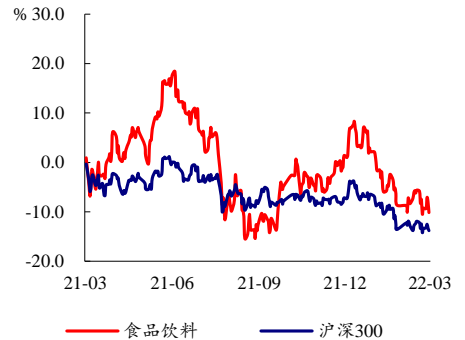


评级 推荐（维持）

报告作者

 作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《高端白酒“稳”增长不改，估值折价择机配置》2022.02.28

《把握板块配置机遇，内部分化机会均存》2022.02.21

《春节白酒动销分化，徽酒苏酒表现良好》2022.02.14

《春节旺季消费平稳，高端白酒行情依存》2022.02.07

《基金持仓边际回暖，关注左侧布局机会》2022.01.26

疫情扰动有望消散，区域次高端酒企迎发展

——“预见复苏、布局疫后”系列之七：白酒

导语

新冠疫情爆发以来，防疫政策、出行限制、疫情反复等，对于旅游、餐饮、酒店、食品、酒水等行业消费场景造成严重冲击。当下，疫情形势有望不断转好，十四五旅游业发展规划中也对疫情形势允许下出入境的放开做了展望，春节+冬奥会有效提振市场人气，我们认为，在政策大力扶持+疫情形势转好的逻辑支撑下，消费复苏起点来临，景气度将有望持续回升。展望未来，疫后投资如何布局、复苏行情如何演绎，东亚前海证券研究所大消费团队重磅推出“预见复苏、布局疫后”系列深度报告，此为第七篇：白酒。

核心观点

复盘疫情下白酒板块的结构性行情：1) 第一轮：高端白酒以送礼需求为主，受疫情的影响较小。在业绩的支撑下，高端白酒率先出现估值和股价的提高，估值和股价的齐升行情从2020年2月前后延续至2021年2月前后；2) 第二轮：2020年中期，随着疫情扰动减弱，全国次高端酒企率先复苏，业绩回暖促进第二轮估值与股价齐升的行情，第二轮行情从2020年中期至2021年中期；3) 第三轮：2021年以来，随着疫情扰动减弱，宴请和聚会需求回暖，叠加低基数效应，以宴请和聚会需求为主的区域次高端白酒业绩高增，第三轮估值和股价的齐升行情已在酝酿。

展望2022年，三大催化因素促进区域次高端白酒第三轮行情。1) 消费升级趋势下，次高端名优酒企可享受量价齐升的增长空间。在高端化的消费升级趋势下，消费者对于高端和次高端白酒的需求提升。此外，在马太效应下，白酒市场份额将向名优酒企集中。次高端白酒在高端白酒提价后，可享受空白价格带来的量价齐升的增长空间；2) 宏观经济稳中向好助力白酒板块。由于白酒具有奢侈品的属性，因此白酒常用于政务、商务等宴请、送礼场景。宏观经济向好时，政商务社交需求增长叠加居民收入的增长，白酒行业消费水平也随之增长。2022年我国经济预计稳中有增，稳增长政策下经济有望持续向好，白酒需求有望得到提振；3) 疫情扰动有望消散，宴请需求或将迎来爆发。随着我国大部分居民接种疫苗，叠加辉瑞公司新冠口服药物获批，疫情的影响有望逐步消散。白酒行业宴席、聚会需求有望逐渐复苏，在疫情期间累积的喜宴需求有望迎来爆发，区域次高端白酒有望迎来第三轮估值和股价齐升的行情。

投资建议

疫情扰动逐渐消散，建议关注宴席需求较高的区域次高端酒企。2022年疫情的影响有望消散，在经济回暖叠加消费复苏的背景下，此前受抑制的宴请需求有望强势反弹，区域次高端白酒迎来发展机遇。相关标的：1) **古井贡酒**：八大名酒之一，产品聚焦中高端的年份原浆和古井贡酒系列，看好公司在次高端酒企发展机遇中兑现品牌力，实现业绩的高增长；2) **迎驾贡酒**：以洞藏系列为核心，在消费升级的趋势下有望享受次高端白酒的量价提升空间。看好公司在未来疫情影响消散后，实现百亿迎驾的战略目标，维持业绩的高增长；3) **今世缘**：公司聚焦婚庆“缘”文化实现差异化发展，看好公司全国化扩张后将充分享受到白酒市场复苏的利润弹性，实现百亿营收的目标。

风险提示

疫情反复风险；白酒消费税风险；宏观经济下行风险。

正文目录

1. 导语	4
2. 疫情对白酒行业的影响分化，存在多轮结构性行情	4
2.1. 白酒消费场景分化，区域次高端白酒受影响较大	4
2.2. 疫情下白酒板块第一轮行情：高端白酒受影响较小，率先掀起第一轮行情	5
2.3. 疫情下白酒板块第二轮行情：全国次高端白酒复苏，第二轮行情来临	7
2.4. 疫情下白酒板块第三轮行情：区域次高端白酒扬帆起航，有望迎来第三轮行情	9
3. 展望 2022 年，三大催化因素促进区域次高端白酒第三轮行情	11
3.1. 催化因素之一：消费升级趋势下，次高端名优酒企可享受量价齐升的增长空间	11
3.2. 催化因素之二：宏观经济稳中向好助力白酒板块	14
3.3. 催化因素之三：疫情扰动有望消散，宴请需求或将迎来爆发	16
4. 相关标的：受益于宴请消费复苏的区域次高端酒企	18
4.1. 古井贡酒：聚焦中高端，徽酒龙头品牌力兑现可期	18
4.2. 迎驾贡酒：聚焦洞藏系列，生态酒龙头方兴未艾	22
4.3. 今世缘：定位“缘”文化，苏酒次高端扬帆起航	24
5. 投资建议	27
6. 风险提示	27

图表目录

图表 1. 聚会和商务应酬是白酒主要的消费场景	4
图表 2. 白酒购买频率较为频繁	5
图表 3. 宴请和送礼需求是白酒主要消费目的	5
图表 4. 2020 年一季度，高端白酒贵州茅台、五粮液业绩稳定，泸州老窖和洋河股份有所承压	6
图表 5. 高端白酒的估值从 2020 年 2 月的低点提升至 2021 年 2 月的高点，行情持续近一年	6
图表 6. 高端白酒的涨跌幅变动与估值一致，存在近一年的上涨行情	7
图表 7. 2020 年初在疫情影响下，全国性次高端白酒业绩有所承压，2020 年二季度开始业绩出现回暖	8
图表 8. 全国性次高端白酒的估值提升自 2020 年中期开始直到 2021 年中期前后，存在大约一年的上涨行情	8
图表 9. 全国性次高端白酒的股价上涨从 2020 年中期至 2021 年中期前后，存在近一年的上涨行情	9
图表 10. 疫情影响下，区域次高端白酒企业 2020 年业绩承压，2021 年在低基数效应下业绩高增	10
图表 11. 区域次高端白酒估值在前两轮上涨行情里有所提升，来自区域次高端白酒的第三轮行情正在酝酿	10
图表 12. 区域次高端白酒股价受前两轮行情影响有所提升，新一轮行情正在酝酿	11
图表 13. 国内城镇居民人均可支配收入逐渐提高	12
图表 14. 我国高净值人群不断增加	12
图表 15. 自 2018 年以来，白酒行业规模以上企业销售收入有所回升	12
图表 16. 白酒行业集中度逐渐提升	13
图表 17. 2017 年以来白酒企业数量显著降低	13
图表 18. 高端白酒市场规模逐年递增	13
图表 19. 次高端酒企营业收入 2021 年实现高增	13
图表 20. 消费升级趋势下，高端白酒价格呈上升态势	14
图表 21. 白酒产量同比变化与 GDP 同比变化趋势相似	15
图表 22. 多数时间里申万白酒板块营收同比变化与 GDP 同比变化具有一致性	15
图表 23. 多数时间里申万白酒板块营收同比变化与房地产投资、M1 同比变化趋势具有一致性	16
图表 24. 餐饮收入在 2021 年逐渐回暖	17
图表 25. 中国疫苗接种量大，防疫力度较强	17
图表 26. 中国防疫严格指数(100 最高)多数时间保持在 70 以上	18
图表 27. 古井贡酒白酒业务营收占比较高	19

图表 28.	2021H1 华中地区营业收入占比达 85.99%.....	19
图表 29.	受疫情影响，2020 年营收有所下降.....	19
图表 30.	受疫情影响，2020 年归母净利润有所下降.....	19
图表 31.	研发支出效果初现，专利持续增加.....	20
图表 32.	专利以实用新型为主.....	20
图表 33.	安徽省以八大重点工作推动本省白酒行业高质量发展.....	21
图表 34.	2015 年至 2020 年，古井贡酒加大洞藏酒的品牌建设力度.....	23
图表 35.	毛利率持续增长，2021Q3 为 68.74%.....	24
图表 36.	迎驾贡酒 ROE 稳定增长.....	24
图表 37.	2011 至今，总营业收入 CAGR 为 9.61%	25
图表 38.	2011 年至今，归母净利润 CAGR 为 12.73%	25
图表 39.	2019 与 2020 年今世缘销售费用增加.....	25
图表 40.	2020 年加码研发，研发支出增长 56.82%.....	25
图表 41.	2022 今世缘大会主题为“聚焦高质量 聚力新跨越”.....	26

1. 导语

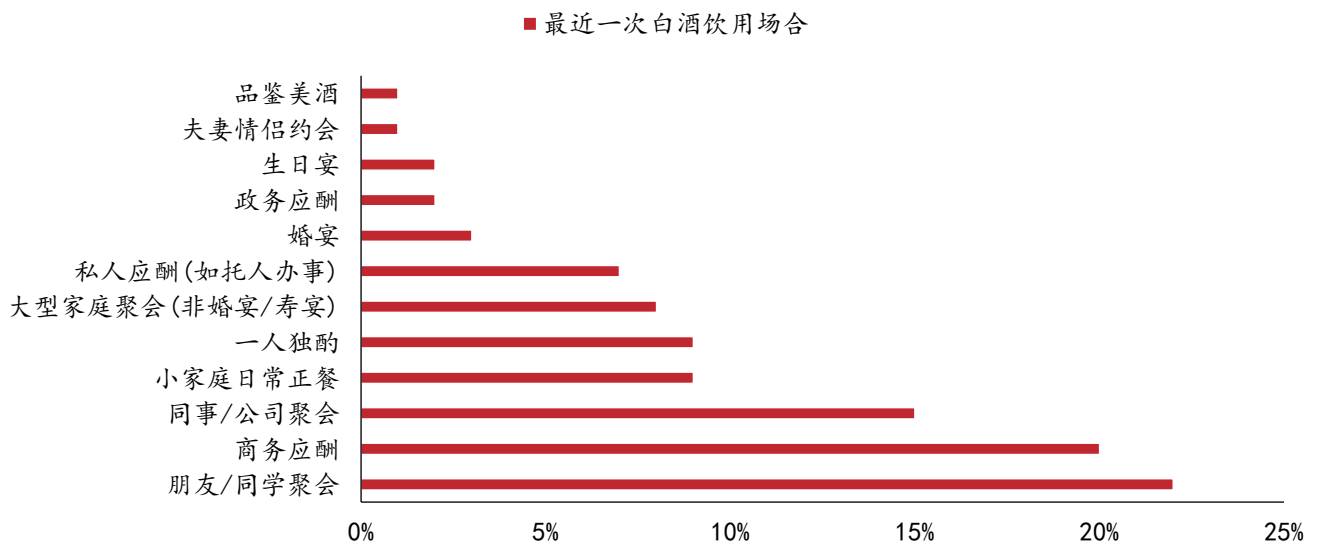
新冠疫情爆发以来，防疫政策、出行限制、疫情反复等，对于旅游、餐饮、酒店、食品、酒水等行业消费场景造成严重冲击。当下，疫情形势有望不断转好，十四五旅游业发展规划中也对疫情形势允许下出入境的放开做了展望，春节+冬奥会有效提振市场人气，我们认为，在政策大力扶持+疫情形势转好的逻辑支撑下，消费复苏起点来临，景气度将有望持续回升。展望未来，疫后投资如何布局、复苏行情如何演绎，东亚前海证券研究所大消费团队重磅推出“预见复苏、布局疫后”系列深度报告，此为第七篇：白酒。

2. 疫情对白酒行业的影响分化，存在多轮结构性行情

2.1. 白酒消费场景分化，区域次高端白酒受影响较大

白酒消费场景分化，在疫情扰动下，以宴席需求为主的区域次高端白酒受影响较大。白酒消费目的主要分为宴请、送礼、收藏、自饮等四类，根据胡润研究院的《2019 中国酒类消费行为白皮书》，宴请和送礼是白酒最为重要的消费目的。而根据《2021 中国白酒消费洞察报告》，白酒消费场景中，聚会和商务应酬是白酒主要的消费场景。白酒行业中高端白酒具有最强的奢侈品属性和社交属性，因此高端白酒的送礼需求是最高的，而区域次高端白酒在当地宴请、宴席需求较高。因此，在疫情扰动下，线下餐饮受限，聚会、宴席消费场景减少，区域次高端白酒的需求受到压制，而高端白酒则相对影响不大。

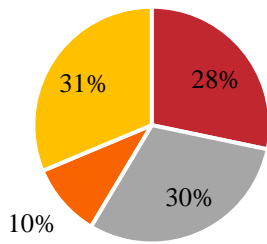
图1. 聚会和商务应酬是白酒主要的消费场景



资料来源：《2021 中国白酒消费洞察报告》，东亚前海证券研究所

图表2. 白酒购买频率较为频繁

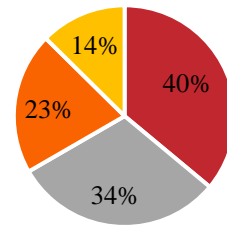
■ 每月 ■ 每季度 ■ 每半年 ■ 按需购买



资料来源:《2019 中国酒类消费行为白皮书》, 东亚前海证券研究所

图表3. 宴请和送礼需求是白酒主要消费目的

■ 宴请 ■ 送礼 ■ 收藏 ■ 自饮

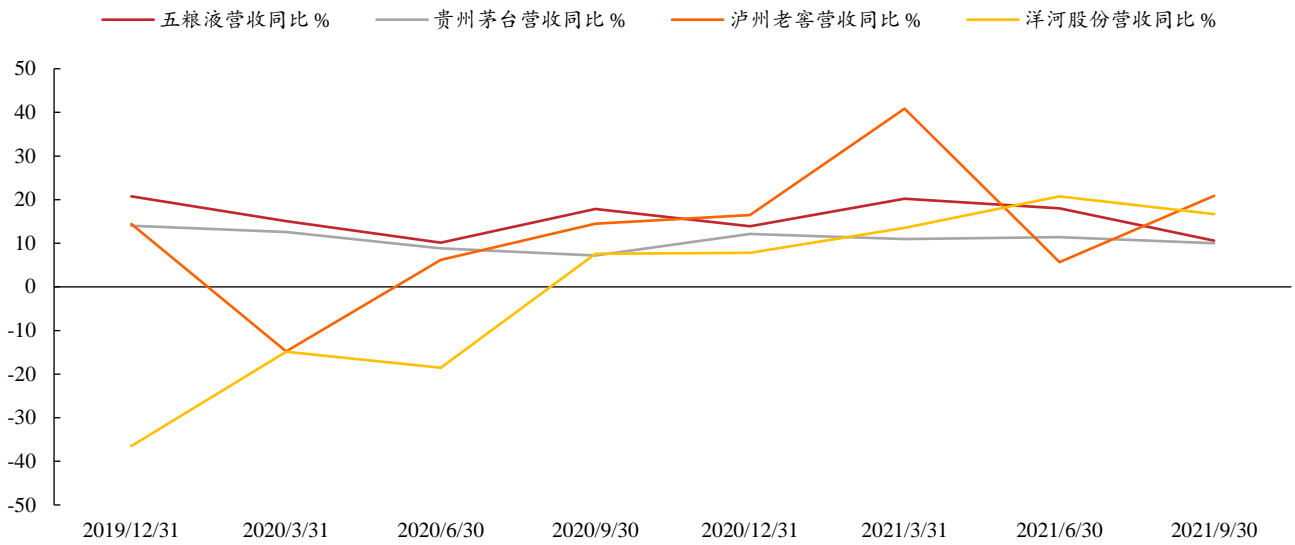


资料来源:《2019 中国酒类消费行为白皮书》, 东亚前海证券研究所

2.2. 疫情下白酒板块第一轮行情: 高端白酒受影响较小, 率先掀起第一轮行情

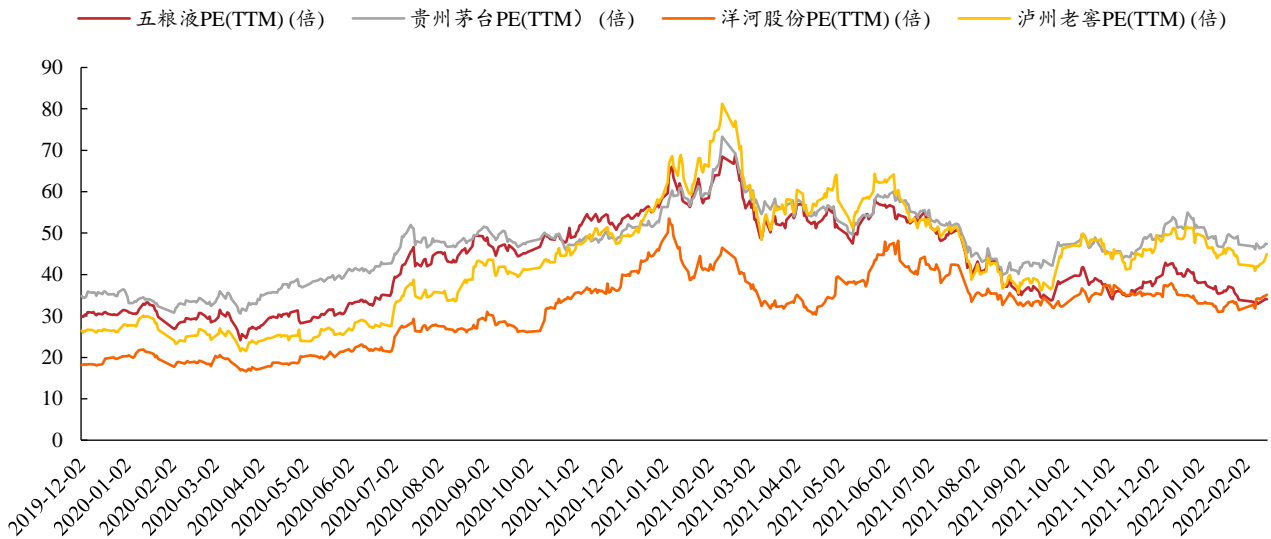
高端白酒受疫情扰动影响较小, 2020 年一季度开始掀起第一轮行情。由于高端白酒主要是送礼需求, 因此在线下餐饮受限的 2020 年初, 贵州茅台、五粮液等白酒领军企业受到的影响较轻, 泸州老窖和洋河股份受到一定的冲击但很快反弹。2020 年一季度, 茅台和五粮液营业收入增速保持稳定, 分别同比增长 12.54%和 15.05%, 泸州老窖和洋河股份营收同比分别下降 14.79%和 14.89%, 但在随后的 2020 年二季度和三季度, 泸州老窖和洋河股份营收同比先后转正; 在业绩的支撑下, 高端白酒率先出现估值和股价的提高, 从 2020 年 2 月后的低点开始出现上涨的趋势, 估值和股价几乎是同步提升, 上涨行情存在近一年, 直到 2021 年 2 月前后进入调整期。

图表4. 2020年一季度，高端白酒贵州茅台、五粮液业绩稳定，泸州老窖和洋河股份有所承压



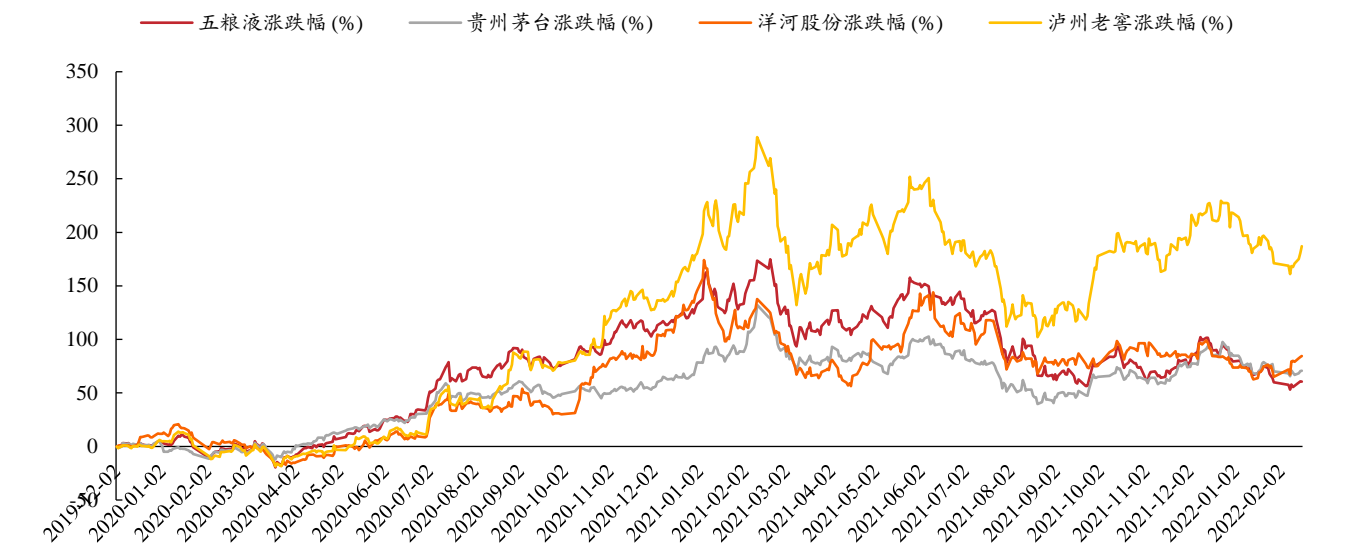
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表5. 高端白酒的估值从2020年2月的低点提升至2021年2月的高点，行情持续近一年



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表6. 高端白酒的涨跌幅变动与估值一致，存在近一年的上涨行情

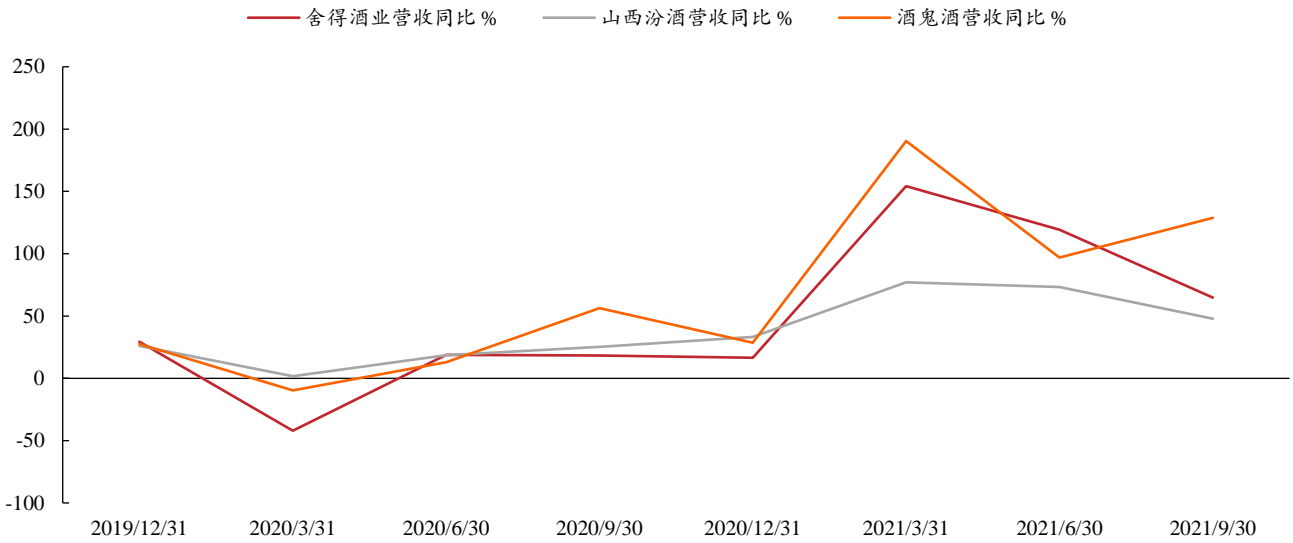


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.3. 疫情下白酒板块第二轮行情：全国次高端白酒复苏，第二轮行情来临

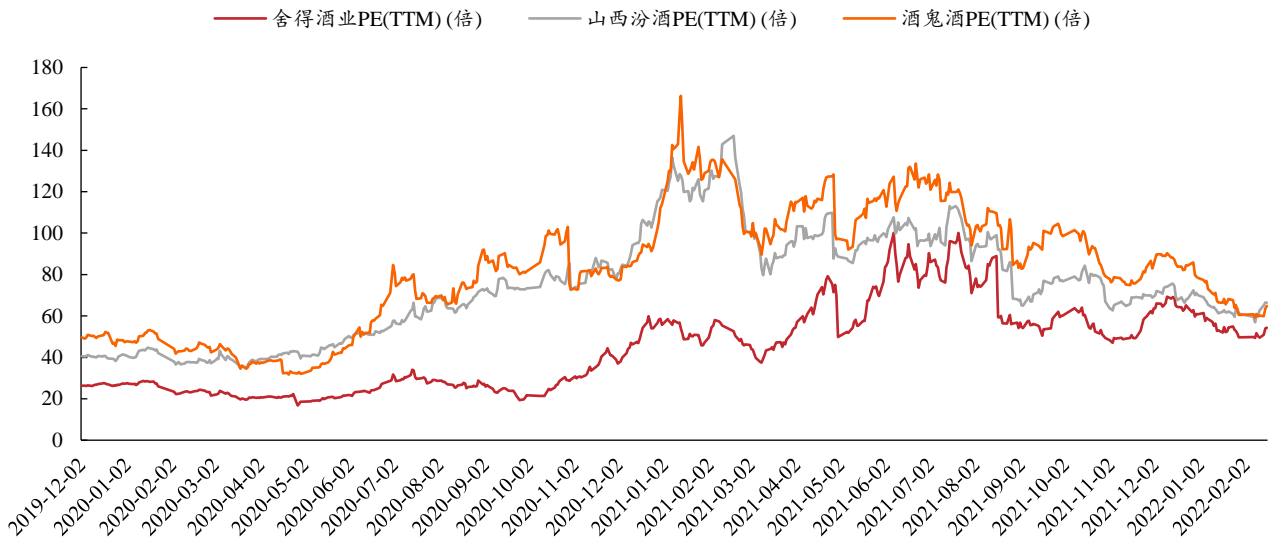
2020年二季度开始，随着疫情扰动减弱，全国次高端酒企率先复苏，第二轮估值与股价齐升的行情来临。随着疫情防控的成效显现，国内宴请、聚会等消费场景有序放开，全国性次高端酒企业绩逐渐回暖。2020年二季度，舍得酒业、山西汾酒、酒鬼酒营收同比分别为18.83%、18.44%、12.89%。而在低基数效应下，2021年一季度舍得酒业、山西汾酒、酒鬼酒的营收同比实现高增，估值和股价从2020年中期开始直到2021年中期有近一年的上涨行情。

图表7. 2020年初在疫情影响下，全国性次高端白酒业绩有所承压，2020年二季度开始业绩出现回暖



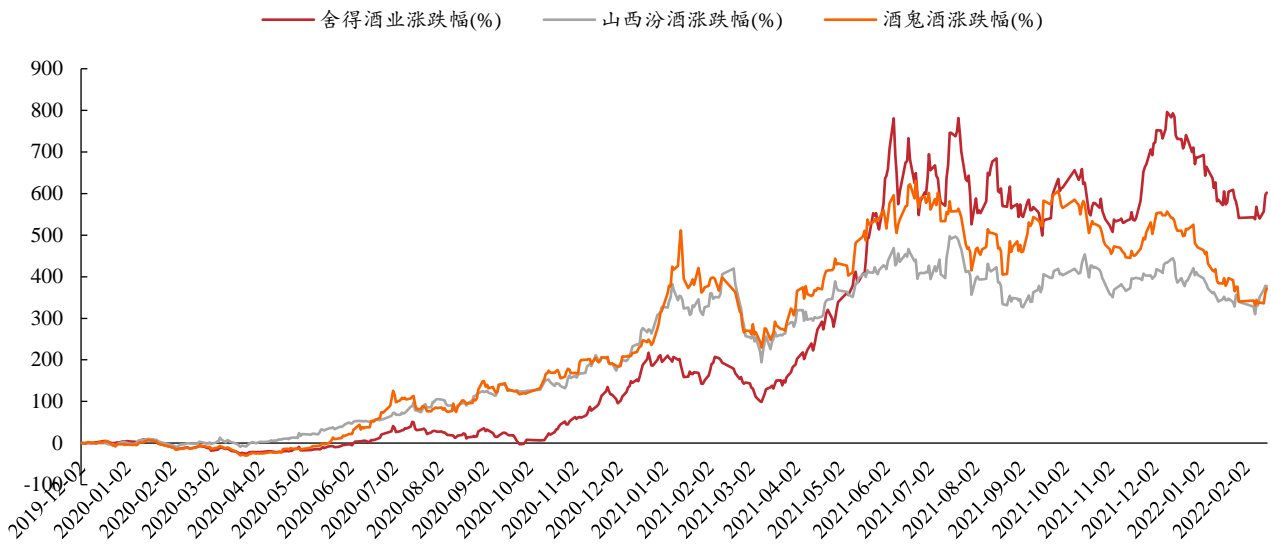
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表8. 全国性次高端白酒的估值提升自2020年中期开始直到2021年中期前后，存在大约一年的上涨行情



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表9. 全国性次高端白酒的股价上涨从2020年中期至2021年中期前后，存在近一年的上涨行情

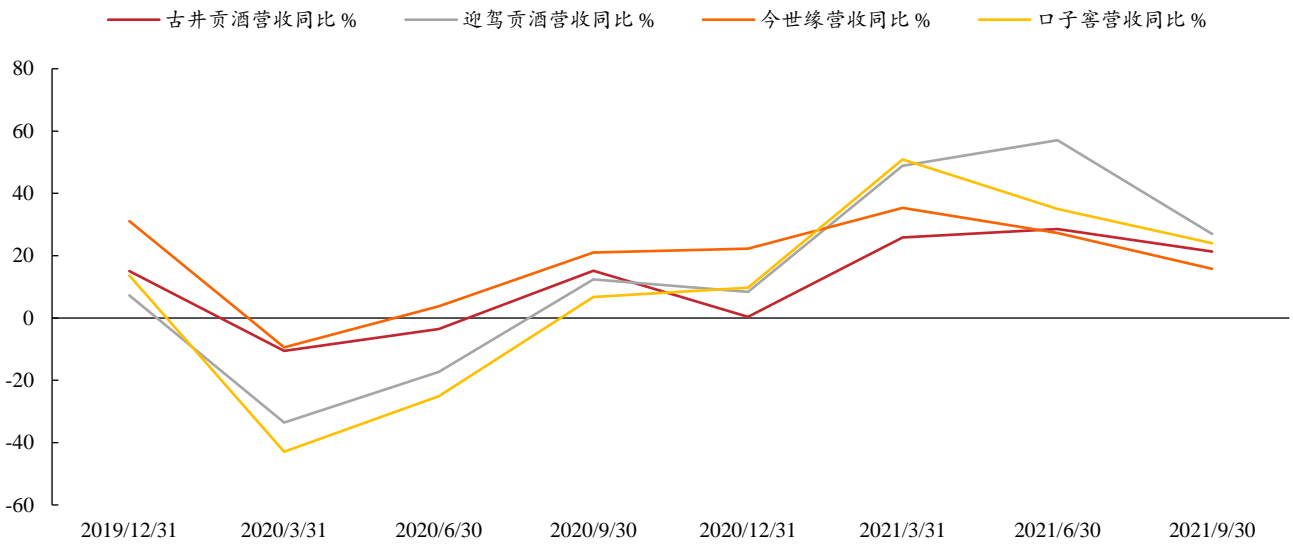


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.4. 疫情下白酒板块第三轮行情：区域次高端白酒扬帆起航，有望迎来第三轮行情

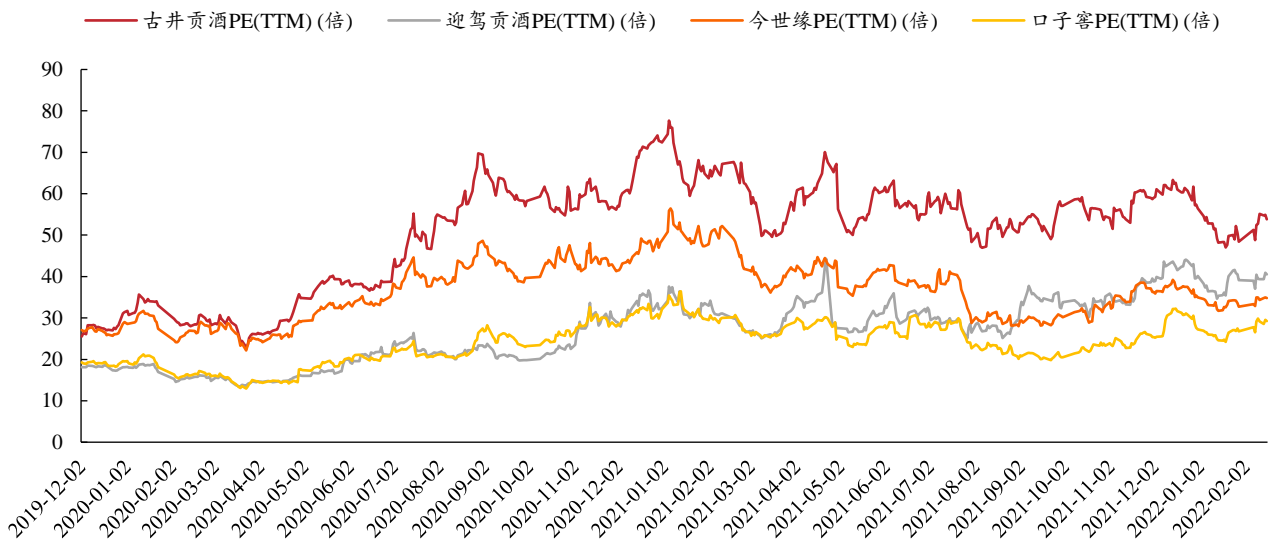
2021年开始，在疫情影响逐渐消散下，低基数效应叠加线下消费场景复苏，区域次高端白酒或将引领第三轮上涨行情。随着疫苗的问世，在全民接种疫苗的防疫战略下，疫情防控成效更为显著，宴请、聚会需求进一步放开，需求回暖叠加低基数效应，区域次高端白酒业绩明显回暖。2021年一季度，古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、口子窖等区域次高端酒企营收同比分别为25.86%、48.90%、35.34%、50.90%。受此前两轮上涨行情的带动，叠加业绩回暖，区域次高端酒企估值和股价已在2020年跟涨至相对高点，2021年出现震荡调整的态势。其中，迎驾贡酒在2021年的业绩反弹最为显著，2021年二季度依然保持着57.07%的营收增长，因此迎驾贡酒2021年下半年估值和股价持续上涨。展望2022年，疫情影响有望消散，区域次高端酒企在需求回暖下业绩有望维持高增，或将引领第三轮上涨行情。

图表10. 疫情影响下，区域次高端白酒企业2020年业绩承压，2021年在低基数效应下业绩高增



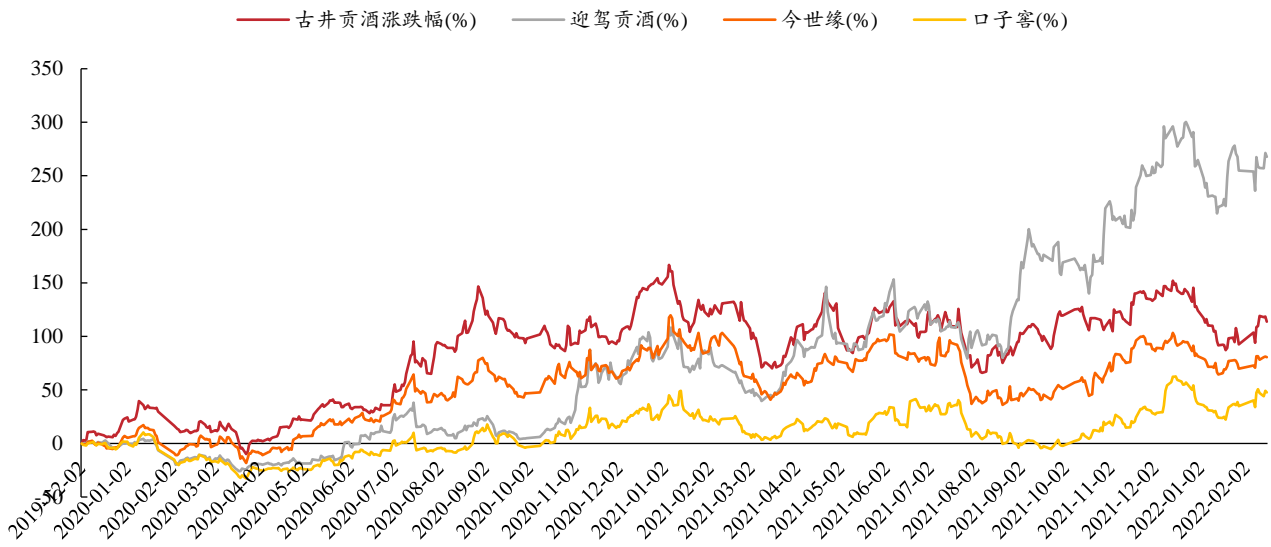
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表11. 区域次高端白酒估值在前两轮上涨行情里有所提升，来自区域次高端白酒的第三轮行情正在酝酿



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表12. 区域次高端白酒股价受前两轮行情影响有所提升，新一轮行情正在酝酿



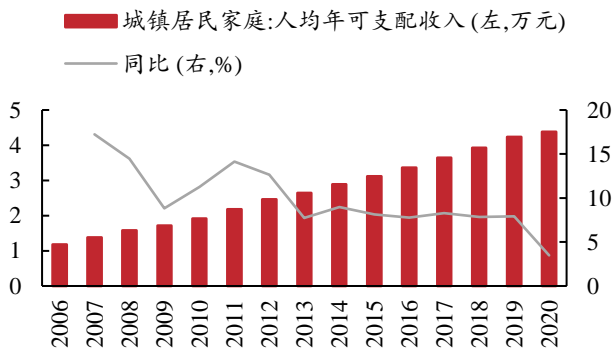
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3. 展望 2022 年，三大催化因素促进区域次高端白酒第三轮行情

3.1. 催化因素之一：消费升级趋势下，次高端名优酒企可享受量价齐升的增长空间

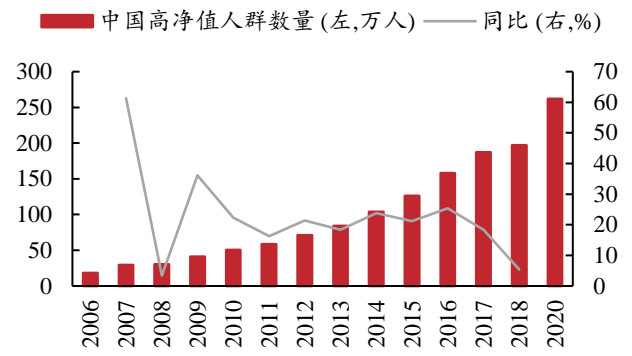
经济增长趋势延续，消费升级将促使白酒行业进行结构性调整。中国经济高速发展下，国民人均可支配收入和高净值人群不断增加。2006 年，我国城镇居民人均可支配收入为 1.18 万元，而到了 2020 年，城镇居民人均可支配收入为 4.38 万元，2006-2020 年的 CAGR 达到 9.9%。居民收入的不断提升促进了高净值人群(可投资资产超 1 千万)的壮大，我国高净值人群从 2006 年的 18.10 万人增长到 2020 年的 262 万人，2006-2020 年的 CAGR 达 21.03%。伴随着我国经济结构的转变，高质量发展和共同富裕成为新的发展主线，我国人均可支配收入和中高收入人群均有望持续增加。消费人群的扩大以及收入的增长为消费升级提供了持续发展的土壤，在消费升级的长期趋势下，白酒行业结构性调整有望继续推进。在高端化的消费升级观念下，消费者从“多喝酒”转向“喝好酒”，高端、次高端白酒的需求得到提升。

图表13. 国内城镇居民人均可支配收入逐渐提高



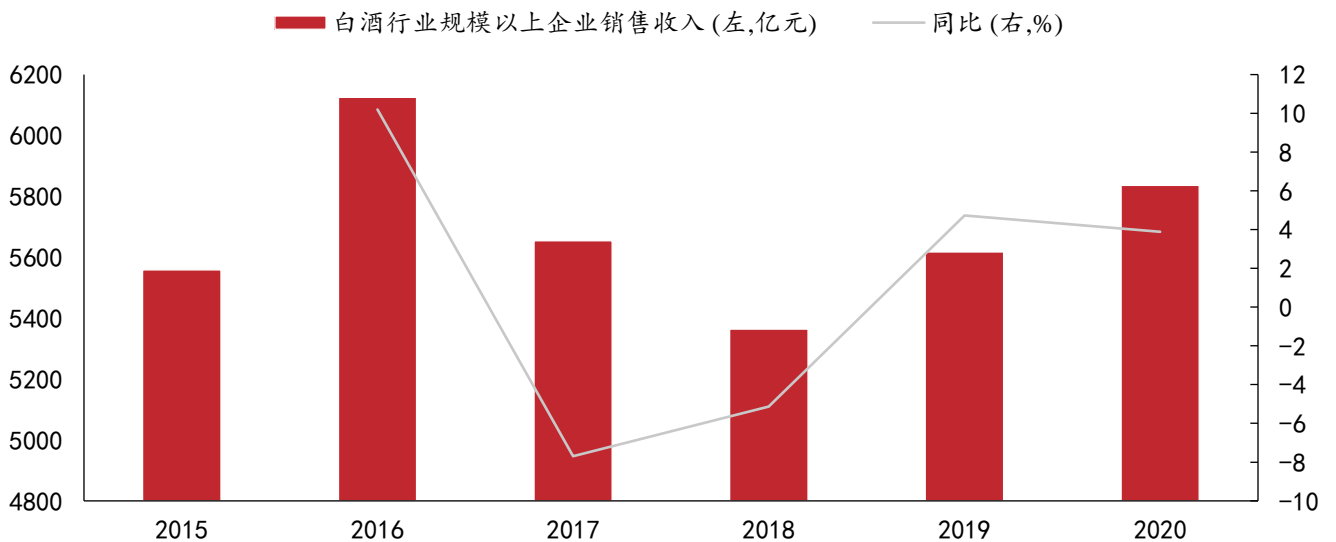
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表14. 我国高净值人群不断增加



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

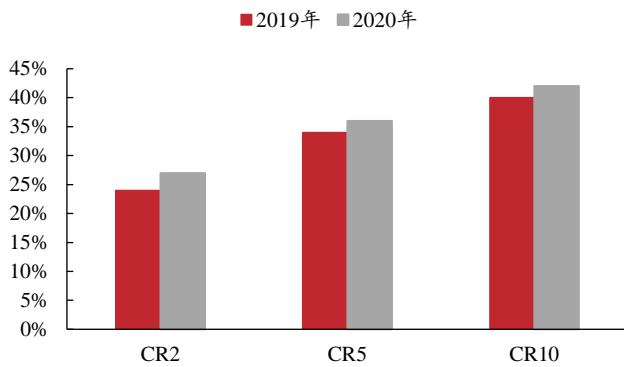
图表15. 自2018年以来,白酒行业规模以上企业销售收入有所回升



资料来源: 国家统计局, 东亚前海证券研究所

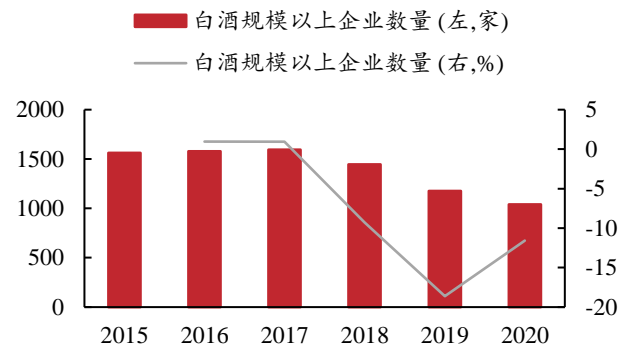
马太效应下,白酒行业分化加剧。白酒行业马太效应突出,行业集中度有望持续提升。由于名优酒企的底蕴丰厚,随着时间的推移,名优酒企的品牌将更加深入人心,白酒行业强者恒强的趋势有望延续。从行业集中度看,我国白酒行业集中度CR5从2019年的34%提升至2020年的36%,CR2从2019年的24%提升至2020年的27%;从规模以上酒企数量看,自2017年以来,我国白酒行业规模以上企业数量显著降低,截至2020年,白酒规模以上企业数量仅1040家,相较于2017年的1593家,下降了34.7%。市场集中度提升的同时企业数量减少,行业持续分化,白酒行业市场份额向名优酒企集中的态势有望持续。

图表16. 白酒行业集中度逐渐提升



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

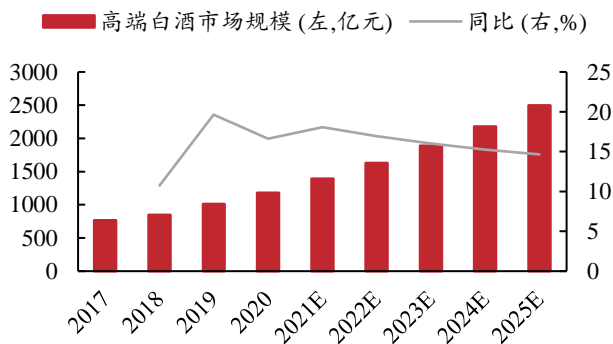
图表17. 2017年以来白酒企业数量显著降低



资料来源：中商情报网，东亚前海证券研究所

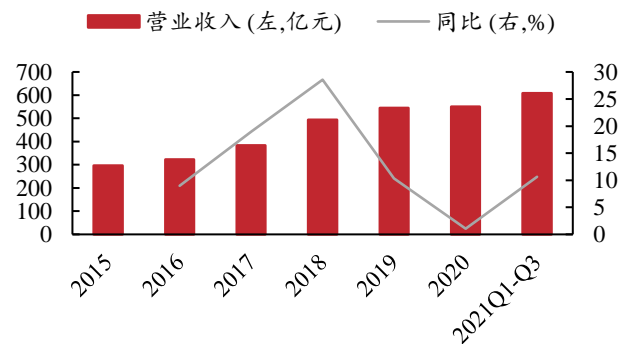
白酒行业结构性行情凸显，次高端白酒有望享受量价增长空间。自2015年行业调整以来，高端、次高端酒企产品价格带不断上移，高端白酒率先提价带动行业整体提价，53度飞天茅台的价格在京东上从2015年的888元/瓶，上涨至2019年年初的1499元/瓶。在茅台的带动下，白酒行业整体价格带有所上移。高端白酒受益于价增，市场规模逐年递增，根据欧睿数据，高端白酒市场规模在2019年已破千亿，预计在2024年可超两千亿。而在高端白酒打开行业价格的天花板后，余下的空白价格带可为次高端白酒带来量价齐升的增长空间。以具有代表性的次高端酒企为例，次高端酒企营业收入长期来看呈现增长的态势，2020年受疫情的影响，增速见底，随后在2021年实现高增长。2021年前三季度，在低基数效应下，次高端酒企营业收入实现同比增长36.99%。

图表18. 高端白酒市场规模逐年递增



资料来源：欧睿，东亚前海证券研究所

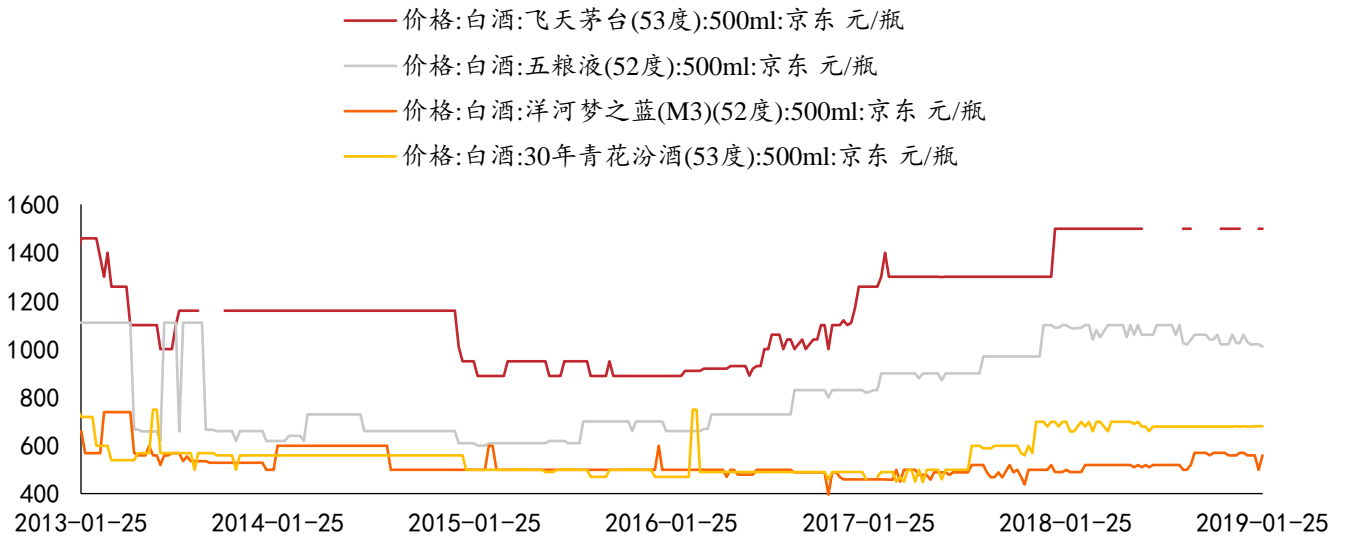
图表19. 次高端酒企营业收入2021年实现高增



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

注：次高端酒企选取古井贡酒、洋河股份、今世缘、舍得酒业、酒鬼酒、山西汾酒为代表

图表20. 消费升级趋势下，高端白酒价格呈上升态势

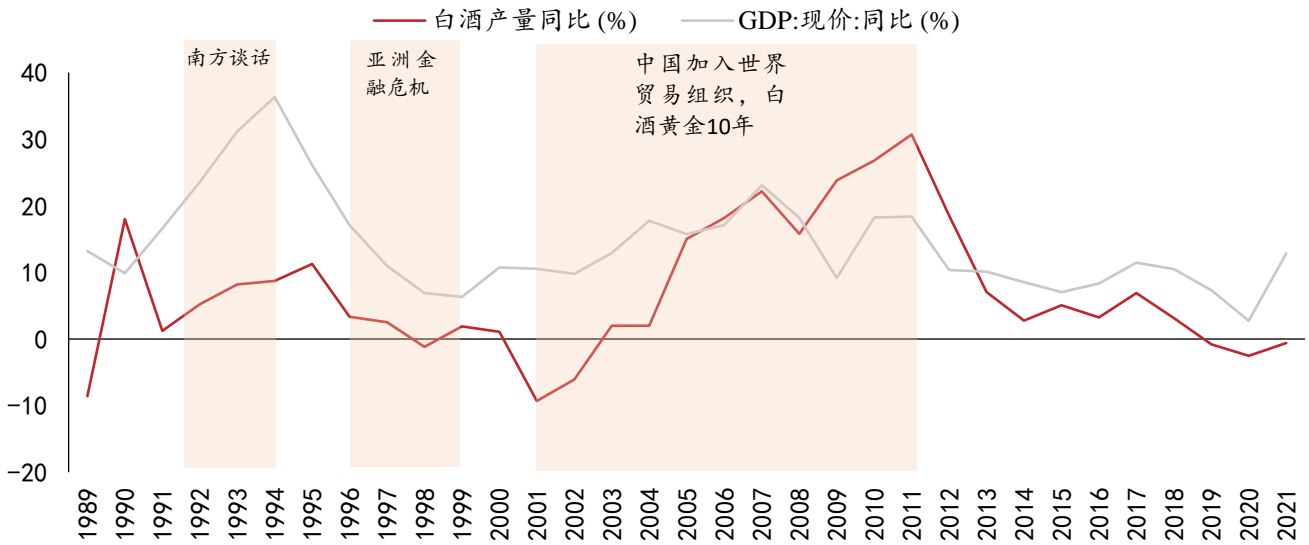


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3.2. 催化因素之二：宏观经济稳中向好助力白酒板块

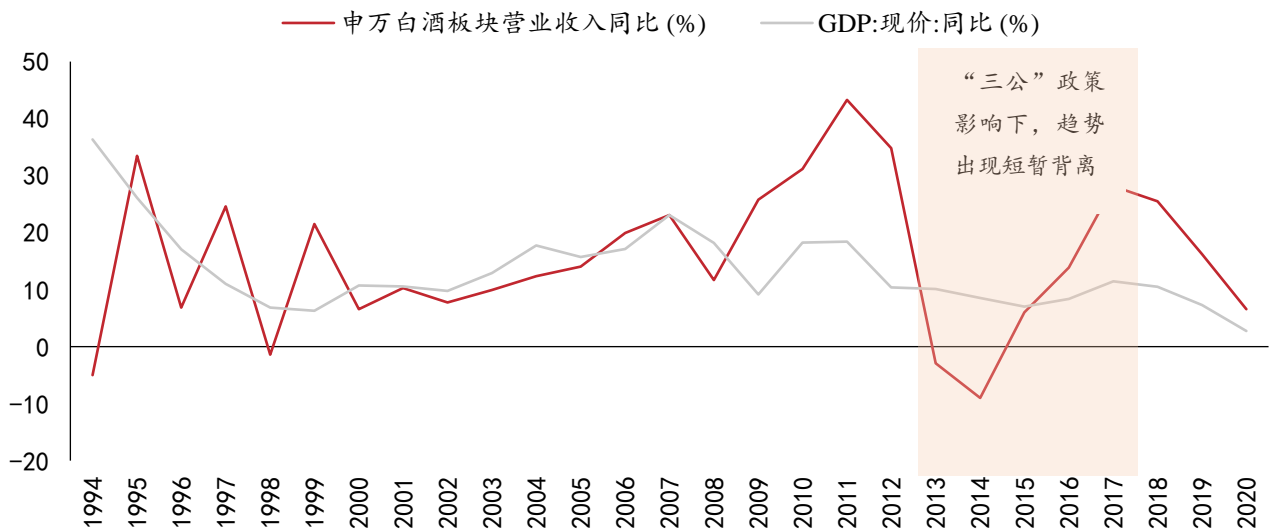
白酒行业消费水平与宏观经济发展水平具有正相关性。新中国成立后，在计划经济中，白酒行业属于国家管控行业，“批条生产”制度下白酒产销受政府控制。在改革开放后的1988年，国家放开了名酒的价格管控，市场经济下白酒消费水平逐渐和宏观经济发展形成了高度相关性。从白酒产量看，1992年南方谈话进一步深化了改革开放，经济高速发展下白酒产量增速逐渐增长；1997年亚洲金融危机下，我国GDP增速下滑，白酒产量同样出现了相同趋势的下滑；此外，在我国2001年加入世界贸易组织后，经济得到了快速的发展，白酒行业同样出现了黄金十年，白酒产量同比从2001年的-9.3%，逐渐提升至2011年的30.7%。从白酒板块营收同比看，在2001年中国加入世界贸易组织后，白酒板块营收增速与GDP增速具有高度一致性。白酒和经济发展的相关性与白酒的消费特点有关，由于白酒具有奢侈品的属性，因此白酒常用于政务、商务等宴请、送礼场景。在宏观经济向好的时段，政务、商务的社交需求增长叠加居民收入的增长，白酒行业消费水平也随之增长。

图表21. 白酒产量同比变化与 GDP 同比变化趋势相似



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表22. 多数时间里申万白酒板块营收同比变化与 GDP 同比变化具有一致性

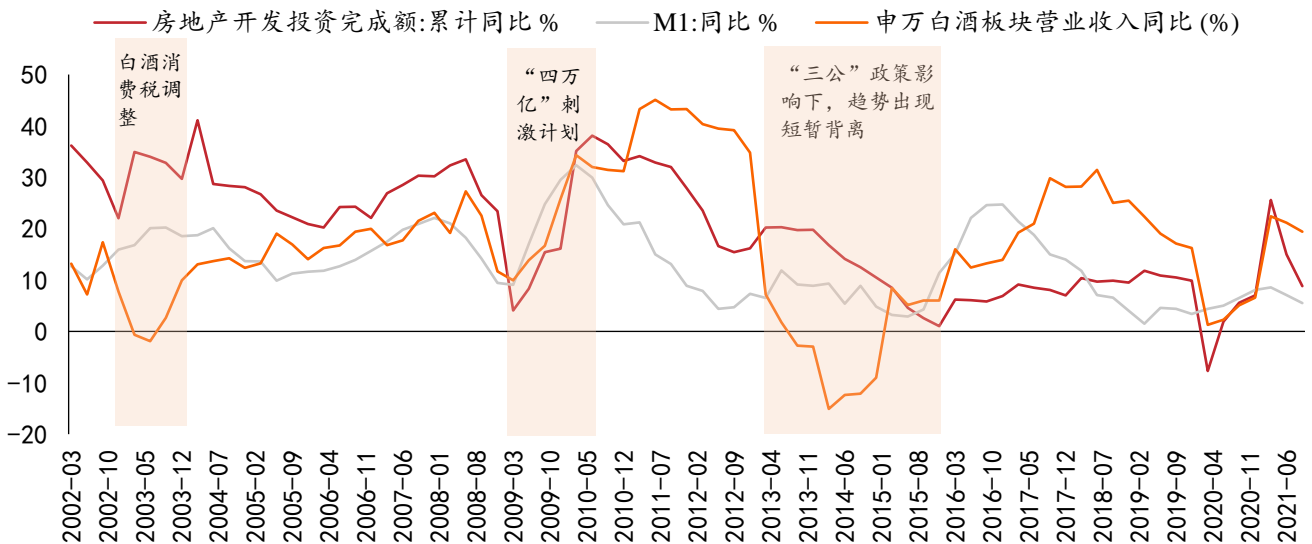


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

白酒板块营收增速和房地产投资、流动性增速具有一致性。由于房地产行业涉及多个相关行业,包括建材、家具、钢铁、金融、建筑、化工等,在行业的交互中为白酒创造了商务宴请、送礼等消费需求,因此房地产开发投资额累计同比增速走势与白酒板块营收同比增速具有一致性。但在外部政策影响下,两者走势可能出现背离,例如在2003年白酒消费税政策调整以及2012年“三公”消费政策的调整下,两者走势出现了一定的背离。除了房地产投资外,白酒板块营收同比增速还与流动性有关,白酒板块营收同比增速与M1同比增速具有一致性,在2008年金融危机后,我国加大

基建房产的投资以及货币投放力度，在“四万亿”基建投资以及大量的货币投放下，白酒板块营收同比增速显著增长，三者的同比走势具有一致性。

图表23. 多数时间里申万白酒板块营收同比变化与房地产投资、M1 同比变化趋势具有一致性



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所
注：M1 同比滞后 3 个月

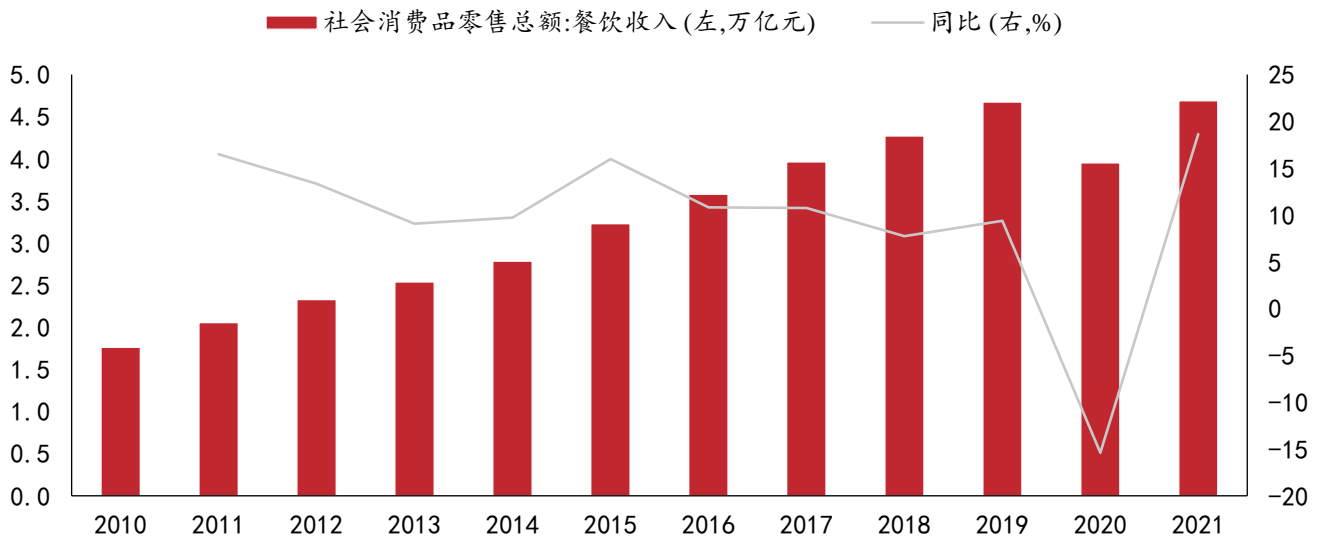
预计 2022 年国内经济稳中向好，经济增长助力白酒板块行情。根据国家统计局数据，2021 年我国 GDP 初步核算为 114.37 万亿元，同比增长 8.1%，超出全年预期增长目标 2.1 个百分点，经济持续稳定恢复。此外，在 2021 年 12 月的中央经济工作会议上，会议指出 2022 年要“稳字当头”、“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，稳增长预期下经济有望持续向好，白酒需求有望得到提振。

3.3. 催化因素之三：疫情扰动有望消散，宴请需求或将迎来爆发

2022 年疫情扰动有望消散，区域次高端白酒迎来新的发展机遇。随着我国高强度的防疫措施和大部分居民接种疫苗，我国疫情得到了显著的控制。自疫苗问世以来，我国疫苗接种量始终保持在世界前列，防疫严格指数多数时间在 70 以上，同时随着辉瑞公司新冠口服药物获得药监局批准注册，疫情的影响有望逐步消散。从社零餐饮收入数据看，我国餐饮收入在 2010-2019 年逐年递增，从 2010 年的 1.76 万亿元增长到 2019 年的 4.67 万亿元，CAGR 达到 11.43%。2020 年疫情袭来后，线下餐饮业受到重创，餐饮收入同比下降了 15.38%。到了 2021 年，疫情的负面影响正在逐渐消散，2021 年全年餐饮收入达 4.69 万亿元，餐饮收入有望持续修复，恢复长期增长的趋势。在线下餐饮逐渐恢复的背景下，白酒行业宴席、聚会需求有望逐渐复苏，尤其是喜宴具有可延迟的属性，在疫情期间累积的喜宴需求有

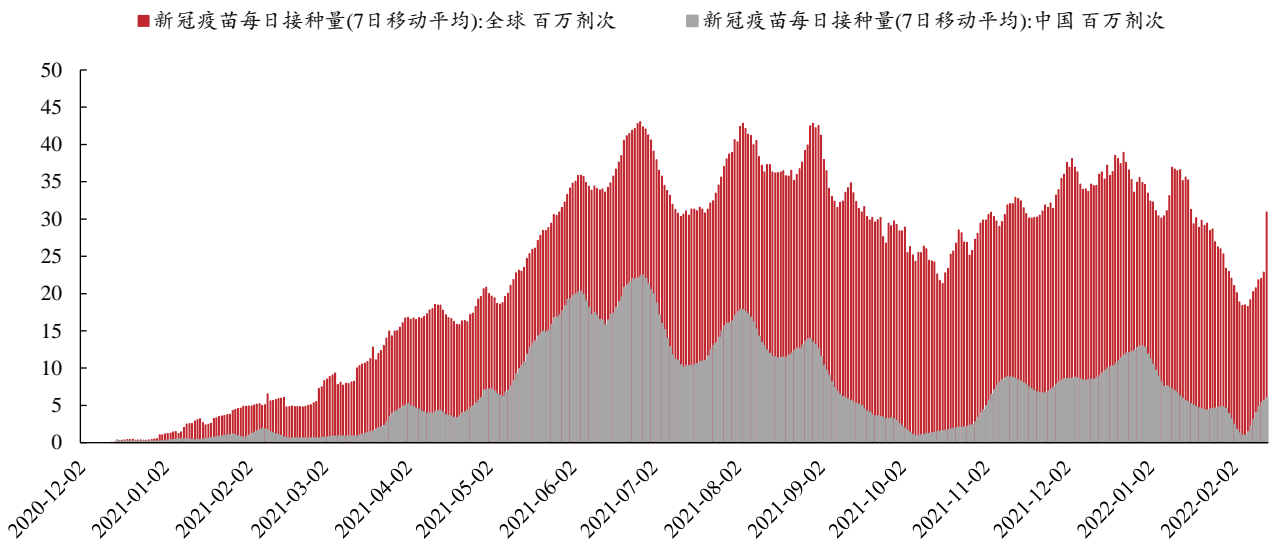
望迎来爆发，区域次高端白酒迎来新的发展机遇，有望迎来第三轮估值和股价齐升的行情。

图表24. 餐饮收入在 2021 年逐渐回暖



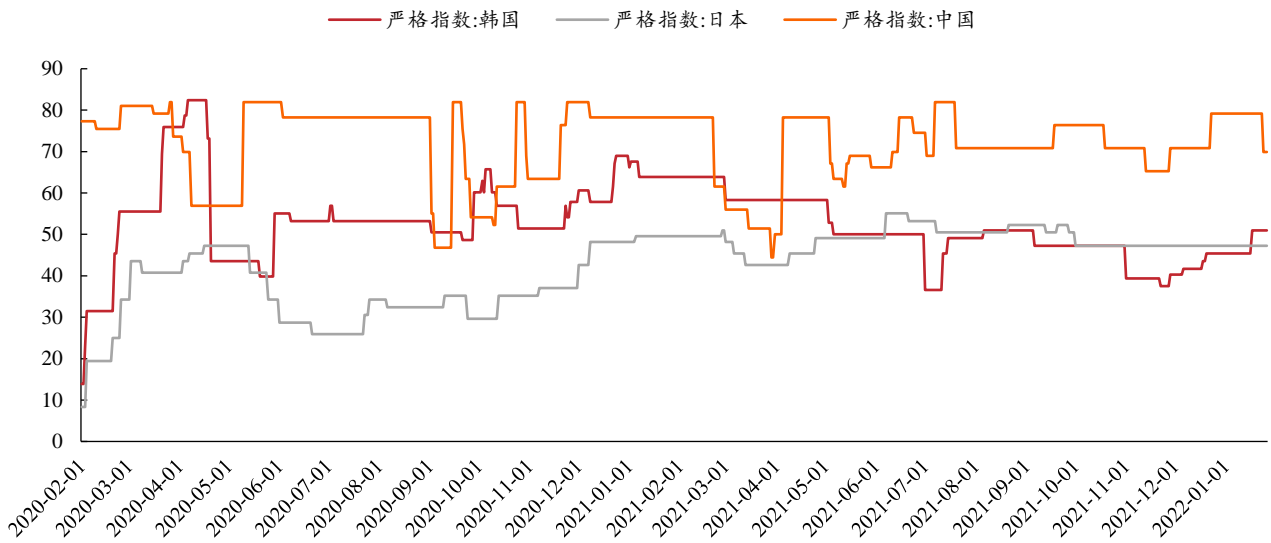
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表25. 中国疫苗接种量大，防疫力度较强



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表26. 中国防疫严格指数(100最高)多数时间保持在70以上



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4. 相关标的: 受益于宴请消费复苏的区域次高端酒企

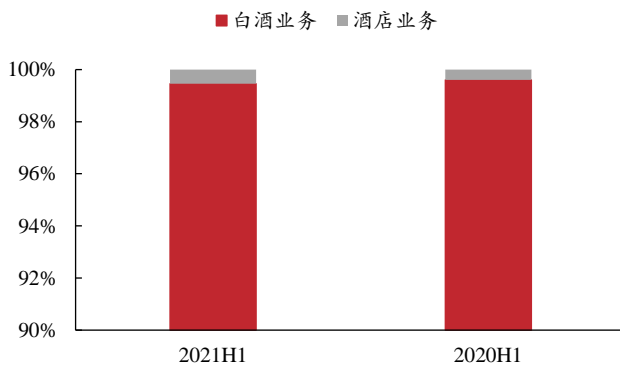
4.1. 古井贡酒: 聚焦中高端, 徽酒龙头品牌力兑现可期

古井贡酒作为国内老八大名酒之一, 历史源远流长。1963年10月在第二届全国白酒评酒会上, 古井贡酒夺得八大名酒第二名, 与茅台酒、董酒、汾酒、五粮液、泸州老窖特曲、西凤酒、全兴大曲等名酒合称中国八大名酒, 并且在1979年第三届评酒会、1984年第四届评酒会、1989年第五届评酒会上, 古井贡酒均获得名酒金奖。公司坐落在世界十大烈酒产区之一的安徽省亳州市, 古井贡酒为公司的主导产品。2017年11月19日, “世界名酒价值论坛”颁布了世界烈酒十大产区名录。古井贡酒所在产地中国亳州榜上有名, 与遵义产区、宜宾产区、吕梁产区、泸州产区、宿迁产区、干邑产区、苏格兰产区、波多黎各产区、瓜达拉哈拉产区同列世界十大烈酒产区。而公司产品古井贡酒渊源于公元196年曹操将家乡亳州产的“九酝春酒”(古井贡酒的前身)进献给汉献帝刘协, 并上奏《九酝酒法》阐述了美酒的酿制方法, 自此作为皇室贡品。新中国成立后, 公司在1959年改制成为国营亳县古井酒厂, 此后在1993年3月5日成立安徽古井贡酒股份有限公司, 并于1996年9月27日上市A股。在2016年白酒行业开始复苏后, 公司于2016年4月与黄鹤楼酒业签订战略合作协议, 开启中国名酒合作新时代, 2021年1月公司与明光酒业签订战略合作协议, 公司成为拥有“三个品牌”“四种香型”“三地产区”的中国名酒企业。

公司聚焦白酒业务, 营收以华中地区为主。公司主营业务包括白酒业务和酒店业务, 其中, 白酒业务是公司绝对的核心。根据公司2021年半年

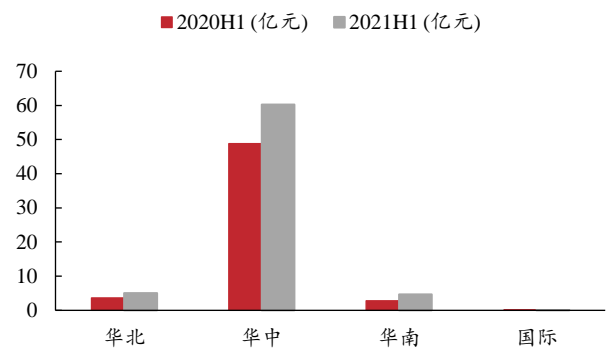
报披露，公司白酒业务收入 68.09 亿元，占总收入的 97.17%。此外，从收入地区来看，公司深耕华中地区，2021 年 H1 华中地区收入 60.25 亿元，同比增长了 23.54%，占比达 85.99%；华北、华南地区的收入分别为 5.05 亿元、4.72 亿元，同比分别增长了 40.30%、67.51%，占比相较 2020 年同期分别增长了 0.68 个百分点和 1.63 个百分点，达到 7.20%和 6.73%。公司全国化进程有所建树，但营业收入依然以华中地区为主。

图表27. 古井贡酒白酒业务营收占比较高



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

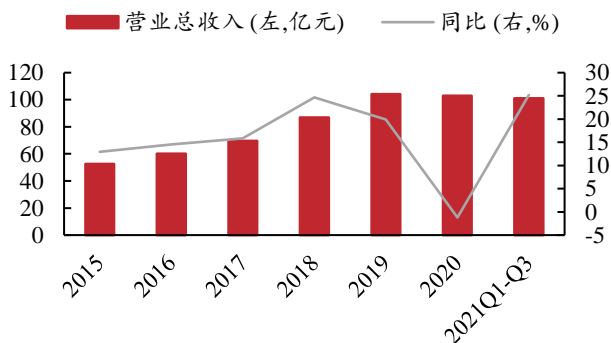
图表28. 2021H1 华中地区营业收入占比达 85.99%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

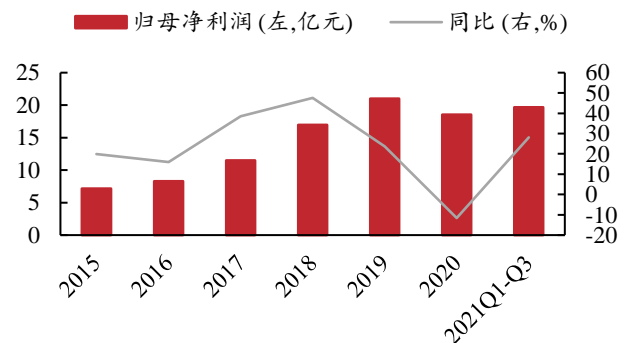
疫情不利影响消退下，2021 年公司业绩表现良好。2020 年，受新冠疫情的影响，消费需求承压，宴请、商务交流等活动被迫停止，白酒行业受到显著的冲击。2020 年度，公司实现营业收入 102.92 亿元，同比下降 1.20%，归属于母公司净利润 18.55 亿元，同比下降 11.58%。在 2021 年，防疫防控措施效果良好，消费逐渐复苏下，公司 2021 年前三季度实现营业收入 101.02 亿元，同比增长 25.19%，归属于母公司净利润 19.69 亿元，同比增长 28.05%。

图表29. 受疫情影响，2020 年营收有所下降



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表30. 受疫情影响，2020 年归母净利润有所下降

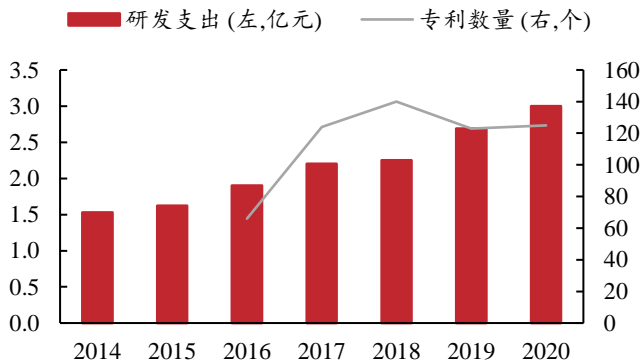


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

公司重视研发，研发支出效果初现。公司技术研发项目目的在于新产

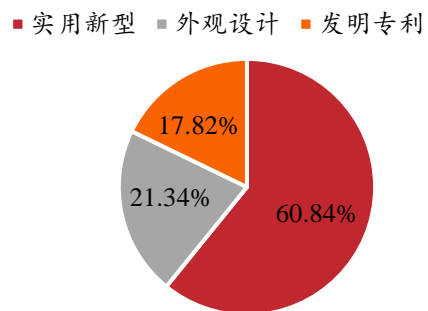
品研究与开发、产品质量的提升、酿酒智能化技术研究及酿酒新工艺研究，公司在 2014 年起开始逐渐增加研发投入，2014-2020 年 CAGR 达 11.88%。在 2020 年，公司共有 1014 位研发人员，研发人员数量占比达 10.21%，研发投入占营业收入 2.92%。经过多年的研发投入，公司目前已有 853 个专利，其中有效专利 627 个，远超行业平均专利数 154 个。公司专利主要为三类，实用新型、外观设计和发明专利，占比分别为 60.84%、21.34%和 17.82%，公司 TOP5 专利价值达 788.05 万元。2020 年，公司 1 项科研成果获安徽省科学家企业家协会科技成果评价中心评价为“国际领先”，1 项科研项目获得 2020 年度中国食品科学技术学会科技创新技术进步奖二等奖。公司获得“全国白酒行业质量领先企业”和“全国质量诚信先进企业”称号，研发投入的效果显著。

图表31. 研发支出效果初现，专利持续增加



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表32. 专利以实用新型为主



资料来源：古井贡酒公司公告，东亚前海证券研究所

安徽省政策助力白酒行业，古井贡酒可乘风而起。安徽省于 2020 年 4 月 21 日发布了《关于促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，文件提出八大重点工作，包括优化白酒产业布局、培育一批龙头企业、促进企业转型升级、推动实施绿色制造、持续提升产品品质、重塑安徽白酒品牌、不断优化营销模式和加强人才队伍培养。此外，文件提出到 2025 年，安徽白酒企业实现营业收入 500 亿元，酿酒总产量 50 万千升，培育年营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，超过 100 亿元的企业 2 家，打造一批在国内具有更高知名度和竞争力的企业，建成全国优质酒生产、研发和原料、包装基地，构建“品牌强、品质优、品种多、集群化”的安徽白酒产业发展体系，提升安徽白酒在全国的品牌影响力。在政策的大力支持下，安徽省白酒行业有望迎来一个高速发展期，古井贡酒作为徽酒龙头有望乘风而起。

图表33. 安徽省以八大重点工作推动本省白酒行业高质量发展

重点工作	主要内容
围绕“产区+基地”，优化白酒产业布局	结合我省地处黄淮名酒带、长江名酒带的地理特点，优化产业布局，培育优势产业。按照规模化、集约化原则，引导市场要素资源向优势产区集中，培育核心竞争力产业，将产区优势转化为产业优势。以重点白酒骨干企业为支撑，基于本地资源禀赋和比较优势，建立专业化、标准化和规模化的优质原料基地，引导中小企业以产业链为纽带，向龙头企业集中集聚，构建协作配套、协同发展的产业体系。
围绕“扶优+扶强”，培育一批龙头企业	支持发展混合所有制经济，鼓励非国有资本投资主体积极参与国企改革重组，参与国有控股上市公司增资扩股及企业经营管理。支持白酒企业跨省合作，加快全国战略布局，通过资本、品牌和技术输出，整合国内白酒资源，实现优势互补，扩大产业规模，培育一批综合实力较强的行业龙头企业。
围绕“数字+智能”，促进企业转型升级	支持企业淘汰落后生产设备，加大技术改造和智能设备投入，搭建车间级工业互联网，使车间设备互联互通，完成生产线数字化、网络化改造，建设数字化车间。加强示范引导，支持企业、行业和区域开展“两化”融合管理标准体系的对标贯标工作，提高企业工艺流程、生产装备、过程控制等环节的信息技术集成应用水平。
围绕“低碳+循环”，推动实施绿色制造	落实能耗、水耗、物耗、污染控制、资源综合利用及绿色制造管理体系等标准规范，按照用地集约化、生产洁净化、废物资源化、能源低碳化原则，开发绿色产品，创建绿色工厂。
围绕“质量+安全”，持续提升产品质量	支持行业协会、企业参与国家、行业标准制定，支持白酒企业建立企业标准体系。大力推广纯粮固态发酵，引导企业传承和创新传统酿酒工艺，保护酒厂窖池资源。加强白酒企业生产区域及周边环境的保护和治理，保障酿造所需的水质和生态要求。
围绕“精品+名品”，重塑安徽白酒品牌	支持企业争创“中国驰名商标”、“中华老字号”，加强品牌梯度培育，打造一批知名品牌企业。深入挖掘地域文化，讲好品牌故事，创建特色小镇，促进酒旅文化融合，推进安徽白酒品牌向中国品牌、世界品牌转变。
围绕“创新+创意”，不断优化营销模式	支持企业通过直配、分销、联营、体验店等多种模式，深耕省内市场，巩固和提高市场占有率，织密线下营销网络，加快开拓省外市场，推进营销网络全国化布局。支持企业运用大数据分析，根据消费者不同需求，开发适销对路的商品，实现个性化订制，推进白酒销售从B2B、B2C向C2M（定制）转变，细分目标市场，实现精准营销。
围绕“领军+工匠”，加强人才队伍培养	大力弘扬新时代企业家精神、发挥企业家才能，提高企业家社会地位，支持创新创造，打造一批行业领军人才。开展技能培训、组织技能竞赛，推行关键岗位从业人员持证上岗，开展人才和技术交流活动，加强在职人员继续教育培训，提高白酒行业人员整体素质。

资料来源：安徽省人民政府网，东亚前海证券研究所

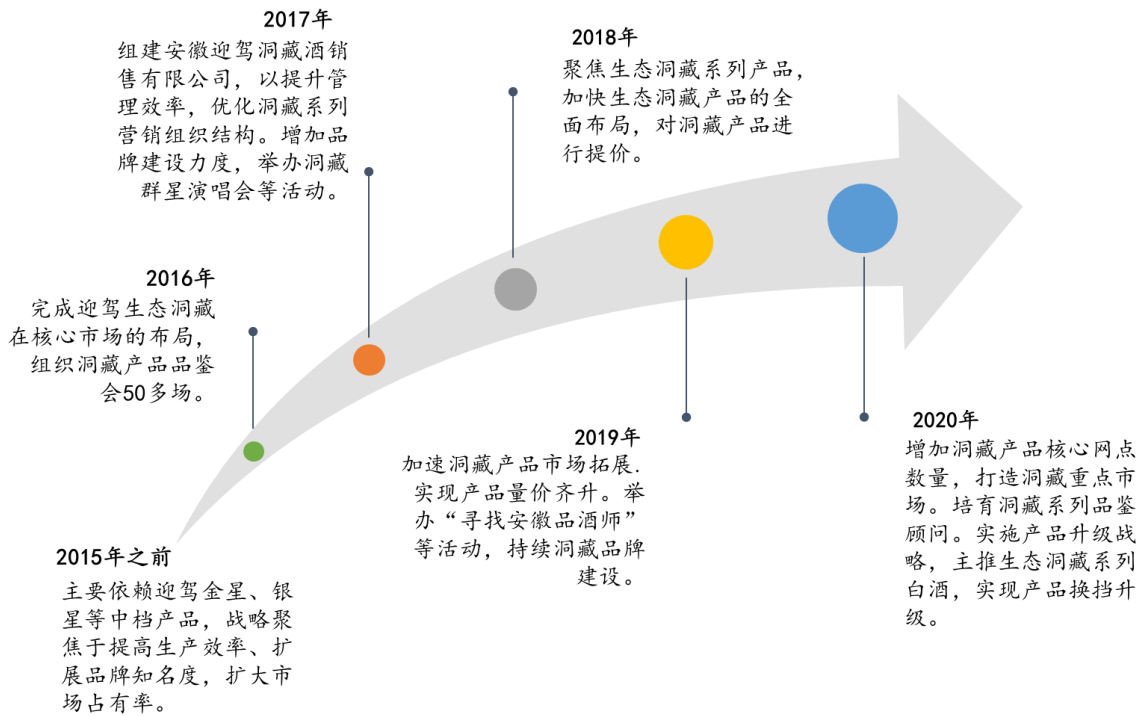
多方发力成就徽酒龙头，看好公司在次高端酒企发展机遇中兑现品牌力，实现业绩的高增长。1) 产品力：公司产品覆盖面较广，以中高端产品为主。公司目前产品主要分为年份原浆系列，古井贡酒系列和黄鹤楼系列。其中，定位中高端的年份原浆为主要产品；2) 渠道力：为配合年份原浆的

销售，公司采用“三通工程”推进渠道、终端、消费者三位一体；3) 品牌力：公司通过多维度营销提升品牌力。古井贡酒近年通过平台宣传、文化交流和创意营销等三大方式提升公司的知名度与品牌力，根据公司年报数据，公司品牌价值从2015年的375.55亿元提升至2020年的1971.36亿元，位列中国白酒行业的第四名。在消费升级的驱动下，白酒行业分化加剧，高端、次高端酒的价格不断提升，公司聚焦中高端产品将充分受益。此外，公司全国化进程加快，收购黄鹤楼进入湖北市场，打开市场空间后业绩有望进一步提升。我们看好公司在次高端酒企发展机遇中兑现品牌力，实现业绩的高增长。

4.2. 迎驾贡酒：聚焦洞藏系列，生态酒龙头方兴未艾

公司聚焦洞藏系列，站稳高端市场。在2015年以前，公司主要依靠中端的迎驾金银星产品，2015年推出的洞藏系列将价格定位于300以上的高端价格带，其中，洞藏20定价768元/500ml。2016年开始，公司加强洞藏系列的市场拓展，公司举办50多场洞藏产品品鉴会和两场迎驾贡酒大型群星演唱会，提升品牌形象，快速将洞藏产品推向市场。2017年，为提高公司在洞藏系列营销管理的效率，公司设立安徽迎驾洞藏酒销售有限公司，并设立洞藏酒会员制销售，以增加客户粘性，稳固市场地位，公司开创会务品鉴营销模式，模式包括“氛围营造”、“样品展示”、“现场品鉴”、“会后跟进”，旨在加强消费者对洞藏系列的认知度与认同感。2018年，公司加快洞藏产品的全面布局，通过客户发展奖励机制激励销售渠道的扩张。此外，公司通过对洞藏产品提价稳固其高端定位，推动产品量价齐升。2019、2020年，公司围绕洞藏产品，对公司产品结构进行优化，并将市场从安徽拓展至江苏、上海等地。未来，公司战略仍会持续走产品升级道路，主推生态洞藏系列白酒，实现产品换档升级。

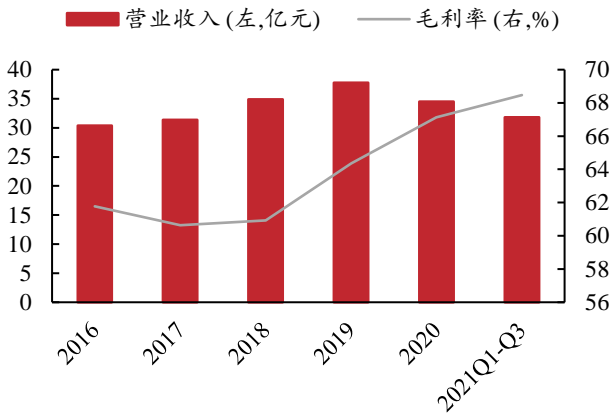
图表34. 2015年至2020年，古井贡酒加大洞藏酒的品牌建设力度



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

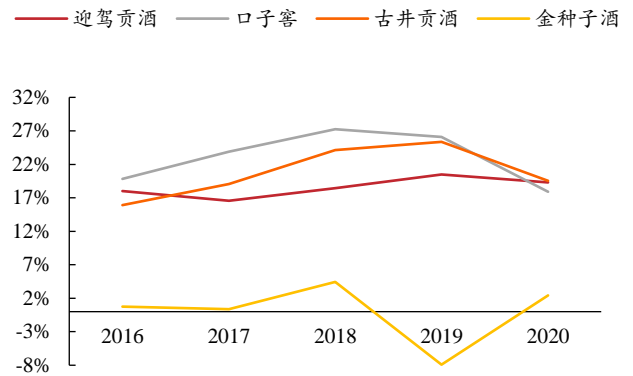
公司净资产收益率和毛利率稳中有增。2017至2019年，公司ROE由16.56%增长到20.48%，徽酒中古井贡酒与口子窖增长幅度大于迎驾贡酒，但2020年在疫情影响下，迎驾贡酒ROE仅下跌1.2个百分点，口子窖与古井贡酒分别下跌8.2与5.82个百分点。2016年至2019年，公司营业收入持续上升，年复合增长率为7.52%。2020年由于疫情影响，营收同比下降8.6%。2021年公司业绩回暖，2021Q3营收为31.8亿元，较2020年同期增长42.62%，较2019Q3同比增长20.06%。从公司毛利率数据看，公司管控经营成本效果显著，毛利率持续上升，由2018年的60.92%上升到2021Q3的68.47%，尽管2020年疫情影响营收，但毛利率仍有提升，为67.13%，较2019年提升2.78个百分点。

图表35. 毛利率持续增长，2021Q3为68.74%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表36. 迎驾贡酒 ROE 稳定增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

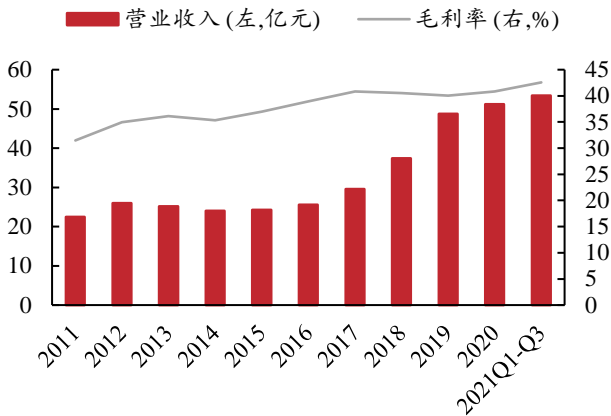
生态酒龙头聚焦中高档产品，绿色高质量发展战略契合国家双碳发展战略，看好公司在次高端酒企发展机遇中成就百亿迎驾的战略目标。公司以洞藏系列为核心，在消费升级的趋势下有望持续对产品进行升级，享受次高端白酒的量价提升空间。此外，公司打造了中国白酒行业第一家国家级绿色工厂，在曲酒酿造车间的屋面全部安装太阳能光伏发电，形成了一个完整的全生态循环系统，构建了低碳、节能、环保的循环经济模式。在国家碳达峰碳中和的战略背景下，公司以低排、节能、环保的循环系统，推动企业绿色高质量发展道路。我们看好公司在未来疫情影响消散后，实现百亿迎驾的战略目标，维持业绩的高增长。

4.3. 今世缘：定位“缘”文化，苏酒次高端扬帆起航

公司历经70年发展，聚焦婚庆“缘”文化实现差异化发展。公司位于江苏省淮安市涟水县高沟镇，历史最早可追溯至1944年，70多年间，公司历经停产整改、产品创新、品牌建设等，形成了以酒为载体、以“缘”为核心的公司经营模式，以聚焦婚庆市场的差异化定位在竞争激烈的白酒市场中获得一席之地。公司2006年成为中国白酒行业前十强，2014年成功上市。

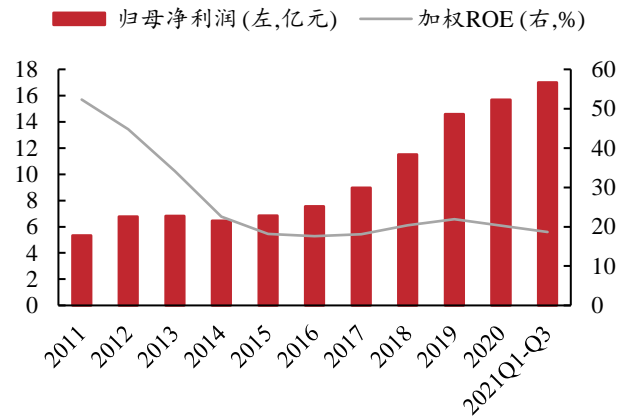
波动期短暂，公司维持强劲增长趋势。公司近十年营业收入年复合增长率达9.62%，2013年与2014年面临竞争对手抢占市场份额压力，出现短暂的营收下滑期，但公司及时调整公司经营策略，精准定位产品，占据细分市场，2015年开始出现回升。2020年，市场面临疫情冲击，白酒行业整体表现低迷，而今世缘实现逆势增长，总营业收入增长5.1%，毛利率增长0.84个百分点。公司2011年至2020年的归母净利润年复合增长率为12.73%，近五年公司加权ROE在18.11%~21.93%之间稳定波动，净资产收益率较为稳定。

图表37. 2011 至今，总营业收入 CAGR 为 9.61%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

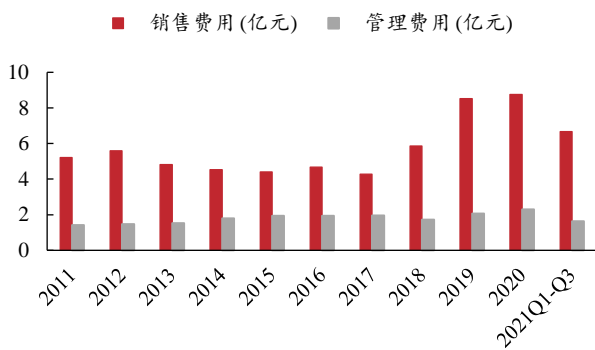
图表38. 2011 年至今，归母净利润 CAGR 为 12.73%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

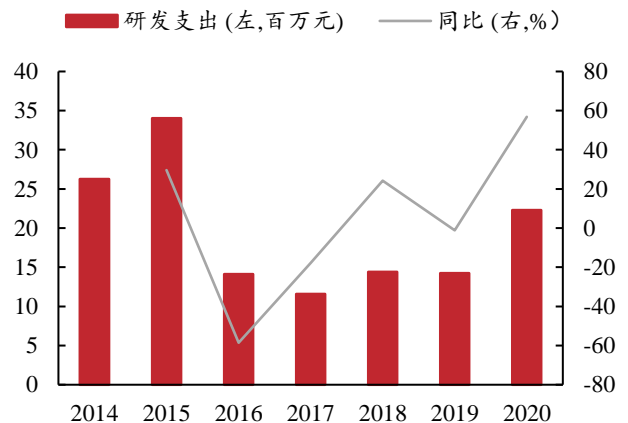
公司重视研发，营销加码推动发展。公司 2016 年提出“五力工程”概念，即深化品牌力、产品力、渠道力、成长力、执行力。由于拓展市场需求，广告费投入力度加大，公司销售费用近年出现正增长趋势，2019 年，公司构建“国家级平台--央视与新华社为传播高地，省内及周边高速高铁为落地主体，公关事件与新媒体传播为重要补充”的融媒体传播矩阵，销售费用增长 45.64%。公司注重研发，与中科院微生物研究所、中科院过程所、江南大学等科研院与高校合作，着手于食品安全控制、固态酿酒工艺优化等技术研发。2018 年，公司加强技改工作，完善了酿造微生物资源库，“固态发酵浓香型白酒智能酿造关键技术的研发与应用”被评为中国好技术，当年，研发支出增长率为 24.17%。2020 年，“国缘清雅酱香型白酒酿造工艺研发”项目获得“2020 年中国食品工业科学技术奖一等奖”，研发支出同比增长 56.82%。

图表39. 2019 与 2020 年今世缘销售费用增加



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表40. 2020 年加码研发，研发支出增长 56.82%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

公司战略规划清晰，2022年聚焦高质量发展与跨越。2021年是“十四五”的开端，公司在2021年1月14日，公布了五年战略规划纲要，提出要以“发展高质量，酒缘新跨越”为主题深化营销与管理变革，坚持和完善公司治理，做强做大市场，到2025年努力实现营收过百亿。此外，在2021年12月29日，公司召开发展大会，会上提出2022年将以高质量+新跨越为目标，营销工作将实施“13445”战略：“1”是把握“聚焦高质量，聚力新跨越”的工作主线；“3”是遵循差异化、高端化、全国化的“三化方略”为“十四五”时期战略性指导原则；“4”是增强产业信心、品牌信心、品质信心、发展信心等四个信心；第二个“4”是深化国缘V系攻坚战、国缘开系提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战等四大战役；“5”是强化五项保障。在清晰的战略规划下，今世缘在2022年有望实现高质量的跨越发展，迈出百亿营收的坚实一步。

图表41. 2022今世缘大会主题为“聚焦高质量 聚力新跨越”



资料来源：公司公告、公司官网，东亚前海证券研究所

智能化酿酒叠加省外扩张，看好公司在次高端酒企发展机遇中成就百亿营收的战略目标。2016年，在中国白酒装备升级改造现场会上，中国白酒智能制造联盟全力推广智能酿酒今世缘模式，今世缘成为智能化酿酒全国标杆。2017年，省内建立对标架构，省外制定“周边辐射，重点突破”的拓展策略。2018年，公司开启营销转型，对接高端资源，参加在联合国总部举办的中华缘文化交流暨中国酒·国缘品鉴会等有影响力活动，省内实施“大区制”，省外试点设立“山东大区”，进一步实现省外市场扩张目标。2019年，省外7个重点升级市场销售增长率达66.2%。2020年，为优

化省外市场营销管理效率，公司设立省外工作部和市场监督部。2014 年至今，公司省外营业收入持续上升，2020 年面临市场整体低迷的情况下，公司实现逆势增长，省外营收增长率达 6.17%。2018 年至 2020 年，公司省外毛利率持续上升，2020 年，省外毛利率达 62.21%。我们看好公司全国化扩张后将充分享受到白酒市场复苏的利润弹性，实现百亿营收的目标。

5. 投资建议

疫情扰动逐渐消散，建议关注宴席需求较高的区域次高端酒企。2022 年疫情的影响有望消散，在经济回暖叠加消费复苏的背景下，此前受抑制的宴请需求有望强势反弹，区域次高端白酒迎来发展机遇。相关标的：**1) 古井贡酒**：八大名酒之一，产品聚焦中高端的年份原浆和古井贡酒系列，我们看好公司在次高端酒企发展机遇中兑现品牌力，实现业绩的高增长；**2) 迎驾贡酒**：公司以洞藏系列为核心，在消费升级的趋势下有望持续对产品进行升级，享受次高端白酒的量价提升空间。我们看好公司在未来疫情影响消散后，实现百亿迎驾的战略目标，维持业绩的高增长；**3) 今世缘**：公司聚焦婚庆“缘”文化实现差异化发展，智能化酿酒叠加省外扩张，我们看好公司全国化扩张后将充分享受到白酒市场复苏的利润弹性，实现百亿营收的目标。除此之外，口子窖、酒鬼酒、水井坊等次高端酒企也将受益于疫情扰动消散。

6. 风险提示

- 1) 疫情反复风险：疫情限制白酒线下餐饮、宴请需求，而疫情具有反复性，或将对白酒需求恢复造成阻碍。
- 2) 白酒消费税风险：白酒尤其是高端、次高端白酒具有奢侈品属性，若白酒消费税落地，或将影响白酒厂商和经销商的利润。
- 3) 宏观经济下行风险：白酒与宏观经济具有高度正相关性，国际政治局势严峻或将影响国内经济复苏，进而导致白酒企业增长放缓。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>