

精品酒水营销服务商，品牌渠道优势突出



核心观点

- **酒水营销行业领先，品牌渠道优势突出。**公司成立于 2005 年，主要经营优质白酒、葡萄酒、黄酒等产品，目前已成为国内领先的精品酒水营销和服务提供商。公司一直践行“精品、保真、服务、创新”的核心理念，强品牌力铸就上下游高粘性。**从收入看**，18 年白酒收入占比高达 93.8%，茅台和五粮液为主销品牌，占白酒收入比重近 9 成；**从渠道看**，公司多渠道发力构筑增长极。截至 18 年 6 月，销售网络已覆盖 151 家连锁酒行、595 家华致酒库、3584 家零售网点、20 多家 KA 商超、100 多家终端供应商，此外还有不少团购电商客户，近年公司还加大线上渠道开发和 O2O 模式布局；**从区域看**，华东、华北、华中、西南为公司主要收入来源，全国化布局基本形成。
- **白酒供给稳定结构升级，渠道渐趋扁平，集中度有望提升。**从供给端看，白酒产量增长斜率逐渐平缓，预计产量微增趋势仍将延续；**从需求端看**，随着经济发展及居民收入增加，白酒的商务及个人消费崛起，消费升级趋势下对白酒品质、营销服务要求更高；**从渠道模式上看**，近年酒类零售直供终端、降低流通成本的诉求逐渐增强，行业扁平化、终端多元化趋势愈发突显。我国酒类零售商数量众多，市场高度分散。美国 14 年酒类流通 CR8 已高达 69.8%，我们认为行业有望向规模化经营转变，集中度仍有较大提升空间。
- **收入保持较快增长，利润表现持续优化。**受益于白酒需求回暖、公司加速产品开发和渠道扩张进程，过去五年间公司收入均保持了双位数以上增长。我们认为公司未来收入增长点主要来自新品放量、结构升级及渠道扩张，而加强高附加值产品开发、规模效应发挥、高毛利渠道销售占比提升等有望推动毛利率上行。此外，公司对于期间费用的管控较为严格，盈利能力领跑行业。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 19-21 年 EPS 分别为 0.75、0.98、1.24 元，我们选取零售类可比公司，结合可比公司估值，给予公司 19 年 42 倍 PE，对应目标价 31.50 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 白酒需求波动、供应商合作关系不稳定、下游渠道管理不当风险。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,407	2,721	3,583	4,487	5,461
同比增长(%)	10.2%	13.1%	31.7%	25.2%	21.7%
营业利润(百万元)	259	288	395	522	661
同比增长(%)	110.2%	11.3%	37.1%	32.2%	26.5%
归属母公司净利润(百万元)	203	225	310	409	516
同比增长(%)	79.4%	10.9%	37.9%	31.9%	26.3%
每股收益(元)	0.49	0.54	0.75	0.98	1.24
毛利率(%)	20.3%	21.4%	21.7%	22.2%	22.4%
净利率(%)	8.4%	8.3%	8.7%	9.1%	9.5%
净资产收益率(%)	19.8%	18.2%	20.2%	21.4%	22.3%
市盈率	52.7	47.5	34.4	26.1	20.7
市净率	9.5	7.9	6.2	5.1	4.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2019年11月06日)	25.67元
目标价格	31.50元
52周最高价/最低价	51.3/23.57元
总股本/流通A股(万股)	41,680/10,394
A股市值(百万元)	10,699
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2019年11月06日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.09	-46.55	-26.57	0
相对表现	-0.68	51.02	36.16	22.87
沪深300	2.41	4.47	9.59	22.87



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀
021-63325888-3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪
021-63325888-6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、公司概况：国内领先的精品酒水营销和服务商	5
1.1 酒水营销行业领先，精品保真服务优质	5
1.2 公司股权结构集中，高管团队经验丰富	6
1.3 产品保真供应链完善，品牌力铸就上下游高粘性	7
1.4 全渠道网络体系覆盖面广，优势突出领跑行业	9
二、行业背景：白酒供给稳定结构升级，渠道渐趋扁平，集中度有望提升 ...	13
2.1 白酒供给量稳定，消费升级需求水平提高	13
2.2 扁平化多元化趋势突显，行业集中度有望提升	15
三、收入盈利分析：收入较快增长，利润持续优化	16
3.1 产品销量稳步提升，渠道扩张助力成长	16
3.2 核心产品毛利率有望提升，费用管控严格盈利持续改善	17
四、盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	21
五、风险提示	21

图表目录

图表 1: 华致酒行历史发展沿革.....	6
图表 2: 华致酒行股权结构（截至 2019 年中报）.....	6
图表 3: 公司高管团队履历丰富.....	7
图表 4: 公司产品保真举措.....	8
图表 5: 华致酒行主要合作品牌.....	8
图表 6: 14-18 年公司分业务收入占比.....	9
图表 7: 公司各白酒品牌收入占比.....	9
图表 8: 公司全渠道营销网络体系布局.....	10
图表 9: 华致酒行各渠道模式比较.....	10
图表 10: 公司 15-18H1 连锁门店数量.....	11
图表 11: 公司 15-18H1 华致酒库数量.....	11
图表 12: 公司 15-18H1 零售网点数量.....	12
图表 13: 18H1 零售网点家数区域占比.....	12
图表 14: 15 年-18H1 公司不同渠道收入占比.....	13
图表 15: 18H1 公司各销售渠道平均毛利率水平.....	13
图表 16: 14-18 年公司分区域收入（百万元）.....	13
图表 17: 14-18 年公司分区域收入占比.....	13
图表 18: 2000 年-2018 年我国白酒产量同比增速.....	14
图表 19: 白酒消费量于 16 年见顶.....	14
图表 20: 2000 年以来城镇居民可支配收入保持了较快增长.....	14
图表 21: 白酒消费场景逐步向商务及个人消费转移.....	15
图表 22: 15 年后茅台、五粮液终端价稳步提升.....	15
图表 23: 14 年美国酒类流通市场主要参与者市占率.....	15
图表 24: 14-18 年公司营业总收入（亿元）及同比增速.....	16
图表 25: 14-18 年公司归母净利润（亿元）及同比增速.....	16
图表 26: 公司终端网点扩张计划.....	17
图表 27: 近五年公司销售毛利率.....	17
图表 28: 15 年-18H1 公司各品类毛利率.....	17
图表 29: 15 年-18H1 茅台系列各产品毛利率.....	18
图表 30: 15 年-18H1 五粮液系列各产品毛利率.....	18
图表 31: 近五年公司销售费用率.....	19
图表 32: 15-18 年公司销售费用各科目占总营收比重.....	19
图表 33: 近五年公司管理费用率.....	19

图表 34：15-18 年公司管理费用各科目占总营收比重	19
图表 35：公司近五年销售净利率提升明显	20
图表 36：18 年公司净利率领先可比公司	20
图表 37：可比公司估值表	21

一、公司概况：国内领先的精品酒水营销和服务商

1.1 酒水营销行业领先，精品保真服务优质

公司于 2005 年成立于云南省，多年来持续为客户及消费者提供国内外优质白酒、葡萄酒、黄酒等产品。经过十余年的发展，公司已成为国内领先的精品酒水营销和服务提供商。华致酒行一直践行“精品、保真、服务、创新”的核心理念，构建了遍布全国的酒类流通全渠道营销网络体系。公司一方面与上游酒企建立了长期稳定的合作关系，另一方面凭借连锁酒行、华致酒库及众多终端供应商等下游资源，成为了连接酒类厂商和消费者的重要纽带。

回顾公司的发展历程，我们认为公司主要经历以下三个阶段：

- **初创期（2005 年-2011 年）：筚路蓝缕，初现雏形**

主要经营酒类产品，定位保真和高端，以团购渠道为主。2005 年华致酒业有限公司由云南香格里拉金六福酒业与王海峰共同出资成立，提出了“保真”的经营理念，同年 7 月公司成为五粮液五十年份酒的独家代理企业。2008 年 5 月，华致酒业更名为华致酒行连锁管理有限公司。2010 年 11 月，华致有限全体股东签署了《关于共同发起设立华致酒行连锁管理股份有限公司的发起人协议》，公司变更为股份有限公司，签约茅台，获得国酒茅台、茅台王子酒、茅台迎宾酒经销权。2011 年公司首次冲击 IPO 遭拒，同年 12 月成为五粮液年份酒的全国总经销商。

- **发展期（2012 年-2017 年）：行业调整，力求变革**

行业调整致公司发展受挫，创新产品渠道成效显著。随着国务院提出严控三公消费，白酒行业经历深度调整，公司原先主打高档白酒团购的经营战略受阻，急需变革。一方面，公司积极引入中高端、次高端产品，通过定制化产品改善利润率；另一方面，公司大力拓展非白酒业务条线，如与星座集团合作在华代理葡萄酒产品蒙大菲，携手国际知名葡萄酒专家阿伦·格里菲斯开发阿伦选葡萄酒品牌。此外，为解决过去过度依赖团购渠道的弊端，公司强化了与烟酒店、商超、KA 等渠道的合作，并试水电商带动销售。诸如开启直供终端模式、成立现代渠道部负责大型连锁商超的供货与服务、推出 O2O 零售平台等渠道变革举措，成功帮助公司渡过行业调整难关。

- **领军期（2018 年至今）：成功上市，领军流通**

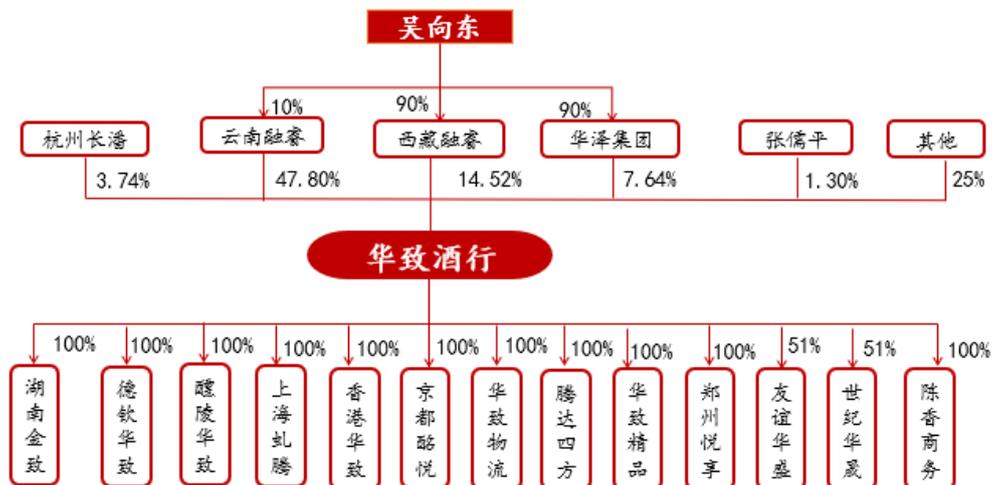
进一步完善渠道及供应链，精品酒类营销商成功上市。2018 年，公司进一步完善新零售渠道，与美团、饿了么、京东等第三方达成配送合作，基本完成 O2O 服务布局，同时第二次冲击 IPO 并成功过会。19 年公司于深交所成功挂牌上市，正式登陆创业板成为国内首家酒类流通 A 股上市公司。经过多年的发展，公司已搭建了完整的产品供应体系，采购、物流、仓储、销售均较为完善，成为首屈一指的酒类营销商，以高质精品酒水和优质服务赢得消费者和市场认可，备受赞誉。

图表 1：华致酒行历史发展沿革


资料来源：公司官网、招股说明书、百度文库、东方证券研究所

1.2 公司股权结构集中，高管团队经验丰富

公司股权结构集中，实控人吴向东先生持股比例近7成。截至2019年中报信息，公司前五大股东分别为云南融睿、西藏融睿、华泽集团、杭州长潘、太平洋人寿保险，持股比例分别为47.80%、14.52%、7.64%、3.74%、1.47%。公司董事长吴向东先生也为公司实际控制人，IPO后分别通过云南融睿、西藏融睿、华泽集团合计间接持有公司69.96%的股权。

图表 2：华致酒行股权结构（截至2019年中报）


资料来源：公司招股说明书、wind、东方证券研究所

高管团队从业经验丰富，深谙酒业及快消品运作。根据招股说明书披露，公司多名高管曾在金六福、酒鬼酒、湘山酒业等行业知名酒企任职多年，拥有较为丰富的行业资源，熟悉白酒及快消品运作模式。董事长吴向东先生亦为华致酒行创始人，履历丰富，曾担任金六福酒业董事长、总经理，总经理彭宇清先生曾担任金六福酒业总经理助理。

图表 3：公司高管团队履历丰富

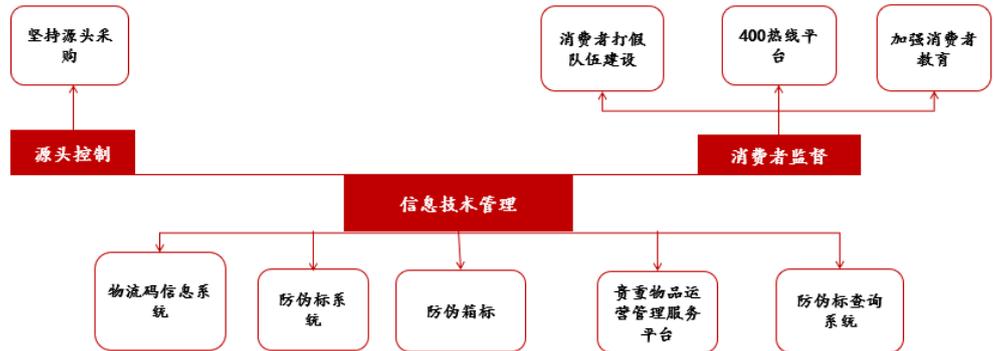
姓名	公司职务	历任/曾任职务
吴向东	董事长	新华联集团董事、董事局副主席；长沙海达酒类食品有限公司执行董事、董事长、总经理；湖南省金六福酒业有限公司董事长、总经理；第十二届全国人大代表
彭宇清	总经理	湖南省金六福酒业有限公司总经理助理、公司副总经理
杨强	副总经理	浙江麦当劳餐厅食品有限公司高级运营经理
黄飞	副总经理	华泽集团业务主管、区域经理、大区总监；新华联集团广州臧吉公司营销总监
梁芳斌	财务总监	桂林湘山酒业有限公司副总经理、董事会秘书；酒鬼酒股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书
张儒平	董事会秘副 总经理	张家界旅游开发股份有限公司副总经理、董事会秘书；酒鬼酒股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书
颜涛	董事	山东电气集团副总经理；湖南省金六福酒业有限公司副总经理；华泽集团副总经理；华致酒行监事
朱琳	董事	北京博威国际模拟器工程有限公司财务总监；华泽集团财务总监；华致酒行监事
罗永红	董事	湖南金六福酒业财务部经理；北京金六福酒财务部经理；华泽集团财务副总监；华泽集团行政总监

资料来源：招股说明书、wind、东方证券研究所

1.3 产品保真供应链完善，品牌力铸就上下游高粘性

产品保真认可度高，防伪溯源供应链强。公司出售产品主要为茅台、五粮液等高端及中高端白酒，消费者对于产品真实性和品质要求较高。公司自成立之初即以产品保真作为第一要义，上游直接从酒厂或知名度较高、信誉良好的一级经销商处采购酒品，下游对门店实施标准化经营，建立高效物流系统、独创标码追踪，以保证在新品开发、产品采购、仓储运输、门店运营、客户管理、消费者监督等各环节的无缝衔接。此外，公司通过进一步加强扁平化运作，降低渠道流通层级，杜绝了多层分销产生的制假售假可能。

图表 4：公司产品保真举措



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

公司品牌力强获酒企认可，源头采购力保货真价实。公司成为了众多国内外知名白酒（如茅台、五粮液、古井贡、洋河、汾酒、习酒、荷花、珍酒、湘窖等）、葡萄酒（如阿伦选、皮龙酒庄、奔富酒庄等）、黄酒（如古越龙山等）品牌的长期合作伙伴。公司获得的经销资格以总经销为主（根据招股说明书披露，公司获得的 19 个系列产品的经销资质之中，有 17 款为总经销资格。在酒类流通行业中，一般而言，总经销资质有排他性，即公司拥有总经销资质的产品，不存在其他经销商），在采购端坚持优先从酒厂拿货；对于部分无法完全实现源头采购的商品，公司为满足客户需求，将选择与实力雄厚、信誉良好的一批商合作。主要从源头采购保证了公司渠道内的酒品均为真品，此外公司独特的封箱标及条码追踪系统，可保证在运输及销售过程中真品不被替换。

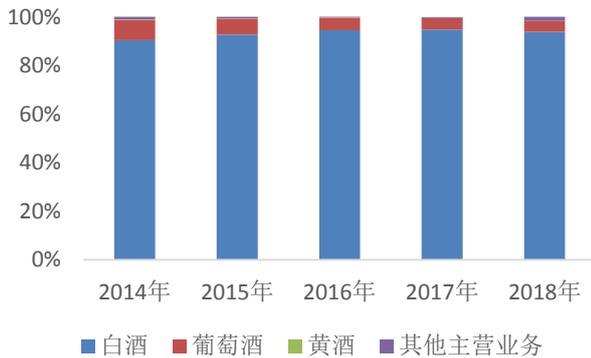
图表 5：华致酒行主要合作品牌



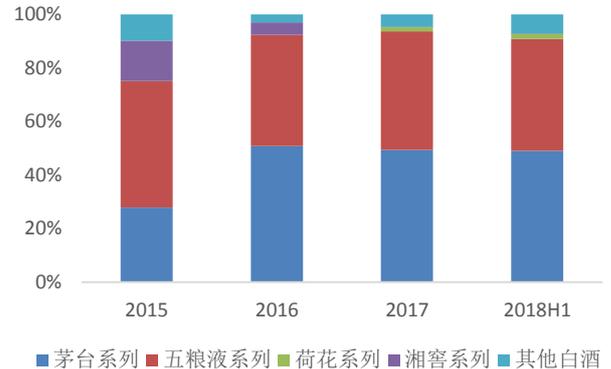
资料来源：招股说明书、东方证券研究所

整合运营优质酒企资源，开发新品填补空白。我们认为公司与上游知名酒企建立的长期稳定的合作关系至关重要：1) **增强对上游的议价能力，提高销售毛利率：**通过批量采购获得价格折扣，公司酒品采购价明显低于市场一批价，从而获得了更高的利润率；2) **甄选畅销产品，迎合市场需求：**公司通过数据分析、市场经验、行业判断等，筛选出满足市场需求、符合公司战略定位的产品进行销售，经营的自主权和选择权较大；3) **合作开发新品，共创新的增长点：**公司不仅是酒类流通平台，当现有产品无法完全满足市场需求时，公司可能与酒企合作，主动开发新品填补空白，与酒企互利共赢，获得超额利润。如公司开发的“五粮液年份酒”、“贵州茅台酒（金）”、“古井贡酒 1818”、“荷花酒”、“虎头汾酒”等畅销产品，已成为收入利润的重要增长点。

公司收入主要来自于白酒业务，茅台、五粮液贡献最大。公司为下游客户主要提供白酒、葡萄酒、黄酒等产品，18年三类产品销售收入分别为25.52亿元、1.27亿元、0.01亿元，其中白酒占公司收入的比例高达93.8%。近五年以来公司白酒收入占比一直保持在90%以上，贡献了绝大部分业绩。在白酒系列中，茅台和五粮液为公司主销品牌，18H1两者收入占比分别达到49.0%、41.8%，16年-18H1期间公司茅五品牌收入占白酒收入比重接近9成。

图表 6：14-18 年公司分业务收入占比


资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

图表 7：公司各白酒品牌收入占比


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

1.4 全渠道网络体系覆盖面广，优势突出领跑行业

网络渠道覆盖面广，优势明显行业领先。经过多年的发展完善，公司多渠道并行发力，构建了包括连锁酒行、华致酒库、零售网点、KA 卖场、团购、电商以及终端供应商在内的全渠道营销网络体系，逐渐摆脱了对于团购的过度依赖。截至 2018 年 6 月，公司的销售网络已覆盖了 151 家连锁酒行、595 家华致酒库、3584 家零售网点、20 多家 KA 商超、100 多家终端供应商，此外还有不少团购及电商客户。此外，公司 18 年新增 223 家华致酒库客户、556 家零售门店和 62 家终端供应商，进一步提升了业务覆盖的广度和深度。

图表 8：公司全渠道营销网络体系布局

类型		定义	是否为零售终端
华致品牌 门店	连锁酒行	统一使用“华致酒行”品牌与资源，装修风格一致，统一遵循公司管理规范 and 标准进行运营的酒类连锁销售终端	是
	华致酒库	统一使用“华致酒库”品牌与资源，装修风格一致，统一遵循公司管理规范 and 标准进行运营的酒类连锁销售终端	是
非自有品牌 直供终端	零售网点	专卖店、名烟名酒店、区域性商超、餐饮酒楼等向消费者销售产品的终端，零售网点为公司客户	是
	KA 卖场	在营业面积、客流量、地理分布等方面具有优势的连锁销售平台，直接销售商品给终端消费者，KA 卖场为本公司客户	是
	团购	企事业单位、社会团体以及个人集中采购	
	电商	通过互联网平台（如 PC 端、移动端等）将产品直接销售至终端消费者	是
终端供应商 (经销商)		从上游供应商采购产品后，主要分销给下一级或零售终端，并以获取差价为目标的销售商，终端供应商为本公司客户	否

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图表 9：华致酒行各渠道模式比较

	连锁酒行		华致 酒库	直供终端			终端供应商 (经销商)
	直营店	合作店		零售网点	KA 卖场	团购	
采购模式	由公司统一向酒厂等采购		由公司统一向酒厂等采购，再以统一价格向各合作店供货				
仓储模式	采购入库后，公司统一储存管理						
运输模式	公司负责内部调拨，由仓库发货至直营门店	一般由公司统一运输至合作店，并承担运费			公司负责内部调拨，由仓库发货至直营门店	一般由公司统一组织运输，将产品运输至终端供应商。并承担运费，少数客户自提	
结算模式	主要以 POS 机或银行转账进行结算	一般为先款后货，通过银行转账或支付银行承兑汇票进行结算		通常采用月结方式，双方根据合同约定的账期对账结算		一般为先款后货，通过银行转账或支付银行承兑汇票进行结算	

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

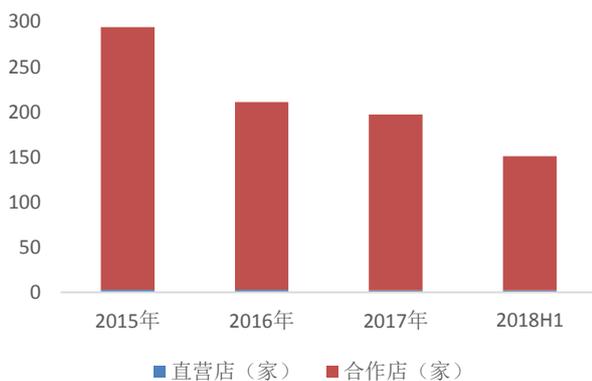
以下我们对各渠道的情况进一步拆解：

● **华致品牌门店包括连锁酒行和华致酒库。**

1) 连锁酒行是产生于公司成立初期的传统渠道，定位高端，主要分布在一二线城市和区域的经济中心。连锁酒行包括直营店与合作店，在直营店模式下，公司完全控制门店，承担费用、享受利润，自负盈亏；在合作店模式下，公司与合作方签订合作协议，授予其品牌经营权，合作方自行购买或租赁店铺，由公司统一装修后投入运营。由于政务消费需求下降，连锁酒行目前已不再是公司拓展的重点，门店数量和收入占比逐渐下降。截至 2018 年 6 月，公司拥有直营店 2 家（分别位于北京东城和湖南醴陵），合作店 149 家，收入占比为 7.44%。

2) 华致酒库是公司 17 年开始主要为个人消费者服务建设的新兴渠道，已成为公司近年来发展和布局的重点。公司甄选优质门店客户，以统一的品牌资源、装修风格、管理规范标准进行运作。在借鉴连锁酒行的管理经验基础上，华致酒库建立起新零售模式下的连锁销售体系，以 O2O 服务模式打通线上需求与线下门店，通过帮助线下门店导入流量大大提高合作门店的参与积极性。截至 2018 年 6 月，公司已发展华致酒库客户 595 家，收入占比为 11.88%。在公司多渠道发力扩展销售网络的诉求下，我们预计未来门店数量及收入占比仍将稳步提升。

图表 10：公司 15-18H1 连锁门店数量



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图表 11：公司 15-18H1 华致酒库数量

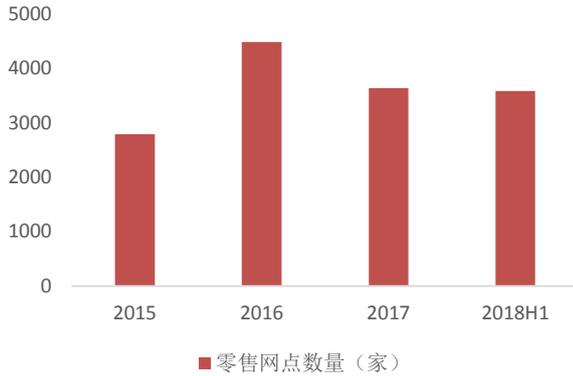


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

● **非自有品牌直供终端包括零售网点、KA 卖场、团购及电商渠道。在直供终端模式下，公司直接将酒类产品销售至终端消费者，通过缩减流通过程的中间环节降低成本，提高运营效率。**

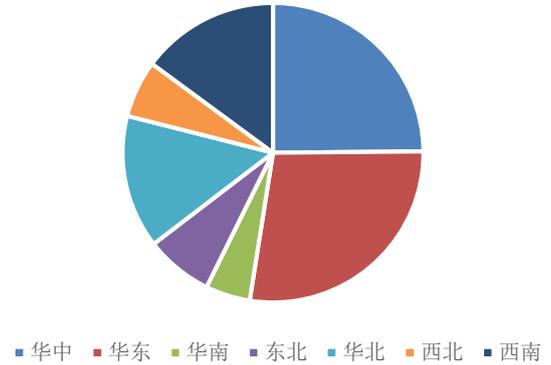
1) **零售网点：**公司重点布局华东、华中、西南、华北等核心消费市场，围绕北京、南京、成都、郑州等重点城市搭建营销网络，并逐渐推进渠道下沉。在传统的经销模式下，公司的产品经多级经（分）销商销售至终端零售网点，现在终端客户只需直接向公司提交订单，由公司就近安排发货，达到了节约成本和时间的效果。截至 2018 年 6 月，公司共拥有零售网点 3584 家，包括酒类专卖店、名烟名酒店、餐饮酒楼和区域性超市等，合计收入占比达 30.79%。

图表 12：公司 15-18H1 零售网点数量



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图表 13：18H1 零售网点家数区域占比



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

2) **KA 卖场**：在该模式下，公司选择信誉良好、辐射范围广的 KA 卖场并与其签订销售合同，按照订单安排物流配送。公司的现代零售部专门负责 KA 渠道的管理和开拓，已与华润万家、华联超市、苏果、麦德龙、卜蜂莲花等 20 多家大型商超建立了合作关系，其中锦江麦德龙为公司最大的 KA 客户，18H1 收入占比高达 66.36%。公司 KA 渠道的收入近年保持了较快增长，收入占比显著提升，18 年上半年收入占比已达到 28.21%。

3) **团购及电商**：公司重点客户部负责团购业务的运营和开拓，公司团购渠道的销售对象主要是企事业单位、行业协会、民间团体等采购量较大的重点客户；电商渠道的维护和开拓则主要依靠子公司陈香商务，公司通过天猫和京东旗舰店进行线上销售。截至 18 年 6 月，公司团购及电商渠道收入占比为 10.48%，趋势逐渐向好。

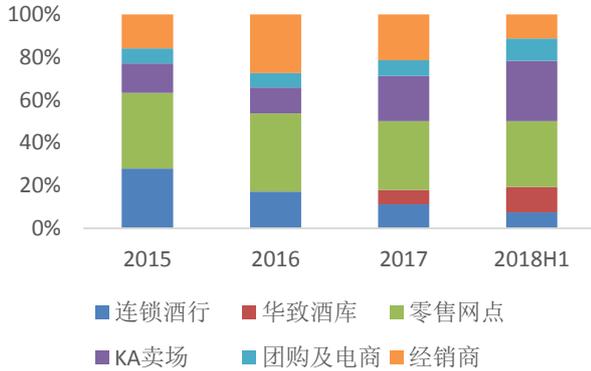
- **终端供应商（经销商）帮助公司提升市场覆盖率、拓展销售渠道**。优质的终端供应商往往拥有较强的零售、团购及终端资源优势，公司重视与其建立和维系良好的合作关系，以期拓宽市场覆盖。截至 2018 年 6 月，公司共合作终端供应商 174 家，收入占比为 11.2%。

以下我们从收入占比、毛利率、区域分布三方面进行分析：

- **收入占比方面**，15 年以来受连锁酒行数量减少影响，华致品牌门店收入占比略有下降，但华致酒库占比提升明显；零售网点收入占比持续超 30%，总体较为稳定；KA 卖场收入占比提升明显，表明公司有意借助其渠道资源，以求在特定区域市场延伸渠道覆盖面，提升品牌知名度；此外，团购及电商渠道占比小幅提升，经销商收入占比有所下降。我们认为公司未来可能重点发力华致酒库、零售网点、电商等渠道，进一步提升渠道和产品覆盖面。
- **毛利率水平方面**，18H1 不同渠道的盈利水平由高到低依次为：团购及电商（33.6%）>华致酒库（28.6%）>连锁酒行（27.0%）>零售网点（19.5%）>经销商（18.4%）>KA 卖场（16.3%），呈现出品牌门店>直供终端>经销商的规律。我们认为这主要与产品结构和下游议价能力有关：1) 由于茅台、五粮液的议价权较强，故经营其产品的毛利率较低，经销商和 KA 渠道中茅五的收入占比更高，拉低了渠道的整体盈利水平；而在团购、品牌门店和零售网点渠道中，一定比例的非茅五产品提高了毛利率均值；2) 团购、品牌门店和零售网点的议价能力偏弱，公司往往获得了更高的产品溢价，故利润率水平更高；而 KA 卖场客户主要为国内大型连锁商超，较大的采购量赋予客户更高的议价权，因此毛利率略逊一筹。展望未来，公司重点发力

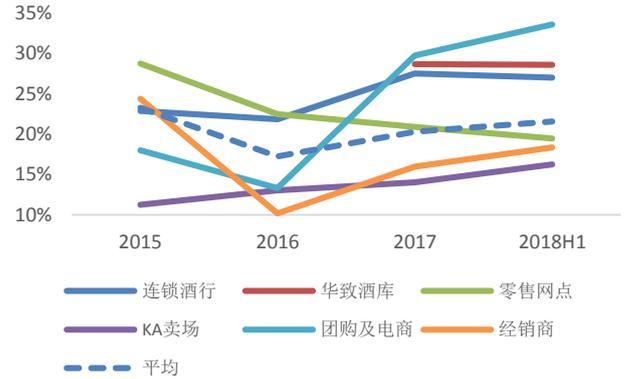
的渠道（华致酒库、零售网点、电商）毛利率水平更高，此类渠道收入占比的提升有望带动整体毛利率攀升。

图表 14：15 年-18H1 公司不同渠道收入占比



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

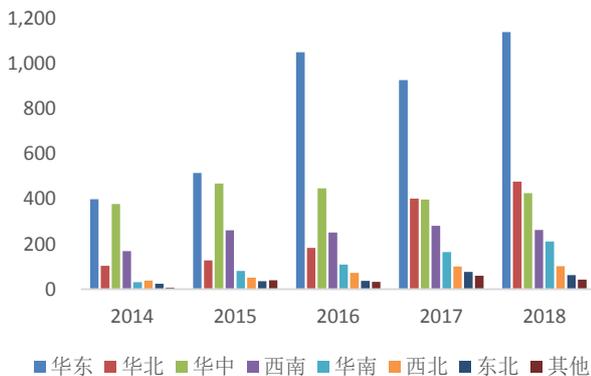
图表 15：18H1 公司各销售渠道平均毛利率水平



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

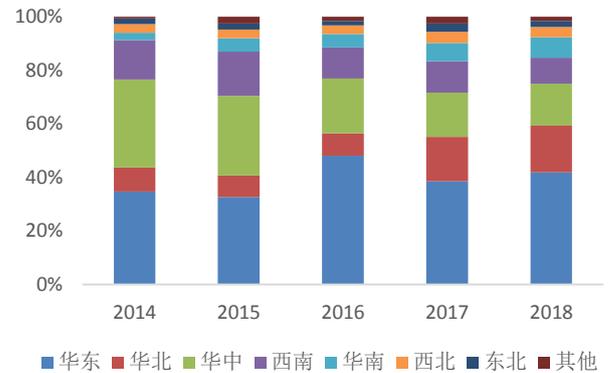
- 区域布局方面，公司的销售渠道分布总体较为均衡，基本遍布全国各地，其中华东、华北、华中、西南为主要收入来源。2018 年公司华东、华北、华中、西南的收入分别为 11.40 亿元、4.77 亿元、4.25 亿元、2.62 亿元，收入占比分别为 41.89%、17.51%、15.63%、9.63%，14-18 年间四地的合计收入贡献维持在 80%以上。我们认为公司的战略布局主要与白酒的消费传统和居民消费能力有关，华东、华北、华中经济基础好、人均收入水平高，白酒市场容量大；西南地区美酒集群，酒风浓厚。展望未来，公司有望继续深耕华东区域，进一步丰富产品品类、开发新客户、巩固市场优势，并加强对经济基础较好的华南及华北地区的布局。

图表 16：14-18 年公司分区域收入（百万元）



资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

图表 17：14-18 年公司分区域收入占比



资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

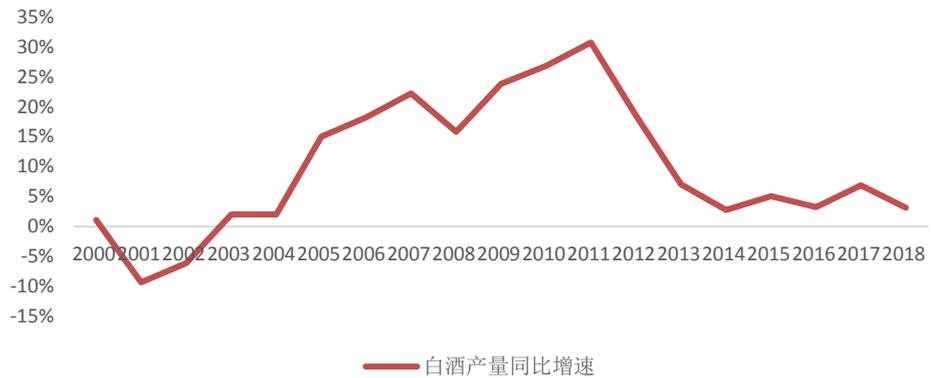
二、行业背景：白酒供给稳定结构升级，渠道渐趋扁平，集中度有望提升

2.1 白酒供给量稳定，消费升级需求水平提高

从供给端看，白酒产量增长斜率逐渐平缓，行业加速洗牌集中度提升。在白酒消费的黄金十年，行业呈现量价齐升态势，产量年均复合增速在双位数以上；12 年后受三公消费影响白酒产量增速有

所放缓，13 年开始行业增速回落至个位数，产量微增趋势一直延续至今。我们预计未来白酒的产量增长将保持低个位数，消费升级趋势下消费者更加青睐品牌力、产品力、渠道力强的龙头企业，行业将加速淘汰中小企业落后产能，龙头市占率有望稳步提高，带动行业集中度提升。

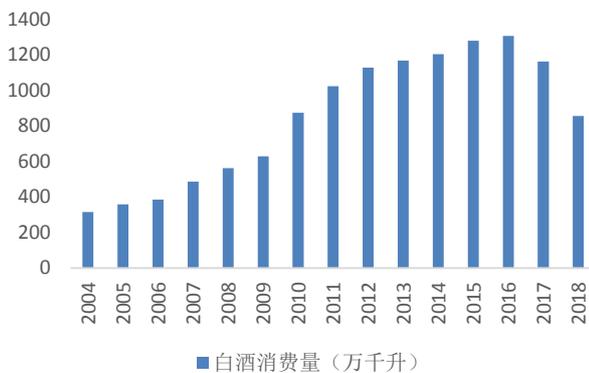
图表 18：2000 年-2018 年我国白酒产量同比增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

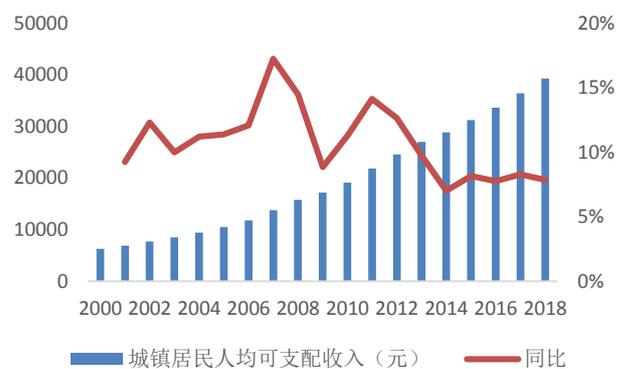
从需求端看，随着宏观经济发展及居民收入的增加，白酒的商务及个人消费崛起，消费升级趋势下对白酒品质、营销服务要求更高。随着国民经济持续增长及城镇化率提高，我国城镇居民人均可支配收入由 2000 年 6280 元增加至 2018 年 39251 元，CAGR 为 10.7%，且近五年均保持了 7%-8% 的较快增长。从行业趋势看，白酒消费整体呈现量减价升的态势，根据国家统计局数据，白酒的消费量于 16 年见顶后逐步回落。15 年后随着白酒行业需求回暖、消费复苏，白酒的需求逐渐由政务、商务消费向商务、个人消费转移，以茅台、五粮液等为代表的龙头企业产品售价稳步提升，体现了消费者更加注重白酒的品质与口感，对优质白酒的需求不断增加，同时对配套的营销和服务提出了更高的标准。

图表 19：白酒消费量于 16 年见顶

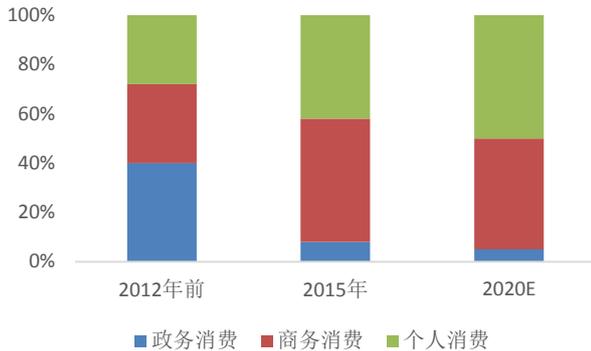


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

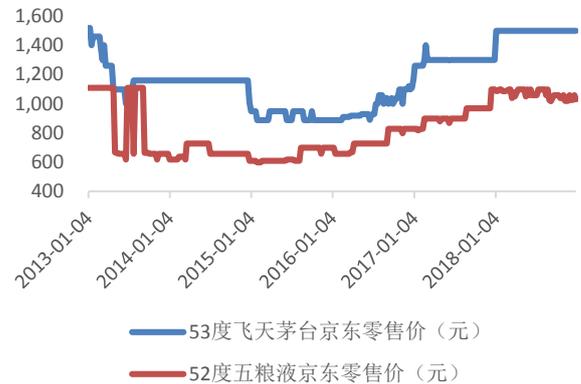
图表 20：2000 年以来城镇居民人均可支配收入保持了较快增长



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 21：白酒消费场景逐步向商务及个人消费转移


资料来源：Macquarie、China spirits sector、东方证券研究所

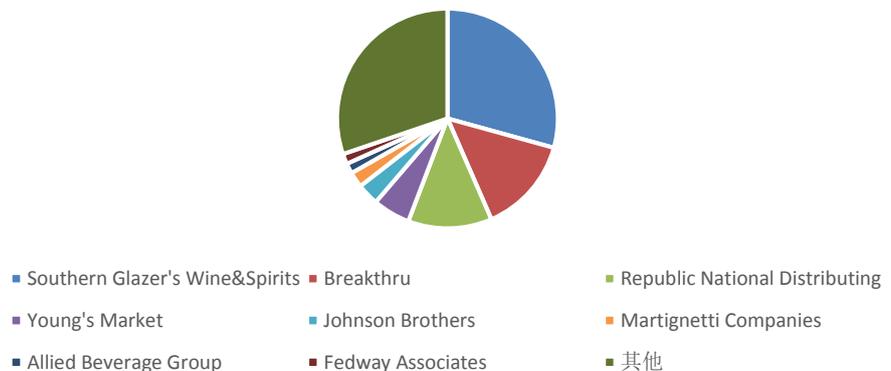
图表 22：15 年后茅台、五粮液终端价稳步提升


资料来源：京东、东方证券研究所

2.2 扁平化多元化趋势突显，行业集中度有望提升

直供终端、降低流通成本诉求增强，行业扁平化、终端多元化趋势突显。我们认为渠道扁平化意味着直接触达终端消费网点，截留渠道利润惠及终端，完善附加服务提高消费者忠诚度。在目前的酒类流通背景下，消费者更加重视产品的保真和品质，也催生了增值服务的需求。在削减渠道层级、降低流通成本的诉求下，我们预计行业主要玩家未来将减少流通过程中的冗余环节，加大直控终端力度，以期产品服务直达消费者，行业扁平化趋势愈加明显。此外，过去酒类流通过度依赖批发零售，随着销售渠道的拓宽，终端呈现多元化，新零售业态模式下线上线下载销售逐渐贯通，预计未来互联网销售将与传统渠道齐头并进，共同带动行业蓬勃发展。

酒类零售商数量众多，市场集中度有望提升。根据商务部统计，截至 16 年底我国酒类流通市场参与者数量为 82.42 万家，市场高度分散，龙头企业市占率偏低。对比之下，14 年美国南方酒业已占据 29.3% 的市场份额，同年美国酒类流通行业 CR8 高达 69.8%。我们认为龙头企业拥有良好的品牌形象，产品真实性和品质有所保障，随着门店的扩张和全渠道的网络布局，有望不断鲸吞传统零售业态下的非品牌门店，从而实现收入增长市占率提升，行业品牌化、规模化经营将成为趋势。

图表 23：14 年美国酒类流通市场主要参与者市占率


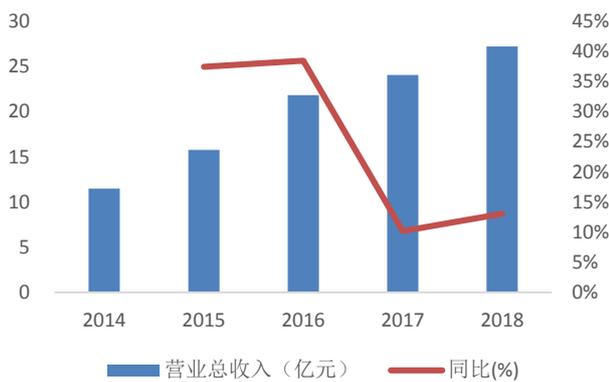
资料来源：MHW、招股说明书、东方证券研究所

三、收入盈利分析：收入较快增长，利润持续优化

3.1 产品销量稳步提升，渠道扩张助力成长

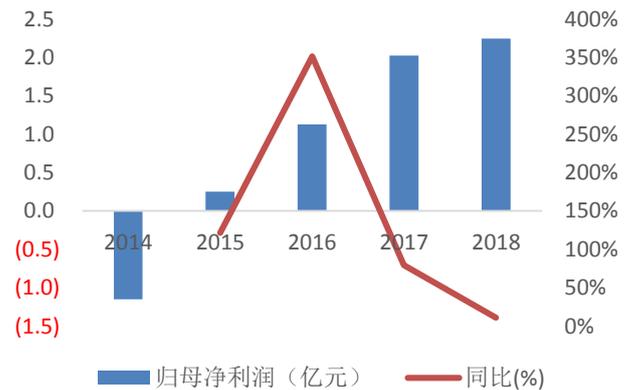
近五年公司收入保持较快增长，利润表现持续优化。从收入端看，14-18年间，公司营业总收入从11.48亿元逐年增长至27.21亿元，CAGR为24.08%。主要受益于白酒需求回暖、公司加速产品开发和渠道扩张进程，期间公司收入每年均保持了双位数以上增长，表明白酒行业景气度对公司收入影响较大。从利润端看，14年受三公消费禁令影响，行业深度调整，高端酒销售受阻，公司归母净利润亏损1.15亿元，随后逐年提升至2.26亿元，且基本保持了利润增速快于收入增速的趋势，表明公司近年费用管控能力有所增强，盈利能力逐渐提升。

图表 24：14-18 年公司营业总收入（亿元）及同比增速



资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

图表 25：14-18 年公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

我们认为公司未来收入增长的驱动力主要来自：1) 从销量端看，新品问世后逐渐进入放量期，如荷花、奔富等产品在低基数下实现了高增长；2) 从价格端看，未来公司有望依托普飞、普五等畅销单品引流，加大力度推广年份酒等价格更高的非标产品。此外，定制化高端产品表现亮眼，推动结构升级；3) 从渠道端看，华致酒库门店数量稳步提升，终端网点覆盖规划积极。一方面 2B 端，公司不断新增华致酒库门店，品牌门店覆盖率持续提升，动销有所加强；另一方面 2C 端，公司推出华致优选电商平台，带动线上销售。此外，根据公司招股说明书中的规划，在直供终端方面，公司计划至 2020 年终端网点增加至 30000 家以扩大销售范围、加速产品流通、优化营销体系布局，从而拉动收入增长。

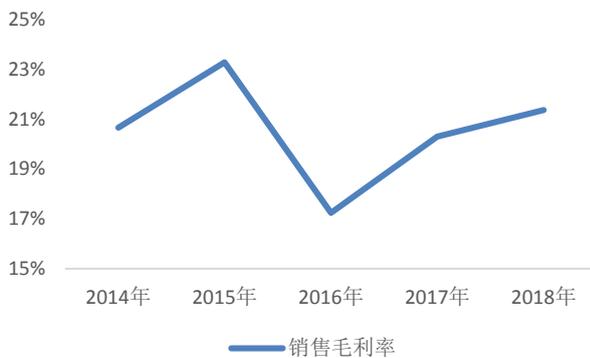
图表 26：公司终端网点扩张计划

分类标准	网点分布地区	网点计划	
		2019 年	2020 年
直辖市	北京、上海、天津、重庆	900	1500
GDP20 亿以上	江苏、浙江、广东、福建、安徽、山东、湖北、湖南、四川、河北、河南、辽宁	8110	20850
GDP10-20 亿	陕西、云南、江西、广西、陕西、吉林、黑龙江、内蒙古	1890	5700
GDP10 亿以下	海南、贵州、甘肃、宁夏、青海、新疆、西藏	805	1950
合计		11705	30000

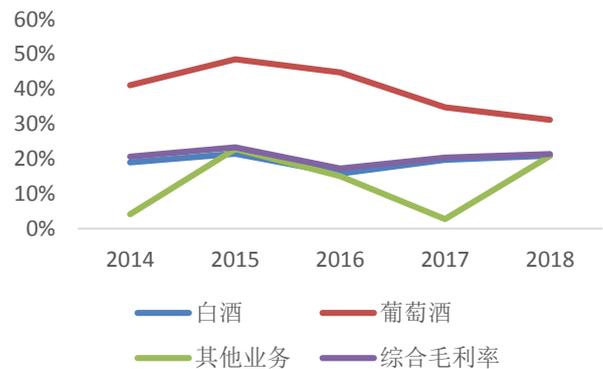
资料来源：招股说明书、东方证券研究所

3.2 核心产品毛利率有望提升，费用管控严格盈利持续改善

受产品批价和结构影响，公司历史毛利率存在一定波动。14-18 年间公司销售毛利率分别为 20.66%、23.27%、17.24%、20.3%、21.36%，年度间波动较大，整体呈现小幅提升趋势。分品类看，葡萄酒毛利率呈现小幅下降趋势，14-18 年间毛利率从 41.10%回落至 31.18%，我们认为主要系进口葡萄酒消费趋于理性、消费者更加追求性价比、低价产品冲击下行业竞争加剧所致；由于白酒是公司收入和利润的主要来源，故而综合毛利率的变动趋势与白酒高度相关。

图表 27：近五年公司销售毛利率


资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

图表 28：15 年-18H1 公司各品类毛利率


资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

，考虑到茅台、五粮液系列占比较高，下面我们分品牌对白酒毛利率构成及变动进行详细拆分。

- **茅台：核心单品盈利改善，毛利率持续提升。**随着白酒需求复苏、销售回暖，近年来普飞批价明显上涨，渠道利润率不断改善。16 年飞天茅台毛利率提升、贵州茅台（金）快速放量带动产品结构升级两大因素驱动了整体盈利能力增强，17 年和 18H1 飞天茅台酒、其他茅台酒

毛利率提升拉高了整体毛利率。展望未来，我们判断受益于下游旺盛的需求，茅台系列产品毛利率仍将维持高位，但考虑到上游酒企的强定价权和较为严格的价格管控，未来毛利率提升幅度可能缩窄。

- **五粮液：毛利率有所波动，期待渠道利润改善。**五粮液系列产品毛利率在 15-17 年间小幅提升，其中 16 年由于销售回暖，五粮液十年水晶消费装零售价大幅提升，带动毛利率提升，17 年普五毛利率提升带动整体盈利改善，18H1 由于十年水晶消费装采购成本上涨，整体毛利率出现下滑。展望未来，第八代五粮液的推出可能导致公司采购成本和售价均出现上移，预计需求较强、批价上挺背景下渠道利润率将进一步扩大，毛利率有望保持稳中有升趋势。

图表 29：15 年-18H1 茅台系列各产品毛利率

	2015	2016	2017	2018H1
53 度新飞天茅台酒 500ml	2.33%	6.09%	18.44%	33.67%
贵州茅台酒（金）	14.75%	16.60%	48.21%	56.84%
茅台年份酒	6.92%	5.10%	5.88%	8.99%
53 度 1680ml 茅台酒	18.81%	8.05%	28.66%	52.53%
其他茅台酒	-0.16%	-1.63%	10.72%	12.86%
合计	3.70%	7.21%	16.83%	22.76%

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

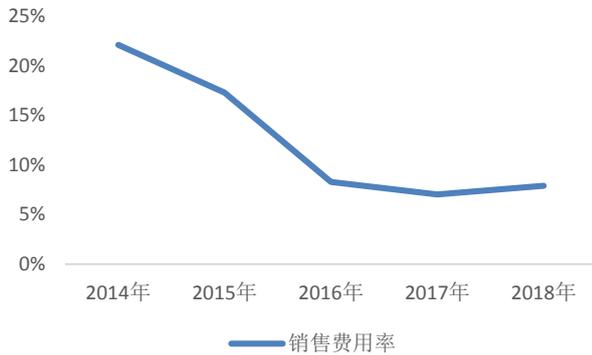
图表 30：15 年-18H1 五粮液系列各产品毛利率

	2015	2016	2017	2018H1
五粮液十年水晶消费装	16.13%	31.67%	28.92%	18.56%
五粮液十年陶瓶	26.56%	24.57%	40.24%	46.68%
五粮液其他年份酒	55.03%	54.83%	60.39%	63.72%
52 度普通五粮液	10.47%	2.45%	6.29%	10.05%
五粮液华致会员酒	65.20%	50.62%	52.94%	50.32%
五粮陈	-3.17%	3.46%	26.91%	32.45%
其他五粮液	15.79%	53.90%	24.68%	14.10%
合计	18.87%	21.06%	21.22%	17.81%

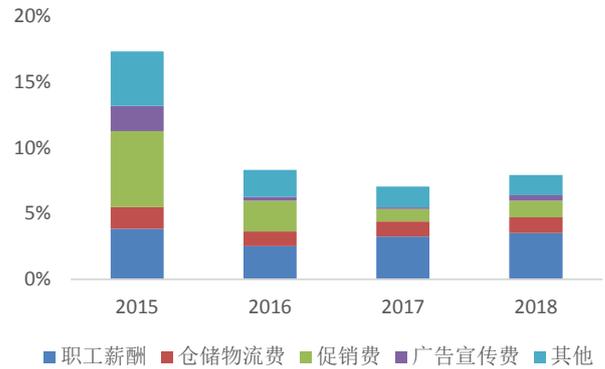
资料来源：招股说明书、东方证券研究所

我们认为公司未来毛利率提升的驱动力主要来自：1) 茅五产品引流后，公司加大力度推广定制及自主开发产品等高毛利品类，带动整体利润水平提升；2) 受益于品牌效应和规模效应的进一步发挥，公司加强对厂商的议价能力，以更低的成本采购产品；3) 华致酒库门店数量增加，加强团购、电商等渠道建设，高毛利渠道销售占比提升。

广告促销及运费下降，带动销售费用率逐渐回落。14-17 年间，公司销售费用率从 22.14% 显著下降至 7.06%，我们认为主要原因包括：1) 产品调整后，减少了对湘窖、珍酒等产品的促销费投放；2) 公司减少了在五粮液年份酒、珍酒、湘窖等产品投入的广告费用；3) 供应链管理优化，仓储物流效率提升。18 年受职工薪酬、仓储物流、促销和广告费增加影响，公司销售费用率小幅提升至 7.93%。考虑到酒水消费的复苏，公司目前仍处于扩张期，品牌宣传和产品促销必不可少，门店数量增加可能带动运费增加，而收入较快的增长对于费用有一定摊薄效应，预计短期内销售费用率将保持平稳或略有下降。

图表 31：近五年公司销售费用率


资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

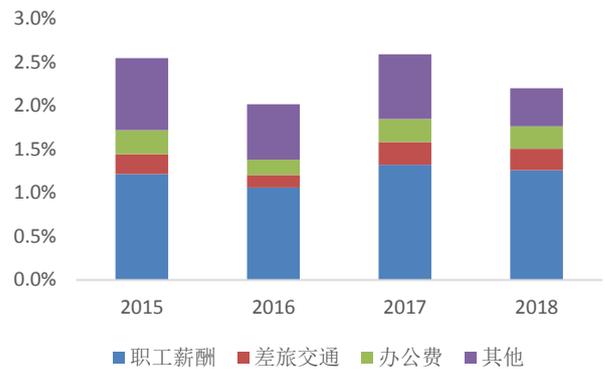
图表 32：15-18 年公司销售费用各科目占总营收比重


资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

管理费用率管控严格，近三年维持低位。受益于收入的快速增长，随着规模效应的发挥，公司 14-16 年间管理费用率从 4.38% 持续下降至 2.02%。17 年由于子公司成立，职工薪酬、办公费、差旅交通费支出增加，导致管理费用率小幅上升；18 年咨询服务费、职工薪酬占比下降带动管理费用率降至 2.20%。我们判断随着公司规模的增长，职工薪酬、办公费、差旅费开支等可能同步增加，但收入增长、规模效应的发挥有望带动管理费用率维持在较低水平。

图表 33：近五年公司管理费用率


资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

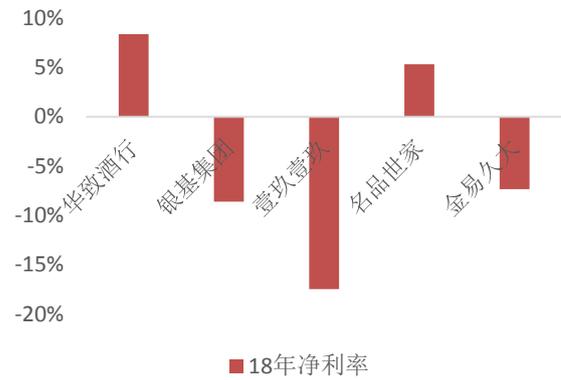
图表 34：15-18 年公司管理费用各科目占总营收比重


资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

销售净利率逐步提升，盈利能力领跑行业。受益于较高的产品毛利率和严格的费用管控，公司 18 年净利率达到 8.36%，远超行业内其他零售公司，且 14-17 年间公司净利率由 -10.01% 逐年提升至 8.62%，盈利能力稳步增强，达到业内领先水平。未来随着毛利率提升、收入增长摊薄下期间费用率下降，预计公司净利率仍有提升空间。

图表 35：公司近五年销售净利率提升明显


资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

图表 36：18 年公司净利率领先可比公司


资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司增长主要来自于茅台和五粮液系列产品，渠道扩张带动的销量增长、结构升级带动的吨价提升等因素驱动公司收入增长。我们预测茅台系列 19-21 年收入增速分别为 29.8%、23.6%和 22.0%，五粮液系列 19-21 年收入增速分别为 32.0%、23.9%和 21.3%。
- 2) 考虑到公司经营的进口葡萄酒快速增长，我们预测 19-21 年葡萄酒收入增速分别为 79.7%、59.9%、30.0%。
- 3) 考虑到茅台、五粮液批价的提升及公司规模扩张后拿货成本的优惠，预计未来毛利率将小幅上升。预测 19-21 年公司茅台系列毛利率分别为 18.1%、18.3%、18.5%，五粮液系列毛利率分别为 22.6%、23.5%、23.5%，综合毛利率分别为 21.7%、22.2%、22.4%。
- 4) 由于销售收入的增长对销售费用率有一定的摊薄影响，预计公司 19-21 年销售费用率分别为 7.49%、7.22%和 6.86%，管理费用率分别为 2.27%、2.25%和 2.20%，管理费用率的提升与公司规模扩张后管理人员薪酬支出上涨有关。
- 5) 预测公司 19-21 年的所得税率均维持 21.5%。

收入分类预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
茅台系列					
销售收入 (百万元)	1,125.5	1,215.5	1,578.2	1,950.3	2,379.8
增长率	7.3%	8.0%	29.8%	23.6%	22.0%
毛利率	16.8%	17.3%	18.1%	18.3%	18.5%
五粮液系列					
销售收入 (百万元)	1,008.6	1,200.2	1,584.8	1,963.3	2,382.1
增长率	18.0%	19.0%	32.0%	23.9%	21.3%
毛利率	21.2%	22.4%	22.6%	23.5%	23.5%

其他白酒

销售收入（百万元）	145.6	136.3	129.5	126.9	126.9
增长率	-8.9%	-6.4%	-5.0%	-2.0%	0.0%
毛利率	30.7%	38.9%	38.9%	38.9%	38.9%
葡萄酒					
销售收入（百万元）	115.3	127.2	228.6	365.5	475.0
增长率	1.0%	10.3%	79.7%	59.9%	30.0%
毛利率	34.8%	31.2%	31.1%	31.0%	32.1%
其他业务					
销售收入（百万元）	11.6	41.6	62.4	81.1	97.3
增长率	74.4%	257.6%	50.0%	30.0%	20.0%
毛利率	2.7%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
合计	2,406.5	2,720.8	3,583.4	4,487.1	5,461.0
增长率	10.2%	13.1%	31.7%	25.2%	21.7%
综合毛利率	20.3%	21.4%	21.7%	22.2%	22.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

4.2 投资建议

我们预测公司 19-21 年 EPS 分别为 0.75、0.98、1.24 元，我们选取零售类可比公司，结合可比公司估值，给予公司 19 年 42 倍 PE，对应目标价 31.50 元，首次覆盖给予买入评级。

图表 37：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）			市盈率		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
银座股份	600858	4.75	0.10	0.11	0.12	47.50	43.18	41.16
家家悦	603708	25.21	0.81	0.96	1.14	30.95	26.17	22.17
步步高	002251	9.28	0.21	0.24	0.28	44.34	39.16	33.50
三江购物	601116	14.22	0.29	0.28	0.31	49.03	50.79	45.87
永辉超市	601933	8.19	0.23	0.30	0.39	34.91	26.99	21.04
调整后平均						42	36	32

资料来源：wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2019 年 11 月 6 日收盘价）

五、风险提示

- **白酒需求波动风险。**目前宏观经济增速可能放缓，白酒属于可选消费品，若受国民经济景气程度和居民收入变化的影响出现降速，将对公司业绩造成负面影响。此外，公司有较大数量的白酒存货，若需求恶化、价格下跌，可能会影响公司的盈利表现。
- **供应商合作关系不稳定风险。**公司主要销售名优酒品，上游供应商较为集中。若供应商与公司的合作关系出现重大变动，将对公司经营产生不利影响。

- **下游渠道管理不当风险。**公司下游基本实现了酒类全渠道覆盖，门店与客户数量众多。若未来出现管理不当、窜货乱价、假冒伪劣等现象，将损伤公司的品牌、声誉和销售。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	435	493	645	808	983	营业收入	2,407	2,721	3,583	4,487	5,461
应收账款	76	133	175	219	266	营业成本	1,918	2,140	2,805	3,490	4,238
预付账款	326	342	451	564	687	营业税金及附加	12	9	12	16	19
存货	986	1,511	1,980	2,464	2,992	营业费用	170	216	268	324	375
其他	78	119	128	138	149	管理费用	62	60	81	101	120
流动资产合计	1,901	2,597	3,379	4,193	5,077	财务费用	19	13	34	47	60
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	14	6	6	7
固定资产	8	8	7	6	5	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	9	18	27	投资净收益	(0)	(0)	0	0	0
无形资产	1	0	0	0	0	其他	37	20	20	20	20
其他	69	68	10	5	0	营业利润	259	288	395	522	661
非流动资产合计	77	76	26	29	33	营业外收入	16	4	5	5	5
资产总计	1,978	2,673	3,404	4,222	5,110	营业外支出	10	0	1	1	1
短期借款	266	546	726	987	1,210	利润总额	265	292	400	527	666
应付账款	75	106	139	173	210	所得税	57	64	86	113	143
其他	488	644	780	936	1,105	净利润	207	227	314	414	522
流动负债合计	829	1,296	1,645	2,097	2,525	少数股东损益	5	3	4	5	6
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	203	225	310	409	516
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.49	0.54	0.75	0.98	1.24
其他	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	0	0	0	0	0						
负债合计	829	1,296	1,645	2,097	2,525						
少数股东权益	24	28	31	36	42						
股本	174	174	417	417	417						
资本公积	214	214	75	75	75						
留存收益	738	963	1,238	1,599	2,052						
其他	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)						
股东权益合计	1,149	1,376	1,760	2,125	2,584						
负债和股东权益总计	1,978	2,673	3,404	4,222	5,110						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	207	227	314	414	522
折旧摊销	28	5	6	6	5
财务费用	19	13	34	47	60
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	2	(432)	(467)	(467)	(510)
其它	108	(55)	60	6	7
经营活动现金流	365	(241)	(54)	5	85
资本支出	(25)	4	(9)	(9)	(9)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	23	(5)	0	0	0
投资活动现金流	(2)	(1)	(9)	(9)	(9)
债权融资	(62)	0	0	0	0
股权融资	0	0	104	0	0
其他	(346)	257	111	167	99
筹资活动现金流	(408)	257	215	167	99
汇率变动影响	(0)	(0)	0	0	0
现金净增加额	(45)	15	152	163	175

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.2%	13.1%	31.7%	25.2%	21.7%
营业利润	110.2%	11.3%	37.1%	32.2%	26.5%
归属于母公司净利润	79.4%	10.9%	37.9%	31.9%	26.3%
获利能力					
毛利率	20.3%	21.4%	21.7%	22.2%	22.4%
净利率	8.4%	8.3%	8.7%	9.1%	9.5%
ROE	19.8%	18.2%	20.2%	21.4%	22.3%
ROIC	15.8%	14.1%	15.3%	16.0%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	41.9%	48.5%	48.3%	49.7%	49.4%
净负债率	0.0%	3.9%	4.6%	8.5%	8.8%
流动比率	2.29	2.00	2.05	2.00	2.01
速动比率	1.08	0.82	0.83	0.81	0.81
营运能力					
应收账款周转率	11.9	24.6	23.3	22.8	22.5
存货周转率	2.1	1.7	1.6	1.6	1.5
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.54	0.75	0.98	1.24
每股经营现金流	0.88	-0.58	-0.13	0.01	0.21
每股净资产	2.70	3.24	4.15	5.02	6.11
估值比率					
市盈率	52.7	47.5	34.4	26.1	20.7
市净率	9.5	7.9	6.2	5.1	4.2
EV/EBITDA	33.3	33.2	23.4	17.7	14.0
EV/EBIT	36.6	33.8	23.7	17.9	14.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

