

食品饮料

报告日期：2021年10月20日

这届秋糖向我们传递了什么信息？

——2021年秋糖系列专题报告&21Q3业绩前瞻更新

主要内容

□ 多因素造成秋糖的“淡”，政策风险担忧发酵情绪短期影响大

今年秋糖较春糖显得“淡”主因：

- 1) 秋糖规模较小，品牌酒企参展数量不及春糖，且新品发布、产品升级等积极催化偏少；
- 2) 在行业增速较上半年明显放缓（基数原因）、此前市场交流已较为充分难有预期差、市场对白酒行业担忧情绪加重（体现在基本面、股价层面及宏观&政策风险层面）背景下，即使白酒行业整体“量减、价增、挤压式增长”趋势未变，市场情绪依旧偏“淡”；
- 3) 此前的白酒“热”部分实际上为酱酒“热”，今年秋糖酱酒开始退烧，市场开始更理性的看待酱酒的发展；
- 4) 在思维密集碰撞下，秋糖会成为市场分歧放大镜。

另外，10月18日白酒板块出现深跌，主因秋糖白酒反馈整体平淡+消费税力度及范围或加大，政策风险担忧情绪在秋糖期间进一步发酵成为短期影响盘面的重要因素。秋糖总体呈现的情况并非可单纯用“关键词”来总结，从“一致预期”、“非一致预期”、“超预期”角度分析更为合理。

□ 一致预期：升级延续、分化加剧等长期趋势确定

消费升级趋势延续：在富裕人群&可支配收入不断增长背景下，在“量跌、价增、挤压式增长”下，消费升级逻辑仍为核心主逻辑，品牌酒企利润增速多高于收入增速侧面印证升级趋势仍在继续。

分化加剧：需求端来看，在量跌背景下，价格带愈加细分及升级将更加明显/供给端来看：市场驱动的品牌替代、竞争驱动的产品替代均为供给端将会出现的结构性替代。

政策风险：由于白酒行业为政策敏感行业，因此今年下半年政策担忧情绪（消费税等）较浓厚为影响盘面重要原因，我们认为具备强成本转移能力的品牌酒企受消费税影响小，强者恒强。

□ 非一致预期：白酒行业短中期趋势将如何演绎？

次高端酒“热”还能持续多久。在本次秋糖上，专家提出“中国酒业进入本轮增长后期”、“明年次高端酒主流企业增速或将放缓”等言论下，市场开始更为冷静理性的分析次高端酒今年的高增速是否可持续等问题，我们通过复盘前几轮次高端酒热后，认为由于当前次高端酒发展主要受需求拉动，而非招商推动，因此仍具备较强增长性，同时由于消费升级不可逆，消费升级或为长期趋势，因此本轮次高端酒扩容周期将更长且更扎实。

酱酒“热”是渠道热还是消费热。酱酒热从双热（渠道+消费者）转向以消费者热为主，随着渠道库存不断增加、产能不断释放，中小酱酒企业将于明后年或迎来一场淘汰赛，然而稀缺的优质酱酒将继续保持优势。

高端酒价格标杆提升速度是否会放缓。贵州茅台：未来大概率将通过提升团购或直营渠道占比、加密价位带（推出1935等）以实现利润的继续增厚，同时批价控制力将增强、茅台营销改革预期愈加强烈，主要集中在配额制优化及直营渠道优化等方面；五粮液：今年在五粮液整体放量超10%背景下（发了部分七代五粮液的货），批价始终未站稳千元（但在历史上已表现最优），我们认为由

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：张潇倩

执业证书号：S1230520090001

邮箱：zhangxiaolian@stocke.com.cn

相关系列报告

《【浙商食品饮料】春糖专题：春季糖酒会6大热搜词背后的思考（20210411）》

于五粮液当前在量增背景下，批价上行速度或将保持稳健，千元价位带竞争将加剧。

宏观因素将如何影响白酒。今年白酒市场风格变化与宏观情况表现关联度高，下半年宽松的货币政策及流动性较为宽松的环境利好白酒成长股发展。

□ **超预期：21Q3 酒企业绩中哪些存在超预期可能？**

21Q3 酒企业绩将进一步分化，其中次高端酒将继续保持高弹性，存在较大预期差，而高端酒业延续稳健增长态势，其中山西汾酒、舍得酒业利润增速均或实现超预期增长，水井坊将迎来新财年首季度“开门红”；区域酒分化逐步拉大，其中洋河股份及古井贡酒利润均继续保持高增。

□ **渠道反馈：高端酒保持稳健发展态势，次高端酒业弹性强**

近期我们通过密集走访渠道调研，认为：1) 高端酒：贵州茅台需求端旺盛，五粮液及泸州老窖亦在实现放量的情况下批价保持稳定；2) 次高端酒：舍得价格体系稳中向上趋势强，渠道利润（推力）有所提升，渠道库存处于良性水平/酒鬼酒内参已实现自然动销，发展势能已起/山西汾酒市场需求强劲，配额制使得终端频频断货，且长江以南地区消费者高接受为其迅速发展打下基础/水井坊高端化战略持续落地，价盘稳定打款积极，有望迎来开门红；3) 区域酒：洋河梦 6+ 仍为主要驱动力，M3 水晶版实现正贡献，天之蓝升级进行中/今世缘四开新老产品替换中，价盘有望继续上行/古井贡酒省内外古 20 发展强势/口子窖渠道改革进行时/迎驾洞藏系列发展势能延续。（具体内容可参见正文）

投资建议：需关注高端及次高端酒配置的平衡性

近期除了关注秋糖反馈，亦需加大对 21Q3 酒企业绩预期的关注（本月已进入业绩披露期），同时需关注高端及次高端酒配置的平衡性。推荐配置稳健性强的高端酒，比如：贵州茅台、泸州老窖；推荐估值具性价比/业绩具备弹性的次高端标的，比如：舍得酒业、古井贡酒、水井坊、迎驾贡酒等。

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；税收政策对利润端影响超预期。

正文目录

引言：一致预期&非一致预期&超预期	5
一、一致预期：升级延续、分化加剧等长期趋势确定	6
1.1 消费升级：产品结构持续提升，趋势不改	6
1.1.1 消费升级背后是富裕人群的增加&可支配收入的增长	6
1.1.2 上市酒企利润增速高于收入增速侧面印证逻辑	7
1.2 分化加剧：在量跌价增挤压式增长背景下，名酒更显优势	7
1.3 政策风险：市场对政策风险敏感度提升，对盘面影响大	8
1.3.1 21H2 白酒政策风险担忧情绪发酵催化出两轮跌幅	8
1.3.2 具备强成本转移能力的品牌酒企受消费税影响小	9
二、非一致预期：白酒行业短中期趋势将如何演绎？	10
2.1 次高端“热”还能持续多久？	10
2.1.1 本轮次高端酒景气周期背景与上轮差异明显	10
2.1.2 本轮次高端的高增更多为需求端推动，“热度”不会骤降	10
2.2 酱酒“热”究竟是渠道热还是消费热？	11
2.3 高端酒价格标杆价格提升速度是否会放缓？	12
2.4 宏观因素将如何影响白酒？	13
三、超预期：21Q3 酒企业绩角度看，哪些存在超预期可能？	14
四、渠道调研：高端酒稳健发展，次高端维持高增长	15
4.1 茅五泸：节后价格趋稳，库存保持良性	15
4.2 山西汾酒：青花汾快速放量，省外市场维持高增	15
4.3 苏酒：洋河今世缘渗透苏南，提价拉动增长	16
4.4 徽酒：古井控量提价，省外开拓优异	16
投资建议	16
风险提示	16
附：2021 年秋糖微酒论坛之王朝成演讲内容	17

图表目录

图 1: 2021 年春糖的 6 大关键词	5
图 2: 2021 年秋糖情况可用“一致预期”&“非一致预期”总结	6
图 3: 2015 年以来高净值人群数量不断增长	7
图 4: 城镇居民可支配收入保持持续正增长	7
图 5: 高端、次高端酒将继续加速扩容, 名酒优势将更突显	8
图 6: 近期消费者信心指数有所下降(9 月为 117.5)	13
图 7: CPI: 食品烟酒: 当月同比近期下降(9 月同比-2.3%)	13
图 8: 近期 PPI 指数持续向上(9 月同比+10.7%)	14
图 9: 社会消费品零售总额 9 月同比增长 4.4%	14
图 10: 21H1 酒企预收款环比变动绝对值/百分比(左轴, 亿元/右轴, %)	15
表 1: 2021H1 有 11 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速	7
表 2: 2025 年白酒行业规模或达 8566 亿元, 价位带细分及升级趋势显著	8
表 3: 主要酱酒企业 2020 年规模及发展情况	12
表 4: 21Q3 酒企业绩前瞻(更新至 10 月 19 日)	14

引言：一致预期&非一致预期&超预期

这两天我们与超 18 位酒类经销商进行深度沟通交流，认为今年秋糖与春糖的主要区别在于——

春糖“旺”：1) 春糖规模更大，且更多规模酒企参展，新品密集发布或上市公司的积极规划言论将提振市场信心，行业仍处复苏状态&结构升级加速演绎背景下，整体市场情绪积极向上，关键词热搜排行榜分别为酱酒热、消费升级、结构化、品质产能、名酒热、老酒热；2) 另外，从往年情况来看，春糖普遍更偏乐观；

秋糖“淡”：1) 秋糖规模较小，众多中小酒企参展；2) 在行业增速较上半年明显放缓（基数原因）、此前市场交流已较为充分难有预期差、市场对白酒行业担忧情绪加重（体现在基本面、股价层面及宏观&政策风险层面）背景下，即使白酒行业整体“量减、价增、挤压式增长”趋势未变，市场整体反馈仍较为平淡；3) 此前的白酒“热”部分实际上为酱酒“热”，今年秋糖酱酒开始退烧，市场开始更理性的看待酱酒的发展；4) 在思维密集碰撞下，秋糖会成为市场分歧放大镜。秋糖总体呈现的情况并非可单纯用“关键词”来总结，从“一致预期”、“非一致预期”、“超预期”角度分析更为合理。

为什么今年秋糖显得“淡”？和 18 年秋糖区别？

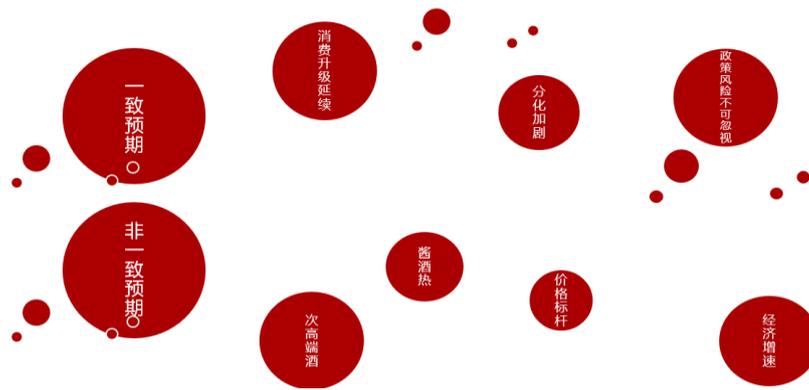
- 1) 横向来看，相较于参展公司更多的春糖，秋糖反馈则更多来自于渠道层面（部分经销商继续反馈双节表现平淡+前期渠道和市场沟通充分+消费税担忧情绪发酵），原本较春糖“淡”的秋糖则显的“淡”；
- 2) 纵向来看，今年秋糖在情绪层面与 2018 年秋糖有一定相似之处，但区别在于今年 Q3 业绩将印证高端、次高端景气度没有变化（2018Q3 业绩不及预期、2021Q3 预期普遍乐观）。

图 1：2021 年春糖的 6 大关键词



资料来源：浙商证券研究所

图 2：2021 年秋糖情况可用“一致预期”&“非一致预期”总结



资料来源：浙商证券研究所

一、一致预期：升级延续、分化加剧等长期趋势确定

1.1 消费升级：产品结构持续提升，趋势不改

随着消费者生活水平的提高、城市化进程的推进，各省市主流白酒消费价位带均处于逐步上移状态，同时主要酒企均开始发力更高价位产品以紧抓消费升级机遇（比如古井贡酒发力古 20、山西汾酒重点打造青花 30 复兴版、洋河发力 M6+、今世缘单独成立 V9 事业部等）。目前 300-500 元价位为需求最大的价位段，而 700 元价位需求不大，但消费升级会推动 300-500 元价位带升级到 700 元价位带，因此 700 元价位带市场会快速扩容。未来只有占据次高端酒上沿的次高端才能脱颖而出。与此相对的，高端酒只有脱离下沿价位带，站稳千元，才能摆脱与次高端酒、酱酒的竞争。

1.1.1 消费升级背后是富裕人群的增加&可支配收入的增长

从消费力角度看，富裕人群的增加/消费力的增强/居民对品牌化的追求等不断推动行业结构升级。据招商私人财富报告显示，2017/2018/2020 年中国高净值人群（可投资资产超过 1 千万人民币的个人）数量合计分别为 187/197/262 万人，而高净值人群人均持有可投资资产规模分别为 3109/3080/3209 万元，2020 年高净值人群数量及人均可投资资产规模分别较 2017/2018 年增长 40.1%/33.0%、3.2%/4.2%；据国家统计局数据显示，2020 年虽然受疫情影响，城镇居民可支配收入增速始终为正，且逐季增长，2021 年前三季度增速为 9.5%，当前我国高净值人群的数量/质量均不断提升，且居民收入亦不断增长均为消费持续升级提供动力。

图 3：2015 年以来高净值人群数量不断增长



资料来源：招商私人财富报告，浙商证券研究所

图 4：城镇居民可支配收入保持持续正增长



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

1.1.2 上市酒企利润增速高于收入增速侧面印证逻辑

从上半年数据来看——21H1 有 11 家酒企利润增速高于收入增速。五粮液、泸州老窖、舍得酒业、山西汾酒、迎驾贡酒、青青稞酒、古井贡酒 2021H1 及 2021Q2 利润增速均超收入增速，表现优异。我们认为在消费升级持续演绎背景下，白酒行业的结构升级仍为未来行业发展主调，长期来看优质酒企净利润提升幅度将持续高于行业平均水平，同时行业整体利润增速将继续高于收入增速。

表 1：2021H1 有 11 家上市酒企利润同比增速高于收入同比增速

	2020H1 收入增速 (%)	2021H1 收入增速 (%)	2020H1 净利润增速 (%)	2021H1 净利润增速 (%)
酒鬼酒	1.9	137.3	18.4	176.5
舍得酒业	-15.9	133.1	-11.5	347.9
水井坊	-52.4	128.4	-69.6	266.0
山西汾酒	7.8	75.5	33.1	117.5
青青稞酒	-34.7	63.6	-256.2	314.5
迎驾贡酒	-27.3	52.5	-25.1	77.6
口子窖	-35.1	42.9	-45.7	41.3
金徽酒	-12.7	36.6	-10.9	55.9
金种子酒	-19.1	33.0	-71.0	-79.8
今世缘	-4.6	32.2	-4.9	30.9
伊力特	-15.6	29.9	-27.5	45.0
古井贡酒	-7.8	27.0	-17.9	34.5
泸州老窖	-4.7	22.0	17.1	31.2
五粮液	13.3	19.4	16.3	21.6
洋河股份	-16.1	15.7	-3.2	4.8
贵州茅台	11.3	11.7	13.3	9.1
老白干酒	-23.8	10.6	-39.6	6.1
顺鑫农业	13.1	-3.5	-15.4	-13.3
白酒行业	2.1	21.6	7.9	21.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：红色加粗酒企表示该时期利润增速高于收入增速

1.2 分化加剧：在量跌价增挤压式增长背景下，名酒更显优势

需求端来看：在量跌背景下，价格带愈加细分及升级将更加明显，具体到价位带上——高端市场扩容速度随着消费升级、酱酒加入混战等因素而实现超预期扩容；次高端市场在上移过程中，站稳 600-800 元细分价格段将争得下一阶段主动权；中高端市场 100-200 价位带将继续萎缩，但是 200 元价位带将实现扩容。

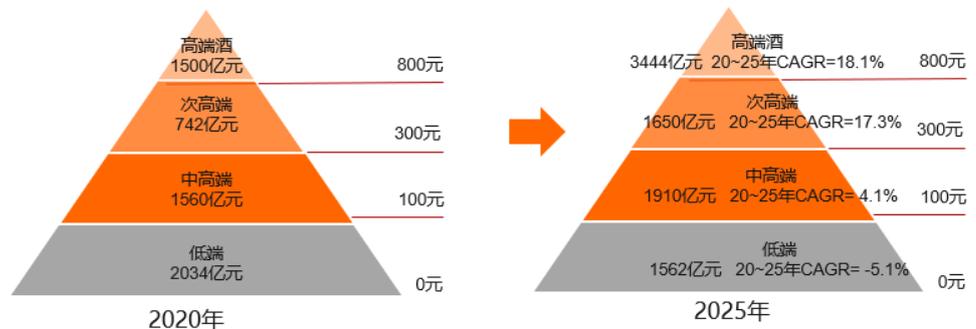
供给端来看：市场驱动的品牌替代（优势品牌酒企能抵消外部冲击）、竞争驱动的产品替代（高端、低端做大单品，中端价位带需要靠产品线来抵御产品替代冲击）均为供给端将会出现的结构性替代。

表 2：2025 年白酒行业规模或达 8566 亿元，价位带细分及升级趋势显著

2020年	市场规模 (亿元)	收入占比 (%)	量 (万吨)	均价 (元)	2025年	市场规模 (亿元)	收入占比 (%)	CAGR	量 (万吨)	CAGR	均价 (元)	CAGR
800以上 高端	1500	26%	6.8	1100	800以上 高端	3444	40%	18.1%	10.1	8%	1700	9%
>1500	900		3.8	1200	>1500	1794		14.8%	5.1	6%	1750	8%
800~1500	600		3.1	978	800~1500	1650		22.4%	5.0	10%	1649	11%
300-800 次高端	742	13%	10.6	350	300-800 次高端	1650	19%	17.3%	16.5	9%	500	7%
300~500	530		8.3	320	300~500	891			9.9	4%	450	7%
500~800	212		2.3	457	500~800	759			6.6	23%	575	5%
100-300 中高端	1560	27%	48.8	160	100-300 中高端	1910	22%	4.1%	47.8	0%	200	5%
0-100 低端	2034	35%	678.1	15	0-100 低端	1562	18%	-5.1%	600.7	-2%	13	-3%
0~40	1100		578.9	10	0~40	973		-2.4%	540.6	-1%	9	-1%
40~100	934		99.2	47	40~100	589		-8.8%	60.1	-10%	49	1%
合计	5836		744	105	合计	8566		8.0%	675	-2%	188	12%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：高端、次高端酒将继续加速扩容，名酒优势将更突显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 政策风险：市场对政策风险敏感度提升，对盘面影响大

1.3.1 21H2 白酒政策风险担忧情绪发酵催化出两轮跌幅

第一轮（时间持续约 1-2 个月）——7 月 25 日白酒板块出现深跌，7-8 月市场对政策风险担忧加剧成为抑制板块向上的重要因素。具体来看，受“双减”政策落地及前期互联网反垄断措施影响，7 月市场对于“一个政策能对一个行业产生深远影响”这一概念认识更深刻，从而担忧白酒行业存在政策风险，市场悲观情绪蔓延为资金外逃原因之一，后期座谈会的召开亦表明酒业资本化已逐步被严控。实际上，今年来，市场针对白酒政策风险问题一直始终较为关注，认为高端酒批价过高等事件将引发政策风险（此前中纪委网站发文双节前点名高端白酒/

媒体平台“学习小组”曾发表文章《变味的茅台谁在买单？》等事件的发生已大大提升市场对政策风险的敏感度)。

第二轮(预计持续时间或将短)——10月18日白酒板块出现深跌,主因秋糖白酒反馈整体平淡+消费税力度及范围或加大。具体来看,市场整体反馈或主因:由于此前市场与渠道沟通已较为充分,因此秋糖期间并无大超预期的情况,更多的是印证;消费税力度及范围或加大+秋糖期间消费税多次在公开场合提及发酵担忧情绪。

1.3.2 具备强成本转移能力的品牌酒企受消费税影响小

目前市场上针对消费税存在以下三种传闻:

(1) 按白酒不同度数设定不同比例税率/按价位进行分档。

我们认为:1)由于白酒主流度数为52度、53度,且产品横跨几十元至上千元,根据度数来划分税率无法起到差异化税收效果,不符合公平与效率税收原则,因此实施概率较低;2)按价位分档合理性较高。假设实施,拥有较强成本转移能力的高端酒企受影响较小;

(2) 白酒行业或迎来消费税征收环节后移

我们认为:首先,消费税属于价内税,一般在应税消费品的生产、委托加工和进口环节缴纳,以出厂口径销售额作为税基,现行征收政策为量价复合征收,从价征收20%加从量征收0.5元/500克,由于价款中已包含消费税,因此在批发、零售环节中不必纳税;消费税后移的提出将现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收,消费税基将变为批发口径或者零售口径,对于白酒行业来说,虽然白酒流通渠道较为复杂,渠道漏交率会上升,整体来看税基仍将扩大、征收额将增加。假设将白酒纳入实施范围,从中小酒企角度来看,消费税征收环节后移将对渠道价差较大的中小企业产生明显负面影响,对渠道价差较小、渠道力较强的中小企业影响较小。从高端酒企角度来看,高端酒受益于较强的渠道力及议价力,避税能力及向下游转移税负能力强,因此下调出厂价概率较小,增加的消费税将由流通环节承担。整体来看,消费税征收环节后移将加剧白酒行业分化,渠道力及议价力强的酒企有望受益,而大众酒竞争将加剧;

总结来看:考虑到:1)消费税传闻已流传数年,且增加税种需要人大立法,目前没有相关提案消息,不必过度担忧;2)即使消费税实施新规,具备较强成本转移能力的高端酒受影响小,强者恒强。

二、非一致预期：白酒行业短中期趋势将如何演绎？

2.1 次高端“热”还能持续多久？

在本次秋糖上，专家提出“中国酒业进入本轮增长后期”、“明年次高端酒增速或将放缓”等言论下，市场开始更为冷静理性的分析次高端酒今年的高增速是否可持续等问题，但市场对于次高端酒热度能维持多久仍存在较大争议。

2.1.1 本轮次高端酒景气周期背景与上轮差异明显

我们通过回顾第一轮次高端酒景气周期（09-12年）、第二轮次高端景气周期（16年之后），认为：

相同点：次高端酒周期与经济及高端酒周期紧密关联

1) PPI 指数与次高端酒周期联系紧密：由于次高端酒与经济活跃度关联紧密，因而在 PPI 指标向上时，次高端酒均有较为优异的表现；

2) 高端酒周期与次高端酒周期联系紧密：次高端酒繁荣周期均出现在高端酒繁荣周期后，核心原因：高端酒繁荣带动价格提升，进而打开次高端酒市场空间及价格天花板，经销商渠道利润得到增厚亦将进一步提升渠道拉力，市场拓展速度加快，次高端酒最终会呈爆发式增长。

不同点：次高端酒扩张逻辑发生变化

1) 经济背景差异：区别于上一轮周期，在当前共同富裕大背景下，居民可支配收入持续增加，收入结构不断改善，再加上生存型支出显著降低，消费总量将持续扩大，消费结构也将延续升级趋势；下半年宽松的货币政策及流动性较为宽松的环境利好白酒成长股发展。我们认为白酒行业未来发展的重要助推力为消费升级，消费升级的持续将使得产业周期整体仍向上。

2) 消费人群结构差异：中高价位酒繁荣周期从政务消费驱动转至大众消费（消费升级）驱动，因此本轮次高端酒扩张逻辑背后其实是消费升级是否能长久延续逻辑（决定产业周期）。站在当下时点，我们认为：消费升级不可逆，消费升级或为长期趋势，因此本轮次高端酒扩容周期将更长且更扎实。

3) 主流香型/产品差异：上轮次高端酒发展背景为浓香酒为主，而本轮次高端酒的发展亦伴随着酱酒热，消费升级下，口感繁复的香型（比如馥郁香、兼香等）逐步受到欢迎，浓郁度较高的香型在次高端酒领域渐渐占稳一席之地。

4) 酒企战略思维差异：区别于上一轮资本在次高端热扮演重要角色，本轮次高端酒热除了消费端真实需求高增外，综合实力较强的次高端酒企业亦紧抓消费升级趋势，在保证低库存情况下，通过结构升级+推出高价位酒锚定高品牌形象+大规模招商等方式进跑马圈地式发展，乘高端化快车，实现业绩的超预期增长，从而实现脱颖而出，因此次高端酒企相较于之前，具备更强可持续发展能力。

2.1.2 本轮次高端的高增更多为需求端推动，“热度”不会骤降

在本次秋糖会上，我们认为当前主要次高端品牌酒企今年的高速增长更多的为需求端推动，而非招商铺货式拉动，这背后所蕴含的逻辑即为消费升级推动次高端酒需求整体扩容，具体可体现为：

山西汾酒：当前已逐步开始实现香型全国化，在配额制下，玻汾及青花系列等产品均出现供不应求等现象，其中青 20 作为规模性产品，受益于青 30 实现价格提升，高性价比的凸显推动放量，同时由于长江以南对清香型接受度高，因此在江浙一带当前动销表现优秀；

舍得酒业：市场预期：舍得增长主要来源于全国招商，实际上，舍得主要增长来源于主销市场扩容，而非全国招商布点。主销市场（老经销商+新经销商）贡献销售增长的额 80%、新区域新招商贡献增长的 15%（21H1 经销商已达 2044 家），全年业绩或超预期的同时，保证了增长的可持续性；

酒鬼酒：当前酒鬼酒已逐步从渠道推动转向自然动销阶段，多地反馈内参/酒鬼系列实现持续放量，且延续性强；

水井坊：水井坊在上半年控货背景下终端频频出现断货现象，当前跟公司整体发货节奏较上半年快，但需求端仍表现旺盛，对于升级版典藏来说，未来公司将继续通过加大消费者培育以持续增强需求端拉力。

2.2 酱酒“热”究竟是渠道热还是消费热？

区别于今年春糖及去年秋糖，酱酒热这一话题已开始被更理性的分析，不再是一味的乐观描绘酱酒美好未来，当前市场更多的会分析在渠道库存逐步丰盈后，未来产能的释放会如何影响酱酒格局的演绎等问题。

前期我们曾在《酱酒系列深度（三）：六问六答，郎酒更新招股书下的酱酒冷思考》中探讨过酱酒“实际消费率偏低”及“产能提升或带来危机”等话题，我们认为，酱酒热从双热（渠道+消费者）转向以消费者热为主，随着渠道库存不断增加、产能不断释放，中小酱酒企业将于明后年或迎来一场淘汰赛，然而稀缺的优质酱酒将继续保持优势：

1) 对于贵州茅台、郎酒、习酒等一二线酱酒来说，实际终端消费率占比较高，整体呈现供不应求态势；对于三四线酱酒企业来说，偏低的实际消费率（或不足 30%，甚至更低）或引发酱酒库存过高，从而引发崩盘；

2) 在未崩盘前：高端酒方面，品牌力较强的其他香型酒将在高端酒价位（送礼消费为主）中实现稳健占位；次高端酒方面，300-500 元中，酱酒对其影响总体较小；虽然酱酒收入将在 500-800 元价位带逐步提升，但由于该价位带亦在扩容，其他香型酒企存在较大发展空间，仍可期待高成长；

3) 在崩盘后：中小酱酒企业的崩盘对具备较强实力酱酒企业的影响较小，同时对其他香型的头部企业发展亦不会产生负面影响。

表 3：主要酱酒企业 2020 年规模及发展情况

梯队	酱酒企业	19年收入规模(亿元)	19年收入增速	2020H1收入增速	收入市占率	核心产品	核心产品价格(元)	2020年收入(亿元)	2020年收入增速(%)	2020年发展情况
第一梯队	茅台酒	758	15.75%	12.84%	56.15%	飞天茅台	1499-3500	预计834亿元	10%	2020年度,茅台酒产量突破5万吨大关,实现优质稳产,打赢了“十三五”生产质量收官战。
第二梯队	郎酒股份 (普酒为53.3亿)	83.48	11.62%	10.00%	6.18%	青花郎	1198	>100	>20%	2020-2022年郎酒以打基础为主,为23年高速发展积蓄势能,未来几年围绕“四大”战略稳中求进。
	习酒	80	40.69%	20%+	5.91%	窖藏1988	668			
	茅台系列酒	95	18.14%	-0.10%	7.07%	茅台王子酒	178	99	4%	双轮驱动战略和“133”战略推动下,茅台系列酒增长迅速,营收占比由3%提升至11%,目前正处于系列酒产能扩建期。
茅台迎宾酒					120					
赖茅					398					
						汉酱	368			
第三梯队	国台酒业	19	60%	106.00%	1.40%	国台国标酒	559		20年前三季度增速为95%	基酒稳产提质;国台酒庄4车间下沙投产,智能酿造实现从1.0到2.0的创新升级新突破;科研持续攻关,科技赋能国台酒价值属性再获新进展;销售实现跨越增长;品牌价值大幅提升;营销创新和产业升级大踏步前进,实现了“十三五”圆满收官。
	金沙酒业	15	165%	69%	1.13%	摘要酒	680	27	79%	通过2020年不懈努力,金沙酒业465+1工程市场全面实现大幅增长,全国化布局已初见雏形,4个特区平均增长率超八成;千商工程效果显著,全年新增741个经销商;贵州省内市场也取得了新成果,实现省内市场全覆盖,高端团购增长225%;同时电商营销也实现了新突破。
	贵州珍酒	10+	67%	24.00%	0.74%	珍十五	528	>20	67%	连续5年保持两位数增长,珍十五及以上产品销售贡献占比达54%,客户数量增长迅速,全国累计客户数量近千家。未来珍酒将打好四大组合拳,助力珍酒2021年销售目标增长80%,珍十五以上占比销售额增长一倍,客户发展目标量质并举。
	钓鱼台	10+	25%	113%	0.74%	钓鱼台国宾	558	>20	20年前三季度增速为81%	自2017年开启市场化运作以来,通过走专销定制的路径,仅用三年多便实现了超十亿的销售规模,2020年钓鱼台国宾酒业对产品进行了大刀阔斧的改革,缩减了不符合企业长期发展规划的产品,并且提高了新品入门门槛。
					钓鱼台贵宾	468				
第四梯队	丹泉酒业	10+	150%	-	0.74%	丹泉洞藏10	258	>10	20年1-5月增速为103%	2018年在全国20多个省80%的地级市完成招商布局和销售工作;2019年,将招商布局和销售工作的范围扩展到了30多个省市,并成功打造了5个亿级市场,实现了同比150%的高速增长;2020年7月起,丹泉酒业陆续投入6.8亿元广告费用,在全国超过60个重点城市进行了广告投放。
					丹泉洞藏15	550				
	仙潭酒业	10+	11%+	-	0.74%	紫潭	618	>5		2020年,销售站稳10亿;未来三年,力争销售额翻30亿目标努力;再用五到十年将潭酒做成全国酱酒知名品牌。
	武陵酒	5	40%	17%	0.37%	武陵上窖	2680	7	40%	自2015年以来,武陵酒实现每年40%的复合增长,2019年在长沙市场销售过亿,第一个五年规划基本实现,2020年武陵酒上半年增长17%,全年将实现40%的增长,长沙市场销售额有望达2亿元。

资料来源: Wind, 微酒, 酒业家, 京东, 浙商证券研究所

2.3 高端酒价格标杆价格提升速度是否会放缓?

此前市场所一致认同的白酒行业“量减、价增、挤压式增长”、“消费升级逻辑未变”、“分化加大”等趋势仍将持续演绎,但对于“贵州茅台及五粮液这两大价格标杆未来是否能实现提价”这一话题讨论的更为充分,并在秋糖期间逐步达成一致预期——茅台或将通过继续提升直营渠道占比以增厚利润;五粮液批价增速不及预期;千元价格带竞争加剧。具体来看:

1) 茅台未来将以什么形式增厚业绩? 新领导上任后是否有改革预期?

从量价层面来考虑,由于茅台总体供应量增长幅度有限,想要保证每年实现稳健的利润增长,或更多的将来自价方面,在不考虑提出厂价情况下,未来或将主要通过——提升团购或直营渠道占比(平均出厂价提升)、加密价位带(推出1935等)以实现利润的持续增厚,同时批价控制力将增强。另外,随着新任董事长的上任,当前市场对茅台渠道改革预期愈加强烈,主要集中在配额制优化及直营渠道优化等方面。

2) 五粮液批价增速是否不及预期? 千元五粮液的意义?

五粮液批价上行速度或将保持稳健。今年在五粮液整体放量超10%背景下(发了部分七代五粮液的货),批价徘徊在960-990元左右,未站稳千元(在历史上已表现最优),我们认为由于五粮液当前面临难以通过提升直销占比实现量价大幅提升,批价上行速度或将保持稳健。

千元五粮液的意义在于拓展千元价位带空间。由于贵州茅台价格已脱离主流价位带,因此五粮液为真正的白酒行业价格标杆,同时决定了多数企业提价空间的大小,近两年次高端酒结构升级持续很大程度上是因为五粮液价格在持续上行,因此五粮液的发展节奏一定程度上决定了千元价位带的扩容速度,但在五粮液迟迟未站稳千元的同时,君品习酒、青花郎等酱酒已在千元价位带实现弯道超车(基

于茅台价格已至 3000+, 其他优质酱酒售价千元也能接受), 未来五粮液将成为浓香龙头, 茅台为酱酒龙头, 同时其他优质酱酒亦将参与千元价位带的博弈, 在千元价位带竞争加剧情况下, 千元价位带规模将共同做大。

2.4 宏观因素将如何影响白酒?

宏观指标变动为板块风格轮动的根本原因。历史上每一次板块变化往往伴随着——宏观层面(流动性及通胀预期等变化)、微观层面(微观跟踪指标变化)、认知预期差变化, 通过复盘近 3 年板块发展及过去 20 年的四轮超额收益阶段特征, 我们认为宏观指标变动为板块风格轮动的根本原因, 宏观指标推动板块情绪向好背景下, 微观指标可用来进一步观测板块结构性机会。

今年白酒市场风格变化与宏观情况表现关联度高。今年板块经历了从买确定性到杀估值、估值修复、博弈成长与业绩弹性, 再次进入杀估值阶段。年前在爆款基金发行带来增量资金叠加海内外经济修复推升盈利增长预期背景下, 高端酒表现优异, 但在央行流动性收紧预期下, 出现杀估值行情, 此后通胀预期的演绎推动抗风险能力较强的白酒板块迎来估值修复行情, 并进入博弈高业绩弹性阶段, 因而盈利弹性最大的次高端酒(动销超预期+结构升级+经销商加速拓张=业绩高弹性逻辑)迎来行情; 7 月受事件直接催化+情绪间接催化+资金面原因+经济上行势能乏力等多维度因素影响, 再次进入板块估值调整阶段, 随后逐步迎来估值修复, 但近期因市场情绪波动原因, 板块再次进入调整期。

下半年宽松的货币政策及流动性较为宽松的环境利好白酒成长股发展。21 年下半年信用收缩后经济下行压力增大, 但仍存支撑力(海外出口订单积攒了大量超越企业生产能力的订单/国际货运出口紧张/企业投资支撑等), 货币政策逐渐走向放松, 无风险收益率继续下行并带动成长股发力, 形成股债双牛。总体来看, 下半年宽松的货币政策及流动性较为宽松的环境利好白酒成长股发展。

图 6: 近期消费者信心指数有所下降(9 月为 117.5)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 7: CPI: 食品烟酒: 当月同比近期下降(9 月同比-2.3%)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图 8：近期 PPI 指数持续向上（9 月同比+10.7%）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 9：社会消费品零售总额 9 月同比增长 4.4%



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

三、超预期：21Q3 酒企业绩角度看，哪些存在超预期可能？

在此前的《【浙商餐饮】21Q3 白酒业绩前瞻：次高端高弹性，高端稳健(20210922)》中我们曾根据酒企发货&回款&批价&库存情况预测过 21Q3 业绩，随着信息的不断丰富，我们将业绩前瞻进行了更新。

此前市场担忧：①21Q3 酒企业绩在去年同期高基数上面临一定压力；②担忧政策层面或对高端酒有不利影响。

我们认为：21Q3 酒企业绩将进一步分化，其中次高端酒业绩将继续保持高弹性，存在较大预期差，而高端酒业绩延续稳健增长态势，具体来看：

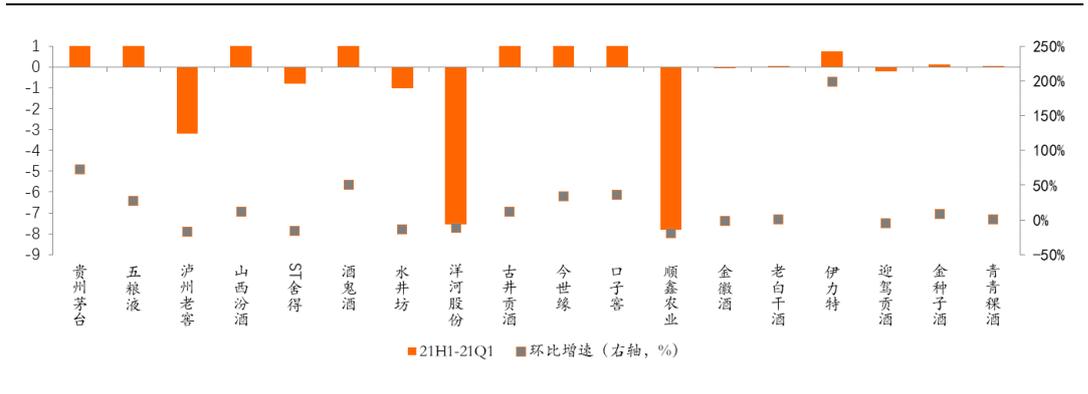
- 1) 21H1 高端及次高端酒预收款表现尤其优秀，或将通过蓄水池进行调节，从而延续高增速发展态势；
- 2) 次高端酒继续享受消费升级红利，享受价位带扩容带来的量价齐升，其中酒鬼酒、舍得酒业利润增速均或实现超预期增长，山西汾酒利润增速继续保持高速增长，水井坊将迎来新财年首季度“开门红”；
- 3) 高端酒需求仍表现强劲，贵州茅台利润增速或约为 15-20%，五粮液及泸州老窖利润增速均或超 20%，显业绩弹性；
- 4) 区域酒分化逐步拉大，其中洋河股份及古井贡酒利润均继续保持高增。

表 4：21Q3 酒企业绩前瞻(更新至 10 月 19 日)

三季度	2021Q3 (预测)				
	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)	
高端酒	贵州茅台	266.4	15%	131.3	17%
	五粮液	143.0	22%	45.0	22%
	泸州老窖	51.5	30%	19.6	23%
次高端酒	山西汾酒	52.1	50%	15.4	80%
	酒鬼酒	9.2	128%	2.2	50%
	水井坊	16.0	40%	5.4	35%
	舍得酒业	13.3	80%	3.5	140%
区域酒	洋河股份	64.7	18%	21.4	20%
	古井贡酒	30.6	20%	6.2	20%
	今世缘	15.5	21%	3.4	14%
	口子窖	12.5	12%	4.1	8%
	迎驾贡酒	10.3	20%	2.6	30%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：21H1 酒企预收款环比变动绝对值/百分比（左轴，亿元/右轴，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

四、渠道调研：高端酒稳健发展，次高端维持高增长

经过大量渠道调研，我们认为今年秋糖反馈较为平稳，高端酒稳健性强被进一步确认，而次高端发展主因需求拉动，而非招商推动。具体来看：高端酒继续稳健发展，批价趋于稳定，库存保持良性；山西汾酒复兴版发展顺利，青花汾快速放量，长江以南维持高增长；苏酒方面今世缘和洋河向苏南渗透，提价拉动收入增长；徽酒方面古井控量提价，产品结构升级，古 20 增长迅猛，省外开拓顺利。

4.1 茅五泸：节后价格趋稳，库存保持良性

1、贵州茅台：价格短期稳定，三季度发货加快。1) 当前茅台批价约为 2800-3000 元，多地传统渠道 10 月货已到，打款至 11 月，发货节奏较上半年加快；2) 渠道方面，公司三季度提前发货，未来可能或降低传统经销商的配额，增加体验馆数量；3) 管理层新政目标或是利润增长、符合监管和稳定商家，大概率还是围绕价格来展开。

2、五粮液：节后批价趋于稳定，双节进一步消化库存。1) 价格方面，经典五粮液由于库存及资金压力，预期春节前价格不会上涨；水晶瓶当前批价 970-980 元/瓶，短期内保持稳定，普五双节投放量预计同比去年有所增加；2) 市场方面，山东市场五粮液和国窖价格差缩减，五粮液今年体量不足 20 亿；江苏市场五粮液在双节期间释放了疫情压抑的部分需求，销量预计同大幅增长。

3、泸州老窖：国窖节前下调批价，控货维持良性库存。1) 批价方面，国窖节前提供保证金，折算下来高度在 950 元/瓶；目前已取消保证金，处于控货状态，预计当前任务完成情况较好（停货）。2) 市场方面，国窖在山东今年预计 8 个亿体量；山东市场主要以低度为主，低度/高度之比约 7:3 左右，高度主要在济南和青岛；其中济南市场 1.2 亿左右，目前库存比较良性，大约在 2000~3000 万左右，但同比有所增加。

4.2 山西汾酒：青花汾快速放量，省外市场维持高增

1、产品：1) 某大商目前产品结构为玻汾 40%，青花 45%（其中复兴版约 15%），其他系列老白汾+巴拿马 15%；2) 今年总体量增长约 70%；

2、渠道：1) 渠道利润方面，玻汾每箱经销商毛利在 10%-12%，青花 20 渠道利润约 30 元；2) 团队分工方面，光瓶酒和青花、老白汾分开操作；3) 渠道管控方

面，通过数字化系统管控价格；4) 终端拓张策略方面，青 20 打入所有水井坊和剑南春终端，复兴版策略打入所有国窖、五粮液终端；5) 渠道模式方面，青 20、青 30 都是配额制，而复兴版主要通过团购渠道销售；6) 库存水平现在整体约 500-1000 万，复兴版库存不到 2000 箱（配额 6000 箱）。

3) 市场：北京市场有约 7-8 亿的体量，河南市场 10 多亿，长江以南市场同比增长约 140%。

4.3 苏酒：洋河今世缘渗透苏南，提价拉动增长

1、产品：1) 省内批价方面，梦 6+批价 600；四开批价 300-400；双开批价 200+。2) 动销方面，洋河中秋国庆销量萎缩，收入增长主要靠提价拉动；湖南区域，主要竞品水井坊和酒鬼动销比洋河好。3) 收入增速：梦 6+今年销售额同比增长 20%（苏州经销商）。

2、渠道：1) 渠道利润，终端店有 20%的毛利润率；2) 苏州宴席以四开为主；3) 梦 6+目前在山东缺少合作商，主因前期洋河山东渠道政策更换频繁，影响经销商合作意愿。

4.4 徽酒：古井控量提价，省外开拓优异

1、产品：1) 省内批价：古 20 低度 600，高度 650，去年同阶段古 20 低度 480，高度 520，公司通过严格的控量模式逐步提价；2) 实际成交价：古 8 大概在 230-240 之间，古 5 集中在 120-125 之间，献礼版集中在 85-90 之间；3) 产品动销：古 8 保持 25%左右的增速，古 16 增速或超 100%，古 20 增速约保持 60%，古 8 和古 7 价格带比较接近，古 8 整体占比会超过 50%。

2、渠道：1) 渠道利润：古 16 在 40 元/瓶，古 8 在 15-20/瓶，古 5 在 5-8/瓶，献礼的毛利也在 5-8 元/瓶；2) 任务进度：省内古井大部分市场已经完成全年任务；3) 绩效指标：整体进度解禁 97%，今年 3 季度同比增幅在 20%左右；4) 渠道模式：古井是厂商一体化，以商务带动政务，而口子窖为大商制，以政务带商务。

3、市场：1) 古井今年在江苏的销售额预计突破 8 亿元，南京及周边市场突破 2 亿元；2) 河北、湖北和江西市场同样表现突出；3) 古 20 全国市场布局达到 70%，成为 600-700 价格带的超级单品确定性高。

投资建议

近期除了关注秋糖反馈，亦需加大对 21Q3 酒企业绩预期的关注（本月已进入业绩披露期），同时需关注高端及次高端酒配置的平衡性。推荐配置稳健性强的高端酒，比如：贵州茅台、泸州老窖；推荐估值具性价比/业绩具备弹性的次高端标的，比如：舍得酒业、古井贡酒、水井坊、迎驾贡酒等。

风险提示

- 1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；
- 2、高端酒批价上涨不及预期。

3、税收政策对利润端影响超预期。

附：2021 年秋糖微酒论坛之王朝成演讲内容

当前阶段，中国酒业进入了“本轮增长后期”，本轮增长的突出特征为量跌、价涨、挤压，因此呈现出严重分化的名优酒的结构增长现象。秋糖会微酒论坛中，盛初咨询董事长王朝成先生为我们研判白酒行业最新趋势，以下为主要分享观点：

本轮增长的逻辑回顾：量跌、价涨、挤压，呈现结果：严重分化的名优酒的结构增长。

1) 量跌、价涨、挤压，造就了严重分化的名优酒的结构增长

- ① **量跌**——白酒产量以每年 3%-5%幅度平滑下降，且趋势不可逆，主因中国人口结构中 25-55 岁的男性人口增长停滞；
- ② **价涨**——12 年之后的这一轮强劲复苏和增长主要源于价格的升级，在茅台和五粮液价格不断攀升的过程中，中国白酒的价格空间被打开，引领了此轮强劲的价格增长；
- ③ **挤压**——此轮增长中白酒企业出现严重分化，虽然全行业呈现量跌价涨状态，但上市公司和名优酒厂量价齐升，上市公司的增长远远快于行业的增长，因此这一轮增长的典型表现是严重分化的结构性增长。但这一轮的高增长已经进入后期阶段，少数名优酒企的高增长明年或难以维持。

一、 丁雄军的茅台价格新政和行业天花板

1) 茅台的消费价是否已经接近天花板？（本轮和上轮价格周期异同）

- ① **茅台价格短期内或探顶**——今年中秋箱茅的价格突破 4000 元/瓶，散茅价格 3000 元/瓶，导致箱茅销量下跌 50%，单瓶茅台销量增长 33%，侧面说明 4000 元可能是茅台短期价格天花板；
- ② **本轮和上轮价格周期有所不同**——上一轮价格周期茅台探顶 1800 元后，经历 3-5 年调整价格达到高峰 4000 元，但是下一轮价格周期调整时间可能更长，主因 1) 价格越高消费量会变小；2) 上一轮茅台供不应求，这一轮茅台供需平衡。

2) 丁雄军价格新政可选择空间在哪？

- ① **让茅台的利润可持续增长**——茅台作为国有上市公司，需要销量逐步上升，从而让上市公司的价格利润逐渐上升；
- ② **符合监管**——茅台面临较大的监管压力，需要同时兼顾工资利润上涨、消费价格不失控。
- ③ **维系商家**——茅台实质的直销模式会增加，1399、1499 的直销量会增加，降低渠道 989 的配额，从而实现名义出厂价不提升的情况下公司利润上升；

3) 茅台价格对酒业影响

3000 元可能是茅台的零售价消费价在中短期的天花板，茅台价格维持在 2500~3000 元之间的短期可能性很大。但是茅台价格触顶对大多数中国酒厂并没有实质性影响，因为价格差距太大，真正有关系的是五粮液价格。

二、 千元五粮液与千元酱酒产业意义？

1) 千元五粮液

五粮液价位短期很难大幅上涨：五粮液目前批价 960，烟酒店成交价 1100、开票价 1150，由于五粮液增速需要对标茅台，因此不能控量，在不控量的前提下难以大幅提价，除非不考虑监管压力提升出厂价，因此五粮液 1200 价位的零售价短期很难突破。

2) 千元酱酒

千元酱酒的存在打破了整个行业的规则——白酒价位必须和品牌相关，这主要与千元价格带扩容相关，是来自人民消费水平的提高。

三、 监管层对酒业态度

1) 监管对酒行业有影响，但可操作空间有限

监管对酒行业发挥了非常实质的意义：监管层面对酒行业有较大影响，由于茅台决定了酒业的价格天花板，五粮液决定了实质天花板，在监管下茅五难以短期突破价格天花板，因此减缓了中国酒业升级的速度。

监管可操作空间有限：由于酒业不存在垄断，由市场定价，因此监管可操作空间大致仅有两项：①加大消费税调节力度，但预计影响有限；②严控酒业资产的投资和上市。

四、 酱酒的品牌化和大众化

1) 酱酒现在还热不热？

今年的酱酒热与过去两年不同：过去两年酱酒热的特征是价格热、渠道热、消费没有特别热，今年的特征是价格平稳、渠道平稳、消费持续，主因酱酒的渠道被快速填满，但是消费仍然维持匀速的、缓慢的增长。

2) 酱酒渠道碎片化是不是个长远趋势？

渠道的碎片化模式不能永远持续。酱酒的渠道碎片化模式是多招商、每个商配额较少，但是随着渠道被填满、团购竞争趋于恶性，渠道利润空间下降，从而不可持续。

3) 酱酒新阶段：品牌化和大众化

品牌化和大众化是未来酱酒方向。白酒销售成功有三条要素：①品质好；②卖法先进；③缩量。看好未来酱酒的品牌化和大众化，品牌化包括茅台之下的二线品牌，如青花郎、习酒、钓鱼台、国台等。此外，大众化酱酒赛道有希望做到百亿体量，大众化的关键在于规模化后降低成本，但是需要保证酒体品质。

五、 为什么说：行业可能进入“本轮增长后期”而非“调整期”？

行业可能进入“本轮增长后期”。结构性大繁荣这一轮周期的典型特征，短期茅五价格触及天花板，酒业价格难以大规模上涨，产销量维持3%-5%平滑下跌，但名优酒企仍有腾挪空间，可以通过做密价格实现进一步挤压式增长，未来名优酒企大概率仍然在一个供需平衡中实现持续的稳定的不太快的增长。

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 25 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>