

核心观点

❖ 江苏为白酒产销大省，次高端酒呈现结构性繁荣

江苏为白酒生产大省，2018年白酒产量高达69.19万吨，占全国比重接近8%，仅次于四川位居第二。同期江苏规模以上白酒企业实现收入324.96亿元、利润142.87亿元，分别同比增长12.26%、16.90%。此外，江苏为核心白酒消费市场，市场容量约400亿元，其中次高端酒市场规模约80亿，洋河、今世缘形成双寡头竞争格局，两者合计市占率超过50%。受益于江苏省内持续强劲的消费升级，城区白酒消费上移至300元以上次高端价格带，省内次高端市场持续扩容，其中洋河梦之蓝、今世缘国缘系列维持高增长态势，而同期海之蓝、典藏系列增速较低，次高端酒呈现结构性繁荣。

❖ 求同存异，洋河、今世缘引领苏酒发展

1) 对比来看，绵柔浓香型的洋河与幽雅醇厚型的今世缘在工艺上均采用“三低工艺”，区别主要在于酿酒原材料、制曲原料的配比不同，以及各自勾兑工艺的差别。2) 国缘和梦之蓝差异化定位，品牌诉求有所区别。国缘主打喜庆色调下的“缘”文化定位，偏重于政商务接待属性；而洋河梦之蓝主打蓝色冷色调下的“雅”文化，突出新国酒定位。3) 洋河实行厂商“1+1”深度分销模式，厂家占据主导地位，流通渠道具备显著优势；今世缘实行厂商“1+1”深度直销模式，经销商占据主导地位，团购渠道具备先发优势。4) 洋河上市后产能迅速扩张，当前洋河拥有7万多口名优窖池，年原酒产量超过16万吨，年成品酒产量超过29万吨，总储酒量达到100万吨，稳居行业第一；今世缘基酒产能维持在1.5万吨/年，成品酒产能为5.5万吨/年，当前库存基酒约6.83万吨，并通过酒质技改工程、陶坛酒库项目不断提升优质白酒生产能力。

❖ 今世缘省内精耕细作提升市占率，洋河积极调整困境反转可期

1) 今世缘未来增长空间仍在省内，需要精耕细作提升市占率。省内淮安大区、南京大区为优势市场，我们测算大本营淮安大区市占率约29%，第一大市场南京大区市占率约18%；对比来看，苏南、苏中、徐州大区仅处于5%-7%区间，未来有望复制南京模式成功路径，持续精耕细提升市占率。2) 历史上洋河困境变革能力较强，此次面对省内增长乏力的严峻考验，公司从人员管理、产品、渠道等方面推出多项改革。其中人员层面，洋河更换销售负责人，并推出股份回购计划用于股权激励；产品层面，梦之蓝加快裂变升级，持续拉升品牌势能；渠道层面，构建“一商为主，多商为辅”新型厂商关系，认可经销商的渠道地位，从而更好的依托经销商资源来提升产品的竞争力。

❖ **投资建议：**基于全文对行业及公司层面的详细分析，我们认为结构性机遇下苏酒仍将以头部酒企引领发展，整体呈现马太效应下的强者恒强，优先推荐势头强劲的今世缘，其次关注渠道端积极调整的洋河股份。

风险提示：宏观经济及居民收入波动风险；重大食品安全事件的风险；原材料价格波动风险。

④ 证券研究报告

所属部门	行业公司部 /消费团队
行业评级	增持
报告时间	2020/04/17

④ 分析师

欧阳宇剑

证书编号: S1100517020002
021-68595127
ouyangujian@cczq.com

④ 联系人

郭晓东

证书编号: S1100119080011
021-68595118
guoxiaodong@cczq.com

④ 川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000
成都	中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、苏酒概况：产销大省，次高端酒呈现结构性繁荣	5
1.1 引领创新，苏酒砥砺前行	5
1.2 江苏白酒产销处于第一梯队	6
1.3 消费升级，驱动苏酒结构性繁荣	8
二、求同存异，洋河、今世缘引领苏酒发展	11
2.1 同为淮派浓香，酿造工艺各有千秋	11
2.2 差异化定位，品牌辨识度持续提升	12
2.3 渠道侧重不同，厂商合力开拓市场	15
2.4 强化酒质技改，匹配长期增长空间	20
三、今世缘省内精耕细作，洋河困境反转可期	22
3.1 今世缘：省内精耕细作，国缘高增长能维持	22
3.2 洋河股份：渠道积极调整，困境反转可期	25
四、投资建议	28
风险提示	29

图表目录

图 1:	江苏主要白酒企业区域分布	5
图 2:	江苏白酒产量及占全国比重	6
图 3:	2018 年中国区域白酒产量一览	6
图 4:	2018 年中国区域白酒产量占比一览	6
图 5:	江苏白酒市场容量高达 400 亿元	7
图 6:	苏酒营收、利润实现同步增长	7
图 7:	苏酒吨酒价大幅提升	7
图 8:	江苏城镇人口比重稳步提升	8
图 9:	江苏城镇人均可支配收入远高于农村	8
图 10:	江苏人均可支配收入高于全国平均水平	8
图 11:	江苏人均食品烟酒消费高于全国平均水平	8
图 12:	江苏白酒市场整体竞争格局	9
图 13:	江苏省内各价格带市场竞争格局	9
图 14:	江苏省内城区白酒消费价格带上移至 300 元以上	10
图 15:	2015 年以来梦之蓝增速高于海天系列	10
图 16:	2017 年以来今世缘特 A+ 维持高增长态势	10
图 17:	全国白酒消费结构	10
图 18:	江苏白酒消费结构	10
图 19:	洋河与今世缘白酒酿造工艺流程	11
图 20:	国缘以喜庆红色调为主，与缘文化联结	12
图 21:	洋河以蓝色冷色调为主，与雅文化结缘	12
图 22:	国缘、今世缘、高沟三大品牌定位	13
图 23:	国缘、今世缘、高沟三大品牌获奖荣誉一览	13
图 24:	海之蓝、天之蓝先后五次品牌新升级	14
图 25:	梦之蓝打造高端品牌形象	14
图 26:	国缘系列团购渠道占比更高	15
图 27:	国缘系列一批价较竞品性价比更高	16
图 28:	国缘产品渠道和终端利润率更高	16
图 29:	国缘系列在流通渠道性价比更高	16
图 30:	公司省内、省外渠道扁平化变革一览	17
图 31:	公司实行分产品运营策略	18
图 32:	国缘老 K 系团购渠道占比超 80%	18
图 33:	洋河前五大客户销售收入占比逐步缩小	19
图 34:	洋河上市后产能扩张迅速	20
图 35:	今世缘产能情况一览	21
图 36:	公司 17 年以来营业收入快速增长	22
图 37:	公司 17 年以来归母净利润快速增长	22
图 38:	公司特 A 类及以上产品占比持续提升	22
图 39:	19 年国缘收入占比约为 70%	22
图 40:	苏南大区、苏中大区市占率仍有较大提升空间	24
图 41:	省内经销商增量主要来自苏南、苏中、徐州	24
图 42:	洋河省内收入增速低于省外增速	25

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	2019H1 洋河省内收入占比接近 50%	25
图 44:	梦之蓝 M6 升级为 M6+	27
图 45:	洋河“一商为主、多商为辅”新型厂商关系	27
表格 1.	洋河与今世缘生产工艺特点对比一览	12
表格 2.	洋河为老八大名酒之一	14
表格 3.	洋河精准广告投放助力蓝色经典系列产品	14
表格 4.	主要区域酒企渠道模式对比	15
表格 5.	洋河营销模式变革历程一览	19
表格 6.	18 年洋河基酒产能已达到 16 万吨，储酒能力达到 70 万吨	20
表格 7.	近年来公司白酒产能及产量情况	21
表格 8.	江苏各地区白酒市场规模测算	23
表格 9.	洋河对存在的经营问题已提出一系列针对性改革措施	26
表格 10.	梦之蓝 M6 与 M6+ 对比一览	26
表格 11.	相关标的估值一览	28

一、苏酒概况：产销大省，次高端酒呈现结构性繁荣

1.1 引领创新，苏酒砥砺前行

20世纪90年代，面对川酒东进、鲁酒南下、黔酒北上的局面，江苏省在2002年就明确提出“振兴苏酒”的战略规划及目标，并在白酒行业的企业改制、技术进步和市场运作等方面均给予积极的支持。“十一五”以来，苏酒全面实施白酒名牌战略，通过赞助国内重大活动来传播“和文化”、“缘文化”，促进了苏酒的快速发展，同时通过融合、重组、逐步跨入白酒行业前列。近年来江苏名优白酒加大技改、创新投入，为提高苏酒的产业集中度和苏酒的跨越式发展打下坚实的基础。

“三沟一河”为苏酒领导者，主要集中在苏北地区。其中洋河抓住白酒行业发展黄金十年红利，基本实现全国化布局；今世缘（高沟）深耕团购渠道，近年来次高端国缘系列快速放量带动业绩高速增长；汤沟收入贡献主要源自省内，产品主要定位于中低档大众价格带；双沟因并入苏酒集团，通过借助洋河的销售渠道，收入体量整体稳步提升。

图 1：江苏主要白酒企业区域分布

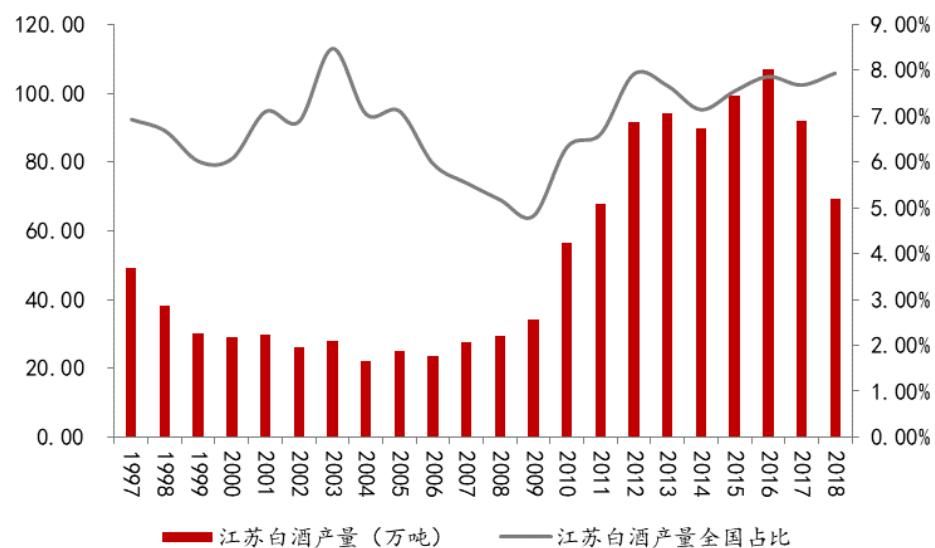


资料来源：酒业家，川财证券研究所

1.2 江苏白酒产销处于第一梯队

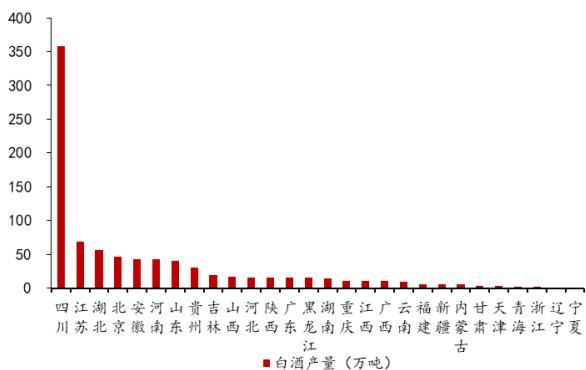
江苏为白酒生产大省，白酒产量高达 69.19 万吨，仅次于四川位居第二。从各省级单位白酒产量对比来看，2018 年中国白酒产量为 871 万吨，共有 27 个省市生产白酒，白酒产量排名前十的地区分别是四川、江苏、湖北、北京、安徽、河南、山东、贵州、吉林、山西。其中四川、江苏、湖北全年规模以上企业白酒产量分别为 358.28、69.19、56.00 万吨，全国占比分别为 41.13%、7.94%、6.43%。

图 2：江苏白酒产量及占全国比重



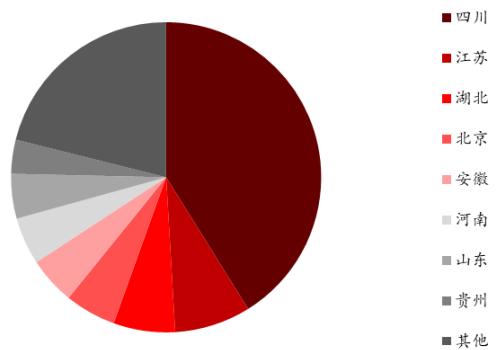
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 3：2018 年中国区域白酒产量一览



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

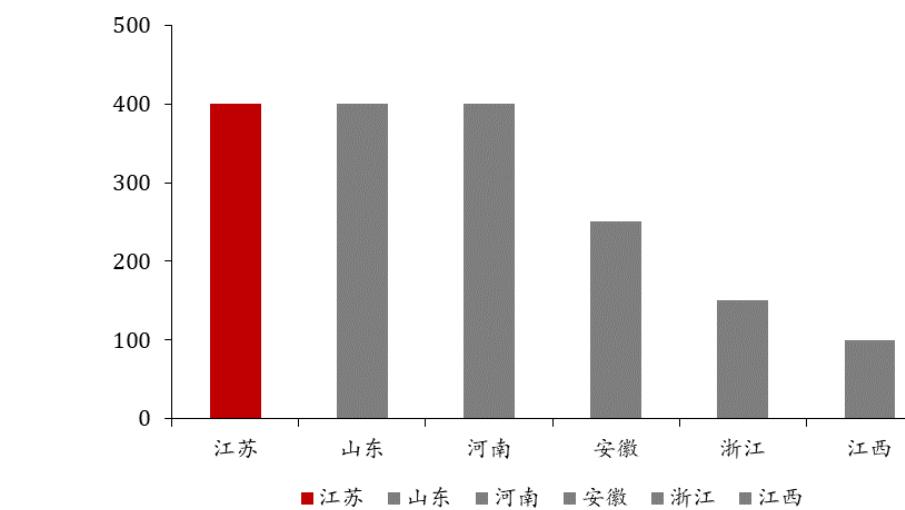
图 4：2018 年中国区域白酒产量占比一览



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

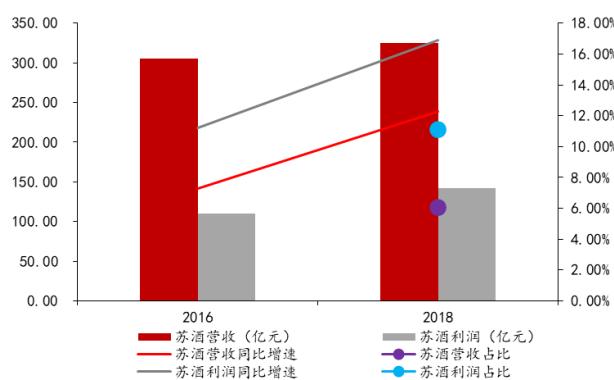
此外，江苏为全国核心白酒消费市场，市场容量约 400 亿元，且呈现消费升级趋势。对比来看，江苏省内白酒消费处于第一梯队，预计市场容量接近 400 亿元。国家统计局数据显示，2018 年江苏规模以上企业分别实现白酒销售收入、利润总额 324.96、141.87 亿元，分别同比增长 12.26%、16.90%，其中苏酒销售收入占全国比重为 6.1%，利润总额占全国比重为 11.1%。此外，苏酒吨酒价从 2016 年的 2.86 万元/吨大幅提升到 2018 年的 4.70 万元/吨，呈现明显的消费升级趋势。

图 5：江苏白酒市场容量高达 400 亿元



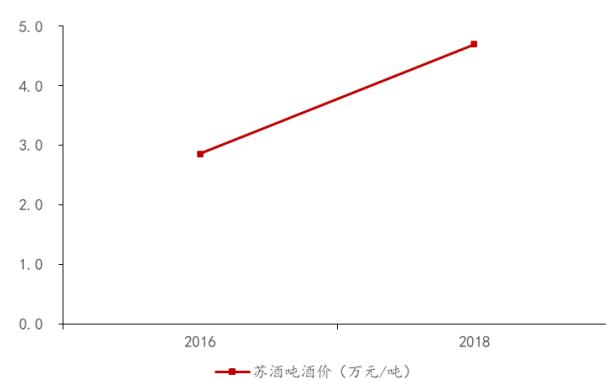
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 6：苏酒营收、利润实现同步增长



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 7：苏酒吨酒价大幅提升



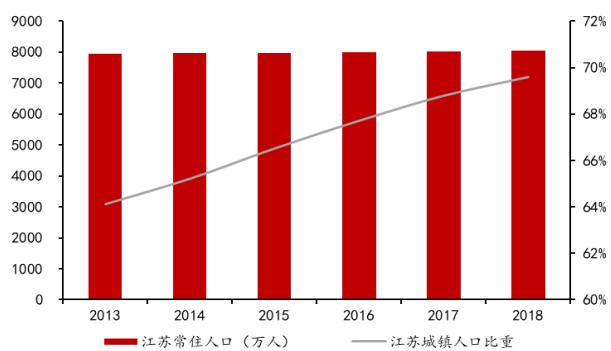
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

1.3 消费升级，驱动苏酒结构性繁荣

江苏市场整体消费力强劲，一方面源于城镇人口比重的持续提升使得江苏整体消费能力持续强劲；另一方面江苏人均可支配收入水平、人均烟酒食品消费支出远高于全国平均水平。

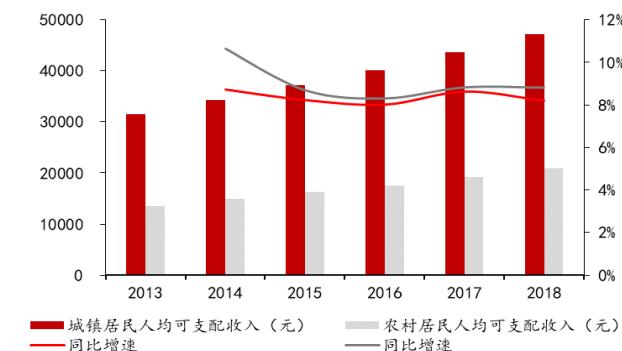
江苏常住人口较为稳定，近年来江苏城镇人口比重从2013年的64%快速提升至2018年的70%，考虑到城镇居民人均购买力高于农村居民人均购买力的2倍，城镇化率的持续提高带动江苏整体消费能力持续强劲；此外，2013-2018年江苏全体居民人均可支配收入相比全国人均可支配收入高出约35%，较高的收入水平使得江苏人均消费力也高于全国平均水平，同期江苏人均食品烟酒消费支出比全国人均食品烟酒消费支出高出至少20%。

图 8：江苏城镇人口比重稳步提升



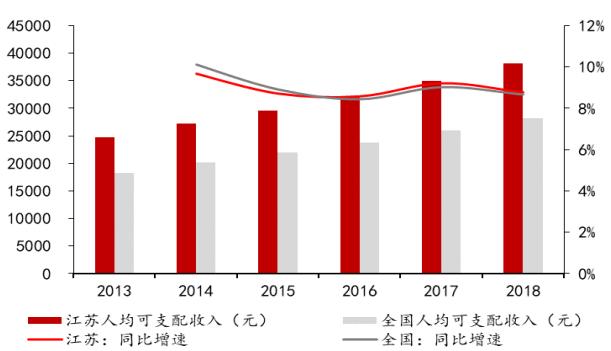
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 9：江苏城镇人均可支配收入远高于农村



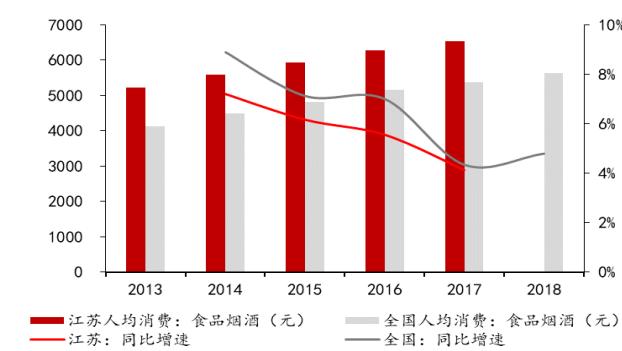
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 10：江苏人均可支配收入高于全国平均水平



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 11：江苏人均食品烟酒消费高于全国平均水平

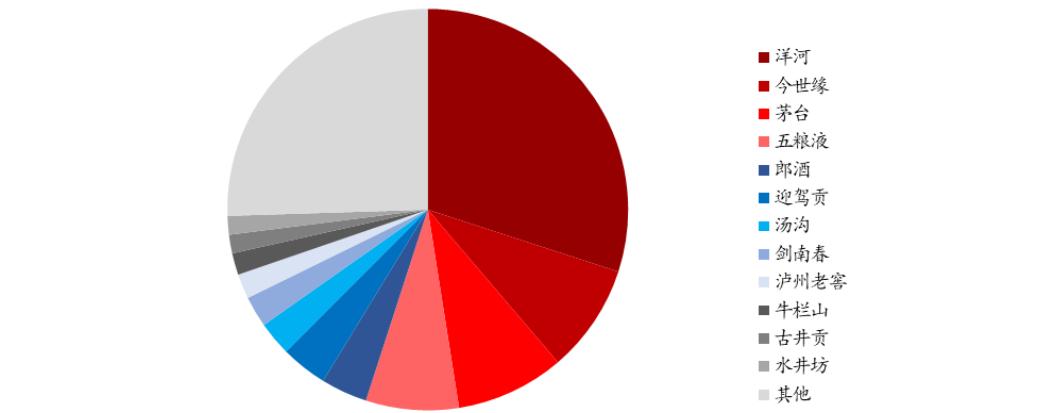


资料来源：国家统计局，川财证券研究所

江苏白酒市场竞争格局相对清晰，名酒占据份额高达75%，其中洋河市占率约30%，今世缘市占率约9%。具体从各价格带竞争格局来看，高端酒市场规模

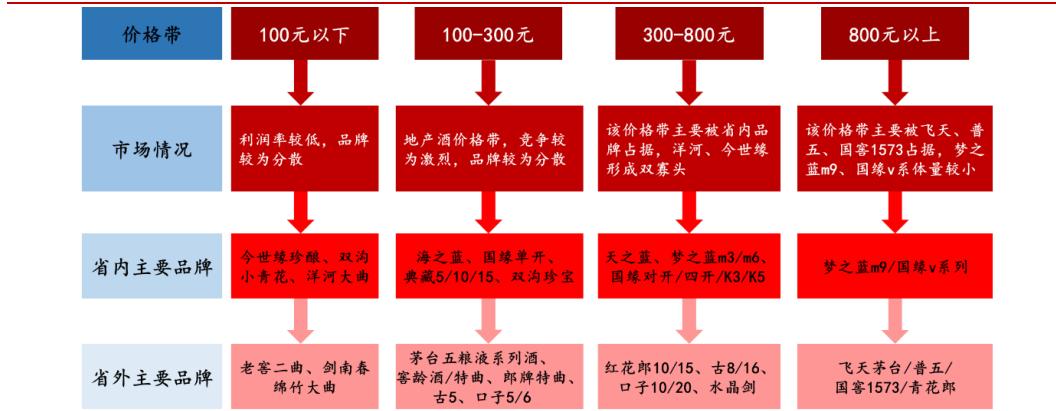
约 90 亿，该价格带主要被飞天、普五、国窖 1573 占据，梦之蓝 m9、国缘 V 系列体量较小；次高端酒市场规模约 80 亿，该价格带主要被洋河、今世缘占据，两者合计市占率超过 50%，形成双寡头竞争格局；此外，中端酒、低端酒竞争较为激烈，品牌较为分散。

图 12：江苏白酒市场整体竞争格局



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 13：江苏省内各价格带市场竞争格局

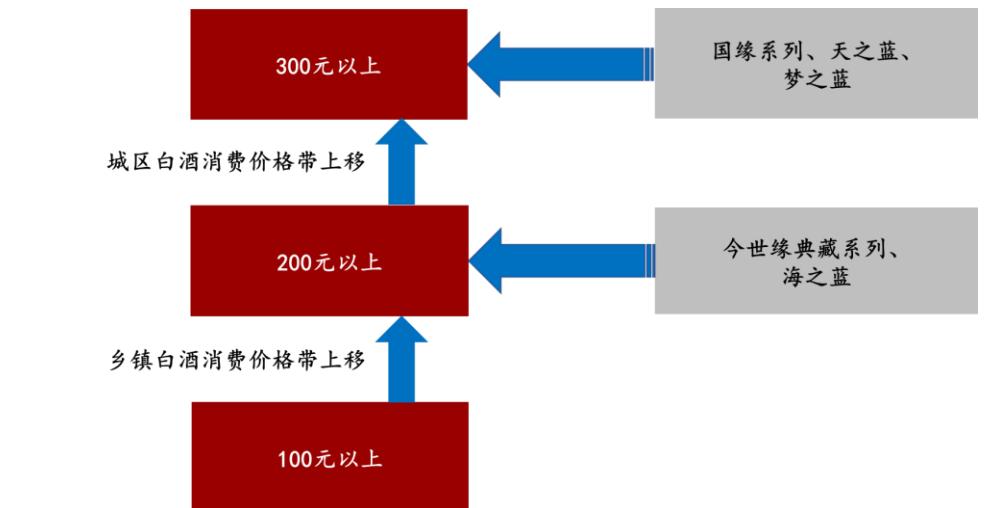


资料来源：渠道调研，川财证券研究所

受益于江苏省内持续强劲的消费升级，城区白酒消费上移至 300 元以上价格带，省内次高端市场持续扩容，其中洋河梦之蓝、今世缘国缘系列维持高增长态势，而同期海之蓝、典藏系列增长较低，次高端价格带呈现结构性繁荣。我们对全国和江苏省白酒消费结构进行了测算，其中全国白酒市场高端、次高端、中端、低端收入占比分别为 20%、10%、35%、35%，江苏白酒市场高端、次高端、中端、低端收入占比分别为 23%、20%、35%、23%，江苏省内次高端规模占比显著领先于全国平均水平。考虑到省内次高端价格带主要被本地品牌洋河、今世缘占据，基地市场持续深耕有望强者恒强，双寡头格局稳固。

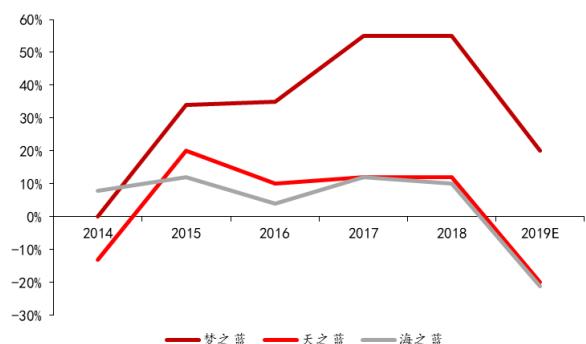
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 14: 江苏省内城区白酒消费价格带上移至 300 元以上



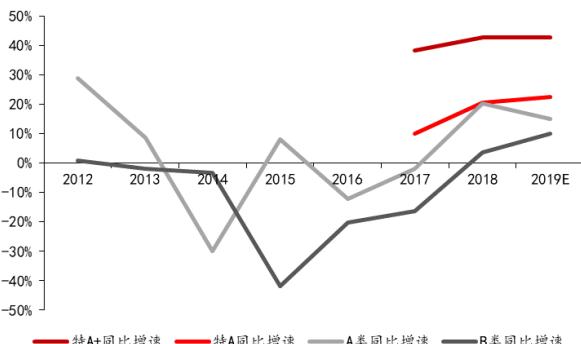
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 15: 2015 年以来梦之蓝增速高于海天系列



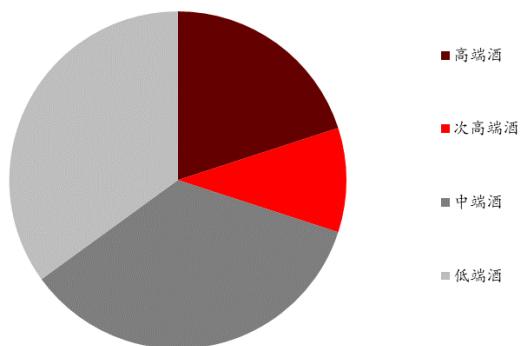
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 16: 2017 年以来今世缘特 A+ 维持高增长态势



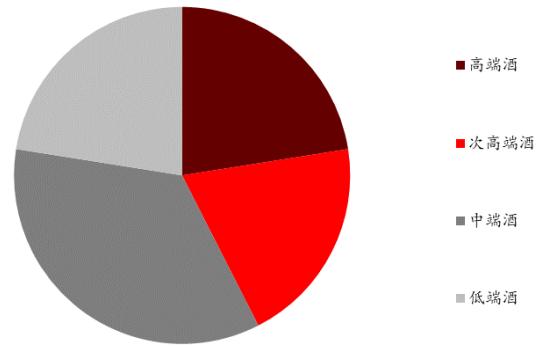
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 17: 全国白酒消费结构



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 18: 江苏白酒消费结构



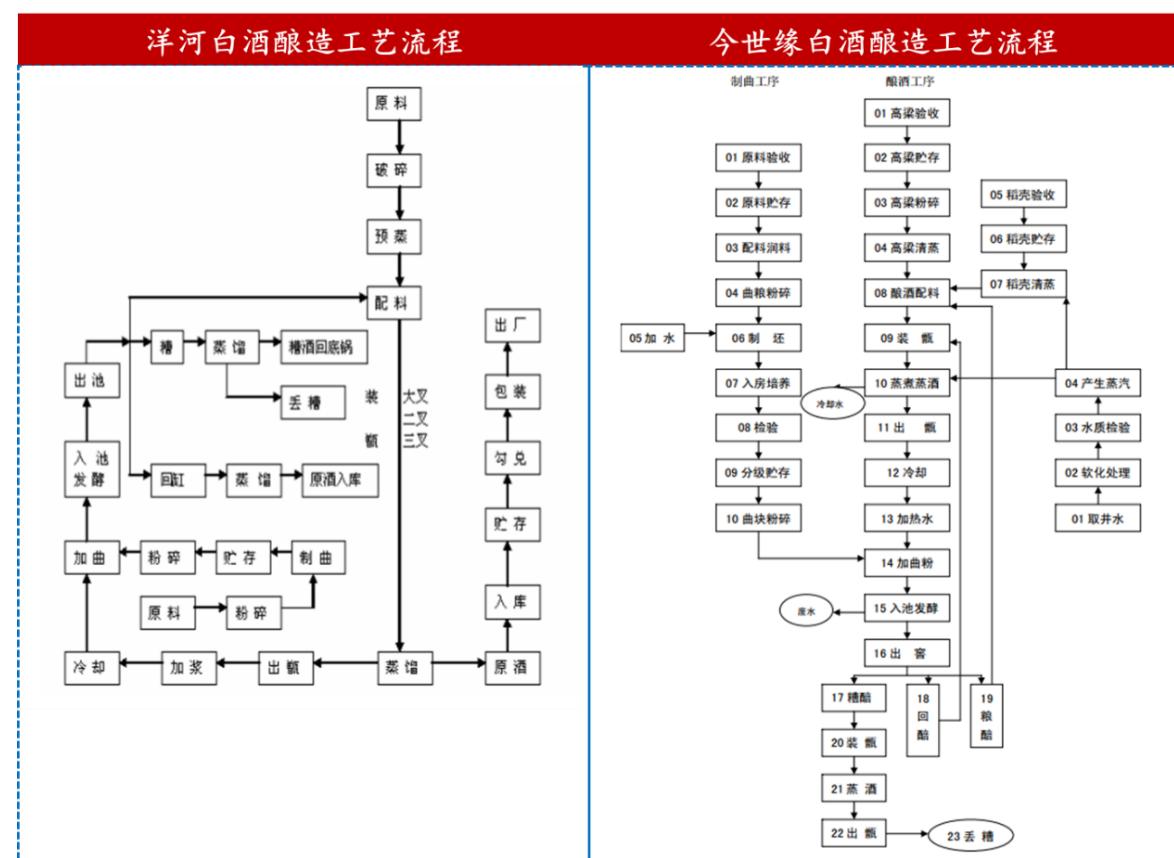
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

二、求同存异，洋河、今世缘引领苏酒发展

2.1 同为淮派浓香，酿造工艺各有千秋

对比来看，绵柔浓香型的洋河与幽雅醇厚型的今世缘在工艺上均采用“三低工艺”，区别主要在于酿酒原材料、制曲原料的配比不同，以及各自勾兑工艺的差别。其中“三低工艺”为绵柔型白酒的核心工艺：1) 低温入窖。较低的酒醅入窖温度，有利于酒醅缓慢发酵，有利于有益微生物缓慢生长，持续繁殖代谢，有利于微量香味成分的生成。2) 低温发酵。“前缓，中挺、后缓落”的低温缓慢发酵规律，有利于小分子物质、水溶性物质和健康活性物质生成。3) 低温馏酒。低温馏酒有利于酒蒸汽在甑桶内反复汽化、冷凝、回流并停留较长时间，实现了对酒醅发酵过程中产生的微量成分最大限度富集浓缩。因此，口感更绵柔、酒体更健康、饮后更舒适。

图 19：洋河与今世缘白酒酿造工艺流程



资料来源：公司公告，招股说明书，川财证券研究所

表格 1. 洋河与今世缘生产工艺特点对比一览

	洋河（海之蓝、天之蓝、梦之蓝）	今世缘（国缘、今世缘）
1. 多粮酿造和科学配伍	酿酒原料为高粱、大米、糯米、小麦、玉米等多种粮食。不同的原料通过微生物发酵和生化作用，产生不同的微量芳香物质，赋予白酒不同的风味特征。原料配比是绵柔风格的物质基础。	酿酒原料为高粱、小麦、大米、糯米等多种粮食。不同的原料通过微生物发酵和生化作用，产生不同的微量芳香物质，赋予白酒不同的风味特征。原料配比是今世缘风格白酒的物质基础。
2. 高温制曲	绵柔风格白酒制曲原料以小麦、大麦为主，发酵顶火温度约为60-63°C，并经过约40天的发酵和3-6个月的长期储存。水分的散失导致酵母和杂菌数减少、菌种纯化以及酸度降低。上述高温曲可使酒醅发酵缓慢，同时赋予成品酒特有的曲香。	浓香型白酒制曲原料以小麦、大麦、豌豆为主，曲心最高温度高于60°C。经过约40天的发酵和3-6个月的长期储存。上述高温曲可使酒醅缓慢发酵，同时赋予成品酒特有的曲香。
3. 泥池老窖发酵	绵柔风格浓香型白酒采用泥池老窖作为发酵容器，通过酒醅与窖泥接触，使酒的香气更加突出，味感更加丰富。	采用泥窖作为发酵容器，通过酒醅与窖泥接触，使酒的香气更加突出，味感更加丰富。
4. 特殊的生产工艺措施	原辅料清蒸 低温入池、缓慢发酵 发酵周期长 低温接酒 以专用陶坛在酒窖中陈化老熟 精心勾调	原辅料清蒸 低温入窖、缓慢发酵 发酵周期长 低温接酒 陶坛老熟 精心勾调

资料来源：公司公告，招股说明书，川财证券研究所

2.2 差异化定位，品牌辨识度持续提升

国缘和梦之蓝差异化定位，品牌诉求有所区别。国缘主打喜庆色调下的“缘”文化定位，偏重于政商务接待属性；而洋河梦之蓝主打蓝色冷色调下的“雅”文化，突出新国酒定位。近年来国缘系列更加强调“高端中度白酒”概念，主打适饮体验，积极与高端商务场景绑定；而洋河继续强化“绵柔”品质与高端大气的品牌内涵，深耕商务消费场景。

图 20：国缘以喜庆红色调为主，与缘文化联结



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 21：洋河以蓝色冷色调为主，与雅文化结缘



资料来源：公司官网，川财证券研究所

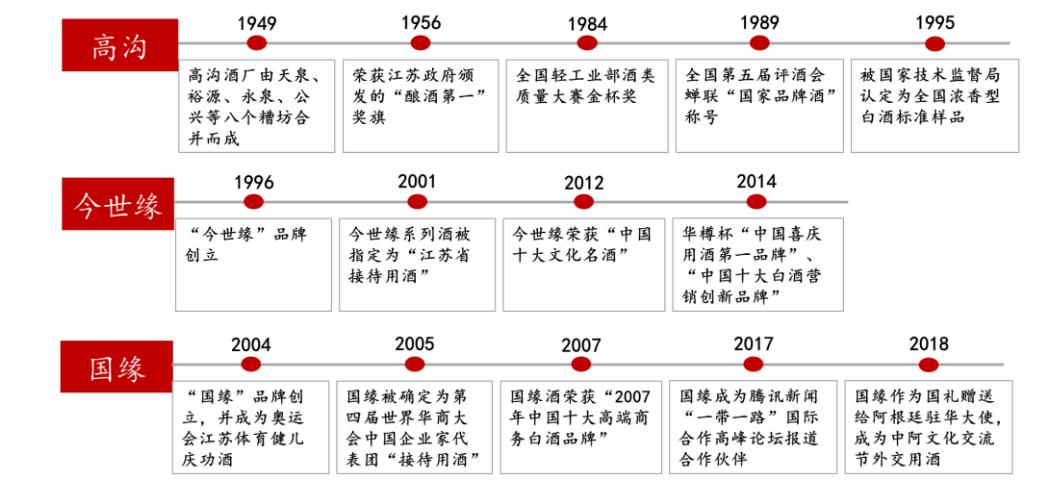
今世缘拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌，并紧紧围绕“酒”和“缘”挖掘“缘文化”的精神价值张力和历史文化厚度，不断提升公司品牌的核心价值。国缘品牌定位“中国高端中度白酒”，今世缘品牌努力打造“中国人的喜酒”，高沟品牌定位“正宗苏派老酒”，三大品牌满足各层次消费需求。

图 22：国缘、今世缘、高沟三大品牌定位



资料来源：微酒，川财证券研究所

图 23：国缘、今世缘、高沟三大品牌获奖荣誉一览



资料来源：公司官网，川财证券研究所

洋河为老八大名酒之一，是中国白酒行业唯一拥有洋河、双沟两个中国名酒、两个中华老字号，洋河、蓝色经典、梦之蓝、双沟、珍宝坊、苏等六枚中国驰名商标的企业。主导品牌梦之蓝、洋河蓝色经典、双沟珍宝坊等绵柔型系列白酒，在全国享有较高的品牌知名度和美誉度。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 2. 洋河为老八大名酒之一

时间	评选届次	获奖企业
1952年	第一届	茅台酒、汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
1963年	第二届	茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979年	第三届	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、 洋河大曲 、董酒、泸州老窖特曲
1984年	第四届	茅台酒、汾酒、五粮液、 洋河大曲 、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989年	第五届	茅台酒、汾酒、五粮液、 洋河大曲 、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 3. 洋河精准广告投放助力蓝色经典系列产品

时期	主打产品	品牌宣传语	广告投放侧重
2003-2007	海之蓝	世界上最宽广的是海，比海更高远的是天空，比天空更博大的是男人的情怀	公司将广告投放重心放在海之蓝，在餐饮店、商超、大卖场等零售终端占据着第一陈列面和导购首要推荐地位。
2008-2012	天之蓝	海天梦想，中国力量	公司将广告投放有侧重的集中在海天梦，同时开始参与一些有影响力的国际会议。
2013至今	梦之蓝	中国梦，梦之蓝	公司将广告重点放在次高端产品梦之蓝，多次冠名央视综艺文化节目，并频繁参与国际化的商务政务场景。

资料来源：公司官网，京东旗舰店，川财证券研究所

图 24：海之蓝、天之蓝先后五次品牌新升级



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 25：梦之蓝打造高端品牌形象



资料来源：公司官网，川财证券研究所

2.3 渠道侧重不同，厂商合力开拓市场

总体来看，洋河实行厂商“1+1”深度分销模式，厂家占据主导地位，流通渠道具备显著优势；今世缘实行厂商“1+1”深度协销模式，经销商占据主导地位，团购渠道具备先发优势。

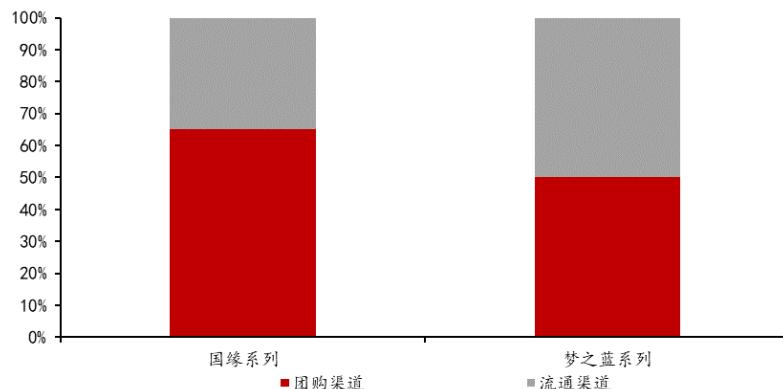
国缘系列产品营销采取跟随策略，相比洋河梦之蓝系列通过错位竞争性价比更高。从团购渠道来看，国缘四开批价较梦之蓝M6更低且渠道利润率相近，国缘对开批价低于梦之蓝M3且渠道利润率更高，从而国缘系列在团购渠道更具性价比优势；从流通渠道来看，定位300元价格带的国缘对开优于500元价格带的梦之蓝M3，定位500元价格带的国缘四开优于700元价格带的梦之蓝M6，高性价比优势仍然凸显。

表格 4. 主要区域酒企渠道模式对比

酒企	厂商分工	渠道层级	销售人员	优势	劣势
今世缘(深度协销模式)	经销商主导，一方面厂商共同开发市场并承担费用投入，极大调动了经销商积极性；另一方面，厂家可直控终端，及时掌控终端需求变化并高效应对。	渠道扁平化	销售913人，占比27.4%	厂家共同承担开发费用，加强双方市场开发合作程度，增加品牌忠诚度	销售人员数量快速增长，费用加大
洋河(深度分销模式)	厂家主导，通过派驻业务代表入驻经销商或在经销商主导市场设立办事处、分公司等直接做市场，进行市场开发、维护、品牌推广和消费者教育等工作，而经销商主要起配合作用。	深度渠道扁平化	销售5259人，占比34.4%	厂家对终端的掌控力强，窜货较少，对经销商依赖较弱	厂家承担市场费用投放，销售费用高
古井贡酒(深度分销模式)	厂家主导，通过制定营销计划、派遣人员进行精细化管理；经销商仅负责相关辅助任务，如仓储、运输、维护等。	渠道扁平化	销售1600人，占比19.2%	厂家较终端控制能力较强	销售人员数量增加，直营费用投入增加
口子窖(大商制)	经销商主导，通过自主开发和维护市场，不同区域之间单独运作；厂家充分放权，不直接掌控终端动销。	层级较多	销售272人，占比7.1%	充分利用经销商的资金、人脉、渠道资源，快速实现低成本扩张	厂家把控终端能力相对较弱

资料来源：渠道调研，川财证券研究所

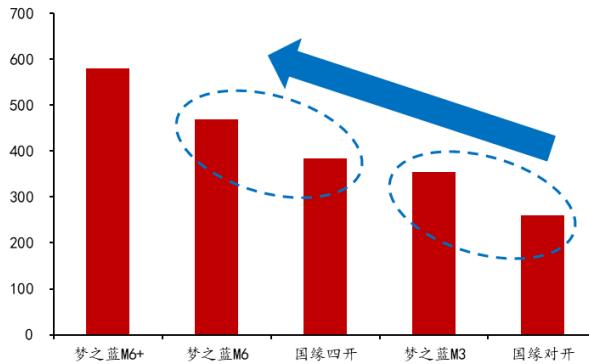
图 26：国缘系列团购渠道占比更高



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

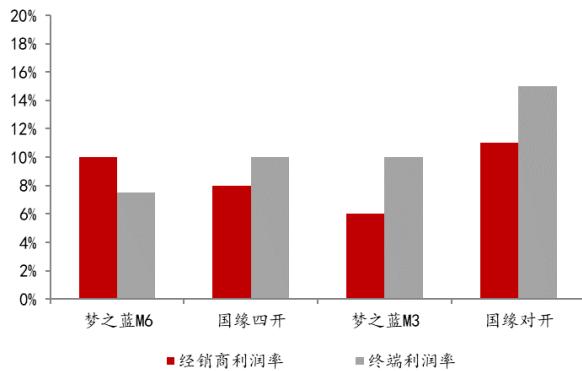
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 27：国缘系列一批价较竞品性价比更高



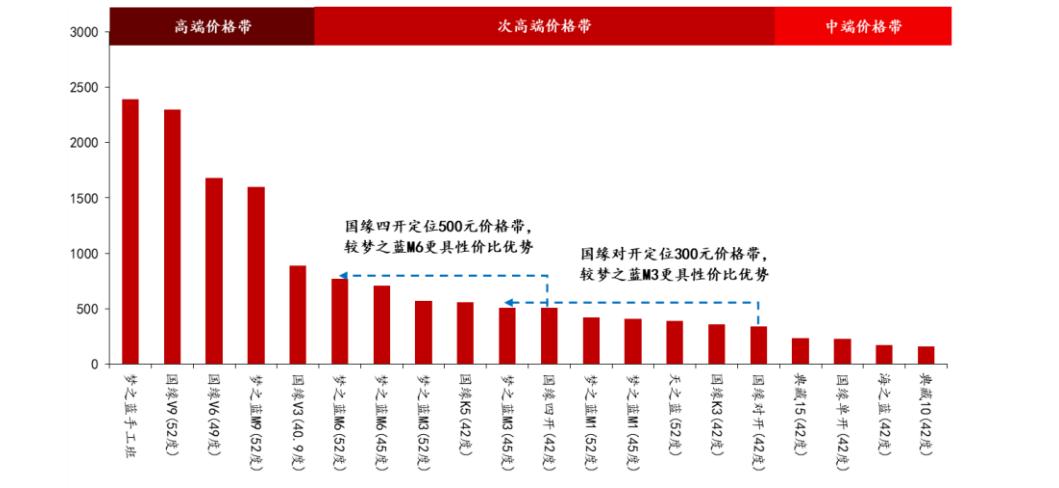
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 28：国缘产品渠道和终端利润率更高



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 29：国缘系列在流通渠道性价比更高



资料来源：京东旗舰店，川财证券研究所

今世缘依托厂商“1+1”深度协销模式，持续推进渠道下沉，通过厂商合力开拓市场。具体而言，公司目前销售渠道仍以大经销商为主导，一方面厂商共同开发市场并承担费用投入，极大调动了经销商积极性；另一方面，厂家可直控终端，及时掌控终端需求变化并高效应对。

分区域来看，省内持续精耕细作，通过强势区域带动周边区域共同发展。2014年上市之前，公司省内销售区域以江苏省内地级市为划分依据，设立13个营销中心。但在推行过程中，市受消费水平、白酒偏好差异的影响，省内各个地级市之间的发展差距逐步显现，因此2016年公司将13个营销中心整合为6个大区（淮安大区、南京大区、盐城大区、省内苏南、省内苏中、省内苏北），使得强势区域的销售骨干去带动周边弱势区域实现共同成长。2018年公司撤

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

销苏北大区，将宿迁归入淮安大区、将镇江归入南京大区、将连云港归入盐城大区、将徐州单立为徐州大区，形成省内新的6个营销大区（淮安大区、南京大区、苏南大区、苏中大区、盐城大区、徐州大区）。

省外多举措逐步加大开拓步伐。2014年以北京+上海为全国形象标杆；2016年开始增加省外销售骨干，实施省内省外一体化；2017年规划“2+5+N”区域拓展；2018年试点山东大区，并与浙江商源签署战略合作协议，后者获得国缘系列在浙江地区的代理权；2019年将区域规划升级为“1+2+4+N”，并与安徽百川名品战略合作，在安徽地区推广代理国缘产品。

图 30：公司省内、省外渠道扁平化变革一览



资料来源：公司公告，川财证券研究所

分产品来看，次高端国缘系列以团购为代表的复合经营模式通过与核心客户的有效沟通，培养核心消费者，并在餐饮终端自带酒水或点名消费，进而带动品牌产品的消费氛围；今世缘及高沟系列主要实施分销代理营销模式，即与经销商合作，以经销商为主，广泛开发商超、烟酒店等零售终端，以争取掌控、服务更多的终端网点，进而引导终端购买或者消费。

公司前瞻性的持续深耕团购渠道，并逐步积累起渠道优势，从而实现厚积薄发。对比来看，洋河主要以流通渠道为主，包括酒店、餐饮、大卖场等；而今世缘主要以经销商团购渠道为主，其中国缘系列团购渠道占比65%。考虑到团购渠道相对于流通渠道来说渠道壁垒更高，竞争压力小，今世缘在占领团购渠道后则具备了明显的先发优势，品牌竞争力持续提升。

公司在省内团购渠道优势明显主因：1) 公司由涟水县政府控股，团购渠道一直受到政府支持，国缘自2004年推出时就是政府用酒；而当时洋河只有2003年报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

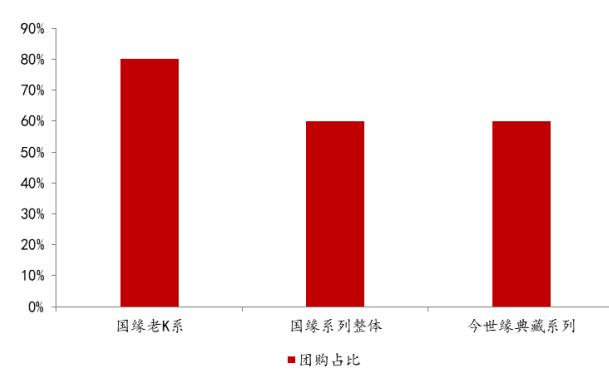
年推出的海之蓝和天之蓝，梦之蓝于 2005 年推出，且 2012 年以前主推的是海之蓝和天之蓝。因此消费者认知里国缘品牌力更高，公司通过消费领袖的带领在省内政商务消费迅速占据了主流地位。2) 上一轮三公消费限制下的行业调整期，当时大部分酒企认为大众消费是行业未来主流，并将更多资源聚焦在流通渠道，而公司仍重点聚焦团购客户，通过抢占团购资源进一步巩固公司在团购方面的优势；3) 三公消费限制后，江苏省政府规定用酒标准在 500 以内，而国缘四开 400 多价格带精准卡位政府规定价格线以下，而梦之蓝 M6 价格则较高，故在政商务团购这块国缘相对优势突出。

图 31：公司实行分产品运营策略



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 32：国缘老 K 系团购渠道占比超 80%



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

洋河依托厂商“1+1”深度分销模式，持续推进渠道下沉，通过厂商合力开拓市场。具体而言，公司销售渠道以厂家为主导，通过派驻业务代表入驻经销商或在经销商主导市场设立办事处、分公司等直接做市场，进行市场开发、品牌推广、消费者培育等工作，而经销商主要起配合作用。

对比今世缘的大商渠道，洋河的渠道模式更为精细。当前今世缘省内经销商约 330 家，单个经销商的平均销售额约 1350 万元，其中南京、淮安、盐城经销商数量集中在 20-50 家；洋河全国经销商约 8000 家，单个经销商的平均销售额约 300 万元，其中像南京经销商数量过百，每个县至少一个经销商。综合而言，洋河凭借强大的渠道组织力，在流通渠道更具优势。

从渠道变革历史来看，洋河不断创新营销模式，持续强化渠道深耕。2003 年洋河借鉴口子窖“酒店盘中盘”模式，重点运作消费能力较强的核心酒店渠道，并逐渐在目标消费群中获得认可，以小盘带动市场大盘。后来随着核心酒店费用不断抬升、消费者自带酒水现象日益普遍等问题凸显，“酒店盘中盘”的外溢效应大幅减小，2007 年洋河创新提出“4X3”模式，将核心企事业单位作为开发重点，同时将消费者定义为公司营销重点。之后 2009 年四万亿政策刺激

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

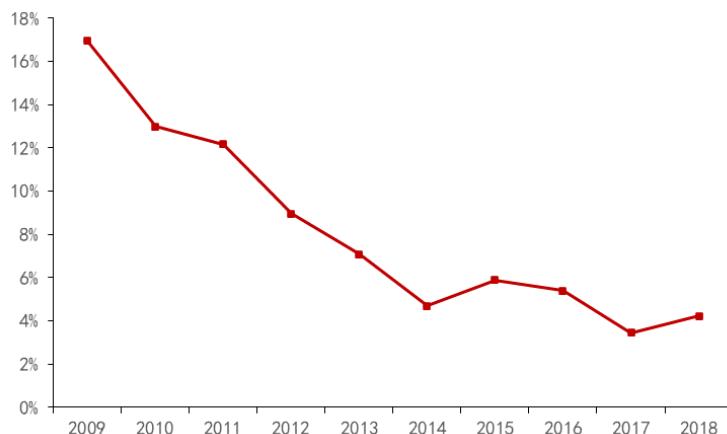
政商消费高增长，洋河在2011年提出“5382”营销模式，注重团购渠道的重要性，工作重心以团购公关等核心消费者为主。2013-2014年政务消费调整使得洋河重新注重深度分销，其渠道运作更倾向于深耕流通渠道。2015年以来，行业消费升级趋势下核心经销商重要性持续上升，洋河渠道推力问题凸显并于2019年6月主动调整渠道库存，未来势必加强团购渠道的深耕。

表格 5. 洋河营销模式变革历程一览

分类	模式	具体内容
经销商管理	厂商“1+1”模式	厂家主导，通过派驻业务代表入驻经销商或在经销商主导市场设立办事处、分公司等直接做市场，进行市场开发、维护、品牌推广和消费者教育等工作，而经销商主要起配合作用。
	“盘中盘”模式(2003-2007)	以核心酒店为营销起点，动员其力量将产品推荐给核心消费者，并逐渐在目标消费群中形成强烈的消费偏好。
	“4X3”营销模式(2007-2011)	保持目标消费群不变，但在核心酒店费用过高的情况下，改为开发各区域的核心企事业单位： 三方(集团消费、核心酒店、媒体)联动； 三位(重点客户部、酒店部、品牌推广部)一体； 三大标准(选择经销商的标准，指品牌理念、社会背景、资金实力)； 三者关系(公司与经销商责任、权利、义务关系)
营销模式	中高端产品 “5382”营销模式	深入终端，发展烟酒店团购： 五个围绕(围绕可能定目标，围绕目标找机遇，围绕目标排问题，围绕目标定措施，围绕目标配资源) 三大调整(调整盘中盘启动步骤，调整渠道重要性，调整市场工作重点) 八个要点(目标、核心、队伍、管控、效益、价格、分工、力度) 两大要求(1. 大型烟酒店当作酒店操作，包括投入与运作；2. 共赢方式做团购。与烟酒店老板共赢是非常高的原则，通过烟酒店老板运作的客户永远是该老板的客户，公司只提供维护)
	“522”极致工程	五个极致化：氛围营造极致化；商务团购极致化；家宴市场极致化；新江苏打造极致化；消费升级极致化 两个极致化转型：互联网极致化转型；市场投入转型 两个极致化保障：机制保障；组织保障
低端产品	深度分销	经销商直接开发商超等零售终端，强化渠道终端铺货来提高产品销量。

资料来源：公司公告，渠道调研，川财证券研究所

图 33： 洋河前五大客户销售收入占比逐步缩小



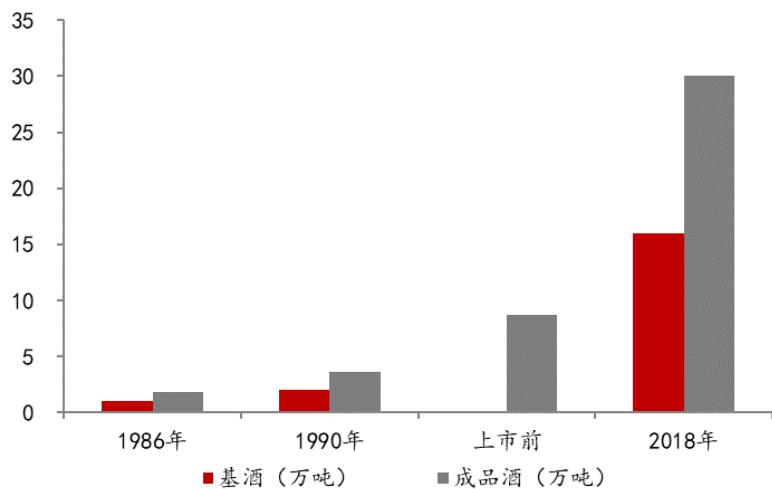
资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.4 强化酒质技改，匹配长期增长空间

洋河自上市以后大幅扩张产能，并通过名优酒酿造技改项目提升优质白酒产能，为业绩高速增长提供坚实保障。分阶段来看，20世纪80年代，洋河的销量达到1.8万吨，此外洋河基酒产能也是最早过万吨的企业之一；上市前洋河成品酒产能达到8.7万吨，包括中高端白酒2.6万吨，普通白酒6.1万吨；上市后洋河产能迅速扩张，当前洋河拥有7万多口名优窖池，年原酒产量超过16万吨，年成品酒产量超过29万吨，总储酒量达到100万吨，稳居行业第一。

图 34：洋河上市后产能扩张迅速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 6. 18年洋河基酒产能已达到16万吨，储酒能力达到70万吨

时间	扩产情况
1986年	洋河以18785吨的产量位列全国第一，此外洋河基酒产量也是最早过万吨的企业之一。
1990年	洋河产量实现翻倍，白酒产能达到3.6万吨。
上市前	洋河白酒产能8.7万吨，其中高端白酒2.6万吨，普通白酒6.1万吨。
2018年	洋河拥有名优窖池7万多口，年原酒产量超过16万吨，年成品酒产量超过29万吨，总储酒量达到100万吨。

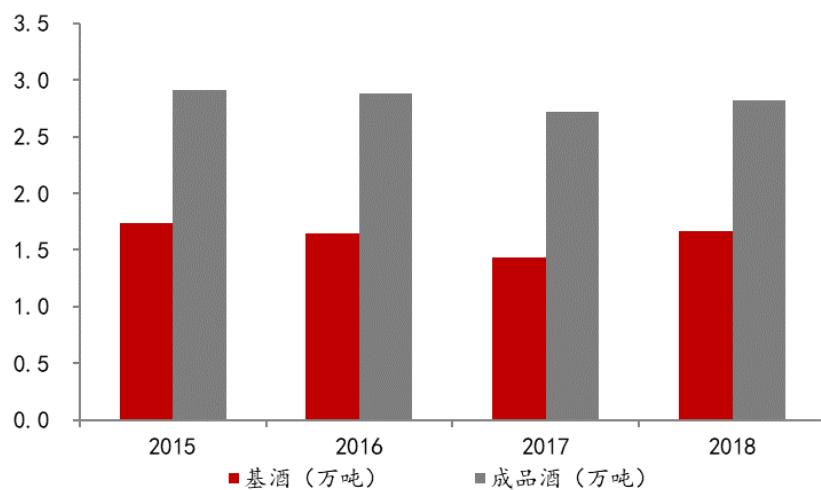
资料来源：公司公告，川财证券研究所

今世缘基酒产能维持在 1.5 万吨/年，成品酒产能为 5.5 万吨/年，库存基酒约 6.83 万吨。并通过酒质技改工程、陶坛酒库项目不断提升优质白酒生产能力。

2014 年上市时，公司募集资金主要用于酿酒机械化及酒质提升技改工程，整体将提高 2,400 吨/年优质白酒生产能力，提高产品档次和增加附加值，有利于提升公司的综合竞争实力和抗风险能力。具体来看，上市前公司具有约 15000 吨原酒生产规模，原酒加工成成品酒的规模约为 34035 吨，其中一级优质白酒 1440 吨、二级优质白酒 2755 吨、普通白酒 29840 吨；募投项目投产后，公司原酒、成品酒生产规模维持不变，但成品酒的产能结构得到优化，其中一级优质白酒产能将增加到 2440 吨、二级优质白酒将增加到 4155 吨，普通白酒将下降到 27440 吨。

此外，2019 年 10 月公司将通过自筹资金 5.5 亿元新建五万吨陶坛酒库，建成后公司优质酒陶坛储存能力将达到 10 万吨，有效保障公司产品质量，更好匹配公司未来发展要求。

图 35：今世缘产能情况一览



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 7. 近年来公司白酒产能及产量情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
基酒	产能 (吨)	15000.00	15000.00	15000.00	15000.00	15000.00	15000.00
	产量 (吨)	12404.19	15132.85	17432.00	17337.00	16465.00	14330.00
	产能利用率	82.69%	100.89%	116.21%	115.58%	109.77%	95.53%
成品酒	产能 (吨)	55000.00	55000.00	55000.00	55000.00	55000.00	55000.00
	产量 (吨)	32780.09	32670.70	29396.00	29074.98	28852.00	27154.00
	产能利用率	59.60%	59.40%	53.45%	52.86%	52.46%	49.37%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

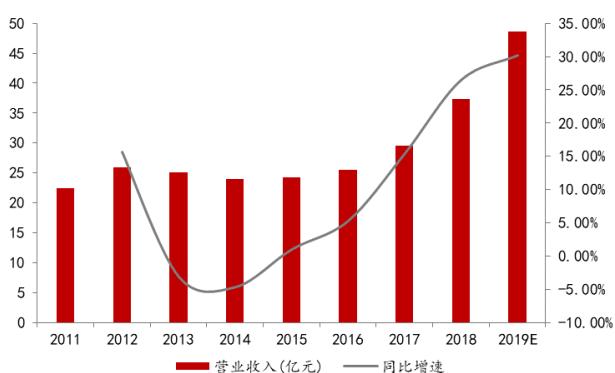
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

三、今世缘省内精耕细作，洋河困境反转可期

3.1 今世缘：省内精耕细作，国缘高增长能维持

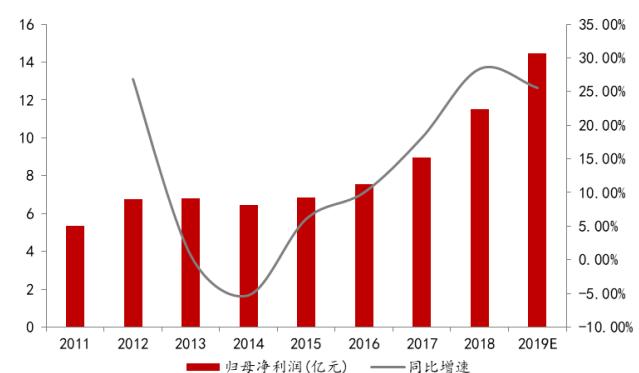
2017年以来国缘系列快速放量，带动公司业绩进入快速增长期。近年来公司产品结构持续优化，特A及以上产品占比从2011年的54.82%提升至2018年的83.12%，19Q3进一步提升至87.61%。具体到产品层面，国缘系列维持高速增长态势，预计2019年营收占比约为70%。高端国缘V系列自推出以来需求持续旺盛，预计收入规模从2018年的0.26亿元增加到2019年的1.5亿元，高端产品占位进一步拔高国缘品牌力。在国缘系列快速放量的带动下，预计公司营业收入从2016年的25.54亿元增加到2019年的48.6亿元，期间CAGR接近24.0%，同期归母净利润从7.54亿元增加到14.45亿元，期间CAGR亦高达24.2%。

图 36：公司17年以来营业收入快速增长



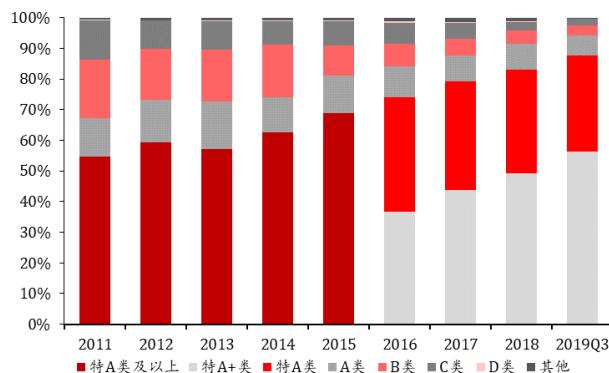
资料来源：wind，川财证券研究所

图 37：公司17年以来归母净利润快速增长



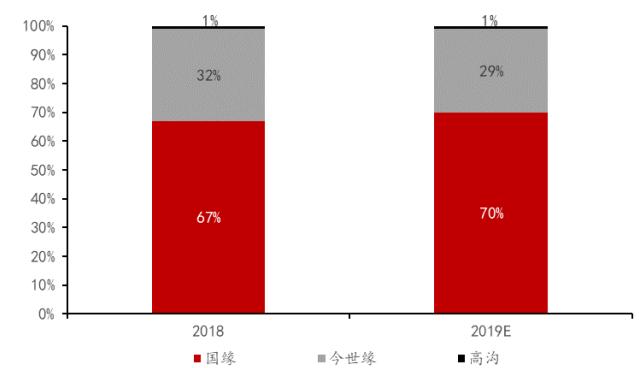
资料来源：wind，川财证券研究所

图 38：公司特A类及以上产品占比持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 39：19年国缘收入占比约为70%



资料来源：公司调研，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

考虑到江苏各地区经济基础差距明显，我们按照今世缘销售大区的划分对不同区域白酒的消费水平进行测算，未来省内苏南、苏中增长空间仍然巨大，可因地制宜推行南京模式，通过精耕细作抢占市场份额。

从白酒市场规模的角度来看，苏南、苏中大区白酒消费水平高，与南京大区市场较为相似。具体来看，苏南大区白酒市场规模约 140 亿，人均白酒表观消费约 630 元/年；苏中大区白酒市场规模约 80 亿，人均白酒表观消费约 500 元/年；南京大区白酒市场规模约 75 亿，人均白酒表观消费约 540 元/年；徐州大区白酒市场规模约 60 亿，人均白酒表观消费约 330 元/年；盐城大区白酒市场规模约 45 亿，人均白酒表观消费约 400 元/年；淮安大区白酒市场规模约 35 亿，人均白酒表观消费约 370 元/年。

从白酒市场集中度的角度来看，未来今世缘在省内苏南、苏中、徐州大区市占率仍然存在较大提升空间。具体来看，淮安大区、南京大区为今世缘销售优势区域，通过测算我们估计公司在淮安大区、南京大区的市占率分别为 29%、18%；而公司在苏南、苏中、徐州大区市占率仅在 5%-7% 区间，未来提升潜力巨大。同时公司近年来加大在苏南、苏中、徐州大区的资源投入，其中苏中大区经销商数量从 17 年的 52 个快速增加到 19Q3 的 76 个，同期苏南大区经销商数量从 48 个增加到 55 个，徐州大区经销商数量从 44 个增加到 55 个。

表格 8. 江苏各地区白酒市场规模测算

行政区域	苏南					苏中			苏北				
	南京大区		苏南大区			苏中大区			淮安大区		盐城大区		D 徐州大区
销售区域	南京	镇江	苏州	无锡	常州	南通	扬州	泰州	淮安	宿迁	盐城	连云港	徐州
地级市													
GDP	12820	4050	18597	11439	7050	8427	5466	5108	3601	2751	5487	2772	6755
常住人口 (万人)	844	320	1072	657	473	731	453	464	493	493	720	452	880
人均可支配收入(元)	52916	40883	55476	50373	45933	37071	34076	34642	27696	22918	29488	25864	27385
人均生活消费支出(元)	30898	24739	33623	31803	27261	24102	21129	22118	16080	14732	17853	17116	16291
人均食品烟酒消费支出(元)	7942	6828	8459	8768	7451	6786	6458	6294	4677	4983	5041	5401	4732
消费偏好	25.7%	27.6%	25.2%	27.6%	27.3%	28.2%	30.6%	28.5%	29.1%	33.8%	28.2%	31.6%	29.0%
人均白酒表观消费(元)	604	520	644	667	567	516	491	479	356	379	384	411	360
白酒市场规模(亿元)	51	17	69	44	27	38	22	22	18	19	28	19	32
今世缘各大区收入规模(亿元)	12.29		6.67			6.12			10.49		6.04		3.45
今世缘各大区市占率	18%		5%			7%			29%		13%		11%

资料来源：江苏统计年鉴，川财证券研究所测算

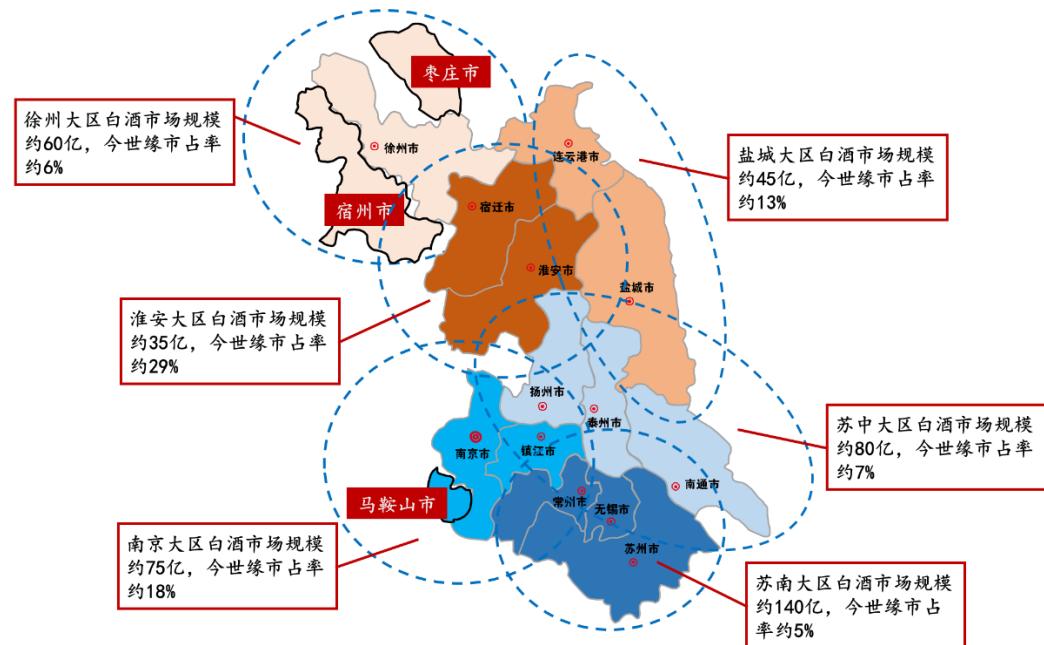
注：(1) 江苏白酒市场规模约为 400 亿元，常住人口 8051 万人，江苏省人均白酒表观消费=江苏白酒市场规模/常住人口=497 元；

(2) 消费偏好=人均食品烟酒消费支出/人均生活消费支出；

(3) A 区域人均白酒表观消费=江苏省人均白酒表观消费*(A 区域人均食品烟酒消费支出/江苏省人均食品烟酒消费支出)；

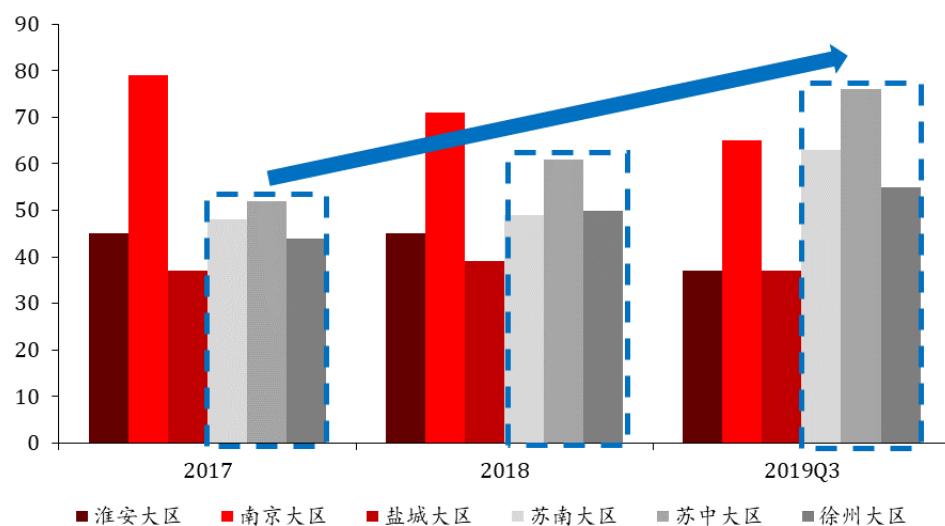
(4) A 区域白酒市场规模=A 区域人均白酒表观消费*A 区域常住人口

图 40：苏南大区、苏中大区市占率仍有较大提升空间



资料来源：江苏省统计年鉴，川财证券研究所测算

图 41：省内经销商增量主要来自苏南、苏中、徐州

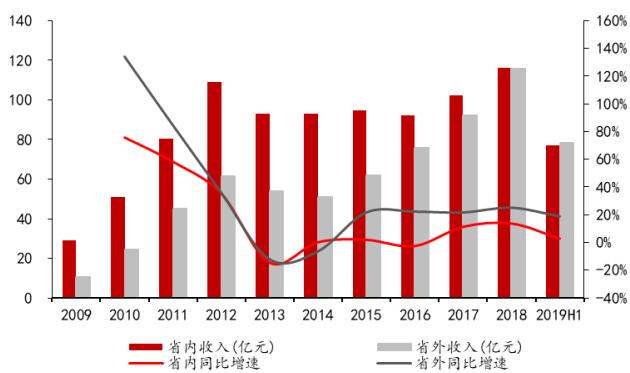


资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.2 洋河股份：渠道积极调整，困境反转可期

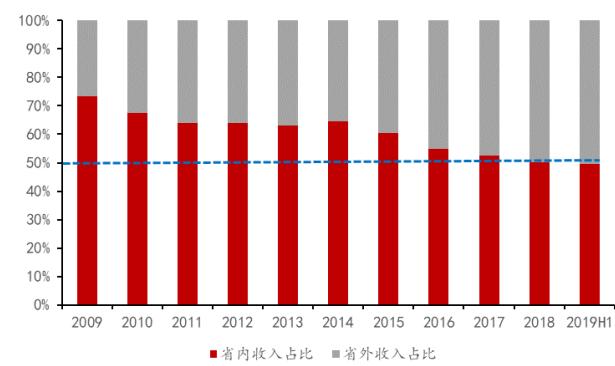
在经历 2013-2014 年的行业调整后，2015 年以来白酒行业逐步复苏，洋河迎来恢复增长期。但期间省内营收增速远低于省外增速，2015-2018 年洋河省内营收 CAGR 仅为 7.08%，远低于同期省外 23.19% 的营收 CAGR。由于公司省内收入占比接近 50%，随着海之蓝、天之蓝开始出现增长乏力的现状，公司产品、渠道等方面的问题开始显现。自 2019 年 6 月以来公司主动进行调整，预计 2019 全年营收同比下滑 4.34%，净利润同比下滑 9.53%。

图 42： 洋河省内收入增速低于省外增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 43：2019H1 洋河省内收入占比接近 50%



资料来源：wind，川财证券研究所

历史上洋河困境变革能力较强，此次面对省内增长乏力的严峻考验，公司从人员管理、产品、渠道等方面推出多项改革，经过近三个季度的调整，当前省内市场秩序逐步好转。

人员层面，洋河更换销售负责人，并推出股份回购计划用于股权激励。困局下公司积极应对、主动调整，2019 年 5 月更换管理层，任命曾参与打造蓝色经典品牌的元老级高管刘化霜担任销售主管，刘总自上任以来已经采取了一系列的调整措施，改革效果初显。此外，为提升团队积极性，公司推出股份回购计划拟用于股权激励。2019 年 10 月公司董事会审议通过《关于回购部分社会公众股份的议案》，拟以自有资金 10-15 亿元回购公司股份，回购的公司股份将全部用于对核心骨干员工实施股权激励或者员工持续计划，将有助于完善公司长效激励机制，充分调动公司核心骨干员工的积极性，提高团队凝聚力和公司竞争力，有效推动公司的长远健康发展。

产品层面，梦之蓝加快裂变升级，持续拉升品牌势能。1) 增设高端品牌事业部，细化高端酒运营管理。洋河将梦之蓝定位高端产品系列，300 元以上的占

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

位将间接决定海之蓝、天之蓝的价格定位和渠道推力，为细化高端梦之蓝产品系列的运营，公司在原有的高端酒事业部的基础上成立了13个高端酒事业部、分公司，专门负责M9和手工班的推广，深度打造高端品牌，进一步推动产品结构升级。2)将梦之蓝M6裂变升级为M6+，新品在包装、品质层面均有创新，且新品M6+基酒源自梦之蓝中央酒区，坚守着137道手工酿酒工艺，酒质进一步提升。此外M6+新品价格不透明给予渠道更高的利润空间，有助于提升渠道动销积极性。

渠道层面，构建“一商为主，多商为辅”新型厂商关系，通过以区域最大的经销商为主导、不同流通渠道的经销商为补充，改变之前区域多个经销商激烈竞争的局面，同时改变厂家主导的思维，与经销商探讨共同开发市场，来调动经销商的积极性。此前，洋河渠道模式的最大问题在于将经销商功能弱化，定位为配送商，与经销商追求利润、谋求发展的本性相违背。我们认为，洋河主动推行“一商为主、多商为辅”新型厂商关系的战略目的是重新梳理厂家与经销商的渠道关系，认可经销商的渠道地位，从而更好的依托经销商资源来提升产品的竞争力：1)对于区域主导型大型经销商，厂家配合其发挥核心大商的渠道引领作用，稳定产品价格体系，保证渠道利润率，维持渠道推力和经销商积极性；2)对于辅助型小型经销商，能够发挥配送商功能，作为流通渠道的补充，继续深耕渠道，强化渠道推力；3)对于不符合资质要求的经销商，进行优胜劣汰，进一步优化经销商队伍。

表格9. 洋河对存在的经营问题已提出一系列针对性改革措施

分类	经营问题	针对性改革措施	目标
人事	激励机制不足	任命元老级高管刘化霜担任销售主管 推出不超过15亿元的股票回购计划用于股权激励	提高激励机制
产品	产品老化，品牌力下降	增设高端酒事业部，只推广梦之蓝M9和手工班 将M6裂变升级，推出新品梦之蓝M6+	提升品牌拉力
渠道	渠道推力不及竞品	构建“一商为主、多商为辅”的新型厂商关系 控货清理渠道库存，对销售人员柔性化考核 增加团购人员配置	更好的利用经销商资源， 改变厂家主导的渠道模式

资料来源：公司公告，微酒，川财证券研究所

表格10. 梦之蓝M6与M6+对比一览

产品	零售价 (元/瓶)	规格	品质	宣传推广
梦之蓝M6	750	52度500ml	“多粮型”酿造技术，口感绵软柔长	“中国梦，梦之蓝”
梦之蓝M6+	788	52度550ml	选用头排酒，经过百年地下酒窖存储15年； 同时增加更多“陈酒”，棉厚感更强，香气 更加馥合	“更好的时代，值得更好的你”

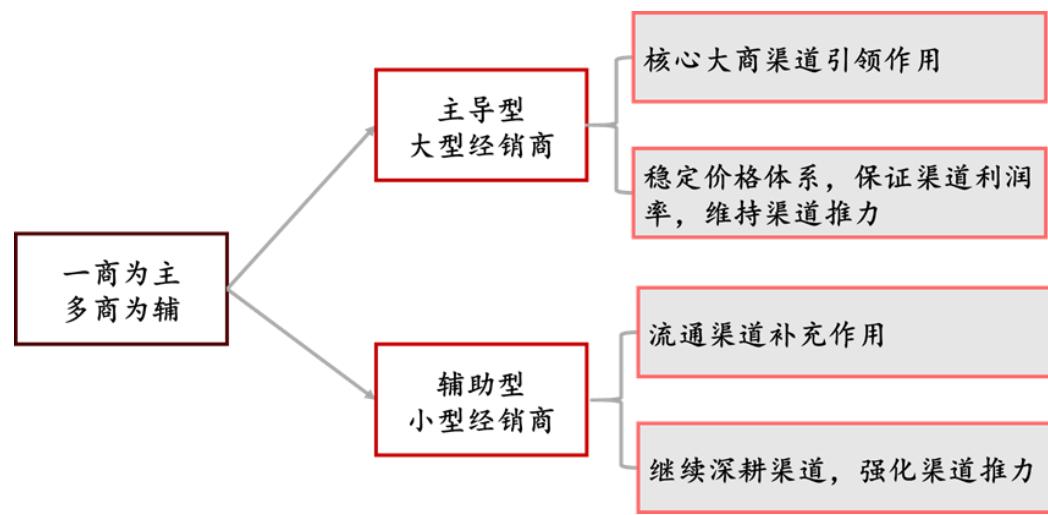
资料来源：公司官网，京东旗舰店，川财证券研究所

图 44：梦之蓝 M6 升级为 M6+



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 45：洋河“一商为主、多商为辅”新型厂商关系



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

四、投资建议

基于全文对行业及公司层面的详细分析，我们认为结构性机遇下苏酒仍将以头部酒企引领发展，整体呈现马太效应下的强者恒强，优先推荐势头强劲的今世缘，其次关注渠道端积极调整的洋河股份。

表格 11. 相关标的估值一览

日期	2020/4/17	股价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
600519.SH	贵州茅台	1226.0	15401.0	32.8	37.5	43.4	37.4	32.7	28.2
000858.SZ	五粮液	128.8	5000.3	4.5	5.4	6.4	28.7	23.8	20.1
000568.SZ	泸州老窖	78.3	1147.3	3.2	3.8	4.5	24.7	20.4	17.3
平均值							30.3	25.6	21.9
600809.SH	山西汾酒	97.5	849.3	2.3	2.9	3.5	41.6	33.8	28.2
600779.SH	水井坊	45.0	220.0	1.7	2.2	2.9	26.7	20.4	15.6
000799.SZ	酒鬼酒	32.2	104.7		1.1	1.5		28.7	22.2
600702.SH	舍得酒业	23.3	78.4	1.2	1.5	1.7	18.9	15.7	13.6
平均值							29.1	24.7	19.9
000596.SZ	古井贡酒	127.3	561.9	4.4	5.3	6.6	28.7	24.1	19.4
603589.SH	口子窖	41.1	246.5	2.8	3.0	3.4	14.5	13.8	12.0
平均值							21.6	18.9	15.7
000860.SZ	顺鑫农业	60.3	447.4	1.4	1.9	2.5	44.7	32.3	24.5
603198.SH	迎驾贡酒	16.3	130.0	1.1	1.2	1.3	14.2	13.3	12.7
600559.SH	老白干酒	8.8	78.7	0.4	0.6	0.7	19.8	15.9	12.2
603919.SH	金徽酒	14.4	56.0		0.8	1.0		17.3	14.9
平均值							26.2	19.7	16.1
603369.SH	今世缘	28.7	360.3	1.2	1.4	1.7	24.9	20.5	16.5
002304.SH	洋河股份	89.8	1352.7	4.9	5.5	6.3	18.4	16.3	14.2

资料来源：wind，川财证券研究所，注：除贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业、今世缘，其他均为万得一致预期数据

风险提示

宏观经济及居民收入波动风险

食品饮料行业作为消费品的销售渠道，其表现由宏观经济与居民收入决定。

重大食品安全事件的风险

消费者对安全事件的敏感性较高，如发生重大食品安全事件，消费者对公司信心将在短期内出现明显下滑，造成业绩不及预期。

原材料价格波动风险

农产品价格波动对食品饮料行业影响较大，若原材料价格短期内迅速增长，将造成业绩不及预期。

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资资金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：0000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004