

食品饮料行业

未来五年高端白酒扩容，五粮液和泸州老窖受益

核心观点：

- **受益奢侈品市场繁荣，未来五年高端酒需求 CAGR 为 15%+。** 高端白酒是最具代表性的中国奢侈品，我们采用两种方法估计未来 5 年需求增速：（1）中国奢侈品需求增速 CAGR 为 10%+，受益本土品牌地位上升，预计高端白酒需求 CAGR 为 15%+。（2）奢侈品特性使得高端酒均价提升速度快于或等于人均可支配收入，对应均价 CAGR 为 7-8%；中产及以上人口为目标消费者、代表量增空间，对应销量 CAGR 为 8%+，从 2019 年的 6.85 万吨扩容至 2024 年的 10 万吨左右。
- **茅台产能有限需求外溢，五粮液和国窖受益。** 2019 年高端酒市场茅五泸销量 CR3 为 95%，分别为 48%/35%/12%，茅台地位已遥遥领先。根据茅台产能规划，2024 年茅台酒成品酒销量可达 5 万吨左右，剩余 5 万吨高端酒需求将主要由五粮液和国窖承接。五粮液最先承接茅台溢出需求，若其改革措施如期推进，按照量价贡献程度相近推算，5 年后销量有望达到 3.7 万吨左右、批价有望接近 1500 元/瓶。国窖承接茅五的溢出需求，我们预计未来 5 年销量有望达到 1.15 万吨左右。
- **五粮液和老窖各有所长，但五粮液尚有改善潜力。** 品牌：五粮液品牌力高于国窖，且五粮液新任高管上任后迅速在品宣上补齐短板，巩固了品牌地位。由于在品宣上相互借鉴的门槛较低，预计未来高端酒品牌次序难以发生变更。产品：窖池是五粮液产品力优势的来源，历史五次大扩产奠定了五粮液在浓香酒企中最强的产品力；五粮液和老窖分别扩产 12/10 万吨，且均聚焦优势单品，利于提升产品力。渠道：五粮液运用数据化工具延长其管理半径，对配合战略的经销商进行现金和配额奖励，以达到优化经销商结构、引导预期的目的。国窖渠道模式灵活，由经销商持股成立专营公司、可根据市场状况选择不同经销模式，渠道利润包含价差和分红两层收益，分红后置以动态约束管理经销商群体。
- **盈利预测。五粮液：**我们预计未来 5 年高端五粮液销量 CAGR 为 8.86%，吨价 CAGR 为 8.43%，收入 CAGR 为 18%左右。系列酒所处价位竞争相对激烈，但由于五粮液系列酒品质上具有优势、且刚成立系列酒公司统一运作，渠道潜力未来有望逐渐释放，预计未来 5 年收入 CAGR 有望实现 10%+。五粮液总收入预计至 2024 年将达到 1000 亿元以上，CAGR 为 16.74%。**泸州老窖：**预计未来 5 年国窖销量 CAGR 为 7.53%，吨价 CAGR 为 8%左右，收入 CAGR 为 16.13%。中档酒预计未来 5 年收入 CAGR 为 16%左右，略慢于次高端行业整体扩容速度。预计未来 5 年低档酒通过结构升级收入 CAGR 为 4%左右。泸州老窖总收入预计至 2024 年将达到 310 亿元以上，CAGR 为 14.16%。
- **风险提示。** 经济下行风险、海外疫情控制不及预期，食品安全风险。

行业评级

买入

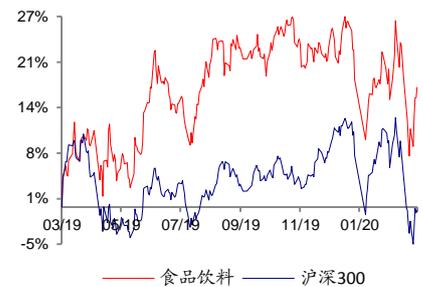
前次评级

买入

报告日期

2020-03-29

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

食品饮料行业:2020 年投资策略 2019-12-15

略：未来十年拥抱中国消费

龙头，享受时间的价值

食品饮料行业:复盘前三轮白 2019-11-20

酒牛市，第四轮白酒牛市将

受消费升级驱动

联系人：

袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	600519	CNY	1075.50	2020/03/01	买入	1300	32.25	37.31	33.35	28.83	19.98	16.90	30.8%	30.6%
五粮液	000858	CNY	115.81	2019/12/25	买入	150	4.49	5.37	25.79	21.57	16.88	14.10	24.3%	24.8%
泸州老窖	000568	CNY	74.50	2019/10/30	买入	98.75	3.24	3.95	22.99	18.86	16.10	13.89	25.6%	27.1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、受益奢侈品市场繁荣，未来五年高端酒需求 CAGR 为 15%以上.....	6
二、茅台产能有限需求外溢，五粮液和国窖受益	7
三、五粮液和老窖各有所长，但五粮液尚有改善潜力	11
（一）五粮液品牌力高于国窖，高端酒品牌次序再度变更概率较低.....	11
（二）窖池是五粮液产品力优势的来源，两家公司均扩充产能+聚焦单品以提升产品力	13
（三）国窖专营公司机制更加灵活，五粮液借助数字化工具加强渠道管控.....	15
四、投资建议与风险提示	19
五、风险提示	22

图表索引

图 1: 第三方机构预测 18-25 年中国奢侈品消费额 (十亿欧) CAGR 为 8.8-9.9%	6
图 2: 茅台与普五成交价与人均可支配收入之比	6
图 3: 我们预计未来 5 年城镇居民人均可支配收入 CAGR 约在 7-8%, 对应价增空间	7
图 4: 预计 2017-2030 年我国中产阶级及以上人口 (亿) 复合增速达 7.5%, 对应量增空间	7
图 5: 2008 年茅台销量市占率略低于五粮液	8
图 6: 2019 年茅台销量市占率是五粮液的 1.4 倍左右	8
图 7: 五粮液批价在 19 年实现上涨 100 元/瓶以上	9
图 8: 预计 2024 年五粮液销量有望达到 3.7 万吨左右	9
图 9: 国窖与五粮液批价价差保持在 100 元/瓶左右	10
图 10: 19 年国窖批价 (元/瓶) 涨幅低于五粮液批价涨幅	10
图 11: 茅台在批价过千元后与普五的批价之比提升	10
图 12: 茅台与五粮液的收入之比也在提升	10
图 13: 国窖定位浓香鼻祖, 夺取消费者心智	11
图 14: 五粮液成交价 (元/瓶) 被茅台反超、国窖成功跻身高端, 五粮液相对品牌地位有所下降	11
图 15: 国窖自推出起一路追赶五粮液, 最高在 10 年达到五粮液收入 (亿元) 的 30%	12
图 16: 五粮液品牌价值 (亿元) 仍远高于国窖, 在行业中仅次于茅台	12
图 17: 泸州老窖的销售费用 (亿元) 接近五粮液, 费率明显高于五粮液	12
图 18: 国窖连续多年赞助澳网	12
图 19: 五粮液 19 年因削减大量贴牌产品, 系列酒收入基本持平未增长	14
图 20: 2019H1 老窖低档酒基本零增长, 主要因清理贴牌产品	14
图 21: 五粮液高价位酒贡献 87% 毛利 (2018 年)	15
图 22: 泸州老窖高档酒贡献 62% 毛利 (19H1)	15
图 23: 白酒行业总销量近些年持续下降	15
图 24: 酒厂和经销商之间各有优势, 合理分工和分利才能利益最大化	16
图 25: 国窖专营公司目前经销商、厂商 1+1、直营子公司三种模式并行	16
图 26: 分红机制将利润后置, 既是激励也是约束方式 (以久泰为例)	17
图 27: 五粮液出厂价 (元/瓶) 及批价走势	18
图 28: 2018 年五粮液和国窖专营公司销售人员数量对比	18
图 29: 五粮液 19 年新增 100 余家经销商, 300 家专卖店, 预计 20 年仍会继续增加	19
图 30: 五粮液 19 年底经销商大会给予经销商奖励	19
图 31: LVMH 归母净利润成长性上与五粮液和老窖相差不大	20
图 32: 三家企业 ROE 水平近三年相差不大	20
图 33: 五粮液和泸州老窖股利支付率高于 LVMH	20

图 34: 五粮液和老窖货币资金占比净资产高于 LVMH 20

表 1: 预计未来 5 年高端酒收入 CAGR 为 15%+、价 CAGR 为 7-8%，量为 8%+ 7

表 2: 预计至 2024 年茅台酒销量将达 5 万吨左右，剩余 5 万吨需求将主要由五粮液和国窖承接 8

表 3: 按照五粮液产能建设时间表，2024 年窖龄能达到 20%左右的优质酒率，至少保障 4 万吨的高端酒供应 9

表 4: 预计至 2024 年茅台酒销量将达 5 万吨左右，五粮液达 3.7 万吨，国窖达 1.15 万吨 10

表 5: 五粮液和老窖都是老八大名酒之一、老窖为四大名酒之一，底蕴深厚 11

表 6: 国窖品宣方式更加的新颖，但五粮液在改革后也跟进补齐短板 13

表 7: 五粮液和泸州老窖主力产品线（2018 年） 13

表 8: 茅五泸产能及未来产能规划，五粮液和老窖分别扩产 12 万吨、10 万吨 .. 14

表 9: 五粮液 1218 经销商大会奖励内容 17

表 10: 五粮液数字化建设工程三大平台 18

表 11: 在白酒行业中，五粮液和老窖的地位仅次于茅台，可对标 LVMH 等海外奢侈品企业 19

表 12: 五粮液、泸州老窖和 LVMH 的 PE 估值对比 20

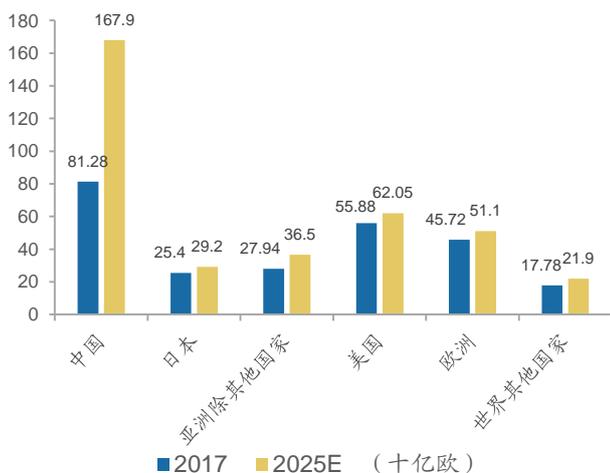
表 13: 五粮液营收拆分 21

表 14: 泸州老窖营收拆分 22

一、受益奢侈品市场繁荣，未来五年高端酒需求 CAGR 为 15%以上

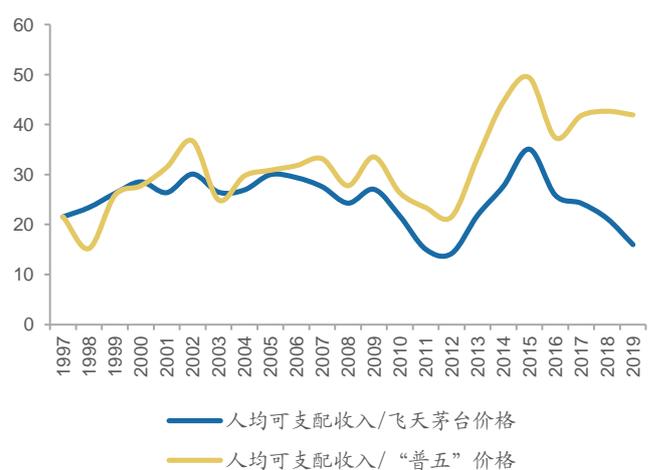
受益奢侈品市场繁荣和本土品牌地位提升，预计未来五年（20-24年）高端酒需求 CAGR 为 15%以上。我们采用两种方法估计高端白酒需求增速。（1）根据我们于 2020 年 3 月 1 日发布的报告《贵州茅台是最具代表性的中国奢侈品品牌，未来估值中枢应在 30-40 倍》，2019 年中国人均 GDP 已经突破 1 万美元，迈入中等收入国家为奢侈品消费奠定基础。我们预计中国奢侈品消费额增速会明显快于同期名义 GDP 增速，我们预计未来五年（20-24 年）CAGR 至少在 10%。我们认为随着中国国家综合实力的提升，消费者心理会从崇尚外来品牌逐渐变为对本国品牌的认同，中国本土奢侈品品牌将逐渐崛起。因此，我们认为未来五年高端白酒需求增长幅度应当高于中国奢侈品市场整体增速，预计 CAGR 为 15%以上。（2）由于高端酒奢侈品的属性，市场价需随着目标人群财富和收入上涨而不断上涨，从历史上来看，茅台和五粮液的成交价与人均可支配收入之比基本围绕一个范围波动，考虑到未来 5 年人均可支配收入仍会保持 7-8% 的复合增长率，因此我们预计高端酒市场均价提升幅度应该不会低于此，预计 7-8%。高端酒目标客户群仍在扩容之中，仍有量增空间，经济学人智库在《中国消费 2030》中预计 2017-2030 年我国中产阶级及以上人口复合增速达 7.5%，20-24 年应高于此，因此我们预计未来 5 年量 CAGR 在 8%+，从 2019 年的 6.85 万吨扩容至 2024 年的 10 万吨左右。综合两种方法，我们预计未来五年（20-24 年）高端酒需求 CAGR 为 15%以上，将从 2019 年的 1300 亿元左右扩容至 2024 年的 2800 亿元以上。

图 1：第三方机构预测 18-25 年中国奢侈品消费额（十亿欧）CAGR 为 8.8-9.9%



数据来源：贝恩，广发证券发展研究中心

图 2：茅台与普五成交价与人均可支配收入之比



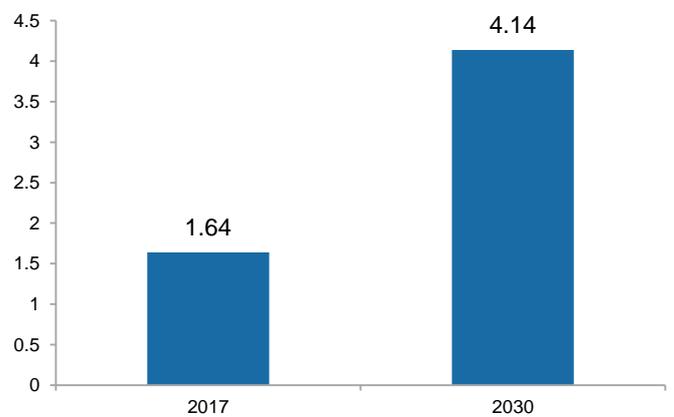
数据来源：wind，广发证券发展研究中心，备注：人均可支配收入为城镇居民年收入

图 3：我们预计未来5年城镇居民人均可支配收入 CAGR 约在7-8%，对应价增空间



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：预计2017-2030年我国中产阶级及以上人口（亿）复合增速达7.5%，对应量增空间



数据来源：经济学者人，广发证券发展研究中心

表 1：预计未来 5 年高端酒收入 CAGR 为 15%+、价 CAGR 为 7-8%，量为 8%+

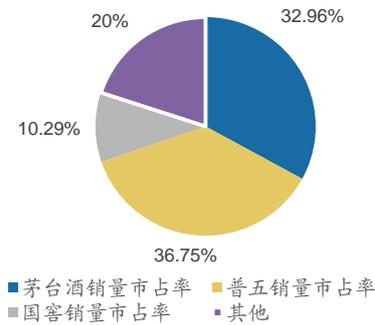
时间	高端酒收入 (亿)	占比白酒行业收入	销量 (万吨)	占比白酒行业销量	价格 (万元/吨)
2019	1297	22.30%	6.85	0.87%	189.26
2020E	1482	23.93%	7.45	0.95%	198.93
2021E	1777	26.69%	8.26	1.08%	215.13
2022E	2091	29.35%	9.12	1.23%	229.28
2023E	2479	32.40%	9.83	1.36%	252.19
2024E	2868	35.04%	10.45	1.50%	274.45
CAGR	17.19%		8.79%		7.72%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

二、茅台产能有限需求外溢，五粮液和国窖受益

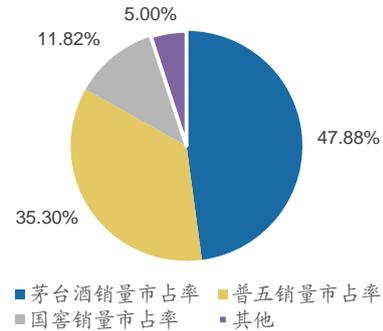
茅台品牌地位已经遥遥领先，5万吨溢出需求将主要由五粮液和国窖承接。经过二十年的沉淀，高端酒行业只剩下茅五泸三家主要“玩家”，随着信息流动日趋高频化和碎片化，打造新的高端酒品牌将非常艰难。近十年来高端酒三家之间格局发生的一个较大变化便是茅台的品牌地位已经遥遥领先其余两家，收入市占率从08年左右的36%上升至19年的60%，销量市占率从08年的33%上升至19年的48%左右，在整个高端酒市场中处于主导地位。但从茅台的规划来看，其需要保持和竞品的价格差距维护自身超高端形象，因此不会无限制放量，根据茅台酒厂的产能规划，2020年茅台酒产能扩容至5.6万吨之后中短期内不再扩张，对应2024年4.5-5万吨成品酒产能。根据我们上文的推算，24年高端酒有望扩容至10万吨，因此，茅台溢出的5万吨需求将主要被五粮液和国窖承接。

图 5：2008年茅台销量市占率略低于五粮液



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：2019年茅台销量市占率是五粮液的1.4倍左右



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：预计至 2024 年茅台酒销量将达 5 万吨左右，剩余 5 万吨需求将主要由五粮液和国窖承接

时间	茅台酒收入(亿)	销量(吨)	价格(吨/万元)
2019	761	32820	232
2020E	875	36500	240
2021E	1048	39630	264
2022E	1228	44400	277
2023E	1445	47600	304
2024E	1644	50000	329
CAGR	16.67%	8.78%	7.25%

数据来源：酒业家，广发证券发展研究中心

五粮液将承接最大比例的茅台溢出需求，若公司改革措施如期推进5年后销量有望达到3.7万吨左右、批价有望接近1500元/瓶。根据上文论述，茅台自身有控量保价维持稀缺性的目的，那么我们认为未来五粮液将承接最大比例的茅台溢出需求，需求CAGR也有望保持在15%以上。五粮液自2019年换代并大刀阔斧推进渠道改革之后（详见我们在2019/4/7日发布的《五粮液渠道和产品体系大变革，推动公司品牌力回升》），品牌势能处于上升的阶段，批价成功的在一年之内上升100元/瓶以上，一年涨幅接近14%。五粮液批价在过去几年涨幅较慢的很大原因是公司过于粗放的大商制度、厂家与经销商互相博弈造成的，而2019年以来的变革也证明了五粮液有能力管理好经销商，推动批价上涨。如果按照目前的改革方向推进，我们预计五粮液在未来5年均能实现量价齐升，收入实现15%以上的增长。按照公司之前产能投建时间表来看，至2024年公司理论上平均窖龄达到26-31年左右，优质酒率（30年窖龄优质酒率至少在20%，但也存在波动空间）至少可以保障4万吨的高端酒投放，但我们认为五粮液为了挺价不会尽数释放，若假设公司量价贡献幅度差不多（该假设下吨价CAGR为8.43%，略高于人均可支配收入增幅，较为合理），那么至2024年五粮液销量有望达到3.7万吨，普五出厂价上涨至1250元/瓶以上（对应CAGR为8.8%），考虑15%的渠道利润率（公司预期的合理渠道利润率水平），批价将接近1500元/瓶。

图 7：五粮液批价在19年实现上涨100元/瓶以上



数据来源：酒业家，广发证券发展研究中心

图 8：预计2024年五粮液销量有望达到3.7万吨左右



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，备注：广发预测

表 3：按照五粮液产能建设时间表，2024 年窖龄能达到 20%左右的优质酒率，至少保障 4 万吨的高端酒供应

建设时间	产能 (吨)	至 2024 年窖龄	优质酒率	高端酒产能
1958	1141	66	55%	628
1979	3299	45	35%	1155
1986	5560	38	30%	1668
1992-1994	80000	30-32	21%	16800
1995-2003	110000	21-29	18%	19800
平均		30 年左右	20%左右	40050

数据来源：五粮液官网，广发证券发展研究中心

茅五溢出需求主要由国窖承接、5年后国窖销量有望达到1.15万吨，但跟随战略的难度可能会不断增大。国窖1573自2015年实行品牌专营模式以来，一直采用的是跟随战略：将批价与五粮液保持在100元/瓶左右维持产品的性价比，通过品牌专营公司进行分利保持渠道利润率比五粮液更高的水平。但随着2019年五粮液进行渠道改革之后，国窖的品牌劣势被放大，渠道优势被缩小，批价涨幅低于五粮液，差距被拉大。我们预计可能未来5年跟随战略的难度会不断增大：（1）当五粮液和国窖两者批价都在千元以下时，100元/瓶左右的价差尚能体现性价比优势，但一旦批价都升至1000元/瓶以上，消费者的心理效应会导致100元不足以产生任何性价比优势（该效应在消费心理学上的被称为“比例偏见”），价差必然会进一步拉大才能具有性价比。（2）当价差拉大之后，两者会逐渐进入两个价位段，有可能被消费者认为是两个不同的产品，由于高端酒主要用于社交宴请和送礼，价格与需求会出现互相作用的现象，越贵可能需求越大（消费心理学上的“凡勃伦效应”），茅台/五粮液过去几年的价格演变过程很有可能会在五粮液/国窖上重演一遍。因此，未来五年国窖可能面临两个问题：（1）是否需要牺牲一定的销量以保障批价跟上五粮液，但一旦牺牲销量又可能会将部分销量份额让予青花郎。（2）即便牺牲销量批价涨幅跟上五粮液，但为了保持渠道利润率优势和专营公司的人员费用等开支，上市公司出厂价（上市公司销售给专营公司的价格）涨幅可能会落后于批价涨幅。因此，我们认为茅五

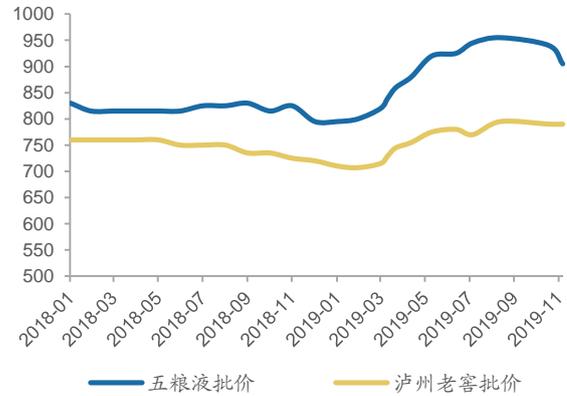
溢出的1.3万吨需求将主要被国窖承接，但承接额度视跟随战略的难度而定，预计在1.1-1.2万吨（报表端销量，非专营公司口径，专营公司口径包含随货、费用等，不能视为真实销量）之间，中性假设给予1.15万吨。

图 9：国窖与五粮液批价价差保持在100元/瓶左右



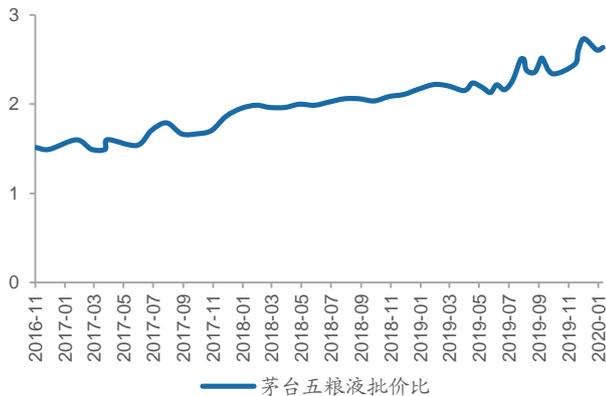
数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

图 10：19年国窖批价（元/瓶）涨幅低于五粮液批价涨幅



数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

图 11：茅台在批价过千元后与普五的批价之比提升



数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

图 12：茅台与五粮液的收入之比也在提升



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 4：预计至 2024 年茅台酒销量将达 5 万吨左右，五粮液达 3.7 万吨，国窖达 1.15 万吨

	贵州茅台	五粮液	国窖	其他高端酒	高端酒行业
2019					
销量（万吨）	3.28	2.42	0.81	0.34	6.85
市占率	47.88%	35.33%	11.82%	4.96%	100%
2024E					
销量（万吨）	5.00	3.70	1.15	0.6	10.45
市占率	47.85%	35.41%	11%	5.74%	100%
CAGR	8.80%	8.86%	7.26%	12%	8.79%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心，备注：国窖为报表端数据，非专营公司口径

三、五粮液和老窖各有所长，但五粮液尚有改善潜力

（一）五粮液品牌力高于国窖，高端酒品牌次序再度变更概率较低

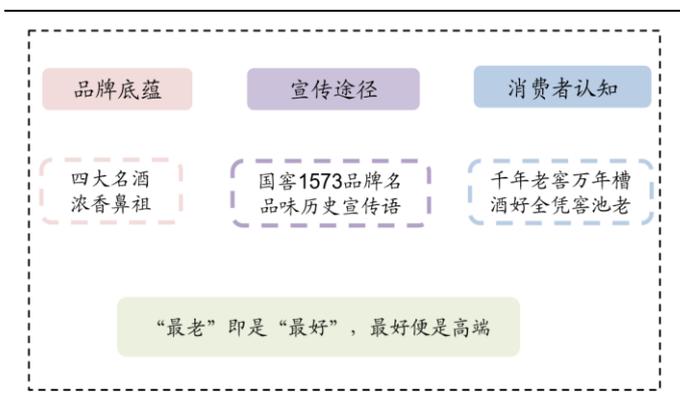
五粮液90年代奠定浓香龙头地位、品牌力仅次于茅台，国窖过去二十年则一路追赶。五粮液和老窖在白酒品牌中都是除了茅台外最具有历史和文化底蕴的品牌之一，但能进入高端酒行业也与历史机遇和当时管理层作为有较大关系。1988年国家放开名酒价格管控后五粮液时任领导顺应市场经济发展大潮、果断提价超过茅台，后在90年代开创OEM模式迅速做大收入规模，成为行业龙头老大并维持了十余年，直到后来被茅台反超。国窖自99年诞生起就一路追赶五粮液，也是近二十年唯一成功跻身高端酒的品牌：（1）在品牌打造上国窖1573将始自1573年的国宝窖池群融入品牌之中，精准定位浓香鼻祖，树立消费者认知。（2）在产品战略上，国窖与泸州老窖系列酒形成产品梯队，通过中低档产品补贴国窖的费用投放。（3）在渠道建设上避开茅五锋芒差异化竞争，推出定增和柒泉模式与经销商进行利益绑定。于2006年向8家经销商定向增发，于2009年开创“柒泉模式”，柒泉公司由经销商出资控股并与厂方进行利益共享。而同期五粮液受累于系列酒的杂乱和大商制度下的厂商博弈，品牌相对地位有所下降。但五粮液的品牌绝对影响力仍远高于国窖，1994-2013年20年的行业龙头地位奠定了其在行业内仅次于茅台的品牌力。

表 5: 五粮液和老窖都是老八大名酒之一、老窖为四大名酒之一，底蕴深厚

时间	评选届次	获奖名单
1952 年	第一届	茅台酒、汾酒、西凤酒、 泸州老窖特曲
1963 年	第二届	茅台酒、 五粮液 、古井贡酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979 年	第三届	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
1984 年	第四届	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
1989 年	第五届	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

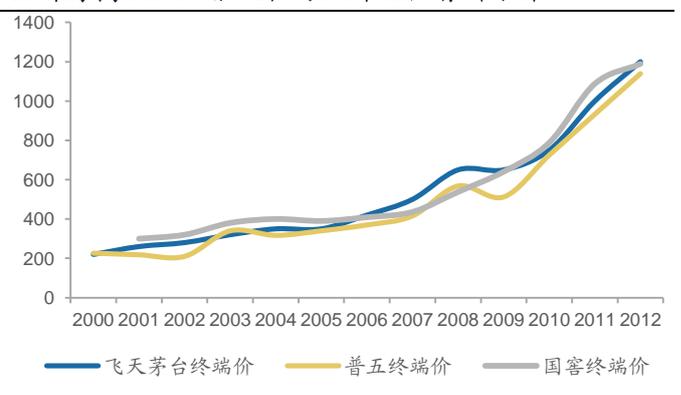
数据来源：酒业家，广发证券发展研究中心

图 13: 国窖定位浓香鼻祖，夺取消费者心智



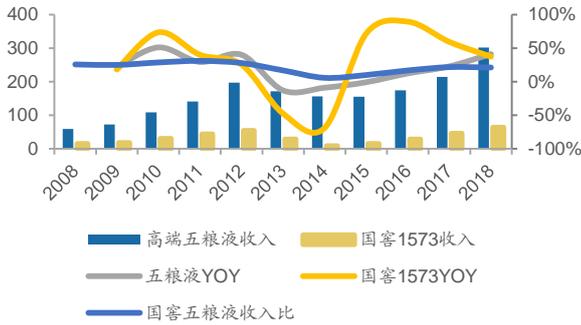
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 14: 五粮液成交价（元/瓶）被茅台反超、国窖成功跻身高端，五粮液相对品牌地位有所下降



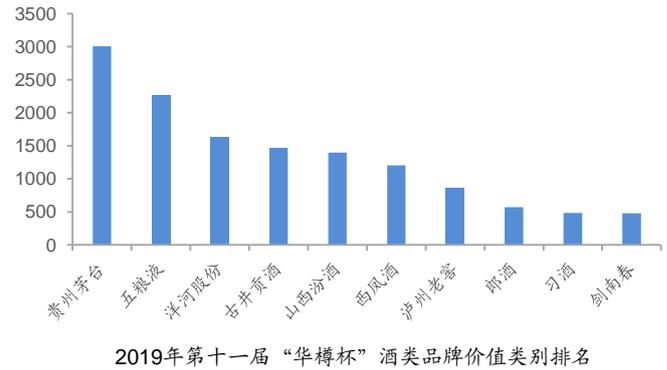
数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

图 15: 国窖自推出起一路追赶五粮液, 最高在10年达到五粮液收入(亿元)的30%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 五粮液品牌价值(亿元)仍远高于国窖, 在行业中仅次于茅台



数据来源: 华樽杯, 广发证券发展研究中心

国窖品宣方式灵活新颖、但五粮液改革后迅速补齐短板, 未来高端酒品牌地位改变概率较低。2015年老窖新管理团队刘淼和林锋上任, 均为一线销售出身, 更加注重品牌的宣传营销。不仅仅品宣投入较大, 且营销方式更加的灵活新颖: (1) 高端酒中率先以俱乐部的方式推行圈层营销, 2016年成立国窖荟, 以国窖荟为载体绑定优质终端及其背后高端消费者资源。(2) 事件性营销更加新颖, 意在捕捉新生高端白酒消费群体。例如赞助澳网、南极之旅、冰JOYS、与艺术家合作联名款等营销方式均是吸收了行业内或者其他消费品行业中的先进营销经验。而五粮液在18年之前更多采用高空投放+线下品鉴、赞助等较为传统的方式, 新任管理层李曙光上任后开始迅速补齐这方面的短板: (1) 成立五粮液消费者酒王俱乐部, 更加有效的触及消费者; 建立营销数字化平台, 为管理层营销决策提供科学依据和数据基础。(2) 也开始尝试面向新生消费群体的事件性营销, 如“万店浓香世界杯”观赛之旅、推出和施华洛世奇合作的“缘定晶生”等等。我们认为在品宣方式上相互借鉴和模仿的门槛很低, 主要取决于管理层的学习意愿和可支配的费用权限, 这点从五粮液在短短两三年便迅速补齐自身在营销上的短板也能看出。因此我们预计未来五粮液和国窖在品宣上将逐渐类同, 通过品宣方式改变消费者对两个品牌的认知会比较困难。

图 17: 泸州老窖的销售费用(亿元)接近五粮液, 费率明显高于五粮液



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 国窖连续多年赞助澳网



数据来源: 搜狐网, 广发证券发展研究中心

表 6: 国窖品宣方式更加的新颖, 但五粮液在改革后也跟进补齐短板

品牌	代表性的营销举措
五粮液	过去偏向于线上的高空广告投放、品鉴会、赞助活动等传统方式。近年来开始向业内优秀同行学习, “万店浓香世界杯” 观赛之旅、推出和施华洛世奇合作的“缘定晶生” 等活动相对新颖 率先上线数字化营销工具, 成立消费者酒王俱乐部
国窖 1573	具有代表性的“七星盛宴” 品鉴活动; 赞助澳网; 南极之旅; 冰 JOYS; 方力钧×国窖联名款; 成立国窖茶绑定优质终端及其背后高端消费者资源

数据来源: 新浪网, 广发证券发展研究中心

(二) 窖池是五粮液产品力优势的来源, 两家公司均扩充产能+聚焦单品以提升产品力

五次大扩建保障了五粮液更强的产品供应能力, 五粮液和老窖均扩充产能并聚焦单品以提升未来产品力。五粮液和老窖目前在产品战略上差距不大: 由于浓香酒的特性, 大量伴生的低端基酒必须要以系列酒的方式销售, 因此两者基本都是采用高端酒大单品+多个系列酒品牌的战略。近两年两家公司均在聚焦产品线, 减少贴牌产品, 以降低贴牌产品对主品牌的稀释, 尤其以五粮液最为坚决, 主要因五粮液过去高端酒与系列酒产品外形区别度低, 五粮液制定了系列酒4+4品牌战略, 资源开始向8个主力产品聚焦。老窖15年起陆续成立品牌专营公司进行了区隔, 目前资源聚焦在国窖+特曲两个品牌, 特曲系列除了原有的特曲60版, 老字号特曲也通过控货提价提升至300元左右, 加码次高端。由于五粮液历史上共经历了五次大扩建, 并在2003年之前便拥有了20万吨固态产能, 因此其窖池年龄和数量使得其对各个价位段的产品有着更强的供应能力, 不仅仅对于高端酒产品, 对于次高端和中低端均能够保障足够高品质的产品, 五粮液的窖池优势使得其产品力可以强于行业内任何一家浓香酒企。且这种优势是历史奠定, 正是由于浓香酒窖池的这种特性, 五粮液和老窖均开始扩产。我们认为扩产和聚焦优势单品均有助于提升两家公司未来的产品力。

表 7: 五粮液和泸州老窖主力产品线 (2018年)

公司	单品	价格 (元/500ml)	体量规模
五粮液	五粮液水晶瓶	1358	190 亿
	五粮特头曲	298/149	10 亿
	五粮春	265	20 亿左右
	五粮醇	199	17 亿左右
	尖庄	64	10 亿左右
泸州老窖	国窖 1573	1109	64 亿左右
	特曲 60 版	598	7.5 亿左右
	特曲老字号	368	20 亿左右

数据来源: 京东商城, 微酒等媒体, 广发证券发展研究中心, 备注: 京东定价一般高于线下

图 19: 五粮液19年因削减大量贴牌产品, 系列酒收入基本持平未增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 2019H1老窖低档酒基本零增长, 主要因清理贴牌产品



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 8: 茅五泸产能及未来产能规划, 五粮液和老窖分别扩产12万吨、10万吨

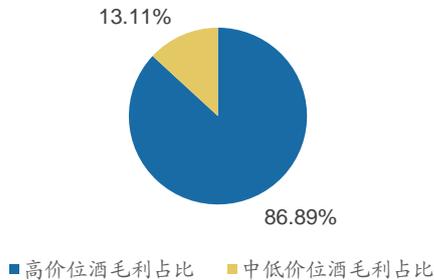
名称	当前产能	投资金额	规划产能
贵州茅台	2019年茅台生产基酒4.99万吨, 系列酒基酒约2.51万吨	35.59亿元(6600吨技改)	2020年茅台酒和系列酒设计产能达到5.6万吨, 由于茅台的环境承载能力, 完成此次扩建后预计茅台酒产能中短期不再扩建
五粮液	拥有窖池3.2万余口, 拥有4万吨级的特大型单体酿酒车间, 具有年产原酒16万吨的生产能力和60万吨的原酒储存能力。管理层称优质酒率在几年内可逐渐提升至15%, 对应高端产能提升至3万吨。	8.57亿(陶坛项目)	2020年五粮液规划12万吨纯粮固态发酵原酒产能; 酿酒技改一期项目已完成5万吨, 还有30万吨陶坛陈酿酒库一期工程
泸州老窖	2018年白酒产量15.7万吨, 其中固态产能约5万吨; 销量14.6万吨。2007年管理层称国窖产能3000吨原酒, 商品酒可达4000-5000吨。2019年管理层称国窖有窖池限制, 但公司有历史累计库存2万余吨。	74.14亿元	2020年12月完成一期竣工验收并试运营 2025年12月完成二期工程全部建设项目。 项目完成后, 将形成年产优质基酒10万吨, 曲药10万吨, 储酒能力30万吨的现代化产业基地。

数据来源: 泸州老窖关于子公司投资酿酒工程技改项目的公告、五粮液2019年经销商大会、广发证券发展研究中心

系列酒所处价位段竞争激烈但具有战略意义, 扩产后带来的低端基酒考验两家公司管理能力。系列酒定价低且竞争激烈, 本身为两家公司带来的利润与高端酒相比有较大差距, 从ROE角度分析即使系列酒取得良好进展, 也很难为股东带来高回报。因此, 仅从经济利益上来看系列酒并不值得投入太多资源, 但系列酒却具有很大的战略意义: 如果厂家对系列酒投入太少, 太依赖经销商, 而经销商只会从自身利益出发, 那么大概率会产生稀释高端主品牌的现象。因此, 系列酒对浓香型白酒公司来说具有很大的战略意义。两家公司的扩产计划尽管保障了未来长期的高端酒产能, 但在中短期内, 都会以低端基酒的形式存在(根据熊子书《泸州老窖大曲酒的总结纪实》, 浓香酒新窖池建设20年左右才会逐步形成老窖, 品质开始提升, 且一般来说5年以内窖池产不出优质酒, 10年以上可能会产出1%-2%的优质酒, 30年以上产20%, 50年以上40%, 百年以上可高达60%), 只能用于系列酒。而白酒行业

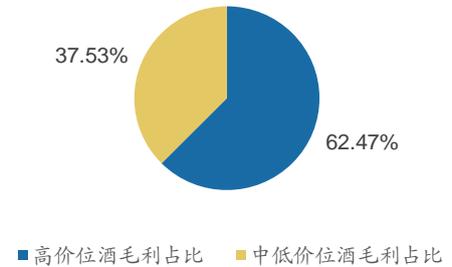
的总销量近几年是不断下滑的，因此对于两家公司的系列酒来说都需要挤占份额以实现增长，对两家公司的管理能力提出了更高的要求。

图 21: 五粮液高价位酒贡献87%毛利 (2018年)



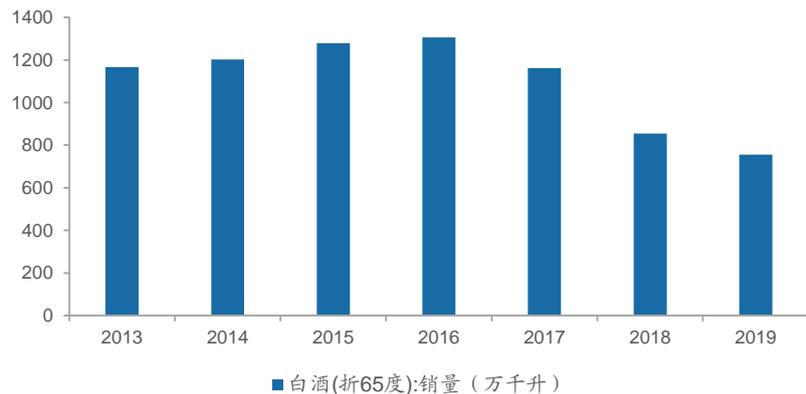
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 泸州老窖高档酒贡献62%毛利 (19H1)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 白酒行业总销量近些年持续下降

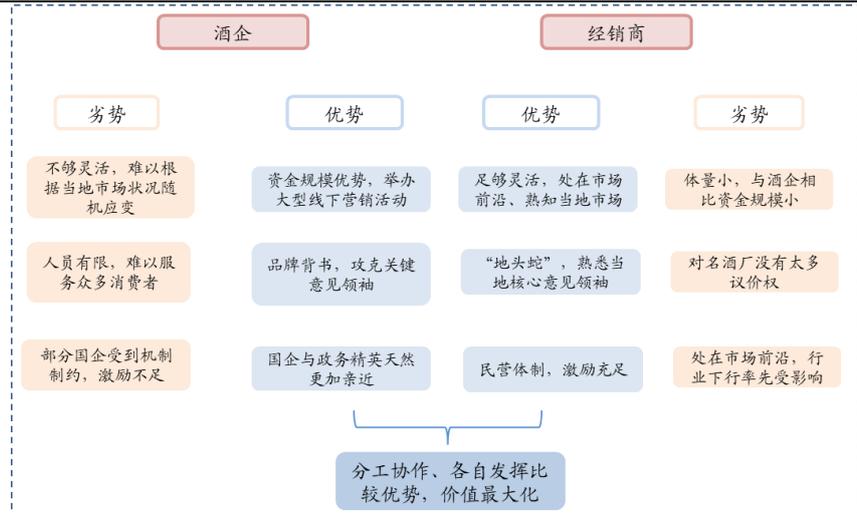


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 国窖专营公司机制更加灵活, 五粮液借助数字化工具加强渠道管控

渠道运作的关键在于与经销商利益分配并进行动态管理, 茅台关闭社会经销商渠道对五粮液和国窖均是利好。一般来说, 酒企与经销商之间各有比较优势, 分工协作才能实现利益最大化, 经销商个体的灵活性使得其在维护圈层资源上具有比较优势, 酒企的比较优势则在于事件性、群体性的大型营销。那么对于酒厂来说, 其渠道管理的关键在于和经销商利益的分配以及对经销商群体的动态管控。五粮液和国窖实际上走了两条各不相同的利益分配和管理手段, 但基本上都是从自身的资源禀赋出发。由于茅台之后不再扩张社会经销商群体, 这对于五粮液和国窖而言都是利好, 尤其对于五粮液, 原因在于经销商群体在茅台配额被固定后, 想要谋求发展必然会寄希望于另外两个高端酒品牌。

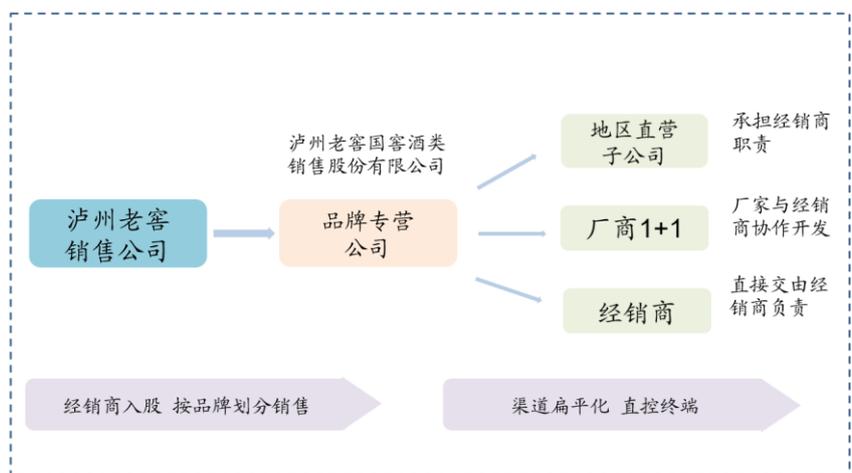
图 24: 酒厂和经销商之间各有优势, 合理分工和分利才能利益最大化



数据来源: 广发证券发展研究中心

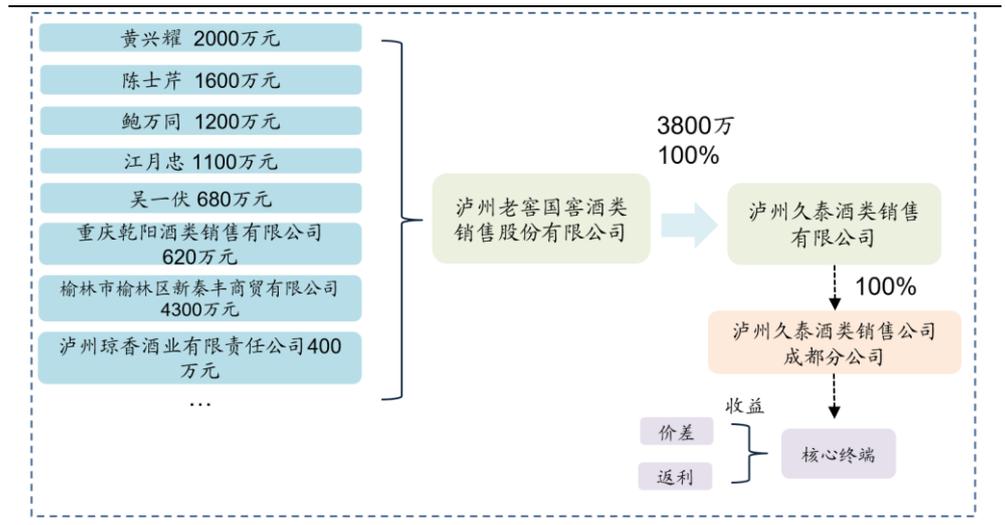
国窖的专营公司模式机制灵活且管理半径更长, 能够及时动态调整对经销商的利益分配。国窖作为高端酒市场中的追赶者, 渠道上采用了专营公司的形式, 专营公司由经销商持股成立, 包括价差和分红两层收益, 以实现向经销商的充分让利和管控。专营公司相当于一家民营企业, 在经营上具有充分的灵活性。因此, 专营公司可以根据不同市场的竞争环境选择不同渠道模式: 传统经销商模式、厂商1+1模式和直营子公司模式; 对不同类型的客户也可以给予不同的分红方案和力度。例如, 其在较为成熟的成都区域则直接将经销商直营化, 由久泰公司成都分公司承担经销商的角色, 通过终端国窖荟的形式吸引核心终端客户, 并根据终端客户的历史利润水平、市场配合程度以及主要竞争对手的利润水平等等因素综合评估分红力度。由于分红是后置的, 分红机制可以用来动态调整经销商群体, 并对其行为进行约束。当然, 国窖这种渠道模式的操作难度也非常之大, 在不同的渠道模式并行运作下要保证经销商的积极性以及价格体系稳定, 对管理层的管理能力要求非常的高。

图 25: 国窖专营公司目前经销商、厂商1+1、直营子公司三种模式并行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 分红机制将利润后置, 既是激励也是约束方式 (以久泰为例)



数据来源: 企查查、天眼查等、wind 全球企业库, 广发证券发展研究中心

五粮液借助数字化工具规避国企体制, 加强对经销商的预期管理和引导。五粮液作为国企风格较为浓郁的酒企, 很难像国窖专营公司一样灵活的运作、将管理贯穿全渠道, 即便管理层有这种能力, 其人员配置也不支持, 例如, 其很难像国窖专营公司一样招聘8000余人对渠道进行动态管控, 即便自17年以来五粮液销售人员已经不断增加, 但仍然少于1000人。因此五粮液另辟蹊径, 选择利用数据化工具延长自身的管理半径并加强对经销商群体的预期管理和引导。五粮液过去批零价差较低、批价上挺速度较慢, 主要是两点原因: (1) 厂商之间的博弈。厂家往往为了满足业绩要求, 提出厂价的幅度和频率高于成交价, 经常造成价格倒挂, 而经销商形成了五粮液为低毛利产品的预期后便会将其当做流量产品, 不追求太高盈利、追求周转率, 主要用其带动其他高毛利产品的销售。(2) 经销商结构并未动态优化, 部分缺乏销售能力的经销商直接低价甩货至批发市场、扰乱价盘, 公司并未将其剔除出经销商队伍或者削减其配额。数据化工具可以在只需要少量销售人员的背景下搜集数据以监察经销商是否配合厂家战略, 决定后期对经销商的奖惩。例如, 五粮液在2019年底的经销商大会上就对配合公司战略的经销商进行了奖励 (例如, 针对年度销售额大、合同履约率高、第七代经典五粮液和第七代收藏版经典五粮液收储金额大、系列酒品牌清退后仍在继续合作的商家给予贡献奖奖励)。另外, 2020年新增的配额公司并未平分给所有经销商, 而是侧重于销售能力更强的经销商以及新招小商和专卖店布局空白市场。2019年五粮液也确实在一年之内提升了批价100元/瓶以上, 虽然2019Q4因为业绩压力和部分经销商甩货的原因又有所下降, 但总体上目前策略比较有效、挺价成功。

表 9: 五粮液1218经销商大会奖励内容

奖项设置	同比增长	细分奖项	获奖单位数	奖励金额
单项奖	1112 家次获奖	跨越发展奖	145 家	12 万现金奖励
	同比增长 121%	品牌拓展奖	213 家	11 万现金奖励

		市场维护奖	504 家	10 万现金奖励
		品牌专销奖特别奖	20 年 28 家、10 年 73 家	最高 50 万现金奖励
		风雨同舟奖特别奖	40 年 7 家、30 年 16 家、20 年 126 家	最高 80 万现金奖励
贡献奖	120 家次获奖 新设奖项	特别贡献奖	14 家	最高奖励 500 万
		突出贡献奖	29 家	最高奖励 200 万
		优秀贡献奖	77 家	最高奖励 50 万
星级奖	774 家次获奖 同比增长 36%	星级运营商	六星 40 家、五星 58 家、四星 213 家	最高奖励 85 万元
		星级专卖店	六星 53 家、五星 84 家、四星 308 家	

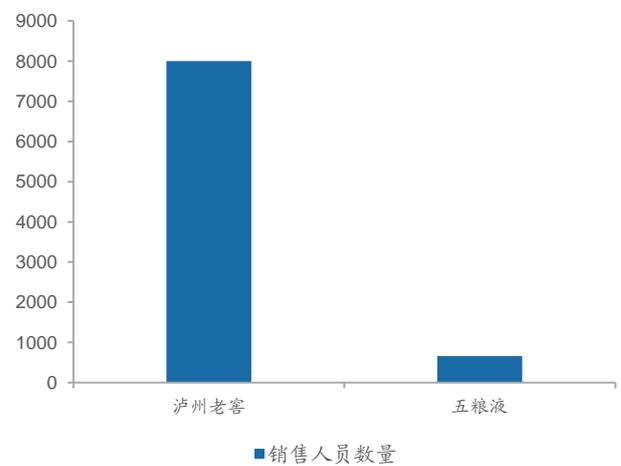
数据来源：酒业家、1218 经销商大会、广发证券发展研究中心

图 27：五粮液出厂价（元/瓶）及批价走势



数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

图 28：2018年五粮液和国窖专营公司销售人员数量对比



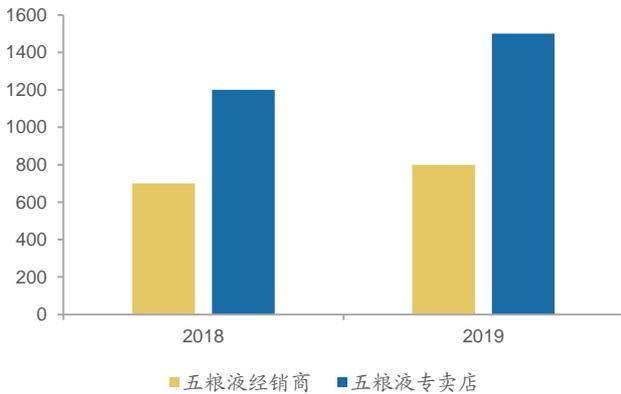
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 10：五粮液数字化建设工程三大平台

名称	建设目标	具体方案
数字化物流平台	经销商管理、库存管理和市场秩序管理， 监控管理的是商品流	通过区块链技术、人工智能技术，从物流公司出厂，到仓库，到商家出货的 整个过程，基本实现自动化跟踪
全渠道互联网数字化平台	经销商、终端和消费者整个营销过程的管理， 监控管理的是费用流和行为流	能够了解整个营销过程中的问题，能够用及时反馈和完善改进企业工作，感 知消费者和消费场景的变化，建立消费者、终端和经销商大数据库
大数据营销决策平台	为管理层营销决策提供科学依据和数据基础， 帮助实现营销体系现代化转型	针对营销的各个方面，通过通讯技术、网络技术和智能化技术实现数字化管 理，促进营销体系转型和升级

数据来源：酒业家等媒体、广发证券发展研究中心

图 29: 五粮液19年新增100余家经销商, 300家专卖店, 预计20年仍会继续增加



数据来源: 酒业家、2019年五粮液经销商大会, 广发证券发展研究中心

图 30: 五粮液19年底经销商大会给予经销商奖励



数据来源: 酒业家、2019年五粮液经销商大会, 广发证券发展研究中心

四、投资建议与风险提示

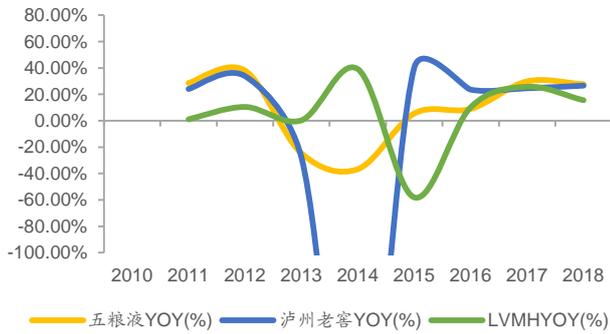
五粮液和国窖地位仅次于茅台, 可对标LVMH等海外奢侈品品牌。我们在2020年3月1日发布的报告《贵州茅台是最具代表性的中国奢侈品品牌, 未来估值中枢应在30-40倍》中提到, 茅台可以与海外顶尖奢侈品品牌如爱马仕和法拉利对比, 五粮液和国窖品牌地位在白酒行业中虽逊于茅台, 但是可以与海外普通奢侈品品牌对比, 如LVMH、开云等等企业。LVMH在产品设置上与五粮液和老窖类似, 除了高端产品, 也有入门级轻奢产品; 在业绩成长性上三家企业也相差不大; 五粮液和老窖账上存在大量现金, 股利支付率较LVMH仍有提升空间; LVMH在公司治理和激励制度上要优于五粮液和老窖。综合考虑历史估值和与LVMH的对比, 我们认为五粮液和老窖未来PE估值中枢会落在20-30倍之间。

表 11: 在白酒行业中, 五粮液和老窖的地位仅次于茅台, 可对标LVMH等海外奢侈品企业

证券简称	企业定性	主营业务概述	可比海外企业
贵州茅台	超高端	茅台、系列酒	爱马仕、法拉利
五粮液	高端	普五、系列酒	LVMH
泸州老窖	高端	国窖 1573、系列酒	LVMH
洋河股份	次高端龙头	海、天、梦	帝亚吉欧
山西汾酒	次高端龙头	青花、老白汾/巴拿马、玻汾	帝亚吉欧
古井贡	次高端	年份原浆	保乐力加、人头马君度
今世缘	次高端	国缘	保乐力加、人头马君度
口子窖	次高端	口子窖年份酒	保乐力加、人头马君度
水井坊	次高端	井台、八号	保乐力加、人头马君度

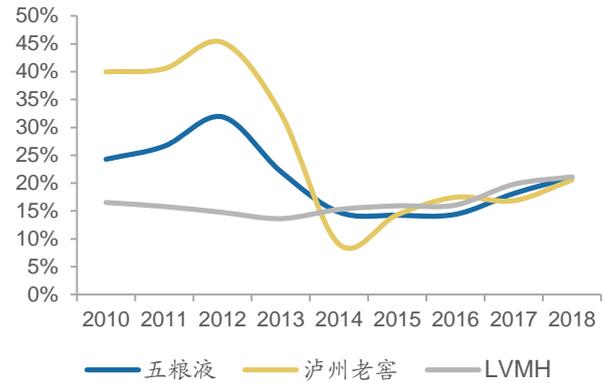
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 31: LVMH归母净利润成长性上与五粮液和老窖相差不大



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 32: 三家企业ROE水平近三年相差不大



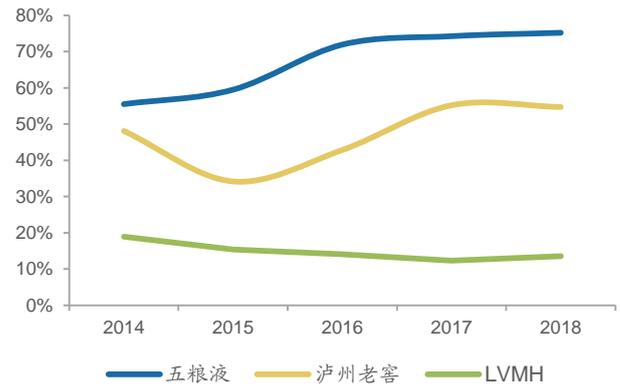
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 33: 五粮液和泸州老窖股利支付率高于LVMH



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 34: 五粮液和老窖货币资金占比净资产高于LVMH



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 12: 五粮液、泸州老窖和LVMH的PE估值对比

时间	平均值			最高值			最低值			PE		
	五粮液	泸州老窖	LVMH	五粮液	泸州老窖	LVMH	五粮液	泸州老窖	LVMH	五粮液	泸州老窖	LVMH
2001	22.21	32.09	34.06	26.74	51.06	113.15	17.43	23.82	17.18	22.45	51.06	125.55
2002	19.21	49.52	117.84	22.72	132.00	150.91	15.15	38.59	30.95	21.34	132.00	34.34
2003	21.87	125.75	37.25	25.46	155.67	48.18	19.78	81.80	27.51	21.52	81.80	38.99
2004	25.48	84.70	34.74	30.58	110.00	38.21	21.60	70.40	19.92	21.97	71.20	22.10
2005	23.94	78.90	22.29	27.02	108.40	26.98	21.41	67.00	18.84	24.86	86.80	24.53
2006	43.41	233.20	23.11	72.77	503.20	25.20	23.05	68.65	18.10	53.07	68.65	20.09
2007	99.56	129.44	18.85	165.97	203.17	20.14	53.19	61.91	17.45	117.52	82.82	19.36
2008	60.03	57.30	13.65	120.96	84.85	17.33	27.97	20.00	8.27	27.97	20.00	11.16
2009	42.85	29.76	12.63	67.51	43.74	19.04	28.78	19.09	8.42	37.03	32.53	21.13
2010	35.52	29.01	23.23	47.68	39.95	31.09	27.56	22.98	17.44	29.91	25.89	19.36

2011	30.33	27.64	16.30	34.89	31.27	18.50	20.22	17.93	13.86	20.22	17.93	17.45
2012	20.38	18.81	18.03	23.66	22.14	20.12	10.79	11.27	15.65	10.79	11.27	20.23
2013	7.95	7.92	17.82	11.00	11.83	19.61	5.64	6.13	15.67	7.46	8.19	19.30
2014	8.44	7.27	17.76	13.99	32.38	19.29	6.89	6.36	11.73	13.99	32.38	11.73
2015	28.56	37.64	14.03	45.43	53.89	20.38	16.29	25.83	11.14	22.74	25.83	20.38
2016	27.98	27.08	21.48	44.90	33.71	25.44	15.61	18.88	18.48	21.68	23.64	22.90
2017	27.39	36.02	27.79	44.38	50.59	32.77	14.93	23.46	22.34	20.61	36.71	22.98
2018	26.81	30.14	25.61	43.86	40.81	29.19	14.25	17.08	20.43	19.55	17.08	20.43

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

未来收入空间测算：新型冠状肺炎会影响2020年收入增速，但从五年的角度来看，影响甚微。

五粮液：根据上文推算，未来5年五粮液高端酒将放量至3.7万吨，我们预计未来5年销量CAGR为8.86%，吨价CAGR为8.43%，高端酒收入CAGR为18%左右，从2019年的385亿元扩容至2024年的880亿元以上。尽管系列酒所处价位竞争相对激烈，但由于公司系列酒品质上具有优势，且刚刚于19年成立浓香系列酒公司专门负责系列酒公司运作，渠道潜力未来会逐渐释放，因此预计未来5年系列酒板块收入CAGR有望实现10%以上，从2019年的87.56亿元扩容至160亿元以上。五粮液公司收入预计至2024年将达到1000亿元以上。

泸州老窖：考虑到批价过千元后追随战略难度增大，估计国窖会有所控量，因为预计未来5年国窖销量CAGR略慢于五粮液，为7.53%；另外国窖作为追赶品牌需要专营公司保持渠道利差优势以吸引经销商和一定的费用开支，因此出厂价（上市公司销售给专营公司）涨幅可能也会慢于批价涨幅，预计未来五年国窖吨价CAGR为8%左右，国窖收入5年CAGR为16.13%，从2019年的85亿元扩容至2024年的180亿元以上。中档酒包含特曲和窖龄系列，考虑到次高端竞争比较激烈，且公司特曲和窖龄系列推出时间也晚于主要的次高端龙头，预计未来5年收入CAGR为16%左右，略慢于次高端行业整体扩容速度。低档酒考虑到公司固态产能投产后会替换到一部分原有液态低端酒，低档产品整体产品结构会有所上移，预计未来5年收入CAGR为4%左右。泸州老窖公司收入预计至2024年将达到310亿元以上。

表 13: 五粮液营收拆分

	2019E	2024E	CAGR
高端酒收入（百万元）	38549	88344	18.04%
量（吨）	24200	37000	8.86%
吨价（百万元）	1.59	2.39	8.43%
系列酒收入（百万元）	8756	16018	12.84%
其他收入（百万元）	2848	4377	8.98%
总收入（亿元）	501	1087	16.74%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 14: 泸州老窖营收拆分

	2019E	2024E	CAGR
国窖收入 (百万元)	8648	18265	16.13%
量 (吨)	8101.09	11647.51	7.53%
吨价 (百万元)	1.07	1.57	7.99%
中档酒收入 (百万元)	4360	9238	16.20%
低档酒收入 (百万元)	2918	3567	4.10%
总收入 (亿元)	162	313	14.16%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

宏观经济下行风险、海外疫情控制不及预期, 食品安全风险。

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，3年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。