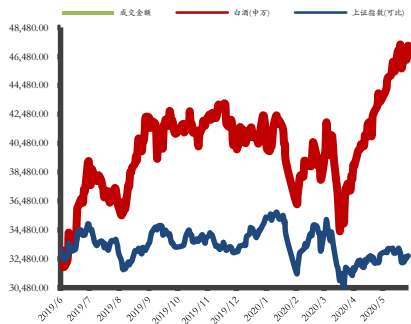


疫情短期冲击有限，长期消费需求仍在

——白酒行业报告

图表 1 近一年主要指数走势



资料来源：Wind，万和证券研究所

分析师：沈彦东

SAC 执业证书：S0380519100001

联系电话：0755-82830333 (195)

邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：张桥

联系电话：0755-82830333 (137)

邮箱：zhangqiao@wanhesec.com

摘要：

2003 年 SARS 疫情后短期影响明显，但疫情结束后行业整体回升较快，基本不具备长期疫情影响逻辑。SARS 疫情主要对二季产生影响。其中，以茅五泸为代表的高端白酒以及低端代表顺鑫农业、伊力特具备较强的抗风险韧性，受疫情影响较小；中间价位大部分二季度受冲击业绩下滑明显。随着 5 月中旬后疫情逐步缓解，行业便呈明显回暖态势。

行业所处两次疫情环境存在差异。此次疫情冲击与 2003 年相似，但因所处市场环境、防控时间以及终端消费场景受限程度的不同，导致短期对行业影响更大。国内疫情的及时防控，使得疫情周期一定程度缩短，但同时也导致冲击提前至行业消费旺季的一季度。同时，终端线下消费也因春节前的预警防控，使消费场景及场所较 2003 年更早受到限制，导致行业短期销售受影响程度较 2003 年更加明显。另外，消费渠道发生较大变化，线上销售的成熟使消费者的消费观念以及方式产生一定差异。

线下消费依旧为核心驱动。虽然电商的普及让线上销售成为这个时代的有利工具，但是其优势依然无法缓解白酒行业因终端线下消费受限后的冲击。当前白酒行业，线下消费模式依旧处于主导地位。白酒销量下滑也主要因为线下消费受疫情影响后所带来的终端销售量下滑。

短期疫情冲击后，各价格带结构性变化明显。短期行业受影响程度有限（行业一季度营收及净利润增速分别为 1.21%、8.88%），但因疫情影响，造成行业各价格带分化明显。其中，高端白酒基本未受影响，处于盈利稳定上升态势（茅台的营收同比增长为 12.76%、净利润同比增长为 16.34%；五粮液营收同比增长为 15.05%、净利润同比增长为 18.33%）；次高端及中高端受影响最为明显，业绩基本处于双下滑态势，仅龙头企业如山西汾酒（营收同比增长为 1.71%、净利润同比增长为 30.63%）表现较好；低端龙头效应加剧，仅顺鑫农业（公司营收及净利润同比增长分别为 15.93%、-17.05%）实现正营收。行业短期受冲击后，结构性变化明显，将会导致行业各价格带白酒分化持续拉大。

长期终端消费需求仍在，但短期出现较大幅度的行业修复几率不大。疫情进入消退期后，行业短期恢复速度提升，以高端及次高端龙头白酒恢复最为明显。终端线下消费的驱动力依旧明显，但后续预计

不会出现如 2003 年疫情后较大程度的修复态势：随着互联网的普及以及线上销售的成熟，消费者的消费心理及消费方式均已发生较大改变；且此次疫情相较 2003 年各价格带短期受到影响更大，恢复需要更长时间。

投资建议

疫情后整体价格带分化明显，龙头品牌将更加受益。经过疫情后，高品牌力白酒将会更加受益。高端将会继续保持稳定领跑态势；低端龙头预计在疫情后集中度会进一步上升；中端及中高端因疫情受冲击更大导致库存积压更明显，后续库存消化期将可能延长更长。整体价格带分化明显。目前行业估值截至 5 月 29 日为 35.05（倍），低于 2003 年以来行业整体平均估值（39.07（倍）），建议重点关注此次疫情受影响最小以及恢复速度较快的龙头品牌贵州茅台、五粮液、山西汾酒、顺鑫农业。

风险提示

食品安全问题出现。海外疫情持续加剧，国际市场持续走低。蝗灾等自然灾害影响，原材料受影响，产量下降。

目 录

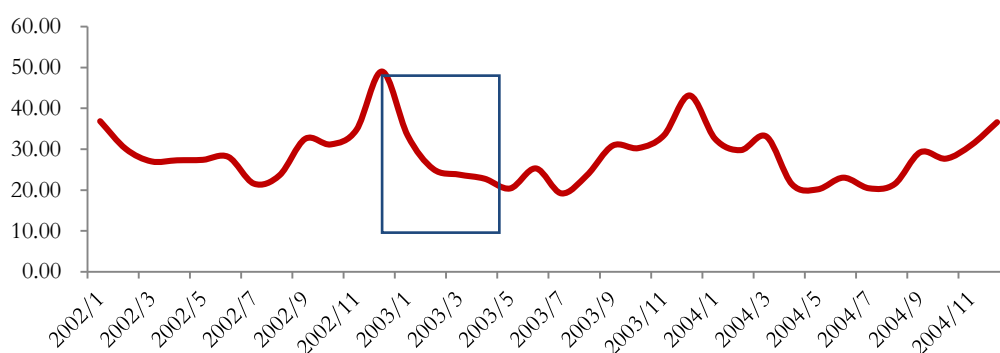
一、SARS 疫情对白酒行业影响.....	5
二、行业所处两次疫情环境的差异.....	9
三、线下消费仍是疫情影响的核心.....	10
四、新冠疫情对白酒行业影响.....	12
五、行业现阶段及后续走向.....	16
六、投资建议.....	18
七、风险提示.....	19

图表 1	近一年主要指数走势	1
图表 2	SARS 事件影响, 白酒二季度产量小幅下滑 (万千斤)	5
图表 3	白酒行业二季度营业收入同比增速有明显下滑 (%)	5
图表 4	白酒行业二季度利润总额同比增速下滑 (%)	6
图表 5	白酒 (申万) 2003 年季度涨跌幅 (%)	6
图表 6	重点公司营业收入增速 (%)	7
图表 7	重点公司净利润增速 (%)	7
图表 8	SARS 疫情期间公司涨跌幅 (%)	8
图表 9	2003 年至 2011 年高端白酒提价 (元)	8
图表 10	餐饮收入受损明显	10
图表 11	2003 年白酒销售量 (万千斤)	10
图表 12	线上消费增速逐渐下滑	11
图表 13	白酒线上销售量	11
图表 14	白酒消费渠道依然以线下大型商超为主	12
图表 15	行业一季度营业收入及增速 (亿元/%)	13
图表 16	行业一季度净利润及增速 (亿元/%)	13
图表 17	2019-2020 年 3 月白酒产量 (万千斤)	13
图表 18	疫情后白酒涨跌幅 (%)	13
图表 19	2020 年一季度各价格带业绩对比	14
图表 20	高端、次高端、中高端不同价格带一季度营收同比增长率 (%)	14
图表 21	高端、次高端、中高端不同价格带一季度净利润同比增长率 (%)	14
图表 22	春节中高端白酒销售热度最高	15
图表 23	白酒节假日消费场景偏好	15
图表 24	国内疫情消退期 (2020 年 3 月-5 月) 各白酒公司涨跌幅 (%)	16
图表 25	社会消费品零售总额及同比增长 (亿元/%)	17
图表 26	白酒板块 PE (TTM) 2002.12-2020.5	19

一、SARS 疫情对白酒行业影响

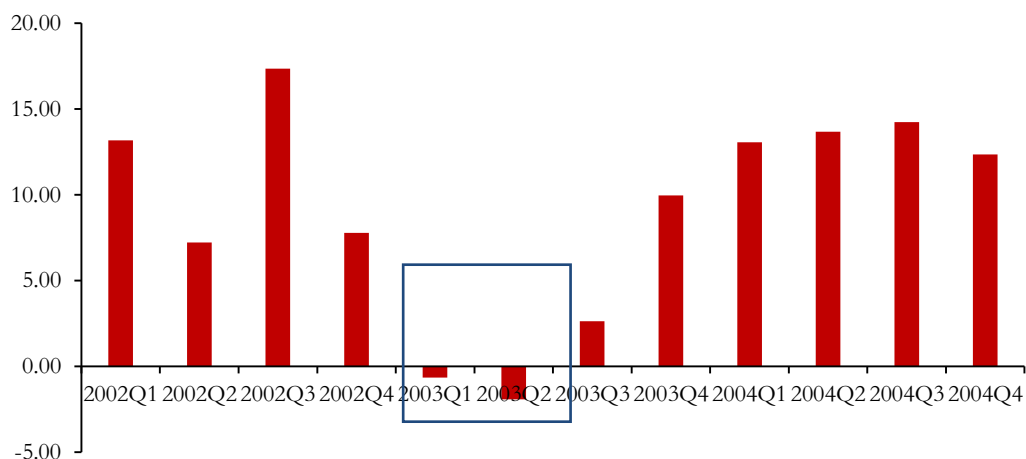
SARS 从 2002 年 11 月持续至次年 7 月左右，2003 年白酒行业一季度的销售并未受到疫情冲击，但二季度受影响相对明显。具体来看，**产量方面**，2003 年一季度至二季度有小幅下滑；**营收方面**，2003 年二季度增速同比为-1.92%，相比 2002 年及 2004 年二季度差距较大；**利润方面**，行业增速也于 2003 年二季度达下滑至-4.85%。但行业从三季度便开始回暖，主要原因为 SARS 疫情进入 6-7 月的消退阶段，终端消费限制较快解除。

图表 2 SARS 事件影响，白酒二季度产量小幅下滑（万千斤）



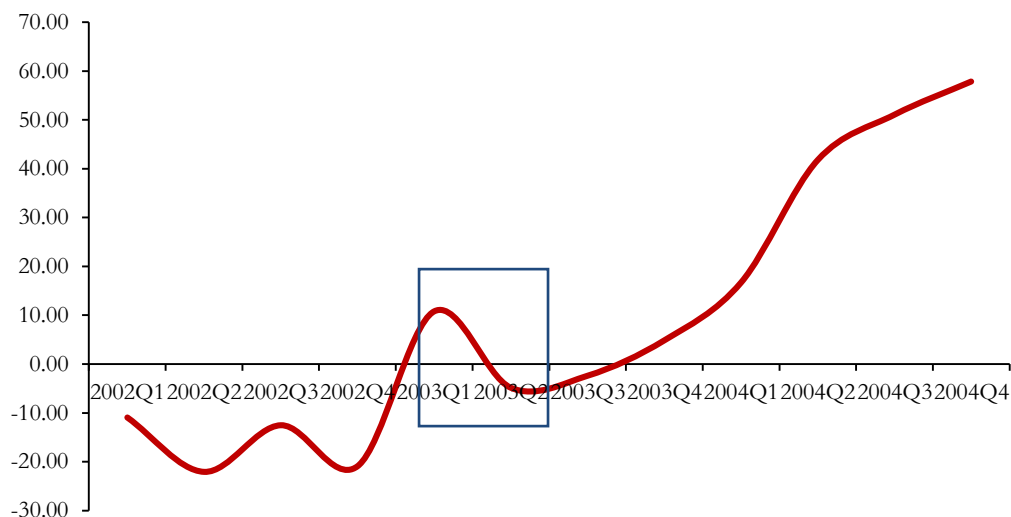
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3 白酒行业二季度营业收入同比增速有明显下滑（%）



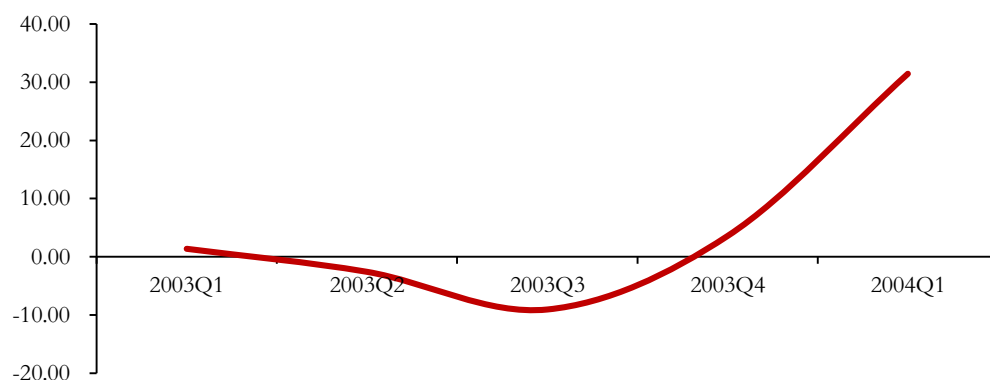
资料来源：同花顺，万和证券研究所

图表 4 白酒行业二季度利润总额同比增速下滑 (%)



资料来源：同花顺，万和证券研究所

图表 5 白酒（申万）2003 年季度涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

受 SARS 影响，2003 年第二季度期间，大部分上市白酒公司在营业收入及净利润增速方面出现明显下滑。其中仅高端中的茅台以及低端中的顺鑫农业、伊力特在疫情冲击最大的二季度实现了营收及净利润双上涨。而自 2003 年 6-7 月疫情逐渐进入尾声，行业也步入第三季度的传统旺季，消费回暖也使大部分企业营收增速有明显回升。

高端白酒受影响较小。茅台在疫情冲击最严重的二季度仍然能保持营收和净利润的正增速上涨。同时，在第三季度行业恢复的阶段茅台的业绩有较大幅度提升，产品出厂价价格（53 度飞天茅台）也在这个阶段上涨到 268 元；五粮液虽在二季度营收及利润增速有所下滑，但幅度较小，且在疫情

结束后迅速拉升，产品出厂价价格（52度五粮液）也从248元提至328元；泸州老窖净利润增速波动幅度较大，主要来自公司市场结构调整。在三、四季度泸州老窖的业绩同样有较大幅度回升，同茅台、五粮液一样在疫情后提价（国窖1573出厂价价格从268元提升至288元）。

中高端及部分次高端影响较大。水井坊和舍得酒业在疫情发生后全年处于增速较大幅度下滑态势。水井坊正处在主要产品革新阶段，消费认知度较低，而疫情的冲击也进一步加重了终端销量的下滑；酒鬼酒受疫情影响，一、二季度营收及净利润增速下滑明显。另外，公司在2003年初期正好处于管理层调整与重组中，使白酒生产速度有所减缓，从而加重了业绩增速下滑。次高端中，仅山西汾酒全年影响较小，公司二季度业绩增速有所下滑，在疫情结束后便立马有较大幅度拉升。中高端中古井贡酒利润也出现较大幅度下滑，主要原因是公司对疫情期的促销上有较大费用投入所导致。

低端白酒影响较小。顺鑫农业与茅台一样保持全年增速上涨。另外，伊力特在疫情期也处于正增长趋势。整体低端酒因疫情对于自饮消费场景没有较多限制而受影响不大。

图表6 重点公司营业收入增速 (%)

	2003Q1	2003Q2	2003Q3	2003Q4
贵州茅台	2.21%	15.79%	33.18%	80.10%
五粮液	0.51%	-3.92%	18.93%	38.34%
泸州老窖	4.32%	-11.32%	2.03%	51.41%
水井坊	-7.77%	-15.27%	-18.97%	-11.12%
山西汾酒	28.21%	-14.93%	20.85%	37.47%
金种子酒	-1.72%	-13.08%	-12.87%	-7.04%
酒鬼酒	-48.07%	-18.43%	26.10%	85.76%
古井贡酒	-5.51%	16.37%	7.82%	16.03%
伊力特	-35.68%	10.30%	15.11%	23.63%
顺鑫农业	44.34%	14.01%	41.36%	17.13%

资料来源：Wind，万和证券研究所

图表7 重点公司净利润增速 (%)

	2003Q1	2003Q2	2003Q3	2003Q4
贵州茅台	5.41%	9.69%	43.68%	243.83%
五粮液	15.98%	-9.10%	11.04%	40.00%
泸州老窖	38.43%	-228.93%	-10884.64%	256.92%
水井坊	-41.22%	-535.27%	-181.36%	-667.44%
山西汾酒	147.07%	-17.53%	236.75%	194.77%
金种子酒	-38.78%	-42.33%	-63.87%	-7442.97%

酒鬼酒	-245.27%	-223.65%	128.61%	47.49%
古井贡酒	-19.96%	-225.76%	-58.25%	-1132.95%
伊力特	-21.44%	5.27%	29.43%	-4.50%
顺鑫农业	15.60%	12.78%	14.39%	6.83%

资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 8 SARS 疫情期间公司涨跌幅 (%)

时间/品牌	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	水井坊	酒鬼酒	舍得酒业	古井贡酒	顺鑫农业	伊力特	老白干酒
2002/11/16 -2003/2/11	3.25%	8.07%	2.22%	2.09%	2.80%	0.52%	-2.96%	-6.91%	-0.13%	-0.94%	-12.36%
2003/2/12 -2003/3/15	0.60%	-7.14%	-6.39%	-0.73%	-4.32%	-9.61%	-4.17%	-1.99%	0.13%	-5.19%	-2.41%
2003/3/16 -2003/5/13	-11.78%	-20.02%	12.30%	-8.55%	-7.19%	-14.51%	-6.03%	-15.55%	-10.47%	-6.27%	-20.53%
2003/5/14 -2003/7/13	8.62%	13.41%	-36.86%	9.84%	21.08%	9.08%	7.31%	-1.02%	1.27%	8.50%	2.27%

资料来源：同花顺，万和证券研究所

图表 9 2003 年至 2011 年高端白酒提价 (元)

品牌/年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
贵州茅台 (53 度飞天茅台)									
涨价价格	218-268			268-308	308-358	358-439		439-499	499-619
涨价幅度	22.94%			14.93%	16.23%	22.63%		13.67%	24.05%
五粮液 (52 度五粮液)									
涨价价格	248-328		328-338	348-368	368-418	418-469		469-509	509-659
涨价幅度	32.26%		3.05%	5.75%	13.59%	12.20%		8.53%	29.47%
泸州老窖 (国窖 1573)									
涨价价格	268-288	288-308	308-328	328-358	358-388	388-468	468-519	519-619	619-889
涨价幅度	7.46%	6.95%	6.49%	9.15%	8.38%	20.62%	10.90%	19.27%	43.62%

资料来源：公司公告，公开资料，万和证券研究所

二、行业所处两次疫情环境的差异

SARS 疫情对白酒行业影响明显，主要是因为消费者的消费场所及消费场景受到较大程度的限制（如餐厅及商超停业，禁止聚集性消费场景）导致，随之终端销售也受到影响。但随着疫情结束，白酒行业的消费场景限制逐渐解除，消费也有明显回升。另外加上高端白酒提价动作的刺激效果，使白酒整个行业的恢复速度加快。从全年来看，疫情对行业的影响并未太明显，仅存在爆发期产生的短期冲击。但相比 SARS，此次新冠疫情在影响因素上则存在较明显差异。

虽两次疫情爆发时间差距较小，但新冠疫情扩散及防控时间均有较大程度的提前。SARS 疫情在一季度对白酒行业未有较大程度的影响，爆发及严格的防控措施自 3 月中旬后才开始。从时间段来看，仅对于行业二季度有影响，加上二季度为行业淡季，所以从全年来看，对于大部分白酒公司影响不大。而此次的新冠疫情影响时间主要在一季度，虽然大部分白酒在作为销售旺季的一季度基本完成了一定程度的打款及发货动作，但是经销商因终端消费的限制而出现存货积压现象，使产品的消化周期拉长，对于后续二季度甚至三季度可能会产生如回款延迟等影响。

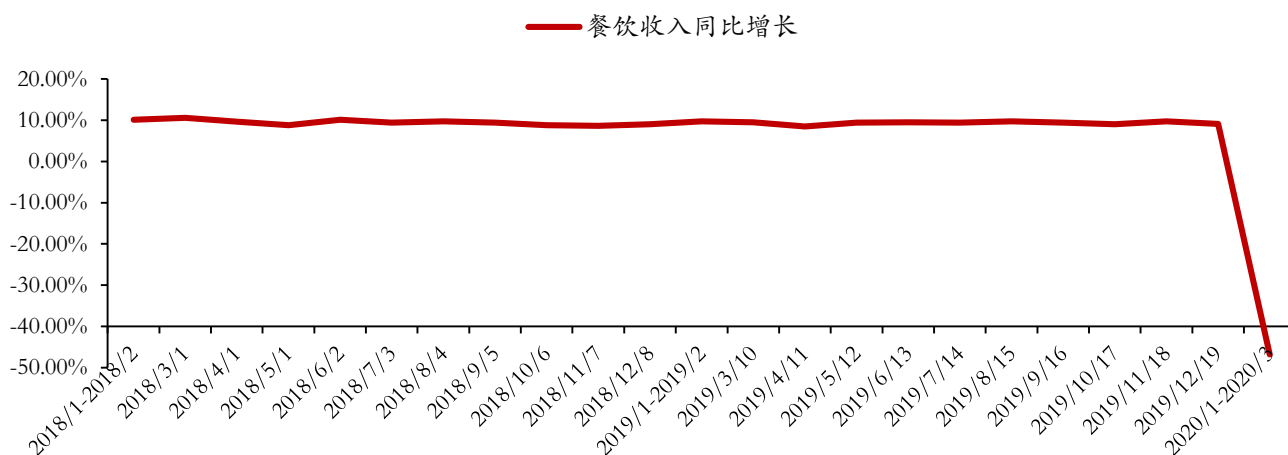
新冠疫情较 SARS 疫情感染范围更广，更多终端销售受限。SARS 当时主要感染区域集中在广东省及北京市，而此次疫情感染区域扩大至全国，出现较大范围的防控措施，多城市餐饮及商超等较早便停业。

消费渠道有所变化。随着近几年电商、物流的成熟，线上消费已经成为消费者生活的一部分。对于各消费品公司来说，线上销售成为了很好的助力器加速产品的销售。虽然现阶段白酒的线上销售比重还不小，但在逐步的布局中。

三、线下消费仍是疫情影响的核心

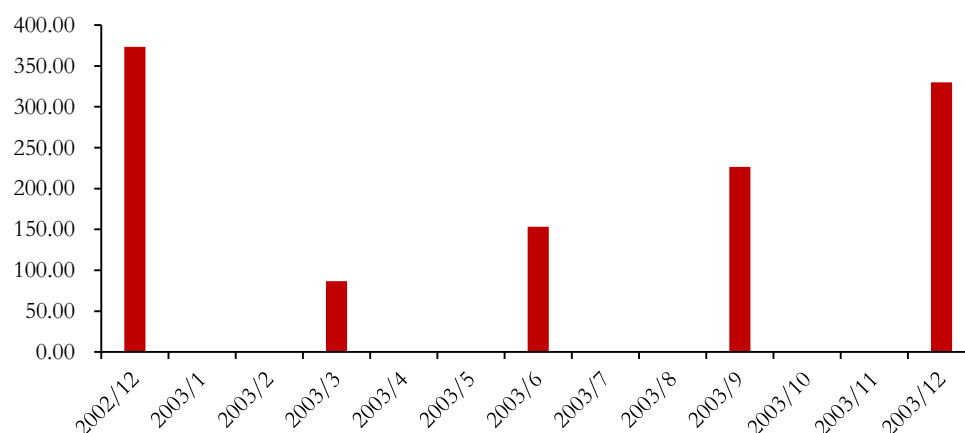
当年 SARS 对白酒行业以及各价格带公司影响，最直接也是最核心影响因素主要来自疫情爆发后政府防控对终端消费场景的限制导致的消费受阻：疫情防控开始后，导致大面积终端商超或餐饮店停业。线下的白酒消费渠道被限制后，终端白酒消费量大幅下降；另外限制的还有消费者消费场景，因此人们的白酒消费需求随之减少，这也变相加重了终端白酒的销售压力；而大部分经销商因在春节前已经提前将白酒下铺到各终端，终端消费量下降，就使各经销商方面出现存货积压。虽然白酒本身产品特性可以长时间存放，但是很多经销商仍然选择使用减价等方法尽快消化库存，使得当年白酒的收入、利润大幅减少。

图表 10 餐饮收入受损明显



资料来源：同花顺，万和证券研究所

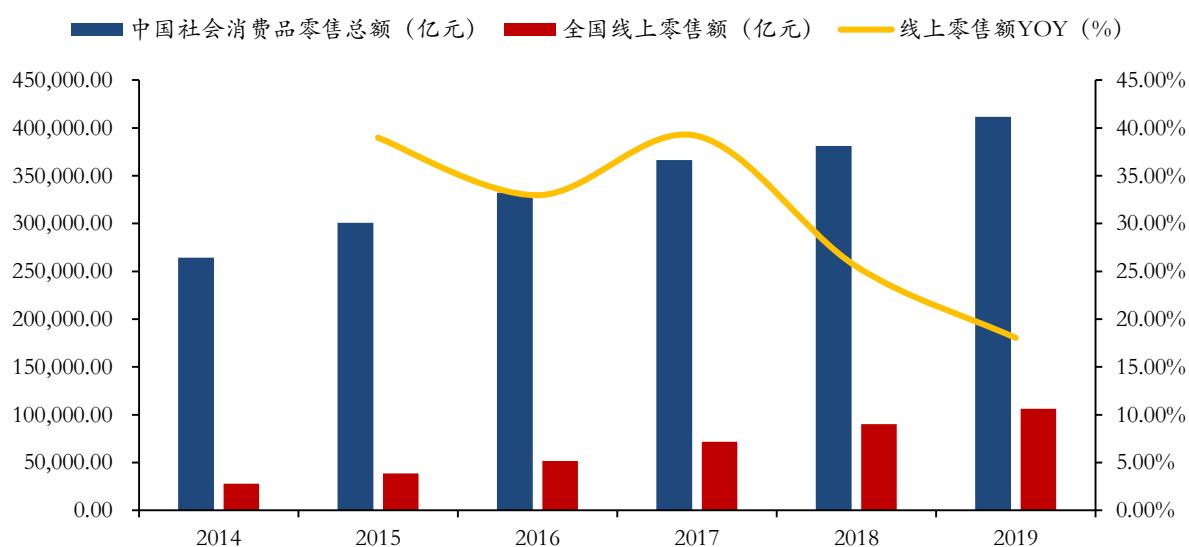
图表 11 2003 年白酒销售量（万千斤）



资料来源：Wind，万和证券研究所

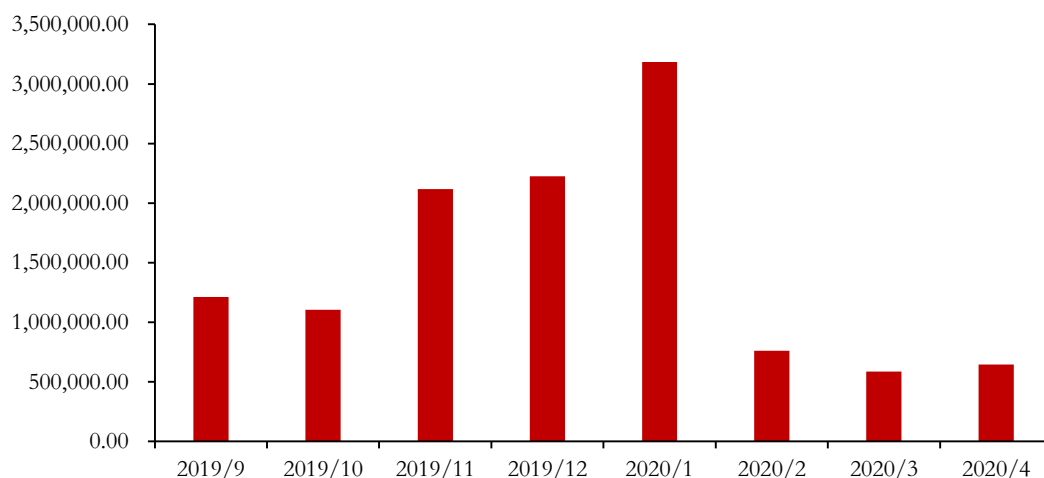
新冠疫情影响行业的核心因素依然未变。对比 2003 年，现阶段线上销售已经比较成熟了。但根据白酒的消费属性来看，线上模式对白酒终端销售提振作用有限。虽然整体消费上涨，但线下的销售占比依然近 75%。另外，此次疫情爆发后，消费者在线上购买白酒的占比也相对小很多。同时，在疫情进入作为消退期的 4 月后，白酒的线上销售的上涨幅度也未上涨很多。

图表 12 线上消费增速逐渐下滑



资料来源：前瞻产业研究院，万和证券研究所

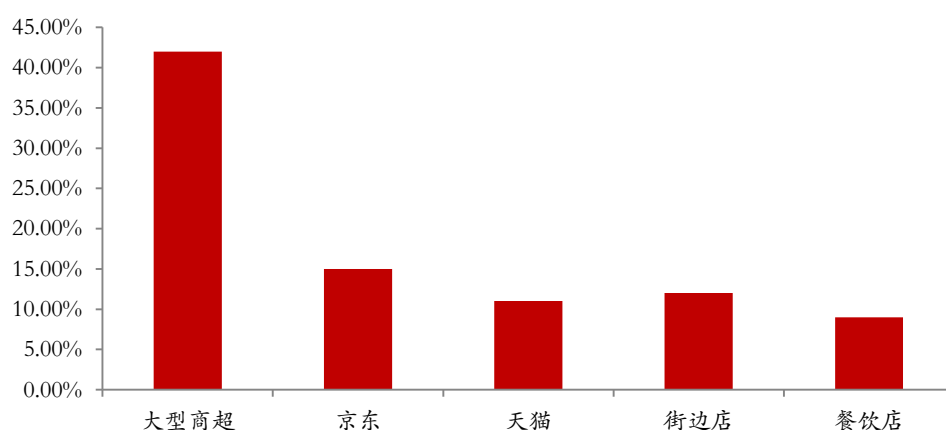
图表 13 白酒线上销售量



资料来源：同花顺，天猫，万和证券研究所

此次疫情虽处于线上消费的大环境中，但是如大型商超的线下消费场所依然是大众购买白酒的首选渠道(目前在大型商超消费的消费者数占据42%)。因为疫情导致的大部分大型商超处于停业状态，线下消费量大量减少，加上聚会、送礼型的消费场景限制，进一步导致了消费者对白酒的购买量下降。

图表 14 白酒消费渠道依然以线下大型商超为主

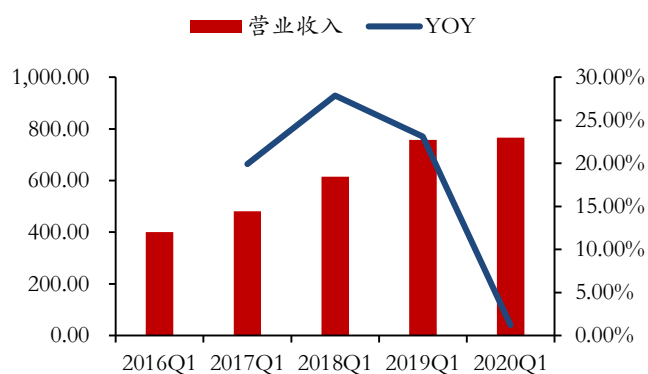


资料来源：中华全国商业信息中心，万和证券研究所

四、新冠疫情对白酒行业影响

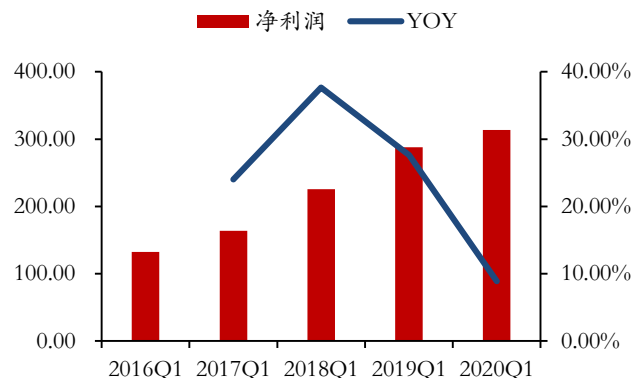
现阶段疫情基本稳定，行业短期受影响明显。2020 年一季度受新冠疫情影响行业业绩整体下滑明显，白酒产量也呈持续下滑趋势。其中，仅高端酒的茅台、五粮液（茅台营收、净利润同比增长分别为 12.76%、16.34%；五粮液营收、净利润同比增长分别为 15.05%、18.33%），以及次高端中的山西汾酒（营收、净利润同比增长分别为 1.71%、30.63%），实现了营收净利润双上涨。其他白酒均出现不同程度受损，以中高端为主，下滑最为明显。

图表 15 行业一季度营业收入及增速 (亿元/%)



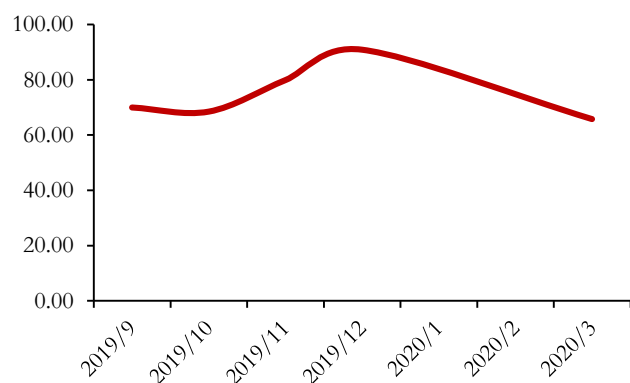
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 16 行业一季度净利润及增速 (亿元/%)



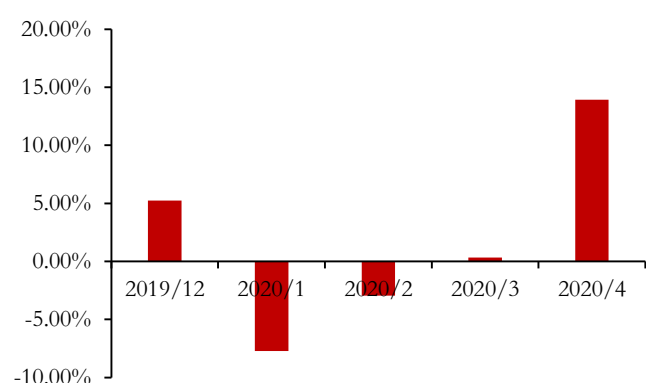
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 17 2019-2020 年 3 月白酒产量 (万千斤)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

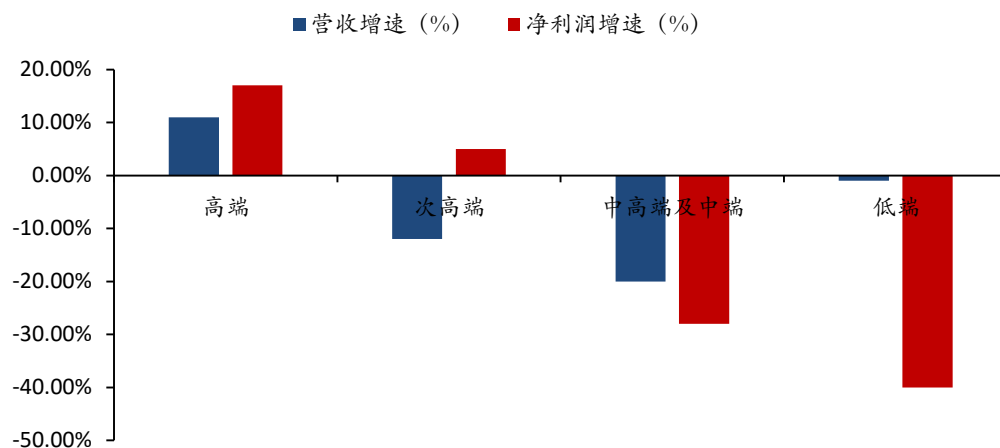
图表 18 疫情后白酒涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

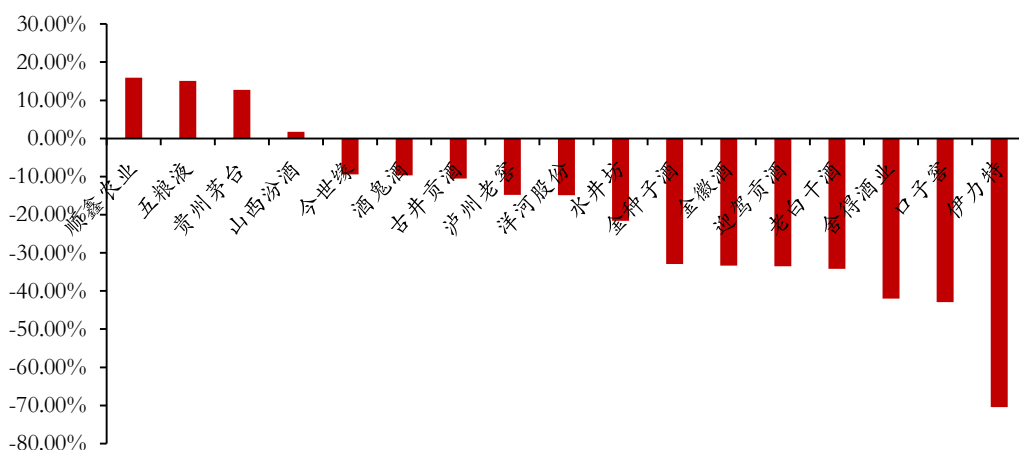
短期高端受冲击较小，低端龙头效应明显。高端方面如茅台、五粮液等高端名酒主要消费场景基本锁定在大多节前完成的消费需求上，且大部分消费者对这类产品会进行提前消费，所以高端白酒在此次疫情爆发前就已经完成了大部分的销售任务，受冲击相对较小。低端方面因大部分产品（尤其是光瓶酒）的消费模式以自饮和家庭消费为主，所以一定程度减缓了疫情对营收的影响。但是因线下消费限制，整体净利润也相对下降较多。其中，仅低端龙头为首的顺鑫农业相对影响偏小。

图表 19 2020 年一季度各价格带业绩对比



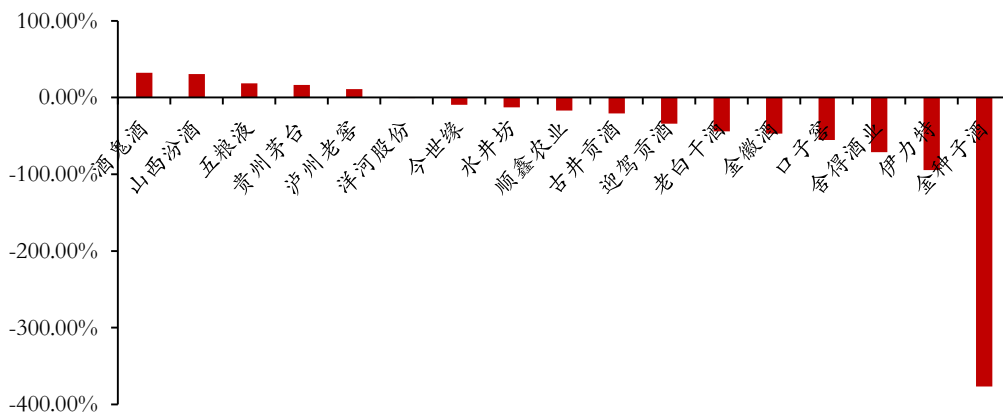
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 20 高端、次高端、中高端不同价格带一季度营收同比增长率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

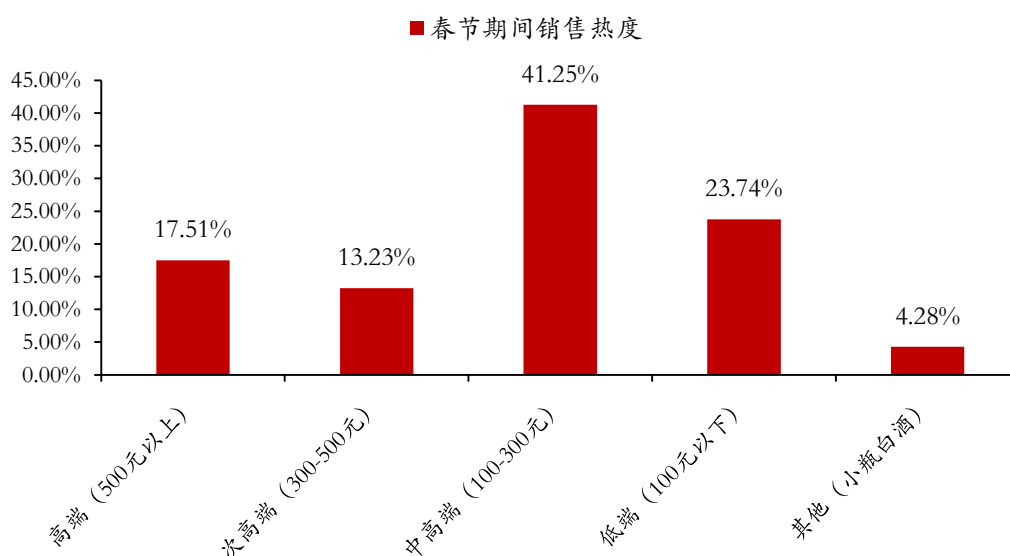
图表 21 高端、次高端、中高端不同价格带一季度净利润同比增长率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

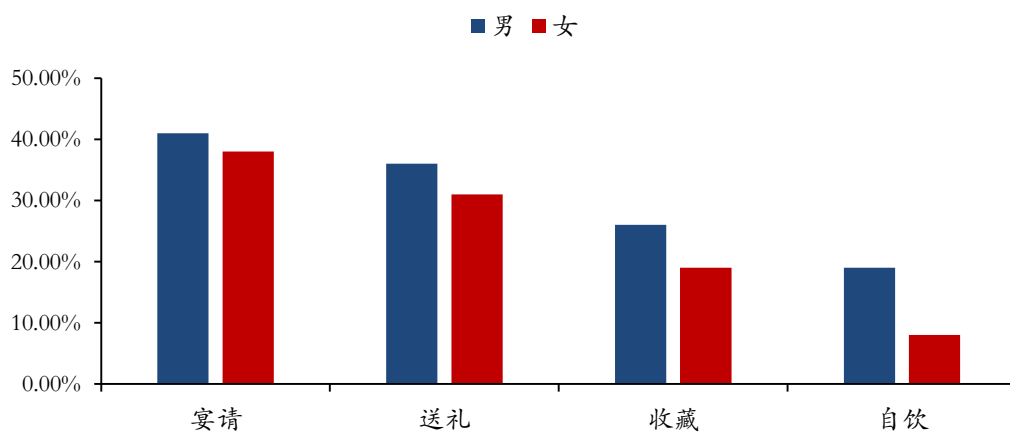
中间价格带下滑明显。对比高低端方面，次高端及中高端的白酒虽然也有提前进行出货回款动作，但是仍然无法弥补受消费端限制后的销量下滑。因为在节假日中大部分消费者的白酒消费场景偏好以宴请和送礼为主（宴请送礼占比超70%），在中间端的次高端及中高端的产品属性也决定了终端销售量最大（节假日销售热度占比超40%）。所以一旦消费场景受大面积限制后，在同销售限制的情况下，对比后下滑最明显的也会是中间端位。

图表 22 春节中高端白酒销售热度最高



资料来源：云酒头条，万和证券研究所

图表 23 白酒节假日消费场景偏好

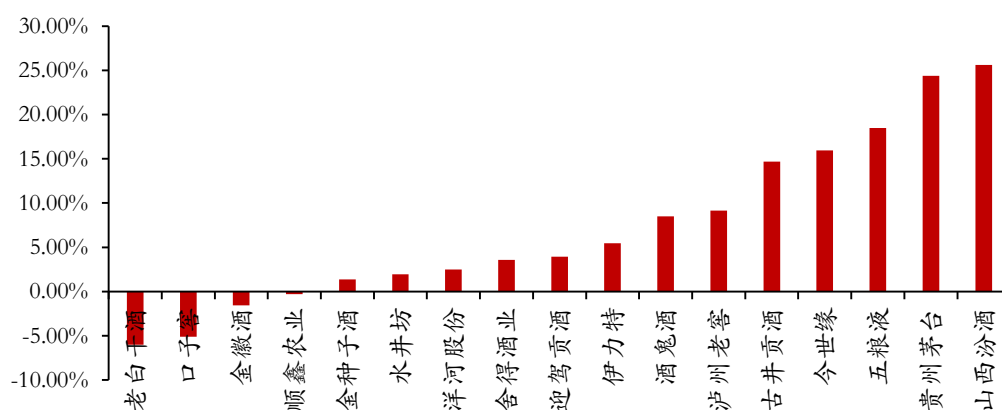


资料来源：胡润百富，艾媒咨询，万和证券研究所

五、行业现阶段及后续走向

行业短期恢复速度较快。目前国内疫情已经处于消退期，行业进入修复阶段。行业虽然在一季度下滑明显，但是自疫情减缓开始，其恢复速度有明显的提升，整体来看受冲击程度有限。从不同价格带来看，自3月开始高端白酒的整体恢复速度相较其他价格带的白酒更加迅速，其中茅台、五粮液表现最好（贵州茅台股价上涨 24.37%，五粮液上涨 18.49%）；次高端中，以山西汾酒为首的龙头表现较佳（股价上涨 25.62%）。低端方面因受其自饮属性影响，消费者在光瓶酒消费的程度与疫情前相差不大，所以恢复速度相对高端、中端没有那么明显的提高。

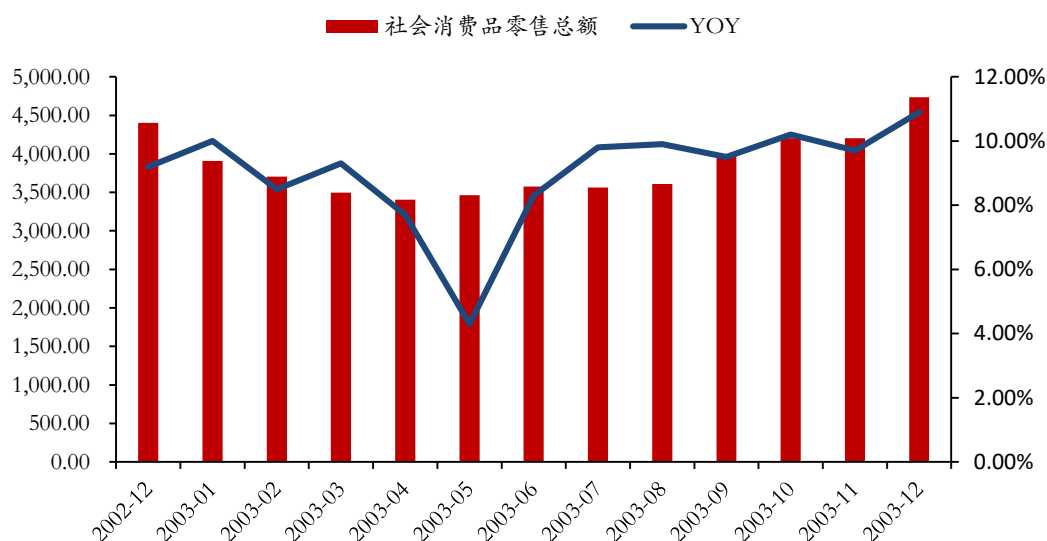
图表 24 国内疫情消退期（2020 年 3 月-5 月）各白酒公司涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

终端消费场景是驱动行业营收修复的核心影响因素：因餐饮店、大型商超、购物百货等终端消费场景随着疫情解除限制，大部分消费者都会偏向如社交、聚餐等聚集型消费场景的满足。另外，如婚礼、拜访送礼的节日出现率较高的消费场景，因疫情会出现延期，大多会集中出现在疫情结束后的节假日（2003 年 SARS 疫情在 7 月初解除警报后，消费有较大幅度回升）。

图表 25 社会消费品零售总额及同比增长 (亿元/%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

根据消费驱动因素来看会出现行业修复，但此次疫情后预计短期出现较大幅度的行业营收修复几率不大。

现阶段线上消费环境远超当年，消费心理存在较大差异。2003年时中国的电商才处于起步阶段，互联网与现在的普及程度也相差甚远。但当时的社会娱乐方面因互联网发达程度较低，造成当时的消费者存在经过消费端限制后十分希望通过外出得到释放的消费心理。如今我国互联网技术已经非常成熟，消费者尽管受到终端消费限制，仍然能够通过发达的网络完成线上消费。这也形成了现在消费者不同于2003年疫情缓解后的消费心理。

疫情后终端采取逐渐放开式，很难出现爆发式消费行为。就现阶段来看，疫情并未结束。尽管国内疫情已经得到很好的控制，但是国外的情况仍然不容乐观，预计还会持续2-3个月才会处于消退期。为防止出现因境外输入病例的增加导致的再度失控，以及不断巩固目前防控结果，在疫情警报结束前政府采取逐渐放开终端消费，而不是如2003年时的一次性解除。对于现在的消费者的消费行为将会是逐步恢复至疫情前的状态，而非爆发式的大规模消费。

六、投资建议

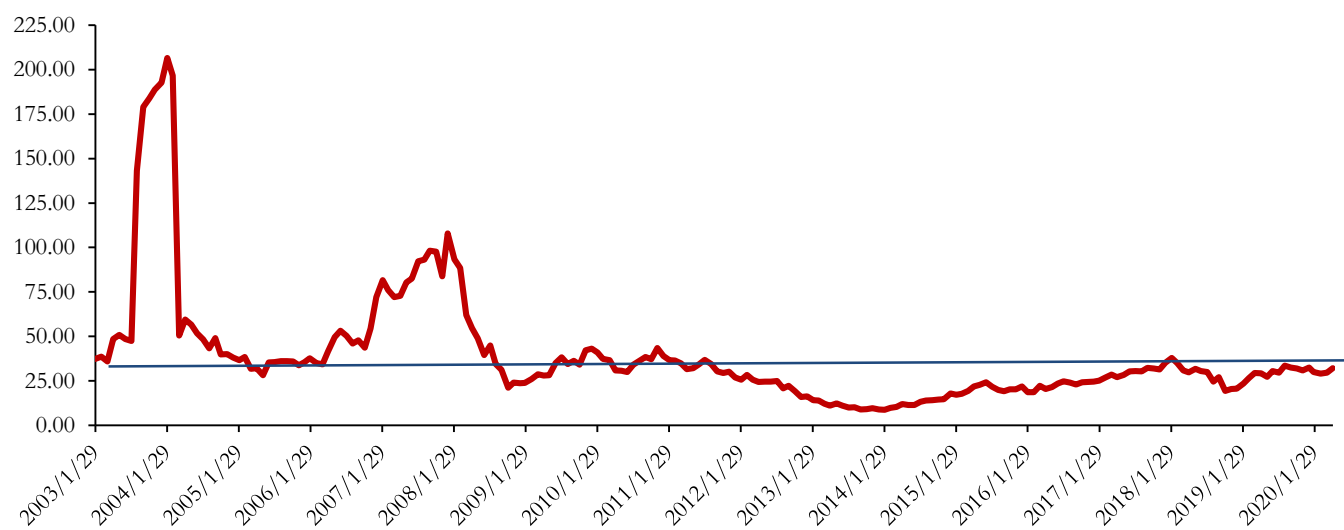
目前虽然海外新冠疫情还处于爆发期，但是我国疫情已经处于消退期。通过借鉴 SARS 疫情，此次新冠疫情的公告与防控动作提前，使发酵周期得到一定程度的缩短。两次疫情影响的核心原因基本均来自终端消费场景限制。因此公司产品的销售也大幅下降，经销商的库存积压明显，资金压力增加，预计后续会以优先消化库存为主。

短期冲击不容忽视，中长期看好疫情后行业平稳发展。2020 年一季度影响虽然不小，但长期依然能保持平稳发展逻辑：行业中如高端及部分次高端白酒在春节前已进行了不同程度的销售与回款；低端白酒在疫情期以线上或提前购买方式满足自饮和家庭消费方式的优势，减缓了部分疫情冲击。另外，由于白酒的产品特性，虽有因疫情导致库存增加，但基本仅为拉长消化周期。截至 5 月，目前基于国内疫情基本控制住，终端的消费场所如餐饮恢复速度逐渐提升中，聚会场景的限制也基本解除。终端消费的逐步开放将使行业的整体复苏得到推进。

现阶段行业估值仍低于平均估值水平，短期有望修复。目前行业估值未有较大下调（截至 5 月 29 日为 35.05（倍）），在均值以下（均值 39.07（倍））。与 SARS 相比，因本次疫情短期对行业冲击较大，加上现阶段行业所处消费环境与 2003 年不同，考虑到爆发式消费行为出现几率较小，预计行业出现如 2003 年幅度的修复可能性也不大。随着国内疫情警报解除以及终端消费场景的限制完全放宽，未来短期白酒行业估值有望逐渐得到修复。

疫情后，行业集中度提高，各价格带分化更加明显。高品牌力的产品将会更加受益；低端龙头预计在疫情后集中力会进一步上升；中端及中高端将可能较早出现明显洗牌现象。短期建议以抗风险能力较高，应对及时，恢复速度较明显以及品牌力较强的龙头企业为优先：推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒、顺鑫农业。以及关注次高端中山西汾酒较低估值时点。

图表 26 白酒板块 PE (TTM) 2002.12-2020.5



资料来源：Wind，万和证券研究所

七、风险提示

食品安全问题出现。海外疫情持续加剧，国际市场持续走低。蝗灾等自然灾害影响，原材料受影响，产量下降。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本

报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>