

金徽酒 (603919.SH)

深耕甘肃，西北白酒龙头势能向上

买入 (首次评级)

当前价格: 18.74元

投资要点:

- 金徽酒悠久历史铸造名酒基因，“二次创业”以来势能持续向上。

金徽酒悠久历史铸造名酒基因，据徽县《县志》记载，1134年南宋抗金名将吴玠在徽县仙人关与金兵大战取胜后，众将士用金兵头盔盛酒，“金徽酒”由此得名。2004年公司前身陇南春酒厂因经营不善破产，重组成立了甘肃金徽酒业公司，并于2012年成功跨过营收10亿元大关。2018年，公司提出“二次创业”再出发，随后2020年复星入主，加速公司高端化和全国化进程。2022年公司实控权回归旧主后发展势能仍充足。

- 产品端，公司主要产品包括年份、星级、柔和、正能量和老窖五个系列，通过区域和价格带分隔。

公司无贴牌产品，矩阵构架清晰，具体来看，世纪金徽星级系列、柔和金徽系列、金徽年份系列产品为甘肃白酒主销产品；在陕西、宁夏等西北地区公司以100-400元的能量金徽系列为主开拓市场，随着品牌影响力的提升，公司已在陕西等市场逐步导入价格带更高的金徽年份系列产品；在江苏、河南、山东、浙江等华东市场，公司以300-900元价格带的金徽老窖系列产品为主开拓市场。

- 省内市场：产品结构向上，市占率有较大提升空间。

甘肃当地白酒主流消费价格带在百元以上，省会兰州主流消费水平相对略高。产品端，公司省内年份、柔和等系列势能持续扩大；渠道端，公司在陇东、河西地区持续加码，并在强势的陇东南地区推进产品结构升级提升份额可期。省内白酒市场规模预计超80亿元，参考其他西北白酒龙头的省内市占率，我们测算公司在省内还有13亿元左右的份额提升空间。

- 环西北市场：主推能量系列，西北五省有序扩张，

公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径，甘肃作为公司在西北的纽带，辐射周边5个市场，目前公司积极推进甘青新（甘肃、青海、新疆）市场一体化和陕宁（陕西、宁夏）市场一体化建设，强化市场间的联动，深耕西北，有序延伸。

- 盈利预测与投资建议

公司扎根甘肃，深耕西北，企业作风踏实，增长路径清晰。预计公司2024-2026年公司归母净利润将达到4.19/5.41/6.92亿元，同比分别增长27%/29%/28%，对应2024-2026年PE分别为23/18/14倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

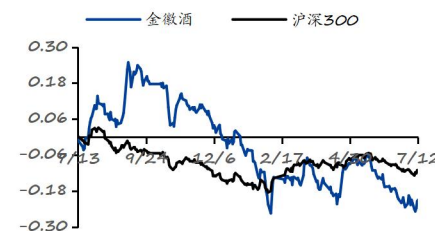
- 风险提示

白酒消费不及预期、公司省外市场扩张不及预期、白酒市场竞争加剧等。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	507.26/507.26
流通A股市值(百万元)	9,506.05
每股净资产(元)	6.99
资产负债率(%)	24.02
一年内最高/最低价(元)	30.80/17.20

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: 李妍冰(S0210123060028)
lyb30131@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)	2,012	2,548	3,093	3,677	4,320
增长率	12%	27%	21%	19%	17%
净利润(百万元)	280	329	419	541	692
增长率	-14%	17%	27%	29%	28%
EPS(元/股)	0.55	0.65	0.83	1.07	1.36
市盈率(P/E)	33.9	28.9	22.7	17.6	13.7
市净率(P/B)	3.0	2.9	2.7	2.4	2.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 历史悠久，甘肃白酒龙头势能充足.....	4
1.1 地处“陇上江南”，历史积淀造就陇南明珠.....	4
1.2 股权变更后重归旧主，“二次创业”以来势能持续向上.....	4
1.3 市场开拓致费用上行，盈利优化仍有空间.....	6
2 省内外市场有序开拓，渠道营销模式迭代因地制宜.....	7
3 五大系列定位清晰，产品结构持续升级.....	8
4 布局全国、深耕西北、重点突破.....	10
4.1 甘肃市场：省内优势明显，市占率仍有提升空间.....	10
4.2 环西北市场：空间广阔，渗透率持续提升.....	13
4.2.1 陕西市场：西北最大的市场，战略地位较高，布局策略清晰.....	13
4.2.2 宁夏市场：甘宁比邻而居，金徽布局较早，具区位和心理距离优势.....	14
4.2.3 青海市场：市场格局分散，金徽“甘青新”市场一体化逐步推进.....	15
4.2.4 新疆市场：依托在疆甘肃消费者，渗透率持续提升.....	17
5 盈利预测与投资建议.....	18
5.1 盈利预测.....	18
5.2 投资建议.....	19
6 风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 徽县酿酒历史悠久.....	4
图表 2: 金徽酒前身为陇南春酒厂.....	4
图表 3: 公司 2015 年 vs 2023 年省内外市场情况.....	5
图表 4: 公司营业收入及增速.....	5
图表 5: 公司归母净利润及增速.....	5
图表 6: 公司股权结构图.....	6
图表 7: 公司费用率变化.....	7
图表 8: 公司毛利率、净利率变化.....	7
图表 9: 公司省内市场营收及增速.....	7
图表 10: 公司省外市场营收及增速.....	7
图表 11: 公司百元以上白酒营收持续上升.....	8
图表 12: 百元以上产品营收占比持续提升.....	9
图表 13: 100-300 元为公司主价格带（营收，万元）.....	9
图表 14: 公司各价格带产品销量及增速.....	9
图表 15: 公司各价格带产品吨价及增速.....	9
图表 16: 金徽酒产品矩阵.....	10
图表 17: 金徽酒产品端布局明晰.....	10
图表 18: 2023 年我国各省 GDP 增速.....	11
图表 19: 2023 年我国各省 GDP 增速.....	11
图表 20: 甘肃省内白酒企业分布地图.....	12
图表 21: 甘肃省白酒竞争格局.....	12
图表 22: 西北区域白酒龙头情况.....	12
图表 23: 陕西白酒各价格带主要单品.....	14
图表 24: 陕西白酒市场格局.....	14
图表 25: 宁夏白酒各价格带主要单品.....	15
图表 26: 宁夏白酒地图.....	15
图表 27: 青海人均 GDP 变化.....	16
图表 28: 青海人均可支配收入.....	16
图表 29: 青海各香型白酒份额估算.....	16
图表 30: 青海白酒龙头天佑德酒营收.....	16
图表 31: 全国与新疆 GDP 增速变化（%）.....	17



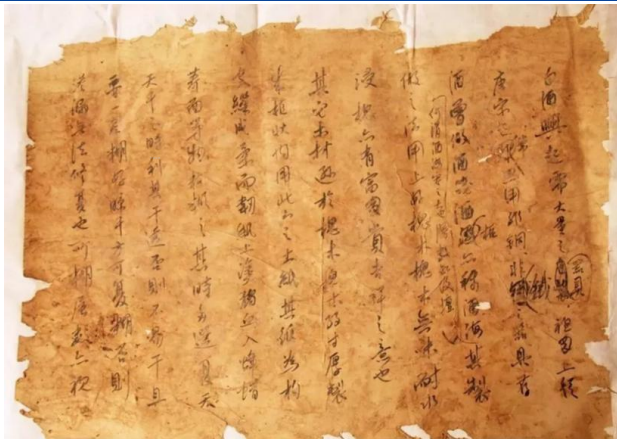
图表 32: 新疆与甘肃人均消费支出对比(元)	17
图表 33: 新疆白酒市场竞争格局	18
图表 34: 新疆白酒龙头伊力特营收(亿元)	18
图表 35: 公司业绩拆分预测表	19
图表 36: 可比公司估值表	19
图表 37: 财务预测摘要	21

1 历史悠久，甘肃白酒龙头势能充足

1.1 地处“陇上江南”，历史积淀造就陇南明珠

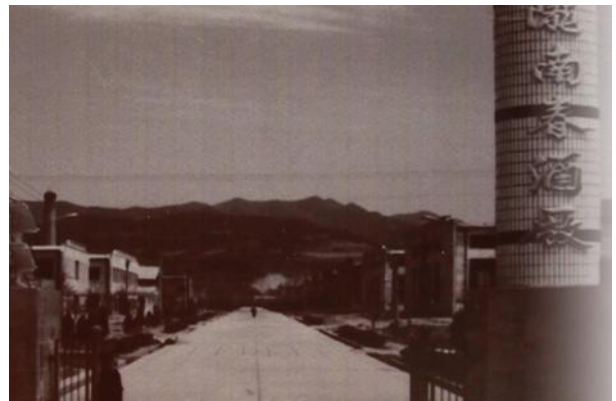
金徽酒地处气候适宜的陇南徽县，悠久历史铸造名酒基因。公司位于甘肃省东南部徽县伏家镇，地处被誉为“陇上江南”的秦岭南麓、甘陕川交界秦巴山地中的徽成盆地，与五粮液、剑南春等名酒企业同属中国名酒黄金板块的长江上游区域。徽县是中华农耕文化最早的发源地之一，是隋朝萧瑀任河池太守时最早祭河神、种植水稻的地方，具有悠久的历史 and 深厚的文化底蕴。根据相关考古论证及史书记载，徽县酿酒的历史可追溯至西汉以前，距今约两千余年。同时，由于徽县地处甘陕川交界要地，自古即为入蜀必经之路，驿站客栈集聚，使当地大小酿酒作坊渐渐增多，形成具有一定规模和知名度的酿酒产业。据徽县《县志》记载，1134年南宋抗金名将吴玠在徽县仙人关与金兵大战取胜后，众将士用金兵头盔盛酒，畅饮抒怀，得名“金盔酒”，后因当地“盔”与“徽”同音，从而使徽县本地酒得名“金徽酒”。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，1951年公司前身“甘肃省徽县酒厂”成立，1988年更名为“陇南春酒厂”。

图表 1：徽县酿酒历史悠久



数据来源：徽酒，华福证券研究所

图表 2：金徽酒前身为陇南春酒厂



数据来源：公司官网，华福证券研究所

1.2 股权变更后重归旧主，“二次创业”以来势能持续向上

2004-2012年：破产重整，振兴向上。2004年陇南春酒厂因经营不善破产后，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年甘肃亚特实施独资经营，同年周志刚开始担任金徽酒董事长，并于次年开始带领公司开启第一轮全面改革。本次改革从经营管理层开始转变管理理念、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。随着公司不断振兴，公司成为西北白酒产品的强势品牌，并于2012年成功跨过营收10亿元大关。

2013-2017年：产品端结构升级，17年之前公司以“立足甘肃，发展西北，重点



突破”的战略方针进行区域突破。2013年公司确立金徽新标识，以“雄鹰翱翔”图案和“金徽酒正能量”字样的组合深耕甘肃兼顾升级，进入第二阶段的发展。产品端，在此前消费升级的大环境下，公司在100-300元价格带加大布局，在“金徽十八年”和“世纪金徽五星”之外，推出“柔和金徽”、“金徽原浆”、“金徽正能量”等偏高端等产品，形成了包括年份、柔和、正能量、星级、陈香、陇南春等系列的产品矩阵。渠道端，2016年公司省内销售网络已辐射到甘肃省90%以上的市县，形成了由甘肃武都、兰州、天水、徽县等组成的核心市场；由甘肃定西、临夏、白银、甘南、平凉等组成的板块市场；由甘肃敦煌、酒泉/嘉峪关、金昌/武威、张掖、庆阳及甘肃周边省份的银川、汉中、宝鸡等组成的培育性市场。截至2016年，公司在兰州、银川、西安、乌鲁木齐、北京、上海、广州7大省会城市和直辖市设立营销中心，在全国30个地级市建立了二级营销网点，17年之前公司以“立足甘肃，发展西北，重点突破”的战略方针进行区域突破。

图表3: 公司2015年 vs 2023年省内外市场情况

定位	对应地区	经销商数量 (2015年)	营收 (2015年)	经销商数量 (2023年)	营收 (2023年)
核心市场	甘肃武都、兰州、天水、徽县等地	144	/	/	/
板块市场	甘肃定西、临夏、白银、甘南、平凉等地	93			
培育性市场	甘肃敦煌、酒泉/嘉峪关、金昌/武威、张掖、庆阳及甘肃周边省份的银川、汉中、宝鸡等	27			
省内市场总计		264	11.4亿元	272	19.2亿元
机会性市场	省外市场	107	0.4亿元	592	5.8亿元

数据来源: 公司招股书, 公司公告, 华福证券研究所

2018-2020年，“二次创业”，复星入主。2018年,公司提出“二次创业”再出发，2019年正式发布《五年发展战略规划纲要》，明确了要在陕西、宁夏市场全面推进；在新疆、内蒙古、青海等西北市场利用甘肃市场辐射能力，实施重点突破、以点带面的营销策略；在其他机会性市场有选择、有重点的进行前期培育，加快全国化扩张。股权方面，2020年，复星系通过旗下豫园股份及其关联公司海南豫珠，完成两次收购获得金徽酒38%股权，复星国际董事长郭广昌成为公司实控人。复星入主后，公司借助复星开拓华东市场，全国化布局提速。2018-2020年，公司营收CAGR为8.8%，归母净利润CAGR为13.0%，实现稳健增长。

图表4: 公司营业收入及增速



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表5: 公司归母净利润及增速

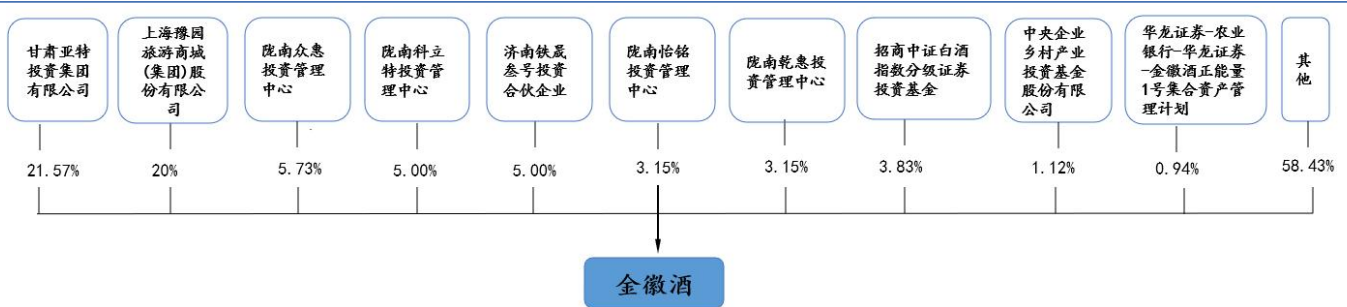


数据来源: Wind, 华福证券研究所



2020年开始受疫情影响公司增速有所放缓，22年实控权回归旧主。受疫情压力，2020/2021年公司营收同比分别增长6%/3%，“二次创业”以来的双位数增长中断，导致2019年《五年发展战略规划纲要》提出的“到2023年实现主营业务收入30亿元，归属于母公司净利润6亿元”的目标未能达成。股权方面，由于豫园股份酒业板块存在同业竞争问题，2022年9月，豫园股份将金徽酒13%股权转让给亚特集团及陇南科立特投资管理中心，亚特集团董事长李明成为金徽酒的实控人。2023年7月，豫园股份再度减持金徽酒，通过协议转让方式将5%股权转让给铁晟叁号，公司控制权回归旧主。

图表 6: 公司股权结构图



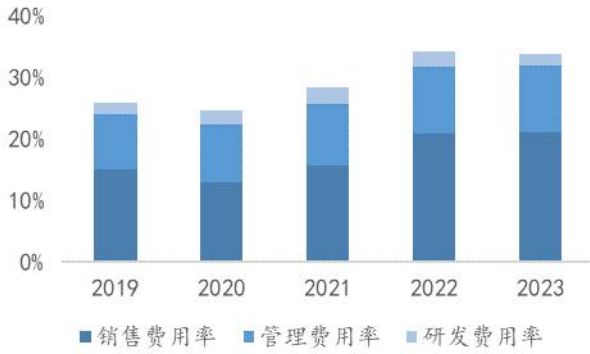
数据来源：公司公告，华福证券研究所(截至2023年年报)

1.3 市场开拓致费用上行，盈利优化仍有空间

盈利端，公司近五年毛利率与净利率均呈先增后减的趋势。毛利率21年达到63.7%的水平后缓慢下滑，23年实现毛利率62.4%，同比下降0.3pct但仍高于2019年的60.7%的水平。公司净利率2020年到达19.1%的水平后，受市场开拓导致费用提升的影响未能维持，公司23年实现净利率12.91%，同比下降1.02pct。

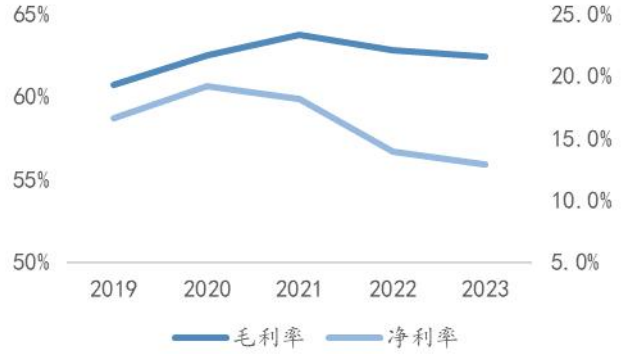
各项费率呈合理上升趋势，净利润短期承压。2019-2023年，除2020年由于疫情原因费用投放减少以外，公司销售费用率整体趋势向上。2020年后，公司加大广告投入，深入开展大客户运营，加大消费者培育互动及品牌建设的投入，导致销售费用率提升较快。2023年公司销售费用率为21.0%，同比增长0.1pct，稳中微增。管理费用方面，受营销机制改革、企业扩张员工人数持续增加的影响，公司管理费用有所增加，但管理费用率相对平稳，2022-2023年维持在10.8%的水平。随着公司“二次创业”不断深化，费用投放精细化、市场拓展不断成熟，预计盈利能力将逐步改善。

图表 7: 公司费用率变化



数据来源: 同花顺, 华福证券研究所

图表 8: 公司毛利率、净利率变化



数据来源: 同花顺, 华福证券研究所

2 省内外市场有序开拓, 渠道营销模式迭代因地制宜

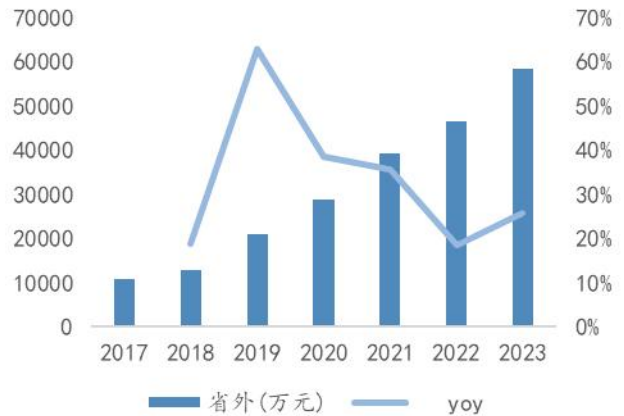
省内外市场齐头并进, 疫后趋势向上。分区域看, 自 2018 年公司提出“二次创业”以来, 公司在甘肃省内营收从 13.34 亿元增加到 23 年的 19.21 亿元, CAGR 为 7.6%。省外市场方面, 公司在西北市场持续深耕, 坚持“不对称营销”, 集中资源聚焦核心消费群体, 营收从 1.28 亿元增长至 5.85 亿元, CAGR35.5%, 营收占比从 8%增长近三倍到 23%。疫情期间, 公司省内外营收增速均有所下降, 但疫后 23 年增速均回到上扬趋势, 2023 年金徽酒省内/省外营收同比分别增长 26.67%/25.87%。

图表 9: 公司省内市场营收及增速



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 10: 公司省外市场营收及增速



数据来源: Wind, 华福证券研究所

渠道营销模式迭代, 省内在深度分销的基础上强化大客户运营, 省外策略因地制宜。公司早期在省内开启“千店网络”模式, 进行深度分销。随着行业 2012 年后进入深度调整期, 金徽酒在渠道模式上也积极进行了迭代升级, 13 年将“千店网络”升级为“金网工程”, 进一步下沉至村、镇级市场, 通过对村镇以上的零售商、批发商、小酒店、大酒店进行备案登记, 积极推进深度分销, 渠道更加扁平化。随着公司西北市场逐渐开拓, 逐渐形成覆盖甘肃, 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。2021



年，金徽酒全面启动营销模式转型，由传统的“深度分销”向“深度分销+大客户运营”的双轮驱动转型发展，聚焦资源开展 B+C 联动，从注重渠道到注重用户，成立大客户部，整合公司资源为销售赋能，集中精力做大客户运营。此外，公司优化营销授权体系，逐步建立以大区为单位的经营主体，授予其充分的营销策略制定权、营销费用支配权、营销人员管理权和绩效奖励分配权，提升营销战斗力。

金徽酒坚持“聚焦资源、精准营销、深度运营”，以客户为中心，持续推进“品牌引领+渠道动销”。2023 年，公司持续推进“品牌引领+渠道动销”双轮驱动，是 BC 联动深化万商联盟建设，未来将继续深入推进以“C 端置顶、品牌引领下的用户工程+市场深度掌控=以小生态带动大生态，最终实现会员运营，服务 1 亿消费者”为核心的营销转型，促进销售稳定增长。

3 五大系列定位清晰，产品结构持续升级

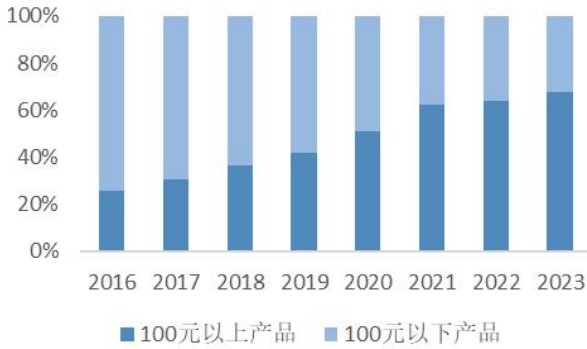
分价格带来看，公司产品价格带覆盖较为全面，产品结构不断优化。2023 年之前，公司将产品分为低、中、高三档，其中：高档产品指售价 100 元/500ml 以上的产品，主要代表有金徽二十八年、金徽十八年、世纪金徽五星、柔和金徽系列、金徽正能量系列等；中档产品指对售价 30-100 元/500ml 的产品，主要代表有世纪金徽三星、世纪金徽四星以及曲酒系列等；低档产品指对外售价 30 元/500ml 以下的产品，主要代表有世纪金徽二星、金徽陈酿等。2018-2022 年，公司 30 元/500ml 以下的产品营收占白酒业务营收的比重从 3.61% 下降到 1.71%，30-100 元白酒营收占比缩减近一半，从 60.04% 降低到 34.36%，高档白酒营收占比则持续增加，从 36.35% 增加到 62.93%。随着公司产品结构持续升级，23 年公司更改口径，合并百元以下产品，细化百元以上产品披露口径。23 年公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品分别实现营收 4.01/12.88/8.16 亿元，同比分别增长 37%/32%/14%，产品结构升级趋势延续。

图表 11: 公司百元以上白酒营收持续上升



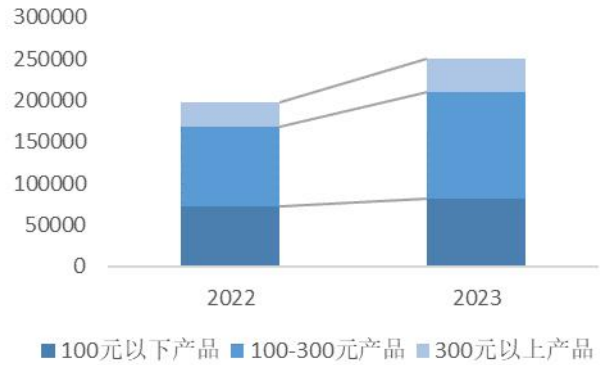
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 12: 百元以上产品营收占比持续提升



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 13: 100-300 元为公司主价格带 (营收, 万元)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

分量价来看, 公司百元以上产品营收主要由量增驱动, 百元以下产品量降价增。公司百元以上产品销量持续增长, 2016-2023 年销量 CAGR 为 26%; 百元以上产品的吨价整体呈稳步小幅上移, 2016-2022 年 CAGR 为 1%, 2023 年在疫后消费力修复阶段略有下滑。百元以下产品 2016-2023 年营收 CAGR 为 -2%, 其中销量/吨价 CAGR 分别为 -6%/+4%, 百元以下产品量降价增, 产品结构向上。

图表 14: 公司各价格带产品销量及增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 公司各价格带产品吨价及增速






数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

分系列看, 公司的主要产品包括年份、星级、柔和、正能量和老窖五个系列, 通过区域和价格带分隔。2016 年公司产品主要包括年份、柔和、正能量、星级、陈香、陇南春系列。经过多年发展, 公司根据各地白酒消费水平针对性进行布局产品, 对矩阵进行了精简聚焦, 目前主要包括年份、星级、柔和、正能量和老窖五个系列。公司奉行“少而精”的原则进行品牌管理, 不乱开发、滥开发, 无贴牌产品, 各系列定位清晰。其中, 世纪金徽星级系列、柔和金徽系列、金徽年份系列产品为甘肃白酒主销产品; 100-400 元价格带的能量金徽系列在陕西、宁夏等省外地区开拓市场, 随着品牌影响力的提升, 公司在陕西市场逐步导入次高端、高端的金徽年份系列产品, 以及百元价格带的金奖金徽系列产品; 在江苏、河南、山东、浙江等华东市场, 公司以 300-900 元价格带的金徽老窖系列产品为主开拓市场。我们认为, 公司现阶段

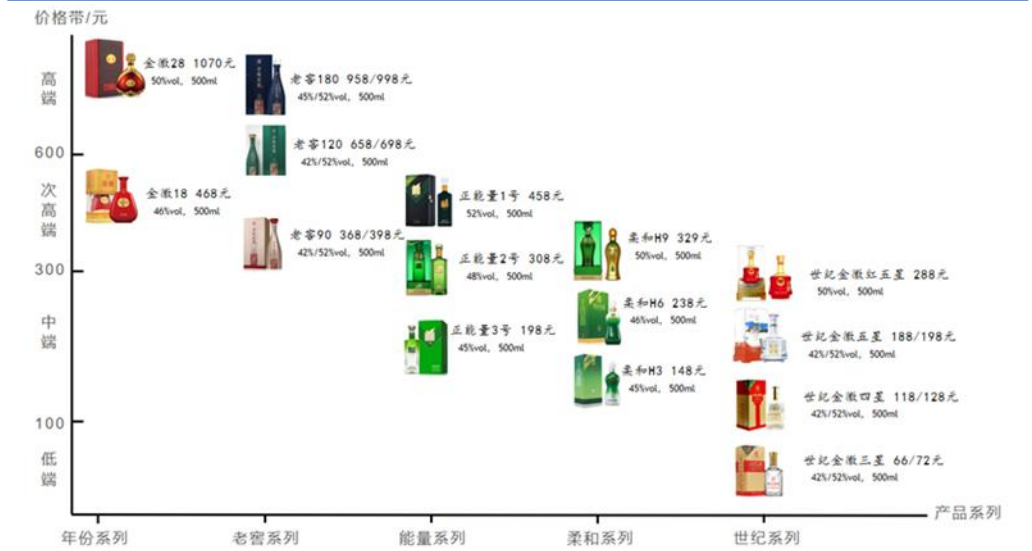
段在省外多数市场仍在早期发展阶段，以实现动销为主，故为了适应当地的消费特征投放了不同的产品系列，对品牌的空中广告等方面的投入较少。随着公司市场布局进一步成熟，出于品宣费效和消费者认知等方面的考量，未来在矩阵上或将逐步聚焦，有利于盈利能力的持续提升。

图表 16: 金徽酒产品矩阵

产品	价格	主销区域
 <p>金徽18年 金徽28年</p>	金徽18年: 468元 金徽28年: 1070元	以甘肃市场为主, 逐步带动西北的青海西宁和陕西
 <p>世纪金徽五星 世纪金徽四星 世纪金徽三星</p>	三星: 72元 (52%vol) 四星: 128元 (52%vol) 五星: 198元 (52%vol) 红五星: 288元 (52%vol)	以甘肃市场为主, 公司在省内的主力产品系列
 <p>柔和金徽H9 柔和金徽H6 柔和金徽H3</p>	H9: 329元 H6: 238元 H3: 148元	金徽主力产品, 在甘肃、青海、新疆市场销售
 <p>正能量1号 正能量2号 正能量3号</p>	正能量1号: 458元 正能量2号: 308元 正能量3号: 198元	主销省外的环甘肃西北省份, 包括陕西、宁夏、新疆、内蒙古等
 <p>金徽老窖180 金徽老窖120 金徽老窖90</p>	金徽老窖180: 998元 (52%vol) 金徽老窖120: 698元 (52%vol) 金徽老窖90: 398元 (52%vol)	21年11月开始做的系列, 主销华东市场(上海、江苏、浙江、河南、山东、江西市场)

数据来源: 公司公告, 公司官网, 京东旗舰店, 金徽酒投资者关系活动记录表, 华福证券研究所

图表 17: 金徽酒产品端布局明晰



数据来源: 公司官网, 公司公告, 京东旗舰店, 华福证券研究所

4 布局全国、深耕西北、重点突破

4.1 甘肃市场: 省内优势明显, 市占率仍有提升空间

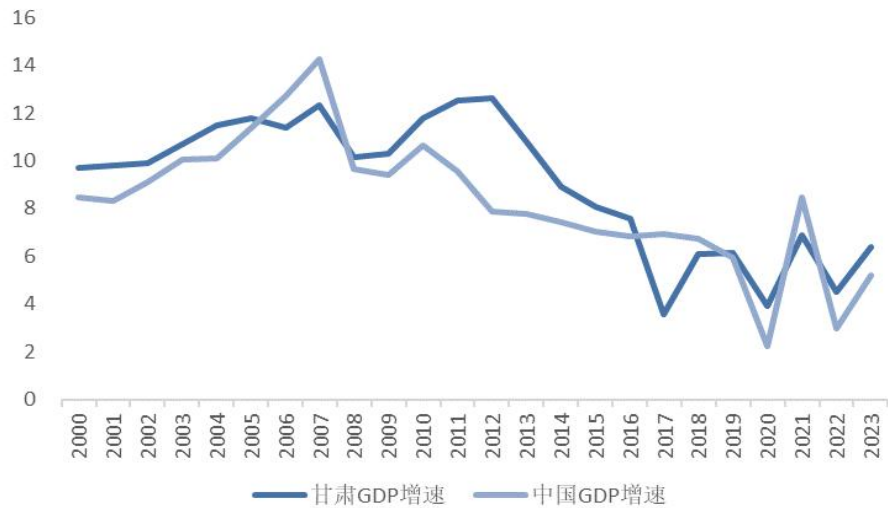
甘肃省 GDP 增速较为缓慢, 白酒消费价格带偏低。经济基础、人口规模和风俗习惯影响区域白酒市场容量, 其中, 经济基础决定白酒消费的价格和档次, 而人口规模、风俗习惯等则影响了白酒消费量。甘肃省位于我国西北部, 地广人稀。2023



年甘肃全省人均 GDP 排名居于末位，经济发展相对落后导致甘肃地区白酒市场发展程度较为有限，甘肃当地白酒主流消费价格带已提升到百元以上，其中省会兰州主流消费水平相对更高。

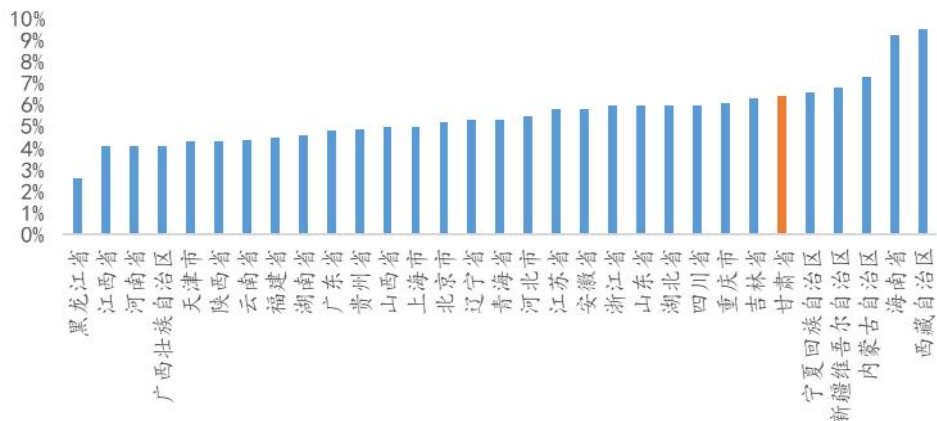
疫后政府大力推进招商，省内经济发展加速可期。23 年进入后疫情时代，当地政府对当地经济发展的重视程度提高，招商引资成为甘肃省 2023 年的重点工作。2023 年甘肃省共实施省外招商引资项目 4452 个，到位资金 5961.27 亿元，同比增长 41.78%，完成“招商引资到位资金增长 15%，总量达到 5000 亿元以上”的目标。在经济发展的势头下，2023 年甘肃全年社会消费品零售总额达 4329.7 亿元，同比增长 10.4%。从 23 年全国 31 个省份公布的数据来看，包括甘肃省（同比增长 6.4%）在内的 17 个省份 GDP 同比增速跑赢全国（同比增长 5.2%），在疫后经济渐进式修复的背景下实现了加速发展。2024 年全国 GDP 增速目标为 5%左右，甘肃省增长目标为 6%左右，省内经济持续发展可期。

图表 18: 2023 年我国各省 GDP 增速



数据来源: Wind, 华福证券研究所

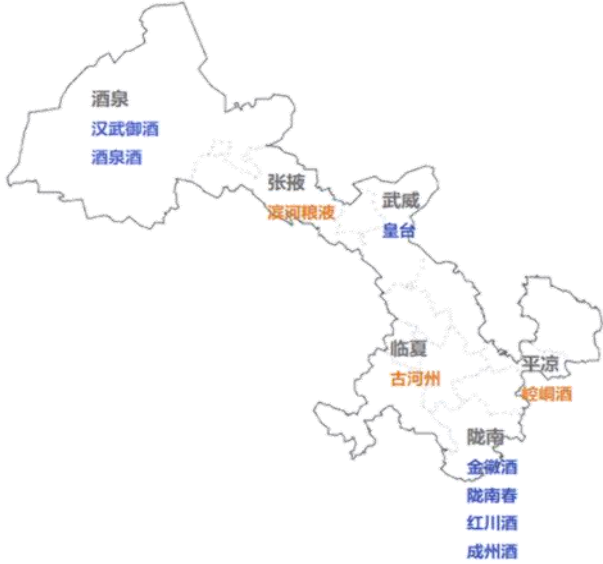
图表 19: 2023 年我国各省 GDP 增速



数据来源: 人民网, 华福证券研究所

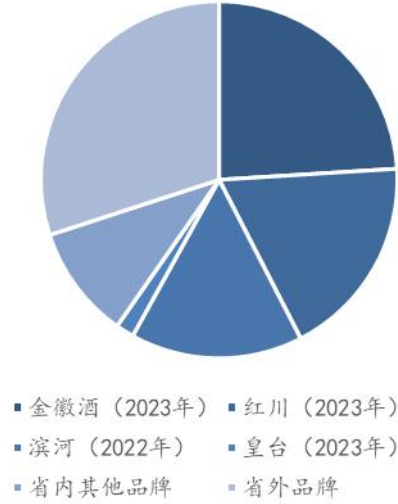
甘肃省白酒市场空间预计超 80 亿，竞争格局“一超多强”，金徽酒地位领先。甘肃省内白酒市场规模预计超 80 亿元，香型偏好为浓香型酒。由于甘肃省地势狭长，各酒企地域分布较为分散，品牌分布呈“一超多强”的竞争格局，金徽酒作为龙头优势领先。省内主要市场参与者为金徽酒、红川、滨河、汉武御、皇台等，主要布局中低端市场；省外品牌则为茅台、五粮液、剑南春等全国性知名品牌。

图表 20: 甘肃省内白酒企业分布地图



数据来源: 乐酒圈, 华福证券研究所

图表 21: 甘肃省白酒竞争格局



数据来源: 乐酒圈, 金徽酒年报, Wind, 名酒观察, 新浪财经, 糖酒快讯, 立鼎产业研究, 华福证券研究所

参考其他西北白酒龙头的省内市占率，金徽在省内仍有较大提升空间。公司在甘肃省内核心战略大单品主要包括金徽 18 年、世纪金徽星级系列、柔和系列等。长期来看，随着甘肃白酒市场持续发展，按照甘肃省商务厅出台的《培育百亿陇酒产业促销提升行动方案》，到“十四五”末全省酒类生产企业销售总额有望超 100 亿。按照现阶段甘肃白酒市场规模超 80 亿元，23 年公司省内营收 19.21 亿元来算，公司省内市占率约 24%。参考国内其他省份强势白酒企业和竞争格局，未来金徽在省内的市占率若能提升到 45%-50% 的水平，则还有约 17-21 亿元的空间。公司此前在省内发展主要由低端向高端发展，在已建立起较强的市场地位和渠道优势，公司未来通过提升陇东、河西地区销售，吸收小酒企份额，并在强势的陇东南地区推进产品结构升级提升份额可期。

图表 22: 西北区域白酒龙头情况

	区域	甘肃	陕西	新疆	青海	宁夏	内蒙
省内经济情况	人口数 (万人)	2465	3952	2598	594	729	2396
	人均 GDP (元/人)	47867	85448	73774	63900	72957	102677
省内白酒市场	白酒市场规模 (亿元)	80+	130-150	40-50	28	17	80-100
	偏好香型	浓香型	凤香型	浓香型	清香型	浓香	浓香/清香
省内龙头情况	当地龙头酒企	金徽酒	西凤酒	伊力特	天佑德酒	无当地强势品牌	河套酒业
	销售规模 (亿元)	19.2	62.04	16.97	8.07		
	市占率	24%	44%	38%	29%		

数据来源: Wind, 酒业内参, 华夏酒报, 红星资本局, 界面新闻, 立鼎产业研究院, 中国酒业杂志, 云头条, 中国酒保新闻网、酒通社、同花顺财经、公司公告、贝果财经, 华福证券研究所

4.2 环西北市场：空间广阔，渗透率持续提升

公司在西北地区发展态势良好，陕西宁夏率先破局。由于甘肃接壤西北地区，饮酒习惯相似，因此在产品方面具备一定的普适性，但是西北地区知名度较高的白酒品牌较少，主要为西凤酒、伊力特、天佑德酒、金徽酒等，均是各自省份的第一品牌，各品牌的产品和市场覆盖区域均有所差异。在全行业的马太效应下，份额向头部集中已为必然，西北市场的蛋糕切割中，对比竞品来看，金徽酒具有上市公司、民营经济体制、香型、营销策略等优势，所以公司亦在推进西北地区的市场扩张。

省外市场滚动拓展，有序延伸。从西北五大市场的分布来看，甘肃是大西北的纽带，辐射周边 5 个市场，作为大本营市场，地位重要。毗邻的宁夏风土人情与甘肃具有很大的相似性，陕西充当了整个大西北的窗口城市的角色，新疆、青海则是相对封闭的消费市场。目前公司积极推进甘青新（甘肃、青海、新疆）市场一体化和陕宁（陕西、宁夏）市场一体化建设，强化市场间的联动，把西北五省打造成金徽酒根据地市场。

4.2.1 陕西市场：西北最大的市场，战略地位较高，布局策略清晰

陕西人均 GDP 排名居中，白酒消费价格带偏低，但整体优于甘肃，作为西南的重要交通枢纽，辐射青海、西藏，符合金徽酒结构升级的核心战略。根据陕西省第七次全国人口普查，全省常住人口 3952.9 万人，23 年陕西全省 GDP 排名全国第 14 位，人均 GDP 排名第 12 位，低于全国平均水平，但在西北市场处于西北经济中心的地位，消费潜力相对更高。陕西目前 300 元以上价位白酒的消费占比较少，和甘肃市场情况类似，白酒消费以地产酒和光瓶酒为主，主流消费价位在 100-300 元左右。陕西作为西北重镇，近年来虹吸效应明显，价格带提升预计持续高于甘肃省内，符合公司产品升级的战略意图。

陕西白酒市场在西北各省中容量更大，省内竞争格局与甘肃类似。白酒市场在在西北五省中容量最大，从市场规模和竞争格局上看，陕西白酒市场容量约 130-150 亿元，在西北五省中容量最大、品牌最多，是西北白酒板块最繁荣的省份。与甘肃类似，陕西地产酒呈“一超多强”的竞争格局，仅西凤酒品牌力高，省内市场占有率 40% 以上，多数地产品牌知名度较小，次高端及以上市场由省外名酒主导。

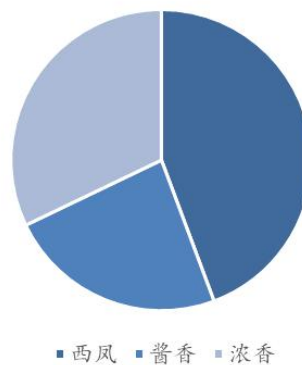
从香型的角度看，陕南陕北偏好浓香，适宜公司重点突破。从消费者香型偏好来看，陕西以浓香为主，陕北和陕南地区浓香型白酒占主导地位。浓香以外，当地盛行凤香型白酒，汉中地区凤香型白酒消费占比较大。此外，在酱酒热的推动下，陕西酱酒份额近年来有所提升，约占 30-35 亿元。

图表 23: 陕西白酒各价格带主要单品

1000元以上	省内品牌	无
	省外品牌	飞天茅台、青花郎、五粮液年份酒、洋河手工班、国窖1573
500-1000元	省内品牌	红西凤酒
	省外品牌	五粮液、梦之蓝、红花郎、水井坊
300-500元	省内品牌	西凤酒旗坛珍藏版
	省外品牌	天之蓝、剑南春、泸州百年、舍得、水井坊、青花汾酒
100-300元	省内品牌	西凤15年/6年、华山论剑10年/20年、国花瓷12年/30年、西凤1956、玫瑰西凤、和酒西凤、晋韵西凤、封坛西凤酒、城隍关汉坊
	省外品牌	泸州老窖特曲、五粮液、洋河蓝色经典
30-100元	省内品牌	白水杜康、国花瓷5年、友缘西凤酒、太白洞藏、城隍特曲
	省外品牌	今世缘典藏5年、泸州老窖头曲、洋河小曲、金六福、绿汾
30元以下	省内品牌	西凤375、西安特曲
	省外品牌	牛栏山、小郎酒、龙江花园、老村长、尖庄、沱牌、老白干、红星

数据来源: 乐酒圈, 华福证券研究所

图表 24: 陕西白酒市场格局



■ 西凤 ■ 酱香 ■ 浓香

数据来源: 乐酒圈, 酒业家, 华夏酒报, 酒业内参, 红星资本局, 华福证券研究所测算

金徽 2017 年开始布局陕西市场, 目前在陕西市场已过 0 到 1 阶段, 是公司省外市场中最大的外埠市场。从区域上看, 公司依靠地缘邻居优势, 2013 年落于陕西汉中、2014 年入驻宝鸡、2015 年开发西安、2017 年贯通关中道, 随后加快拓展, 2018 年布局安康、汉中、商洛、渭南等地区, 2019 年采取了“精准、聚焦、不对称”策略, 逐渐打开陕西市场, 精准突破市场有利于成本的控制和投入产出比的优化。

分价格带看, 公司进入陕西市场后并没有全产品线推进, 而是以能量系列为排头兵, 随后再进行延伸布局。在陕西市场以 100-400 元价格带的能量金徽系列产品为主开拓市场, 近年来公司不断向上向下进行产品的延伸布局。在更高的价格带, 除了省内的红西凤以外, 主要由省外全国化的五粮液等品牌占据, 公司布局该价格带主要为了品牌认知度和客户心智培育的拉升。随着能量系列影响力提升, 公司在陕西市场导入高端年份系列, 包括省外版金徽 18 年、金徽 28 年。在更低的百元价格带, 陕西省内外品牌均有所发力, 凤香与浓香混战, 故市场需精细化运营。2022 年对陕西西安公司做了组织结构裂变, 并于 7 月公司推出金奖金徽系列产品, 布局陕西百元价位段消费市场, 与金徽正能量系列产品形成互补。金奖金徽系列产品采用“农村包围城市”的战略聚焦陕西县城、乡镇消费, 以宴席渠道深耕城乡市场。目前, 金奖金徽已实现在陕西省 300+ 村镇的覆盖, 将聚焦 100 个重点乡镇, 打造 1000 余家核心网点, 持续推进村镇突围。

4.2.2 宁夏市场: 甘宁比邻而居, 金徽布局较早, 具区位和心理距离优势

宁夏与甘肃在人文方面较相似, 曾经是金徽酒出省的第一站。从地理位置上看, 宁夏被甘肃环抱, 边界有一多半和甘肃接壤。新中国成立后, 宁夏以回民聚居的需求和民族人口分布比例为基础大致确定了范围, 但在历史上, 甘肃和宁夏经常作为一个整体出现, 在自然环境和文化习俗上有较多相似之处。基于宁夏作为与甘肃在民风民俗、消费习惯等方面相似性最大的市场, 公司 2012 年布局宁夏市场, 开始“西北化”进程, 宁夏成为金徽酒出省的第一站。



宁夏白酒主流价格带与甘肃相近，市场包容性较强。宁夏 2023 年地区生产总值为 5315 亿元，同比增长 6.6%，增速在全国排名第五位，人均 GDP 首次突破 7 万元。宁夏省内白酒消费规模在 35-40 亿元之间，主流消费价位在 50-200 元之间，香型偏好以浓香型为主，清香型、酱香型、兼香型等香型兼容并包，市场包容性较强。

宁夏地产酒众多，本土品牌份额被持续蚕食。宁夏的白酒酿造历史较短，大多数本地酒企酿造能力低，企业的产品发展和质量保障体系处于被动状态，形成了外来酒占据高端市场，地产酒主导中、低端市场的格局。目前省内高端市场主要由“茅、五、剑”三大巨头把持；中、低端市场中地产品牌“沙湖春”、“老银川”、“大夏贡”表现良好、外来品牌表现较好者有川酒、河套老窖、口子窖等；此外，相邻省区的白酒也有一定销量，如陕西的西凤、甘肃的金徽酒和内蒙古的宁城老窖等。

图表 25: 宁夏白酒各价格带主要单品

600元以上	地产品牌	/
	外来品牌	飞天茅台、五粮液
300-600元	地产品牌	/
	外来品牌	剑南春、郎酒
100-300元	地产品牌	老银川、沙湖春、大夏贡、金嗓子酒、宁夏宴、西夏宴
	外来品牌	口子窖、天佑德青稞酒、洋河、五粮春、泸州老窖、茅台迎宾/王子老白汾、金徽酒
50-100元	地产品牌	老银川、沙湖春、大夏贡、古峡宴、塞上江南、原州宴等地产酒
	外来品牌	河套老窖、西凤酒、五粮醇、丰谷、舍得系列
50元以下	地产品牌	老银川、大夏贡、金六盘
	外来品牌	宁城老窖、牛栏山、一担粮、老村长、劲酒

数据来源: 乐酒圈, 华福证券研究所

图表 26: 宁夏白酒地图



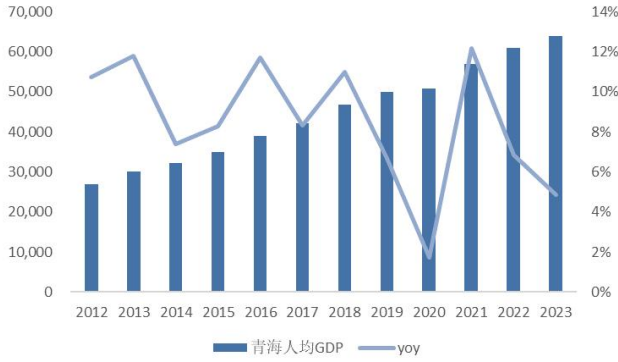
数据来源: 乐酒圈, 华福证券研究所制

公司在宁夏市场具有区位优势和心理距离优势，马太效应下有望在宁夏强化份额。金徽酒 2012 年切入宁夏市场，作为甘肃第一名酒，在西北地区具有较高的知名度，区位优势和心理距离优势有助于金徽打开宁夏市场。针对宁夏的经济发展状况，金徽酒以 100-400 元价格带的能量金徽系列产品为主开拓市场。未来随着全行业马太效应下，综合能力更雄厚的品牌优势更大，金徽酒在甘宁相互辐射的大环境下，有望进一步强化市场份额。

4.2.3 青海市场: 市场格局分散, 金徽“甘青新”市场一体化逐步推进

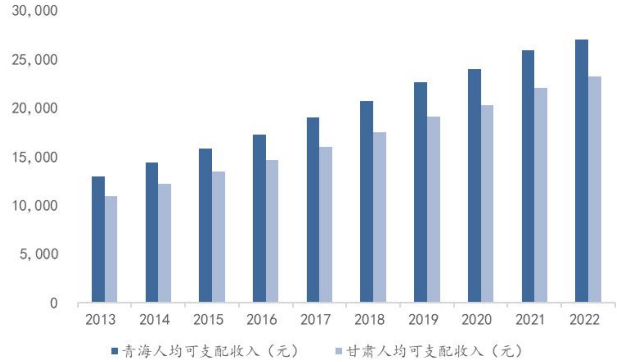
23 年青海全省 GDP 为 3799.1 亿元，同比增长 5.3%。由于青海人口较低，人均 GDP 和人均可支配收入水平高于甘肃水平。分产业看，青海以第二和第三产业为主，23 年第一、二、三产业增速相对均衡。

图表 27: 青海人均 GDP 变化



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 28: 青海人均可支配收入

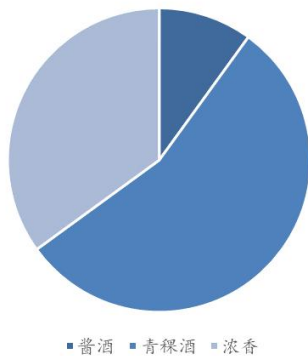


数据来源: Wind, 华福证券研究所制

青海地产酒众多，但多数酒企规模偏小，整体格局分散。虽然青海人均白酒消耗量较高，但受人口总量和经济水平的限制，青海白酒市场容量有限，市场规模约在 28 亿元左右，主流价格在 150 元左右，其中地产酒龙头天佑德酒在当地的市占率约 29%，其他较为知名的本土品牌有互助、八大作坊、永庆和、世义德、青稞王子、西宁老窖等。

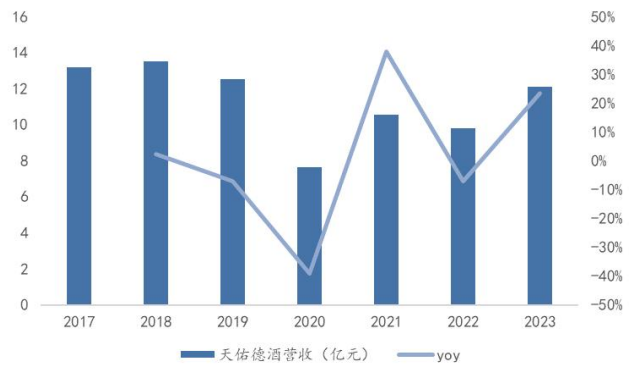
当地以青稞酒为主，近年来进入壁垒有所下滑，经济发达县市市场包容度提升。从香型上看，青海大众消费以青稞酒等清香型白酒为主，青稞酒在当地的市占率一度达到 80%，而高端品牌以全国化品牌茅台等为主。虽然传统意义上来说，地产酒的本土品牌信赖度较高，但随着经济的持续发展，消费者对外来品牌的接受度近年来在不断提升，有影响力的外来品牌在西宁、乐都等经济较好的地区打开市场的难度近年来不断降低。

图表 29: 青海各香型白酒份额估算



数据来源: 云酒头条, 华福证券研究所

图表 30: 青海白酒龙头天佑德酒营收



数据来源: Wind, 华福证券研究所

金徽在青海市场投入不断加大，“甘青一体化”同步发展。金徽酒 2019 年加快开发青海市场的目标，不同于在陕西、宁夏、新疆等市场实施分产品招商的传统深度分销模式，公司在青海与经销商达成合资公司，2020 年组建了青海金徽酒销售有

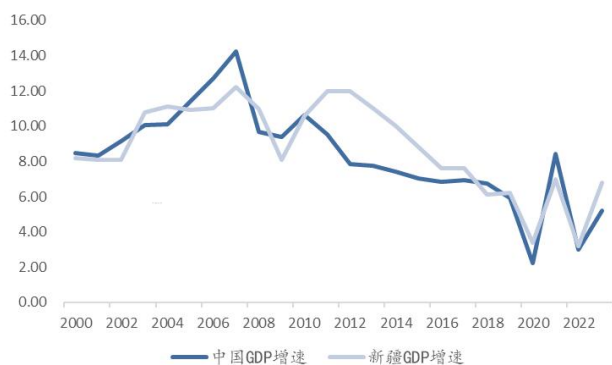


限公司。2022年3月，为加快青海市场业务发展，金徽酒兰州销售有限公司向青海金徽酒销售有限公司增资，青海金徽酒销售有限公司由参股孙公司变更为控股孙公司，进一步加大在青海的市场投入，利用甘肃地缘优势抢抓青海市场发展机遇，逐步形成“甘青新一体化”同步发展局面。

4.2.4 新疆市场：依托在疆甘肃消费者，渗透率持续提升

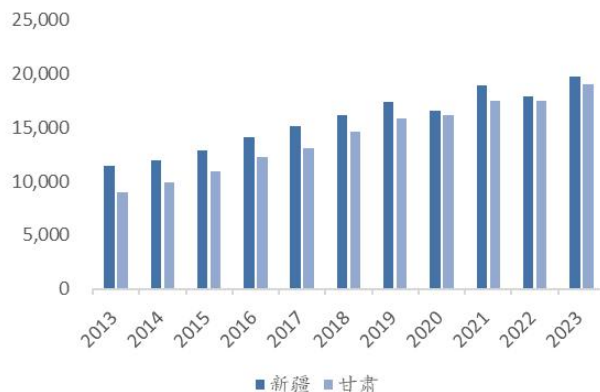
疫后经济持续修复，消费活力提升。2023年新疆实现GDP 19125亿元，同比增长6.8%，增速居全国第四位，为2014年以来最好成绩。从社会消费品零售总额来看，23年新疆实现社会消费品零售总额3849.68亿元，同比增长18.8%。从居民人均消费支出来看，新疆消费水平略高于甘肃。随着新疆旅游热的到来，新疆消费市场呈增长趋势，2023年全区接待游客2.65亿人次，比上年增长1.2倍；餐饮收入和商品零售额分别增长19.3%和18.7%，增速比上年分别提高29.2和28.2pct，为新疆白酒市场提供广阔的发展空间和发展潜力。

图表 31: 全国与新疆 GDP 增速变化 (%)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

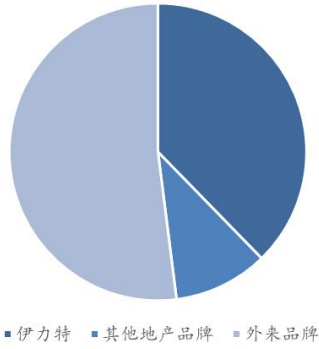
图表 32: 新疆与甘肃人均消费支出对比 (元)



数据来源: Wind, 华福证券研究所制

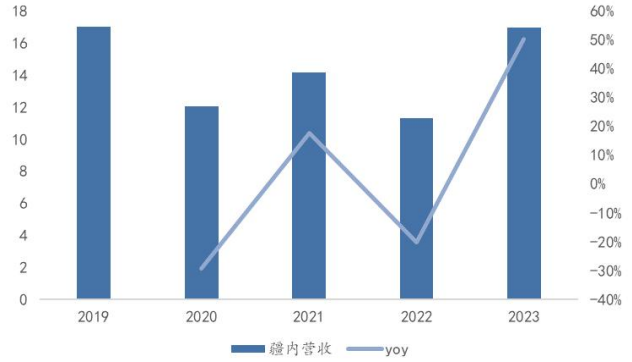
新疆市场格局清晰，目标明确较好切入。新疆白酒市场规模约为40亿元，香型以浓香为主。其中，300元以上格带主要由外来品牌占据，地产酒主要以百元以下为主。随着外来的洋河等品牌的进入，地产酒市场份额近年略有下降，占比不到50%。新疆地产品牌包括伊力特、第一窖古城、肖尔布拉克、三台、白杨、新安等，其中龙头伊力特的市占率约40%左右，竞争格局较为稳定清晰。

图表 33: 新疆白酒市场竞争格局



数据来源: 云酒头条, 酒业家, 立鼎产业研究网, 华福证券研究所

图表 34: 新疆白酒龙头伊力特营收 (亿元)



数据来源: Wind, 华福证券研究所制

在疆甘肃人口多, 金徽酒在疆具有先天优势, 目前大力推进用户工程, 在乌鲁木齐等重点区域持续打造样板市场。新疆与甘肃两地相交, 河西走廊到丝绸之路一直是两地往来的大通道, 一直以来交流频繁、合作紧密, 两地地缘相近、人缘相亲、商缘相连。兰新线开通进一步带活了两地的经济和人口流动, 大量甘肃人进入新疆打工就业, 为金徽酒在新疆的发展奠定了良好的基础。2018年, 公司开启新疆市场扩张元年, 重点发力靠近甘肃方向的东北疆的部分市场, 以乌鲁木齐为核心快速扩张。2019年, 在全线发力新疆东北疆市场的基础上, 公司在南疆重点布局“南大门”库尔勒。2020年公司启动喀什、和田等市场进行市场深度拓展, 逐步推进新疆市场的布局和渗透。2023年, 金徽酒收回联营公司新疆销售公司投资, 24年新疆事业部划分省内管理。在公司C端置顶营销转型的大背景下, 公司在新疆大力进行用户工程建设, 依托在新疆工作、生活的大量甘肃人, 迅速打开市场新格局。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

公司布局全国、深耕西北、重点突破, 白酒业务基本盘稳固, 我们预计2024-2026年公司白酒业务营收增速分别为22%/19%/18%, 其中300元以上产品在小基数下保持较高增长, 营收同比分别增长39%/25%/19%; 100-300元产品营收同比分别增长25%/24%/23%, 增长稳健; 100元以下产品营收同比分别增长7%/7%/6%。随着公司不断加大对高端年份系列的投入, 叠加柔和等主力系列持续升级, 预计公司整体毛利率将稳步提升, 2024-2026年分别为63%/64%/65%。



图表 35: 公司业绩拆分预测表

单位: 亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	20.12	25.48	30.93	36.77	43.20
同比	12%	27%	21%	19%	17%
白酒业务	19.81	25.06	30.47	36.27	42.65
同比	12%	26%	22%	19%	18%
其中: 300元以上	2.93	4.01	5.57	6.97	8.27
同比		37%	39%	25%	19%
其中: 100-300元	9.74	12.88	16.16	19.98	24.54
同比		32%	25%	24%	23%
其中: 100元以下	7.15	8.16	8.74	9.32	9.84
同比		14%	7%	7%	6%
其他业务	0.31	0.42	0.46	0.50	0.55
同比	20%	37%	10%	10%	10%

数据来源: iFind, 华福证券研究所

5.2 投资建议

公司是西北白酒区域龙头, 因此选取同样为区域龙头的伊力特、天佑德酒, 以及老白干作为可比公司。2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 25/18/15 倍。预计公司 2024-2026 年公司归母净利润将达到 4.19/5.41/6.92 亿元, 同比分别增长 27%/29%/28%, 对应 2024-2026 年 PE 分别为 23/18/14 倍, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 36: 可比公司估值表

公司	代码	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS (摊薄) (元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
老白干酒	600559.SH	161	17.63	0.73	0.94	1.18	1.45	24	19	15	12
伊力特	600197.SH	80	17.02	0.72	0.92	1.17	1.39	24	18	15	12
天佑德酒	002646.SZ	51	10.59	0.19	0.29	0.42	0.54	56	37	26	20
平均值				0.55	0.72	0.92	1.13	35	25	18	15
金徽酒	603919.SH	95	18.74	0.65	0.83	1.07	1.36	29	23	18	14

数据来源: iFind, 华福证券研究所 (对应日期为 2024 年 7 月 13 日)

6 风险提示

白酒消费不及预期。若疫后消费复苏不及预期, 白酒需求下滑, 则公司面临产品销售下滑的风险, 会对公司营收造成冲击。

公司省外市场扩张不及预期。若公司省外市场扩张不及预期, 则公司营收增长面临瓶颈, 同时若公司加大省外市场的费用投入, 则除了营收外, 亦会影响公司的



盈利水平。

白酒市场竞争加剧。目前西北白酒市场竞争激烈程度较四川、江苏、安徽等地偏低，若行业竞争加剧，则公司增长将面对更大的压力。



图表 37: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,042	1,256	1,498	1,907
应收票据及账款	7	15	-8	-22
预付账款	11	13	14	17
存货	1,620	2,177	2,453	2,745
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	59	55	51	65
流动资产合计	2,739	3,517	4,008	4,712
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,364	1,290	1,222	1,163
在建工程	2	2	2	2
无形资产	213	206	204	202
商誉	1	1	1	1
其他非流动资产	83	86	87	90
非流动资产合计	1,663	1,585	1,517	1,459
资产合计	4,402	5,102	5,524	6,171
短期借款	0	283	96	0
应付票据及账款	175	213	250	291
预收款项	0	0	0	0
合同负债	575	698	830	976
其他应付款	64	64	64	64
其他流动负债	214	256	290	327
流动负债合计	1,029	1,515	1,530	1,658
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	51	51	51	51
非流动负债合计	51	51	51	51
负债合计	1,080	1,565	1,580	1,709
归属母公司所有者权益	3,326	3,548	3,966	4,497
少数股东权益	-3	-11	-22	-35
所有者权益合计	3,323	3,536	3,944	4,462
负债和股东权益	4,402	5,102	5,524	6,171

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	450	152	577	689
现金收益	415	514	624	762
存货影响	-107	-558	-275	-292
经营性应收影响	4	-11	23	10
经营性应付影响	55	38	36	41
其他影响	83	168	169	168
投资活动现金流	-65	-47	-51	-57
资本支出	-49	-45	-50	-54
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-17	-2	-1	-2
融资活动现金流	-162	108	-283	-224
借款增加	-2	283	-187	-96
股利及利息支付	-152	-126	-165	-195
股东融资	2	0	0	0
其他影响	-10	-48	69	66

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,548	3,093	3,677	4,320
营业成本	957	1,134	1,306	1,500
税金及附加	375	449	540	632
销售费用	535	656	765	873
管理费用	275	337	399	467
研发费用	51	62	74	87
财务费用	-20	-23	-27	-32
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	23	23	23	23
营业利润	397	501	642	816
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	19	19	19	19
利润总额	380	484	625	799
所得税	57	73	94	120
净利润	323	411	531	679
少数股东损益	-6	-8	-10	-13
归属母公司净利润	329	419	541	692
EPS (按最新股本摊薄)	0.65	0.83	1.07	1.36

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	26.6%	21.4%	18.9%	17.5%
EBIT 增长率	23.9%	28.1%	29.8%	28.2%
归母公司净利润增长率	17.3%	27.4%	29.2%	27.8%
获利能力				
毛利率	62.4%	63.3%	64.5%	65.3%
净利率	12.7%	13.3%	14.4%	15.7%
ROE	9.9%	11.8%	13.7%	15.5%
ROIC	11.3%	12.5%	15.2%	17.5%
偿债能力				
资产负债率	24.5%	30.7%	28.6%	27.7%
流动比率	2.7	2.3	2.6	2.8
速动比率	1.1	0.9	1.0	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	1	1	0	-2
存货周转天数	589	603	638	624
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	0.83	1.07	1.36
每股经营现金流	0.89	0.30	1.14	1.36
每股净资产	6.56	6.99	7.82	8.86
估值比率				
P/E	29	23	18	14
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	30	25	20	16

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：hfjys@hfzq.com.cn