

| 证 券 研 究 报 告 |

白酒半月谈
-端午总结：弱复苏下的机遇

2023.06.29

分析师：范劲松
S0740517030001
fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天
S0740522030001
hect@zts.com.cn

目录

CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

行业整体：价稳库存下降，需求场景分化

01. 季节波动叠加终端缓慢恢复，整体趋势向上
硬性指标上，价格稳定小幅波动，库存分化

高端酒：放量兼顾价格库存，淡季整体稳定

02. 茅台非标1935放量顺利，供需格局未变
五粮液公司反馈动销积极，渠道动销放量顺利
老窖核心市场稳定增长次高端价格带产品优势市场增速明显

03. **次高端：动销带来终端向上，低基数下报表传导仍需时间**

汾酒稳定增长，香型品牌势能仍在
舍得、酒鬼基本面环比向上，增速拐点判断在旺季

04. **地产酒：去年动销和库存决定今年体质**

徽酒：扩容、场景复苏和结构升级逻辑均贡献增速增量
苏酒：体量基础上的增速分化

05. **投资逻辑及标的推荐**



1

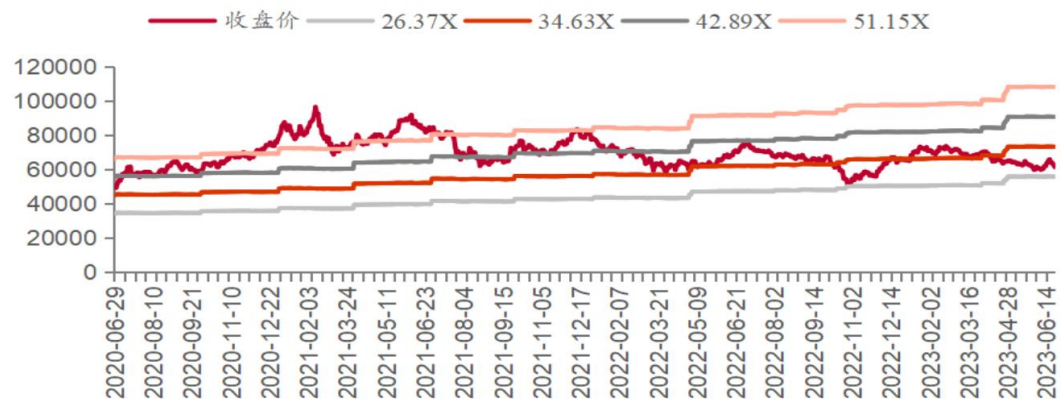
行业整体：价稳库存下降，需求场景分化

季节波动叠加终端缓慢恢复，整体趋势向上
不同企业的发展阶段和策略差异抑或传导至报表端

引言

- **行情复盘：**6月13日至6月27日，10个交易日白酒板块上涨0.19%，具体来看，顺鑫农业（10.27%）、迎驾贡酒（3.13%）、伊力特（1.71%）、水井坊（1.69%）涨幅居先，我们认为主要原因为端午动销预期较高，短期催化有限，端午节点作为全年白酒重要的回款节点而非动销节点，酒企在端午节间渠道力度一般，更多是加强回款发货。
- **端午动销：**通过渠道反馈来看，端午白酒消费氛围并未见明显回温，整体表现较为平稳，环比来看部分区域有小幅改善；分消费场景来看，大众消费在人流带动下同比恢复更好，商务消费并未有较为明显的改变，对应价格带来看，高端酒消费略有增长，中低端酒增速更优。
- **政策、经济：**1-5月份烟酒类零售总额为2179亿元，同比增长8.3%；其中5月烟酒类零售总额为375亿元，同比增长8.6%。同时，“恢复和扩大消费”调研协商座谈会20日在京召开。会议中强调要深刻认识恢复和扩大消费是推进中国式现代化的应有之义，是实现高质量发展的必然选择，是实现全年经济发展预期目标的内在要求，高质量开展考察调研，为恢复和扩大消费献计出力。

图表 1：白酒板块走势情况



来源：Wind、中泰证券研究所

上市酒企2023年增速规划目标

图表 2：部分酒企目标规划

	销售口径23年收入增速目标	年报披露23年收入增长目标	年报披露23年净利润增长目标	股权激励23年营收增长目标	股权激励23年净利润增长目标	其他经营目标
贵州茅台	15%	15%	/	/	/	基本建设投资71.09亿元
五粮液	15%	两位数稳健增长	/	/	/	
洋河股份	15-20%	15%	/	/	/	/
山西汾酒	25-30%	/	/	/	/	/
泸州老窖	15%	/	/	/	对标企业75分位值	/
古井贡酒	20%	20.26%	34%	/	/	/
今世缘	27%	26.77%	25%	/	/	/
舍得酒业	30%	/	/	22%	15.7亿元	/
酒鬼酒	15%	/	/	/	/	/
口子窖	/	/	/	15%	15%	/
迎驾贡酒	20%	/	/	/	/	/
老白干酒	/	11.11%	/	/	15%	

来源：渠道调研、公司年报、中泰证券研究所

行业阶段来看，K型修复明显，叠加企业特质带来表现分化

➤ 消费场景差异：

送礼和宴席恢复较强，商务和中小型团购缓慢复苏；

➤ 价格带差异：

整体高端消费场景影响不大、渠道打款按月稳步推进，地产酒大部分在节前节后回款进度较高；部分次高端由于场景受影响、对于回款放低要求，短期以价格管控和消化库存为主；中高端恢复良好，乡镇宴席升级明显；

➤ 渠道特点差异：

抓大or抓小、大商的深度绑定或者终端的内卷深耕，两者的行业内极致表现都可贡献超额增速，高端酒、部分次高端地产酒的龙头深度绑定大商、给予更高增长任务；次高端和地产酒龙头的终端绑定投入、消费者红包品鉴会内卷也贡献了超出同行的回款表现；

➤ 管理差异：

管理能力的不断改善、国改逻辑也带来超出行业的表现，股权激励目标、内部管理改善也带来增长动能：舍得酒业、古井贡酒、口子窖、洋河股份、今世缘等的管理势能贡献；

弱复苏背景下，依靠核心优势在强势市场稳定放量成为稳定增长的alpha

➤ 品牌+产品成就高端酒的稳定增长：

- ✓ 16年至今的高端行业整体扩容、品牌和产品强壁垒成就今年回款进度和增速较确定的价格带；
- ✓ 茅台吨价的稳定提升、非标和1935的持续放量；
- ✓ 特曲60 在西南传统渠道的放量贡献增长、低度1573在华东地区的增量贡献；

➤ 品牌+渠道+产品成为地产酒部分企业增速显著的原因：

- ✓ 品牌和产品奠定基地市场稳定放量/优势区域份额升的根基，渠道力成为绑定经销商和终端的有力抓手；
- ✓ 洋河的梦6+省内反馈打款在产品线里超前、海之蓝在河南反馈优于同系列其他价格带产品；古井的终端持续绑定、今世缘在苏中地区的开拓为其带来更为明显的增速；

➤ 品牌/产品/渠道/管理的差异成为次高端价格带品牌表现分化的原因。

硬性指标上，价格稳定高端向上，库存分化；短期看价格和渠道利润的修复：

➤ 消费场景来看：

- ✓ 二季度以来，商务、团购市场保持疲软，企事业单位用酒下滑。但五一前婚宴渠道消费大量回补、家庭自饮自用消费量有所提升；
- ✓ 端午整体宴席回补稳中有增，商务、中小型团购仍在修复；

➤ 我们判断年内行业有望沿着价格提升——渠道利润增厚——动销带领报表的方式演绎：

- ✓ 从批价的角度来看，飞天受到货节奏影响各区域市场表现略有分化，五粮液在动销进入淡季后动销表现放缓，公司以严控价格作为当前时间点核心工作，老窖目前处于控价阶段，整体价格表现波动不大；

➤ 二季度及下半年重点关注的点：

- ✓ 首先是名酒的的库存和价格管控情况，其次是渠道信心的拉动以及自身经销商渠道的调整；下半年消费场景放开，经济环比提速趋势明显，龙头稳定增长中不乏内部改革和新品渠道等带来的超预期，弹性票里老窖舍得目前库存良性动销上升趋势明显预计提速，二三线次高端关注渠道改革和招商情况。

量价来看，进度和放量成为上半年主旋律

- 整体高端按月稳步推进，地产酒大部分在节前节后回款进度较高；次高端对于回款放低要求，短期以价格管控和消化库存为主。
- 整体价格稳定，今年二季度停货、提价通知较少，企业精力更多集中在控货挺价和进度保证上；
- 二季度各家酒企通过“大干六十天”、“大干九十天”、“春雷行动”等活动促进渠道回款，渠道回款动作不断，追其根源是宏观不明朗下对于客户和渠道资源的率先绑定；
- 在重视动销和库存的渠道管理思路下，年后终端扫码红包、消费者投入力度不减，终端价部分品牌出现下滑。

图表 3：白酒企业提价通知

白酒企业提价通知				
公司名称	酒品名	提价时间	提价范围	提价幅度
泸州老窖	38度国窖1573经典装	3月31日	全国	30元/瓶
	43度国窖1573经典装	5月20日	华东	30元/瓶
	52度国窖1952	2月17日	全国	40元/瓶
	52度国窖1952	3月20日	全国	20元/瓶
	特曲52度	2月8日	全国	30元/500ml
	特曲38度	2月8日	全国	20元/500ml
水井坊	特曲60版	4月25日	成都	5元/瓶
剑南春	绵粮八号500ml常规版（52度/42度/38度）	6月20日	全国	30元/瓶
舍得	52度水晶剑南春	2月15日	全国	20元/瓶
贵州珍酒	品味舍得之第五代、第四代、精华版、庆典装	4月1日	全国	20元/瓶
	珍八、珍五	3月1日	全国	20元/瓶
	老珍酒	3月1日	全国	10元/瓶
汾酒	青20南度	6月20日	全国	20元/瓶
	青20低度	6月20日	全国	18元/瓶
	53度青30	6月20日	全国	200元/瓶
	玻汾	6月20日	全国	1元/瓶

来源：酒说、中泰证券研究所

图表 4：白酒企业停货通知

白酒企业停货通知			
公司名称	酒品名	停货时间	地区
泸州老窖	38度国窖1573经典装	3月28日	华北（东北）
	38度国窖1573经典装	5月26日	西南大区
	国窖1573、老字号特曲、窖龄30/60、老头曲	6月16日	全国
五粮液		5月	全国
洋河	梦之蓝M6+	2月16日	全国

来源：酒说、中泰证券研究所



2

高端酒：放量兼顾价格库存，淡季整体稳定

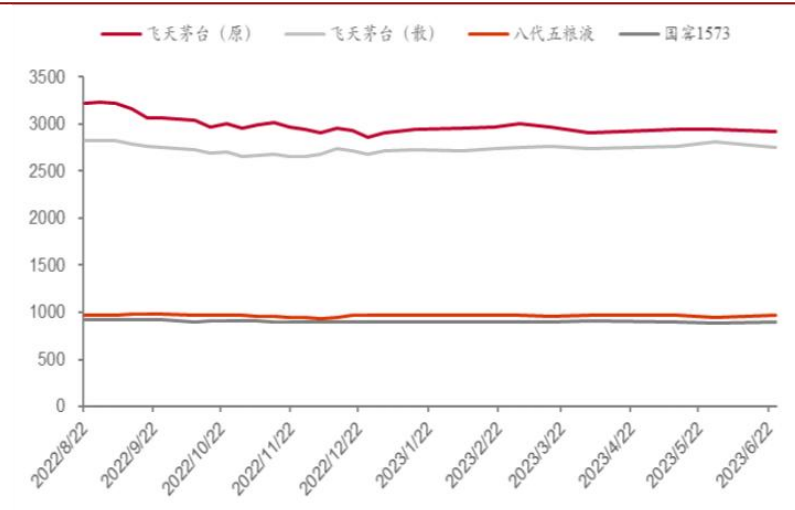
茅台：6月配额上升、非标1935量增明显，价格随到货周期波动

五粮液：进度较快，批价整体稳定

老窖：基地市场基础牢固，次高端价格带产品二季度环比提振明显

高端酒：批价与库存情况

图表 5：高端酒批价表现（元）



来源：今日酒价、中泰证券研究所

茅台：6月配额上升、非标1935量增明显，价格随到货周期波动

- **飞天系列：**飞天整体价格稳定，部分地区受到到货周期的影响价格出现小幅波动，分区域来看，本周浙江地区终端备货完成后，散瓶飞天批价有所下滑至2800元；河南地区整箱批价环比下滑至2940元，散瓶批价2800元；江苏市场整箱批价在2940元左右，库存方面飞天库存基本保持在10-15天左右；配额方面，渠道反馈六月份配额占全年10%左右，环比五月份有所上升。
- **非标系列：**系列酒整体量增明显，根据部分渠道反馈，预计六月份系列酒配额同比量增70-80%左右，整体二季度量增接近60%，主要系精品、珍品与1935量增明显，十五年产品体量变化不大；批价方面来看，根据渠道反馈，目前精品批价在3350元左右，珍品批价在4400元左右，1935批价在1030元左右，近一个月价格环比维持稳定。

五粮液进度较快，批价整体稳定

- **批价方面来看：**根据渠道反馈，目前河南市场普五批价在935-940元之间波动，整体价格较为稳定，1618产品批价基本在950元左右；江苏市场反馈目前普五批价在950元左右，低度批价在690-700元左右，1618产品批价在990元左右；库存方面来看，目前普五库存水平基本都在一个月左右，低度产品经销商库存水平在一个月，终端层面库存同样在一个月左右，1618产品经销商层面库存水平在半个月左右，终端库存在两个月左右。
- **整体进度来看：**各区域市场回款进度有所分化，根据渠道反馈，四川市场提前回款，目前已完成全年回款任务，浙江市场回款进度在75%左右，江苏市场回款进度在75%左右；从发货的角度来看，目前整体发货进度在70%左右。

老窖：基地市场基础牢固，春雷行动圆满结束，次高端价格带产品二季度环比提振明显

- **批价方面来看：**根据渠道反馈，浙江市场目前高度批价在900元左右，低度批价较四五月份有所上行，目前批价在650元左右；河南市场反馈目前市面上国窖产品存在新版老版两款，其中新版产品带有扫码奖励，老款产品批价略低基本在890-885之间；江苏市场反馈端午期间产品动销表现良好，目前批价在890-895元左右；四川市场反馈目前批价水平在900元左右。库存方面各个区域之间略有分化，浙江市场反馈目前高度库存在3个月左右，江苏市场反馈库存水平在一个月左右，四川市场反馈目前库存水平在20天左右。
- **任务进度来看：**目前整体全年回款进度在60%左右，预计月底打款进度可以到70%，目前发货进度在6个月左右；其中四川基地市场已完成全年回款任务，发货进度在62%左右。渠道反馈老窖在宣布停货后有小幅发货，但发货量较少。
- **分产品来看：**特曲60版在西南地区同比提振明显，自去年起特曲60版布局流通渠道，今年以来持续对流通渠道进行导入通知，今年在流通渠道增长好于团购渠道。



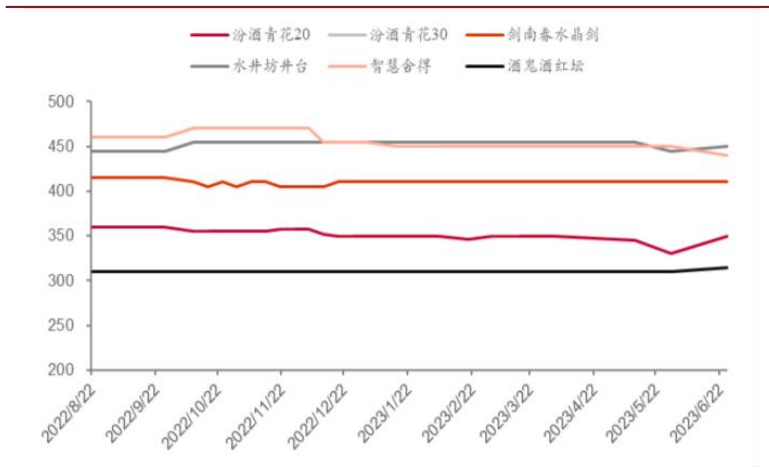
3

次高端：动销带来终端向上，低基数下报表传导仍需时间

汾酒稳定增长，香型品牌势能仍在
舍得、酒鬼动销库存价格环比向上，增速拐点判断在旺季

次高端酒：批价与库存情况

图表 6：次高端酒批价表现（元）



来源：今日酒价、中泰证券研究所

汾酒：淡化短期波动，中长期香型品牌势能仍在

- 根据酒业家信息，公司将于6月20号执行提价计划，其中青20高度每瓶涨价20元、低度每瓶涨价18元，青30复兴版返点降低，玻汾每瓶涨价1元，53度青花30（850ml）每瓶涨价200元。根据渠道反馈，目前提价传导已基本到位，批价方面均有所上行。
- 从批价的角度来看：去年青花系列过百亿后高速增长，由于去年渠道推广+费用后置奖励导致春节后青20价格有所下滑，目前青20价格逐步回暖，分区域来看，河南市场反馈目前批价有所上行，其中玻汾整箱价格由480元上涨至500-510元左右，预计在中秋节前后可以上涨至530元左右，青20价格环比稳定，目前批价在350元左右，预计中秋节前后可以上行至370-380元，复兴版目前批价785元左右。
- 进度方面来看：目前河南市场回款进度在70%，酒厂要求端午前回款进度达到60%，目前发货进度在6个月左右。

舍得酒业：淡季短期的指标扰动不影响全年和中长期规划

- **批价来看：**根据乐酒圈数据，目前智慧舍得批价稳定在435元左右，品味舍得批价340元左右，舍之道130元，水晶舍得批价400元。库存方面，根据渠道反馈，节后动销环比持续增长，前期成熟市场库存水平下降至2个月左右，主要是消费欲望得到释放，近期公司发货后库存水平略有上升，但整体库存水平保持良性，经销商层面库存压力不大。
- **回款方面：**公司各季度中间的月度波动较大，理性看待市场对于5月回款较弱的情绪波动；对上半年表现相对乐观；全年回款节奏按照“3223”原则进行，渠道信心恢复明显，预计当前回款进度40%+，我们预计在商务宴请消费场景加速恢复带动下，公司回款进度加速。
- **渠道打法方面分事业部来看：**1) 以舍得事业部为主，其中以品味舍得和舍之道为核心单品，站稳次高端价位带。2) 老酒事业部核心打造藏品十年，对标高端市场。3) 要客事业部打造鉴藏等高端圈层产品。4) 沱牌事业部聚焦高线光瓶T68，未来作为百元价位第一大单品，目前增长势头良好。

酒鬼酒：价盘有所修复，库存同比下滑

- **批价方面来看：**目前内参批价760元左右，紫坛批价350元左右，红坛批价315元左右，传承批价240元左右，透明装在约1200元左右/箱，内品在650-680元/箱；渠道反馈，目前酒鬼库存水平基本在三个月左右，内参大商库存水平略高，中小户库存情况较为良性，主要依靠团购渠道发力。
- **全年进度来看：**公司全年节奏按“3232”节奏执行，今年公司在渠道方面进行调整，预计当前回款进度在30-35%之间，公司今年将费用体系进行改革，费用投放方面聚焦消费者端，从消费者开瓶的角度促进动销，同时二季度将重点培育54度产品寻求增量。我们预计随着费用改革完成，动销水平逐步恢复后，公司整体进度将有所提速。



4

地产酒：龙头动销优秀，场景复苏差异带来结构分化

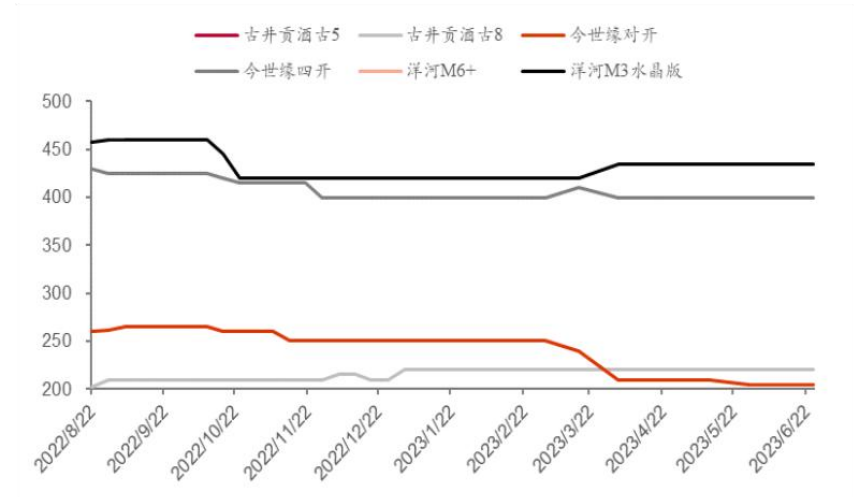
徽酒：扩容、场景复苏和结构升级逻辑均贡献增速增量

苏酒：体量基础上的价格带分化

二三线：基数带来的增速突出

地产酒：批价与库存情况

图表 7：地产酒批价表现（元）



来源：今日酒价、中泰证券研究所

地产酒端午反馈

- 苏酒：淡季，反馈不好。宴席正常，还有升学宴，但商务宴席和日常消费较少；
- 徽酒：市场节日氛围不浓，不火爆，比去年差。宴席市场和餐饮店稍微好一些，酒水零售没有往年热。

洋河股份：批价较为平稳，海之蓝到货后库存略有上行

- **批价库存方面来看：**目前省内梦6+产品批价在600-610元左右，梦3批价在400-410元左右，天之蓝批价在280-285元左右，海之蓝批价在120元左右，今年整体餐饮恢复较弱，大众消费来看动销表现并未出现明显增长，目前库存水平来看，梦6+库存水平在一个半月左右，梦3库存水平在一个半月左右，天之蓝库存水平在一个月左右，海之蓝库存水平略高在一个半月以上。
- **全年进度来看：**目前江苏市场反馈，梦之蓝系列发货进度在7个月左右，海之蓝与天之蓝发货进度在6个月左右。

今世缘：任务进度较快，V3动销表现较好

- **批价库存方面来看：**春节以后批价水平变动不大，目前四开批价在410元左右，对开批价在255-260元左右，V3在南京淮安地区批价在550元左右。库存方面目前大概在3个月左右，同比往年多10%左右，但对中秋备货不会有太大影响，主要系目前任务进度较快，中秋国庆假期任务不大。
- **全年进度来看：**目前发货进度在65%左右，六月底目标要做到70%，分产品来看，目前四开、对开、淡雅进度在70%左右，V9、今世缘系列进度在50%左右。增速方面来看，目前增速水平在60%左右，主要是去年低基数的原因，其中V3在南京、淮安地区动销表现较好，目前增速预计在200%左右。

古井贡酒：第二阶段应收款已开启，展望后市有望迎来回补

- 整体来看，端午节表现并未有疫情前火爆，市场表现不温不火，但市场氛围相对良好，终端零售白酒动销并未有春节阶段火爆，目前公司已开启第二阶段应收款回款，整体积极性并未有疫情前高涨。
- 价格库存方面来看：本周整体价格变化不大，目前古20市场成交价在560元左右，与春节期间相差不大，古16市场成交价在350-360元左右，古8成交价在225-240元左右，古5成交价在115-120元左右。库存方面端午到货后经销商库存水平对应中秋前消化周期来看问题不大，但库存绝对水平与去年同期相比在各个环节均有提升。
- 全年进度来看：目前公司开启第二阶段回款计划，部分经销商在完成端午节回款任务后进度达到70%，其中春节打款比例40%，端午打款比例在30%，目前处于陆续发货过程中。
- 后市展望来看，我们认为今年端午因为闰月的原因较往年推迟近一个月，有利于白酒消费势能的延续，同时中秋与国庆假期在时间上相连，去年由于两节间相差半个月导致经销商间歇性补货节奏较乱，今年有望在婚喜宴以及家庭聚餐消费场景迎来回补。

迎驾贡酒：库存水平下降明显，预计全年任务提前完成

- 整体来看，受益于五月份安徽宴席消费场景恢复较好，商务宴请有所回暖，省内中高端价格带白酒消费恢复较好。
- 价格库存方面来看：本周整体价格变化不大，目前洞6批价110元左右、洞9批价195元左右。库存方面，整体库存水平较去年相比下降明显，部分地区出现断货、脱销的现象。
- 全年进度来看：公司采取全年三节促销手段，目前公司已完成全年75%的回款工作，剩余部分将在中秋得到消化，预计将提前完成全年任务。

口子窖：新品处于铺货阶段，月底将停止老品促销政策

- **价格库存方面来看：**本周整体价格变化不大，目前口子6年批价在100元左右，10年批价在215元左右，20年批价在300元左右，30年批价710元左右，价格保持稳定。库存方面，新品通过平台公司运作，并未通过经销商运作，目前仍处于铺货阶段，老品方面库存水平不高，基本都集中在终端层面。
- **政策方面：**公司原定在6.30对老品进行停货，后续考虑到贸然停货对市场有所伤害后，目前采取6.30后停止对老品政策补贴，同时在新品消费者培育中加大品鉴酒力度，促进对于兼香型白酒的消费者培育工作。



5

投资逻辑及标的推荐

视觉传达设计

投资逻辑及标的推荐

图表 8：目前股价对应今年预测 PE

目前股价对应今年预测的PE	
贵州茅台	32.40
五粮液	22.77
泸州老窖	27.92
山西汾酒	25.92
舍得酒业	24.80
酒鬼酒	36.43
洋河股份	20.02
今世缘	24.75
古井贡酒	36.86
迎驾贡酒	25.50
口子窖	18.72

来源：Wind 一致预测（股价截止至 2023.06.26）、中泰证券研究所

- 站在当下的时间点，我们认为后市商务宴请有望起来，高档以及次高端有望更为受益；
- 持续推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒、今世缘、洋河股份，择机布局次高端白酒；
- 消费边际改善和低基数一致预期下，白酒在食品饮料和消费里的性价比更高；目前人流及消费场景有放松迹象，消费有望逐步回归正常水平。

板块投资逻辑

首先锚定确定性增长：

首先把握高端酒和次高端、地产酒龙头确定性增速，持续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份，关注迎驾贡酒等；

关注有超预期逻辑的演绎：

茅台非标产品的投放量和渠道改革、古井洋河今世缘在渠道改革和内部动力释放带来的增长转化；

其次关注次高端库存和动销恢复后的增速反弹；

新品或改版亦可贡献增长：V3的增速释放、梦9手工版的改版、酒鬼酒的文创等；

渠道或产品价格梳理工作的体现：五粮液的经典重新增长、青30的价格抬升、酒鬼酒的渠道管理改善等。

【高档酒】推荐：坚定看好贵州茅台的稳定增长和渠道改革对于营收利润的不断转化；坚定看好泸州老窖各产品线的量价表现超预期可能；持续关注五粮液的价格和渠道梳理以及产品线的拔高；

【全国化次高端】推荐：坚定看好汾酒的终端势能和清香复苏带来的全国化趋势以及中档酒的省外开拓；关注酒鬼酒的任务完成、下半年节奏和渠道价格的管控梳理；关注舍得渠道恢复带来的增速重新回归；

【地产酒】推荐：坚定看好区域经济α和消费经济双加持的徽酒龙头古井贡酒的稳定增长和产品升级；看好洋河增长极突破带来的增速维持；关注终端需求场景恢复对于迎驾贡酒增速的重新拉动。

风险提示

- ✓食品安全风险。食品安全是任何一个食品行业面临的问题，采购环节、发酵环节、储存等每一个环节出现问题，都会对公司形成负面影响，都可能导致销售业绩下滑。
- ✓省内消费升级不及预期或竞争加剧风险。尽管省内政府大力促进经济发展，加快消费升级态势，但仍存在消费者可能不愿意接受等问题的出现，可能导致省内消费升级不及预期，同时可能存在省内竞争加剧的风险导致省内消费不及预期。
- ✓产业调研数据或因调研样本不足或数据获取方法存在缺陷等问题导致结果与行业实际情况存在偏差的风险。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
<p>备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。</p>		

重要声明

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。