

推荐（维持）

白酒 Q3 业绩稳健增长，大众品扰动因素仍存

风险评级：中风险

食品饮料行业 2021 年三季度业绩综述

2021 年 11 月 8 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

■ **食品饮料行业Q3营收增速环比放缓。**2021年前三季度，食品饮料行业营业总收入同比增长12.02%，归母净利润同比增长12.35%。分季度看，2021Q3行业营业收入与归母净利润分别同比增长5.98%与5.03%。考虑到部分地区疫情反复、去年三季度白酒板块低基数消退、大众品板块终端需求尚未完全恢复等因素影响，行业Q3营收增速环比下滑。

■ **白酒板块：Q3环比增速放缓，高端白酒稳健。**白酒前三季度业绩实现稳健增长。2021年前三季度，白酒营业总收入同比增长19.30%，归母净利润同比增长19.09%。在白酒层级中，高端白酒确定性最强，2021Q3营业总收入与归母净利润分别同比增长11.26%与13.80%。次高端白酒去年在去年下半年的低基数因素消退，今年三季度业绩增速环比有所回落。部分区域性龙头白酒公司Q3表现较好。

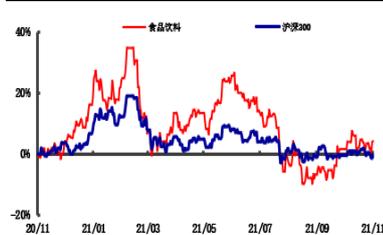
■ **调味品板块：三季度业绩环比改善。**2021年前三季度，调味品板块营业总收入同比增长3.49%，归母净利润同比下降10.19%。单三季度，多因素扰动使调味品板块Q3业绩仍有所承压。2021Q3，调味品板块营业收入同比下降2.79%，归母净利润同比下降19.54%。但与Q2相比，调味品Q3的成本上涨压力与库存压力有所好转，且社区团购由于监管趋严对调味品企业的冲击趋缓，调味品业绩Q3环比有所改善。

■ **啤酒板块：产品升级推动Q3盈利能力上行。**2021年前三季度，啤酒板块营业总收入同比增长26.60%，归母净利润同比增长34.07%。单季度看，受7-8月部分地区疫情反复、多雨天气与去年同期基数等多因素扰动，啤酒板块Q3营收压力仍存，实现0.38%的增长。啤酒Q3归母净利润同比增长11.11%，环比有所改善。啤酒板块目前致力于高端化进程的推进，今年Q3盈利能力进一步提升。2021Q3，啤酒板块的毛利率为46.10%，同比增加2.68个百分点；净利率为15.20%，同比增加3.23个百分点。

■ **乳品板块：Q3归母净利润增速环比改善。**2021前三季度，乳品板块营业总收入同比增长18.83%，归母净利润同比增长38.08%。2021Q3，乳品板块去年同期的高基数因素消退，营业收入实现9.45%的增长。同时，乳企通过优化产品结构、缩减费用投放、减少促销力度等方式缓解成本上涨的压力。在多因素综合作用下，2021Q3，乳品板块实现归母净利润32.45亿元，同比增长19.21%，归母净利润增速环比有所改善。

■ **投资策略：维持对行业的推荐评级。**考虑到部分地区疫情反复、去年三季度白酒板块低基数消退、大众品板块终端需求尚未完全恢复等因素影响，行业Q3营收增速环比下滑。分板块看，**白酒板块：高端白酒确定性强，关注次高端与区域酒龙头。**在白酒层级中，高端白酒依旧维持高景气；次高端白酒受益于产品结构升级，有望维持弹性增长。与此同时，部分区域酒

食品饮料（申万）指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

龙头需求复苏回暖，业绩呈现良好态势。标的方面，建议关注高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）与泸州老窖（000568）；次高端酒中，可重点关注山西汾酒（600809）、酒鬼酒（000799）以及目前渠道逐步顺理的洋河股份（002304）等；区域酒可以关注古井贡酒（000596）等复苏弹性较大的公司。**大众板块：大众品近期迎来涨价潮，关注龙头企业边际改善机会。**在成本上涨的压力下，10月以来，安琪酵母、海天味业、洽洽食品、安井食品、恒顺醋业等多家公司相继发布提价公告，大众品板块迎来涨价潮。在提价的大环境下，大众品板块存在边际改善机会，盈利能力或逐步改善，基本面有望向好。标的方面，可重点关注海天味业（603288）、中炬高新（600872）、千禾味业（603027）、恒顺醋业（600305）、青岛啤酒（600600）、重庆啤酒（600132）、伊利股份（600887）、洽洽食品（002557）、安井食品（603345）等。

- **风险提示：**原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险，宏观经济下行风险等。

目 录

1. 食品饮料行业前三季度业绩实现双位数增长	5
1.1 行业 Q3 营收增速环比有所放缓	5
1.2 行业内细分板块表现分化	5
2. 白酒板块：Q3 环比增速放缓，高端白酒稳健	6
2.1 白酒板块前三季度业绩实现双位数增长	6
2.2 白酒板块 Q3 盈利能力同比提升	8
2.3 白酒重点公司梳理	10
3. 调味品板块：三季度业绩环比改善	13
3.1 调味品板块三季度业绩仍承压，环比有所改善	13
3.2 调味品板块 Q3 盈利能力下降	15
3.3 调味品重点公司梳理	16
4. 啤酒板块：产品升级推动 Q3 盈利能力上行	17
4.1 啤酒板块 Q3 营收增速环比放缓，归母净利润实现双位数增长	17
4.2 啤酒板块 Q3 盈利能力进一步提升	19
4.3 啤酒重点公司梳理	20
5. 乳品板块：Q3 归母净利润增速环比改善	21
5.1 乳品板块 Q3 归母净利润增速环比改善	21
5.2 乳品板块 Q3 毛利率下降，净利率增加	23
5.3 乳品重点公司梳理	25
6. 投资策略	25
7. 风险提示	26

插图目录

图 1：2021 年前三季度食品饮料细分板块营收增速（%）	5
图 2：2021 年前三季度食品饮料细分板块归母净利润增速（%）	5
图 3：白酒行业营业总收入与增速（亿元，%）	6
图 4：白酒行业归母净利润与增速（亿元，%）	6
图 5：白酒板块毛利率与净利率（%）	8
图 6：白酒板块期间费用率（%）	8
图 7：调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）	13
图 8：调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）	13
图 9：调味品板块毛利率与净利率（%）	15
图 10：调味品板块期间费用率（%）	15
图 11：啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）	18
图 12：啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）	18
图 13：啤酒板块毛利率与净利率（%）	19
图 14：啤酒板块期间费用率（%）	19
图 15：乳品板块营业总收入与增速（亿元，%）	21
图 16：乳品板块归母净利润与增速（亿元，%）	21
图 17：乳品板块毛利率与净利率（%）	23
图 18：乳品板块期间费用率（%）	23

表格目录

表 1: 2021 年前三季度食品饮料行业业绩单季度表现 (亿元, %)	5
表 2: 2021 年前三季度白酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	6
表 3: 2021 年前三季度白酒板块上市公司营收情况 (亿元, %)	7
表 4: 2021 年前三季度白酒板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	7
表 5: 2021 年前三季度白酒板块上市公司毛利率与净利率 (%)	9
表 6: 2021 年前三季度白酒板块上市公司期间费用率 (%)	10
表 7: 2021 年前三季度调味品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	13
表 8: 2021 年前三季度调味品板块上市公司营收情况 (亿元, %)	14
表 9: 2021 年前三季度调味品板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	14
表 10: 2021 年前三季度调味品板块上市公司毛利率与净利率情况 (%)	15
表 11: 2021 年前三季度调味品板块上市公司期间费用率情况 (%)	16
表 12: 2021 年前三季度啤酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	18
表 13: 2021 年前三季度啤酒板块上市公司营收情况 (亿元, %)	18
表 14: 2021 年前三季度啤酒板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	19
表 15: 2021 年前三季度啤酒板块上市公司毛利率与净利率情况 (%)	20
表 16: 2021 年前三季度啤酒板块上市公司期间费用率情况 (%)	20
表 17: 2021 年前三季度乳品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	22
表 18: 2021 年前三季度乳品板块上市公司营收情况 (亿元, %)	22
表 19: 2021 年前三季度乳品板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	23
表 20: 2021 年前三季度乳品板块上市公司毛利率与净利率情况 (%)	24
表 21: 2021 年前三季度乳品板块上市公司期间费用率情况 (%)	24
表 22: 重点公司盈利预测及投资评级 (2021/11/5)	26

1. 食品饮料行业前三季度业绩实现双位数增长

1.1 行业 Q3 营收增速环比有所放缓

食品饮料行业前三季度业绩实现双位数增长，Q3 营收增速环比有所放缓。2021 年前三季度，食品饮料行业（SW 食品饮料行业剔除 B 股，共 122 家样本公司，下同）实现营业收入 6707.45 亿元，同比增长 12.02%，增速同比增加 4.38 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 1241.12 亿元，同比增长 12.35%，增速同比增加 0.05 个百分点。单季度看，2021Q1 与 Q2 食品饮料行业营业收入分别同比增长 22.72% 与 6.76%；归母净利润分别同比增长 26.41% 与 2.91%。2021Q3，食品饮料行业实现营业收入 2180.13 亿元，同比增长 5.98%；实现归母净利润 377.62 亿元，同比增长 5.03%。考虑到部分地区疫情反复、去年三季度白酒板块低基数消退、大众品板块终端需求尚未完全恢复等因素影响，行业 Q3 营收增速环比下滑。

表 1：2021 年前三季度食品饮料行业业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2021Q1	2413.64	22.72%	501.48	26.41%
2021Q2	2067.71	6.76%	355.21	2.91%
2021Q3	2180.13	5.98%	377.62	5.03%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 行业内细分板块表现分化

前三季度行业内细分板块表现分化。分板块看，今年前三季度其他酒类板块的营业收入增速领涨行业内各板块，为 45.32%；葡萄酒板块的归母净利润增速领涨行业内各板块，为 134.75%。相比之下，肉制品板块表现相对弱势。白酒、啤酒与乳品板块稳增，前三季度营收增速维持在 10%-20% 之间；归母净利润增速维持在 17%-38% 之间。

图 1：2021 年前三季度食品饮料细分板块营收增速（%）

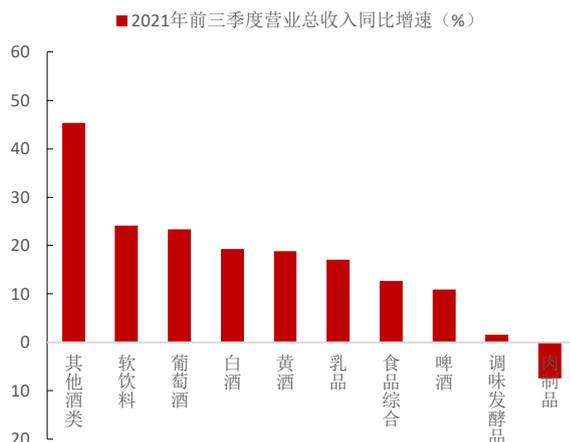
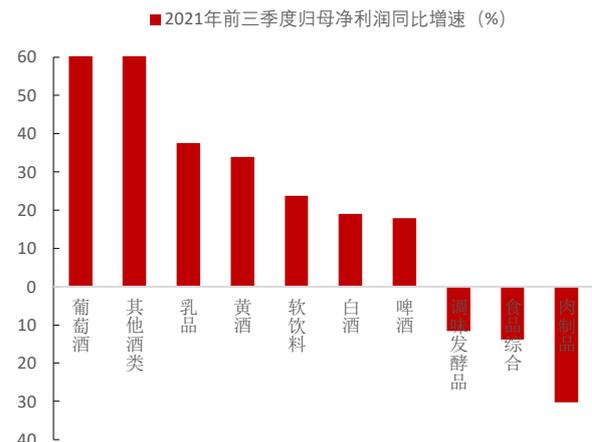


图 2：2021 年前三季度食品饮料细分板块归母净利润增速（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

数据来源：Wind，东莞证券研究所

2. 白酒板块：Q3 环比增速放缓，高端白酒稳健

2.1 白酒板块前三季度业绩实现双位数增长

白酒板块前三季度业绩实现双位数增长。今年以来，随着需求回暖，白酒前三季度业绩实现稳健增长。2021 前三季度，白酒板块（SW 白酒剔除古井贡酒 B，共 18 家样本公司，下同）实现营业总收入 2300.28 亿元，同比增长 19.30%；实现归属于母公司股东的净利润 824.00 亿元，同比增长 19.09%。

去年三季度低基数因素消退，白酒 Q3 业绩环比增速放缓。分季度看，受疫情影响，白酒板块上半年基于去年同期低基数，单季度业绩增速均实现了较快增长。2021Q1，白酒板块营业总收入与归母净利润分别同比增长 22.38%与 17.62%；2021Q2 营业总收入与归母净利润分别同比增长 19.35%与 25.81%。步入三季度，由于去年同期白酒业绩低基数因素消退，白酒 Q3 业绩增速环比放缓。2021Q3，白酒板块实现营业收入 710.30 亿元，同比增长 15.39%；实现归母净利润 246.09 亿元，同比增长 15.61%。

图 3：白酒行业营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：白酒行业归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 2：2021 年前三季度白酒板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY（%）	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY（%）
2021Q1	948.68	22.38%	355.11	17.62%
2021Q2	641.30	19.35%	222.80	25.81%
2021Q3	710.30	15.39%	246.09	15.61%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

高端白酒稳健，次高端白酒环比增速放缓，部分区域酒表现亮眼。在白酒层级中，高端白酒的确定性最强，今年前三季度业绩实现稳健增长。2021 年前三季度，高端白酒实现营业总收入 1408.84 亿元，同比增长 13.92%；实现归母净利润 608.69 亿元，同比增长 14.44%。单季度看，2021Q3 高端白酒营业收入与归母净利润增速分别同比增长 11.26%与 13.80%。其中，贵州茅台 Q3 业绩实现稳健增长，五粮液业绩增速环比有

所放缓，泸州老窖 Q3 营收增速环比改善，利润表现超预期。随着疫情影响逐步释放，次高端白酒在去年三季度低基数因素消退，今年三季度业绩增速环比有所回落。2021Q3，次高端白酒营业收入与归母净利润增速分别同比增长 35.74%与 18.09%。其中，酒鬼酒与水井坊 Q3 业绩超市场预期。山西汾酒、洋河股份业绩基本符合市场预期。中端白酒与大众白酒表现相对分化，部分区域性龙头 Q3 表现较好。受益于安徽经济的较快发展，徽酒 Q3 表现亮眼。其中，迎驾贡酒的洞藏系列发展势头良好，单三季度营收与归母净利润分别实现 27.00%与 86.23%的增长。

表 3：2021 年前三季度白酒板块上市公司营收情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2021 年前三季度 营业总收入	2021 年前三季度 YoY	2021Q1 YoY	2021Q2 YoY	2021Q3 YoY
高端白酒	贵州茅台	770.53	10.75	10.93	11.41	9.99
	五粮液	497.21	17.01	20.19	18.02	10.61
	泸州老窖	141.10	21.65	40.85	5.67	20.89
高端白酒合计		1408.84	13.92	16.92	12.73	11.26
次高端白酒	山西汾酒	172.57	66.24	77.03	73.23	47.81
	洋河股份	219.42	16.01	13.51	20.74	16.66
	水井坊	34.23	75.91	70.17	691.49	38.93
	酒鬼酒	26.40	134.20	190.36	96.82	128.66
	舍得酒业	36.07	104.54	154.21	119.34	64.84
次高端白酒合计		488.69	43.18	41.55	56.68	35.74
中端白酒	今世缘	53.35	27.18	35.34	27.32	15.76
	古井贡酒	101.02	25.19	25.86	28.56	21.37
	口子窖	36.29	35.05	50.90	35.05	24.02
中端白酒合计		190.66	27.52	32.09	29.45	20.52
大众白酒	顺鑫农业	116.11	-6.51	-0.70	-7.26	-16.54
	老白干酒	27.69	10.90	-0.26	21.77	11.34
	迎驾贡酒	31.80	42.62	48.90	57.07	27.00
	伊力特	14.64	26.44	255.33	-24.07	19.00
	金徽酒	13.41	28.31	48.43	25.60	10.65
	金种子酒	8.07	21.58	52.11	15.85	3.18
	皇台酒业	0.37	-32.67	41.62	-56.95	-24.40
大众白酒合计		212.09	5.69	12.87	2.55	-0.42

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 4：2021 年前三季度白酒板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2021 年前三季度 归母净利润	2021 年前三季度 YoY	2021Q1 YoY	2021Q2 YoY	2021Q3 YoY
高端白酒	贵州茅台	372.66	10.17	6.57	12.53	12.35
	五粮液	173.27	19.13	21.02	23.03	11.84
	泸州老窖	62.76	30.32	26.92	36.10	28.48
高端白酒合计		608.69	14.44	13.06	17.38	13.80
次高端白酒	山西汾酒	48.79	95.13	77.72	239.43	53.24

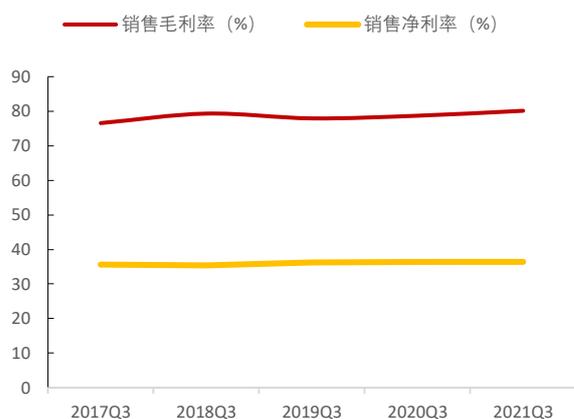
	洋河股份	72.13	0.37	-3.49	28.61	-13.10
	水井坊	10.00	99.35	119.66	52.05	56.27
	酒鬼酒	7.20	117.69	178.85	174.05	43.43
	舍得酒业	9.70	211.92	1031.19	215.33	59.65
次高端白酒合计		147.81	36.49	26.88	95.79	18.09
中端白酒	今世缘	16.99	29.33	38.78	20.52	23.82
	古井贡酒	19.69	28.05	27.90	45.39	15.09
	口子窖	11.50	33.20	72.73	9.95	22.70
中端白酒合计		48.18	29.70	39.69	27.14	19.68
大众白酒	顺鑫农业	3.72	-14.23	5.73	-47.57	9.67
	老白干酒	2.49	7.05	-14.59	32.48	8.00
	迎驾贡酒	9.62	80.84	58.45	122.30	86.23
	伊力特	2.66	31.63	1475.80	-41.53	-3.23
	金徽酒	2.43	53.08	99.34	15.58	44.31
	金种子酒	-1.44	-37.36	-85.60	-74.30	8.14
	皇台酒业	-0.17	-512.12	32.94	-182.37	-549.30
大众白酒合计		19.32	32.45	44.81	-7.50	84.08

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 白酒板块 Q3 盈利能力同比提升

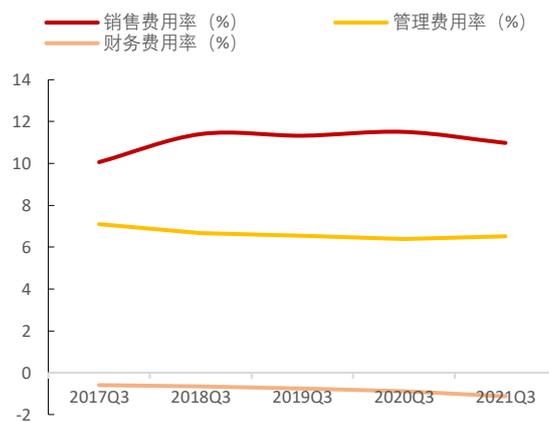
白酒板块 Q3 毛利率与净利率同比提升。2021 年前三季度，白酒板块的毛利率为 78.33%，同比增加 1.07 个百分点；净利率为 37.66%，同比下降 0.08 个百分点。单季度看，白酒板块 Q3 的毛利率为 80.13%，同比增加 1.43 个百分点。毛利率增加主要受益于高端白酒、次高端白酒与部分区域龙头白酒产品结构的升级。从费用端来看，白酒费用结构整体有所优化。白酒 Q3 销售费用率为 10.98%，同比下降 0.53 个百分点；管理费用率为 6.51%，同比增加 0.12 个百分点；财务费用率为-1.13%，同比下降 0.25 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，今年三季度白酒的净利率为 36.41%，同比增加 0.04 个百分点，盈利能力同比提升。

图 5：白酒板块毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 6：白酒板块期间费用率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

高端白酒、次高端白酒与大众白酒 Q3 毛利率均有不同涨幅。在白酒层级中，2021 年前三季度，高端白酒毛利率为 84.97%，同比增加 0.27 个百分点；净利率为 46.24%，同比增加 0.19 个百分点。单三季度看，高端白酒毛利率为 86.06%，同比增加 1.43 个百分点；净利率为 45.52%，同比增加 0.99 个百分点。其中，五粮液与泸州老窖 Q3 的盈利能力均有所提升。贵州茅台 Q3 毛利率下滑 0.23 个百分点，主要系公司的系列酒占比提高所致。次高端白酒受益于产品结构的优化升级，Q3 毛利率为 77.40%，同比增加 2.62 个百分点。舍得由于 Q3 低端产品增速较快，公司 Q3 毛利率同比下降 1.91 个百分点。次高端白酒 Q3 净利率为 26.04%，同比下降 3.72 个百分点，在所有白酒层级中下降幅度最大。主要受酒鬼酒 Q3 净利率下滑 13.46 个百分点所拖累。酒鬼酒 Q3 净利率下滑主要系公司计提上半年部分销售人员激励费用与管理费用，以及公司宣传投入加大所致。受产品结构、期间费用与税金等因素影响，中端白酒与大众白酒各公司的盈利能力表现不一。其中，中端白酒 Q3 的毛利率与净利率分别同比下滑 0.29 与 0.14 个百分点，仅今世缘的盈利能力同比增加。大众白酒 Q3 的毛利率与净利率增幅较大，分别同比增加 5.65 与 3.49 个百分点。主要系迎驾贡酒产品提价升级，使毛利率与净利率分别提高 10.49 与 10.78 个百分点所致。

表 5：2021 年前三季度白酒板块上市公司毛利率与净利率（%）

白酒层级	公司名称	2021 年前三季度毛利率	2021Q3 毛利率	Q3 毛利率同比变动	2021 年前三季度净利率	2021Q3 净利率	Q3 净利率同比变动
高端白酒	贵州茅台	91.19	90.83	-0.23	53.02	52.31	1.06
	五粮液	75.26	76.12	1.61	36.55	33.37	0.48
	泸州老窖	86.30	87.51	0.61	44.57	42.21	2.73
高端白酒合计		84.97	86.06	1.43	46.24	45.52	0.99
次高端白酒	山西汾酒	75.35	76.20	3.11	28.55	26.23	1.48
	洋河股份	74.93	76.15	2.98	32.90	24.27	-8.30
	水井坊	85.11	85.76	1.46	29.22	39.28	4.36
	酒鬼酒	79.89	79.25	2.05	27.28	22.65	-13.46
	舍得酒业	78.10	76.75	-1.91	27.46	19.79	-1.14
次高端白酒合计		76.29	77.40	2.62	30.40	26.04	-3.72
中端白酒	今世缘	72.78	78.48	1.70	31.85	24.56	1.60
	古井贡酒	76.05	75.25	-0.27	20.08	19.64	-0.99
	口子窖	74.59	74.31	-2.44	31.70	33.40	-0.36
中端白酒合计		74.85	75.83	-0.29	25.58	24.06	-0.14
大众白酒	顺鑫农业	26.86	24.60	0.97	3.25	-4.39	-0.58
	老白干酒	67.77	68.00	1.23	8.98	11.18	-0.40
	迎驾贡酒	68.47	73.37	10.49	30.34	33.92	10.78
	伊力特	52.94	43.49	-4.24	18.50	12.34	-3.08
	金徽酒	66.17	67.47	1.79	18.13	15.09	3.52
	金种子酒	26.69	28.92	3.68	-17.81	-17.66	2.23
	皇台酒业	62.40	68.21	-13.46	-45.07	-38.96	-45.52
大众白酒合计		42.78	46.95	5.65	9.17	7.86	3.49

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 6：2021 年前三季度白酒板块上市公司期间费用率（%）

白酒层级	公司名称	2021 年前三 季度期间费用率	2021Q3 销售费用率	同比变 动	2021Q3 管 理费用率	同比变动	2021Q3 财 务费用率	同比变动
高端白酒	贵州茅台	9.07	2.40	-0.16	7.39	0.75	-0.94	-0.59
	五粮液	12.94	14.22	-0.18	5.14	-0.06	-2.97	0.06
	泸州老窖	17.83	15.72	-1.29	5.91	0.45	-1.09	-0.94
高端白酒合计		13.28	7.33	-0.18	6.35	0.41	-1.55	-0.43
次高端白 酒	山西汾酒	20.37	14.72	-2.00	5.81	-1.63	-0.31	0.17
	洋河股份	16.42	13.48	-4.49	7.15	-3.61	-0.39	-0.18
	水井坊	29.26	13.00	-4.63	4.52	-0.66	-0.54	-0.20
	酒鬼酒	28.42	28.97	5.10	4.89	-2.39	0.04	3.76
	舍得酒业	27.66	21.41	2.02	13.39	0.71	-0.37	-0.12
次高端白酒合计		24.43	15.42	-2.43	6.46	-1.36	-0.35	0.09
中端白酒	今世缘	15.10	18.41	-6.26	4.49	0.20	-0.90	-0.86
	古井贡酒	35.04	28.27	-1.10	9.46	2.36	-2.42	0.37
	口子窖	18.73	12.28	-0.23	4.67	-1.04	-0.10	0.64
中端白酒合计		22.96	22.10	-2.25	6.71	1.03	-1.50	0.11
大众白酒	顺鑫农业	12.67	10.09	-1.58	8.96	2.12	1.37	0.17
	老白干酒	41.88	31.14	3.80	8.83	-0.78	0.13	-0.28
	迎驾贡酒	15.18	10.77	-3.09	5.38	-0.66	-0.14	-0.12
	伊力特	10.34	6.03	-0.56	3.70	-0.57	0.27	1.00
	金徽酒	30.40	22.41	3.86	16.49	0.82	-0.42	-0.40
	金种子酒	35.20	27.50	-1.43	14.55	3.66	-2.99	0.14
	皇台酒业	91.40	45.54	20.05	28.38	0.41	13.44	2.33
大众白酒合计		33.87	15.70	0.08	7.63	0.33	0.46	-0.06

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 白酒重点公司梳理

（1）贵州茅台

公司 Q3 业绩稳健增长，全年目标稳步推进。公司 2021Q3 实现营业总收入 263.32 亿元，同比增长 9.99%；实现归母净利润 126.12 亿元，同比增长 12.35%。7-8 月为白酒消费淡季，部分地区疫情反复使茅台今年中秋与国庆双节的动销相对平稳，Q3 整体业绩稳健增长。公司此前披露 2021 年经营目标，力争营业总收入较上年度同比增长 10.50% 左右。截至 2021Q3，公司实现营业总收入 770.53 亿元，营业总收入的实施进度已完成全年目标的约 71.16%。一般而言，四季度为白酒传统的销售旺季。叠加春节的备货效应，预计公司产品销量将加速释放，全年营收目标有望稳步推进。

系列酒加速放量，直销渠道前三季度营收破百亿。产品端，今年以来，公司的茅台酒保持稳健态势，系列酒加速放量，系列酒业务有望成为公司业绩的新增长点。2021Q3 茅台酒实现营收 220.43 亿元，同比增长 5.57%；系列酒实现营收 34.80 亿元，同比增长 48.09%。渠道端，公司在传统渠道的基础上，加速直销渠道的发展。2021 年前三

季度，公司直销渠道实现营收 146.85 亿元，同比增长 74.14%，直销渠道前三季度营收破百亿。单季看，直销渠道在 Q3 实现营业收入 51.81 亿元，同比增长 57.96%，渠道逐步向扁平化迈进。

（2）五粮液

公司 Q3 业绩增速有所放缓。公司 Q3 实现营业收入 129.69 亿元，同比增长 10.61%；实现归母净利润 41.27 亿元，同比增长 11.84%。随着疫情影响消退，白酒需求复苏回暖，公司今年上半年第一季度与第二季度营收分别实现 20.19%与 18.03%的增长。步入三季度，公司白酒动销相对平稳。与上半年相比，公司 Q3 业绩增速环比放缓。

持续强化五粮液主品牌，推动系列酒品牌升级。公司目前实施五粮液主品牌与系列酒品牌双发展的战略。五粮液主品牌方面，公司在夯实普五核心大单品的同时，重点打造超高端产品经典五粮液，提高高端产品的标杆，经典五粮液有望在十四五末成为除普五外的另一大核心单品。系列酒方面，公司大力推动系列酒产品品牌升级，力争 2021 年系列酒营收破百亿，系列酒有望成为公司新的业务增长点。

（3）泸州老窖

Q3 业绩表现亮眼，营收增速环比改善。单季度看，公司 2021Q3 实现营业收入 47.93 亿元，同比增长 20.89%；实现归母净利润 20.49 亿元，同比增长 28.48%。公司由于淡季控货挺价，使 Q2 营业收入增速放缓，同比增长 5.67%。步入三季度，公司动销持续恢复。今年中秋国庆双节，公司白酒动销总体平稳，Q3 营业收入增速环比改善。

限制性股票激励助力公司实现业绩目标。9 月 27 日，公司发布了 2021 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票数量不超过 883.46 万股，首次授予对象为董事、高级管理人员、中层管理人员与核心骨干人员，共计不超过 521 人。公司此前制定了 2021 年业绩增长目标，力争实现营业收入同比增长不低于 15%。限制性股票激励计划（草案）的出台，将进一步助力公司业绩目标的实现。

（4）山西汾酒

Q3 业绩实现较快增长。单季度看，公司 2021Q3 实现营业收入 51.38 亿元，同比增长 47.81%；实现归母净利润 13.35 亿元，同比增长 53.24%，Q3 业绩实现了较快增长。由于去年下半年疫情对白酒的影响逐步减弱，消费需求复苏回暖，公司业绩的低基数因素消退，今年 Q3 业绩环比增速有所下降。公司此前披露 2021 年经营目标，力争营业收入较上年度同比增长 30%左右。截至 2021Q3，公司实现营业收入 172.57 亿元，营业收入已完成全年目标的 94.89%。步入白酒销售旺季，公司的业绩有望在四季度进一步加速释放。

产品结构持续优化，省外市场加速扩张。分品类看，公司坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，产品结构持续优化，品牌势能加速释放，汾酒与配制酒今年三季度实现了较快增长。2021 年前三季度，公司的汾酒、系列酒与配制酒分别实现营业收入 157.65 亿元、4.89 亿元与 8.71 亿元，分别同比增长 67.57%、17.27%与 83.76%。

分地区看，公司深化“1357+10”的市场布局，加大长江以南市场的拓展力度，推动江、浙、沪、皖、粤等市场稳步突破，省外市场加速扩张。2021 年前三季度，公司省内市场实现营业收入 68.56 亿元，同比增长 47.57%；省外市场实现营业收入 102.71 亿元，同比增长 81.69%。

(5) 洋河股份

Q3 业绩符合市场预期，公司经营目标有望超额完成。公司 2021Q3 实现营业收入 63.99 亿元，同比增长 16.66%；实现归母净利润 15.51 亿元，同比下降 13.10%；实现扣非归母净利润 16.82 亿元，同比增长 22.95%。公司第三季度收入实现稳健增长，收入增速环比有所下降主要系公司去年下半年低基数因素消退所致。由于公司 Q3 有一笔 0.18 亿元的营业外支出以及 3.72 亿元的公允价值变动净损失，拖累公司 Q3 归母净利润同比下降 13.10%。若剔除非经常性损益的影响，公司今年三季度扣非归母净利润同比增长 22.95%。业绩整体符合市场预期。此前，公司提出力争在 2021 年实现营业收入同比增长 10%以上，经营目标相对稳健。截至 2021Q3，公司营业收入已完成全年目标的 94.53%。步入四季度白酒销售旺季，叠加春节的备货效应，预计公司的经营目标有望超额完成。

持续优化产品结构，渠道改革效果显现。自 2019 年下半年开始，公司相继对产品、渠道等进行改革，改革成效渐显。分产品看，公司产品升级迭代进程较为理想。公司在对 M6+、M3 水晶版与天之蓝进行升级后，后续将进一步推动海之蓝与双沟等产品的结构优化。分渠道看，公司 2019 年以来进行营销调整转型，实施“一商为主，多商配合”的渠道改革发展战略，逐步清理优化经销商结构。从目前情况来看，渠道顺理已步入尾声。公司目前的渠道利润率相对可观，M6+、M3 水晶版、天之蓝的经销商利润率在 6%左右，终端利润率超过 6.5%。与改革前相比，公司的渠道利润率已有明显的提升。

(6) 酒鬼酒

公司 Q3 业绩延续强势增长。根据公司发布的 2021 年前三季度业绩预告，预计公司 2021Q3 营业收入同比增长约 127.90%，归母净利润与扣非归母净利润分别同比增长约 40.18%—50.44%与 126.75%—143.35%。公司预计 2021Q3 归母净利润增速低于扣非归母净利润增速主要系公司去年同期有一笔 0.59 亿元的营业外收入所致。受疫情影响，公司去年上半年业绩增速放缓。基于去年上半年的低基数，公司今年上半年业绩实现了高速增长。随着疫情影响逐步释放，公司去年 Q3 业绩回暖。在去年三季度低基数因素消退的背景下，公司 2021Q3 业绩仍实现了高弹性增长，势能持续向上，彰显了强确定性。

内参酒鬼齐发力，全国化进程持续推进。公司作为馥郁香型白酒龙头，实行内参与酒鬼双轮驱动的产品战略。今年中秋国庆双节，内参与酒鬼动销良好，目前均已完成全年的回款任务，库存水平处于相对低位。为进一步提高产品在市场中的认可度与品牌影响力，公司在发展省内业务的基础上，加大渠道布局的广度，积极开拓省外市场，

省外招商正加速推进。今年上半年，公司的省外市场业务增速高于省内市场，成为公司业务的新驱动力。

3. 调味品板块：三季度业绩环比改善

3.1 调味品板块三季度业绩仍承压，环比有所改善

调味品板块前三季度营收实现个位数增长，归母净利润增速为负。2021 年前三季度，调味品板块（SW 调味品共 12 家样本公司，下同）实现营业总收入 303.26 亿元，同比增长 3.49%；实现归属于母公司股东的净利润 57.57 亿元，同比下降 10.19%。

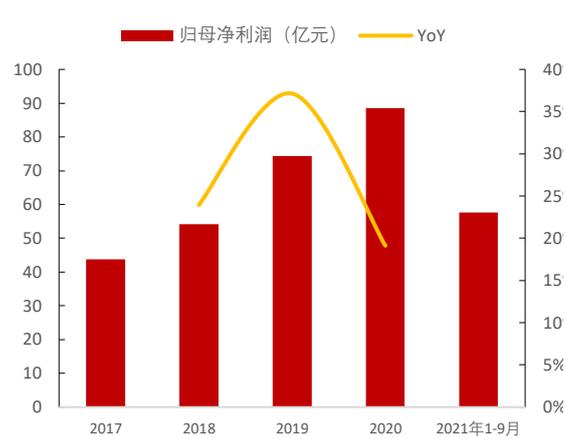
板块三季度业绩仍承压，环比有所改善。分季度看，调味品板块 2021Q1 营业总收入与归母净利润分别同比增长 21.33%与 14.13%；受去年二季度高基数、成本持续上行与社区团购冲击等因素影响，2021Q2 调味品板块业绩承压，营业总收入与归母净利润分别同比下降 12.44%与 28.83%。步入三季度，调味品终端需求尚未完全恢复，多家企业仍以去库存为主。叠加成本上行压力犹存，调味品板块 Q3 业绩仍有所承压。2021Q3，调味品板块实现营业收入 95.23 亿元，同比下降 2.79%；实现归母净利润 15.84 亿元，同比下降 19.54%。但与 Q2 相比，调味品 Q3 的成本上涨压力与库存压力有所好转，且社区团购由于监管趋严对调味品企业的冲击趋缓，调味品业绩 Q3 环比有所改善。

图 7：调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 7：2021 年前三季度调味品板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2021Q1	116.36	21.33	24.88	14.13
2021Q2	91.68	-12.44	16.85	-28.83
2021Q3	95.23	-2.79	15.84	-19.54

资料来源：Wind，东莞证券研究所

Q3 板块内公司业绩表现分化。收入端，板块去年同期高基数影响因素减弱，海天味业、中炬高新、千禾味业等公司 Q3 营收环比均出现了改善。海天味业 Q3 营收同比增

长 3.11%，环比增加 12.50%；中炬高新 Q3 营收同比下滑 12.70%，环比增加 12.15 个百分点；千禾味业三季度酱油、食醋均有不同幅度增长，拉动公司 Q3 业绩同比增长 11.08%。利润端，海天由于成本管控力度好，在板块中具有一定的优势。2021Q3，海天的归母净利润同比增长 2.75%，环比增速由负转正。千禾味业今年签订的 9800 万广告合同已在上半年基本完成投放，同时去年下半年的新潮传媒广告今年已停止投放，使公司 Q3 费用支出明显好转，归母净利润同比下降 1.17%，环比大幅改善。中炬高新 Q3 归母净利润下滑 59.15%，一方面是公司内部管理调整仍在进行，另一方面系新会计准则调整，销售返利直接扣减收入以及履约成本调整到营业成本所致。而恒顺醋业、天味食品等公司受成本、渠道投放等因素影响，Q3 经营压力仍存，业绩表现承压。

表 8：2021 年前三季度调味品板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2021 年前三季度营业总收入	2021 年前三季度 YoY	2021Q1YoY	2021Q2YoY	2021Q3YoY
海天味业	179.94	5.32	21.65	-9.39	3.11
中炬高新	34.12	-10.45	9.51	-24.85	-12.70
千禾味业	13.56	10.91	32.91	-7.24	11.08
恒顺醋业	13.59	-6.37	10.98	6.30	-34.97
天味食品	13.97	-8.35	56.21	-15.41	-37.12
佳隆股份	2.11	39.43	96.36	79.15	-15.30
加加食品	11.96	-24.23	3.57	-49.98	-16.09
仲景食品	6.07	10.88	26.11	0.15	8.31
莲花健康	13.29	9.92	40.19	-10.42	12.14
星湖科技	8.25	2.34	6.01	-7.17	10.43
安记食品	4.00	39.61	69.31	22.86	34.18
日辰股份	2.40	30.43	51.53	23.90	23.03

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 9：2021 年前三季度调味品板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

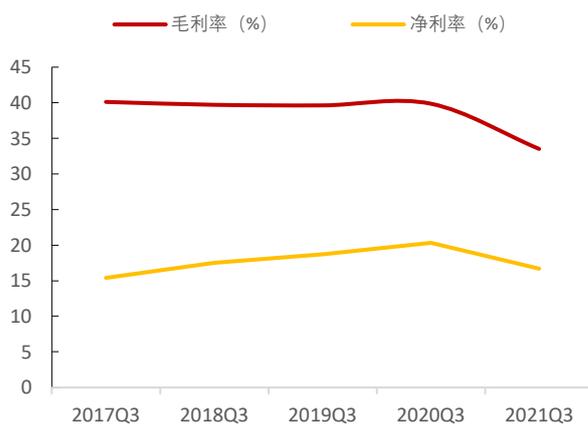
公司名称	2021 年前三季度归母净利润	2021 年前三季度 YoY	2021Q1YoY	2021Q2YoY	2021Q3YoY
海天味业	47.08	2.98	21.13	-14.68	2.75
中炬高新	3.67	-45.09	-15.17	-57.86	-59.15
千禾味业	1.32	-41.09	-43.34	-70.08	-1.17
恒顺醋业	1.35	-41.73	3.89	-33.78	-91.19
天味食品	0.80	-74.96	4.13	-103.68	-96.25
佳隆股份	0.19	—	—	—	-94.31
加加食品	0.02	-98.67	-13.39	-142.84	-153.68
仲景食品	1.07	0.63	40.56	-19.81	-9.53
莲花健康	0.37	-29.86	-11.25	-6.23	-61.63
星湖科技	0.80	-27.53	7.38	-19.45	-86.36
安记食品	0.36	-8.67	26.47	1.24	-41.34
日辰股份	0.57	-4.87	-0.35	-8.82	-4.16

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 调味品板块 Q3 盈利能力下降

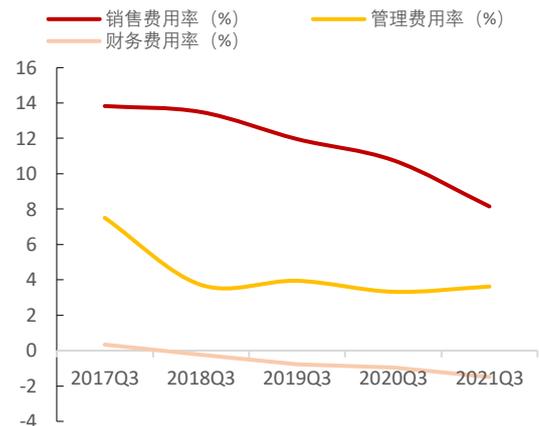
调味品板块 Q3 盈利能力下降。2021 年前三季度，调味品板块的毛利率为 35.80%，同比下降 4.90 个百分点；实现净利率为 19.09%，同比下降 3.03 个百分点。单三季度，调味品毛利率为 33.51%，同比下降 6.35 个百分点。毛利率出现下滑主要是原材料成本延续上涨所致。从费用端来看，费用结构整体有所优化。单三季度，调味品的销售费用率为 8.15%，同比下降 2.61 个百分点；管理费用率为 3.62%，同比增加 0.30 个百分点；财务费用率为-1.49%，同比下降 0.54 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，今年三季度调味品的净利率为 16.70%，同比下降 3.62 个百分点，盈利能力下降。在调味品上市公司中，除恒顺醋业 Q3 的毛利率同比有所增加之外，其余公司的毛利率均出现不同程度的下滑，所有调味品板块公司 Q3 的净利率均呈现下降趋势。龙头海天味业 Q3 的毛利率为 37.91%，同比下滑 2.96 个百分点，主要受原材料成本上涨影响。相比其他公司而言，海天的费用把控力度较好，净利率下滑幅度较小。2021Q3，海天味业的净利率为 23.92%，同比下降 0.14 个百分点。中炬高新与千禾味业 Q3 的毛利率分别同比下降 17.08 与 8.95 个百分点。千禾味业由于广告宣传投放主要集中在上半年，三季度费用结构改善，净利率同比下降 1.74 个百分点，环比改善明显。而复合调味品龙头天味食品在原料价格上涨、低毛利定制餐调占比加大与销售费用率提高的共同作用下，Q3 毛利率下滑 10.33 个百分点，净利率下滑 18.72 个百分点。

图 9：调味品板块毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 10：调味品板块期间费用率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 10：2021 年前三季度调味品板块上市公司毛利率与净利率情况（%）

公司名称	2021 年前三季度 毛利率	2021Q3 毛利率	Q3 毛利率 同比变动	2021 年前三季度 净利率	2021Q3 净利率	Q3 净利率 同比变动
海天味业	38.87	37.91	-2.96	26.17	23.92	-0.14
中炬高新	33.08	23.29	-17.08	11.61	8.63	-9.80
千禾味业	41.43	39.96	-8.95	9.73	14.06	-1.74
恒顺醋业	39.22	42.58	0.79	9.85	1.86	-14.95
天味食品	34.06	33.51	-10.33	5.73	1.17	-18.72
佳隆股份	34.09	27.84	-13.98	8.87	0.77	-10.64

加加食品	21.55	17.23	-14.21	0.16	-4.87	-12.48
仲景食品	41.35	42.28	-2.07	17.54	17.45	-3.51
莲花健康	13.32	10.94	-9.26	2.84	1.75	-3.15
星湖科技	26.41	20.41	-14.12	9.65	1.46	-10.39
安记食品	21.07	17.89	-11.48	8.96	6.25	-8.04
日辰股份	43.40	42.21	-7.88	23.56	23.85	-6.77

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 11：2021 年前三季度调味品板块上市公司期间费用率情况（%）

公司名称	2021 年前三季度 期间费用率	2021Q3 销售 费用率	同比变动	2021Q3 管理 费用率	同比变动	2021Q3 财务 费用率	同比变动
海天味业	8.13	6.71	-3.05	5.25	0.34	-2.50	-0.79
中炬高新	19.24	2.28	-7.35	10.77	1.90	0.40	0.21
千禾味业	29.15	17.23	-4.66	5.74	-1.77	-0.14	-0.13
恒顺醋业	27.45	23.51	11.75	15.70	5.36	0.69	0.38
天味食品	27.26	23.82	6.05	8.07	2.98	-1.08	-0.19
佳隆股份	19.32	2.39	-7.18	21.28	6.14	-0.31	-0.28
加加食品	21.25	15.68	2.97	10.39	1.73	-0.58	-0.62
仲景食品	22.68	13.93	0.43	7.34	0.27	-0.35	-0.40
莲花健康	8.73	3.73	-5.29	3.32	-1.02	0.11	-0.62
星湖科技	17.89	2.26	0.46	15.48	-3.86	1.46	-0.58
安记食品	11.48	5.27	-3.49	6.00	-0.02	-0.76	-0.30
日辰股份	16.81	5.96	-0.89	9.83	-0.04	-2.46	2.01

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.3 调味品重点公司梳理

（1）海天味业

公司 Q3 业绩环比改善。公司 Q3 实现营业收入 56.62 亿元，同比增长 3.11%；实现归母净利润 13.55 亿元，同比增长 2.75%；实现扣非归母净利润 13.31 亿元，同比增长 7.84%。公司扣非归母净利润增速快于归母净利润增速主要系公司 Q3 有一笔 0.11 亿元的营业外支出所致。公司 Q3 业绩环比改善，主要系：（1）随着社区团购监管趋严，社区团购对公司的冲击减小。（2）终端需求有所回暖，去库存稳步推进。分品类看，公司 Q3 酱油、调味酱、蚝油同比分别增长 4.69%、3.24%与 6.09%；其他调味品增长较快，同比增长 10.56%。

线上渠道实现快速发展，全国扩张持续推进。分渠道看，公司在强化线下渠道优势的基础上，加快线上业务的发展，线上业务呈现了良好的发展势头。2021 年前三季度，公司线下渠道实现营业收入 166.49 亿元，同比增长 4.59%；线上渠道实现营业收入 4.09 亿元，同比增长 47.68%。分地区看，北部与中部地区是公司的主要业务区域，前三季度增速保持较快增长，营收分别同比上涨 4.86%与 8.77%。同时，公司加大西部、东部与南部区域的开发，前三季度营收分别同比增长 6.09%、3.10%与 3.94%。公司全国扩张持续推进。

(2) 中炬高新

成本上行，公司 Q3 经营承压。公司 2021 年前三季度分别实现营业收入与归母净利润 34.10 亿元与 3.70 亿元，分别同比下降 10.40%与 45.10%。受成本上涨、消费疲软等多因素扰动，2021Q3 公司实现营收 10.96 亿元，同比下降 12.70%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比下降 59.15%。分品类看，受益于餐饮复苏回暖，鸡精营收延续增长态势，增速为 14.15%，而酱油、食用油、其他品类分别同比下降 15.43%、23.55%与 4.48%。

经销商与销售人员数量增长较快，为拓展市场提供了坚实的保障。为加大市场拓展力度，加速空白市场的开发，2019 年以来，公司不断扩充经销商与销售人员的数量，近两年相关人员数量实现了快速增长。2020 年，公司的经销商人数为 1421 人，同比增长 35.20%；销售人员人数为 1620 人，同比增长 30.96%。公司计划 2021 年销售人员数量超过 1700 人。人员的快速扩充，为公司后续开发市场与提高品牌影响力提供了坚实的保障。

(3) 千禾味业

公司 Q3 业绩环比改善。公司 2021 年前三季度分别实现营业收入与归母净利润 13.56 亿元与 1.32 亿元，分别同比增长 10.91%与下降 41.09%。单季度看，2021Q3 公司实现营业收入 4.70 亿元，同比增长 11.08%；实现归母净利润 0.66 亿元，同比下降 1.17%。在去库存稳步进行、渠道扩张等因素影响，公司 Q3 业绩环比出现改善。

聚焦零添加产品，产品结构持续优化。随着扰动因素影响趋缓，公司 Q3 酱油与食醋的营业收入增速由负转正，增速分别同比增长 8.80%与 26.20%。与其他调味品公司有所不同，公司产品主要定位中高端，主打零添加高端酱油，实行差异化战略。公司在发展过程中，结合市场的实际需求，加速零添加品类的放量，产品结构持续优化。

4. 啤酒板块：产品升级推动 Q3 盈利能力上行

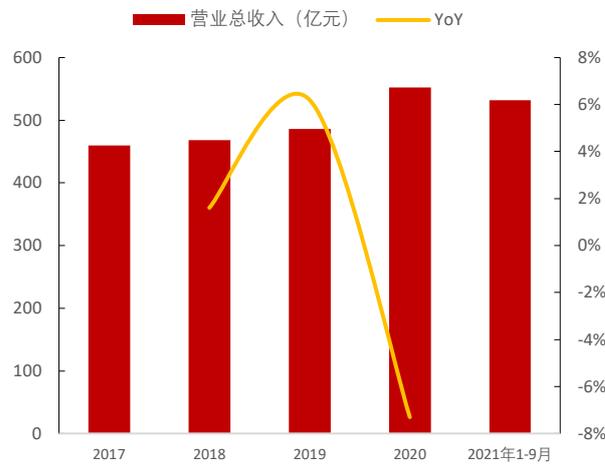
4.1 啤酒板块 Q3 营收增速环比放缓，归母净利润实现双位数增长

啤酒板块前三季度营收与归母净利润均实现双位数增长。2021 年前三季度，啤酒板块（SW 啤酒共 7 家样本公司，下同）实现营业总收入 531.55 亿元，同比增长 26.60%；实现归属于母公司股东的净利润 58.79 亿元，同比增长 34.07%。

板块 Q3 营收增速环比放缓，归母净利润实现双位数增长。分季度看，啤酒去年一季度受疫情影响较大，基于去年一季度的低基数，啤酒板块 2021Q1 营业总收入与归母净利润分别同比增长 44.06%与 218.24%。而在去年二季度高基数的基础上，叠加今年以来大麦、玻璃、铝锭等啤酒原材料价格持续走高，啤酒板块 Q2 利润承压。2021Q2，啤酒板块的营业总收入与归母净利润分别同比增长 1.43%与下降 8.14%。2021Q3，受 7-8 月部分地区疫情反复、多雨天气与去年同期基数等多因素扰动，啤酒板块营收实现 0.38%的增长，环比增速放缓。利润端，啤酒企业今年三季度宣传推广费用较二季

度放缓，叠加产品提价对冲成本压力，板块 Q3 归母净利润同比增长 11.11%，环比有所改善。

图 11：啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 12：2021 年前三季度啤酒板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入 (亿元)	营业总收入 YoY	归母净利润 (亿元)	归母净利润 YoY
2021Q1	160.68	44.06%	12.77	218.24%
2021Q2	185.88	1.43%	23.62	-8.14%
2021Q3	184.99	0.38%	22.40	11.11%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

啤酒企业 Q3 营业收入压力犹存，归母净利润有所改善。受部分地区疫情反复、天气、需求疲软等因素扰动，啤酒企业 Q3 销量受到影响。除重庆啤酒与珠江啤酒外，啤酒企业 Q3 的营收均出现不同程度下滑。青岛啤酒 Q3 营收同比下降 3.01%，燕京啤酒 Q3 营收同比下降 5.38%。在销量下滑的背景下，啤酒企业通过优化成本结构与控制费用的方式，减少利润端的冲击。青岛啤酒广告宣传费用集中在一季度投放，Q3 费用结构环比改善，归母净利润同比增加 6.43%。重庆啤酒三季度持续发力高端产品，高端产品贡献了主要的业绩增量。叠加费用结构持续优化，重庆啤酒 Q3 业绩表现良好。2021Q3，重庆啤酒的营业收入与归母净利润分别同比增加 17.97%与 0.20%。

表 13：2021 年前三季度啤酒板块上市公司营收情况（亿元，%）

公司名称	2021 年前三季度营业总收入	2021 年前三季度 YoY	2021Q1YoY	2021Q2YoY	2021Q3YoY
青岛啤酒	267.71	9.62	41.87	-0.24	-3.01
重庆啤酒	111.87	23.89	56.90	10.06	17.97
燕京啤酒	103.86	5.28	38.49	-0.56	-5.38
珠江啤酒	37.18	6.02	39.74	-0.62	0.02
惠泉啤酒	5.22	-6.56	10.54	-7.22	-13.85
兰州黄河	2.66	6.66	66.87	-18.58	-5.73
*ST 西发	3.06	10.21	105.93	-6.24	-11.19

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 14：2021 年前三季度啤酒板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

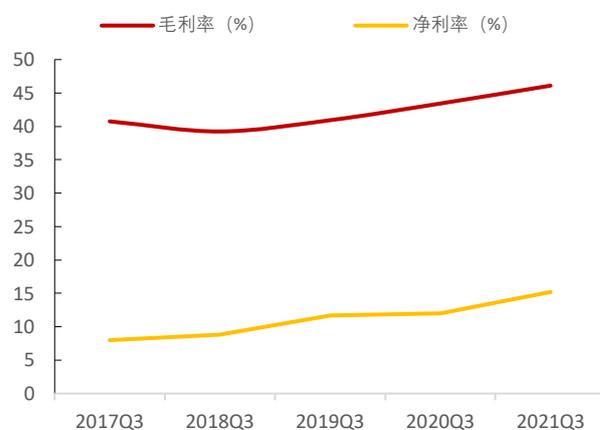
公司名称	2021 年前三季度归母净利润	2021 年前三季度 YoY	2021Q1YoY	2021Q2YoY	2021Q3YoY
青岛啤酒	36.11	21.25	90.26	5.74	6.43
重庆啤酒	10.44	-1.94	111.65	-35.17	0.20
燕京啤酒	5.63	16.98	55.85	-22.94	29.48
珠江啤酒	5.95	17.69	243.13	6.67	9.54
惠泉啤酒	0.41	7.06	43.93	-2.66	-0.02
兰州黄河	0.40	295.73	141.76	-171.58	474.79
*ST 西发	-0.13	77.24	72.89	76.63	83.36

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.2 啤酒板块 Q3 盈利能力进一步提升

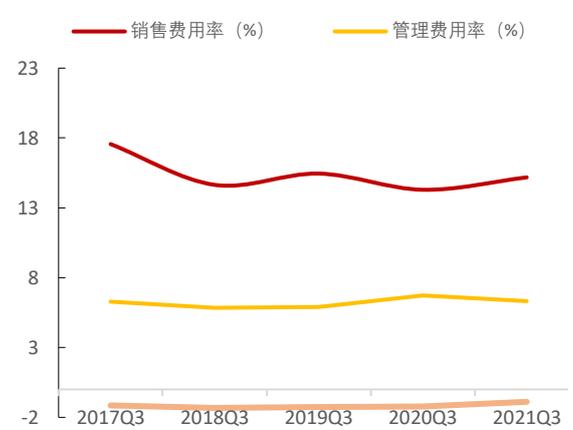
Q3 啤酒板块盈利能力进一步提升。在我国啤酒产销量下滑的背景下，行业内的公司近几年致力于产品结构升级，逐步推进高端化进程。随着产品层级的上移，今年前三季度啤酒行业盈利能力有较大的提升。2021 年前三季度，啤酒板块的毛利率为 45.44%，同比增加 3.03 个百分点；净利率为 13.72%，同比增加 2.45 个百分点。单三季度看，啤酒毛利率为 46.10%，同比增加 2.68 个百分点。从费用端来看，啤酒 Q3 的销售费用率为 15.18%，同比增加 0.89 个百分点；管理费用率为 6.31%，同比下降 0.41 个百分点；财务费用率为-0.89%，同比增加 0.34 个百分点。啤酒 Q3 的销售费用率同比增加主要系重庆啤酒 Q3 销售费用率同比增加 8.89 个百分点所致。综合毛利率与费用率的情况，今年三季度啤酒的净利率为 15.20%，同比增加 3.23 个百分点，盈利能力持续提升。

图 13：啤酒板块毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 14：啤酒板块期间费用率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

Q3 啤酒企业盈利能力存在差异。青岛啤酒在成本上涨的压力下，Q3 毛利率同比下降 0.31 个百分点。作为 2022 年冬奥会的赞助商，公司上半年广告宣传推广费用投入力度较大，Q3 费用结构环比改善。2021Q3，公司净利率同比增加 1.11 个百分点。重庆啤酒受益于嘉士伯的入驻，产品结构升级拉动公司业绩增长。2021Q3，公司分别实现

毛利率与净利率 55.07%与 21.35%，分别同比增加 11.12 个百分点与 2.14 个百分点。重庆啤酒 Q3 净利率增加幅度小于毛利率主要是公司今年以来持续加大对高端产品的宣传与推广，费用支出大幅增加，从而使公司 Q3 的销售费用率同比增加 8.89 个百分点所致。相比之下，其他啤酒公司毛利率的提升幅度有限。珠江啤酒 Q3 毛利率下滑 4.84 个百分点，主要是原材料成本上涨所致。

表 15：2021 年前三季度啤酒板块上市公司毛利率与净利率情况（%）

公司名称	2021 年前三季度 毛利率	2021Q3 毛利率	Q3 毛利率 同比变动	2021 年前三季度 净利率	2021Q3 净利率	Q3 净利率 同比变动
青岛啤酒	43.66	42.06	-0.31	13.89	14.51	1.11
重庆啤酒	53.19	55.07	11.12	19.32	21.35	2.14
燕京啤酒	42.32	45.40	2.97	6.52	7.79	1.88
珠江啤酒	49.14	51.41	-4.84	16.32	19.16	1.54
惠泉啤酒	31.16	34.54	2.84	7.92	14.35	1.88
兰州黄河	23.54	21.34	-5.31	27.31	94.94	—
*ST 西发	23.08	23.01	-3.26	4.96	6.63	14.32

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 16：2021 年前三季度啤酒板块上市公司期间费用率情况（%）

公司名称	2021 年前三季 度期间费用率	2021Q3 销售 费用率	同比变动	2021Q3 管理 费用率	同比变动	2021Q3 财务 费用率	同比变动
青岛啤酒	20.39	13.70	-0.83	5.02	0.54	-0.69	0.76
重庆啤酒	23.23	19.63	8.89	5.17	0.83	-0.20	-0.16
燕京啤酒	25.61	14.08	-0.54	14.19	1.33	-0.84	-0.46
珠江啤酒	22.74	16.76	-0.89	9.88	-1.12	-3.79	0.12
惠泉啤酒	11.95	3.10	0.53	6.92	1.81	-2.40	-1.20
兰州黄河	20.20	22.10	0.45	11.62	1.20	-9.37	-0.15
*ST 西发	12.00	2.04	0.17	3.78	-0.32	5.18	-4.44

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.3 啤酒重点公司梳理

（1）青岛啤酒

公司 Q3 营收略微承压。公司 2021 年前三季度分别实现营业收入与归母净利润 267.71 亿元与 36.11 亿元，分别同比增长 9.62%与 21.25%。单季度看，公司 2021Q3 实现营业收入 84.80 亿元，同比下降 3.01%；实现归母净利润 11.95 亿元，同比增长 6.43%。公司 Q3 营收略微承压，一方面系今年部分地区疫情反复，终端需求仍未完全复苏；另一方面系去年同期疫情基本得到控制，销量反弹形成了一个较高基数。

成本上涨，Q3 毛利率有所下降。近几年，公司积极进行高端战略布局，加快向高附加值产品转型，不断优化产品结构。受原材料成本上涨等因素影响，公司 2021Q3 毛利率为 42.06%，同比下降 0.31 个百分点。由于公司三季度费用结构有所优化，公司 Q3 净利率为 14.09%，同比增加 1.25 个百分点。

(2) 重庆啤酒

公司 Q3 利润表现亮眼。公司 2021 年前三季度分别实现营业收入与归母净利润 111.87 亿元与 10.44 亿元，分别同比增长 23.89%与下降 1.94%；实现扣非归母净利润 10.26 亿元，同比增长 137.34%。单季度看，公司 2021Q3 实现营业收入 40.48 亿元，同比增加 17.97%；实现归母净利润 4.22 亿元，同比增加 0.20%；实现扣非归母净利润 4.15 亿元，同比增长 91.07%。公司 Q3 在疫情等因素扰动下，通过渠道调整等方式抵消负面影响，三季度扣非归母净利润表现超市场预期。

公司产品战略清晰，盈利能力进一步上行。目前，公司积极进行产品层级上移，高端化持续推进。今年三季度，公司高档产品、主流产品与经济产品分别实现营业收入 14.22 亿元、19.37 亿元与 6.10 亿元，分别同比增长 40.89%、5.73%与 20.63%。高端产品的发展使公司 Q3 盈利能力有所提高，2021Q3，公司的毛利率与净利率分别为 55.07%与 21.35%，分别同比增加 11.12 与 2.14 个百分点。

5. 乳品板块：Q3 归母净利润增速环比改善

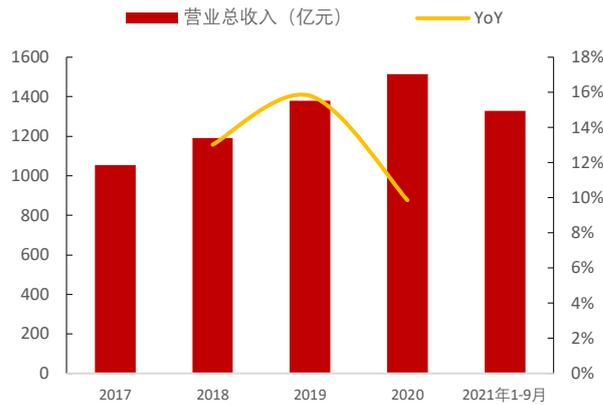
5.1 乳品板块 Q3 归母净利润增速环比改善

乳品板块前三季度业绩表现较好，营收与归母净利润增速均实现双位数增长。2021 年前三季度，乳品板块（SW 乳品共 13 家样本公司，下同）实现营业总收入 1329.36 亿元，同比增长 18.83%；实现归属于母公司股东的净利润 95.95 亿元，同比增长 38.08%。业绩表现较好。

板块 Q3 营收增速稳健，归母净利润增速环比改善。单季度看，乳品板块去年一季度受疫情影响较大。今年一季度基于去年的低基数，乳品的营收与归母净利润增速分别为 36.30%与 212.98%。随着消费者对乳制品可以增强免疫力的认可度提高，2020Q2 乳品需求大幅回暖。基于去年二季度的高基数，乳品 Q2 营收仍同比增长 10.20%。板块 Q2 归母净利润同比下降 1.85%，主要系生鲜乳价格上涨使成本增加所致。2021Q3，乳品板块去年同期的高基数因素消退，营业收入实现 9.45%的增长。同时，乳企通过优化产品结构、缩减费用投放、减少促销力度等方式缓解成本上涨的压力。在多因素综合作用下，2021Q3，乳品板块实现归母净利润 32.45 亿元，同比增长 19.21%，增速环比改善。

图 15：乳品板块营业总收入与增速（亿元，%）

图 16：乳品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

表 17: 2021 年前三季度乳品板块业绩单季度表现 (亿元, %)

	营业总收入 (亿元)	营业总收入 YoY	归母净利润 (亿元)	归母净利润 YoY
2021Q1	422.51	36.30%	31.72	212.98%
2021Q2	455.76	10.22%	31.78	-1.68%
2021Q3	451.09	9.45%	32.45	19.21%

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

龙头公司 Q3 业绩彰显韧性。步入三季度,高基数因素减弱,板块内部公司业绩表现不一。龙头伊利业绩表现较好,2021Q3 营收同比增长 8.61%,归母净利润同比增长 14.56%,扣非归母净利润同比增长 24.25%,利润端增速超市场预期,业绩彰显韧性。公司 Q3 扣非归母净利润增速快于归母净利润增速主要系公允价值变动净损失与非流动性资产处置损益所致。妙可蓝多 Q3 业绩增速环比放缓,营收与归母净利润同比增长 35.85%与 52.77%。其中,公司 Q3 奶酪业务出现下滑,主要系公司三季度以消化库存为主。同时,由于部分地区疫情反复以及 9 月限电政策对公司工厂开工的影响,公司 Q3 业绩增速放缓。

表 18: 2021 年前三季度乳品板块上市公司营收情况 (亿元, %)

公司名称	2021 年前三季度营业总收入	2021 年前三季度 YoY	2021Q1YoY	2021Q2YoY	2021Q3YoY
伊利股份	850.07	15.23	32.49	8.43	8.61
妙可蓝多	31.44	67.58	140.58	62.21	35.85
光明乳业	220.57	17.68	36.07	3.69	18.25
三元股份	59.32	9.44	23.05	13.15	-4.27
新乳业	66.50	42.79	90.88	53.36	11.08
天润乳业	15.72	19.20	33.19	10.68	18.50
贝因美	16.58	-24.81	-20.59	-28.28	-25.26
皇氏集团	19.33	13.13	71.83	6.23	-9.86
燕塘乳业	14.98	25.50	54.11	23.69	12.08
庄园牧场	7.35	39.85	66.38	33.88	26.74
熊猫乳品	6.18	41.57	114.59	34.23	13.47
一鸣食品	16.85	23.36	73.55	18.14	2.99
*ST 科迪	4.46	28.26	102.97	18.61	9.27

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 19：2021 年前三季度乳品板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

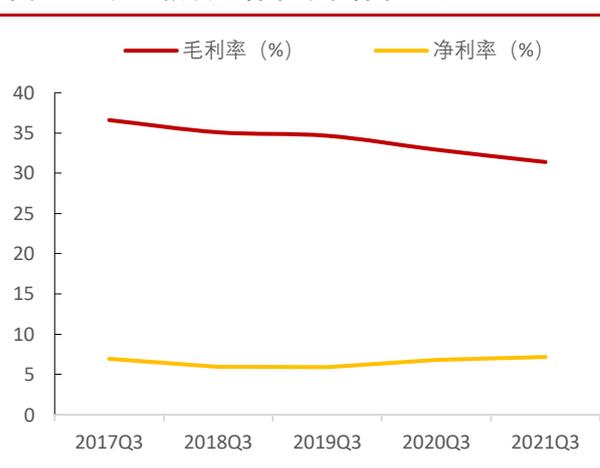
公司名称	2021 年前三季度归母净利润	2021 年前三季度 YoY	2021Q1YoY	2021Q2YoY	2021Q3YoY
伊利股份	79.44	31.87	147.69	-3.91	14.56
妙可蓝多	1.43	171.27	215.60	261.61	52.77
光明乳业	4.45	3.06	28.59	-31.61	55.85
三元股份	2.12	556.26	137.14	482.34	20.59
新乳业	2.56	38.22	210.51	13.37	1.24
天润乳业	1.13	-6.13	69.40	-20.91	-21.03
贝因美	0.39	-23.72	12.23	-36.59	-33.87
皇氏集团	0.18	-45.62	111.57	-88.13	-76.80
燕塘乳业	1.58	64.24	3891.88	30.53	28.90
庄园牧场	0.32	418.81	300.50	-75.10	15.04
熊猫乳品	0.60	58.11	3345.08	100.70	-10.74
一鸣食品	0.62	-37.79	203.24	-25.81	-96.33
*ST 科迪	1.13	195.84	109.92	124.74	269.51

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5.2 乳品板块 Q3 毛利率下降，净利率增加

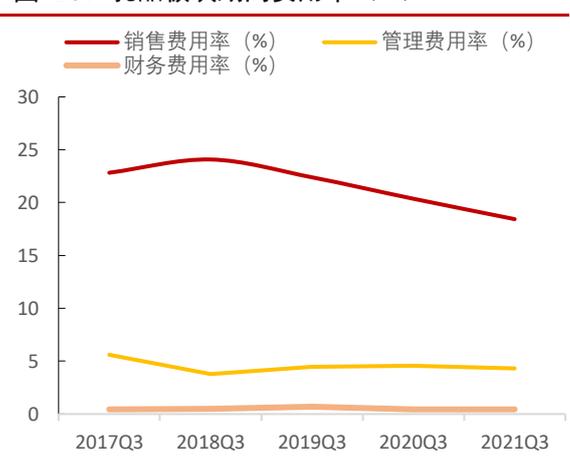
乳品板块 Q3 毛利率下降，净利率增加。2021 年前三季度，乳品板块的毛利率为 32.90%，同比下降 2.15 个百分点；净利率为 7.22%，同比增加 0.79 个百分点。今年以来，生鲜乳价格持续走高，成本上涨拖累行业整体毛利率水平。乳品板块单三季度的毛利率为 31.38%，同比下降 1.53 个百分点。从费用端来看，由于原材料成本增加、行业促销活动减少，Q3 销售费用率有所下降。2021Q3，乳品板块的销售费用率为 18.44%，同比下降 1.93 个百分点；管理费用率为 4.32%，同比下降 0.24 个百分点；财务费用率为 0.44%，同比下降 0.02 个百分点。由于板块费用结构整体有所优化，Q3 实现净利率 7.17%，同比增加 0.33 个百分点。

图 17：乳品板块毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：乳品板块期间费用率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

在生鲜乳价格上涨下，除伊利股份、贝因美和熊猫乳品 Q3 的毛利率同比增加之外，其余公司的毛利率均有不同程度的下滑。为应对成本上涨带来的冲击，板块三季度的促销活动有所减少。在 13 家上市公司中，Q3 共有 10 家公司的销售费用率同比下降。因此，虽成本上涨使乳品板块的毛利率承压，但由于费用结构的改善，Q3 伊利股份、妙可蓝多、光明乳业等公司的净利率均有所提升。伊利股份、妙可蓝多 Q3 的净利率分别同比增加 0.59 与 0.06 个百分点。

表 20：2021 年前三季度乳品板块上市公司毛利率与净利率情况（%）

公司名称	2021 年前三季度 毛利率	2021Q3 毛利率	Q3 毛利率 同比变动	2021 年前三季度 净利率	2021Q3 净利率	Q3 净利率 同比变动
伊利股份	36.81	36.81	0.90	9.41	9.33	0.59
妙可蓝多	37.80	37.80	-2.36	4.99	2.90	0.06
光明乳业	23.13	23.13	-5.15	1.59	1.67	0.06
三元股份	25.22	25.22	-3.67	3.07	2.93	0.55
新乳业	25.41	25.41	-6.69	4.23	5.02	-0.48
天润乳业	17.22	17.22	-13.63	7.81	6.68	-2.78
贝因美	52.66	52.66	5.77	2.61	0.98	-0.41
皇氏集团	21.87	21.87	-8.28	2.33	2.56	-3.54
燕塘乳业	29.84	29.84	-6.99	10.64	8.43	0.94
庄园牧场	28.15	28.15	-4.97	4.39	3.70	-0.38
熊猫乳品	26.30	26.30	0.81	10.44	10.99	-2.79
一鸣食品	32.86	32.86	-8.38	3.65	0.26	-7.02
*ST 科迪	10.21	10.21	-31.74	25.30	59.50	41.91

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 21：2021 年前三季度乳品板块上市公司期间费用率情况（%）

公司名称	2021 年前三季度 期间费用率	2021Q3 销售 费用率	同比变动	2021Q3 管理 费用率	同比变动	2021Q3 财务 费用率	同比变动
伊利股份	26.31	19.96	-0.48	4.95	-0.25	0.08	0.02
妙可蓝多	32.22	24.42	-3.09	8.74	3.06	-1.83	-2.59
光明乳业	20.93	15.83	-4.58	3.05	-0.76	0.35	0.00
三元股份	23.80	15.21	-4.18	4.75	0.63	2.04	0.39
新乳业	21.17	13.35	-6.55	4.83	-0.82	1.26	0.17
天润乳业	8.57	5.22	-7.74	3.62	-0.81	-0.20	-0.10
贝因美	46.01	32.55	-2.67	11.06	2.47	4.43	3.14
皇氏集团	21.74	11.42	-1.54	9.05	-1.36	3.88	0.55
燕塘乳业	16.87	11.26	-8.63	5.66	0.69	0.09	-0.08
庄园牧场	20.59	9.79	1.86	8.40	-1.89	1.09	-1.05
熊猫乳品	15.11	8.14	1.88	6.18	0.85	0.68	0.87
一鸣食品	29.12	21.86	-1.37	8.47	0.66	-0.06	0.64
*ST 科迪	31.86	11.30	6.74	4.03	1.61	27.28	9.68

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5.3 乳品重点公司梳理

(1) 伊利股份

Q3 营收稳健增长，归母净利润增速超市场预期。单季度看，公司 Q3 实现营业收入 283.81 亿元，同比增长 8.48%；实现归母净利润 26.22 亿元，同比增长 14.56%；实现扣非归母净利润 25.37 亿元，同比增长 24.25%。利润端增速超市场预期。公司 Q3 扣非归母净利润增速快于归母净利润增速主要系公允价值变动净损失与非流动性资产处置损益所致。受成本上涨、税金等因素影响，公司 Q2 归母净利润同比下降 3.91%，Q3 归母净利润增速环比改善明显。

产品结构优化升级，迎合市场推出新品。公司在发展的过程中，以消费者需求为导向，持续研发新品迎合市场。作为 2022 年冬奥会的赞助商，公司今年以来以奥运赛事为契入点，上市了金典、安慕希、畅轻等高端系列子品牌新品，满足市场多样化的需求，进一步提升品牌的影响力，产品结构逐步优化升级。

(2) 妙可蓝多

三季度业绩实现稳健增长。公司 2021 年前三季度实现营业收入 31.44 亿元，同比增长 67.85%；实现归母净利润 1.43 亿元，同比增长 171.27%。单季度看，公司 2021Q3 实现营业收入 10.77 亿元，同比增长 35.85%；实现归母净利润 0.32 亿元，同比增长 52.77%。分产品看，公司奶酪业务环比增速有所放缓，主要原因在于（1）公司在 6 月压货之后，三季度以消化库存为主。（2）部分地区疫情反复以及 9 月限电政策对公司工厂开工的影响，公司 Q3 业绩略有承压。

产品矩阵不断丰富，常温奶酪棒业绩有望释放。产品方面，公司不断丰富产品矩阵，迎合市场需求。今年上半年，公司推出儿童奶酪棒香草冰淇淋新品与适合成人的“每日芝食”奶酪条。同时，公司着手发展常温奶酪棒。从三季度的情况来看，公司的合同负债较二季度增加 8714 万元，一定程度上反映了经销商对常温奶酪棒的预期较为乐观。公司常温奶酪棒的业绩有望加速释放。

6. 投资策略

维持对行业的推荐评级。考虑到部分地区疫情反复、去年三季度白酒板块低基数消退、大众品板块终端需求尚未完全恢复等因素影响，行业 Q3 营收增速环比下滑。分板块看，**白酒板块：高端白酒确定性强，关注次高端与区域酒龙头。**在白酒层级中，高端白酒依旧维持高景气；次高端白酒受益于产品结构升级，有望维持弹性增长。与此同时，部分区域酒龙头需求复苏回暖，业绩呈现良好态势。标的方面，建议关注高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）与泸州老窖（000568）；次高端酒中，可重点关注山西汾酒（600809）、酒鬼酒（000799）以及目前渠道逐步顺理的洋河股份（002304）等；区域酒可以关注古井贡酒（000596）等复苏弹性较大的公司。**大众板块：大众品近期迎来涨价潮，关注龙头企业边际改善机会。**在成本上涨的压力下，10 月以来，安琪酵母、海天味业、洽洽食品、安井食品、恒顺

醋业等多家公司相继发布提价公告，大众品板块迎来涨价潮。在提价的大环境下，大众品板块存在边际改善机会，盈利能力或逐步改善，基本面有望向好。标的方面，可重点关注海天味业（603288）、中炬高新（600872）、千禾味业（603027）、恒顺醋业（600305）、青岛啤酒（600600）、重庆啤酒（600132）、伊利股份（600887）、洽洽食品（002557）、安井食品（603345）等。

表 22：重点公司盈利预测及投资评级（2021/11/5）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
600519	贵州茅台	1819.94	37.17	42.71	49.84	48.96	42.61	36.52	推荐	维持
000858	五粮液	210.31	5.14	6.30	7.43	40.91	33.38	28.32	推荐	维持
000568	泸州老窖	229.70	4.10	5.17	6.44	56.02	44.44	35.68	推荐	维持
600809	山西汾酒	295.28	3.53	4.48	6.06	83.65	65.91	48.73	推荐	维持
002304	洋河股份	185.50	4.97	5.48	6.61	37.32	33.85	28.06	推荐	维持
600702	舍得酒业	182.96	1.73	3.80	5.44	105.76	48.15	33.63	推荐	维持
000799	酒鬼酒	213.18	1.51	2.79	4.06	140.90	76.28	52.53	推荐	维持
600779	水井坊	136.60	1.50	2.32	3.04	91.07	58.88	44.93	推荐	维持
603369	今世缘	55.11	1.25	1.57	1.95	44.09	35.10	28.26	推荐	维持
000596	古井贡酒	241.46	3.68	4.50	5.66	65.61	53.66	42.66	推荐	维持
603589	口子窖	65.46	2.13	2.74	3.30	30.73	23.89	19.84	推荐	维持
603288	海天味业	123.46	1.98	1.65	1.97	62.35	74.69	62.60	推荐	维持
600872	中炬高新	37.96	1.12	1.03	1.24	33.98	36.78	30.67	推荐	维持
603027	千禾味业	26.13	0.31	0.28	0.42	84.29	93.32	62.21	推荐	维持
600600	青岛啤酒	97.66	1.61	2.04	2.51	60.66	47.87	38.91	推荐	维持
600132	重庆啤酒	159.21	2.23	2.35	2.98	71.39	67.75	53.43	推荐	维持
600887	伊利股份	43.24	1.16	1.46	1.72	37.16	29.63	25.16	推荐	维持
603517	绝味食品	70.55	1.15	1.77	2.09	61.35	39.86	33.76	推荐	维持
002557	洽洽食品	56.54	1.59	1.79	2.14	35.56	31.59	26.42	推荐	维持
603345	安井食品	195.82	2.55	3.21	4.22	76.79	61.00	46.40	推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7. 风险提示

- (1) 原材料价格波动。
- (2) 产品提价不及预期。
- (3) 渠道开展不及预期。
- (4) 行业竞争加剧。
- (5) 食品安全风险。
- (6) 宏观经济下行风险。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn