

酒鬼酒 (000799.SZ)

中粮入驻+次高端新品+聚焦大本营市场，业绩拐点将至

● 高端白酒价格上涨打开次高端白酒增长空间

高端白酒价格上涨，次高端白酒出现成长机会。个人消费升级驱动白酒第三轮结构性牛市，白酒消费向名优白酒迅速集中，龙头集中度提升。09-12年白酒牛市中，高端酒价格上移后次高端迎来量价齐升快速发展，次高端行业收入比重15%左右，13-15年受三公消费影响，高端白酒下压造成次高端白酒量价崩盘，15年次高端行业收入占比降至2.6%。16年开始的此轮白酒结构牛市，我们认为高端酒价格提升后，次高端白酒性价比优势凸显，充分受益消费升级，增长空间被打开，次高端将迎来量价齐升。

● 中粮入驻+次高端新品+聚焦大本营市场，酒鬼酒业绩拐点将至

中粮系管理层入驻，改革逐步出现成效。10年酒鬼酒中糖系新管理层上任，11-12年公司业绩快速增长。经过三年低谷期，16年初中粮入主新管理层基本稳定，启动多项改革措施，重建营销团队并利用中粮渠道资源、产品聚焦酒鬼系列、改善管理层与销售团队激励机制等，16年收入虽无增长，但是结构升级明显，我们预计开发品牌大幅删减，核心单品红坛、50度酒鬼酒、内参等预计实现10%-20%增长，预计17年可加速增长。

产品价格带逐渐清晰，主推次高端酒鬼系列有望加速增长。经历了12年后行业和公司调整，16年酒鬼酒整合产品结构，以酒鬼系列为核心，推出400-500价格带核心单品新红坛，与200-300价格带的50度酒鬼、800以上价格带的内参拉开价格差，产品价格带更加清晰。随着老红坛库存消化完全，新红坛凭借较高的渠道利润，有望在湖南实现加速增长；50度酒鬼覆盖中端市场，基数小空间大；内参定位高端市场，树立品牌形象；大幅删减开发产品，中低端湘泉系列聚焦瓦罐，有望放量。

省内聚焦大本营市场，省外借助中粮渠道扩张。湖南300亿白酒市场被省外品牌瓜分，湘酒品牌占比不到1/3且次高端品牌较少，酒鬼酒作为湘酒第一品牌，17年将战略聚焦湖南大本营市场，有望依托本土优势抢占市场份额。17年酒鬼酒将扩张省内渠道并改革激励机制以实现目标收入30%增长（酒鬼系列目标增长50%）：（1）核心单品新红坛施行地级市总代理，利于渠道掌控防止窜货，并继续扩大经销团队以实现渠道下沉，预计终端签约门店将从目前不到1000家增加至2000-3000家；（2）提升渠道利润与销售薪酬以提升积极性，我们预计新红坛渠道利润30-40%高于同价位竞品，销售人员年薪预计增长50%以上；（3）公司省内推出众多宴会政策以开发宴席市场，省外将投放重点市场并借助中粮渠道布局空白市场。

***投资建议：**我们认为16H2-17H1是酒鬼酒管理层和渠道调整整合时期，预计17H2开始业绩将加速增长。预计公司16-18年收入6.11/8.32/13.34亿元，增速2%/36%/60%，净利润0.95/1.71/3.32亿元，对应EPS 0.29/0.53/1.02元，对应PE76/42/22倍，看好公司拐点时期业绩快速增长，维持买入评级。

***风险提示：**新产品和新市场推广低于预期，市场费用超预期，食品安全。

公司评级 买入

当前价格 22.20元

前次评级 买入

报告日期 2017-03-09

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	325/224
流通A股市值(百万元)	7,213
每股净资产(元)	5.41
资产负债率(%)	22.94
一年内最高/最低(元)	25.84/13.52

相对市场表现



分析师：王永锋 S0260515030002
 01059136605
 wangyongfeng@gf.com.cn
 分析师：王文丹 S0260516110001
 01059136617
 wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

酒鬼酒(000799.SZ)：产品调整着眼长远，未来业绩有望加速增长 2016-08-05

酒鬼酒调研报告：中粮入驻基本面筑底，看好未来高成长性 2016-05-18

联系人：张志遂
 zhangzhisui@gf.com.cn

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	388.48	601.22	611.15	832.91	1334.90
增长率(%)	-43.26%	54.76%	1.65%	36.29%	60.27%
EBITDA(百万元)	-89.90	147.74	165.87	276.74	508.92
净利润(百万元)	-97.48	88.57	94.88	171.77	332.14
增长率(%)	-165.72%	190.86%	7.13%	81.03%	93.37%
EPS(元/股)	-0.30	0.27	0.29	0.53	1.02
市盈率(P/E)	—	65.67	76.54	42.28	21.86
市净率(P/B)	2.86	3.31	3.92	3.59	3.08
EV/EBITDA	-50.63	36.96	39.14	23.20	12.51

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

一、 高端白酒一批价上涨打开次高端白酒增长空间.....	5
1、 个人消费升级驱动白酒第三轮结构性牛市	5
2、 高端白酒价格上涨，次高端白酒出现成长机会	6
二、 中粮入驻+次高端新品+聚焦大本营市场，酒鬼酒业绩拐点将至	9
1、 中粮系管理层入驻，改革逐步出现成效.....	9
2、 产品价格带逐渐清晰，主推次高端酒鬼系列有望加速增长.....	11
3、 省内聚焦大本营市场，省外借助中粮渠道扩张.....	14
投资建议	20
风险提示	20

图表索引

图 1: 12 年之前白酒消费类型占比: 以政商务消费为主.....	5
图 2: 16 年开始白酒消费类型占比: 以个人消费为主.....	5
图 3: 人均可支配收入与飞天茅台、普五终端价之比处于历史高位.....	6
图 4: 2016 年起茅台一批价不断上涨.....	7
图 5: 2015 年次高端空间被挤压, 未来次高端空间将不断扩大.....	8
图 6: 中粮集团成为酒鬼酒实际控制人.....	10
图 7: 2010 中糖系管理层就任, 2011 年起业绩高速增长.....	10
图 9: 15 年公司高档产品占比达 78.3%.....	11
图 10: 16H 酒鬼酒华中地区收入占比超 7 成.....	14
图 11: 酒鬼酒华中地区占比不断提升.....	14
图 12: 湘酒品牌占比不到 1/3.....	15
图 13: 2016 年及 2017 年春节湖南次高端白酒预计增速较快.....	16
图 14: 17 年落实渠道新政解决不足.....	17
图 15: 17 年渠道开拓有望拉动新红坛业绩高速增长.....	19
表 1: 各收入阶层家庭户数情况分析: 未来五年富裕人群增速最快(单位: 百万户)	6
表 2: 16 年年初以来高端白酒价格不断上涨.....	7
表 3: 次高端白酒年初以来进入阶段性价格回升.....	8
表 4: 次高端白酒行业未来五年增速预测.....	8
表 5: 2012 年酒鬼酒主要产品结构.....	11
表 6: 16 年酒鬼酒主要产品结构.....	11
表 7: 52 度高度柔和红坛同等价位(400-500 元)主要竞品.....	13
表 8: 内参主要竞品.....	13
表 9: 50 度酒鬼酒主要竞品.....	14
表 10: 湖南省白酒市场格局.....	15
表 11: 湖南次高端市场主要品牌.....	16
表 12: 酒鬼酒借鉴剑南春宴席推广策略.....	18
表 13: 湖南省次高端品牌渠道对比.....	18
表 14: 湖南省次高端品牌渠道对比.....	19

一、高端白酒一批价上涨打开次高端白酒增长空间

1、个人消费升级驱动白酒第三轮结构性牛市

个人消费升级驱动白酒第三轮牛市。12年以前两轮白酒牛市是投资拉动需求，主要以政务和商务消费为主，我们估计12年之前白酒政务和商务消费占比分别40%左右，个人消费占比20%左右。12年受八项规定影响，政务消费逐步下降。根据媒体报道，茅台董事长袁仁国2016年表示，茅台公务消费已降至1%，由于不同价位段酒政务消费略有不同，我们预计目前政务白酒消费平均占5%左右，而个人和商务消费估计分别占65%、30%。目前三公消费占比已经极低，白酒消费主要由个人消费以及正常的商务消费驱动，高端白酒作为面子消费，成为带有精神文化属性的消费品。其中，个人需求是白酒行业调整以来主要推动力，人均可支配收入提升是个人需求提升的基础，消费结构升级是主要趋势。

图1：12年之前白酒消费类型占比：以政商务消费为主

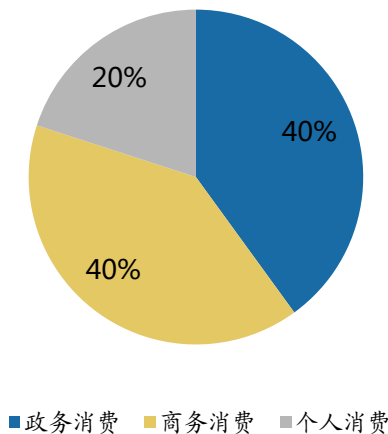
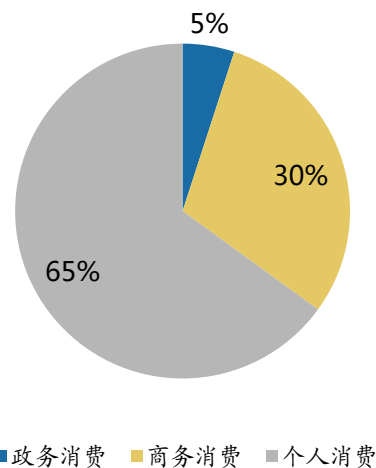


图2：16年开始白酒消费类型占比：以个人消费为主



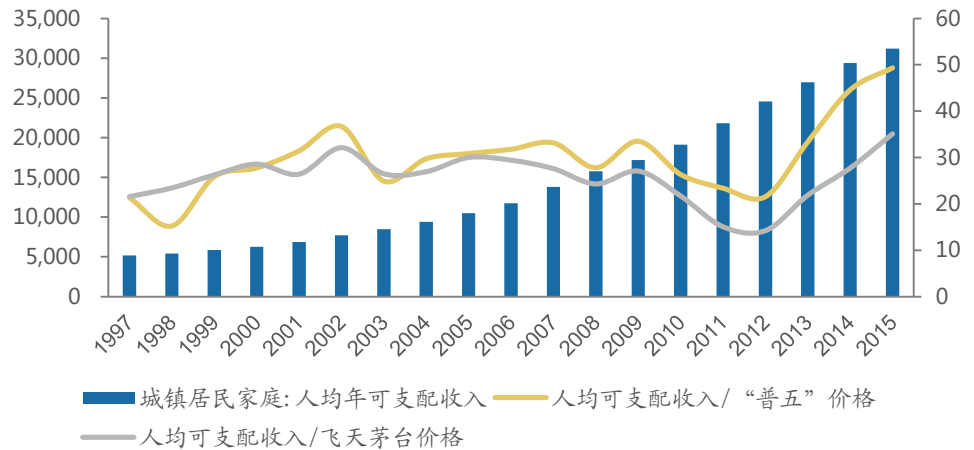
资料来源：糖酒快讯、广发证券发展研究中心

资料来源：糖酒快讯、广发证券发展研究中心

第三轮白酒牛市是个人消费升级推动的结构化牛市，典型特征是行业低增长，白酒消费向名优白酒迅速集中，龙头集中度提升。

(1)从人均可支配收入与高端酒价格之比处于历史高位可知，居民高端酒实际购买力较高。近几年白酒行业调整导致产品价格下降变相提升了居民购买力，刺激了个人消费量。2012年八项规定等措施出台后，政务消费与商务消费受到较大程度的影响，而个人消费受影响较小，同时，由于白酒价格的下降变相提升了个人购买力，反而带动了个人消费增长。五粮液52度的“普五”零售价由高点的1100元降至660元附近、“飞天茅台”由1500元-2000元降至900元附近、“国窖1573”由1530元降至650元附近等。在高端白酒价格下降的同时，人均可支配收入不断增加，目前人均可支配收入与高端酒终端价之比处于历史高位，如人均可支配收入与“普五”、飞天茅台等高端白酒大单品的价格之比已超过2002年的高点，居民对高端白酒的实际购买力较高，高端白酒的市场需求潜力与提价潜力同样较高。

图3: 人均可支配收入与飞天茅台、普五终端价之比处于历史高位



数据来源: Wind, 糖酒快讯, 广发证券发展研究中心

(2) 根据波士顿咨询数据分析可知, 未来5年我国富裕人群和上层中产阶层人数增长最快, 这将是中高白酒个人消费升级最有力的推动力。

表1: 各收入阶层家庭户数情况分析: 未来五年富裕人群增速最快 (单位: 百万户)

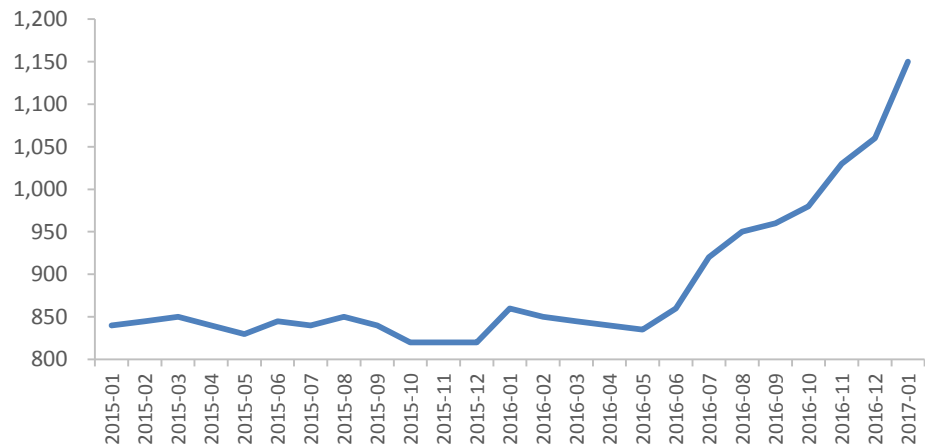
阶层	2010	2015	2020E	未来五年复合增速	2010占比	2015占比	2020E占比	备注
准中产与低收入阶层	133.4	100.5	73.1	-6.2%	53%	34%	22%	(家庭月均可支配收入 5200 元以下)
新兴中产阶层	65.8	84.1	85.9	0.4%	26%	28%	25%	(家庭月均可支配收入 5200-8300 元)
中产阶层	33.8	61.2	81.3	5.8%	14%	20%	24%	(家庭月均可支配收入 8300-12500 元)
上层中产阶层	14.6	43.0	76.8	12.3%	6%	14%	23%	(家庭月均可支配收入 12500-24000 元)
富裕人群	1.8	10.1	21.9	16.9%	1%	3%	6%	(家庭月均可支配收入 24000 元以上)
上层中产阶层和富裕人群合计	16.45	53.0	98.7	13.2%	7%	18%	29%	(家庭月均可支配收入 12500 以上)

数据来源: 波士顿咨询, 广发证券发展研究中心

2、高端白酒价格上涨, 次高端白酒出现成长机会

个人消费拉动需求, 高端白酒价格不断上涨。随着个人消费拉动需求增长, 飞天茅台供需关系发生变化, 2016年年初以来, 个人消费升级需求增长拉动飞天茅台一批价和终端价上涨, 进而带动高端白酒价格体系不断上涨: 飞天茅台一批价不断上涨, 从850元/瓶上涨至1200元/瓶, 零售价从870元/瓶上涨至1300元以上; 普通五粮液一年内涨价三次, 出厂价从659元/瓶上涨至739元/瓶, 零售价格从829元/瓶上涨至899元/瓶; 国窖1573计划外配额价格从为660元/瓶上涨80元至740元/瓶。

图4：2016年起茅台一批价不断上涨



数据来源：经销商调研，广发证券发展研究中心

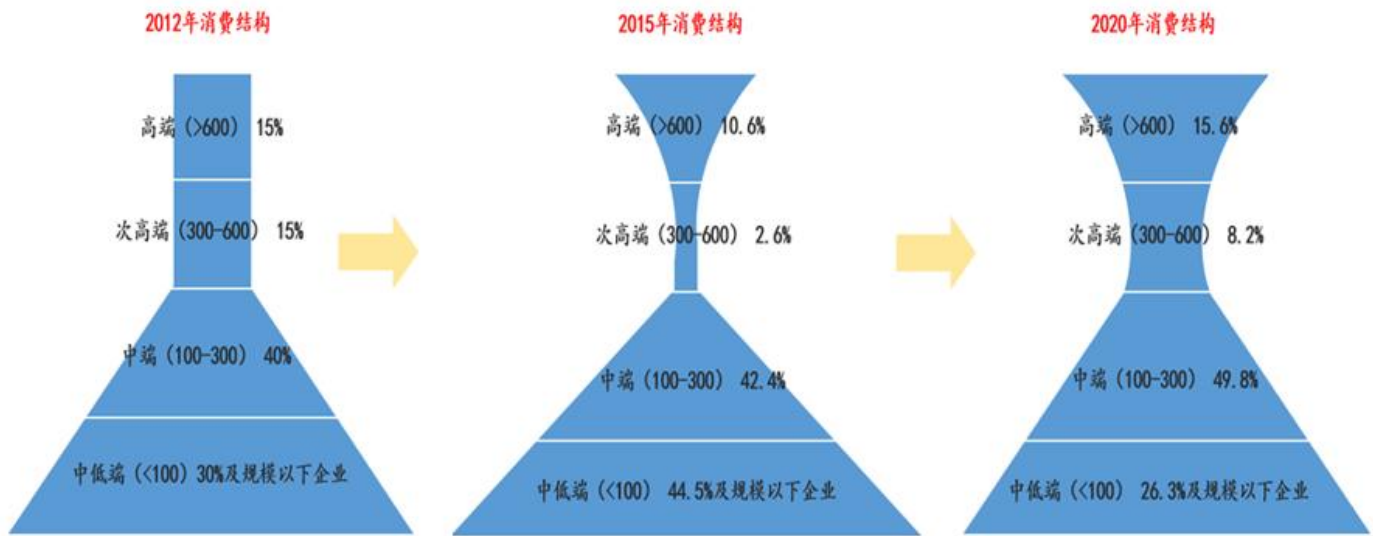
表2：16年年初以来高端白酒价格不断上涨

高端白酒	时间	政策
飞天茅台	2016年1月-2017年2月	一批价从850元/瓶上涨至1200元/瓶，零售价格从870元/瓶上涨至1300元/瓶以上
普通五粮液	2016年3月	普五出厂价从659元/瓶上涨至679元/瓶
	2016年8月	普五出厂价从679元/瓶上涨至739元/瓶，零售价格为829元/瓶
	2017年2月	商超供应价调整为809元/瓶，零售单价从829元/瓶上涨至899元/瓶。
国窖1573	2016年5月	对1573系列的超高端产品“中国品味”进行提价，涨价幅度为15%左右
	2016年10月	国窖1573经典装计划内配额结算价保持不变，计划外配额价格为660元/瓶，计划内结算价加收20元/瓶保证金。
	2016年12月	国窖四川片区经销商会上提到，国窖经典装统一将经销商打款价调整至700元，其中包含40元/瓶的保证金，计划外配额调整至740元/瓶。

资料来源：公司公告、经销商调研、广发证券发展研究中心

高端白酒提价后，次高端白酒将打开成长空间，实现量价齐升。2009-2012年高端白酒茅台一批价不断上调至1500、终端价上调至2000元等，五粮液和国窖1573也顺势上涨，与次高端白酒拉开了空间，次高端得以快速上涨，12年次高端白酒销量与高端白酒规模相当，在4万多吨，次高端收入规模15%。但是2013-2015年受三公消费影响，茅台、五粮液、1573等高端酒一批价和终端价不断下降，次高端白酒崩盘，空间被大幅压缩，收入占比下降到2.6%。目前处于第三轮白酒牛市，随着高端白酒不断提价，次高端白酒性价比优势凸显，增长空间被打开，将充分受益消费升级，需求端出现增长，我们预计2020年次高端白酒收入占比将回升到8%以上。目前次高端白酒从量价两端看都已出现回暖，17年春节销售数据普遍高于预期，16年年初以来主要次高端白酒价格也已经开始回升。

图5: 2015年次高端空间被挤压, 未来次高端空间将不断扩大



数据来源: 新食品, 广发证券发展研究中心

表3: 次高端白酒年初以来进入阶段性价格回升

时间	公司及品牌	政策
2016年1月1日起	红花郎全线产品	“九赠一”和模糊返利、认购返利都已取消, 单瓶出厂价从252元涨到280元, 加上返利政策的取消, 涨价幅度大约15%左右。
2016年春节	剑南春	水晶剑南春和东方红将其出厂价分别上调40元和60元
2016年2月7日起	洋河股份	海之蓝、天之蓝的出厂价分别上调2元、4元
2016年4月2日起	山西汾酒	青花20年的发票执行价每瓶上涨10元
2016年11月	水井坊	终端零售价方面, 臻酿八号价格每瓶上涨10元, 而井台则相对高一点
2017年1月	沱牌舍得	舍得酒全渠道提价20元

数据来源: 公司公告、经销商调研、广发证券发展研究中心

表4: 次高端白酒行业未来五年增速预测

价格段	2015年销量估算 (万吨)	2015年收入规模估算 (亿元)	预估未来5年行业销量复合增速	预估未来5年行业收入复合增速	预估2020行业销量规模 (万吨)	预估2020行业收入规模 (亿元)
高端 (>600)	3.7	600	13%	15.3%	6.8	1220.5
次高端 (>300<600)	2.2	145	25%	28%	6.8	488.6
中端 (>100<300)	185	2400	10%	10%	297.3	3865.2
中低端 (>50<100)	1094.9	2521.6	-5.0%	-5.0%	847.2	1951.2
低端 (<50)						
合计	1285.4	5666.6	-2.1%	5.8%	1158.2	7525.5

数据来源: 行业调研、广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

15、16年是高端白酒恢复成长时期，高端白酒在陆续提价后，将打开次高端发展空间，因此我们认为未来三到五年次高端将迎来新一轮高速增长时期，而其中次高端收入占比较高的公司或者正在重点发展次高端白酒的公司将迎来快速发展。

二、中粮入驻+次高端新品+聚焦大本营市场，酒鬼酒业绩拐点将至

1、中粮系管理层入驻，改革逐步出现成效

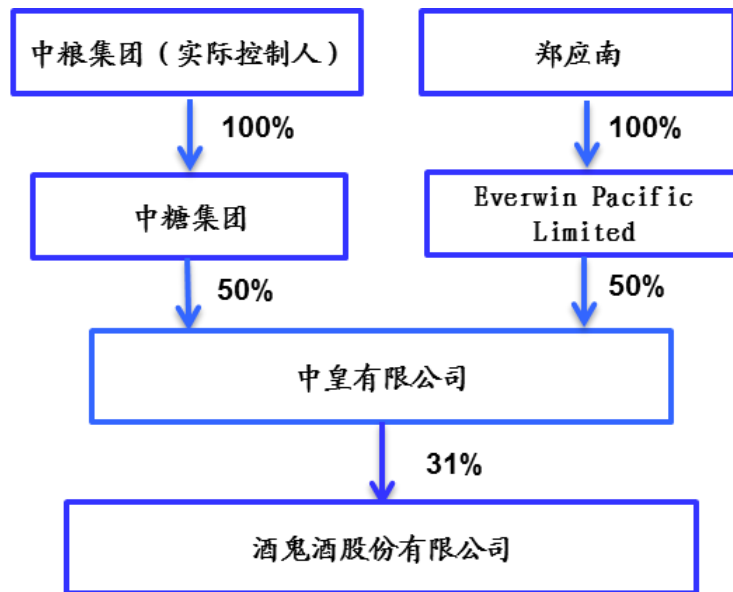
2010年中糖系新管理层上任，多项改革成就2011-2012年业绩爆发。上一轮白酒牛市中，酒鬼酒是增长最快的公司之一，新管理层上任带来的多项改革措施是成就酒鬼酒业绩爆发的重要条件。2007年，酒鬼酒完成企业重组和改制工作，中国糖业酒类集团公司子公司中皇有限公司成为公司第一大股东，中糖给予酒鬼资金、渠道强力支持，剥离房地产业务，聚焦主业，并开始收缩产品线。2010年，随着原总经理许可强离任，中糖系的郝刚和苏晓飏等新管理层上任，对酒鬼酒进行一系列改革，2011年酒鬼酒业绩开始好转，2012年在行业高增长的背景下酒鬼开始实现高速增长，三年间净利润增加了6倍。具体改革措施包括：

1、**营销方式转变**。由之前注重回款转变为注重市场秩序，实现了酒鬼酒主力产品在湖南省商超和流通渠道全品相陈列，巩固大本营市场。2、**销售机构改革**。成立销售管理部和市场部，成立酒鬼酒销售公司，不再依赖片区经理。3、**产品体系梳理**。将封坛年份酒的产品从原来的5个减少至3个，成立了湘泉事业部以加大“湘泉”系列产品的开发与营销，形成了有区分度的产品体系。

公司经过三年低谷期，中粮系新管理层入驻，启动多项改革措施。在经历了三年的低谷期之后，2014年底华孚集团整体并入中粮集团，酒鬼酒正式归属于中粮集团旗下，2015年公司控制权落地，由中粮进行管理，原酒鬼酒董事长赵公微等三位高管离任，新任董事长江国金、总经理董顺钢均为中粮系委任高管，副总经理李明则曾是中国食品华中大区总经理。新任管理层于2016年初趋于稳定，为公司渠道以及产品方面都带来诸多变化：

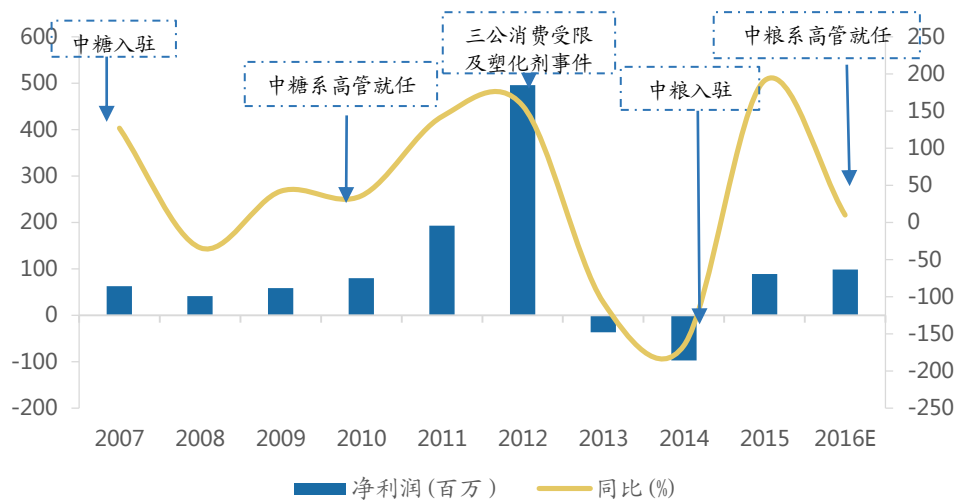
1、**重建营销团队并利用中粮入驻带来的渠道资源**。公司在与中粮渠道协同的过程中重新建立销售团队，空白市场通过中粮的渠道与原渠道进行嫁接。2、**产品聚焦酒鬼系列**。确立了中高档路线产品战略，产品聚焦酒鬼系列，带动内参、湘泉发展，将“高度柔和”红坛定义为战略核心单品。同时，全面提高总代理及贴牌产品门槛、压缩总代理产品数量。3、**激励机制改善**。调研了解到管理层与销售人员的薪酬体系也正在改善，公司未来有望推行股权激励。

图6: 中粮集团成为酒鬼酒实际控制人



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图7: 2010中糖系管理层就任, 2011年起业绩高速增长



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

水井坊和沱牌舍得均在改革后业绩开始加速增长, 我们认为酒鬼酒多项改革也将逐步展现成效。水井坊从2015年起实施多项改革, 包括销售回归新总代模式, 中国籍团队重新接手水井坊、实施递延奖金计划等等, 其业绩也从2015年起步, 逐步实现高速增长, 15年开始公司业绩逐季加速增长。沱牌舍得天洋入主后改革效果显著, 其在2016年简化了产品线、聚焦中高端, 建立了营销体系激励机制, 2016年实现超过8千万的净利润, 同比增长超过10倍。我们认为, 中粮新管理层入驻酒鬼酒是公司实现增长的重要条件, 新管理层在营销团队、产品价格体系等方面的改革已经逐步展现成效, 16年在收入持平的情况下, 产品结构已发生变化, 核心单品均实现增长, 预计17年收入增速将大幅提升。

2、产品价格带逐渐清晰，主推次高端酒鬼系列有望加速增长

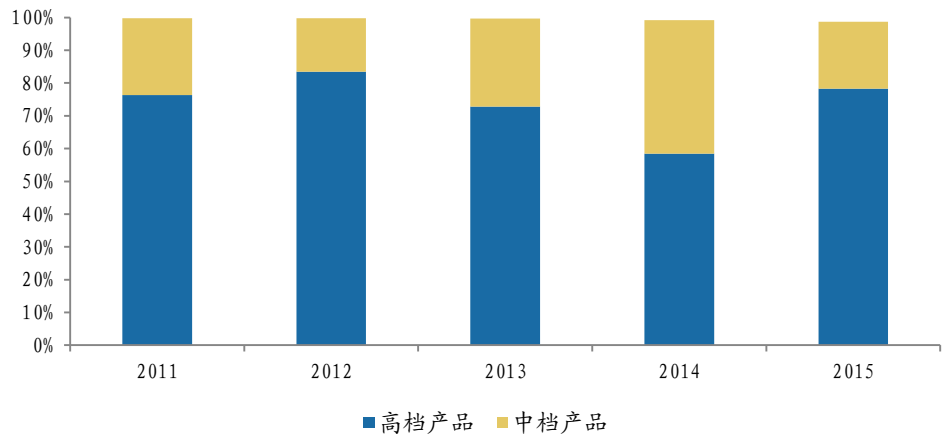
次高端产品占比保持较高水平，高端酒定位清晰。酒鬼酒作为馥郁香型第一品牌，一直保持高端的品牌定位。2011-2015年，除了14年公司收入下滑比较严重外，公司的高档产品收入均占比70%以上。2012年，公司销售额达到顶峰16.5亿元，其中，中高端产品（零售价200元以上）收入13.8亿元，占比近84%，洞藏和内参均定位在1000元以上，高端品牌价值和品牌形象深入人心。

表5: 2012年酒鬼酒主要产品结构

主要产品	主打品种	终端价格(元)	销售规模	主要竞品
洞藏	洞藏	1000-32000	较少	茅台年份酒
内参	52°内参	1200-1800	三亿	飞天茅台、国窖1573中国品味
封坛年份酒	15年和20年	300-800	过亿	国窖1573、五粮液
酒鬼酒	50°和52°	200-600	过亿	老窖特曲、低度五粮液等
湘泉	百年湘泉、五福湘泉等	10-200	100万箱	浏阳河、开口笑等

资料来源：公司公告，公司官网，广发证券发展研究中心

图8: 15年公司高档产品占比达78.3%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

16年整合产品系列，聚焦次高端酒鬼系列，产品结构得到优化。2012年八项规定实施与塑化剂事件以后，酒鬼酒的业绩出现了断崖式下跌，2014年收入从2012年的16.5亿降至3.9亿，其中酒鬼系列销售收入仅为2.3亿。2016年酒鬼酒重新整合产品结构，将产品主要分为高端内参、次高端酒鬼、中低端湘泉三个系列，以酒鬼系列为核心，带动内参、湘泉增长，并聚焦三个核心大单品50度酒鬼酒、52度红坛以及内参，同时删减其他产品。预计酒鬼酒16年由于非核心产品的删减收入端同比无增长，但产品结构得到明显优化，我们预计开发品牌大幅删减导致中低端产品下滑较多，但公司核心单品红坛、50度酒鬼酒、内参等预计可实现10%-20%增长，预计17年核心单品可实现加速增长。

表6: 16年酒鬼酒主要产品结构

产品系列	主要产品及概况	产品图片	京东标价
------	---------	------	------

内参（高端） 收入占比 20%	内参酒 52 度 500ml (核心大单品, 体量约一亿)		1280 元 (实际成交价 980 元)
酒鬼（次高端） 收入占比 60%	52 度高度柔和红坛 500ml (核心战略大单品, 新老红坛体量 1.2 亿)		499 元 (实际成交价 370 元)
	50 度精品酒鬼酒 (包销核心大单品, 体量约一亿)		328 元 (实际成交价 298 元)
	黄坛 52 度 468ml (规模较小)		349 元
	珍藏特酿 52 度 500ml (体量 5000 万, 17 年开始包销)		268 元
	紫坛 52 度 450ml (规模较小)		499 元
湘泉及开发产品 (低端) 湘泉收入占比 10%, 开发产品收 入占比 10%	54 度湘泉 500ml (瓦罐装)		49 元
	52 度百年湘泉 500ml		108 元

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

推出52度高度柔和红坛，发力次高端市场，产品价格带划分更加清晰。公司16年之前产品体系混乱，产品价格带接近。2016年公司在52度老红坛的基础上推出核心战略大单品52度高度柔和红坛（新红坛），其终端价格在400-500之间，定位次高端，此价位段迎合消费升级趋势，与另外两大核心单品50度酒鬼酒（200-300元）、内参（900元以上）价格差明显，解决了两大单品老红坛（300-400元）与50度酒鬼（200-300元）价格带接近的问题，主要大单品产品带划分更加清晰。新红坛相比于老红坛口感上有了新突破，形成又高度又柔和的饮用新体验，同时在外包装上也进行了微调，外在色彩的红色更加鲜亮，2016年成功亮相G20峰会，入选钓鱼台晚宴菜单，彰显了酒鬼酒的高品质与独特文化。

随着老红坛库存消化完全，新红坛有望迎来加速增长。新红坛是老红坛酒鬼酒的升级版，其在2016年推出后，红坛平均价格有所提高，我们预计公司16年新老红坛将有接近20%增长。老红坛17年起已经停产，随着老红坛库存消化完全和2017年渠道扩张和下沉，新红坛有望充分享受消费升级带来的次高端价位段机会，实现加速增长。

湖南省次高端市场竞争相对不激烈，新红坛利润空间具备吸引力，有望实现快速增长。52度高度柔和红坛定位在400-500元，与其价格带相同的主要竞争产品为水

晶剑南春和洋河梦之蓝M3、红花郎15年、品味舍得、水井坊井台以及青花汾酒30年，大多数竞品的核心市场不在湖南，其中水晶剑南春核心区域是河南和江浙，郎酒的核心市场是川渝，洋河的核心市场是江苏和河南、安徽。湖南市场次高端酒相对并不强势，同样体量较小的水井坊得以快速发展，2016年销量增长60%以上，目前新红坛渠道利润在百分之二十至三十，利润空间具备吸引力，作为酒鬼酒新推出的的战略单品同样有望实现快速增长。

表7: 52度高度柔和红坛同等价位（400-500元）主要竞品

品牌	产品	终端价格(元)	体量	优势区域
剑南春	珍藏级剑南春	428	2016年珍藏级剑南春约5-10亿。	主要优势区域是河南、浙江、江苏
郎酒	红花郎15年	458	2016年红花郎(10年与15年)约20亿。	全国性，核心市场是川渝
洋河	梦之蓝M3	459	2016年梦之蓝M3约15亿。	主要优势区域是江苏省、河南、安徽。
沱牌舍得	品味舍得	476	2016年品味舍得销售额约为4.8亿、1500吨左右	主要优势区域是四川、重庆、河南、江浙、山东、甘肃
水井坊	井台	469	2016年井台约3.5亿	核心市场：河南、江苏、湖南、四川、广东
山西汾酒	青花瓷30年	469	2016年青花三十年接近4亿	核心市场是山西、河南、北京
酒鬼酒	52度高度柔和红坛	498	2016年新老红坛共实现收入约1.2亿	主要市场是湖南本省

资料来源：公司调研，广发证券发展研究中心

内参定位高端市场，树立高端品牌形象。内参出厂价880元，终端价在900元以上，定位高端白酒市场，对树立酒鬼酒高端白酒品牌形象起到重要作用。2012年顶峰时期，内参销售占比20%，销售额达到三亿以上，2016年销售额仅为一个多亿。酒鬼酒其作为最大的湘酒企业，在湖南当地有着很高的知名度，凭着酒鬼酒的底蕴和深厚的湘酒文化，内参在与全国性品牌五粮液等竞争中仍有一席之地。

表8: 内参主要竞品

产品	标价	定位人群	主要销售区域
水晶五粮液	899元/52度（实际成交价780-800元左右）	高端商务用酒	全国性
飞天茅台	1250-1300元/53度	高端商务用酒	全国性
内参	1280元/52度（实际成交价980元左右）	凭着酒鬼酒的底蕴和过硬的酒质以及湖湘文化定位于湖南省公务、商务、政务中高端招待用酒和礼品用酒。	湖南

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

50度酒鬼酒覆盖中端市场，基数小空间大。酒鬼酒的另一核心大单品是50度酒

鬼酒，其终端价格定位在200-300元，在2016年实现过亿元的销售收入，和50度酒鬼酒处于同一价格段的竞品主要是洋河天之蓝、梦之蓝M1、湘窖、泸州老窖窖龄和特曲等，中端市场是红海竞争，但目前50度酒鬼酒体量仍较小，未来增长空间仍大。

表9: 50度酒鬼酒主要竞品

品牌	产品	建议零售价	体量	优势区域
洋河	天之蓝/52度 480ml	299 元	16 年天之蓝约 35 亿，梦之蓝 M1 约 3 亿。	主要优势区域是江苏省、河南、安徽
	梦之蓝 M1/45 度 500ml	318 元		
湘窖	品优 200/46 度 500ml	288 元	湘窖在湖南不到 20 亿，200 元以上是酒鬼酒主要竞品，占比 30%左右，为 6-8 个亿	湖南
泸州老窖	泸州老窖窖龄 60 年/52 度 500ml	268 元	16 年窖龄、特曲等中档酒约 10-20 亿	全国性
	泸州老窖特曲/52 度 500ml	208 元		
酒鬼酒	50 度酒鬼酒/52 度 500ml	268 元	16 年收入 1 亿左右	湖南

资料来源：糖酒快讯，经销商调研，广发证券发展研究中心

中低端湘泉系列梳理产品结构，聚焦瓦罐单品。湘泉系列作为酒鬼酒中低端白酒的补充，营收占比在10%左右，且主要市场在湖南省省内。湘泉系列有数十个产品，公司重新梳理产品结构，聚焦并升级瓦罐单品，将其培育成一个大单品，而且酝酿推出新产品在湖南省内推广。由于过去基数较低，湘泉系列17年有望在湖南省实现翻倍的增长。

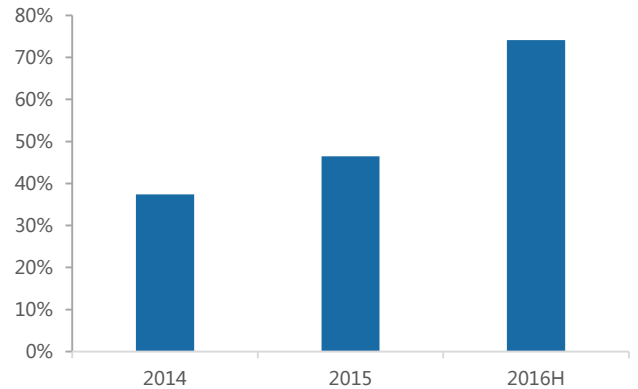
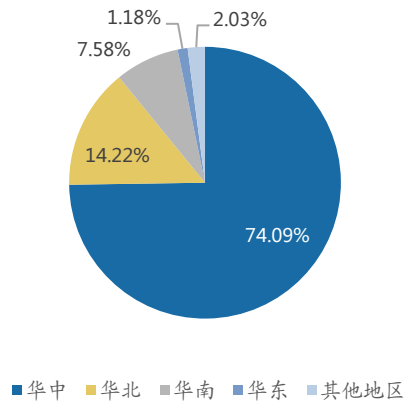
酒鬼酒聚焦三个核心大单品52度高度柔和红坛、50度酒鬼酒以及内参，以定位次高端的新红坛为战略大单品，同时带动50度酒鬼酒和内参增长。2016年在收入持平的情况下，贴牌与买断产品占比下降，我们预计核心单品实际销售均实现10%-20%增长，占比提升，产品结构优化，我们认为公司未来核心单品将充分受益于消费升级，随着次高端白酒成长空间打开，有望带来业绩高增长。

3、省内聚焦大本营市场，省外借助中粮渠道扩张

酒鬼酒省内收入占比超四成，将战略聚焦湖南大本营市场。公司以湖南作为大本营市场，2015年营业收入达6亿，同比增长54.8%，其中华中地区占比为46.5%。在此之前，酒鬼酒的主要战略是向外扩张，扩张受挫后逐渐聚焦省内市场，拉动华中地区收入占比不断提升，2016H其销售占比达74%，其中在湖南省收入占比在40%以上，终端调研情况来看，较多省外市场产品又回流至湖南省内，我们预计公司省内真实消费占比高达80%。17年公司明确聚焦战略，产品聚焦次高端，区域聚焦湖南大本营市场。

图 9: 16H 酒鬼酒华中地区收入占比超 7 成

图 10: 酒鬼酒华中地区占比不断提升

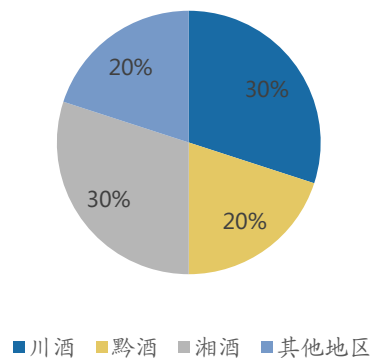


资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

湖南白酒市场空间被省外品牌瓜分，以酒鬼酒为代表的湘酒品牌逐渐专注省内市场，有望提升市场份额。据湖南省酒业协会数据，由于湖南省对白酒企业政策扶持力度较小，导致百亿级湖南市场被川酒、黔酒等省外牌瓜分，其中以五粮液、泸州老窖为代表的川酒占比约三成，以茅台、习酒、酒中酒霸为代表的黔酒占比约两成，鄂酒、苏酒、皖酒以及其他外来品牌共占比约两成，在各价位上省外品牌均占有较大优势，湘酒占比不到1/3。以酒鬼酒为代表的湘酒过去几年由于扩张省外市场受挫，逐渐开始专注省内市场，凭借湘酒企业在湖南树立的良好品牌形象，业绩出现提升，如酒鬼酒受益业绩增长于2016年4月正式摘帽，湘窖酒业16年上半年收入同增30%，预计未来强势湘酒企业有望持续提升市场份额。

图11: 湘酒品牌占比不到1/3



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

湖南省内次高端白酒较少，酒鬼酒有望成为湘酒品牌龙头。湖南省次高端白酒市场外省产品表现较好的主要为剑南春、洋河天之蓝以及泸州老窖，湘酒品牌仅酒鬼酒和湘窖两个品牌，依托本土品牌优势和多年湖南市场的运作，在次高端表现较好。酒鬼酒未来将积极布局湖南大本营市场，采取“省外做重点，省内重点做”的核心战略方针，有望撑起湘酒复兴大旗。

表10: 湖南省白酒市场格局

价格段	主要白酒品牌	市场特征
600元以上	飞天茅台、五粮液、国窖1573、内参	茅台、五粮液、国窖1573在各自价位段处于垄断地位

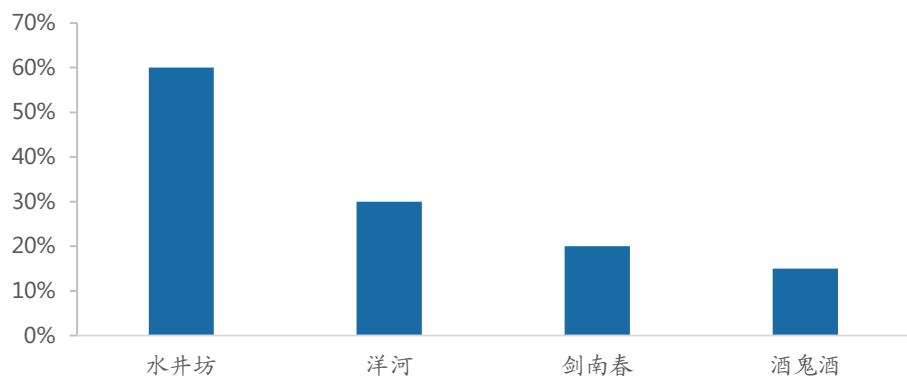
300-600元	水晶剑南春、洋河梦之蓝/天之蓝、 新红坛 、水井坊、舍得、湘窖	目前剑南春和洋河竞争力最强
100-300元	洋河海之蓝、开口笑15年、 50度酒鬼酒 、五粮春、白云边	此价格带竞争最为激烈，汇集了来自全国各地的产品，其中洋河海之蓝等表现较为突出
10-100元	小贵宾郎、邵阳老酒、酒中酒霸、枝江王、稻花香、 湘泉 、五粮醇	湖南市场具有小酒特色，小酒销量最好的两个品牌为酒中酒霸与邵阳老酒

资料来源：酒说，广发证券发展研究中心

消费升级及本土消费习惯推动湖南次高端扩容，次高端产品增速快。湖南省近几年经济发展迅速，受益消费水平的快速提升以及湖南人爱面子、爱喝好酒的消费习惯，白酒市场扩容、白酒价格中枢上移，促使次高端白酒市场空间不断上升。湖南省次高端市场外省产品表现较好的主要为剑南春、洋河天之蓝、水井坊等品牌。其中，水井坊2016年在湖南省销售规模达3亿，同比增长60%，洋河同比增长30%，剑南春同比增长20%，酒鬼酒同比增长15%。

酒鬼酒依托本土优势，布局次高端抢占市场份额。湖南省次高端市场外省产品体量较大的主要是剑南春和水井坊，其中剑南春在株洲、湘潭和望城均有优势；而水井坊在长沙占比1/4-1/3。湘酒品牌中酒鬼酒和湘窖两个品牌依托本土品牌优势和多年湖南市场的运作，在次高端表现较好。酒鬼酒推出52度高度柔和红坛，将积极布局本土次高端市场，除长沙占比30%外，剩下12个地级市均有布局，目前基数仍较小，发展空间大。且酒鬼酒在外地品牌薄弱的湘西地区深耕多年，有较大竞争优势，未来有望扩大次高端市场份额。

图12：2016年及2017年春节湖南次高端白酒预计增速较快



数据来源：经销商调研，广发证券发展研究中心

表11：湖南次高端市场主要品牌

品牌	产品	终端价格(元)	体量	优势区域
剑南春	水晶剑	300-400	5亿	株洲、湘潭、望城
洋河	天之蓝、梦之蓝M3	300-500	1亿	市场渗透较广
水井坊	臻酿八号、井台	300-500	3亿	长沙占比1/4-1/3，是核心市场
酒鬼酒	52度高度柔和红坛	498	3亿	长沙占比3/10、剩下12个地级市

				均有布局
湘窖	湘窖	400	5亿	湘南地区
沱牌舍得	品味舍得	476	几千万	长沙

资料来源：经销商调研，广发证券发展研究中心

酒鬼酒17年省内渠道扩张并改革激励机制，以实现30%目标收入增长。酒鬼酒在大本营湖南市场的渠道目前存在三大不足：（1）市场薄弱、渠道单一；（2）促销差，执行不力；（3）费用申结流程冗长，减弱渠道的积极性。公司2017年聚焦湖南市场，立志做深做透市场，针对市场的不足做出了相应的改善，17年公司对市场的费用投入增加20%，预计对业绩有较大的推动作用：

图13：17年落实渠道新政解决不足

市场薄弱 渠道单一	<ul style="list-style-type: none"> - 网络下沉：加快县级市场开发布局 - 售点细分：按渠道类型分设管理中心
促销差 执行不力	<ul style="list-style-type: none"> - 明确定位：定位次高端消费人群 - 精准促销：市场人员细分
费用申结流程 冗长	<ul style="list-style-type: none"> - 梳理流程，快速结算 - 引进先进管理办法协同管理

数据来源：糖烟酒周刊，广发证券发展研究中心

（1）扶持大经销商，扩大经销团队，实现渠道下沉：之前老红坛产品主要采用扁平化渠道模式，对于新红坛产品公司实行地级市总代理模式，取消每个区的代理，针对公司老产品，公司计划在湖南打造几个亿元的经销商，有利于掌控渠道，防止产品窜货。另外，公司从资金方面大力支持旗下经销商扩大人员规模，16年公司经销商数量相对较少，实现了地级市覆盖，50%县级市未覆盖，预计17年会增加40%左右的经销商，终端签约门店将从不到1000家提高到2000多家，实现县级市覆盖，同时人员配置下沉以拓宽销售面，不再仅仅针对大客户。在大本营市场湖南，我们预计酒鬼酒的市场深耕程度将优于大部分竞品。

（2）提升渠道利润与销售人员的薪酬，提高经销商与销售人员的积极性：目前新红坛一批价为260-280元/瓶，终端价380，渠道利润30-40%，高于剑南春（渠道利润30块/瓶左右）和水井坊的臻酿八号（渠道利润20%左右），经销商销售动力充足。对于销售人员的工资和提成比例也将增加，预计年薪增长50%以上，员工积极性也将大幅提升。

（3）重视宴席市场开发：17年公司推出宴会政策，目前成效较好，新红坛乡镇收入中宴席占比60%。目前宴席市场上的竞争对手较少，以剑南春和湘窖为主，其中湘窖主要以中端产品开口笑（终端价100-300元/瓶）布局宴席市场，与新红坛存在差异化竞争，阻力较小，因此，宴席市场开拓阻力主要来自剑南春（宴席市场收入占比70%）。剑南春针对宴席市场推出一系列宴席推广策略，如扫描领红包等，

这些推广措施帮助剑南春在宴席市场快速抢占份额，对于新红坛的推广也具有很大的借鉴意义。由于剑南春渠道利润低于新红坛，且近期无明显渠道开拓举措，我们认为新红坛有机会通过渠道深挖和湖南消费者的湘酒情结实现宴席市场的突围。

表12: 酒鬼酒借鉴剑南春宴席推广策略

产品	宴席推广策略
剑南春	(1) 扫描领红包。购买主推产品金剑南 K6 的消费者，可以参与扫码识别真伪以及领红包的活动。 (2) 买酒折现抵扣。针对湖北宴席市场推出活动，宴席用酒 2 件以上每瓶直接抵扣 40 元现金。 (3) 买酒送度假游。结婚新人订购十箱以上金剑南、剑南醇，可获得度假游，并赠特制酒。
酒鬼酒	(1) 扫描领奖品。针对高度柔和红坛的上市开展扫码活动，扫二维码有机会获得手机、红包等。 (2) 买酒送酒。消费者宴席数量与购买瓶数达到一定规模，可获赠限量装酒鬼酒等。

资料来源：糖酒快讯，广发证券发展研究中心

表13: 湖南省次高端品牌渠道对比

公司(品牌)	渠道模式	渠道情况(促销)	渠道利润	渠道下沉程度	渠道开拓情况	终端覆盖类型
酒鬼酒(新红坛)	地级市代理制，扶持大经销商	赠酒活动	新红坛一批价 260-280, 终端价 380。经销商利润较高，积极性明显提升。	以市县市场为平台，渗透乡镇市场。	17 年市场开拓费用投入增长 20%	目前以市场流通为主，17 年开始重视宴席场景的开发
剑南春(水晶剑)	总代直供，长沙总代	2008 年开始打造地方办事处，渠道扁平化。	渠道利润 30 块/瓶左右	-	近期无明显开拓举措	主要做宴席(占比 70%)，市场流通较少
洋河股份(M3)	扁平化	强攻消费者战略(品鉴、赠送)。	-	2000 个县，333 个地级市，基本全覆盖。	近期无明显开拓举措	市场流通渠道
水井坊(臻酿八号, 井台)	省代模式	品鉴会建设品牌	臻酿八号 21% 左右	县级市均已覆盖，34% 县已覆盖	16 年开始开拓空白市场	宴席+市场流通，以门店为主，16 年在湖南核心门店有 1000 家。预计 17 年会增加 20%-30%
沱牌舍得(品味舍得)	扁平化	16 年开始进行促销活动以及网络建设，比如品鉴会、赠饮、年夜饭之类。	利润较低，不到 10%	-	不断招商：招聘新的人员要带 2 个客户。	市场流通渠道
湘窖(湘窖)		品鉴、赠饮、邀请村主任、村支书等核心人物参观酒厂等活动	一批价 350，终端价 380-390	乡镇	近期无明显开拓举措	市场流通渠道+宴席渠道，中端产品开口笑 15 年重心转向宴席市场。湘窖进商超。

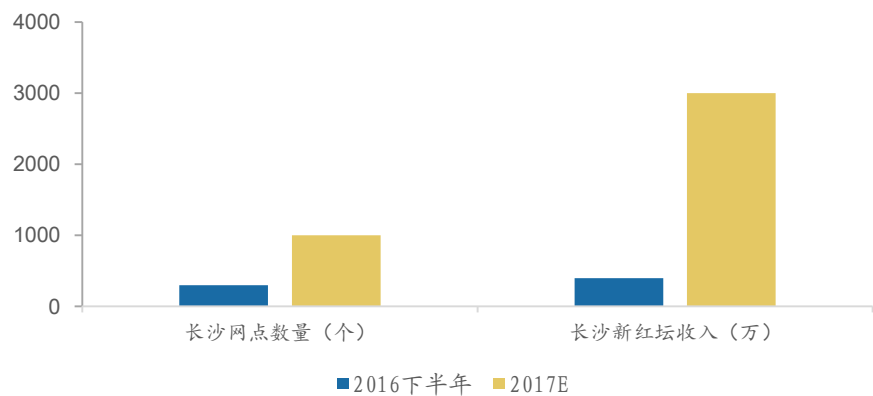
资料来源：经销商调研，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

开拓空白市场和深耕渠道推动水井坊60%以上增速，新红坛改革渠道模式、加大市场投入，有望复制水井坊核心单品实现高速增长。16年水井坊湖南市场收入增幅达60%以上，是增幅最快的次高端品牌，分析水井坊高增速的来源，我们认为主要是因为新市场的开拓和老市场的渠道深耕：16年水井坊实施新省代制并增加30%以上销售人员开拓市场，实现空白市场的填充和老市场的渠道下沉，并采取核心门店制度和品鉴会来实现消费者培育，推动次高端大单品臻酿八号和井台实现放量增长。对照水井坊的快速增长推动因素，酒鬼酒17年也开始实施次高端大单品战略（聚焦新红坛），改扁平化为地级市总代渠道模式，并投入大量市场费用开拓市场，目前县级经销商覆盖率不足50%，仍有较大的空白市场拓展空间，且17年公司专注渠道下沉，如16年长沙网点为300家，预计17年增至1000家，且增加乡镇市场布局，预计17年新红坛湖南省内收入有望突破1亿，新老红坛合计销售接近2亿。

图14：17年渠道开拓有望拉动新红坛业绩高速增长



数据来源：经销商调研，广发证券发展研究中心

表14：湖南省次高端品牌渠道对比

高增速推动因素	水井坊	酒鬼酒（新红坛）
树立品牌形象	树立臻酿八号、井台次高端大单品	树立新红坛次高端大单品
渠道模式	改扁平化为省代模式	改扁平化为地级市总代模式
渠道利润	臻酿八号渠道利润 21%左右	17 年渠道利润大幅提升
渠道开拓	增加 30%以上销售人员	17 年将大量增加经销商和市场人员，市场费用投入增长 20%
消费者培育	品鉴会，核心门店 1000 家，有销售指标	—

资料来源：经销商调研，广发证券发展研究中心

省外借助中粮渠道布局空白市场。在省外市场，借助酒鬼酒全国性品牌的影响力，公司在全国各省设立了 30 多个直属的办事处，负责区域销售、招商、市场管理及服务等，实现省外布局，在山东、河北、河南、广东、广西等重点市场进行重点投放，以地市为平台，建立核心客户群。而在空白或薄弱省外市场，借助中粮集团现有渠道进行布局叠加委托中国食品销售 3 亿高端酒未来逐渐落地，省外业绩也将逐步增长。

我们认为，公司业绩拐点将在2017年下半年出现：（1）2016年初中粮系新管理层到任，改革已初见成效，2017年业绩有望加速增长，类似于2011年；（2）战略单品新红坛推出后目前销量受到老红坛库存影响，随着17年上半年老红坛库存逐步消化，新红坛的销售增长将带动公司收入与毛利率的提升；（3）公司聚焦湖南大本营市场，17年公司增加销售团队与经销商，提升激励机制，并增加20%的费用投放，一系列措施未来将逐步显现成效。

我们预计2017年收入同比增速有望达到36%，上半年较低，下半年核心单品将加速增长：预计全年新红坛销售额相对2016年的新老红坛之和增长50%达到约1.8亿，内参同比增长15%达到约1.15亿，50度与52度酒鬼同比增长25%达到约2.5亿，湘泉系列聚焦单品瓦罐后将实现接近翻倍的增长，达到近2亿。

投资建议

随着高端白酒价格上移，次高端将打开增长空间，酒鬼酒是最为受益的标的之一。我们认为2016H2-2017H1是酒鬼酒管理层和渠道调整整合时期，预计17H2开始业绩将加速增长。我们预计公司16-18年收入6.11/8.32/13.34亿元，增速2%/36%/60%，净利润0.95/1.71/3.32亿元，对应EPS 0.29/0.53/1.02元，目前股价对应PE76/42/22倍，看好公司拐点时期业绩快速增长，给予买入评级。

风险提示

新产品推广低于预期，新市场开拓低于预期，市场开拓费用增长超预期，食品安全问题。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016	2017	2018
流动资产	1,267	1,444	1,628	1,994	2,689
货币资金	242	386	771	843	896
应收及预付	135	125	161	221	340
存货	781	767	696	931	1,453
其他流动资产	109	166	0	0	0
非流动资产	840	837	672	642	608
长期股权投资	40	44	44	44	44
固定资产	436	531	542	553	565
在建工程	89	5	6	7	7
无形资产	117	112	108	101	95
其他长期资产	158	145	0	0	0
资产总计	2,107	2,281	2,300	2,637	3,297
流动负债	413	509	446	610	934
短期借款	30	30	0	0	0
应付及预收	383	479	446	610	934
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	11	14	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	14	0	0	0
负债合计	423	523	446	610	934
股本	325	325	325	325	325
资本公积	1,161	1,161	1,161	1,161	1,161
留存收益	182	271	365	537	869
归属母公司股东权	1,668	1,757	1,852	2,023	2,356
少数股东权益	15	1	2	4	7
负债和股东权益	2,107	2,281	2,300	2,637	3,297

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-66	231	321	82	63
净利润	-104	74	96	174	335
折旧摊销	40	40	46	50	54
营运资金变动	4	87	161	-143	-341
其它	-6	29	18	2	15
投资活动现金流	-96	-102	111	-8	-7
资本支出	-90	-51	100	-19	-18
投资变动	-6	-52	11	11	11
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-21	1	-47	-3	-3
银行借款	50	30	-30	0	0
债券融资	-70	-30	-14	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1	1	-3	-3	-3
现金净增加额	-183	129	385	72	53
期初现金余额	424	242	386	771	843
期末现金余额	242	370	771	843	896

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	-43.3%	54.8%	1.7%	36.3%	60.3%
营业利润增长	-2059.9	165.2%	28.7%	82.2%	94.9%
归属母公司净利润增长	-165.7	190.9%	7.1%	81.0%	93.4%
获利能力(%)					
毛利率	59.9%	70.5%	73.9%	59.9%	70.5%
净利率	-26.7%	12.3%	15.7%	20.8%	25.1%
ROE	-5.8%	5.0%	5.1%	8.5%	14.1%
ROIC	-7.3%	5.9%	8.8%	15.1%	24.2%
偿债能力					
资产负债率(%)	20.1%	22.9%	19.4%	23.1%	28.3%
净负债比率	-12.6%	-20.2%	-41.6%	-41.6%	-37.9%
流动比率	3.07	2.84	3.65	3.27	2.88
速动比率	1.15	1.27	2.04	1.70	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.27	0.27	0.34	0.45
应收账款周转率	157.12	386.17	234.22	246.38	257.46
存货周转率	0.21	0.23	0.23	0.22	0.23
每股指标(元)					
每股收益	-0.30	0.27	0.29	0.53	1.02
每股经营现金流	-0.20	0.71	0.99	0.25	0.20
每股净资产	5.13	5.41	5.70	6.23	7.25
估值比率					
P/E	-48.9	65.7	76.54	42.28	21.86
P/B	2.9	3.3	3.9	3.6	3.1
EV/EBITDA	-50.6	37.0	39.1	23.2	12.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	388	601	611	833	1335
营业成本	156	178	159	209	329
营业税金及附加	59	91	87	117	187
销售费用	190	124	163	187	254
管理费用	113	101	83	93	111
财务费用	-2	1	0	0	0
资产减值损失	21	22	7	12	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	11	11	11	11
营业利润	-148	96	124	226	441
营业外收入	22	5	3	3	3
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	-129	100	126	228	443
所得税	-25	26	30	54	107
净利润	-104	74	96	174	335
少数股东损益	-6	-14	1	2	3
归属母公司净利润	-97	89	95	172	332
EBITDA	-90	148	166	277	509
EPS(元)	-0.30	0.27	0.29	0.53	1.02

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 8年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 4年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 管理学硕士, 2年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 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、刊登、转载和引用者承担。