

食品饮料

专题报告

受春节旺季较晚来临影响，白酒销量同比下降

——阿里渠道12月酒类线上数据跟踪点评

主要内容

□ 酒类：价格为主要驱动力，销售额延续稳健增长态势

据阿里渠道数据显示，12月酒类行业销售额、均价及销量分别同比增长34.07%、25.74%、6.62%，受11月基数较高（双十一）因素影响，酒类行业销售额环比下降；受今年备货旺季晚于上年影响，酒类销量仅实现小幅增长。

□ 白酒：受今年春节较去年晚影响，销量同比下降

据阿里渠道数据显示，12月白酒行业销售额、均价及销量分别同比变动+46.19%、+60.37%、-8.84%，分别环比变动-27.41%、-14.01%、-15.59%。12月白酒销售额延续高增长态势，其中均价持续上行，而销量环比、同比均出现下降主因11月基数较高叠加今年春节旺季较晚。具体来看，受益于贵州茅台四季度加大直营力度，12月贵州茅台量价齐升（销量和均价分别同比变动+54.01%、+69.20%），表现亮眼。次高端酒和区域龙头酒中，舍得在较高基数下销售额实现了229.23%的增长，同时今世缘和口子窖销售额亦实现三位数增长（272.01%、108.83%）。三四线酒方面，或受益于复星入主金徽后协同效应显现，金徽酒12月线上销量和均价分别同比增长445.32%、62.26%。市占率方面，12月白酒CR17同比提升1.32个百分点至50.74%，高端酒茅台市场份额提升显著，同比提升8.68个百分点。

□ 啤酒：受十一月基数较高影响，销售额环比下滑

据阿里渠道数据显示，12月啤酒销售额、均价、销量分别同比变动+0.50%、-7.26%、+8.37%；分别环比变动-45.49%、-8.73%、-40.27%，受11月基数较高影响（双十一），啤酒行业销量环比显著下降。具体来看，科罗娜、百威、燕京啤酒销售额同比增速位居前列，分别为55.00%、27.56%、20.34%；销量方面，燕京啤酒、科罗娜、百威表现较好，同比增速分别为167.40%、35.57%、29.07%；价格方面，喜力、科罗娜、福佳表现较好，同比增速分别为33.83%、14.32%、10.39%。市占率方面，除百威、科罗娜、燕京啤酒的市占率同比提升2.4、1.54、0.39个百分点外，其他酒企市占率均出现下降，其中哈尔滨啤酒市占率同比下降5.01个百分点。

投资建议

□ 白酒行业景气度持续上行，啤酒行业稳健发展

白酒方面，短期来看，考虑到2020Q1基数较低叠加大部分酒企均在为开门红做积极准备，我们认为2021Q1开门红可期，接下来我们将持续跟踪酒企春节动作及经销商打款积极性情况；中期看，白酒板块全年业绩逐季恢复，渠道信心逐步提升，在低基数背景下，未来四个季度酒企业绩将实现较高增长；长期来看，白酒行业消费升级趋势不变，市场份额仍将继续向龙头酒企聚集。我们认为白酒板块或将迎来消息催化及预期提升带来的上涨行情，其中具有预期差/基数低的标的需值得关注。综合来看，建议关注消费升级叠加集中度提升两大逻辑，坚持1+1>2选股法则，我们建议关注业绩确定性高、成长性强的贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒；短期弹性则建议关注酒鬼酒和ST舍得。啤酒方面，啤酒行业结构升级持续，啤酒企业通过推出超高端产品以提升品牌力，我们看好啤酒短期业绩弹性及未来产品结构升级带来的势能，相关标的：青岛啤酒。

□ 风险提示：疫情影响超预期；白酒动销恢复不及预期；食品安全风险。

行业评级

食品饮料

看好

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002
邮箱：mali@stocke.com.cn

联系人：杨骥

执业证书号：S1230119120017
邮箱：yangji@stocke.com.cn

联系人：张潇倩

执业证书号：S1230520090001
邮箱：zhangxiaolian@stocke.com.cn

相关报告

《7月线上数据点评：贵州茅台线上销售额高增，啤酒均价持续上移》
(20200807)

《8月酒水行业线上数据点评：白酒高端化趋势延续，啤酒旺季需求高增》
(20200907)

《9月酒水行业线上数据点评：白酒行业景气度提升显著，啤酒销量环比下降》
(20201015)

《10月酒水行业线上数据点评：受双节线上前置性消费影响，10月酒类线上销售额环比下降》
(20201108)

《11月酒水行业线上数据点评：白酒集中化趋势加剧，啤酒销量环比提升》
(20201205)

行业研究——食品饮料——

证券研究报告

正文目录

1. 酒水板块：价格为业绩主要驱动力，销售额稳健增长.....	3
2. 白酒板块：受今年春节较去年晚影响，销量同比下降.....	3
3. 啤酒板块：受十一月基数较高影响，销售额环比下滑.....	7
4. 风险提示.....	8

图表目录

图 1：12 月酒水板块线上销售额及均价情况	3
图 2：12 月白酒线上销售额情况	4
图 3：12 月白酒线上销量情况	4
图 4：12 月白酒线上均价情况	5
图 5：12 月贵州茅台销售额同比增速为 146.62%.....	5
图 6：12 月泸州老窖销售额同比增速为-9.83%.....	5
图 7：12 月五粮液销售额同比增速为 46.92%.....	6
图 8：12 月山西汾酒销售额同比增速为 34.92%.....	6
图 9：12 月洋河股份销售额同比增速为-19.77%.....	6
图 10：12 月古井贡酒销售额同比增速为-10.10%.....	6
图 11：12 月酒企线上销量情况	6
图 12：12 月啤酒行业销量及均价情况	7
图 13：12 月青岛啤酒销售额同比下降 24.35%.....	8
图 14：12 月哈尔滨啤酒销售额同比下降 50.40%.....	8
图 15：12 月燕京啤酒销售额同比增长 20.34%.....	8
图 16：12 月重庆啤酒销售额同比下降 37.30%.....	8
图 17：12 月啤酒行业线上市占率情况	8

1. 酒水板块：价格为业绩主要驱动力，销售额稳健增长

价格为酒类行业业绩主要驱动力，销售额总体延续稳健增长态势。据阿里渠道数据显示，酒类行业销售额、均价及销量分别同比增长 34.07%、25.74%、6.62%，受 11 月基数较高（双十一）因素影响，酒类行业销售额环比下降；受今年备货旺季晚于上年影响，酒类销量仅实现小幅增长。具体来看，白酒行业销售额、均价及销量分别同比变动 46.19%、60.37%、-8.84%；啤酒行业销售额、均价及销量分别同比变动 0.50%、-7.26%、8.37%；葡萄酒行业销售额、均价及销量分别同比变动-6.96%、14.98%、-19.08%。

图 1：12 月酒水板块线上销售额及均价情况

	销售额（亿元）	同比增速	环比增速
酒类行业	29.05	34.07%	-26.27%
白酒	18.05	46.19%	-27.41%
啤酒	1.33	0.50%	-45.49%
葡萄酒	4.14	-6.96%	-21.98%
	均价（元/件）	同比增速	环比增速
酒类行业	256.47	25.74%	-13.00%
白酒	542.59	60.37%	-14.01%
啤酒	93.02	-7.26%	-8.73%
葡萄酒	209.54	14.98%	-11.86%
	销量（件）	同比增速	环比增速
酒类行业	11,328,491	6.62%	-15.25%
白酒	3,327,567	-8.84%	-15.59%
啤酒	1,425,510	8.37%	-40.27%
葡萄酒	1,973,597	-19.08%	-11.48%

资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

2. 白酒板块：受今年春节较去年晚影响，销量同比下降

阿里渠道数据显示，12 月白酒销售额、均价及销量分别同比增长 46.19%、60.37%、-8.84%，分别环比变动-27.41%、-14.01%、-15.59%，消费升级持续推动白酒行业均价同比大幅提升，11 月基数较高叠加今年春节旺季晚于去年使得白酒行业销量同比、环比增幅数据均表现略平淡。

1) 销售额：高端酒销售额分化较明显，贵州茅台增速领跑，贵州茅台、五粮液、泸州老窖销售额分别同比增长 146.62%、46.92%、-9.83%；次高端酒中舍得增速表现亮眼，舍得、汾酒、酒鬼酒、水井坊销售额分别同比变动 229.23%、34.92%、30.11%、14.68%；区域龙头酒分化明显，口子窖、今世缘、古井贡酒、洋河销售额分别同比变动 272.01%、108.83%、-10.10%、-19.77%。

图 2：12 月白酒线上销售额情况

		销售额 (万元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)
高端酒	茅台	38478.59	146.62%	-54.58%
	五粮液	18983.97	46.92%	-55.22%
	泸州老窖	8509.45	-9.83%	-28.91%
次高端	舍得	2569.60	229.23%	-26.28%
	汾酒	6224.76	34.92%	-42.74%
	酒鬼酒	1004.14	30.11%	-67.82%
	水井坊	2129.31	14.68%	-45.26%
区域龙头	口子窖	324.94	272.01%	-9.30%
	今世缘	522.37	108.83%	-45.93%
	古井贡	3200.83	-10.10%	-3.55%
	洋河	6538.83	-19.77%	-22.50%
三四线	金徽	94.16	784.82%	-45.58%
	金种子	94.65	72.68%	-54.41%
	老白干	413.94	63.65%	-31.34%
	伊力特	657.42	36.50%	-44.78%
	迎驾贡	469.13	27.61%	-40.29%
	牛栏山	1403.11	-24.04%	-1.75%

资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

2) 销量：高端酒方面，贵州茅台、五粮液、泸州老窖销量分别同比变动 54.01%、-13.17%、-31.55%，直营渠道放量推动茅台线上销量同比大幅提升；次高端酒方面，舍得、汾酒、酒鬼酒、水井坊销量分别同比变动 66.13%、-1.9%、-12.97%、-29.26%；区域龙头方面，口子窖、今世缘、古井贡酒、洋河销量分别同比变动 224.55%、82.52%、-0.39%、-27.23%。

图 3：12 月白酒线上销量情况

		销量 (件)	同比增速	环比增速
高端酒	茅台	220591	54.01%	-49.85%
	五粮液	168590	-13.17%	-39.74%
	泸州老窖	146519	-31.55%	-28.97%
次高端	舍得	18228	66.13%	-38.64%
	汾酒	129222	-1.90%	-39.34%
	酒鬼酒	11835	-12.97%	-61.23%
	水井坊	17187	-29.26%	-36.68%
区域龙头	口子窖	3781	224.55%	-19.05%
	今世缘	8509	82.52%	-20.06%
	古井贡	65539	-0.39%	-17.06%
	洋河	108863	-27.23%	-21.54%
三四线	金徽	1865	445.32%	-53.50%
	金种子	2955	55.69%	-42.92%
	伊力特	14172	22.88%	-44.77%
	老白干	8836	9.57%	-40.12%
	迎驾贡	10234	-1.91%	-38.65%
	牛栏山	85339	-17.53%	-11.82%

资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

3) 均价：高端酒方面，五粮液、贵州茅台、泸州老窖均价分别同比增长 69.20%、60.13%、31.73%，受益于高端酒需求端较为坚挺，高端酒均价实现同比明显提升；次高端酒方面，舍得、水井坊、酒鬼酒、汾酒均价分别同比变动 98.17%、62.13%、49.50%、37.53%；区域龙头方面，口子窖、今世缘、洋河、古井贡均价分别同比变动 14.62%、14.41%、10.25%、-9.75%。

图 4：12 月白酒线上均价情况

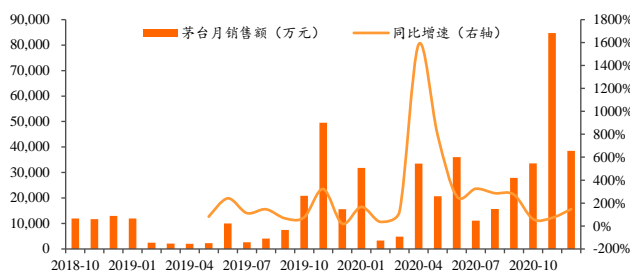
		均价（元/件）	较去年同期增减	较上月同期增减
高端酒	五粮液	1126.04	69.20%	-25.68%
	茅台	1744.34	60.13%	-9.44%
	泸州老窖	580.77	31.73%	0.08%
次高端	舍得	1409.70	98.17%	20.15%
	水井坊	1238.90	62.13%	-13.55%
	酒鬼酒	848.45	49.50%	-16.99%
	汾酒	481.71	37.53%	-5.60%
区域龙头	口子窖	859.41	14.62%	12.05%
	今世缘	613.90	14.41%	-32.36%
	洋河	600.65	10.25%	-1.22%
	古井贡	488.39	-9.75%	16.29%
三四线	金徽	504.90	62.26%	17.04%
	老白干	468.47	49.35%	14.66%
	迎驾贡	458.40	30.09%	-2.67%
	伊力特	463.88	11.08%	-0.02%
	金种子	320.29	10.92%	-20.13%
	牛栏山	164.42	-7.89%	11.43%

资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所，注：此处均价并非单瓶均价

线上方面，12 月白酒销售额延续高增长态势，其中均价持续上行，而销量环比同比均出现下降主因 11 月基数较高叠加今年春节旺季较晚等因素。具体来看，受益于贵州茅台四季度加大直营力度（计划销售 4160 吨飞天茅台酒），12 月贵州茅台量价齐升，销量和均价分别同比变动 54.01%、69.20%，表现亮眼。次高端酒和区域龙头酒中，舍得在较高基数下销售额实现了 229.23% 的增长，同时今世缘和口子窖销售额亦实现三位数增长（272.01%、108.83%）。三四线酒方面，或受益于复星入主金徽后协同效应显现，金徽酒 12 月线上销量和均价分别同比增长 445.32%、62.26%。市占率方面，12 月白酒 CR17 同比提升 1.32 个百分点至 50.74%，高端酒茅台市场份额提升显著，同比提升 8.68 个百分点。

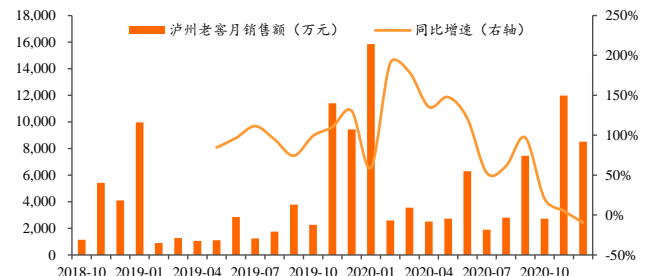
线下方面，批价短期波动不改长期发展趋势。12 月上半月茅五批价均保持稳健态势，茅台批价稳定在 2800 元以上，而五粮液则继续坚持挺价动作，批价稳定在 980 元以上；12 月底，茅台批价略微回落至 2750-2800 元左右，主因：1) 在厂商要求 2020 年库存需清理的背景下，监管加强敦促经销商出货；2) 1 月配额陆续到货；五粮液批价略微回落至 960-970 元左右，主因公司近期已出打款计划，经销商有回款诉求导致加速出货。由于近期为酒企打款密集期，因而部分经销商因存在回款诉求导致批价略微回落，这一现象在往年也较为普遍，2020 年 1 月贵州茅台呈现回升态势，我们认为茅五短期价格波动不改长期发展趋势。

图 5：12 月贵州茅台销售额同比增速为 146.62%



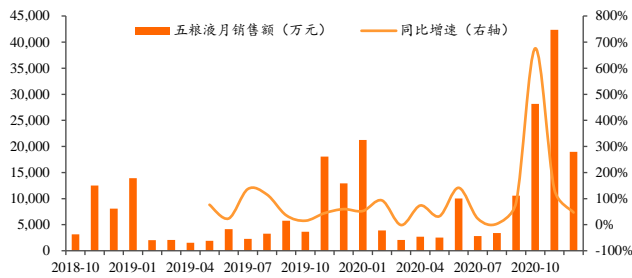
资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

图 6：12 月泸州老窖销售额同比增速为-9.83%



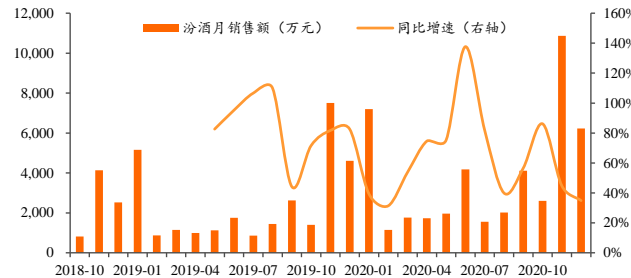
资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

图 7：12 月五粮液销售额同比增速为 46.92%



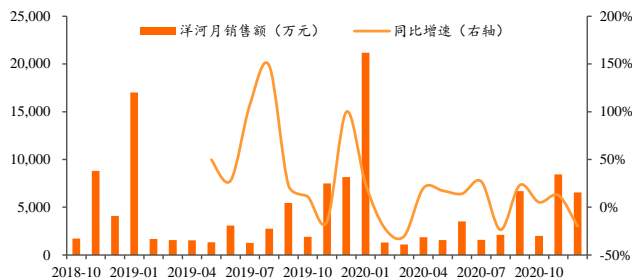
资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

图 8：12 月山西汾酒销售额同比增速为 34.92%



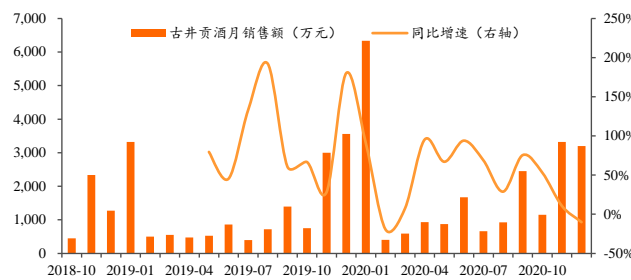
资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

图 9：12 月洋河股份销售额同比增速为-19.77%



资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

图 10：12 月古井贡酒销售额同比增速为-10.10%



资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

图 11：12 月酒企线上销量情况

2019年12月			2020年12月			差额
白酒销售总额 (万元)	123506		白酒销售总额 (万元)	180549		
酒企	收入 (万元)	占总收入比 (%)	酒企	收入 (万元)	占总收入比 (%)	
茅台	15602.53	12.63%	茅台	38478.59	21.31%	8.68%
五粮液	12921.19	10.46%	五粮液	18983.97	10.51%	0.05%
泸州老窖	9437.31	7.64%	泸州老窖	8509.45	4.71%	-2.93%
洋河	8150.59	6.60%	洋河	6538.83	3.62%	-2.98%
汾酒	4613.51	3.74%	汾酒	6224.76	3.45%	-0.29%
古井贡	3560.45	2.88%	古井贡	3200.83	1.77%	-1.11%
舍得	780.48	0.63%	舍得	2569.60	1.42%	0.79%
水井坊	1856.69	1.50%	水井坊	2129.31	1.18%	-0.32%
牛栏山	1847.11	1.50%	牛栏山	1403.11	0.78%	-0.72%
酒鬼酒	771.74	0.62%	酒鬼酒	1004.14	0.56%	-0.07%
伊力特	481.62	0.39%	伊力特	657.42	0.36%	-0.03%
今世缘	250.14	0.20%	今世缘	522.37	0.29%	0.09%
迎驾贡	367.63	0.30%	迎驾贡	469.13	0.26%	-0.04%
老白干	252.94	0.20%	老白干	413.94	0.23%	0.02%
口子窖	87.35	0.07%	口子窖	324.94	0.18%	0.11%
金种子	54.81	0.04%	金种子	94.65	0.05%	0.01%
金徽	10.64	0.01%	金徽	94.16	0.05%	0.04%
GR17		49.43%	GR17		50.74%	1.32%

资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

短期来看，考虑到 2020Q1 基数较低叠加大部分酒企均在为开门红做积极准备，我们认为 2021Q1 开门红可期，接下来我们将持续跟踪酒企春节动作及经销商打款积极性情况；中期看，白酒板块全年业绩逐季恢复，渠道信心逐步提升，在低基数背景下，未来四个季度酒企业绩将实现较高增长；长期来看，白酒行业消费升级趋势不变，市场份额仍将继续向龙头酒企聚集。我们认为白酒板块或将迎来消息催化及预期提升带来的上涨行情，其中具有预期差/基数低的标的需值得关注。综合来看，建议关注消费升级叠加集中度提升两大逻辑，坚持 1+1>2 择股法则，我们建议关注业绩确定性高、成长性强的贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒；短期弹性则建议关注酒鬼酒和 ST 舍得。

3. 啤酒板块：受十一月基数较高影响，销售额环比下滑

受十一月基数较高影响，销售额环比下滑，整体保持稳健发展态势。据阿里渠道数据显示，12月啤酒销售额、均价、销量分别同比变动+0.50%、-7.26%、+8.37%；分别环比变动-45.49%、-8.73%、-40.27%，受11月基数较高影响（双十一），啤酒行业销量环比显著下降。具体来看，科罗娜、百威、燕京啤酒销售额同比增速位居前列，分别为55.00%、27.56%、20.34%；销量方面，燕京啤酒、科罗娜、百威表现较好，同比增速分别为167.40%、35.57%、29.07%；价格方面，喜力、科罗娜、福佳表现较好，同比增速分别为33.83%、14.32%、10.39%。市占率方面，除百威、科罗娜、燕京啤酒的市占率同比提升2.4、1.54、0.39个百分点外，其他酒企市占率均出现下降，其中哈尔滨啤酒市占率同比下降5.01个百分点。

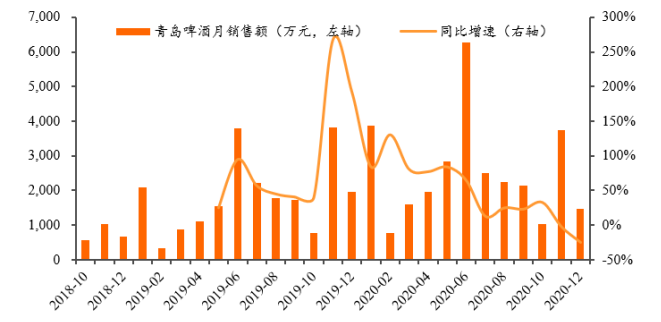
图 12：12 月啤酒行业销量及均价情况

	销售额（万元）	同比增速	环比增速
科罗娜	580	55.00%	-53.43%
百威	1,497	27.56%	-62.79%
燕京啤酒	311	20.34%	-67.74%
福佳	697	3.27%	-53.53%
青岛啤酒	1,473	-24.35%	-60.62%
重庆啤酒	14	-37.30%	-35.35%
喜力	251	-44.84%	-38.33%
华润雪花	154	-45.91%	-60.03%
哈尔滨啤酒	648	-50.40%	-56.00%
	销量（件）	同比增速	环比增速
燕京啤酒	42,321	167.40%	-63.46%
科罗娜	33,529	35.57%	-59.87%
百威	150,949	29.07%	-52.70%
青岛啤酒	151,202	-1.86%	-57.01%
福佳	50,153	-6.45%	-54.22%
哈尔滨啤酒	116,605	-17.93%	-53.69%
华润雪花	34,961	-25.20%	-56.07%
重庆啤酒	2,312	-34.67%	-42.54%
喜力	11,991	-58.78%	-36.68%
	均价（元/件）	同比增速	环比增速
喜力	209	33.83%	-2.61%
科罗娜	173	14.32%	16.04%
福佳	139	10.39%	1.50%
百威	99	-1.17%	-21.33%
重庆啤酒	61	-4.03%	12.53%
青岛啤酒	97	-22.92%	-8.40%
华润雪花	44	-27.69%	-9.02%
哈尔滨啤酒	56	-39.56%	-4.98%
燕京啤酒	73	-54.99%	-11.71%

资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

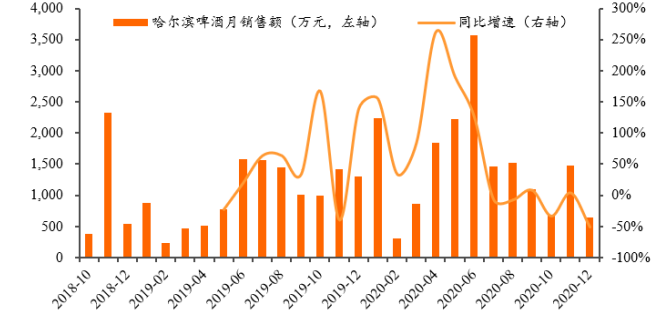
总体来看，尽管12月啤酒行业均价略有下滑，但目前啤酒行业结构升级仍在持续，啤酒企业通过推出超高端产品以提升品牌力，精酿啤酒逐步替代工业啤酒，我们看好啤酒短期业绩弹性及未来产品结构升级带来的势能。

图 13：12 月青岛啤酒销售额同比下降 24.35%



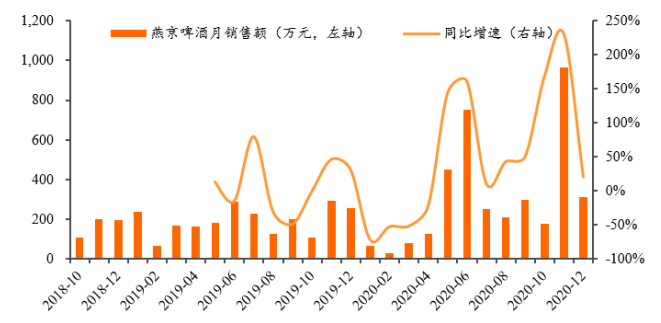
资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

图 14：12 月哈尔滨啤酒销售额同比下降 50.40%



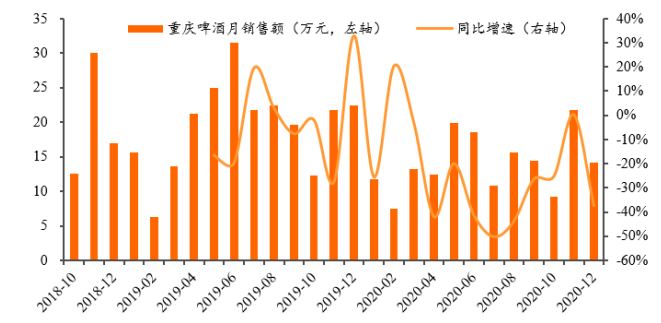
资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

图 15：12 月燕京啤酒销售额同比增长 20.34%



资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

图 16：12 月重庆啤酒销售额同比下降 37.30%



资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

图 17：12 月啤酒行业线上上市占率情况

啤酒销售总额 (万元)	2019 年 12 月		2020 年 12 月		差额
	收入 (万元)	占总收入比	收入 (万元)	占总收入比	
百威	1,173.67	8.90%	1,497.16	11.29%	2.40%
青岛啤酒	1,946.94	14.76%	1,472.77	11.11%	-3.65%
哈尔滨啤酒	1,305.53	9.90%	647.58	4.88%	-5.01%
科罗娜	374.26	2.84%	580.09	4.37%	1.54%
燕京啤酒	258.43	1.96%	311.00	2.35%	0.39%
雪花	284.37	2.16%	153.82	1.16%	-1.00%
重庆啤酒	22.49	0.17%	14.10	0.11%	-0.06%
CR7	5,365.69	40.67%	4,676.52	35.27%	-5.40%

资料来源：阿里渠道，浙商证券研究所

4. 风险提示

疫情影响超预期；白酒动销恢复不及预期；食品安全风险

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>