

东阿阿胶 (000423.sz) 11月草根调研：春节期间量价齐升可期，看好公司长期发展

王艳茹 执业证书编号：S1100516110002
分析师 8621-68416988-235
wangyanru@cczq.com

相关研究：

东阿阿胶 (000423) 草根调研：需求稳定，旺季销量有望平稳上升
_20161017

核心观点

东阿阿胶为市场占有率最高的阿胶品牌，从2006年至今，出厂价累计提价17次，最近一次提价是在2016年11月，毛利率和净利率均不断提高，但销量有所回落，公司存货不断增加，市场对此不无担忧。因此我们将通过跟踪渠道与终端的动销情况等帮助判断公司走势，并于10月初进行了第一期草根调研，本期调研将主要监测进入旺季以来的11月份，3个主要产品的销售情况及行业预期，并验证增量市场的拓展情况、渠道利润空间的稳定性、市场营销策略的有效性，以及上游驴皮资源的把控力等。

❖ **结论：**（1）旺季销售情况及对12月预期基本稳定，涨价尚未执行到位，春节期间量价齐升可期；（2）产品结构调整，阿胶浆和桃花姬比例持续上升，增量市场有望打开；（3）经销商利润空间稳定，看好连锁药店布局；（4）加强品牌推广和服务是保证销量的有效方式；（5）上游控制力和品牌影响力较强，在行业中将继续保持领先优势，看好公司长期发展。

❖ **公司发展趋势：**（1）阿胶块每年的产量和销量基本稳定在中高端消费人群，增量市场主要来自阿胶浆和桃花姬的OTC和快消品销售额的提升，目前产品结构正在逐步调整，趋势良好；（2）对上游资源把控能力占有绝对优势，全产业链布局将保障公司可持续发展。

❖ **近期催化因素：**春节期间为全年消费高峰；深港通及管理激励政策值得期待。

❖ **风险提示：**本轮涨价执行到位后导致销量下滑；阿胶浆及桃花姬销量增长不及预期；上游资源控制不及预期；行业竞争加剧；宏观经济下滑风险。

川财证券研究所

成都
高新区交子大道177号中海国际
中心B座17楼，610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

目 录

| | |
|---|----|
| 调研结论..... | 4 |
| 终端销售稳定，春节期间量价齐升可期..... | 5 |
| 阿胶块 11 月旺季销售情况较稳定，对 12 月销量预期保守..... | 5 |
| 阿胶浆 11 月销售情况好于阿胶块，对 12 月销量预期乐观..... | 7 |
| 桃花姬 11 月销售情况好于阿胶块和阿胶浆，商超同类产品具有绝对优势..... | 8 |
| 产品结构调整，阿胶浆和桃花姬比例持续上升，增量市场有望打开..... | 9 |
| 经销商利润空间稳定，看好连锁药店布局..... | 10 |
| 加强品牌推广和服务是保证销量的有效方式..... | 11 |
| 上游控制力和品牌影响力较强，在行业中将继续保持领先优势..... | 11 |
| 上游驴皮资源把控能力较强..... | 11 |
| 差异化产品布局，品牌影响力远超竞争对手..... | 12 |
| 风险提示..... | 12 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 阿胶块 11 月销售额同比变化..... | 6 |
| 图 2: 阿胶块 11 月库存消化周期同比变化..... | 6 |
| 图 3: 阿胶块 12 月销量预期..... | 6 |
| 图 4: 阿胶浆 11 月销售额同比变化..... | 7 |
| 图 5: 阿胶浆 11 月库存消化周期同比变化..... | 7 |
| 图 6: 阿胶浆 12 月销量预期..... | 7 |
| 图 7: 桃花姬 11 月销售额同比变化..... | 8 |
| 图 8: 桃花姬 11 月库存消化周期同比变化..... | 8 |
| 图 9: 桃花姬 12 月销量预期..... | 8 |
| 图 10: 商超阿胶类产品生产公司货架金额占比 (样本) | 9 |
| 图 11: 东阿阿胶经销商 3 年销量变化 (样本) | 10 |
| 图 12: 东阿阿胶经销商 3 年毛利率变化 (样本) | 10 |
| 图 13: 阿胶块、阿胶浆、桃花姬涨价前后经销商及药店毛利率 (样本) | 10 |
| 图 14: 促销手段及推广活动..... | 11 |

调研背景：东阿阿胶为市场占有率最高的阿胶品牌，从2006年至今，出厂价累计提价17次，最近一次提价是在2016年11月（公司重点产品东阿阿胶、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕出厂价分别上调14%、28%、25%，零售价亦做相应调整），上一次提价是在2015年11月，终端零售价从原来的每斤不足100元上涨至现在的2000多元，毛利率和净利率均不断提高，但销量有所回落，公司存货不断增加，市场对此不无担忧。而公司在上游的国际化布局、产品多层次开发、文化营销和价值回归工程等战略，加之今年五月股东及管理层陆续增持，都释放出公司发展的积极信号。因此我们将通过跟踪渠道与终端的销量情况等帮助判断公司走势，并于10月初我们进行了第一期草根调研，结论为终端需求稳定，旺季销量有望平稳上升，预测近期涨价是大概率事件。随后公司在11月17日发布涨价公告，基本符合预期。本期调研主要监测进入旺季以来的11月份3个主要产品的动销情况及行业预期，并验证增量市场的拓展情况、渠道利润空间的稳定性、市场营销策略的有效性，以及上游驴皮资源的把控力等。

调研对象：共28位，包括上中下游：养殖基地、经销商、药店、直营店、医院、商超相关负责人，地域覆盖山东、北京、上海和广州4个主要地区，调研品类包括阿胶块、阿胶浆、桃花姬3大主要产品。

调研结论

1、阿胶块11月旺季销售情况较稳定，对12月销量预期保守。（1）由于受宏观经济影响、去年涨价后部分消费者流失、中高端增量人群尚需一定时间覆盖等因素，使得11月阿胶块销量延续了三季度同比下降态势（小幅下滑）；（2）但由于消费者冬季进补的刚性需求稳定，加之对品牌的认可度较高，促销力度的增加（双十一活动），因此涨价对中高端固定人群的影响有限；（3）结合库存的消化情况良好（经销商库存消化周期约在2-3个月），我们认为阿胶块11月份总体销售情况较为稳定。（4）终端对阿胶块12月的销量预期偏保守，主要担心待12月此轮涨价执行到位（据了解终端涨价约在12月初-1月底陆续执行）后销量会受到一定影响，与节日送礼和冬季进补增加量相抵消。

2、阿胶浆11月销售情况好于阿胶块，对12月销量预期乐观。（1）由于阿胶浆属于东阿独家产品，涨价引起的客户流失小于阿胶块，此外冬季进补刚性需求和促销活动（力度大于阿胶块），使得去年涨价对销量的总体影响不大，经销商库存消化周期稳定；（2）终端对阿胶浆12月销量预期偏乐观，对此轮涨价执行后销量下滑的担心较小，主要因阿胶浆的适用人群大于阿胶块，加之促销力度的维持或增加，与公司对阿胶浆的定位和布局相符。

3、**桃花姬 11 月销售情况好于阿胶块和阿胶浆，商超同类产品具有绝对优势。**（1）桃花姬 11 月销售额同比平均增加 4%，随着市场宣传的推广，终端进货量逐步增加，经销商库存消化周期同比增加 5 天；（2）桃花姬 12 月销量预期比 11 月平均增加 3%；（3）线下主要销售渠道为北京和山东的商超，广深地区也有增长，销售情况良好，与同类其他品牌相比占有绝对优势（货架金额平均占比达 60%左右），全国范围的销售则以电商为主，品类及规格齐全。

4、**产品结构调整，阿胶浆和桃花姬比例持续上升，增量市场有望打开。**阿胶浆和桃花姬经销商毛利率自 2015 年 4 季度开始均高于阿胶块，从而有效拉动渠道销售的积极性，阿胶浆和桃花姬销量同步于 2015 年 4 季度开始全面超过阿胶块。符合公司对阿胶浆和桃花姬销量占比提升的战略布局。

5、**经销商利润空间稳定，看好连锁药店布局。**据调研样本经销商和药店的平均毛利率显示，（1）经销商：阿胶块 41.2%、阿胶浆 37.1%、桃花姬 33.2%，依次递减；（2）药店：阿胶块 29.3%、阿胶浆 40.7%、桃花姬 51.2%，依次递增，且涨价前后变化不大；（3）对比两种铺货模式，与连锁药店直接合作相较通过经销商铺货，从利润空间和管理效率上均有利于公司长期发展，看好公司拓展连锁药店渠道的布局。

6、**加强品牌推广和服务是保证销量的有效方式。**与三季度调研结果一致，熬胶活动和折扣仍是最主要的促销手段和品牌推广方式，其中销量较大的终端门店都已经配有熬胶服务，全国大概 3 万家。

7、**上游控制力和品牌影响力较强，在行业中将继续保持领先优势。**行业角度，竞争对手福胶和东阿的经销商净利率自 2015 年底都开始出现下滑，库存都有上升趋势，反应了行业整体的状态，受宏观经济影响，阿胶消费增长乏力，而对上游资源把控能力强、具有品牌影响力的公司将在行业中走强。随着消费升级、以及对中医养生的重视度提高，龙头公司将持续受益。

终端销售稳定，春节期间量价齐升可期

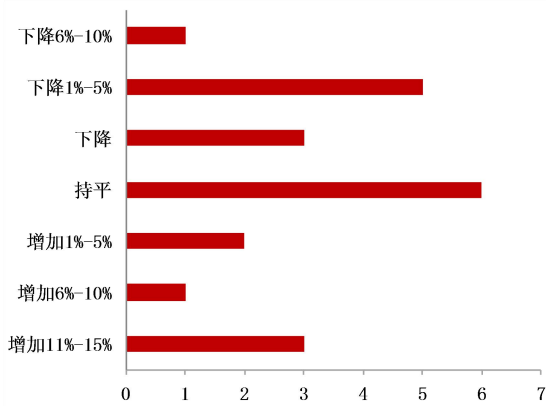
阿胶块 11 月旺季销售情况较稳定，对 12 月销量预期保守

阿胶块 11 月销售额同比有所增加。据终端调研显示，阿胶块 11 月销售额同比以持平 and 下降 1%-5%居多，均值为增幅 1.3%。因上一次涨价幅度为 15%（从 2015 年 11 月之后开始陆续执行），但同期促销打折力度加大，使得最终销量同比有小幅下滑。短期销量下滑原因主要有三方面：（1）受宏观经济环境影响，三公消费减少；（2）消费者有部分流失，上一轮涨价后部分消费者改买东阿其他低价产品或改买其他低

价品牌阿胶块；(3) 涨价过滤掉一部分低端消费人群，而中高端人群的增量市场尚需一定的覆盖时间。但由于消费者冬季进补的刚性需求稳定，加之对品牌的认可度较高，促销力度的增加（双十一活动），因此涨价对中高端固定人群的影响有限。

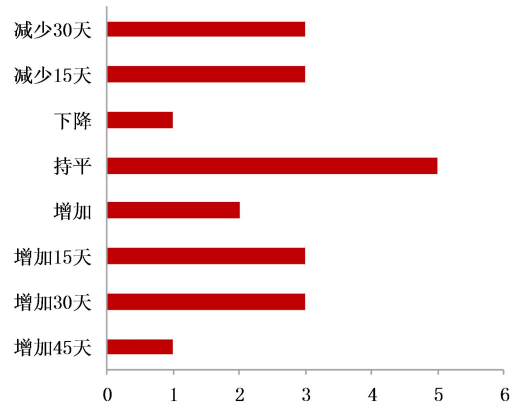
阿胶块 11 月库存消化周期同比并未大幅拉长。据终端调研显示，阿胶块 11 月库存消化周期同比持平居多，平均值为增加 2 天，消化周期并未因涨价而导致大幅拉长。经销商库存消化周期约在 2-3 个月，终端单体药店每一两周就会根据情况进行补货，一般不会备很多货。

图 1： 阿胶块 11 月销售额同比变化



资料来源：调研信息，川财证券研究所

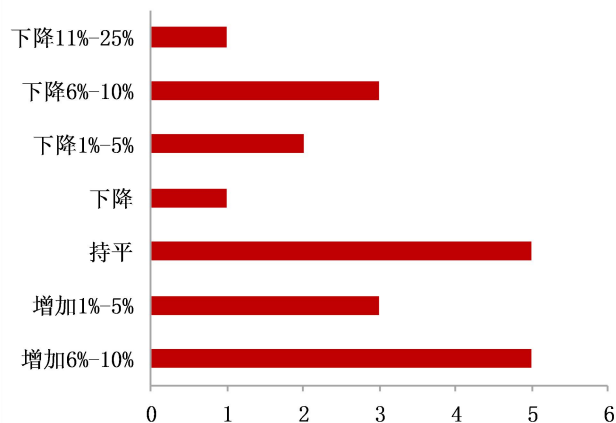
图 2： 阿胶块 11 月库存消化周期同比变化



资料来源：调研信息，川财证券研究所

阿胶块 12 月销量预期与 11 月持平。据终端调研显示，预期阿胶块 12 月销量与 11 月持平和增加 6%-10%居多，均值为与 11 月持平。主要担心待 12 月此轮涨价执行到位后（据了解终端涨价约在 12 月初-1 月底春节前陆续执行）销量会受到一定影响，与节日送礼和冬季进补增加量相抵消。

图 3： 阿胶块 12 月销量预期



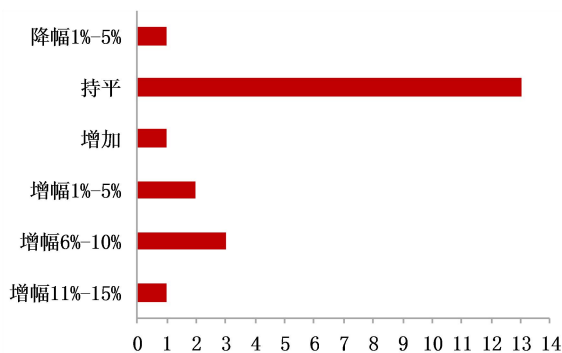
资料来源：调研信息，川财证券研究所

阿胶浆 11 月销售情况好于阿胶块，对 12 月销量预期乐观

阿胶浆 11 月销售额同比增幅大于阿胶块。据终端调研显示，11 月阿胶浆销售额同比持平和增幅 1%-15% 的居多，均值为增幅 1.6%，好于阿胶块（1.3%）。由于阿胶浆属于东阿独家产品，涨价引起的客户流失小于阿胶块，此外冬季进补刚性需求和促销活动（终端力度大于阿胶块），使得涨价对销量的总体影响不大。

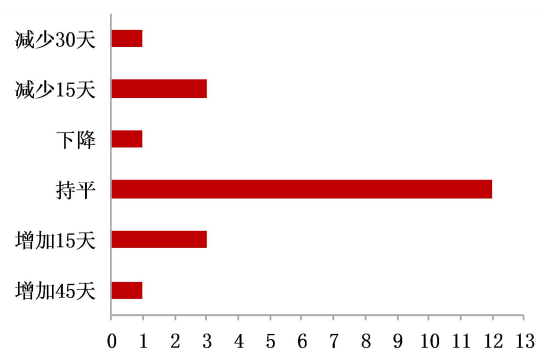
阿胶浆 11 月库存消化周期与去年同期持平。据终端调研显示，阿胶浆 11 月库存消化周期同比平均值为持平，消化周期并未因涨价而导致拉长。

图 4：阿胶浆 11 月销售额同比变化



资料来源：调研信息，川财证券研究所

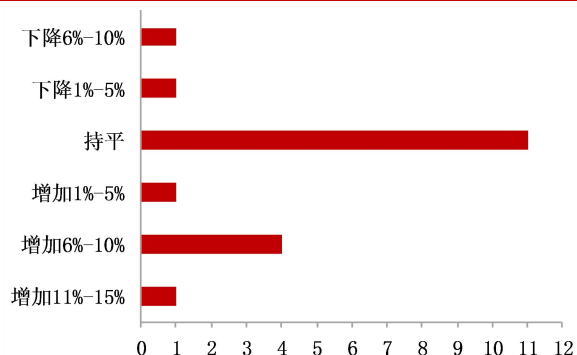
图 5：阿胶浆 11 月库存消化周期同比变化



资料来源：调研信息，川财证券研究所

阿胶浆 12 月销量预期比 11 月增加 2%。据终端调研显示，阿胶浆 12 月销量预期与 11 月持平和增加 6%-10% 居多，均值为比 11 月增加 2%，对此轮涨价执行到位后销量下降的担心较小。主要原因：（1）12 月冬季进补需求会持续，阿胶块上火的消费者可以选用，适用人群范围较大；（2）促销力度维持或增加。

图 6：阿胶浆 12 月销量预期



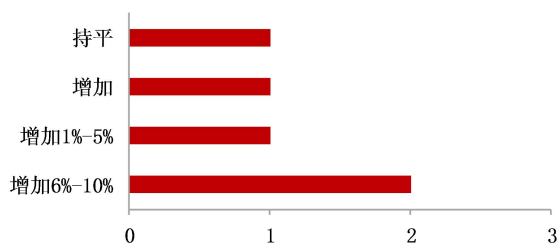
资料来源：调研信息，川财证券研究所

桃花姬 11 月销售情况好于阿胶块和阿胶浆，商超同类产品具有绝对优势

桃花姬 11 月销售额同比增幅大于阿胶块和阿胶浆。据终端调研显示，11 月桃花姬销售额同比增加 6%-10% 的居多，均值为增幅 4%，好于阿胶块和阿胶浆。

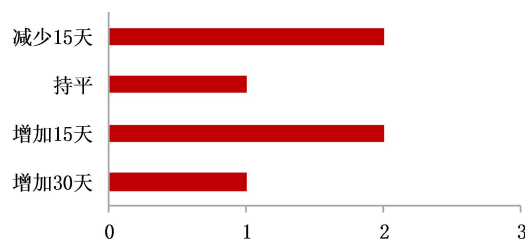
桃花姬 11 月库存消化周期比去年同期平均增加 5 天。据终端调研显示，桃花姬 11 月库存消化周期同比增加 15 天的居多，均值为增加 5 天，消化周期拉长主要原因为进货量增加。

图 7：桃花姬 11 月销售额同比变化



资料来源：调研信息，川财证券研究所

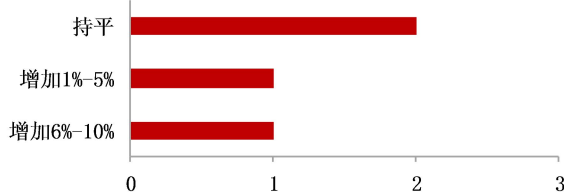
图 8：桃花姬 11 月库存消化周期同比变化



资料来源：调研信息，川财证券研究所

桃花姬 12 月销量预期比 11 月增加 3%。据终端调研显示，预期桃花姬 12 月销量与 11 月持平的居多，均值为比 11 月增加 3%。

图 9：桃花姬 12 月销量预期

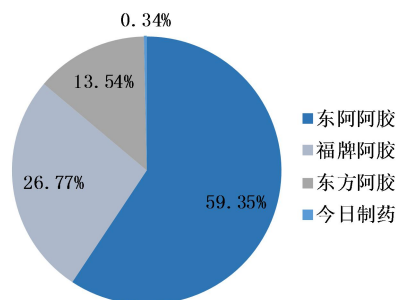


资料来源：调研信息，川财证券研究所

桃花姬线下商超销售情况良好，占有绝对优势。此次我们对商超中桃花姬销售情况进行了调研：包括北京、广州、深圳核心地段共 6 家商超（家乐福和永辉，其

他商超铺货较少)。(1) 品类方面, 三地东阿只有桃花姬, 且标价统一, 其他品牌阿胶类产品除阿胶糕外还有少量阿胶片和阿胶浆。(2) 销量方面, 阿胶类产品货架摆放的总金额平均每家约在 2-3 万, 桃花姬平均占比达 60%左右, 销量最好, 主要原因: 多数有专柜、品牌有口碑、产品质量好(无添加剂)、促销活动等。

图 10: 商超阿胶类产品生产公司货架金额占比(样本)



资料来源: 调研信息, 川财证券研究所

桃花姬线上销售品类齐全, 全国范围覆盖。直营旗舰店包括官方商城、天猫、京东、1 号店, 其中官方商城具有东阿的全品类产品, 京东和天猫的桃花姬销量较大, 一号店的阿胶食品品类最多。

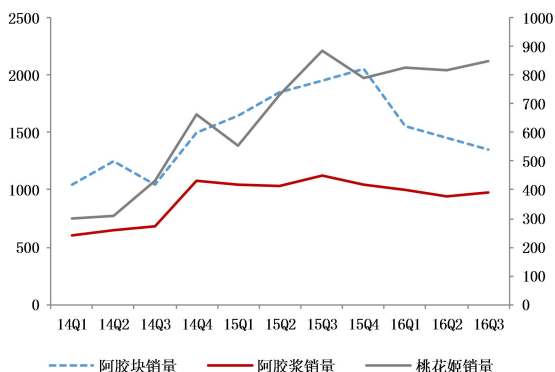
产品结构调整, 阿胶浆和桃花姬比例持续上升, 增量市场有望打开

我们调研了部分经销商 3 个主要产品 3 年内的销量和毛利率变化。

销量显示, 东阿阿胶的产品结构从 2014 年 4 季度开始逐步调整, 阿胶浆和桃花姬的销售比例增加, 到 2015 年 4 季度销量全面超过阿胶块, 阿胶块同期占比下降, 逐步回归核心的高端用户群。

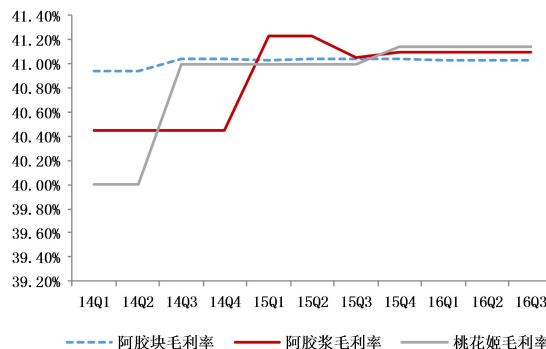
毛利率也显示, 阿胶浆和桃花姬自 2015 年 4 季度开始均高于阿胶块, 从而有效拉动渠道销售的积极性, 符合公司对阿胶浆和桃花姬销量占比提升的战略布局。

图 11: 东阿阿胶经销商 3 年销量变化 (样本)



资料来源: 调研信息, 川财证券研究所

图 12: 东阿阿胶经销商 3 年毛利率变化 (样本)



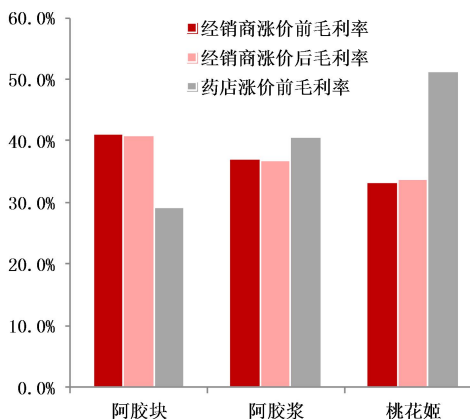
资料来源: 调研信息, 川财证券研究所

经销商利润空间稳定, 看好连锁药店布局

据调研样本经销商和药店的平均毛利率显示, (1) 涨价前经销商的平均毛利率分别为: 阿胶块 41.2%、阿胶浆 37.1%、桃花姬 33.2%, 依次递减, 涨价后变化不大; (2) 涨价前药店的平均毛利率分别为: 阿胶块 29.3%、阿胶浆 40.7%、桃花姬 51.2%, 依次增加。(1、药店尚未执行涨价, 故统计涨价前毛利率; 2、统计样本以大型连锁药店为主, 因此总体毛利率较高)。

据调研, 大型连锁药店一般直接与厂家合作进货 (药店利润空间 25%左右), 其他药店或非连锁一般通过经销商渠道进货 (药店利润空间 15%左右, 经销商利润空间 35%左右), 此外, 直接铺货到终端, 信息反馈更加扁平化, 管理效率提高, 因此加强与大型连锁药店渠道的合作将有利于公司长期发展, 看好公司拓展连锁药店渠道的布局。

图 13: 阿胶块、阿胶浆、桃花姬涨价前后经销商及药店毛利率 (样本)

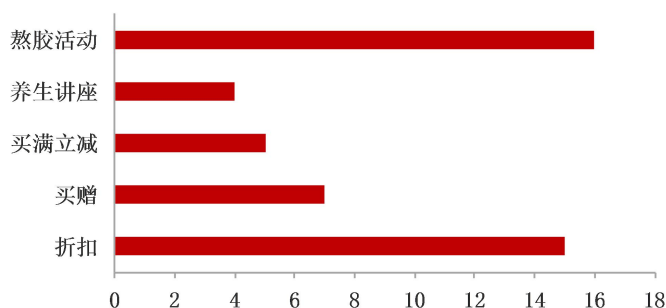


资料来源：调研信息，川财证券研究所

加强品牌推广和服务是保证销量的有效方式

与三季度调研结果一致，熬胶活动和折扣仍是最主要的促销手段和品牌推广方式。据了解，销量较大的终端门店都已经配有熬胶服务，全国大概3万家。折扣方面，力度包括九五折、九折、八八折、八五折、八折、第二件八折、买赠等。

图 14：促销手段及推广活动



资料来源：调研信息，川财证券研究所

上游控制力和品牌影响力较强，在行业中将继续保持领先优势

行业角度，竞争对手福胶和东阿的经销商净利率自 2015 年底都开始出现下滑，库存都有上升趋势，反应了行业整体的状态，受宏观经济影响，使得阿胶消费增长乏力，而对上游资源把控能力强、具有品牌影响力的公司将在行业中走强。随着消费升级、以及对中医养生的重视度提高，龙头公司将持续受益。

上游驴皮资源把控能力较强

由于农业机械化程度的提高，以及饲养难度等问题导致国内毛驴资源总量呈现逐步萎缩趋势（据网站资料显示，我国驴存栏量已从上世纪 90 年代的 1100 万头下降至 2016 年的 600 万头左右），只有全产业链布局，加大对上游资源的把控，才能实现公司的可持续发展。据调研，东阿阿胶在如下两方面取得了较好成效：

(1) 可控毛驴资源规模增加, 产能供给充足。公司在全国建有 20 个毛驴养殖繁育基地, 平均每个基地存量约在 6000 头, 则直接控制的毛驴种质资源在 12 万头, 同时以点带面, 与周边农户签订饲养与收购合同, 建立驴皮收购网络, 提供种源、技术、资金支持, 打造服务平台。据调研, 可用驴皮的出胶率为 33%, 每头驴的可用驴皮量约 21 斤, 按东阿阿胶年产量 1700 吨计算, 需要驴皮 5100 吨, 即需要驴皮的数量约 50 万头, 据测算目前东阿能够掌控的国内毛驴存栏量大于 100 万头 (保守估计占到全国毛驴总存栏量的 1/6 以上, 占制胶用毛驴比例更高), 加之在国外的资源布局, 总体产能供给充足。

(2) 毛驴养殖收益显著提高, 养殖户积极性提升。通过反哺上游提高毛驴养殖水平, 同时推动政府对养殖户的补贴等措施, 使得上游养殖收益显著提高, 积极性得到提升。据调研, 目前每组驴的利润约为 123 万 (300 头为一组, 每头驴的利润约为 4119 元; 未计入第一年建设驴棚成本 25 万/组), 毛利率约为 48.5% (同比 2015 年上涨 15%), 与养牛的利润相当, 但饲养周期比养牛短 2-3 个月, 对养殖户较有吸引力。

我们认为, 政府+基地+农户的协议养殖方法,既能保证驴皮原料的质量和产能、又可带动当地养殖户致富, 利于当地经济的发展, 因此有必要通过提价策略来保证对上游反哺的可持续性, 同时也将保障公司发展的可持续性。

差异化产品布局, 品牌影响力远超竞争对手

从调研的经销商历史数据来看, (1) 销量趋势反应产品结构差异: 福牌阿胶块和阿胶糕的销量近三年均为逐年上升趋势, 东阿的阿胶块自今年以来有所下滑, 但阿胶浆和桃花姬为逐年上升, 大力发展 OTC 和快消品市场趋势明显; (2) 渠道利润相当: 厂家给经销商的返点力度以及经销商给药店的返点力度两家公司比例相当, 渠道商对东阿的激励政策和市场营销活动满意,同时消费者对东阿品牌认可度较高; (3) 经销商净利率均有下滑: 自 2015 年底都开始下滑, 库存都有上升趋势, 反应了行业整体的状态, 受宏观经济影响, 对阿胶的消费增长也显现出了些许乏力, 具有品牌影响力的公司将在行业中走强。

风险提示

1、本轮涨价执行到位后导致销量下滑; 2、阿胶浆及桃花姬销量增长不及预期; 3、上游资源控制不及预期; 4、行业竞争加剧; 5、宏观经济下滑风险。

非常感谢实习生李博的大力支持!

分析师承诺

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，并对本报告的内容和观点负责。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。

投资评级说明

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。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

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。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

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。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。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，必要时应就法律、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：11080000