

# 以古鉴今： 从高端酒格局演化看次高端走向

安信证券研究中心 食品饮料团队

首席分析师 苏铖

SAC执业证书编号：S1450515040001

联系人：符蓉

SAC执业证书编号：S1450518060003

2018年9月16日



# 目录

## 第一章 高端酒竞争格局演化历程回顾

- 1.1 第一阶段：1988-2007年，五粮液超汾老大，营收居行业之首
- 1.2 第二阶段：2005-2014年，茅台稳扎稳打，逐步对五粮液实现超越
- 1.3 第三阶段：2015年至今，一超两强格局形成，茅台稳坐高端酒龙头

## 第二章 次高端竞争格局演化历程回顾

- 2.1 第一阶段：1998-2009年，各名白酒企业深挖历史，提出次高端产品雏形
- 2.2 第二阶段：2010-2014年，品牌崭露头角，行业调整期出现分化
- 2.3 第三阶段：2015年至今，一二名差距缩小，赢家通吃机会仍存在

## 第三章 看未来：剑南春VS洋河梦之蓝，谁将突围次高端市场

- 3.1 横向对比——消费品细分行业龙头与老二的关系
- 3.2 品牌力——先天优势VS后天发力
- 3.3 产品力——梦之蓝价格带高于水晶剑，且产品体系清晰
- 3.4 渠道力——洋河率先深度分销，全国化趋势明确

## 第一章 高端酒竞争格局演化历程回顾

---

- 1.1 第一阶段：1988-2007年，五粮液超汾老大，营收居行业之首
- 1.2 第二阶段：2008-2014年，茅台稳扎稳打，逐步对五粮液实现超越
- 1.3 第三阶段：2015年至今，拉开价差格局重塑

**探讨的问题：**

高端酒竞争格局演化过程如何？

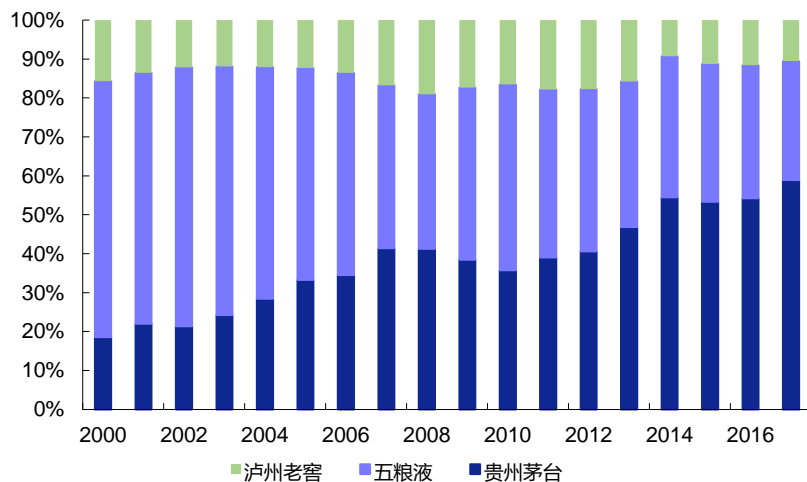
茅台缘何超越五粮液，成为行业龙头？



# 1. 高端酒竞争格局演化历程回顾

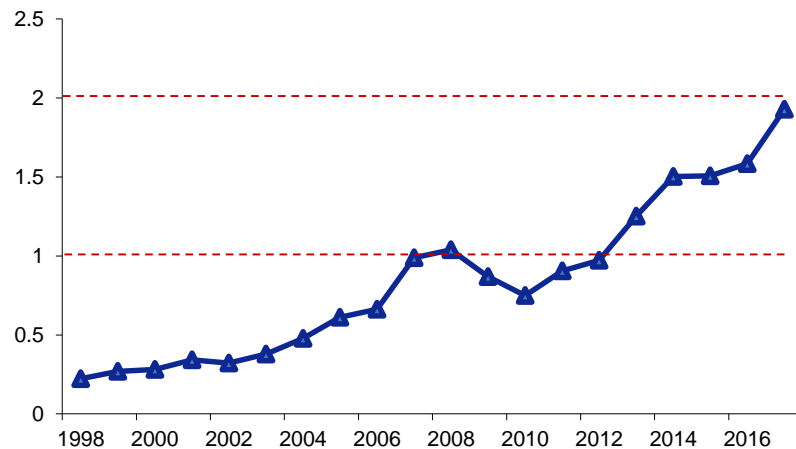
- 1988-2007年，五粮液超汾老大，营收居行业之首。价格放开，五粮液等名白酒企纷纷涨价。泸州老窖在90年代初定位中低档，走大众酒路线错失高端地位。得益于产能的迅速扩张以及在全国范围内的广告营销，五粮液在价格，销量上均超过茅台和泸州老窖，1994年超过汾酒成为行业第一。
- 2008-2014年：茅台稳扎稳打，逐步对五粮液实现超越。2008年，茅台在营收上首次超过五粮液。2013年，由于三公消费的限制，白酒行业进入调整期，茅台顺利稳价，并在2013和2014年保持营收的稳定增长。五粮液出现战略性错误，逆势提出厂价，降低渠道利润，高端酒收入大幅下滑。13,14年五粮液营收和净利润连续两年保持两位数下滑。自2013年开始茅台与五粮液营收不断拉开差距。
- 2015年至今：行业恢复以来茅台业绩加速，一超两强格局形成，茅台稳坐高端酒龙头。茅台独占1000元以上价格带。截至2017年，茅台酒在高端酒营收中占比50%以上，是五粮液的2.45倍左右。

图1：2000-2017年茅五泸营收占比变化



资料来源：wind，安信证券研究中心

图2：1998年以来茅台营收/五粮液营收变化情况

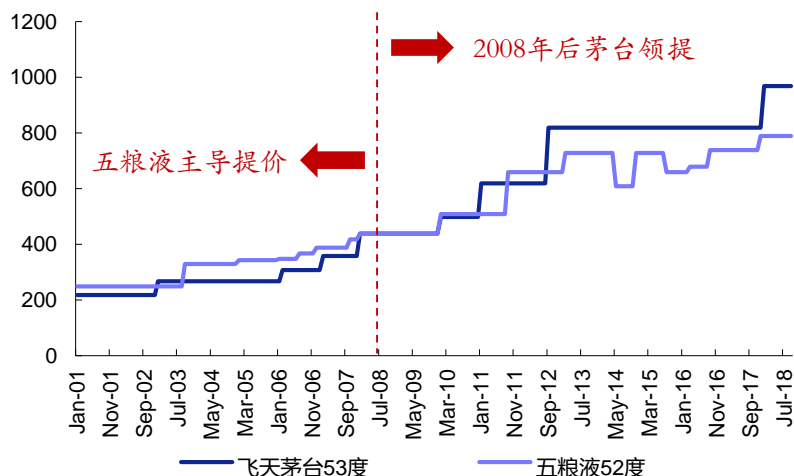


资料来源：wind，安信证券研究中心

# 1. 高端酒竞争格局演化——定价与格局

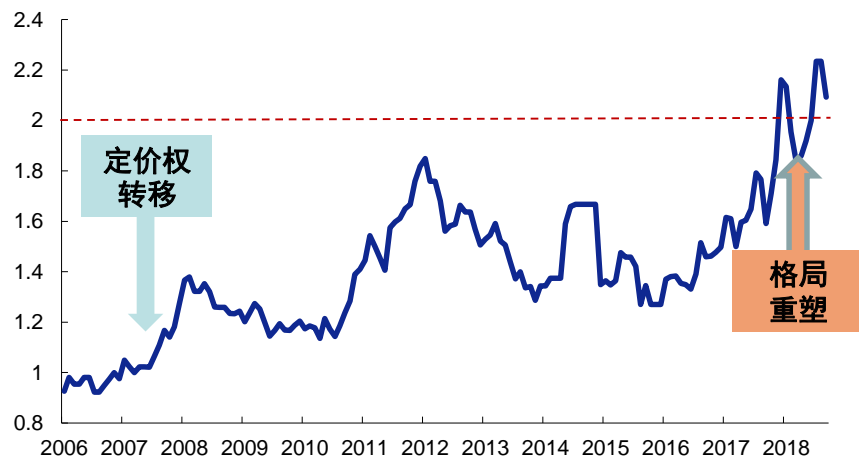
- **定价权转移，排序变化。** 商品价格是品牌价值的外在表现，龙头具备行业定价权。2008年以前，五粮液作为行业领袖率先提价，茅台采取跟随战略。08-10年以后，提价情况发生转变，茅台在提价方面占据主导地位，五粮液采取跟随战略。
- **一倍价差，格局重塑。** 2006年以前，茅台终端价低于五粮液，2008年始茅台终端价茅台拉开100元以上的差距，随后价差不断扩大，反映茅台品牌力对五粮液的赶超。2013-2014年，行业进入调整期，五粮液终端价持续下行，一度降至650元左右。相比而言，得益于对渠道的掌控力以及品牌力的拔高，茅台维持大单品飞天茅台出厂价819元不变，终端价维持在900元以上，价盘较稳固。2015年以来茅台与五粮液终端价差不断拉大，渠道调研显示，目前飞天茅台终端价1700元左右，是五粮液的两倍。

图3：茅台五粮液出厂价提价情况（元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图4：茅台终端价/五粮液终端价



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

# 1.1 第一阶段：1988-2007年，五粮液超汾老大，营收居行业之首

提价+扩产+渠道模式创新成就五粮液十年白酒之王

提价主导权

1988年国家开放名酒定价权后，名酒企业纷纷涨价。在时任管理层正确的战略指引下，1989-2004年间的行业调整期内，五粮液量价齐升成为中国酒王。据糖酒快讯，1998年亚洲金融危机，茅台价格下调至228元，五粮液挺价在250元左右，拉开价格差距，自此十年在价格方面占据领先优势。

产能扩张

白酒放开定价权以后，供需关系成为主要矛盾。名牌酒企纷纷开始扩产之路。汾酒率先扩产，1985年产量即超过8000吨，占名白酒产量的一半，被称作汾老大。五粮液1992至1994年间持续扩产，投资8亿元，产量达9万吨，95年产量规模远超同行业其他酒企。充足的产能为五粮液的崛起奠定了基础。相比较而言，茅台产能拓展之路行进的较为缓慢，在1985年至1987年完成了800吨/年的扩建工程。1995年茅台年产量接近4000吨，1998年达5000吨，但远小于五粮液产量。

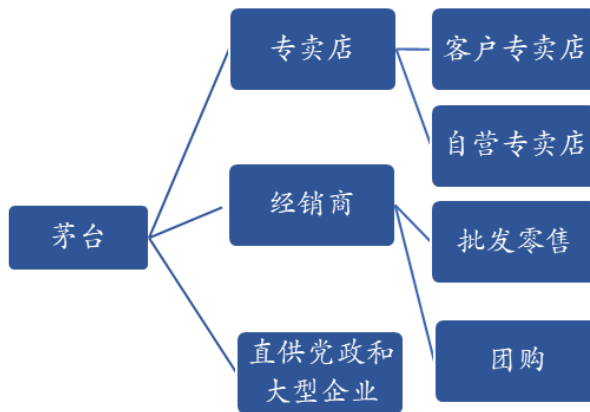
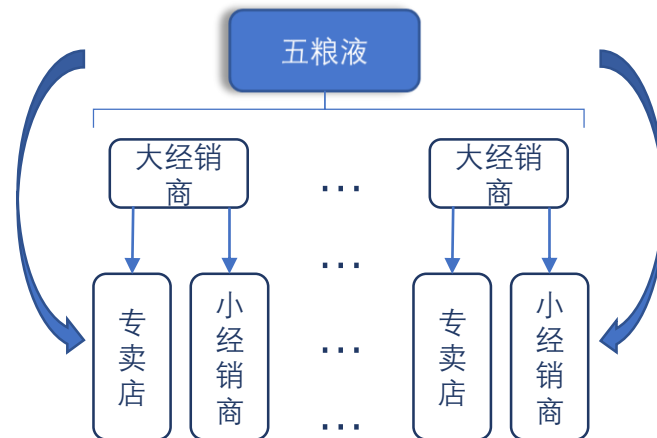
# 1.1 第一阶段：1988-2007年，五粮液超汾老大，营收居行业之首

## 提价+扩产+渠道模式创新成就五粮液十年白酒之王地位

- **渠道模式创新**：90年代，中国白酒销售还处于糖酒公司统购包销之中。五粮液率先从市场层面打破这种体制，积极拓展现有营销渠道，首创大商模式（总代）+买断模式。总代模式即挑选实力强大的经销商，借助经销商资源实现低成本的快速扩张。买断模式以及OEM模式拓展了五粮液在中低端白酒的品类，实现营收的加速增长。

- 2000以后，茅台开始在营销上发力，加大广告营销塑造国酒形象，并且发展以小商模式为主，走上了和五粮液不一样的道路。

图5：五粮液、茅台渠道模式对比

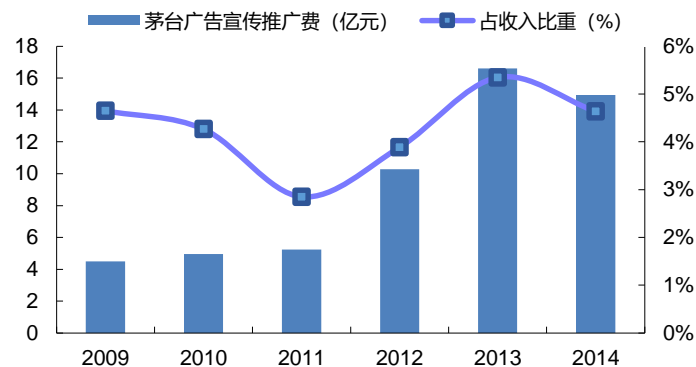


## 1.2 第二阶段: 2008-2014年, 茅台稳扎稳打, 实现超越

### 品牌打造+小商模式助力茅台弯道超车

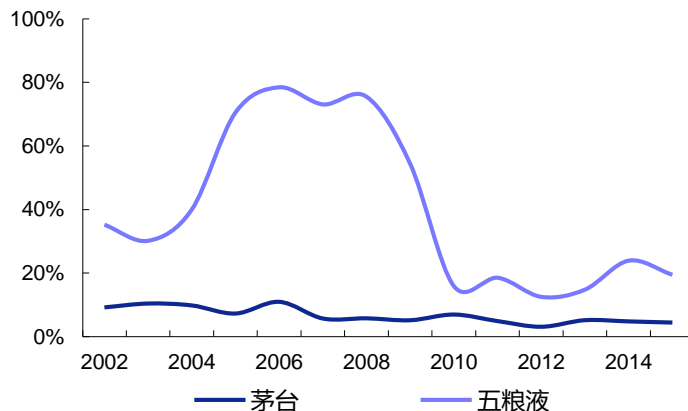
- **打造国酒品牌, 占据消费者心智。**茅台的国酒文化来源于其历史底蕴。30年代见证红军长征; 开国第一宴用酒; 第一届全国名酒评选名列榜首。2000年以来茅台持续进行品牌投入, 不断强化消费者对茅台国酒文化的认知。2013-2014年逆势加大品牌投入, 并发力超高端市场, 拔高品牌力。
- **小商模式, 终端掌控力强。**茅台采用小商模式, 厂商对渠道以及终端的掌控力较强。茅台在行业调整期对经销商进行有效管理, 减少窜货等不规范行为, 严厉管控市场价格。而依赖大商制实现市场快速拓张的五粮液则随着市场窜货、品牌体系混乱等问题逐渐丧失市场份额, 营收在13,14年连续两年下滑。

图6: 茅台2013-2014年逆势加大品牌投入



资料来源: wind、安信证券研究中心

图7: 茅五前五大经销商销售金额占比



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

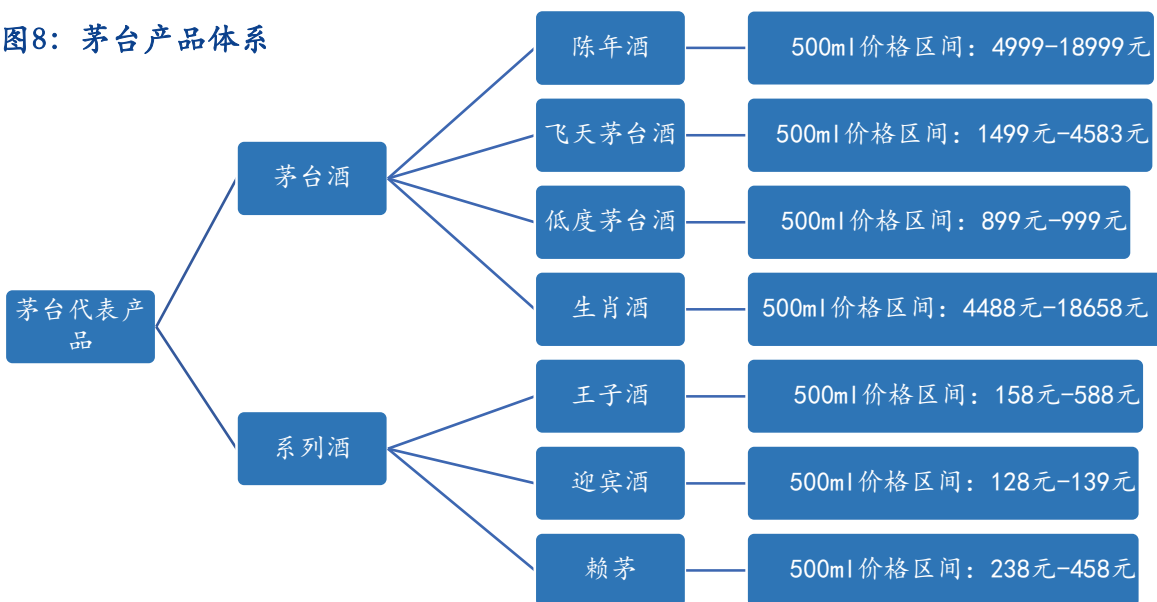


## 1.2 第二阶段: 2008-2014年, 茅台稳扎稳打, 实现超越

### 品牌打造+小商模式助力茅台弯道超车

- **茅台产品体系清晰。**买断品牌和OEM品牌在行业景气期使五粮液实现销售额的迅速增长, 但同时也出现产品体系混乱的问题。高峰时期五粮液子孙品牌超100多个, 产品质量良莠不齐, 严重影响五粮液高档品牌的形象。而竞争对手茅台从“一曲三茅四酱”到“1+3”战略, 即1个世界级茅台, 3个重点系列酒(茅台王子酒、茅台迎宾酒以及赖茅), 始终聚焦大单品。加之茅台积极突破军政渠道, 培育意见领袖, 茅台公司的业绩一路保持稳定增长, 实现了弯道超车。

图8: 茅台产品体系



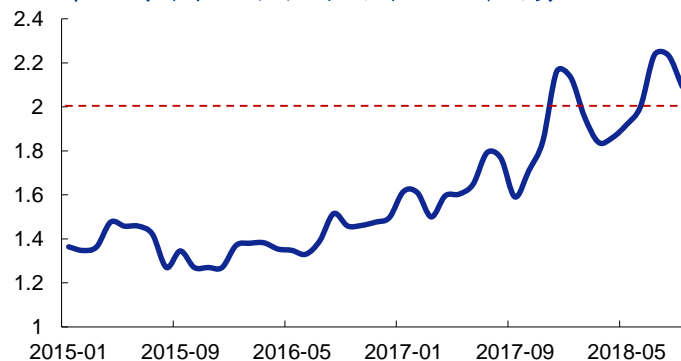
资料来源: 糖酒快讯、安信证券研究中心

## 1.3 第三阶段：2015年至今，拉开差距格局重塑

### 一倍价差格局重塑，茅台蓄力超高端市场

- **价盘方面：**15年以来茅台酒与五粮液终端价之比呈上升趋势，17年末以来维持在2倍，据调研数据，目前52度五粮液终端价850元左右，茅台酒终端价在1700元左右。

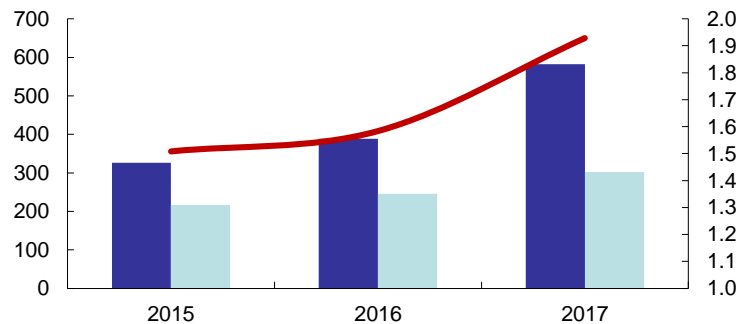
图9：茅台/五粮液终端价呈上升趋势



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

- **营收方面：**行业调整期恢复以来，茅台顺境实现加速扩张，16,17年营收增速达20%，50%。五粮液尚处于二次变革期，16,17年营收增速分别为13%，23%。2017年，茅台实现营收582亿，五粮液实现营收300亿。

图10：2015-2017年茅台营收加速增长（亿元）



■ 贵州茅台营收 ■ 五粮液营收 — 贵州茅台营收/五粮液营收

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 第二章 次高端竞争格局演化历程回顾

---

2.1 第一阶段：1998-2009年，各名白酒企业深挖历史，提出次高端产品雏形

2.2 第二阶段：2010-2014年，品牌崭露头角，行业调整期出现分化

2.3 第三阶段：2015年至今，一二名差距缩小，赢家通吃机会仍存在

**探讨的问题：**

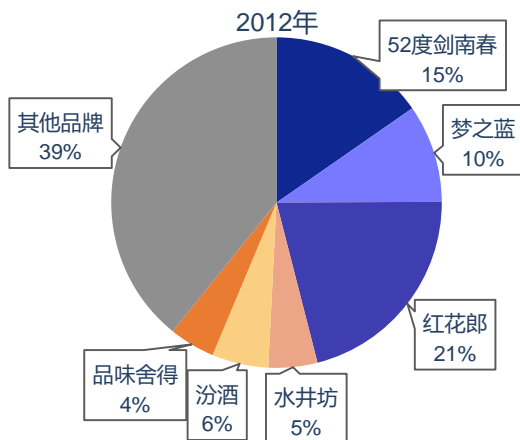
次高端竞争格局的演化经历过哪些阶段，未来将走向何方？



## 2.次高端竞争格局演化历程回顾

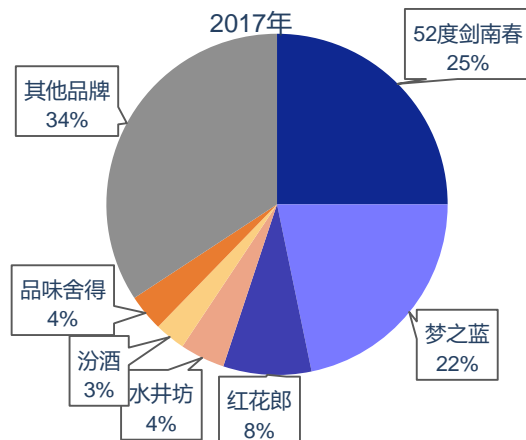
- 1998-2009年，次高端主要为老十八大名白酒品牌及其创新子品牌，全国化影响力的次高端品牌数量不多。2000年前后，各大名酒企推出自己的次高端品牌。汾酒在1998年推出青花系列，1999年全兴大区推出水井坊，2003年洋河推出蓝色经典，郎酒2004年推出红花郎。
- 2010-2014年：2009年后，茅五泸均有不同程度的提价拉开价格空间，飞天茅台价格一度高达1800元左右。次高端白酒性定价600-1000元，性价比凸显，逐渐崭露头角。2009年以来各品牌加大对次高端产品的打造力度。2009年洋河梦之蓝裂变为M3，M6，M9，2012年提出“中国梦，梦之蓝”的广告语拔高品牌形象。郎酒于2010年推出金字塔计划，红花郎、新郎酒、郎牌特曲、老郎酒、流通这5大部门独立运作。集团资源向红花郎倾斜。
- 2015年至今：梦之蓝高速增长，据调研信息，2017年梦之蓝营收60亿左右，同比增速约50%，2018上半年实现省外翻倍增长，省内/省外占比65%/35%。剑南春保持较稳定的增长，据糖酒快讯报道，16,17年水晶剑销售额年均增速20%左右，2017年水晶剑收入75亿左右。预计2018年梦之蓝销售额有望赶超水晶剑。

图11：2012年次高端竞争格局



资料来源：中国产业信息网、安信证券研究中心

图12：2017年次高端竞争格局



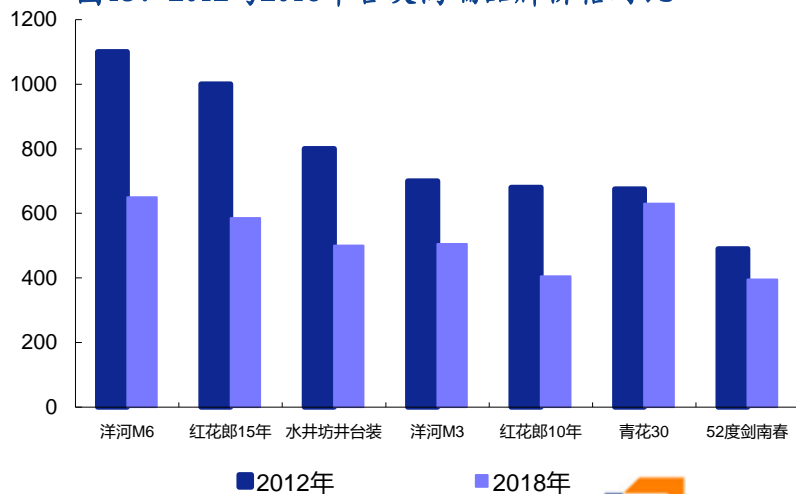
资料来源：中国产业信息网、安信证券研究中心

## 2.次高端竞争格局演化历程回顾——价盘与格局

### 价盘更稳，消费群体更广，格局变迁进行时

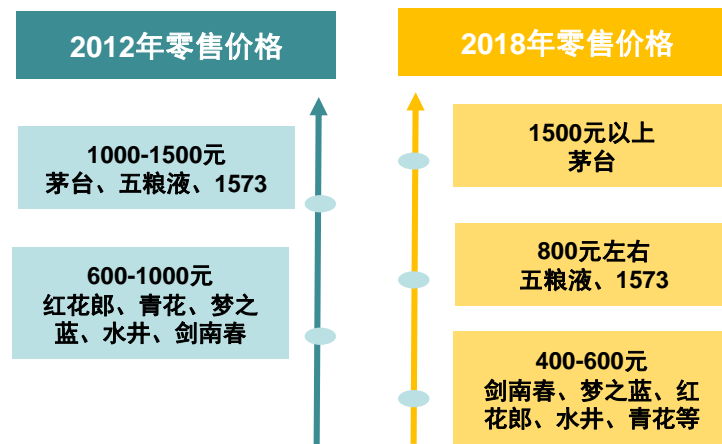
- 2012年，次高端品牌集中于600-800的价格带。据糖酒快讯，酒业家报道，水井坊井台装终端价780-820。青花30年定价650-700，洋河梦3终端价600-800元。红花郎10年660-700元，红花郎15年1000元左右。
- 目前，次高端品牌竞争集中于300-600价格带。茅台在1000元以上产品市场一家独大，五粮液与国窖占位800元左右价格带。行业调整期内中高端白酒整体价格去泡沫，次高端的主流品牌如水井坊、梦之蓝、汾酒青花瓷20年、剑南春等品牌，从当时较高的价格带纷纷调整至目前300-600元的价格区间，过去高端定位品牌进入次高端价格带。如水井坊井台装京东价490-520元，梦三490-520元，青花30京东价560-700元，红花郎10年350-460元，红花郎15年470-700元。

图13：2012与2018年各次高端品牌价格对比



资料来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

图14：2012、2018年高端，次高端零售价格对比



资料来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

## 2.1 第一阶段：1998-2009年，各名白酒企业深挖历史，提出次高端产品雏形

- 次高端主要为老十八大名白酒品牌及其创新子品牌，全国化影响力的次高端品牌数量不多。2000年前后，各大名酒企推出自己的次高端品牌。汾酒在1998年推出青花系列，1999年全兴大区推出水井坊，2003年洋河推出蓝色经典，郎酒2004年推出红花郎。

表1：次高端核心品牌推出时间

公司	核心品牌	推出时间
山西汾酒	青花系列	1998
全兴大曲	水井坊	1999
洋河股份	蓝色经典	2003
郎酒	红花郎	2004

资料来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

图15：2000年前后，各名白酒企推出次高端产品雏形



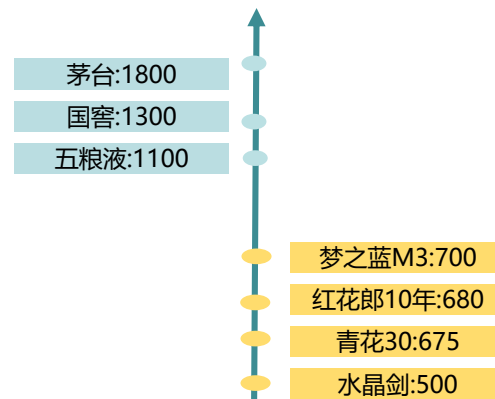
资料来源：公司官网、安信证券研究中心

## 2.2 第二阶段：2010-2014年，品牌崭露头角，行业调整期出现分化

### 高端酒提价拉开价格空间，次高端崭露头角

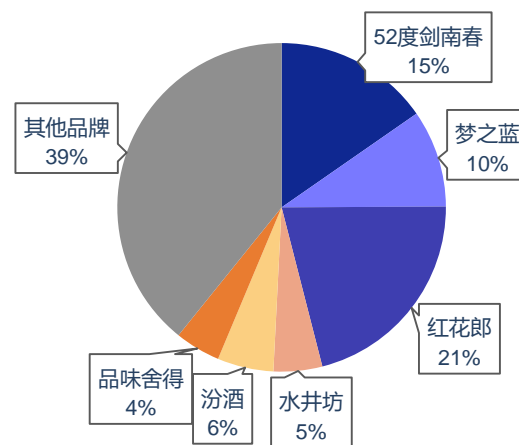
- 2009年后，茅五泸均有不同程度的提价拉开价格空间，飞天茅台价格一度高达1800元左右。次高端白酒性定价600-1000元，性价比凸显，逐渐崭露头角。据糖酒快讯数据，2012年红花郎销售收入66亿元，普剑48亿元，梦之蓝30亿元左右。

图16：2012年次高端品牌零售价



- 2009年以来各品牌加大对次高端产品的打造力度。2009年洋河梦之蓝裂变为M3，M6，M9，2012年提出“中国梦，梦之蓝”的广告语拔高品牌形象。郎酒于2010年推出金字塔计划，红花郎、新郎酒、郎牌特曲、老郎酒、流通这5大部门独立运作。实施的“事业部+办事处”的“矩阵式营销组织结构”模式。红花郎作为其主攻的销售品牌，集团各方资源都明显向其倾斜。

图17：2012年次高端品牌市场份额



资料来源：中国产业信息网、安信证券研究中心

## 2.2第二阶段：2010-2014年，品牌崭露头角，行业调整期出现分化

### 行业调整期品牌分化，剑南春稳健，梦之蓝逆势做品牌

- 2013-2014年，三公消费受限，行业进入调整期，次高端酒企受打击较深，营收下滑明显。其中郎酒红花郎从2012年66亿的营收，下滑至2014年的11.5亿左右，梦之蓝凭借较强的品牌和渠道，份额略有下滑但受影响较小。剑南春牢牢占300-400价格带，凭借较强的品牌力以及稳健的价盘，在其他高端酒品牌价格滑落时，剑南春营收较稳定，2014年水晶剑同比增长20%。

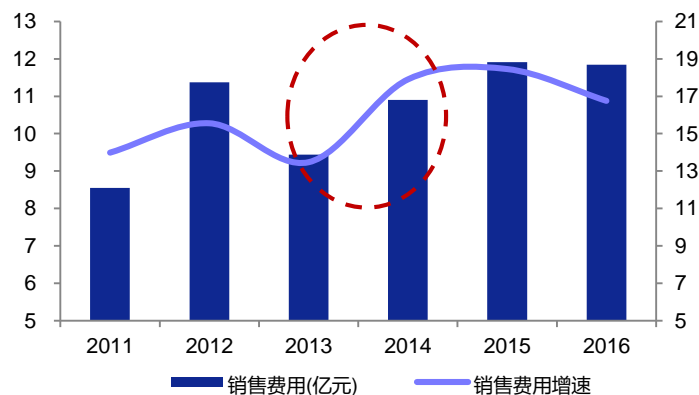
表2：行业调整期次高端产品营收下滑明显

产品	2012年收入	2014年收入
梦之蓝	30亿	20亿
红花郎	66亿	12亿
水井坊	15亿	4亿
青花汾酒	17亿	6亿
品味舍得	14亿	8亿

资料来源：糖酒快讯、前瞻网，草根调研，安信证券研究中心

- 2014年洋河提出新江苏市场战略，逆势开拓省外市场，费用投入持续增长。2014年销售费用率11.45%，同比增加2.21pct，2015年销售费用率11.73%，同比增加0.28pct。

图18：2014年公司逆势开拓省外市场



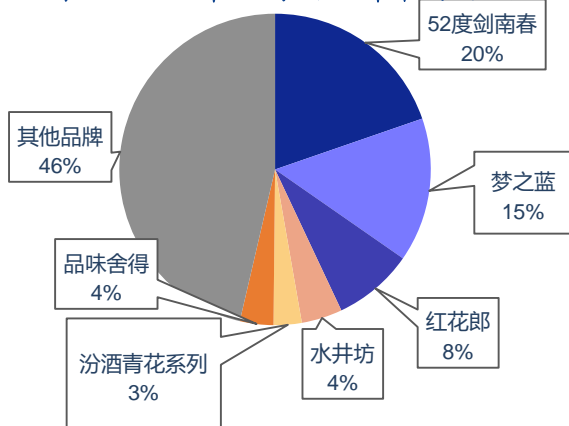
资料来源：wind、安信证券研究中心



## 2.3 第三阶段：2015年至今，一二名差距缩小，赢家通吃机会仍存在

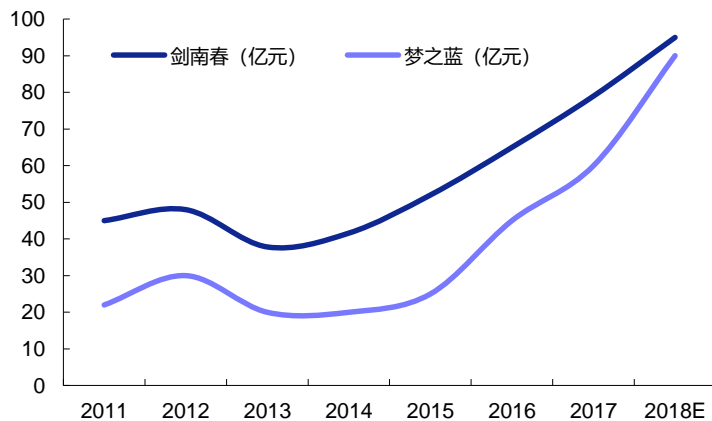
- **剑南春、梦之蓝差距缩小。**15年行业调整期恢复以来，梦之蓝表现亮眼。据调研数据，2017年梦之蓝营收60亿左右，2018上半年实现省外翻倍增长。据糖酒快讯报道，剑南春保持较稳定的增长，16,17年销售额年均增速20%左右，2017年水晶剑收入75亿左右。梦之蓝全国化快速放量，与水晶剑收入差距缩小。
- **赢家通吃，未来格局或将改变。**行业复苏以来，各家次高端酒企大步向前，争做全国化品牌。经过两年的发展，铺货带来的增长效应明显减弱，品牌带来的真实动销成为主要推动力。部分次高端酒企增速放缓，梦之蓝仍维持50%左右的营收增速，剑南春保持稳健增长。目前位居第一的剑南春和暂居第二的梦之蓝体量相当，展望未来，次高端价位段存在赢家通吃的机会。是否复制高端格局变迁的历史出现绝对王者，拭目以待。

图19：2017年次高端品牌市场份额



资料来源：糖酒快讯、中国产业信息网、安信证券研究中心

图20：剑南春、梦之蓝营收差距缩小



资料来源：糖酒快讯、草根调研、安信证券研究中心

## 第三章 看未来：剑南春VS洋河梦之蓝，谁将突围次高端市场

---

3.1横向对比——消费品细分行业龙头与老二的关系

3.2品牌力——先天优势VS后天发力

3.2产品力——梦之蓝价格带高于水晶剑，且产品体系清晰

3.3渠道力——洋河率先深度分销，全国化趋势明确



## 3.1 横向对比——消费品细分行业龙头与老二的关系

- 从其他消费品细分行业来观察，竞争格局较稳定的市场，龙头企业的市场份额大约是第二名的两倍。
- 次高端行业未到稳态，存在赢家通吃的机会。2017年剑南春和梦之蓝的营收比例约为1.3，今年预计将向1附近靠拢。展望未来，梦之蓝的强渠道力和日益上升的品牌力是否能使其成为次高端价位段的王者？

图21：龙头企业营收约为第二名的两倍

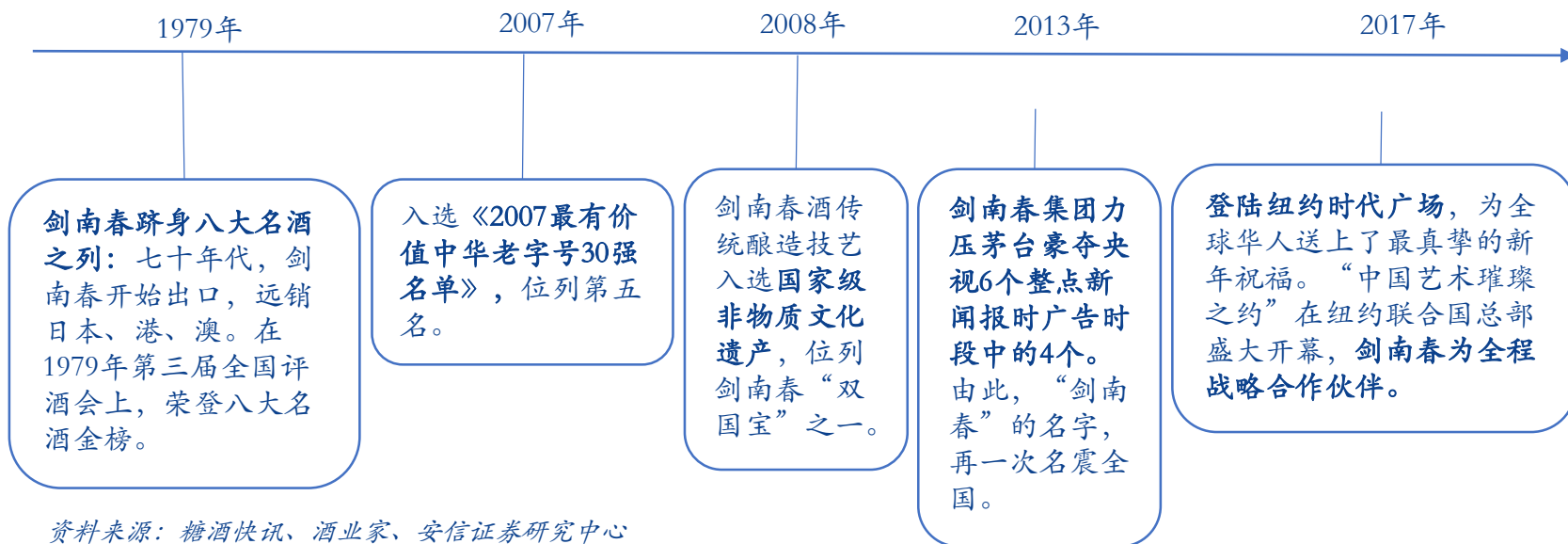
行业	公司	收入比例
高端酒	茅台/五粮液	2.0
地产酒	古井/口子	1.9
次高端	剑南春/梦之蓝	1.3
方便面	康师傅/统一	2.3
榨菜	涪陵/鱼泉	2.4
酱油	海天/李锦记	1.5

资料来源：wind，安信证券研究中心

## 3.2 品牌力——先天优势VS后天发力

- 剑南春历史底蕴深厚，品牌积淀较深。早在唐代就是名闻遐迩的名酒——“剑南烧春”，为皇族贡品，有“剑南贡酒”之名。90年代到2010年左右，高端酒“茅五剑”格局初定，茅五剑成为品牌和市场的代名词，品牌受到消费者广泛认可。
- 品牌定位“盛世国酒”，17年以来剑南春在品牌塑造方面动作频繁，不仅提升了剑南春品牌的市场关注度，更使剑南春“盛世国酒”的品牌形象更加鲜明饱满，对于市场增长和产品升级，是具有长远拉动作用的，而这对于近期剑南春提价，也能有“组合拳”的效用。

图22：剑南春品牌发展历程

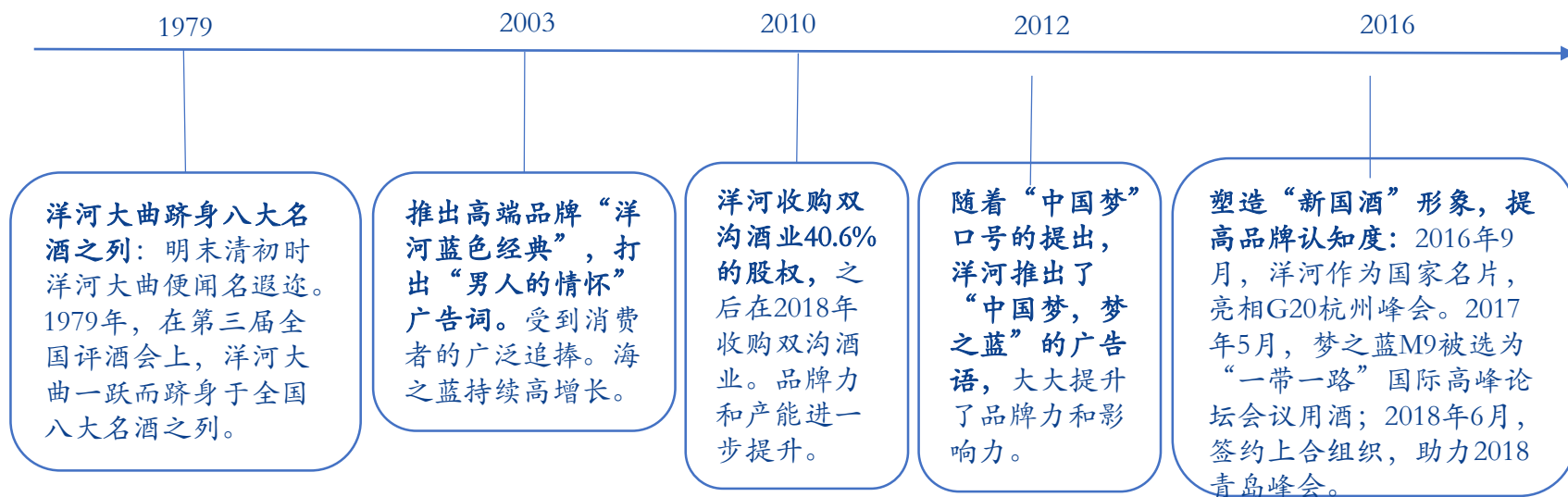


资料来源：糖酒快讯、酒业家、安信证券研究中心

## 3.2品牌力——先天优势VS后天发力

- 1979年，在第三届全国评酒会上，洋河大曲一跃而跻身于全国八大名酒之列。03年洋河推出蓝色经典系列以来持续开展品牌投入，打造品牌形象。03年打出“男人的情怀”广告语，受到消费者广泛追捧。2012年提出“中国梦”。自2016年开始，洋河定位“新国酒”，通过亮相各种国家级活动，完成对消费心理的培育，强化品牌认知，拔高品牌力。

图23：洋河品牌发展历程

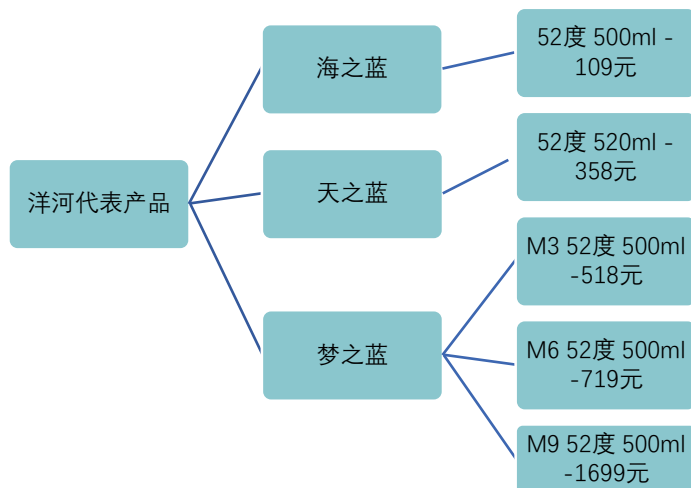


资料来源：糖酒快讯、酒业家、安信证券研究中心

### 3.3 产品力——梦之蓝价格带高于水晶剑，且产品体系清晰

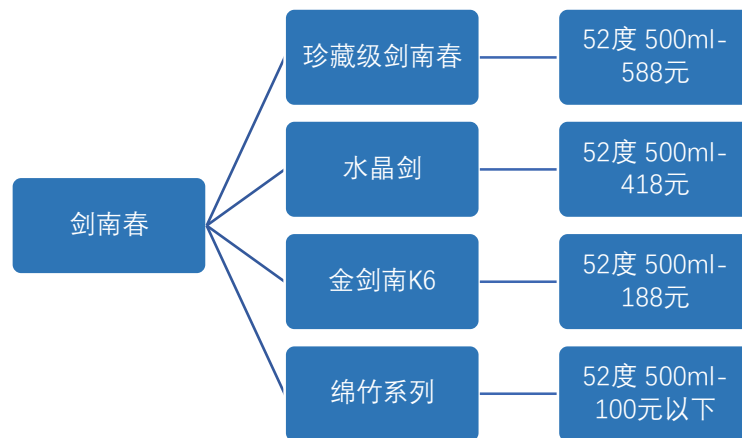
- 从产品定位看，梦之蓝价格带高于水晶剑。水晶剑牢占350-450元价格带。梦之蓝梦3终端价450-520元左右，梦6终端价600-700元。十余年水晶剑来价盘保持稳定，黄金十年未随大流涨价，行业调整期也保持价格坚挺。17年剑南春5次调价，希望拔高水晶剑价格，同时用珍藏级剑南春布局高端市场提高品牌力。
- 从产品体系来看，剑南春主打水晶剑，洋河阶梯定价。洋河蓝色经典覆盖高中低价格带，每个价格带都有自己的大单品。相比而言剑南春除去水晶剑外，品牌衍生较为困难。16年提出开发各系列新白酒品牌，丰富产品结构，开发保健酒、预调酒等，向多元化发展。我们认为伴随消费升级持续，梦之蓝在产品迭代上更有潜力，增长更具持续性。

图24：洋河产品体系



资料来源：京东，安信证券研究中心

图25：剑南春产品体系



资料来源：京东，安信证券研究中心

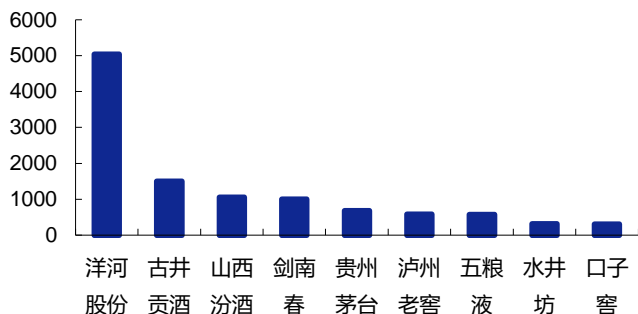
## 3.4渠道力——洋河率先深度分销，全国化趋势明确

### 渠道模式

洋河率先进行深度分销，渠道扁平化。由于深度分销的要求，公司销售人员数量逐年增加，截止到2017年，公司销售人员已达5036人，地推团队近三万人。同时公司打破了白酒行业惯常使用的大经销商制，采取“1+1”模式，厂家负责终端市场资源投入，经销商负责物流和资金周转公司直接进行市场开发、维护、品牌推广和消费者教育等工作，对渠道和终端的掌控力较强。

剑南春同样采取深度分销模式，加强营销队伍建设，形成以“千人团队”为特征的庞大营销力量。

图26：洋河销售人数量居行业第一



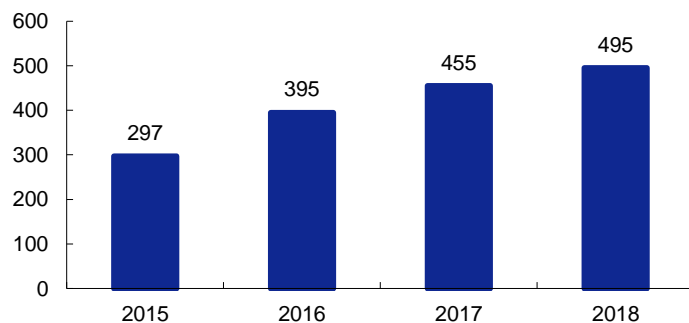
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 全国化进程

剑南春品牌积淀较深，90年代左右就以“茅五剑”的品牌认知初步全国化。剑南春品牌发展的100亿宏图“十三五”规划强调，要争取做大做强3个10亿、4个5亿、5个3亿的产品项目市场。

洋河后来居上。洋河近年来专注打造新江苏市场，不以省份为目标单位而是以全国2000多个县和500多个地级市划分，实现渠道深度扁平化，新江苏市场数量稳步增长。全国化进程稳步推进。

图27：新江苏市场数量持续增长（个）



资料来源：渠道调研、安信证券研究中心

# 投资建议与风险提示

## 投资建议

洋河的投资要点：1.估值性价比高。2.库存良性以及上半年业绩增速超预期，3.明后年的增长依然值得乐观。增长主要来自两个方面，一方面产品结构持续优化升级，梦之蓝表现亮眼；另一方面全国化节奏良好，渠道调研反映今年上半年公司省内增速接近20%，省外收入增长30%以上，安徽、山东、浙江等地增速较高。

预计公司2018年-2020年的收入增速分别为25%、20%、18%，净利润增速分别为28%、23%、22%，看好公司省外市场的扩展和产品结构的持续改善，维持买入-A投资评级，目标价维持174元，相当于2019年25倍的动态市盈率。

## 风险提示

经济下行白酒动销不及预期，次高端竞争加剧省外拓展不及预期



感谢阅读，敬请指正！

# 分析师声明

## ■ 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，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

# 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

# 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

# 公司地址

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034