

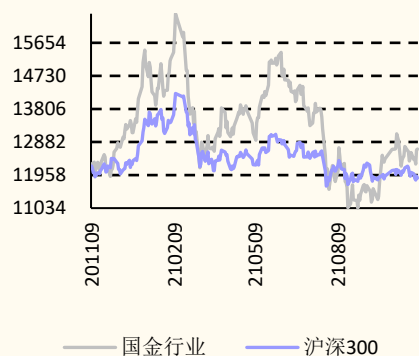
消费升级与娱乐研究中心

食品饮料行业研究增持（维持评级）

行业周报

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	12685
沪深 300 指数	4842
上证指数	3492
深证成指	14463
中小板综指	13663



相关报告

- 1.《啤酒提价复盘及空间测算，高端化进行时-啤酒行业深度报告》，2021.11.6
- 2.《静候白酒三季报业绩落地，关注非酒提价节奏-食品周报 1024》，2021.10.24
- 3.《秋糖反馈及三季报前瞻，坚守确定性龙头-食品周报》，2021.10.17
- 4.《白酒动销稳中向上，食品需求持续恢复-食品饮料十一调研报告》，2021.10.8
- 5.《理性看待社零数据，把握白酒长期布局机会-食品周报 0921》，2021.9.21

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

李本媛 联系人
libenyuan@gjzq.com.cn

推荐白酒布局良机，关注食品基本面改善

投资建议：

结合食品饮料三季报反馈，子板块出现相对分化。白酒企业大多呈现了高质量增长，啤酒价格逻辑持续兑现。乳制品龙头净利率提升明显，调味品依旧处于需求缓慢恢复的状态，食品综合板块分化显著。我们认为，三季报为试金石，体现了经济压力下各个行业的需求及龙头竞争力。市场近期持续兑现“涨价预期+业绩环比改善”逻辑，部分板块短期呈现明显估值修复。我们认为，应该理性看待涨价背景下净利率的改善空间，优选估值匹配的高质量赛道。当前，近期茅台批价合理波动调整，白酒板块估值性价比机会出现，重点推荐白酒布局机会；非酒首选乳制品龙头，关注食品及调味品基本面改善，如绝味、千禾、洽洽。

- **白酒**：整体而言，三季度大部分上市酒企报表端业绩均符合预期或略超预期，高端酒稳健增长，次高端/地产酒延续高增。我们认为，白酒行业格局稳定，具有较深的护城河，依旧是食品饮料板块中性性价比较高的子板块。即使在经济承压+疫情反复背景下，龙头白酒企业仍以业绩证明了其经营耐力与韧性。
- **啤酒**：Q3 销量和成本双承压（龙头整体营收同比+1%），但控费下经营效率微增。Q4 疫情反复依旧，预计需求端景气度仍将损伤。建议弱化淡季销量波动，核心关注提价预期落地。青啤、重啤、华润均有淡季提价的打算，本轮集体提价对比 18 年的时间提前、幅度加大、品种更高端、竞争格局优化，有望助推费用补贴更理性、提价传导节奏更快，加速过渡到利润释放阶段。中长期看，“高端化+经营效率改善”仍是主旋律，各家在高端化打法上已具备较鲜明的特征，看好高端化确定性强的龙头。
- **乳制品**：疫情后液态需求度一直较好，今年 Q3 伊利收入端增速略放缓，主要与高基数有关。成本压力下龙头盈利水平不减反升，主要源于 1) 控费减促持续进行，利好毛销差提升；2) 高毛利产品快速放量，结构优化提振整体盈利水平。展望未来，我们认为两强的战略已经从纯粹的收入导向转向收入、利润兼顾，费用投放相比之前也会更加理性。随着行业竞争态势的缓和，发力奶酪、奶粉等高增、高毛利品类，两强有望进入净利率上升通道。
- **休闲食品**：由于疫情反复、需求疲软，大部分企业 Q3 仍有压力，且原材料价格上涨也拖累了毛利水平。绝味剔除投资收益以及股权激励费用，扣非净利同比增长约 8-9%；考虑到 Q4 仍有疫情反复，预计公司 Q3、Q4 均有意加大开店力度，助力全年完成营收增长 25% 的股权激励目标。洽洽表现相对稳健，高基数效应消退后 Q3 环比 Q2 改善明显，且毛利端相对稳定，目前成本压力尚小。新的一波采购季临近，预计国葵原材料成本略有上涨，已经出台提价计划覆盖成本压力，考虑到渠道库存比较健康、终端需求平稳，预计提价传导性良好，有望增厚明年利润。
- **速冻食品**：餐饮供应链企业高景气度延续，其中立高冷冻烘焙产品持续高增，千味营收端超预期，除了恢复性增长，公司通过品类推新有力带动销售额增长。油脂等大宗原料价格上涨对毛利率带来一定冲击，立高针对部分毛利产品（港挞）已有提价计划；千味由于提前锁价，年内尚未有成本压力，但亦有计划于年底开始提价。
- **调味品**：行业基本面改善，静待四季度需求加速恢复。近期龙头企业海天提价或将引发行行业性提价潮，未来行业基本面仍有显著改善空间。我们认为，目前行业渠道库存已逐步改善，且社区团购影响将逐步弱化，行业集中度提升确定性强，建议关注调整中的龙头企业。
- **风险提示**：宏观经济下行风险/疫情持续反复风险/区域市场竞争风险。

内容目录

一、白酒：稳中有进，坚守优质龙头	4
1.1 收入端：高端行稳致远，次高端/地产酒延续高增	4
1.2 利润端：产品结构升级驱动板块盈利能力持续向好	5
1.3 现金流：21Q3 整体销售收现&预收高增，蓄力 Q4 及来年	7
1.4 投资观点：风物长宜放眼量，坚守优质赛道龙头	8
二、啤酒：Q3 销量和成本双承压，控费下经营效率微增	8
2.1 收入端：受疫情、天气影响销量下滑，吨价延续向好态势	8
2.2 利润端：Q3 成本压力加重，控费下盈利能力稳中有增	9
2.3 投资建议：弱化淡季销量波动，关注提价后的利润释放	10
三、乳制品：需求景气度向好，成本压力下盈利能力不降反升	11
四、休闲食品：Q3 仍有压力，静待边际改善	11
五、速冻食品：餐饮供应链维持高景气，提价+产能投产稳步推进	11
六、饮料：Q3 东鹏放缓节奏，百润延续高增	12
七、调味品：行业基本面承压延续，静待四季度需求改善	12
7.1 业绩回顾：市场需求环比改善，静待四季度基本面加速	12
7.2 估值及投资建议	14
八、本周行情回顾	16
九、行业数据更新	18
9.1 白酒板块	18
9.2 乳制品板块	19
9.3 啤酒板块	19
十、公司公告与事件汇总	20
10.1 公告精选	20
10.2 行业要闻	21
10.3 近期上市公司重要事项提醒	22
十一、风险提示	22

图表目录

图表 1：白酒板块公司营业收入（亿元）及增速	4
图表 2：白酒板块分季度营业收入（亿元）及增速	5
图表 3：白酒板块各价格带分季度营业收入增速	5
图表 4：白酒板块公司归母净利润（亿元）及增速	5
图表 5：白酒板块分季度归母净利润（亿元）及增速	6
图表 6：白酒各价格带归母净利润增速	6
图表 7：白酒板块公司 21Q3 利润率和费用率	6
图表 8：白酒板块分季度毛利率和净利率	7
图表 9：白酒各价格带分季度净利率	7

图表 10: 白酒各价格带分季度毛销差.....	7
图表 11: 白酒各价格带分季度税金及附加/营业收入.....	7
图表 12: 白酒板块公司销售收现 (亿元) 及增速.....	7
图表 13: 重点白酒酒企估值表	8
图表 14: 啤酒重点酒企量价拆分	9
图表 15: 啤酒历年产量	9
图表 16: 啤酒 2020 年以来单月产量 (万千升) 及增速	9
图表 17: 啤酒龙头 21Q3 利润率及费用率.....	10
图表 18: 啤酒龙头 21Q1-3 利润率及费用率.....	10
图表 19: 2021 年啤酒厂商提价梳理.....	10
图表 20: 啤酒重点公司估值表	10
图表 21: 乳制品板块重点企业三季报梳理	11
图表 22: 休闲食品板块重点企业三季报梳理.....	11
图表 23: 速冻食品板块重点企业三季报梳理.....	12
图表 24: 饮料板块重点企业三季报梳理.....	12
图表 25: 调味品板块公司营业收入及增速	13
图表 26: 调味品板块公司归母净利润及增速.....	13
图表 27: 调味品板块公司 21Q1-3 利润率及销售费用率情况	13
图表 28: 调味品板块分季度归母净利润及增速	14
图表 29: 调味品板块分季度毛利率及净利率走势.....	14
图表 30: 20 年以来调味品行业涌入大量资本.....	15
图表 31: 重点调味品企业估值表.....	15
图表 32: 本周行情	16
图表 33: 本周食品饮料 (申万) 子行业涨跌幅	16
图表 34: 申万食品饮料指数行情.....	16
图表 35: 本周各板块涨跌幅.....	17
图表 36: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名	17
图表 37: 食品饮料沪 (深) 港通持股占流通 A 股比例前二十名.....	17
图表 38: 白酒月度产量 (万千升) 及同比 (%)	18
图表 39: 白酒终端成交价 (元/瓶)	18
图表 40: 高端白酒一批价水平 (元/瓶)	19
图表 41: 国内主产区生鲜乳均价 (元/公斤)	19
图表 42: 中国进口奶粉月度数据 (万吨, %)	19
图表 43: 啤酒行业产量 (万千升) 与同比 (%)	20
图表 44: 进口啤酒数量 (千升) 与均价 (美元/千升)	20
图表 45: 大麦市场均价 (元/吨)	20
图表 46: 全国瓦楞纸市场价 (元/吨)	20
图表 47: 上市公司重要事项提醒一览表	22

一、白酒：稳中有进，坚守优质龙头

1.1 收入端：高端行稳致远，次高端/地产酒延续高增

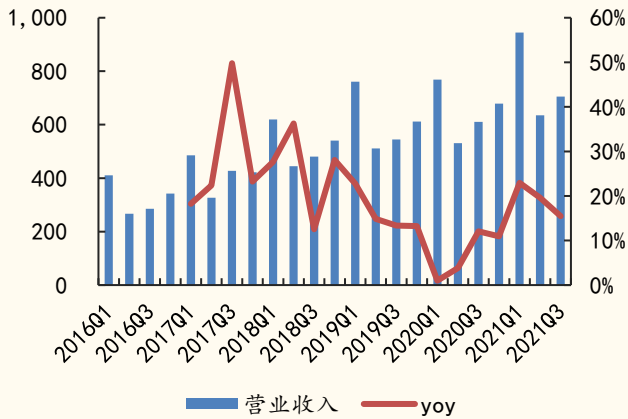
- 21Q1-3 白酒板块收入同比+19.6%，其中 21Q3 同比+15.5%。板块景气度延续，但年内同比增速有所放缓（21Q1/Q2 同比+22.9%/+19.6%），主要系 20Q1/Q2 基数较低。若对比 19 年同期，21Q1/Q2/Q3 分别增长 24.1%/24.2%/29.4%，Q3 增速并未呈现下行趋势。分价格带看，21Q3 高端/次高端/地产酒收入同比+11.2%/+32.3%/+27.1%。
- **高端酒：行稳致远，扎实向前。**1) 茅台 21Q3 收入同比+9.9%，其中茅台酒同比+5.5%，Q3 系列酒占比+3.5pct。新任董事长上任夯实市场化信心，当前除飞天外其余品类已取消整箱政策，催生飞天整箱/散瓶批价明显回落。2) 五粮液 21Q3 收入同比+10.6%，增速环比放缓，预计系公司主动调整节奏控制库存，且经典五粮液仍处导入期业绩贡献较弱，当前普五批价 960 元左右企稳。3) 国窖 21Q3 收入同比+20.9%，高度国窖批价 910-920 元保持稳健，低度国窖在华北地区加速渗透。
- **次高端/地产酒：高增态势延续，享价格带扩容+宴席回补红利。**20Q3 低基数效应逐渐褪去情况下，次高端/地产酒仍延续高增态势。预计系中秋/国庆期间前期宴席需求回补，且消费升级趋势下价格带扩容带来增量。后续需求回补消失后，次高端/地产酒同比增速预计仍将有所回落，但产品结构升级逻辑未变，地产酒全国化进程也将带来增量收入。

图表 1：白酒板块公司营业收入（亿元）及增速

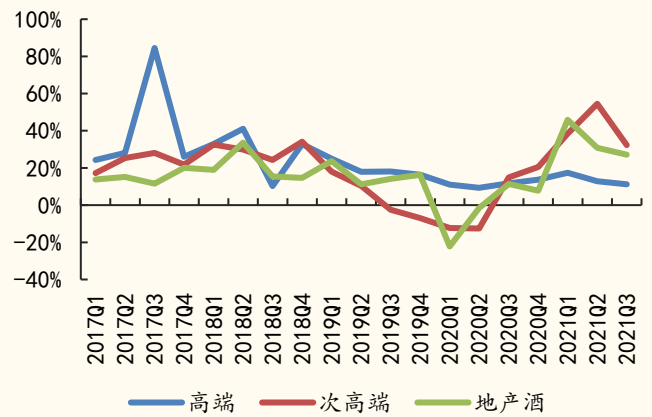
分类	股票代码	公司名称	21Q1-3	yoy	对比 19 年同期	21H1	yoy	对比 19 年同期	21Q3	yoy	对比 19 年同期
高端	600519.SH	贵州茅台	746.4	11%	22%	490.9	12%	24%	255.5	10%	19%
	000858.SZ	五粮液	497.2	17%	34%	367.5	19%	35%	129.7	11%	30%
	000568.SZ	泸州老窖	141.1	22%	23%	93.2	22%	16%	47.9	21%	38%
	高端合计		1,384.7	14%	26%	951.6	16%	27%	433.2	11%	24%
次高端	002304.SZ	洋河股份	219.4	16%	4%	155.4	16%	-3%	64.0	17%	25%
	600779.SH	水井坊	34.2	76%	29%	18.4	128%	9%	15.9	39%	65%
	600809.SH	山西汾酒	172.6	66%	88%	121.2	76%	89%	51.4	48%	85%
	600702.SH	舍得酒业	36.1	105%	96%	23.9	133%	96%	12.2	65%	95%
次高端合计		462.3	40%	33%	318.9	44%	26%	143.4	32%	52%	
地产龙头	000799.SZ	酒鬼酒	26.4	134%	173%	17.1	137%	142%	9.3	129%	258%
	000596.SZ	古井贡酒	101.0	25%	23%	70.1	27%	17%	30.9	21%	40%
	603369.SH	今世缘	53.3	27%	30%	38.5	32%	26%	14.8	16%	40%
	603589.SH	口子窖	36.3	35%	5%	22.4	43%	-7%	13.9	24%	32%
	603198.SH	迎驾贡酒	31.8	43%	20%	20.9	52%	11%	10.9	27%	43%
	603919.SH	金徽酒	13.4	28%	21%	9.7	37%	19%	3.7	11%	27%
	600197.SH	伊力特	14.6	26%	-3%	10.3	30%	10%	4.3	19%	-24%
地产龙头合计		276.9	35%	26%	189.0	39%	20%	87.9	27%	42%	
其他	000860.SZ	顺鑫农业	116.1	-7%	5%	91.9	-3%	9%	24.2	-17%	-9%
	600559.SH	老白干酒	27.7	11%	-2%	16.5	11%	-16%	11.2	11%	30%
	002646.SZ	青青稞酒	8.3	52%	1%	5.8	64%	7%	2.5	32%	-11%
	600199.SH	金种子酒	8.1	22%	16%	5.4	33%	8%	2.6	3%	40%
白酒板块合计		2,284.1	20%	26%	1,579.2	22%	24%	705.0	15%	29%	

来源：Wind，国金证券研究所，注：顺鑫农业为整体收入，山西汾酒为追溯调整后，剔除皇台酒业，下同

图表 2：白酒板块分季度营业收入（亿元）及增速



图表 3：白酒板块各价格带分季度营业收入增速



来源：Wind，国金证券研究所，注：统计范围为中信白酒行业公司，剔除皇台酒业，下同

来源：Wind，国金证券研究所

1.2 利润端：产品结构升级驱动板块盈利能力持续向好

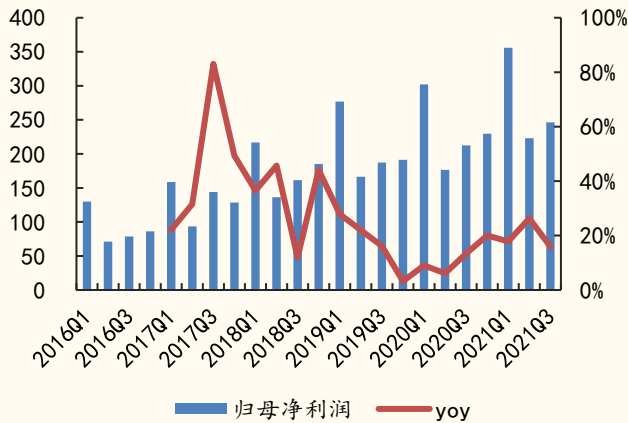
- 21Q3 白酒板块归母净利同比+15.8%，增速优于收入端。分价格带看，21Q3 高端/次高端/地产酒归母净利同比+13.8%/+16.9%/+29.8%。其中，洋河归母净利同比下滑系非经常损益影响，剔除该影响后 21Q3 扣非归母净利同比+23.0%。

图表 4：白酒板块公司归母净利润（亿元）及增速

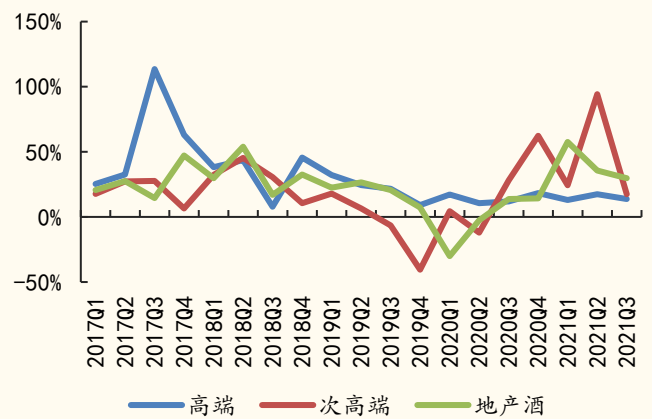
分类	股票代码	公司名称	21Q1-3	yoy	对比 19 年同期	21H1	yoy	对比 19 年同期	21Q3	yoy	对比 19 年同期
高端	600519.SH	贵州茅台	372.7	10%	22%	246.5	9%	24%	126.1	12%	20%
	000858.SZ	五粮液	173.3	19%	38%	132.0	22%	41%	41.3	12%	29%
	000568.SZ	泸州老窖	62.8	30%	65%	42.3	31%	54%	20.5	28%	96%
	高端合计		608.7	14%	30%	420.8	15%	31%	187.9	14%	27%
次高端	002304.SZ	洋河股份	72.1	0%	1%	56.6	5%	1%	15.5	-13%	-1%
	600779.SH	水井坊	10.0	99%	57%	3.8	266%	11%	6.2	56%	108%
	600809.SH	山西汾酒	48.8	95%	185%	35.4	118%	194%	13.4	53%	164%
	600702.SH	舍得酒业	9.7	212%	220%	7.4	348%	297%	2.3	60%	99%
	次高端合计		140.6	34%	43%	103.2	41%	41%	37.4	17%	51%
地产龙头	000799.SZ	酒鬼酒	7.2	118%	291%	5.1	177%	227%	2.1	43%	644%
	000596.SZ	古井贡酒	19.7	28%	13%	13.8	35%	10%	5.9	15%	20%
	603369.SH	今世缘	17.0	29%	31%	13.3	31%	24%	3.6	24%	64%
	603589.SH	口子窖	11.5	33%	-11%	6.9	41%	-23%	4.6	23%	16%
	603198.SH	迎驾贡酒	9.6	81%	60%	5.9	78%	33%	3.7	86%	138%
	603919.SH	金徽酒	2.4	53%	50%	1.9	56%	39%	0.6	44%	102%
	600197.SH	伊力特	2.7	32%	-12%	2.1	45%	5%	0.5	-3%	-46%
地产龙头合计		70.1	42%	26%	49.0	48%	18%	21.1	30%	48%	
其他	000860.SZ	顺鑫农业	3.7	-14%	-44%	4.8	-13%	-27%	-1.0	na	-723%
	600559.SH	老白干酒	2.5	7%	-8%	1.2	6%	-36%	1.2	8%	62%
	002646.SZ	青青稞酒	0.9	na	210%	0.8	na	235%	0.1	na	100%
	600199.SH	金种子酒	-1.4	na	na	-1.0	na	na	-0.5	na	na
白酒板块合计		825.0	19%	31%	578.8	21%	31%	246.2	16%	31%	

来源：Wind，国金证券研究所

图表 5: 白酒板块分季度归母净利润(亿元)及增速



图表 6: 白酒各价格带归母净利润增速



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

- **毛利率: 个股虽有分化, 板块整体趋势上行。**21Q3 白酒板块毛利率为 80.1%, 同比增长 1.4pct。分价格带看, 高端/次高端/地产酒毛利率分别为 86.1%/77.3%/73.9%, 同比分别+0.4pct/+2.6pct/+1.4pct。板块毛利率改善主要系产品结构优化, 但仍存在分化。茅台受系列酒占比提高影响, 21Q3 毛利率同比-0.2pct; 舍得亦受沱牌占比提升影响, 21Q3 毛利率同比-1.9pct。
- **销售费率: 板块整体有所收缩, 部分个股受确认节奏扰动。**21Q3 白酒板块销售费率为 11.2%, 同比下降 0.6pct。分价格带看, 高端/次高端/地产酒销售费率分别为 7.5%/14.5%/20.6%, 同比分别-0.2pct/-3.1pct/-1.2pct。其中, 龙头茅台销售费率处行业绝对低位; 舍得 21Q3 销售费率同比+2.0pct, 主要系广告费用投放恢复; 酒鬼酒 21Q3 销售费率同比+5.1pct, 主要系费用确认节奏扰动。
- **税金及附加占比: 个股税费缴纳节奏不一, 21Q3 白酒板块税金及附加占比为 15.2%, 同比+0.2pct, 整体表现平稳。**

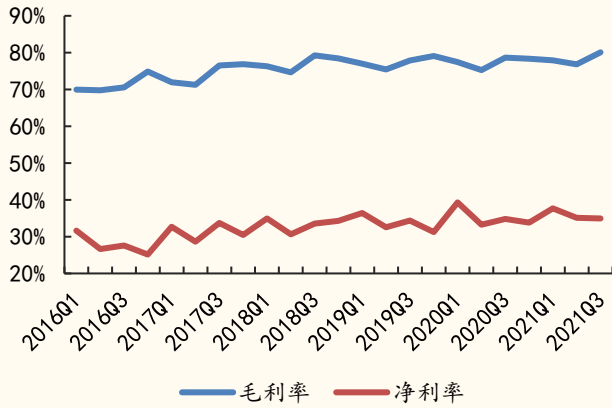
图表 7: 白酒板块公司 21Q3 利润率和费用率

分类	公司名称	净利率	对比 20Q3 变动	毛利率	对比 20Q3 变动	销售费率	对比 20Q3 变动	管理费用率	对比 20Q3 变动	税金及其附加占比	对比 20Q3 变动
高端	贵州茅台	49.4%	1.1%	90.8%	-0.2%	2.5%	-0.2%	7.5%	0.8%	14.3%	-2.1%
	五粮液	31.8%	0.4%	76.1%	1.6%	14.2%	-0.2%	4.8%	-0.1%	15.2%	1.2%
	泸州老窖	42.8%	2.5%	87.5%	0.6%	15.7%	-1.3%	5.2%	0.2%	11.3%	-2.7%
高端合计		43.4%	1.0%	86.1%	0.4%	7.5%	-0.2%	6.5%	0.4%	14.2%	-1.2%
次高端	洋河股份	24.2%	-8.3%	76.1%	3.0%	13.5%	-4.5%	6.6%	-1.6%	18.9%	5.7%
	水井坊	39.3%	4.4%	85.8%	1.5%	13.0%	-4.6%	4.3%	-0.8%	15.8%	0.7%
	山西汾酒	26.0%	0.9%	76.2%	3.1%	14.7%	-2.0%	5.7%	-1.6%	19.9%	3.7%
	舍得酒业	19.3%	-0.6%	76.7%	-1.9%	21.4%	2.0%	12.9%	0.5%	15.9%	1.1%
次高端合计		26.1%	-3.4%	77.3%	2.6%	14.5%	-3.1%	6.6%	-1.3%	18.7%	4.2%
地产龙头	酒鬼酒	22.7%	-13.5%	79.2%	2.0%	29.0%	5.1%	4.4%	-1.7%	15.1%	-0.8%
	古井贡酒	19.1%	-1.0%	75.2%	-0.3%	28.3%	-1.1%	9.0%	2.3%	14.6%	-1.2%
	今世缘	24.6%	1.6%	78.5%	1.7%	18.4%	-6.3%	4.2%	0.1%	24.7%	2.2%
	口子窖	33.4%	-0.4%	74.3%	-2.4%	12.3%	-0.2%	4.2%	-0.9%	14.9%	-0.3%
	迎驾贡酒	33.8%	10.8%	73.4%	10.5%	10.8%	-3.1%	4.1%	-0.6%	14.8%	-0.3%
	金徽酒	15.1%	3.5%	67.5%	1.8%	22.4%	3.9%	11.9%	-2.1%	12.4%	-1.4%
伊力特	12.5%	-2.9%	43.5%	-4.2%	6.0%	-0.6%	2.8%	-0.2%	16.3%	3.9%	
地产合计		24.0%	0.5%	73.9%	1.4%	20.6%	-1.2%	6.2%	0.3%	16.4%	-0.2%
其他	顺鑫农业	-4.3%	-0.3%	24.6%	1.0%	10.1%	-1.6%	8.6%	1.9%	8.6%	1.0%
	老白干酒	11.2%	-0.3%	68.0%	1.2%	31.1%	3.8%	8.2%	-1.2%	15.6%	-0.9%
	青青稞酒	4.0%	19.2%	64.7%	-1.3%	30.1%	-12.3%	14.7%	-2.8%	14.4%	-1.8%

	金种子酒	-17.8%	2.2%	28.9%	3.7%	27.5%	-1.4%	11.9%	1.6%	10.1%	-0.6%
	白酒板块合计	34.9%	0.1%	80.1%	1.4%	11.2%	-0.6%	6.6%	0.1%	15.2%	0.2%

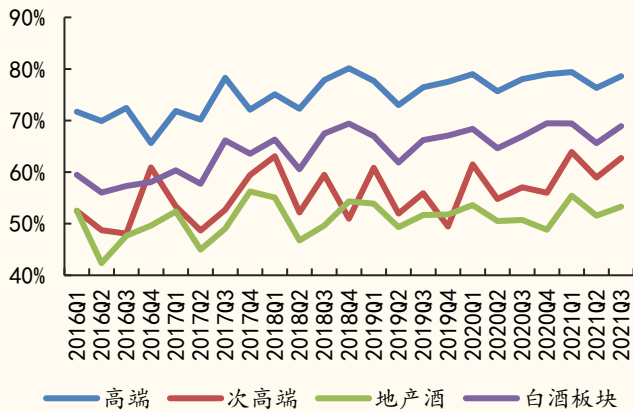
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 白酒板块分季度毛利率和净利率



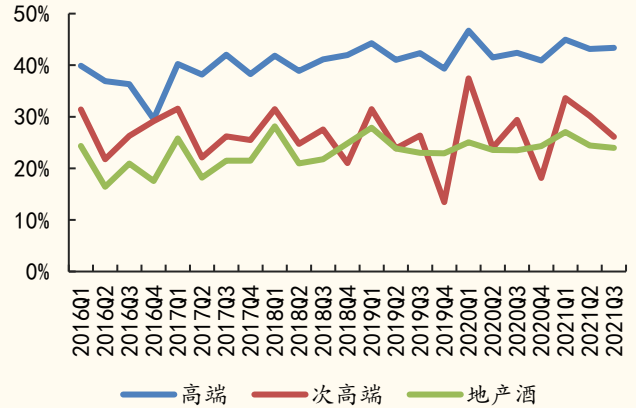
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 白酒各价格带分季度毛销差



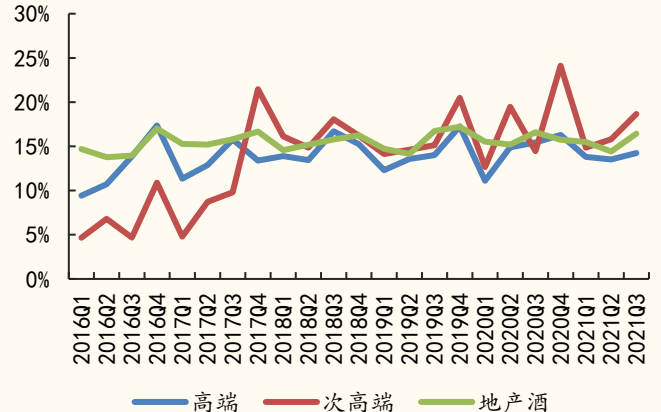
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 白酒各价格带分季度净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 白酒各价格带分季度税金及附加/营业收入



来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 现金流: 21Q3 整体销售收现&预收高增, 蓄力 Q4 及来年

- 从现金流看, 21Q3 白酒板块销售收现 835.14 亿元, 同比增长 31.7%, 高于收入增速, 现金回款表现较优。茅台、洋河、汾酒、舍得、古井等 Q3 销售收现均快于收入, 蓄力 Q4 及来年。

图表 12: 白酒板块公司销售收现 (亿元) 及增速

		21Q1-3 销售收现	yoy	21Q3 销售收现	yoy	21Q3 末合同负债+其他流动负债同比增速
高端酒	贵州茅台	794.30	11%	291.60	17%	-3%
	五粮液	519.65	35%	158.80	59%	10%
	泸州老窖	152.51	33%	43.98	-15%	55%
高端合计		1,466.46	21%	494.38	24%	6%
次高端酒	洋河股份	228.14	66%	80.31	41%	70%
	水井坊	39.12	64%	20.15	35%	27%
	山西汾酒	188.35	83%	74.04	157%	61%
	舍得酒业	43.31	116%	17.24	95%	234%
次高端合计		498.93	76%	191.74	75%	69%
地产龙头	酒鬼酒	26.50	94%	7.14	43%	57%
	古井贡酒	119.08	38%	38.43	66%	225%
	今世缘	59.80	48%	19.59	12%	53%

	口子窖	34.01	38%	13.42	40%	-14%
	迎驾贡酒	34.54	56%	12.05	23%	10%
	金徽酒	15.39	35%	4.98	32%	21%
	伊力特	13.11	1%	2.39	-21%	22%
地产合计		302.43	43%	98.00	37%	96%
其他	顺鑫农业	111.67	-6%	30.28	-6%	-20%
	老白干酒	42.42	35%	16.37	9%	104%
	青青稞酒	9.55	54%	2.87	19%	40%
	金种子酒	6.24	-9%	1.50	-49%	-10%
白酒板块合计		2,437.70	30%	835.14	32%	29%

来源: Wind, 国金证券研究所

1.4 投资观点: 风物长宜放眼量, 坚守优质赛道龙头

■ 白酒板块三季度业绩整体稳中向好, 仍显逆境中行业韧性

整体而言, 三季度大部分上市酒企报表端业绩均符合预期或略超预期, 板块 18 家酒企中, 9 家酒企 21Q3 收入增速超 20%, 高端酒稳健增长, 次高端/地产酒延续高增。根据渠道反馈, 上市名酒打款与动销均处于较优水平, 报表端高增的预收款项及亮眼的销售收现也印证了该观点。

我们认为: 1) 需求端: 消费延续分层趋势, 次高端持续扩容, 三季度享受部分宴席回补, 预计明年需求将进一步企稳。2) 行业格局: 上市名优酒企量价齐增逻辑未变, 依旧消费升级红利, 地方性小型酒厂挤压出清下, 行业龙头受益于品牌效应集中度将有所提升。

■ 如何看待近期茅台批价下行?

近期受茅台取消整箱政策预期影响, 当前茅台整箱批价 3450 元/瓶, 散瓶批价 2700 元/瓶, 较 10 月中旬分别回落 350 元/150 元左右, 市场担忧茅台批价会进一步下行。我们认为, 茅台批价高涨本身受非理性情绪影响较高, 同时受供需端不匹配影响。需求端目前并未出现衰减迹象, 批价高位回落有利于稳定舆论, 对行业价格升级趋势并不会产生影响, 无需过度悲观。

■ 白酒行业格局稳定, 具有较深的护城河, 依旧是食品饮料板块中性价比较高的子板块。即使在经济承压+疫情反复背景下, 龙头白酒企业仍以业绩证明了其经营耐力与韧性。首推茅、五、洋 (22PE 分别为 37X、29X、29X), 建议关注高成长性标的酒鬼酒、汾酒。

图表 13: 重点白酒酒企估值表

公司名称	收入增速			利润增速			估值水平		
	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
贵州茅台	12%	15%	16%	12%	17%	18%	44	37	32
五粮液	16%	18%	15%	18%	21%	18%	35	29	24
泸州老窖	20%	22%	18%	28%	26%	24%	44	35	28
山西汾酒	50%	32%	27%	82%	40%	35%	64	46	34
洋河股份	16%	24%	20%	0%	28%	25%	37	29	23
酒鬼酒	92%	45%	33%	100%	54%	39%	70	46	33
今世缘	24%	20%	17%	25%	22%	20%	35	29	24
古井贡酒	23%	22%	20%	24%	26%	24%	55	44	35
水井坊	57%	30%	25%	70%	32%	27%	54	41	32

来源: Wind, 国金证券研究所

二、啤酒: Q3 销量和成本双承压, 控费下经营效率微增

2.1 收入端: 受疫情、天气影响销量下滑, 吨价延续向好态势

啤酒 A 股龙头 Q1-3 收入同比+11.2%, Q3 收入同比+1.0%。分量价来看,

■ 量: 疫情反复、暴雨天气下, 销量阶段性承压。21Q1-3 全国规模以上啤酒企业产量为 2924.10 万千升, 同比+4.1% (对比 19 年下滑 3%), Q3 销

量同比下滑约中个位数。分企业来看，21Q3 青啤/重啤/珠江/百威中国的销量同比-8.8%/+11.3%/-1%多/-7.1%，预计系疫情反复、河南暴雨天气制约啤酒需求。

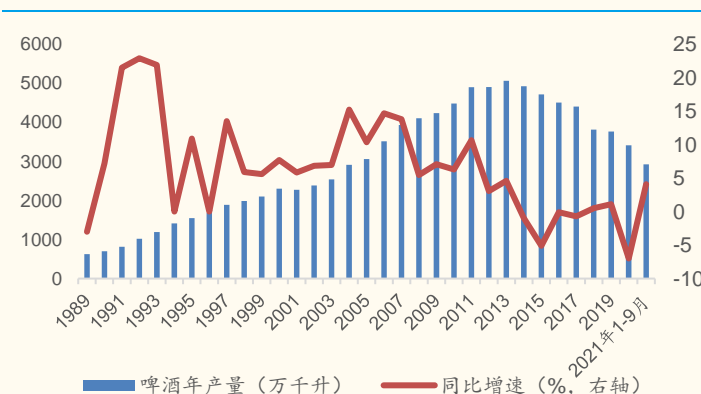
- **价：龙头 ASP 保持中个位数增长，产品结构持续升级。**21Q3 青啤/重啤/百威中国的吨收入同比+6.3%/+6.0%/+3.7%，主要受益于直接提价+结构改善。青岛主品牌 Q3 销量持平，占比+4.8pct，预计白啤、经典等产品增速良好。重啤高档/主流/经济 Q3 同比 +40.9%/+5.7%/+20.6%，高档占比提升 6pct 至 36%。Q1-3 乌苏约 73 万吨，同比+42%，疆外增速 75%；1664 实现约 4 万吨，同增 39%；乐堡同增约 14%，重庆品牌同增两位数以上。

图表 14：啤酒重点酒企量价拆分

		华润啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒	百威亚太(中国)
21Q1-3	销量(万千升)	NA	708.2	NA	241.68	NA	NA
	yoy	预计个位数微增	2.0%	预计下滑中小个位数	18.3%	预计个位数增长	9.5%
	对比 19 年增速	NA	-1.6%	预计下滑 10%左右	NA	NA	-3.5%
	吨收入(元/吨)	NA	3780	NA	4629	NA	NA
	yoy	预计个位数增长	7.5%	预计增长 10%左右	4.7%	NA	7.3%
	营业收入(亿元)	NA	267.71	103.86	111.87	37.18	NA
	yoy	NA	9.6%	5.3%	23.9%	6.0%	17.5%
21H1	销量(万千升)	634	477	213	155	62	NA
	yoy	4.9%	8.2%	1.7%	22.6%	10.3%	21.8%
	对比 19 年增速	-0.6%	0.8%	-17.3%	NA	1.6%	-3%
	吨价(元/吨)	3098	3835	2821	4519	3354	NA
	yoy	7.5%	7.8%	14.3%	4.7%	-1.9%	9.6%
	营业收入	196.34	182.91	63.17	71.39	22.18	NA
	yoy	12.8%	16.7%	13.5%	27.5%	10.5%	33.5%
21Q3	销量(万千升)	NA	231.3	NA	86.69	NA	NA
	yoy	NA	-8.8%	预计双位数下滑	11.3%	预计下滑 1%多	-7.1%
	对比 19 年增速	NA	-6.2%	预计增长 10%上下	NA	微增 1%左右	-4.2%
	吨收入(元/吨)	NA	3666	NA	4670	NA	NA
	yoy	NA	6.3%	预计个位数增长	6.0%	预计提升 1%多	3.7%
	营业收入(亿元)	NA	84.80	40.69	40.48	15.01	NA
	yoy	NA	-3.0%	-5.4%	18.0%	0.0%	-3.7%

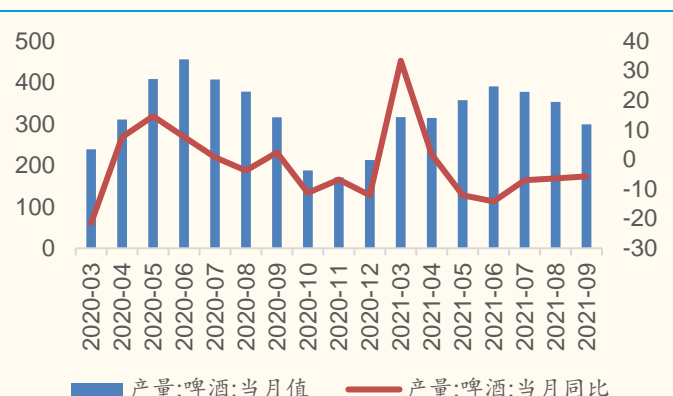
来源：Wind，国金证券研究所，注：Q1-3、Q3 吨收入计算公式为：营业收入/总销量

图表 15：啤酒历年产量



来源：wind、国金证券研究所

图表 16：啤酒 2020 年以来单月产量(万千升)及增速



来源：wind、国金证券研究所

2.2 利润端：Q3 成本压力加重，控费下盈利能力稳中有增

- **成本端：成本压力环比恶化，重啤成本管控优异。**随着包材、大麦等价格的攀升，Q3 除重啤外，龙头吨成本普遍承压（青啤同比+6.9%、环比

+3.9%，珠江同增小双位数），带动毛利率下挫（青啤、珠江 Q3 毛利率同比-0.3/-4.8pct）。重啤 Q3 吨成本同比-1.3%、环比-3%，主要系规模效应+提前采购锁价+供应链优化（7月盐城工厂13万吨乌苏产能释放）。

- **费用端：控费增效，利润率仍处上行通道。**21Q3 青啤、珠江、重啤的销售费率同比-0.8/-0.9/-2pct，这表明龙头费用投放保持理性，进一步兑现竞争格局趋缓的逻辑。21Q3 青啤、重啤的管理费率同比+0.5/-0.9pct，扣非净利率同比+0.4/+3.7pct，龙头盈利水平持续提升。

图表 17：啤酒龙头 21Q3 利润率及费用率

公司	净利率	变动	毛利率	变动	销售费用率	变动	毛销差变动	管理费用率	变动	归母净利润(亿元)	yoy
青岛啤酒	14.5%	1.1%	42.1%	-0.3%	13.7%	-0.8%	0.5%	5.0%	0.5%	11.95	6.4%
燕京啤酒	7.8%	1.9%	45.4%	3.0%	14.1%	-0.5%	3.5%	11.4%	-0.7%	2.75	29.5%
重庆啤酒	21.4%	1.6%	55.1%	3.3%	19.6%	-2.0%	5.3%	4.1%	-0.9%	4.22	33.4%
珠江啤酒	19.2%	1.5%	51.4%	-4.8%	16.8%	-0.9%	-4.0%	6.3%	-1.1%	2.84	9.5%

来源：Wind，国金证券研究所，注：青啤、重啤口径净利率同比+0.41/3.71pct，重啤增速为备考口径

图表 18：啤酒龙头 21Q1-3 利润率及费用率

公司	净利率	变动	毛利率	变动	销售费用率	变动	毛销差变动	管理费用率	变动	归母净利润(亿元)	yoy
青岛啤酒	13.9%	1.1%	43.7%	1.7%	16.8%	-0.1%	1.8%	4.2%	0.6%	36.11	21.2%
燕京啤酒	6.5%	0.7%	42.3%	0.4%	12.2%	-0.4%	0.9%	11.6%	-0.1%	5.63	17.0%
重庆啤酒	19.3%	-0.4%	53.2%	2.3%	18.7%	0.1%	2.3%	3.7%	-1.4%	10.44	23.2%
珠江啤酒	16.3%	1.7%	49.1%	-2.4%	17.0%	-0.6%	-1.8%	6.7%	-1.1%	5.95	17.7%

来源：Wind，国金证券研究所，注：重啤增速为备考口径

2.3 投资建议：弱化淡季销量波动，关注提价后的利润释放

- 受各地疫情反复影响，短期需求端受损，青啤 10 月销量同比-7%（对比 19 年下滑 5%），重啤 Q4 略有承压。建议弱化淡季销量波动，核心关注提价预期落地。我们认为，在食品饮料提价浪潮中，啤酒仍是提价确定性较强、提价成功率较高的子板块。青啤、重啤、华润均有淡季集体提价的打算（幅度 5-10%），本轮集体提价对比 18 年的时间提前、幅度加大、品种更高端、竞争格局优化，有望助推费用补贴更理性、提价传导节奏更快，加速过渡到利润释放阶段。中期看，“高端化+经营效率改善”仍是主旋律，各家在高端化打法上已具备较鲜明的特征；长期借鉴美国经验，发展超高端、精酿和跨品类或将打开盈利空间。当前华润、青啤、重啤 22 年 PE 约 34/39/52X，结合估值及基本面情况，推荐高端化空间广+确定性强的华润啤酒、盈利能力领先的重啤，关注国产中高端领头羊青啤。

图表 19：2021 年啤酒厂商提价梳理

品牌	提价时间	提价区域	提价产品	提价幅度
青岛	2021 年 8 月	山东	纯生	终端箱价提 6 元左右，幅度 5%
	2021 年 12 月底	-	经典、纯生	出厂、终端提 8-10%
华润	2021 年 9 月	全国	勇闯天涯	换装升级，终端瓶价提 1 元，出厂箱价提 3-4 元，幅度 10%左右
	2021 年 11 月	四川	勇闯（罐）、精制、清爽、9° 等	开票价提 3-4 元/箱，幅度 8-15%
重庆	2021 年 9 月	新疆	乌苏全系列	-
	2021 年 10 月	疆外	大瓶乌苏	出厂箱价提 4-6 元，幅度 10%以上
百威	2021 年 4 月	全国	百威、核心和实惠品牌	0.6-1.8%
	2021 年 11 月	部分区域	核心+的品牌（哈尔滨冰纯等）	3-10%

来源：公司公告，啤酒板，国金证券研究所

图表 20：啤酒重点公司估值表

公司	收入增速			利润增速			PE			收入(亿元)			利润(亿元)		
	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
青岛啤酒	9%	7%	6%	25%	23%	20%	48	39	33	303	324	343	27.5	33.8	40.6
华润啤酒	12%	10%	9%	133% (35%)	0% (28%)	22% (21%)	34	34	28	352	387	422	48.8 (40)	48.8 (51)	59.5 (62)

重庆啤酒	22%	16%	15%	12%	24%	23%	64	52	42	133	155	178	12.1	15.0	18.4
------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	----	----	----	-----	-----	-----	------	------	------

来源：国金证券研究所整理，注：青啤不考虑土地补偿收益，华润括号内为不考虑关厂、土地补偿款影响的值（21 年税后补偿收益约 13 亿元），汇率为 1RMB=1.22HKD，股价截止至 2021 年 11 月 5 日

三、乳制品：需求景气度向好，成本压力下盈利能力不降反升

- **乳制品**：疫情后液态需求度一直较好，今年 Q3 伊利收入端增速略放缓，主要与高基数有关。成本压力下龙头盈利水平不减反升，主要源于 1) 控费减促持续进行，利好毛销差提升；2) 高毛利产品快速放量，结构优化提振整体盈利水平，其中，21Q1-3 金典保持 20% 以上的增长，金典有机增速超过 50%；婴配粉业务同比增长 30% 以上，金领冠珍护增速超 40%。展望未来，我们认为两强的战略已经从纯粹的收入导向转向收入、利润兼顾，费用投放相比之前也会更加理性。随着行业竞争态势的缓和，发力奶酪、奶粉等高增、高毛利品类，两强有望进入净利率上升通道。妙可蓝多 Q3 维持良好增势，贸易业务占比提升，常温奶酪棒费用前置拖累利润，常温奶酪棒预收款主要体现在 1.4 亿元合同负债，静待 Q4 常温放量，预计规模可达到 3-4 亿元。目前公司新品储备充足，有望持续打开增长空间。

图表 21：乳制品板块重点企业三季报梳理

公司	21Q1-3						21Q3					
	营收增速	归母净利增速	毛利率变动	净利率变动	销售费率变动	管理费率变动	营收增速	归母净利增速	毛利率变动	净利率变动	销售费率变动	管理费率变动
伊利股份	15.19%	31.87%	-0.13pct	+1.19pct	-1.30pct	-0.12pct	8.48%	14.56%	+0.90pct	+0.59pct	-0.46pct	-0.30pct
妙可蓝多	67.58%	171.27%	-0.21pct	+1.86pct	-3.27pct	+2.48pct	35.85%	52.77%	-2.36pct	+0.06pct	-3.08pct	+3.48pct

来源：wind，国金证券研究所

四、休闲食品：Q3 仍有压力，静待边际改善

- **休闲食品**：由于疫情反复、需求疲软，大部分企业 Q3 仍有压力，且原材料价格上涨也拖累了毛利水平。绝味剔除投资收益以及股权激励费用，扣非净利同比增长约 8-9%；考虑到 Q4 仍有疫情反复，预计公司 Q3、Q4 均有意加大开店力度，助力全年完成营收增长 25% 的股权激励目标。目前公司尚未有提价计划，虽然目前来看下半年和明年原材料成本或有压力，但公司的囤货战略有较好的平滑作用。盐津、甘源均有明显的边际改善，盐津定量装方面公司已经完成全国招商，预计已有小几千万的体量；甘源提价已经梳理完毕，渠道库存、价盘恢复正常，四季度新品即将上市；建议持续关注两家公司 Q4 动销，有望实现底部反转。其中洽洽表现相对稳健，高基数效应消退后 Q3 环比 Q2 改善明显，且毛利端相对稳定，目前成本压力尚小。新的一波采购季临近，预计囤积原材料成本略有上涨，已经出台提价计划覆盖成本压力，考虑到渠道库存比较健康、终端需求平稳，预计提价传导性良好，有望增厚明年利润。

图表 22：休闲食品板块重点企业三季报梳理

公司	21Q1-3						21Q3					
	营收增速	归母净利增速	毛利率变动	净利率变动	销售费率变动	管理费率变动	营收增速	归母净利增速	毛利率变动	净利率变动	销售费率变动	管理费率变动
绝味食品	24.74%	85.39%	+1.14pct	+6.29pct	+0.91pct	+0.03pct	15.67%	88.16%	-3.11pct	+10.46pct	+1.76pct	-0.72pct
盐津铺子	13.48%	-59.00%	-2.68pct	-8.20pct	+4.61pct	+0.82pct	15.30%	-51.03%	-5.37pct	-6.89pct	+3.59pct	+1.10pct
甘源食品	7.78%	-37.73%	-6.07pct	-6.60pct	+0.35pct	+0.87pct	2.71%	-37.73%	-10.30pct	-5.32pct	-9.59pct	+0.47pct
洽洽食品	6.34%	12.17%	+0.24pct	+0.83pct	+0.39pct	-0.08pct	10.71%	13.81%	-1.29pct	+0.49pct	+0.70pct	+0.20pct

来源：wind，国金证券研究所

五、速冻食品：餐饮供应链维持高景气，提价+产能投产稳步推进

- **速冻食品：**餐饮供应链企业高景气度延续，其中立高冷冻烘焙产品持续高增，千味营收端超预期，除了恢复性增长，公司通过品类推新有力带动销售额增长。油脂等大宗原料价格上涨对毛利率带来一定冲击，立高针对部分低毛利产品（港挞）已有提价计划；千味由于提前锁价，年内尚未有成本压力，但亦有计划于年底开始提价。产能方面，立高10月底河南卫辉工厂已有部分产线投产，包括甜甜圈类、麻薯类、起酥类等，助力Q4旺季；千味预计明年安徽芜湖工厂和新乡三期工厂会陆续投产，将新增产能约10万吨，进一步为抢占市场份额打下良好的供给基础。

图表 23：速冻食品板块重点企业三季报梳理

公司	21Q1-3						21Q3					
	营收增速	归母净利增速	毛利率变动	净利率变动	销售费率变动	管理费率变动	营收增速	归母净利增速	毛利率变动	净利率变动	销售费率变动	管理费率变动
立高食品	63.39%	24.47%	-2.99pct	-3.15pct	-0.08pct	+0.39pct	33.84%	-23.90%	-5.94pct	-7.03pct	-0.30pct	+1.85pct
千味央厨	45.92%	16.01%	+0.54pct	-1.76pct	+0.06pct	-0.78pct	32.43%	-18.05%	+0.35pct	-3.98pct	+0.05pct	-0.28pct

来源：wind，国金证券研究所

六、饮料：Q3 东鹏放缓节奏，百润延续高增

- **饮料：**收入端，东鹏 Q3 略低于预期（销售收现同比+24.6%），预计系主动调控发货节奏，夯实渠道基础，静待 Q4 及来年开门红，广东区域 9 月受限电、检修影响；百润收入维持高增，再次彰显预调酒需求的旺盛。利润端，原材料成本普遍上升（玻璃瓶、铝罐、白砂糖等），东鹏 PET 已全年锁价，成本压力或在明年显现，短期暂未有提价考虑；百润高毛利新品推出，Q3 毛销差持续改善。新品方面，东鹏 0 糖 4 月推出，7 月在广东、广西试点，利用梯媒触达白领等消费群体；百润 Q3 清爽已线下铺货，9 月紧跟消费趋势推出“梅之美”。产能方面，东鹏公告拟投资设立长沙（预计 24 年 3 月投产）、汕尾子公司，蓄力全国化；百润可转债募资落地，四川威士忌基地建成后有望降低基酒成本。

图表 24：饮料板块重点企业三季报梳理

公司	21Q1-3						21Q3					
	营收增速	归母净利增速	毛利率变动	净利率变动	销售费率变动	管理费率变动	营收增速	归母净利增速	毛利率变动	净利率变动	销售费率变动	管理费率变动
东鹏饮料	37.51%	41.47%	+1.7pct	+0.5pct	+1.45pct	+0.29pct	19.3%	21.87%	-1.22pct	+0.36pct	-1.63pct	+0.67pct
百润股份	44.51%	46.96%	-2.71pct	+0.44pct	-6.04pct	-0.28pct	30.98%	13.54%	+3.58pct	-4.31pct	-6.72pct	+0.66pct

来源：wind，国金证券研究所

七、调味品：行业基本面承压延续，静待四季度需求改善

7.1 业绩回顾：市场需求环比改善，静待四季度基本面加速

- **收入端：**行业整体需求环比弱改善，静待四季度加速。单 21Q3 来看，各企业复苏增长出现分化，中炬、恒顺、天味等头部企业出现营收大幅下滑的不利局面，只有海天依托品牌和渠道的优势，业绩表现相对稳定，而板块整体营收亦同比下滑，我们认为主要系疫情反复致终端需求疲软，叠加上半年渠道库存和货龄较高的影响仍在延续，导致前三季度营收规模同比萎缩。

图表 25：调味品板块公司营业收入及增速

股票代码	公司名称	21Q1-3 (百万元)	21Q1-3 增速	20Q1-3 增速	21Q3 (百万元)	21Q3 增速	20Q3 增速
603288.SH	海天味业	17,994.41	5.32%	15.26%	5,662.25	3.11%	17.73%
600872.SH	中炬高新	3,411.67	-10.45%	7.90%	1,095.74	-12.70%	10.26%
600305.SH	恒顺醋业	1,359.39	-6.00%	8.72%	324.15	-34.23%	9.64%
603317.SH	天味食品	1,397.41	-8.35%	41.47%	380.91	-37.12%	35.13%
603027.SH	千禾味业	1,355.57	10.91%	31.45%	469.91	11.08%	26.01%
600186.SH	莲花健康	1,329.47	9.92%	-7.78%	478.86	12.14%	-10.76%
002650.SZ	加加食品	1,195.68	-24.23%	7.03%	353.70	-16.09%	-6.25%
600866.SH	星湖科技	824.88	2.34%	-4.58%	243.83	10.43%	-24.06%
300908.SZ	仲景食品	606.81	10.88%	18.54%	214.22	8.31%	-
603696.SH	安记食品	400.37	39.61%	-6.60%	145.50	34.15%	10.25%
002495.SZ	佳隆股份	210.51	39.43%	-31.53%	58.73	-15.30%	3.10%
603755.SH	日辰股份	240.25	30.43%	-8.68%	94.79	23.03%	-2.03%
板块合计		30,326.42	1.59%	12.59%	9,522.58	-2.74%	15.19%

来源：Wind，国金证券研究所

- 利润端：竞争加剧下销售费用持续增加，成本压力上行挤压利润空间。21Q1-3 调味品板块净利润端同样出现大幅下滑，且下滑幅度远大于营收，主要系原材料价格持续上行、运输及能源成本居高不下。调味品企业毛利率均出现同比大幅下滑，板块整体毛利率已下滑至 33.51%。毛销差方面，疫情使行业尾部出清，叠加调味品高成长赛道吸引大量资本与竞品进入，导致头部竞争加剧，各品牌为了抢占市场持续加大费用投入，进一步使净利润端承压。值得关注的是，近期海天提价靴子落地，有可能促使行业形成提价潮以此对冲成本上行的压力，预计行业整体利润率有望进一步改善。

图表 26：调味品板块公司归母净利润及增速

股票代码	公司名称	21Q1-3 (百万元)	21Q1-3 增速	20Q1-3 增速	21Q3 (百万元)	21Q3 增速	20Q3 增速	20Q3 增速
603288.SH	海天味业	4,707.64	2.98%	19.20%	1,355.01	2.75%	21.54%	21.54%
600872.SH	中炬高新	366.73	-45.09%	22.40%	86.91	-59.15%	18.50%	18.50%
600305.SH	恒顺醋业	134.65	-41.62%	-7.97%	7.21	-91.15%	-25.13%	-25.13%
603317.SH	天味食品	80.16	-74.96%	63.78%	4.52	-96.25%	29.72%	29.72%
603027.SH	千禾味业	131.90	-41.09%	63.67%	66.09	-1.17%	35.14%	35.14%
600186.SH	莲花健康	36.70	-29.86%	-44.03%	8.14	-61.63%	-158.45%	-158.45%
002650.SZ	加加食品	1.86	-98.67%	32.81%	-17.22	-153.68%	69.94%	69.94%
600866.SH	星湖科技	79.60	-27.52%	-9.91%	3.57	-86.36%	-41.56%	-41.56%
300908.SZ	仲景食品	106.50	0.63%	50.33%	37.41	-9.53%	-	-
603696.SH	安记食品	35.88	-8.67%	2.37%	9.09	-41.34%	52.70%	52.70%
002495.SZ	佳隆股份	18.67	-505.41%	-119.27%	0.45	-94.31%	45.95%	45.95%
603755.SH	日辰股份	56.60	-4.87%	7.01%	22.61	-4.16%	19.29%	19.29%
板块合计		5,756.89	-11.64%	19.06%	1,583.78	-19.53%	24.69%	24.69%

来源：Wind，国金证券研究所

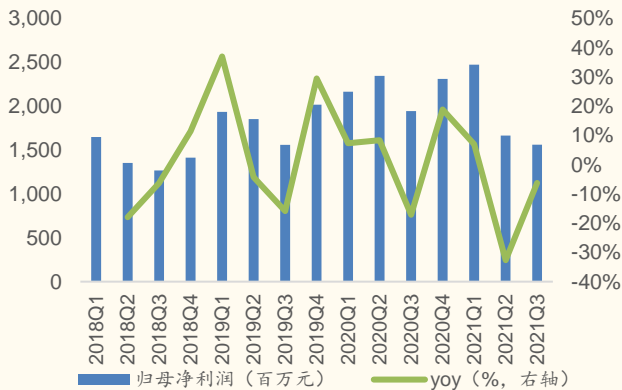
图表 27：调味品板块公司 21Q1-3 利润率及销售费用率情况

股票代码	公司名称	21Q1-3 净利率	同比变动	21Q1-3 毛利率	同比变动	21Q1-3 销售费用率	同比变动	毛销差	同比变动
603288.SH	海天味业	26.17%	-0.62%	38.87%	-3.40%	5.86%	-2.34%	33.01%	-1.07%
600872.SH	中炬高新	11.61%	-7.50%	33.08%	-8.75%	8.79%	-2.34%	24.28%	-6.41%
600305.SH	恒顺醋业	9.85%	-6.45%	39.22%	-1.93%	16.15%	2.71%	23.06%	-4.65%

603317.SH	天味食品	5.73%	-15.27%	34.06%	-8.90%	23.35%	8.11%	10.71%	-17.02%
603027.SH	千禾味业	9.73%	-8.59%	41.43%	-8.01%	23.27%	1.83%	18.16%	-9.84%
600186.SH	莲花健康	2.84%	-1.68%	13.32%	-6.82%	4.06%	-4.27%	9.26%	-2.56%
002650.SZ	加加食品	0.16%	-8.68%	21.55%	-10.07%	12.26%	0.48%	9.29%	-10.55%
600866.SH	星湖科技	9.65%	-3.98%	26.41%	-9.20%	1.15%	-0.87%	25.26%	-8.33%
300908.SZ	仲景食品	17.54%	-1.81%	41.35%	-1.72%	14.19%	0.73%	27.16%	-2.45%
603696.SH	安记食品	8.96%	-4.74%	21.07%	-6.93%	5.65%	-1.87%	15.43%	-5.05%
002495.SZ	佳隆股份	8.87%	11.92%	34.09%	-2.69%	2.51%	-8.60%	31.58%	5.91%
603755.SH	日辰股份	23.56%	-8.74%	43.40%	-5.81%	6.34%	-0.44%	37.06%	-5.38%

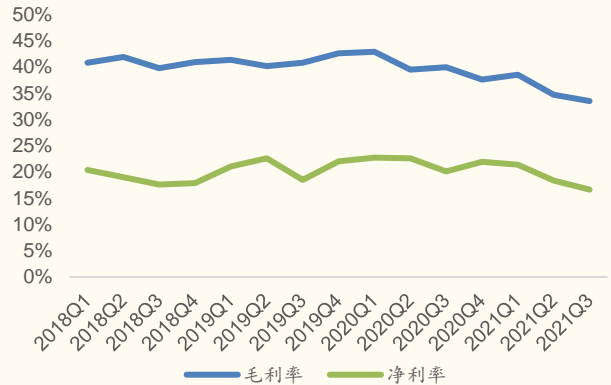
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 调味品板块分季度归母净利润及增速



来源: Wind, 国金证券研究所, 注: 板块分类标准为申万三级分类, 取板块总和。下同

图表 29: 调味品板块分季度毛利率及净利率走势



来源: Wind, 国金证券研究所

7.2 估值及投资建议

总结来说, 调味品板块 21Q1-3 业绩低于预期, 原因主要在于:

- 库存承压:** 今年以来行业整体渠道库存高企, 主要系 20 年底至 21 年初国内疫情反复, 经销商及消费者基于疫情居家场景再现的预期而增加囤货, 且部分经销商为追赶完成 20 年全年任务, 年底压货向后结转, 导致今年上半年渠道库存偏高。在上半年渠道库存和货龄较高的背景下, 三季度库存情况依旧承压。21Q1-3 在消化渠道库存的同时面临行业需求疲软的影响, 最终导致了 21Q1-3 营收不达预期及归母净利的负增长。
- 渠道结构变化:** 社区团购等新零售渠道的快速发展导致线下 KA 及餐饮渠道人流量流失, 叠加平台上的低价产品对线下价盘形成冲击, 造成行业短期业绩承压的不利局面。当前各头部品牌积极布局社区团购等新零售渠道, 对渠道的产品布局及管理方式处于调整阶段。随着国家对社区团购平台的政策管控, 以及社团平台自身对发展规范的要求, 渠道的价盘会逐步恢复理性, 对调味品行业的冲击也会逐步减弱。中长期看, 社团渠道将成为调味品重要渠道, 有利于推动行业集中度进一步提升。
- 竞争程度加剧:** 调味品行业作为兼具高成长与高估值的优质赛道, 近年来吸引了大量融资进入, 尤其是 2020 年疫情以来, 资本持续加码调味品行业, 特别是复合调味品赛道, 导致短期内供给大增, 竞争显著加剧。同时, 去年疫情使行业尾部出清, 叠加大量跨赛道竞品 (如金龙鱼、鲁花) 入局, 形成头部竞争加剧的格局。在这种情况下, 一方面, 当前成本处于上行区间, 竞争加剧挤压提价应对空间; 另一方面, 头部企业均加大品牌及渠道建设投入以抢占市场份额, 使得销售费用率持续提升, 进一步导致利润端承压。

图表 30：20 年以来调味品行业涌入大量资本

品牌	主营产品	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
么麻子	调味油	2020	拟 IPO		绝味
王家渡食品	川味预制菜	2020.3	A 轮	近亿元	复星创富、番茄资本
四川友联味业	火锅底料	2020	启动上市		
合肥燕庄	芝麻油	2020.1	收购 67% 股权	1.69 亿元	海天味业
味远红方	中餐定制复合调味品	2020.4	二轮		华润润湘联合基金、番茄资本
饭扫光	川味酱菜	2020.12	B 轮	超亿元	深创投、地方产业基金
澄明食品	火锅底料	2021.9	战略融资		招银国际、红树成长
		2020.12	A 轮	6000 万元	嘉御基金、不惑创投、启承资本
加点滋味	复合调味品	2021.11	A 轮	近亿元	杭州复林创投、3W Venture
		2021.2	天使+轮	近千万美元	高瓴创投、idg 资本、翎翎资本、青山资本
		2020.11	首轮	数百万美元	青山资本
口味全	酱油	2021.1	天使轮	1000 万元	险峰长青、42Capital
		2021.4	Pre-A 轮	5000 万元	经纬中国、险峰长青、42Capital
四川丁点儿	调味油	2021	递交招股书		
申唐	火锅底料	2021	A 轮		
美鑫食品	复合调味品	2021.6	A 轮	数千万元	金鼎资本
禧宝制研	复合调味品	2021.3	天使轮	近千万元	梅花创投
		2021.8	天使+轮	数千万元	洪泰基金、金沙江创投

来源：36 氪，企查查，国金证券研究所

展望四季度，我们建议弱化短期业绩增速预期，关注长期行业可持续经营与集中度提升空间，重点关注海天、千禾、颐海：

- 展望四季度：1) 库存：三季度行业渠道库存水平环比改善。2) 渠道：社区渠道方面，部分头部企业已对社区团购渠道进行了产品、价盘、对接的梳理与管理，正在稳健推进渠道融入。社区团购平台长期低价体系难以为继，且平台存在产品质量、售后服务等短板，目前已观察到部分消费者回流至传统线下渠道的现象。综上，我们认为行业基本面仍有很大的改善空间，建议密切关注四季度调味品旺季餐饮渠道需求改善，以及渠道终端对提价的反馈情况。
- 总体来看，21 年调味品行业多重压力下，板块内重点企业估值已大幅回调至历史估值中枢附近，我们认为，历史估值中枢具备一定参考价值，但同时也应考虑到：1) 部分企业现阶段内部调整阵痛期拖累业绩，导致估值水平大幅下滑（如中炬、颐海），但内部治理改革调整蕴含高业绩弹性，建议密切关注变革执行进度。2) 当前复合调味品及高端酱油赛道趋势向好，领跑者（如天味、千禾）作为细分赛道内快速成长的“小而美”企业，估值消化能力较综合型企业更强；同时，消费升级风口下此类企业规模成长与产品结构升级亦具确定性，当下理应享受相对高估值。
- 综合考虑行业整体需求环比改善，渠道库存逐步向好。随着疫情逐步得到控制，餐饮和商超渠道回暖，四季度调味品板块基本面有望进一步改善。我们认为，短期报表端受行业景气度及库存等因素扰动，但护城河深厚的头部企业稳步拓展市场份额的长线逻辑具确定性，长期行业渗透率及集中度仍有待提升，建议关注龙头公司，海天、千禾、颐海等。

图表 31：重点调味品企业估值表

公司	收入增速				归母净利润增速				估值水平（倍）			历史 5 年估值中枢（TTM）
	21Q1-3	21E	22E	23E	21Q1-3	21E	22E	23E	21E	22E	23E	
海天味业	5%	7%	16%	15%	3%	5%	22%	16%	77	63	54	53X
千禾味业	11%	14%	22%	20%	-41%	12%	61%	25%	91	56	45	53X
颐海国际	-	18%	32%	33%	-	7%	25%	20%	44	35	29	45X

来源：国金证券研究所，注：汇率为 1RMB=1.22HKD，股价截止至 2021 年 11 月 5 日

八、本周行情回顾

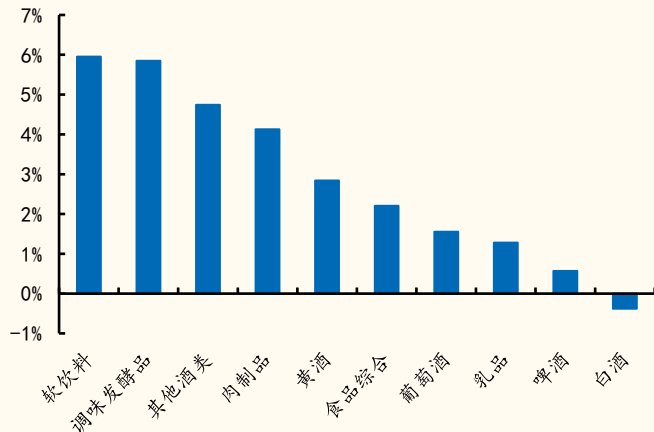
- 本周（2021.11.01-2021.11.05）食品饮料（申万）指数收于 25808.96 点（+0.71%）。沪深 300 指数收于 4842.35 点（-1.35%），上证综指收于 3491.57 点（-1.57%），深证成指收于 2406.42 点（+0.27%），创业板指收于 3352.75 点（+0.06%）。
- 从行业涨跌幅来看，本周涨幅前三的行业为农林牧渔（+4.67%）、电子（+4.37%）和通信（+4.00%）。
- 食品饮料子板块中，上涨前三的子板块分别为软饮料（+5.95%）、调味发酵品（+4.85%）和其他酒类（+4.74%）。

图表 32：本周行情

指数	周五收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
申万食品饮料指数	25808.96	0.71%	-10.30%
沪深 300	4842.35	-1.35%	-7.08%
上证综指	3491.57	-1.57%	0.53%
深证综指	2406.42	0.27%	3.31%
创业板指	3352.75	0.06%	13.03%

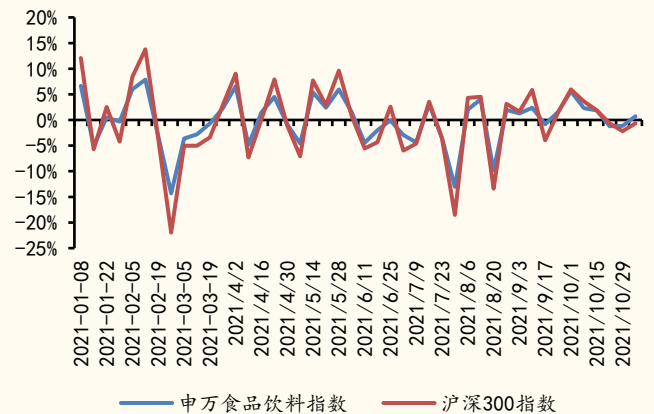
来源：wind，国金证券研究所

图表 33：本周食品饮料（申万）子行业涨跌幅



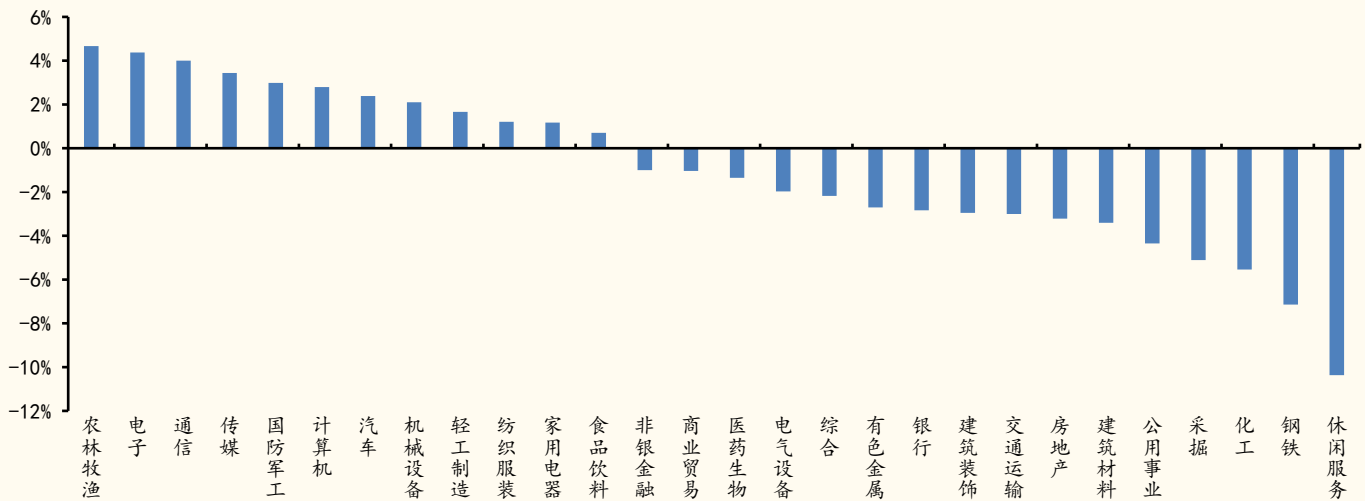
来源：wind，国金证券研究所

图表 34：申万食品饮料指数行情



来源：wind，国金证券研究所

图表 35：本周各板块涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所

- 个股表现方面，涨幅排名居前的盐津铺子 (+35.19%)、佳禾食品 (+20.56%)、加加食品 (+19.26%)、天味食品 (+14.75%)、仲景食品 (+14.61%) 等，跌幅排名居前的有三元股份 (-9.13%)、金种子酒 (-6.47%)、青岛啤酒 (-6.35%)、*ST 西发 (-4.90%)、皇台酒业 (-4.72%) 等。

图表 36：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
盐津铺子	35.19	三元股份	-9.13
佳禾食品	20.56	金种子酒	-6.47
加加食品	19.26	青岛啤酒	-6.35
天味食品	14.75	*ST 西发	-4.90
仲景食品	14.61	皇台酒业	-4.72
日辰股份	13.46	海南椰岛	-4.07
巴比食品	13.25	迎驾贡酒	-3.52
南侨食品	13.24	安井食品	-3.37
香飘飘	13.13	燕塘乳业	-3.25
惠发食品	11.97	金达威	-2.99

来源：wind，国金证券研究所（注：周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅）

- 沪（深）港通方面，白酒板块重点公司贵州茅台、五粮液、泸州老窖在 2021.11.05 的沪（深）港通持股比例为 7.02%/5.60%/2.09%，较上周 +0.02pct/-0.07pct/-0.13pct；伊利股份沪（深）港通持股比例为 16.69%，较上周 +0.25pct。

图表 37：食品饮料板块沪（深）港通持股占流通 A 股比例前二十名

股票代码	股票名称	沪（深）港通持股数占流通 A 股比例 (%)		
		2021/11/5	2021/10/29	周环比 (%)
002557.SZ	洽洽食品	18.81	18.80	0.01
300146.SZ	汤臣倍健	16.85	17.05	-0.20
600887.SH	伊利股份	16.69	16.44	0.25
600298.SH	安琪酵母	14.27	14.09	0.18

600132.SH	重庆啤酒	8.24	8.00	0.24
603866.SH	桃李面包	8.12	8.21	-0.09
000848.SZ	承德露露	8.05	8.10	-0.05
600519.SH	贵州茅台	7.02	7.00	0.02
000895.SZ	双汇发展	6.98	7.35	-0.37
603288.SH	海天味业	6.79	6.75	0.04
600872.SH	中炬高新	6.64	6.96	-0.32
603345.SH	安井食品	5.83	6.00	-0.17
000729.SZ	燕京啤酒	5.79	4.95	0.84
600779.SH	水井坊	5.75	5.03	0.72
000858.SZ	五粮液	5.60	5.67	-0.07
600305.SH	恒顺醋业	5.36	5.71	-0.35
002507.SZ	涪陵榨菜	5.36	4.87	0.49
603517.SH	绝味食品	4.70	4.24	0.46
002568.SZ	百润股份	4.01	4.13	-0.11
000799.SZ	酒鬼酒	3.85	4.07	-0.23

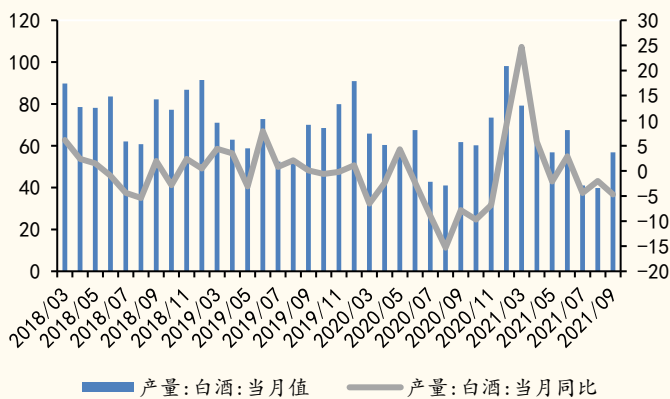
来源: wind, 国金证券研究所

九、行业数据更新

9.1 白酒板块

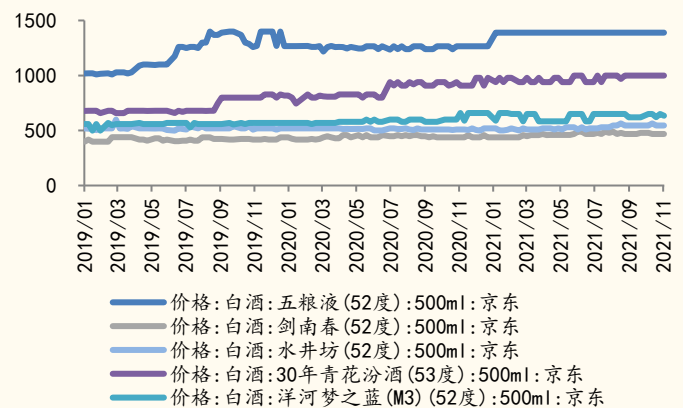
- 2021年9月全国白酒产量为56.90万千升,同比下滑4.70%。
- 部分白酒终端成交价与上周基本持平。11月5日,52°五粮液终端售价1389元,洋河M3终端634元,剑南春终端售价468元,水井坊终端售价545元,青花汾酒30年终端售价999元。
- 11月6日,飞天整箱批价3450元/瓶,五粮液批价960元/瓶,国窖批价910元/瓶。

图表 38: 白酒月度产量(万千升)及同比(%)



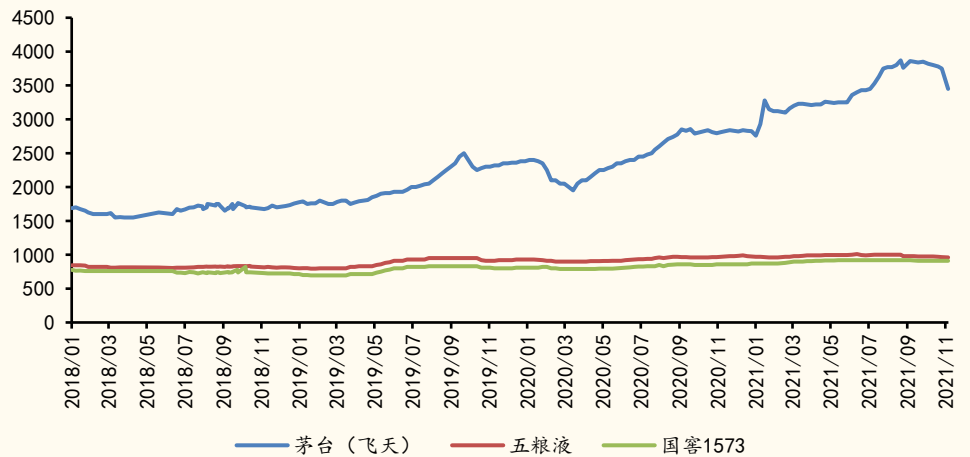
来源: wind, 国金证券研究所

图表 39: 白酒终端成交价(元/瓶)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 40: 高端白酒一批价水平 (元/瓶)

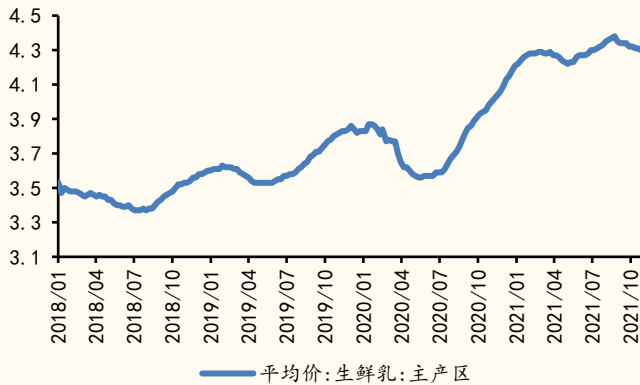


来源: 渠道调研, 国金证券研究所

9.2 乳制品板块

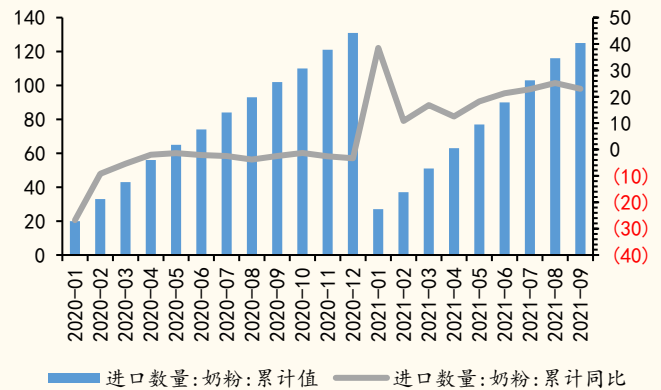
- 2021年10月27日,我国生鲜乳主产区平均价为4.30元/公斤,同比+8.04%,环比上周-0.23%。国内奶价自2020年6月起持续加速上涨,9月开始出现下跌。
- 根据海关总署的数据,2021年9月我国累计进口奶粉125万吨,累计进口量与去年同期相比上升23万吨。2021年9月我国奶粉累计进口金额为68.6亿美元,累计同比上涨7.8%。

图表 41: 国内主产区生鲜乳平均价 (元/公斤)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 42: 中国进口奶粉月度数据 (万吨, %)

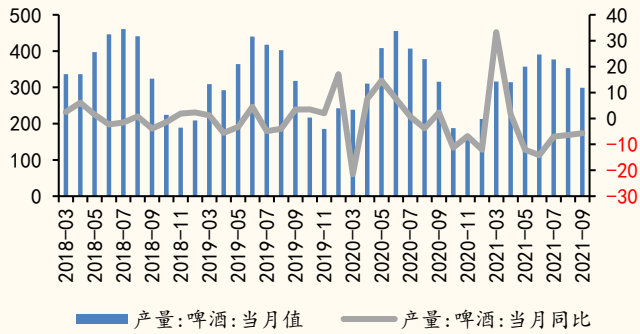


来源: wind, 国金证券研究所

9.3 啤酒板块

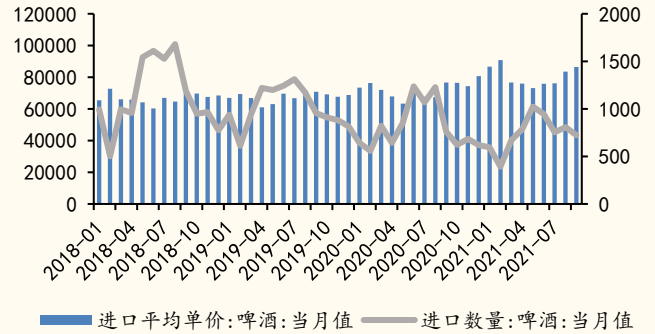
- 2021年9月我国啤酒产量298.9万千升,同比下降5.7%,产量同比跌幅有所收窄。
- 2021年9月我国累计进口啤酒数量为40.19万升,同比下降4.8%;9月啤酒进口平均单价为1440.95美元/千升,同比上升12.77%,进口均价延续上升趋势。
- 截至2021年11月5日,国内大麦市场平均价为2425元/吨,较上月(10月8日)上涨0.41%。

图表 43: 啤酒行业产量(万千升)与同比(%)



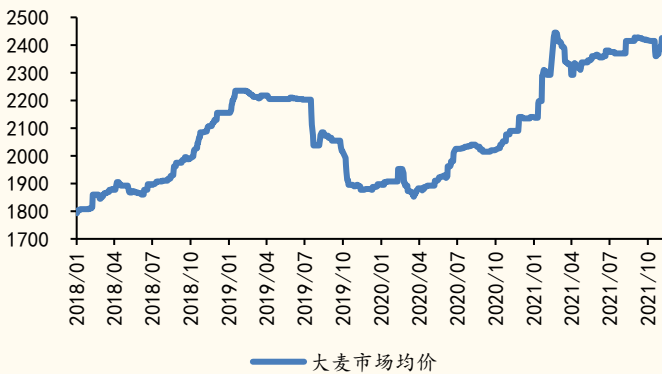
来源: wind, 国金证券研究所

图表 44: 进口啤酒数量(千升)与均价(美元/千升)



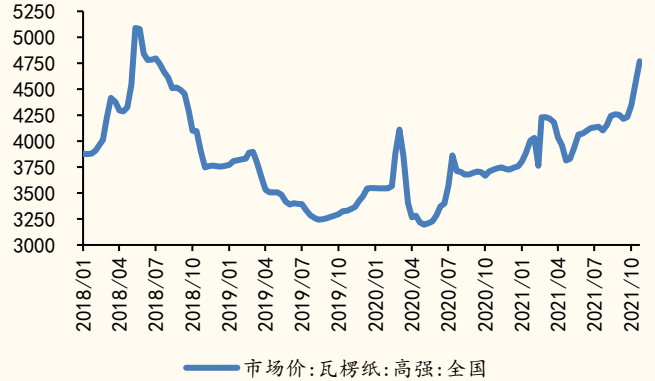
来源: wind, 国金证券研究所

图表 45: 大麦市场均价(元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 46: 全国瓦楞纸市场价(元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

十、公司公告与事件汇总

10.1 公告精选

【青青稞酒】公司于2021年11月2日发布关于控股股东减持股份比例达到1%的公告。公告显示,青青稞酒控股股东青海华实科技投资管理有限公司自2021年8月23日至2021年10月25日通过集中竞价交易及大宗交易系统累计减持青青稞酒股份848.96万股,占公司总股本的1.79%。

【今世缘】公司于2021年11月1日发布公告,拟以集中竞价交易方式回购公司股份,拟用于实施股权激励计划。本次拟用于回购的资金总额不超过5.18亿元,回购股份数量为660万股至770万股,占公司回购前总股本约0.5261%-0.6138%,回购价格不超过67.27元/股。

【贝因美】公司于2021年11月4日发布公告,公司向特定对象非公开发行股票5752.33万股,上述新增股份已于2021年11月3日在深圳证券交易所上市。本次发行完成后,公司总股本增加至10.8亿股。长弘基金持有公司股份数量不变,持股比例由发行前5.09%被动稀释至4.81%,持股比例降至5%以下。

【伊利股份】公司于2021年11月3日发布公告,公司于11月1日成功发行了2021年度第三十一期超短期融资券,实际发行总额30亿元,期限53天,发行利率2.30%。

【安井食品】公司于2021年11月5日收到中国证监会出具的《关于核准福建安井食品股份有限公司非公开发行股票批复》，核准公司非公开发行不超过4888.49万股新股，发生转增股本等情形导致总股本发生变化的，可相应调整本次发行数量。

【桃李面包】公司于2021年11月5日召开了第五届董事会第三十次会议，审议通过了《关于向全资子公司增资的议案》，同意公司以人民币2800万元对全资子公司福州桃李进行增资，增资完成后，福州桃李注册资本将由人民币400万元增至人民币3200万元，桃李面包股份有限公司占总股本的100%；同意公司以人民币2700万元对全资子公司厦门桃李进行增资，增资完成后，厦门桃李注册资本将由人民币400万元增至人民币3100万元，桃李面包股份有限公司占总股本的100%。

【中炬高新】公司于2021年11月5日发布公告，公司控股股东中山润田所持公司部分股份新增了司法标记的情形，此次标记股份800万股。上述被司法标记股份涉及的事项为广东省深圳市龙华区人民法院债权金额及执行费用为2.60亿元案件，需冻结800万股。

【加加食品】公司于2021年11月4日发布公告，鉴于各主要原材料、运输、能源等成本持续上涨，为了更好地向消费者提供优质产品和服务，促进市场及行业的可持续发展，经公司研究并审慎考虑后决定，对加加酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品的出厂价格进行调整，上调幅度为3%~7%不等，新价格于2021年11月16日正式执行。

【海欣食品】公司于2021年11月3日发布公告，鉴于各原材料、人工、能源、运输等成本持续上涨，为更好地向经销商、消费者提供优质产品和服务，促进市场及行业可持续发展，经公司研究并审慎考虑后决定，对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调，调价幅度为3%-10%不等，新价格自2021年11月3日起按各产品调价通知执行。

【恒顺醋业】公司于2021年11月3日发布公告，鉴于原辅材料、运输等成本大幅上涨，为了更好地向消费者提供优质产品和服务，促进市场的可持续发展，经公司研究决定，自2021年11月20日起对部分产品进行价格调整，调整幅度5%-15%不等。

【千味央厨】公司于2021年11月2日发布限制性股票激励计划，拟以30.80元/股的授予价格向激励对象授予限制性股票共156.84万股，约占当前总股本的1.84%。其中首次授予152.62万股，占公司总股本1.79%；预留4.22万股，占公司总股本0.05%，占本次限制性股票拟授予总额的2.69%。

10.2 行业要闻

10月31日，中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会在上海举行，正式吹响抢占“高地市场”的号角。会上透露的讯息是，上海将在内参酒的全国版图中扮演重要角色，要将其打造成样板市场，这背后，内参酒的投入力度将更大、布局速度将更快，将引领华东市场的发展。（酒业家）

11月3日，贵州国台酒业集团股份有限公司与茅台镇茅源酒业有限公司举行了合作签约仪式，这也宣告国台酒业将兼并重组茅源酒业。按照计划，茅源酒业未来的产能将规划到15000吨，将进一步夯实茅源酒业以及国台酒业在产区的地位。（酒业家）

11月1日，一则“茅台酒价格全线暴跌，部分单品下跌40%”的报道引发了酒业内外高度关注。酒业家从多个信源获悉的数据信息显示，茅台酒价格在过去一周确有出现下滑现象，53度飞天（2021）原箱价由10月26日的3750元降至10月30日的3550元左右，目前2021年的散飞零售价已经约为2700元。然而，事实上，茅台酒的终端价格实际降幅并不大，而寻求茅台酒价格下跌的背后原因，也是由于中秋国庆双节茅台酒主动加大投放量，从而引起的市场价格合理回调现象。（酒业家）

11月4日，盐津铺子、青岛食品、天味食品、加加食品、佳禾食品等食品公司股价集体涨停。加加食品公告称，经公司研究并审慎考虑后决定，对加加酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品的出厂价格进行调整。上述拟提价产品

的上调幅度为 3%-7%不等，新价格于 2021 年 11 月 16 日正式执行。此前，李锦记、海天味业已经涨价。继酱油、蚝油涨价后，醋也涨价了。11 月 2 日盘后，恒顺醋业发布公告称，鉴于原辅材料、运输等成本大幅上涨，为了更好地向消费者提供优质产品和服务，促进市场的可持续发展，经公司研究决定，自 2021 年 11 月 20 日起对部分产品进行价格调整，调整幅度 5%-15%不等。（证券日报网）

10.3 近期上市公司重要事项提醒

图表 47：上市公司重要事项提醒一览表

日期	公司	事项
2021/11/8	安琪酵母	2021 年第五次临时股东大会
2021/11/11	甘源食品	2021 年第三次临时股东大会
2021/11/11	加加食品	2021 年第四次临时股东大会
2021/11/16	光明乳业	2021 年第一次临时股东大会
2021/11/16	百润股份	2021 年第二次临时股东大会
2021/11/16	ST 维维	2021 年第二次临时股东大会
2021/11/16	立高食品	2021 年第六次临时股东大会
2021/11/18	香飘飘	2021 年第一次临时股东大会

来源：Wind，国金证券研究所

十一、风险提示

- 宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情况；
- 疫情持续反复风险——若国内外疫情不可控将影响经济修复进度；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402