



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告·公司专题

中国威士忌“开元者” ——百润股份投资探讨(002568.SZ)

2024. 09. 25

分析师：邓 欣 S0010524010001 dengxin@hazq.com

分析师：罗越文 S0010524020001 luoyuewen@hazq.com

华安证券研究所

核心结论

- ✓ **威士忌酒：国产化大潮将至。** **规模端**，中国威士忌市场23年出厂规模55亿（+10%）零售规模154亿（+11.5%），渠道溢价约3倍。**格局端**，当前以外资主导，保乐力加20%/帝亚吉欧16%/三得利11%为市占率前三，爱丁顿8%/格兰父子6%/百富门5%为第二梯队；格局变量在于未来3年国产威士忌将批量上市，产能规划及产区集群进展迅速。**趋势端**，中国威士忌消费以年轻用户居家自饮为未来方向，有望激发具更高性价比的**调和型威士忌**消费潜力。
- ✓ **百润股份：威士忌空间探讨。** 百润嵊州蒸馏厂年产3.58万吨新酒，桶陈产能30万桶共6.775万吨基酒，桶型丰富，为目前国内威士忌产能规模最大、产品线最全的现代化蒸馏厂。10月威士忌新品即将面市，我们认为：**产品端**，公司以香精香料起家深度了解国人口味，基于**更适合中国人口味的威士忌**、加之**100-200元的高性价比定位**更可锁定中国威士忌潜在客群。**渠道端**，Rio在**人群/场景/渠道**上与威士忌协同，同时补足**白酒/洋酒**渠道，可初步建立完备的渠道基础。**营销端**，Rio在预调酒展现的强营销实力使其超越百加得冰锐成行业第一，成功经验正于威士忌蓄势重现。中期维度我们预计公司威士忌收入18亿/利润4.5亿，具国内第一梯队潜力。
- ✓ **百润股份：预调酒周期探讨。** 主业预调酒市场呈波动向上特征。**产品周期**，公司经营周期随主力产品交替上升，当前358矩阵战略定位清晰，正处强爽调整+清爽上行周期。**库存周期**，去库周期或仍未结束，但我们认为公司持续创新产品致基本盘已扎实，业绩将不复现上轮大幅下行情况，更趋平稳过渡，预计公司将于25年恢复增长（盈利9.5亿）。**估值周期**，较上轮周期底部Forward PE15.5x，当前18x已处底部区间。**我们认为当前公司价值探底/静待拐点，上有增长空间/下有安全边际，“买入”评级。**
- ✓ **风险提示：新品拓展不及预期；预调酒下滑超预期；消费者习惯变化；市场竞争加剧**

目录

- 1. 威士忌酒：国产化大潮将至
- 2. 百润股份：威士忌空间探讨
- 3. 百润股份：预调酒周期探讨

PART 1

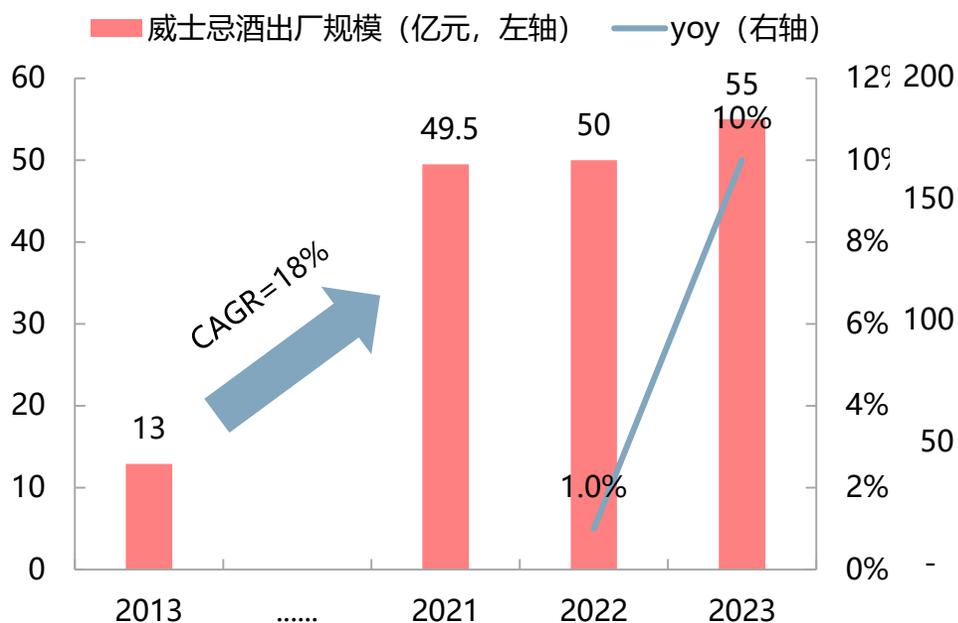
威士忌酒：国产化大潮将至

现状总结：55亿出厂规模，高定位高溢价

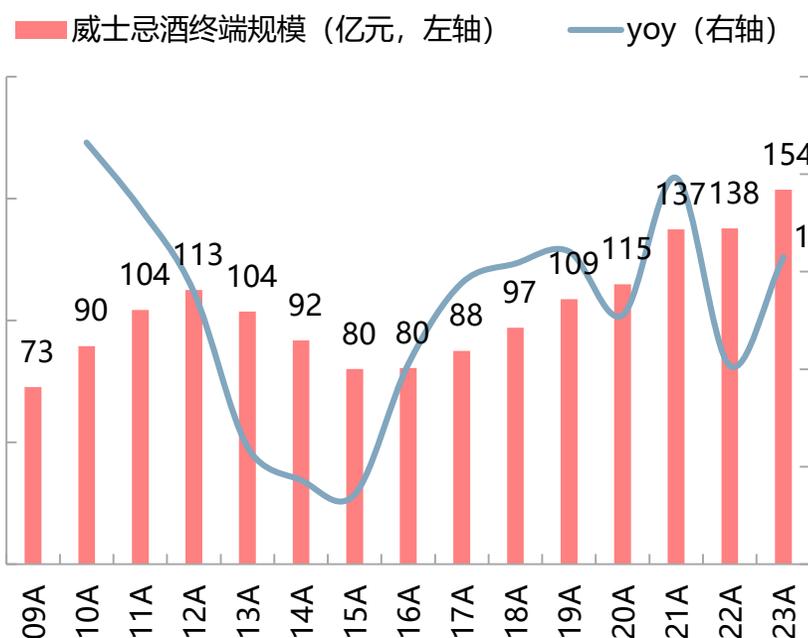
□ **中国威士忌酒市场现状：定位对标白酒次高端，渠道溢价近3倍。**

- 据中国酒业协会，23年中国威士忌市场规模（出厂口径）55亿元，同比+10%，较全球589亿美元规模相去甚远；
- 据欧睿，23年中国威士忌终端规模（零售口径）154亿元，同比+11.5%，较全球1441亿美元规模相去甚远，渠道溢价近3倍。
- 据欧睿，23年中国终端销售均价695元/瓶750ml，定位较高，威士忌均价可对标白酒次高端。

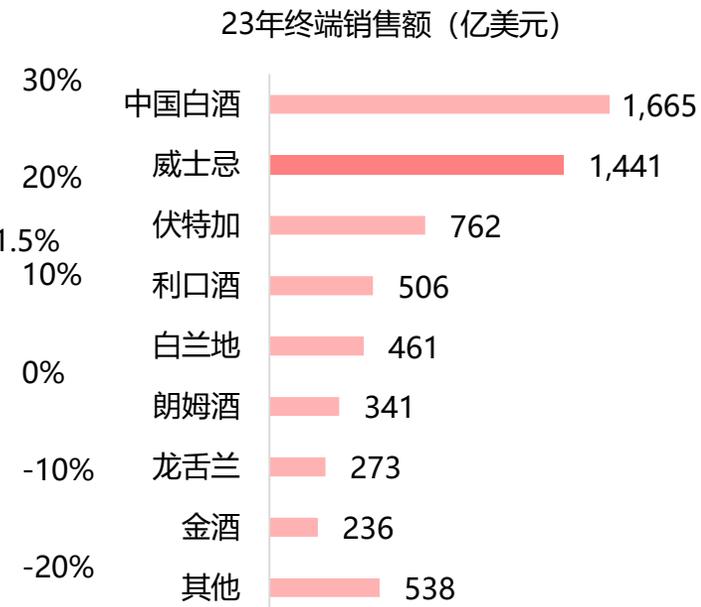
23年威士忌出厂规模55亿元，同比+10%



23年威士忌终端规模154亿，同比+11.5%



全球白酒、威士忌酒为规模前二

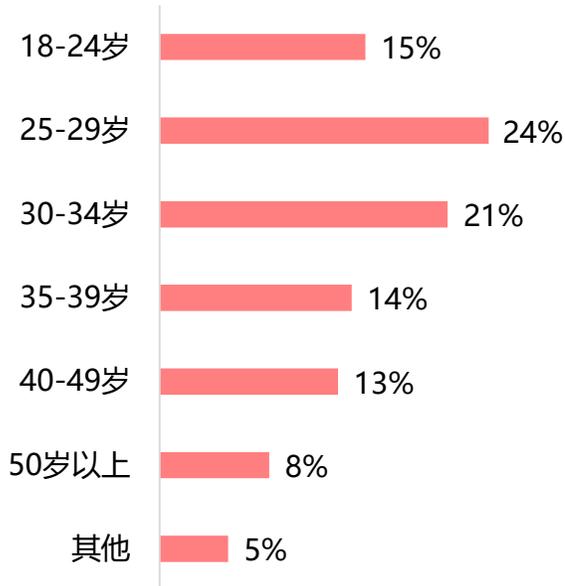


用户画像：年轻男性，沿海中产，高频消费

- 消费画像偏年轻男性：整体人群以男性为主，占比89%；40岁以下消费者占比74%，其中以18-29岁年轻人人居多，占比39%。
- 沿海中产为消费主力：月均消费上，超过3000元的消费者占比41%；区位分布上，东南沿海的消费者占比超50%，预计原因为经济发达且洋酒文化较早渗透于贸易港口。
- 绝大多数为高频消费：绝大多数消费者品饮频率较高，超80%每周饮用。

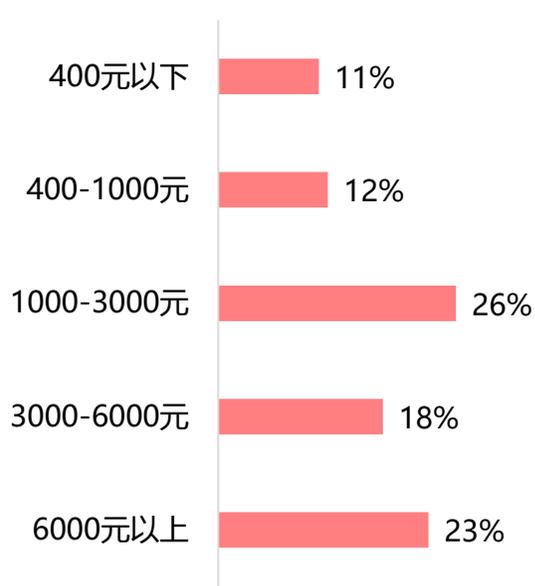
威士忌消费偏年轻

消费群体年龄占比



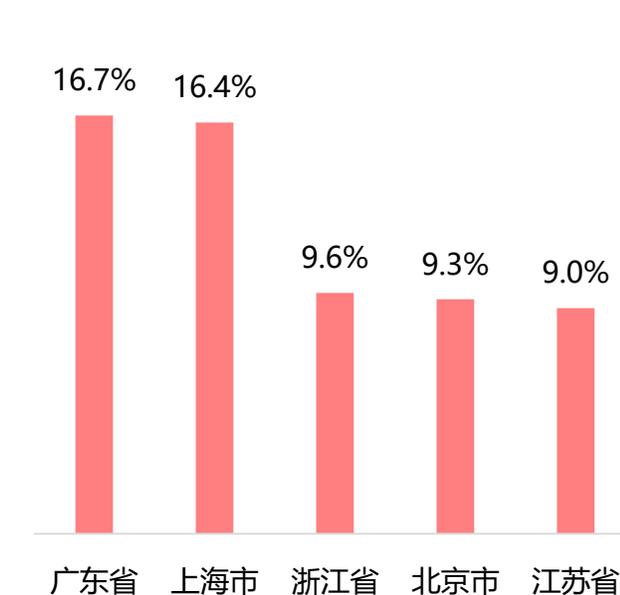
月均消费超1000占67%

消费群体月均消费分布占比



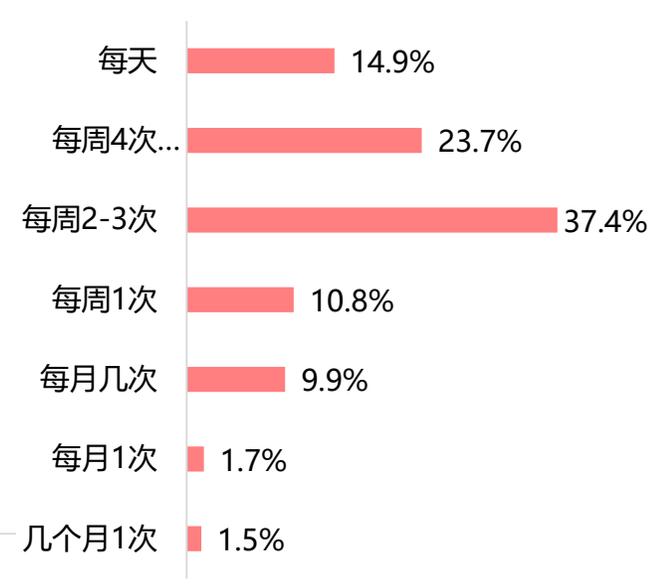
威士忌消费偏东南沿海

消费群体主要地域分布



威士忌消费频次偏高

威士忌品饮频率

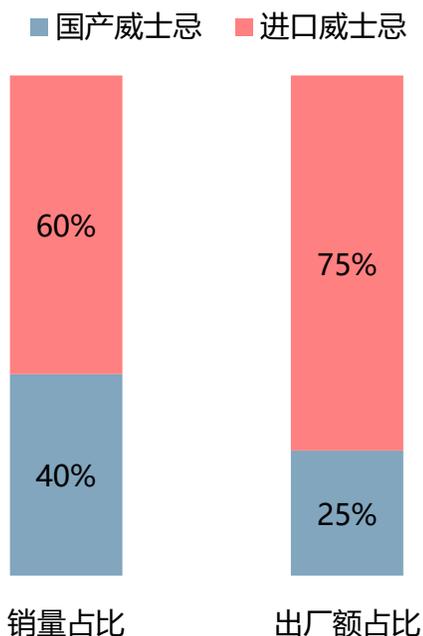


格局总结：外资主导，品牌分散

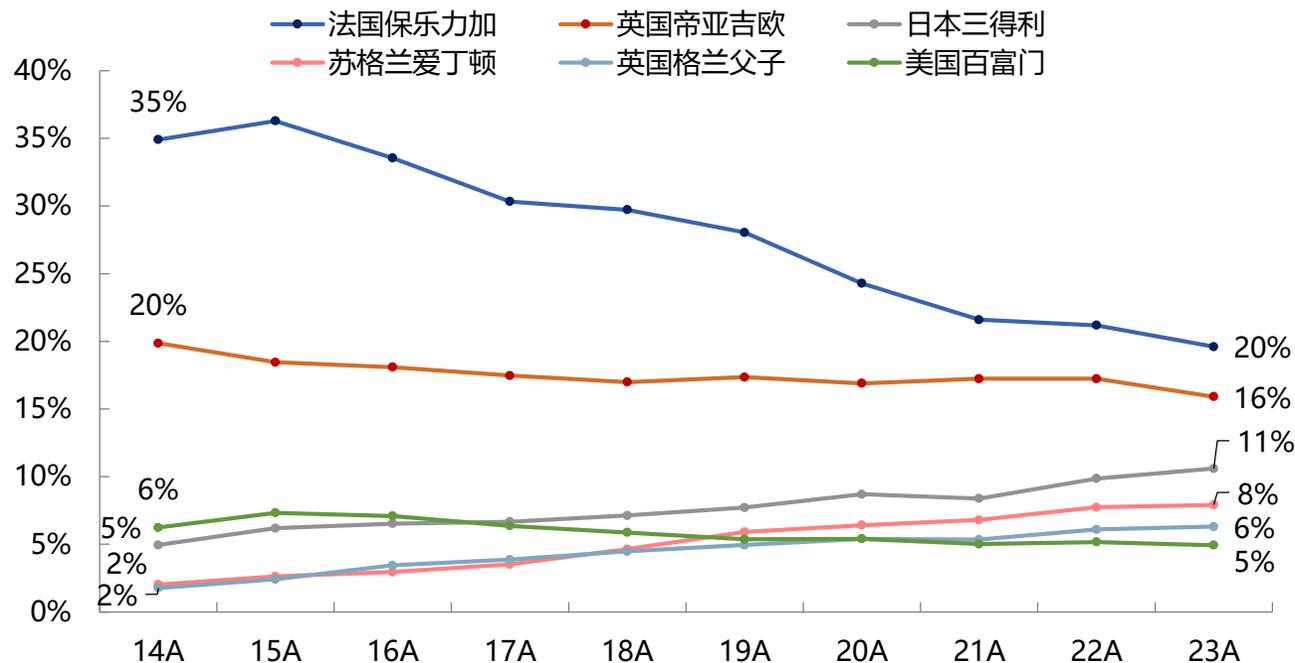
□ **中国威士忌酒竞争格局：发展尚处早中期，外资份额75%且品牌格局分散。**

- **进口主导：**中国威士忌自产2.2万吨（40%）低于进口3.3万吨（占据60%），23年进口额41亿元（占据75%）；英、美、日、爱尔兰为核心进口来源（占据中国进口量95%，其中英国占比85.6%）。
- **格局分散：**销额份额以保乐力加20%（法）、帝亚吉欧16%（英）、三得利11%（日）为行业前三，爱丁顿8%、格兰父子6%、百富门5%为第二梯队；外资整体主导但品牌格局相对分散，印证市场发展尚未成熟，国产化空间巨大。

威士忌以进口为主



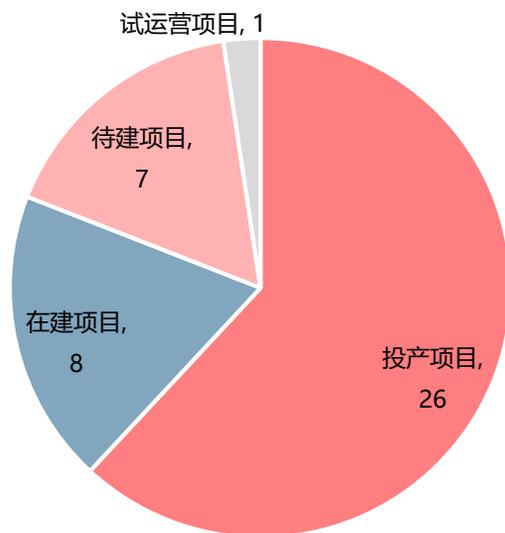
威士忌销售额份额



格局变量：国威产品批量上市

- 格局变量在于：未来3年国产威士忌将批量上市，产能规划及产区集群进展迅速。
- 国内威士忌酒厂共42家：相比22年增加18家，其中投产项目26个，试运营1个，在建项目8个，待建项目7个。
- 国产威士忌品牌超80个：崆州、叠川、世界烧、大芹、吉斯波尔、高朗、钰之锦、千岛湖、东威、白猿、青啤等。
- 产品批量上市“国产化”大潮将至：19年是中国威士忌元年，百润旗下崆州、保乐力加旗下叠川项目开建，21年投产加之3年以上桶陈，第一批国产威士忌预计于25年左右集中面市，未来3年或为国产威士忌产品批量上市潮。

国内42家威士忌酒厂情况



国产威士忌桶陈规模

年份	桶存	占比
2年以下桶陈量	55000吨	86%
5-10年桶陈量	6000-10000吨	13%
10年以上桶陈量	1000吨	2%

格局变量：产能规划大/产区概念形成

- **产能规划大**：目前实际产能4.5万吨，同比+50%；总设计产能8万吨，同比+33%；总规划产能达25万吨，同比+25%。
- **产区概念望形成**：千岛湖、邛崃、峨眉山、大理等产区聚集，产区概念有望形成。

序号	地区	项目	背后资本	进度	产能/吨
1	四川邛崃	崃州蒸馏厂	百润股份	投产	3.6万
2		回澜蒸馏厂	新加坡先锋物流	在建	
3	四川峨眉山	叠川蒸馏厂	保乐力加	投产	2800
4		高桥蒸馏厂	四川郎酒	在建	1万
5	浙江千岛湖	千岛湖蒸馏厂		在建	5000
6		诚承威士忌	汤臣倍健	待建	3200
7		淳安蒸馏厂	英国奥歌诗丹迪	在建	3000
8		花瑞蒸馏厂	台湾花瑞股份	待建	3000
9		千岛金久酒业		在建	
10	浙江衢州	龙威酒业		待建	2000
11	福建漳州	大芹酒厂		投产	2.43万
12		柏寰威士忌		投产	6000
13	福建龙岩	德熙威士忌	山西怡园酒庄	投产	3000
14		久溪威士忌		在建	1万
15	湖南浏阳	高朗威士忌		投产	4000
16	湖南韶山	世界烧蒸馏厂		投产	1500
17	湖南岳阳	东爷蒸馏所		投产	
18	云南迪庆	青稞威士忌		投产	300
19	云南大理	白猿威士忌		投产	

序号	地区	项目	背后资本	进度	产能/吨
20	云南大理	洱源酒厂	帝亚吉欧	在建	2300
21		麒麟威士忌	英国麒麟烈酒	待建	1200
22		胭脂马威士忌	里斯战略咨询	待建	
23	云南镇雄	威士忌超级厂		在建	
24	云南昆明	凌酝蒸馏所		投产	
25		长子河威士忌		投产	
26	山东青岛	青啤蒸馏厂	青岛啤酒	投产	2500
27	山东烟台	钰之锦		投产	200
28		吉斯波尔	烟台吉斯家具	投产	2000
29	鄂尔多斯	蒙泰威士忌		在建	3000
30	贵州安顺	熊猫精酿威士忌		投产	1000
31	北京	龙徽威士忌	北京一轻控股	在建	
32	安徽安庆	无量川威士忌		投产	
33	安徽亳州	古奇威士忌	古井、法国卡慕	待建	420
34	河南南阳	德弗莱威士忌		投产	300
35	河北石家庄	淇记蒸馏厂		投产	
36	青海海东	天佑德威士忌		投产	1000
37	西藏甘孜区	地球第三极	洋河集团	待建	
38	中国台湾	南投酒厂等6家		投产	

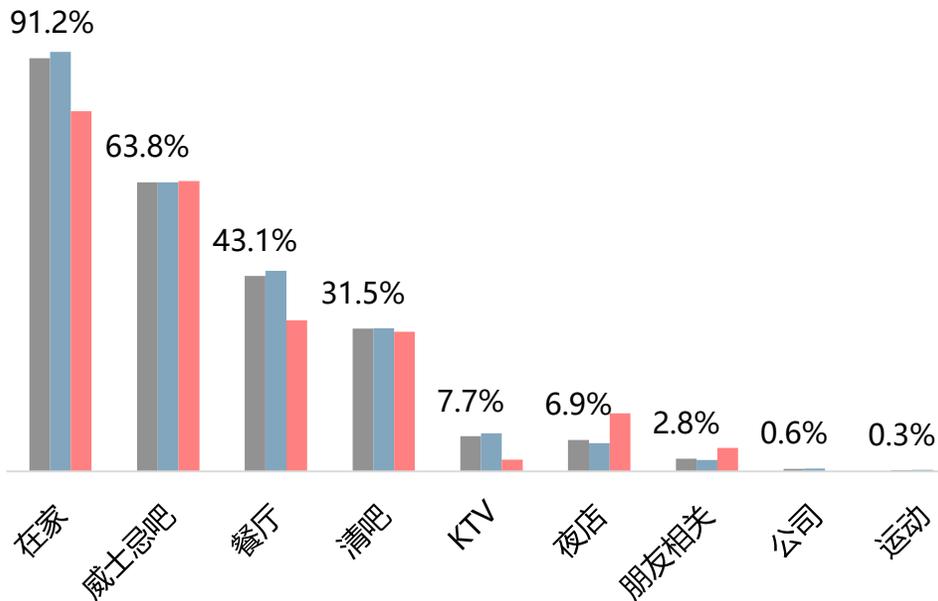
趋势变量：居家自饮拉动性价比诉求

□ 悦己消费、居家自饮主导未来场景，有望激发威士忌性价比诉求。

- 消费场景由商务社交向自饮悦己转变：后疫情时代，线下消费场景受到冲击，但家庭自饮场景得到了极大的提升。据对饮用场所的调研，消费者更多在家、威士忌吧、餐厅喝威士忌。
- 驱动自饮威士忌的主要原因是自我满足：96%的消费者因为自饮需求而购买，同时93%自饮消费者考虑口感、71%考虑价格，我们认为居家自饮对应背后更高性价比的用户诉求。

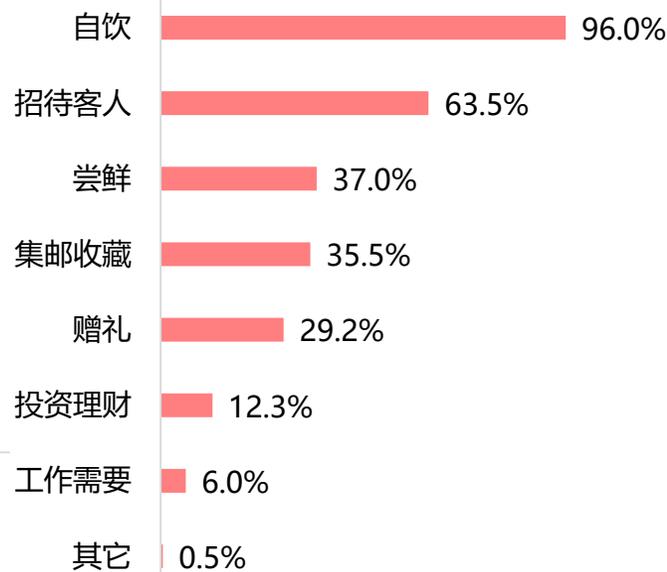
威士忌的品饮场景

■ 总体 ■ 男性 ■ 女性



自饮为消费者主要购买原因

消费者购买的主要原因



自饮威士忌注重性价比

■ 购买自饮威士忌考虑因素 ■ 购买赠礼威士忌考虑因素

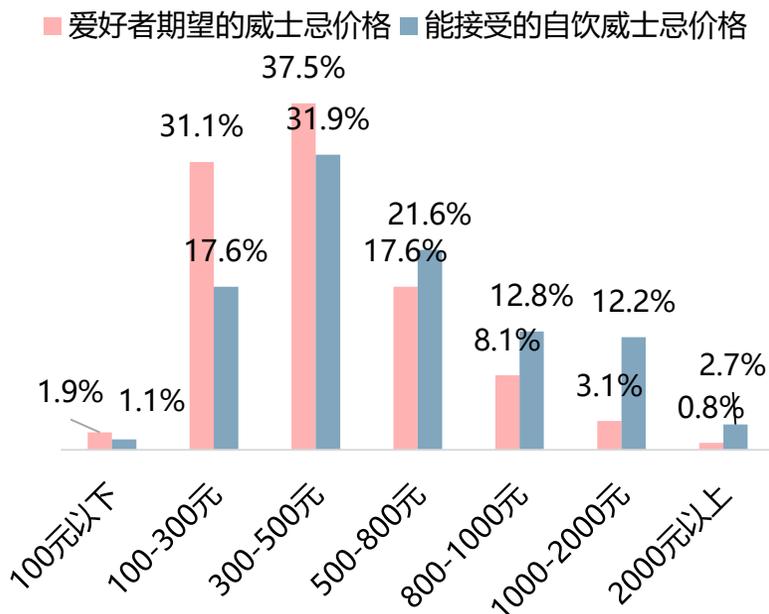


趋势变量：调和型威士忌潜力更大

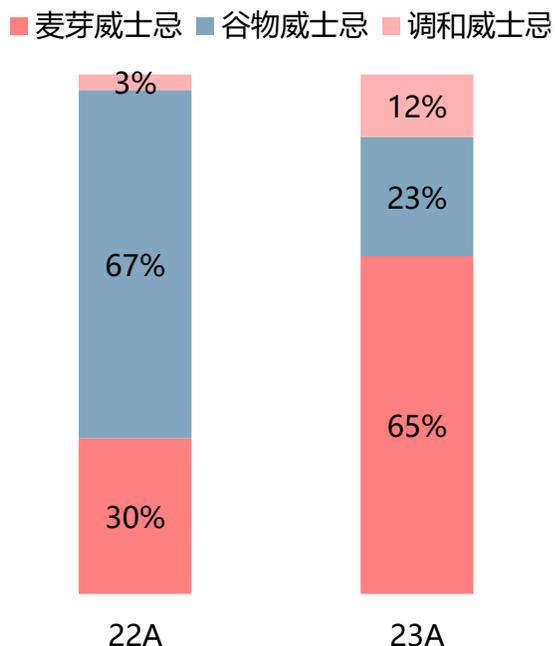
对标全球，高性价比的调和型威士忌更具发展潜力。

- **目标用户存降价诉求：**价格方面，威士忌爱好者期望价格带相较于自饮需求仍更低，消费者更青睐100-500元价格带。
- **产品类型倾向麦芽/调和：**国内认可单一麦芽威士忌为高端首选，23年麦芽威士忌占65%，谷物威士忌占23%，调和威士忌12%；**但对标全球，调和威士忌仍是主流，占威士忌消费85%；**类型上00后95后年轻消费者对调和及其他威士忌接受度较高。
- **结合用户需求&海外对标：**我们认为国产化趋势下调和型威士忌更具发展潜力。

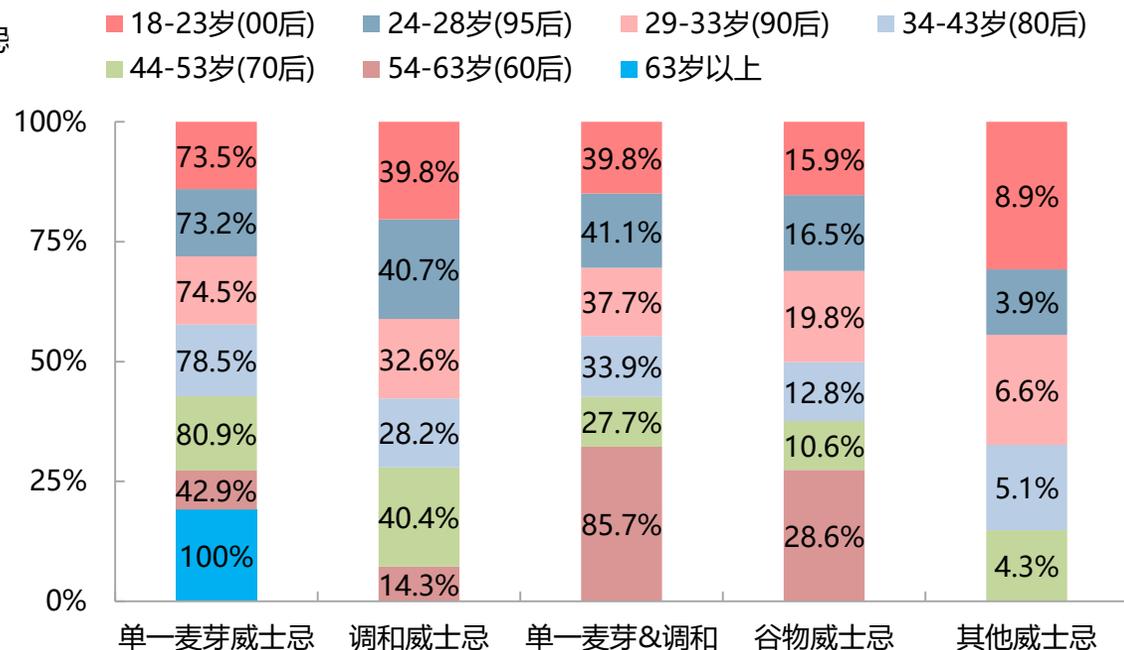
威士忌整体价格带有下调需求



国产威士忌分类及占比



不同年龄消费者倾向的威士忌类别



PART 2

百润股份：威士忌空间探讨

百润嵊州：10月产品即将面世

- 百润股份旗下嵊州蒸馏厂：位于四川邛崃，16年规划，19年投建，21年投产，主要研发生产威士忌、伏特加、金酒等烈酒。23年7月嵊州蒸馏厂推出金酒品牌“椒语”、伏特加品牌“岭冽”；23年12月威士忌桶陈突破30万桶。目前嵊州橡木桶桶型超52种，除雪莉桶、葡萄酒桶、波本桶和朗姆桶等传统品类外，还有黄酒桶、蒙古栎桶、STR橡木桶等创新品类。
- 24年10月，第一批威士忌产品经3年桶陈即将面世。

嵊州蒸馏厂发展历史



核心看点：产能规模国内最大

□ 岷州蒸馏厂为目前国内威士忌产能最大、产品线最全的现代化蒸馏厂。

- **生产产能：**岷州蒸馏厂拥有3.1万吨伏特加&谷物威士忌新酒和0.48万吨麦芽威士忌新酒，对应3.58万吨总产能，产线可灵活调整。
- **储藏产能：**岷州蒸馏厂拥有30万橡木桶，对应6.775万吨威士忌基酒（70%vol）桶陈产能（橡木桶单桶容量约225L，单桶购置费超5300元）。

岷州蒸馏厂投资及产能

时间	投资额	项目	产能	投产时间
2019.3	6亿元	伏特加及威士忌工厂	3.1万吨伏特加及谷物威士忌新酒 0.48万吨麦芽威士忌新酒	2021
2020.11	11.7亿元	威士忌基酒桶陈	15万桶，3.4万吨(70%vol)	2023.7
2021.11	15.6亿元	麦芽威士忌基酒桶陈	15万桶，3.375万吨(70%vol)	2024.10
2020.4	4.1亿元	巴克斯烈酒品牌文化体验中心		2024

核心看点：产品渠道营销协同

- 产品端：**预计10月先推**调和威士忌**（再推**RTD**），参考**岭冽/椒语**，预计卡位**100-200元**性价比锁定威士忌潜在人群；加之公司以**香精香料**起家，了解国人口味并在调香配制具备优势，桶型丰富，更可推出**更适合中国人口味的威士忌**。
- 渠道端：**Rio同为**年轻中产+居家自饮**，渠道重**商超便利店**等，在**人群/场景/渠道**与威士忌协同；此外公司重点开拓**白酒渠道**，补足渠道基础。
- 营销端：**Rio预调酒已凸显公司**强营销能力**，14年反超此前第一的百加得冰锐并持续扩大市场份额，威士忌有望重现历史；同时公司成立**巴克斯烈酒品牌文化体验中心**，打造国内特有工业旅游目的地助其市场教育。

伏特加岭冽、金酒椒语定价

产品	类别	酒精度	容量	售价	示意图
岭冽	伏特加	40%vol	700ml	180元	
椒语	金酒	47%vol	700ml	225元	

岷州蒸馏厂威士忌桶型丰富

桶型	蒙古栎桶	花雕黄酒桶	香雪黄酒桶	美国波本桶	西班牙红酒桶	美国红酒桶
口感	奶油/话梅/丁香/蜜桃/果酱	米香/香草/果干	米曲/焦糖/巧克力	奶油/蜂蜜/香草/花香	葡萄酒/辛香料/焦糖	葡萄酒/烤坚果/红枣/烤咖啡豆
示意图						
桶型	菲诺雪莉桶	欧罗索雪莉桶	AM雪莉桶	PX雪莉桶	朗姆桶	龙舌兰桶
口感	白葡萄酒/花香/木质调	葡萄干/坚果/水果/焦糖	奶油/太妃糖/坚果/蜜饯	葡萄干/丁香/咸奶油/果干	香草/奶油/水果/麦芽糖	青椒/香草/奶油/水果/花香
示意图						

空间探讨：百润威士忌如何估值？

- 威士忌产能测算：**假定满产满销，我们测算威士忌年销量6.27万吨，对应出厂收入超60亿元，可超23年行业整体规模5.5万吨/55亿元；据此我们预计：**当前基酒还需部分用于开发预调酒产品、及继续桶陈制作年份酒。**
- 威士忌空间测算：**假定行业以5年CAGR10%扩容至90亿规模，**崂州威士忌有望凭借先发的性价比卡位+适配国人口味+协同推广优势进入威士忌第一梯队，中期维度假定份额20%，对应收入空间18亿元；**参考海外烈酒及中国白酒(出厂均价120元/L)净利率，以崂州威士忌出厂价**预计净利率25%，对应利润空间4.5亿，市值增量贡献可期。**

崂州蒸馏厂满产满销收入测算

	数值	单位
假定售价	150	元/瓶
假定出厂价	70	元/瓶
规格	700	ml/瓶
产能	3.58	万吨
基酒酒精度	70	%vol
可兑40%vol威士忌销量	6.27	万吨
满产威士忌瓶数	8950	万瓶
满产威士忌收入	62.65	亿元

崂州蒸馏厂中期空间预测

	数值	单位
威士忌收入	18	亿元
威士忌净利	4.5	亿元
威士忌净利率	25%	
对应销量	2571	万瓶
对应产销率	29%	
23年行业收入	55	亿元
假定行业CAGR	10%	
对应市占率	20%	

烈酒公司净利率与估值参考

	净利率	Forward PE
帝亚吉欧	19.1%	18.8
保乐力加	12.7%	16.3
百富门	24.5%	25.4
金巴利	11.3%	24.9
三得利	5.2%	18.7
中国白酒行业	30.8%	



PART 3

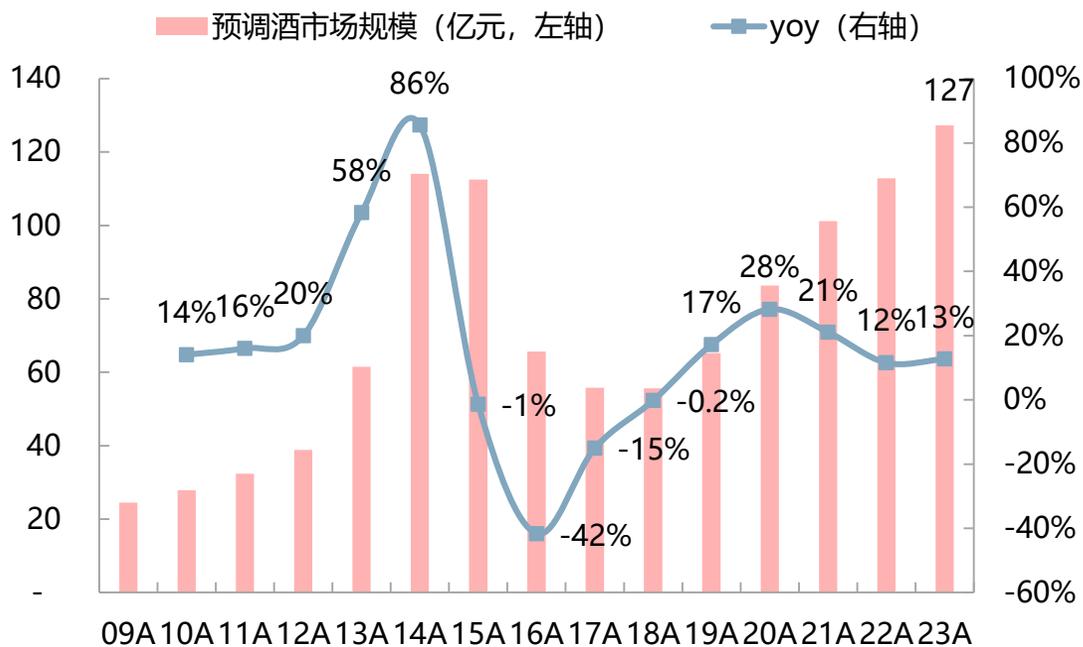
百润股份：预调酒周期探讨

主业预调酒：波动向上，百润引领

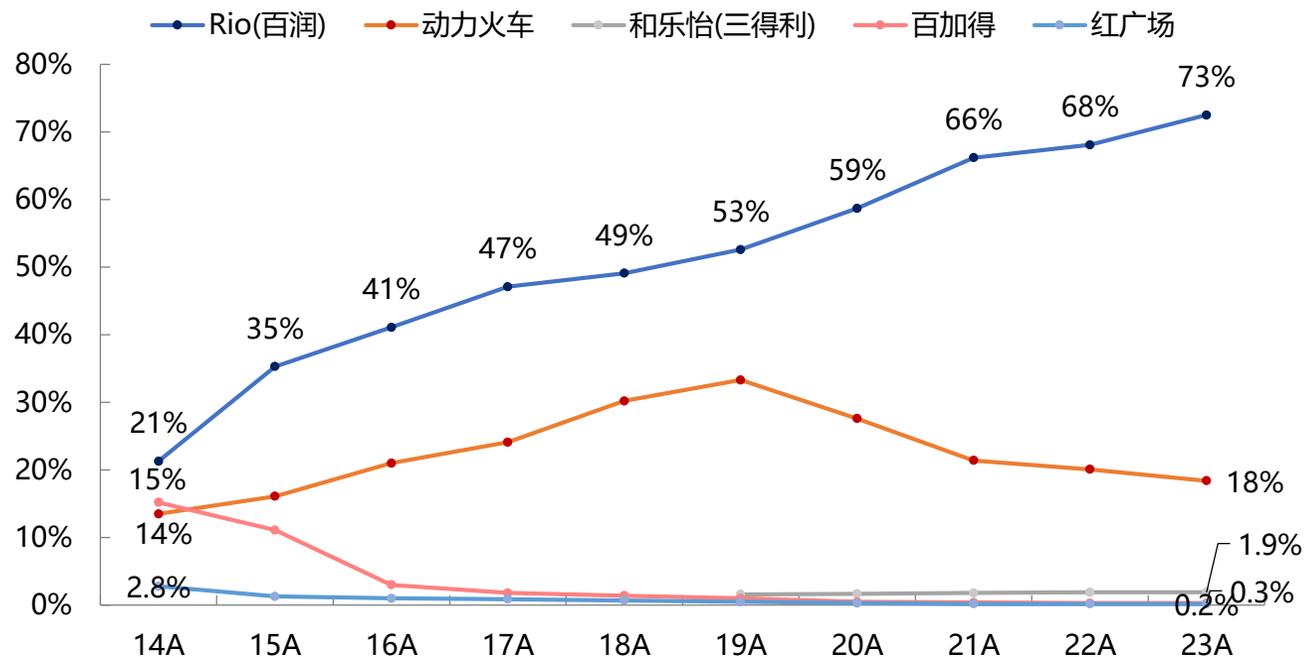
□ 再看百润主业预调酒市场：Rio引领行业波动向上。

- 行业规模波动向上：中国预调酒行业仍处成长期，呈现一定的“波动向上”型特征，23年终端规模127亿元，同比+13%。
- 格局集中Rio引领：行业当前格局清晰，CR2占据9成市场，百润Rio“一家独大”份额73%，广东仙津旗下动力火车份额18%；此前14年份额第一的外资品牌百加得冰锐已退出市场。

23年预调酒终端销售额127亿，同比+13%



Rio预调酒份额持续提升，最新73%

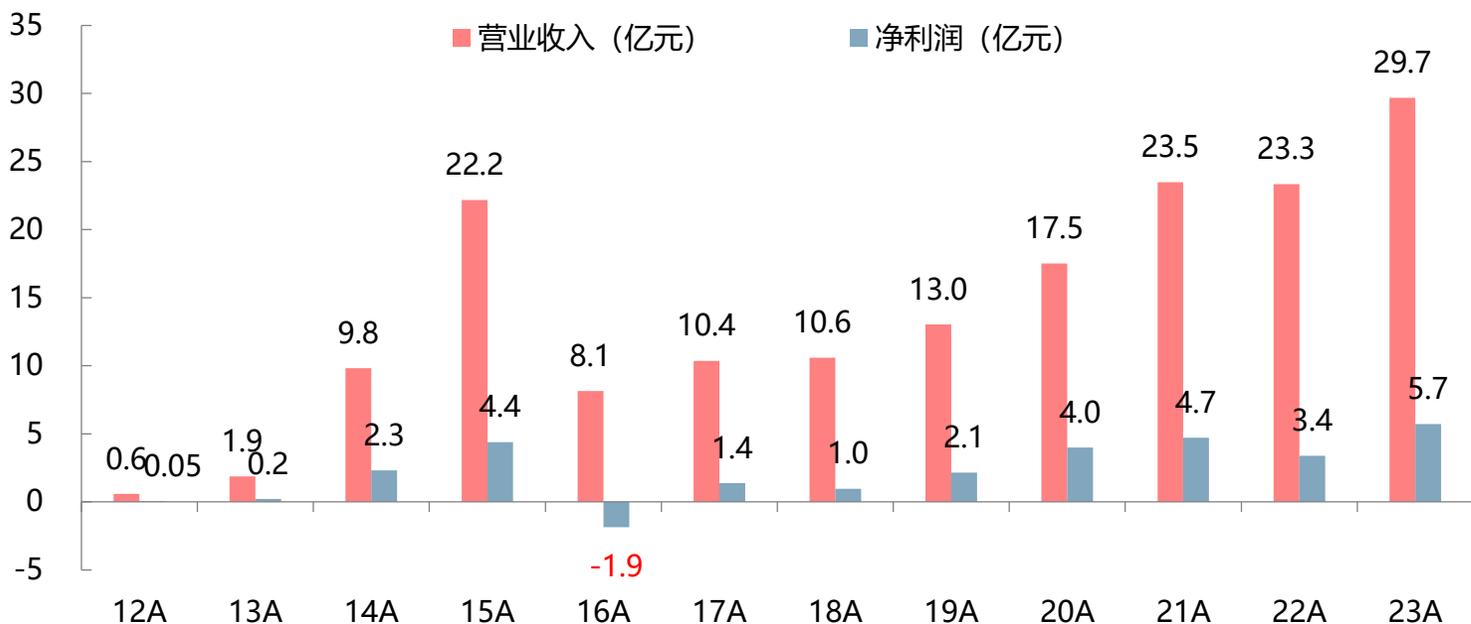


Rio复盘：场景挖掘持续迭代

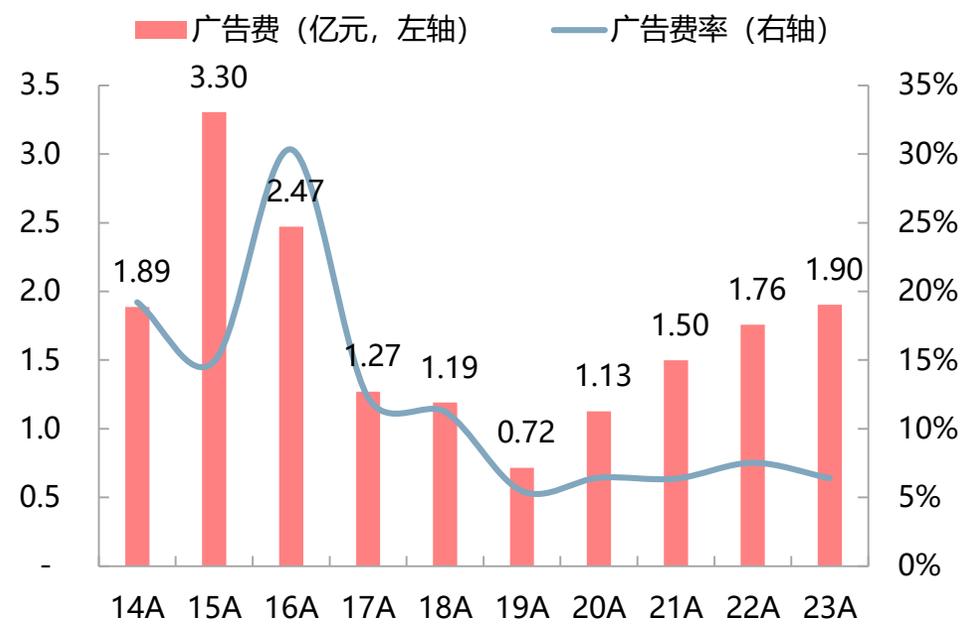
复盘Rio十年成长：成功背后反映的是公司对消费场景的深度挖掘：

- “爆发期” 13年-15H1：公司依靠从夜场转向流通+营销铺货，14年超百加得冰锐（外资营销投入不足）跃升行业第一。
- “调整期” 15H2-17年：库存积压，价格混乱；开始减少发货清理库存，削减广告费，经销商清退，销售精简。而同期行业玩家退出，其中冰锐16年10月停产。
- “再焕发” 18年-23年：17年8月公司将微醺升级定位为女性+居家自饮，18年起微醺放量。我们认为微醺成功的背景在于：1) 女权主义崛起，鸡尾酒相较啤酒更满足女性心理诉求；2) 疫情导致的自饮经济，相较社交场景更加贴合消费现状。Rio的二次爆发再度证明公司对消费场景的深刻捕捉。

Rio鸡尾酒历史收入、利润



Rio广告费率逐渐趋于平稳



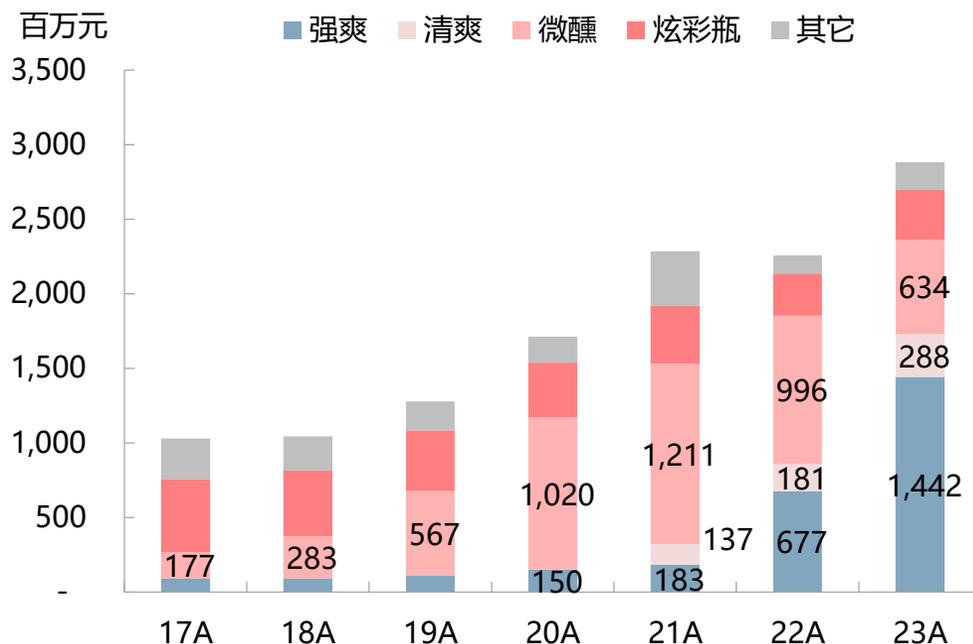
Rio现状：358矩阵定位清晰

- 总结Rio产品矩阵：“经典瓶-微醺-强爽-清爽”交替上升，358定位清晰，反映的是公司对目标用户的深刻洞察&产品创新。
- 3度微醺：17年8月升级，精准定位**女性+一个人的小酒**，找到消费场景，18年开始放量增长。
- 8度强爽：16年4月推出，22年升级定位**男性+一罐就到位**，22Q4开始放量，23年显著拉动增长。
- 5度清爽：21年4月推出，定位**好喝的酒，不用吃苦+普适性场景**，22年9月加大推广，24Q2主推，**迎合趋势主打高性价比/以8元500ml**进入啤酒价格区间，目标抢占部分啤酒消费场景。

358产品矩阵

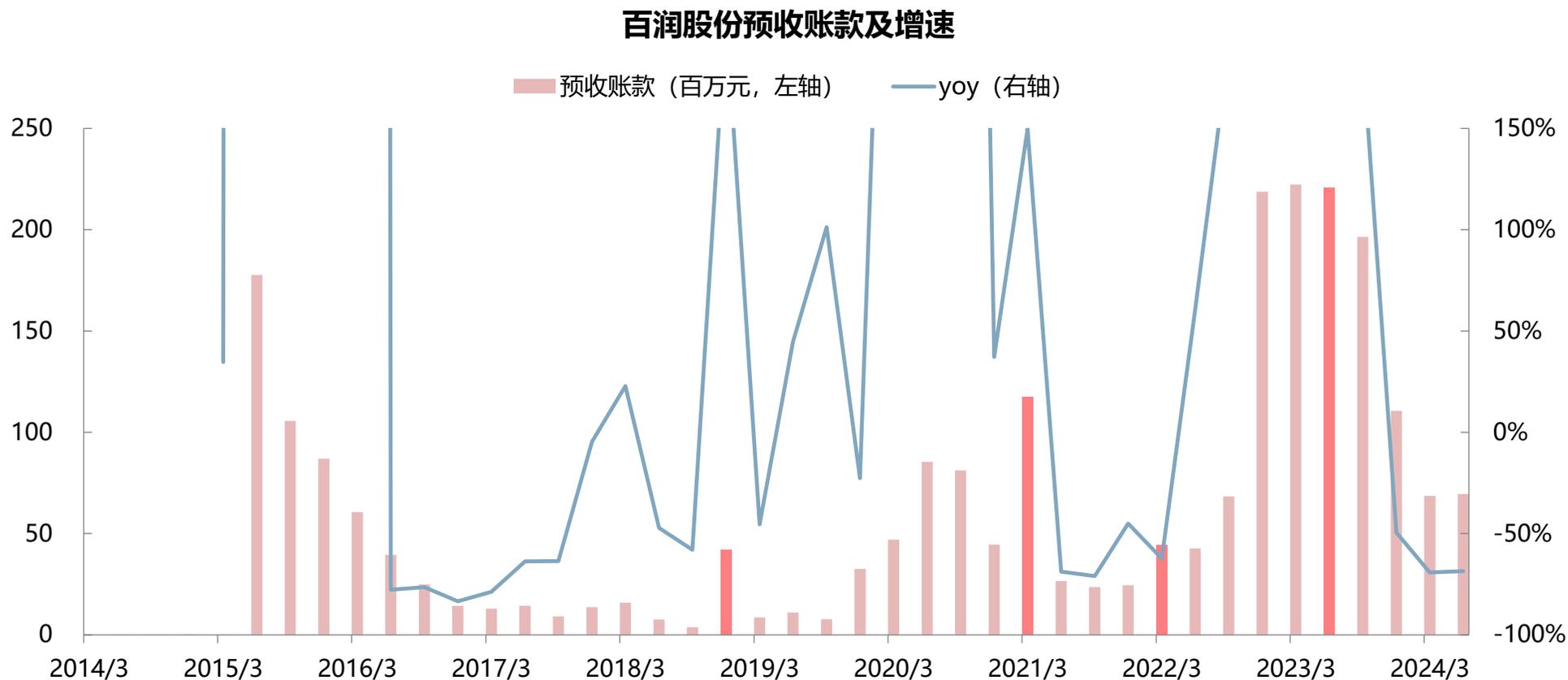
产品	推出时间	酒精度	果汁量	容量	售价	定位
3度微醺	2016	3%vol	≥3%	330ml	8.1元	11款口味 定位： 年轻女性 场景： 一个人的小酒
5度清爽	2021	5%vol	≥3%	330ml/ 500ml	6.5元/ 8.0元	7款口味 定位： 好喝不苦，性价比 场景： 普适性场景
8度强爽	2016	8%vol	≥3%	330ml/ 500ml	7.2元/ 11.4元	12款口味 定位： 年轻男性，一罐到位 场景： 聚餐及休闲
经典炫彩瓶	2003	4.2-4.5%vol	≥3%	275ml	13.3元	6款口味 定位： 年轻潮酷，易入口 场景： 聚会交友

鸡尾酒产品收入交替上升



周期视角：从预收账款看经营周期

- **预收账款&经营周期同步性**：18.12.31-21.3.31、22.3.31-23.6.30公司预收款呈上行周期，同期公司股价均录得优秀表现。
- **当前周期已至下降筑底节点**：23.9.30公司预收款开启下降周期，时间已达1年，至24.6.30中期处于筑底盘整阶段，随清爽产品24H2主推，可期主业修复周期不远将至。



周期探讨：百润主业底部区间

- **产品周期上**：18-23年公司经历微醺、强爽两轮爆发周期，当前处于**强爽调整+清爽上升**周期；
- **库存周期上**：18-23H1可整体视为上一轮大幅上升周期，目前处于**去库筑底阶段**，时间已达1年，望筑底回升；
- **估值周期上**：当前Forward PE跌至18x（最低15.7x），上轮底部为15.5x Forward PE，目前处于估值底部区间。

——前文已述，我们认为公司358定位下产品矩阵基本盘相较历史周期更为扎实，业绩预计不会出现上轮大幅调整，更趋平稳过渡（24H1收入/利润同比-1%/-8%），我们预计25年恢复增长/净利9.5亿，参考上轮周期当前处底部估值附近。

百润股份股价复盘



全文结论：盈利估值

- **新业务威士忌贡献向上空间：**当前国产化大潮将至，公司有望凭借高性价比卡位+产品定义+推广协同优势发力，具第一梯队潜力，中期维度，我们预计收入空间18亿元，利润空间4.5亿元，增量上有望贡献可观估值空间。
 - **主业预调酒可贡献安全边际：**当前仍处基本面调整周期，公司通过持续产品创新基本盘已扎实，业绩望平稳过渡，时间维度上我们预计24Q4恢复增长，25年净利润9.5亿，参考上轮周期底部估值15.5x，当前Forward PE 18x处底部区间。
- 全文结论，我们认为当前公司价值探底/静待拐点，上有增长空间/下有安全边际，“买入”评级。

可比公司业绩估值

代码	简称	股价	市值 亿元	营业收入				收入 CAGR	归母净利润				归母 CAGR	PE				净利率 24E
				23A	24E	25E	26E		23A	24E	25E	26E		23A	24E	25E	26E	
002568.SZ	百润股份	16.68	175	32.6	31.4	37.3	43.4	10%	8.1	8.0	9.5	11.3	12%	21.6	21.9	18.4	15.6	25.5%
DGE LN	帝亚吉欧	2491.00	5150	1464	1481	1464	1530	1%	279.6	274.2	295.0	317.2	4%	18.4	18.8	17.5	16.2	18.5%
RI FP	保乐力加	129.35	2571	907	926	914	936	1%	115.4	157.3	165.1	176.2	15%	22.3	16.3	15.6	14.6	17.0%
BF/B US	百富门	45.57	1530	301	307	294	305	1%	73.7	60.1	63.6	68.5	-2%	20.8	25.4	24.1	22.3	19.6%
CPR IM	金巴利	8.24	796	224	247	269	288	9%	25.3	31.9	36.2	41.1	17%	31.4	24.9	22.0	19.4	12.9%
2587 JP	三得利	5500.00	848	803	835	865	888	3%	41.7	45.3	51.0	52.7	8%	20.3	18.7	16.6	16.1	5.4%

风险提示

1、新品拓展不及预期

新品威士忌即将上市，消费者关注度高，但是否起量仍存在不确定性，有低于预期风险。

2、预调酒下滑超预期

公司主业预调鸡尾酒处于去库存周期和强爽调整期，清爽增长尚不能抵消收入下降，有持续不及预期风险。

3、消费者习惯变化

消费者对低度酒和饮料需求不稳定，延续性较差，若产品创新不及时，有落后消费者需求变化的风险。

4、市场竞争加剧

目前预调酒市场格局稳定，Rio份额领先，若行业有新的强力进入者，可能影响到Rio份额。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

感谢您的信任与支持!

分析师：邓 欣 S0010524010001

分析师：罗越文 S0010524020001