



积淀深厚空间广阔，省外扩张及结构升级亮眼 ——金徽酒（603919.SH）首次覆盖报告

核心观点

复星赋能，潜力空间巨大。目前复星系旗下的豫园集团持有公司38%的股份位列第一大股东，股权集中度较高。复星集团能够利用其食品饮料公司运营经验以及华东地区广泛的渠道资源提升金徽酒的品牌力，助力公司全国化发展。

品牌方面，公司采用空中广告投放+媒体宣传相结合的形式，精准覆盖不同群体，有效利用新媒体进行精准营销。**产品方面**，共有“金徽”和“陇南春”两大品牌共计八大系列，陇南春系列定位高端酱酒，有望开拓华东市场并提升整体产品结构。公司目前高端产品营收端占比提升显著，未来产品结构升级将成为重要亮点。**渠道方面**，甘肃省内为金徽酒的大本营市场，深耕多年建立了强大的深度分销渠道网络。公司立足甘肃基础上，积极开拓省外市场，采取因地制宜的渠道策略，未来在“大西北战略”支撑下将迎来广阔的市占拓展空间。“千店网络”升级为“金网工程”后，公司对渠道端挖掘更加深入，配合公司在高端化、打造意见领袖群体方面的积极发力，将大幅提升整体盈利能力。

公司具备深厚历史文化积淀，产品文化历史可溯源至西汉以前，公司作为甘肃市场本地名酒，具备强大的品牌力和知名度。同时，西北白酒市场空间广阔，公司积极推行“大西北战略”，在省外扩张方面表现亮眼，渠道拓宽的同时也纵向加深，建立强大渠道网络布局提高终端掌控力。深厚的积淀与广阔空间做基础，叠加公司在渠道深耕上的布局，在产品结构升级上的发力，将助推公司未来完成更加亮眼的业绩。

投资建议

我们看好公司在具备深厚历史文化积淀的同时，发力省外扩张，且推进良好，同时未来陇南春的新推出有望进一步开拓华东市场，进一步助推产品结构升级。复星入主后公司有望借助其丰富的管理、渠道资源，提升自身品牌、渠道势能，进一步提升盈利能力。预计公司2021-2023年营业收入分别为20.15/26.17/34.39亿元，同比增长16.44%/29.87%/31.41%；归母净利润分别为4.15/5.77/7.79亿元，同比增长25.12%/39.07%/35.04%；EPS分别为0.82/1.14/1.53；当前股价对应PE为44.04/31.67/23.45倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

- 提示一：白酒提价落地不及预期。
- 提示二：疫情影响反复。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1730.67	2015.19	2617.21	3439.38
增长率(%)	5.89	16.44	29.87	31.41
归母净利润	331.32	414.53	576.50	778.52
增长率(%)	22.44	25.12	39.07	35.04
EPS(元/股)	0.65	0.82	1.14	1.53
市盈率(P/E)	62.29	44.04	31.67	23.45
市净率(P/B)	7.39	5.72	4.84	4.01

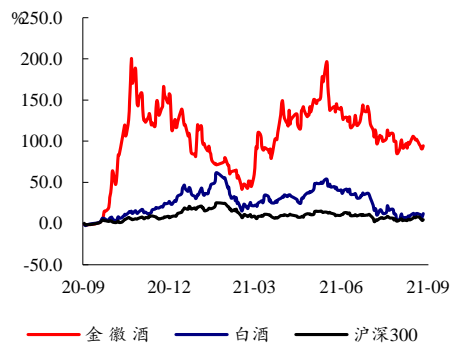
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（收盘价参考2021年9月17日）

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名	汪玲
资格证书	S1710521070001
电子邮箱	wangl665@easec.com.cn
团队成员	秦楠
电子邮箱	qinn598@easec.com.cn
团队成员	李昭璇
电子邮箱	lizx647@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	507.26
流通A股/B股(百万股)	507.26/0.00
资产负债率(%)	18.26
每股净资产(元)	5.61
市净率(倍)	6.24
净资产收益率(加权)	6.57
12个月内最高/最低价	54.40/17.80

相关研究

正文目录

1. 公司简介：传承千年酿酒文化，古酒金徽历久弥新.....	4
1.1. 历史悠久享誉西北，历经坎坷金徽名酒焕发新生.....	4
1.1.1. 气候适宜水系丰富，悠久历史孕育名酒基因.....	4
1.1.2. 经营不善引发名酒失落，收购重整焕发新生.....	4
1.2. 复星系入主赋能公司，股权激励绑定核心利益.....	5
1.2.1. 复星系入主公司，协同发展加速布局全国化.....	5
1.2.2. 员工持股彰显公司信心，二次创业金徽重启征程.....	6
1.3. 财务分析：业绩稳步增长，成本控制能力稳定.....	7
2. 行业分析：立足甘肃，辐射西北.....	9
2.1. 牢抓甘肃市场，差异化竞争稳居省内龙头.....	9
2.1.1. 甘肃白酒市场份额有限，本地酒企占据主导地位.....	9
2.1.2. 让位高端进行差异化竞争.....	10
2.1.3. 采取不饱和营销战略，一地一策加速布局省内潜在市场.....	11
2.2. 西北地区市场广阔，大西北战略初见成效.....	12
2.2.1. 西北市场空间广阔，消费习惯相似便于打开市场.....	12
2.2.2. 不对称营销初见成效，营收增速高于西北其他省内龙头.....	13
2.3. 复星入主赋能华东市场开拓.....	15
3. 公司分析：积淀深厚，高端化发展可期.....	16
3.1. 品牌分析：历史底蕴深厚，发力品宣提升品牌力.....	16
3.1.1. 历史底蕴深厚，金徽+陇南春双品牌策略亮眼.....	16
3.1.2. 发力品宣定位清晰，空中广告+正能量赋能品牌力提升.....	17
3.2. 产品分析：独特工艺酿造窖香好酒，布局高端实现价格全覆盖.....	19
3.2.1. 独特工艺酿造窖香好酒.....	19
3.2.2. “金徽酒”+“陇南春”双轮驱动，进军全国市场.....	19
3.2.3. 消费升级推动产品结构优化.....	21
3.3. 渠道分析：深耕省内，开拓西北.....	22
3.3.1. 省内：深度分销，千店金网塑造强大渠道营销网络.....	22
3.3.2. 省外：因地制宜，多种渠道方式助推不同市场.....	23
4. 盈利预测.....	24
4.1. 主要假设.....	24
5. 投资建议.....	26
6. 风险提示.....	26

图表目录

图表 1. 金徽酒源于南宋名将吴玠的“金盞酒”.....	4
图表 2. 金徽酒历史底蕴丰厚.....	4
图表 3. 七十余载深耕酿酒行业，历经坎坷西北名酒焕发新生.....	5
图表 4. 公司股权结构清晰，股权集中度较高.....	6
图表 5. 盈利能力不断改善，完成高增目标可期（19-20 年为实际数据）.....	7
图表 6. 2016-2020 年公司营收持续增长.....	7
图表 7. 2016-2020 年公司归母净利持续增长.....	7
图表 8. 中高档酒挺价明显.....	8
图表 9. 2016-2020 年公司省外白酒销量持续增长.....	8
图表 10. 2016-2020 年公司省外营收占比持续增长.....	8

图表 11.	省外营收增速亮眼，省内营收持续增长.....	8
图表 12.	甘肃省经济基础较为薄弱，2020 年 GDP 居于全国后位.....	9
图表 13.	甘肃省内市场竞争格局呈一超多强态势.....	10
图表 14.	甘肃城镇人均可支配收入增速略高于平均.....	10
图表 15.	消费升级推动公司营收结构不断优化.....	10
图表 16.	主攻 300 元以下优势价格带，与全国化名酒形成错位竞争.....	11
图表 17.	省内营收占比以甘肃东南及兰州周边为主.....	12
图表 18.	省内毛利率水平甘肃东南及兰州周边占优.....	12
图表 19.	各区域市场采取不同策略有效扩大市占率.....	12
图表 20.	西北地区城镇居民人均可支配收入相当.....	13
图表 21.	立足甘肃，省外扩张上优先辐射西北各省.....	14
图表 22.	金徽酒营收（亿元）增速高于伊力特和青青稞酒.....	14
图表 23.	金徽酒坐拥长江水系资源，地理环境西北独有.....	15
图表 24.	华东地区为豫园股份业务布局大本营.....	16
图表 25.	豫园业务种类丰富，餐饮酒业均有布局.....	16
图表 26.	品牌历史悠久，先后多次获得国内外奖项.....	17
图表 27.	2016-2020 年销售费用率先升后降.....	17
图表 28.	2016-2020 年广告宣传推广费用增长明显.....	17
图表 29.	金徽酒成功举办金徽 28 年高端品鉴会.....	18
图表 30.	2021 年浪漫樱花节暨金徽生态游活动.....	18
图表 31.	正能量公益基金会为抗疫做出贡献.....	18
图表 32.	运用微博、微信公众号进行正能量精准营销.....	18
图表 33.	独特的工艺赋予金徽酒“只有窖香，没有泥味”的特性.....	19
图表 34.	金徽酒系列覆盖全价格带.....	20
图表 35.	1990 年代陇南春酒，定位高端.....	20
图表 36.	金徽酒产品体系覆盖全价格带.....	21
图表 37.	公司中高端酒营收端占比不断上升，产品结构升级明显.....	22
图表 38.	强大的销售渠道网络是开拓市场的基础.....	23
图表 39.	金徽酒营销网络遍布全国.....	23
图表 40.	公司建立天猫、京东旗舰店，发力“互联网+”渠道建设.....	23
图表 41.	省外地区公司采取因地制宜的多种渠道模式.....	24
图表 42.	量价拆分及收入假设.....	25
图表 43.	可比公司当前估值情况.....	26

1. 公司简介：传承千年酿酒文化，古酒金徽历久弥新

1.1. 历史悠久享誉西北，历经坎坷金徽名酒焕发新生

1.1.1. 气候适宜水系丰富，悠久历史孕育名酒基因

地理优势保障白酒品质，历史底蕴赋予名酒基因。金徽酒原产地位于甘肃徽县，地处甘陕川交界秦巴山地的徽成盆地，适宜的气候环境形成了独特的微生物菌系。徽县坐拥长江流域嘉陵江水系资源，地下水水质优良，水体透明微甜呈天然的弱碱性，上好的酿酒用水保障了金徽酒的优良品质。徽县酿酒的历史最早可追溯至西汉以前，因南宋名将吴玠在徽县仙人关与金兵大战取胜后，众将士以金兵头盔盛酒痛饮，因而得名“金盔酒”，后改称为“金徽酒”。明清时期，徽酒进入百花齐放的繁盛期，先后涌现出“永盛源”、“宽裕成”、“缙绅坊”、“恭信福”等一批知名白酒作坊，悠久的历史底蕴和深厚的文化积淀赋予金徽酒名酒基因。

图表1. 金徽酒源于南宋名将吴玠的“金盔酒”



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表2. 金徽酒历史底蕴丰厚



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

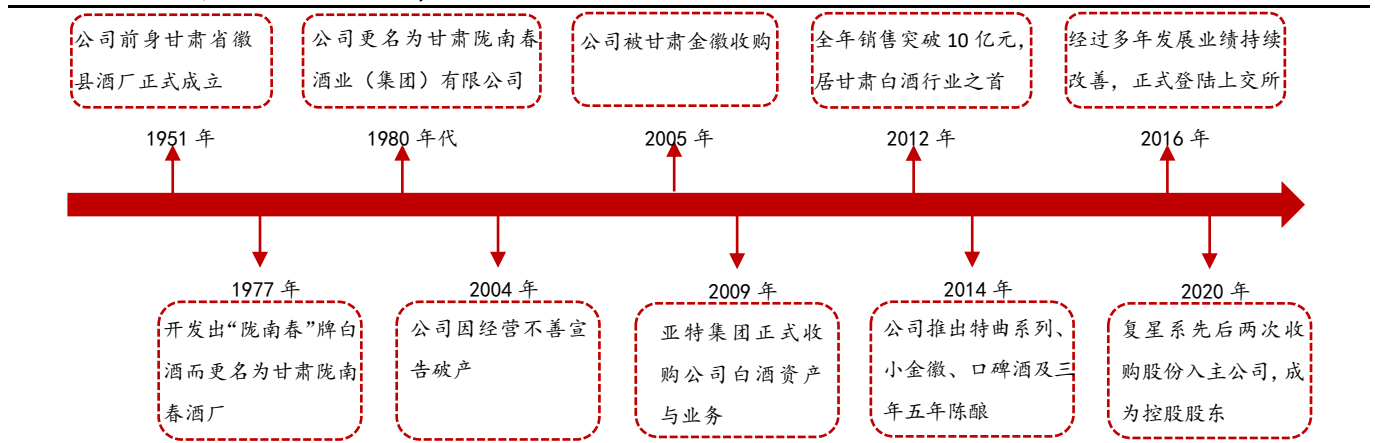
1.1.2. 经营不善引发名酒失落，收购重整焕发新生

西北名酒享誉全国。公司前身甘肃省徽县酒厂于1951年在“永盛源”、“宽裕成”等知名白酒作坊的基础上组建而成，1960年代公司正式注册“金徽”商标，成为全国首批获准注册的八大国酒品牌之一。1977年公司开发出“陇南春”牌白酒并更名为甘肃陇南春酒厂，后于1980年代更名为甘肃陇南春酒业（集团）有限公司，成为省属国有独资企业。1990年代以来陇酒集团因经营不善而逐步陷入困境，最终于2004年宣告破产并于次年被甘肃金徽收购。

收购整合公司东山再起，业绩改善老名酒焕发新生。2009年亚特投资集团出资设立徽县金徽酒业有限公司收购了甘肃金徽与白酒经营相关资产与业务，收购后公司聚焦白酒主业，先后推出“特曲系列”、“三年五年陈酿”、“红瓷特曲”等深受消费者喜爱的单品，产品结构不断优化。经过多年的砥砺前行发展，公司于2012年全年销售突破十亿元，各项指标连续四年维持40%以上增速，稳坐甘肃白酒企业头把交椅，从此走上发展的快车道。

成功上市开启发展新篇，复星入主扬帆再启航。2016年3月10日，金徽酒正式登陆上交所，标志着公司发展开启了新篇章。公司随后在产能端发力，2017年改扩建窖泥车间和酿酒四车间相继投产，2018年新制曲中心正式投产运行。2020年，复星集团通过旗下的豫园股份入主公司，公司有望借助复星集团的实力加速全国化布局。

图表3. 七十余载深耕酿酒行业，历经坎坷西北名酒焕发新生



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

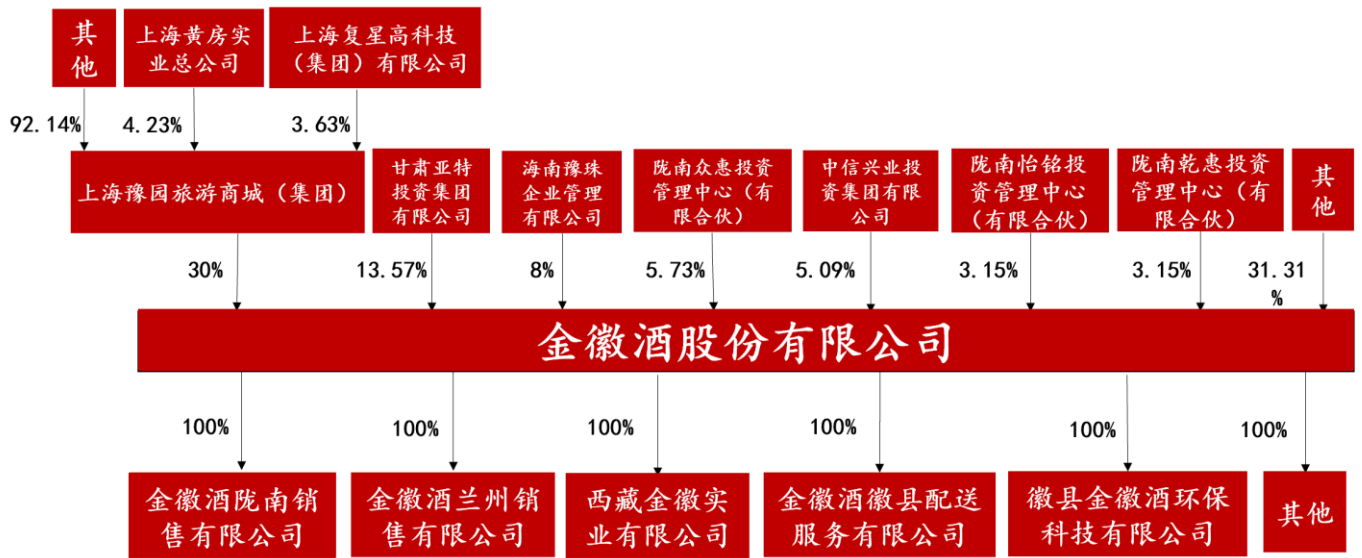
1.2. 复星系入主赋能公司，股权激励绑定核心利益

1.2.1. 复星系入主公司，协同发展加速布局全国化

复星系两次收购终成第一大股东。2020年5月，复星集团旗下的豫园股份与亚特集团达成股份转让协议，以每股12.07元的价格收购公司30%的股份。2020年10月，豫园股份一致行动人海南豫珠发起要约收购，以每股17.62元的价格收购公司8%的股份，完成收购后共持有公司38%的股份，正式成为控股股东，公司实控人变更为复星集团董事长郭广昌。

公司股权结构清晰，股权集中度较高。目前复星系旗下的豫园集团持有公司38%的股份位列第一大股东，甘肃亚特集团以13.57%的股份位居第二，前两大股东合计持有超半数股份，股权集中度较高。复星集团作为控股股东能够利用其食品饮料公司运营经验以及华东地区广泛的渠道资源提升金徽酒的品牌力，助力公司全国化发展。

图表4. 公司股权结构清晰，股权集中度较高



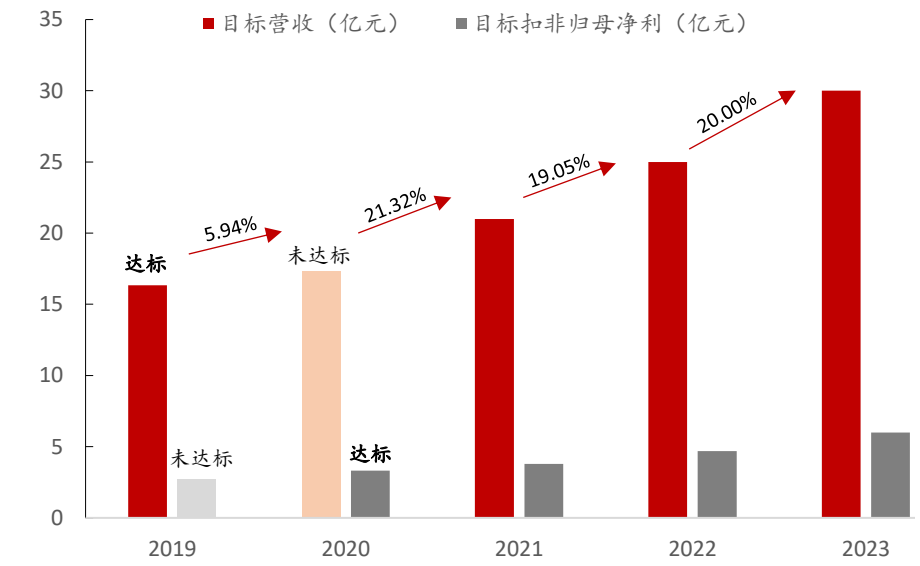
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.2.2. 员工持股彰显公司信心，二次创业金徽重启征程

管理层、骨干员工和经销商持股，核心利益深度绑定。2018年起公司先后开启管理层、员工及经销商持股计划。公司高管通过众惠投资、乾惠投资、怡铭投资间接增持公司股份。2019年5月，公司面向核心骨干员工开启第一轮员工持股计划，计划以非公开发行方式认购公司1.26%的股份。同时，公司面向经销商引入了金徽正能量1号集合资产管理计划，计划持有公司1.88%的股份。通过引入高管、员工和经销商的持股计划，公司将核心利益深度绑定，有利于公司长期健康发展。

五年发展战略规划高举高打，绩效奖惩协议有效激励高管。2019年，公司编制了五年发展战略规划纲要，指出未来五年要巩固甘肃地区优势市场，积极开拓西北市场，加快金徽和陇南春双品牌发展战略，打造具有影响力和竞争力的中高端白酒知名品牌，计划到2023年实现营收30亿元，扣非归母净利6亿元。同时，公司与9名核心高管签订业绩奖惩协议，充分调动管理层的积极性，彰显公司对未来五年发展的信心和决心。

图表5. 盈利能力不断改善，完成高增目标可期（19-20年为实际数据）

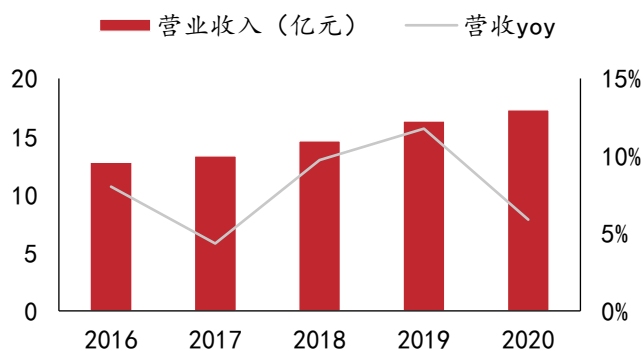


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 财务分析：业绩稳步增长，成本控制能力稳定

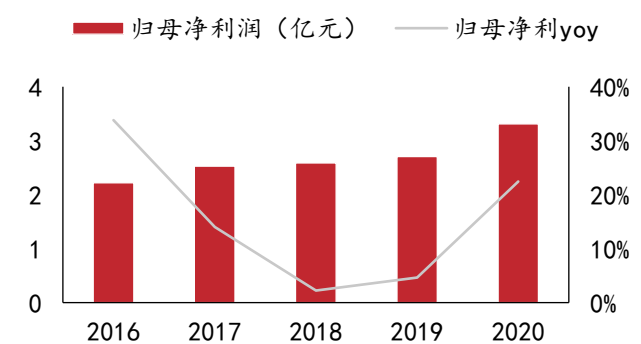
公司业绩稳步增长，产品结构优化带动毛利率提升。2016-2020年，公司营业收入由12.77亿元增长至17.31亿元，CAGR达7.89%；归母净利润由2.22亿元增长至3.31亿元，CAGR达10.54%，公司业绩持续向好发展。其中，高档酒营收占比由2016年25.62%大幅提升至2020年50.86%，产品结构持续升级。2016-2020年，毛利率由61%稳步提升至63%；净利率稳中有升，由2016年17%提升至2020年19%，公司不断发力中高端系列产品布局，高端酒销量持续提升带动毛利率和净利率提升。

图表6. 2016-2020年公司营收持续增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表7. 2016-2020年公司归母净利润持续增长

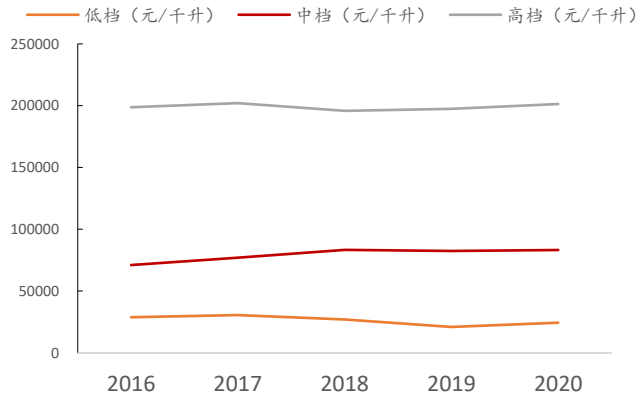


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

省外市场销量增加，高档酒销量提升带动吨价上行。公司白酒销量呈总量下降，省外销量增长的趋势。2016-2020年，白酒总销量由16890千升

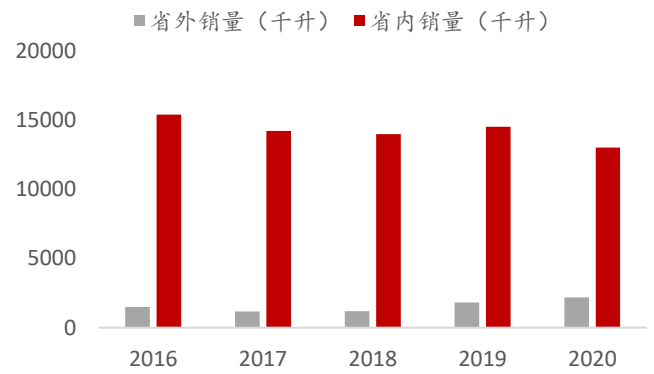
下降至 15213.95 千升，省外销量由 1488 千升增长至 2194 千升，CAGR 达 10.2%。吨价方面，得益于公司产品结构持续优化，高档酒销量不断上升，吨价由 75.62 元/升增长至 112.09 元/升，消费升级进程下公司高档酒有望对中低档酒持续形成替代效应，带动吨价进一步上升。

图表8. 中高档酒挺价明显



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

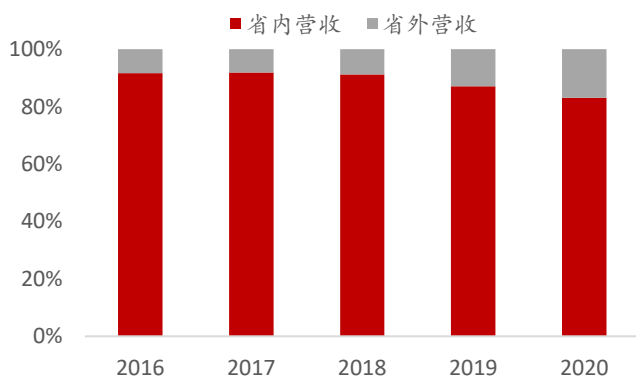
图表9. 2016-2020 年公司省外白酒销量持续增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

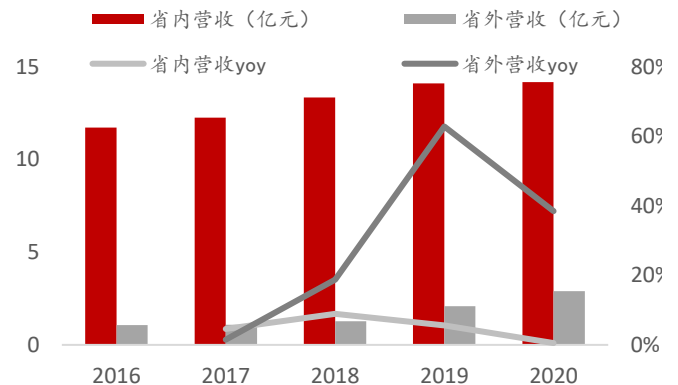
巩固甘肃核心市场，省外市场营收增速亮眼。2016-2020 年，公司省外营收占比由 8.32% 增长至 16.70%，近三年省外营收维持两位数以上增速，远超省内。公司不断巩固本地核心市场，同时不断开拓西北市场，营销网络辐射甘肃、陕西、宁夏、新疆、西藏、内蒙等地。复星入主后，公司有望借助其品牌势能及在华东地区的渠道优势向华东市场渗透，进一步向全国市场进军。

图表10. 2016-2020 年公司省外营收占比持续增长



资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表11. 省外营收增速亮眼，省内营收持续增长



资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

2. 行业分析：立足甘肃，辐射西北

2.1. 牢抓甘肃市场，差异化竞争稳居省内龙头

2.1.1. 甘肃白酒市场份额有限，本地酒企占据主导地位

经济基础和人口规模决定甘肃白酒市场体量较小。甘肃省地处西北部三大高原交汇地带，地广人稀，2020年甘肃省常住人口仅为2502万人，GDP位列全国倒数第五名，人口数量较少及经济发展相对落后导致甘肃地区白酒市场发展程度目前来看较为有限。

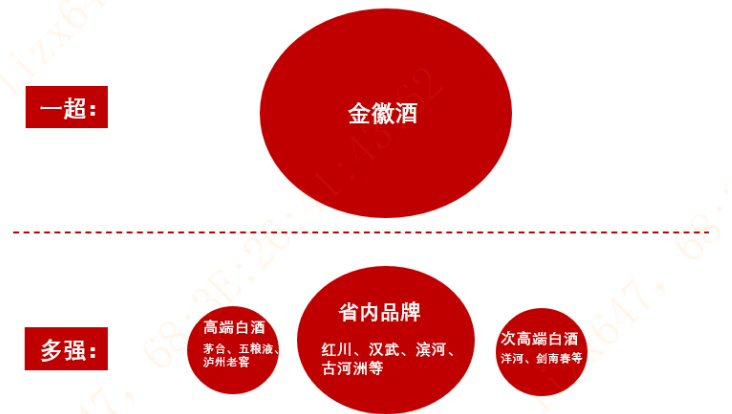
图表12. 甘肃省经济基础较为薄弱，2020年GDP居于全国后位



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

全国化名酒渗透不足，本地品牌占据主导地位。由于甘肃省白酒市场规模有限且居民消费水平相对较低，全国化名酒企尚未对省内市场作重点布局，而本地品牌凭借性价比和本土优势主导省内白酒市场。目前甘肃地区白酒市场竞争格局呈一超多强态势，金徽酒市占率优势明显，全国性名酒企茅台、五粮液、泸州老窖在高端市场依旧地位稳固，红川、滨河、汉武等其余本地酒企也在市场中占据一席之地。

图表13. 甘肃省内市场竞争格局呈一超多强态势



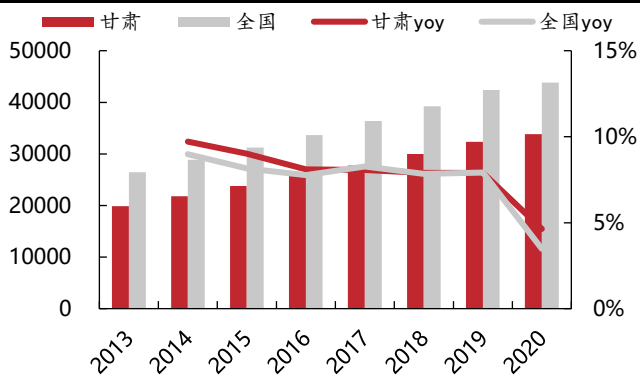
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.1.2. 让位高端进行差异化竞争

让位高端开启错位竞争，消费升级推动结构升级。金徽酒牢牢抓住甘肃市场中低端酒占比较大的特点，开启与省外白酒的错位竞争道路。公司主攻 300 元以下的价格带，共布局二十余款单品，而 500 元以上的高端价格带仅布局 2 款单品。茅五泸三大高端白酒玩家在高端市场地位十分稳固，而公司通过将高端价格带让位于茅台、五粮液、泸州老窖等全国性名酒企，聚焦于空间巨大的下沉市场。

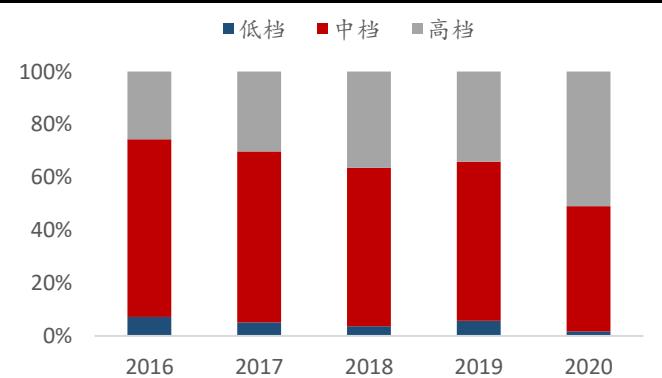
随着经济不断发展，甘肃省城镇居民人均可支配收入连年增长，虽然和全国平均水平仍有一定差距，但近年来增速略高于全国水平，因此白酒消费结构也逐步向 100-300 元价格带推进，从公司收入结构来看 100 元以上高档酒营收占比已从 2016 年的 26% 增长至 2020 年的 51%。公司聚焦自己优势价格带，同时借助大本营市场的经济快速发展，有望在产品结构升级方面呈现更加优秀的表现。

图表14. 甘肃城镇人均可支配收入增速略高于平均



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表15. 消费升级推动公司营收结构不断优化



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表16. 主攻300元以下优势价格带，与全国化名酒形成错位竞争

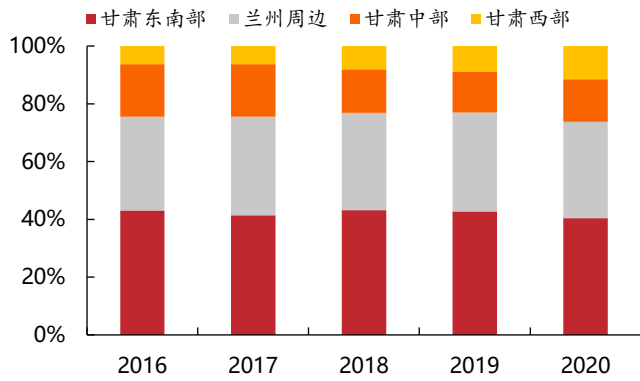
档次	零售价格	金徽酒主要产品	省内市场其他主要产品
高档酒	500元/500ml 以上	金徽二十八年	飞天茅台、五粮液 1618、五粮液、国窖 1573、红花郎、青花 30 汾酒、52° 剑南春、水晶水井坊、洋河梦之蓝 M9 和 M6、今世缘国缘 V6 和 V9、酒鬼酒内参、品味舍得酒
	300元至500元 /500ml	金徽十八年、柔和金徽 H9、正能量 1 号	汉酱、仁酒、五粮特曲、青花 20 汾酒 52° 剑南福、洋河梦之蓝、洋河天之蓝、西凤三十年
	100元至300元 /500ml	世纪金徽五星、柔和金徽 H3、柔和金徽 H6、世纪金徽百里四香、正能量 2 号、正能量 3 号	茅台王子酒、茅台迎宾酒、五粮春、郎酒 1912 (Z6)、老白汾酒、剑南液、洋河海之蓝、金六福四星、金六福五星、凤香醇 10 年、沱牌特曲、小糊涂仙、习酒、衡水老白干、伊利春、酱领、今世缘典藏
中档酒	30元至100元 /500ml	世纪金徽三星、世纪金徽四星、金徽金藏、金徽银藏、金徽陈藏、世纪金徽五里香、世纪金徽十里香	陈泥香、尖庄、五粮醇、老郎酒、经典贵宾郎、剑南娇子、洋河大曲、泸州老窖精品头曲、泸州老窖二曲、西凤老酒、枝江二星、今世缘地缘
低档酒	30元/500ml以下	世纪金徽一星、世纪金徽二星、陇南春系列	绵竹大曲、西凤家乐酒、老村长酒、兰陵特酿

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.1.3. 采取不饱和营销战略，一地一策加速布局省内潜在市场

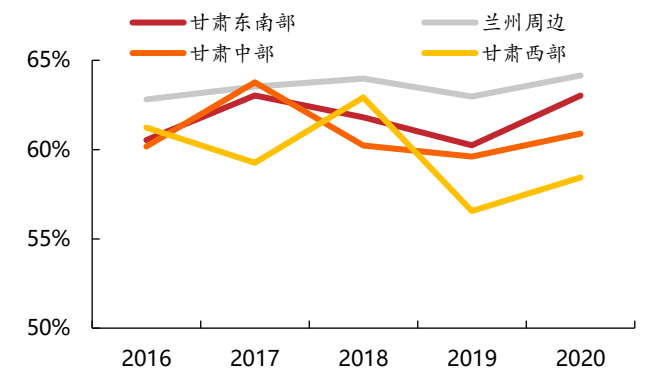
优势区域保持稳定，加速布局省内薄弱地区。兰州地区凭借省会的区位优势经济发展水平相对较高，人均消费能力较强，因此成为公司重点布局市场。甘肃东南部地区是金徽酒的发源地，当地对金徽品牌认可度较高，也是公司传统优势地区。目前省内营收主要来自于甘肃东南部及兰州周边两大优势市场，分别占省内营收的 40.40%和 33.33%。除优势地区外，在甘肃省内公司持续发力挖掘剩余潜在市场，近年来加大布局甘肃西部市场，营收占比由 2016 年的 6.32%增长至 2020 年的 11.51%，增长速度亮眼。毛利率方面，甘肃东南部和兰州周边凭借渠道布局完善利润率较高，分别为 63.02%和 64.15%；作为薄弱地区的中部和西部地区因渠道下沉不足和加大布局投入因此毛利率偏低，分别为 60.89%和 58.43%，未来有一定的提升空间。

图表17. 省内营收占比以甘肃东南及兰州周边为主



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表18. 省内毛利率水平甘肃东南及兰州周边占优



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

实施不饱和营销战略，“一地一策”深耕甘肃区域市场。目前公司在甘肃中部和西部销售占比较小，尽管甘肃市场收入占比达80%以上，但市场格局仍呈不饱和态势，针对薄弱地区的提升空间仍然很大。公司采取不饱和营销战略，以一地一策的形式有针对性地提升各区域市场份额。针对甘肃东南部和中部地区，公司保持产品全覆盖，稳固基本盘；针对兰州周边地区深入推进“大兰州”战略，以兰州为核心带动周边地区市占率提升；针对甘肃西部有待培育的市场，加大市场投入，不断培养消费者以提升市占率。

图表19. 各区域市场采取不同策略有效扩大市占率

区域市场	市场情况	销售策略
甘肃东南部	金徽酒发源地，品牌认可度高，营收占比最大	产品全覆盖
甘肃中部	营收占比不断减少	产品全覆盖
甘肃西部	营收占比最少，渠道有待进一步下沉	加大市场投入，培育消费者
兰州地区	消费水平较高，贡献营收较大	实施“大兰州”战略，以兰州为核心辐射周边地区

资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

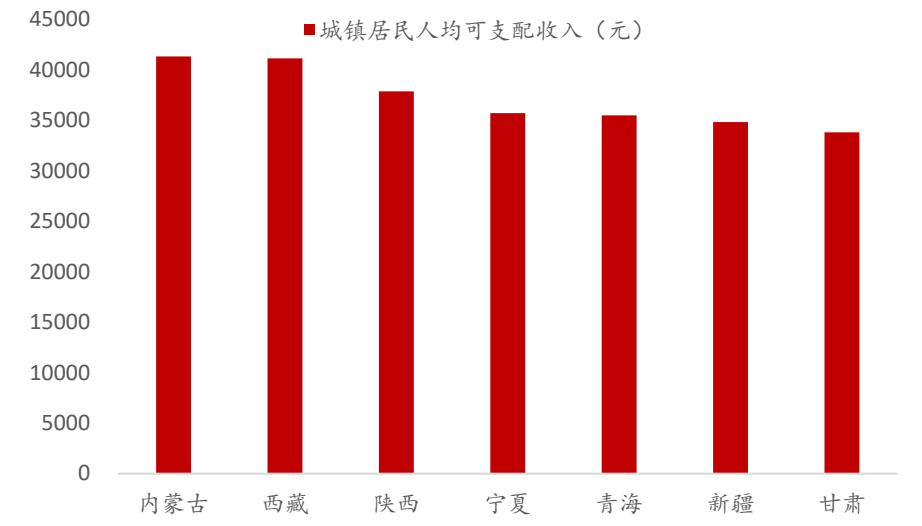
2.2. 西北地区市场广阔，大西北战略初见成效

2.2.1. 西北市场空间广阔，消费习惯相似便于打开市场

西北六省人口和居民消费水平均超甘肃，辐射周边公司空间广阔。我国西北地区包含甘肃、宁夏、陕西、青海、内蒙古、新疆、西藏七省份，气候条件和地理环境大同小异，冬季漫长而寒冷，饮酒文化盛行，消费习惯相似。第七次人口普查显示，西北七省共有人口1.31亿，是甘肃省总人口的五倍有余。居民消费能力方面，各省份居民消费水平相当，可支配收入均位于3.3-3.8万元区间，其他六省居民的消费能力均高于甘肃地区。西北地区广大的人口基数和相似的消费水平使得本土酒企更容易打开市场，而对于

以甘肃为大本营市场的金徽酒来说，西北市场无疑意味着十分广阔的发展扩张空间。

图表20. 西北地区城镇居民人均可支配收入相当

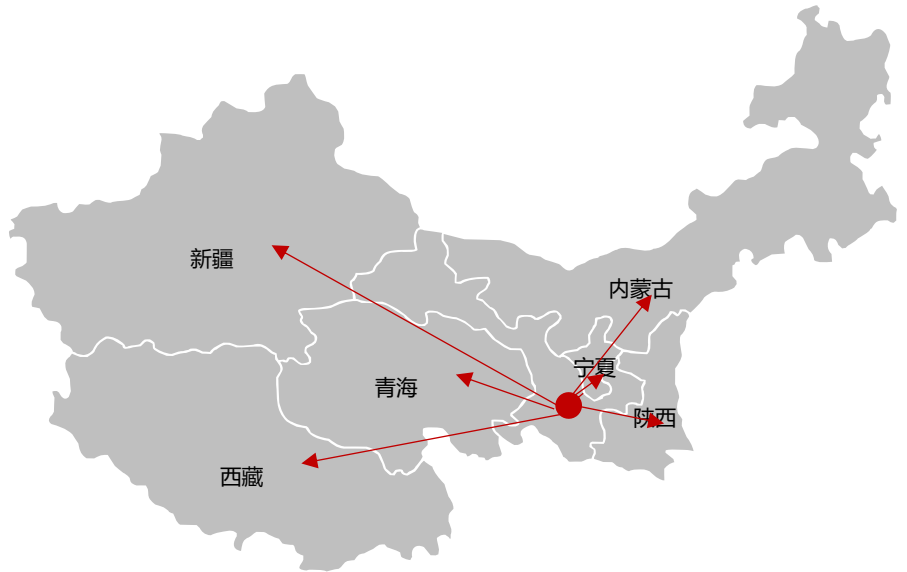


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2.2. 不对称营销初见成效，营收增速高于西北其他省内龙头

省外实施“不对称营销”，立足甘肃发展西北。大西北地区各省经济发展水平差距较小，民俗风情和地理环境较为相似使得各省白酒市场情况相对接近，因此在省外扩张方面，公司采用做深做透甘肃市场，并不对称地优先辐射大西北地区的战略。2009年起公司布局周边的宁夏市场，并于2013年进入陕西部分市场。目前公司销售网络已覆盖陕西、宁夏、新疆、西藏、内蒙、青海等西北地区，省外收入占比持续扩大并于2020年达到16.70%，不对称营销策略初见成效，大西北市场的广阔空间将赋予公司营收持续增长的天地。

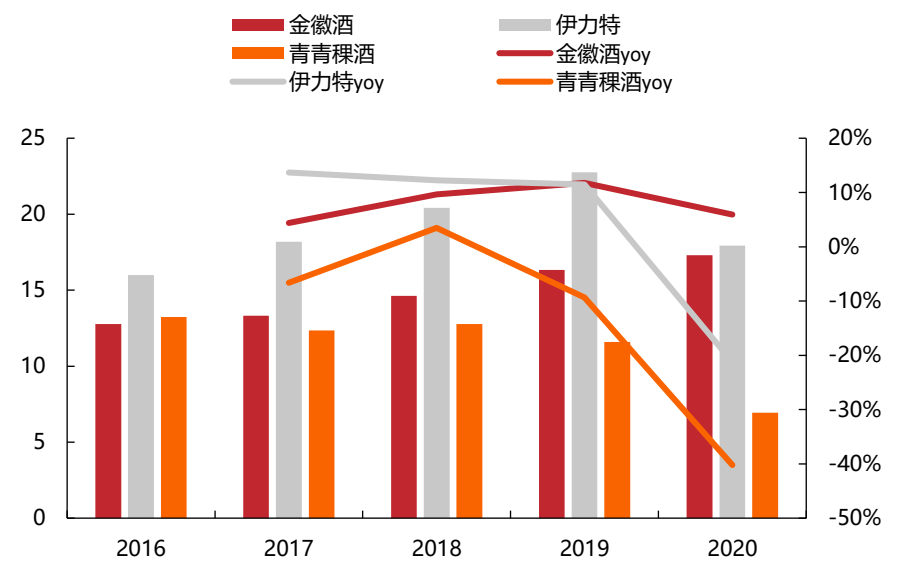
图表21. 立足甘肃，省外扩张上优先辐射西北各省



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

西北市场整体来看，目前金徽酒业绩表现好于其他龙头。西北地区幅员辽阔，地理环境较为复杂使得运输成本相对较高，外来白酒品牌因成本问题很难布局下沉市场，全国化名酒企在西北地区布局也相对薄弱，仅占据高端市场，而中低端的广阔市场被大量西北本地酒企占据。各省份虽然有本土龙头酒企，但尚未形成区域化领军龙头，目前西北地区名酒除金徽酒外还有位于新疆的伊力特和青青稞酒，从酒类营收看金徽酒目前营收增长速度位列第一，营收规模上2020年达17.31亿元仅次于伊力特。

图表22. 金徽酒营收（亿元）增速高于伊力特和青青稞酒



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

地理位置赋予优势，公司有望成为区域性龙头。与伊力特和青青稞酒相比，金徽酒是西北唯一一家坐拥长江水系的酒厂，不可复制的地理条件造就了其独特的口感。此外，金徽酒厂坐落于甘肃西北部，地处西北地区中部、五省通衢之处，与远在新疆的伊力特和青青稞酒相比更有利于向周边省份辐射，运输成本端具有一定的优势。业绩优势、地理优势以及公司在品牌、产品、渠道方面持续的积极布局，公司有望成为首个覆盖西北的区域性龙头。

图表23. 金徽酒坐拥长江水系资源，地理环境西北独有

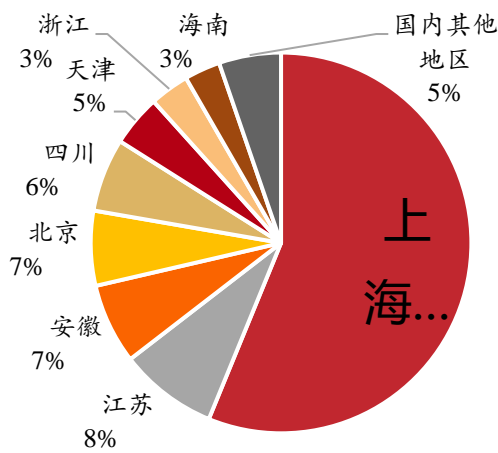


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

2.3. 复星入主赋能华东市场开拓

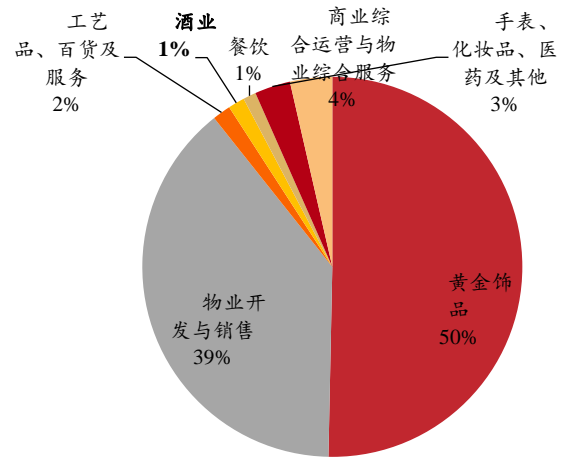
复星入主有望推进公司在华东市场的开拓。复星集团先后通过豫园股份以协议转让和要约收购方式控股金徽酒，金徽酒成为复星快乐板块重要成员。11月，金徽酒股价创历史新高，市值突破200亿元，受到资本市场高度关注，品牌形象大幅提升。我们认为豫园强大的华东市场渠道资源与能力，有望助推金徽酒打开华东市场。同时，针对华东市场，公司未来将布局陇南春，其具备的强大名酒基因以及优秀知名度，叠加复星入主带来的渠道资源，将更有利于进入消费水平较高的沿海城市，展现亮眼的表现。

图表24. 华东地区为豫园股份业务布局大本营



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表25. 豫园业务种类丰富，餐饮酒业均有布局



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3. 公司分析：积淀深厚，高端化发展可期

3.1. 品牌分析：历史底蕴深厚，发力品宣提升品牌力

3.1.1. 历史底蕴深厚，金徽+陇南春双品牌策略亮眼

深厚历史文化积淀赋能强大品牌力，传承明清烧坊古法酿制。徽县地区酿酒文化源远流长，素有“西部酒乡”之称，酿酒历史最早可追溯至西汉以前。金徽酒前身“甘肃省徽县酒厂”即是当地“永盛源”“宽裕成”“缙绅坊”“恭信福”等明清时期规模较大、较为知名的白酒作坊合并而成。公司传承古法酿制技艺，历史赋予了公司丰厚的白酒文化积淀，使“金徽”和“陇南春”牌白酒在西北地区获得了较高的认同和赞誉。

金徽+陇南春双品牌驱动，陇南春未来有望助力省外扩张及产品结构升级。目前公司共有金徽和陇南春两大品牌，主打的金徽酒系列在2018布鲁塞尔国际烈性酒大赛中获得金奖，并先后获得“IWSC烈性酒金奖”、“中国酒业最佳产品创新奖”等殊荣。陇南春酒历史悠久，先后获得“甘肃省优质酒”、“轻工业部酒类质量大赛优质酒”、“甘肃省优质产品”等一系列奖项，品牌实力不俗。然而公司在2010年以后全方位发展金徽酒并将陇南春品牌暂时雪藏，随着复星系入主后公司在省外扩张战略上有所改变，陇南春将于近期重回市场。陇南春的重返，有望助力公司开拓华东市场，并且完成产品结构进一步升级。

图表26. 品牌历史悠久，先后多次获得国内外奖项

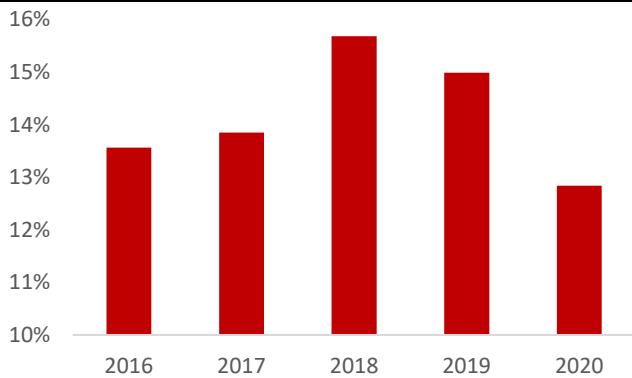
品牌	时间	荣获奖项
陇南春	1981年	甘肃省优质酒
	1983年	轻工业部酒类大赛优质酒称号
	1987年	甘肃省优质产品
	1992年	泰国曼谷国际名酒展览会金奖 法国巴黎名酒展评会金奖
金徽酒	2018年	布鲁塞尔国际烈性酒大赛金奖
	2019年	IWSC 烈性酒金奖 中国酒业最佳产品创新奖

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

3.1.2. 发力品宣定位清晰，空中广告+正能量赋能品牌力提升

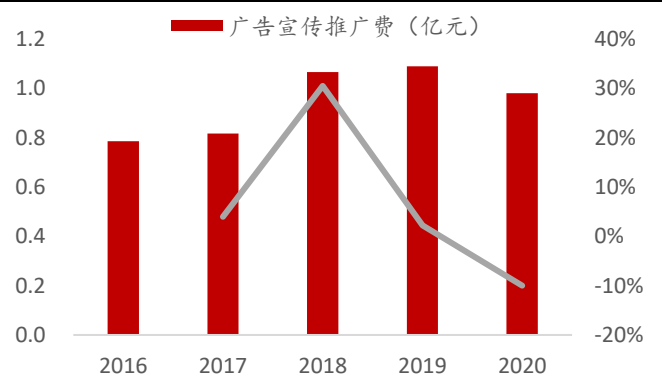
广告费用投入增幅明显，品牌宣传配合省外扩张。从费用端看，2016年以来公司不断加大广告宣传力度以提升品牌知名度，配合省外扩张战略。销售费用率由2016年的13.56%增长至2019年的14.99%，2020年回落至12.84%系受到疫情下需求萎缩的影响。广告宣传推广费用由2016年的0.79亿元提升至2019年的1.09亿元，增长幅度明显。受疫情影响，2020年公司广告费用投入有所放缓，达0.98亿元，同比2019年减少9.99%。精准立体的广告投放有效覆盖至消费者群体，助力公司品牌力不断提升。

图表27. 2016-2020年销售费用率先升后降



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表28. 2016-2020年广告宣传推广费用增长明显



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

重视品牌宣传，空中广告+公益营销扩大知名度。品牌宣传方面，公司采用空中广告投放+媒体宣传相结合的形式，精准覆盖不同群体。通过充分利用交通网络，公司在交通路网广告牌、机场候机大屏、登机牌、机场杂志投放广告以覆盖高端商务人士，提升品牌形象，推广产品凸显特色；通过传统电视媒体覆盖中年群体，近年来还有效利用新媒体进行精准营销，覆盖年轻群体。公司多次组织举办高端品鉴会、生态游等互动活动，亲近消费者，培养品牌认同感，体现公司做好“大客户运营”的营销理念。

图表29. 金徽酒成功举办金徽28年高端品鉴会



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表30. 2021年浪漫樱花节暨金徽生态游活动



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

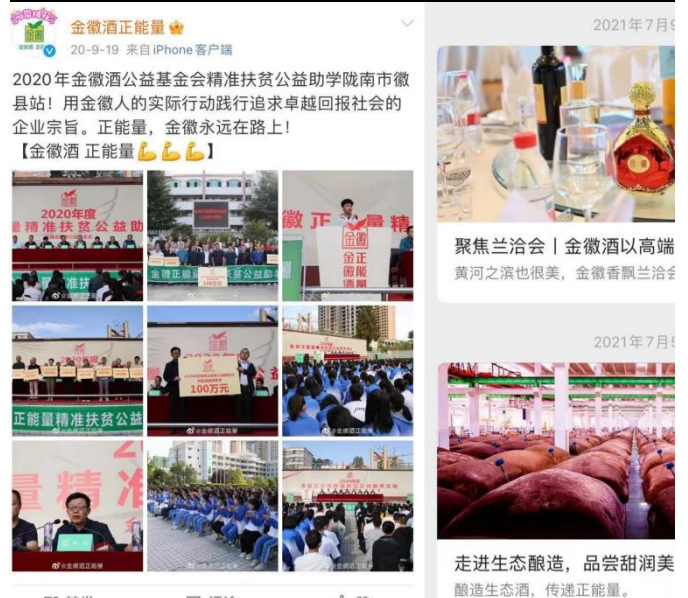
品牌定位清晰，正能量形象获人心。公司始终以品质为基础，以消费者为核心，打造金徽酒正能量品牌形象。公司坚持“以人为本，追求卓越，合作共赢，服务社会”的价值理念，并由此开展了一系列公益活动。配合“正能量”的企业精神，公司发起成立了金徽正能量公益基金会，在120多个市县开展“金徽酒正能量精准扶贫公益助学”大型公益活动，强化“名酒”大企业的品牌形象，体现社会担当。

图表31. 正能量公益基金会为抗疫做出贡献



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表32. 运用微博、微信公众号进行正能量精准营销



资料来源：公司官方微博，公司官方微信公众号，东亚前海证券研究所

3.2. 产品分析：独特工艺酿造窖香好酒，布局高端实现价格全覆盖

3.2.1. 独特工艺酿造窖香好酒

人才济济、工艺独特，赋予公司产品独特窖香。公司十分注重技术和工艺在白酒中扮演的角色，坚持采用科技强企和人才兴企的战略。目前公司拥有中国白酒评酒大师1人、国家级白酒评委7人、省级白酒评委28人，专业人才储备傲视西北。金徽酒酿造工艺独特，采用低温发酵工艺，通过低温入窖、缓火蒸馏、低温馏酒等工序酿造口感绵柔的优质浓香型白酒，千年老窖孕育独特的微生物菌群赋予金徽酒“只有窖香，没有泥味”的独特品质。此外，公司拥有不锈钢容库、传统陶坛和柜藏等多种陈酿方式，赋予产品多种味觉特性。

图表33. 独特的工艺赋予金徽酒“只有窖香，没有泥味”的特性



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

3.2.2. “金徽酒”+“陇南春”双轮驱动，进军全国市场

“金徽酒”+“陇南春”双轮驱动，不对称营销进军全国市场，战略性布局高端单品实现全价格带覆盖。目前公司共有“金徽”和“陇南春”两大品牌，共计八大系列，其中陇南春系列定位高端酱酒，价格在500元以上，预计于2022年初发售。复星集团入主后公司在省外扩张战略上有所改变，凭借复星系在华东地区的渠道资源和品牌优势，公司开始进军华东市场，而陇南春的重出江湖，或有利于公司业务快速切入华东市场。自2010年“陇南春”品牌被雪藏后，近年来公司多次考虑重新将其推出：2021年3月公司正式宣布，经过多年储备，计划推出“陇南春”品牌，并有望于明年年初开售。“陇南春”凭借高端化价格带定位以及大热的酱酒香型定位，将首先

进入华东市场，进而形成金徽酒+陇南春酒双轮驱动的格局。

金徽酒和陇南春各有侧重。从香型来看：“金徽”全部为浓香型白酒，而“陇南春”做酱香型白酒。从价格带来看：“金徽”品牌下有七个系列，品类丰富，售价包括100元以下至1000元以上，覆盖全价格带，满足不同层次消费需求；而“陇南春”聚焦高端市场，计划售价500-1000元。从主打区域来看，“金徽”走由内而外路线，立足甘肃省内，进而辐射环甘肃的西北市场，逐步加快江浙沪等华东市场拓展；“陇南春”则由华东地区突破，东进西行。两品牌东西呼应，实现公司的全国化布局。

图表34. 金徽酒系列覆盖全价格带



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表35. 1990年代陇南春酒，定位高端



资料来源：京东，东亚前海证券研究所

从价格带细分来看，公司在30元以下/500ml的低端酒市场布局有陈酿系列、世纪金徽二星等；在30-100元/500ml的中档价格带布局有世纪金徽三星、世纪金徽四星等单品；而100元以上/500ml价格带则有世纪金徽五星、柔和系列、正能量系列和金徽年份系列等。公司在省内省外各有侧重，省内营收较高地区采用全价格带覆盖的策略，利用金徽年份系列、柔和系列、世纪金徽系列等中高档酒优化收入结构，并重点打造金徽十八年大单品；省外市场则主打正能量系列，配合品牌正能量形象打开市场。

图表36. 金徽酒产品体系覆盖全价格带

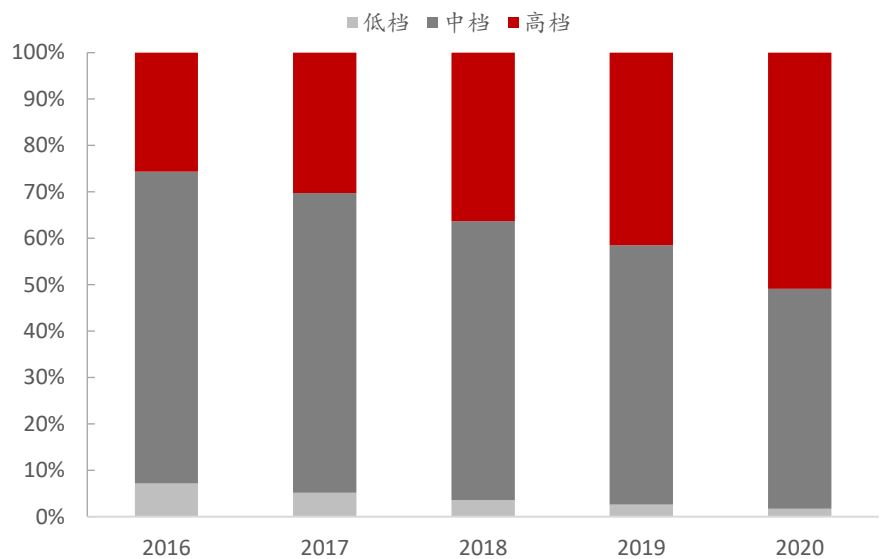
系列	产品	价格	产品图示	
陇南春系列（酱香型）		500-1000	待推出	
金徽年份系列	金徽二十八年、金徽十八年	1280、488		
柔和系列	柔和金徽 H9、柔和金徽 H16、柔和金徽 H3	389、259、159		
正能量系列	正能量 1 号、正能量 2 号、正能量 3 号	428、288、188		
世纪金徽系列	世纪金徽红五星、世纪金徽五星、世纪金徽四星、世纪金徽三星、世纪金徽二星	298、198-208、118-158、60-88、39		
陈酿系列	五年陈酿、红瓷特曲品鉴酒、三年陈酿、金徽陈酿	88、79、68、29		
陈香系列	百里陈香	138		
曲酒系列	五年陈酿、红瓷特曲品鉴酒、三年陈酿、金徽陈酿	48、88、188		

资料来源：京东，东亚前海证券研究所

3.2.3. 消费升级推动产品结构优化

消费升级不断推进，产品结构持续优化。随着消费升级不断推进，公司低档酒营收呈下降态势，100-300 元价格带的高档酒不断对低档酒形成替代效应。公司目前采取老产品提质提价、同时推出新产品的策略，2020 年百元以上金徽二十八年、金徽十八年、柔和系列等高档单品销售额较上年增长 29.08%，销售占比提升 9.32 个 pct 至 50.86%，产品结构不断优化。新品牌方面，随着定位高端市场的“陇南春”的投放，产品高端占比将进一步扩大，整体价格带也将随之上移。

图表37. 公司中高端酒营收端占比不断上升，产品结构升级明显



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

3.3. 渠道分析：深耕省内，开拓西北

3.3.1. 省内：深度分销，千店金网塑造强大渠道营销网络

甘肃省内为金徽酒的大本营市场，公司深耕多年，建立了强大的深度分销渠道网络。2009年开始，公司导入“千店网络”工程，加大终端掌控力度，建立了终端数据库。“千店网络”基于深厚的市场营销积淀，密织了覆盖城乡的三级营销网络，成为了金徽酒深耕省内市场的强大市场基础。“千店网络”对门店进行等级划分，针对核心优质的终端，聚焦营销资源加大投入，提高费用投放效率，帮助公司掌控了优质的经销和分销系统，一定程度上形成了针对外来品牌的壁垒。

随着市场消费环境的发展变化，2013年“千店网络”又进一步升级成“金网工程”，不仅对于终端的挖掘更加深入，同时，增强了经销商、分销商对金徽酒产品和服务的信心，激发其与厂家深度互惠合作的积极性。公司对终端门店进行细分后，针对高端产品销售较好，且具备团购资源的终端门店，以一定销售量或者生动化陈列为前提，给以相应的销售或陈列奖励，提升店面形象，并进一步促进中高档产品的销售。“金网工程”有利于公司调动终端门店销售积极性，强化产品生动化陈列，更是公司渠道网络的进一步下沉。公司不断推动渠道扁平化，市场开拓已经延申至乡镇村级市场，使得公司销售网络遍布甘肃省内市县。

图表38. 强大的销售渠道网络是开拓市场的基础



资料来源：金徽酒官网，东亚前海证券研究所

图表39. 金徽酒营销网络遍布全国



资料来源：金徽酒官网，东亚前海证券研究所

大客户运营部赋能意见领袖打造，“互联网+”助力公司拓宽市场。2020年下半年开始，公司成立了大客户运营部，针对省内外消费升级的大趋势以及公司整体聚焦高端化发展的总基调，发力打造意见领袖群体，加强消费者互动，重视终端维护以及消费者培育。此外，公司积极发力“互联网+”渠道打造，搭建了金徽酒官方积分商城，通过天猫、京东网上旗舰店等拓宽了销售渠道，提升了对顾客的服务质量并强化了顾客的满意度和忠诚度，同时也对公司扩大市占、发展省外市场产生了积极作用。

图表40. 公司建立天猫、京东旗舰店，发力“互联网+”渠道建设



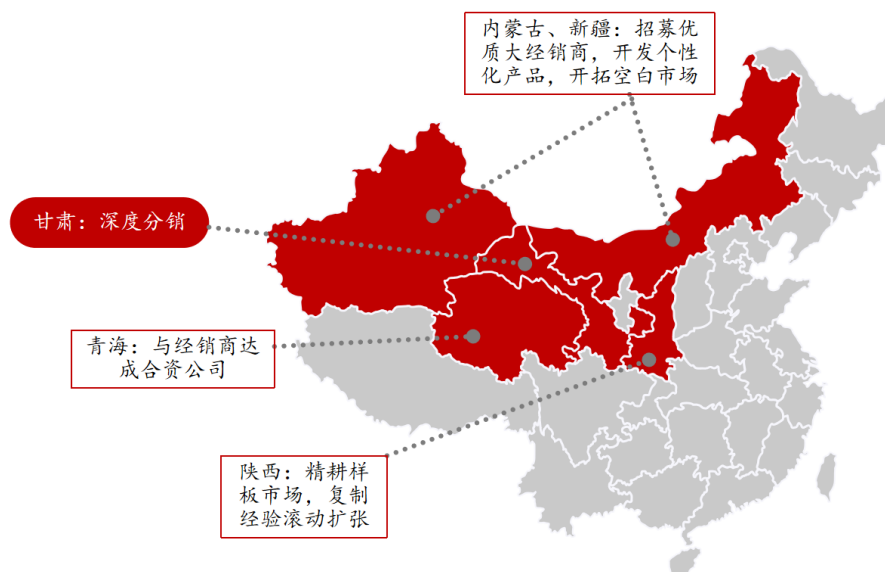
资料来源：金徽酒官网，东亚前海证券研究所

3.3.2. 省外：因地制宜，多种渠道方式助推不同市场

针对尚未成熟的省外市场，公司采取了因地制宜的渠道策略，根据各

地市场情况的不同采取最适合当地发展的渠道模式。针对内蒙及新疆市场，公司采取大经销商制度，借助渠道力量拓宽市场规模，打造个性化产品。在青海市场，公司则采用了与经销商合作建立合资公司的方式，陕西市场则采用了样板市场方式，通过打造成功样板市场，掌握经验滚动扩张规模。复星入主后，华东市场的渠道模式仍在搭建，但凭借复星、豫园华东市场深厚渠道实力，公司有望在华东市场呈现亮眼的渠道表现。

图表41. 省外地区公司采取因地制宜的多种渠道模式



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 主要假设

收入假设：根据公司未来高端化的发展趋势，在中高端发力将强于在低端产品方面的投入，因而高档白酒增速最快，中档白酒次之，低档白酒最慢。预计 2021-2023 年整体营收增速分别为 16.44%/29.87%/31.41%。

毛利率假设：从公司目前主要发力中高端的策略来看，结合行业整体消费升级、高端化的大趋势，认为公司产品未来毛利率将呈现上升趋势。预计 2021-2023 年整体毛利率分别为 64.11%/66.41%/67.48%。

费用假设：销售费用率前期一直处于下降趋势，我们预计未来随规模效应仍将略有下降。管理费用率随规模效应凸显将略有下降，期间总费用率基本保持稳定趋势。

图表42. 量价拆分及收入假设

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
高档白酒	收入 (亿元)	6.72	8.67	11.50	17.08	24.80
	yoy	26%	29%	33%	49%	45%
	销量 (千升)	3401.02	4307.22	5599.39	7559.17	9978.11
	yoy	25%	27%	30%	35%	32%
	吨价 (万元/千升)	20	20	21	23	25
	yoy	1%	2%	2%	10%	10%
中档白酒	毛利率	68%	70%	71%	72%	72%
	收入 (亿元)	9.04	8.09	8.07	8.47	8.90
	yoy	3%	-11%	0%	5%	5%
	销量 (千升)	10953.16	9726.78	9240.44	9240.44	9240.44
	yoy	4%	-11%	-5%	0%	0%
	吨价 (万元/千升)	8	8	9	9	10
低档白酒	yoy	-1%	1%	5%	5%	5%
	毛利率	58%	57%	57%	58%	58%
	收入 (亿元)	0.17	0.25	0.30	0.31	0.36
	yoy	\	47%	22%	4%	15%
	销量 (千升)	2002.11	1179.95	1061.96	955.76	955.76
	yoy	3%	-41%	-10%	-10%	0%
其他业务	吨价 (万元/千升)	2	2	3	3	4
	yoy	-23%	17%	17%	15%	15%
	毛利率	14%	17%	17%	17%	17%
	收入 (亿元)	0.17	0.25	0.28	0.30	0.33
	yoy	\	47%	10%	10%	10%
	毛利率	54%	36%	37%	38%	39%

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

我们对于公司采取相对估值方法。对比白酒主要企业估值水平, 考虑公司未来有望加速省外扩张, 叠加陇南春或将带来产品结构进一步升级以及华东市场的开拓, 公司2021年预测PE为50倍。

图表43. 可比公司当前估值情况

代码	证券简称	股价(元)	市值(亿元)	PE当前值(2021/9/17)
600519.SH	贵州茅台	1686.00	21179.49	43.45
000858.SZ	五粮液	201.95	7838.91	35.15
000568.SZ	泸州老窖	181.99	2665.70	38.02
600809.SH	山西汾酒	316.86	3866.05	77.04
002304.SZ	洋河股份	177.00	2667.37	34.45
000799.SZ	酒鬼酒	254.46	826.81	101.15
600702.SH	舍得酒业	183.81	617.59	53.59
000596.SZ	古井贡酒	217.98	989.52	52.17
600779.SH	水井坊	121.59	593.81	59.05
603369.SH	今世缘	43.68	547.97	29.11
603589.SH	口子窖	50.33	301.98	20.45
603198.SH	迎驾贡酒	52.60	420.80	34.72
600197.SH	伊力特	29.11	137.38	33.69
002646.SZ	青青稞酒	20.00	94.51	-1,962.83
600559.SH	老白干酒	21.95	196.95	61.59
600199.SH	金种子酒	16.69	109.79	421.43
000860.SZ	顺鑫农业	33.34	247.31	71.22
000995.SZ	皇台酒业	29.24	51.87	282.06
603919.SH	金徽酒	35.01	177.59	44.56

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所(数据以2021/9/17为准)

5. 投资建议

我们看好公司在具备深厚历史文化积淀的同时,发力省外扩张,且推进良好,同时未来陇南春的不断推出有望进一步开拓华东市场,进一步助推产品结构升级。复星入主后公司有望借助其丰富的管理、渠道资源,提升自身品牌、渠道势能,进一步提升盈利能力。预计公司2021-2023年营业收入分别为20.15/26.17/34.39亿元,同比增长16.44%/29.87%/31.41%;归母净利润分别为4.15/5.77/7.79亿元,同比增长25.12%/39.07%/35.04%;EPS分别为0.82/1.14/1.53;当前股价对应PE为44.04/31.67/23.45倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

6. 风险提示

- 提示一:白酒提价落地不及预期。
- 提示二:疫情影响反复。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1731	2015	2617	3439
%同比增速	6%	16%	30%	31%
营业成本	649	723	879	1118
毛利	1082	1292	1738	2321
%营业收入	63%	64%	66%	67%
税金及附加	242	272	348	457
%营业收入	14%	14%	13%	13%
销售费用	222	252	327	426
%营业收入	13%	13%	13%	12%
管理费用	164	202	275	368
%营业收入	9%	10%	11%	11%
研发费用	40	50	71	100
%营业收入	2%	3%	3%	3%
财务费用	-7	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	1	1	1
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	14	13	17	23
投资收益	-1	-1	-1	-1
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	434	529	734	992
%营业收入	25%	26%	28%	29%
营业外收支	-13	0	0	0
利润总额	421	529	734	992
%营业收入	24%	26%	28%	29%
所得税费用	90	114	158	213
净利润	331	415	576	779
%营业收入	19%	21%	22%	23%
归属于母公司的净利润	331	415	576	779
%同比增速	22%	25%	39%	35%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.65	0.82	1.14	1.53

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.65	0.82	1.14	1.53
BVPS	5.48	6.29	7.43	8.97
PE	62.29	44.04	31.67	23.45
PEG	2.78	1.75	0.81	0.67
PB	7.39	5.72	4.84	4.01
EV/EBITDA	38.01	16.84	12.48	9.23
ROE	12%	13%	15%	17%
ROIC	12%	13%	15%	17%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	592	1221	1925	2838
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	8	13	16	21
存货	1137	1112	1383	1780
预付账款	3	7	8	10
其他流动资产	8	22	27	30
流动资产合计	1748	2376	3359	4679
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	1	2	3	4
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1566	1378	1142	846
无形资产	187	196	207	218
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	10	10	10	10
其他非流动资产	19	14	14	14
资产总计	3532	3977	4735	5771
短期借款	10	0	0	0
应付票据及应付账款	209	223	269	346
预收账款	0	123	140	162
应付职工薪酬	69	71	88	112
应交税费	141	113	159	216
其他流动负债	286	215	271	349
流动负债合计	715	745	927	1184
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	22	22	22	22
其他非流动负债	16	16	16	16
负债合计	754	784	966	1223
归属于母公司的所有者权益	2778	3193	3769	4548
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2778	3193	3769	4548
负债及股东权益	3532	3977	4735	5771

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	337	928	1025	1246
投资	-2	-1	-1	-1
资本性支出	-142	-115	-117	-115
其他	71	-1	-1	-1
投资活动现金流净额	-73	-116	-119	-118
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	310	-10	0	0
筹资成本	-98	0	0	0
其他	-330	0	0	0
筹资活动现金流净额	-118	-10	0	0
现金净流量	147	802	906	1129

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券大消费组长兼食品饮料首席。中财会计系，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>