

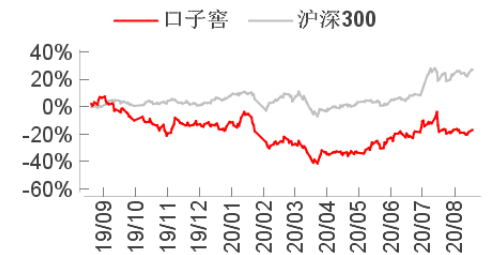
坚定改革聚焦升级，徽酒翘楚行稳致远



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月18日)	49.95元
目标价格	74.88元
52周最高价/最低价	66.55/36.4元
总股本/流通A股(万股)	60,000/60,000
A股市值(百万元)	29,970
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年08月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.76	1.69	7.93	-16.90
相对表现	0.96	-4.21	-14.75	-46.61
沪深300	2.80	5.90	22.68	29.71



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

核心观点

- **口子窖品牌文化历史悠久，产品量价稳步提升。**口子窖酿酒历史悠久、酒文化源远流长，具备支撑起品牌形象的深厚文化底蕴，近年来品牌力不断提升。口子窖作为兼香型白酒代表，风格独树一帜、辨识度高，竞争格局较好。公司产品定位以中高端及以上为主，核心产品深受认可，近年来量价齐升尽享消费升级红利。公司产品吨价领跑徽酒，在省内品牌优势明显。
- **安徽省内升级方兴未艾，优势品牌持续受益。**安徽省宏观经济稳步发展，近年来GDP增速以及常住人口增速均高于全国平均水平，人均收入和支出水平平均稳步提升，消费基础扎实。安徽白酒市场产销量趋于稳定，消费升级拉动价格带上行。参照江苏市场，徽酒市场仍有较大增长空间，我们测算未来5年年均增速在4%以上，其集中度的提升有利于安徽本地龙头品牌。
- **坚定推进产品与营销改革，公司增长有望迎来拐点。**梳理近年来口子窖与古井贡酒业务发展情况，可以发现完善产品矩阵与强化渠道建设是业绩实现高速增长的关键。公司发布初夏、仲秋等产品解决价格带布局稀疏的痛点，未来有望继续发布战略储备新品。公司渠道运作经验丰富，营销体系具备成本低、效率高的优点，渠道深耕变革空间大，逐步采取措施提升渠道扩张性。公司盈利水平高，有望通过加大费用投放抢占竞品份额，19年开始已加大了营销投入。公司新增投资项目提升40%产能，为未来业务量提升奠定基础。
- **省外厂商共建一地一策，以点带面稳扎稳打。**公司省外业务收入和毛利占比逐步增加，重要性有所提升。以经济发达省市为重点突破区，公司通过省内大商外派、厂商共建、一地一策等措施，以点带面稳扎稳打。省外经销商单家创收提升明显，其整体质量的提升对于未来开拓省外市场具有重要意义。

财务预测与投资建议:考虑到疫情对于白酒消费的负面影响，我们下调产品销量、收入预测。调整预测20-22年EPS分别为2.88、3.30、3.70元(原20-21年预测为3.41、3.83元)。结合白酒类可比公司估值，我们认为目前公司的合理估值水平为20年的26倍市盈率，对应目标价为74.88元，给予买入评级。

风险提示:疫情影响久于预期风险、省内竞争加剧风险、新产品销售及营销体系变革不及预期风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,269	4,672	4,678	5,392	6,055
同比增长(%)	18.5%	9.4%	0.1%	15.3%	12.3%
营业利润(百万元)	2,060	2,278	2,302	2,645	2,960
同比增长(%)	32.0%	10.6%	1.1%	14.9%	11.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,533	1,720	1,726	1,983	2,219
同比增长(%)	37.6%	12.2%	0.3%	14.9%	11.9%
每股收益(元)	2.55	2.87	2.88	3.30	3.70
毛利率(%)	74.4%	75.0%	77.1%	78.4%	79.0%
净利率(%)	35.9%	36.8%	36.9%	36.8%	36.6%
净资产收益率(%)	27.2%	26.1%	23.2%	23.6%	23.2%
市盈率	19.5	17.4	17.3	15.1	13.5
市净率	4.8	4.3	3.8	3.3	2.9

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,

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、品牌文化历史悠久，产品量价稳步提升	5
1.1 酿酒历史悠久，文化底蕴深厚	5
1.2 兼香型白酒代表，风格独树一帜	5
1.3 产品定位中高端，省内品牌优势明显	6
二、省内升级方兴未艾，优势品牌持续受益	8
2.1 安徽经济稳步发展，消费水平持续提升	8
2.2 白酒消费升级渐起，产品价格不断上行	9
2.3 参照江苏的发展路径，徽酒成长空间仍存	10
三、推进产品营销改革，有望迎来增长拐点	11
3.1 产品矩阵待完善，营销投入需加强	11
3.2 发布新品加码次高端，解决产品布局痛点	13
3.3 渠道运作经验丰富，变革助力精耕细作	15
3.4 加大费用投放，产能稳步扩张	18
四、省外厂商共建一地一策，以点带面稳扎稳打	21
五、投资建议与风险提示	22
5.1 投资建议	22
5.2 风险提示	23

图表目录

图 1: 口子窖发展历史重要事件梳理.....	5
图 2: 国内白酒主要香型市占率.....	6
图 3: 口子窖高档白酒收入占比高.....	7
图 4: 15-19 年口子窖白酒销量、吨价增速拆分.....	7
图 5: 19 年口子窖产品吨价在安徽白酒品牌中处于领先位置.....	7
图 6: 安徽省 GDP 增速高于全国 GDP 增速.....	8
图 7: 安徽省人口增速高于全国人口增速.....	8
图 8: 安徽省常住居民人均可支配收入稳步增长.....	9
图 9: 安徽省人均消费支出稳步增长.....	9
图 10: 安徽省白酒产量情况.....	9
图 11: 15-19 年徽酒品牌吨价和销量年均增速.....	9
图 12: 安徽省白酒主流价格带上行情.....	10
图 13: 江苏白酒主要品牌市场份额.....	11
图 14: 安徽白酒主要品牌市场份额.....	11
图 15: 15-19 年古井贡与口子窖白酒收入（亿元）及增速.....	12
图 16: 15-19 年古井贡与口子窖归母净利润（亿元）及增速.....	12
图 17: 消费者的消费升级选择.....	13
图 18: 口子窖与古井贡酒核心产品梳理.....	14
图 19: 口子窖与古井贡酒产品价格分布.....	15
图 20: 口子窖盘中盘销售模式.....	15
图 21: 裸价模式示意图.....	16
图 22: 控价模式示意图.....	16
图 23: 口子窖与古井贡酒销售费用对比（亿元）.....	17
图 24: 口子窖与古井贡酒销售费用率对比.....	17
图 25: 口子窖与古井贡酒销售人员数量对比.....	18
图 26: 口子窖与古井贡酒销售人员人均销量情况.....	18
图 27: 口子窖与古井贡酒广告宣传费（亿元）.....	19
图 28: 口子窖与古井贡酒广告宣传费占营收比重.....	19
图 29: 口子窖与古井贡酒单吨净利润（万元/吨）.....	19
图 30: 口子窖与古井贡酒销售净利率.....	19
图 31: 口子窖广告宣传费和营业收入增速对比.....	20
图 32: 口子窖销售费用和营业收入增速对比.....	20
图 33: 15-19 年口子窖白酒产量（千升）.....	20

图 34：16-19 年口子窖白酒库存量（千升）.....	20
图 35：15-19 年口子省外收入（亿元）及增速.....	21
图 36：口子省外经销商数量及变动情况.....	21
图 37：口子窖省外收入和毛利占比.....	22
图 38：口子窖省内外经销商单家创收（万元/家）.....	22
表 1：国内主要香型白酒的特点与代表品牌.....	5
表 2：口子窖产品系列.....	6
表 3：安徽省与江苏省居民收入支出指标对比.....	10
表 4：安徽省未来 5 年白酒市场规模测算.....	11
表 5：口子窖与古井贡酒近年业务发展情况梳理.....	12
表 6：口子窖与古井贡酒的营销体系特点对比.....	16
表 7：口子窖经销商持股情况.....	17
表 8：口子窖产能相关建设项目情况.....	20

一、品牌文化历史悠久，产品量价稳步提升

1.1 酿酒历史悠久，文化底蕴深厚

口子窖酿酒历史悠久，酒文化源远流长，具备支撑品牌形象的深厚文化底蕴。早在殷商时期，酒已成为淮溪人生活的重要部分。进入春秋战国后，淮水与溪河交汇形成了口子镇，酿酒业逐渐走向繁荣，当时口子镇出产的酒被称为“口子酒”。之后在战国末期、汉朝、魏晋、唐代、宋朝、明朝、清朝等时期，均有与口子酒相关的史料记载。

近年来口子窖加速发展，品牌影响力不断提升。1949年，人民政府赎买私人酿酒作坊“小同聚”等酒坊，成立“国营淮溪人民酒厂”，成为口子酒业前身。1998年，口子酒业首推兼香型白酒口子五年。2006年口子酒业获评首批“中华老字号”，成为首家获此殊荣的安徽酒企。2015年公司在上交所正式挂牌上市，品牌影响力进一步提升。上市后，口子窖发展加速，2017年、2018年先后入选中国品牌百强榜、荣膺“改革开放40年中国酒业功勋企业”奖等，并逐步走出安徽。

图 1：口子窖发展历史重要事件梳理

时间	事件
1949年	前身“国营淮溪人民酒厂”成立
1959年	口子酒向新中国十周年国庆献礼
1998年	首次推出兼香型白酒5年型口子窖
2006年	商务部首批认定为“中华老字号”
2009年	成为中国白酒标准化技术委员会兼香型白酒分技术委员会秘书处承担单位
2015年	口子酒业上交所挂牌上市
2017年	口子窖入选新华网评选的中国品牌百强榜
2018年	口子窖荣膺“改革开放40年中国酒业功勋企业”奖

资料来源：公司官网、东方证券研究所

1.2 兼香型白酒代表，风格独树一帜

口子窖是兼香型白酒代表，在白酒上市公司中风格独特、辨识度高。兼香型白酒具有酱浓协调、幽雅舒适、细腻丰满、余味悠长等特点。作为白酒重要香型的一种，兼香型的产品口味辨识度高，在白酒市场中别具特色；同时竞争格局较好，主要代表品牌仅包括口子窖、白云边等。

表 1：国内主要香型白酒的特点与代表品牌

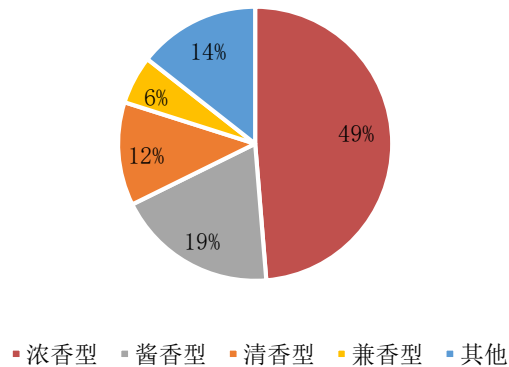
香型	特点	代表品牌
酱香型	酱香突出、优雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、空杯留香持久	贵州茅台、郎酒、习酒
浓香型	窖香浓郁、绵甜醇厚、香味协调、后味爽净	五粮液、泸州老窖、洋河

清香型	清香醇正、醇甜柔和、自然协调、余味净爽	汾酒
兼香型	酱浓协调、幽雅舒适、细腻丰满、余味悠长	口子窖、白云边
凤香型	醇香秀雅、醇厚丰满、甘润挺爽、尾净悠长	西凤酒

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

兼香型白酒目前市场份额仍较低，具备充足的成长空间。兼香型逐渐成为国内仅次于浓香型、酱香型和清香型的第四大白酒香型，口味逐渐被越来越多的消费者接受和认可。但目前兼香型白酒所占市场份额仅 6%，仍处于较低水平，未来发展空间广阔。口子窖作为兼香型白酒代表品牌，有望充分受益于行业扩容机遇。

图 2：国内白酒主要香型市占率



资料来源：中国产业信息网、东方证券研究所

1.3 产品定位中高端，省内品牌优势明显

口子窖产品主要定位中高端及以上，核心产品深受认可。口子窖核心产品口子 5 年/6 年/10 年/20 年/30 年等上市时间较长，产品成熟度高，在省内积累了一定的品牌美誉度。从价格带看，5 年、6 年、小池窖定位中高端，10 年、20 年定位次高端，30 年卡位高端，精准定位差异布局；2019 年公司发布初夏珍储、仲秋珍储两款产品，进一步强化次高端价格带布局，丰富产品矩阵。

表 2：口子窖产品系列

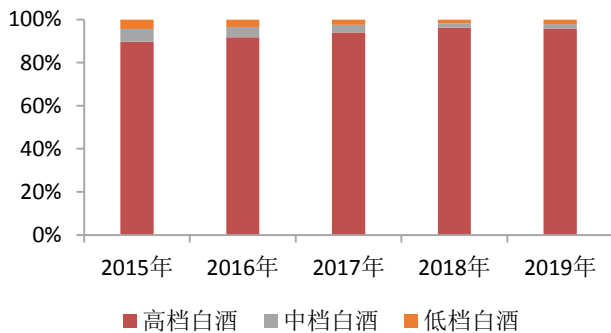
定位	产品名称	价格（元/瓶）
高端	30 年型 52 度/41 度	1688/1380
	20 年型 50 度/41 度	618/538
次高端	仲秋珍储 41 度	398
	10 年型 46 度/41 度	388/360
	初夏珍储 41 度	298
中高端	小池窖特酿 41 度	228
	6 年型 52 度/46 度/41 度	218/195/178
	御尊 41 度	158
	5 年型 52 度/46 度/41 度	148/135/125

低端	口子美酒红盒/银盒 41 度 口子坊/老口子/口子酒	88/68 70/40-50/25
----	-------------------------------	----------------------

资料来源：公司官网、京东商城、东方证券研究所

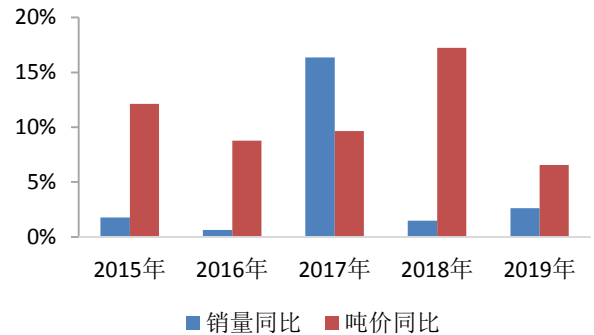
白酒消费升级东风起，口子窖量价齐升欲享红利。公司高档酒主要对应口子 5 年及以上价格带产品，中档酒包括老口子、口子坊、口子美酒等产品，低档酒以口子酒产品为主。受益于消费升级、百元以上价格带扩容，公司 15-19 年高档酒收入占比持续提升，19 年已达到 95.8%。分量价看，15-19 年间，公司白酒收入 CAGR 为 16.0%，其中销量、吨价年均复合增速分别为 5.6%、9.9%。根据量价拆分，近五年公司收入增长主要由提价和结构升级带动的吨价提升驱动。

图 3：口子窖高档白酒收入占比高



资料来源：公司年报、东方证券研究所

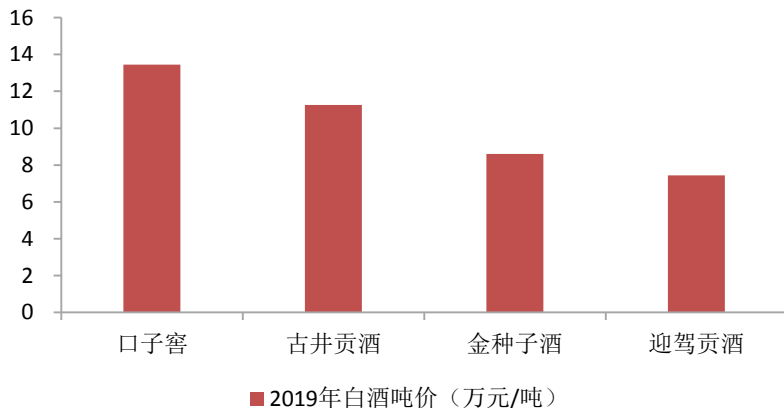
图 4：15-19 年口子窖白酒销量、吨价增速拆分



资料来源：公司年报、东方证券研究所

口子窖吨价领跑徽酒，产品优势明显。在徽酒“四朵金花”中，口子窖吨价处于领先水平。19 年公司白酒均价达到 13.5 万元/吨，高于古井贡酒的 11.3 万元/吨、迎驾贡酒的 7.4 万元/吨以及金种子酒的 8.6 万元/吨。

图 5：19 年口子窖产品吨价在安徽白酒品牌中处于领先地位



资料来源：各公司年报、东方证券研究所

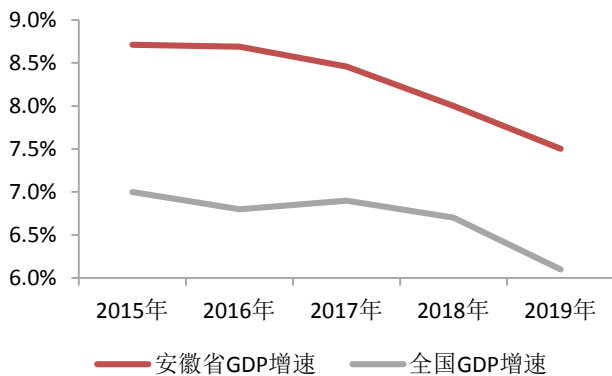
二、省内升级方兴未艾，优势品牌持续受益

2.1 安徽经济稳步发展，消费水平持续提升

安徽经济稳步发展，GDP 增速高于全国平均。安徽省在长三角一体化、中部崛起等多重战略带动下，持续承接产业转移、布局重大项目，经济建设稳步发展，近年来 GDP 增速持续高于全国平均水平。过去 5 年间，安徽省 GDP 增速年均达到 8.3%，较全国平均水平高出 1.6 个百分点；2019 年 GDP 增速达到 7.5%，较全国 GDP 增速高出 1.4 个百分点。

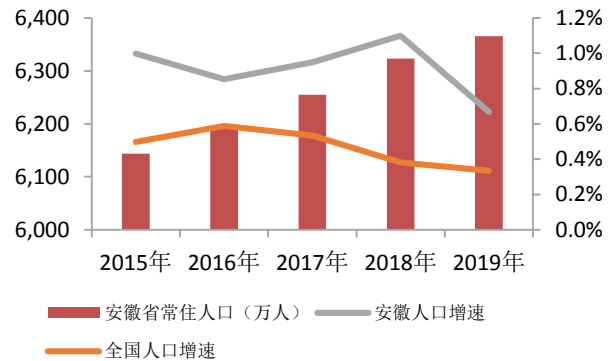
安徽省人口稳步增长，消费群体持续扩大。过去 5 年间，安徽常住人口年均增长 0.9%，高于全国年均 0.5% 的增速。安徽较大的人口基数支撑了白酒产销大省的需求，人口数量的持续增长为白酒消费提供了扩容的动力。

图 6：安徽省 GDP 增速高于全国 GDP 增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

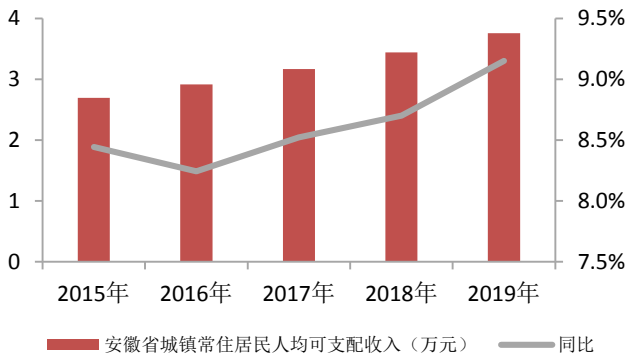
图 7：安徽省人口增速高于全国人口增速



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

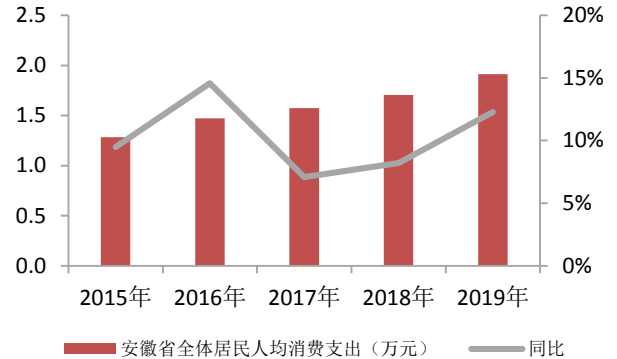
在经济持续发展拉动下，安徽省居民收入和消费支出快速增长。15-19 年间，安徽省城镇常住居民人均可支配收入年均增速达到 8.7%，且 2016 年来增速逐年提升，19 年已达到 9.2%。此外，安徽省人均消费支出稳步增长，过去 5 年年均增长 10.5%。安徽人民生活水平持续提升，消费力不断增强。

图 8：安徽省常住居民人均可支配收入稳步增长



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 9：安徽省人均消费支出稳步增长

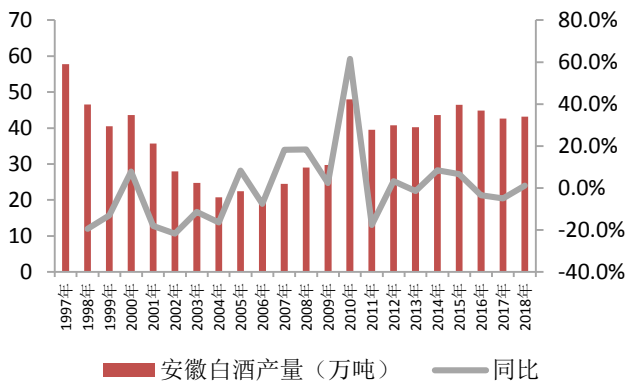


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

2.2 白酒消费升级渐起，产品价格不断上行

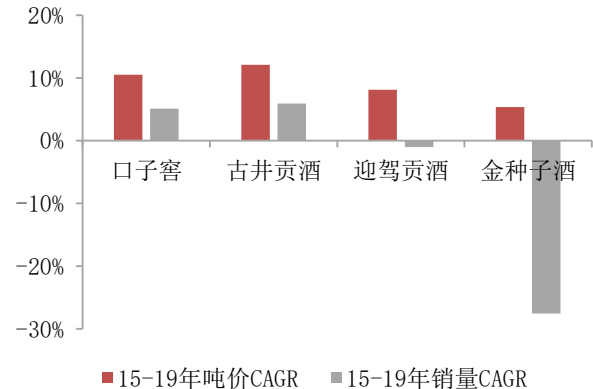
安徽白酒产销量渐趋稳定，消费升级拉动价格带上行。安徽省白酒产量已基本进入成熟期，增量空间有限，10年至18年间基本维持在43万吨左右。安徽市场主要白酒品牌近年来的吨价和销量增速也反映了这一趋势。15-19年间，口子窖、古井贡酒、迎驾贡酒以及金种子酒的吨价年均增速分别为10.5%、12.1%、8.1%和5.4%，而销量年均增速分别仅5.1%、5.9%、-1.0%和-27.5%，销量增速明显低于吨价增速。我们认为安徽白酒市场空间未来的增长将主要来自：1) 行业消费升级带来的结构性升级机会；2) 白酒产品提价。

图 10：安徽省白酒产量情况



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 11：15-19 年徽酒品牌吨价和销量年均增速

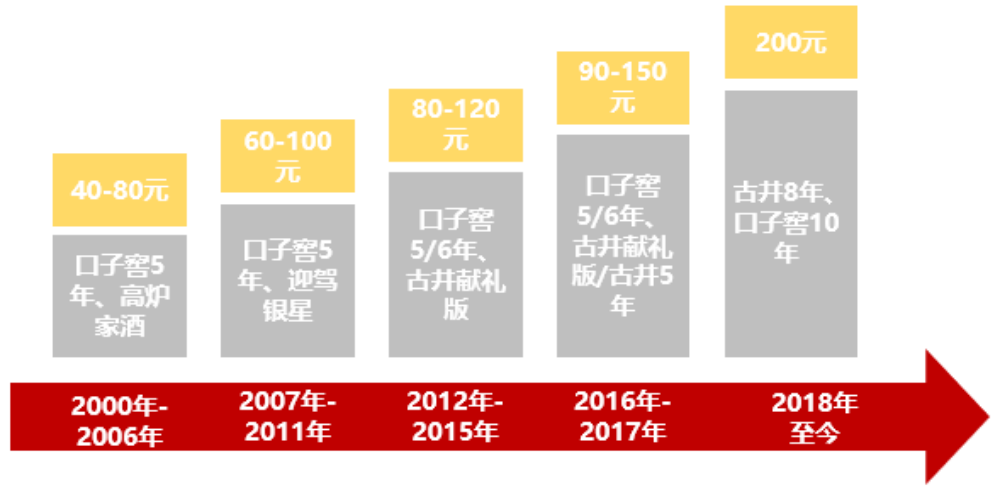


资料来源：各公司年报、东方证券研究所

消费层次跃升，主流价格带上移。2000年时，安徽白酒市场主流价格带在40元-80元，代表产品为口子窖5年和高炉家酒，随后价格带不断上行，且12年后有加速提升的趋势。至2018年时，

徽酒的主流价格带已经提升到 200 元左右，代表产品也提升至今 8、口子 10 年等。预计随着经济发展和居民消费能力提升，徽酒未来价格带还将稳步上行。

图 12：安徽省白酒主流价格带上行情况



资料来源：佳酿网、东方证券研究所

2.3 参照江苏的发展路径，徽酒成长空间仍存

对标江苏，安徽白酒市场未来仍有较大增长空间。安徽与江苏在地理位置、饮酒文化方面近似，具有较高的可比性。从居民收入及支出指标来看，2019 年安徽省的相关经济数据与 14 年-15 年时的江苏水平较为接近，我们据此认为江苏居民消费水平领先安徽省 5 年左右。

表 3：安徽省与江苏省居民收入支出指标对比

经济指标	城镇常住居民		农村常住居民		全体居民	
	人均可支配收入 (万元)		人均可支配收入 (万元)		人均消费支出 (万元)	
年份	安徽省	江苏省	安徽省	江苏省	安徽省	江苏省
2013 年	2.28	3.16	0.89	1.35	1.05	1.79
2014 年	2.48	3.43	0.99	1.50	1.17	1.92
2015 年	2.69	3.72	1.08	1.63	1.28	2.06
2016 年	2.92	4.02	1.17	1.76	1.47	2.21
2017 年	3.16	4.36	1.28	1.92	1.58	2.35
2018 年	3.44	4.72	1.40	2.08	1.70	2.50
2019 年	3.75	5.11	1.54	2.27	1.91	2.67

资料来源：国家统计局、东方证券研究所

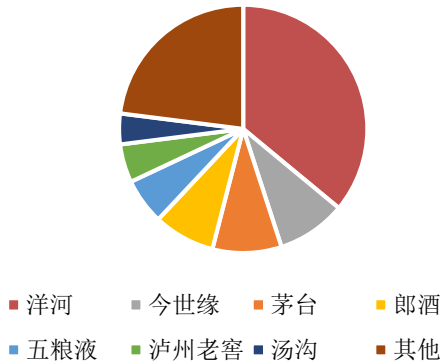
通过安徽和江苏白酒市场规模对比，可大致测算徽酒未来空间。根据酒业家估算，19 年安徽省、江苏省白酒市场规模分别约 255 亿元和 390 亿元。假设江苏消费水平领先安徽 5 年，5 年后(2024 年)安徽省的人均白酒消费额达到 2019 年江苏的水平，另外假设安徽常住人口年均增长 0.5%，则 2024 年徽酒市场规模约 315 亿元，对应 CAGR 为 4.3%。

表 4：安徽省未来 5 年白酒市场规模测算

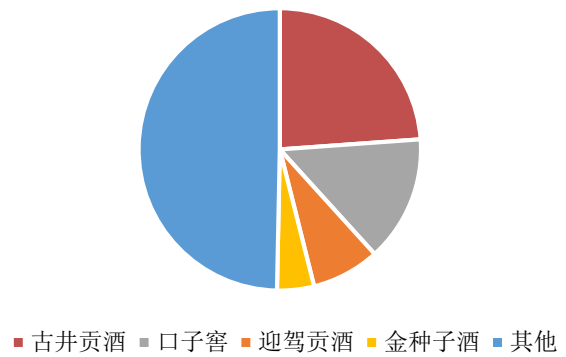
项目	安徽省	江苏省
2019 年常住人口（万人）	6,366	8,070
过去 5 年常住人口 CAGR	0.9%	
2019 年人均市场规模（元）	401	483
2019 年白酒市场规模（亿元）	255	390
2024 年常住人口（万人）	6,527	
假设未来 5 年常住人口 CAGR	0.5%	
2024 年人均市场规模（元）	483	
2024 年市场规模（亿元）	315	
CAGR	4.3%	

资料来源：国家统计局、公开资料整理、东方证券研究所

徽酒壁垒高、排他性强，本土龙头品牌有望享受集中度提升的红利。白酒行业素有“西不入川、东不入皖”的说法，安徽白酒市场竞争激烈、品牌壁垒较高，外省酒企难以进入。对比安徽和江苏的竞争格局，白酒品牌洋河和今世缘在江苏的市占率合计可达 45%，而古井贡和口子窖在安徽的合计份额在 38%左右，龙头品牌集中度仍有提升空间。

图 13：江苏白酒主要品牌市场份额


资料来源：佳酿网、公司年报、东方证券研究所

图 14：安徽白酒主要品牌市场份额


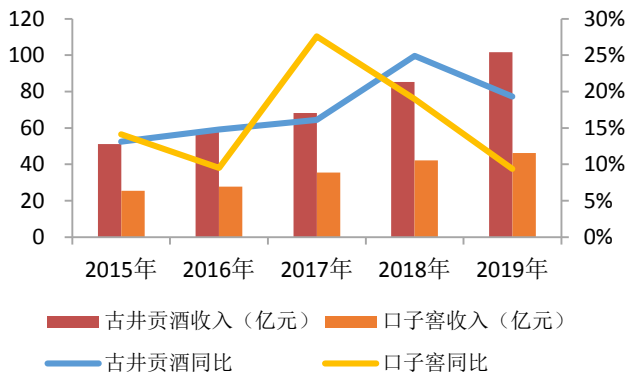
资料来源：佳酿网、东方证券研究所

三、推进产品营销改革，有望迎来增长拐点

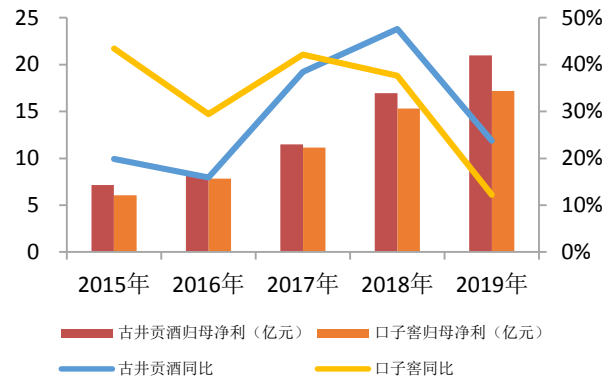
3.1 产品矩阵待完善，营销投入需加强

口子窖是民营白酒企业翘楚、风格稳健，但近年增速慢于竞品。公司和古井贡在安徽都具有较强的竞争力，同享徽酒消费升级红利。在经历了 12-14 年行业深度调整之后，15 年-19 年两强均稳步发展。期间古井贡白酒收入从 51.2 亿元增长至 101.6 亿元，CAGR 为 18.7%；口子窖白酒收入从 25.4 亿元增长到 46.2 亿元，CAGR 为 16.1%。从利润情况看，15-19 年古井贡酒归母净利润从 7.2 亿元增长到 21.0 亿元，CAGR 为 30.8%；口子窖归母净利润从 6.1 亿元增长到 17.2 亿元，CAGR 为 29.8%。

18年以来口子增长有所放缓，略低于市场预期。从趋势上看，自2018年以来，口子窖的营收及净利润增速出现放缓趋势，且低于基数更大的古井贡酒。具体而言，18、19年古井白酒收入分别增长24.9%、19.3%，口子窖增速分别为19.0%、9.4%；同期古井归母净利润增长47.6%、23.7%，口子窖增速分别为37.6%、12.2%，业绩表现略逊于古井。

图 15: 15-19 年古井贡与口子窖白酒收入（亿元）及增速


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 16: 15-19 年古井与口子归母净利润（亿元）及增速


资料来源：公司年报、东方证券研究所

通过梳理近几年口子和古井的业务发展情况可以发现，古井在次高端领域持续加码，营销费用高举高打，这些因素或成为拉开两公司业绩差距的关键。古井在完成产品大众化转型、管理层年轻化后，从15年开始先后发力古5、古8、古20等产品，在安徽加速占领中高端及次高端市场，通过前瞻性布局更高价位带产品带动业绩快速增长；此外古井不断加大营销力度，高铁广告、央视宣传合作持续推进。

18、19年口子增速慢于古井，我们认为主要因为公司在次高端领域的产品布局弱于古井，大商制下市场耕耘深度不足、渠道扩张相对较弱，同时营销投入较少。针对以上问题，公司在19年开始采取相应措施积极调整战略，发布初夏和中秋两款新品完善产品布局，同时着手对经销商体系进行变革，此外费用投放也更加激进，以迎合升级趋势、抢占市场份额。

表 5: 口子窖与古井贡酒近年业务发展情况梳理

年份	安徽市场主流价格带	代表产品	口子窖	古井贡酒
2013	80-120 元	口子窖 5/6 年、古井 献礼版/古 5		受三公消费限制，产品向大众化转型，中低档酒扩容，利润下滑，当年业绩不及市场预期
2014				公司仍处于调整期，完成管理层更换与年轻化，新任董事长早年担任市场总监
2015			2015年6月底登陆上交所上市；5年、6年成为消费升级的核心受益产品，全年营收净利润分别实现14%和43%的增长	安徽市场80至120元成为消费升级主流，古5增速提升，发布古7以抢占150元以上价格带，全年业绩超市场预期
2016	90-150 元	口子窖 5/6 年、古井 献礼版/古	以5年、6年及10年为核心的产品继续享受安徽市场消费升级，由于竞争加剧，业绩增速放缓；产品结构升级拉动毛利率提	收购黄鹤楼，但受制于省内在100元价格带竞争加剧，以及低档酒的需求疲软，古井贡酒业绩增速有所放缓

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。

	井 5 年	升，费用管控有效，净利率稳定提升	
2017		安徽市场消费升级加速， 口子窖 10 年、20 年快速增长，10 年加速放量 ；省外经销商基本梳理完成，销售恢复正增长，公司全年业绩超预期	次高端古 8 发力，古 5、献礼享受消费升级贡献稳定增速，黄鹤楼发布次高端产品陈香，全年业绩持续超预期
2018	古井 8 200 元及以上	继续享受安徽市场次高端市场扩容，上半年业绩符合预期；5 月份提价，三季度挺价导致投放不足，三季度业绩低于预期；四季度渠道补货，公司全年业绩超预期； 10 年以上次高端产品仍是增长的主要动力	200-500 元价格带消费升级明显，古 8、古 16 快速增长，发布古 20 完善次高端产品体系，古 5 继续贡献稳定增速；加速全国化市场布局战略，重点聚焦安徽省周边省份； 加大营销活动，夯实品牌基础，销售费用快速增长
2019	口子窖 10 年	产品布局密度相对较低的劣势开始显现，当年 Q1/Q3 的业绩均低于预期； 发布初夏和仲秋两款新产品，完善次高端产品布局，并着手对经销商体系进行变革	在省内的次高端市场收入规模与影响力持续加强， 密集的产品布局与精细的渠道运作让古井贡把握次高端扩容机会 ；省外市场稳步发展

资料来源：公司年报、公开资料整理、东方证券研究所

3.2 发布新品加码次高端，解决产品布局痛点

消费者在价位升级时可能转向竞品，连续的价格带布局至关重要。我们认为消费升级的路径有两类：其一是升级到同一品牌的较高款上，例如消费者从口子窖 5 年升级至口子窖 6 年、从古井献礼升级到古井 5 年、从洋河海之蓝升级到洋河天之蓝；第二种是升级到竞品，例如从口子 5 年升级到洋河海之蓝、从古井献礼升级到口子 6 年。因此酒企若想提升消费者忠诚度、避免客户转向消费竞品，需注意价格带的连续布局，避免在某一价位出现产品缺位，错失升级契机。

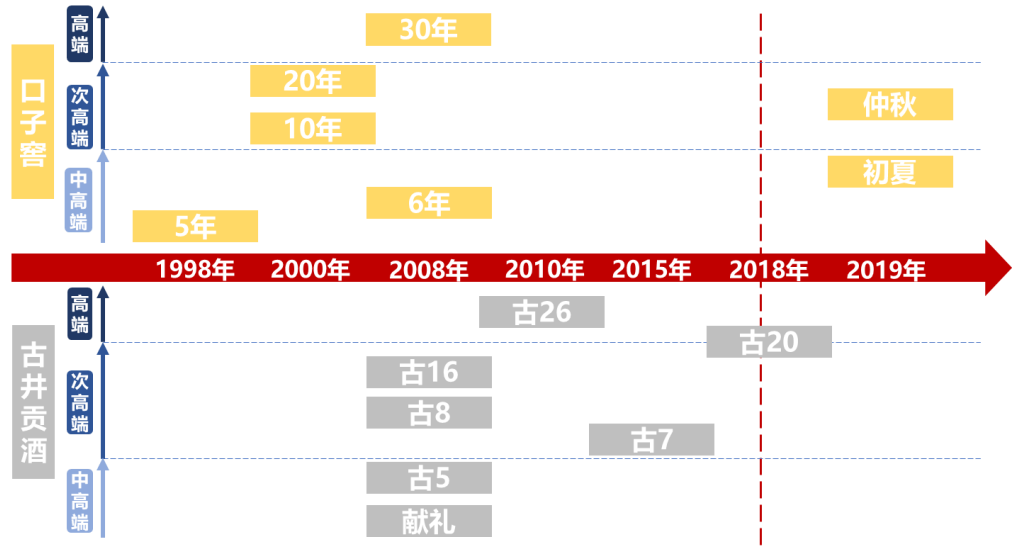
图 17：消费者的消费升级选择



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

古井的产品布局更完善，充分享受升级红利。从 15 年开始，安徽市场以古 5/古 8 以及口子 6 年/10 年为代表的中高端产品开始快速放量。18 年之后，价格带进一步上移至次高端，此时古井贡已经形成古 8/古 16/古 20/古 26 的完整产品矩阵但此阶段口子的布局仍停留在 10 年/20 年两款老品，部分口子的消费者在次高端消费升级浪潮下面临价格断层的问题。

图 18：口子窖与古井贡酒核心产品梳理

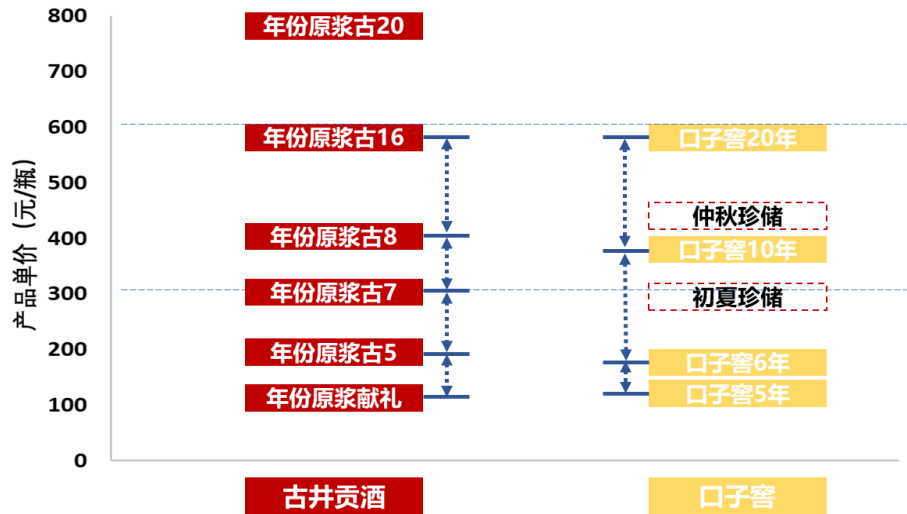


资料来源：公司官网、公开资料整理、东方证券研究所

口子发布初夏及仲秋两款产品，缓解价格带分布稀疏的问题。从价格分布看，口子6年和10年的价格间隔大约为180元，口子10年和20年的价格间隔大约为200元，系列之间出现了明显的价格断层。而古5和古7的价格间隔为110元，古7和古8的价格间隔为100元，古8和古16的价格间隔为180元，古7的引入缩小了价格真空带。对于以200元为起点的消费升级而言，古井的产品价格连续性更高。部分口子窖5年/6年的消费者在升级过程中，如果无法越过6年和10年之间的价格带，就只能选择古5/古7等产品或者其他品牌产品，从而进入古井或其他品牌的消费序列。

针对该问题，19年口子在次高端阵容中新增初夏和仲秋两款产品，有效解决价格痛点。初夏和仲秋系列分别卡位300元、400元价格，有效填充了口子6年/10年/20年之间的价格空白。未来公司仍将继续发布战略储备新品，我们认为在口子逐步丰富次高端产品阵容后，有望迎来新一轮发展机会。

图 19：口子窖与古井贡酒产品价格分布

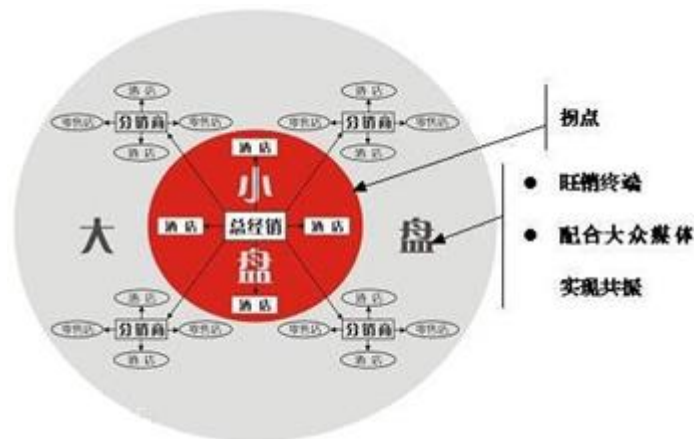


资料来源：公司官网、京东、东方证券研究所

3.3 渠道运作经验丰富，变革助力精耕细作

口子拥有丰富的渠道运作经验，曾依靠盘中盘模式实现快速成长。2000年时，公司通过盘中盘模式，成功开拓市场。在盘中盘模式下，公司将资源首先重点投入到核心消费终端，以此为营销平台，对意见领袖消费群开展公关与推广活动，提升品牌知名度、培育核心客群。当产品在核心消费终端畅销达到一定程度后，再利用小盘的影响力，辅以市场宣传推广，把产品向普通消费者终端及其他销售渠道铺货，最终达到通过小盘带动整个市场（大盘）的销售。

图 20：口子窖盘中盘销售模式



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

口子和古井的渠道打法各具特点，各有所长。口子采用大商制，依托大商的人脉、社会资源开拓市场，经销商忠诚度高，渠道库存偏低、价盘稳定；古井通过深度分销掌控终端，渠道掌握力更强，

狼性的考核机制下极具扩张性。此外，口子采用裸价模式，渠道利润丰厚，费用管控严格；而古井采用控价模式，经销商权责及利润空间较为有限，公司费用投放力度大。

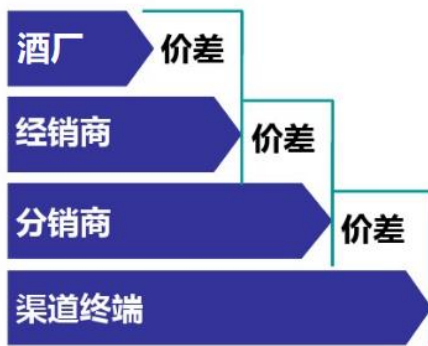
表 6：口子窖与古井贡酒的营销体系特点对比

指标	口子窖	古井贡酒
类型	大商制-裸价模式	深度分销-控价模式
经销商数量	经销商数量少，单个经销商规模较大	经销商数量多，单个经销商规模较小
经销商利润	经销商利润空间大，竞争小	经销商利润空间小
扩张性	厂家政策执行效率较低，扩张性较弱	政策执行效率高，扩张性较强
终端掌控程度	由经销商负责，厂家掌握度低	厂家直接掌控终端，利于渠道深耕
营销成本	经销商利润驱动运作，厂家营销成本较低，公司利润率高	厂家主导市场运作和费用投放，营销成本较高，影响整体利润率
渠道库存	渠道库存量小，经营稳定性更高，市场和价盘稳定	渠道库存量较大，终端价格稳定性相对较低
特点	通过股权持有将经销商和厂家的利益绑定	

资料来源：公开资料整理、酒业家、东方证券研究所

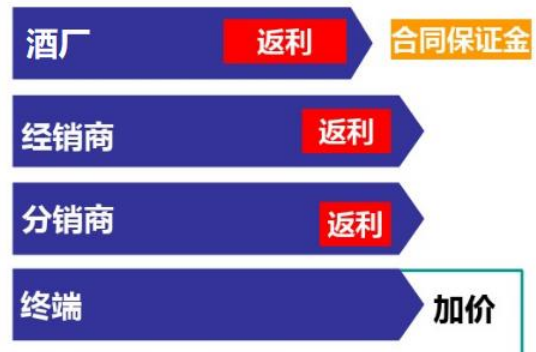
在大商制裸价模式下，产品从酒厂出货后，经过经销商、分销商以及渠道终端，最终到达消费者手中。各渠道层级之间产品均存在一定价差，故而各环节的参与者均可获得一定利润。因此裸价模式下经销体系中的经销商及分销商主要由利润驱动，渠道利润率更高。在控价模式下，厂商对终端掌控能力强，直接对终端销售价格形成干预与决策，然后通过返利与合同保证金等制度设计，实现对渠道利益的分配，从而对价格、费用、窜货等进行有效管理。

图 21：裸价模式示意图



资料来源：酒业家、东方证券研究所

图 22：控价模式示意图



资料来源：酒业家、东方证券研究所

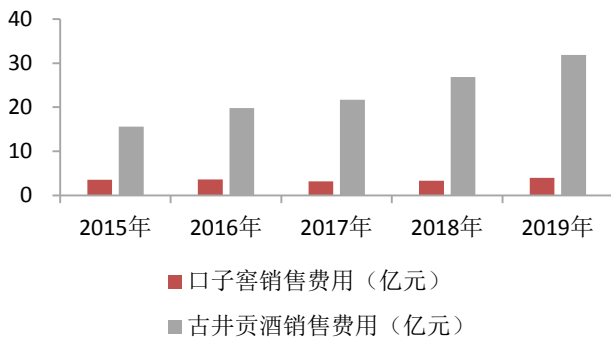
通过引入经销商持股，口子窖解决裸价模式的部分缺陷。在裸价模式下，相同产品在不同环节上的价格差异较大，容易导致低价倾销或者窜货。由于厂商难以全面掌控价格链以及渠道链，倾销或者窜货容易损害品牌形象。因此为保持渠道价格的稳定性、维护品牌形象，公司采取经销商持有公司股权的方式，与厂家的利益形成绑定。

表 7：口子窖经销商持股情况

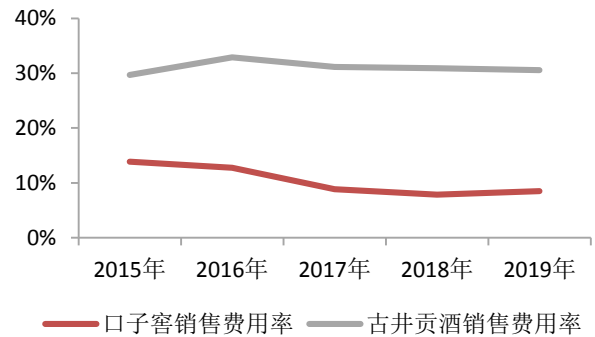
经销商	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
陕西天驹商贸有限公司	2.0%	2.0%	2.0%	仍有持股，但不在前十股东	
安徽省黄海商贸有限公司	3.0%	1.9%	1.9%		
淮北市顺达商贸有限公司	2.5%	2.0%	2.0%	2.5%	2.0%

资料来源：Wind、东方证券研究所

口子窖营销成本偏低，费用管控严格。由于裸价模式与控价模式的差异，口子窖的销售费用明显低于古井贡酒。15-19年间，古井的销售费用从 15.6 亿元增长到 31.8 亿元，近年销售费用率基本维持在 30%以上；而同期口子窖销售费用从 3.6 亿元小幅增至 4 亿元，近三年口子的销售费用率仅 8%-9%。

图 23：口子窖与古井贡酒销售费用对比（亿元）


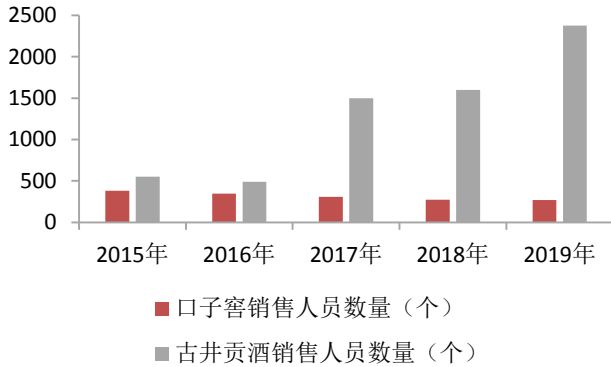
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 24：口子窖与古井贡酒销售费用率对比


资料来源：公司年报、东方证券研究所

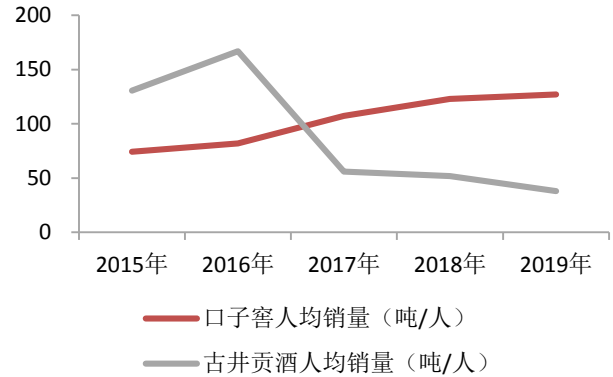
口子裸价模式效率高，渠道深耕变革空间大。深度分销控价模式强调酒厂对渠道链、价值链以及终端的强控制，因此需要配备大量的销售人员。19 年古井的销售人员达到 2378 人，口子的销售人员仅 270 人，前者是后者的 8.8 倍。随着销售团队的扩张，古井的人均销量 16 年来持续下滑，控价模式在扩张过程中，销售人员的边际贡献有所下滑。而口子窖销售人员的人均销量近年来稳步提升，从 15 年的 74.2 吨/人提升至 19 年的 127.1 吨/人，表明了公司存在通过扩张销售人员以加强渠道掌控及深耕的改善空间。

图 25：口子窖与古井贡酒销售人员数量对比



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 26：口子窖与古井贡酒销售人员人均销量情况



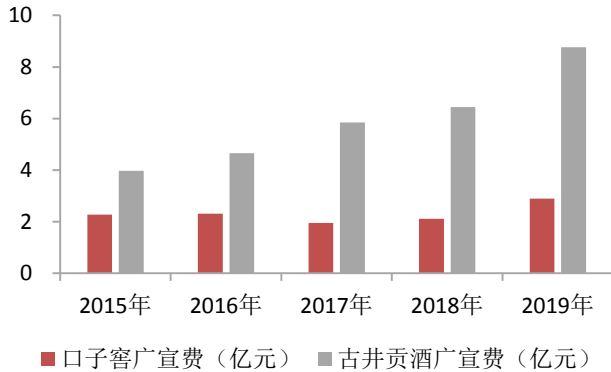
资料来源：公司年报、东方证券研究所

口子大商制模式的弊端在于公司对终端的把握性不强，经销体系整体扩张动力不足。大商制裸价模式下，渠道经销商在获得较丰厚的利润之后，容易出现固步自封、缺乏市场扩张动力等问题。这主要因为边际扩张的盈利水平相较已有市场可能偏低，同时扩张难度也更大，对经销商的经营水平提出了更高的要求。

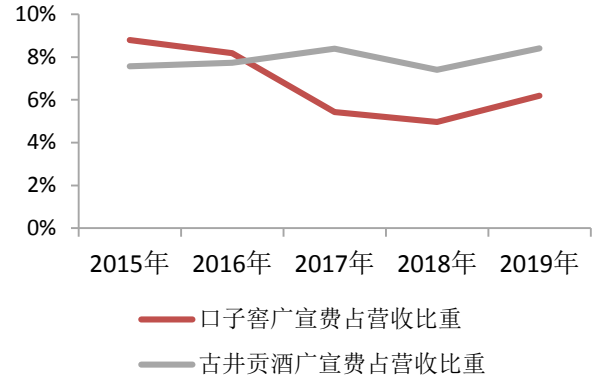
针对营销体系自身存在的不足，公司开始采取相对应措施进行营销体系变革，这些措施主要包括：**1) 要求传统经销商成立独立公司或者新招经销商，实施新老产品分离运作；2) 加强对经销商的管理，针对经销商引入考核机制，或者参与到经销商内部的考核体系。**通过加强厂商对于渠道和经销商经营活动的介入与掌控，公司经营体系的扩张性有望加强。

3.4 加大费用投放，产能稳步扩张

相较于古井，口子在广告费用方面的投入相对保守，限制了公司品牌力提升。15-19年，古井广告宣传费从4.0亿元增长到8.8亿元，CAGR为21.9%，同时期口子窖的广告宣传费从2.3亿元增长至2.9亿元，CAGR仅6.2%。从广告宣传费占营收比重的情况来看，口子窖自17年来显著低于古井，平均低2.5个百分点左右，民营体制下口子对净利率高求较高，费用投放较为谨慎。

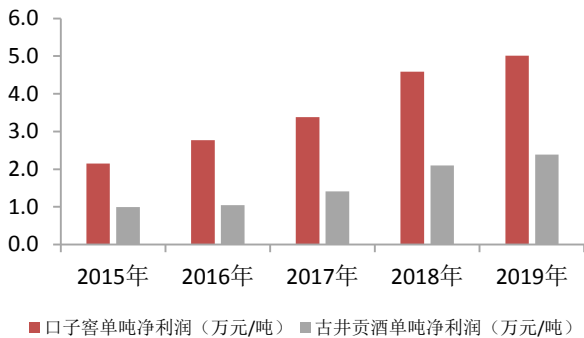
图 27：口子窖与古井贡酒广告宣传费（亿元）


资料来源：公司年报、东方证券研究所

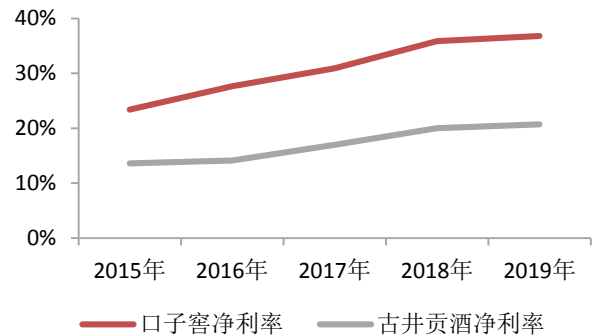
图 28：口子窖与古井贡酒广告宣传费占营收比重


资料来源：公司年报、东方证券研究所

公司目前盈利水平较高，有望通过加大费用投放抢占竞品份额。从单吨净利润及销售净利率的维度看，口子窖均显著高于古井贡酒。19年口子窖单吨净利润达到5.0万元/吨，而古井为2.4万元/吨；19年口子窖净利率为36.8%，在白酒上市公司中仅次于茅台，而古井为20.7%。我们认为口子将通过加大市场费用投放获取更多份额，突出的盈利能力保障了费用投放的空间。

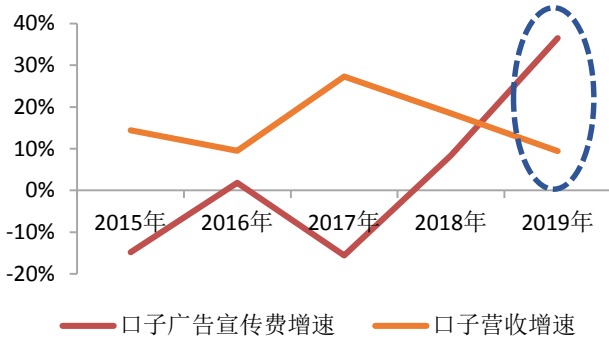
图 29：口子窖与古井贡酒单吨净利润（万元/吨）


资料来源：公司年报、东方证券研究所

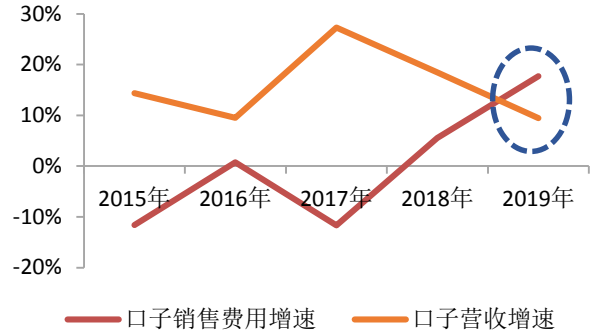
图 30：口子窖与古井贡酒销售净利率


资料来源：公司年报、东方证券研究所

从19年开始，口子加大了营销上的投入力度。19年公司广告宣传费同比增长36.5%达到2.89亿元，整体销售费用同比增长17.7%，增速达到上市后的最高水平。未来公司有望进一步加大营销及市场费用投放，扩大品牌影响力、带动产品销量提升，我们期待公司收入重回增长快车道。

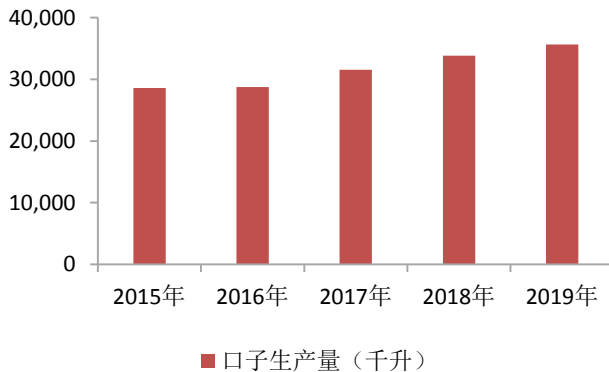
图 31：口子窖广告宣传费和营业收入增速对比


资料来源：公司年报、东方证券研究所

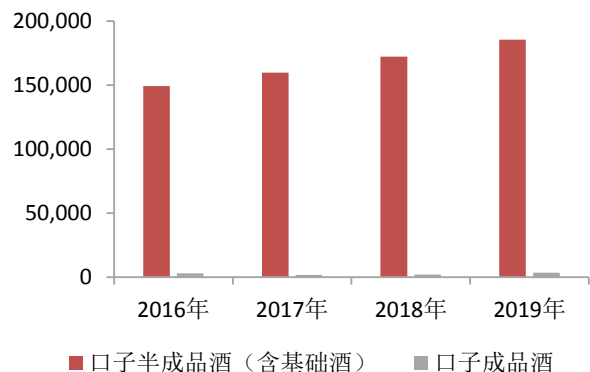
图 32：口子窖销售费用和营业收入增速对比


资料来源：公司年报、东方证券研究所

白酒产量逐步扩张,老酒及基酒库存逐年增长。15-19年,公司白酒产量从 28579 千升提升到 35685 千升, CAGR 为 5.7%, 产量与销量增速基本匹配。公司白酒库存也稳步增长, 其中半成品酒(含基础酒)的库存量在 19 年达到 185375 千升, 16-19 年 CAGR 为 7.5%。白酒产量及库存量的不断增长, 为公司未来业务量提升奠定基础。

图 33：15-19 年口子窖白酒产量（千升）


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 34：16-19 年口子窖白酒库存量（千升）


资料来源：公司年报、东方证券研究所

新投资项目提升 40%产能,扩产后产能基本无忧。自上市以来,口子一直致力于改进工艺、提升白酒产能。公司 IPO 募投项目中优质白酒酿造技改项目、优质白酒陈化老熟和存储项目主要通过技改等措施将普通基酒改造为优质和特级基酒。19 年公司决定投资退城进区搬迁大曲酒酿造提质增效项目,希望新增年产原酒 2 万吨产能。在投资该项目之前,公司已有的设计产能为 5 万吨,新项目将产能提升 40%,待到项目逐步投产后,产能瓶颈有望突破,为销售放量做好铺垫。

表 8：口子窖产能相关建设项目情况

序号	项目名称	投资额 (亿元)	项目目标
----	------	----------	------

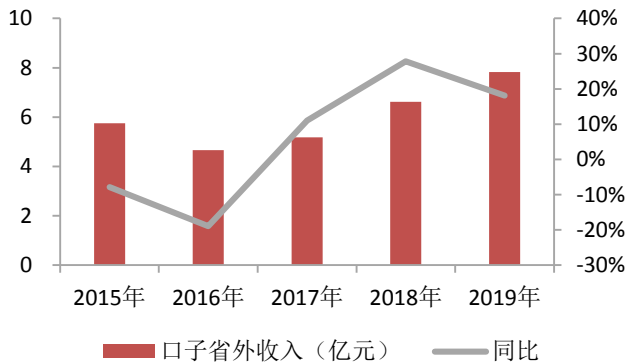
1	优质白酒酿造技改项目	2.76	将东关分厂和溪河分厂原年产 3,000 吨普通基酒改建为年产约 3,000 吨优质和特级基酒（其中，优质基酒增加 900 吨，特级基酒增加 2,100 吨）
2	优质白酒陈化老熟和存储项目	2.82	进一步提升公司基酒品质和强化产品的独特口感，配合酿造技改项目，全流程、全方位提升公司产品品质
3	大曲酒酿造项目	13.60	新增年产原酒 2 万吨产能，涵盖制曲、酿酒、储存三大工艺，提升优质白酒产能

资料来源：公司公告、东方证券研究所

四、省外厂商共建一地一策，以点带面稳扎稳打

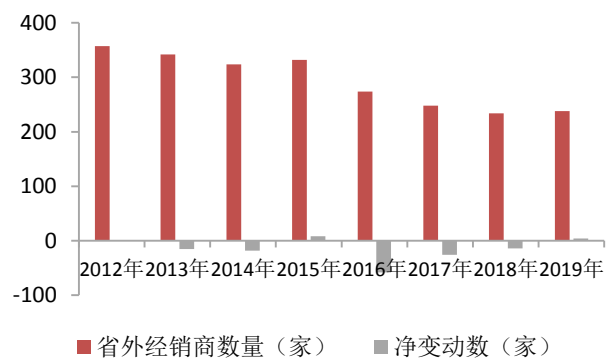
历经波澜，17 年后省外重回增长。口子早在 2000 年时就明确走出去战略，在经历了黄金十年的高速发展后，随着竞品涌现、竞争加剧，公司逐渐聚焦省内，省外收入增长陷入停滞。2011 年至 2016 年，受白酒市场整体调整的影响，公司持续整顿省外业务，省外经销商数量整体持续下滑，从 12 年的 357 家一直下降到 16 年的 274 家。2017 年开始，公司再次开启省外拓展战略，省外收入重回增长，收入从 16 年的 4.7 亿元提升至 19 年的 7.8 亿元，CAGR 为 18.8%；2019 年开始，公司省外经销商开始出现净增长，省外扩张稳步推进。我们认为未来公司一方面将精选优质经销商共同开拓市场，另一方面将加强营销费用投入，随着口子窖品牌知名度不断提升、渠道力逐渐加强，省外收入有望保持较快增长。

图 35：15-19 年口子省外收入（亿元）及增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 36：口子省外经销商数量及变动情况

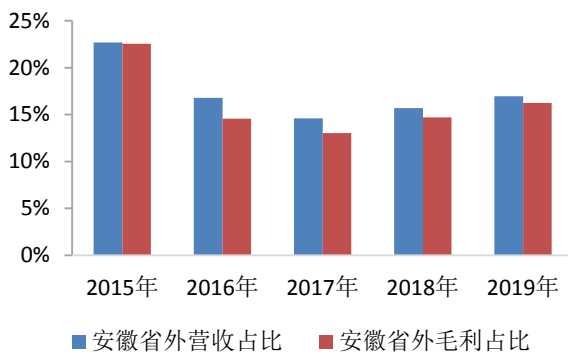


资料来源：公司年报、东方证券研究所

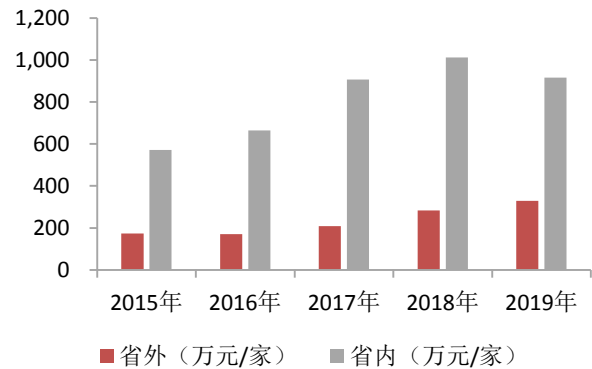
公司在省外的打法战略上主要有以下亮点：1) 厂商共建，精选省内大商外派省外，并引入优胜劣汰机制；2) 因地制宜一地一策，建立符合当地市场属性的营销体系，避免出现“水土不服”现象；3) 以点带面资源聚焦，省外市场整体以京、津、苏、沪、豫、浙、鲁等经济发达、市场基础好的省市为重点突破区，以省会城市为重点，以点带面拓展市场。

省外收入和毛利占比逐步提升，重要性有所增强。整体而言，公司目前仍以省内业务为主，2019 年省内市场收入占比 83.1%，毛利占比达 83.8%。自 2017 年以来，公司省外收入占比从 14.6% 提升至 16.9%，省外毛利占比从 13.0% 提升至 16.2%，重要性不断提升。

省外经销商以质量为先，单家创收提升明显。公司的销售体系较为依靠优质大商，在省外市场拓展时，选择一批具备较强动力和实力的经销商十分关键。因此公司严格把握省外经销商质量，近年来在新招优质省外经销商的同时，也持续淘汰不合格或不适应的经销商。15年来，公司省外经销商数量整体呈下滑趋势，但单家经销商的平均收入大幅上升，从16年的170.3万元/家提升至19年的328.7万元/家。我们认为经销商是口子窖省外拓展的关键支撑，其整体质量的改善对于公司未来持续开拓省外市场意义重大。

图 37：口子窖省外收入和毛利占比


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 38：口子窖省内外经销商单家创收（万元/家）


资料来源：公司年报、东方证券研究所

五、投资建议与风险提示

5.1 投资建议

考虑到疫情对于餐饮、宴会、送礼等渠道的负面影响，我们下调了产品销量、收入预测；考虑到公司费用投放可能增加，我们上调了销售费用率预测。调整预测 20-22 年公司 EPS 分别为 2.88、3.30、3.70 元（原 20-21 年预测为 3.41、3.83 元）。结合白酒类可比公司估值，我们认为目前公司的合理估值水平为 20 年的 26 倍市盈率，对应目标价为 74.88 元，给予买入评级。

表 9：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
古井贡酒	000596	228.90	4.79	5.96	7.20	47.78	38.38	31.80
迎驾贡酒	603198	21.81	1.15	1.38	1.67	19.04	15.84	13.06
伊力特	600197	20.40	1.26	1.56	1.85	16.24	13.07	11.05
舍得酒业	600702	35.71	1.62	1.97	2.34	22.11	18.16	15.28
今世缘	603369	47.60	1.30	1.59	1.97	36.60	29.88	24.22
调整后平均						26	21	18

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2020 年 8 月 18 日收盘价）

5.2 风险提示

- **疫情影响久于预期风险。**二季度以来新冠疫情仍在部分地区复发，餐饮、宴会、送礼等白酒消费渠道仍受到一定的影响。若疫情持续影响时间过久，将影响公司的产品动销以及全年的业绩表现。
- **省内竞争加剧风险。**安徽市场竞争格局较为激烈，公司占据较好价位段充分享受省内消费升级带来的销售增量，但如若省内竞品加大推广货折力度，行业竞争持续加剧，或将对企业业绩带来不利影响。
- **新产品销售及营销体系变革不及预期风险。**公司推出新产品以及推动营销体系变革是公司未来业绩实现较高增速的核心因素。如果公司新产品销售不及预期，营销费用投放力度以及实际效果上不及预期，将对公司未来业绩带来不利影响。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,272	1,533	2,742	3,831	5,041	营业收入	4,269	4,672	4,678	5,392	6,055
应收票据、账款及款项融资	847	647	664	766	860	营业成本	1,094	1,169	1,072	1,166	1,274
预付账款	6	34	17	19	22	营业税金及附加	680	710	725	836	939
存货	2,016	2,333	2,037	2,215	2,421	营业费用	336	396	433	577	694
其他	2,270	2,340	2,203	2,103	2,004	管理费用及研发费用	185	225	223	257	289
流动资产合计	6,411	6,888	7,663	8,935	10,348	财务费用	(8)	(13)	(21)	(33)	(44)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	7	3	4	4	4
固定资产	1,326	1,589	1,851	2,018	2,128	公允价值变动收益	0	35	0	0	0
在建工程	448	379	239	170	135	投资净收益	84	60	60	60	60
无形资产	464	445	434	423	412	其他	1	1	0	0	0
其他	193	201	150	150	150	营业利润	2,060	2,278	2,302	2,645	2,960
非流动资产合计	2,431	2,613	2,674	2,760	2,825	营业外收入	5	2	4	4	4
资产总计	8,842	9,501	10,337	11,695	13,173	营业外支出	4	8	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2,061	2,272	2,301	2,644	2,959
应付票据及应付账款	616	677	633	688	752	所得税	528	552	575	661	740
其他	1,986	1,687	1,742	1,924	2,111	净利润	1,533	1,720	1,726	1,983	2,219
流动负债合计	2,602	2,365	2,375	2,612	2,863	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,533	1,720	1,726	1,983	2,219
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.55	2.87	2.88	3.30	3.70
其他	73	125	125	125	125						
非流动负债合计	73	125	125	125	125						
负债合计	2,675	2,490	2,500	2,737	2,988						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	600	600	600	600	600						
资本公积	977	977	977	977	977						
留存收益	4,591	5,435	6,260	7,381	8,608						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	6,167	7,012	7,837	8,957	10,185						
负债和股东权益总计	8,842	9,501	10,337	11,695	13,173						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,533	1,720	1,726	1,983	2,219
折旧摊销	108	123	138	164	185
财务费用	(8)	(13)	(21)	(33)	(44)
投资损失	(84)	(60)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(828)	1,887	311	(46)	(55)
其它	399	(2,361)	49	2	2
经营活动现金流	1,120	1,297	2,143	2,009	2,247
资本支出	(443)	(269)	(250)	(250)	(250)
长期投资	(3)	(19)	0	0	0
其他	(303)	192	195	160	160
投资活动现金流	(749)	(95)	(55)	(90)	(90)
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(450)	(900)	(879)	(830)	(947)
筹资活动现金流	(450)	(900)	(879)	(830)	(947)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(79)	302	1,209	1,089	1,210

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	18.5%	9.4%	0.1%	15.3%	12.3%
营业利润	32.0%	10.6%	1.1%	14.9%	11.9%
归属于母公司净利润	37.6%	12.2%	0.3%	14.9%	11.9%
获利能力					
毛利率	74.4%	75.0%	77.1%	78.4%	79.0%
净利率	35.9%	36.8%	36.9%	36.8%	36.6%
ROE	27.2%	26.1%	23.2%	23.6%	23.2%
ROIC	27.1%	26.0%	23.0%	23.3%	22.8%
偿债能力					
资产负债率	30.3%	26.2%	24.2%	23.4%	22.7%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.46	2.91	3.23	3.42	3.61
速动比率	1.68	1.92	2.36	2.56	2.76
营运能力					
应收账款周转率	339.4	552.3	711.8	535.5	529.0
存货周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标(元)					
每股收益	2.55	2.87	2.88	3.30	3.70
每股经营现金流	1.87	2.16	3.57	3.35	3.75
每股净资产	10.28	11.69	13.06	14.93	16.97
估值比率					
市盈率	19.5	17.4	17.3	15.1	13.5
市净率	4.8	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	12.2	11.0	10.9	9.5	8.5
EV/EBIT	12.8	11.6	11.5	10.1	9.0

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

