额达到180亿，同比增长51%，约占行业利润的22%。

#### 图1：酱酒行业销售收入



资料来源：图权酱酒，东兴证券研究所

这个时期，需求的快速增长带动产业资本不断涌入进来，外部资本的涌入带动了酱酒产区发展，一批酱酒企业在贵州发展起来。2011年6月，联想入股武陵，重大扩产计划宣布。2011年5月海航控股怀酒，并开始建设5000千升酱酒基地。2011年8月，天士力宣布对国台酒业追加投资30亿，计划5年内达到万千升酱酒产能。2013年，娃哈哈集团宗庆后宣布斥资150亿元打造酱酒品牌——领酱国。也就在这个阶段，山东潍坊的云门酒业开始布局酱酒，酱酒开始在北方区域建立生产。

表1：第一轮酱酒热背后的投资潮

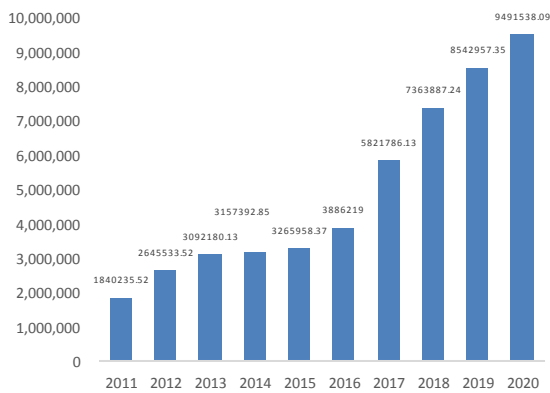
酱酒企业	企业所属地区	投资企业	投资/收购时间
国台	贵州	天士力集团	1999年
郎酒	四川	宝光集团	2002年
鸭溪窖	贵州	银基商贸	2006年
金沙	贵州	湖北宜化	2007年
安酒	贵州	联美（中国）	2008年
珍酒	贵州	华泽集团	2009年
贵酒	贵州	贵州同济堂	2009年
厚工坊	贵州	五叶神实业	2011年
怀酒	贵州	海航集团	2011年
仙潭	四川	川喜集团	2012年
领酱国酒	贵州	娃哈哈	2013年

资料来源：图权酱酒，东兴证券研究所

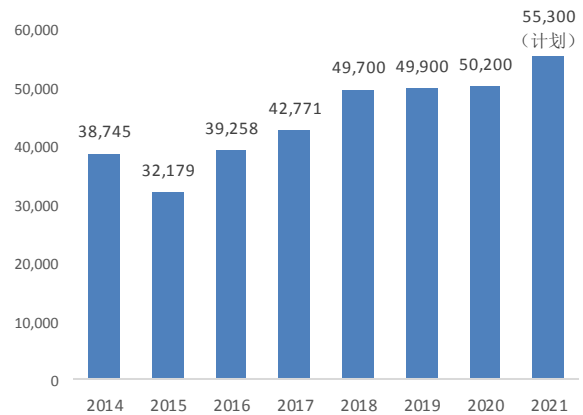
2013年开始，白酒行业进入深度调整期，酱酒行业也随之进入调整期。酱酒的第二轮繁荣是从2015年开始的，随着市场需求的恢复，酱香型白酒也开始复苏，茅台批价开始稳步上行，从800元提升到3000元。特别是2018年以后，酱酒进入快速发展阶段，收入和利润双增长。贵州茅台营业收入从2015年334亿元增长到2020年979.9亿元。2018年和2019年，郎酒净利润增速分别约为134%和240%，同期，国台酒业营收增速分别为105%和60%。

图2：贵州茅台销售收入

图3：茅台基酒产能



资料来源: wind, 东兴证券研究所



资料来源: 国台酱酒, 东兴证券研究所

受益于收藏和投资需求, 酱香酒需求呈现爆发, 与上一轮酱酒繁荣期不一样的是, 除去产业外资本, 大量的浓香酒企业开始布局酱酒赛道, 2017 年其他酒类企业相继进入, 而且是重量级的业内力量, 包括年初劲酒收购茅台镇酒厂、洋河收购贵酒。同时, 酱酒主流企业开始进入扩产期。

表2: 酱酒热背后的投资潮

酱酒企业	企业所属地区	投资企业	投资/收购时间	备注
贵州贵酒	贵州	洋河	2016	收购贵州贵酒
台轩酒业	贵州	劲牌	2016	2016 年收购贵州台轩酒业 95% 股份, 2018 年推出劲牌酱酒
厚工坊	贵州	洋河	2017	收购茅台镇厚工坊迎宾酒业
洞酿洞藏	贵州	步长集团	2017	一期投入百亿
茅台	贵州	华星集团	2018	携手茅台集团, 推出华茅新品
上海贵酒	上海	海银	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
贵州醇	贵州	江苏综艺集团	2019	牵头收购贵州醇 81% 的股权, 2025 年目标销售突破百亿
茅源酒业	贵州	徽酒	2019	高炉家收购贵州茅源酒业
黄金酒业	贵州	巨人集团	2020	2021 年销售总额瞄准 15 亿
糊涂酒业	贵州	椰岛酒业	2020	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酒业有限公司

厚工坊	贵州	五叶神集团	2021	预计到 2028 年实现超百亿销售
/	/	修正药业	2021	旗下修正酒业正与部分茅台镇酒企洽谈，有意收购酱酒
周大福酒业	贵州	红牌集团	2021	计划投 100 亿在茅台镇打造高端酱酒产业基地
/	/	“中海洋”	2021	计划耗资约 400 亿在茅台镇收购酒厂
波波匠酒业	贵州	北京昭德投资集团	2021	计划 2025 年销售收入达 30 亿元
衡昌烧坊	贵州	融创中国环球佳酿	2021	百亿资金，三年内谋求 IPO
国威酒业	贵州	水井坊	2021	2021 年 4 月投资设立贵州水井坊国威酒业有限公司
圣窖酒业	贵州	众兴菌业	2021	众兴菌业与刘见先生、刘良跃先生就收购圣窖酒业 100% 股权初步达成合作意向
钧台贡酒业	贵州	吉宏股份	2021	拟收购钧台贡酒业不低于 70% 的股权，从而持有古窖酒业资产
肆拾玖坊	北京	凯辉基金	2021	肆拾玖坊 A 轮估值 50 亿，获凯辉基金领投、创享欢聚跟投

资料来源：东兴证券研究所整理

根据图权酱酒工作室统计，2020 年中国酱香酒产业实现产能约 60 万千升，约占中国白酒行业产能 740 万千升的 8%；实现行业销售收入约 1550 亿元，约占中国白酒行业销售 5836 亿元的 26%；实现行业销售利润约 630 亿元，约占中国白酒行业利润 1585 亿元的 39.7%。

至 2020 年，国内有很多市场都出现了酱酒翻盘的现象，粗略估算河南市场酱酒流通规模超过 200 亿元，超越浓香成为白酒消费的第一大香型。广东 260 亿元容量的白酒市场中，酱酒销售达到 126 亿元，占比达到 48%。此外，山东、广西、福建等市场酱酒市场占有率也有较大的提升。

**表3：酱酒的四个梯队**

	公司名称	2020 年收入 (亿元)	产量 (万吨)	营收市占率	核心产品
第一梯队	贵州茅台（茅台酒）	848	5.6	61.24%	飞天茅台

第二梯队	贵州茅台（系列酒）	99.9	5.6		王子酒、汉酱、贵州大曲
	四川郎酒	93.4	5.0	5.16%（酱酒）	青花郎、红花郎
	贵州习酒	103	4.3	6.65%	窖藏 1998
第三梯队	国台酒业	20	2.8	2.90%	国标
	金沙酒业	27	3.0	1.76%	摘要
	贵州珍酒	20	3.5	1.29%	珍 15
	钓鱼台酒业	10	/	1.29%	国宾、贵宾
第四梯队	肆拾玖坊	10	/	19.71%	人在江湖、侠客酒、侠义酒、宗师酒
	丹泉酒业	5-10（销售收入）	2.0		洞藏
	仙潭酒业	5-10（销售收入）	2.0		紫潭
	酣客	5-10（销售收入）	/		酣客半月坛
	武陵酒	4.5	/		武陵上酱、武陵中酱、武陵少酱
	仁怀本土及其他企业	200-250	/		/

资料来源：东兴证券研究所整理

按照目前公布的酱酒产能规划预计，预计未来 5 年，酱酒市场将突破 2600 亿元。酱酒占全行业的收入比重将进一步提升超过 30%，根据图权酱酒的预测，未来 10 年，酱酒市场将突破 4000 亿元，届时茅台和非茅台酱酒的占比将达到 5：5。

表4：酱酒产能展望

	产能		销售收入		销售利润	
	（万千升）	同比	（亿元）	同比	（亿元）	同比
2025 年	80	6%	2675	6.12%		
2024 年	76	6%	2521	12.93%		
2023 年	71	6%	2232	12.93%		
2022 年	67	6%	1977	12.93%		
2021 年	64	6%	1750	12.93%		
2020 年	60	9%	1550	14%	630	14.50%
2019 年	55	略有增长	1350	22.70%	550	22%
2018 年	50-60	/	1100	/	430-440	/

资料来源：东兴证券研究所整理

## 2.2 千元价格带直面竞争

在茅台酒品牌的带动下，酱香酒企的宣传侧重于对标茅台的宣传，整体的定位偏高端，在千元价位带上跟浓香型高端白酒形成直接竞争。高端白酒目前竞争格局是三大品牌茅台、五粮液及国窖 1573 手握高端白酒的三张入场券，以及一些次高端品牌有战略性高端产品布局（如水井坊菁翠、洋河梦 9 及手工班、郎酒青花郎、酒鬼内参等）。



目前酱酒市场分为四个价位带，2000+的价位带主要是茅台酒占领，而千元价位带是众多酱酒品牌争抢的重地。在千元价位带上，除去茅台以外，目前青花郎已经切割了最大的份额；习酒君品事业部已经独立，君品将紧跟其后；国台15年、摘要15年，珍30、钓鱼台酒的部分高端产品、丹泉30年洞藏等部分主流酱香酒产品也开始涉入。

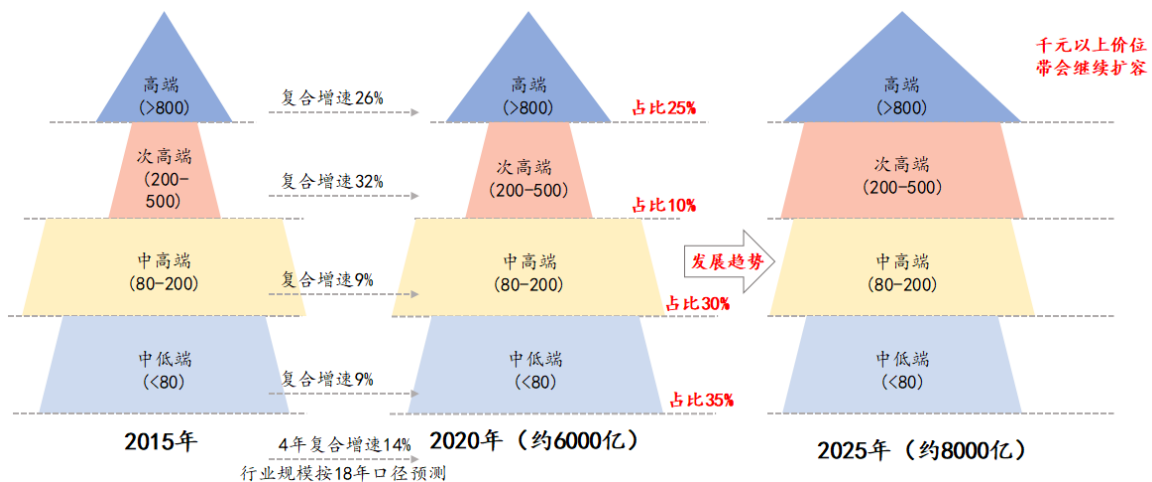
**表5：酱酒价格带**

	价位带（元）	产品	市场规模（亿元）
中低端	<200	茅台王子酒、茅台迎宾酒	150
次高端	400-800	窖藏1988、红花郎10年15年、摘要、国台国标、钓鱼台酒、珍15、丹泉15年洞藏、汉酱、仁酒、赖茅	400
高端	千元	青花郎、君品、国台15年、珍30、摘要15年、钓鱼台酒部分高度产品、丹泉30年洞藏	100
超高端	>2000	普茅、陈年茅台酒、青云郎、国台龙酒	900

资料来源：东兴证券研究所整理

在高端浓香和清香酒市场，千元价格带为品牌生命线，目前酱酒的布局已经切入到五粮液、国窖的核心盘中，跟浓香型的高端酒形成直面的竞争。

粗略统计，目前高端白酒（千元价格带以上）市场容量在1500亿元左右，行业占比25%左右。酱酒在高端市场的容量约在1100亿元左右，未来随着高端酒市场容量扩张，酱酒市场会进一步增加。浓香酒在高端市场的竞争会更为激烈。

**图4：品牌价值（亿元）**


资料来源：东兴证券研究所整理

**表6：主要酱酒企业2020年重点市场销售规模分布（单位：亿元）**

企业	全国	广州	河南	山东	粤豫鲁三省占比估算

贵州茅台	949	超过 100 亿	100 亿左右	超过 50 亿	26%
贵州习酒	103	超过 10 亿	25	超过 5 亿	38%
郎酒股份	约 80 亿 (酱酒板块)	接近 10 亿	20	超过 5 亿	43%
国台酒业	45	接近 10 亿	约 5 亿	超过 5 亿	44%
金沙酒业	27	约 2 亿	7	3 亿	44%
钓鱼台酒业	20	约 2 亿	约 5 亿	超过 1 亿	40%
贵州珍酒	20	约 2 亿	接近 4 亿	超过 1 亿	35%

资料来源：酒业家、东兴证券研究所

## 2.3 酱酒热背后

酱酒的大发展背后，我们认为有这样几个原因：一是因为茅台酒的稀缺性以及酱香酒口味的独特性，带动酱酒消费接受程度和消费量均有上升；二是因为茅台酒近几年价格不断上行，给其他酱酒的价格打开了空间；三是因为在渠道端，厂商给经销商的利润空间较大，经销商有较大的动力去推广；四是酱酒企业近几年产能扩张，以及很多浓香型白酒也开始布局酱酒产能推动酱酒行业整体发展，譬如今世缘近几年“V9”清雅酱香酒快速放量、老白干旗下“武陵酒”酱酒近两年来收入快速增长、金徽酒预计打造“陇南春”酱酒产品、海南椰岛拟投资 2.4 亿元与糊涂酒业共同出资涉及贵州仁怀椰岛糊涂酒业有限公司等。

表7：“染酱”企业

“染酱”主要酒企一览			业内外资本布局酱酒行业				
时间	品牌·产品	简介	酱酒企业品牌	投资方	所属领域	投资时间	备注
2021	水井坊	拟与国威酒业合资成立新公司	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
2021	金徽酒 陇南春	择机推出，与既有的“金徽”品牌形成双品牌	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
2021	枝江酒 业 谦泰吉	/	/	“中海 洋”	未知	2021	计划耗资约 400 亿在茅台镇收购酒厂
2021	天鹅酿 酒集团 藏·酿 造院	未来 3 年 10 亿广告投入	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
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	/	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
2020	景芝	未来 5 年实现景酱销售额 30 亿	厚工坊	五叶神集	烟草	2021	预计到 2028 年实现超百

	景酱	元		团			亿销售
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	黄金酱酒	巨人集团	网络科 技	2020	2021 年销售总额瞄准 15 亿
2020	古越龙 山 女儿红 酱酒 状元红 酱酒	拟推三款白酒新品，售价均在 500-1200 元之间	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
2020	沂蒙老 区酒业 贵人 道·贵 酱	/	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
2020	椰岛酒 业 海酱系 列	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 酒业有限公司	华茅	华星集团	综合	2018	携手茅台集团，推出华茅 新品
2020	舍得酒 业 国袖秘 酱	联合平台商推出酱香产品国袖 秘酱	洞酿洞藏	步长集团	医药	2017	一期投入百亿
2019	今世缘 国缘 V9	主打清雅酱香，定位于企业参 与行业头部竞争的利器	国帅酒业	步长集团	医药	2014	增资
2019	国井集 团 国井酱 香	/	/	山东烟草	烟草	2014	投资 5 亿元生产 5000 吨 酱酒
2019	兰陵酱 酒 盛世壹 品	/	领酱国酒	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
2019	花冠集 团 金贵酱 酒冠 20	2019 年花冠收购山东金贵酒 业，发布酱酒战略，正式推出 金贵酱酒	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
2019	百脉泉 齐鲁壹 号	定期派专业酿酒师赴茅台镇进 行学习	国坛酒业	蔡孟珂 郝镇熙 李锦宜	医药	2012	蔡孟珂、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
2019	金东集团	2019年与仁怀市达成245亿元的茅台镇金东酱酒基地项目的合作	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
2019	川酒集团	2019年投资10亿元的川酱科研基地奠基，将打造产能2万吨、储酒6万吨的酱酒产业园	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
2018	古贝春 古贝元	主打中度酱香	金沙古酒	宝德集团	电子技术	2011	计划5年内上市
2018 2016	劲牌公司 贵轩（国宝产区）	2016年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，收购贵州台轩酒业95%股份，2018年推出劲牌酱酒	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
2017 2016	洋河股份 贵州贵酒	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，2017年收购茅台镇厚工坊迎宾酒业	金沙酒业	湖北宝化	化工	2007	力争在2025年实现百亿销售目标
2010	永福酱酒 15酱	五粮液旗下酱酒品牌	国台酒业	天力士	医药	1999	正冲刺上市，有望成为酱酒第二股
2009	金东集团 贵州珍酒	销售比十年前增长率约20倍，目前正冲刺百亿					
2001	舍得酒业 吞之乎	/					

资料来源：酒业家、东兴证券研究所

但是酱酒发展到目前，我们认为行业也存在一些问题，1是由于酱酒企业此前都是通过给经销商高利润空间去让渠道推广，但是也造成渠道乱价，管理混乱等问题。2酱酒品牌力偏弱，如果需要被更广泛的认知，仍需要做市场培育。3是酱酒生产主要集中在赤水河两岸，造成酱酒的产能比较受限于赤水河产区的生态，此前曾有测算，赤水河产区的酱酒产能极限约为80万吨。从目前的产能来看，酱酒更是呈现供不应求的状态，造成一些小酒企对酒质的忽略，对消费者形成损害。

面对这些问题，我们认为酱酒行业未来也会经历一轮洗牌，使得行业的发展会更为稳固。在这轮洗牌中，无论是浓香还是酱香企业，能够抓住时代趋势、并且具有卓越管理能力的企业会最终胜出。

### 3. 五粮液的竞争优势

虽然近几年酱酒的发展对高端白酒市场有较大的冲击，市场多认为在竞争中，酱香酒有望进一步去抢占高端白酒市场，但是我们认为，五粮液有自身的优势作为强护城河，随着高端白酒市场的扩容，五粮液有能力从中扩充自己的市场份额。

首先是品牌优势，目前作为高端白酒的引领者，五粮液是除去茅台外高端白酒销售体量最大的品牌，品牌和品质有着广泛的影响力。近几年随着品牌梳理，五粮液品牌力更加突出，且产品结构更为合理；其次在渠道管理上，目前酱酒更多的是依靠给与经销商高毛利空间，依靠经销商自身来做推广，市场运作普遍较为粗糙，而五粮液经历了数轮渠道改革，拥有较强的渠道管理能力，和良好的经销商关系，渠道的韧性和粘性更有优势；第三是管理优势，五粮液从 2017 年以来通过数字化实现了酒厂到消费者的精细化管理，管理势能逐渐释放，同时在人员激励上，五粮液通过员工持股计划，增强了员工的士气，激发了员工的积极性。

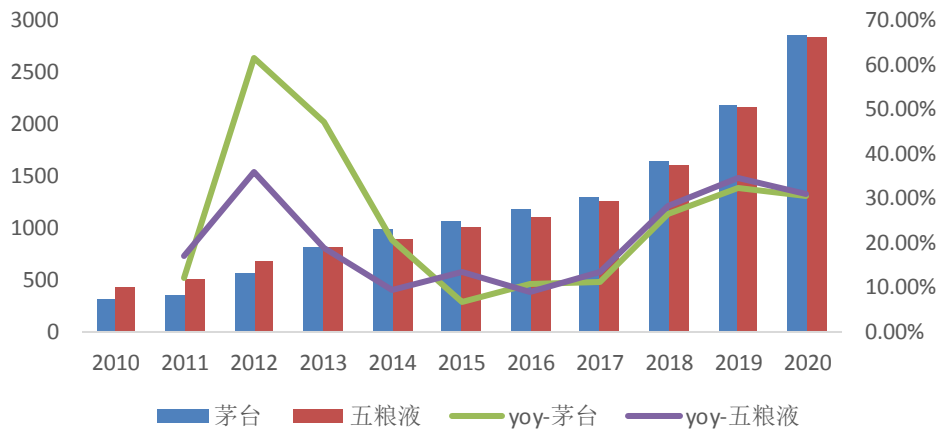
这些优势是五粮液竞争的核心竞争力，在高端酒赛道竞争的背后，我们更多的看到五粮液公司品牌影响力之下，公司核心价值的凸显。

#### 3.1 品牌红利

##### 3.1.1 品牌价值持续提升

五粮液品牌价值与茅台同增，高端酒地位不可撼动，品牌优势是五粮液最核心的竞争优势之一。根据《中国 500 最具价值品牌》数据显示，2013 年茅台品牌价值增长 46.9%，实现了对五粮液的反超。2013 年以后五粮液的品牌价值一直低于茅台，五粮液与茅台的品牌价值增速相当，2020 年茅台和五粮液的品牌价值分别为 2855.23/2837.46 亿元。2020 年《中国 500 最具价值品牌》五粮液排名位列 19 位，食品饮料行业第二名，仅次于茅台。

图5：品牌价值（亿元）



资料来源：中国 500 最具价值品牌，东兴证券研究所

表8: 五粮液 2017 年以来所获品牌奖项

年份	获得奖项
2017	2016 中国品牌价值 100 强发布 五粮液品牌价值达 875.69 亿
2017	股份公司获“2016 年度金牛投资价值 150 强”。
2017	五粮液荣膺 2017“世界品牌 500 强”，排名 338 位。
2019	荣获“九鼎奖 2018 最值得投资者信任的上市公司”奖项。
2019	2019 第四届中国酒业资本论坛暨中国酒业金樽奖颁奖盛典，获 1159.76 亿元的品牌价值
2020	“2020 年全球品牌价值 500 强”榜单，五粮液品牌价值达 208.72 亿美元
2020	荣获“2020 我喜爱的中国品牌”，成为“品牌战疫”经典案例的唯一白酒品牌。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

### 3.1.2 产品布局清晰，高端产品结构上移

**产品梳理结构清晰，高端产品打开价格空间。**上世纪 90 年代，五粮液为了提高产能利用率，激发经销商积极性，创造性的提出了 OEM 模式，贴牌生产“金六福”、“五粮春”等 OEM 系列产品，在当时为五粮液发展贡献了很大的利润。但是随着规模扩大，OEM 模式弊端逐渐显现，大量贴牌产品造成品牌力降低、管理难度增加等问题。

2017 年五粮液决心清理规范贴牌产品，解决历史遗留问题，砍掉历史的贴牌产品，公司围绕主品牌“1+3”的品牌战略和系列酒的“4+4”品牌战略，突出主力产品的品牌影响力，清理下架和停止销售“VVV”、“东方娇子”等系列酒品牌。

表9: 五粮液 2017 年以来品牌清理

品牌	产品
----	----

2017 年	清理 18 个品牌	清理 155 款产品
2018 年	清理 49 个品牌	清理 800 余款产品
2019 年	清理 42 个品牌	清理 129 款产品
2020 年	清理 12 个品牌	清理 577 款产品

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在清理系列酒品牌后，五粮液系列酒遵循“向中高价位产品聚焦、向自营品牌聚焦、向核心品牌聚焦”的原则，突出打造全国性的战略大单品和区域性的重点产品，形成“4+4”的系列酒品牌矩阵。“4+4”的系列酒品牌矩阵，即五粮春、五粮醇、五粮头特曲、尖庄 4 个全国性大单品，以及五粮人家、百家宴、友酒、火爆 4 个区域性的单品。

**图6：系列酒产品矩阵**



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2020 年将原本的三家系列酒营销公司整合为一，系列酒产品作为五粮液一大重要方面，系列酒产品市场竞争力不断提升，努力打造系列酒大单品，打造核心根据地市场和重点市场。

根据公司的计划，力争用 5 年时间将尖庄品牌打造成 100 亿元级大单品和“民酒类第一品牌”，将五粮醇品牌打造成 50 亿元级大单品和“中价位醇香第一品牌”。将五粮春品牌打造成 50 亿元级大单品，将五粮特曲打造成 20 亿元级大单品和“特曲类第一品牌”。

**表10：五粮液系列酒品牌规划**

系列酒品牌	目标规模	目标定位
尖庄	100 亿元级大单品	“民酒类第一品牌”
五粮醇	50 亿元级大单品	“中价位醇香第一品牌”
五粮春	50 亿元级大单品	-
五粮特曲	20 亿元级大单品	“特曲类第一品牌”

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

同时，五粮液在高端酒产品上实现产品结构上移。2019 年公司推出了定位超高端的 501 五粮液，布局“高端五粮液”战略。打造超高端 501 五粮液，经典交杯牌五粮液，52 度五粮液水晶瓶的强势主品牌体系。2020 年五粮液正式发布“501 五粮液·明池酿造”和“501 五粮液·清池酿造”两款超高端产品。2021 年经典五粮液和小五粮最新上市，并且在市场上获得了良好的口碑。我们看好经典五粮液未来在 2000 元价位带的放量，将成为五粮液高端酒的重要引领产品。

图7：主品牌产品矩阵



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

### 3.2 渠道积极探索，创建核心竞争优势

公司近几年通过积极探索，在渠道上的改革较为积极，且取得了较为明显的效果。公司 2017 年 6 月开始的“百城千县万店”工程不断进行渠道下沉，优化渠道结构，实现了向终端营销转型的方向。随后公司通过



数字化，引入“控盘分利”模式，经销商、终端、消费者层层扫码，利润按照模式在各级经销商之间进行分配，保证各个环节都能取得合理的利润，实时掌握商家进销存情况，实现对渠道销售的透明管理、渠道异常的实时监控、渠道合作的高效协同。随着“控盘分利”政策的实施，五粮液原来区域间串货的问题得到了根本性的解决。

**图8：五粮液数字化箱外物流码演示图**

**箱外物流条形码**

资料来源：东兴证券研究所

**图9：五粮液数字化渠道动销码演示图**

**渠道动销码**

资料来源：东兴证券研究所

从去年开始，公司开始重点布局团购渠道，公司成立了团购事业部，团购渠道预计今年将成为五粮液渠道增量的重要渠道。去年经过努力，公司团购占比接近 20%，2021 年公司进一步加大团购力度，率先在成都市场进行试点，欲减少平台经销商数量，将经销商转做团购商。同时加大团购的力度，预计团购占比会进一步提升。

在新零售领域，五粮液也加紧布局，2020 年 5 月，五粮液新零售管理公司注册成立，7 月正式落户成都，标志着五粮液向数字化转型纵深发展的前进。五粮液新零售公司将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”。除了以互联网思维开展消费者运营外，五粮液新零售公司也将承担起五粮液线上供货源头的角色。未来所有五粮液核心单品“普五”的线上货源都将归拢到新零售公司去，五粮液将借此加强对渠道的管控力，降低电商平台对批价的干扰力。

### 3.3 精细化管理优势

#### 3.3.1 渠道管理效率不断提升

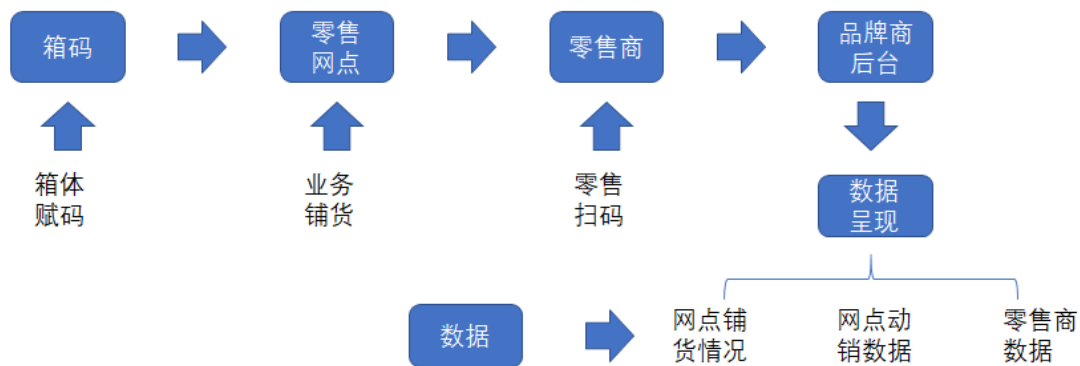
近几年来，五粮液通过数字化改革，强化渠道管理能力，不断提升管理效率。

1) 公司自 2017 年开启数字化改革之路，2017 年与 IBM 合作建设数字平台，2018 年数字化物流平台建设完毕，2019 年建设全渠道数字化营销决策平台，形成“消费者驱动，平台化运营，数字化支撑”的营销体系。

通过数字化体系，五粮液厂家、各级经销商、终端、消费者层层扫码，经销商的销售情况、库存情况、销售价格、销售区域都会被系统监控到，五粮液可以以此快速感知市场情况。

2) 五粮液通过实施控盘分利政策，利用信息化的手段提升了对经销商和产品的管控，有效解决了之前存在的经销商互相竞争等问题的管理漏洞，管理效率大幅提升，管理能力也不断增强。控盘分利模式不仅可以第一时间得到产品的销售信息，而且公司对经销商的控制与协调能力也得到了提高。

图10：五粮液箱码获取零售商数据



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2019年开始，五粮液开始推动渠道扁平化改革，公司改革片区中心制为营销战区制，以省划分基础，将原7大区域营销中心裂变为21个营销战区，由此将公司营销职能从大片区层面前移至省级层面，更加贴近渠道和市场。

针对公司早期相关营销政策落地难的情况，公司加大了对销售队伍的建设，匹配营销组织的变革、增加营销执行队伍的战斗力。2019年4月公司面向全国市场营销业务人员，招聘包括营销战区渠道运营经理、费用核算专员等100名营销人才，进一步扩大销售队伍。至2020年底，公司销售人员达到1156人，较2018年人数增长近一倍。

### 3.3.2 员工激励激发积极性

在激励体系方面，公司探索可持续的中长期激励机制，薪酬改革方面，设定合理的考核指标，充分激发全体干部员工的积极性。

五粮液早在2010年就筹划员工持股计划事项，直到2015年员工持股计划草案公布，2018年4月19日，五粮液非公开发行股票正式实行，2021年4月19日锁定期届满，员工持股计划获得11倍的投资收益。

图11：员工激励计划历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 4. 远景展望：高端酒如何突围

### 4.1 核心消费者的抓取

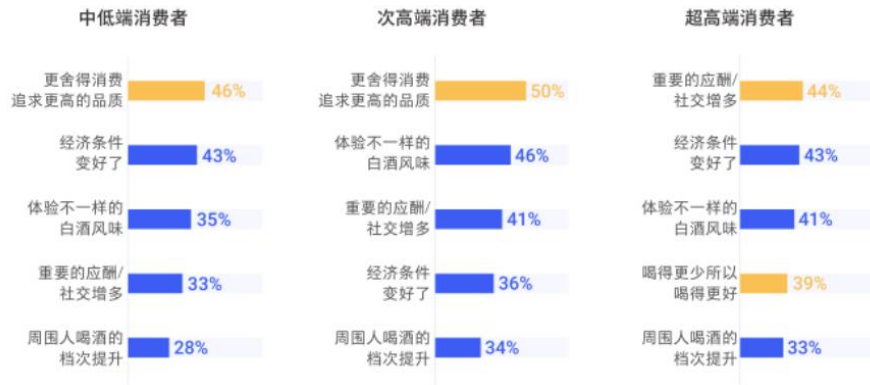
白酒销售模式经历了几次变迁，无论是从传统承销模式，发展到后来的深度分销、盘中盘渠道销售（半深度分销）和直分销模式，我们认为白酒销售模式的变迁，本质是消费者行为变化结果，带来的销售模式的更新，而销售模式的变迁最根本的是做核心消费者抓取。在高端酒的发展中，我们认为最为重要的是对核心消费者的抓取，以及对消费者的教育和引导。

针对核心消费者，一线名酒已经进行了较长时间的探索，比如茅台的“茅粉节”、泸州老窖的“国窖 1573·国窖荟”、洋河的“梦想汇”等等，都是在做核心消费者的培养和教育。五粮液通过数字化改革，启动开瓶扫码红包等活动，已经开始逐渐在建立核心消费者圈层初步看到成效。此外，五粮液从去年开始将营销重点转向团购，我们认为这是非常重要的改革，是在消费者消费模式转变的过程中，对核心消费者抓取重要的举措。

高端白酒在消费者教育和消费者引导上，目前更多的还是依赖于意见领袖和渠道的引导，我们认为随着新零售占比的提升，以及年轻人饮酒文化的变化，消费引导需要新的角度和新的模式。

图12：消费者饮用白酒价格档次上升的主要原因

消费者饮用白酒的价格档次上升，其中的主要原因是……



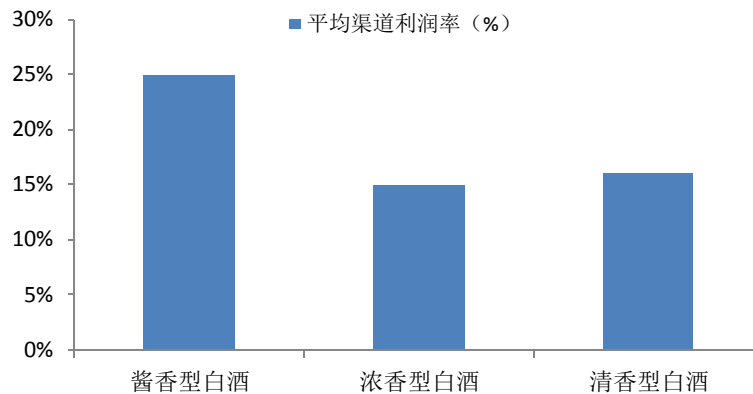
资料来源：腾讯营销洞察报告，东兴证券研究所

## 4.2 经销商利润环节需要平衡

在酱酒的发展潮中，有一个非常重要的原因，就是有一些中小品牌的酱酒由于推出时间不久，渠道价格不透明，所以经销商利润高，补货动力充足。

据郎酒招股书披露，2019年郎酒高端白酒（青花郎）平均销售价为129.14万元/吨，约为645元/瓶。青花郎一批价目前为960元，零售价为1299元，粗略计算经销商利润率为48.8%，终端利润率为35.3%。根据国台招股说明书披露，2019年国台高端产品（500元/500ml）吨酒水价为42.68万元/吨，出厂价约为213元/500ml，国台国标一批价目前为320-330元/500ml，终端零售价为549元/500ml，粗略计算得经销商利润率为54.9%，终端利润率为66.3%。一些小的酱酒厂，渠道毛利甚至可以达到更高。

图13：渠道利润率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为一个行业的发展，会经历几个阶段：产品推动—渠道推动—品牌推动，从目前来看，酱酒发展正处在第一阶段和第二阶段过程中，即通过给渠道高毛利，实现渠道推动产品销售。而浓香和清香型白酒已经发展到第三个阶段，由于发展阶段的不平衡，导致浓香在渠道上的利润环节与酱香利润环节上的差距较大。而浓香白酒以为规模较大，现在普遍比较忽视这个问题，渠道盈利的平衡是未来发展的关键。

### 4.3 品质表达竞争突围

从产品属性而言，酱香酒口感更为厚重，一旦消费者适应口感后，很容易形成消费粘性。然而，消费者对香型的认知往往并不深刻，对酱香酒的认知主要得益于茅台的品牌效应。在茅台的市场培育下，消费者逐渐形成酱香酒品质好、稀缺性的品类认知。其它酱酒企业在宣传时也对标茅台，例如青花郎强调是与茅台并列的中国两大酱香白酒之一，国台酒强调是茅台镇两大酱香品牌之一，以通过营销形成高品质定位，扩大品牌影响力。

图14：五粮液首家“文化体验店”落户成都



资料来源：新浪财经，东兴证券研究所

浓香和酱香最大的竞争还是品质表达竞争。相对酱香，窖池老、高端酒出酒率低、年份酒是浓香的优势所在，这些优势需要浓香龙头企业去宣传、教育、和推广。针对核心消费群体，讲好浓香的稀缺性、高端性才是抢占舆论高地的根本。

## 5. 盈利预测

### 5.1 五粮液进入高端化快车道

虽然浓香型白酒在酱酒竞争中存在着上面所提到的三类问题，但是我们看到五粮液已经在改革中注意到这些问题，并且逐步在改革或解决，包括战略大单品的打造、渠道进一步优化改革等措施，我们认为这些措施是积极正确的方向，五粮液行驶在高端化的快车道上。

#### （1）战略性高端产品推出，拔高产品整体价格体系

去年9月，公司战略性推出高端产品经典五粮液，进一步丰富自己高端产品线，未来经典五粮液将成为百亿级的高端产品代表。今年5月份公司完成了对经典五粮液上市以及前期试销阶段的工作总结，6月初通过开展专题会议完成对经典五粮液未来的布局 and 安排，预计今年全年经典五粮液将有较好的表现。

经典五粮液是继去年“501 五粮液·明池酿造”和“501 五粮液·清池酿造”两款超高端产品推出之后，在接近3000元价位带布局的新产品，未来公司期望将该产品做到百亿元体量，将成为业绩贡献的中间力量。

图15：经典五粮液发布会现场



资料来源：新浪网，东兴证券研究所

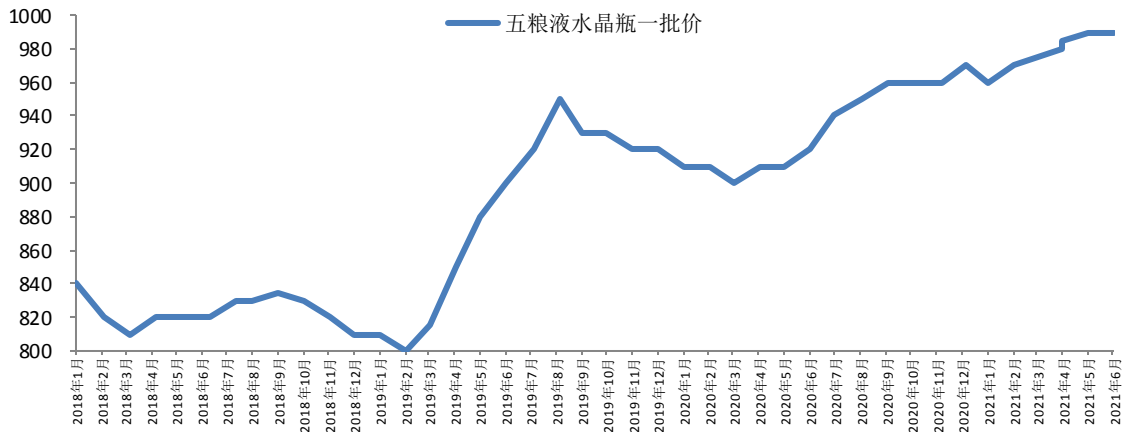
图16：经典五粮液包装



资料来源：新浪网，东兴证券研究所

#### （2）批价持续上行，强化竞争力

今年以来，公司通过监控经销商库存、控量控货、增强团购比重等方式去推动批价，举措取得了明显效果，批价从年初 930 元逐渐涨到接近千元的水平，部分区域甚至占上千元价位带。批价的上行，一方面可以改善渠道盈利的状况，一方面也是产品整体竞争力的提升。

**图17: 五粮液一批价**


资料来源: 东兴证券研究所

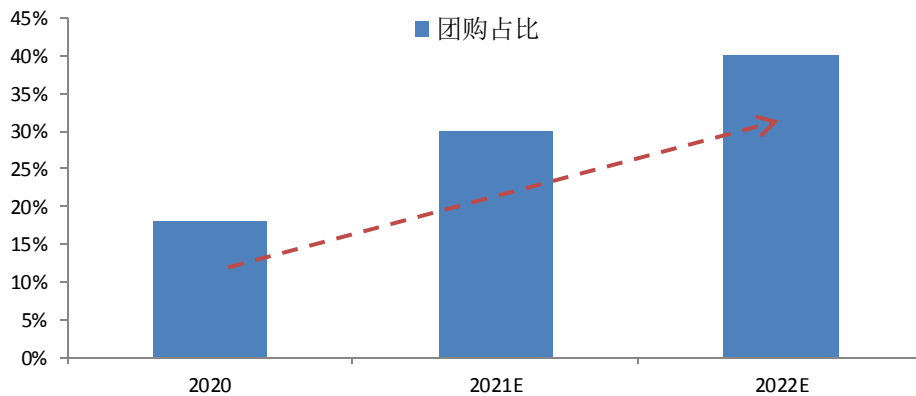
### (3) 销售体系改革, 聚焦核心人群

今年公司开年进行了营销组织优化, 总部建立了团购部, 下面设立团购系统, 目前团购组织接近 300 人规模, 大企业的覆盖率达到 20%。去年公司建立的 6000 家直接服务的团购单位, 复购率明显提升, 从数据来看, 今年企业复购率达 90%。

同时, 公司今年在成都开始试点, 减少流通商, 仅保留几家作为流通平台商, 大部分经销商转为做团购商, 加强团购渠道的力量。目前成都试点已经开启, 接下来或在全国重点市场推开, 团购将成为销售改革的重要方向。

我们认为强化团购渠道的举措, 可以使公司营销更加聚焦核心消费者, 因为高端白酒销售强调核心消费者的重复饮用频次, 核心圈层营销更为重要。

**图18: 五粮液团购比例**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 5.2 关键假设

- 1、五粮液产品结构持续改善, 经典五粮液未来三年有望达到百亿规模, 核心五粮液产品批价稳步提升并带动出厂价持续增长。
- 2、系列酒经过两年的改革取得了较好的成绩, 预计今年开始逐渐放量, 未来体量有望达到 200 亿元。
- 3、五粮液产能能够支撑每年 13%-18% 的增长, 公司增长中枢能够达到 15%。

我们预计公司 2021 年收入增长能够达到 15.59%, 归母净利润增长达到 17.47%, 实现 EPS 6.04 元。2022 年公司销售收入增长 15.21%, 归母净利润增长 16.97%, 实现 EPS7.08 元, 当前股价对应估值 37 倍。看好公司在高端酒赛道持续获得市场份额的能力, 以及高端化战略下的品牌张力释放, 考虑行业龙头地位和整体估值水平, 给与 42 倍目标估值, 目标价 279 元, 给与“强烈推荐”评级。

表11: 五粮液盈利预测

	2019-12-31	2020-12-31	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	50,118.11	57,321.06	66,258.94	76,338.76	87,210.96
增长率 (%)	25.20%	14.37%	15.59%	15.21%	14.24%
归母净利润 (百万元)	17,402.16	19,954.81	23,455.47	27,490.26	31,843.83
增长率 (%)	29.84%	14.73%	17.47%	16.97%	15.71%
净资产收益率 (%)	23.42%	23.28%	21.51%	20.15%	18.95%
每股收益 (元)	4.48	5.14	6.04	7.08	8.20

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



## 6. 风险提示

宏观经济出现重大波动，疫情出现较为严重的反复。行业竞争加剧，公司管理层管理不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	96627	102356	131255	162512	198660	营业收入	50118	57321	66259	76339	87211
货币资金	63239	68210	91132	117401	148540	营业成本	12802	14812	17080	19381	21636
应收账款	134	41	102	138	165	营业税金及附加	6984	8092	8614	9924	11337
其他应收款	33	36	42	48	55	营业费用	4986	5579	6349	7158	8019
预付款项	232	247	265	284	306	管理费用	2655	2610	2925	3250	3596
存货	13680	13228	18067	20501	22886	财务费用	-1431	-1486	-1515	-1530	-1546
其他流动资产	0	0	0	0	0	研发费用	126	131	158	189	227
非流动资产合计	9770	11537	12079	12616	13150	资产减值损失	-3.02	-14.11	-8.00	-8.00	-8.00
长期股权投资	1022	1850	1850	1850	1850	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6108	5867	5445	5020	4591	投资净收益	92.50	93.50	100.00	100.00	100.00
无形资产	410	434	458	480	501	加:其他收益	159.7	162.37	194.85	233.82	280.58
其他非流动资产	165	293	293	293	293	营业利润	24246	27826	32956	38314	44335
资产总计	106397	113893	143333	175128	211810	营业外收入	29.89	40.66	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	30035	25879	30869	34065	37656	营业外支出	169.6	188.64	200.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	24106	27678	32756	38314	44335
应付账款	3258	3383	4050	4372	4789	所得税	5878	6765	8189	9579	11084
预收款项	12531	24	5651	8525	11689	净利润	18228	20913	24567	28736	33251
一年内到期的非	0	0	0	0	0	少数股东损益	826	959	1112	1245	1407
非流动负债合计	266	256	256	256	256	归属母公司净利	17402	19955	23455	27490	31844
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
负债合计	30301	26135	31125	34321	37912	成长能力					
少数股东权益	1805	2052	3164	4409	5817	营业收入增长	25.20	14.37%	15.59%	15.21%	14.24%
实收资本(或股	3882	3882	3882	3882	3882	营业利润增长	29.53	14.77%	18.44%	16.26%	15.71%
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683	归属于母公司净	30.02	14.67%	17.54%	17.20%	15.84%
未分配利润	51634	59443	78794	101473	127745	获利能力					
归属母公司股东	74291	85706	109044	136397	168082	毛利率(%)	74.46	74.16%	74.22%	74.61%	75.19%
负债和所有者权	106397	113893	143333	175128	211810	净利率(%)	36.37	36.48%	37.08%	37.64%	38.13%
现金流量表						单位:百万元					
经营活动现金流						总资产净利润					
净利润	18228	20913	24567	28736	33251	ROE(%)	23.42	23.28%	21.51%	20.15%	18.95%
折旧摊销	489.70	511.46	515.79	519.51	523.41	偿债能力					
财务费用	-1431	-1486	-1515	-1530	-1546	资产负债率(%)	28%	23%	22%	20%	18%
应收账款减少	-7	93	-60	-36	-27	流动比率	3.22	3.96	4.25	4.77	5.28
预收帐款增加	5824	-12507	5627	2874	3165	速动比率	2.76	3.44	3.67	4.17	4.67
投资活动现金流	-1616	-1722	-949	-949	-949	营运能力					
公允价值变动收	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.52	0.52	0.48	0.45
长期投资减少	0	0	0	0	0	应收账款周转率	383	652	926	637	576
投资收益	93	94	100	100	100	应付账款周转率	15.64	17.26	17.83	18.13	19.04
筹资活动现金流	-7252	-9213	1398	1393	1386	每股指标(元)					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新	4.48	5.14	6.04	7.08	8.20
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净现金流	3.67	0.97	5.91	6.77	8.02
普通股增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最	19.14	22.08	28.09	35.14	43.30
资本公积增加	0	0	0	0	0	估值比率					
现金净增加额	14244	3763	22922	26269	31139	P/E	59.62	51.99	44.23	37.74	32.58
						P/B	13.97	12.11	9.51	7.61	6.17
						EV/EBITDA	41.90	36.16	31.32	24.68	20.53

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	20210703 东兴食饮周报：补库存周期到来，建议关注调味品板块	2021-07-05
行业普通报告	食品饮料行业：周观点：货币政策渐紧，下半年建议关注必选消费	2021-06-29
行业深度报告	食品饮料行业报告：“无糖”系列报告（二）：代糖的崛起	2021-06-28
行业普通报告	20210621 东兴食饮周报：年中策略：坚持看好三条主线	2021-06-22
行业深度报告	食品饮料行业报告：“无糖”系列报告（一）：无糖饮料的兴起	2021-06-18
行业普通报告	食品饮料行业报告：行业周观点：茅台今年产能达到 5.5 万吨，成品酒供应有望逐渐提升	2021-06-14
行业普通报告	20210607 东兴食饮周报：东鹏特饮上市受追捧，关注能量饮料赛道	2021-06-08
行业普通报告	食品饮料行业报告：酒企逐步完善员工激励，奠定长期增长基石	2021-05-31

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

### 王洁婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

## 研究助理简介

### 韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526