

2024 年 07 月 23 日

白酒

SDIC

行业深度分析

证券研究报告

行业格局变化深度系列二：渠道是行业分化的加速器（实证篇）

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

本篇报告为白酒行业格局变化深度系列二，我们通过梳理近年来香型变化、区域竞争格局变化、渠道端举措变化等行业客观趋势，分析背后消费者和渠道决策对行业的影响。进一步论证 2020 年至今行业集中度加速提升背后为渠道主导，2023 年后酒企成长的关键在于自身运营能力及根据地市场空间。

香型的演化：背后是消费者品牌品质意识的崛起。我们认为香型演变背后往往是更深层次的因素，酱香热的起落背后是茅台品牌的溢出效应，2020 年起涌现的大量定位次高端价格带的中小酱酒品牌满足了价格升级下消费者对产品和品质的差异化选择需求。同时新兴酱酒品牌通常采用高毛利的运作模式，能够充分激发渠道的积极性。但随着消费者品牌品质意识的崛起，中小酱酒品牌无法形成稳定复购，短期招商铺货的虚假繁荣难以持续，被渠道快速抛弃，行业泡沫出清。与酱酒热相似，“清香复兴”背后的核心推动力也是龙头汾酒的业绩高增。“清香复兴”实际上是“汾酒复兴”，是消费者品牌意识觉醒，主动选择名酒的体现。

区域竞争格局演变：江苏和安徽市场 2023 年以来消费升级趋势放缓，100-300 元价格带扩容，整体白酒市场进入挤压式增长阶段，地产名酒优势强化。

江苏市场份额向头部酒企集中，苏酒整体表现强势，挤压省外名酒。从 2023 年开始，外来品牌增长压力明显，苏酒头部酒企仍逆势实现高增，今世缘突破百亿规模。省内份额开始加剧向竞争实力强的头部品牌集中，随着苏酒的崛起，川黔名酒仅占据省内高端市场及高线次高端市场。

安徽市场则呈现竞争格局稳固趋势，马太效应明显。近两年安徽白酒市场扩容趋势放缓，地产品牌强势，占据 100-300 元价格带。一超两强局面稳定，龙头古井强者恒强，迎驾增长迅速，二者和其他徽酒差距逐渐拉大。

品牌集中的同时中小渠道也在集中，23 年以后供给端集中（酒厂及烟酒店）分化加剧。全国规模以上白酒企业从 2017 年的 1593 家减少至 2022 年的 963 家，中小酒企承压能力较弱逐步退出市场。终端烟酒店也分化明显，减少中小品牌代理以规避风险。渠道具备反抗精神和实力，2024 年开始，由去年的瘦身动作转变为主动置换代理品牌，与需求端向头部集中的趋势共振，加速供给端分化和出清。进入 2024 年，需求较弱&竞争加剧背景下，反向红包等消费者端的促销边际作用递减后，酒企营销层面举措相应

首选股票	目标价（元）	评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.9	-7.7	-7.9
绝对收益	-2.8	-9.5	-17.4

赵国防 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

王尧 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523110002

wangyao2@essence.com.cn

相关报告

国投证券消费一周看图 2024W27	2024-07-08
专题：红包政策弱化反映的厂商新矛盾	2024-02-26
双节白酒反馈：环比改善，分化延续	2023-10-08
全国化次高端招商铺货处于哪个阶段？	2022-07-05
何为次高端？成长赛道空间广阔，龙头混战各有看点	2022-06-01

变革，由消费者端促销转变为增加更多专业销售人员强化经销商队伍进而实现销售，更关注渠道端盈利情况和经营质量。

目在当前需求端增长降速的背景下，酒企成长难以依赖行业整体扩容，更考验酒企自身运营能力及根据地市场的成长空间。重点寻找市占率提升空间大、厂商关系维护良好、产品矩阵丰富能满足经销商及消费者多样化需求的酒厂。重点推荐今世缘、古井贡酒、山西汾酒、老白干酒等，推荐五粮液、泸州老窖、贵州茅台，关注迎驾贡酒、金徽酒、伊力特。

目风险提示：宏观经济下行风险、消费税改革风险、食品安全风险。

目 录

1. 香型的演化:背后是消费者品牌品质意识的崛起	5
1.1. “酱香热”从过热到退潮,供给端的泡沫被逐渐挤出	5
1.2. 名酒复兴趋势下,汾酒高增带领清香复兴	8
2. 区域内分化:品牌集中度提升,头部酒企马太效应凸显	9
2.1. 江苏市场:升级趋势放缓,苏酒竞争优势强化	9
2.1.1. 白酒高地市场,区域间特征明显	9
2.1.2. 100-300 元价格带扩容,次高端价格带短期承压	10
2.1.3. 苏酒表现强势,省外名酒承压	11
2.2. 安徽市场:竞争加剧,龙头份额稳固	13
2.2.1. 增速放缓,100-200 元价格带成为主战场	13
2.2.2. “一超两强”格局形成并逐渐稳固,龙头竞争优势强化	14
3. 供给端分化:中小酒厂退出、渠道分化,行业集中度加速集中	15
3.1. 供给端加速出清,终端分化明显	15
3.2. 酒企针对需求端性价比消费趋势调整营销策略	16
3.3. 渠道具备反抗精神和实力,主动置换代理品牌加速集中度提升	18
4. 总结:行业集中度提升趋势更明显,酒企运营能力、政策执行力及落地效果成为竞争胜负手	19
5. 投资建议	19
6. 风险提示	20

目 录

图 1. 香型变迁脉络	5
图 2. 酱酒收入占白酒收入比重变化	6
图 3. 酱酒利润占白酒收入比重变化	6
图 4. 酱酒产量(万千升)及增速(%)	6
图 5. 2019-2021 年内外资本加大对酱酒的布局	7
图 6. 清香型白酒商超渠道销售份额在白酒品类占比	8
图 7. 清香型白酒市场份额	8
图 8. 汾酒营收及增速(%)	8
图 9. 消费者选择白酒的主要考虑因素	9
图 10. 玻汾规模增长迅速	9
图 11. 江苏区域白酒产量近年来基本无增长	10
图 12. 2022 年江苏省各市 GDP 及增速	10
图 13. 2022 年江苏省各市人均 GDP	10
图 14. 江苏各区域白酒消费主流价格带	10
图 15. 今世缘各价格带产品占比变化趋势	11
图 16. 今世缘各价格带产品增速趋势	11
图 17. 洋河 2022 年开始产品结构趋于稳定,定位 200-300 元价格带的天之蓝占比略有提升	11
图 18. 以次高端价格带为例,CR3 提升明显	12
图 19. 2021 年安徽省各地级市市场容量(亿元)	13
图 20. 安徽省白酒产量及同比	13
图 21. 2021 年安徽白酒市场竞争格局	13
图 22. 安徽白酒消费价格带变化	14

图 23.	14
图 24. 徽酒四家上市公司收入对比（亿元）	14
图 25. . 徽酒四家上市公司归母净利润对比（亿元）	14
图 26. 规模以上白酒企业数量	15
图 27. 企查查注册烟酒店存量增速下降明显	16
图 28. 企查查注册烟酒店新增数量下降明显	16
图 29. 终端烟酒店分化明显	16
图 30. 2023 年酒企 C 端费用投入占比加大	17
图 31. 各价格带酒企销售费用率	17
图 32. 反向红包内卷下，批价下滑导致渠道积极性减弱	17
图 33. 渠道举措由去年的“瘦身”转变为今年的“替换”，反应渠道端的反抗能力.....	18
表 1: 酱酒品牌竞争梯队	7
表 2: 清香品牌竞争梯队	9
表 3: 江苏各价位带主流产品	12
表 4: 安徽白酒主要品牌及代表产品	15
表 5: 重点关注企业	20

本篇报告将通过过去几年白酒行业的趋势和现象进行详细分析，总结变化背后的深层次逻辑和发展脉络。

(1) 我们复盘近几年香型的变化，认为酱酒热的起落以及汾酒引领的清香复兴背后核心是消费者品牌意识的觉醒：消费者在终端的推荐下，可能对中小品牌及新产品有尝鲜需求，但消费者回归理性后，会更倾向于选择品质品牌更优的名优酒企，小酒厂难以形成稳定复购。

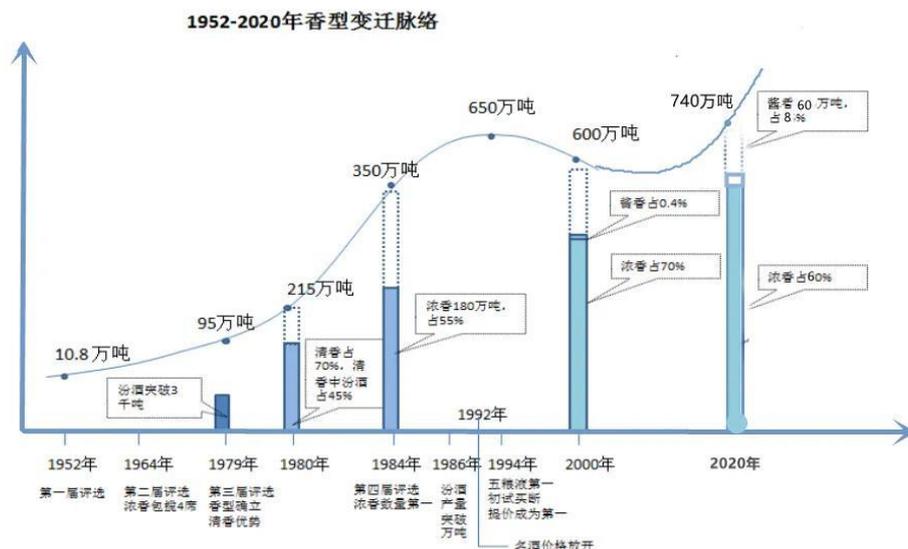
(2) 从区域发展情况来看，江苏和安徽市场去年以来消费升级趋势放缓，100-300元价格带扩容，整体白酒市场进入挤压式增长阶段。江苏市场份额向头部酒企集中，苏酒整体表现强势，挤压省外名酒。安徽市场则呈现竞争格局稳固趋势，马太效应明显，一超两强局面稳定，龙头古井强者恒强，迎驾增长迅速，二者和其他徽酒差距逐渐拉大。

(3) 品牌集中的同时中小渠道也在集中，23年以后供给端集中(酒厂及烟酒店)分化加剧。渠道具备反抗精神和实力，2024年开始，由去年的瘦身动作转变为主动置换代理品牌，与需求端向头部集中的趋势共振，加速供给端分化和出清。

1. 香型的演化：背后是消费者品牌品质意识的崛起

复盘白酒发展历史，行业经历了上世纪八十年代的“汾老大”时期、九十年代开始的浓香复兴，到2018年后出现的“酱酒热”和清香复兴。我们认为香型演变背后往往是更深层次的因素，如1988-1993年，汾酒规模连续第一，主因当时是以量取胜的时代，汾酒具备香型技术优势，名酒率最高、成本最低。浓香复兴则是五粮液在提前扩建厂房奠定产能基础后，通过大商制销售模式快速低成本扩张，1994年超越汾酒成为行业老大。近年来，伴随着国家经济的转型发展，居民收入和消费能力逐步提升，个人消费崛起成为白酒消费的主力军。“酱酒热”起落和清香复兴，背后是居民品牌品质意识的崛起。

图1. 香型变迁脉络



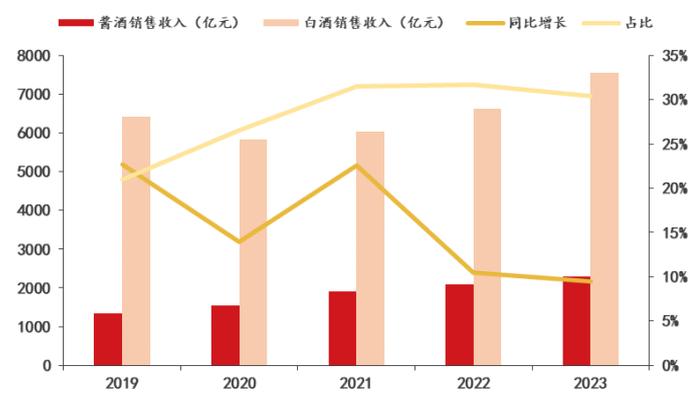
资料来源：酒业家，国投证券研究中心

1.1. “酱香热”从过热到退潮，供给端的泡沫被逐渐挤出

酱酒占白酒行业30%的收入和40%的利润，其中主要为茅台贡献的收入和利润。据权图酱酒工作室测算，2023年我国酱酒产能约75万千升，同比增长7.1%，约占我国白酒产能629万千升的11.9%；实现销售收入2300亿元，同比增长9.5%，约占我国白酒行业收入7563亿元

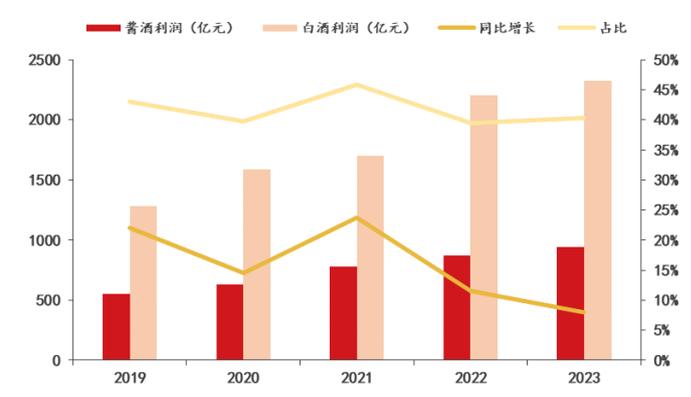
的 30.4%；实现利润约 940 亿元，同比增长 8%，约占我国白酒行业利润 2328 亿元的 40.4%。相比前两年增速有一定回落。酱酒中茅台收入占白酒总收入达到 18%，利润占比则将近 31%。

图2. 酱酒收入占白酒收入比重变化



资料来源：权图酱酒工作室，国投证券研究中心

图3. 酱酒利润占白酒收入比重变化



资料来源：权图酱酒工作室，国投证券研究中心

图4. 酱酒产量（万千升）及增速（%）



资料来源：权图酱酒工作室，国投证券研究中心

根据华经产业研究院调查的 2017 年-2022 年我国按照价格划分的白酒市场规模，次高端白酒体量从 2019 年的 90.2 亿元发展到 2022 年的 1289 亿元。区域酒企和全国性名酒共同享受价位升级的红利，次高端热潮发展到后期出现“酱酒热”。2019 年春节次高端价格带初露锋芒，2020 年不少酒企在疫情下逆势提价，剑南春大单品水晶剑经过多次提价后稳定在 400 元价格带，同时拔高了次高端价格中枢。且酱酒入局普遍定位在次高端及以上价格带，400-600 元价格带单品增长明显。2018 年开始基于茅台品牌的引领作用、消费升级趋势下消费者的差异化选择、酱酒渠道高毛利运作模式，酱香型酒企实现快速发展。2021 春糖期间，首个以酱香型白酒为核心主题的品类专业展——酱酒之心主题展亮相。据统计，主题展吸引了 12.05 万人次观展、7000 万网络关注以及 216.2 万人次直播关注，经销商也纷纷寻找代理酱酒的机会。

图5. 2019-2021 年内外资本加大对酱酒的布局

时间	公司	事件
2019年3月	今世缘	发布清雅酱香型新品 国缘V9 ，布局超2000价位带
2019年4月	高炉家	全资收购 贵州茅源酒业 ，20年底推出新品高炉家百岁系列
2019年9月	花冠集团	发布酱酒战略，控股 金贵酒业 并推出 金贵酱酒
2019年9月	海银系	拟收购 贵州高酱酒业 有限公司
2019年10月	金东集团	金东集团与仁怀市达成245亿的 茅台镇金东酱酒基地项目 的合作
2019年10月	川酒集团	川酒集团川酱科研基地 奠基，将形成年产2万吨酱酒产能
2020年1月	国台酒业	贵州国台酒业股份有限公司并购 贵州海航怀酒酒业有限公司
2020年6月	舍得酒业	推出 国袖秘酱 ，此前已经打造 高端酱香白酒吞之乎
2020年7月	酣客酒业	在仁怀以投资、控股等形式拥有 酣客品创、君丰、夜郎古 3家生产主体
2020年9月	园城黄金	公司拟收购 贵州茅台镇圣窖酒业股份有限公司 100%股权
2020年10月	巨人集团	旗下控股公司与贵州天邦伟业共同出资成立 贵州黄金酒业
2020年10月	古越龙山	跨界类推出 女儿红酱酒 ，分为 金凤、红凤、雅品 三个系列
2020年12月	贵阳产控集团	注册 贵州酱酒集团 ，注册资本50亿
2021年初	枝江酒业	推出酱酒产品“ 谦泰吉 ”
2021年初	红牌集团	与茅源老字号荣和烧坊资源整合，推出 周大福 酱香酒
2021年4月	水井坊	投资设立 贵州水井坊国威酒业有限公司 ，生产销售酱香型白酒（已终止）
2021年4月	海南椰岛	全资子公司 椰岛酒业 拟与 糊涂酒业 同出资设立合资公司，入局酱酒行业
2021年4月	天鹤庄葡萄酒	推出“ 藏·酿造院 ”系列酱酒品牌，入局酱酒行业
2021年4月	周大福	17年 红塔集团 涉足酱酒，21年宣布投资100亿 高端酱酒产业基地

资料来源：酒说，酒业家，各公司公告，各公司官网，国投证券研究中心

酱酒热期间，酱酒份额持续向头部品牌集中。2018年，酱香白酒在茅台的带动下开始升温，当年茅台集团的营收736.39亿元，郎酒破百亿，习酒56.8亿元，国台11亿，珍酒和钓鱼台约为8亿元。2020年茅台正式迈入千亿时代，习酒和国台也分别于2020年和2021年销售破百亿；2022年，习酒、郎酒双双突破200亿元，2018年到2022年习酒营收增长近4倍。酱香白酒市场已形成基本稳定的竞争梯队，习酒与郎酒共同列阵第二梯队，国台、珍酒、金沙、钓鱼台等位列第三梯队阵营。

表1：酱酒品牌竞争梯队

规模	数量	企业
超千亿	1	贵州茅台股份
200亿+	2	四川郎酒、贵州习酒
50亿-70亿	3	贵州国台、贵州珍酒、茅台保健酒业
15亿-25亿	2	贵州金沙窖酒厂、贵州钓鱼台国宾酒业
10亿-15亿	多家	广西丹泉、湖南武陵、仁怀酱香酒、贵州酣客君丰、肆拾玖坊、岩石股份等

资料来源：权图酱酒工作室，国投证券研究中心，根据2022年收入规模整理

我们认为“酱酒热”背后主要有以下原因：1) 茅台品牌的引领效应。酱酒分化明显，茅台贡献超千亿，占据主导地位。茅台对酱香品类具有很强的引领作用，2016-2019年茅台批价持续攀升，品牌价值持续提升的同时，也让消费者形成“酱酒优于其他品类”的印象。部分消费者在憧憬茅台、但自身消费力较弱的情况下，转而尝试中小酒厂推出的酱酒品牌。

2) 满足了价格升级下消费者对产品和品质的差异化选择需求，相比香型逻辑，价格逻辑更关键。本轮酱酒热实际上背后是价格逻辑——消费升级大趋势下主流价格带跃升带来高端和次高端白酒的高速增长。酱酒定价多处在400元以上次高端价格带，可跟随次高端扩容趋势自然实现高增。根据酱酒之心展商数据，酱酒厂家主推产品主要集中在三个价格区间：300-500元/瓶、500-800元/瓶和千元以上，其中300元/瓶以下价位段仅占比10%。但同时期，定位次高端价格带的其他香型，如清香和浓香型产品也保持着较高的增速：青花汾酒连续两年同比增长30%以上；2021年剑南春酒类业务实现销售总收入突破200亿，同比增长超40%；同年酒鬼酒、水井坊收入同比领先行业；国缘四开、古20、洋河M6+等大单品增速也环比提速。

3) 中小酱酒通常采用高毛利的运作模式，能够充分激发渠道的积极性。酱酒企业规模较小，相比传统酒企有完备的市场渠道，渠道掌控力较弱。因此酱酒通行开发买断模式，主要以团购渠道为主，价格管控也相对容易，渠道利润显著较厚。经销商及业外资本大量涌入，渠道密集铺货也对酱酒的高增长做出贡献。2017 年开始，业内外资本纷纷入局酱酒，产能供不应求和业内外资本的进入进一步放大了酱酒的繁荣程度。

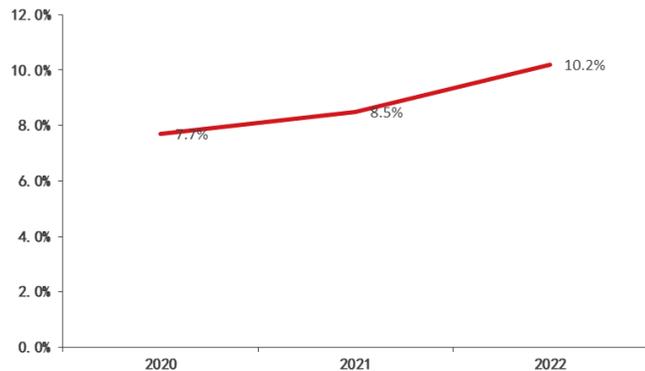
酱酒去年开始热度已处于退潮期，回归稳健增长。酱酒热更多是享受了行业发展的红利，除了茅台、习酒、郎酒、珍酒等少数品牌以外，其他酱酒品牌较老牌名酒仍有较大差距，销售渠道仍以资源团购为主，随着酱酒产品价格和渠道利润日渐透明，企业的运营管理能力将经受更加严格的考验。2023 年重阳下沙季来看，赤水河流域的中小酱酒企业产能有明显下降，而头部酒企如茅台、习酒等仍能实现稳健增长。

酱酒热从发展到退潮，核心出发点要看产品品质和消费者需求。普通消费者对酒的香型了解有限，容易在茅台的引领+终端经销商推介下产生尝试性需求。尝试性的终端需求被层层放大后，酱酒从终端到经销商到厂商积累了大量泡沫。但部分酱酒产品品质不够，消费者复购意愿较低，导致产品实际动销不佳。后续基本消费需求没有跟上，短期招商铺货的虚假繁荣难以持续，行业泡沫出清。

1.2. 名酒复兴趋势下，汾酒高增带领清香复兴

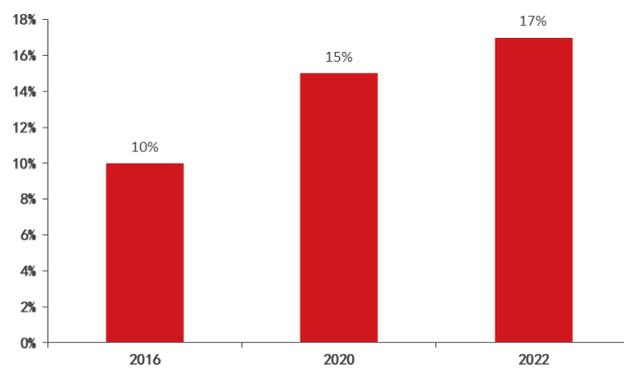
与酱酒热相似，清香复兴背后的核心推动力也是龙头汾酒的业绩高增。2019 年汾酒营收突破 100 亿，点燃清香复兴之火。2021 年山西省政府出台了《山西省促进专业镇高质量发展实施方案》和《山西省支持专业镇高质量发展的若干政策》，为山西省专业镇高质量发展提供了坚强支撑。2023 年汾酒营收突破 300 亿元，增速行业领先，继续引领清香复兴之路。

图6. 清香型白酒商超渠道销售份额在白酒品类占比



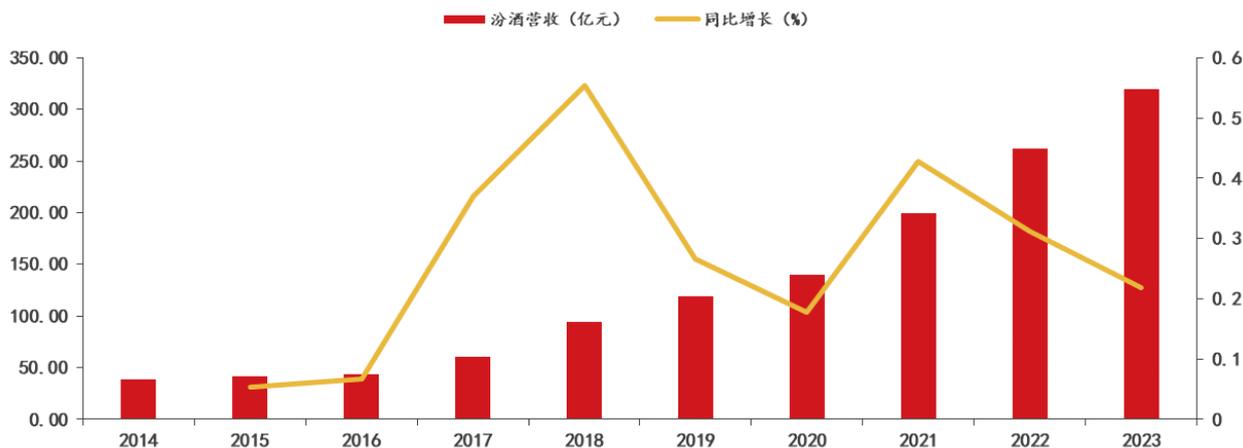
资料来源：尼尔森 IQ 零售研究数据，云酒头条，国投证券研究中心

图7. 清香型白酒市场份额



资料来源：云酒头条，国投证券研究中心

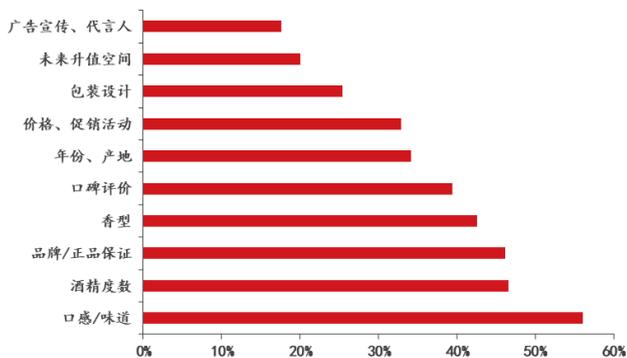
图8. 汾酒营收及增速 (%)



资料来源：wind，国投证券研究中心

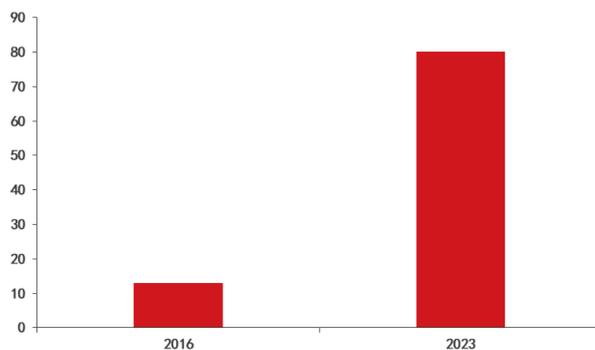
但与酱酒及浓香不同的是，清香型产品价格多还集中在大众市场，百元以下价格带占比超过 50%，清香主要消费场景集中在大众消费。根据数字 100 调研数据，消费者在购买白酒时，考虑口感味道的人数占比达到 56%，在中高端白酒的购买决策中表现尤其明显。玻汾 2016 年以来体量增长迅速，根据酒业家数据，2023 年玻汾体量已达 80 亿，承接 50 元以下光瓶酒向 50-100 元价格带扩容需求。

图9. 消费者选择白酒的主要考虑因素



资料来源：数字 100 调研，酒业家，国投证券研究中心

图10. 玻汾规模增长迅速



资料来源：微酒，华夏酒报，国投证券研究中心

竞争格局角度看，当前清香型白酒市场仅有汾酒一超，第二梯队以下的多强局面尚未形成，百亿仅有牛栏山品牌，其次均在 50 亿以下，如黄鹤楼、宝丰等，其余品牌在市场规模、品牌知名度等方面声势较弱。因此“清香复兴”实际上是“汾酒复兴”，是消费者品牌意识觉醒，主动选择名酒的体现。

表2: 清香品牌竞争梯队

规模	企业
300 亿+	山西汾酒
50-100 亿	牛栏山、红星
10-50 亿	宝丰、黄鹤楼、天佑德、江小白、老白干
3-10 亿	青稞、汾杏、汾洲、蒙古王、金门高粱、一担粮等
3-5 亿	玉林泉、江津白干、鄂尔多斯等
1-3 亿	吕梁产区
1 亿以下	其他

资料来源：酒业家，国投证券研究中心，根据 2023 年收入规模整理

2. 区域内分化: 品牌集中度提升，头部酒企马太效应凸显

2.1. 江苏市场：升级趋势放缓，苏酒竞争优势强化

2.1.1. 白酒高地市场，区域间特征明显

江苏因发达的经济水平、较高的人均可支配收入以及白酒消费习惯，白酒消费水平领先全国。从消费规模来看，2022 年江苏白酒市场规模预计达到 560 亿元，位列国内白酒消费前三。白酒消费主流价格带与经济发展水平直接相关，江苏经济发展水平领跑全国，居民消费力足，叠加高民营经济占比拉动白酒政商务需求。据统计局数据，2023 年全省规上民营工业增加值增长 11.6%，民营经济占全省 GDP 比重达 57.9%。2002-2012 年期间，中高端百元产品也是率先在江苏市场成为主流价格带，洋河于 2003 年推出蓝色经典，在公司主导下 100-200 元价格带产品持续升级放量。2016 年后白酒复苏江苏市场次高端也最先加速，首先是 300 元价格带扩容，2021 年开始江苏白酒主流消费价格带升级到 400 元以上，四开、梦 6+ 快速放量。2016 年洋河梦之蓝收入占比 20%+，近年来维持较快增长，占比已达 40% 左右，今世缘 300 元以上价格带 2016 年占比为 36.6%，2021 年占比已达到 65%。

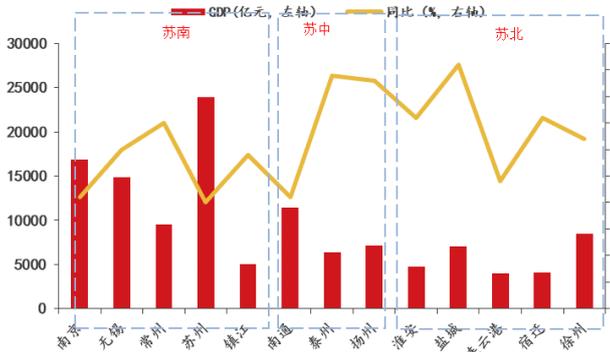
图11. 江苏区域白酒产量近年来基本无增长



资料来源：国家统计局，国投证券研究中心

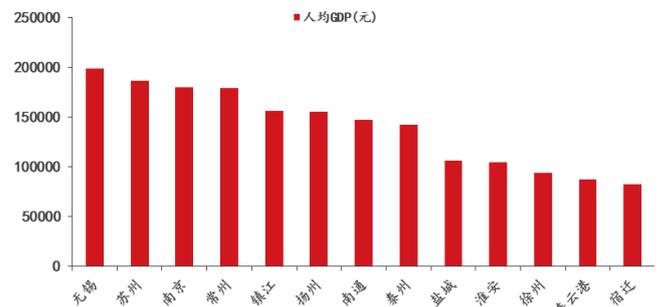
省内区域分化明显，苏南消费档次高、市场开放包容，苏中及苏北相对封闭，消费能力也偏弱。2023年已经公布的城市中，苏南各市 GDP 表现良好，苏州、无锡、南京位列前三，苏南人均 GDP 均领先苏中、苏北各市。且苏南位长三角，与上海和浙江相邻，聚集南京、苏州、无锡、常州、镇江等经济重镇，苏南地区消费价位较高，主流消费以高端酒、次高端品牌为主。苏中处于苏南、苏北之间，地区消费能力稍次，主流消费以中档价位带产品为主。苏北主要与安徽和山东交接，经济水平相对较弱，主流价格带以本土苏酒产品为主。

图12. 2022 年江苏省各市 GDP 及增速



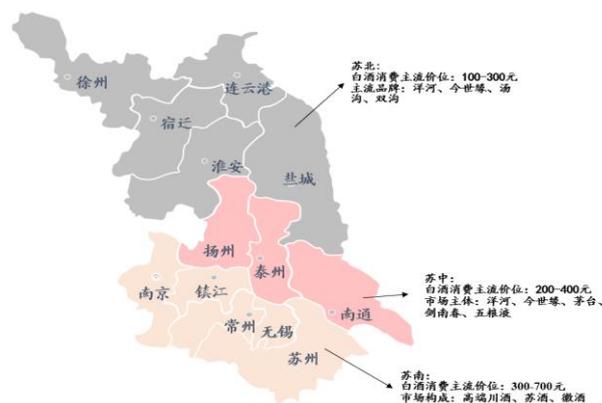
资料来源：wind，国投证券研究中心

图13. 2022 年江苏省各市人均 GDP



资料来源：wind，国投证券研究中心

图14. 江苏各区域白酒消费主流价格带

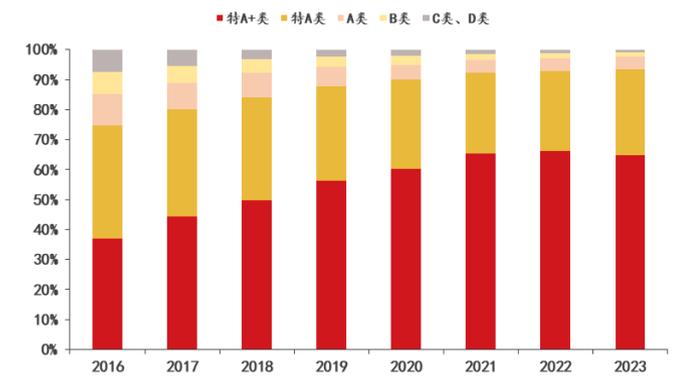


资料来源：酒说，酒业家，国投证券研究中心

2.1.2. 100-300 元价格带扩容，次高端价格带短期承压

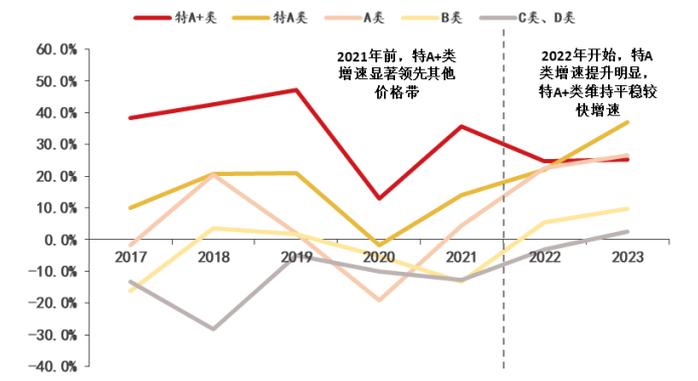
根据酒业报道，2021 年江苏省高端/次高端/中档/低端酒分别占比 23%/25%/28%/25%，高端及次高端价格带占比领先国内其他市场。2018-2021 年消费升级趋势下，省内龙头充分受益次高端升级红利，洋河梦系列，今世缘特 A+ 系列连续实现较快增长。2022 年开始，随着居民消费成为白酒消费的基础，以及居民消费行为更加理性，追求性价比，100-300 元价格带扩容趋势明显，承接部分次高端价格带需求。以今世缘为例，2022 年开始特 A+ 在较高基数下仍能实现稳健较快增速，但以淡雅、对开为主的特 A 类产品增长亮眼，领先其他价格带。

图15. 今世缘各价格带产品占比变化趋势



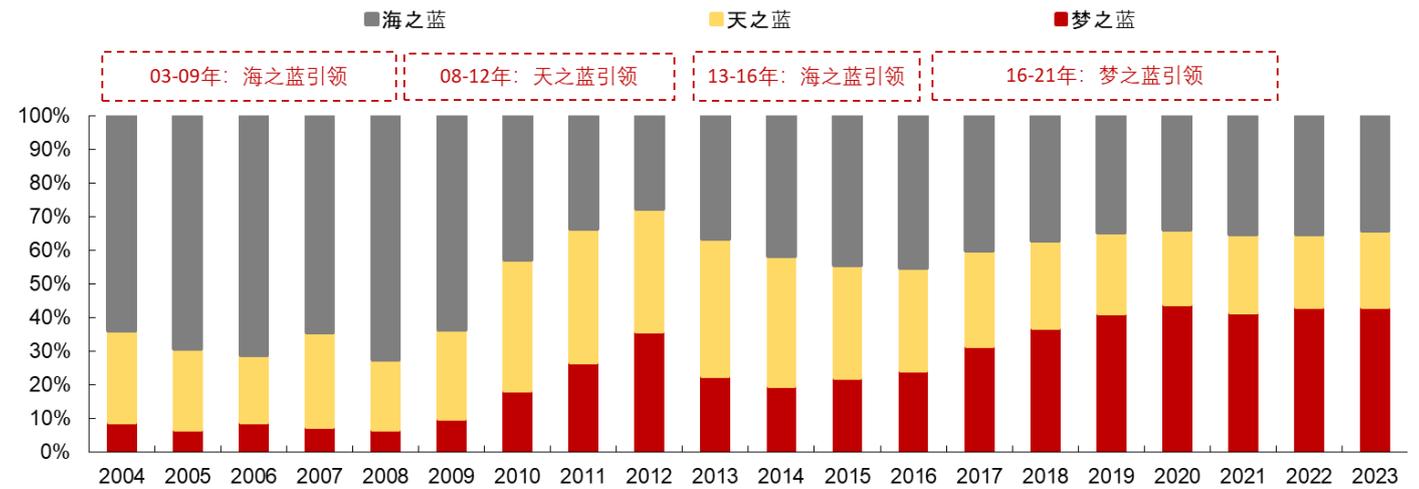
资料来源: wind, 国投证券研究中心

图16. 今世缘各价格带产品增速趋势



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图17. 洋河 2022 年开始产品结构趋于稳定，定位 200-300 元价格带的天之蓝占比略有提升

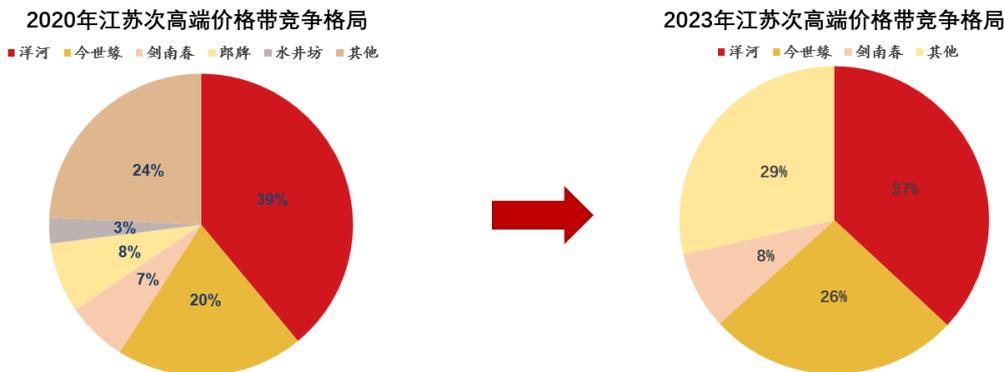


资料来源: wind, 国投证券研究中心根据公司公告和价格带占比测算

2.1.3. 苏酒表现强势，省外名酒承压

江苏市场逐渐进入存量竞争时代，近两年呈现挤压式增长态势，省外名酒承压。江苏白酒产量 2016 年达到 106.89 万千升的峰值后趋于平稳，2018 年开始回落。挤压式增长下，酒企的逻辑主要来源于市场份额的扩大，挤占中小品牌或省外酒企的份额。由于江苏市场消费档次高、白酒氛围浓厚，为全国高地市场，且苏南市场对外来名酒更为包容，因此全国化名酒及省外区域龙头纷纷重点布局江苏市场，不少酒企也在江苏具备一定体量。2023 年全国化名酒剑南春、水井坊在江苏市场分别为 15 亿、10 亿体量，而徽酒龙头古井、迎驾也在江苏市场有 10 亿元以上规模。从去年开始，外来品牌增长压力明显，苏酒头部酒企仍逆势实现高增，今世缘突破百亿规模。省内份额开始加剧向竞争实力强的头部品牌集中，随着苏酒的崛起，川黔名酒仅占据省内高端市场及高线次高端市场。

图18. 以次高端价格带为例，CR3 提升明显



资料来源：公司公告，酒业家，中国酒业新闻网，佳酿网，云酒观察，新浪财经，锐观网，腾讯新闻，国投证券研究中心根据江苏市场空间和次高端价格带占比测算

今世缘、洋河两强并存，错位竞争。次高端及中高端价位带今世缘与洋河作为本地龙头品牌表现强势，洋河凭借独特的绵柔风格与品牌打造模式，在省内掀起蓝色风暴。今世缘则采取差异化竞争战略，在价位带、渠道等方面均有洋河错位竞争，开辟商务消费渠道。具体价位带来看：

- ✓ **千元价位带：**国缘 V9 属于高端形象产品，梦之蓝 M9 与梦之蓝手工版同样定位于品牌形象塑造产品，相比五粮液、国窖等千元价格带大单品体量均较小。
- ✓ **700-900 价位带：**苏南地区反馈，当地市场低度五粮液、低度国窖的认可度较高，预计低度国窖在苏南体量超过高度。当地品牌中，洋河梦之蓝 M6+ 先发优势明显。国缘 V3 经前期培育后逐步起势，在大本营市场及苏中苏南均有点状消费氛围。
- ✓ **400-600 价位带：**苏酒品牌具备明显优势。国缘四开在省内消费氛围渐浓，2023 年成为 40 亿体量大单品，领先该价格带其他产品，对更低价位的产品有一定带动作用。梦 3 品牌力广，消费者选择多，主要发力宴席端。
- ✓ **中高端价位：**主要为苏酒品牌占据。对开、淡雅系列表现较好，淡雅导入时间较晚，但渠道掌控好，叠加国缘品牌的品牌力，省内增长势头明显。洋河天之蓝、海之蓝在全国体量较大，海之蓝在省内体量基本平稳，天之蓝预计仍有稳健增长。

表3：江苏各价位带主流产品

价格带	主流省内品牌		主流省外品牌
	今世缘	洋河	
800 元以上	国缘 V9、V6	梦之蓝手工班、梦 9	飞天茅台、高度五粮液、高度国窖 1573
400-800 元	国缘 V3、四开	梦 6+、梦 3 水晶版	红花郎 15 年、水晶剑、低度五粮液、低度国窖
300-400 元	国缘对开、K 系列	天之蓝	红花郎 10 年、臻酿八号
100-300 元	淡雅、典藏 10 年	海之蓝	古井 5 年、口子窖 6 年、五粮春
50-100 元	典藏 5 年、典藏 8 年	青瓷、双沟柔和	古井献礼、口子窖 5 年、五粮醇、贵宾郎

资料来源：今日酒价，国投证券研究中心

消费升级放缓趋势下，预计区域地产龙头竞争优势更强，持续挤压中小品牌份额：

(1) **居民消费行为更偏理性，渠道反馈，**去年以来江苏市场名酒定制酒、全国性次高端等产品动销下滑明显，消费者更偏向于头部品牌，行业马太效应更明显。

(2) **挤压式增长过程中，对于渠道和终端的争夺成为主要抓手。**2023 年行业主要矛盾在于供给端库存较高、需求端宴席市场为主导对价格敏感。进入 2024 年行业主要问题变成了渠道和终端不赚钱，返利政策导致的价格下行使得经销商和终端赚钱预期降低。因此之前的反

向红包等消费者端促销政策边际效用可能下降，“以价换量”方法失效，能够让经销商形成稳定赚钱预期的酒企更容易在竞争中获取份额。

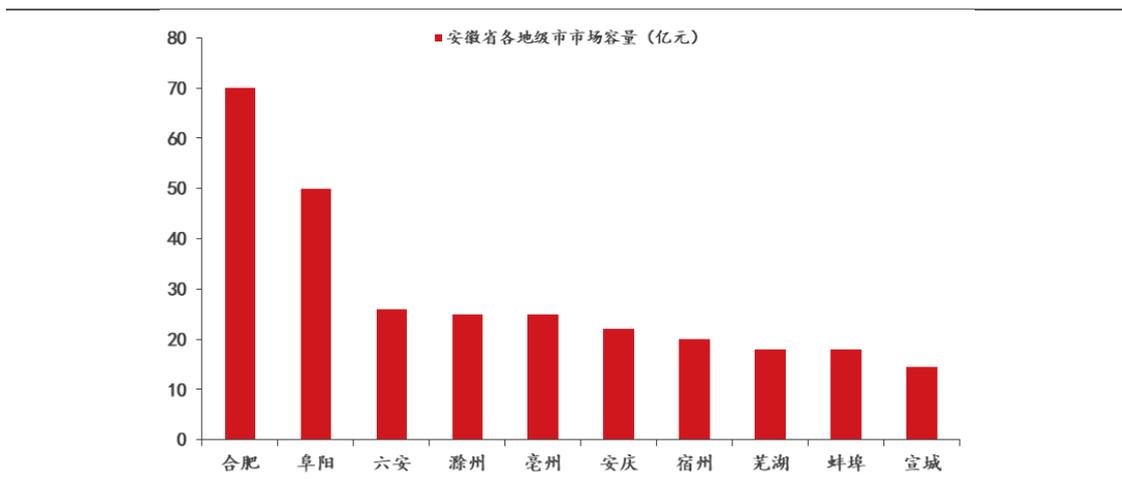
苏酒在江苏市场的渠道品牌综合实力领先省外或全国性名酒，洋河终端及经销商掌控力较强，今世缘依靠团购业务起家，拥有一批稳定追随的经销商团体，经销商变动率流失率很低。今年苏酒有望共同在省内继续扩大份额。

2.2. 安徽市场：竞争加剧，龙头份额稳固

2.2.1. 增速放缓，100-200 元价格带成为主战场

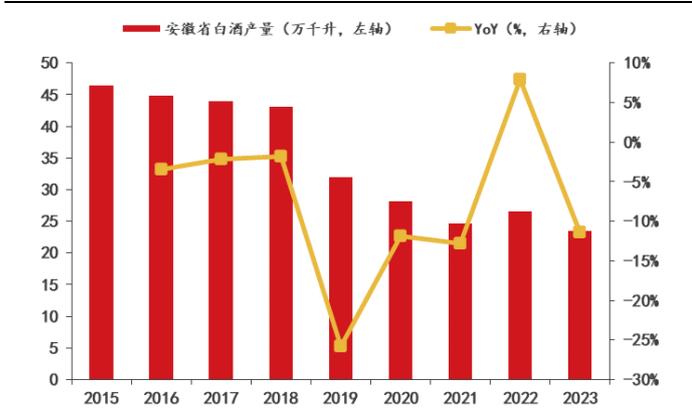
近两年安徽白酒市场扩容趋势放缓，地产品牌强势。据云酒头条，2017 年安徽白酒市场规模约为 250 亿元，2021 年达到 350 亿元，2017-2021 年 CAGR 达 8.8%，持续扩容。2022 年开始，扩容速度放缓，2023 年增长至 380 亿元，CAGR2 为 4.2%。其中合肥、阜阳作为两大白酒消费城市，市场容量分别为 70、50 亿元。据安徽省统计局，白酒产量自 2015 年开始逐年下降，2023 年白酒产量为 23.52 万千升，同比 2022 年继续小幅下跌。省内地产白酒表现强势，2023 年徽酒前三市占率依旧超过 50%。

图19. 2021 年安徽省各地级市市场容量（亿元）



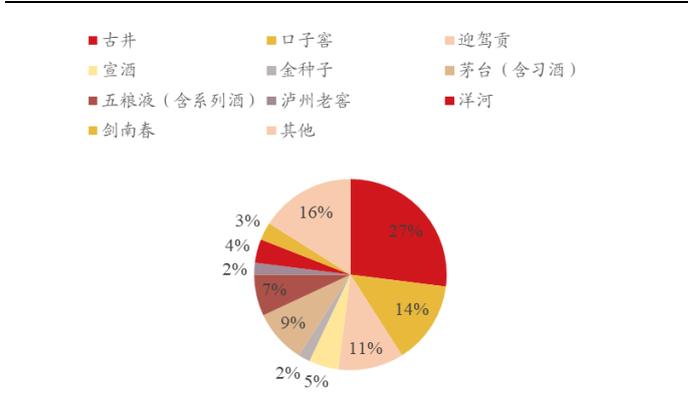
资料来源：酒食新消费，国投证券研究中心

图20. 安徽省白酒产量及同比



资料来源：安徽省统计局，国投证券研究中心

图21. 2021 年安徽白酒市场竞争格局



资料来源：立鼎产业研究院，国投证券研究中心

地产酒占据中档价格带，100-300 元价格带扩容。从消费价格带来看，当前 300 元以下为安徽白酒消费主力价格带，2022 年占比超 75%，其中古 5/古 8、洞 6/洞 9、口子 5 年/6 年等均布局 100-300 元价格带。300-800 元价格带地产名酒及省外次高端及区域品牌竞争激烈，省

外产品以剑南春、洋河梦系列为主，而 800 元以上价格带主要由一线名酒占据。近两年随着居民性价比消费意识崛起，行业价格带分布变化的突出特点为 100-300 元价格带扩容明显，当前安徽白酒行业整体主要战场为 100-200 元价格带，合肥市场为 200 元价格带。

图22. 安徽白酒消费价格带变化



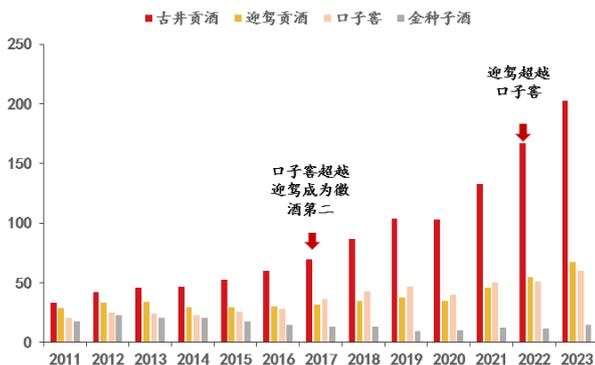
资料来源：酒食汇，酒食新消费，国投证券研究中心

2.2.2. “一超两强”格局形成并逐渐稳固，龙头竞争优势强化

安徽维持市场份额向龙头集中态势。2002-2012 年中高端价格带升级带动区域龙头公司进入高速成长期；2016 年后古井、口子窖等进入次中高端价位驱动增长阶段，区域龙头基本在各个价位段均有布局，产品结构更完善，在市场运作上兼具防御性和进攻性，可以在一定程度上熨平经济周期和突发事件带来的短期波动。2021 年古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒市占率分别为 27%、14%、11%，已超过 50%。并且 200-300、300-400 元价格带天生存在品牌壁垒，随着省内主流价格带的提升，龙头公司将继续受益，强者恒强，市场份额有望持续提升。

竞争格局经历了“群雄割据”、“双寡头”、“一超两强”三个阶段，当前“一超两强”格局形成并逐渐稳固，龙头竞争优势强化。早期安徽市场前几大品牌的企业规模分布相对其他省份较为均衡。伴随古井和口子窖的崛起以及行业调整的深入，不同的品牌卡位不同价格带，竞争格局逐渐清晰：其他品牌的市场空间集中在 80 元以下价位，中高端市场的两强相对稳定，古井贡酒和口子窖处于强势地位。激烈竞争下，古井近几年保持高增，成功占据合肥省会高地辐射全省，迎驾追赶势头迅猛，口子窖略显弱势。2015 年起古井发展突飞猛进，与其他徽酒企业收入规模差距开始拉大，古井贡酒持续上扬，2019 年总营收突破百亿。口子窖进入产品结构和渠道改革调整期，增速在 2017 年达到高点后开始下滑，当前口子窖不及古井贡酒的一半，稍显弱势；而近两年迎驾贡酒在洞藏系列的带动下增长较快，2022 年超越口子窖成为徽酒收入规模第二。

图24. 徽酒四家上市公司收入对比（亿元）



资料来源：wind，国投证券研究中心

图25. 徽酒四家上市公司归母净利润对比（亿元）



资料来源：wind，国投证券研究中心

多重优势下，龙头预计持续充分享受省内 100-300 元价位扩容趋势，强者恒强。安徽市场容量较大，头部企业可以充分把握价位升级的增长机会，适当的竞争有利于该价位的市场培育，良性竞争会倒逼企业投入更多资源，共同做大蛋糕。而同时龙头可以通过蚕食其他酒企的份额巩固自身地位，古井、迎驾等徽酒企业深耕安徽多年，已经形成较为成熟的营销和管理经验，抗风险能力突出，具有前瞻性的产品矩阵排布、深厚的品牌积累及高效完善的精细化渠道模式共同助推酒企连续维持高速业绩增长，龙头地位继续稳固。

表4: 安徽白酒主要品牌及代表产品

价格带	古井贡酒	口子窖	迎驾	金种子	贵州茅台	五粮液	洋河	剑南春
600 以上	年三十，古 30，古 26	30 年	大师版		飞天茅台 茅台 1935	普五		剑南春老酒
300-600	16 年、20 年	20 年、仲秋，兼 20	洞 16 洞 20	馥 20 馥 15			梦 6+ 梦 3 水晶版	珍藏级 水晶剑
200-300	8 年	10 年、初夏，兼 8、兼 10	洞 9	馥 9			天之蓝	
110-200	5 年	6 年	洞 6				海之蓝	
80-110	献礼 老贡酒	5 年	金星					金剑南
50-80	红运	口子美酒	银星	头号种子 柔和种子				

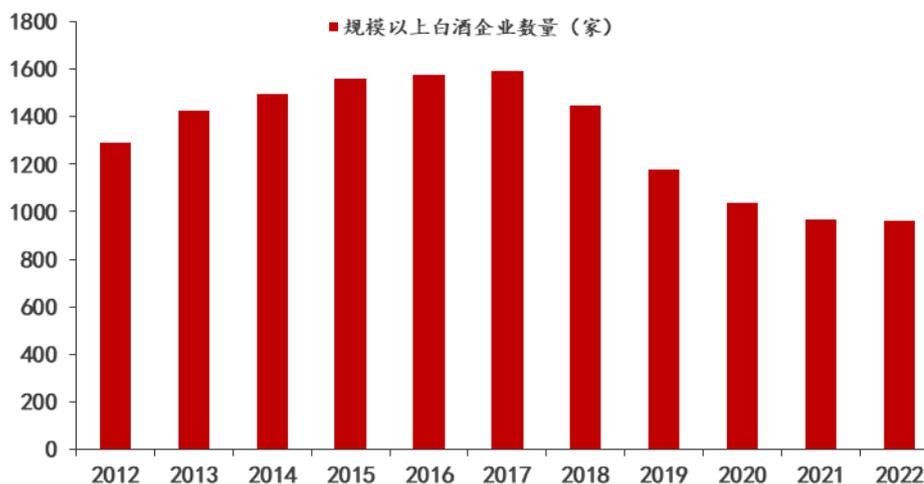
资料来源：今日酒价，酒食新消费，国投证券研究中心

3. 供给端分化: 中小酒厂退出、渠道分化，行业集中度加速集中

3.1. 供给端加速出清，终端分化明显

白酒企业供给端出清，集中度进一步提升。全国规模以上白酒企业从 2017 年的 1593 家减少至 2022 年的 963 家，中小酒企承压能力较弱逐步退出市场。酱酒中小企业出清同样明显，根据仁怀市《政府工作报告》：截止 2022 年底，仁怀清理退出白酒生产企业（作坊）622 家、窖池 7804 口。2023 年仁怀将新增清理退出白酒企业（作坊）100 家以上，确保白酒生产企业总数控制在 1000 家以内。中小企业出清或改善竞争压力，同时经销商对于代理产品更为谨慎，供给格局有望优化。

图26. 规模以上白酒企业数量



资料来源：wind，国投证券研究中心

烟酒店分化明显，减少中小品牌代理以规避风险。去年开始，随着需求疲软及政商务活动低迷，白酒行业进入挤压式增长阶段，烟酒店经营情况分化明显。有团购资源和稳定客群的烟酒店仍能实现销售额持平微增，而传统靠流量以烟带酒的模式失效。2015 年以来，全国烟酒店新增注册企业数持续正增长，但 2023 年开始新增注册量下降。2023 年全国新增烟酒店数量为 18 万家左右，相比 2022 年 50 万家新增的数据来看，市场更为谨慎，且存量烟酒店数据实际上在下降。烟酒店纷纷通过品牌瘦身和调整等动作，优化自身现金流和库存以求自保。

图27. 企查查注册烟酒店存量增速下降明显



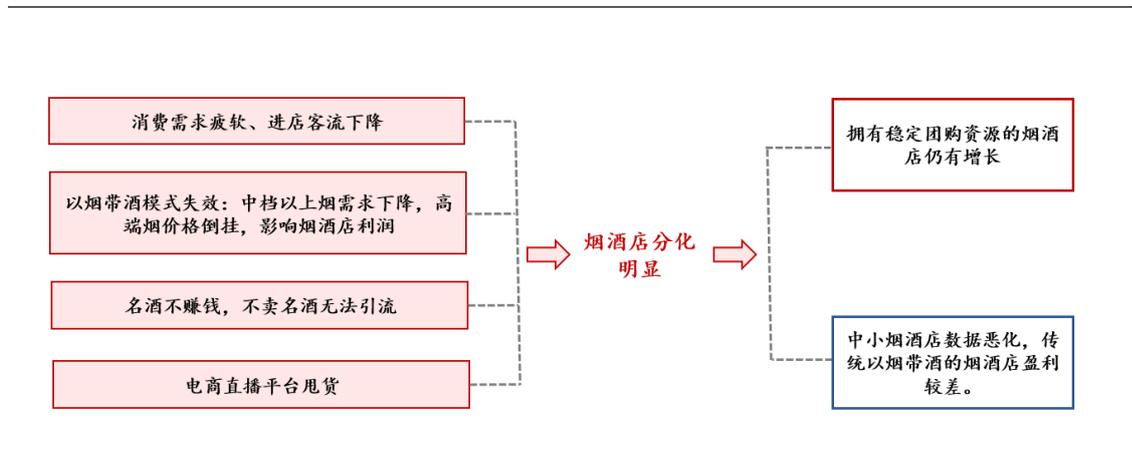
资料来源：企查查，云酒头条，国投证券研究中心

图28. 企查查注册烟酒店新增数量下降明显



资料来源：企查查，云酒头条，国投证券研究中心

图29. 终端烟酒店分化明显



资料来源：国投证券研究中心

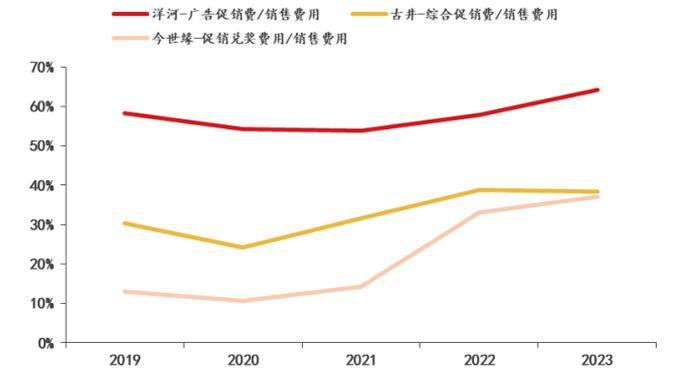
3.2. 酒企针对需求端性价比消费趋势调整营销策略

去年开始消费更为理性，性价比关注度提升。当前消费者的购物行为更加理性和克制，根据尼尔森 IQ 双 11 调研数据，89%的消费者计划在双 11 期间购物；但有 86%的消费者表示会克制或减少购物，甚至只买必需品或减少必需品的购买；同时 76%的消费者计划寻求“物美价廉、物有所值”的产品。消费者对于价格敏感度提高，其中宴席市场尤为明显，酒企通过投放反向红包、买赠政策可快速取得效果。

渠道加库存成为竞争手段，竞争手段多样化。从酒企业绩考核目标来看，2024 年多数酒企业绩目标为双位数增长，同时各家酒企十四五规划中对营收、利润均提出不同目标增长目标。在经销商资金周转存在压力背景下，主流企业多加快任务完成节奏，提前抢占经销商资金和

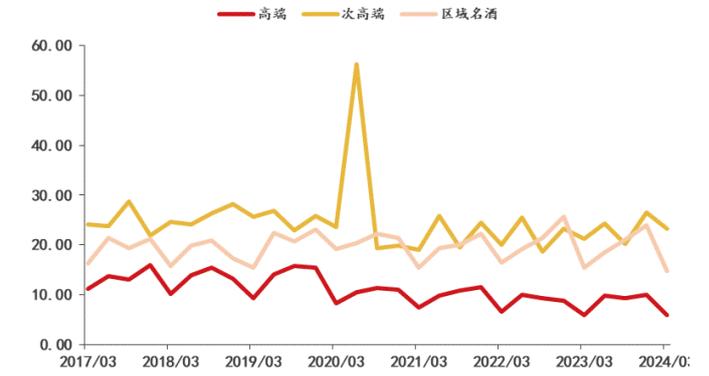
库存。今年以来各大酒企将过去做消费者促销活动的费用直接投入到开瓶扫码获得红包上，以让利的形式降低消费者的购买决策门槛，以抢占市场份额。除传统回厂游、品鉴会、赠酒等活动政策外，诸如反向红包、演唱会冠名、沉浸式体验等竞争手段次第推出，且宴席产品、扫码兑奖活动等设置更为丰富多元。

图30. 2023 年酒企 C 端费用投入占比加大



资料来源: wind, 国投证券研究中心

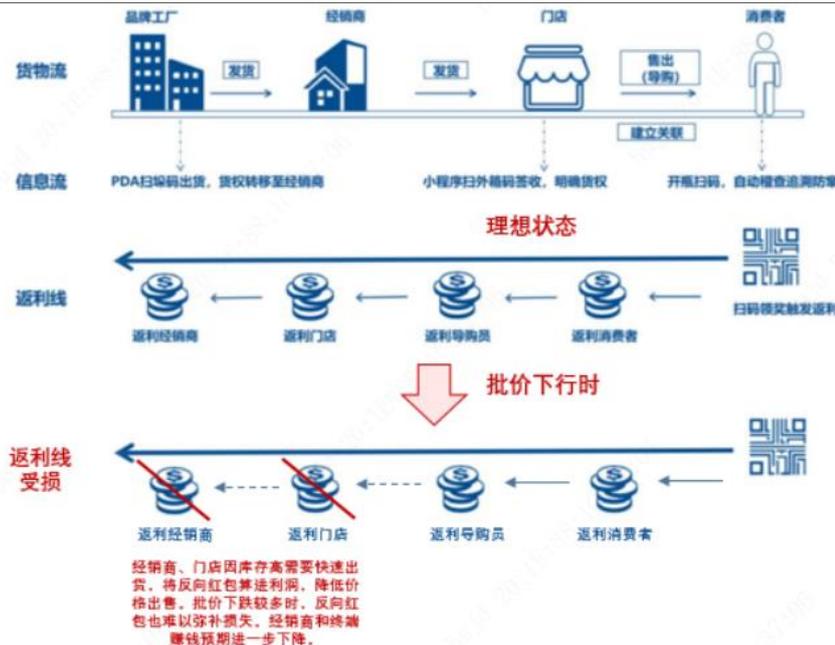
图31. 各价格带酒企销售费用率



资料来源: wind, 国投证券研究中心

进入 2024 年，需求较弱&竞争加剧背景下，反向红包等消费者端的促销边际作用递减后，酒企营销层面举措相应变革：1) 疫情酒企逐步将市场政策和费用投入向消费者倾斜，红包政策是其中重要手段之一。2021 年前后各大酒企将红包政策作为抢占市场份额的重要手段，纷纷加大力度与投入范围，并延续至今。2) 2023 年红包政策能够有效刺激动销，主要原因在于供给端库存较高、需求端宴席市场为主导对价格敏感。进入 2024 年，行业主要问题变成了渠道和终端不赚钱，返利政策导致的价格下行使得经销商和终端赚钱预期降低。3) 随着红包政策逐步大众化，多数酒企都已同步跟进，同质化竞争下经销商和消费者已经习惯红包政策。红包政策逐步成为一种“枷锁”，囚徒困境下各酒企只能持续加大投入力度，红包边际效用递减。部分意识到红包困境的酒企有意识调整品宣费投方式，收缩消费者端过多的促销费用，提高费投效率，体现在报表上即货折导致的毛利率和销售费率同步下行。

图32. 反向红包内卷下，批价下滑导致渠道积极性减弱



资料来源: 国投证券研究中心

挤压式增长下高库存或将延续，经销商和终端稳定性为渠道关键。展望后续产业发展，在没有强有力的外部刺激带动需求大幅改善的前提下，行业内卷将延续，库存或持续维持高位，而此时市场所期待的去库存将会落空，基于周期理论的“库存-动销-价格”演绎逻辑将会失效。渠道压库存会根据产品动销周转情况及利润来考虑，因此当下行业主要问题变成终端利润是否能得到保证，经销商和终端的稳定则成为渠道关键。

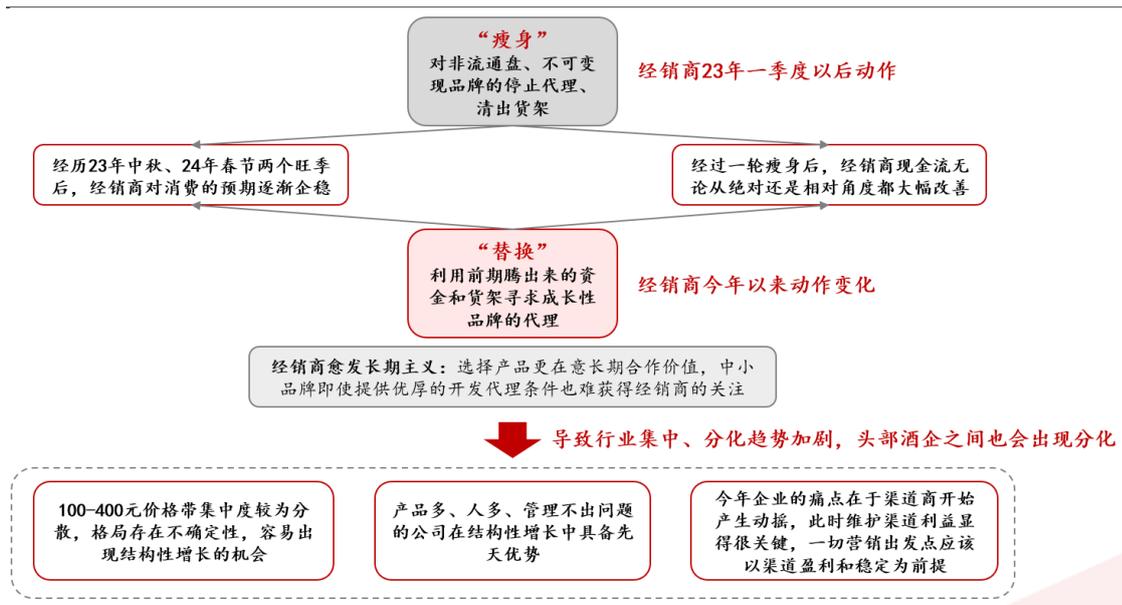
3.3. 渠道具备反抗精神和实力，主动置换代理品牌加速集中度提升

2016 年以来，白酒行业总是品牌强于渠道，进入 2023 年后，渠道端的反抗精神和实力开始显现，前者体现在放弃代理、后者体现在渠道仍然掌握着很优质的终端和客户资源。行业中长期看品牌高度，而短期仍需要渠道深度。

置换成为经销商选择，行业挤压式增长愈发明显。经销商在 2023 年出现大规模“瘦身”行为，主要体现在对非流通盘、不可变现品牌的停止代理、清出货架，这种行为在 2023 年一季度后持续进行，经过 2023 年中秋、2024 年春节两个消费有底的旺季后，经销商对消费的预期逐渐企稳，瘦身行为预计仍会进行但会更缓慢。经过一轮瘦身后，经销商现金流无论从绝对还是相对角度都大幅改善。今年上半年开始，经销商在有钱有时间又有空置货架的情况下会考虑新产品的代理和老产品的置换，在降低风险和稳定赚钱预期的加持下，经销商会利用前期腾出来的资金和货架寻求成长性品牌的代理。

经销商愈发长期主义，相较于短期的盈利更在乎长期合作价值。经销商选择产品更在意长期合作价值，选品的时候更多看产品势能、品牌基础、厂商关系等各种因素。实际上是寻求自己资金完全、稳妥、盈利的一种出路。目前发现中小品牌即使提供优厚的开发代理条件也难获得经销商的关注，除非此类经销商有自己本身的客户群体、营销网络，但也存在做不大、走不远的远忧。

图33. 渠道举措由去年的“瘦身”转变为今年的“替换”，反应渠道端的反抗能力



资料来源：国投证券研究中心

4. 总结：行业集中度提升趋势更明显，酒企运营能力、政策执行力及落地效果成为竞争胜负手

今年白酒行业稳中有变，变化在于今年集中度提升趋势更明显：相比去年，今年白酒消费依旧是居民消费为基本盘，表现出较强的韧性，同时也有节日聚集效应，在节假日期间呈现集中爆发趋势。前几年居民品牌意识崛起，更追求性价比，需求端的集中已有体现。但行业渠道端行为产生变化，渠道更偏向选择能稳定赚钱的名优酒企，进一步加剧行业集中度提升趋势。今年呈现出明显的终端和经销商积极性不足的情况，归根到底是动销不畅、信心不足，而红包等政策现在也很难发挥效果反而对价盘产生影响。经销商对消费底也有大概预期，去品牌动作在放缓，开始积极寻找优质品牌替换。由此，供给端与消费端产生共振，导致行业加速集中。

在存量内卷阶段，酒企运营能力、政策执行力及落地效果或将成为竞争胜负手。此时帮助渠道分销、终端动销是行业竞争关键，我们认为相较于各种费用，不如增加更多专业销售人员强化经销商队伍进而实现销售，对经销商帮助更大，或许厂商“1+1”模式进一步推进会更有效。行业挤压式增长竞争背景下，需要寻找竞争力强化的酒企。产品条线及价格带丰富的酒企，针对不同类型的产品，政策的制定、费用投入力度、客情关系的维护都会呈现出不同的特征，在政策执行层面可以积累更加丰富的经验。同时产品线全的酒企在行业下行期间抗风险能力更强、政策灵活度更高。

5. 投资建议

次高端及区域龙头管理优秀者有结构性机会。经销商选品不再考虑短期利益，倾向于选择品牌力强、有持续稳定动销预期的产品。由此导致经销商包括渠道可能会持续进行品牌瘦身和替换动作，转而代理可持续稳定赚钱的产品。可能导致行业今年继续呈现份额向龙头集中趋势，分化进一步加剧，甚至名酒品牌之间也会出现明显分化。从厂商反馈的结果来看，企业操盘需要对行业、渠道、终端做更清晰的定位，企业甚至需要做到“一地一策”“一商一策”等精准判断才能捕捉行业机会。

在当前行业低速增长阶段，酒企成长难以依赖行业整体扩容，更考验酒企自身运营能力及重点布局区域的成长空间。重点在“有集中度提升空间、有集中度提升能力”的方向寻找标的，对于“产品多、人多、服务好”的公司重点推荐。重点推荐今世缘、古井贡酒、山西汾酒、迎驾贡酒、老白干酒等，坚守高端五粮液、泸州老窖、贵州茅台，关注金徽酒、伊力特。

表5：重点关注企业

代码	简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	18,708	1,476.94	1,749.84	2,028.37	25	21	18
000568.SZ	泸州老窖	2,198	302.33	366.39	433.32	17	14	11
000858.SZ	五粮液	5,097	832.72	940.93	1,056.69	17	15	13
600809.SH	山西汾酒	2,660	319.28	385.34	457.77	25	20	17
600779.SH	水井坊	183.33	12.69	14.40	16.51	14	13	11
600702.SH	舍得酒业	204	70.81	80.24	95.63	12	10	8
000799.SZ	酒鬼酒	151	28.30	32.21	39.05	28	19	16
002304.SZ	洋河股份	1,241	331.26	364.51	393.91	12	12	11
603369.SH	今世缘	609	100.98	124.33	150.34	19	16	13
000596.SZ	古井贡酒	1,059	202.54	245.15	293.64	23	18	14
603198.SH	迎驾贡酒	470	22.88	28.95	35.86	21	16	13
600559.SH	老白干酒	173	52.57	60.39	69.74	26	20	15
600197.SH	伊力特	86	22.31	28.81	36.80	25	18	13

资料来源：wind，国投证券研究中心预测，股价及市值数据更新至2024年7月18日，除迎驾贡酒和水井坊采用wind一致预期外，其他为国投证券研究中心预测

6. 风险提示

宏观经济下行风险：白酒为经济后周期行业，历史表明白酒行业增速与宏观经济增速相关性较高。因此若宏观经济面临下行风险，也将影响到白酒行业需求。

消费税改革风险：我国白酒消费税主要征收方式为生产端从价从量征收，若政策提高消费税率、将征税节点后移，可能对白酒上市酒企利润表现有较大影响。

食品安全风险：白酒也属于食品饮料范畴，历史上也经历过“山西假酒事件”、“塑化剂”等食品安全事件，对当时行业产生较大负面影响。因此若重大食品安全事故发生可能对行业也有较明显影响。

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投证券上海分公司 28 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034