

需求渐恢复，分化或加速

疫情对白酒行业影响跟踪专题

核心结论

疫情影响跟踪：疫情对全年白酒行业销售额影响或在15%左右。从目前看，2月白酒销量下滑约70-80%，3月同比约下滑50%，预计4月将环比继续改善，据此我们推测疫情对全年白酒销量影响10%-15%。展望未来，我们预计5月随着开学恢复，宴请有望恢复，白酒消费有望进一步改善。根据后续消费复苏进展的不同情况，我们在乐观、中性和悲观情景下，测算疫情对全年白酒销量的影响分别为10-15%、15%和15-17%。

从疫情影响结构来看，两端影响较小。1) 由于自饮不受疫情影响，低端酒在疫情期间影响基本为零，甚至还略有增长。2) 高端送礼需求较多，在春节前基本就完成了消费，受疫情影响相对较小。3) 中高端和次高端主要消费场景在春节期间展开，且所处价格段目前竞争更激烈，受疫情影响较大。

从恢复速度来看：低端保持稳健，高端 > 中高端 > 次高端。1) 3月疫情对白酒销量明显收窄：经销商样本3月白酒销售量跌幅由2月的-80%收窄至-50%，商超样本白酒品类3月销量跌幅由2月-70%收窄至-7%。2) 高端控量叠加需求回升，价格率先企稳回升；低端光瓶酒景气持续，提价政策开始落实；次高端库存较大，随着渠道成交量逐渐放大，批价或短期承压。

恢复节奏判断：完全恢复或要等中秋国庆。当下渠道库存仍处较高位置，五一重点我们判断是在去库存，不应期待价格抱有太大预期，预计量能恢复到去年同期的80-90%，但真正完全改善或得等中秋国庆。

对行业的中长期影响：加速分化和集中，尤其是300元以内的价格带。1) 经销商分化集中：疫情会导致部分小经销商面临资金压力，从而导致经销商份额集中，也会导致经销商更愿意选择有跟多资金费用支出的品牌酒厂合作。尤其是300以内价格带品牌的经销商实力相对较弱，淘汰压力更大。2) 疫情会导致部分小酒厂面临经营压力，市场份额进一步向大酒厂集中。特别是白酒行业300元以内产品销量占比90%以上，各区域行业集中度提升空间相对较大优势地产龙头品牌最受益。

投资建议：两条主线，一个左侧。1) 持续看好贵州茅台（600519.SH）、顺鑫农业（000860.SZ）、五粮液（000858.SZ），短期受疫情影响小，中长期量价皆有空间；2) 看好地产酒龙头品牌的弹性：在疫情后的需求复苏期，恢复更快的地产酒龙头品牌将会收割更多市场份额，主要建议关注山西汾酒（600809.SH）、古井贡酒（000596.SZ）和今世缘（603369.SH）；3) 从周期角度看，3年一个小周期，看好次高端在明年消费升级加速背景下的扩容，建议主要关注水井坊（600779.SH）和山西汾酒（600809.SH）。

风险提示：疫情二次蔓延，宏观经济下行，提价不及预期

行业评级

超配

前次评级

评级变动

首次

近一年行业走势



相对表现	1个月	3个月	12个月
食品饮料	13.36	2.92	15.10
沪深300	4.24	-7.84	-5.40

分析师

陈青青 S0800520040002

chenqingqing@research.xbmail.com.cn

联系人

邓周贵

dengzhougui@research.xbmail.com.cn

相关研究

食品饮料：配置长期优质龙头，关注疫情恢复带来的弹性机会—食品饮料行业周报 20200413-0418 2020-04-20

食品饮料：疫情影响有限，龙头公司线下提速线上稳健—1+2月线下商超及线上天猫平台数据点评 2020-03-13

食品饮料：短期影响分化，长期乐观看好—新冠肺炎疫情影响对食品饮料行业影响解读 2020-02-07

索引

内容目录

一、疫情影响跟踪：两端恢复快，全面恢复仍需观察	3
1.1 疫情影响：疫情对全年销量影响或在 15%左右，两端受影响相对较小	3
1.2 恢复情况跟踪：销量降幅收窄，价盘总体稳定	4
1.2.1 量：白酒 3 月销售降幅收窄，预计目前白酒总体需求恢复度 50-60%	4
1.2.2 价：高端价盘企稳回升，低端稳中有升，次高端短期承压	6
1.3 恢复节奏判断：五一重点在去库存，完全恢复仍需观察	7
二、疫情对白酒行业竞争格局影响：加速分化，强者恒强	8
三、投资建议：高低端配置价值高，把握地产酒优势品牌弹性机会	9
3.1 投资建议：两条主线机会，一个左侧机会	9
3.2 重点公司跟踪	9
四、风险提示	10

图表目录

图 1：白酒主要消费群体和消费场景	4
图 2：国内新增病例大幅降低	4
图 3：境外输入确诊病例数减少	4
图 4：营业门店数和单店增长率与 2020 年 1 月 1 日对比	5
图 5：营业门店数据与 2019 年&2020 年 1 月 1 日对比	5
图 5：商超终端样本白酒品类 3 月销售额同比增长 5%	6
图 6：商超终端样本白酒品类 3 月销售量下滑 7%	6
图 7：高端白酒重点产品批发价（更新至：20200419）	6
图 8：次高端白酒重点产品批发价（更新至：20200419）	7
图 9：16-18 年白酒行业零售总额复合增速为 13%	8
图 10：16-18 年白酒行业零售总量复合增速仅为 1%	8
图 11：高价位段白酒零售额占比提升	8
图 12：高价位段白酒零售量提升空间较大	8
图 13：03 年非典后古井在徽酒份额提升	9
图 14：03 年非典后老白干在河北提升	9
表 1：疫情对全年销量影响估算表	3
表 2：主要品牌到货批价和库存情况	7

一、疫情影响跟踪：两端恢复快，全面恢复仍需观察

1.1 疫情影响：疫情对全年销量影响或在15%左右，两端受影响相对较小

根据我们草根调研情况和历史白酒销量的月度分布，我们测算在乐观、中性和悲观情景下疫情对白酒行业全年销量影响分别为 10-15%、15%、15-17%。

根据渠道调研及终端数据跟踪，一般旺季月份销量占比 10-25%，淡季月份销量占比 3-5%。我们预计 20 年 2 月销售量占全年比重约 15%，时处疫情爆发期，聚饮场景基本消失，单月下跌幅度约 80%，预计对全年销量冲击约 12%。根据后续疫情发展的情况，我们分析了在乐中悲三种情景下疫情对全年白酒销量的影响：

- ✓ **乐观情景：**假设疫情对白酒销量影响持续时间为 2-4 月份，5-6 月延期消费有一定回补，疫情 5-6 月有部分春节延期的喜宴市场能够回补，则疫情对全年销量影响 10-15%。
- ✓ **中性情景：**5 月份仍有下滑，6-7 月有部分延期消费回补，则疫情对全年销量影响约 15%。海外疫情输入风险仍在，5 月份市场销售无法恢复到常态，经过 5.1 小长假后确认国内疫情风险解除，6 月居民出行恢复常态，端午期间有部分春节延期喜宴回补，则疫情对全年销量影响约 15%。目前看此种情景概率较大。
- ✓ **悲观情景：**5 月份复苏不及预期，6 月份进行收尾工作，无春节延期消费回补，则疫情对全年销量影响 15-17%。

表 1：疫情对全年销量影响估算表

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
每月白酒销售量占比	25%	15%	4%	4%	5%	5%	3%	3%	15%	10%	5%	6%
乐观情景：影响全年销量 10%-15%		-80%	-50%	-20%	春节喜宴回补							
中性情景：影响全年销量 15%		-80%	-50%	-20%	-10%	喜宴部分回补						
悲观情景：影响全年销量 15-17%		-80%	-50%	-30%	-20%	-10%	正常增长					

资料来源：草根调研，西部证券研发中心

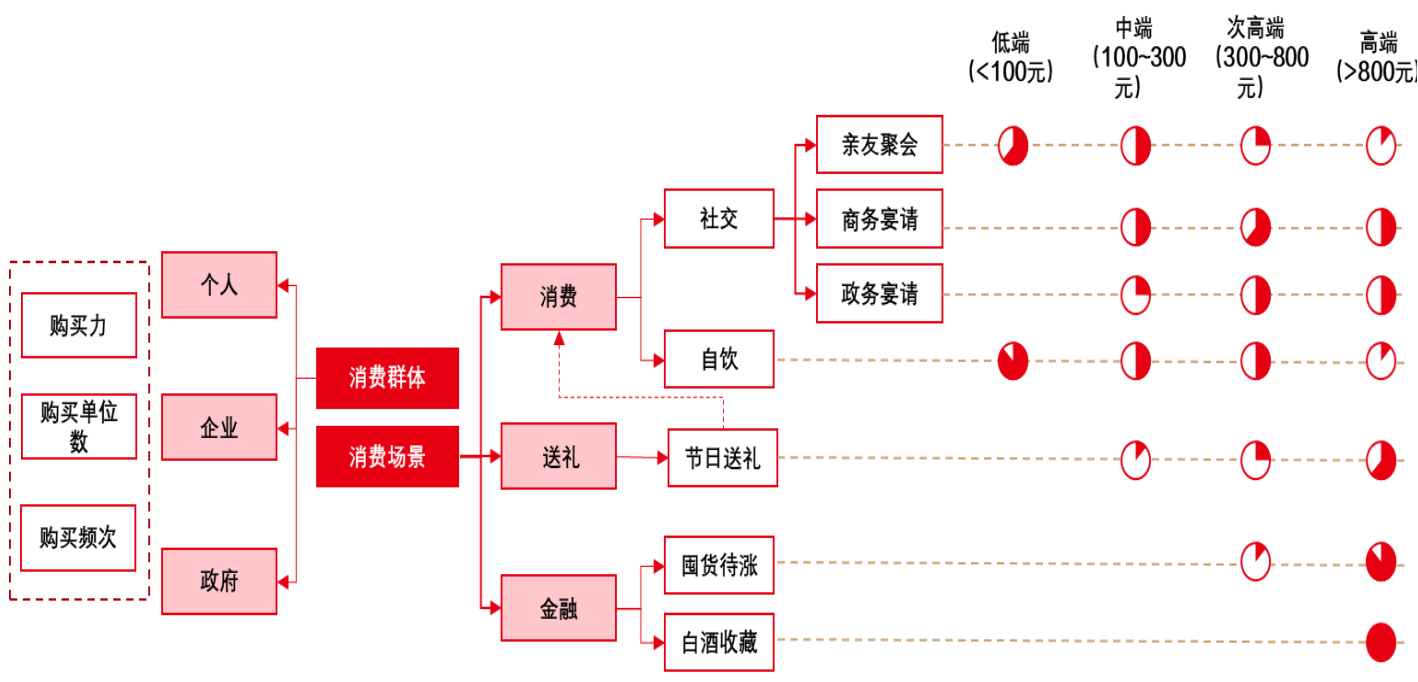
注：假设喜宴市场占 2 月份比重约 20%，则占全年比重约 3%

分结构来看，疫情对高端和低端光瓶受影响相对较小，具体来看：低端 < 高端 < 次高端 < 中
高端。

- ✓ **低端：**从消费场景来看，低端光瓶酒自饮场景为主，疫情期间自饮场景基本不受影响，甚至还有增加；
- ✓ **高端：**高端酒品牌具备较强的送礼属性，次高端品牌次之，此类产品节前备货购买更集中，另外高端酒品牌具备较强的品牌力和渠道掌控力，可通过渠道对冲部分影响；
- ✓ **中高端：**如下图所示，中高端产品消费场景主要消费集中在春节期间的宴请和聚餐，受到的冲击较大；且因为产品更多，竞争更为激烈。

从回款和渠道库存来看，高端酒和低端酒品牌节前回款进度良好，目前渠道库存相对良性，高端库存 2 个月以内，低端光瓶酒品牌 40-50 天左右，疫情期去库存好于往年同期。

图1：白酒主要消费群体和消费场景



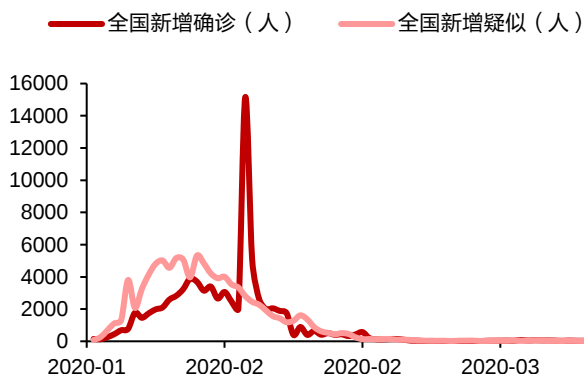
资料来源：西部证券研发中心

1.2 恢复情况跟踪：销量降幅收窄，价盘总体稳定

1.2.1 量：白酒3月销售降幅收窄，预计目前白酒总体需求恢复度50-60%

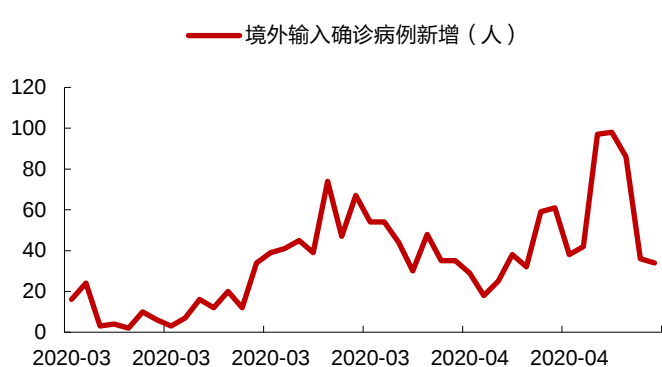
国内疫情得到基本控制，内需主导的白酒消费逐渐改善。3月25日湖北解封，4月8日起武汉解封，国内疫情基本得到控制，同时为了遏制境外新冠肺炎疫情输入风险，我国3月26日起控制国际客运航班量，并在4月7日晚临时关闭绥芬河-波格拉尼奇内口岸旅检通道，我国境外输入型确诊病例也在持续降低。随着疫情逐步得到控制，可选消费领域前期积压的需求将逐渐释放出来。

图2：国内新增病例大幅降低



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图3：境外输入确诊病例数减少



资料来源：WIND，西部证券研发中心

从我们草根调研的情况来看，3月白酒消费量跌幅收窄明显，预计目前恢复度50%-60%。结合渠道调研，我们预计目前白酒总体需求恢复度50-60%。

✓ 聚餐逐渐恢复：疫情束缚之下，大部分人员滞留家中，自饮场景基本不受影响，甚至还有

增加。随着各地餐饮复苏，聚饮持续恢复，根据哗啦啦大数据，截至 4.20 日，全国餐饮复工率 87.77%，单店增长率为-48.88%。综合来看，低线城市恢复情况好于高线城市（有区域已有宴会举办），小型餐饮活跃度高于大型酒店，大部分区域喜宴市场还受一定约束。

- ✓ 调研情况：根据西部白酒草根数据跟踪，商超样本白酒品类 1 月份销量同比增长近 10%，2 月份销量下滑约 70%，3 月份销量跌幅大幅改善，下滑约 7%。商超消费者以个人和家庭居多，可在一定程度上反应 C 端消费趋势，但占比不高，约 5-10%，代表性有限。经销商样本数据表现类似的趋势，3 月环比有所改善，1 月份增幅约 10%-15%，2 月下滑幅度约 80%，3 月下滑幅度约 50%。

分价位端来看：低端保持稳健，高端恢复好于中高端，中高端好于次高端。个人端对于高端酒（800 元以上）和大众价位段（200 元以内）的白酒购买恢复的更快。从商超数据来看：

- ✓ 高端恢复情况：3 月高端酒飞天茅台大幅放量，普五受此影响，销量有所下滑，但环比改善，国窖个位数下滑。
- ✓ 次高端恢复情况：3 月典型产品水晶剑恢复约 30-40%；
- ✓ 中高端恢复情况：3 月中高端典型产品海之蓝下滑约 60-70%；地产酒优势产品恢复相对较快，份额有所提升。
- ✓ 低端光瓶表现亮眼：低端光瓶波汾表现亮眼，3 月同比增长 30%以上，白牛二基本持平。

政商端消费对高端酒恢复更快，次高端分化加剧：从经销商样本数据来看，3 月份整体恢复度约 50%，团购渠道由于复工加上之前经销商对团购客户工作展开更快，有一定恢复，其中高端恢复更快，茅台预计恢复到 60-70%，五粮液恢复到 50%左右，国窖次之。

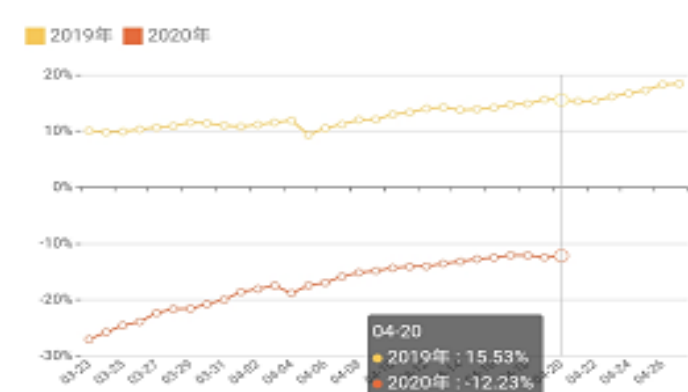
我们判断 5 月宴请有望逐步好转，白酒消费有望进一步改善。从各地公布的开学节点来看，除毕业班之外，其他年级开学时间集中在 5 月份，学校开学一方面意味地方疫情得到有效管控，另一方面也可以大大降低民众对于聚集的担忧，因而我们推断喜宴 5 月份会逐步放开，有利于白酒消费需求改善。

图 4：营业门店数和单店增长率与 2020 年 1 月 1 日对比



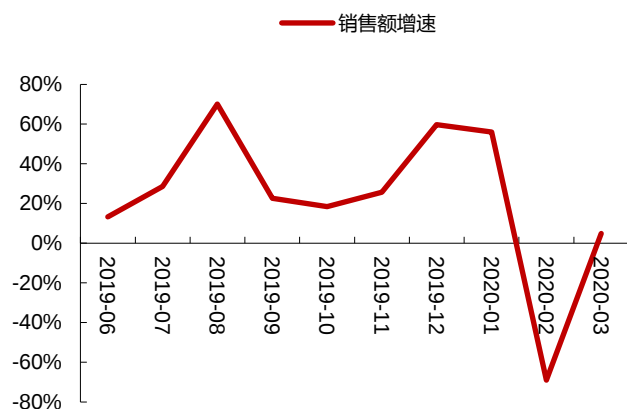
资料来源：哗啦啦大数据，西部证券研发中心

图 5：营业门店数据与 2019 年 & 2020 年 1 月 1 日对比



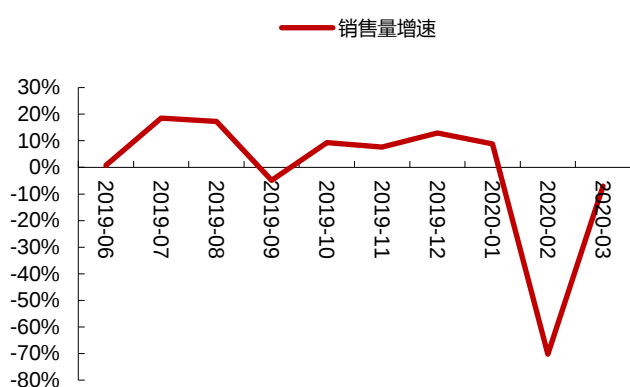
资料来源：哗啦啦大数据，西部证券研发中心

图 6：商超终端样本白酒品类 3 月销售额同比增长 5%



资料来源：草根调研，西部证券研发中心

图 7：商超终端样本白酒品类 3 月销售量下滑 7%



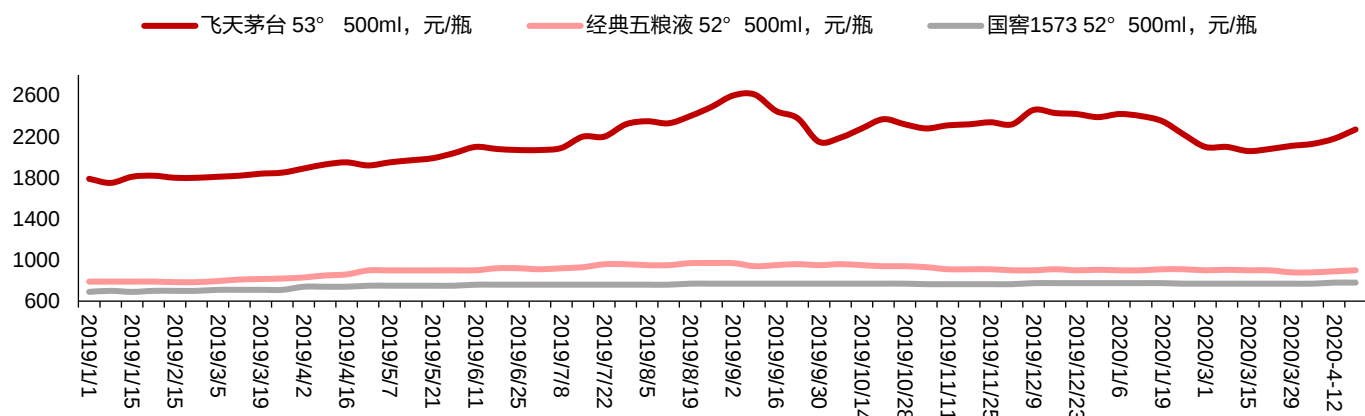
资料来源：草根调研，西部证券研发中心

1.2.2 价：高端价盘企稳回升，低端稳中有升，次高端短期承压

高端酒方面，茅台批价继续上行，五泸控价效果显现。短期看渠道资金压力缓解，终端动销环比改善是茅台批价企稳的主要原因，另一方面其投资属性也带动了茅台批价的提升。五粮液通过“两管控一加快”，价格有所回升。国窖 2、3 月配额取消，4 月酌情调整配额，控量后价格跟随上涨。

中长期来看节日升级效应是高端白酒的消费潜力和持续性的强力支撑，这种现象在我们近两年的终端数据中多次被验证，18 年整体社零消费都比较疲软，平日有降级现象，但是中秋和春节期间终端成交均价是同比上升。19 年社零食品饮料消费增速回暖，节日消费升级，平日稳中有升。20 年春节量受到较大影响，但酒类成交均价依旧有增长。

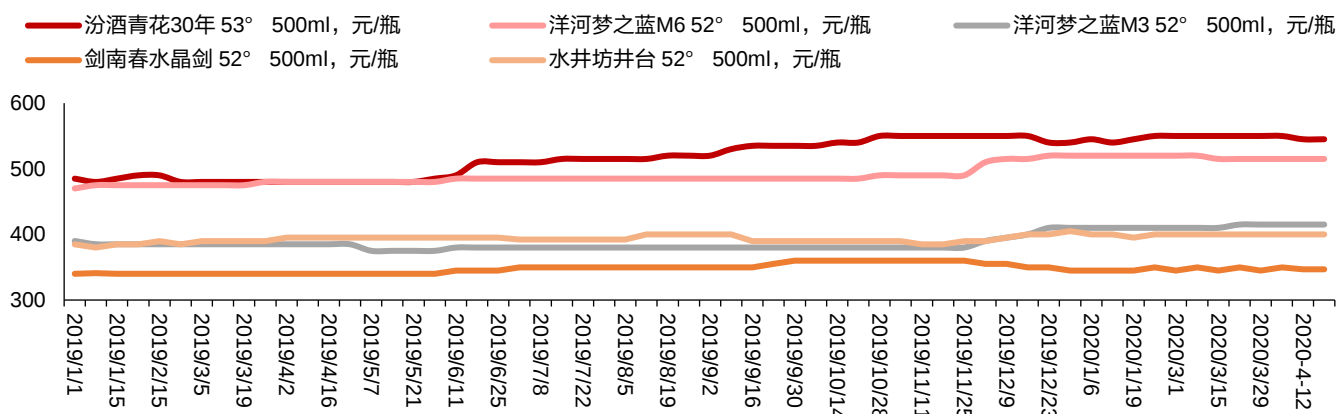
图 8：高端白酒重点产品批发价（更新至：20200419）



资料来源：草根调研，西部证券研发中心

次高端酒方面，在去库存的过程中竞争会进一步加大，批价存在一定下行压力。为应对动销恢复过程中经销商间可能出现的价格战，目前酒企通过控量、提价、从严治理市场等多种措施来维护价盘，目前经销商、终端库存较大，酒厂暂未有进一步的回款动作，价格较为平稳，但疫情影响下消费增长的压力不可忽视，预计随着酒厂回款动作开启以及终端需求开始起量，次高端批价存在一定下行压力。

图9：次高端白酒重点产品批发价（更新至：20200419）



资料来源：草根调研，西部证券研发中心

低端光瓶酒动销良性，开始逐步落实提价。牛栏山去年1月提高大部分产品的出厂价，终端供货价各地在3月或者4月开始进行调整。波汾4月1日起提价3-5%，其中53度玻汾终端供货价由480元/件上调至504元/件，开票价同步上调15元/件，4月份已经上调标价牌。

1.3 恢复节奏判断：五一重点在去库存，完全恢复仍需观察

五一重心在于去库存，全面恢复还需一定时间。餐饮恢复情况仍是影响白酒行业恢复的核心因素，从全国数据来看，开店数已恢复到87%左右，但营业额仍只恢复到51%左右，考虑到疫情风险仍将较长时间影响人们消费心理，我们认为恢复到去年水平仍需要一定时间。五一重心在于去库存，不应价格抱有过大预期，预计量能恢复到80-90%。当下渠道库存仍处较高位置，若五一库存去化超预期，端午或能做到价稳量增，并回补部分延期喜宴缺口，但真正完全改善还得看中秋国庆。

表2：主要品牌到货批价和库存情况

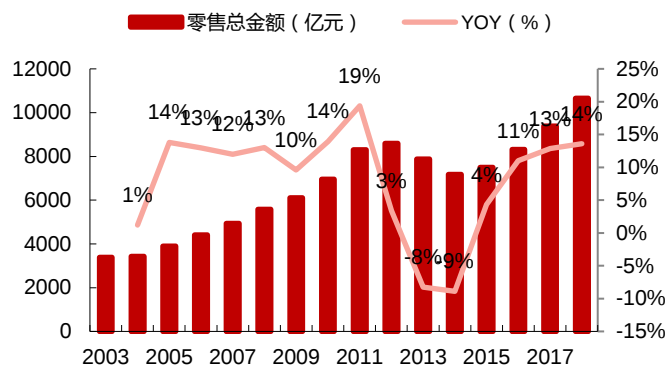
标的	20Q1 回款进度	到货进度 (4.15)	4月3周	批价 环比	同比	3月底	一批库存 环比	同比
贵州茅台	正常	4月已到	2,270 (飞天)	上升	上升	1-1.5个月	上升	上升
五粮液	35-40%	2月配额， 节后少量到货	900 (八代)	持平	上升	1个月	下降	下降
泸州老窖	30-40%	1月配额， 节后缩量	780 (国窖)	上升	上升	1.5-2个月	下降	上升
今世缘	32-35%	25%	390 (四开)	持平	上升	1.5个月	下降	持平
洋河股份	~30%	20-30%	360 (梦3)	持平	上升	2个月	持平	上升
古井贡酒	40%-50%	30-40%				3-4个月	持平	上升
顺鑫农业	~50%	3月正常到货	-	-	-	40-45天	下降	持平

资料来源：草根调研，西部证券研发中心

二、疫情对白酒行业竞争格局影响：加速分化，强者恒强

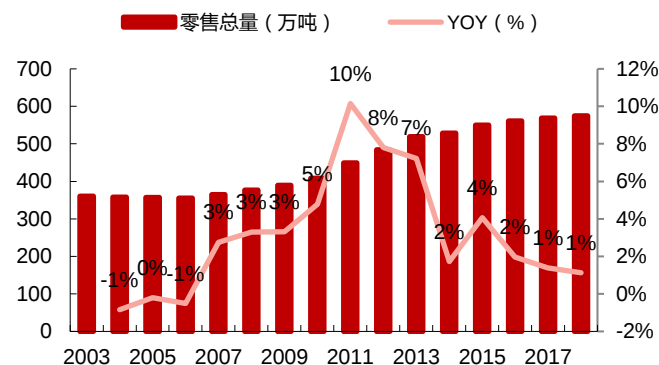
白酒行业目前呈现量稳价增态势。从 Euromonitor（欧睿）数据库的零售口径数据来看，我国白酒行业零售总量已进入低速增长通道，零售总量近三年的复合增速仅为 1%；零售总额保持着两位数的增长，16-18 年复合增速为 13%，零售单价近三年的复合增速为 12%——行业增长主要依靠提价和结构升级来驱动。

图 10：16-18 年白酒行业零售总额复合增速为 13%



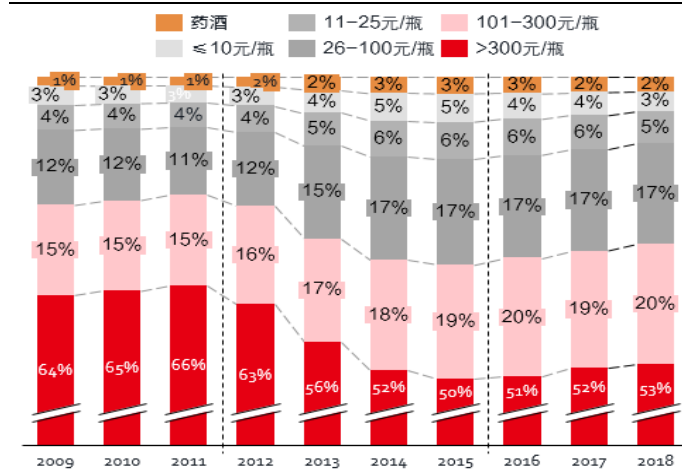
资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

图 11：16-18 年白酒行业零售总量复合增速仅为 1%



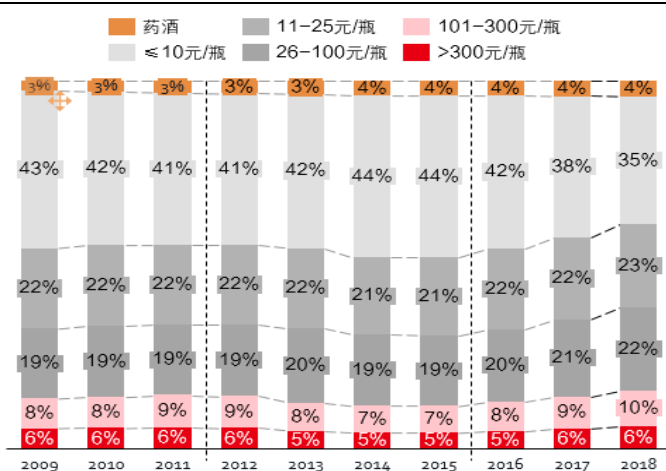
资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

图 12：高价位段白酒零售额占比提升



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

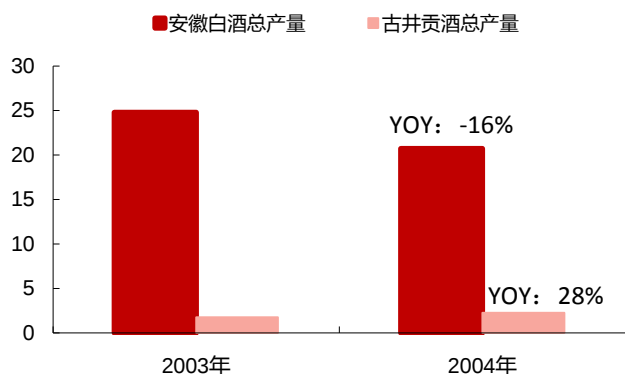
图 13：高价位段白酒零售量提升空间较大



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

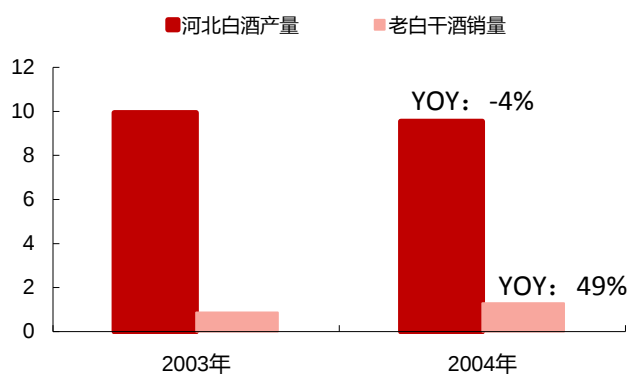
在结构性增长的大背景下，疫情影响将加剧行业竞争，300 元以内价位段依旧较为分散，市场集中度有望加快提升，地产龙头更为受益。从消费的角度来看，中档价位产品春节消费占比更为集中，今年春节消费大幅减少，对这类酒企的现金流会造成较大影响，没有足够的资金实力和品牌实力去抢占疫情后的消费市场。从经销商来看，这类品牌的经销商实力可能会弱于大品牌，一些小商可能会被淘汰，这会进一步恶化小品牌的竞争力。目前 300 元以内产品销量占比 90% 以上，各区域行业集中度还有一定提升空间，区域龙头品牌份额提升潜力较大。

图 14: 03 年非典后古井在徽酒份额提升



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 15: 03 年非典后老白干在河北提升



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

三、投资建议：高低端配置价值高，把握地产酒优势品牌弹性机会

3.1 投资建议：两条主线机会，一个左侧机会

在疫情逐步得到控制、提振内需政策频出的背景下，白酒需求逐步改善，预计五一能恢复到80-90%，端午能恢复到相对正常状态，建议积极把握白酒回调布局机会。

- 1) 持续看好贵州茅台、顺鑫农业、五粮液，短期受疫情影响小，中长期量价皆有空间。
- 2) 看好地产酒龙头份额提升，疫情后终端复苏期，复苏较快的品牌会收割更多的份额，地产酒龙头优先受益。依据低线城市恢复好于高线城市，应对比较快的酒企在消费复苏中也会占据先机，主要建议关注山西汾酒、今世缘、古井贡酒。
- 3) 偏左侧，白酒3年一个小周期，看好明年的消费升级加速驱动次高端的扩容，建议关注次高端回调机会，结合酒企的产品结构和区域分布，建议主要关注水井坊和山西汾酒。18年社零消费增速放缓，白酒表现较弱，次高端提价后市场反馈不佳，如洋河、水井坊在18年提价后消费者接受度不高，造成了一定渠道库存压力，19年高端白酒批价大幅上行，次高端的空间开始凸显，20年受疫情影响消费出现分极，次高端基本面触底。量方面，整个行业的结构性增长趋势不变，按照3年一个小周期，江苏在19年400-600价位段扩容较快，我们认为次高端量在全国范围的快速扩容有望在明年到来，价格方面：剑南春的挺价对于次高端会有一个稳定作用，高端价盘上行能凸显次高端的价格空间，另外飞天茅台价格高涨对于提高消费者对价格的接受度有一定帮助。从酒企的产品结构和区域分布来看主要关注水井坊、山西汾酒。

3.2 重点公司跟踪

贵州茅台 (600519.SH): 公司20Q1报表业绩较有保障，预计收入20Q1营收增速10%+，利润增速10-15%。3月底前经销商先后回完4-5月配额款项和非标新品“走进系列”的款项，4月配额到了之后渠道商消化速度较快，目前库存一个月以内，批价2200元/瓶，环比有所提升。当下价格有一定供给因素，同时投机需求对当下价格也有一定支撑，预计随着后续配额到货，短期价格还会有震荡。

五粮液 (000858.SZ): 节前 20Q1 回款基本完成, 发货节奏受到一定影响, 预计 20Q1 营收增速 13%, 利润增速 15%+。公司多措并举保障价格, 3 月中下旬部分区域经销商通过银行承兑汇票的形式回了部分款, 另有部分区域经销商调减了全年任务, 调减的部分或待行业消费形势好转后再行商讨。3 月 26 日, 集团董事长李曙光提出了市场工作提出了“两管控一加快”和创新营销工作“三损三补”的新指导方针。控量挺价有一定效果, 批价环比有所提升, 库存 1-2 个月左右, 环比减少。

泸州老窖 (000568.SZ): 节前通过连续多次小幅提价完成了较好的回款进度, 快于去年同期, 但节后 2、3 月配额取消产生了一定影响, 预计 Q1 收入增速 10%+, 利润增速 10-15%。渠道库存降低, 预计 2 个月左右, 4 月份配额有所调整, 有的区域已经执行。

顺鑫农业 (000860.SZ): 春节前主力区域回款任务目标 50-60%, 大部分区域按目标完成, 疫情对 2 月份回款造成一定影响, 但对 Q1 影响较小, 预计 20Q1 收入增速 15%。由于自饮场景增加, 渠道库存去化好于往年同期, 各区域 3 月和 4 月份开始调整终端供货价。

今世缘 (603369.SH): 春节前公司回款和发货占全年比重在 30%以上, 节后回款受损, 预计 20Q1 收入增速约 5%。疫情后动销恢复好于竞品, 目前经销商库存可控, 约 1.5-2 个月。

洋河股份 (002304.SZ): 20 年春节前回款与上年同期基本持平, 节后回款受损, 预计 20Q1 回款额同比下滑 10-13%, 渠道库存较高, 与 19 年春节相仿, 库存 2-3 个月。后续重点关注库存去化情况, 以及梦 6+的拓展情况。

四、风险提示

疫情二次蔓延; 经济下行影响消费需求; 终端恢复不及预期; 终端提价不及预期; 食品安全风险; 行业政策风险。

西部证券—行业投资评级说明

超配:	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上
中配:	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间
低配:	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕哈屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。