

五粮液 (000858)

证券研究报告

2018年06月25日

产品新突破，平台化优势强化

四大新品齐亮相，产品实现新突破

2017年3月，李曙光董事长上任后提出“二次创业”，在品牌、渠道、产品、营销等多方面实现改革。2018年春糖会，五粮液推出“改革开放40周年”纪念酒、“新时代国运昌”纪念酒。新品布局高端市场，产品线全面升级。公司正围绕“低度化、年轻化、数字化、国际化”深入推进供给侧结构性改革，丰富产品线，最终实现品牌价值的全面提升。

瞄准细分领域，适应多重场景

新品指向性更强，精准布局三个细分领域，适应多重消费场景。一是超高端收藏市场：“改革开放40周年”纪念酒、“新时代国运昌”纪念酒零售价分别为1978元/瓶、2018元/瓶，为大事件主题产品，具有极强收藏价值。二是高端婚宴市场：五粮液与施华洛世奇合作推出“五粮液·缘定晶生”，零售价为2998元/瓶，定位高端婚宴和时尚化。三是社交饮用市场：系列酒核心品牌“友酒”有友道和友谊两款新品，零售价分别为418元/瓶、198元/瓶，具有鲜明的社交功能。

对标海天味业，三维度看五粮液的长期空间

1、收入：高端产品布局、外延并购、营销网络完善推动营收高增长。参照海天的发展轨迹，五粮液产品聚焦战略有望推动多个大单品，利好公司营收的持续增长。2、费用：平台化优势助力降本增效。五粮液充分利用渠道优势和品牌效应将新品导入市场，全面进行预算管理，未来费用端投入将稳中有降。3、估值：高端扩张提升估值。五粮液机制、品牌、渠道等多方面的改革后，我们认为其估值折价有望修复。参照海天味业估值溢价来源，五粮液估值将进一步提升。

盈利预测与估值

我们预计18-20年营收为407.52/546.08/693.52亿元，同比增速为35.00%/34.00%/27.00%；17年净利润为96.73亿元，高于预期的90.03亿元，基于以上原因，同时考虑公司品牌地位、加强终端渠道建设、产品带腰部优势、以及改革进程加快，业绩弹性较大，我们谨慎调整净利润预测，上调18-19年净利润预测126.23/169.87至18-20年的129.19/172.37/218.78亿元，同比增速为33.55%/33.42%/26.93%；EPS为3.33/4.44/5.64。

风险提示：新品销售不达预期、食品安全问题、战略布局不达预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	24,543.79	30,186.78	40,752.15	54,607.89	69,352.01
增长率(%)	13.32	22.99	35.00	34.00	27.00
EBITDA(百万元)	8,998.40	12,899.26	17,328.29	23,317.85	29,757.82
净利润(百万元)	6,784.53	9,673.72	12,919.06	17,236.78	21,878.29
增长率(%)	9.85	42.58	33.55	33.42	26.93
EPS(元/股)	1.75	2.49	3.33	4.44	5.64
市盈率(P/E)	44.39	31.13	23.31	17.47	13.77
市净率(P/B)	6.40	5.65	4.85	4.04	3.28
市销率(P/S)	12.27	9.98	7.39	5.52	4.34
EV/EBITDA	10.74	20.40	15.44	10.66	8.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	80.18元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,881.61
流通A股股本(百万股)	3,795.77
A股总市值(百万元)	311,227.33
流通A股市值(百万元)	304,344.91
每股净资产(元)	15.36
资产负债率(%)	24.81
一年内最高/最低(元)	93.18/50.65

作者

刘鹏	分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
刘宸倩	联系人
liuchenqian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《五粮液-公司专题研究:五粮液全面起飞深度研究系列一：直控终端》2018-04-24
- 《五粮液-公司点评:品牌带动性价比凸显，国改推动活力激发》2018-02-13
- 《五粮液-公司专题研究:民族第一品牌扬帆起航，自下而上趋势全面加速》2017-12-26

1. 产品战略优化，聚焦核心大单品

伴随着白酒行业的调整，公司对产品线进行梳理，持续加强分类管理、优化产品结构。从2013年“1+9+8”产品战略，到2014年“1+5+N”产品结构，2016年“1+3+5”产品矩阵，再到2017年“1+3”产品策略，五粮液不断浓缩产品结构、聚焦主力单品。公司“十三五”打造千亿集团的目标中酒业的贡献度将达到60%，将通过战略创新、品牌创新、营销创新，实现追赶型、跨越式发展，来力争重新回归品牌、市场和市值的龙头地位。

图 1：五粮液产品战略发展历程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

五粮液：实施“1+3”产品策略，升级高端产品线。“1”是指将52度新品五粮液核心产品进一步做精、做细。“3”是指五粮液品牌体系延伸的三个维度：一是打造高端五粮液系列；二是打造年轻、时尚化、低度化的五粮液系列；三是打造国际化系列。公司高端产品群将以普五为主力产品，以1618和交杯为基础，低度为重要补充，升级产品线，扩充高端大单品。

表 1：五粮液高端大单品

定位	品牌	产品	价格（元/瓶）
高端	普五	52度五粮液	1059
		52度1618	1139
		39度1618	699
	交杯	52度交杯牌	1199
		39度五粮液	699

资料来源：京东商城、天风证券研究所

系列酒：精简产品线，“4+4”品牌战略推进。1218会议上，公司提出“百亿系列酒”目标，2018年实现销售额400亿左右。重点打造五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄等一批20亿级、50亿级乃至100亿级的大单品。公司2018年将继续坚决淘汰市场定位不清晰，价值贡献度低的产品，进一步优化系列酒产品结构，形成“4+4”的品牌矩阵。第一个“4”是指五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄等4大全国性的大单品；第二个“4”是指打造4个区域性产品。

表 2：五粮液系列酒持续聚焦

时间	战略	具体内容	措施
2003	1+9+8	9个全国性品牌（五粮春，五粮醇，五粮神，金六福，浏阳河，百年老店，尖庄，火爆，干一杯）；8个区域性名牌（如华南，华北地区的“现代人”、江浙沪地区“长三角”、湖南湖北地区“两湖春”等）。	开始收缩产品线，减少中低档品牌和贴牌产品，对系列酒进行梳理。
2014	1+5+N	“5”是五粮醇、五粮春、特曲头曲、绵柔尖庄和六和液等五款中低档产品，“N”是其他区域性代表品牌	构建全价位产品线，满足消费者多层次产

2017 4+4

重点打造五粮春、五粮醇、五粮头特曲、尖庄 4 个全国性大单品, 以及五粮人家、百家宴、友酒、火爆 4 个区域性的单品

品需求
向中高位产品聚焦, 向自营品牌聚焦, 向核心品牌聚焦

资料来源: 公司公告、糖酒快讯、天风证券研究所

2. 产品新突破, 适应多重消费场景

2.1. 推出四大个性化新品, 产品线持续提升

近期公司推出四款新品, 其中三款为超高端五粮液产品和一款为系列酒产品。3 款超高端新品分别为“改革开放 40 周年”纪念酒、“新时代 国运昌”纪念酒和“五粮液·缘定晶生”系列, 开启了“大国浓香”的高端产品产品战略, 把公司的产品线提升到一个新高度。此外, 五粮液推出了系列酒核心品牌“友酒”, 有友道和友谊两款新品。

表 3: 五粮液推出四大个性化单品

系列	产品	规格	价格 (元/瓶)
五粮液	改革开放 40 周年	800ml	1978
	新时代 国运昌	750ml	2018
	五粮液 缘定晶生	500ml	2998
系列酒	友酒: 友道	500ml	418
	友酒: 友谊	500ml	198

资料来源: 京东商城、天风证券研究所

图 2: 四大单品亮相



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

2.2. 布局细分领域, 适应多重消费场景

五粮液开始从细分领域入手, 根据消费需求和消费特性塑造产品, 收窄受众、拉升价位、聚焦投入, 逐步蚕食各个细分市场, 从而实现横向做大市场的目的。四大单品满足不同需求, 适应多重消费场景。

2.2.1. 高端收藏市场

“改革开放四十周年纪念酒”终端零售价 1978 元/瓶; 致敬改革开放 40 周年纪念酒大事件主题套装, 终端零售价 99999 元/套。“新时代国运昌”高端系珍藏纪念酒, 零售价为 2018 元/瓶。改革开放 40 周年纪念酒, 纪念意义重大, 有很高的收藏价值和升值空间。五粮液作为中国顶级白酒品牌, 消费者有旺盛的收藏需求。五粮液适时推出超高端纪念产品, 对

于普五来说是一个很好的补充，经销商层面也能获得更多的利润。

2.2.2. 时尚的婚宴市场

“五粮液·缘定晶生”戒指款市场零售价定为 1980 元/瓶，天鹅款建议零售价为 5200 元/瓶，这两个产品的价格均属于超高端价位段，市场定位也是高端婚宴、个性化、时尚化产品。婚宴用酒市场前景广阔，我国 85 后与 90 后已经正式步入了婚姻殿堂的高峰期。五粮液通过与施华洛世奇的合作，增强公司的品牌向心力和五产品的时尚化。五粮液“缘定晶生”系列顺应年轻消费群体的消费习惯，吸纳更多的高端消费人群。

2.2.3. 社交市场

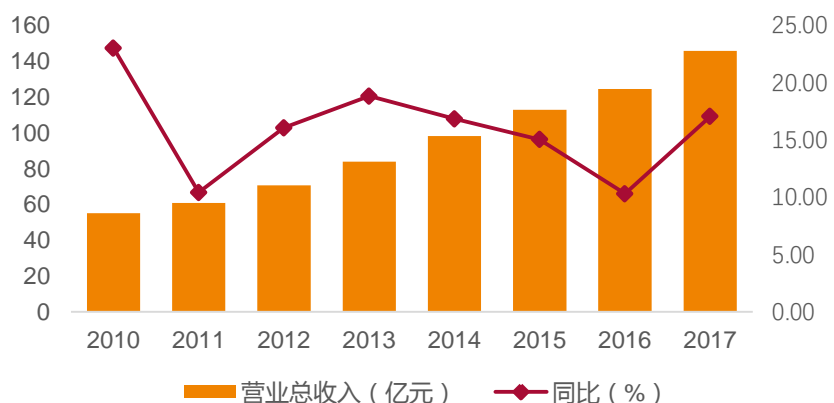
系列酒核心品牌“友酒”，有友道和友谊两款新品，零售价分别为 418 元和 198 元，主打具有消费能力、消费主权意识强的中产阶级群体。友酒是一款承载打动新生代消费群体的社交白酒。作为五粮液系列酒公司旗下年轻化、时尚化、国际化的代表，友酒拥有更加鲜明的社交功能，明晰的战略定位和发展规划，将借助更多互联网创新平台、社交平台、跨界渠道，不断加强连接力。社交饮用市场也是五粮液未来重点发力的市场，“友酒”的战略定位是要把定价在中高端和次高端的“友酒”，打造成为社交用酒的超级品牌。

3. 三维度从海天味业看五粮液的长期空间

3.1. 收入：高端布局+外延扩张+营销网络完善，推动营收持续增长

调味品龙头海天味业加速高端布局与外延扩张，营收实现快速增长。海天味业作为全国最大的调味品生产企业，其产销量及收入连续多年位列行业第一。纵贯海天收入增长，主要核心在于：1、海天在保持酱油产品的主导地位下，以打造具有市场穿透力的海天精品为目标，对现有产品进行了品质升级，以保证核心产品品质竞争的绝对优势。同时，海天敏锐抓住消费需求变化，瞄准中高端市场，对酱油产品结构进行调整。酱油类产品高中低档产品的比例由原来的 1:6:3，调整为 3:6:1。2、不断精耕深化销售网络，2017 年覆盖范围较 2016 年增长超 10%，销售网络已经渗透到全国绝大部分县市。公司积极探索新营销模式加快电商平台建设，巩固了在渠道和终端上的竞争优势。三方布局持续推动公司收入的高速增长。

图 3：海天味业营业收入保持高增长

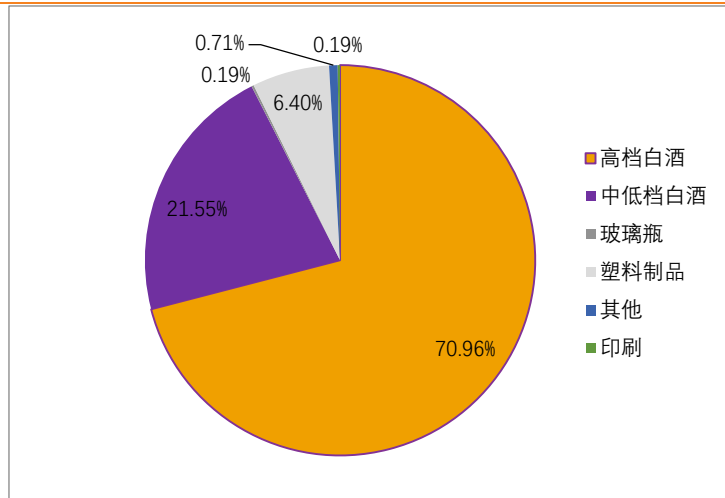


资料来源：wind、天风证券研究所

对标海天，五粮液和海天貌似不同，但发展战略却极为相似：1、海天高端布局并进行外延扩张，五粮液此战略亦如火如荼的进行。五粮液酒类收入占比 93%，高端产品营收占比超 70%。聚焦普五大单品的同时，公司向外延展至 1618、低度、交杯和其他个性化产品系列，继续实施五粮液“1+3”高端品牌战略，布局高端单品。2、海天精细化销售网络，五粮液亦进一步强化具有核心竞争力的营销结构网络。五粮液大力推进“百城千县万店”工程建设，加快推进“五粮 e 店”新零售网络全国布局，实施与京东、苏宁、阿里等互联网龙头企业战略合作和自建电商平台并行运作，推进营销体系数字化转型“数字化物流平台、

全渠道互联网平台、大数据营销决策平台”三大平台的建设。五粮液收入有望延续海天趋势，未来持续增长。

图 4：五粮液高端白酒收入占比达 70%

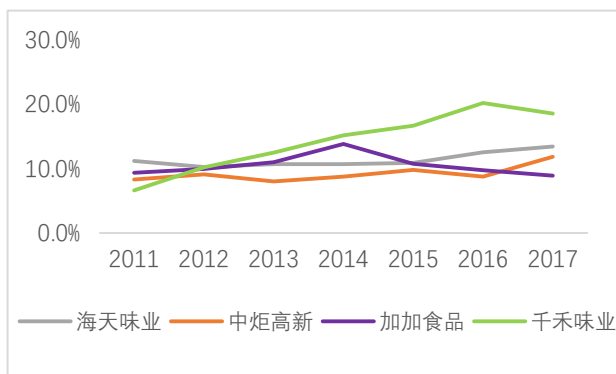


资料来源：wind、天风证券研究所

3.2. 费用：平台化优势助力降本增效

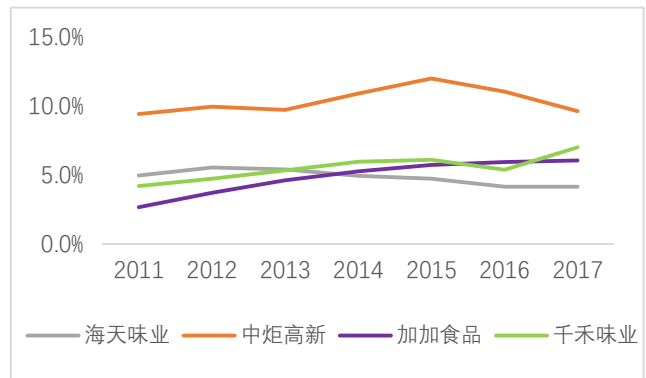
龙头公司优势明显，降本增效空间大。以海天味业为例，公司具有两方面优势。一方面，公司充分利用渠道优势和公司品牌效应将新品导入市场，凭借规模经济下的研发费用承担能力和核心技术领先优势，不断开发新品，丰富产品体系。另一方面，规模优势下营销推广资金充沛，单品牌策略效用大。公司经营规模大，因而在销售费用率相近的情况下，销售费用绝对值更高，营销方式选择性更高。同时公司以“海天”为主力品牌，充分发挥单品牌广告效应，费用端投入处于同行竞争对手中相对较低水平。

图 5：调味品公司销售费用率比较



资料来源：wind、天风证券研究所

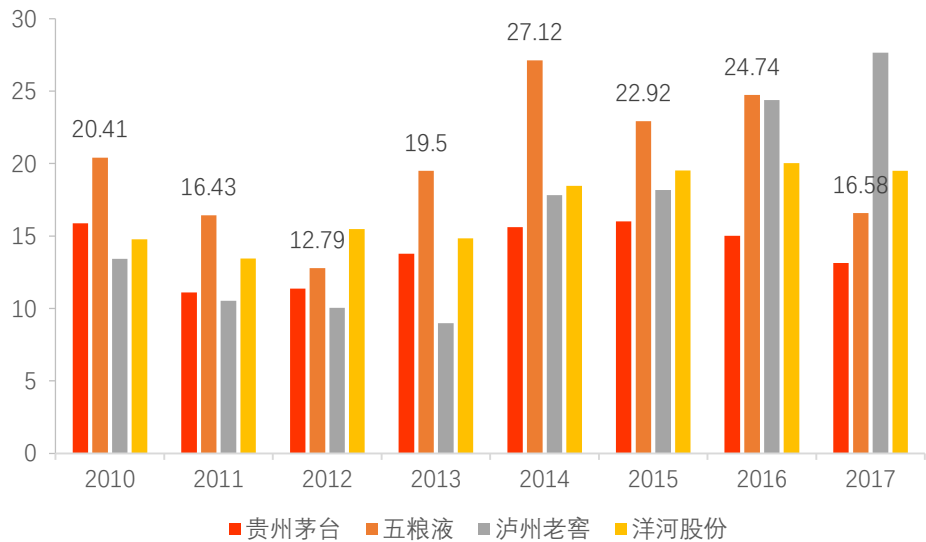
图 6：调味品公司管理费率比较



资料来源：wind、天风证券研究所

“全面的预算管理+平台化优势强化”推动五粮液费用率下降。2016 年之前五粮液销售期间费用率相对竞争对手处于较高水平，但是随着“全面的预算管理+平台化优势强化”的策略实施，逐渐推动费用率下行，2017 年销售期间费用率已经降到了 16.58%，降幅达到 33%。我们认为，双重因素将继续推动费用率下行：一是公司积极推进降本增效，全面预算管理不断进行；二是五粮液平台化优势强，未来有望利用品牌和渠道优势推动新品。

图 7：五粮液期间费用率与竞品比较 (%)



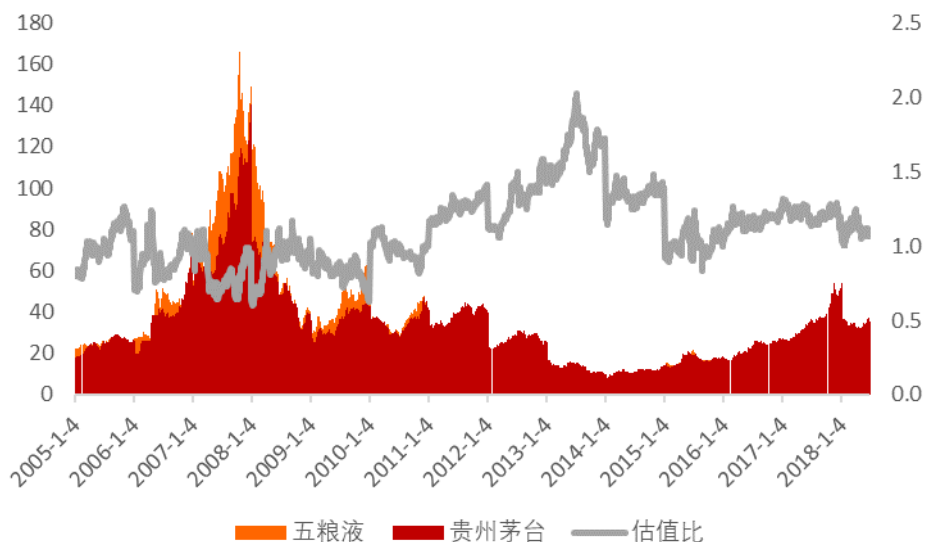
资料来源: wind、天风证券研究所

3.3. 估值：高端布局提升估值

多个核心产品发力，五粮液估值提升可期。近年来，五粮液在高端酒领域尝试个性化的步伐，陆续推出金装五粮液、丁酉鸡年纪念酒、虎符令及今年的两款纪念酒、缘定晶生。产品线精简后，五粮液通过五粮液系列的超高端、小批量延伸产品的推出和市场运作，进一步拉升主力核心产品普五的市场需求和价格空间，做大做强整个五粮液在高端白酒的市场份额。

五粮液与茅台存在明显的估值折价，近年来茅台与五粮液的估值比大部分时间内大于 1，峰值甚至接近于 2。估值折价主要与公司经营有关。经历长期辉煌之后，五粮液在经营策略方面犯下失误，进入长期价格倒挂状态，业绩层面和茅台的差距也越来越大。公司扩充高端单品，经过机制、品牌、渠道等多方面的改革后，我们认为五粮液估值折价有望修复。海天味业目前动态估值为 51 倍 PE，高于调味品行业。公司的估值溢价来源于两方面，行业龙头的品牌、渠道、技术优势以及布局高端与外延拓展。五粮液亦是浓香型白酒龙头，品牌、渠道、技术优势明显；加之五粮液布局高端并扩充腰部产品，五粮液 1618、低度、交杯等系类产品的发展战略，带来业绩提升。参照海天味业估值溢价来源，五粮液估值将进一步提升。

图 8：五粮液和茅台历史估值比较



资料来源: wind、天风证券研究所

4. 盈利预测

我们预计 18-20 年营收为 407.52/546.08/693.52 亿元，同比增速为 35.00%/34.00%/27.00%；17 年净利润为 96.73 亿元，高于预期的 90.03 亿元，基于以上原因，同时考虑公司品牌地位、加强终端渠道建设、产品带腰部优势、以及改革进程加快，业绩弹性较大，我们谨慎调整净利润预测，上调 18-19 年净利润预测 126.23/169.87 至 18-20 年的 129.19/172.37/218.78 亿元，同比增速为 33.55%/33.42%/26.93%；EPS 为 3.33/4.44/5.64。

风险提示：新品销售不达预期、食品安全问题、战略布局不达预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	34,665.92	40,591.80	34,762.51	54,630.17	52,898.96
应收账款	126.49	130.70	293.63	238.53	424.42
预付账款	271.65	198.06	686.65	432.18	942.21
存货	9,257.37	10,557.80	17,272.87	20,282.40	28,666.98
其他	10,183.12	11,801.34	18,849.76	21,503.90	28,905.46
流动资产合计	54,504.54	63,279.70	71,865.42	97,087.18	111,838.03
长期股权投资	794.64	862.85	862.85	862.85	862.85
固定资产	5,431.46	5,292.87	5,125.20	4,910.49	4,667.57
在建工程	292.88	271.65	162.99	97.80	58.68
无形资产	402.45	399.36	385.76	372.16	358.55
其他	748.43	816.18	718.67	657.34	660.72
非流动资产合计	7,669.87	7,642.93	7,255.47	6,900.64	6,608.38
资产总计	62,174.41	70,922.63	79,120.88	103,987.82	118,446.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,695.92	5,481.34	4,038.75	10,203.44	8,805.76
其他	9,991.97	10,486.69	10,904.60	16,452.72	13,979.39
流动负债合计	13,687.89	15,968.03	14,943.35	26,656.16	22,785.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	280.66	280.27	264.93	275.29	273.50
非流动负债合计	280.66	280.27	264.93	275.29	273.50
负债合计	13,968.55	16,248.30	15,208.28	26,931.45	23,058.65
少数股东权益	1,129.13	1,340.24	1,859.92	2,566.42	3,469.45
股本	3,795.97	3,795.97	3,881.61	3,881.61	3,881.61
资本公积	953.26	953.26	953.06	952.86	952.86
留存收益	43,280.76	49,538.11	58,171.08	70,608.35	88,036.71
其他	(953.26)	(953.26)	(953.06)	(952.86)	(952.86)
股东权益合计	48,205.86	54,674.33	63,912.61	77,056.37	95,387.76
负债和股东权益总	62,174.41	70,922.63	79,120.88	103,987.82	118,446.41

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	7,056.77	10,085.97	12,919.06	17,236.78	21,878.29
折旧摊销	573.44	550.41	290.64	293.93	295.89
财务费用	(0.15)	0.17	(750.00)	(730.00)	(700.00)
投资损失	(33.43)	(68.21)	(50.00)	(40.00)	(30.00)
营运资金变动	3,870.10	1,032.14	(15,358.42)	6,429.78	(20,358.49)
其它	230.03	(1,834.31)	519.68	706.49	903.03
经营活动现金流	11,696.76	9,766.18	(2,429.05)	23,896.97	1,988.72
资本支出	185.58	394.89	15.34	(10.36)	1.79
长期投资	(107.37)	68.21	0.00	0.00	0.00
其他	(239.48)	(663.98)	34.86	50.56	28.21
投资活动现金流	(161.26)	(200.88)	50.20	40.20	30.00
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	765.92	890.51	835.44	729.80	700.00
其他	(3,959.84)	(4,529.75)	(4,285.89)	(4,799.31)	(4,449.92)
筹资活动现金流	(3,193.93)	(3,639.24)	(3,450.45)	(4,069.51)	(3,749.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	8,341.57	5,926.05	(5,829.30)	19,867.66	(1,731.21)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	24,543.79	30,186.78	40,752.15	54,607.89	69,352.01
营业成本	7,314.25	8,450.09	11,410.60	15,563.25	20,112.08
营业税金及附加	1,941.17	3,494.70	4,564.24	5,897.65	7,420.67
营业费用	4,694.55	3,625.40	4,808.75	6,061.48	7,351.31
管理费用	2,143.70	2,269.02	2,974.91	4,095.59	5,028.02
财务费用	(765.86)	(890.51)	(750.00)	(730.00)	(700.00)
资产减值损失	12.20	5.63	6.00	6.00	8.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	33.43	68.21	50.00	40.00	30.00
其他	(66.86)	(210.30)	(100.00)	(80.00)	(60.00)
营业利润	9,237.21	13,374.54	17,787.65	23,753.92	30,161.93
营业外收入	118.91	45.13	40.00	40.00	40.00
营业外支出	18.72	27.98	28.00	28.00	28.00
利润总额	9,337.41	13,391.69	17,799.65	23,765.92	30,173.93
所得税	2,280.65	3,305.72	4,360.91	5,822.65	7,392.61
净利润	7,056.77	10,085.97	13,438.73	17,943.27	22,781.32
少数股东损益	272.23	412.25	519.68	706.49	903.03
归属于母公司净利润	6,784.53	9,673.72	12,919.06	17,236.78	21,878.29
每股收益（元）	1.75	2.49	3.33	4.44	5.64

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	13.32%	22.99%	35.00%	34.00%	27.00%
营业利润	12.02%	44.79%	33.00%	33.54%	26.98%
归属于母公司净利润	9.85%	42.58%	33.55%	33.42%	26.93%
获利能力					
毛利率	70.20%	72.01%	72.00%	71.50%	71.00%
净利率	27.64%	32.05%	31.70%	31.56%	31.55%
ROE	14.41%	18.14%	20.82%	23.14%	23.80%
ROIC	37.13%	73.49%	96.94%	61.13%	102.17%
偿债能力					
资产负债率	22.47%	22.91%	19.22%	25.90%	19.47%
净负债率	-37.70%	-37.86%	-38.09%	-25.38%	-29.04%
流动比率	3.98	3.96	4.81	3.64	4.91
速动比率	3.31	3.30	3.65	2.88	3.65
营运能力					
应收账款周转率	194.12	234.75	192.08	205.23	209.22
存货周转率	2.73	3.05	2.93	2.91	2.83
总资产周转率	0.43	0.45	0.54	0.60	0.62
每股指标（元）					
每股收益	1.75	2.49	3.33	4.44	5.64
每股经营现金流	3.01	2.52	-0.63	6.16	0.51
每股净资产	12.13	13.74	15.99	19.19	23.68
估值比率					
市盈率	44.39	31.13	23.31	17.47	13.77
市净率	6.40	5.65	4.85	4.04	3.28
EV/EBITDA	10.74	20.40	15.44	10.66	8.44
EV/EBIT	11.40	21.21	15.70	10.79	8.52

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com