

**华致酒行(300755.SZ)/食品饮料**
**白酒流通领头人，全渠道发力领跑行业**
**评级：买入（首次）**

市场价格：37.97

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

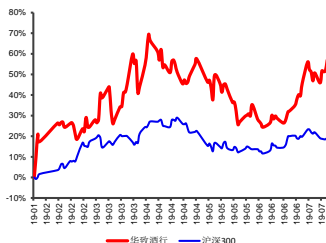
Email: gongxl@r.qizq.com.cn

研究助理：熊欣慰

Email: xiongxw@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	231.55
流通股本(百万股)	57.89
市价(元)	37.97
市值(百万元)	8792
流通市值(百万元)	2198

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,407	2,721	3,342	4,068	4,830
增长率 yoy%	10.18%	13.06%	22.83%	21.74%	18.73%
净利润	203	225	276	336	403
增长率 yoy%	79.38%	10.94%	22.80%	21.54%	20.08%
每股收益(元)	1.17	1.29	1.19	1.45	1.74
每股现金流量	1.58	-1.04	2.26	1.30	1.30
净资产收益率	18.02%	16.67%	16.98%	17.11%	17.04%
P/E	32.53	29.32	31.84	26.20	21.82
PEG	1.82	1.37	0.90	1.47	1.02
P/B	7.81	6.52	5.41	4.48	3.72
备注:					

**投资要点**

- **华致酒行是A股“酒商第一股”，致力于成为全国最大的精品酒水全渠道营销网络和B2B供应服务平台。**公司发展可分为两个阶段：2005-2012，主要走高端酒路线，渠道上“团购为主，零售为辅”。2013三公消费禁令以后，公司从产品、渠道入手，由传统经销商向名酒产品供应平台转变。
- **华致酒行是中国酒类流通行业龙头。产品方面**，白酒是其经销的最主要产品，占其总收入的93.8%，其中茅台、五粮液为主要品牌。同时也覆盖古井贡等中档价位品牌和进口葡萄酒。**品牌方面**，公司建立系统的酒类保真体系，“精品、保真、服务、创新”的品牌形象深入人心。**渠道方面**，华致拥有全渠道营销网络体系。截至2018年6月，公司旗下共有151家连锁酒行、595家华致酒库、3,000多家零售网点、20多家KA商超、100多家终端供应商。同时公司开拓线上销售渠道，通过电商与公众号为消费者提供便捷的服务。**业绩与财务方面**，2014年来公司主营业务收入稳步增长，CAGR达到24.08%；销售毛利高达20.27%，远超行业平均水平；三费逐年下降趋势明显，2018年由于加大广告促销力度，销售费用率略有增加；存货、应收账款周转加快，运营能力提升明显。
- **电子商务兴起，营销服务成为重点，白酒流通行业未来可期。**依旧旺盛的白酒市场需求保障了白酒流通行业前景。另外，大众与商务消费崛起、行业消费升级、电子商务兴起，在增加白酒流通渠道重要性的同时也对酒类企业提出更高的要求。目前，我国酒类流通行业集中度低，华致作为龙头或能享受产业整合红利。
- **华致的核心竞争力在于“保真”的品牌形象、强劲的全渠道营销网络、充足的采购资源。**(1)“保真”形象在上游解决厂家最关注的产品质量问题，增强其对华致的信心；在下游得到消费者认可，可收取信用、服务溢价，获得远高于其竞争对手的销售毛利。(2)全渠道营销模式在整个酒类流通行业中具有先进性。与传统经销商相比，其更加注重互联网与品牌门店的建设有利于全国化与品牌化。与纯线上经销商相比，其具有更强的渠道开拓能力与消费者培育功能，对上游厂商有更大的吸引力。(3)公司将源头采购与外采相结合以满足消费者的大量需求。
- **公司的未来增长点在于拓宽营销渠道和联合厂商开发独家新产品。**上市融资后，公司计划耗资10亿进一步加强营销网络、信息化营销系统、产品研发中心建设。公司计划于2020年将终端网点增加至30000家，将仓库数量增加至111个，新产品的引入也将继续拉动公司营收和毛利增长。

- **投资建议:** 首次覆盖, 给予“买入”评级。我们预计公司 2019-2021 年营业收入总收入分别为 33.42/40.68/48.30 亿元, 同比增长 22.83%/21.74%/18.73%;净利润分别为 2.76/3.36/4.03 亿元, 同比增长 22.80%/21.54%/20.08%, 对应 EPS 分别为 1.19/1.45/1.74。
- **风险提示:** 打压三公消费力度继续加大、采购成本提升和货源不足、食品安全事件

内容目录

华致酒行简介: A股“酒商第一股”, 流通渠道布局强大.....	- 5 -
发展历程: 产品、渠道双发力, 积极转型打造名酒产品供应平台 .....	- 5 -
股权架构: 实际控制人发行后持股比例较高 .....	- 6 -
业务架构: 产品种类较为集中, 直供渠道蓬勃发展 .....	- 7 -
财务情况: 盈利稳定增长, 销售费用控制良好, 经营周期缩短 .....	- 12 -
酒类流通行业概述: 流通渠道重要性显现, 行业整合龙头受益.....	- 14 -
供需增长态势良好, 白酒消费结构变化凸显流通渠道重要性.....	- 14 -
流通新渠道兴起, 营销服务成为重点 .....	- 15 -
行业集中度较低, 华致地位领先.....	- 16 -
核心竞争力: 保真体系+全渠道网络致胜酒类流通行业 .....	- 17 -
品牌知名度高: 保真体系塑造品牌形象, 提升议价能力 .....	- 17 -
全渠道营销网络奠定行业领先地位.....	- 18 -
源头采购关系稳定, “外采”模式保证货源充足.....	- 18 -
增长点: 深耕营销网络、开发产品为持续增长保驾护航.....	- 19 -
募资建设全渠道营销网络持续强化盈利能力 .....	- 19 -
引入开发新产品贡献增长点.....	- 20 -
投资建议.....	- 21 -
风险提示.....	- 21 -

## 图表目录

图表 1: 华致酒行发展历程 .....	- 6 -
图表 2: 华致酒行发行后股权结构图.....	- 7 -
图表 3: 国内外酒品主要合作品牌 .....	- 7 -
图表 4: 主营业务收入(亿元)及增速.....	- 8 -
图表 5: 白酒收入以茅台和五粮液为主.....	- 8 -
图表 6: 华致酒行渠道结构图(2018H1) .....	- 8 -
图表 7: 华致酒库、KA卖场蓬勃发展, 终端供应商、连锁酒行收入占比降低..	- 9 -
图表 8: 品牌门店、团购电商毛利较高(18H1) .....	- 9 -
图表 9: 电商、KA、经销商毛利上升 .....	- 9 -
图表 10: 酒行合作店数量逐年下降 .....	- 10 -
图表 11: 合作店数量减少主要由客户转型所致 .....	- 10 -
图表 12: 华致酒行合作店与华致酒库差异对比 .....	- 10 -
图表 13: 直供渠道销售收入占比逐年提升 .....	- 11 -
图表 14: 零售网点数量自 2017 年开始下降.....	- 11 -
图表 15: KA卖场销售收入(万元) .....	- 12 -
图表 16: 各大 KA 卖场销售占比图 .....	- 12 -
图表 17: 主营业务收入(万元)及增速.....	- 12 -

图表 18: 归母净利润稳健增加 (万元) .....	- 12 -
图表 19: 净利率逐年上升, 2016 年毛利率触底反弹 .....	- 13 -
图表 20: 各类产品毛利率变化图 .....	- 13 -
图表 21: 费用率稳中有降 .....	- 13 -
图表 22: 销售费用子项目增速 .....	- 13 -
图表 23: 销售费用子项目变动占比 .....	- 13 -
图表 24: 存货周转加快, 应收账款回收速度加快, 营业周期缩短 .....	- 14 -
图表 25: 白酒需求保持旺盛 .....	- 15 -
图表 26: 白酒消费结构 (2012) 以政务消费为主 .....	- 15 -
图表 27: 酒类进口金额增长态势良好 .....	- 15 -
图表 28: 酒类流通行业发展历史 .....	- 16 -
图表 29: 全国居民人均可支配收入 (元) .....	- 16 -
图表 30: 美国酒类流通行业竞争格局 (销量) .....	- 16 -
图表 31: 中国酒类流通行业经营业态分布 .....	- 16 -
图表 32: 主要竞争对手对比 .....	- 17 -
图表 33: 主要竞争对手营收对比 (亿元) .....	- 17 -
图表 34: 主要竞争对手净利润对比 (万元) .....	- 17 -
图表 35: 华致酒行品牌获奖情况 .....	- 18 -
图表 36: 2017 年华致销售毛利率明显领先 .....	- 18 -
图表 37: 53 度飞天茅台 500ml 外采情况 .....	- 19 -
图表 38: 52 度普通五粮液外采情况 .....	- 19 -
图表 39: 上市所募资金 59.4% 用于营销网络建设 .....	- 19 -
图表 40: 华致网点计划 .....	- 20 -
图表 41: 华致仓储计划 .....	- 20 -
图表 42: 华致酒行产品引入开发流程图 .....	- 20 -
图表 43: 华致酒行三大财务报表预测 (单位: 百万元) .....	- 22 -

## 华致酒行简介：A股“酒商第一股”，流通渠道布局强大

发展历程：产品、渠道双发力，积极转型打造名酒产品供应平台

- **2012年3月26日国务院召开相关会议，指出要严格控制“三公”经费，禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品。**这一政策被视为三公消费禁令的开始，自此行业进入洗牌期。通过归纳和梳理，我们将公司的发展历程可以分为两个发展阶段。第一阶段：2005至2012年，即三公禁令出台前；第二阶段：2013年至今，即行业转折期以后。

- **第一阶段：2005至2012年，公司主要走高端酒路线。依托母公司华泽品牌、名酒资源以及门店加盟运作的“合伙人”，通过“团购为主，零售为辅”的渠道模式进行发展。**这一阶段，华致酒行店内销售所占比例较小，往往不到20%，更多的销量是通过政府机关、企事业单位的渠道团购达成。

(1) 2005年，云南香格里拉金六福酒业销售公司和自然人王海峰共同出资成立云南华致酒业有限公司，开创了以“保真”为核心经营理念的创新式酒类连锁模式。

(2) 2005年7月，华致酒行成为五粮液五种年份酒的独家代理企业。

(3) 2010年，华致酒行与五粮液签署为期8年的合约，成为五粮液年份酒的全国总经销商；与茅台签约，成为国酒茅台、茅台王子酒、茅台迎宾酒的经销商。截至2010年，公司于全国范围共有近300家门店，估值达60亿元。

(4) 2011年，证监会以“华致酒行存在关联交易隐忧，以及突击任命多位董事、高管”为由，拒绝华致酒行的首次IPO申请。

- **第二阶段：2013年以后，公司商业逻辑逐渐摆脱“零售+团购”连锁模式，从产品、渠道入手，由传统经销商向名酒产品供应平台转变。**行业进入深度洗牌期后，“三公”受限，高端定位、依赖团购模式的特点，使酒业高端连锁企业陷入困顿。过去依靠‘团销’拓展市场的路走不通了，销售终端如商超、烟酒店越来越受到重视。

➤ **产品方面：(1) 填补价格带空缺：**2014年，为迎合市场需求，公司调整有五粮液年份酒系列等打产品价位，并相继引入古井贡等中档价位品牌，弥补100-500元价位空挡。**(2) 引入进口葡萄酒，丰富产品种类：**同年，华致酒行携手世界葡萄酒大师阿伦·格里菲斯共同创立“阿伦选·葡萄酒”，并“联姻”美国葡萄酒商星座集团，拿下星座集团旗下葡萄酒品牌“罗伯特·蒙大菲”在中国的30年独家代理权。**(3) 开发独家专营产品，调节利润结构：**华致酒行同时积极与名酒厂家合作独家代理品牌。2016年，金茅台、古井贡1818等纷纷上市，迎合消费者个性化需求，供不应求。

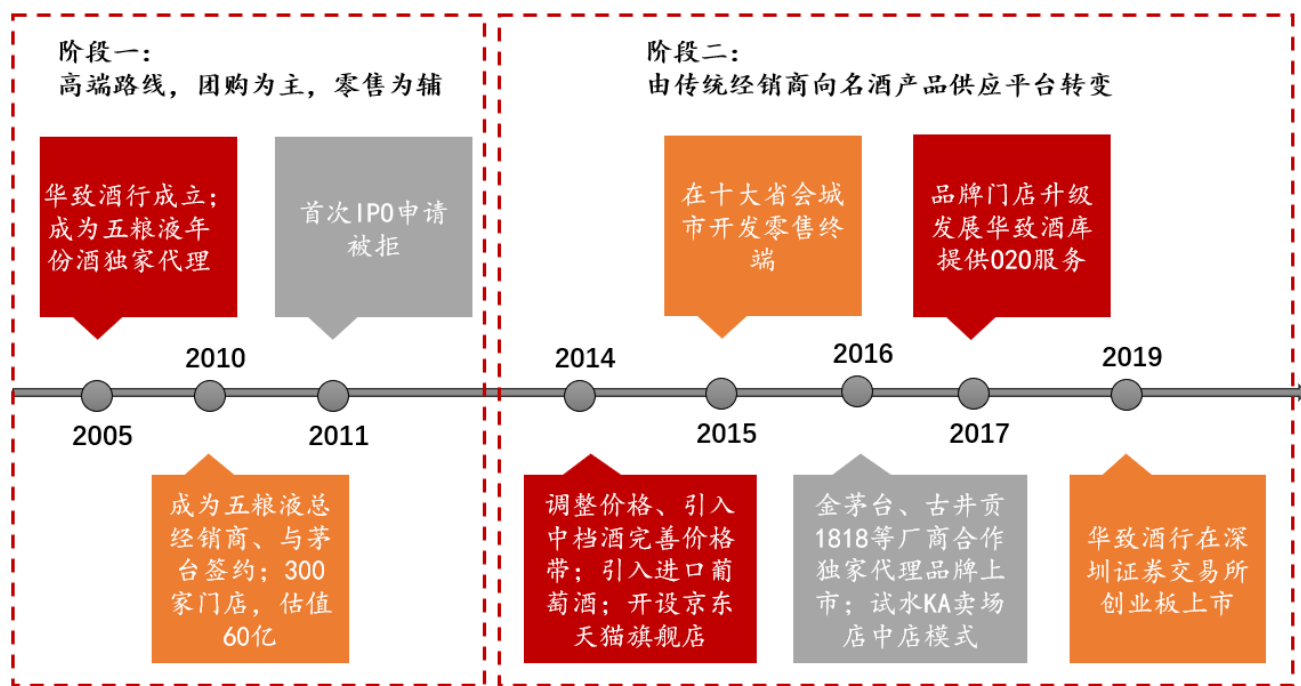
➤ **渠道方面：(1) 品牌门店升级，建设线上O2O销售平台：**2014年，公司在京东、天猫等电商平台开通了旗舰店。从2017年起，新发展的优质门店客户纳入“华致酒库”渠道。与传统连锁酒行相比，“华致酒库”运营涉及O2O线上渠道，可通过微信号等线上平台为消费者提供订购、配送等一体化的新零售便捷服务。**(2) 发展非自有品牌直供终端，压缩传统流通环节：**为保证渠道多样性，公司



大力发展包括零售网点、KA 卖场、团购电商在内的直供终端。华致酒行从 2015 年开始在郑州、南京、西安、长沙、成都、北京、济南、沈阳、石家庄、重庆十大省会城市开发具有名酒售卖能力的终端零售网点，开启直供终端模式。2016 年，试水 KA 卖场的店中店模式，成立现代渠道部专做沃尔玛、华润等大型连锁商超的供货和服务。根据公司反馈，与华致酒行合作的大型连锁商超就有 1000 多家线下店，大大拓展了渠道的多元性。

- 上市融资：2019 年 1 月 29 日，华致酒行（300755）在深圳证券交易所敲钟上市，正式登陆创业板，进一步树立其品牌形象。**公司未来的战略定位是高效化、规模化，未来一个时期计划发展 5000 家品牌门店和 50000 家直供优质终端网点，同时还将结合数字消费趋势，拓展线上 B2C 直供业务。华致酒行发行股票所募集资金拟投入“营销网络建设项目”、“信息化营销系统建设项目”、“产品研发中心建设项目”以及“补充营运资金”四大板块进行主营业务的深化拓展及延伸。大数据 B2B、终端门店、线上 B2C “三管齐下”的业务布局将全面打通流通领域的各个链条，实现营销网络渠道的扁平化操作及信息资源传递共享，推动华致酒行渠道升级。

图表 1：华致酒行发展历程



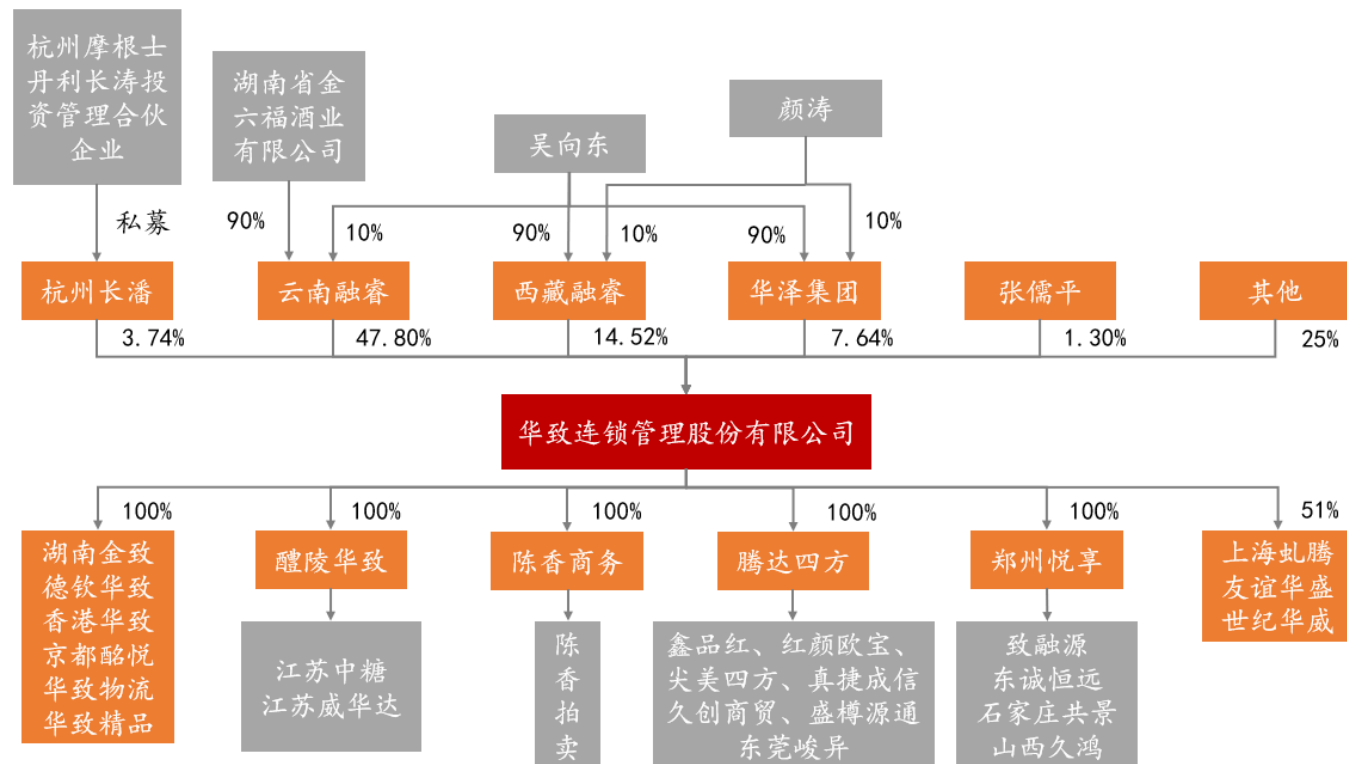
来源：招股说明书、中泰证券研究所

#### 股权架构：实际控制人发行后持股比例较高

- 截至 2019 年 4 月 25 日，华致酒行的前五大股东为云南融睿（47.80%）、西藏融睿（14.52%）、华泽集团（7.64%）、杭州长潘（3.74%）、张儒平（1.30%），前五大股东持股比例为 75%。
- 公司实际控制人为吴向东。截至招股书签署日，吴向东通过云南融睿间接持有公司 51.49% 股权，通过华泽集团持有公司 9.16% 股权，通过西藏融睿间接持有公司 17.42% 股权，通过杭州长潘间接持有 0.16% 的股

权。合计间接持有公司 79.23% 股权，实际控制公司 93.28% 的股权。IPO 后，吴向东持股比例为 69.96%，实际控制权比例依然较高。

图表 2：华致酒行发行后股权结构图



来源：wind，招股说明书，中泰证券研究所

业务架构：产品种类较为集中，直供渠道蓬勃发展

■ 产品结构：

- 依托客户渠道资源，建立全品保真酒品体系：公司与上游知名酒企酒商具有长期稳定的合作关系，能够为消费者提供优质丰富的产品。截至 2018 年，公司产品线以国内外知名品牌的白酒、葡萄酒、黄酒为主，主要合作品牌包括五粮液、茅台、古井贡、洋河、阿伦选、皮龙酒庄、奔富酒庄、璞立酒庄等，覆盖品类总共近 4,000 种。

图表 3：国内外酒品主要合作品牌

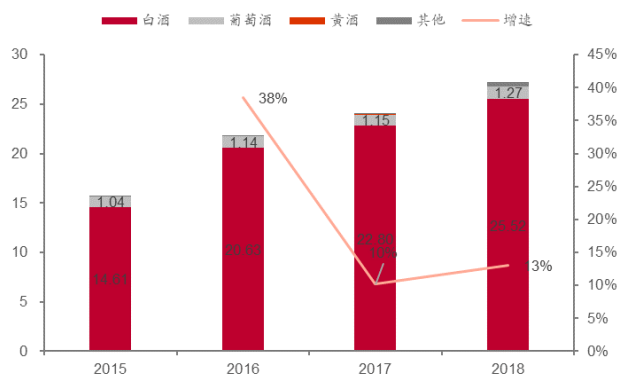


来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 产品品类较集中，白酒占比 93.8%，茅台、五粮液为主要品牌：公

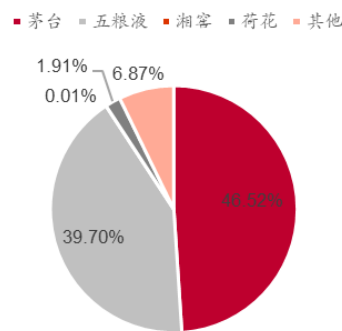
公司经营的酒类产品包括白酒、葡萄酒、黄酒三大类。其中白酒主要包括茅台系列、五粮液系列、湘窖系列、荷花系列。2015-2017 因白酒价格回暖、公司调整产品结构，白酒收入占比逐年上升。其中 53 度飞天茅台酒 500ml、52 度普通五粮液是公司的核心产品，2018H1 销售收入分别占主营业务收入的 15.68%和 17.92%。2017 年，因对总经销产品“五粮液年份酒”进行价格调整，五粮液系列价格涨幅较大，五粮液收入占比小幅上升。

图表 4: 主营业务收入 (亿元) 及增速



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

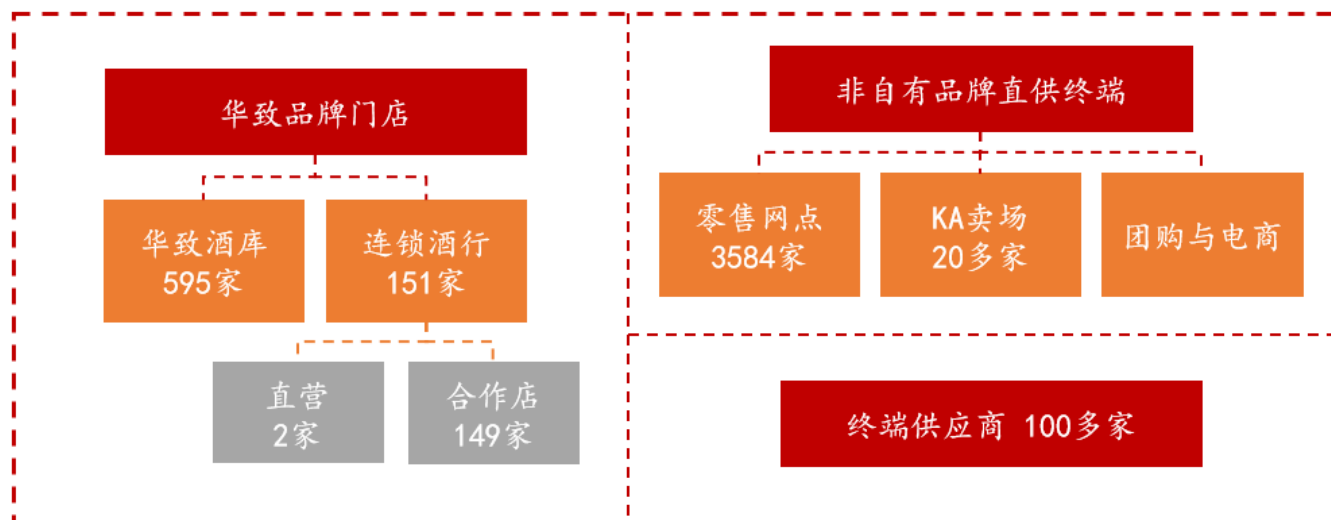
图表 5: 白酒收入以茅台和五粮液为主



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

- **渠道结构: 2014 年来, 公司积极引领变革潮流, 构建全渠道营销网络体系.**截至 2018H1, 公司旗下共有 151 家连锁酒行、595 家华致酒库、3,000 多家零售网点、20 多家 KA 商超、100 多家终端供应商。2018 年, 公司继续加速渠道扩张, 共发展华致酒库 223 家、终端供应商 62 家、零售门店类客户 556 家。

图表 6: 华致酒行渠道结构图 (2018H1)



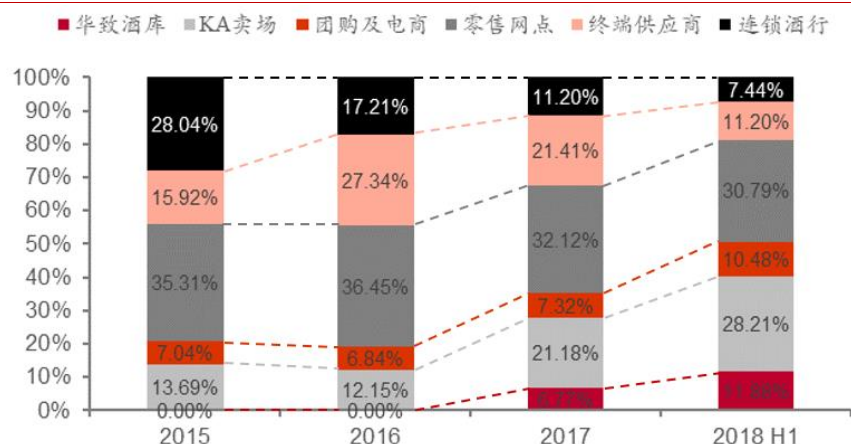
来源: 招股说明书, 2018 年报, 中泰证券研究所

- **从各渠道销售收入占比来看: KA 卖场收入占比不断提升, 2018 年在所有渠道中排名第二; 华致酒行于 2017 年推出, 两年间收入占比增速明显; 互联网趋势下, 电商平台的收入占比也在不断提高。**受公司构建全渠道营销网络策略的影响, 传统连锁酒行以及终端供应



商收入占比降低明显。零售网点收入占比虽然略有下降，但依旧是公司最为重要、正在大力开拓中的销售渠道，也是转型华致酒庄的重要来源之一。

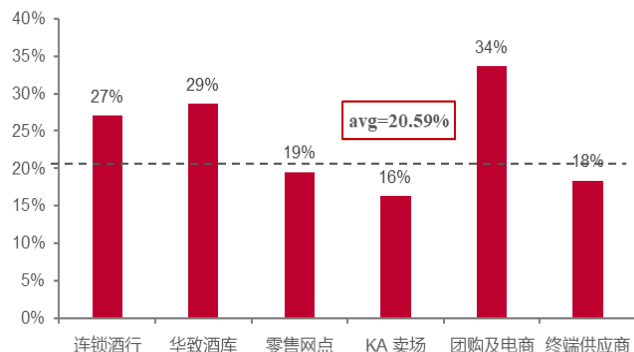
**图表 7：华致酒庄、KA 卖场蓬勃发展，终端供应商、连锁酒行收入占比降低**



来源：招股说明书，中泰证券研究所

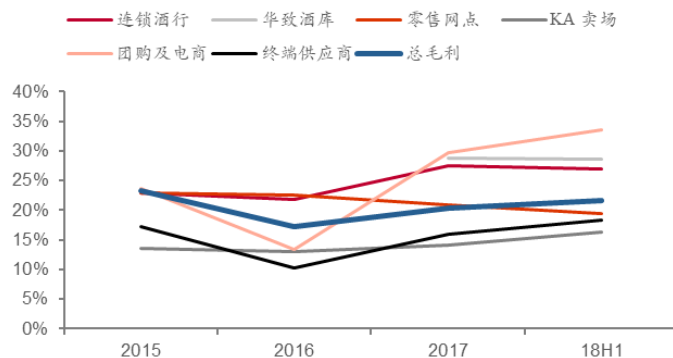
- 从各渠道毛利情况来看：品牌门店以及团购及电商渠道的毛利率远高于平均水平。KA 卖场与经销商渠道虽然毛利较低，但自 2016 年起呈逐年上升趋势。受益于电商、华致酒庄收入占比增长，KA 卖场毛利提高，公司从 2016 年的毛利 17.24% 上升至 2018 年的 21.26%。

**图表 8：品牌门店、团购电商毛利较高 (18H1)**



来源：招股说明书，中泰证券研究所

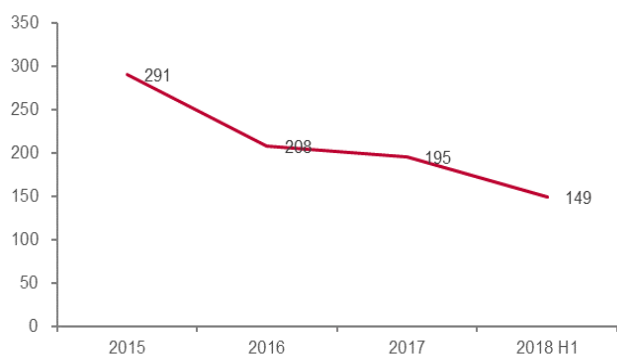
**图表 9：电商、KA、经销商毛利上升**



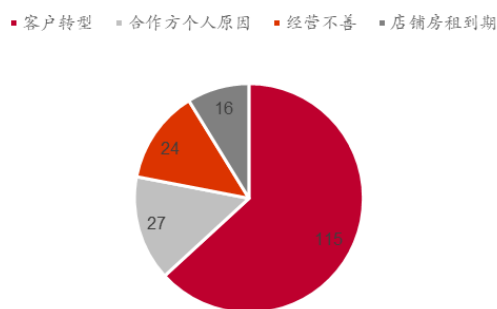
来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 各渠道具体情况如下：
- 华致品牌门店分为连锁酒行、华致酒庄，营业收入占公司主营业务收入约 18%。

(1) 连锁酒行分为直营店和合作店。直营店由公司出资设立并全权负责其运营以及一切费用开支，主要是零售与团购，公司享有其所有利润。合作店由获得公司授权的合作经营方自行购买后租赁店铺并负责日常运营，公司负责合作店的统一装修及供货且对连锁酒行的销售均为买断式销售。2015 年起，由于客户转型等原因，合作店数量逐年下降。公司渠道多样化，对连锁酒行渠道的依赖度逐渐降低。

**图表 10: 酒行合作店数量逐年下降**


来源：招股说明书，中泰证券研究所

**图表 11: 合作店数量减少主要由客户转型所致**


来源：招股说明书，中泰证券研究所

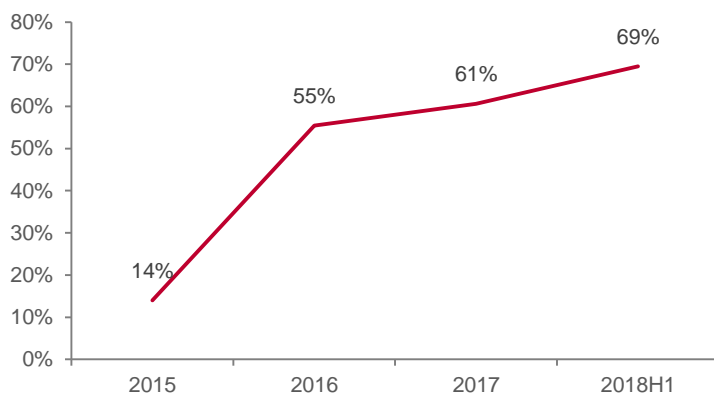
(2) 华致酒库是对连锁酒行的继承与拓展。为拓展营销网络，公司于 2017 年开始发展优质门店纳入“华致酒库”渠道。其管理模式与连锁酒行类似，但在服务方面配备 O2O 功能，引领酒类流通行业与互联网新零售结合的趋势。华致酒库渠道发展迅速，2017 年收入为 16,288.56 万元，2018 年 1-6 月收入为 16,900.71 万元，预计 2018 年收入翻倍。

**图表 12: 华致酒行合作店与华致酒库差异对比**

	华致酒行合作店	华致酒库
功能定位	产生于华致成立初期，主要以酒品保真理念、高档装修风格在上一轮酒类行业繁荣时期吸引政务、商务消费。	于本轮酒类行业复苏、消费升级及需求结构发生较大变动的背景下推出，以酒品保真、快捷服务、贴近消费、简约装修为运营理念的销售终端。
O2O建设	不涉及	最终消费者可通过华致酒库微信公众号、400 电话等渠道下单，相应产品需求经系统分配至华致酒库后，再由华致酒库承担运费配送至消费者。
外观形式	统一装修，并承担装修费用，且通常店铺面积较大。	发行人提供装修设计方方案、华致酒库客户自行装修店铺，通常店铺面积较小。
经营产品	发行人指定产品	除发行人提供产品，可选择在门店内销售其他供应商提供产品

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 非自有品牌直供终端模式包括零售网点、KA 卖场、团购和电商渠道。2015 年来，受益于居民收入的提升和就业市场的消费升级公司直供终端渠道的收入从 88,412.18 万元，增长至 2017 年的 145,852.99 万元，2018H1 收入为 98,832.12 万元。直供终端渠道的收入占主营业务比也从 56.04% 提升至 69.48%

**图表 13: 直供渠道销售收入占比逐年提升**


来源：公司年报、中泰证券研究所

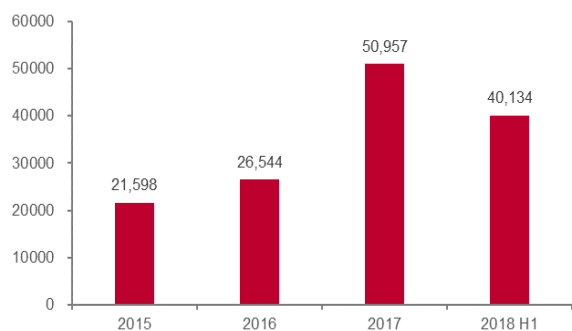
(1) 公司的零售网点包括酒类专卖店、名烟名酒店、餐饮酒楼、区域性超市等。摒弃了传统的“总经销商/一级经销商——各级经销商——零售商”进货模式，公司直接向零售网点供货，渠道高效、扁平化，配送呈现少量、高频、耗时短的特点。为拓展渠道多样性，公司与 2015 年开始大力发展零售网点，2016 年网点数量达到高峰 4485 家。2017 年开始，公司整合现有零售类客户资源推出华致酒库门店，部分零售网点客户转化为华致酒库客户，故零售网点数量同比有所下降。

**图表 14: 零售网点数量自 2017 年开始下降**


来源：招股说明书，中泰证券研究所

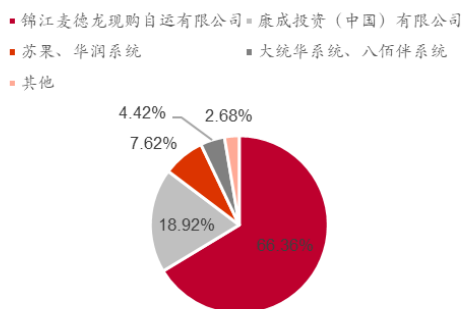
(2) KA 卖场渠道的开拓由公司现代零售部专职负责，截至 2018 年 6 月，公司已与 20 多家大型连锁商超建立合作关系，包括麦德龙、卜蜂莲花等跨国大型连锁超市以及苏果、华润万家、华联超市等国内知名商超。2015 年来，KA 卖场销售收入稳步增长，CAGR 超过 50%。其中锦江麦德龙现购自运有限公司为最大的 KA 客户，2018H1 销售收入占 KA 收入比 66.36%。

图表 15: KA 卖场销售收入 (万元)



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 16: 各大 KA 卖场销售占比图



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

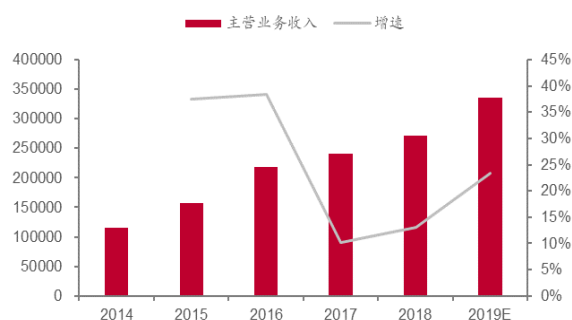
(3) 公司团购业务与电商渠道公司分别由重点客户部和子公司陈香商务专职负责。公司团购业务的销售对象主要是大型批量消费客户, 如企事业单位、行业协会及民间团体等。电商渠道则主要在京东、天猫开设电商旗舰店, 尝试开展线上销售。

- 终端供应商在市场覆盖、渠道拓展方面具有优势。公司对终端供应商渠道的销售均为买断式销售。2016 至 2018H1, 终端供应商渠道销售收入逐步降低, 分别为 59,723.37 万元、51,509.37 万元和 15,924.94 万元, 其占主营收入比例也由 27.34% 降至 11.20%。

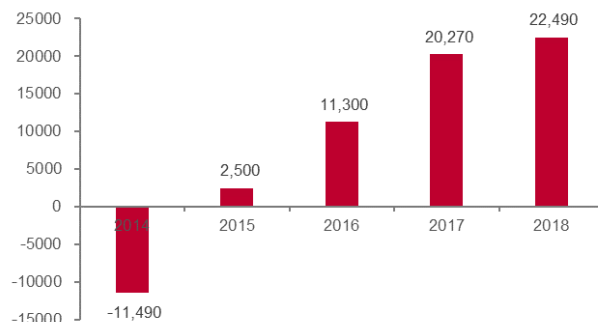
财务情况: 盈利稳定增长, 销售费用控制良好, 经营周期缩短

- 营业收入稳定增长, 净利率逐年上升, 毛利率 2016 年触底反弹。2014 年来公司主营业务收入稳步增长, CAGR 达到 24.08%。2018 年公司营业收入达到 27.2 亿元, 归母净利润为 2.25 亿元, 同比增长 13.06% / 10.95%。
- 2018H1 公司销售净利率为 9.81%。2016, 年公司调整产品结构, 毛利较低的茅台酒销售额占主营业务收入比从 92.63% 上升至 94.47%, 导致公司 2016 年毛利降低触底。2017 年白酒市场回暖, 茅台酒系列核心产品“53 度飞天茅台酒 500ML”以及“30 年茅台年份酒”毛利率分别上涨 12.35%、31.61%, 带动茅台酒整体毛利率由 7.21% 上行至 16.83%, 促使 2017 年公司整体毛利触底反弹。2018H1 毛利率上升的主要原因亦是茅台毛利上升。

图表 17: 主营业务收入 (万元) 及增速



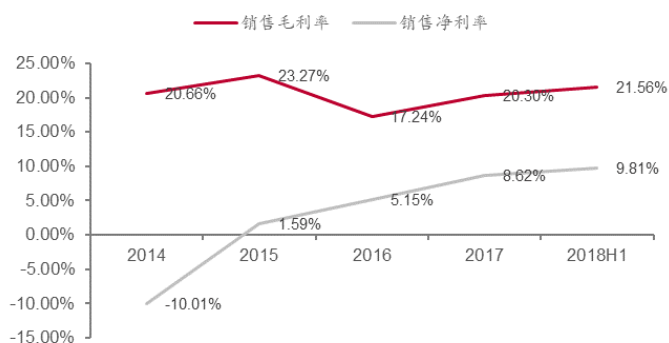
图表 18: 归母净利润稳健增加 (万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

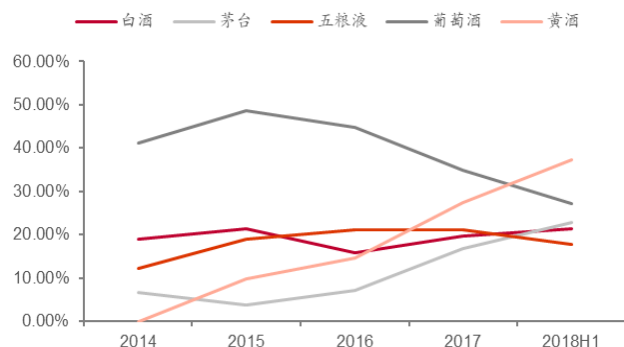
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 19: 净利率逐年上升, 2016 年毛利率触底反弹**



来源: wind, 中泰证券研究所

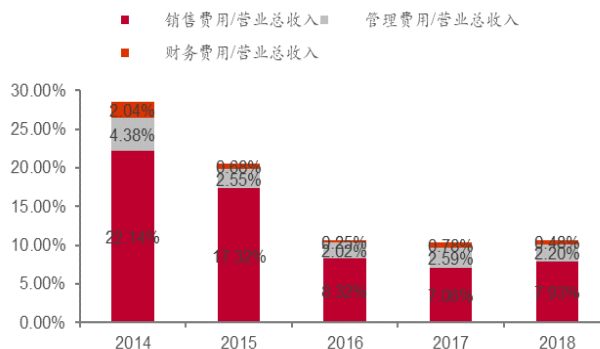
**图表 20: 各类产品毛利率变化图**



来源: wind, 中泰证券研究所

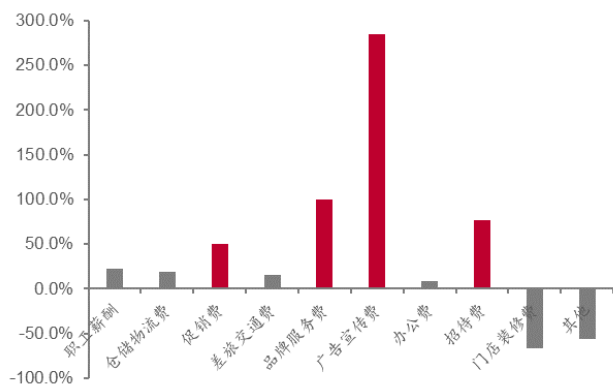
- **费用控制良好, 18 年加大销售投入。**2014-2017 销售费用率、管理费用率、财务费用率均有降低, 其中销售费用率下降最为明显, 而管理及财务费用率在 2015 年后基本保持平稳。2016、2017 年, 销售费用率下降的主要原因是湘窖、珍酒、五粮液年份酒广告费用投入缩减。2018 年, 公司销售费用增加, 销售费用率上升 0.87%, 主要由于公司加大促销费、品牌服务费、广告宣传费投入。

**图表 21: 费用率稳中有降**

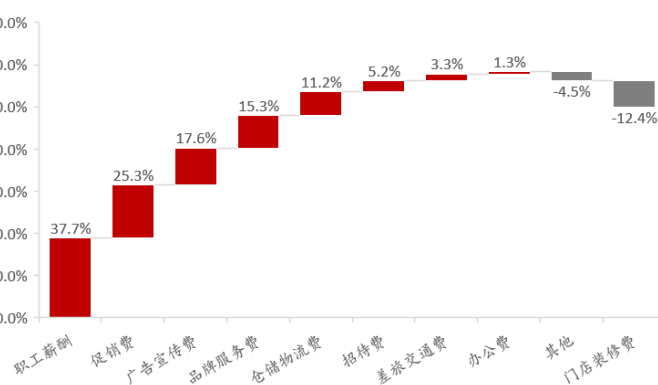


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 22: 销售费用子项目增速**



**图表 23: 销售费用子项目变动占比**



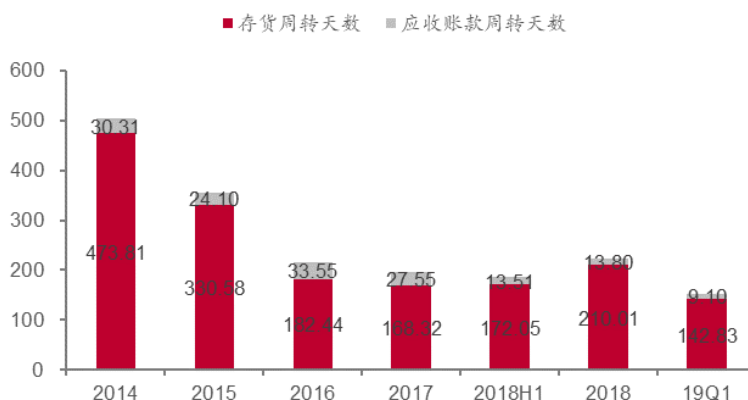


来源：18 年报，中泰证券研究所

来源：18 年报，中泰证券研究所

- **存货周转加快，应收账款回收速度加快，运营能力提升。**2014 年至 2018 年，公司应收账款周转天数从 30.31 天减少至 13.8 天，反映了其对下游议价能力加强。2014 年至 2018H1，营业周期从 504 天减少至 186 天。主要得益于公司加强存货管理、减少库存。18 年底，公司为一季度销售增加五粮液、茅台以及国外葡萄酒采购量，存货同期较去年上升 53.23%，因此存货周转天数增加。19Q1 动销良好，月收入同比增长率达 41.1%，网货周转天数进一步降至 142 天。

**图表 24：存货周转加快，应收账款回收速度加快，营业周期缩短**



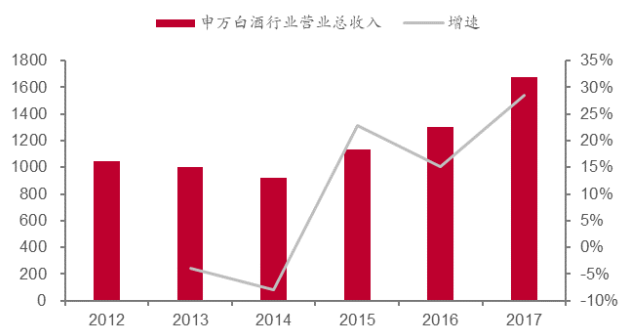
来源：Wind，中泰证券研究所

## 酒类流通行业概述：流通渠道重要性显现，行业整合龙头受益

供需增长态势良好，白酒消费结构变化凸显流通渠道重要性

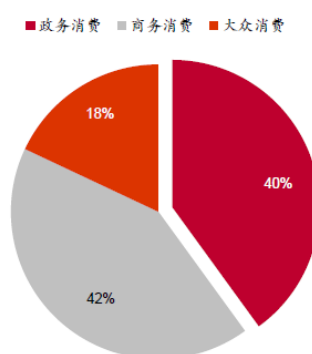
- 从产业链上看，酒类流通行业上游为国内酒企与国外酒庄，下游对接消费端。酒类流通行业本身并不生产或消费酒类产品，但其发展与供需情况休戚相关。
  - **白酒国内需求依旧旺盛，消费结构变化凸显流通渠道重要性。**白酒是我国酒类消费中最重要品类，2017 年白酒行业企业营业总收入达 1676.9 亿，占整个酒类上市公司营业总收入的 73.17%。经过 2012-2014 年由三公消费政策带来的行业低谷后中国白酒行业上市公司总营收自 2015 年开始稳步增长，2017 年增幅高达 28.46%，由此可见下游白酒需求依旧旺盛，酒类流通行业未来景气度所有保证。同时，三公消费政策后，我国白酒消费结构中政务消费占比明显降低，大众消费比例上升补位。我们认为，这一结构变化对酒类流通渠道提出了更高的要求，有利于增强流通企业对上游的议价能力，增加其利润空间。

**图表 25: 白酒需求保持旺盛**



来源: wind, 中泰证券研究所

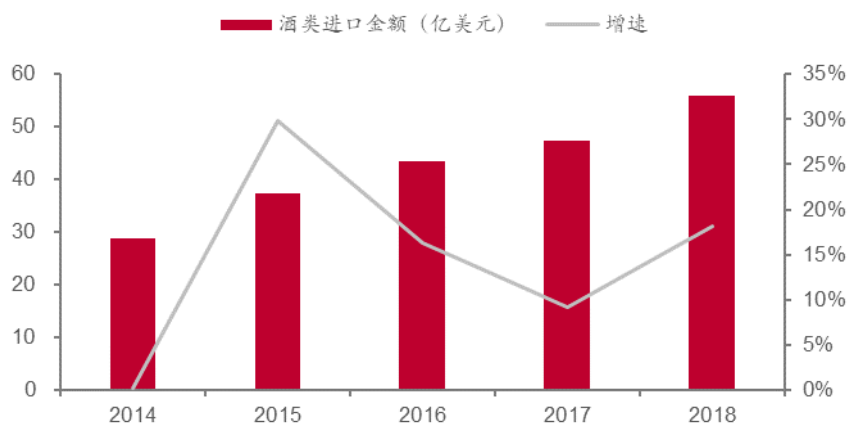
**图表 26: 白酒消费结构 (2012) 以政务消费为主**



来源: wind, 中泰证券研究所

- **进口酒类增长态势良好, 加大行业上游供给。**2010 到 2017 年, 进口葡萄酒数量从 30.49 万吨增长至 78.72 万吨, 年均复合增长率为 14.51%。我们认为, 由于在中国市场自有渠道建设较弱, 进口酒类对流通企业的依赖性很强。其进口金额稳定增长有利于我国酒类流通企业的发展

**图表 27: 酒类进口金额增长态势良好**

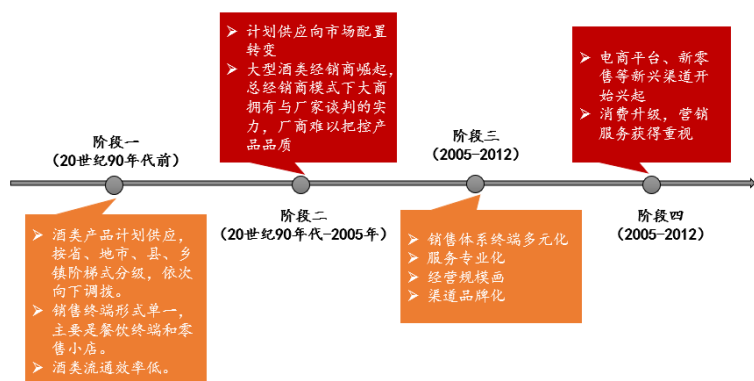


来源: wind, 中泰证券研究所

### 流通新渠道兴起, 营销服务成为重点

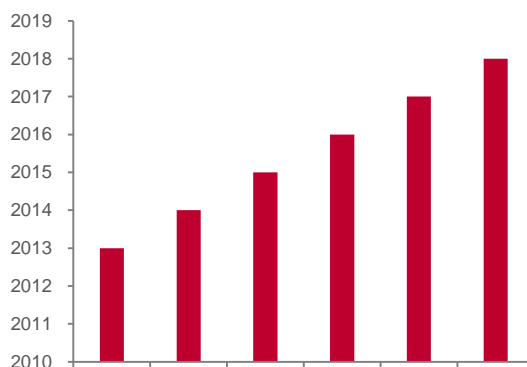
- **改革开放以来, 我国白酒流通行业经历的四个发展阶段, 如今电子商务兴起, 营销服务成为重点。**目前, 酒类电商的运营模式主要有两类, 一种是由生产企业自建平台进行线上销售, 即“生产企业+电商”模式, 另一种则是销售企业转型成为酒类垂直电商平台, 包括纯线上电商和 O2O 两种模式。新零售浪潮下, 华致推出酒业新零售重磅品牌“华致酒库”, 整合线上需求与线下实体门店资源, 品牌价值不断凸显。同时, 随着消费者人均可支配收入的不断提升, 消费升级的趋势愈发明显。酒类流通行业在保证产品质量的同时, 开始重视包括品鉴会、展示会等相关增值服务。

图表 28: 酒类流通行业发展历史



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 29: 全国居民人均可支配收入 (元)

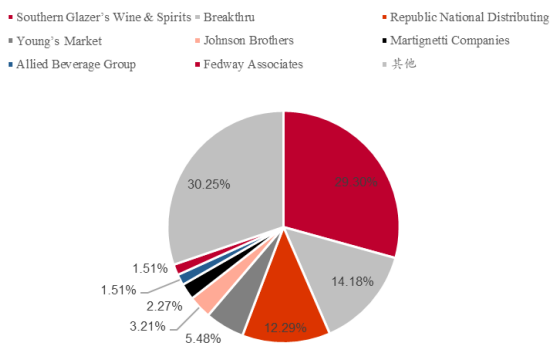


来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

### 行业集中度较低, 华致地位领先

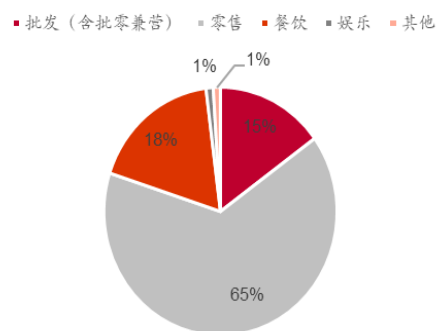
- 我国酒类流通体制与美国相似, 但行业集中度依然存在很大提升空间。美国酒类流通链条同样由生产商、批发商、零售商、消费者组成。不过, 美国对酒类产品销售的管理更为规范, 市场的整合程度和集中度也更高。目前美国酒类流通行业前 8 家销售商占据了 70% 的销售量和 68% 的销售额。而中国酒类流通行业目前处于充分竞争状况, 市场集中度低, 缺乏龙头企业。截至 2016 年底, 在商务部门备案登记的酒类经营者数量有 82.42 万家, 其中零售企业占 65%。我们认为, 随着竞争愈发激烈, 酒类流通行业将逐步整合, 集中度提升。

图表 30: 美国酒类流通行业竞争格局 (销量)



来源: 欧睿咨询、中泰证券研究所

图表 31: 中国酒类流通行业经营业态分布



来源: 中国酒协、中泰证券研究所

- 与竞争对手相比, 华致酒行产品品类齐全, 渠道强劲, 营收体量大且增长稳定, 销售毛利与净利水平处于领先地位。
  - 代理品牌方面, 华致拥有茅台、五粮液、习酒、荷花、洋河、汾酒等各个档次白酒龙头厂家的代理权, 产品品类齐全。茅台和五粮液两种高端白酒是企业的核心产品。
  - 销售渠道方面, 华致发展过程中以线下销售为根基, 2014 年后逐渐改革建立起强大的全品类销售渠道。其线下销售渠道强劲——共有 151 家连锁酒行、595 家华致酒库、3,000 多家零售网点、20 多家 KA 商超、100 多家终端供应商。另外, 消费者可在天猫、京旗

舰店线上消费，或通过微信公众号以及电话下单（O2O），华致酒库将负责配送产品、承担运费。银基集团与壹玖壹玖的则以线上平台为销售的大本营，银基主要依靠品汇壹号 B2B、B2C 平台，而壹玖壹玖线下渠道目前仅覆盖河南、四川。名品世家规模尚且较小。

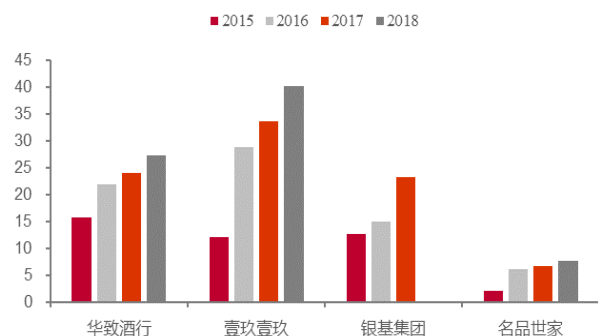
- **营业情况方面，华致营收规模位居第二，但其营收增长十分稳定且销售毛利、净利水平高。**2017 年，华致酒行营业收入为 20.7 亿元，低于壹玖壹玖的 33.6 亿元，体量上位于行业第二。其 2015-2017 年间营业收入增长的 CAGR 为 24%，而壹玖壹玖与名品世家增速极高。但就盈利能力而言，华致酒行的销售毛利高达 20.27%，远高于行业平均水平，而增速较快的名品世家与壹玖壹玖毛利仅在 11.5% 左右。另外，壹玖壹玖等公司在增速较快的年份净利润均为负值，主要由于其投入大量资金拉动企业增长。华致酒行则在保持合速的同时，保证稳定的盈利能力。

图表 32：主要竞争对手对比

	华致酒行	银基集团	壹玖壹玖	名品世家
代理品牌	茅台、五粮液、习酒、荷花、洋河、汾酒等	茅台、五粮液、汾酒、永福酱酒、鸭溪窖、国窖	茅台、五粮液	茅台、五粮液、泸州老窖、国台
覆盖地区	全国	全国、欧亚地区	线上面向全国，线下以河南、四川为主	全国
销售渠道	全渠道：151 家连锁酒行、595 家华致酒库、3,000 多家零售网点、20 多家 KA 商超、100 多家终端供应商	品汇壹号 B2B、B2C 平台，经销商加盟店，免税店	线上电商平台线下实体店一体化：直营店 306 家，占比 27.08%；直营店 719 家，占比 63.63%；隔壁仓库店 105 家	酒类连锁终端：已打通线上线下的加盟店及微终端达 3,000 多家，综合体验店、中心体验店、社区体验店共 500 多家
营收及增速	2,406,518,404 / 24%	1,987,358,080 / 35.73%	3,355,296,366 / 67.46%	661,569,908 / 78.48%
销售毛利与净利	20.27% / 5.12%	18.54% / 4.87%	11.49% / -3.42%	11.81% / 7.20%
p.s.: 数据截止至 2018 年 6 月；营业收入取 2017 年年报数据，增速为 2015-2017 年年平均增速；销售毛利与净利为 2015-2017 年年均值；银基集团属于港股，此处数据按港币对人民币汇率=0.856 转换				

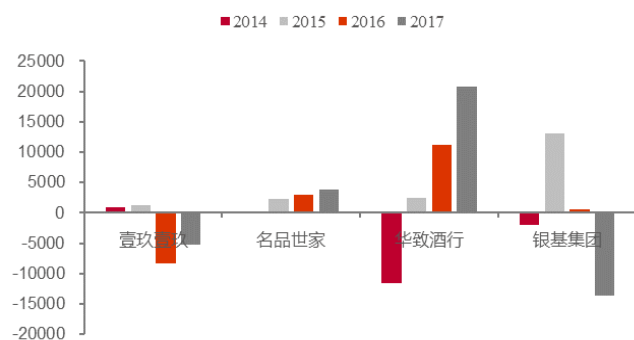
来源：招股说明书，企业年报，中泰证券研究所

图表 33：主要竞争对手营收对比（亿元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 34：主要竞争对手净利润对比（万元）



来源：wind，中泰证券研究所

## 核心竞争力：保真体系+全渠道网络致胜酒类流通过行业

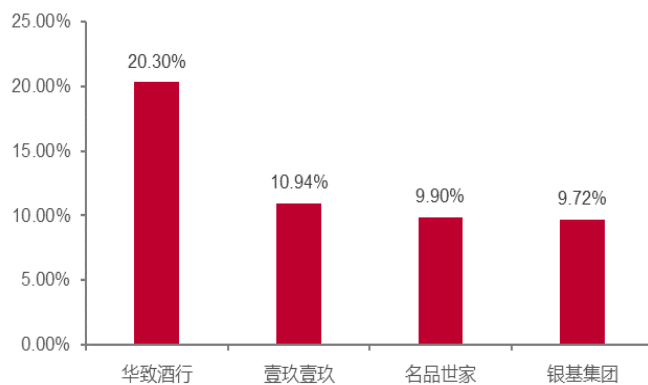
品牌知名度高：保真体系塑造品牌形象，提升议价能力

- 在供应链下游，系统化的酒品保真体系赢得了消费者的认可，品牌力强大，消费者粘性高。公司成立于 2005 年酒类流通过行业假货泛滥之时，自创立之初就致力于酒品保真。华致酒行设立专业开发团队，上游严格

遴选经营合作方、坚持全线产品源头采购，渠道加强信息系统管理、施行统一物流配送、发挥连锁经营的优势，从而保证“不卖一瓶假酒”。历经 15 年，华致酒行的模式创新和品质坚持得到了市场和消费者的广泛认可，2011 年，其商标被国家工商行政管理总局商标局认定为“中国驰名商标”。2010-2018 年，华致酒行连续入选“中国 500 最具价值品牌”，目前品牌价值高达 116.87 亿元。

**图表 35: 华致酒行品牌获奖情况**


来源：公司官网，中泰证券研究所

**图表 36: 2017 年华致销售毛利率明显领先**


来源：wind，中泰证券研究所

- 华致酒行的产品信用体系增加上下游粘性，强大的品牌力提升其议价能力。**公司通过多年经营建立起独一无二的产品信用体系，并将企业内部的信用体系输送至上游生产企业和下游消费者，大大提升了公司对上游和下游的黏性，为公司构建“华致酒行”精品酒类消费生态系统奠定了根基。上游厂商方面，华致酒行酒品保真解决了厂家最关注的产品质量问题，增强其对华致这一渠道的信心。华致及旗下公司是贵州茅台、宜宾五粮液的长期重要合作伙伴和大客户，曾先后 8 次获得茅台股份公司授予的“仪狄巨匠金奖”、“优秀经销商”等荣誉，先后 11 次获得五粮液股份公司授予的“六星级运营商”、“杰出品牌运营商”等荣誉。下游方面，华致其销售毛利远高于其竞争对手，我们认为这主要由于其品牌受到消费者认可，能向顾客收取信用、服务溢价，具有更强的议价能力。

#### 全渠道营销网络奠定行业领先地位

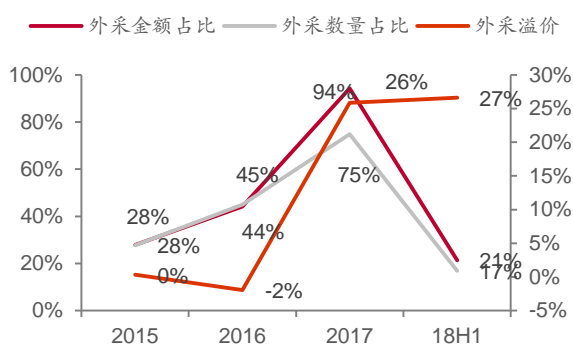
- 华致酒行拥有全渠道覆盖的营销网络，渠道模式在整个酒类流通行业中具有先进性。**白酒行业的传统经销商大多依托于线下渠道，通过对当地市场的掌控力不断进行渠道深化，其对互联网的重视不足。这导致了大部分经销商都是地域性的，且缺乏品牌影响力。而“由于缺乏线下实体，壹玖壹玖”、“酒仙网”等线上平台则在主动开拓渠道、进行消费这培育方面有所欠缺。相比之下，华致酒行同时运作品牌门店、非品牌直供终端、终端供应商三大渠道。同时通过华致酒库紧密结合 O2O、新零售，以更贴近大众消费者方式增强公司的持续盈利能力。先进的渠道模式既保证了强大的渠道扩张、盈利能力，又有利于品牌高端化、全国化，奠定了华致酒行行业领先的地位。

#### 源头采购关系稳定，“外采”模式保证货源充足



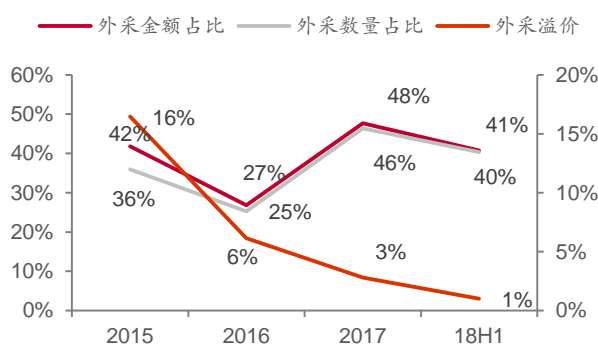
- 产品采购方面,公司与茅台、五粮液等名优酒厂建立了稳定的合作关系,能够从酒厂获得较多的产品供应计划,源头采购确保了产品保真,同时大大降低了产品采购成本。
- 由于五粮液及茅台产品较为畅销,公司从贵州茅台及宜宾五粮液两家公司获取的供应量无法满足下游客户的需求。因此公司还会向通过资质审核的流通商进行采购作为补充调剂。虽然外采成本相对较高,但是公司通过产品及资金的快速周转仍能获得合理利润空间。外采模式也是公司增强客户满意度、提升市场占有率的保证之一。2018H1, 53 度飞天茅台 500ml、52 度普通五粮液外采数量分别占总采购数量的 17%和 40%。其外采的飞天、普五价格分别为 1,050.75 元和 676.22 元,较直采价格高 220.98 元和 6.76 元。

图表 37: 53 度飞天茅台 500ml 外采情况



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 38: 52 度普通五粮液外采情况



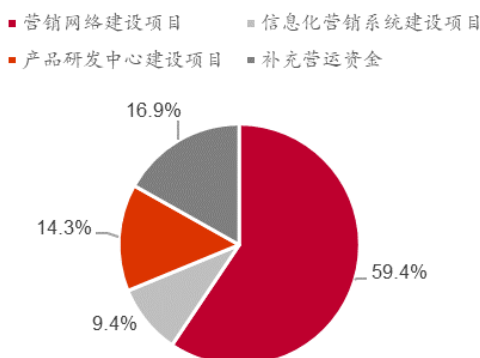
来源: 公司年报、中泰证券研究所

## 增长点: 深耕营销网络、开发产品为持续增长保驾护航

### 募资建设全渠道营销网络持续强化盈利能力

- 华致酒行将投资 6.08 亿元进行为期三年的营销网络建设项目,其中 5.29 亿元是本次上市募资所得,这将继续强化华致的盈利能力。华致将在“开发直供终端”、“优化仓储体系”两个方面继续深化其全渠道网络建设。

图表 39: 上市所募资金 59.4%用于营销网络建设



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

- **首先，继续开发直供终端**，拓展酒品销售的辐射范围、提升消费者购买酒品的便捷程度，加快酒类产品流通速度。公司计划实现三年后终端网点增加至 30,000 家的建设目标。此举将深度挖掘已有市场潜力，整合优势区域资源，优化营销体系的布局结构，拉动盈利增长。**其次，不断优化仓储体系**，以快速响客户配送需求，扩大配送范围，并增强对酒类产品物流运输的管理能力。公司计划其仓库数量在 2020 年将增加至 111 个。该项目建设有利于优化用户消费体验，强化公司酒品保真体系，吸引更多消费者。

**图表 40：华致网点计划**

	2018	2019	2020
直辖市	600	900	1500
GDP>20亿	3819	8110	20850
GDP: 10-20亿	416	1890	5700
GDP<10亿	185	805	1950
总数	5020	11705	30000

来源：招股说明书，中泰证券研究所

**图表 41：华致仓储计划**

仓库类别	2018	2019	2020
中心仓	6	9	9
省仓	9	16	19
地方仓	10	18	83
总数	25	43	111

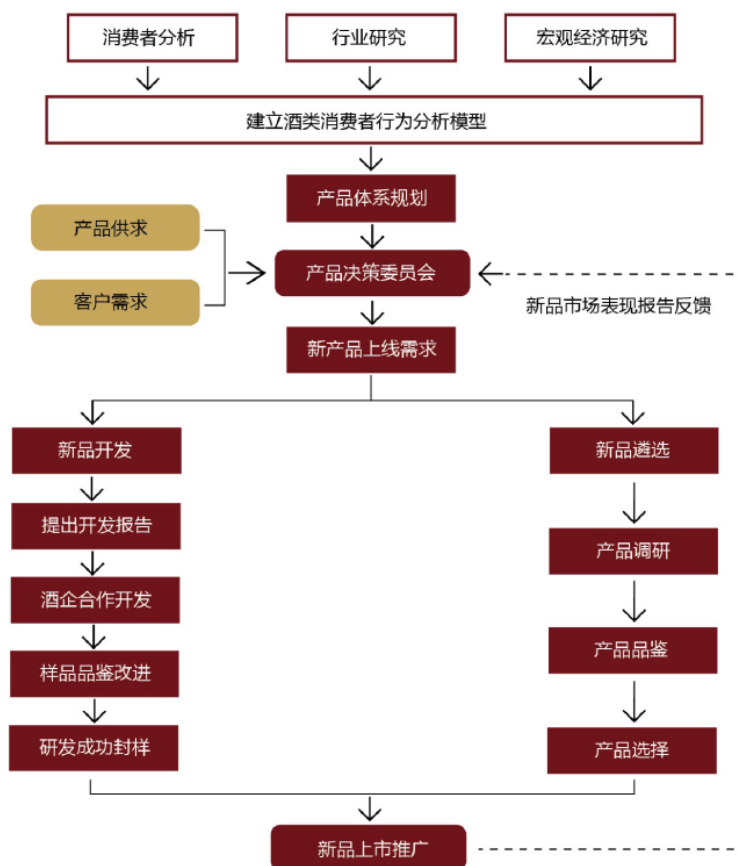
来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **同时，华致也正在推进信息化营销系统建设项目**，致力于打通线上线下。华致酒行计划当线下的基础网点布局的基本完成时，将借助互联网工具，顺势打通线上 B2B 以及 O2O 模式，前者针对终端商做名酒产品供应，后者针对消费者做‘最后一公里’的高效服务。终端门店、大数据 B2B、线上 B2C，华致酒行“三管齐下”的业务布局将打通流通领域的各个链条，制胜流通行业下半场的“效能之争”。

#### 引入开发新产品贡献增长点

- **公司的产品开发分为产品引入和新产品开发**。经过多年的积累，公司与上游知名酒企酒商之间相互信赖、关系稳定，且能通过终端数据分析准确把握消费者的需求动向。在此基础上，公司不断调整自有产品体系，以满足市场需求。**产品引入方面**，公司会产商从其提供的产品中筛选出满足国人消费需求和公司发展战略的产品进行销售推广，如普通五粮液、飞天茅台等传统白酒；**新品开发方面**，当市场上现有酒品不足以完全满足消费者偏好时，公司会从口感、酒体、品位、价格等元素出发，主动提出开发报告，与酒企合作开发出新的酒品，弥补市场空白。“五粮液年份酒”、“贵州茅台酒（金）”、“古井贡酒 1818”、“国乡荷花”、“虎头汾酒”等均为公司开发的新产品。
- **华致将投入 1.48 亿人民币于其产品研发中心建设项目**。全国性布局对于公司产品个性化、区域化、多样化的要求颇高。该项目将继续加强公司市场研究、产品遴选与开发能力，为公司不断提供新增长点。

**图表 42：华致酒行产品引入开发流程图**



来源：招股说明书，中泰证券研究所

## 投资建议

- 华致酒行是中国酒类流通行业 A 股首家上市公司。品牌方面，其“精品、保真”的品牌形象深入人心，上下游粘性强。渠道方面，公司采用先进的全渠道营销模式，在具备强大的渠道开拓能力和消费者培育能力的同时，强力助推品牌化、全国化进程。另外，厂商直采和经销商外采两种采购方式结合，保证稳定的货源。如今，在白酒行业消费升级、结构转换大背景下，渠道与营销的重要性日益凸显。而我国酒类流通行业集中度较低，未来存在整合趋势。华致酒行不断进行渠道开拓与深化、加强品牌建设、并与厂商合作开发新产品创造增长点。进一步巩固的龙头地位，有利于其享受行业整合的红利。
- **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司2019-2021年营业总收入分别为33.42/40.68/48.30亿元，同比增长22.83%/21.74%/18.73%；净利润分别为2.76/3.36/4.03亿元，同比增长22.80%/21.54%/20.08%，对应EPS分别为1.19/1.45/1.74。

## 风险提示

- **打压三公消费力度继续加大。**尽管公务消费占比逐年走低，但未来不排除进一步加强限制公务人员用酒的可能。从体制内继续肃清酒风，进而影响商务消费与民间消费。

- **采购成本提升和货源不足。**酒类流通企业对货源的依赖性较强，采购成本上升对毛利影响大。货源不足也会对公司营收增长以及规模扩张带来极大限制。
- **食品安全事件。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性影响行业发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

**图表 43：华致酒行三大财务报表预测（单位：百万元）**

损益表（人民币百万元）						资产负债表（人民币百万元）					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>2,407</b>	<b>2,721</b>	<b>3,342</b>	<b>4,068</b>	<b>4,830</b>	货币资金	435	493	602	732	869
增长率	10.2%	13.1%	22.8%	21.7%	18.7%	应收款项	100	163	113	252	165
营业成本	-1,918	-2,140	-2,613	-3,166	-3,748	存货	986	1,511	1,102	1,536	1,587
% 销售收入	79.7%	78.6%	78.2%	77.8%	77.6%	其他流动资产	380	430	562	603	744
毛利	489	581	729	902	1,083	流动资产	1,901	2,597	2,380	3,124	3,365
% 销售收入	20.3%	21.4%	21.8%	22.2%	22.4%	% 总资产	96.1%	97.2%	94.9%	94.6%	94.0%
营业税金及附加	-12	-9	-12	-14	-17	长期投资	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	8	8	34	58	79
营业费用	-170	-216	-284	-350	-411	% 总资产	0.4%	0.3%	1.3%	1.7%	2.2%
% 销售收入	7.1%	7.9%	8.5%	8.6%	8.5%	无形资产	1	0	0	0	-1
管理费用	-62	-60	-67	-94	-121	非流动资产	77	76	128	177	214
% 销售收入	2.6%	2.2%	2.0%	2.3%	2.5%	% 总资产	3.9%	2.8%	5.1%	5.4%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	245	296	367	444	535	<b>资产总计</b>	<b>1,978</b>	<b>2,673</b>	<b>2,507</b>	<b>3,301</b>	<b>3,579</b>
% 销售收入	10.2%	10.9%	11.0%	10.9%	11.1%	短期借款	266	546	202	103	2
财务费用	-19	-13	-12	-12	-14	应付款项	486	653	543	1,096	1,068
% 销售收入	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	其他流动负债	77	97	105	105	105
资产减值损失	4	14	7	7	7	流动负债	829	1,296	850	1,304	1,174
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0
% 税前利润	—	—	—	—	—	<b>负债</b>	<b>829</b>	<b>1,296</b>	<b>850</b>	<b>1,304</b>	<b>1,174</b>
营业利润	230	297	362	439	528	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,125</b>	<b>1,349</b>	<b>1,626</b>	<b>1,962</b>	<b>2,365</b>
营业利润率	9.5%	10.9%	10.8%	10.8%	10.9%	少数股东权益	24	28	31	35	40
营业外收支	6	3	10	10	8	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,978</b>	<b>2,673</b>	<b>2,507</b>	<b>3,301</b>	<b>3,579</b>
税前利润	<b>236</b>	<b>300</b>	<b>371</b>	<b>449</b>	<b>536</b>	<b>比率分析</b>					
利润率	9.8%	11.0%	11.1%	11.0%	11.1%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-57	-64	-78	-95	-114	<b>每股指标</b>					
所得税率	24.4%	21.3%	21.0%	21.2%	21.3%	每股收益(元)	1.17	1.29	1.19	1.45	1.74
净利润	207	227	279	340	408	每股净资产(元)	4.86	5.82	7.02	8.47	10.21
少数股东损益	5	3	3	4	5	每股经营现金净流(元)	1.58	-1.04	2.26	1.30	1.30
归属于母公司的净利润	<b>203</b>	<b>225</b>	<b>276</b>	<b>336</b>	<b>403</b>	每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率	8.4%	8.3%	8.3%	8.2%	8.3%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表（人民币百万元）</b>						净资产收益率	18.02%	16.67%	16.98%	17.11%	17.04%
净利润	207	227	279	340	408	总资产收益率	10.49%	8.51%	11.14%	10.29%	11.39%
加：折旧和摊销	11	6	4	6	8	投入资本收益率	25.43%	25.79%	20.64%	28.62%	31.53%
资产减值准备	4	14	0	0	0	<b>增长率</b>					
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	10.18%	13.06%	22.83%	21.74%	18.73%
财务费用	20	16	12	12	14	EBIT增长率	87.01%	17.07%	27.68%	21.68%	20.60%
投资收益	0	0	0	0	0	净利润增长率	79.38%	10.94%	22.80%	21.54%	20.08%
少数股东损益	5	3	3	4	5	总资产增长率	-11.64%	35.13%	-6.19%	31.65%	8.44%
营运资金的变动	149	-520	228	-56	-128	<b>资产管理能力</b>					
<b>经营活动现金净流</b>	<b>365</b>	<b>-241</b>	<b>523</b>	<b>302</b>	<b>302</b>	应收账款周转天数	30.1	16.5	14.0	15.3	14.6
固定资本投资	0	0	-60	-60	-50	存货周转天数	134.1	165.2	140.7	116.7	116.4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>	<b>-50</b>	应付账款周转天数	13.7	15.2	14.4	14.8	14.6
股利分配	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	1.2	1.0	2.2	4.1	5.1
其他	-408	257	-355	-111	-115	<b>偿债能力</b>					
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-408</b>	<b>257</b>	<b>-355</b>	<b>-111</b>	<b>-115</b>	净负债/股东权益	-19.77%	-4.03%	-32.02%	-38.39%	-125.00%
<b>现金净流量</b>	<b>-45</b>	<b>15</b>	<b>109</b>	<b>131</b>	<b>137</b>	EBIT利息保障倍数	12.8	21.7	30.0	35.5	37.6
						资产负债率	41.92%	48.50%	33.89%	39.50%	32.81%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 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)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。