

白酒行业策略：乘需求复苏之风 扬改革升级之帆

2021年12月7日

看好/维持

食品饮料 | 行业报告

2022食品饮料年度策略系列之二

| | | |
|------|--|-----------------------|
| 分析师 | 孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480520070004 |
| 分析师 | 王洁婷 电话：021-225102900 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480520070003 |
| 研究助理 | 韦香怡 电话：010-66554023 邮箱：weixy@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480120070032 |

投资摘要：

2021年白酒消费继续复苏，行业呈现平稳增长，受消费两极化影响，高端白酒和光瓶酒增速更为亮眼，次高端白酒中名酒对地产酒的挤压也更为明显。受去年疫情基数影响，白酒企业业绩整体呈现前高后低的趋势，从经营端来看，高端白酒的价盘虽然在年中有波动，但是整体还是平稳趋势。次高端酒企收入和利润有较好的增长，酱酒市场开始出现分化。从全年任务完成情况来看，由于今年酒企打款进度较为靠前，主流酒企完成全年任务的压力并不大。

展望2022年，宏观基础设施投资、房地产投资或回暖，疫情防控经验丰富对明年疫情控制更为有利，加上白酒消费粘性较高，我们预期白酒消费需求较今年将继续回暖，其中名酒挤压式发展的结构仍将持续。1是从渠道来看，经销商在疫情下会更为保守，对于支线品牌的打款会更为谨慎，“守品牌”会导致渠道的资金更多的保证名酒的打款和销售；2是在弱市场下，龙头酒企凭借品牌和资金优势更易获得市场份额；3是这几年消费者购买意愿上也向名酒倾斜。

在总述报告里，我们提到今年消费格局有两极化的趋势，如果明年宏观经济企稳，在共同富裕的大政策下，**明年消费两极化趋势或较今年有缓解，中产阶级收入的增加有利于次高端酒需求的复苏，判断次高端酒企需求呈现向好的趋势，次高端白酒业绩弹性或释放出来。**

投资策略：

我们认为明年名酒仍具有品牌优势，市场集中度仍会向名酒提升，高端白酒是首推板块，次高端白酒业绩或有较大弹性。随着五粮液、山西汾酒等企业国企改革的成功，越来越多的酒企也加入到改革的队伍中来，随着改革的不断深入，改革红利会逐渐释放，看好有改革意愿且积极行动的公司。

风险提示：

宏观经济大幅波动影响需求变化，疫情失控导致需求恶化，上市公司经营决策失误，食品安全问题等。

行业重点公司盈利预测与评级

| 简称 | EPS (元) | | | | PE | | | | PB | 评级 |
|------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | |
| 贵州茅台 | 37.17 | 41.96 | 48.81 | 56.09 | 51.94 | 46.02 | 39.56 | 34.42 | 13.93 | 强烈推荐 |
| 五粮液 | 5.14 | 6.18 | 7.35 | 8.65 | 42.40 | 35.28 | 29.65 | 25.20 | 9.20 | 强烈推荐 |
| 泸州老窖 | 4.10 | 5.25 | 6.59 | 8.15 | 56.11 | 43.83 | 34.93 | 28.24 | 12.90 | - |
| 山西汾酒 | 3.55 | 4.56 | 6.20 | 8.11 | 87.32 | 68.00 | 49.97 | 38.23 | 26.16 | - |
| 酒鬼酒 | 1.51 | 2.94 | 4.30 | 5.86 | 148.43 | 76.26 | 52.25 | 38.35 | 22.28 | - |

资料来源：公司财报、万德一致预期，东兴证券研究所

目 录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 1. 需求粘性较强 | 3 |
| 1.1 打款进度靠前，全年任务完成无碍 | 3 |
| 1.2 酱酒发展进入相对平静期 | 3 |
| 1.3 消费粘性强，挤压式发展继续 | 4 |
| 2. 明年展望：名酒挤压式发展持续，次高端价位带需求向好 | 6 |
| 2.1 名酒挤压式发展持续 | 6 |
| 2.2 次高端需求向好 | 7 |
| 2.3 内部改革红利逐渐释放 | 7 |
| 3. 酒企内部优化把握先机，积极改革释放活力 | 8 |
| 3.1 贵州茅台 | 8 |
| 3.2 五粮液 | 9 |
| 3.3 洋河股份 | 9 |
| 4. 风险提示 | 10 |
| 相关报告汇总 | 11 |

插图目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 图 1：各家酒企收入目标 | 3 |
| 图 2：名酒批发价格从 2019 年开始涨幅超过行业平均 | 4 |
| 图 3：酒企前三季度收入和利润增速 | 5 |
| 图 4：2015-2020 年中国白酒产销变化情况 | 6 |
| 图 5：2015-2020 年茅五洋泸汾在行业中集中度情况 | 6 |
| 图 1：人均可支配收入 | 7 |
| 图 2：上市酒企 2021 年股权激励方案梳理 | 7 |

表格目录

| | |
|-------------|---|
| 表 1：酱酒的四个梯队 | 4 |
|-------------|---|

1. 需求粘性较强，行业全年经营稳定向上

1.1 打款进度靠前，全年任务完成无碍

复盘年内白酒行业基本面，今年疫情之下消费弱复苏，名酒景气度延续。各家酒企在今年疫情的影响下，提前了合同安排，今年酒企打款进度普遍都比较靠前，截至中秋前后，各家全年打款基本已经完成，对全年任务完成有较好的保证。

分季度来看，白酒行业 Q1、Q2 营业收入分别增长 22.37%和 19.34%，主要是去年基数效应，以及今年年初消费有回补的影响带来的高增长，到下半年受疫情扰动，中秋国庆双节旺季氛围平淡，Q3 营业收入增速放缓至 15.4%。从利润端来看，Q1、Q2 白酒企业利润实现高增长，增速分别是 17.06%和 25.8%，至 Q3 酒企在抢占中秋旺季市场的背景下，利润实现 15.8%，基本与收入一致。

图1：各家酒企收入目标

| 公司 | 2021 年任务目标 |
|------|--|
| 贵州茅台 | 营业收入实现 10.5%以上增长 |
| 五粮液 | 收入实现双位数增长 |
| 泸州老窖 | 营业收入不低于 15% |
| 山西汾酒 | 营业收入实现同比增长 30% |
| 洋河股份 | 营业收入同比增长不低于 10% |
| 古井贡酒 | 计划实现营业收入 120 亿元，较上年增长 16.59%；2021 年计划实现利润总额 28.47 亿元，较上年增长 15.08%。 |
| 今世缘 | 营收目标 59 亿元，争取 66 亿元；净利润目标 18 亿元，争取 19 亿元 |
| 水井坊 | 公司力争实现主营业务收入增长 43%左右，净利润增长 35%左右的经营目标。 |

资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2 酱酒发展进入相对平静期

酱酒热潮给行业带来很大的变革，这一轮酱酒热潮从 2018 年开始兴起至今年，经历了几个阶段：第一阶段是名优酱酒复苏，以国台、郎酒这些酱酒龙头企业的复苏为主，包括酱酒价格带的提升、销售量的扩大；第二阶段是很多资本进入到酱酒行业，无论是产业外资本还是浓香清香型酒企开始布局酱香酒，很多新的酱酒产品或者原非龙头的酱酒企业得到资本支持开始发力抢夺市场；第三个阶段是今年以来，由于贴牌产品较多，新酱酒品牌也不断增加，传统的以高渠道毛利的推广思路逐渐失去吸引力，酱酒也开始出现分化。这一阶段我们认为市场更为成熟，未来酱酒发展也会更为有序。

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

表1：酱酒的四个梯队

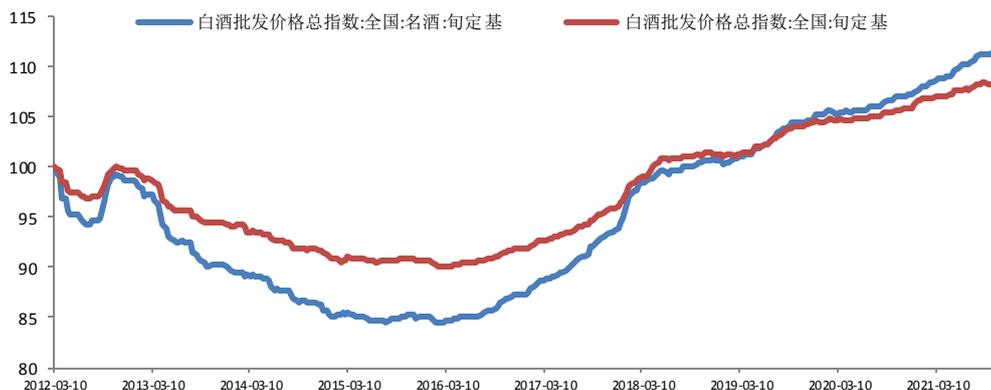
| | 公司名称 | 2020 年收入 (亿元) | 产量 (万吨) | 营收市占率 | 核心产品 |
|------|-----------|------------------|------------|-----------|------------------|
| 第一梯队 | 贵州茅台（茅台酒） | 848 | 5.6 | 61.24% | 飞天茅台 |
| | 贵州茅台（系列酒） | 99.9 | 5.6 | | 王子酒、汉酱、贵州大曲 |
| 第二梯队 | 四川郎酒 | 93.4 | 5.0 | 5.16%（酱酒） | 青花郎、红花郎 |
| | 贵州习酒 | 103 | 4.3 | 6.65% | 窖藏 1998 |
| 第三梯队 | 国台酒业 | 20 | 2.8 | 2.90% | 国标 |
| | 金沙酒业 | 27 | 3.0 | 1.76% | 摘要 |
| | 贵州珍酒 | 20 | 3.5 | 1.29% | 珍 15 |
| | 钓鱼台酒业 | 10 | / | 1.29% | 国宾、贵宾 |
| 第四梯队 | 肆拾玖坊 | 10 | / | 19.71% | 人在江湖、侠客酒、侠义酒、宗师酒 |
| | 丹泉酒业 | 5-10（销售收入） | 2.0 | | 洞藏 |
| | 仙潭酒业 | 5-10（销售收入） | 2.0 | | 紫潭 |
| | 酣客 | 5-10（销售收入） | / | | 酣客半月坛 |
| | 武陵酒 | 4.5 | / | | 武陵上酱、武陵中酱、武陵少酱 |
| | 仁怀本土及其他企业 | 200-250 | / | | / |

资料来源：东兴证券研究所整理

1.3 消费粘性强，挤压式发展继续

在疫情影响下，白酒消费呈现较强的粘性，特别是名酒对地产酒呈现进一步挤压趋势。从全国酒类批发价格指数来看，名酒的价格指数从 2019 年涨幅超过行业平均，呈现挤压式发展的态势。

图2：名酒批发价格从 2019 年开始涨幅超过行业平均



资料来源：wind，东兴证券研究所

从经营端来看，高端白酒的价盘虽然在年中有波动，但是整体还是平稳趋势。茅台凭借直营占比提升、非标酒持续放量，全年任务完成基本无虞。五粮液今年通过产品结构调整和调整团购比例，吨酒价格提升对收入贡献更为明显。泸州老窖今年砍掉了低端的二曲酒，高端 1573 和次高端特曲窖龄都有很好的表现。

从收入和利润增速来看，今年次高端酒企收入和利润有较好的增长，汾酒今年全国市场可控终端网点数量突破 120 万家；酒鬼酒省外市场快速扩容，酒鬼系列今年高速增长推动业绩快速提升，名酒逐步回归稳态发展。

图3：酒企前三季度收入和利润增速

| | | 营业收入 | | | 归母净利润 | | |
|------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|
| | | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 |
| 贵州茅台 | 高端 | 10.93% | 11.41% | 9.99% | 6.57% | 12.53% | 12.35% |
| 泸州老窖 | | 40.85% | 5.67% | 20.89% | 26.92% | 36.10% | 28.48% |
| 五粮液 | | 20.19% | 18.02% | 10.61% | 21.02% | 23.03% | 11.84% |
| 舍得酒业 | 次高端 | 154.21% | 119.34% | 64.84% | 1031.19% | 215.33% | 59.65% |
| 水井坊 | | 70.17% | 691.49% | 38.93% | 119.66% | 52.05% | 56.27% |
| 山西汾酒 | | 77.03% | 73.23% | 47.81% | 77.72% | 239.43% | 53.24% |
| 洋河股份 | | 13.51% | 20.74% | 16.66% | -3.49% | 28.61% | -13.10% |
| 酒鬼酒 | | 190.36% | 96.82% | 128.66% | 178.85% | 174.05% | 43.43% |
| 老白干酒 | | -0.26% | 21.77% | 11.34% | -14.59% | 32.48% | 8.00% |
| 今世缘 | | 35.34% | 27.32% | 15.76% | 38.78% | 20.52% | 23.82% |
| 口子窖 | | 50.90% | 35.05% | 24.02% | 72.73% | 9.95% | 22.70% |
| 金徽酒 | | 48.43% | 25.60% | 10.65% | 99.34% | 15.58% | 44.31% |
| 迎驾贡酒 | | 48.90% | 57.07% | 27.00% | 58.45% | 122.30% | 86.23% |
| 伊力特 | 255.33% | -24.07% | 19.00% | 1475.80% | -41.53% | -3.23% | |
| 金种子酒 | 地产酒 | 52.11% | 15.85% | 3.18% | -85.60% | -74.30% | 8.14% |
| 古井贡酒 | | 25.86% | 28.56% | 21.37% | 27.90% | 45.39% | 15.09% |
| 顺鑫农业 | | -0.70% | -7.26% | -16.54% | 5.73% | -47.57% | 9.67% |

资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 明年展望：名酒挤压式发展持续，次高端价位带需求向好

2.1 名酒挤压式发展持续

展望 2022 年，宏观基础设施投资、房地产投资或回暖，疫情防控经验丰富对明年疫情控制更为有利，加上白酒消费粘性较高，我们预期白酒消费需求较明年将继续回暖，其中名酒挤压式发展的结构仍将持续。1 是从渠道来看，经销商在疫情下会更为保守，对于支线品牌的打款会更为谨慎，“守品牌”会导致渠道的资金更多的保证名酒的打款和销售；2 是在弱市场下，龙头酒企凭借品牌和资金优势更易获得市场份额；3 是这几年消费者购买意愿上也向名酒倾斜。

图4：2015-2020 年中国白酒产销变化情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：2015-2020 年茅五洋泸汾在行业中集中度情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

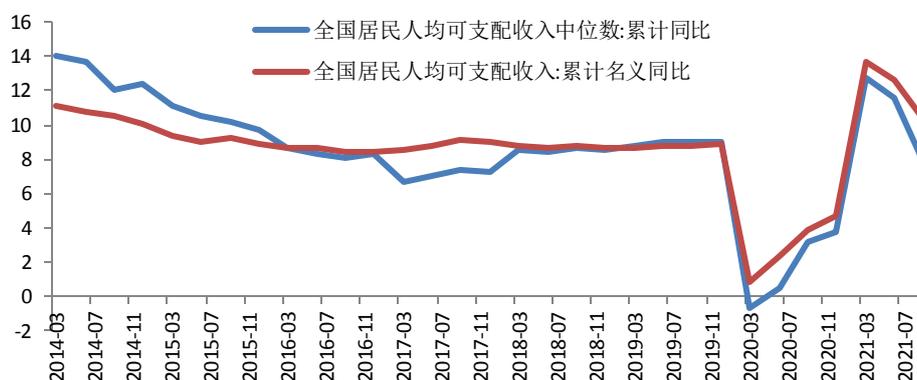
我们认为明年名酒仍具有品牌优势，市场集中度仍会向名酒提升，高端白酒是首推板块。在高端酒中，茅台业绩确定性较高，预计 22 年量增瓶颈突破，可供基酒销量可达 4 万吨，如果叠加产品结构调整、非标产品加大比重、直营比例提升等贡献，明年茅台业绩有望提速。五粮液从 2022 年的打款政策来看，延续 2021

年的经营思路，即以价格提升和产品结构提升为业绩的主要贡献，判断明年普五批价会进一步提升，突破千元价格带成为销售景气的重要观察指标。泸州老窖今年将低端酒砍掉，对业绩整体有拖累，但是高端国窖系列增长较为快速，我们预计明年国窖系列仍会保持快速增长的势头，次高端特曲窖龄的增长会逐渐弥补砍掉二曲后带来空白。

2.2 次高端需求向好

在总述报告里，我们提到今年消费差距有拉大的趋势，如果明年宏观经济企稳，在共同富裕的大政策下，明年消费两极化趋势或有缓解，中产阶级收入的增加有利于次高端酒需求的复苏，判断次高端酒企需求呈现向好的趋势，次高端白酒业绩弹性或释放出来。

图1：人均可支配收入



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.3 内部改革红利逐渐释放

随着五粮液、山西汾酒等企业国企改革的成功，越来越多的酒企也加入到改革的队伍中来，随着改革的不断深入，改革红利会逐渐释放。洋河股份股权激励顺利落地，在薪酬改革调整的同时，公司启用了大批年轻骨干，双品牌运作打开增长空间。泸州老窖的股权激励改革在今年推出，解锁条件中有一项是：相较于2019年，2021-2023年净利润增长率不低于对标企业75分位值，显示出公司对未来增长的信心。今世缘、水井坊等公司推出了股权激励方案，古井也顺利推进回购、定增等工作，有望从内部激发成长活力。

图2：上市酒企2021年股权激励方案梳理

| 上市酒企 | 激励时间 | 激励方案 | 解锁条件 |
|------|-----------|---|---|
| 洋河股份 | 2019/7/16 | 向包括董监高在内的不超过 5100 名员工授予不超过 9,661,310 股, 约占本持股计划草案公告日公司股本总额 1,506,988,000 股的 0.64%。存续期为 36 个月, 锁定期为 24 个月。(当时股价 206.41 元/股) | 2021 年营业收入较 2020 年增长不低于 15%且 2022 年营业收入较 2021 年增长不低于 15% (以会计师事务所审计结果为准)。 |
| 水井坊 | 2021/9/15 | 向不超过 6 名员工(其中董事、高级管理人员共 3 人, 中基层管理人员及核心技术(业务)骨干不超过 63 人, 最终参与人员根据实际缴款情况确定。)授予股票。共计拟使用 723,700 股, 占公司当前总股本 0.15%。解锁时点分别为自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起 18 月、3 个月, 最长锁定期为 30 个月, 每期解锁的标的股票比例分别为 50%、50%。(当时股价 116.68 元/股) | 解锁安排(对标企业为白酒行业上市公司 2020 年营业收入排名前十, 不含贵州茅台共 9 家对标企业。) 第一个解锁期 公司 2021 年、2022 年度的营业收入增长率的平均值, 在 9 家对标企业中排名前 5 ; 第二个解锁期 公司 2021 年度、2022 年度、2023 年度的营业收入增长率的平均值, 在 9 家对标企业中排名 5。 |
| 泸州老窖 | 2021/9/27 | 公司发布公告, 拟推行股权激励方案, 激励对象为包括董事、高管、中层管理人员及核心骨干人员不超过 521 人, 拟授予的限制性股票数量不超过 883.46 万股, 约占公司股本总额的 0.60%, 其中高管授予股份 6.28 至 9.59 万股不等, 业务骨干平均持股 1.42 万股, 授予价格为 92.71 元/股(方案公布日股价为 186.4 元/股)。 | 1) 2021-2023 年净资产收益率不低于 22%, 且不低于对标企业 75 分位值; 2) 相较 2019 年, 2021-2023 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位值; 3) 2021-2023 年成本费用占营业收入比例不高于 65%。 |

资料来源: wind, 东兴证券研究所

3. 酒企内部优化把握先机, 积极改革释放活力

3.1 贵州茅台

公司加大直营渠道开拓力度, 2020 年 1 月起与山东、江苏、重庆等地的区域 KA 卖场签约, 6 月公司 2020 直销渠道签约仪式上共计 22 家单位成为茅台的直销渠道商, 其中有 16 家区域 KA 卖场、4 家酒类垂直电商和 2 家烟草零售连锁。截止今年三季报显示直营比例进一步提升, 前三季度直销收入破百亿达 146.9 亿, 同比增 74.1%, 收入占比提升至 19.7%; 渠道收入 598.5 亿, 同比增 1.8%, 其中 Q3 单季度直销同比+57.9%, 占比达到 20.30%。根据前三季度预计, 全年直销收入占比预计超过 20%。

经历今年 8 月市场监督管理总局价监竞争局发布的《关于召开白酒市场秩序监管座谈会的通知》, 举行主要针对资本围猎酱酒及茅台酒价高涨如何控制问题的座谈会。遏制资本无序炒作和投资, 让酱酒回归行业自身发展规律。酱酒行业经历的本轮整治是酱酒市场由野蛮增长向精细化运作的过渡, 有利于酱酒赛道长期健康成长。贵州茅台坐拥酱酒优质赛道, 又有高端白酒的宽大护城河, 酱酒市场格局的加速成熟, 有利于公司继续做大做强。

新任董事长丁雄军上任 后进行生产调研并与多方加强沟通, 近期公司开始执行开箱政策全面取消, 飞天茅台整箱批价有望回落, 显示出公司改革意愿较强。我们预计明年飞天 茅台会进一步提升直营比例、增加非

标酒的投放量，系列酒会进一步调整结构、优化产品结构，公司增长势能不减。中长期看，公司品牌力增强，基酒产能扩充，十四五期间有望保持高增长态势。

盈利预测：我们预测公司 2022 年实现营业收入同比增长 15%，归母净利润同比增长 17%，对应 EPS 48.84 元，给与目标估值 40 倍，对应价格为 1953 元，给与“强烈推荐”评级。

3.2 五粮液

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

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

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

公司未来将以普五单品稳固千元价格带，经典五粮液卡位超高端市场。下半年起针对经典五粮液执行 1+N+2 销售体系，继续拓展市场广度，将全面开展消费者品鉴培育活动逐步赢得核心消费群体认可。公司作为浓香高端第一品牌的中长期量价增长趋势仍然相对可确定。

盈利预测：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 234.55、274.90 和 318.44 亿元，对应 EPS 分别为 6.04、7.08 和 8.20 元。当前股价对应 2022 年业绩 PE 为 30 倍，给与目标估值 35 倍，目标价为 247.8 元。

3.3 洋河股份

产品、渠道深度调整。2020 年洋河完成了梦之蓝两大产品的升级，升级完成后的洋河产品价格带清晰，未来公司将梦之蓝作为重点产品，目标是将梦之蓝打造成百亿大单品。后续海之蓝和天之蓝的改革也可期。在产品升级的同时，公司通过产品改革去进行渠道改革，由原有的厂商“1+1”模式转向“一商为主、多商为辅”的组织架构，改革后渠道各个环节利益重新梳理，渠道动能逐渐恢复。

员工持股计划释放企业活力。2021 年七月公司发布第一期核心骨干持股计划向包括董监高在内的不超过 5100 名员工授予不超过 9,661,310 股，约占本持股计划草案公告日公司股本总额 1,506,988,000 股的 0.64%。存续期为 36 个月，锁定期为 24 个月。从方案内容来看，此次激励范围广，有助于稳定军心，增强团队整体凝聚力，业绩考核目标积极。

新一轮成长开启。经过近一年来的梳理和整合，逐渐看到公司抓住了这几个重点核心问题，1) 是人员激励已到位；2) 是公司逐渐理顺渠道利益链条；3) 是产品定位清晰，产品调整逐渐完成。虽然当前洋河在经历改革的阵痛，从目前改革效果来看，公司逐渐企稳恢复到增长通道中来。

盈利预测：预测 2022 年公司实现销售收入 13%，归母净利润 14.08%，EPS 6.41 元，当前股价对应估值 27 倍，结合白酒行业整体估值水平，给与 35 倍目标估值，目标价 224 元，给与强烈推荐评级。

4. 风险提示

宏观经济大幅波动影响需求变化，疫情失控导致需求恶化，上市公司经营决策失误，食品安全问题等。

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|-------------------------------------|------------|
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：百威英博提价，行业结构升级逻辑持续 | 2021-12-06 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业：食饮新消费受资本关注，产业资本布局新方向 | 2021-11-22 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业：双十一落下帷幕，酒类、休闲零食等板块火爆 | 2021-11-16 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业周观点：继续寻找提价受益个股 | 2021-11-08 |
| 行业普通报告 | 20211031 东兴食饮周报：三季报印证需求回暖，关注明年提价预期 | 2021-11-02 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业周观点：关于白酒周期波动的几点思考 | 2021-10-26 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：食品饮料行业周观点：糖酒会反馈积极，白酒景气度不改 | 2021-10-13 |
| 行业深度报告 | 植物蛋白饮品系列报告（一）：乘风健康消费，空间广阔、赛道革新 | 2021-09-16 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业周观点：白酒股价 Q4 能否复苏的两个可观察指标 | 2021-09-13 |
| 行业深度报告 | 食品饮料：以日鉴中，日本消费格局演变观察 | 2021-08-24 |
| 公司深度报告 | 洋河股份（002304）：改革路径渐清晰，复兴之路重启 | 2021-02-09 |
| 公司普通报告 | 伊利股份（600887）：盈利改善逻辑不断兑现，各细分板块剑指行业第一 | 2021-10-29 |
| 公司普通报告 | 伊利股份（600887）：盈利改善逻辑持续验证，利润率长期释放可期 | 2021-09-02 |
| 公司普通报告 | 绝味食品（603517）：毛利率提升，疫情后迎来新一轮增长 | 2021-04-27 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

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

王洁婷

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

研究助理简介

韦香怡

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

分析师承诺

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

风险提示

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

免责声明

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

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526