

白酒量价稳健增长，调味品销量增速亮眼



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——食品饮料行业 8 月线上数据分析专题（20190905）

❖ 白酒：量价稳健增长，格局稳定

白酒量价稳健增长，格局稳定。8 月阿里渠道白酒销售额为 2.75 亿元，同比增长 48.25%，销售量同比增长 3.42%，均价同比增长 43.35%。高端酒方面，贵州茅台、五粮液、泸州老窖销售额分别为 3389.15、2870.13、1679.84 万元，分别同比提升 105.28%、88.53%、87.53%。均价方面，舍得、水井坊、贵州茅台均价最高，主要企业均价稳定提升。19 年 8 月贵州茅台、五粮液、洋河阿里渠道销售额占比达 12.32%、10.43%、8.45%，CR3 市占率达 31.20%，较去年同期 CR3 的 23.09% 提升了 8.11 个百分点，市场集中度不断上升。

据经销商反馈近期白酒企业动销良好，经销商库存维持良性。茅台方面，8 月底茅台批价上行至 2450 元以上，经销商 9 月份货已陆续到位；五粮液方面，八代五粮液批价高于 970 元，终端成交价高于 1000 元，市场标价仍为指导零售价 1399 元。随着中报季的结束，下一关注点为中秋、国庆双节白酒动销表现，自茅台集团关联交易落地后，市场信心迅速提升，贵州茅台股价不断创新高的同时渠道批价也处于高位，预计双节放量后市场情绪有望略微降温，由于高端酒需求旺盛、且渠道动销良好，预计高端酒企三季度高增仍可期待。

❖ 调味品：销量增速亮眼，海天市占率显著提升

销量为业绩主要驱动力，海天市占率显著提升。8 月阿里渠道日常调味品销售额为 1.65 亿元，同比增长 15.97%，销售量同比增长 14.12%，均价同比增长 1.63%，其中酱油、料酒销售额增长明显。细分来看，海天、千禾、厨邦、李锦记、七彩之谜销售额分别为 0.38、0.09、0.09、0.06、0.06 亿元，分别同比增长 201.80%、149.75%、298.75%、27.81%、164.46%。均价方面，千禾均价明显抬升，而海天、厨邦、七彩之谜受降价促销影响，均价有所下降。市场集中度方面，日常调味品 CR3 的市占率从 18 年 8 月的 13.26% 提升至 19 年 8 月的 34.67%，其中海天线上市占率从 8.96% 提升至 23.30%，千禾线上市占率从 2.67% 提升至 5.75%，厨邦线上市占率从 1.63% 提升至 5.62%。

❖ 保健品：销量短期承压，汤臣市占率持续领先

销量短期承压，汤臣倍健市占率持续领先。8 月阿里渠道保健品大类销售额为 15.13 亿元，同比减少 7.00%，销售量同比减少 15.69%，均价同比增长 10.30%，其中海外膳食营养补充剂销售额增长明显。均价方面，保健品大类均价同比增长 10.30%，环比减少 0.19%。市场集中度方面，汤臣倍健线上市占率从 18 年 8 月的 6.21% 提升至 19 年 8 月的 7.64%，位居行业第一；此外，Swisse、MuscleTech、姿美堂、澳佳宝上市占率略有提升，而修正、康宝莱市占率略微下滑。

风险提示：宏观经济增长持续低于预期，原材料价格波动风险。

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业动态
所属行业 | 食品饮料
报告时间 | 2019/9/5

👤 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

郭晓东
证书编号：S1100119080011
021-68595118
guoxiaodong@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、白酒：量价稳健增长，格局稳定.....	4
二、调味品：销量增速亮眼，海天市占率显著提升.....	7
三、保健品：销量短期承压，汤臣市占率持续领先.....	9
风险提示.....	12

图表目录

图 1:	19 年 8 月调味品企业市占率情况	8
图 2:	18 年 8 月调味品企业市占率情况	8
图 3:	19 年 8 月保健品企业市占率情况	11
图 4:	18 年 8 月保健品企业市占率情况	11
表格 1.	8 月白酒企业销售额及增速一览	4
表格 2.	8 月白酒企业线上均价一览	5
表格 3.	8 月舍得销量前十产品一览	5
表格 4.	8 月白酒企业线上销售额占比一览	6
表格 5.	8 月阿里渠道白酒单品销售额排行榜	7
表格 6.	8 月调味品行业线上销售额及增速一览	7
表格 7.	8 月调味品行业线上均价一览	8
表格 8.	8 月阿里渠道海天热销产品	9
表格 9.	8 月保健品行业线上销售额及增速一览	10
表格 10.	8 月保健品行业线上均价一览	10
表格 11.	8 月阿里渠道汤臣倍健热销产品	11

一、白酒：量价稳健增长，格局稳定

白酒量价稳健增长，格局稳定。8月阿里渠道白酒销售额为2.75亿元，同比增长48.25%，销售量同比增长3.42%，均价同比增长43.35%。高端酒方面，贵州茅台、五粮液、泸州老窖销售额分别为3389.15、2870.13、1679.84万元，分别同比提升105.28%、88.53%、87.53%；次高端酒方面，汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得销售额分别为1239.04、265.78、573.14、1021.75万元，分别同比提升80.38%、26.30%、86.46%、2407.95%；区域龙头方面，洋河、古井贡、口子窖、今世缘销售额分别为2324.14、682.42、33.00、71.87万元，分别同比提升109.23%、177.40%、103.06%、123.36%；三四线酒方面，牛栏山、伊力特、金种子、迎驾贡、老白干销售额分别为677.18、154.59、10.53、72.50、70.39万元，分别同比提升22.48%、78.03%、-31.32%、17.34%、83.37%。高端酒中，贵州茅台、五粮液、泸州老窖线上销售额均增长明显，其中近期茅台批价继续上行至2450元以上，经销商9月份货陆续到达；次高端酒中，舍得大力推动电商、C2M等新模式下的产品创新、渠道创新、模式创新，不断提升主要品类线上销量。

表格 1. 8月白酒企业销售额及增速一览

		销售额 (万元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)
高端酒	茅台	3389.15	105.28%	29.53%
	五粮液	2870.13	88.53%	25.67%
	泸州老窖	1679.84	87.53%	35.79%
次高端	汾酒	1239.04	80.38%	44.60%
	酒鬼酒	265.78	26.30%	40.55%
	水井坊	573.14	86.46%	50.08%
	舍得	1021.75	2407.95%	-0.92%
区域龙头	洋河	2324.14	109.23%	85.78%
	古井贡	682.42	177.40%	73.48%
	口子窖	33.00	103.06%	72.57%
	今世缘	71.87	123.36%	30.44%
三四线	牛栏山	677.18	22.48%	1.66%
	伊力特	154.59	78.03%	18.08%
	金种子	10.53	-31.32%	9.34%
	迎驾贡	72.50	17.34%	16.57%
	老白干	70.39	83.37%	-3.87%

资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

多数酒企均价稳定增长。舍得、水井坊、贵州茅台均价最高，分别为 1985.91、1129.78、861.00 元/件，舍得均价大幅增长主因礼盒装及整箱装销量增加，而泸州老窖、酒鬼酒、口子窖则较去年同期增长幅度最大，分别同比增长 68.95%、68.76%、44.73%。

表格 2. 8 月白酒企业线上均价一览

		8月均价(元/件)	较去年同期增减(%)	较上月同期增减(%)
高端酒	茅台	861.00	37.29%	12.56%
	五粮液	348.09	-9.55%	-19.91%
	泸州老窖	407.28	68.95%	11.78%
次高端	汾酒	272.57	-3.82%	5.94%
	酒鬼酒	545.75	68.76%	2.02%
	水井坊	1129.78	-1.50%	10.35%
	舍得	1985.91	219.28%	-15.13%
区域龙头	洋河	495.56	21.31%	6.82%
	古井贡	239.21	-13.32%	-10.58%
	口子窖	712.77	44.73%	14.43%
	今世缘	507.94	21.54%	4.26%
三四线	牛栏山	140.36	21.71%	9.99%
	伊力特	217.39	-55.16%	13.83%
	金种子	251.32	19.49%	5.69%
	迎驾贡	299.94	16.66%	-1.95%
	老白干	273.68	35.25%	-14.34%

资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

表格 3. 8 月舍得销量前十产品一览

	单品名称	成交均价	销售量	销售金额
1	舍得酒品味舍得52度500ml*6瓶	3408	2180	7429440
2	[老客专享]舍得酒品味舍得38度500ml*6瓶	3228	356	1149168
3	舍得浓香型高度白酒品味舍得酒52度500ml*6瓶	3454	95	328152
4	舍得酒智慧舍得限量名人版52度500ml*2瓶	1588	149	236612
5	舍得酒x致敬毕加索大师粉蓝黑52度100ml*3瓶	308	646	198968
6	沱牌舍得 品味舍得52度500ml单瓶	570	210	119776
7	舍得品味舍得酒52度600mlx2瓶礼盒装	1188	91	108108
8	舍得酒川酒精选品味舍得52度250ml盒装	239	338	80744
9	亿库通 2012年产52度描金青花舍得1500ml*1坛	26888	3	80664
10	舍得高度白酒浓香型品味舍得酒52度500ml单瓶	584	109	63692

资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

白酒市场集中度提升。19 年 8 月贵州茅台、五粮液、洋河阿里渠道销售额占比分别为 12.32%、10.43%、8.45%，CR3 市占率达 31.20%，较去年同期 CR3 的 23.09%提升了 8.11 个百分点，市场集中度不断上升。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 4. 8 月白酒企业线上销售额占比一览

排序		2019年8月	排序		2018年8月
	白酒总销售额 (亿元)	2.75		白酒总销售额 (亿元)	1.86
1	贵州茅台	12.32%	1	贵州茅台	8.90%
2	五粮液	10.43%	2	五粮液	8.20%
3	洋河	8.45%	3	洋河	5.99%
4	泸州老窖	6.11%	4	泸州老窖	4.83%
5	汾酒	4.50%	5	汾酒	3.70%
6	舍得	3.71%	6	牛栏山	2.98%
7	古井贡	2.48%	7	水井坊	1.66%
8	牛栏山	2.46%	8	古井贡	1.33%
9	水井坊	2.08%	9	酒鬼酒	1.13%
10	酒鬼酒	0.97%	10	伊力特	0.47%
11	伊力特	0.56%	11	迎驾贡	0.33%
12	迎驾贡	0.26%	12	舍得	0.22%
13	今世缘	0.26%	13	老白干	0.21%
14	老白干	0.26%	14	今世缘	0.17%
15	口子窖	0.12%	15	口子窖	0.09%
16	金种子	0.04%	16	金种子	0.08%
17	金徽	0.02%	17	金徽	0.02%

资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

舍得及酒鬼酒推出新品，泸州老窖停货并进行渠道整治。8月底舍得推出定价500-600元的“非常规”战略新品—品味舍得-精华版，剑指“双节”旺季动销；酒鬼酒则推出了54%vol的纪念酒。泸州老窖方面，销售公司宣布暂定暂停接收窖龄酒30年、60版特曲产品订单，同时将加大渠道管控力度、加强库存水平管理。据渠道调研结果显示，泸州老窖在春节停货后于19Q2加大国窖投放，截止8月初，公司已完成全年70%的任务，其中次高端特曲60在团购渠道表现优秀，预计增速超30%，本轮渠道整治行动利于保证公司健康发展。

据经销商反馈近期白酒企业动销良好，经销商库存维持良性。茅台方面，8月底茅台批价上行至2450元以上，经销商9月份货已陆续到位；五粮液方面，八代五粮液批价高于970元，终端成交价高于1000元，市场标价仍为指导零售价1399元。随着中报季的结束，下一关注点为中秋、国庆双节白酒动销表现，自茅台集团关联交易落地后，市场信心迅速提升，贵州茅台股价不断创新高的同时渠道批价也处于高位，预计双节放量后市场情绪有望略微降温，由于高端酒需求旺盛、且渠道动销良好，预计高端酒企三季度高增仍可期待。

表格 5. 8月阿里渠道白酒单品销售额排行榜

排名	单品名称	品牌	销售金额(万元)
1	舍得酒品味舍得52度500ml*6瓶	舍得	742.94
2	侠客52度500ml原生态竹筒酒	侠客传奇	592.49
3	贵州酱香型白酒53度15年坤沙老酒6瓶	帝府王酒	356.56
4	郎酒郎牌郎酒53度500ml*6瓶	郎酒	293.08
5	侠客传奇中秋款原生态白酒45度500ml	侠客传奇	247.72
6	贵州赖祖酒老酱坊53度375ml*4瓶	赖祖	240.95
7	水井坊臻酿八号52度500ml*6瓶	水井坊	235.14
8	全家福盛世经典52度500ml*2瓶	全家福	224.74
9	贵州茅台王子酒53度500ml*6瓶	茅台	195.84
10	习酒银质500ml*6瓶	习酒	176.75

资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

二、调味品：销量增速亮眼，海天市占率显著提升

销量为调味品业绩增长主要驱动力。8月阿里渠道日常调味品销售额为1.65亿元，同比增长15.97%，销售量同比增长14.12%，均价同比增长1.63%，其中酱油、料酒销售额增长明显。具体来看，海天、千禾、厨邦、李锦记、七彩之谜销售额分别为0.38、0.09、0.09、0.06、0.06亿元，分别同比增长201.80%、149.75%、298.75%、27.81%、164.46%，整体来看调味品行业主要品牌增速加快。

表格 6. 8月调味品行业线上销售额及增速一览

	销售额(亿元)	同比增长(%)	环比增长(%)
日常调味品	1.65	15.97%	23.39%
酱油	0.60	82.75%	65.96%
醋制品	0.23	17.12%	26.21%
鸡精/味精	0.16	-8.44%	-4.66%
料酒	0.13	155.71%	170.49%
食糖	0.48	-23.73%	-6.72%
食盐	0.04	18.98%	-23.54%
海天	0.38	201.80%	185.53%
千禾	0.09	149.75%	27.99%
厨邦	0.09	298.75%	235.48%
李锦记	0.06	27.81%	19.85%
七彩之谜	0.06	164.46%	3.08%

资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

均价方面，日常调味品均价同比增长 1.63%，环比减少 8.63%。千禾 8 月均价达到 36.86 元/件，同比增长 13.22%；而海天、厨邦、七彩之谜受降价促销影响，8 月均价分别为 17.65、14.09、26.16 元/件，分别同比减少 13.74%、42.75%、5.78%。

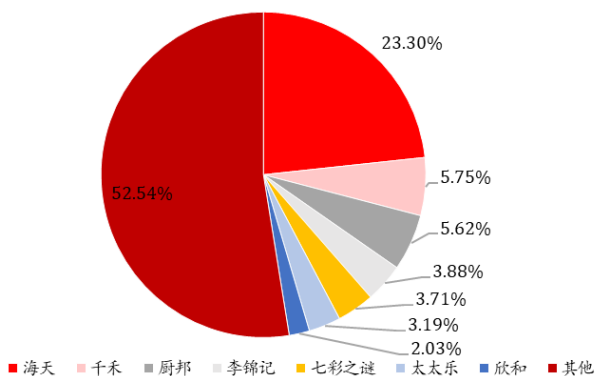
市场集中度方面，日常调味品 CR3 的市占率从 18 年 8 月的 13.26% 提升至 19 年 8 月的 34.67%。具体来看，同期海天线上市占率从 8.96% 提升至 23.30%，千禾线上市占率从 2.67% 提升至 5.75%，厨邦线上市占率从 1.63% 提升至 5.62%；此外，李锦记、七彩之谜线上市占率略有提升，而太太乐、欣和线上市占率略微下滑。

表格 7. 8 月调味品行业线上均价一览

	8月均价(元/件)	同比增长(%)	环比增长(%)
日常调味品	21.46	1.63%	-8.63%
酱油	24.65	5.47%	-5.52%
醋制品	18.50	-6.85%	-13.35%
鸡精/味精	28.00	67.23%	15.17%
料酒	11.14	-35.81%	-30.81%
食糖	23.43	3.94%	0.41%
食盐	24.40	19.02%	-1.31%
海天	17.65	-13.74%	-13.25%
千禾	36.86	13.22%	4.76%
厨邦	14.09	-42.75%	-44.02%
李锦记	18.78	7.51%	-1.77%
七彩之谜	26.16	-5.78%	3.64%

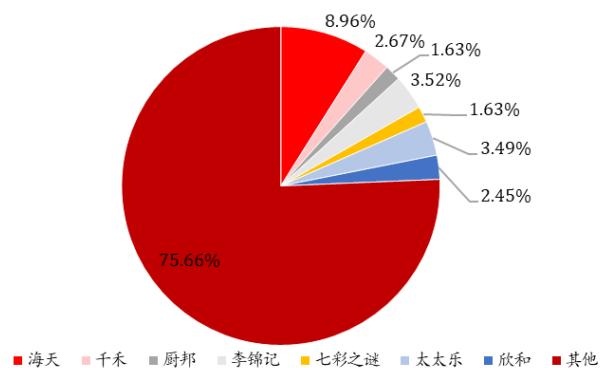
资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

图 1： 19 年 8 月调味品企业市占率情况



资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

图 2： 18 年 8 月调味品企业市占率情况



资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

海天味业 19H1 实现营收 101.60 亿元，同增 16.51%，归母净利润 27.50 亿元，同增 22.33%，业绩符合市场一致预期。分产品来看，三大品类酱油、蚝油、酱类分别实现营收 59.87、17.15、12.61 亿元，同比增长分别为 13.61%、21.13%、7.48%；分区域来看，西部、中部、东部同比增长分别为 23.39%、18.79%、14.15%，南部、北部成熟市场保持低双位数增长；分渠道来看，线上渠道增速高达 44.39%，线下渠道保持 13.90% 的稳定增长。此外，19H1 新增 485 家经销商至 5369 家，其中 19Q2 净增加 303 家，渠道持续深度下沉。

表格 8. 8 月阿里渠道海天热销产品

产品	销量 (件)	均价 (元/件)	销售额 (万元)
海天招牌味极鲜2.25kg*2+蚝油700g*2酱油箱装	32952	62	204.64
海天招牌味极鲜2.25KG*2生抽促销装	22561	51	114.82
海天招牌味极鲜2.25KG*2+上等蚝油520g	19306	51	99.20
海天金标生抽1280ml*2+上等蚝油520g	21966	35	77.47
海天特级金标生抽500ml	60021	10	61.37
海天古道料酒450ml	69741	7	49.40
海天招牌味极鲜酱油2.25Kg生抽	16013	29	46.49
海天味极鲜特级酱油1280ml 品质生抽	21077	21	43.96
海天生抽酱油1900ml 非转基因黄豆酿造	26668	16	43.73
海天招牌味极鲜特级生抽1.52kg*2味极鲜酱油	7918	50	39.51

资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

三、保健品：销量短期承压，汤臣市占率持续领先

保健品销量短期承压，主要品牌销售额增速有所分化。8 月阿里渠道保健品大类销售额为 15.13 亿元，同比减少 7.00%，销售量同比减少 15.69%，均价同比增长 10.30%，其中海外膳食营养补充剂销售额增长明显。具体来看，汤臣倍健、Swisse、Muscletech、修正、康宝莱、姿美堂、澳佳宝销售额分别为 1.16、0.77、0.47、0.32、0.18、0.25、0.24 亿元，分别同比增长 14.37%、-4.91%、30.02%、-20.31%、-33.33%、9.23%、13.31%，整体来看保健品行业主要品牌销售额增速有所分化。

表格 9. 8月保健品行业线上销售额及增速一览

	销售额 (亿元)	同比增长 (%)	环比增长 (%)
保健品大类	15.13	-7.00%	0.94%
保健食品	2.49	-26.28%	-18.01%
普通膳食营养食品	4.75	-12.41%	-4.28%
特殊用途膳食食品	0.03	-95.70%	5.25%
海外膳食营养补充食品	7.87	14.46%	12.89%
汤臣倍健	1.16	14.37%	-2.04%
Swisse	0.77	-4.91%	10.32%
Muscletech/麦斯泰克	0.47	30.02%	-13.56%
修正	0.32	-20.31%	-29.40%
康宝莱	0.18	-33.33%	5.94%
姿美堂	0.25	9.23%	25.23%
澳佳宝	0.24	13.31%	-9.17%

资料来源: 阿里平台数据, 川财证券研究所

均价方面, 保健品大类均价同比增长 10.30%, 环比减少 0.19%。Muscletech、康宝莱、汤臣倍健、澳佳宝、Swisse 8 月均价较高, 分别为 317.54、294.42、139.30、141.28、136.48 元/件, 而姿美堂同比增速高达 537.35%。

市场集中度方面, 汤臣倍健线上市占率从 18 年 8 月的 6.21% 提升至 19 年 8 月的 7.64%, 位居行业第一; 此外, Swisse、Muscletech、姿美堂、澳佳宝上市占率略有提升, 而修正、康宝莱市占率略微下滑。

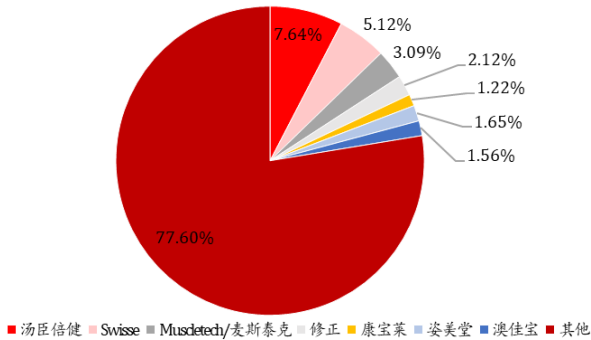
表格 10. 8月保健品行业线上均价一览

	8月均价 (元/件)	同比增长 (%)	环比增长 (%)
保健品大类	140.54	10.30%	-0.19%
保健食品	100.84	-2.61%	-6.14%
普通膳食营养食品	132.29	25.78%	-0.23%
特殊用途膳食食品	474.83	-94.34%	-7.01%
海外膳食营养补充食品	167.26	5.79%	-2.21%
Muscletech/麦斯泰克	317.54	-3.70%	1.48%
康宝莱	294.42	-4.89%	-2.81%
汤臣倍健	139.30	4.31%	-1.57%
澳佳宝	141.28	5.24%	-7.97%
Swisse	136.48	2.43%	-2.89%
姿美堂	101.29	537.35%	-0.34%
修正	69.05	-22.28%	-16.38%

资料来源: 阿里平台数据, 川财证券研究所

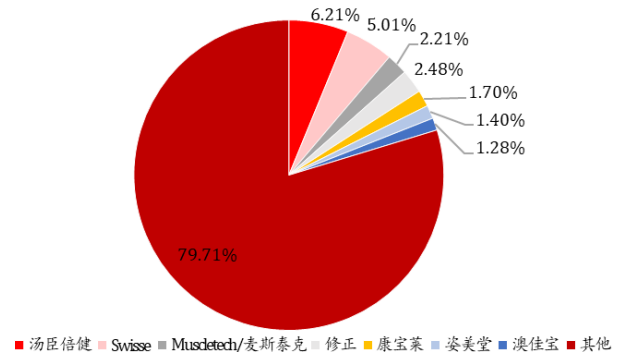
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 3： 19 年 8 月保健品企业市占率情况



资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

图 4： 18 年 8 月保健品企业市占率情况



资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

汤臣倍健 19H1 实现营收 29.70 亿元，同增 36.88%，归母净利润 8.67 亿元，同增 23.03%，业绩符合市场一致预期。产品端来看，大单品“健力多”营收同增 53.71%，仍是业绩是增长主力。2019 年全年将持续推进“主品牌+三大单品”产品矩阵，蛋白粉品类获战略性资源投放，健视佳试点区域扩大至 6 个省份，LSG 铺货仅 3 个月达成全年目标的 50%，未来业绩表现有望持续稳定增长。

表格 11. 8 月阿里渠道汤臣倍健热销产品

产品	店铺名称	销量 (件)	均价 (元/件)	销售额 (万元)
汤臣倍健c加天然维生素E咀嚼片	喜多保健食品专营店	77056	130	1004.52
汤臣倍健维生素C片vc片维C咀嚼片	汤臣倍健佰健专卖店	52903	129	681.64
汤臣倍健蛋白粉蛋白质粉	汤臣倍健健领专卖店	15245	315	479.98
中秋礼盒汤臣倍健蛋白粉乳清蛋白质	汤臣倍健官方旗舰店	9543	370	353.41
汤臣倍健液体钙	汤臣倍健佰健专卖店	34649	94	326.17
汤臣倍健胶原蛋白口服液	汤臣倍健官方旗舰店	9310	310	288.53
汤臣倍健蛋白粉营养蛋白质粉	汤臣倍健佰健专卖店	8351	309	258.11
汤臣倍健鱼胶原蛋白粉肽精华水解口服液	汤臣倍健众华朗臣专卖店	10967	211	231.13
汤臣倍健褪黑素安瓶	汤臣倍健佰健专卖店	26442	86	227.40
汤臣倍健蛋白粉450g+蛋白粉150g+植物蛋白粉150g	天猫超市	4632	367	170.19

资料来源：阿里平台数据，川财证券研究所

风险提示

宏观经济增长持续低于预期

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

原料价格波动风险

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

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

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

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

重要声明

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

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

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

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

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

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：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