

善于化危为机的酒行

——华致酒行(300755)首次覆盖报告

报告要点:

● 投资建议

公司是酒类流通龙头，核心团队善于化危为机，成功构筑强势渠道力、保真品牌力，核心成长来源于酒类流通行业市占率提升、名酒成长带动、精品酒市场挖掘。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.37/9.85/13.22 亿元，增速 9.14%/33.56%/34.29%，对应 9 月 29 日 PE 分别为 17/13/9X（市值 125 亿元），给予“买入”评级。

● 华致酒行：酒类流通龙头

1) 华致酒行是酒类流通龙头，聚焦精品酒水的全渠道营销和服务，获得茅台、五粮液等名酒认可，覆盖约 2000 家连锁门店、3 万余家直供终端网点。公司实控人为吴向东先生，控制公司 69.96% 股权（22H1）。

2) 2021A，公司收入/归母净利润分别为 74.60/6.76 亿元，2014-2021 年 CAGR 分别为 30.65%/31.72%；22H1 公司收入增长 35.94% 至 53.75 亿元，归母净利润下降 12.44% 至 3.21 亿元。

● 核心团队善于化危为机，构筑强势渠道力

公司渠道建设和运营能力强大，以董事长吴向东先生为核心的管理团队，具备强大的渠道开拓能力，善于化危为机，2020 年疫情压力下反超壹玖壹玖、22H1 东部优势区受冲击下仍实现整体收入增长 36%，从这两个点就能看出来。目前，公司成功在全国覆盖约 2000 家连锁门店、3 万余家直供终端网点，在全国拥有 36 个仓库，覆盖 23 个省份、3 个直辖市。

● 买真（名）酒到华致，逻辑链条打通

在强大渠道护城河、可靠保真数据链的基础上，公司以“永做名酒厂金牌服务员”为使命，成功获得茅台、五粮液、汾酒、古井、习酒、酒鬼酒等名酒认可，打通“公司渠道力品牌力+名酒产品力品牌力=买真（名）酒到华致”的逻辑链条，从而占据消费者心智。

● 酒类流通行业空间大，华致市占率提升空间大

2017 年，我国酒类流通市场规模超万亿元，其中白酒流通市场约 7000 亿元。市场很大，但酒类流通龙一的市占率不到 2%（华致酒行），远不及美国酒类流通龙一的 32% 市占率（南方格雷兹酒业），华致酒行市占率提升空间巨大。

● 左手名酒共同成长，右手精品酒挖掘机遇

1) 挤压式增长时代，“以茅五泸为代表的名酒”的成长胜率进一步提升，“集中度提升+消费升级”共振，作为“名酒厂金牌服务员”的华致酒行自然受益。

2) 同时，公司积极与各大名酒合作，开发定制精品酒，包括钓鱼台精品酒（铁盖）、荷花系列酒、赖高淮、古井 1818 等，毛利率高于名酒，凭借公司对消费者偏好的精准把握，发现并弥补市场空白。

● 风险提示

疫情反复风险、精品酒销售波动风险、政策调整风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4941.44	7460.00	10082.93	12779.93	15758.47
收入同比(%)	32.20	50.97	35.16	26.75	23.31
归母净利润(百万元)	373.17	675.53	737.31	984.78	1322.47
归母净利润同比(%)	16.82	81.03	9.14	33.56	34.29
ROE(%)	13.25	19.79	18.38	20.32	22.16
每股收益(元)	0.90	1.62	1.77	2.36	3.17
市盈率(P/E)	33.56	18.54	16.99	12.72	9.47

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

买入|首次推荐

基本数据

52 周最高/最低价（元）：53.89 / 29.00

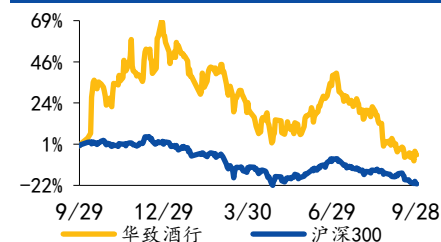
A 股流通股（百万股）：411.17

A 股总股本（百万股）：416.80

流通市值（百万元）：12355.78

总市值（百万元）：12524.79

过去一年股价走势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

报告作者

分析师 邓晖

执业证书编号 S0020522030002

电话 021-51097188

邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊

执业证书编号 S0020522090001

电话 021-51097188

邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 袁帆

电话 021-51097188

邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

目 录

1. 华致酒行：酒类流通龙头	5
1.1 酒类流通龙头	5
1.2 吴向东先生控制 69.96% 股权	6
1.3 上市后加速增长，盈利水平稳健	7
1.4 估值处于低位	10
2. 酒类流通行业：龙头市占率有望持续提升	11
2.1 中国酒类流通市场破万亿元，白酒市场占比约 70%	11
2.2 酒类流通行业，龙一市占率不足 2%	12
2.3 供给端：白酒集中度提升，葡萄酒去库存，进口烈酒快速增长	14
2.3.1 白酒行业：酒企业绩分化，高端白酒龙头市占率持续提升	14
2.3.2 葡萄酒行业：去库存进行时，未来有望轻装上阵	18
2.3.3 进口烈酒行业：白酒提价带来扩容机遇，进口烈酒引领进口酒增长	19
3. 核心团队善于化危为机，构筑强势渠道力	21
3.1 强渠道：发力直供提升渠道效率，新零售赋能线下门店	21
3.2 强物流：配送时效打造优质服务体验	22
3.3 强供应商：供应商优质，稳固经销权打造行业护城河	23
3.4 强信赖：源头采购+追溯码保真，增强消费者信赖	27
4. 左手名酒共同成长，右手精品酒挖掘机遇	28
4.1 “700” 项目推动渠道继续下沉	28
4.2 公司茅台、五粮液等名酒稳健增长	29
4.3 精品酒有望快速增长	30
5. 盈利预测及投资建议	32
5.1 盈利预测	32
5.2 投资建议	35
6. 风险提示	35

图表目录

图 1：公司历年收入、归母净利及增速（亿元，%）	5
图 2：公司历年毛利率及归母净利率（%）	5
图 3：公司历年费用率变动图（%）	7
图 4：公司 2014-2021 年分品类收入占比（%）	7
图 5：公司分品类收入及增速（亿元，%）	8
图 6：公司分品类毛利率（%）	8
图 7：公司白酒历年销量及增速（千升，%）	9
图 8：公司葡萄酒历年销量及增速（千升，%）	9
图 9：公司白酒历年单价及增速（元/升，%）	9
图 10：公司葡萄酒历年单价及增速（元/升，%）	9
图 11：公司分地区收入及增速	10

图 12: 公司 2021 年分地区收入占比 (%)	10
图 13: 华致酒行 PE BAND (前复权)	11
图 14: 部分白酒企业直销占比 (%)	12
图 15: 贵州茅台、五粮液经销商数量 (个)	12
图 16: 酒类流通同业收入及增速 (亿元, %)	12
图 17: 酒类流通同业归母净利及增速 (亿元, %)	12
图 18: 酒类流通同业毛利率对比 (%)	14
图 19: 酒类流通同业净利率对比 (%)	14
图 20: 我国 2000 年以来白酒产量及增速	15
图 21: 2015 年至今我国白酒行业销售量及增速	15
图 22: 2015 年至今我国白酒行业收入及增速	15
图 23: 我国固定资产投资完成额及白酒产量同比增速 (%)	16
图 24: 中国白酒行业主要消费场景 (%)	16
图 25: 我国白酒价格呈现提升趋势 (元/瓶)	16
图 26: 主要上市白酒企业 2017-2021 年吨价及增速	16
图 27: 2021 年前八大中国白酒企业市占率 (%)	17
图 28: 2015-2021 年中国白酒行业 CR5 (%)	17
图 29: 中国葡萄酒产量及增速	18
图 30: 中国葡萄酒进口金额及增速	18
图 31: 中国葡萄酒进口销量及增速	18
图 32: 各国葡萄酒年消费量 (万千升)	19
图 33: 中国各代际葡萄酒客单价 (元/次)	19
图 34: 中国烈酒进口金额及增速	19
图 35: 中国烈酒进口销量及增速	19
图 36: 2021 年中国进口烈性酒分品类占比 (%)	20
图 37: 公司上市时 (2018H1) VS 2021 年末渠道数量 (家)	21
图 38: 公司电商收入及增速	21
图 39: 公司及同业 SKU 对比	27
图 40: 公司产品多重措施实现保真	28
图 41: 我国城镇、农村居民人均食品烟酒消费支出及增速 (元, %)	28
图 42: 茅台、五粮液前五大客户收入占比 (%)	30
图 43: 茅台、五粮液经销收入及增速 (亿元, %)	30
图 44: 公司精品酒销售收入 (亿元, %)	32
图 45: 公司不同经销产品毛利率 (%)	32
表 1: 公司大事记	5
表 2: 公司股权结构 (截至 22/6/30)	6
表 3: 公司销售费用率拆分 (%)	8
表 4: 酒类流通同业渠道、合作品牌、品类对比	13
表 5: 酒类流通同业 2021 年费用率对比 (%)	14
表 6: 我国白酒公司主要指标 (%)	17

表 7：我国白酒 VS 进口烈酒价位带对比.....	20
表 8：公司各渠道情况	22
表 9：公司上市时 VS 2021 年末仓库数量及覆盖范围.....	22
表 10：公司及同业仓库数对比	23
表 11：公司主要经销产品	24
表 12：公司前两大品牌采购份额估算	25
表 13：公司及同业 SKU 数量对比（个）	26
表 14：公司渠道数量估算.....	29
表 15：除茅台、五粮液外，公司主要白酒 SKU.....	31
表 16：公司茅台、五粮液产品销售收入估算（亿元，%）	33
表 17：华致酒行盈利预测拆分	34
表 18：可比公司估值情况.....	35

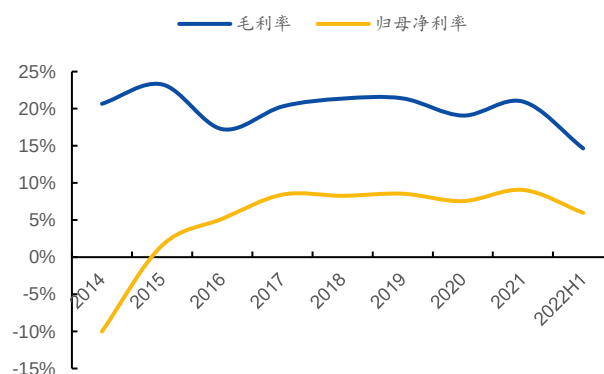
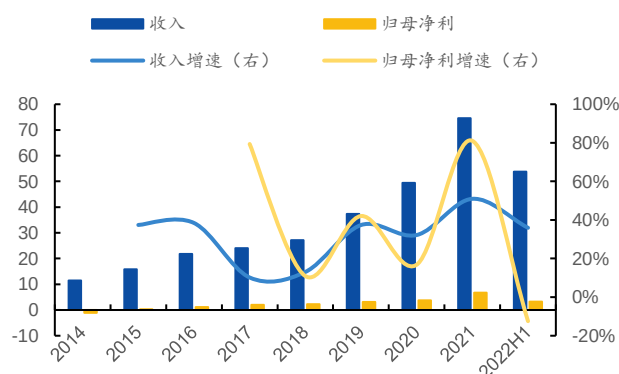
1. 华致酒行：酒类流通龙头

1.1 酒类流通龙头

华致酒行是我国酒类流通行业龙头公司，2019 年初上市，是我国首家在 A 股上市酒类流通企业。公司渠道遍布全国，并与贵州茅台、五粮液均有着长期稳定的合作，截至 2021 年末，公司覆盖约 2000 家连锁门店及 3 万余家直供终端网点，构建了连锁酒行、华致酒库、华致名酒库、零售网点、KA 卖场、团购、电商、终端供应商在内的全渠道营销网络体系。2021 年公司收入/归母净利分别为 74.60/6.76 亿元，2014-2021 年 CAGR 分别为 30.65%/31.72%；22H1 公司收入同比增长 35.94% 至 53.75 亿元，归母净利同比下降 12.44% 至 3.21 亿元，主要受疫情反复、产品结构变动及精品酒折扣力度加大影响。

图 1：公司历年收入、归母净利及增速（亿元，%）

图 2：公司历年毛利率及归母净利率（%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：2015、2016 年归母净利增速过大，未在图中显示。

表 1：公司大事记

时间	事件
2021 年	公司与赖高淮（白酒品牌）、保乐力加（国际知名烈酒集团）达成战略合作。 公司与贵州习酒联合开发并独家代理习酒·窖藏 1988【琉金】，与酒鬼酒联合开发并独家代理金酒鬼。 公司上线“跨境购”业务，采用“海外直采+保税仓备货”模式，商品覆盖法国、美国、意大利等多个国家顶级名品葡萄酒。 公司“华致优选”电商平台升级并更名为“华致酒行旗舰店”，提升了品牌识别度。
2020 年	公司与拉菲罗斯柴尔德集团建立合作关系，在国内销售推广其旗下“小拉菲”多哈米隆酒庄干红葡萄酒、“小小拉菲”拉菲波亚克红葡萄酒。
2019 年	公司成功上市。 华致酒库迭代为“华致名酒库”，融合传统线下销售和 O2O 服务平台打造新零售门店。 公司推出“华致优选”电商平台。 公司与贵州钓鱼台国宾酒业有限公司联合开发并独家代理钓鱼台精品酒，并正式成为法国佩兰家族农庄世家酒庄、璞立酒庄创始之源波尔多红葡萄酒在中国地区的独家代理商。

2018 年	公司与富邑集团（TWE）建立合作关系，在国内销售推广其旗下奔富酒庄（Penfolds Winery）与璞立酒庄（Beaulieu Vineyard）的高端葡萄酒。 公司与河北中烟、荷花酒业联合开启“荷花”品牌战略合作，成为荷花酒全球总代。 公司开发并完善了“华致酒庄”APP、微信公众号等线上平台，开通了在线支付业务，并与美团外卖、饿了么、京东等第三方平台达成合作。
2016 年	公司不再采购湘窖、珍酒以减少关联交易。 公司酒水新零售平台——华致酒庄诞生，第一家华致酒庄于 2017 年在河南郑州开业。
2015 年	公司与贵州茅台合作推出了贵州茅台酒（金），签订了国酒茅台（总经销）合同书，由公司在全国范围内销售推广贵州茅台酒（金）。
2014 年	公司与全球知名葡萄酒公司美国星座集团达成战略合作；公司获得著名的玛歌酒庄颁布的“玛歌酒庄推荐进口商”证书。
2013 年	公司手机移动端“掌上华致”APP 上线。
2010 年	公司以全国化的销售网络以及规范、标准的连锁管理体系获得贵州茅台的认可，由此获得贵州茅台部分酒品的经销权。
2009 年	公司与五粮液公司签订《关于“五粮液-年份酒”的经销协议书》，宜宾五粮液授权公司作为 50°、55° 五粮液年份酒的国内经销商。
2008 年	华致酒行成立，第一家华致酒行在湖南开业。
2007 年	公司进入业务拓展阶段，在全国各地大力开发连锁酒行门店。 公司代理了古越龙山年份酒并开始涉足进口酒业务。
2005 年	华致酒行前身“华致酒业”正式注册成立，第一家华致酒行门店在湖南醴陵开业。 宜宾五粮液与公司开展合作，由宜宾五粮液负责生产，公司负责产品外观设计及市场推广。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.2 吴向东先生控制 69.96%股权

实控人控制公司 69.96%的股权。公司实控人为吴向东先生，截至 22H1，吴向东先生分别通过云南融睿/华泽集团/西藏融睿间接持有公司 43.02%/13.07%/6.88%的股权，合计间接持有公司 62.96%的股权，实际控制公司 69.96%的股权。

前十大股东中机构投资者占据 4 席。公司前十大股东中，除发行人股东和外资投资者外，均为机构投资者，合计持有公司 5.70%的股权。

表 2：公司股权结构（截至 22/6/30）

序号	股东名称	股东介绍	持股数量(万股)	占总股本比例 (%)
1	云南融睿高新技术投资管理有限公司	实控人均为吴向东先生	19,924	47.80%
2	西藏融睿投资有限公司		6,052	14.52%
3	华泽集团有限公司		3,184	7.64%
4	中国太平洋人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	机构投资者	945	2.27%
5	汇添富消费行业混合型证券投资基金	机构投资者	700	1.68%
6	张儒平	发行人股东,公司董秘、副总经理	540	1.30%

7	香港中央结算有限公司	-	519	1.24%
8	中国太平洋财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	机构投资者	489	1.17%
9	杭州长潘股权投资合伙企业(有限合伙)	发行人股东, 财务投资者	404	0.97%
10	汇添富消费升级混合型证券投资基金	机构投资者	240	0.58%
11	合计	-	32,997	79.17%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.3 上市后加速增长，盈利水平稳健

公司毛利率主要受产品结构及白酒价格波动等影响。公司历年毛利率在 17%-23% 间波动，主要受产品结构（2016 年毛利率下降主要由于产品结构调整）、白酒价格波动（2017 年毛利率提升主要受益白酒涨价）影响。

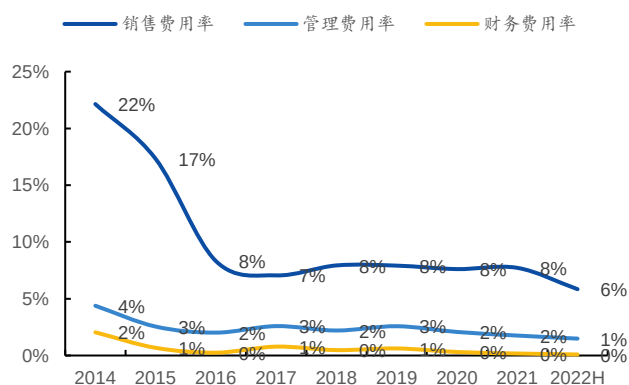
公司净利率受销售费用率影响较大。公司历史净利率变动主要可以分为 2 个阶段：

（1）2014-2016 年：受销售费用率改善带动，公司净利率逐年提升，拆分来看，销售费用率下降主要得益于：

- 1) 2014、2015 年公司去库存，对湘窖、珍酒、蒙太菲、阿伦选等系列产品开展多样化活动；随着去库存进入尾声，2016 年促销费大幅下降；
- 2) 2016 年公司优化供应链管理，节省了仓库之间的调拨费用，仓储费率大幅下降；
- 3) 公司减少了对湘窖、珍酒和五粮液年份酒的广告费投入；
- 4) 公司新增连锁酒行数量减少使得装修费减少。

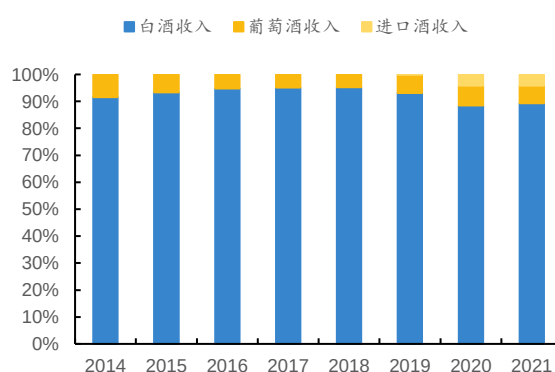
（2）2017 年后公司净利率较稳定，在 8-9% 间波动。

图 3：公司历年费用率变动图（%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 4：公司 2014-2021 年分品类收入占比（%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

表 3：公司销售费用率拆分（%）

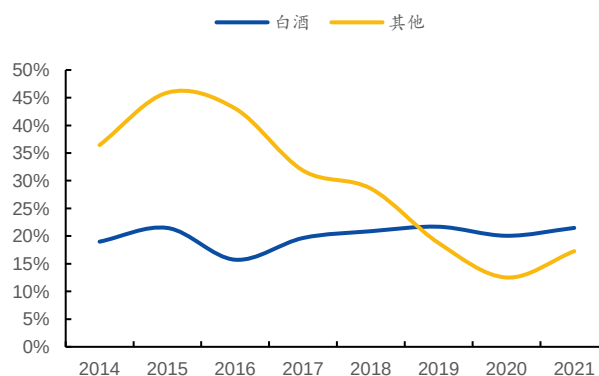
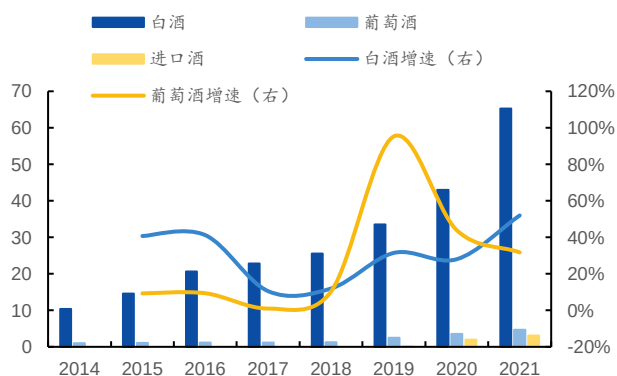
序号	项目	2014	2015	2016
1	职工薪酬	4%	4%	3%
2	促销费	4%	6%	2%
3	仓储物流费	2%	2%	1%
4	门店装修费	4%	2%	1%
5	办公费	2%	1%	0%
6	差旅交通费	1%	1%	0%
7	广告宣传费	4%	2%	0%
8	品牌服务费	1%	0%	0%
9	招待费	0%	0%	0%
10	其他	0%	0%	0%
11	销售费用率合计	22%	17%	8%

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

白酒占比降至 88%，进口烈性酒快速增长。公司经营的酒类产品主要包括白酒、葡萄酒、进口烈性酒三大类，2021 年公司白酒/葡萄酒/进口烈性酒收入分别为 65.29/4.71/3.06 亿元、占比分别为 87.53%/6.31%/4.11%，2014-2021 年白酒/葡萄酒的收入年复合增速分别为 30%/22%。

图 5：公司分品类收入及增速（亿元，%）

图 6：公司分品类毛利率（%）



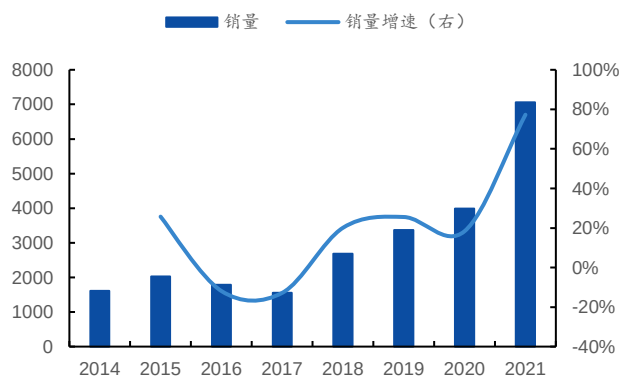
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：2020 年前，其他为葡萄酒、黄酒等；2020 年后，其他为葡萄酒、进口烈酒等。

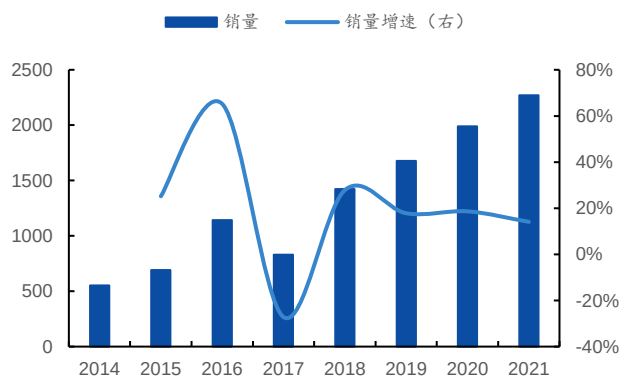
收入增长主要来自量增，单价保持中低个位数年复合增速。2021 年公司白酒年销量为 7064.2 千升，2014-2021 年 CAGR 为 23%；单价为 924 元/升，2014-2021 年 CAGR 为 5%。2021 年公司葡萄酒年销量为 2269.9 万升，2014-2021 年 CAGR 为 22%；单价为 207 元/升，2014-2021 年 CAGR 为 3%。

图 7：公司白酒历年销量及增速（千升，%）



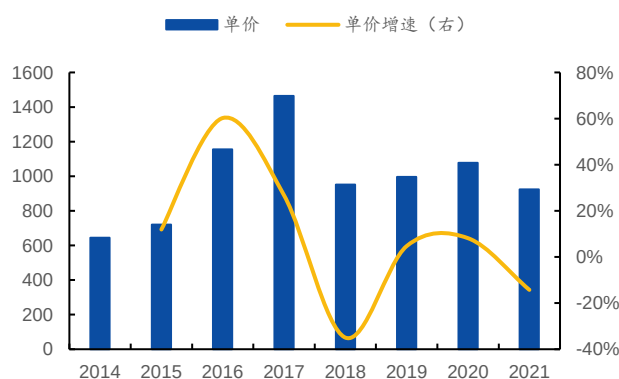
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 8：公司葡萄酒历年销量及增速（千升，%）



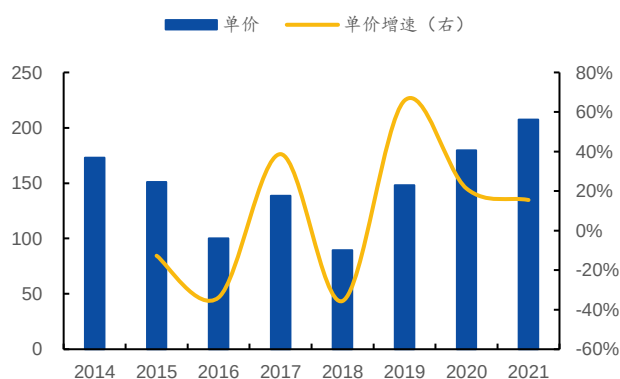
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 9：公司白酒历年单价及增速（元/升，%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

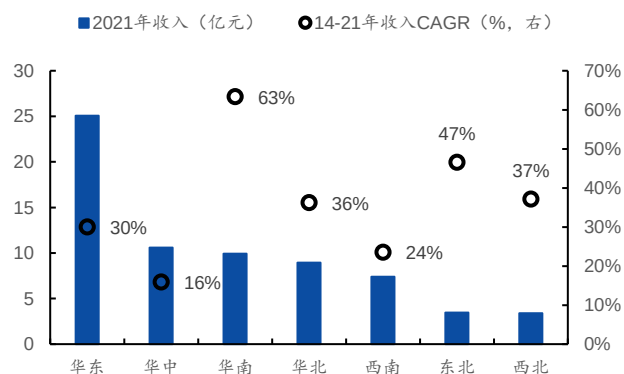
图 10：公司葡萄酒历年单价及增速（元/升，%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

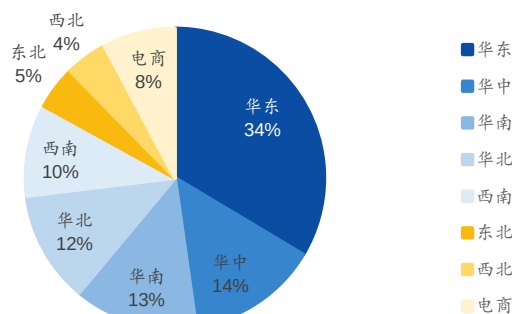
华东地区收入占比超 1/3，华南、东北地区快速发展。公司优势地区为北京（华北）、华东、华南、河南（华中）、湖南（华中）、川渝（西南）等地区。2021 年公司华东/华中/华南/华北/西南地区收入分别为 25.05/10.58/9.92/8.96/7.41 亿元，华东地区收入占比超 1/3。公司华南、东北地区收入快速增长，2014-2021 年收入 CAGR 分别达 63%、47%；公司华东优势地区稳健增长，2014-2021 年收入 CAGR 达 30%。

图 11：公司分地区收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 12：公司 2021 年分地区收入占比 (%)



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.4 估值处于低位

2019 年上市至今（截至 2022 年 9 月 29 日），公司股价上涨 230%，大幅跑赢大盘指数。截至 2022 年 9 月 29 日收盘，公司总市值为 125 亿元。上市至今累计募集资金 9.72 亿元，累计分红 2.79 亿元、累计分红率为 17.27%。

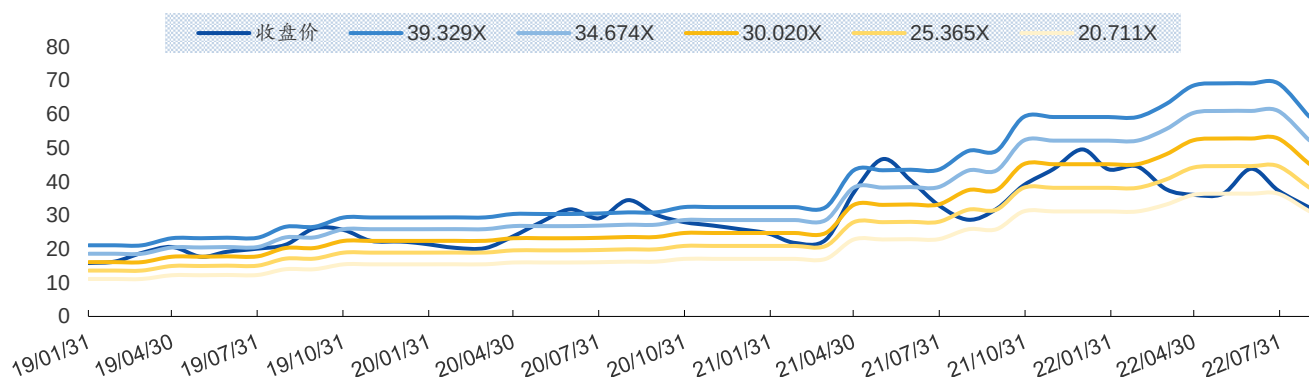
公司上市至今 PE（TTM）在 18-48X 间波动。回顾公司资本市场历史可以分为 3 个阶段：

（1）上市至 2020 年初：上市后，公司加快营销网络布局，2019 年门店数量同比增长 28%；并将传统门店融合 O2O 服务平台，打造新零售门店，带动单店销售收入同比增长 39%；此外，同年公司推出“华致优选”电商平台，多渠道触达消费者，带动全年收入/归母净利润同比增长 37%/42%。受业绩推动，公司股价最高达 28.57 元（2019/9/24）、对应 PE（TTM）为 42X。

（2）2020 年疫情期间：2020 年，随着疫情爆发，投资者信心及公司线下门店正常经营均受到影响，公司股价最低跌至 16.71 元（2020/3/23）、对应 PE（TTM）跌至 22X。随着 20Q2 疫情得到控制，公司股价逐步回升至 37.16 元（2020/7/10）、对应 PE（TTM）达 48X。但由于公司产品结构变动及销价波动，公司盈利水平有所下降，半年报后股价回落至 21.53 元（2021/2/4）、对应 PE（TTM）为 26X。

（3）2021 年至今：2021 年公司形成多渠道布局，零售网点客户数达到 3 万余家。随着新增网点、新兴渠道及升级门店逐步贡献业绩增量，公司 2021 年收入端实现加速增长，盈利水平恢复疫情前水平，21Q2 股价迎来反弹，最高达 54.64 元（2021/12/28）、对应 PE（TTM）为 36X。2022 年上半年多地疫情反复，公司高毛利的精品酒销售受到影响，盈利水平有所下降，股价回落至 31.69 元（2022/4/26）、对应 PE（TTM）为 18X。

图 13：华致酒行 PE BAND（前复权）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

2. 酒类流通行业：龙头市占率有望持续提升

2.1 中国酒类流通市场破万亿元，白酒市场占比约 70%

我国酒类流通行业呈现大行业容量、低集中度的竞争格局。根据《中国酒类流通白皮书》数据显示，2017 年国内酒类流通市场破万亿元，其中白酒流通市场约为 7000 亿元；但我国酒类经销商龙一的市占率不到 2%，呈现大市场、低集中度的市场格局。回顾我国酒类流通行业发展历史，主要可以分为 4 个阶段：

- (1) 20 世纪 90 年代以前：酒类产品计划供应，主要通过各级糖酒公司进行分销。
- (2) 20 世纪 90 年代至 2005 年前后：酒类产品从计划供应向市场配置转变，经销商开始逐步占据主导地位，但流通环节中假酒问题层出不穷。
- (3) 2005 年至 2012 年：在加快商品流通、控制商品品质及降低流通成本的大势下，酒类流通渠道逐步扁平化，部分实力雄厚的经销商向零售商转型。
- (4) 2013 年以来：电商、小程序、外卖等新型流通渠道兴起，营销服务成为重点。

酒类流通行业竞争格局分散：

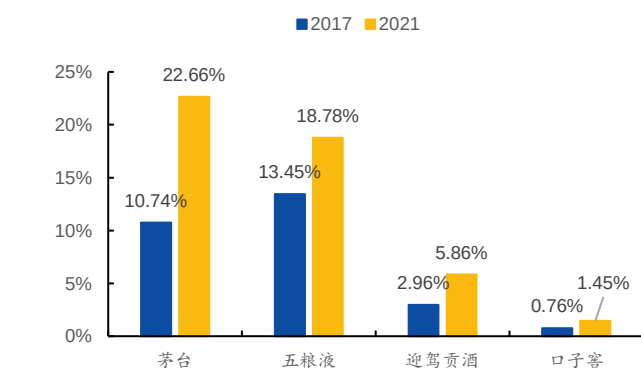
- (1) 2021 年我国酒类流通行业中的龙头企业——华致酒行和壹玖壹玖的收入分别为 74.38/45.96 亿元，市占率不到 2%。
- (2) 其余竞争者包括名品世家、红酒世界、醉纯科技等，收入规模在 1-15 亿元间。
- (3) 此外部分品牌酒企也入局直销，但受前期投入成本较高、经营效率较低等因素影响，目前酒类行业以经销模式为主。酒类零售网点规模小且数量众多，仅靠直销模式经营效率低且规模不经济，而分销模式一方面可以帮助酒类品牌快速扩大覆盖范围，另一方面分销商在本地进行了多年深耕，具有较好的渠道优势，能更经济地实现渠道下沉。

2.2 酒类流通行业，龙一市占率不足 2%

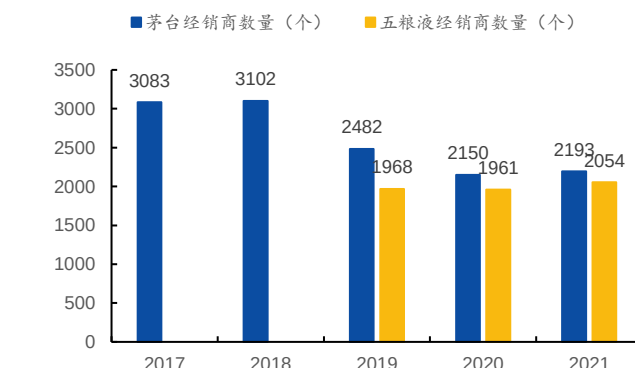
我国酒类流通行业集中度还存在较大提升空间。据 Park Street 数据显示,2017 年,美国前 10 大和前 5 大经销商分别占据全美酒水(含烈性酒及红酒)市场 74%和 64.4% 的销售额。其中,市场占有率第一的南方格雷兹酒业 (Southern Glazer's Wine & Spirit 或 SGWS) 以 175 亿美元的收入, 占据 31.8% 的市场份额。对比美国酒类流通市场, 我国酒类流通行业整合程度和集中度还存在较大提升空间。

图 14: 部分白酒企业直销占比 (%)

图 15: 贵州茅台、五粮液经销商数量 (个)



资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

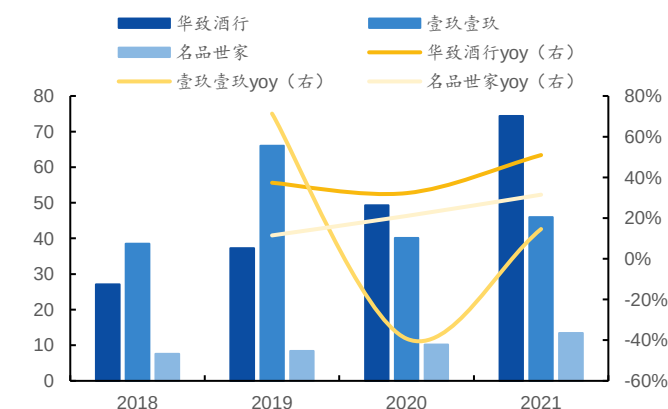


资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

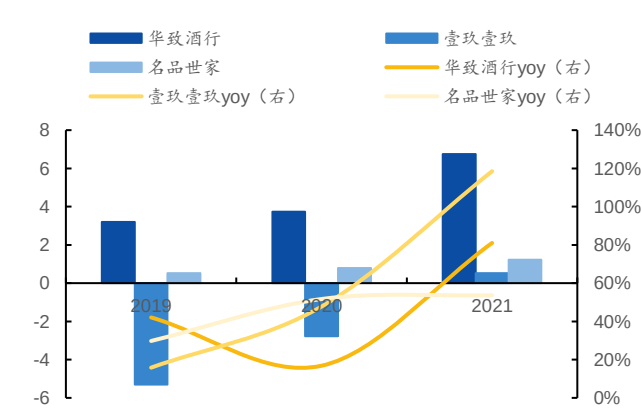
华致酒行上市后加速渠道布局, 2020 年规模达业内最大。从规模来看, 华致酒行 2020 年收入反超壹玖壹玖, 成为业内收入、归母净利规模最大的企业。从增速来看, 华致酒行 2018-2021 年收入年复合增速达 40%, 超过同业壹玖壹玖 (6%)、名品世家 (21%), 我们认为公司高增长主要来自上市后加快渠道布局。

图 16: 酒类流通同业收入及增速 (亿元, %)

图 17: 酒类流通同业归母净利及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理



资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

华致酒行发力直供终端, 增厚公司业绩。从线下渠道来看, 2021 年末华致酒行拥有约 2000 家连锁门店, 门店数量与壹玖壹玖相近。除连锁门店外, 华致酒行还通过零售网点、KA 卖场、团购、终端供应商等直供渠道触达消费者, 来增厚公司收入及业绩, 目前华致酒行已覆盖 3 万余家直供终端网点、为上市前的 10 倍 (上市前仅 3000 多家)。

酒类流通公司积极建设线上渠道，加大新零售赋能。(1) 华致酒行推出“华致酒行旗舰店”APP、“华致名酒库”APP、微信公众号等，并和美团外卖、饿了么、京东、淘宝等第三方电商达成合作。截至 2019 年，公司的门店在高德地图、百度地图、腾讯地图的标注率已达到 95%，全国消费者均可通过移动端在线下单，经系统分配至华致酒库客户处实现产品配置、物流配送。(2) 壹玖壹玖推出 1919 吃喝 APP、1919 官方商城等线上渠道入口，自动匹配最近门店，最快可实现 19 分钟送达。

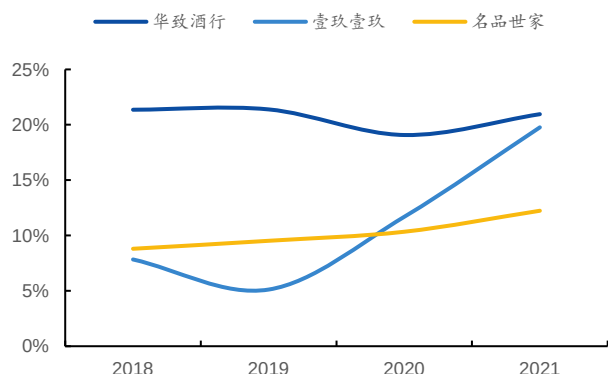
表 4：酒类流通同业渠道、合作品牌、品类对比

项目	华致酒行	壹玖壹玖	名品世家
总收入 (2021 年, 亿元)	74.60	46.09	13.41
主要合作品牌	茅台、五粮液、荷花酒、古井贡酒、汾酒、习酒、酒鬼酒、拉菲、璞立酒庄等 (茅台、五粮液占比约 60%)	茅台、五粮液、洋河、郎酒、剑南春、保乐利加、帝亚吉欧、百威、泸州老窖、人头马、轩尼诗等	茅台、五粮液、泸州老窖、国台、仁怀酱酒、汉代、多彩贵州酒、华夏五千年、皇家、澳波、西班牙鹭沙等
分品类 (2021 年)			
1、白酒收入占比 (%)	88%		70%
毛利率 (%)	21.5%		6.6%
2、葡萄酒收入占比 (%)	6%	除白酒、葡萄酒、烈酒	2%
毛利率 (%)	-	外, 还经销啤酒品类	12.8%
3、进口烈性酒收入占比 (%)	4%		21%
毛利率 (%)	-		7.0%
分渠道 (2021 年)			
1、线下渠道收入占比 (%)	92%	87%	-
渠道数	约 2000 家连锁门店、3 万余家直供终端网点、KA 卖场、终端供应商等	2137 家门店	1064 家
2、线上渠道收入占比 (%)	8%	13%	-
线上平台	APP、微信小程序、第三方电商平台	玖买卖、1919 吃喝 APP、1919 官方商城、第三方电商平台	名品 Q 酒、第三方电商平台

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

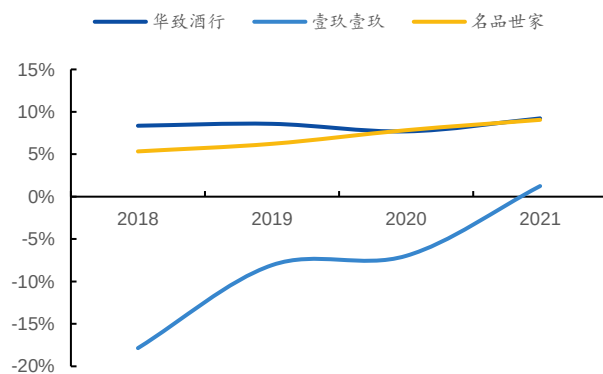
华致酒行盈利能力较好。2021 年华致酒行毛利率为 21%，高于同行壹玖壹玖 (20%) 及名品世家 (12%)，我们认为毛利率差异主要跟产品种类、议价能力相关。从净利率来看，华致酒行净利率高于壹玖壹玖，主要由于销售费用率较低。销售费用率的差异主要由于壹玖壹玖直营店占比较高 (2021 年壹玖壹玖直营店占比约为 36%，而华致酒行连锁门店主要以加盟为主)，从而导致销售费用中租金费用较高。

图 18：酒类流通同业毛利率对比（%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 19：酒类流通同业净利率对比（%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

表 5：酒类流通同业 2021 年费用率对比（%）

序号	项目	华致酒行	壹玖壹玖	名品世家
1	毛利率	21.0%	19.8%	12.2%
2	税金及附加费/收入	0.3%	0.3%	0.1%
3	销售费用率	7.7%	12.1%	0.6%
4	管理费用率	1.8%	3.2%	0.3%
5	研发费用率	0.0%	0.2%	0.0%
6	财务费用率	0.2%	2.5%	0.1%
7	减值损失占比	-0.2%	-0.1%	0.0%
8	信用减值损失占比	0.0%	0.1%	-0.1%
9	公允价值变动占比	0.0%	0.0%	0.0%
10	其他收益占比	0.3%	-0.1%	0.5%
11	净营业外收入占比	0.0%	-0.1%	0.0%
12	所得税/收入	1.9%	0.1%	2.4%
13	少数股东损益占比	0.2%	0.1%	0.0%
14	归母净利率	9.1%	1.1%	9.1%

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

2.3 供给端：白酒集中度提升，葡萄酒去库存，进口烈酒快速增长

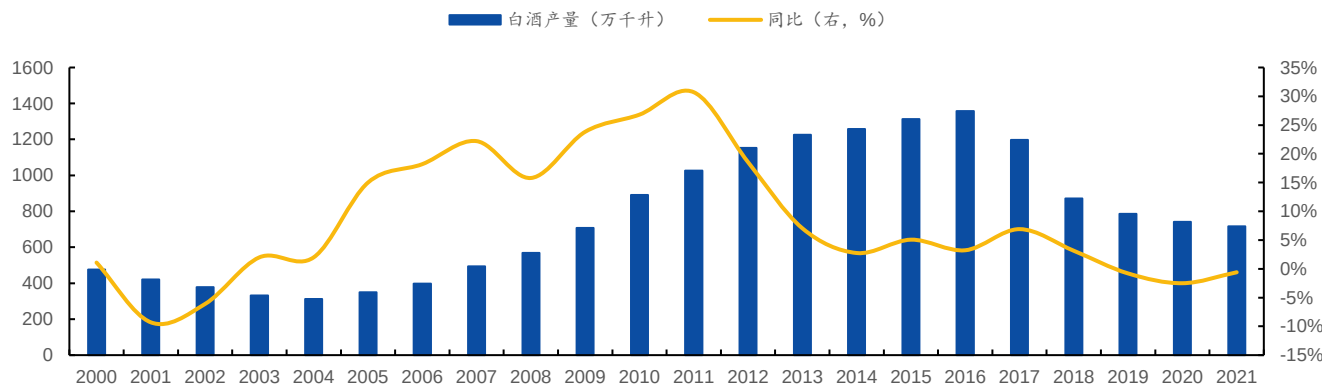
2.3.1 白酒行业：酒企业绩分化，高端白酒龙头市占率持续提升

回顾 21 世纪以来我国白酒行业发展，主要可以分为 2 个阶段：

（1）黄金发展十年（2003-2012 年）：2012 年以前，我国白酒消费具有明显的政商消费属性。随着 21 世纪以来我国基建投资力度加大（2000-2013 年我国固定资产投资额 CAGR=24%），白酒消费随之迎来黄金发展十年。根据国家统计局数据，2012 年我国规模以上白酒企业年销量达 1,126.7 万千升，2003-2012 年销量年复合增速达 17%。

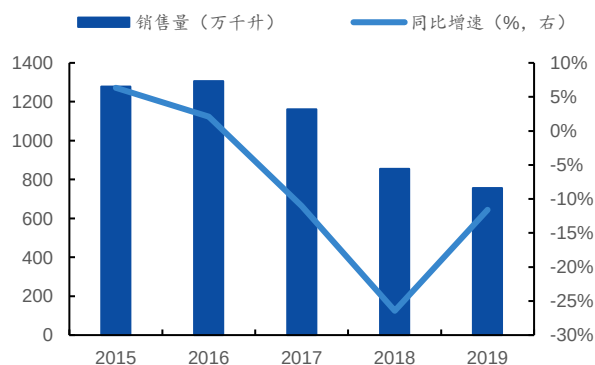
(2) 2012 年受三公政策及塑化剂事件影响，行业增速放缓：根据国家统计局数据，2012-2021 年我国规模以上白酒企业产量年复合增速仅为 3%。虽然 2012 年后白酒行业增速放缓，但完成了由政商消费主导向商务消费及大众消费主导的关键转变。

图 20：我国 2000 年以来白酒产量及增速



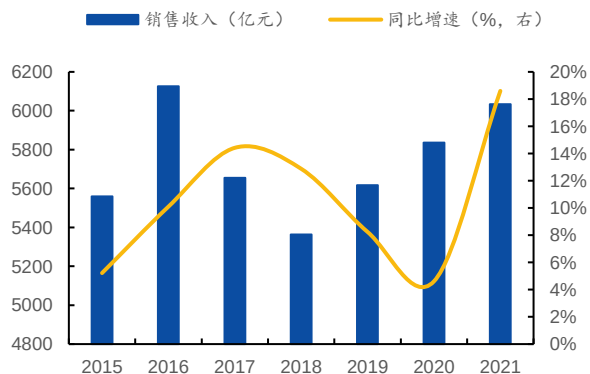
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 21：2015 年至今我国白酒行业销售量及增速



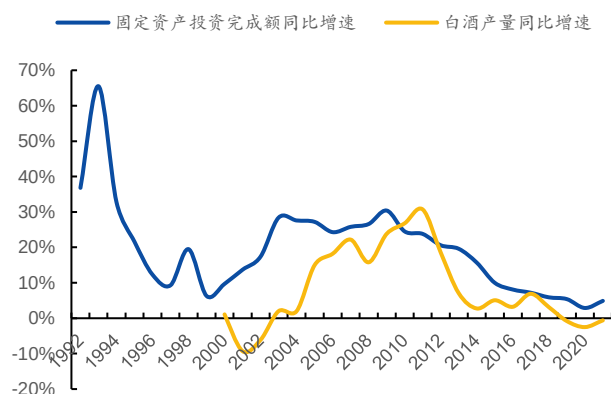
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 22：2015 年至今我国白酒行业收入及增速

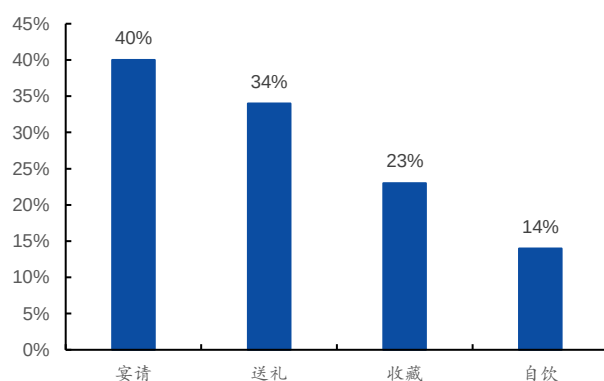


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 23：我国固定资产投资完成额及白酒产量同比增速 (%) 图 24：中国白酒行业主要消费场景 (%)



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理



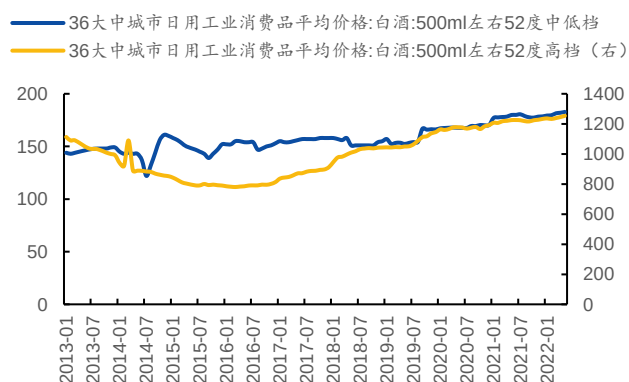
资料来源：2019 年中国酒类消费行为白皮书、国元证券研究所整理

注：数据来自胡润研究院对 300 位中国一、二线城市的高净值饮酒人士开展的一对一问卷访问。消费场景存在重叠导致 4 个场景占比加总超过 100%。

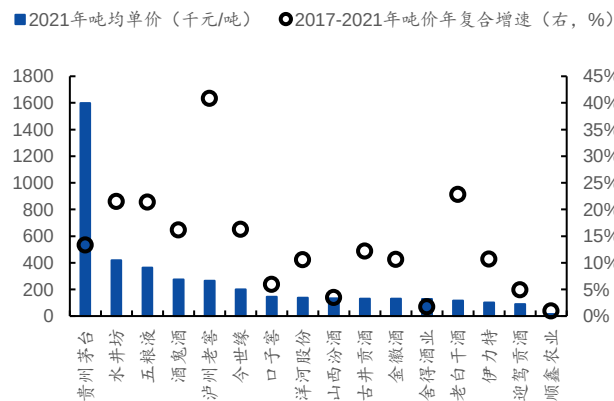
高端白酒快速扩容，消费升级成为白酒行业主旋律。根据国家发改委数据，2014-2021 年，我国 500ml 的 52 度高档/中低档白酒年平均价格分别提升 35%/24% 至 1221/179 元/瓶，年复合增速分别为 4%/3%。根据部分上市酒企数据，2017 年至今白酒吨价均呈现提升趋势，下图 16 家白酒企业中 11 家吨价年复合增速超过 10%。

图 25：我国白酒价格呈现提升趋势 (元/瓶)

图 26：主要上市白酒企业 2017-2021 年吨价及增速



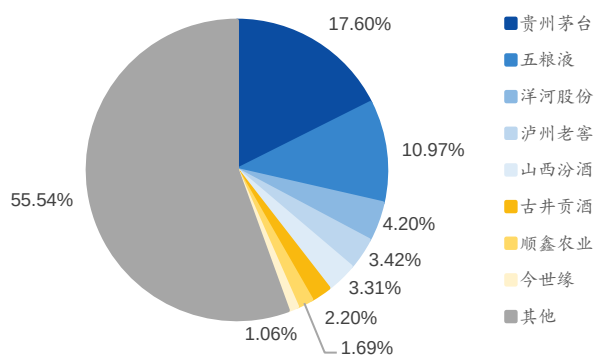
资料来源：Wind、Iifind、国家发改委、国元证券研究所整理



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

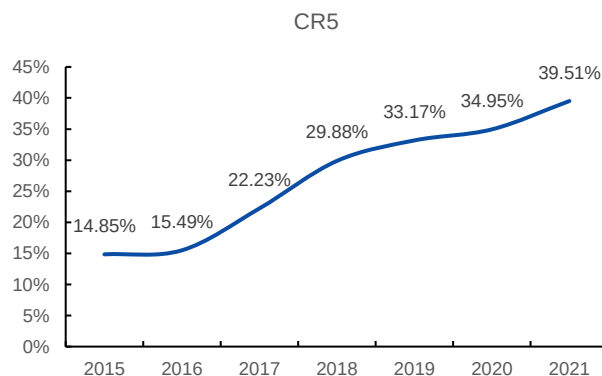
强者愈强，白酒行业集中度快速提升。2021 年我国白酒行业 CR5 达 39.51%、较 2015 年提升 24.66pct，酒企业绩显著分化，龙头白酒企业市占率快速提升。从成长性和盈利能力来看，前十大白酒企业均远好于行业平均水平。2016-2021 年前十大白酒企业收入平均年复合增速（整体法）达 20%、高于行业平均增速 12%；同时龙头酒企凭借自身品牌及渠道优势，加速高端化进程，2021 年前十大白酒企业毛利率/净利率/ROE 均远高出行业平均水平。

图 27：2021 年前八大中国白酒企业市占率（%）



资料来源：公司公告、中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 28：2015-2021 年中国白酒行业 CR5（%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

表 6：我国白酒公司主要指标（%）

序号	公司名称	近 5 年收入 年复合增速	近 5 年归母净利 年复合增速	2021 年毛 利率	2021 年净 利率	2021 年净资 产收益率
1	贵州茅台	22%	26%	92%	52%	30%
2	五粮液	22%	28%	75%	37%	25%
3	洋河股份	8%	5%	75%	30%	19%
4	泸州老窖	20%	33%	86%	38%	31%
5	山西汾酒	35%	54%	75%	27%	43%
6	古井贡酒	17%	23%	75%	18%	17%
7	顺鑫农业	14%	-	38%	-	-
8	今世缘	20%	22%	75%	32%	23%
9	舍得酒业	28%	73%	78%	26%	30%
10	口子窖	12%	17%	74%	34%	22%
11	前十大公司平均 (整体法)	20%	25%	81%	37%	28%
12	行业平均 (规上)	12%	25%	-	28%	-

资料来源：中国酒业协会、公司公告、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：1) 顺鑫农业收入增速、毛利率数据为其白酒板块数据，归母净利、净利率、ROE 为整体公司数据。2) 前十大公司平均值为整体法计算所得，行业平均数据来自中国酒业协会。

2.3.2 葡萄酒行业：去库存进行时，未来有望轻装上阵

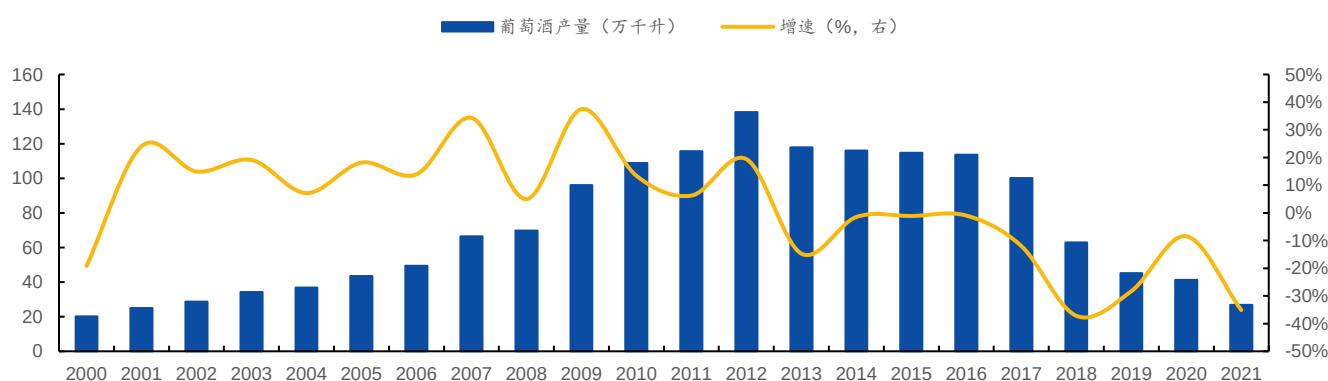
2017 年我国葡萄酒产业进入去库存调整阶段，未来轻装上阵有望重现增长：

1) 2017 年以来中国葡萄酒产量持续优化：根据国家统计局数据，2017 年以来我国葡萄酒产量持续下降，2021 年我国葡萄酒产量为 26.8 万千升，2016-2021 年产量年复合降幅为 25%。

2) 2017 年以来中国葡萄酒进口量持续下降：根据海关总署数据，我国葡萄酒进口经过 2014-2017 年高速增长后进入去库存阶段，2017-2021 年进口金额/数量年复合分别下降 18%/14%，2021 年我国葡萄酒进口金额为 16.98 亿美元、进口数量为 42.68 万千升。

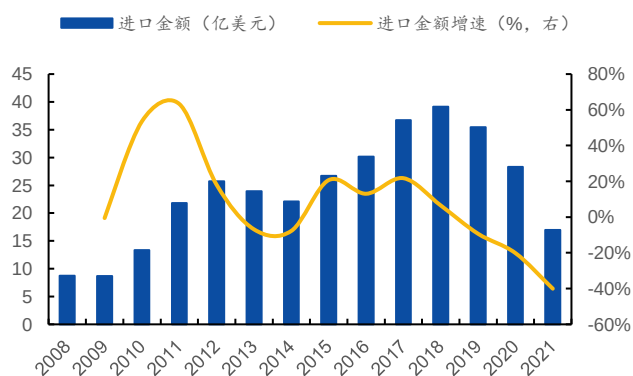
3) 2021 年中国葡萄酒库存继续优化：我国是全球第六大葡萄酒消费国，根据国际葡萄与葡萄酒组织（OIV）数据，2020 年我国葡萄酒年消费量为 124 万千升，虽然受疫情影响同比下降 17%，但仍高于产量及进口量合计，我国葡萄酒库存进一步优化，未来轻装上阵有望重现增长。

图 29：中国葡萄酒产量及增速



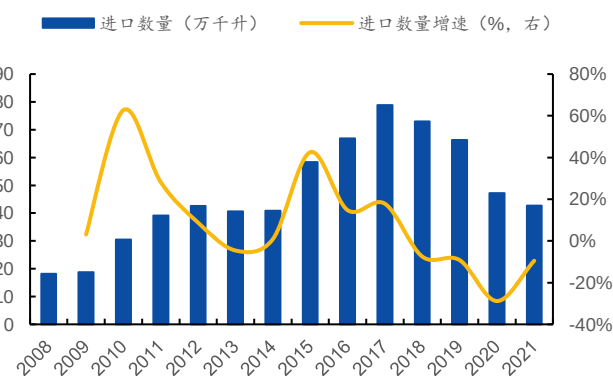
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 30：中国葡萄酒进口金额及增速



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

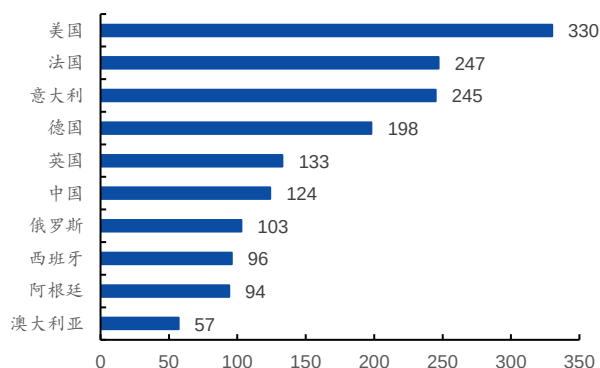
图 31：中国葡萄酒进口销量及增速



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

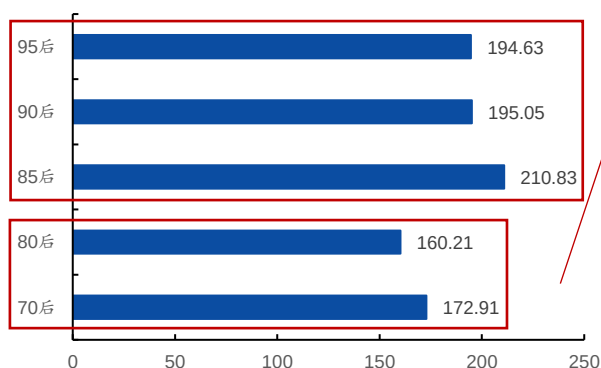
“85 后”消费者葡萄酒消费水平较上一辈提升。根据网易&知萌咨询《2020 酒行业睿享生活消费趋势报告研究》报告显示，从葡萄酒每次消费金额来看，我国目前酒类年轻一代消费者（“85 后”、“90 后”、“95 后”）较上一辈消费者（“70 后”、“80 后”）平均提升约 20%，年轻消费群体的消费行为与消费习惯或将引领未来葡萄酒行业的消费趋势与发展。

图 32：各国葡萄酒年消费量（万千升）



资料来源：公司年报、国际葡萄与葡萄酒组织、国元证券研究所整理

图 33：中国各代际葡萄酒客单价（元/次）

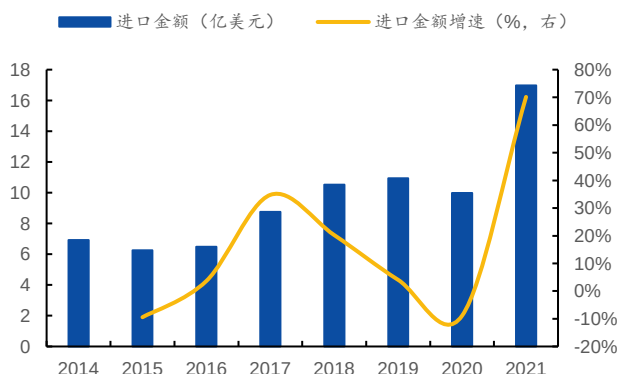


资料来源：公司年报、网易&知萌咨询《2020 酒行业睿享生活消费趋势报告研究》、国元证券研究所整理

2.3.3 进口烈酒行业：白酒提价带来扩容机遇，进口烈酒引领进口酒增长

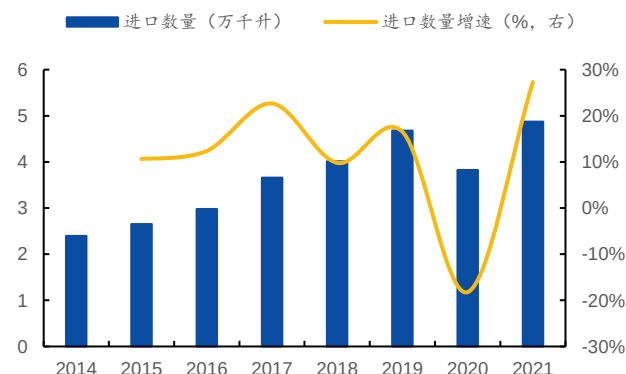
烈酒进口保持较快增长，引领中国进口酒复苏。根据海关总署数据，2021 年我国烈酒进口金额、进口数量、单价分别为 16.97 亿美元、4.87 万千升、34.84 美元/升，2014-2021 年 CAGR 分别为 14%、11%、3%。2021 年我国烈酒进口金额已与葡萄酒进口金额相仿，在酒类及饮料中进口额中的占比超过 1/4。

图 34：中国烈酒进口金额及增速



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

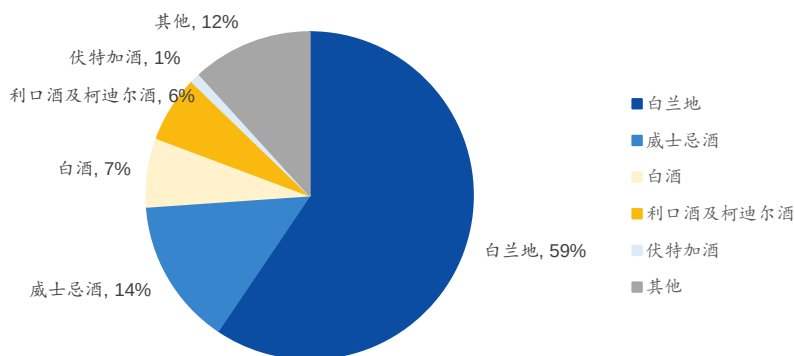
图 35：中国烈酒进口销量及增速



资料来源：酒类进出口商会、智研咨询、国元证券研究所整理

白酒提价为进口烈酒提供扩容机遇。近些年来，我国白酒高端市场快速扩容，高端白酒价位带显著提升，凸显出进口烈酒性价比，为进口烈酒提供扩容机遇。从种类来看，白兰地为我国进口烈酒中的第一大品类，2021 年进口额占比接近 60%。根据京东数据，主要白兰地品牌的中高端酒价位带约在 300-1300 元，较高端及超高端白酒的价格更低、凸显出性价比，同时同价位的白酒竞争对手较少、为进口烈酒提供扩容空间。

图 36：2021 年中国进口烈性酒分品类占比（%）



资料来源：酒类进出口商分会、智研咨询、国元证券研究所整理

表 7：我国白酒 VS 进口烈酒价位带对比

档次	白酒		进口烈酒	
	部分产品	价位带	部分产品	价位带
高端(含超高端)	普五（五粮液）、国窖 1573（泸州老窖）、飞天茅台（贵州茅台）等	800-3000 元 (占比 20%)	轩尼诗、人头马、马爹利的 XO 等级产品（指橡木桶陈酿时间不低于 10 年）等	1300 元左右
次高端	梦 3（洋河股份）、天之蓝（洋河股份）、典藏（水井坊）、井台（水井坊）、臻酿八号（水井坊）、国缘四开（今世缘）、国缘对开（今世缘）、舍得品味（舍得）、水晶剑（剑南春）、古 16（古井贡酒）、古 20（古井贡酒）、青花 20（山西汾酒）等	300-800 元 (占比 5%)	轩尼诗、人头马、马爹利等的 VSOP 等级产品（指橡木桶陈酿时间不低于 4 年）等	300-400 元
中高端及大众端	王子酒（茅台）、西凤六年（西凤酒）、金钻习酒（习酒）等	<300 元 (占比 75%)	-	-

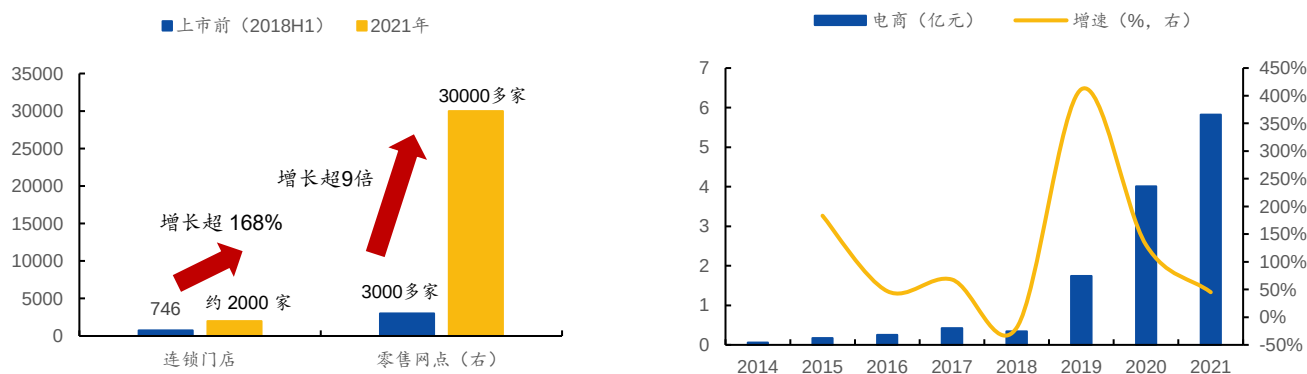
资料来源：欧睿、前瞻研究院、京东、国元证券研究所整理

3.核心团队善于化危为机，构筑强势渠道力

3.1 强渠道：发力直供提升渠道效率，新零售赋能线下门店

上市后加速渠道下沉，零售网点超 3 万个。上市后，公司加速营销网络项目建设，截至 2021 年末，公司已在全国覆盖约 2000 家连锁门店及 3 万余家直供终端网点，形成覆盖全国的“毛细血管式”营销网络。除 B 端客户外，公司也积极通过华致优选微信小程序、电商平台等渠道发展 C 端客户，加大营销网络覆盖范围。2021 年公司电商收入达 5.82 亿元，2014-2021 年收入 CAGR 达 92%。

图 37：公司上市时（2018H1）VS 2021 年末渠道数量（家） 图 38：公司电商收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

全渠道布局，多方触达消费者。公司构建起包括华致酒行、华致名酒库、直供终端网点、KA 卖场、团购、电商在内的全渠道营销网络体系。一方面公司通过密集的营销网络树立起专业、精品、保真的企业形象，另一方面遍布全国的零售门店客户成为公司品牌门店进一步发展的储备，为公司继续开拓发展品牌门店渠道提供坚实基础。

力拓直供渠道，扁平化渠道有效提升效率。公司顺应渠道扁平化的行业趋势，加大直供渠道建设，拓展了 3 万多家直供零售网点、20 多家 KA 卖场以及团购和电商渠道，迅速占领终端零售的同时，减少流通环节，有效提高渠道运营效率。

新零售赋能线下门店提效。公司在发展传统大流通渠道的同时，积极开拓新兴业务渠道。2017 年开始，公司融合传统线下销售模式和 O2O 服务平台，筛选优质零售网点客户升级为“华致酒库”、“华致名酒库”。消费者可以在线上 O2O 平台下单，华致门店就近实现快速配送，有效利用新零售赋能线下门店提效。

表 8：公司各渠道情况

序号	渠道类型	要点	数量（家） （2021 年）	单店年出货 额（万元）
1	品牌门店	华致酒行 装修风格高档，门店面积较大，定位偏豪华	约2000	300+
2		华致名酒库 融合传统线下销售模式和O2O服务平台打造的新零售门店		150+
3	终端供应商	— 经销商	—	—
4	零售网 点	主要为名烟名酒店、专卖店、餐饮酒店等，客户直接向公司提交订单，由公司匹配就近安排仓库配货、发货	30000+	约10
5	直供终端	KA卖场 主要为知名大型商超，比如麦德龙、卜蜂莲花、沃尔玛、华润万家等	20+	—
6		团购及 电商 公司2019年上线微信小程序“华致优选”，2021年上线“跨境购”平台，同时在京东、天猫、抖音等多平台开设品牌旗舰店，并试水直播、短视频等新媒体业务	众多	—

资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

注：店效为估算数据。

3.2 强物流：配送时效打造优质服务体验

前置仓+物流公司深度合作双管齐下，提升物流时效。（1）在仓储方面，公司采用总仓+多层分仓模式，在全国范围内大力增设前置仓，实现就近发货，缩短配送距离。2021 年末公司在全国建有 8 个中心大仓，28 个区域分仓，仓储管理面积超过 4 万平米，覆盖 23 个省份、3 个直辖市。（2）在物流方面，公司与全国性或者区域性较强的物流服务商进行合作，充分利用其运输效率及辐射范围，推出异地航空、同城极速达、专车配送等多种高效配送服务方式，满足客户对高时效产品的业务场景需求。

表 9：公司上市时 VS 2021 年末仓库数量及覆盖范围

指标	上市前（2018 年末）	2021 年末
仓库数量	在全国拥有 26 个仓库	在全国拥有 36 个仓库
仓库面积	3.9 万平方米	超过 4 万平方米
覆盖范围	14 个省份、3 个直辖市	23 个省份、3 个直辖市

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

表 10：公司及同业仓库数对比

序号	公司	时间	仓库数（个）	仓库面积（平方米）	覆盖省市数量
1	壹玖壹玖	2021 年	未披露	55000	28
2	红酒世界	2015 年	7	4316.5	5
3	醉纯科技	2021 年	4	未披露	4
4	名品世家	2020 年 6 月	25	未披露	16
5	华致酒行	2021 年	36	超 40000	26

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3.3 强供应商：供应商优质，稳固经销权打造行业护城河

供应商优质，合作关系稳定。公司有丰富的白酒从业经验，与国内外知名酿酒企业及大型酒类流通商建立了长期、稳固的合作关系。我国市占率前两大龙头白酒企业——贵州茅台、五粮液，均为公司供应商，合作时间均超 10 年。此外，公司还与古井贡酒、山西汾酒、酒鬼酒等知名酒企建立合作关系，并合作开发、独家代理多款白酒。

公司和贵州茅台、五粮液深度合作。公司是茅台、五粮液等酒类品牌的一级经销商，我们估算，2021 年公司茅台和五粮液产品的经销金额，占茅台及五粮液公司总经销金额的比例接近 3%（假设理想状态下公司按茅台、五粮液的出厂价拿货，下同），2014 年以来快速提升（2014 年公司在茅台/五粮液中的采购份额占比分别为 0.7%/2.0%），目前已为茅台和五粮液名列前茅的大经销商（2021 年茅台/五粮液前五大客户收入占比分别为 14.1%/9.2%）。分别来看：

（1）公司为贵州茅台的特约经销商，取得了飞天茅台的经销权，并与贵州茅台联合开发贵州茅台酒（金），为此产品的总经销商；

（2）公司取得普通五粮液的经销权，并与五粮液联合开发了五粮液年份酒，为此产品的独家代理商。

表 11：公司主要经销产品

品类	序号	供应商 (开始合作时间)	部分产品	2021 年收入 (亿元)	2021 年收入 占比 (%)	2021 年毛利 率 (%)
白酒	1	贵州茅台 (2010 年)	53 度飞天茅台酒 500ML、30 年 茅台年份酒、15 年茅台年份酒、 贵州茅台酒 (金) 、其他	65.29	87.53%	21.48%
	2	五粮液 (2005 年)	十年水晶、52 度普通五粮液、 第八代经典五粮液、 五粮液年 份酒 、其他			
	3	古井贡酒 (2015 年)	古井贡酒 1818			
	4	山西汾酒 (2017 年)	虎头汾酒			
	5	钓鱼台酒业 (2019 年)	钓鱼台精品酒 (铁盖)			
	6	荷花酒业 (2015 年)	荷花酒			
	7	贵州习酒 (2016 年)	习坛酒, 53 度习酒·窖藏 1988【琉 金】(2021 年)			
	8	酒鬼酒 (2021 年)	52 度金酒鬼			
	9	赖族酒业 (2021 年)	赖高淮系列			
葡萄酒	10	富邑集团 (2018 年)	奔富酒庄与璞立酒庄的高端葡萄 酒	4.71	6.31%	17.28%
	11	拉菲罗斯柴尔德集 团 (2020 年)	“小拉菲”多哈米隆酒庄干红葡萄 酒、“小小拉菲”拉菲波亚克红葡 萄酒			
进口烈 性酒	12	保乐力加、帝亚吉欧、马爹利名士干邑白兰地、山崎 1923 等		3.06	4.11%	

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：公司为上述标红白酒产品的总经销商。

表 12：公司前两大品牌采购份额估算

序号	供应商名称	2014	2015	2016	2017	2018H1	2021
华致酒行不同品牌产品销售收入及占比估算（亿元，%）							
1	贵州茅台	2.49	4.07	10.49	11.25	6.62	-
2	五粮液	4.68	6.90	8.55	10.09	5.65	-
3	贵州茅台+五粮液小计	7.17	10.97	19.04	21.34	12.26	45.09
4	占公司总收入比例	62%	70%	87%	89%	86%	60%
5	其他白酒供应商	3.22	3.64	1.60	1.46	1.25	20.20
华致酒行不同品牌产品采购额及占比估算（亿元，%）							
6	贵州茅台	2.33	3.92	9.73	9.36	5.11	-
7	五粮液	4.11	5.60	6.75	7.95	4.64	-
8	贵州茅台+五粮液小计	6.44	9.52	16.48	17.31	9.75	38.33
9	占公司总采购额的比例	77%	83%	95%	94%	92%	75%
10	其他白酒供应商	1.98	1.96	0.91	1.01	0.89	-
华致酒行在前两大客户中的采购份额占比估算（%）							
11	贵州茅台	0.7%	1.3%	2.8%	1.8%	1.7%	2.9%
12	五粮液	2.0%	2.6%	2.7%	2.6%	2.2%	

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：1）假设茅台和五粮液采购成本占收入的 80%。2）假设在理想状态下，即公司按茅台和五粮液的出厂价拿货（53 度飞天茅台、五粮液普五出厂价分别为 969 元、609 元），我们估算公司在茅台和五粮液中的采购份额占比约为 2.9%；若假设茅台、五粮液按终端批价拿货（53 度飞天茅台终端价格超 3000 元，五粮液普五终端价格略超 1000 元），我们估算公司在茅台、五粮液中的采购份额占比约为 1.5%。上表均为基于在理想状态下的测算。3）采购额及采购份额占比均为估算数据。4）2021 年均为估算数据。

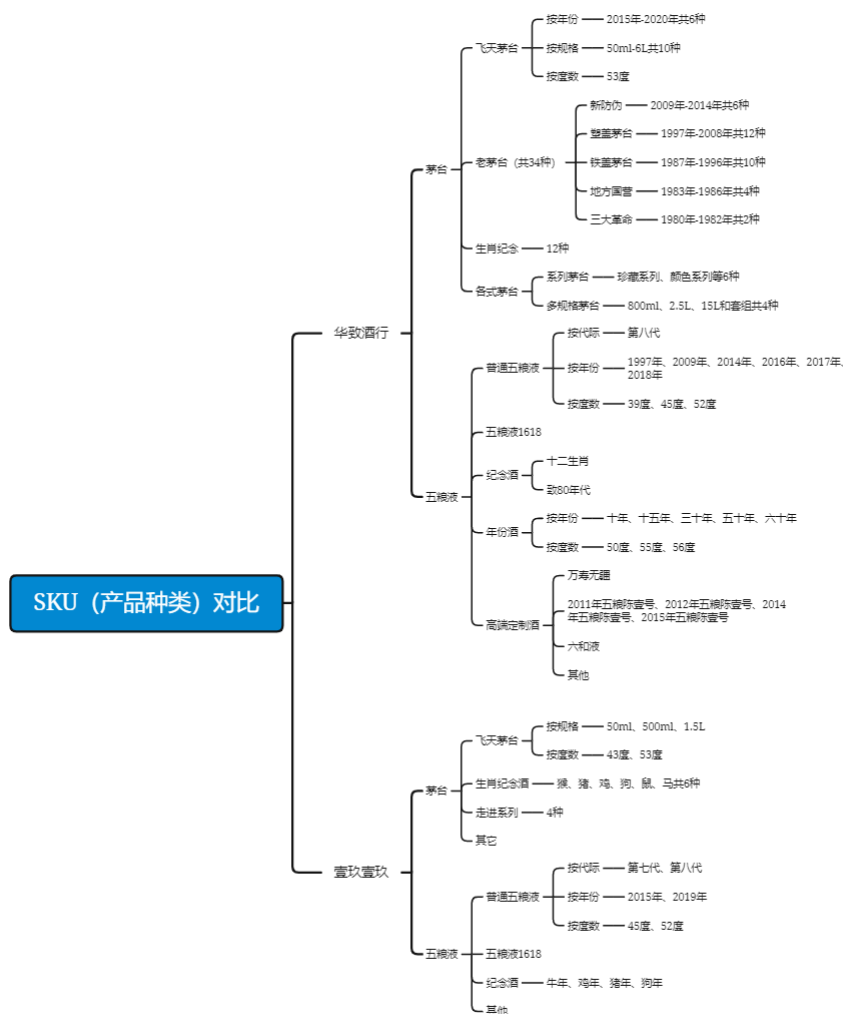
产品齐全，SKU 丰富。根据京东旗舰店及微信小程序显示，公司茅台产品的 SKU 超百种，包括飞天茅台、老茅台、生肖纪念和各式茅台，五粮液产品 SKU 也超过 50 种，产品齐全，SKU 丰富。

表 13：公司及同业 SKU 数量对比（个）

序号	品类	品牌	华致酒行	壹玖壹玖
以京东旗舰店为统一数据来源的华致酒行及其可比公司的产品丰富度对比				
1	白酒	茅台	219	48
2		五粮液	58	11
3		荷花	32	-
4		汾酒	10	-
5		古井贡	3	2
6		赖高淮	1	-
7		酒鬼	1	-
8		习酒	1	-
9	葡萄酒	-	30	-
10	进口烈酒	-	3	4
以微信小程序为统一数据来源的华致酒行及其可比公司的产品丰富度对比				
1	白酒	茅台	185	1
2		五粮液	51	15
3		荷花	25	-
4		汾酒	14	7
5		古井贡	11	-
6		习酒	4	3
7		郎酒	4	9
8		赖高淮	3	-
9		仁怀酱酒	3	-
10		酒鬼	3	-
11		剑南春	2	4
12		董酒	2	-
13		钓鱼台	1	-
14		泸州老窖	1	13
15	葡萄酒	-	117	251
16	进口烈酒	-	65	93

资料来源：京东旗舰店、国元证券研究所整理

图 39：公司及同业 SKU 对比



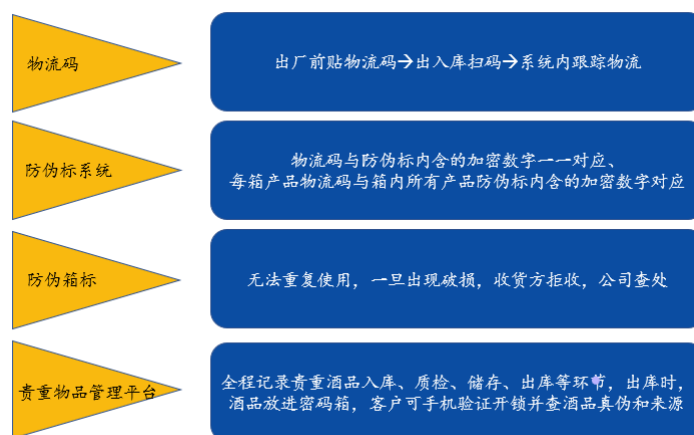
资料来源：淘宝华致酒行旗舰店、京东华致酒行旗舰店、微信小程序华致酒行旗舰店、淘宝壹玖壹玖官方旗舰店、国元证券研究所整理

注：2022 年 8 月 16 日整理。

3.4 强信赖：源头采购+追溯码保真，增强消费者信赖

源头采购+追溯码保真，增强消费者信赖。公司始终坚持以“保真”作为自己的立身之本，采取源头控制、信息技术管理和消费者监督相结合的手段，保证渠道内的酒品均为真品。公司具体措施包括：（1）公司坚持产品的源头采购、选择合格的供应商以及与厂商安全交接，以保证在采购环节对产品品质的控制。（2）借助物流码、防伪标系统、防伪箱标等防伪技术和管理措施，公司建立了酒类产品在运输及销售环节的追溯体系，便于流通管理中的查询、验伪。（3）公司派专人参与酒企公司的打假队伍，借助厂商力量共同合作维护市场秩序。

图 40：公司产品多重措施实现保真



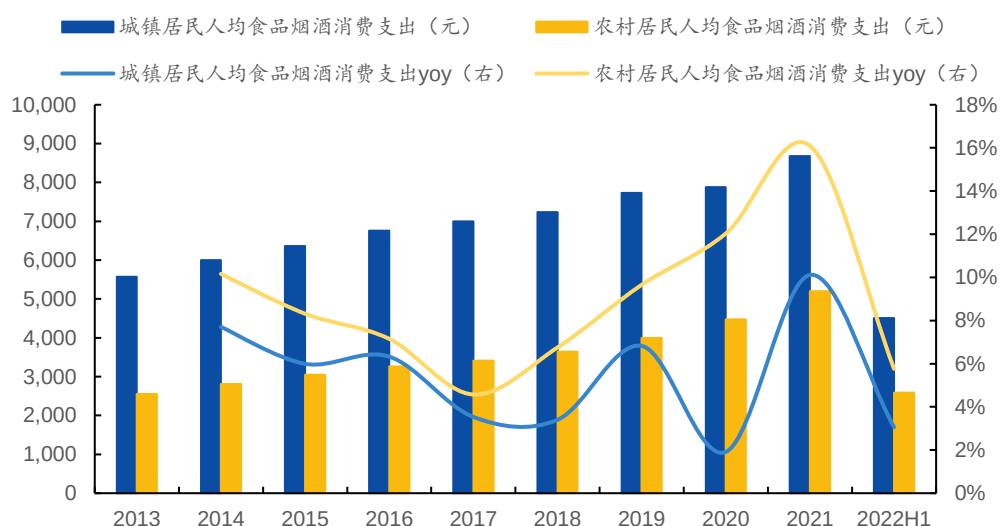
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4.左手名酒共同成长，右手精品酒挖掘机遇

4.1 “700”项目推动渠道继续下沉

渠道下沉空间大。根据国家统计局数据，近些年来我国农村居民人均食品烟酒消费支出快速增长，2013-2021年消费支出的年复合增速达9.29%，高于城镇居民人均食品烟酒消费支出。2021年我国农村居民人均食品烟酒消费支出已达5200元、达到城镇居民人均食品烟酒消费支出的60%。

图 41：我国城镇、农村居民人均食品烟酒消费支出及增速（元，%）



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

“700”项目推进渠道下沉。2020年，公司提出并实施“700项目”，在全国范围内筛选出包括省会城市、省会周边城市、地级市、百强县在内700个具有中高端酒水消费能力的区域，发展零售网点并培育连锁门店客户，大力推进渠道下沉。我们估算，假设一线及新一线/二线/三线/四线/五线及小微城市的平均网点数分别达到375/188/150/120/96家，则对应700个区域的总渠道数将达到77369家、较目前渠道数实现翻倍增长。

表 14：公司渠道数量估算

序号	城市分类	城市数量（个）	公司的单城市目标渠道数假设	公司总渠道数估算
			（家/城市）	（家）
1	一线城市	4	375	5625
2	新一线城市	11		
3	二线城市	13	188	2438
4	强三线城市	21	150	9450
5	中三线城市	21		
6	弱三线城市	21		
7	强四线城市	41	120	14640
8	中四线城市	40		
9	弱四线城市	41		
10	五线城市	260	96	45216
11	小微城市	211		
12	合计	684	-	77369

资料来源：住建部、国元证券研究所整理

注：根据招股书数据，公司计划2019年在北京、天津、上海、重庆的网点数达1500个，对应每座城市平均网点数为375个，假设二线城市单个城市目标渠道空间为一线城市的50%，三线城市目标渠道空间为二线城市的80%，四线城市目标渠道空间为三线城市的80%，五线城市目标渠道空间为四线城市的80%。

4.2 公司茅台、五粮液等名酒稳健增长

公司茅台、五粮液等名酒稳健增长。2021年公司销售茅台、五粮液产品实现收入约占公司整体收入约60%，我们估算公司在茅台、五粮液的批发销售总额中的占比约为2.9%，从体量上看，采购额已名列前茅。展望未来，受益于酒类集中度提升趋势，茅台、五粮液均有望保持双位数增速，即使考虑直销分流及采购份额提升幅度有限，公司作为优质经销商，从茅台及五粮液中的采购额仍有望保持稳健增长。

图 42：茅台、五粮液前五大客户收入占比（%）

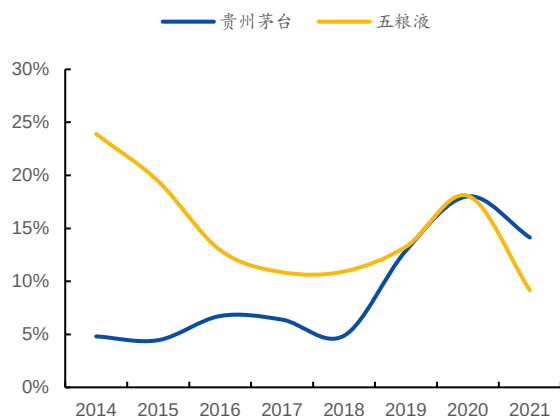
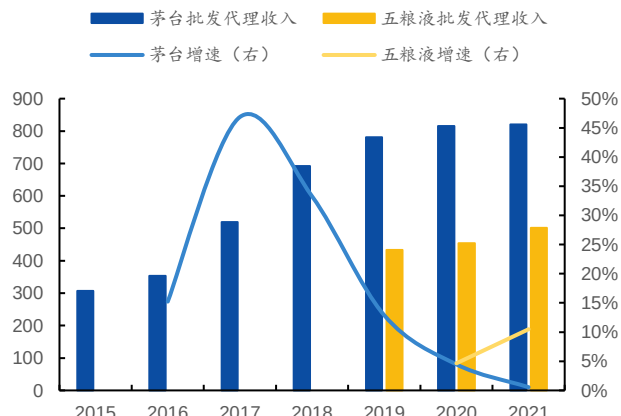


图 43：茅台、五粮液经销收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

4.3 精品酒有望快速增长

精品酒收入快速增长。除经销茅台、五粮液等高流通产品外，公司还致力于精品酒开发工作，即和各大酒企合作开发、并主要由公司经销的精品定制酒，例如：公司和酒鬼酒、古井贡酒、习酒、山西汾酒等知名酒企联合开发的系列酒，以及和荷花酒业、赖高淮开展战略合作，成立合资公司，推出的荷花系列、赖高淮 1989 等。我们估算，2021 年公司精品酒实现收入超 20 亿元，2017-2021 年收入 CAGR 约达 93%。

战略合作品牌荷花酒销售破亿。精品酒中，公司倾注最多资源的是战略合作品牌“荷花酒”。2018 年，公司与河北中烟工业、贵州荷花酒业达成战略合作，成立由公司控股的合资子公司荷花数据科技（上市公司持股 51%），整合三方优势资源，共同推广“荷花”品牌。2018 年 10 月，“荷花酒”上市，上市后首个完整年度即 2019 年，荷花酒销售收入破亿、达 1.26 亿元，2020 年荷花酒销售收入在疫情下仍实现同比增长 29%、达 1.63 亿元。

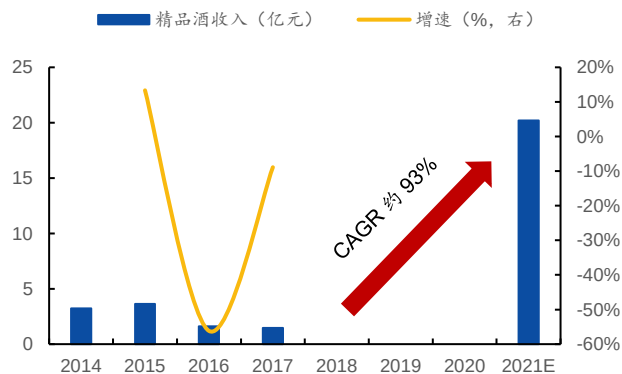
名酒引流，精品酒增速可期。公司一方面利用茅台、五粮液等名酒吸引客户进店，为其他产品引流；另一方面公司会根据门店年度任务（年度任务为公司独家代理或战略合作产品，不包括高流通的茅台、五粮液等产品）完成程度，给予下游经销商不同的茅台进货额度，从而激励经销商加大华致精品酒推广力度。

表 15：除茅台、五粮液外，公司主要白酒 SKU

序号	品牌	合作历史	SKU (个)	主要销售系列	部分产品	规格	价格 (元)
1	荷花	2016 年获得“国乡荷花酒”总经销权 2018 年上市公司与河北中烟工业、贵州荷花酒业达成战略合作，成立合资子公司 荷花数据科技，上市公司持股 51%	32+	荷花创奇系列、盛世系列、玉系列等	荷花传奇系列（红 5）	500ml	498
2					荷花传奇系列（10）	500ml	698
3					荷花传奇系列（15）	500ml	898
4					荷花传奇系列（金 20）	500ml	1499
5					荷花盛世系列（盛世捌零）	500ml	788
6					荷花盛世系列（盛世柒零）	500ml	988
7					53 度荷花玉系列（玉 8）	500ml	698
8					53 度荷花玉系列（玉 16）	500ml	1199
9					53 度荷花玉系列（玉 32）	500ml	2499
10					红荷花	500ml	229
11					蓝荷花	500ml	379
12					金荷花	500ml	1299
13					53 度一品荷花酒	500ml	699
14					53 度上品荷花酒	500ml	999
15					荷韵荷花坛酒（金蕊天荷）	1.5L	1499
16					荷韵荷花坛酒（金蕊天荷）	3L	4088
17	酒鬼	2021 年获得金酒鬼独家代理权	3+	金酒鬼、生肖酒	52 度金酒鬼	500ml	1199
18					酒鬼内参乙亥猪年生肖酒	500ml	1999
19	古井贡	2015 年获得古井贡酒 1818 系列总经销权	11+	古井贡酒 1818 系列、年份酒、纪念酒	古井贡酒 1818（黑贡）	500ml	398
20					古井贡酒 1818（红贡）	500ml	208
21					古井贡酒年份原浆（30 年）	500ml	2199
22					古井贡酒十二生肖纪念酒	1L*12	59600
23	赖高淮	2021 年与赖高淮品牌达成战略合作	3+	赖高淮 1989（38 度、42 度、52 度）	52 度赖高淮 1989	500ml	318
24	习酒	2016 年获得习坛总经销权 2021 年独家代理 53 度习酒窖藏 1988（疏金）	4+	53 度习酒窖藏 1988（疏金）、习酒窖藏纪念酒	53 度习酒窖藏 1988（疏金）	500ml	1299
25	汾酒	获得虎头汾酒总经销权	14+	竹叶青、虎头汾酒等	虎头汾酒（黑瓷）	500ml	398
26	钓鱼台	2019 年获得钓鱼台精品酒（铁盖）独家经销权	1+	钓鱼台精品酒系列	53 度钓鱼台精品酒（铁盖）	500ml	1888

资料来源：华致酒行京东旗舰店、国元证券研究所整理

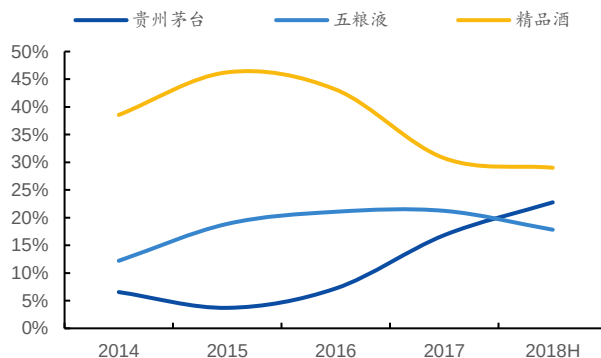
图 44：公司精品酒销售收入（亿元，%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：精品酒 2021 年数据为估算数据。

图 45：公司不同经销产品毛利率（%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

我们假设：

（1）考虑到龙头白酒企业市占率持续提升，大经销商有望受益随之增长，我们预计 2022-2024 年公司茅台及五粮液产品的收入分别为 64.01/69.50/75.28 亿元，同比增长 41.95%/8.58%/8.32%。考虑到公司继续推动渠道下沉，精品酒有望持续增长，我们预计 2022-2024 年公司精品酒收入分别为 24.30/41.87/61.39 亿元，同比增长 20.32%/72.27%/46.63%。综上可得，2022-2024 年公司白酒收入分别为 88.31/111.37/136.67 亿元，同比增长 35.26%/26.11%/22.72%。

考虑到渠道下沉带动，我们预计 2022-2024 年公司葡萄酒收入分别为 6.07/7.64/9.27 亿元，同比增长 28.95%/25.88%/21.25%；烈酒收入分别为 4.44/6.23/8.42 亿元，同比增长 45.23%/40.10%/35.24%。

综上，我们预计 2022-2024 年公司总收入分别为 100.83/127.80/157.58 亿元，同比增长 35.16%/26.75%/23.31%。

（2）考虑到高毛利率精品酒占比提升，我们预计 2022-2024 年公司白酒毛利率分别为 15.82%/20.36%/22.01%，葡萄酒毛利率分别为 18.71%/20.07%/20.33%，烈酒毛利率分别为 18.55%/20.14%/20.38%；综上计算得到 2022-2024 年公司整体毛利率分别为 15.80%/19.93%/21.37%。

表 16：公司茅台、五粮液产品销售收入估算（亿元，%）

序号	指标	2021	2022E	2023E	2024E
1	贵州茅台自身总收入	1095	1276	1480	1707
2	增速	11.71%	16.58%	15.97%	15.31%
3	批发代理收入占茅台总收入比例	74.94%	63.55%	54.42%	47.03%
4	茅台批发代理收入	820.30	810.97	805.38	802.65
5	公司在茅台中采购份额占比	2.90%	4.00%	4.20%	4.40%
6	公司采购额	23.79	32.44	34.02	35.59
7	公司售卖茅台产品实现收入	27.99	38.16	40.03	41.87
8	增速	-	36.36%	4.88%	4.61%
9	五粮液自身总收入	662	758	868	985
10	增速	15.51%	14.51%	14.50%	13.45%
11	批发代理占五粮液总收入比例	76%	72%	69%	66%
12	五粮液批发代理收入	501.37	549.20	596.46	645.34
13	公司在茅台中采购份额占比	2.90%	4.00%	4.20%	4.40%
14	公司五粮液采购额	14.54	21.97	25.05	28.39
15	公司售卖五粮液产品实现收入	17.11	25.84	29.47	33.41
16	增速	-	51.09%	14.04%	13.35%
17	销售茅台+五粮液产品实现收入小计	45.09	64.01	69.50	75.28
18	增速	-	41.95%	8.58%	8.32%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

表 17：华致酒行盈利预测拆分

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	74.60	100.83	127.80	157.58
增速	50.97%	35.16%	26.75%	23.31%
毛利率	20.96%	15.80%	19.93%	21.37%
归母净利润（亿元）	6.76	7.37	9.85	13.22
增速	81.03%	9.09%	33.62%	34.26%
归母净利率	9.06%	7.31%	7.71%	8.39%
白酒				
营业收入（亿元）	65.29	88.31	111.37	136.67
增速	52.00%	35.26%	26.11%	22.72%
毛利率	21.48%	15.82%	20.36%	22.01%
1) 贵州茅台+五粮液（亿元）	45.09	64.01	69.50	75.28
增速	—	41.95%	8.58%	8.32%
毛利率	17.96%	14.42%	16.11%	16.32%
2) 精品酒（亿元）	20.20	24.30	41.87	61.39
增速	—	20.32%	72.27%	46.63%
毛利率	29.35%	20.05%	29.15%	29.56%
葡萄酒				
营业收入（亿元）	4.71	6.07	7.64	9.27
增速	31.74%	28.95%	25.88%	21.25%
销量（千升）	2269.92	2544.81	2906.68	3262.46
增速	14.09%	12.11%	14.22%	12.24%
单价（元/升）	207.46	238.62	262.98	284.10
增速	15.48%	15.02%	10.21%	8.03%
毛利率	—	18.71%	20.07%	20.33%
烈酒				
营业收入（亿元）	3.06	4.44	6.23	8.42
增速	53.33%	45.23%	40.10%	35.24%
毛利率	—	18.55%	20.14%	20.38%
其他				
营业收入（亿元）	1.54	2.00	2.56	3.23
增速	72.00%	30.07%	28.11%	25.92%

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

5.2 投资建议

公司是酒类流通龙头，核心团队善于化危为机，成功构筑强势渠道力、保真品牌力，核心成长来源于酒类流通行业市占率提升、名酒成长带动、精品酒市场挖掘。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.37/9.85/13.22 亿元，增速 9.14%/33.56%/34.29%，对应 9 月 29 日 PE 分别为 17/13/9X（市值 125 亿元），给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值情况

证券代码	公司名称	总市值 (亿元) (2022.9.29)	归母净利润 (亿元)			PE			22-24 年归母净利 CAGR
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300755.SZ	华致酒行	125.25	7.37	9.85	13.22	16.99	12.72	9.47	33.93%
002183.SZ	怡亚通	145.17	6.55	7.70	9.31	22.17	18.85	15.60	19.22%
300783.SZ	三只松鼠	74.35	2.79	4.26	5.13	26.61	17.44	14.50	35.50%
603719.SH	良品铺子	112.40	3.48	4.42	5.46	32.33	25.45	20.58	25.34%

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：可比公司盈利预测统一使用 Wind 一致预期。

6. 风险提示

疫情反复风险、精品酒销售波动风险、政策调整风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4140.69	6500.43	7811.30	9100.78	10807.55
现金	1224.77	1141.44	1140.00	1168.73	1286.03
应收账款	119.78	137.23	172.97	207.66	241.86
其他应收款	58.76	96.98	121.00	153.36	189.10
预付账款	747.34	1951.15	1860.61	2343.01	3008.12
存货	1892.49	3048.01	4377.17	5073.15	5896.92
其他流动资产	97.56	125.62	139.55	154.86	185.52
非流动资产	179.57	330.48	298.62	282.59	269.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	43.18	41.70	42.36	42.95	43.45
无形资产	6.69	6.87	5.69	4.23	2.68
其他非流动资产	129.70	281.91	250.57	235.42	223.02
资产总计	4320.26	6830.91	8109.91	9383.38	11076.70
流动负债	1452.33	3317.07	3989.22	4412.15	4961.94
短期借款	359.10	524.06	347.37	163.86	0.00
应付账款	102.17	99.59	180.65	217.35	245.37
其他流动负债	991.06	2693.41	3461.20	4030.94	4716.58
非流动负债	0.00	32.66	32.66	32.66	32.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	32.66	32.66	32.66	32.66
负债合计	1452.33	3349.73	4021.89	4444.81	4994.60
少数股东权益	51.67	67.61	76.09	92.01	112.95
股本	416.80	416.80	416.80	416.80	416.80
资本公积	857.21	857.21	857.21	857.21	857.21
留存收益	1542.43	2138.73	2738.50	3572.52	4695.04
归属母公司股东权益	2816.27	3413.57	4011.94	4846.55	5969.14
负债和股东权益	4320.26	6830.91	8109.91	9383.38	11076.70

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	324.99	-373.49	314.24	349.78	453.87
净利润	380.23	688.14	745.78	1000.70	1343.41
折旧摊销	17.62	19.31	17.50	19.46	21.39
财务费用	15.23	13.27	-13.14	-27.16	-43.16
投资损失	-1.75	-1.97	-1.86	-1.91	-1.89
营运资金变动	-101.06	-1107.92	-526.64	-716.86	-944.72
其他经营现金流	14.72	15.67	92.60	75.56	78.83
投资活动现金流	-50.77	-88.32	-15.11	-16.65	-18.40
资本支出	57.73	72.28	2.33	2.48	2.65
长期投资	0.00	20.41	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	6.97	4.37	-12.77	-14.16	-15.75
筹资活动现金流	-423.20	61.88	-300.57	-304.40	-318.17
短期借款	-234.90	164.96	-176.69	-183.51	-163.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-188.30	-103.09	-123.88	-120.89	-154.31
现金净增加额	-149.34	-400.47	-1.44	28.73	117.30

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4941.44	7460.00	10082.93	12779.93	15758.47
营业成本	3998.90	5896.69	8489.95	10233.48	12390.79
营业税金及附加	14.86	22.31	32.11	40.90	49.25
营业费用	376.02	575.89	607.50	1085.02	1381.70
管理费用	102.51	131.17	141.16	280.90	371.90
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	15.23	13.27	-13.14	-27.16	-43.16
资产减值损失	6.98	-12.77	-6.45	-4.08	-7.77
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.75	1.97	1.86	1.91	1.89
营业利润	475.05	825.81	847.01	1190.66	1625.86
营业外收入	3.15	3.37	3.27	3.26	3.30
营业外支出	2.18	2.86	2.80	2.61	2.76
利润总额	476.02	826.32	847.48	1191.31	1626.40
所得税	95.79	138.18	101.70	190.61	282.99
净利润	380.23	688.14	745.78	1000.70	1343.41
少数股东损益	7.07	12.61	8.47	15.92	20.94
归属母公司净利润	373.17	675.53	737.31	984.78	1322.47
EBITDA	507.90	858.39	851.37	1182.96	1604.09
EPS (元)	0.90	1.62	1.77	2.36	3.17

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	32.20	50.97	35.16	26.75	23.31
营业利润(%)	22.79	73.83	2.57	40.57	36.55
归属母公司净利润(%)	16.82	81.03	9.14	33.56	34.29
获利能力					
毛利率(%)	19.07	20.96	15.80	19.93	21.37
净利率(%)	7.55	9.06	7.31	7.71	8.39
ROE(%)	13.25	19.79	18.38	20.32	22.16
ROIC(%)	17.35	21.10	19.27	21.73	24.15
偿债能力					
资产负债率(%)	33.62	49.04	49.59	47.37	45.09
净负债比率(%)	24.73	16.23	9.17	4.22	0.52
流动比率	2.85	1.96	1.96	2.06	2.18
速动比率	1.54	1.03	0.85	0.90	0.98
营运能力					
总资产周转率	1.17	1.34	1.35	1.46	1.54
应收账款周转率	47.60	52.41	58.69	60.62	63.30
应付账款周转率	48.46	58.45	60.59	51.42	53.56
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.62	1.77	2.36	3.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	-0.90	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	6.76	8.19	9.63	11.63	14.32
估值比率					
P/E	33.56	18.54	16.99	12.72	9.47
P/B	4.45	3.67	3.12	2.58	2.10
EV/EBITDA	23.38	13.83	13.95	10.04	7.40

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188