



Research and
Development Center

省内升级结构优化，品牌引领发力全国

—金徽酒(603919)公司首次覆盖报告

2023年11月24日

马铮 食品饮料首席分析师
S1500520110001
13392190215
mazheng@cindasc.com

满静雅 食品饮料分析师
S1500523080004
15026413613
manjingya@cindasc.com

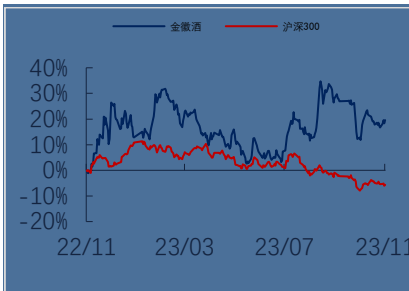
相关研究

1. 百元以上发力明显，省外市场开拓加速

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
金徽酒 (603919)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	26.71
52周内股价波动区间(元)	30.11-22.10
最近一月涨跌幅(%)	7.23
总股本(亿股)	5.07
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	135.49

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

省内升级结构优化，品牌引领布局全国

2023年11月24日

本期内容提要：

◆**西北市场渠道壁垒较深厚，公司与名酒错位竞争，市占率仍有提升空间。**1) 西北地区受益于新一轮西部大开发、能源产业发展等，白酒市场不断扩容，我们预估约 350 亿市场规模。受制于地理位置等影响因素，渠道建设成本较高，市场易守难攻。2) 白酒消费主流价位带向百元以上逐步升级，随着政商务消费场景恢复，消费升级仍有空间，且与全国性名酒形成错位竞争。3) 甘肃省约 80 亿规模，形成一超多强竞争格局，公司省内市占率约 24%，相比西北酒其他龙头在当地约 50% 占有率，仍有提升空间。

◆**发展战略务实高效，管理层年轻、管理效率持续提升。**1) 复盘历史，公司自 2006 年破产后，实控人由国营企业变更为甘肃亚特集团，通过转变管理理念、完善激励机制进行市场化改革，2012 年销售额突破 10 亿，并于 2016 年成功上市，坚持采取渠道深耕、稳扎稳打的方式，实现聚焦资源、精准营销，而非盲目扩张。2) 随着根据地市场逐步成熟，公司在 2018 年提出“二次创业”，全面开发宁夏、陕西市场，局部进入新疆市场，布局内蒙古和青海市场。2020 年开始，复星参股后，全面开启全国化进程。3) 公司管理层较为年轻，内部改革不断激发组织活力，管理效率提升。

◆**品牌引领发力全国，省内升级产品结构不断优化。**1) 公司坚持布局全国、深耕西北、重点突破的战略。省内市场采取全价位、全渠道、全覆盖的做法，渠道经营扁平化，在大众消费、高端引领方面实现规模突破。西北地区树立并巩固样板市场，以能量金徽系列开拓市场，并逐步导入次高端、高端产品。2) 推行“影响力客户引领+深度运营”双轮驱动营销转型，在西北 6 省 30 城、华东 4 大枢纽站点 19 座重点城市打造纵贯陆空的立体广告矩阵助力品牌全国化。23 年前三季度高档酒营收同增 33%，占比提升至 69%，产品结构优化。

◆**盈利预测及投资建议：**西北市场渠道建设成本较高，整体易守难攻。公司受益于省内消费升级，与全国性名酒形成错位竞争，市占率提升空间大，且经营战略务实，组织管理效率逐步提升，有望实现多点开花。我们预测公司 2023-2025 年 EPS 为 0.75/0.97/1.25 元、增速 35/30/29%。首次覆盖给予“买入”评级。

◆股价催化剂：渠道推广提速
◆风险因素：省内产品升级不及预期、省外扩张不及预期、食品安全风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,788	2,012	2,513	3,033	3,625
增长率 YoY %	3.3%	12.5%	24.9%	20.7%	19.5%
归属母公司净利润(百万元)	325	280	379	492	636
增长率 YoY%	-2.0%	-13.7%	35.2%	29.8%	29.3%
毛利率%	63.7%	62.8%	64.2%	65.3%	65.8%
净资产收益率 ROE%	10.9%	8.9%	11.2%	12.7%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.55	0.75	0.97	1.25
市盈率 P/E(倍)	41.71	48.35	35.77	27.56	21.31
市净率 P/B(倍)	4.54	4.30	4.01	3.50	3.01

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 11 月 23 日收盘价

目录

1. 历史沿革：二次创业，省外扩张加速.....	5
2. 西北市场：容量广阔，仍有升级空间.....	6
3. 营销战略：省外扩张加速，产品结构优化.....	8
3.1. 区域：布局全国、深耕西北.....	8
3.2. 产品：中高档占比提升，产品结构优化.....	10
3.3. 渠道：“客户引领+深度运营”双轮驱动.....	13
4. 同业对比：盈利能力较优，市占率有望提升.....	13
5. 盈利预测.....	15
6. 风险因素.....	16

表目录

表 1：甘肃省主流白酒企业.....	8
表 2：各价位段省内主要竞争品牌.....	10
表 3：金徽酒产品矩阵.....	11
表 4：同业分析.....	14
表 5：2023-2025 年营业收入预测.....	16
表 6：可比公司盈利预测与估值.....	16

图目录

图 1 金徽酒发展历程.....	6
图 2 2019 年陕西白酒市场竞争格局.....	7
图 3 陕西白酒产地市场分布.....	7
图 4 2020 年甘肃白酒市场竞争格局.....	8
图 5 甘肃白酒市场分布.....	8
图 6 2016-2023 年业务分区域营收占比 (%).....	10
图 7 2016-2023 年白酒分档次营收占比 (%).....	12
图 8 2016-2023 年白酒分档次营收及增速.....	12
图 9 金徽酒吨价及增速.....	12
图 10 金徽酒分档次吨价及增速.....	12
图 11 2016-2022 年西北酒企毛利率(单位：%).....	15
图 12 2016-2022 年西北酒企净利率(单位：%).....	15
图 13 2016-2022 年西北酒企管理费用率(%).....	15
图 14 2016-2022 年西北酒企销售费用率(%).....	15

投资逻辑

市场认为，西北市场受制于经济发展水平、地理位置等因素，市场容量有限且分布较为分散，不作为白酒消费主要竞争市场。公司近年来发展较为平稳，加之疫情影响，省内市占率提升和省外扩张不及预期。

我们认为，白酒行业竞争日趋激烈，而西北市场近年来随着经济发展水平的提高，白酒市场容量逐步扩张且竞争相对温和，渠道建设成本较高，整体易守难攻。龙头地产酒受益于省内消费升级，与全国性名酒形成错位竞争，市占率提升空间大。金徽酒经营战略务实，组织管理效率逐步提升，省内“全区域布局”+省外“不对称营销”，有望实现多点开花。

我们估测西北地区白酒市场 350 亿左右，渠道壁垒较为深厚、与全国性名酒错位竞争。1) 西北地区由于经济基础较为薄弱、人口密度相对较低，因此白酒市场容量相对东、南部地区较低，历年来不作为白酒竞争的重点市场。2) 由于地理位置的影响、市场较为分散，西北市场在区位交通、组织管理等层面的渠道建设成本较高，本土酒企具备天然优势，整体易守难攻。3) 我们认为西北市场目前主流价位带为 100-150 元左右，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等全国性知名白酒品牌在高端白酒市场占据一定市场份额，与本土酒企形成错位竞争。

甘肃省约 80 亿市场容量，大众酒消费升级叠加政商务场景发力，公司市占率提升仍有空间。1) 近年来，随着第二次西部大开发战略的落实、能源结构转型等产业发展，西北地区经济发展水平逐步提高，西北市场逐渐提升到了更为重要的地位。2) 甘肃地处亚欧大陆桥的核心通道，地形狭长，为交通要塞，文旅、能源资源丰富，省内白酒市场约 80 亿规模，形成“一超多强”的竞争格局。3) 我们认为当前甘肃省内白酒主流价位带在向百元以上升级的过程中，金徽酒作为区域龙头，受益于省内消费升级；另一方面，随着政商务消费场景的恢复和市场培育，公司产品发展有望迎来量价齐升。4) 从各自省内市占率看，伊力特、天佑德酒省内市占率约为 50% 左右，而金徽酒仅为约 24%，仍有提升空间。

省内全渠道布局、省外精准营销，产品结构有望持续优化。1) 公司在甘肃省内采取全价位、全渠道、全区域布局。经营渠道扁平化，奉行“不饱和”营销策略，掌控全省优质的渠道资源。2) 省外采用“不对称”营销策略，即聚焦资源、精准营销、重点突破。在陕西、宁夏等西北市场以 100-400 元价格带能量金徽系列产品为主开拓市场，随着影响力提升，在陕西市场导入次高端、高端的金徽年份系列产品，以及百元价格带金奖金徽系列产品。3) 全面推行“影响力客户引领+深度运营”双轮驱动营销转型，促进公司市场区域不断扩大、产品结构升级优化。公司 2022 年高档白酒（出厂价在 100 元/500ml）以上营收占比为 64%，有望持续提升。

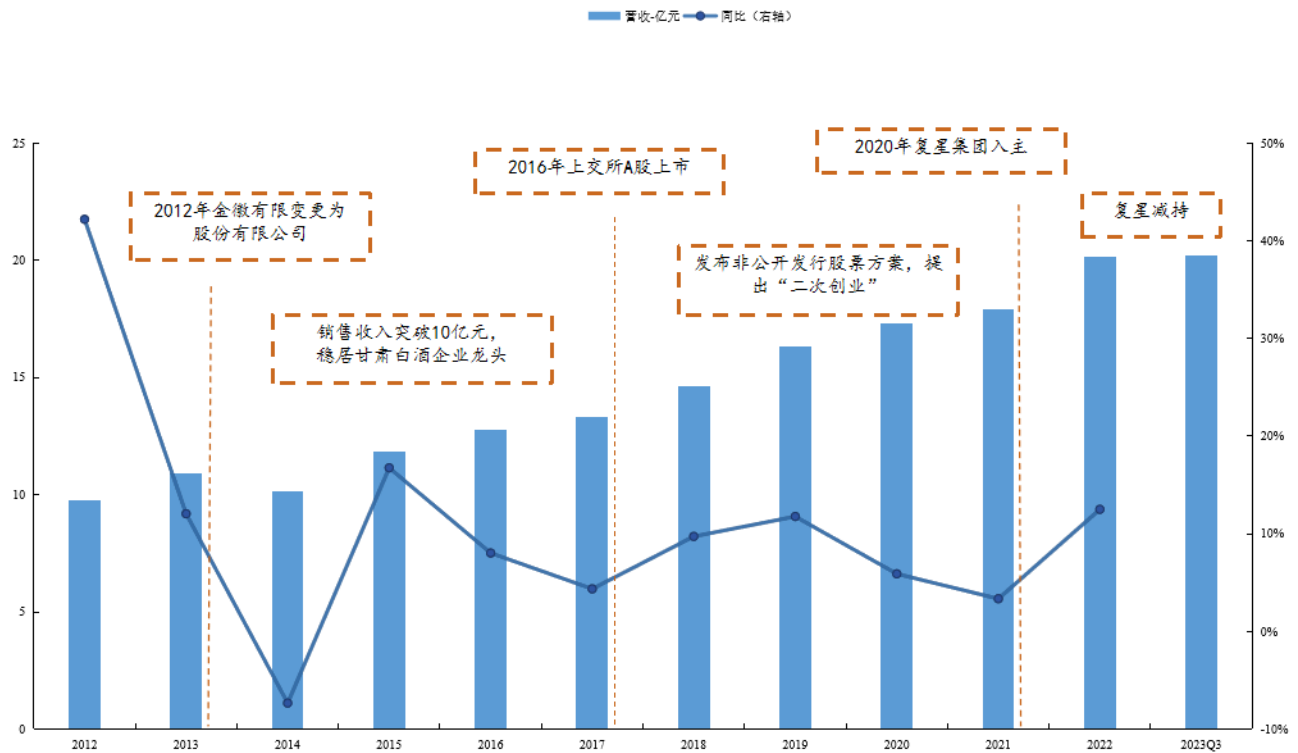
1. 历史沿革：二次创业，省外扩张加速

公司为甘肃省内生产规模最大和经营业绩最好的白酒生产企业之一。公司所处徽县位于长江流域嘉陵江水系上游，生态环境得天独厚，酿酒历史和白酒文化悠久，主导产品有“金徽”、“陇南春”两大品牌，涵盖金徽年份、柔和金徽、世纪金徽星级、能量金徽、金徽老窖等多个系列，产品具有“窖香富郁、绵甜圆润、香味协调、香长味净”的金徽酒特色。金徽酒股份有限公司前身系康庆坊、万盛魁等多个徽酒老作坊基础上组建的省属国营大型白酒企业，曾用名甘肃陇南春酒厂，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。2016年3月10日，金徽酒在上海证券交易所挂牌上市。

1951-2006：前期经营不善陷入破产，2006年甘肃亚特介入掌握经营权。1) 金徽酒股份有限公司前身系康庆坊、万盛魁等多个徽酒老作坊基础上组建的省属国营大型白酒企业，曾用名甘肃陇南春酒厂，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。2) 1980年代：响应改革开放的大潮，陇南春酒厂更名为甘肃陇南春酒业（集团）有限责任公司，成为省属国有独资企业。进入90年代，由于经营管理不善，陇酒集团生产经营陷入困境。3) 2004年，陇南市中级人民法院宣告陇酒集团破产。甘肃亚特参与原国营企业甘肃陇南春酒业集团的重组，成立了甘肃金徽酒业公司。2006年甘肃金徽酒业集团有限责任公司收购陇酒集团破产资产，周志刚担任金徽酒董事长。

2006-2016：首轮改革成效显著，2016年成功上市。1) 2007年开始，公司进行了第一轮改革。先是从经营管理层的管理理念、管理体制和经营机制入手，彻底革除企业原有的各种弊端，健全完善了以质量安全、成本费用控制和绩效考核为主的激励机制，建立起员工收入与企业效益同步增长的长效机制。2) 2010年开始，提出上市的目标。3) 2012年，全年销售突破10亿元，上缴利税逾亿元，各项指标连续四年保持了40%以上的增长速度，成为西北白酒产品的强势品牌，稳坐甘肃白酒企业头把交椅。4) 2016年3月10日，金徽酒正式登陆上交所。

2016年-2023：提出“二次创业”，复星持股加速省外扩张。1) 2018年公司提出二次创业的新征程，计划通过五年时间，到2023年，销售突破30亿元，净利润突破6亿元。2019年迈出二次创业的新步伐。公司通过实施非公开发行股票构建了员工、优秀经销商长期激励机制，同时全面启动内部改革。2017年至2019年，公司保持了稳健的发展态势，期间营收首度跨越15亿元“门槛”，各项指标也保持着良好的增长态势。2) 2020年8月和10月，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。3) 2021年4月8日至9日，复星创始人、复星国际董事长郭广昌带领7位复星全球合伙人，复星集团财务、投资条线高级管理人员和舍得酒业高管团队一行莅临金徽酒调研，为金徽酒赋能。11月，“金徽老窖·超长发酵”首批成品酒生产下线仪式顺利举行。同月，金徽酒江苏销售有限公司举行开业运营仪式，标志金徽华东市场全面启动。4) 第三阶段的战略目标是利用15年至30年的时间，建成中国大型白酒酿造基地，打造中国知名白酒品牌，跻身中国白酒十强。

图 1 金徽酒发展历程


资料来源：ifind，公司年报，人民资讯，酒业家，中国网财经公司官网，信达证券研发中心

2. 西北市场：容量广阔，仍有升级空间

我们认为，影响一个区域白酒市场容量的主要因素包括：当地的经济水平、饮酒的风俗习惯、人口规模结构等。经济水平决定了白酒消费的档次，饮酒风俗及人口规模结构决定了白酒的消费量。西北地区由于地理位置的影响、经济基础较为薄弱、人口密度相对较低，因此白酒市场容量相对东、南部地区较低，历年来不作为白酒竞争的重点市场。近年来，随着西北地区经济水平的提高和东部地区白酒竞争日趋激烈，西北市场逐渐提升到了更为重要的地位。

我们估测西北市场五省整体白酒市场容量约 350 亿左右。陕西约 150 亿元，以西凤酒为代表；甘肃 80 亿元，以金徽酒为代表；新疆约 50 亿元，以伊力特为代表；青海约 30 亿元，以天佑德酒为代表；宁夏约 40 亿元。1) 从饮酒习惯上看，西北地区人民性格比较豪爽，讲究实惠。西北市场主力香型为浓香型，其次为清香型，再次为酱香型，三者占比我们估测分别为 50%、20%、15%。低价位主要为 42 度、45 度酒；中高价位带，主要为 50 度以上的高度酒。2) 从市场规模及竞争格局来看，西北地区消费主流价位带为 100-150 元，该价位带以地产酒为主，内部竞争较为激烈，存在明显区域化特征；中高端、高端价位带近年来受到外来品牌的挤压，地产酒占比明显降低。

陕西作为西北五省白酒容量最大的市场，且地理位置相对开放，对整个西北板块的饮酒风向具备引领作用。我们预估 2022 年陕西省白酒市场规模约 150 亿元左右。

- 饮酒习惯：根据乐酒圈，陕西人性格豪爽，饮酒量大，档次普遍不高，他们对于地产酒的认知和偏好根深蒂固，尤其是西凤酒。陕西人挑选白酒的主要依据是白酒的质地、口感、品牌知名度和包装。按照地域特征，陕北和关中地区消费者偏好高度酒，陕南地区偏好中度酒。从消费者喜好来看，当地盛行凤香型白酒，汉中地区凤香型白酒消

费占比较大，陕北和陕南地区浓香型白酒占主导地位。

- 竞争格局：陕酒整体呈现“一超多强”格局。根据酒业家报道，2021年西凤营收规模突破80亿；第二梯队柳林酒业、太白酒业、白水杜康的规模均在10亿以内，目前缺乏10亿级品牌；第三梯队的阵营品牌销售额大多在5000万元-1亿元之间。
- 未来展望：根据各界导报引用的省工信厅的指引，陕西省将以创建陕西现代白酒产业体系为主线，优化资源配置，把创建凤香白酒核心产业园、凤香型白酒产业集群作为重点任务，提升白酒全产业链发展水平，带动全省白酒产业跨越式发展，力争到十四五末，全省白酒产业产值突破400亿元规模。

图2 2019年陕西白酒市场竞争格局

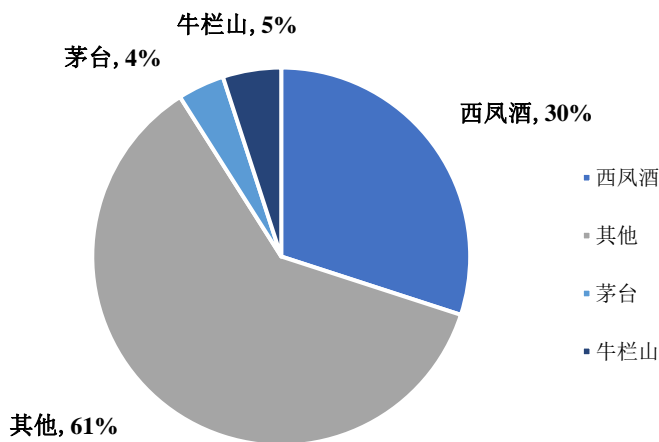
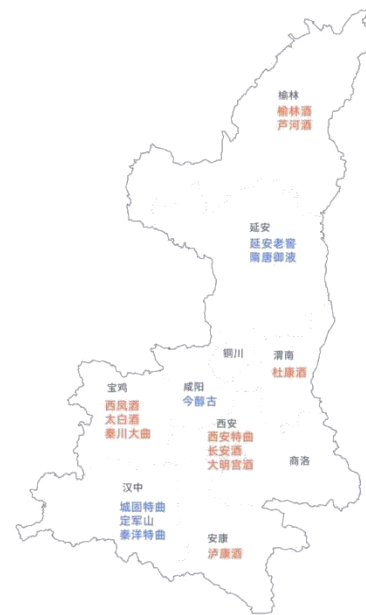


图3 陕西白酒产地市场分布



资料来源：乐酒圈，信达证券研发中心

资料来源：乐酒圈，信达证券研发中心

根据公司公告，甘肃省白酒市场规模大约80亿，竞争格局呈现出“一超多强”态势，金徽酒市占率优势明显。兰州作为省会城市，市场空间大、包容性强，金徽酒在省会城市与外来品牌、地方性品牌都有竞争，外来品牌主要有五粮春、剑南春等，地方性品牌主要有红川、滨河等。

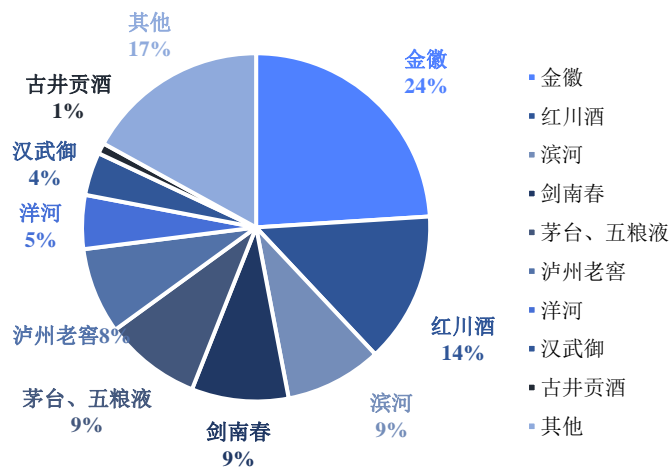
- 饮酒习惯：甘肃人性格比较豪爽，当地人喝酒讲究实惠，他们对于本地酒的认知和偏好根深蒂固；在白酒的购买上，主要关注的要素依次是价格、度数、品牌、广告。根据乐酒圈数据显示，2020年甘肃消费者主流度数是42度、45度，以浓香型为主。甘肃平均消费水平低，主流消费价位在30-60元之间。甘肃白酒消费群体以20岁~50岁的男性为主，白酒消费年龄段逐渐走向年轻化。
- 竞争格局：甘肃80亿白酒市场规模，外地酒分割三成左右市场份额。外来竞争品牌主要有茅台、五粮液、泸州老窖、剑南春、洋河、牛栏山、红星二锅头、老村长等。省内高端市场，由外来品牌茅台、五粮液、泸州老窖（以下简称“茅五泸”）把控。2020年茅五泸靠超强品牌力占据17%的市场份额。次高端市场，本地酒与外来酒竞争较为激烈，除了本地品牌金徽酒、滨河、红川等，外来品牌剑南春、洋河也占据一席之地。在中低端市场，地产酒占主导地位，主要包括金徽、红川、滨河、汉武御、古河洲等，牛栏山、红星二锅头、老村长等外来品牌也瓜分一部分市场份额。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

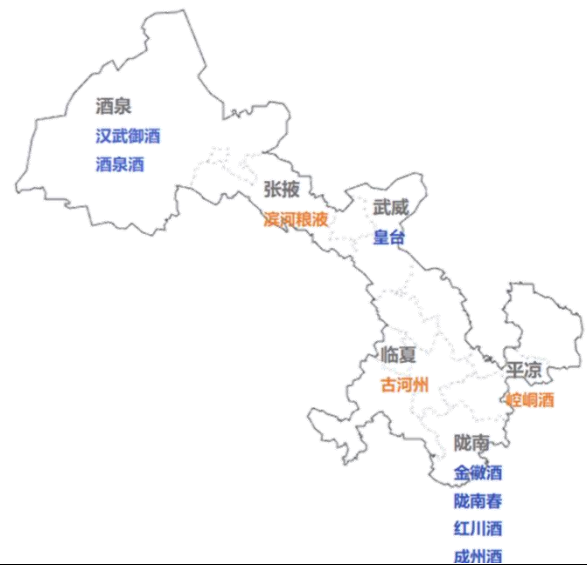
表 1：甘肃省主流白酒企业

代表企业	白酒香型	产地	主要品牌	主流产品	2022 销售额
金徽酒	浓香型	陇南徽县	金徽、陇南春	世纪金徽星级、柔和系列、金徽十八年	20.12 亿元，其中省内 15.17 亿元
红川酒业	浓香型	陇南成县	红川、成川	金成川、锦绣陇南等	12.54 亿元
滨河集团	浓/酱/清香型	张掖	滨河粮液	滨河九粮液系列、滨河粮液系列、滨河九粮春	未披露
汉武酒业	浓香型	酒泉	汉武御、酒泉	汉武御/醴泉/神舟/酒泉等系列产品	未披露

资料来源：乐酒圈、公司年报、央广网，信达证券研发中心

图 4 2020 年甘肃白酒市场竞争格局


资料来源：乐酒圈，信达证券研发中心

图 5 甘肃白酒市场分布


资料来源：乐酒圈，信达证券研发中心

3. 营销战略：省外扩张加速，产品结构优化

3.1. 区域：布局全国、深耕西北

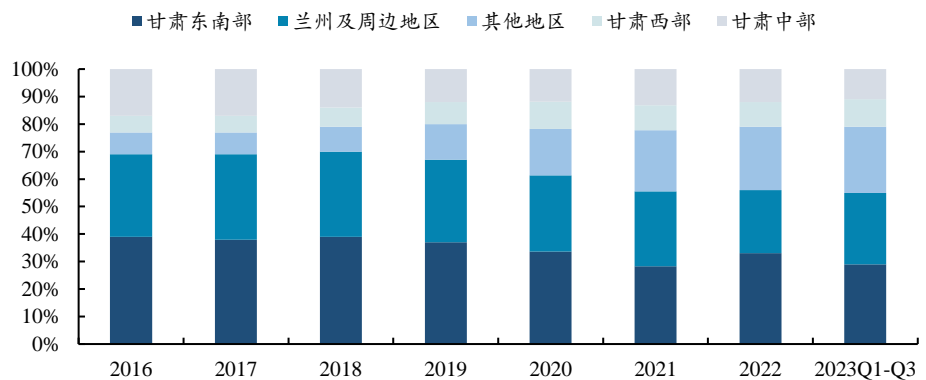
在 2020 年以前，金徽酒的战略是“立足甘肃，发展西北，重点突破”，聚焦以甘肃为代表的西北市场。1) 在省内市场，金徽酒实行全价位、全渠道、全覆盖的做法，采取县级经销商代理模式，经营渠道扁平化，实施并不断升级“千店网络”营销模式，奉行“不饱和”营销策略，掌控全省优质的渠道资源。在这个市场，金徽酒采取的是“抓两头，带中间”的竞争办法：一头抓 50 元以下的农村市场，稳固其赖以生存和发展的根基，培养消费者基础，营建战略根据地；另一头则抓 150 元以上的中高端市场，确保金徽酒在主流消费群体中的旗帜引领和标杆导向作用。2) 省外市场，金徽用的是“不对称”营销策略，即聚焦资源、精准营销、重点突破。2018 年，金徽已全面开发宁夏、陕西市场，局部进入新疆市场，布局内蒙古和青海市场。

2020 年以后，金徽酒将战略方向调整为“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径，在夯实甘肃大本营市场的同时，积极加大西北市场、华东市场、北方市场和互联网市场的

开拓力度。一是甘肃省内实现全价位全渠道布局，主要有金徽年份系列、柔和金徽系列、世纪金徽星级系列；二是环甘肃的西北市场以能量金徽系列为基础，形成一定规模后逐步导入金徽年份系列和金奖金徽系列；三是华东市场推出金徽老窖系列产品。

- **夯实甘肃市场：甘肃省内实现全价位、全渠道、全区域布局，世纪金徽星级系列、柔和金徽系列、金徽年份系列产品成为甘肃白酒主销产品。金徽年份系列产品包括金徽 18、金徽 28，由单独的事业部负责运营。**一是品牌建设方面，线下硬广以机场、高铁站、高速出入口户外大牌为主要投放媒介，强化消费者对金徽酒的品牌认知；二是用户方面，以品、赠、游形式进行大客户运营；三是举办名酒进名企和参与大型活动赞助，提升影响力。通过品牌建设、消费者培育、渠道深耕，推动金徽年份系列产品快速增长。
- **开拓西北市场：在陕西、宁夏等西北市场以 100-400 元价格带能量金徽系列产品为主开拓市场，随着影响力提升，在陕西市场导入次高端、高端的金徽年份系列产品，以及百元价格带金奖金徽系列产品。**1) 陕西、宁夏、青海等西北市场立足长远规划，积极推进市场布局，金徽正能量系列、金奖金徽系列产品受到越来越多消费者青睐，市场招商和终端动销有序推进，在打造核心样板市场的同时以点带面，扩大金徽酒在西北市场的影响力。2) 金奖金徽系列产品主要针对陕西的县级和乡镇市场。2022 年 7 月，在对陕西白酒市场充分调研的基础上，公司推出金奖金徽系列产品，布局陕西百元价位带消费市场，与金徽正能量系列产品形成补位。金奖金徽产品聚焦陕西县城、乡镇消费，宴席渠道深耕城乡市场，形成多渠道布局，精准分级，逐层发力，打造陕西市场有口皆碑的大众口粮酒。采取直分销模式，由经销商负责城区直销系统，由分销商构建乡镇的分销系统。
- **开拓华东市场：复星控股后，全国化布局加速。**1) 2020 年 8 月和 10 月，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。2) 2021 年 4 月 8 日至 9 日，复星创始人、复星国际董事长郭广昌带领 7 位复星全球合伙人，复星集团财务、投资条线高级管理人员和舍得酒业高管团队一行莅临金徽酒调研，为金徽酒赋能。我们认为复星控股一方面能够为金徽酒在团购资源，尤其是华东市场的开拓进行赋能；另一方面是进行组织管理的优化和提升。3) 2021 年年底在南京成立金徽酒江苏销售公司，主要负责 300-900 元价格带的金徽老窖系列产品在江苏、河南、山东、浙江、江西等华东区域的销售工作。通过一场一站广告宣传，“首席敬首席”、“名酒进名企”、“金徽之旅”等消费者体验互动活动，以及消费领袖、品牌顾问等用户工程，建立、夯实消费者对金徽酒的认知及美誉。4) 2022 年 9 月以来，复星集团为解决同业竞争问题减持金徽酒股份，亚特集团再度成为实控人。截至 2023 年三季报，复星集团旗下豫园股份持有金徽酒股份 20%。
- **开拓北方市场：2022 年 9 月成立金徽酒北方（内蒙古）品牌运营有限公司，负责内蒙古、河北、天津、北京及东北地区市场营销工作。**针对西北地区、华东地区、北方地区等新开发市场，公司长远规划、品牌引领、稳步推进。内蒙古市场未成立北方公司之前，在乌兰察布、巴彦淖尔、鄂尔多斯、乌海等市场布局，北方（内蒙古）品牌运营有限公司，在原有市场基础上，以呼和浩特为重点拓展周边市场。

2022 年省内市场营收占比 77%，主要分布在甘肃东南部、兰州及周边地区。省外市场加速拓展，营收占比由 2016 年的 8%提升到 2022 年的 23%，主要包括陕西、华东地区、宁夏等。

图 6 2016-2023 前三季度业务分区域营收占比 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2. 产品：中高档占比提升，产品结构优化


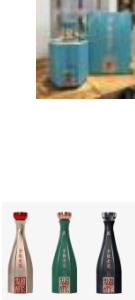



公司主要销售区域集中在甘肃省内，在高档、中档与低档三个层面面临全国性和区域性知名白酒品牌的竞争。在主要用于政务、商务消费的高档产品层面，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等全国性知名白酒品牌与本公司部分高档产品凭借其良好的品牌文化、优质的产品质量及高端的营销方式等，在甘肃省内市场占有率较高。在日常聚饮、家庭宴会等通常选用的中低档产品层面，借助品牌地域文化与历史积淀、广泛的销售网络和性价比优势，公司与其他甘肃省内区域性白酒企业如甘肃滨河、汉武酒业、古河州酒业等企业的产品获得省内消费者的认可和接受，占据中低档白酒市场较大份额。

表 2：各价位段省内主要竞争品牌

品牌	档次	零售价格	本公司主要产品	省内主要竞争品牌
金徽	高档	500 元/500ml 以上	金徽二十八年	滨河九粮液二十年
	高档	300 元至 500 元 /500ml	金徽十八年、柔和金徽 H9、正能量 1 号	滨河九粮液，汉武礼泉十八年，古河洲中华牡丹，红川锦绣陇南
	中档	100 元至 300 元 /500ml	世纪金徽五星、柔和金徽 H3、柔和金徽 H6、世纪金徽百里香、正能量 2 号、正能量 3 号	滨河九粮春、九酿滨河，汉武御五星、沙窖，古河洲一品，红川五星、金成州、成州接待
	中档	30 元至 100 元 /500ml	世纪金徽三星、世纪金徽四星	滨河九酿滨河、九粮醇、汉武御四星、古河洲二品、红川三星、四星、特曲
	低档	30 元/500ml 以下	世纪金徽二星	滨河蓝特液、古河洲双支牡丹、好日子、红川曲酒

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

表 3：金徽酒产品矩阵

产品	核心产品	度数	推出时间	价格 (元/500ml)	销售区域	产品展示
金徽年份	金徽 28 年	50	2012	1190	省内+陕西	
	金徽 18 年	46	2010	518		
金徽老窖	老窖 5180 封坛	52	2023	3880 (1500ml)	省外华东	
	老窖超长发酵 180	52	2021	998		
	老窖超长发酵 120	52	2021	698		
	老窖超长发酵 90	52	2021	398		
柔和金徽	柔和金徽 H9	50	2014	399	省内	
	柔和金徽 H6	46	2014	268		
	柔和金徽 H3	45	2014	178		
正能量	正能量 1 号	52		458	省外陕西	
	正能量 2 号	48		308		
	正能量 3 号	45		198		
世纪金徽	世纪金徽五星	52		228	线上+线下	
	世纪金徽红五星	50		288		
	世纪金徽四星	42/52		148		
	世纪金徽三星	42/52		86/92		
	世纪金徽二星	42/52		39		

资料来源：公司年报、官网、京东、淘宝、每经网、证券之星、信达证券研发中心

注：表中世纪金徽百里香、金徽红瓷特曲、金徽头曲、金徽特曲价格为整箱换算价格，价格统计日期 10.25

公司通过品牌引领深度运营，持续优化产品结构，百元以上产品占比不断提升。

- **档次划分：**高档产品指出厂价在 100 元/500ml 以上的产品，主要代表有金徽年份系列、柔和金徽系列、金徽正能量系列、金徽老窖系列、世纪金徽五星等；中档产品指出厂价 30 元至 100 元/500ml 的产品，主要代表有世纪金徽三星、世纪金徽四星等；低档产品指出厂价 30 元/500ml 以下的产品，主要代表有世纪金徽二星、金徽陈酿等。
- **营收占比：**从营收占比看，高档白酒占比从 2016 年的 26%，提升至 2022 年 64%；中档白酒占比从 2016 年的 67% 下降至 2022 年的 34%；低档白酒占比从 2016 年的 7% 下降至 2022 年的 2%。
- **产品吨价：**公司白酒吨价从 2016 年 7.56 万元/千升，提升至 2022 年 14.12 万元/千升，主要受益于中高档白酒吨价提升。按档次划分：高档白酒吨价从 2016 年的 19.88 万元/千升提升至 2022 年 20.79 万元/千升；中档白酒吨价从 2016 年的 7.11 万元/千升提升至 2022 年 9.54 万元/千升；低档白酒吨价从 2016 年的 2.89 万元/千升提升至 2022 年 4.20 万元/千升。

图 7 2016-2023 年白酒分档次营收占比 (%)

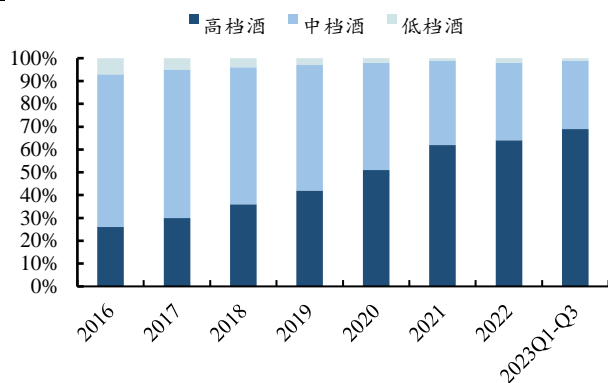
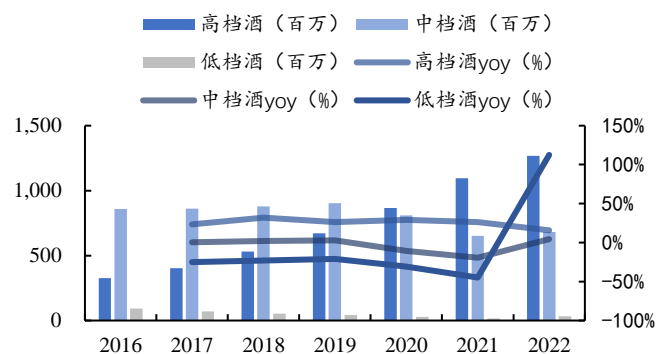


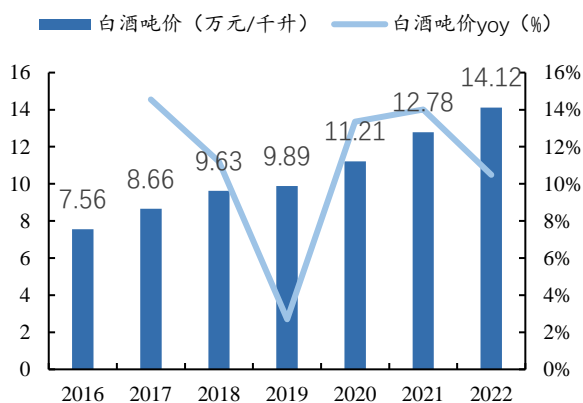
图 8 2016-2023 年白酒分档次营收及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

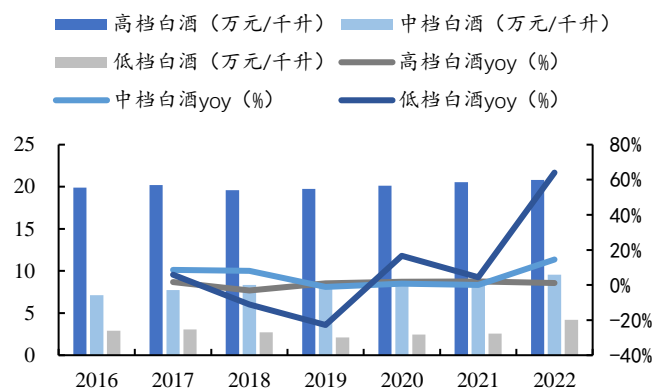
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9 金徽酒吨价及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10 金徽酒分档次吨价及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3. 渠道：“客户引领+深度运营”双轮驱动

2009年金徽酒开始实施“千店网络”工程。2013年金徽酒推出了“千店网络”营销体系升级的“金网工程”。这项举措是金徽酒业将营销重心向终端下沉，使渠道扁平化，实现厂家、代理商、终端零售商利益三位一体的务实营销工程。其次序是先建立营销模式、后布网点；先服务终端、后理清渠道，由此建立有序的营销网络，编织出一张无形的消费大网，实现“纲举目张”的营销管理及服务体系。金网工程在西北地区从东到西，由南到北，形成覆盖甘肃，辐射宁夏、青海、陕西等周边地区，涉及专卖店、酒店、大型商超、零售店等消费场所，遍及城乡的三级销售网络。在实施“金网工程”营销项目的过程中，金徽酒不断创新营销理念，拓展营销渠道，制定了详细的营销推进计划、加盟细则及营销服务举措，比如不断加大终端促销的投入，按照《企业视觉形象识别手册》为专卖店、零售门店订制标准的门头广告，统一产品陈列及广告宣传，在部分酒店终端举办买赠、奖励、免费品尝等活动，并派驻营销业务人员和促销人员定期到酒店、商超、零售店进行客情维护，帮助经销商进行产品推介。通过这些举措，巩固和挖掘了市场终端资源，强化经销商、分销商的积极性，一定程度上保障经销商利益，维护良好客情关系。

2020年，金徽酒再提出“大客户运营+深度分销”策略，集中精力做大客户运营，并强调“C端置顶”的消费者运营。这一战略成为今年以来金徽表现亮眼的关键。“今年的增长主要是大客户工程、核心店深度分销的作用。以前团购是从传统经销商里面去做，经销商比较受资源限制，思路拓展也比较慢。如今重点在开发大客户，公司对用户工程进行了相匹配的投入，在房租、品鉴费、品鉴用酒等方面的支持力度都比较大。”

2022年，公司按照“聚焦资源、精准营销、深度运营”的营销策略，一是全面推行“影响客户引领+深度运营”双轮驱动营销转型，促进公司市场区域不断扩大、产品结构升级优化；二是品牌引领突破，在西北6省30城、华东4大枢纽站点19座重点城市打造纵贯陆空的立体广告矩阵助力品牌全国化，同时根据产品特性、消费圈层对主导产品分系列、分层级、有重点进行广宣投放，形成场景与产品调性的强关联，强化品牌认知；三是科创引领发展，公司加快数字化项目建设，产、供、销、管数字化建设提升明显，建立消费者会员中心，以数字化营销系统为媒介实现会员数据整合及消费者互动，根据用户和场景差异，精准定位核心圈层，提供高水准、高投入的服务；四是精益管理提质，全公司进一步深化精益管理要求，完善内部市场化和正激励机制，推进条线赋能管理，优化人才培养体系，管理效能明显。

4. 同业对比：盈利能力较优，市占率有望提升

我们选取西北酒企龙头西凤酒、伊力特、天佑德酒与金徽酒作为对比，金徽酒基地市场容量相对较大，市占率有进一步提升空间。四家酒企均为当地龙头，占据大众消费价位带，随着省内结构升级优化产品结构，同时辐射西北市场，加速省外扩张。近年来，在发力高端价位带的过程中不同程度上受到名酒挤压。从基地市场看，陕西、甘肃两省市场容量较大，且经济发展水平相对较高，因此金徽酒、西凤酒更受益于省内消费升级。从各自省内市占率看，伊力特、天佑德酒省内市占率约为50%左右，而金徽酒仅为约24%、西凤酒约

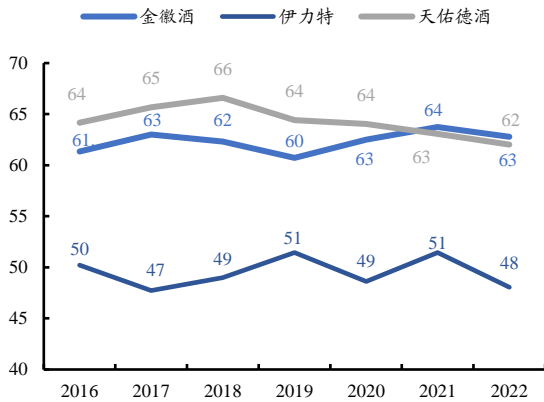
为 30%，仍有提升空间。

表 4：同业分析

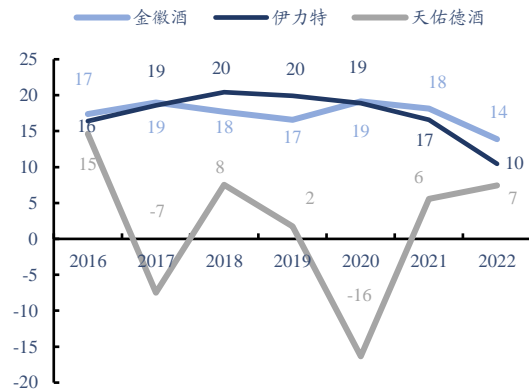
品牌	金徽酒	西凤酒	伊力特	天佑德酒
区域	甘肃	陕西	新疆	青海
香型	浓香型	凤香型	浓香型	清香型
工艺特点	纯粮固态发酵	连续发酵	长窖窖工艺	清蒸清烧四次清
2022 年营收/省内营收	20.12/15.17 亿元	84.29 亿元	16.23/11.29 亿元	9.80/6.34 亿元
省内市占率	24%	30%	50%	我们预估 50%左右
产品战略	<p>世纪金徽星级系列、柔和金徽系列、金徽年份系列产品成为甘肃白酒主销产品；西北市场以能量金徽系列产品为主开拓市场；在陕西市场导入次高端、高端的金徽年份系列产品和金奖金徽系列产品；华东市场导入金徽老窖系列产品。</p>	<p>西凤酒贯彻“一高一低带中间”的产品发展策略，建立了以红西凤品牌为“头部”力量，以旗帜西凤为“腰部”力量，以老绿瓶为“底部”力量的全价位段产品布局。</p>	<p>以伊力王、大小老窖为核心，优化产品结构，伊力王 T35 成功上市，填补了公司 600-800 元价位段产品，并开始布局 200-300 元价位段产品，切入细分市场，布局质优价廉的高线光瓶酒，从而巩固疆内低端市场防御，并同步开展疆外市场的开拓。</p>	<p>持续深化以“品质提升”为抓手的转型引擎。通过营销转型，进一步托举起以“国之德真年份”为代表的年份产品，全面开启中高端产品升级，同时全力打造四季之酿天之德产品，冲刺千元以上价位段。</p>
品牌宣传	“只有窖香，没有泥味”	“中国红，红西凤”	“英雄本色，伊力特”	“喝青稞酒，就选天佑德”
市场布局	<p>公司按照“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径，夯实甘肃省内根据地市场，积极拓展环甘肃的西北市场以及新开发华东市场、北方市场和互联网市场，省内占比则从 97%降至 77%，省外市场拓展初见成效。</p>	<p>建立“三大市场协同”，形成陕西大本营市场“一核辐射”，河北、河南、山东“三轴引领”，东北、浙江、江苏、广东“四区带动”的市场发展空间新格局。</p>	<p>疆内市场集中资源发展伊力王、大小老窖、小酒海等产品，打造核心大单品全面抵御竞品；疆外以江苏、四川为重点市场，设立浙江、北京、西安中转仓，强化物流配送保障。</p>	<p>“扎根青海、拓展西北、布局全国”为市场发展方向，牢牢守护青海大本营市场，并依托青甘一体化战略逐步辐射站稳新疆、宁夏等西北市场。聚焦优势资源全力开发晋陕豫市场。</p>

资料来源：乐酒圈、全景网、推酒家、证券之星、微酒世纪、腾讯网、西凤酒、酒志网、葡萄酒资讯网、新京报、公司年报、金徽酒官网、天佑德酒官网、信达证券研发中心

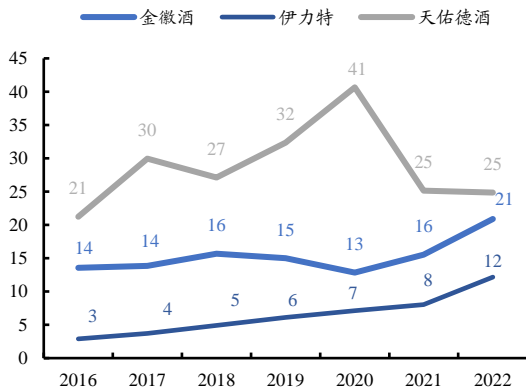
从财务数据看，由于三家酒企仍处于市场拓展期，需要投入大量市场费用获取市场份额。金徽酒盈利能力相对较强，体现其组织管理能力。天佑德酒较强的市场投放力度，导致净利率水平相对较低；伊力特采用裸价模式运作，销售、管理费率较低，毛利率约为 50%左右，低于其他酒企；金徽酒在销售、管理费用投放中处于适中水平。从盈利能力来看，三家公司不同程度受到 2021 年疫情等影响，毛利率有所下滑，但金徽酒毛净利率均处于相对较高水平，体现公司具备较强组织管理能力。

图 11 2016-2022 年西北酒企毛利率(单位：%)


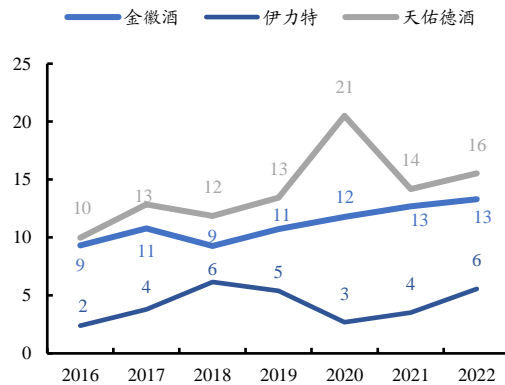
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 12 2016-2022 年西北酒企净利率(单位：%)


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 13 2016-2022 年西北酒企管理费用率(%)


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 14 2016-2022 年西北酒企销售费用率(%)


资料来源：ifind，信达证券研发中心

5. 盈利预测及投资建议

营收预测：我们预测公司 23-25 年实现营业收入分别为 25/30/36 亿元，同比增长 25/21/20%。前三季度公司实现营收 20 亿元、同比增长 29%，归母净利润 2.73 亿元、同比增长 28%，表现亮眼。目前公司一方面受益于省内消费升级，不断提升市场占有率，另一方面积极开拓陕西、华东等省外市场，未来战略加强资源投入，优化运营模式，实现省内外市场强布局、全覆盖，加快全国市场布局，持续调整产品结构，进一步提升品牌竞争力和影响力。因此，我们预估公司营收将保持较快增速。白酒产品分档次看，高档酒以金徽年份酒系列、柔和金徽系列、金徽正能量系列为代表，加快在省内外扩张，我们预测 23-25 年营收同比增速 28/22/20%，占白酒比重 65/66/66%，维持较高水平；中档酒以世纪金徽三星、四星为代表，占据主流价位带，我们预测 23-25 年营收同比增速 23/20/20%，占白酒比重 34/33/34%。

表 5：2023-2025 年营业收入预测

单位--百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,788	2,012	2,513	3,033	3,625
YOY	3%	12%	25%	21%	20%
白酒营收	1,763	1,981	2,482	3,002	3,594
YOY	3%	12%	25%	21%	20%
占总营收比重	99%	98%	99%	99%	99%
其中：高档酒	1,095	1,267	1,621	1,978	2,373
YOY	26%	16%	28%	22%	20%
占白酒比重	62%	64%	65%	66%	66%
其中：中档酒	652	681	837	1,005	1,206
YOY	-19%	4%	23%	20%	20%
占白酒比重	37%	34%	34%	33%	34%
其中：低档酒	16	34	24	19	15
YOY	-43%	107%	-30%	-20%	-20%
占白酒比重	1%	2%	1%	1%	0%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

利润预测：我们预测 23-25 年实现归母净利润 3.8、4.9、6.4 亿元，对应同比增速为 35%、30%、29%。考虑到公司产品结构进一步优化，我们预计 23-25 年毛利率为 64.2%、65.3%、65.8%。费用率端，考虑到公司战略加快全国布局，我们预测 23-25 年销售费用率为 21%、21%、20%，维持较高水平；管理费用率为 10%、10%、10%。我们预测公司 2023-25 年 EPS 为 0.75/0.97/1.25 元、增速 35/30/29%。

投资评级：公司酒质绵柔低度化深受当地消费者欢迎，省内市场根基稳固；渠道成熟布局全国打入华东，向外势能强劲；产品结构顺应消费升级潮流，品牌优势积累，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司盈利预测与估值

公司名称	总市值 (亿)	营收 (亿元)			营收增速 (%)			PS (x)			EPS (元)			EPS 增速 (%)			PE(x)		
		23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
老白干酒	215	53	62	72	13	17	17	4.1	3.5	3.0	0.71	0.94	1.22	-9	32	30	33	25	19
天佑德酒	70	12	14	17	21	20	18	5.9	4.9	4.2	0.24	0.38	0.52	48	60	39	63	39	28
伊力特	105	22	28	34	38	26	21	4.7	3.7	3.1	0.7	0.96	1.24	102	36	30	32	23	18
均值								4.9	4.0	3.4							43	29	22
金徽酒	135	25	30	36	25	21	20	5.4	4.5	3.8	0.75	0.97	1.25	35	30	29	36	28	21

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：金徽酒盈利预测来自信达证券食品饮料组，其他公司盈利预测来自 wind 一致预期；股价为 11 月 23 日收盘价

6. 风险因素

省内产品升级不及预期。白酒行业市场份额集中度持续提升，市场竞争加剧。消费者对品牌和品质的要求也不断提升，白酒行业集中和分化的趋势加剧。若公司未能采取有效措施夯实基地市场则可能面临市场份额被挤压的风险。

省外扩张不及预期。省外业务相对分散，需要的市场投放力度加大，对企业组织管理能力、市场资源等均有较高要求，且竞争更为激烈，若公司未能把握机遇切入省外市场，则可能

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

面临收入和利润下降的风险。

食品安全风险。若公司发生食品安全事故，将严重影响公司品牌形象，造成销售困难。

附:公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,039	2,386	2,768	3,474	4,360	
货币资金	667	810	915	1,286	1,796	
应收票据	9	9	10	13	15	
应收账款	9	6	9	9	10	
预付账款	9	7	9	11	12	
存货	1,327	1,512	1,785	2,112	2,481	
其他	17	41	40	43	46	
非流动资产	1,734	1,710	1,717	1,696	1,675	
长期股权投资	1	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,490	1,443	1,434	1,394	1,356	
无形资产	183	199	209	218	228	
其他	60	68	74	85	90	
资产总计	3,773	4,095	4,485	5,170	6,035	
流动负债	751	905	1,064	1,262	1,489	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	120	144	191	212	252	
其他	631	761	874	1,050	1,237	
非流动负债	40	39	44	41	44	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	40	39	44	41	44	
负债合计	792	944	1,108	1,303	1,533	
少数股东权益	0	1	0	-1	-2	
归属母公司股东权益	2,981	3,150	3,377	3,868	4,504	
负债和股东权益	3,773	4,095	4,485	5,170	6,035	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,788	2,012	2,513	3,033	3,625	
同比(%)	3.3%	12.5%	24.9%	20.7%	19.5%	
归属母公司净利润	325	280	379	492	636	
同比(%)	-2.0%	-13.7%	35.2%	29.8%	29.3%	
毛利率(%)	63.7%	62.8%	64.2%	65.3%	65.8%	
ROE%	10.9%	8.9%	11.2%	12.7%	14.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.55	0.75	0.97	1.25	
P/E	41.71	48.35	35.77	27.56	21.31	
P/B	4.54	4.30	4.01	3.50	3.01	
EV/EBITDA	37.56	30.73	23.27	18.43	14.25	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,788	2,012	2,513	3,033	3,625	
营业成本	648	749	900	1,053	1,240	
营业税金及附加	253	294	361	437	523	
销售费用	278	420	528	631	725	
管理费用	180	217	260	317	379	
研发费用	47	50	63	77	91	
财务费用	-7	-13	-11	-13	-18	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
其他	12	20	21	26	33	
营业利润	401	314	435	557	718	
营业外收支	-11	-11	0	0	0	
利润总额	390	303	435	557	718	
所得税	65	24	57	66	83	
净利润	325	279	378	490	634	
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-2	
归属母公司净利润	325	280	379	492	636	
EBITDA	504	416	544	667	827	
EPS(当年)(元)	0.64	0.55	0.75	0.97	1.25	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	279	319	385	477	613	
净利润	325	279	378	490	634	
折旧摊销	111	115	121	123	127	
财务费用	0	-1.3	0.5	0.5	0.5	
投资损失	-10	0	0	0	0	
营运资金变动	-159	-54	-113	-139	-150	
其它	2	-20	-2	2	1	
投资活动现金流	-35	-57	-125	-102	-106	
资本支出	-58	-57	-124	-102	-105	
长期投资	0	-1	0	0	0	
其他	23	1	-2	0	0	
筹资活动现金流	-138	-121	-155	-4	2	
吸收投资	1	0	0	0	0	
借款	330	103	0	0	0	
支付利息或股息	-123	-112	-153	-1	-1	
现金流净增加额	107	142	105	371	510	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

姜青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深入研究安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深入研究安琪酵母、天味食品，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。