

食品饮料

证券研究报告

2021年03月01日

白酒周报：强基本面支撑白酒底层逻辑，良性预期消散悲观情绪

【行情周回顾及北上监测】

本周 SW 白酒下跌 15.80%，低于 SW 食品饮料 14.18%，高于大盘 1.75%，跌幅前三个股为山西汾酒、泸州老窖、酒鬼酒。

本周北上资金净流出白酒板块 4.55 亿元，获得资金净注入前三的个股为酒鬼酒、山西汾酒、今世缘，净流出前三的个股为五粮液、贵州茅台、顺鑫农业。

【投资观点】

宏观因素叠加资金情绪面影响使白酒板块急跌。白酒板块近期回调明显，数据端的超预期并未在股价体现，我们认为这波调整的前因是春节前市场预期较满，板块大涨，估值位于高位，春节后市场对货币政策偏紧的预期，通胀的调整等宏观面的担心，带来资金、情绪面的连锁反应，白酒板块急跌。

基本面数据超预期，白酒大逻辑仍未变，业绩有强支撑。这轮调整主要是市场风格的影响，但白酒业绩及逻辑仍具备强支撑，我们认为白酒大逻辑并没有变，高估值水位将持续，板块经过调整之后，仍有望继续上扬。就春节终端动销调研来看，高端白酒茅五泸汾量价齐升，其根源是春节白酒除宴席场景，其他场景都基本恢复，而消费升级背景下喝好酒的比例持续提升，高端酒数据持续亮眼。此次春节价格都稳中有升，并未出现以往放量价格下来的情况，同时产品结构也在升级。展望后市，白酒进入淡季，挺价推新会是主旋律，我们预计白酒公司年报及一季报数据均好于预期，同时在 4 月份举行的春糖也会规模盛况，优质公司持续会带来惊喜。

建议寻找稳定性强及预期差标的，核心标的稳抓不放。高端优选，持续推荐茅五泸，重点推荐泸州老窖；次高端甄选，推荐洋河股份、口子窖、今世缘，关注舍得。

【上市公司跟踪】

洋河股份：经营业绩底部向上持续兑现，M6+引领产品结构稳步升级。

公司发布 2020 年业绩快报，2020 年实现营业收入 211.25 亿元，同比-8.65%，实现归母净利润 74.77 亿元，同比+1.27%；其中 2020Q4 实现收入 22.11 亿元，同比+8.97%，实现归母净利润 2.91 亿元，同比+23.31%。环比持续改善。

经营业绩底部向上持续兑现，M6+打开新增长引擎。继 2020Q3 洋河拐点显现，收入利润同比增速转正后，2020Q4 持续好转，底部向上持续兑现。而业绩逐步好转的背后是产品渠道经营局面正向循环的逐步打开。产品端，2020Q4 公司 M6+产品在中秋国庆双节期间价格坚挺，销量增长，稳中向上，水晶 M 产品在 11 月发布，在保留 M3 经典元素的基础上，对品质、规格、形象进行了三重升级，产品转换中；渠道端，M 系列实行配额制，M6+渠道利润水平大约有 10%，海天产品持续消化库存；治理端，股份回购 10 亿已完结。2020Q4 收入同比微增，利润增幅较大，我们推算主要还是 M6+贡献较多，拉高毛利率水平，此趋势可持续。

2021 春节期间 M6+销量超预期，水晶 M 价格经过验证，公司产品结构升级区域扩张稳步进行。据春节终端渠道调研，春节价格持稳，同时公司 2 月初对 M6+产品进行了上涨 30 元的调价，省内终端价约 650 元左右，未来趋势仍是量价齐升；水晶 M 单品 2020 年底上市，2021 年是第一个旺季验证季，主要看价格，而批价和终端价都持稳，得到了验证，预判之后将量价齐升。

【渠道调研】春节动销反馈超预期

近期，我们组织了河南、安徽、江苏、上海等渠道的电话会，整体来看，春节期间动销反馈超预期，高端实现量价齐升，库存水平低位；次高端春节价盘持稳，价格带升级明显；大众酒也恢复升级明显。3 月进入白酒销售的淡季，预计企业挺价推新较多，春节旺季销售带来的部分产品有补库存需求。

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘畅

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520010001

liuc@tfzq.com

娄倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520100002

louqian@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报: 历经反复考验, 甄选超预期基本面》2021-03-01
- 2 《食品饮料-行业研究周报: 白酒周报: 节前数据反馈良好, 节后白酒仍有催化》2021-02-08
- 3 《食品饮料-行业研究周报: 节前数据反馈良好, 节后确认值得期待》2021-02-07

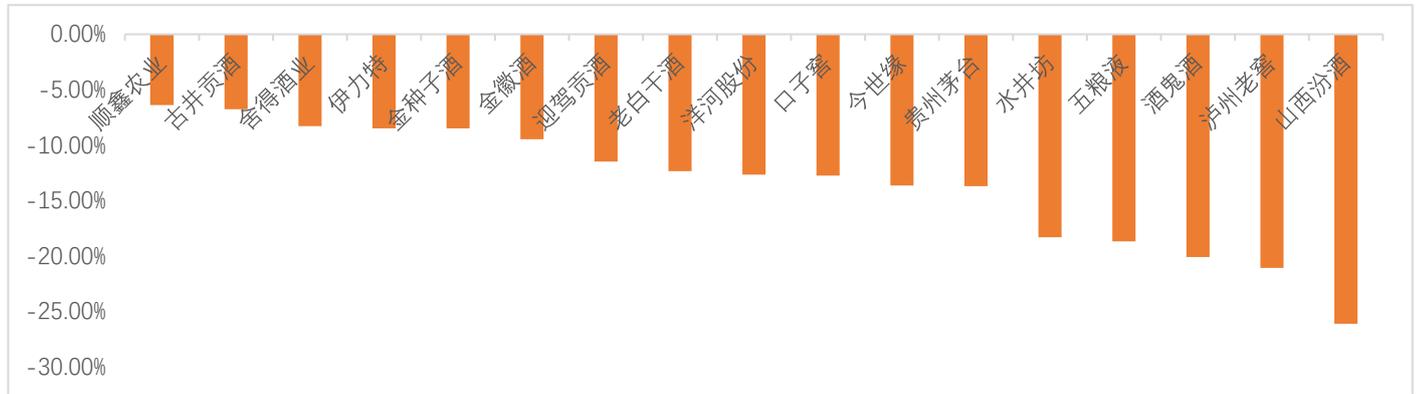
后续关注白酒公司年报一季报及 4 月初的春糖信息。

风险提示：疫情导致的消费场景受限、终端动销不达预期、消费升级进程受阻，食品安全问题等。

1. 行情回顾与北上资金监测：

本周 SW 白酒下跌 15.80%，低于 SW 食品饮料 14.18%，高于大盘 1.75%，跌幅前三个股为山西汾酒、泸州老窖、酒鬼酒。

图 1：白酒上市公司涨跌幅排序



资料来源：Wind，天风证券研究所

本周北上资金净流出白酒板块 4.55 亿元，获得资金净流入前三的个股为酒鬼酒、山西汾酒、今世缘，净流出前三的个股为五粮液、贵州茅台、顺鑫农业。

表 1：白酒行业及公司北上资金监测

股票代码	股票简称	本周净买入额 (万)	上周净买入额 (万)	周环比	涨跌幅 (%)
C1005324.W	白酒	-455,286.59	-5103.441269	-450,183.15	-15.80
000799.SZ	酒鬼酒	79,300.91	1,069.34	78,231.57	-20.11
600809.SH	山西汾酒	34,996.69	-60,540.41	95,537.10	-26.12
603369.SH	今世缘	8,430.53	-4,470.93	12,901.47	-13.66
600702.SH	舍得酒业	-	-	-	-8.30
600197.SH	伊力特	-2,850.21	1,700.11	-4,550.32	-8.48
603198.SH	迎驾贡酒	-3,400.50	1,939.55	-5,340.05	-11.50
600779.SH	水井坊	-4,608.01	-3,628.73	-979.29	-18.31
600559.SH	老白干酒	-12,615.18	14,075.01	-26,690.20	-12.34
603589.SH	口子窖	-18,500.64	-2,774.50	-15,726.14	-12.75
000568.SZ	泸州老窖	-25,734.37	-2,673.27	-23,061.10	-21.07
000596.SZ	古井贡酒	-26,546.67	-14,111.07	-12,435.60	-6.75
002304.SZ	洋河股份	-61,475.01	51,167.12	-112,642.12	-12.66
000860.SZ	顺鑫农业	-61,982.15	-6,169.25	-55,812.90	-6.38
600519.SH	贵州茅台	-169,788.47	-123,717.32	-46,071.15	-13.71
000858.SZ	五粮液	-190,513.51	143,030.92	-333,544.43	-18.70

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 白酒近期观点：

点状疫情并未大面积影响旺季备货，白酒回调仍需抽丝剥茧来分析。白酒板块本周回调明

显，我们认为白酒板块估值高位的基础上叠加点状疫情带来的情绪面的担心所造成的。春节前两周中国多地出现零星散发病例，河北、黑龙江为高风险地区，另有 82 个中风险地区，对此防控措施也在不停更新，各地推出防疫政策，建议严控聚餐人数，要求企事业单位取消团拜会，29 个省份倡议“就地过年”，春节是白酒消费旺季，占全年消费的 40% 左右，市场担心点状疫情爆发对白酒消费的影响，而我们渠道调研了解，点状疫情首先只是点状区域受影响大，其次全国各地政府都做出了积极应对，可以有效防控，再者，受影响的消费场景有限，主要是企业年会，春节走新访友、聚会场景仍需观察，所以综合来看，白酒送礼场景几乎不受影响，春节占比大的亲友聚餐场景渠道仍持观望态度，目前打款水平较好，并未大面积影响旺季备货。

疫情不大影响白酒大逻辑，需看到事物发展的两面性。挺价升级产品及存量市场下头部集中是白酒行业的长期趋势，2020 年在疫情影响下所有酒企全线挺价升结构较为成功，十四五规划目标积极，至少翻番，情绪积极，我们认为春节备货季点状疫情的爆发可以使提价补货节奏暂缓，备货趋于理性，相对合理调整后为更可持续的发展蓄力。此外，打完疫苗 14 天内不能喝酒的政策也只是短期内的影响，并不改变一切正常后人们喝好酒的心态及影响喝酒场景。点状疫情的爆发及疫苗的政策需辩证来看，有利于行业理性发展，且不影响白酒企业发展核心逻辑。

行业短期承压下预期较低的公司相对受益，核心推荐标的不变。白酒行业发展公司治理、产品品牌、产能储备、产品品质是根基，渠道营销是驱动力，2020 年全线白酒挺价及结构升级效果显著，渠道利润改善明显，厂家与经销商信心十足，高歌猛进过程中遇春节旺季节点，点状疫情爆发，节奏暂缓，相对承压下，扎实做产能储备、产品建设且渠道库存低的企业有望受益，高端受影响小，首推高端，次高端优选预期差标的。核心金股“泸州老窖+口子窖”不变。

3. 上市公司跟踪

3.1. 洋河股份业绩快报速评：经营业绩底部向上持续兑现，M6+引领产品结构稳步升级

事件：公司发布 2020 年业绩快报，2020 年实现营业收入 211.25 亿元，同比-8.65%，实现归母净利 74.77 亿元，同比+1.27%；其中 2020Q4 实现收入 22.11 亿元，同比+8.97%，实现归母净利 2.91 亿元，同比+23.31%。环比持续改善。

经营业绩底部向上持续兑现，M6+打开新增长引擎。继 2020Q3 洋河拐点显现，收入利润同比增速转正后，2020Q4 持续好转，底部向上持续兑现。而业绩逐步好转的背后是产品渠道经营局面正向循环的逐步打开。产品端，2020Q4 公司 M6+产品在中秋国庆双节期间价格坚挺，销量增长，稳中向上，水晶 M 产品在 11 月发布，在保留 M3 经典元素的基础上，对品质、规格、形象进行了三重升级，产品转换中；渠道端，M 系列实行配额制，M6+渠道利润水平大约有 10%，海天产品持续消化库存；治理端，股份回购 10 亿已完结。2020Q4 收入同比微增，利润增幅较大，我们推算主要还是 M6+贡献较多，拉高毛利率水平，此趋势可持续。

2021 春节期间 M6+销量超预期，水晶 M 价格经过验证，公司产品结构升级区域扩张稳步进行。据春节终端渠道调研，春节价格持稳，同时公司 2 月初对 M6+产品进行了上涨 30 元的调价，省内终端价约 650 元左右，未来趋势仍是量价齐升；水晶 M 单品 2020 年底上市，2021 年是第一个旺季验证季，主要看价格，而批价和终端价都持稳，得到了验证，预判之后将量价齐升。

耐心，再耐心，洋河有机会实现往日荣光。洋河出现问题主要是渠道利润低及库存大带来的品质反馈差等连锁反映，公司的调整也顺着产品由高到底，区域由省内及核心省外再逐步全国，目前产品端 M6+、水晶 M 都表现较好，预计今年将对海天产品进行调整，区域省内已逐步回暖，我们认为公司打稳节奏，随着后续股权激励的出台，产品、渠道、治理

端同时优化，洋河有能力实现往日荣光。

4. 渠道调研汇总

4.1. 南京洋河经销商调研纪要

调研时间：2021.02.21；调研地点：南京；调研对象：李明辉 南京创安有限公司总经理

1、库存情况：从渠道的需求角度来看，商家会在年后陆续补充库存。梦之蓝 M3 及 M6+ 库存剩余不到 1 个月。价格稳定，呈正向趋势，在控制库存的情况下业绩仍然有所增长。

2、高中低端表现情况：两头热中间冷，次高端的量在江苏市场表现更加强劲。

3、海天系列优化：海天产品预计在今年进行调整，主要关注点在价格带。洋河股份目前没有明确调整的具体时间，但存在相关趋势。5、洋河和今世缘：洋河的梦之蓝 M3 和今世缘即将推出的新国缘 4k 都处于 400-600 价格带，预计 2 年内都趋向于避免正面交锋，共同发展。

4.2. 上海白酒渠道调研纪要

调研时间：2021.02.19；调研地点：上海；调研对象：韩德芬 上海道典商贸有限公司总经理

1、春节市场情况：春节上海市场高端与低端白酒消费有显著增加，中端白酒受疫情影响较大，消费显疲软。

2、剑南春消费情况：受疫情影响，对于宴会专用酒剑南春来说，各大经销商表示库存等压力较大。

3、茅台，洋河，汾酒的情况：茅台的表现超出预期，茅台酒依旧领跑中国白酒市场，加上过节送礼等原因，导致茅台一箱难求”。洋河 M3 与 M6：销售额度提高的原始是提价导致，并非是购买增多。汾酒公司目标保守，价格稳定，并没有出现大范围的涨价或下跌。

4、五粮液与茅台的价格变动：对比年前与年后，五粮液与茅台的价格相对稳定，并无任何较大的价格变动。

5、水井坊情况：2018 年时水井坊有比较好的利润优势，但随着厂商提价等情况，目前很难维持利润率，并且在目前售价的基础上消费者更愿意选择剑南春。

4.3. 河南白酒专家调研纪要

调研时间：2021.02.17；调研地点：河南；调研对象：许英杰 河南宝丰酒业副总

1、春节市场情况：河南白酒市场消费超预期，断货现象比较普遍。一是因为倡导留当地过年的政策反而激发白酒的消费，二是商业渠道信心不足，三是送礼和聚餐抑制需求反弹。

2、品牌消费情况：河南市场名酒和酱酒的集中度较高，地方性品牌和次高端产品的销量同比略有下滑，这是由于消费升级和商务消费转移等综合因素的影响。

3、酱酒的火爆：酱酒在河南整体表现比较火爆，专家认为酱酒近年来的增长并不是基于消费者的口感体验和对其品质的辨识，酱酒的市场表现需要回归到品牌。

4、库存情况：从渠道的需求角度来看，商家会补库存，借货和调货的会还，从企业来看，会抓住机会做相关的政策推广和活动来强化市场的边界。

5、高中低端表现情况：两头热中间冷，高端的量表现更加强劲。

6、洋河和舍得：从 18 年洋河在河南市场连续下滑，最主要的原因是海和天的利润下滑，M6+ 出来后有好转；舍得在河南市场有增长

7、150-300 元价格段情况：同比 19 年、18 年该价格带在渠道端横向的利润率下降。

8、几个主要品牌的情况：从终端的需求增速来说，五粮液表现好；剑南春、汾酒增速也不错。

4.4. 安徽古井经销商调研纪要

调研时间：2021.02.18；调研地点：安徽；调研对象：江敏 合肥康佰企业有限公司总经理

1、【春节前古井备货、动销情况】节前备货在 4000 万元，目前库存 2100 万元，较疫情前有约 10% 的下降。终端动销情况良好，稍弱于 19 年。约 30% 店面需要补货，打款较往年略有提前。高端及次高端产品如古 20，古 16 销量较好，中端以下如 5 年、献礼情况不理想。

2、【不同价位带占比及消费场景】政务及商务宴请以茅台为主，或是剑南春、五粮液及其他高端酱酒，古井占约 50%，家宴价位集中在 300 元，古井及口子窖为主。婚喜宴城区价位为 200 元及以上，乡镇集中在 100-200 元。

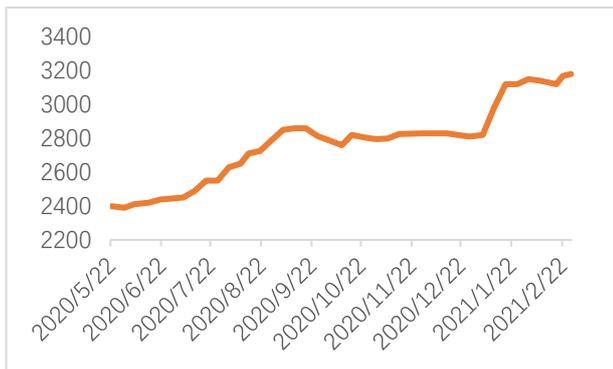
3、【古井销售目标】今年销售目标从去年 7200 万元提升至 8300 万元，预计古 16 及古 20 占 30%，销售额的提升主要在于整体结构的提升而非销量，缩量在古 8 以下产品。

5. 数据跟踪及本周重要资讯

5.1. 数据跟踪

(一) 批价数据

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



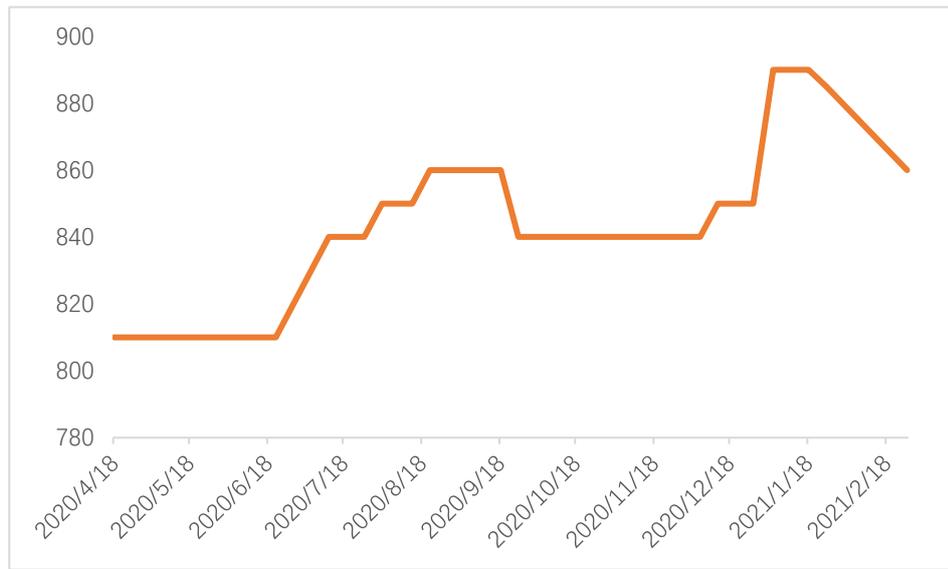
资料来源：茅帝，经销商询价，天风证券研究所

图 3：八代五粮液一批价（单位：元）



资料来源：茅帝，经销商询价，天风证券研究所

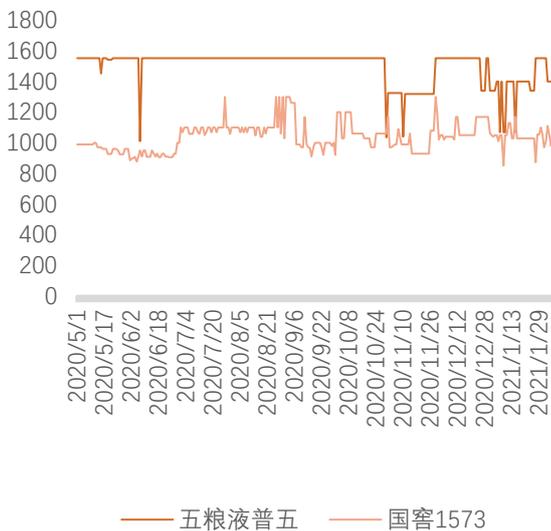
图 4：国窖 1573 一批价（单位：元）



资料来源：茅帝，经销商询价，天风证券研究所

(二) 京东数据：五粮液第八代 52 度市场价 1399 元，较上周价格小幅回落；国窖 1573 52 度市场价 1069 元，较上周价格震荡；洋河蓝色经典梦之蓝 M3 52 度市场价 579 元，过去一周价格小幅上升；剑南春水晶剑 52 度市场价为 428 元，较上周价格维持较平稳；泸州老窖 特曲 52 度市场价为 308 元，较上周小幅震荡回落；汾 30 市场价 145.67 元，较上周价格小幅震荡上升。

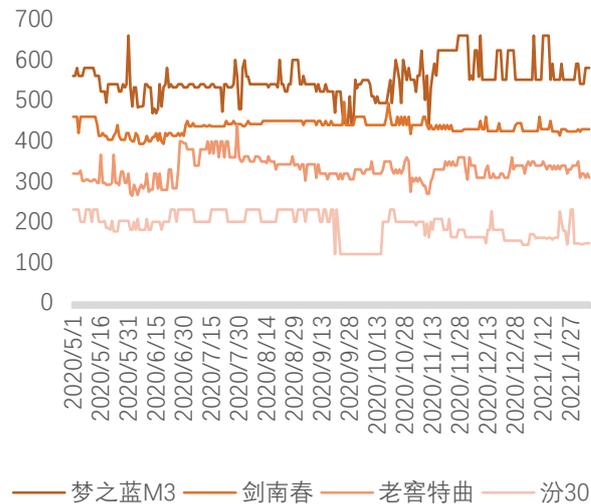
图 5：五粮液与 1573 京东价格走势



— 五粮液普五 — 国窖1573

资料来源：京东商城，天风证券研究所

图 6：梦之蓝、剑南春、老窖特曲、汾酒 30 京东价格走势

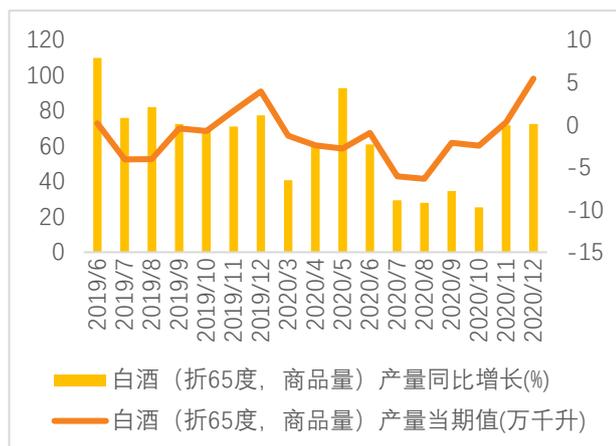


— 梦之蓝M3 — 剑南春 — 老窖特曲 — 汾30

资料来源：京东商城，天风证券研究所

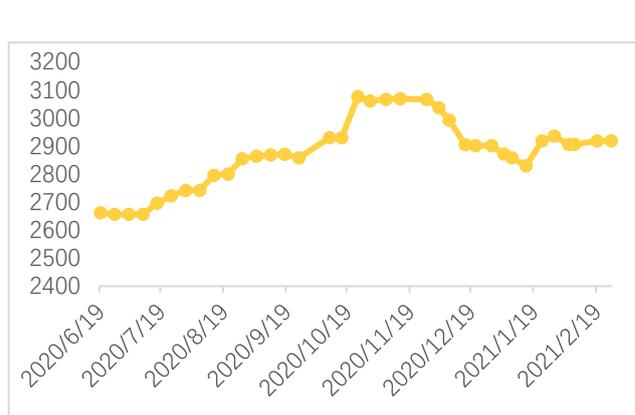
(三) 行业产量数据：2020 年 11 月，全国酿酒产业规模以上企业酿酒产量 340.19 万千升，同比下降 4.45%。其中，白酒产量 73.48 万千升，同比下降 6.87%；啤酒产量 170.69 万千升，同比下降 6.81%；葡萄酒产量 3.64 万千升，同比下降 8.62%；发酵酒精产量 68.86 万千升，同比增长 4.68%。

图 7：白酒月度产量及增速（单位：万千升）



资料来源：中国酒业协会，天风证券研究所

图 8：高粱价格（元/吨）



资料来源：天下粮仓，天风证券研究所

5.2. 重要公告及资讯：

行业资讯：

(1) 1月31日，中国酒业协会官方微信号发布了“2020年全国酒业经济指标”。2020年1-12月，全国酿酒产业规模以上企业酿酒产量5400.74万千升，同比下降2.21%；销售收入8353.31亿元，同比增长1.36%；利润1792亿元，同比增长11.71%。其中，2020年1-12月，全国规模以上白酒企业产量740.73万千升，同比下降2.46%；销售收入5836.39亿元，同比增长4.61%；利润1585.41亿元，同比增长13.35%。（微酒）

(2) 艾媒咨询发布《2017-2021中国酒类新零售市场规划及预测情况》显示，2020年酒类新零售市场规模约为1167.5亿元，预计2021年市场规模将达1363.1亿元；2020年酒类新零售用户规模约为4.6亿人，预计2021年用户规模将达5.4亿人。（微酒）

公司动态：

(1) 2月1日，贵州国台酒业销售有限公司发布关于国台国标酒“2015年酿造”及“2014年酿造”供货价调整的通知。2月1日起，“2015年酿造”国台国标酒(500mL)经销商供货价提高50元/瓶；“2014年酿造”国台国标酒(500mL)经销商供货价提高100元/瓶。（微酒）（微酒）

(2) 2月1日，贵州珍酒销售有限公司发布一则调价通知内容显示，自2021年2月1日起对珍酒系列产品价格体系做出调整：1、珍三十开票价上调100元/瓶，并收取100元/瓶物流保证金；2、老珍酒开票价上调10元/瓶，并收取7元/瓶物流保证金，原有的搭赠政策随货发出。此外，当天还发布了关于珍十五经典版停止打款、下单的通知，而具体恢复时间将以公司后期通知为准。（微酒）

(3) 仁怀市人民政府网2月1日消息，据统计，仁怀现有市场主体7.4万家，规模以上工业企业93家，预计2020年工业总产值达1055亿元，是“十二五”期末的2倍。“仁怀酱香酒”品牌价值达721.9亿元，位列全国知名品牌示范区榜首。据相关部门统计，2020年，仁怀白酒行业规模以上企业运行产值完成983.87亿元，同比增长5.3%。（微酒）

(4) 2月2日，贵州醇酒业董事长、总经理，枝江酒业董事长、总经理朱伟在个人社交平台上发文称，今年春节，贵州醇销售收入同比增长245%。此前他曾表示，贵州醇将在去年销售增长206%基础上，今年春节销售增幅预计150%以上，未来三年发展目标是每年持续翻番。（微酒）

(5) 有资料显示，宣酒集团新品宣酒8自上市以来，销量已突破100万箱，成交价在150元/瓶左右的宣酒8成为安徽市场最大新品。对于宣酒8的快速发展，有行业人士表示，

宣酒长期深耕中档价格带，塑造出的“领导品牌”地位，同时，消费升级后，宣酒 8 对价格带的精准锁定。（微酒）

（6）从洋河股份多位经销商处获悉，洋河股份将于 2 月 6 日起对其旗下产品梦之蓝（M6+）提价，预计提价金额在 30 元及以上，不同区域涨幅有所不同。（酒业家）

6. 风险提示

疫情导致的消费场景受限、终端动销不达预期：受新冠疫情影响，社交活动停滞，终端需求或不达预期；同时工厂复工受到一定限制，供给端或存在无法按需供应的风险。

消费升级进程受阻：高端化进程受人均收入、消费水平、消费意愿的影响，三者中有一方受不利影响，将会使得白酒的消费升级趋势受阻。

食品安全问题：食品安全问题是影响整个行业的重大因素，将会导致行业需求及信心受挫，并使得行业格局发生重大变化。

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