

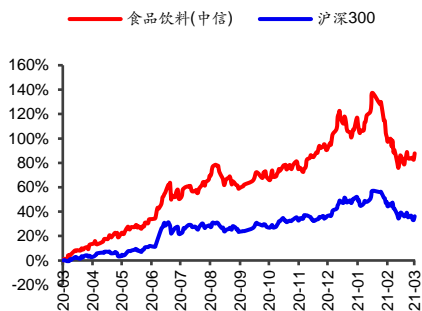


# 基本面延续高景气，静待春糖一季报催化

行业评级：增 持

报告日期：2021-3-26

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

## 相关报告

《1 月白酒战报：消费升级加速，次高端以上需求无忧》2021-2-2

《2 月白酒战报：春节高端酒超预期，次高端亦快速增长》2021-2-25

## 主要观点：

**高端名酒：一季度开门红可期**

2021 年一季度报将至，预计茅台受益于系列产品提价、五粮液受益于非标产品回款，高端酒开门红可期。

**次高端地方酒：消费升级加速，低基数下高增长可期**

次高端产品是主流地方龙头酒企近年发展核心增量来源，包括以洋河 M6+、M3 水晶版，今世缘四开，古井古 16、古 20，汾酒青花汾等一系列为代表的产品均实现持续快速发展。一季度地产酒次高端产品需求旺盛，疫情推动消费升级持续加速，但 100~200 元中档酒需求较正常年份边际减弱。整体来看，地产酒龙头多价位覆盖，产品结构向上升级加速，对冲了下方中档产品的增长乏力，预计一季报汾酒、古井收入端均有望高速增长，相较之下洋河收入端增幅或稍慢。

**二级市场回顾：**食品饮料表现较弱。近 1 月（2021.2.28~2021.3.25），二级市场食品饮料行业下跌 7.4%，在中信 30 子行业中分别排名第 23 位，同期沪深 300 指数下跌 7.6%。白酒个股中，金徽酒、金种子酒、迎驾贡酒等小酒涨幅居前，顺鑫农业、洋河股份、古井贡酒跌幅居前。

## 投资建议

2021 年一季度报，白酒行业受益于消费升级，头部企业次高端以上产品量价齐升，多数主流酒企有望实现快速增长，十四五开门红确定性高，行业景气度并未观察到下行风险，建议标配贵州茅台、五粮液，泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒均具备业绩弹性。

#### 风险提示

1) 宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2) 国内疫情防控长期化的风险：国内疫情过程中反复，或外部输入风险长期化，消费行为或再受抑制；3) 重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；4) 重大农业疫情风险：畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应。疫病的蔓延容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使畜禽养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。

## 正文目录

一 高端名酒：一季度开门红可期 .....	4
1.1 贵州茅台：非标茅台陆续涨价，一季度开门红可期 .....	4
1.2 五粮液：非标产品打款助挺价，批价触及千元 .....	5
1.3 泸州老窖：价格向上拉升品牌，国窖仍在增长快通道 .....	6
二 次高端地方酒：消费升级加速，低基数下高增长可期 .....	7
2.1 洋河股份：新董事长实干务实，各产品将全面换版 .....	7
2.2 山西汾酒：仍处快速成长周期，千元复兴版稳步布局 .....	8
2.3 今世缘：春节动销快速恢复，V系及省外待持续观察 .....	9
2.4 古井贡酒：省内龙头地位稳固，古8以上持续受益 .....	10
三 二级市场回顾 .....	11
投资建议 .....	12
风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1 茅台整箱与散瓶批价走势 .....	4
图表 2 近 1 月中信 30 个子行业涨跌幅 .....	11
图表 3 近 1 月白酒个股涨跌幅 .....	11

## 一 高端名酒：一季度开门红可期

### 1.1 贵州茅台：非标茅台陆续涨价，一季度开门红可期

**原箱与散瓶普飞价格仍分化。**3月，53度普飞原箱批价于3200元左右震荡，散瓶价格2450元上方震荡，虽3月起拆箱销售要求有所弱化，但短期原箱与散瓶价格分化持续。春节期间茅台终端需求仍极旺盛，消费者买不到酒的情况并未有显著改善，3月进入传统淡季，可观察到不论整箱或是散瓶价格均没有明显回落，足见尽管有各类政策持续调控，但茅台酒礼品+饮用+金融等多重属性叠加之下，供需紧平衡格局难有改变。

**非标产品陆续提价。**茅台生肖酒出厂价由1299元上调至1999元，涨幅约54%。（目前鼠年生肖酒一批价3850元，牛年生肖酒的一批价相差不大，涨价后经销商的利润仍然非常可观）精品茅台出厂价由2299元上调至2699元，涨幅约17%。目前精品茅台的一批价为4900元，涨价后经销商的利润仍然非常可观。叠加此前茅台酒开发产品出厂价涨幅约50%~100%上涨，目前茅台酒约有15%的产品已完成涨价，后续十四五期间，普飞涨价助实现业绩增长目标亦可期待。

#### 贵州茅台重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,854	97,788	107,892	132,954
收入同比(%)	15.1%	10.1%	10.3%	23.2%
归属母公司净利润	41,206	45,566	50,607	63,221
净利润同比(%)	17.1%	10.6%	11.1%	24.9%
毛利率(%)	91.6%	92.1%	92.1%	92.5%
ROE(%)	33.1%	30.6%	28.8%	30.4%
每股收益(元)	32.80	36.27	40.29	50.33
P/E	60.1	54.3	48.9	39.2
P/B	18.2	15.3	13.1	10.9
EV/EBITDA	41.0	37.2	33.7	27.1

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 1 茅台整箱与散瓶批价走势



资料来源：华安证券研究所整理

## 1.2 五粮液：非标产品打款助挺价，批价触及千元

**批价触及千元，渠道状态近年最佳。**2021年春节渠道普遍反馈全国范围内动销超预期，多数地区完成40%以上任务，部分区域完成50%，销售双位数以上增长，部分点状区域反馈20%+增长。3月下旬普五一批价部分区域已触及千元，渠道顺价利润约600元/箱，普五价格连续经受2020年中秋、2021年春节两次旺季放货考验后，在春节后淡季开启新一轮上涨。库存方面，渠道普遍反应今年库存尤为良性，经销商和终端库存压力较小，渠道健康状态为历年最佳。

**渠道挺价非标产品打款，看涨信号明确。**普五经受春节旺季考验后，目前批价企稳、社会库存低、进入淡季基本不存在价格下行基础。节前，五粮液对团购价（计划外）由889元+70元保证金统一改为999元；3月1日起，批价不能低于1120元，终端零售和团购的成交价要求不能低于1250元；此外五粮液要求经销商对非标产品进行打款，分为牛年纪念酒（出厂价949元，替代标品计划量）、各类陈列用酒（建党纪念酒、步步高升、八代10斤装等），通过非标产品替代标品计划量，明确为经销商树立价格信心，并向经销商传递价格看涨信号。故随着淡季配额紧缺、计划外团购持续放货，普五批价大概率站稳千元。

**自上而下产品结构已成型。**2021年，五粮液品牌结构已成型，上方超高端经典五粮液对标茅台（经典年份系列化），五粮液定位千元高端产品，次高端产品500元小五粮收割次高端价格带，产品结构持续优化，后续管控压力边际减小。

五粮液重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	50118	57190	64908	73882
收入同比(%)	25.2%	14.1%	13.5%	13.8%
归属母公司净利润	17402	19894	23019	26588
净利润同比(%)	30.0%	14.3%	15.7%	15.5%
毛利率(%)	74.5%	75.2%	75.8%	76.1%
ROE(%)	23.4%	21.1%	19.6%	18.5%
每股收益(元)	4.48	5.13	5.93	6.85
P/E	29.67	49.95	43.17	37.37
P/B	6.95	10.55	8.48	6.91
EV/EBITDA	19.65	35.52	30.07	25.37

资料来源：wind，华安证券研究所

### 1.3 泸州老窖：价格向上拉升品牌，国窖仍在增长快通道

**批价上挺，终端动销无忧。**国窖渠道库存不足一个月、处于较低水平，多数区域已完成全年50%任务，此前公司短期取消配额、现已恢复，价格按照930元执行（含20元保证金），批价站稳900元，向后看，基于普五批价部分区域已破千，国窖批价亦有望跟随向上，公司目标年内实现顺价销售，有难度但值得观察。

**河南会战顺利推进。**河南市场2020~2022年规划国窖销售分别为5亿、8亿、12亿元，20年起预期完成销售规模约6亿，同增约30%，一方面对原有经销商进行调整，替换跟不上公司发展的经销商、执行力度强；另一方面对原有经销商实力不强的地区，引入成都“久泰模式”，统一渠道利益诉求，减轻资金压力并保障快速分销，运作效果显著，与五粮液呈现千元价格带协同发展。渠道反馈，2021年国窖河南市场规划保底7.5亿销售任务，目标8亿，目前完成约50%。

**费用转向消费者投放。**根据渠道反馈，2021年起国窖逐步取消经销商模糊返利，转向消费者费用投放（以品鉴会等消费者培育活动为代表），目标通过顺价利润稳固渠道积极性。此前根据公司三季报，3Q20收入端延续恢复，叠加费用投放慢于计划，3Q单季度利润端同增53%释放利润弹性，但我们认为国窖品牌仍在核心品牌建设阶段，故大幅降低费用投入难以持续，叠加公司将调整费用投放体系，我们预计21年销售费用率将逐步回归，显著高于20年水平但略低于19年水平。

泸州老窖重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15817	16717	19854	23142
收入同比(%)	21.2%	5.7%	18.8%	16.6%
归属母公司净利润	4642	5901	6869	8244
净利润同比(%)	33.2%	27.1%	16.4%	20.0%
毛利率(%)	80.6%	82.5%	84.1%	85.4%
ROE(%)	23.9%	23.3%	21.3%	20.4%
每股收益(元)	3.17	4.03	4.69	5.63
P/E	27.35	52.30	44.93	37.44
P/B	6.54	12.19	9.59	7.64
EV/EBITDA	20.44	40.65	33.92	27.26

资料来源：wind，华安证券研究所

## 二次高端地方酒：消费升级加速，低基数下高速增长可期

### 2.1 洋河股份：新董事长实干务实，各产品将全面换代

**新董事长实干务实，加码新一轮成长。**2月23日，洋河股份召开2021年第一次临时股东大会，洋河股份第七届董事会选举张联东为洋河股份董事长。目前张联东董事长已就任一个月，根据我们走访调研，公司中高层整体评价较高，张董事长是一位能快速融入企业、实干务实的领导，并能提出相对能落地的工作任务，张董事长上任后作出多方面重点任务规划：瞄准主要产品，集中精力做好梦之蓝M6+、水晶版，渠道建设、品牌做好、组织架构理顺、员工福利提升、经销商合作伙伴利益提升等。

**M6+换代成功，各产品将全面换代。**公司一季度回款约5~10%增长，分产品看，M6+换代基本可以判定成功，增量提质提价的换代模式已得到消费者接受，M6+销售已超过老M6同期水平。展望2021年，江苏消费升级或进一步加速，带动600元+价格带加速扩容；M3水晶版招商铺市基本完成，已进入动销阶段，1月M3水晶版已达到老M3约70%体量，参考M6+培育节奏，后续中秋旺季有望实现放量；后续天之蓝、海之蓝预计分别于年中、年末进行换代升级，千元新高端产品M9亦有望进行换代，实现洋河各主导产品均进入新一轮产品周期。

**产品换代背后本质是营销模式创新。**近年洋河费用投放效率边际下降、各产品生命周期相对成熟，因此一方面，以M6+为代表的产品焕新开启新一轮产品生命周期，另一方面，M6+背后承载了全新的“控盘分利”营销模式，简言之，洋河通过“一物一码、多码关联、BC联动、层层绑定”的管理逻辑，以多环节二维码为载体，实现对货物流向、渠道库存、终端开瓶等渠道各节点数据的实时获取，以掌握市场真实需求情况、及渠道库存周转情况，有助于实现科学有效的发货节奏，以确保核心产品市场供需关系持续处于紧平衡的健康状态，遂保证产品市场价格和渠道利润的相对刚性，最终实现对核心产品生命周期的延长。

我们认为，公司核心单品可基本判定换代成功，后续产品顺应相同的模式有望陆续复制，且产品背后的营销模式已与同业再次拉开代差，22年洋河业绩有望较21年加速，新一轮可持续成长周期正在路上。

#### 洋河股份重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23126	21125	23943	27187
收入同比(%)	-4.3%	-8.7%	13.3%	13.5%
归属母公司净利润	7383	7477	8281	9778
净利润同比(%)	-9.0%	1.3%	10.8%	18.1%
毛利率(%)	71.3%	72.0%	74.0%	75.9%
ROE(%)	20.2%	17.0%	15.8%	15.8%
每股收益(元)	4.90	4.96	5.50	6.49
P/E	22.56	32.25	29.12	24.66
P/B	4.56	5.48	4.61	3.89
EV/EBITDA	17.32	28.65	22.78	18.08

资料来源：wind，华安证券研究所



## 2.2 山西汾酒：仍处快速成长周期，千元复兴版稳步布局

**青花价格高位企稳。**公司一季度收入端低基数下或有约 50% 增长，其中青花瞄准次高端价格带快速增长，青 30 已停货，批价过 800 元，专注布局千元价格带青 30·复兴版，渠道反馈复兴版打款价 869 元，成交价过千元。

**青 30 复兴版顺利布局千元新高端。**基于茅台红利持续释放，千元新高端价格带快速扩容，青 30 抓住行业红利，产品换代推出复兴版。21 年公司对复兴版任务目标较高，复兴版前期严格控量体现稀缺性，以确保价盘刚性，前期通过约 10% 核心终端进行导入，重点在省外、长江以南市场进行导入。前期在稀缺性引导下，复兴版已形成一轮快速汇量回款，北方部分市场已形成较好动销，中期的放量节奏取决于消费者培育及产能配套进度，仍待持续跟踪。

**高线光瓶酒热，玻汾需求持续旺盛。**受益于消费升级加速，高线光瓶酒持续热销，其中玻汾老名酒品牌基础充分、叠加纯粮固态发酵品质优势，玻汾终端延续旺销。渠道反馈 2021 年玻汾有所控量，预计中长周期维度公司将持续上挺玻汾终端价格，量增维持约 10~15%。

中短周期看，汾酒青花系列和玻汾仍在快速上升通道，省外华东、华南仍有相当的空白市场存在招商式增长机会；中长周期来看，青花汾有望成为北方唯一高端酒代表，目前仍处于成长周期核心上升期；长周期来看，青花 30·复兴版作为千元地产酒，老名酒品牌+清香型背书，存在形成汇量动销的前提，中长期目标全国范围内有价且有量，仍需持续跟踪消费者培育、渠道模式迭代、产能布局等多方面因素，此外公司在招商汇量过程中，需重点跟踪招商速度边际变化情况、及长江以南市场青花系列实习动销情况。

山西汾酒重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11880	13996	17724	22155
收入同比(%)	25.8%	17.8%	26.6%	25.0%
归属母公司净利润	1939	3105	4153	5460
净利润同比(%)	28.6%	60.2%	33.8%	31.5%
毛利率(%)	71.9%	74.9%	77.0%	79.1%
ROE(%)	26.0%	29.4%	28.2%	27.1%
每股收益(元)	2.22	3.56	4.77	6.26
P/E	40.33	89.48	66.90	50.89
P/B	10.50	26.33	18.89	13.78
EV/EBITDA	24.95	61.12	45.23	33.93

资料来源：wind，华安证券研究所



## 2.3 今世缘：春节动销快速恢复，V系及省外待持续观察

**春节动销低基数下快速恢复。**一季度公司收入端或有30%+增长，江苏省内国缘受益于省内次高端消费升级，低基数下快速恢复。分产品看，老四开批价约390元，卡位江苏省内消费升级核心价格带，仍处于产品生命周期成长核心阶段，20年预计实现20%+增长。竞品洋河M3水晶版已完成换代，提价后较老四开价格略高，公司新四开换代升级，实现提价及数字化系统导入。新四开的数字化体系主要基于渠道各环节扫码展开经销存信息系统，以期实现掌握渠道各环节库存，及获知货物流向数据。与洋河M6+数字化系统相比，差异主要在于对消费者开瓶数据（背后是市场实际消费需求）的掌握，M6+通过各环节扫码掌握消费端开瓶、渠道端库存数据，以实现市场供求紧平衡。

**V系列是公司未来承接基本盘四开消费升级的核心产品系列**，因此需重点关注V系的发展。根据调研了解，19年V系上市以来实现快速增长，20年V系实现翻倍以上增长至2.6亿元（公司公告披露），其中V3、V9分别卡位700+、千元价格带，顺应行业扩容增长显著，十四五规划百亿目标中规划20亿元左右。根据我们的观察，目前V系处于新品铺市推广期，主打核心消费人群培育，费用性铺市仍占较大比例，后续培育效果仍需持续观察。

**省内南下、省外拓展是公司十四五拓展方向。**区域上，公司基于省内淮安大本营向南下发展，已拿下省会南京，省会市场有望形成向苏中苏南经济发达地区的辐射效应、且在2~3年维度时间周期中大概率可持续；省外看，20年公司规划山东、北京、上海、河南、安徽5个亿级市场，其中山东受益于洋河带来的苏酒基础发展相对较快，公司规划省外市场由目前约3.6亿元提高到2025后的约20亿元，目前公司主要聚焦苏酒有一定消费基础的省份进行拓展，但明显的，今世缘包括国缘在省外市场的品牌认知度仍相对较弱，仍需要相对较长周期的持续培育，故公司省外开拓节奏亦需要持续观察。

今世缘重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4874	5106	6297	7567
收入同比(%)	30.3%	4.8%	23.3%	20.2%
归属母公司净利润	1458	1551	1944	2365
净利润同比(%)	26.7%	6.4%	25.4%	21.6%
毛利率(%)	72.8%	72.3%	74.2%	75.8%
ROE(%)	20.2%	17.7%	18.2%	18.1%
每股收益(元)	1.16	1.24	1.55	1.89
P/E	28.15	37.94	30.26	24.88
P/B	5.70	6.72	5.50	4.50
EV/EBITDA	23.24	32.97	24.19	18.56

资料来源：wind，华安证券研究所

## 2.4 古井贡酒：省内龙头地位稳固，古8以上持续受益

春节次高端产品旺销，对冲中档产品下滑。古井回款进度约50%，一季度报表端低基数下或同增约30~40%。分产品看，次高端以上（古8以上）产品受益于消费升级持续快速增长，省内消费升级带动结构性增长，对冲了下方中档古5与献礼版的需求疲弱。目前安徽省内主流价格带已明确升级至200元之上，且疫情加速了消费升级趋势。一季度预计安徽省内古8保持稳健，铺市率已高，聚焦300元+的战略单品、与聚焦500元+古20顺应消费升级实现明显增长，古5及以下产品下滑。渠道来看，献礼与古5渠道利润已趋薄，古8渠道利润较竞品没有明显优势，但在古井渠道较强的推力下，消费者到店仍偏爱古井产品，故渠道终端古井产品周转更高，确保渠道利润得到相对满足，古16、古20渠道利润仍相对充裕。

战略上，公司下一阶段省内主推古16，省外以古20作为品牌形象引领产品，短期古20仍以省内为主，通过团购渠道持续培育，省内顺应消费升级稳步放量概率较高，由于古20全国包装规格一致，省外次高端价格带竞争相对激烈，虽货物回流处罚重，但消费者培育进度仍需观察。省外河南推进顺利，渠道反馈，春节河南市场同增约25%，产品结构持续上移。此外，公司布局千元新高端产品年三十，预计全年回款过亿，高毛利产品有助增厚利润。

平台公司统一利益，降低经销资金及商库存压力。古井在省会合肥设立三个平台公司作为经销总代，原16个经销商承担平台公司分销职责，平台公司主要分销古8及以上次高端产品，后续平台公司会根据各经销商销售情况及股份情况给予返利，故经销商利益得到相对统一、低价甩货情况减少、终端价格更刚性，同时平台公司作为总代降低原先经销商的库存压力。省外进入新市场，亦通过设立平台公司的模式、不设总代理，解决经销商资金压力的问题。

### 古井贡酒重要财务指标

单位:百万元

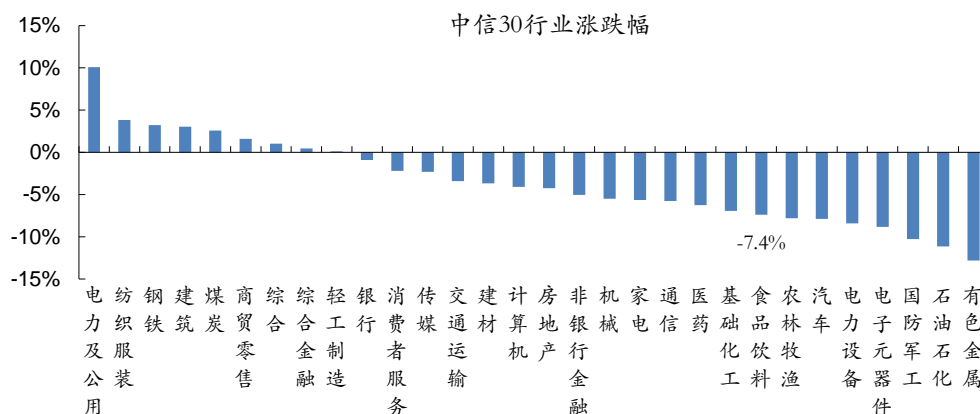
主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10417	10596	12478	14362
收入同比(%)	19.9%	1.7%	17.8%	15.1%
归属母公司净利润	2098	2025	2450	2877
净利润同比(%)	23.7%	-3.4%	21.0%	17.4%
毛利率(%)	76.7%	76.6%	76.8%	76.9%
ROE(%)	23.5%	18.5%	18.3%	17.7%
每股收益(元)	4.17	4.02	4.87	5.71
P/E	32.63	49.23	40.69	34.65
P/B	7.65	9.09	7.43	6.12
EV/EBITDA	22.86	38.32	30.80	25.39

资料来源：wind，华安证券研究所

## 三 二级市场回顾

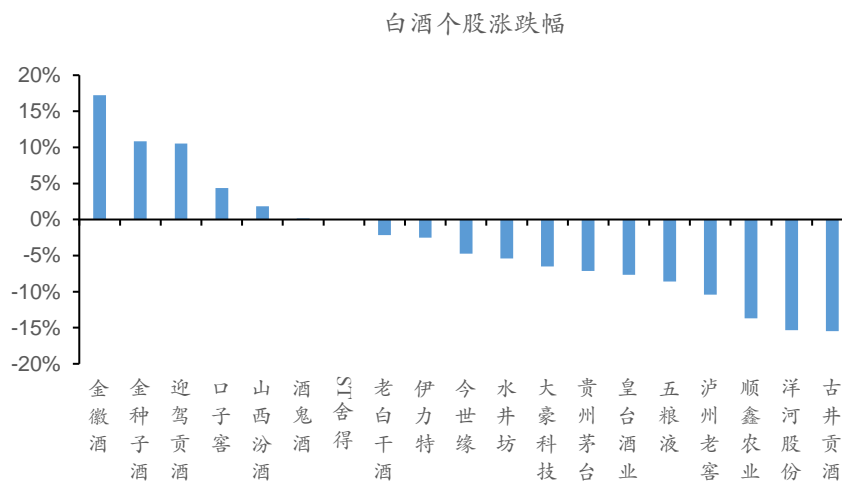
近1月食品饮料表现较弱。近1月(2021.2.28~2021.3.25),二级市场食品饮料行业下跌7.4%,在中信30子行业中分别排名第23位,同期沪深300指数下跌7.6%。白酒个股中,金徽酒、金种子酒、迎驾贡酒等小酒涨幅居前,顺鑫农业、洋河股份、古井贡酒跌幅居前。

图表2 近1月中信30个子行业涨跌幅



区间: 2021.2.28~2021.3.25 资料来源: wind, 华安证券研究所

图表3 近1月白酒个股涨跌幅



区间: 2021.2.28~2021.3.25 资料来源: wind, 华安证券研究所

## 投资建议

2021 年春节旺季次高端以上白酒动销超预期，其中高端酒五粮液动销亮眼，高端酒一季度开门红确定性最强；地产酒多价格带有所分化，春节期间核心次高端增量产品受益于消费升级加速仍快速增长，但中档酒需求边际上有所减弱。春节前后主流酒企股价出现较大波动，但基本面无忧且持续向好，行业一季报开门红可期、二季度五粮液批价有望上攻千元关口，行业景气度并未观察到下行风险。综上，持续推荐高端酒龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖，及次高端地产酒龙头洋河股份、山西汾酒。

## 风险提示

- 1) 宏观经济疲软的风险：**经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；
- 2) 国内疫情防控长期化的风险：**国内疫情过程中反复，或外部输入风险长期化，消费行为或再受抑制；
- 3) 重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；
- 4) 重大农业疫情风险：**畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应。疫病的蔓延容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使畜禽养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。

## 分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 以上；

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。