



联讯证券

2017年11月21日

买入(首次评级)

当前价: 46.73 元
目标价: 56 元

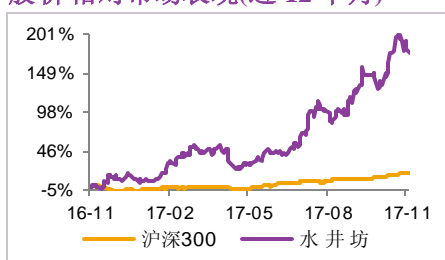
分析师: 石山虎

执业编号: S0300517060001
电话: 021-51782237
邮箱: shishanhu@lxsec.com

研究助理: 刘宸倩

电话: 021-51782335
邮箱: liuchengqian@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

| 百万元 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 1,176 | 2,072 | 3,215 | 4,488 |
| (+/-) | 37.6% | 76.1% | 55.2% | 39.6% |
| 归母净利润 | 225 | 395 | 699 | 1,049 |
| (+/-) | 155.5 | 75.9% | 76.8% | 50.1% |
| EPS(元) | 0.46 | 0.81 | 1.43 | 2.15 |
| P/E | 102.1 | 58.09 | 32.86 | 21.89 |

资料来源: 联讯证券研究院

《【联讯食品饮料公司点评】水井坊: 中报收入超预期, 期待未来业绩弹性》
2017-07-28

水井坊(600779.SH)

【联讯食品饮料公司深度】水井坊(600779.SH): 打造核心大单品, 渠道变革助力高增长

投资要点

◇ 行业分析: 消费升级带动白酒行业复苏, 次高端空间广阔

本轮白酒复苏主要由于个人可支配收入增加和消费理念提升, 整体行业集中度提高。随着茅台、五粮液等一线白酒多次提价, 300-500元白酒性价比凸显。居民消费能力提升和中低端需求上移, 我们预计2020年次高端白酒规模约为600亿。此外, 次高端龙头集中度较低, 具有品牌力、产品力和渠道优势的公司将持续受益。

◇ 公司分析: 水井坊竞争优势明显, 未来业绩弹性大

1) 品牌: 水井坊前身为全兴大曲, 享有“中国白酒第一坊”的美誉, 多次荣获中国名酒称号, 具有较强品牌力。**2) 产品:** 公司打造核心大单品臻酿八号和井台装, 定位300-500元次高端价位带, 产品渠道利润丰厚, 未来将推动业绩高速增长。17年公司打造新典藏系列, 有助于提升公司品牌力。**3) 销售模式+渠道变革:** 水井坊拓展新型销售模式, 形成新总代和老总代并行。新总代模式加强了渠道价格管控力度, 保障经销商和终端门店管理力度。同时, 公司推出“5+5”核心区域战略, 助力全国化发展。**4) 管理层+销售激励:** 2015年开始, 公司管理团队为中国中国管理团队具有丰富的消费品管理经验。2016年, 发布递延奖金和虚拟股权制度, 有效调动管理层积极性。

◇ 盈利预测与估值: 目标价格“56元/股”, 投资评级“买入”

假设:

- 1) 臻酿八号 17-19年销量增速分别为59%、48%和35%, 营收增速分别为60%、51%和36%; 井台装 17-19年销量增速分别为55%、45%和35%, 营收增速分别为61%、49%和37%。
- 2) 17-19年销售费率分别为22.9%、24.5%和22.9%; 17-19年管理费率分别为11.8%、10.1%和9.5%。

受益于两大核心单品放量, 公司渠道和核心门店的快速扩张, 以及经营效率提升。我们预计17-19年营业收入分别为20.7/32.2/44.9亿元, 同比增速为76.1%/55.2%/39.6%; 归母净利润分别为4.0/7.0/10.5亿元, 同比增速为75.9%、76.8%和50.1%; 17-19年EPS分别为0.81/1.43/2.15元/股, 对应PE分别为58/33/22X。2019年PE26X对应目标价56元, 首次覆盖给予“买入”评级。

◇ 风险提示

新市场开拓不及预期, 高端产品增长低于预期



投资案件

投资评级与估值

受益于两大核心单品放量，公司渠道和核心门店的快速扩张，以及经营效率提升。我们预计 17-19 年营业收入分别为 20.7/32.2/44.9 亿元，同比增速为 76.1%/55.2%/39.6%；归母净利润分别为 4.0/7.0/10.5 亿元，同比增速为 75.9%、76.8%和 50.1%；17-19 年 EPS 分别为 0.81/1.43/2.15 元/股，对应 PE 分别为 58/33/22X。2019 年 PE26X 对应目标价 56 元，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

1) 臻酿八号 17-19 年销量增速分别为 59%、48%和 35%，营收增速分别为 60%、51%和 36%；井台装 17-19 年销量增速分别为 55%、45%和 35%，营收增速分别为 61%、49%和 37%。

2) 17-19 年销售费率分别为 22.9%、24.5%和 22.9%；17-19 年管理费率分别为 11.8%、10.1%和 9.5%。

有别于大众认识

市场可能认为水井坊核心大单品的高增长缺少可持续性。我们认为：

- (1) 臻酿八号目前在五大核心市场的铺货率较低，未来渠道空间大；
- (2) 核心市场终端销售旺盛，经销商拿货意愿强烈；二级市场消费者基础好，有望接力核心市场。

股市表现的催化剂

高端白酒价格上行带动次高端扩容；核心大单品放量超预期

核心假设风险

- (1) 新市场开拓不及预期
- (2) 高端产品增长低于预期



目 录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、水井坊：中国白酒第一坊，历史悠久 | 5 |
| (一) 公司简介及历史沿革 | 5 |
| (二) 公司历史财务情况 | 6 |
| 二、民间消费带动白酒行业复苏，次高端空间广阔 | 7 |
| (一) 民间消费带动行业复苏，行业集中度不断提升 | 7 |
| (二) 高端白酒价格上涨，次高端空间广阔 | 8 |
| (三) 2020 年次高端规模有望达到 600 亿元 | 10 |
| 三、公司竞争优势明显，未来增长潜力大 | 11 |
| (一) “中国第一坊” 品牌力强 | 11 |
| (二) 产品线精准简约，聚焦核心大单品 | 12 |
| (三) 管理团队经验丰富，内部激励机制到位 | 13 |
| (四) 拓展新总代模式，聚焦“5+5”核心市场 | 15 |
| 四、盈利预测与估值 | 17 |
| 五、风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1：水井坊的历史沿革 | 5 |
| 图表 2：水井坊股权结构 | 5 |
| 图表 3：2012-2017Q3 营业总收入及综合毛利率 | 6 |
| 图表 4：2012-2017Q3 归母净利润及净利率 | 6 |
| 图表 5：2012-2016 年公司业务占比 | 6 |
| 图表 6：2012-2016 年中高档酒收入及毛利率 | 6 |
| 图表 7：白酒行业产量及增速 | 7 |
| 图表 8：白酒行业销售额及增速 | 7 |
| 图表 9：白酒行业利润总额及增速 | 7 |
| 图表 10：飞天茅台和普五终端价格走势 | 7 |
| 图表 11：白酒上市公司收入占比 | 8 |
| 图表 12：白酒三大龙头市占率情况 | 8 |
| 图表 13：四川省白酒扶持政策 | 8 |
| 图表 14：16 年初以来高端白酒价格调整政策 | 9 |
| 图表 15：16 年初以次高端白酒价格调整政策 | 9 |
| 图表 16：次高端白酒市占率情况 | 10 |
| 图表 17：细分白酒市场规模预测 | 10 |
| 图表 18：BCG 中国财富报告 | 10 |
| 图表 19：全兴大曲多次获得“中国名酒”称号 | 11 |
| 图表 20：水井坊所获六大荣誉 | 11 |



| | |
|--|----|
| 图表 21: 水井坊 600 年遗址..... | 11 |
| 图表 22: 水井坊博物馆..... | 11 |
| 图表 23: 公司产品带及其收入占比..... | 12 |
| 图表 24: 臻酿八号主要竞争对手..... | 12 |
| 图表 25: 水井坊臻酿八号..... | 13 |
| 图表 26: 水井坊井台装..... | 13 |
| 图表 27: 臻酿八号收入及增速..... | 13 |
| 图表 28: 井台装收入及增速..... | 13 |
| 图表 29: 水井坊历任总经理情况..... | 14 |
| 图表 30: 范总的经营理念..... | 14 |
| 图表 31: 公司 2016-2018 年业绩考核目标..... | 14 |
| 图表 32: 递延奖金计算方式..... | 14 |
| 图表 33: 新总代模式与传统总代和扁平化分销模式对比..... | 15 |
| 图表 34: 水井坊与竞品的渠道模式对比..... | 15 |
| 图表 35: 2016 年水井坊核心市场收入 (亿元)..... | 16 |
| 图表 36: 水井坊销售人员数量回升..... | 16 |
| 图表 37: 可比公司估值 (截止 2017 年 11 月 15 日)..... | 17 |
| 图表 38: 水井坊 PE-Band..... | 18 |
| 图表 39: 水井坊 PB-Band..... | 18 |
| 附录: 公司财务预测表 (百万元)..... | 19 |



一、水井坊：中国白酒第一坊，历史悠久

（一）公司简介及历史沿革

水井坊成立于 1997 年，前身是全兴股份有限公司，作为全国老八大名酒之一，同五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒、沱牌曲酒并列“川酒六朵金花”。1999 年，随着水井坊 600 年遗址被发现，水井坊获得“中国白酒第一坊”的美誉。公司定位中高端白酒市场，核心产品主要由水井坊典藏、水井坊井台装和水井坊臻酿八号。

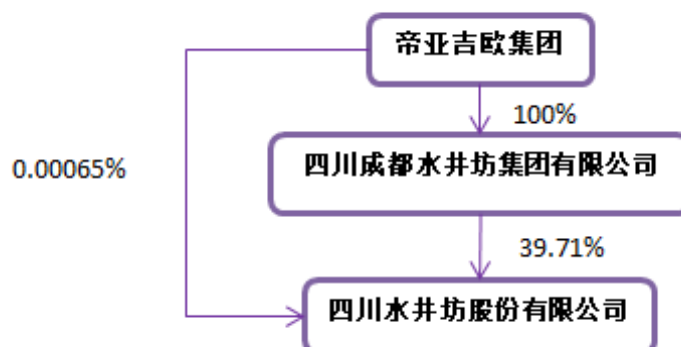
纵观水井坊的发展历史，其经历了从国营到国有、国有到民营、民营到合资、最后成为外资控股的转换。2000 年上市之初，水井坊定位超高端市场，一度与茅台、五粮液和国窖 1573 等成为一线白酒品牌。2007 年，全球烈酒巨头帝亚吉欧收购全兴集团 43% 的股份，2013 年实现水井坊集团 100% 控股，间接持有水井坊 39.71% 的股份。水井坊成为中国唯一一家外资控股的白酒上市公司。

图表 1：水井坊的历史沿革

| 时间 | 事件 |
|------|-------------------------------------|
| 1997 | 水井坊股份有限公司成立，开发高端“水井坊”产品 |
| 1999 | 原上市公司四川制药股份有限公司更名全兴股份有限公司，主营白酒和制药 |
| 2002 | 开始国营体制改革，管理层及员工持股 |
| 2004 | 公司剥离制药业务，专注于白酒业务 |
| 2007 | 帝亚吉欧收购全兴集团 43% 股份 |
| 2011 | 帝亚吉欧取得水井坊控制权 |
| 2013 | 帝亚吉欧 100% 控股水井坊集团，由于行业遇冷，公司业绩大幅下滑 |
| 2016 | 总经理范福祥上任，推行新总代渠道模式、核心门店及“5+5”核心区域战略 |

资料来源：公司公告，联讯证券

图表 2：水井坊股权结构



资料来源：公司公告，联讯证券



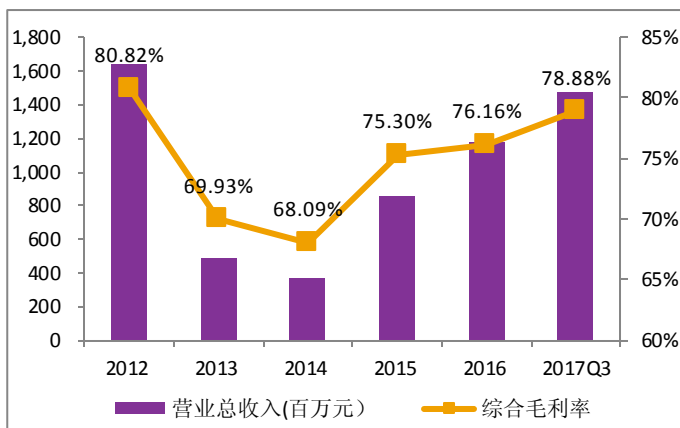
(二) 公司历史财务情况

2017年前三季度，公司营业收入 14.71 亿元，同比增长 78.88%；归母净利润 2.43 亿元，同比增长 63.22%；扣非后净利润 2.48 亿元，同比增长 71.89%。

白酒行业自 2012 年下半年开始进入深度调整期，公司业绩出现下滑，2012 年至 2014 年营业收入从 16.36 亿元降至 3.65 亿元。2015 年，随着白酒行业稳步复苏及管理层改革，公司业绩稳步回升。2016 年，公司营业总收入 11.76 亿元，同比增长 37.61%；归母净利润 2.25 亿元，同比增长 155.52%。

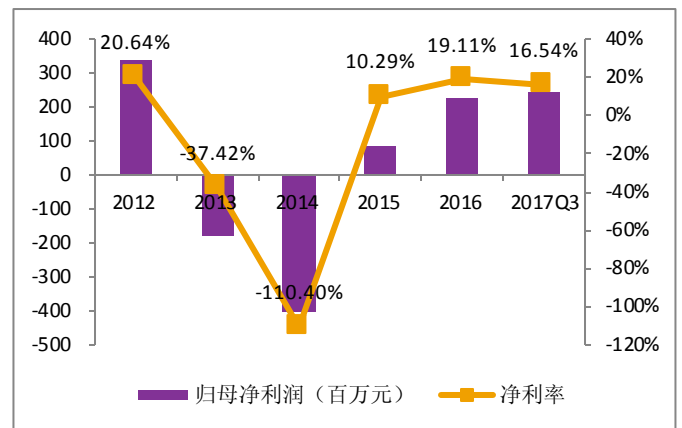
2013 年之前，公司坚持高端战略，核心产品终端价格在 600-700 元，毛利率保持 80%左右。随着 2013 年的市场调整，高端白酒价格带下行，公司销量出现断崖式下降。2013 年底公司推出臻酿八号，整体价位带下移，性价比提升，盈利能力也逐步提升。

图表3: 2012-2017Q3 营业总收入及综合毛利率



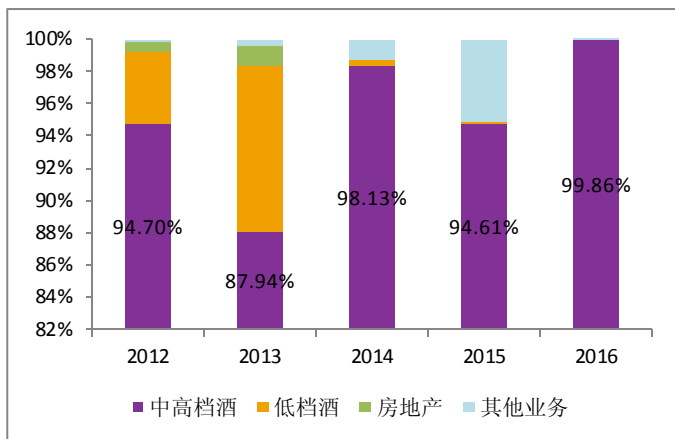
资料来源: Wind, 联讯证券

图表4: 2012-2017Q3 归母净利润及净利率



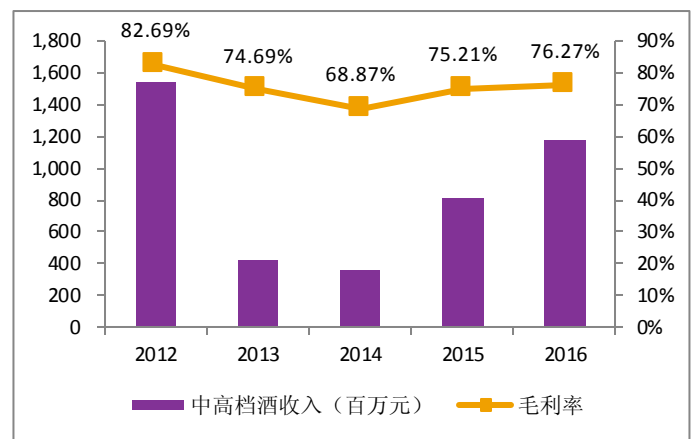
资料来源: Wind, 联讯证券

图表5: 2012-2016 年公司业务占比



资料来源: Wind, 联讯证券

图表6: 2012-2016 年中高档酒收入及毛利率



资料来源: Wind, 联讯证券

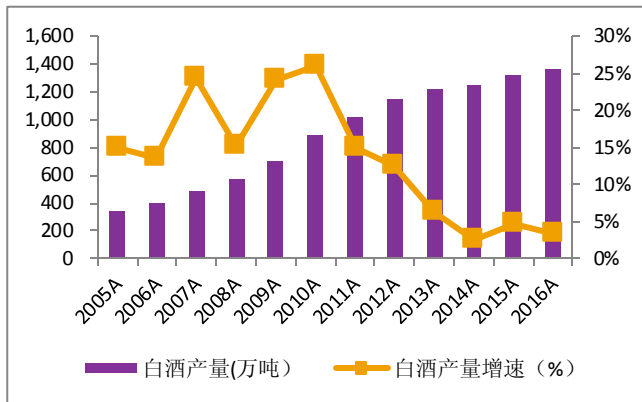


二、民间消费带动白酒行业复苏，次高端空间广阔

(一) 民间消费带动行业复苏，行业集中度不断提升

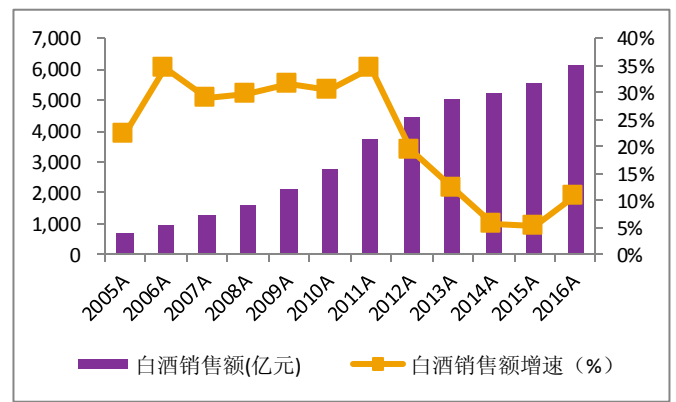
白酒行业有特殊的行业属性，毛利率高，税收负担重，受政策影响深。另外，白酒属于消费品，其景气程度受人均可支配收入影响也很大。2013年，白酒的消费环境发生巨大变化。随着限制“三公消费”，酒驾入刑等政策的出台，白酒告别了黄金十年，进入了行业低谷期。白酒公司的产量、收入、利润和产品价格方面都有大幅下降。2015年开始，商务消费和个人消费占主导，转向理性消费，行业开始弱复苏。

图表7：白酒行业产量及增速



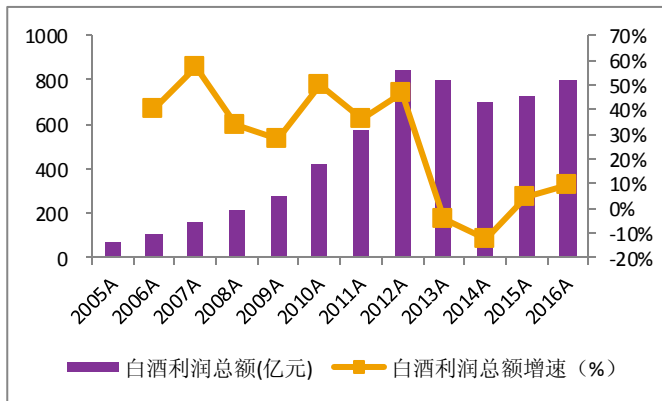
资料来源: Wind, 联讯证券

图表8：白酒行业销售额及增速



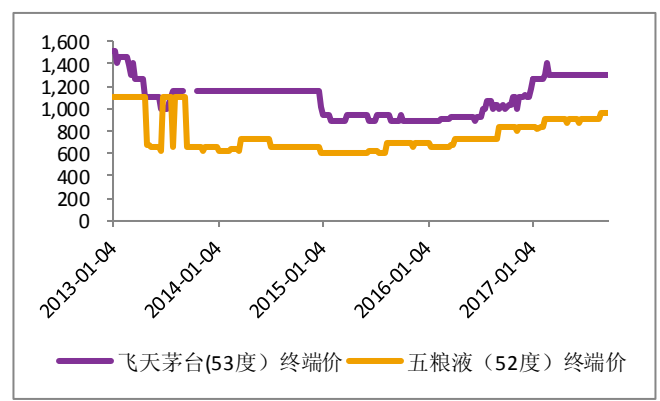
资料来源: Wind, 联讯证券

图表9：白酒行业利润总额及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表10：飞天茅台和普五终端价格走势

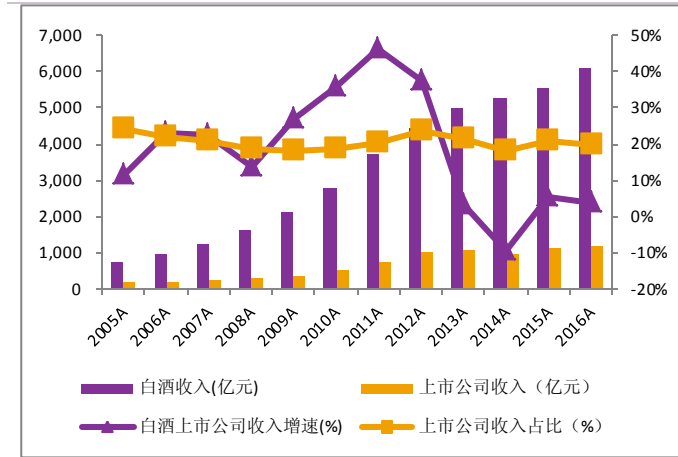


资料来源: 京东商城, 联讯证券

白酒行业经过两年多的深度调整，目前消费者已经逐步回归理性，主要的消费也有政务变成民间和商务消费。然而，白酒行业仍然存在严重的产能过剩问题。随着行业竞争日益加剧，大企业不断对小企业实行并购，经营能力较低的小型白酒企业将被淘汰。2016年，白酒上市公司收入占比为19.6%，其中前三家龙头的市占率为13.4%。我们预测，未来行业集中度有望继续提升。

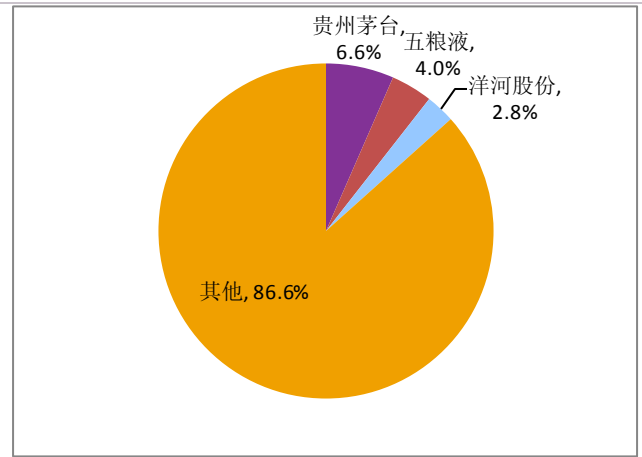


图表11: 白酒上市公司收入占比



资料来源: Wind, 联讯证券

图表12: 白酒三大龙头市占率情况



资料来源: Wind, 联讯证券

川酒板块复苏明显，政府支持力度大。2016年四川省白酒年产量403万千升，产量位列全国第一。2016年以来，以五粮液、泸州老窖和郎酒为代表的川酒企业整体表现良好。四川省政府也不断发布文件，扶持省内白酒企业。根据《关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的指导意见》，到2020年打造收入超千亿企业1户（五粮液）、超300亿企业1户（泸州老窖）、超200亿企业1户、超100亿企业1户、超50亿企业2户（水井坊、沱牌舍得）。

图表13: 四川省白酒扶持政策

| 时间 | 政策 |
|----------|--|
| 2012年10月 | 《四川省“十二五”白酒产业发展规划》，打造五粮液1个千亿企业（五粮液股份公司贡献600亿元），以剑南春、沱牌、水井坊、丰谷为主导，打造成德绵遂白酒千亿产业带。 |
| 2015年5月 | 《关于促进白酒产业转型升级健康发展指导意见》，首次从省级政府层面对白酒产业的发展提出支持。到2017年末，力争规模以上白酒企业实现收入2500亿元，比2013年增长40%。 |
| 2017年初 | 省委经济工作会议明确提出，把食品饮料产业打造成万亿产业。到2020年，食品饮料销售收入达到1.2万亿元，其中白酒行业超过3000亿元。 |
| 2017年5月 | 《泸州市“十三五”酒业发展规划》，提出泸州老窖和郎酒集团全国市占率达到20%左右，同时全力组建泸州第三大酒业集团（中小企业整合并购）。 |
| 2017年9月 | 《关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的指导意见》提出，到2020年，规模以上白酒企业收入达到3500亿元，在全国的比重稳定在30%以上；收入、利润占全国的比重提高到40%左右。培育收入超过千亿元企业1户（五粮液）、超300亿元企业1户（泸州老窖）、超200亿元企业1户、超100亿元企业1户、超50亿元企业2户（水井坊、沱牌舍得）、超10亿元企业10户。 |

资料来源: 公开资料, 联讯证券

（二）高端白酒价格上涨，次高端空间广阔

消费升级带动高端白酒价格上涨。从2005年开始，我国居民人均可支配收入逐年提升，增长率基本能够保持在10%以上。2016年以来，消费升级带动高端白酒价格不断上涨。飞天茅台一批价从850元/瓶上涨至1300元/瓶，终端价格从870元/瓶上涨至1400元以上，普通五粮液和国窖1573出厂价多次上调。



图表14: 16年初以来高端白酒价格调整政策

| 高端白酒 | 时间 | 政策 |
|--------|-----------|---|
| 飞天茅台 | 2016年1月至今 | 出厂价保持819元,一批价格从850元/瓶上涨到1300元,零售价从870元/瓶上涨到1400元,最新零售价是1500元 |
| 普五 | 2016年3月 | 普五出厂价从659元/瓶提高到679元/瓶,取消30元补贴 |
| | 2016年8月 | 普五出厂价从679元提高到739元,零售价为829元 |
| | 2017年2月 | 普五终端价格为899元 |
| | 2017年2月至今 | 五粮液计划内出厂价为739元,计划外为809元 |
| 国窖1573 | 2016年5月 | 对1573系列超高端产品“中国品味”进行提价,涨价幅度为15%左右 |
| | 2016年10月 | 国窖1573经典装计划内配额结算价保持不变,计划外配额价格660元/瓶,计划内结算价加收20元保证金 |
| | 2016年12月 | 国窖四川片区经销商会上提到,国窖经典装统一将经销商打款价调整到700元,其中包含40元/瓶保证金,计划外配额调整到740元 |
| | 2017年2月至今 | 国窖计划内出厂价是740元,计划外价格是810元 |

资料来源:公司公告,调研数据,联讯证券

高端白酒提价后,次高端白酒实现量价齐升。13-15年受到限三公消费的影响,一线白酒一批价和终端价下跌,次高端空间被压缩,收入占比从12年8%降到近3%。随着高端白酒再次提价,次高端性价比凸显。目前,次高端酒企跟随一线白酒提价,终端消费也普遍高于预期,实现量价齐升。目前,次高端行业集中度较低,只有剑南春的市占率较高为23%左右。消费升级下,具有品牌力、产品力和渠道优势的公司将持续受益,行业集中度有望继续提升。

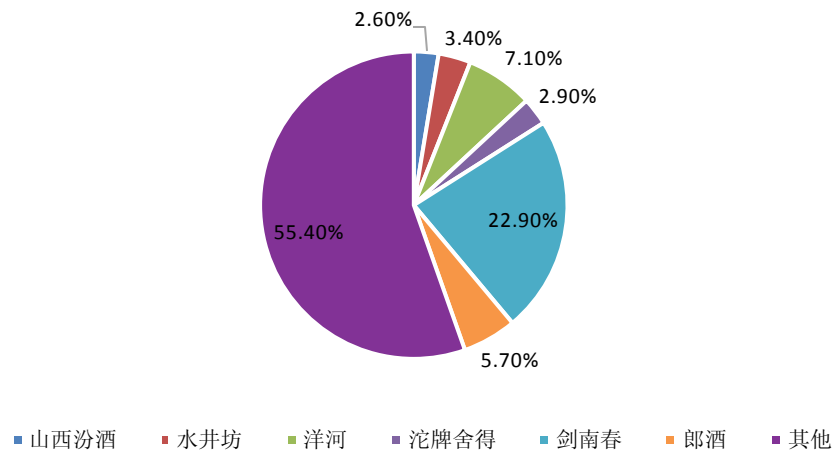
图表15: 16年初以次高端白酒价格调整政策

| 次高端 | 时间 | 政策 |
|---------|------------|---|
| 红花郎全线产品 | 2016年1月1日起 | “九赠一”和模糊返利、认购返利都取消,单瓶出厂价从252元涨到280元,加上返利政策的取消,涨幅大概15% |
| 剑南春 | 2016年春节 | 水晶剑南春和东方红将其出厂价分别上调40元和60元 |
| 洋河股份 | 2015年 | 海之蓝、天之蓝出厂价分别上调3、5元 |
| | 2016年2月7日 | 海之蓝、天之蓝的出厂价分别上调2元、4元 |
| | 2017Q1 | 洋河海、天、梦3、梦6、梦9分别上调3、5、10、20、30元 |
| | 2017年7月 | 海之蓝上涨10元/瓶、天之蓝上涨20元/瓶 |
| 山西汾酒 | 2016年4月2日起 | 青花20年的发票执行价格每瓶上涨10元 |
| | 2017年5月 | 汾酒青花20年出厂价每瓶上涨20元,并对青花30年进行产品升级,升级后与原产品价格区隔 |
| 水井坊 | 2016年11月 | 终端零售价方面,臻酿八号价格每瓶上涨10元,而井台相对高一些 |
| | 2017年7月 | 典藏、井台和臻酿八号出厂价每瓶分别上涨15、10、10,八月下旬之前执行 |
| 沱牌舍得 | 2017年1月 | 舍得酒全渠道提价20元 |

资料来源:公司公告,调研数据,联讯证券



图表16: 次高端白酒市占率情况



资料来源:公司公告, 联讯证券

(三) 2020 年次高端规模有望达到 600 亿元

根据我们的测算, 300-600 元次高端价格带白酒当前销量在 3.2 万吨, 销售额为 266 亿元左右。目前, 白酒行业的消费结构为: 高端市场较大, 次高端市场较小, 中低端极大。600 元以上高端白酒需求将会持续增加, 但是由于高端白酒的生产工艺及产能限制, 产量的增速相对稳定, 将出现供不应求的局面。此外, 因而会产生一部分的转移需求, 我们估计未来将有 5% 的需求会转向次高端酒消费, 对应约 30 亿元的市场空间。300 元以下的市场空间有 5200 亿元, 其中 100-300 元的中高端以及中低端市场规模近千亿元, 如果未来有 5% 的消费者实现消费升级, 可以给次高端白酒带来至少 260 亿的需求增量。我们预计 2020 年, 次高端白酒市场空间约为 600 亿元左右。

此外, 根据波士顿咨询数据, 至 2020 年, 我国富裕人群和上层中产阶级增速最快, 消费升级将推动整体白酒价位带上行, 次高端市场有望受益。

图表17: 细分白酒市场规模预测

| 档次 | 企业 | 产品 | 价格带 | 酒价(万) | 2018 销量预测(万吨) | 规模(亿) |
|-----|---------------|-------------------|---------|-------|---------------|-------|
| 高端 | 贵州茅台、五粮液等 | 茅台、五粮液等 | >600 | 160 | 4 | 640 |
| 次高端 | 剑南春、水井坊、洋河股份等 | 臻酿八号、梦 3、水晶剑南、井台庄 | 300-600 | 70 | 3.8 | 266 |
| 中高端 | 古井贡酒、口子窖等 | 口子窖、洋河天之蓝海之蓝 | 100-300 | 4 | 1300 | 5200 |
| 中低端 | 顺鑫农业、金种子酒等 | 二锅头、枝江大曲 | <100 | | | |

资料来源: 联讯证券

图表18: BCG 中国财富报告

| 分类 | 定义 | 2010 | 2015 | 2020E | 未来五年复合增速 |
|-----------|------------------------|------|------|-------|----------|
| 富裕人群 | 家庭月可支配收入 24000 元以上 | 1% | 18% | 29% | 16.90% |
| 上层中产阶层 | 家庭月可支配收入 12500-24000 元 | 6% | 14% | 23% | 12.30% |
| 中产阶层 | 家庭月均可支配收入 8300-12500 元 | 14% | 20% | 24% | 5.80% |
| 新兴中产阶层 | 家庭月均可支配收入 5200-8300 元 | 26% | 28% | 25% | 0.40% |
| 准中产与低收入阶层 | 家庭月均可支配收入 5200 元以下 | 53% | 34% | 22% | -6.20% |

资料来源: BCG, 联讯证券



三、公司竞争优势明显，未来增长潜力大

(一) “中国第一坊” 品牌力强

水井坊作为“中国白酒第一坊”，不仅历史优势，还有较强的品牌力。公司的前身为全兴大曲，其在二十世纪六十年代已经跻身我国“八大名酒”之列，多次荣获国家质量金奖和中国名酒称号。2002年，水井坊成为首家获得“中国历史文化名酒”称号的品牌。2007年，“水井坊”注册商标成为“中国驰名商标”。

图表19: 全兴大曲多次获得“中国名酒”称号

| 届数 | 时间 | 地点 | 结果 |
|-----|------|----|--|
| 第一届 | 1952 | 北京 | 共评出四大名酒，白酒有：茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒 |
| 第二届 | 1963 | 北京 | 汾酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、董酒。 |
| 第三届 | 1979 | 大连 | 共评出八种名酒：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。 |
| 第四届 | 1984 | 太原 | 共评出十三种名酒：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。 |
| 第五届 | 1989 | 合肥 | 十七种名酒：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：公司资料，联讯证券

图表20: 水井坊所获六大荣誉

| 荣誉 | 事件 |
|------|---------------------------------|
| 价值勋章 | 水井坊遗址被国务院列为“全国重点文物保护单位” |
| 品质勋章 | 水井坊酒成为中国第一个获得“原产地域保护”的浓香型白酒 |
| 文化勋章 | 水井坊酒被中国食品工业协会授予“中国历史文化名酒”001号 |
| 文明勋章 | 水井坊酒坊遗址被国家文物局授予“1999年全国十大考古新发现” |
| 历史勋章 | 水井坊遗址被评为吉尼斯之最“世界最古老的酿酒作坊” |
| 艺术勋章 | 水井坊荣获国际包装艺术最高奖-莫比金奖及全场大奖 |

资料来源：联讯证券

图表21: 水井坊 600 年遗址



资料来源：公司资料，联讯证券

图表22: 水井坊博物馆



资料来源：公司资料，联讯证券



(二) 产品线精准简约，聚焦核心大单品

行业调整期间，公司对产品结构进行调整，**聚焦三大核心单品**。超高端、高端价格为 600 元以上，核心单品有元、明、清系列、青翠和典藏系列。次高端价位在 300-600 元，核心单品为臻酿八号、井台装。中高端价位在 150-300 元，核心品牌为小水井、水井坊 52 度。低端价位在 150 以下，核心单品为天号陈。公司依据集中战略，逐渐从多产品线集中到次高端的大单品的打造。2016 年，臻酿八号和井台装收入占比超过 80%。

图表23：公司产品带及其收入占比

| 定位 | 系列 | 终端价 | 占营收比重 |
|-----|--------------|------------------------------|-----------|
| 超高端 | 元明清 | 元：65999/瓶，明 25999/瓶，清 2500/瓶 | |
| 高端 | 典藏、青翠 | 典藏 630 元/瓶、青翠 800/瓶 | |
| 次高端 | 臻酿八号、井台 | 臻酿 350 元/瓶、井台 450/瓶 | 约 80%-90% |
| 中高端 | 小水井、水井坊 52 度 | 小水井 190/瓶、水井坊 52 度 180/瓶 | <1% |
| 低端 | 天号陈 | 天号陈 39/瓶 | <1% |

资料来源：公司资料，联讯证券

臻酿八号：定位次高端，空间巨大。2013 年末，臻酿八号一经推出便呈现爆发式增长，约占公司收入的 50%-55。臻酿八号的快速增长主要以下几方面：（1）填补公司在该价位段的空白以及从井台以及典藏分流的客户；（2）抢占同价位竞品的市场份额。臻酿八号主要竞品是洋河天系列、水晶剑南、沱牌品味舍得、汾酒青花、酒鬼酒等。天系列以及水晶剑南为全国大单品，其余产品规模较小。由于水井坊的品牌以及产品的品质胜于竞品，臻酿八号在该价位段显示出极强的竞争力，在江苏、河南、湖南等市场抢占竞品趋势明显。

图表24：臻酿八号主要竞争对手

| 产品 | 标价 | 体量 | 优势区域 |
|-----------|------------|----------------|---------------------|
| 臻酿八号 | 339 元/52 度 | 16 年收入近 7 亿 | 核心市场：河南、江苏、湖南、四川、广东 |
| 水晶剑南春 | 398 元/52 度 | 16 年销售收入近 50 亿 | 主要优势区域是河南、浙江、江苏 |
| 洋河天之蓝 | 318 元/52 度 | 16 年销售收入约 30 亿 | 主要优势区域是江苏、河南、安徽 |
| 青花汾酒 20 年 | 318 元/52 度 | 16 年预计接近 5 亿 | 主要优势区域是山西、河南、北京 |
| 52 度酒鬼酒 | 328 元/52 度 | 16 年预计近 1 亿 | 主要优势区域是湖南 |

资料来源：经销商调研，联讯证券

井台装：卡位 400-500 元市场，重塑品牌力。2000 年推出以来，井台装定位为公司的高端产品。2012 年 6 月井台装的零售价从 738 元上调到 858 元，最高时达到 958 元/瓶。由于“三公消费”和白酒塑化剂事件，行业整体下行，为了保证公司业绩，公司主动降低井台装价格，通过降价放量打出水井坊的优势。2017 年，公司业绩快速回升，重塑井台装高端品牌形象，2016 年至今两次提价后，井台装终端价重回 500 元。井台装的竞品主要有珍藏级剑南春、品味舍得、汾酒青花 30 年、珍藏级剑南春以及梦 3 作为全国性的大单品。井台装的品质以及品牌力较高，有望助推公司占据该价位带市场。

典藏大师：定位高端，助力提升品牌形象。公司于 2017 年 4 月 26 日，发布典藏大师产品。典藏大师以五年以上酒基为原料，采用“双轮发酵”工艺，经过“双重蒸馏”，让酒体更加醇厚，香味也更加浓郁。典藏大师上市以来，半年内终端零售价提升幅度较大至 936 元，销量较好。其产品质量不输竞品，销量直追同价位带的国窖 1573 和普五。



图表25: 水井坊臻酿八号



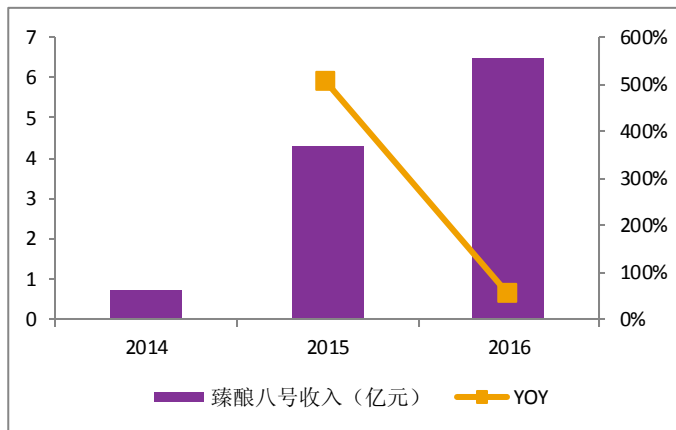
资料来源: Wind, 联讯证券

图表26: 水井坊井台装



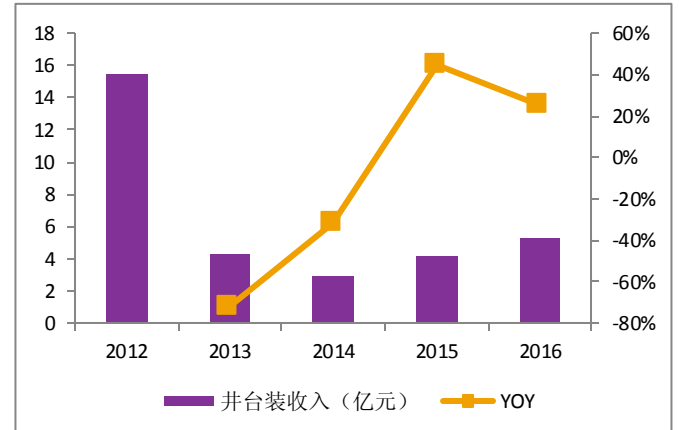
资料来源: Wind, 联讯证券

图表27: 臻酿八号收入及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表28: 井台装收入及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

(三) 管理团队经验丰富，内部激励机制到位

帝亚吉欧成为水井坊的实际控制人以来，管理团队经过多次变动。2014年下半年至2016年初，董事长陈寿祺和总经理范祥福陆续就任。目前，公司高管基本稳定，而且具有丰富的消费品管理经验。

总经理范祥福是原嘉士伯啤酒公司大理啤酒总经理，有26年啤酒行业经验，具有丰富的酒类营销经验。2015年，范总上台后对产品结构和销售渠道多方面进行改革，其经营管理理念及举措主要体现在以下几方面：1) 坚守高端定位，力争在高毛利、前景好的高端市场站稳；2) 重视消费者，获得消费者的认可才是产品销量的根本保证；3) 规范科学合理的渠道模式，2016年水井坊重新回归单一的省代制，重点工作放在修改分销商签约时间和保持价格稳定、防窜货两方面。



图表29: 水井坊历任总经理情况

| 时间 | 总经理 | 个人履历 |
|-----------|--------------------------|--|
| 2011-2012 | Kenneth Macpherson (柯明思) | 历任帝亚吉欧印度洋酒业总经理, 帝亚吉欧新兴市场商务总监, 帝亚吉欧中国大陆和香港地区总经理等。 |
| 2013-2014 | James Michael Rice (大米) | 历任云南大学外教、金伯利集团亚太区财务计划及分析经理、金伯利(北京)公司高级财务经理、金伯利舒尔美集团邯郸总经理、金伯利(广州)公司总经理兼厂长、上海达能酸乳酪有限公司总经理等 |
| 2015-2016 | 范祥福 | 历任嘉士伯啤酒(香港)有限公司总经理、中图节能科技(常州)有限公司总经理、伟志控股有限公司集团采购总监 |

资料来源: 公司资料, 联讯证券

图表30: 范总的经营理念

| 坚守高端定位 | 看好高端白酒市场; 高端注重品质与品位; 看重利润而非规模, 不打价格战 |
|-------------|--|
| 重视消费者 | 争取消费者的认同感; 啤酒与白酒的商业原则是满足消费者; 通过调研深入了解消费者 |
| 强调数据作用 | 存在的问题: 决策缺乏数据基础, 大多是个人判断; 建立完善的数据决策支持系统, 让数据“说话” |
| 专注性与一致性 | 定下的目标不能随便改变和调整, 不然会流失本来的忠实消费者, 吸引不到新消费者 |
| 规范科学合理的渠道模式 | 啤酒深度分销, 精细规划门店, 白酒注重“推”和“压”; 省代和扁平化市场; 修改分销签约时间 |

资料来源: 公司资料, 联讯证券

公司在 2016 年 4 月底发布递延奖金计划, 采用虚拟股票的方式, 实施周期三年, 将公司中长期绩效目标与个人激励紧密结合, 有效调动管理层积极性。

激励机制: 递延奖金计划调动管理层积极性。公司在 2016 年 4 月发布实施周期为 3 年的虚拟股票的递延奖金。计算方式为“实际授予虚拟股数×授予当年全年的平均收盘价×支付系数”计算, 激励机制改革将公司中长期绩效目标与个人激励紧密结合, 将有效调动管理层积极性。我们了解到, 管理层与基层的沟通良好, 管理层注重从客户的需求角度出发, 紧抓市场基础工作。渠道商充分配合公司, 对管理层充满信心。

图表31: 公司 2016-2018 年业绩考核目标

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------|-----------|-----------|-----------|
| 净销售额 | 同比至少增 15% | 同比至少增 15% | 同比至少增 15% |
| 净利润 | 同比至少增 15% | 同比至少增 15% | 同比至少增 15% |
| 现金转化率 | 不低于 100% | 不低于 100% | 不低于 100% |

资料来源: Wind, 联讯证券

图表32: 递延奖金计算方式

| 计划项目 | 实施方案 |
|----------|---|
| 覆盖范围 | 董事长、董事、总经理、直线汇报给总经理的副总经理、总监和核心高级经理、董事会秘书 |
| 实际授予虚拟股数 | 董事长 100,000 虚拟股; 总经理 60,000 虚拟股; 副总经理/总监、董事会秘书及核心高级经理为 20,000 虚拟股; 董事(不含独立董事、监事)为 15,000 虚拟股 |



| 计划项目 | 实施方案 |
|------|---|
| 计算方式 | 递延奖金=实际授予虚拟股数 X 授予当年全年的平均收盘价 X 支付系数 1、支付系数：公司综合业绩达标率 <90%=0、90%-100%=0.6、100%-120%=1.0、>120%=1.1 2、递延奖金每年预算总额上限为授予当年公司净利润的 3% |

资料来源：联讯证券

(四) 拓展新总代模式，聚焦“5+5”核心市场

拓展新型销售模式，着力加强公司渠道建设。水井坊的销售模式主要分为三类，主要为传统总代模式、新型总代模式、扁平化分销模式。**传统的总代模式**主要是以一省或多省为单位，公司指定某一经销商作为公司的合作伙伴，在区域内独家代理公司产品销售。**新型总代模式**，公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。**扁平化分销模式**，公司自己的销售人员来发展分销网络并开展相应的销售及线下市场活动。目前，渠道利润丰厚，总代毛利在 10%左右，高于竞品的渠道利润。

图表33：新总代模式与传统总代和扁平化分销模式对比

| 销售模式 | 详述 | 优点 | 缺点 |
|---------|--|--------------------------------|--|
| 传统总代模式 | 以一省或多省为单位，由公司指定某一经销商作为公司的合作伙伴，在区域内独家代理公司产品销售。在区域内，该合作伙伴根据与公司达成的合作计划，自行发展其产品销售网络和销售事务。公司部分线下市场活动由该合作伙伴代为执行。 | 经销商数量少，便于管理，有利于价格稳定，对经销商的掌控较好 | 市场管理粗放，受制于经销商的能力。渠道下沉较为困难。对终端的掌控较差。 |
| 新型总代模式 | 新的总代模式下，公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。同时，在上述省份，也相应增加了销售团队人手配备以适应新模式下的业务发展，加强对终端的服务和管理。 | 厂商面对核心终端，对消费者了解较为深刻。同时便于渠道的下沉。 | 销售费用投入相对较多，并且管理难度大。 |
| 扁平化分销模式 | 在相应区域内，由公司自己的销售人员来发展分销网络并开展相应的销售及线下市场活动。 | 经销商规模小数量多，精细化管理利于将渠道做深、做透 | 容易发生窜货。小商面临库存和周转问题时，容易抛货影响市场价格。厂商管理难度大 |

资料来源：公司公告，联讯证券

图表34：水井坊与竞品的渠道模式对比

| | 渠道模式 | 促销方式 | 目标客户 | 渠道利润 | 渠道开拓情况 |
|------|--------|-------------|---------|--------|----------|
| 水井坊 | 新总代模式 | 品鉴会与核心门店 | 宴会、市场流通 | 20%左右 | 16年开始开拓 |
| 剑南春 | 总代直供 | 打造地方办事处，扁平化 | 宴会 | 30元/瓶 | |
| 洋河股份 | 扁平化 | 品鉴、赠送 | 主要在市场销售 | 渠道利润较低 | |
| 沱牌舍得 | 扁平化 | 赠饮、年会、网络建设 | 主要在市场销售 | 较低 | 招聘人员要带客户 |
| 酒鬼酒 | 扶植大经销商 | 赠酒 | 宴会、市场流通 | 30%左右 | 加大开拓费用 |

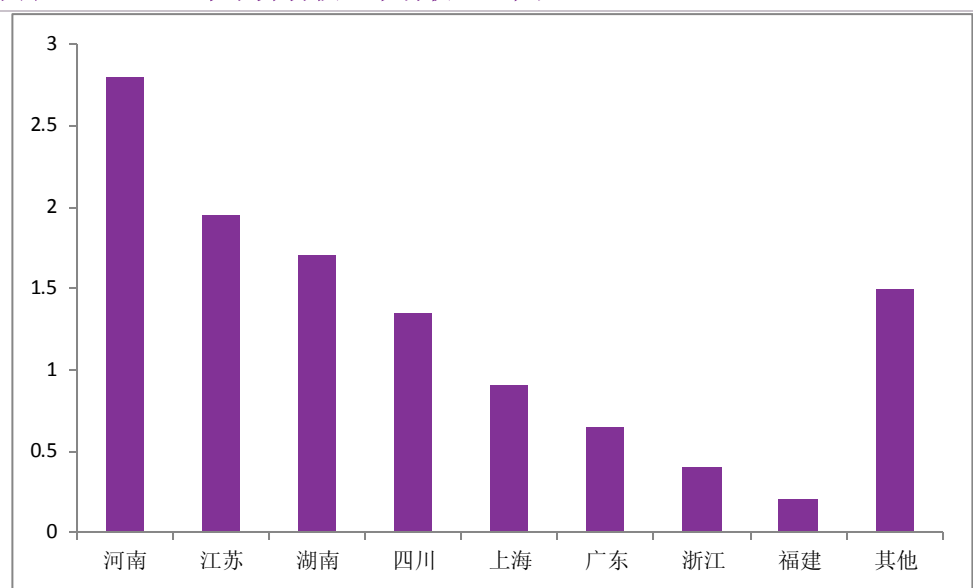
资料来源：调研资料，联讯证券



确立“5+5”核心市场，调整销售渠道。在对市场容量及品牌历史积淀等因素综合考虑的基础上，2016年，公司明确了河南、湖南、江苏、广东、四川、北京、上海、浙江、天津、福建等十大核心市场。公司以十大核心市场为重心，集中优势资源，精耕细作，实现该区域较快发展。同时，公司对销售部门组织架构也进行了优化调整，将原有的三个销售大区加新渠道调整为四个销售大区加新渠道。此举目的是使相关核心市场能够得到足够的关注和人员支持，并使公司在各个市场的操作更加精细化。

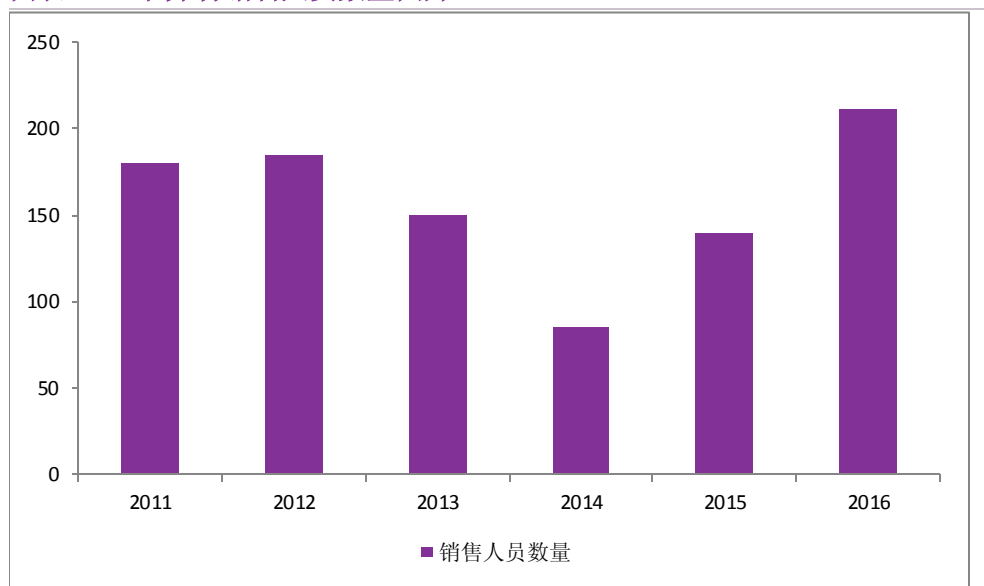
配合渠道建设，积极推动核心门店规模。公司16年3月开始推进核心门店计划，单点销售超过100箱划分为核心门店，给予一定额外支持。目前，公司在全国已经有3000多家核心门店。核心门店强化了公司与终端的联系，预计18年公司核心门店将保持100-120%的增速。此外，公司在相应的市场投放大量的销售人员对终端进行有效管理。2016年，销售人员达到211人。2017年销售人员有望达到400人以上。

图表35: 2016年水井坊核心市场收入(亿元)



资料来源:调研资料, 联讯证券

图表36: 水井坊销售人员数量回升



资料来源:Wind, 联讯证券



四、盈利预测与估值

假设:

(1) 臻酿八号 17-19 年销量增速分别为 59%、48%和 35%，营收增速分别为 60%、51%和 36%；井台装 17-19 年销量增速分别为 55%、45%和 35%，营收增速分别为 61%、49%和 37%。

(2) 17-19 年销售费率分别为 22.94%、24.5%和 22.9%；17-19 年管理费率分别为 11.8%、10.1%和 9.5%。

受益于两大核心单品放量，公司渠道和核心门店的快速扩张，以及经营效率提升。我们预计 17-19 年营业收入分别为 20.7、32.2 和 44.9 亿元，同比增速为 76.1%、55.2%和 39.6%；归母净利润分别为 4.0、7.0 和 10.5 亿元，同比增速为 75.9%、76.8%和 50.1%；17-19 年 EPS 分别为 0.81、1.43 和 2.15 元/股。

图表37：可比公司估值（截止 2017 年 11 月 15 日）

| 证券代码 | 证券简称 | 最新价格 (元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2017E | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 57 | 1.77 | 2.25 | 2.83 | 32 | 25 | 20 |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 57 | 2.05 | 2.48 | 3.02 | 28 | 23 | 19 |
| 000858.SZ | 五粮液 | 57 | 2.22 | 2.67 | 3.17 | 26 | 21 | 18 |
| 600197.SH | 伊力特 | 22 | 0.86 | 1.06 | 1.27 | 26 | 21 | 18 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 509 | 16.95 | 21.39 | 25.80 | 30 | 24 | 20 |
| 600702.SH | 沱牌舍得 | 39 | 0.57 | 1.07 | 1.61 | 68 | 36 | 24 |
| 600779.SH | 水井坊 | 39 | 0.63 | 0.96 | 1.30 | 63 | 41 | 30 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 57 | 1.04 | 1.45 | 1.89 | 55 | 39 | 30 |
| 603198.SH | 迎驾贡酒 | 20 | 0.92 | 1.07 | 1.26 | 21 | 18 | 16 |
| 603369.SH | 今世缘 | 16 | 0.71 | 0.83 | 0.96 | 22 | 19 | 16 |
| 603589.SH | 口子窖 | 48 | 1.68 | 2.10 | 2.55 | 28 | 23 | 19 |
| 平均 | | | | | | 39 | 27 | 21 |

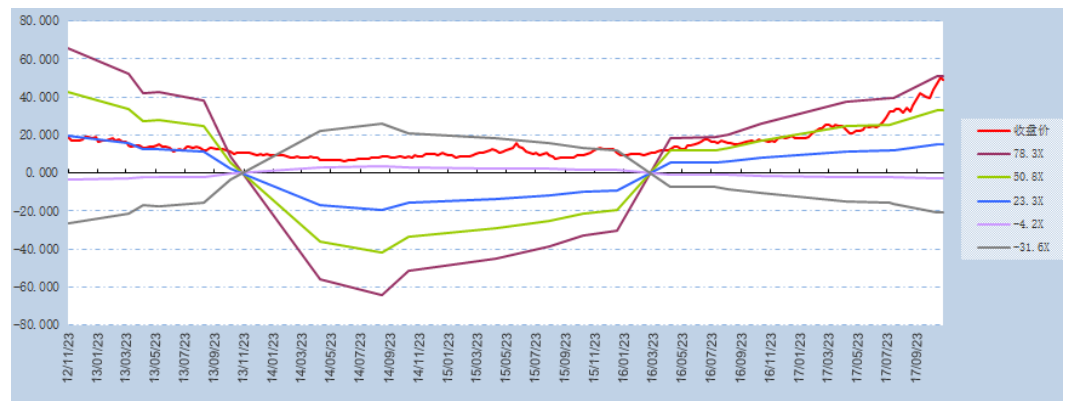
资料来源: Wind, 联讯证券

五、风险提示

新市场开拓不及预期，高端产品增长低于预期

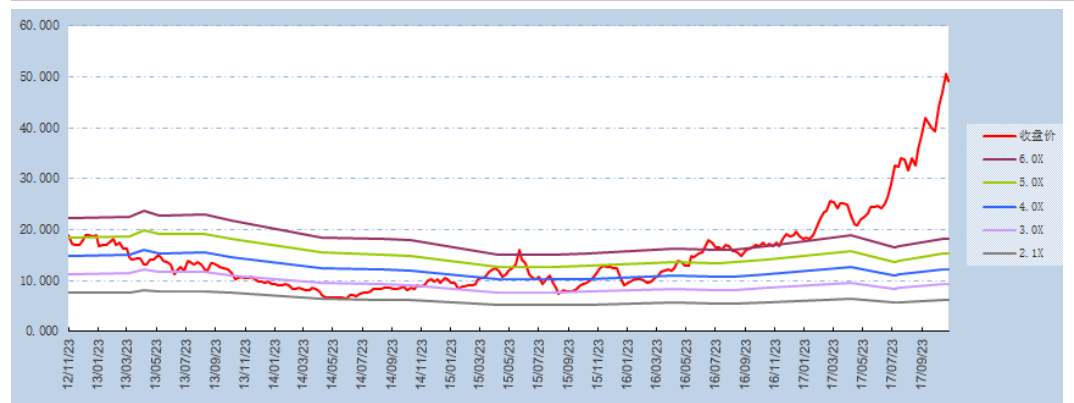


图表38: 水井坊 PE-Band



资料来源:Wind, 联讯证券

图表39: 水井坊 PB-Band



资料来源:Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

| 利润表（百万元） | | | | | 现金流量表 | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 1,176 | 2,072 | 3,215 | 4,488 | 净利润 | 225 | 395 | 699 | 1,049 |
| 营业成本 | 280 | 435 | 646 | 889 | 折旧摊销 | 35 | 51 | 52 | 49 |
| 营业税金及附加 | 155 | 311 | 514 | 741 | 财务费用 | -6 | -19 | -31 | -44 |
| 销售费用 | 250 | 475 | 786 | 1,027 | 经营性应收项目变动 | 223 | 21 | 329 | 69 |
| 管理费用 | 181 | 244 | 324 | 425 | 经营活动净现金流 | 383 | 413 | 807 | 640 |
| 财务费用 | -6 | -19 | -31 | -44 | 投资活动净现金流 | -205 | 4 | -10 | -16 |
| 资产减值损失 | 58 | 103 | 30 | 30 | 筹资活动净现金流 | -37 | -45 | -82 | -125 |
| 营业利润 | 258 | 522 | 945 | 1,420 | 现金净增加额 | 141 | 372 | 715 | 498 |
| 营业外收入 | 10 | 14 | -13 | -22 | 主要财务比率 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业外支出 | 0 | 9 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 利润总额 | 268 | 527 | 932 | 1,399 | 营业收入增长率 | 38% | 76% | 55% | 40% |
| 所得税 | 44 | 132 | 233 | 350 | 营业利润增长率 | 139% | 102% | 81% | 50% |
| 净利润 | 225 | 395 | 699 | 1,049 | 归属母公司净利润增 | 156% | 76% | 77% | 50% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司净利润 | 225 | 395 | 699 | 1,049 | 毛利率 | 76.16% | 79.00% | 79.90% | 80.20% |
| EPS（元） | 0.46 | 0.81 | 1.43 | 2.15 | 净利率 | 19.11% | 19.09% | 21.74% | 23.37% |
| 资产负债表 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 总资产净利率 | 12.49% | 19.91% | 26.15% | 30.04% |
| 货币资金 | 0 | 372 | 1,088 | 1,586 | ROE | 15.30% | 21.96% | 29.30% | 32.14% |
| 应收账款 | 33 | 137 | 116 | 230 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 803 | 937 | 1,217 | 1,745 | 资产负债率 | 29% | 29% | 30% | 27% |
| 流动资产合计 | 1,564 | 2,173 | 3,147 | 4,288 | 流动比率 | 254% | 294% | 301% | 348% |
| 固定资产 | 444 | 303 | 234 | 165 | 营运能力 | | | | |
| 无形资产 | 61 | 51 | 41 | 31 | 总资产周转率 | 0.56 | 0.81 | 0.93 | 1.00 |
| 资产总计 | 2,093 | 2,549 | 3,442 | 4,504 | 应收账款周转率 | 68.03 | 60.05 | 62.75 | 73.62 |
| 应付账款 | 614 | 738 | 1,046 | 1,230 | 每股指标(元) | | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.46 | 0.81 | 1.43 | 2.15 |
| 流动负债合计 | 614 | 738 | 1,046 | 1,230 | 每股经营现金 | 0.78 | 0.85 | 1.65 | 1.31 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 4.88 | 6.68 | 0.00 | 0.00 |
| 负债合计 | 617 | 742 | 1,049 | 1,233 | 估值比率 | | | | |
| 所有者权益 | 1,470 | 1,800 | 2,385 | 3,264 | P/E | 102.17 | 58.09 | 32.86 | 21.89 |
| 负债和所有者权益合 | 2,087 | 2,542 | 3,435 | 4,497 | P/B | 15.63 | 12.76 | 9.63 | 7.04 |

资料来源：Wind，联讯证券



分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年水晶球行业第五小组成员，善于把握行业周期，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘投资价值标的。

研究院销售团队

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-66235704 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 北京 | 林接钦 | 010-66235631 | 18612979796 | linjieqin@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com |

分析师声明

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，本报告清晰准确地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。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com