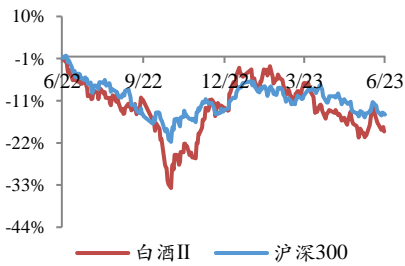


江苏白酒巡游系列报告之一：探秘苏南、苏北龙头白酒格局与升级路径

行业评级：增持

报告日期：2023-06-30

行业指数与沪深 300 走势比较



主要观点：

● 南京：全国白酒看江苏，江苏白酒看南京

南京地区是江苏白酒市场的领跑者，长久以来作为华东白酒市场的消费高地，南京具备极强的向外辐射作用。具备市场容量大、消费群体广、饮酒氛围浓、消费档次高的特点，且兼具“地产酒强势+外来品牌包容”的双重特征。据我们测算，2022年南京白酒市场在94亿元左右，十四五末有望突破110亿元。分价格带来看，以梦之蓝、国缘为代表的地产品牌，主要覆盖主流价格带区间，外来品牌一方面呈现割据态势（茅五泸牢牢占据高端市场，水晶剑/臻酿八号等瓜分底部次高端市场），另一方面又陷入混战格局（智慧舍得/井台/年份原浆/外来酱酒等局部起势，五粮春/金银剑南等分食中端酒市场）。

● 苏州：外来品牌更显群雄逐鹿

苏州市为江苏省人口第一大市，发达的二产基础与地理优势吸引了大量的外来务工人口，同时也造就了海纳百川的独特白酒市场。苏州地区整体价格带分布和南京地区类似，属于“地产酒+外来名品”兼而有之的大格局，但苏州地区外来名酒品类更多、竞争更为激烈，洋河、今世缘等地产酒占比相对南京更小；另外，苏州市区和郊县也形成了相对独立的用酒习惯。今年苏州同样呈现“两头旺中间弱”的白酒消费格局，但渠道同时反馈，二季度以来宴席场景恢复积极，商务活动的前置场景高档餐厅包厢也预订火爆，显示了苏州地区较强的消费爆发力和经济活动热度。

● 徐州：地产酒高地“易守可攻”

徐州地区作为苏北人口和经济的第一大市，也是白酒消费大市。徐州仍具备较强的苏北特质，一是整体价格带较苏南有较大差距，但由于经济相对领先，因此在宴席等场景也出现了一定高端化分化趋势；二是地产品牌强势，在主流的100-300元价格带上，洋河、今世缘占比超过一半；三是消费者追求较苏南有所不同，徐州地区目前由价格锚定到品牌锚定阶段，而苏南地区则在品牌之上更加追求品质要求。苏北市场长期以来被认为具有“地产强势、易守难攻”的特点，我们认为徐州白酒提出了进军这类地产高地的解决思路。一是做好产品聚焦，二是做好业务人员体系搭建与培训。

● 三大城市消费升级路径探究

我们通过对宴席、聚饮、商务三大白酒消费场景进行量价拆分，分析未来消费升级的具体路径。南京白酒市场主要在价格方面有较大增长空间，看好高端商务持续升级；苏州白酒市场主要在价格方面有一定增长空间，频次变化不大，看好紧随南京稳步提升；徐州白酒市场在

价格和频次方面均有一定增长，看好商务提频、聚饮提质。

● 风险提示

消费复苏斜率放缓，CPI 长期不及预期，食品安全事件

● 推荐公司盈利预测与评级:

公司	EPS (元)			PE			评级
	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
今世缘	2.01	2.50	3.12	25.36	21.60	17.28	买入
洋河股份	6.23	7.56	9.02	25.78	17.45	14.63	买入

资料来源: wind, 华安证券研究所, 截至 2023 年 6 月 29 日

正文目录

1 江苏白酒结构突出，引领全国消费升级.....	5
1.1 经济实力奠定白酒大省，消费结构优势突出	5
1.2 苏酒双雄占据主导，省内升级节奏全国领先	7
1.3 省内南北差异大，苏南引领 600+元升级	10
2 南京篇：全国白酒看江苏，江苏白酒看南京	12
2.1 百亿市场竞争激烈，地产品牌强势之下亦现包容态度	12
2.2 消费升级路径探究：看好高端商务持续升级	14
3 苏州篇：外来品牌更显群雄逐鹿	16
3.1 高档、中档价格带差异较大	16
3.2 消费升级路径：看好紧随南京稳步提升	18
4 徐州篇：地产酒高地“易守可攻”	20
4.1 苏北白酒领先高地，地产品牌领风骚	20
4.2 消费升级路径：看好商务提频、聚饮提质	22
5 投资建议	24
5.1 今世缘	24
5.2 洋河股份	24
风险提示：	24

图表目录

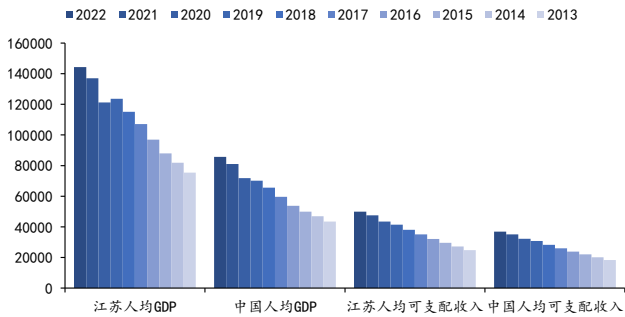
图表 1 江苏人均经济全国领先（元）	5
图表 2 江苏社零消费比例疫后凸显韧性	5
图表 3 江苏白酒规模&价格带全国领先	6
图表 4 中度白酒为江苏消费主流度数	6
图表 5 江苏浓香（江淮）认可度高	6
图表 6 江淮浓香绵甜特点突出	6
图表 7 江苏白酒结构领先全国	7
图表 8 江苏白酒结构领先安徽省	7
图表 9 江苏省白酒规模（亿元）	7
图表 10 江苏白酒产量及增速	7
图表 11 江苏省内主要白酒品牌占比	8
图表 12 江苏省内各价格带及主要白酒品牌（每瓶）	9
图表 13 江苏省主流白酒价格带升级趋势（元）	10
图表 14 江苏省各地级市白酒规模测算（亿元）	11
图表 15 江苏省各地级市 2016-2025 年白酒规模测算	11
图表 16 省内各市情况与主要次高端品牌	12
图表 17 南京高铁站丰富的白酒广告	13
图表 18 南京市白酒规模（亿元）	13
图表 19 南京市白酒主要消费价格带分布	14
图表 20 南京市常住人口（万人）	15
图表 21 南京市性别结构与实际饮酒人口（万人）	15
图表 22 南京市人均用酒消费场景拆分（2022 年）	15
图表 23 南京市人均用酒消费场景拆分（2025 年）	16
图表 24 苏州市白酒主要消费价格带分布	17
图表 25 苏州市区特色产品 5 年陈/10 年陈	17
图表 26 苏州部分郊区毗邻上海，市区辐射作用弱	17
图表 27 “喜相逢·茅台 1935”文化之旅苏州站	18
图表 28 五粮液“姑苏爱情周”苏州站	18
图表 29 苏州市常住人口（万人）	19
图表 30 苏州市性别结构与实际饮酒人口（万人）	19
图表 31 苏州市人均用酒消费场景拆分（2022 年）	19
图表 32 苏州市人均用酒消费场景拆分（2025 年）	20
图表 33 徐州市白酒主要消费价格带分布	21
图表 34 徐州地区用酒处于品牌锚定阶段	21
图表 35 古井贡酒 60 周年感恩之旅徐州站	21
图表 36 徐州市常住人口（万人）	22
图表 37 徐州市性别结构与实际饮酒人口（万人）	22
图表 38 徐州市人均用酒消费场景拆分（2022 年）	23
图表 39 徐州市人均用酒消费场景拆分（2025 年）	23

1 江苏白酒结构突出，引领全国消费升级

1.1 经济实力奠定白酒大省，消费结构优势突出

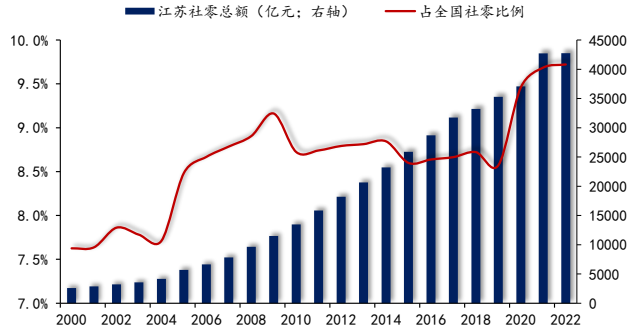
省内经济全国长期领先，疫后消费能力凸显比较优势。江苏作为东部沿海发达省份，经济总量长期保持领先优势，其所属 13 个地级市均为全国百强地级市。人均方面同样亮眼，2022 年江苏省人均 GDP 约为 20774 美元，连续 14 年居各省（区）之首，并且远超世界银行规定的高收入国家人均 GDP 标准 13205 美元；同时，江苏全体居民人均可支配收入达 49862 元，位列全国各省（区）第二。领先的经济实力也带来了旺盛的消费环境，面对公共卫生事件带来的外部冲击，江苏消费能力凸显韧性，全省社零占全国社零比例由 8.5% 迅速提升至 9.7%，年社零总额超 4.2 万亿。

图表 1 江苏人均经济全国领先（元）



资料来源：wind，华安证券研究所

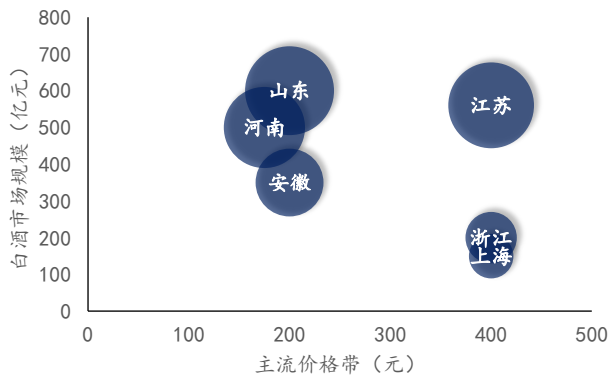
图表 2 江苏社零消费比例疫后凸显韧性



资料来源：wind，华安证券研究所

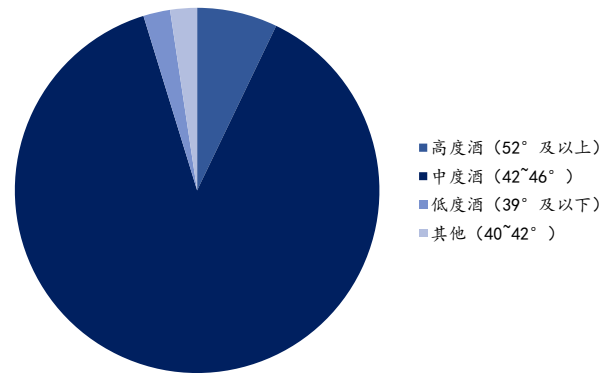
省内主流价格带高、偏好低度绵柔浓香、商务用酒需求大。经济富庶导致省内白酒消费价格带较高，当前江苏省整体白酒消费价格带逐步 400 元以上跃升，超过安徽、河南、山东等主要白酒消费省份。江苏作为白酒消费大省，省内消费者心智较为成熟，消费需求较为明确，送礼聚餐讲面子、自斟自饮求实惠，一定程度上造成 100-300 元价格带需求相对较少的现象。从消费习惯来看，江苏居民饮酒量大且偏好 42-46° 中度白酒，主流香型以香气和口感较为委婉的江淮浓香为主，具有绵柔淡雅、适口性好的特点。从消费场景来看，由于江苏民营经济相对活跃（2021 年江苏民营经济占 GDP 比重为 57.3%，对全省 GDP 增长贡献率为 63.1%），因此商务用酒需求占比较高，间接也带动了主流价格带的持续攀升。

图表 3 江苏白酒规模&价格带全国领先



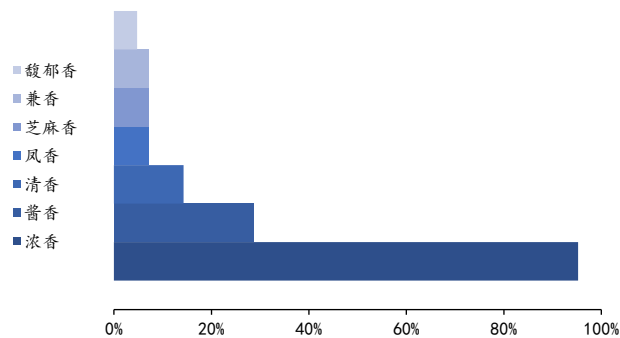
资料来源：渠道调研，华安证券研究所

图表 4 中度白酒为江苏消费主流度数



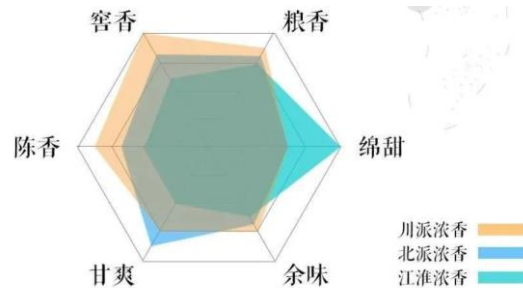
资料来源：酒说，华安证券研究所

图表 5 江苏浓香（江淮）认可度高



资料来源：酒说，华安证券研究所

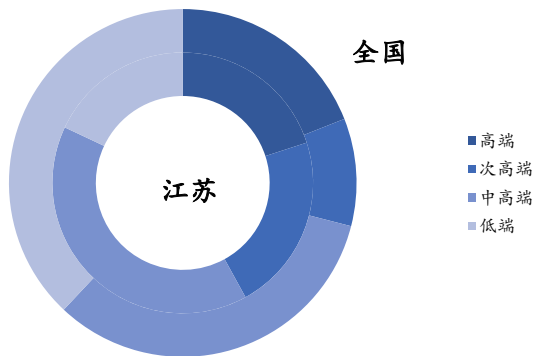
图表 6 江淮浓香绵甜特点突出



资料来源：白酒迷，华安证券研究所

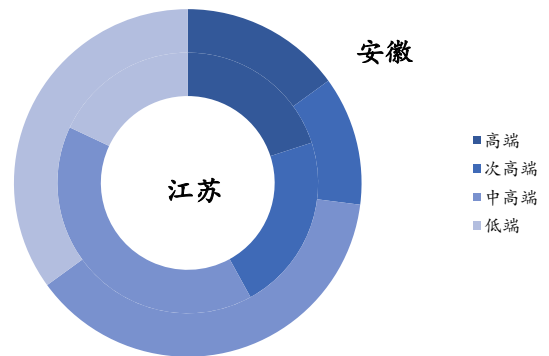
江苏白酒市场量减价增，结构升级全国领先。2016-2022 年，江苏省内白酒市场总量规模稳步扩容，从 2016 年的 260 亿元提升到 2022 年的 560 亿元以上，五年 CAGR 达 13.6%，实现了翻倍增长。结构方面，江苏白酒亦优势突出，省内高端/次高端/中端/低端白酒占比为 20%/22%/40%/18%，300 元以上价格带占比接近一半，100 元以上价格带占比超 80%，对比全国高端/次高端/中端/低端白酒结构占比分别为 19%/10%/33%/38%，江苏白酒消费结构更向头部集中，对比同为东部白酒重镇的安徽省，在次高端及低端的结构占比依然优势明显。产量方面，江苏白酒生产绝对规模于 2016 年见顶（106.9 万千升），近年来保持 20 万千升左右，可比增速于 2013 年开始进入少增及负增长区间，整体节奏与全国白酒产量基本一致。综合来看，江苏省内白酒市场结构优化、量减价增的趋势十分明显，并在次高端及以上价格带消费处于全国领先地位。我们认为，江苏凭借出众的经济实力和消费能力，白酒消费结构档次整体较高，伴随省内消费升级，中高端与次高端市场或将持续扩大，中低端产品将持续面临压缩困境。

图表 7 江苏白酒结构领先全国



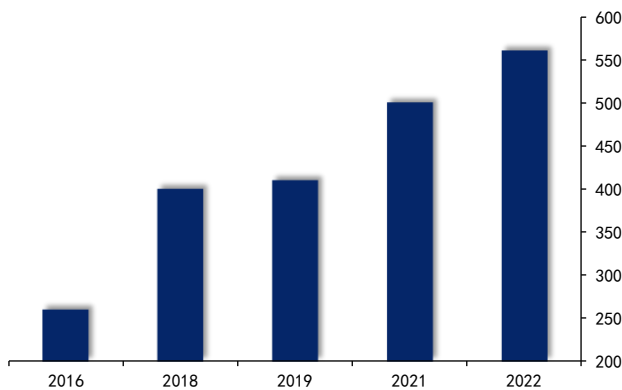
资料来源：产业信息网，华安证券研究所

图表 8 江苏白酒结构领先安徽省



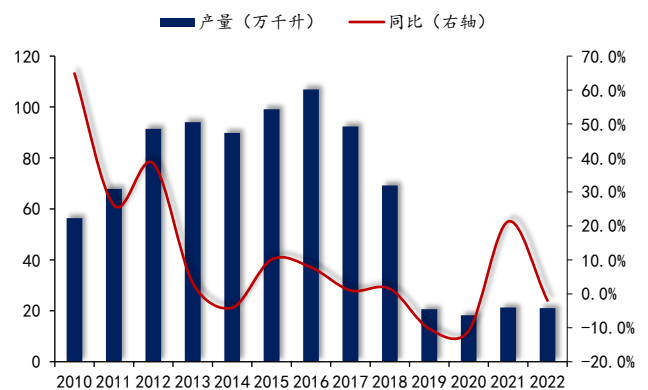
资料来源：立鼎产业研究，华安证券研究所

图表 9 江苏省白酒规模（亿元）



资料来源：酒说，酒业家，华安证券研究所

图表 10 江苏白酒产量及增速

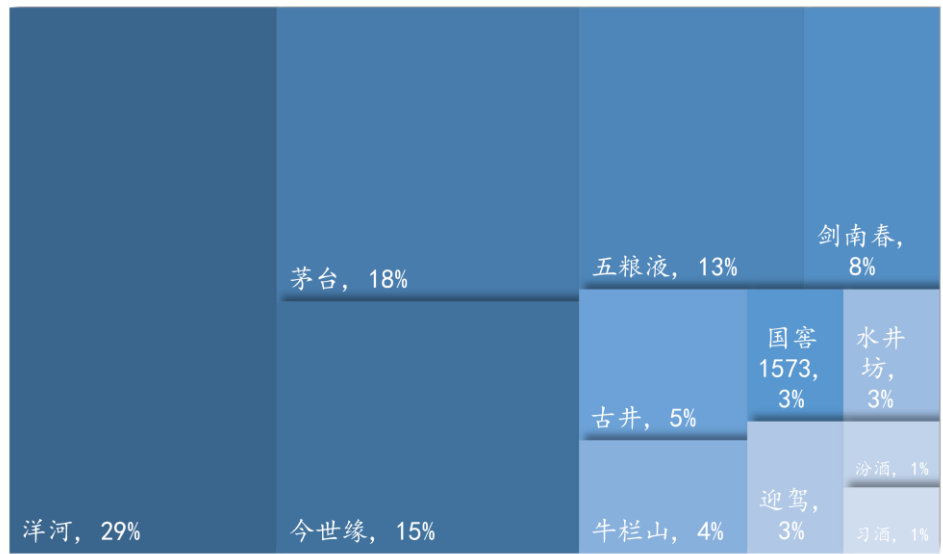


资料来源：江苏省统计局，华安证券研究所

1.2 苏酒双雄占据主导，省内升级节奏全国领先

苏酒龙头与全国性名酒割据江苏白酒市场。江苏省市场格局较为稳定，洋河、今世缘作为地产龙头表现强势，双寡头主要垄断次高端市场，合计市占率 45% 左右，其他地产酒品牌表现相对平淡。省内外来品牌份额主要分为两派，一是全国性名酒，包括茅台、五粮液、国窖 1573、剑南春等，主要占据高端及小部分次高端市场，二是安徽系地产名酒，包括古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖等，由于地理位置临近存在一定渗透份额，合计市占率不足 10%。此外牛栏山、玻汾等全国性光瓶酒也享有一定低线份额。江苏白酒市场品牌众多，消费者对品牌整体包容性较强，但区域名酒洋河、今世缘等凭借省内多年运作积累的品牌势能，以及适应省内消费习惯的淮派浓香定位，已经形成了较高的壁垒。

图表 11 江苏省内主要白酒品牌占比



资料来源：酒说，渠道调研，华安证券研究所整理

具体来看，800+元高端价位带格局稳定，全国性名酒占据绝对地位。高端价格带品牌站位较为清晰，茅台垄断超高端用酒需求，五粮液主导千元价格带走势，泸州老窖在苏锡常等地占有一定份额，洋河梦9和手工班则凭借地缘优势有一定认可度，国缘V9通过“淡雅酱香”谋求差异化竞争和高端形象站位。洋河、今世缘等地酒企高端消费人群尚处培育阶段，未来导入完成后有望贡献业绩增量。

300-800元次高端价位带快速扩容，苏酒龙头紧跟升级步伐。江苏市场300~800元次高端价格带增势显著，商务、宴席等消费场景价位段整体已升级至400元左右，其中500~800元对接消费升级需求，未来增长空间较大，300~500元为放量价格带，产品竞争相对更为红海。主流竞争集中在苏酒龙头之间，品牌又以洋河梦之蓝与今世缘国缘系列为核心，重点产品包括梦之蓝M6+、M6、水晶版、天之蓝、国缘V3、国缘四开等，其中国缘系列在南京、淮安等局部市场势能超越梦之蓝，省内其他市场则为梦之蓝占优。省外产品包括剑南春水晶剑、水井坊臻酿八号、低度国窖、古20等，均有一定消费份额与增速。

100-300元中端价位，大众酒赛道热度提升。洋河与今世缘仍旧是这一价格带的主要玩家，分别依靠海之蓝和单开/对开占据主要份额，同时徽酒也具备一定的竞争力。过去几年中端价格带呈现消费需求较为饱和，增长空间有限，同时如海之蓝等受制于产品成熟、认知度高，渠道与终端利润空间不高。从消费场景来看，苏北及苏中部分地区存在较为广泛的宴席礼赠需求，同时苏北等地由于本身处于“三沟一河”产区，属地意识较强，用酒上更易选择本土产品。今年以来，由于春节旺季带来的大众价格带消费走热，中端价格带在新周期下重新变得重要起来。

百元以下低端价位呈现混战格局，看好长期光瓶升级趋势。此价位带在江苏格局较为分散，地产和全国化名酒的低端产品激烈混战，主要竞品包括本地酒厂低端产品如双沟柔和、洋河大曲，以及玻汾、老村长、牛栏山、绿瓶西凤等全国化光瓶酒。目前，50元+高线光瓶酒增速相对较快，据渠道调研显示，玻汾在江苏省内约占据3亿容量，复购率较高。当前众多酒企积极布局50-100元高线光瓶赛道，考虑到江苏经济基础和消费升级趋势，未来低端价格带提价扩容可期。

图表 12 江苏省内各价格带及主要白酒品牌（每瓶）

价格带	行业格局	主要产品
2000元以上	茅台垄断超高端用酒需求，其中商务宴请场景超过一半，剩下为送礼及高端宴席需求。全年规模在70亿左右。	 飞天茅台
800元-千元价格带	五粮液主导千元价格带走势（规模50亿左右），泸州老窖在苏锡常等地占有一定份额，洋河梦9和手工班则凭借地缘优势有一定认可度，国缘V9通过“淡雅酱香”谋求差异化竞争和高端形象站位。	 普五  国窖1573  手工班
500-800元	对接消费升级需求，未来增长空间较大，主流竞争集中在苏酒龙头之间，包括M6+、V3等在该价格带具备较强竞争力。	 M6+  V3  古20
300-500元	此价位段放量价格带，产品竞争格局相对更为红海。省内洋河、今世缘具备渠道优势，省外产品剑南春、水井坊等依靠品牌力与多年深耕同样占有一定份额。	 M3水晶版  国缘4K  水晶剑  天之蓝
100-300元	洋河与今世缘仍旧是中端价格带的主要玩家，分别依靠海之蓝和单开/对开占据主要份额，同时徽酒也具备一定的竞争力。主要消费场景包括苏北及苏中部分地区的宴席礼赠需求。	 海之蓝  国缘对开  古5  古8
百元价格带以下	格局较为分散，地产和全国化名酒的低端产品激烈混战，主要竞品包括本地酒厂低端产品如洋河大曲，以及玻汾、老村长、牛栏山、绿瓶西凤等全国化光瓶酒。	 白牛二  玻汾  老村长  洋河大曲

资料来源：华安证券研究所整理

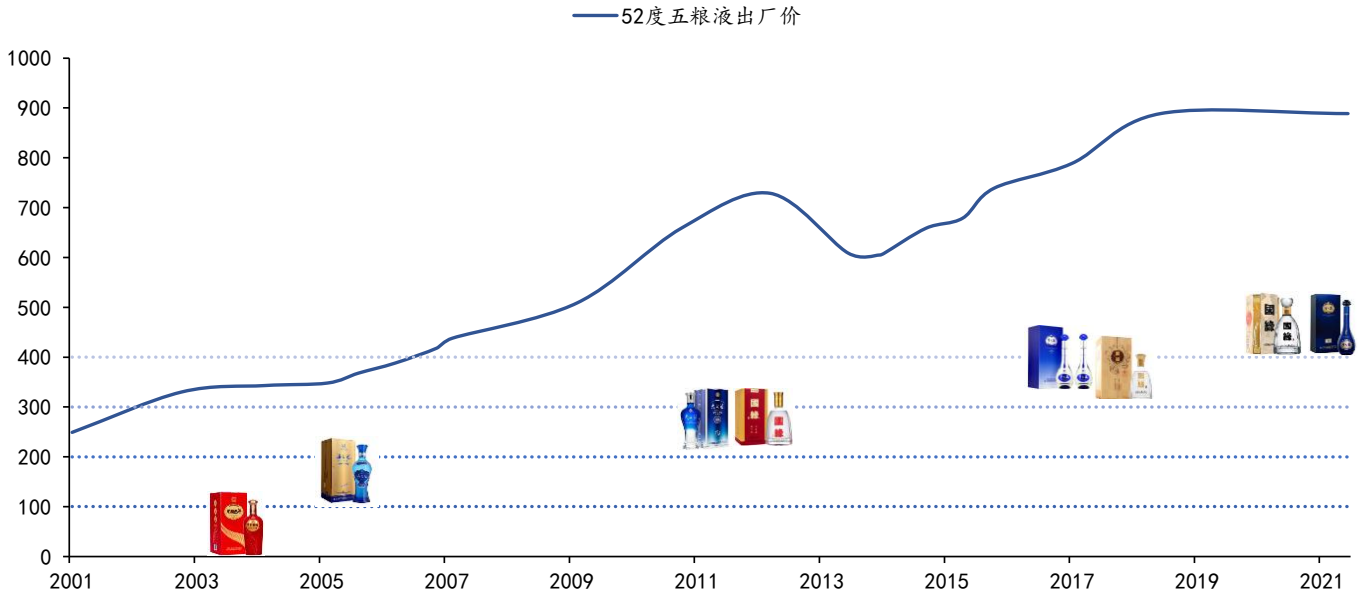
历经多轮消费升级，省内主流价格带已达400元以上。江苏作为经济与消费领先省份，白酒消费已经经历了几轮主流价格带升级，并领先全国水平。通常来看，飞天茅台价格锚定白酒价格顶部位置，而普五的价格提升则释放了次高端白酒的增长空间。江苏作为五粮液的消费重镇，其消费升级过程除了自身经济实力强劲外，与五粮液亦密不可分：

- 2003年白酒进入黄金十年，洋河精准把握起跳时点，于同年推出了蓝色经典系列，提前卡位消费升级赛道，2005年1月，五粮液将出厂价升至343元/瓶，同年苏酒主流价格带升至100元以上，海之蓝顺势成为了主力消费产品；
- 2011年，人均GDP经历连续多年9%以上的高速增长，首次突破5000美元大关，同年9月，五粮液大幅提升出厂价150元/瓶至659元/瓶，江苏白酒则迈入200元关卡；
- 2012年白酒因“三公消费”进入调整阶段，直至2016年9月，五粮液将出厂价调升至739元/瓶，首次突破2013年价格高点，标志着深度调整期结束，而随后的步入800元价格带也为次高端白酒升级打开了空间，2017年今世缘主力产品向对开以上升级，2018年首次推出V系列，洋河2018年梦之蓝增长超过海天系列成为第一核心，苏酒趁势升级到300元以上价

格带；

- 2019 年底洋河推出 M6+，引领 600 元以上商务消费价格升级，并于次年推出了梦之蓝水晶版，完成了对 M3 的全面升级。今世缘则时隔五年后于 2020 年底升级第四代国缘四开。与之对应的是 2019 年底五粮液调高出厂价至综合 969 元/瓶。伴随核心苏酒产品的升级与换代，江苏白酒主流价格带已升至 400 元以上。

图表 13 江苏省主流白酒价格带升级趋势（元）



资料来源：华安证券研究所

看好未来 600 元以上价格带扩容。虽然江苏内仍然面临南北发展不均，价格带存在一定差距的现象，但商务用酒向上延伸至 600-800 元已是较为普遍的现象。当前 M6+/V3 势能正旺，消费者接受度高，未来持续放量是大概率事件，我们看好中期经济回正与五粮液长期提价带来的消费升级动力，将对 600 元以上次高端价格带带来扩容机会。

1.3 省内南北差异大，苏南引领 600+元升级

苏北本地酒企强势，苏南规模价格称王。江苏白酒市场可分为苏北、苏中和苏南三大市场。苏北作为“三沟一河”的发源地，饮酒氛围十分浓厚，且徐州等地靠近山东这类北方饮酒大省，因此平均饮酒量也较大。此外江苏地产酒品牌在苏北较为强势，认可度较高。苏南地区经济发展程度高，是价格升级的引领者，并且苏南地区外来人员较多，导致人口结构相对复杂，因此对品牌包容度较高，尤其次高端市场中，全国性名酒、徽酒在苏锡常等地都占有一定份额。苏中地区介于苏南、苏北之间，整体规模较小。

我们测算，2022 年 560 亿规模中苏南地区白酒规模超 300 亿，超半壁江山，苏北地区超过 150 亿，苏中地区规模接近百亿。预计 2025 年江苏白酒市场有望接近 650 亿规模，其中苏南地区超过 340 亿，苏北地区超过 180 亿，苏中地区达到 120 亿。苏中地区占比有所扩大。

图表 14 江苏省各地级市白酒规模测算（亿元）

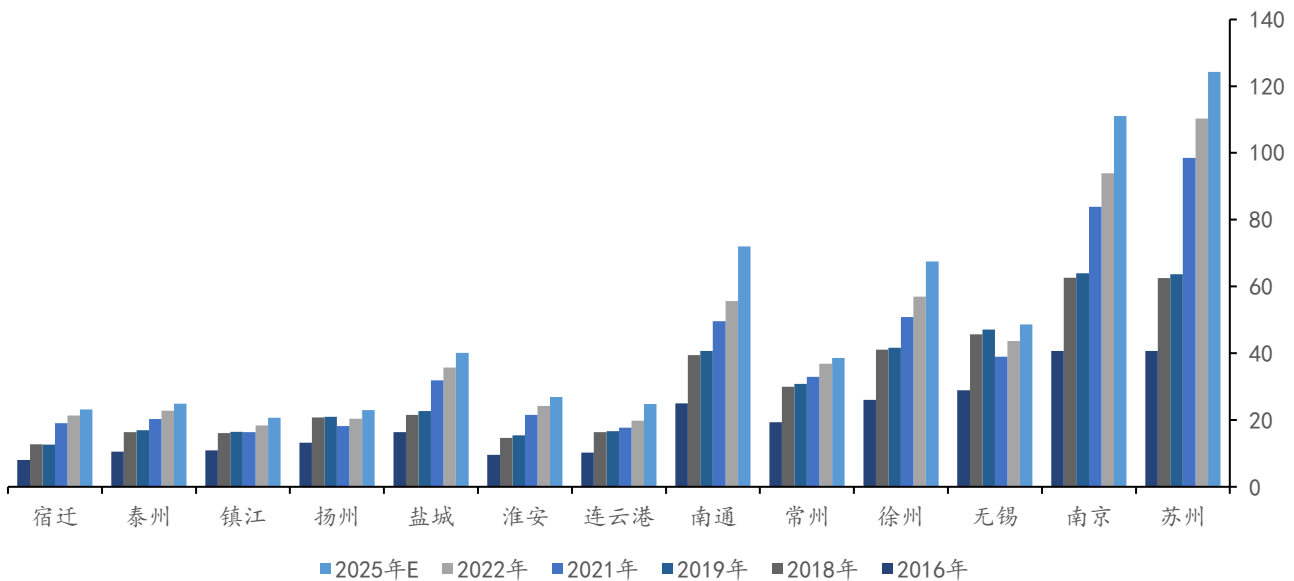
时间	苏州	南京	无锡	镇江	常州	南通	扬州	泰州	宿迁	徐州	连云港	淮安	盐城
2022年	110	94	44	18	37	56	20	23	21	57	20	24	36
	苏南, 约300亿					苏中, 约100亿			苏北, 约150亿				
2025年	124	111	49	21	39	72	23	25	23	68	25	27	40
	苏南, 约340亿					苏中, 约120亿			苏北, 约180亿				

①2022年测算方法：按照全省560亿规模口径，各地级市白酒规模=烟酒食品消费支出/可支配收入*当地社零占全省比例*560亿（由于数据可得性，按2021年口径计算）

②2025年测算方法：2025年白酒测算值=2022年白酒测算值*（各市十四五末GDP规划）/各市2022年GDP

资料来源：江苏省统计局，华安证券研究所测算

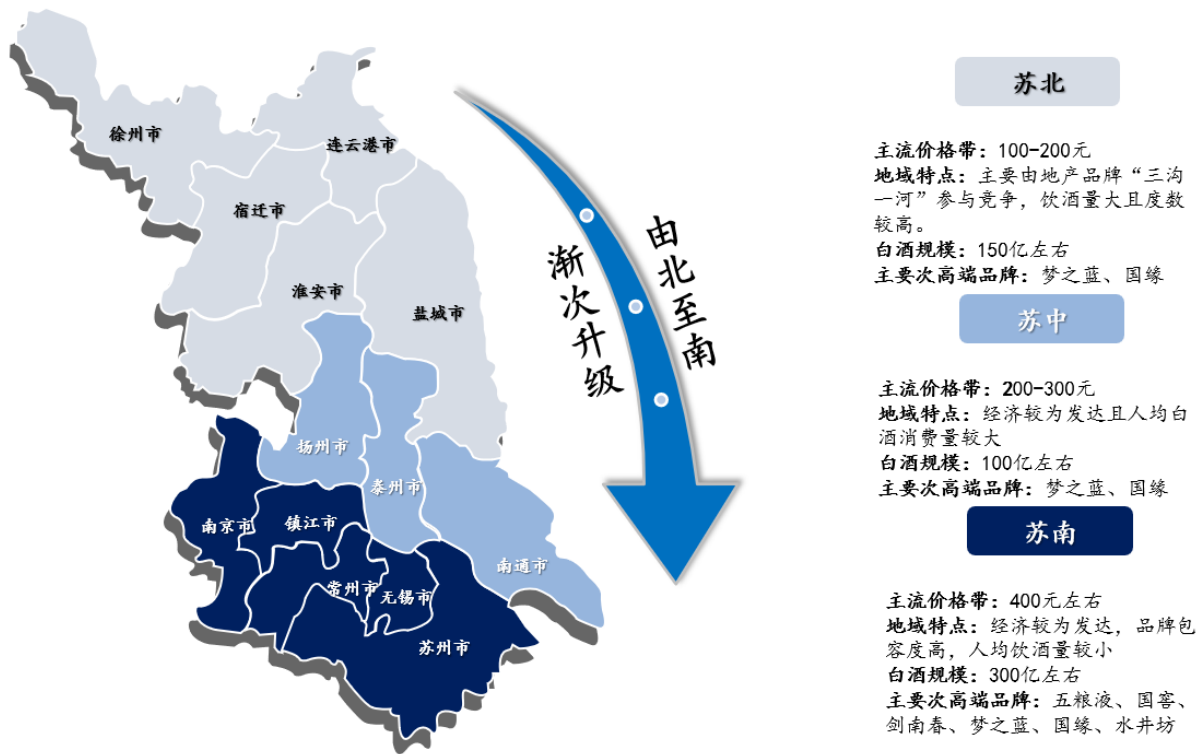
图表 15 江苏省各地级市 2016-2025 年白酒规模测算



资料来源：华安证券研究所测算

主流价格带由北向南呈现典型梯次升级。从消费区域上看，江苏省内白酒消费按地域差异较大。由北向南看，由于接近山东、河南等饮酒大省，苏北居民性格直爽，饮酒量大且度数较高，多为46度。苏北市场大众消费价格带在100-200元，市场相对封闭，主要由地产品牌“三沟一河”参与竞争，且经济发展水平相对苏南较低，中低档白酒是主流消费。同时，苏北地区传统产业较为集聚，故商务接待需求带来的高端白酒销售也较为稳定。苏中地区经济较为发达且人均白酒消费量较大，主流消费价格带在200-300元，量价与其他地区相比处于中间位置，主要次高端品牌均为省内地产品牌。苏南地区经济较为发达，民风柔韧性格温和，饮用量相对较小且度数较低，多为42度。受上海等地区影响，苏南消费层次较高且市场较为开放，对川酒接受度高，主流价格带在400元左右，徽酒及全国性名酒近年来呈现激烈竞争格局，中高档以上白酒消费场景较苏北苏中更多。

图表 16 省内各市情况与主要次高端品牌（2022 年）



资料来源：华安证券研究所整理

商宴价格带基本在 400-500 元，苏南引领 600 元以上消费升级。江苏省内商务消费白酒价格带基本在 400-500 元，苏南、苏中、苏北有一定差异。苏南地区如苏州、无锡、常州等城市商务宴会价格基本在 400 元以上，婚寿宴等在 300 元以上，主流产品为梦 3 水晶瓶、水晶剑、梦 6+和国缘四开等。苏中、苏北消费价格带相对较低，苏北商宴价格带以 300 为起点，价格在 300-600 之间，婚寿宴主流产品天之蓝占比较高；苏中商宴消费格局与苏南类似，但价格以 300-500 元为主，婚寿宴主要集中于国缘对开、四开及洋河水晶瓶。当前以苏南为代表，商务活动用酒逐步向 600 元以上升级，我们认为在苏中、苏北有望在带领下渐次提升消费结构。

2 南京篇：全国白酒看江苏，江苏白酒看南京

2.1 百亿市场竞争激烈，地产品牌强势之下亦现包容态度

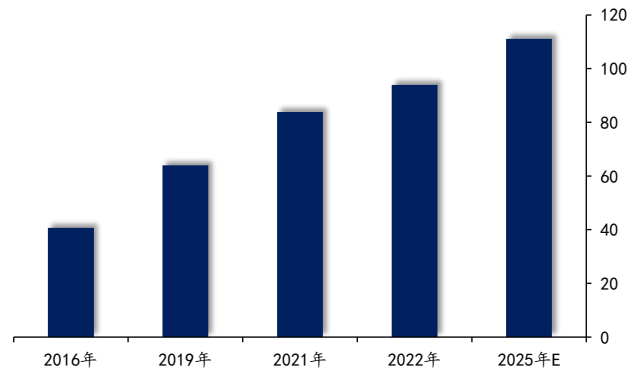
镇守华东白酒消费高地，百亿南京引领升级风潮。江苏地区历来是中国白酒消费升级的前沿阵地，而南京地区则是江苏白酒市场的领跑者，长久以来作为华东白酒市场的消费高地，南京具备极强的向外辐射作用。除具备市场容量大、消费群体广、饮酒氛围浓、消费档次高的特点之外，又兼具“地产酒强势+外来品牌包容”的双重特征。据我们测算，2022 年南京白酒市场在 94 亿元左右，十四五末有望突破 110 亿元，三年 CAGR 达到 5.8%。

图表 17 南京高铁站丰富的白酒广告



资料来源：酒事论世公众号，华安证券研究所整理

图表 18 南京市白酒规模 (亿元)



资料来源：华安证券研究所测算

梦系列、国缘引领主流价格带，外来品牌割据与混战并举。分价格带来看，南京地区经历几轮白酒消费升级，当前主流价格带升至 400-600 元之间，高端宴席、商务活动等场景则升至 600 元+，整体来看以梦之蓝、国缘为代表的地产品牌，主要覆盖主流价格带区间，这既是竞争主要市场的被动选择，也是主动引领消费升级的自然结果；外来品牌一方面呈现割据态势（茅五泸牢牢占据高端市场，水晶剑/臻酿八号等瓜分底部次高端市场），另一方面又陷入混战格局（智慧舍得/井台/年份原浆/外来酱酒等局部起势，五粮春/金银剑南等分食中端酒市场），具体来看各价格带格局差异较大：

- 800 元及以上高端价格带，飞天茅台、五粮液占据绝对主力，覆盖高端商务/礼赠及部分高端宴席需求，国窖 1573 紧随其后，在南京团购及非团购渠道均有亮眼表现，此外梦 9、国缘 V9、以及部分高端酱酒也有一定受众和认知度。
- 600-800 元价格带由梦六+和国缘 V3 主导，主要消费场景为婚宴、寿宴等宴席用酒，外来品牌份额较低。
- 500-600 元由于洋河、今世缘在该价格带缺乏主力大单品，徽酒古 20 具备一定的差异化特色，主要消费场景为部分中高端商务活动。
- 400-500 元价格带国缘四开势能最为强劲，梦三水晶版近来表现不错，前者主要用于商务场景，而后者在宴席场景更为强势，其余外来品牌如水井坊·井台、智慧舍得也有一定体量，但总体规模偏小。
- 400 元+价位水晶剑是绝对王者，剑南春通过长期以来的持续耕耘，在江苏形成了深厚的品牌力与饮用习惯，渠道反馈全省规模超过 18 亿。
- 300-400 元价格带水井坊·臻酿八号具备产品优势，20-21 年间梦三推出了水晶版迭代、四开完成了第四代升级，300 元+价格带给予了品质领先的臻酿八号充分的发展空间，此外天之蓝等地产酒在渠道端具备更强的竞争优势。
- 100-300 元价格带格局相对复杂，一方面由于消费升级趋势，近年来这一赛道整体规模占比逐步下降，另一方面由于市场参与者众多，缺乏占据绝对优势的超级大单品，地产酒中海之蓝、国缘淡雅、单开、珍宝坊等相对较为突出，外来品牌如金剑南、银剑南、五粮春等收获较好的口碑。此外，由于居民收入仍在恢复过程中，中档酒出现了“降级不降档”的现象，消

费者希望花更少钱的同时能够饮用到同样品质的产品，因此对这一价格带白酒的性价比提出了更高的要求。

图表 19 南京市白酒主要消费价格带分布



资料来源：渠道调研，华安证券研究所整理

分场景来看，南京市场今年光瓶及中档酒在自饮、聚饮场景表现火爆，宴席消费呈现反弹趋势，商务活动则相对恢复较慢。300元以下价格带出现“光瓶酒进城，盒装酒下乡”现象，盒装酒在乡镇市场的受众群体不断扩大，而品质优良的光瓶酒，如玻汾、双沟等等也逐步被城市消费群体所接受，反映的是消费者回归酒质之后对优质性价比的追求；五一期间，南京宴席渠道出货同比去年增长较快，已基本恢复至疫情前水平，渠道反馈今年国缘系列在宴席场景势能强劲，终端自点率迅速提升；商务活动目前来看距离恢复至疫前水平仍有差距，受此影响次高端白酒动销相对缓慢。

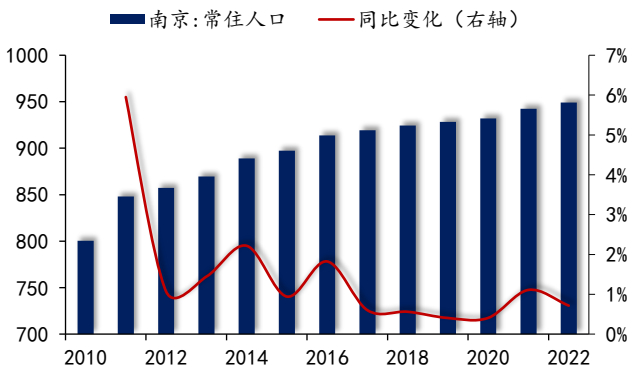
分品牌来看，今世缘今年在南京市场势能较为强劲，一方面体现在渠道利润相对竞品仍旧较为丰厚，终端推力充足；另一方面由于百元价格带市场热度提升，因此淡雅、单开等产品终端动销旺盛，预计全年有较快双位数增长。此外“后备箱工程”等活动仍在持续开展，对提升国缘系列长期品牌力起到良好的推动左右。洋河的梦系列和双沟品牌今年渠道反馈优秀，前者依靠梦六+、梦三水晶版等主力单品，维持了有竞争力的渠道利润，并在宴席等场景保持良好的增长势头；后者通过频繁的品鉴会等活动，在经销商及终端门店进一步扩大了品牌认可度，渠道网络建设更加扎实。古井在南京市场保持了较快的规模增长，同时公司终端业务人员的工作能力得到了渠道的普遍认可，此外二季度以来古20批价走弱的问题也逐步稳定，将有助于公司积极展开库存去化及加快渠道动销。

2.2 消费升级路径探究：看好高端商务持续升级

省内人口第二大市，常年维持稳定有增长。南京市人口数量位于全省第二，仅次于苏州市。截至2022年末南京市常住人口949.11万人，保持一贯的自然增长，稳定的人口基础为白酒消费提供了坚实的增长基础。人口结构方面（按2020年计算），男性占比51.05%，女性占比48.95%。根据《中国民众健康饮酒状况调查报告》数据显示，我国男女饮酒比例分别为84.1%和29.3%，因此推算南京市实际饮酒人

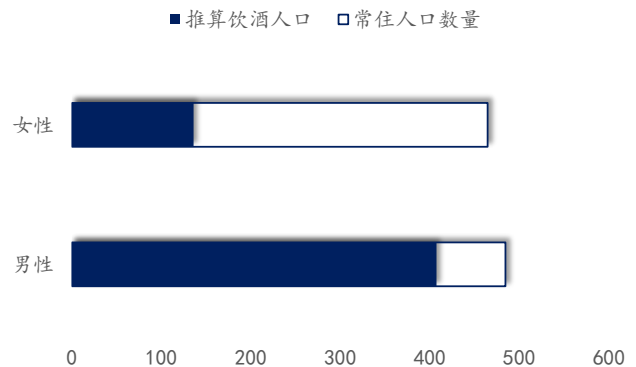
口约为 544 万人，对应人均年饮白酒量约为 1729 元。

图表 20 南京市常住人口 (万人)



资料来源: 中经数据, 华安证券研究所

图表 21 南京市性别结构与实际饮酒人口 (万人)



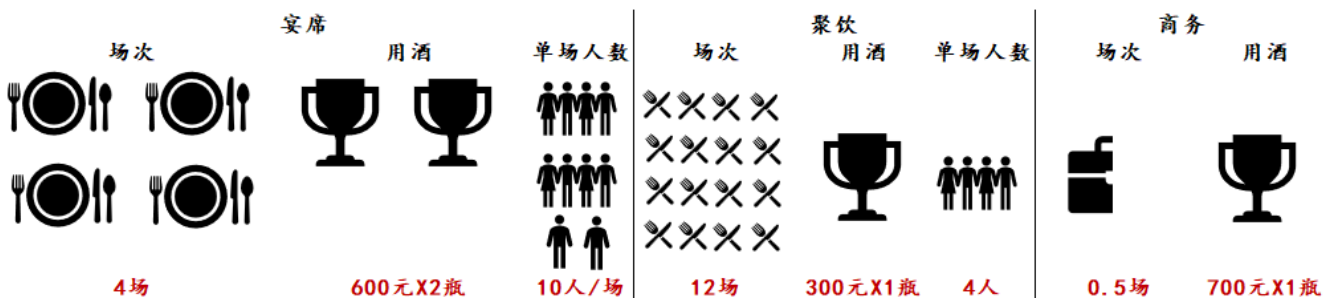
资料来源: 中国保健协会、中华医学会, 华安证券研究所测算

考虑白酒消费的主要场景, 包括各类宴席、亲朋聚饮、单独自饮、商务走访、节日礼赠等, 我们对其简化成宴席、聚饮、商务三大类。考虑每类的饮酒频次 (场/年) 以及单次饮酒的量 (瓶数, 以 500ml/瓶为计量) 和单瓶酒价格 (元), 我们对 2022 年南京市人均年饮白酒量做以下假设拆分:

- 1) 宴席:** 假设每人年参与宴席场次 4 场 (婚宴、寿宴、升学宴、其他宴席各一场), 单场用酒 2 瓶, 单瓶价格在 600 元, 单场人数 10 人;
- 2) 聚饮:** 假设每人年参与聚饮场次 12 场 (平均每月一场), 单场用酒 1 瓶, 单瓶价格在 300 元, 单场人数 4 人;
- 3) 商务:** 假设每人年参与商务活动场次 0.5 次, 单次用酒 1 瓶, 单瓶价格在 700 元。

计算可得每人年饮酒量在 1730 元, 符合前述人均 1729 元的计算情况, 假设条件合理。

图表 22 南京市人均用酒消费场景拆分 (2022 年)



资料来源: 华安证券研究所测算

根据前文推算, 截至 2025 年南京市白酒市场规模将达到 111 亿左右, 假设常住人口 2022-2025 年复合增长率为 0.5% (过去 5 年常住人口 CAGR 为 0.6%), 对应人均饮酒量为 2012 元。考虑宴席、聚饮、商务三个消费场景的变化情况, 做如下分析: ①宴席场次和人数无明显变化, 但宴席用酒价格伴随消费升级有所提升, 幅度和收入增速基本一致, 高于 CPI 增速; ②聚饮场次和人数无明显变化, 但聚饮用酒

价格伴随消费升级有所提升，由于“面子”属性较弱且自饮等场景更加追求性价比，增速应小于宴席用酒价格增幅；③商务用酒方面，考虑到南京商业活动水平较为发达，但整体弱于苏州，且高端商务方面引领全省，因此未来商务活动在频次和价格方面均有提升。相对应对 2025 年南京市人均年饮白酒量做以下假设拆分：

1) **宴席**：假设每人年参与宴席场次 4 场（婚宴、寿宴、升学宴、其他宴席各一场），单场用酒 2 瓶，单瓶价格在 700 元（对应复合增速 5.3%），单场人数 10 人；

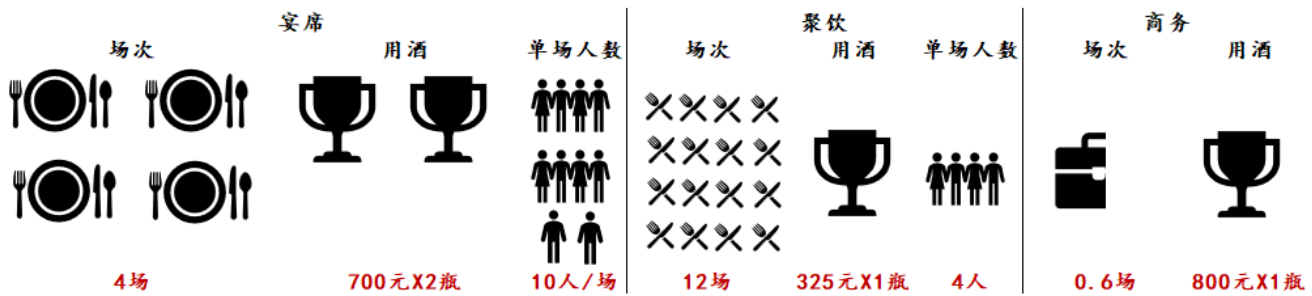
2) **聚饮**：假设每人年参与聚饮场次 12 场（平均每月一场），单场用酒 1 瓶，单瓶价格在 325 元（对应复合增速 2.7%），单场人数 4 人；

3) **商务**：假设每人年参与商务活动场次 0.6 次（对应增加 0.1 次/年），单次用酒 1 瓶，单瓶价格在 800 元（对应复合增速 4.6%）。

（上述三大场景单次用酒瓶数均假设不变，理由为：按照出生年份计算的核心饮酒人群，即 35-55 岁人群在 23-25 年的人数分别为 4.74 亿、4.70 亿、4.66 亿，基本保持稳定，因此推测饮酒数量不发生明显变化，其他城市计算同理，不再赘述。）

计算可得每人年饮酒量在 2015 元，基本符合前述人均 2012 元的计算情况，假设条件合理。

图表 23 南京市人均用酒消费场景拆分（2025 年）



资料来源：华安证券研究所测算

综合来看，至十四五末南京白酒市场主要在价格方面有较大增长空间，主要体现在宴席活动用酒主流价格带由 600 元逐步提升至 600-800 元左右，聚饮/自饮用酒主流价格带由 300 元提升 10% 左右，商务礼赠用酒主流价格带由 600-800 元提升至 800 元左右，南京将继续引领江苏高端商务用酒需求的提升。此外商务活动伴随经济活动改善也将在平均次数上有所增加。

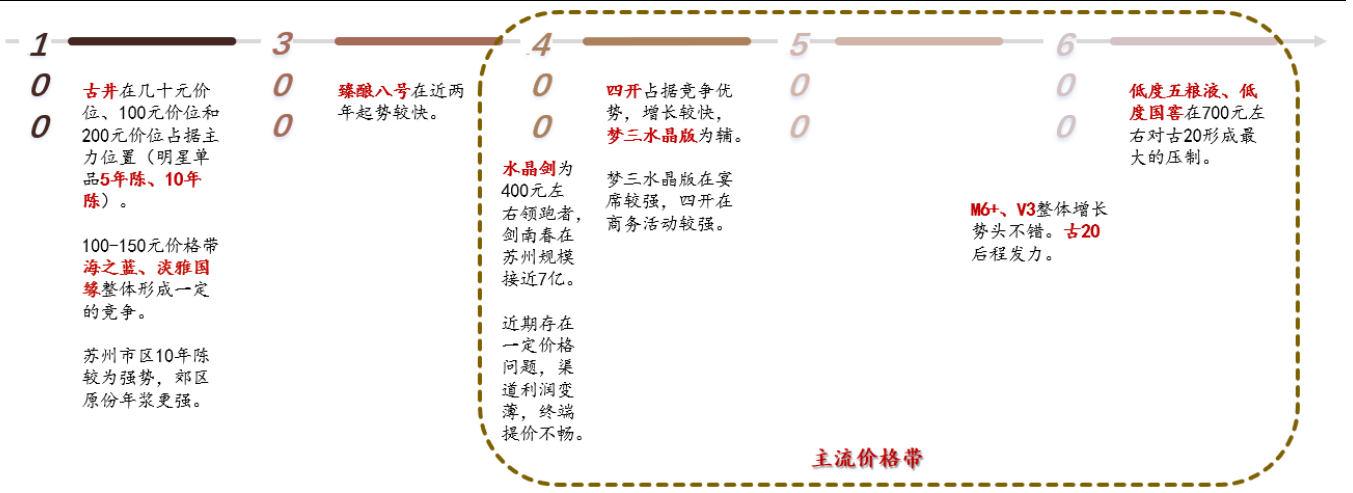
3 苏州篇：外来品牌更显群雄逐鹿

3.1 高档、中档价格带差异较大

“一高一低”显示苏州特色，外来品牌更显群雄逐鹿。苏州地区整体价格带分布和南京地区类似，属于“地产酒+外来名品”兼而有之的大格局，但部分价格带情况又有所不同。一方面，苏州地区外来名酒品类更多、竞争更为激烈，洋河、今世缘等地产酒占比相对南京更小，其原因在于苏州外来人口占比较大，对外来品牌的包容度和接受度更广；另一方面，苏州市区和郊区也形成了相对独立的用酒习惯，其原因在于苏州区县毗邻上海等经济发达地区，本身经济实力较强，其他样板市场的辐射作用因此相对减弱。具体来看：

- 800 元及以上高端价格带仍旧以飞天茅台、五粮液为主，国窖 1573、梦 9、国缘 V9 等也有一定份额；
- 700 元左右低度五粮液和低度国窖认可度更高，由于苏州高端宴席及商务活动消费能力较高，消费者愿意付出一定溢价选择五粮液等强品牌力产品，对 600 元及以下的梦六+、古 20 等产品形成较强压制；
- 550-700 元梦六+、国缘 V3 市场份额、增长速度都表现较好，由于苏州地区古井次高端推广相对较晚，古 20 相对起步较晚，因此价格控制相对南京更好；
- 400-500 元价格带类似南京地区，国缘四开、梦三水晶版占据主导优势；
- 400 元+价位水晶剑仍旧份额较大，渠道反馈苏州地区规模接 7 亿；
- 300-400 元价格带水井坊·臻酿八号增长较快；
- 100-300 元价格带格局与南京差异较大，由于古井贡酒进入苏州地区时间较长，其明星单品 5 年陈酿和 10 年陈酿在苏州市区的 100-200 元价格带牢牢占据消费者心智，导致苏州地区中档酒市场古井较为强势。此外 150 元以下的海之蓝和淡雅国缘也有一定的市场份额，同时外来品牌在一价格带相比南京更容易形成稳定销量。

图表 24 苏州市白酒主要消费价格带分布



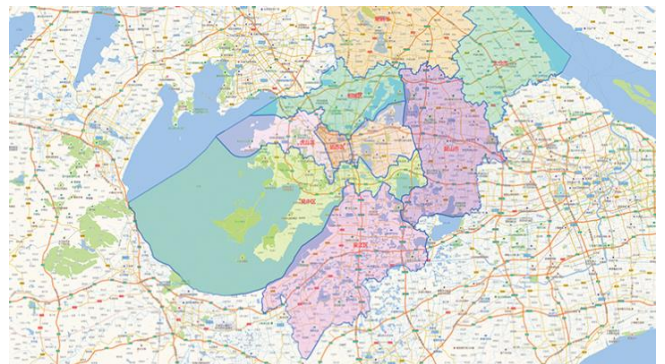
资料来源：渠道调研，华安证券研究所整理

图表 25 苏州市区特色产品 5 年陈/10 年陈



资料来源：华安证券研究所

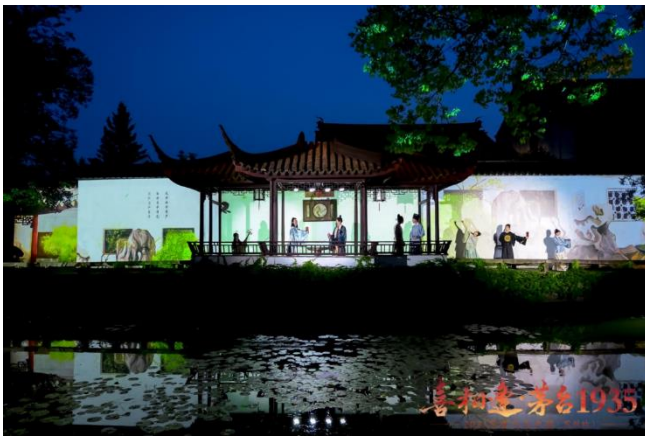
图表 26 苏州部分郊区毗邻上海，市区辐射作用弱



资料来源：百度图片，华安证券研究所

苏州市场今年同样呈现“两头旺中间弱”的白酒消费格局，导致次高端整体回款和动销稍慢。但渠道同时反馈，二季度以来宴席场景恢复积极，商务活动的前置场景高档餐厅包厢也预订火爆，显示了苏州地区较强的消费爆发力和经济活动热度。此外，包括苏州在内的苏南地区，今年酱酒消费市场显著回暖，维持了较好的增长势头。酒企方面，苏州作为苏南地区的白酒重镇，吸引了各大酒企进行品鉴、文化宣传等活动，5月20日“喜相逢·茅台1935”2023年度文化之旅第二站行在苏州召开，彰显茅台文化内涵；5月21日，第二届五粮液和美文化节“姑苏爱情周”活动在苏州圆满召开，宣扬五粮液“和美文化”。

图表 27 “喜相逢·茅台1935”文化之旅苏州站



资料来源：酒说，华安证券研究所

图表 28 五粮液“姑苏爱情周”苏州站

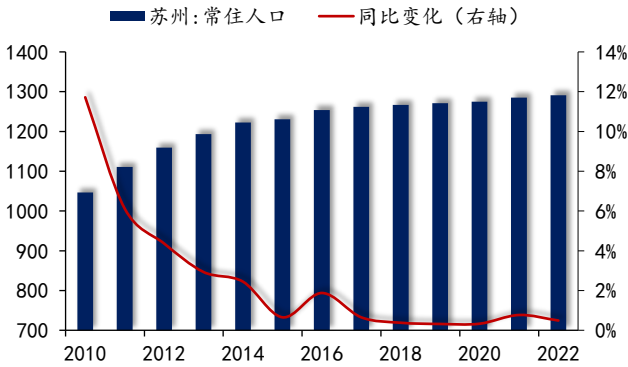


资料来源：中国周刊网，华安证券研究所

3.2 消费升级路径：看好紧随南京稳步提升

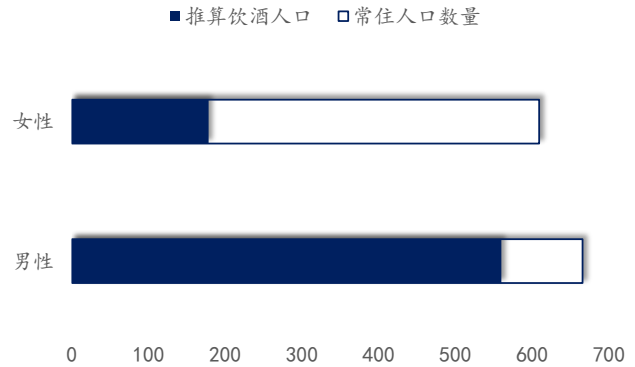
人口基数大增长慢，外来人口占比大。苏州市为江苏省人口第一大市，常住人口连续多年在 1200 万人以上，但增速上略弱于南京市，数量增长长期低于 1%。结构方面，发达的二产基础与地理优势吸引了大量的外来务工人口，同时也造就了海纳百川的独特白酒市场。截至 2022 年末苏州市常住人口 1291.10 万人，其中男性占比 52.22%，女性占比 47.78%（七普数据），按照比例推算苏州市实际饮酒人口约为 738 万人，对应人均年饮白酒量约为 1490 元。

图表 29 苏州市常住人口 (万人)



资料来源: 中经数据, 华安证券研究所

图表 30 苏州市性别结构与实际饮酒人口 (万人)



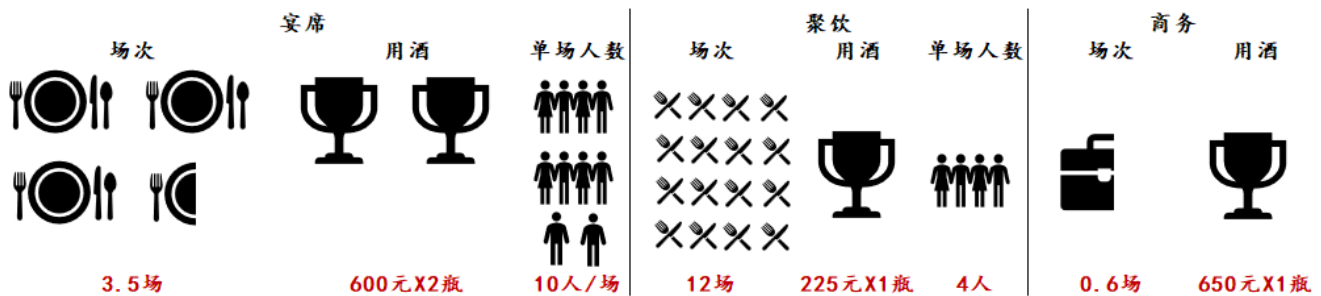
资料来源: 中国保健协会、中华医学会, 华安证券研究所测算

与南京相比苏州市白酒规模更大, 但人均饮白酒量低于南京。主要系常住人口中外来务工人员占比较大, 与本地户籍人口相比, 其消费力更低, 同时人际关系相对更为简单——前者导致自饮、商务等场景人均用酒等级偏低, 后者导致宴席等消费场景参与次数下降。此外, 苏州第二产业更为发达, 商务活动相比南京频次更多, 但高端商务引领性不如南京。因此, 同样考虑白酒三大消费场景宴席、聚饮、商务, 我们对 2022 年苏州市人均年饮白酒量做以下假设拆分:

- 1) 宴席: 假设每人年参与宴席场次 3.5 场 (婚宴、寿宴、升学宴各一场, 其他宴席 0.5 场), 单场用酒 2 瓶, 单瓶价格在 600 元, 单场人数 10 人;
- 2) 聚饮: 假设每人年参与聚饮场次 12 场 (平均每月一场), 单场用酒 1 瓶, 单瓶价格在 225 元 (200-250 元价格带), 单场人数 4 人;
- 3) 商务: 假设每人年参与商务活动场次 0.6 次, 单次用酒 1 瓶, 单瓶价格在 650 元。

计算可得每人年饮酒量在 1485 元, 基本符合前述人均 1490 元的计算情况, 假设条件合理。

图表 31 苏州市人均用酒消费场景拆分 (2022 年)



资料来源: 华安证券研究所测算

根据前文推算, 截至 2025 年苏州市白酒市场规模将达到 124 亿左右, 假设苏州市常住人口 2022-2025 年复合增长率为 0.4% (过去 5 年常住人口 CAGR 为 0.5%), 对应人均饮酒量为 1659 元。考虑宴席、聚饮、商务三个消费场景的变化情况, 做如下分析: ①宴席场次和人数无明显变化, 但宴席用酒价格伴随消费升级有所提升, 幅度和收入增速基本一致, 高于 CPI 增速; ②聚饮场次和人数无明显变化, 但聚饮

用酒价格伴随消费升级有所提升，由于“面子”属性较弱且自饮等场景更加追求性价比，增速应小于宴席用酒价格增幅；③商务用酒方面，考虑到苏州商业活动已经较为发达，频次预计变化不大，未来提升主要体现在用酒档次及价格上。相对应对2025年苏州市人均年饮白酒量做以下假设拆分：

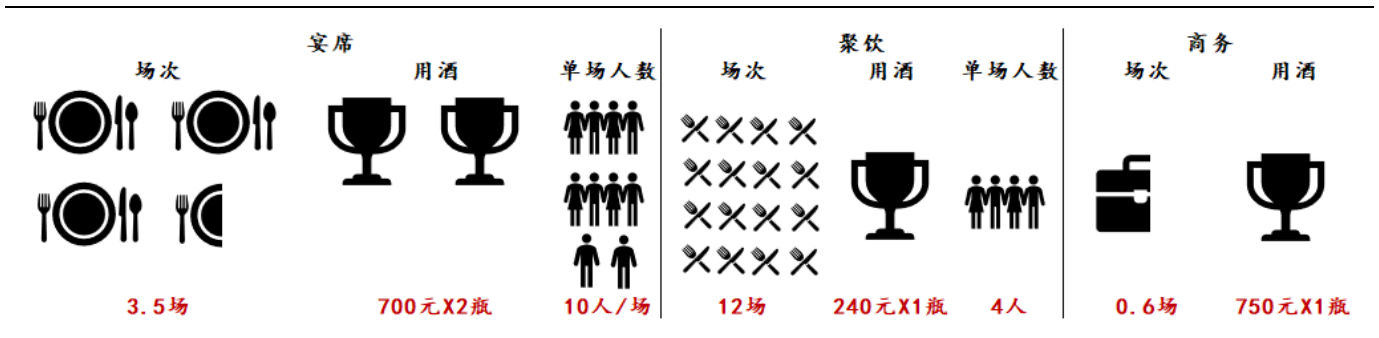
1) **宴席**：假设每人年参与宴席场次 3.5 场（婚宴、寿宴、升学宴各一场、其他宴席 0.5 场），单场用酒 2 瓶，单瓶价格在 700 元（对应复合增速 5.3%），单场人数 10 人；

2) **聚饮**：假设每人年参与聚饮场次 12 场（平均每月一场），单场用酒 1 瓶，单瓶价格在 240 元（对应复合增速 2.9%），单场人数 4 人；

3) **商务**：假设每人年参与商务活动场次 0.6 次，单次用酒 1 瓶，单瓶价格在 750 元（对应复合增速 4.9%）。

计算可得每人年饮酒量在 1660 元，基本符合前述人均 1659 元的计算情况，假设条件合理。

图表 32 苏州市人均用酒消费场景拆分（2025 年）



资料来源：华安证券研究所测算

综合来看，至十四五末苏州白酒市场主要在价格方面有一定增长空间，频次变化不大。宴席活动用酒主流价格带由 600 元逐步提升至 600-800 元左右，聚饮/自饮用酒主流价格带由 200-250 元逐步升级至接近 250 元，商务礼赠用酒主流价格带由 600 元+逐步提升至接近 800 元。

4 徐州篇：地产酒高地“易守可攻”

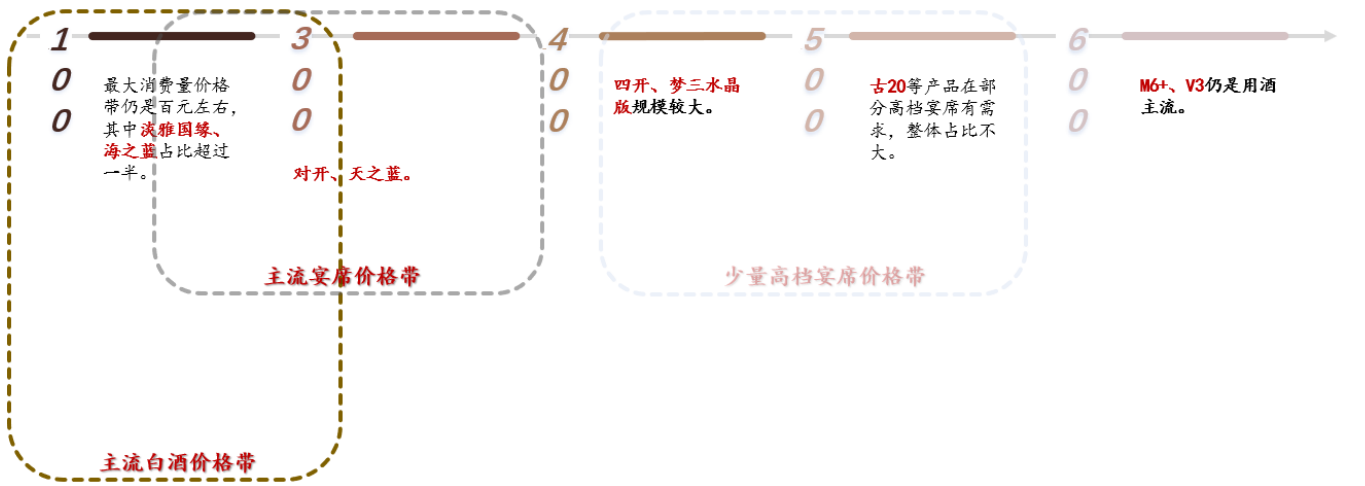
4.1 苏北白酒领先高地，地产品牌领风骚

白酒“苏北化”之中有分化，地产品牌依旧强势。徐州地区作为苏北人口和经济的第一大市，在消费上同样具备规模优势，2022 年徐州市全年社零总额 4103 亿元，接近连云港、淮安、宿迁、盐城四市之和的 60%。白酒消费价格带方面，徐州仍具备较强的苏北特质，一是整体价格带较苏南有较大差距，但由于经济相对领先，因此在宴席等场景也出现了一定高端化分化趋势；二是地产品牌强势，在主流的 100-300 元价格带上，洋河、今世缘占比超过一半，草根调研同样显示洋河、今世缘是徐州地区最受欢迎的两大品牌；三是消费者追求较苏南有所不同，徐州地区目前由追求价格到追求品牌阶段，而苏南地区则在品牌之上更加追求品质要求。具体来看：

- 800 元及以上高端价格，飞天茅台占据 2000 元以上超高端市场，五粮液是千元价格带的标杆产品；

- 600元+价格带主要为礼赠、高端商务场景，梦六+、国缘V3份额较大；
- 500-600元价格带分化出部分高端婚宴需求，对应古20等产品；
- 400-500元四开、水晶梦规模较大；
- 200-400元为宴席主流价格带，对开、天之蓝等为主导；
- 100-300元为规模最大价格带，其中主流仍是海之蓝、淡雅国缘等，渠道反馈规模占比超50%。

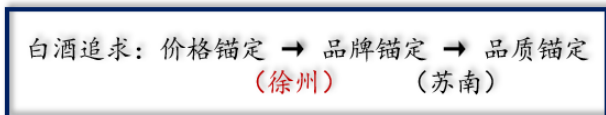
图表 33 徐州市白酒主要消费价格带分布



资料来源：渠道调研，华安证券研究所整理

苏北市场长期以来被认为具有“地产强势、易守难攻”的特点，我们认为徐州白酒格局一方面反映了这样的属性，另一方面也提出了进军这类地产高地的解决思路。从古井贡酒徐州地区的发展经验来看，短期内想要实现突破，一是做好产品聚焦，专注一两个重点单品推广，类苏州模式的全价格带产品容易分散精力不易推开；二是做好业务人员体系搭建与培训，通过差异化的圈层服务取得渠道及意见领袖认可，保证业务人员的精力充足、服务到位。渠道反馈古井贡酒 2022 年去年实现高速增长，今年预计将继续保持高增。

图表 34 徐州地区用酒处于品牌锚定阶段



资料来源：华安证券研究所

图表 35 古井贡酒 60 周年感恩之旅徐州站

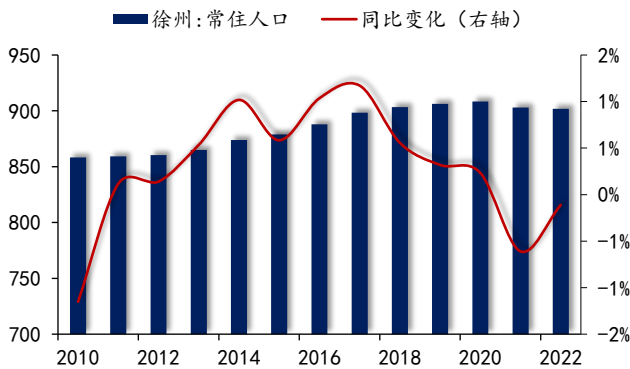


资料来源：醉美古井，华安证券研究所

4.2 消费升级路径：看好商务提频、聚饮提质

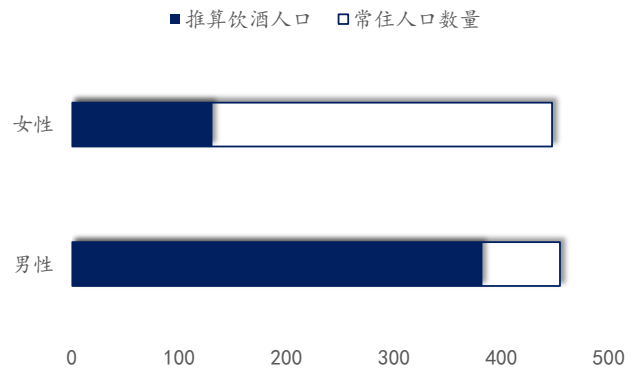
人口江苏第三，增长相对迟缓。徐州市为江苏省人口第三大市，仅次于苏州和南京，常住人口近年来维持在 900 万人以上，但增速相对南京/江苏较为缓慢，2021/2022 连续两年出现下滑。作为苏北的龙头城市，在经济、科技、教育、医疗等各方面都处于领先地位，亦是苏北白酒的市场的重点观察对象。截至 2022 年末徐州市常住人口 901.8 万人，男女比例较为平衡，其中男性人口 454.62 万人、女性人口 447.23 万人（2022 年数据），按照比例推算苏州市实际饮酒人口约为 513 万人，对应人均年饮白酒量约为 1110 元。

图表 36 徐州市常住人口（万人）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 37 徐州市性别结构与实际饮酒人口（万人）



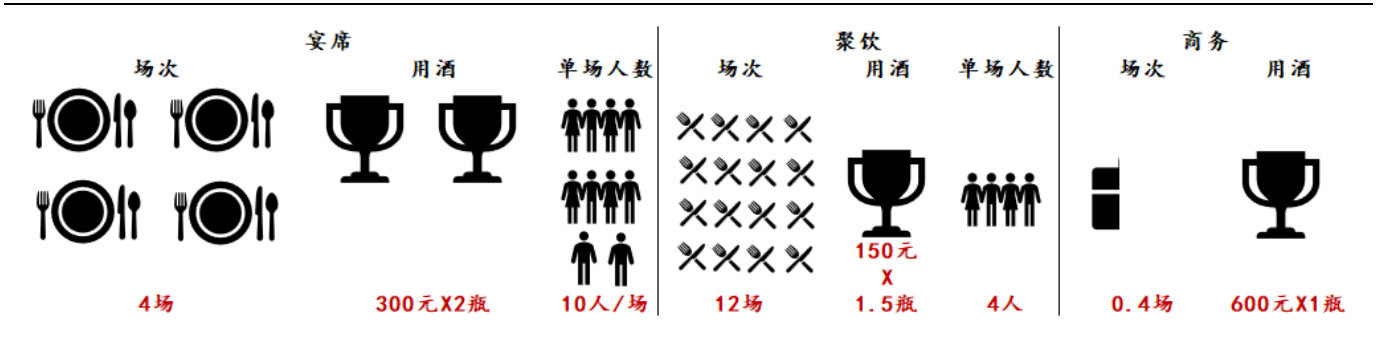
资料来源：中国保健协会、中华医学会，华安证券研究所测算

白酒价格带相对更低，饮酒文化受北方影响大。徐州地处苏北，经济实力与商务活动活跃度相对苏南、苏中落后，白酒消费结构也因此相对更低。但徐州毗邻山东、河南、皖北等饮酒重镇，因此在饮食习惯、酒桌文化、民风习俗等方面更加兼具北方特质，人均饮酒量更大、度数也相对更高（通常在 46 度以上）。因此，在考虑白酒三大消费场景宴席、聚饮、商务的假设拆分时，我们在用酒价格、单场用酒瓶数、商务活动频次等假设上注重与苏南的差别，2022 年徐州市人均年饮白酒量假设拆分如下：

- 1) 宴席：**假设每人年参与宴席场次 4 场（婚宴、寿宴、升学宴、其他宴席各一场），单场用酒 2 瓶，单瓶价格在 300 元，单场人数 10 人；
- 2) 聚饮：**假设每人年参与聚饮场次 12 场（平均每月一场），单场用酒 1.5 瓶，单瓶价格在 150 元（100-200 元价格带），单场人数 4 人；
- 3) 商务：**假设每人年参与商务活动场次 0.4 次，单次用酒 1 瓶，单瓶价格在 600 元。

计算可得每人年饮酒量在 1155 元，基本符合前述人均 1110 元的计算情况，假设条件基本合理。

图表 38 徐州市人均用酒消费场景拆分 (2022 年)



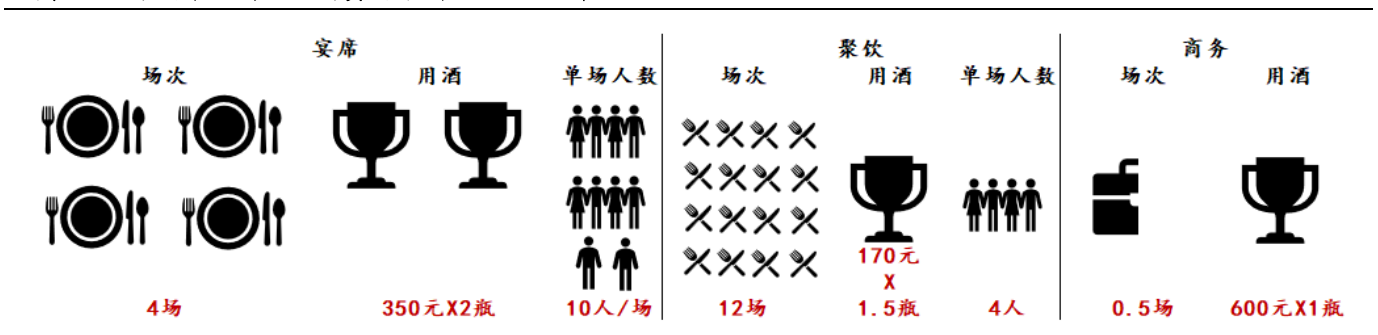
资料来源：华安证券研究所测算

根据前文推算，截至 2025 年徐州市白酒市场规模将达到 68 亿左右，假设徐州市常住人口 2022-2025 年人口保持基本平稳（过去 5 年常住人口 CAGR 为 0.1%），对应人均饮酒量为 1325 元。考虑宴席、聚饮、商务三个消费场景的变化情况，做如下分析：①宴席场次和人数无明显变化，但宴席用酒价格伴随消费升级有所提升，幅度和收入增速基本一致，高于 CPI 增速；②聚饮场次和人数无明显变化，但聚饮用酒价格伴随消费升级有所提升，由于“面子”属性较弱且自饮等场景更加追求性价比，增速应小于宴席用酒价格增幅，同时由于徐州基数较低，复合增速应高于南京/苏州；③商务用酒方面，考虑到徐州市商业活动相对苏南地区欠发达，仍旧较大进步空间，因此预计未来在商务频次上有所提升，同时考虑 600 元价格带对于当地宴席及自饮场景已经较高，因此预计未来商务用酒档次基本稳定。相对应对 2025 年徐州市人均年饮白酒量做以下假设拆分：

- 1) 宴席：**假设每人年参与宴席场次 4 场（婚宴、寿宴、升学宴、其他宴席各一场），单场用酒 2 瓶，单瓶价格在 350 元（对应复合增速 5.3%），单场人数 10 人；
- 2) 聚饮：**假设每人年参与聚饮场次 12 场（平均每月一场），单场用酒 1.5 瓶，单瓶价格在 170 元（对应复合增速 4.3%），单场人数 4 人；
- 3) 商务：**假设每人年参与商务活动场次 0.5 次（提升 0.1 次/年），单次用酒 1 瓶，单瓶价格在 600 元。

计算可得每人年饮酒量在 1345 元，基本符合前述人均 1325 元的计算情况，假设条件合理。

图表 39 徐州市人均用酒消费场景拆分 (2025 年)



资料来源：华安证券研究所测算

综合来看，至十四五末徐州白酒市场在价格和频次方面均有一定增长。宴席活动用酒主流价格带由 300 元逐步向至 400 元过渡，聚饮/自饮用酒主流价格由 150

元向接近 200 元过渡，提升幅度大于南京/苏州，商务礼赠用酒主要体现在人均频次的提升（0.1 次/年），用酒档次保持相对稳定。

5 投资建议

5.1 今世缘

公司确定 2023 年经营目标为总营收 100 亿元左右，净利润 31 亿元左右。我们认为公司当前省内势能逐级向上，4K/淡雅分别带动次高端宴席及百元自饮场景快速发展，国缘系列持续打造高端形象，预测公司 2023 年-2025 年营业收入增速为 27.1%/24.1%/21.6%，归母净利润增速为 25.1%/25.0%/22.9%，对应 EPS 预测为 2.50/3.12/3.84 元，对应 2023 年 6 月 29 日 PE 分别 22/17/14 倍。维持公司“买入”评级。

5.2 洋河股份

公司当前逐步进入改革红利落地阶段，梦系列成功升级有望继续引领省内升级趋势，双沟巩固渠道建设、省内认知度不断提升，海天系列持续突破省外市场，我们预计公司 2023-2025 年营业收入同比+17.3%/16.7%/15.2%；2023-2025 年归母净利润同比+21.5%/+19.3%/+18.1%，对应 2023 年 6 月 29 日 PE 分别为 17/15/12 倍，给予“买入”评级。

风险提示：

消费复苏斜率放缓，CPI 长期不及预期，食品安全事件

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。三年证券研究经验，曾就职于公募基金、券商资管、境外券商等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。