

对于高端酒批价及渠道库存情况思考



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——食品饮料行业月报（20200530）

❖ 川财月度专题摘要

对于高端酒批价及渠道库存情况思考：批价是酒企品牌力、渠道力、产能等多因素的综合体现，贵州茅台凭借较强的渠道力、品牌力、管理能力保证批价稳定、库存处于合理水平。区别于 09 年的短暂调整期及 13-15 年的深度调整期，目前虽然消费场景暂时被疫情压制，但高端酒需求结构较为稳定、实际需求真实且旺盛、供给仍存在一定瓶颈、酒企普遍加强对库存管理、白酒周期性减弱、渠道库存均处于健康水平，白酒行业将随着消费复苏、新基建密集落地逐步得到恢复。短期看，高端酒批价将受发货节奏、市场需求、渠道预期等因素影响；长期看，由于供需仍处于紧平衡状态，批价易涨难跌，总体呈向好态势。

投资建议：目前消费逐步回归正常，其中江苏、安徽等地白酒动销恢复至 5 成以上，主要酒企价格体系均保持稳定，行业渠道库存正逐步回落，但考虑到二季度白酒行业以消化库存为主叠加本身为淡季，回款较往年少或将直接影响二季度酒业业绩，建议关注确定性较强的高端酒及恢复较好的优质中高端酒优质标的布局机会，相关标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘等。

❖ 月度行情回顾

本月（2020 年 5 月 1 日-5 月 29 日）食品饮料指数上涨 9.07%，沪深 300 指数上涨-1.16%，上证综指上涨-0.27%，板块涨幅位于 28 个子行业第 1 位。

具体子行业中，涨幅前三为啤酒（19.50%）、其他酒类（13.84%）、食品综合（13.53%）；跌幅前三为黄酒（3.47%）、葡萄酒（1.93%）、肉制品（1.23%）。本月涨幅前三的公司包括：新乳业（70.51%）、安记食品（57.41%）、妙可蓝多（45.01%）；跌幅前三的公司包括：深粮控股（-8.11%）、莲花健康（-8.42%）、麦趣尔（-25.40%）。

❖ 月度行情动态

五粮液数字酒证公测三小时售罄（酒业家）

五粮液成立新零售管理公司，注册资本 1 亿（微酒）

洋河梦之蓝钻石版上线（微酒）

2020 年 4 月中国啤酒产量 307.9 万千升，同比增长 5.4%（微酒）

古井贡酒回应黄鹤楼运营情况，将全面推进全国化（微酒）

❖ **风险提示：**宏观经济增长持续低于预期，原材料价格波动风险。

📄 证券研究报告

| | |
|------|-----------|
| 所属部门 | 行业公司部 |
| 报告类别 | 行业月报 |
| 所属行业 | 食品饮料 |
| 报告时间 | 2020/5/30 |

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

张潇倩
证书编号：S1100118060009
021-68595150
zhangxiaolian@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

| | |
|--|----|
| 一、川财月度专题..... | 5 |
| 1.1 批价是酒企品牌力、渠道力、产能等多因素的综合体现..... | 5 |
| 1.2 从供需角度分析当前高端酒批价情况..... | 6 |
| 1.3 酒企普遍加强对库存管理，渠道库存周期性减弱使得库存风险较小..... | 11 |
| 二、月度行情回顾..... | 13 |
| 三、月度行业估值..... | 14 |
| 四、月度行业数据跟踪..... | 15 |
| 重点白酒价格走势..... | 15 |
| 重点葡萄酒价格走势..... | 16 |
| 重点啤酒价格走势..... | 17 |
| 重点乳品价格走势..... | 17 |
| 原材料价格走势..... | 18 |
| 五、月度行业动态..... | 18 |
| 六、月度重要公告..... | 21 |
| 风险提示..... | 22 |

图表目录

| | | |
|-------|---|----|
| 图 1: | 茅台始终保持正渠道利润..... | 5 |
| 图 2: | 茅台基酒产能情况一览..... | 6 |
| 图 3: | 高收入群体可支配收入持续快速增长..... | 6 |
| 图 4: | 我国高净值人群高达 200 万..... | 6 |
| 图 5: | 主要酒企在行业调整期中量价情况一览..... | 7 |
| 图 6: | 2002-2019 年高端茅五泸销量整体年均复合增速约为 10.8%..... | 7 |
| 图 7: | 2019-2024 年高端茅五泸需求量、可供销量、缺口情况一览..... | 8 |
| 图 8: | 五粮液批价较为稳定..... | 10 |
| 图 9: | 贵州茅台批价逐步回暖..... | 10 |
| 图 10: | 一级行业月涨跌幅..... | 13 |
| 图 11: | 食品饮料细分行业月涨跌幅..... | 13 |
| 图 12: | 食品饮料行业估值走势 PE (TTM, 周)..... | 14 |
| 图 13: | 酒类细分行业估值走势 PE (TTM, 周)..... | 14 |
| 图 14: | 软饮料、乳品估值走势 PE (TTM, 周)..... | 15 |
| 图 15: | 其他细分行业估值走势 PE (TTM, 周)..... | 15 |
| 图 16: | 五粮液出厂价、一批价走势..... | 15 |
| 图 17: | 贵州茅台出厂价、一批价走势..... | 15 |
| 图 18: | 高端酒价格走势..... | 15 |
| 图 19: | 次高端酒价格走势..... | 15 |
| 图 20: | 洋河梦之蓝(M3)价格走势..... | 16 |
| 图 21: | 白酒月度产量及同比增速走势..... | 16 |
| 图 22: | 国产葡萄酒价格走势..... | 16 |
| 图 23: | 海外葡萄酒价格走势..... | 16 |
| 图 24: | LIV-EX100 红酒指数走势..... | 16 |
| 图 25: | 葡萄酒月度产量及同比增速走势..... | 16 |
| 图 26: | 海外啤酒零售价走势..... | 17 |
| 图 27: | 国产啤酒零售价走势..... | 17 |
| 图 28: | 啤酒月度产量及同比增速走势..... | 17 |
| 图 29: | 啤酒月度进口量及进口平均单价走势..... | 17 |
| 图 30: | 生鲜乳均价及同比增速走势..... | 17 |
| 图 31: | 芝加哥牛奶现货价走势..... | 17 |
| 图 32: | 牛奶及酸奶零售价走势..... | 18 |
| 图 33: | 婴幼儿奶粉零售价走势..... | 18 |
| 图 34: | 大豆市场价走势..... | 18 |
| 图 35: | 豆粕现货价走势..... | 18 |
| 表格 1. | 13-18 年高端酒需求收入弹性为 1.1..... | 8 |
| 表格 2. | 16-18 年高端酒的需求收入弹性为 1.2, 高端酒需求真实、旺盛..... | 9 |
| 表格 3. | 4 月线上白酒企业销售额、销量增速一览..... | 10 |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

| | | |
|-------|-----------------------|----|
| 表格 4. | 近年来茅台不断加大价格管控力度..... | 12 |
| 表格 5. | 本月食品饮料板块领涨前五..... | 14 |
| 表格 6. | 本月食品饮料板块领跌前五..... | 14 |
| 表格 7. | 本周食品饮料重要行业资讯..... | 18 |
| 表格 8. | 本周食品饮料板块上市公司重要公告..... | 21 |

一、川财月度专题

1.1 批价是酒企品牌力、渠道力、产能等多因素的综合体现

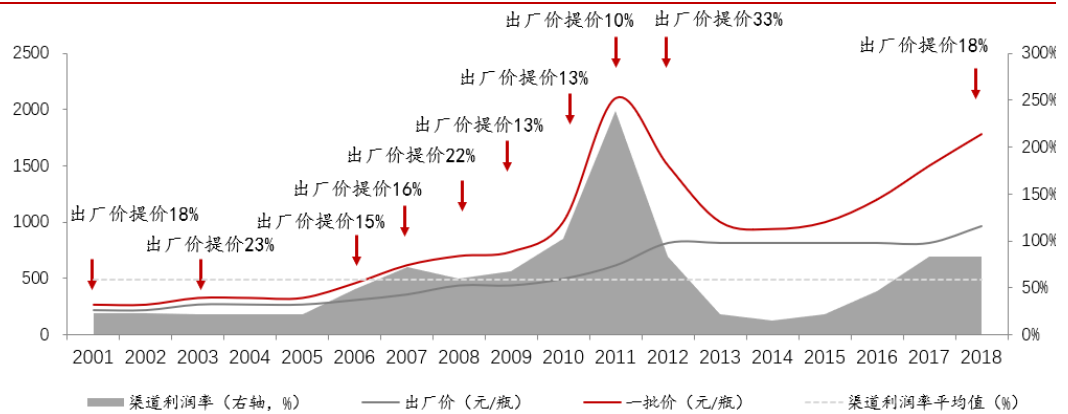
批价是总体供需的直观体现，也是酒企品牌力、渠道力的综合体现，茅台 13-15 年批价坚挺是多方面综合的结果：

1) 需求端：虽然受限三公消费影响，高端酒主要消费群体的消失使得高端酒需求断崖式下降，供大于求使得批价从超 2000 元的高点跌落至 13 年的 820 元，面对量价齐跌，贵州茅台未通过降价放量方式度过调整期，其通过推动公司扩大经销商网络、开放经销商权、布局电子平台、调整消费群体结构（渠道力）等方式来抢占市场份额，同时消费者及经销商对贵州茅台品牌的认可度高（品牌力）也给予了茅台价格一定支撑，我们可以看到茅台批价在 2013 年下半年下降至低点后，开始缓慢回升，渠道利润也始终保持正向，品牌力不断得到巩固，这是十分不容易的。而五粮液及泸州老窖采取的降价策略则使其品牌力受损，批价恢复缓慢；

2) 供给端：13-15 年间，为了保证批价的稳定，公司采取控制发货、不提价等措施来消化 11-12 年积累的社会库存。产能方面，02 年至今，茅台基酒产量仅在 2015 年出现明显下降，主要原因为 13-15 年需求端下降明显，随着行业复苏，为保证市场正常供应，茅台产能恢复正常增长。

调整期间，贵州茅台价格下降使得其性价比凸显，而后崛起的大众消费群体快速的消化了社会库存，在消费升级的背景下，16 年后供需矛盾加剧使得茅台批价一路扶摇直上（17 年开始茅台酒投放量增长幅度较小，而需求不断提升），区别于 04-12 年，这一阶段茅台等酒企更注重对渠道库存的管控。

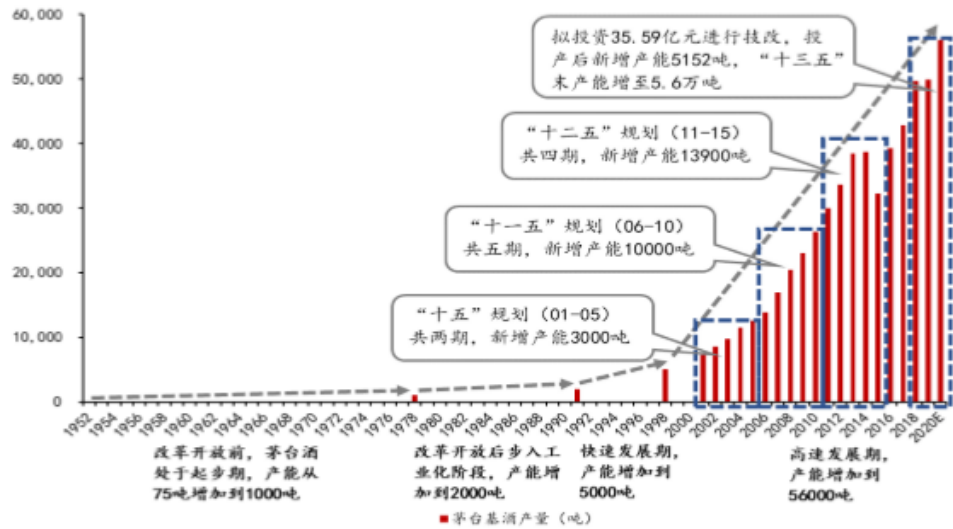
图 1： 茅台始终保持正渠道利润



资料来源：公司公告，川财证券研究所

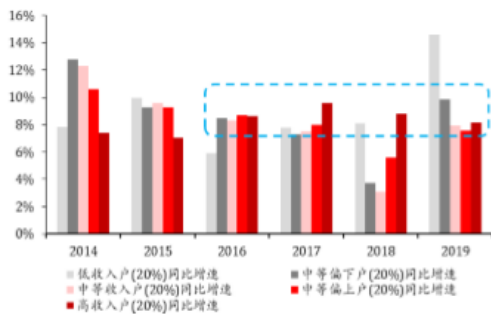
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 2： 茅台酒产能情况一览



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 3： 高收入群体可支配收入持续快速增长



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 4： 我国高净值人群高达 200 万



资料来源：招行私人财富报告，川财证券研究所

1.2 从供需角度分析当前高端酒批价情况

19 年贵州茅台等高端酒批价的迅速上涨之势颇有黄金十年的影子，贵州茅台批价曾在 19 年暑期一度到达 2800 元的高点，五粮液批价也上探至 1000 元以上，但随着茅台等高端酒对渠道整顿力度加大、发货量增加，茅台年末批价略有回落，2020 年在疫情影响下，茅台批价回落至 2000 元后，需求的提升推动批价迅速回暖至 2200-2300 元左右，目前稳定在 2300 元左右，这也从侧面印证高端酒需求仍较为强劲。我们认为由于本轮高端酒从供给情况、需求结构、渠道库存等方面较黄金十年更为良性，批价不存在断崖式下跌的风险，随着消费逐步复苏，供需紧平衡状态将支持高端酒批价不断上涨：

1) 供给：预计 2024 年高端酒仍将存在 0.7 万吨的供需缺口

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

未来5年高端茅五泸产能规划相对理性，高端白酒仍将处于紧平衡状态。具体来看，贵州茅台方面：2020年茅台酒扩建工程全面竣工后产能将达到5.6万吨，考虑到茅台的环境承载能力，此次扩建完成后短期将不再扩产；五粮液方面：2020年五粮液新增10万吨固态产能，整体将拥有年产白酒30万吨的生产能力，未来高端酒有望提升至3万吨；泸州老窖方面：2020年泸州老窖将形成优质基酒3.5万吨生产能力，到2025年优质基酒生产能力进一步提升至10万吨，未来国窖1573有望提升至2万吨。预计未来5年茅台酒将处于供不应求的偏紧缺状态。考虑到供需紧张格局将延续，作为高端白酒领导者，茅台供不应求将保证高端白酒子行业持续稳定增长。

图 5： 主要酒企在行业调整期中量价情况一览

| 高端酒企 | 未来规划产能 |
|------|--|
| 贵州茅台 | 2020年茅台酒扩建工程全面竣工后产能将达到5.6万吨，对应2024年茅台酒可供销量4.5万吨，此次扩建完成后将不再扩建。 |
| 五粮液 | 2020年五粮液新增10万吨固态产能，整体将拥有年产白酒30万吨的生产能力，未来高端酒有望提升至3万吨。 |
| 泸州老窖 | 2020年泸州老窖将形成优质基酒3.5万吨生产能力，到2025年优质基酒生产能力进一步提升至10万吨，未来国窖1573有望提升至2万吨。 |

资料来源：wind，川财证券研究所

从高端白酒历史增长路径来看，2002-2019年高端茅五泸销量年均复合增速为10.8%，高端白酒需求确定性高。假设未来5年高端茅五泸需求量保持10%的稳健增长，可供销量依据企业的产能规划稳步推进，通过测算预计到2024年高端茅五泸需求量将达到10.3万吨，而可供销量为9.6万吨，仍然存在0.7万吨的供需缺口。

图 6： 2002-2019 年高端茅五泸销量整体年均复合增速约为 10.8%

| | 2002 | 2012 | 02-12CAGR | 2014 | 2019 | 02-12CAGR | 02-19CAGR |
|---------|------|------|-----------|------|------|-----------|-----------|
| 茅台酒 | 0.38 | 1.50 | 14.7% | 1.92 | 3.30 | 11.4% | 13.6% |
| 高端五粮液 | 0.70 | 1.60 | 8.6% | 1.40 | 2.30 | 10.4% | 7.2% |
| 国窖1753 | 0.04 | 0.40 | 25.9% | 0.08 | 0.80 | 58.5% | 19.3% |
| 高端茅五泸整体 | 1.12 | 3.50 | 12.1% | 3.40 | 6.40 | 13.5% | 10.8% |

资料来源：wind，川财证券研究所

图 7： 2019-2024 年高端茅五泸需求量、可供销量、缺口情况一览

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 高端茅五泸需求量 | 6.40 | 7.04 | 7.74 | 8.52 | 9.37 | 10.31 |
| 茅台酒需求量 | 3.30 | 3.63 | 3.99 | 4.39 | 4.83 | 5.31 |
| 高端五粮液需求量 | 2.30 | 2.53 | 2.78 | 3.06 | 3.37 | 3.70 |
| 国窖1573需求量 | 0.80 | 0.88 | 0.97 | 1.06 | 1.17 | 1.29 |
| 高端茅五泸可供销量 | | | | | | 9.59 |
| 茅台酒可供销量 | 2.64 | 3.22 | 3.51 | 4.08 | 4.09 | 4.59 |
| 高端五粮液可供销量 | | | | | | 3.00 |
| 国窖1573可供销量 | | | | | | 2.00 |
| 高端茅五泸缺口 | | | | | | 0.72 |
| 茅台酒缺口 | 0.66 | 0.41 | 0.48 | 0.32 | 0.74 | 0.72 |
| 高端五粮液缺口 | | | | | | 0.70 |
| 泸州老窖缺口 | | | | | | -0.71 |

资料来源：wind，川财证券研究所，注：假设高端茅五泸需求量每年增长 10%，可供销量按照企业规划推进

2) 需求：疫情不改长期趋势，需求基础扎实，真实且旺盛

当前主力消费人群为大众消费，消费基础较为扎实使得消费场景风险较小。在近年来消费升级、高净值人士迅速增长的背景下，大众消费推动高端酒景气度提升，相较于黄金十年，目前需求结构风险较小。

近年来高端酒需求较为真实且旺盛。高端酒具有更高的需求收入弹性以及更低的需求价格弹性。我们通过测算四个层级的白酒弹性情况认为，目前高端酒的需求真实且旺盛：我们通过用销量变动/人均可支配收入变动得出需求收入弹性，用销量变动/价格变动得出需求价格弹性，在比较了 13-18 年与 16-18 年需求收入弹性后发现高端酒需求较为真实。

表格 1. 13-18 年高端酒需求收入弹性为 1.1

| | 13-18年 | 可支配收入变动(倍) | 需求变动(倍) | 价格/吨价变动(倍) | 需求收入弹性 | 需求价格弹性 |
|------|--------|------------|---------|------------|--------|--------|
| 高端酒 | 1.5 | | 1.7 | 1.7 | 1.1 | 1.0 |
| 次高端酒 | 1.5 | | 0.8 | 1.2 | 0.8 | 1.1 |
| 区域酒 | 1.5 | | 1.1 | 0.4 | 0.7 | 2.5 |
| 三四线酒 | 1.5 | | 1.5 | 0.1 | 1.5 | 45.4 |

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 2. 16-18 年高端酒的需求收入弹性为 1.2，高端酒需求真实、旺盛

| 16-18年 | 可支配收入变动(倍) | 需求变动(倍) | 价格/吨价变动(倍) | 需求收入弹性 | 需求价格弹性 |
|--------|------------|---------|------------|--------|--------|
| 高端酒 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |
| 次高端酒 | 1.2 | 1.3 | 0.8 | 1.0 | 1.6 |
| 区域酒 | 1.2 | 1.0 | 0.4 | 0.9 | 2.5 |
| 三四线酒 | 1.2 | 1.6 | 0.2 | 1.3 | 7.0 |

资料来源: Wind, 川财证券研究所

疫情不改高端酒旺盛需求长趋势。疫情对白酒影响方面，本轮疫情爆发期时点在春节前几日，节前消费受影响程度低，疫情主要影响节中及节后消费，保守假设礼品消费及聚餐消费均下降 30%，由于白酒板块春节消费量占一季度消费量 60%左右，而一季度消费量占全年比超 35%，全年白酒需求量至少下降 6%。从一季报来看，高端酒所受影响最小，而地产酒所受影响较大，主要原因：虽然宴请及送礼频率下降、节前囤的高端酒开瓶率较低将影响一、二季度销售，但受益于拥有较强的品牌力和渠道掌控力，高端酒总体需求仍为坚挺；地产酒方面，由于部分地产酒对婚宴、聚餐消费依赖程度较高，依赖程度越高的酒企受影响越明显。

线上线下白酒消费已开始复苏。近期在疫情逐步得到控制、企业复产复工率不断提升的背景下，白酒终端需求开始回暖：

1) 线上：4 月阿里渠道白酒销售额为 6.89 亿元，同比增长 262.30%，环比增长 135.35%，销售量同比增长 60.18%，均价同比增长 126.19%，具体来看，贵州茅台、五粮液、泸州老窖销售额分别同比增长 1582.01%、73.69%、135.55%，其中贵州茅台受益于加大直营渠道投放，销售额实现大幅提升；

2) 线下：据调研显示，三四线城市白酒消费复苏程度优于一二线城市；一线城市宴席场景尚未恢复，二三四线城市宴席场景正逐步恢复，整体宴席场景恢复近 5 成；烟酒店等终端渠道白酒库存较为良性，次高端酒库存略高，成交价较为平稳，整体趋势向好。近期茅台批价持续回暖，此前贵州茅台批价曾一度跌至 2000 元左右，随着需求逐步提升，近期贵州茅台批价回暖至 2300 元左右；五粮液近期主要地区批价稳定在 900-910 元左右，总体呈现稳中向好态势，主要地区库存维持在 1 个月的健康水平。

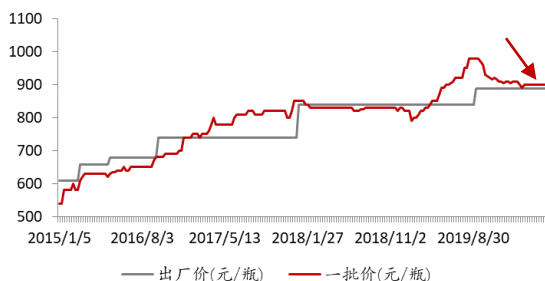
表格 3. 4 月线上白酒企业销售额、销量增速一览

| | | 销售额 (万元) | 同比增速 | 环比增速 |
|------|------|----------|----------|---------|
| 高端酒 | 茅台 | 33507.63 | 1582.01% | 595.35% |
| | 五粮液 | 2697.89 | 73.69% | 31.26% |
| | 泸州老窖 | 2500.51 | 135.55% | -29.39% |
| 次高端 | 汾酒 | 1731.61 | 74.62% | -2.06% |
| | 水井坊 | 346.09 | -23.35% | -22.25% |
| | 酒鬼酒 | 178.56 | -4.66% | -6.58% |
| | 舍得 | 175.60 | 86.22% | 25.10% |
| 区域龙头 | 洋河 | 1843.12 | 20.04% | 69.81% |
| | 古井贡 | 930.91 | 95.32% | 57.38% |
| | 今世缘 | 78.07 | 61.53% | 316.66% |
| | 口子窖 | 32.31 | 30.81% | 76.24% |
| 三四线 | 牛栏山 | 1404.39 | 103.43% | 33.40% |
| | 伊力特 | 184.88 | 76.34% | 68.36% |
| | 迎驾贡 | 73.25 | 37.08% | 13.29% |
| | 老白干 | 69.39 | -24.58% | -0.35% |
| | 金种子 | 16.32 | 172.11% | -9.50% |

| | | 销量 (件) | 同比增速 | 环比增速 |
|------|------|--------|---------|---------|
| 高端酒 | 茅台 | 171343 | 599.90% | 377.57% |
| | 五粮液 | 42278 | 4.89% | 21.29% |
| | 泸州老窖 | 49126 | 80.71% | -26.41% |
| 次高端 | 汾酒 | 52922 | 48.32% | -4.97% |
| | 水井坊 | 3391 | -29.12% | -53.83% |
| | 酒鬼酒 | 3558 | -20.24% | -10.22% |
| | 舍得 | 2553 | 29.73% | 13.42% |
| 区域龙头 | 洋河 | 36299 | 19.01% | 51.85% |
| | 古井贡 | 22201 | 20.06% | 38.74% |
| | 今世缘 | 1165 | -11.47% | 169.05% |
| | 口子窖 | 687 | 79.84% | 114.69% |
| 三四线 | 牛栏山 | 117959 | 137.07% | 47.78% |
| | 伊力特 | 6610 | 174.05% | 39.75% |
| | 迎驾贡 | 2474 | 15.34% | 16.20% |
| | 老白干 | 2034 | -36.22% | -29.15% |
| | 金种子 | 583 | 150.21% | -23.29% |

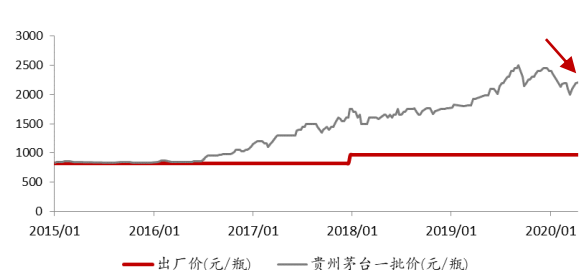
资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

图 8：五粮液批价较为稳定



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：贵州茅台批价逐步回暖



资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 酒企普遍加强对库存管理，渠道库存周期性减弱使得库存风险较小

在 03-12 年的白酒黄金十年间，行业需求高增使得渠道库存处于高位，当 13 年需求出现断崖式下降后，渠道库存进一步放大了白酒周期性，渠道库存高企叠加批价迅速下降使得酒企一度陷入困境。在经历了行业深度调整期后，厂商不断强化对价格及渠道的管控以保证市场健康，因此白酒周期性已逐步减弱，但对于高端酒来说，在厂商加大渠道管控后，供需矛盾更为突出，以贵州茅台为例：

供应端方面，17 年以来，茅台供应量未出现较大增长，渠道库存始终处于低位，大多在 0.5-2 个月左右；需求端方面，消费升级叠加高净值人群的增长不断推动新增需求扩容，我们可以从群众疯狂抢购 1499 茅台的热情中可以看到需求的强劲，供需不平衡使得茅台批价不断提升。价格方面，走出调整期后，公司对价格管理较为严格，公司多次在会议上提到要管控价格，此外，2019 年 9 月贵州省市场监管局也发布公开征集茅台酒市场违法违规线索的公告。2018 年下半年开始，公司开始严查管理层滥用职权的违法违规行为，并对经销商进行较大力度的整顿，2018 年底的经销商大会上，公司明确提出：2019 年开始，茅台酒经销商配额为 17000 吨，不会再增加新的经销商，被取消经销权的经销商配额将通过公司直营体系进行投放；2019 年的经销商大会上，公司提出：2020 年销售计划量为 3.45 万吨，继续按照“不增不减”的原则，与经销商签订合同，公司将以商超、电商、团购等渠道为重点，加大直销投放力度。2019 年由于公司加大经销商处罚力度导致经销商不敢出货的同时，直营渠道投放不及预期导致供需进一步失衡，批价继续上涨，直至 2019 年年底茅台提前执行配额、陆续与电商商超达成合作后，批价有所回落，但供需仍处于紧平衡状态。

表格 4. 近年来茅台不断加大价格管控力度

| | 政策 |
|----------|---|
| 2017年5月 | 茅台召开“近期茅台酒市场管理工作情况座谈会”，茅台高层就4月以来茅台公司对“价格问题的发声”和出台的“稳定茅台酒价格的市场管控措施”问题进行了坦诚而深入的座谈研讨。通过座谈研讨，厂商双方达成高度共识：厂商同心同德，同向同行，坚决共同维护和管控好茅台酒市场价格。 |
| 2018年2月 | 茅台开出了2018年首张重磅罚单，对10家违约经销商进行了处罚通报，其中，对遵义、上海、长沙、广州四地五家存在哄抬价格、搭售、转移销售的经销商进行取消经销计划的处罚，对河南、南京、上海和北京等四地五家违约经销商进行了扣减合同的处罚。 |
| 2018年5月 | 新任茅台集团党委书记、董事长、总经理李保芳李保芳关于价格讲话摘要：1)“茅台的未来，长远来讲，就是要把兼顾和平衡企业、经销商、消费者三方利益作为根本任务。茅台的价格会稳定在一个相当时期，不会轻易调整。2)“管好茅台市场终端价格，茅台从来都不承认自己是奢侈品，定位人民群众喝的酒...兼顾消费者对价格的感受，把茅台酒的价格确定在合理的利润区间，价格确定在老百姓认为相对合理的价格区间” |
| 2018年12月 | 四川宜宾举行的国际名酒联盟高层峰会上，茅台集团董事长李保芳表示，茅台酒价格还有空间，但因为会带来行业的连锁反应，所以不会随意调价，要慎之又慎。 |
| 2018年12月 | 贵州茅台2018年度经销商联谊会在茅台集团总部举行，董事长李保芳表示，茅台酒价格和茅台股票的问题都是头等大事。 |
| 2019年8月 | 贵州茅台酒股份有限公司召开市场工作会，在茅台酒市场工作会上，李保芳开门见山地说：“今天是为价格而开会。要控制价格，而不是稳住价格。黄牛搅局也是助推价格疯涨的因素，不能让“黄牛”问题成为茅台酒销售过程中一个司空见惯、熟视无睹的现象。李保芳在会议上表示，将从六个方面严格管控价格。 |
| 2019年9月 | 9月4日，贵州省市场监督管理局曾发布公告，公开征集茅台酒市场领域违法违规线索，包括在茅台酒市场销售囤积居奇、哄抬价格、加价销售、转移销售、违规搭售；制售侵权假冒茅台酒；恶意炒买炒卖茅台酒谋取不当利益等。 |

资料来源：新华网、澎湃新闻、新浪财经，川财证券研究所

综上，虽然消费场景暂时被疫情压制，但高端酒需求结构较为稳定、实际需求真实且旺盛、供给仍存在一定瓶颈、酒企普遍加强对库存管理、白酒周期性减弱、渠道库存均处于健康水平。短期看，高端酒批价将受发货节奏、市场需求、渠道预期等因素影响，比如：近期茅台批价因疫情压制需求而一度跌破2000元，后来随着需求复苏，批价迅速恢复至2300元左右；长期看，由于供需仍处于紧平衡状态，批价易涨难跌，总体呈向好态势。

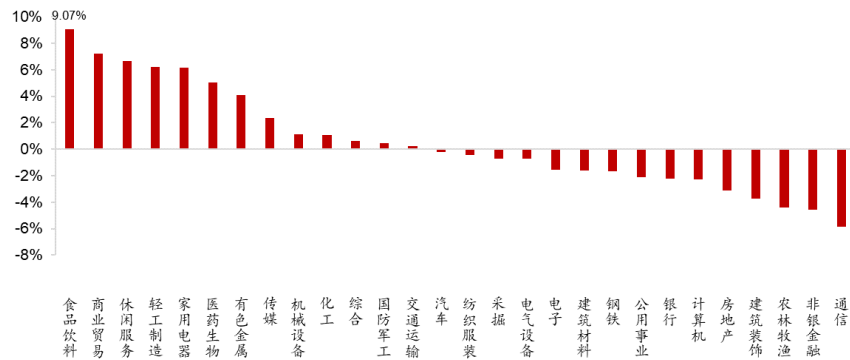
投资建议：目前消费逐步回归正常，其中江苏、安徽等地白酒动销恢复至5成以上，主要酒企价格体系均保持稳定，行业渠道库存正逐步回落，但考虑到二季度白酒行业以消化库存为主叠加本身为淡季，回款较往年少或将直接影响二季度酒业业绩，建议关注确定性较强的高端酒及恢复较好的优质中高端酒优质标的的布局机会，相关标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘等。

二、月度行情回顾

本月（2020年5月1日-5月29日）食品饮料指数上涨9.07%，沪深300指数上涨-1.16%，上证综指上涨-0.27%，板块涨幅位于28个子行业第1位。

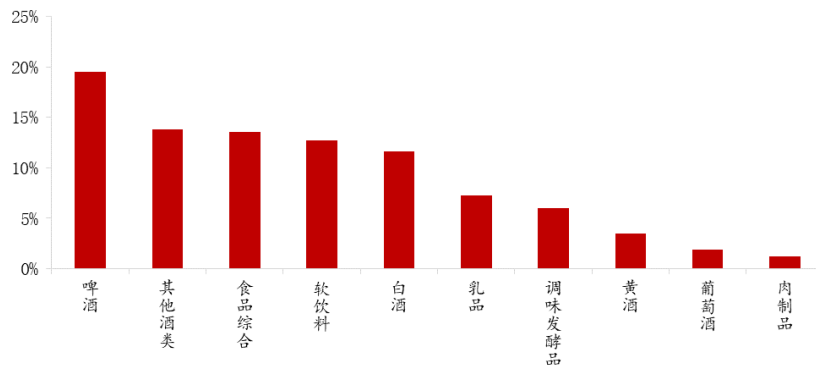
具体子行业中，涨幅前三为啤酒（19.50%）、其他酒类（13.84%）、食品综合（13.53%）；跌幅前三为黄酒（3.47%）、葡萄酒（1.93%）、肉制品（1.23%）。本月涨幅前三的公司包括：新乳业（70.51%）、安记食品（57.41%）、妙可蓝多（45.01%）；跌幅前三的公司包括：深粮控股（-8.11%）、莲花健康（-8.42%）、麦趣尔（-25.40%）。

图 10：一级行业月涨跌幅



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：食品饮料细分行业月涨跌幅



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 5. 本月食品饮料板块领涨前五

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 | 周涨跌 |
|-----------|------|-------|--------|
| 002946.SZ | 新乳业 | 18.50 | 70.51% |
| 603696.SH | 安记食品 | 14.34 | 57.41% |
| 600882.SH | 妙可蓝多 | 38.95 | 45.01% |
| 603697.SH | 有友食品 | 18.45 | 43.25% |
| 603919.SH | 金徽酒 | 15.00 | 39.50% |

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 6. 本月食品饮料板块领跌前五

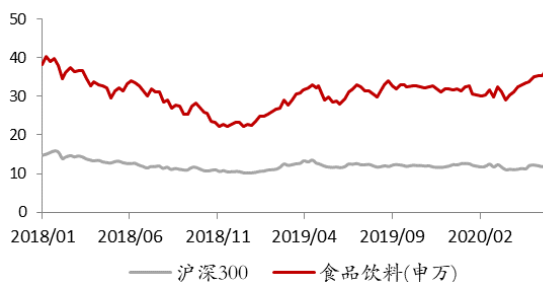
| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 | 周涨跌 |
|-----------|------|------|---------|
| 600866.SH | 星湖科技 | 4.53 | -4.43% |
| 600084.SH | 中葡股份 | 2.22 | -6.72% |
| 000019.SZ | 深粮控股 | 8.38 | -8.11% |
| 600186.SH | 莲花健康 | 2.61 | -8.42% |
| 002719.SZ | 麦趣尔 | 6.58 | -25.40% |

资料来源: Wind, 川财证券研究所

三、月度行业估值

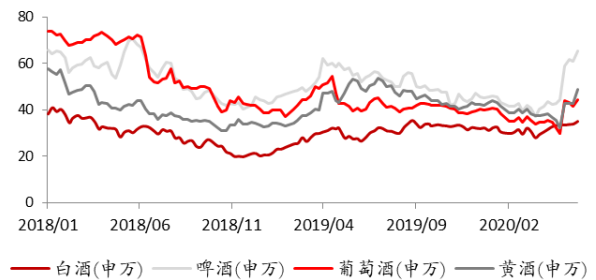
本月食品饮料行业估值水平提升。2020年5月29日,食品饮料行业PE为36.6倍,较4月30日上涨8.8%;白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒细分行业估值分别为35.15、65.19、44.31、48.82,较4月30日上涨4.6%、47.5%、48.5%、52.2%;软饮料和乳制品分别为30.00、34.61倍,较4月30日上涨17.0%、25.0%;肉制品、调味品、食品综合细分行业估值分别27.61、51.21、58.49倍,较4月30日上涨-1.5%、10.6%、8.2%。

图 12: 食品饮料行业估值走势 PE (TTM, 周)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

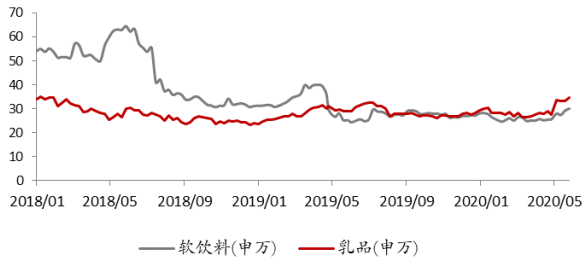
图 13: 酒类细分行业估值走势 PE (TTM, 周)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

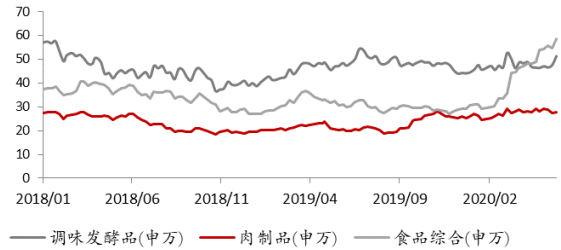
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 14: 软饮料、乳品估值走势 PE (TTM, 周)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 15: 其他细分行业估值走势 PE (TTM, 周)

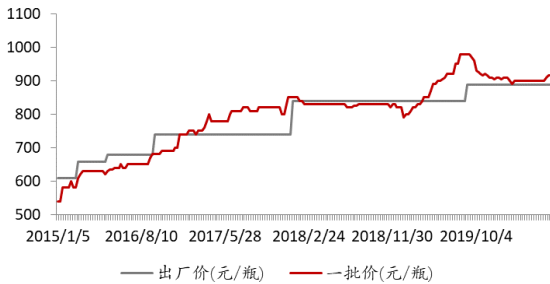


资料来源: Wind, 川财证券研究所

四、月度行业数据跟踪

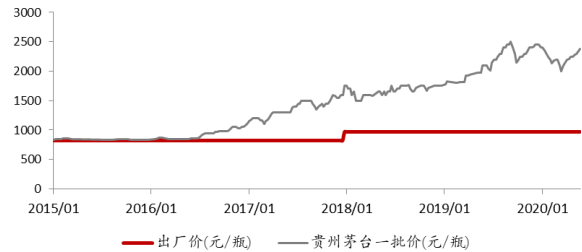
重点白酒价格走势

图 16: 五粮液出厂价、一批价走势



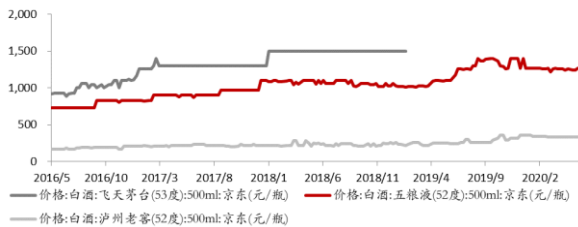
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17: 贵州茅台出厂价、一批价走势



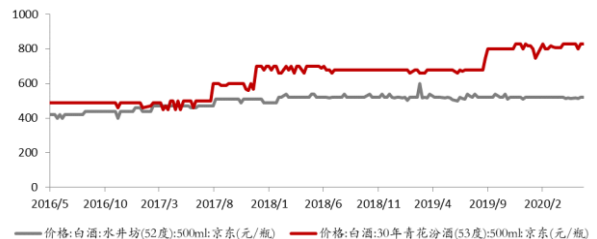
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 18: 高端酒价格走势



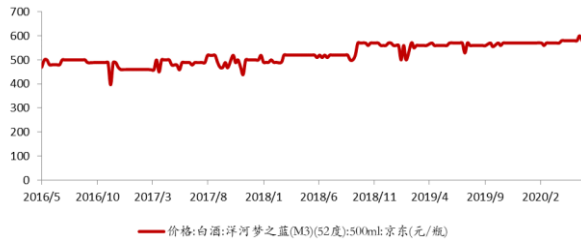
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 次高端酒价格走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 20: 洋河梦之蓝(M3)价格走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

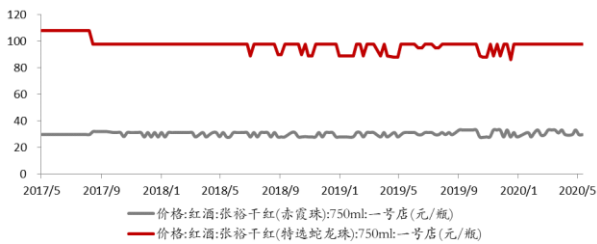
图 21: 白酒月度产量及同比增速走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

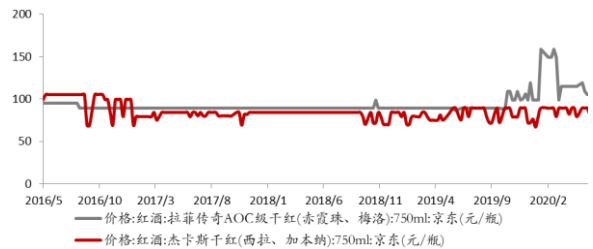
重点葡萄酒价格走势

图 22: 国产葡萄酒价格走势



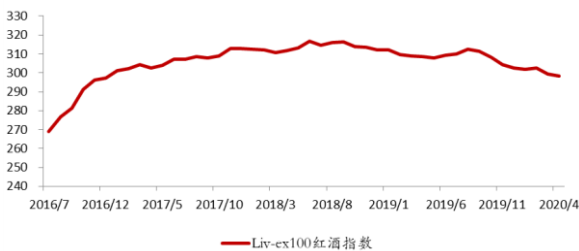
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 海外葡萄酒价格走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 24: Liv-ex100 红酒指数走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

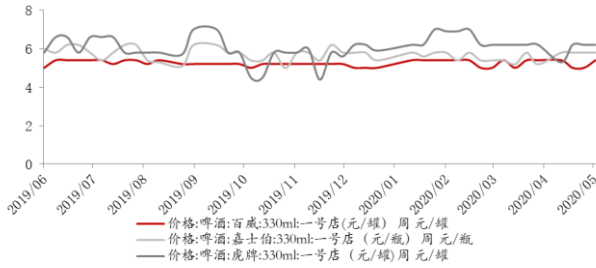
图 25: 葡萄酒月度产量及同比增速走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

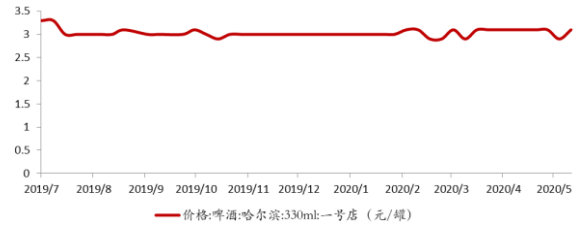
重点啤酒价格走势

图 26: 海外啤酒零售价走势



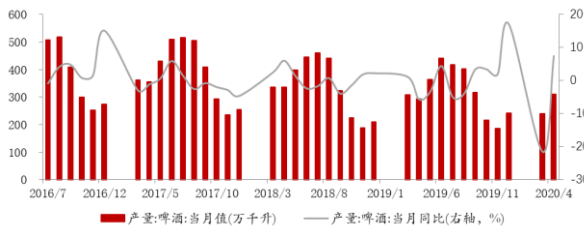
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 27: 国产啤酒零售价走势



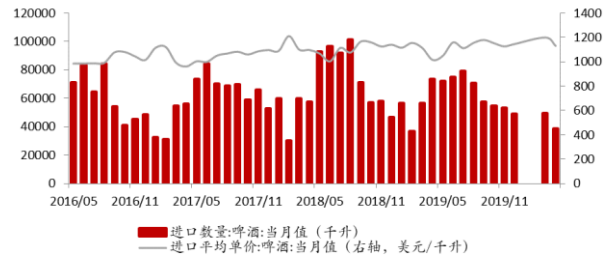
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 28: 啤酒月度产量及同比增速走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 29: 啤酒月度进口量及进口平均单价走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

重点乳品价格走势

图 30: 生鲜乳均价及同比增速走势



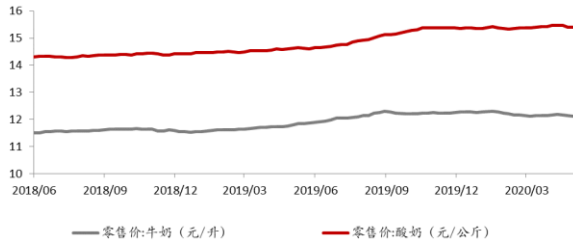
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 31: 芝加哥牛奶现货价走势



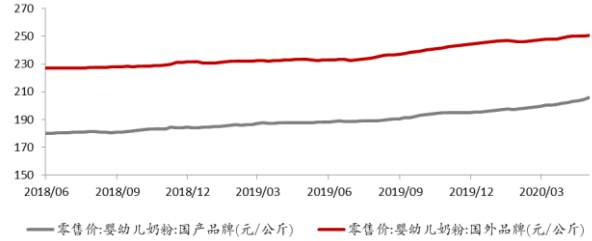
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 32: 牛奶及酸奶零售价走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

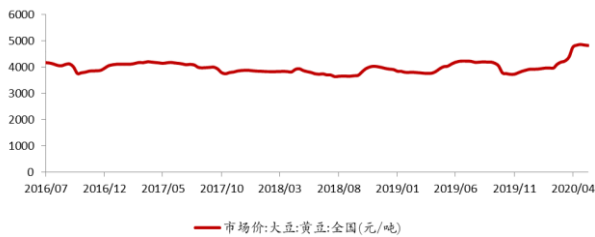
图 33: 婴幼儿奶粉零售价走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

原材料价格走势

图 34: 大豆市场价走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 35: 豆粕现货价走势



资料来源: Wind, 川财证券研究所

五、月度行业动态

表格 7. 本周食品饮料重要行业资讯

| 行业要闻 | 主要内容 |
|--|---|
| 2020 年 4 月中国啤酒产量 307.9 万千升, 同比增长 5.4% (微酒) | 据国家统计局数据, 2020 年 1-4 月, 中国酿酒产业规上企业酿酒总产量 1506.46 万千升, 同比下降 11.73%。其中, 2020 年 1-4 月, 规模以上啤酒企业总产量 857.40 万千升, 下降 22.58%。此前, 国家统计局发布最新统计局数据, 2020 年 1-3 月, 中国规模以上啤酒企业产量 549.5 万千升, 同比下降 33.8%。啤酒板注意到, 2020 年 4 月啤酒产量达到 307.9 万千升, 而这一数据在 2019 年 4 月为 292.1 万升, 同比增长 5.4%。(注: 规模以上啤酒企业起点标准为年主营业务收入 2000 万元。) |
| 古井贡酒回应黄鹤楼运营情况, 将全面推进全国化 (微酒) | 5 月 19 日, 古井贡酒举行网上业绩说明会, 并表示未来五年, 公司将紧紧围绕“战略 5.0、运营五星级”, 全面推进全国化、次高端, 加快建设“数字化、国际化、法治化”新古井。同时, 针对黄鹤楼的情况, 古井贡酒还表示, 因身处疫情重灾 |

| | |
|--------------------------------|--|
| 青島啤酒官宣华晨宇为代言人（微酒） | <p>区，黄鹤楼一季度影响较大，公司正根据疫情控制后市场的恢复程度和白酒消费情况，积极主动做好品牌推广、市场动销、库存消化等各项工作。</p> <p>5月19日，青島啤酒在官方微博宣布华晨宇为青島纯生代言人，同时还发布了青島纯生更换新包装的消息。新包装以“因乐而生”为主题，鲜活的叶片形象作为瓶标，其定制罐上还印有华晨宇个人形象。</p> |
| 四川将引导制定国内指标最严、要求最高的年份酒团体标准（微酒） | <p>日前，四川省市场监管局召开四川白酒团体标准体系建设座谈会。座谈会上，四川省局标准化处处长徐翔指出，将引导我省白酒龙头企业加强合作，共同制定国内指标最严、要求最高的年份酒团体标准，以标准引领四川白酒产业高质量发展。会议要求：白酒骨干企业要抱团发展，促进白酒质量提高；各企业要立足团体标准体系建设，就年份酒的原粮、产品工艺、指标、包装、储存等方面标准制定积极协商、达成一致；成都、宜宾、泸州市市场监管局要切实营造良好环境，积极指导、推动年份酒团体标准制定工作，促进我省白酒产业发展壮大。会上，来自五粮液、泸州老窖、水井坊、郎酒公司的负责人就此进行了交流，且一致认为加快制定四川白酒团体标准对推进川酒向高端发展具有重要意义，将及时向公司领导层汇报，积极参与团体标准制定的相关工作。</p> |
| 遵义市一季度白酒业同比增长6.7%（微酒） | <p>近日，据贵州日报报道，遵义市统计局公布的数据显示，该市一季度主要经济指标逆势增长。其中，工业生产逐步回暖，烟、酒行业贡献突出。规模以上工业增加值同比增加5.5%。白酒行业同比增长6.7%，拉动全市工业经济增长5.1个百分点。</p> |
| 茅台与苏宁谋求深化合作层次（微酒） | <p>5月19日，茅台集团党委副书记、总经理李静仁与到访的苏宁控股集团总裁任峻一行在茅台会议中心举行座谈，双方就进一步拓展合作领域、深化合作层次进行交流。李静仁表示，苏宁是国内互联网零售行业的领军企业，在电商、金融、渠道、物流等领域有着先进的技术经验，值得茅台学习和借鉴。茅台与苏宁合作以来，双方通过实体产业与互联网之间的优势互补，实现了“1+1>2”的效果。希望双方进一步加强金融、产销、文化等领域的交流与合作，全方位促进茅台系列产品的销售，实现量的提升和质的转变。</p> |
| 青島啤酒与海尔卡奥斯达成战略合作（微酒） | <p>近日，海尔卡奥斯物联生态科技有限公司与青島啤酒股份有限公司在青島达成战略合作。双方将进一步扩大合作领域、深化产业协同，共建啤酒饮料行业工业互联网平台及全国首个啤酒饮料行业工业互联网示范基地，加快推进工业互联网创新发展，助力青島打造世界工业互联网之都。</p> |
| 知萌发布白酒趋势报告：疫情后中档酒迎来机遇期（微酒） | <p>据知萌最新发布的报告显示，伴随疫情后期理性消费的回归，消费者更加关注白酒的性价比，100-400元价位的白酒消费市场展现较大的潜力，66.3%的白酒消费者将会购买100-400元价位的白酒。报告同时显示，200元以下的市场空间集中在60后和70后为主的熟年群体，以及初入社会的95后社会新鲜人；100-300元的白酒市场集中在80后，200-300元的白酒市场集中在90后。由此可见，疫情后，在以80后和90后为主力消费人群中，100-300元白酒消费市场潜力较大。</p> |

| | |
|--------------------------------|--|
| <p>优化主线产品，酒鬼酒再涨价加码高端（微酒）</p> | <p>继5月初发布调价后，酒鬼酒再度发布调价信息。5月21日获悉，酒鬼酒将于6月25日起，对52度500ml紫坛（柔和）战略价上调40元/瓶。对此，专业人士表示，酒鬼酒产品升级不断的背后，不难看出该公司持续向高端白酒市场的深入。业内人士还认为，从目前市场环境来看，维持价格稳定、提振市场信心、进行产品调整，将着力点放在产品调整上，属于务实之举。</p> |
| <p>4月日本四大啤酒公司销量下降21%（微酒）</p> | <p>5月中旬，据朝日、麒麟、札幌和三得利等主要啤酒公司发布的日本国内啤酒类（普通啤酒、发泡酒、第三类啤酒）的销售动态，4月被感染新冠肺炎的人数激增，当月整个啤酒类的销售量比去年同期下降了21%。按种类来看，啤酒下降了52%。相反，发泡酒和第三类啤酒分别增加了1%和7%。其中，朝日集团控股公司的代表啤酒“朝日超爽（Super Dry）”的销量同比下降了52%，创下了一个月来最大的跌幅；麒麟控股的“一番榨（Ichiban Shibori）”销量也下降了50%，啤酒总销量下降了49%，是1994年1月以来的最大跌幅；三得利控股的代表品牌“Premium Malts”的销量下降了62%；札幌啤酒的“SAPPORO KURO LABEL”销量下降了44%。</p> |
| <p>四特弘韵、雅韵涨价（酒说）</p> | <p>近日，四特对四特东方韵系列两款产品的出厂价进行了上调。通知显示，鉴于物价上涨等因素，为了给消费者提供更优质的产品服务，保障产品可持续发展，经公司研究决定，自2020年5月16日起，对四特东方韵系列产品作如下调整：弘韵出厂价上调14元/件，雅韵出厂价上调60元/件。</p> |
| <p>疫情冲击全球酒类销量或需4年恢复元气（酒业家）</p> | <p>根据国际葡萄酒与烈性酒信息公司的统计，全球酒类销量去年销量仅增长0.1%，预期今年将下滑12%。</p> |
| <p>五粮液数字酒证公测三小时售罄（酒业家）</p> | <p>5月25日，由五粮液集团和新浪联合发布的“五粮液数字酒证”在“臻久网”平台正式公测，公测一经发布，便吸引了大批消费者，据平台方负责人介绍，公测反馈喜人，线上销售火爆，开售仅三小时即宣告售罄，获得一致好评。</p> |
| <p>五粮液成立新零售管理公司，注册资本1亿（微酒）</p> | <p>天眼查数据显示，5月27日，四川五粮液新零售管理有限公司成立，注册资本1亿人民币，注册地位于中国（四川）自由贸易试验区，经营范围包括酒类经营；企业管理；游艺及娱乐用品销售；玩具销售；照相机及器材销售；互联网销售（除销售需要许可的商品）；纸制品销售；国内贸易代理等。</p> |
| <p>洋河梦之蓝钻石版上线（微酒）</p> | <p>洋河梦之蓝家族再添新品，洋河打造的电商品牌梦之蓝钻石版，即将于6月1日首发。近日，该新品已上线洋河官方商城，并开始接受预订。其中，52度500ml售价739元/瓶；40.8度500ml售价699元/瓶。</p> |

资料来源：Wind，川财证券研究所

六、月度重要公告

表格 8. 本周食品饮料板块上市公司重要公告

| 上市公司 | 公司公告 |
|------|---|
| 上海梅林 | 上海梅林发布公告,为保障农副产品的供应,加快推进贵州省黔东南州农业标准生态化的发展,上海梅林正广和股份有限公司下属子公司光明农牧科技有限公司,拟与当地企业合资在黔东南建设生猪养殖加工一体化基地,项目整体规划规模 100 万头,分两期建设,其中一期建设总投资 72,727.09 万元,建设完成达产后年可出栏生猪 42.24 万头。 |
| 安记食品 | 安记食品发布公告,公司第一期员工持股计划所持有公司 2,068,500 股股票已全部出售完毕,占公司已发行股本的 1.72%。第一期员工持股计划实施完毕并终止,后续将进行财产清算和分配工作。 |
| 妙可蓝多 | 妙可蓝多发布公告,2017 年限制性股票激励计划首次授予部分第三个限售期解除限售条件已达成,公司同意为符合解锁条件的 53 名激励对象办理限制性股票第三个解锁期解锁相关事宜,解锁的限制性股票数量为 2,235,000 股,占公司目前股本总额的 0.55%。 |
| 克明面业 | 克明面业发布 2020 年半年度业绩预告,预计归属于上市公司股东的净利润 18,000.00 万元-23,000.00 万元,比上年同期增长 72.95%-120.99%。 |
| 惠发食品 | 惠发食品发布 2019 年年度权益分派实施公告,每股分配比例为 A 股每股现金红利 0.02 元,共计派发现金红利 3,360,000 元。 |
| 桃李面包 | 桃李面包发布公告,拟向全资子公司长春桃李增资人民币 20,000 万元,青岛食品增资人民币 15,000 万元,泉州桃李增资人民币 15,000 万元,广西桃李增资人民币 10,000 万元、海南桃李增资人民币 4,000 万元。 |
| 重庆啤酒 | 重庆啤酒发布 2019 年年度权益分派实施公告,每股分配比例 A 股每股现金红利 1.40 元,共计派发现金红利 677,559,677.20 元。 |
| 加加食品 | 公司发布关于签订战略合作协议的公告。2020 年 5 月 19 日,加加食品与深圳中顺易金融服务有限公司,共同签署《战略合作协议》。合作内容:深化供应链及金融服务合作;拟合作设立食品产业投资基金;双方可以根据需要设计新的合作模式;双方可以根据具体项目情况另行协商签订具体的项目合作协议。 |
| 妙可蓝多 | 公司发布股东集中竞价减持股份进展公告,2020 年 2 月 18 日至 2020 年 5 月 19 日,王永香通过集中竞价交易方式减持公司股份 2,044,919 股,占公司股份总数的 0.50%。截至本公告披露日,王永香持有上海妙可蓝多食品科技股份有限公司无限售流通股 18,422,496 股,占公司股份总数的 4.50%。 |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

| | |
|------|---|
| 西麦食品 | 公司发布关于子公司与宿迁经济技术开发区签订投资意向书的公告，公司子公司江苏西麦食品有限责任公司向宿迁经济技术开发区管理委员会购买国有土地使用权用于建设“燕麦休闲食品创新项目”，该项目拟投资总额为人民币3亿元（对外投资项目名称及投资金额以届时签定的投资协议为准）。近日，公司子公司江苏西麦与宿迁经济技术开发区签订了投资意向书。 |
| 千禾味业 | 千禾味业发布关于“千禾转债”赎回的第三次提示性公告，赎回登记日：2020年5月28日，赎回价格：100.471元/张，赎回款发放日：2020年5月29日，赎回登记日次一交易日起（即2020年5月29日），“千禾转债”将停止交易和转股，本次提前赎回完成后，“千禾转债”将在上海证券交易所摘牌。 |
| 金字火腿 | 金字火腿发布2019年年度权益分派实施公告，公司2019年年度权益分派方案为：以公司现有总股本剔除已回购股份后938,467,227.00股为基数，其中回购股份39,846,053.00股，向全体股东每10股派0.500000元人民币现金（含税；扣税后，QFII、RQFII以及持有首发前限售股的个人和证券投资基金每10股派0.450000元）。本次权益分派股权登记日为：2020年5月25日，除权除息日为：2020年5月26日。 |
| 安琪酵母 | 安琪酵母发布公告，公司将赴云南普洱市澜沧县设立子公司，投资建设年产2.5万吨酵母生产线项目一期，投资金额：人民币5.4亿元。 |

资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示

宏观经济增长持续低于预期

若宏观经济增速放缓，居民消费增长乏力，将对消费类板块上市公司业绩持续增长带来压力。

原料价格波动风险

气候变化、自然灾害、动物疫情等不可抗力因素导致的农作物、肉类、蔬菜、乳品等原材料价格波动，将侵蚀食品饮料板块上市公司盈利能力。

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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004