

五粮液 (000858)

证券研究报告

2019年10月23日

内部优化与品牌产品提升，看好后市营销提升空间

五粮液的内外优化和品牌产品升级继续加速，看好后市营销提升空间

2020年是五粮液销售全面加速的一年。五粮液的内外外部升级可以简单分为三个阶段，第一阶段是内部优化、第二阶段是品牌产品提升、第三阶段是销售全面提升。我们认为目前五粮液的内部优化进程和品牌产品提升进程取得了良好的效果，目前正在向第三阶段销售全面提升转化中。看好后市五粮液的营销提升空间。

内部优化与品牌产品提升举措频频，为后市销售提供强大驱动力

相继与阿里巴巴和华为达成战略合作，公司数字化改革进程加速。2019年8月26日，五粮液与阿里巴巴在宜宾签订战略合作协议。双方宣布将在新零售、数字化生产、供应链金融服务、企业信息技术服务等领域广泛合作，推动五粮液的数字化转型。根据五粮液与华为协议，双方将成立战略合作推进小组，在云基础设施和服务、大数据与人工智能技术、网络信息安全体系建设，以及智慧园区、智能制造、企业文化建设、人力资源管理、市场营销管理等领域开展深入合作。

营销空间：整合渠道公司，控盘分利模式，数字化营销助力，期待后市五粮液的营销提升空间

今年公司将主要完成五项工作：一是通过第八代经典五粮液的上市，导入“控盘分利”业务模式，实现商家结构优化和营销过程的精细化管理；二是实现营销活动和费用的数字化闭环管理，加速市场反应速度；三是专卖店体系的数字化升级；四是建设员工数字化门户，实现对员工的数字化赋能，提高团队效率；五是建设数字化的营销决策指挥平台，建立科学决策机制。

在公司整体数字化转型战略的指引下，公司还将加速内部组织与流程再造，推动财务制度、人力资源管理、产品研发、仓储物流等相关配套制度适应市场发展需求，按照“以消费者驱动、以平台模式运营、以数字化支撑的营销数字化体系”构建目标，积极完善营销机构变革。

盈利预测与估值分析

上调五粮液19-21年收入至504、628、766亿元，同增26%、24.5%、22%；19-21年净利润分别为178、238、316亿元，19-21年eps分别为4.6、6.14、8.14元/股，结合上文分析公司内部持续优化，产品品牌加速提升，看好后市公司的营销表现，给予公司2020年估值32倍，14个月目标价提高到197元。“买入”评级。

风险提示：宏观经济不确定风险 行业竞争加剧风险 终端需求下降风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,186.78	40,030.19	50,438.04	62,795.36	76,610.34
增长率(%)	22.99	32.61	26.00	24.50	22.00
EBITDA(百万元)	10,466.48	18,105.98	24,975.52	33,122.85	43,717.39
净利润(百万元)	9,673.72	13,384.25	17,844.34	23,839.93	31,603.54
增长率(%)	42.58	38.36	33.32	33.60	32.57
EPS(元/股)	2.49	3.45	4.60	6.14	8.14
市盈率(P/E)	51.08	36.92	27.69	20.73	15.64
市净率(P/B)	9.26	7.78	6.86	5.92	5.01
市销率(P/S)	16.37	12.34	9.80	7.87	6.45
EV/EBITDA	25.14	8.24	17.82	13.10	9.72

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	129元
目标价格	197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)	500,727.43
流通A股市值(百万元)	489,654.45
每股净资产(元)	17.06
资产负债率(%)	23.16
一年内最高/最低(元)	143.10/46.06

作者

刘鹏 分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

何长天 分析师
SAC执业证书编号：S1110519070003
hechangtian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《五粮液-半年报点评:半年报点评:管理改革不断释放增长动能》 2019-09-02
- 2 《五粮液-公司点评:管理改革不断出招，与阿里巴巴合作带来渠道新动能》 2019-08-29
- 3 《五粮液-半年报点评:业绩预告略超预期，看好五粮液未来改革成效》 2019-08-11



1. 五粮液的内外优化和品牌产品升级继续加速，看好后市五粮液的营销提升空间

五粮液的内外优化可以简单分为三个阶段，第一阶段是内部优化、第二阶段是品牌产品提升、第三阶段是销售全面提升。我们认为目前五粮液的内部优化进程和品牌产品提升进程取得了良好的效果，目前正在向第三阶段销售全面提升转化中。看好后市五粮液的营销提升空间。

2. 内部优化：相继与阿里巴巴和华为达成战略合作，公司数字化进程加速

2019年8月26日，五粮液与阿里巴巴在宜宾签订战略合作协议。双方宣布将在新零售、数字化生产、供应链金融服务、企业信息技术服务等领域广泛合作，推动五粮液的数字化转型。

据新浪财经报道，此次五粮液与阿里巴巴合作，将依托双方各自优势，在阿里云、天猫、零售通、金融、数字化营销及物流服务等展开合作：阿里云将支持五粮液构建数字化零售门店和生产检测，天猫和零售通将为五粮液拓展更高效的销售渠道和营销阵地，蚂蚁金服为五粮液对接更加高效的金融服务，菜鸟和钉钉支持五粮液构建智能化物流系统和以移动办公为基础的营销流程管理。同时，双方还就品牌及产品营销、共建数据平台及更大范围的数字化转型深入合作。

2019年10月8日，五粮液集团有限公司与华为技术有限公司在深圳达成战略合作关系，此时距7月3日华为公司高管带队赴五粮液集团考察仅过去了98天。一方是以自主创新科技享誉全球的高新技术企业，另一方是中国传统产业龙头，两大“中国名片”的牵手备受市场关注。《金融投资报》记者了解到，此次双方将利用自身核心竞争力达成全面战略合作伙伴关系，在多方面展开深度合作。

据新浪财经报道，根据协议，双方将成立战略合作推进小组，在云基础设施和服务、大数据与人工智能技术、网络信息安全体系建设，以及智慧园区、智能制造、企业文化建设、人力资源管理、市场营销管理等领域开展深入合作。

3. 产品和品牌方面：梳理产品线，优化品牌定位

品牌清理方面：公司将持续全方位、无死角清理主品牌和系列酒品牌；公司“产品宪法”全面出台，实施细则正在完善，信息化平台也在搭建。当前阶段品牌清理的目标为保留品牌45个左右，条码350个左右。

品牌定位方面：第七代经典五粮液将于5月21日正式下线；第八代经典五粮液将于6月正式上线，出厂价格预计889元左右。第一，第七代价格回归为第八代上市做好了铺垫工作；第二，产品保障方面，确保经销商、专卖店能够到货上架；第三，消费者培育在积极做铺垫，费用投入大面积转入对消费者培育。经典五粮液和高端501五粮液之间产品占比已在规划中；五粮液价格体系上行以后，次高端的补位可能是开发新品或并购品牌。

系列酒规划方面：系列酒坚持“4+4”品牌战略，整体思想是集中资源打造重点品牌。4月，公司“品牌宪法”正式出台，对于“高仿”系列酒产品分批清理，在体制和营销模式方面进行创新，使系列酒更加贴近市场需求，所有品牌的构建符合“三性一度”的要求。三家系列酒公司整合后，新公司将进一步“做强自营品牌、做大区域品牌、做优总经销品牌”，坚持“三性一度”要求和“三个聚焦”原则，打造完善系列酒“4+4”的品牌矩阵。

4. 营销空间：整合渠道公司，控盘分利模式，数字化营销助力，期待后市五粮液的营销提升空间

三个系列酒公司整合方面：本次三家营销公司的整合是一次市场层面、品牌层面和管理层面的聚合共赢，体现了公司决心以“一盘棋”的思想改革以往各系列酒品牌各自为阵、分散作战的现状。整合后，新公司将坚持“补短板，拉长板，升级新动能”，坚持“三性一度”要求和“三个聚焦”原则，进一步“做强自营品牌、做大区域品牌、做优总经销品牌”，打造和构建系列酒“4+4”的品牌矩阵。整合后的新公司将通过加强对系列酒品牌在管理力量与资源配置上的投入，重点做好产品结构、渠道结构、市场化组织能力、品牌传播升级等四个方面的改革工作，推动系列酒品牌与主品牌间的互补与协调发展，确保系列酒品牌营销资源更聚焦、投入更精准、管控更有效、保障更有利，推动五粮液系列酒迈入健康发展轨道。

控盘分利模式：控盘分利的目的是让经销商在实现正常“顺价收益”的基础上，通过提升过程管理、销售质量、消费者服务水平，争取“管理与服务收益”（奖励）。公司以数字化系统考核为依据提供相应奖励。6月份，公司数字化系统将与新品一并导入市场，五粮液所有产品的营销过程都将在数字化系统中予以呈现；公司即将进入数字化运营阶段，销售服务将更精准。

数字化建设方面：公司的数字化建设主要包括九大前台“门户”应用，强大的数据中台、稳定支撑的后台建设。2019年，公司在营销数字化方面，将完成“数字化控盘分利业务模式”、“营销活动和营销费用的数字化管理”、“专卖店的数字化升级”、“团队数字化协作，员工数字化赋能”、“总部数字化经营决策指挥中心”等核心工作。

营销变革方面：今年公司将主要完成五项工作：一是通过第八代经典五粮液的上市，导入“控盘分利”业务模式，实现商家结构优化和营销过程的精细化管理；二是实现营销活动和费用的数字化闭环管理，加速市场反应速度；三是专卖店体系的数字化升级；四是建设员工数字化门户，实现对员工的数字化赋能，提高团队效率；五是建设数字化的营销决策指挥平台，建立科学决策机制。在公司整体数字化转型战略的指引下，公司还将加速内部组织与流程再造，推动财务制度、人力资源管理、产品研发、仓储物流等相关配套制度适应市场发展需求，按照“以消费者驱动、以平台模式运营、以数字化支撑的营销数字化体系”构建目标，积极完善营销机构变革。

下半年营销规划方面：关于第八代经典五粮液，下半年重点工作是产品的上市铺市、终端的销售氛围营造和产品传播宣传工作。市场方面，公司将借助数字化系统实现精准营销，构建良性销售体系，促进五粮液市场价格持续向价值回归。关于五粮液1618和低度系列，做好消费者深度运营工作，坚持第八代五粮液战术支撑性产品定位。

5. 核心逻辑重申

核心逻辑一：公司在千元这个未来高端酒放量最大的价格带有优势，性价比提高激发真实需求，推动产品复购率提升。

消费品的核心是铺货和复购率，五粮液通过数字化营销构建稳定透明的渠道结构，帮助更好铺货，同时五粮液不断提高产品品质，品牌价值持续回归，使得产品性价比不断提升，替代部分茅台酒的直接饮用需求，五粮液酒的真实需求增加，有望推动产品复购率提升，未来消费量有望持续扩大。

核心逻辑二：改革成效显著，改革红利不断释放。

五粮液目前全面推动数字化工程、清理系列酒和普五副牌产品，并且从内部文化、战略定位、执行行动和自我评价等方面积极改革。预计改革将持续改善公司利润率、营销情况，帮助五粮液抓住产业整合、消费升级机会，不断释放公司内部优势，目前改革红利正在不断释放。

核心逻辑三：低估值、高 ROE 拓宽前景，海外业务、系列酒及并购带来增量机会。

随着 MSCI 扩容，外资、保险等海外长期资金不断涌入。具有一定消费壁垒和消费者黏性的高 ROE 公司将成为这些资金的配置标的之一。近年来，外资对于国企改革的理解逐步提升，而五粮液作为国企改革的坚决执行者，前景可期。同时五粮液积极布局海外业务，实施普五和系列酒结合走出去的战略，预计未来三年一带一路沿线两个烈性酒市场将逐步进入业绩收获期，推动五粮液海外业务占比提升。

公司在千元这个未来高端酒放量最大的价格带有优势，公司自身的性价比提高激发真实需求，推动产品复购率提升，通过和阿里及 5G 大数据等支撑的信息化实现对销售的精准把握。在以上两者结合下普五有望在 3-4 年继续放量。这是收入端的空间。另外从效率看，改革成效显著，改革红利不断释放，随着技术的提升和内部制度的完善及执行的优化公司的利润率有望持续提高。另外，海外业务、系列酒及并购带来增量收入机会。

6. 盈利预测与估值分析

采用可比公司估值，选取贵州茅台和泸州老窖作为可比公司，目前 PE (TTM) 呈现市值越大估值越高的现象，基于目前五粮液的市场表现以及我们对五粮液后市销售的看好预期，将五粮液 2020 年估值预测由 30 倍调高至 32 倍。

表 1: 可比公司估值

公司名称	市值 (亿元)	PE (TTM)
贵州茅台	14679	35.9
泸州老窖	1224	28.7
五粮液	4973	31.9

资料来源: wind, 天风证券研究所

基于以上分析，我们上调五粮液的盈利预测与估值分析。

原值为：预测 19-21 年收入 500、600、700 亿元，同增 25%、20%、16.6%；19-21 年净利润分别为 175、232、300 亿元，19-21 年 eps 分别为 4.51、5.98、7.73 元/股，给予公司 2020 年估值 30 倍，16 个月目标价提高到 179.4 元。

现值为：预测 19-21 年收入 504、628、766 亿元，同增 26%、24.5%、22%；19-21 年净利润分别为 178、238、316 亿元，19-21 年 eps 分别为 4.6、6.14、8.14 元/股，结合上文分析公司内部持续优化，产品品牌加速提升，看好后市公司的营销表现，给予公司 2020 年估值 32 倍，目标价提高到 197 元。“买入”评级。

7. 风险提示

宏观经济不确定风险。目前宏观经济内外部环境错综复杂，白酒行业的未来发展存在一定的不确定性。公司需要持续加强宏观经济形势研判，及时调整公司经营策略，提升公司综合竞争力，主动适应经济形势变化，为公司持续健康发展夯实基础。

行业竞争加剧风险。随着白酒行业的集中度不断提升，行业竞争加剧。公司需要持续补短板、拉长板，升级新动能，持续提升生产效能、持续强化品牌营销、持续优化产品结构体系、持续深化营销体系改革、持续精耕渠道建设，不断提升核心竞争力。

终端需求下降风险。内外部宏观环境的不确定有可能影响消费者的消费习惯，五粮液作为中国高端白酒的代表，可能会因为消费者消费习惯的改变而产生终端需求下降的风险。这将直接导致公司业绩收入受到影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	40,591.80	48,960.05	50,757.81	62,872.11	72,604.16
应收票据及应收账款	11,297.77	16,261.97	19,645.20	24,218.16	29,380.81
预付账款	198.06	220.92	557.56	285.46	658.96
存货	10,557.80	11,795.46	18,505.36	18,431.95	23,515.00
其他	634.27	871.77	1,173.82	1,334.27	1,682.13
流动资产合计	63,279.70	78,110.17	90,639.74	107,141.95	127,841.06
长期股权投资	862.85	919.48	919.48	919.48	919.48
固定资产	5,292.87	5,262.16	5,154.08	5,005.53	4,819.70
在建工程	273.41	351.99	247.20	196.32	147.79
无形资产	399.36	412.65	397.24	381.82	366.41
其他	814.42	1,037.81	797.09	783.92	817.66
非流动资产合计	7,642.93	7,984.10	7,515.08	7,287.06	7,071.04
资产总计	70,922.63	86,094.27	98,154.82	114,429.02	134,912.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,767.58	3,566.29	4,981.35	6,407.77	6,410.05
其他	12,200.45	17,141.52	18,459.09	21,013.79	25,265.98
流动负债合计	15,968.03	20,707.82	23,440.44	27,421.57	31,676.03
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	280.27	267.01	275.98	274.42	272.47
非流动负债合计	280.27	267.01	275.98	274.42	272.47
负债合计	16,248.30	20,974.83	23,716.42	27,695.99	31,948.50
少数股东权益	1,340.24	1,632.17	2,414.91	3,305.20	4,417.54
股本	3,795.97	3,881.61	3,881.61	3,881.61	3,881.61
资本公积	953.26	2,682.65	2,682.65	2,682.65	2,682.65
留存收益	49,538.11	59,605.66	68,141.88	79,546.22	94,664.45
其他	(953.26)	(2,682.65)	(2,682.65)	(2,682.65)	(2,682.65)
股东权益合计	54,674.33	65,119.44	74,438.40	86,733.03	102,963.60
负债和股东权益总	70,922.63	86,094.27	98,154.82	114,429.02	134,912.10

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	10,085.97	14,038.65	17,844.34	23,839.93	31,603.54
折旧摊销	550.41	563.10	288.30	294.84	299.77
财务费用	0.17	(0.16)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(68.21)	(100.86)	(67.50)	(78.86)	(82.41)
营运资金变动	1,041.26	397.83	(7,749.50)	(395.17)	(6,748.28)
其它	(1,843.42)	(2,581.19)	782.74	890.29	1,112.34
经营活动现金流	9,766.18	12,317.36	11,098.38	24,551.03	26,184.95
资本支出	394.89	631.06	51.03	81.56	51.95
长期投资	68.21	56.62	0.00	0.00	0.00
其他	(663.98)	(1,019.24)	(43.53)	(82.70)	(19.54)
投资活动现金流	(200.88)	(331.56)	7.50	(1.14)	32.41
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	890.51	2,900.04	0.00	0.00	0.00
其他	(4,529.75)	(6,517.97)	(9,308.12)	(12,435.59)	(16,485.31)
筹资活动现金流	(3,639.24)	(3,617.92)	(9,308.12)	(12,435.59)	(16,485.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,926.05	8,367.88	1,797.76	12,114.30	9,732.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	30,186.78	40,030.19	50,438.04	62,795.36	76,610.34
营业成本	8,450.09	10,486.78	13,113.89	16,326.79	18,769.53
营业税金及附加	3,494.70	5,908.50	5,757.68	7,902.24	9,897.95
营业费用	3,625.40	3,778.43	4,035.04	3,767.72	2,681.36
管理费用	4,701.80	2,340.50	2,796.20	1,908.86	1,755.65
研发费用	18.74	84.08	105.94	131.90	160.92
财务费用	(890.51)	(1,085.01)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	5.63	10.88	9.57	8.69	9.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	68.21	100.86	67.50	78.86	82.41
其他	(2,661.81)	(313.23)	(135.00)	(157.72)	(164.82)
营业利润	13,374.54	18,718.39	24,687.22	32,828.01	43,417.63
营业外收入	45.13	43.80	69.28	52.74	55.27
营业外支出	27.98	155.37	67.36	83.57	102.10
利润总额	13,391.69	18,606.82	24,689.15	32,797.18	43,370.80
所得税	3,305.72	4,568.17	6,062.07	8,066.96	10,654.92
净利润	10,085.97	14,038.65	18,627.08	24,730.22	32,715.88
少数股东损益	412.25	654.40	782.74	890.29	1,112.34
归属于母公司净利润	9,673.72	13,384.25	17,844.34	23,839.93	31,603.54
每股收益(元)	2.49	3.45	4.60	6.14	8.14

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	22.99%	32.61%	26.00%	24.50%	22.00%
营业利润	44.79%	39.96%	31.89%	32.98%	32.26%
归属于母公司净利润	42.58%	38.36%	33.32%	33.60%	32.57%
获利能力					
毛利率	72.01%	73.80%	74.00%	74.00%	75.50%
净利率	32.05%	33.44%	35.38%	37.96%	41.25%
ROE	18.14%	21.08%	24.78%	28.58%	32.07%
ROIC	73.49%	100.26%	123.16%	108.16%	141.91%
偿债能力					
资产负债率	22.91%	24.36%	24.16%	24.20%	23.68%
净负债率	-74.24%	-75.18%	-68.19%	-72.49%	-70.51%
流动比率	3.96	3.77	3.87	3.91	4.04
速动比率	3.30	3.20	3.08	3.24	3.29
营运能力					
应收账款周转率	2.88	2.90	2.81	2.86	2.86
存货周转率	3.05	3.58	3.33	3.40	3.65
总资产周转率	0.45	0.51	0.55	0.59	0.61
每股指标(元)					
每股收益	2.49	3.45	4.60	6.14	8.14
每股经营现金流	2.52	3.17	2.86	6.32	6.75
每股净资产	13.74	16.36	18.56	21.49	25.39
估值比率					
市盈率	51.08	36.92	27.69	20.73	15.64
市净率	9.26	7.78	6.86	5.92	5.01
EV/EBITDA	25.14	8.24	17.82	13.10	9.72
EV/EBIT	26.38	8.47	18.03	13.21	9.79

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