

强大品牌力及渠道控制力成就茅台



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

—贵州茅台（600519）

核心观点

❖ 茅台品牌力优秀，品牌价值持续提升

悠久文化、优异品质及坚定的品牌战略塑造公司强大品牌力。在 Brand Finance 发布的“2018 全球烈酒品牌价值 50 强排行榜”中，茅台品牌价值位居白酒行业首位。同时茅台品牌价值仍在持续提升，白酒企业曾随着品牌授权模式的盛行产生大量贴牌产品，随着贴牌产品的增加，产品质量参差不齐不断稀释品牌价值，而茅台则坚持“133 战略”，保障茅台品牌价值。

❖ 坚持“133”战略，超高端酒为另一重要收入来源

公司坚持“133”战略及飞天茅台、系列酒双轮驱动的产品格局。公司在巩固飞天茅台的基础上不断拓展系列酒宽度，2018 年系列酒收入占比约为 11%；茅台酒收入占比约为 89%，未来系列酒销量及吨价均有望进一步提升。此外，随着我国奢侈品消费维持高增速，极具收藏性的非标酒有望成为公司未来另一重要收入来源。

❖ 渠道控制力强，直营占比提升

强大品牌力塑造公司强渠道。公司渠道力日益增强主因：1) 公司品牌力强，品牌拉力大于渠道推力使得公司拥有话语权；2) 公司渠道扁平化；3) 渠道利润高，经销权稀缺；4) 公司经销商规模较小利于加强终端控制；5) 价格管控能力提升。此外，公司有望通过提升直营占比以增厚业绩、进一步控制终端售价。

首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 881.7、1036.5、1188.0 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 429.4、510.5、592.4 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 34.2、40.6、47.2 元/股。我们认为受益于公司产品结构不断升级、直销渠道比例逐步提升、品牌力不断增强、价格体系具有竞争力，公司业绩将提升明显，给予公司 29-31 倍 PE 较为合理，对应合理股价为 991-1060 元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、高端酒景气度下滑、渠道动销情况不及预期。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	77199.38	88168.00	103646.00	118801.00
+/-%	26.43%	14.21%	17.56%	14.62%
净利润(百万)	35204.00	42936.94	51054.66	59239.64
+/-%	30.00%	21.97%	18.91%	16.03%
EPS(元)	28.0	34.2	40.6	47.2
PE	34.0	27.9	23.4	20.2

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 食品饮料

报告时间 | 2019/5/20

前收盘价 | 1906.8 元

📄 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、茅台逐步成为行业领导者.....	5
二、茅台品牌力优秀，品牌价值持续提升.....	10
2.1 茅台酒品牌价值位居行业首位.....	10
2.2 悠久文化、优异品质及坚定的品牌战略铸就高端品牌.....	11
三、坚定执行“133 战略”.....	12
3.1 飞天茅台为核心大单品，系列酒成长迅速.....	13
3.2 茅台酒库存仍较低，市场渗透率稳步提升.....	14
3.3 非标产品将成为公司重要收入来源.....	15
四、渠道控制力强.....	17
4.1 强大品牌力塑造公司强渠道.....	17
4.2 2019 年直销比例有望提升至 20%以上.....	21
4.3 集团营销公司的成立利于公司长远发展.....	22
五、产能提升利于释放盈利空间.....	23
5.1 2020 年茅台酒实际产能将达 5.6 万吨/年.....	23
5.2 2019 年茅台酒产量预计为 3.3 万吨.....	24
六、盈利预测与估值.....	25
风险提示.....	27

图表目录

图 1:	2008 年贵州茅台出厂价首次赶超五粮液	5
图 2:	2013 年茅台销量反超五粮液	5
图 3:	2007-2013 年茅台与五粮液收入交替第一	6
图 4:	2004 年开始茅台归属母公司股东净利润超越五粮液	7
图 5:	白酒行业及产量变化历程	7
图 6:	普飞售价/人均收入较低显示实际居民消费能力提升	7
图 7:	泸州老窖 2014 年出厂价大幅下调	8
图 8:	五粮液 2014 年出厂价大幅下调	8
图 9:	2008 年 1 月茅台将出厂价调高并超过五粮液一元	9
图 10:	茅台在渠道利润/终端价格过高时会提升出厂价以稳定高端酒定位	9
图 11:	品牌力源自国酒文化战略、品牌差异化战略及独特的生产工艺	10
图 12:	“133 战略”一览	13
图 13:	茅台酒、系列酒及整体毛利率	13
图 14:	茅台酒、系列酒收入占比	13
图 15:	茅台酒为公司大单品，系列酒增长迅速	14
图 16:	茅台酒社会库存变化一览	14
图 17:	茅台酒渗透率持续提升	15
图 18:	2016 年 LV 在中国市占率为 36%	15
图 19:	我国中产阶级及富裕人群占比将显著提升（单位：%）	15
图 20:	2006-2017 年我国高净值人群规模不断提升	15
图 21:	我国奢侈品市场规模增长迅速	16
图 22:	品质及独特性成为人们选择奢侈品的主要因素	16
图 23:	超高端酒增长迅速	16
图 24:	茅台经销模式一览	18
图 25:	五粮液正将大商模式转小商	18
图 26:	茅台经销体系一览	18
图 27:	经销商数量变化趋势一览	18
图 28:	贵州茅台前五大客户销售额占比较低	18
图 29:	茅台渠道发展历程	19
图 30:	贵州茅台出厂价与一批价差合理，经销商利润较高	19
图 31:	茅台渠道利润率较高	20
图 32:	茅台预收款处于高位	20
图 33:	茅台经营性现金流充沛	20
图 34:	贵州茅台营业收入可通过预收款进行调节	21
图 35:	直销、批发收入及占比	22
图 36:	直销、批发销量及占比	22
图 37:	茅台集团 2016 年以来技改扩建项目一览	24
图 38:	茅台自上市以来产能扩张情况一览（单位：万吨）	24
图 39:	茅台基酒实际产量高于理论产能	24
图 40:	茅台酒供应量可通过多种方式进行平滑	25

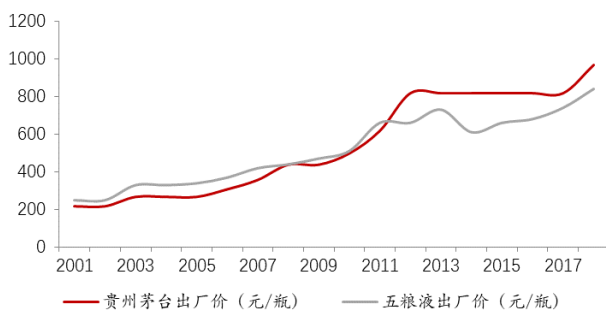
表格 1.	白酒行业及贵州茅台发展历史回溯.....	6
表格 2.	茅台酒提价情况一览.....	8
表格 3.	BRAND FINANCE 2018 全球烈酒品牌价值 50 强排行榜.....	10
表格 4.	茅台酒制作过程复杂、酿造时间久.....	11
表格 5.	酱香型白酒工艺类型及具体特点.....	12
表格 6.	茅台酒具体制作过程及时长.....	12
表格 7.	贵州茅台产品一览.....	17
表格 8.	贵州茅台在 2013 及 2014 年曾大规模扩大招商.....	19
表格 9.	对公司是否需要召开股东大会临界值标准一览.....	23
表格 10.	公司估值模型.....	26
表格 11.	可比上市公司盈利预测及估值表.....	26

一、茅台逐步成为行业领导者

在过去二十几年中，高端酒龙头两次易主，其中贵州茅台凭借其优质的“品质+文化+渠道+价格体系”以及坚定品牌战略在 2000 年后逐步赶超五粮液，而五粮液在历史上则由于战略不坚定、过度多元化、对产品质量不坚持等原因进一步拉大与贵州茅台差距。

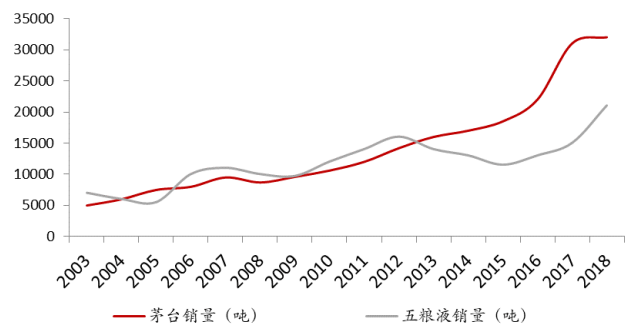
价格方面，茅台采取提升终端指导价、停止与低价销售飞天茅台的合作商进行合作等方式提升终端价，2006 年茅台终端零售高于五粮液约 40 元，2008 年贵州茅台一批价首次反超五粮液，行业定价权逐步转移；销量方面，2003-2012 年五粮液高端酒销量从约 8000 吨增长至约 1.7 万吨，而贵州茅台从约 5000 吨增长至约 1.5 万吨，贵州茅台年均复合增速高于五粮液 4 个百分点，销量差距逐步变窄。得益于贵州茅台在 2013-2015 年的行业深度调整期间开放经销权、积极布局大众渠道，贵州茅台逐步成为行业第一。

图 1：2008 年贵州茅台出厂价首次赶超五粮液



资料来源：wind，川财证券研究所

图 2：2013 年茅台销量反超五粮液



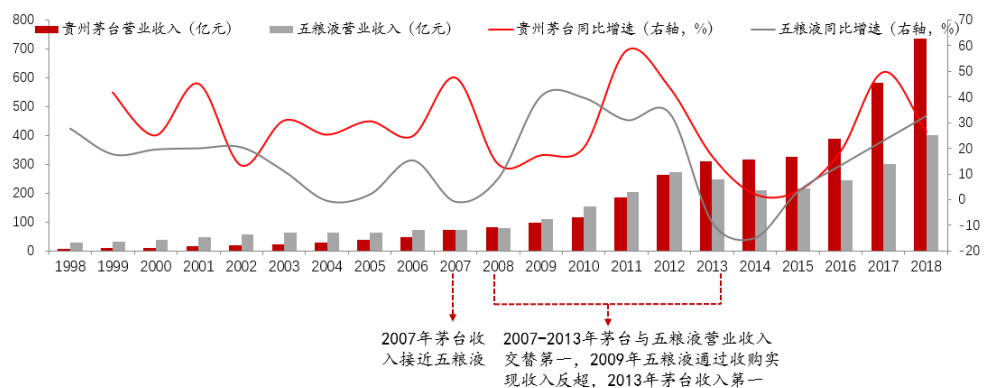
资料来源：wind，川财证券研究所

表格 1. 白酒行业及贵州茅台发展历史回溯

1998-2003		
白酒行业	受三公消费禁令、山西假酒等因素影响，白酒行业从1998-2001年产量下降了53吨，而2001-2003年的税收政策使得行业产量进一步下滑，行业处于去产能阶段。	
白酒行业去产能，而茅台致力于扩产能	五粮液方面，五粮液在1998-2001年通过首创总经销制、买断包销及OEM模式逆势布局，但在此之后由于公司治理方面问题频发、大商话语权过强、中低品牌经营混轮导致五粮液业绩增速放缓。	
贵州茅台	茅台方面，茅台在此阶段致力于提升产量，同时区别于多元化发展的五粮液，茅台高端产品占比达96%，因此2004年茅台盈利能力提升迅速。	
2003-2012		
白酒行业	在经历了去产能阶段后白酒行业迎来快速发展的黄金十年，白酒产量从2003年的331.4吨提升至2012年的1153.2吨。	
白酒的黄金十年，茅台量价齐升的十年	五粮液方面，五粮液在2004-2007年期间公司治理问题仍未改善，收入增速持续放缓的同时出现了价格倒挂的情况。2009年五粮液收购集团中相关资产以解决关联交易问题，治理问题的改善使得五粮液营业收入赶超从2008年开始迅速增长的茅台。	
贵州茅台	茅台方面，随着茅台产能不断释放叠加营销网络的完善，从2005年开始茅台销量已与五粮液持平，茅台在放量的同时由于终端价格持续上涨推动茅台逐步提价，2008年1月茅台首次将一批价提至高于五粮液的价位，2009-2012年茅台的三次提价进一步拉大差距。	
2012-2015		
白酒行业	受限三公消费禁令影响，前期占行业消费总量30%的政务消费断崖式下跌使高端酒白酒销量及价格率先回落，继而波及到白酒全行业，其中虽然茅台一批价从2200元下滑至819元的出厂价附近，但仍成为极少数业绩呈正增长的酒企，而产量受前期高基数增长惯性仍保持小幅增长。	
行业经历三年深度调整，茅台逆势开发市场	五粮液	五粮液归母净利润下滑明显
贵州茅台	茅台富有前瞻性的开发空白市场，推出众多支持经销商政策以抢占市场份额，加速价格回暖。白酒行业于2015年业绩开始呈现复苏状态。	
2016-2018		
白酒行业	2016年白酒行业延续复苏，茅台营业收入增速在高基数的基础上仍达19.0%，同时2016年茅台预收款创下新高，营业收入增速较高及预收款创新高显示新增消费动力强劲，经销商信心十足。此外，白酒政务消费占比从2012年前的40%下降至2014年后的5%，对应的大众消费从18%提升至45%，2018年茅台政务消费比例仅约0.13%。	
大众消费承接商务消费，茅台龙头地位稳固	2018年白酒库存较低。高端白酒在2017年经历去库存后，大部分酒企均处于低库存阶段，同时2018年酒企将打款政策从销售任务制转变为根据渠道库存调整出货量，因此渠道库存较为稳定。价格方面，2018年白酒行业主要由价格上调推动，预计2018年大部分酒企均有望实现营业收入目标。	
贵州茅台	受益于消费升级以及居民消费能力提升，茅台兼顾“里子”和“面子”的特性推动大众需求比例持续提升，茅台未来增长动力充足。	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 3：2007-2013 年茅台与五粮液收入交替第一



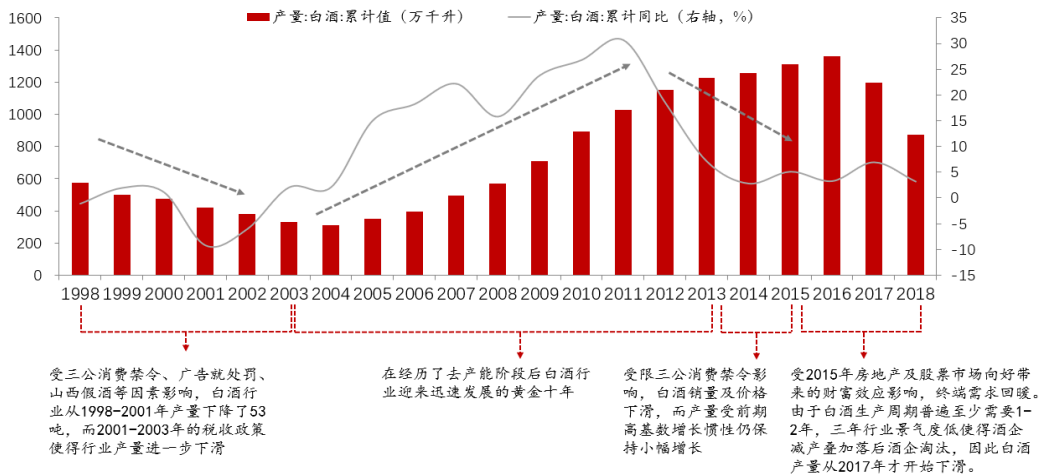
资料来源：wind，川财证券研究所

图 4：2004 年开始茅台归属母公司股东净利润超越五粮液



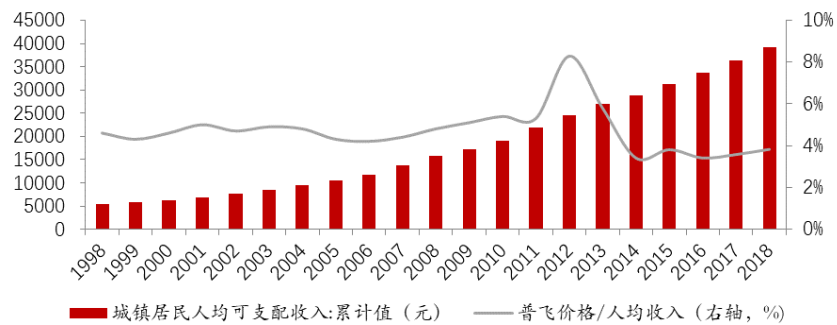
资料来源：wind，川财证券研究所

图 5：白酒行业及产量变化历程



资料来源：wind，川财证券研究所

图 6：普飞售价/人均收入较低显示实际居民消费能力提升



资料来源：wind，川财证券研究所

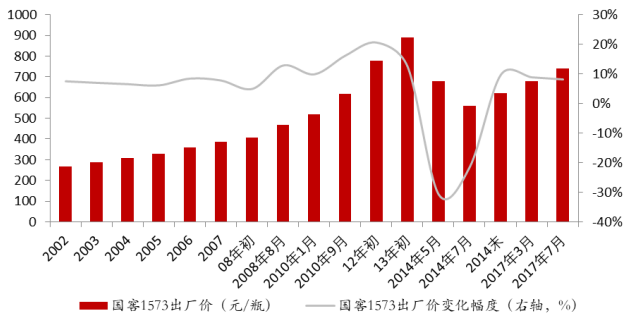
品牌、战略、渠道助力公司占据高端白酒市场。受益于公司强大的品牌力、精准的战略布局及控制力强的渠道，终端价格的持续上升推动茅台出厂价提升，近 18 年来 53 度茅台出厂价从 218 元/瓶提升至 969 元/瓶，2006-2012 年年均提价 18%，2008 年 1 月茅台将出厂价调高并超过五粮液一元，此后贵州茅台出厂价未出现下降，价格的逐步上移助力公司占据高端市场。

表格 2. 茅台酒提价情况一览

提价时间	53度茅台出厂价 (元/500ml)	提价幅度 (%)	渠道利润率 (%)	白酒行业状况
2001年8月	218	18%	19%	白酒行业增速放缓
2003年10月	268	23%	7%	经济增速加快，行业回暖
2006年2月	308	15%	30%	经济增速加快，行业增速达34%
2007年3月	358	16%	40%	经济加速增长，行业增速放缓
2008年1月	439	22%	48%	行业增速回升至30%
2009年1月	499	13%	60%	经济复苏，行业增速保持在30%
2010年1月	563	13%	78%	经济稳定，行业增速保持30%
2011年1月	619	10%	158%	行业增速达到历史最高点55%
2012年1月	819	33%	181%	经济增速放缓，行业增速降至19%
2018年1月	969	18%	65%	经济企稳，行业高速增长

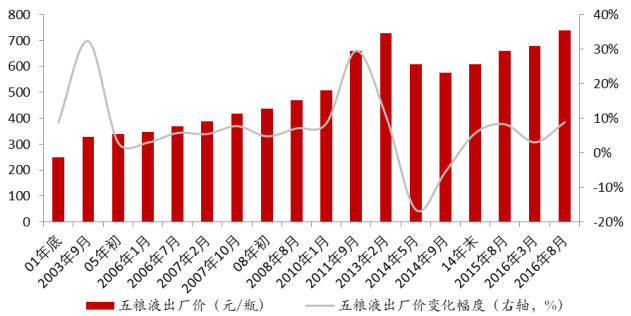
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 7：泸州老窖 2014 年出厂价大幅下调



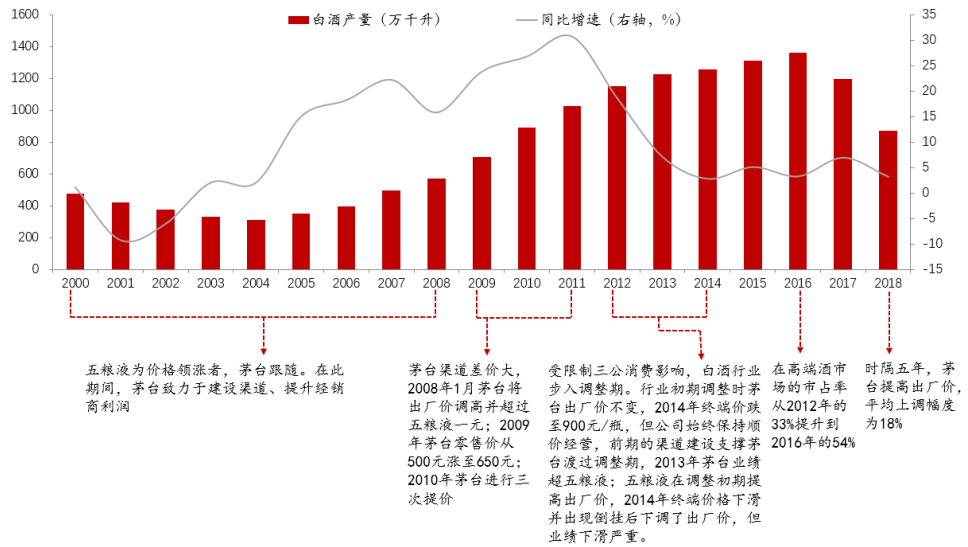
资料来源：wind，川财证券研究所

图 8：五粮液 2014 年出厂价大幅下调



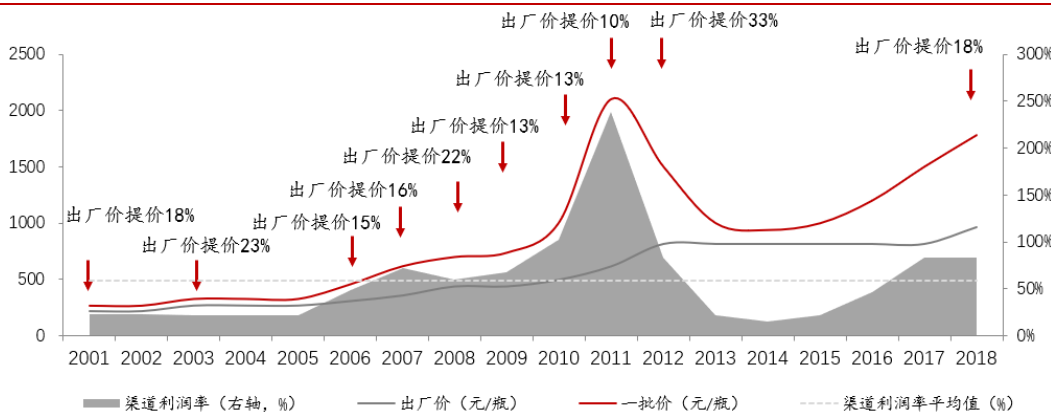
资料来源：wind，川财证券研究所

图 9：2008 年 1 月茅台将出厂价调高并超过五粮液一元



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 10：茅台在渠道利润/终端价格过高时会提升出厂价以稳定高端酒定位



价格管控能力提升。电商方面，公司强制规定要求经销商在云商的出货量由此前的 30% 增至 40%，并以 1499 元出货价格出售以控制囤货情况、平稳市场价格；渠道方面，公司对采购供应划定“红线”，并清理违规供应商，取消了 100 余家经销商的资格且将不再新增专卖店、经销商等；价格方面，李保芳董事长提出未来一段时间茅台酒及系列酒价格都将封顶一段时间，同时 2019 年公司将通过区域的差异化投放、市场引导、提高直营店占比等多种方式打击囤货行为，控制终端零售价。

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

二、茅台品牌力优秀，品牌价值持续提升

2.1 茅台酒品牌价值位居行业首位

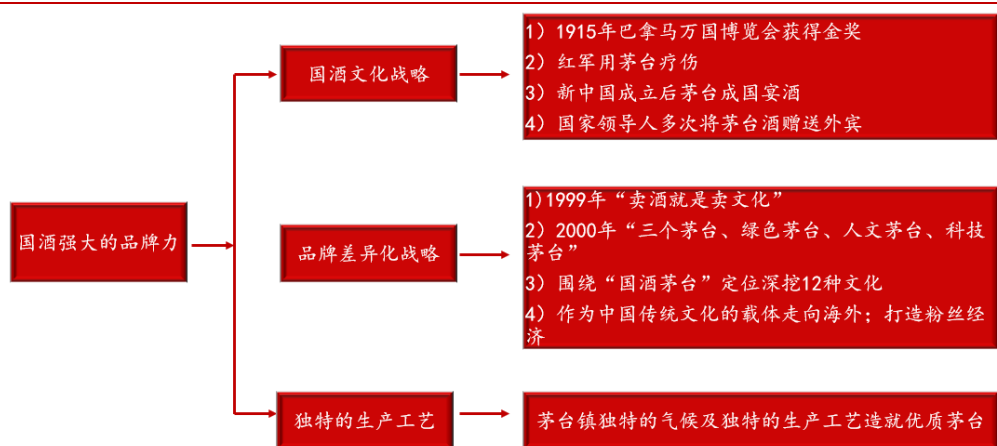
茅台酒品牌价值位居行业首位。1915年在巴拿马万国博览会上茅台酒荣获巴拿马万国博览会金奖，并与法国科涅克白兰地、英国的苏格兰威士忌并称为世界三大蒸馏名酒，茅台酒自此在国际舞台上大放异彩，为形成强大品牌力打下了坚实基础。在 Brand Finance 发布的“2018 全球烈酒品牌价值 50 强排行榜”中，茅台酒品牌价值达 212.4 亿美元，位居白酒行业首位。

表格 3. Brand Finance 2018 全球烈酒品牌价值 50 强排行榜

排名	品牌	国家	品牌价值	增长率
1	茅台	中国	212.43亿美元	73%
2	五粮液	中国	146.35亿美元	161%
3	洋河	中国	77.95亿美元	82%
4	尊尼获加	英国	42.97亿美元	-6%
5	泸州老窖	中国	38.25亿美元	52%
6	杰克丹尼	美国	35.17亿美元	15%
7	轩尼诗	法国	33.06亿美元	22%
8	斯米诺伏特加	俄罗斯	32.35亿美元	59%
9	古井贡酒	中国	24.51亿美元	67%
10	百加得	古巴	23.78亿美元	9%

资料来源：Brand Finance，川财证券研究所

图 11：品牌力源自国酒文化战略、品牌差异化战略及独特的生产工艺



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2 悠久文化、优异品质及坚定的品牌战略铸就高端品牌

1) 悠久文化奠定茅台地位。茅台酒作为世界三大名酒及中国三大名酒“茅五剑”之一,已有 800 多年的历史:远在大禹时代,赤水河的土著居民已善酿酒;汉代今茅台镇一带的枸杞酒开始作为朝廷贡品享盛名于世;唐宋后茅台酒逐渐成为历代王朝贡酒通过南丝绸之路传播至海外;茅台于红军结缘后逐步成为外交及国宴用酒,周恩来、邓小平、尼克松等重要人物均与茅台有着不解之缘使得茅台成为中国的特色标志之一。

2) 独特的自然气候造就好原料。茅台镇地处河谷、背靠赤水、拥有红土壤,特殊的气候、地理环境及千百年以来酿酒活动造就了适于酿酒的微生物以及优质的高粱及小麦等原料。历史上茅台酒厂两度开展的异地生产试验显示茅台酒仅能在茅台镇生产,因此茅台镇成为茅台酒无法复制的重要原因之一。

3) 复杂而严谨的工艺造就茅台品质。区别于浓香型与清香型酒,茅台所属的酱香型酒工艺复杂且酿造时间久使得茅台酒难以量产,具有稀缺性。此外,由于茅台勾兑过程中需要的百种不同类型基酒中包含几十年的陈年基酒,难以复制的酒基以及专业的勾兑师使得茅台酒品质稳定。

表格 4. 茅台酒制作过程复杂、酿造时间久

白酒香型	酱香型	浓香型	清香型
代表企业	贵州茅台	五粮液	山西汾酒
原料	高粱	高粱或多粮	高粱
制曲原料	小麦	小麦	小麦、豌豆
曲种	60-65摄氏度(高温大曲)	55-60摄氏度(中温大曲)	50摄氏度以下(低温大曲)
蒸馏温度	40°C	25°C	20°C
发酵池材料	石窖泥底、砖石泥底	泥窖	地缸、水泥池
发酵次数	8次	1次	2次
发酵时间	一年左右	60-90天左右	30天左右
储存时间	3年以上	1年	1-2年
工艺特点	9次蒸煮,8次发酵、7次取酒	翻曲次数少,多热少晾	清蒸二次清

资料来源:中国食品工业协会,川财证券研究所

表格 5. 酱香型白酒工艺类型及具体特点

酱香型白酒工艺类型	品质	工艺特点	代表品牌
甯香酒	低	甯香酒工艺指用7次取酒之后的酒醅加入食用酒精蒸馏出来的酒，特点为成本低廉且质量差	低端白酒
翻沙酒	较低	翻沙酒工艺指以糯高粱为原料，采用7次取酒之后的酒醅加入新高粱原料酿造出来的酒	茅台迎宾酒
碎沙酒	中	碎沙酒指原料需打磨成粉状。特点为生产工艺较为快捷，周期相对较短，出酒率高，不需要严格的“回沙”工艺，一般烤二三次就把粮食中的酒取完，回香层次感一般	习酒金典
浑沙酒	高	浑沙酒指采用完整的糯高粱进行酿制，茅台镇本地也叫“捆子酒”。浑沙酒生产周期长，一年为一个生产周期，“九次蒸馏、八次发酵、七次取酒、两次投料”其实说的就是浑沙酒中最上乘的“回沙”工艺。原料经过深度发酵后酿造出来的酱香更加醇厚，得到的酒体风味多，具有越陈越香的特点。特点为出酒率较低，酿造成本高，通常需陈放三年以上进行二次勾调后才能销售	飞天茅台

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 6. 茅台酒具体制作过程及时长

步骤	特点	时长
制曲	茅台酒新周期从端午节开始，茅台需以小麦为原料，经过高温发酵、两次翻仓后进行储存，最后得到酒曲。	3-5个月
制酒	茅台基酒酿造工艺可概括为“12987”，即一年的基酒制作过程中需经历2次投料、9次高温蒸馏、8次摊晾、加曲、堆积、入窖，7次取酒。	1年左右
勾兑与储存	酱香、窖底香、窖甜香三种基酒（轮次酒）在经过3年陶坛储存后按比例将不同酒型、酒龄、酒度的基酒进行勾兑，完成勾兑后再储存一年方可得到成品酒。	3年以上
检验与包装	经过严格检验后包装出厂	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

4) 品牌战略助力打造差异化。茅台将品牌定位设定为富含历史底蕴的国酒、符合消费趋势的绿色食品、具有高品质的世界最好蒸馏酒。

5) 茅台品牌价值持续提升。白酒企业曾随着品牌授权模式的盛行产生大量贴牌产品，随着贴牌产品的增加，产品质量参差不齐不断稀释品牌价值，而茅台则坚持“133 战略”，保障茅台品牌价值。

三、坚定执行“133 战略”

茅台“133 战略”指打造 1 个世界级核心品牌（贵州茅台酒）、3 个全国知名品牌（茅台王子酒、茅台迎宾酒、赖茅）、3 个区域知名品牌（汉酱、仁酒、贵州大曲），公司通过“133 战略”实现“一品为主，多品开发，做好酒文章”茅台

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

通过清晰的品牌定位拉升品牌高度、理顺公司未来品牌发展主线、保护茅台品牌的稀缺性及价值性。

图 12: “133 战略” 一览



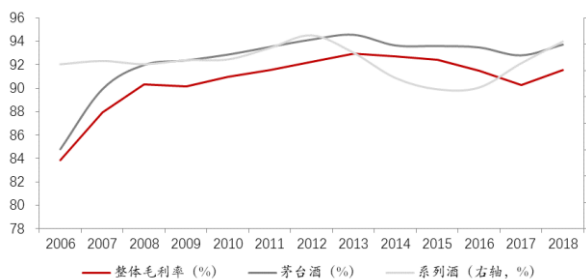
资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

3.1 飞天茅台为核心大单品, 系列酒成长迅速

飞天茅台、系列酒双轮驱动, 毛利率稳定在 90% 左右。2014 年之前公司以飞天茅台为主要单品, 随着 2014 年公司成立专门运作系列酒的公司及 2015 年提出双轮驱动策略后, 系列酒开始逐步发力。2018 年系列酒收入占比约为 11.0%, 收入增速较去年同期增长 25 个百分点, 毛利率约为 71.1%; 茅台酒收入占比约为 89%, 收入增速较去年同期增长 39.9 个百分点, 毛利率为 93.7%。销量方面, 2018 年飞天茅台酒销量约为 2.9 万吨, 占茅台酒总销量约 90%。

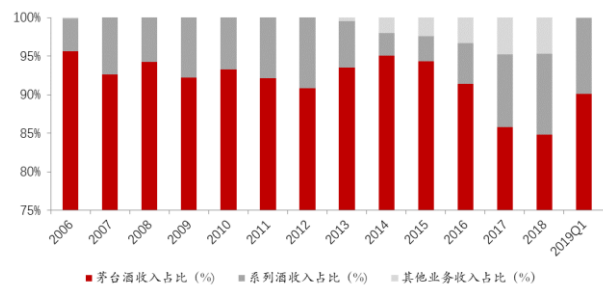
公司将 2019 年定为系列酒的“品牌塑造年”以提升质量和塑造品牌为主线。公司在巩固飞天茅台的基础上不断拓展系列酒宽度, 同时酱香酒的受众群体也日益增长。公司将继续贯彻落实打造茅台迎宾酒、王子酒及赖茅三个全国性核心品牌, 打造汉酱酒、贵州大曲及仁酒 3 个区域性强势品牌。2018 年系列酒实现 80.8 亿营业收入, 同比增长 40%, 近 3 年 CAGR 达 56%。

图 13: 茅台酒、系列酒及整体毛利率



资料来源: wind, 川财证券研究所

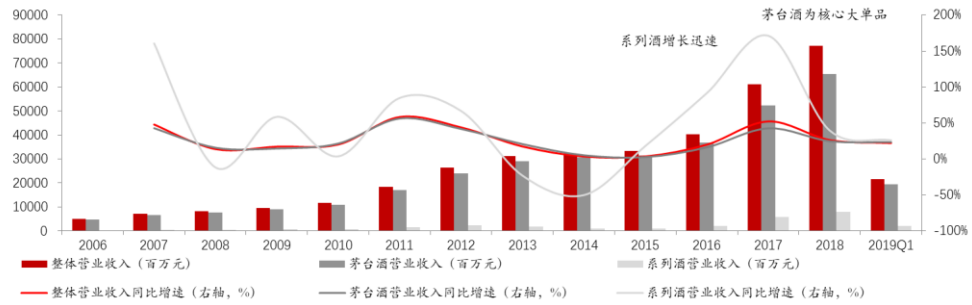
图 14: 茅台酒、系列酒收入占比



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 15：茅台酒为公司大单品，系列酒增长迅速

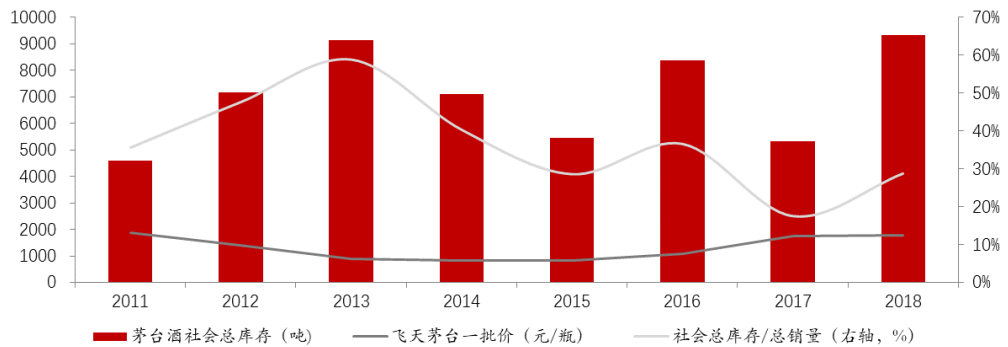


资料来源：wind，川财证券研究所

3.2 茅台酒库存仍较低，市场渗透率稳步提升

茅台酒社会总库存仍存处于较低位置。茅台酒社会库存一般分为消费者手中的库存以及专业酒商手中的库存。2018 年预计个人手中库存超过 2300 吨，酒商手中作为老酒出售的库存超过 7000 吨，其中酒商手中的库存每年预计增加 2000 吨左右，这批库存经过至少 5-10 年后将作为老酒流向市场。我们根据经销商集团库存变化情况进行推算，并假设消费者手中库存为专业酒商库存三分之一，结果显示茅台酒社会总库存仍处于较低位置。

图 16：茅台酒社会库存变化一览



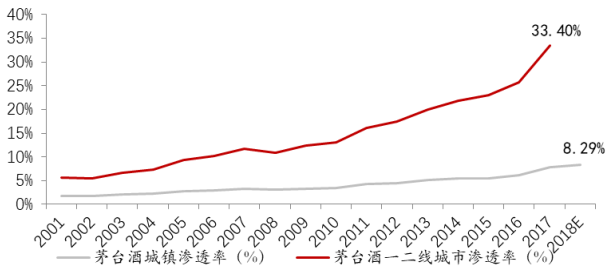
资料来源：wind，川财证券研究所

茅台酒渗透率稳步提升。我们通过：城镇总人口（万人）/茅台酒销售数量（瓶）以及一二线城市人口总人口（万人）/茅台酒销售数量（瓶）来测算茅台酒市场渗透率，结果显示茅台酒市场渗透率持续提升，2018 年茅台酒在一二线城市渗透率预计超过 33.4%。同时茅台具有一定奢侈品属性，参考奢侈品行业情况，

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

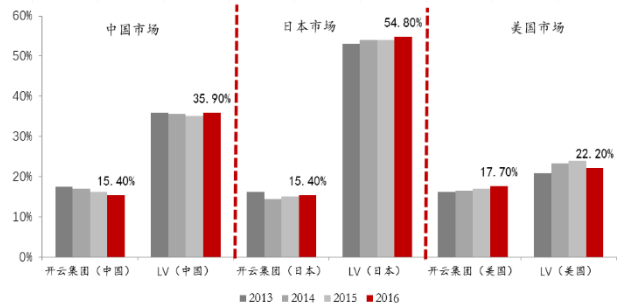
总体来看茅台渗透率仍有较大提升空间。

图 17：茅台酒渗透率持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 18：2016 年 LV 在中国市占率为 36%

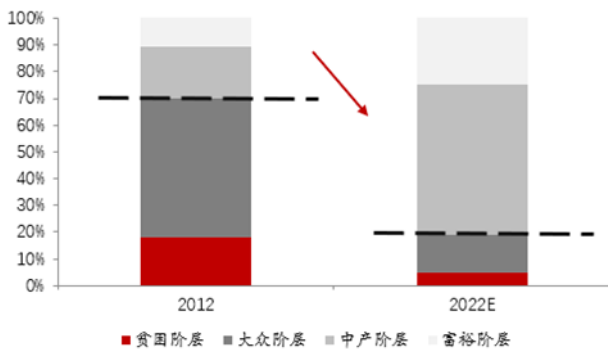


资料来源：wind，川财证券研究所

3.3 非标产品将成为公司重要收入来源

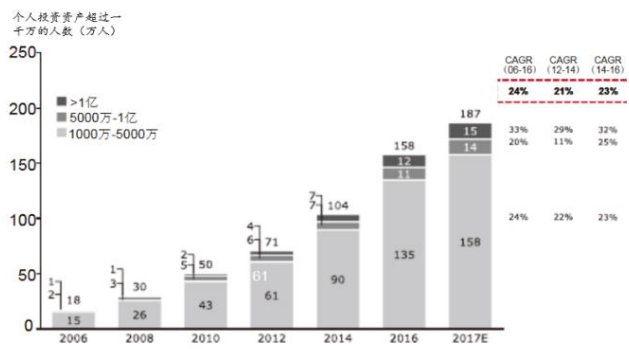
贝恩咨询数据显示,2018 年我国消费者为全球奢侈品市场贡献 1/3 的销售额,同时 27%的奢侈品消费发生在国内,较去年同期增长 4 个百分点。2018 年我国内地奢侈品市场增速为 20%,中国奢侈品消费增速维持高位主因: 1) 中产阶级迅速崛起促进奢侈品消费,高净值人群规模不断提升; 2) 居民消费能力提升。

图 19：我国中产阶级及富裕人群占比将显著提升 (单位：%)



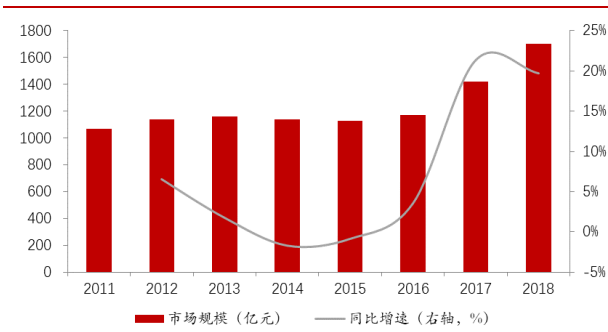
资料来源：麦肯锡，川财证券研究所

图 20：2006-2017 年我国高净值人群规模不断提升



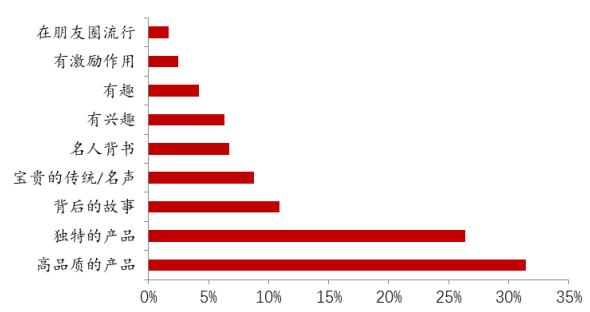
资料来源：贝恩，招商银行，川财证券研究所

图 21：我国奢侈品市场规模增长迅速



资料来源：贝恩咨询，川财证券研究所

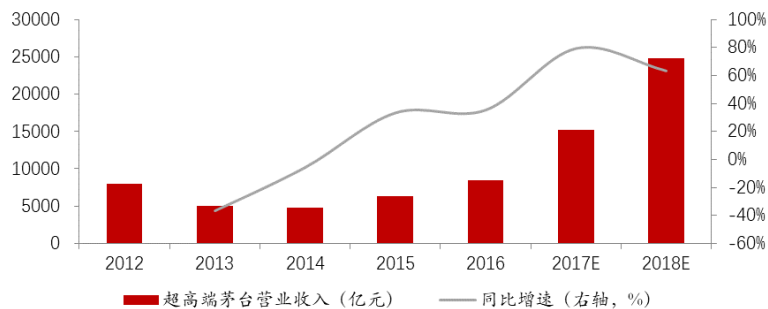
图 22：品质及独特性成为人们选择奢侈品的主要因素



资料来源：产业研究院，川财证券研究所

随着我国奢侈品消费维持高增速，极具收藏性的非标酒有望成为公司未来另一重要收入来源。茅台酒受益于品质优异、历史悠久、拥有名人的品牌背书，在高端酒中始终居于领先地位，而较普通飞天茅台收藏性更高的非标酒几乎垄断了超高端白酒市场。茅台董事长在经销商大会上称 2019 年茅台酒增量将用于扩展直销渠道和调高附加值产品占比，受益于结构升级，2019 年一季度茅台酒吨价提升为业绩超预期的原因之一，非标酒投放量的不断增长可间接提升茅台酒吨价，非标产品将成为公司重要收入来源。

图 23：超高端酒增长迅速



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 7. 贵州茅台产品一览

定位	系列	单品	终端价 (元/瓶)	销量 (吨)	占酒类收入比例
超高端 (非标)	年份	80年茅台酒	201180	32463.95	89.0%
		50年茅台酒	28999		
		30年茅台酒	11999		
		15年茅台酒	4999		
	生肖酒	马年茅台	18000		
		羊年茅台	25000		
		猴年茅台	8000		
		鸡年茅台	5500		
		狗年茅台	4500		
	定制酒	颜色茅台等	3000-4500		
		个性化定制茅台	1799+		
纪念酒	奥运纪念酒等	3000-4000			
喜宴茅台酒	43 度喜宴茅台	999			
高端	飞天茅台	飞天/五星茅台	1499	29774.46	11.0%
系列酒	茅台王子酒	茅台王子酒	228		
		金王子/酱色	298		
		酱香经典	468		
茅台迎宾酒	2013款	128			
	嘉宾级	168			
赖茅	传承/红御/金樽	300-800			
汉酱酒	汉酱酒/蓝色铂金	498-538			
仁酒	仁酒	368			
贵州大曲	70年代/80年代	238-398			

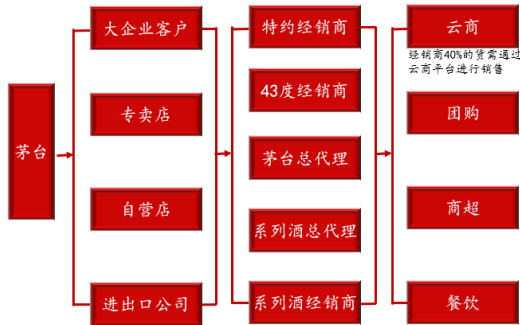
资料来源：公司年报，茅台商城，京东直销店，注：销量和占酒类收入比例为 2018 年数据

四、渠道控制力强

4.1 强大品牌力塑造公司强渠道

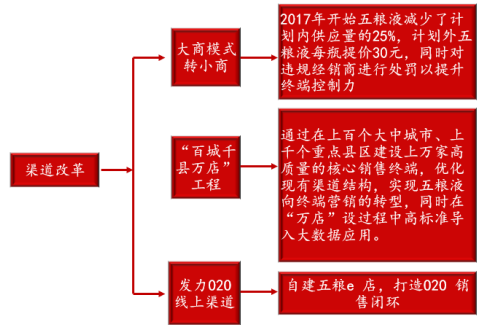
公司对渠道拥有绝对话语权，同时注重小商的发展。茅台渠道以“区域总经销商+特约经销商+专卖店”的复合模式为主，截至 2018 年，茅台国内拥有 2987 家经销商：1) 从占比看，茅台经销渠道占比较大，2019 年直销渠道占比有望提升；2) 从经销商规模上看，茅台发展小商利于增强公司渠道力。由于公司给每家经销商配额有限，2018 年茅台前五大客户销售额为 35.8 亿元，占总销售额 4.9%，较五粮液及泸州老窖低。白酒企业渠道模式可划分为厂家主导模式、经销商主导模式、厂家与经销商合作模式，茅台由于品牌力较强，公司对渠道拥有绝对话语权，因此为厂家主导模式典型企业。

图 24：茅台经销模式一览



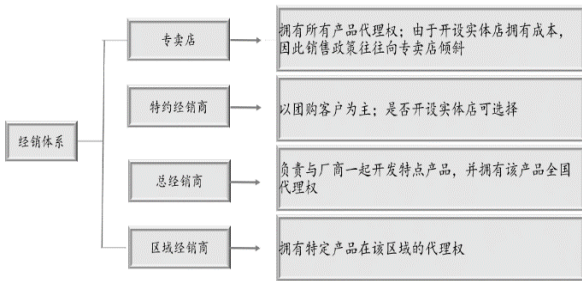
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 25：五粮液正将大商模式转小商



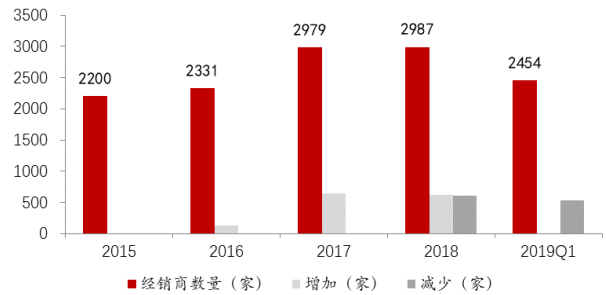
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 26：茅台经销体系一览



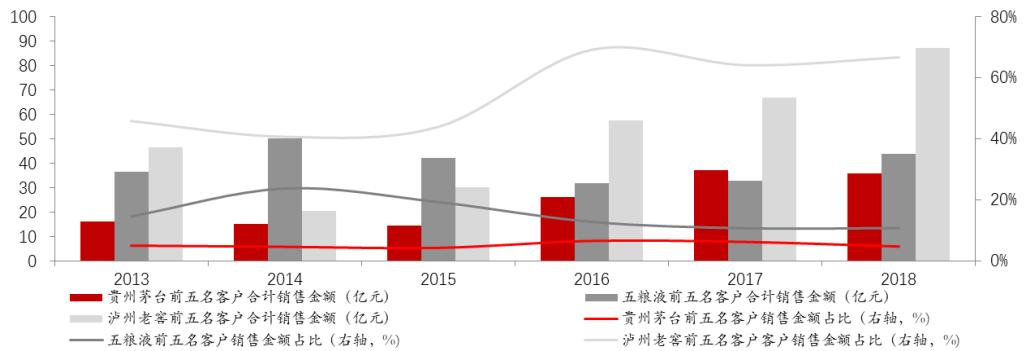
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 27：经销商数量变化趋势一览



资料来源：wind，川财证券研究所

图 28：贵州茅台前五大客户销售额占比较低



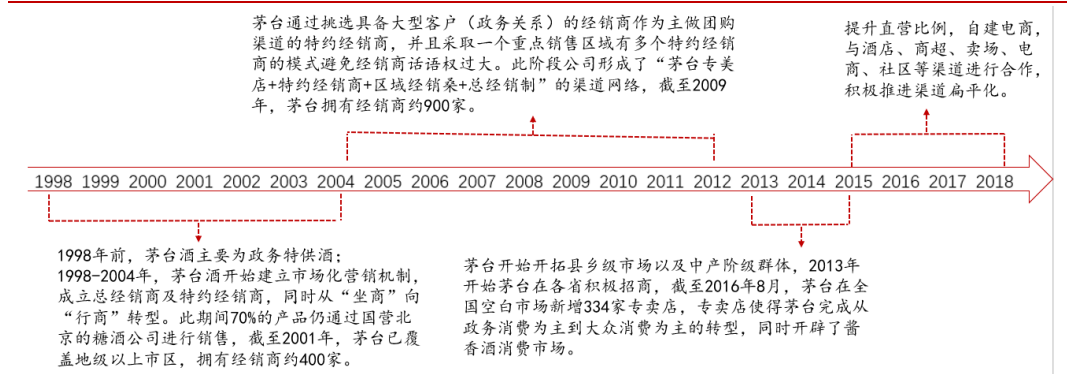
资料来源：wind，川财证券研究所

强大品牌力塑造公司强渠道。区别于一般消费品以渠道为核心，高端酒经销商作为向消费者传递价值的载体，在高端酒市场中起到举足轻重的作用，区别于其他酒企，贵州茅台的经销权属于稀缺资源，主因：1) 由于茅台具有投资及消费双重属性，品牌力强大使得终端动销优秀；2) 出厂价与一批价差较大，

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

茅台渠道利润率可达 80%，远高于其他白酒。

图 29：茅台渠道发展历程



表格 8. 贵州茅台在 2013 及 2014 年曾大规模扩大招商

时间	事件	事件过程	事件解读
2013年7月	第一轮扩大招商	茅台首次打破专营渠道，购买30吨飞天茅台酒（价格为999元/瓶），一次打款6365.6万元，次年即可成为经销商，同时返点10%	每个经销商打款6500万元利于茅台完成年度指标，同时利于优化渠道，抢占市场份额，2013年这一举措为公司带来2000吨左右增量
2014年6月	第二轮扩大招商	一年最低完成800万元左右的进货就可拿到飞天茅台代理权	此次举措主要针对空白区域市场，同时也向老经销商提供新的促销及优惠政策（促销套餐包括1739万元拿10吨飞天茅台、3822万元拿5吨年份酒）
2018年12月	冻结经销商数量	茅台取消超过400家经销商资格，并表示短期内不会新增经销商。	此举指为提升直营渠道占比，

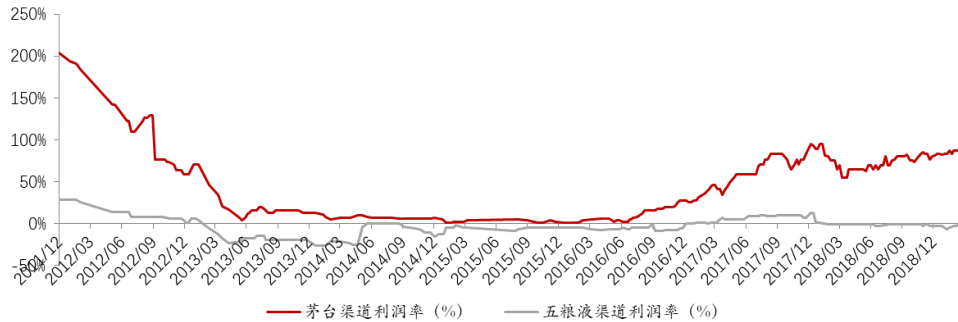
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 30：贵州茅台出厂价与一批价差合理，经销商利润较高



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

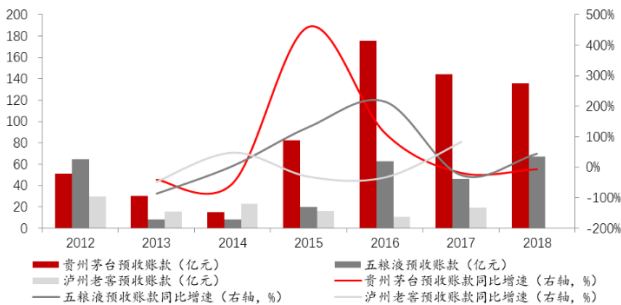
图 31：茅台渠道利润率较高



资料来源：wind，川财证券研究所

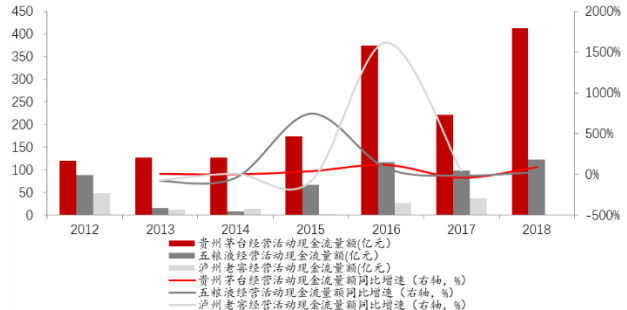
作为检验未来营业收入的先行指标，预收款及现金流优秀印证公司渠道力较强。由于公司拥有较高渠道控制力，供应商在收货前需提前打款，茅台预收款在行业中处于高位显示对下游经销商话语权较强，也显示其经营情况优于白酒行业其他公司。

图 32：茅台预收款处于高位



资料来源：wind，川财证券研究所

图 33：茅台经营性现金流充沛

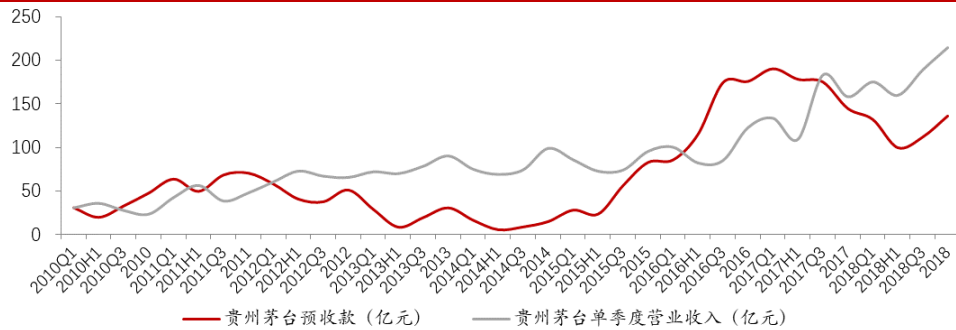


资料来源：wind，川财证券研究所

预收款可起到调节业绩作用，在一定程度上预收款变动不能完全解释终端供需情况。茅台可通过对预收款确认的调整来稳定业绩，2013-2015 年期间茅台便通过释放预收款来平稳营业收入；2018 年公司营业收入保持高速增长主因年初提价及释放部分积累的预收款（经销商 2017 年 Q4 春节打款延后及 2018 年 Q4 春节打款提前），2018 年公司预收款为 135.8 亿元，由于去年基数较高，预收款同比降低 5.9%；2019 年一季度茅台营业收入同比增长 22.2%主因产品结构升级及预收款调节。由于贵州茅台拥有较高渠道控制力，经销商将按照厂商最新打款政策进行打款，因此在一定程度上预收款的变动不能完全解释终端市场供需情况。

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 34：贵州茅台营业收入可通过预收款进行调节



资料来源：wind，川财证券研究所

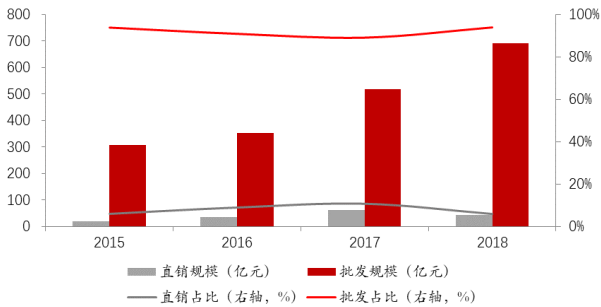
4.2 2019 年直销比例有望提升至 20% 以上

渠道及结构优化有望提升吨价。茅台李保芳董事长在 2018 年贵州茅台全国经销商联谊会上称茅台酒 3.1 万吨投放量不会全部用作经销合同计划，2019 年茅台给经销商的计划量将以 2017 年计划量为基数，总量为 1.7 万吨左右。茅台近段时间将不再新增专卖店、特约经销商、总经销商，同时也不会对经销商环节进行投放量的追加，未来茅台增量将用于拓展直销渠道及增加高附加值产品占比。此外，公司于 2018 年减少 437 家经销商，这部分计划额度也将归入直销渠道中。我们预计 2018 年经销商合同量约为 2 万吨，预计 2019 年直销占比将提升至 20% 以上。在销量基数较大、售价暂时不变的情况下，公司有望通过直销及提升高附加值产品占比提升业绩。

5 月份直营的量将投放市场以缓解供给短缺。2019 年 4 月公司发布了针对商超、卖场渠道的 600 吨 53%vol 飞天酒招标公告，同时公司还公布了关于收集优质团购、商超卖场资源的部署要求，公司将重点吸纳上市公司、世界 500 强企业、中国 500 强企业、民营 500 强企业、影响力较大的国家级商会、以及其他重点团购单位。此外，2019 年 4 月茅台开始面向商超公开招商，预计直销渠道的梳理将于 Q2 完成，5 月份直营的量将投放市场以缓解供给短缺，一批价涨幅有望放缓。贵州茅台这些措施将利于贵州茅台促进营销体系改革、加大直销直供力度、控制产品终端价格。

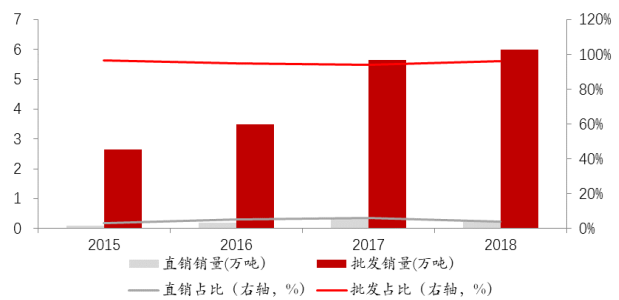
渠道透明化利于公司完善营销及渠道体系。李保芳董事长提出 2019 年起茅台工作将加大透明度，2020 年经销商在一定程度、一定范围内知晓公司整体安排，同时公司也将逐步公开录入系统的经销商计划量。渠道透明化及提升直营渠道将使得公司运营更为稳健。

图 35： 直销、批发收入及占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 36： 直销、批发销量及占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

4.3 集团营销公司的成立利于公司长远发展

集团营销公司的成立利于公司长远发展。5月5日贵州茅台集团营销有限公司挂牌成立，由茅台集团100%控股，而实际上贵州茅台酒股份有限公司旗下已有一家销售公司，即负责茅台全国自营系统下的33家自营公司的贵州茅台酒销售公司，新成立的茅台集团营销公司将重点针对团购、商超等终端客户开展工作。当前市场上对于是否会有大额关联交易存疑，按《上海证券交易所上市公司关联交易实施指引》规定交易金额在3000万以上且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的为重大关联交易；《公司章程》规定单一项目的投资额不得超过公司最近经审计的净资产的10%，即假设公司本年关联交易金额超上一年度净资产的5%，即56.42亿元，可算为重大关联交易；本年关联交易金额超上一年度净资产的10%，即112.84亿元，需经报股东大会批准。我们按普飞205.82元/吨的吨价来计算，结果显示若集团营销公司拥有超过2741.23吨普飞配额将算为重大关联交易，拥有超过5482.46吨普飞配额需经过股东大会批准，由于2019年公司将进一步进行结构升级、吨价提升，实际配额值应更低。此外，考虑到2019年公司茅台酒计划量为31800吨，假设发货量与2018年的32464吨持平，细分来看，其中经销商配额约为1.7万吨，出口总量、直营店及电商等渠道总量预计将分别超过3200、5000吨，KA商超超直供预计约为2000吨，剩下的5264吨部分或将由集团营销公司进行销售，若公司进一步提升直营及电商比例，则集团营销公司销售的量将进一步下降，而集团营销公司的配额大概率是在公司董事会可决定范围之内。

表格 9. 对公司是否需要召开股东大会临界值标准一览

	吨价 (万元/吨)	对应配额 (吨)	关联交易金额 (亿元)
普飞	205.82	2741.23	56.42
普飞	205.82	5482.46	112.84
茅台酒	236.02	4780.95	112.84

资料来源:公司公告,川财证券研究所

集团营销公司重在“用好增量、管好存量、加强管控、统筹市场”，与社会渠道实现错位发展，与原有营销体系互为补充，共同构建顺应新时代形式、契合时代发展要求的营销体系。长期来看，只要集团营销公司的出厂价不低于经销商出厂价，原有经销商的利润将不受影响，同时集团营销公司的成立在一定程度上或将解决削减经销商所对应的茅台酒配额公平分配问题，利于向商超、团购等渠道进行稳价供应，实现渠道进一步扁平化及控价放量，确保价格体系更健康、渠道管控更有效、营销转型更成功。

五、产能提升利于释放盈利空间

5.1 2020 年茅台酒实际产能将达 5.6 万吨/年

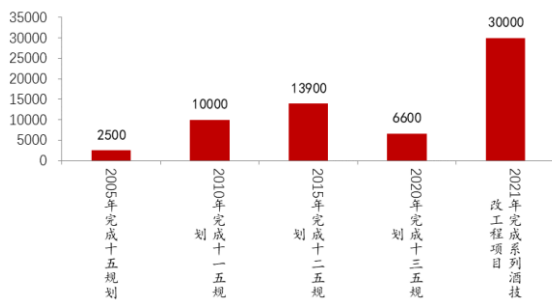
技改扩建增强产能扩张能力。2016-2018 年公司已完成 12600 余吨的技改扩建项目，同时公司于 2018 年 1 月及 2019 年 1 月启动了建设期分别为 2、3 年的“十三五中华片区 6600 吨茅台酒技改工程项目”及“酱香系列酒 3 万吨技改工程项目”。茅台酒方面，到 2019 年年底将形成 6600 吨茅台酒基酒新产能，2020 年理论产能为 4.2 万吨/年，由于茅台酿酒工艺不断改进使得茅台酒实际产量均高于理论产能，因此实际产量有望达公司宣布的 5.6 万吨/年。此外，未来系列酒和茅台酒将会形成产量 1:1 的格局，即茅台酒及系列酒基酒产能将达到两个“5.6 万吨”规模，我们认为此次投产技改项目利于保障系列酒产能进一步释放。

图 37：茅台集团 2016 年以来技改扩建项目一览



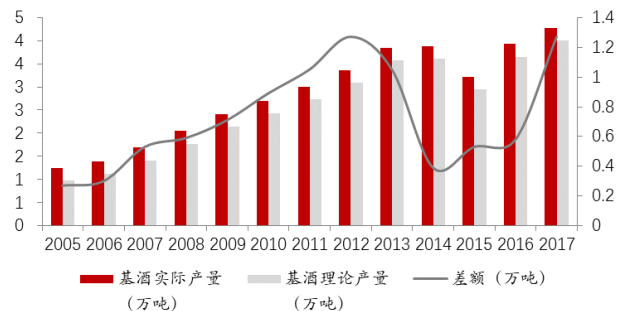
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 38：茅台自上市以来产能扩张情况一览(单位：万吨)



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 39：茅台基酒实际产量高于理论产能

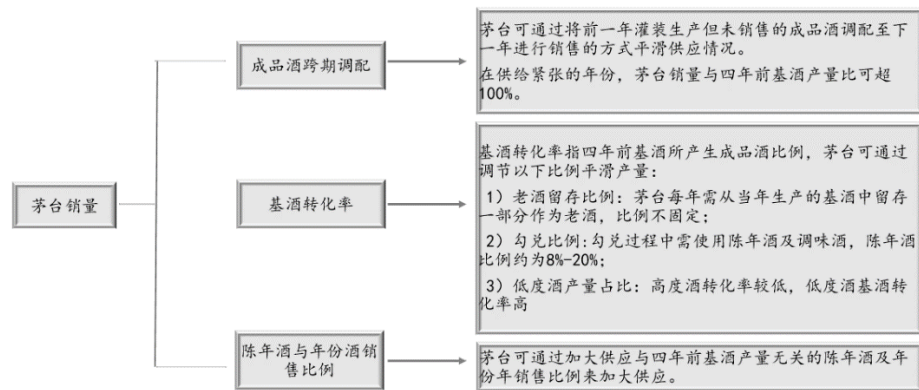


资料来源：公司公告，川财证券研究所

5.2 2019 年茅台酒产量预计为 3.3 万吨

2019 年茅台酒产量预计为 3.3 万吨。茅台前董事长季克良老先生在《告诉你一个真实的茅台陈年酒》中介绍过“每年出厂的茅台酒，只占五年前生产酒的 75%左右。剩下的 25%左右，有的在陈放过程中挥发一些，有的留作以后勾酒用”。75%的基酒比例，再加上勾兑老酒 10%左右的比例，茅台理论可售数量为 5 年前基酒产量的 85%左右，公司公布 2019 年销售目标为 3.18 万吨，而相应年份对应的基酒产量可生产 3.3 万吨，因此公司能在实现销售目标的同时增大存储量以缓解 2020 年的茅台酒产量下滑。

图 40：茅台酒供应量可通过多种方式进行平滑



资料来源：贵州茅台招股说明书，川财证券研究所

六、盈利预测与估值

核心假设：

茅台酒：

1) 吨价方面：由于茅台于 2019 年初提出近期不会上调价格，因此我们预计 2019 年普通飞天茅台出厂价不会上调，此外，产品结构升级叠加直营比例扩大将间接提升吨价，我们预计 2019 年茅台酒吨价将提升至 251.64 万元/吨(不含税)；

2) 销量方面，根据公司公布的销售计划，2019 年计划销售茅台酒 3.1 万吨，较 2018 年同比增长 10.7%，我们预计 2019-2021 年销量分别为 3.28、3.57、3.61 万吨。

系列酒：

1) 吨价方面：由于 2019 年系列酒将在销量与 2018 年持平的基础上，收入目标增加 20 亿元，因此我们预测 2019 年系列酒吨价将提升超过 45%，此外，受益于系列酒产品体系升级，我们预计 2020、2021 年吨价将持续提升。

2) 销量方面：2019 年计划在销量不变的前提下实现销售收入 100 亿元，我们预计公司将完成目标。

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 881.7、1036.5、1188.0 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 429.4、510.5、592.4 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 34.2、40.6、47.2 元/股。我们认为受益于公司产品结构不断升级、直销渠道比例逐步提升、品牌力不断增强、价格体系具有竞争力，公司业绩将提升明显，给予公司 29-31 倍 PE 较为合理，对应合理股价为 991-1060

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

元，首次覆盖给予增持评级。

表格 10. 公司估值模型

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
酒类	酒类收入合计(百万)	38841.0	58168.6	73564.7	80899.0	89107.4	96993.1
	YOY		49.76%	26.47%	9.97%	10.15%	8.85%
	销量(吨)	36944.4	60108.3	62238.4	62574.5	66180.4	68026.7
	YOY		62.70%	3.54%	0.54%	5.76%	2.79%
茅台酒	营业收入(百万)	36714.4	52394.3	65487.4	70543.5	76506.8	82212.6
	YoY		42.71%	24.99%	7.72%	8.45%	7.46%
	销量(吨)	22917.7	30205.5	32464.0	32800.0	35215.0	36442.0
	YoY		31.80%	7.48%	1.04%	7.36%	3.48%
系列酒	吨价(万/吨)	187.4	202.9	236.0	251.6	254.2	264.0
	YOY		8.28%	16.29%	6.62%	1.02%	3.84%
	营业收入(百万)	2126.6	5774.3	8077.3	10355.5	12600.6	14780.5
	YoY		171.53%	39.88%	28.21%	24.76%	24.76%
系列酒	销量(吨)	14026.7	29902.8	29774.5	29774.5	30965.4	31584.7
	YoY		113.18%	-0.43%	0.00%	4.00%	2.00%
	吨价(万元/吨)	15.2	19.3	27.1	40.7	47.6	54.8
	YOY		27.04%	40.49%	50.00%	17.00%	15.00%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 11. 可比上市公司盈利预测及估值表

日期		股价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
证券代码	证券简称			19E	20E	21E	19E	20E	21E
000858.SZ	五粮液	106.5	4132.4	4.2	5.2	6.1	21.1	16.8	14.4
002304.SZ	洋河股份	119.4	1799.0	6.3	7.2	8.2	19.1	16.5	14.6
000568.SZ	泸州老窖	77.4	1133.0	3.2	4.2	5.3	22.1	16.7	13.4
000596.SZ	古井贡酒	116.8	588.2	4.4	5.5	6.7	26.8	21.3	17.4
600809.SH	山西汾酒	59.7	520.3	2.2	2.7	3.3	27.1	21.8	18.2
603589.SH	口子窖	60.3	361.9	3.1	3.6	4.2	19.6	16.7	14.4
603369.SH	今世缘	27.7	347.2	1.2	1.5	1.8	23.9	19.1	15.7
000860.SZ	顺鑫农业	57.7	329.2	2.0	2.6	3.2	28.3	22.1	18.1
600779.SH	水井坊	47.9	234.0	1.6	1.9	2.4	30.8	24.6	19.9
600702.SH	舍得酒业	27.6	92.9	1.4	1.8	2.2	20.3	15.4	12.5
000799.SZ	酒鬼酒	23.8	77.4	0.9	1.2	1.5	25.6	19.3	15.7
平均值							24.1	19.1	17.4
600519.SH	贵州茅台	906.8	11391.1	34.2	40.6	47.2	27.9	23.4	20.2

资料来源：Wind，川财证券研究所，注：除贵州茅台、五粮液、泸州老窖外，其余为Wind一致预期数据

风险提示

- 1) 宏观经济下行风险
- 2) 食品安全风险
- 3) 高端酒景气度下滑
- 4) 渠道动销情况不及预期

报表预测					
利润表 (亿元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	610.6	772.0	881.7	1036.5	1188.0
减:营业成本	59.4	65.2	69.0	76.1	80.7
营业税金及附加	84.0	112.9	128.9	151.6	173.7
营业费用	29.9	25.7	29.4	34.5	39.6
管理费用	47.2	53.3	60.8	71.5	82.0
财务费用	-0.6	0.0	-26.5	-33.5	-41.6
资产减值损失	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
加:投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	-1.4	-1.6	-1.4	-1.4	-1.4
营业利润	389.4	513.3	618.6	734.9	852.2
加:其他非经营损益	-2.0	-5.2	-3.4	-3.4	-3.4
利润总额	387.4	508.2	615.2	731.5	848.8
减:所得税	97.3	129.9	153.8	182.9	212.2
净利润	290.1	378.2	461.4	548.6	636.6
减:少数股东损益	19.3	26.3	32.0	38.1	44.2
归属母公司股东净利润	270.8	352.0	429.4	510.5	592.4
资产负债表 (亿元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	798.6	1006.2	1352.1	1632.6	2067.2
应收和预付款项	20.4	18.0	38.0	26.3	45.4
存货	220.6	235.1	323.7	292.1	361.4
其他流动资产	0.4	1.4	1.4	1.4	1.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	172.6	172.0	148.2	224.3	245.5
无形资产和开发支出	34.6	35.0	31.0	27.0	23.0
其他非流动资产	2.4	2.3	1.5	0.7	0.7
资产总计	1249.6	1470.0	1895.8	2204.3	2744.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	184.6	181.2	334.1	258.1	408.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	104.8	114.7	98.0	88.0	78.0
负债合计	289.4	295.9	432.1	346.1	486.7
股本	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6
资本公积	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7
留存收益	888.2	1102.1	1359.7	1666.0	2021.5
归属母公司股东权益	914.5	1128.4	1386.0	1692.3	2047.8
少数股东权益	45.7	45.7	77.7	115.8	160.0
股东权益合计	960.2	1174.1	1463.7	1808.2	2207.8
负债和股东权益合计	1249.6	1470.0	1895.8	2154.3	2694.5

现金流量表 (亿元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	221.6	414.0	510.4	513.6	692.5
投资性现金净流量	-11.2	-16.3	-19.3	-62.5	-62.5
筹资性现金净流量	-89.0	-164.4	-145.2	-170.6	-195.3
现金流量净额	121.4	233.3	345.9	280.5	434.6

财务分析和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率	90.3%	91.6%	92.2%	92.7%	93.2%
销售净利率	47.5%	49.0%	52.3%	52.9%	53.6%
ROE	29.6%	31.2%	31.0%	30.2%	28.9%
ROA	31.0%	34.6%	31.0%	31.7%	29.4%
成长能力					
销售收入增长率	52.1%	26.4%	14.2%	17.6%	14.6%
净利润增长率	61.8%	30.4%	22.0%	18.9%	16.0%
资本结构					
资产负债率	23.2%	20.1%	22.8%	15.7%	17.7%
流动比率	3.6	4.3	4.0	5.6	5.1
速动比率	2.8	3.5	3.2	4.8	4.3
经营效率					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
存货周转率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
业绩和估值					
EPS	21.6	28.0	34.2	40.6	47.2
BPS	72.8	89.8	110.3	134.7	163.0
PE	44.2	34.0	27.9	23.4	20.2
PB	13.1	10.6	8.6	7.1	5.8

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

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：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