

# 白酒业绩向好，关注龙头企业及高成长标的



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——食品饮料行业 2018 年年报&2019 年一季报总结

❖ **白酒：业绩稳健，分化明显。**收入利润端：2018 年及 2019 年 Q1 白酒行业收入增速分别为 25.7%、23.1%，净利润分别同比增长 32.8%、18.1%。细分来看，次高端酒收入增速表现优异，2019 年 Q1 高端酒利润增速位列第一。盈利能力端：白酒行业毛利率持续提升，其中 2018 年高端酒、区域龙头及三四线酒毛利率均较去年同期实现增长，次高端酒受业务并表、毛利率较低的品牌并入公司等因素影响毛利率较去年同期下滑，结构升级带动白酒行业整体盈利能力上移。费用率端：随着酒企加强费用管理，2018 年及 2019 年 Q1 大多企业管理费用率均下降；预收款端：预收款释放带来 2019 年 Q1 高增长，其中贵州茅台、五粮液、泸州老窖预收款表现良好；现金流方面：现金流量表有所分化，其中高端酒企表现较好，次高端除洋河外主要公司现金流净额增速表现较弱，且现金流增速低于收入增速。

❖ **调味品：受益于结构升级，盈利能力稳步提升。**2018 年调味品行业收入及净利润分别同比增长 13.0%、16.7%，其中主要企业收入增速均高于细分行业平均增速，此外，调味品行业毛利率提升主因主要调味品企业提价叠加积极进行产品结构升级，而主要公司在原料包材价格上涨的背景下依然能控制好费用利于盈利能力进一步提升。由于各细分行业主要企业市占率不断提升，市场集中度有望进一步提升。

❖ **乳品：2018 年及 2019 年 Q1 乳品行业发展态势良好。**2018 年乳品行业收入及净利润分别同比增长 12.1%、18.7%，较去年同期提升 1.1、16.7 个百分点，盈利能力方面，乳品行业毛利率提升主因产品结构升级。乳品行业业绩向好主因：1) 在宏观经济增速放缓推动必需消费增长；2) 伊利等主要企业加大费用投放以提高市占率及低线城市渗透率。

❖ **啤酒：2018 年啤酒行业需求回暖。**2018 年行业收入及净利润分别为 468.1、19.1 亿元，分别同比增长 1.9%、-3.9%，较去年同期提升 7.1、25.6 个百分点。盈利能力方面，主要啤酒公司毛利率较去年同期均不同程度提升，啤酒行业营业收入向好主因主要企业于提价及产品结构升级推动产品均价上升。

## ❖ **投资建议：关注龙头企业及高成长标的**

我们认为在消费升级的大背景下，白酒品牌集中、结构升级的时代正在加速到来，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利，在国家鼓励消费、降税及外资流入的背景下，白酒板块估值中枢有望持续提升。大众品方面，必需消费需求稳健，消费升级及定价权决定了行业龙头份额继续提升，主要企业业绩保持稳健。

**相关标的：**贵州茅台、五粮液、伊利股份、中炬高新、洽洽食品、汤臣倍健等。

## 📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部  
报告类别 | 行业深度  
所属行业 | 食品饮料  
报告时间 | 2019/5/13  
所属部门 | 股票研究部

## 👤 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

2019年Q1 食品饮料行业延续增长态势 .....	5
白酒板块：业绩稳健，分化明显 .....	8
调味品：受益于结构升级，盈利能力稳步提升 .....	14
乳制品：利润增速较快，集中度有望提升 .....	16
啤酒：产品结构升级推动营业收入及净利润增长 .....	18
食品综合：细分行业龙头表现优异 .....	20
投资建议：关注龙头企业及高成长标的 .....	22
风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1:	2018 年食品饮料行业营业收入同比增长 15.9%.....	5
图 2:	2018 年食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 27.5%.....	5
图 3:	2019 年 Q1 食品饮料行业营业收入同比增长 16.0%.....	5
图 4:	2019 年 Q1 食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 23.7%.....	5
图 5:	2019 年 Q1 食品饮料行业毛利率为 51.5%.....	6
图 6:	2019 年 Q1 食品饮料行业 ROE 为 7.0%.....	6
图 7:	2018 年食品加工板块中, 调味品及食品综合营业收入增速较快.....	6
图 8:	2018 年饮料制造板块中, 软饮料及白酒营业收入增速最快.....	6
图 9:	2018 年食品加工板块中, 调味品及食品综合净利率较高.....	7
图 10:	2018 年饮料制造板块中, 白酒及软饮料净利率较高.....	7
图 11:	2019 年 Q1 食品加工板块中, 乳品及调味品收入增速较快.....	7
图 12:	2019 年 Q1 饮料制造板块中, 软饮料及白酒营业收入增速最快.....	7
图 13:	2019 年 Q1 食品加工板块中, 调味品及肉制品净利率较高.....	8
图 14:	2019 年 Q1 饮料制造板块中, 白酒及葡萄酒净利率较高.....	8
图 15:	2018 年白酒行业营业收入同比增长 24.9%.....	8
图 16:	2019 年 Q1 白酒行业营业收入同比增长 12.6%.....	8
图 17:	2018 年白酒行业归属母公司股东的净利润同比增长 32.8%.....	9
图 18:	2019 年 Q1 白酒行业归属母公司股东的净利润同比增长 28.1%.....	9
图 19:	2018 年白酒行业销售及管理费用率分别为 14.4%、6.7%.....	9
图 20:	2019 年 Q1ROE 白酒行业销售及管理费用率分别为 9.9%、5.2%.....	9
图 21:	2018 年白酒行业存货周转率为 0.61 次.....	10
图 22:	2019 年 Q1 白酒行业存货周转率为 0.22 次.....	10
图 23:	2018 年高端白酒毛利率达 84.3%.....	10
图 24:	2018 年各档次白酒净利率均提升.....	10
图 25:	2019 年 Q1 次高端白酒毛利率提升明显.....	11
图 26:	2019 年 Q1 白酒行业净利率向好.....	11
图 27:	2018 年白酒行业 ROE 为 25.4%.....	11
图 28:	2019 年 Q1 白酒行业 ROE 为 9.1%.....	11
图 29:	2019 年 Q1 各档次白酒预收款均环比下滑.....	12
图 30:	2018 年白酒行业经营性现金流净额为 775.0 亿元.....	12
图 31:	2019 年 Q1 白酒行业经营性现金流净额为 136.4 亿元.....	12
图 32:	2018 年调味品行业营业收入为 289.9 亿元.....	15
图 33:	2019 年 Q1 调味品行业营业收入为 78.4 亿元.....	15
图 34:	2018 年调味品行业归属母公司股东的净利润为 54.2 亿元.....	15
图 35:	2019 年 Q1 调味品行业归属母公司股东的净利润为 16.0 亿元.....	15
图 36:	2018 年调味品行业盈利能力提升.....	16
图 37:	2019 年 Q1 调味品行业销售费用率上行.....	16
图 38:	2018 年乳品行业营业收入为 1164.4 亿元.....	17
图 39:	2019 年 Q1 乳品行业营业收入为 326.5 亿元.....	17
图 40:	2018 年乳品行业归属母公司股东的净利润为 72.1 亿元.....	17
图 41:	2019 年 Q1 乳品行业归属母公司股东的净利润为 25.7 亿元.....	17
图 42:	2018 年乳品行业毛利率为 36.5%.....	18

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

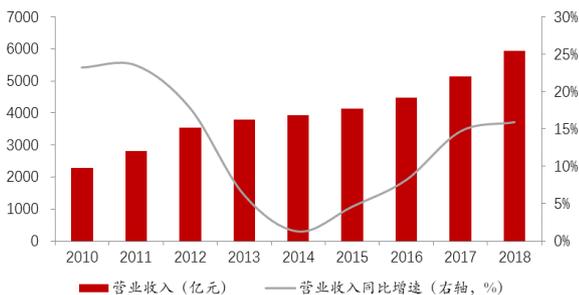
图 43:	2019 年 Q1 乳品行业毛利率为 38.0%.....	18
图 44:	2018 年啤酒行业营业收入为 468.1 亿元.....	19
图 45:	2019 年 Q1 啤酒行业营业收入为 133.0 亿元.....	19
图 46:	2018 年啤酒行业归属母公司股东的净利润为 19.1 亿元.....	19
图 47:	2019 年 Q1 啤酒行业归属母公司股东的净利润为 9.8 亿元.....	19
图 48:	2018 年啤酒行业毛利率为 38.0%.....	20
图 49:	2019 年 Q1 啤酒行业毛利率为 37.2%.....	20
图 50:	2018 年食品综合行业营业收入为 826.2 亿元.....	21
图 51:	2019 年 Q1 食品综合行业营业收入为 230.7 亿元.....	21
图 52:	2018 年食品综合行业归属母公司股东的净利润为 66.8 亿元.....	21
图 53:	2019 年 Q1 食品综合行业归属母公司股东的净利润为 20.7 亿元.....	21
图 54:	2018 年食品综合行业毛利率为 31.1%.....	21
图 55:	2019 年 Q1 食品综合行业毛利率为 31.3%.....	21
表格 1.	2018 年高端酒经营性现金流方面表现较好.....	13
表格 2.	2018 年高端酒业绩稳健.....	14
表格 3.	2018 年单季度样本调味品公司财务一览表.....	16
表格 4.	2018 年单季度样本乳品公司财务一览表.....	18
表格 5.	2018 年单季度样本啤酒公司财务一览表.....	20
表格 6.	2018 年单季度样本食品综合公司财务一览表.....	22

## 2019 年 Q1 食品饮料行业延续增长态势

2019 年 Q1 食品饮料行业延续增长态势。2018 年及 2019 年 Q1 食品饮料行业营业收入分别为 5948.3、1842.4 亿元，同比增长 15.9%、16%；归属母公司股东的净利润分别为 1019.4、387.2 亿元，同比增长 27.5%、23.7%，其中 2018 年 Q4 营业收入同比增长 22.8%，较去年同期增长 11.7 个百分点；归属母公司股东的净利润同比增长 41.4%，较去年同期增长 10.8 个百分点，2018 年 Q4 收入及利润增速提升带动食品饮料行业全年业绩增长。

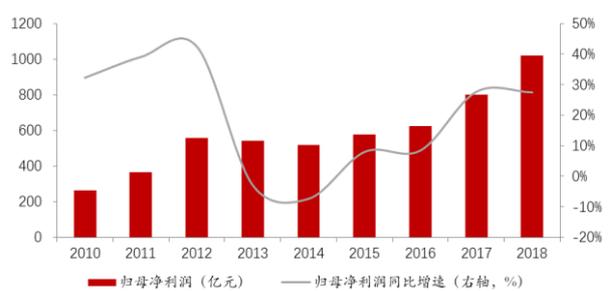
2018 年食品饮料行业盈利能力提升显著。2018 年食品饮料行业毛利率为 48.3%，较去年同期增长 2.2 个百分点；ROE 为 19.5%，较去年同期增长 2 个百分点，盈利能力向好。

图 1： 2018 年食品饮料行业营业收入同比增长 15.9%



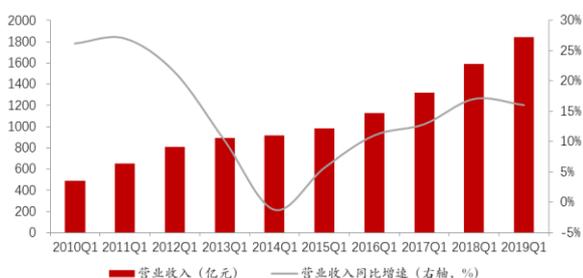
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2： 2018 年食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 27.5%



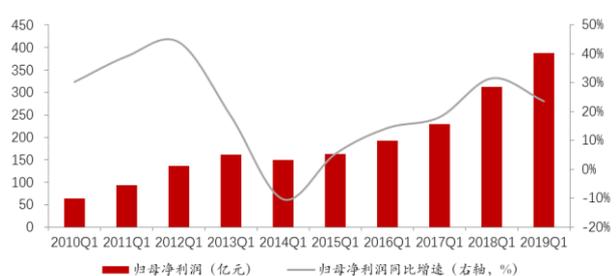
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3： 2019 年 Q1 食品饮料行业营业收入同比增长 16.0%



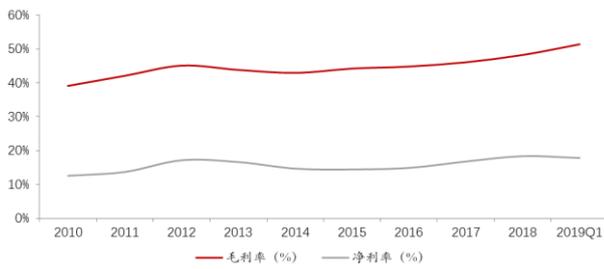
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 2019 年 Q1 食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 23.7%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 2019 年 Q1 食品饮料行业毛利率为 51.5%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

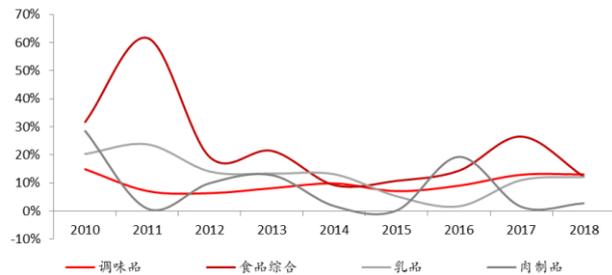
图 6： 2019 年 Q1 食品饮料行业 ROE 为 7.0%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

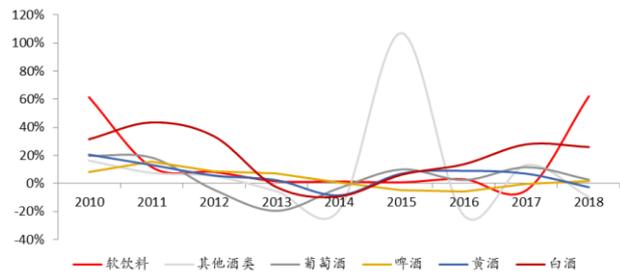
2018 年白酒、调味品及软饮料表现亮眼。子行业方面，饮料制造板块业绩表现优于食品加工，细分来看，营业收入排名为软饮料(62.4%)>白酒(25.7%)>调味品(13%)>食品综合(12.3%); 净利率排名为白酒(35.1%)>调味品(19.2%)>软饮料(15.6%)>葡萄酒(13.7%); ROE 排名为白酒(25.4%)>肉制品(24.8%)>调味品(21.2%)>软饮料(16.4%)。综合来看，营业收入及盈利能力表现较好的板块为白酒、调味品及软饮料。

图 7： 2018 年食品加工板块中，调味品及食品综合营业收入增速较快



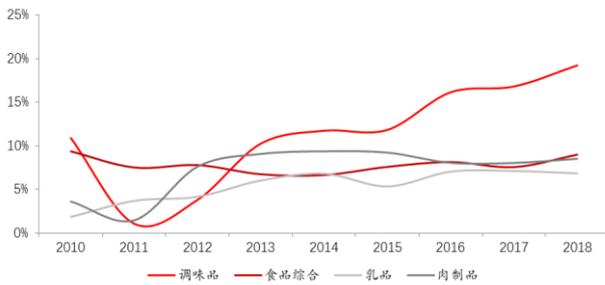
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 8： 2018 年饮料制造板块中，软饮料及白酒营业收入增速最快



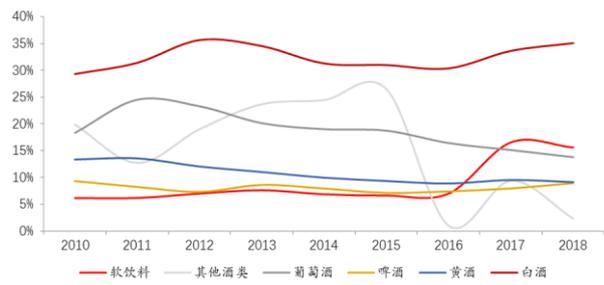
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 9：2018 年食品加工板块中，调味品及食品综合净利率较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

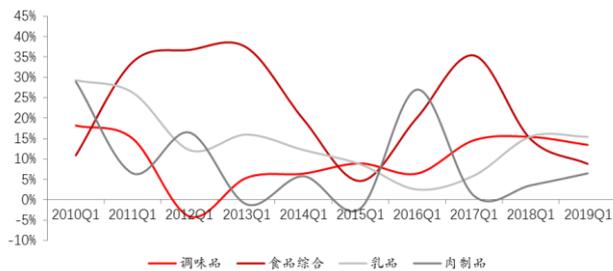
图 10：2018 年饮料制造板块中，白酒及软饮料净利率较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

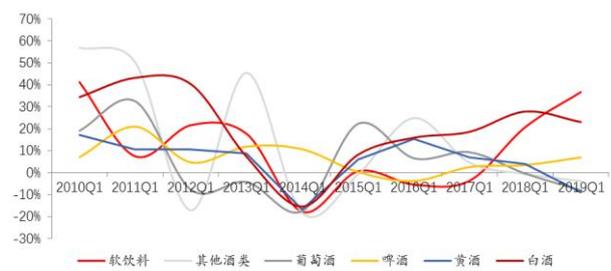
2019 年 Q1 白酒表现依旧稳健。子行业营业收入排名为软饮料（36.6%）>白酒（23.1%）>乳品（15.4%）>调味品（13.5%）；净利率排名为白酒（35.4%）>调味品（18.8%）>葡萄酒（13.1%）>软饮料（12.6%）；ROE 排名为白酒（9.1%）>调味品（6.8%）>肉制品（6.7%）>乳品（5.5%），2019 年 Q1 白酒行业受益于动销良好及产品结构升级，盈利能力不断提升，业绩迎来开门红。

图 11：2019 年 Q1 食品加工板块中，乳品及调味品收入增速较快



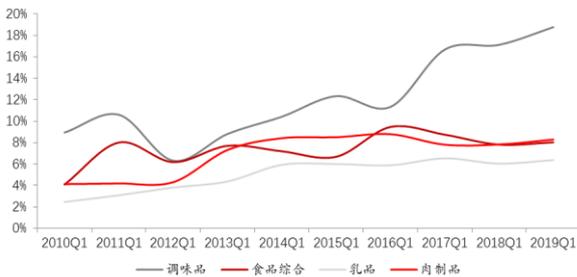
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：2019 年 Q1 饮料制造板块中，软饮料及白酒营业收入增速最快



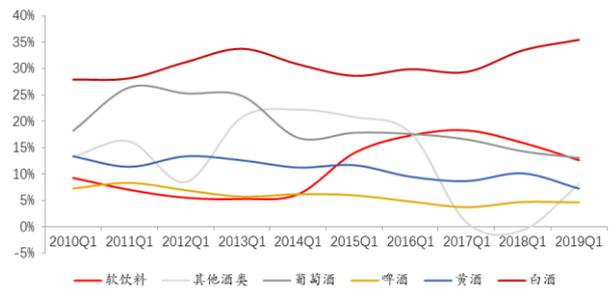
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13：2019 年 Q1 食品加工板块中，调味品及肉制品净利率较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：2019 年 Q1 饮料制造板块中，白酒及葡萄酒净利率较高



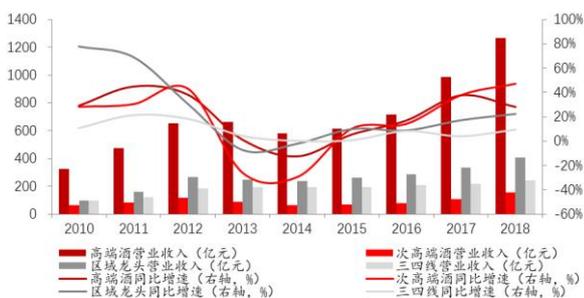
资料来源：Wind，川财证券研究所

## 白酒板块：业绩稳健，分化明显

2018 年白酒行业业绩稳健，次高端酒收入增速最快。2018 年白酒行业收入 2072.2 亿元，归属母公司股东的净利润 698.4 亿元，分别同比增长 25.7%、32.8%。细分来看，营业收入增速方面，次高端酒 (47.1%) > 高端酒 (28.3%) > 区域龙头 (22.2%) > 三四线 (9.6%)，归属母公司股东的净利润增速方面，次高端酒 (63.2%) > 三四线 (41.4%) > 高端酒 (32.5%) > 区域龙头 (27.7%)，高端酒收入及归属母公司股东的净利润分别占白酒行业的 61.2%、74.6%。

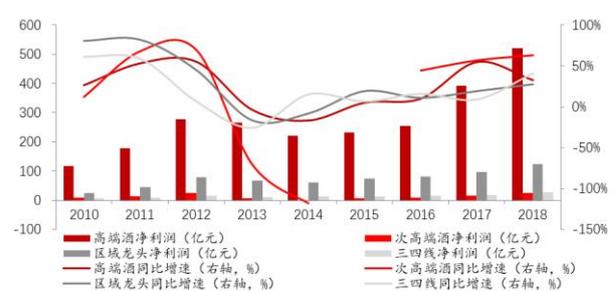
2019 年 Q1 行业迎开门红，高端酒利润增速表现亮眼。营业收入增速方面，次高端酒 (26.3%) > 高端酒 (25.0%) > 区域龙头 (20.5%) > 三四线 (17.4%)，归属母公司股东的净利润增速方面，高端酒 (32.2%) > 次高端 (25.6%) > 区域龙头 (19.5%) > 三四线 (15.1%)，高端及次高端酒业绩依旧稳定。

图 15：2018 年白酒行业营业收入同比增长 24.9%



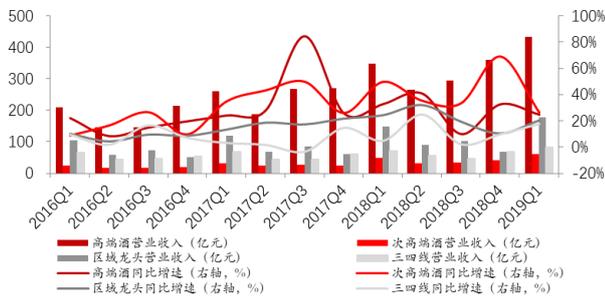
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16：2019 年 Q1 白酒行业营业收入同比增长 12.6%



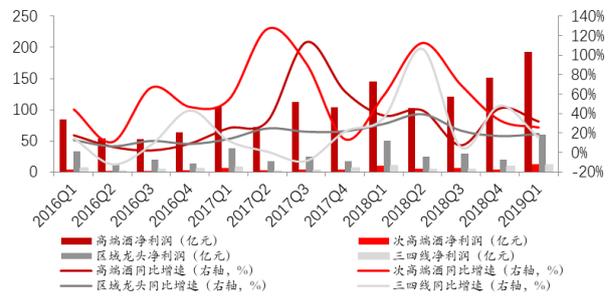
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17：2018 年白酒行业归属母公司股东的净利润同比增长 32.8%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18：2019 年 Q1 白酒行业归属母公司股东的净利润同比增长 28.1%



资料来源：Wind，川财证券研究所

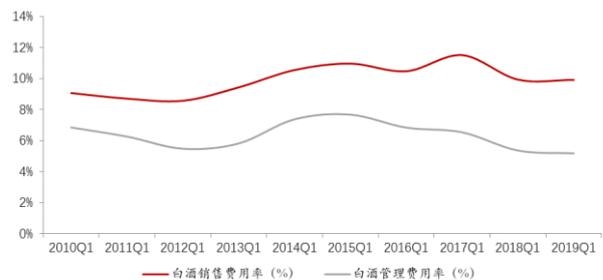
白酒行业费用率下降，存货周转率抬升。2016-2017 年由于白酒行业景气度回升，酒企相继加大费用投入以扩大市占率，随着规模效应显现及公司对费用的精细化管理，2018 年及 2019 年 Q1 白酒行业销售费用率较去年同期分别下降 0.5、0.1 个百分点。但今世缘、舍得、山西汾酒 2019 年 Q1 销售费用率略微提升。管理费用率方面，随着酒企加强费用管理，2018 年及 2019 年 Q1 大多企业管理费用率均下降。

图 19：2018 年白酒行业销售及管理费用率分别为 14.4%、6.7%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20：2019 年 Q1ROE 白酒行业销售及管理费用率分别为 9.9%、5.2%



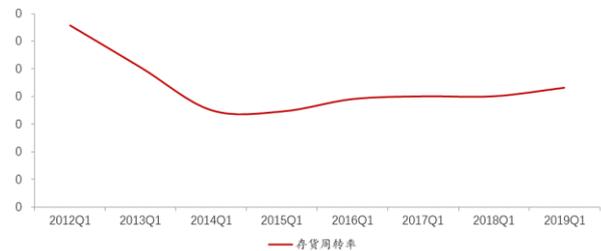
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21：2018 年白酒行业存货周转率为 0.61 次



资料来源：Wind，川财证券研究所

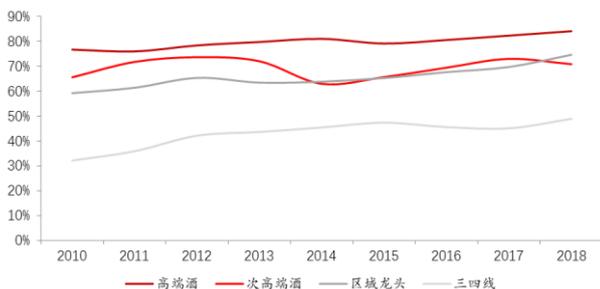
图 22：2019 年 Q1 白酒行业存货周转率为 0.22 次



资料来源：Wind，川财证券研究所

产品结构升级带动行业盈利能力上移。2018 年白酒行业毛利率为 77.2%，较去年同期提升 1.8 个百分点，细分来看，高端酒毛利率达 84.26%，较去年同期提升 1.8 个百分点；次高端毛利率为 70.9%，较去年同期下降 2.1 个百分点，其中山西汾酒毛利率下滑主因集团主打中低档酒的个性化品牌并入公司，而舍得毛利率下滑主因玻璃业务并表；区域龙头及三四线酒毛利率分别为 74.6%、48.93%，较去年同期分别提升 4.9、3.2 个百分点。2019 年 Q1 高端、次高端酒及区域龙头毛利率分别环比提升 2.2、11.3、3.4 个百分点。ROE 方面，2018 年白酒行业 ROE 为 25.4%，较去年同期增长 2.8 个百分点；2019 年 Q1 ROE 为 9.1%，较去年同期增长 0.6 个百分点，其中次高端酒 ROE 提升最快。受益于产品结构升级，白酒整体毛利率及 ROE 均呈上升态势。

图 23：2018 年高端白酒毛利率达 84.3%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 24：2018 年各档次白酒净利率均提升



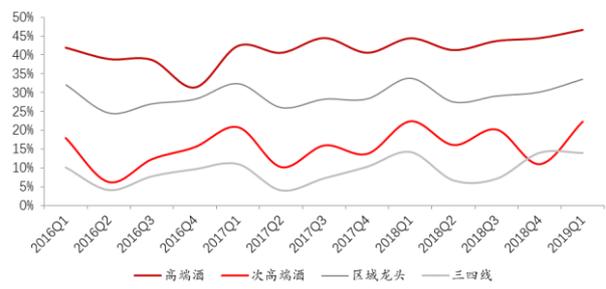
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：2019 年 Q1 次高端白酒毛利率提升明显



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：2019 年 Q1 白酒行业净利率向好



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：2018 年白酒行业 ROE 为 25.4%



资料来源：Wind，川财证券研究所

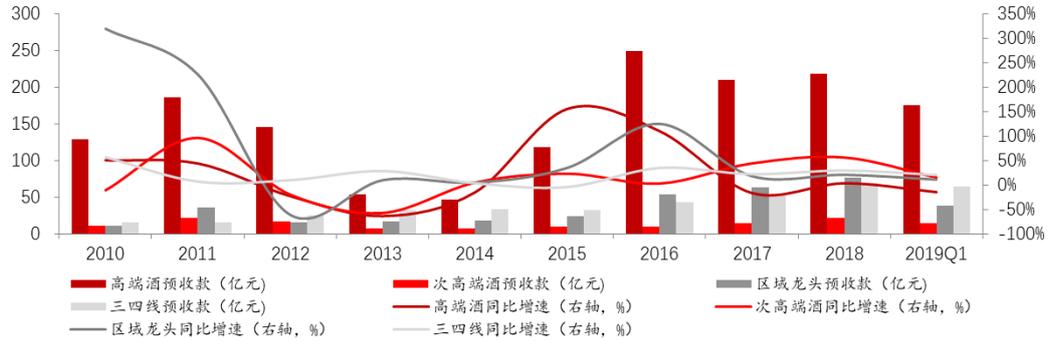
图 28：2019 年 Q1 白酒行业 ROE 为 9.1%



资料来源：Wind，川财证券研究所

预收款释放带来 2019 年 Q1 高增长。2018 年白酒行业预收款为 387 亿元，同比增长 13.4%；2019 年 Q1 预收款为 293.2 亿元，同比下降 3.6%，环比减少 93.8 亿元。细分来看，贵州茅台、五粮液、泸州老窖预收款均表现良好，经销商打款积极性高，其中五粮液 2018 年底预收款环比增长 174.9%主因经销商提前进行 2019 年计划进行的打款，而贵州茅台 2019 年 Q1 预收款环比下降 16.1%主因经销商在 3 月已经执行 4-6 月计划。次高端酒方面，2018 年汾酒、酒鬼酒及水井坊年末预收款增速表现亮眼，经销商打款积极性较高。

图 29：2019 年 Q1 各档次白酒预收款均环比下滑



资料来源：Wind，川财证券研究所

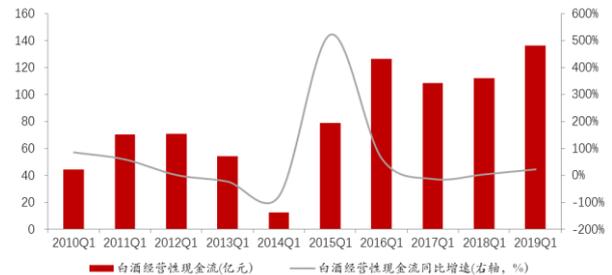
从经营性现金流净额方面来看行业有所分化。2018 年白酒行业经营性现金流净额为 775.0 亿元，同比增长 50.9%，较去年同期增长 21.9 个百分点；2019 年 Q1 白酒行业经营性现金流净额为 136.4 亿元，同比增长 21.9%，较去年同期增长 18.7 个百分点。其中高端酒表现较好，次高端除洋河外主要公司现金流净额增速表现较弱，且现金流增速低于收入增速。2019 年 Q1 贵州茅台经营性现金流净额增速为负主因支付的税费与存放央行和同业款项净额大幅增加。

图 30：2018 年白酒行业经营性现金流净额为 775.0 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：2019 年 Q1 白酒行业经营性现金流净额为 136.4 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 1. 2018 年高端酒经营性现金流方面表现较好

		2018年现金流 (亿元)	2019年Q1现金 流(亿元)	2018年现金流 同比增速(%)	2019年Q1现金流 同比增速(%)
高端酒	泸州老窖	43.0	5.6	16.4%	61.0%
	五粮液	123.2	79.3	26.1%	230.5%
	贵州茅台	413.9	11.9	86.8%	-75.9%
次高端酒	酒鬼酒	2.1	-0.1	-5.7%	531.2%
	舍得酒业	4.4	-0.1	4.1%	-104.4%
	水井坊	4.3	2.5	-29.5%	-364.5%
	山西汾酒	9.7	25.1	7.7%	925.8%
区域龙头	古井贡酒	14.4	10.1	54.8%	421.1%
	洋河股份	90.6	1.2	31.6%	-93.5%
	今世缘	11.2	-0.5	12.0%	-136.4%
	口子窖	11.2	0.6	-28.6%	-140.5%
三四线	顺鑫农业	31.8	2.4	28.5%	-72.9%
	伊力特	2.9	0.7	-15.6%	-58.4%
	金种子酒	-1.8	-1.7	-25.8%	-8.6%
	老白干酒	4.5	-0.6	-390.3%	-166.5%
	迎驾贡酒	8.9	-1.7	31.1%	-10094.0%
	金徽酒	0.9	1.6	-19.5%	101.9%

资料来源: Wind, 川财证券研究

品牌集中、结构升级时代加速到来，持续看好优质酒企。2018 年年报和 2019 年一季报表明，在经历 2018 年 Q3 的短暂调整之后，2018 年 Q4 和 2019 年 Q1 行业迅速回暖，各家酒企及时作出应对，四季度以来需求明显复苏。我们认为在消费升级的大背景下，白酒品牌集中、结构升级的时代正在加速到来，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利，因此我们看到具有品牌、渠道壁垒的优势酒企在 2018 年 Q4 以来的本轮行业复苏中表现更为优异。

贵州茅台：业绩稳健性高。公司 2018、2019 年 Q1 营业收入分别为 772.0、224.8 亿元，分别同比增长 26.4%、22.2%，归属母公司股东的净利润分别为 352.0、112.2 亿元，分别同比增长 30.0%、31.9%。茅台从去年下半年开始对经销商进行改革的同时提出 2019 年将加大直营及非标产品占比，2019 年 Q1 直营方案并未落地，预计 Q2 将正式启动。此外，销售公司的建立将加快公司营销转型，受益于后续直销放量，公司业绩预计向好。

五粮液：业绩符合预期，紧抓行业机遇。2018 年公司实现营业收入 400.3 亿元，同比增长 32.6%；实现归属于上市公司股东的净利润 133.8 亿元，同比增长 38.4%。公司年初规划 2018 年力争实现营业总收入 26% 的增长，实际完成 400.3 亿，超额完成目标规划。2018 年公司高端白酒需求依然强劲，公司同时持续受益茅台供给受限所让出的高端白酒空间，实现量价齐升。2019 年以来公司

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

不断加深改革力度为新普五上市及理顺价格体系打下坚实基础。

泸州老窖：2019年Q1业绩超预期。2018年公司实现营业收入130.6亿元，同比增长25.6%；实现归属于上市公司股东净利润34.86亿元，同比增长36.3%。2019年Q1公司实现营业收入41.7亿元，同比增长23.7%；实现归属于上市公司股东净利润15.2亿元，同比增长43.1%。一季度以来茅五批价稳步上行，茅台批价维持1800元以上，五粮液即将推出新品提价格，预计未来公司亦将坚定挺价策略，持续提升公司品牌价值。此外，公司一季度整体动销良好，从当前情况来看公司渠道利润回升，产品结构明显改善。受益于公司前期的大力铺垫，公司品牌力逐渐释放，18年下半年开始着重将渠道下沉至各地区的县级市场，已形成全国重点区域“百万乡镇、千万区县、亿元地市”的发展格局，未来公司将稳步推进全国化布局。

表格 2. 2018 年高端酒业绩稳健

	2018营 业收入 (亿元)	2019年 Q1营业 收入(亿 元)	2018年 营业收入 同比增速 (%)	2019年Q1 营业收入 同比增速 (%)	2018年 归母净 利润 (%)	2019年Q1 归母净利 润(亿 元)	2018年归 母净利润 同比增速 (%)	2019年Q1 归母净利 润同比增 速(%)	2018年 销售毛 利率 (%)	2019年 Q1销售 毛利率 (%)	2018年 销售净 利率 (%)	2019年 Q1销售 净利率 (%)	
高端酒	贵州茅台	736.4	216.4	26.5	23.9	352.0	112.2	30.0	31.9	91.1	92.1	51.4	55.1
	泸州老窖	130.6	41.7	25.6	23.7	34.9	15.1	36.3	43.1	77.5	79.2	26.9	37.3
	五粮液	400.3	175.9	32.6	26.6	133.8	64.8	38.4	30.3	73.8	75.8	35.1	38.7
次高端酒	山西汾酒	93.8	40.6	47.5	20.1	14.7	8.8	54.0	22.6	66.2	71.9	16.6	23.3
	水井坊	28.2	9.3	37.6	24.2	5.8	2.2	72.7	41.2	81.9	82.6	20.6	23.5
	舍得酒业	22.1	7.0	35.0	34.1	3.4	1.0	138.1	21.5	72.6	74.8	16.9	15.5
区域龙头	酒鬼酒	11.9	3.5	35.1	30.5	2.2	0.7	26.5	16.2	78.8	77.6	18.8	21.0
	洋河股份	241.6	108.9	21.3	14.2	81.2	40.2	22.5	15.7	73.7	72.3	33.6	37.0
	古井贡酒	86.9	36.7	24.7	43.3	17.0	7.8	47.6	34.8	77.8	78.2	20.0	21.7
	口子窖	42.7	13.6	18.5	9.0	15.3	5.4	37.6	21.4	74.4	77.8	35.9	40.0
三四线	今世缘	37.4	19.5	26.6	31.1	11.5	6.4	28.4	26.0	72.9	74.6	30.8	32.8
	顺鑫农业	120.7	47.7	2.9	19.9	7.4	4.3	69.8	17.2	40.0	38.4	6.0	9.0
	老白干酒	35.8	11.5	41.3	55.8	3.5	1.2	114.3	57.1	61.2	60.9	9.8	10.2
	迎驾贡酒	34.9	11.6	11.2	2.7	7.8	3.5	16.8	9.0	60.9	67.2	22.3	30.5
	伊力特	21.2	5.2	10.7	0.1	4.3	1.5	21.1	23.8	49.0	52.8	20.4	28.8
	金徽酒	14.6	5.1	9.7	5.5	2.6	1.1	2.2	(9.9)	62.3	58.0	17.7	21.2
	金种子酒	13.1	2.9	1.9	(6.1)	1.0	0.1	1144.1	21.5	51.2	45.6	7.8	3.2

资料来源: Wind, 川财证券研究

## 调味品：受益于结构升级，盈利能力稳步提升

调味品行业集中度有望持续提升。2018年海天味业、中炬高新、恒顺醋业收入分别为170.3、41.7、16.9亿元，分别同比增长16.8%、15.4%、9.9%，增速高于各细分行业平均增速，海天味业2018年底公司对酱类产品渠道基本梳理完毕利于公司进一步提升业绩，而中炬高新酱油、酱类产品实现稳健增长，蚝油、料酒因行业扩容叠加加大投入力度实现显著增长，食用油、醋实现双位

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

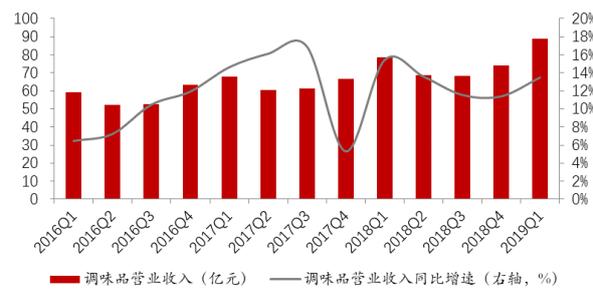
数高速增长，调味品龙头企业地位实现进一步巩固。由于各细分行业龙头企业市占率不断提升，调味品行业市场集中度有望进一步提升。

图 32：2018 年调味品行业营业收入为 289.9 亿元



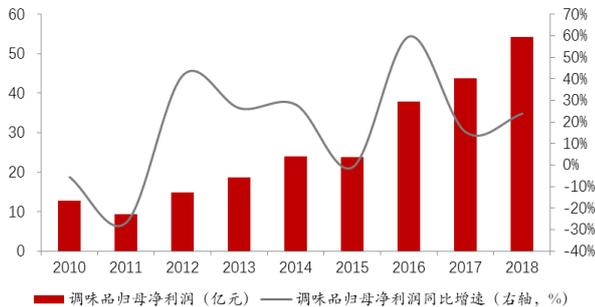
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33：2019 年 Q1 调味品行业营业收入为 78.4 亿元



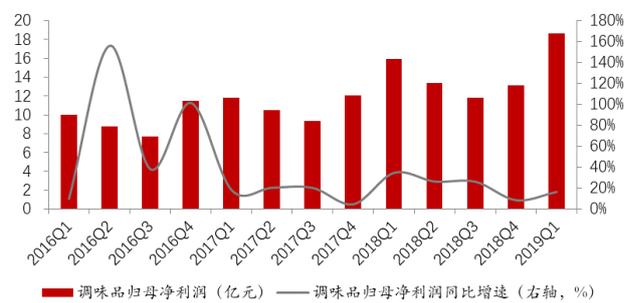
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34：2018 年调味品行业归属母公司股东的净利润为 54.2 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35：2019 年 Q1 调味品行业归属母公司股东的净利润为 16.0 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

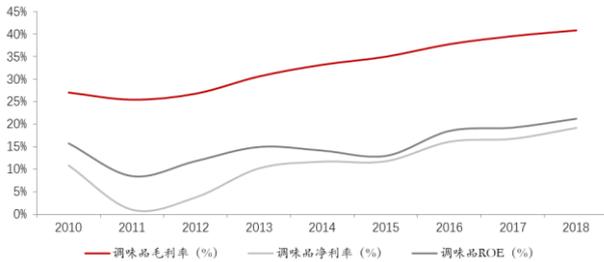
受益于结构升级，盈利能力稳步提升。2018 年调味品行业毛利率及净利率分别为 40.9%、19.2%，较去年同期提升 1.3、2.4 个百分点；2019 年 Q1 调味品行业毛利率及净利率分别为 41.4%、18.8%，较去年同期提升 0.4、1.7 个百分点，调味品行业毛利率提升主因主要调味品企业提价叠加积极进行产品结构升级。主要企业方面，2018 年海天味业、中炬高新、恒顺醋业毛利率分别为 46.5%、39.1%、43.8%，分别同比增加 0.8、-0.2、3.5 个百分点。在此背景下，调味品行业 ROE 稳步提升。

主要企业控费情况良好。2018 年及 2019 年 Q1 调味品行业销售费用率及管理费用率均稳定下降显示行业控费状况良好，细分来看，2018 年海天味业、中炬高新、恒顺醋业的销售费用率分别同比降低 0.3、-1.5、-0.3 个百分点，主

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

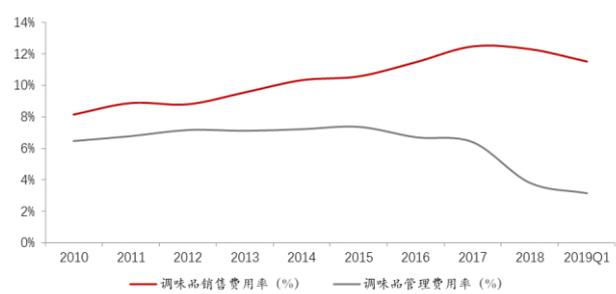
要公司在原料包材价格上涨的背景下依然能控制好费用利于盈利能力进一步提升。

图 36：2018 年调味品行业盈利能力提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 37：2019 年 Q1 调味品行业销售费用率上行



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 3. 2018 年单季度样本调味品公司财务一览表

	2018年营业收入 (亿元)	2019年Q1营业收入 (亿元)	2018年营业收入同比增速 (%)	2019年Q1营业收入同比增速 (%)	2018年归母净利润 (亿元)	2019年Q1归母净利润 (亿元)	2018年归母净利润同比增速 (%)	2019年Q1归母净利润同比增速 (%)	2018年销售毛利率 (%)	2019年Q1销售毛利率 (%)	2018年销售净利率 (%)	2019年Q1销售净利率 (%)
海天味业	170.3	54.9	16.8	17.0	43.6	14.8	23.6	22.8	46.5	45.8	25.6	26.9
中炬高新	41.7	12.3	15.4	6.7	6.1	1.9	34.0	11.5	39.1	39.4	16.4	17.3
涪陵榨菜	19.1	5.3	25.9	3.8	6.6	1.6	59.8	35.2	55.8	58.1	34.6	29.5
加加食品	17.9	5.5	(5.4)	3.7	1.2	0.6	(27.6)	2.4	26.2	26.2	6.5	10.1
恒顺醋业	16.9	4.6	9.9	15.2	3.0	0.7	8.4	21.7	42.2	43.8	17.9	15.8
千禾味业	10.7	2.9	12.4	18.5	2.4	0.5	66.6	(54.0)	45.7	48.3	22.5	17.4
星湖科技	8.6	3.0	25.1	28.9	0.4	0.4	126.7	367.0	25.8	31.9	4.9	12.4
安记食品	3.4	1.2	33.6	70.7	0.4	0.1	(4.3)	22.1	30.9	19.9	11.6	11.1
佳隆股份	3.2	0.8	11.1	(7.5)	0.4	0.1	64.3	(26.1)	45.3	44.5	11.0	10.4

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 乳制品：利润增速较快，集中度有望提升

2018 年乳品行业发展态势良好，利润增速较快。2018 年乳品行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 1164.4、72.1 亿元，分别同比增长 12.1%、18.7%，较去年同期提升 1.1、16.7 个百分点；2019 年 Q1 乳品行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 326.5、25.7 亿元，分别同比增长 15.4%、9.7%，较去年同期提升 9.6、3.6 个百分点。乳品行业 2018 年业绩向好主因：1) 在宏观经济增速放缓推动必需消费增长；2) 伊利等主要企业加大费用投放以加速提高市占率，提升低线城市渗透率。

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

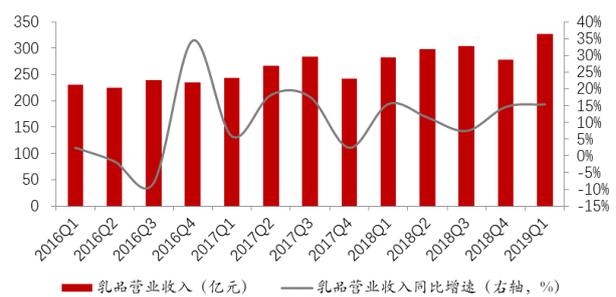
主要企业市占率增长，行业集中度有望提升。伊利、蒙牛收入 2018 年分别实现收入 795.5 亿元、691.7 亿元，分别同比增长 16.9 %、14.7%，主要企业业绩增速稳健，同时受益于加大费用投放，主要企业市场份额持续扩大，据尼尔森数据显示 2018 年伊利常温及低温市占率分别同比提升 1.9、0.5 个百分点；蒙牛常温及低温市占率分别提升 0.8、1.0 个百分点。

图 38：2018 年乳品行业营业收入为 1164.4 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 39：2019 年 Q1 乳品行业营业收入为 326.5 亿元



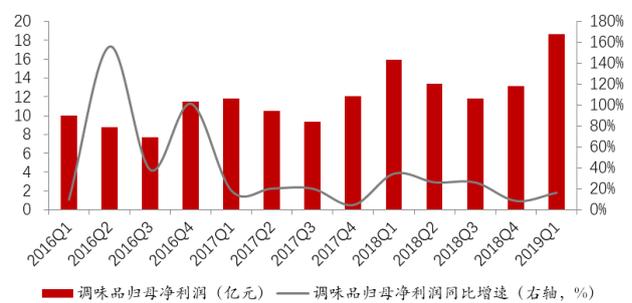
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 40：2018 年乳品行业归属母公司股东的净利润为 72.1 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 41：2019 年 Q1 乳品行业归属母公司股东的净利润为 25.7 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

盈利能力稳步提升，费用投放力度加大。2018 年乳品行业毛利率及净利率分别为 36.5%、6.9%，较去年同期提升 0.3、-0.3 个百分点；2019 年 Q1 乳品行业毛利率及净利率分别 38.0%、6.4%，较去年同期提升 0.7、0.3 个百分点，乳品行业毛利率提升主因产品结构升级。此外，在产品结构升级的背景下行业 ROE 向好。费用方面，2018 年行业销售费用率为 24.6%，较去年同期提升 0.9 个百分点，行业费用率提升主因伊利为提高市占率而加大费用投放力度。

图 42：2018 年乳品行业毛利率为 36.5%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 43：2019 年 Q1 乳品行业毛利率为 38.0%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 4. 2018 年单季度样本乳品公司财务一览表

	2018 营业收入 (亿元)	2019 年 Q1 营业收入 (亿元)	2018 年营业收入同比增速 (%)	2019 年 Q1 营业收入同比增速 (%)	2018 年归母净利润 (%)	2019 年 Q1 归母净利润 (亿元)	2018 年归母净利润同比增速 (%)	2019 年 Q1 归母净利润同比增速 (%)	2018 年销售毛利率 (%)	2019 年 Q1 销售毛利率 (%)	2018 年销售净利率 (%)	2019 年 Q1 销售净利率 (%)
伊利股份	789.8	230.8	16.9	17.9	64.4	22.8	7.3	8.4	37.8	39.9	8.2	9.9
光明乳业	209.9	54.5	(4.7)	5.5	3.4	1.4	(44.9)	4.0	33.3	32.2	2.5	4.2
三元股份	74.6	19.4	21.8	10.9	1.8	0.5	137.2	48.6	33.1	33.5	2.5	3.3
新乳业	49.7	12.2	12.4	13.5	2.4	0.2	9.2	3.6	33.8	33.1	5.0	1.9
天润乳业	14.6	3.5	17.9	16.0	1.1	0.3	15.2	10.2	27.3	27.1	8.1	9.1
燕塘乳业	13.0	2.8	4.7	8.8	0.4	0.1	(65.1)	15.1	31.9	32.4	3.5	4.3
科迪乳业	12.9	2.9	3.7	6.2	1.3	0.3	1.9	28.1	24.8	23.5	10.0	10.3
庄园牧场	6.6	1.9	4.7	17.3	0.6	0.2	(7.0)	4.2	32.3	35.0	9.7	9.6
麦趣尔	6.0	1.4	3.6	(1.4)	(1.5)	0.0	(918.3)	(62.1)	36.7	36.1	(25.8)	2.2

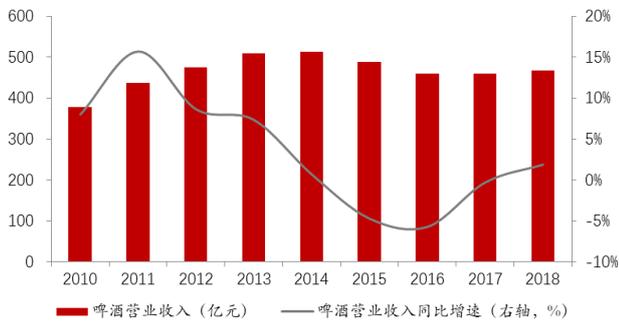
资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 啤酒：产品结构升级推动营业收入及净利润增长

2018 年啤酒行业需求回暖。2018 年啤酒销量 4564 万吨，同比增长 0.3%；2019 年 Q1 啤酒行业累计产量 846.7 万千升，同比增长 3.0%；行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 468.1、19.1 亿元，分别同比增长 1.9%、-3.9%，较去年同期提升 7.1、25.6 个百分点；2019 年 Q1 啤酒行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 133.0、9.8 亿元，分别同比增长 7.1%、22.0%，较去年同期提升 0.9、-6.8 个百分点。啤酒行业营业收入向好主要企业于提价及产品结构升级推动产品均价上升，其中青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒收入分别为 265.8、113.4、40.4、34.7 亿元，分别同比增长 1.1%、1.3%、7.3%、9.2%。

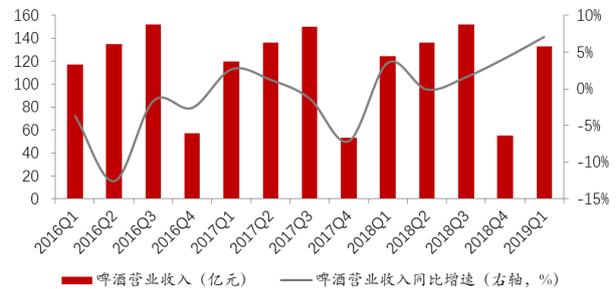
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 44：2018 年啤酒行业营业收入为 468.1 亿元



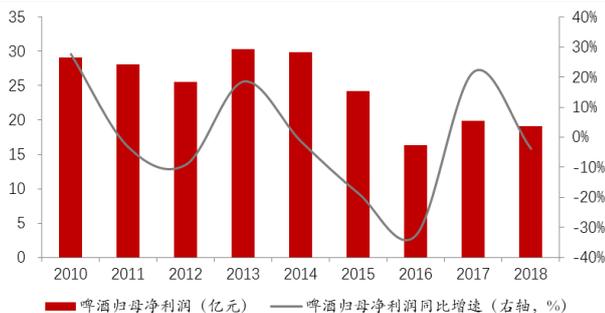
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 45：2019 年 Q1 啤酒行业营业收入为 133.0 亿元



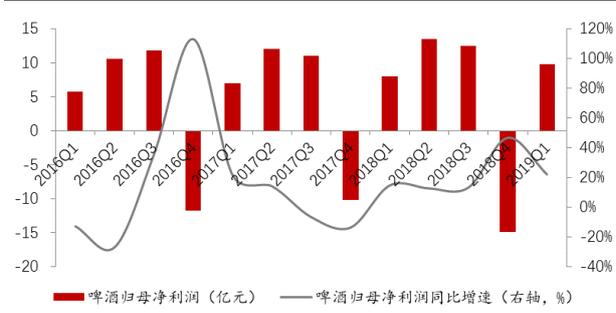
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 46：2018 年啤酒行业归属母公司股东的净利润为 19.1 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

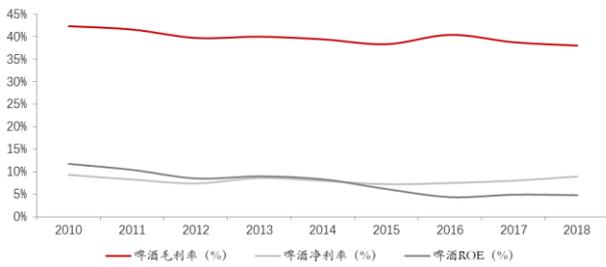
图 47：2019 年 Q1 啤酒行业归属母公司股东的净利润为 9.8 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

产品结构升级叠加费用控制良好，盈利能力提升。2018 年啤酒行业毛利率及净利率分别为 38.0%、8.9%，较去年同期提升-0.7、1.0 个百分点；2019 年 Q1 啤酒行业毛利率及净利率分别 37.2%、4.6%，较去年同期提升 0.3、-0.1 个百分点。2018 年在包材成本上升的背景下酒企被动提价抵消了成本上涨压力，主要啤酒公司毛利率较去年同期均不同程度提升。费用方面，2018 年行业销售费用率为 14.9%，较去年同期下降 2.3 个百分点，同时青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒销售费用率分别下降 0.6、0.5、1.5 个百分点。此外，虽然 ROE 略微下滑、2018 年啤酒厂关闭带来一定损失，但考虑到毛利率提升、费用率降低，啤酒行业实际盈利能力处于改善阶段。

图 48：2018 年啤酒行业毛利率为 38.0%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 49：2019 年 Q1 啤酒行业毛利率为 37.2%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 5. 2018 年单季度样本啤酒公司财务一览表

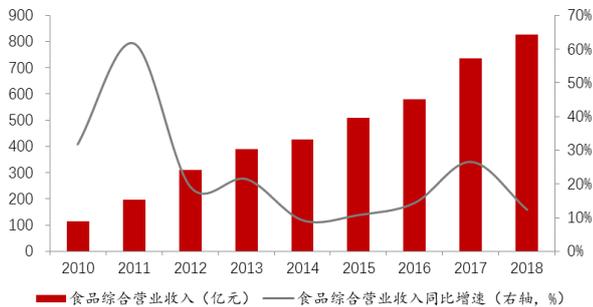
	2018 营业收入 (亿元)	2019 年 Q1 营业收入 (亿元)	2018 年 营业收入 同比增速 (%)	2019 年 Q1 营业收入 同比增速 (%)	2018 年 归母净利润 (%)	2019 年 Q1 归母净利润 (亿元)	2018 年 归母净利润 同比增速 (%)	2019 年 Q1 归母净利润 同比增速 (%)	2018 年 销售毛利率 (%)	2019 年 Q1 销售毛利率 (%)	2018 年 销售净利率 (%)	2019 年 Q1 销售净利率 (%)
青岛啤酒	265.8	79.5	1.1	11.4	14.2	8.1	12.6	21.0	37.7	39.7	5.9	10.6
燕京啤酒	113.4	34.5	1.3	5.1	1.8	0.6	11.5	8.7	38.5	32.5	2.0	2.0
珠江啤酒	40.4	7.5	7.3	4.6	3.7	0.3	97.7	65.8	40.6	37.0	9.4	4.4
重庆啤酒	34.7	8.3	9.2	2.5	4.0	0.9	22.6	13.4	39.9	37.4	12.1	12.1
古越龙山	17.2	6.3	4.9	(4.1)	1.7	0.7	4.7	(12.2)	38.0	38.7	10.0	11.1
会稽山	11.9	3.4	(7.4)	(13.6)	1.8	0.7	(2.3)	(23.1)	44.6	49.6	14.9	19.6
金枫酒业	9.0	2.3	(9.0)	(14.7)	(0.7)	0.4	(224.8)	(15.1)	46.2	51.6	(8.1)	17.3
惠泉啤酒	5.5	1.3	(3.1)	6.5	0.2	(0.1)	(23.5)	40.7	25.5	25.9	3.3	(4.8)
兰州黄河	5.1	1.2	(14.7)	(22.0)	(0.7)	0.3	(516.1)	555.4	31.1	29.9	(12.9)	21.0

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 食品综合：细分行业龙头表现优异

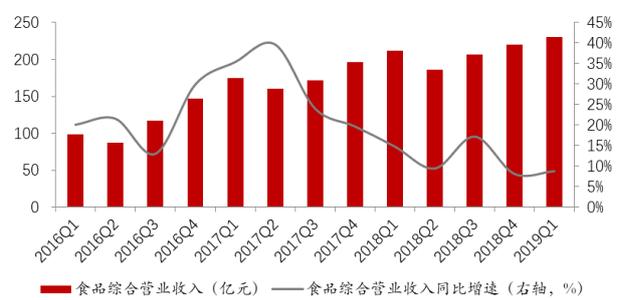
2018 年食品综合中细分行业龙头表现优异。2018 年食品综合行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 826.2、66.8 亿元，分别同比增长 12.3%、20.0%，较去年同期提升-14.3、6.4 个百分点；2019 年 Q1 食品综合行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 230.7、20.7 亿元，分别同比增长 8.8%、16.8%，较去年同期提升-20.5、9.5 个百分点。食品综合中汤臣倍健等主要细分行业主要企业均表现优秀，细分行业竞争格局较好。

图 50：2018 年食品综合行业营业收入为 826.2 亿元



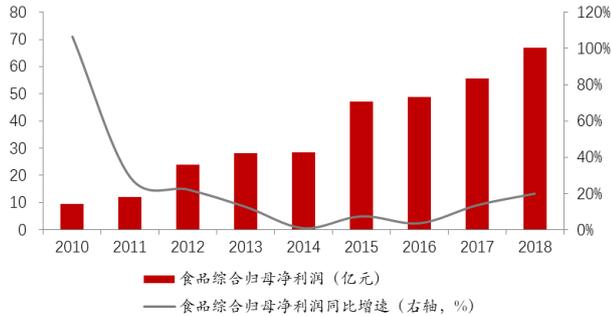
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 51：2019 年 Q1 食品综合行业营业收入为 230.7 亿元



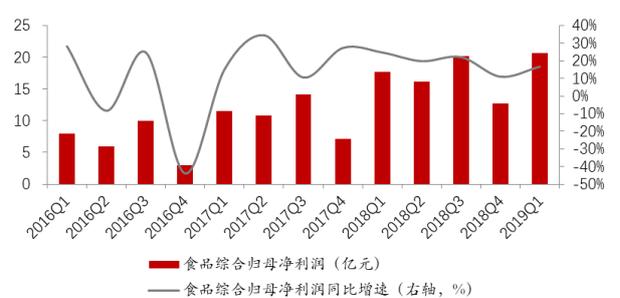
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 52：2018 年食品综合行业归属母公司股东的净利润为 66.8 亿元



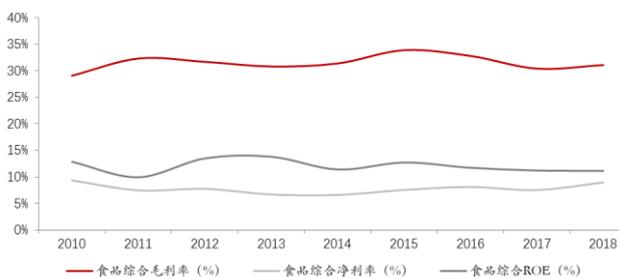
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 53：2019 年 Q1 食品综合行业归属母公司股东的净利润为 20.7 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 54：2018 年食品综合行业毛利率为 31.1%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 55：2019 年 Q1 食品综合行业毛利率为 31.3%



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 6. 2018 年单季度样本食品综合公司财务一览表

	2018年营业收入(亿元)	2019年Q1营业收入(亿元)	2018年营业收入同比增速(%)	2019年Q1营业收入同比增速(%)	2018年归母净利润(亿元)	2019年Q1归母净利润(亿元)	2018年归母净利润同比增速(%)	2019年Q1归母净利润同比增速(%)	2018年销售毛利率(%)	2019年Q1销售毛利率(%)	2018年销售净利率(%)	2019年Q1销售净利率(%)
上海梅林	221.8	65.1	(0.2)	4.0	3.1	1.8	9.1	10.1	12.9	14.8	1.8	4.6
三全食品	55.4	19.1	5.4	5.0	1.0	0.4	41.5	42.2	35.5	34.2	1.8	2.1
好想你	49.5	19.2	21.6	7.3	1.3	1.3	21.2	10.4	28.5	31.4	2.2	6.9
桃李面包	48.3	11.4	18.5	15.5	6.4	1.2	25.1	12.1	39.7	39.3	13.3	10.6
绝味食品	43.7	11.5	13.4	19.6	6.4	1.8	27.7	20.4	34.3	33.3	14.4	15.6
汤臣倍健	43.5	15.7	39.9	47.2	10.0	5.0	30.8	33.7	67.7	67.2	20.9	30.2
安井食品	42.6	11.0	22.2	14.6	2.7	0.6	33.5	19.6	26.5	26.4	6.3	5.9
洽洽食品	42.0	10.4	16.5	1.3	4.3	1.1	35.6	35.7	31.2	30.4	10.5	11.1
黑芝麻	39.6	9.5	43.0	71.9	0.6	0.1	(46.1)	(40.1)	20.6	17.3	0.6	1.3
来伊份	38.9	11.9	7.0	(0.1)	0.1	0.6	(90.0)	53.2	43.9	44.3	0.3	5.4
克明面业	28.6	7.9	25.9	17.5	1.9	0.6	65.0	(17.3)	23.6	21.0	6.5	7.8
广州酒家	25.4	5.3	15.9	19.8	3.8	0.5	12.8	17.9	54.7	47.1	15.1	8.5
爱普股份	25.0	6.2	7.5	(1.8)	1.1	0.3	(23.6)	11.3	17.6	18.4	5.1	5.8
双塔食品	23.8	3.6	15.1	(49.9)	0.9	0.4	149.0	(36.9)	14.8	22.0	3.9	10.3
华宝股份	21.7	4.4	(1.3)	(10.3)	11.8	2.9	2.4	5.9	77.6	76.6	55.0	67.6
元祖股份	19.6	3.4	10.2	23.7	2.4	(0.1)	18.7	75.2	64.8	65.3	12.3	(2.0)
海欣食品	11.4	3.1	18.2	19.2	0.3	0.1	227.9	6.2	33.3	32.9	3.0	4.2
盐津铺子	11.1	3.4	46.8	43.9	0.7	0.3	7.3	5.5	39.1	39.1	6.4	8.3
惠发股份	10.4	1.6	11.0	(16.9)	0.5	(0.3)	(24.7)	(1296.3)	22.6	13.5	4.3	(15.5)
桂发祥	4.8	1.6	(1.1)	0.7	0.8	0.3	(9.2)	(4.9)	48.4	47.9	17.5	17.8

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 投资建议:关注龙头企业及高成长标的

**白酒:**品牌集中、结构升级时代加速到来,持续看好优质酒企。2018 年年报和 2019 年一季报表明,在经历 2018 年 Q3 的短暂调整之后,2018 年 Q4 和 2019 年 Q1 行业迅速回暖,各家酒企及时作出应对,四季度以来需求明显复苏。我们认为在消费升级的大背景下,白酒品牌集中、结构升级的时代正在加速到来,优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利,因此我们看到具有品牌、渠道壁垒的优势酒企在 2018 年 Q4 以来的本轮行业复苏中表现更为优异。当前名酒对应 2019 年 PE 基本在 20-25 倍的合理水平,在国家鼓励消费,降税以及外资流入的背景下,白酒板块估值中枢有望持续提升。近期受到市场情绪影响,板块持续回调,长期来看在国家促消费政策提振下,行业将持续结构性繁荣。相关标的:贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、顺鑫农业、洋河股份、口子窖等。

**大众品:**乳制品方面,乳制品价格上行、市场集中度提升叠加行业竞争趋缓,乳制品龙头企业成长确定性高。展望未来,伊利、蒙牛的上游资源丰富,且进一步加大品牌建设等费用投入、持续进行渠道下沉,未来乳制品行业的行业集

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

中度会进一步提升，相关标的：伊利股份等；

调味品方面，行业景气度较高的同时市场集中度持续提升，得益于产品结构升级，行业盈利能力稳步提升。展望全年，酱油企业再次提价尚未有定论，但考虑到宏观环境较 2018 年有所复苏，调味品行业景气度将持续向上，上市公司作为行业领先者，将受益于结构升级与行业集中度提升，预计业绩将保持稳健增长态势，相关标的：中炬高新、恒顺醋业等；

综合食品方面，继续深挖基础消费品牌化机遇，积极把握成为细分行业成长冠军品种，推荐安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等；低估值且业绩改善标的方面，相关标的：双汇发展、安琪酵母、上海梅林、西王食品等。

## 风险提示

### 宏观经济及居民收入波动风险

食品饮料行业作为消费品的销售渠道，其表现由宏观经济与居民收入决定。

### 重大食品安全事件的风险

消费者对安全事件的敏感性较高，如发生重大食品安全事件，消费者对公司信心将在短期内出现明显下滑，造成业绩不及预期。

### 原材料价格波动风险

农产品价格波动对食品饮料行业影响较大，若原材料价格短期内迅速增长，将造成业绩不及预期。

## 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，必要时可就法律、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：00000000857

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