

600809.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 279.05

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 山西汾酒深度报告。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(9.6)	3.9	(4.8)	(17.4)
相对上证指数	2.9	1.1	(2.1)	(3.7)

发行股数(百万)	1,220
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	340,461
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,643
净负债比率(%) (2022E)	(47)
主要股东(%)	
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	57

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 12 月 13 日收市价为标准

相关研究报告

《山西汾酒: 3 季度业绩重现高增, 品牌势能继续向上》20221103

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

山西汾酒

大势已成, “十四五”再上一层楼

山西汾酒制度红利持续释放, “十四五”将再上一层楼。多价格带发力, 次高端、千元价格带的有力竞争者。山西市场步入稳定期, 环山西市场精耕细作, 全国化深度推进。维持买入评级, 继续重点推荐。

支撑评级的要点

- **制度红利释放, “十四五”再上一层楼。**复盘公司 2017 年改革至今, 山西汾酒做对了 3 件事: (1) 政府强力的支持下进行改革, 解决了团队的激励问题。(2) 对自身定位清晰, 高举高打, 高费用投入复兴品牌地位。(3) 持续升级销售团队, 提升终端掌控力。从改革效果来看, 公司目标超额完成, 业绩连续实现高速增长。2016-2021 年山西汾酒营收增速在白酒上市公司中排名第 2 名, 2022 年继续快速奔跑, 1-3Q22 山西汾酒收入增 28.3%、归母净利润增 45.7%, 营收增速在白酒上市公司中排名第 2。我们认为, 青花快速增长, 产品结构升级, 全国化深入推进, 汾酒仍有较大的成长空间, 预计未来 3 年业绩有望维持较快增速, 继续大幅超越行业, “十四五”将再上一层楼。
- **多价格带发力, 次高端、千元价格带的有力竞争者。**公司产品包括汾酒、竹叶青和杏花村三大产品系列。其中汾酒系列是最主要的收入来源, 2021 年占公司总收入 90%, 包括青花系列、巴拿马、老白汾和玻汾四大系列。公司产品策略是抓青花、强腰部、稳玻汾。(1) 青花品牌势能向上, 形成了价格和品牌的良性循环, 在次高端名酒的主力产品中, 青 30 是少有的能实现批价翻倍的品种。预计青花系列未来 3 年将保持较快增速, 2025 年收入规模有望超过 200 亿元。(2) 2021 年公司腰部产品重新发力, 受益于青花系列价格的带动, 巴拿马系列产品逐步向全国的空白市场推广, 我们预计未来 3 年可实现年均 20% 以上的较快增长。(3) 玻汾是高性价比的光瓶酒, 目前终端成交价已达 50 元/瓶, 22 年下半年公司推出献礼版玻汾, 价格定位在 100 元/瓶左右, 丰富了玻汾的产品线。考虑到汾酒定位于中高端产品, 我们判断未来 3 年玻汾销量小幅增长, 价格将持续提升, 收入年均增 15%。
- **山西市场步入稳定期, 环山西市场精耕细作, 全国化深度推进。**(1) 省内市场, 山西是公司的大本营市场, 消费者基础好, 实现全价格带布局, 竞争对手进入的难度较大, 我们判断公司在省内市占率高达 60-70%。我们预计未来 3 年省内保持 10-15% 的增速, 进入稳定增长期。(2) 省外市场, 环山西市场容量大, 缺乏强势名酒, 汾酒品牌最强, 是类大本营市场, 提升空间较大。长远来看, 我们预计环山西市场市占率有望提升到 10%。2020 年公司开始全国化布局换挡提速, 强力推进打过长江战略布局。我们判断公司环山西以外市场未来具备 150 亿元以上的市场潜力。我们判断“十四五”末省外收入占比将达到 70%, 未来将以省外贡献增量为主。

估值

- 从香型、区域、价格三个维度来看, 汾酒还有较大的成长空间。根据最新疫情变化, 我们调整盈利预测, 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 6.08、8.18、10.47 元, 同比增 40%、35%、28%, 维持买入评级, 继续重点推荐。

评级面临的主要风险

- 青 30 渠道库存超预期, 影响 2023 年业绩增长。疫情反复影响终端需求。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	13,990	19,971	25,412	33,035	40,943
变动(%)	18	43	27	30	24
净利润(人民币 百万)	3,079	5,314	7,413	9,977	12,768
全面摊薄每股收益(人民币)	2.524	4.355	6.076	8.178	10.465
变动(%)	58.8	72.6	39.5	34.6	28.0
原先全面摊薄每股收益			6.070	7.934	10.170
变动(%)			0.1	3.1	2.9
全面摊薄市盈率(倍)	110.6	64.1	45.9	34.1	26.7
价格/每股现金流量(倍)	267.0	45.2	49.7	34.2	26.8
每股现金流量(人民币)	1.05	6.17	5.62	8.17	10.40
企业价值/息税折旧前利润(倍)	76.8	47.2	33.1	24.2	18.4
每股股息(人民币)	0.647	0.143	1.823	2.453	3.140
股息率(%)	0.2	0.1	0.7	0.9	1.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

制度红利继续释放，“十四五”再上一层楼.....	5
2017-2022 年连续高速增长，做对了三件事.....	5
高管团队动力充足，“十四五”将再上一层楼.....	9
多价格带发力，次高端、千元价格带的有力竞争者.....	11
抓青花、强腰部、稳玻汾的产品策略.....	11
青花品牌势能向上，“十四五”有望超过 200 亿元.....	12
巴拿马系列重新发力，国民光瓶酒玻汾产品升级.....	13
竹叶青是唯一全国名酒中的保健酒，可能有意外惊喜.....	15
山西市场步入稳定期，环山西市场精耕细作，全国化深度推进.....	16
从 13320 到“1357+10”，持续优化区域布局，省外占比持续提升.....	16
山西省内消费者基础好，市占率高，未来三年进入稳定增长期.....	17
环山西是汾酒的类大本营市场，环山西以外重点突破沿海发达地区.....	17
盈利能力还有提升空间，未来净利率有望达到 40%.....	19
盈利预测与投资评级.....	22
风险提示.....	23

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 白酒上市公司营收、归母净利同比增速.....	5
图表 2. 白酒上市公司 16-21 年营收复合增速.....	5
图表 3. 白酒上市公司 16-21 年归母净利复合增速.....	5
图表 4. 山西汾酒前三高管薪酬变化.....	6
图表 5. 公司历年广告宣传费.....	7
图表 6. 大型营销活动.....	7
图表 7. 汾酒销售人员数量及同比增速.....	8
图表 8. 汾酒可掌控终端.....	8
图表 9. 白酒上市公司 22 年中期销售人员数量对比.....	8
图表 10. 汾酒十三五改革历程.....	9
图表 11. 第二、三届八大名酒上市公司 2021 年营收.....	9
图表 12. 汾酒全面复兴总纲领.....	10
图表 13. 汾酒各类产品收入占比（2022 年中报）.....	11
图表 14. 汾酒各类产品定位.....	11
图表 15. 汾酒产品收入构成.....	11
图表 16. 高端和次高端品牌白酒一批价变化情况.....	12
图表 17. 青花 30 一批价.....	12
图表 18. 青花系列营收及增速.....	13
图表 19. 巴拿马系列营收及增速.....	14
图表 20. 玻汾营收及增速.....	14
图表 21. 配制酒营收及增速.....	15
图表 22. 汾酒省内外收入同比增速.....	16
图表 23. 汾酒省内省外收入占比变化.....	16
图表 24. 十七大名酒所在省份.....	17
图表 25. 汾酒分区域构成（2021 年）.....	18
图表 26. 汾酒销售净利率对比.....	19
图表 27. 山西汾酒销售净利率.....	19
图表 28. 山西汾酒销售毛利率.....	19
图表 29. 各名白酒酿造工艺对比.....	19
图表 30. 白酒上市公司 2021 年均价对比.....	20

图表 31. 汾酒销售毛利率对比	20
图表 32. 白酒销售费用率对比	21
图表 33. 分品种假设（百万元）	22
图表 34. 可比公司盈利预测与评级	22
损益表(人民币 百万)	24
资产负债表(人民币 百万)	24
现金流量表(人民币 百万)	24
主要比率 (%)	24

制度红利继续释放，“十四五”再上一层楼

2017-2022 年连续高速增长，做对了三件事

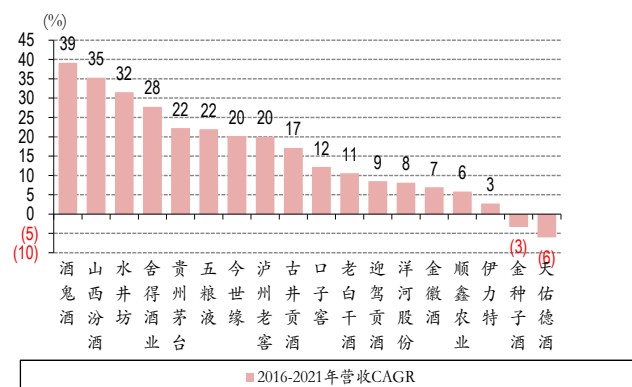
改革目标超额完成，业绩连续高速增长。2016-2021 年山西汾酒营收增速在白酒上市公司中排名第 2 名，营收、归母净利复合增速分别高达 35.3%、54.4%，远高于行业平均水平 18.7%、24.5%。2022 年继续快速奔跑，1-3Q22 山西汾酒收入增 28.3%、归母净利增 45.7%，营收增速白酒上市公司中排名第 2，继续遥遥领先，青花系列和省外市场快速增长。

图表 1. 白酒上市公司营收、归母净利同比增速

(%)	2017		2018		2019		2020		2021		1-3Q22	
公司简称	营收 增速	净利 增速	营收 增速	净利 增速	营收 增速	净利 增速	营收 增速	净利 增速	营收 增速	净利 增速	营收 增速	净利 增速
酒鬼酒	34	62	35	26	27	34	21	64	87	82	32	35
舍得酒业	12	79	35	138	20	49	2	14	84	114	28	24
水井坊	74	49	38	73	26	43	(15)	(11)	54	64	10	5
山西汾酒	37	56	47	54	26	29	18	56	43	73	28	46
天佑德酒	(8)	(144)	2	214	(7)	(66)	(39)	(419)	38	155	(5)	17
迎驾贡酒	3	(2)	11	17	8	19	(9)	2	33	45	21	25
古井贡酒	16	38	25	48	20	24	(1)	(12)	29	24	26	33
口子窖	27	42	18	38	9	12	(14)	(26)	25	35	4	4
今世缘	16	18	27	28	30	27	5	7	25	29	22	23
泸州老窖	20	31	26	36	21	33	5	29	24	32	24	31
洋河股份	16	14	21	22	(4)	(9)	(9)	1	20	0	21	26
金种子酒	(10)	(52)	2	1,144	(30)	(301)	14	134	17	(340)	1	6
五粮液	23	43	33	38	25	30	14	15	16	17	12	15
老白干酒	4	48	41	114	12	15	(11)	(23)	12	25	25	114
贵州茅台	50	62	26	30	16	17	11	13	12	12	17	19
伊力特	13	28	11	21	8	4	(22)	(23)	8	(9)	(11)	(48)
金徽酒	4	14	10	2	12	5	6	22	3	(2)	16	(12)
顺鑫农业	5	6	3	70	23	9	4	(48)	(4)	(76)	(22)	(93)

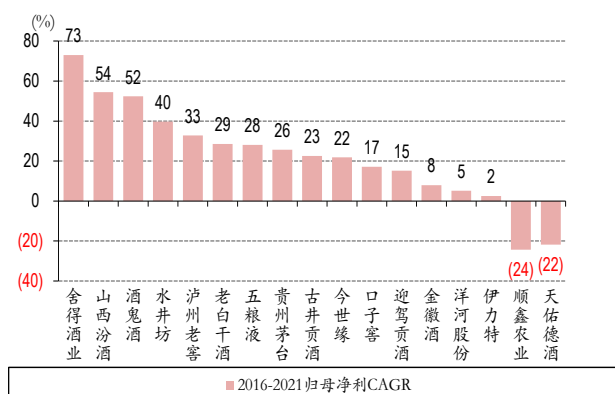
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 白酒上市公司 16-21 年营收复合增速



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 白酒上市公司 16-21 年归母净利复合增速



资料来源：万得，中银证券

复盘 2017 年改革至今，山西汾酒做对了 3 件事：（1）在政府强力的支持下进行改革，解决了团队的激励问题。（2）对自身定位清晰，高举高打，高费用投入复兴品牌地位。（3）持续升级销售团队，提升终端掌控力。

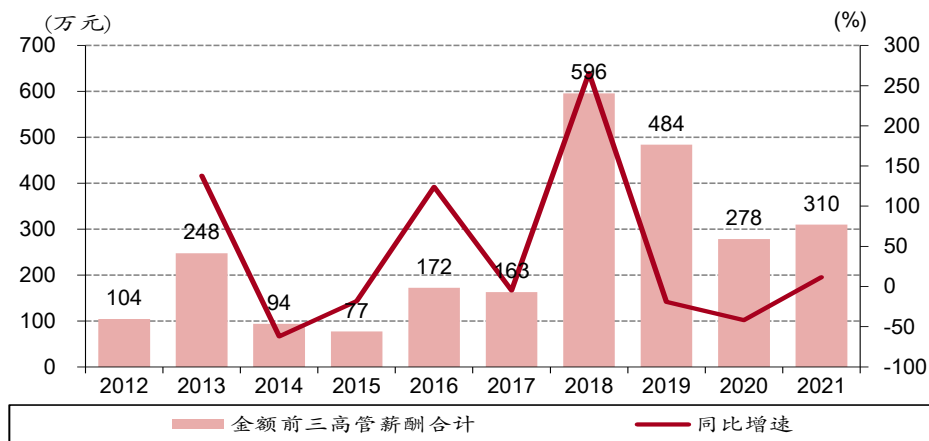
在政府强力的支持下进行改革，解决了团队的激励问题。2017-2019 年三年时间，员工持股计划、引入华润战投、集团整体上市，三件大事如期完成，体现了山西省政府对汾酒的强力支持。

对比 2017 年前后的改革，可以清晰看出，2017 年国资委规划出台后，汾酒的制度红利明显得到释放。14-16 年国企改革也尝试了很多方案，但都是牛刀小试，并未产生明显的效果。2017 年 2 月，高要求的国资考核方案出台，各项重量级的改革明显提速。2017 年 2 月，省国资委与汾酒集团负责人签订了三年任期经营业绩目标责任书，对超额完成目标 25% 以上的，省国资委将给予董事长特别奖励，但如果完不成年度经营业绩目标，则解聘董事长。另外，2017 年 6 月，集体解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人等副处级以上领导干部的职务，采用组阁聘任的用人机制。

我们认为汾酒机制改革最重要是解决了人的动力问题，人员薪酬与业绩紧密挂钩，职位能上能下。改革后，高管和销售团队都分享到了高速发展的红利。

- 高管和销售团队的收入大幅提升。改革之前，2016 年核心高管的收入 50-60 万。改革之后，2018 年销售总李俊的收入达到 349 万，其他核心高管收入达到 90-100 万。另外，我们判断销售团队的薪酬也同步得到较大幅度的提升。
- 2017 年 6 月，集体解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人等副处级以上领导干部的职务，采用组阁聘任的用人机制。由于组阁制捆绑了各个层级的管理团队，因此一把手都会认真挑选有能力的副手，形成强有力的作战团队，否则业绩不达标，面临集体下课的压力。
- 由于业绩表现突出，2020 年 11 月汾酒集团升格，列入省管重要骨干企业，董事长和总经理升级为省管企业正职。

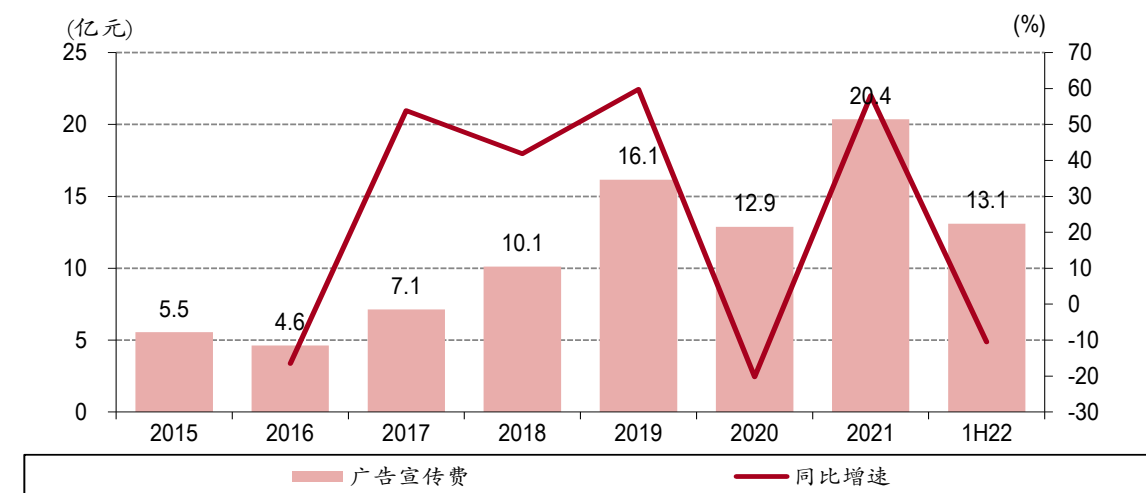
图表 4. 山西汾酒前三高管薪酬变化



资料来源：万得，中银证券

定位准确，高举高打，高费用投入复兴品牌地位。汾酒营销宣传以全国性广告和区域性的大型营销活动为主，高举高打，持续拉升品牌定位，符合全国化和高端的品牌定位。

图表 5. 公司历年广告宣传费



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 大型营销活动

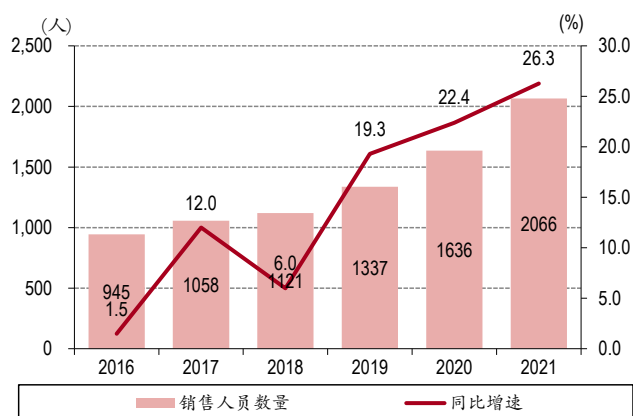
时间	标题	地点
2019/3/22	百届春糖 汾酒春季经销商大会全面深化改革新起点	成都
2019/8/21	2019(山西·杏花村)比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛	汾阳
2019/10/14	2019 行走的汾酒·天津粉丝节	天津
2019/11/10	2019 行走的汾酒·北京粉丝节	北京
2019/12/6	2019 行走的汾酒·海南站	三亚
2020/7/10	“竹叶青酒+颐和园”两大文化 IP 《我在颐和园等你》	北京
2020/7/31	电商+直播 开拓汾酒内容营销新生态	线上
2020/9/6	2020 行走的汾酒·“点亮”珠江，七天六大活动	广州
2020/9/9	青花汾酒 30·复兴版上市发布会在北京居庸关长城举行	北京
2020/9/20	第四届山西（汾阳·杏花村）世界酒文化博览会	汾阳
2020/9/29	汾酒 2020 年封藏大典	杏花村
2020/10/9	竹叶青酒新品上市品鉴会	广州
2020/10/25	青花汾酒 30 复兴版·华致酒行首发	北京
2020/11/19	青花汾酒 30 复兴版·华润 ole 首发签约仪式	深圳
2020/11/20	青花汾酒 30·复兴版永辉超市首发	成都
2020/12/18	青花汾酒 30·复兴版古都西安首发	西安
2020/12/14	“大国底气 健康前行”竹叶青新品发布会在天津盛大举行	天津
2021/1/17	青花汾酒 30·复兴版上海隆重首发	上海
2021/7/15	全国首家青花汾酒文化体验店在上海正式开业	上海
2021/7/15	青花汾酒 40·中国龙上市发布会在上海世博园中国馆隆重举行	上海
2021/11/3	2021 汾酒封藏大典揭幕，沉浸式体验打造匠心盛宴	山西
2022/1/11	“汾酒杯”首届国际酒文化诗词楹联大赛终评会暨诗词名家山西行隆重举行	山西
2022/3/22	“汾酒杯”首届诗词楹联大赛颁奖盛典于元宵节全球播出	湖南国际频道，芒果 TV
2022/8/1	“双非遗”竹叶青酒携手万事利丝绸 跨界开创中国文化创意产业新力量	山西
2022/8/15	走进汾酒第一车间——全国主流媒体原粮（大麦）基地行	甘肃
2022/8/30	“传承创新 露酒新芳”首届中国露酒 T5 峰会在汾酒召开	山西

资料来源：万得，中银证券

销售团队能力持续升级，提升终端掌控力。（1）销售人员 2017 年开始大规模扩容，提高对终端的管控能力。2017 年以前和同行相比，汾酒销售团队人员偏少，2016 年不到 1000 人，2021 年扩充至 2000 人以上。如果将地聘人员包括在内，我们判断现阶段一线营销队伍有望突破 5000 人。结合公司自身特点，汾酒内部形成了很好的营销人才培养机制，团队快速成长。（2）2019 年汾酒加快推进营销信息化建设，渠道动销系统、汾享会系统、汾酒防伪数字验证系统全面上线，提高了精细化管理水平。（3）随着销售人员扩充和营销信息化建设，截至 2021 年底，汾酒可掌控终端数量达到 100 万家，而 2016 年仅为 2 万家，终端掌控力持续加强。

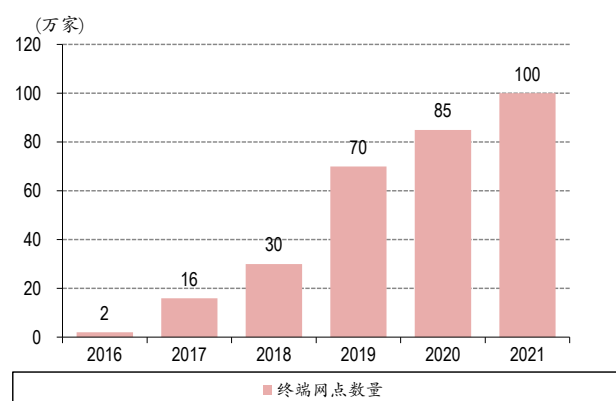
随着团队能力的提升，市场操作策略更加务实有效。(1) 公司提出了十大圈层营销，销售团队围绕圈层营销做了很多工作，帮助扩大经销商朋友圈消费圈层。(2) 敢于适时按下暂定键，主动停货，维护渠道体系健康，18年3季度、22年2季度两次主动控货，21年2季度全国暂停招商，居安思危，立足长远，体现了团队的定力和前瞻性。(3) 2022年，面对国内出现的疫情点状爆发情况，针对受疫情影响较大的区域市场，及时调整地堆、专柜、陈列等促销方案核销要求，降低疫情突发所造成的市场影响。

图表 7. 汾酒销售人员数量及同比增速



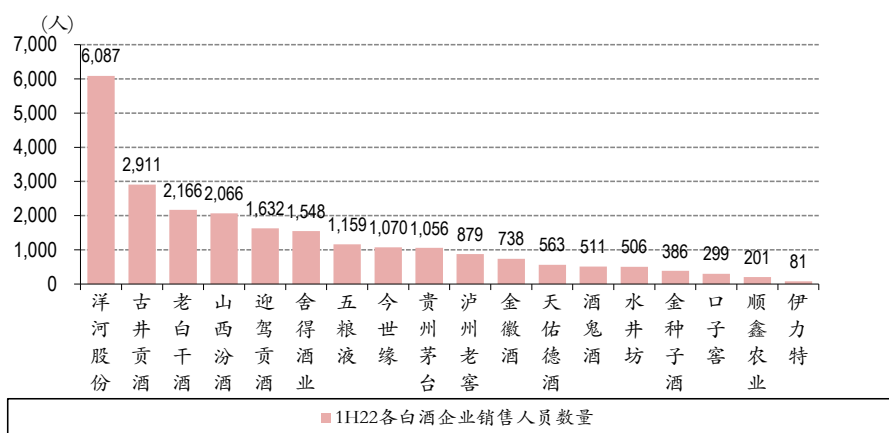
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 汾酒可掌控终端



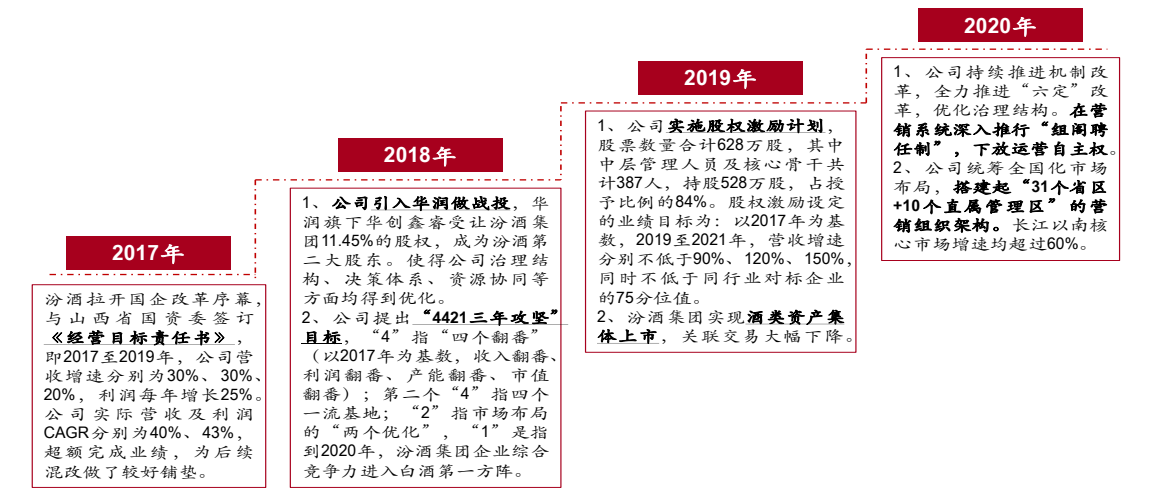
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 白酒上市公司 22 年中期销售人员数量对比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 汾酒十三五改革历程



资料来源：万得，中银证券

高管团队动力充足，“十四五”将再上一层楼

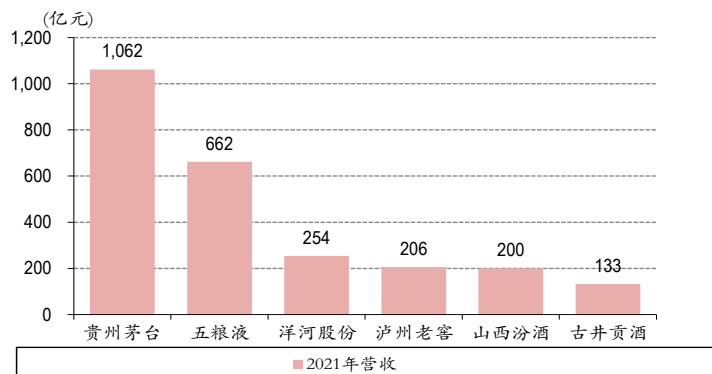
高管团队目标远大，动力充足。根据微酒新闻，2021年老董事长李秋喜提出，汾酒集团提出了“目标茅台、双轮驱动、十年赶超”的目标。新董事长袁清茂明确提出“三分天下有其一”是汾酒复兴的阶段目标。2022年3月山西汾酒发布关于原酒产储能扩建项目的公告，公司拟投资91.02亿元建设实施汾酒2030技改原酒产储能扩建项目（一期），显示公司对未来发展有较高的期待。

改革继续推进，释放制度红利。根据2022年中报，公司制定了深化改革提质增效专项行动方案和四项清单，并将相关改革任务分解细化至公司2022年改革重点工作中。我们判断改革将持续推进，制度红利有望进一步释放。

公司提出123纲领，复兴路径明确。22年5月19日，汾酒召开“践行汾酒复兴纲领，全方位推动汾酒高质量发展”大会，袁董事长提出了汾酒复兴总纲领——“123纲领”。1：要全方位推动汾酒高质量发展，又好又快的扎根中国酒业第一方阵。2：是指在2030年之前，汾酒复兴分为两个阶段，第一阶段2022到2024年是汾酒复兴发展转型期和管理升级期，总基调是稳中求进。第二阶段2025年到2030年是汾酒复兴成果巩固期和要素调整期，主基调是进中求稳。3：是实现复兴的三大关键，就是管理、市场与人才。

青花快速增长，产品结构升级，全国化深入推进，汾酒仍有较大的成长空间。我们判断未来3年业绩有望维持较快增速，继续大幅超越行业，“十四五”将再上一层楼。长远来看，汾酒的收入和利润规模可持续向头部企业靠拢。

图表 11. 第二、三届八大名酒上市公司 2021 年营收



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 汾酒全面复兴总纲领

123纲领	“1”：全方位推动汾酒高质量发展的目标，又好又快地扎根中国酒业第一方阵 “2”：在2030年之前，汾酒复兴可分为两个阶段 “3”：实现复兴的三大关键：管理、市场与人才
汾酒复兴的两个阶段	第一阶段（2022-2024年）：汾酒复兴的发展转型期和管理升级期 第二阶段（2025-2030年）：汾酒复兴的成果巩固期和要素调整期
第一阶段的八大纲领	发展为本：聚焦三大品牌价值提升，发挥清香和露酒品类优势，坚持绿色低碳发展。 市场为先：与时俱进地创新营销管理体系，做强做深做实白酒和露酒市场。 品质为基：坚持“酿好酒、储老酒、售美酒”的品质路线。 文化为魂：构建消费者、员工、企业及各相关方共赢的文化共同体。 改革赋能：聚焦重点难点、聚焦补齐短板，推进发展方式、运营机制向高质量迈进 管理驱动：实现汾酒管理体系和管理能力现代化，以管理求效率，向管理要效益。 人才支撑：建设一支忠诚干净担当、充满活力的高素质专业化干部人才队伍。 民生保障：提升汾酒员工的获得感、幸福感、安全感，构建平安酒都、幸福酒都。

资料来源：公司公告，中银证券

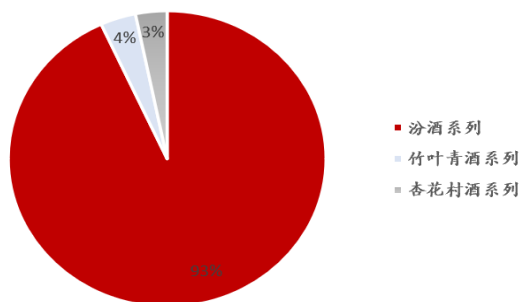
多价格带发力，次高端、千元价格带的有力竞争者

抓青花、强腰部、稳玻汾的产品策略

公司产品包括汾酒、竹叶青和杏花村三大产品系列。（1）汾酒系列是最主要的收入来源，2021 年公司总收入 90%，包括青花系列、巴拿马、老白汾和玻汾四大系列。公司产品策略是抓青花、强腰部、稳玻汾，现阶段青花系列是公司主推的高端产品，1H22 在汾酒系列中收入占比超过 40%，价格定位 400-1000 元区间。（2）竹叶青是保健酒，也是国家名酒中唯一的保健酒。（3）杏花村系列定位于低档酒，可丰富 50 元以内价格带的产品种类。

2022 年青花系列快速增长，带动营收增长。1-3Q22 汾酒系列产品实现收入 206.6 亿元，同比增 31.0%，其中 3Q22 收入 64.6 亿元，同比增 36.6%。前 3 季度青花系列持续高增，青 30 布局千元价格带，做好量价平衡，提升品牌形象，并带动次高端青 20 销售，青 25 也贡献了一些增量。1-3Q22 系列酒（杏花村）实现收入 6.9 亿元，同比增 40.4%，竹叶青系列实现收入 6.6 亿元，同比降 23.9%。

图表 13. 汾酒各类产品收入占比（2022 年中报）



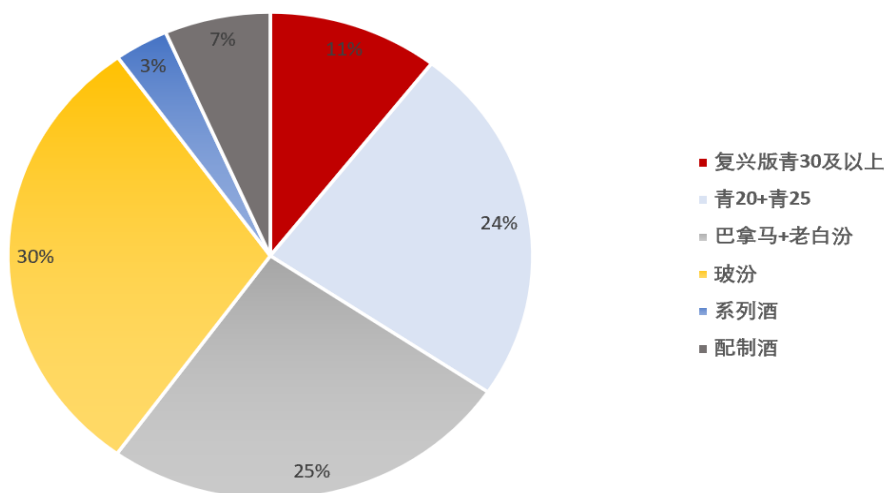
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 汾酒各类产品定位

产品品类	产品定位	零售价（元/瓶）
青花系列	高端和次高端	400-1000
巴拿马系列	次高端和中档酒	200-400
老白汾	中档酒	100-200
玻汾	低档酒	40-100
竹叶青	保健酒	40-300
杏花村	低档酒	20-50

资料来源：万得，中银证券

图表 15. 汾酒产品收入构成



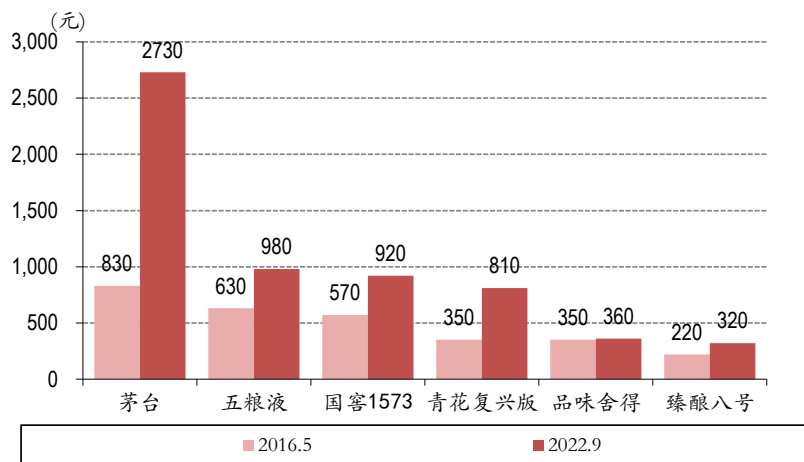
资料来源：公司公告，中银证券

青花品牌势能向上，“十四五”有望超过 200 亿元

青花系列是现阶段公司主推的高端产品，收入占比持续提升。青花产品价格位于 400-1000 元，包括青花 20、25、30、40 等多款产品，其中青花 20、30 是核心产品，市场成交价分别 350-400 元、800-850 元，收入占青花系列比重超过 90%，其它产品收入占比较小。2020 年，公司开始青花 20 和青花 30 分离运作，用新版的青花 30 复兴版替代了旧版产品，打造以青花汾酒核心终端宴席渠道拓展为主导的青花 20 产品运作策略，以圈层拓展、核心消费者培育为突破的青花 30 产品运作模式。

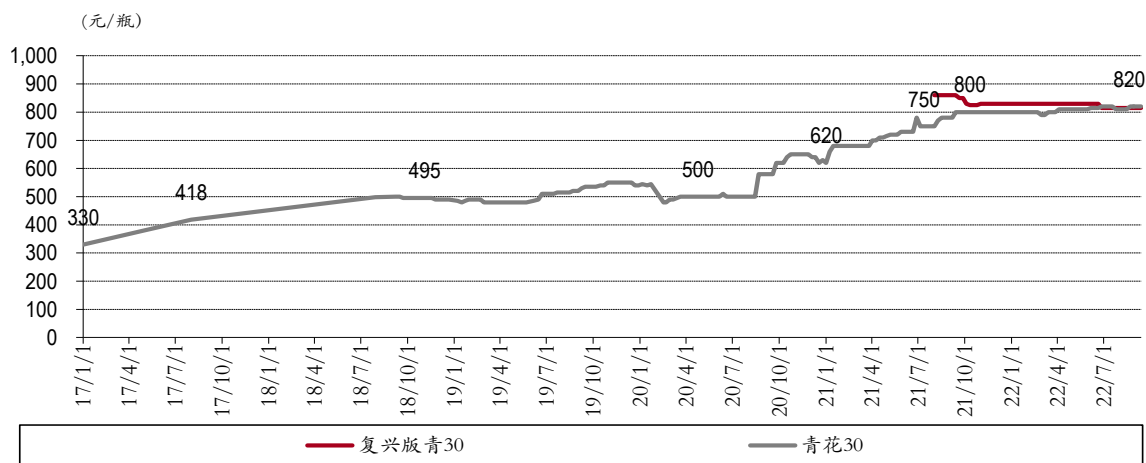
青花品牌势能向上，复兴版布局千元价格带，符合汾酒的形象定位。2016 年-2022 年，青花 30 终端成交价持续上涨，从 350 元上涨至现阶段超过 800 元。销售规模也同步快速扩张。2022 年青花系列上半年实现收入 61 亿元，同比增长 50% 以上，维持了过去两年的高增速，占比持续提升。青花品牌势能向上，形成了价格和品牌的良性循环。争夺千元价格带符合汾酒自身的形象定位，我们判断成功的概率较大，有望成为该价格带的主力产品。在次高端名酒的主力产品中，青 30 是本轮白酒上升周期少有的能实现批价翻倍的品种。

图表 16. 高端和次高端品牌白酒一批价变化情况



资料来源：今日酒价，草根调研，中银证券

图表 17. 青花 30 一批价

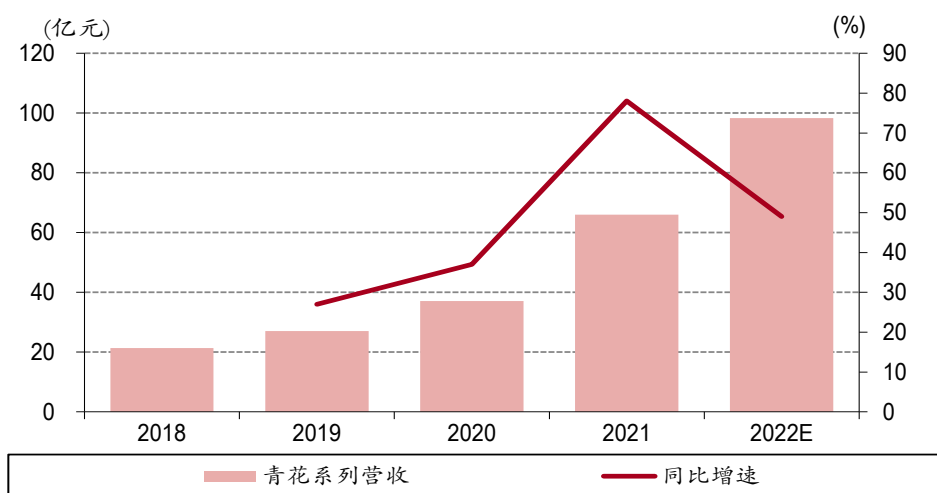


资料来源：万得，中银证券

无须过于担忧短期的价格波动，复兴版 30 在试错中成长。(1) 2022 年，公司开始设定配额比例进行销售，上半年投放量较大，导致青花 30 市场价并未达到原定目标价格 1099 元，处于 800-850 元区间，价格出现倒挂，渠道库存有所上升。我们认为无须过于担忧短期的价格波动，一方面疫情对短期需求有扰动，另一方面复兴版青花 30 还是在导入和试错的阶段，需要找到量价的平衡点。(2) 由于青 20、巴拿马 20、玻汾等其它主销产品现阶段库存不高、动销快，销售端有较大的腾挪空间，公司有能力做好青花 30 销量和价格的平衡，从而把市场基础打扎实。

青 30 价格持续上行，树立价格标杆，对次高端青 20 的销售拉动作用很大。青花 20 在山西省外进行销售，公司依托于这个产品在 400 元价格带进行全国化扩张。青 30 价格持续上行，提升了青花 20 的产品性价比，2016-2022 年的增速更快，我们判断 2022 年青花 20 在青花系列占比 60% 左右。

图表 18. 青花系列营收及增速



资料来源：万得，中银证券

青花系列收入占比持续提升，“十四五”期间的主要增长点，成为 200 亿体量的产品系列。我们判断 2021 年销售收入超过 60 亿元，1H22 达到 61 亿元，增速高达 50% 以上，2022 年有望达到 95-100 亿元。预计未来 3 年将保持较快增速，2025 年有望超过 200 亿元。

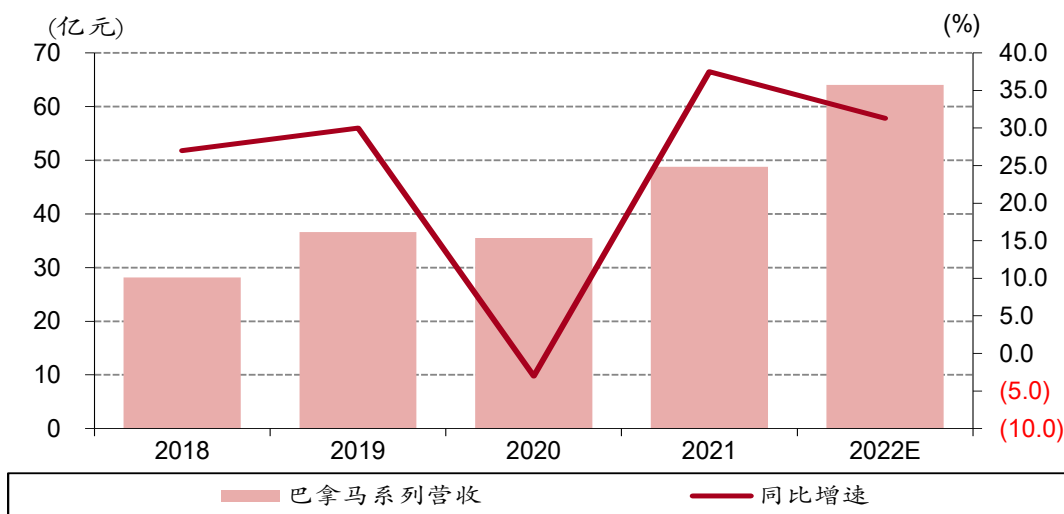
巴拿马系列重新发力，国民光瓶酒玻汾产品升级

巴拿马 20 是腰部的主打产品，山西省内畅销。巴拿马系列处于 200-400 元价格带，2021 年占汾酒系列收入比重接近 20%，其中巴拿马 20 是主销产品，市场成交价 300 元左右。巴拿马系列是山西省内的畅销产品，我们判断，巴拿马 20 占省内产品收入比重达到 40%。

2021 年开始腰部产品重新发力。2017 年确立了“抓两头，带中间”的产品策略，巴拿马系列为代表的腰部产品慢于青花和玻汾，保持了稳健增长。2021 年提出抓青花、强腰部、稳玻汾，全力推进巴拿马星火计划，梳理控价模式，筛选出核心市场整合发力，增加了经销商和终端数量，强化腰部产品发展。

受益于青花系列价格的带动，巴拿马系列产品逐步向全国的空白市场推广，我们预计未来 3 年可实现 20% 以上的较快增长。

图表 19. 巴拿马系列营收及增速



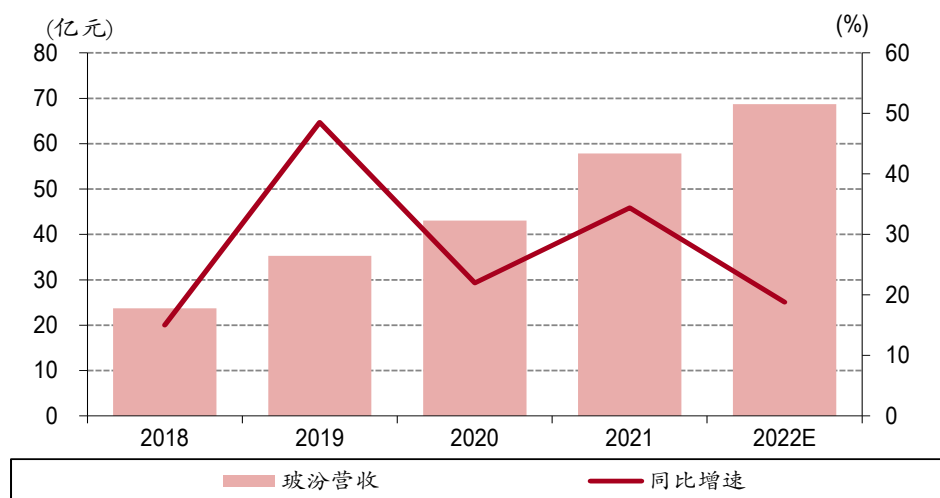
资料来源：万得，中银证券

玻汾的消费者基础好，高性价比的光瓶酒。2021 年玻汾收入占汾酒系列比重 32%，价格定位 50 元左右。由于产品性价比高，自然动销速度快，公司也加大了铺货力度，2016-2020 年持续快速增长。由于消费者基础好，品牌记忆容易唤醒，前期费用投入少，玻汾成为公司进入空白市场的重要抓手，可以增加客户粘性。但玻汾增长过快与公司整体的中国高端形象定位有冲突，因此 2021-2022 年公司产品策略有所调整，从抓两头到稳玻汾，主动控制发货节奏，放慢增速。

玻汾控量挺价和产品升级，维护公司的整体品牌形象。2020-2022 年，公司小幅多频持续提升玻汾出厂价和市场成交价，现阶段市场成交价已经从 3 年前的不到 40 元，现阶段已经达到 50 元/瓶。玻汾对经销商实施配额制，控制发货总量和投放节奏。22 年下半年推出了献礼版玻汾，在酒体设计、包装设计进行升级，价格定位在 100 元/瓶左右，一方面丰富了玻汾产品线，另一方面可维护公司的整体品牌形象。

考虑到汾酒定位于中高端产品，我们判断未来 3 年玻汾销量小幅增长，价格将持续提升，收入年均增 15%，2025 年成为超过 100 亿级别的产品系列。

图表 20. 玻汾营收及增速

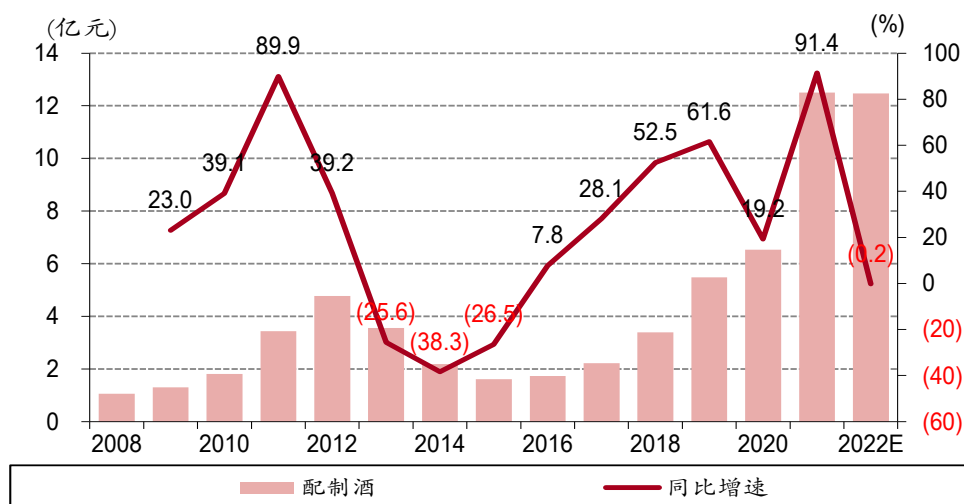


资料来源：万得，中银证券

竹叶青是唯一全国名酒中的保健酒，可能有意外惊喜

竹叶青是国家名酒中唯一的保健酒，公司对竹叶青的期待较高。竹叶青围绕“健康国酒”定位，构建了青享、荣耀、传统三大系列产品结构，2021年配制酒收入12.5亿元（竹叶青为主），增速较快。1-3Q22实现收入6.6亿元，同比降23.9%，阶段性处于调整期，公司积极开展圈层营销，产品结构加速升级，青享中高端系列产品实现稳步增长。2020年公司提出，加速布局竹叶青大健康产业，汾酒与竹叶青双轮驱动。公司对竹叶青的期待较高，将竹叶青拆分出来独立运作，推进混改和完善团队激励机制。

图表 21. 配制酒营收及增速



资料来源：万得，中银证券

围绕口感偏好和健康需求进行产品升级，渠道持续扩张，竹叶青不断积蓄发展动能。过去3年，竹叶青持续丰富产品品类，针对消费者的口感偏好和健康需求，推出低糖低药的升级产品，包括青享、荣耀等，价格定位在100-300元，远高于普通竹叶青40-50元的价格。根据2021年报，竹叶青酒传统盘迅速扩大终端规模，创新盘覆盖全国300多个城里社区。

对标劲酒，竹叶青成长潜力较大，“十四五”可能带来意外惊喜。中国保健酒市场容量很大，保健酒龙头劲酒销售收入突破百亿，作为国家名酒中唯一的保健酒，竹叶青成长潜力较大。公司营销资源投入加大，寄予厚望，“十四五”可能带来意外惊喜，我们预计收入规模有望超过20亿元。

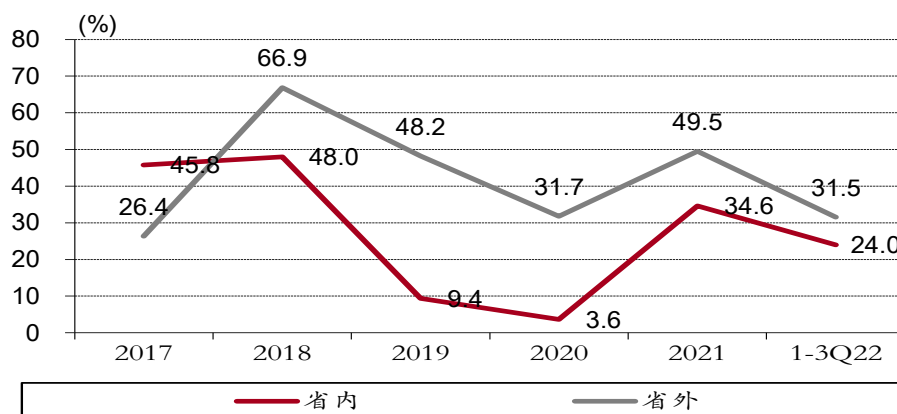
山西市场步入稳定期，环山西市场精耕细作，全国化深度推进

从 13320 到“1357+10”，持续优化区域布局，省外占比持续提升

2017-2022 年省外收入占比持续提升，未来将以省外贡献增量为主。17-18 年汾酒省内外齐头并进，19-20 年省外成为主要增长来源。21-22 年受益于山西煤炭经济向好，省内市场重新发力，2021 年省内收入 80.7 亿元，同比增 34.6%，省外收入 117.3 亿元，同比增 49.5%。2022 年公司继续大力拓展省外市场，1-3Q22 省内、省外分别增 24.0%、31.5%。长远来看，省外收入占比有望持续提升，并明显超越山西省内。2017 年省外收入占比仅为 40%，2021 年底已经达到 59%。我们判断“十四五”末省外收入占比将达到 70%，未来将以省外贡献增量为主。

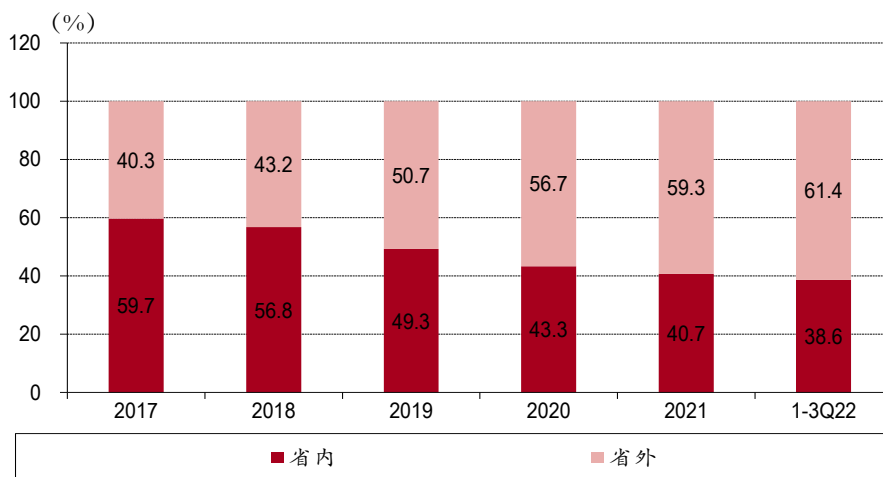
从 13320 到“1357+10”，持续优化区域布局，推进深度全国化。2017 年汾酒提出了 13320 市场布局策略，1 指山西，基地市场；第 1 个 3 指京津冀板块、鲁豫板块、陕蒙板块；第 2 个 3 指 3 个过亿的市场；20 指 20 个小市场。2019-2022 年，公司原来 13320 市场布局基础上进行了修正和调整，提出“1357+10”全国化市场布局，搭建起“31 个省区+10 个直属管理区”营销组织架构，进一步扁平区域管理，对重要地级市场进行垂直管理，聚焦“大基地市场”、“华东市场”、“华南市场”，持续推动江、浙、沪、皖、粤等市场的科学发展路径，实现了长江以南市场的稳步突破。

图表 22. 汾酒省内外收入同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 汾酒省内省外收入占比变化



资料来源：万得，中银证券

山西省内消费者基础好，市占率高，未来三年进入稳定增长期

山西是公司的大本营市场，消费者基础好，实现全价格带布局，竞争对手进入的难度较大，我们判断 2021 年公司在省内市占率高达 60-70%。

17-22 年山西省内市场的发展经历了三个阶段：

- 17-18 年省内收入快速增长，山西需求恢复，省内管控加强。汾酒需求复苏从省内率先开始，17、18 年汾酒省内收入分别增长 41%、37%，贡献了 50% 以上的增量。一方面，山西经济向好，餐饮恢复，民间消费持续升级。另一方面，省内打假防窜，整体产品区隔，16-18 年窜货现象减少。
- 19 年-20 年省内步入调整期，增速明显放缓。19、20 年省内市场步入调整期，优化渠道体系，清理渠道库存，收入分别增长 9.4%、3.6%，明显慢于省外市场。
- 21-22 年调整期结束，同时受益于山西煤炭经济向好，省内市场重新发力。21 年、1-3Q22 省内收入分别增 35%、24%。经过两年的调整，省内渠道体系完成调整，管理更加精细化。煤炭产业景气度较高，山西省内需求强劲。

我们预计未来 3 年省内保持 10-15% 的增速，进入稳定增长期。山西省内继续享受品牌集中度提升和产品结构升级，但考虑到省内市占率已经超过 60%，维持快速的提升态势难度较大，预计山西进入稳定增长期，未来 3 年将保持年均增 10-15%。

环山西是汾酒的类大本营市场，环山西以外重点突破沿海发达地区

环山西市场容量大，缺乏强势名酒，汾酒品牌最强，是类大本营市场，提升空间较大。（1）白酒行业正处于集中度提升的阶段，品牌白酒具备向缺乏强势品牌白酒的区域扩张的潜力。环山西市场中，除了山西和陕西，其它区域缺乏强势的地方名酒品牌，市场拓展阻力小。（2）环山西市场逐步达到类似于山西市场的精细程度。对比洋河在江苏周边市场的扩张，目前洋河在周边省级市场普遍都达到 10-20 亿体量规模，包括河南、浙江、山东、安徽等。我们认为汾酒在环山西 7 省，都具备 20 亿的体量潜力。

图表 24. 十七大名酒所在省份

十七大名酒	省份
茅台酒、董酒	贵州
汾酒	山西
五粮液、剑南春、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、沱牌曲酒	四川
古井贡酒	安徽
西凤酒	陕西
洋河大曲、双沟大曲	江苏
武陵酒	湖南
宝丰酒、宋河粮液	河南

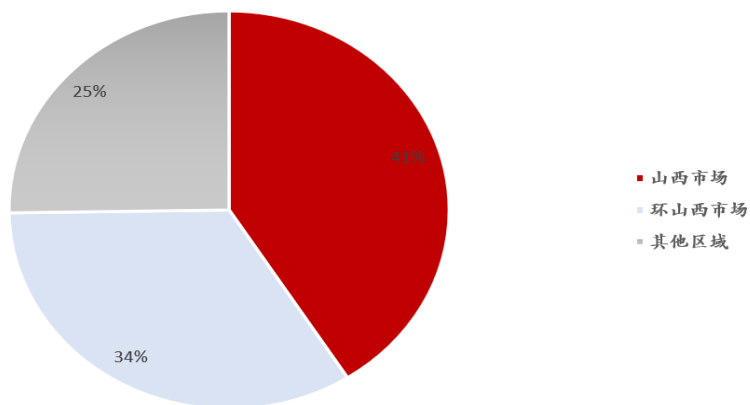
资料来源：万得，中银证券

长远来看，环山西市场市占率有望提升到 10%。根据国家统计局数据，2021 年白酒行业收入 6000 亿左右，按照人口和 GDP 占比来估算，环山西七省市场容量 1700 亿左右，汾酒在环山西七省收入市占率 4% 左右。考虑到汾酒在环山西市场品牌影响力较强，长远来看，随着消费者记忆的唤醒和渠道进一步下沉，我们认为这些市场汾酒的市占率可提升至 10%。

2020 年开始全国化布局换挡提速，强力推进打过长江战略布局，2020-2022 年南方市场持续高速增长。2020 年汾酒亿元市场 17 个，江、浙、沪、皖、粤等市场实现高速增长，长江以南市场平均增速超过 50%。2021 年，以南方市场发展为契机，规划江、浙、沪、皖、粤等市场的科学发展路径，推动长三角、珠三角市场深度拓展、稳步突破，南方市场销售平均增幅达 60% 以上。2022 年提出聚焦大基地市场、华东市场、华南市场，将华东、华南市场提升至大基地市场同等重要的位置。

环山西以外市场未来具备 150 亿元以上的市场潜力。我们认为汾酒作为全国名酒，具备全国扩张的潜力。参考洋河股份、水井坊省外扩张的情况，我们认为除了环山西以外的其它省份，华东、华南的消费大省具备 10-20 亿的市场潜力，其它省份都具备 3-5 亿的市场潜力。

图表 25. 汾酒分区域构成（2021 年）

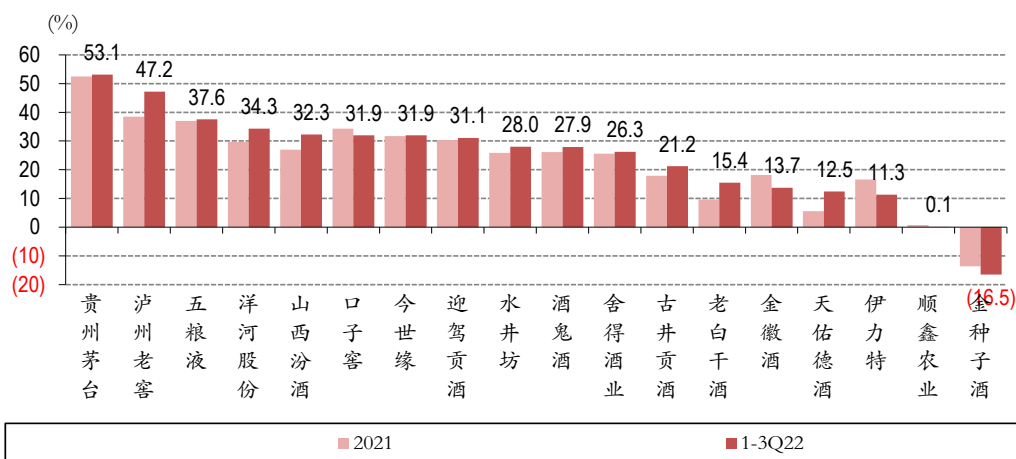


资料来源：万得，中银证券

盈利能力还有提升空间，未来净利率有望达到 40%

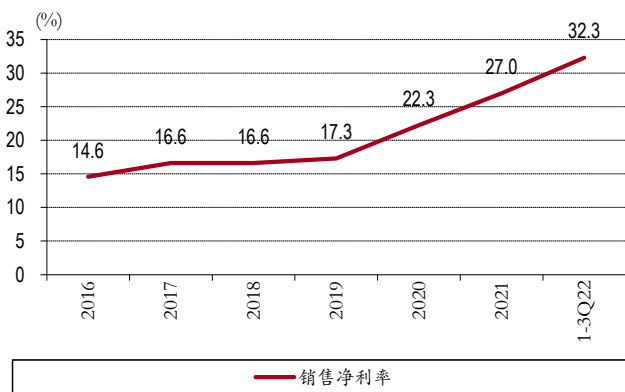
盈利能力还有提升空间，预计未来净利率有望提升至 40%。随着收入规模扩大和管理精细化，2016-2022 年汾酒净利率持续上升。2016 年净利率仅为 14.6%，1-3Q22 达到了 32.3%。综合考虑生产工艺、产品档次、区域特点，我们认为汾酒还有一定的上升空间。（1）清香型生产工艺出酒率高，青花占比将持续提升，毛利率还有提升空间。（2）汾酒品牌与茅台、五粮液处于同一阵营，随着规模扩张，环山西板块化市场形成，销售费用率还有下降空间。

图表 26. 汾酒销售净利率对比



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 山西汾酒销售净利率



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 山西汾酒销售毛利率



资料来源：万得，中银证券

酿造工艺决定了汾酒的单位生产成本较低。清香型酒的工艺特点决定了汾酒出酒率高、单位成本低。

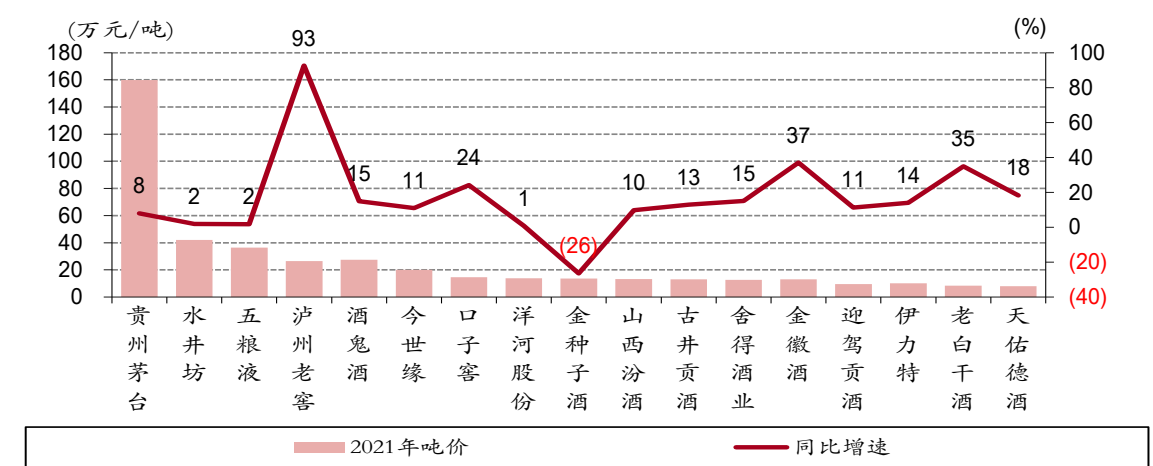
图表 29. 各名白酒酿造工艺对比

公司名称	酿造条件	酿造工艺
山西汾酒	地缸	清蒸清渣工艺和地缸发酵
泸州老窖	黄泥窖池，越老越好	混蒸续渣工艺，陈年老窖发酵
五粮液	黄泥窖池，越老越好	五种粮食酿造，混蒸续渣工艺，陈年老窖发酵
贵州茅台	石料地窖	超高温制曲、凉堂、堆积、清蒸、回沙等酿造工艺，须二次投料、九次蒸馏、八次发酵、七次取酒

资料来源：微酒，公司官网，中银证券

随着青花占比提升，未来均价有望进一步提升。2021 年均价排名第 10，主要受档次较低的玻汾和杏花村酒拖累。公司加大青花系列的推广力度，预计产品均价有望进一步提升。2022 年由于青花占比提升，玻汾占比降低，1-3Q22 毛利率同比升 1.2pct。

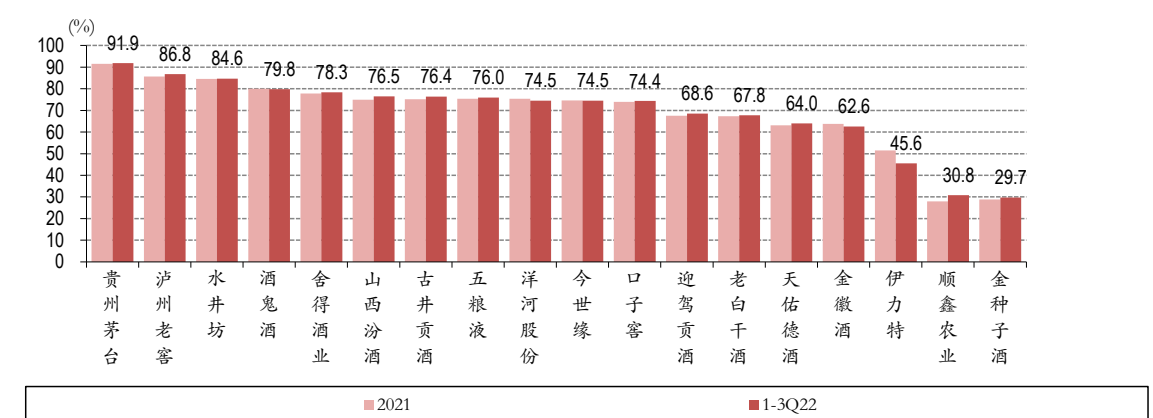
图表 30. 白酒上市公司 2021 年均价对比



资料来源：万得，中银证券

长远来看，汾酒毛利率还有小幅的提升空间。2021 年汾酒毛利率上市公司中位列第 6 名，由于单位成本低，且产品结构快速升级，我们认为汾酒的销售毛利率还有小幅的提升空间。

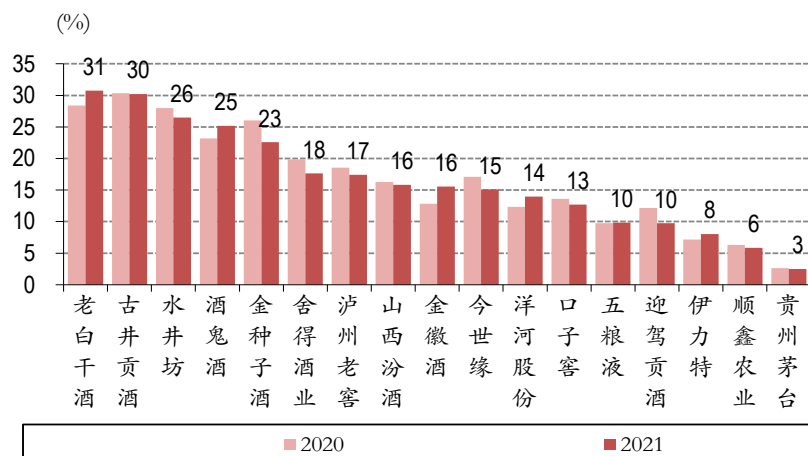
图表 31. 汾酒销售毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

长远来看，销售费用率有望下降至 10% 左右。17-19 年是市场恢复期，销售费用率维持高位，随着规模扩张和内部挖潜，20-21 年呈现下降的趋势，2022 年销售费用率继续下降，1-3Q22 销售费用率同比降 2.3pct。汾酒品牌突出，与茅台、五粮液处于同一阵营。公司的大本营市场占有率高，未来环山西市占率将持续提升，山西和环山西可形成板块化市场，有利于提高费用投放效率。长远来看，汾酒的销售费用率有望下降至五粮液和洋河股份的水平，下降至 10% 左右。

图表 32. 白酒销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

盈利预测与投资评级

过去 5 年，汾酒能在 50 元和 500 元这两条完全不同的产品价格同时取得成功，白酒发展历史中较为罕见。同时，在次高端名酒的主力产品中，青 30 是少有的能实现批价翻倍的品种。这两件事都印证了汾酒强大的品牌实力。

从香型、区域、价格三个维度来看，汾酒还有较大的成长空间。我们判断未来行业将形成分香型、分区域、分价格的细分领域寡头竞争格局，山西汾酒在这三个维度均有较强的竞争力。汾酒是清香型白酒的绝对龙头，充分享受酱酒热之后消费者对香型的认知度提升。山西汾酒在华北市场，区域品牌力强，周边省份缺乏强势竞争对手，增长空间大。未来 3 年汾酒将重点发力千元和次高端价格带，这两个价格带符合汾酒的品牌定位，同时又是扩容速度较快的价格带。

预计未来 3 年青花系列收入占比持续提升，成为“十四五”期间的主要增长点，巴拿马系列重新发力、实现较快增长，国民光瓶酒玻汾产品升级，均价得到提升。山西省内市场进入稳定增长期，省外维持较快增速。根据最新疫情变化，我们调整盈利预测，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 6.08、8.18、10.47 元，同比增 40%、35%、28%，维持 **买入** 评级，继续重点推荐。

图表 33. 分品种假设（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
青花系列合计					
收入	3,707	6,595	9,827	14,180	18,495
同比	37%	78%	49%	44%	30%
巴拿马+老白汾					
收入(百万元)	3,549	4,880	6,405	8,071	9,809
同比	-3.0%	37.5%	31.3%	26.0%	21.5%
玻汾					
收入	4,304	5,785	6,872	7,938	9,168
同比	22.0%	34.4%	18.8%	15.5%	15.5%
系列酒					
收入	566	638	880	1,065	1,174
同比	-36.2%	12.7%	38.0%	21.0%	10.3%
配制酒					
收入	653	1,250	1,247	1,582	2,076
同比	19.2%	91.4%	-0.2%	26.9%	31.3%

资料来源：万得，中银证券

图表 34. 可比公司盈利预测与评级

股票代码	股票简称	评级	市值 (亿)	股价 (元)		EPS		PE		
				2022/12/13	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600519	贵州茅台	买入	21,983	1750.0	41.76	49.61	58.04	41.9	35.3	30.2
000858	五粮液	买入	6,966	179.5	6.02	6.97	8.15	29.8	25.8	22.0
000568	泸州老窖	买入	3,119	211.9	5.40	6.84	8.55	39.2	31.0	24.8
600809	山西汾酒	买入	3,405	279.1	4.36	6.08	8.18	64.1	45.9	34.1
002304	洋河股份	增持	2,423	160.8	4.98	6.36	7.79	32.3	25.3	20.7
000596	古井贡酒	未有评级	1,236	271.3	4.35	5.73	7.27	62.4	47.4	37.3
603589	口子窖	未有评级	365	60.8	2.88	3.17	3.73	21.1	19.2	16.3
600779	水井坊	买入	359	73.6	1.69	1.50	3.64	43.5	49.1	20.2
603369	今世缘	买入	606	48.3	1.16	1.25	2.44	41.6	38.7	19.8
603919	金徽酒	买入	127	25.1	0.64	0.67	0.94	39.2	37.7	26.8

资料来源：万得，中银证券

注：未有评级数据来自万得一致盈利预测

风险提示

青 30 渠道库存超预期，影响 2023 年业绩增长。

宏观经济波动影响白酒需求：疫情使得消费场景受限，终端需求受影响。需求复苏不及预期。

食品安全事件。

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	13,990	19,971	25,412	33,035	40,943
销售成本	(6,399)	(8,741)	(10,751)	(13,730)	(16,732)
经营费用	(3,211)	(4,129)	(4,673)	(5,907)	(7,103)
息税折旧前利润	4,380	7,101	9,989	13,398	17,107
折旧及摊销	154	170	181	205	225
经营利润(息税前利润)	4,226	6,931	9,808	13,193	16,882
净利息收入/(费用)	68	33	137	261	413
其他收益/(损失)	(47)	133	133	133	133
税前利润	4,235	7,029	9,937	13,396	17,160
所得税	(1,121)	(1,701)	(2,480)	(3,337)	(4,271)
少数股东权益	(37)	(76)	(106)	(143)	(183)
净利润	3,079	5,314	7,413	9,977	12,768
核心净利润	3,079	5,314	7,413	9,977	12,768
每股收益(人民币)	2.524	4.355	6.076	8.178	10.465
核心每股收益(人民币)	2.524	4.355	6.076	8.178	10.465
每股股息(人民币)	0.647	0.143	1.823	2.453	3.140
收入增长(%)	18	43	27	30	24
息税前利润增长(%)	48	64	41	35	28
息税折旧前利润增长(%)	46	62	41	34	28
每股收益增长(%)	59	73	40	35	28
核心每股收益增长(%)	59	73	40	35	28

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4,607	6,146	9,744	16,401	24,940
应收帐款	142	104	348	453	561
库存	6,354	8,189	10,094	12,830	15,436
其他流动资产	4,705	10,847	12,159	13,998	15,905
流动资产总计	15,808	25,286	32,346	43,681	56,841
固定资产	2,290	2,493	2,599	2,693	2,772
无形资产	339	363	345	327	309
其他长期资产	1,342	1,812	1,849	1,886	1,923
长期资产总计	3,971	4,669	4,793	4,906	5,004
总资产	19,779	29,955	37,139	48,587	61,845
应付帐款	2,311	2,812	3,467	4,406	5,301
短期债务	404	725	0	0	0
其他流动负债	6,914	10,728	12,673	16,041	19,272
流动负债总计	9,629	14,265	16,139	20,447	24,573
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	84	103	121	139	158
股本	1,255	1,255	1,220	1,220	1,220
储备	8,522	13,968	19,192	26,176	35,113
股东权益	9,777	15,223	20,412	27,396	36,333
少数股东权益	288	364	467	605	782
总负债及权益	19,779	29,955	37,139	48,587	61,845
每股帐面价值(人民币)	8.01	12.48	16.73	22.46	29.78
每股有形资产(人民币)	7.52	11.84	16.45	22.19	29.53
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.35)	(4.32)	(7.99)	(13.44)	(20.44)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	4,235	7,029	9,937	13,396	17,160
折旧与摊销	154	170	181	205	225
净利息费用	(68)	(33)	(58)	(131)	(207)
运营资本变动	(101)	39	(244)	(104)	(108)
税金	(1,192)	(1,792)	(2,631)	(3,562)	(4,575)
其他经营现金流	(1,752)	2,114	(333)	164	197
经营活动产生的现金流	1,275	7,527	6,852	9,968	12,692
购买固定资产净值	(196)	(156)	(156)	(156)	(156)
投资减少/增加	275	505	72	72	72
其他投资现金流	(118)	(6,813)	(221)	(233)	(240)
投资活动产生的现金流	(39)	(6,464)	(306)	(317)	(324)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	987	824	(725)	0	0
支付股息	(790)	(174)	(2,224)	(2,993)	(3,830)
其他融资现金流	(790)	(174)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(593)	476	(2,949)	(2,993)	(3,830)
现金变动	643	1,539	3,598	6,657	8,538
期初现金	3,964	4,607	6,146	9,744	16,401
公司自由现金流	1,236	1,063	6,547	9,650	12,369
权益自由现金流	2,155	1,855	5,764	9,520	12,162

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	31.3	35.6	39.3	40.6	41.8
息税前利润率(%)	30.2	34.7	38.6	39.9	41.2
税前利润率(%)	30.3	35.2	39.1	40.6	41.9
净利率(%)	22.0	26.6	29.2	30.2	31.2
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.8	2.0	2.1	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(41.8)	(34.8)	(46.7)	(58.6)	(67.2)
速动比率(倍)	1.0	1.2	1.4	1.5	1.7
估值					
市盈率(倍)	110.6	64.1	45.9	34.1	26.7
核心业务市盈率(倍)	110.6	64.1	45.9	34.1	26.7
市净率(倍)	34.8	22.4	16.7	12.4	9.4
价格/现金流(倍)	267.0	45.2	49.7	34.2	26.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	76.8	47.2	33.1	24.2	18.4
周转率					
存货周转天数	151.5	132.9	131.3	126.6	126.0
应收帐款周转天数	2.4	2.3	3.2	4.4	4.5
应付帐款周转天数	65.7	46.8	45.1	43.5	43.3
回报率					
股息支付率(%)	25.7	3.3	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	35.8	42.5	41.6	41.7	40.1
资产收益率(%)	17.3	21.1	21.9	23.1	23.0
已运用资本收益率(%)	46.7	51.8	53.2	54.5	52.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371