

古井贡酒 (000596.SZ)

持有 (首次评级)

徽酒航母基础深厚扛风浪，立足安徽稳步扩张

当前价格：225.21 元

投资要点：

➤ 安徽经济方兴未艾，结构升级配合集中度提升仍有较大机会

安徽白酒饮活力排全国第三，产量位列全国第五，高容量的白酒市场给当地酒企提供了较大的发展空间，亦对省外酒企产生较大吸引力。同时，安徽经济发展紧追江苏，过去白酒主流价格带实现多次升级，当前主流价格带为200元左右，预计未来将持续向江苏与合肥看齐，达到300元以上水平。近期安徽本土100-300元的中档价格带扩容显著，在婚宴等场景中100元价格带向上升级的趋势仍在演绎中，同时中档价格带的各大单品较高增速还来自于集中度的提升。同时，考虑到安徽民营经济较为活跃，经济发展韧性强，我们认为未来中档以上价格带仍有较大发展潜力。

➤ 徽酒航母功底深厚，密集产品线叠加强渠道掌控赋能古井从容面对机遇与风险

古井贡酒作为安徽本土白酒龙头企业，历史上凭借管理层前瞻的战略眼光和强大的战略定力下多次精准把握价格带升级节奏，当前已形成较大体量，坐稳省内龙头地位，多年来不断夯实的市场基础亦使得公司当前具备较强底气面对未来行业发展的多种可能性。我们认为，古井稳坐省内龙头和冲刺三百亿的底气我们认为主要来自两点：

1) 密集布局不留空档的产品线，及多年耕耘带来的品牌高度，“年份原浆”系列通过数字分级的形式，将不同价格的产品以消费者容易理解的方式进行联动和区隔，如5年、8年、16年、20年等，且在价格带上不留空档，成功在各个价格带建立较强的品牌力，实现密集布局，梯次升级；

2) 灵活调整的渠道和产品策略，省内市场古井主要以小经销商分销为主，并且对不同纵深市场同样重视，对渠道的掌控力较强；省外市场在18年后公司发现原有渠道和产品策略与省外市场运作不适配，积极调整策略以古20为核心单品，采取大商制，借大客户资源进行市场突破，采用“一地一策”的发展措施，主打“1+2”、“1+3”战略，不同的市场重点投放不同的产品，成功开辟较多重点市场，且积极带动了公司的毛利率和销量呈现积极的增长趋势。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司24-26年归母净利润分别为58.69/73.51/89.58亿元，同比增速分别为27.9%/25.3%/21.9%，对应PE分别为20/16/13倍。考虑到公司当前基本面较为强劲，后续盈利弹性和确定性较高，首次覆盖给予“持有”评级

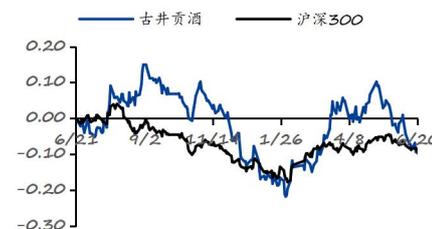
➤ 风险提示

经济复苏不及预期、全国化不及预期、竞争程度加剧等

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	528.60/408.60
流通A股市值(百万元)	92,020.81
每股净资产(元)	44.60
资产负债率(%)	39.46
一年内最高/最低价(元)	298.88/195.39

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师：张东雪(S0210523060001)
zdx30145@hfzq.com.cn
联系人：林若尧(S0210123070039)
lry30204@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,713	20,254	24,607	29,306	34,566
增长率	26%	21%	21%	19%	18%
净利润(百万元)	3,143	4,589	5,869	7,351	8,958
增长率	37%	46%	28%	25%	22%
EPS(元/股)	5.95	8.68	11.10	13.91	16.95
市盈率(P/E)	37.9	25.9	20.3	16.2	13.3
市净率(P/B)	6.4	5.5	4.8	4.1	3.5

数据来源：公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键变量

1) 白酒业务：考虑到公司当前产品线梯次升级无空挡，且在各个价格带均具备较强的品牌力和发展势能，我们预计未来公司白酒业务仍将维持双位数增幅，预计白酒业务 24-26 年收入分别为 236.31/280.63/329.13 亿元，对应增速分别为 20.33%/18.75%/17.28%。

2) 酒店业务预计未来将维持稳定增长，预计 24-26 年收入增速均为 5%，对应收入分别为 87.87/92.27/96.88 亿元。

我们区别于市场的观点

市场对公司后续基本面增长的持续性有一定的分歧。

1) 从行业层面，我们认为虽然短期内宏观经济有所波动，但安徽民营经济发展迅速，且活跃度较高，预计未来本土经济仍将持续发展，进一步促进安徽本土白酒价格带向升级；

2) 从公司层面，我们认为：1) 未来倘若经济维持现状，古井凭借其多年以来不断夯实的市场与渠道基础、品牌与产品基础等，仍可坐稳省内龙头的位置，且不断享受安徽市场以及现有其他地区市场集中度提升的发展红利；2) 未来倘若经济重回高速增长，古井预计将具备较当前而言更强的发展动能，主要系其年份原浆系列在不同价格带都已打造出品牌力较强、市场接受度较高的大单品，而近年来不断夯实的渠道基础和省外大客户资源，预计将进一步赋能古井未来快速发展。

股价上涨的催化因素

年份原浆系列产品增速超预期、白酒商务消费回暖超预期、食品饮料板块估值中枢上移等。

估值和目标价格

参考 24 年可比公司平均 PE 约 17.64 倍，公司 24 年 PE 高于平均水平，考虑到公司当前基本面较为强劲，后续盈利弹性和确定性较高，首次覆盖给予“持有”评级。

投资风险

经济复苏不及预期、全国化不及预期、竞争程度加剧等



正文目录

1 几经波折，古井贡酒已发展为“徽酒航母”	4
2 徽酒伴随本土经济持续发展，古井逐渐坐稳龙头地位	6
2.1 安徽经济发展紧追江苏，消费升级成为白酒行业规模底层驱动	6
2.2 龙头几经沉浮，古井逐渐坐稳徽酒状元	9
3 有效的产品线和强掌控的渠道赋能古井攻守俱佳	11
3.1 密集不留空档的产品线是古井坐稳省级龙头的一大关键因素	11
3.2 灵活调整的渠道和产品策略是古井立足安徽扩张省外的关键	13
3.2.1 稳扎稳打，静待时间的反馈	17
4 盈利预测与投资建议	18
5 风险提示	20

图表目录

图表 1: 古井股权结构稳定，旗下拥有三家白酒企业，且管理层多具备一线实战经验	4
图表 2: 多元化失利到重回主业，聚焦年份原浆享受消费升级大 BETA，荣升且立足于省内龙头地位	5
图表 3: 当前管理层带领下，古井历史业绩目标达成情况良好	6
图表 4: 安徽饮酒力排行全国第三	6
图表 5: 安徽白酒产量排名全国第五	6
图表 6: 安徽 GDP 占全国比重不断提升	7
图表 7: 安徽人均可支配收入同比增速高于全国	7
图表 8: 安徽人均 GDP 增速大部分时间高于江苏	7
图表 9: 对标江苏和省会合肥市，安徽省整体白酒价格带预计将提升至 300 元以上	8
图表 10: 安徽白酒规模约 350 亿元，结构上仍有升级空间	8
图表 11: 安徽地产酒众多，但集中度已较高	9
图表 12: 古井贡酒整体营收增速高于徽酒其他企业	10
图表 13: 古井营收占四大徽酒企业比重持续提升	10
图表 14: 徽酒历史龙头沉浮，前瞻性产品力、渠道力决定企业发展良莠	10
图表 15: 密集产品线以年份为分级形式，形成不同产品的区隔性和联动性	12
图表 16: 年份原浆系列构筑公司主要基本盘	13
图表 17: 年份原浆系列增速维持较高水平	13
图表 18: 年份原浆系列毛利率逐年提升	13
图表 19: 年份原浆系列仍在推进结构升级提升吨价	13
图表 20: 古井区域扩张打法的变迁	14
图表 21: 销售人员和经销商数量古井贡酒位于行业中上水平	14
图表 22: 古井贡酒与春晚合作	15
图表 23: 古井贡酒成为世博会指定用酒	15
图表 24: 打法转变使得盈利能力改善明显（毛利率）	15
图表 25: 全国各个区域均维持较高营收增速	15
图表 26: 古井省外收入占比提升仍为较强的基本面增长逻辑	16
图表 27: 费用处理方式差异导致古井的销售费用率较高	16
图表 28: 费用处理方式差异导致古井为高毛利率、高销售费用率	17
图表 29: 公司盈利驱动拆分	18
图表 30: 相对估值表	19
图表 31: 财务预测摘要	21



1 几经波折，古井贡酒已发展为“徽酒航母”

经过多年发展，古井贡酒已发展成“徽酒航母”，旗下拥有三家白酒企业，股权结构稳定，且核心管理层多具备一线实战经验。古井贡酒控股股东为安徽古井集团，向上穿透后最大持股股东为亳州市国资委，股权结构整体稳定。管理层方面，公司核心管理团队多具备一线实战经验，业务管理实战经验丰富，在管理层的带领下，公司过去多次精准把握消费升级节奏，实现了白酒业务的高速增长，并通过并购已成功实现对三家白酒企业的控股，分别为湖北黄鹤楼酒业、安徽明光酒业以及贵州珍藏酒业，当前古井贡酒已实现了较大的白酒业务体量，并积极尝试大健康等多元化领域的业务。

图表 1：古井股权结构稳定，旗下拥有三家白酒企业，且管理层多具备一线实战经验



数据来源：Choice，华福证券研究所；注：截止日期为 2024 年一季度

几经波折，通过消费升级节奏的精准把握坐稳徽酒龙头地位。通过复盘古井贡酒的发展历史，我们认为古井能够坐稳徽酒龙头地位的本质原因是优秀的管理层的前瞻的战略眼光和强大的战略定力，具体表现包括提前培育年份原浆系列卡位消费升级、调整期坚守中高端不降档、品牌裂变最大化年份原浆系列产品的生命周期。

古井贡酒起源于明代正德十年的公兴槽坊，1959 年转制为省营亳县古井酒厂。

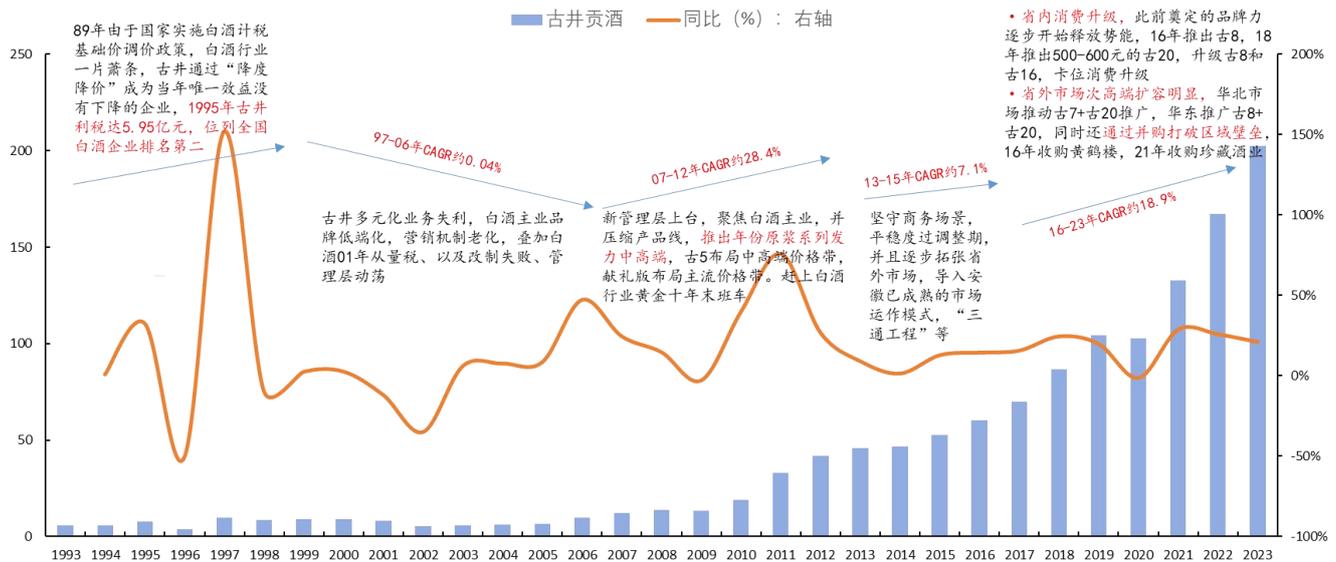
- 八十年代末，由于国务院放开名酒价格，实行白酒计税基础价调价政策，使得白酒行业一度萧条，时任厂长王效金决定“降度降价”，绕开了当时基础税较高的制度限制，又迎合了当时民间消费水平不高又希望喝到好酒的需求，获得



空前成功，并在 1995 年利税排行全国白酒企业第二，发展达到阶段高峰；

- 1996 年-2007 年：厂长王效金决定开启多元化业务，于是古井贡酒开始涉足安徽中青旅、瑞景百货、房地产、酒店、塑胶、矿泉水等，但是这些业务均未能实现较好发展，多元化业务的失利加上白酒主业品牌低端化、营销机制老化、从量税、改制失败等因素，古井开始调整期；
- 2008 年-2012 年：新管理层上任，全面整改，聚焦白酒主业，并压缩白酒产品线，推出“年份原浆”系列发力中高端白酒市场，其中“古 5”布局中高端价格带，“献礼版”则布局主流价格带，最终赶上了白酒行业黄金十年的末班车；
- 2013 年-2015 年：由于八项规定的出台，白酒行业开启调整期，此时古井没有选择做大众酒，而是坚守高端场景；
- 2016 年至今：随着调整期后商务消费需求的迭代升级，以及省内消费升级带来的主流价格带上移，古井顺势升级产品结构，推出“古 8”、“古 20”等中高端产品卡位消费升级，享受到了较大红利，同时针对省外次高端市场的逐步扩容，古井亦通过导入“古 7”、“古 8”、“古 20”，还通过并购举措来打破区域壁垒，充分享受行业贝塔。

图表 2：多元化失利到重回主业，聚焦年份原浆享受消费升级大 BETA，荣升且立足于省内龙头地位



数据来源：南方周末，佳酿网，观察者网，新浪财经，澎湃新闻，酒业内参，华福证券研究所

公司历史业绩目标均成功达成，目标具备较高的置信度。回溯公司历史的业绩表现和制定的经营目标，可以发现在现任管理层的带领下，公司过去除疫情影响的2020年，其余年份均完成年度业绩目标，由此我们认为公司当前定下的冲刺300亿目标大概率也将达成。



图表 3: 当前管理层带领下, 古井历史业绩目标达成情况良好

年份	年度目标	实际达成	达成情况
2015	营业收入计划在不低于 2014 年的基础上, 努力实现增长。	营收 52.53 亿, 同比+12.96%; 归母 7.16 亿, 同比+19.85%	✓
2016	营业收入计划在不低于 2015 年的基础上, 努力实现增长	营收 60.17 亿, 同比+14.54%; 归母 8.3 亿, 同比+15.94%	✓
2017	营业收入计划在不低于 2016 年的基础上, 努力实现增长。	营收 69.68 亿, 同比+15.81%; 归母 11.49 亿, 同比+38.46%	✓
2018	2018 年计划实现营业收入 79.65 亿元, 较上年增长 14.31%; 计划实现利润总额 19.39 亿元, 较上年增长 20.30%。	营收 86.86 亿, 同比+24.65%; 归母 16.95 亿, 同比+47.57%	✓
2019	2019 年计划实现营业收入 102.26 亿元, 较上年增长 17.74%; 计划实现利润总额 25.15 亿元, 较上年增长 6.19%	营收 104.17 亿, 同比+19.93%; 归母 20.98 亿, 同比+23.73%	✓
2020	2020 年计划实现营业收入 116.00 亿元, 较上年增长 11.36%; 计划实现利润总额 29.90 亿元, 较上年增长 4.08%。	营收 102.92 亿, 同比-1.2%; 归母 18.55 亿, 同比-11.58%	✗
2021	2021 年计划实现营业收入 120 亿元, 较上年增长 16.59%; 计划实现利润总额 28.47 亿元, 较上年增长 15.08%。	营收 132.7 亿, 同比+28.93%; 归母 22.98 亿, 同比+23.9%	✓
2022	2022 年计划实现营业收入 153 亿元, 较上年增长 15.30%; 计划实现利润总额 35.50 亿元, 较上年增长 11.94%	营收 167.13 亿, 同比+25.95%; 归母 31.43 亿, 同比+36.78%	✓
2023	2023 年计划实现营业收入 201 亿元, 较上年增长 20.26%; 计划实现利润总额 60 亿元, 较上年增长 34.21%	营收 202.54 亿, 同比+21.18%; 归母 45.89 亿, 同比+46.01%	✓
2024	2024 年计划实现营业收入 244.5 亿元, 较上年增长 20.72%; 计划实现利润总额 79.5 亿元, 较上年增长 25.55%	根据 2024 年一季报, 公司营业收入达 82.86 亿, 同比+25.85%, 归母净利润达 20.66 亿, 同比+31.61%	预计✓

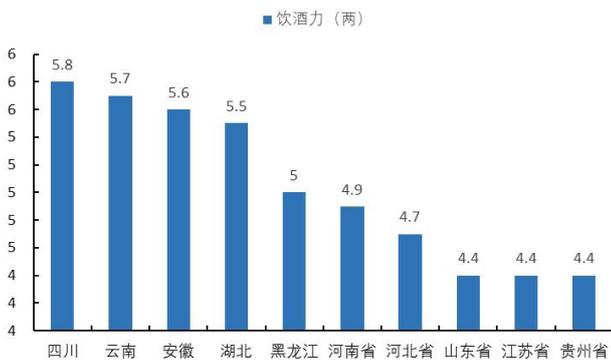
数据来源: 公司公告, Choice, 华福证券研究所

2 徽酒伴随本土经济持续发展, 古井逐渐坐稳龙头地位

2.1 安徽经济发展紧追江苏, 消费升级成为白酒行业规模底层驱动

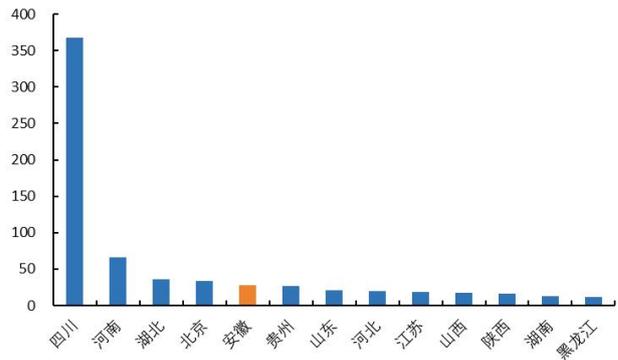
安徽既是白酒消费大省, 也是白酒生产大省。根据益普索《2021 中国白酒消费洞察报告》来看, 安徽省饮酒力位列全国第三, 人均饮酒力达 5.6 两, 而白酒产量也位列全国第五, 2020 年占全国白酒产量达 3.81%, 高容量的白酒市场也给当地酒企提供了较大的发展空间, 也对省外酒企具备较大的吸引力。

图表 4: 安徽饮酒力排行全国第三



数据来源: 华夏酒报, 益普索《2021 中国白酒消费洞察报告》, 华福证券研究所; 注: 饮酒力 = 渗透率 x 人均单次白酒饮用量 x 人均每月白酒饮用频率

图表 5: 安徽白酒产量排名全国第五



数据来源: 中国轻工业联合会, 观研报告网, 华福证券研究所

安徽省内经济势头强劲, 消费升级是近年来当地白酒行业发展的主要驱动因素。安徽省经济近年来持续发展, 省内 GDP 占全国比重不断提升, 截至 2023 年, 安徽 GDP 占全国比重达 3.73%, 而自 2010 年以来, 安徽省人均可支配收入增速已连续 12 年超越全国平均水平, 经济的快速发展为当地白酒行业提供了强大的支撑。



图表 6: 安徽 GDP 占全国比重不断提升



数据来源: Choice, 华福证券研究所

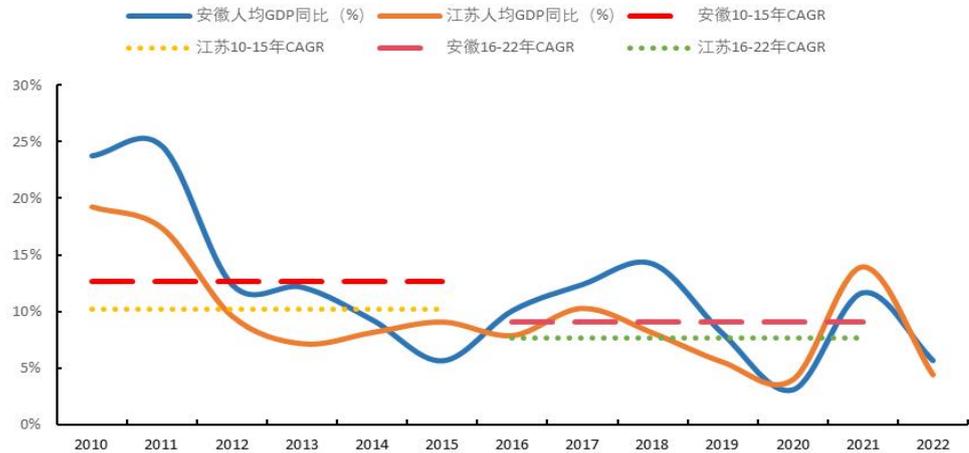
图表 7: 安徽人均可支配收入同比增速高于全国



数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

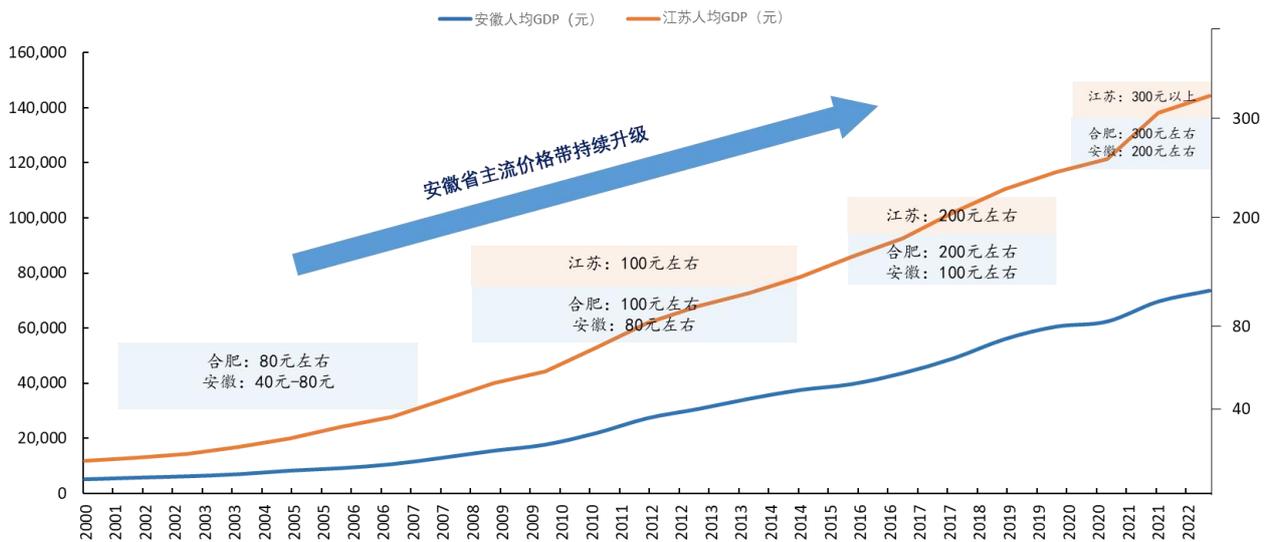
经济水平紧追江苏，预计未来白酒行业主流价格带将持续向江苏与合肥看齐，预计 3-5 年后将向 300 元以上价格带看齐。安徽省人均 GDP 水平紧追江苏，根据对江苏和安徽白酒主流价格带的复盘，我们发现当江苏的主流价格带是 100 元以上时，安徽的主流价格带为 80 元；而当江苏的主流价格带升级至 200 元以上时，安徽的主流价格带升级至 100 元；当前江苏主流价格带已经升级至 300 元以上，安徽主流价格带亦步入了 200 元关口。合肥亦可当作安徽白酒的风向标，历史发展来看，合肥价格带水平领先安徽全省大约 3-5 年水平，如当合肥的主流价格带为 80-110 元时，3-5 年内，安徽全省的价位也会达到这一水平。尽管短期经济产生了一定的波动，但我们认为安徽本土经济发展韧性较强，民营经济活跃度较高，长期来看，白酒行业预计仍将持续实现价格带升级。因此，以合肥当前 300 元的主流价格带而言，我们亦将其作为长期预判未来全省主流价位的锚点。

图表 8: 安徽人均 GDP 增速大部分时间高于江苏



数据来源: Choice, 华福证券研究所

图表 9：对标江苏和省会合肥市，安徽省整体白酒价格带预计将提升至 300 元以上



数据来源：Choice，徽酒，大家酒评，华福证券研究所

市场规模分价格带来看，安徽市场中端市场扩容明显，次高端亟待提速。安徽白酒市场规模约 350 亿元，次高端白酒仍具较大扩容空间，

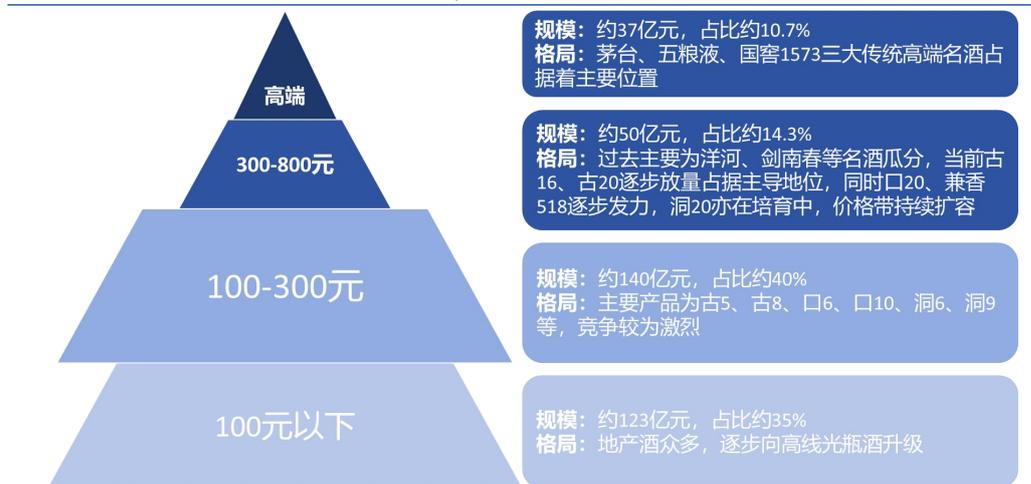
1) 100 元以下市场规模约 123 亿元，占比约 35%，主要以大众酒为主，随着安徽本土酒企逐渐向次高端转移战线，中低端市场亦给高线光瓶酒留出较大发展空间；

2) 100-300 元价格带市场规模约 140 亿元，占比约 40%，主要参与者亦古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖为主，市场基本为存量，本土酒企竞争较为激烈；

3) 300-800 元价格带市场规模约为 50 亿元，占比 14.3%，过去主要被洋河、剑南春等名酒瓜分，当前“古 16”（合肥婚宴）、“古 20”（合肥商务主流）已逐步实现放量，占据该价格带的主导地位，同时“口子 20”、“兼香 518”、“洞藏 16”、“洞藏 20”亦在持续发力中，作为安徽省内主要的增量市场，预计为各厂商主攻市场，具备较强品牌力、产品力的厂商或具备较大增长机会

4) 800 元以上的高端酒市场规模约 37 亿元，占比约 10.7%，主要仍以茅台、五粮液、泸州老窖等传统高端名酒主导。

图表 10：安徽白酒规模约 350 亿元，结构上仍有升级空间



数据来源：大家酒评，酒食新消费，华福证券研究所

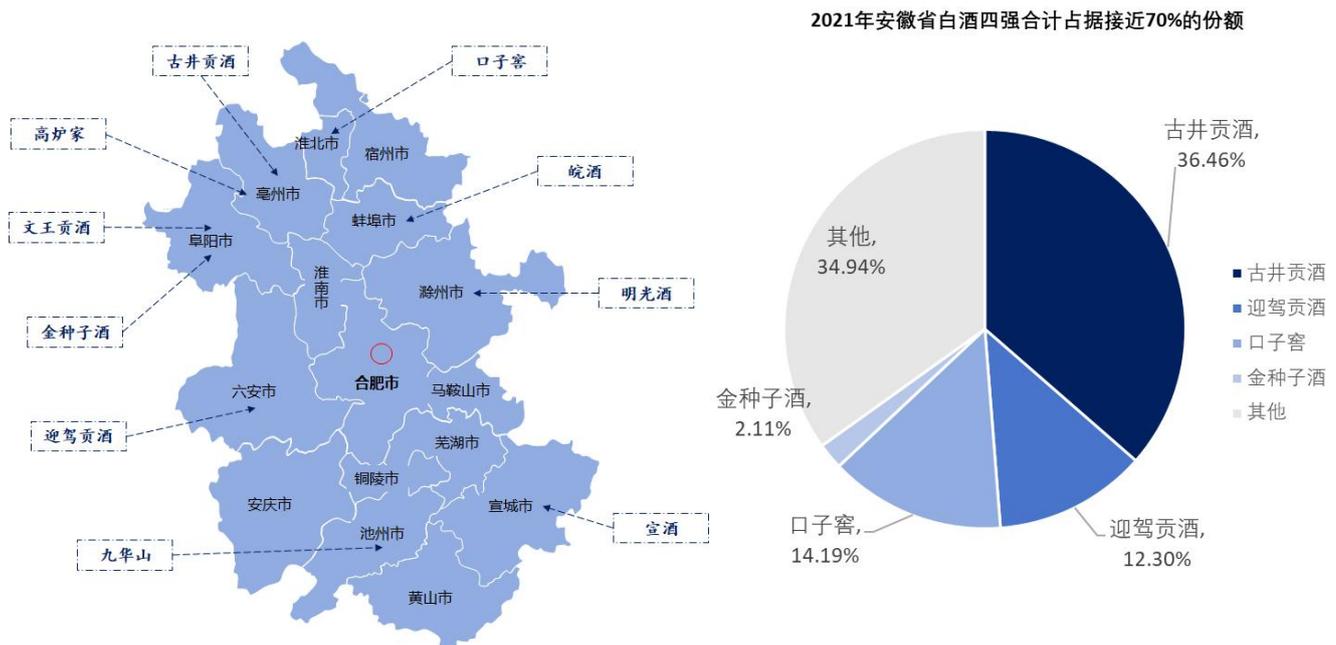
针对徽酒当前 100-300 元价格带较高的增速，市场担忧主要是由次高端价格带降级而来，我们认为，虽然不排除当前经济下部分市场降级的可能，但是 100 元价格带向上升级的趋势仍在演绎中，尤其是在宴席等刚需场景，同时价格带升级的底层驱动仍为品质升级，当前大众酒价格带占比仍高达 35%，后续仍有较大空间向上升级，贡献 100-300 元价格带的增速。同时，针对当前 100-300 元价格带的产品而言，具备较高知名度、较强市场基础的产品，预计将享受该价格带集中度提升的红利，如市场基础较好的“古 5”、“古 8”和当前发展势能较强的“洞 6”、“洞 9”等。

针对 300-800 元的次高端及高端价格带，当前增速乏善可陈，我们认为主要是受到短期内宏观经济波动因素影响所致，我们认为在当前节点，白酒企业把握市场需求、迅速调整产品和渠道战略布局 100-300 景气价格带维持基本面增长势头，同时维持战略定力，坚持高端品牌占位，稳住高线产品价格，抓住窗口期补足短板、夯实基础，持续推进消费者教育、渠道库存调整等基础工作，以时间换空间。

2.2 龙头几经沉浮，古井逐渐坐稳徽酒状元

安徽作为白酒大省，竞争激烈以本土企业为主，市场集中度已达较高水平。安徽作为白酒产销大省，历年来有种说法“东不入皖，西不入川”，足见得徽酒本土品牌的强大，与竞争的激烈程度，在安徽，四大白酒上市公司占据超 60%的份额，除四大上市白酒企业之外，还拥有文王贡酒、明光酒、高炉家、皖酒、宣酒等众多地产酒，拥有扎实的消费基础，使得外来品牌难以进入。

图表 11：安徽地产酒众多，但集中度已较高



数据来源：大家酒评，Choice，智研咨询，华福证券研究所

消费升级赋能古井逐步坐稳徽酒龙头地位。安徽经济自 2016 年以来连续跨越多个台阶，全省社会消费品零售总额由 1.27 万亿元提升至 2.15 万亿元，五年复合增长率为 11.1%；人均 GDP 从 4.91 万元增长到 7.03 万元，CAGR 高达 9.4%；人均可支配收入从 2.2 万元增长到 3.27 万元。经济的强势发展使得白酒主流价格带从 100-200 元持续提升至 200-300 元，预计未来主流价格带将持续向江苏靠拢。地方经济的持续增长，对龙头企业古井的基本面提供了强劲的支撑，我们认为古井贡酒早前推出的“年份原浆”系列精准卡位了消费升级的进程，伴随安徽经济的持续发展，“年份原浆”系列产品逐步起势攫取最大经济红利。

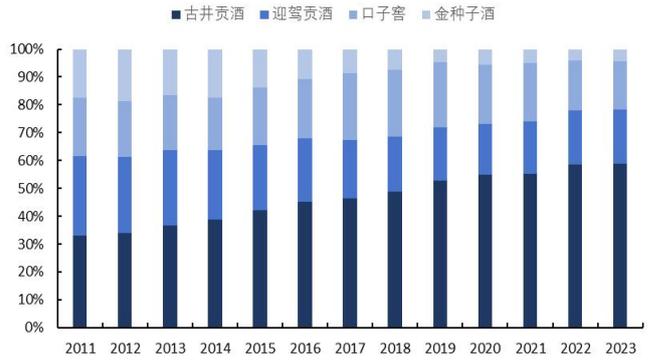


图表 12: 古井贡酒整体营收增速高于徽酒其他企业



数据来源: Choice, 华福证券研究所

图表 13: 古井营收占四大徽酒企业比重持续提升



数据来源: Choice, 华福证券研究所

复盘安徽白酒企业龙头沉浮, 前瞻的产品卡位、主流价格带升级节奏的把握、强渠道掌控力是白酒企业发展良莠的关键因素。安徽由于地产酒众多, 可以由该市场看出成就区域白酒龙头企业的关键因素, 当前一超两强格局是综合的结果,

- 1) 口子窖: 早期受益于“盘中盘”模式的创新增势迅猛, 后期却受大商制桎梏渠道掌控力, 渠道调整缓慢且产品体系混乱导致其逐步掉队;
- 2) 金种子酒: 早期起势于“柔和种子”, 后期却由于错失中高端产品布局窗口期, 逐步脱离徽酒龙头阵营;
- 3) 迎驾贡酒: 早期因“金/银星”产品的热销成功实现龙头位置, 尽管其因战略失误聚焦“金/银星”产品而错失 100 元价格带升级机会, 但却重新起势于培育多年的“生态洞藏”系列, 伴随安徽白酒主流价格带来到 200 元, 迎驾成功实现对口子窖的逆袭。
- 4) 古井贡酒: 早期“降度降价”策略使其成功坐上龙头地位, 但因多元化业务失利、品牌低档化且管理层动荡而逐步掉队, 但后期凭借其“年份原浆”系列的打造, 踏准了后续多轮价格带升级机遇, 坐稳龙头地位。

图表 14: 徽酒历史龙头沉浮, 前瞻性产品力、渠道力决定企业发展良莠



数据来源: 徽酒, 徽酒世纪, 酒圈网, 酒业家, 凤凰网, 齐鲁晚报, 市界观察, 每日财经网, 新浪财经, 蓝筹企业评论, 评友圈, 证券时报, 酒业内参, 华福证券研究所



3 有效的产品线和强掌控的渠道赋能古井攻守俱佳

3.1 密集不留空档的产品线是古井坐稳省级龙头的一大关键因素

年份原浆系列既是古井贡酒当前强大的基本盘亦是公司未来持续增长的核心驱动。对于区域酒企而言，能够建立较为密集的产品线是核心优势之一，成功的产品线应同时具备低价位产品向上的结构推力和高价位产品向下的结构拉力，

古井贡酒的“年份原浆”系列产品就通过数字分级的形式，将不同价格的产品以消费者容易理解的方式进行联动和区隔，如5年、8年、16年、20年等，并且在价格带上不留空档，成功在各个价格带建立较强的品牌力，实现梯次升级。



图表 15: 密集产品线以年份为分级形式, 形成不同产品的区隔性和联动性

产品系列	推出时间	产品名	零售价(元)	产品图	产品定位(当前)	场景与属性	渠道营销布局	市场表现
年份原浆	2009年	献礼版	112		中低端	大众消费场景	从城市进攻农村市场, “三通工程”带动, 实现省内所有乡镇全覆盖	由于占比高, 增长缓慢, 公司积极推进保价、保量、保位工作, 梳理渠道价值链条, 提高成交价, 保障渠道各个环节的市场推力, 同时进一步的向上抬升产品价格带。
	2008年	古5	139		主流价格带	大众消费场景	持股巩固省内优势地位, 保证基础量稳定, 实现对省内百元价位的双卡位和强掌控	
	2008年	古8	320		中高端	政务、商务接待, 送礼宴请场景	流通渠道运营	紧贴主流价格带升级节奏, 实现市场需求下的高增长而非营销驱动
	2008年	古16	470		次高端	政商接待、宴请、送礼	团购+联盟体模式推广	承接古8的消费升级, 保持较快增长。并与洞16、口子窖20分庭抗礼
	2018年	古20	680		次高端: 重点培养的战略大单品	政商接待、宴请、送礼	发力“集团性”团购, 针对婚宴、商会等深度合作, 组建烟酒店联盟体; 在长三角等部分核心市场投放, 终端渠道的陈列、广宣费用重点覆盖	古20渠道利润高于同价位竞品, 赋能渠道推力, 成为省内600元价格带的领军品牌
	2020年	古26	2099		高端	-	进军高端市场	定位千元价格带, 但是消费者接受需要时间, 品牌力还未能实现有效支撑
老名酒	1996年成立初	老城贡/古井贡酒十年陈酿/五年陈酿/岁月经典五年陈酿/十年陈酿	—		中低端	城镇大众消费	继续巩固其在省内的优势, 保持增长不下滑	作为“年份原浆”系列产品之外的补充, 主要消费市场为部分城区、乡镇宴席用酒、节日礼品消费用酒
黄鹤楼	2016年收购	陈香、大清香	130-350		中低端	城镇大众消费	借鉴古井的营销模式, 引入“三通工程”, 与湖北的销售渠道形成互补, 优先布局湖北市场及华北、华东等清香氛围浓厚的区域, 打造样板市场, 实现以点带面推动品牌全国化进程	疫后迅速复苏, 目标湖北第二
明光	2021年收购	绿豆香型	60-900		中低端	城镇大众消费	复制了古井贡酒的“三通工程”, 不断推进渠道下沉, 实现扁平化管理, 把握渠道话语权, 香型特色亦能提升对特色口感偏爱的客户	提升滁州等地区市场份额, 加大滁州及皖东市场的影响力, 进一步提升省内份额。22年8月明光酒完成了全年营收五亿元的销售任务
价格带	600元以上	350-600元	200-350元	110-200元	80-110元	50-80元		
古井贡酒	古26、年三十、古20	古16	古8	古5	献礼浓雅老贡酒	红运		
口子窖	30年	20年、仲秋	10年、初夏	6年	5年	口子美酒		
迎驾贡酒		洞16	洞9	洞6	金星	银星		
金种子	鑫20	鑫15、鑫9				头号种子、柔和种子		
贵州茅台	飞天茅台、茅台1935							
五粮液	五粮液水晶瓶							
洋河		梦6+梦3水金版	天之蓝	海之蓝				
剑南春	剑南春老酒	珍藏级水晶剑						

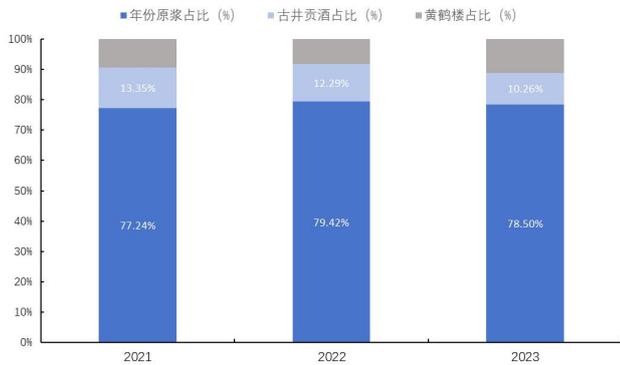
数据来源: 微酒, 北京商报, 福建省酒业协会, 华夏时报, 中国日报网, 界面新闻, 名酒动态, 酒海观潮, 酒业家, 汕尾传媒网, 新京报, 21 经济网, 公司公告, 每日经济新闻, 新浪财经, 澎湃新闻, 京东, 淘宝, 长江商报, 搜狐财经, 秒火好酒代理网, 华福证券研究所; 注: 以上零售价信息截止日期为 2024 年 6 月 11 日

年份原浆已成功构筑公司基本盘, 仍持续推进产品系列内的结构升级。当前公司年份原浆系列营收已破百亿, 占公司整体收入近 80%, 且仍在以超 30% 的速度增长。较高的增速拆分量价来看, 量增为主要驱动因素, 维持 20% 以上, 结构升级之下的价增仍较为亮眼, 贡献了 5% 左右的增速。我们认为区域市场的有序扩张是公司年份原浆系列维持量增的根基, 而无空挡的梯次升级持续支撑公司盈利能力的进一



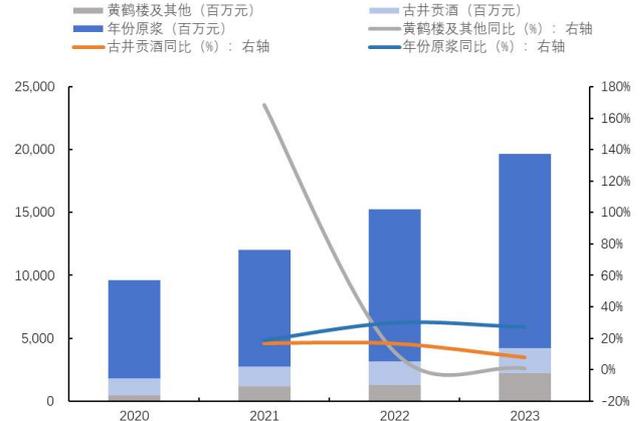
步提升。

图表 16：年份原浆系列构筑公司主要基本盘



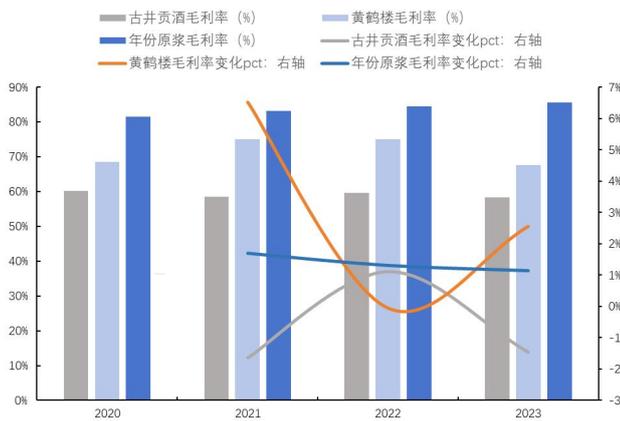
数据来源：Choice，公司公告，华福证券研究所；注：2023 年黄鹤楼收入口径包含其他产品

图表 17：年份原浆系列增速维持较高水平



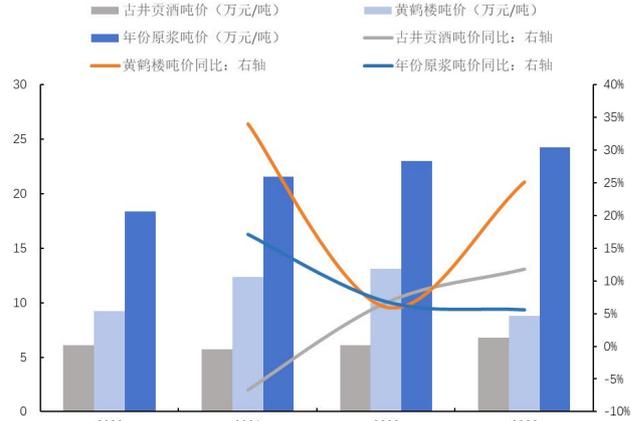
数据来源：Choice，公司公告，华福证券研究所；注：2023 年黄鹤楼收入口径包含其他产品

图表 18：年份原浆系列毛利率逐年提升



数据来源：Choice，公司公告，华福证券研究所；注：2023 年黄鹤楼毛利率口径包含其他产品，并变化 pct 数据系根据 23 年年报追溯后调整的

图表 19：年份原浆系列仍在推进结构升级提升吨价



数据来源：Choice，公司公告，华福证券研究所；注：2023 年黄鹤楼吨价口径包含其他产品，并且 yoy 数据系根据 23 年年报追溯后调整的

3.2 灵活调整的渠道和产品策略是古井立足安徽扩张省外的关键

灵活调整渠道策略搭配强产品力赋能古井省外稳步扩张。省内市场，古井主要以小经销商分销为主，并且重视县级和县级以下市场的运作，对渠道的掌控力较强，因此省内市场也给古井提供了较大的一个基本盘。省外市场的扩张来看，大体可以分为两个时间段：

1) 2018 年以前，古井主要依托“三通工程”进行省外扩张，在河南地区早期实现了较高的增长，2015 年销售额达 13-14 亿元，但后期随着消费升级的演绎，古井彼时运作的产品定位较为低端，未能充分满足外部市场的需求和期望，且省外终端门店资源竞争激烈，2017 年河南市场销售额逐步萎缩至 2.4 亿元。

2) 2018 年后，古井积极调整战略，启动全国化招商布局，立足于原有“一体两翼”市场的基础上，在全国重点省份举办规模性区域招商主题峰会，划定了冀、鲁、豫、苏、浙等重点区域。同时，**配合同年“古 20”的上市，公司对省外产品策略进行调整**，省外市场古井贡酒以古 20 为核心单品，采用“一地一策”的发展措施，主打“1+2”、“1+3”战略，不同的市场重点投放不同的产品。如在华北市场对“古 7”和“古 20”产品组合推广、在华东市场则对“古 8”和“古 20”产品组合进行推广。不同于省内“古 20”采取的厂家主导的联盟体模式，在省外，该产品



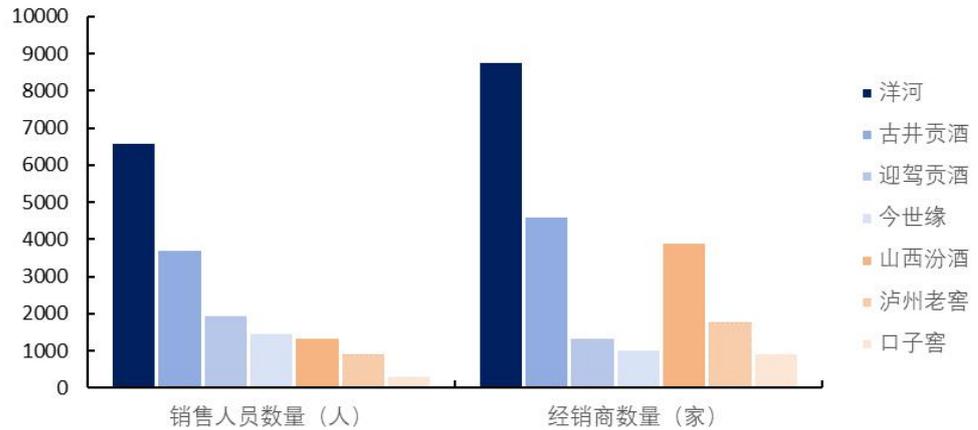
主要采取大商制，借大客户资源进行市场突破，成功开辟了较多重点市场，且积极带动了公司的毛利率和销量呈现积极的增长趋势。

图表 20：古井区域扩张打法的变迁

	2018 年之前	2018 年之后
市场策略	河南市场（三通工程）、湖北市场（并购扩张）	基于原有一体两翼，划定了冀、鲁、豫、苏、浙等重点区域。
产品策略	主打中低端：献礼版、古 5，淡雅系列作为补充	全国化，次高端，古 20+，主推古 8 以上单品
招商策略	“三通工程”：店店通、人人通、路路通	次高端引领，重点培育大客户，省内采取联盟体模式，省外采取大商制，开拓市场
驱动力	三通模式	大客户驱动
问题	未能及时跟进消费升级，同时终端门店资源竞争激烈	高库存，价格倒挂

数据来源：酒业家，酒业内参，正经社，凤凰网，名酒观察，蓝鲸财经，华福证券研究所

古井经销商数量和销售人员数量位于行业中上水平，在落实市场推广等渠道管理方面，能够有更强的执行力推动政策落地，体内销售人员更具备管理优势。

图表 21：销售人员和经销商数量古井贡酒位于行业中上水平


数据来源：公司公告，华福证券研究所

品宣方面，古井贡酒以“高举高打”的策略为主，通过“空中有声音+地面有画面+全年有活动”的策略，全方位赋能“古 20”成为全国化次高端大单品。目前，“古 20”已连续 8 年特约冠名央视春晚，5 次成为世博会官方指定用酒。



图表 22：古井贡酒与春晚合作



数据来源：光明网，华福证券研究所

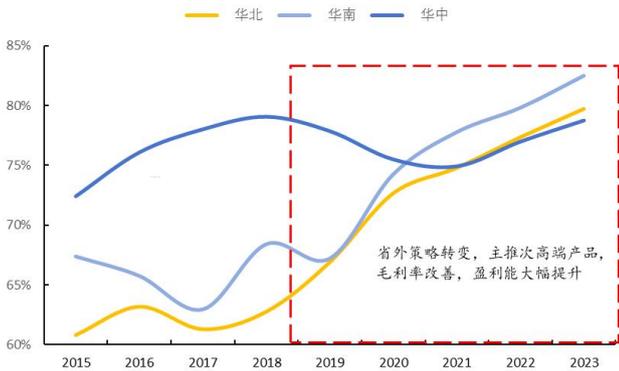
图表 23：古井贡酒成为世博会指定用酒



数据来源：中国日报，华福证券研究所

高势能营销之下，古 20 已成为古井贡酒实现全国化的“突破点”，不仅通过次高端的战略定位持续进军省外市场，还带动了古井贡酒其他产品的增长，当前公司各个区域均维持较高的收入增速，全国化进程稳步推进。当前古井省外市场主要为江苏、山东、河南、浙江、河北五大省份，而全国化覆盖率超过 70%。

图表 24：打法转变使得盈利能力改善明显（毛利率）



数据来源：Choice，华福证券研究所

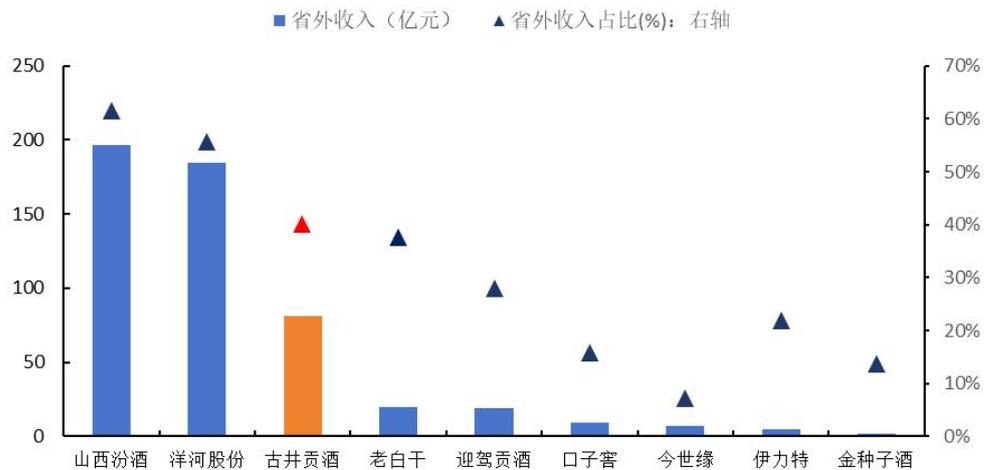
图表 25：全国各个区域均维持较高营收增速



数据来源：Choice，华福证券研究所

按照省外收入占比对标泛全国化白酒企业，毛估仍有空间。古井贡酒 2023 年省外收入占比达约 40%，我们假设省内收入不变，若对标洋河和汾酒分别 55.7%和 61.57%的省外收入占比，古井预估全国收入将实现 274.32-316.25 亿元，对应省外收入为 152.79-194.72 亿元，对比 2023 年省外收入空间为 88.6%~140.35%。考虑到公司冲刺 300 亿目标，我们认为该预估值有一定的参考意义。

图表 26：古井省外收入占比提升仍为较强的基本面增长逻辑



数据来源：Choice，公司公告，港湾商业观察，华福证券研究所；注：以上数据截止年份均为 2023 年

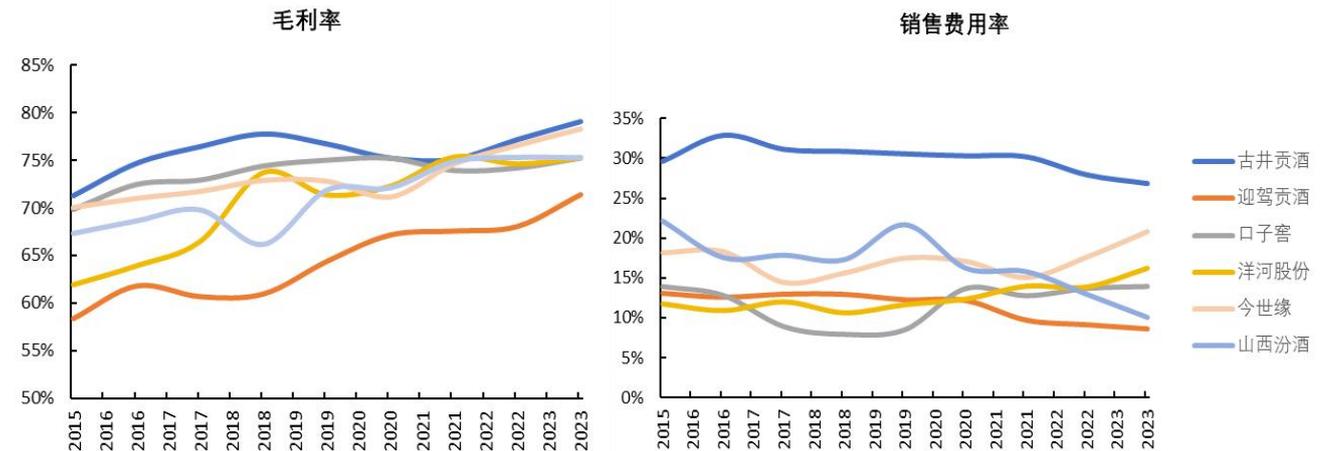
需要注意的是，虽然古井销售费用率较高，但这不全是其省外扩张和品宣上“高举高打”所带来的，而更多是财务处理方式差异导致的表现更高。古井的费用投放的财务处理方式较为特殊，使得销售费用栏目中的劳务费和综合促销费偏高。1) 劳务费：古井劳务费较高的原因是古井直接支付编外人员（地聘人员）劳务费，而其他白酒企业则由经销商垫付；2) 综合促销费：古井综合促销费较高的原因是古井的直接支付现金、实物进行市场促销，而其他酒企普遍采用折让方式支持促销，因此费用不入表。

图表 27：费用处理方式差异导致古井的销售费用率较高

公司	销售费用细分项	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
古井	广告费	7.7%	8.4%	7.4%	8.4%	8.2%	6.8%	6.0%	5.4%
	综合促销费	13.8%	9.6%	11.3%	9.3%	7.3%	9.6%	10.9%	10.3%
洋河	广告促销费	4.8%	6.1%	6.2%	6.8%	6.7%	7.5%	8.0%	10.4%
汾酒	广告宣传费	6.9%	9.1%	7.8%	13.5%	9.1%	10.1%	8.4%	6.2%
	促销费	3.6%	2.6%	2.9%					
古井	职工薪酬	4.4%	5.2%	5.1%	5.2%	7.0%	6.5%	5.6%	6.1%
洋河	职工薪酬	2.6%	2.4%	2.1%	2.2%	3.1%	4.2%	3.9%	3.9%
汾酒	职工薪酬	2.6%	2.7%	2.6%	3.2%	3.7%	2.7%	2.2%	2.0%
古井	差旅费	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.0%	1.1%
洋河	差旅费	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%
汾酒	差旅费	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%
古井	劳务费	3.9%	4.8%	4.3%	5.0%	5.6%	5.3%	3.8%	3.2%
洋河	劳务费	0.4%	0.6%	0.4%	0.7%	0.6%	0.3%	0.2%	0.1%
汾酒	劳务费	0.9%	0.6%	0.8%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%
古井	合计	33%	31%	31%	31%	30%	30%	28%	27%
洋河	合计	11%	12%	11%	12%	12%	14%	14%	16%
汾酒	合计	18%	18%	17%	22%	16%	16%	13%	10%

数据来源：公司公告，华福证券研究所；注：古井贡酒 16-17 年综合促销费假设为“促销费”项目加上“样品酒”的费用；注：山西汾酒 2019 年 19 年明细科目进行调整：“广告及业务宣传费”栏目合并了原来的“广告费”和“市场拓展费”

图表 28：费用处理方式差异导致古井为高毛利率、高销售费用率



毛销差 (%)									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
古井贡酒	41.6%	41.8%	45.3%	46.9%	46.1%	44.9%	44.9%	49.2%	52.2%
迎驾贡酒	45.3%	49.2%	47.7%	48.0%	52.1%	55.0%	57.8%	58.9%	62.7%
口子窖	56.0%	59.7%	64.0%	66.5%	66.5%	61.6%	61.2%	60.5%	61.3%
洋河股份	50.2%	53.0%	54.5%	63.1%	59.7%	59.9%	61.3%	60.7%	59.0%
今世缘	51.9%	52.7%	57.2%	57.2%	55.3%	54.0%	59.5%	59.0%	57.6%
山西汾酒	45.2%	51.1%	51.9%	48.9%	50.2%	55.9%	59.1%	62.4%	65.2%

净利率 (%)									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
古井贡酒	13.6%	14.1%	17.0%	20.0%	20.7%	18.0%	17.9%	19.5%	23.3%
迎驾贡酒	18.1%	22.5%	21.3%	22.3%	24.7%	27.7%	30.3%	31.0%	34.1%
口子窖	23.4%	27.7%	30.9%	35.9%	36.8%	31.8%	34.3%	30.2%	28.9%
洋河股份	33.4%	33.8%	33.2%	33.6%	31.9%	35.5%	29.6%	31.2%	30.3%
今世缘	28.1%	29.5%	30.3%	30.8%	29.9%	30.6%	31.7%	31.7%	31.1%
山西汾酒	13.1%	14.6%	16.6%	16.6%	17.3%	22.3%	27.0%	31.1%	32.8%

数据来源：ifind，华福证券研究所

3.2.1 稳扎稳打，静待时间的反馈

当前短期内宏观经济波动，市场或对古井业绩增长的持续性产生一定的质疑，我们认为：1) 未来倘若经济维持现状，古井凭借其多年以来不断夯实的市场与渠道基础、品牌与产品基础等，仍旧可以坐稳省内龙头的位置，且不断享受安徽市场以及现有其他地区市场集中度提升的发展红利；2) 未来倘若经济重回高速增长，古井预计将具备较当前而言更强的发展动能，主要系其年份原浆系列在不同价格带都已打造出品牌力、市场接受度较强的大单品，而近年来不断夯实的渠道基础和省外大客户资源，预计将进一步赋能古井未来快速发展。

对于公司来说，我们认为无论面临何种情况，稳扎稳打不犯错是最优解，主要系当前白酒行业存量发展时代已基本成定局，未来主要依靠集中度提升和高端化贡献二次增长，而格局的提升不仅来自于对中小酒企市场份额的蚕食，还来自于对竞争对手的抢夺，因此不犯错是最优发展策略。当前，次高端以上各个酒企均有代表性较强的品牌和产品，在此情况下，激进的渠道策略和产品策略均可能使产品价盘混乱，从而损害渠道力和品牌力，丧失市场份额，而在市场是近乎于完全竞争的情况下，该部分份额必然向其他同档次竞品集中。



4 盈利预测与投资建议

收入方面：预计公司 24-26 年综合营收分别为 246.07/293.06/345.66 亿元，对应增速分别为 21.5%/19.09%/17.95%，其中分业务来看：

1) 白酒业务：考虑到公司当前产品线梯次升级无空挡，且在各个价格带均具备较强的品牌力和发展势能，我们预计未来公司白酒业务仍将维持双位数增幅，预计白酒业务 24-26 年收入分别为 236.31/280.63/329.13 亿元，对应增速分别为 20.33%/18.75%/17.28%。

2) 酒店业务预计未来将维持稳定增长，预计 24-26 年收入增速均为 5%，对应收入分别为 87.87/92.27/96.88 亿元。

利润方面：我们预计未来随着公司白酒业务的结构升级，23-25 年综合毛利率分别为 80.1%/81.1%/81.9%，伴随公司规模提升，费用率亦将有所优化，预计 23-25 年销售费用率分别为 26.4%/25.8%/25.3%，管理费用率分别为 6.5%/6.3%/6.2%，研发费用率预计在公司持续研发新品下保持 0.4% 不变，对应公司净利率预计分别达 24.6%/25.9%/26.7%，对应归母净利润分别为 58.69/73.51/89.58 亿元，同比增速分别为 27.9%/25.3%/21.9%，对应 PE 分别为 20/16/13 倍。

图表 29：公司盈利驱动拆分

	22A	23A	24E	25E	26E
营业总收入(百万元)	16713.23	20253.53	24607.34	29305.86	34566.43
YoY (%)	25.9%	21.2%	21.5%	19.1%	18.0%
营业总成本(百万元)	3816.32	4239.85	4903.72	5529.78	6249.42
YoY (%)	15.5%	11.1%	28.5%	12.8%	13.0%
毛利率 (%)	77.2%	79.1%	80.1%	81.1%	81.9%
其中：					
白酒业务收入	16167.71	19638.76	23631.08	28062.65	32913.26
YoY (%)	26.70%	21.47%	20.33%	18.75%	17.28%
成本(百万元)	3393.33	3768.06	4138.78	4554.62	4944.87
毛利率 (%)	79.01%	80.81%	82.49%	83.77%	84.98%
酒店业务收入	57.51	83.69	87.87	92.27	96.88
YoY (%)	-23.68%	45.53%	5.00%	5.00%	5.00%
成本(百万元)	33.80	45.13	49.08	51.84	53.60
毛利率 (%)	41.22%	46.07%	44.14%	43.81%	44.68%
其他业务收入(百万元)	488.02	531.08	888.39	1150.94	1556.30
YoY (%)	12.56%	8.82%	67.28%	29.55%	35.22%
成本(百万元)	389.19	426.66	715.85	923.31	1250.95
毛利率 (%)	20.25%	19.66%	19.42%	19.78%	19.62%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

我们选取了当前徽酒龙二迎驾贡酒和同为区域龙头的白酒企业山西汾酒、洋河股份，以及全国高端名酒贵州茅台作为可比公司，参考 24 年可比公司平均 PE 约 17.64 倍，公司 24 年 PE 高于平均水平，考虑到公司当前基本面较为强劲，相比于可比企业后续的盈利弹性、确定性均较高，首次覆盖给予“持有”评级。



图表 30: 相对估值表

公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
山西汾酒	224.22	8.56	10.79	13.22	15.94	26.21	20.79	16.96	14.07
迎驾贡酒	58.85	2.86	3.62	4.49	5.42	20.58	16.25	13.11	10.87
贵州茅台	1500	59.49	69.76	80.97	92.99	25.22	21.50	18.53	16.13
洋河股份	86.14	6.65	7.17	7.89	8.68	12.96	12.02	10.92	9.92
		平均值				21.24	17.64	14.88	12.75
古井贡酒	225.21	8.68	11.10	13.91	16.95	25.94	20.28	16.19	13.29

数据来源: ifind, 华福证券研究所; 注: 以上估值信息截至日期为 2024 年 6 月 20 日



5 风险提示

经济复苏不及预期：次高端酒与经济活动景气度相关性较高，若经济修复不及预期，则企业与个人的消费力下降，影响公司营收；

全国化不及预期：古井目前正在全国积极发力，若全国化战略实施不及预期，则会影响公司营收增速；

竞争程度加剧：若竞争加剧，公司或将加投市场费用，从而影响利润表现。



图表 31: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,966	19,838	24,480	30,213	营业收入	20,254	24,607	29,306	34,566
应收票据及账款	69	88	102	122	营业成本	4,240	4,904	5,530	6,249
预付账款	92	106	119	135	税金及附加	3,050	3,879	4,618	5,486
存货	7,520	7,797	9,123	10,017	销售费用	5,437	6,507	7,574	8,759
合同资产	0	1	1	1	管理费用	1,367	1,587	1,832	2,126
其他流动资产	1,862	2,147	2,419	2,733	研发费用	71	86	103	121
流动资产合计	25,508	29,976	36,244	43,220	财务费用	-162	-428	-531	-530
长期股权投资	10	10	10	10	信用减值损失	1	-2	0	-1
固定资产	4,596	5,018	5,406	5,761	资产减值损失	-31	-18	-19	-20
在建工程	2,911	2,611	2,111	1,511	公允价值变动收益	20	25	22	23
无形资产	1,123	1,117	1,089	1,063	投资收益	-6	-9	-7	-8
商誉	561	561	561	561	其他收益	48	47	48	47
其他非流动资产	711	661	689	705	营业利润	6,283	8,116	10,224	12,398
非流动资产合计	9,913	9,979	9,867	9,612	营业外收入	85	85	85	85
资产合计	35,421	39,954	46,110	52,832	营业外支出	36	36	36	36
短期借款	0	539	0	0	利润总额	6,332	8,165	10,273	12,447
应付票据及账款	4,167	4,177	5,073	5,528	所得税	1,606	2,106	2,685	3,207
预收款项	0	0	0	0	净利润	4,726	6,059	7,588	9,240
合同负债	1,401	1,460	2,312	2,727	少数股东损益	137	190	237	282
其他应付款	3,267	3,265	3,266	3,265	归属母公司净利润	4,589	5,869	7,351	8,958
其他流动负债	3,573	3,806	4,122	4,494	EPS (按最新股本摊薄)	8.68	11.10	13.91	16.95
流动负债合计	12,409	13,245	14,772	16,013					
长期借款	107	169	231	294					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	491	447	469	458					
非流动负债合计	598	616	700	752					
负债合计	13,007	13,862	15,472	16,765					
归属母公司所有者权益	21,525	25,014	29,322	34,469					
少数股东权益	889	1,079	1,316	1,598					
所有者权益合计	22,414	26,093	30,638	36,067					
负债和股东权益	35,421	39,954	46,110	52,832					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,496	5,832	8,014	9,267
现金收益	4,938	6,132	7,596	9,280
存货影响	-1,462	-277	-1,326	-894
经营性应收影响	168	-15	-8	-15
经营性应付影响	1,423	6	897	454
其他影响	-571	-14	855	442
投资活动现金流	-1,278	-567	-405	-305
资本支出	-2,700	-617	-399	-300
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	1,422	50	-6	-5
融资活动现金流	-1,647	-1,393	-2,967	-3,229
借款增加	18	582	-467	57
股利及利息支付	-1,648	-3,159	-3,956	-4,805
股东融资	4	0	0	0
其他影响	-21	1,184	1,456	1,519

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	21.2%	21.5%	19.1%	18.0%
EBIT 增长率	45.0%	25.4%	25.9%	22.3%
归母公司净利润增长率	46.0%	27.9%	25.3%	21.9%
获利能力				
毛利率	79.1%	80.1%	81.1%	81.9%
净利率	23.3%	24.6%	25.9%	26.7%
ROE	20.5%	22.5%	24.0%	24.8%
ROIC	28.9%	30.2%	32.8%	33.9%
偿债能力				
资产负债率	36.7%	34.7%	33.6%	31.7%
流动比率	2.1	2.3	2.5	2.7
速动比率	1.4	1.7	1.8	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	1	1	1	1
存货周转天数	576	562	551	551
每股指标 (元)				
每股收益	8.68	11.10	13.91	16.95
每股经营现金流	8.51	11.03	15.16	17.53
每股净资产	40.72	47.32	55.47	65.21
估值比率				
P/E	26	20	16	13
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	69	55	44	36

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn