德邦证券
Topsperity Securities

2022年6月30日
行业中期策略报告

看好疫后复苏，结构化趋势集中继续利好龙头
——白酒行业2022年中期策略

副所长、大消费组组长、食饮&轻工首席
姓名：花小伟
资格编号：S0120521020001
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

核心观点

复盘：Q1开门红顺利，疫情暂致Q2承压。22Q1开门红顺利，白酒表现优于其他大众品。3月中下旬开始，全国多地疫情反弹，全年来看，疫情影响可控。部分地区的疫情反弹引发市场对渠道库存、全年动销的担忧，白酒板块有一定程度的调整，板块估值有所下行，4月后逐步企稳，整体估值回落到2年前水平。

股东大会彰显信心，白酒消费继续复苏向上。近期，各大酒企陆续召开业绩说明会、股东大会，从主要酒企高管发言来看，尽管疫情带来的不确定性加大了完成全年目标的难度，但各酒企仍将积极应对挑战，大部分酒企没有下调目标。从端午节动销来看，各个价位段白酒呈现复苏的迹象，预计大部分酒企实现“时间过半，任务过半”。从批价来看，茅台价格企稳回升，各大酒企提价产品数量减少，主要产品批价保持平稳。二季度淡季酒企展开多项活动促动销，积极求变育新机。

行业结构性繁荣持续，把握三条主线。主线一：新国标落地，头部酒企加速扩张，集中化趋势加强。白酒新国标正式实施，将加快行业消费能力向优势产区、优势企业、优势品牌转变。存量竞争背景下，名酒加大产能扩建，纷纷把目光投向全国市场以谋求更高的增长，集中化趋势加强。**主线二：经济刺激政策加码，疫情修复，把握疫后复苏机会。**疫情背景下国家加大财政和货币政策刺激经济，涵盖中小微企业纾困、房地产政策、稳经济、稳就业等方面，随着宏观层面政策进一步展开，政商活动有望拉动高端和次高端产品增长。为充分激发消费潜力，多地发布促销费政策，下半年居民消费力有望修复，带动消费需求提升。随着管控措施的放松，下半年部分刚性宴请需求有望得到回补，带来白酒消费反弹。**主线三：国改三年行动方案收关之年，关注混改标的。**各地稳步推进、落实国企改革三年行动方案，随着改革进一步提速，相关标的有望持续受益。

结构化趋势集中继续利好龙头。高端白酒增长确定性强，未来五年CAGR有望维持15%左右；次高端呈现出上行周期，渠道扩张仍将助推成长；在消费升级趋势和扩张性的财政政策刺激下，地产酒龙头充分受益。

投资建议：综合来看，高端白酒长期需求保持稳增，配置价值明显，重点关注贵州茅台/五粮液/泸州老窖。次高端价位段重点看好改革之下品牌势能向上品牌，建议关注山西汾酒、洋河股份、酒鬼酒等。对于地产酒，优先看好消费升级边际贡献更快的区域品牌以及地产酒外延扩张品牌，建议关注古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒/老白干酒等。

风险提示：疫情反复；宏观经济下行风险；食品安全问题；市场竞争加剧

目 录

01 复盘：Q1开门红顺利，疫情暂致Q2承压

02 股东大会彰显信心，白酒消费继续复苏向上

03 行业结构性繁荣持续，把握三条主线

04 结构化趋势集中继续利好龙头

05 重点公司及盈利预测

06 风险提示

01 复盘：Q1开门红顺利，疫情暂致Q2承压

复盘：Q1开门红顺利，疫情暂致Q2承压

- **22Q1开门红顺利，白酒表现优于其他大众品。**由于21年大部分酒企提前完成任务，第四季度处于控货为开门红蓄势状态，今年3月各地疫情反复时大部分酒企已经完成厂家向渠道的出货，22Q1酒企营收普遍表现较好。且白酒行业成本占收入比重较低，在其他大众品受成本提升侵蚀利润时，白酒受到的扰动较小，整体上营收和利润增速在食品饮料各子行业中居于前列。

表：22Q1食品饮料子板块中白酒营收和利润居前

申万二级	申万三级	营业总收入同比增速							归母净利润同比增速						
		2018年	2019年	2020年	2021年	2021Q4	2022Q1	21Q4+22Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2021Q4	2022Q1	21Q4+22Q1
白酒Ⅱ	白酒Ⅲ	25.53%	16.12%	6.35%	17.90%	13.68%	19.36%	16.98%	33.39%	17.74%	11.95%	17.74%	12.77%	26.28%	20.98%
非白酒	啤酒	1.89%	3.86%	13.56%	10.62%	-40.14%	7.82%	-13.82%	-3.91%	53.72%	38.08%	28.09%	108.01%	19.48%	-11.15%
	其他酒类	-2.09%	-1.56%	-20.61%	19.20%	3.87%	5.08%	4.45%	-6.58%	9.86%	-26.59%	-4.81%	-118.03%	-4.62%	-55.08%
饮料乳品	软饮料	10.83%	6.59%	-12.73%	22.72%	16.60%	1.94%	8.90%	17.06%	-26.79%	33.97%	19.02%	-0.34%	-20.03%	-10.98%
	乳品	11.79%	11.48%	7.56%	15.50%	11.50%	12.06%	11.80%	14.11%	16.38%	-15.11%	42.80%	-555.43%	22.17%	46.31%
调味发酵品Ⅱ	调味发酵品Ⅲ	14.11%	14.34%	14.70%	14.66%	21.47%	10.18%	15.57%	14.14%	18.69%	19.92%	6.30%	35.90%	12.70%	23.36%
食品加工	肉制品	1.61%	26.82%	21.48%	-9.52%	-15.37%	-25.20%	-20.38%	10.47%	12.08%	25.28%	-43.46%	-88.90%	-16.92%	-49.48%
	预加工食品	14.09%	16.17%	16.54%	16.67%	13.28%	10.24%	11.82%	39.24%	27.73%	95.47%	-12.50%	-10.29%	27.23%	5.30%
	保健品	28.78%	11.99%	14.34%	14.70%	12.36%	-3.43%	3.34%	-18.65%	-84.33%	1001.85%	2.66%	-32.89%	-32.88%	-32.88%
休闲食品	零食	18.58%	22.28%	-5.29%	3.70%	18.29%	-0.27%	8.38%	26.69%	23.80%	116.77%	-45.85%	19.91%	-26.38%	-11.34%
	烘焙食品	20.88%	13.28%	0.53%	14.67%	8.21%	3.31%	5.99%	16.43%	10.32%	14.13%	-2.14%	-34.41%	-32.19%	-33.41%

资料来源：wind，德邦研究所

复盘：Q1开门红顺利，疫情暂致Q2承压

- **净利润增速高于收入增速，盈利能力普遍有所提升。**高端酒通过提价、提升直营比例等方式提升净利率，次高端酒多处于全国化扩张中，受益于规模扩大带来费用率水平的降低，地产酒经过前期持续的投入，在当地主流价格带上升的过程中产品结构上升明显。

表：上市酒企毛利率和净利率情况

公司简称	综合毛利率（%）					净利润率（%）				
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022Q1
贵州茅台	91.14	91.30	91.41	91.54	92.37	51.37	51.47	52.18	52.47	55.59
五粮液	73.80	74.46	74.16	75.35	78.41	35.07	36.37	36.48	37.02	41.28
泸州老窖	77.53	80.62	83.05	85.70	86.43	26.89	29.35	35.78	38.45	45.81
洋河股份	73.70	71.35	72.27	75.32	77.30	33.59	31.94	35.47	29.64	38.29
山西汾酒	66.21	71.92	72.15	74.91	74.75	16.63	17.29	22.27	26.99	35.40
舍得酒业	72.63	76.20	75.87	77.81	80.83	16.86	20.32	22.46	25.57	28.39
水井坊	81.87	82.87	84.19	84.51	84.92	20.55	23.35	24.33	25.89	25.63
酒鬼酒	78.83	77.75	78.87	79.97	79.77	18.76	19.81	26.92	26.17	30.85
古井贡酒	77.76	76.71	75.23	75.10	77.90	20.04	20.71	17.95	17.89	21.46
今世缘	72.87	72.79	71.12	74.61	74.30	30.80	29.94	30.61	31.68	33.55
口子窖	74.37	74.97	75.17	73.90	78.03	35.90	36.82	31.80	34.35	37.00
迎驾贡酒	60.92	64.36	67.13	67.54	71.37	22.34	24.66	27.72	30.30	35.05
老白干酒	61.15	61.47	64.74	67.32	70.23	9.78	10.03	8.70	9.65	29.29
伊力特	49.01	51.45	48.61	51.45	51.02	20.42	19.90	18.90	16.58	17.42
金徽酒	62.30	60.72	62.51	63.74	66.35	17.68	16.56	19.14	18.15	23.33
金种子酒	51.25	37.87	27.72	28.80	34.60	7.82	-22.29	6.80	-13.66	-3.55
顺鑫农业	39.96	36.20	28.36	27.91	32.85	6.03	5.49	2.75	0.71	2.61

资料来源：wind，德邦研究所

复盘：Q1开门红顺利，疫情暂致Q2承压

- **经营质量有所分化，酒企灵活调整收款政策。**为减轻经销商集中打款压力，部分酒企加大资金支持力度。整体来看，行业现金净流量变化与短期因素有关，但依然比较稳健。

表：上市酒企经营活动现金净流量和销售回款有所分化

公司简称	经营活动现金净流量（亿元）					销售回款同比增速				
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2022Q1
贵州茅台	413.85	452.11	516.69	640.29	-68.76	842.69	949.80	1,070.24	1,193.21	314.88
五粮液	123.17	231.12	146.98	267.75	-34.01	460.31	631.11	626.68	809.53	137.35
泸州老窖	42.98	48.42	49.16	76.99	11.31	148.28	184.83	171.82	225.47	74.98
洋河股份	90.57	67.98	39.79	153.18	-30.62	281.05	281.58	215.27	368.10	80.06
山西汾酒	9.66	30.77	20.10	76.45	35.39	86.94	134.63	135.95	250.48	88.72
舍得酒业	4.43	6.68	9.97	22.29	4.19	27.28	29.35	31.75	60.02	18.18
水井坊	4.31	8.68	8.45	16.29	3.94	31.66	40.49	36.01	53.40	13.86
酒鬼酒	2.12	3.82	9.50	15.65	0.43	11.52	15.17	22.47	40.82	9.42
古井贡酒	14.41	1.92	36.25	52.54	27.76	91.58	107.47	108.08	155.33	61.67
今世缘	11.21	13.07	11.19	30.24	6.12	45.54	54.32	57.63	85.56	25.63
口子窖	11.20	12.97	4.99	7.86	1.56	43.35	47.03	38.07	48.77	11.36
迎驾贡酒	8.92	9.25	7.29	15.17	5.32	39.05	41.67	36.12	52.33	16.15
老白干酒	4.49	3.82	5.50	11.26	5.84	38.10	43.90	41.11	52.43	16.84
伊力特	2.89	5.60	2.76	1.00	1.36	23.32	26.14	23.48	21.57	6.42
金徽酒	0.86	3.71	3.37	2.79	2.69	16.67	19.23	19.87	21.76	8.46
金种子酒	-1.84	-1.75	-1.60	-4.56	-1.59	14.70	13.35	11.98	13.26	3.28
顺鑫农业	31.75	13.05	15.46	-3.49	-10.06	163.84	174.50	176.34	138.95	29.66

资料来源：wind，德邦研究所

复盘：Q1开门红顺利，疫情暂致Q2承压

- **高端白酒：茅台、泸州老窖业绩超预期，五粮液符合预期。茅台**21A/22Q1营收增速11.7%/18.3%，净利润增速12.3%/23.6%，丁董事长上台以来聚焦茅台酒营销体系改革，以茅台新电商平台为改革抓手，挤出茅台价格弹性的泡沫。2021年以来，茅台相继推出珍品、1935等拉长产品线，开始逐步精简系列酒，继续强化茅台在高端价位的主导地位。2022~2023年预计是茅台产能释放的大年，通过提高直营比例+增加非标酒配额+系列酒提价组合拳，茅台十四五末2000亿目标有望如期达成。**泸州老窖**21A/22Q1营收增速24.0%/26.1%，净利润增速32.5%/32.7%，公司21年股权激励如期落地极大地激活了管理层的主动性。国窖1573持续受益千元价格端的扩容红利，特曲系列经过几年的调整已经复苏，老窖成功打造国窖+特曲双轮驱动的发展格局。股权激励成功解决管理层长效激励问题，锚定未来业绩稳定增长。**五粮液**21A/22Q1营收增速15.5%/13.3%，净利润增速17.2%/16.1%，普五量价关系不断实现动态均衡。五粮液主动提升普五综合成本至969，不断冲击千元价位段；五粮春系列酒迭代升级，进行重塑腰部品牌价值。新任管理层顺利接棒，聚焦“2118”发展目标，通过价格提升+结构优化，保持持续健康高质量增长。

表：高端白酒营收和业绩增速

公司简称	营业总收入同比增速							归母净利润同比增速						
	2018年	2019年	2020年	2021年	2021Q4	2022Q1	21Q4+22Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2021Q4	2022Q1	21Q4+22Q1
贵州茅台	26.43%	15.10%	10.29%	11.71%	14.05%	18.25%	16.14%	30.00%	17.05%	13.33%	12.34%	18.06%	23.58%	20.93%
五粮液	32.61%	25.20%	14.37%	15.51%	11.19%	13.25%	12.47%	38.36%	30.02%	14.67%	17.15%	11.84%	16.08%	14.52%
泸州老窖	25.60%	21.15%	5.28%	23.96%	29.26%	26.15%	27.71%	36.27%	33.17%	29.38%	32.47%	41.14%	32.72%	35.70%

资料来源：wind，德邦研究所

复盘：Q1开门红顺利，疫情暂致Q2承压

- **次高端：汾酒持续超预期，酒鬼超预期，水井坊低于预期。汾酒**21A/22Q1营收增速42.8%/43.6%，净利润增速72.6%/70.0%，全国化+高端化势能不断延续。汾酒坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”产品战略，推进青花全国化扩张，在大基地市场推进腰部产品增长，主动严控玻汾的增长，实现高中低价位段均实现高速增长。汾酒继续深化“1357+10”市场布局，不断营造清香消费氛围，2021年南方市场平均增速达60%+。汾酒董事长顺利换届，核心业务团队保持稳定，十四五400亿目标完成可期。**酒鬼酒**21A/22Q1营收增速87%/86%，净利润81.7%/94.5%，内参系列+酒鬼系列全国化扩张双轮驱动。内参系列严格配额制稳定价盘，省内基本盘稳定下，持续开拓省外高地市场。酒鬼系列继续聚焦红坛大腰部产品，持续扩大馥郁香消费群体。

表：次高端白酒营收和业绩增速

公司简称	营业总收入同比增速							归母净利润同比增速						
	2018年	2019年	2020年	2021年	2021Q4	2022Q1	21Q4+22Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2021Q4	2022Q1	21Q4+22Q1
山西汾酒	55.39%	26.63%	17.76%	42.75%	-24.93%	43.62%	20.98%	55.36%	32.16%	58.85%	72.56%	-29.64%	70.03%	48.03%
舍得酒业	35.02%	19.79%	2.02%	83.80%	44.89%	83.25%	64.93%	138.05%	48.61%	14.42%	114.35%	2.12%	75.75%	40.97%
水井坊	37.62%	25.53%	-15.06%	54.10%	14.05%	14.10%	14.08%	72.72%	42.60%	-11.49%	63.96%	-13.43%	-13.54%	-13.50%
酒鬼酒	35.13%	27.38%	20.79%	86.97%	10.81%	86.04%	53.31%	26.45%	34.50%	64.15%	81.75%	7.82%	94.46%	61.96%

资料来源：wind，德邦研究所

复盘：Q1开门红顺利，疫情暂致Q2承压

- **地产酒：徽酒苏酒业绩确定性高，古井、迎驾超预期，口子窖低于预期；洋河超预期，今世缘符合预期。**徽酒板块持续受益省内价格带升级+春节消费回补+渠道效率不断提升，古20在合肥和江苏市场有序推进，成功占位600元价位带。迎驾经过5年持续培育，洞藏系列在21年实现爆发式增长，成功打造六安、合肥等样板市场，后续或有序实现全省化推广。口子窖成功推出兼香518，不断围绕大商制做改革做增量，我们期待口子窖22年渠道改革+营销改革的实质性落地。苏酒板块持续引领地产酒的消费升级，江苏省内主流价格带跃迁至400元以上，洋河M6+势能加速释放，精准卡位600元价格带，省内基本盘+省外高地市场汇量高增。海天系列在前期调整下开始实现修复性增长。今世缘成功实现换届，后续依托省内稳定份额+四开基本盘，不断推进V系列放量增长。

表：地产白酒营收和业绩增速

公司简称	营业总收入同比增速							归母净利润同比增速						
	2018年	2019年	2020年	2021年	2021Q4	2022Q1	21Q4+22Q1	2018年	2019年	2020年	2021年	2021Q4	2022Q1	21Q4+22Q1
洋河股份	21.30%	-4.28%	-8.76%	20.14%	55.80%	23.82%	29.33%	22.45%	-9.02%	1.35%	0.34%	-0.46%	29.07%	26.96%
古井贡酒	24.65%	19.93%	-1.20%	28.93%	42.51%	27.71%	32.89%	47.57%	23.73%	-11.58%	23.90%	3.81%	34.90%	26.19%
今世缘	26.49%	30.28%	5.09%	25.13%	15.84%	24.69%	22.22%	28.45%	26.71%	7.46%	29.50%	30.39%	24.46%	25.88%
口子窖	18.50%	9.44%	-14.15%	25.37%	5.72%	11.80%	8.58%	37.62%	12.24%	-25.84%	35.38%	39.95%	15.53%	27.62%
迎驾贡酒	11.17%	8.26%	-8.60%	32.58%	14.27%	37.23%	25.39%	16.81%	19.49%	2.47%	44.96%	-0.33%	49.07%	22.74%
老白干酒	41.34%	12.48%	-10.73%	11.93%	14.27%	20.36%	16.75%	114.26%	15.39%	-22.68%	24.50%	75.63%	373.72%	198.94%
伊力特	10.70%	8.36%	-21.71%	7.53%	-26.47%	14.67%	-7.63%	21.10%	4.43%	-23.48%	-8.53%	-66.82%	-17.55%	-42.91%
金徽酒	9.72%	11.76%	5.89%	3.34%	-34.74%	38.79%	-3.43%	2.24%	4.64%	22.44%	-1.95%	-52.61%	42.78%	-14.39%
金种子酒	1.89%	-30.46%	13.55%	16.70%	8.05%	17.05%	12.01%	1144.09%	-300.71%	-133.94%	-339.76%	-112.71%	-74.21%	-127.60%

资料来源：wind，德邦研究所

复盘：Q1开门红顺利，疫情暂致Q2承压

- **疫情影响主要在3、4月淡季，全年影响可控。**3月中下旬开始，全国多地疫情反弹，4月初开始上海实行严格管控，受影响较大。此轮疫情对酒企的主要影响是消费场景缺失，此外，疫情反复使渠道信心有所影响。5月底以来，疫情基本得到有效控制，餐饮、堂食限制措施逐步解除，上海也于6月1日全面复工复产，疫情进入扫尾阶段。由于白酒消费具有季节性，春节、中秋国庆两节是白酒消费重要时间节点，3、4月份是白酒消费淡季，全年来看，疫情影响可控。

表：疫情对不同价格带白酒的影响程度

价格带	主要消费场景	受影响程度
高端白酒	高端政商务宴请、送礼、收藏	送礼需求大多在春节期间完成，疫情管控对高端宴请有所影响，整体受影响较小
次高端白酒	商务宴请、居民重要场合宴请、节日礼品	疫情影响跨省出行，商务往来减少，企业用酒受收入预期影响，居民大规模宴请推迟或者取消
中档酒	大众宴请、朋友聚会、家宴等日常场合用酒	大规模宴席受影响，疫情管控较好的区域小范围聚会受影响不大
大众酒	自饮、低线城市聚饮	需求较为刚性，消费频次和价格受居民收入影响

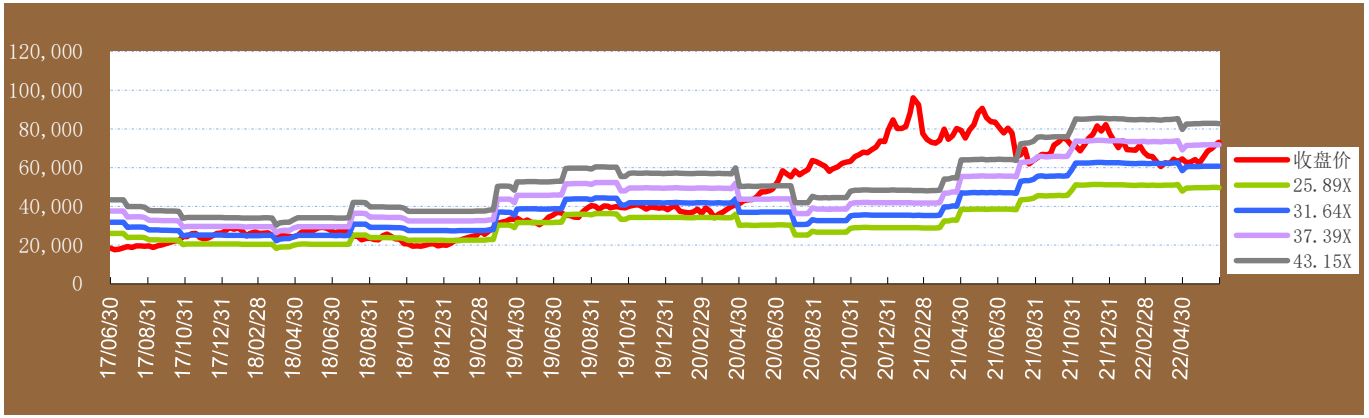
资料来源：德邦研究所

复盘：Q1开门红顺利，疫情暂致Q2承压

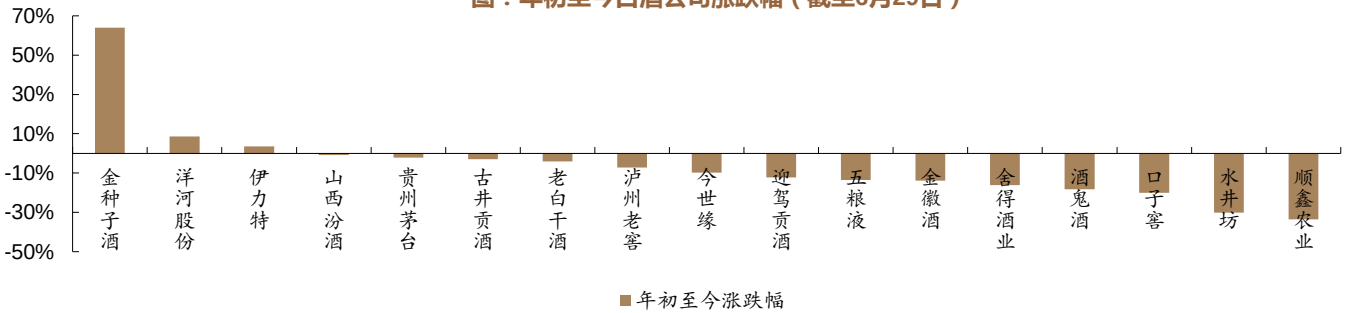
估值：板块估值下行后逐步企稳

- 春节后部分地区疫情呈现点状突发状态，引发对渠道库存、全年动销的担忧，白酒板块有一定程度的调整。年初以来，白酒板块涨跌幅-6.4%，小幅跑赢沪深300指数。板块估值有所下行，4月后逐步企稳，整体估值回落到2年前水平。

图：白酒指数（申万）近5年PE-Band



图：年初至今白酒公司涨跌幅（截至6月29日）



资料来源：wind，德邦研究所

02 股东大会彰显信心，白酒消费继续复苏向上

目标不变，增长有底，向上弹性仍在

- **主要酒企维持全年目标，股东大会彰显信心。**近期，各大酒企陆续召开业绩说明会、股东大会。从主要酒企高管发言来看，尽管疫情带来的不确定性加大了完成全年目标的难度，但各酒企仍将积极应对挑战，大部分酒企没有下调目标，仍按年初既定目标开展工作。随着此轮疫情得到控制，酒企各方面工作陆续展开，将继续锚定全年增长目标，下半年如果疫情没有反复，部分优质企业仍有可能超额完成全年目标。

表：主要酒企2022年经营规划

公司	2022年经营目标
贵州茅台	营业总收入较上年度增长15%左右
五粮液	公司营业总收入继续保持两位数的稳健增长
泸州老窖	力争实现营营业收入同比增长不低于15%
洋河股份	实现营业收入同比增长15%以上
山西汾酒	力争营业收入较上年度增长 25%左右
水井坊	营业收入达到53.3亿元（+15%），税后净利润达到13.8亿元（+15%）
今世缘	营收75-80亿元（同比增长17.0%~24.8%），净利润22.5-23.5亿元（同比增长10.9%~15.8%）
古井贡酒	计划实现营业收入 153 亿元，较上年增长 15.30%；实现利润总额 35.50 亿元，较上年增长 11.94%
口子窖	计划增长目标不低于15%

资料来源：各公司公告，德邦研究所

目标不变，增长有底，向上弹性仍在

- **贵州茅台：稳中求进，始终保持一定的加速度。**1）经营目标：提出实现营业收入1259亿左右，增长15%左右，高于2021定的增速目标（营业收入增速10.5%）。以“渴望美” 的姿态迎接挑战，“渴”是一种态度，“望”是一种信心，“美”是一种生活。2）i茅台：截止到6月14日，实现30-40个亿营收，i茅台数字化营销平台成功上线，企业治理效能持续增强，激活动力引擎。3）价格：解决价格问题的办法就是改革，但是改革是系统性的改革，不是简单的价格的调高调低。第一个是营销体制的改革，关键是渠道，要创新一些新的渠道，改革一些渠道以及主动进行数字化、五合营销。第二是优化产品带和捋顺价格带，最终让茅台酒回归商品属性。第三是不断优化产品结构的体系，综合施策，打好组合拳。4）项目投资：十四五期间，有15.03平方公里的核心产区，已经用了8平方公里，还有7平方公里有待开发建设，目前酱香系列酒的技改项目正在加速推进，习水同民项目也已启动。

- **五粮液：锚定目标，顺势而为，打好“十四五”规划关键战。**1）五大工作部署：第一，在品牌文化上做出特色，切实加强战略性、基础性的品牌工作，全面强化品牌张力。第二，推动营销变革成效显现，五粮液将持续优化计划配置和市场投放，进一步巩固第八代五粮液千元价格核心地位。第三，持续落实深化改革，强化三项制度改革的落地落实，真正做到“员工能进能出、干部能上能下、收入能多能少”。第四，统筹技术创新，持续提升五粮液名酒率。第五，主抓重大项目进度。2）下半年目标：二季度及下半年确保圆满完成全年目标任务，继续保持两位数的稳健增长。

目标不变，增长有底，向上弹性仍在

- **洋河股份：坚守品质和长期主义，放眼未来谋发展。**张联东表示，要做到坚持“正确方向”、坚持“长期主义”、坚持 “与时俱进”、 坚持“价值共生”。改革以来，洋河从原来广告+渠道推动向消费者培育转变，高端产品专门成立高端品牌事业部，核心产品进行了品质升级，努力为消费者创造更多价值，核心工作都围绕消费者展开。营销架构上进行了基层组织裂变，一切围绕市场，一切围绕营销，建组织，搭架构，推动组织下沉、人员下沉，全面实行权力下放，权力下放到大区。未来公司仍将与合作伙伴一起打造最紧密的共同体，推动营销向更高质量发展。

- **山西汾酒：营销业绩再攀高峰，坚持改革目标明确。**1）终端建设：汾酒经销商队伍持续壮大，省外经销商数量同比增长31%，可控终端数量提升至100余万家，电商平台运营水平稳居行业前列。2）江南市场突破：江南市场之前是汾酒的薄弱市场，这几年以来，公司在江南市场连续三年都有平均50%以上的增幅，2022年一季度仍然保持50%以上的增长。3）产品定位：青花50是品类高端定位，青花40是品牌高端定位，青花30是产品高端定位，未来要突出中高端产品的引领作用。4）汾酒复兴：汾酒复兴将围绕“123”总纲领展开，汾酒复兴的第一阶段，将围绕八大纲领展开。

- **酒鬼酒：坚持调策略不调目标，努力实现“高质量的高增长”。**目前公司坚持调策略不调目标，全力攻坚克难完成目标。管理团队将一如既往坚持品牌引领，强化创新驱动，深耕市场，以“做强基地、突破高地、深度全国化”为市场策略，加快推进馥郁香型全国消费者的培育，不断提升市场占有率，不断提升公司规模和盈利水平。

目标不变，增长有底，向上弹性仍在

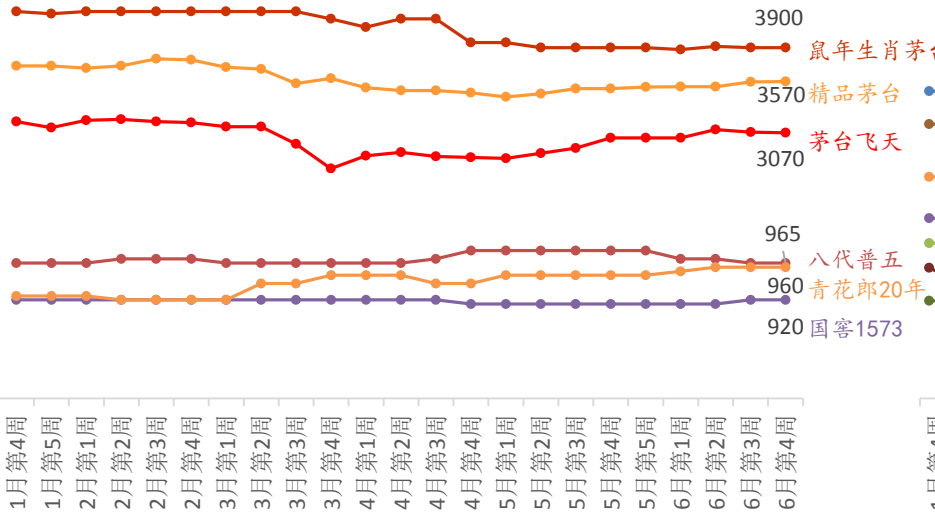
- **古井贡酒：战略不变、策略不改、指标不调，产品升级延续。**按照年初的既定目标，公司战略不变、策略不改、指标不调。公司将继续围绕“全国化、次高端”战略，重点布局苏鲁豫浙冀等市场，逐步向全国其他市场进行辐射。

- **口子窖：深化营销策略变革，推动市场规模提升。**2022年计划增长目标不低于15%，公司将从生产、品质、营销、品牌建设、管理等全方位进行检索，提升系统能力：1）深化厂商关系，加大招商、扶商、育商力度。建立健全经销商评价体系，进一步规范营销团队的管理，对市场、经销商、营销团队实施强化、深化、细化管理。2）明确口子窖品牌以商务、社交宴请用酒为产品定位，优化产品布局，提升产品结构，突出次高端产品的运作。3）确立以团购渠道为核心、以流通渠道为主体、以酒店渠道、商超渠道为辅助的全方位渠道格局。所有的渠道都要做，同时还要做优秀。4）优化促销资源，将促销资源用到关键环节上。进一步合理调配促销资源，加强促销管控的力度、提升促销效率。5）加大人力资源建设，加强对中层管理干部的培训及素质提升，贯彻“传、帮、带”思想，提升营销人员的综合素质。

批价：茅台价格企稳回升，各大酒企提价产品数量减少，批价保持平稳

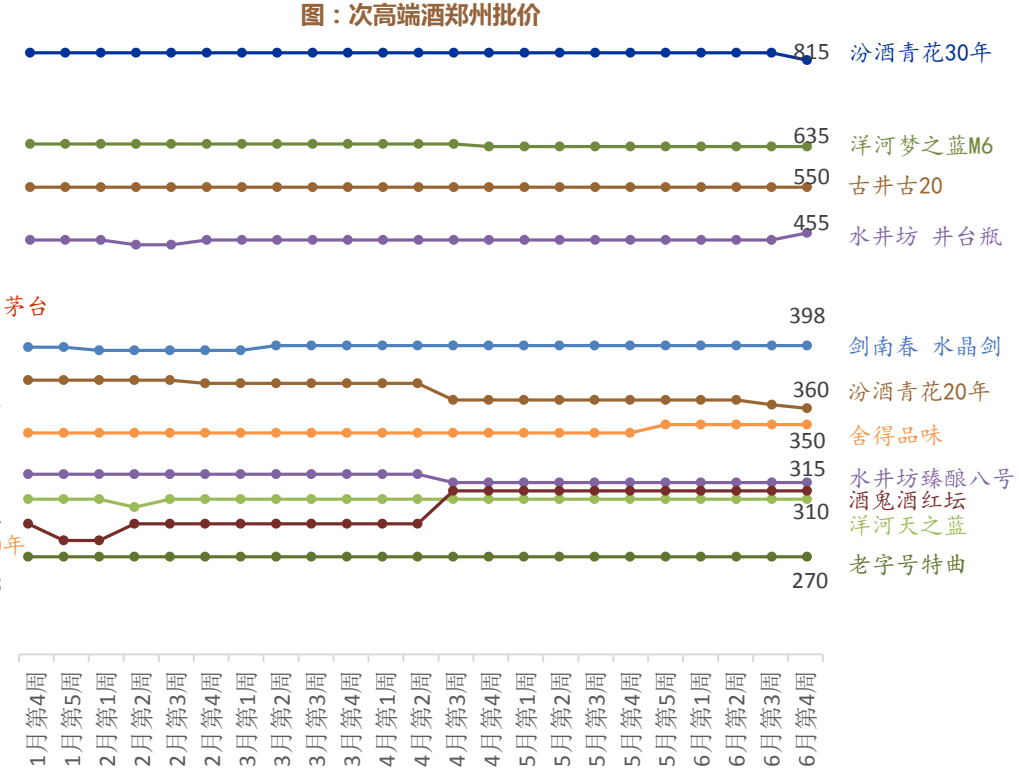
- **茅台价格企稳回升，各大酒企提价产品数量减少，批价保持平稳。**4月以后茅台价格企稳回升，青花郎提升出厂价带动批价提升。往年春节后酒企多进行提价动作，今年酒企在提价上较为谨慎，提价产品数量较往年有较大减少，以保持价格平稳加速动销为主。

图：高端酒郑州批价



资料来源：今日酒价，德邦研究所

图：次高端酒郑州批价



资料来源：今日酒价，德邦研究所

多项活动促动销，积极求变育新机

- 白酒传统淡季主要的工作除了销售以外，还有消费者教育、渠道梳理等工作。淡季出货量减少后，企业有更多时间和精力开展消费者教育活动，使消费者真正认可品牌后才会在下一个旺季产生更多销量。疫情在一定程度上给经销商和终端带来了经营压力，厂商是一体的，只有更好地帮助渠道解决库存问题，保持价格良性和渠道利润，才能让渠道推力持续。除了关注打款和库存情况，我们认为，也应该关注酒企淡季在市场方面进行的各项动作，消费者培育做的更好、市场更良性的企业才能在下个旺季产生更强的向上动能。

- **贵州茅台：丰富完善ｉ茅台产品结构，多元营销扩大粉丝群体。**ｉ茅台上线以来，已经实现30-40亿元营收，此外，在重要节日平台额外进行投放，如壬寅年壬寅日额外投放9999瓶生肖茅台、5月5日与爱相守专场额外投放8888瓶茅台1935，小茅好运等专场更是增强了粉丝互动与粘性。ｉ茅台正式上线后，增加了飞天53%vol 100ml贵州茅台酒、飞天43%vol 500ml贵州茅台酒、43%vol 500ml贵州茅台酒(喜宴·红)、茅台王子酒（金王子）、茅台迎宾酒（紫）5款产品的线上售卖，丰富完善了ｉ茅台的产品结构，形成层次清晰的品牌体系。端午期间，各地经销商展开读书会、培训会、茅台酒品鉴会、球赛、书法作品展、茅粉节以及i茅台文化活动等多元营销活动，主动营销更贴近市场，贴近消费者。
- **五粮液：充分赋能下放权力，多措并举促进动销。**公司对一线营销团队充分赋能，下放财权、事权、人权、推荐权、灵机决断权，团队运作更加灵活。此外，公司以数字化手段精准投放出货、精准响应物流；抢抓消费者弥补，消费者终端慰问；阶段分区域抢占宴席。对经典五粮液，公司在一线城市布局推广宣传活动，形成在超高端价格带的产品补充。

多项活动促动销，积极求变育新机

- **洋河股份：加大市场投入力度，消费者扫码活动促进开瓶。**针对过去渠道利润微薄、产品力下降的问题，公司有序推进梦之蓝 M6+、M3 水晶版、天之蓝升级换代。新版天之蓝价格有所提升，但市场投入力度较大，“再来一瓶”活动反馈良好。4 月底公司以来启动“大干 70 天”营销专项行动，开展多项消费者活动促进开瓶，动销有望向好。

- **山西汾酒：省内加强与团购单位合作，以复兴版为产品抓手进一步扩大高端市场份额。**近期，汾酒高管拜访山西交控集团等多个省内大型企事业单位，签订合作意向。汾酒省内本身就有很强的品牌力，以高端产品复兴版为产品抓手，进一步扩大高端市场份额。

- **酒鬼酒：坚持做好客户服务工作，开展宴席活动促需求。**公司坚持做好客户服务工作，给经销商提供小额贷款资金支持，重视并全力协助终端动销，把费用往实际动销和开瓶活动上倾斜，以盒子换酒和瓶盖换酒等活动促进开瓶。另外《中国婚礼》栏目的赞助和冠名，提高了在婚宴市场的影响力，使品牌往宴席市场做更多的培育和拉伸，地面上配合消费者宴席活动，红坛和内品在宴席市场表现良好。

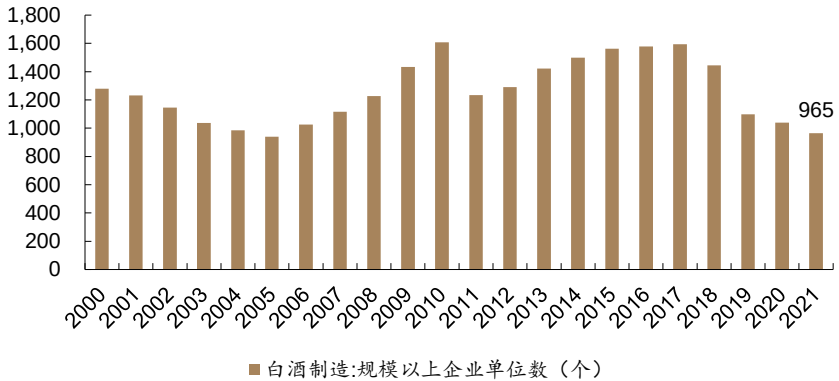
03 行业结构性繁荣持续，把握三条主线

主线一：新国标落地，头部酒企加速扩张集中化趋势加强

白酒行业结构性繁荣趋势持续，“三个集中”趋势强

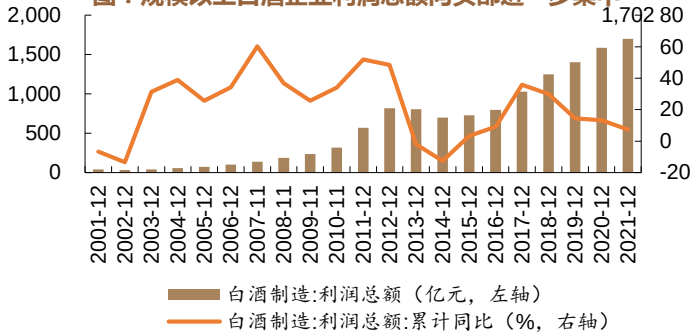
- 2021年行业产量微增，规模以上白酒年产量同比提升0.6%至716万千升，规模以上企业的数量有所下降，较2020年减少75家至965家。2021年，全国规模以上白酒企业产量继续下滑到716万千升，完成主营业务收入6033亿元，同比增长3.4%，利润总额1702亿元，同比增长7.4%。行业长期不缺酒，但缺好酒，整体均价逐年上行，带来了白酒行业营收和利润的连年增长，其中具备强品牌力的头部企业营收和利润贡献显著，白酒产业向优势产区、优势企业、优势品牌集中的趋势不变。

图：规模以上白酒企业数量持续下降



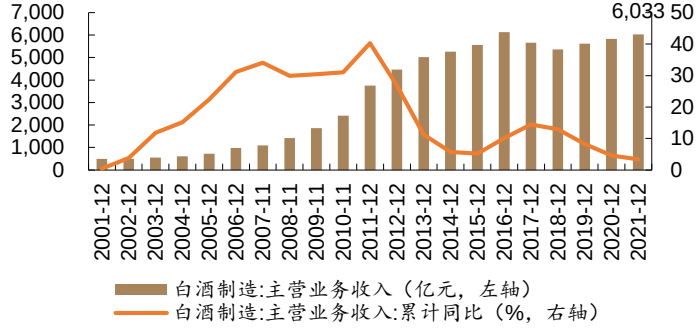
资料来源：wind，国家统计局，德邦研究所

图：规模以上白酒企业利润总额向头部进一步集中



资料来源：wind，国家统计局，德邦研究所

图：规模以上白酒企业主营业收入逐年增长



资料来源：wind，国家统计局，德邦研究所

名酒全国化加速，弱势地产酒受挤压明显

- 存量竞争背景下，名酒纷纷把目光投向全国市场以谋求更高的增长。高端酒在上一轮周期中已经基本实现了全国化，目前对薄弱地区进行深度挖掘，次高端名酒大力招商布局，全国化快速推进，强势地产酒也在人文地理环境相近的周边省份进行开拓，弱势地产酒受挤压明显。

表：各公司都把全国化作为市场布局的重要策略

公司	市场布局策略
泸州老窖	一定要加大市场精耕，推进基地市场裂变深耕、重点市场强基固本、战略市场拓展突破、空白市场加快布局，**形成全国化发展和各类市场齐头并进的进攻态势。**
洋河股份	围绕“营销总部管总、事业部管战”，以业务驱动组织，实现营销机构下沉，不断深耕市场；**聚焦全国化和高端化，**推进洋河产品结构上移，同时扩大双沟和贵酒增量；做好省内市场的量价平衡，优化省外规模市场产品结构，扩大省外其他市场的样板市场规模。
山西汾酒	持续优化汾酒“1357+10”市场布局，调整市场结构，精耕重点板块，深入拓展南方机会市场。着力推动华东市场实现高质量、高速度的跨越式发展，逐步夯实全国化战略基础，加大华南市场经销商培育力度，提高终端覆盖率，积极打造长三角、珠三角、粤港澳大湾区市场新高地。
水井坊	打造重点城市，深耕细作，持续保持双数位的成长。通过市场调研及区域经销商成熟度确定重点城市，深入了解当地区域市场特点，因地制宜制定营销策略，集中优质资源，提升公司产品在当地市场的竞争力，持续推动公司销售强劲增长。
酒鬼酒	市场深化，做强基地市场，突破高地市场，深度开展全国化布局，努力打造15亿级大本营市场， 建设10个亿元省级市场， 打造3个5亿以上基地市场。实现大本营市场核心终端“精耕细作”，提升渠道掌控力。
古井贡酒	全力推进市场和品牌建设，优化资源投放、加大网络和新媒体的传播力度，升级品牌 IP，提升古井贡品牌影响力。**坚定“全国化、次高端”的战略不动摇，**推动产品结构和市场结构再优化。
今世缘	系统谋划省外市场，加快薄弱市场突破，全面布局培育江苏周边省份。
口子窖	在战略方向上，聚焦全国市场战略布局。一方面精耕细作，推动渠道扁平化建设，加快提升市场管理水平和运作水平，稳步提升省内“基本盘”；另一方面重点突破，以大湾区、长三角以及战略点市场为重点，加大省外招商、选商力度，精准制定营销策略，不断壮大全国“增长面”。
迎驾贡酒	聚焦安徽、江苏、上海核心市场，拓展华中、华北等重点市场和机会市场。
伊力特	落实疆内市场防御策略，确保新疆市场稳如磐石；加快推进疆外市场开拓战略，积极寻找大商、强商，扶持、培育、壮大重点市场，打造疆外样板市场。
金徽酒	逐步加快江浙沪等华东市场拓展。
金种子酒	深耕安徽及环安徽市场，着力培育公司核心战略区；持续推进长三角、珠三角的市场开发，**稳步构建公司全国化的网络布局。**
顺鑫农业	聚焦重点市场，通过深化北京市场营销，同时有序推进三大战略发展区重点市场培育，保持重点市场高度的战略协同，形成联动效应。**按照深度全国化推进要求，**结合具体市场运营情况，确保营销资源合理配置和精准落实，建立有序、高效的市场资源管理体系。

资料来源：各公司年报，德邦研究所

白酒新国标落地，行业集中度不断提升

- 白酒新国标于2021年5月出台，2022年6月1日起正式实施。其中明确规定，白酒必须是纯粮食酒，不得使用食品添加剂，所有添加食品添加剂的调香白酒归属于配制酒，从原白酒品类中剔除。

表：白酒新国标将使行业更加规范化

调整方面	旧国标	新国标	影响
定义	以粮谷为主要原料，用大曲、小曲或麸曲及酒母等为糖化发酵剂，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏而制成的饮料酒	以粮谷为主要原料，以大曲、小曲、麸曲、酶制剂及酵母等为糖化发酵剂，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿、勾调而成的蒸馏酒	对于粮谷有明确的定义：谷物和豆类的原粮和成品粮。谷物包括稻谷、小麦、玉米、高粱、大麦、青稞等，**其中并没有包含薯类粮食，加大了以薯类为原料的小酒坊的生产成本，使消费者对白酒认知更加清晰，提升行业规范**
分类框架	发酵酒、蒸馏酒、配制酒	发酵酒、蒸馏酒、配制酒、露酒	新增露酒定义、露酒首次从配制酒中单列出来有助于露酒产业的产品开发，露酒产业将迎来新的增长点，也有利于发扬光大国粹
香型	浓香型、清香型、凤香型、芝麻香型、特香型等香型	修改了浓香型白酒、清香型白酒、米香型白酒等的术语定义；增加了兼香型白酒、董香型白酒、馥郁香型白酒的定义	对品类香型进行清晰化表达界定，方便消费者在选购时了解各种香型的特点，也将助推酒产品技术和工艺的进步与创新，规范白酒市场健康发展
调香白酒	调香白酒属于白酒的一种品类	重新定义调香白酒：以固态法白酒、液态法白酒、固液法白酒或食用酒精为酒基，添加食品添加剂调配而成，具有白酒风格的配制酒。不再属于白酒品类	调香白酒以单价20元以下的低端酒为主，此次新国标调整调香白酒不再属于白酒种类，对中低端酒企影响较大，但是另一方面也有助于引导企业适应消费升级，提高行业集中度
酿造工艺	固态法白酒不得使用粮谷食用酒精、其他原料食用酒精、食品添加剂	固态法白酒不得添加食用酒精以及食品添加剂，液态法白酒和固液法白酒不可添加粮谷食用酒精外的其他酒精，不得使用食品添加剂	规范白酒行业发展，约束行业滥用食品添加剂和酒精行为，提高白酒产品质量，引导消费者健康消费，约束低端酒企发展，提高白酒行业集中度

资料来源：国家标准全文公开系统，新华网，仁怀市酒业协会等，德邦研究所整理

白酒新国标落地，行业集中度不断提升

- **新国标重新梳理白酒概念，规范行业发展。**新国标下调整粮谷概念，明确粮谷仅包括谷物和豆类的原粮和成品粮，加强对白酒品类的界定，强化消费者对白酒的消费认知，同时通过剔除薯类粮食作为粮谷，进一步提升白酒品质，提升低端酒企生产成本，规范行业发展。区分白酒和配制酒，推动传统白酒专心工艺，新增兼香型、董香型、馥郁香型，繁荣白酒行业多元化发展，促进白酒工艺发展创新，推动传统白酒文化传承突破。提出白酒新名片“Chinese Baijiu”，规范中国白酒英文名称，展示中国形象、中国工艺，推动白酒国际化踏入新阶段。
- **行业趋势：资源加速向头部集中，结构性繁荣维持不变。**随着中国人均GDP突破1.2万美元（2021年），消费能力的提高不断加强消费者对品牌白酒的需求，尽管短期疫情影响使白酒行业增长受扰动，但白酒升级已形成消费惯性，长期来看白酒行业头部效应将不断强化。新国标的落地依然围绕“提高行业门槛，加速消费升级”这条主线展开。我们认为，新国标的落地短期内不会改变白酒行业结构性繁荣的趋势，并将加快行业消费能力向优势产区、优势企业、优势品牌转变，加速白酒行业实现结构性增长。
- **个体酒企应对**：新国标将调香白酒划归为配制酒剔除白酒品类，将薯类粮食划出粮谷范畴对低端酒酒企以及光瓶酒市场的供给端、需求端都形成较大冲击。在新的白酒分类标准下，顺鑫农业旗下大单品牛栏山陈酿被纳入配制酒分类，顺鑫农业推出纯粮酿造的陈酿白酒以及金标陈酿这两款产品以应对新国标下白酒品质不断升级的态势；红星二锅头对产品进行迭代升级，采用符合新国标的纯粮原料酿造产品，并在商标中强调纯粮酿造特点；泸州老窖停产二曲，升级原料品质推出纯粮固态新品黑盖二曲继续抢占光瓶酒市场。

头部酒企仍在积极扩张产能，奠定中长期发展基础

- **多家头部酒企提出产能扩张计划，奠定中长期发展基础。**尽管白酒行业总产能下滑，但是优质白酒仍然稀缺，更多的基酒储备也有利于提升产品品质，近两年多家头部酒企提出了产能新规划。

表：头部酒企新建产能情况

公司	规划产能
贵州茅台	2022年投资41.1亿元实施“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目，建设周期24个月，项目建成后可形成系列酒制酒产能约1.2万吨、制曲产能约2.94万吨、贮酒能力约3.6万吨
五粮液	“十四五”期间，五粮液将如期推进新增10万吨优质原酒产能，总产能突破20万吨
泸州老窖	增加投资约15亿元用于酿酒工程技改项目，增加投资后，项目用地面积由2908亩增加至3270亩，建筑面积由72.67万㎡增加至83.95万㎡，储酒能力由30万吨提升至38万吨。
山西汾酒	2022年拟投资91亿元建设实施汾酒2030技改原酒产储能扩建项目（一期），拟3年建成投产，该项目建成后，公司预计将新增年产原酒5.1万吨新增原酒储能13.44万吨
水井坊	2022年计划在邛崃进一步扩大产业规模，拟在邛崃市绿色食品产业园内分期建设“水井坊邛崃全产业链基地项目第二期”。项目建设包括酿造基地、瓶装酒包装中心、仓储物流基地、国家实验室、新产品研发中心等，该项目预计占地面积约735亩，投资总额预计40.48亿元
酒鬼酒	2021年公司启动投资约15亿元新建生产三区二期工程项目，本项目建成后将新增基酒产能 7800 吨/年，加上生产二区改扩建工程以及此前三区一期工程，公司总产能将达到22800吨/年
古井贡酒	2020 年～2024 年12月，投资约89亿元实施酿酒生产智能化技术改造项目，项目完成后，将形成年产6.66万吨原酒、28.4万吨基酒储存，年产13万吨灌装能力的现化智能园区
今世缘	拟投资约91亿元，规划用地面积1517亩，项目建设期5年，从2022年1月至2026年12月，预计将新增优质浓香型原酒年产能1.8万吨、优质清雅酱香型原酒年产能2万吨、半敞开式酒库储量8万吨、陶坛库储量21万吨；公司制曲生产能力将达到10.2万吨/年

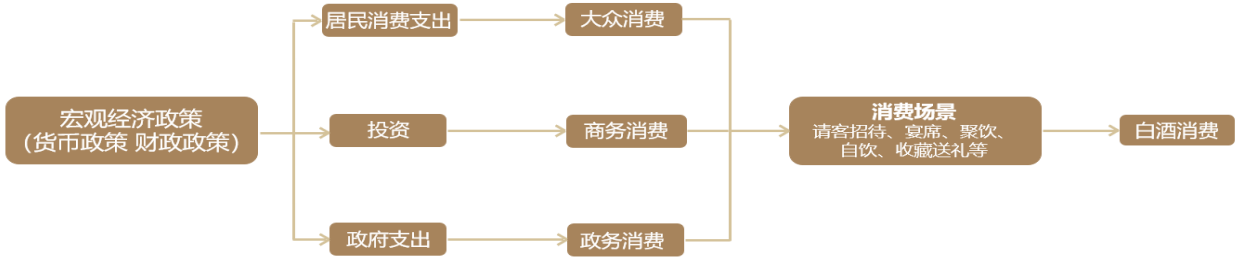
资料来源：各公司公告，德邦研究所

主线二：经济刺激政策加码，疫情修复，把握疫后复苏机会

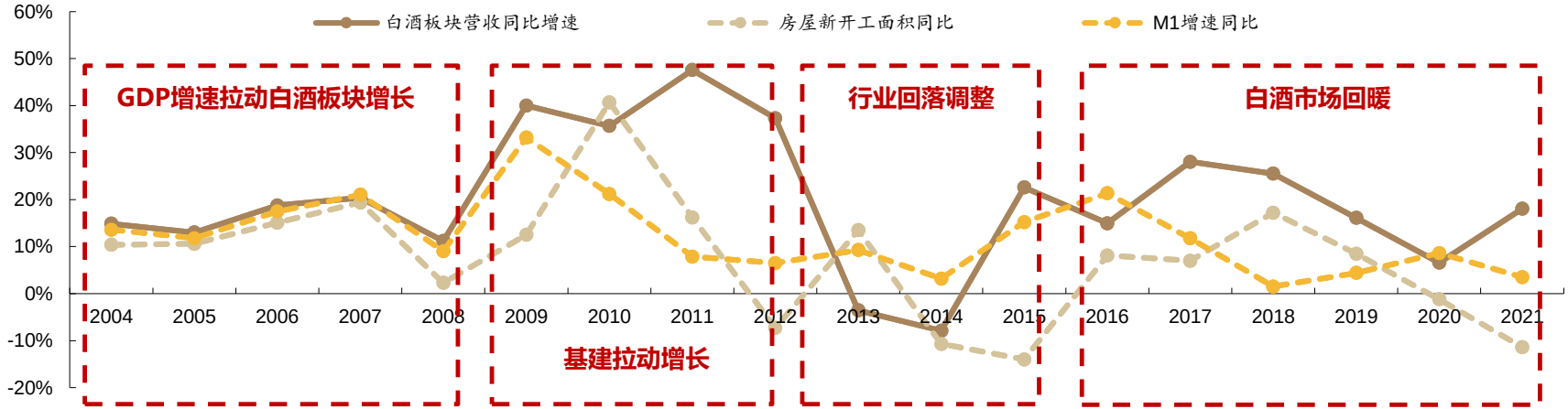
宏观支持政策密集出台，有望提振白酒消费需求

- 近年来，房地产投资对白酒消费的影响逐渐减弱，由于地产产业链较长，仍对白酒消费有一定影响；互联网、医药医疗等新兴产业以及个人消费在白酒消费占比中有所提升。**宏观经济政策通过影响居民消费支出、投资、政府支出等来影响白酒消费。**

图：宏观经济政策对白酒消费的影响



图：白酒行业由固定投资驱动向个人消费升级转换



资料来源：wind，德邦研究所

宏观支持政策密集出台，有望提振白酒消费需求

- 疫情背景下国家加大财政和货币政策刺激经济，涵盖中小微企业纾困、房地产政策、稳经济、稳就业等方面，随着宏观层面政策进一步展开，政商活动有望拉动高端和次高端产品增长。

表：近期宏观支持政策密集出台

时间	部门	政策类型	主体内容
2022年5月9日	国务院	增加资金支持	印发《加力帮扶中小微企业纾困解难若干措施》，指出各地要积极安排中小微企业和个体工商户纾困专项资金，要2022年国有大型商业银行力争新增普惠型小微企业贷款1.6万亿元，发挥政府性融资担保机构作用，扩大对中小微企业和个体工商户的服务覆盖面等
2022年5月11日	国务院	稳经济	要求财政货币政策以就业优先为导向，稳住经济大盘；部署进一步盘活存量资产，拓宽社会投资渠道、扩大有效投资决定阶段性免除经济困难高校毕业生国家助学贷款利息并允许延期还本
2022年5月15日	中国人民银行、银保监会	优化房地产政策	对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，在全国统一的贷款利率下限基础上因城施策。
2022年5月23日	国务院	稳经济，加大对中小微企业支持	进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道确保运行在合理区间，实施包括在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，增加退税1400多亿元，全年退减税2.64万亿元、将中小微企业个体工商户和5个特困行业缓缴养老等社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业在内的6方面33项措施。
2022年5月25日	国务院	稳经济、稳就业	要发挥中央和地方两个积极性，要在做好疫情防控的同时完成经济社会发展任务，要创造性工作，因地制宜挖掘自身政策潜力，帮扶市场主体纾困、稳岗拓岗等政策能出尽出。对国企、民企、外企等各类市场主体要一视同仁，充分调动各方面积极性创造性，坚持用市场化办法、改革举措解难题。
2022年5月27日	工信部	稳经济	工业和信息化部召开提振工业经济电视电话会议，提出扎实做好“六稳”“六保”工作，全力以赴提振工业经济。强调保链稳链是提振工业经济的重中之重，要把帮扶中小企业放在更加突出位置等

资料来源：新华社，工业和信息化部网站等，德邦研究所

宏观支持政策密集出台，有望提振白酒消费需求

表：多地放松楼市限购

时间	地区	政策类型	主要内容
2022年5月28日	西安	优化购房条件	从市外迁入本市户籍的居民家庭购买首套住房购房条件调整为“须在购房前落户满1年”，非本市户籍居民家庭购房条件调整为“持有本市《居住证》，且在购房之日前2年在本市连续缴纳社会保险或个人所得税”等。
2022年5月30日	眉山	提供住房补贴	从2022年6月1日起至2022年12月31日止，对在眉山市中心城区购买新建商品房和二手住宅的新型实用人才，根据买房不同时间段给予相应补贴并调整眉山市商业性个人住房贷款最低首付比例。
2022年6月2日	佛山	调整限购区域	调整限购区域，在限购区内，因改善住房需求购房的，其持有满5年的商品住房，不计入家庭住房查验套数。满5年的商品住房在买卖、赠与、司法拍卖时，无需进行购房资格查验。
2022年6月2日	衢州	降低公积金首付比例	在衢购买首套住房申请公积金贷款的，首付款比例不低于20%；购买第二套住房申请公积金贷款的，首付款比例不低于30%。
2022年6月2日	中山	提供住房消费券	对6月30日前在中山市购买新建商品住房的购房个人发放大额消费券，并提高住房公积金贷款额度，加大住房公积金支持力度。
2022年6月3日	青岛	调整限购区域、优化购房条件等	调整住房限购区域范围，非本市户籍居民家庭在中心城区仍限购1套住房。但将购房条件调整为在中心城区无住房、且能提供在本市缴纳12个月以上个税或社保证明。
2022年6月1日	珠海	加大公积金购房支持力度	在珠海市缴存公积金的职工，可提取账户余额的90%帮助其直系亲属购房支付首付款或偿还购房贷款，提高公积金贷款审批额度上限。实施合理的配贷系数将单缴职工贷款审批上限由30万提高到50万，双缴职工申请贷款审批上限由50万提高到80万。

资料来源：深圳商报，澎湃新闻，证券日报等，德邦研究所

疫情修复，消费升级，把握疫后复苏机会

- **稳增长政策坚决，消费升级持续，疫后复苏可期。**为充分激发消费潜力，多地发布促消费政策，下半年居民消费力有望修复，带动消费需求提升。随着管控措施的放松，下半年部分刚性宴请需求有望得到回补，带来白酒消费反弹。

表：江苏多地发放消费券促消费

地区	促消费政策
江苏省	出台22条助企纾困政策，明确“六税两费”顶格减免；将阶段性缓缴失业保险政策扩大到餐饮、零售等五个行业；减免国有房屋租金；预计投放商超、餐饮、家电消费券，补贴因疫情损失较大的餐饮、交通物流、零售、电影、等行业。
连云港市	计划拿出近1亿元的财政资金开展促消费工作，其中包括2000万元餐饮消费券、1000万元汽车消费补贴、800万元的网络消费补贴、750万元绿色家电消费补贴，金额为历次之最。
宿迁市	举办2022“嗨在宿迁·夏季购物节”，采取“市县区、政企会、线上下”联动方式，预计发放3000万元政府补贴消费券，购车惠民券总金额1000万元，推出景区门票优惠政策。
盐城市	盐城市举办第二届“515盐城消费节”暨“盐城网上消费节”，活动期间开展包括2022盐城生态三鲜美食节、中国旅游日·盐城文化旅游惠民政策宣传推广活动、网上消费节、等6场活动；同时组织企业开展专场促销活动，已开展333场，预计将达1000场。
扬州市	举办“嗨！皮市集”系列活动，发放10万元的消费券，为市民带来独特的“逛吃体验”与“咖啡狂欢”；扬州江都决定于今年6月实施消费券发放使用工作，由区财政安排300万元，建行配资30万元，消费券总额330万元，包含商场、超市和餐饮消费券。
南通市	5.8日“惠聚南通·夏季购物节”正式启动，围绕“惠聚消费 美好生活”主题，结合数字消费新业态、新模式开展多种活动，因地制宜推出百余场特色促消费活动；联动各地商贸流通企业和平台企业，开展千余场促消费活动。
南京市	南京市以打造国际消费中心城市为目标，举办2022南京国际消费节活动，2022年计划在微信等五大平台发放消费券共计20亿元，其中餐饮消费券约10亿元，商超消费券约8亿元，家电消费券约2亿元。截止5.31日，消费者已经核销助力券45万张，核销率70%左右，撬动销售额2亿元，杠杆达到9倍，中央商场新街口销售同比增长达到25%-35%。
苏州市	将在全市发放不少于1个亿的消费券，并开展苏州“汽车钜惠、驭价而归”汽车促消费系列活动、家电绿色节能焕新活动等，同时将组织1000家商场、商业综合体开展让利促销活动。
无锡市	预计发放各类惠民消费券共计5000万元，新能源汽车、户外潮流、夜间经济等新型消费活动轮番登场，首轮发放1200万元消费券。
常州市	2022全年分批向市民发放体育消费券500万元，适用于12家场馆。
镇江市	镇江市消费节预计发放500万元消费券，5.28日首轮发放350万元消费券，首轮消费券将联动全市各大商圈发放商家消费券6000万，吸引商贸流通企业和商户参与开展68场次消费促进活动。

资料来源：各地人民政府网，中国商务新闻网等，德邦研究所

主线三：国改三年行动方案收关之年，关注混改标的

主线三：国改三年行动方案收关之年，关注混改标的

- **国务院三年国企改革：**2020年5月22日，提请十三届全国人大三次会议审议的政府工作报告提出，提升国资国企改革成效。报告同时明确，实施国企改革三年行动。随着改革进一步提速，相关标的有望持续受益。
- **白酒板块国改涉及标的：**山西汾酒、古井贡酒、泸州老窖、老白干酒等。

表：各地稳步推进、落实国企改革三年行动方案

四川	天府综改行动	在四川省选择一批国有企业，探索适用“双百企业”“科改示范企业”相关政策，突出综合运用、系统集成，重在完善公司治理、混合所有制改革、市场化经营机制、强化激励约束和科技创新等方面探索创新，全面激发国有企业改革创新动力。
山东	山东的国企改革三年行动实施方案	到2022年山东省属制造业企业研发投入强度将均不低于3%，重点制造业企业力争达到5%。 在推动混合所有制改革方面，到2022年将实现混改户数、资产双提升，资产证券化率达到70%。 在2022年在各级国有企业控股子公司全面推行。在省属企业开展三项制度改革效能评估试点，全面建立管理、技术、技能等多序列并行岗位管理体系，并实行相匹配的宽带薪酬。出台完善省属企业控股上市公司股权激励的意见，实现应推尽推；出台规范非上市公司中长期激励制度，到2022年覆盖面不低于10%。
山西	《山西省国企改革三年行动实施方案（2020-2022年）》	重点在深化国有资产监管体制改革、完善中国特色现代企业制度、推进国有经济布局优化和结构调整、加强国有企业党的领导和党的建设方面强力推动改革攻坚。
广西	《广西国企改革三年行动实施方案（2020-2022年）》	重点聚焦国有资本投资公司、运营公司所出资企业和商业一类子企业，分层分类推动改革。到2022年，区直国有工业企业力争实现研发投入强度不低于2%，部分重点工业企业达到4%以上。此外，我区还将强化国有企业市场主体地位；全面推进用工市场化，进一步完善市场化薪酬分配机制。
内蒙古	国企改革三年行动	明确了到2022年的改革目标，包括到2022年，国有企业集团层面和重要子企业都要建立董事会；国有企业全面建立董事会向经理层授权的管理制度；区属企业基本完成存量清退处置，管理层级原则上控制在三级以内；全面完成列入治理名单的亏损企业处置任务；实现剥离国有企业办社会职能解决历史遗留问题全面收官等一系列重要改革目标。
北京	《北京市国企改革三年行动实施方案（2020-2022年）》	要通过混改深度转换企业经营机制，分层分类开展混改，把上市作为主要形式。到2022年力争每家竞争类企业至少控股1家上市公司，竞争类企业资本证券化率提升到60%以上。支持和引导国有股东持股比例高于50%的国有控股上市公司，引入持股5%及以上的战略投资者作为积极股东参与公司治理。。加强与中关村的合作、发展混合所有制、鼓励民企参与改制重组、融入京津冀一体化。
上海	《上海市贯彻〈国企改革三年行动方案(2020-2022年)〉的实施方案》	上海国资系统将新增10家左右企业在科创板上市;国有股东持股比例较高的国有控股上市公司，引入战略投资者作为重要积极股东参与公司治理，实施“二次混改”;暂不符合上市条件的充分竞争领域企业，也将适时引入具有高匹配度、高认同感、高协同性的战略投资者，发展成为混合所有制企业;还将重点聚焦集成电路、生物医药、人工智能、数字城市等十大创新型领域，开展创新综合改革试点。

资料来源：各地国资委文件，德邦研究所

主线三：国改三年行动方案收关之年，关注混改标的

- **国务院三年国企改革：**2020年5月22日，提请十三届全国人大三次会议审议的政府工作报告提出，提升国资国企改革成效。报告同时明确，实施国企改革三年行动。随着改革进一步提速，相关标的有望持续受益。
- **白酒板块国改涉及标的：**山西汾酒、古井贡酒、泸州老窖、老白干酒等。

表：各地稳步推进、落实国企改革三年行动方案

江西	《江西省国资国企改革创新三年行动实施方案(2020-2022)》	聚焦了推进国有经济布局优化和结构调整、发展混合所有制经济、健全完善现代企业制度、建立充满活力的市场化经营机制、增强国有企业创新研发能力、完善以管资本为主的国资监管体制、加强国有企业党的领导和党的建设等七大重点任务，细化提出了30项具体任务，明确今后三年全省国有企业发展的“施工图”
黑龙江	《黑龙江省国企改革三年行动实施方案（2020-2022年）》	三项制度改革，积极稳妥地推进混合所有制改革，深入开展亏损企业专项治理，科学合理授权放权，全面完成经营性国有资产集中统一监管，推进信息化与监管业务相融合等方面发力
浙江	《浙江省国企改革三年行动实施方案（2020-2022年）》	健全完善现代企业制度；提升自主创新能力；深化混合所有制改革；布局优化和结构调整；国有资产监管体制创新
江苏	《江苏省国企改革三年行动实施方案（2020—2022年）》	江苏国资国企将在优化布局结构、激发企业活力、规范公司治理、完善监管体制等四方面发力，全面落实国企改革三年行动实施方案
青海	国企改革三年行动	健全完善机制，党的全面领导不断加强；推进党建入章，公司治理结构趋于优化；完善议事规则，引领发展能力持续提升；推动标准化规范化建设，党的组织体系更加严密。
陕西	陕西省深化国资国企改革三年行动方案	完善中国特色现代企业制度、优化国有经济布局结构、深化混合所有制改革、深化市场化改革、深化国有资产监管体制改革、推动企业创新发展、充分发挥国企改革专项工程示范引领作用、加强国有企业党的领导和党的建设
湖北	《湖北省国企改革三年行动实施方案（2020—2022年）》	2021年，湖北出台了《湖北省国企改革三年行动实施方案（2020-2022年）》。要选树一批具有示范效应的改革典型，打造一批股权多元、机制灵活、治理现代、具有竞争优势的国有企业，力争实现全省地方国资监管企业资产总额达到5万亿元，培育5家以上年销售收入过500亿元、10家资产规模超1000亿元大型企业集团。首发上市、并购重组、新设合资、增资入股等形式也是“湖北国企改革三年行动”推进省属企业混合所有制改革的重要手段。

资料来源：各地国资委文件，德邦研究所

主线三：国改三年行动方案收关之年，关注混改标的

2021年后，多家酒企公布股权激励方案，对未来2-3年营收、净利润设置了考核目标，有利于深度绑定高管利益，有效激发核心员工积极性。此外，多个龙头酒企新董事长上任，释放积极信号，有助于深化改革。下半年建议继续关注激励落地后管理势能释放的泸州老窖/洋河股份/水井坊/老白干酒等。

表：上市酒企股权激励方案

公司	方式	激励规模	激励人数	业绩考核期	考核目标	公告日期
泸州老窖	限制性股票激励	拟授予的限制性股票数量不超过883.46万股，约占本计划公告时公司股本总额的0.60%。其中，首次授予不超过795.46万股，占授予总量90.04%，约占当前公司股本总额的0.54%；预留88万股，占授予总量的9.96%，约占公司当前股本总额的0.06%，合计规模约8.19亿元。	不超过521人	2021-2023	考核期当年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值； 相较2019年，当年净利润增长率不低于对标企业75分位值； 当年成本费用占营业收入比例不高于65%。	2021年9月27日
洋河股份	员工持股	持股计划持股规模不超过966万股，约占持股计划草案公告日公司股本总额的0.64%，合计规模约10.02亿元。	不超过5100人	2021-2022	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%。	2021年7月16日
水井坊	员工持股	拟使用72.37万股，占公司当前总股本的0.15%员工持股计划筹集资金总额上限为3981万元。	不超过66人	2021-2023	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； 2021年度、2022年度、2023年度的营业收入增长率的平均值，在9家对标企业中排名前5。	2021年9月15日
老白干酒	限制性股票激励	拟授予的限制性股票数量不超过1774万股，约占计划公告时公司股本总额的1.98%，合计规模约1.83亿元。	不超过213人	2022-2024	考核期当年净资产收益率不低于10%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平； 当年净利润较2020年复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平； 当年主营业务收入占比不低于95%。	2022年4月18日

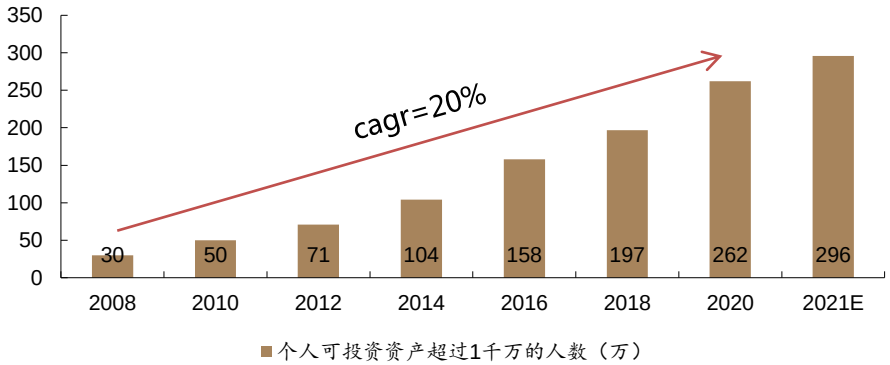
资料来源：各公司公告，德邦研究所

04 结构化趋势集中继续利好龙头

高端白酒：行业稳定扩容，业绩确定性强

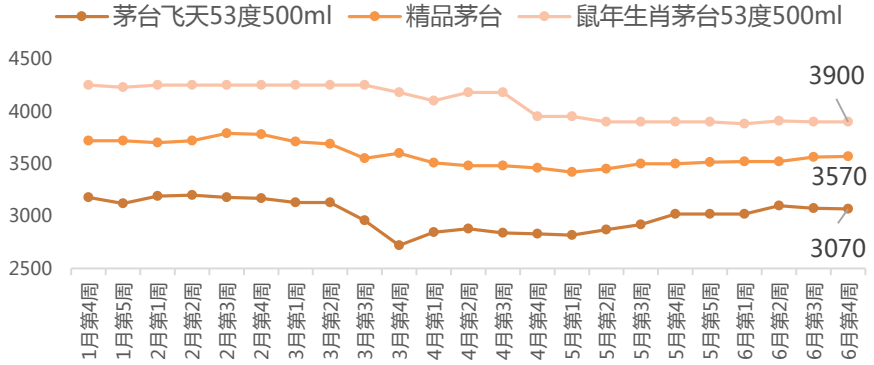
- **高端白酒增长确定性强，未来五年CAGR有望维持15%左右。**2011年~2020年，我国城镇居民人均可支配收入稳步增加，增速维持在9%左右。根据人均可支配收入粗略预测，20-25年高端白酒销量年复合增长9-10%。考虑到高端白酒产能的稀缺性，预计未来5年高端白酒市场规模CAGR维持15%左右。
- **高端白酒一超多强格局稳固，品牌壁垒高。**2021年，我国规模以上白酒企业营收约6033亿元，其中高端白酒营收1800亿元以上，约占规模以上白酒营收总额的30%。高端白酒对于品牌、消费者认知、窖龄、工艺等方面都有较高要求，因而形成了较高的护城河，行业竞争格局相对稳固。
- **高端白酒需求年复合增量达10%，其他品牌承接溢出红利。**供给端，高端白酒产量稀缺，产能不具备快速扩张能力。由于茅台产区环境承载能力受限，茅台酒短期内将不再扩大产能规模，测算在景气情况下，2025年高端酒市场需求预计将达12万吨，增量达到4.5万吨，茅五泸之外的需求或由青花郎、青花30·复兴版、君品习酒、内参酒等具备放量基础的品牌承接。

图：高净值人群数量扩张迅速



资料来源：招行2021中国私人财富报告，德邦研究所

图：4月开始茅台价格企稳回升（元/瓶）

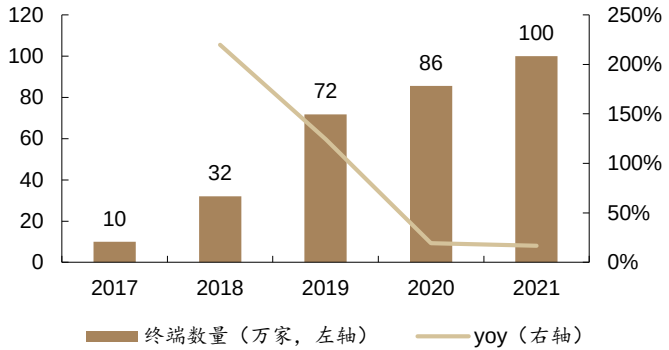


资料来源：今日酒价，德邦研究所

次高端白酒：新一轮扩张期增长趋势不变

- **2025年次高端白酒规模有望达到1400亿元。**2015-2020年次高端白酒收入复合增速达约31%，假设中性预期下未来保持14%的增速，2025年次高端白酒规模有望超1400亿元，约有700亿元扩容空间。
- **从量盘来看，白酒行业结构性增长趋势不变，次高端呈现出上行周期。**次高端白酒商务消费占比更高，但持续受益于品牌集中和消费升级的成长逻辑，消费结构在不断优化，消费呈现着弱周期性。
- **渠道扩张助推成长，规模扩大后考验酒企管理能力。**当前次高端竞争格局仍未固化，从几个次高端品牌区域布局和规模来看，未来1-2年渠道扩张仍将助推成长，跑马圈地阶段拥有强品牌力/差异化香型/差异化卖点/渠道利润丰厚的产品或将更受经销商青睐。当企业规模接近百亿时，拥有更好组织能力、渠道管控能力、消费者教育能力的品牌才能在精耕细作阶段胜出。短期除了关注次高端酒企全国化扩张进程，还应该关注成长过程中团队综合能力的成长。

图：汾酒可控终端网点数量



资料来源：公司公告，德邦研究所

表：舍得酒业省内外经销商变化情况

	2018	2019	2020	2021
省内				
增加	92	60	259	195
减少	51	38	85	219
净增加	41	22	174	-24
期末经销商数	295	317	491	467
省外				
增加	305	264	226	841
减少	118	140	415	326
净增加	187	124	-189	515
期末经销商数	1335	1459	1270	1785
合计				
增加	397	324	485	1036
减少	169	178	500	545
净增加	228	146	-15	491
期末经销商数	1630	1776	1761	2252

资料来源：公司公告，德邦研究所

图：酒鬼酒分区域经销商数量

	2019	2020	2021
华北	34	73	184
华东	118	183	196
华南	39	50	73
华中	212	319	574
其他	125	138	229
合计	**528**	**763**	**1256**

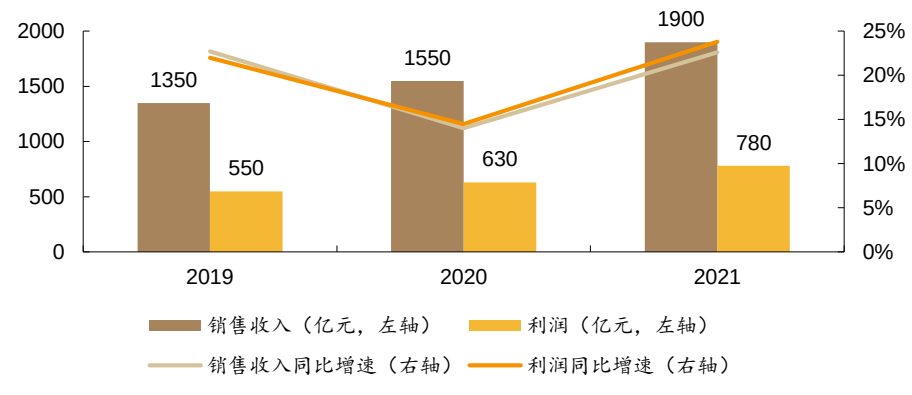
资料来源：公司公告，德邦研究所

次高端白酒：新一轮扩张期增长趋势不变

渠道降温，酱酒进入理性发展阶段

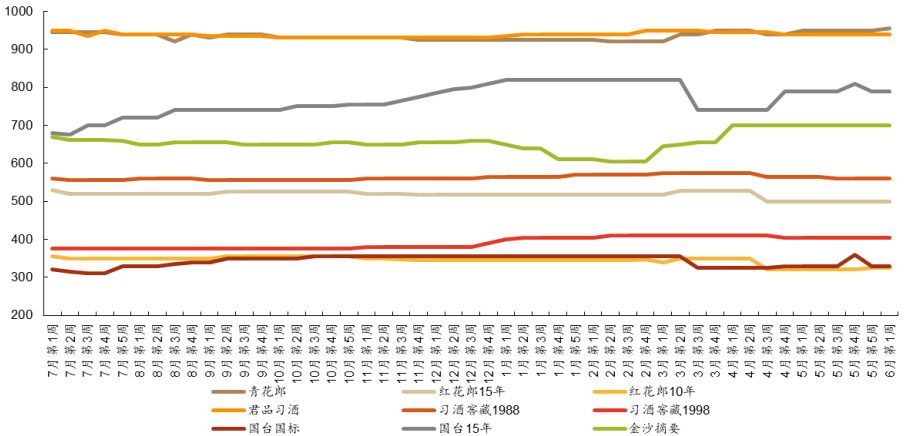
- **酱酒行业仍保持较高增速增长，去年以来渠道有所降温。**2021年，我国酱酒行业实现营收1900亿元，同比增长22.6%，实现利润约780亿元，同比增长23.8%。19-21年酱酒行业营收和利润复合增速分别达到18.6%、19.1%，剔除茅台，其他酱酒的营收增速达到32.3%。酱酒行业仍然保持较高增速，主要产品位于300-800元次高端价格带，推动次高端容量增长。由于价格涨幅较快消费者接受度降低、渠道短期饱和等原因，酱酒渠道热有所降温，部分二三线产品批价有所松动，招商热度降低。
- 与传统浓香品牌相比，新晋酱酒品牌成长较快，但是品牌系统化运作能力较弱，在渠道推力降低后，经销商综合考虑利润率和周转速度，竞争向品质、品牌回归，传统名酒和品牌运作扎实的酱酒或有所受益。

图：酱酒行业收入和利润仍保持较高增速



资料来源：酒业家，德邦研究所

图：2021年年中以来酱酒价格有所松动（元/瓶）



资料来源：今日酒价，德邦研究所

地产白酒：消费不断升级，抓住地方主流价格带跃迁机会

- **地产酒需要紧抓每一轮省内主流价格带升级的发展机遇。**地产酒在省内往往全渠道、全价位、高覆盖，但是需要及时地实现产品结构升级，价格是白酒企业的生命线，一旦地产酒丧失省内主流价格带的主导权，将会被历史的车轮无情甩下，例如安徽省内的金种子和文王贡酒等，产品结构升级迟缓，大多精力聚焦在百元以下的低端价位段，错过中高端价位段扩容的发展机遇。因此地产酒应当：1）及时进行产品结构升级，实现该价位段的极大占有；2）在形成一定的市场规模之后，通过产品换代的方式，或者开发新产品的方式提前对下一次主流价格带升级做准备；3）省内主流价格带由低端->中高端->次高端的升级速度不断加快，竞争分化之下，给品牌机会窗口不多。
- **江苏市场是地产酒升级领头羊，2018年开始400-600元价位段成主流。**江苏是白酒消费大省，经济发展水平高，居民消费潜力大，白酒消费水平和档次均高于全国平均水平，处在全国高端化的前列。由于历史根植的先发优势，江苏省外地酒进入壁垒高，苏酒在省内消费独占优势，洋河和今世缘是省内市场份额最大的地方酒龙头品牌，凭借较强的品牌力和渠道力，在江苏这一轮白酒消费升级中最先受益。洋河梦之蓝M6+和今世缘国缘四开卡位400-600元价格带，充分享受了近年次高端扩容红利，收入增长快速。近期，洋河和今世缘分别开展“大干70天”、“百日大会战”活动，苏酒两强继续挤压其他竞品份额。
- **对标江苏，安徽市场主流价位向300元跃迁，300-600元价位段升级空间巨大，古井贡酒是徽酒升级领头羊，迎驾贡受益显著。**古井贡酒在安徽省内，倾注所有的精力将本省规模实现极大占有；随后在省内采取100-200元中档酒进行市场开拓，率先将规模做大，完成了对口子、迎驾的赶超，随后向高端延伸；2018年古井贡酒推出年份原浆古20，继续领跑安徽白酒消费升级潮流，抓住了安徽省内每一次主流价格带的升级机会，开发新的品类向更高价位延伸，目前古8、古16仍处于快速增长期，古20定位500-600元次高端核心价位段，在安徽省商务消费场景具备极大竞争力。在长三角一体化背景下，安徽承接上海产业转移+内生产业结构调整，双重驱动下带动省内主流价格带升级加速。从22Q2报表稳定性来看，徽酒依靠强大的渠道把控力+省内疫情有效防控+Q1预收款蓄水池，我们预计Q2徽酒板块的业绩持续向好。从疫后复苏反弹的空间来看，安徽婚喜宴等刚性消费将在Q2末有望得到集中释放，次高端徽酒有望率先受益消费场景的复苏。

地产白酒：消费不断升级，抓住地方主流价格带跃迁机会

- **甘肃主流价格带向200-300元价位跃迁，400元价位段处于高增初期。**甘肃或复刻2018年安徽白酒价格带跃迁的历程。从白酒消费结构上，我们发现甘肃与2018年的安徽市场存在较大的相似性。从消费升级以及主流价格带的观测指标兰州和天水市场宴席主流用酒来看，2017年~2020年，甘肃省内白酒消费的主流价格带由50~100元，逐步过渡到目前的100~200元。当前，甘肃省内迎来第二轮主流价格带的升级机遇，在消费升级的大趋势之下，叠加厂家和渠道推拉结合，甘肃100~200元主流价格带向300元左右价位跃迁的过程，金徽年份系列增长迅速。未来五年，甘肃省内在消费升级、厂家和渠道的推拉下，将逐步升维至300元左右价位段。甘肃地产酒能否抓住次轮甘肃省内主流价格带升级的机会，未来将决定其在省内的次序。
- **次高端白酒扩容潮会在更多的省份发生，地产酒龙头充分受益。**在消费升级趋势和扩张性的财政政策刺激下，次高端白酒扩容潮会在更多的省份发生，行业有望进入新一轮扩容期。酱香热的背景下，大部分酱酒品牌将价格定位在次高端，次高端内外部驱动，将充分受益。在扩容过程中积极布局次高端价位段的白酒企业将充分享受到价位带升级红利。

05 重点公司及盈利预测

重点公司及盈利预测

- 高端白酒赛道长坡厚雪，龙头公司改革不断落地，配置价值明显。贵州茅台今年以来在价格治理、购酒渠道、提升开瓶率、数字化营销等方面措施先后落地，业绩有望提速，增长确定性强。五粮液近期对一线营销团队下放权力，部分地区加大费用投放，当前渠道量价预期处于低位，后续有望实现量价稳步上涨。国窖双品牌战略成效显著，特曲等开始放量，股权激励激活管理层能动性。次高端白酒板块仍处上行周期，核心品牌如酒鬼、汾酒等Q1销售完成较好，消费场景放开后有望实现一定回补，下半年招商、费用投放等工作也将有序推进。地产酒板块升级趋势持续，由东向西层层递进，苏酒500-600元价位段表现更佳，徽酒受益于安徽经济发展和疫情管控得当，古井贡古20引领徽酒次高端潮流，在商务宴请场景占据主流，古16、迎驾洞藏系列在宴会市场快速增长，甘肃地产酒100-200元主力价位稳健增长，400元初露锋芒。
- 综合来看，高端白酒长期需求保持稳增，配置价值明显，重点关注贵州茅台/五粮液/泸州老窖。次高端价位段重点看好改革之下品牌势能向上品牌，建议关注山西汾酒、洋河股份、酒鬼酒等。对于地产酒，优先看好消费升级边际贡献更快的区域品牌以及地产酒外延扩张品牌，建议关注古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒/老白干酒等。

重点公司及盈利预测

表：白酒板块重点公司盈利预测一览表

股票代码	公司名称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			市盈率	
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2022E	2023E
600519.SH	贵州茅台	25,256	1,061.90	1,274.31	1,473.56	524.60	624.09	729.97	40.86	34.93
000858.SZ	五粮液*	7,492	662.09	758.96	843.47	233.77	274.62	311.68	27.14	23.91
000568.SZ	泸州老窖*	3,513	206.42	255.22	306.93	79.56	103.43	130.15	33.56	26.67
002304.SZ	洋河股份*	2,661	253.50	303.37	354.91	75.08	95.25	115.30	28.34	23.41
600809.SH	山西汾酒*	3,898	199.71	271.21	343.58	53.14	80.60	108.62	47.83	35.49
600779.SH	水井坊*	423	46.32	54.04	66.87	11.99	14.25	18.16	29.03	22.78
000799.SZ	酒鬼酒*	601	34.14	48.20	64.18	8.93	14.23	19.78	39.98	28.77
000596.SZ	古井贡酒	1,239	132.70	161.57	193.14	22.98	29.79	37.38	42.31	33.71
603369.SH	今世缘*	628	64.06	78.41	94.95	20.29	24.65	30.56	25.00	20.16
603589.SH	口子窖	337	50.29	59.43	69.42	17.27	19.95	23.64	16.84	14.21
603198.SH	迎驾贡酒	502	45.77	57.46	69.94	13.82	18.09	22.80	26.18	20.78

资料来源：wind，德邦研究所
注：五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、水井坊、酒鬼酒、今世缘为德邦研究所预测，贵州茅台、古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒暂未覆盖，为万得一致性预测，市值采用6月29日收盘数据

风险提示

疫情反复风险；

宏观经济下行风险；

食品安全问题；

市场竞争加剧。

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获2015年轻工消费新财富最佳分析师第5名；2016年轻工消费新财富第4名，2016年水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，Wind金牌分析师第1名，IAMAC第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名， Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

德邦证券 Topsperity Securities

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

德邦证券
Topsperity Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话： +86 21 68761616　　传 真： +86 21 68767880

400-8888-128