

提价周期叠加渠道改革，酒饮升级推动纵深发展

——食品饮料 2022 年度策略报告

核心观点

- **宏观经济稳步恢复，消费升级趋势延续。**新冠疫情对居民日常生活和宏观经济的影响仍在延续，21 年社零和餐饮收入增速低于整体经济增速。展望 22 年，预计宏观经济保持稳定增长，社零和餐饮等在更有效的疫情管控支持下，有望实现边际改善，支撑消费升级趋势；我们认为，食品饮料板块投资需重点关注业绩增长（确定性与环比改善）、估值性价比和股权激励三条逻辑线，把握布局节奏；综合考虑，板块推荐的优先级为白酒>啤酒>乳制品。
- **白酒三条主线深化演绎，关注提价、激励及渠道升级。**结构升级推动下，预期白酒行业收入仍将维持个位数增长，盈利能力持续增强。当前白酒估值趋向合理，11 月底估值为 2015 年来 55%分位。白酒板块投资建议关注三条主线：第一，行业整体降速，高端酒需求稳固，增长确定性高，关注茅台提价预期；次高端价格带继续扩容，受益标的进一步转向依赖于基地市场升级的区域名酒；22 年重点推荐高端酒和区域名酒。第二，酒企体制改革稳步推进，股权激励强化增长预期，有利于十四五目标落地，建议关注相关标的。第三，渠道重视团购对白酒价升的推动作用，基地市场的重要性提升。
- **啤酒行业提价优化结构，主动控费利润有效释放。**啤酒行业趋于成熟，21 年前三季度产量的两年复合增速为-1.5%，预期未来国内啤酒产销量将维持小幅下滑或保持稳定的趋势。啤酒价增趋势明确，相较于海外市场，仍有很大提升空间；我们测算至 25 年国内次高端及以上啤酒销量达 1389 万千升（20-25CAGR+15%），其中华润啤酒预计市占率上行明显。22 年啤酒公司报表端成本压力较大，我们预期主要公司将通过提价和结构升级对冲成本压力，费用率将被严格控制，盈利能力保持上行趋势。此外，啤酒厂商关厂增效继续推进有利于在中长期提升盈利水平。
- **成本压力减弱+竞争趋缓，乳业盈利向好。**21 年 1-8 月，乳品行业收入同比增长 11.8%，预期中长期维持个位数增长趋势；细分品类中，液奶增速边际放缓，奶酪、低温鲜奶等预计保持高增趋势，头部乳企加大布局，发力新品、拓展增长边界。展望 22 年，原奶供应有望增加，奶价涨幅将有所缩窄，提振乳企毛利率；在头部乳企盈利提升战略的指导下，我们预计竞争有望维持缓和态势，费用投放节制谨慎，与毛利率上行共振推动盈利能力上行。

投资建议与投资标的

- **白酒板块建议关注：**需求稳健，利空释放轻装上阵，具备激励预期的高端名酒企五粮液(000858, 买入)；销量有望释放，提价预期上行的高端酒龙头贵州茅台(600519, 买入)；激励落地，经营管理有望加强的浓香高端名酒企泸州老窖(000568, 买入)；渠道有效调整，库存去化批价回升，产品结构加速升级的苏酒龙头洋河股份(002304, 买入)；受益于区域价格带升级加速，全国化稳步推进的徽酒龙头古井贡酒(000596, 买入)。**啤酒板块建议关注：**高端规划积极，品牌营销渠道兼修，提价控费的华润啤酒(00291, 买入)、青岛啤酒(600600, 增持)；乌苏等高端产品快速放量的重庆啤酒(600132, 未评级)。**乳制品板块建议关注：**原奶成本下行支持毛利改善，竞争趋缓费用投放节制，盈利能力有望继续提升的龙头企业伊利股份(600887, 未评级)和蒙牛乳业(02319, 买入)；国产奶酪行业龙头公司妙可蓝多(600882, 买入)。

风险提示：疫情反复影响动销、消费升级不及预期、成本大幅上涨和食品安全风险、消费税影响高于预期风险、限制提价的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

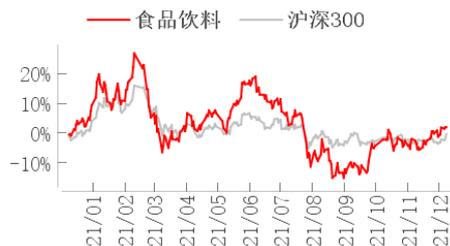
行业

食品饮料行业

报告发布日期

2021 年 12 月 08 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

证券分析师

蔡琪

021-63325888*6079

caiqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519080001

证券分析师

周翰

021-63325888*7524

zhouhan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070003

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

相关报告

食品饮料 11 月数据点评：白酒整体平稳， 2021-11-13

啤酒提价推进，奶价涨幅收窄；

食品饮料 9 月数据点评：白酒旺季平稳，啤 2021-09-22

酒提价兑现，奶价涨幅收窄

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、宏观经济稳步恢复，支撑消费升级趋势	6
二、白酒三条主线深化演绎，关注提价、激励及渠道升级	7
2.1 白酒行业稳固向上，估值水平趋于合理	7
2.2 白酒细分板块逐次升级，股权激励强化增长预期	14
2.2.1 白酒主线一：行业整体降速，高端需求夯实，区域酒接力升级	14
2.2.2 白酒主线二：改革稳步推进，股权激励强化业绩增长预期	18
2.2.3 白酒主线三：渠道重视团购，基地市场重要度提升	20
2.3 白酒行业关注点与标的推荐	21
三、啤酒行业提价优化结构，主动控费利润有效释放	22
3.1 啤酒行业趋于成熟，吨价提升是主逻辑	22
3.2 原材料成本上行明显，产品提价逐步推进	24
3.3 费用管控预期加严，关厂增效继续推进	27
3.4 啤酒板块关注标的	28
四、奶价下降竞争趋缓，乳品行业盈利向好	28
4.1 乳品整体稳定增长，液奶增速预计放缓	28
4.2 加大布局新品，拓展增长边界	30
4.3 原奶压力逐步下降，竞争有望保持缓和	32
4.4 乳制品板块关注标的	35
五、风险提示	35

图表目录

图 1: 国内 GDP 单季增速	6
图 2: 20 年下半年来社零总额及餐饮收入月度增速	6
图 3: GDP 增加值构成占比	6
图 4: 国内农村和城镇居民人均可支配收入 (元)	6
图 5: 食品饮料主要板块 PE、PEG 与投资逻辑梳理	7
图 6: 规模以上白酒企业产量及增速	8
图 7: 规模以上白酒企业收入及增速	8
图 8: 规模以上白酒企业利润总额及增速	8
图 9: 规模以上白酒企业利润总额占营业收入比重	8
图 10: 白酒当月产量及增速	9
图 11: 上市白酒板块单季度营收及增速	9
图 12: 上市白酒板块单季度扣非归母净利润及增速	9
图 13: 2004 年以来白酒历史行情复盘	10
图 14: 2015 年至今中证白酒与沪深 300 涨跌幅以及超额收益	10
图 15: 白酒板块 2021 年行情复盘 (中证白酒指数)	11
图 16: 白酒板块总市值与 PE 估值	12
图 17: 白酒板块市值增长的盈利与 PE 拆分	12
图 18: 白酒需求框架与细分价格带发展趋势	14
图 19: 2020 年国内白酒各价格带销售额份额 (出厂价)	15
图 20: 2020 年国内白酒各价格带销量份额	15
图 21: 飞天、普五和国窖批价走势 (元/瓶)	15
图 22: 茅台酒基酒产量与增速	15
图 23: 江苏主流白酒价格的升级情况	16
图 24: 安徽主流白酒价格的升级情况	16
图 25: 区域名酒收入较 19 年增长情况	16
图 26: 区域名酒扣非净利润较 19 年增长情况	16
图 27: 区域名酒和次高端酒出厂价测算对比	17
图 28: 古井贡酒 2021 年收入结构拆分测算	17
图 29: 上市次高端酒企收入及增速	17
图 30: 上市次高端酒企扣非利润及增速	17
图 31: 中小酱酒产品批价走势 (元/瓶)	18
图 32: 不同渠道模式的变革思路	20
图 33: 白酒团购具有势能引导的作用	21

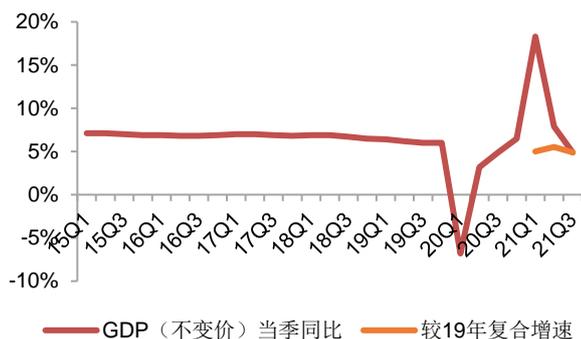
图 34: 团购模式和深度分销对白酒量价的影响	21
图 35: 规模以上啤酒企业产量及增速	23
图 36: 规模以上啤酒企业月度产量及增速	23
图 37: 规模以上啤酒企业收入增速的量价拆分	23
图 38: 不同阶段啤酒行业产量和吨价复合增速	23
图 39: 2006-2020 年各国啤酒零售吨价 (元/500ml)	24
图 40: 2020 年各国拉格啤酒消费结构	24
图 41: 国内次高端及以上啤酒销量、增速及占比测算	24
图 42: 国内头部厂商次高端及以上啤酒市占率测算	24
图 43: 大麦进口均价走势	25
图 44: 玻璃价格走势	25
图 45: 铝锭价格走势	25
图 46: 瓦楞纸价格走势	25
图 47: 青岛啤酒单吨成本同比	26
图 48: 华润啤酒单吨成本同比	26
图 49: 青岛啤酒成本周期、提价周期和盈利周期的复盘	26
图 50: 啤酒板块半年度毛销差趋势	27
图 51: 国内主要啤酒厂商毛销差趋势	27
图 52: 啤酒厂商固定资产 (亿元)	28
图 53: 啤酒厂商折旧摊销费用占营业收入的比重	28
图 54: 国内规模以上乳制品企业营业收入及增速	29
图 55: 国内规模以上乳制品企业营业收入的量价拆分	29
图 56: 国内乳制品零售市场规模拆分 (亿元)	29
图 57: 国内不同类别乳制品零售市场规模增速	29
图 58: 国内人均液体奶消费量及增速测算	30
图 59: 疫情期间(20 年 3 月)天猫不同品类奶粉增速	30
图 60: 伊利股份液体乳收入及增速	30
图 61: 线下商超酸奶销售额及增速	30
图 62: 蒙牛低温鲜奶业务和每日鲜语收入增速	31
图 63: 光明乳业鲜奶销量及增速	31
图 64: 国内奶酪零售市场规模及增速测算	31
图 65: 蒙牛乳业和妙可蓝多奶酪业务收入增速	31
图 66: 伊利奶粉及奶制品收入及增速	32
图 67: 伊利婴幼儿奶粉市占率	32
图 68: 国内生鲜乳价格走势复盘	32
图 69: 国内奶牛数量及增速	33

图 70：国内液奶富余量	33
图 71：伊利股份毛利率与原奶价格、提价周期和产品周期的复盘	34
图 72：伊利毛利率、费用率、净利率与公司战略周期复盘	35
表 1：2022 年白酒行业重要事件及时间点	12
表 2：高端酒和次高端酒动态估值水平	13
表 3：区域名酒和大众酒动态估值水平	13
表 4：2021 年来白酒上市公司股权激励计划密集推出	18
表 5：白酒上市公司十四五规划与股权激励情况	19
表 6：次高端和区域名酒省内市场收入占比	21
表 7：部分啤酒厂商的关厂计划	27

一、宏观经济稳步恢复，支撑消费升级趋势

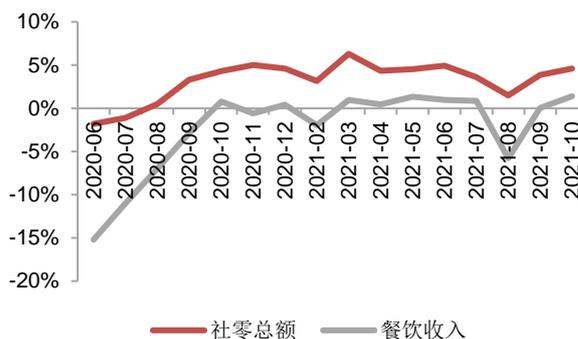
新冠疫情爆发至今，对居民日常生活和宏观经济的影响仍在延续。21年来，国内整体经济稳步恢复，21Q1~Q3的GDP增速较19年同期的复合增速分别达到5.0%、5.5%和4.9%，增速中枢较疫情前有所放缓。社零自20年8月恢复增长，21年1-10月两年复合增速在3%~5%之间，平均约为4.1%，低于GDP增速；社零中餐餐饮收入增速在21年来平均增速在-0.2%左右，主要仍受疫情影响的限制。展望22年，预计宏观经济仍将保持稳定增长的趋势，社零和餐饮等在更有效的疫情管控体系和更高的疫苗接种率等条件的支持下，有望实现边际改善。

图 1：国内 GDP 单季增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

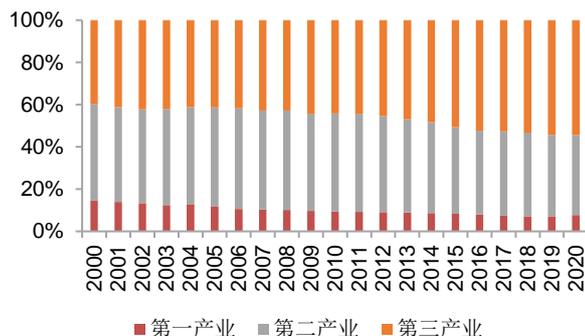
图 2：20 年下半年来社零总额及餐饮收入月度增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所(注：21 年的数据为两年复合增速)

00 年至 20 年，国内 GDP 增加值构成中第三产业收入比重从 40% 提升至 55%，消费仍是未来国内经济长期增长的核心驱动力。13 年至 20 年，农村居民人均可支配收入从 9,430 元提升到 17,131 元 (CAGR 为+8.9%)，城镇居民人均可支配收入从 26,467 元提升到 43,834 元 (CAGR 为+7.5%)，20 年疫情冲击经济，但国内居民收入仍保持增长。居民收入和生活水平的提升仍将在长周期内支撑消费升级，是消费品行业的核心逻辑。

图 3：GDP 增加值构成占比



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 4：国内农村和城镇居民人均可支配收入 (元)



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

展望 22 年，我们认为在食品饮料板块的投资需要重点关注业绩增长（确定性逻辑和环比改善逻辑）、估值性价比和股权激励三条逻辑主线。横向对比，当前食品饮料主要细分板块中，次高端酒

的 22 年 PE 最高，高端酒次之，区域名酒、乳制品板块的 PE 估值较低；从 PEG 角度来看，PEG 估值较低的细分板块包括乳制品、区域名酒、次高端酒等。

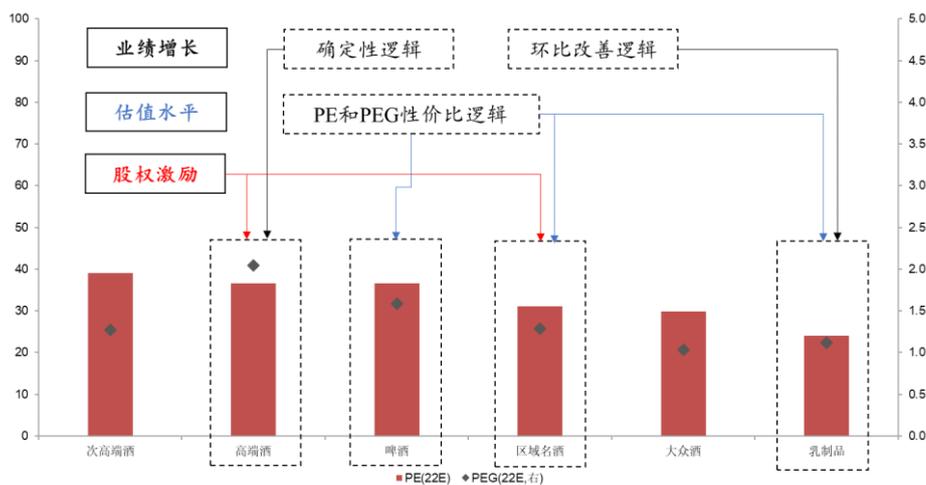
白酒板块：在产销量缓慢下滑趋势下，行业结构升级加速。高端酒需求稳固，茅五泸的业绩增长确定性高；茅台酒 22 年销量存在提升空间，新管理层对价格释放积极信号，有望形成对白酒板块的重要利好；在业绩增长的确定性逻辑下保持配置价值。次高端价格带承接高端酒需求溢出和消费升级，在区域扩张招商铺市的汇量增长红利边际减弱后，扩容红利进一步向以基地市场消费升级为驱动的区域名酒转移；在估值性价比逻辑的进一步支撑下，区域名酒的配置价值值得关注。另一方面，白酒公司体制改革稳步推进，股权激励逐步推出，重点关注具有激励预期的高端酒和区域名酒公司。**综合，白酒板块重点推荐五粮液、贵州茅台、泸州老窖、洋河股份和古井贡酒。**

啤酒板块：国内啤酒产销量小幅下滑，吨价提升成为收入利润增长的核心逻辑；原材料成本压力在啤酒公司 22 年报表端体现，推动产品提价和费用收缩，预期盈利能力保持改善趋势。**在成本压力和月度销量波动的作用下，啤酒板块需更强调 PE 和 PEG 的估值性价比节奏，若短期利空对啤酒板块形成压制，建议重点关注布局机会；重点推荐青岛啤酒、华润啤酒，建议关注重庆啤酒。**

乳制品板块：行业预期仍保持中低个位数增长，疫情对饮奶促进的红利边际减弱，液态奶预期增速放缓，头部乳企加大细分品类的布局，包括低温鲜奶、奶酪和奶粉等。原奶成本压力减小和费用投放节奏预计将是 22 年乳制品板块的主要关注点；我们认为原奶价格降低将支撑毛利率上行，同时在头部乳企都明确提出利润改善规划的背景下，费用投放预计不会大幅增长；两方面逻辑有望共同支撑盈利环比改善。同时从估值性价比的逻辑来看，当前乳制品板块的估值水平较低，具备较高的配置价值。**综合，乳制品板块建议关注伊利股份、蒙牛乳业和妙可蓝多。**

综合考虑业绩增长、估值水平以及股权激励逻辑等，板块推荐的优先级为白酒>啤酒>乳制品。

图 5：食品饮料主要板块 PE、PEG 与投资逻辑梳理



资料来源：Wind、东方证券研究所（注：PE 和 PEG 测算采取 Wind 一致预期，时间为 2021 年 11 月 25 日）

二、白酒三条主线深化演绎，关注提价、激励及渠道升级

2.1 白酒行业稳固向上，估值水平趋于合理

● 白酒行业稳定增长，盈利能力持续提升

据国家统计局，规模以上白酒企业 20 年产量 741 万吨 (yoy-2.5%)，21 前三季度产量 501 万吨 (yoy+6.5%)，两年复合增长率为-2.3%；在“少喝酒，喝好酒”的消费习惯引导下，预计国内白酒产销量仍将延续小幅下滑的趋势，同时内部结构持续升级推动价升。规模以上白酒企业收入稳步增长，2020 年达到 5,836 亿元 (yoy+4.6%)，2015-2020 年的年均增速为 10%；在结构升级的推动下，预期中长期内规模以上白酒企业收入仍将维持个位数增长趋势。

图 6：规模以上白酒企业产量及增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 7：规模以上白酒企业收入及增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

白酒行业盈利能力继续增强。规模以上白酒企业利润总额维持较高增速，2020 年达到 1,585 亿元 (yoy+13.4%)，2015 年至 2020 年年均增长 20.1%，高于收入增速；利润总额占营收比重从 2016 年的 13.0%提升至 2020 年的 27.2%，年均提升 3.5pct。

图 8：规模以上白酒企业利润总额及增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 9：规模以上白酒企业利润总额占营业收入比重



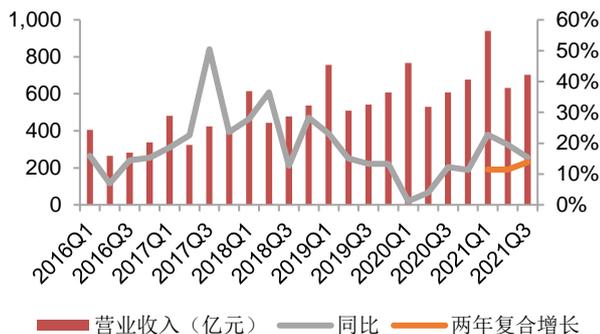
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

边际上，21 年白酒当月产量两年复合增速在 3 月至 8 月间呈下滑趋势，8 月当月同比下滑 8.9%；9 月和 10 月下滑幅度呈收窄趋势，下滑幅度分别为 6.3%和 5.1%。随着疫情影响减弱，预期未来白酒产量增速波动将进一步降低。

图 10：白酒当月产量及增速


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

从上市公司业绩的两年复合增速来看，21Q1至Q3分别为11.5%、11.5%和13.8%，逐季提升，疫情对白酒消费的冲击逐步减弱。白酒板块利润的两年复合增速呈现相同的趋势，21Q1至Q3分别为13.5%、15.1%和16.1%，逐季改善。

图 11：上市白酒板块单季度营收及增速


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 12：上市白酒板块单季度扣非归母净利润及增速

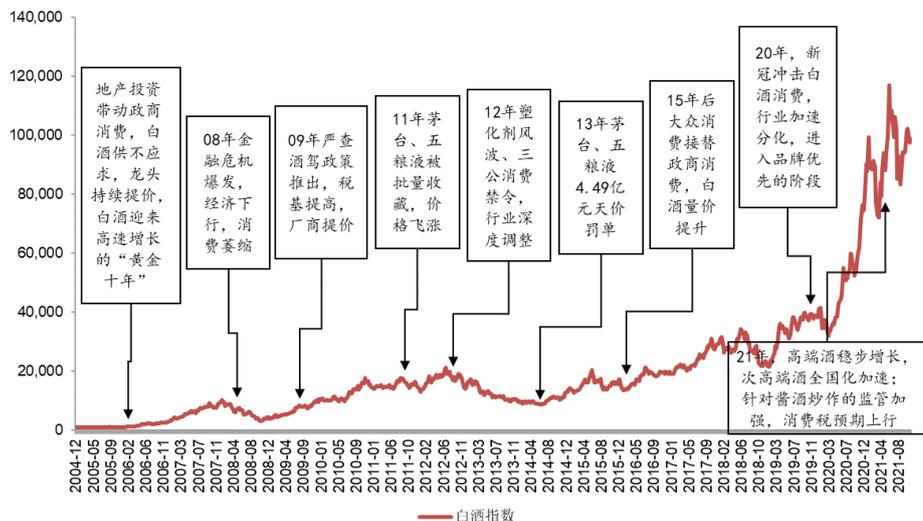

资料来源：Wind，东方证券研究所

● 白酒历史行情复盘，周期性减弱确定性提升

回顾历史，国内白酒产业经历过几轮大周期。第一轮 89 年至 02 年的周期源于国家放开白酒定价权，厂商逐步走向市场化，国内白酒产量稳步提升。第二轮 03 年至 14 年白酒周期源于宽松的货币政策推动基建带动，催生政商务白酒消费需求。第三轮从 15 年开始至今的白酒周期由大众消费接替政商消费主导，周期波动开始缩小，白酒行业的价值和稳定成长属性凸显。

2020 年来看，疫情冲击白酒消费，行业加速分化，进入品牌优先的阶段；2021 年，行业延续这个趋势，高端酒稳步增长，次高端酒的全国化加速。另一方面，酱酒炒作引发监管关注，市场对于白酒消费税的预期也有所提升。

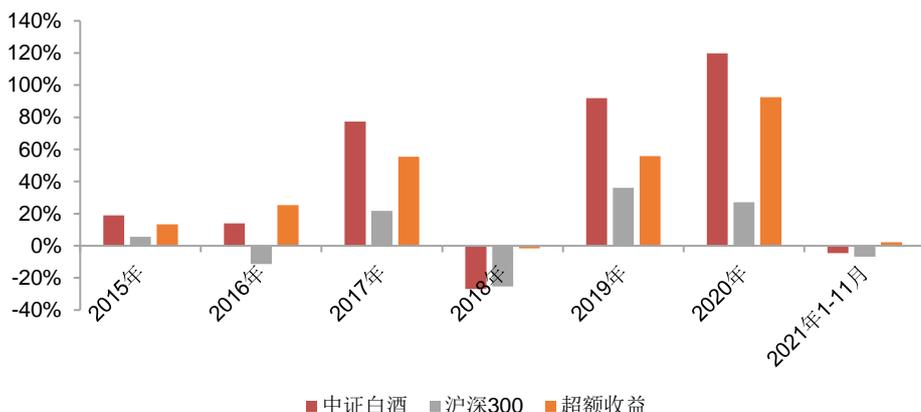
图 13：2004 年以来白酒历史行情复盘



资料来源：Wind、东方证券研究所

2015 年以来，白酒板块在大多数年份均实现了较高超额收益：1) 在 15 至 17 年，白酒行业从复苏到强劲增长，白酒板块相对沪深 300 先后实现 13%、25%和 56%的超额收益；2) 18 年受国内外经贸摩擦因素影响，白酒行业在 18Q3 经历短暂调整后快速恢复，全年超额收益为-1.6%；3) 19 年行业增速虽然放缓，但龙头增长稳健、酒企分化复苏，全年白酒板块仍实现 56%的超额收益；4) 20 年新冠疫情对 20H1 白酒消费造成重大冲击，20H2 业绩恢复超预期，流通性充裕背景下，白酒估值上行，全年实现 93%的超额收益。5) 21 年，宏观经济继续恢复，白酒基本面稳固，高端酒稳步增长，次高端酒快速扩容，但受流动性收紧、白酒监管预期加强等因素影响，白酒板块估值下滑，前 11 个月的超额收益为 1.4%。

图 14：2015 年至今中证白酒与沪深 300 涨跌幅以及超额收益

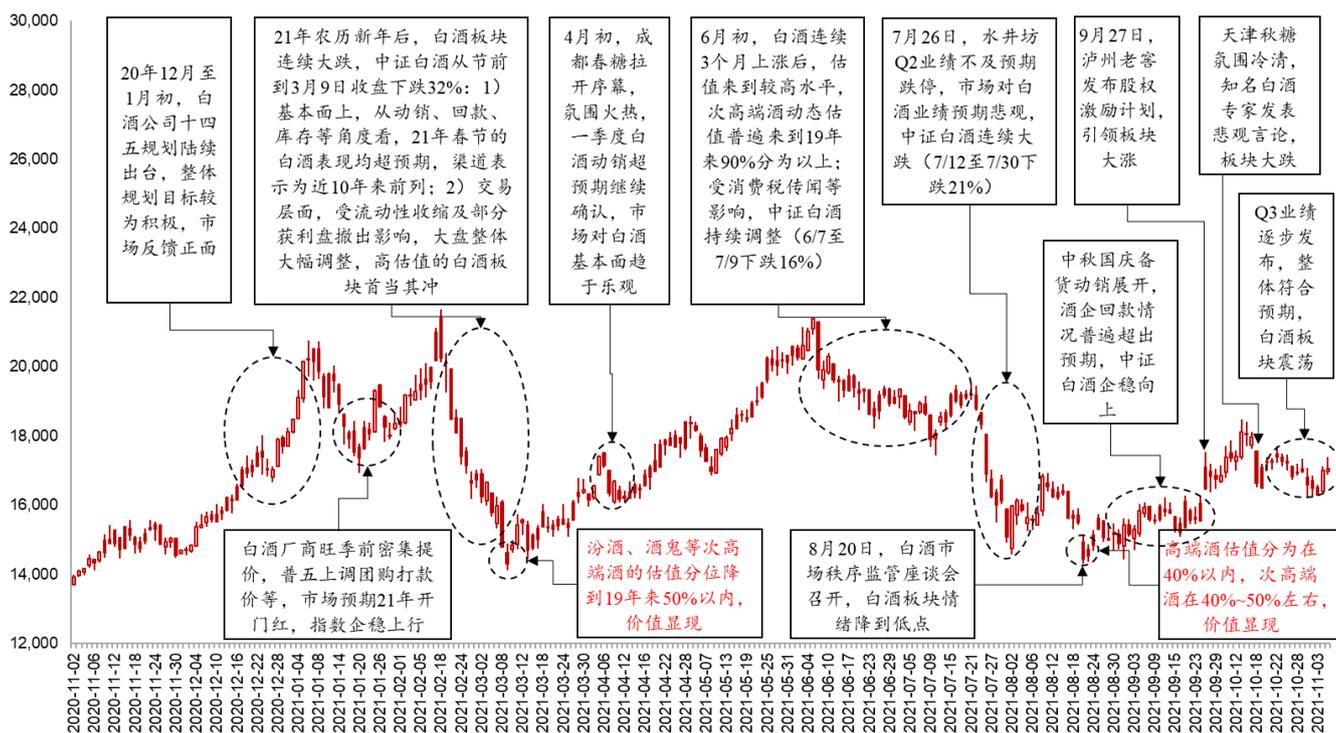


资料来源：Wind、东方证券研究所（注：收盘价时间为 2021 年 11 月 25 日）

● 20 年底至今白酒行情复盘，22 年需关注的事件盘点

复盘 2020 年底以来的白酒行情：1) 20 年 12 月至 1 月初，白酒公司十四五规划陆续出台，整体规划目标较为积极，市场反馈正面，白酒指数延续此前的涨势。2) 1 月初达到阶段高点后，白酒

指数回调，但在 1 月下旬左右，白酒厂商开启旺季前的密集提价，普五上调团购打款价等，市场预期 21 年开门红，指数企稳上行，于农历新年前达到高点。**3)** 21 年农历新年后，白酒板块连续大跌，中证白酒从节前到 3 月 9 日收盘下跌 32%；基本上，从动销、回款、库存等角度看，21 年春节的白酒表现均超预期，渠道表示为近 10 年来前列；交易层面，受流动性收缩及部分获利盘撤出影响，大盘整体大幅调整，高估值的白酒板块首当其冲。**4)** 至 3 月上旬，白酒板块高估值风险被大量消化，其中汾酒、酒鬼等高增长的次高端酒估值分位降到 19 年来 50% 以内，价值显现，触底反弹。**5)** 4 月初，成都春糖拉开序幕，氛围火热，一季度白酒动销超预期继续确认，市场对白酒基本面趋于乐观，白酒指数延续上涨趋势。**6)** 6 月初，白酒连续 3 个月上涨后，估值来到较高水平，次高端酒动态估值普遍来到 19 年来 90% 分位以上；消费税传闻再起，中证白酒持续调整约近 2 个月（6/7 至 7/9 下跌 16%）。**7)** 7 月 26 日，水井坊 Q2 业绩不及预期跌停，市场对白酒业绩预期悲观，中证白酒连续大跌（7/12 至 7/30 下跌 21%）。**8)** 8 月 20 日，白酒市场秩序监管座谈会召开，白酒板块情绪降到低点；同时，高端酒估值分位在 40% 以内，次高端酒在 40%-50% 左右，价值显现，触底反弹；**9)** 9 月，中秋国庆备货动销展开，酒企回款情况普遍超出预期，中证白酒企稳向上；**10)** 9 月 27 日，泸州老窖发布股权激励计划，引领板块大涨；**11)** 10 月下旬，天津秋糖氛围冷清，知名白酒专家发表悲观言论，板块大跌；**12)** 10 月底，Q3 业绩逐步发布，整体符合预期，白酒板块震荡。

图 15：白酒板块 2021 年行情复盘（中证白酒指数）


资料来源：Wind、公开资料整理、东方证券研究所

综合年内的白酒指数走势，驱动行业上涨的因素主要包括酒企长期规划、产品提价、估值低位、糖酒会超预期、股权激励等；导致行业下跌的主要因素包括估值高位、消费税传闻、行业监管、业绩低于预期、糖酒会低于预期等。**建议关注 22 年相关事件的发生时点。**

表 1：2022 年白酒行业重要事件及时间点

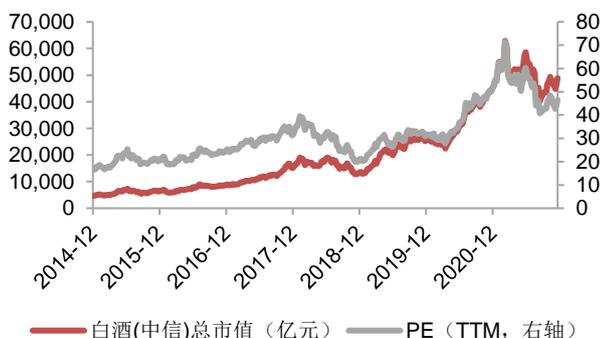
时间点	重要事件
12 月底至 1 月初	春节前回款，产品提价计划等
1 月底至 2 月初	春节动销及假期间政策动向
3 月 24 日前后	成都春糖召开，关注白酒热度以及渠道一季度反馈
3 月底至 4 月底	白酒公司 21 年年报及 22 年一季报披露
6 月初	白酒新国标实施，关注行业边际动态
8 月下半旬	白酒二季报披露
9 月初	9 月 10 日中秋节，关注中秋动销和节前备货
10 月初	关注国庆动销和节前备货
10 月 20 日前后	武汉秋糖召开，关注白酒热度和渠道反馈
10 月底	白酒三季报披露
11 月	关注 23 年白酒策略投资方向

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

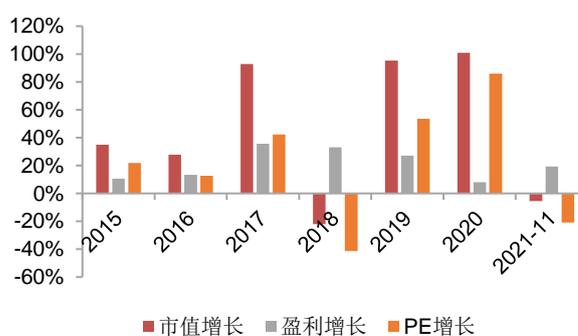
● 白酒板块估值趋于合理

回顾 15 年来白酒板块估值的变化情况：1) 15 年至 17 年间，白酒板块市盈率稳定上行，主要因为行业景气度恢复；2) 18 年受行业调整影响，PE 下滑明显；3) 19 年行业恢复稳定增长，估值回升；4) 20 年 PE 快速上行，主要因为受疫情导致 20Q1/Q2 盈利基数降低，Q3 恢复超预期带来估值溢价提升。5) 21 年以来 PE 呈现震荡下行趋势，主要因为白酒盈利恢复后估值消化，消费税等不利因素打压等。15 年至 21 年 11 月底间，白酒板块 PE(TTM) 的最小值为 16.7，最大值 71.4，平均值 31.7，中间值 29.6，11 月底估值处于 2015 年来 55% 分位，趋于合理。

拆分白酒板块市值增长的驱动力：1) 15 年至 18 年，盈利增长是主驱动力，此阶段市值增长 159%，其中盈利增长 127%，PE 增长 15%；2) 19 年至 20 年，PE 增长超过盈利增长，此阶段市值增长 292%，其中盈利增长 37%，PE 增长 185%。3) 21 年来，盈利增长消化估值，21 年初至 21 年 11 月底，白酒板块市值增长 -6%，其中盈利增长 19%，PE 增长 -21%。以 Wind 一致预期和 11 月底的市值为基础，22 年和 23 年白酒板块预期估值将下降到 37 倍和 31 倍。

图 16：白酒板块总市值与 PE 估值


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 17：白酒板块市值增长的盈利与 PE 拆分


资料来源：Wind、东方证券研究所

从目前估值的水平来看，高端酒预期估值在 45%~55%分位之间，五粮液估值较低，PE(未来 12 个月)为 31 倍；次高端酒中，山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒和洋河股份的估值分位数均下降到 50% 以内，水井坊估值水平相对较高。

表 2：高端酒和次高端酒动态估值水平

未来 12 个月预期估值	高端酒			次高端酒					
	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	舍得酒业	水井坊	酒鬼酒	洋河股份	
当前估值	41	31	37	53	40	43	53	27	
2019 年至今	最大值	59	54	63	103	78	57	98	42
	最小值	19	12	13	15	13	16	14	14
	中间值	37	29	30	50	21	35	51	25
	百分位	55%	45%	47%	44%	42%	64%	46%	49%
2014 年至今	最大值	59	54	63	103	170	156	231	42
	最小值	8	5	6	8	12	16	14	7
	中间值	24	20	22	31	38	34	43	18
	百分位	64%	53%	54%	48%	18%	19%	18%	59%
2009 年至今	最大值	59	54	63	103	170	156	231	42
	最小值	8	5	6	8	11	12	10	6
	中间值	22	20	20	29	37	28	39	18
	百分位	64%	53%	54%	48%	18%	22%	19%	59%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2021 年 11 月 25 日）

区域名酒中，目前估值分位数均上行到较高位置，这主要是因为市场对于其 22 年的盈利改善预期较高；但从 PE 的绝对值来看，今世缘、口子窖和迎驾贡酒的估值水平合理，在 30 倍左右及以内。

表 3：区域名酒和大众酒动态估值水平

未来 12 个月预期估值	区域名酒				大众酒				
	古井贡酒	今世缘	口子窖	迎驾贡酒	顺鑫农业	伊力特	老白干酒	金徽酒	
当前估值	47	31	21	33	29	22	31	35	
2019 年至今	最大值	52	40	25	33	49	31	71	71
	最小值	13	12	11	12	16	10	13	13
	中间值	39	26	18	19	29	17	25	28
	百分位	88%	69%	73%	97%	40%	56%	32%	37%
2014 年至今	最大值	52	40	58	70	49	31	71	71
	最小值	11	12	11	12	12	9	12	13
	中间值	23	21	20	20	23	19	33	25
	百分位	88%	69%	22%	36%	46%	59%	32%	37%
2009 年至今	最大值	69	40	58	70	49	44	82	71
	最小值	10	12	11	12	11	9	12	13
	中间值	24	21	20	20	22	20	32	25
	百分位	63%	69%	22%	36%	47%	38%	27%	37%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：估值时间为 2021 年 11 月 25 日）

2.2 白酒细分板块逐次升级，股权激励强化增长预期

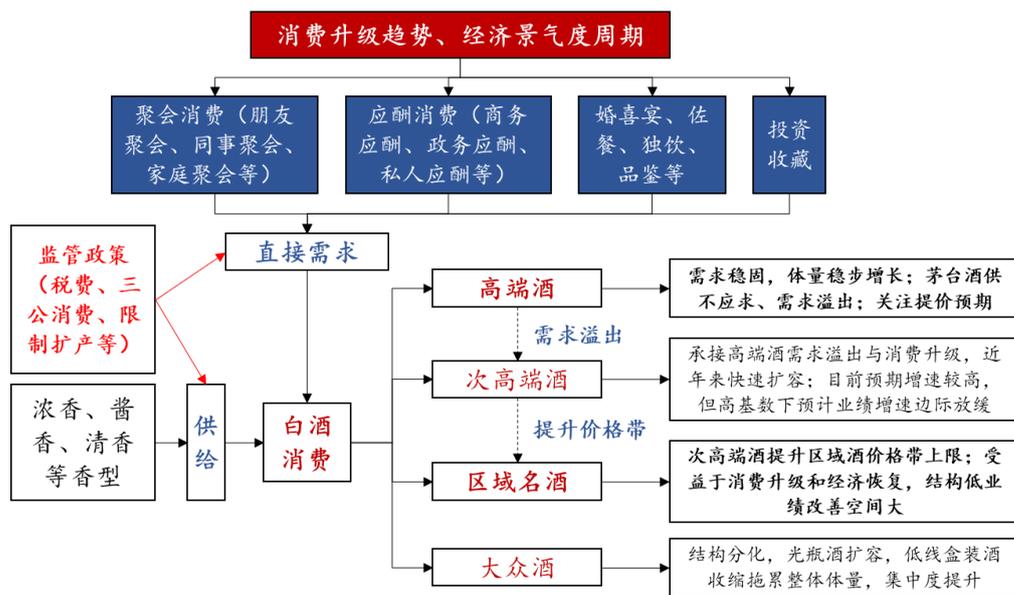
2.2.1 白酒主线一：行业整体降速，高端需求夯实，区域酒接力升级

● 白酒主线框架分析

消费升级趋势和经济景气度周期是影响白酒消费的两大重要因素，随着大众消费接替政商消费主导，白酒行业的周期波动继续减弱，稳定成长属性凸显。

站在当前时点，行业整体呈现降速趋势，细分价格带来看：1) 高端酒需求稳固，体量稳步增长；茅台酒供不应求、需求溢出；关注茅台酒的提价预期。2) 次高端酒受益于消费升级趋势，同时承接高端酒的需求溢出，近年来快速扩容，但同时增速预期较高，高基数下增速边际预计放缓。3) 次高端酒的快速发展打开了区域名酒的价格带上限，受益于消费升级和经济恢复，结构低业绩改善空间大。综合，22 年建议重点关注高端酒和区域名酒。

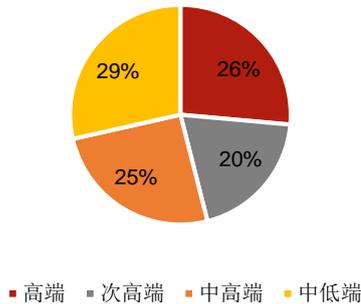
图 18：白酒需求框架与细分价格带发展趋势



资料来源：东方证券研究所

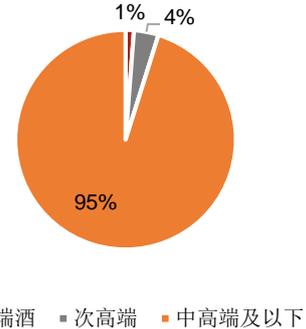
从白酒市场结构来看，2020 年我国规模以上白酒企业营业收入约为 5863 亿元，我们测算其中高端酒收入为 1550 亿元，占比 26%，次高端收入 1150 亿元，占比 20%。从销量角度，2020 年全国白酒产量 740 万吨，以 700 万吨的销量为基础估计，我们测算高端酒销售约 8 万吨，占比约 1%，次高端价格带销售 25 万吨，占比约 4%。从销售量看来，次高端价格带仍有较大的提升空间。目前大多消费者主要仍消费中高端及以下价格带的白酒，但随着消费水平的提升，次高端价格带的销量有望继续保持增长，这是次高端价格带持续扩容的销量逻辑基础。从受益酒企角度来看，全国化次高端酒企招商铺市红利边际减弱后，次高端价格带的扩容将进一步拓展到依赖于基地市场升级的区域名酒。

图 19: 2020 年国内白酒各价格带销售额份额 (出厂价)



资料来源: 国家统计局、中国酒类流通协会、东方证券研究所测算

图 20: 2020 年国内白酒各价格带销量份额

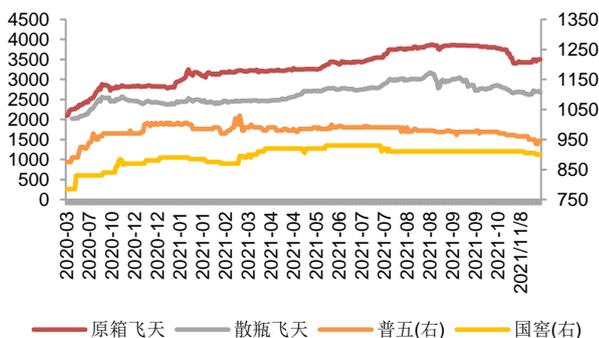


资料来源: 国家统计局、中国酒类流通协会、东方证券研究所测算

● 高端酒

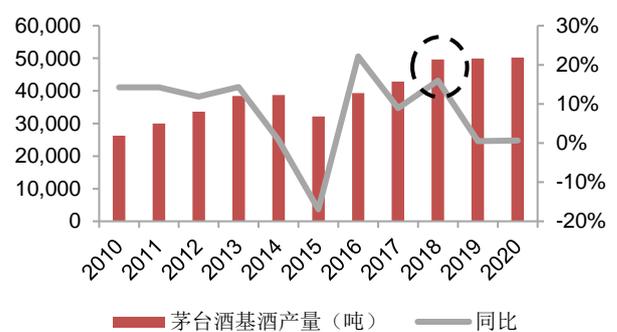
贵州茅台: 受拆箱政策取消影响, 10 月底至 11 月初的短期内, 飞天茅台批价出现下滑, 近期已逐步企稳; 茅台酒整体仍处于供不应求的状态, 长期稳定增长趋势不变。茅台新董事长上台后, 针对价格、产能等释放积极信号, 提出“将遵循市场规律做好茅台酒的定价(出厂价)工作。”。由于 18 年是茅台基酒产量大年, 22 年茅台酒供应量有望增长。**五粮液:** 受制于多重不利因素, 今年下半年以来股价走势较弱, 但估值已经回到合理水平 (22 年 30 倍)。公司将普五计划外打款价提升至 1089 元, 占比提升至 40%, 综合成本价上行至 969 元左右, 成本价上行有望驱动普五批价在 22 年破千。**泸州老窖:** 股权激励落地后, 管理层激励到位, 公司经营活力提升, 有利于国窖十四五规划的落地。**综合, 高端酒推荐顺序: 五粮液、贵州茅台和泸州老窖。**

图 21: 飞天、普五和国窖批价走势 (元/瓶)



资料来源: 今日酒价、东方证券研究所

图 22: 茅台酒基酒产量与增速



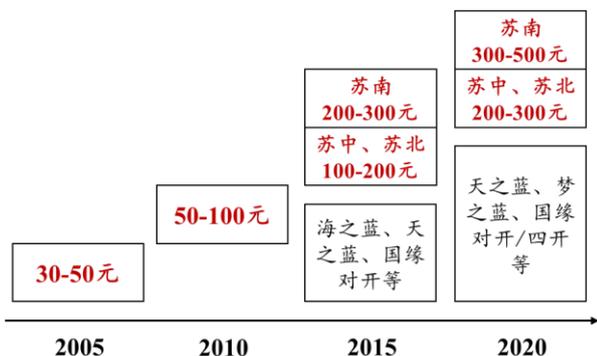
资料来源: 公司公告、东方证券研究所

● 区域名酒

居民消费水平的提升推动白酒主流消费价格带上行, 区域名酒存在较大的机会。以江苏和安徽为例, 江苏省经济发达, 苏南主流价格带上升到 300-500 元, 落入次高端价格带, 推动梦 6+/国缘 V 系列等产品快速增长; 苏北主流价格带上升至 200-300 元, 接近次高端, 意味着次高端产品开始

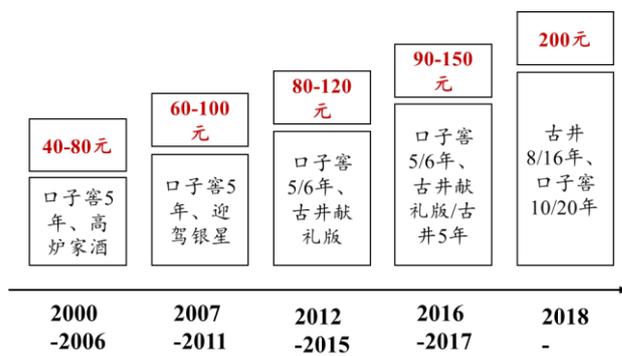
逐步放量。安徽市场，主流价格带上升至 200 元左右，300 元以上价格带在合肥等市场开始扩容，推动古 16/古 20/口子 20 年/洞藏 16 年/洞藏 20 年等快速增长。

图 23：江苏主流白酒价格的升级情况



资料来源：酒业家、东方证券研究所

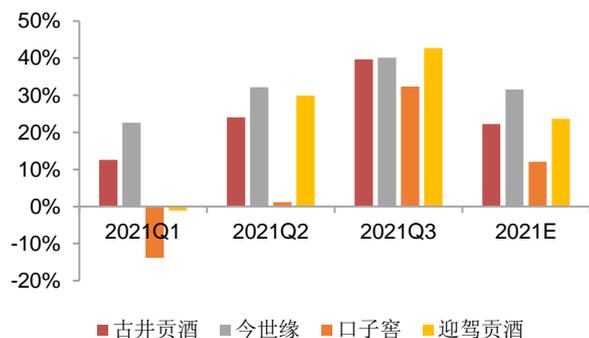
图 24：安徽主流白酒价格的升级情况



资料来源：酒业家、东方证券研究所

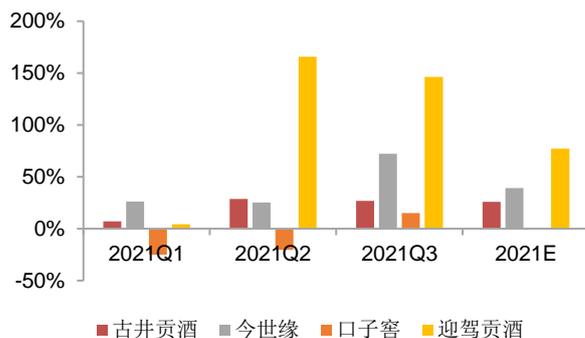
今年以来，区域名酒业绩增速亮眼。21Q3，古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒扣非净利润较 19 年同期增速分别达到 27%、72%、15%和 146%，口子窖和迎驾贡酒超出市场预期。消费升级驱动下，区域酒的盈利爆发力已经显现，22 年有望延续高增趋势。

图 25：区域名酒收入较 19 年增长情况



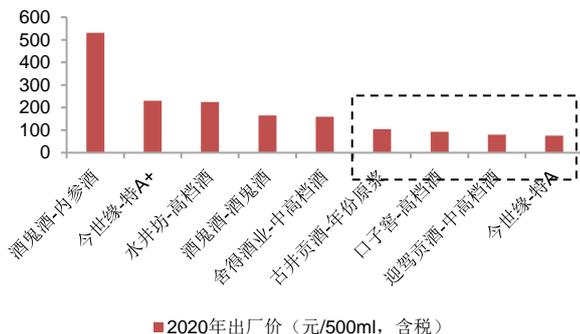
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 26：区域名酒扣非净利润较 19 年增长情况

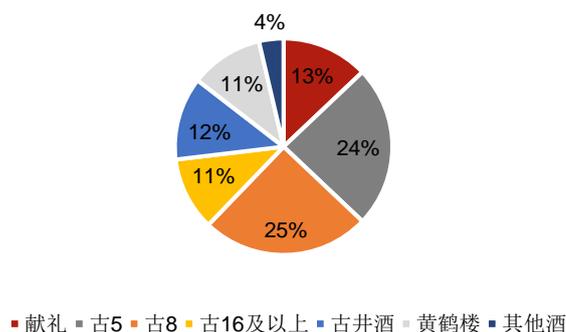


资料来源：公司公告、东方证券研究所

从公司报表出发测算核心品类的出厂价，2020 年，古井贡酒年份原浆、口子窖高档酒、迎驾贡酒中高档酒和今世缘特 A 类的出厂价均在 110 元/500ml 以下，较酒鬼酒、水井坊、舍得酒业等次高端酒的产品出厂价仍有较大差距。我们测算古井贡酒 2021 年的收入结构中，预计年份原浆中古 8 及以下的产品占比仍在 60%以上，当前高增长的古 16/古 20 的比重仅在 11%左右；此外公司体量中还包含大量价格较低的古井酒、黄鹤楼以及其他酒等。综合，区域名酒仍存在较大的结构升级空间，区域名酒的高价位产品高增长将有效推动营收增长和盈利能力提升。

图 27：区域名酒和次高端酒出厂价测算对比


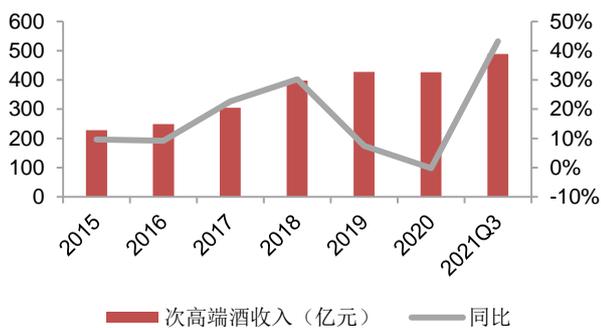
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 28：古井贡酒 2021 年收入结构拆分测算


资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 次高端酒

受益于高端酒的需求溢出和消费升级，次高端酒近年来扩容速度领先；2021 年前三季度，上市公司次高端酒收入增速达到 43%，利润增速达到 58%，在白酒板块中领先。次高端酒的高增长，是在价格带升级趋势下，次高端名酒企加速全国化布局，通过招商与渠道网络扩张实现的汇量增长；在渠道红利边际减少的作用下，次高端酒企的边际增速预期放缓。

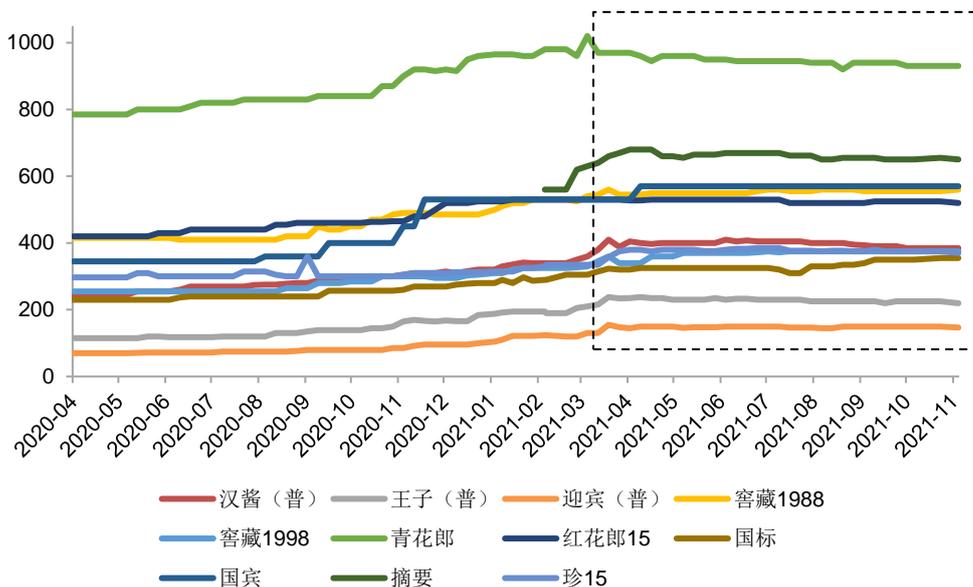
图 29：上市次高端酒企收入及增速


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 30：上市次高端酒企扣非利润及增速


资料来源：Wind、东方证券研究所

另一方面，受监管部门对酱酒炒作的加严、酱酒渠道库存较高、终端开瓶率低等不利因素影响，酱酒热潮出现降温，部分渠道商开始抛货销售等；如果酱酒市场渠道去库加速，短期内可能会对浓香等其他香型次高端产品的消费造成不利冲击；中长期，随着酱酒淡化，次高端名酒的竞争将回归到产品力、品牌力和渠道力的传统模式上，传统名酒的竞争力将更加突出。

图 31：中小酱酒产品批价走势（元/瓶）


资料来源：今日酒价、东方证券研究所

2.2.2 白酒主线二：改革稳步推进，股权激励强化业绩增长预期

● 酒企体制改革稳步推进，股权激励带来预期改善

2021 年下半年来，包括洋河股份、水井坊、泸州老窖、今世缘等在内的多家白酒公司先后公布股权激励相关计划，以推动公司改革和经营活力提升。我们认为国企改革与股权激励有望成为 22 年白酒板块重要投资主线，关注具备股权激励预期的古井贡酒、五粮液、舍得酒业、口子窖等公司。

表 4：2021 年来白酒上市公司股权激励计划密集推出

时间	公司	激励计划	激励规模	高管参与情况	业绩要求
2021 年 7 月 16 日	洋河股份	《第一期核心骨干持股计划（草案）》	持股规模 9,661,310 股，占总股本的 0.64%，受让价格为 103.73 元，合计规模 10.02 亿元	董事长张联东、总裁钟雨以及执行总裁刘化霜均拟持有 1000 万元的份额	2021 和 2022 年营业收入同比增长均不低于 15%
2021 年 9 月 15 日	水井坊	《2021 年员工持股计划（草案）》	拟使用 72,3700 股，占总股本的 0.15%，受让价格 55 元/股，合计规模 3980 万元	董事长范祥福、总经理朱镇豪、财务总监蒋磊峰拟持有份额比重 4.67%、14.37%、3.90%	2021-2022 年/2021-2023 年的营收增长率的平均值在 9 家对标企业中排名前 5
2021 年 9 月 27 日	泸州老窖	《2021 年限制性股票激励计划（草案）》	拟授予的限制性股票数量不超过 883.46 万股，约占股本总额的 0.6031%，受让价格为 92.71 元/股，合计规模 8.19 亿元	董事长刘淼、总经理林锋分别授予 9.59 万股	以 2019 年为基础，2021、2022、2023 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位值
2021 年 11 月 1 日	今世缘	《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告》	拟使用不超过人民币 5.18 亿元（含）的自有资金，回购股份数量为 660 万股至 770 万股，拟用		

			于实施股权激励计划		
--	--	--	-----------	--	--

资料来源：各公司公告、东方证券研究所

白酒上市公司在发布股权激励、员工持股计划等之后，市场对公司经营形成改善预期，股价在短期内走势较强，较市场整体能取得超额收益。长周期看，白酒上市公司实施股权激励对于提升公司经营活力，改善治理结构具有重要作用，进而自上而下推动公司业绩和市值增长。结合各家酒企的十四五规划，股权激励将进一步促进相关目标的落地。

表 5：白酒上市公司十四五规划与股权激励情况

酒企	收入规模（亿元）		CAGR	股权激励情况	十四五规划	
	2020	2025E				
贵州茅台	980	1700	12%		集团确定“双打造双巩固三翻番”的目标，收入翻一倍是主要指标，十四五向 2000 亿销售目标迈进；其中股份公司收入目标 1700 亿元，习酒目标 200 亿元	
五粮液	573	1100	14%		20 年集团收入突破 1200 亿（+11%），十四五规划集团收入 2000 亿以上，股份公司占比 50% 以上	
泸州老窖（国窖，销售口径）	130	保底 300 亿（冲击 400 亿）	18%~25%	2021 年 9 月推出股票期权激励计划	20 年国窖已实现 130 亿既定销售目标，25 年营收保底做到 300 亿元（冲击 400 亿元）	
山西汾酒	140	400	23%	2018 年限制性股票激励计划	十四五规划 400 亿元，省外占比超过 70%	
酒鬼酒	整体	18	50	22%		十四五期间酒鬼要突破 30 亿，跨越 50 亿，迈向 100 亿，营收维持至少 25% 增长；其中内参销售口径 2025 年计划实现 50 亿元，2030 年目标 100 亿元
	内参（销售口径）	8.5	50	43%		
水井坊	40（F21）	70（F23）	32%	2021 年 9 月推出员工持股计划	23 年财年（22-07 至 23-06）营收目标 70 亿	
今世缘	51	100	14%	2021 年 11 月开始回购股票用于股权激励	25 年销售口径实现 200 亿（报表超 100 亿），预计未来 5 年报表口径收入 CAGR 超 15%；25 年销售口径下，国缘 150 亿，今世缘 40-50 亿，高沟 2-3 亿元，国缘 V 系列占比 1/4，V9 占比达 1/8	
古井贡酒	103	200（2024 年）	18%		未来五年营收超 200 亿，预计可提前一年完成	
顺鑫农业	102	200	14%		2025 年收入规划 150-200 亿元	
口子窖	40	100	20%		根据《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，预计口子窖 25 年营收超 100 亿	
伊力特	18	50	23%		“十四五”末期，公司规划目标为：力争白酒销量达到 5 万吨，年均增长 17.93%；营业收入达到 50 亿元，年均增长 22.67%；利润总额达到 14 亿元，年均增长 23.87%。	

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

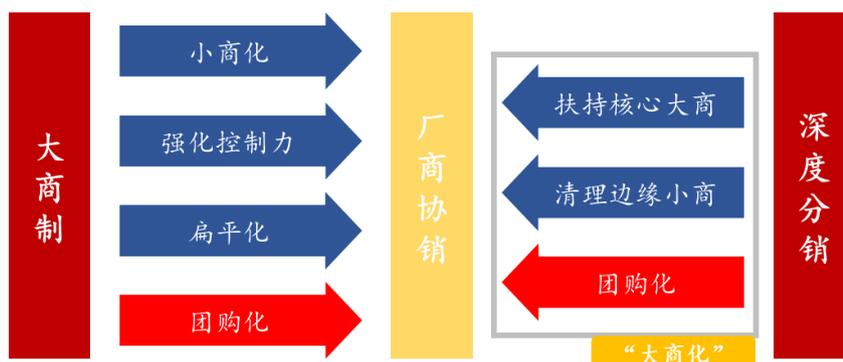
2.2.3 白酒主线三：渠道重视团购，基地市场重要度提升

● 渠道运作重视团购作用

渠道运作方面，我们认为需要进一步关注团购渠道的作用。随着消费升级与消费分级的趋势进一步延续，团购化将是白酒行业的重要发展方向，其对名酒的盘价上行、销量提升将发挥关键作用。而白酒厂商发展团购需要渠道模式进一步向厂商协销的方向调整。

对于白酒厂商而言：1) 大商制由于渠道控制力不强（容易出现市场窜货、品牌体系混乱等）、扩张力不强、以及距离终端和消费者太远等缺点，在发展过程中逐步出现小商化、强化控制力、扁平化以及团购化等发展趋势；2) 深度分销模式由于价格体系过于透明、渠道利润低、以及经销商作用弱化导致动力不足等缺点，在发展中逐步推行提升核心大商地位、清理边缘小商以及利用大商发展团购业务等“大商化”的变革手段。

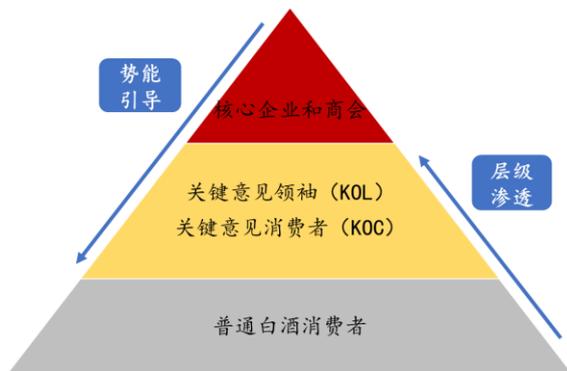
图 32：不同渠道模式的变革思路



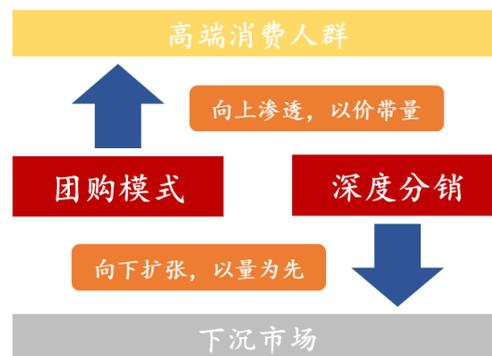
资料来源：东方证券研究所

团购渠道主要针对商务消费和高收入人群（KOL、KOC 等）展开，消费升级推动团购需求提升。从量的角度看，团购渠道的核心消费群具备足够的经济实力消费名酒，因为饭局应酬多而有频繁消费名酒的机会，对周边同等人群的消费具有号召力和影响力。当某一品牌的名酒在团购核心消费群中形成影响力，则势能向下引导普通白酒消费者选择该品牌的名酒，进而推动销量增长。

团购模式向上渗透高端消费人群，通过推动中高端产品的销量增长和价格上行，进而拉动整体销量的增长；深度分销强调渠道扁平化、全范围覆盖以及下沉市场渗透，首先追求销量的增长，长期运作之后导致盘价下行，渠道利润下滑，最终容易导致量价皆失。

图 33：白酒团购具有势能引导的作用


资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

图 34：团购模式和深度分销对白酒量价的影响


资料来源：东方证券研究所

● 基地市场重要性提升

在次高端价格带的扩容延伸至区域名酒消费升级之后，基地市场的作用进一步加强。我们认为需要关注具有强基地市场的酒企，古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒、洋河股份、酒鬼酒等公司的省内市场收入占比较高，在基地市场具有较强的市场竞争力，有望充分受益于此轮区域酒的价格带升级趋势。

表 6：次高端和区域名酒省内市场收入占比

酒企	省内市场收入占比
山西汾酒	40% (21 年前三季度)
舍得酒业	25% (21 年前三季度)
水井坊	6.5% (2020 年)
酒鬼酒	55% (21 年预计)
洋河股份	48% (21 年上半年)
古井贡酒	60% (2020 年)
今世缘	93% (21 年前三季度)
口子窖	80% (21 年前三季度)
迎驾贡酒	61% (21 年前三季度)

资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.3 白酒行业关注点与标的推荐

● 白酒行业建议关注

21 年以来，针对白酒的监管政策有所收紧，未来需进一步关注白酒监管政策动向。2021 年 8 月，市场监督管理总局价监竞争局召开《白酒市场秩序监管座谈会》，针对过去两年白酒行业的投资热潮，尤其是大量资本涌进茅台镇，进行了调研和访谈，展现了一定的监管信号。2021 年 9 月，仁怀市召开会议讨论白酒产业综合治理暨环境突出问题整改，提出“通过持续三年的综合治理行动，治理一批‘小散弱’的企业”。

消费税短期预计难以落地。今年以来，消费税成为白酒股价的重要利空。但是从目前的专家、渠道调研的情况来看，白酒消费税变革的方式（提升税率、缴税环节后移等）、改革后税收的分配（国家与地方分配、生产地与消费地分配等）仍存在不确定性。

- **白酒板块推荐标的**

- **五粮液(000858, 买入)**

普五终端需求稳健，随着计划外发货占比提升，批价预计稳步上行。公司加大经典五粮液发展，站位 2000 元价格带，自上而下引领价格体系升级，十四五期间的发展值得期待。多重利空释放后，公司估值回到较低水平，中长期投资价值体现。关注公司股权激励进度，看好长期业绩增长空间。

- **贵州茅台(600519, 买入)**

公司是高端酒龙头，在消费、投资、收藏等多种需求拉动下引领白酒行业整体向上发展。根据基酒的产量推测，预计明年飞天茅台可供给量较为宽裕，销量有望超预期。新任管理层上台后，对于产能和价格释放积极信号，有望成为股价催化剂。公司积极推进渠道改革，直营占比提升有望进一步提升盈利能力，看好公司增长的稳定性和持续性。

- **泸州老窖(000568, 买入)**

高端酒稳步扩容，飞天批价上行和五粮液提价，打开国窖提价空间。国窖批价稳步上行，计划外比重提升，低度酒终端打款价提价，未来有望推广至高度酒。秋糖发布泸州老窖 1952、黑盖等多个新品，有利于增加新的增长点。股权激励落地后，公司经营活力提升，有利于落实十四五规划目标。

- **洋河股份(002304, 买入)**

渠道调整后，目前公司库存合理，利润较高，推力加强。新管理层上台继续推进改革，M6+、M3 水晶版、天之蓝成功升级后，将进一步推动海之蓝、双沟等全产品线发力。江苏省经济发达，消费升级加速，长期次高端白酒扩容空间大，M6+等产品快速增长，引领公司盈利改善。公司股权激励计划设定 21/22 年营收增长目标 15%，增速确定性有保障。

- **古井贡酒(000596, 买入)**

安徽省内消费升级趋势加速，公司加快培育古 16/古 20，占据价格带升级前沿；预计待古 20 体量到一定规模，费用占比收缩后，古 20 将在报表端贡献更大增量。省外市场，公司稳步推进以古 20 为核心的全国化战略，在地面销售队伍的推进下，稳步发展消费者群体，重点发展河南、河北、江苏等市场，推动省外收入占比提升。关注公司股权激励预期，看好公司未来业绩增长空间。

三、啤酒行业提价优化结构，主动控费利润有效释放

3.1 啤酒行业趋于成熟，吨价提升是主逻辑

- **啤酒销量小幅下滑，结构升级吨价上行**

国内啤酒产量自 2013 年达到高点之后，整体延续下滑趋势。2020 年，受疫情冲击，国内规模以上啤酒企业产量 3,411 万吨，同比下滑 7.0%；**21 年前三季度，产量恢复至 2,924 万千升，同比提升 4.1%，两年复合增速为-1.5%**。考虑到：1) 我国人均啤酒消费量已较高，未来增量空间较小，

预调酒等品类替代性加强；2）人口老龄化加剧，啤酒主力消费人群占比下降等因素的影响，**预期未来我国啤酒产销量将趋于小幅下滑或保持稳定的趋势。**

边际上，啤酒月度产量同比增速和两年复合增速自 21 年下半年以来均呈现改善趋势。21 年 10 月，国内啤酒产量 218 万千升，同比增长 16.7%，两年复合增长 1.7%。

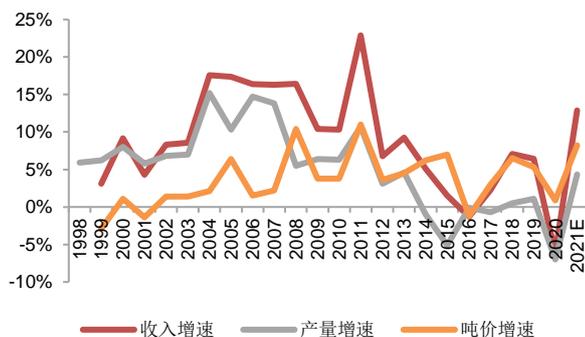
图 35：规模以上啤酒企业产量及增速


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

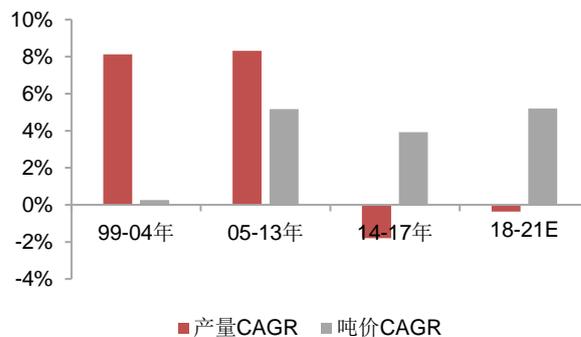
图 36：规模以上啤酒企业月度产量及增速


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

回顾历史，国内啤酒发展按量价拆分，大致可以分为以下几个阶段：**1）99 年至 04 年**，国内啤酒以量增为主，以华润雪花为代表的啤酒厂商在全国收购兼并地方酒厂，扩大经营规模，此阶段规模以上企业的产量和吨价 CAGR 分别为 8.1%和 0.3%。**2）05 年至 13 年**，国内啤酒公司的以提升销量和市占率为主要策略，同时伴随一定的产品提价和结构升级，量价齐升，产量增速高于吨价增速，CAGR 分别为 8.3%和 5.2%。**3）14-17 年**，13 年左右国内啤酒产销量达到顶峰，之后行业增长的驱动力发生切换，价格提升的趋势明显；此阶段销量下滑，吨价提升，CAGR 分别为-1.8%和 3.9%。**4）18 年至今**，产销量趋于稳定，提价趋势进一步明确，行业集体性提价进一步带动营收及利润改善，啤酒行业迎来基本面拐点；据测算，18 年至 21 年，销量和吨价 CAGR 分别为-0.4%和 5.2%。

图 37：规模以上啤酒企业收入增速的量价拆分


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

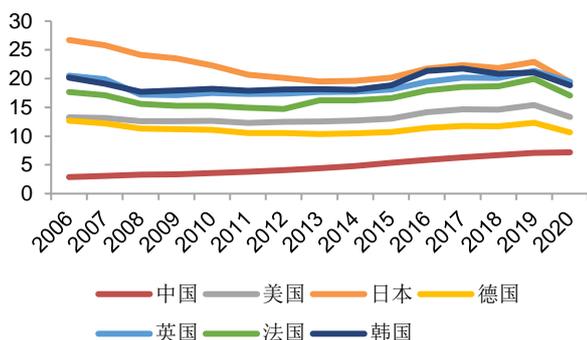
图 38：不同阶段啤酒行业产量和吨价复合增速


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

- 国内啤酒结构升级空间大，次高端以上价格带有望加速发展

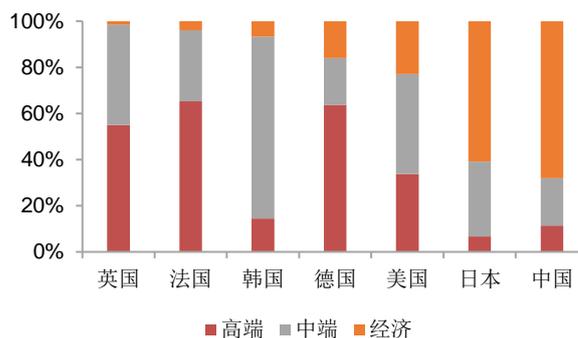
国内啤酒消费结构仍偏低端，未来吨价和产品结构升级空间较大。横向对比，20 年我国啤酒零售价约为 7.2 元/500ml，同时期欧美日韩等市场零售价在 11-20 元/500ml 之间，是中国市场的 1.5 倍至 2.7 倍。从占啤酒总销量约 90% 的拉格啤酒的消费结构来看，20 年中国高端拉格、中端拉格以及经济拉格的占比分别为 11%、21% 和 68%，同时期欧美日韩等海外市场高、中、低端拉格啤酒的平均占比为 40%、42% 和 18%，明显比国内较高。

图 39：2006-2020 年各国啤酒零售吨价（元/500ml）



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

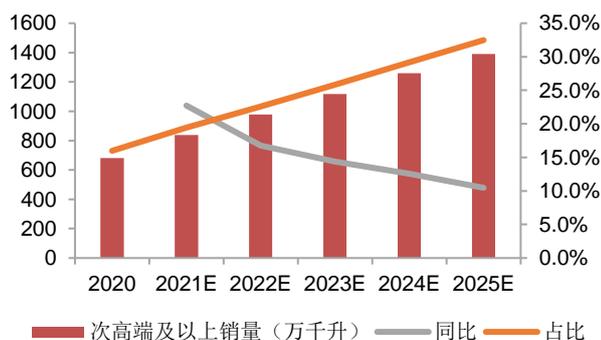
图 40：2020 年各国拉格啤酒消费结构



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

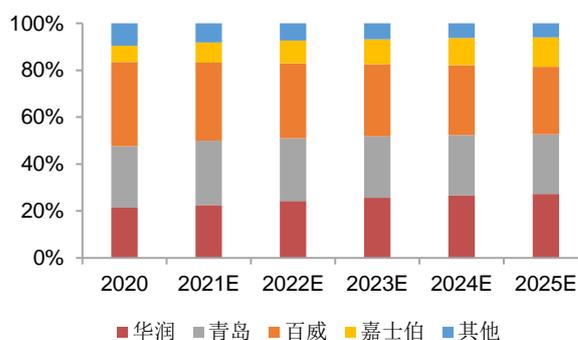
次高端及以上价格带是未来国内啤酒行业的主要增量价格带。我们预计至 2025 年，国内次高端及以上啤酒销量将达到 1389 万千升，在 2020 年的基础上年均增长约 15%。据测算，2020 年国内次高端及以上价格带中，百威、青岛、华润和重啤（嘉士伯）的市占率分别约为 36%、26%、21% 和 7% 左右，百威领先明显；我们预计至 2025 年，百威、青岛、华润和重啤（嘉士伯）的市占率将分别为 29%、25%、27% 和 13%，华润上升明显，青啤基本保持稳定。

图 41：国内次高端及以上啤酒销量、增速及占比测算



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 42：国内头部厂商次高端及以上啤酒市占率测算



资料来源：欧睿国际、各公司模型、东方证券研究所

3.2 原材料成本上行明显，产品提价逐步推进

● 2020 年以来，啤酒主要原材料的价格上行明显

进口大麦：受中国对澳大利亚大麦征收大额关税的影响，国内厂商转向进口法国等国家的大麦，大麦进口均价上行明显，21 年前 10 个月平均涨幅在 20% 以上。**玻璃：**新冠疫情基本得到控制后国

内宏观经济稳步复苏，包装需求增加，同时受环保政策限制玻璃扩产相对较慢，国内玻璃瓶价格上行；从月度价格来看，21年5月至6月，价格同比增长达到80%以上；近期玻璃价格有所下行，11月玻璃价格同比涨幅收窄至20%以内。

图 43：大麦进口均价走势


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 44：玻璃价格走势


资料来源：Wind、东方证券研究所

铝锭：铝锭价格和玻璃价格走势类似，前期大幅上涨后，近期价格有所下滑，涨幅也持续收窄，21年11月的铝价同比上涨约20%。**瓦楞纸：**瓦楞纸价格延续了20年初以来的上涨趋势，21年前11月平均上涨约17%，短期内涨幅有所扩大。

图 45：铝锭价格走势


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 46：瓦楞纸价格走势

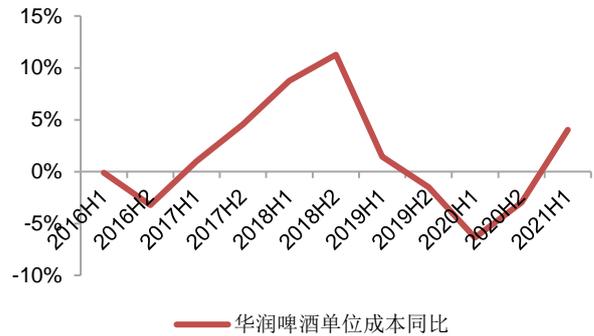

资料来源：Wind、东方证券研究所

包材和酿酒原材料在啤酒生产成本中占比较高，其中玻璃瓶、易拉罐、瓦楞纸的成本占比分别约31%、15%和4%，原材料中大麦的占比约15%。**主要包材和原材料的价格持续上涨，已经在啤酒厂商的报表端体现。**青岛啤酒21Q2和21Q3的单吨营业成本分别同比增长5.9%和6.9%，增速是18年Q4以来的新高；华润啤酒21H1的单吨营业成本同比增长4.0%，扭转了19H2-20H2以来的单吨成本同比下降的趋势。

图 47：青岛啤酒单吨成本同比



图 48：华润啤酒单吨成本同比



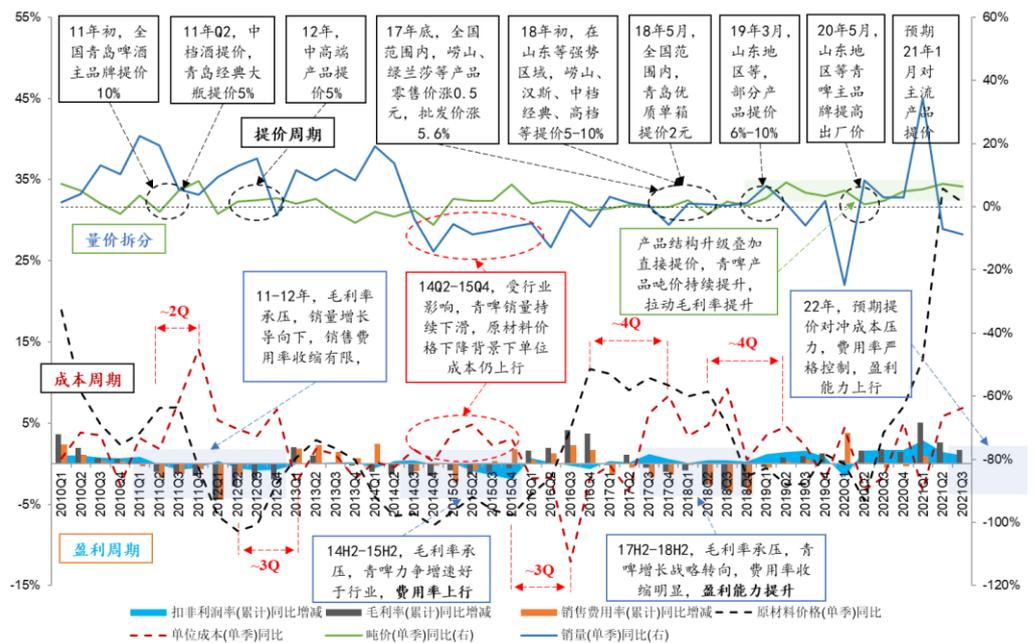
资料来源：公司公告、东方证券研究所

资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 复盘历史，啤酒产品提价预期推进，盈利能力有望延续上行趋势

复盘青岛啤酒历史上的成本周期、提价周期和盈利周期，可以发现：**1)**成本周期下，通常公司单位成本的变动落后与原材料价格变动约半年至一年左右，这主要因为啤酒厂商通常是提前半年至一年左右进行采购。**2)**在单位成本上行明显的 11 年至 12 年、17H2 至 19H1，公司都进行了密集的提价动作，以应对成本压力。**3)**在毛利率下行周期内，公司的费用投放强度依赖于其经营目标；其中 11-12 年和 14H2-15H2 两个阶段，公司分别追求销量增长和整体增速不低于行业，费用投放收缩有限，盈利能力下行；17H2-18H2 的毛利率承压阶段，公司的增长战略转向盈利导向，费用率收缩明显，盈利能力上行。**4)**19 年以来，受益于产品结构升级叠加直接提价，青啤产品吨价连续 11 个季度同比提升，拉动高毛利率上行。**5)**综合，展望 22 年，我们预期公司有望通过提价和结构升级对冲成本压力，费用率将被严格控制，盈利能力保持上行趋势。

图 49：青岛啤酒成本周期、提价周期和盈利周期的复盘



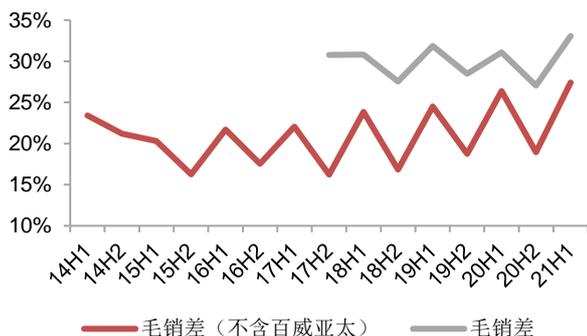
资料来源：公司公告、公开资料整理、东方证券研究所

3.3 费用管控预期加严，关厂增效继续推进

● 龙头厂商利润诉求增强，啤酒板块毛销差上行

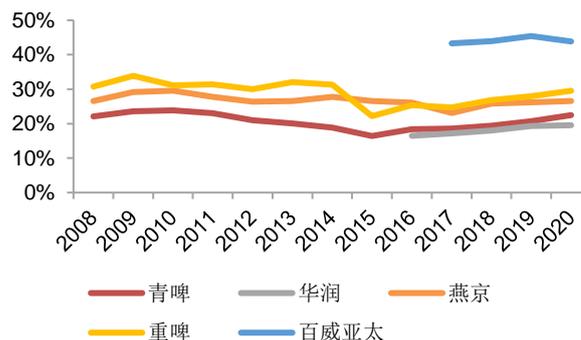
在成本压力的催化下，关厂去产、停止价格战逐渐成为行业共识，15年开始啤酒板块毛销差整体呈现上升趋势。21H1啤酒板块毛销差达到33.1%，同比提升2.0pct。我们预计未来仍有提升空间，主要因为：1) 成本上涨使企业盈利承压，啤酒厂商对于利润的诉求增强；2) 市场格局区域稳定，费用投放收窄；3) 行业销量趋缓的背景下，厂商通过产品结构升级和提价推动盈利增长。

图 50：啤酒板块半年度毛销差趋势



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 51：国内主要啤酒厂商毛销差趋势



资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 啤酒厂商关厂计划稳步推进，提升效益助推盈利改善

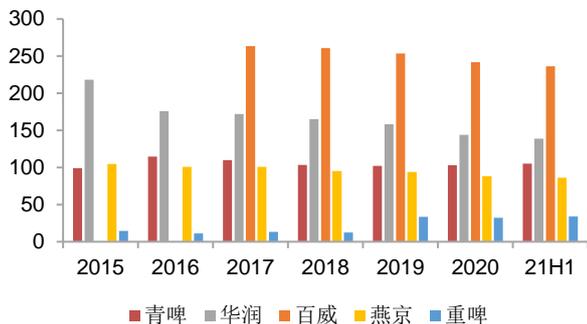
行业发展早期阶段，啤酒厂商通过自建和收购等方式形成了充足的产能；目前行业整体产销量较巅峰时期已下滑较多，产能利用率偏低的问题显现。为提升整体的经济效益，降低折旧摊销对利润的影响，啤酒厂逐步推行关厂计划。青岛啤酒和华润啤酒在未来两三年内仍将继续推进关厂计划。

表 7：部分啤酒厂商的关厂计划

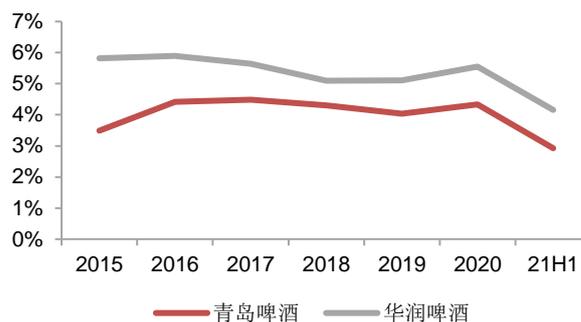
啤酒厂商	关厂规划
青岛啤酒	18、19年、20年分别关闭2家工厂，中短期计划总数降到50多家
华润啤酒	17、18、19年、20年分别关闭7家、13家、5家和4家工厂，预期未来2年平均每年将关厂3家
百威亚太	16年至17年关停了8家工厂
嘉士伯（重庆啤酒）	嘉士伯17年关闭17家工厂，重啤15年关闭5家工厂，16年至18年每年关闭1家工厂

资料来源：公司公告、公开资料整理、东方证券研究所

关闭工厂在当年度会对厂商财务报表产生一次性的计提资产减值损失，并导致期间费用增加（员工遣散安置费用等），但长期来看将通过提高毛利率等方式提升整体盈利水平。随着关厂的稳步推进，从17年开始，主要啤酒厂商的固定资产均开始出现下降，至21H1，青啤、华润和百威亚太的固定资产总额分别为105亿元、139亿元和236亿元，较17年分别下降4.4%、19.3%和10.3%。关厂推动折旧摊销比重占营收的比重稳定下降，21H1，青岛啤酒和华润啤酒折旧摊销占营收比重分别下降至2.9%和4.2%，推动盈利能力提升。

图 52：啤酒厂商固定资产（亿元）


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 53：啤酒厂商折旧摊销费用占营业收入的比重


资料来源：公司年报、东方证券研究所

3.4 啤酒板块关注标的

- 华润啤酒(00291, 买入)

公司目前在国内啤酒板块市占率排名第一，品牌和渠道优势明显。公司加强“4+4”品牌矩阵布局，国内品牌 superX、雪花纯生和玛尔斯绿，国际品牌喜力快速增长，吨价和毛利率水平上行。公司稳步推进关厂增效，竞争趋缓下费用投放压力逐步降低，盈利能力改善空间较大。

- 青岛啤酒(600600, 增持)

公司历史悠久、品牌力强，市占率领先、渠道优势突出；从中长期看，公司现有产品销量结构未达稳态，普低档产品占比仍偏高。提价+结构升级驱动下，青啤的吨价提升空间远未触及天花板。ASP 提升叠加费用管控强化，公司净利率仍有较大提升空间。

- 重庆啤酒(600132, 未评级)

嘉士伯资产注入公司后，公司以“6+6”组合满足消费者不同场景的需求，乌苏、1664 等次高端及以上产品快速发展，有效推动公司吨价和盈利改善。“扬帆 22”战略规划下，公司加强品牌推广，强化弱势区域的增长。

四、奶价下降竞争趋缓，乳品行业盈利向好

4.1 乳品整体稳定增长，液奶增速预计放缓

回溯历史，国内乳制品行业经历了以下历程：1) 08 年之前乳制品产量、收入增速均较快；08 年受三聚氰胺事件影响，行业增速明显放缓；经过约 2 年的调整，行业增速恢复。2) 10 年至 14 年，行业产量和收入增速均下降，收入增速快于产量增速，表明乳制品价格有所提升，主要因为三聚氰胺事件后高端奶消费提升较多，拉动价格提升。3) 15 年至 16 年，行业产量、收入增速均下降了一个台阶，行业需求较为低迷，价格战严重导致产品价格下滑，行业经历寒冬。4) 17 年至 19 年，行业收入增速开始复苏，价格因素驱动行业增长，消费升级趋势明显。5) 20 年受疫情冲击，国内

居民通过饮奶摄取营养的需求上行明显，行业产量增速上行，原奶价格上涨进一步推动吨价上行；**2021年1-10月，国内乳制品企业产量同比增长10.1%，两年复合增速达6.4%。**

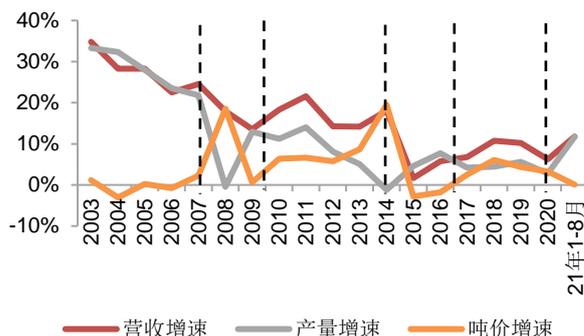
收入方面，2020年国内规模以上乳制品企业收入达4196亿元，同比增长6.2%；2021年1-8月，收入规模3,089亿元，同比增长11.8%；**预期未来中长期仍将保持个位数增长趋势。**

图 54：国内规模以上乳制品企业营业收入及增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

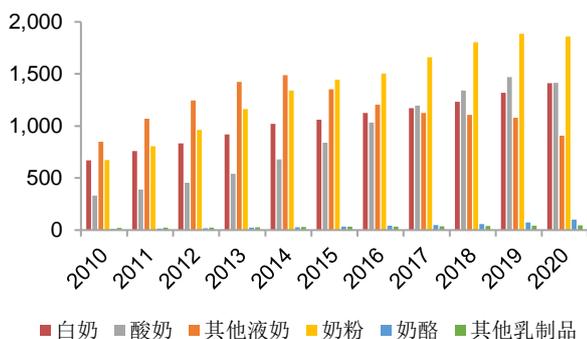
图 55：国内规模以上乳制品企业营业收入的量价拆分



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

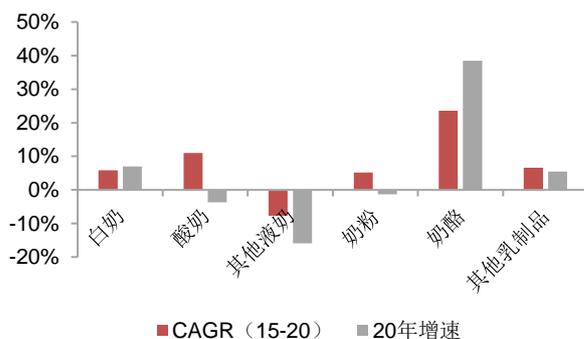
拆分类别来看，据欧睿国际的数据：国内乳制品行业中白奶（包括常温白奶及巴氏奶）、酸奶（包括常温酸奶和低温酸奶）、其他液奶（乳饮料、植物奶等）等在20年的零售规模分别达到1,411亿元、1,414亿元和908亿元，占比25%、25%和16%。奶粉（含婴配粉和成人奶粉）和奶酪20年零售规模为1,860亿元和100亿元，占比32%和2%。**从增速来看：15年至20年间，白奶CAGR为+5.9%，稳健增长；酸奶CAGR为+11.0%，增速较高，主因常温酸奶快速扩容；其他液奶CAGR为-7.7%，乳饮料体量逐渐萎缩；奶粉CAGR为+5.2%，结构升级带动增长；奶酪CAGR为+23.6%，增速在所有品类中位列第一。20年当年，受疫情冲击，酸奶、其他液奶、奶粉市场规模下滑，白奶、奶酪等品类仍保持稳定增长。**

图 56：国内乳制品零售市场规模拆分（亿元）



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

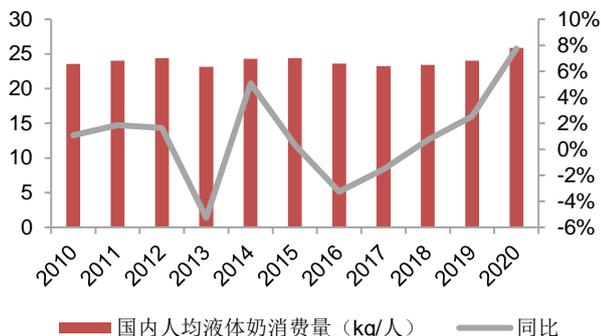
图 57：国内不同类别乳制品零售市场规模增速



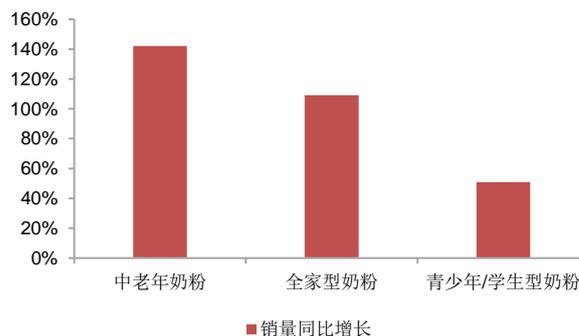
资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

新冠疫情导致消费者提升免疫力诉求增强，而白奶和奶粉中的蛋白含量高，需求有所提升。据测算，国内人均液奶消费量在2020年同比提升近8个点，是近年来增速最高的一年。非婴儿奶粉消

费量增速也有所提升，天猫平台上疫情期间（20年3月），中老年奶粉、全家型奶粉和青少年/学生型奶粉的销量增速分别达到142%、109%和51%，快速增长。

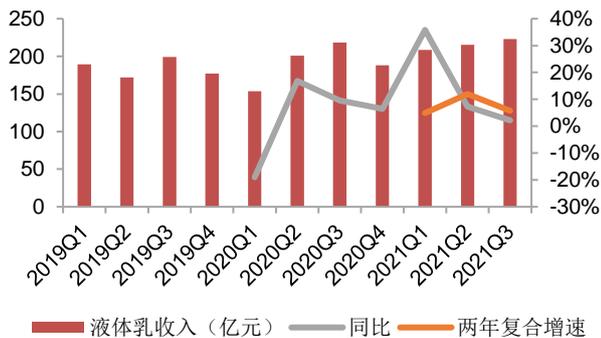
图 58：国内人均液体奶消费量及增速测算


资料来源：国家统计局、USDA、东方证券研究所

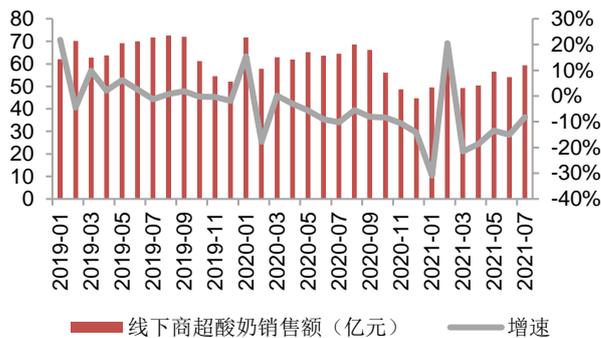
图 59：疫情期间(20年3月)天猫不同品类奶粉增速


资料来源：CBNData、东方证券研究所

展望 22 年，受白奶的红利边际减弱、酸奶的持续低迷影响，预计液奶增速将放缓。从伊利股份的边际增速来看，21Q2 和 Q3 同比增速分别为 7.3%、2.1%，两年复合增速分别为 12.0%和 5.8%，增速边际减弱明显。新冠疫情以来，以口感为先的酸奶的需求降低；从线下商超的酸奶销售额的数据来看，自 20 年 1 月以来，持续负增长；21 年以来，酸奶销售降幅逐步收窄，边际有所改善。

图 60：伊利股份液体乳收入及增速


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 61：线下商超酸奶销售额及增速


资料来源：木丁商品信息、东方证券研究所

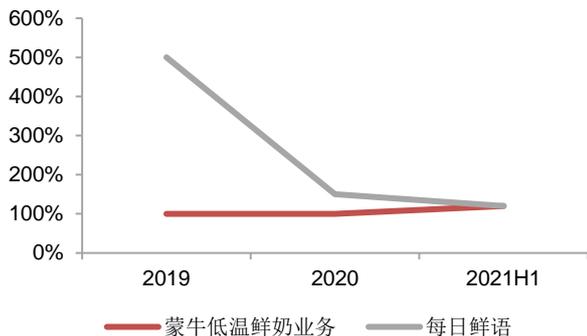
4.2 加大布局新品，拓展增长边界

受液奶增速放缓影响，国内乳制品企业加大布局新品类，主要方向包括低温鲜奶、奶粉和奶酪等。

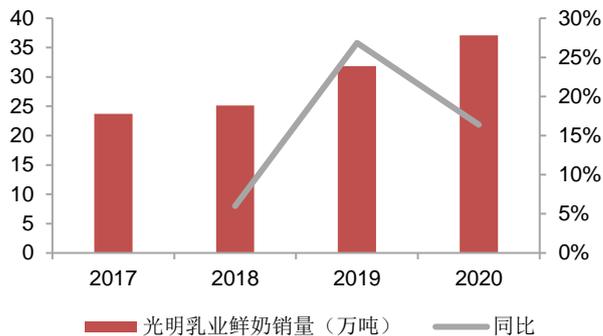
● 低温鲜奶

随着居民健康意识增强及消费水平提升，不同区域乳制品消费均有所升级，高线城市从高端白奶和常温酸奶逐步向低温鲜奶升级。头部企业中，蒙牛、伊利、光明等加速布局。蒙牛乳业低温鲜奶

业务 19 年、20 年和 21H1 的收入增速分别达到 100%、100%和 120%，其中每日鲜语品牌收入增速分别达到 500%、150%、120%；光明乳业鲜奶销量在 20 年达到 37.1 万吨，同比增长 16.4%。

图 62：蒙牛低温鲜奶业务和每日鲜语收入增速


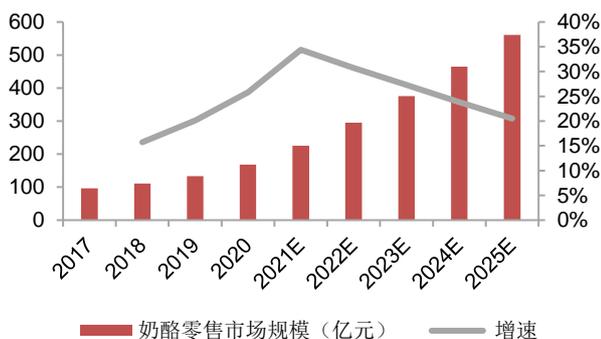
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 63：光明乳业鲜奶销量及增速


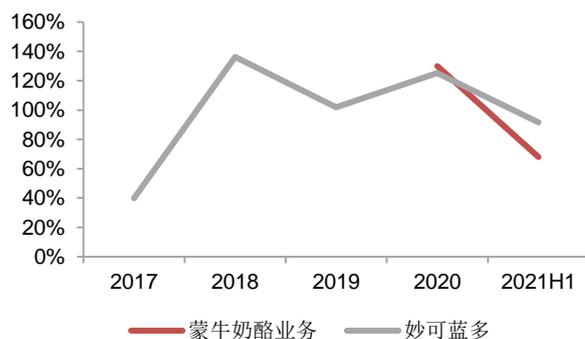
资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 奶酪

奶酪在国内仍处于产业发展的早期阶段，人均消费量低，未来增长空间大。据测算，2020 年国内奶酪市场规模（包含零售和餐饮端）达到约 168 亿元，同比增长 26%；预计 2025 年将达到 561 亿元，20 年至 25 年年均增长 27.3%。妙可蓝多目前是国内奶酪市场第一品牌，21H1 收入规模达到 35 亿元，同比增长 69%；蒙牛乳业在控股妙可蓝多的同时，近年来加速发展自身的奶酪业务，20 年零售端净收入增速达到 130%，21H1 收入增速达到 68%。伊利股份成立独立的子公司运作奶酪业务，据业绩交流，21H1 收入规模达到约 6 亿元，同比翻倍以上增长。

图 64：国内奶酪零售市场规模及增速测算


资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 65：蒙牛乳业和妙可蓝多奶酪业务收入增速


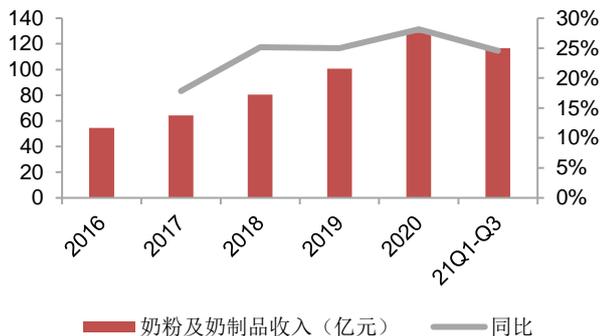
资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 奶粉

奶粉行业，以婴配粉为主，盈利能力较强；在政策支持下，国内奶粉品牌市占率稳步提升；以伊利为代表的头部乳企逐步发力，营收增速较高。2020 年，伊利奶粉及奶制品收入规模达到 129 亿元，同比增长 28%；21 年前三季度，收入达到 117 亿元，同比增长 25%。据尼尔森的数据，伊利的婴

配粉市占率从 19 年至 20 年的平均约 6% 提升至 21Q3 的约 8%，上行明显。受益于高毛利的奶粉业务的高增长，21Q3 伊利毛利率达到 35.62%，同比提升 0.9pct。

图 66：伊利奶粉及奶制品收入及增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 67：伊利婴幼儿奶粉市占率



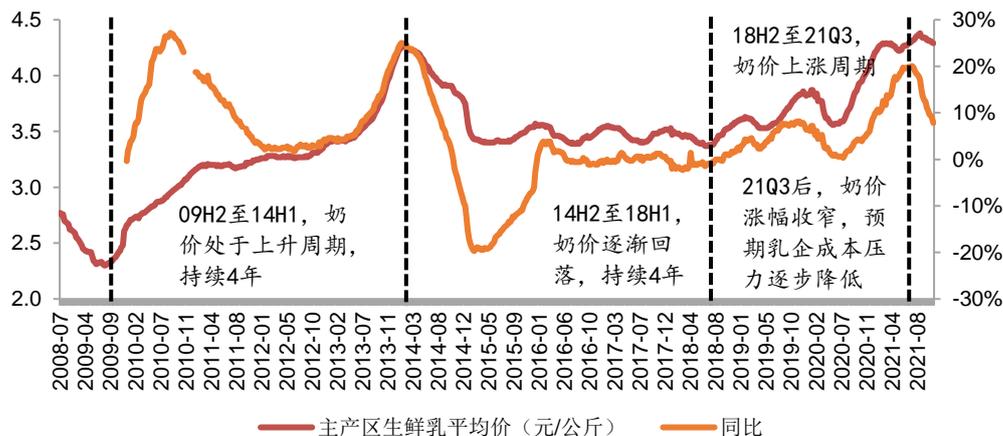
资料来源：尼尔森、东方证券研究所

4.3 原奶压力逐步下降，竞争有望保持缓和

● 原奶供给逐步改善，奶价压力预期下降

本轮原奶价格上涨自 18 年 7 月开始，20 年来受终端需求上行的拉动，原奶价格加速上涨。近期，原奶价格在 21 年 7-8 月上涨至约 4.35 元/公斤的高点，同比增速达到约 19%。21 年 7 月之后，原奶涨幅开始收窄，乳企成本压力逐步下降。

图 68：国内生鲜乳价格走势复盘



资料来源：农村农业部、东方证券研究所

从供给的角度来看，20 年至 21 年，国内奶牛数量企稳回升，从 19 年的约 610 万头增加至 21 年的 620 万头左右，供给边际存在改善趋势。这主要受益于在高原奶价格的拉动下，国内头部乳企联合上游牧场稳步扩大原奶产能。国内液奶富余量预计将在 21 年达到 3 万吨，是近年来的较高水平。我们预期 22 年原奶价格涨幅有望继续收窄。

图 69：国内奶牛数量及增速


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 70：国内液奶富余量

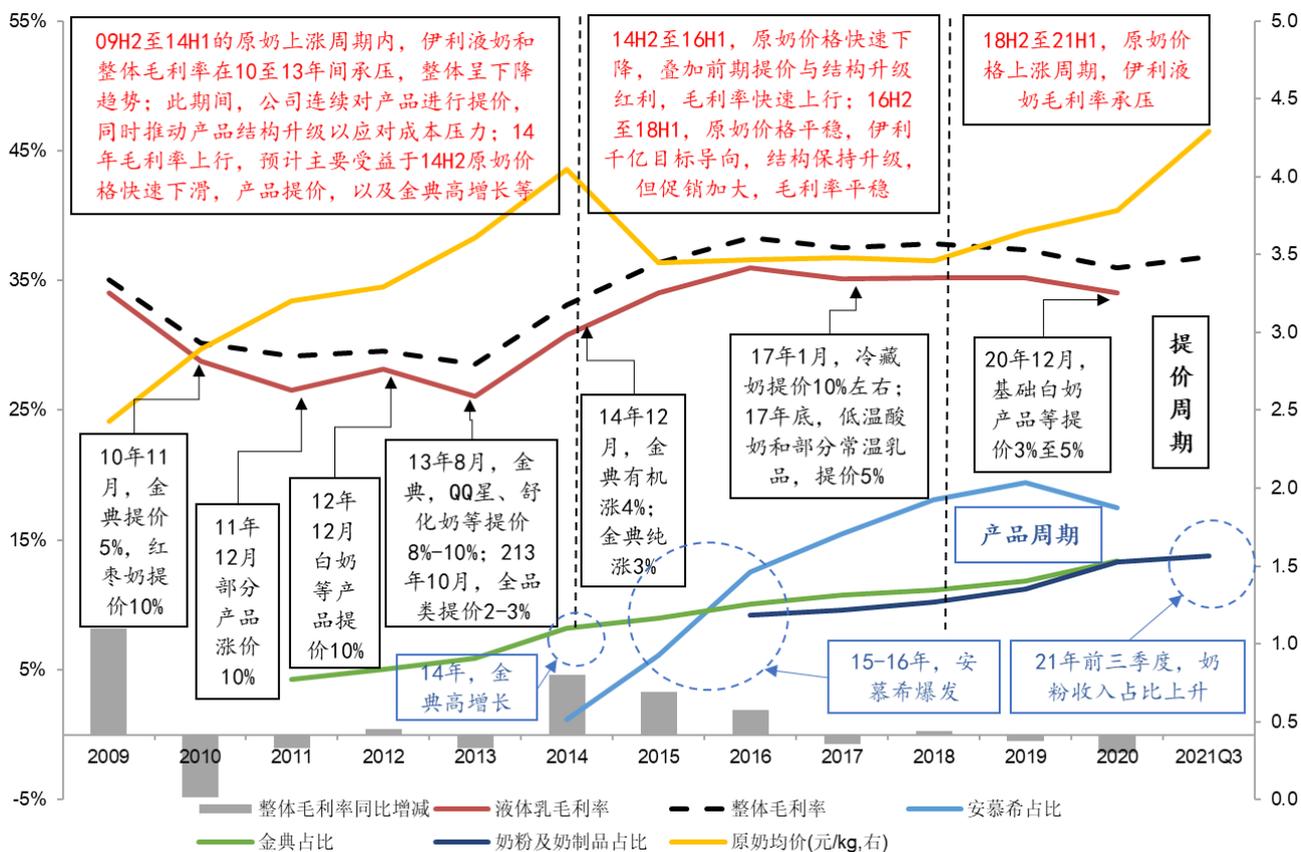

资料来源：Wind、东方证券研究所

● 盈利提升战略指导下，竞争有望维持缓和趋势

原奶价格下降的预期，引发市场对头部乳企竞争加剧、费用投放提升，进而影响盈利的担忧。我们通过复盘伊利股份的历史，可以发现原奶价格仅是影响盈利的一个间接因素，盈利的变化还受到提价周期、产品周期、公司战略规划等多方面的因素影响。

原奶价格首先影响毛利率：

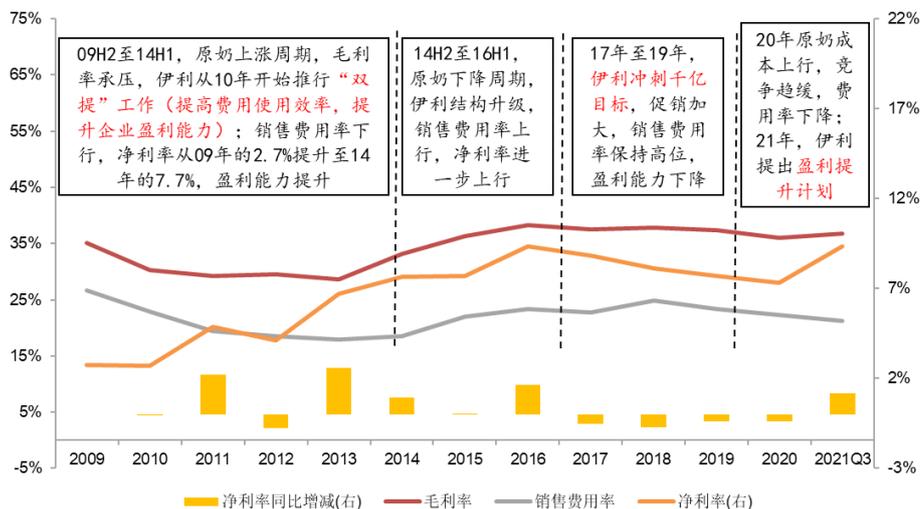
- 1) 09H2 至 14H1** 的原奶上涨周期内，伊利液奶和整体毛利率在 10 至 13 年间承压，整体呈下降趋势；此期间，公司连续对产品进行提价，同时推动产品结构升级以应对成本压力。14 年，伊利毛利率上行，主要受益于 14H2 原奶价格快速下滑，前期产品的连续提价，以及金典高增长等。
- 2) 14H2 至 16H1**，原奶价格快速下降，叠加前期提价与结构升级红利，伊利毛利率快速上行；16H2 至 18H1，原奶价格平稳，伊利千亿目标导向，结构保持升级，但促销加大，毛利率平稳。
- 3) 18H2 至 21H1**，原奶价格上涨周期，伊利液奶毛利率承压；此阶段，公司提价频率低，同时产品周期方面安慕希和金典的边际贡献降低，毛利率同比下滑。
- 4) 21Q3**，受益于毛利较高的奶粉业务占比提升，单季度毛利率同比改善。

图 71：伊利股份毛利率与原奶价格、提价周期和产品周期的复盘


资料来源：公司公告、农业农村部、公开资料整理、东方证券研究所

在原奶影响毛利率的基础上，公司的战略规划进一步影响费用的投放，进而影响盈利能力：**1）09H2至14H1**，原奶上涨周期，毛利率承压，伊利从10年开始推行“双提”工作（提高费用使用效率，提升企业盈利能力）；销售费用率下行，净利率从09年的2.7%提升至14年的7.7%，盈利能力提升；**2）14H2至16H1**，原奶下降周期，伊利结构升级，销售费用率上行，净利率进一步上行；**3）17年至19年**，在毛利率较为稳定的周期内，伊利冲刺千亿目标，促销加大，销售费用率保持高位，盈利能力下降；**4）20年以来**，原奶成本上行，竞争趋缓，费用率下降；21年，伊利管理层提出每年净利率提升0.5pct的目标，在此目标规划下，费用投放预期将得到有效控制。

综合，我们认为22年原奶成本涨幅收窄，结合奶粉带来的结构上行周期，将支撑毛利率的上行；同时基于盈利目标的规划，龙头乳企将控制费用的投放，推动盈利能力上行。

图 72：伊利毛利率、费用率、净利率与公司战略周期复盘


资料来源：公司公告、公开资料整理、东方证券研究所

4.4 乳制品板块关注标的

- 伊利股份(600887, 未评级)

公司是国内乳制品龙头企业，产品、品牌和渠道能力市场领先。公司主要产品中，高端白奶金典受益于消费者对营养需求的崛起和消费升级；安慕希通过口味更新、包装升级等方式推动结构升级；此外，公司发力奶粉和奶酪等细分品类。公司毛利率受益于原奶价格压力下降。

- 蒙牛乳业(02319, 买入)

公司收入及份额在行业居前，股东和战略合作方资源丰富，液奶市占率位列行业第二。从业务条线看，蒙牛液奶端发力高端白奶特仑苏和纯甄两大战略单品，低温鲜奶发展行业领先；奶酪业务通过收购妙可蓝多加速发展。在原奶价格下降和竞争趋缓的趋势下，公司盈利能力有望进一步上行。

- 妙可蓝多(600882, 买入)

公司是国内奶酪行业龙头企业，品牌知名度高，市场份额领先。国内奶酪行业仍处于早期阶段，未来市场空间巨大，中短期内行业有望保持高增长趋势。公司以低温奶酪棒为核心，逐步拓展常温奶酪棒、家庭餐桌和餐饮工业系列。蒙牛入主后，公司在采购资源整合、产能提升、渠道共建、治理优化和竞争威胁削弱等多方面受益，加速发展。随着产销规模逐步扩大，公司利润有望逐步释放。

五、风险提示

- **疫情反复影响动销风险。** 新冠疫情目前仍在部分地区复发，宴会、聚餐、送礼等酒水和乳制品消费渠道仍受到冲击。若疫情影响时间过久，将影响企业的产品动销以及全年的业绩表现。
- **消费升级不及预期风险。** 由产品结构升级驱动的价格提升已成为酒饮料和乳制品行业增长的重要动力，若消费升级速度放缓，可能会影响企业收入增速及盈利表现。
- **成本大幅上涨风险。** 如果明年酿酒原材料、原奶、玻璃瓶等成本大幅上涨，企业提价和产品结构升级无法完全覆盖成本涨幅，可能对公司毛利率带来负面影响。

- **食品安全风险。**如果发生食品安全黑天鹅事件可能会影响上市公司收入业绩。
- **消费税影响高于预期风险。**今年以来关于白酒消费税的讨论持续增加，若消费税落地后的执行力度高于预期，可能对白酒板块造成不利影响。
- **限制提价的风险。**在共同富裕的政策导向下，若高端白酒被限制涨价，可能对相关公司的长期增长预期造成不利影响。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有青岛啤酒(600600)、洋河股份(002304)、伊利股份(600887)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn