

行业研究 | 行业深度研究 | 食品饮料

# 从河南市场看名酒全国化与地产酒崛起



## | 报告要点

我们对河南市场进行深度分析，从格局的角度，通过复盘河南白酒市场省内外品牌的发展历程，来分析中国白酒行业集中度提升的路径和受益品牌；从发展的角度，考虑到河南白酒市场规模大，作为开放型白酒市场，是名酒全国化的重要战略市场，我们选取汾酒、习酒、老窖作为主要分析对象，总结认为全国化中省外市场开拓重点在于借势而进、推进大单品突破与渠道精细化运作。

## | 分析师及联系人



邓周贵

SAC: S0590524040005



徐锡联

SAC: S0590524040004



刘景瑜

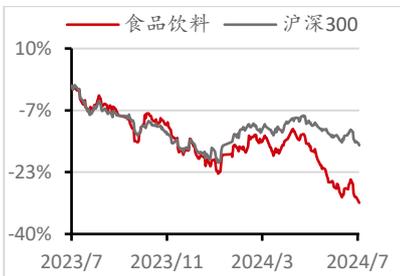
SAC: S0590524030005

## 食品饮料

# 从河南市场看名酒全国化与地产酒崛起

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

### 相对大盘走势



### 相关报告

- 《食品饮料：乳企渠道调整见效，下半年销售或修复》2024.07.28
- 《食品饮料：2024Q2 基金持仓：食品饮料环比减仓，筹码逐步出清》2024.07.23



扫码查看更多

### 河南白酒市场规模大，全国化名酒主导竞争

河南是白酒消费大省，2023年白酒市场规模达668亿元，其中浓香和酱香为主流，占近80%市场份额，清香近年发展迅速，份额提升明显。价格带来看，预计2023年河南高端/次高端/中端/低端白酒市场规模分别为274.76/154.71/35.58/202.94亿元，呈沙漏型分布，其中高端价格带以省外名酒主导，腰部及中低档价格以省酒为主。

### 历史复盘：地产酒增长分化，全国化名酒持续布局

1998年豫酒产能全国第三，龙头酒企仰韶收入规模破10亿，位居全国第二。2000年前后外部环境冲击下豫酒开启改制进程，2005年起地产酒纷纷在省内跑马圈地，名酒聚焦政商用酒100-200元价格带，加速布局河南市场。2012-2014年白酒消费转型，省内酒企表现分化，全国化名酒持续切入。2015年至今消费氛围改善，名酒开启二次全国化进程，全国化名酒在河南加大发力、增长提速，龙头地产酒伴随增长，其中酱香热带动习酒、国台等高增、汾酒引领清香型白酒增长。

### 河南市场看格局演绎：名酒格局基本稳定，区域龙头发展提速

河南省白酒市场较大而无强势本土酒企，是名酒必争之地，当前全国化名酒在河南白酒市场市占率较高，而豫酒市占率偏低，省酒呈区域割据态势，近两年龙头地产酒收入增长有所提速。2023年茅台/五粮液、杜康/仰韶市占率分别为17.04%/11.75%、6.30%/3.60%，茅台与五粮液、杜康与仰韶市占率分别领先全国化名酒、地产酒。格局变化来看，高端酒基本稳定、地产龙头酒加速发展，2023年茅台/五粮液/杜康/仰韶市占率分别同比-0.34/-0.31/+1.17/+1.15pct。

### 河南市场看名酒全国化：乘势与精细化运作为关键

通过复盘全国化名酒在河南市场开拓的案例，我们认为名酒全国化的进程中针对省外市场的开拓需要大单品策略、借势而进，如汾酒借助波汾完成与渠道的绑定，之后迎合价格带变化推进中高档产品矩阵放量；习酒把握河南市场酱香热与次高端扩容机遇，收入高增长；老窖在“河南会战”渠道积极性短暂受损公司发展受阻，2023年完成“五码合一”系统性升级，有效解决窜货和价格秩序问题，在河南市场收入重回增长。此外，酒企自身的努力不可或缺，需以多元化策略完善产品矩阵、推进渠道精细化运作，1)在产品组合上，搭建完善的产品矩阵并选择合适的产品作为重点切入市场；2)在渠道与价格策略上，精细化运作与稳价是关键。

### 看好品牌底蕴深厚、渠道管理能力强的公司中期发展

当前综合考虑股息率+业绩增速，白酒板块估值具备性价比，随着经济刺激政策强化，行业估值有望筑底回升。通过对河南白酒市场的复盘，我们认为名酒推进全国化中省外市场开拓的核心在于因势制宜、推进大单品突破与渠道精细化运作。展望未来，需求放缓的背景下，全国化扩张的难度增加，但行业集中度仍有较大提升空间，强品牌力和强渠道管理能力的公司仍有向外扩展的空间，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒等，同时推荐其他区域龙头酒企今世缘、迎驾贡酒、老白干酒等。

**风险提示：**宏观经济不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险

## 投资聚焦

### 核心逻辑

“中国酒市看中原，中原酒市看河南”，河南白酒市场一直是中国酒类流通市场风向标般的存在，河南人口数量多，饮酒量大，一直是各大品牌全国化发展的必争之地，品牌数量排名全国前列，也形成了河南庞大的酒商群体，渠道渗透全国。本篇报告中，我们对河南市场进行深度分析，从格局的角度，通过复盘河南白酒市场省内外品牌的发展历程，来分析中国白酒行业集中度提升的路径和受益品牌；从发展的角度，考虑到河南白酒市场规模大，作为开放型白酒市场，是名酒全国化的重要战略市场，我们选取汾酒、习酒、老窖作为主要分析对象，总结认为全国化中省外市场开拓重点在于借势而进、推进大单品突破与渠道精细化运作。

### 投资看点

- 看好品牌底蕴深厚、渠道管理能力强的公司中期发展。当前综合考虑股息率+业绩增速，白酒板块估值具备性价比，随着经济刺激政策强化，行业估值有望筑底回升。通过对河南白酒市场的复盘，我们认为名酒推进全国化中省外市场开拓的核心在于因势制宜、推进大单品突破与渠道精细化运作。展望未来，需求放缓的背景下，全国化扩张的难度增加，但行业集中度仍有较大提升空间，强品牌力和强渠道管理能力的公司仍有向外扩展的空间，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒等，同时推荐其他区域龙头酒企今世缘、迎驾贡酒、老白干酒等。

## 正文目录

1. 河南白酒市场：2023 年规模超 600 亿，名酒主导竞争 .....	6
1.1 河南为经济和人口大省，白酒市场规模超 600 亿 .....	6
1.2 高端价格带占比领先，次高端市场稳步扩容 .....	8
2. 历史复盘：地产酒增长分化，全国化名酒持续布局 .....	10
2.1 2005 年之前：地产酒推进改制，龙头收入下降 .....	10
2.2 2005-2012 年：地产酒跑马圈地，全国化名酒加快市场培育 .....	11
2.3 2012-2014 年：白酒行业调整期，酒企表现分化 .....	12
2.4 2015-至今：地产酒恢复增长，全国化名酒高增 .....	14
3. 河南市场看白酒格局演绎：名酒格局基本稳定，地产龙头分化式发展 .....	15
3.1 开放型白酒市场，名酒主导竞争 .....	15
3.2 豫酒龙头积极作为，市占率有所提升 .....	17
4. 河南市场看名酒全国化：乘势与精细化运作为关键 .....	17
4.1 汾酒：乘价格带之风，渠道精细化运作 .....	17
4.2 习酒：把握酱香热机遇，注重消费者培育 .....	19
4.3 泸州老窖：动销短期承压，积极调整收入改善 .....	20
4.4 总结：全国化中省外市场开拓关键为乘势与精细化运作 .....	21
5. 投资建议：看好品牌底蕴深厚、渠道管理能力强的公司中期发展 .....	23
6. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：2023 年河南 GDP 总量排名全国第六（万亿元） .....	6
图表 2：2023 年河南常住人口排名全国第三（万人） .....	6
图表 3：河南 2023 年地方财政收入同比增长 6.16% .....	7
图表 4：2024 年 5 月河南固定资产投资累计同比+6.90% .....	7
图表 5：2023 年河南白酒市场规模为 668 亿元，同比增长 7.97% .....	7
图表 6：2021 年河南年白酒饮用量排名全国第二（万吨） .....	8
图表 7：2021 年河南白酒渗透率位居全国前列 .....	8
图表 8：2023 年河南省白酒销售额前 30 品牌中浓香型企业占比 42% .....	8
图表 9：2023 年河南省白酒销售额前 30 品牌中酱香占比有所下滑（亿元） .....	8
图表 10：预计 2023 年河南白酒市场规模延续呈沙漏型分布格局 .....	9
图表 11：各价格带龙头规模持续增长（亿元） .....	9
图表 12：全国化名酒主导高端价格带，低端价格带地产酒份额较分散 .....	9
图表 13：1990-2000 年中多数年份河南白酒产量增速高于全国 .....	10
图表 14：1998 年仰韶为豫酒龙头企业 .....	10
图表 15：2000 年前后河南地产酒营收大幅下滑 .....	11
图表 16：2012 年仰韶转变思路，推进战略调整 .....	13
图表 17：近年宝丰全国收入稳健提升 .....	14
图表 18：近年仰韶全国收入稳健提升 .....	14
图表 19：河南、山东、河北、广东等地无本土强势酒企 .....	15
图表 20：河南白酒市场中茅台/五粮液 2023 年市占率同比略降，而仰韶/杜康/宝丰 .....	15

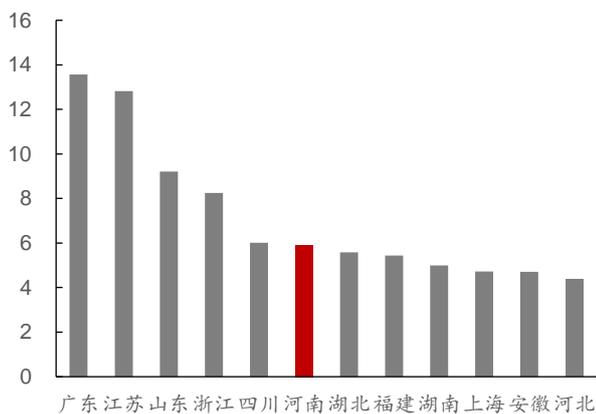
市占率同比提升 .....	16
图表 21: 2023 年河南省茅台/五粮液/洋河市占率为前三 .....	16
图表 22: 河南省内无强势本土酒企, 仅仰韶/杜康/宝丰/宋河/赊店/五谷春规模超 5 亿 .....	16
图表 23: 全国白酒市场中头部名酒市占率基本稳定 .....	17
图表 24: 2023 年河南白酒市场中豫酒龙头增速亮眼 .....	17
图表 25: 2014 年汾酒于河南地区调整战略部署, 权力下放 .....	18
图表 26: 汾酒 2018 年河南地区战略规划强调管控费用、价格、窜货 .....	19
图表 27: 2018-2020 年习酒在河南省的销售额增长较快 .....	20
图表 28: 国窖和普五在河南市场的批价差距有所缩小 .....	21
图表 29: 开拓省外市场需要注重产品、渠道策略等多方面的精细化运作 .....	22

# 1. 河南白酒市场：2023 年规模超 600 亿，名酒主导竞争

## 1.1 河南为经济和人口大省，白酒市场规模超 600 亿

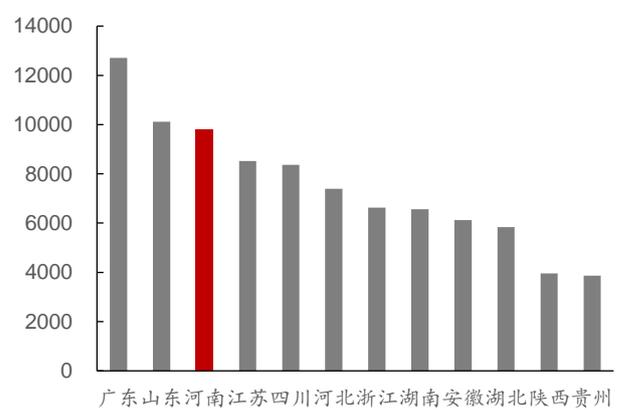
河南是我国的经济和人口大省，2023 年起河南政府增加财政支出，2024 年来河南固定资产投资高增。2023 年河南常住人口达 9815 万人，排名全国第三。2023 年河南 GDP 总量达 5.91 万亿元，排名全国第六，近十年 GDP 复合增速为 5.8%。2023 年疫后复苏，河南省经济总体回升向好，财政收入恢复性增长，2023 年河南地方财政收入（一般预算收入）达 4512.05 亿元，同比增长 6.16%；财政支出平稳有序、统筹资金保障重点支出，包括扩消费、抓投资、助企纾困等。投资端，河南省主要聚焦推进“三个一批”重大项目集中攻坚，全年发行新增专项债券 2111 亿元、有效支持基础设施和重大项目建设。随着地方政府增加财政支出，河南固定资产投资恢复增长，2023 年下半年起固定资产投资累计同比增速稳步回升。随着“三个一批”项目建设活动等深入实施，2024 年 4 月河南固定资产投资累计同比增长 7.00%，同比增速达近一年内最高，5 月累计同比增速环比基本持平，为 6.90%，重大项目支撑作用凸显。

图表1：2023 年河南 GDP 总量排名全国第六（万亿元）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表2：2023 年河南常住人口排名全国第三（万人）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表3: 河南 2023 年地方财政收入同比增长 6.16%



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

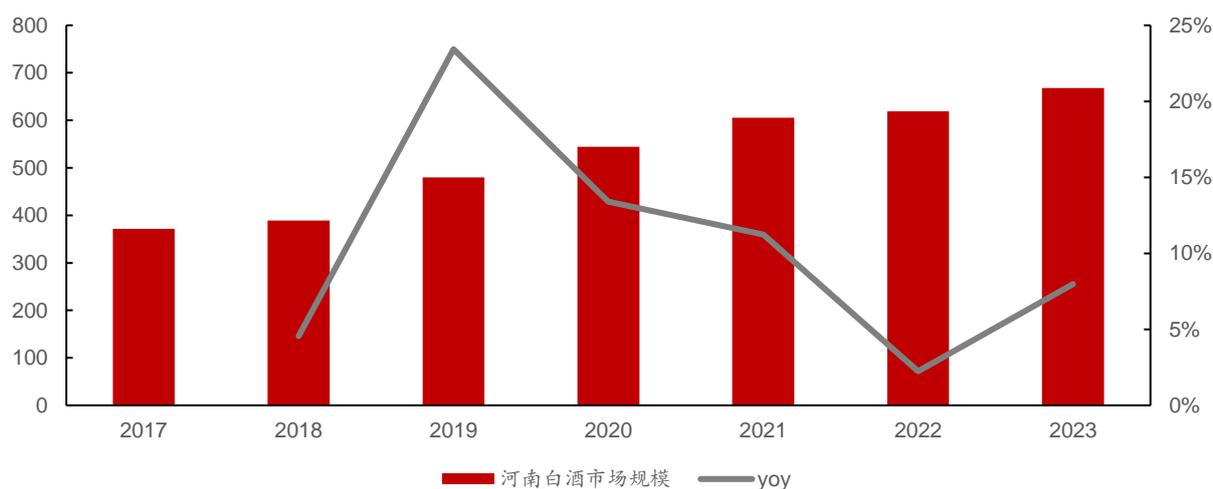
图表4: 2024 年 5 月河南固定资产投资累计同比+6.90%



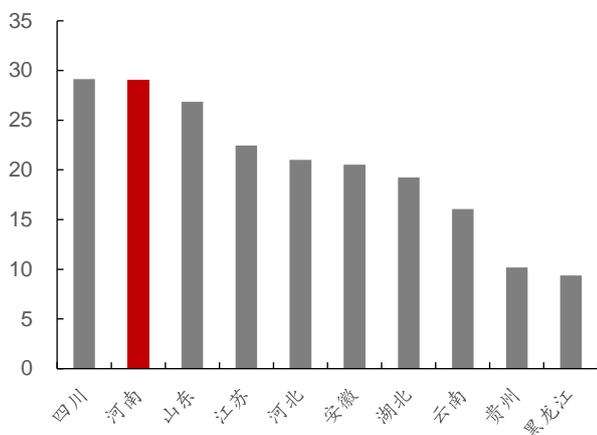
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

河南为白酒消费大省，2023 年市场规模达 668 亿元。河南为白酒文化发源地，饮酒文化较浓，居民饮酒量大。根据益普索数据，以六个月内饮用过白酒的人数占总调查人数的比例计算，河南白酒渗透率超 35%，在全国省份中表现领先。我们根据年白酒消耗量=常住人口数量\*白酒渗透率\*人均单次白酒饮用量\*人均每月白酒饮用频率，测算出 2021 年河南白酒消耗量为 29.06 万吨/年，排名全国第二。根据河南酒业协会数据，2023 年河南白酒市场规模达 668 亿元。

图表5: 2023 年河南白酒市场规模为 668 亿元，同比增长 7.97%



资料来源: 酒业家, 渝酒餐谋, 国联证券研究所

**图表6：2021年河南年白酒饮用量排名全国第二（万吨）**


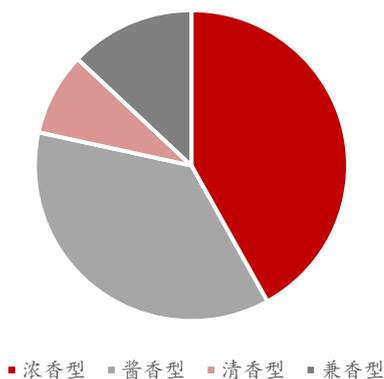
资料来源：《2021年中国白酒消费洞察报告》，国联证券研究所  
 注：考虑现实中人口结构的复杂性与流动性，测算结果仅供参考

**图表7：2021年河南白酒渗透率位居全国前列**

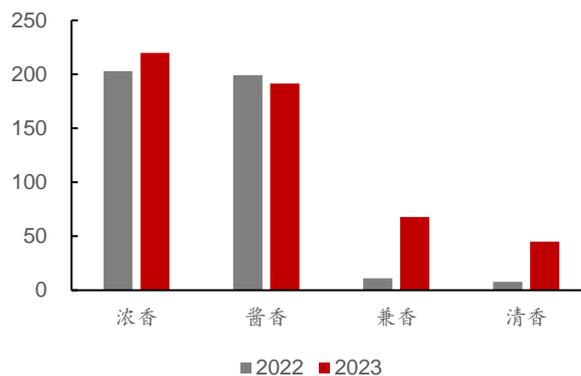
省份	白酒渗透率
河南	35%+
四川	35%+
云南	35%+
贵州	30-34%
湖北	30-34%
安徽	30-34%
山东	30-34%
黑龙江	30-34%
北京	30-34%
河北	25-29%
整体平均	24%

资料来源：《2021年中国白酒消费洞察报告》，国联证券研究所

分香型看，河南白酒市场以浓香和酱香为主流，清香和兼香增速领先。根据河南酒业协会和酒业家数据，2023年河南白酒销售额TOP30品牌中浓香型/酱香型/清香型/兼香型白酒市场规模分别为219.98/191.50/45.11/67.97亿元，占比分别为41.94%/36.51%/12.96%/8.60%，分别同比变动+8.43%/-3.80%/+18.24%/+23.64%，2023年河南市场“酱香热”有所退潮，兼香与清香增速领先。

**图表8：2023年河南省白酒销售额前30品牌中浓香型企业占比42%**


资料来源：河南酒业协会，酒业家，国联证券研究所

**图表9：2023年河南省白酒销售额前30品牌中酱香占比有所下滑（亿元）**


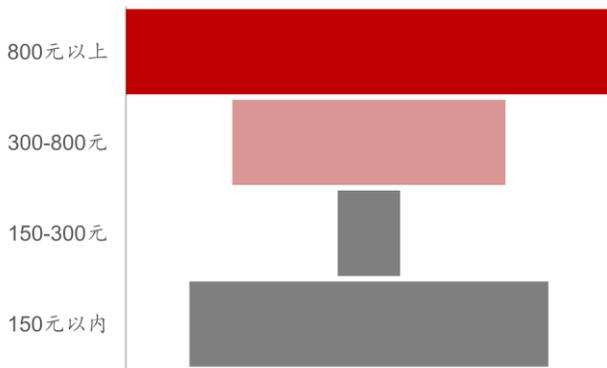
资料来源：河南酒业协会，酒业家，长江酒道，国联证券研究所

## 1.2 高端价格带占比领先，次高端市场稳步扩容

高端市场持续稳健扩容，次高端市场龙头增速领先行业。分价格带来看，河南白酒市场800元以上的高端价格带与150元以内的低端价格带规模较大，整体呈沙漏型分

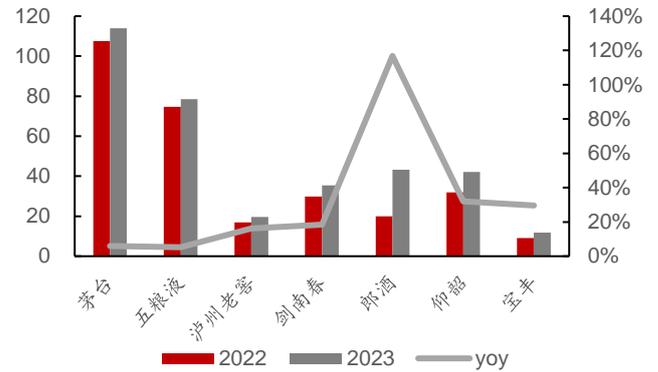
布。根据长江酒道数据，2022 年河南高端/次高端/中端/低端白酒市场规模分别为 247.54/154.71/30.94/185.65 亿元，考虑到 2022 年受疫情影响基数偏低，我们估计 2023 年高端/次高端/中端/低端白酒市场规模增速分别为 11%/0%/15%/9.3%，由此计算规模分别为 274.76/154.71/35.58/202.94 亿元，占比分别为 41.13%/23.16%/5.33%/30.38%。

**图表10：预计 2023 年河南白酒市场规模延续呈沙漏型分布格局**



资料来源：长江酒道，国联证券研究所测算  
注：高端市场含品牌茅五泸，次高端市场含洋河、剑南春、汾酒、古井贡酒、郎酒、习酒等

**图表11：各价格带龙头规模持续增长（亿元）**



资料来源：酒业家，长江酒道，大河日报，大河报大河酒坊，国联证券研究所  
注：分别列举不同价格带的主要酒品牌

**各价格带细分品牌来看，800 元以上高端价格带以省外品牌为主。**800 元以上高端价格带核心产品为茅台、五粮液、君品习酒、茅台 1935、国窖 1573、青花郎等，根据长江酒道和酒业家数据，我们估算 2023 年茅台、五粮液占据高端价格带约 74% 的市场份额。

**300-800 元价格带全国化次高端酒企占优，150-300 元价格带以本地酒企为主。**150-300 元价格带以本地酒企仰韶等为代表，全国化名酒中茅台系列酒和洋河海天系列有布局；300-800 元次高端价格带中酱酒品牌居多，包括汉酱、珍酒 15、国台国标酒、摘要酒、习酒窖藏 1988，浓香的剑南春、洋河梦系列、品味舍得等。

**低端价格带省酒为主，市场较分散。**根据长江酒道数据，河南 150 元内的低端价格带市场份额占比达 30%，其中 100 元内品牌相对分散，主要由地产酒占据，如宋河、赊店老酒、宝丰、杜康、仰韶、鹿邑大曲等；省外品牌如五粮液尖庄、汾酒玻汾、牛栏山、红星二锅头等也拥有不错表现。

**图表12：全国化名酒主导高端价格带，低端价格带地产酒份额较分散**

省内	省外
800 元以上	茅台 1935、五粮液、君品习酒、国窖 1573、青花郎等

300-800 元 仰韶彩陶坊、杜康小封坛等

汉酱、珍酒 15、国台国标酒、摘要酒、习酒窖藏 1988、剑南春、洋河梦系列、  
品味舍得、汾酒青花 20 等

150-300 元 仰韶彩陶坊等

茅台系列酒、洋河海天系列等

150 元以内 宋河、赊店老酒、宝丰、杜康等

五粮液尖庄、汾酒玻汾、牛栏山、红星二锅头等

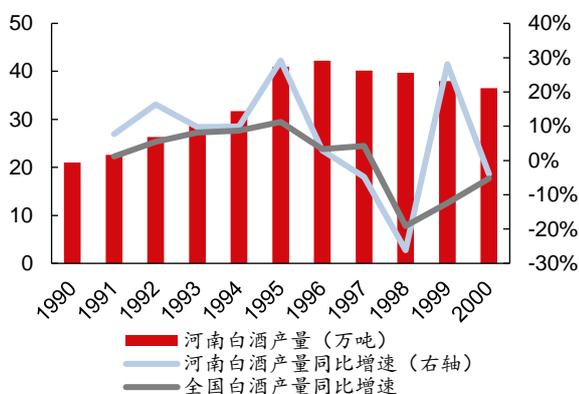
资料来源：长江酒道，国联证券研究所

## 2. 历史复盘：地产酒增长分化，全国化名酒持续布局

### 2.1 2005 年之前：地产酒推进改制，龙头收入下降

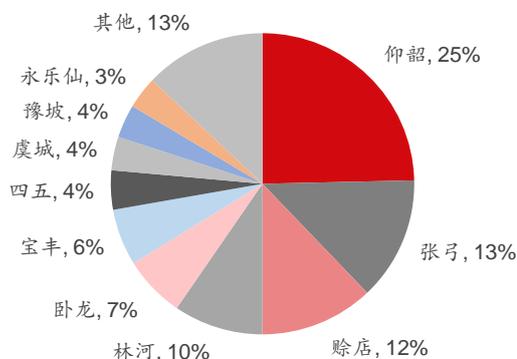
2000 年之前，豫酒产能居全国前列。1998 年河南白酒产量达 29.67 万吨，位居全国第三。省酒龙头仰韶酒业是规模化的全国酒企，1998 年营收规模突破 10 亿元，位居全国第二。

图表13：1990-2000 年中多数年份河南白酒产量增速高于全国



资料来源：《豫酒板块的现状、存在问题及发展思路》(河南省酿酒工业协会，《决策探索》2001 年第 2 期)，国联证券研究所

图表14：1998 年仰韶为豫酒龙头企业



资料来源：CNKI《豫酒板块的现状、存在问题及发展思路》(河南省酿酒工业协会，《决策探索》2001 年第 2 期)，国联证券研究所

2000 年前后外部冲击下地产酒收入下降，逐步开启重组调整。在 1999 年亚洲金融危机、2001 年白酒消费税等外部冲击下，豫酒企业收入均有下降，并陆续开启改制和结构调整进程。赊店率先于 2001 年开启改革，赊店镇酒厂改制为有限责任公司，地方政府仍绝对控股；宝丰于 2002 年改由健力宝持股 85%；张弓于 2003 年被东方集团收购；伊川杜康于 2002 年被洛阳房地产民企洛阳高新申泰置业收购；宋河于 2002 年被辅仁集团收购后，通过外省扩张、优化产品结构，2004 年实现销售额近 5 亿元，超越仰韶成为豫酒龙头；仰韶酒业 2004 年开始改制，基本实现民营化。

**图表15：2000年前后河南地产酒营收大幅下滑**

品牌	香型	历史较高销售额		1999-2005年改制情况	经营性质	2004年销售额(元)
		时间(年)	销售额(元)			
宋河	浓香	1993	5亿	2002年9月,辅仁集团控股宋河,并租赁宋河固定资产;辅仁药业集团持股68.33%,河南辅仁工程持股20.34%,河南辅仁怀庆堂制药持股0.83%,鹿邑县城关农村信用合作社持股6.67%,河南省烟草公司鹿邑县公司持股3.33%	民营	近5亿
张弓	浓香	1995	8亿	2003年9月,东方集团买断张弓商标,租赁张弓新酒厂资产;河南东方企业资产托管经营持股98.91%,陈凤芝持股0.95%,孙西玉持股0.14%	民营	近1亿
林河	浓香	1993	4亿(约)	原酒厂破产,但是成立的酒业公司改制并不彻底,于2002年由河南鑫顺实业有限公司、河南省林河酒厂、凌洪武共同控股	民营	2000万
赊店	浓香	1996	5亿	2001年6月,高层持部分股份,地方政府绝对控股	民营	2亿多
宝丰	清香	1996	2亿	2002年10月,健力宝收购85%股权,控股宝丰	民营	1.5亿
伊川杜康	浓香	1991	1亿	2003年11月,洛阳房地产民企高新申泰置业收购,河南申泰控股集团有限公司持股100%	民营	4000万
汝阳杜康	浓香	1992	1.4亿	维持县办国营,汝阳县经贸委占股权100%	国有	1.3亿
仰韶	浓香	1999	10亿	2004年8月,侯建光任董事长,原高层持股,基本实现民营化,持股比例:侯建光60%、张建锋5%、赵松林35%	民营	1亿
四五	浓香	1999	3亿	2005年2月被祥龙集团整体收购,香港祥龙投资有限公司持股100%	民营	不足4000万

资料来源: iFind, 糖烟酒周刊, 天眼查, 国联证券研究所

## 2.2 2005-2012年：地产酒跑马圈地，全国化名酒加快市场培育

**地产酒省内积极打造样板市场，跑马圈地。**2005年张弓酒重点打造商丘样板市场；2005年仰韶调整战略为“攻郑州，死保豫南，发展洛(阳)三(门)峡，稳定省外”，在河南省内选定4-5个目标区域打造成样板市场；四五酒业坚守周口区域市场；宋河集团于2006年开始收购宋河酒业的资本运作，酒业主营业务增长较缓；宝丰重点打造平顶山核心市场,2007年销售收入同比翻倍增长,2008年重点打造郑州战略市场、许昌和漯河两个重点市场以及10个样板县级市场。

**全国化名酒加快河南市场培育步伐，产品聚焦100-200元价格带。**河南白酒市场规模大而地产酒品牌偏弱，白酒包容性强，因此名酒企业多将河南作为外埠拓展的重要市场。2005年河南农村主流价格带为20元以下，城市主流价格带为40元-100元，2011年河南政商用酒主流价格带为100-300元。以洋河、剑南春等品牌为首的全国化名酒品牌聚焦100-200元价格带产品，稳步培育河南重点市场，酒鬼酒等区域强势品牌也逐步开始试水河南。

➤ **剑南春：**2005年剑南春以生日酒细分市场作为河南市场突破口，产品定价

68/128/188 元，选择河南白酒销量最大并且可以辐射到信阳、周口、许昌、驻马店、南阳、湖北的十堰等片状市场切入，同时将豫西北的洛阳、开封作为点状市场，开启中原市场角逐。

- **郎酒**：2005 年郎酒以新郎酒进入河南商丘市场，通过名烟酒渠道树立中高端产品形象；2007 年郎酒乘茅台在郑州引起的酱香白酒消费氛围，在郑州导入新郎酒，推进中高端餐饮店铺货。
- **洋河**：2007 年公司确定实行全国化战略，以山东、河南、安徽、上海、北京、广东等为重点省份，通过蓝色经典大单品打开市场。公司策略循序渐进，第一阶段针对潜在客户送酒、不断积累口碑，第二阶段由意见领袖带动、配合大量高炮广告和店面门头营造消费氛围，第三步深度协销，成立销售公司和办事处，发动地勤人员帮助客户做终端，全面打开市场。2007-2008 年洋河省外重点市场连续两年的增幅都在 100%以上，其中河南省增幅接近 200%。
- **汾酒**：自 1998 年山西假酒案之后，1999 年汾酒重启在河南的销售，主要依靠 100-200 元价位段的老白汾放量。因省外区域窜货问题严重，汾酒在河南的市场份额由 1998 年的 8%下降至 2006 年的 1%。2007 年汾酒开始对河南市场实行区域化运作，严格控制重复开发、理顺产品价格和渠道通路、限制品种数量，着力实现顺价销售。
- **酒鬼酒**：2009 年公司启动全国重点市场，2011 年在北方市场成立北方营销中心，对山东、山西、河南、河北、北京、天津市场进行“板块联动”运营，改变经销商在代理市场上“单兵”作战的传统模式，形成“集团军”式攻城掠地作战模式，提高市场的推进速度和开发效率。

### 2.3 2012-2014 年：白酒行业调整期，酒企表现分化

消费转型期地产酒分化，仰韶、赊店等表现较好，而宋河、宝丰等受大环境影响表现偏弱。2012 年经过“三公消费”限制和“禁酒令”冲击，白酒行业进入深度调整，改制率先完成、积极推动产品与渠道策略变革以适应新环境变化的地产酒企业表现更优，而未建立起足够品牌力或受自身体制拖累的地产酒则受到较大冲击。

- **仰韶**：公司加强省内渠道深耕细作，收入实现逆势增长。2012 年起公司调整思路，率先建设“阿米巴模式”。“阿米巴伙伴”是公司整体营销体系的基础单元，在公司的指导下进行自主经营。同时，公司以“分渠道、分产品、分策略、分区

域”的营销策略和直控终端的办事处模式配合，实现河南市场的精细化运作，连续三年实现增长，其中 2013 年业绩增长 20%，2014 年业绩增长 30%左右。

**图表16：2012 年仰韶转变思路，推进战略调整**

改革举措	内容
战略调整	以郑州市市场为中心，联动三门峡、浉池根据地市场，设立洛阳、漯河、新乡、开封 4 个直营直控样板市场，布局濮阳、南阳、许昌、信阳等 12 个地级重点市场，打造登封、禹州、固始、灵宝 4 个 1000 万元县级市场，抢占河南 108 个县级市场份额
招商模式	通过“分渠道、分产品、分策略、分区域”，即分团购和流通版产品、分流通、团购、餐饮渠道、分大区域单独运作和外围市场建设重点办事处、分流通和团购策略以保持市场稳定
厂商关系	以郑州为试验田，将整个郑州区域市场划分成 12 个区域，设立 12 个办事处，每个办事处配备 7-8 个业务员，各自负责市场开发和维护，经销商则转型为产品配送商，既减小了经销商的压力，又避免了同一区域或同一渠道上的恶性竞争
品牌建设	通过赞助高端政务会议、参与政商一体化及高端商务会议、开品鉴会等方式培育核心消费群体；通过“你喝酒，我代驾”贴近大众消费群体
文化建设	开设仰韶彩陶坊专卖店，除产品展示区外，还配套有酒吧、茶吧和陶吧

资料来源：新食品报刊，新浪财经，国联证券研究所

- **赊店**：2009 年股份制改造成为公司历史上又一发展高潮的起点，次年公司在重新梳理市场的基础上，推出了以“赊店元青花”为代表的赊店青花瓷系列酒，产品一经推出便获得较好的市场反馈。
- **皇沟**：2012 年公司推出皇沟馥香白酒，开辟白酒风味个性化新赛道，2015 年皇沟馥合香和皇沟尊贵 1988 相继荣获比利时·布鲁塞尔国际金奖和银奖。
- **宋河**：公司受母公司辅仁集团拖累，市场动销连续下滑，销售额从 2012 年 22.5 亿元下降至 2014 年 13.24 亿元。
- **宝丰**：2013 年完成改制后，公司提出“一清双品”战略重塑清香定位、重启“国色清香”大单品战略、全面梳理内部管理体系等，但受行业整体低迷制约，公司经营仍较困难、未构建起浓厚的市场消费氛围。

**全国化名酒继续切入，表现同样有所分化。**古井贡酒在河南部分市场开启“路路通、店店通、人人通”三通工程，在选定的区域内集中资源达到产品陈列面最大化、推荐率最大化、消费者指名购买率最大化，在局部区域做到第一后复制成功经验，全面打开目标市场，做到市场销量第一。在消费转型下，流通渠道对渠道利润更加敏感，古井大力扶持经销商，在品牌传播、渠道建设、消费培育等方面都给经销商大量政策支持，实现较好增长。洋河整体增长乏力，主因经销商角色向配送商转变，且彼时大单品洋河经典系列酒价格透明、经销商渠道利润低，天之蓝不是主流消费带的产品，

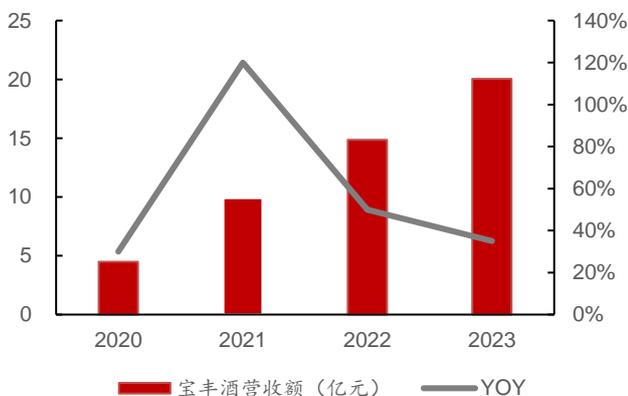
蓝瓷系列、贵宾系列、老字号系列等未推广成功。

## 2.4 2015-至今：地产酒恢复增长，全国化名酒高增

**消费氛围改善带动地产酒增长。**2015年起行业逐步走出底部，龙头地产酒积极推进战略布局与价格带上移，产品矩阵逐步完善，收入有所增长。

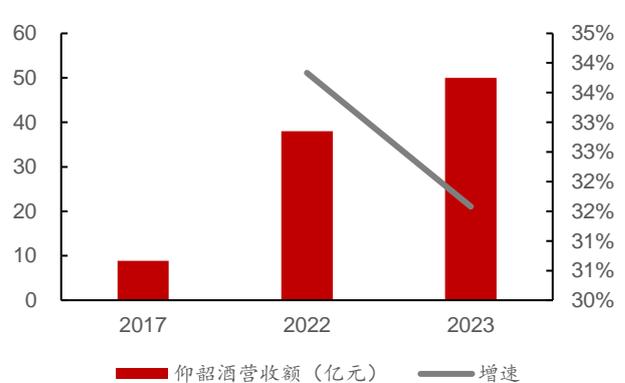
- **宝丰：**随着行业逐步走出低迷期，公司2016年全面推进厂商一体化，2018年提出积极实施“124”+“1152”+“3”的发展规划，推进转型、重塑宝丰白酒品牌。在外部清香消费热与内部改革红利的加持下，公司收入由2020年的4.50亿元提升至2023年的20.05亿元，复合增速为64.54%。
- **仰韶：**公司2016年初制定“12345”战略，通过聚焦中档窖香系列、分梯队打造样板市场、增加回厂游等消费者活动、烟酒渠道联动酒店/商超/团购等一系列动作打造第二成长曲线，窖香2016年逆市增长。2018年公司进一步将彩陶坊天时刻裂变为彩陶坊天时日、月、星单品，覆盖500-1500元价格带，实现千元系列产品结构升级。2019年，公司又将彩陶坊地利裂变升级为彩陶坊地利洞藏系列D6、D9，进一步完善产品结构，抢攻中端市场。公司收入由2017年的8.85提升至2023年的50.00亿元，复合增速为33.46%。
- **赊店：**2017年公司推出大单品元青花·洞藏年份酒，实现中高端产品结构升级。
- **杜康：**2017年公司推出高端产品酒祖杜康小封坛，站位高端豫酒市场；2022年公司推出杜康造酒，覆盖300-600元中高端价位段。

图表17：近年宝丰全国收入稳健提升



资料来源：酒业家，微酒，卖酒狼圈子，国联证券研究所

图表18：近年仰韶全国收入稳健提升



资料来源：酒业家，酒经，国联证券研究所

全国化名酒加速河南布局，酱香与清香增长较快。2016年茅台在河南省区以大商区域化为主线，聚焦茅台迎宾酒、汉酱等系列酒产品，以郑州为战略制高点，在许昌、平顶山、洛阳、周口和南阳五大核心地级市场打造百吨级市场，带动周边区域联动发展。在酱香消费氛围增强和次高端扩容的影响下，酱酒品牌习酒、国台国标、金沙酱等迎来较高增长。2017年汾酒开始规模化运作青花汾酒系列，在河南市场形成了以玻汾和青花为两大主线的“抓两头、带中间”的产品布局，引领清香型白酒增长。

### 3. 河南市场看白酒格局演绎：名酒格局基本稳定，地产龙头分化式发展

#### 3.1 开放型白酒市场，名酒主导竞争

豫鲁冀粤白酒市场较大而均无强势本土酒企，是全国化名酒的必争之地。白酒的全国区域竞争情况来看，目前四川、安徽、江苏等地本土白酒品牌较有优势，河北、山东、广东、河南等地白酒市场大而无强势本土酒企。从香型占比来看，河北、山东、河南均以浓香为主，酱香和清香增速加快。

图表19：河南、山东、河北、广东等地无本土强势酒企

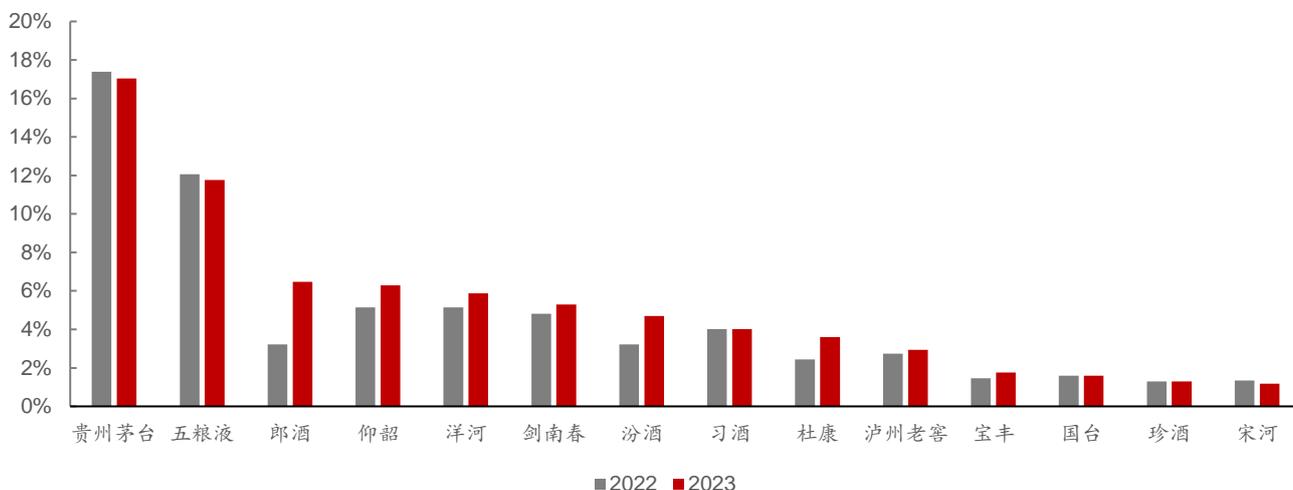
排名	地区	2023年销售规模(亿)	是否本土酒企更有优势	本土代表性酒企
1	河南	668	否	仰韶、宝丰等
2	山东	620	否	景芝等
3	江苏	550	是	洋河、今世缘等
4	四川	440	是	五粮液、老窖、剑南春等
5	安徽	380	是	古井、迎驾、口子窖等
6	河北	380	否	老白干、板城等
7	北京	350	否	牛栏山等
8	湖北	350	是	白云边、黄鹤楼等
9	广东	350	否	凤城液、长乐烧等
10	上海	350	否	神仙酒、七宝大曲等

资料来源：河南酒业协会，酒教主，国联证券研究所

(注：河南省白酒规模来自河南酒业协会，其余省份白酒规模来自酒教主)

全国化名酒在河南白酒市场市占率较高，2023年市占率表现分化。2022年茅台/五粮液在河南白酒市场市占率分别为17.38%/12.06%，领先其他全国化名酒与河南省地产酒。2023年茅台/五粮液在河南白酒市场的市占率仍然领先，但同比均略有下降，分别同比下降0.34/0.31pct至17.04%/11.75%。其他全国化名酒中，2023年郎酒/汾酒在河南市场的市占率提升较多，分别同比提升3.25/1.48pct至6.47%/4.70%。

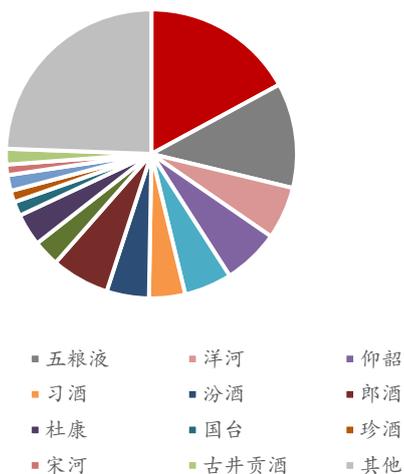
**图表20: 河南白酒市场中茅台/五粮液 2023 年市占率同比略降, 而仰韶/杜康/宝丰市占率同比提升**



资料来源: 酒业家, 长江酒道, 大河日报, 大河报大河酒坊, 国联证券研究所

**豫酒龙头市占率偏低, 省酒呈区域割据态势。**河南本地酒企规模偏小、分布较分散, 呈现区域割据态势。河南省 18 个地级市共有豫酒品牌 200 余种, 根据长江酒道数据, 2022 年本地酒企中仅有 6 个收入规模过 5 亿, 仰韶/杜康/宝丰/宋河/赊店/五谷春营收规模分别为 31.87/15.05/9.09/8.44/7.81/7.33 亿元, 地产酒龙头仰韶市占率仅为 5.15%, 根据酒业家与长江酒道数据, 2023 年仰韶/杜康/宝丰收入分别同比增长 32%/60.04%/29.61%至约 42.07/24.08/11.78 亿元, 市占率分别达 6.30%/3.60%/1.76%。

**图表21: 2023 年河南省茅台/五粮液/洋河市占率为前三**



资料来源: 酒业家, 长江酒道, 大河日报, 大河报大河酒坊, 国联证券研究所

注: 2022 年前 15 名品牌中习酒、国台、珍酒未有 2023 年公开数据, 以河南白酒整体增速作为预计增速

**图表22: 河南省内无强势本土酒企, 仅仰韶/杜康/宝丰/宋河/赊店/五谷春规模超 5 亿**



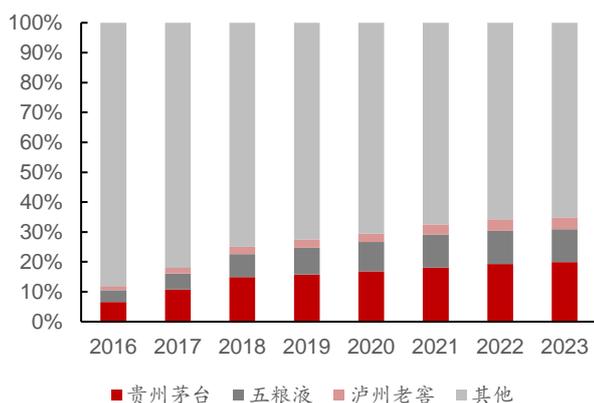
资料来源: 酒业家, 长江酒道, 大河日报, 国联证券研究所

注: 未注明的为 2023 年销售额

### 3.2 豫酒龙头积极作为，市占率有所提升

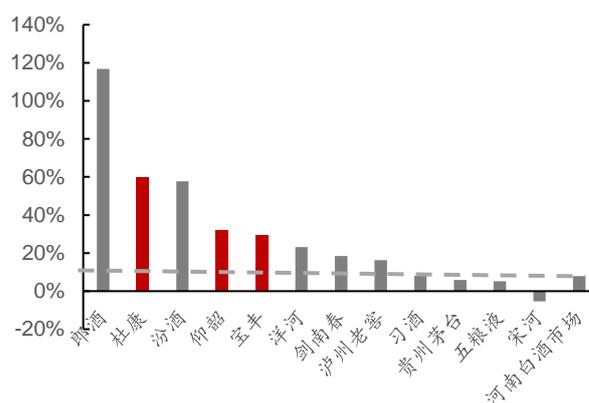
全国来看头部高端品牌市占率近年已较稳定，河南市场来看省内品牌增速较高、2023 年市占率有所提升。根据中国酒业协会数据，2021-2023 年全国白酒行业总销售额分别为 6033.48/6626.5/7563 亿元，茅五泸市占率分别达 32.54%/34.20%/34.92%，高端品牌市占率稳步提升、增速有所放缓。河南市场而言，根据酒业家等数据，2023 年河南白酒市场增速 7.97%，龙头地产酒收入增速均超过白酒市场整体，杜康/仰韶/宝丰收入分别同比增长 60.04%/32%/29.61%，而茅台/五粮液分别实现收入增长 5.89%/5.24%。市占率而言，2023 年杜康/仰韶在河南市场的市占率均有超 1pct 的提升，分别提升 1.17/1.15pct 至 3.60%/6.30%。

图表23：全国白酒市场中头部名酒市占率基本稳定



资料来源：Wind，中国酒业协会，国联证券研究所

图表24：2023 年河南白酒市场中豫酒龙头增速亮眼



资料来源：酒业家，长江酒道，大河日报，大河报大河酒坊，国联证券研究所

## 4. 河南市场看名酒全国化：乘势与精细化运作为关键

### 4.1 汾酒：乘价格带之风，渠道精细化运作

#### 4.1.1 较早开始布局河南市场，具有深厚的消费者基础和品牌底蕴

汾酒较早开始布局河南市场，在河南市场底蕴深厚。明清年代开始晋商就在陕西投资酒曲，且把汾酒的生产工艺带到凤翔县城，1958 年出版的《西凤酒酿造》记录中推测西凤酒可能是汾酒由传来的，资料显示 260 多年前汾酒在河南已成势，根据微酒，90 年代汾酒在河南已销售 10 亿，河南可以说是汾酒除山西外的“第二故乡”。

#### 4.1.2 主推产品适应价格带需求

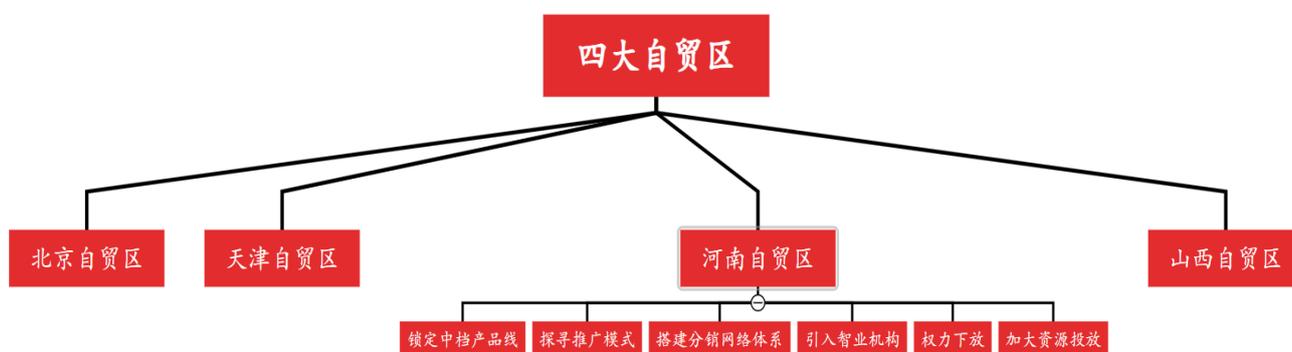
**调整主推产品迎合价格带变化。**2012年以前汾酒在河南主推300元以上的青花汾酒，在白酒消费转型趋势下汾酒于2014年明确调整为主推中档价位产品，即100-200元/瓶的“老白汾酒”和48-58元/瓶的玻璃瓶汾酒。

**乘借国改东风开启河南市场开拓，因势导入青花系列，系统化运作次高端产品。**2017年汾酒开启新的改革之路，在河南市场开始规模化、立体化运作青花汾酒系列，一方面继续强化“一本三基”工程，另一方面在价格策略、厂商关系、终端渠道建设上开启更加贴近次高端产品的成熟打法。1) 加强品牌传播：在郑州举行2018汾酒文化大巡展；举行与文化有关的活动，如周口的太昊陵祭拜活动、浚县庙会 and 社火大赛非遗展；参与自媒体自驾游活动实现汾酒体验传播等。2) 渠道扁平化建设：青花20采取快消式打法实现终端铺货，从2021年开始不再招募省级代理商，而是以更加扁平、灵活的市县级代理为主。3) 稳定产品价格：采用模糊化返利方式进行价格管理，通过“汾享会”系统、汾酒防伪数字验证系统精细化运营渠道，实现对模糊化返利的有效管控和兑现。4) 组建终端商联盟：设置终端商优惠政策，调动终端资源。

### 4.1.3 渠道管理下放，资源聚焦

**资源聚焦、权利下放，助推中档产品发展。**2014年汾酒设立山西、河南、天津、北京等四大自贸区和区域营销中心，确保自贸区的费用在所有的费用中优先核销。河南省内，公司将资源聚焦投放在品牌更成熟、竞争强度相对较低的豫西北和郑州区域。此外，公司下放区域日常事务的自由裁量权和对销售团队的日常考核权，针对城市经理制定灵活和简单高效的考核指标，助推区域加速发展。

图表25：2014年汾酒于河南地区调整战略部署，权力下放



资料来源：酒业家，酒说，国联证券研究所

**渠道精细化运作，多盘互动营销。**2014年起公司多种举措并行，推进渠道精细化运作，1) 在酒店渠道做点状样板店；2) 在河南进行玻汾、老白汾产品的消费者换购活

动；3) 针对消费者购买、消费、居住场所进行精准的点对点传播；4) 团购渠道关注宴席，推进商务团购类转型；5) 做好商会、协会的重点赞助和持续的人员跟进，扩大核心消费人群，实现汾酒在多个小盘之间的共振影响；6) 完成“产品店-成列店-专柜店-核心店-联盟店”的运作升级，整合联盟商资源。

**图表26：汾酒 2018 年河南地区战略规划强调管控费用、价格、窜货**

战略要求	内容
三大任务/三项指标/三条红线	明确三大任务：把汾酒文化传播得更广、把汾酒的消费群体发展得更大、把汾酒的整体营销能力提高到更高； 紧盯三项指标：经销商结构持续优化的指标、核心终端质量、规模、效益的指标、青花汾酒的销售指标； 守住三条红线： <b>费用落地红线、价格刚性红线、区域窜货红线</b> ，要求全体营销人员要做好打硬仗的准备
七个要求	梳理风险意识，避免走压货的老路； <b>提高经销商利润水平</b> 的同时优化其利润结构；做好费用投入的平衡和差异化， <b>保护好产品价格</b> ；严控区域秩序，杜绝区域内串货；强化数据管理，突出核心经销商的重要位置；制定符合河南市场的品牌传播策略；实现汾酒与竹叶青的一体化运营
一本三基	狠抓“一本三基”工程，以产品为本，对 <b>基础队伍、基础终端和基础消费</b> 进行精细化运作及以“九州行”为基础的奖惩控管理体系；重点落实‘三招’（招商、招人、招专卖店）

资料来源：酒业家，国联证券研究所

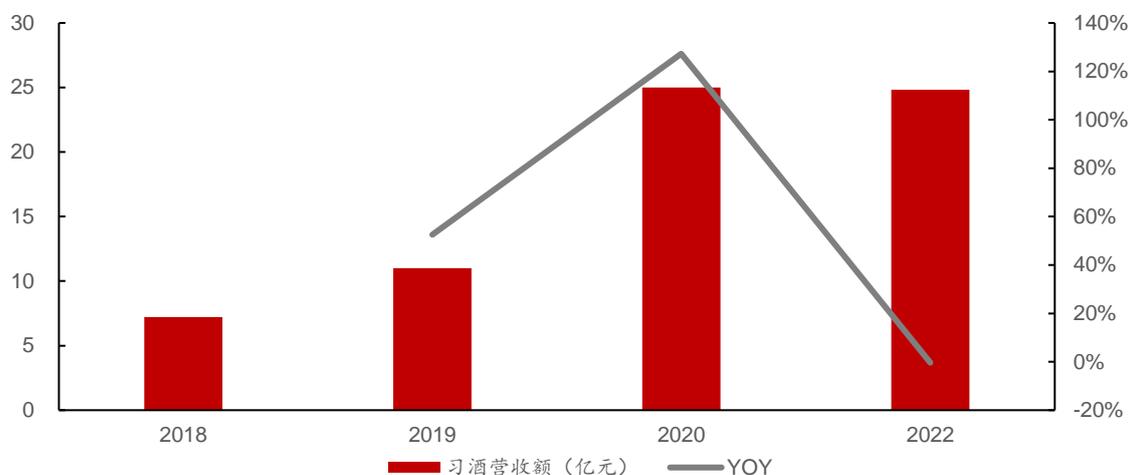
## 4.2 习酒：把握酱香热机遇，注重消费者培育

**把握酱酒消费与次高端扩容机遇实现高增。**在河南次高端扩容和酱酒消费热的机遇下，习酒以窖藏 1988 精准卡位 400-500 价格带，2018-2020 年河南收入规模 CAGR 达到 86.21%。

**降低招商门槛，帮助经销商降低库存。**2011 年市场导入初期，习酒着力打造郑州、洛阳、新乡、平顶山、安阳五个核心区域市场，辐射在河南市场的全面发展；公司通过“试销”减少经销商试错成本，同时降低代理习酒的门槛，地级市场从 200 万首单降到了 100 万，县级市场从 50 万降到了 30 万，并提高对经销商的折让比例、加快相关费用核报的频率、帮助经销商进行深度分销，降低经销商库存。

**通过 BC 联动策略推进动销。**除分销端持续发力外，公司依靠市场精耕、消费精耕发力 C 端，系统化解解决产品销售最后一公里的问题，从而实现高增长。公司在白酒企业中较早开始重视消费者活动，2015 年在河南市场为终端网点配送免费品鉴酒、并通过不断开展不同的消费者活动等吸引培育消费者；2017 年公司开展“我是品酒师，醉爱酱香酒”活动，持续不断培育消费者，以一系列组合拳反哺 B 端，实现 BC 联动促进增长。

图表27：2018-2020年习酒在河南省的销售增长较快



资料来源：酒业家，国联证券研究所

### 4.3 泸州老窖：动销短期承压，积极调整收入改善

2020年公司在河南开启“会战模式”，加大资源投入。2020年公司加大河南资源投入，由中南、西南、华北、西北四个区域的国窖销售公司大区经理直接管控豫南、豫中、豫北以及豫西四个区域。

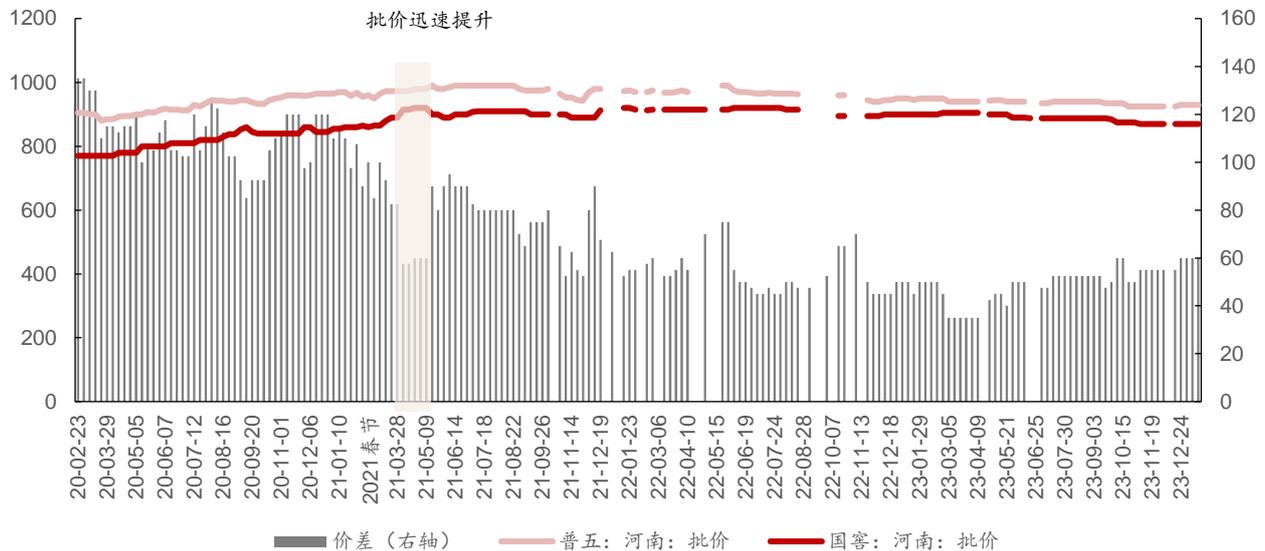
产品策略上，公司完善塔基、塔腰、塔尖产品矩阵。国窖将塔基产品定位为国窖1573经典款，将塔腰产品定位为国窖1573·鸿运568和国宝红两款差异化产品以实现对经销商和终端经营利润的补充，将塔尖产品定位为国窖1573·中国品味以拉升品牌高度。公司通过完善团队配置、直控终端、推进消费者建设等一系列动作升级对渠道商与消费者的服务，提振渠道信心。

郑州市营销策略对标成都市场，业务团队直接运作市场。公司积极推动厂商一体化、控盘分利等营销策略，参考成都市场成功经验，由经销商负责送货和收款、国窖公司业务团队运营市场，实现终端盈利模式升级，与经销商共享市场红利。2020年会战当年，国窖在河南市场目标实现销售5亿，2021/2022年目标分别为8/12亿。

会战初步成功，但批价提升较快与渠道库存偏高导致动销短暂承压。2021年3月起，由于批价上行较快、渠道利润偏低、白酒进入去库存周期等原因，老窖动销短暂承压。洪灾和疫情反复之下，河南白酒消费场景受限，经销商去库存压力较大，备货和打款信心减弱。2022年3月国窖出厂价提升，经销商渠道利润被压缩，同时国窖批价进

一步上行、与普五的价差加速缩小，因此动销偏弱。

图表28：国窖和普五在河南市场的批价差距有所缩小



资料来源：今日酒价，国联证券研究所

**2023 年公司着力解决窜货与价格秩序问题，河南收入同比增长 16.28%。**2023 年公司完成“五码合一”系统性升级，以更好跟踪真实动销和库存情况，有效解决窜货和价格秩序问题。根据中国证券报，五码系统上线以来，国窖 1573 和泸州老窖系列扫码开瓶率持续提升，价格体系更加稳定，有效保证公司渠道健康发展。一系列动作之下，公司 2023 年在河南省实现较好增长。2024 年公司进一步坚定发展目标，以精细管理、精准营销推进全品系发力，坚定抢抓三大机遇，深入践行“厂商一体化”“客户即团队”等理念，围绕“打造厂商命运共同体”，推进“讲好浓香股市，增进价值认同”“深化管服结合，提升利润水平”“推动数智加码，抢占市场先机”等七大工程，华中市场有望延续高增。

#### 4.4 总结：全国化中省外市场开拓关键为乘势与精细化运作

通过复盘全国化名酒在河南市场开拓的案例，我们认为区域名酒全国化的进程中针对省外市场的开拓需要因势制宜，如汾酒在河南迎合价格带变化推进中档产品矩阵放量，习酒把握河南市场酱香热与次高端扩容机遇实现高增。此外，酒企自身的努力不可或缺，需以多元化策略完善产品矩阵、推进渠道精细化运作，1) 在产品组合上，搭建完善的产品矩阵并选择合适的产品作为重点切入市场，如习酒充分利用酱香热

与次高端扩容的市场背景实现单品窖藏 1988 实现放量，汾酒通过高性价比产品玻汾适应市场需求并打下良好的消费者基础；在河南市场已经对五粮液有高认可度的情况下，国窖 1573 切入市场的难度相对有所增加，但国窖自身搭建完善的产品组合、着力解决窜货等问题，也带动河南市场动销实现良性增长；2) 在渠道与价格策略上，精细化运作与稳价是关键，如习酒对经销商采取低库存政策，通过 BC 联动方式帮助经销商去库存；汾酒在价格管理上实行配额制和控价/半控价，价费分离，避免经销商套费等；老窖推进“五码合一”系统性升级，着力稳定价格体系，其河南市场也在 2023 年实现较高增速。

**图表29：开拓省外市场需要注重产品、渠道策略等多方面的精细化运作**

	汾酒	习酒	泸州老窖
<b>全国化布局</b>	2020 年提出“1357+10”布局策略，“5”指江浙沪皖、粤闽琼、两湖、东北、西北五小板块，“7”指四川、云南等 7 个机会市场，“10”指 10 个直属管理区，精耕大基地、华东、华南三大市场	2019 年已形成“132+”的全国化市场布局：以贵州市场为一个核心，以河南、山东、广东为三大样板，全力开拓长江、沿海两个经济带，带动全国其他市场全面协调发展	2021 年提出推进“城市群样板市场打造”，根据“2358”区域发展战略，选定包括上海、深圳、郑州、成都等在内的九大样板市场
<b>产品组合策略</b>	2017 年形成“抓两头、带中间”产品布局，玻汾打下消费者基础，青花系列实现品牌升级，抓好青花 20 的规模性扩张和青花 40 的价格标杆，带动青花 30 的规模化发展	2023 年起重点“挺君品、稳窖藏、扩金钻”，窖藏 1988 打下消费者基础，以君品习酒为核心大单品实现品牌升级、配合习酒·窖藏 1988 走中高端品牌路线的同时加大对大众酱酒和次高端方面投入力度	2020 年河南会战中以国窖 1573 经典款、国 1573·鸿运 568 和国宝红、国窖 1573·中国品味分别形成 <b>塔基、塔腰、塔尖</b> 产品
<b>主要竞品</b>	玻汾引领 50 价格带高线光瓶市场，青花 20 竞品主要为剑南春、红花郎等	窖藏竞品主要为剑南春、青花 20、红花郎等；君品竞品主要为茅台 1935、五粮液、青花 30	浓香领域在河南存在强势产品五粮液 1618、酱香竞品有茅台 1935、青花郎 20、君品习酒、青花 30 等
<b>营销策略</b>	终端成列-品鉴活动-引导消费者消费	-	-
<b>价格策略</b>	2017 年开始实行配额制和控价/半控价	2020 年开启配额制	2020 年起终端配额制与价格双轨制
<b>数字化策略</b>	2023 年起全国推广落地汾享礼遇模式及五码合一产品投放	2023 年上线“君品荟”APP，建立“平台自营+商务入驻”的商业模式	2023 年完成“五码合一”系统性升级
<b>渠道</b>	2022 年起逐步完善以厂方为主导、厂商共建的营销模式，地区级、县级经销商为主体，辅以专卖店加盟、直销、电商、新零售方式相结合的销售模式	2023 年起重点“扶直营、育电商”：拓展习酒终端网络，推出自有营销平台，强化专销产品工作，加强电商队伍建设	2015 年起转型为品牌专营模式，直控终端、控盘分利，压缩渠道层级、加快全国各城市及县级市场的渠道下沉深化，同时重点进行后终端建设和核心消费者培育
<b>厂商合作方式</b>	市区和县级城市分开招商；建设核心联盟店	-	1+1 厂商协作

资料来源：酒业家，云酒头条，云酒网，每日经济新闻，国酒微头条，米多大数据引擎，海商，经济观察网，中国网，贵视网，微酒，商业新知，凤凰网酒业，国联证券研究所

## 5. 投资建议：看好品牌底蕴深厚、渠道管理能力强的公司中期发展

看好品牌底蕴深厚、渠道管理能力强的公司中期发展。当前综合考虑股息率+业绩增速，白酒板块估值具备性价比，随着经济刺激政策强化，行业估值有望筑底回升。通过对河南白酒市场的复盘，我们认为名酒推进全国化中省外市场开拓的核心在于因势制宜、推进大单品突破与渠道精细化运作。展望未来，需求放缓的背景下，全国化扩张的难度增加，但行业集中度仍有较大提升空间，强品牌力和强渠道管理能力的公司仍有向外扩展的空间，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒等，同时推荐其他区域龙头酒企今世缘、迎驾贡酒、老白干酒等。

## 6. 风险提示

**宏观经济不达预期的风险。**若宏观经济不达预期，可能导致白酒消费偏弱、酒企业绩表现不达预期。

**行业竞争加剧的风险。**若行业竞争加剧，可能导致酒企费用投放增加、影响实际业绩。

**食品安全的风险。**若行业出现食品安全问题，可能导致消费者信心减弱、减少消费，进而导致企业业绩不达预期。

## 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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼