

# 华致酒行 (300755)

证券研究报告

2019年10月11日

## 业绩高增长获持续验证, 高端酒业渠道迭代持续提升流通效率

### 事件: 公司公布 19 前三季度业绩预告

其中华致酒行 2019 前三季度业绩预告核心情况:

2019 年前三季度公司预计实现归母净利润 2.781 亿元-2.9 亿元, 同比增长 40.01%-46%;

分季度来看, 华致 19H1 实现归母净利润 2.01 亿元, 19Q3 单季度预计实现归母净利润 7721.37 万元-8911.37 万元, 同比增长 27.69%-47.37%, 符合预期;

同时公司预计 19 年前三季度非经常性损益约为 2200-2500 万元, 基本与半年度非经常性损益 2351.85 万元持平。

华致酒行 2019 年前三季度业绩大幅增长主要是由于:

1、To B 端, 公司加大华致酒库开发力度, 品牌门店的数量增加, B 端销售渠道更加稳定, 同时公司上市后影响力不断扩大, 消费者对华致认可度不断提升, 零售终端动销呈现明显上升趋势。

2、To C 端, 公司推出华致优选微信小程序平台, 上线后运营情况良好, 同时平台丰富了公司产品结构, 效果明显。

3、公司加强了精细化营销, 使得旗下华致酒行、华致酒库以及供货终端网点的单店销售额大幅提升;

4、公司产品组合持续优化, 高毛利总经销酒品随着公司渠道扩张, 收入占比逐渐提升, 其利润贡献也大幅增长。

5、公司是中国首家酒类流通 A 股上市企业, 上市后品牌效应凸显。优质零售网点客户积极转型成华致酒库, 连锁门店数量及质量均实现大幅提升。

展望四季度, 白酒传统销售旺季将有望带动公司核心酒品量价齐升; 公司下半年与五粮液在第八代五粮液单品上的持续合作将有望在接下来白酒销售旺季中明显获益。

我们预计公司 19-21 年业绩分别为 3.26/4.57/6.16 亿元, +44.8%/40.3%/34.9% yoy, 当前股价对应 P/E 分别为 60x/43x/32x, 维持买入评级。

风险提示: 白酒行业剧烈变革, 门店拓展不达预期, 老酒市场进展不达预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,406.52	2,720.80	3,924.49	4,995.87	6,254.83
增长率(%)	10.18	13.06	44.24	27.30	25.20
EBITDA(百万元)	242.29	283.16	416.94	575.40	782.21
净利润(百万元)	202.70	224.87	325.62	456.78	616.13
增长率(%)	79.38	10.94	44.80	40.28	34.89
EPS(元/股)	0.49	0.54	0.78	1.10	1.48
市盈率(P/E)	96.23	86.74	59.90	42.70	31.66
市净率(P/B)	17.34	14.46	7.43	6.42	5.45
市销率(P/S)	8.11	7.17	4.97	3.90	3.12
EV/EBITDA	0.00	0.00	44.68	32.63	23.35

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	46.8 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	416.80
流通 A 股股本(百万股)	103.94
A 股总市值(百万元)	19,506.17
流通 A 股市值(百万元)	4,864.56
每股净资产(元)	10.32
资产负债率(%)	30.97
一年内最高/最低(元)	52.41/20.15

### 作者

刘章明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《华致酒行-半年报点评: 华致酒行 19H1 业绩持续高增长印证酒类流通第一股渠道高效率, 下半年有望加速》2019-08-30
- 《华致酒行-公司点评: 中报业绩近乎 18 全年, 19Q2 扣非净利 50%+yoy, 牵手五粮液“中国南方酒业”呼之欲出》2019-07-12
- 《华致酒行-年报点评报告: 构建精品酒水全渠道 B2B 供应链服务平台, 渠道扩张+品类品牌拓展驱动高增长》2019-04-19

## 1. 事件：公司公布 19 前三季度业绩预告

其中华致酒行 2019 前三季度业绩预告核心情况：

2019 年前三季度公司预计实现归母净利润 2.781 亿元-2.9 亿元，同比增长 40.01%-46%；

分季度来看，华致 19H1 实现归母净利润 2.01 亿元，19Q3 单季度预计实现归母净利润 7721.37 万元-8911.37 万元，同比增长 27.69%-47.37%，符合预期；

同时公司预计 19 年前三季度非经常性损益约为 2200-2500 万元，基本与半年度非经常性损益 2351.85 万元持平。

## 2. 前三季度业绩预告点评：

华致酒行 2019 年前三季度业绩大幅增长主要是由于：

1、To B 端，公司加大华致酒库开发力度，品牌门店的数量增加，B 端销售渠道更加稳定，同时公司上市后影响力不断扩大，消费者对华致认可度不断提升，零售终端动销呈现明显上升趋势。

2、To C 端，公司推出华致优选微信小程序平台，上线后运营情况良好，同时平台丰富了公司产品结构，效果明显。

3、公司加强了精细化营销，使得旗下华致酒行、华致酒库以及供货终端网点的单店销售额大幅提升；

4、公司产品组合持续优化，高毛利总经销酒品随着公司渠道扩张，收入占比逐渐提升，其利润贡献也大幅增长。

5、公司是中国首家酒类流通 A 股上市企业，上市后品牌效应凸显，优质零售网点客户积极转型成华致酒库，连锁门店数量及质量均实现大幅提升。

展望四季度，白酒传统销售旺季将有望带动公司核心酒品量价齐升；公司下半年与五粮液在第八代五粮液单品上的持续合作将有望在接下来白酒销售旺季中明显获益。

## 3. 短期市场对华致酒行的关注点：茅台加大 KA 和电商渠道投放对华致的影响

近期，贵州茅台先是与物美、Costco 等商超联手推出以市场指导价 1499 元销售 53 度 500ml 飞天茅台，随后又增加了天猫超市与苏宁易购两个电商直销渠道；部分投资者担心贵州茅台增加直销渠道、加大电商投放会对华致酒行产生不利影响，天风商社团队认为茅台加大 KA 渠道投放和增加电商直销渠道是为平衡供需，释放是收回的违规经销商的配额，增加投放 KA 和电商渠道投放长期依然很难改变茅台终端价格上涨趋势。同时华致酒行发展并不依赖于飞天茅台，所以茅台此举并不影响华致酒行经营本质，公司核心价值在于其助推高端酒业渠道迭代持续提升流通效率，未来酒企与华致的合作会越来越紧密。同时公司通过涉足老酒市场打开了名优酒品获取渠道，打开业务发展空间。

### 3.1. 多重原因导致茅台加大 KA 和电商渠道投放，核心是平衡短期供需

KA 和电商渠道投放的茅台额度来源于收回的违规经销商的配额，取缔违规经销商经销权短期造成了茅台酒供需不平衡。18 年下半年以来，贵州全面打响利用茅台酒谋取私利问题专项整治攻坚战，共取消 514 家经销商的经营权，此部分额度一直以来没有得到有效释放，造成今年以来茅台酒实际投放量较小。

中秋国庆等节假日消费旺季助推茅台价格暴涨，茅台期望通过加大投放控制价格。临近中

秋等节假日，茅台酒的价格上涨过快。有部分区域流通价格高出 1499 元的市场指导价 50% 以上。价格出现过快上涨，严重偏离终端指导价，茅台集团基于“控价稳市”的原则加大了节日投放。

向 KA 渠道投放的飞天配额也形成了茅台其他系列酒的连带销售，将有效促进茅台的整体业绩向好。KA 渠道茅台的投放将有效的连带相关茅台系列酒在 KA 渠道的销售，加快茅台整体产品线的动销，促进茅台整体业绩向好。

### 3.2. 茅台加大 KA 和电商渠道投放难以改变飞天终端上涨趋势

#### 3.2.1. 茅台酒供需不匹配是价格高企的根本原因

消费升级，消费群体扩大，让茅台酒出现了尖锐的供需矛盾和短缺，全中国十四亿人口，约 3.5 亿到 4 亿个家庭，按照茅台 18 年的年产能 4.97 万吨，需求缺口仍然较大。

#### 3.2.2. 飞天茅台制作工艺决定基酒生产的时间成本高，产能无法短期放量

制作飞天茅台的坤沙工艺要经历一年的生产周期，两次投料，九次蒸煮，八次发酵，七次取酒，然后要存储三年的时间，再进行勾调，最后再存储一年才能出厂。从原料到出厂一共要经历整整五年的时间，基酒生产的时间成本较高，无法短时间放量。

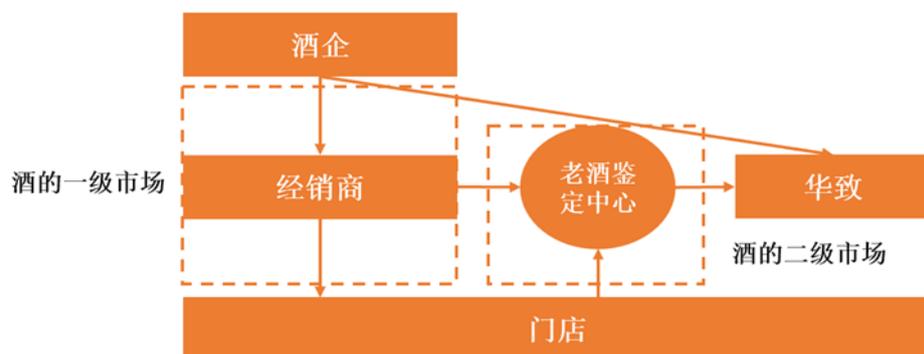
#### 3.2.3. 酱酒由于工艺原因，具备越储存酒品质越好的特性，决定了其老酒市场价格随时间推移水涨船高，所以茅台具备收藏价值

酱香酒由于制曲堆积，发酵工艺都是在高温条件下进行，高沸点的生香型酸类物质较多，不易挥发，经长时间储存，低沸点的带刺激的成分尽量挥发，使酒酱香更加突出。一般情况下，酱香型白酒随着储藏的时间增加，口感会变得越来越好。酒中的有害物质会随时间慢慢挥发掉，酒体中的杂质也就越来越也少。其次，经过不断的老熟反应，酱香酒的辛辣味不断减弱，口感也会变得越来越柔和。因此，酱酒十分值得收藏。

茅台等名优酒品的价格高企背后本质上仍是供需不平衡，随着老酒市场价格体系的逐渐健全，使得名优酒品获取渠道更加多元化，厂家或经销渠道（一级市场）将只是酒商采购渠道之一，未来名优酒品更多的交易会发生在老酒市场（酒类二级市场）。

华致酒行全面切入老酒流通领域。公司依托自身保真以及高端产品供应优势针对中国高端消费者需求推出华致优选电商平台，打造高端酒水生态圈，平台主要销售各种品牌名酒&老酒，同时华致在自己的华致酒库加盟渠道也同时销售老酒。公司未来也将通过切入老酒鉴定领域，协助建立老酒市场价格体系，同时也可以借助老酒鉴定中心打开名优酒品二级市场采购渠道，从而在一些核心畅销酒品上保证持续的货源。

图 1：华致酒行打开名优酒品获取渠道



资料来源：天风证券研究所

#### 3.2.4. 茅台的核心消费场景仍在商务消费，KA 及电商渠道的投放只是满足部分个人消费需

求

高端白酒从消费结构来看，可分为个人消费、商务消费和政务消费。18 年高端白酒个人、商务和政务消费占比分别为 40%、40%、20%，商务和政务消费仍然是高端白酒的最主要的消费场景。商务和政务的消费最核心的是量要充足，但茅台的 KA 渠道和电商渠道的销售均有个人购买量的限制。同时 KA 渠道的销售往往需要具备其他条件，例如超市只向自己的会员进行销售，并且对于会员有具体的积分要求，这就决定了茅台此次 KA 渠道和电商渠道主要是满足个人消费，并不能满足茅台最核心的消费场景的需求。

**3.3. 华致酒行的经营发展并不依赖于飞天茅台的销售，渠道拓张带来的规模效应和渠道效率的提升是华致的核心价值**

华致酒行产品主要面向：1、**连锁加盟**：加盟连锁为主的华致酒库及华致酒行；2、**直供终端**：零售网点、KA 卖场以及经销商。

19 年前三季度公司加大华致酒库开发力度，加盟门店的数量稳步增加。我们认为酒类销售终端随着消费结构的变化以及消费需求的升级，品牌化和连锁化是必然的发展趋势；同时因为终端经营者和所有者往往分离，在经营过程中容易出现道德风险，所以加盟模式下，终端对中高端白酒的真伪管控性更强，加盟的经营模式更适合销售中高端白酒的终端。

华致品牌门店持续扩张最核心的原因是华致酒行的差异化高毛利酒品的供应能力。对于茅五泸以及地方名酒等一系列流通酒来说，价格透明，为典型流量型产品，高毛利定制酒品能有效提升加盟终端盈利水平。

图 2：华致酒行 B 端业务销售体系

一级类型	二级类型	渠道图示	经营特征	结算模式	运输模式	采购模式	数量 (2018年)
品牌门店	华致酒行 (直营)		门店标识、装修、配送、管理标准与规范统一；树立专业精品、保真形象	POS机/银行结算	内部调拨，由仓库发货至直营门店	公司统一向酒厂等采购	
	华致酒行 (连锁)			先款后货：银行转账、银行承兑汇票结算	统一组织运输发货至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购，以统一价格供货至合作店	151
	华致酒库		标识、装修、配送、管理标准与规范统一；面向商政消费；面积小于酒行	先款后货：银行转账、银行承兑汇票结算	统一组织运输发货至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购，以统一价格供货至合作店	818
非品牌直供零售点	零售网点		以名烟名酒店、专卖店、餐饮酒店为主	先款后货：银行转账、银行承兑汇票结算	统一组织运输发货至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购，以统一价格供货至合作店	3000+
	KA卖场		信誉高，覆盖广，管理规范的连锁销售平台；2018年末，麦德龙、卜蜂莲花等20多家大型商超合作	通常月结，双方据合同约定账期对账结算	统一组织运输发货至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购，以统一价格供货至合作店	20+
传统终端供应商	团购及电商		公司在京东、天猫开设旗舰店；团购面向企事业单位、行业协会、民间团体	先款后货：银行转账、银行承兑汇票结算	统一组织运输发货至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购，以统一价格供货至合作店	
	经销商		向零售终端供货，市场覆盖广，渠道拓展强	先款后货：银行转账、银行承兑汇票结算	统一组织运输并承担运费或客户自提	公司统一向酒厂等采购，以统一价格供货至合作店	160+

资料来源：公司公告，天风证券研究所

华致酒行的核心价值在于其渠道的拓张带来的规模效应和渠道效率的提升。在通过高毛利总经销产品拓张渠道后，华致现在以及未来会持续将更多的酒品对接到自己的渠道资源中去，实现渠道的价值升级。

华致酒行全国性渠道的布局有效的推动酒流通行业效率提升，渠道效率的提升，酒企向渠道支付的费用能有效的降低是酒企与华致合作的关键。华致酒行依托广泛的渠道布局和母公司强大实力，从酒厂直接批量采购，由于其采购量非常大，所以其议价能力较强，往往能以最低的价格拿到产品；在拿到产品后华致可以直接销售给自己的渠道网络，跳过多层

经销，实现酒的高效流通。同时由于华致的销售量大，具备规模优势，单位毛利可以要求较低，而区域经销商销售量较小，为保证自己的经营，需保证一定的毛利，而华致这样的全国性渠道由于销售酒品规模大，规模效应明显，单位数量的酒要求的毛利相对于区域经销商优势明显。

同时随着华致酒行渠道的全国性扩张，渠道效率的提升，对酒企尤其是区域酒企来说，将会与华致的合作更加紧密。全国性酒流通渠道对于品牌销售渠道扩张意义重大。区域品牌在本地区拥有较深的消费者基础，但该市场毕竟有限，企业极容易遇到营收瓶颈，在面对一线酒企凭借品牌、资本和组织的优势，开始进行渠道拓展和下沉的竞争中，借助全国性的渠道走出去是最好的选择，并且可以大幅减少渠道费用。

#### 4. 盈利预测

公司作为酒类流通渠道龙头，依托强大的产品定制能力及全球采购资源，搭建一体化 B2B 供应链管理平台，顺应品牌化、规模化、连锁化、专业化趋势，市场空间广阔，有望成为“中国的南方酒业（Southern Glazer's Wine & Spirits，美国酒流通行业霸主）”。

我们预计公司 19-21 年业绩分别为 3.26/4.57/6.16 亿元，+44.8%/40.3%/34.9% yoy，当前股价对应 P/E 分别为 60x/43x/32x，维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	434.52	492.82	841.95	708.92	1,232.74	营业收入	2,406.52	2,720.80	3,924.49	4,995.87	6,254.83
应收票据及应收账款	84.46	137.47	458.07	188.89	284.09	营业成本	1,917.93	2,139.69	3,086.22	3,901.78	4,858.13
预付账款	326.33	342.10	879.92	631.07	1,143.14	营业税金及附加	11.85	9.47	18.72	21.94	26.36
存货	985.85	1,510.58	1,694.33	2,389.88	2,663.15	营业费用	169.86	215.90	311.60	390.68	474.12
其他	69.50	113.78	163.37	79.41	203.99	管理费用	62.33	59.92	83.59	100.92	109.46
<b>流动资产合计</b>	<b>1,900.66</b>	<b>2,596.75</b>	<b>4,037.64</b>	<b>3,998.17</b>	<b>5,527.11</b>	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	18.83	12.96	7.50	(4.74)	(5.94)
固定资产	7.89	7.53	29.94	72.43	113.96	资产减值损失	3.91	14.21	9.15	9.09	10.82
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.57	0.26	0.06	0.00	0.00	投资净收益	(0.10)	(0.03)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
其他	68.64	67.98	66.35	59.62	56.36	其他	(36.95)	(19.48)	0.09	0.09	0.09
<b>非流动资产合计</b>	<b>77.10</b>	<b>75.77</b>	<b>132.35</b>	<b>201.64</b>	<b>242.08</b>	<b>营业利润</b>	<b>258.85</b>	<b>288.17</b>	<b>407.65</b>	<b>576.17</b>	<b>781.85</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,977.75</b>	<b>2,672.52</b>	<b>4,170.00</b>	<b>4,199.81</b>	<b>5,769.18</b>	营业外收入	15.95	3.64	12.55	10.71	8.97
短期借款	265.66	546.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	9.88	0.27	3.96	0.00	1.41
应付票据及应付账款	329.82	518.76	545.66	816.75	949.44	<b>利润总额</b>	<b>264.91</b>	<b>291.54</b>	<b>416.25</b>	<b>586.88</b>	<b>789.40</b>
其他	233.52	231.33	968.00	305.01	1,193.41	所得税	57.42	64.05	87.41	123.24	165.77
<b>流动负债合计</b>	<b>829.00</b>	<b>1,296.09</b>	<b>1,513.66</b>	<b>1,121.76</b>	<b>2,142.86</b>	<b>净利润</b>	<b>207.49</b>	<b>227.49</b>	<b>328.84</b>	<b>463.64</b>	<b>623.63</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	4.79	2.62	3.21	6.86	7.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>202.70</b>	<b>224.87</b>	<b>325.62</b>	<b>456.78</b>	<b>616.13</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.49	0.54	0.78	1.10	1.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>829.00</b>	<b>1,296.09</b>	<b>1,513.66</b>	<b>1,121.76</b>	<b>2,142.86</b>						
少数股东权益	23.71	27.80	30.85	37.59	44.93	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	173.67	173.67	416.80	416.80	416.80	<b>成长能力</b>					
资本公积	213.79	213.79	942.60	942.60	942.60	营业收入	10.18%	13.06%	44.24%	27.30%	25.20%
留存收益	951.73	1,176.61	2,208.69	2,623.66	3,164.60	营业利润	110.22%	11.33%	41.46%	41.34%	35.70%
其他	(214.15)	(215.43)	(942.60)	(942.60)	(942.60)	归属于母公司净利润	79.38%	10.94%	44.80%	40.28%	34.89%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,148.75</b>	<b>1,376.43</b>	<b>2,656.34</b>	<b>3,078.06</b>	<b>3,626.33</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,977.75</b>	<b>2,672.52</b>	<b>4,170.00</b>	<b>4,199.81</b>	<b>5,769.18</b>	毛利率	20.30%	21.36%	21.36%	21.90%	22.33%
						净利率	8.42%	8.26%	8.30%	9.14%	9.85%
						ROE	18.02%	16.67%	12.40%	15.02%	17.20%
						ROIC	25.43%	25.79%	24.09%	25.82%	26.54%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	41.92%	48.50%	36.30%	26.71%	37.14%
						净负债率	-14.70%	3.86%	-31.70%	-23.03%	-33.99%
						流动比率	2.29	2.00	2.67	3.56	2.58
						速动比率	1.10	0.84	1.55	1.43	1.34
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	12.48	24.52	13.18	15.44	26.45
						存货周转率	2.68	2.18	2.45	2.45	2.48
						总资产周转率	1.14	1.17	1.15	1.19	1.25
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.49	0.54	0.78	1.10	1.48
						每股经营现金流	0.88	-0.58	0.03	-0.04	1.54
						每股净资产	2.70	3.24	6.30	7.29	8.59
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	96.23	86.74	59.90	42.70	31.66
						市净率	17.34	14.46	7.43	6.42	5.45
						EV/EBITDA	0.00	0.00	44.68	32.63	23.35
						EV/EBIT	0.00	0.00	44.87	32.86	23.54

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	207.49	227.49	325.62	456.78	616.13
折旧摊销	10.80	6.21	1.79	3.98	6.31
财务费用	19.73	15.78	7.50	(4.74)	(5.94)
投资损失	0.10	0.03	0.04	0.04	0.04
营运资金变动	148.97	(520.41)	(326.57)	(478.72)	19.25
其它	(22.00)	29.64	3.21	6.86	7.50
<b>经营活动现金流</b>	<b>365.10</b>	<b>(241.26)</b>	<b>11.60</b>	<b>(15.81)</b>	<b>643.29</b>
资本支出	1.31	0.90	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(3.22)	(2.23)	(120.04)	(160.04)	(100.04)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1.91)</b>	<b>(1.33)</b>	<b>(60.04)</b>	<b>(80.04)</b>	<b>(50.04)</b>
债权融资	265.66	546.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	44.33	47.47	1,027.80	66.45	67.65
其他	(718.09)	(336.17)	(630.22)	(103.63)	(137.07)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(408.10)</b>	<b>257.30</b>	<b>397.58</b>	<b>(37.18)</b>	<b>(69.42)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(44.91)</b>	<b>14.70</b>	<b>349.14</b>	<b>(133.03)</b>	<b>523.82</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com