



联讯证券

2018年01月24日

增持(首次评级)

当前价: 89.71 元
目标价: 108 元

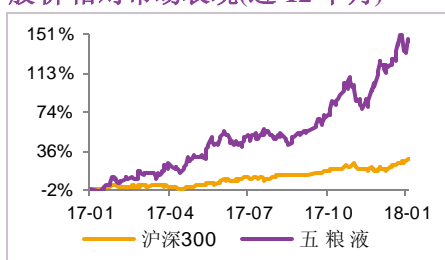
分析师: 石山虎

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	24,544	30,731	38,165	45,646
(+/-)	13.3%	25.2%	24.2%	19.6%
归母净利润	6,785	9,229	12,407	15,790
(+/-)	9.9%	36.0%	34.4%	27.3%
EPS(元)	1.79	2.43	3.27	4.16
P/E	51.33	37.74	28.07	22.06

资料来源: 联讯证券研究院

五粮液(000858.SZ)

【联讯食品饮料公司深度】五粮液(000858.SZ): 浓香龙头扬帆起航, 改革持续推进

投资要点

◇ 白酒行业景气度持续, 此轮复苏更为健康

受益于消费升级和民间消费崛起, 我们认为 2018 年行业景气度将持续向上。对比 2003-2012 年白酒黄金十年, 此轮行业复苏更加健康: 1) 本轮白酒复苏为民间消费驱动, 三公消费占比较少, 政策面风险影响有限; 2) 高端白酒企业对价格采取稳健策略, 加强价格管控; 3) 渠道库存较为健康; 4) 从历史经验看, 白酒行业每一轮复苏趋势起来后不会短期结束; 4) 消费升级背景下, 行业集中度提升, 高端需求回暖。

◇ 名酒基因深厚, 价格体系理顺

作为浓香型的白酒龙头, 公司历史底蕴深厚, 具有极强的品牌力。2016 年开始, 公司着力梳理价格体系, 坚持“控量保价”策略, 普五出厂价已从 2016 年初 679 元上涨至 739 元。此外, 2016 年普五计划内供应量减少 25%, 计划外供应量不限, 实现顺价销售, 渠道积极性大幅提升。

◇ 产品结构优化, 渠道结构改善

产品: 2014 年, 公司重新定位产品战略, 提出“1+5+N”战略。2016 年为精简产品线, 公司推出“1+3+5”战略。通过品牌梳理, 品牌架构更加清晰, 覆盖不同消费群体, 避免品牌间的恶性竞争。**渠道:** 公司加大渠道下沉力度, 一方面加大对专卖店体系建设力度, 形成“百城千县万店”; 另一方面积极拓展电商渠道, 通过“五粮 e 店”提升终端把控力。

◇ 盈利预测与估值: 目标价格“108 元/股”, 投资评级“增持”

1) 量: 根据 1218 经销商大会反馈, 2018 年五粮液投放量将超过 2 万吨, 2017 年预计投放量为 1.7 万吨, 量增 16.7%; 2020 年投放量有望超过 3 万吨。

2) 价: 考虑到茅台率先提高出厂价 18%, 公司产品价格顺价, 渠道利润不断优化, 具备提升出厂价的基础。此外, 公司明年将继续实行双轨制, 计划内外比例由 9:1 调整到 1:1。目前普五计划内/计划外价格为 739/839 元。我们预计 18 年出厂均价将从 749 元提升至 789 元, 涨幅 5.3%。

3) 系列酒: 预计 2017 年收入 64 亿, 公司指引 2018 年收入 100 亿, 同增达 56.3%, 贡献 36 亿增量。

4) 费用率: 公司积极推进降本增效, 全面预算管理不断进行, 我们预计公司费用率将稳中有降。

综上, 我们预计 2017-2019 年收入分别为 307、382 和 456 亿元, 归母净利润分别为 92、124 和 158 亿元, EPS 分别为 2.43、3.27 和 4.16 元, 对应 PE 分别为 38 倍、28 倍和 22 倍。给予公司 2019 年 26 倍 PE, 目标价 108 元。首



次覆盖给予“增持”评级。

◇ 风险提示

高端酒动销不及预期、食品安全问题



投资案件

投资评级与估值

我们预计 2017-2019 年收入分别为 307、382 和 456 亿元，归母净利润分别为 92、124 和 158 亿元，EPS 分别为 2.43、3.27 和 4.16 元，对应 PE 分别为 38 倍、28 倍和 22 倍。给予公司 2019 年 26 倍 PE，目标价 108 元。首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

1) 量：根据 1218 经销商大会反馈，2018 年五粮液投放量将超过 2 万吨，2017 年预计投放量为 1.7 万吨，量增长为 16.7%；2020 年投放量有望超过 3 万吨。

2) 价：考虑到茅台率先提高出厂价 18%，目前公司产品价格顺价，渠道利润不断优化，公司具备提升出厂价的基础。此外，公司明年将继续实行双轨制，计划内外比例由 9:1 调整到 1:1。目前普五计划内/计划外价格为 739/839 元。我们预计 18 年出厂均价将从 749 元提升至 789 元，涨幅 5.3%。

3) 系列酒：预计 2017 年收入 64 亿，公司指引 2018 年收入 100 亿，同增达 56.3%，贡献 36 亿增量。

4) 费用率：公司积极推进降本增效，全面预算管理不断进行，我们预计公司费用率将稳中有降。

有别于大众认识

市场可能认为公司估值水平处于历史较高水平，有一定风险。我们认为：

公司为浓香型白酒龙头，具有较深的护城河。随着公司产品和渠道改革，未来业绩有望持续保持高增长。我们认为优质的龙头公司应给予较高的估值溢价，未来业绩增长也将持续消化估值。

股市表现的催化剂

1) 出厂价提升超预期；2) 终端动销超预期

核心假设风险

- (1) 高端酒动销不及预期；
- (2) 食品安全问题



目 录

一、公司是浓香型白酒龙头	6
(一) 公司简介与历史沿革	6
(二) 历史财务状况	7
(三) 公司管理层及股权结构	7
二、白酒行业景气度向上，高端需求回暖	9
(一) 民间消费崛起，行业景气度向上	9
(二) 高端白酒空间广阔，集中度有望提升	11
(三) 对比白酒黄金十年，此轮复苏更健康	12
三、公司护城河深厚：产品、品牌、渠道、管理优势明显	14
(一) 品牌力：名酒基因深厚，价格体系理顺	14
(二) 产品力：覆盖全价位带，聚焦“1+3+5”结构	16
(三) 渠道：调整渠道结构，提升终端控制力	17
(四) 管理层：混改理顺激励机制，管理层深化改革	19
四、盈利预测与估值	21
五、风险提示	21

图表目录

图表 1： 五粮液历史扩张进程	6
图表 2： 2012-2017Q1-3 营业总收入及增速	7
图表 3： 2012-2017Q1-3 归母净利润及增速	7
图表 4： 2012-2017Q1-3 白酒业务收入及毛利率	7
图表 5： 2012-2017Q1-3 公司毛利率与净利率	7
图表 6： 公司三任董事长的政策方针	8
图表 7： 公司股权结构	8
图表 8： 公司高管持股情况	8
图表 9： 城镇居民家庭人均收入及增速	9
图表 10： 居民人均年度酒和饮料消费支出及增速	9
图表 11： BCG 中国财富报告	10
图表 12： 白酒消费结构	10
图表 13： 白酒行业产量及增速	10
图表 14： 白酒行业销售额及增速	10
图表 15： 白酒上市公司收入占比	11
图表 16： 白酒三大龙头市占率情况	11
图表 17： 白酒品牌知名度指数	12
图表 18： 白酒行业产量及增速	12
图表 19： 白酒行业销量及增速	12



图表 20: 国内固定资产投资及增速.....	13
图表 21: 食品 CPI 及增速.....	13
图表 22: 白酒行业营收及增速.....	13
图表 23: 白酒板块及估值.....	13
图表 24: 五粮液多次被评为“中国名酒”.....	14
图表 25: 五粮液出厂价政策调整.....	14
图表 26: 五粮液价格走势图.....	15
图表 27: 茅五泸三家出厂价情况.....	15
图表 28: 五粮液产品价格分布.....	16
图表 29: 五粮液产品结构变迁.....	17
图表 30: 五粮液的七大营销中心.....	18
图表 31: 五粮液的分销体系.....	18
图表 32: 五粮液具体营销架构图.....	18
图表 33: 五粮液员工持股方案.....	19
图表 34: 李曙光董事长个人经历.....	20
图表 35: 可比公司估值（截止 2018 年 1 月 23 日）.....	21
图表 36: 五粮液 PE-Band.....	22
图表 37: 五粮液 PB-Band.....	22
附录: 公司财务预测表（百万元）.....	23



一、公司是浓香型白酒龙头

(一) 公司简介与历史沿革

中国浓香第一酒，历史悠久。五粮液是浓香型白酒的杰出代表，以高粱、大米、糯米、小麦和玉米五种粮食为原料，凭借“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、各味谐调、恰到好处、酒味全面”的独特风格闻名于世。1957年，8家古传酿酒作坊联合组建成“中国专卖公司四川省宜宾酒厂”，之后改名为“宜宾五粮液酒厂”。1988年，宜宾五粮液股份有限公司上市。

历经多次调整，重回上升通道。回顾白酒行业历史，并非一帆风顺，而是以螺旋上升的方式发展。白酒行业既经历了2003-2012年的黄金十年，也经历了2013年以后的调整时期。经历五个阶段的调整后，五粮液重新回到上升通道。1989-1994年，五粮液率先提出名酒涨价，其品牌力和市场份额大幅提升；1995-2002年，五粮液资源扩张，通过OEM创新模式实现高低端产品大幅放量；2003-2012年，白酒行业进入黄金发展十年，公司推出“1+9+8”品牌工程，注重渠道下沉，实现销量与收入的高增长；2013年起，公司主动调整产品价格，控货清理库存，价格重回上升通道。

图表1： 五粮液历史扩张进程

第一阶段	经济环境	五粮液动作	结果与影响
1978-1988年	改革开放解决了人民的温饱问题，经济快速恢复，人民生活恢复正常。	产能扩张，两次扩产，产能过万吨，成为当时最大的白酒企业。	扩产能、稳质量、提升品牌，品质稳定，品牌形象提升，成为唯一能与茅台对立的战略性品牌。
第二阶段			
1989-1994年	经济处于高度成长期，政商务消费初步兴起，价格管制放开，市场需求爆发，行业发展面临名酒与民酒的转变。	快速提价，1989年终端价超过泸州老窖。1992年开始，五粮液采取“饥饿”战术，1994年价格超过汾酒。	提价格、扩市场、提升品牌，上缴税金居行业第一位，市场份额大幅提升。
第三阶段			
1995-2002年	白酒税制调整，亚洲金融危机，白酒行业进入大调整期。	资源扩张、OEM创新模式，集合社会资源消化低端产能，扩张到20万吨以上。	高低端酒大幅放量，成就酒王地位。“金六福”、“浏阳河”等品牌占到五粮液销量的五分之一。
第四阶段			
2003-2012年	国进民退的经济格局，以投资拉动为核心的经济发展模式快速腾飞，政商务消费带动白酒黄金十年发展。	品牌扩张，推出“1+9+8”品牌工程，梳理品牌体系，砍掉部分开发品牌，扶持总经销品牌，产品不断提价，产能扩展到36万吨。	销量和收入持续高增长，主导产品终端价格一度过千元。
第五阶段			
2013-至今	三公消费转向商务消费和大众消费，行业进入挤压式增长，分化加剧。	价格回归大众市场，调整经销商结构，价格体系调整维护渠道利益；15年行业触底复苏后，坚决提价、强化品牌、提升渠道利润、控制招商、渠道下沉，同时落地混改完善激励机制和营销体系。	调整效果显著，实现量价齐升，已走向良性发展道路。

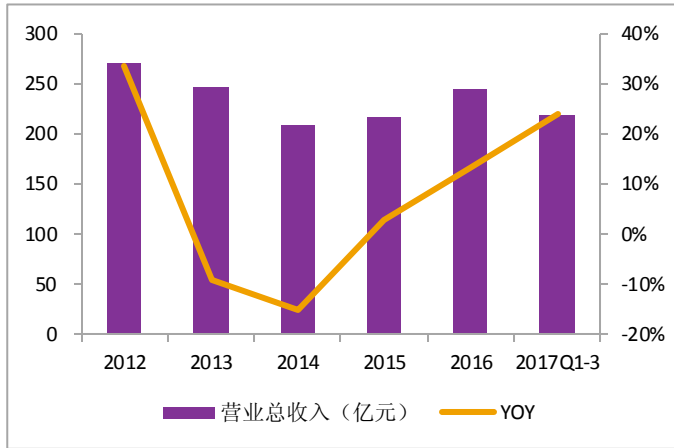
资料来源：糖烟酒周刊，联讯证券



（二）历史财务状况

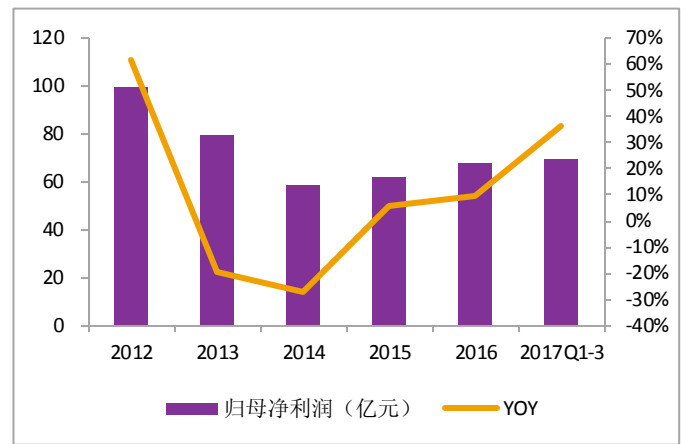
2017Q3, 公司营业收入 **219.78** 亿元, 同比增长 **24.17%**; 归母净利润 **69.65** 亿元, 同比增长 **36.54%**。2012-2016 年, 公司营业总收入从 **272.01** 亿元微降至 **245.44** 亿元。受“三公消费”等政策以及塑化剂事件的影响, 白酒行业自 2012 年下半年开始进入深度调整期, 公司业绩出现下滑。2015 年, 随着行业整体稳步复苏及消费升级, 公司业绩稳步回升。2016 年, 营业总收入达 **245.44** 亿元, 同比增长 **13.32%**; 归母净利润 **67.85** 亿元, 同比增长 **9.85%**。

图2: 2012-2017Q1-3 营业总收入及增速



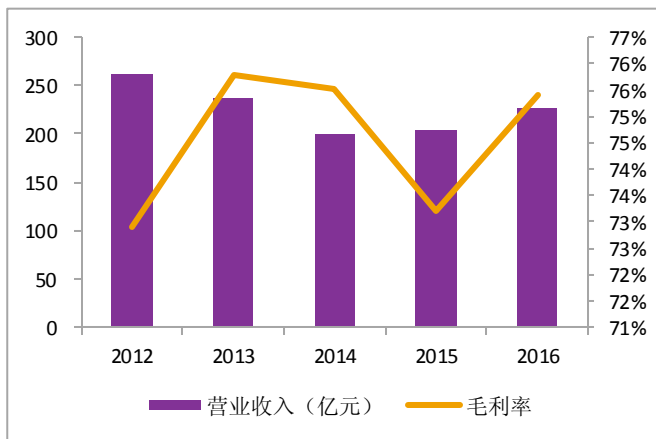
资料来源: Wind, 联讯证券

图3: 2012-2017Q1-3 归母净利润及增速



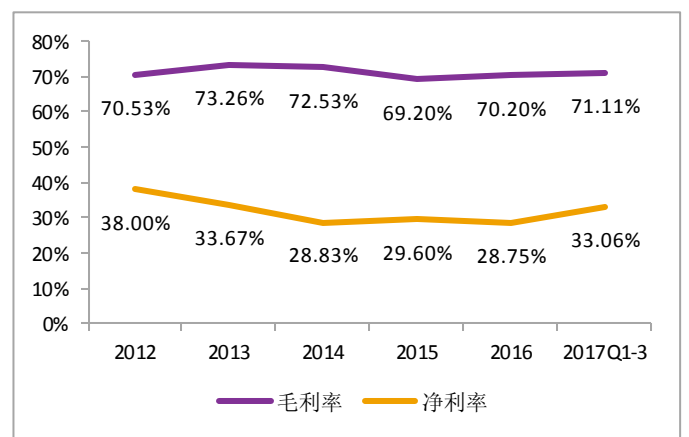
资料来源: Wind, 联讯证券

图4: 2012-2017Q1-3 白酒业务收入及毛利率



资料来源: Wind, 联讯证券

图5: 2012-2017Q1-3 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 联讯证券

（三）公司管理层及股权结构

曙光时代开启, 多方位变革可期。2017 年初, 五粮液集团董事长唐桥卸任, 由四川省经委副主任李曙光接任。新任董事长上任后, 从产品品质、渠道、品牌以及管理等方面着手开展工作, 继续深化改革, 向精细化管理方向转变。此外, 新任董事长提出“对标先进、二次创业、再创辉煌”的口号, 在战略聚焦、品质提升、品牌打造以及营销层面都做出相应的改变。



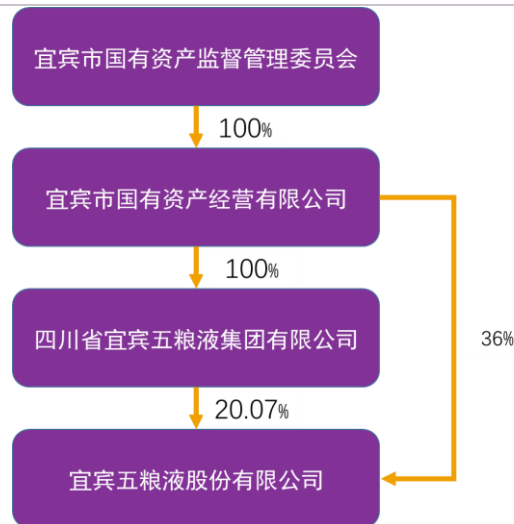
图表6： 公司三任董事长的政策方针

董事长	任期	执行政策
王国春	1985-2007	1、紧抓质量，严控生产，为公司腾飞提供健康的品牌基础。 2、积极扩产，坚定五粮液提价策略。 3、推进大商+直营、买断包销+OEM代工等渠道模式创新，迅速铺开市场，解决低端酒销售问题。
唐桥	2007-2017	1、大刀阔斧收购集团子公司，解决公司关联交易涉及的利益输送问题，理清公司内部利益关系。 2、缩减公司中低端产品，“1+5+N”战略升级为“1+3+5”战略，明确普五+系列酒双轮战略，中高低端产品同步发力。
李曙光	2017 至今	1、继续缩减中低端产品，做强公司腰部产品。 2、强势提价、推进“产业链金融”计划，增加渠道利润，解决经销商打款问题。 3、积极推进渠道改革，布局“百城千县万店”工程，重夺终端控制力，建立“五粮e店”，提高消费者体验。

资料来源：公司资料，联讯证券

国有控股企业，大部分高管持股。公司是国有体制企业，第一大股东为国资委 100% 控股的宜宾市国有资产经营公司，持股 36%。第二大股东为宜宾市五粮液集团，持股 20%。公司治理结构较为合理，集团和上市公司大部分高管都直接或者间接持有上市公司股份，充分调动管理层的积极性。公司高管年龄普遍较高，整体学历水平偏高，大部分为本科及硕士学历。管理层多为基层技术和营销岗位提拔，对白酒行业的理解及认知较为深刻。

图表7： 公司股权结构



资料来源：公司公告，联讯证券

图表8： 公司高管持股情况

姓名	职务	任职状态	期末持股数 (股)	持股市值(元)
陈林	党委副书记，董事，总经理	现任	98,191	7,344,687
彭智辅	党委委员，副总经理，董事	现任	58,478	4,374,154
刘中国	党委副书记，董事长	现任	51,800	3,874,640
唐伯超	党委委员，副总经理	现任	20,000	1,496,000



姓名	职务	任职状态	期末持股数 (股)	持股市值(元)
朱忠玉	党委委员, 副总经理	现任	11,501	860,275
余铭书	党委委员, 纪委书记, 监事	现任	10,000	748,000
唐圣云	党委委员, 副总经理	现任	9,100	680,680
唐桥	党委书记, 董事	现任	20,000	1,496,000
总计			279,070	20,874,436

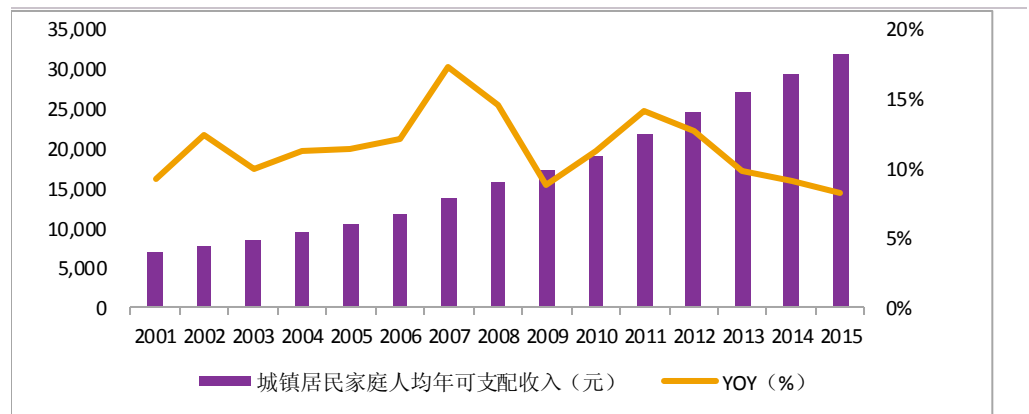
资料来源: 公司 2016 年年报, 联讯证券

二、白酒行业景气度向上, 高端需求回暖

(一) 民间消费崛起, 行业景气度向上

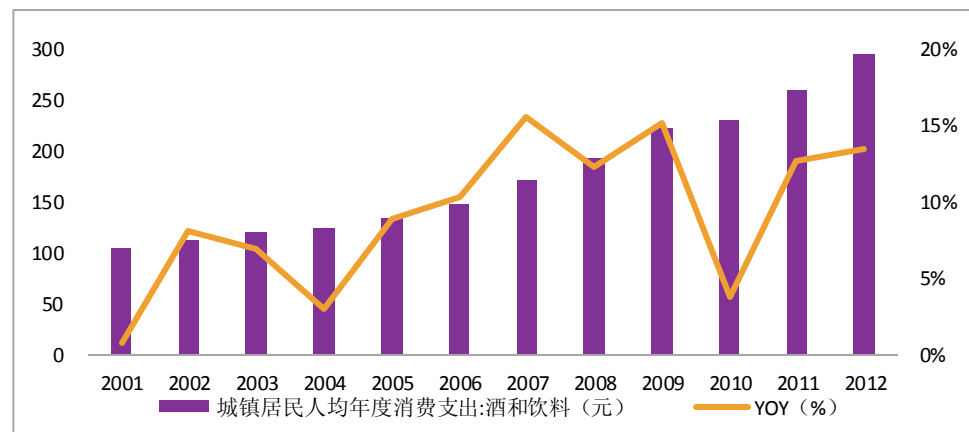
我国人均可支配收入增速较快, 居民购买力提升。2014 年以来, 城镇居民人均可支配收入保持较快增速, 其中二三线城市居民的财产性收入有明显增长。2016 年城镇居民人均可支配收入同比增长 7.76%, 收入的持续增长对消费者的消费意愿和能力产生正面影响。2013 年至今, 茅台、五粮液和国窖 1573 大幅降价, 降价幅度达 20%-30%。从高端白酒与人均可支配收入来看, 居民的相对购买力已经大幅提升。

图表9: 城镇居民家庭人均收入及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表10: 居民人均年度酒和饮料消费支出及增速



资料来源: Wind, 联讯证券



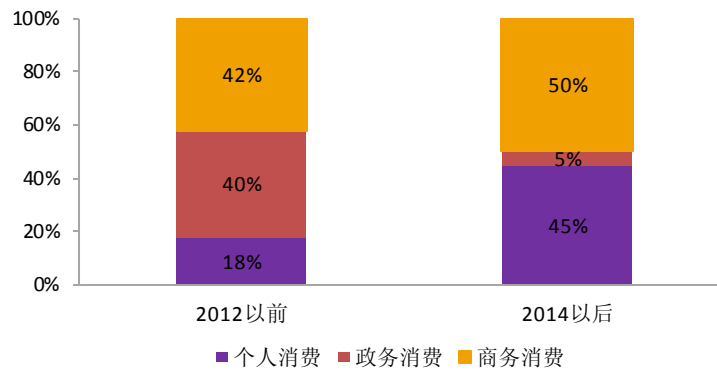
中产阶级占比提高，民间消费为主导。根据 BCG 报告预测，未来 5 年国内消费增长将主要由快速扩大的上层中产阶级和富裕阶级所拉动。2020 年，上层中产和富裕家庭数量占中国家庭总数的比例将从 18%提升到 29%。整体消费水平的提升将扩大中高端白酒需求，市场份额向龙头集中。白酒的政务消费从 2012 年的 40%下降至 2014 年的 5%。个人消费和商务消费快速上升，从 2012 年的 18%和 45%上升至 2014 年的 45%和 50%。

图表11: BCG 中国财富报告

分类	定义	2010	2015	2020E	未来五年 CAGR
富裕人群	家庭月可支配收入 24000 元以上	1%	3%	6%	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: 波士顿咨询, 联讯证券

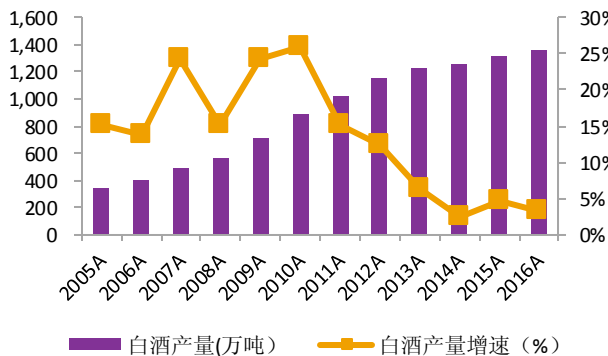
图表12: 白酒消费结构



资料来源: 公开资料, 联讯证券

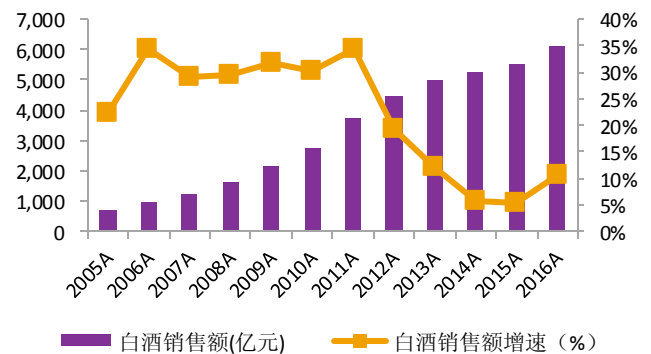
白酒行业复苏，景气度持续向上。白酒行业毛利率较高，但税收负担重。另外，白酒作为消费品，其景气程度受人均可支配收入影响较大。2013 年，随着限制“三公消费”、酒驾入刑等政策出台，白酒行业告别黄金十年，进入低谷期。白酒公司的产量、收入、利润和产品价格方面都大幅下滑。经过三年的调整，白酒行业在 15 年开始迎来复苏，盈利能力逐步回升，16-17 年行业景气度持续向上。

图表13: 白酒行业产量及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表14: 白酒行业销售额及增速



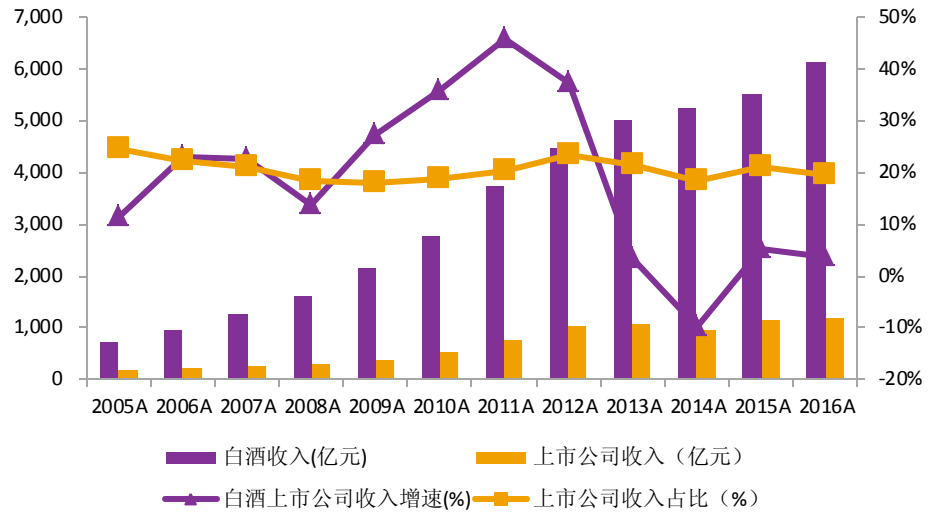
资料来源: Wind, 联讯证券



（二）高端白酒空间广阔，集中度有望提升

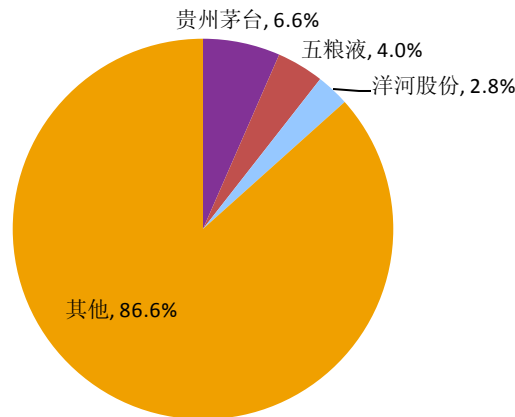
行业集中度加强，市场份额向龙头集中。白酒行业经过两年多的深度调整，目前消费者已经逐步回归理性，主要的消费也由政务转为民间和商务消费。然而，白酒行业仍然存在严重的产能过剩问题。随着行业竞争日益加剧，大企业不断对小企业实行并购，经营能力较低的小型白酒企业面临淘汰。2016年，白酒上市公司收入占比为19.6%，其中前三家龙头企业的市占率为13.4%。我们预测，未来行业集中度有望继续提升。

图表15：白酒上市公司收入占比



资料来源：联讯证券

图表16：白酒三大龙头市占率情况



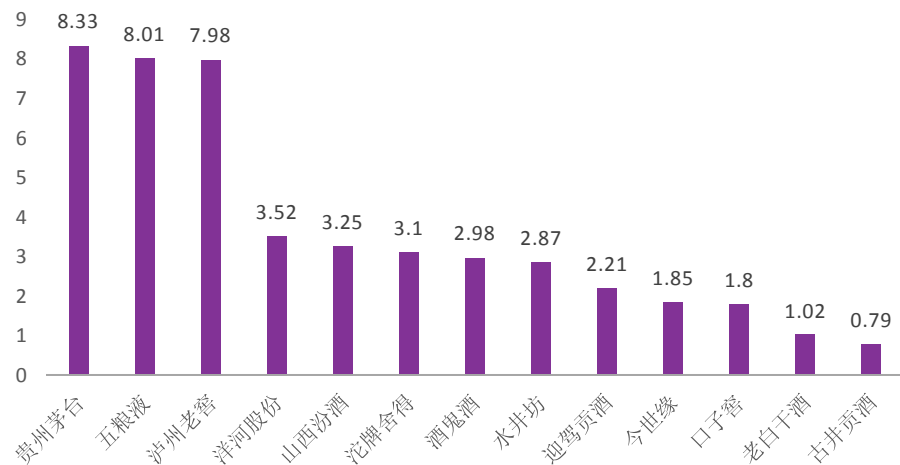
资料来源：Wind，联讯证券

品牌优势显著，高端白酒借助品牌集中市场。（1）商务消费高端酒与个人消费高端酒的侧重点不同，商务消费用酒侧重于身份与地位的象征，品牌是主导消费者选择的核心因素。（2）个人消费者消费高端白酒的主要驱动因素是其消费习惯以及收入水平，在当前环境下，个人的收入水平不断上升。在这两个因素影响下，高端白酒将呈现加速向头部集中的态势，“茅五泸”的市场占有率有望进一步提高。根据CSICS数据研究室2016年统计的白酒知名度指数，茅台、五粮液、泸州老窖的知名度远远超过其他白酒企业，



行业消费向龙头品牌聚集。品牌是建立在产品品质的基础上、通过长期营销而形成的消费印象，短期内很难更改。

图表17: 白酒品牌知名度指数



资料来源: CSICS 数据研究室, 联讯证券

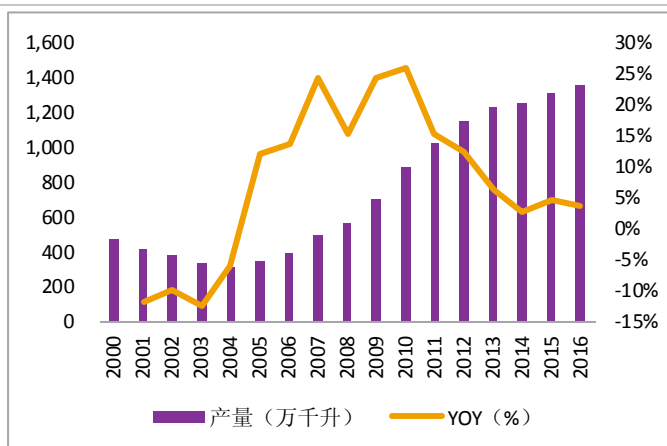
(三) 对比白酒黄金十年, 此轮复苏更健康

2003-2012年是白酒真正的黄金十年,行业产量从331万吨提升到1153万吨,CAGR为15%;行业收入规模从545亿元扩张到4466亿元,CAGR为26%。人均GDP高速增长,固定资产投资高增长,政务白酒需求旺盛等是上一轮白酒牛市的几大驱动因素。

上一轮牛市的三大特征: 1) 高端白酒连续提价打开行业空间; 2) 行业景气逐步传导至次高端和地产酒; 3) 牛市结束于“反三公”政策冲击。

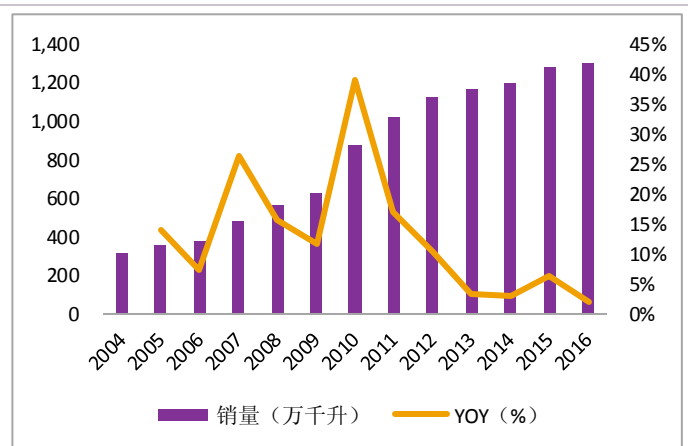
对比2003-2012年白酒黄金十年,此轮行业复苏更加健康。第一,从出厂价和终端价看,茅台5年未提高出厂价,批价和终端价也低于上一轮的高点。目前高端白酒企业对价格采取稳健策略,加强价格管控。第二,此轮复苏的渠道库存较为健康。茅台加强对经销商管理,进行月度发货。第三,此轮白酒复苏为民间消费驱动,三公消费占比较少,政策面风险影响降低。第四,从历史经验看,白酒行业每一轮复苏趋势起来后不会在短期结束,预计本轮向上周期至少能持续2-3年以上。

图表18: 白酒行业产量及增速



资料来源: wind, 联讯证券

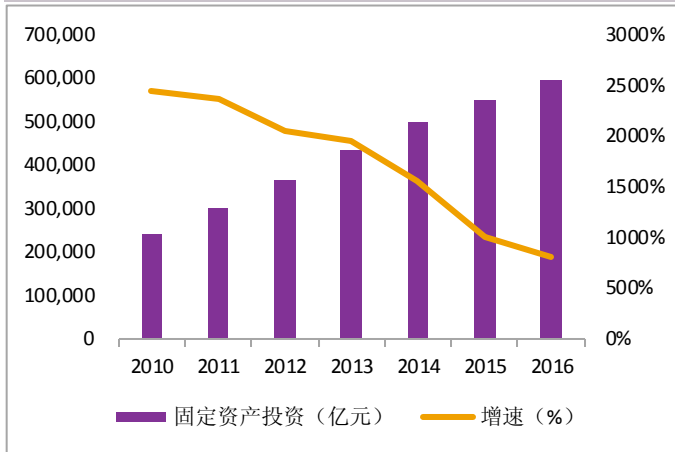
图表19: 白酒行业销量及增速



资料来源: wind, 联讯证券

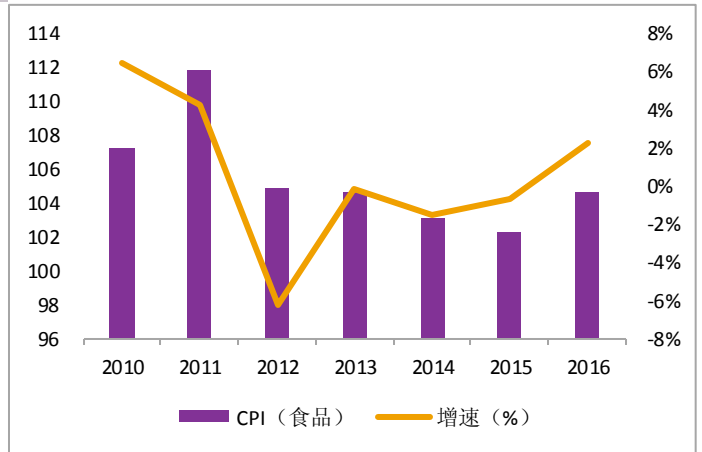


图表20: 国内固定资产投资及增速



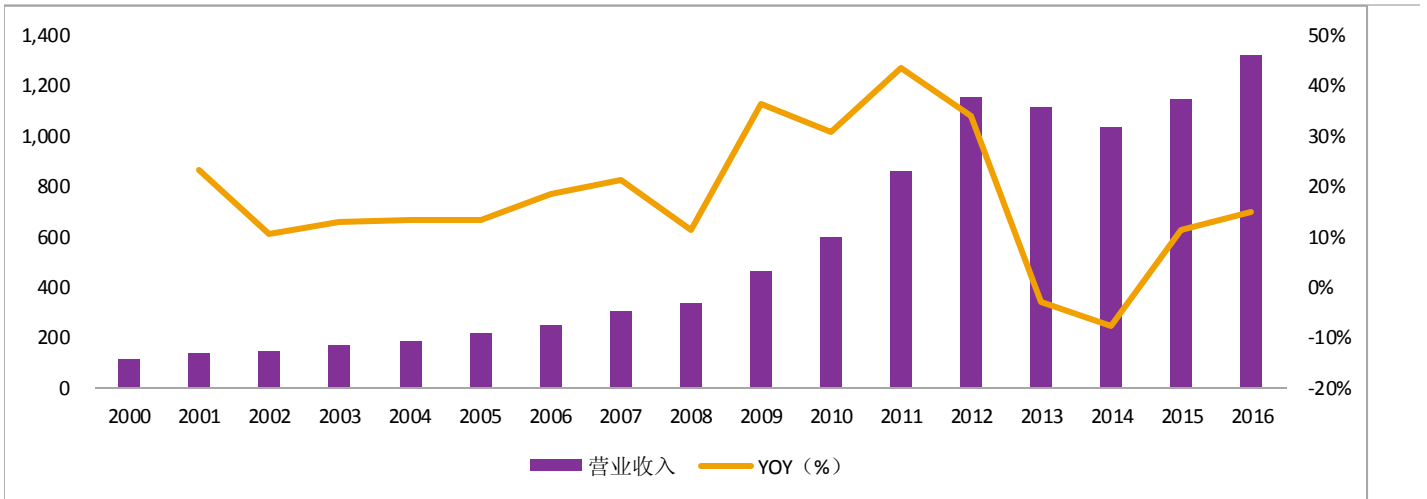
资料来源: wind, 联讯证券

图表21: 食品 CPI 及增速



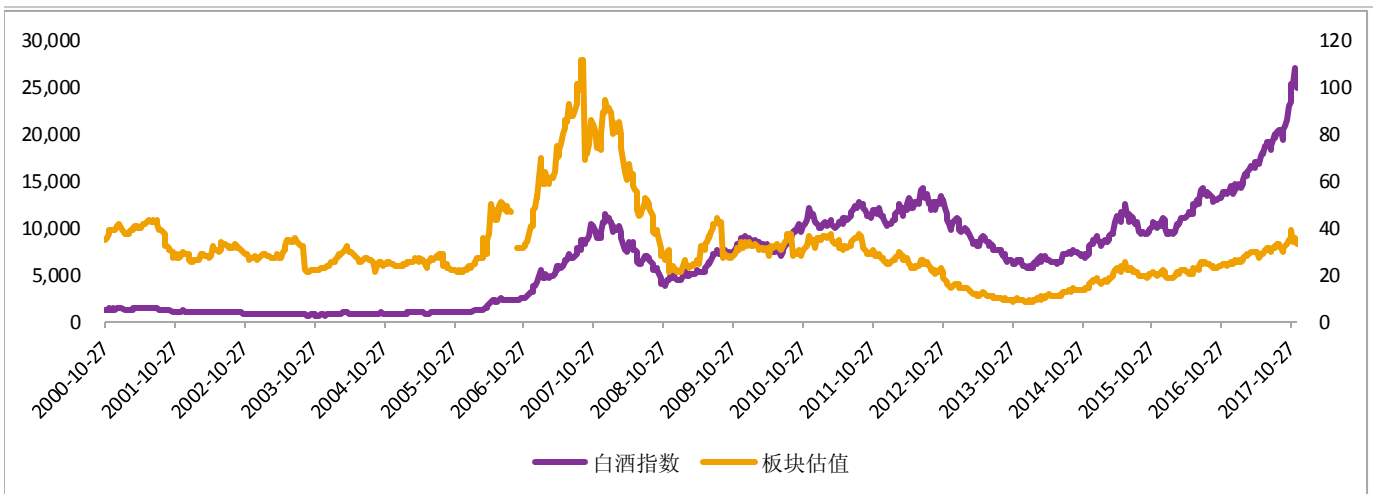
资料来源: wind, 联讯证券

图表22: 白酒行业营收及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表23: 白酒板块及估值



资料来源: Wind, 联讯证券



三、公司护城河深厚：产品、品牌、渠道、管理优势明显

（一）品牌力：名酒基因深厚，价格体系理顺

五粮液文化底蕴深厚，具有很强的品牌力。消费升级的大背景下，消费者更青睐有品质的老品牌。白酒的品质认知源于品牌，稀缺的一线名酒品牌资源变成白酒行业的护城河，构建其行业竞争壁垒。作为浓香型的白酒龙头，五粮液具有极强的品牌力：公司曾四次蝉联“国家名酒”称号；四度荣获国家优质产品金质奖章；“五粮液”1991年被评为首届中国“十大驰名商标”；子品牌“五粮春”2008年被评为中国驰名商标，“五粮醇”2009年被评为中国驰名商标。2009年，五粮液被评为中国商标注册百强单位、中国最具影响力驰名商标、中国最佳地理标志产品。

图表24： 五粮液多次被评为“中国名酒”

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：全国评酒会，联讯证券

控量保价，主导产品顺价销售。2016年底，公司宣布普五计划内供应量减少25%，计划外供应量不限。在量价策略下，公司解决库存和价格倒挂问题的同时，也保持了销量较快的增长。五粮液普五销量从2015年的12000吨上涨到2016年的13000吨，我们预计2017年的销量将达到14000吨。其主要原因有：（1）竞品长期供不应求，终端价不断上涨刺激五粮液的销量。（2）消费升级促使高端白酒消费的持续上涨。（3）高端白酒需求持续上升，增加经销商利润，从而提高了经销商的积极性。

图表25： 五粮液出厂价政策调整

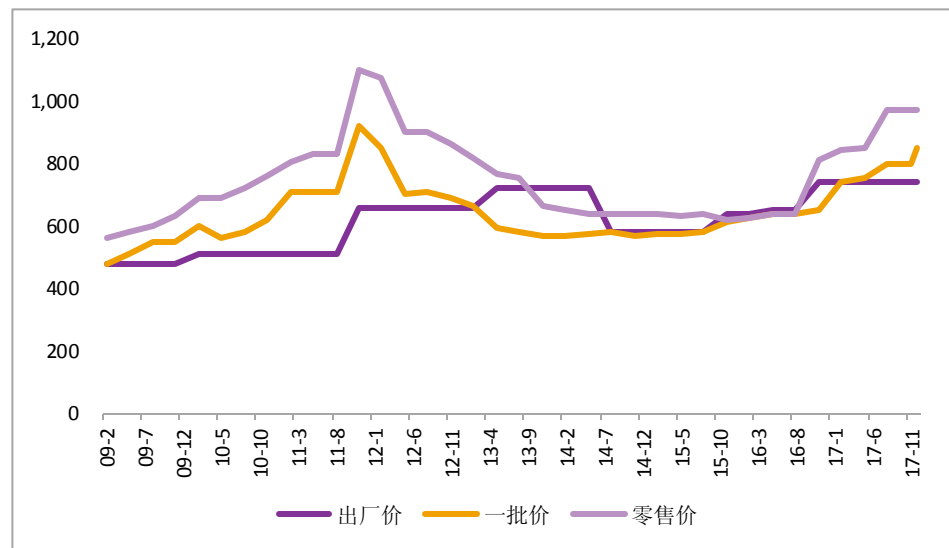
年份	出厂价	经销商政策
2013.1	659	一季度完成全年任务的30%给予10%-15%的返利，年底按照任务完成情况和市场表现给予1%-5%的返利。
2013.2	729	直接返利70元，2月份继续打款完成全年任务的30%，给予10%-15%不等。
2014年初	729	直接给予70元返利，公司规定一批出货价不得低于609，给予相应的市场支持，并视市场动态调整。
2014.5	609	直接出厂价降至609，取消市场补贴，不再给予返利要求经销商提高出货价，在610以上。只要经销商完成今年全售任务量，就将以去年“1218经销商大会”上签约量为基数，按照2:1的比例向经销商配货，价格为509元/瓶。
2015.8	659	直接出厂价提升至659，给予经销商40元返利，优秀经销商另给予额外返利，一批价维持在620-630；对经销商的市场支持只持续到16年1季度。
2016.3	679	直接出厂价提升至679，取消30元返利。



年份	出厂价	经销商政策
2016.9	739	核心产品 52 度新品五粮液（普五）出厂价格恢复性调整为 739 元/瓶。
2016.12	739	价格“双轨制”：计划内执行 739 元/瓶，计划外按出厂价 769 元/瓶。
2017.2	739	1618 五粮液出厂价上调到 769 元/瓶，批发价不低于 819 元/瓶，零售价 919 元/瓶； 52 度普五商场供应价 809 元/瓶，零售价提升 70 元/瓶至 899 元/瓶；并且在区域内外将加大 1618 和普五的维护力度。
2017.5	739	五粮液推出一款专供专卖店的新品：金装，终端定价为 999 元/瓶。
2017.6	739	五粮液经销商门款抬高，计划外及新进价格提升至 809 元。

资料来源：调研资料，联讯证券

图表26： 五粮液价格走势



资料来源 Wind，调研资料，联讯证券

竞品提价，为五粮液打开涨价空间。由于茅台的产量变化较小，伴随着市场需求的上升，茅台的销售价格不断上涨，这也为五粮液的涨价提供了空间。五粮液的价格提升主要是由管理层推进，坚持“控量保价”策略。过去两年，公司着力梳理价格体系。三次提价后，五粮液批价已经从 2015 年年初的 540 元上涨至目前的 810 元，单瓶上涨价格将近 300 元。而从 2016 年年底开始，普五就已成功实现顺价销售。渠道价差逐步拉大后，大幅提升了经销商的积极性。年初新董事长上任，提出要努力提高经销商利润空间，可以看出，从“提价”提升品牌拉力到“扩大经销商利润”提升渠道推力，发展战略比较明确。

图表27： 茅五泸三家出厂价情况

年份	月份	茅台	五粮液	国窖 1573
2006	1 月	268	338	328
	2 月	308	348	
	7 月		368	348
2007	2 月	358	388	
	4 月			388
	10 月		418	
2008	1 月	439		408
	8 月			468



	9 月		469	
2010	1 月	499	509	519
	9 月			619
2011	1 月	619	659	
	9 月			
2012	1 月	819		889
	9 月			
2013	2 月		729	
	7 月			999
2014	5 月		609	680
	7 月			580
	8 月			550
	10 月			576
	12 月			609
2015	6 月			620
	8 月			659
2016	3 月		679	
	8 月			640
	9 月			739
2017	12 月	969	739	740

资料来源：公司资料，联讯证券

（二）产品力：覆盖全价位带，聚焦“1+3+5”结构

产品覆盖全价位带，高端占比超 7 成。五粮液产品端价格从 30 元至 1000 元不等，全面覆盖超高端、中端及低端市场。从 2016 年收入结构看，高端产品占比 71%，中低端产品占比为 22%。其中，高端酒的大部分市场份额由普通五粮液贡献，占比近 90%。

图表 28： 五粮液产品价格分布

品牌系列	产品	价格（元/500ml）	市场定位
五粮液	52 度普五	969	高端及超高端
	52 度 1618	939	
	50 度十年汾酒	998	
	56 度五粮液老酒	1499	
	35 度五粮春	175	
五粮春	45 度五粮春	198	中端
	50 度五粮春	248	
五粮特曲	52 度五粮特曲	199	中端
	52 度五粮特曲精品	339	
六和酒	52 度六和液	198	中端
五粮头曲	52 度五粮头曲	159	中端
	50 度金淡雅	119	
五粮醇	50 度蓝淡雅	89	中低端
	50 度红淡雅	79	



绵柔尖庄	50 度红标	39	中低端
	50 度金标	55	

资料来源：公开资料，联讯证券

持续优化产品线，聚焦“1+3+5”结构。公司在 1996 年仅有高端酒“五粮液”和低档酒“尖庄”两个品牌。1997 年推出五粮春、五粮醇、五粮神等多个全国性品牌，并推出地区品牌联营战略。为优化品牌结构，2002 年开始实施“1+9+8”的战略品牌。2014 年，公司重新定位产品战略，提出“1+5+N”战略，即五粮液、五粮春、五粮醇、五粮特曲头曲和尖庄五大战略品牌，以及各地区区域性品牌。各品牌分别定位从 700 元到几十元的每一个价位段。2016 年为精简产品线，公司推出“1+3+5”战略。“1”即为普五，价位在 600 以上；“3”为 1618、交杯酒以及低度五粮液，价格在 600 以上；“5”即为五粮春、五粮醇、特头曲、绵柔尖庄以及六和液，价位为几十到 300 多元不等。五粮液通过品牌梳理，使得品牌架构清晰，覆盖不同消费群体，避免品牌间的恶性竞争。目前，五粮液产品线比较简约，集中打造大单品，并淘汰价值贡献低的产品。

图表29： 五粮液产品结构变迁

时间	产品结构
1994	品牌总经销模式下，相继开发出五粮醇、金六福、京酒、浏阳河、老作坊等品牌
2002	原则上不再开发新品牌，对 62 个品牌进行分类管理，并进行巩固、整顿和提高，优化品牌结构
2003	“1+9+8”品牌战略，“1”是指五粮液主品牌，“9”和“8”分别指的是 9 个全国性品牌和 8 个区域性品牌。其中包括五粮春、五粮醇、五粮神等等。
2004	收缩中低档买断品牌，继续开发中高档以上的买断品牌，如 2004 年推出了“现代人”、“金叶神”和 68 度五粮液。
2005	放弃 80 余个 OEM 子品牌，最终保留子品牌数量不超过 16 个，遏制五粮液品牌低值化现象。
2007	中低档酒调整完成。2006 年公司对中低档酒进行了大幅的压缩，减少中低档酒 5 万多吨，其中最显著的是尖庄减少了 3 万多吨。
2010	主产品和系列产品的销售实行分离，减少系列酒品牌的个数。
2013	7 月，推出中价位战略性品牌“五粮特曲、五粮头曲”；9 月，推出五粮液品牌低度酒系列。
2014	“1+5+N”品牌策略，“1”：是高端产品普五和 1618；“5”：是 5 个中低档产品—五粮醇、五粮春、特曲+头曲、绵柔尖庄、六和液；“N”：是指其他区域性代表品牌。
2015	重新设立了五品部，将五粮特曲头曲、五粮醇、系列酒品牌进行公司化运作，使权、责、利更加清晰。
2016	根据《品牌风险管理制度》，累计清理总经销品牌 15 个，清理产品近 300 个。
2016	推出 1+3+5 产品矩阵。“1”是指普五，“3”是指 1618、39 度新低度、交杯牌，“5”是指大小标中市场表现好的前五位，作为对“1+5+N”战略的落地执行。
2017	系列酒确定了 1+4 的系列酒自营品牌矩阵。1 指绵柔尖庄，4 则指定位于次高端价位的五粮人家和友酒，定位于中低端的百家宴以及创新类产品火爆。

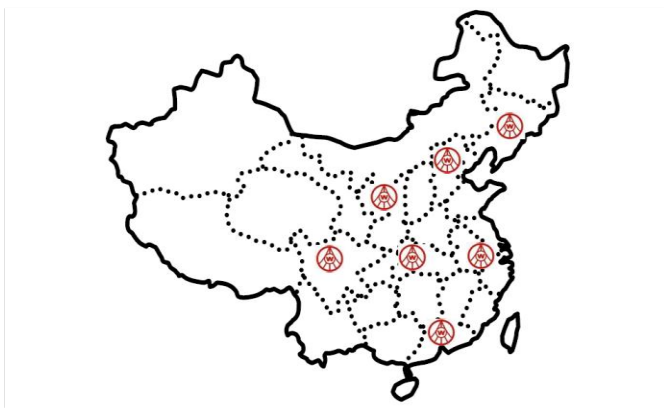
资料来源：公开资料，联讯证券

（三）渠道：调整渠道结构，提升终端控制力

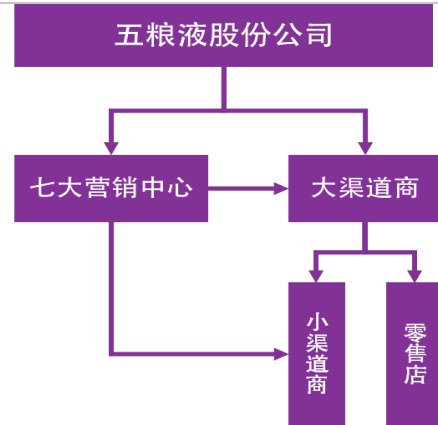
优化渠道结构，增强市场控制力。2013 年行业进入调整期，公司进行渠道调整。对于大经销商，公司重点扶植；对于能力较差的小经销商，公司严把质量，将一批小经销商退出销售渠道，严格控量。2016 年，在行业复苏的背景下，公司积极控制大经销商与小经销商的结构：对于大经销商，减少计划内供应量的 25%；增加小经销商数量，不断优化渠道结构，增强公司对市场的控制能力和盈利能力。



图表30: 五粮液的七大营销中心



图表31: 五粮液的分销体系



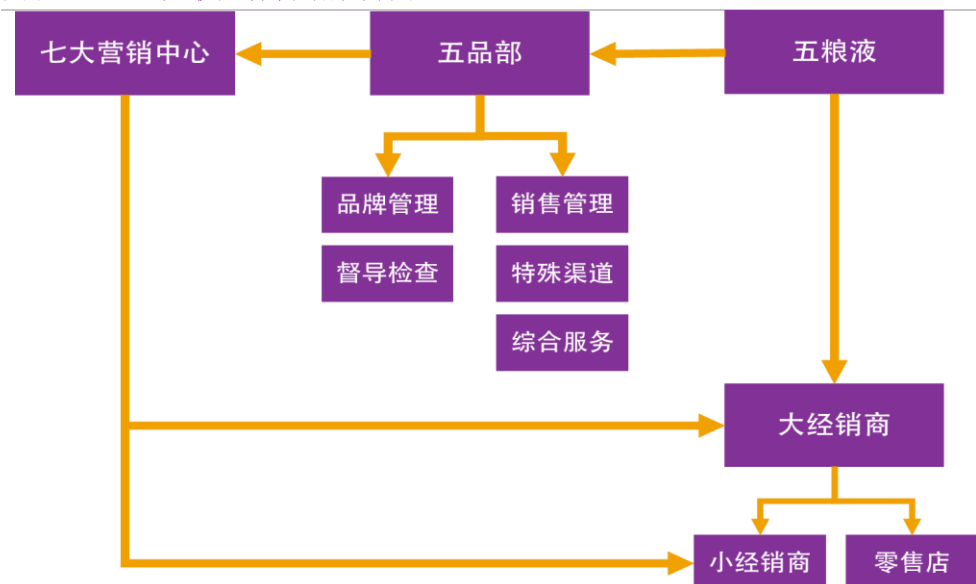
资料来源: 中国产业信息网, 联讯证券

资料来源: 中国产业信息网, 联讯证券

设立五品部, 统筹品牌管理。2015年, 公司将市场部转型为品牌管理事务部, 其下共有五个分部: 品牌管理部、销售管理处、督导检查处、特渠管理处以及综合服务处。事务部负责对公司总经销品牌的管理, 在其他营销中心的辅助下, 实现对核心品牌的聚焦, 并及时掌控产品的市场价格和数量。同时实现渠道下沉, 强化市场推广和管控。

公司设立七大营销中心, 深耕渠道。2013年五粮液完成渠道改革, 设立华北、华东、华南、华中、西南、西北、东北七大营销中心, 由品牌管理模式转变为区域管理模式, 同时对接大经销商和小经销商, 有效配合直分销模式运行。通过区域化营销管理, 五粮液依据各个中心特点制定各自销售目标, 提高了市场管理的精细化程度、市场反应速度和执行运转效率, 各个区域销售业绩不断增长。华东区域 2017 年销售规模有望达到 80 亿, 其他六个中心今年有望实现 120 亿以上。

图表32: 五粮液具体营销架构图



资料来源: 联讯证券整理

深耕线下, 着力下沉渠道。公司对专卖店体系建设力度加大, 形成“百城千县万店”的局面。即在数百个中大型城市, 数千个县区建立零售终端。主要包括: 专卖店、旗舰店和其余销售点。其目的在于: (1) 进一步下沉渠道, 强化终端销售以及对终端的掌控;



(2) 进行精细化营销，直接掌握消费者的消费倾向；(3) 改变公司原有的粗放销售方式以及销售人员缺乏的局面。

发力线上，积极打造互联网渠道。公司积极开拓互联网销售渠道，促进了公司网络渠道销售收入的提升。酒类产品互联网渠道的渗透率较低，未来提升空间巨大。(1) 积极建设 B2B 和 B2C 电商平台，借此促进 B 端业务和 C 端业务的发展。且公司在混改定增中，有 6.31 亿元用于服务性电子商务平台的建设；(2) 不断加强与现有电商的深层次合作。开拓与京东等电商平台的深度合作，并与酒仙网签订协议，使其成为五粮液的专业渠道运营商。

(四) 管理层：混改理顺激励机制，管理层深化改革

混改落地，引入多方参与。2015 年 10 月，五粮液国企改革方案落地。公司拟非公开发行股票 10,000 万股，拟募集资金总额不超过 23.34 亿元。认购主体包括：(1) 高管和骨干员工为主的员工持股计划；(2) 以优秀经销商为主体的资产管理计划；(3) 外部战略投资者。募集资金将全部用于信息化建设、营销中心建设、服务型电子商务平台。

理顺激励机制，释放多方活力。五粮液混改方案的实施，在白酒龙头公司中率先实现机制改革，充分释放企业活力。(1) 通过员工持股计划，使员工利益与公司绑定，提高员工的凝聚力和积极性，增进企业效率；(2) 通过经销商持股计划，深度绑定渠道和公司利益，有利于公司渠道的稳定以及新市场的开拓；(3) 引入战略投资者，完善公司股权结构和治理结构，建立高效的决策体系；(4) 定增募集的资金用于投资信息化建设、营销中心建设、服务型电子商务平台三个项目，将增强公司对市场信息的搜集与反应能力，完善公司的营销网络，为公司经营发展注入活力。

图表33： 五粮液员工持股方案

认购对象	认购数量(万股)	认购金额(亿元)
国泰君安员工持股1号-宜宾五粮液第1期员工持股计划定向资产管理计划	2373	5.13
国泰君安君享五粮液1号集合资产管理计划	1941	4.20
泰康资产管理有限责任公司	2410	5.22
华安基金管理有限公司	925	2.00
嘉兴凯联艾瑞投资合伙企业(有限合伙)	918	1.99
合计	8567	18.54

资料来源：公司公告，联讯证券

集团领导变动，新任党委书记李曙光作风务实。根据公司新闻，新领导上任后作风求真务实，注重生产、销售，并有望整合省经信委产业、金融方面的资源。李曙光出任五粮液集团董事长，提出五粮液“对标先进、二次创业、再创辉煌”的口号。为了实现这一目标，公司在战略聚焦层面、品牌层面、品质打造层面以及营销层面都做出了相应改变。



图表34: 李曙光董事长个人经历

时间	任职情况
1979.9-1983.7	就读于西南财经大学工业经济管理专业
1983.7-1989.8	任职于四川省机械企业管理处、办公厅
1989.8-1992.7	任职于四川省计经委、省经委办公室。
1992.7-2004.9	历任四川省经贸办公室秘书科科长、副主任、四川省交通战备办副主任、四川省经贸委办公室主任、调研员
2004.9-2008.11	历任四川省经贸委办公室调研员、医药化工处处长
2008.11-2010.4	任四川经济委员会办公室主任、党组办主任
2010.4-2012.5	任四川省国有企业监事会主席
2012.5-2016.5	历任四川省经济和信息化委员会总经济师、副主任、党组成员
2016.5-2017.3	任四川省经济和信息化委员会副主任、党组副书记
2017.3-至今	任四川省宜宾五粮液集团有限公司党委书记、董事长，宜宾五粮液股份有限公司党委书记、董事

资料来源: 公开资料, 联讯证券

战略层面: 品牌价值重塑和治理结构转型。五粮液集团将聚焦于白酒这一主业, 进一步规范关联交易, 减少负担, 保证企业的独立性, 重塑品牌价值。同时, 加强现代公司治理体系的完善, 推进国企改革, 通过市场化运作, 进一步激发国有资本的活力。

品牌层面: 要提高核心品牌的价值。五粮液在强化高端酒品牌定位的同时, 推进中低端市场的发展, 共同推进“名酒”与“民酒”齐发展。包括五粮醇、五粮特头曲、五粮春、绵柔尖庄在内的系列酒 2018 年将实现百亿规模。公司认为中端市场的分化是下一轮增长的关键。因此, 公司欲打造系列酒成为同价位性价比最高的酒。

品质打造层面: 独守匠心, 采用古窖池发酵。五粮液每年生产十几万吨基酒, 仅有 1-1.6 万吨左右符合“五粮液”酒的标准。公司将再建十万吨原酒的生产基地, 新增 30 万吨原酒储存能力。

营销层面: 价格梳理, 渠道建设。高端酒的营销是价格的营销, 公司用控制五粮液价格的方式刺激需求, 并通过渠道下沉, 做好终端, 形成良性高价机制。目前, 五粮液出厂价和批发价价差仍然偏小, 公司将稳定出厂价, 进一步顺价, 让利给经销商, 从而促进渠道建设。未来五粮液将从粗放的贸易营销转型为“百城千县万店”的精细化渠道模式, 并引入大数据与云计算。



四、盈利预测与估值

假设:

1) 量: 根据 1218 经销商大会反馈, 2018 年五粮液投放量将超过 2 万吨, 2017 年预计投放量为 1.7 万吨, 量增 16.7%; 2020 年投放量有望超过 3 万吨。

2) 价: 考虑到茅台率先提升出厂价 18% 以改善供需紧张的局面, 目前公司产品价格顺价, 渠道利润不断优化, 公司具备提升出厂价的基础。此外, 公司明年将继续实行双轨制, 计划内外比例由 9:1 调整到 1:1。目前普五计划内/计划外价格为 739/839 元。我们预计 18 年出厂均价将从 749 元提升至 789 元, 涨幅 5.3%。

3) 系列酒: 预计 2017 年收入 64 亿, 公司指引 2018 年收入 100 亿, 同增达 56.3%, 贡献 36 亿增量。

4) 费用率: 公司积极推进降本增效, 全面预算管理不断进行, 我们预计公司费用率将稳中有降。

综上, 我们预计 2017-2019 年收入分别为 307、382 和 456 亿元, 归母净利润分别为 92、124 和 158 亿元, EPS 分别为 2.43、3.27 和 4.16 元, 对应 PE 分别为 38 倍、28 倍和 22 倍。给予公司 2019 年 26 倍 PE, 目标价 108 元。首次覆盖给予“增持”评级。

图表35: 可比公司估值 (截止 2018 年 1 月 23 日)

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
000568.SZ	泸州老窖	71	1.78	2.35	3.01	40	30	24
000596.SZ	古井贡酒	77	2.17	2.75	3.48	35	28	22
000799.SZ	酒鬼酒	27	0.54	0.79	1.10	50	34	24
002304.SZ	洋河股份	134	4.51	5.46	6.55	30	25	20
600197.SH	伊力特	29	0.83	1.08	1.31	35	27	22
600519.SH	贵州茅台	774	21.49	28.65	33.64	36	27	23
600702.SH	沱牌舍得	50	0.54	1.23	1.83	93	41	28
600779.SH	水井坊	53	0.73	1.28	1.89	72	41	28
600809.SH	山西汾酒	65	1.16	1.73	2.34	57	38	28
603198.SH	迎驾贡酒	18	0.88	1.01	1.15	21	18	16
603369.SH	今世缘	18	0.72	0.87	1.03	25	21	18
603589.SH	口子窖	51	1.70	2.13	2.62	30	24	20
平均						44	29	23

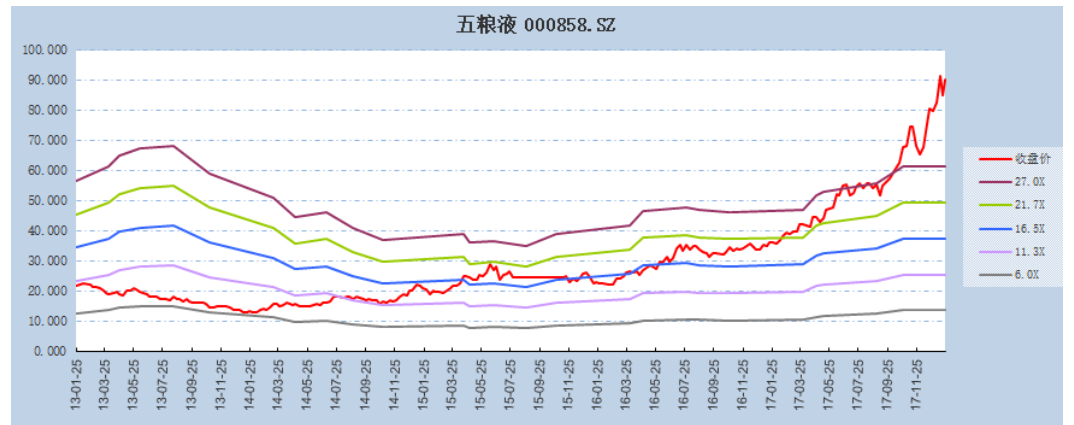
资料来源: Wind, 联讯证券

五、风险提示

高端酒动销不及预期、食品安全问题

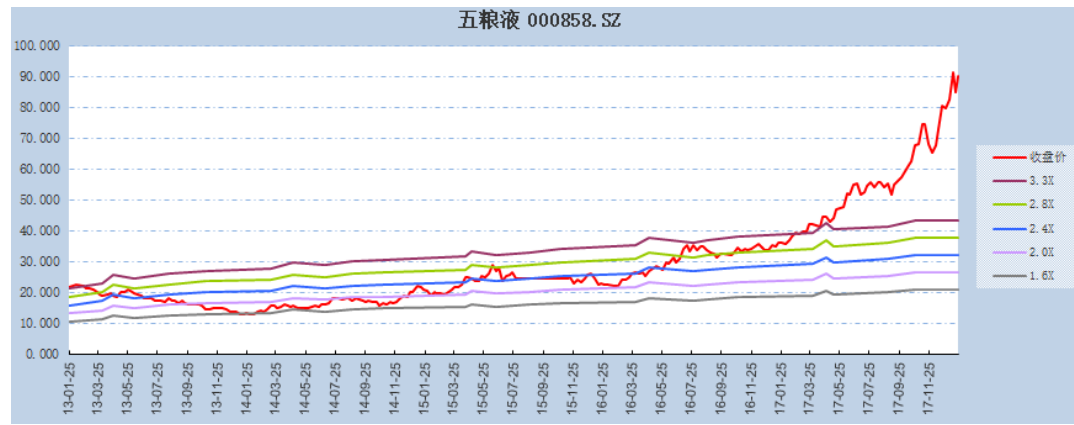


图表36: 五粮液 PE-Band



资料来源:Wind, 联讯证券

图表37: 五粮液 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	24,544	30,731	38,165	45,646	净利润	7,057	9,599	12,904	16,424
营业成本	7,314	8,728	9,885	11,229	折旧摊销	573	799	799	736
营业税金及附加	1,941	3,380	4,007	4,336	财务费用	-766	-836	-1,038	-1,303
销售费用	4,695	4,456	5,343	6,162	经营性应收项目变动	4,622	1,089	2,331	2,834
管理费用	2,144	2,305	2,862	3,423	经营活动净现金流	11,667	10,364	14,659	18,460
财务费用	-766	-836	-1,038	-1,303	投资活动净现金流	-161	75	75	75
资产减值损失	12	0	0	0	筹资活动净现金流	-3,194	-3,325	-4,553	-5,810
营业利润	9,237	12,698	17,106	21,798	现金净增加额	8,312	7,113	10,181	12,725
营业外收入	100	107	100	100	主要财务比率				
营业外支出	0	7	0	0	成长能力				
利润总额	9,337	12,799	17,206	21,898	营业收入增长率	13%	25%	24%	20%
所得税	2,281	3,200	4,301	5,475	营业利润增长率	12%	37%	35%	27%
净利润	7,057	9,599	12,904	16,424	归属母公司净利润增	10%	36%	34%	27%
少数股东损益	272	370	498	634	获利能力				
归属母公司净利润	6,785	9,229	12,407	15,790	毛利率	70.20%	71.60%	74.10%	75.40%
EPS（元）	1.79	2.43	3.27	4.16	净利率	28.75%	31.24%	33.81%	35.98%
资产负债表					总资产净利率	14.70%	18.07%	21.28%	23.11%
货币资金	34,666	41,779	51,960	64,685	ROE	14.41%	17.69%	21.02%	23.31%
应收账款	9,977	11,245	11,359	12,330	偿债能力				
存货	9,257	9,500	9,800	10,000	资产负债率	18%	19%	20%	21%
流动资产合计	51,476	60,100	70,695	84,591	流动比率	499%	474%	467%	447%
固定资产	5,726	5,041	4,356	3,671	营运能力				
无形资产	404	353	303	252	总资产周转率	0.42	0.46	0.50	0.51
资产总计	58,528	66,353	76,149	89,310	应收账款周转率	2.53	2.85	3.47	3.86
应付账款	10,322	12,679	15,124	18,928	每股指标(元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.79	2.43	3.27	4.16
流动负债合计	10,322	12,679	15,124	18,928	每股经营现金	3.07	2.73	3.86	4.86
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	15.55	17.85	0.00	0.00
负债合计	10,322	12,679	15,124	18,928	估值比率				
所有者权益	48,206	53,674	61,025	70,381	P/E	51.33	37.74	28.07	22.06
负债和所有者权益合	58,528	66,353	76,149	89,310	P/B	7.40	6.68	5.90	5.14

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	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@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