

# 团购崛起促进厂商协销，白酒渠道加库存有望延续

## 报告起因

- 在白酒的品牌、产品和渠道三维竞争层面中，品牌力的重要性不言而喻，而渠道更多地起到基础性的作用。白酒渠道模式持续演变，先进的模式可以稳固公司增长根基，带动品牌力提升。为此，我们撰写本篇报告试图探究未来白酒渠道的发展方向，为白酒投资标的筛选提供一个参考维度。

## 核心观点

- 白酒渠道深刻变革，团购模式持续加强。**渠道是白酒产业链中的核心环节之一，不同的渠道模式各具优缺点，自国内白酒行业市场化后，白酒渠道模式经历了多个发展阶段。不同渠道模式经过市场的检验，针对各自的优缺点进行了相应变革，包括大商制在发展过程中推行的小商化、强化控制力、扁平化以及团购化等变革，以及深度分销模式在发展中逐步推行提升核心大商地位、清理边缘小商以及利用大商发展团购业务等“大商化”的变革手段。随着消费升级与分级趋势进一步推演，团购化将是白酒行业未来发展的重要方向，其对名酒的盘价上行、销量提升将发挥关键作用。未来团购化的客户范围也将进一步扩大，并推动白酒渠道模式向厂商协销方向调整。
- 团购化促进厂商协销，协同运作至关重要。**团购模式的发展较为依赖核心大商在当地的资源，白酒厂商需要加强对核心大商的利益绑定，通过一定的方式对核心大商进行让利。以组建平台公司、控盘分利、模糊返利等为特征的厂商协销模式成为当下渠道模式的重要发展方向。泸州老窖的柒泉公司、品牌专营公司以及成都久泰公司是平台公司模式的典型，平台公司通过经销商持股的方式对核心大商进行利润二次分配。五粮液通过数字化营销体系对盘价、库存等进行管控，进而对经销商和终端等进行利润的二次分配。综合而言，包括泸州老窖、五粮液、洋河等名酒公司在内的各类渠道模式变革，主要是为了在加强控盘的基础上，加强对核心大商的绑定。
- 渠道加库存有望延续，推动名酒份额提升。**自上一轮白酒周期在14年见底之后，名酒渠道预收账款周转天数持续向上。我们预计本轮渠道加库存周期有望延续，主要因为：1) 名酒价格持续上行，渠道提前囤货心理加剧；2) 厂商对渠道的掌控力加强，渠道可以承受更多的库存；3) 疫情对低线盒装酒等尾部酒企造成冲击，名酒经销商进一步加库存保持扩张力。白酒板块目前预收账款周转天数在2个月左右(不含贵州茅台)，中短期内有望继续上行。

## 投资建议与投资标的

- 建议关注：小商制渠道模式下积极推动直营占比提升的贵州茅台(600519, 买入)；数字化营销加强控盘分利，积极推动团购发展的五粮液(000858, 买入)；推行品牌专营公司和久泰模式的泸州老窖(000568, 买入)；渠道积极调整，在深度分销基础上推行“一商为主，多商为辅”的洋河股份(002304, 买入)；加码团购推动市占率提升，提前布局更高价格带的今世缘(603369, 买入)；推行新总代模式变革提升厂商掌控力和渠道扩张力的水井坊(600779, 买入)；渠道体系改革多线并举，积极提升大商活力的口子窖(603589, 买入)。

## 风险提示

- 疫情影响扩大风险、消费升级低于预期风险、食品安全风险。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

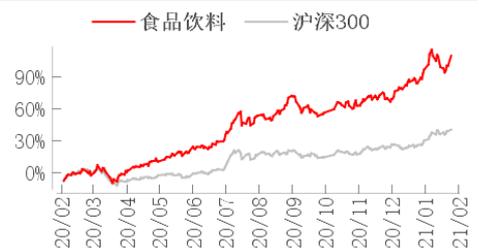
行业

食品饮料行业

报告发布日期

2021年01月26日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

证券分析师

蔡琪

021-63325888\*6079

caiqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519080001

## 相关报告

食品饮料 2021 年度策略报告：潮平江阔，柳暗花明 2020-12-15

从郎酒、国台申报上市，看酱酒次级赛道的机会 2020-11-18

联系人 周翰

021-63325888\*7524

zhouhan@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、白酒渠道深刻变革，团购模式持续加强 .....	5
1.1 名酒渠道持续优化，团购重要性日益凸显 .....	5
1.2 大商制的发展及变革——以五粮液为例 .....	7
1.3 深度分销的发展及变革——以洋河股份为例 .....	10
1.4 消费升级推动团购化，白酒价格带持续上移 .....	14
二、团购化带动厂商协销，协同运作至关重要 .....	18
2.1 团购绑定大商利益，厂商协销促进发展 .....	18
2.2 老窖发展品牌专营公司，久泰模式推动团购发展 .....	18
2.3 五粮液数字化控盘分利，绑定大商是发展方向 .....	21
三、渠道加库存有望延续，名酒份额持续提升 .....	22
四、投资建议 .....	24
五、风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: 国内白酒行业的渠道发展变革历程.....	5
图 2: 白酒销售渠道体系拆分 .....	6
图 3: 不同渠道模式的变革思路.....	7
图 4: 五粮液大商制基本构成 .....	8
图 5: 五粮液和贵州茅台前五大客户收入占比 .....	8
图 6: 五粮液前五大经销商销售额 .....	8
图 7: 五粮液和茅台前五大客户集中度之差和营收之比 .....	8
图 8: 2010 年至 2015 年五粮液渠道模式变革后的构成 .....	9
图 9: 五粮液对大商制进行一系列变革及作用 .....	10
图 10: 洋河股份渠道模式的主要变革历程.....	10
图 11: 洋河股份“1+1”经销商管理模式示意图.....	10
图 12: 2019 年各酒企销售人员数量及占比.....	11
图 13: 次高端酒企前五大客户收入占比 .....	11
图 14: 洋河股份省内和省外收入情况.....	11
图 15: 洋河股份省内和省外毛利情况.....	11
图 16: 深度分销模式导致盘价下行的弊端.....	12
图 17: 海之蓝和天之蓝批价（元/瓶） .....	13
图 18: M3 和 M6 批价（元/瓶） .....	13
图 19: 洋河股份“一商为主，多商为辅”模式示意图 .....	13
图 20: 白酒周期增速和投资增速关联度降低 .....	14
图 21: 白酒周期增速和高档消费品、高收入用户收入增速关联度提高.....	14
图 22: 不同收入水平居民人均可支配收入 CAGR .....	14
图 23: 凡勃仑商品的需求量随着价格的提升而提升 .....	14
图 24: 18 年来今世缘国缘四开/对开的累计提价（元/瓶） .....	15
图 25: 今世缘国缘 K 系列和 V 系列产品 and 终端指导价 .....	15
图 26: 白酒团购具有势能引导的作用.....	16
图 27: 团购模式和深度分销对白酒量价的影响 .....	16
图 28: 名酒企核心竞争价格带进一步上移.....	16
图 29: 白酒 700 至 1000 元价格带的各香型重要产品 .....	17
图 30: 白酒团购渠道客户范围的拓展.....	17
图 31: 团购模式需要加强核心大商和厂商的利益绑定.....	18
图 32: 泸州老窖柒泉模式示意图.....	19
图 33: 泸州老窖柒泉营销华中酒业公司股东持股比例.....	19

图 34：泸州老窖营业收入及同比增速.....	19
图 35：泸州老窖品牌专营模式和久泰模式.....	20
图 36：国窖 1573 成都市场销售额 .....	21
图 37：成都久泰公司直控终端门店数量 .....	21
图 38：酒鬼酒内参销售平台公司模式.....	21
图 39：酒鬼酒内参酒销售收入及增速.....	21
图 40：五粮液的层层扫码体系 .....	22
图 41：五粮液异常违规识别和处理机制 .....	22
图 42：白酒板块预收账款周转天数 .....	23
图 43：白酒板块预收账款周转天数（不包含贵州茅台） .....	23
图 44：20 年 3 月以来茅五泸批价 .....	23
图 45：20 年 3 月以来部分名酒批价.....	23
图 46：不同品类白酒发展分化 .....	24
图 47：白酒行业产量和上市公司销量（万千升） .....	24
表 1：五粮液大商制不同层次的总代.....	7
表 2：洋河股份自 2015 年来的提价计划 .....	12
表 3：五粮液控盘分利模式下不同环节增值收益的来源 .....	22

## 一、白酒渠道深刻变革，团购模式持续加强

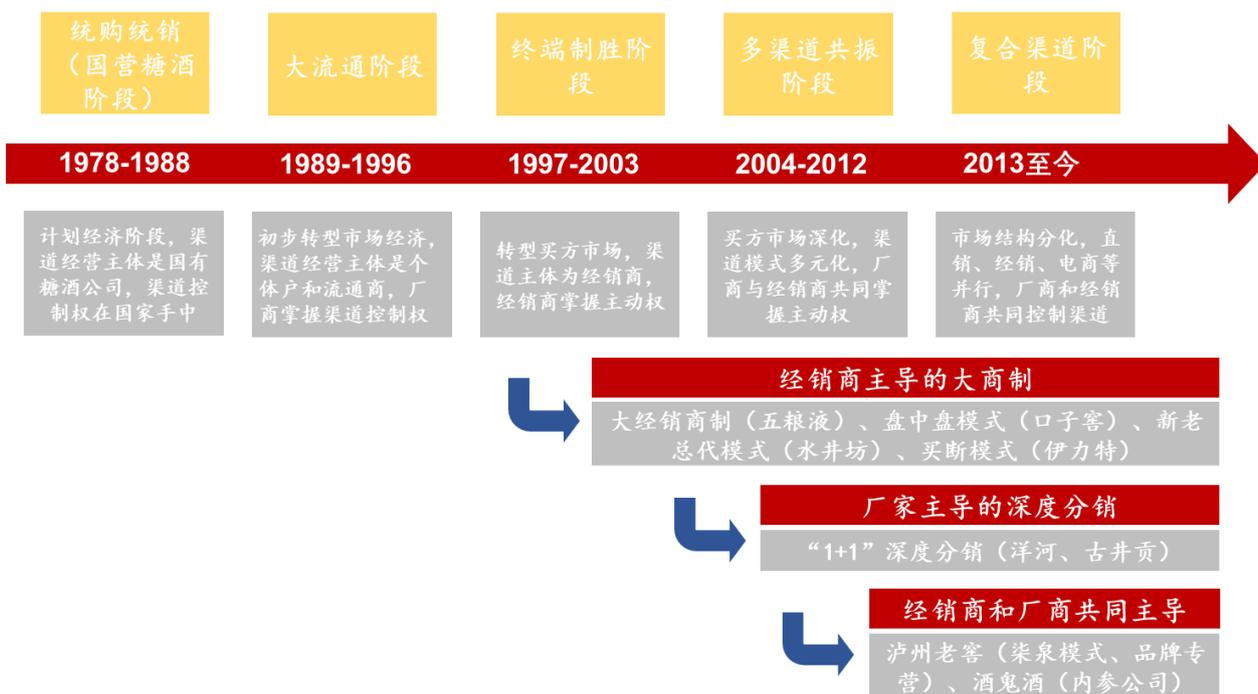
### 1.1 名酒渠道持续优化，团购重要性日益凸显

#### ● 国内白酒渠道模式演变历史复盘

渠道是白酒产业链的核心环节之一，不同的渠道模式各具优缺点。自国内 1988 年放开白酒定价权、行业逐步走向市场化之后，白酒销售渠道模式发生了数次演变，经历了多个发展阶段：

**1) 统购统销的国营糖酒阶段（约 1978 年至 1988 年）：**此阶段国内白酒市场仍处于计划经济阶段，渠道经营主体是国有糖酒公司，各个销售层级之间对白酒价格有明确的价差划分，渠道控制权完全掌握在国家手中。**2) 大流通阶段（约 1989 年至 1996 年）：**国家在 1988 年正式放开白酒定价权之后，白酒行业初步转型市场经济，行业产量在此阶段快速上行，但整体仍处于供不应求的状态，由于计划内（统一分配）、计划外（自销）价格的存在，较大的价差导致个体户和流通商兴起，并逐步发展成为白酒经销商。在此阶段，白酒厂商仍掌握渠道控制权。**3) 终端制胜阶段（约 1997 年至 2003 年）：**白酒行业逐步转向买方市场，餐饮渠道白酒消费是行业保持增长的重要推动力，以餐饮渠道为主的经销商迅速发展，并逐步掌握主动权。**4) 多渠道共振阶段（约 2004 年至 2012 年）：**白酒买方市场深化，渠道模式多元化，以洋河股份为代表的公司开始推行深度分销模式、泸州老窖开始推行柒泉模式；**5) 复合渠道阶段（约 2013 年至今）：**市场结构分化，不同酒企根据自身特点采取的大商制、深度分销以及厂商协销等多种模式。

图 1：国内白酒行业的渠道发展变革历程



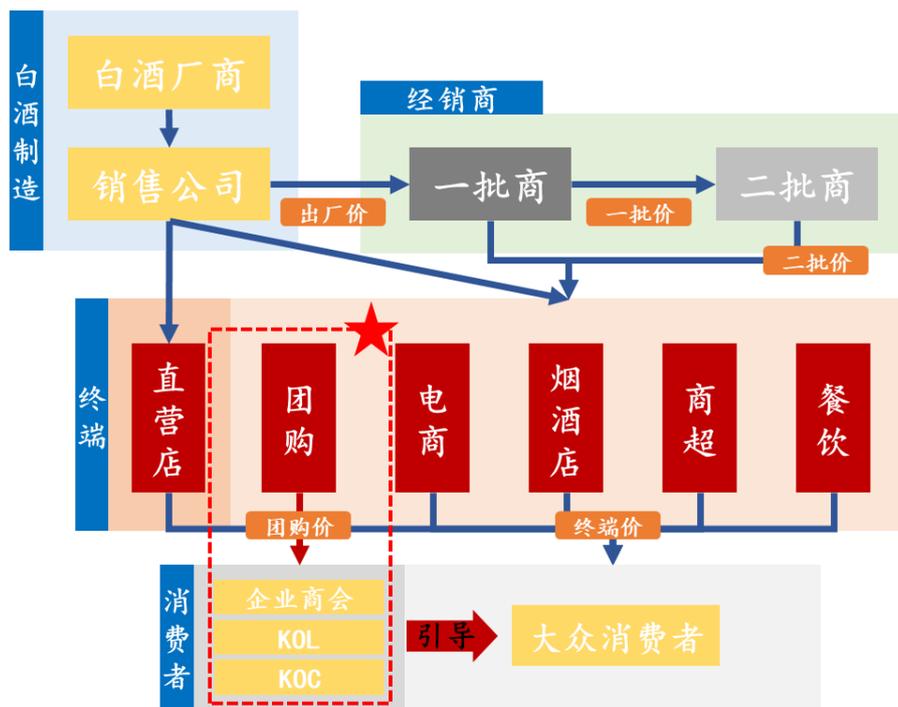
资料来源：糖酒快讯、东方证券研究所

#### ● 白酒渠道体系拆分，团购模式重要性提升

根据白酒厂商和经销商对渠道控制力的强弱，白酒行业发展出经销商主导的大商制、厂商主导的深度分销模式和小经销商制、以及厂商和经销商共同主导的合作模式等多种渠道模式：

1) 经销商主导的大商制是主流销售模式。在该模式下，产品从白酒厂商交给经销商后，由地区大商（一批商）及其下游的经销商负责当地销售渠道的开发和维护，对接下游的烟酒店、商超、餐饮以及负责团购开发等，白酒厂商则主要侧重于品牌宣传等。2) 厂商主导的深度分销模式包括洋河股份的“1+1”经销商管理模式和古井贡酒的深度分销模式等。在该模式下，白酒厂商直接对接终端，由厂商派驻人员负责市场开发和维护，厂商对终端的掌控力和扩张力较强，经销商的作用弱化，主要负责垫资、配送物流以及客户服务等。3) 厂商主导的小经销商制是以贵州茅台为代表的强势品牌所采取的销售模式。贵州茅台在此经销体系中不直接掌握终端，但受益于其品牌的绝对影响力，经销商并不承担大量市场开发的任务。小经销商制的销售体系扁平化，有利于贵州茅台对终端施加影响力和维护盘价的稳定。4) 厂商和经销商共同主导的销售模式包括泸州老窖的柒泉模式和品牌专营模式、酒鬼酒的内参公司模式等。在这种模式中，经销商群体在厂家体外成立独立的营销公司，通过股权分红等方式享受产品销售带来的盈利；品牌专营公司、内参公司等可以加强经销商和厂家的利益绑定，从而加强厂商对下游终端的控制以及维护盘价的稳定等。

图 2：白酒销售渠道体系拆分



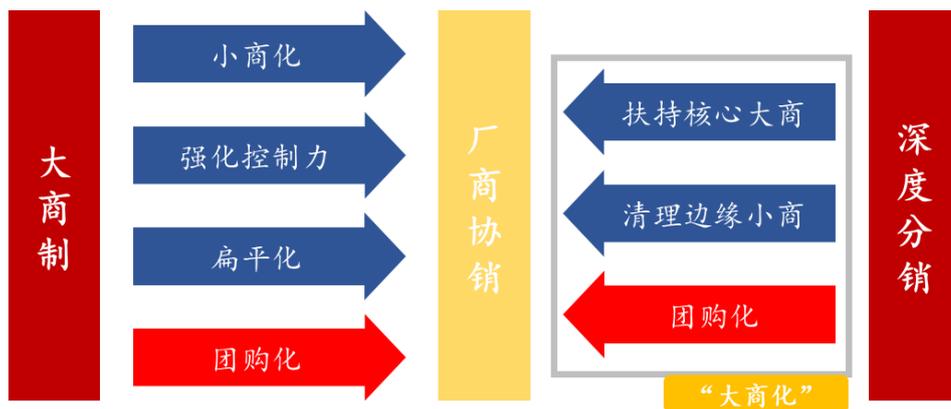
资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

不同渠道模式经过市场的不断考验，各自根据优缺点推行相应变革。对于白酒厂商而言：1) 大商制由于渠道控制力不强（容易出现市场窜货、品牌体系混乱等）、扩张力不强、以及距离终端和消费者太远等缺点，在发展过程中逐步出现小商化、强化控制力、扁平化以及团购化等发展趋势；2) 深度分销模式由于价格体系过于透明、渠道利润低、以及经销商作用弱化导致动力不足等缺点，在发展中逐步推行提升核心大商地位、清理边缘小商以及利用大商发展团购业务等“大商化”的变革

手段。我们分别以五粮液和洋河为例论述大商制和深度分销这两类渠道模式的变革历史和未来趋势。

我们认为在当下及未来的白酒行业中，随着消费升级与消费分级的趋势进一步延续，团购化将是白酒行业的重要发展方向，其对名酒的盘价上行、销量提升将发挥关键作用。而白酒厂商发展团购需要渠道模式进一步向厂商协销的方向调整。

图 3：不同渠道模式的变革思路



资料来源：东方证券研究所

## 1.2 大商制的发展及变革——以五粮液为例

### ● 大商制助力五粮液的早期扩张

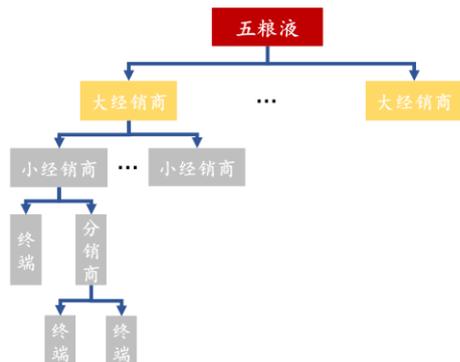
大商制模式下，白酒品牌可以借助经销商在当地的渠道实现产品的快速铺市，由于营销活动主要由大商负责，厂商投入的成本费用较低，因此大商制是白酒品牌早期扩张的重要渠道模式。五粮液早期的渠道模式是典型的大商制，构建了包含全球总代、全国总代、区域总代、省级总代、地级总代等多层级在内的代理模式，依靠各层级的总代实现对市场的开拓。

表 1：五粮液大商制不同层次的总代

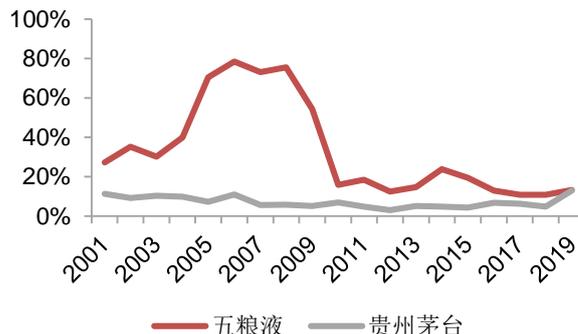
总代层次	主要职责	代表经销商
全球总代	全球范围内的产品销售，侧重开拓海外市场	华泽集团（五粮液年份酒 10 年/15 年）、银基商贸（永福酱酒）
全国总代	负责不同品牌产品在全国范围内的销售	广西翠屏酒业（48 度五粮液）、北京金榜题名（一帆风顺、金榜题名、龙酒系列五粮液）
区域总代	负责所在销售大区的产品销售	浙江商源集团（华东）、安徽百川商贸（华东）、广东粤强（华南）、北京海福鑫（华北）
省级总代	负责所在省级市场的产品销售	广西翠屏、湖北人人人、石家庄桥西
地级总代	负责地级市场的产品销售	安徽天韵商贸、陕西高川商贸、保定百年商贸

资料来源：搜狐、东方证券研究所

相较于贵州茅台的小商制，五粮液大商制体系下前五大客户的收入占比明显较高，尤其在 2010 年之前，01 年至 09 年五粮液前五大客户收入平均占比 54%，而贵州茅台同期仅约 8%。

**图 4：五粮液大商制基本构成**


资料来源：东方证券研究所

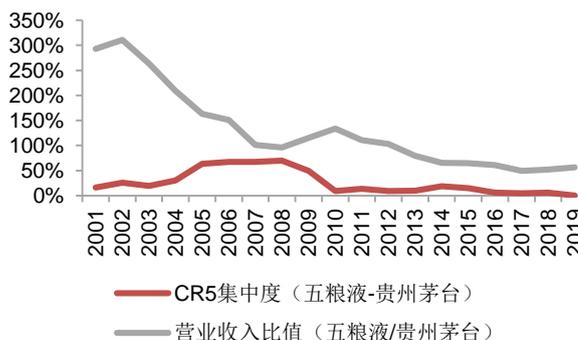
**图 5：五粮液和贵州茅台前五大客户收入占比**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

在早期依靠大商的区域优势实现快速增长之后，大商制的弊端逐渐显现。区域大商在成长到一定规模之后，扩张动力显著下降，主要因为大商的资源优势区域有限，边际扩张难度提升、收益下降、意愿不足。五粮液前五大经销商的销售额在 01 年至 19 年之间最大不超过 67 亿元（19 年），而早在 08/09 年时，前五大经销商已经达到 60 亿的销售规模水平，难以继续向上增长。01 年至 08 年之间，五粮液前五大客户的集中度较贵州茅台持续提升，但同时营收增速却落后于贵州茅台，08 年贵州茅台的营业收入首次超过五粮液。另一方面，市场窜货、品牌体系混乱问题加剧，对长期发展不利，五粮液开始逐步推行渠道模式改革。

**图 6：五粮液前五大经销商销售额**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**图 7：五粮液和茅台前五大客户集中度之差和营收之比**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

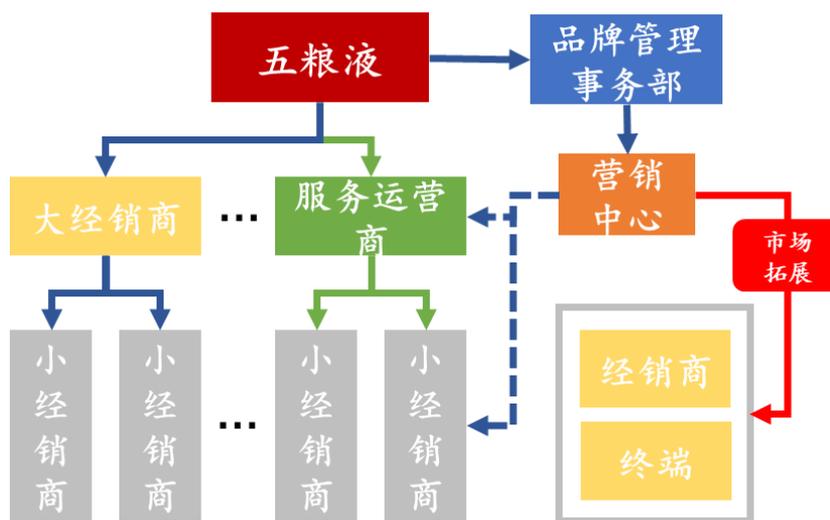
### ● 五粮液大商制改良与未来发展方向

五粮液在 2010 年开始在华东市场设立华东营销中心，销售人员增长 20%以上，统一协调华东地区的产品营销工作，包括加强品牌宣传与推广工作，指导并配合经销商进行产品销售。营销中心改革之后，2010 年五粮液前五大客户销售占比降低至 15.9%，公司对头部大商的依赖度降低。2013 年，五粮液完成七大营销中心的改革，此次改革是对传统大商制的一次重要改进，五粮液通过营销中心提升了渠道扩张力以及对渠道的管控力。

2014年，五粮液开始推行大商体系下的直分销模式。公司首先在广东试点，将原省级总代广东粤强作为服务运营商，省内协议经销商直接与粤强发生贸易关系。五粮液直接与粤强沟通，双方共同制定业绩目标、计划政策等。由于广东粤强等大商在当地拥有完善的网络、良好的分销商资源、较强的资金实力，此次改革本质上是通过将大商转换为平台商来加强公司对于当地渠道的掌控力。此次改革中，五粮液从全国近2000家客户中精心筛选500多家，构建起核心商家队伍。

2015年，五粮液成立品牌管理事务部，综合品牌推广和市场营销两大职能，下设五个工作处、其他营销中心负责具体执行，进一步加强品牌建设布局、渠道建设管理以及维护市场秩序等。

图 8：2010 年至 2015 年五粮液渠道模式变革后的构成



资料来源：酒业家、东方证券研究所

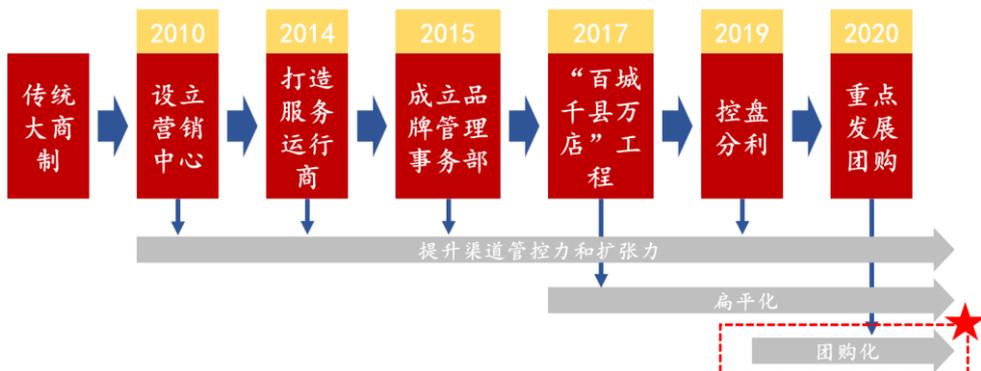
2010年至2015年之间，五粮液主要是依托营销中心、品牌管理事务部等机构对传统大商制进行改进。2017年，以李曙光为核心的新管理层正式上台之后，五粮液开始推行渠道扁平化改革。

2017年，五粮液“二次创业”的核心经营战略提出改变“贸易销售模式”实现市场下沉，向渠道精耕模式转型，强化“百城千县万店”工程实施。“百城千县万店”工程的核心是通过在上百个大中城市、上千个重点县区建设上万家高质量的核心销售终端，实现对渠道的优化；其次，通过终端的陈列和展示，进行品牌形象塑造；以及利用核心终端、公司营销团队加强对核心消费者的培育。

2019年，五粮液在第八代普五的推广过程中开始引入“控盘分利”模式，加强对渠道利润的二次分配。2020年，五粮液新上任董事长曾从钦提出，传统渠道总体不增量，公司将同经销商打造企业级团购等新的增长点。

综合2010年来五粮液对大商制的各类变革，其作用主要均集中提升渠道管控力和扩张力、扁平化以及团购化方面。2020年来，五粮液进一步加大团购渠道的投入，团购化成为目前五粮液渠道变革的最新方向。

图 9：五粮液对大商制进行一系列变革及作用



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

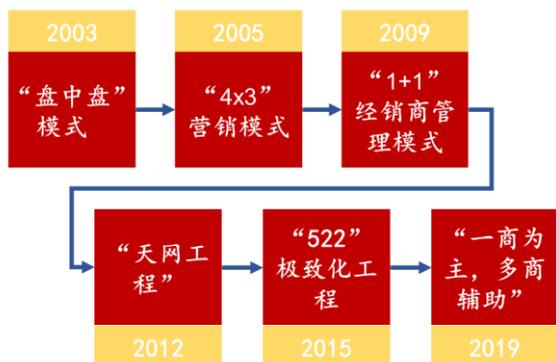
### 1.3 深度分销的发展及变革——以洋河股份为例

#### ● 深度分销模式助力洋河省外快速扩张

洋河的发展历史中，其渠道模式经历多轮调整后，深度分销的渠道模式逐步确立并加强。2003年，洋河推行“盘中盘”的大商制模式；2007年，洋河推出“4x3”营销模式以解决“盘中盘”模式中核心酒店费用过高的问题。

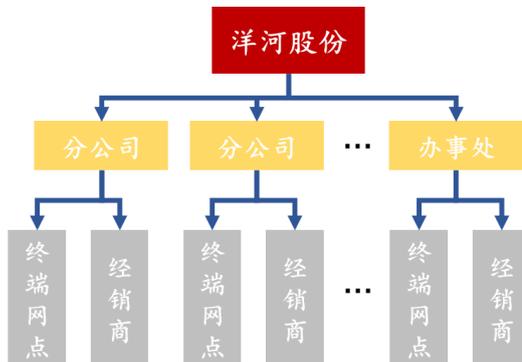
2008年，洋河确立全国化目标；2009年，洋河提出“1+1”经销商管理模式，自此开始转向深度分销模式。“1+1”经销商管理模式下，洋河通过设置在各销售区域的分公司以及办事处等与经销商合作开发终端市场，洋河直接向终端市场投入促销资源并进行市场开拓，经销商主要负责物流、配送和资金周转等辅助性功能。该模式在一地取得成功后，洋河快速在其他区域复制和推广，由此洋河全国化开始加速。2012年，洋河开始推行“天网工程”，将销售渠道网络向下沉到乡、镇、村等市场，实现全市场领域的占领。2015年，洋河推出“522”极致化工程，提出包括氛围营造、商务团购、家宴市场、新江苏打造、消费升级在内的5个极致化目标。“天网工程”和“522”极致化工程是对原有深度分销模式的进一步强化。

图 10：洋河股份渠道模式的主要变革历程



资料来源：酒业家、东方证券研究所

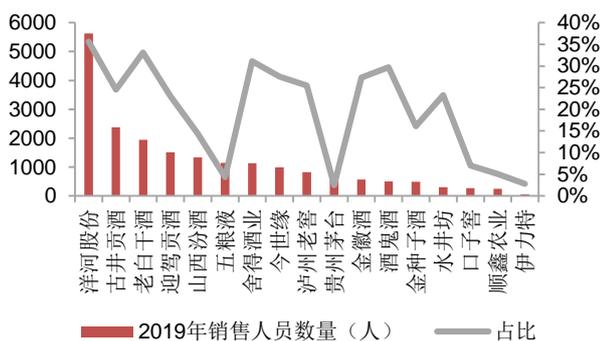
图 11：洋河股份“1+1”经销商管理模式示意图



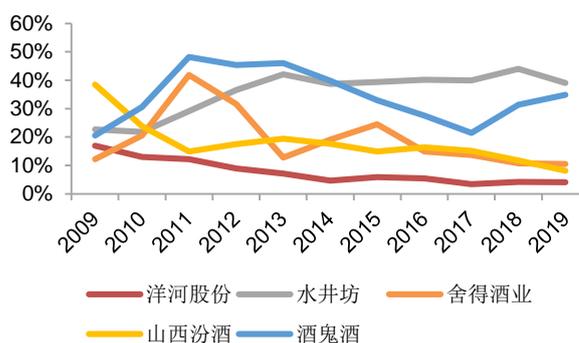
资料来源：东方证券研究所

**深度分销模式要求厂商有大量的销售人员支撑。**从销售人员的配置情况来看，洋河 2019 年销售人员数量达到 5632 人，占比 36%，在白酒上市公司中绝对领先；同样采取深度分销模式的古井贡酒销售人员数量达到 2378 人，排名第二。

**深度分销模式下，洋河的销售渠道显著扁平化，经销商主要以小商为主。**09 年至 19 年，洋河前五大客户收入占比从 17.0% 下降至 4.1%，在洋河股份、水井坊、舍得酒业、山西汾酒和酒鬼酒等次高端酒企中明显较低。截至 2019 年，洋河拥有近万家合作的经销商，3 万多名地推人员。

**图 12：2019 年各酒企销售人员数量及占比**


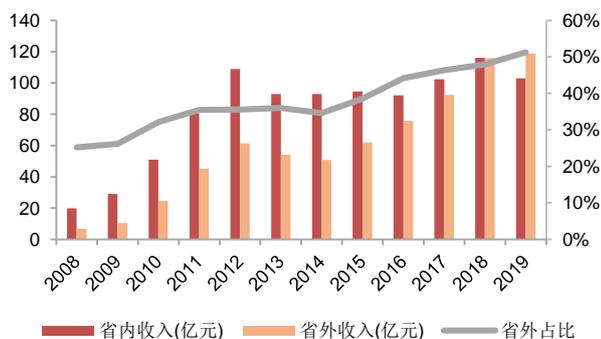
资料来源：公司年报、东方证券研究所

**图 13：次高端酒企前五大客户收入占比**


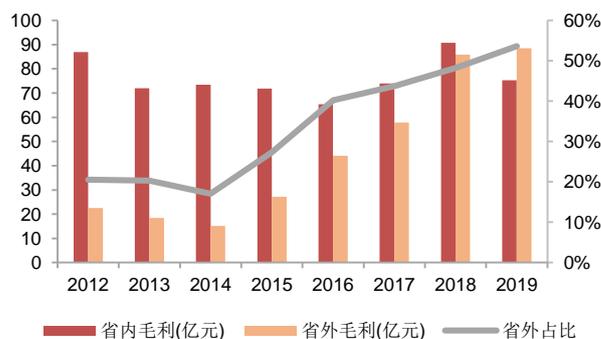
资料来源：公司年报、东方证券研究所

**深度分销模式是洋河成功全国化的重要推力。**09 年转型深度分销模式后，洋河省外收入快速增长，08 年至 12 年从 6.8 亿元增长到 61.5 亿元（CAGR+73.6%），收入占比从 25% 提升至 36%。

经过行业调整后，在深度分销的推动下，省外收入从 15 年开始再次进入快速增长区间，14 年至 18 年从 50.8 亿元增长到 115.7 亿元（CAGR+22.9%），同时省内收入 CAGR 仅为 5.7%，至 18 年省外收入占比达到 48%，与省内持平。盈利贡献方面，省外毛利 14 年至 18 年 CAGR 达到 54.2%（省内为 5.4%）。此阶段，省外业务已经成为驱动洋河盈利增长的核心动力。

**图 14：洋河股份省内和省外收入情况**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

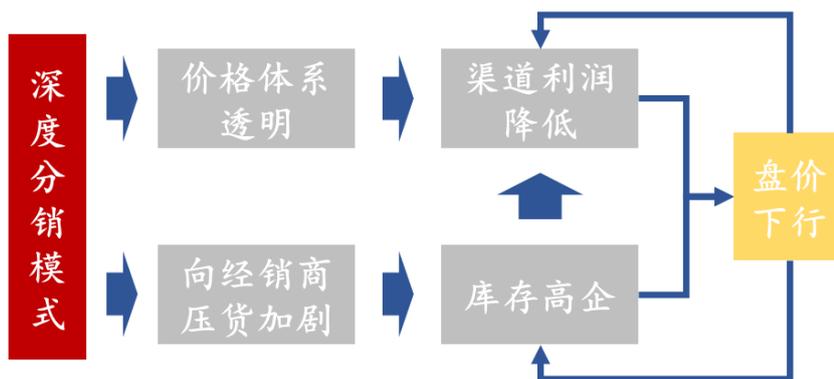
**图 15：洋河股份省内和省外毛利情况**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

● 深度分销模式缺点暴露，洋河推行新变革

深度分销模式在显著提升扩张力和掌控力的同时，其缺点逐步暴露。深度分销模式下产品渠道价格体系较为透明，销售规模扩大之后，渠道利润持续降低，渠道经销商动力不足。由于厂商对渠道的掌控力较强，在考核目标的压力下，厂商极易通过向经销商压货的方式完成考核目标，导致渠道的库存高企，进一步压低渠道利润，部分经销商在回款压力下甩货之后导致盘价下行。

图 16：深度分销模式导致盘价下行的弊端



资料来源：东方证券研究所

洋河为调动经销商积极性，通过提价的方式来提升渠道利润。尤其 17 年之后，洋河提价频次显著提升，17 年先后 4 次提价，18 年先后 3 次提价，提价在短期内可以缓解渠道商利润下滑的困境，但随着提价频次和幅度的提升，产品价格链无法快速传递，进一步导致价格体系混乱。

表 2：洋河股份自 2015 年来的提价计划

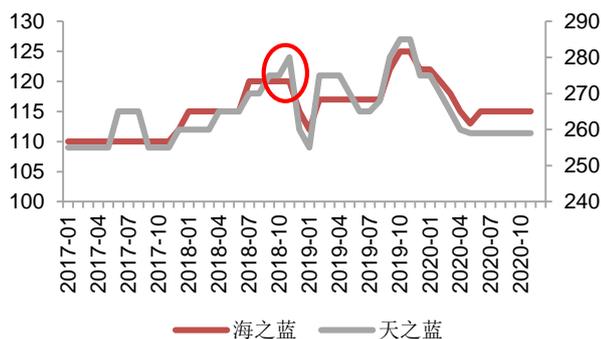
日期	提价情况
2015-02	海、天分别提价 3 元、5 元/瓶
2016-02	海、天结算价分别提价 2 元、4 元/瓶
2017-02	海、天、M3、M6、M9 供货价分别提价 2 元、3 元、10 元、20 元、30 元/瓶
2017-07	海、天终端价分别提价 10 元、20 元/瓶
2017-10	海、天终端价分别提价 40 元、90 元/瓶
2017-12	M3、M6 分别提价 5 元、10 元/瓶
2018-02	海、天、M3、M6、M9 出厂价分别提价 4 元、6 元、15 元、30 元、60 元/瓶
2018-07	海、天、M3、M6、M9 出厂价分别提价 4 元、6 元、5 元、5 元、10 元/瓶；海、天、M3、M6、M9 终端价分别提价 60 元、100 元、110 元、140 元、600 元/箱
2018-10	海天梦系列全面停货，海、天、M3、M6、M9 终端指导价分别提价超过 10 元、15 元、30 元、50 元、200 元/瓶
2019-05	海之蓝涨价将近百元/箱，天之蓝、M3、M6 每箱涨价百元以上，M9 达到千元/箱
2020-09	M3 产品供货价提价 20 元/瓶
2021-01	梦之蓝手工班结算价上调 100 至 500 元/瓶

资料来源：新浪财经、搜狐、公司公告、东方证券研究所

18年6月，洋河推出第五代海之蓝和天之蓝，提升出厂价和终端价。但由于海、天所处的价格带竞争激烈，消费者价格敏感度较高，新产品接受度偏低，老产品库存去化难度加大，引发海、天的渠道库存累积。18年10月，洋河全面停货，进一步提升海天梦的价格，但渠道库存问题在此次提价后全面爆发，引发盘价下行。18年11月至19年1~2月，海之蓝批价从120元/瓶下滑到112元/瓶，天之蓝批价从280元/瓶下滑到255元/瓶，M3批价从375元/瓶下滑到335元/瓶。

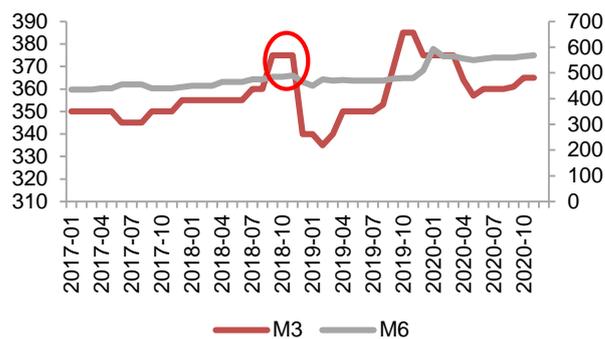
此次渠道问题充分暴露了深度分销的缺点，引发洋河长时间的渠道调整。19年6月起，洋河海、天、梦系列以及梦之蓝手工班产品，全面停止向江苏市场经销商供货，以缓解渠道库存压力。

图 17：海之蓝和天之蓝批价（元/瓶）



资料来源：酒业家、东方证券研究所

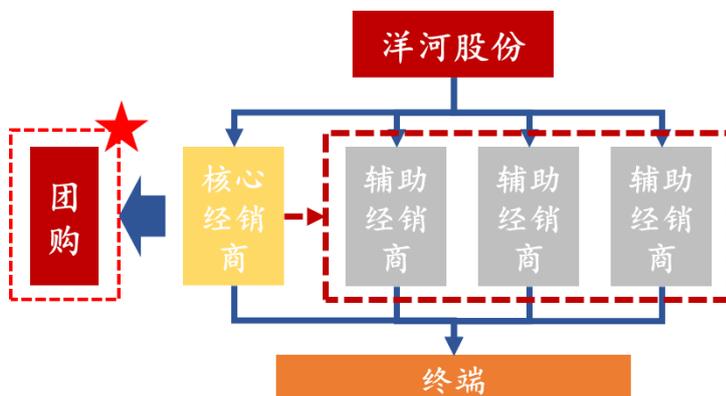
图 18：M3 和 M6 批价（元/瓶）



资料来源：酒业家、东方证券研究所

针对深度分销体系存在的缺点，洋河从19年开始新一轮的渠道体系改革，推行“一商为主，多商为辅”的新渠道模式。该渠道模式下，洋河提升核心经销商的地位，其需要承担市场运营及维护责任，同时其渠道利润增多。多商层面，辅助经销商主要承担物流配送、仓储以及垫资打款等作用。洋河逐步清理了不符合公司要求的经销商，减小渠道压力较大时小经销商降价扰乱市场秩序的风险，提高对价格体系的控制力。对于核心经销商，洋河有望充分发挥其客户资源的优势，做大做强团购渠道，进而自上而下引导消费升级。

图 19：洋河股份“一商为主，多商为辅”模式示意图



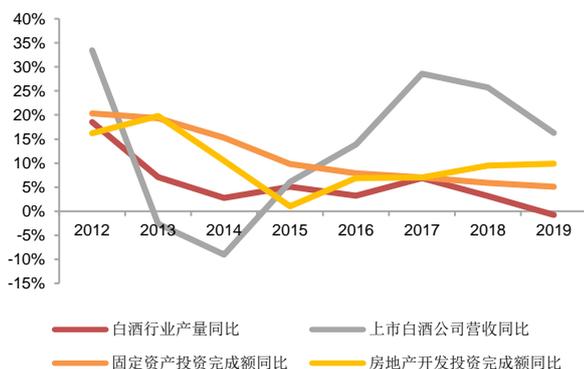
资料来源：东方证券研究所

## 1.4 消费升级推动团购化，白酒价格带持续上移

### ● 消费升级与分级推动团购化发展

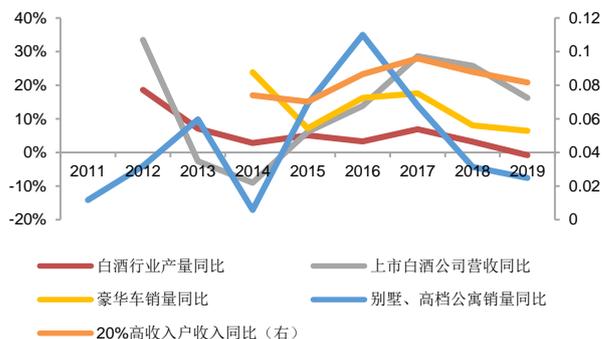
复盘五粮液大商制和洋河深度分销模式的发展与变革，团购化都成为两种模式未来发展的重点。从白酒大周期来看，白酒增长的驱动力逐步切换，大众消费接替政商消费主导白酒增长，白酒行业增长与投资增长的关联度降低，和豪车别墅等高端消费的关联度提升。随着消费升级与消费分级的进一步发展，高收入人群逐步成为名酒的主力消费人群。

图 20：白酒周期增速和投资增速关联度降低



资料来源：公司公告、国家统计局、东方证券研究所

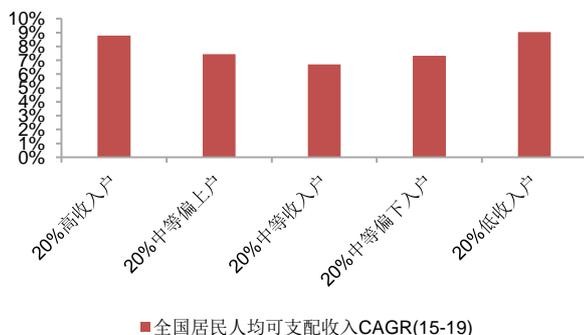
图 21：白酒周期增速和高档消费品、高收入用户收入增速关联度提高



资料来源：公司公告、乘联会、国家统计局、东方证券研究所

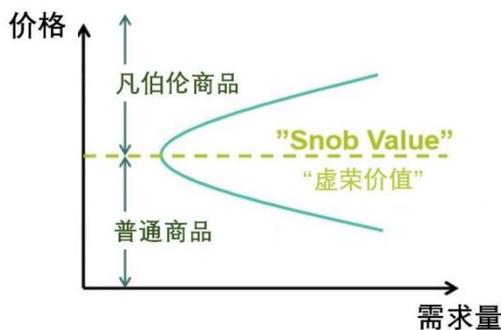
团购渠道主要针对商务消费和高收入人群（KOL、KOC 等）展开，消费升级推动团购需求提升。根据国家统计局，国内高收入群体的收入增速较高，15 年至 19 年间 20%高收入户的收入增速位居各层次人群的第二。高收入人群对名酒的价格敏感度较低，消费需求不仅仅在基础的饮用价值，更在于社交需求以及炫富心理等。名酒类似奢侈品，在经济学中奢侈品（凡伯伦商品）承载炫富和社交的心理需求，奢侈品的价格越高会带来越大的炫富和社交效应，需求上升。

图 22：不同收入水平居民人均可支配收入 CAGR



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 23：凡勃伦商品的需求量随着价格的提升而提升



资料来源：Bernstein analysis、东方证券研究所

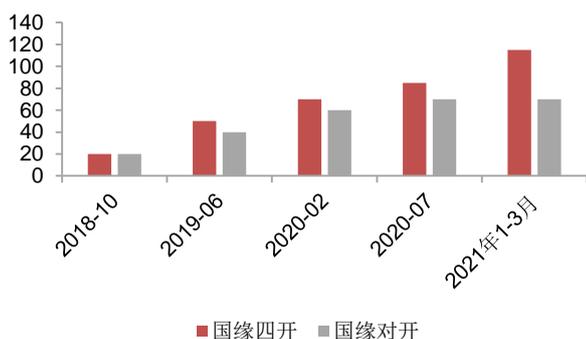
● 团购渠道推动名酒高端化，以价带量拉动增长

团购渠道的核心客户包括核心企业及商会、关键意见领袖（KOL）和关键意见消费者（KOC）等具有较高的势能引导作用，自上而下拉动名酒消费的量价齐升。

从价格的角度看，在团购消费中，名酒的社交需求、面子需求较高，品牌力是团购渠道产品最重要的选择标准。随着社会经济发展、商务宴请水平提升，团购渠道对白酒品牌力提出了更高要求。价格是衡量品牌力的重要标准，白酒企业顺应团购渠道的消费升级逐步提升原有核心单品的价格或者开发更高档次的产品，通过直接提价或者结构升级的方式提升整体产品的吨价。

以团购渠道占比较高的今世缘国缘系列产品为例，国缘四开/对开是今世缘主打省内团购渠道的核心单品，通过团购渠道的运作，国缘四开/对开近年来稳步提价，18年至21年初四开累计提价115元/瓶，对开累计提价70元/瓶。在K系列的基础上，今世缘顺应消费升级，提前布局V系列，其中V3/V6/V9的终端指导价分别达到888元/1679元/2299元。近年来V系列销量快速增长，拉动国缘整体吨价稳步上行。

图 24：18 年来今世缘国缘四开/对开的累计提价（元/瓶）



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

图 25：今世缘国缘 K 系列和 V 系列产品终端指导价

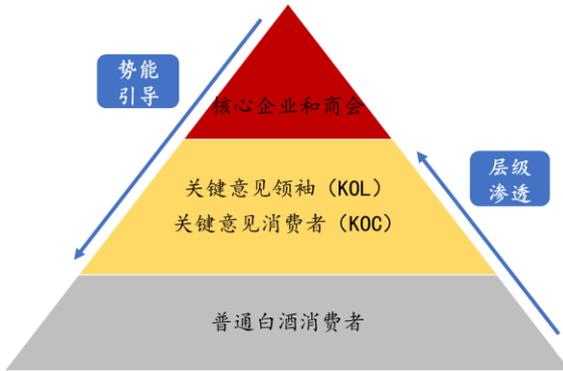


资料来源：公司官网、京东、东方证券研究所

从量的角度看，团购渠道的核心消费群具备足够的经济实力消费名酒，因为饭局应酬多而有频繁消费名酒的机会，同时对周边同等的人群的消费具有号召力和影响力。当某一品牌的名酒在团购核心消费群中形成影响力，则势能向下引导普通白酒消费者选择该品牌的名酒，进而推动销量增长。

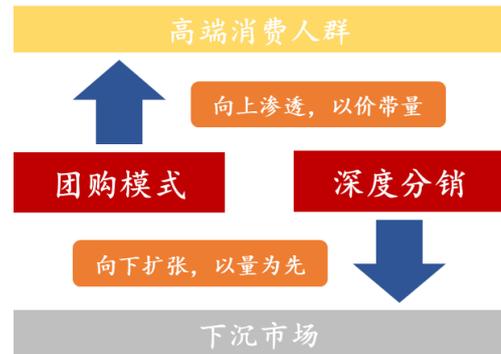
对比团购模式和深度分销在量价方面的影响来看：团购模式向上渗透高端消费人群，通过推动中高端产品的销量增长和价格上行，进而拉动整体销量的增长；深度分销主要强调渠道扁平化、全范围覆盖以及下沉市场渗透，首先追求销量的增长，长期运作之后导致盘价下行，渠道利润下滑，最终容易导致量价皆失。

图 26：白酒团购具有势能引导的作用



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

图 27：团购模式和深度分销对白酒量价的影响

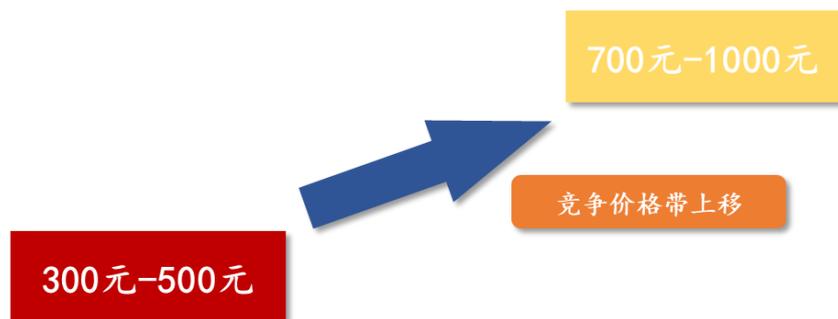


资料来源：东方证券研究所

● 白酒价格带进一步上移，团购将是重要竞争模式

在消费升级的推动下，名酒公司竞争价格带有望进一步上移，700 元至 1000 元价格带预计将成为未来几年名酒企重点竞争的价格带，而团购模式将成为这一价格带的重要竞争模式。从目前的价格带竞争态势来看，浓香型普五和国窖 1573 作为高端酒龙头品牌，是 1000 元和 900 元左右的价格带的核心单品和竞争标杆，其他品牌白酒产品依此采取各自的策略推动价格带上移。**酱香型白酒**凭借香型优势，价格定位较高，青花郎和君品习酒售价定位在 1000 元左右，产品快速放量。以郎酒为例，其 19 年高端白酒（青花郎为主）收入 32 亿元，同比增长 66%，超过红花郎（300-500 元）贡献郎酒整体营收最大的增量；类似的还有国台酒业旗下国台十五年（700 元以上）放量增长。**浓香型白酒**中，以水井坊为例，新管理层上台以后，积极梳理典藏的价格体系，未来批价有望上行至 600 元以上，终端价接近 700 元，是水井坊品牌向上的核心突破口。**清香型白酒**中，青花汾 30 是山西汾酒青花系列的核心，向上推动青 40，向下拉动青 20（350 元左右）；公司 20 年秋糖会发布青 30 复兴版，终端指导价 1199 元，定位团购参与五泸价格带竞争。**其他香型**中，馥郁香型的酒鬼酒旗下内参酒（1000 元左右）快速放量，20H1 收入增长 75%，增速超过以红坛（400 元左右）为主酒鬼酒；今世缘旗下国缘 V 系列是对消费升级的提前，其中国缘 V3（700 元以上）是 V 系列中目前放量的重要单品，形成对国缘四开（400 元左右）的消费升级；洋河以梦 6+替代老梦 6，终端价接近 700 元，积极参与这一价格带的竞争。

图 28：名酒企核心竞争价格带进一步上移



资料来源：东方证券研究所

目前各名酒企在 700 元至 1000 元价格带都已有重要单品布局。酱香型产品包括郎酒青花郎、习酒君品习酒、国台十五年、茅台飞天迎宾等，浓香型包括五粮液普五、泸州老窖国窖 1573、水井坊典藏等，清香型包括汾酒青花汾 30 年，其他香型包括酒鬼酒内参、今世缘国缘 V3、洋河梦 6+ 等。这些产品均是各大酒企的核心战略产品，能否利用团购模式在这一价格带形成销量的有效突破将成为名酒企能否进一步扩张的关键点。

图 29：白酒 700 至 1000 元价格带的各香型重要产品

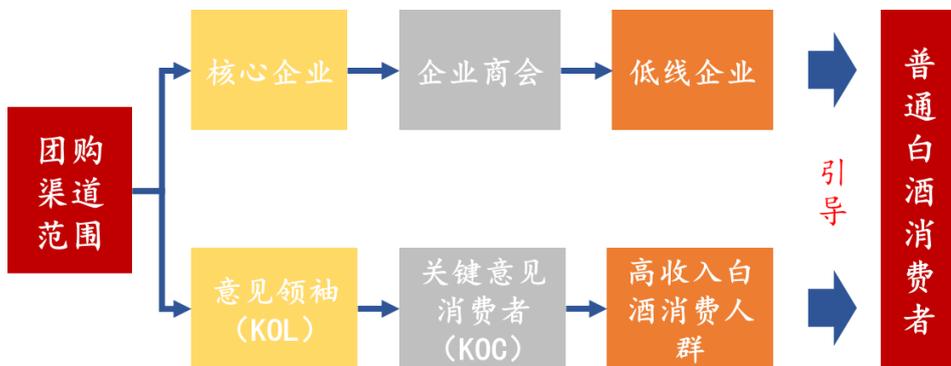


资料来源：公司官网、东方证券研究所

● 团购渠道的客户范围有望进一步扩大

企业客户方面，团购客户从核心企业单位向更大范围的商会团体拓展，名酒借由商会进入更多低线企业的商务消费场景；高端消费者方面，团购客户从消费意见领袖（KOL）逐步向关键意见消费者（KOC）拓展，进而引导高收入白酒消费人群的品牌选择。客户范围的向下拓展是团购渠道未来扩大规模的必经之路，这对核心大商的人脉资源要求提高，需要在线下市场寻找拥有客群资源的大商，推动渠道模式进一步将深度分销和大商制的优点结合起来。

图 30：白酒团购渠道客户范围的拓展



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

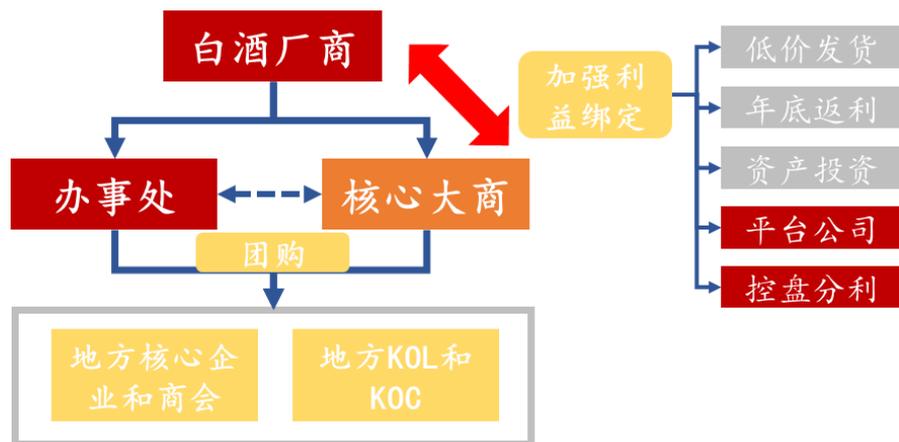
## 二、团购化带动厂商协销，协同运作至关重要

### 2.1 团购绑定大商利益，厂商协销促进发展

团购模式发展需要加强对核心大商的利益绑定。白酒厂商开展团购模式需要利用地区核心大商的人脉资源，选商的标准包括对地方核心企业单位、社区关键意见领袖的强势人脉关系、较强的资金实力、运作中高档酒水的经验以及一定的名烟名酒终端网络资源等。由于白酒厂商较为依赖地方核心大商的资源，因此需要加强与核心大商的利益绑定，通过一定的方式对核心大商进行让利。

白酒渠道中常见的让利模式包括低价发货、年底返利或者直接对经销商进行固定资产投资等，但这些方式容易被大商直接计算进入货价，进而容易导致大商通过直接将产品以较低的价格出售到市场上，引发盘价的紊乱的局面，这也是大商制固有的弊病之一。因此以组建平台公司、控盘分利、模糊返利等为特征的厂商协销模式成为当下白酒渠道的重要发展方向，各厂商所采取的不同渠道架构和手段的核心目的都是加强与核心大商的利益绑定。

图 31：团购模式需要加强核心大商和厂商的利益绑定



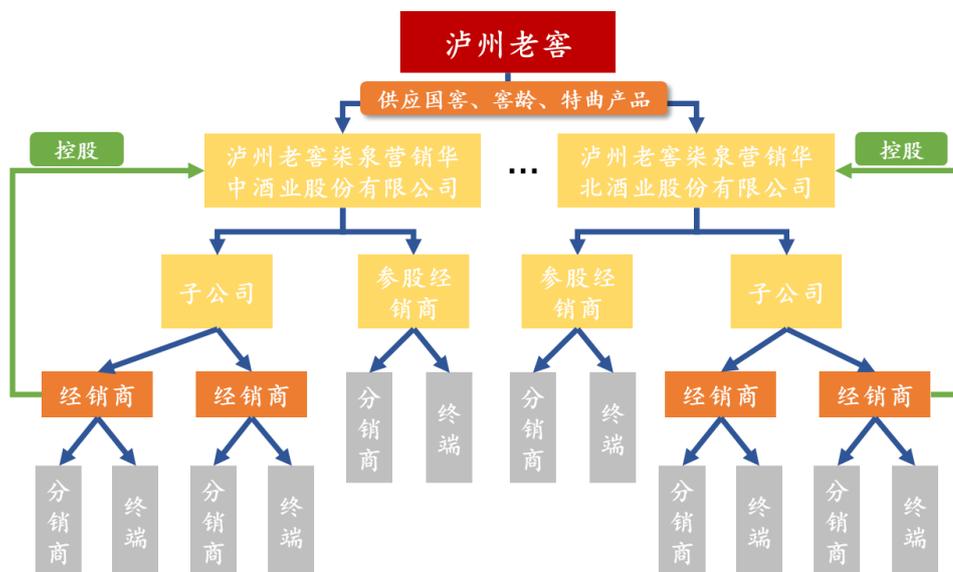
资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

### 2.2 老窖发展品牌专营公司，久泰模式推动团购发展

#### ● 泸州老窖柒泉与品牌专营的平台公司模式

泸州老窖的柒泉模式是白酒公司中较早被采用的平台公司模式。2008年之后柒泉模式在泸州老窖的销售渠道中逐步兴起，柒泉模式的主要运作规则包括：1) 泸州老窖按地区划分成立各地的柒泉公司，例如泸州老窖柒泉营销华中酒业股份有限公司等，各地的柒泉公司由当地的经销商持股，向下设有子公司并参股其他经销商。2) 泸州老窖直接向柒泉公司供应国窖、窖龄、特曲等产品，柒泉公司通过子公司或者参股经销商进一步向分销商或者终端供货。3) 柒泉公司通过价差产生的毛利由老窖控制和指导进行市场投入，剩余部分作为柒泉公司的费用、税收及利润。

图 32：泸州老窖柒泉模式示意图

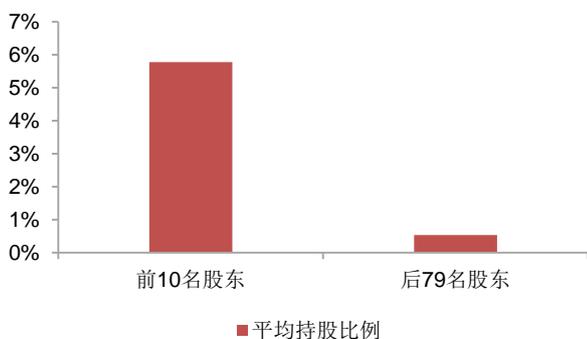


资料来源：启信宝、东方证券研究所

**柒泉模式推动老窖规模快速增长，并降低销售费用。**柒泉公司以股权的方式将厂家和经销商的利益进行绑定。以柒泉华中公司为例，其共有 89 名股东，前 10 名股东平均持股比例为 5.8%，后 79 名股东平均持股比例为 0.5%，经销商辐射范围较大。柒泉模式通过放权给经销商的方式，促进经销商的积极性，推动营收在 09 年至 12 年之间实现快速增长，CAGR 达到 32.1%。另一方面，由于营销推广主要由柒泉公司执行，因此老窖的销售费用率在该模式下快速下行，从 09 年的 11.4% 下降至 12 年的 5.8%。

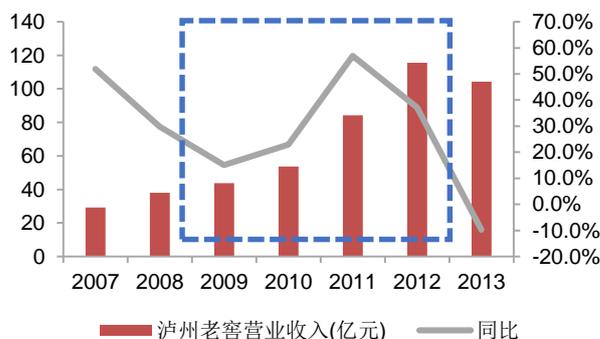
**12 年开始的行业调整中，柒泉模式的缺点逐步暴露**，主要包括：1) 层级过多，老窖和柒泉公司不直接接触市场，反应较慢；2) 老窖对渠道的控制力较弱；3) 不同定位的产品由柒泉公司混营，品牌定位区分不明显。15 年开始老窖开始逐步废除柒泉模式，由品牌专营模式代替。

图 33：泸州老窖柒泉营销华中酒业公司股东持股比例



资料来源：启信宝、东方证券研究所

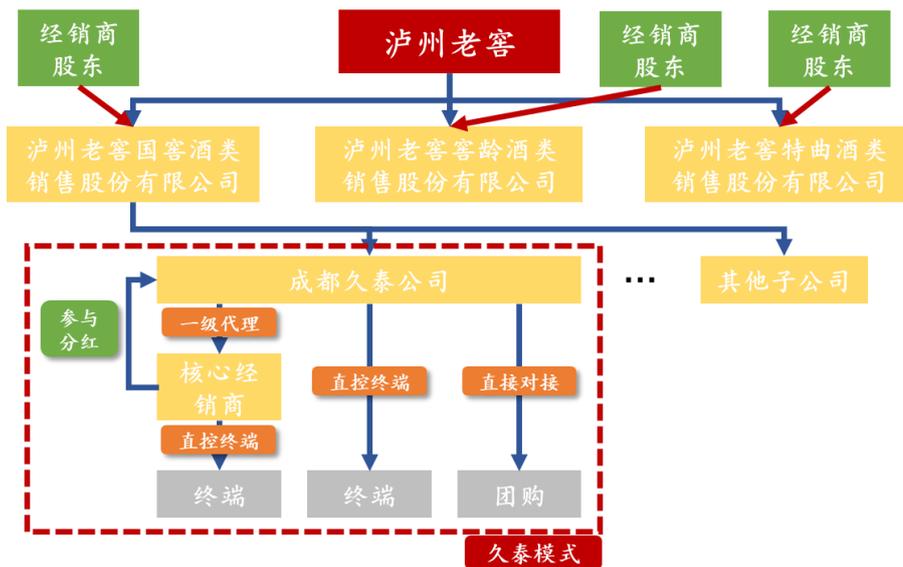
图 34：泸州老窖营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所

柒泉模式被逐步废除之后，泸州老窖将柒泉原有参股经销商根据其对各品牌产品的运作程度分配到国窖、窖龄、特曲等各个品牌专营公司中。**品牌专营模式相较于柒泉模式的优点在于：**1) 将国窖、窖龄和特曲三大品牌分开独立运营，有利于进一步明确各品牌的定位，并为之配备相应水平的经销商来运作，确保运营质量；2) 有效缩小渠道层级，提高公司对终端的掌控能力。

图 35：泸州老窖品牌专营模式和久泰模式

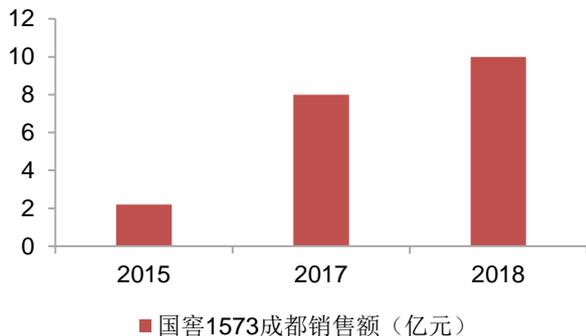


资料来源：启信宝、酒业家、东方证券研究所

在品牌专营公司的子公司层面，泸州老窖进一步发展出久泰模式。成都久泰公司是泸州老窖国窖品牌专营公司在成都市场的子公司，其通过直控终端、直接对接团购客户以及通过核心经销商直控终端的方式实现对下游的对接。久泰模式推行后，国窖 1573 的销售额从 15 年的 2.2 亿元增长到 18 年的 10 亿元（CAGR+66%），直控终端门店数量从 3000 家增长到 4280 家（CAGR+12.6%）。这一阶段的久泰模式主要是加强老窖对市场的控制力，实现渠道去分化并提升扩张力。

2019 年末，久泰公司推行改革，邀请年销售 300 件以上的 600 多个客户参与久泰公司的股权分红，进一步加强久泰公司与成都本地市场经销商的利益绑定。久泰模式的进一步改革是逐步将终端销售渠道打造成为国窖的直营专销体系和消费者的服务平台。在这个平台中，消费者不仅可以购买产品，还可以收获更好的服务互动体验等。

久泰模式的改革更有利于团购业务的开展。通过经销商持股分红的方式，本地市场的核心经销商利益被强化，因而可以更好地利用其所拥有的人脉资源。另一方面，团购业务主要由平台公司直接对接，扩张力强，同时费用投放更加精准有效。

**图 36：国窖 1573 成都市场销售额**


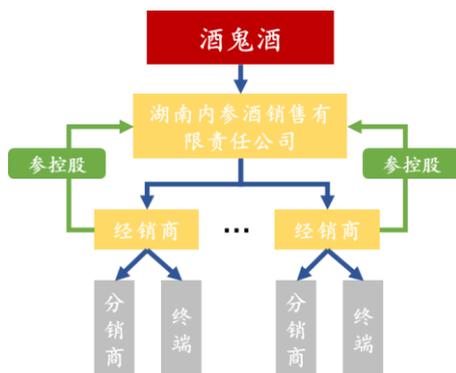
资料来源：酒业家、东方证券研究所

**图 37：成都久泰公司直控终端门店数量**

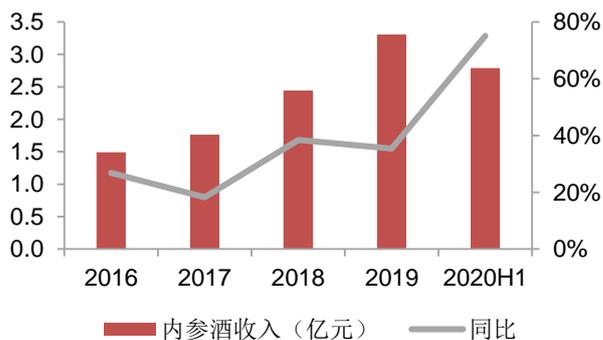

资料来源：酒业家、东方证券研究所

### ● 酒鬼酒内参公司模式

酒鬼酒的内参公司也是白酒上市公司中比较典型的平台公司模式。酒鬼酒内参公司更接近泸州老窖的柒泉模式，对于目前体量较小的内参酒而言，内参公司可以通过放权给经销商的方式，有效促进经销商的积极性。内参酒销售公司成立于 2018 年底，19 年以来内参收入加速增长，20H1 同比增长 75%，平台公司模式起到重要作用。

**图 38：酒鬼酒内参销售平台公司模式**


资料来源：东方证券研究所

**图 39：酒鬼酒内参酒销售收入及增速**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

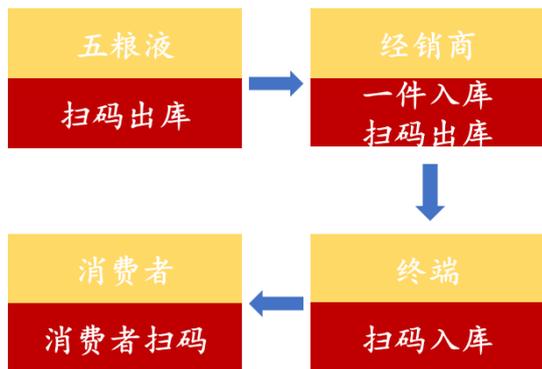
## 2.3 五粮液数字化控盘分利，绑定大商是发展方向

控盘分利（或模糊返利）是平台公司模式的核心目的之一，即通过经销商参与分红的方式对核心大商进行利润的二次分配，五粮液在 19 年第八代普五的推广中同样引入“控盘分利”的模式。五粮液的“控盘分利”主要是利用数字化的手段，对盘价、库存、需求等方面进行管控，然后对经销商和终端等进行利润的二次分配，对实现良好动销以及终端消费培育的终端进行利润的分配倾斜。

五粮液的控盘分利基于数字化的扫码积分系统。五粮液在 13 年成立信息管理中心，协助职能部门实施信息化，17 年引入 IBM 实施数字化转型。第八代普五上市后采用扫码积分系统，实现产品与

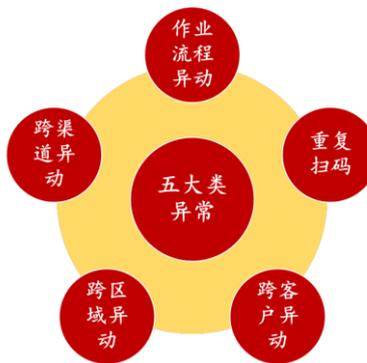
“箱码—盒码—盖内码”三码合一的货码一体化绑定，为层层扫码及货流跟踪监控提供系统识别和数据采集的基础。同时，五粮液建立了基于扫码统计数据的异常违规处理机制，包括重复扫码、跨区域异动、跨客户异动、跨渠道异动以及作业流程异动等 5 大类异常和 49 种子类型异常，由此根据管理要求和规则对渠道进行合规判断和惩处等，提升对终端和经销商渠道管控能力。

图 40：五粮液的层层扫码体系



资料来源：midoo、东方证券研究所

图 41：五粮液异常违规识别和处理机制



资料来源：midoo、东方证券研究所

五粮液的控盘分利模式下，经销商、专卖店、终端店以及消费者等各个环节均有相对应的增值收益来源，包括积分奖励、会员拉新奖、会员增值服务等。为配合控盘分利模式的引进，五粮液 19 年加大渠道扁平化力度，将 7 大营销中心改为 21 个营销战区，下设 60 个营销基地，构建深耕区域市场、快速响应市场的模式，并补充大量销售人员，加强控盘分利模式的落地。

表 3：五粮液控盘分利模式下不同环节增值收益的来源

渠道环节	增值收益来源
经销商	积分奖励，积分与年终 1218 评优机制相挂钩，参与年终评优
专卖店	获得消费者会员拉新奖、消费者会员累计奖
终端店	获得扫码产生的不固定金额红包及消费者会员拉新奖、消费者会员累计奖
消费者	注册加入消费者会员俱乐部，可享受五粮液会员增值服务

资料来源：五粮液经销商大会、东方证券研究所

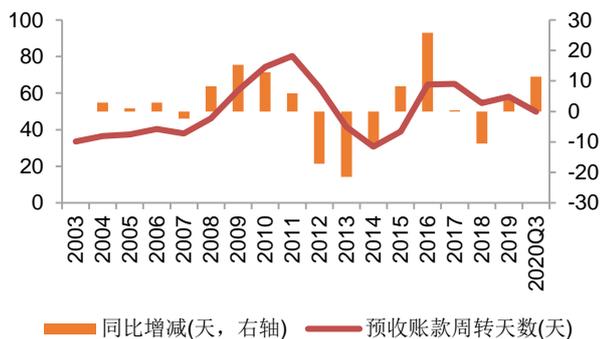
综合泸州老窖的品牌专营和久泰模式、五粮液的数字化营销控盘分利、以及洋河股份在深度分销基础上发展的“一商为主，多商为辅”模式，主要都是为了加强控盘，然后对核心大商进行利润倾斜。在团购渠道日益重要的白酒渠道发展趋势中，白酒厂商对核心大商的资源依赖度提升，加强利益绑定，使得经销商和厂商协同一致进行市场运作是最终目的。

### 三、渠道加库存有望延续，名酒份额持续提升

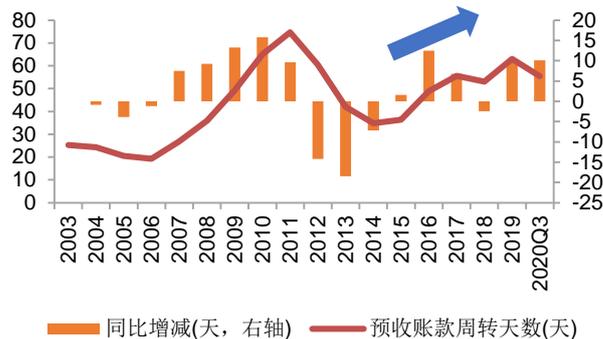
上一轮周期底部以来，名酒企预收周转天数持续向上。自上一轮白酒周期在 14 年见底之后，白酒板块整体的预收账款周转天数（考虑增值税因素在内）从 14 年底的 31 天快速提升到 16 年的 65 天；但 17 年之后整体呈现下行趋势，这主要是体量占比较大的贵州茅台推广直营化以及当月打款当月发货等政策导致的。若剔除贵州茅台，则白酒板块预收账款周转天数从 14 年至 19 年间上行

趋势明显，从 35 天增加到 63 天，名酒经销商渠道处于加库周期之中。20 年前三季度受疫情冲击，渠道预收账款周转天数同比仍增长 10 天至 55 天。

我们预计本轮渠道加库周期有望延续，主要因为：1) 名酒价格持续上行，渠道提前囤货心理加剧；2) 经销商渠道模式经历多轮调整后，厂商对渠道的掌控力加强，渠道可以承受更多的库存；3) 疫情对低线盒装酒等竞争力较差尾部白酒厂商造成冲击，名酒经销商进一步加库保持扩张力。

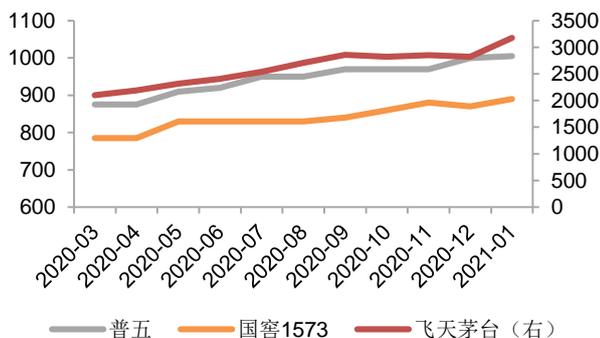
**图 42：白酒板块预收账款周转天数**


资料来源：iFind、东方证券研究所

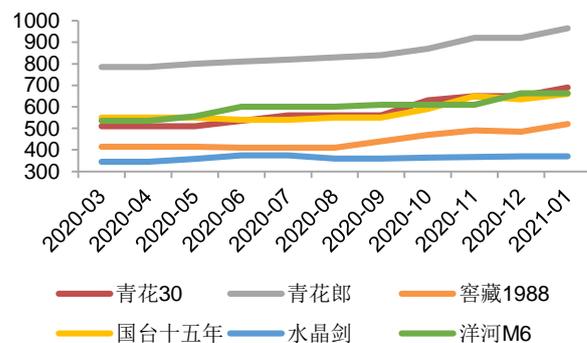
**图 43：白酒板块预收账款周转天数（不包含贵州茅台）**


资料来源：iFind、东方证券研究所

名酒价格持续上行，渠道提前囤货心理加剧。20 年来高端酒批价稳步上行，根据百荣批发市场的数据库，飞天茅台、普五和国窖 1573 的批价从 20 年 3 月的 2100 元、875 元和 785 元上行到 21 年 1 月的 3180 元、1005 元和 890 元。在高端酒的拉动下，青花 30、青花郎、习酒窖藏 1988 等其他名酒价格均稳步上行。在消费升级、团购发展等因素作用下，名酒价格预计在中短期内仍将保持上行趋势。渠道经销商在名酒价格不断上涨的趋势时，普遍选择提前囤货；另一方面，受价格上涨的刺激，部分终端消费者以及产业资本等也有囤酒的趋向，推动渠道库存周期增长常态化。

**图 44：20 年 3 月以来茅五泸批价**


资料来源：百荣酒价、东方证券研究所

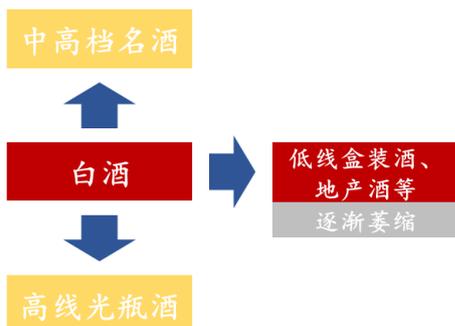
**图 45：20 年 3 月以来部分名酒批价**


资料来源：百荣酒价、东方证券研究所

名酒优势进一步凸显，渠道加库保持扩张力。当下白酒行业发展分化明显，主要体现为向上的中高档名酒和向下的高线光瓶酒保持较高的增速，而低线盒装酒、地产酒等则逐渐萎缩、淘汰出清。16

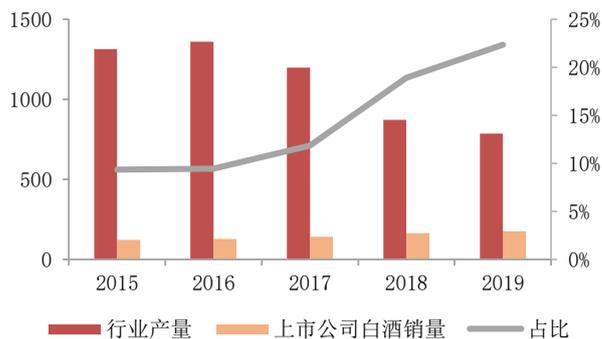
年来国内白酒产量持续下滑，19年国内白酒产量为786万千升（CAGR-16.7%），同时上市公司白酒销量持续上行，19年达到175万千升（CAGR+11.0%），市占率从16年的9.4%增加到22.3%。在当下白酒产量的下行周期中，名酒企凭借品牌、产品和渠道的优势不断提升市占率，名酒企渠道通过加库保持较强的扩张力实现对尾部酒企市场份额的占领。白酒板块目前预收账款周转天数在2个月左右（不含贵州茅台），20年前三季同比增长10天，预计中短期内有望上行至2个月以上。

图 46：不同品类白酒发展分化



资料来源：东方证券研究所

图 47：白酒行业产量和上市公司销量（万千升）



资料来源：公司公告、国家统计局、东方证券研究所

## 四、投资建议

渠道模式在竞争日趋激烈的市场竞争中发挥着重要作用，在简单的大商制与深度分销模式逐步成为历史的白酒行业，各家名酒企均积极推动自身的渠道模式变革，以谋取长期稳定的业绩增长。团购渠道的重要性日趋体现，在未来品牌为先的白酒竞争格局中，团购以高端消费者为目标，推动价格和品牌向上，进而势能引导销量上行。在团购化的推动下，白酒渠道模式向厂商协销的方向加速转变，各家酒企推出多种架构与手段，究其根本是在加强渠道掌控力的基础上深度绑定核心大商的利益，推行协同一致的市场运作。渠道加库周期有望继续上行，白酒厂商加强渠道扩张力以推动市场份额的进一步提升。

建议关注：小商制渠道模式下积极推动直营占比提升的贵州茅台(600519, 买入)；数字化营销加强控盘分利，积极推动团购发展的五粮液(000858, 买入)；推行品牌专营公司和久泰模式的泸州老窖(000568, 买入)；渠道积极调整，在深度分销基础上推行“一商为主，多商为辅”的洋河股份(002304, 买入)；加码团购推动市占率提升，提前布局更高价格带的今世缘(603369, 买入)；推行新总代模式变革提升厂商掌控力和渠道扩张力的水井坊(600779, 买入)；渠道体系改革多线并举，积极提升大商活力的口子窖(603589, 买入)。

## 五、风险提示

- **疫情影响扩大风险。**国内部分地区疫情出现反复，若影响范围扩大，将对业绩造成负面影响。
- **消费升级低于预期风险。**消费升级是白酒行业增长的核心动力，若消费升级不及预期，提价、结构升级进度放缓，可能对渠道信心及公司业绩表现带来不利影响。
- **食品安全风险。**如果发生食品安全黑天鹅事件可能会影响上市公司收入业绩。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)