



## 为什么看好区域次高端白酒机会？

### ——食品饮料行业周报 20211115-20211119

#### 上周行情回顾：

上周(11.15-11.19)食品饮料板块(申万)上涨3.15%，上证综指上涨0.60%，深证成指上涨0.32%，沪深300上涨0.03%，食品饮料板块上周跑赢上证综指2.55个百分点，在申万31个一级子行业周涨跌幅中排名第1位。子板块涨跌不一，白酒板块上涨4.29%。

#### 核心观点-为什么看好区域次高端白酒机会？

**区域次高端白酒明年有望获取超额收益。**通过复盘历史上白酒牛市，我们发现几次周期中白酒内部周期基本上是按照高端白酒到全国化次高端再到区域次高端再到低端酒逻辑演绎。一般而言，区域次高端白酒在白酒牛市的第4年会有显著的超额收益，从2018年白酒牛市以来，2022年区域次高端白酒有望迎来戴维斯双击，获取超额收益。在2015年-至今周期中，2015-2017年，高端酒率先复苏；2018-2020年，高端白酒价格带上移，带动次高端白酒批价上行，次高端白酒市场容量扩大。2021年，全国化次高端延续高增。展望2022年，随着疫情常态化，预计中高端白酒持续畅销区域全国次高端白酒产品升级进展顺利，升级的产品市占率有望达到20%以上，对公司报表利润贡献开始加速，同时由于费用前置导致明年费用相应减少，明年利润增速有望显著快于收入增速，有望迎来戴维斯双击，获取超额收益。

**区域次高端白酒动销较好，渠道进展顺利。**区域次高端白酒产品升级相对顺利，1)洋河的M6+，自2019年推广以来已经培育了2年时间，目前在全国范围内渠道进展顺利，省内外基本上完成对M6的升级，明年业绩弹性有望充分释放；2)古井贡酒：公司自2018年将产品重心放在高端产品古16/古20，目前经销商库存较低，明年古16/20销量有望持续增加，业绩有望充分释放，实现戴维斯双击；3)今世缘的国缘四开渠道发力较为强劲，增速较快，同时公司推出的V系列有望依靠自身在江苏的渠道优势，渠道进展顺利，在竞品中快速增长，业绩有望实现高速增长。

**区域次高端白酒估值相对处于低位，配置价值凸显。**相比全国化次高端白酒，区域次高端白酒整体估值水平较低。洋河股份、古井贡酒、今世缘三家区域次高端白酒估值处于相对低位，若明年迎来业绩高弹性，有望实现戴维斯双击，配置价值凸显。

#### 投资建议

**板块配置：**白酒>啤酒>乳制品>休闲食品>调味品

**白酒：**建议关注高端酒企贵州茅台、五粮液、泸州老窖，以及次高端发展潜力大的山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、酒鬼酒；

**啤酒：**建议关注青岛啤酒未来业绩高增长预期；

**乳制品：**建议关注伊利股份在产能、渠道、产品三方齐发力。

#### 风险提示：

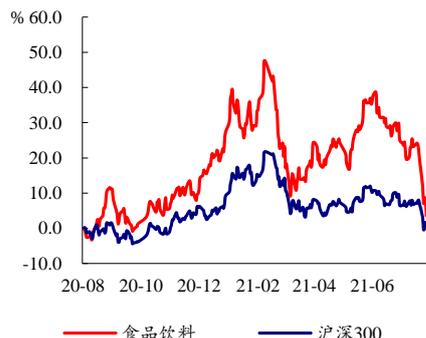
白酒提价落地不及预期、终端需求回落、食品安全问题等。

评级 推荐(维持)

#### 报告作者

作者姓名	汪玲
资格证书	S1710521070001
电子邮箱	wangl665@easec.com.cn
联系人	秦楠
电子邮箱	qinn598@easec.com.cn
联系人	李昭璇
电子邮箱	lizx647@easec.com.cn

#### 股价走势



#### 相关研究

《基本面无忧，短期剧烈波动打开配置窗口》2021.07.28  
 《水井坊高端战略稳步推进，次高端白酒显强劲》2021.07.26  
 《汾酒舍得提振白酒士气，基本面整体向好》2021.07.20  
 《以史为鉴，看白酒二十载兴衰再展风采》2021.07.15  
 《酒鬼业绩高增，白酒回调迎布局良机》2021.07.13

## 正文目录

1. 核心观点：为什么看好区域性次高端白酒机会？	5
1.1. 历史白酒上涨区间具有梯队轮动的特征	5
1.2. 当前白酒上涨轮动已至区域性次高端品牌	9
2. 区域次高端百花齐放	12
2.1. 古井贡酒：产品结构升级+全国化顺利推进，徽酒龙头前景可期	12
2.1.1. 产品结构升级明显，吨价提升显著	12
2.1.2. 三季度业绩增速稳定，向双百亿目标坚定前行	13
2.1.3. 估值回调，逐步回归合理区间	14
2.2. 洋河股份：产品结构升级，改革效果显现	15
2.2.1. 产品结构优化，渠道变革加速	15
2.2.2. 经营持续改善，改革效果显现	17
2.3. 今世缘：产品升级，布局长远	20
3. 板块行情分析：短期看估值渐趋合理，长远看景气度依旧	23
3.1. 板块总体行情	23
3.2. 子板块行情	24
3.3. 个股行情	25
3.4. 板块估值水平	26
4. 板块沪深港通活跃个股情况	26
5. 行业上游表现情况	27
5.1. 原奶及牛奶价格	27
5.2. 生猪及猪肉价格	28
5.3. 大豆及豆粕价格	28
5.4. 白砂糖及柳糖价格	29
5.5. 白条鸡及毛鸭价格	29
6. 重点白酒价格情况	31
7. 行业新闻及重点公司动态	32
7.1. 上周行业新闻动态	32
7.2. 上周重点公司动态	33
8. 风险提示	34

## 图表目录

图表 1. 第一次白酒上涨行情发生在 2004-2007 年	5
图表 2. 第二次白酒上涨行情自 2015 年开始	5
图表 3. 高端白酒自 2004 年 3 月份便开启上涨模式	6
图表 4. 高端白酒营收在 2003 年便开始加速	6
图表 5. 2006 年全国性次高端白酒品牌营收增速（%）出现大幅改善	7
图表 6. 高端白酒市盈率在 2006 年 3 月底开始上升	7
图表 7. 全国化次高端白酒标的在 2006 年 4 月中收益开始上涨	7
图表 8. 2016 年区域性次高端白酒营收增速（%）开始提升	8
图表 9. 2007 年 3 月至 11 月间全国性次高端酒市盈率处于筑顶阶段	8
图表 10. 2007 年 6 月份古井贡酒开始快速上涨	8
图表 11. 顺鑫农业 2007 年营收增速（%）出现大幅上涨	9
图表 12. 2006 年年底顺鑫农业便开始大幅上涨	9
图表 13. 白酒投资价值具有不断传递的现象	9

图表 14. 2015 年高端白酒营收增速出现了显著的上升 .....	10
图表 15. 本轮行情中高端白酒上涨始于 2015 年年末 .....	10
图表 16. 高端白酒的市盈率直到 2020 年 5 月份才开始普遍上涨 .....	10
图表 17. 2015-2020 年全国性次高端白酒品牌基本面依然较为扎实 .....	11
图表 18. 2020 年 5 月份全国性次高端白酒开始上涨 .....	11
图表 19. 当前全国性次高端白酒市盈率逐步筑顶 .....	11
图表 20. 疫情扰动导致区域性高端白酒营收增速有所下滑 .....	12
图表 21. 当前区域性次高端白酒品牌已经初步上涨 .....	12
图表 22. 古井贡酒在次高端酒企中吨价提升亮眼 .....	13
图表 23. 徽酒四家上市酒企吨价 (千元/吨) .....	13
图表 24. 公司营收持续增长 .....	14
图表 25. 公司归母净利润持续增长 .....	14
图表 26. 公司销售费用率逐渐下调 .....	14
图表 27. 19 年以来公司毛利率相对稳定 .....	14
图表 28. 公司估值逐步回调至合理区间 .....	15
图表 29. PE band .....	15
图表 30. 公司全品类产品价格目表 .....	16
图表 31. 梦之蓝 M6+ 替代梦之蓝 M6 的销售情况 (转化率分别为 40%、70%、100%) .....	17
图表 32. 公司营收走出低谷, 20Q3 恢复增长 .....	18
图表 33. 2020 年公司利润逐步回升 .....	18
图表 34. 毛利率持续提升 .....	18
图表 35. 净利率总体改善 .....	19
图表 36. 销售费用前置 .....	19
图表 37. 当前估值合理 .....	20
图表 38. 国缘系列中, K 系为其主打品牌 .....	20
图表 39. 国缘系列中, K 系营收占比最高 .....	20
图表 40. 今世缘特 A+ 类业务收入占比不断提升 .....	21
图表 41. 今世缘经销商数量不断升高 .....	21
图表 42. 江苏省内经销商数量有望进一步提升 .....	21
图表 43. 今世缘营业收入稳步提升 .....	22
图表 44. 近年来今世缘净利润得到稳步提升 .....	22
图表 45. 公司今年 Q3 毛利率得到较大改善 .....	22
图表 46. 今世缘近年来销售费用率有所降低 .....	23
图表 47. 2021H1 公司加大费用投放 .....	23
图表 48. 当前今世缘估值从 1 月初高位调整 32.99% .....	23
图表 49. 上周食品饮料板块跑赢上证综指、深证成指与沪深 300 .....	24
图表 50. 上周 (11.15-11.19) 食品饮料板块在申万行业涨跌幅中排名 1/31 .....	24
图表 51. 上周啤酒、白酒跑赢食品饮料板块指数, 其余子板块跑输 .....	25
图表 52. 上周主要子板块全周呈现先涨后跌再涨的趋势 .....	25
图表 53. 上周金字火腿、迎驾贡酒、古井贡酒涨幅居前 .....	26
图表 54. 上周均瑶健康、嘉必优、得利斯跌幅居前 .....	26
图表 55. 板块整体估值为历史分位数的 49.93% .....	26
图表 56. 白酒整体估值为历史分位数的 46.40% .....	26
图表 57. 上周食品饮料板块沪深港通活跃个股情况 .....	27
图表 58. 11.10 生鲜乳主产区平均价为 4.29 元/公斤 .....	28
图表 59. 11.12 牛奶零售价为 12.73 元/升 .....	28
图表 60. 11.12 生猪平均价格 17.15 元/千克 .....	28
图表 61. 11.12 猪肉平均价格为 24.66 元/千克 .....	28
图表 62. 11.19 大豆现货价为 5,458.42 元/吨 .....	29
图表 63. 11.19 豆粕现货价为 3,474.86 元/吨 .....	29
图表 64. 11.12 白砂糖零售价为 11.35 元/公斤 .....	29
图表 65. 11.19 柳糖现货合同价 5840 元/吨 .....	29
图表 66. 11.19 白条鸡平均批发价为 16.72 元/公斤 .....	30

---

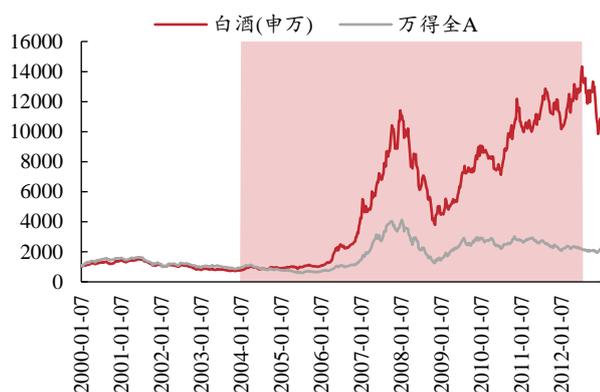
图表 67. 04.23 毛鸭主产区平均价为 8.46 元/公斤 .....	30
图表 68. 上周市场主要白酒批价情况 (单位: 元) .....	31

## 1. 核心观点：为什么看好区域性次高端白酒机会？

### 1.1. 历史白酒上涨区间具有梯队轮动的特征

从历史上来看，2000年之后中国的白酒板块共演绎过两次上涨行情。第一轮上涨行情时间为2004年——2012年，此次白酒上涨周期中申万白酒板块累计涨幅高达1761.67%，远高于同期万得全A指数涨幅（133.24%）。此次上涨行情中虽然有较大的回撤，但是主要是由于经济危机所致，经济复苏后白酒板块依然上涨且在逻辑上有延续，因此将经济危机前后白酒市场行情划入同一次上涨行情。第二轮白酒版块上涨行情时间为2015年至今，白酒版块在此区间的收益率为663.47%，远高于同期万得全A指数涨幅（33.07%）。当前白酒板块虽然有所回撤，但是此次回撤与疫情、新能源板块崛起有关，我们认为此次回撤并非是由于白酒基本面恶化，白酒版块依然是最值得关注的赛道之一。

图表1. 第一次白酒上涨行情发生在2004-2007年



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

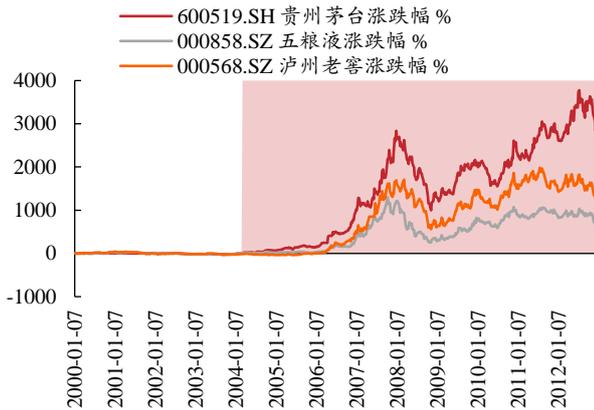
图表2. 第二次白酒上涨行情自2015年开始



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

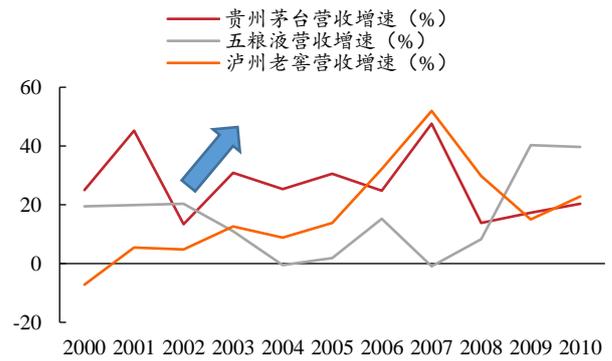
**白酒上涨行情中，高端白酒率先上涨。**由于高端白酒大多知名度更高，且其辐射范围较广，因此在白酒板块即将迎来上涨行情时，高端白酒板块的市场反应是较快的。从历史的数据来看，市场也的确是这样演绎的，在白酒板块第一次上涨行情前期，高端白酒板块率先开启上涨模式。以茅台、五粮液、泸州老窖作为高端白酒的代表，其在2004年3月份便开始出现了较为明显的上涨，而白酒板块直到2004年底才开始上涨。高端白酒的上涨有着基本面的支撑，茅台以及泸州老窖的营收增速在2003出现了显著的上行，五粮液的营收增速也在2005年出现了明显的好转。

图表3. 高端白酒自 2004 年 3 月份便开启上涨模式



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

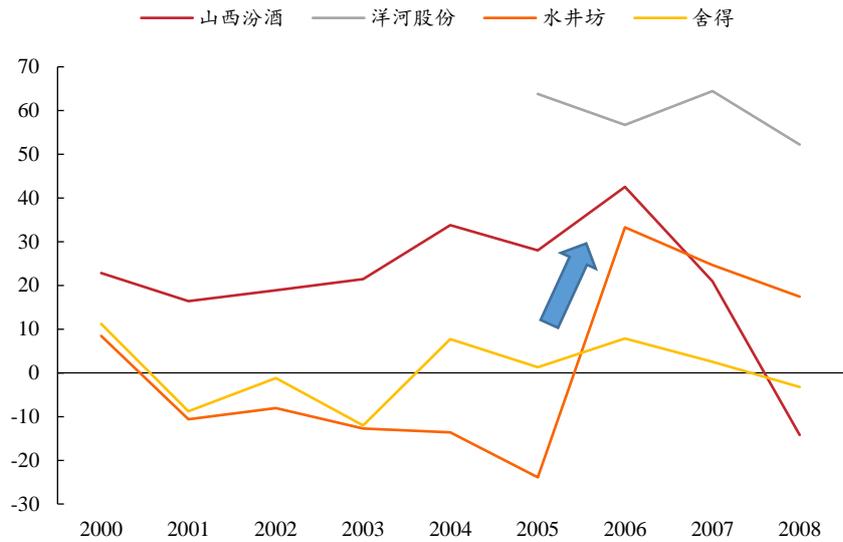
图表4. 高端白酒营收在 2003 年便开始加速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

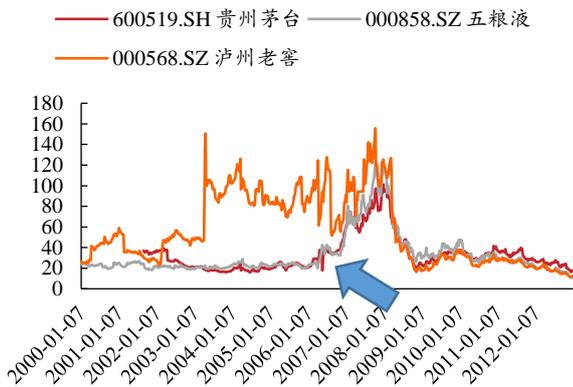
高端白酒市盈率快速上升之时，次高端品牌开始上涨。在白酒板块上升的初期，由于市场认知有时滞，此时虽然高端白酒市场表现不断改善，但是其估值总体没有大的改变。在高端白酒的表现引起市场注意之时，市场开始对高端白酒更高的估值，且市场也开始追寻高端酒之外的机会，此时全国化的次高端酒便成为了较好的替代投资品。具体到当时的市场，高端白酒的投资价值在 2006 年 3 月底开始被市场接受，市场开始对其给予更高的估值，贵州茅台以及泸州老窖的市盈率开始了上涨。以山西汾酒、洋河股份、水井坊、酒鬼酒、舍得作为全国化次高端白酒的代表，可以看到全国化次高端酒中，上涨最为及时的山西汾酒便是在高端酒市盈率开始上涨之后率先开启牛市行情的，表明市场在注意到白酒的投资价值之时，开始逐渐将目光转向高端白酒的替代投资标的上。**全国性的次高端白酒基本面的大幅向好是此次上涨的核心因素。**全国化次高端白酒的营收是支撑此次上涨的重要原因，2006 年全国性次高端白酒品牌的营收增速也出现了大幅的改善，尤其是水井坊，其营收增速较前年提升 57.19pct。基本面的改善是市场开始关注全国性次高端白酒的重要因素。

图表5. 2006年全国性次高端白酒品牌营收增速(%)出现大幅改善



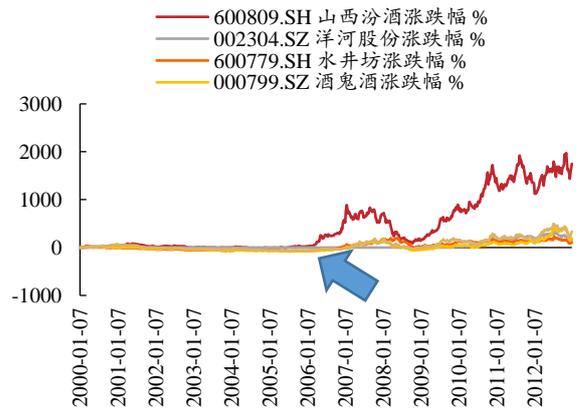
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表6. 高端白酒市盈率在2006年3月底开始上升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表7. 全国化次高端白酒标的在2006年4月中收益开始上涨

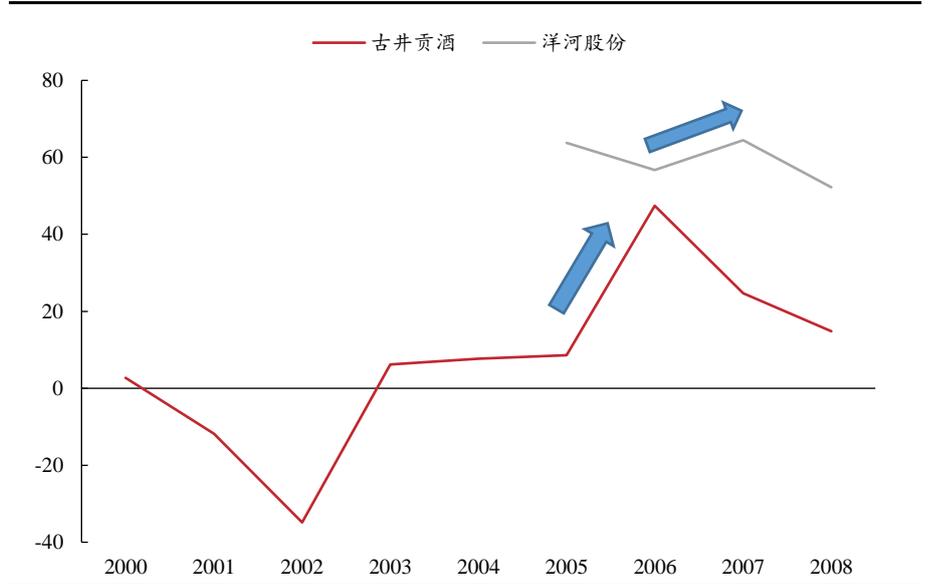


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

全国化次高端品牌的估值上升乃至筑顶进一步带动区域性次高端白酒标的的上涨。由于市场对于全国性次高端品牌的追捧会促使其估值中枢上移,因此在全国性次高端品牌的市盈率达到较高位置之后,市场便会进一步挖掘区域性次高端白酒品牌的投资机会。2007年3月至11月间,全国性的次高端品牌市盈率处于筑顶阶段,在此期间市场的热点逐步转移至区域性次高端白酒品牌。以古井贡酒作为此阶段区域性次高端白酒的代表,可以关注到其市场表现在2007年6月份开始了快速冲高,后续虽然由于经济危机有所回调,但是现在经济恢复之后区域性次高端白酒品牌依然延续了涨势。区域性次高端白酒的上涨依然有基本面的支撑,2006年古井贡酒营收增速较前年提升38.80pct,2007年洋河股份营收较前年提升7.74pct,且其营收

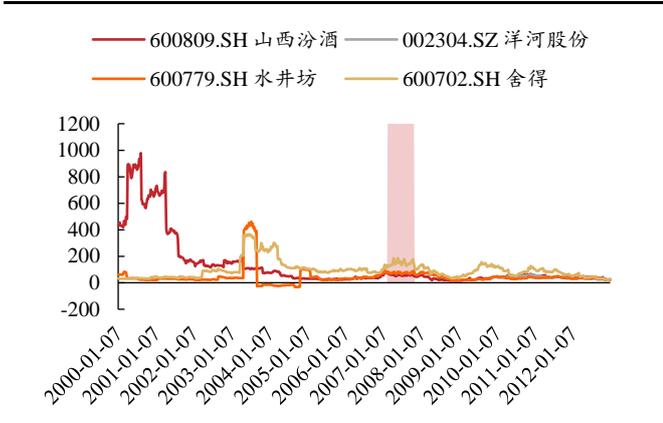
增速高达 64.45%。

图表8. 2016 年区域性次高端白酒营收增速 (%) 开始提升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表9. 2007 年 3 月至 11 月间全国性次高端酒市盈率处于筑顶阶段



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

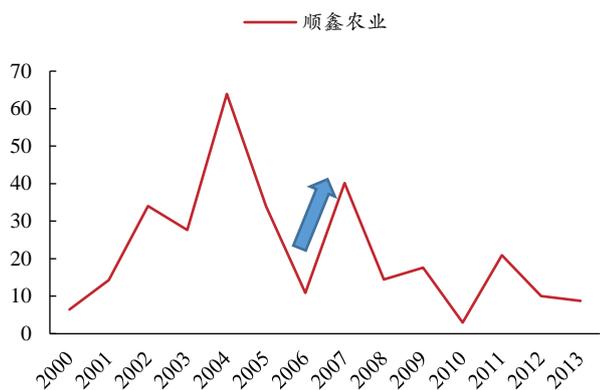
图表10. 2007 年 6 月份古井贡酒开始快速上涨



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

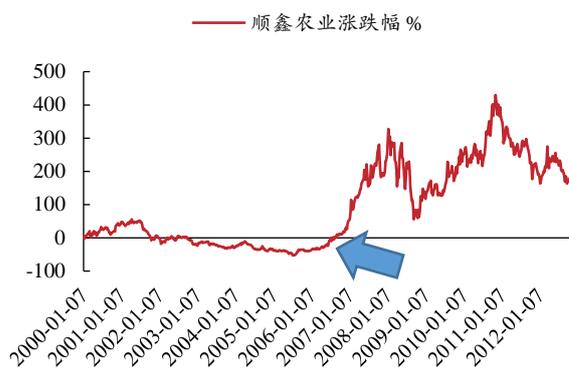
低端酒品牌市场表现开始改善的时机基本与区域性次高端品牌同步。由于在全国性次高端品牌估值筑顶之时，市场对于白酒的投资价值已经较为了解了，因此此时市场在寻找区域性次高端优质标的之时，也会开始投资一些优质的低端白酒标的。以顺鑫农业作为低端白酒的代表，可以看到顺鑫农业的回报率在 2006 年底开始快速上涨，这段时间正处于全国性次高端白酒品牌估值即将筑顶之时。但是注意到顺鑫农业的营收增速在 2007 年才出现了快速的上升，表明虽然周期尚未轮动到低端白酒，但是市场已经对其产生了预期，使得其投资价值提前释放。

图表11. 顺鑫农业 2007 年营收增速 (%) 出现大幅上涨



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

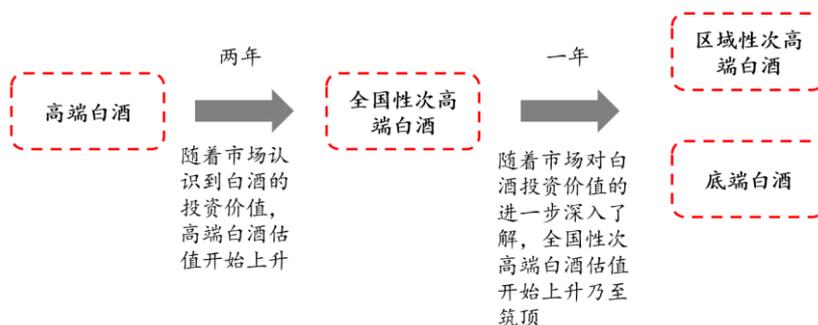
图表12. 2006 年年底顺鑫农业便开始大幅上涨



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

白酒版块上涨之时不同梯队标的依次上涨。通过对历史复盘，我们可以看到在白酒上涨之时，市场是有着较为清晰的规律的，即首先是全国性高端品牌上涨，其次是全国性次高端品牌的大幅上涨，在次高端品牌估值筑顶之时，区域性次高端品牌以及低端品牌将成为领涨力量。且不同梯队白酒开始上涨的时间间隔越来越短，这也体现了市场的自我学习机制。但是应当注意每次的上涨都是有背后的基本面进行支撑的，且白酒的基本面也出现了较为明显且有规律的轮动现象。

图表13. 白酒投资价值具有不断传递的现象



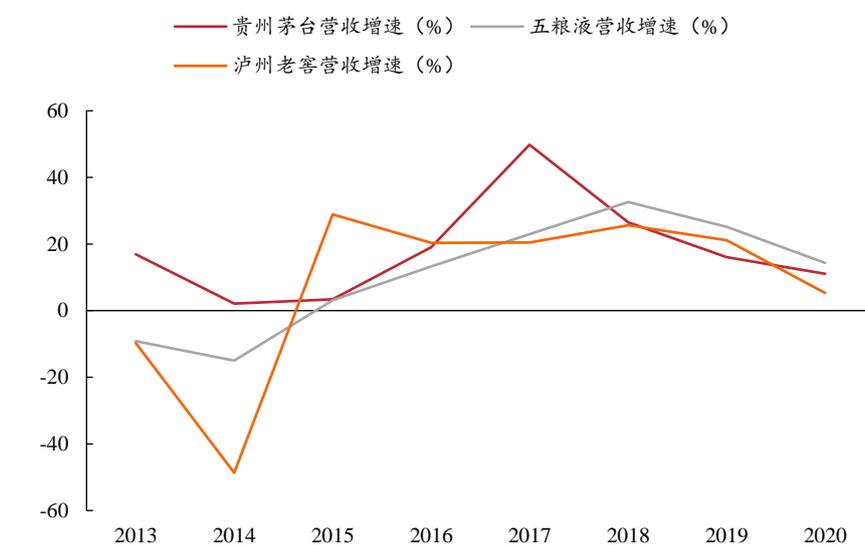
资料来源: 东亚前海证券研究所

## 1.2. 当前白酒上涨轮动已至区域性次高端品牌

本次白酒上涨阶段起于 2015 年年底，高端白酒依然率先上涨。在本次白酒上涨阶段，高端白酒品牌自 2015 年年底便开始上涨，但是在高端白酒上涨的初期，市盈率并未出现显著的变化，表明市场尚未完全认识到高端白酒的投资价值。高端白酒的市盈率出现明显的上涨出现在 2020 年 5 月份，此时市场开始广泛认识到了高端白酒的价值并给予其更高的估值。本次高

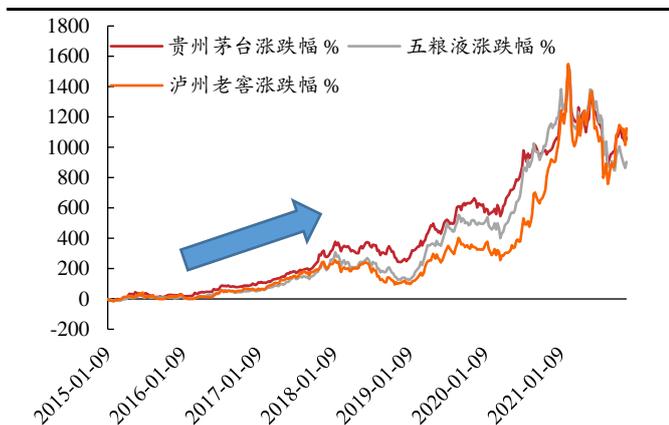
端白酒的上涨背后有其基本面的好转作为支撑，贵州茅台、五粮液以及泸州老窖的营收增速均在 2015 年出现了明显的好转，尤其是泸州老窖的营收增速提升了 77.57pct。

图表14. 2015 年高端白酒营收增速出现了显著的上升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表15. 本轮行情中高端白酒上涨始于 2015 年年末



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表16. 高端白酒的市盈率直到 2020 年 5 月份才开始普遍上涨

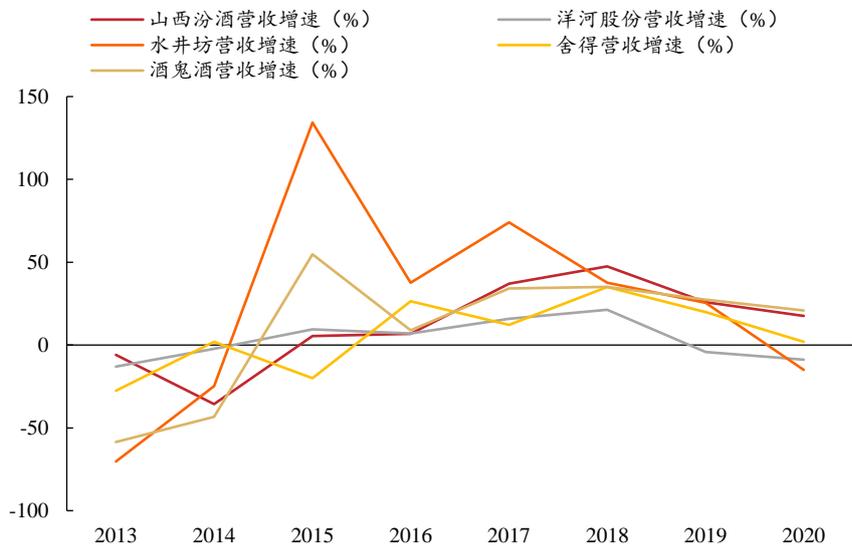


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2020 年 5 月份全国性次高端白酒接棒开始大幅上涨。本次行情与上次行情规律基本一致，在高端白酒估值中枢上移之时，全国性的次高端白酒品牌也开始出现普涨，且此次全国性次高端白酒品牌的估值中枢上升也比较及时，表明市场本次对于白酒的投资价值是较为认可的。当前距全国性次高端白酒品牌明显上涨已经超过一年时间，其市盈率正处于逐步筑顶阶段。但是此次区域性次高端白酒基本面在 2015 年以及 2016 年就已经出现了好转，

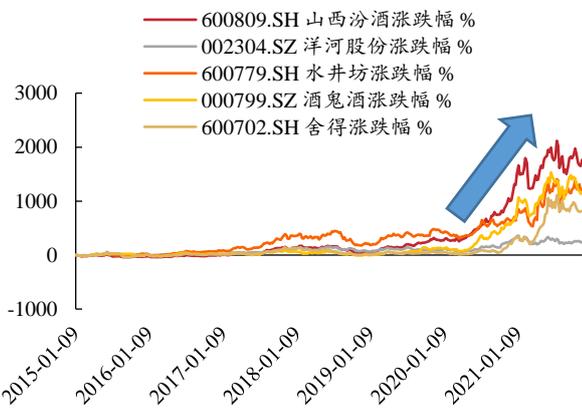
虽然 2020 年区域性次高端白酒品牌营收增速并未出现增长，但是基本也都保持了正增长，营收最快的酒鬼酒在 2020 年营收增速达到了 20.79%，考虑到疫情对于聚餐消费的影响，白酒在 2020 年的基本面依然较为稳固。

图表17. 2015-2020 年全国性次高端白酒品牌基本面依然较为扎实



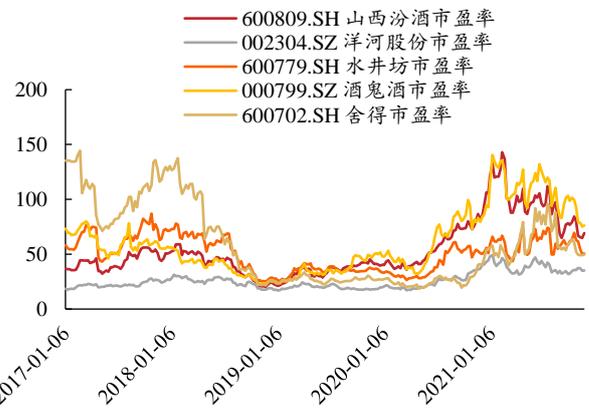
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表18. 2020 年 5 月份全国性次高端白酒开始上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表19. 当前全国性次高端白酒市盈率逐步筑顶

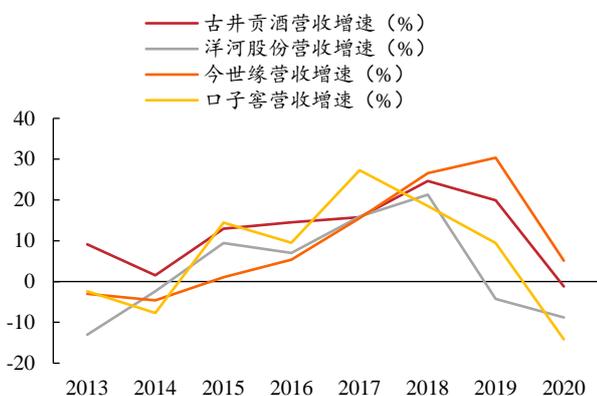


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

预计区域性次高端白酒品牌营收增速将在 2022 年出现回升，并带动市场表现的好转。当前区域性次高端白酒品牌已经初步上涨，当前区域性次高端白酒品牌的市盈率依然大幅低于上次估值顶部水平。随着后续全国性高端白酒估值筑顶较为确定之时，预计区域性次高端白酒品牌将进一步迎来上涨。并且由于疫情扰动以及国内消费需求较弱等因素，2020 年区域性白酒营收增速出现了一定的下滑，随着四季度社融拐点的来临以及 2022 年需

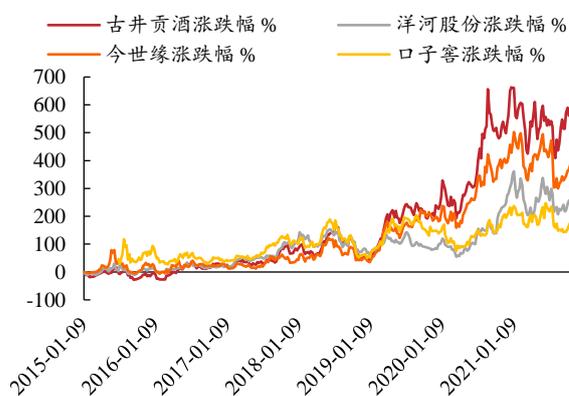
求的恢复，我们认为区域性次高端白酒的营收增速将会有所回升，区域性次高端品牌也会迎来进一步的上涨。

图表20. 疫情扰动导致区域性高端白酒营收增速有所下滑



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表21. 当前区域性次高端白酒品牌已经初步上涨



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 2. 区域次高端百花齐放

### 2.1. 古井贡酒: 产品结构升级+全国化顺利推进, 徽酒龙头前景可期

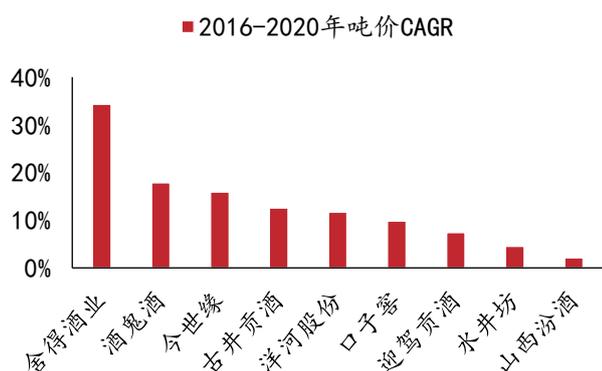
#### 2.1.1. 产品结构升级明显, 吨价提升显著

产品方面, 省内献礼及古5为基础盘, 古8卡位200-300元价格带保持较快增长。古20增速亮眼, 卡位超前, 逐步进入快速成长期不断助推公司产品结构整体升级, 向省内被全国性名酒占据的更高价格带进军。渠道方面, 省外扩张推进顺利, 公司在渠道组织架构方面不断调整改革, 建立5大战区, 18大省区, 借助黄鹤楼、明光等推进对湖北、南京等市场的渗透。公司维持销售费用的高投入, 重点布局华南、华北、江浙沪等市场, 全国化扩张进程顺利。省内白酒消费价格带上移, 带动古16在省内高增长。省外古20作为核心单品, 伴随渠道扩张和费用投放, 南京、苏南、武汉等样板市场有所突破, 黄鹤楼在低基数下维持高增。动销方面, 古井全年回款任务已完成, 古20批价稳定在550元左右, 古16批价稳定在330元左右, 古8批价稳定在200元左右。未来随着安徽省内消费升级良好趋势, 公司产品结构有望持续升级, 助推盈利能力不断提升, 未来五年双百亿业绩确定性较强。

公司产品结构升级明显, 助推吨价提升速度在可比次高端酒企、可比徽酒四家上市企业中均表现亮眼。从吨价提升速度来看, 全国次高端酒企业方面, 我们选取古井贡酒、舍得酒业、酒鬼酒、今世缘、洋河股份、迎驾贡酒、水井坊、山西汾酒作为对比, 2016-2020年吨价提升CAGR排名前五的依次为: 舍得酒业、酒鬼酒、今世缘、古井贡酒、洋河股份; 徽酒方

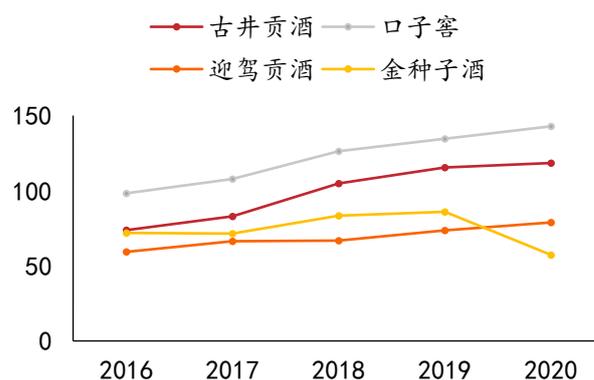
面，我们通过徽酒四家上市酒企古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、金种子酒的吨价对比可以看出，整体吨价水平前两位依次为口子窖、古井贡酒，分别为143千元/吨和118千元/吨。2016-2020年CAGR前两位依次为古井贡酒、口子窖，分别为13%和10%。可以看出，古井贡酒无论在次高端酒企范围内还是徽酒范围内，吨价提升均位于前列，高端化表现亮眼，产品结构升级明显。

图表22. 古井贡酒在次高端酒企中吨价提升亮眼



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表23. 徽酒四家上市酒企吨价（千元/吨）

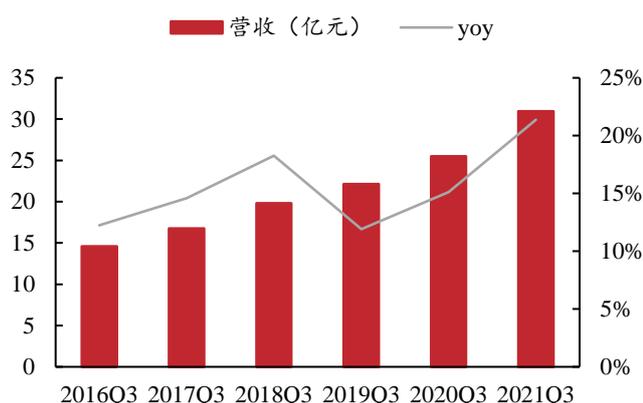


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 2.1.2. 三季度业绩增速稳定，向双百亿目标坚定前行

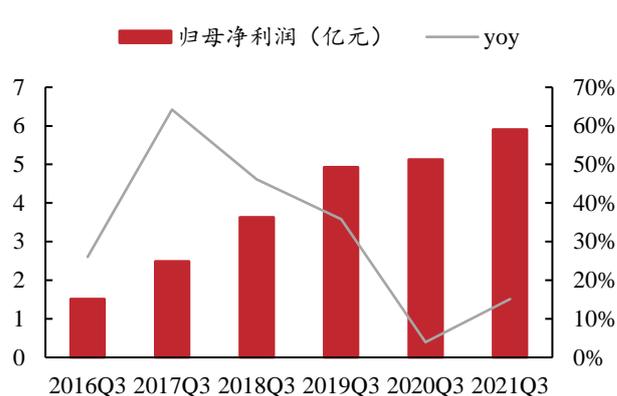
2021前三季度公司业绩增长稳健，营收和归母净利润均维持较高增速。前三季度实现营业收入101.02亿元，同比增长25.19%；实现归母净利润19.69亿元，同比增长28.05%；实现扣非归母净利润19.02亿元，同比增长26.69%。其中Q3单季度营收30.95亿元，同比增长21.37%；实现归母净利润5.9亿元，同比增长15.09%。实现扣非归母净利润5.63亿元，同比增长14.24%。

图表24. 公司营收持续增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表25. 公司归母净利润持续增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

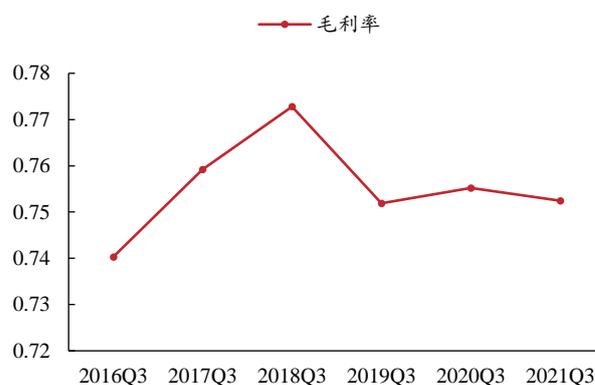
从费用端来看, 2021Q3 销售费用率同比下降 1.1pct 至 28.27%, 未来随着前期投放的销售费用逐步释放势能, 规模效应下销售费用率仍有下降空间; 从利润端来看, 21Q3 毛利率基本维持稳定, 略微下滑 0.27pct 至 75.25%。随着公司高端化进程、产品结构升级的良好推进, 叠加疫情形势转好, 次高端销售场景进一步恢复, 毛利率进一步提升可期。销售订单的增加使得公司合同负债增长, Q3 季度末公司合同负债余额为 27.93 亿元, 同比增加 229.72%。

图表26. 公司销售费用率逐渐下调



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表27. 19 年以来公司毛利率相对稳定



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 2.1.3. 估值回调, 逐步回归合理区间

公司估值逐步回归合理区间, 配置价值逐步显现。白酒板块近期整体行情处于估值回调中, 而古井贡亦在此列。截止至 2021 年 11 月 19 日, 古井贡股价对应 PE 估值为 74.38, 自年初 79.29 的历史高位有所回调, 目前对应近五年 92.68% 历史分位。随着公司估值逐步回归合理区间, 叠加公司

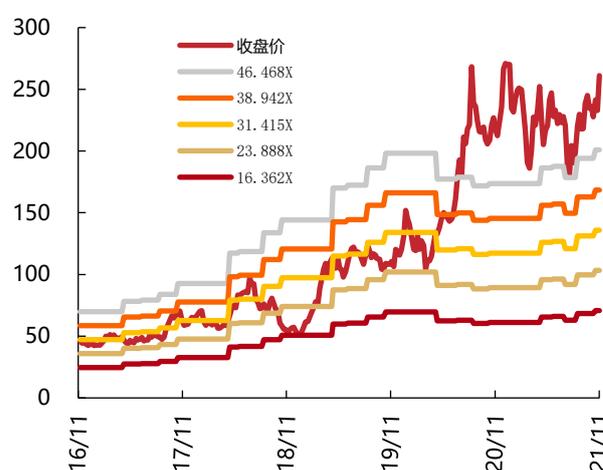
产品结构不断升级、省外市场扩展顺利，产品、渠道共同发力，公司未来业绩高增可期，配置价值凸显。

图表28. 公司估值逐步回调至合理区间



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表29. PE band



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 2.2. 洋河股份：产品结构升级，改革效果显现

### 2.2.1. 产品结构优化，渠道变革加速

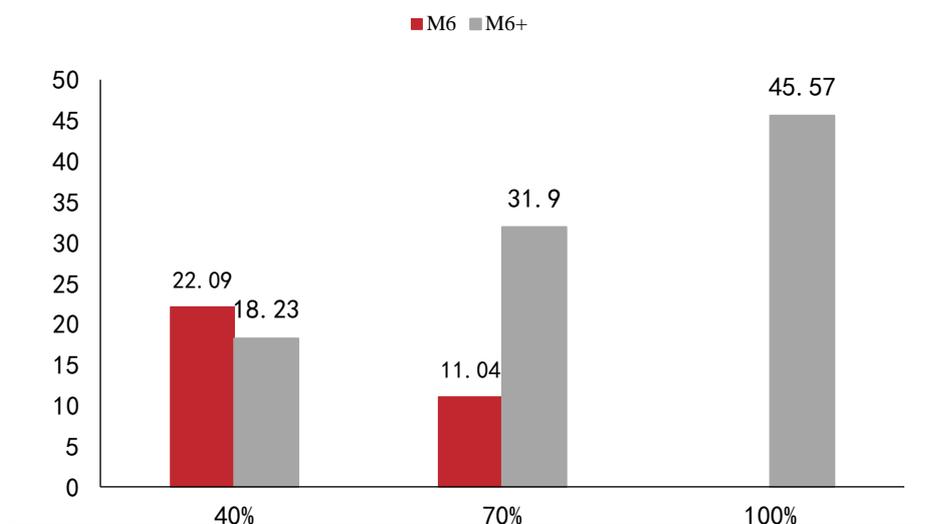
产品升级逐步兑现，次高端-高端-超高端产品矩阵完善。近年一线白酒涨价带动次高端各白酒品牌价格上行，释放 600-800 元价格段的白酒空间。洋河重点发力结构升级，梦之蓝 M6 升级为梦之蓝 M6+，卡位 700-800 元价格带，同时迎合消费升级趋势，前瞻性抢占新高价格带市场，拉动整体产品结构升级，从而打开整个产品矩阵的价格空间。梦之蓝系列进一步升级为梦之蓝 M3 水晶版，配合梦之蓝 M6+ 形成“组合拳”，双管齐下促进了公司业绩提升。目前公司已形成次高端+高端+超高端的完整产品矩阵，同时以市场为导向，升级绵柔品质和关键工艺，全面提升产品力，瞄准品质提升和工艺调优大方向，全力打造新高地竭力打造新优势。2020 年，洋河股份新建的 6 万吨陶坛库投入使用，形成了以“天下第一坛”为标志、陶坛酒库为中心的超百万吨储酒规模，提升了规模实力，为洋河股份实施产品全面升级“攻坚战”准备了充足储备。

图表30. 公司全品类产品价格目表

价格区间	洋河产品	规格 (ML)	浓度 (%)	零售价 (元)	
大于 600 元	梦之蓝手工班 (2020 版本) M9	500	52	2388	
			45	1000	
	梦之蓝 M9	500	52	1200	
			40.8	680	
				788	
300-600 元	梦之蓝 M6	500	40.8	580	
			52	630	
	梦之蓝 M3	500	40.8	388	
			45	398	
			52	438	
	梦之蓝 M1	500	45	368	
			52	380	
	天之蓝	520	42	328	
			52	409	
		480	42	295	
			46	349	
	100-300 元	海之蓝	480	42	156
				46	156
				52	186
		520	42	166	
52			196		
100 元以下	洋河大曲蓝瓷	480	42	94	
			62	99	
	洋河大曲青瓷	500	42	74	
			52	79	
	洋河大曲	375	42	35	
			52	37	
	洋河大曲	500	42	42	
		480	42	40	

资料来源：京东，东亚前海证券研究所

图表31. 梦之蓝 M6+替代梦之蓝 M6 的销售情况（转化率分别为 40%、70%、100%）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

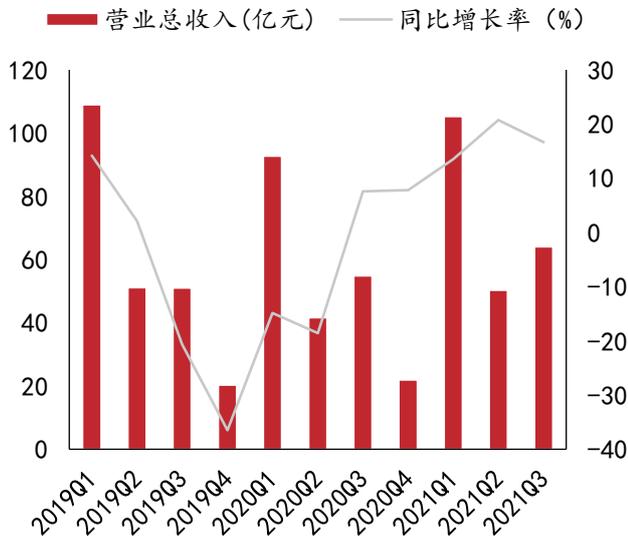
**渠道变革加速，渠道扩容率持续提升。**经销商方面，不同于以往全面铺开经销商队伍，洋河在 M6+上全面拔高了经销商的选拔要求，从运作理念、价格维稳能力等方面进行综合考察，保持未来渠道的稳定性与优质性。新品 M6+价格有望助力经销商获得更高的渠道利润，从而可加强渠道的推力。渠道方面，公司将资源聚焦于梦之蓝的团购渠道发展。在组织结构层面，以县、市为单位，分别成立梦之蓝团购部和海之蓝、天之蓝渠道部，从而实现不同产品运作分离。未来梦之蓝将聚焦于团购市场、培育意见领袖；海之蓝、天之蓝则延续深度分销，专注流通渠道。在人力资源分配方面，地聘人员调整至经销商处统一由经销商管理，增加经销商的话语权，厂聘人员配合经销商以梦之蓝团购和抓渠道核心大户为工作重点。公司加速渠道变革，发开经销商结构优化和盈利模式调整，从而构成强效生态圈，赋能品牌长远有效发展。

### 2.2.2. 经营持续改善，改革效果显现

**业绩增长提速，改革效果逐步显现。**2019 年中旬公司开始变革，产品方面重视高端酒布局，价格体系上升持续贡献公司营收增量。渠道变革加速，经销商结构不断优化。机制层面，股权激励落地，公司长期发展势能充足。在经历短期调整后公司变革效果显现，2020Q4 起营收开始同比回升，2020Q4-2021Q3 营收分别为 21.87/105.20/50.23/63.99 亿元，同比增长 7.58%/13.51%/20.74%/16.66%。利润端同步恢复，在 2020Q4 后因公允价值

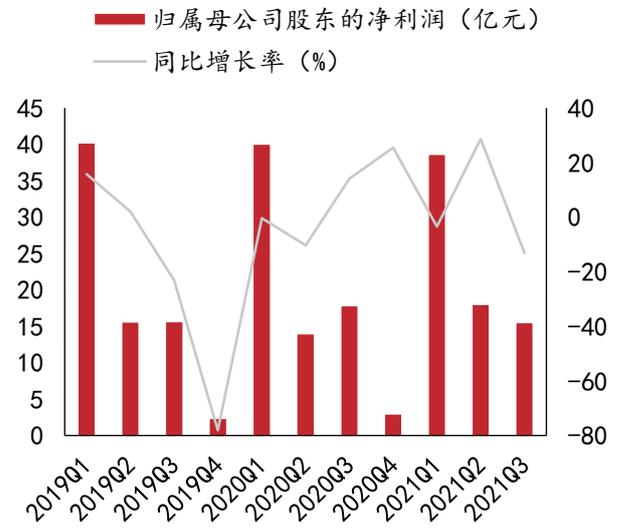
变动及费用提前投放短暂拖累，总体持续向好，当前渠道周期的调整接近尾声，产品结构持续优化，未来公司业绩弹性有望进一步释放。

图表32. 公司营收走出低谷，20Q3 恢复增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

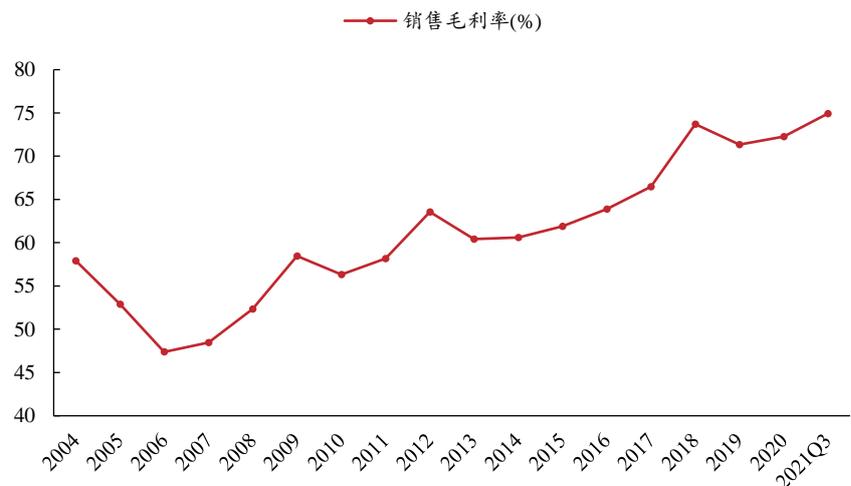
图表33. 2020 年公司利润逐步回升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

**销售费用前置拖累净利，明年有望释放弹性。**从2021Q3来看，公司实现净利润15.5亿，同比下滑13.1pct，主要原因是销售费用为22.03亿，增加了1.6pct。以往公司的深度分销模式导致了销售费用的前置，进一步导致了业绩的短期阵痛。目前洋河股份致力于调整营销体系，重整经销商队伍，建立新型厂商关系，由之前的渠道无限细化转变到重视经销商数量。同时通过调整出厂价提高渠道利润等方式建立更加融洽的厂商合作模式，增厚渠道利润。2021年渠道周期调整已基本结束，预计明年业绩将持续稳定回暖。

图表34. 毛利率持续提升



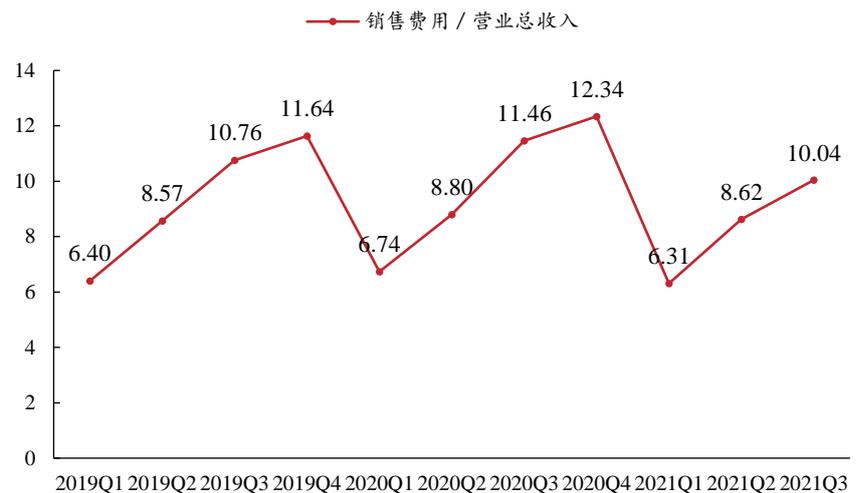
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表35. 净利率总体改善



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

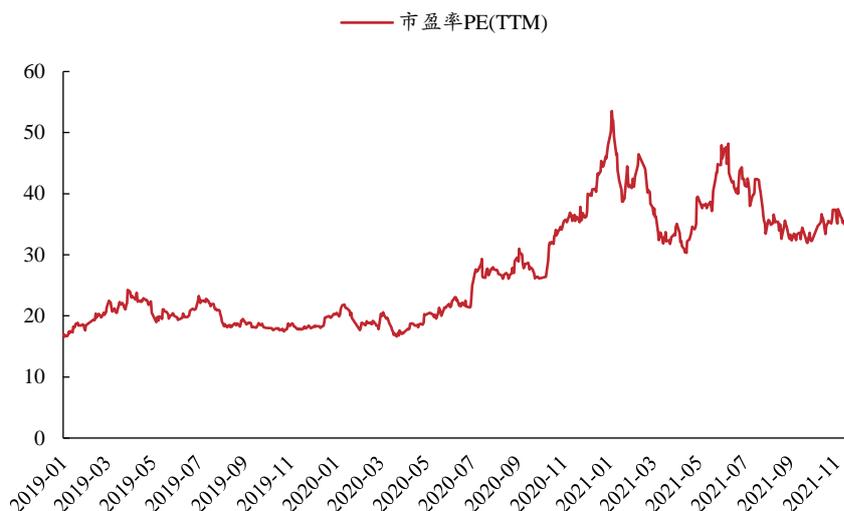
图表36. 销售费用前置



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

受益于 M6+产品在全国市场的布局，公司产品结构的优化，销售端渠道利润的改善等一系列产业升级，企业利润空间将进一步释放。未来核心看点在于梦之蓝 M6+及水晶版 M3 这些次高端与高端产品承接省内市场价位的升级以及省外的板块化扩张，因费用效率及产品结构的优化，预计增速将持续加快。当前公司估值处于近三年六五分位，总体处于合理区间。

图表37. 当前估值合理

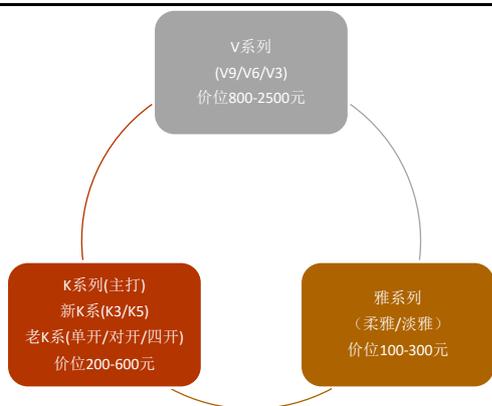


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 2.3. 今世缘：产品升级，布局长远

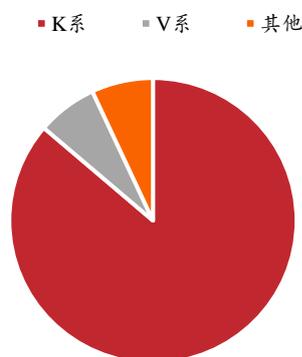
今世缘三大品牌定位清晰，产品不断优化升级。今世缘共有三条产品线，分别是国缘系列、今世缘和高沟。其中，国缘系列是其核心品牌，定位次高端市场，营业收入占比达到酒类总收入的 74.91%。国缘系列中，K 系为主要品牌，营收占国缘系列比重最高。公司特 A+类产品(主要为 K 系产品)营业收入占比不断升高,2021 年前三季度特 A 类业务收入占比达 66.37%，较 2020 年增长 6.44pct。近年来，公司坚持差异化战略，不断对产品进行优化升级。2019 年 8 月，酱香型国缘 V9 正式推出，2020 年实现 1.28 亿元销量；2021 年年初，公司对四开展开升级计划，5 月新四开全面上市，升级计划进展顺利。

图表38. 国缘系列中，K 系为其主打品牌



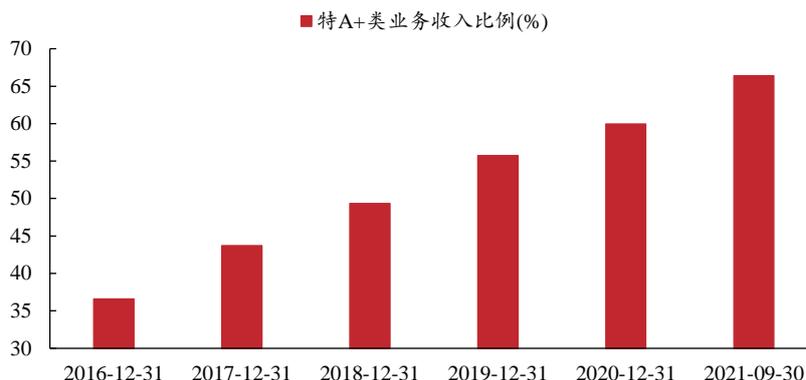
资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表39. 国缘系列中，K 系营收占比最高



资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

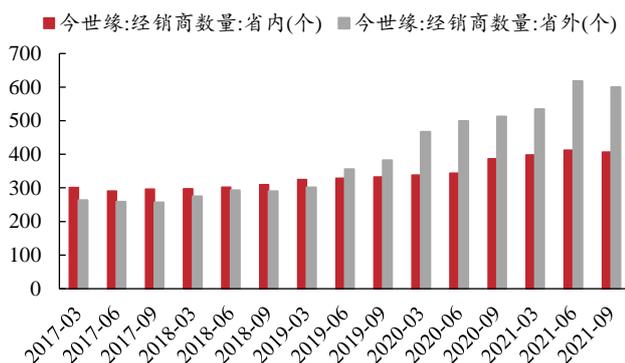
图表40. 今世缘特 A+类业务收入占比不断提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

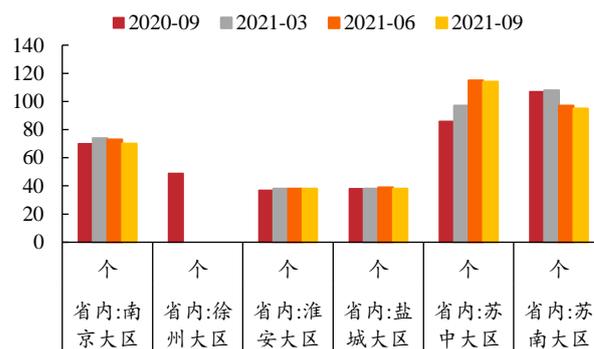
**渠道建设多元化，市占率有望提升。**十四五规划中，公司提出要建设多元化的渠道体系。自 2019 年起，公司主要推行“1+1+N”营销模式(厂家+经销商+终端商)，即以厂商为主导，将终端商纳入经销商的服务体系。此外，公司还对重点团购单位实行直销，向“经销商+直销+线上销售”进行转变。2020 年，公司实行控价分利模式(控政策、控价格、控终端、控库存)，提高经销商及终端商积极性，渠道利润稳定。截至 2021 年 9 月，今世缘经销商总量达 1007 个，较 2020 年 9 月提升 108 个。十三五期间，按销量计今世缘市场占有率从 0.22%提升至 0.43%。当前白酒行业规模以上企业逐年降低，优胜劣汰大背景下，今世缘市场占有率有望进一步提升。截至 2021 年 Q3，今世缘业务收入有 92.41%在江苏省内，但今世缘在省内市占率仅为 10%左右，未来江苏省内苏南大区、淮海大区经销商数量及市占率有望进一步提升。

图表41. 今世缘经销商数量不断升高



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表42. 江苏省内经销商数量有望进一步提升

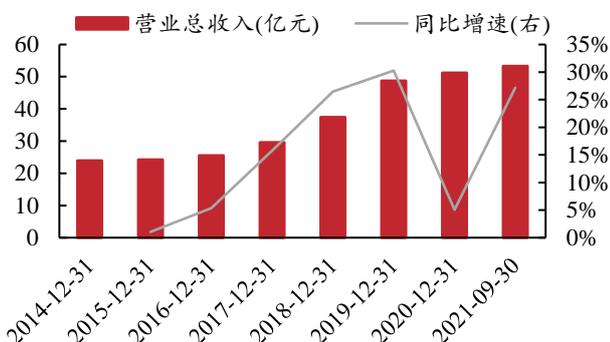


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

**今世缘营收规模居江苏第二，区域性龙头地位稳固。**2020 年公司营业收入达 51.22 亿元，规模仅次于洋河股份。截至 2021 年 Q3，今世缘业务收入有 92.41%在江苏省内，营业收入稳步提升。2014-2019 年年均复合收入增速达 15.22%，净利润年均复合增速达 17.83%。今年 Q3，得益于四开升级及 V 系列放量，公司毛利率有较大改善，较去年同期上升 1.09pct。十四五

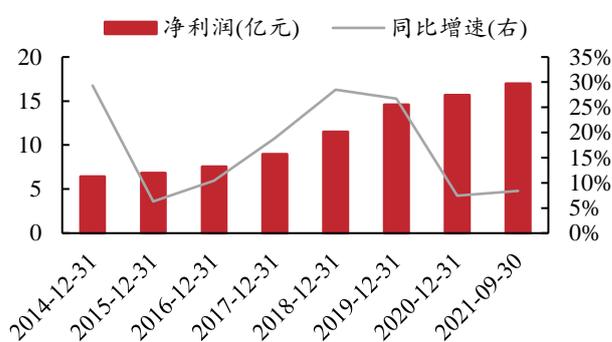
规划中，公司预计到 2025 年实现百亿目标，争取达到 150 亿，未来五年年均复合增速为 15%，长期公司业绩发展可期。

图表43. 今世缘营业收入稳步提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表44. 近年来今世缘净利润得到稳步提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表45. 公司今年 Q3 毛利率得到较大改善



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司布局长远，2021 加大费用投放，预计 2022 利润率将有所增加。近年来，今世缘销售费用率呈不断降低的趋势，叠加 2020 年疫情侵扰，费用有所收缩。2021 年作为十四五开局第一年，公司提出新规划，对产品进行换新升级，也在费用方面加大投入。一方面公司投入建设 V9 体验馆，扩大产品知名度；另一方面与品牌进行联名同时针对银行进行开拓合作，对产品进行推广，在费用加大投放下，将为产品进一步打开知名度。此外，由于销售费用有所前置，预计明年销售费用率将有所降低，叠加产品放量升级，预计公司 2022 利润率将有所增加。

图表46. 今世缘近年来销售费用率有所降低



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

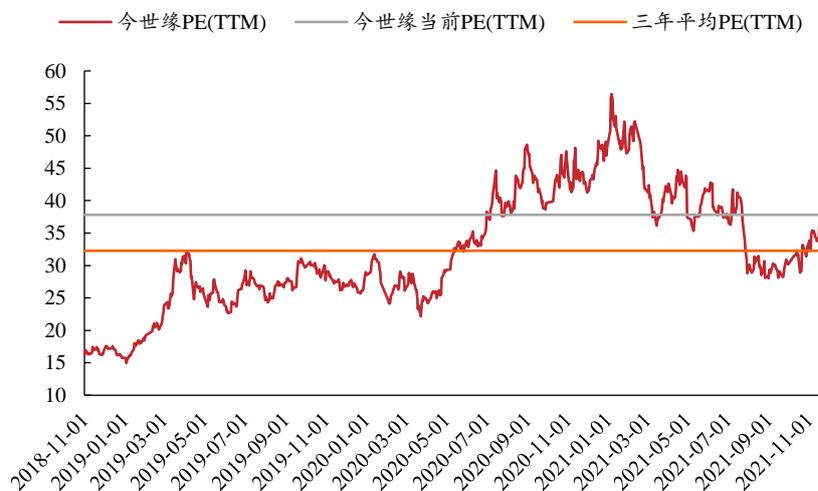
图表47. 2021H1 公司加大费用投放



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

当前今世缘估值位于合理区间，回落有效缓解压力。今世缘的股价从今年1月的高位调整11.48%，估值回落幅度也达32.99%，回落有效缓解压力。当前今世缘估值位于历史的68.60%，位于合理估值区间。随未来公司产品升级放量，品牌力不断增强，今世缘长期成长逻辑明确，利润仍有进一步成长空间。

图表48. 当前今世缘估值从1月初高位调整32.99%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 3. 板块行情分析：短期看估值渐趋合理，长远看景气度依旧

#### 3.1. 板块总体行情

上周(11.15-11.19)食品饮料板块(申万)上涨3.15%，上证综指上涨0.60%，深证成指上涨0.32%，沪深300上涨0.03%，食品饮料板块上周跑赢上证综指2.55个百分点，在申万31个一级子行业周涨跌幅中排名第1

位。

图表49. 上周食品饮料板块跑赢上证综指、深证成指与沪深300

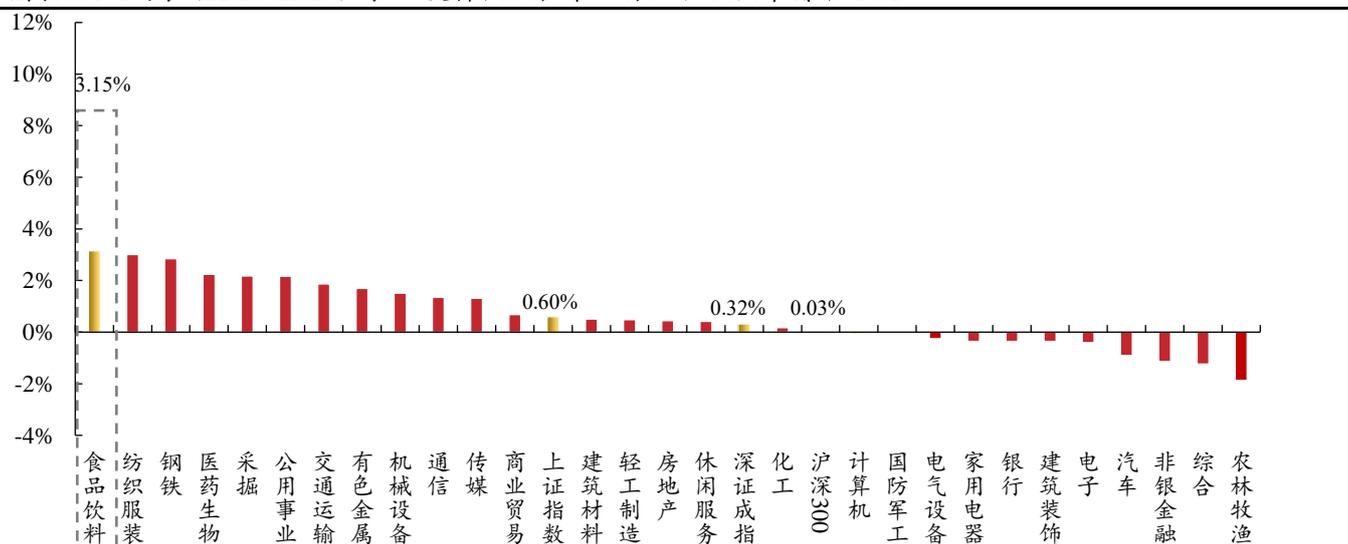
板块	上周 (11.15-11.19)		本月 (11.01-11.19)		2021年初至今 (01.01-11.19)	
	涨跌幅	超额收益	涨跌幅	超额收益	涨跌幅	超额收益
上证综指	0.60	2.55	0.37	-0.29	2.51	-13.37
深证成指	0.32	2.83	2.08	-2.00	1.95	-12.81
沪深300	0.03	3.12	-0.38	0.46	-6.16	-4.69
食品饮料	3.15	/	0.08	/	-10.86	/

超额收益为食品饮料板块相对各大盘指数的收益

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 3.2. 子板块行情

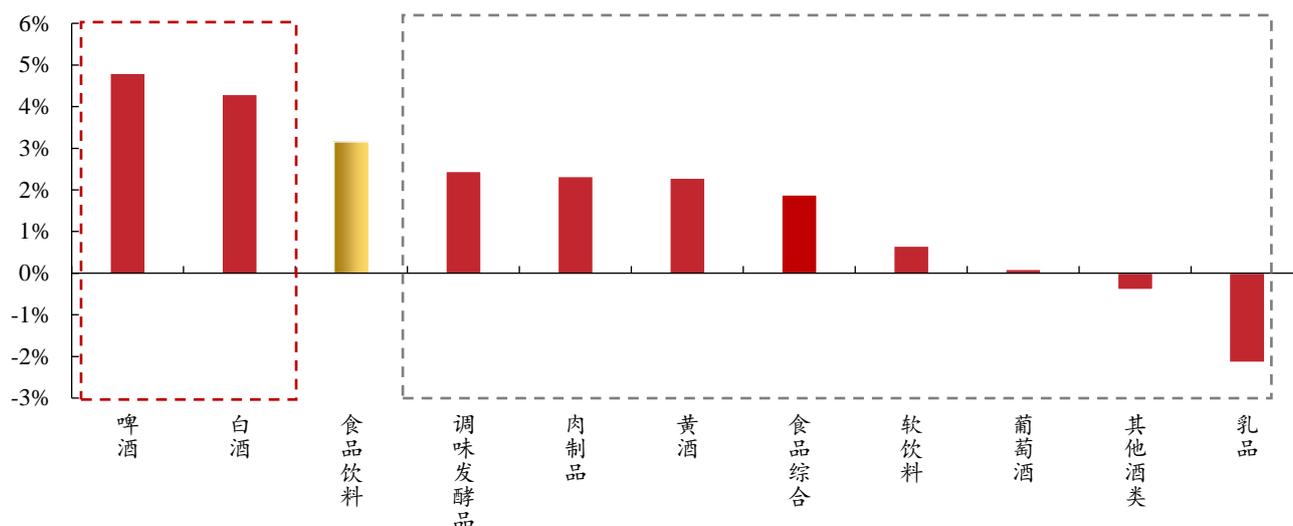
图表50. 上周 (11.15-11.19) 食品饮料板块在申万行业涨跌幅中排名 1/31



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

分子行业来看，上周食品饮料各子板块有涨有跌。啤酒、白酒跑赢食品饮料板块指数，其余子板块跑输。子板块涨跌幅依次为啤酒（4.80%）、白酒（4.29%）。

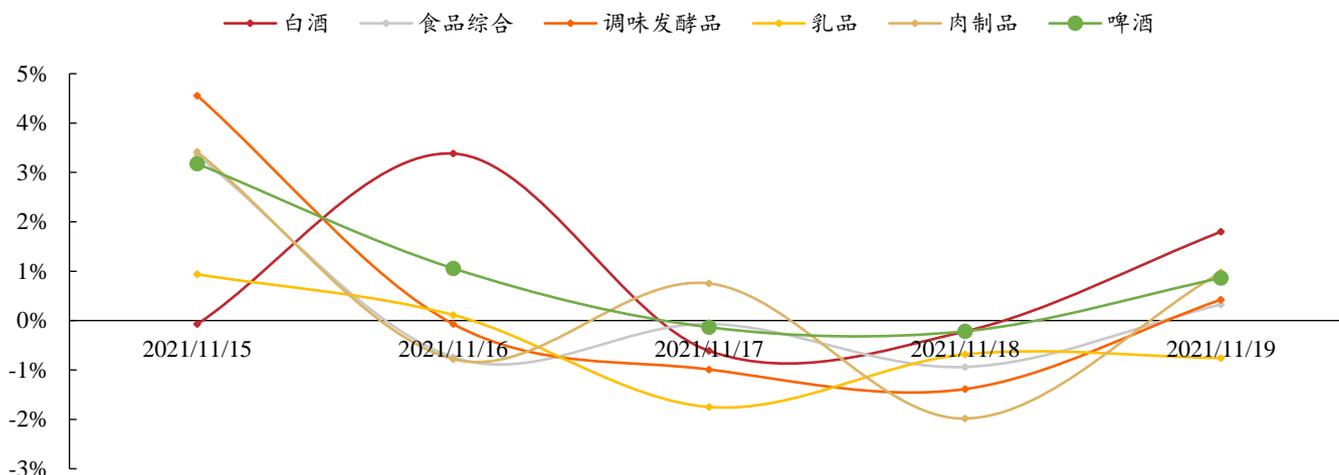
图表51. 上周啤酒、白酒跑赢食品饮料板块指数，其余子板块跑输



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

从上周各日的走势来看，大部分子板块全周呈现出先涨后跌再涨的趋势。主要子板块周一、周二、周五呈现上涨趋势，周二、周四呈现下跌趋势。对于白酒板块而言，近五日的涨跌幅分别为-0.07%、3.38%、-0.61%、-0.22%、1.80%。

图表52. 上周主要子板块全周呈现先涨后跌再涨的趋势

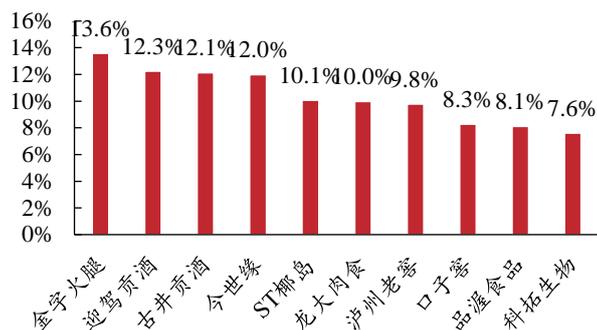


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 3.3. 个股行情

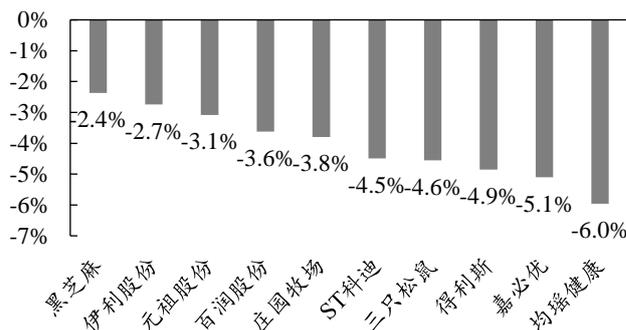
个股方面，上周金字火腿、迎驾贡酒、古井贡酒涨幅居前，均瑶健康、嘉必优、得利斯跌幅居前。

图表53. 上周金字火腿、迎驾贡酒、古井贡酒涨幅居前



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表54. 上周均瑶健康、嘉必优、得利斯跌幅居前



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 3.4. 板块估值水平

从整体的板块估值水平来看, 目前食品饮料整体估值 PE (TTM) 约为 42.07, 处于近五年历史分位数水平的约 49.93%, 白酒子板块目前的估值 PE (TTM) 约为 44.04, 处于近五年历史分位数水平的约 46.40%。

与前一周相比, 食品饮料整体较为稳定, 白酒也较为稳定。目前板块市盈率 PE (TTM) 排名前三位为葡萄酒 (109.06)、其他酒类 (81.23)、调味发酵品 (74.89)。

图表55. 板块整体估值为历史分位数的 49.93%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表56. 白酒整体估值为历史分位数的 46.40%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 4. 板块沪深港通活跃个股情况

上周 (11.15-11.19), 沪深港通各自前十大活跃个股中食品饮料行业公司共计五家, 其中沪股通三家: 贵州茅台、山西汾酒、伊利股份; 深股通两家, 为五粮液、泸州老窖。

五家公司上周分别净买入额为: 贵州茅台 (2.76 亿元)、山西汾酒 (3.79 亿元)、伊利股份 (1.53 亿元)、五粮液 (7.60 亿元)、泸州老窖 (2.63 亿元), 整体看来五家企业整体净买入 18.31 亿元。

图表57. 上周食品饮料板块沪深港通活跃个股情况

日期	沪股通 上榜公司	成交净买入 (亿元)	合计	深股通 上榜公司	成交净买入 (亿元)	合计
11.15	贵州茅台 伊利股份	0.0814 -2.3139	-2.2325	五粮液	1.9106	1.9106
11.16	贵州茅台 山西汾酒	6.2608 3.3291	9.5899	五粮液 泸州老窖	6.5520 2.6256	9.1776
11.17	贵州茅台 山西汾酒	-11.6726 0.4646	-11.2080	五粮液	-0.8959	-0.8959
11.18	贵州茅台 伊利股份	-1.2886 1.3228	0.0341	五粮液	-3.9611	-3.9611
11.19	贵州茅台 伊利股份	9.3803 2.5201	11.9004	五粮液	3.9966	3.9966

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 5. 行业上游表现情况

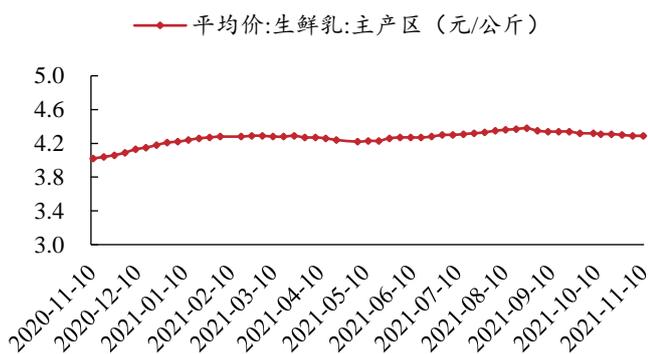
### 5.1. 原奶及牛奶价格

从生鲜乳主产区的平均价来看，11月10日为4.29元/公斤，周度环比无变化，年度同比上升6.72%，目前已超过2014年4.27元/公斤的历史峰值。短期看原奶价格仍处于高位态势，从2020年5月至今持续上涨，2月到3月维持4.28-4.29元的高位态势，近期较为小幅下跌。

从牛奶的零售价来看，11月12日为12.73元/升，周度环比上升0.24%，年度同比上升3.08%。

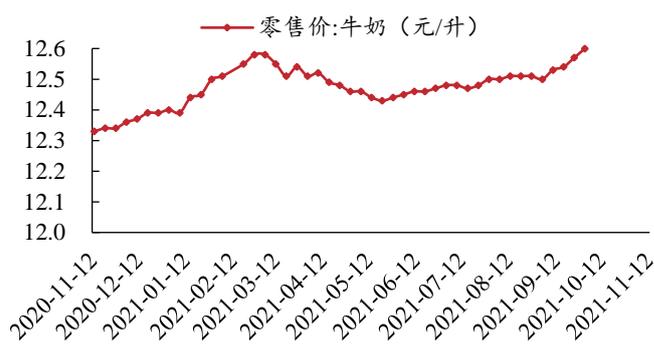
长期来看，需求端方面表现为国人消费能力、健康需求、鲜奶尤其是低温奶渗透率不断提升，供给端方面表现为前几年由于环保等问题行业大洗牌叠加饲料价格上涨，需求上升叠加成本上涨或推动本轮生鲜乳价格持续上升。

图表58. 11.10 生鲜乳主产区平均价为 4.29 元/公斤



资料来源: Wind, 农业部, 东亚前海证券研究所

图表59. 11.12 牛奶零售价为 12.73 元/升



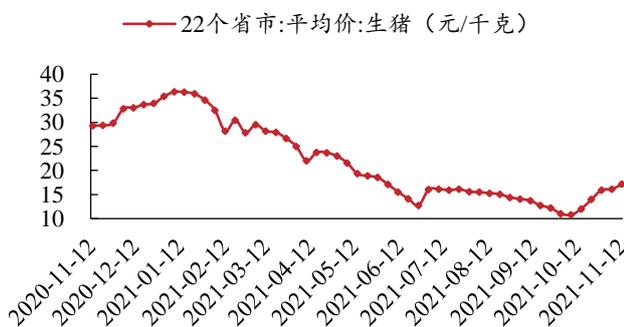
资料来源: Wind, 国家奶牛产业技术网, 东亚前海证券研究所

## 5.2. 生猪及猪肉价格

11月12日, 22省市生猪平均价格为 17.15 元/千克, 周度环比上升 6.39%, 年度同比下降 41.57%; 22省市猪肉平均价格为 24.66 元/千克, 周度环比上升 8.59%, 年度同比下降 44.41%。

短期看, 节后猪肉需求相对降低, 价格或将持续下跌。长期看, 随着生猪基础产能恢复, 猪肉市场供应已经不再紧张, 后期供给有望进一步增加, 本轮猪周期已进入下行阶段, 将迎来持续回落时期。

图表60. 11.12 生猪平均价格 17.15 元/千克



资料来源: Wind, 中国畜牧业信息网, 东亚前海证券研究所

图表61. 11.12 猪肉平均价格为 24.66 元/千克



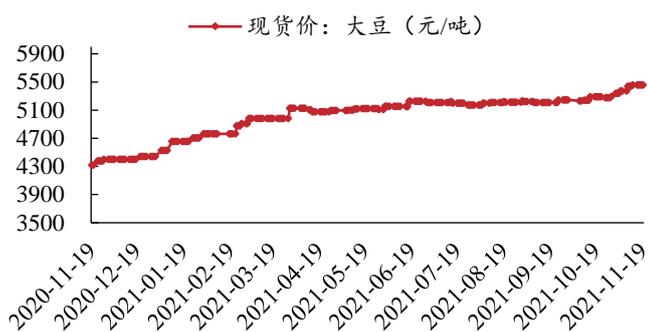
资料来源: Wind, 中国畜牧业信息网, 东亚前海证券研究所

## 5.3. 大豆及豆粕价格

11月12日, 大豆现货价为 5,458.42 元/吨, 周度环比无变化, 年度同比上升 26.38%; 2021年11月19日, 豆粕现货价为 3,474.86 元/吨, 周度环比上升 0.75%, 年度同比上升 6.57%。

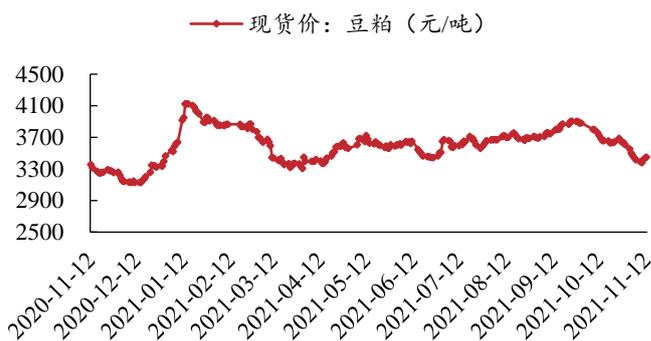
短期来看, 2021年受国际疫情和相关自然灾害的影响叠加供需情况仍然偏紧张, 价格仍会维持高位震荡格局。长期来看, 国际疫情形势向好、国内粮食大丰收等因素将逐渐改善粮价上涨格局。

图表62. 11.19 大豆现货价为 5,458.42 元/吨



资料来源：Wind，中国大豆网，东亚前海证券研究所

图表63. 11.19 豆粕现货价为 3,474.86 元/吨

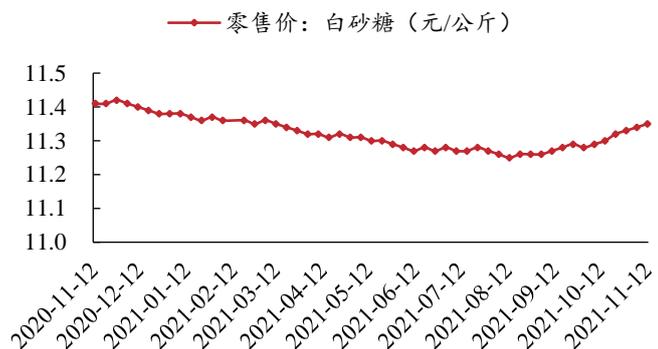


资料来源：Wind，中国大豆网，东亚前海证券研究所

### 5.4. 白砂糖及柳糖价格

11月5日，白砂糖零售价 11.34 元/公斤，周度环比上升 0.09%，年度同比下降 0.53%。11月12日，柳糖现货合同价 5840 元/吨，周度环比上升 0.86%，年度同比上升 12.09%。短期来看，供应充足叠加需求进入淡季不利于糖价的持续上涨，长期来看，白糖处于历史低价格区间叠加新冠疫情好转后的市场复苏预期，大宗商品持续走高有望支撑糖价走高。

图表64. 11.12 白砂糖零售价 11.35 元/公斤



资料来源：Wind，商务部，东亚前海证券研究所

图表65. 11.19 柳糖现货合同价 5840 元/吨

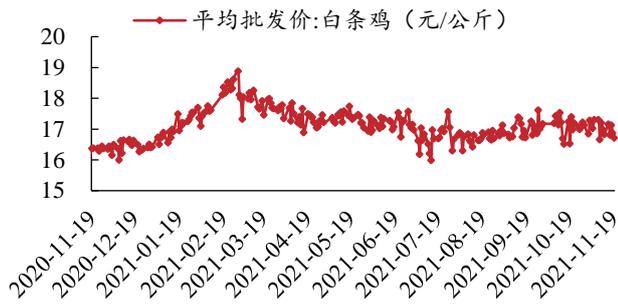


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 5.5. 白条鸡及毛鸭价格

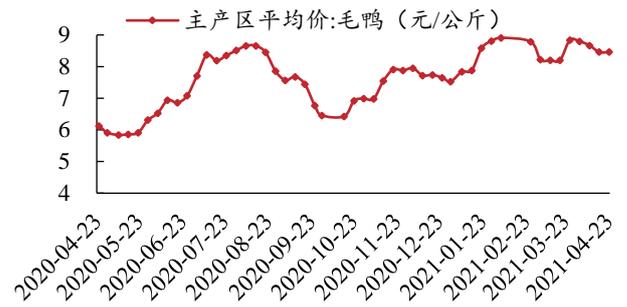
11月19日，白条鸡平均批发价为 16.72 元/公斤，周度环比下降 0.65%。年度同比上升 2.08%。4月23日，毛鸭主产区平均价为 8.46 元/公斤，周度环比无变化，年度同比上升 38.24%（6.12 元/公斤）。整体看，价格整体处于合理区间范围内，短期价格波动属于正常价格调整。

图表66. 11.19 白条鸡平均批发价为 16.72 元/公斤



资料来源: Wind, 商务部, 东亚前海证券研究所

图表67. 04.23 毛鸭主产区平均价为 8.46 元/公斤



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 6. 重点白酒价格情况

图表68. 上周市场主要白酒批价情况 (单位: 元)

	品名	规格	原箱价							
			11/13	11/14	11/15	11/16	11/17	11/18	11/19	
贵州茅台	飞天 (2021)	53%vol 500ml	3430	3430	3430	3430	3430	3500	3500	
	飞天 (2020)	53%vol 500ml	3450	3450	3450	3450	3450	3500	3500	
	飞天 (2019)	53%vol 500ml	3500	3500	3500	3500	3500	3550	3550	
	飞天 (2020)	43%vol 500ml	975	975	975	975	975	975	985	
	品名	规格	11/13	11/14	11/15	11/16	11/17	11/18	11/19	
	十五年	53%vol 500ml	6460	6380	6380	6380	6380	6380	6380	
	精品茅台	53%vol 500ml	3900	3700	3700	3700	3700	3900	3880	
	生肖 (鼠年)	53%vol 500ml	4300	4300	4300	4300	4300	4300	4300	
	生肖 (猪年)	53%vol 500ml	4280	4280	4280	4250	4250	4250	4250	
	生肖 (狗年)	53%vol 500ml	4200	4200	4200	4200	4200	4200	4200	
	生肖 (鸡年)	53%vol 500ml	4350	4300	4300	4300	4300	4300	4300	
	五粮液	品名	规格	11/13	11/14	11/15	11/16	11/17	11/18	11/19
		普五	52%vol 500ml	960	960	950	950	950	950	950
		普五 (七代)	52%vol 500ml	960	960	950	950	950	950	950
		1618	53%vol 500ml	945	945	940	940	940	940	940
		15 普	50%vol 500ml	450	450	450	450	450	450	450
10年 (2005)		50%vol 500ml	1130	1130	1130	1130	1130	1130	1130	
泸州老窖	品名	规格	11/13	11/14	11/15	11/16	11/17	11/18	11/19	
	国窖1573	52%vol 500ml	905	905	905	905	905	905	905	
	特曲	52%vol 500ml	260	260	260	260	260	260	260	
	头曲	52%vol 500ml	50	50	50	50	50	50	50	
	窖龄30	52%vol 500ml	192	192	192	192	192	192	192	
	窖龄60	52%vol 500ml	240	240	240	240	240	240	240	
	窖龄90	52%vol 500ml	360	360	360	360	360	360	360	
洋河股份	品名	规格	11/13	11/14	11/15	11/16	11/17	11/18	11/19	
	梦之蓝M9	52%vol 500ml	1170	1170	1170	1170	1170	1170	1170	
	梦之蓝M6+	52%vol 500ml	650	650	650	650	650	650	650	
	梦之蓝M6	52%vol 500ml	640	640	640	640	640	640	640	
	梦之蓝M3	52%vol 500ml	460	460	460	460	460	460	460	
	天之蓝	52%vol 500ml	305	305	305	305	305	305	305	
山西汾酒	品名	规格	11/13	11/14	11/15	11/16	11/17	11/18	11/19	
	海之蓝	52%vol 500ml	140	140	140	140	140	140	140	
	大曲 (青瓷)	52%vol 500ml	50	50	50	50	50	50	50	
	青花30	53%vol 500ml	830	830	830	830	830	830	830	
	青花20	53%vol 500ml	367	367	367	367	367	367	367	
古井贡酒	品名	规格	11/13	11/14	11/15	11/16	11/17	11/18	11/19	
	老白汾10	53%vol 500ml	125	125	125	120	120	120	120	
	老白汾15	53%vol 500ml	160	160	160	160	160	160	160	
	玻汾	53%vol 500ml	42	42	42	41	41	41	41	
酒鬼酒	品名	规格	11/13	11/14	11/15	11/16	11/17	11/18	11/19	
	古20	52%vol 500ml	550	550	550	550	550	550	550	
	古16	52%vol 500ml	330	330	330	330	330	330	330	
	古8	50%vol 500ml	200	200	200	200	200	200	200	
酒鬼酒	品名	规格	11/13	11/14	11/15	11/16	11/17	11/18	11/19	
	古5	50%vol 500ml	105	105	105	105	105	105	105	
	内参	52%vol 500ml	820	820	820	820	820	820	820	
	紫坛二十	52%vol 500ml	395	395	395	395	395	395	395	
酒鬼酒	品名	规格	11/13	11/14	11/15	11/16	11/17	11/18	11/19	
	红坛	52%vol 500ml	285	285	285	285	285	285	285	
	黄坛	52%vol 468ml	200	200	200	200	200	200	200	

资料来源: 今日酒价, 东亚前海证券研究所

## 7. 行业新闻及重点公司动态

### 7.1. 上周行业新闻动态

**【1-10月全国酿酒产量增长3.37%】**2021年1-10月，全国酿酒行业规模以上企业酿酒总产量4593.85万千升，同比增长3.37%。其中，白酒产量558.19万千升，同比增长5.49%；啤酒产量3132.65万千升，同比增长4.83%；葡萄酒产量20.48万千升，同比下降34.67%；发酵酒精产量640.12万千升，同比下降3.97%。

**【《醇柔酱香型白酒》团标通过审定】**2021年11月16日，贵州省食品工业协会发布公告，由贵州金沙窖酒酒业有限公司牵头，贵州省产品质量检验检测院、贵州省酒类产品质量检验检测院（仁怀）、贵州轻工职业技术学院共同起草制定的《醇柔酱香型白酒》团体标准，经贵州省食品工业协会组织专家审定通过。

**【2021 搜狐酒业峰会举行】**11月16日，“2021年搜狐酒业峰会”暨知名白酒品鉴会在北京举行。中国酒业协会秘书长何勇应邀出席会议，并发表了题为“理性饮酒，领略中国酒文化”的演讲。本次峰会以理性饮酒、品味人生为主题。下午场活动为主题演讲环节，分享高质量发展经验，探讨行业变化趋势。晚场活动为白酒品鉴环节，搜狐公司董事局主席兼首席执行官张朝阳特邀20名大咖品鉴官，组建搜狐酒业品鉴团，品鉴中国知名白酒。

**【泸州“十三五”完成酒类投资503.7亿】**11月17日，据泸州日报报道，泸州市“十三五”期间共推动61个酒类项目建设，完成投资503.7亿元。其中泸州老窖酿酒基地技改项目、郎酒吴家沟基地技改项目、川酒集团永乐酱酒基地技改项目等项目已建成投产。此外，已建成郎酒庄园、乾坤庄园、龙洞庄园、顺城和庄园等20余个酒庄集群。

**【宿迁研究酒文化旅游发展规划】**11月17日，宿迁市召开市城乡规划委员会2021年第四次会议，会议提出，建设“中国酒都”，是宿迁做强酒产业、放大酒文化、提升城市形象的重要途径。要强化空间协同，对内做好洋河、双沟等区域空间功能定位和产业发展协同，对外做好与周边城市的酒文化旅游资源的共享。

**【中国酒业协会酱酒专委会暨产研院成立】**11月18日，中国酒业协会酱香型白酒专业委员会、中国酒业协会酱香白酒产业研究院揭牌成立仪式在仁怀举行。专委会和产研院成立后，将紧紧围绕白酒产业需求，在酱香酒品类的标准体系、人才体系、文化体系、知识体系和科研体系等建设方面发力，助力酱香白酒产业实现高质量发展目标。

**【2021 酒业创新与投资大会新闻通气会在海口市举行】**11 月 18 日，2021 酒业创新与投资大会新闻通气会在海口市举行。海口市商务局局长蔡俏、海南省工信厅消费品工业处副处长李正荣，以及相关园区代表和主办方相关负责人出席。

**【字节、腾讯参投，AI 葡萄酒交易平台上线】**近日，来自美国加利福尼亚州的 Vinovest（伟诺红酒）宣布，将在全球范围发布其基于 AI 算法和大数据，iOS 和 Android 应用程序，为用户提供一站式精选葡萄酒收藏管理解决方案，丰富其资产配置方案，以减少传统葡萄酒收藏的门槛和成本。

**【前三季度遵义 GDP 首破 3000 亿】**贵州省统计局近日发布数据显示，今年前三季度，前三季度，遵义地区生产总值首次突破 3000 亿元，同比增速位居 9 个市（州）首位。其中仁怀地区生产总值 1109.19 亿元，排名县域首位。

## 7.2. 上周重点公司动态

**【洋河股份：贵州贵酒捐赠 2000 万】**11 月 15 日，洋河股份发布公告称，为积极履行上市公司社会责任，支持贵州新时代希望工程事业，为乡村教师赋能、为乡村少年圆梦，同意公司全资子公司贵州贵酒公司向贵州省青少年发展基金会捐赠 2000 万元，用于贵州希望实验学校“壮苗计划”和“星星计划”公益项目。

**【龙头马酒业于浙江成立酒业公司】**11 月 15 日，贵州龙头马酒业集团有限公司新增一则对外投资，投资企业为浙江酱鑫酒业有限公司。据悉，浙江酱鑫酒业有限公司成立于 2021 年 11 月 15 日，法定代表人为吴杰，注册资本为 1000 万元，经营范围为食品销售。

**【汾酒副总经理常建伟：“活化中国酒文化”】**11 月 16 日，“2021 年搜狐酒业峰会”暨知名白酒品鉴会在北京举行。汾酒集团副总经理常建伟通过视频连线的方式，以《活化中国酒文化》为题发表演讲。常建伟认为，“千金难买好风气，万金难求好文化。”具体可以从活化精神价值、活态酿酒微生态、活态酿酒技艺等六个方面“活化中国酒文化”。

**【重庆啤酒拟 10 亿元佛山投建生产基地】**11 月 17 日，重庆啤酒公告称，控股子公司嘉士伯重庆啤酒有限公司计划于广东省佛山市三水区投资建设啤酒生产基地项目，本项目固定资产投资不低于 10.3 亿元，设计啤酒产能 50 万千升/年，预计 2024 年投产。

**【张裕 A：白兰地已调价，葡萄酒也会调】**11 月 17 日，在 2021 年山东辖区上市公司投资者网上集体接待日上，张裕 A 副总经理兼董事会

秘书姜建勋回复投资者提问，表示公司会根据实际情况调整产品价格，白兰地已经于日前做了一定的价格调整，葡萄酒也将会做一定调整。

**【茅台酱香酒年内拟建千家主题终端店】**11月18日，贵州茅台官微消息，茅台酱香酒今年将在全国各地建设1000家“茅台酱香·万家共享”主题终端店，统一形象宣传、强化沉浸体验，成为践行新零售、新营销的重要载体。增加品牌曝光度，加深消费者对茅台酱香文化的认知。

**【皇台酒业：上海厚丰持有的2500万股将被司法拍卖，占总股本14.1%】**11月18日，皇台酒业公告，持股5%以上股东上海厚丰投资有限公司所持有的部分皇台酒业股票将被拍卖。在本次网络司法拍卖中，每单次拍卖标的为上海厚丰持有250万股“皇台酒业”股票，共拍卖十次，共计拍卖上海厚丰持有2500万股“皇台酒业”股票，占皇台酒业总股本14.1%。

**【舍得酒业：证监会决定对公司及沱牌舍得集团结案】**11月19日，舍得酒业公告称，证监会认为公司及控股股东沱牌舍得集团涉案行为违反有关规定，但依法不予处罚，决定对公司及沱牌舍得集团结案。此前因涉嫌信息披露违法违规，中国证监会决定对公司及沱牌舍得集团进行立案调查。

**【五粮液入选工信部第三批工业产品绿色设计示范企业名单】**近日，工业和信息化部公布了第三批工业产品绿色设计示范企业名单。五粮液股份有限公司成功入选，成为白酒行业首家且唯一获此殊荣的企业。

## 8. 风险提示

白酒提价落地不及预期、终端需求回落、食品安全问题等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**汪玲**，东亚前海证券大消费组长兼食品饮料首席。中财会计系，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值，。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>