

跟随消费力，把握消费结构演变



——食品饮料行业中期策略

核心观点

我们通过回溯 2006 年以来消费品发展，以宏观背景（跑道）、公司管理（引擎）以及发展势能（空间）为核心分析框架，展望 2019 年之后的消费投资机会。我们认为，高端消费目前需求仍旧良好、未显颓势，中端消费受到政策提振可能会有改善，可以积极关注高、中端消费群体所对应的投资机会。

❖ 05-12 年：经济繁荣下的消费需求

这一时期我国经济高速增长，同时居民收入水平不断提升，带来大量来自于投资以及居民的消费需求。受益于消费的强劲推动，食品饮料公司能够保持业绩的稳定持续增长，行业长期处于涨幅前列，市场表现持续优秀。其中高端消费品受益于其优秀的品牌力及消费者价格粘性，量价同步提升；同时随着大众消费群体消费能力的持续提升，中低端消费品量升价稳。

❖ 13-15 年：公司管理能力体现的时期

从业绩以及市场表现来看，无论是高端或是中低端消费品在行业下行期突出的核心都是公司管理能力。高端消费品受到需求下滑影响，之前建立在商政消费上的高端消费品的量价体系开始重新调整，大量高端消费品开始进行不同的道路尝试；中低端消费品的核心在于通过大量的流通渠道以及营销配合，培育消费者消费习惯。以伊利、洋河、古井贡为例，它们优秀的管理能力不同程度的将自身的渠道力深耕扩大，从而实现了较为快速的发展。

❖ 16-至今：龙头发展势能逐步体现

2016 年至今中国经济增速低于 10% 成为新常态，消费对 GDP 贡献持续增长，在此过程中高、低收入群体收入增速最快，而中等收入群体收入增速则下降较为明显。从消费需求来看，高收入群体与低收入群体收入的快速增长，使得消费出现结构性特征，同时由于茅台、海天、伊利、涪陵榨菜等企业所处行业属于完全竞争行业，受益于此次结构性消费升级，结合它们自身的产品结构、行业地位，使得这些龙头发展势能逐步体现。

❖ 投资建议：跟随消费力，把握消费结构演变

白酒高景气度仍旧持续。茅台供需持续偏紧，同时叠加未来高端酒渗透率提升和中端消费人群消费升级的背景，将带给其他高端酒以及次高端酒大量成长空间。推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，建议关注洋河股份、山西汾酒、口子窖、古井贡酒等；

乳制品、调味品以及保健品行业赛道优秀，同时部分行业处于龙头份额渠道持续下沉以及份额提升阶段，建议关注伊利股份、海天味业、中炬高新、恒顺醋业、汤臣倍健、香飘飘、安井食品等。

❖ **风险提示：**宏观经济及居民收入波动风险；重大食品安全事件的风险；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 | 行业深度
所属行业 | 食品饮料
报告时间 | 2019/6/10

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@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、板块回顾：超额收益明显，估值持续修复	5
1.1 消费者信心逐步回暖	5
1.2 白酒估值持续修复，持仓比例提升	6
1.3 食品饮料行业持续景气	8
二、2005-2012 年：经济繁荣下的消费需求	10
2.1 市场表现持续优秀	10
2.2 经济繁荣下的需求	11
2.3 强需求下的行业周期	12
2.3.1 高端消费品量价齐升	13
2.3.2 中低端消费品量升价稳	15
三、2013-2015 年：公司管理能力体现的时期	16
3.1 优秀的管理能力帮助企业完成营销以及渠道铺设	18
四、2016-至今：龙头发展势能逐步体现	20
4.1 中端消费下降，高、低端消费火热	22
五、跟随消费力，把握消费结构演变	24
六、风险提示	27

图表目录

图 1:	GDP 增速情况一览.....	5
图 2:	2019 年 2 月消费者信心指数创新高.....	5
图 3:	2019 年 4 月社会消费品零售总额同比增长 7.20%.....	5
图 4:	2018 年年初至今食品饮料指数上涨 47.39%.....	6
图 5:	食品饮料年涨跌幅位居第二.....	6
图 6:	食品饮料行业估值合理.....	6
图 7:	食品饮料行业 PE (TTM) 处于中上游.....	6
图 8:	年初以来白酒板块估值持续修复.....	7
图 9:	调味品、啤酒、乳品、食品综合估值情况.....	7
图 10:	白酒行业沪深股通表现一览.....	7
图 11:	2019 年 Q1 食品饮料行业营业收入同比增长 16.0%.....	8
图 12:	2019 年 Q1 食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 23.7%.....	8
图 13:	2019 年 Q1 食品饮料行业毛利率为 51.5%.....	8
图 14:	2019 年 Q1 食品饮料行业 ROE 为 7.0%.....	8
图 15:	2019 年 Q1 白酒行业营业收入同比增长 12.6%.....	8
图 16:	2019 年 Q1 白酒行业归属母公司股东的净利润同比增长 28.1%.....	8
图 17:	2019 年 Q1 调味品行业营业收入为 78.4 亿元.....	9
图 18:	2019 年 Q1 调味品行业归属母公司股东的净利润为 16.0 亿元.....	9
图 19:	2019 年 Q1 乳品行业营业收入为 326.5 亿元.....	10
图 20:	2019 年 Q1 乳品行业归属母公司股东的净利润为 25.7 亿元.....	10
图 21:	食品饮料行业估值波动较小.....	11
图 22:	食品饮料公司业绩稳定持续增长.....	11
图 23:	乳制品、肉制品行业上市公司业绩优秀.....	11
图 24:	白酒行业上市公司业绩优秀.....	11
图 25:	2001-2012 年 GDP 增长较快.....	12
图 26:	2011 年之前 GDP 驱动力主要来自于投资.....	12
图 27:	白酒需求快速增长.....	12
图 28:	居民消费支出快速增长.....	12
图 29:	01-08 年高收入人群收入高增长, 10-12 年中低收入人群收入高增长.....	13
图 30:	进口汽车增长较为迅速.....	13
图 31:	进口汽车单价不断提升.....	13
图 32:	进口手表增长较为迅速.....	14
图 33:	进口手表单价不断提升.....	14
图 34:	高端白酒不断提价.....	14
图 35:	强经济周期与白酒关系.....	14
图 36:	白酒行业快速增长.....	14
图 37:	白酒行业收入规模快速增长.....	14
图 38:	白酒行业快速增长.....	15
图 39:	繁荣时期下的市场涨跌幅分化.....	15
图 40:	社会消费品零售额与居民可支配收入.....	16
图 41:	09 年之后大众消费逐渐成为核心驱动力.....	16

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 42:	从 ROE 看大众消费品盈利能力稳定.....	16
图 43:	从营收增速看大众消费品稳中有升.....	16
图 44:	13-15 年 GDP 仍处于较为稳定增长.....	17
图 45:	中低端消费力持续升级.....	17
图 46:	食品饮料整体在 13-15 年涨幅靠后.....	17
图 47:	中低端消费品表现优秀.....	17
图 48:	中低端消费品表现优秀.....	17
图 49:	白酒管理优秀公司市场表现更优秀.....	17
图 50:	高端白酒处于调整期.....	18
图 51:	高端白酒处于调整期.....	18
图 52:	伊利较早便开始渠道下沉.....	18
图 53:	伊利直控村级网点不断增长.....	18
图 54:	洋河前五大客户销售占比持续下滑.....	19
图 55:	洋河员工总数位居行业前列.....	19
图 56:	古井贡的“三通工程”.....	20
图 57:	2018 年古井贡省外市场增速较高.....	20
图 58:	GDP 仍处于较为稳定增长.....	21
图 59:	高、低端消费力持续升级.....	21
图 60:	高、低端消费力持续升级.....	21
图 61:	中端消费力在下降.....	21
图 62:	16 年之后食品饮料行业持续表现优秀.....	21
图 63:	主要由白酒、调味品、乳制品带动板块.....	21
图 64:	高、低端消费品营收增长迅速.....	22
图 65:	高端白酒率先领涨.....	22
图 66:	高端白酒重新恢复.....	22
图 67:	高端白酒重新恢复.....	22
图 68:	伊利高端产品增长较快.....	23
图 69:	蒙牛高端产品增长较快.....	23
图 70:	龙头企业地位优势明显.....	23
图 71:	09 年后政策有效提振中端消费明显.....	24
图 72:	2019 年后出台大量政策有力提振消费.....	25
图 73:	中产阶层家庭华东、华北、华南较多.....	25
图 74:	白酒企业分区域市场占有率.....	25
表格 1.	消费品在经济繁荣下表现很优秀.....	10
表格 2.	白酒、肉制品、乳制品整体表现比食品饮料其他子行业都更为优异.....	11
表格 3.	繁荣时期下的经营业绩分化.....	15
表格 4.	洋河营销模式不断升级.....	19
表格 5.	酒企高端产品以及超低端产品增长较为迅速.....	23
表格 6.	部分公司业务情况.....	25
表格 7.	相关标的估值一览.....	26

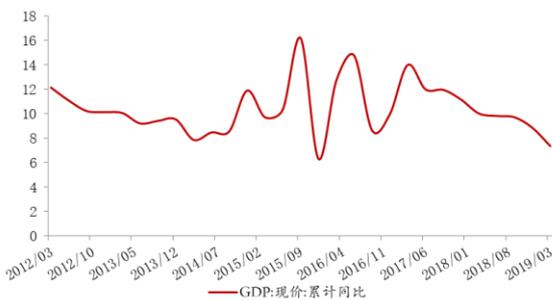
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

一、板块回顾：超额收益明显，估值持续修复

1.1 消费者信心逐步回暖

2019 年经济企稳，消费逐步回暖。据国家统计局发布的数据显示，2019 年第一季度 GDP 累计同比增长 7.37%，在地产施工持续改善、减税降费政策推出的带动下，国内经济逐步企稳。从社会消费品零售总额数据来看，2019 年 4 月社会消费品零售总额同比增长 7.20%，限额以上社会消费品零售总额同比增长 2.00%。消费者信心方面，2019 年初以来消费者信心总体呈上升态势，其中 2019 年 2 月消费者信心指数创新高显示消费者消费意愿正逐步回暖。

图 1：GDP 增速情况一览



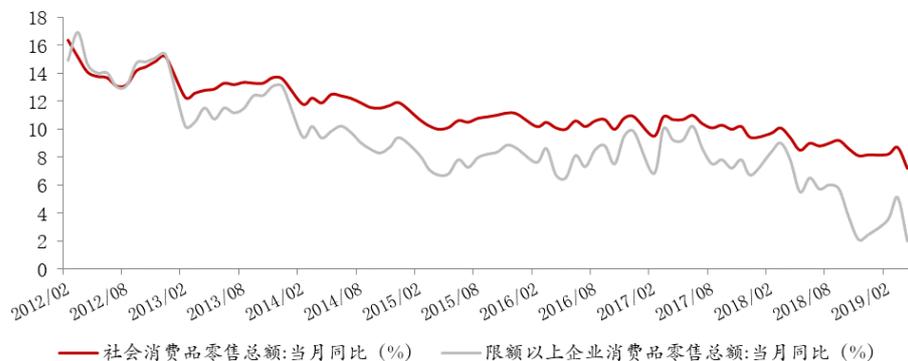
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：2019 年 2 月消费者信心指数创新高



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：2019 年 4 月社会消费品零售总额同比增长 7.20%



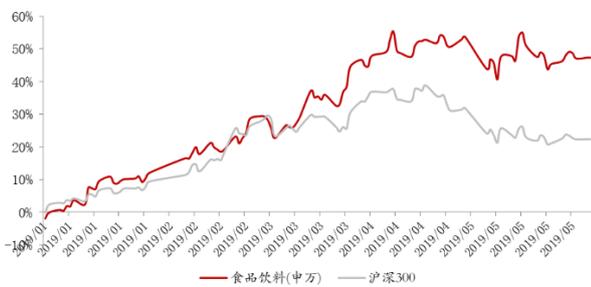
资料来源：Wind，川财证券研究所

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

1.2 白酒估值持续修复，持仓比例提升

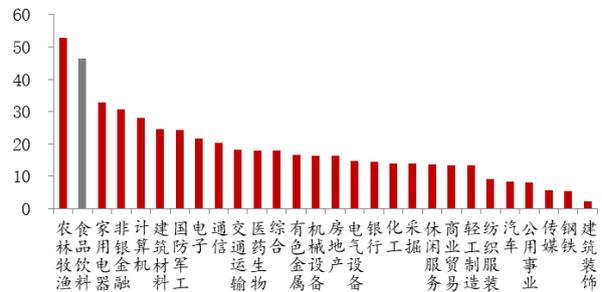
行情回顾：截止 2019 年 6 月 3 日，食品饮料指数上涨 47.39%，同期沪深 300 指数上涨 22.31%。横向比较来看，食品饮料行业年涨跌幅在 28 个子行业中位居 2 位。从估值角度来看，当前食品饮料行业的 PE(TTM) 估值为 28.92 倍，处于市场中上游位置。细分来看，受益于年初动销良好叠加外资流入，白酒板块估值提升明显；调味品板块估值稳定；乳制品及啤酒板块估值逐步上升。

图 4： 2018 年年初至今食品饮料指数上涨 47.39%



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 6 月 3 日

图 5： 食品饮料年涨跌幅位居第二



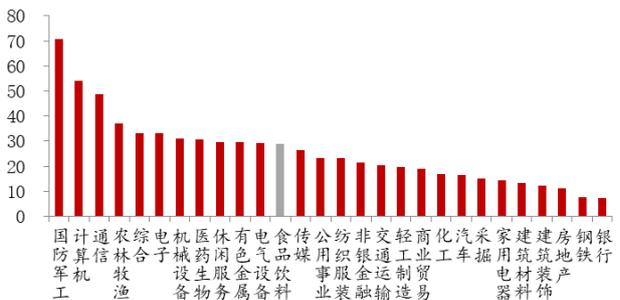
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 6 月 3 日

图 6： 食品饮料行业估值合理



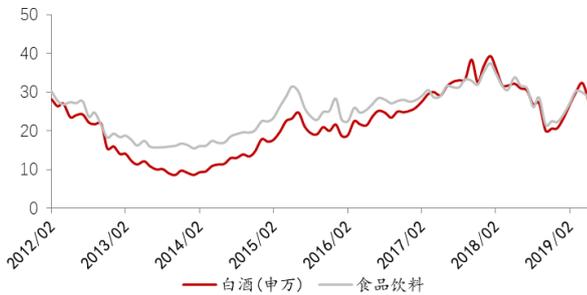
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 6 月 3 日

图 7： 食品饮料行业 PE (TTM) 处于中上游



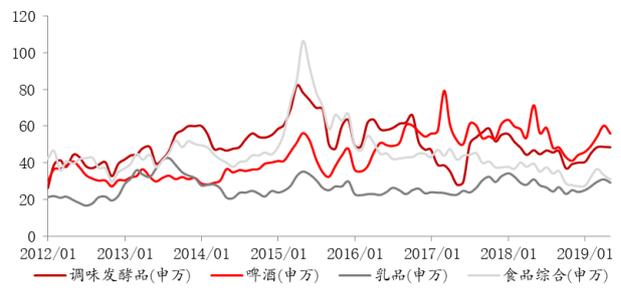
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：数据日期为 2019 年 6 月 3 日

图 8：年初以来白酒板块估值持续修复



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 6 月 3 日

图 9：调味品、啤酒、乳品、食品综合估值情况



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 6 月 3 日

沪深股通表现回顾：自 2018 年 11 月起，白酒行业沪深股通持仓占比持续提升，从 2018 年年底的 13.53% 提升至 2019 年 5 月底的 15.05%。受益于 QFII 投资额度的提升、MSCI 扩大中国大盘 A 股纳入因子及白酒估值较低，19 年初北上资金大量流入，随着白酒估值逐步修复，北上资金逐步流出。

图 10：白酒行业沪深股通表现一览

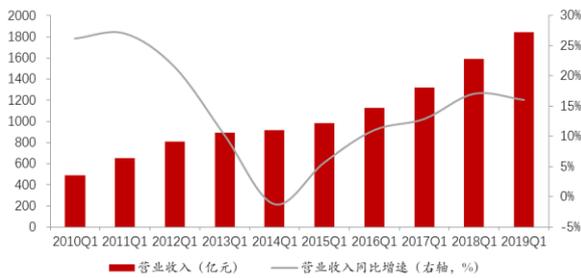


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 食品饮料行业持续景气

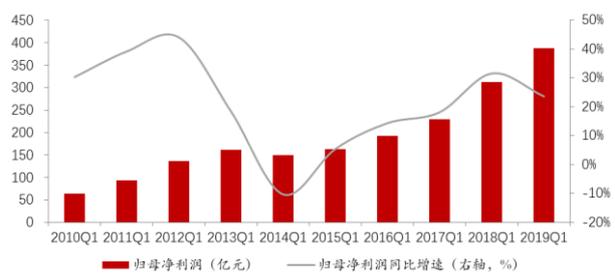
2019年Q1食品饮料行业持续景气。2019年Q1食品饮料行业营业收入为1842.4亿元，同比增长16%；归属母公司股东的净利润分别为387.2亿元，同比增长23.7%。2019年Q1年食品饮料行业盈利能力提升显著，毛利率为51.5%，较去年同期增长1.3个百分点。

图 11： 2019 年 Q1 食品饮料行业营业收入同比增长 16.0%



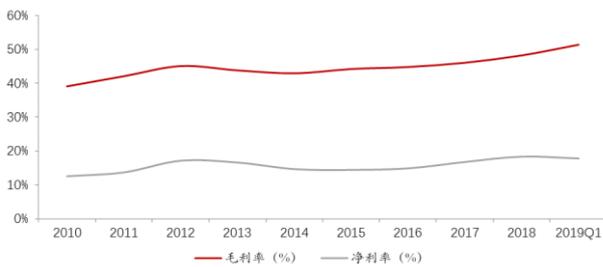
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12： 2019 年 Q1 食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 23.7%



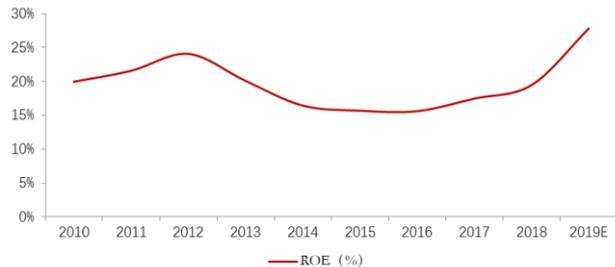
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13： 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 14： 2019 年 Q1 食品饮料行业 ROE 为 7.0%



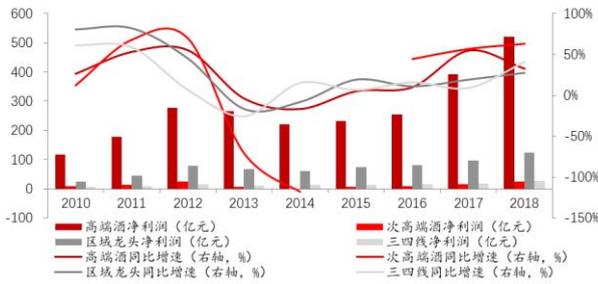
资料来源：Wind，川财证券研究所

白酒板块：业绩稳健，2019年Q1行业迎开门红，高端酒利润增速表现亮眼。盈利能力方面，产品结构升级带动行业盈利能力上移，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。

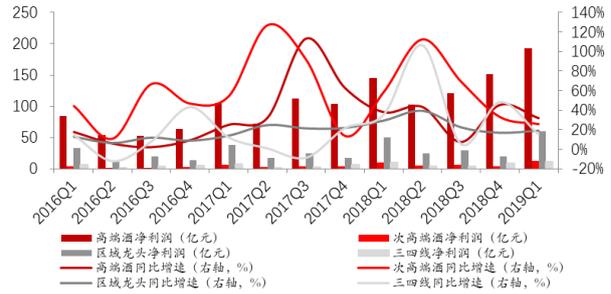
图 15： 2019 年 Q1 白酒行业营业收入同比增长 12.6%

图 16： 2019 年 Q1 白酒行业归属母公司股东的净利润同比增长 28.1%

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



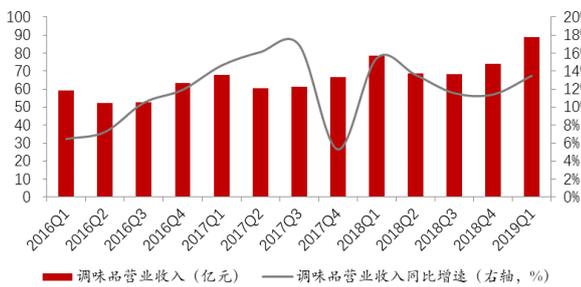
资料来源: Wind, 川财证券研究所



资料来源: Wind, 川财证券研究所

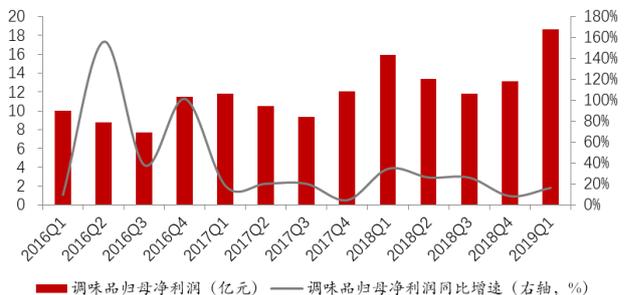
调味品: 受益于结构升级, 盈利能力稳步提升。2019 年 Q1 调味品行业毛利率及净利率分别为 41.4%、18.8%, 较去年同期提升 0.4、1.7 个百分点, 调味品行业毛利率提升主因主要调味品企业提价叠加积极进行产品结构升级, 在此背景下, 调味品行业 ROE 稳步提升。

图 17: 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 18: 2019 年 Q1 调味品行业归属母公司股东的净利润为 16.0 亿元

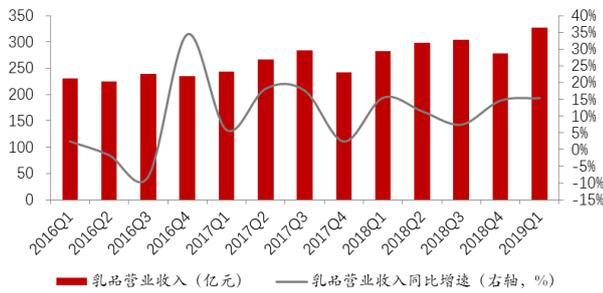


资料来源: Wind, 川财证券研究所

乳制品: 利润增速较快, 集中度有望提升。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%。乳品业绩向好主因: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。此外, 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。

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 19： 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 20： 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

二、2005-2012 年：经济繁荣下的消费需求

2.1 市场表现持续优秀

从行业表现上来看，食品饮料长期处于涨幅前列。受益于消费的强劲推动，公司能够保持业绩的稳定持续增长，并且行业估值在一定周期内基本都处于较为稳定的状态中，这使得食品饮料行业表现持续优秀，其中白酒、乳制品以及肉制品表现则受到消费需求的强烈驱动表现更强。

表格 1. 消费品在经济繁荣下表现很优秀

2005/12/31	2006/12/31	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31
国防军工	非银行金融	煤炭	电力设备	汽车	电子元器件	银行	房地产
银行	银行	有色金属	医药	有色金属	医药	食品饮料	非银行金融
食品饮料	食品饮料	计算机	建筑	煤炭	计算机	传媒	建筑
房地产	有色金属	基础化工	农林牧渔	电子元器件	机械	餐饮旅游	银行
商贸零售	房地产	建筑	通信	家电	食品饮料	电力及公用事业	家电
石油石化	机械	建材	家电	计算机	国防军工	房地产	有色金属
有色金属	商贸零售	纺织服装	电力及公用事业	建材	有色金属	石油石化	医药
餐饮旅游	石油石化	医药	食品饮料	国防军工	农林牧渔	煤炭	电力及公用事业
基础化工	钢铁	家电	传媒	餐饮旅游	电力设备	家电	电子元器件
电力设备	国防军工	钢铁	基础化工	房地产	建材	纺织服装	汽车

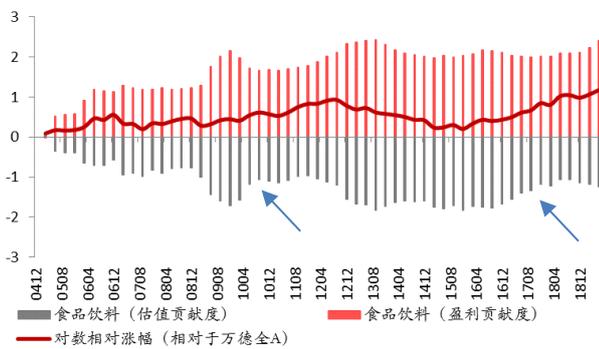
资料来源：Wind，川财证券研究所，灰色为消费行业，红色为科技行业

表格 2. 白酒、肉制品、乳制品整体表现比食品饮料其他子行业都更为优异

	2005/12/31	2006/12/31	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31
白酒	13.70	258.60	161.57	-59.98	104.61	17.72	1.26	2.19
啤酒	-14.16	73.76	126.10	-43.63	78.35	27.31	-30.45	-14.67
葡萄酒	19.78	127.40	114.17	-55.51	95.01	16.55	-9.51	-18.39
黄酒	9.10	118.49	84.72	-57.25	83.97	11.02	-24.73	3.32
肉制品	-17.07	109.21	160.74	-44.89	65.06	53.51	-20.00	-12.90
乳制品	12.04	107.77	33.51	-62.59	182.49	35.90	-3.85	7.58
沪深300	-7.65	121.02	161.55	-65.95	96.71	-12.51	-25.01	7.55

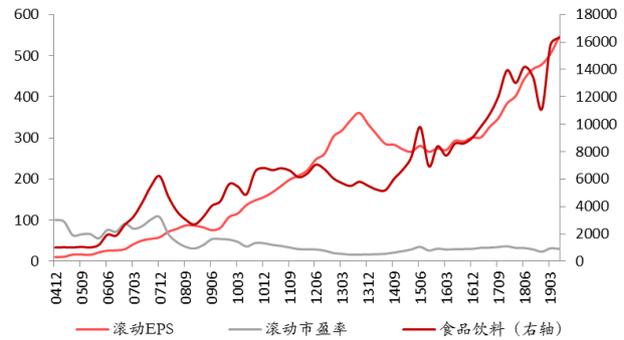
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 21: 食品饮料行业估值波动较小



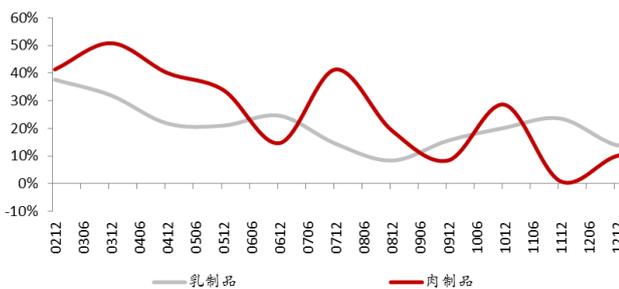
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 22: 食品饮料公司业绩稳定持续增长



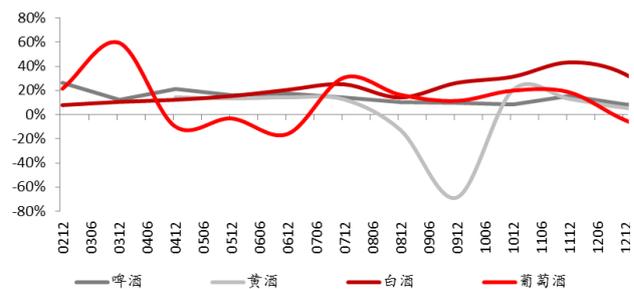
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 乳制品、肉制品行业上市公司业绩优秀



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 24: 白酒行业上市公司业绩优秀



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.2 经济繁荣下的需求

2001-2012 年我国 GDP 同比增长保持在 10%以上, GDP 的高速增长来自于大量固定资产投资, 同时中国整体居民经济水平也在不断提升, 这带来大量来自于投资以及居民的消费需求, 例如白酒、乳制品以及肉制品等。

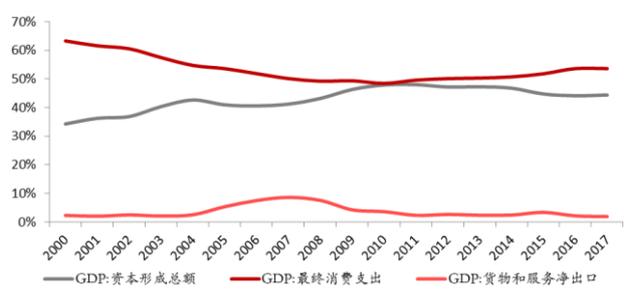
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 25： 2001-2012 年 GDP 增长较快



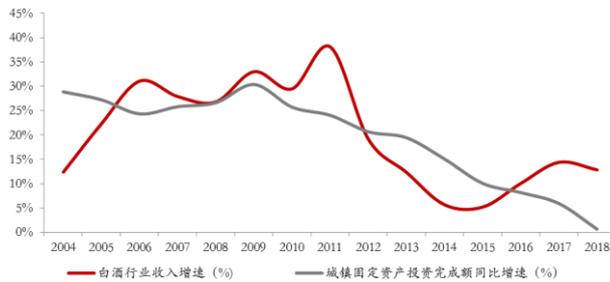
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26： 2011 年之前 GDP 驱动力主要来自于投资



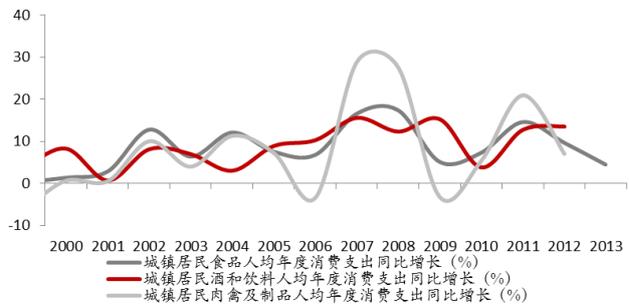
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27： 白酒需求快速增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28： 居民消费支出快速增长

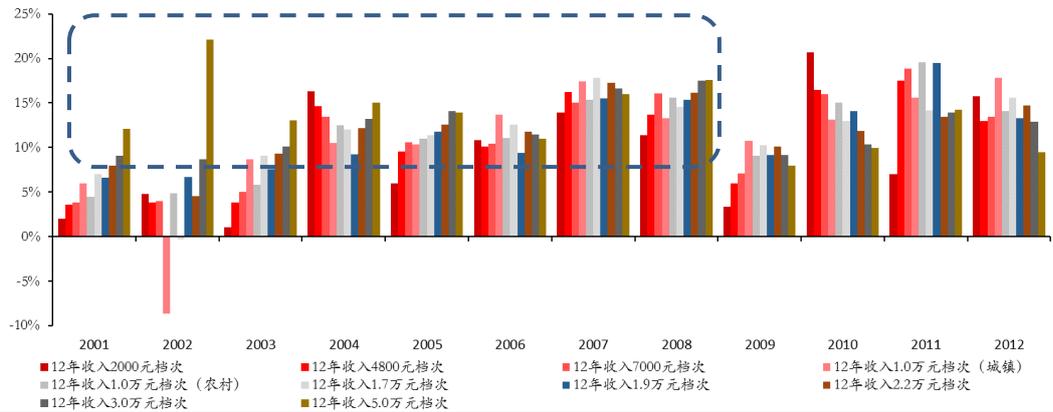


资料来源：国家统计局，川财证券研究所

2.3 强需求下的行业周期

由于经济迅速发展消费整体增长迅速，但即便如此由于经济结构的不同，各个时期下消费需求不同，不同类型的消费者群体收入情况也不同，同时厂商与消费者群体的契合程度也是不同的，所以使得即便是行业整体性机会，也依然出现了较为明显的分化。根据居民可支配收入情况，按具体收入情况划分为 10 个档次，可以看到 2001-2008 年高端收入人群收入增长持续领先，其次是中端收入人群，这段时间内高端消费品如白酒、进口汽车、进口手表等持续高增长；在 09 年之后，中低端收入人群的收入增长更为迅速，在这段时间内中低端消费品相对于高端消费品来说增长更为迅速。

图 29： 01-08 年高收入人群收入高增长，10-12 年中低收入人群收入高增长

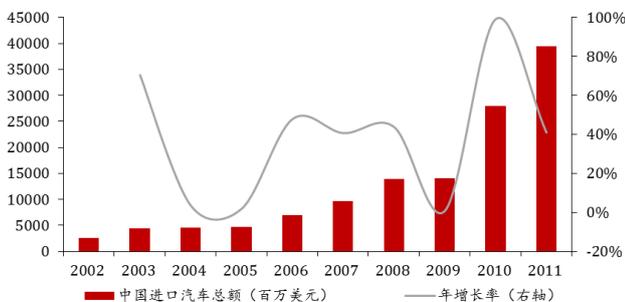


资料来源：国家统计局，川财证券研究所

2.3.1 高端消费品量价齐升

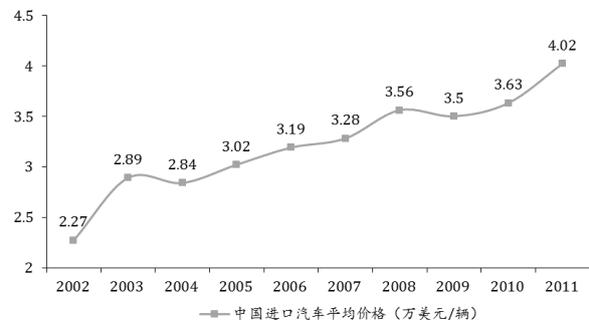
在当时的经济环境下高端消费品例如高端酒受益于其优秀的品牌力，是各经济活动的主要消费品，同时高端消费者对价格不敏感，使得高端消费品同时能够在量价方面实现快速增长。

图 30： 进口汽车增长较为迅速



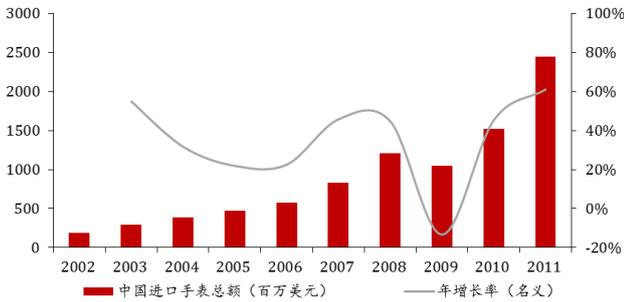
资料来源：中国海关信息网，川财证券研究所

图 31： 进口汽车单价不断提升



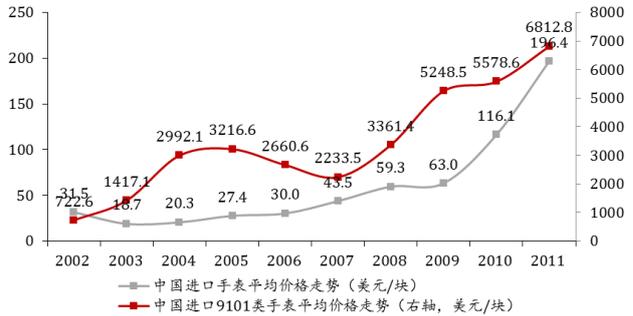
资料来源：中国海关信息网，川财证券研究所

图 32: 进口手表增长较为迅速



资料来源: 中国海关信息网, 川财证券研究所

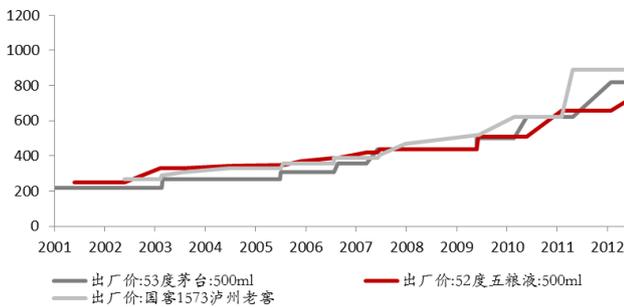
图 33: 进口手表单价不断提升



资料来源: 中国海关信息网, 川财证券研究所

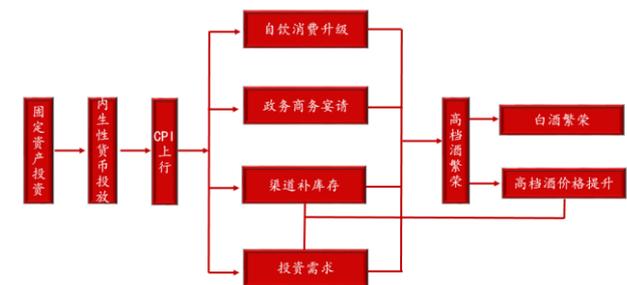
白酒量价齐升，高端白酒引领。2004年至2012年白酒行业产量从331.7增长至1153.2万千升，CAGR为16.9%，整体增长3.5倍；白酒行业营业收入从613增长至4466亿元，CAGR为28.2%，整体增长7.3倍；净利润从58.7增至819.0亿元，CAGR为39.0%，整体增长14.0倍。其中高端酒引领行业增长，在不断提价之后，使得白酒市场的市场空间不断扩容。

图 34: 高端白酒不断提价



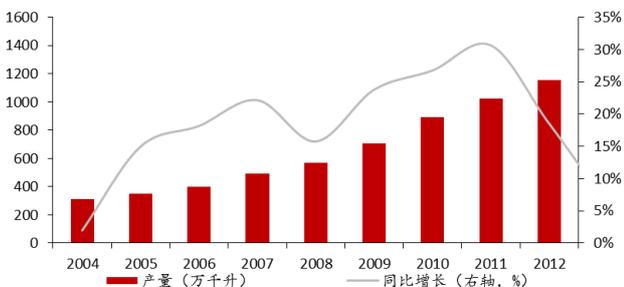
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 35: 强经济周期与白酒关系



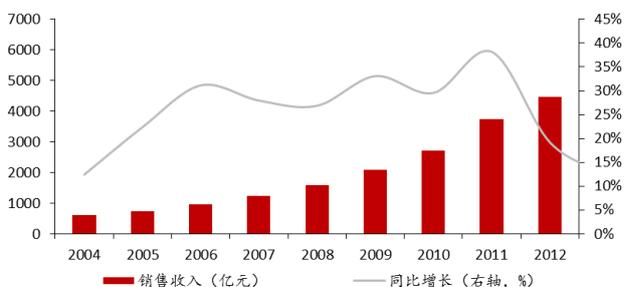
资料来源: 川财证券研究所

图 36: 白酒行业快速增长



资料来源: 中国酿酒工业协会, 川财证券研究所

图 37: 白酒行业收入规模快速增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

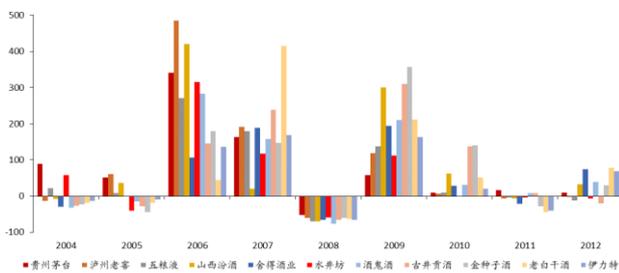
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 3. 繁荣时期下的经营业绩分化

公司名称	2002/12/31	2003/12/31	2004/12/31	2005/12/31	2006/12/31	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31
贵州茅台	14.8%	55.7%	39.8%	36.3%	38.1%	83.2%	34.2%	13.5%	17.1%	73.5%	51.9%
五粮液	-24.4%	14.6%	17.8%	-4.4%	47.5%	25.8%	23.3%	79.2%	35.5%	40.1%	61.3%
泸州老窖	-63.7%	35.1%	-5.3%	16.8%	598.5%	139.8%	63.7%	32.2%	31.8%	31.7%	51.1%
高端酒合计	-16.6%	30.4%	26.8%	15.9%	55.1%	67.2%	35.5%	34.2%	26.2%	53.0%	55.0%
山西汾酒	-44.8%	166.4%	110.9%	48.7%	97.0%	38.0%	-31.8%	44.8%	39.3%	57.8%	70.0%
舍得酒业	-66.8%	17.6%	14.3%	6.6%	35.9%	107.3%	0.3%	29.7%	42.2%	155.2%	89.5%
水井坊	-91.1%	-1253.1%	-139.8%	10.5%	30.7%	97.9%	55.9%	2.2%	-26.6%	36.1%	5.4%
酒鬼酒	-242.1%	-34.7%	-106.6%	-4630.7%	-17.2%	-126.9%	-34.1%	42.0%	35.8%	142.5%	157.2%
次高端酒合计	-130.9%	110.2%	-182.6%	-131.0%	-369.6%	342.9%	-3.5%	22.8%	12.4%	68.1%	70.0%

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 如剔除 2010 年水井坊, 次高端 2010、2011 以及 2012 增速分别为 39.2%、79.6% 以及 87.7%

图 38: 白酒行业快速增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 39: 繁荣时期下的市场涨跌幅分化

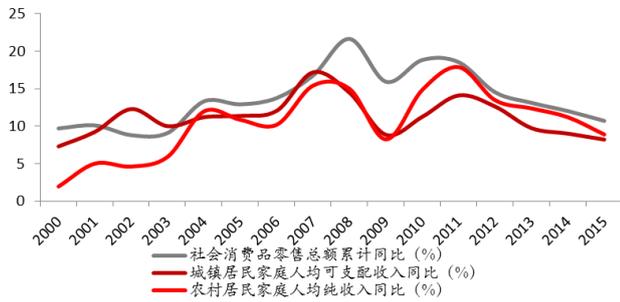
	2004-2012	2004-2008	2009-2012
贵州茅台	3,382.4	1,476.1	120.9
五粮液	773.8	299.8	118.5
泸州老窖	1,943.6	852.0	114.7
山西汾酒	1,769.8	134.7	696.7
舍得酒业	643.2	43.7	417.2
水井坊	548.1	246.8	86.9
酒鬼酒	706.6	32.0	510.8
古井贡酒	1,153.5	48.8	742.4
金种子酒	1,095.3	17.6	916.0
老白干酒	742.7	81.2	364.9
伊力特	440.8	71.3	215.7

资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.3.2 中低端消费品量升价稳

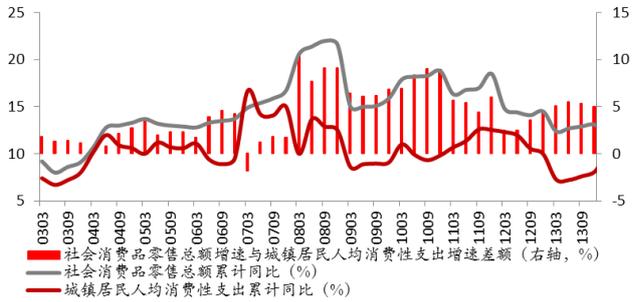
我们以社会消费品零售总额、居民可支配收入以及支出的情况来代表整体大众消费群体的消费情况, 社会消费品零售总额在 2002-2009 年都处于高于居民收入增速与支出增速的阶段, 但基本为正向相关, 这也意味着在经济快速发展时期, 大众消费群体消费能力也在快速提升中, 只是速度相比于中国整体会更慢, 2009-2012 年大众消费群体的支出增速与社会零售总额增速差开始收敛, 这也可以认为这段时间内大众消费逐渐成为消费市场核心驱动力。

图 40： 社会消费品零售额与居民可支配收入



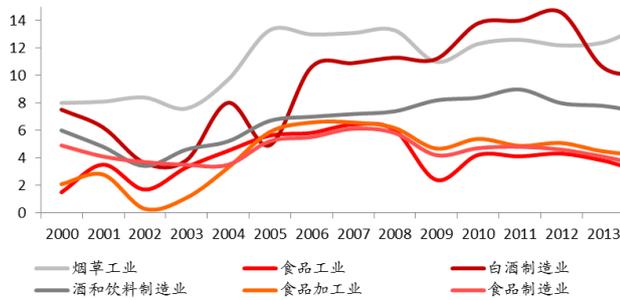
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 41： 09 年之后大众消费逐渐成为核心驱动力



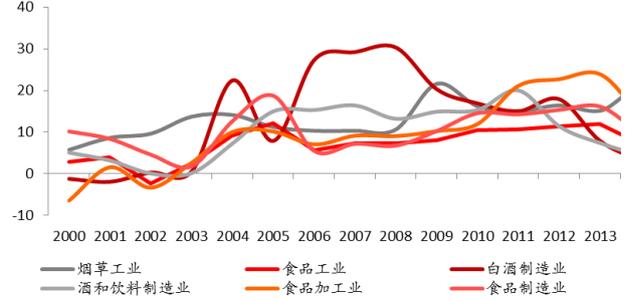
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 42： 从 ROE 看大众消费品盈利能力稳定



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 43： 从营收增速看大众消费品稳中有升



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

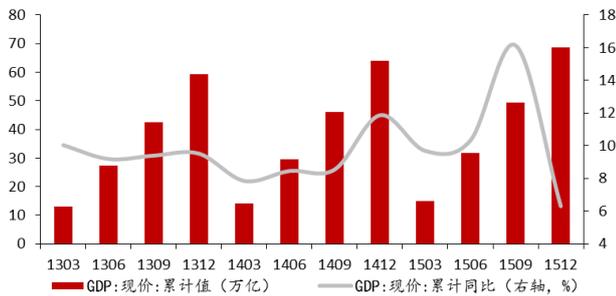
三、2013-2015 年：公司管理能力体现的时期

2013 年以来整体经济处于较为平稳的发展中，从整体需求来看，高端消费品需求直接受到政策层面的压制，在收入端体现出来的是中低收入群体增速超过高收入群体。从业绩以及市场表现来看，无论是高端或是中低端消费品在行业下行期突出的核心都是公司管理能力，只是由于当时的消费人群消费能力情况使得消费品之间形成分化，中低端一直处于消费升级态势中（例如金典牛奶在 12 年价格为 58 元/箱，16 年已经达到 65 元/箱），高端的大量需求开始需要从商政转移至大众消费者，整体处于过渡期中。

高端消费品受到需求下滑影响，之前建立在商政消费上的高端消费品的量价体系开始重新调整，大量高端消费品开始进行不同的道路尝试。中低端消费群体在快速发展，但由于中低消费群体的消费习惯与高端消费群体不同，其产生与高端品牌不同的消费偏好以及营销模式，中低品牌核心是在于通过大量的流通渠道以及营销配合，培育消费者消费习惯。

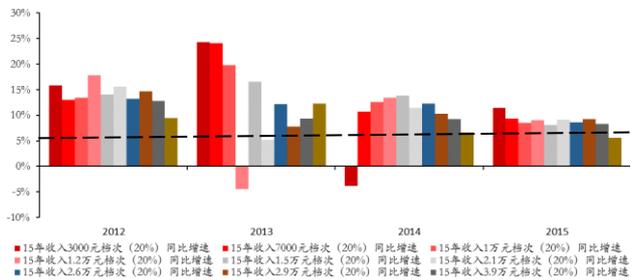
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 44: 13-15 年 GDP 仍处于较为稳定增长



资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 45: 中低端消费力持续升级



资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 46: 食品饮料整体在 13-15 年涨幅靠后

2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31
传媒	非银行金融	计算机
计算机	建筑	餐饮旅游
通信	房地产	通信
电子元器件	银行	轻工制造
国防军工	交通运输	纺织服装
家电	钢铁	农林牧渔
医药	电力及公用事业	电子元器件
电力设备	国防军工	基础化工
轻工制造	计算机	传媒
餐饮旅游	餐饮旅游	电力设备

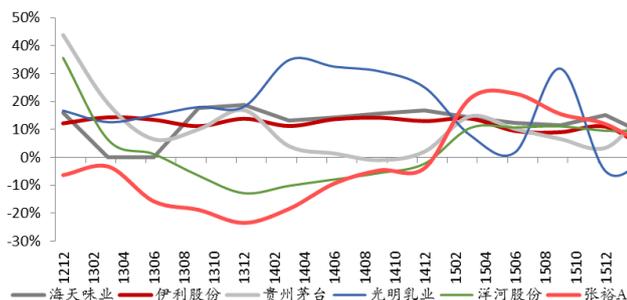
资料来源: Wind, 川财证券研究所, 灰色为消费行业, 红色为科技行业

图 47: 中低端消费品表现优秀

	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31
白酒	-41.59	49.88	24.09
啤酒	28.77	1.09	11.66
葡萄酒	-27.80	26.76	46.48
黄酒	-10.54	6.18	32.92
肉制品	56.44	-17.14	33.59
调味品	13.59	41.17	15.64
乳制品	91.20	9.69	24.73
沪深300	-7.65	51.66	5.58

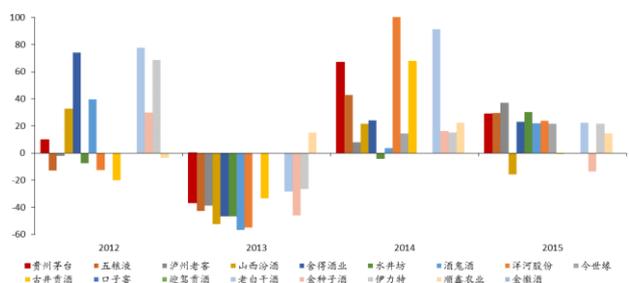
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 48: 中低端消费品表现优秀



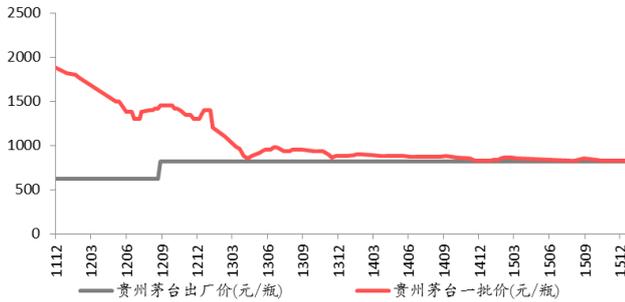
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 49: 白酒管理优秀公司市场表现更优秀



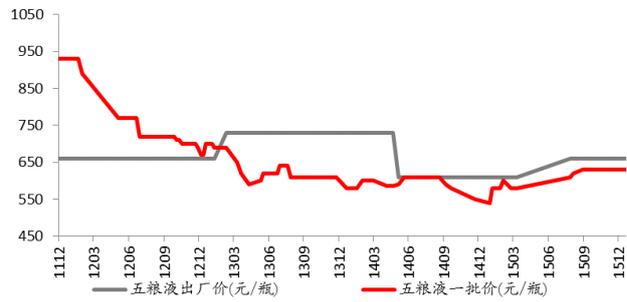
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 50： 高端白酒处于调整期



资料来源：中国酿酒工业协会，川财证券研究所

图 51： 高端白酒处于调整期



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

3.1 优秀的管理能力帮助企业完成营销以及渠道铺设

实现企业持续经营发展，品牌是企业发展的关键展示以及成果，营销以及渠道对企业来说则是根基，通过深入布局渠道以及精细化营销，最终对终端拥有强大的掌控力是企业管理能力的最终体现。以伊利、洋河、古井贡为例，它们优秀的管理能力不同程度的将自身的渠道力深耕扩大，从而实现了较快的发展。

伊利：伊利自 2006 年便已开始通过整合各城市资源进行营销及渠道下沉。区别于蒙牛的大经销商模式，伊利采取扁平化管理、二级深度分销模式。由于深度分销模式由公司主导订单，因而前期投入费用较大经销商模式高，同时也加强了对终端的掌控力。

图 52： 伊利较早便开始渠道下沉



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 53： 伊利直控村级网点不断增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

洋河：公司拥有洋河及双沟双品牌，同时覆盖低、中、次高端及高端全线产品，受益于强大的营销及渠道体系，洋河在上世纪 90 年代后逐步发展成为区

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

域性龙头酒企。2002-2003年洋河运用“酒店盘中盘模式”，通过在重点B类酒店运作突破困境，随着酒店进店费等费用逐步提升，洋河逐步从“酒店盘中盘”过渡至“消费者盘中盘”，并将酒店终端逐步转移至消费者终端，同时洋河开始大力发展团购。此外，洋河打破大经销商传统制，采用具有前瞻性的“1+1”模式及“4×3”后终端营销模式来实现渠道的深耕。

表格 4. 洋河营销模式不断升级

模式	内容	效果
“1+1”模式	指工厂分公司与经销商共同合作来实现终端的开发，厂商负责终端促销等资源的投入，经销商负责物流及资金周转	避免大商操纵市场行为；实现了深度渠道扁平化与精耕细作
天网工程	加强市场布局，壮大经销商及营销队伍	与公司进行深度合作的经销商数量从2012年的7000家升至2016年的8000家，市场渗透率不断提升
“盘中盘”模式	以核心酒店为营销重点，通过酒店大盘带动小盘，但由于酒店终端费用不断提升，消费者自带酒水现象严重，洋河提出“消费者盘中盘”，即以团购为营销重点	提高终端营销针对性及效率
“4×3”模式	三方联动：核心消费者公关、核心酒店、媒体公关间相互联动；三位一体：重点客户部（负责对核心企事业单位业务开发）、酒店直销部（运作酒店，获得优质酒店资源）、品牌推广部（公关+广告）为一体；三大标准：通过品牌理念、社会背景、资金实力来选择经销商；三者关系：在厂家和经销商之间明确责权利三者间关系	公司核心客户得到划分（中高端客户）、经销商筛选指标得到细分、产品品牌形象和品牌知名度提升显著。
“5832”策略	五个围绕：围绕可能定目标；围绕目标找机遇；围绕目标排问题；围绕目标定措施；围绕目标配资源；三大调整：调整盘中盘启动步骤；调整渠道重要性；调整市场工作重点；八个要点：目标、核心、队伍、管控、效益、价格、分工、力度；两个要求：1) 大型烟酒店当酒店操作，包括投入与运作；2) 共赢方式做团购。	抓住政务消费不断提升的新趋势
“522”极致工程	五个极致化：氛围营造极致化；商务团购极致化；家宴市场极致化；新江苏打造极致化；消费升级极致化；两个极致化转型：互联网极致化转型；市场投入转型；两个极致化保障：机制保障；组织保障	提高了营销精准性、增强了终端控制力、提升了品牌知名度
营销整合	通过演唱会、重大事件等多角度进行营销，并与央视等优质媒体合作以塑造洋河品牌形象，公司在广告方面投入力度不断加大	品牌形象及品牌价值不断提升

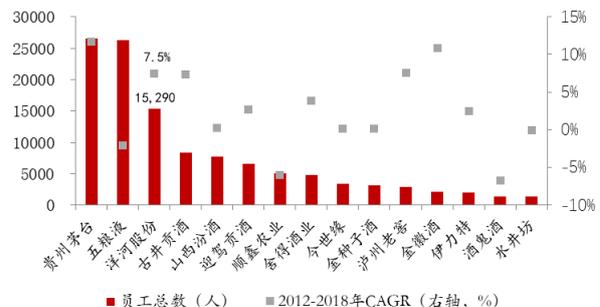
资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 54： 洋河前五大客户销售占比持续下滑



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 55： 洋河员工总数位居行业前列



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

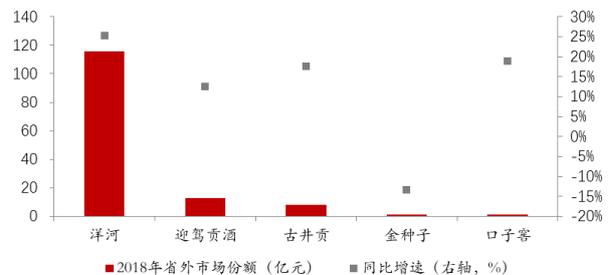
古井贡：安徽省作为渠道运营模式的发源地，在“盘中盘”及“后盘中盘”已无法满足市场情况需要时，古井贡率先通过“三通工程”、为实现渠道差异化重点发力专卖店及团购模式提高渠道竞争力。省内市场方面，区别于口子窖的独家经销政策，古井贡推行利于渠道扁平化的小商制度及深度分销来深耕安徽省市场、推进渠道下沉，目前公司已下沉至县级以下市场。2019年春糖会上管理层指出古井在未来3-5年内将覆盖80%的市县以实现深度渠道下沉。省外大商运作，深度分销。由于大商拥有丰富的资源及雄厚的资金，公司在省外主要通过大商模式进行运作。

图 56：古井贡的“三通工程”



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 57：2018 年古井贡省外市场增速较高

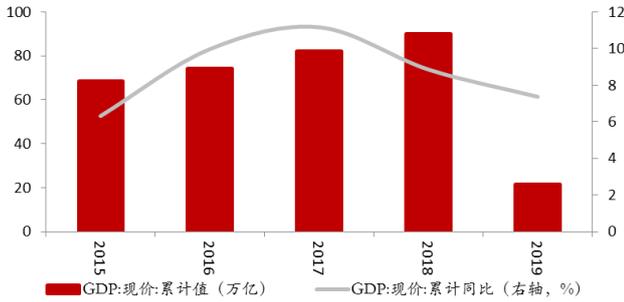


资料来源：Wind，川财证券研究所

四、2016-至今：龙头发展势能逐步体现

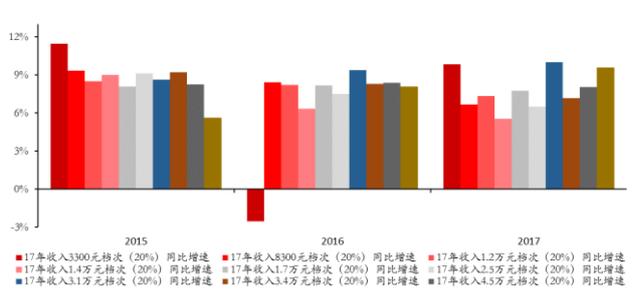
2016年之后中国经济增速低于10%成为新常态，消费对GDP贡献持续增长中，中国进入经济结构转型期。在此过程中高、低收入群体收入增速最快，而中等收入群体收入增速则下降较为明显，这也产生当时的消费升级与“消费降级”同时存在的情况，所谓“消费降级”其实是低收入群体消费升级的过程。

图 58: GDP 仍处于较为稳定增长



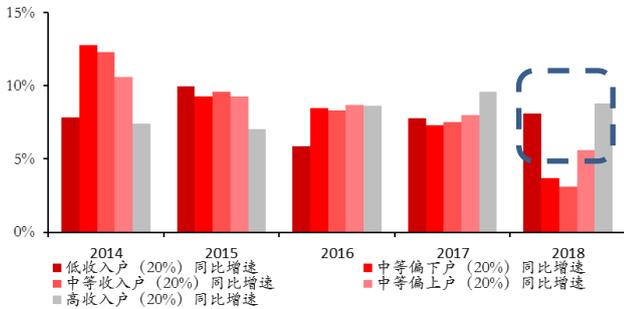
资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 59: 高、低端消费力持续升级



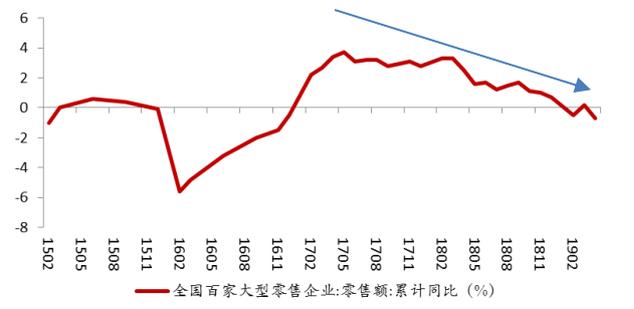
资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 60: 高、低端消费力持续升级



资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 61: 中端消费力在下降



资料来源: 中华商业信息网, 川财证券研究所

图 62: 16 年之后食品饮料行业持续表现优秀

2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/4
食品饮料	食品饮料	餐饮旅游	农林牧渔
家电	家电	银行	食品饮料
银行	煤炭	石油石化	家电
煤炭	非银行金融	食品饮料	非银行金融
石油石化	电子元器件	农林牧渔	计算机
建筑	银行	非银行金融	建材
钢铁	钢铁	计算机	电子元器件
有色金属	建材	医药	通信
建材	有色金属	国防军工	国防军工
汽车	交通运输	房地产	医药

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 灰色为消费行业, 红色为科技行业

图 63: 主要由白酒、调味品、乳制品带动板块

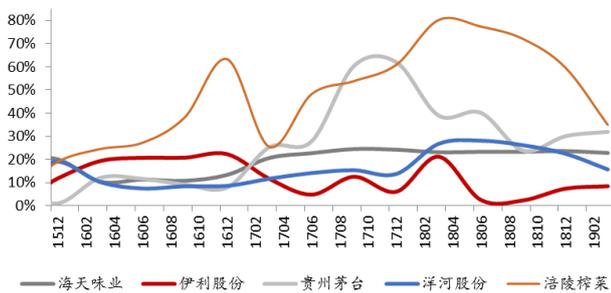
	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/4
白酒	27.68	95.50	-22.20	57.74
啤酒	-13.99	6.03	-10.35	29.23
葡萄酒	4.77	-26.81	-43.91	3.23
黄酒	-6.47	-14.61	-34.67	23.84
肉制品	6.74	5.11	-11.22	21.13
调味品	-30.15	21.26	2.23	38.93
乳制品	-2.86	59.78	-28.39	34.46
沪深300	-11.28	21.78	-25.31	20.64

资料来源: Wind, 川财证券研究所

4.1 中端消费下降，高、低端消费火热

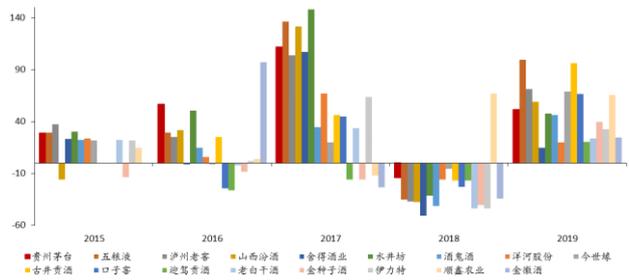
从消费需求来看，高收入群体与低收入群体收入的快速增长，使得消费出现结构性特征，同时由于茅台、海天、伊利、涪陵榨菜等企业所处行业属于完全竞争行业，受益于此次结构性消费升级，结合它们自身的产品结构、行业地位，使得这些龙头发展势能逐步体现。

图 64： 高、低端消费品营收增长迅速



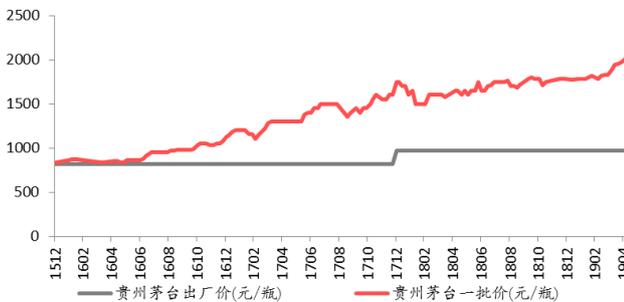
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 65： 高端白酒率先领涨



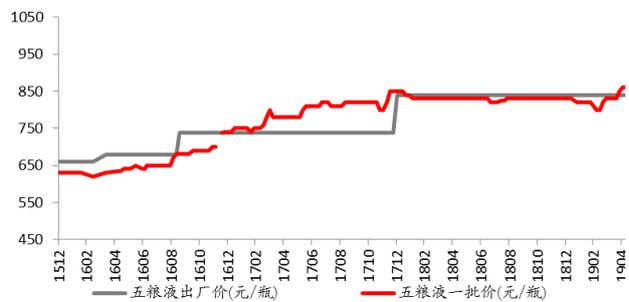
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 66： 高端白酒重新恢复



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 67： 高端白酒重新恢复



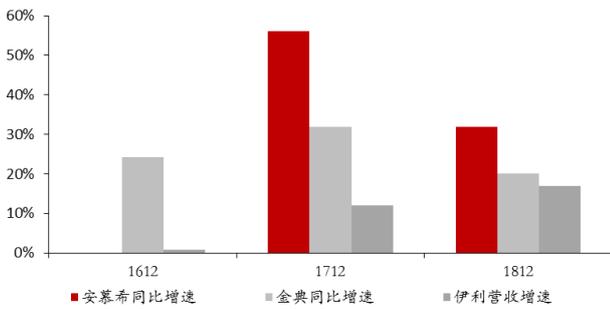
资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 5. 酒企高端产品以及超低端产品增长较为迅速

中高端酒				低端酒			
	18年收入占比 (%)	2018年同比增长 (%)	2017年同比增长 (%)		18年收入占比 (%)	2018年同比增长 (%)	2017年同比增长 (%)
贵州茅台	70%	25%	43%	贵州茅台 (系列酒)	12%	40%	172%
五粮液 (高端品牌)	75%	41%	23%	五粮液 (中低价位酒)	20%	13%	27%
泸州老窖 (国窖1573)	49%	37%	59%	泸州老窖 (低档酒)	8%	8%	-4%
舍得 (品味舍得)	60%-70%	40%	50%	舍得 (低档酒)	3%	-40%	-46%
水井坊	80%-90%	43%	69%	水井坊 (低档酒)	1%	-53%	
汾酒	50%	60%	50%	汾酒 (低价白酒)	36%	48%	47%
洋河股份 (梦之蓝)	28%	50%	50%	洋河股份 (海之蓝)	28%	9%	8%
古井贡 (年份原浆)	84%	40%	21%	洋河股份 (天之蓝)	20%	10%	9%
今世缘 (国缘)	60%	43%	38%	古井贡 (黄鹤楼)	12%	40%	12%
口子窖 (5 年及以上)	97%	22%	31%	今世缘 (优特类C类)	3%	-29%	-13%
迎驾贡酒 (中高档)	60%	13%	12%	口子窖 (低档白酒)	2%	-21%	-10%
金种子 (中高档白酒)	72%	-10%	-14%	迎驾贡酒 (普通白酒)	40%	9%	-6%
金徽酒 (高档白酒)	36%	32%	23%	金种子 (低档白酒)	28%	-23%	-15%
酒鬼酒 (高档产品)	87%	36%	45%	金徽酒 (低档白酒)	4%	-23%	-25%
酒鬼酒 (内参系列)	66%	38%	18%	酒鬼酒 (湘泉系列)	9%	31%	-33%
酒鬼酒 (酒鬼系列)	21%	35%	55%				
平均		34%	36%	平均		1%	9%
超低端酒							
顺鑫农业 (牛栏山陈酿)	70%	44%	24%				

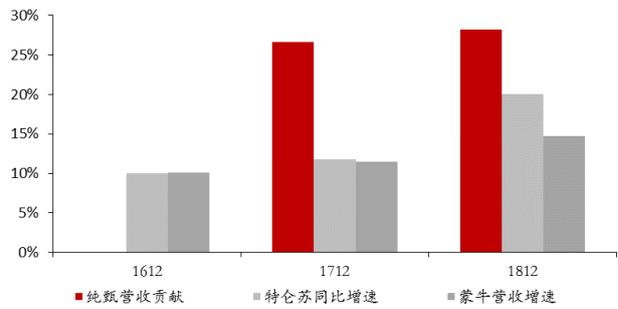
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 68: 伊利高端产品增长较快



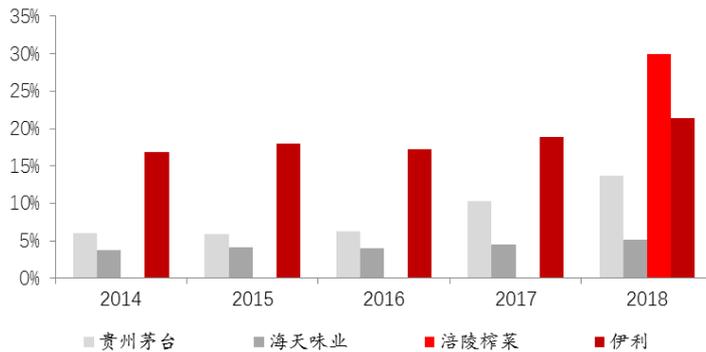
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 69: 蒙牛高端产品增长较快



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 70: 龙头企业地位优势明显



资料来源: Wind, 川财证券研究所

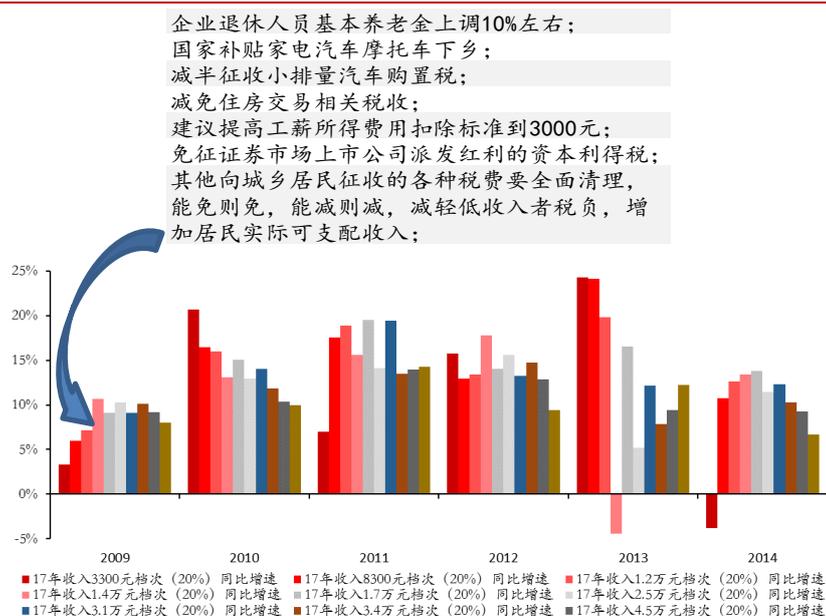
五、跟随消费力，把握消费结构演变

以2019年开年以来的消费品业绩来看，目前高端消费目前需求仍旧良好、未显颓势，中端消费受到政策提振有可能会有改善，基于之前的分析框架，我们认为可以积极关注高、中端消费群体所对应的投资机会。

白酒高景气度仍旧持续。茅台供需持续偏紧，同时据我们测算高端酒渗透率仍有望持续提升，叠加未来中端消费人群消费升级的背景，将带给其他高端酒以及次高端酒大量成长空间，高端酒企五粮液、泸州老窖正积极进取。推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，建议关注洋河股份、山西汾酒、口子窖、古井贡酒等。

大众品：受益于政策提振，我们认为未来中端消费人群的消费升级是较为确定的，选择与其强相关的子行业龙头是值得关注的投资机会。借鉴上一轮中端消费人群消费崛起时期（2009-2014年），乳制品与肉制品为增长较快行业，都与当时国民健康需求强烈相关，同时该时期具备优秀管理能力的企业有望持续胜出。展望2019年未来大众消费品行业有望明显受益于中端消费升级，目前来看乳制品、调味品以及保健品行业赛道优秀，同时部分行业处于龙头份额渠道持续下沉以及份额提升阶段，建议关注伊利股份、海天味业、中炬高新、恒顺醋业、汤臣倍健、香飘飘、安井食品等。

图 71： 09 年后政策有效提振中端消费明显



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 72: 2019 年后出台大量政策有力提振消费

减税降费政策

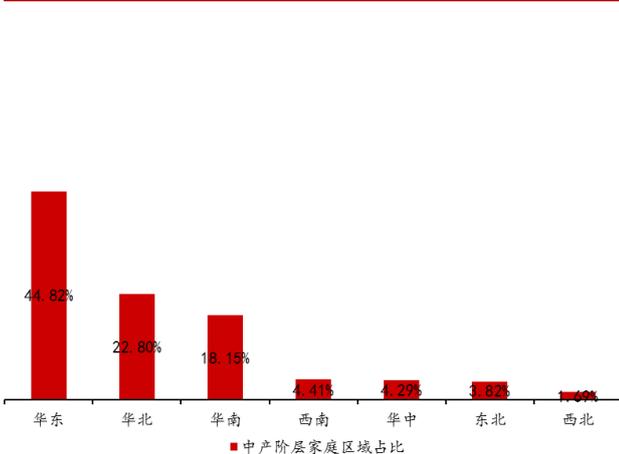
国务院推出历史上力度最大的减税降费政策，2019 年将 2 万亿减税，4 月 1 日起，制造业等行业增值税税率正式由 16% 降至 13%；降费以企业职工养老保险费率下调为主，5 月 1 日起，城镇职工基本养老保险单位缴费比例从最高的 20% 降至 16%

提高增值税小规模纳税人起征点，月销售额 10 万元以下的，不用再缴纳增值税；

将个税起征点由 3500 元/月提升至 5000 元/月

资料来源：川财证券研究所

图 73: 中产阶层家庭华东、华北、华南较多



资料来源：2018 中国新中产圈层白皮书，川财证券研究所

图 74: 白酒企业分区域市场占有率

酒企	营收占地区总营收比	酒企	营收占地区总营收比
洋河	48%	茅台	42%
五粮液	20%	五粮液	22%
茅台	13%	泸州老窖	12%
华东 古井贡	11%	西南 剑南春	18%
剑南春	5%	洋河	3%
汾酒	1%	汾酒	1%
水井坊	1%	水井坊	2%
舍得	0%	舍得	1%
洋河	31%	五粮液	69%
五粮液	26%	西北 洋河	15%
茅台	14%	泸州老窖	9%
华中 古井贡	9%	汾酒	5%
剑南春	8%	舍得	2%
汾酒	4%	东北 洋河	55%
水井坊	4%	五粮液	31%
泸州老窖	2%	汾酒	8%
舍得	1%	舍得	6%
茅台	43%		
五粮液	22%		
洋河	20%		
华南 剑南春	6%		
水井坊	6%		
汾酒	3%		
汾酒	33%		
茅台	18%		
五粮液	18%		
华北 洋河	14%		
泸州老窖	14%		
剑南春	3%		
舍得	1%		

资料来源：微酒、云酒头条、调研，川财证券研究所

表格 6. 部分公司业务情况

公司	分产品 2018 年收入	备注	行业市占率情况
香飘飘	经典系列 (17.71 亿元) 好料系列 (10.32 亿元)	2018 年公司实现营业收入 32.51 亿元，固体系列包括经典系列和好料系列，即饮系列包括液体奶茶	固体冲泡奶茶市场规模在 40 亿左右，香飘飘

Meco 牛乳茶、兰芳园 (2.18 亿元)	和果汁茶。具体而言，经典系列包含原味、香芋、麦香、草莓、巧克力及咖啡 6 种口味；好料系列包含红豆、蓝莓、芒果布丁、芝士燕麦、雪糯椰浆及焦糖仙草 6 种口味；液体奶茶包含“Meco”牛乳茶、“兰芳园”丝袜奶茶等；果汁茶为“Meco”果汁茶，包含 3 种口味。	为行业龙头，市占率 63.1%；液体奶茶市场格局基本稳定，统一、康师傅、麒麟为主要参与企业，统一奶茶市占率 71.8%。	
Meco 果汁茶 (2.10 亿元)			
安井食品	鱼糜制品 (15.67 亿元) 肉制品 (11.95 亿元) 面米制品 (10.98 亿元) 菜肴制品 (3.95 亿元)	2018 年公司实现营业收入 42.59 亿元，目前公司共有速冻食品 300 多个品种。其中速冻鱼糜制品包括爆汁小鱼丸、蟹排、鱼排等；速冻肉制品包括霞迷饺、迷你燕饺、贡丸、撒尿牛丸等；速冻面米制品包括手抓饼、红糖发糕、流沙包、核桃包等；速冻菜肴制品包括小龙虾、蛋饺、天妇罗鱼虾、千夜豆腐等。	安井鱼糜制品市占率 7.9%，排名第一；速冻肉制品市占率 5.2%，排名第三；速冻面米制品市占率 1.2%，排名第七。
洽洽食品	葵花子 (28.09 亿元) 红袋 (20.99 亿元) 蓝袋 (7.10 亿元) 坚果类 (5.02 亿元) 每日坚果 (4.3 亿元)	2018 年公司实现营业收入 41.97 亿元，其中葵花子类 28.09 亿元，坚果类 5.02 亿元，薯片 2.18 亿元，西瓜子类 1.20 亿元，花生类 0.50 亿元，南瓜子 0.28 亿元。	恰恰在包装葵花子行业市占率 40%，在葵花子全行业市占率 16.5%；每日坚果仅落后沃隆，暂列行业第二。
汤臣倍健	汤臣倍健 (29.82 亿元) 健力多 (8.09 亿元) Life Space (2.73 亿元)	2018 年公司实现营业收入 43.51 亿元，其中主品牌“汤臣倍健” 29.82 亿元，“健力多” 8.09 亿元，LSG2.73 亿元。	汤臣倍健在膳食补充剂行业市占率 8%，仅落后于无限极，排名行业第二。

表格 7. 相关标的估值一览

2019/6/10 公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			
			19E	20E	21E	19E	20E	21E	
白酒	贵州茅台	862.1	10,830.1	34.1	40.5	47.5	25.3	21.3	18.2
	五粮液	97.3	3,776.4	4.4	5.3	6.3	22.2	18.5	15.6
	泸州老窖	66.8	978.5	3.1	3.9	4.8	21.4	17.1	14.0
	洋河股份	111.7	1,683.3	6.3	7.3	8.2	17.8	15.4	13.6
	山西汾酒	53.9	469.7	2.2	2.8	3.3	24.5	19.6	16.3
	古井贡酒	100.8	446.3	4.4	5.5	6.7	23.1	18.5	15.1
	口子窖	53.7	321.9	3.1	3.6	4.2	17.5	14.9	12.8
	平均值					21.7	17.9	15.1	
大众品	海天味业	99.0	2,673.9	1.9	2.3	2.7	50.8	42.7	36.3
	中炬高新	38.2	304.3	0.9	1.2	1.4	40.5	32.4	26.6
	恒顺醋业	14.5	113.6	0.4	0.5	0.6	32.5	28.1	24.1
		平均值					41.3	34.4	29.0
	伊利股份	30.0	1,829.1	1.2	1.3	1.5	25.6	22.3	19.4
	汤臣倍健	18.1	265.1	0.9	1.1	1.4	20.4	16.3	13.3
	香飘飘	30.2	126.4	0.9	1.2	1.5	33.5	26.2	20.7
安井食品	46.4	100.2	1.5	1.8	2.3	31.0	25.1	20.3	

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

六、风险提示

宏观经济及居民收入波动风险；

重大食品安全事件的风险；

原材料价格波动风险。

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