

金徽酒 (603919)

陇上明珠放光辉，盘踞西北进全国

买入 (首次)

2023年11月03日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

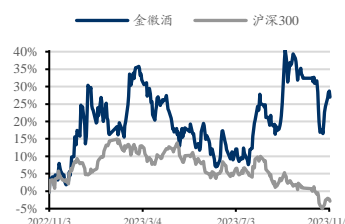
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,012	2,550	3,081	3,694
同比	12%	27%	21%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	280	357	482	599
同比	-14%	27%	35%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.55	0.70	0.95	1.18
P/E (现价&最新股本摊薄)	49.96	39.21	29.04	23.36

关键词: #消费升级

投资要点

- **承名酒基因，陇酒标杆风正劲足。**金徽酒创建于1951年，是国家首批确认的中华老字号和全国白酒百强企业，开创了全省浓香型白酒的先河。2022年9月亚特集团重新成为公司控股股东，现任管理层积累丰富实际经验，多位核心成员曾经历公司改善业绩、成功上市“一次创业”，有助于赋能金徽酒实现“二次创业”腾飞。整体收入利润表现看，2011-2022年营收CAGR=10.3%，归母净利润CAGR=11.5%，保持稳健。
- **“二次创业”稳步前行，凝聚内外向心力。**1) **拉伸品牌张力：**文化底蕴深厚，通过举办高端品鉴会、以首席敬首席等多重活动持续打造品牌IP，与消费者建立良性互动，放大品牌特色。2) **持续优化产品力：**产品矩阵完善，2023年前三季度高档酒收入13.7亿元，同比+33%，占总营收比重进一步提升至约68%，16-22年高档产品收入CAGR约为25%。公司持续推动产品结构升级&因城施策；同时从各方面打造产品“入口绵、下咽顺、回味甜、不上头、醒酒快”的独特魅力。3) **拓宽渠道力：**公司积极向外学习，内部逐步激发活力，外在开启营销模式持续完善，由“深度分销+大客户运营”的双轮驱动。通过与经销商共同成长、引入持股，使得厂商一体化关系紧密。
- **大本营+基本盘，本埠优势不断夯实，泛全国化进程提速。**1) **甘肃：**2022年公司省内综合市占率25%+，分区域看，公司在兰州市占率约25%-30%、陇南等地约45%+、河西约20%。公司持续深耕，推动省内市占率不断提升。2) **环甘肃：**陕西市场尤其是宝鸡、咸阳的渠道和消费者对公司产品认可度已较高，未来公司将进一步在陕西市场深挖120-150元价位带，有望推进结构升级及渗透率提升；同时扩大新疆、巩固宁夏，新进内蒙市场，因城施策。3) **省外市场：**2021年成立华东销售公司，推出300-800元“金徽老窖”系列，举办首席上市发布会、品鉴、主题游活动，持续扩大消费群体覆盖范围，提升金徽老窖品牌影响力，市场反响表现较好，我们预计23年金徽老窖华东市场收入高增，有望完成3亿左右目标。
- **盈利预测与投资评级：**公司内有动能、外造势能，大本营市场根基越来越稳固，品牌效应和公司美誉度持续提升，华东和北方市场招募当地团队因地制宜，优势持续在累积。我们预计23-25年归母净利润3.6/4.8/6.6亿元，同比+27%/35%/24%，当前市值对应PE为39/29/23X。考虑到公司势能向外、品牌知名度逐步提升、华东稳步推进，我们看好公司长期发展前景，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济环境疲软，省内竞争加剧，华东市场拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.22
一年最低/最高价	21.42/30.80
市净率(倍)	4.22
流通 A 股市值(百万元)	13,807.62
总市值(百万元)	13,807.62

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.45
资产负债率(% ,LF)	21.94
总股本(百万股)	507.26
流通 A 股(百万股)	507.26

相关研究

内容目录

1. 历史复盘：承名酒基因，打造陇酒标杆	5
1.1. 烽火仙人关，金徽美名传	5
1.2. 亚特集团重掌权，助推“二次创业腾飞”	6
2. “二次创业”稳步前行，凝聚内外向心力	8
2.1. 口碑持续提升，营销持续拉升品牌张力	8
2.1.1. 文化底蕴深厚，口碑不断提升	8
2.1.2. 持续多元化营销，加强消费者培育	9
2.2. 高品质保驾护航，持续优化产品力	10
2.2.1. 产品矩阵完善，结构升级占先机	10
2.2.2. 打造生态金徽，酿造独特“醒酒快”魅力	11
2.3. “大客户运营+深度分销”，持续拓宽销售力	12
3. 大本营+基本盘，本埠优势不断夯实，泛全国化进程提速	14
3.1. 省内消费升级，持续巩固根据地市场	14
3.1.1. 甘肃白酒市场规模约 70-80 亿元，地产酒优势明显	14
3.1.2. 陕西市场为突破，发展环甘肃市场	18
3.2. 省外市场建设成效显著，全国化纵深发展	19
3.2.1. 北上东进，省外市场拓展步伐加快	19
4. 盈利预测与估值	21
4.1. 核心假设	21
5. 风险提示	23

图表目录

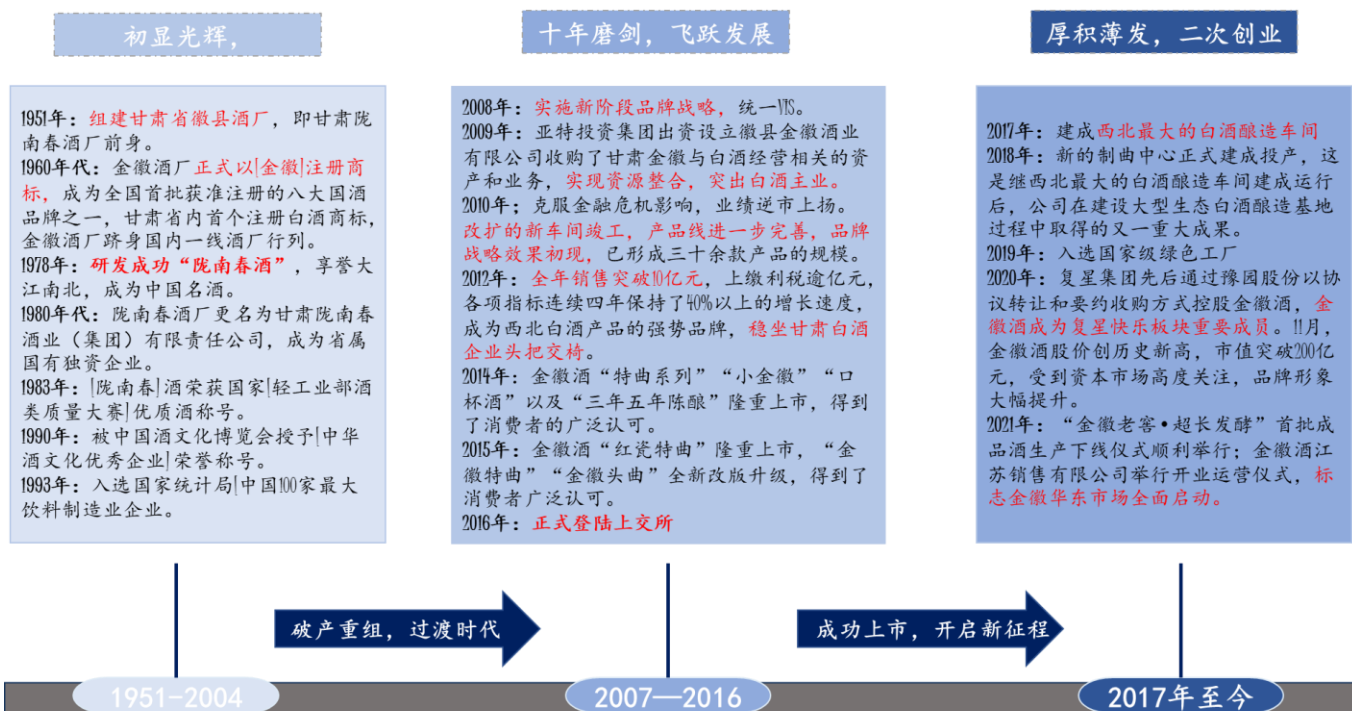
图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	2011-2023 年前三季度营收、归母净利润同比增速	6
图 3:	公司股权结构.....	7
图 4:	公司高铁广告投放.....	10
图 5:	公司线上“双十一”活动	10
图 6:	金徽酒产品矩阵.....	10
图 7:	2017-2023 年前三季度产品结构变化	11
图 8:	2018-2022 年公司白酒产品吨价	11
图 9:	公司高档产品收入及增速.....	11
图 10:	公司高档产品毛利率.....	11
图 11:	公司所处地理位置.....	11
图 12:	公司打造“生态产区”.....	11
图 13:	公司酿酒车间.....	12
图 14:	公司数字化生产与管理.....	12
图 15:	分渠道销售收入及同比增速.....	13
图 16:	收入分渠道结构.....	13
图 17:	公司省内外经销商数量.....	13
图 18:	省内经销商平均收入（万元/家）	13
图 19:	双十一天猫平台线上直播.....	14
图 20:	公司线上“双十一”活动	14
图 21:	甘肃省 GDP 及同比增速.....	14
图 22:	2022 年甘肃省内分地区 GDP 收入及人口数量.....	14
图 23:	甘肃白酒市场分价格主流产品.....	15
图 24:	2020 年甘肃省白酒分品牌竞争格局.....	15
图 25:	2022 年甘肃省白酒分品牌竞争格局.....	15
图 26:	公司分区域收入拆分.....	17
图 27:	2022 年西北地区各地产酒市占率.....	17
图 28:	2020-2023 年金徽酒甘肃省内市占率情况	17
图 29:	公司开展西北地区进名企活动.....	18
图 30:	金徽酒在内蒙古呼和浩特机场投放广告.....	18
图 31:	金徽酒在华东举办首席上市发布会	19
图 32:	金徽老窖华东市场势头良好.....	19
图 33:	2022 年金徽老窖中原上市发布会圆满召开.....	19
图 34:	金徽酒在郑州高铁站投放广告.....	19
图 35:	公司其他地区收入及同比增速.....	20
图 36:	公司省外毛利率.....	20
图 37:	可比公司估值表（截止 23 年 11 月 01 日收盘价）	22
图 38:	金徽酒 PE Band	22
表 1:	公司现任管理层情况.....	7
表 2:	金徽酒品牌荣誉情况.....	9

表 3: 公司打造品牌 IP 部分活动情况	9
表 4: 兰州市场分产品营销重点	16
表 5: 2022 年 7 月公司推出“金奖金徽”三款产品	18
表 6: 公司盈利预测	21

1. 历史复盘：承名酒基因，打造陇酒标杆

陇上白酒标杆，名酒底蕴深厚。金徽酒源于西汉，盛于唐宋。厂址地处秦岭南麓、嘉陵江畔，明清时期便是闻名遐迩的西部酒乡，被誉为长江名酒长廊最深处的一杯美酒。公司创建于1951年，是甘肃省建厂最早、国家首批确认的中华老字号和全国白酒百强企业，开创了全省浓香型白酒的先河。2016年，金徽酒成功在上海证券交易所挂牌上市，成为全国19家白酒上市公司之一。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

1.1. 烽火仙人关，金徽美名传

据地方志记载，金徽酒源于西汉，盛于唐宋，明清时期成为闻名遐迩的“西部酒乡”。1951年甘肃省徽县酒厂组建，即甘肃陇南春酒厂前身。

通过对公司发展历程的梳理，大致将公司划分为以下三个发展阶段：

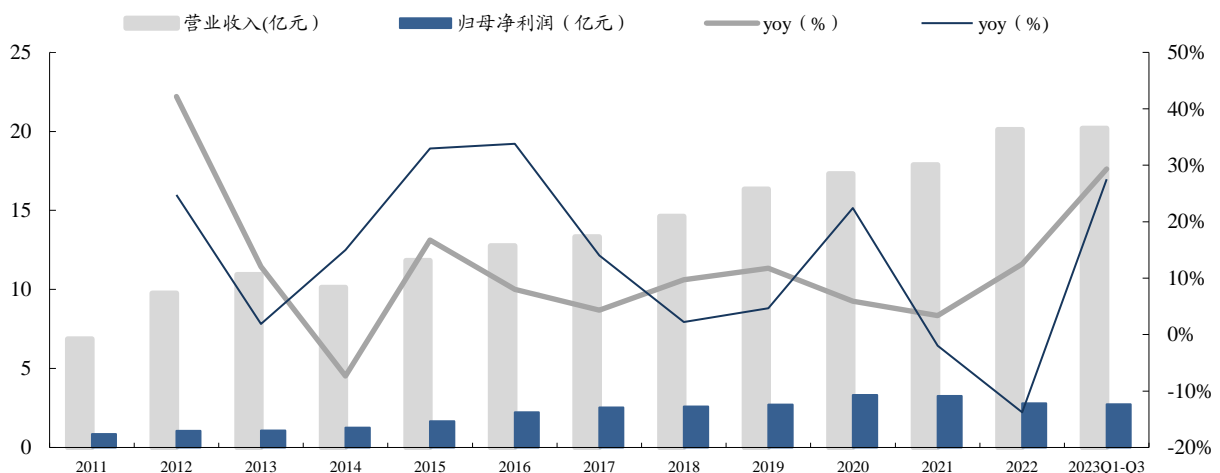
1951-2004年：名酒基因，陇上明珠初显光辉。1951年甘肃省徽县酒厂组建，即甘肃陇南春酒厂前身。1960年代，金徽酒厂正式以金徽注册商标，成为全国首批获准注册的八大国酒品牌之一，成功跻身国内一线酒厂行列。此后陆续获得“轻工业部酒类质量

大赛”优质酒称号、“中华酒文化优秀企业”、“中华老字号”等一系列荣誉称号，名酒底蕴深厚。1980年代，相应改革开放大潮，陇南春名酒厂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。20世纪90年代，由于经营管理不善，陇酒集团生产经营陷入困境，2004年宣告破产，随后被甘肃省金徽酒业集团有限公司收购。

2007-2016年：十年磨剑功不唐捐，业绩迎来飞跃发展。经历过2004-2006年短暂的调整后，2006年，亚特集团控股金徽酒，派驻新的经营管理团队通过在体制、机制、思维、观念等方面开展一系列改革，积极开展管理、科研、产品和品牌创新，使企业重新焕发了生机和活力，走上了持续发展的快车道。2009年甘肃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的相关资产和业务，实现资源整合，突出白酒主业。在新的管理体制下，公司业绩迎来飞跃：2007年到2016年公司营收从8000万营收上升至12.77亿元，成为西北地区强势白酒品牌。2016年成功登陆资本市场，开启发展新征程。

2017年至今：“二次创业”，风正劲足。成功上市后，公司进一步加强产能建设。陆续建成西北最大的白酒酿造车间和新的制曲中心，为长期高质量发展打下坚实基础。2018年公司开启“二次创业”新征程，通过18年到27年的两个五年发展规划，朝着“跻身中国白酒十强”的目标迈进。2020年，复星集团高调入主金徽酒，金徽酒迎来短暂的“复星时代”。2022年9月起，复星出于资金和同业竞争等考虑连续减持金徽酒并让出控股权，但复星系资本两年间的强力加持和市场开拓为金徽酒的后续增长提供了外扩环境支持。综合看，2011-2022年营收CAGR=10.3%，归母净利润CAGR=11.5%。

图2：2011-2023年前三季度营收、归母净利润同比增速



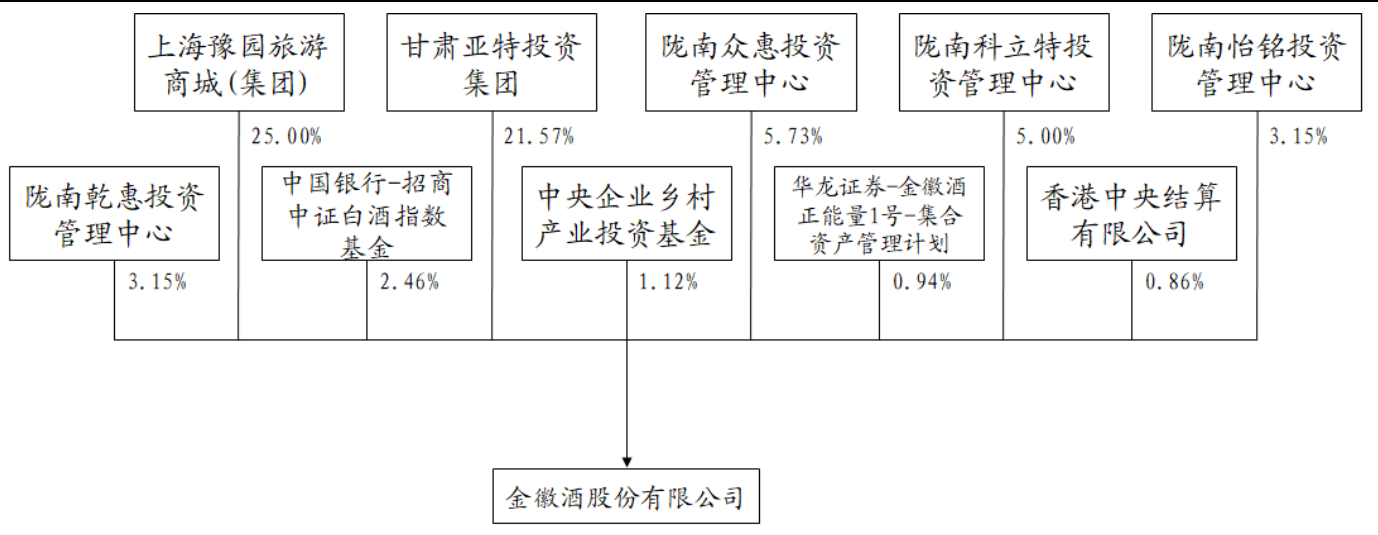
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.2. 亚特集团重掌权，助推“二次创业腾飞”

公司控股回归亚特集团，携“复兴系”管理优势稳步前进。2020年5月，复星集团

旗下上海豫园旅游商城（集团）以 18.37 亿元的价格购入金徽酒 30% 的股份，豫园股份控股海南豫珠同年再拿下 8% 股份，标志着金徽酒加入“复星大家庭”。由复星控股的 2020-2022 年，金徽酒深耕甘肃省内与环甘肃市场，积极拓展华北市场。2022 年 9 月，豫园股份宣布转移 13% 股份至亚特投资集团及其一致行动人科立特投资，后者成为金徽酒控股股东。亚特集团重掌金徽酒控股权，有利于构建“西北+华东+北方+互联网”核心发展区，赋能金徽酒实现“二次创业”腾飞。

图3：公司股权结构



数据来源：公司公告、东吴证券研究所（截至 2023 年 8 月 19 日）

管理层积累丰富实际经验，“二次创业”理念备受瞩目。董事长周志刚先生于 2004 年担任甘肃亚特投资公司总经理，同年参与陇南春重组并成立金徽酒；核心管理成员廖结兵、唐云、谢小强等人曾经历公司改善业绩、成功上市的“一次创业”，在产销、财务等方面经验颇丰。2019 年，金徽酒与 9 名核心管理成员签署《业绩目标及奖惩方案协议》，约定管理成员“应勤勉尽责、忠实履职，尽可能为公司创造最佳业绩，努力完成业绩目标，并承诺在 2023 年 12 月 31 日之前不主动辞去所担任的公司核心管理团队相应职务。”在强大的向心力驱动下，公司管理层分“2019-2023”“2023-2027”两阶段全面踏上“二次创业”、焕发品牌活力的新征程。

表1：公司现任管理层情况

姓名	年龄	职位	履历
周志刚	48	董事长、总经理	曾任天水市洛坝铅锌矿会计主管、甘肃徽县锌业有限公司总经理、甘肃宝徽实业集团有限公司副总经理、甘肃亚特投资有限公司总经理，甘肃金徽酒业集团有限责任公司董事长兼总经理，2009 年被评为甘肃省第七届“优秀青年企业家”，2010 年被评为“甘肃省劳动模范”，当选为甘肃省第十二届、十三届人民代表大会代表、甘肃省工商联第十二届企业家副主席。2009 年 12 月至今担任公司董事长兼总经理。
吴毅飞	43	董事	曾任复星集团总裁助理兼商流产业发展集团总裁、豫园股份总裁助理兼战略投资中心总经理，复星集团总裁助理、集团投资委员会秘书长、副 CFO、战略投资发展部总经理，复星全球合伙人、复星集团总裁助理、集团投资委员会秘书长、复星大快乐产业运营委员会首席投资官(CIO)、现任复星全球合伙人，豫园股份副总裁，复豫酒业发展集团董事长兼 CEO。2020

王宁	37	副总经理、 董事	<p>年 11 月至今担任公司董事。</p> <p>曾任公司市场管理部经理、销售大区经理、柔和产品事业部总经理、公司总经理助理；现任金徽酒兰州销售有限公司、金徽酒陇南销售有限公司、西藏金徽实业有限公司、金徽成都酒业销售有限公司总经理；2019 年 8 月至今担任公司副总经理。</p>
廖结兵	43	副总经理	<p>曾任济南圣泉集团股份有限公司销售公司经理、广州珠江云峰酒业有限公司大区销售经理、北京盛初营销咨询有限公司副总经理，2010 年 7 月至 2012 年 4 月担任公司总经理助理；2012 年 4 月至 2020 年 10 月 21 日担任公司董事；现任金徽酒销售西安有限公司总经理、金徽（上海）酒类销售有限公司总经理，2012 年 4 月至今担任公司副总经理。</p>
唐云	48	副总经理	<p>曾任徽县柳林铅锌选矿厂车间主任、徽县鸿远矿业有限公司厂长、甘肃金徽酒业集团有限责任公司生产部经理、公司生产部经理、公司职工监事，2017 年 3 月当选为中共甘肃省第十三次代表大会代表；2016 年 4 月至今担任公司副总经理。</p>
张斌	39	副总经理	<p>曾任北京大都阳光影视文化有限公司财务负责人、甘肃亚特矿业有限公司办公室主任、甘肃金徽酒业集团有限责任公司部门经理、公司物流中心经理、办公室主任、公共事务部、总经理助理、党委副书记等职务；2018 年 5 月至今担任公司党委书记、副总经理。</p>
黄小东	38	副总经理	<p>曾任甘肃宝徽实业集团有限公司统计经理、甘肃成州锌业有限责任公司采购经理、甘肃亚特投资集团有限公司部门经理、甘肃金徽酒业集团有限责任公司部门经理、公司供应部经理、总经理助理；现任徽县金徽酒环保科技有限公司总经理、金徽（海南）信息科技有限公司总经理，2019 年 8 月至今担任公司副总经理。</p>
石少军	38	副总经理	<p>曾任国泰君安证券股份有限公司创新投行部执行董事、保荐代表人，2017 年 11 月至 2020 年 10 月担任金徽酒股份有限公司董事，2017 年 9 月至 2022 年 3 月担任金徽酒股份有限公司董事会秘书；2022 年 3 月至今担任金徽酒股份有限公司副总经理。</p>
谢小强	49	财务总监	<p>高级会计师职称，具有注册会计师、注册税务师资格，曾任天水百货大楼有限公司华联商厦财务部长、天水绿地房地产开发有限公司财务部长、公司财务部副经理；现任金徽酒徽县销售有限公司、金徽酒徽县配送服务有限公司总经理，2012 年 9 月至今担任公司财务总监。</p>
任岁强	34	董事会秘书	<p>曾在公司办公室、法律事务部、证券事务部任职，现任公司证券法务部经理、证券事务代表。</p> <p>2016 年 5 月参加上海证券交易所第 73 期董事会秘书资格培训，并取得《董事会秘书资格证书》。2022 年 3 月至今担任公司董事长秘书。</p>

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. “二次创业”稳步前行，凝聚内外向心力

2.1. 口碑持续提升，营销持续拉升品牌张力

2.1.1. 文化底蕴深厚，口碑不断提升

文化底蕴深厚，品牌认可度逐渐提升。金徽酒地处长江上游、秦岭南麓，毗邻世界自然遗产九寨沟的陇南徽县。南宋时期，名将吴玠在此地大破金兵十万铁骑，百姓抬徽酒犒劳将士，众将士以头盔为盏，金徽酒由此得名。根据胡润研究院发布《2022 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》，100 个中国内地最成功的 60 年以上品牌上榜，金徽酒股份有限公司的金徽酒与贵州茅台、五粮液等一起荣登该榜，这也是金徽酒继 2021 年登上《2021 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》后第二次上榜，再次印证了广大消费者对于金徽酒品牌力以及在文化传承与创新的高度认可。

表2: 金徽酒品牌荣誉情况

时间	主要荣誉
2011年	[金樽奖 2011 中国酒业最具成长力企业]大奖; 【中华老字号】荣誉称号
2012年	[国家地理标志保护产品]
2013年	[纯粮固态发酵白酒]标志认证
2014年	农业部将金徽酒产品认证为“绿色食品”,允许在其产品上使用带有“绿色食品”字样的标志。
2015年	金徽酒被中国食品工业协会授予“1985-2015 中国白酒历史标志性产品”荣誉称号。
2016年	公司自主研发的“固态酿酒发酵物联网温度监控系统”被国家知识产权局授予国家发明专利技术和实用新型专利技术。
2017年	金徽酒荣获“金樽杯·2017 酒业十大文化影响力品牌”
2021年	《2021 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》第 90 名
2022年	《2022 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》第 86 名; 2022 中国酒业上市公司品牌价值榜酒业 top30

数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

2.1.2. 持续多元化营销, 加强消费者培育

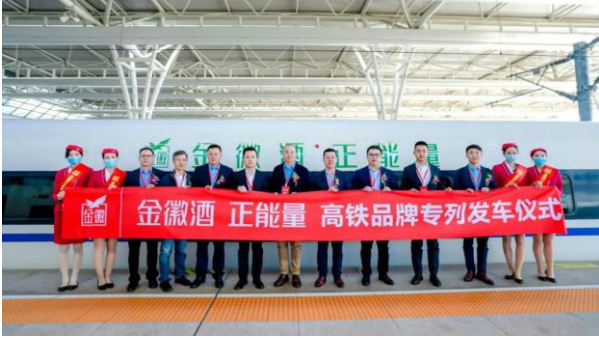
从省内到省外增强品牌活动, 与消费者建立良性互动。线下, 金徽生态酿酒园区先后获得“国家 AAAA 级旅游景区”“国家级绿色工厂”等荣誉称号, 借着樱花盛开的“樱花春酿”、连续举办的“柔和金徽 H9 民间金牌品酒师大赛”、“金徽年份酒高端品鉴大会”等, 以游园会、品酒会等为契机塑造消费者社交文化氛围。像华东, “以首席敬首席”活动通过产品体验放大品牌特色, 在第十一届中国上市公司论坛中荣获“中国上市公司优秀品牌案例”。线上, 公司联合高端媒体资源, 在机场、高铁站、户外大牌等核心点位、重点市场高频投放金徽 28 产品形象广告, 持续强化品牌认知; 2022 年完成了西北、华东两个核心发展区机场、高铁场景的品牌强覆盖、精准投放, 最大范围覆盖两个核心发展区的消费群体, 将金徽酒品牌带向更多人。

表3: 公司打造品牌 IP 部分活动情况

时间	主要活动
2021年5月	金徽 28 年高端品鉴会
2022年8月	金徽年份酒高端品鉴会
2022年1月	“金徽+你, 超凡匠心”首席品鉴会
2021年10月	金徽明宴暨年份酒品鉴会
2022年6月	助力公祭中华人文始祖伏羲大典
2022年7月	助力第二十八届中国兰州投资贸易洽谈会暨 2022 第 19 届浙商(投融资)大会欢迎会“陇酒之夜”活动
2022年7月	“柔和金徽 H9·民间金牌品酒师大赛”
2022年8月	“我与金徽的故事”金徽酒首届全国征文及演讲比赛

数据来源：酒业家、东吴证券研究所

图4：公司高铁广告投放



数据来源：金徽酒官方公众号、东吴证券研究所

图5：公司线上“双十一”活动



数据来源：金徽酒官方公众号、东吴证券研究所

2.2. 高品质保驾护航，持续优化产品力

2.2.1. 产品矩阵完善，结构升级占先机

产品矩阵完善，成功打造产品“金字塔”。顺消费升级之势，金徽酒不断优化产品结构，目前已形成金徽年份系列、世纪金徽系列、柔和金徽系列、金徽正能量系列、金徽老窖系列等清晰完整的产品矩阵，以金徽 28、金徽 18 为主要高端产品抓手。

图6：金徽酒产品矩阵

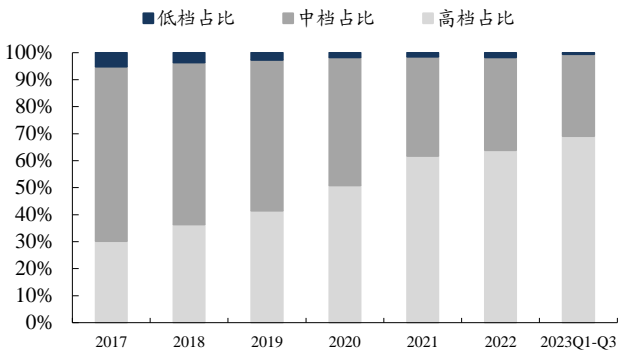


数据来源：公司官网、天猫官方旗舰店、东吴证券研究所

高端产品占比超 60%，品类系列因城施策。(1) 分价格带看：2022 年高档产品销售额 12.7 亿，占比 64%，销量同比+14.3%，吨价同比+1%，走量较好；2023 年前三季

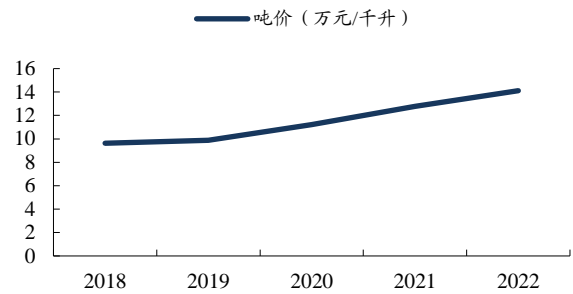
度公司高档酒收入 13.7 亿元，同比+33%，占总营收比重进一步提升至约 68%，16-22 年高档产品收入 CAGR 约为 25%。(2) 分区域看：甘肃省内 400 元以上的金徽年份酒与 150 元以上的柔和系列成为热门之选，收入占比接近 40%，且增长迅速，而中低档产品以世纪金徽系列为主；省外，针对西北环甘肃地区以“正能量系列”打基础，形成氛围后向上导入省外版“年份系列”，向下即将推出百元价位“金奖系列”补充大众消费；华东主要投放老窖系列，逐步建立消费者品牌认知。

图7：2017-2023 年前三季度产品结构变化



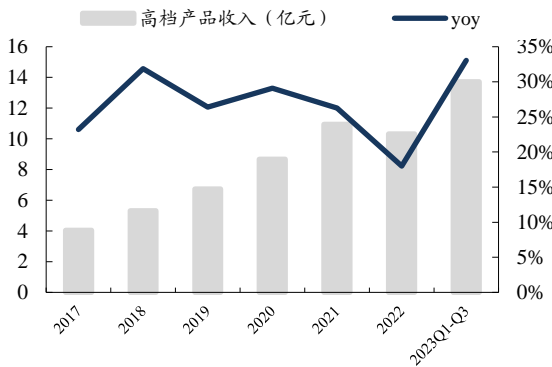
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图8：2018-2022 年公司白酒产品吨价



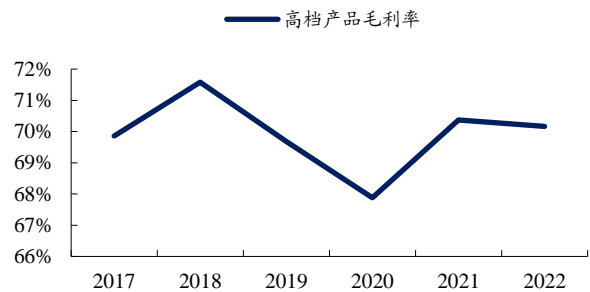
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图9：公司高档产品收入及增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图10：公司高档产品毛利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.2.2. 打造生态金徽，酿造独特“醒酒快”魅力

酿酒条件得天独厚，发挥秦岭产区优质白酒酿造产能优势。金徽酒厂坐落在被称为“陇上江南”的陇南市，属于秦岭南麓、秦岭之心，嘉陵江上游，在气候上属于亚热带向暖温带气候的过渡区域，在此酿造的白酒既有南酒的馥郁细腻，又有北酒的雅致甘冽。目前公司已建成占地 2000 余亩的 4A 级生态酿酒园、绿色工厂，2021 年金徽酒优质酒产量较 2020 年增长 18.26%，陈年老酒存量近 5 万吨

图11：公司所处地理位置

图12：公司打造“生态产区”



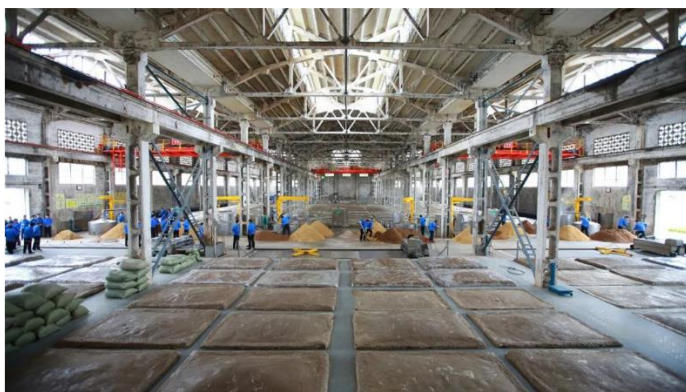
数据来源：金徽酒官方微信公众号、东吴证券研究所



数据来源：微酒、东吴证券研究所

传统工艺传承+技术赋能，产品打造独特魅力。在 2022 年度工作会议上，金徽酒提出“量质并举到向质量要效益持续转型，不断提升金徽原酒品质”。1) 工艺方面：选用五粮配方酿造，充分调动每一种粮食的呈香特点；入窖、发酵、馏酒全程采用低温工艺，入罐、进坛、海藏三种原酒储存方式，拥有业界独有的酒海柜藏储酒方式，明清以来 50 具酒海全部为国家文物，储存着延续 400 多年的老酒基因。2) 技术方面：2021 年完成了成品酒包装生产线智能化升级改造，促进成品酒生产质量、效率更上新台阶；与此同时推动“请进来、走出去”策略，持续加强技术人才队伍建设，在菌液、窖泥培养和微生物研究、白酒品评等领域积极进行技术攻关与研究。2021 年荣获“第七届甘肃省人民政府质量奖”、“最具影响力产品品牌”等荣誉，产品力和美誉度极大提升。从工艺、技术、基酒品质各方面打造金徽产品“入口绵、下咽顺、回味甜、不上头、醒酒快”的独特魅力。

图13：公司酿酒车间



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图14：公司数字化生产与管理



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

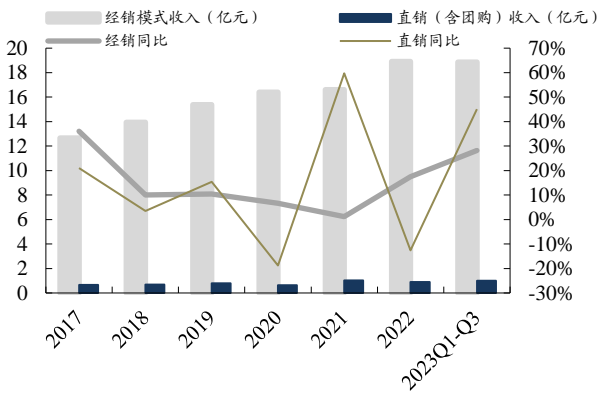
2.3. “大客户运营+深度分销”，持续拓宽销售力

内部有活力，外部有“深度分销+大客户运营”双轮驱动力。二次创业以来，叠加上市、复星的入驻等，积极向外学习，人员体制梳理越来越有效，员工各司其职向上发展，同时生活工作满意度持续提升，在内部逐步激发活力，同时外在开启营销模式转型。

从 2020 年公司正式提出“深度分销+大客户运营”的双轮驱动，全面升级营销体系，推行事业部机制，优化“以客户为中心，以市场为导向”的运营机制、战役机制、激励机制，充分调动营销人员积极性；开展“名酒进名企、金徽宴品鉴会、樱花春酿回厂游”等主题活动，C 端置顶做好消费者精准运营，并通过 BC 联动、产品和品牌矩阵、客户权益运营及渠道精细化管理夯实根据地市场。

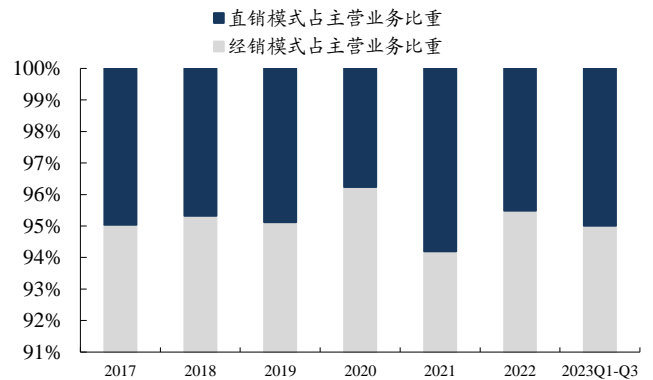
经销商共同成长，厂商一体化关系扎实。公司制定“立足甘肃、发展西北、有序推进、重点突破”的发展策略，经销商数量实现快速增长（截止 2022 年，公司共有经销商 736 名，同比+25%），尤其金徽在西北的经销商，大部分都是过去与金徽酒共同成长的老商，陪伴金徽酒共生共赢，金徽酒是经销商盈利的重要来源，经销商也是强化金徽酒在西北市场影响力的重要组成。此外 2019 年非公开发行（用于陇南春车间技术改造项目、金徽酒生产及综合配套中心建设）工作圆满完成，引入经销商作为公司股东，华龙证券-金徽酒正能量 1 号集合资产管理计划持有公司 734.29 万股股份，占本次发行股份的比例为 28.03%，公司积极共享经营成果，厂商一体化关系更加紧密。

图15: 分渠道销售收入及同比增速



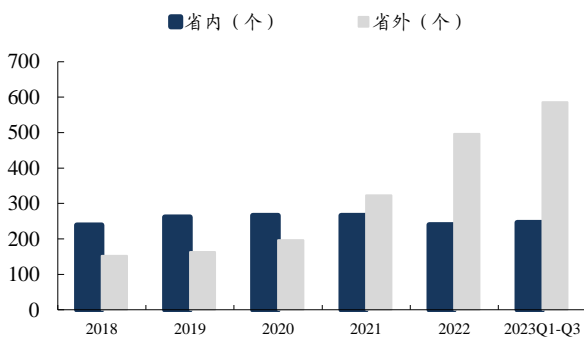
数据来源: wind、东吴证券研究所

图16: 收入分渠道结构



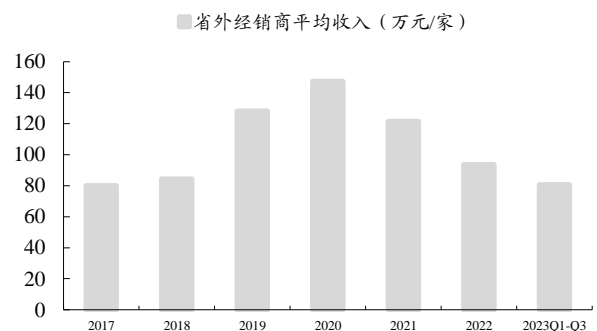
数据来源: wind、东吴证券研究所

图17: 公司省内外经销商数量



数据来源: wind、东吴证券研究所

图18: 省内经销商平均收入(万元/家)



数据来源: wind、东吴证券研究所

通过电商+直播拓宽销售渠道，线上营销提速。金徽酒视频号运营日臻完善，除系列宣传片外还聚焦优秀员工故事，使品牌富有人情味，点赞量领跑竞品视屏号。品牌抖音账号与天猫、京东、拼多多旗舰店相辅相成，线上引流-消费渠道顺畅，有效进行线上产品推广。双十一期间公司电商全面开展“线上直播双11全国路演”，在线观看每小时段600多人，直播小时榜排名第1。公司通过线上反哺线下，线下拉升线上，不断刷新和提升品牌形象，通过系列创新赋能金徽酒营销新生态。

图19: 双十一天猫平台线上直播



数据来源: 金徽酒官方公众号、东吴证券研究所

图20: 公司线上“双十一”活动



数据来源: 金徽酒官方公众号、东吴证券研究所

3. 大本营+基本盘，本埠优势不断夯实，泛全国化进程提速

坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”发展战略，依托不可复制的酿酒生态环境和独有的低温酿造工艺，在深耕以甘肃为中心的西北市场的同时，积极拓展以上海为中心的华东7省市场和以内蒙古为中心的北方7省区市场。从西到东，从北到南，金徽酒正在踏步走向全国。

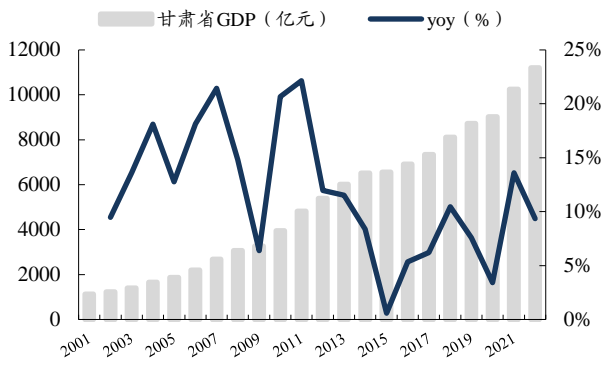
3.1. 省内消费升级，持续巩固根据地市场

3.1.1. 甘肃白酒市场规模约70-80亿元，地产酒优势明显

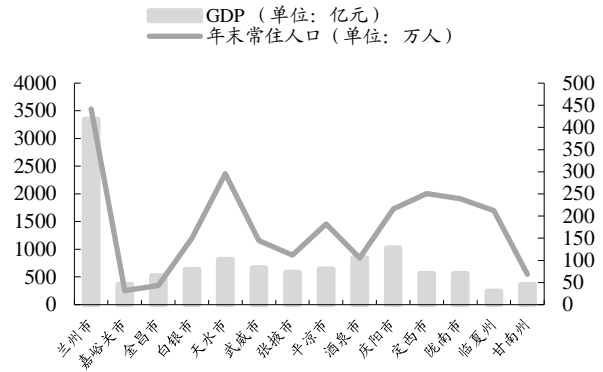
市场容量较为稳定，2022年甘肃白酒市场整体规模约70-80亿元。甘肃省位于我国西北部，地广人稀、经济基础较为薄弱，人口相对保持稳定。2022年甘肃省人均可支配收入为全国各省中较低水平。受限于人口和经济发展水平，省内白酒市场容量相对较小，2022年大约为70-80亿元左右，兰州市作为甘肃省的经济中心与人口中心，2022年白酒市场规模约为15-20亿元。

图21: 甘肃省GDP及同比增速

图22: 2022年甘肃省内分地区GDP收入及人口数量



数据来源: wind、东吴证券研究所



数据来源: wind、东吴证券研究所

呈现“一超多强”竞争格局，地产酒优势明显。由于甘肃省经济发展水平相对较低，白酒市场规模，因此全省酒类消费档次低于全国平均水平，主流消费价位在100元左右。分品牌看：甘肃当地人喝酒讲究实惠型，对于本地酒的认知和偏好较高，省外名酒渗透率较低，本土品牌凭借本土优势主导甘肃白酒市场，2022年以金徽酒等为代表的本地白酒市占率超过60%，其中金徽酒占比最高约为27%，其次是本地品牌红川市占率约17%。

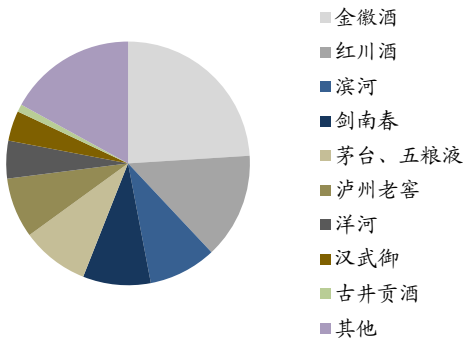
图23: 甘肃白酒市场分价格主流产品



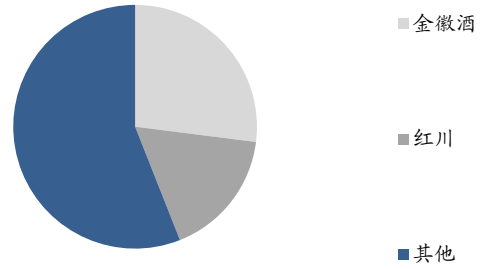
数据来源: 东吴证券研究所

图24: 2020年甘肃省白酒分品牌竞争格局

图25: 2022年甘肃省白酒分品牌竞争格局



数据来源：乐酒圈、东吴证券研究所



数据来源：乐酒圈、东吴证券研究所

陇中陇西占有率不断强化，省内纵深布局潜力大。公司地处陇南、北倚兰州，依地缘长期精耕，陇东南、兰州及周边相对成熟，2022 年公司省内综合市占率 25%+，具体分区域看：

- (1) **兰州市场:**为甘肃消费制高点，公司精心打造“大兰州”市场，以兰州省会城市为中心，辐射周边市场，19 年开始划分事业部推进产品结构升级，2022 年公司在兰州市场市占率约 25%-30%，2023 年前三季度兰州及周边市场实现营业收入 5.1 亿元，占营收比重约 25%。

表4: 兰州市场分产品营销重点

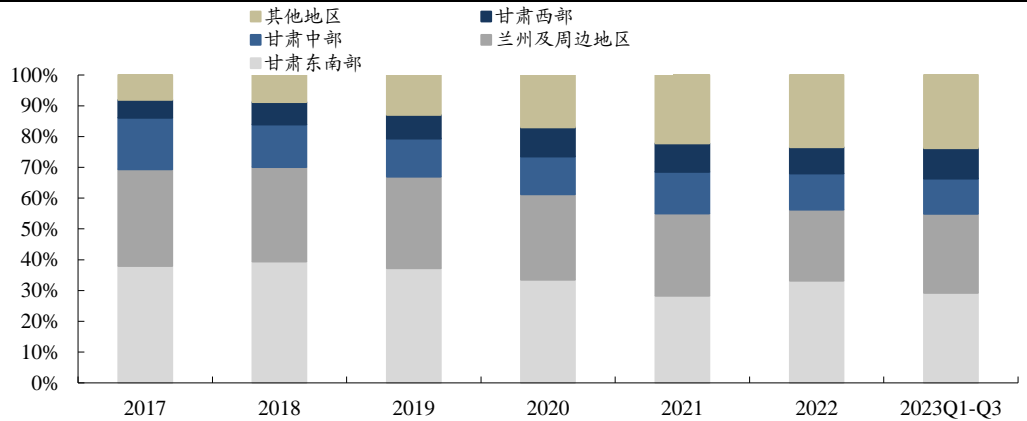
产品系列	主要措施
年份系列	以 28 年作为抓手，省内定位“甘肃最好的酒”，年份产品重点是做用户工程，让有影响力的人能够喝上进而引领消费，目前知名度逐渐打开。
柔和系列	是星级产品结构上的升级，一直推进圈层营销。23 年重点是 h6，甘肃初级商务入门场景（150-200 元）是营销重点。
星级系列	三星托住，五星引领三星有支撑，三星重点为 40-50 元消费场景，五星重点为美丽乡村、千乡万村。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

- (2) **甘肃东南部:**甘肃东南部包括陇南市、天水市，23 前三季度实现收入 5.8 亿元/同比+26.52%，2022 年公司在陇南、天水 and 定西市占率超过 40%，甘肃东南部作为公司大本营市场，通过结构调整，整体策略通过高端产品来引领下面各个系列产品的增长，不断夯实根据地市场。23 年前三季度甘肃东南部实现收入 5.8 亿元，同比+26.5%，占比约 29%。
- (3) **河西市场:**河西走廊由于其独特的历史文化和地理位置，自古以来饮酒风气较盛，重工业集中，属于甘肃省第二大经济体，消费水平较高，市场空间大，之前河西走廊地产酒众多，为金徽酒薄弱市场，2018 年开始金徽酒把河西走廊市场作为进一步夯实甘肃大本营的重要部分，加大市场投入，培育

消费者习惯，利用龙头上市企业的优势，不断挤压地产酒市场。2022 年公司在河西地区市占率约 20%左右，2023 年前三季度西部地区收入约 1.95 亿元，同比+40%，柔和金徽、世纪金徽星级正成为潮流产品。

图26: 公司分区域收入拆分

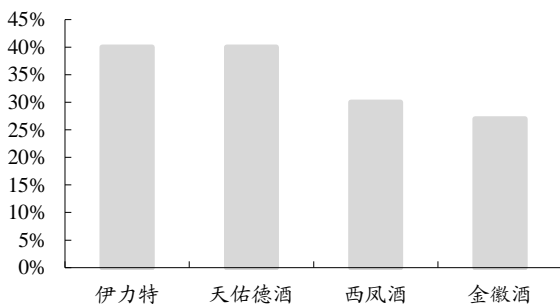


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

开展“不饱和竞争”，全覆盖、点线面结合夯实根据地市场。对于甘肃省内市场，金徽酒坚持“不饱和营销”策略，从陇东南出发，至省会兰州，再到敦煌嘉峪关，省内市场实现了全价位、全渠道、全覆盖。通过一手抓 100 元以下的农村市场，开展“千乡万村”工程进一步下沉，巩固在大众消费群体中的口碑；一手抓 120 元以上的中高端市场，树立品牌高度、打开高端市场，确保公司在根据地市场的统治地位，引导大众日常消费向百元以上迁移，通过一县一策精准运营，加强与渠道、门店互动，通过宴席、场景化设置助推渠道动销，夯实根据地。

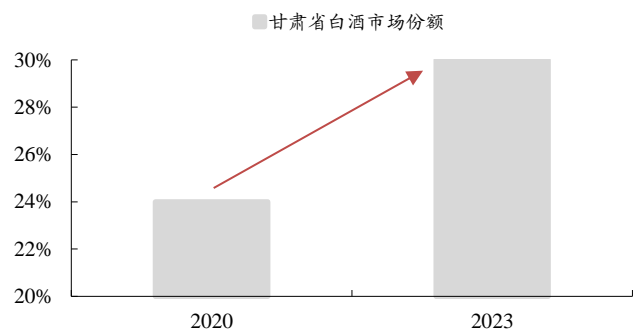
横向对比：省内市占率仍处平均水平之下，未来仍有提升空间。金徽酒与全国化的品牌相比，金徽酒具有一定的本土渠道和品牌优势，占据省内龙头地位，但与西北地区其他地产酒龙头相比，公司省内市占率仍处于相对较低位置，未来仍有提升空间。

图27: 2022年西北地区各地产酒市占率



数据来源: 乐酒圈、东吴证券研究所

图28: 2020-2023年金徽酒甘肃省内市占率情况



数据来源: 乐酒圈、东吴证券研究所

3.1.2. 陕西市场为突破，发展环甘肃市场

以本土市场为核心，深度布局环甘肃市场，逐步打造西北地区优势白酒品牌。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。公司于 2018 年开始全面布局陕西市场，同时扩大新疆市场，不断巩固宁夏市场，新进内蒙市场。

图29: 公司开展西北地区进名企活动



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图30: 金徽酒在内蒙古呼和浩特机场投放广告



数据来源：酒业家、东吴证券研究所

陕西样板市场表现亮眼，能量+金奖共同运作。陕西市场在目前省外市场占比最大，从价位段看，目前产品放量最大在于 100 元价格带。产品方面，陕西市场主流产品以能量系列为主，2022 年 7 月“金奖金徽”系列新品正式在陕西市场上市，金奖定位百元以下乡镇宴席产品，消费氛围较好，能量+金奖共同运作。目前宝鸡、咸阳市市场的渠道和消费者对公司产品认可度较高，未来公司将进一步在陕西市场深挖 120-150 元价位带，推进结构升级及渗透率提升。

表5: 2022 年 7 月公司推出“金奖金徽”三款产品

	金奖金徽 1988	金奖金徽 1993	金奖金徽 2018
价格	158 元	98 元	68 元
包装特点	整体采用复古造型的硬质瓶身，红金协调的经典配色。在复刻经典的视觉设计之外，三大金质奖章嵌刻在金奖金徽的瓶身正中，是其最好的品质背书，金奖品质的说服力更强。		
打法创新	通过农村包围城市的方式“先易后难”，逐步向市场中心推进，并在此过程中，与金徽酒年份系列、能量系列产品形成合力。		
营销策略	形成“聚焦乡镇、置顶宴席、深度分销三位一体”。一方面，成立金奖事业部，进行统筹矩阵式管理，打造“乡镇 ABCD”分级，覆盖陕西省 587 个乡镇。另一方面，以“1+N”的组织构成，统筹宴席介绍人、宴席核心店、宴席酒店和经、分销商，置顶宴席渠道，深耕陕西新城镇市场，形成多渠道布局，精准分级，逐层发力，打造陕西		

市场真正有口皆碑的大众口粮酒。

数据来源：酒业家、华夏酒报、东吴证券研究所

实施“不对称营销”，环甘肃市场保持高增长。公司通过设立营销中心或办事处进行市场调研，以县、区为单位进行市场开发，根据不同市场的消费水平、购买力、竞争对手等情况制定不同的营销策略。2022年3月公司发布公告称金徽酒兰州销售公司将通过增资方式控股青海金徽酒销售公司，进一步加大在青海的市场投入，利用甘肃地缘优势抢抓青海市场发展机遇，为金徽酒在青海市场的发展提供强有力的保障，逐步形成“甘青一体化”同步发展局面。2023年上半年省外收入占比达到24%，不对称营销策略初见成效。

3.2. 省外市场建设成效显著，全国化纵深发展

3.2.1. 北上东进，省外市场拓展步伐加快

多维造势加速华东突破，金徽老窖高成长。2021年，公司成立华东销售公司，负责江苏、河南、山东、江西、浙江、安徽、上海等地业务，推出了价格定位在300-800元的“金徽老窖”系列，主打超长发酵价值点，正式打开华东市场格局。为推进华东突破，公司打出“广宣投放+事件营销+消费者互动+影响力客户工程”组合拳，在华东10座城市举办首席上市发布会，品鉴活动、组织多场“穿越秦岭 探秘金徽”主题游活动，持续扩大消费群体覆盖范围，持续提升金徽老窖品牌影响力，我们预计2023年金徽老窖华东市场同比增长约70%，完成全年收入增长目标。

图31: 金徽酒在华东举办首席上市发布会



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图32: 金徽老窖华东市场势头良好



数据来源：公司官方公众号、东吴证券研究所

进军河南，吹响“进军中原号角”。在打开华东市场后，金徽酒也吹响了进军中原的号角。河南为中原白酒第一市场，2022年市场规模超600亿元，公司以郑州为切入点和链接点，在郑州站、郑州东站等枢纽站点密集投放广告，并辐射连接起苏州、镇江、常州、无锡、盐城、洛阳、许昌等在内的19座重点城市。不仅覆盖了更广泛的白酒消费群体，还同步奏响进军中原市场的序曲。

图33: 2022年金徽老窖中原上市发布会圆满召开

图34: 金徽酒在郑州高铁站投放广告



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

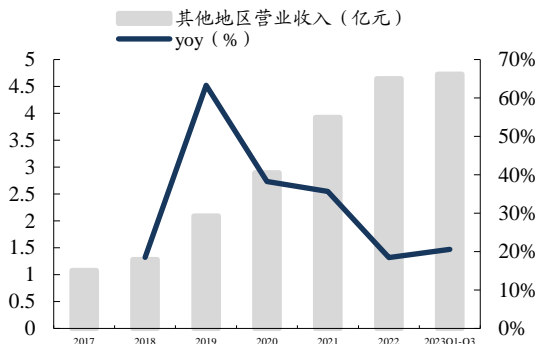


数据来源：乐酒圈、东吴证券研究所

顺势北上，实现与中原、华北市场物理合围，全国化进入纵深阶段。2022年，金徽酒北方品牌运营公司成立，负责内蒙古、河北、北京及东北地区的品牌运营及市场销售工作。预计到2023年底，金徽酒将完成“西北+华东+北方”及海南共20个省级市场的布局。同时，金徽酒在北京成立互联网营销公司，组建专业销售团队，加强线上销售，全国化进入纵深阶段。

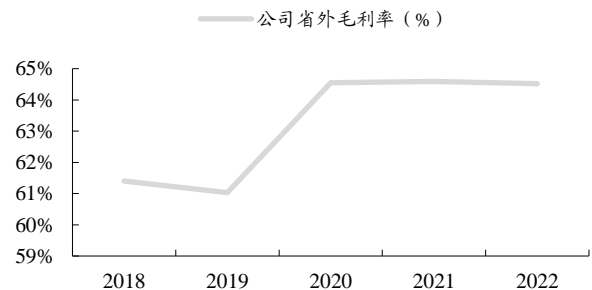
连点成面，全国化版图逐渐清晰。按照“布局全国、深耕西北、重点突破”的发展路径，在环甘肃西北市场的渠道、消费者认可度持续提升，在陕西、内蒙、新疆、青海等地打造多个样板市场，形成了品牌高端化及凝聚效应。通过“甘肃+N”的战略布局，由“点—线—面”逐步覆盖，渠道、消费者认可均有不同幅度的提升。以根据地甘肃加上青海、新疆、西藏、内蒙等西北地区的金徽酒市场，配合以上海、江苏为核心延伸至山东、浙江、河南的等陇南春市场，两大市场战略圈，均有所扩容，公司全国化版图已逐渐清晰。2018-2022年公司省外收入CAGR达到29.36%，毛利率稳步提升。未来通过持续加强渠道资源投入，强化运营模式，拓展布局深度与广度，实现省内外市场强布局、全覆盖，加快全国市场的探索和布局，有望进一步提升品牌竞争力和影响力。

图35：公司其他地区收入及同比增速



数据来源：wind、东吴证券研究所

图36：公司省外毛利率



数据来源：wind、东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设

公司内有动能、外造势能，大本营市场根基越来越稳固，品牌效应和公司美誉度持续提升，华东和北方市场招募当地团队因地制宜，优势持续在累积。

收入端：公司积极拓展省内外重点市场，产品结构稳定提升。我们预计公司仍以销量为主，高端产品销量保持快速增长，中档产品保持稳定增速，低档产品下滑增速放缓；在消费升级的持续推动下，未来吨价表现同比持续提升。我们预计高档酒 2023 年-2025 年收入为 17.4/22.3/28.2 亿元，同比+37%/29%/27%，中档酒 2023-2025 年收入分别为 7.5/7.9/8.1 亿元，同比+10%/5%/3%，低档酒 2023-2025 年每年收入约为 0.3 亿元，酒类业务 2023-2025 年收入为 25.2/30.5/36.6 亿元，分别同比+27%/21%/20%。

除酒类收入外，我们预计其他业务收入较为稳定，综合来看，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 25.5、30.81、36.94 亿元，分别同比+27%、21%、20%。

利润端：产品结构持续提升的状态下，毛利率同比表现提升；费用端，公司处于大客户运营、产品上移、泛全国化扩张持续向前阶段，费用保持支出状态。综合来看我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.57/4.82/5.99 亿元，同比+27%/35%/24%。

表6: 公司盈利预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
酒类	收入	17.6	19.8	25.2	30.5	36.6
	yoy	3%	12%	27%	21%	20%
	毛利率	64.0%	63.0%	63.5%	64.6%	65.4%
高档 30-100 元	收入	11.0	12.7	17.4	22.3	28.2
	yoy	26%	16%	37%	29%	27%
	占比	62%	64%	69%	73%	77%
	销量 (千升)	5329	6092	7310	9138	10966
	yoy	24%	14%	20%	25%	20%
	吨价 (万元/千升)	20.5	20.8	23.8	24.4	25.8
	yoy	2%	1%	14%	3%	5%
	毛利率	70.2%	69.2%	69.7%	69.8%	70.2%
中档 30-100 元	收入	6.5	6.8	7.5	7.9	8.1
	yoy	-19%	4%	10%	5%	3%
	销量 (千升)	7822	7137	7137	7494	7719
	yoy	-20%	-9%	0%	5%	3%
	吨价 (万元/千升)	8.3	9.5	10.5	10.5	10.5
毛利率	54.9%	53.5%	51.3%	51.8%	50.9%	
低档 低于 30 元	收入	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
	yoy	-43%	107%	0%	-5%	-10%

	销量 (千升)	640	806	927	1020	1071
	yoy	-46%	26%	15%	10%	5%
	吨价 (万元/千升)	2.6	4.2	3.7	3.2	2.7
	毛利率	11.6%	23.2%	15.5%	13.7%	8.0%
	收入	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
其他业务	成本	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
	毛利率	45.7%	47.8%	47.8%	47.8%	47.8%
合计营业收入		17.88	20.12	25.50	30.81	36.94
yoy		3.3%	12.5%	26.8%	20.8%	19.9%

数据来源: wind、东吴证券研究所预测

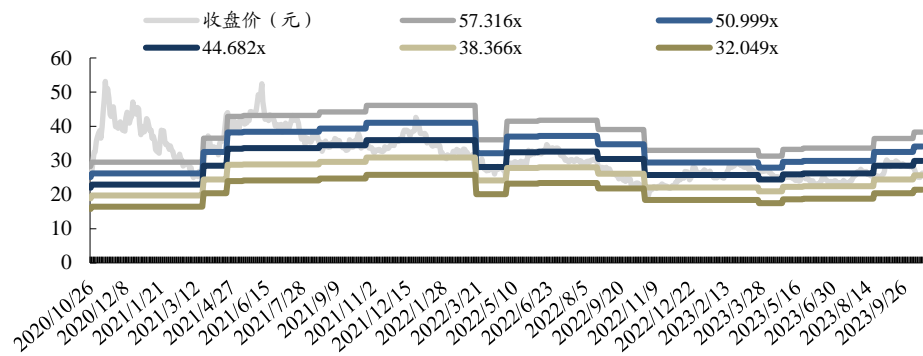
我们采用可比公司估值法,选取同样为区域性白酒企业作为可比公司,包括徽酒代表古井贡酒、迎驾贡酒、金种子,苏酒代表洋河股份、今世缘,可比公司 23-25 年 PE 均值分别为 26、21、17 倍,与可比公司横向对比来看,公司收入体量较小,在渠道深耕程度、省外收入、省内市占率等方面仍有提升空间,公司持续夯实根据地市场,省外开拓空间充足,整体来看未来业绩弹性较大,公司 2023 年的 PE 值为 39 倍,公司估值水平高于可比公司均值。考虑到公司势能向外、品牌知名度逐步提升、华东稳步推进,我们看好公司的长期发展前景,首次覆盖,给予“买入”评级。

图37: 可比公司估值表 (截止 23 年 11 月 01 日收盘价)

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE				EPS (元)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	1482	280.40	31.43	43.69	56.81	70.88	47	34	26	21	5.95	8.26	10.75	13.41
603198.SH	迎驾贡酒	605	75.65	17.05	22.26	28.01	34.61	35	27	22	17	2.13	2.78	3.50	4.33
002304.SZ	洋河股份	1836	121.90	93.78	104.80	123.16	143.08	20	18	15	13	6.22	6.96	8.18	9.50
603369.SH	今世缘	747	59.54	25.03	31.27	37.82	45.14	30	24	20	17	2.00	2.49	3.01	3.60
	均值							33	26	21	17				
603919.SH	金徽酒	140	27.60	2.80	3.57	4.82	5.99	50	39	29	23	0.55	0.7	0.95	1.18

数据来源: wind、东吴证券研究所 (除金种子外均为东吴证券预测,金种子参考 wind 一致预期,收盘价截至 2023 年 11 月 1 日)

图38: 金徽酒 PE Band



数据来源：wind、东吴证券研究所

5. 风险提示

经济环境疲软。白酒行业的发展与经济的景气度存在较大的相关性，若宏观经济放缓，行业增速整体也会有负面影响。

省内竞争加剧。若省内市场竞争加剧，省内市占率提升速度可能不及预期。

华东市场拓展不及预期：公司品牌进入市场，若消费者认可度不高，或者品牌知名度受限，市场拓展速度不及预期。

金徽酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,386	2,955	3,481	4,120	营业总收入	2,012	2,550	3,081	3,694
货币资金及交易性金融资产	810	697	779	927	营业成本(含金融类)	749	935	1,096	1,283
经营性应收款项	22	45	55	65	税金及附加	294	357	431	517
存货	1,512	2,178	2,613	3,092	销售费用	420	523	610	739
合同资产	0	0	0	0	管理费用	217	268	320	381
其他流动资产	41	34	34	35	研发费用	50	64	77	96
非流动资产	1,710	1,627	1,531	1,420	财务费用	(13)	(4)	(3)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	21	23	28	33
固定资产及使用权资产	1,467	1,380	1,278	1,163	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	2	12	22	32	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	199	194	189	184	减值损失	(1)	1	1	1
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	13	13	13	13	营业利润	314	431	578	717
其他非流动资产	28	28	28	28	营业外净收支	(11)	(10)	(9)	(10)
资产总计	4,095	4,582	5,012	5,540	利润总额	303	421	568	706
流动负债	905	1,238	1,441	1,676	减:所得税	24	67	91	113
短期借款及一年内到期的非流动负债	21	21	21	21	净利润	279	353	477	593
经营性应付款项	144	448	526	615	减:少数股东损益	(1)	(4)	(5)	(6)
合同负债	510	468	548	641	归属母公司净利润	280	357	482	599
其他流动负债	230	301	346	398	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.70	0.95	1.18
非流动负债	39	39	39	39	EBIT	301	404	546	679
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	416	586	743	890
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	62.78	63.32	64.42	65.28
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	13.93	14.00	15.65	16.22
其他非流动负债	28	28	28	28	收入增长率(%)	12.49	26.76	20.82	19.90
负债合计	944	1,277	1,480	1,715	归母净利润增长率(%)	(13.73)	27.40	35.05	24.30
归属母公司股东权益	3,150	3,307	3,539	3,839					
少数股东权益	1	(2)	(7)	(13)					
所有者权益合计	3,151	3,305	3,532	3,825					
负债和股东权益	4,095	4,582	5,012	5,540					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	319	197	441	559	每股净资产(元)	6.21	6.52	6.98	7.57
投资活动现金流	(57)	(110)	(109)	(110)	最新发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
筹资活动现金流	(121)	(200)	(250)	(300)	ROIC(%)	8.97	10.40	13.29	15.37
现金净增加额	142	(113)	82	148	ROE-摊薄(%)	8.90	10.80	13.62	15.61
折旧和摊销	115	183	197	211	资产负债率(%)	23.06	27.88	29.53	30.95
资本开支	(57)	(110)	(109)	(110)	P/E(现价&最新股本摊薄)	49.96	39.21	29.04	23.36
营运资本变动	(54)	(427)	(287)	(307)	P/B(现价)	4.44	4.23	3.96	3.65

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>