

推荐 (维持)

节后去库存延长，行业会如何应对？

2020年02月20日

重点公司

重点公司	19E (元)	20E (元)	评级
贵州茅台	34.40	42.32	审慎增持
五粮液	4.46	5.42	审慎增持
泸州老窖	3.13	4.02	审慎增持
山西汾酒	2.25	2.81	审慎增持
今世缘	1.20	1.52	审慎增持

相关报告

《食品饮料 2019Q4 基金持仓点评：白酒超配持续回落，大众品配置分化》2020-01-30

分析师：

赵国防

zhaoguofang@xyzq.com.cn

S0190518100002

研究助理：

李耀

liyao93@xyzq.com.cn

团队成员：颜言

投资要点

- **名酒节前回款顺利，节后去库存延长。**1)、节前回款顺利，库存留待节后消化。名酒普遍在春节前夕完成一季度大部分销售任务，草根电话调研反馈名酒回款顺利，但由于突发事件扰动，节后库存高于往年同期：据电话调研反馈测算，增加库存约占全年货值2-3成之间，主要在终端及消费者手中；2)、**节后去库存时间延长，企业需兼顾消费者及渠道。**由于进入淡季、需求尚在恢复等因素，节后去库存时间延长，渠道面临终端库存高、动销慢等不利状况，有一定资金压力，而酒企则需要妥善推动库存消化，在价格体系、渠道及消费者感受、销售任务完成度之间做到平衡。
- **借古鉴今，复盘行业史上的动销困难时期，为我们带来三条启示：**1)、**经济变量起决定性作用，“黑天鹅”事件对行业影响小。**观察过去5轮动销困难期，我们发现经济骤然遇冷/增速换挡经常导致行业面临2年以上的动销压力，而突发事件(如2003年“非典”事件)对行业带来的动销压力仅1-2个季度。2)、**酒企、渠道行为模式相对固定。**总结发现，如果是短期事件造成的动销压力，企业措施基本停留在增加渠道补贴，控制总量的范畴，渠道不会出现大规模抛售；而在经济下行、消费场景长期缺失等情况下，渠道会出现抛售行为，酒企会果断启动降价策略并加大渠道补贴，甚至重启招商；3)、**正确评估形势、措施务实至关重要。**同样的策略在不同时期会取得不同的效果，比如2013年老家逆势提价造成市场份额丢失，而2008-09年选择守住价格的企业均度过险境；原因在于不同时期的经济、产业环境不同，故企业对形势的评估以及措施的务实程度至关重要。
- **短期扰动不改行业趋势，建议积极看待去库存。**我们认为社交仍然是消费核心诉求，近年来经济周期性弱化、渠道利润合理，行业依旧处在良性经营阶段，消费升级、行业集中的逻辑依旧成立，库存压力仅是短期扰动；另外，各酒企近期采取措施及时、务实，伴随需求逐步回暖、购买渠道通畅以及随后可能出现的补偿性消费推动下，库存有望回归至合理水平。
- **投资建议：放眼长远，坚守确定性。**短期来看，建议抓住确定性，配置需求刚性、动销压力较小的贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并建议布局品牌势能正在释放且存在弥补性消费需求的名酒如山西汾酒、今世缘。中长期而言：我们认为行业周期性已弱化，消费升级及行业集中的逻辑长期成立，对于成长路径清晰、业绩处于释放期的标的如茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、今世缘等，建议关注回调带来的买入机会。

风险提示：宏观经济下行对行业带来压力，食品安全，产业政策调整。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、名酒节回款顺利，节后去库存延长	- 4 -
1.1、一季度为销售旺季，名酒节前基本完成回款	- 4 -
1.2、近期库存包括两部分：终端库存及消费者库存	- 5 -
1.3、节后去库存时间延长，需要兼顾消费者及渠道	- 7 -
2、借古鉴今，白酒动销困难时期带来的启示	- 9 -
2.1、经济变量起决定性作用，“黑天鹅”事件对行业影响小	- 9 -
2.2、酒企、渠道行为模式相对固定，根据压力逐步采取措施	- 11 -
2.3、正确评估形势、措施务实至关重要	- 18 -
3、短期扰动不改行业趋势，积极看待去库存	- 21 -
3.1、动销压力属于短期扰动，行业趋势不改	- 21 -
3.2、企业措施及时、务实，积极看待行业去库存	- 22 -
4、投资策略：放眼长远，坚守确定性	- 25 -
5、风险提示	- 25 -
图 1、Q1 财务占比高，主要系春节贡献	- 4 -
图 2、白酒近期库存主要分为两部分	- 5 -
图 3、消费者购买渠道不畅，部分库存留在终端	- 6 -
图 4、各价位带白酒的聚饮消费场景基本消失	- 7 -
图 5、各价位带白酒市场规模占比	- 7 -
图 6、2020 年春节后去库存时间延长，酒企销售计划或因此变动	- 8 -
图 7、企业推动库存消化需要考虑消费者心态及渠道资金压力等问题	- 8 -
图 8、白酒产量同比增速	- 10 -
图 9、白酒（折 65 度）库存比年初增长	- 10 -
图 10、各时期宏观经济趋势	- 10 -
图 11、较之经济趋势，“黑天鹅”带来的动销压力小	- 11 -
图 12、白酒企业及渠道的反应模式较为固定	- 12 -
图 13、2003 年经济增速快	- 13 -
图 14、“非典”事件在 2003 年 5 月基本结束	- 13 -
图 15、2008-2009 年，名酒仍以提价为主，促销措施少	- 14 -
图 16、积极财政政策于 2008 年底逐步落实	- 14 -
图 17、渠道打款意愿降低，预收款最先下降	- 15 -
图 18、行业收入、利润增速随后下降	- 15 -
图 19、加大渠道补贴，行业费用率提升	- 15 -
图 20、受费率上升拖累，盈利能力下行	- 15 -
图 21、2011 年，银基集团应收账款处于高位	- 16 -
图 22、2012 年行业库存压力极大	- 16 -
图 23、2012 年，银基集团面临极大动销压力	- 16 -
图 24、2013 年，银基集团面临周转压力，下调出货价格导致亏损	- 16 -
图 25、茅台先后采用降低终端价、增加渠道补贴、优惠招商等措施	- 17 -
图 26、五粮液先后采取增加渠道补贴、扩大招商范围、降低出厂价等措施	- 17 -
图 27、2012 年，板块预收款最先下降	- 18 -
图 28、2013 年，收入、利润增速随后回落	- 18 -
图 29、2013 年，形势恶化，板块费用率走高	- 18 -
图 30、2013 年，形势恶化，板块净利率下行	- 18 -
图 31、老窖 2013 年执行挺价、提价策略，2014 年转而降价并增加渠道补贴	- 19 -
图 32、国窖 2013 年逆势提价，批价大幅低于厂价	- 19 -

图 33、老窖份额 2014 年下滑严重，2015 年开始恢复.....	- 19 -
图 34、2008-2009 年，行业上行，量价两全；2013-2014，行业面临极大去库存压力，量价难两全.....	- 21 -
图 35、动销顺畅后，渠道资金压力可以缓解.....	- 21 -
图 36、消费场景恢复，开瓶率回升.....	- 21 -
图 37、五粮液为代表的渠道利润率回归合理.....	- 22 -
图 38、经济增速波幅收窄.....	- 22 -
图 39、消费升级推动中高档产品收入比重逐步提升.....	- 22 -
图 40、市场份额逐步向名酒集中.....	- 22 -
图 41、名酒及时电话调研并制定相应对策.....	- 23 -
表 1、经销商打款及酒厂发货在除夕之前基本完毕.....	- 4 -
表 2、根据不同节前折损系数、节后剩余打款额度，估测留在终端库存约占 7%-18%。.....	- 6 -
表 3、根据估测的消费场景折损系数，留在消费者手中的库存约占 9%-13%...-	7 -
表 4、行业面临过 5 轮动销困难期.....	- 9 -
表 5、尽管面临短期动销压力，2008-2009 年仍旧是行业最景气的年份之一..-	20 -
表 6、部分名酒下发应对措施，旨在减轻渠道销售任务压力、加强费用及服务支持、缓解渠道资金压力.....	- 24 -
表 7、重点企业盈利预测.....	- 25 -

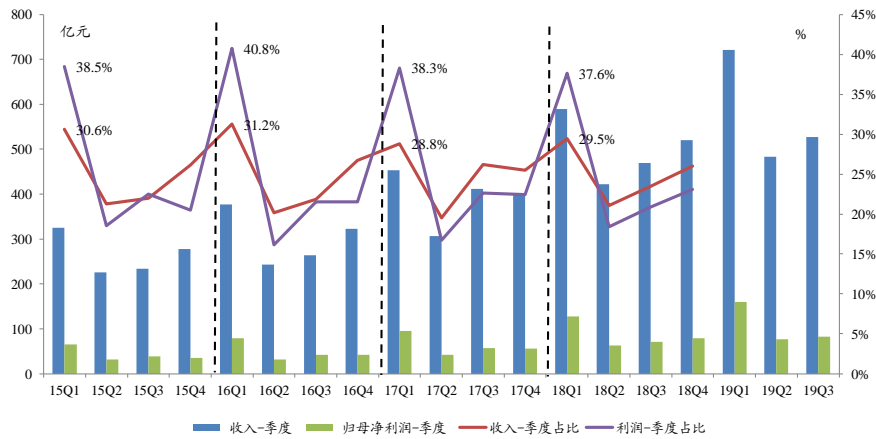
报告正文

1、名酒节回款顺利，节后去库存延长

1.1、一季度为销售旺季，名酒节前基本完成回款

一季度白酒行业为产销旺季。近年数据来看，上市公司一季度财务收入占全年比重约3成，净利润占比约4成，而行业一季度发货主要为春节旺季准备，1-2月份贡献行业大部分收入。

图 1、Q1 财务占比高，主要系春节贡献



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

节前名酒基本完成回款，销售节奏变动对酒企一季报影响较小。根据渠道追踪来看，白酒上市公司 1-3 月回款占全年销售计划约 4 成，其中除夕前回款占全年销售计划 3 成以上（五粮液等个别名酒能在除夕前完成全部一季度回款），由于除夕前夕大部分酒企回款以及向渠道发货等动作基本告终，按收入确认角度来看，节后滞销对一季报表现冲击较小。

表 1、经销商打款及酒厂发货在除夕之前基本完毕

企业	除夕前一批商打款进度	除夕前酒厂向经销商发货进度	分销商及终端动销
贵州茅台	2019 年秋季已预收部分货款	普遍 2 个月货额，相当于销售计划 30%	
五粮液	大商打款 4 成以上，小商 2 成	普遍 2 个月货额，相当于销售计划 30%	
泸州老窖	核心地区打款约 3 成	款到发货	除夕前半个月开始动销（占提货额度 7 成），除夕前几天为消费者采购高峰；大年初一至大年初七亦有部分动销（占提货额度 3 成）
山西汾酒	省内打款约 3 成	款到发货	
酒鬼酒	高端酒部分打款近 4 成	款到发货	
洋河股份	省内打款约 3 成，部分大商 4 成	经销商根据动销自行提货	
今世缘	省内打款约 3-4 成	款到发货	
古井贡酒	省内打款约 3 成	款到发货	

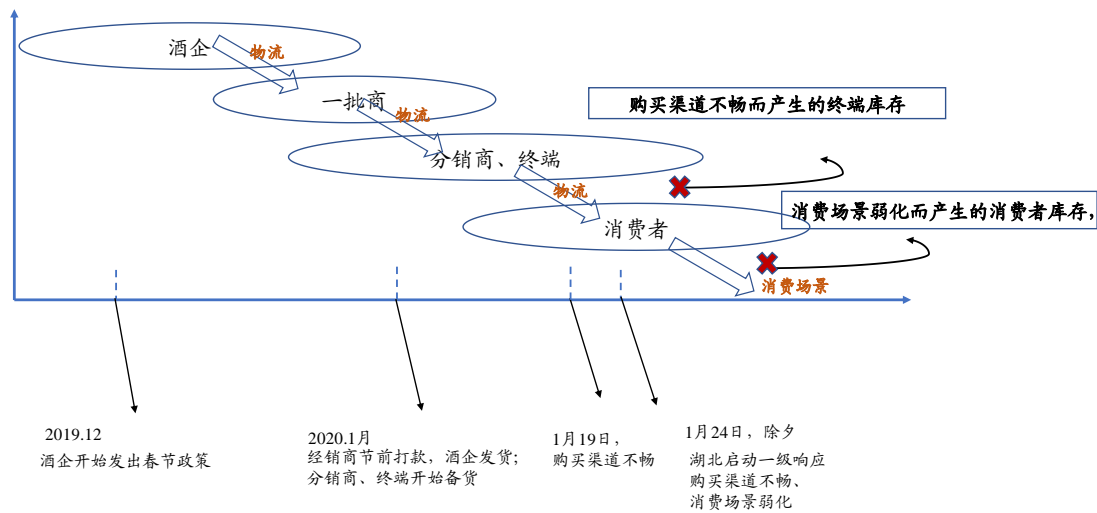
资料来源：微酒、草根电话调研，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、近期库存包括两部分：终端库存及消费者库存

受春节前后的事件影响，白酒近期库存增加，根据渠道电话调研及相关测算，增加的库存约占行业全年销售货值约 2-3 成，主要分两部分：

- 1)、因消费者购买渠道不畅，积压在终端零售商的库存，推测约占 1-2 成；
- 2)、因消费场景弱化，消费者购买后未实际消费而产生的库存，推测约占 1 成。

图 2、白酒近期库存主要分为两部分



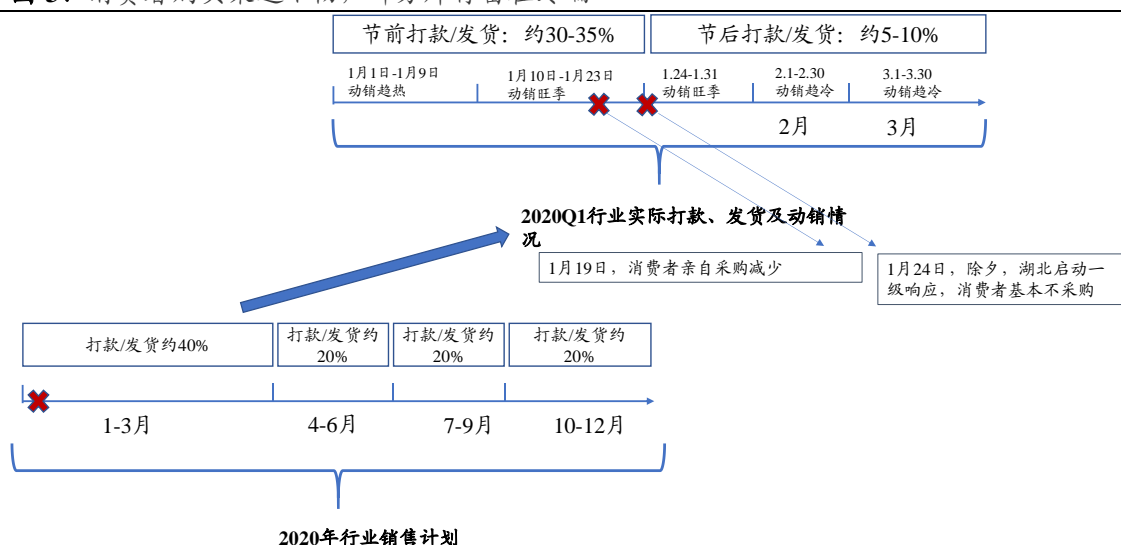
资料来源：草根电话调研，兴业证券经济与金融研究院整理

注：大部分经销商货物在节前基本发至终端，故经销商处库存较少

1.2.1、因消费者购买渠道不畅，估测积压在终端零售商的库存约 1-2 成

我们以除夕为界限，将一季度经销商打款行为分割为“除夕之前”及“除夕之后”：由于除夕后消费者出行受限，推测除夕之后的渠道备货（全年货额的 5%-10%）或全部转化为库存；同时，除夕前 4 天部分消费者因出行意愿降低而未能去终端购买，经销商及终端的节前备货（全年货额的 30%-35%）将有一定可能留在手中（也就是节前折损）。按此推演，在不同的节前折损系数、节后打款可能性之下，留在终端手中的库存约占全年销售计划的 7%-18%。

图 3、消费者购买渠道不畅，部分库存留在终端



资料来源：草根电话调研，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、根据不同节前折损系数、节后剩余打款额度，估测留在终端库存约占 7%-18%。

渠道库存		节后剩余打款额度				
		10%	8%	7%	6%	5%
节前折损系数	5%	12%	10%	9%	8%	7%
	10%	13%	11%	10%	9%	9%
	15%	15%	13%	12%	11%	10%
	20%	16%	14%	14%	13%	12%
	25%	18%	16%	15%	15%	14%

资料来源：草根电话调研测算，兴业证券经济与金融研究院整理

注：渠道库存=（40%-节后剩余打款额度）*节前折损系数+节后剩余打款额度

注：根据草根电话调研，暂估测节前折损系数的区间在 5%-25%，由于样本偏差，实际折损或与估测有较大出入

1.2.2、因消费场景弱化，估测消费者购买后未实际消费而产生的库存约 1 成

因酒水消费场景分为家庭餐饮、聚会使用及送礼，除夕之后，全国人口流动性明显降低，消费场景弱化导致消费者手中的部分已购买产品或转化为消费者库存。我们根据草根电话调研粗略估计各价位带白酒市场规模占比，并按三大消费场景粗略拆分各价位带白酒的消费结构，进而估测整个白酒消费的折损系数约 4 成，结合该系数及消费者节前购买白酒货值推算，消费者手中未消费的库存约占行业全年货值的 9%-13%（加上终端库存后，整体库存约占行业全年货值的 21%-27%）。

图 4、各价位带白酒的聚饮消费场景基本消失

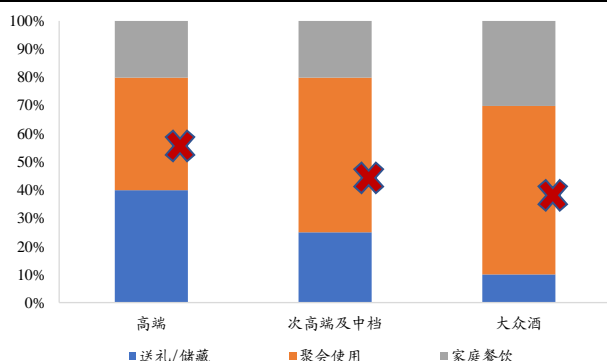
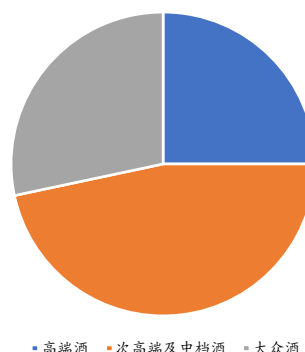


图 5、各价位带白酒市场规模占比



资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 根据草根电话调研反馈, 其他场景基本不受影响

资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、根据估测的消费场景折损系数, 留在消费者手中的库存约占 9%-13%

A. 留在终端的库存占比	B. 对应消费者买到手的货值占比	C. 消费者手中库存	D. 终端库存+消费者库存
7%	33%	14%	21%
8%	32%	13%	21%
10%	30%	13%	23%
12%	28%	12%	24%
14%	26%	11%	25%
16%	24%	10%	26%
18%	22%	9%	27%

资料来源: 草根电话调研测算, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: A 项目在前一个表格中已有测算

注: B=一季度销售计划占比 (暂假设 40%) - A

注: C=B*消费场景折损系数

注: 根据草根电话调研, 暂估测消费场景折损系数为 42%, 由于样本偏差, 实际折损情况或与估测有较大出入

1.3、节后去库存时间延长, 需要兼顾消费者及渠道

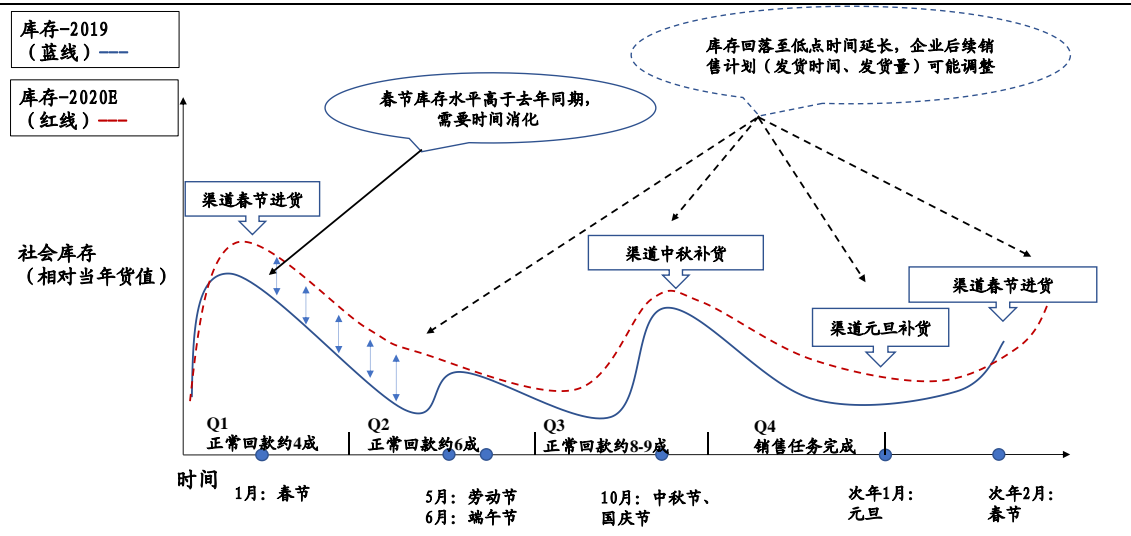
1.3.1、去库存时间延长, 酒企销售计划或因此变动

我们认为, 去库存时间延长、库存低点回归时间延后, 酒企销售计划或将因此出现一定程度变动: 正常情况下渠道动销顺畅、消费者能够正常消费, 库存能在节后迅速消化至相对低位; 由于春节前后事件影响, 近期社会库存高于去年同期水平 (根据我们上文估算, 终端及消费者手中库存会有不同程度额外增加)。对此我们认为, 节后数月为白酒消费淡季, 行业已过库存消化最佳时期, 而短期内消费场景及购买渠道是逐步恢复的, 行业的节后去库存时间将延长、库存低点到来时间将延后, 白酒企业原本在端午、中秋等季节实行的销售任务或将根据库存情况进行临时缩减或延后, 预计 2020 年白酒企业在销售任务完成进度等方面会有一

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

定程度变动。

图 6、2020 年春节后去库存时间延长，酒企销售计划或因此变动

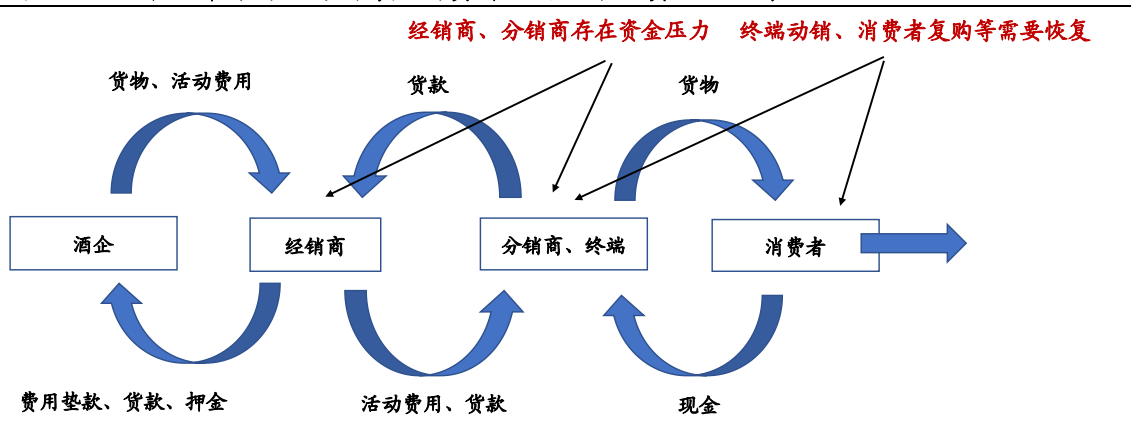


资料来源：草根电话调研，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.1、推动库存消化需要兼顾消费者及渠道

我们认为，短期内消化库存将对酒企业经营能力提出考验，主要集中在如下几个方面：1) 消费者方面：前期消费场景受损，消费者手中存有部分库存，企业及渠道需要推动消费者消化掉手中已购的酒水产品；除此之外，短期内消费场景需要恢复，还需要企业及渠道帮消费者解决复购意愿低的问题。2) 渠道方面：短期内终端库存高、动销慢等因素造成资金紧张、打款意愿降低，进而对经销商造成资金压力，酒企需要在价格体系、渠道信心、销售任务完成度之间做到平衡。

图 7、企业推动库存消化需要考虑消费者心态及渠道资金压力等问题



资料来源：草根电话调研，兴业证券经济与金融研究院整理

2、借古鉴今，白酒动销困难时期带来的启示

近期白酒行业产生的库存大概是什么量级？库存需要多少时间消化？酒企如何应对动销困难？对于此，我们回顾其中较为明显几次动销困难时期，希望能为即将到来的行业去库存提供启示及参照。通过复盘历史上 5 轮行业动销困难时期，我们发现：1）、经济趋势和行业内在发展规律对行业的影响是决定性的，“黑天鹅”仅对行业带来短期影响；2）、白酒企业及渠道的应对方法有固定的模式，而去库存带来的影响在财务指标上亦有相对固定的体现；3）、酒企是否对行业形势有准确评估、对应措施是否务实非常重要。

2.1、经济变量起决定性作用，“黑天鹅”事件对行业影响小

2.1.1、行业历史上面临 5 轮动销困难时期

白酒行业自上世纪 90 年代以来，因为政治经济、产业政策调整及其他突发事件面临过 5 次动销困难时期，每次均伴随行业库存的增加及白酒产量的波动：其中，1989-1993、1998-2001、2013-2015 年行业调整势大力沉，行业经历了数年去库存过程，产业格局发生较大变化，而 2003-2004 年、2008-2009 年，酒企及渠道面临的是短期的动销压力，行业格局、发展趋势无太大变化。

表 4、行业面临过 5 轮动销困难期

时期	政治经济环境	引起动销压力的短期事件冲击	白酒行业产量	白酒行业库存
1989-1993	经济由热到冷，经济增速、通胀水平快速回落	对经济过热进行调控，货币政策迅速收紧（1989），官方发布禁酒令	产量同比增速由正转负	NA
1998-2001	GDP 增速明显回落、固定资产投资增速下行、通货紧缩	亚洲金融风暴（1998）、朔州假酒案（1998.2）	产量同比增速大幅回落，负增长	库存同比增速为正
2003-2004	GDP 增速重回双位数、固定资产投资增速上行通胀抬升	非典型肺炎（2003.3-5）	产量同比增速转负	库存同比增速为负
2008-2009	总需求增长明显放缓，GDP 增速回落明显，后迅速回暖（“四万亿”助推）	南方特大冰雪灾害（2008.1）、汶川地震（2008.5）、美国次贷危机（2008）	产量同比增速由正转负	库存同比增速为正且提升明显
2013-2015	总需求增长放缓，GDP 增速持续、小幅度回落	限制“三公消费”出台及强化（2012.3）；塑化剂事件（2012.11）	产量同比增速在 0 线徘徊	库存同比增速为正且大幅提升

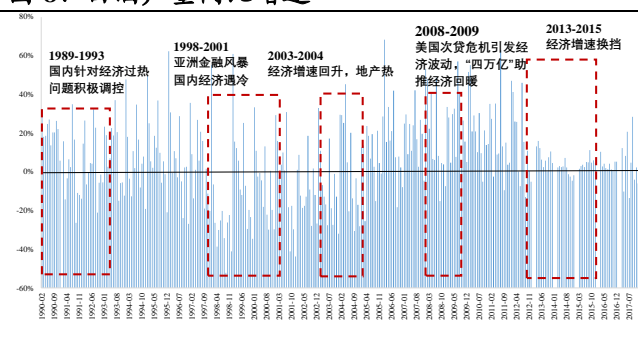
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.2、经济变量起决定性作用，“黑天鹅”对行业影响小

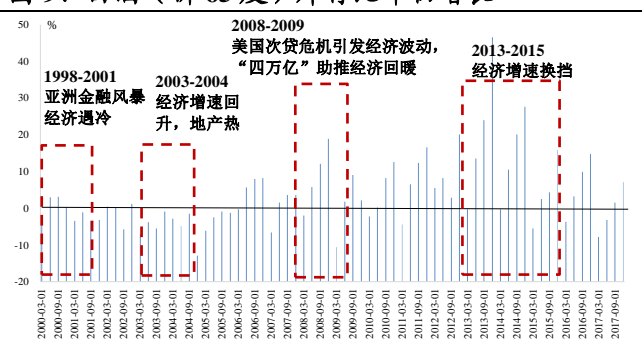
观察过去 5 轮动销困难期，我们发现，经济骤然遇冷/增速换挡经常导致行业面临 2 年以上的动销压力，而突发事件对行业带来的动销压力仅 1-2 个季度。回顾过去发现，经济变量对行业影响大：1989 年官方对经济过热进行调控、1998 年亚洲金融风暴波及国内、2011-12 年“四万亿”政策收尾，彼时经济增速出现换挡，进而消费需求明显萎缩，行业经历了数年的去库存时期，部分企业及渠道甚至退出行业（如秦池酒业等）。突发事件对行业的动销影响仅为短期：2003 年“非典”事件，08 年的冰雪自然灾害及汶川大地震发生后，经济趋势不改（2003 年“非典”并未改变经济上行趋势，2008-2009 年次贷危机对国内经济影响很快被积极财政、货币政策对冲），消费需求并未受太大影响（例如，由于 2009 年“四万亿”财政支出项目的推进，行业甚至迎来一轮蓬勃发展），白酒行业仅经历了 1-2 个季度的动销压力。

图 8、白酒产量同比增速



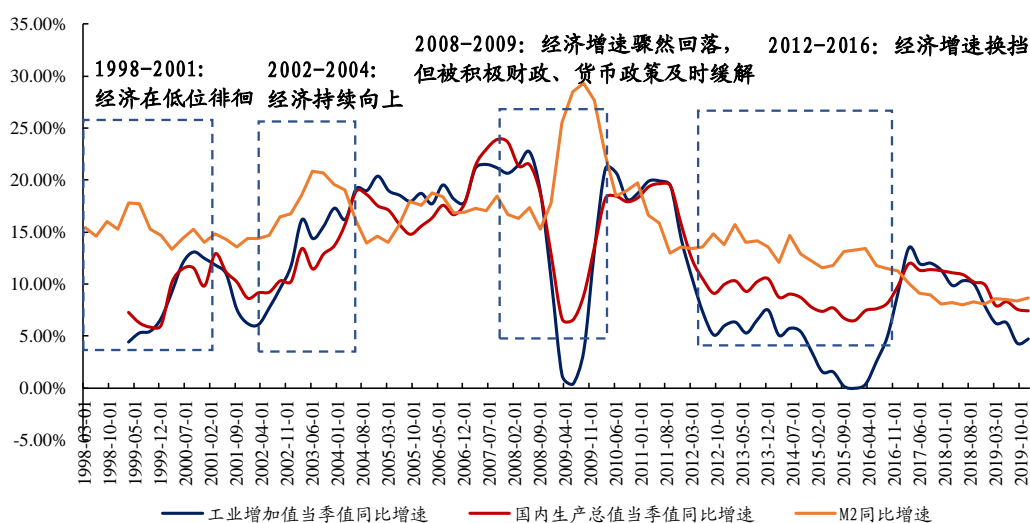
资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、白酒（折 65 度）库存比年初增长



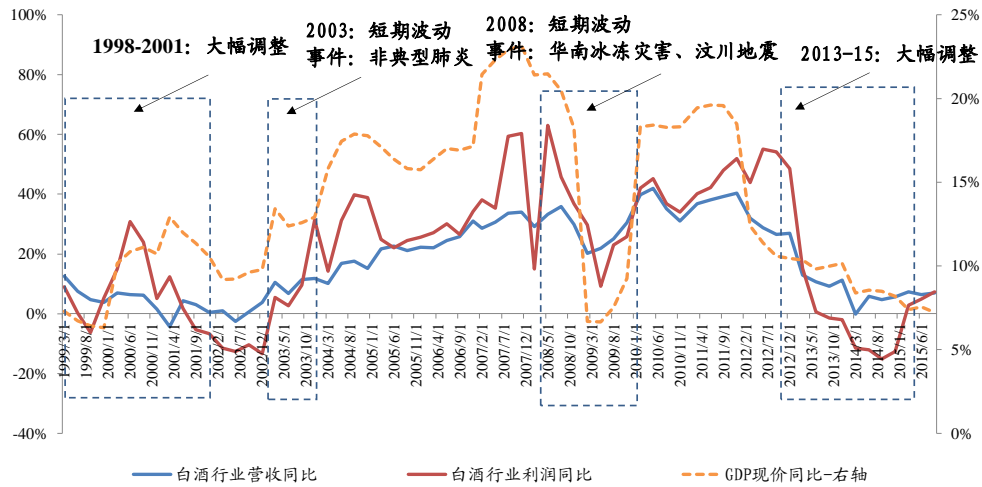
资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、各时期宏观经济趋势



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、 较之经济趋势，“黑天鹅”带来的动销压力小



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：此处为规模以上酒企

注：2013-2015 年强化限制“三公消费”，造成白酒政务消费场景长期受制，更类似产业政策调整，带来的影响较其他“黑天鹅”事件严重，但背后的经济增速换挡是决定白酒消费遇冷的主要原因。

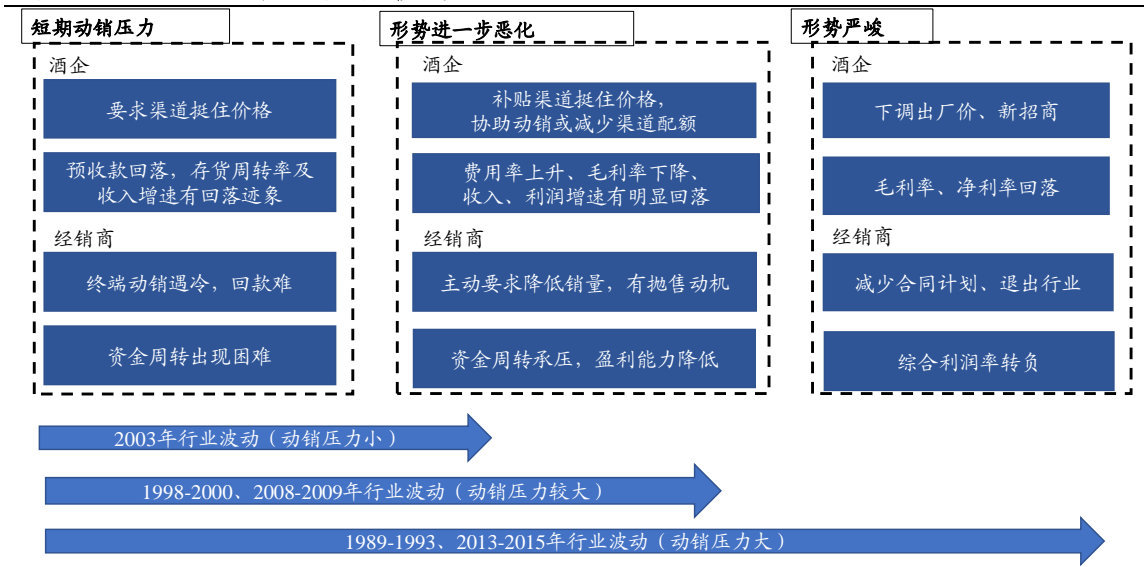
2.2、酒企、渠道行为模式相对固定，根据压力逐步采取措施

2.2.1、白酒企业根据形势严峻程度逐步采取措施

总结发现，行业在应对动销压力时，酒企及渠道的行为模式相对固定，会根据行业面临的压力逐步采取措施：如果是短期事件造成的动销压力，如 2003 年“非典”事件、2008 年南方冰雪灾害等事件，白酒企业措施基本停留在增加渠道补贴，控制总量的范畴，渠道资金周转有困难却不会出现大规模抛售；而在面临经济下行、政策带来的消费场景长期缺失，如 1998 年亚洲金融危机引发的国内经济波动，2011 年后“四万亿”财政支出项目逐步收尾、2012 年后强化对“三公消费”的限制，渠道会出现抛售行为，酒企会果断启动降价策略，甚至重启招商。

在财务方面，去库存也会在上市公司财报指标中有明显体现：面临动销压力渠道回款不畅、存货周转率高，打款意愿普遍降低导致企业预收款出现增速拐点；随后酒企会根据形势适时补贴渠道并调整销售计划，体现为毛利率的波动以及费率的提升，期内收入、利润增速出现回落；若形势十分严峻，渠道出现抛售，酒企会主动调整出厂价格并重启招商，此时行业盈利能力大幅波动。

图 12、白酒企业及渠道的反应模式较为固定



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

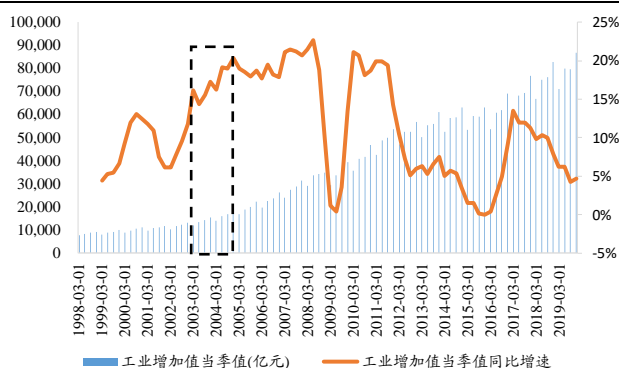
限于数据可得性，我们仅选取 2003-2004、2008-2009、2013-2015 三次动销困难时期来具体分析白酒行业的行为模式。

2.2.2、2003：经历短期动销困难，“非典”不改行业向上趋势

彼时宏观经济趋势向上，“非典”事件仅对销售带来短期影响。整体来看，2003 年“非典”期间白酒消费场景及购买渠道受到一定影响，行业上半年出现了短暂的动销困难，酒企试图对渠道进行补贴来促进动销，由于彼时经济处于上行趋势，2003 年下半年消费即迅速回暖，渠道的动销压力也随之解除，白酒行业在 2004 年初继续回归到量、价齐升的状态。

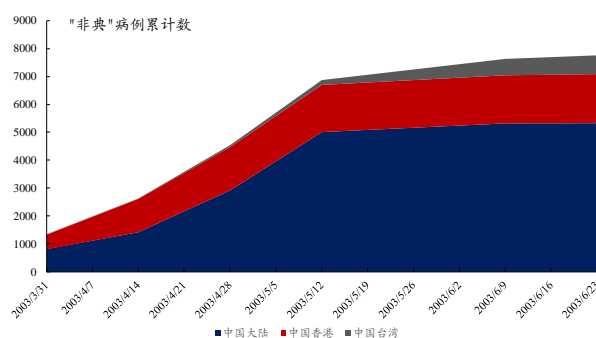
财务上看，酒企财务指标仅出现季度波动，上行趋势不改。由于“非典”事件带来的动销压力，行业预收款增速在 2003Q2 出现短暂波动，期内收入、利润增速转负，期内企业加大费用投放及调整价格造成净利率出现季度波动，但伴随行业形势转好，各项财务指标在 2003Q3 即转好（收入增速转正，盈利能力回升）。

图 13、2003 年经济增速快



资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、“非典”事件在 2003 年 5 月基本结束



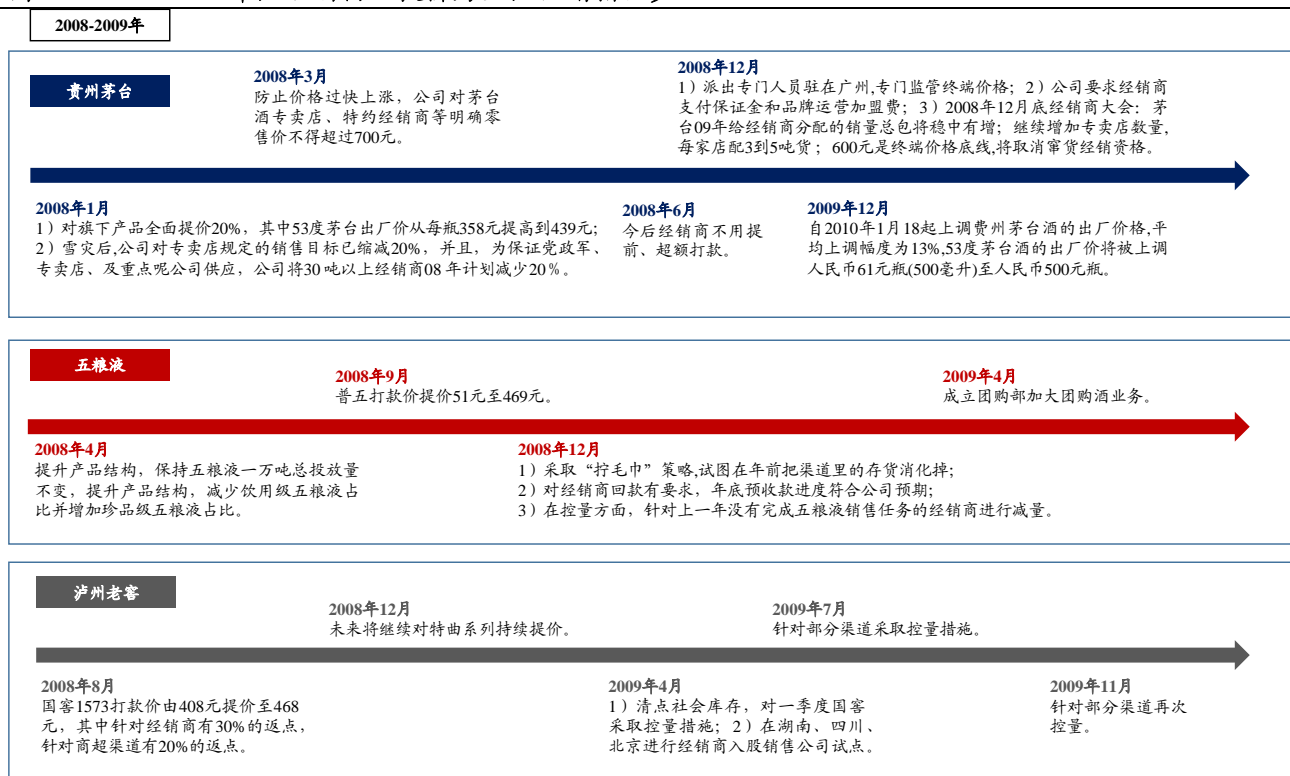
资料来源:世界卫生组织, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.3、2008-2009：以价格为先，“四万亿”推动经济转暖，去库存推后

行业仍以价格为重，渠道补贴力度小。2007 年 8 月，美国出现次贷危机；2008 年 1 月初，南方出现冰雪灾害，但 2008 年上半年经济并未受太多影响，白酒实际需求并未明显下降，酒企仍延续景气时提价保量策略，其中茅台在 08 年 1 月仍有一次提价（3 月甚至限制价格过快上涨），老窖、五粮液在下半年纷纷跟随提升核心单品出厂价。伴随次贷危机对国内经济的影响逐渐显现以及汶川地震的突发，行业真正动销压力在 08 年下半年才得以体现，彼时渠道面临回款压力，酒企依旧以价格为先，其中茅台明令渠道挺价且并未降低销售计划，五粮液依旧对渠道有回款要求，期内名酒对渠道并未有大力度补贴。

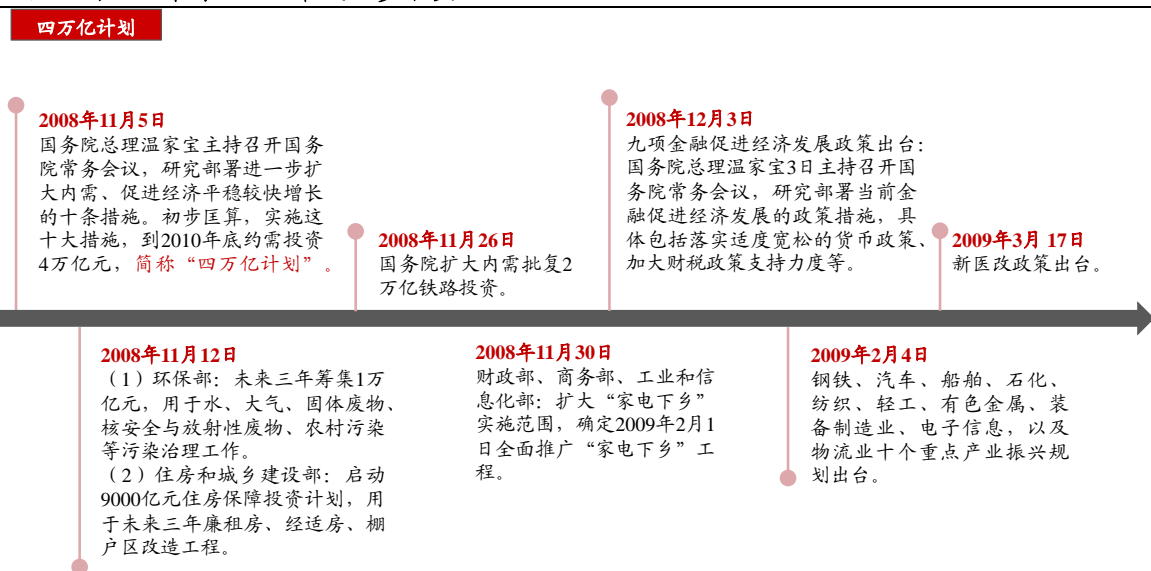
积极的财政支出项目助推经济转暖，行业去库存被推迟。2008 年 11 月，国务院研究部署进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的措施，拟定系列财政支出项目（合计约 4 万亿，简称“四万亿”项目），在相应货币、信贷政策支持下，系列支出项目于 2009 年快速落实，经济转暖带动消费需求回暖，白酒动销迅速恢复，行业面临的库存压力迅速化解，企业收入状况及盈利能力快速改善，货币环境的宽松为白酒行业带来充分的量、价空间，行业旋即恢复到量、价齐升的状态。

图 15、2008-2009 年，名酒仍以提价为主，促销措施少



资料来源：微酒、酒业家、草根电话调研，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、积极财政政策于 2008 年底逐步落实



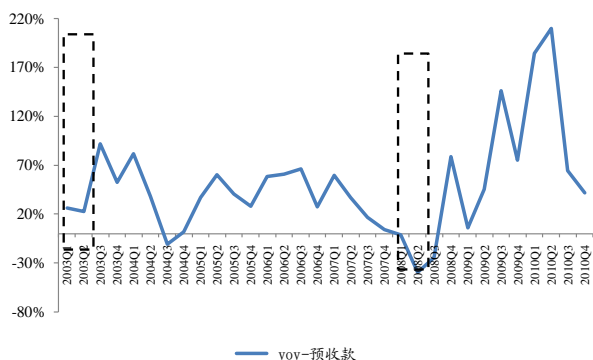
资料来源：微酒、酒业家、草根电话调研，兴业证券经济与金融研究院整理

财务上看，此次动销困难时期，上市公司财务指标的波动限于季度。面对动销压力，渠道首先会降低打款意愿，2008Q1 板块预收款同比增速首次转负；下半年消费需求下降明显，2008Q3 板块收入增速下滑，期内酒企为推动销售才开始增加费用支出，费率上升导致净利率出现回落，08Q4 动销压力最大，行业收入增速首次

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

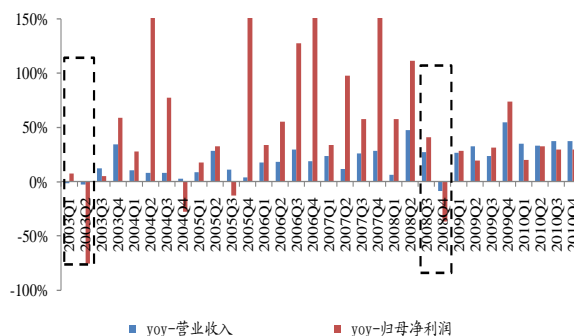
转负、利润率波动明显，但是伴随经济转暖，09年初行业动销压力得到快速缓解，渠道打款意愿明显恢复，随后白酒板块预收款、利润增速等各项指标迅速恢复。

图 17、渠道打款意愿降低，预收款最先下降



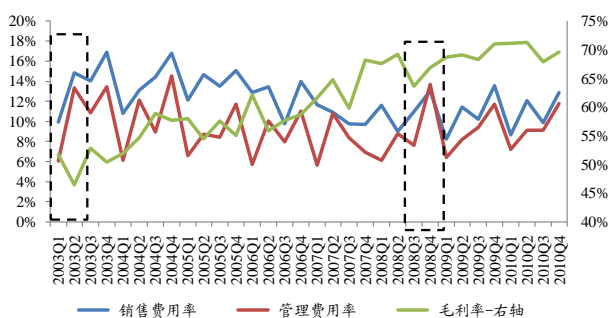
资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 数据仅统计彼时上市公司

图 18、行业收入、利润增速随后下降



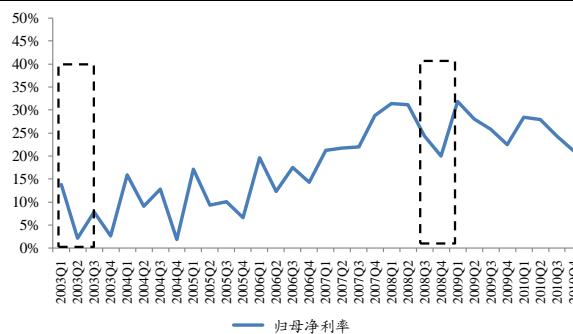
资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 数据仅统计彼时上市公司

图 19、加大渠道补贴，行业费用率提升



资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 数据仅统计彼时上市公司

图 20、受费率上升拖累，盈利能力下行

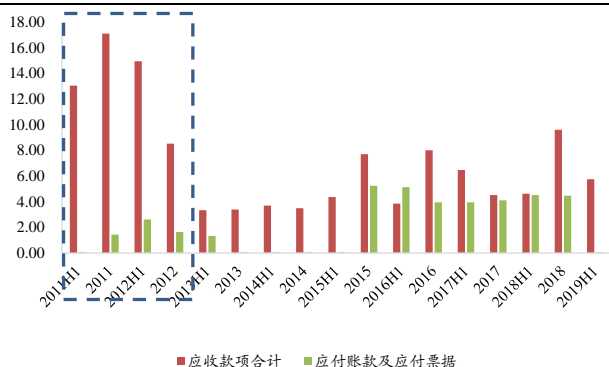


资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 数据仅统计彼时上市公司

2.2.4、2013-2015: 以量为先，逐级采取措施推动库存消化

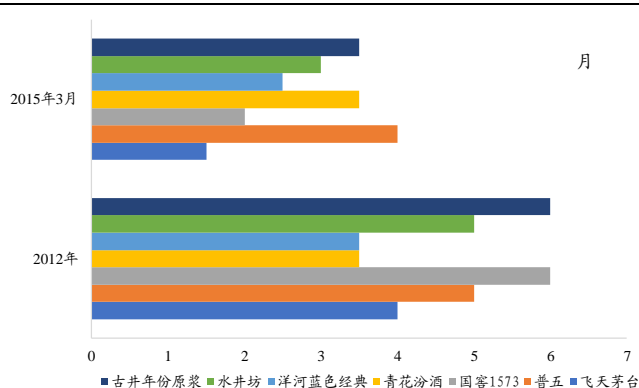
伴随“四万亿”财政支出项目的收尾，经济增速换挡、消费需求逐步遇冷，行业库存高企，动销压力极大：至 2011 年底，名酒渠道库存接近 2 个季度（而正常渠道库存约 1 个季度内）；经销商资金压力在 2011 年下半年已有明显体现（经销商银基集团为例，11 年底应收账款已达 17 亿元，而全年营收不过 24 亿元）；至 2012 年，由于限制“三公消费”措施逐步落实，白酒政务消费迅速萎缩，经销商面临极大动销压力（银基集团为例，2012 年周转率不足 2011 年一半，期内收入不及 2012 年 1/4），迫于压力，经销商开始出现抛售行为，2013 年上半年银基集团即开始下调出货价格，导致期内亏损。

图 21、2011 年，银基集团应收账款处于高位



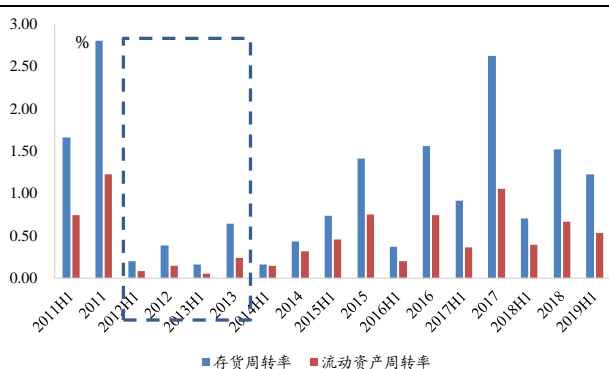
资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、2012 年行业库存压力极大



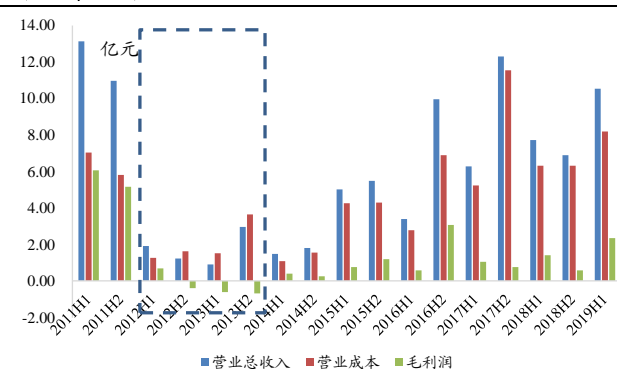
资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、2012 年，银基集团面临极大动销压力



资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、2013 年，银基集团面临周转压力，下调出货价格导致亏损



资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

面对极高的动销压力，茅台、五粮液为代表的名酒逐渐意识到恢复动销是关键，暂时放弃价格目标，先后采取加大渠道补贴、重启招商、降低出厂价格等系列措施。其中，茅台措施坚决：2013 年初，茅台发现明令挺价后经销商仍有抛售行为，为稳定市场秩序及渠道信心，于 5 月主动下调各渠道飞天茅台终端价、增加对旗下系列酒渠道补贴力度，7 月之后重启招商并在接下来数月中扩大招商范围、增加优惠力度；经过一年多库存消化，至 2014 年底，茅台库存回归合理、渠道逐步稳定，公司才全面取消针对飞天的倒挂返利政策，并再次明确要求挺价。五粮液则根据形势适时调整：2013 年初，公司上调了普五出厂价，但宣布加大对积极完成任务的经销商补贴力度；在观察到渠道动销依旧不佳后，公司宣布继续增加对渠道补贴力度及后续资金纾困措施，此时依旧对渠道有价格刚性的要求；面对迟迟未得到缓解的动销压力，2014 年 3 月，公司宣布下调普五出厂价格并取消渠道补贴，经历大半年库存消化后，渠道心态才逐步回归稳定，至 2015 年初，公司逐步回归挺价策略。

图 25、茅台先后采用降低终端价、增加渠道补贴、优惠招商等措施



资料来源：微酒、酒业家、草根电话调研，兴业证券经济与金融研究院整理

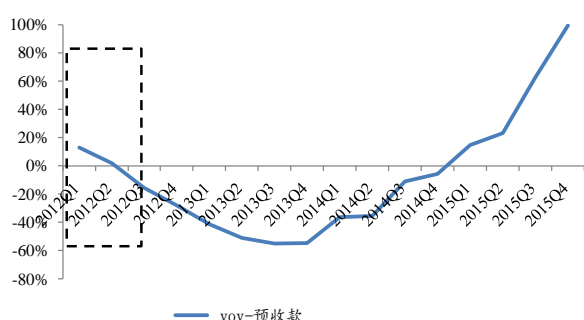
图 26、五粮液先后采取增加渠道补贴、扩大招商范围、降低出厂价等措施



资料来源：微酒、酒业家、草根电话调研，兴业证券经济与金融研究院整理

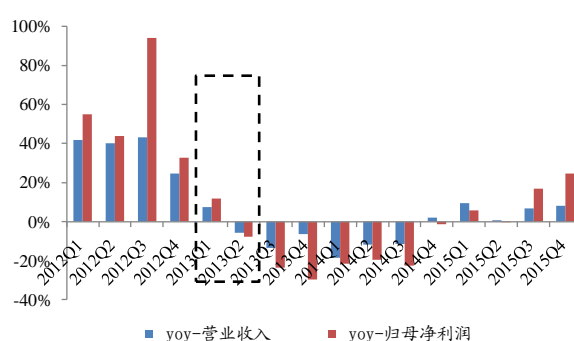
该轮去库存，在财务上体现为数年范围的增速、盈利能力下行：动销压力最先反映到渠道端，由于经销商回款意愿明显回落，2012Q1 板块预收款增速即出现拐点；酒企财务表现则相对滞后，收入增速坚持到 2013Q1 才明显回落；由于形势恶化，为推动渠道去库存，酒企普遍在 2013 年下半年进行频繁价格调整，并增加渠道补贴力度，2013Q4 板块费用率大幅走高，净利率创下新低，随后行业经历了 1 年多的去库存时期，酒企在期间依旧实行高费用投放及频繁调价措施，收入、利润增速为负，盈利能力持续下滑。伴随行业动销压力缓解，预收款在 2014Q4 先行企稳，随后行业收入增速开始转正，盈利能力开始企稳。

图 27、2012 年，板块预收款最先下降



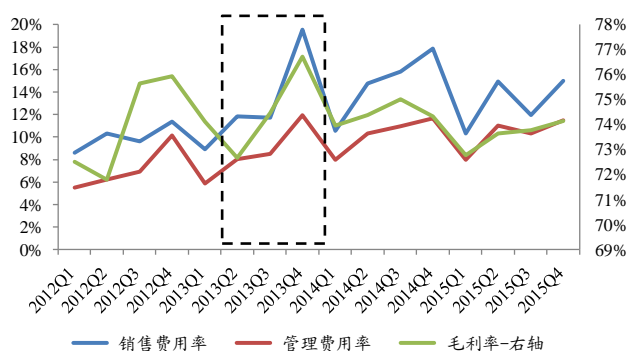
资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 数据仅统计彼时上市公司

图 28、2013 年，收入、利润增速随后回落



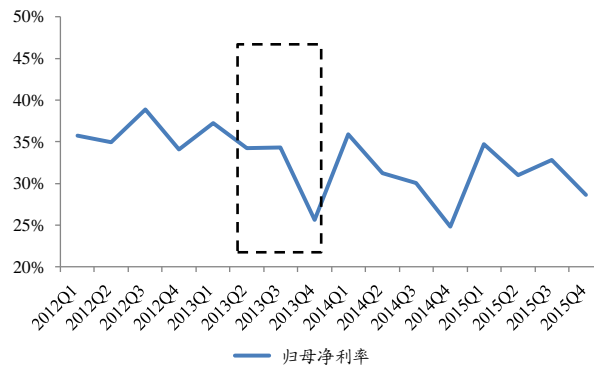
资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 数据仅统计彼时上市公司

图 29、2013 年，形势恶化，板块费用率走高



资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 数据仅统计彼时上市公司

图 30、2013 年，形势恶化，板块净利率下行



资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 数据仅统计彼时上市公司

2.3、正确评估形势、措施务实至关重要

回顾历次动销困难时期，我们发现，企业是否对形势有正确判断，采取措施是否及时、果断，一定程度上决定企业所遭受的损失以及其市场形势的恢复速度。

2.3.1、2013 年泸州老窖的例子：逆势提价受损，及时纠正挽回颓势

以老窖为例，公司在 2013 年逆势提价造成市场份额丢失，后公司及时降低出厂

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

价格并给与渠道补贴，动销压力才得到缓解，及时挽住了市场份额的下滑。

2013年，老窖面临动销压力，借鉴前期的几次调整经验，更倾向“有价格就有品牌”：在下半年出现厂价倒挂的情况下逆势提升国窖出厂价至999元，终端价格锚定茅台，而彼时茅台、五粮液已意识到动销压力，开始停止提价步伐并采取加大渠道补贴、优惠招商等多种形式推动销售；面对需求的持续收缩，国窖动销压力不降反增，渠道逐步出现抛售现象，批价继续回落，至2014年下半年，国窖市场份额开始流失到茅台、五粮液等竞品中。

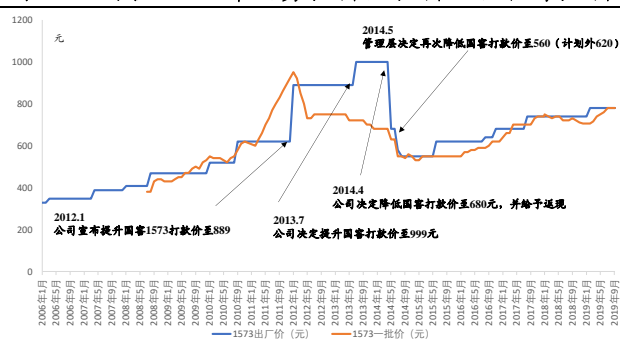
图 31、老窖 2013 年执行提价、提价策略，2014 年转而降价并增加渠道补贴



资料来源：微酒、酒业家、草根电话调研，兴业证券经济与金融研究院整理

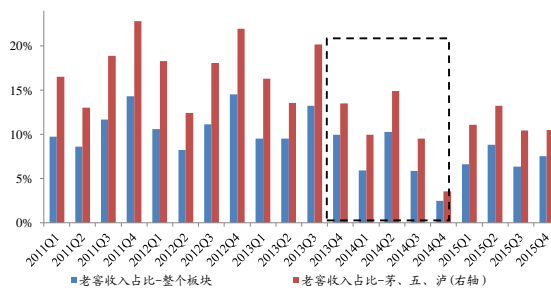
2014年，面对持续下滑的销量，公司管理层经过反复电话调研后决定及时刹车，以动销为先：2014年4月、7月先后两次下调国窖出厂价格，针对有实际销量的经销商给与额外补贴，同时，针对库存给与差额补贴。在经历半年的震荡期后，销售逐步回归良性，至2015年初，公司市场占有率开始回升。

图 32、国窖 2013 年逆势提价，批价大幅低于厂价



资料来源:草根电话调研，兴业证券经济与金融研究院整

图 33、老窖份额 2014 年下滑严重，2015 年开始恢复



资料来源:Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

理

2.3.2、同样的措施，在 2008-09 年与 2013-14 年产生截然不同的结果

2008 年-2009 年，外部环境支持酒企挺住价格的同时保证销量。彼时经济增速仍在相对高位，冰冻灾害以及汶川地震事件仅对白酒动销产生短期压力，而次贷危机对于国内经济增速的影响被财政支出项目及时化解，彼时渠道政策仍是以保价为先（下半年五粮液再提出厂价，老窖释放涨价预期、茅台明令要求渠道挺价），仅在年底加大对渠道补贴并采取短期控量，行业在 2009 年迅速得到恢复，上市公司销售再次进入量、价齐升。究其根本，2008-09 年的经济环境足以支撑挺价及提价，彼时酒企正确判断了形势。

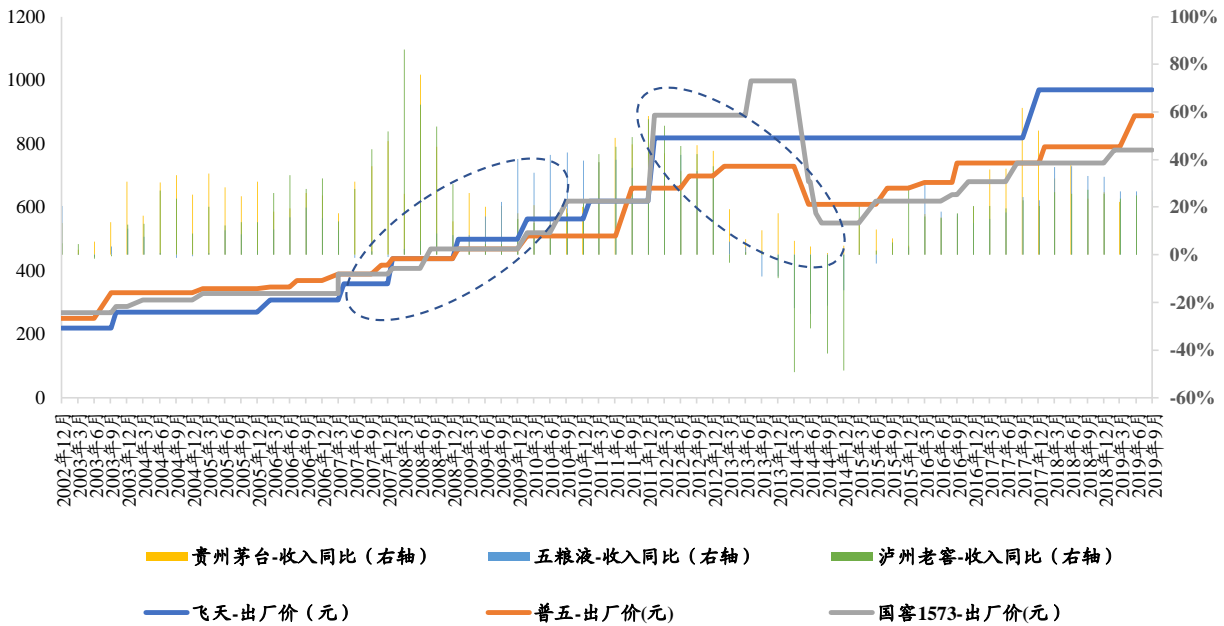
表 5、尽管面临短期动销压力，2008-2009 年仍旧是行业最景气的年份之一

动销困难出现的时期	行业收入 CAGR	行业利润 CAGR	领先企业收入、利润 CAGR
1998-2000	2.69%	5.16%	水井坊（+101%、+124%）、贵州茅台（+33%、+32%）、山西汾酒（+22%、+75%）、五粮液（+19%、+18%）
2003-2004	15.17%	38.79%	山西汾酒（+34%、+102%）、贵州茅台（+25%、+40%）、老白干（+15%、+3%）
2008-2009	30.46%	25.73%	老白干酒（+15%、+55%）、洋河股份（+49%+69%）、五粮液（+40%、+89%）、山西汾酒（+35%、+46%）
2013-2015	6.36%	-3.18%	水井坊（+33%、-）、贵州茅台（+4%、+2%）、洋河股份（+3%、+4%）

资料来源：wind，统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

但是，同样的措施在 2013 年时期却行不通：13 年泸州老窖逆势提价造成渠道抛售、市场份额下滑，究其原因在于彼时经济增速换挡，而行业历经多年快速发展存在诸多问题（例如渠道利润不合理的高、产品有价格泡沫）且去库存被一再推迟，此时面临的动销压力极大，此时去库存就不能过于在乎价格。

图 34、2008-2009 年，行业上行，量价两全；2013-2014，行业面临极大去库存压力，量价难两全



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

所以，综合来看，企业正确地判断形势并且及时、果断的采取务实措施能最大限度的帮助企业减少损失，加快去库存速度。

3、短期扰动不改行业趋势，积极看待去库存

3.1、动销压力属于短期扰动，行业趋势不改

我们认为，需求短期内会恢复，渠道压力亦将随之缓解。社交仍然是消费者核心诉求，消费场景在节后逐步恢复，五一、端午等小型假期有望迎来酒类的补偿性消费，消费者手中库存将逐步消化，而渠道动销将随之恢复顺畅，渠道的资金压力可以随之缓解。

图 35、动销顺畅后，渠道资金压力可以缓解

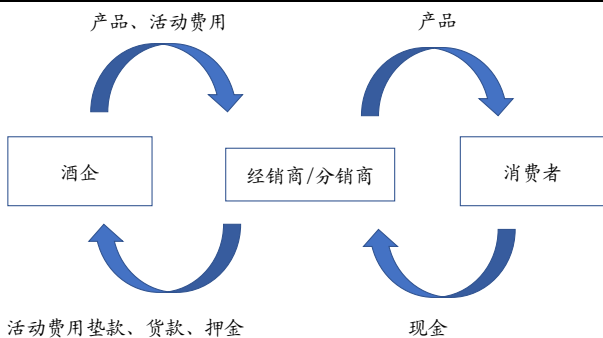
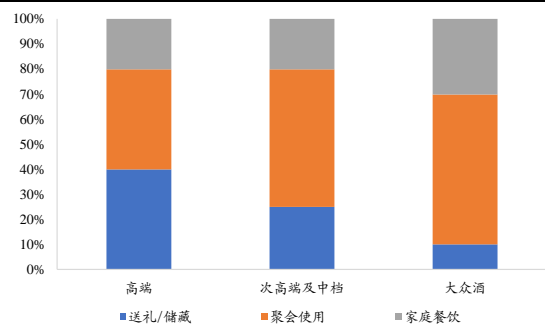


图 36、消费场景恢复，开瓶率回升



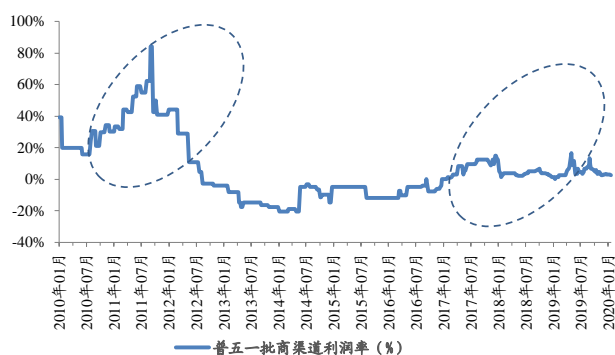
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

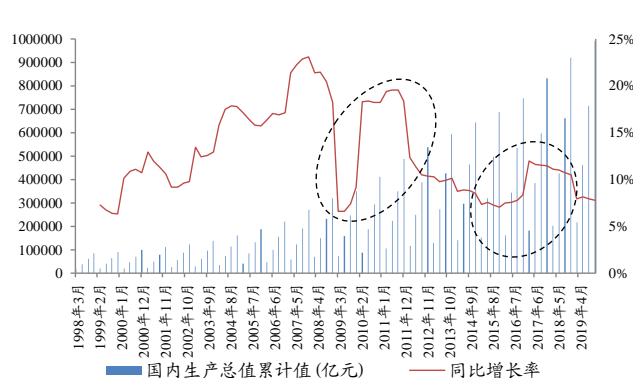
同时, 虽然短期内产生库存, 但经济周期性弱化、渠道利润合理, 行业近年来处在良性经营阶段。就五粮液等名酒的渠道利润率来看, 近年来行业的一批商毛利率维持在 10% 上下, 而 2012 年行业狂热期的经销商毛利率是当下数倍(五粮液接近 80%), 合理的渠道回报率体现出渠道良性; 同时, 2012 年以来经济增速波动幅度收窄, 侧面反映消费相对稳定, 白酒消费需求短期内出现大幅上下的可能性小。另外, 我们认为, 消费升级逻辑及行业份额集中的逻辑依旧成立。拉长时间来看, 即便经历了 2013-2014 年这样剧烈的调整, 各全国化名酒及区域性名酒的中档、次高端价位产品占比依旧逐年提升, 而上市公司为代表的名酒收入、利润占行业比重亦逐年提升, 消费升级以及份额向名酒集中的逻辑长期成立。

图 37、五粮液为代表的渠道利润率回归合理



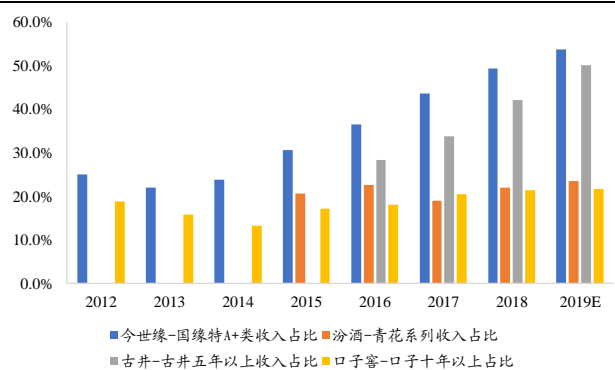
资料来源:草根电话调研, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、经济增速波幅收窄



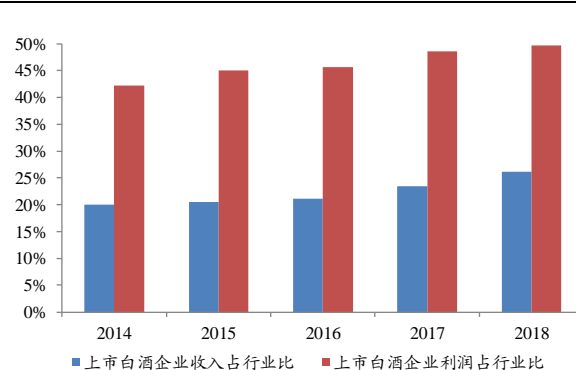
资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、消费升级推动中高档产品收入比重逐步提升



资料来源:草根电话调研, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、市场份额逐步向名酒集中



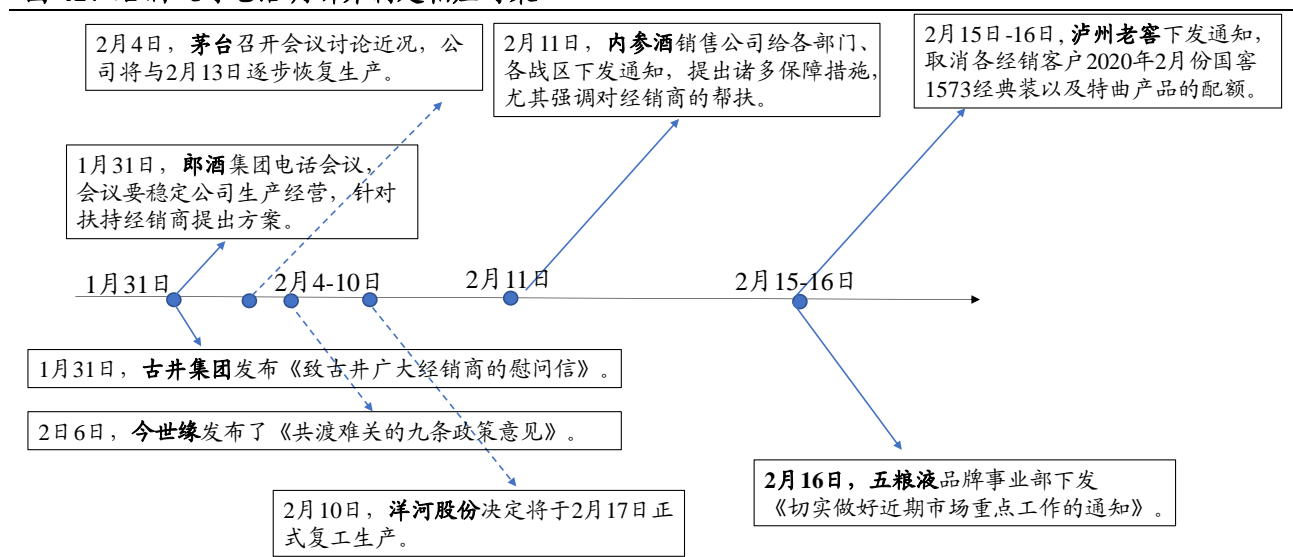
资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 总量为规模以上酒企

3.2、企业措施及时、务实, 积极看待行业去库存

从酒企近期采取措施来看, 面对短期的库存及动销压力, 各企业采取措施非常及时、务实。从时间来看, 各家酒企行动迅速, 自 1 月 31 日起, 古井、茅台等名酒先后召开内部会议并制定恢复生产、渠道摸排措施, 并陆续制定经销商帮扶方案; 从内容来看, 部分措施十分务实、具体, 集中在减轻渠道销售任务压力、加

强费用及服务支持、缓解渠道资金压力方面，其中五粮液、今世缘严禁对渠道加压、老窖则主动取消部分渠道2月销售任务。

图 41、名酒及时电话调研并制定相应对策



资料来源：酒业家，微酒，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、部分名酒下发应对措施，旨在减轻渠道销售任务压力、加强费用及服务支持、缓解渠道资金压力

企业	部分措施
贵州茅台	<p>1) 目标不变: 秉承今年“计划不变, 任务不减, 指标不调, 员工收入不降”既定目标。</p> <p>2) 分阶段复工复产: 2月13日将优先恢复生产及保障系统, 重点是茅台酒、系列酒生产及其配套系统; 2月17日, 再视情况逐步恢复包装, 勾贮及机关管理岗位工作安排。</p>
五粮液	<p>1) 加强市场电话调研与分析: 进一步加强市场精细化管理, 继续强化经销商和终端的进销存调查与分析, 尤其要研究消费动销情况, 协助经销商提前准备, 迎接各种补偿性消费的到来。</p> <p>2) 加强计划配额的优化, 精准施策, 不搞一刀切:</p> <p>第一, 重点支持有能力、有实力、库存良好、又有自主意愿的经销商;</p> <p>第二, 对于有能力但近期动销有压力的经销商, 及时调减计划配额;</p> <p>第三, 对于有能力但有短期资金周转困难的经销商, 提报五品部, 由五品部会同财务公司和合作银行, 提供定制化的金融支持。</p> <p>第四, 绝不允许简单向经销商硬性下达团购指标任务。”</p> <p>3) 加快市场费用核报: 两个工作日完成。</p> <p>4) 及时兑现终端积分奖励: 2月底前到位。</p> <p>5) 切实加强客户服务: 倾听市场心声, 切实解决市场问题。</p>
泸州老窖	<p>1) “三不变, 三加强”: 战略不变、目标不变、任务不变; 加强销售攻坚、加强营销创新、加强支撑保障。</p> <p>2) 减轻渠道压力, 取消国窖 1573 配额: 2月15日起取消各经销商客户 2020 年 2 月份国窖 1573 经典装配额。如有国窖 1573 经典装配额需求, 由国窖公司各大区组织进行本区域内库存调剂</p> <p>3) 减轻渠道压力, 取消特曲配额: 2月16日起取消各经销商客户及终端 2020 年 2 月份泸州老窖特曲产品 (包含老字号特曲第十代、晶彩版、纪念版) 的配额。如有配额需求, 请各片区组织本区域内各经销商客户和终端之间相互调剂。</p>
洋河股份	<p>1) 洋河将于 2 月 17 日正式复工生产。</p> <p>2) 在复工后, 洋河将会进一步细化市场工作, 加强市场沟通与交流, 主动为经销商排忧解难。</p>
古井集团	<p>1) 及时摸排: 针对当前经销商遇到的困难和压力, 认真摸排, 分层分类, 拿出措施,</p> <p>2) 对市场支持: 费用不减一分、力度不减一毫, 空中宣传只增不减。</p>
今世缘	<p>1) 不得增加渠道压力: 公司各级销售组织不得增加经销商、终端商指标压力, 不得采取转移库存、降价促销等方式追求短期销量;</p> <p>2) 缓解渠道资金压力: 对于协议期内的产品调拨, 可以给予延期还款, 在政策允许范围内, 最大程度的帮助经销商降低资金成本。</p>
水井坊	<p>1) 积极摸排: 在春节期间管理团队紧急召开了多轮会议, 组织探讨对客户伙伴的冲击以及相应的预案举措;</p> <p>2) 及时部署线上办公: 部署一线销售团队启动电话、网络办公, 查询了解每个销售网点的具体情况, 排忧解难, 及时反馈, 对于客户所面临的实际困难主动响应。</p>
酒鬼酒	<p>1) 目标不变: 2020 年销售目标、市场目标, 以及内参酒的品牌定位目标和行业定位目标不变。</p> <p>2) 调整销售策略: 实施“一地一策”灵活应对。</p> <p>3) 优化激励方式: 薪酬模式不变, 确保团队稳定。</p> <p>4) 确保客户创收益: 制定合理价格策略, 保护各层级利益; 快速兑付客户费用, 加快客户资金周转; 协助客户布局网络, 重点项目给予大力支持; 非常时期协助客户通过银行、信贷等途径解决融资压力。</p> <p>5) 四个强化, 提升效益: 强化团队培训; 强化销售攻坚; 强化服务效率; 强化消费群引导培育。</p>
舍得酒业	<p>1) 提供在线支持: 2月3日起, 舍得全体营销人员全部进入在线工作状态保证服务支持</p> <p>2) 密切沟通, 制定对策: 与经销商保持密切沟通, 加强对市场电话调研, 一地一策, 制定针对团购用酒、家庭用酒的有效政策, 帮助经销商提升产品动销。</p> <p>3) 帮助渠道缓解压力: 积极帮助经销商拓宽融资渠道、降低融资成本。</p>
金沙酒业	<p>1) 目标不变: 公司 2020 年的发展战略和总体目标不变</p> <p>2) 资金纾困: 资金有困难的经销商, 公司将携手汇通达给予最大限度的资金支持。</p> <p>3) 推迟新品政策: 为保障经销商的利益, 公司将根据市场情况推迟新产品政策的执行时间。</p>

资料来源: 微酒, 酒业家, 兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为, 名酒厂家经历数次动销困难时期, 对市场运作经验已趋成熟, 当下措

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

施表明厂家以务实的态度面应对短期出现的动销压力，伴随需求逐步回暖、购买渠道通畅以及随后可能出现的补偿性消费（五一、端午等假期）推动下，库存有望回归至合理水平。

4、投资策略：放眼长远，坚守确定性

短期来看，建议抓住确定性，配置需求刚性、动销压力较小的茅台、五粮液、泸州老窖，并建议布局品牌势能正在释放且存在弥补性消费需求的名酒如山西汾酒、今世缘。中长期而言：我们认为行业周期性已弱化，消费升级及行业集中的逻辑长期成立，对于成长路径清晰、业绩处于释放期的标的如茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、今世缘等，建议关注回调带来的买入机会。

表 7、重点企业盈利预测

代码	公司名称	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS (人民币元)				PE			评级
				18A	19E	20E	21E	19E	20E	21E	
600519.SH	贵州茅台	1,096.5	13,774	28.02	34.40	42.32	48.75	32	26	22	审慎增持
000858.SZ	五粮液	126.0	4,891	3.45	4.46	5.42	6.36	28	23	20	审慎增持
002304.SZ	洋河股份	102.0	1,536	5.39	5.51	5.82	6.51	19	18	16	审慎增持
000568.SZ	泸州老窖	79.0	1,158	2.38	3.13	4.02	4.96	25	20	16	审慎增持
600809.SH	山西汾酒	87.9	766	1.69	2.25	2.81	3.46	39	31	25	审慎增持
603589.SH	口子窖	46.1	277	2.55	3.10	3.65	4.16	15	13	11	审慎增持
603369.SH	今世缘	29.9	375	0.92	1.17	1.49	1.81	26	20	17	审慎增持
600779.SH	水井坊	46.4	227	1.19	1.62	2.13	2.71	29	22	17	审慎增持
000799.SZ	酒鬼酒	34.3	111	0.69	0.86	1.37	1.79	40	25	19	审慎增持

资料来源：Wind，对应企业财务模型，兴业证券经济与金融研究院整理

注：收盘价为 2020 年 2 月 19 日。

5、风险提示

宏观经济下行对行业带来压力，食品安全，产业政策调整。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	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15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn