

2017年04月13日

沱牌舍得 (600702.SH)

逻辑顺畅类老窖，主要存两大预期差

■公司当前投资逻辑清晰，类似 2015 泸州老窖。1) 行业维度：白酒行业继续复苏，品牌白酒优势凸显，次高端白酒稳步扩容，优势次高端白酒品牌将积极受益，公司核心舍得单品放量是公司业绩增长主驱动力，中低档酒通过彻底梳理，预计下半年助力可期。2) 改制维度：白酒企业中改制最彻底标的之一，天洋入主沱牌集团，通过增资扩股控制公司，导入新的企业文化，营销狼性增强，激发经营活力和效率，大概率逐步兑现改制红利。3) 经营维度：管理改善突出，生产端“退养”政策和技改等提升效率，产品及渠道调整得当，销售体系提升明显，销售队伍和经销商信心提升，营销变革效果显著。4) 资本运作维度：大股东改制后积极筹划定增，加码白酒主业，理顺股权结构以加强控股权，定增完成后公司业绩释故意愿将显著增强。

■公司短中期存两大预期差。公司改制后经营改善明显，2016 年业绩实现快速增长。公司业绩拐点逐步明朗，在市场关注度已经得到提升情况下，我们认为公司短中期仍存在两大预期差。1) 公司沱牌中低档产品能否快速完成新老更替，助力公司全面快速增长，使公司全面迎来拐点，这也是市场分歧的一个重要方面。对于沱牌中低档产品，公司重视程度高，主推“天特优”三款定位明晰新品，凭借品牌和市场基础以及全面升级的销售团队和营销体系，有望达成顺利更替实现增长的目标。2) “品牌+产品+机制(股东)+执行(团队)”四要素组合当中，任意三要素突出都大概率带来企业成功，我们认为天洋入主在四要素方面均有改善，所以有望带来最大超预期，即“天洋无白酒经验，但对公司经营较为成功”。此外，公司产品结构将持续改善，优化生产及聚焦策略将带来经营效率提升，所得税率影响也将逐步降低，利润率提升趋势清晰。

■17 年继续以快抢机遇，高目标凸显狼性基因。公司 2017 年主营业务收入目标 22 亿元，其中白酒收入增长目标超 60%。高目标表明公司对白酒主业信心足，亦体现天洋企业文化中的狼性基因，这和过去沱牌国企文化截然不同。强力梳理品牌体系、全国范围打造一流销售团队、加强费用投放审核、建立督查机制等方面，均体现了天洋企业力求积极快速、狼性进取的经营文化。我们认为，公司对品牌定位、产品发展及营销等方面的经营方向正确，配合执行力提升，公司经营将呈现出与过去完全不同的发展态势。

■投资建议：首先我们认为公司市值空间较高，我们预计本轮景气公司有潜力达到 40 亿收入体量，对应 8 亿以上净利润，给予 20-25 倍稳态估值，测算市值空间大。假设定增发股本 6,746 万股，预计公司 2017-19 年摊薄后 EPS 分别为 0.56/1.13/2.00 元，给予公司买入-A 评级和 6 个月目标价 33.9 元，对应 2018 年 PE 为 30 倍。估值催化剂：定增完成；中低档酒更替完成实现快速增长。

■风险提示：增发进度不确定性从而影响预期；新品销售不达预期拖累报表。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,156.1	1,461.6	2,157.9	2,967.1	4,042.1
净利润	7.1	80.2	227.3	458.7	810.8
每股收益(元)	0.02	0.24	0.56	1.13	2.00
每股净资产(元)	6.66	6.89	6.30	7.10	8.50
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	1,229.8	109.3	46.3	22.9	13.0
市净率(倍)	3.9	3.8	4.1	3.7	3.1
净利润率	0.6%	5.5%	10.5%	15.5%	20.1%
净资产收益率	0.3%	3.4%	8.9%	16.0%	23.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	1.3%	2.3%
ROIC	0.6%	3.4%	9.4%	17.1%	28.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

白酒

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：33.90 元

股价 (2017-04-12) 26.15 元

交易数据

总市值(百万元)	8,820.40
流通市值(百万元)	8,820.40
总股本(百万股)	337.30
流通股本(百万股)	337.30
12 个月价格区间	17.84/28.38 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.51	7.52	40.47
绝对收益	-6.61	12.47	48.75

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

方振

报告联系人

fangzhen@essence.com.cn
021-35082373

相关报告

沱牌舍得：创新营销模式， 营销变革再提速	2017-04-11
沱牌舍得：舍得系列强势 恢复，调整方案继续推进	2017-03-03
沱牌舍得：拟定增注入大 资金，川酒金花发展加力	2017-01-22
沱牌舍得：销售改善明显， 继续大力度梳理产品线	2016-10-27
沱牌舍得：舍得系列带动 收入增长，期待深化改制	2016-08-31
快速推进落实	

内容目录

1. 公司投资逻辑十分顺畅，类似于 2015 年的老窖	4
1.1. 白酒行业继续复苏，次高端市场稳步扩容.....	4
1.1.1. 白酒价格带更趋清晰.....	4
1.1.2. 次高端扩张核心逻辑.....	5
1.1.3. 次高端价格带将保持较快增长，未来五年扩容可观.....	5
1.2. 改制彻底，民营资本天洋入主.....	6
1.3. 谋求定增强控制，股东大会已通过.....	8
1.3.1. 定增加码白酒主业，投向技改、营销和文化.....	8
1.3.2. 根本上改变公司负债压力大的现状.....	9
1.3.3. 股东增持，有效理顺股权结构，彰显发展信心.....	9
1.3.4. 如定增完成，和资本市场利益更加一致.....	10
1.4. 产品渠道调整策略得当，营销变革效果显著.....	10
1.4.1. 营销变革效果显著，加强渠道管控和核心市场建设.....	10
1.4.2. 大力度梳理产品线，聚焦舍得大单品，重塑沱牌产品体系.....	11
2. 预期差何在？主要存两大预期差	14
2.1. 天洋集团酒业门外汉，操盘沱牌能否成功？.....	14
2.2. 次高端放量姑且成立，那中低档呢？.....	15
2.3. 产品+管理，净利润率恢复加速.....	15
3. 2017 继续“以快抢机遇”，高目标显狼性	16
3.1. 天洋企业狼性文化基因.....	16
3.2. 方向正确，执行力增强.....	17
4. 盈利预测与投资建议	17
4.1. 未来有望实现 40 亿收入体量，对应 8 亿以上净利润.....	17
4.2. 投资建议：次高端白酒核心标的，目标价 33.9 元.....	17
5. 催化剂的判断	18
5.1. 大股东增持的增发进度.....	18
5.2. 中低档酒更替完成，开始实现增长.....	18
6. 风险提示	18

图表目录

图 1：三个核心价格带越发清晰.....	5
图 2：城镇中产阶层家庭群体不断扩大.....	6
图 3：2015 年家庭人均可支配收入增长 8.2%.....	6
图 4：2015-2021 年国内高端白酒市场规模预测.....	6
图 5：公司改制完成后股权结构图.....	7
图 6：天洋集团总资产及收入规模情况.....	7
图 7：天洋集团多元化业务布局.....	7
图 8：公司 2016 年末短期借款达 8.36 亿元.....	9
图 9：公司 2016 年速动比率为 0.4.....	9
图 10：公司若定增完成后股权结构图.....	10
图 11：公司 2016 年销售费用率为 21.8%，同比小幅提升.....	11

图 12: 公司销售人员目标扩大至 1000 人以上	11
图 13: 公司 2016 年销售费用中市场开发费大幅增加	11
图 14: 公司 2016 年新增市场开发费 9016 万元.....	11
图 15: 2016 年公司中高档酒收入占比升至 85%.....	12
图 16: 2016 年公司中高档酒毛利率 72%，同比大幅提升.....	12
图 17: 公司主要产品销量情况（单位：吨）	13
图 18: 沱牌天曲、特曲和优曲三大战略新品上市.....	13
图 19: 聚焦打造舍得酒大单品，舍得酒坊预计将逐步淡出	13
图 20: 公司 2016 年营业收入同比增长 26.4%.....	14
图 21: 公司 2016 年归母净利润 8020 万元，同比快速增长	14
图 22: 公司 2016 年毛利率为 64.2%，同比提升较快.....	16
图 23: 公司 2016 年净利率为 5.5%，仍有较大提升.....	16
图 24: 公司整体毛利率水平有较大提升空间.....	16
图 25: 公司目前所得税率偏高，后续存较大下降空间	16
表 1: 部分白酒上市公司控股股东及实际控制人情况	7
表 2: 定增认购基本情况.....	8
表 3: 募集资金及项目用途	8
表 4: 100 家品牌体验店项目实施进度计划表.....	9
表 5: 公司沱牌系列聚焦打造天曲、特曲和优曲三大单品	11
表 6: 公司核心单品定位及对应价格带竞品.....	12
表 7: 公司白酒业务分区域销售收入预测（单位：百万元）	17

1. 公司投资逻辑十分顺畅，类似于 2015 年的老窖

我们认为，公司当前投资逻辑十分顺畅，类似于 2015 年开始换帅进行系统性调整的泸州老窖，公司有望在“行业复苏背景+次高端扩容+改制+正确的产品和渠道策略”情况下兑现基本面和业绩拐点。

1) 行业维度：白酒行业（优势品牌企业群体为主）复苏确立，次高端白酒市场稳步扩容，优势企业积极受益，包括剑南春、水井坊、洋河股份、沱牌舍得等，公司“舍得”单品放量是公司业绩主驱动力。

2) 改制维度：公司白酒企业中改制最彻底标的之一，天洋通过增资扩股入主沱牌集团，从而控制公司，天洋承诺大力发展酒业，并对公司进行了企业文化改造（以爱凝聚团队，以快抓住机遇，以变实现飞跃），逐步解决了销售激励机制落后、“技协”稀释品牌、生产效率低（生产端“退养”政策等）、新鲜血液和市场投入不足、产品战略重新规划等问题，已经并持续激发经营活力和效率，兑现改制红利。

3) 经营维度产品和渠道着力大：产品策略向“大单品”靠近，这也类似 2015 年的泸州老窖，2016 年 4 季度末推出沱牌“天特优”三款产品，正在市场导入阶段；渠道精细化工作积极开展，经销商数量快速扩张，销售人员快速增加，体现了“以快抓住机遇”的狼性文化。

4) 资本运作维度：大股东改制后积极筹划定增，加码白酒主业，理顺股权结构以加强控股权，定增完成后公司业绩释放意愿将显著增强。

目前正在推进的对大股东和实际控制人的增发是改制的深化（达到强化控制权的目的），次高端扩容逻辑已经从行业层面和公司层面（2016 年年报披露核心次高端产品销量大幅增长，2017 年 1 季度预计继续保持较好增长）得到验证，公司基本面拐点已经到来，后续关注两大重要标志性事件：增发通过、中低档产品更替完成开始正贡献。我们视两大事件为核心催化剂。

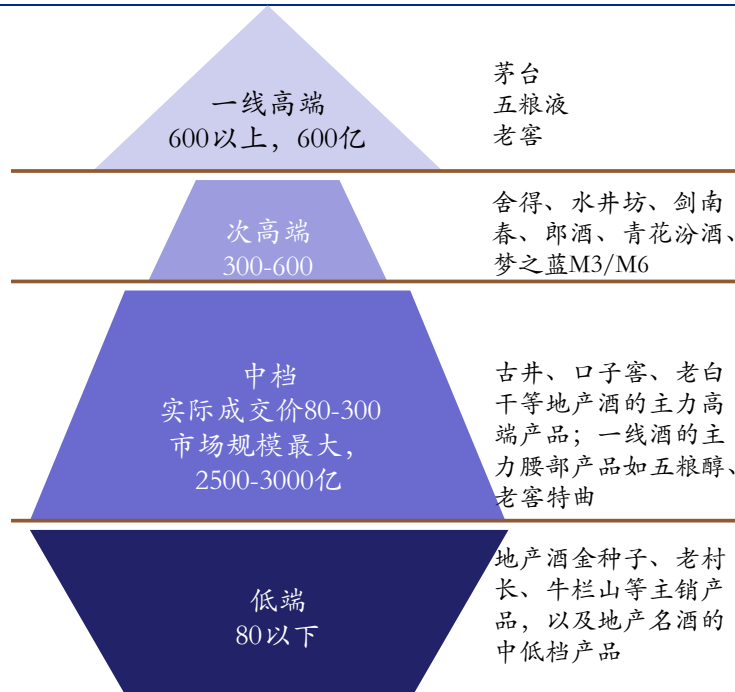
1.1. 白酒行业继续复苏，次高端市场稳步扩容

1.1.1. 白酒价格带更趋清晰

本轮“三公反腐”引发的高端、次高端价格泡沫挤出之后，白酒核心价格带更加清晰，反映了白酒消费结构特征。一线高端品牌高度集中，高端的量占比不高（约 4.5-5 万吨，行业占比 0.35%-0.4%左右），收入占比要高（10%-12%之间）。次高端主要为老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，相对也比较集中，市场规模小于高端。中档是大众消费主流，是地产酒主销价格带，规模最大，预计高达 2500-3000 亿，行业占比 45%-54%之间，在地域文化认同的基础上，地产酒在这一价格带具有极强竞争力。

白酒上市公司数量众多，分布各个价格带，从上市公司样本基本可以看出白酒核心几个价格带的表现。一线高端恢复态势最好，次高端弹性大，中档地产酒品牌稳步受益大众消费升级。

图 1：三个核心价格带越发清晰



资料来源：安信证券研究中心根据主要公司年报等信息整理预测

1.1.2. 次高端扩张核心逻辑

2016 年次高端白酒之所以拥有更好增长表现，我们认为主要有几个方面内在因素，2017 年这些内在因素仍将发挥作用。

高端酒价格继续上涨背景下，次高端品牌凸显性价比。次高端主要是脱离一线高端阵营的名酒厂，如剑南春、郎酒、汾酒，还有名酒厂出击高端的子品牌如水井坊、品味舍得、梦之蓝等，自带名酒基因，同一线高端茅台五粮液 700 以上价位相比，具有更好性价比，一线高端价格越坚挺，次高端性价比越突出。

消费升级带动部分大众及商务消费进入次高端价格带，地产白酒短期无法满足。居民白酒消费升级趋势仍在持续，大众日常聚饮以及商务餐饮场景下的白酒消费水平正逐步提升，一部分大众和商务白酒消费将从原先中低端区域进入到次高端区域。地产酒主力价格带在 50-300 元，其中 80-200 元（如安徽市场的年份原浆献礼版（85-90 元）和 5 年（110-139 元））的消费区间是中档主流，向上升级始终存在，而且较容易向 200-300 区间升级（古井 8 年（249 元）、洋河天之蓝（289 元）），为次高端培育消费者。

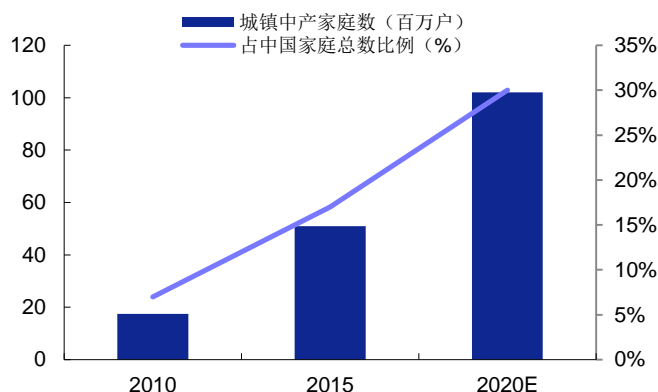
次高端整体基数较小，在 2013-2014 年大幅调整情况下，低基数下的增长会有更好表现，水井坊已经是现实案例。

次高端自身较为主动。次高端品牌自身在产品 and 渠道等方面积极主动迎合趋势，而不是被动受益。例如水井坊升级新总代模式，推广品鉴会模式，打造核心门店展示系统等，沱牌舍得加强渠道精细化，增强渠道价格管控，逐步恢复渠道利润和信心。

1.1.3. 次高端价格带将保持较快增长，未来五年扩容可观

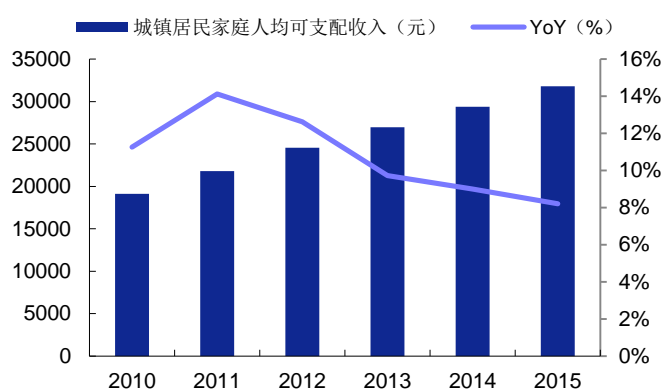
中产阶级群体稳步扩大，消费升级将持续加速。根据波士顿咨询报告预测，未来 5 年国内消费增长将主要由快速扩大的上层中产阶层（家庭可支配月收入为 12500-24000 元）和富裕阶层（家庭可支配月收入在 24000 元以上）所拉动。到 2020 年，上层中产及富裕家庭数量将翻一番，达到 1 亿户，占中国家庭总数的比例也将从现在的 17% 提高到 30% 左右。中产阶级群体的稳步扩大，家庭人均可支配收入预计也将继续保持增长，消费升级趋势将持续加速。

图 2：城镇中产阶层家庭群体不断扩大



资料来源：BCG、安信证券研究中心

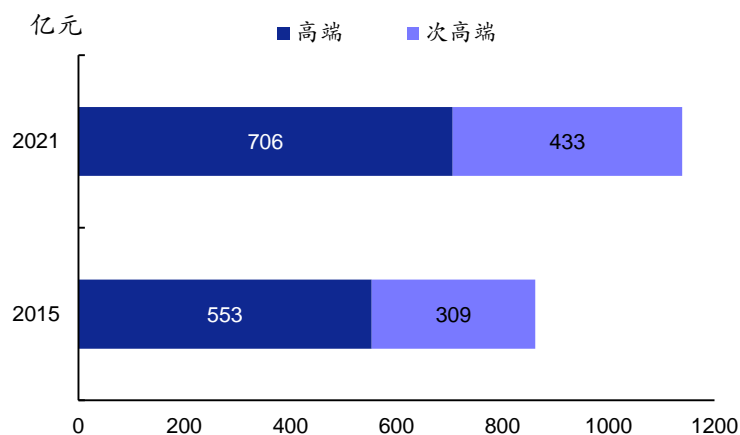
图 3：2015 年家庭人均可支配收入增长 8.2%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

我们研究认为，高端白酒价格（一批价/实际成交价）加速上涨阶段，是次高端扩容放量的最好时间窗口。2016 年三大高端白酒茅五泸集体实质性成交价（一批价）提升，使得次高端有望迎来类似 2010-2012 年的高景气阶段。根据水井坊公司报告行业分析数据显示，保守估计国内次高端白酒市场规模将从 2015 年的 309 亿增长到 2021 年的 433 亿元，整个高端和次高端白酒规模未来 5 年内将有接近 300 亿元的市场扩容。

图 4：2015-2021 年国内高端白酒市场规模预测

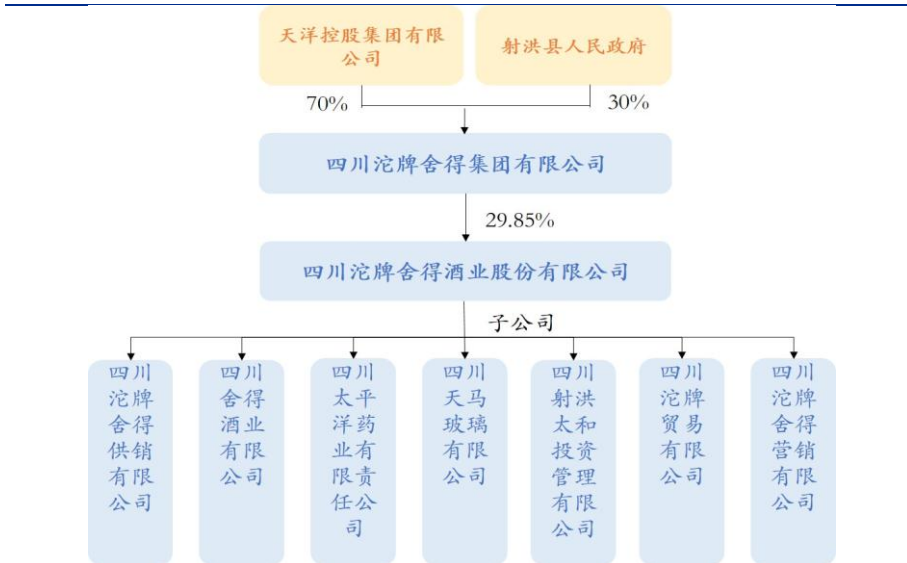


资料来源：水井坊公司分析报告、安信证券研究中心

1.2. 改制彻底，民营资本天洋入主

公司控股股东为四川沱牌舍得集团有限公司，目前持股比例为 29.85%。公司此前实际控制人为射洪县人民政府。2015 年 11 月，射洪县人民政府同天洋集团签署协议，向天洋集团转让沱牌舍得集团 38.78% 股权，同时由天洋集团向沱牌舍得集团进行增资扩股。2016 年 5 月，沱牌集团改制事项正式获国务院国资委批复，2016 年 6 月底正式完成交割后，天洋集团持有沱牌集团 70% 股权，实际控制人变更为周政。

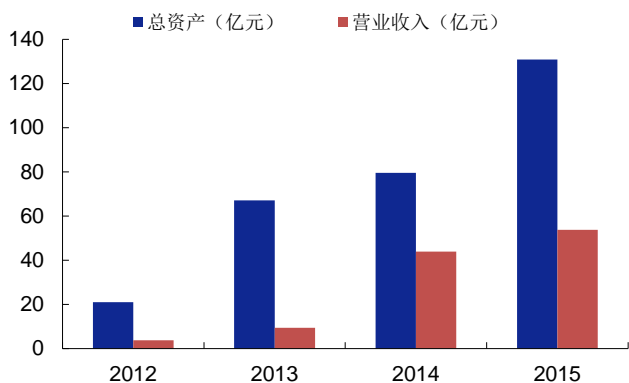
图 5：公司改制完成后股权结构图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

天洋集团多元化业务布局，综合经营实力较强。天洋控股集团创立于 1993 年，目前已发展成为拥有文化产业、科技产业、金融产业、产业地产、消费品五大主营业务的大型控股集团。全球总部位于香港，并在洛杉矶和北京设立了北美总部和中国总部，目前旗下拥有天洋国际控股和沱牌舍得两家上市公司。集团实际控制人为周政，持股占比 80%。天洋集团近年来资产规模和营收规模增长迅速，核心业务在全国范围内广泛布局，集团综合经营实力较强。

图 6：天洋集团总资产及收入规模情况



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 7：天洋集团多元化业务布局



资料来源：公司网站、安信证券研究中心

天洋正式入主后，对董事会及管理层进行部分快速调整，体现了公司经营及战略调整的的决心和快速执行力。在经营层面，重点对营销环节进行改革突破，对产品线进行快速梳理，效果逐步显现。

表 1：部分白酒上市公司控股股东及实际控制人情况

白酒上市公司	控股股东	持股比例 (%)	实际控制人
贵州茅台	贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	62.0	贵州省国资委
五粮液	宜宾市国有资产经营有限公司	56.07	宜宾市地方国资
泸州老窖	泸州老窖集团有限责任公司	54.21	泸州市地方国资
洋河股份	江苏洋河集团有限公司	34.2	宿迁市国资委
古井贡酒	安徽古井集团有限责任公司	53.9	亳州市政府

山西汾酒	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	70.0	山西省国资委
顺鑫农业	北京顺鑫控股集团有限公司	37.5	北京市顺义区国资委
老白干酒	河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司	28.9	衡水市工业和信息化局
沱牌舍得	四川沱牌舍得集团有限公司	29.9	周政(注:改制前为射洪县政府)
水井坊	四川成都水井坊集团有限公司	39.7	Diageo Plc.
酒鬼酒	中皇有限公司	31.0	国务院国资委

资料来源: Wind、安信证券研究中心

1.3. 谋求定增强控制，股东大会已通过

1.3.1. 定增加码白酒主业，投向技改、营销和文化

2017年1月21日，公司发布定增预案，拟向沱牌集团、天洋控股、道明灵活、宏弈尊享发行不超1.32亿股，募集资金不超27.3亿元，用于公司酿酒配套工程技改项目、营销体系建设项目及沱牌舍得酒文化体验中心。此后，受再融资新规影响，公司对定增方案进行调整，调整后参与对象为大股东沱牌集团及实际控制人天洋控股，以现金方式合计认购不超6746万股（现总股本20%），金额不超18.4亿元，募投资金将继续用于酿酒技改项目、营销体系建设项目及沱牌舍得酒体验中心项目投资。

表 2：定增认购基本情况

序号	发行对象	认购数量(万股)	认购金额(万元)
1	四川沱牌舍得集团有限公司	不超4048万股	不超110375万元
2	天洋控股集团有限公司	不超2698万股	不超73565万元
	合计	不超6746万股	不超183940万元

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 3：募集资金及项目用途

序号	募集资金投资项目	投资总额(万元)	拟投入募集资金金额(万元)
1	酿酒配套工程技改项目	199,380	155,020
2	营销体系建设项目	19,179	19,179
3	沱牌舍得酒文化体验中心	10,228	9,741
	合计	228,787	183,940

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

天洋方面在改制后承诺继续做大做强白酒主业，此次定增募集资金不超18.4亿元，将全部用于发展现有白酒主业，项目包括酿酒配套工程技改项目、营销体系建设项目及沱牌舍得酒文化体验中心。技改项目将替代落后手工罐装能力并大幅提升罐装能力至5.67万吨（较2015年产量增81%）；营销体系建设项目包含信息化建设、舍得品牌体验店，全面加强营销渠道建设；沱牌舍得酒文化体验中心有助于提升生态文化名酒形象，进一步拉升品牌力。

1) 酿酒配套工程技改项目：项目建设期4年，预计总投资19.9亿元，建设后预计新增成品酒生产量5.67万吨，以中高档酒为主，并有效节省煤电等生产成本。技改项目意在提升灌装包装产能，与精简产品线做强大单品战略相匹配，并为后续收入规模提升做好灌装产能准备。

2) 营销体系建设项目：项目包含营销信息化建设、舍得品牌体验店两部分，全面加强营销渠道建设。**营销信息化项目**将打造公司与下游经销商及客户之间的业务协同平台，实现产业链上下游业务快速协同，同时搭建全渠道营销平台，支持公司营销转型和战略变革落地。**30家舍得品牌体验店项目**，主要聚焦川渝、河南、山东、京津冀等现有核心市场，采取经销商加盟合作模式，建设30家面积在300平方米左右的品牌体验店，有助于宣传品牌文化和提升客户体验。此外，定增方案修改后，公司仍将积极推进联盟体店中店项目等营销渠道建设。

3) 沱牌舍得酒文化体验中心：该项目有助于提升生态文化名酒形象，进一步拉升品牌力。我们认为，募投资金用于大力发展白酒主业，且抓住公司此前薄弱环节，聚焦品牌提升和营销渠道建设，公司经营层面有望进一步改善，也为中长期业绩发力提供良好保障。

表 4：100 家品牌体验店项目实施进度计划表

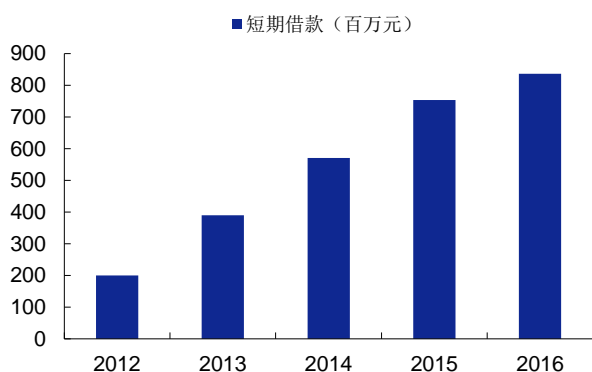
重点市场	建设目标			
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	3 年合计
川渝	4	3	5	12
河南	2	1	2	5
山东	2	3	1	6
京津冀	2	3	2	7
	10	10	10	30

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.3.2. 根本上改变公司负债压力大的现状

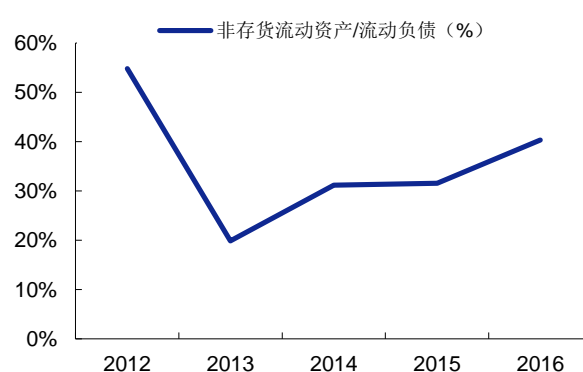
我们认为，公司生产和营销历史欠账较多，行业调整期公司陷入困境，资金实力严重不足（2016 年末流动负债 16.37 亿，其中短期借款 8.36 亿），市场投入不足，亟待资金支持，再融资完成将极大增强公司市场投入能力，在本轮白酒发展周期当中获得更佳成绩。

图 8：公司 2016 年末短期借款达 8.36 亿元



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 9：公司 2016 年速动比率为 0.4

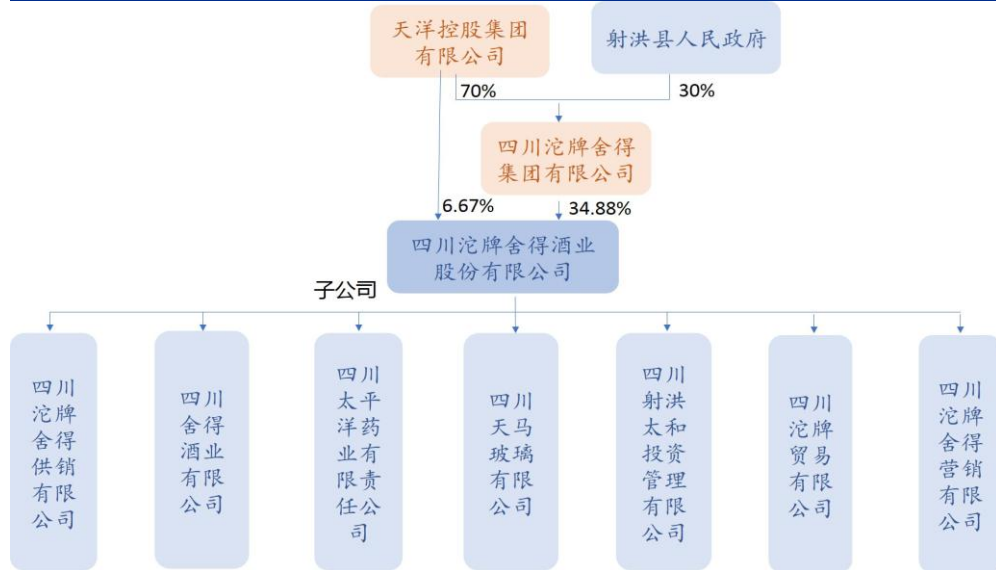


资料来源：Wind、安信证券研究中心

1.3.3. 股东增持，有效理顺股权结构，彰显发展信心

定增发行前，天洋集团通过受让和增资获得沱牌集团 70% 股权，控股股东沱牌集团持有 29.85% 股权，从而间接控股上市公司沱牌舍得，但控股比例较低。本次增发由大股东和实际控制人天洋集团全部参与，发行完成后（假设按股票发行数量上限计算），天洋控股将直接持股 6.67%，沱牌集团持股将提升至 34.88%，大股东控制力大幅提升。此外，此次定增发行对象均以现金方式认购，锁定期 3 年，充分彰显包括大股东天洋对公司白酒主业发展的信心。

图 10：公司若定增完成后股权结构图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.3.4. 如定增完成，和资本市场利益更加一致

对于公司而言，顺利完成增发重要性很高。随着再融资新规的执行，公司定增方案修改为全部向控股股东和实际控制人增发不超 6,746 万股（现有股本的 20%），发行价格将按规定根据发行期首日价格作为定价基准日，由公司与发行对象协商确定。定增完成后，公司与资本市场利益更加趋于一致，公司业绩释放心愿将显著增强。

1.4. 产品渠道调整策略得当，营销变革效果显著

1.4.1. 营销变革效果显著，加强渠道管控和核心市场建设

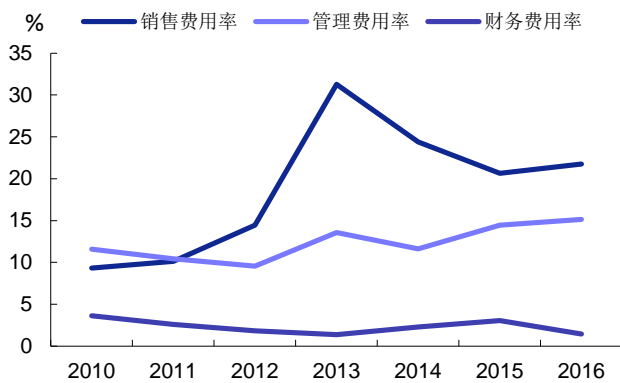
在天洋正式交割前，天洋方面已提前介入公司营销层面改革。天洋执行董事刘力（现任公司副董事长、总经理）从 2016 年初开始负责公司营销方面工作，公司围绕销售进行较大力度的改革，举措包括聚焦优势市场、聚焦核心单品、扩大销售队伍、加强渠道管控稳定价格体系、调整激励机制等。营销层面改革效果显著，销售增长呈现加速态势。

1) 销售队伍方面，公司营销人员外部引进和内部提拔相结合，积极从外部吸引专业人才，更换和调整部分大区经理，起到良好效果。基层销售人员队伍继续扩大，2016 年底销售人员达 818 人，全年新增 280 多人，2017 年销售人员目标有望超千人，配合经销商开展基础性市场建设，并在终端进行标准化运作。针对销售人员的激励政策明显趋于市场化，通过改革“大锅饭”积弊，调整薪酬结构和绩效考核构成，销售人员积极性大幅提高。对销售人员除考核常规打款之外，更加重视动销、渠道标准化等指标考核。激励力度及落实效率也同步提升，销售人员提成比例增加，绩效奖金发放及时到位。

2) 渠道管控方面，公司加强费用管控和审批效率，确保市场费用真正落地，舍得系列单品终端价格稳步回升，渠道毛利空间具备竞争力，经销商经营利润也得到更好保障，从而确保渠道对公司核心产品的良好推力。此外，公司督查部门对销售人员执行力检查、市场费用执行审核、经销商串货打假等方面加强督查力度。

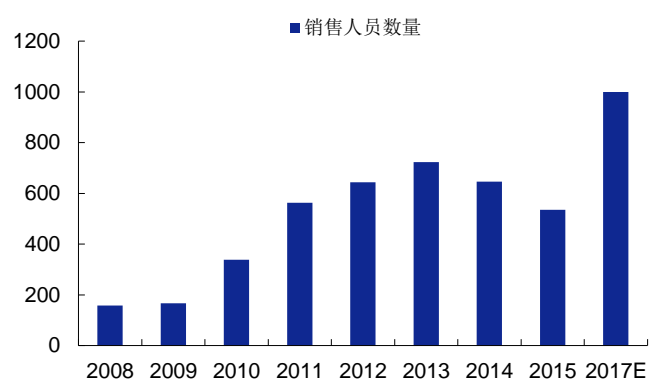
3) 市场建设方面，市场投入加大，公司继续围绕核心市场，强化精细化营销模式导向，积极推进渠道下沉，与客户 1+1 合作运作市场，同时加大招商力度，开启县区级全国扁平化招商，逐步开拓经销商队伍，提升市场覆盖率。

图 11: 公司 2016 年销售费用率为 21.8%，同比小幅提升



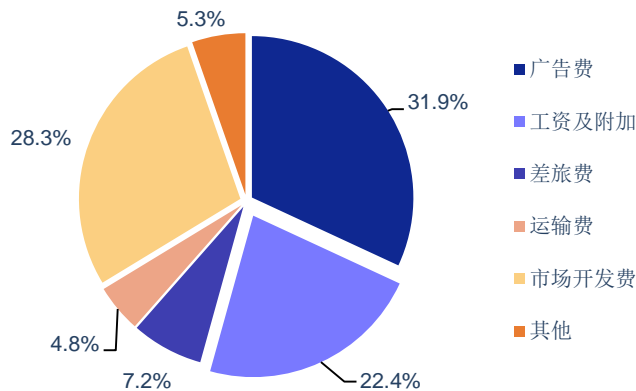
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 12: 公司销售人员目标扩大至 1000 人以上



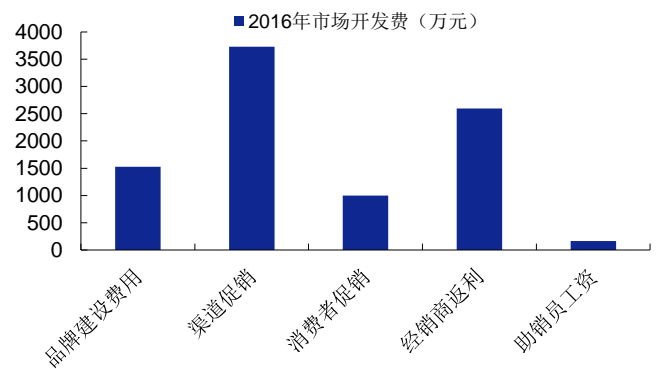
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 13: 公司 2016 年销售费用中市场开发费大幅增加



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 14: 公司 2016 年新增市场开发费 9016 万元



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

1.4.2. 大力度梳理产品线，聚焦舍得大单品，重塑沱牌产品体系

改制后公司积极开展产品线梳理，核心在于确立大单品战略，提升品牌定位和实现价值回归。继续强化舍得和沱牌双品牌战略，将舍得和沱牌分别打造为次高端白酒品牌和大众名酒领导品牌代表。

1) 大力度清理开发技协产品，防止品牌力进一步稀释。公司于 2016 年底前停止生产所有技协及定制产品生产，防止品牌力进一步受到稀释，同时逐步淘汰原有老产品，推出相应新品承接市场需求。

2) 沱牌系列新推三大单品，积极抢占大众酒市场。公司重新梳理沱牌系列产品体系，于 2016 年 11 月正式推出沱牌系列天曲、特曲、优曲三大战略新品，三大单品价格定位在 50-150 元的大众白酒消费主流价格带，其中沱牌天曲价格定位 150 元左右，特曲价格定位 120 元左右，优曲价格定位在 80 元左右。此外，还同步推出大曲和柳浪春 2 款低端产品，价格定位分别在 30-40 元和 20 元以下。从产品规格数量上，三大单品对应产品规格数量大幅减少，据糖酒快讯报道，其他沱牌系列老产品在 2017 年底前预计也将逐步缩减近 1000 个。未来公司中低端酒业务将聚焦打造天曲、特曲、优曲系列单品，积极抢占中低档大众白酒消费市场。

表 5: 公司沱牌系列聚焦打造天曲、特曲和优曲三大单品

品类	价格定位	产品系列	产品定位
沱牌天曲	150-160 元	-	未来沱牌系列酒主力核心产品，充当形象代言
沱牌特曲	120 元左右	原浆版/柔和版/生态版	聚焦百元大众酒价格带
沱牌优曲	80 元左右	原浆版/柔和版/生态版	
沱牌大曲	30-40 元	-	高性价比，低端大众名酒

沱牌柳浪春	20 元以内	-	光瓶酒
-------	--------	---	-----

资料来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

3) 确立舍得大单品战略，后续将有进一步调整动作

公司舍得系列主要包括品味舍得、水晶舍得以及舍得酒坊等。公司将继续把舍得系列作为核心品牌进行重点打造，舍得系列中聚焦资源打造品味舍得单品。2016 年以来，公司聚焦舍得品牌提升和市场渠道运作，加强费用管控，终端价格稳中有升，经销商渠道推力足，舍得系列产品实现快速放量增长，2016 年舍得销量 3056 吨，同比增长高达 61%。

此前，公司自 1 月 21 日起对舍得酒执行新价格体系，52 度舍得酒供经销商、分销商及终端渠道价提至 418 元/盒，供团购价、分销商及名烟名酒店团购价提至 468 元/盒。中高端白酒复苏趋势继续明确，近期 300-500 元次高端主流品牌如水井坊、剑南春、郎酒等核心单品均有所提价，舍得酒顺势提价，继续提升品牌力的同时，将进一步稳固渠道价格，提升经销商利润水平。结合近期渠道调研，我们判断，公司舍得动销有望继续向好，积极受益于次高端白酒扩容和价格稳步抬升。

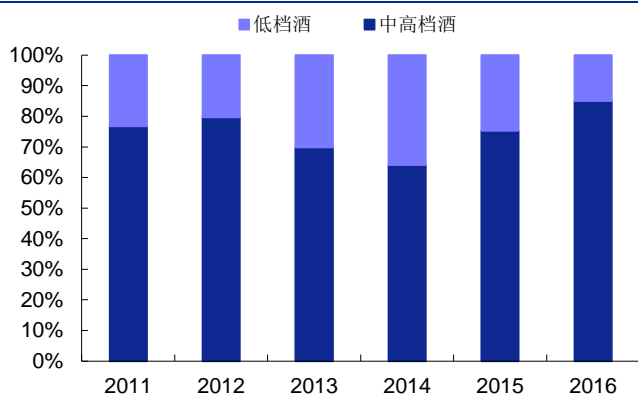
此外，据媒体报道结合草根调研，公司中高端酒产品调整后续仍有进一步动作，公司重视舍得单品价值重塑，后续计划将舍得酒坊等产品进行更名并适度调整价格，避免核心舍得酒受到影响，同时计划推出新的高端舍得酒。

表 6：公司核心单品定位及对应价格带竞品

价格带	公司核心单品	同区间品牌	竞争程度
低端（80 元以下）	沱牌优曲、大曲等	泸州老窖头曲、牛栏山、老村长	竞争激烈，价格较低致毛利率较低，全国化布局难
中端（100-300 元）	沱牌天曲、特曲、陶醉系列、舍得酒坊	古井贡酒年份原浆、海之蓝、老窖特曲	竞争相对激烈，但对价格带空间大，重点打造的沱牌曲酒单品有望实现较快增长
次高端（300-600 元）	品味舍得、水晶舍得	水晶剑、洋河梦之蓝 M3、水井坊、青花瓷、红花郎	次高端市场发展良好，品味舍得作为核心单品，积极受益
超高端（700 元以上）	天子呼、吞之乎	-	销量规模小

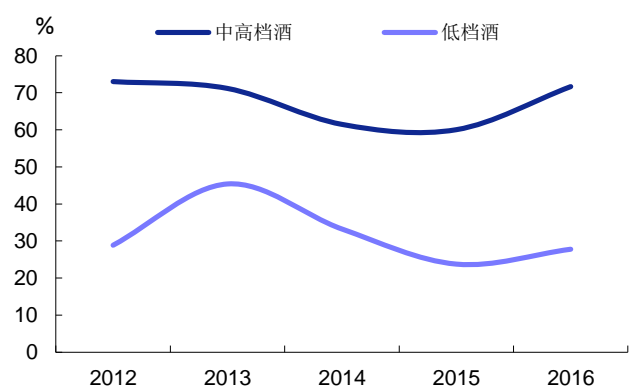
资料来源：公司网站、安信证券研究中心整理

图 15：2016 年公司中高档酒收入占比升至 85%



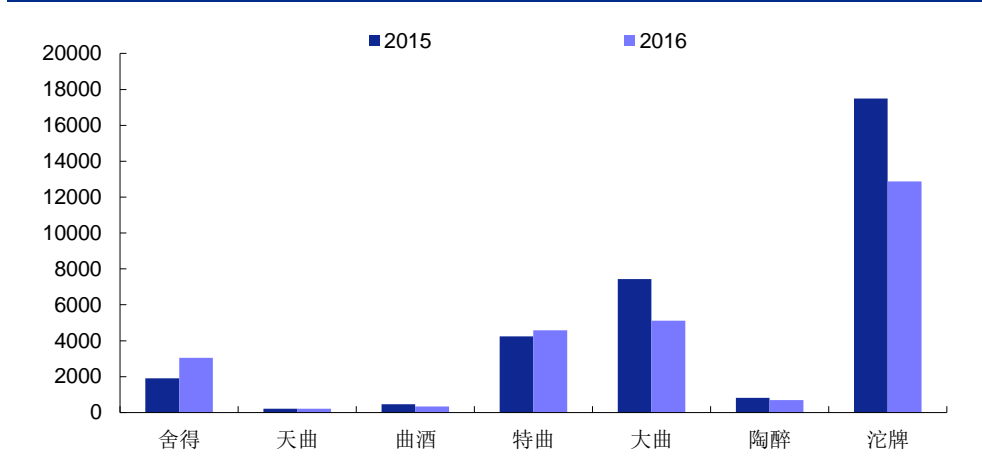
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 16：2016 年公司中高档酒毛利率 72%，同比大幅提升



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 17: 公司主要产品销量情况 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 18: 沱牌天曲、特曲和优曲三大战略新品上市



资料来源: 公司网站、安信证券研究中心

图 19: 聚焦打造舍得酒大单品, 舍得酒坊预计将逐步淡出



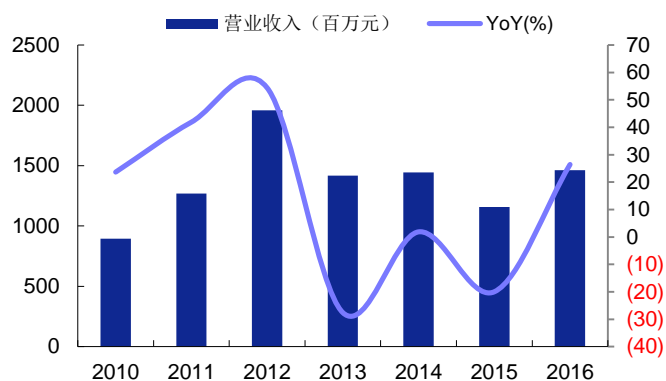
资料来源: 公司网站、安信证券研究中心

2. 预期差何在？主要存两大预期差

公司改制后经营改善明显，2016 年业绩实现快速增长，关注度提升明显，符合我们判断。全年实现营业收入 14.6 亿元，同比增长 26.4%，归属上市公司股东净利润 8020 万元，同比增长高达 1025%。其中，公司 2016 年酒类业务收入 12.4 亿元，同比增长 28.7%，其中以舍得为主的中高档酒收入 10.5 亿元，同比增长 45%，实现快速增长。舍得 2016 年销量 3056 吨，同比增长高达 61%。

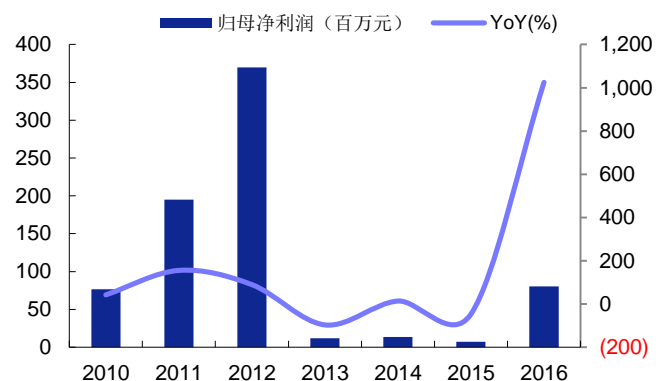
我们认为，公司业绩拐点逐步明朗，市场关注度持续提升明显，预期有所提高，但我们认为公司仍存在两大预期差。

图 20：公司 2016 年营业收入同比增长 26.4%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 21：公司 2016 年归母净利润 8020 万元，同比快速增长



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.1. 天洋集团酒业门外汉，操盘沱牌能否成功？

公司改制交割初期，市场普遍对天洋集团操盘沱牌存不少疑虑，主要集中在天洋此前无白酒经营经验、改制后初期阶段尚需理顺利益、管理层变动影响以及天洋是否长期坚持白酒主业等问题上。

通过改制后对公司及渠道的跟踪反馈，我们认为，天洋集团坚持做大做强白酒主业的决心大，改制后主要管理团队基本保持稳定，生产和销售人员均进行了优化调整，例如生产端推行了“退养”政策，针对营销及产品品牌的系列调整收获成效，并得到较高认可。具体表现在：

1、天洋集团聚焦白酒主业。天洋集团改制沱牌之初，承诺当地政府继续做好白酒主业，通过激活体制实现沱牌新发展，同时对员工安置、集团收入目标以及管理层调整等都有部分承诺和要求。改制后，公司围绕白酒主业积极进行战略调整，包括品牌梳理、产品调整以及营销改革等。近期公司发布定增预案，参与对象为大股东沱牌集团及实际控制人天洋控股，以现金方式合计认购不超 6746 万股（现总股本 20%），金额不超 18.4 亿元，募投资金将继续用于酿酒技改项目、营销体系建设项目及沱牌舍得酒体验中心项目投资。公司过去生产和营销历史欠账较多，投入不足，随着天洋资金实质性注入上市公司，新一轮加快发展可期。

2、营销及产品调整获销售团队及经销商较高认可。前面已经提及，公司改制后针对产品及渠道调整策略得当，短期效果也初步显现。公司营销中心已迁至成都，营销人员外部引进和内部提拔相结合，不拘一格选人才。大区经理层面，从外部引进行业内专业人才，内部提拔优秀营销人才，集中拓展公司优势市场。基层销售人员层面，激励明显趋于市场化，通过考核手段提升销售人员积极性，奖金等激励措施及时到位。因此，销售队伍切身感受到公司改制后对个人激励带来的变化，活力得到激发。从公司方方面面的调整策略来看，销售人员及渠道经销商的接受度高，对重点加强精细化营销、聚焦市场加快扁平化渠道建设均表示较高认可。

2.2. 次高端放量姑且成立，那中低档呢？

公司明确舍得作为次高端核心单品打造，沱牌系列积极打造天特优三大战略新品，重新定位陶醉等副品牌。2016 年公司积极开展产品线梳理，大力度清理开发技协产品，针对沱牌系列中低档酒进行重新调整，于 2016 年 11 月上市天曲优曲特曲三大沱牌系列战略新品，提升品牌形象，重新定位产品价格带，进一步精简规格数量。受此影响，2016 年公司低档酒收入 1.86 亿元，同比下降 21.8%。

公司沱牌中低档产品能否快速完成新老更替，助力公司全面快速增长，使公司全面迎来拐点，这也是市场分歧的一个重要方面。

我们认为，天特优新品成功突围取决于公司重视程度、产品定位定价、渠道政策、经销商信心以及市场需求等多方面。

第一，公司对沱牌战略新品重视程度高。公司沱牌曲酒为中国名酒，品牌知名度较高，在 2000 年前后沱牌销量就接近 14 万吨，在公司成功打造舍得品牌之后，沱牌作为公司低档酒的收入占比逐步下降。公司和同为次高端标的水井坊最大的不同就是公司拥有更全面的产品线，在次高端以下有市场接受度较好的产品，天洋入主前公司存在大量“技协”产品使用“沱牌”商标，市场“沱牌”销售总量远高于公司报表收入，这都是公司新沱牌产品可“收复”的市场。

2016 年受沱牌开发产品清理等影响，沱牌中低档酒收入占比仅 15%。天洋主导下，公司对“沱牌”保持高度重视，对沱牌产品进行重新调整，正式推出天曲、特曲、优曲三大战略新品，在产品规格缩减的同时，对价格带重新定位，整体提升至 50-150 元的大众白酒消费主流价格带上。从上市后的招商力度来看，公司对沱牌战略新品重视程度很高，目标希望打造成大众白酒领袖品牌。

第二，沱牌新品定位明晰，渠道政策提升经销商信心。改制前，公司沱牌系列产品存在规格数量多、价格带定位不清晰等问题，同时还存在大量技协及开发产品，整体毛利率水平近两年均在 30% 以下。随着重点打造“天特优”的思路成型，沱牌新品无论是品牌定位还是价格定位上均较为明晰，从天曲、特曲、优曲到大曲及柳浪春，各价格带定位明确，避免过去存在的价格带重叠等现象。沱牌新品上市以来，公司积极推动招商宣讲及品鉴活动，糖酒会期间参展规模也很大，渠道政策上公司提出经销商运营沱牌新品两年以上，后续公司可回购产品，以提升经销商运营沱牌新品的信心。在渠道利润设计上，公司沱牌新品毛利空间大，具备竞争力，加上公司在营销上针对性的投入，经销商运作沱牌新品的盈利前景较好。

第三，借助品牌力及渠道推力，积极抢占大众白酒市场份额。大众白酒市场具备千亿规模，空间大且品牌相对较为分散，同时受益于消费升级，大众白酒主流价格带也在逐步提升，品牌白酒优势会凸显。公司一方面着手推进品牌提升，例如增发募投项目含文化体验中心建设，以品牌带动销售，另一方面狼性营销文化，增强招商，打造样板市场，做好市场开拓和精细化运营，让沱牌新品快速落地。

2.3. 产品+管理，净利润率恢复加速

公司 2016 年毛利率为 64.2%，同比提升明显，主要系舍得系列恢复明显带动产品结构改善所致。费用率方面，财务费用同比下降明显，2016 年销售/管理/财务费用率分别为 21.8%/15.1%/1.4%，分别变动+1.1/+0.7/-1.6pct。公司净利率水平不断修复回升，2016 年全年净利率为 5.5%。

我们认为，公司通过改制已进入新的发展阶段，产品架构有望进一步完善，经营效率也将继续提升，产品结构改善和费用控制后续反映到净利率水平上将仍有较大提升空间。

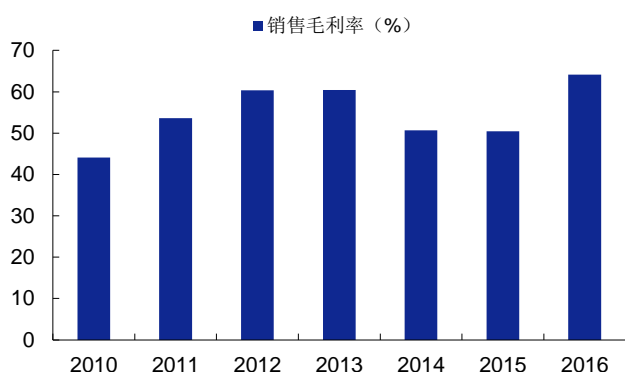
第一，产品结构将持续优化。2016 年公司中高档酒和低档酒毛利率分别为 72% 和 28%，同比分别提升 11.6 和 4.0 个百分点。受益于舍得系列快速复苏，全年中高档酒收入占比达 85%，带动白酒整体毛利率提升至 65.1%。此前产品梳理将从今年起效果逐步显现，舍得酒有望继续快速放量，1 月出厂价提升，将带来中高档酒收入规模增长和毛利率继续提升。低档酒中沱牌三大新品已经形成，价格带整体上移，对公司盈利贡献小的技协及开发产品一律停止，

整体低档酒毛利率水平也将有显著提升。

第二，优化生产及聚焦策略将带来经营效率提升。生产方面，公司优质基酒存量较大，未来将优化基酒生产，不一味扩充基酒产量。同时，募投技改项目将实现灌装环节自动化，生产成本将有效控制。费用投入方面，公司持续加强营销建设，销售费用投入预计将有所增长，但公司提出聚焦策略、加强费用控制审核也将起到作用，随着公司收入规模快速增长，规模效应之下费用率后续将呈现稳中有降的趋势。财务费用方面，2016年末公司短期借款8.4亿元，财务费用2097万元，财务费用率为1.43%，后续亦有望逐步下降。

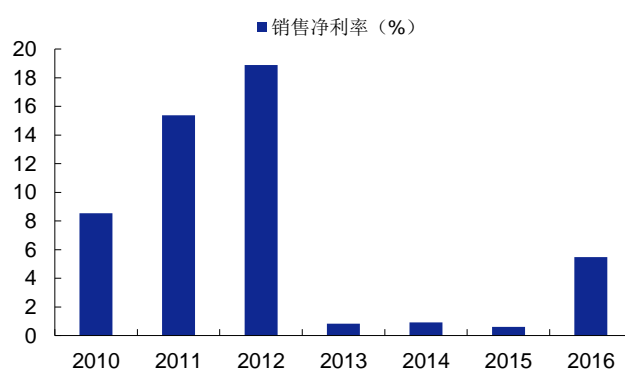
第三，所得税率影响将持续降低。公司从2013年起，整体所得税率快速提升，2015年所达78.2%，2016年下降至56.3%，总体仍处较高水平。主要原因在于未确认递延所得税资产带来的影响，这一块主要由过去部分子公司亏损等引起。我们判断，随着公司后续经营持续改善，所得税率将逐步回归到行业正常水平。

图 22：公司 2016 年毛利率为 64.2%，同比提升较快



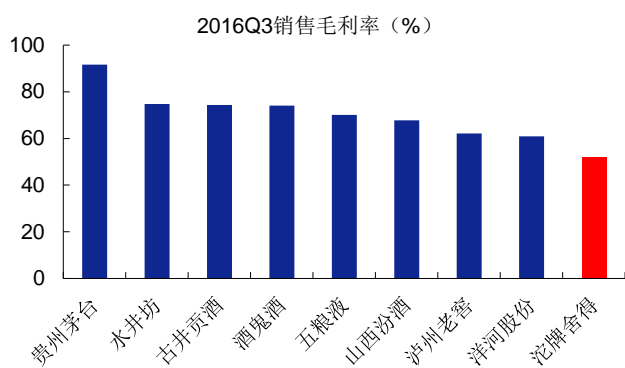
资料来源：公司公告

图 23：公司 2016 年净利率为 5.5%，仍有较大提升



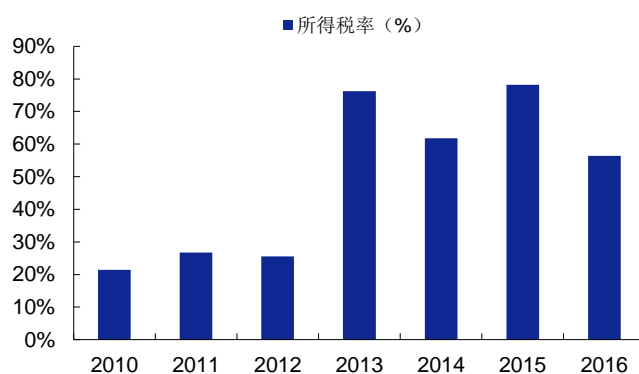
资料来源：公司公告

图 24：公司整体毛利率水平有较大提升空间



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 25：公司目前所得税率偏高，后续存较大下降空间



资料来源：Wind、安信证券研究中心

3. 2017 继续“以快抢机遇”，高目标显狼性

3.1. 天洋企业狼性文化基因

根据年报公告，公司 2017 年目标主营业务收入 22 亿元，其中药业收入 2 亿元左右，酒业收入 20 亿。按此计划，公司 2017 年白酒收入增长目标超 60%。高目标表明公司发力白酒主业信心，亦体现天洋企业文化中的狼性基因，这和过去沱牌国企文化截然不同。

据糖酒快讯报道，年初公司营销工作会议上，公司明确 2017 年将坚持“优化生产、颠覆营销”战略方针，将精细化营销工作生根落地。公司彻底停止困扰品牌定位的技协产品、定制产品生产，今年还将分批停止区域产品销售，要坚定不移将沱牌舍得打造成一流品牌。产品梳理

短期对收入规模有所影响，但对品牌长期发展则大有裨益，体现出公司在品牌策略上的正确性和强执行力。此外，全国范围打造一流销售团队、加强费用投放审核、建立督查机制等方面，均体现了天洋企业力求积极快速、狼性进取的经营文化。

3.2. 方向正确，执行力增强

我们认为，公司对品牌定位、产品发展及营销等方面的经营方向正确，配合执行力提升，公司经营将呈现出与过去完全不同的发展态势。品牌定位上明确清晰，舍得目前打造成一流次高端单品，沱牌打造成大众名酒领导品牌；产品发展上明确打造大单品，价格带重新定位，未来即重点打造舍得大单品及沱牌三大战略新品，针对吞之乎和沱牌陶醉品牌试点新模式、进行重新调整和培育，停止技协开发产品；营销上强化精细化营销，符合目前整个白酒行业大趋势，同时避免铺面过广，继续聚焦在核心市场做深做大，从营销人员考核到经销商开发，精细化和扁平化落到实处。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 未来有望实现 40 亿收入体量，对应 8 亿以上净利润

按照公司品牌和市场基础，我们认为在本轮白酒景气度正常情况下，公司销售规模瓶颈或在 40 亿元，公司稳态净利率有望达到 20% 一线，在 20%-25% 之间属于正常水平（次高端的平均水平），对应净利润规模在 8-10 亿区间，如果稳定估值给予 20-25 倍市盈率，则目标市值空间巨大（基于白酒景气度正常情况下的测算）。

表 7：公司白酒业务分区域销售收入预测（单位：百万元）

各区域销售收入	2015A	2016A	2017E	2018E	中长期预测
京津冀	159.1	198.4	327.4	474.8	600
川渝	145.7	149.9	224.8	314.8	400
东北	73.9	127.2	203.5	284.9	400
成都	38.3	117.8	176.7	212.0	200
山东	110.3	119.0	190.3	285.5	500
河南	68.3	112.9	169.4	245.6	400
西北	112.6	104.7	146.6	205.2	300
直销	44.1	83.8	150.9	241.4	300
华东	99.6	83.5	108.6	141.2	200
郑州	46.1	61.2	85.7	111.4	200
华中	44.2	52.0	67.6	87.9	200
华南	16.8	23.0	30.0	38.9	100
线上	2.2	2.7	5.3	10.7	100
其他		0.4	1.7	2.1	100
合计	961.2	1,236.5	1,888.5	2,656.4	4,000.00

资料来源：公司公告、安信证券研究中心预测

4.2. 投资建议：次高端白酒核心标的，目标价 33.9 元

我们认为公司是近年来稀缺的改制彻底的白酒标的，改制带来公司全方位改善，通过聚焦产品和核心市场，强化精细化营销等举措驱动业绩增长，业绩拐点明确，公司在天洋操盘白酒能否成功、沱牌“天特优”战略新品能够快速成功两方面仍存在预期差。

后续定增完成将巩固股东控制力，增强远期资本运作潜力，同时和资本市场利益一致有助于增强业绩释放，看好公司中期业绩弹性。

我们预计公司 2017-19 年分别实现营业收入为 21.6/29.7/40.4 亿元，分别同比增长 47.6%/37.5%/36.2%；实现归属母公司净利润分别为 2.3/4.6/8.1 亿元，分别同比增长

183.4%/101.8%/76.8%。

假设定增发股本 6746 万股，预计公司 2017-19 年摊薄后 EPS 分别为 0.56/1.13/2.00 元，给予公司买入-A 评级和 6 个月目标价 33.9 元，对应 2018 年 PE 为 30 倍，中线坚定看好。

5. 催化剂的判断

5.1. 大股东增持的增发进度

证监会发布再融资新规后，公司披露了调整后的定增方案，参与对象为大股东沱牌集团及实际控制人天洋控股，拟以现金认购全部增发股份，本次增发主要达成直接股东和实际控制人加强对公司股权控制的目的，也彰显主业发展信心。后续定增完成后，将极大增强公司资金实力、市场投入能力，同时大股东增持完成后，同资本市场利益更加一致，后续业绩释放意愿和动力预计将得以大幅提升。

5.2. 中低档酒更替完成，开始实现增长

从 2016 年报来看，公司次高端放量逻辑得到体现，但是由于公司产品策略调整——打造新的价格定位更清晰的大单品，摆脱技协产品众多 SKU 泛滥、渠道价格混乱积重难返等问题，公司 2016 年中低档产品下滑明显，2016 年 4 季度后期推出沱牌“天特优”三款战略产品，目前沱牌新老产品处于更替状态，经销商也处在开拓之中，经销商运作新品表现需跟踪观察。后续中低档酒实现良好更替，我们预计二三季度开始实现增长，将会带动市场认知巨大转变。

6. 风险提示

次高端白酒竞争加剧；增发进度具有不确定性从而影响预期；新品销售不达预期拖累报表。

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@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

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