

## 本报告的主要看点：

1. 比较本轮周期与 09-12 年、15-18 年 2 轮周期的异同，进而对本轮周期的后续演绎方向进行合理推测。
2. 展望次高端、高端的价格带空间。
3. 更新重点公司渠道跟踪、基金持仓、中报前瞻、估值表。

## 本轮周期的“不变与变”，重视价格的力量

## 经营分析

- 复盘 09-12 年、15-18 年的 2 轮周期，我们认为：白酒的景气周期常与经济周期趋同，流动性释放导致具备金融属性的高端酒价格率先攀升，接力次高端繁荣。这一过程中，次高端不仅在业绩表现上显著优于行业平均，更孕育出水晶剑、天之蓝、梦之蓝、红花郎等大单品。
- 20 年疫情后，白酒迎来新一轮景气周期。此轮周期与 15-18 年的相同点在于：1) 消费群体结构并未发生改变，大众消费仍是主力。2) 消费升级的趋势不变，购买力持续增强。3) 前期去库存接近尾声，需求改善带来补库存。不同点在于：1) “酱酒热”带来边际影响。2) 高端酒价格居历史高位，价格空间打得更开，次高端价格带扩展至 300-800 元。3) 酒企目标设定更理性，借助数字化系统，对渠道库存和价盘的管控力更强、手段更丰富。

针对本轮周期存在的“不变与变”，我们得出以下结论：

- **结论一：类似前 2 轮周期，预计次高端的业绩仍将明显优于平均，且存在培育大单品的机会。**①从中报前瞻来看，Q2 高端酒经营稳健，次高端高增可期。②从中长期规划看，龙头均在积极打造次高端大单品。
- **结论二：不同于前 2 轮周期，次高端价格升级的诉求更强烈、空间更广，进而速度可能更快。**“酱酒热”促进次高端所有香型价格加速向上，高端酒涨价使价格空间打开得更广，次高端有望迎来集体繁荣。本轮周期的驱动力将由“量增”逐步过渡向“价升”。
- **结论三：在需求不发生重大改变的前提下，酒企的理性经营将促进本轮周期的持续性更强、韧性更足。**渠道反馈，当前库存和价盘良性，次高端大单品回款积极、发货有序，景气度有望延续至下半年。
- **次高端：“酱酒热”助推所有香型加速升级。**1) 酱香：需求端来看，渠道铺货加速，“酱酒热”促进动销紧俏。供给端来看，17-18 年仍处于新一轮产能扩建的起步阶段，预计 21-23 年产能仍处于紧缺状态。供需因素共同助推主流酱酒价格提升，提价仍是支撑未来业绩的重要动力。2) 浓、清香：多个酱酒大单品聚集在 250-600 元价格带，次高端浓、清香可通过加速布局 600-800 元价格带（如：汾酒、洋河、水井坊），实现与酱酒的错位竞争。
- **高端：挺价确定性强，重视双千元价格带的发展潜力。**短期来看：1) 茅台批价仍处于上行区间，普五、国窖性价比凸显，挺价难度降低。2) Q2 是传统淡季，普五、国窖库存良性、价盘夯实，看好中秋放量后批价的韧性。3) 五粮液 Q2 开始按 999 打款，国窖引入 950 的计划外打款价，预计 Q3 及以后高价打款、发货的比例将提升，有望逐步传导至批价、成交价。展望中长期：1) 比下：消费升级持续，次高端都在布局千元价位带，预计 3-4 年后千元价格带会成为次高端主流。五粮液、国窖定位高端品牌，批价有望步入 1300-1500 区间。2) 比上：茅台批价稳步上行，2000 元价位带具备性价比，存在培育大单品的机会。

## 投资建议

- 重视价格的力量，高端挺价确定性强，双千元价格带前景广阔；次高端“集中度提升+全国化”的趋势不改，未来 2-3 年量价齐升的逻辑强劲。看好高端、次高端具有价格逻辑的公司，优先布局估值性价比+基本面势能强劲龙头（茅五泸洋），关注次高端改革标的。

## 风险提示

宏观经济下行影响需求；流动性风险；区域市场竞争风险；疫情持续反复风险。

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110  
liuchengqian@gjzq.com.cn

李本媛 联系人  
libenyuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

引言 .....	4
一、次高端：本轮周期存在“不变与变”，各香型有望延续繁荣景气 .....	4
1.1 回顾前 2 轮周期：始于高端提价，次高端繁荣接力，次高端业绩优于平均 .....	4
1.1.1 09-12 年：经济强复苏带动政商消费，300 元价格带渐露头角 .....	4
1.1.2 15-18 年：大众消费夯实基础，区域龙头竞相升级至次高端 .....	5
1.2 本轮周期存在“不变与变”，次高端或将维持高景气度 .....	6
1.3 “酱酒热”助推次高端各香型价格加速上移 .....	8
1.3.1 酱香：“酱酒热”+产能紧缺，主流酱酒价格驶入快车道 .....	8
1.3.2 浓、清香：“酱酒热”倒逼价格升级提速 .....	9
二、高端：茅台批价持续上行，重视双千元价格带的发展潜力 .....	10
2.1 茅台批价持续上行，普五、国窖短中长期价格展望积极 .....	10
2.2 双千元价格带雏形初现，经典五粮液、中国品味迎来机遇 .....	12
三、持仓及估值情况 .....	12
3.1 基金及北上资金持仓：Q2 减持高端，增持次高端 .....	12
3.2 中报业绩前瞻：高端行稳致远，次高端高增可期 .....	14
3.3 估值锚的确定 .....	14
四、投资建议 .....	15
4.1 投资逻辑 .....	15
4.2 重点公司逻辑 .....	15
五、风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1：高端白酒月度批价 .....	4
图表 2：申万白酒指数相对于沪深 300 的累计涨跌幅 .....	4
图表 3：白酒营收 vs 固定资产投资 vs 房地产投资增速 .....	5
图表 4：全国规模以上白酒企业产量及增速 .....	5
图表 5：次高端酒企/大单品收入体量及增速（09-12 年） .....	5
图表 6：白酒消费群体结构变化（2011vs2018） .....	5
图表 7：居民人均可支配收入（元）及实际同比 .....	5
图表 8：重点酒企单季度营收同比增速（14-17 年） .....	6
图表 9：高端白酒历年出厂价 .....	6
图表 10：次高端酒企/大单品收入体量及增速（15-18 年） .....	6
图表 11：本轮周期的“不变与变” .....	7
图表 12：次高端重点酒企渠道跟踪 .....	7
图表 13：次高端酒企 21 年及十四五规划 .....	8
图表 14：主流酱酒月度批价数据 .....	9

图表 15: 主流酱酒产品价格及规模 (按京东零售价排序) .....	9
图表 16: 次高端主流浓清香大单品价格及规模 .....	10
图表 17: 次高端主流浓、清香酒月度批价数据 .....	10
图表 18: 五粮液出厂价/一批价/渠道利润率 .....	11
图表 19: 基金白酒板块重仓持股市值及占比 .....	12
图表 20: 北上资金白酒板块持股市值及占比 .....	12
图表 21: 基金各价格带白酒重仓持股占比 .....	13
图表 22: 北上资金各价格带白酒持股占比 .....	13
图表 23: 白酒个股持有基金数量变动 .....	13
图表 24: 白酒个股基金持仓占比变动 .....	13
图表 25: 茅五泸沪(深)股通持股占流通 A 股比例 (%) .....	13
图表 26: 洋/汾/酒鬼/水井坊沪(深)股通持股占流通 A 股比例 (%) .....	13
图表 27: 重点白酒酒企 Q2 业绩前瞻 .....	14
图表 28: 贵州茅台 PE-band .....	14
图表 29: 五粮液 PE-band .....	14
图表 30: 重点白酒酒企估值表 .....	14

## 引言

近期市场对白酒板块的担忧在于：1) 高端 Q2 业绩表现平淡（预计收入增速茅台 11%、五粮液 17-20%、老窖 18-20%），且部分高端单品提价进度相对缓慢。2) 次高端 H1 受益于“低基数+补库存+补偿性消费”的逻辑而高增，H2 低基数影响消退，增速大概率放缓。3) 板块受资金面、情绪面因素影响。

针对市场担忧，本文：1) 复盘白酒过去 2 轮周期，寻找本轮周期存在的“不变与变”，进而合理推测本轮周期的后续演绎方向。2) 展望次高端、高端的价格带空间。3) 结合最新的估值及基本面，给予投资逻辑判断。

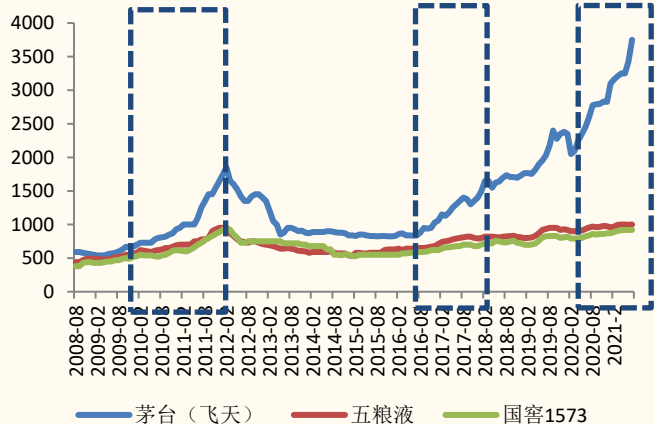
我们认为，本轮周期存在“不变与变”：1) 类似前 2 轮周期，预计次高端业绩仍将明显优于平均，且存在培育大单品的机会。2) 不同于前 2 轮周期，“酱酒热”促进所有香型价格升级加速，高端酒涨价使价格天花板打得更开，次高端价格升级的诉求更强烈、空间更广，进而速度更快。本轮周期的驱动力将由“量增”逐步转向“价升”。3) 在需求不发生重大改变的前提下，若企业继续重视渠道、价盘良性，有望增强景气周期的可持续性。我们建议，重视价格的力量，高端提价确定性强，双千元价格带前景广阔；次高端“集中度提升+全国化”的趋势不改，未来 2-3 年量价齐升的逻辑强劲。看好高端、次高端具有价格逻辑的公司，优先布局估值性价比+基本面势能强劲龙头（茅五泸洋），关注次高端改革标的（汾酒、酒鬼、舍得）。

## 一、次高端：本轮周期存在“不变与变”，各香型有望延续繁荣景气

### 1.1 回顾前 2 轮周期：始于高端提价，次高端繁荣接力，次高端业绩优于平均

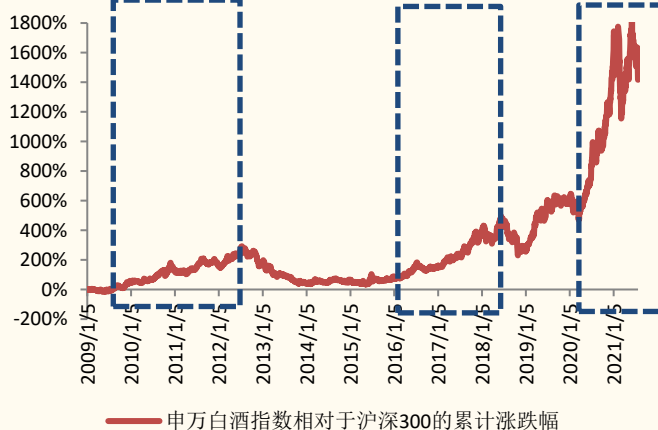
- 回顾白酒的两轮景气周期（09-12 年、15-18 年），我们发现，其通常起步于高端酒价格的快速提升，次高端繁荣接替，转折于高端酒批价持平或下挫。

图表 1：高端白酒月度批价



来源：渠道调研，今日酒价，国金证券研究所

图表 2：申万白酒指数相对于沪深 300 的累计涨跌幅

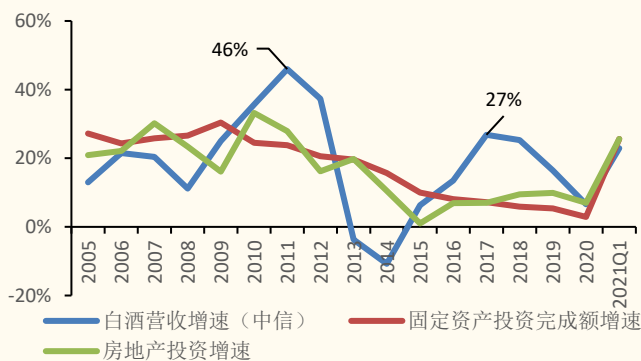


来源：wind，国金证券研究所

#### 1.1.1 09-12 年：经济强复苏带动政商消费，300 元价格带渐露头角

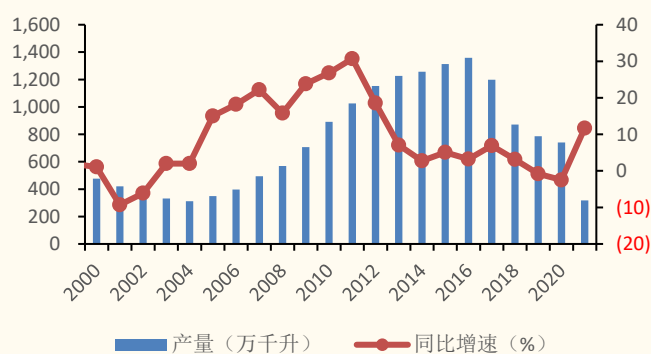
- ①需求端：08 年国家出台四万亿计划刺激经济，固定资产投资、地产投资需求火爆，进而带动政商消费旺盛，高端酒、次高端酒充分受益。
- ②供给端：产能大幅扩张（09-12 年白酒产量复合增速高达 25%），洋河、古井、口子窖等酒企利用本地政商资源深耕基地市场，并通过精细化管理加速突破省外市场。高利润驱使下，资本通过自建酒厂、并购、经销商加盟等方式加码白酒行业，渠道、社会库存逐步上行。

图表 3: 白酒营收 vs 固定资产投资 vs 房地产投资增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 4: 全国规模以上白酒企业产量及增速



来源: wind, 国金证券研究所

- ③次高端表现: 2009年初至2012年初, 飞天批价从540提至1850, 普五从480提至950, 国窖从430提至950, 高端涨价打开空间, 300元价格带初步形成。09-10年酒鬼酒合作河南盐业、山西朔州煤矿等多家业内外资本, 11年茅台推出汉酱、泸州老窖首创窖龄品类。此阶段也孕育了水晶剑、天之蓝等大单品: 剑南春12年销售体量近60亿; 天之蓝09-11年收入复合增速为201%, 11年的规模超30亿; 酒鬼酒、郎酒、青花汾11年收入增速均在70%以上, 远超上市酒企45%左右的平均增速。

图表 5: 次高端酒企/大单品收入体量及增速 (09-12年)

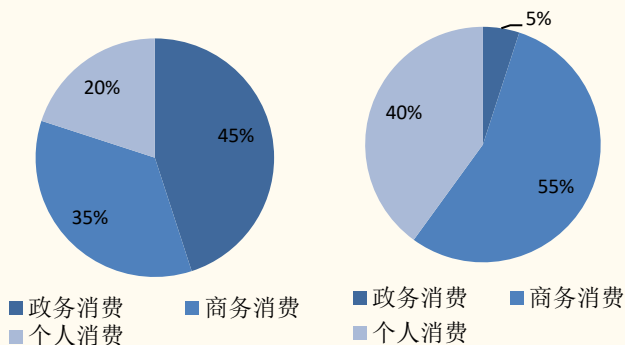
品牌	2009	2010	2011	2012	复合增速	2011年同比增速
郎酒 (销售额)	--	55-60 亿	百亿	110	38%	78%
剑南春 (酒类-销售额)	汶川地震恢复期	28	42	58	44%	50%
洋河-天之蓝	5-10 亿	15-20 亿	30 亿以上	--	122%	107%
洋河-梦之蓝	3	10	近 30 亿	--	201%	188%
汾酒-青花系列	3	6	12	15 亿左右	70%左右	98%
酒鬼酒	3.6	5.6	9.6	16.5	65%	72%

来源: 各公司公告, 酒业家, 国金证券研究所

### 1.1.2 15-18年: 大众消费夯实基础, 区域龙头竞相升级至次高端

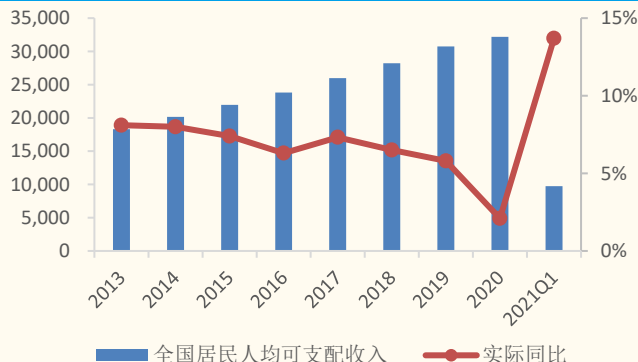
- ①需求端: 15年6月国家启动棚改货币化政策, 可支配收入提升增强居民购买力, 大众消费崛起。2011-2018年白酒政务消费比例由40%萎缩至5%, 商务消费提升至55%, 个人消费从20%上升至40%, 白酒的主要消费群体转变为居民, 需求波动趋于稳定。

图表 6: 白酒消费群体结构变化 (2011vs2018)



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 7: 居民人均可支配收入 (元) 及实际同比



来源: wind, 国金证券研究所

- ②供给端: 危机加速抗风险能力差、资金实力弱的中小酒企出清, 名酒龙头集中度进一步提升。15年行业去库存成效显著, 整体呈现复苏态势, 且后续库存维持在良性区间。18年下半年, 部分酒企设定的经营目标偏乐观,

叠加需求受制于去杠杆、贸易摩擦影响，渠道库存攀升（汾酒、古井库存达3个月，水井坊2个半月，国窖2个多月）。

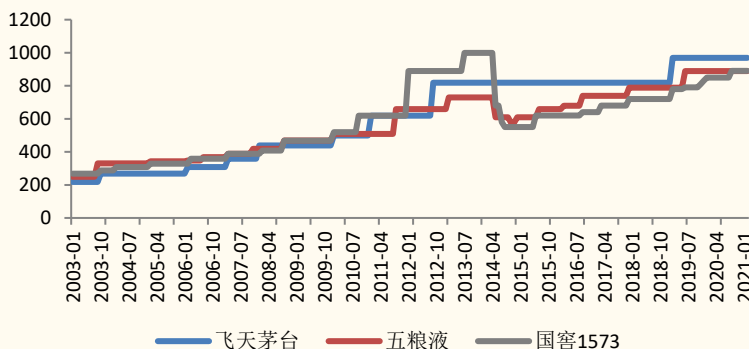
图表 8：重点酒企单季度营收同比增速（14-17 年）

	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
贵州茅台	4%	-1%	-5%	10%	15%	5%	0%	-3%	17%	13%	15%	29%	33%	33%	116%	29%
五粮液	-23%	-28%	-7%	7%	0%	-9%	15%	10%	31%	-1%	13%	5%	15%	23%	43%	20%
泸州老窖	-49%	-5%	-61%	-75%	22%	-14%	16%	225%	16%	15%	22%	28%	20%	18%	33%	15%
洋河股份	-10%	-3%	0%	20%	10%	11%	12%	1%	9%	1%	9%	5%	11%	18%	20%	21%
山西汾酒	-44%	-42%	-43%	16%	-8%	9%	17%	16%	2%	18%	18%	-5%	48%	30%	47%	18%
古井贡酒	-5%	22%	9%	-9%	12%	16%	14%	10%	11%	15%	12%	22%	18%	25%	15%	7%
中信白酒	-18%	-12%	-11%	2%	9%	1%	6%	8%	16%	7%	15%	15%	18%	22%	49%	23%

来源：wind，国金证券研究所

- ③次高端表现：15 年高端开始提出厂价，次高端也逐步迈入放量窗口期。区域地产龙头加紧将 100-300 元的中档酒升级到 300 元以上，例如：古井 18 年确立次高端战略并推出古 20，古 8 渐露头角；洋河的梦之蓝接档海天实现高增。在此期间，梦之蓝 15-18 年复合增速约 50%，18 年体量 68 亿；青花汾、红花郎 16-18 年复合增速均在 50%左右，体量达到 21、45 亿。17 年梦之蓝、红花郎、水井坊、青花汾等收入增速均在 50%以上，水晶剑增速为 30%+，明显高于上市酒企平均 25-30%的水平。

图表 9：高端白酒历年出厂价



来源：渠道调研，国金证券研究所，注：Q2 五粮液团购打款价为 999，国窖计划外打款价为 950

图表 10：次高端酒企/大单品收入体量及增速（15-18 年）

	2015	2016	2017	2018	复合增速	2017 年同比增速
剑南春-水晶剑（销售额）	--	60	80	90	22%	30%+
洋河-梦之蓝	20 亿左右	28	42	68	50%左右	50%
洋河-天之蓝	30-35 亿	36	42	47	15%左右	17%
郎酒-红花郎（销售额）	--	20 亿左右	30	45 亿左右	50%左右	52%
水井坊	9	12	20	28	49%	74%
舍得	12	15	16	22	24%	12%
汾酒-青花系列	--	8	12	21	59%	50%左右
古井-古 8 及以上	--	6	10	17-20 亿	74%	55%
今世缘-300 元及以上	8	9	13	18	34%	38%
口子窖-口子 10 年及以上	4	5	9	13	50%左右	73%
酒鬼酒-酒鬼系列	--	4	6	8	45%	55%

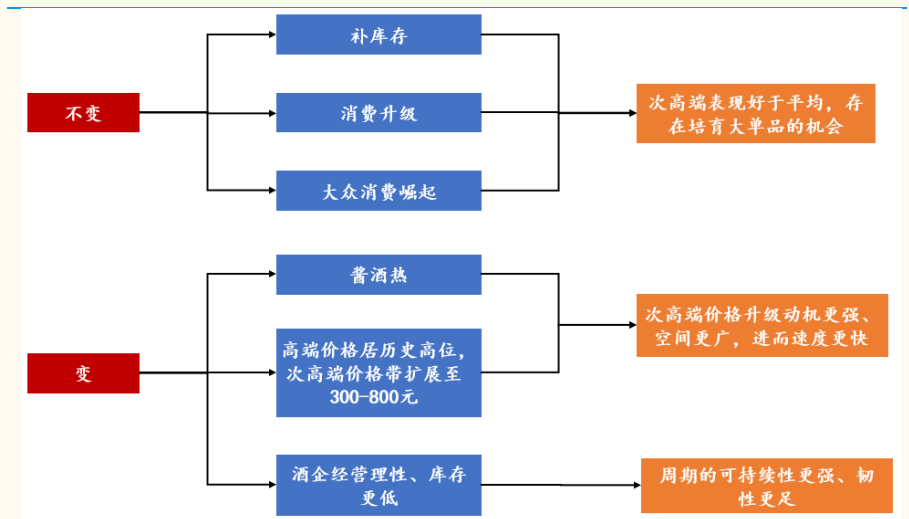
来源：各公司公告，国金证券研究所，剑南春财年为上年的 8 月 1 日至当年的 7 月 31 日

## 1.2 本轮周期存在“不变与变”，次高端或将维持高景气度

- 复盘 09-12 年、15-18 年的 2 轮周期，我们认为：白酒的景气周期常与经济周期趋同，流动性释放导致具备金融属性的高端酒价格率先攀升（08 年出台四万亿计划、15 年启动棚改货币化），价格空间打开后，接力次高端繁荣。这一过程中，次高端不仅在业绩表现上显著优于行业平均，更孕育出水晶剑、天之蓝、梦之蓝、红花郎等大单品。

- 20 年疫情后财政、货币政策宽松，需求稳步恢复，白酒迎来新一轮景气周期。此轮周期与 15-18 年的相同点在于：1) 消费群体结构并未发生改变，大众消费仍是需求的主力。2) 消费升级的趋势不变，购买力持续增强。3) 前期去库存接近尾声，需求改善带来强劲的补库存逻辑。
- 不同点在于：1) “酱酒热”带来边际影响。2) 高端酒价格居历史高位，茅台散瓶成交价站上 3000 元，普五、国窖站上千元。价格空间打得更开，次高端价格带从 300-600 元扩展至 300-800 元。3) 酒企目标设定更合理，借助数字化系统，对渠道库存和价盘的管控力更强、手段更丰富。

图表 11：本轮周期的“不变与变”



来源：国金证券研究所

针对本轮周期存在的“不变与变”，我们得出以下结论：

- 结论一：类似前 2 轮周期，预计次高端的业绩仍将明显优于平均，且存在培育大单品的机会。①从中报前瞻来看，Q2 高端酒经营稳健，次高端高增具备确定性。②从中长期规划看，龙头均在积极打造次高端大单品。洋河十四五规划打造水晶梦、梦 6+ 双百亿大单品（20-25 年 CAGR 分别约 20%+、30%）；汾酒复兴版加速替代老版青花 30，未来收入占比有望从 20 年的 25-30% 提升至 40-50%（我们假设 25 年收入 400 亿，青花系列占比 45%，对应 20-25 年 CAGR 超 30%）；古 8 及以上规划十四五末占比达 40%，收入体量达 80 亿（20-25 年 CAGR 为 20% 左右）。
- 结论二：不同于前 2 轮周期，次高端价格升级的诉求更强烈、空间更广，进而速度可能更快。“酱酒热”促进次高端所有香型价格加速向上（具体分析见后文），高端酒涨价使价格空间打开得更广，次高端有望迎来集体繁荣。
- 结论三：在需求不发生重大改变的前提下，酒企的理性经营将促进本轮周期的持续性更强、韧性更足。渠道反馈，当前库存和价盘良性（库存均在 1-2 个月），次高端大单品回款积极、发货有序（打款进度超往年同期），景气度有望延续至下半年。

图表 12：次高端重点酒企渠道跟踪

酒企	价格	打款/发货节奏	渠道库存
洋河股份	1) 梦 6+ 省内批价 580-590，成交价 640-650；2) 水晶梦批价 430，成交价 460；3) 海之蓝批价 120，终端价 130；4) 天之蓝批价 275，终端价 300	打款进度 65%，预计二季度 M6+ 省内翻倍以上增长，水晶梦对老梦 3 实现 8-9 成替代	5 月 1 日起天之蓝限制开票，库存较低；梦 1-1.5 个月
今世缘	新版四开正在导入，四开当前批价 440-450，终端价 460-480	回款 65%+（往年为 50%+）	1 个多月，老四开全面停货
酒鬼酒	1) 内参批价 870，7 月 1 日起上调出厂价、结算价；2) 红坛批价 300+，终端价 340-350，目标提到 380	内参已有大商打款基本完成，下半年按节奏发货，提价对今年影响有限	内参省内 1 个月以内，省外最高在 2 个月；红坛实际动销良好

古井贡酒	古5批价130,古8是245,古16是350,古20是550+,古20已开始按530开票	回款65%+;省内大商Q2打款30%+,打款到70%+	2个月左右
水井坊	3月31日起,井台、八号分别提价20元、10元,当前井台批价420-440元,8号批价300-320元	开始新财年打款,22财年目标增速为25-30%	1个月以内,历史低位
山西汾酒	1)青花20批价355,成交价400;2)老版青30批价760-800元,终端价850-900元;3)复兴30已选择终端销售,标价1199,终端供货1199(每箱返利1000元)	省内回款到60%以上	老版青30库存消耗

来源:渠道调研,国金证券研究所

图表 13: 次高端酒企 21 年及十四五规划

	21Q1 对比 19Q1 收入 增速	21Q2 对比 19Q2 收入增 速(预测)	21 年规划	十四五规划
山西汾酒	80%	88-118%	实现战略复兴发展的关键时期,乘势而上、主动作为,力争实现营业收入增长30%左右	1) 21年为深度调整期,1年时间解决经销商结构、营销体系管理、产品,渠道利润等问题; 2) 22-23年为改革转型发展期,省外高速、高质量发展,长江以南形成显著突破,杏花村个性化品牌强有力提升,突破国际市场; 3) 24-25年营销加速发展,实现青花营收历史性突破,基本实现汾酒和杏花村两大品牌相互支撑。
洋河股份	-3%	2%	业绩考核目标为21-22年营收同比增速均不低于15%	十四五规划到25年打造梦6+、水晶梦双百亿大单品
酒鬼酒	162%	122%	内参翻倍,酒鬼高增	收入突破30亿,跨越50亿,迈向100亿(20-25年为CAGR为41%)
今世缘	23%	31%	21年公司规划营收目标59亿元(同比+15%),争取66亿元(同比+29%);净利润目标18亿元(同比+15%),争取19亿元(同比+21%)	1)以“发展高质量,酒缘新跨越”为追求,力争跻身白酒行业第一方阵,争取从区域强势品牌跃升为全国化优势品牌 2)十四五规划25年营收目标过百亿,争取150亿元(对应20-25年CAGR分别为14%、24%)
古井贡酒	13%	23%	21年计划实现营业收入120亿元,同比+16.59%;2021年计划实现利润总额28.47亿元,同比+15.08%	1)十四五规划实现收入200亿(20-25年CAGR约14%) 2)区域:规划省内、省外占比近期目标6:4,远期目标5:5,加快建设10-20亿规模的第一梯队市场(河南、河北、江苏、浙江等),积极推进第二梯队储备市场 3)产品:古8以上产品占比达到40%,全面主推古20,聚焦不超过三个单品的产品线(价位带超过200元)
水井坊	33%	-21%	21年营业收入43亿元,同比+43%;税后净利润9.9亿元,同比+35%	未来5年保持成长动力,赢取更大的高端、次高端市场份额,优化经销体系,预计中长期营收增速仍高于利润

来源:各公司公告,国金证券研究所

### 1.3“酱酒热”助推次高端各香型价格加速上移

#### 1.3.1 酱香:“酱酒热”+产能紧缺,主流酱酒价格驶入快车道

①需求端:酱酒风味物质丰富、饮后舒适性佳、具备收藏属性,“酱酒热”本身是消费升级的结果。“酱酒热”背景下,主流酱酒价格飙升,20年3月底至今批价累计涨幅均在20%以上,普王子、赖茅、汉酱等大单品涨幅超60%。

②供给端:考虑生产属性,17-18年的产量对应21-22年的可用基酒,17-18年厂商投料相对谨慎。新一轮的产能建设周期处于起步阶段(建设1年,生产1年,储藏3年),预计新增基酒将于23年以后开始放量。此外,产能扩建依靠资金支持,但目前酱酒融资集中在一级,二级上市仍需时间(国台于6月初终止IPO,拟于11月重新上报材料;郎酒收到53项IPO问询),并购老酒厂也存在规模偏小、现代化程度低等问题。展望未来,我们认为,21-23年酱酒产能相对紧缺,提价仍是支撑酒企业绩提升的重要动力。渠道反馈,5月底起,贵州部分酱酒酒企已出现控货举措。



图表 14：主流酱酒月度批价数据

	普王子	汉酱	赖茅(传承)	习酒窖藏1988	青花郎	红花郎15年	红花郎10年	国台15年	国台龙酒	国台国标	珍15
2020年3月	115	245	215	415	785	420	280	550	950	230	297
2020年4月	115	245	240	415	785	420	285	550	950	230	297
2020年5月	118	255	240	415	800	430	285	550	950	230	300
2020年6月	118	270	240	410	820	440	290	540	930	240	300
2020年7月	120	274	240	410	830	440	300	540	930	240	315
2020年8月	130	280	255	420	830	460	305	550	930	240	300
2020年9月	139	290	266	450	840	460	315	590	950	257	300
2020年10月	155	300	275	485	900	465	320	630	1210	260	305
2020年11月	165	315	295	485	920	520	345	650	1300	270	310
2020年12月	188	320	296	500	965	525	350	670	1290	280	315
2021年1月	195	340	325	530	960	530	350	660	1260	290	325
2021年2月	190	342	325	525	960	530	354	660	1265	305	330
2021年3月	234	400	390	545	970	528	354	660	1290	320	380
2021年4月	230	400	400	550	960	530	358	660	1300	325	380
2021年5月	230	400	395	550	950	530	355	660	1300	325	380
2021年6月	230	405	390	560	945	530	355	680	1350	325	385
2021年7月	225	400	390	555	945	520	350	700	1330	310	377
累计涨价幅度	96%	63%	81%	34%	20%	24%	25%	27%	40%	35%	27%
累计价格变动	110	155	175	140	160	100	70	150	380	80	80

来源：今日酒价，国金证券研究所

### 1.3.2 浓、清香：“酱酒热”倒逼价格升级提速

酱酒在 600-800 元价格带的布局仍相对薄弱。主流酱酒产品价格带集中在 250-600 元、800-1500 元、3000 元以上，600-800 元价格带竞争相对缓和。其中 250-400 元有王子酒（超 40 亿）、贵州大曲（超 10 亿）、红花郎（约 18 亿）；450-600 元有珍酒（超 10 亿）、赖茅（超 10 亿）、汉酱（超 10 亿）、国台国标（超 20 亿）、习窖 1988（超 50 亿）等；800-1500 元有金沙摘要（超 15 亿）、青花郎（42 亿）、君品习酒（5.6 亿）、钓鱼台国宾等。

图表 15：主流酱酒产品价格及规模（按京东零售价排序）

价格带(零售价)	产品	批价	京东零售价	规模(2020年)
250-400	王子(普)	233	258	超 40 亿
	贵州大曲(70/80年)	310/247	354/278	超 10 亿
	红花郎(10/15年)	355/530	389/576	18 亿
450-600	珍酒(15年)	383	467	超 10 亿(预估)
	赖茅(传承蓝)	398	488	超 10 亿
	汉酱	405	498	超 10 亿
	国台国标	325	549	20-30 亿(预估)
	习酒窖藏 1988	550	617	超 50 亿
800-1500	金沙摘要酒	670	813	超 15 亿
	青花郎	945	1100	42 亿
	钓鱼台国宾	--	1399	超 10 亿(预估)
	君品习酒	955	1399	5.6 亿
3000+	飞天茅台(散瓶)	3000	3000+	约 550-600 亿

来源：京东，权图酱酒工作室，各公司公告，国金证券研究所

“酱酒热”倒逼浓清香加紧占据 600-800 元价格带。“酱酒热”下，300-600 元的浓、清香产品受影响较深。然而，除茅台、习酒、钓鱼台以外的酱酒缺乏足够的品牌力支撑，浓香名酒通过价格带加速上移，既实现了与酱酒的错位竞争，也进一步强化了品牌力。例如：洋河 20Q2 梦 6+ 开始全国化（省外成交价 700+），汾酒 20 年 9 月推出青花 30 复兴版（零售价 1199），水井坊 21 年规划换典藏包装并加大费用投放。20 年 3 月底至今，梦 6+、青花 30 批价累计涨跌幅分别为 21%、57%，涨幅已超部分酱酒大单品。

图表 16：次高端主流浓清香大单品价格及规模

价格带	产品	批价	京东零售价	规模(2020年)
250-400	窖龄(30/60/90)	192/245/360	250/338/556	35 亿左右
	特曲(老字号)	250	320	
	国缘对开	275	334	超 10 亿
	古 8/古 16/古 20	245/350/550	360/450/700	35-40 亿
	口子 10/口子 20	--	348/448	10 多亿
	天之蓝	300	344	35-40 亿
	酒鬼红坛	300	350	超 5 亿
	臻酿八号	310	364	10 亿左右
400-600	品味舍得	355	425	15 亿左右
	青花 20	355	465	20-25 亿
	水晶剑	395	469	百亿
	酒鬼传承	--	478	超 2 亿
	酒鬼紫坛	390	500	超 2 亿
	梦 3 (水晶梦)	445	500	40 亿左右
	井台	435	515	15 亿
	国缘四开	420	535	15 亿左右
600-1000	智慧舍得	475	640	2 亿
	梦 6+	650	768	25 亿左右
	典藏	570	859	约 1.5 亿
	青花 30	770	949	15 亿左右

来源：各公司公告，京东，国金证券研究所

图表 17：次高端主流浓、清香酒月度批价数据

	水晶剑	珍藏剑	梦 6+	梦 3	青花 30	青花 20	井台	臻酿八号	典藏	品味舍得
2020 年 3 月	345	480	535	375	510	300	390	265	520	290
2020 年 4 月	345	480	535	375	510	300	390	265	520	290
2020 年 5 月	358	480	590	400	510	300	390	265	520	290
2020 年 6 月	375	480	600	410	555	320	400	280	530	310
2020 年 7 月	360	480	600	400	560	320	400	280	530	310
2020 年 8 月	360	480	610	405	560	330	400	280	530	315
2020 年 9 月	364	480	610	405	560	335	400	285	530	330
2020 年 10 月	367	480	610	420	630	335	400	300	540	330
2020 年 11 月	370	490	663	425	650	340	395	285	560	335
2020 年 12 月	370	525	663	425	690	350	400	290	570	335
2021 年 1 月	370	530	665	450	715	343	400	287	580	335
2021 年 2 月	380	510	665	450	715	345	405	287	580	335
2021 年 3 月	392	570	650	450	720	345	415	305	580	366
2021 年 4 月	392	570	640	445	720	347	430	310	570	355
2021 年 5 月	390	570	650	445	770	355	440	315	570	358
2021 年 6 月	405	555	655	440	765	355	425	310	570	350
2021 年 7 月	405	555	645	440	800	355	425	305	570	350
累计涨价幅度	17%	16%	21%	17%	57%	18%	9%	15%	10%	21%
累计价格变动	60	75	110	65	290	55	35	40	50	60

来源：今日酒价，国金证券研究所

## 二、高端：茅台批价持续上行，重视双千元价格带的发展潜力

### 2.1 茅台批价持续上行，普五、国窖短中长期价格展望积极

- 1) 茅台批价作为行业标杆，我们认为，中长期仍有望持续向上。核心逻辑在于：①供需缺口尚存，且短期内难以解决，这是支撑茅台价格的根本原因。21 年茅台规划基酒产量为 5.53 万吨，考虑办公配套用地转为生产+产

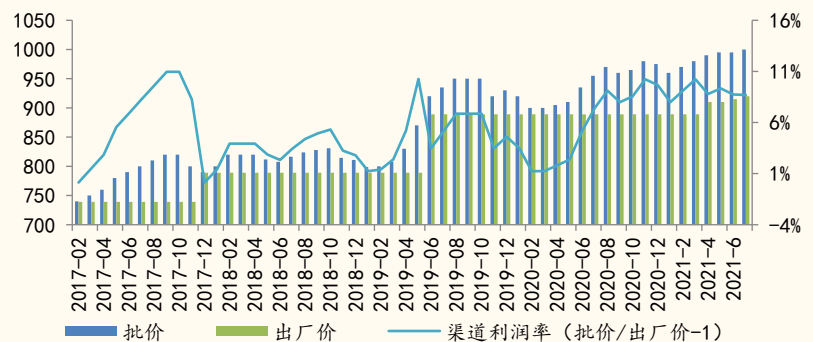
能利用率提升，预计产量将会上升，但未来能否继续扩产需综合考虑资源、生态承载能力等因素。②当前，飞天批价散瓶 3000、整箱 3750，对比 4 月底提升约 440、470 元。假设后续拆箱政策松绑，散瓶和整箱的价差缩窄，批价的支撑基础将更稳固。③部分渠道反馈，茅台 7 月到货偏晚，短期内或将加剧供需缺口。

- 2) 普五当前批价爬坡至 1000，但挺价进度相对缓慢。我们判断，核心原因不在于需求基本盘变动，而在于公司调整发货节奏，公司将“淡季控量挺价、旺季放货降价”的错峰发货策略转变为淡旺季均匀发货策略。成都大商反馈，当前 889 的货发到 9 月；999 的货打款 70%，发货为打款量的 50-60%，库存 1 个月以内，打款、发货进度均快于往年，批价缓慢向上爬升。
- 3) 国窖 Q1 全国打款进度偏快（开门红整体完成 40%+，往年为 30-40%），Q2 公司采取控量停货、缩减费用投放、取消部分会战市场等措施来挺价，动销表现相对平淡，蓄力中秋旺季。成都大商反馈，当前国窖计划内的 890 打款到 9 月，算上计划外的 950 打款到 10 月，库存 1 个多月，预计淡季将继续巩固价盘基础。

当前，部分投资者担忧五粮液的挺价进度，我们的观点是：

- 1) 普五挺价速度低于市场预期，但当前渠道利润均已处于历史高位（普五按团购占比 30%折算，平均成本约 920，经销商利润 70-80 元，终端利润 60-70 元），且高于国窖（国窖经销商利润为 40 元，终端利润 50-60 元），推力依旧充足，经销商认可均匀发货的模式。
- 2) Q2 需求同比并未恶化，发货进度快于往年的前提下，批价仍缓慢上升，库存维持在 20 多天。
- 3) 19 年中秋普五放量导致批价从 960 降至 910，且在后续的 2 个月多一直徘徊在 910-930，经销商信心受损。今年中秋，普五有望借助“数字化系统+新增团购”使渠道管理更精细化，放量后批价更易保持韧性（类似今年春节后），进一步强化品牌力。

图表 18：五粮液出厂价/一批价/渠道利润率



来源：渠道调研，国金证券研究所，注：不考虑费用支持，已按团购打款比例折算估计成本

未来怎么判断普五和 1573 的价格？

- 短期来看：1) 茅台批价仍处于上行区间（当前散瓶、整箱批价对比 4 月底提升 17%、14%），普五、国窖性价比凸显，挺价难度大概率将降低。2) Q2 是传统淡季，普五、国窖库存良性、价盘夯实，看好中秋旺季放量后批价的韧性。3) 五粮液 Q2 开始按 999 打款（渠道反馈，全年 889 与 999 打款比例为 1:1 或 2:1），国窖引入 950 的计划外打款价，预计 Q3 及以后高价打款、发货的比例将提升，有望逐步传导至批价、成交价。

- 展望中长期，我们认为：高端价格提升逻辑顺畅。1) 比下：消费升级持续，次高端都在布局千元价位带，预计 3-4 年后千元价格带会成为次高端主流。五粮液、国窖定位高端品牌，批价有望步入 1300-1500 的区间。2) 比上：茅台批价稳步上行，2000 元价位带具备性价比，存在培育大单品的机会。

## 2.2 双千元价格带雏形初现，经典五粮液、中国品味迎来机遇

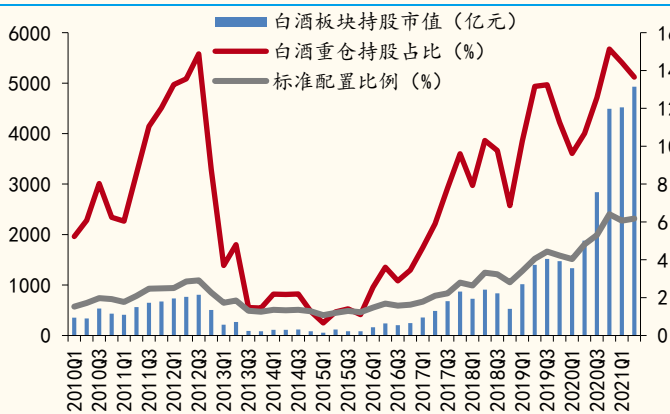
- 飞天价格抬升造就了 2000 元价格带，100% 拆箱政策使得部分送礼需求被其他产品承接。21 年以来，五粮液、泸州老窖均加大了对 2000 元产品的打造，有望贡献新增长势能。
- 1) 经典五粮液：动销超预期，潜在的万吨级战略大单品。20 年 9 月发布，21 年初试销后市场反馈良好，后将全年计划投放量从 1000 吨调整至 2000 吨，半年回款超半。当前经典五粮液的出厂价 1399，投放量对应 21 年收入 56 亿（贡献约 10 个点的增长），十四五末规划投放超 1 万吨。我们认为，经典五粮液成功的逻辑在于：从外部条件看，双千元价格带本身存在发展机会；从内部看，经典对比八代入口更厚重、更回甘，且渠道推力较充足（单瓶出厂价 1399，批价 2300-2700，终端利润 300-400 元），消费者认可度高。
- 2) 中国品味：布局时间早，未来或将实现一定销量。10 年推出，成交价 2000 多。华中渠道反馈，今年开始，中国品味设置专业团队运作，并匹配人员、费用支持。股东大会强调，未来将坚定国窖 1573 作为千元价格带重要单品的地位；中国品味谋求 2000 元价格带，作为国窖 1573 品牌的延伸产品有望形成一定销量。此外，泸州老窖未来会考虑更高端品牌的建设，打造独立于国窖 1573 的高端新品牌。

## 三、持仓及估值情况

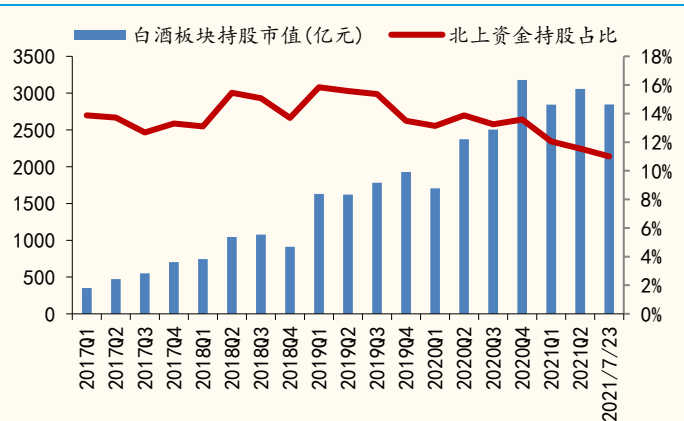
### 3.1 基金及北上资金持仓：Q2 减持高端，增持次高端

- 基金重仓、北上资金延续减持：从整体持仓看，21Q2 基金对白酒的持仓<sup>1</sup>约 13.7%，环降 0.8pct，超配比例缩窄至 7.5pct；北上资金白酒持仓约 11.5%，环降 0.5pct（7 月继续维持下降态势）。我们认为，当前白酒产业和公司的景气度依旧，但部分资金切换布局新能源、半导体、CXO 等景气度更胜的行业，导致板块资金面阶段性受到负面影响。

图表 19：基金白酒板块重仓持股市值及占比



图表 20：北上资金白酒板块持股市值及占比



来源：wind，国金证券研究所，注：持仓占比 =  $(\sum \text{对应板块股票持股市值}) / (\sum \text{所有个股持股市值})$ ，样本口径为全部基金，下同

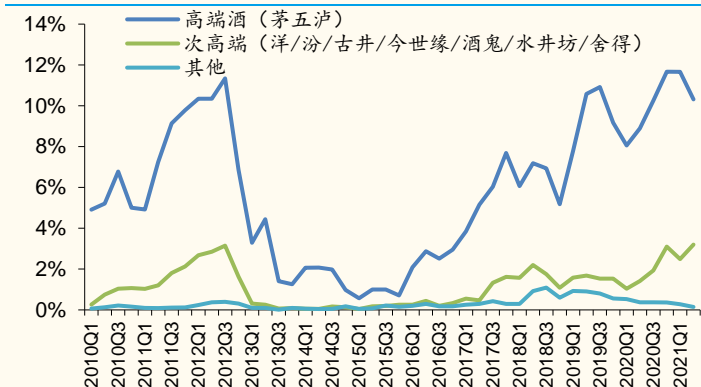
来源：wind，国金证券研究所，注：持股占比 =  $\sum \text{个股陆股通持股市值} / \text{陆股通 A 股持股总市值}$ ，下同

- 增持次高端，减持高端：从价格带上看，1) 高端（茅五泸）：21Q2 基金持仓环降 1.3pct，北上资金持仓环降 0.7pct。2) 次高端（洋/汾/古井/今世缘/酒鬼/水井坊/舍得）：21Q2 基金持仓环增 0.7pct，北上资金持仓环增

<sup>1</sup> 注：持仓占比 =  $(\sum \text{对应板块股票持股市值}) / (\sum \text{所有个股持股市值})$ ，样本口径为全部基金，下同

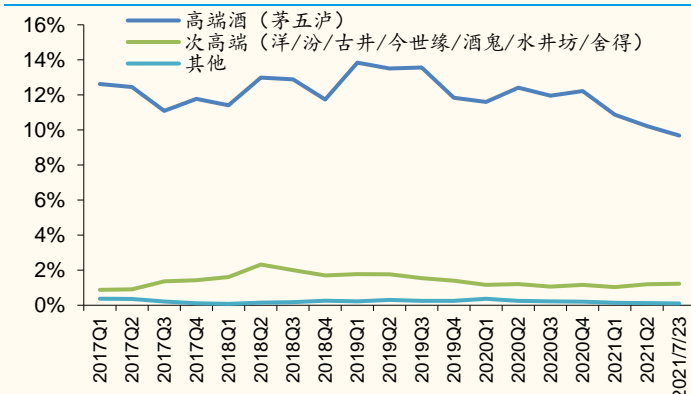
0.2pct。我们判断，次高端 Q1 业绩普遍超预期，Q2 汾酒、酒鬼酒、舍得等业绩预告高增，繁荣景气正逐步被市场认知，板块内部存在结构性增持。

图表 21：基金各价格带白酒重仓持股占比



来源：wind，国金证券研究所

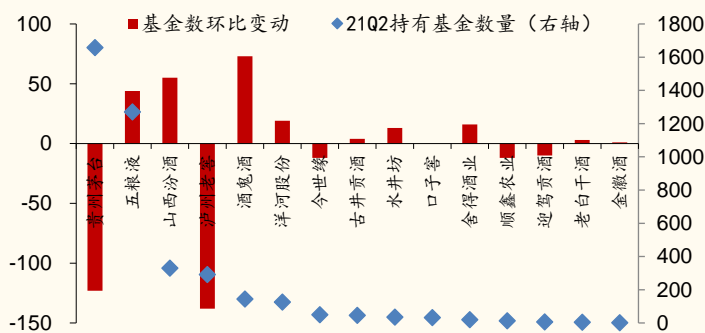
图表 22：北上资金各价格带白酒持股占比



来源：wind，国金证券研究所

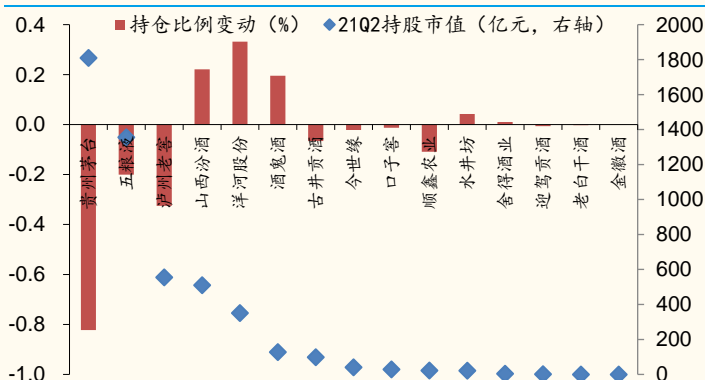
- **洋河、酒鬼、汾酒更受青睐**：从个股看，茅台仍是第一大重仓股，老窖退出前十大重仓股。茅台、老窖持有基金数下滑（环降 123/138 只），五粮液、汾酒、酒鬼酒持有基金数上升（环增 44/55/73 只）；茅/五/泸持仓环降 0.8/0.2/0.3pct，汾酒、洋河、酒鬼酒持仓环增 0.2/0.3/0.2pct。陆股通中，酒鬼酒持股占比明显提升，持续的超预期业绩巩固资本市场信心。

图表 23：白酒个股持有基金数量变动



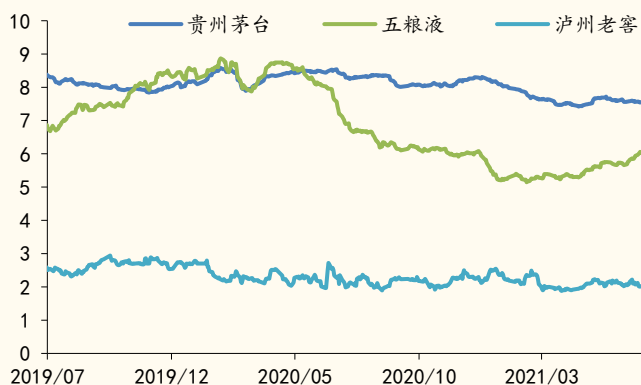
来源：wind，国金证券研究所

图表 24：白酒个股基金持仓占比变动



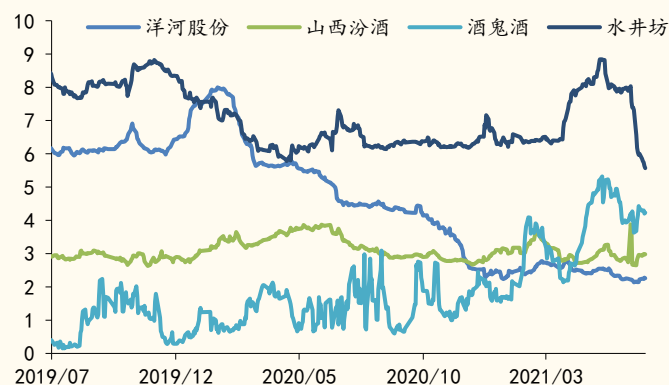
来源：wind，国金证券研究所

图表 25：茅五泸沪(深)股通持股占流通 A 股比例 (%)



来源：wind，国金证券研究所

图表 26：洋/汾/酒鬼/水井坊沪(深)股通持股占流通 A 股比例 (%)



来源：wind，国金证券研究所

### 3.2 中报业绩前瞻：高端行稳致远，次高端高增可期

- 回顾 Q2，我们认为：1) 高端酒整体动销平稳，蓄力中秋旺季，预计 Q2 经营相对稳健（收入端茅台 11%、五粮液 17-20%、泸州老窖 18-20%）。2) 次高端酒受益于“低基数+补偿性消费”，回款表现亮眼，产品结构加速优化，部分公司存在改革逻辑，Q2 业绩高增值得期待（汾酒、酒鬼酒、舍得业绩预告均超预期，洋河股权激励业绩考核目标略超预期）。

图表 27：重点白酒酒企 Q2 业绩前瞻

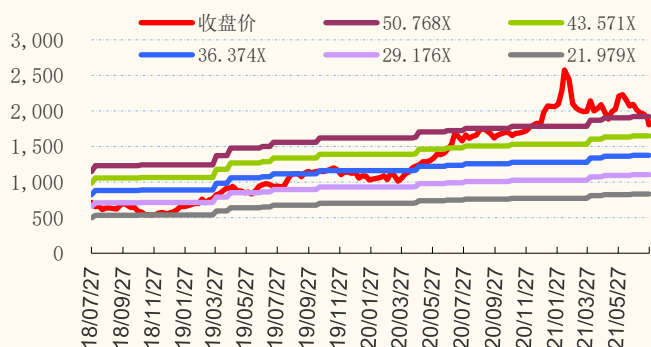
公司	收入端增速				归母净利润端增速			
	21Q1	21Q2E	21H1E	21H1 相对 19H1	21Q1	21Q2E	21H1E	21H1 相对 19H1
贵州茅台	10.9%	11%	11%	23%	6.6%	16%	11%	25%
五粮液	20.2%	19%	20%	36%	21.0%	22%	21%	41%
泸州老窖	40.9%	18%	29%	23%	26.9%	18%	23%	44%
山西汾酒	77.0%	59-84%	70-80%	83-94%	77.7%	213-297%	110-130%	179-205%
洋河股份	13.5%	25%	17%	-2%	-3.5%	扣非净利 30%+	3%	0%
古井贡酒	25.9%	27%	26%	16%	27.9%	30%	29%	6%
今世缘	35.3%	30%	33%	27%	38.8%	30%	35%	28%
酒鬼酒	190.4%	96%	137%	141%	178.9%	162-185%	171-182%	221-234%
水井坊	70.2%	691%	128%	9%	119.7%	亏损 0.42 亿元	266%	44%
舍得酒业	154.2%	120%	133%	96%	1031.2%	197-226%	332-357%	283-305%
口子窖	50.9%	60%	55%	1%	72.7%	75%	74%	-6%

来源：各公司公告，国金证券研究所，注：标红部分为已披露业绩预告或中报

### 3.3 估值锚的确定

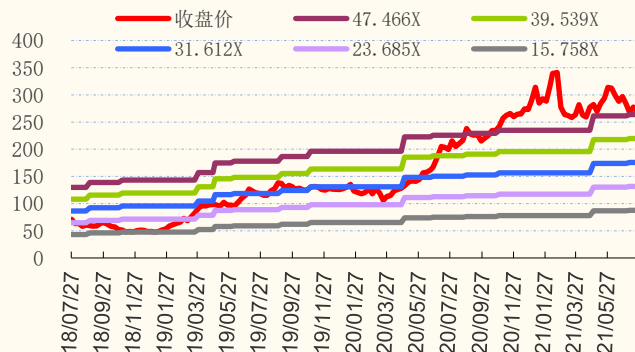
- 我们认为，历史估值中枢虽有参考价值，但并不建议完全依赖其为估值锚，判断依据在于：1) 利率整体处于震荡下行区间，估值水平理应提升。2) 外资流入背景下，市场估值方法从 PEG 模式向 DCF 模式转换（即永续增长溢价），白酒优质的商业模式、高确定性的竞争格局逐步被投资者熟知，估值中枢本身处于稳步抬升的阶段。3) 部分龙头的基本面好转，市场担忧被证伪，估值折价因素消除（比如五粮液、酒鬼酒等），历史估值无法真实反应未来增长潜力。

图表 28：贵州茅台 PE-band



来源：wind，国金证券研究所

图表 29：五粮液 PE-band



来源：wind，国金证券研究所

- 我们建议，应综合考虑未来增长潜力和资产自身质量来确定估值锚。H2 基数影响消除，增速大概率将放缓。考虑下半年估值将逐步切换到看 22 年的 PE，当前股价下，茅台（22 年 36X）、五粮液（22 年 32X）均具备较强性价比。

图表 30：重点白酒酒企估值表

	收入增速				利润增速				估值水平			历史 3 年估值中枢 (ttm)
	21H2	21E	22E	23E	21H2	21E	22E	23E	21E	22E	23E	

贵州茅台	13%	12%	15%	14%	17%	14%	18%	17%	43	36	31	35-40X
五粮液	18%	19%	22%	18%	23%	22%	25%	23%	40	32	26	30-35X
泸州老窖	15%	21%	24%	22%	17%	20%	26%	25%	41	32	26	25-30X
山西汾酒	11%	45%	33%	30%	44%	78%	37%	33%	71	52	39	40-45X
洋河股份	14%	16%	22%	19%	28%	10% (扣非 利润 23%)	28%	23%	33	26	21	20-25X
酒鬼酒	26%	70%	40%	33%	65%	105%	55%	45%	69	45	31	45-50X

来源：国金证券研究所，收盘价截止至 2021 年 7 月 26 日

## 四、投资建议

### 4.1 投资逻辑

我们认为，本轮周期存在“不变与变”：1) 类似前 2 轮周期，预计次高端业绩仍将明显优于平均，且存在培育大单品的机会。2) 不同于前 2 轮周期，“酱酒热”促进所有香型价格升级加速，高端酒涨价使价格天花板打得更开，次高端价格升级的诉求更强烈、空间更广，进而速度更快。本轮周期的驱动力将由“量增”逐步转向“价升”。3) 在需求不发生大改变的前提下，若企业继续重视渠道、价盘良性，有望增强景气周期的可持续性。我们建议，重视价格的力量，高端挺价确定性强，双千元价格带前景广阔；次高端“集中度提升+全国化”的趋势不改，未来 2-3 年量价齐升的逻辑强劲。看好高端、次高端具有价格逻辑的公司，优先布局估值性价比+基本面势能强劲龙头（茅五泸洋），关注次高端改革标的（汾酒、酒鬼、舍得）。

### 4.2 重点公司逻辑

- **贵州茅台**：短期看，飞天批价持续上升（当前散瓶 3000 元、整箱 3750 元，对比月初提升 250、310 元），彰显高端酒的旺盛需求。非标提价后 3 月底开始发货，Q2 将反映在报表端，叠加消费税缴纳节奏扰动消除，盈利能力有望迎来改善。展望中长期，茅台借助“直销放量+非标提价”实现吨价的间接上行，“供需缺口+强品牌力”为开箱背景下价格的核心支撑，新增产能释放有望护航长期业绩。
- **五粮液**：Q2 普五打款、发货节奏快于往年，但批价稳中向上（当前多地已站上千元），库存小于 1 个月。下半年 999 打款占比提升（全年团购占比 30%），期待中秋旺季动销，中秋后批价仍有望站稳千元。经典五粮液采取“1+N+2”的渠道模式，推力充足，消费者认可度、复购率提升，21 年计划投放上调至 2000 吨，十四五规划放量 1 万吨，有望打造成战略大单品。系列酒致力于打造 4 个核心品牌（尖庄、五粮醇、五粮春、五粮特曲），在保证吨价提升、贡献利润的目标下，实现量的可持续增长。十四五收入规划 200 亿，五粮春的回归也将贡献新势能。
- **泸州老窖**：1) 国窖：Q2 控量、控费挺价，当前批价与普五的价差在百元以内，库存 1 个多月。中秋旺季放量可期，我们预计全年有望实现 20-30% 的增长。中长期千元价格加速扩容，国窖全国化布局持续落子，十四五规划销售口径收入 22 年 200 亿、25 年 300 亿（20-22 年 CAGR 约 20-25%）。2) 中档酒：需求稳步恢复，当前特曲 60 已实现顺价销售，特曲价格具备性价比，全年整体收入增速或快于国窖。中长期看，疫情加速中小酒企出清，泸州老窖品牌复兴正当时，优秀的执行力+高渠道管理水平仍是其核心竞争力。
- **洋河股份**：股权激励落地，业绩考核要求为 21-22 年营收同比增速都不低于 15%，内部机制加速改善。短期看，我们预计，Q2 收入增速为 20-30%，省内梦 6+超预期实现翻倍增长；水晶梦需求稳步恢复，中秋有望实现全部替代老梦 3。中期看，天之蓝 5 月起限制开票，省内批价挺至 270-280，Q3 或将开启新一轮改革升级；海之蓝批价提至 120-130，预计 22 年可实现全面换代，业绩环比加速向好可期。长期看，十四五规划梦系列双百亿大单品（20-25 年 CAGR 为 25%左右）；双沟成立销售公司独立运作，全

国化稳步推进；贵酒从 16 年开始布局，乘酱酒之风而起，未来存在独立运作的可能。

- **山西汾酒：**公司公告，预计 21H1 营收同比+70-80%，归母净利同比+110-130%。我们预计，H1 青花系列接近翻倍增长，青花 20 放量背景下，批价从 4 月底的 345 提至 355，库存处于良性；老版青花 30 控量，批价从 4 月底的 720 提至 800 元，库存已基本耗尽。十四五将加快“结构升级+区域扩张”：1) 产品上，继续坚持“抓两头带中间”的策略，玻汾基本盘稳定，青花占比 5 年内有望从 25-30%提升至 40-50%。渠道反馈，复兴版已选择终端销售，通过品鉴会提升消费者认可度，标价 1199，终端供货 1199（每箱返利 1000 元），中长期加速放量可期。7 月 5 日青花 40·中国龙发布，标价 3199，剑指超高端，品牌势能进一步强化。2) 区域上，围绕“1357+10”的市场布局，全力夯实省内基础，环山西及南方市场有望发力，未来省外占比或将从 60%提至 70%+。
- **酒鬼酒：**公司公告，预计 21H1 营收同比+137%，归母净利同比+171%-182%。我们预计，H1 内参 5.2 亿（翻倍增长），酒鬼 9.8 亿（增速约 170%）。短期看，全年 30 亿的收入目标压力不大，H1 销售费率下降（费用兑付节奏推后+招商容易程度超预期），考虑 H2 费用核销，21 年净利率或低于 H1，但大概率高于 20 年。1) 内参：省内严控配额，全国化招商任务过半，全年省外收入占比有望从 20 年的 30%提升至 40%+。新增市场中，华东有望借助优商资源，全年贡献接近亿元的收入。2) 酒鬼：新红坛上半年开始放量，动销好于预期，当前成交价 340-350 元，目标价是 380-400 元。中长期看，内参阶段性以规模为重，长期目标是量价齐升，看好全国化招商后显现真实动销；酒鬼产品升级换代，未来 1-2 年仍是重要支柱。

## 五、风险提示

- **宏观经济下行影响需求**——白酒的景气周期常与经济周期相吻合，假设经济增长降速，或将导致白酒终端消费需求疲软；
- **流动性风险**——流动性释放将助推具备金融属性的高端酒价格攀升，若流动性大幅收紧，将制约高端酒价格升级的速度，负面影响进而传导至次高端；
- **区域市场竞争风险**——次高端走出基地市场、实现全国化布局是行业趋势，若省外区域市场竞争恶化、费用投放加剧，可能会影响酒企整体的盈利能力；
- **疫情持续反复风险**——若国内外疫情不可控，将挫伤白酒的宴席、餐饮、商务宴请等需求。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402