

从供需看未来：总量下降，分化加剧

——白酒行业专题研究系列一

强于大市（首次）

日期：2019年11月22日

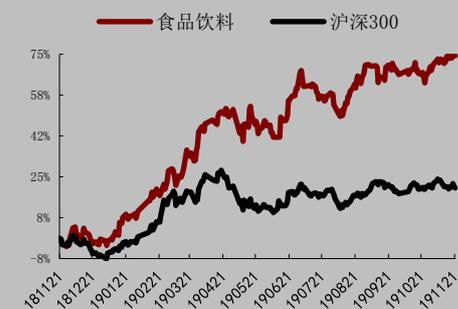
行业核心观点：

在宏观经济增速下行，以及人口结构老龄化背景下，预计我国白酒消费总量将稳中有降。消费升级在白酒行业快速发酵，高端白酒由于品牌效应、稀缺性、保值增值性，将进一步挤压中低端白酒的生存空间，集中度提升。过去几年高端白酒通过涨价享受了量价齐升，但由于宏观经济增速下行，高端白酒进一步涨价面临压力。因此，明年高端白酒龙头，收入增量可能主要来自集中度提升带来的量增。预计类滞胀以及外资持续流入的背景下，业绩稳健的白酒仍是市场偏好的板块。维持行业“强于大市”投资评级，建议重点关注高端及次高端白酒龙头企业。

投资要点：

- **需求端：大众消费取代三公消费，次高端以上白酒具备需求支撑。**白酒行业经过2013-2014年的深度调整，消费结构从政务消费为主转为个人消费和商务消费为主，个人消费和商务消费占比达95%。出生人口下降以及人口老龄化，预计未来白酒消费总量将稳中有降。中产及以上阶层稳定增长，消费升级在白酒行业迅速进行，次高端以上白酒具备需求支撑。
- **供给端：受政策及产能影响较大，集中度处于提升态势。**白酒上市公司消费税/收入在10%-20%之间，消费税政策的重大调整会对行业景气度产生较大的影响。名优白酒供给受制于微观产能限制，如茅台酱香型白酒生产周期长达6年，因此名优白酒具备稀缺性。我国白酒CR5仅18%，欧美烈性酒CR5为66%，集中度有提升空间，且近年我国消费升级趋势下，白酒龙头企业集中度加快提升。
- **政策是引发周期变动的重要因素，此轮周期行业分化加剧。**白酒行业对政策的敏感度很高，过往三十年周期变动均由政策引发，经历了三轮政策打压。2012年整治三公消费，行业结束黄金十年进入深度调整期。2015年至今行业进入结构调整期，行业分化加剧，白酒产销总量下降，但高端品牌销量提升且重启涨价周期，行业利润总额提升，预计未来这一趋势还将继续。
- **风险提示：政策变动风险；宏观经济下行导致需求不及预期风险；高端白酒价格下降风险。**

食品饮料行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年11月21日

相关研究

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

目录

1、白酒的定义、分类、产业链.....	4
1.1 白酒的定义.....	4
1.2 白酒的分类.....	4
1.3 白酒行业产业链.....	5
2、需求端：大众消费取代三公消费，次高端以上白酒具备需求支撑.....	6
2.1 白酒消费具备一定的刚性.....	6
2.2 白酒需求存在波动性.....	7
2.3 白酒消费者结构发生变化，大众消费取代三公消费.....	9
2.4 人均酒精消费仍有提升空间，人口红利消逝难以支撑消费总量提升.....	9
2.5 消费结构升级，支撑次高端及以上白酒需求.....	11
3、供给端：受政策及产能影响较大，集中度处于提升态势.....	12
3.1 消费税政策为影响白酒供给主要因素之一.....	12
3.2 名优白酒供给受制于微观产能限制，具有稀缺性.....	14
3.3 白酒进出口量极低，国内需求长期依赖国内自给满足.....	15
3.4 我国白酒 CR5 仅 18%，对比欧美烈性酒 CR5 为 66%有较大提升空间.....	16
4、政策是引发周期变动的重要因素，此轮周期行业分化加剧.....	16
4.1 行业具有周期性，政策是引发白酒周期变动的重要因素.....	17
4.2 1998-2003 年：政务打压，白酒行业结构调整.....	18
4.3 2003-2012 年：我国白酒发展的黄金十年.....	19
4.4 2013-2015 年：整治三公消费，白酒从高端向低端延伸.....	21
4.5 2015 年至今：白酒产销总量下降，酒企分化加剧，盈利提升.....	23
5、投资建议.....	25
6、风险提示.....	25
图表 1：世界七大蒸馏酒.....	4
图表 2：我国白酒的分类.....	4
图表 3：白酒产业链.....	5
图表 4：我国白酒渠道模式演变.....	6
图表 5：我国居民酒精类饮品消费结构.....	7
图表 6：白酒产量、房地产投资完成额与 GDP 增速波动情况.....	8
图表 7：牛鞭效应图解.....	8
图表 8：三公消费大幅减少，个人和政务消费上升.....	9
图表 9：中国人均酒精消费量提升明显.....	9
图表 10：中国人均酒精消费量低于发达国家.....	9
图表 11：我国城镇居民可支配收入不断增长.....	10
图表 12：经济发展水平越高人均酒精消费越多.....	10
图表 13：我国新生人口数量及增速.....	11
图表 14：我国人口老龄化趋势明显.....	11
图表 15：我国高端白酒消费年龄结构.....	11
图表 16：白酒行业不同价格带及其代表品牌.....	12
图表 17：2018 年我国白酒企业销售税金比率.....	13
图表 18：白酒行业相关消费税调整.....	13
图表 19：茅台酒的生产工艺流程.....	14

图表 20: 我国白酒新增产能 (万吨/年)	15
图表 21: 我国白酒进出口量	15
图表 22: 我国白酒进出口量增速	15
图表 23: 中国白酒行业前 5 占比情况	16
图表 24: 欧美烈酒行业前 5 占比情况	16
图表 25: 我国白酒发展历程	17
图表 26: 近二十年我国白酒行业发展的四个典型阶段	17
图表 27: 1996-2003 年我国白酒行业进入政策高压期	18
图表 28: 1998-2003 年白酒产量逐年下降	18
图表 29: 1998-2003 年白酒销量也逐年下降	18
图表 30: 03-12 年我国 GDP 快速增长	19
图表 31: 03-12 年固定资产投资发展较快	19
图表 32: 黄金十年白酒行业产量保持快速增长	20
图表 33: 黄金十年白酒行业销售量保持快速增长	20
图表 34: 我国政府的四万亿政策	21
图表 35: 2012 年政务消费在白酒消费的占比较大	21
图表 36: 2011 年起中央严控三公消费	22
图表 37: 2012-2015 年白酒产量增速下降	22
图表 38: 2012-2015 年白酒销量增速下降	22
图表 39: 2012-2015 年高档白酒价格一路下跌	23
图表 40: 2015 年至今白酒产量逐年下降	23
图表 41: 2015 年至今白酒销量逐年下降	23
图表 42: 2015 年高档白酒开启新一轮涨价周期	24
图表 43: 规模以上酒企数量及增长率	24
图表 44: 白酒行业利润总额 (亿元) 及增长率	24

1、白酒的定义、分类、产业链

1.1 白酒的定义

白酒指以高粱等粮谷为主要原料，以大曲、小曲或麸曲及酒母等为糖化发酵剂，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿、勾兑而制成的，酒精度（体积分数）在18%-68%的蒸馏酒。白酒是我国特有的酒种，与白兰地、威士忌、伏特加、朗姆酒、杜松子酒（又称金酒）、龙舌兰酒等并列为世界七大蒸馏酒。我国的白酒文化历史悠久，工艺独特，是我国的传统优势产业之一。

图表 1：世界七大蒸馏酒

品种	简介
白酒	一般以小麦、高粱等原料经发酵、蒸馏、陈酿等制成
白兰地	特指以葡萄为原材料制成的蒸馏酒
威士忌	用预处理过的大麦、黑米、小麦等谷物为主制造的蒸馏酒
伏特加	可以用任何发酵的原料酿造，如马铃薯、大麦、黑麦、小麦
朗姆酒	米、甜菜、葡萄和甘蔗
杜松子酒	主要以甘蔗为原料发酵蒸馏而成又称金酒，用杜松子果浸于酒精中制成
龙舌兰	以植物龙舌兰为原料制成

资料来源：网上资料，万联证券研究所

1.2 白酒的分类

白酒的分类方法众多，目前较为常见的分类方法是按照原料、使用的酒曲、发酵方法和香型进行分类。

图表 2：我国白酒的分类

种类	主要特点
按原料	
	白酒使用的原料主要为高粱、小麦、大米、玉米等，所以白酒又常按照酿酒所使用的原料来冠名，其中以高粱为原料的白酒是最多的
按使用的酒曲	
大曲酒	以大曲做糖化发酵剂生产出来的酒，质量较好，多数名优酒均以大曲酿成，例如泸州老窖、老酒坊、紫砂大曲等
小曲酒	小曲做糖化发酵剂生产出来的酒，南方的白酒多是小曲酒
麸曲酒	以麦麸做培养基接种的纯种曲霉做糖化剂，用纯种酵母为发酵剂生产出的酒，以发酵时间短、生产成本低为多数酒厂所采用，此类酒的产量也是最大的
按发酵方法	
固态法白酒	在配料、蒸粮、糖化、发酵、蒸酒等生产过程中都采用固体状态流转而酿制的白酒
液态法白酒	以液态法发酵蒸馏而得的食用酒精为酒基，再经串香、勾兑而成的

白酒

按香型

浓香型	也称为泸香型、窖香型、五粮液香型，属大曲酒类。具有香、醇、浓、绵、甜、净的特点
酱香型	也称为茅香型，酱香突出、幽雅细致、酒体醇厚、清澈透明、色泽微黄、回味悠长
米香型	也称为蜜香型，以大米为原料小曲作糖化发酵剂，经半固态发酵酿成。
清香型	也称为汾香型，以高粱为原料清蒸清烧、地缸发酵，具有以乙酸乙酯为主体的复合香气
兼香型	以谷物为主要原料，经发酵、贮存、勾兑而酿制成

除此之外，按香型分类的白酒还有凤香型、豉香型、药香型、特香型、芝麻香型和老白干香型等

资料来源：网络公开资料整理，万联证券研究所

1.3 白酒行业产业链

白酒行业的上游行业主要是包装材料行业、粮食种植业、白酒生产设备供应行业等；包装材料包括酒瓶、纸箱、纸盒、瓶盖、酒标等；基酒包括凤香型基酒、酱香型和浓香型等调味基酒；原粮包括高粱、大麦、豌豆、稻皮、碎米、小麦等。下游销售渠道主要为：经销商、超市、商场、酒店、电商平台。

图表 3：白酒产业链



资料来源：万联证券研究所

上游原材料供应稳定，对成本影响有限。高粱、小麦、大米、糯米、玉米、大麦等谷物等是白酒酿造的主要原料。粮食安全是关系国民经济发展、社会稳定和国家自立的全局性重大战略问题，我国一直将农业放在发展国民经济的首位。价格方面，虽然最近几年粮食价格保持稳中有升的态势，但因粮食价格为关系国计民生的基础

性商品，政府对粮食价格进行严格的控制。尤其国家近几年对农业投入的加大，并对农产品进行补贴，故其未来粮食价格的涨幅不会太大，对本行业的成本不会造成大的不利影响。白酒产品配套的包装材料主要包括酒瓶、酒坛、瓶盖/瓶塞、外包装箱等，因供货商众多，白酒生产企业的选择余地较大。

渠道的创新与变革贯穿了白酒行业的整个发展历程。白酒为快速消费品，下游主要为酒类经销商、酒店、商场和超市等批发零售商，经由上述渠道销售至终端消费者。各地消费者的收入水平以及对白酒品牌的认知程度最终影响白酒未来的发展。无论是国家名酒，还是地域性品牌，渠道都是保障其销售额和发展的重要环节。白酒行业在发展的过程中，深受经济发展水平、产业政策等宏观环境的影响，其渠道模式自然也会随之产生变化。自改革开放以来，白酒行业的渠道模式跨越了五大阶段。随着互联网时代的到来和“新零售”概念的提出，白酒的下游渠道也正在快速变化之中。

图表 4：我国白酒渠道模式演变

发展阶段	类型	具体内容
1978-1988 年	国营糖酒公司阶段	改革开放初期，中国经济已经具备了快速成长的动力。普通民众对白酒的消费需求得到释放，白酒市场处于供不应求的状态。各白酒企业不需要考虑销售的问题，这一阶段白酒行业的渠道模式主要还是以国营糖酒公司为主，渠道的掌控权不在企业而在国家
1989-1996 年	大流通阶段	1988 年价格管制放开之后，市场经济得到了初步的建立。白酒行业中涌现出了大量的个体户与流通商，并逐渐成为了白酒流通的主要渠道，国营糖酒公司解体，渠道控制权移交到了厂家手中
1997-2003 年	终端制胜阶段	市场经济进一步发展的过程中，市场开始从卖方市场转变为买方市场，一部分经销商敏锐地嗅到了改革的气息，紧跟时代步伐，成为了终端制胜渠道的先行者
2004-2010 年	多渠道共振阶段	我国的市场经济已经走向完善，买方市场的结构特征愈加明显，购买渠道日益多元化，经销商面临多渠道运作难度以及高成本的难题，而在后盘中盘时代中，白酒厂家开始通过资源前置与集中投入来深度控制渠道
2011 年至今	复合渠道竞争阶段	随着市场经济的深化发展，白酒行业的渠道形式出现了井喷，“互联网+酒”逐渐成为了新的经济常态，专卖店、定制等各种新渠道也是层出不穷，这就表明，白酒行业的复合渠道竞争时代来临了，渠道的掌控权不再只存在于一方，而是由厂商共同控制

资料来源：佳酿网，万联证券研究所

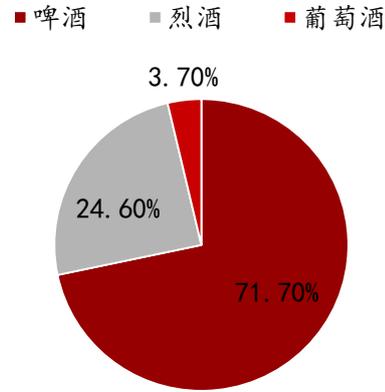
2、需求端：大众消费取代三公消费，次高端以上白酒具备需求支撑

2.1 白酒消费具备一定的刚性

我国酒精类饮品消费中，白酒消费占比为**24.6%**。根据WHO的数据，目前我国的酒精类饮品消费结构中，以白酒为代表的烈酒占比为**24.6%**，啤酒和红酒的占比分别为

71.7%和3.7%，考虑到白酒的度数较高，白酒仍旧是国内酒精消费的最主要构成，目前啤酒和葡萄酒等酒类对白酒的替代性较小。

图表 5：我国居民酒精类饮品消费结构



资料来源：WHO，万联证券研究所

不同于其他消费品以满足自身温饱为主的消费特性，白酒的消费场景中包含其特有的社交等其他属性。自从中央出台限制三公消费的相关政策后之后，白酒的政务消费需求已经被充分挤压，现阶段白酒的消费场景主要有以下几种类型：

- 1) 社交性消费：主要包括企事业单位的商务宴请、居民的日常交际及婚宴丧宴消费；
- 2) 礼品性消费：居民的节日期间或者日常求人所托时的送礼需求；
- 3) 投资性消费：白酒特别是高端白酒的保值能力带来投资需求。

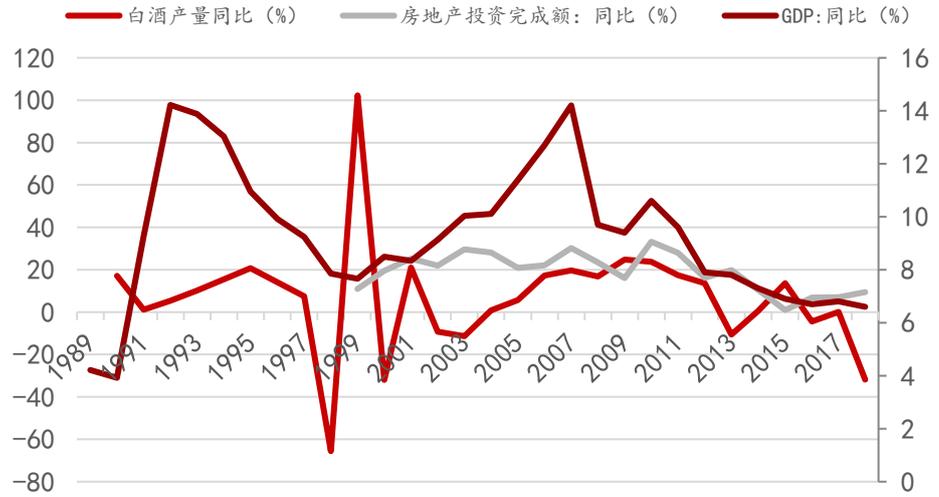
白酒特殊的社交、礼品、投资消费属性给白酒的需求带来相对独特的“刚性”。从某种意义上来说白酒是在经济发展、人际交往等一系列社会活动中所必不可少的刚需品，白酒的消费需求具备大多数消费品所没有的穿越周期的能力。

2.2 白酒需求存在波动性

国内白酒行业的需求存在波动，我们认为白酒行业需求存在波动性主要有两个方面的原因：

原因一：白酒的社交性消费和礼品性消费使其对于整体经济运行情况的敏感度较强。白酒无论是在企业消费还是在居民消费端都和经济环境及货币政策有较强的相关性。1) 企业消费端，宏观经济增长预期较好时公共支出和固定资产投资相对更多，相关活动频繁、白酒的需求较强，反之则白酒的需求较弱；2) 居民消费端，白酒作为重要的送礼和婚宴丧宴场合产品，在消费时常常具有一定的情感附加值，白酒的单品价格要远高于其他日常消费品，和居民的实际可支配收入有较强的关系，同样容易受到经济波动的影响。而在限制三公消费政策出台前，政府部门的白酒消费同样和经济波动的相关性较强。

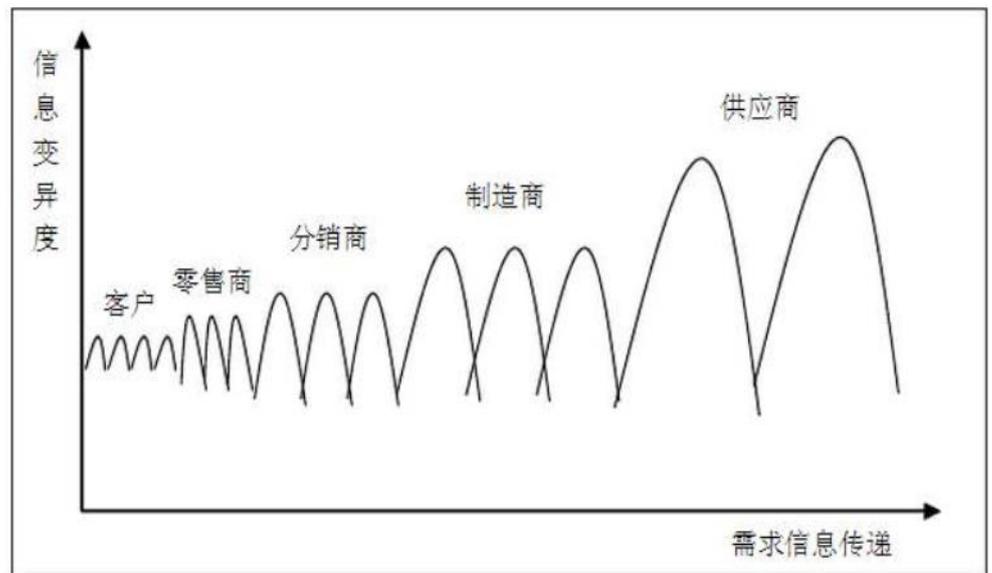
图表 6: 白酒产量、房地产投资完成额与 GDP 增速波动情况



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

原因二: 白酒特别是高端白酒的保值特性刺激渠道和居民的囤积库存需求, 完成行业层面的加杠杆过程。类似于经济学中的“牛鞭效应”, 即供应链环节上的一种需求变异放大现象。由于白酒的生产工艺特点, 白酒不仅没有保质期的限制, 以酱香型白酒为代表、其储藏时间越长往往越具有升值的空间。在白酒景气周期, 白酒价格处于上升通道, 一方面厂商可以向经销商渠道进行压货, 另一方面无论是经销商为代表的渠道端还是居民, 都会有一定的囤积白酒需求, 造成厂商出货口径的白酒需求被加杠杆放大。同样在白酒景气下行周期, 杠杆也会被刺破, 加大了白酒需求量的周期波动性。

图表 7: 牛鞭效应图解

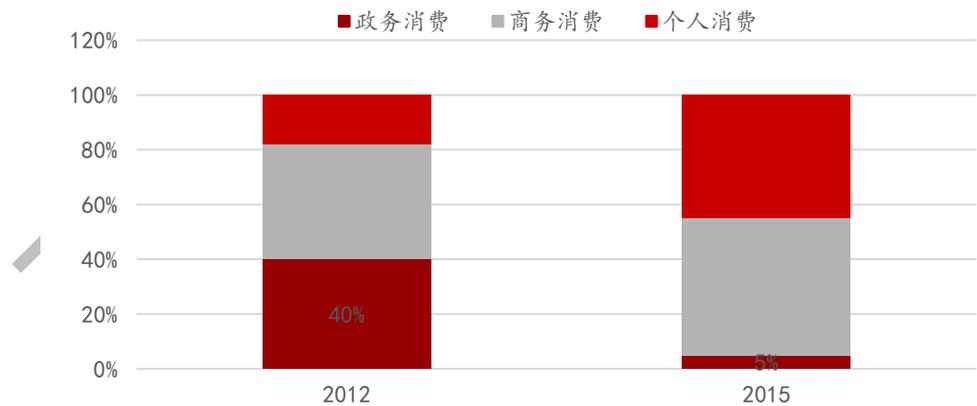


资料来源: 公开资料, 万联证券研究所

2.3 白酒消费者结构发生变化，大众消费取代三公消费

消费结构发生变化：三公消费大幅下降，大众消费成主流。行业经过2013-2014年的深度调整，在黄金十年里累计的部分弊病得以出清。一个很明显的改变是消费结构发生了变化，目前我国高端白酒消费结构主要由个人消费和商务消费为主，在经济形势不发生大的变化下，行业将维持长期稳定的发展。以我国白酒龙头茅台为例，限制三公消费之后，党政军消费占比已经被压缩到很小的比例。在2016年3月两会期间，袁仁国董事长公开表态，茅台酒公务消费比例已降至1%。而茅台酒销量并未由三公消费大幅萎缩而下滑，商务消费及个人消费已成为公司业绩的主要支撑。经过深度压抑后的消费开始强势反弹，有效地承接了政务消费留下的市场空间。

图表 8：三公消费大幅减少，个人和政务消费上升



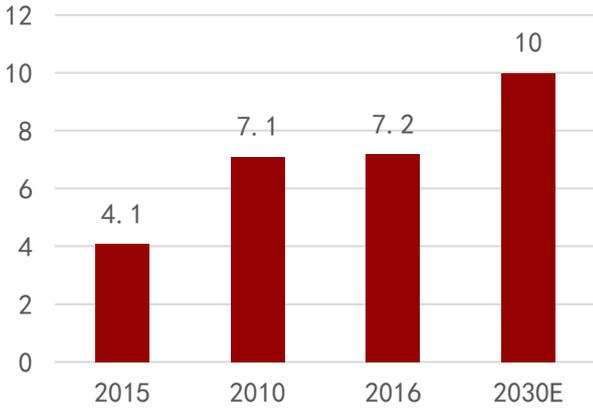
资料来源：尼尔森，万联证券研究所

2.4 人均酒精消费仍有提升空间，人口红利消逝难以支撑消费总量提升

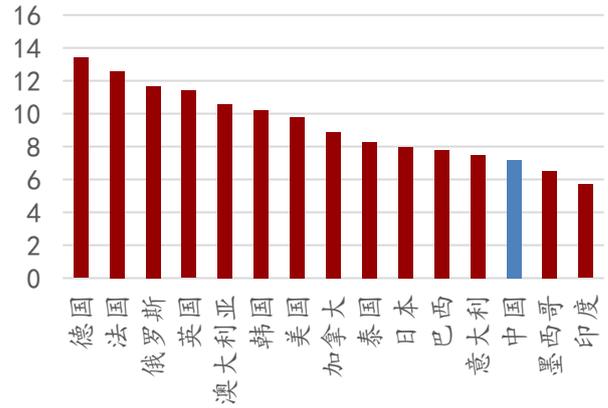
中国人均酒精消费较发达国家仍有较大差距。世界卫生组织（WHO）2018年最新版《全球酒精与健康状况报告》的数据显示，报告显示2016年中国的人均酒精消费量为7.2升，相较于2005年4.1升、2010年7.1升的人均消费量仍保持增长状态。与此同时，2016年全球的人均酒精消费量为6.4升，增长速度相对缓慢。在世界范围内，中国的人均酒精消费量远低于主要的发达国家，随着我国社会经济的进步，中国的人均酒精消费量仍有较明显的提升空间。

图表 9：中国人均酒精消费量提升明显

图表 10：中国人均酒精消费量低于发达国家



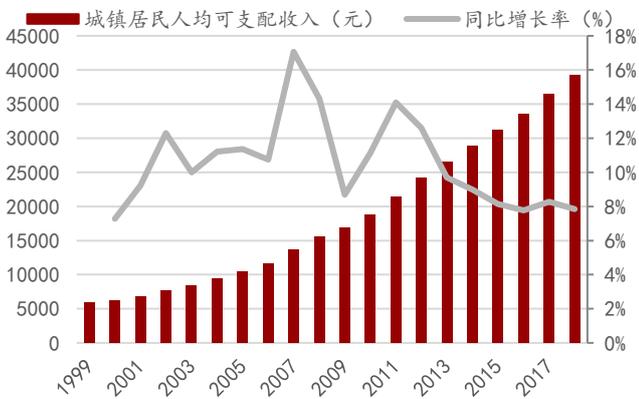
资料来源: WHO, 万联证券研究所



资料来源: WHO, 万联证券研究所

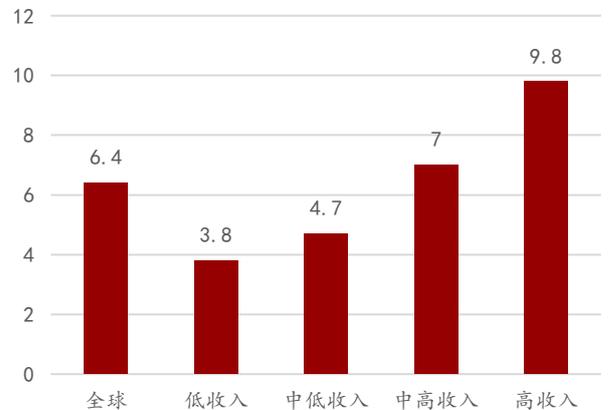
可支配收入的提高使得我国人均白酒消费量具备提升的基础。随着我国经济的发展, 人均可支配收入持续增加。根据国家统计局数据显示, 2018年城镇居民的人均可支配收入达到了3.92万元, 同比增长率也保持在一个较为稳定的水平, 这表明人民生活水平在持续改善。预计未来我国人均可支配收入仍将保持一定速度的增长。根据WHO的数据显示, 收入越高白酒消费越高, 我国白酒消费量具备提升的基础。

图表 11: 我国城镇居民人均可支配收入不断增长



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表 12: 经济发展水平越高人均酒精消费越多

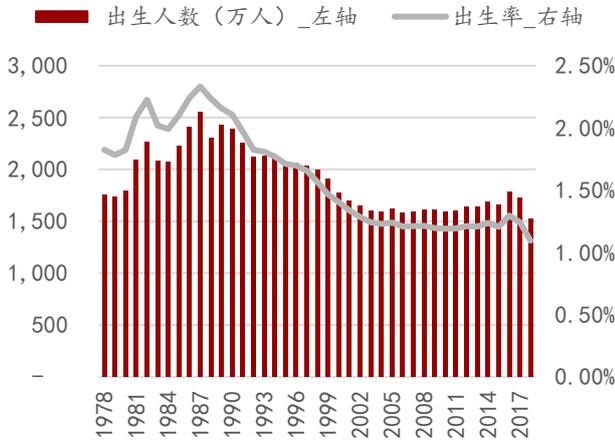


资料来源: WHO, 万联证券研究所

预计未来我国出生人口和出生率将保持低位, 人口结构老龄化趋势明显, 将难以支撑白酒消费总量的提升。2016年全面开放二胎, 当年我国的出生人口数有明显的上升, 但从2017年我国出生率开始回落, 其中2018年新生儿人口为1962年以来最低值, 预计2019年出生人口将创历史新低, 只有1100万左右。出生人口下降的主要原因有两个: 一是生育成本高导致大家不愿意生; 二是由于计划生育的严格执行, 90年代后出生人数减少, 将在未来很长一段时间导致适龄结婚和生育人数的下降。与此同时, 我国人口结构加快进入老龄化, 65岁以上人口占比从2012年的9.4%提升到2017年的11.4%, 且随着出生人口的降低, 未来这一趋势还会进一步加快。由于白酒的消费以中青年人为主, 随着出生人口的降低和人口结构的老龄化, 长期来看, 白酒消

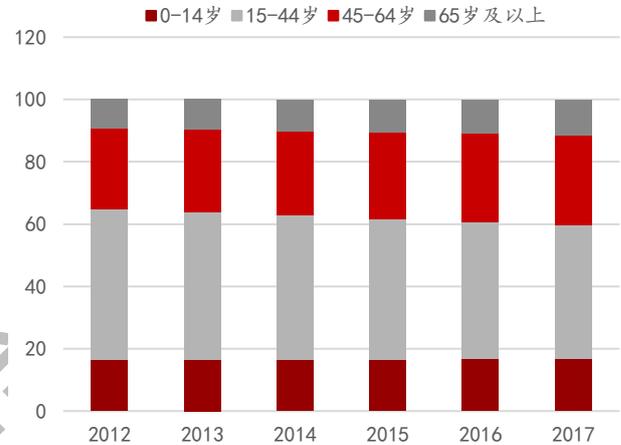
费总量将难以提升。

图表 13: 我国新生儿人口数量及增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 14: 我国人口老龄化趋势明显

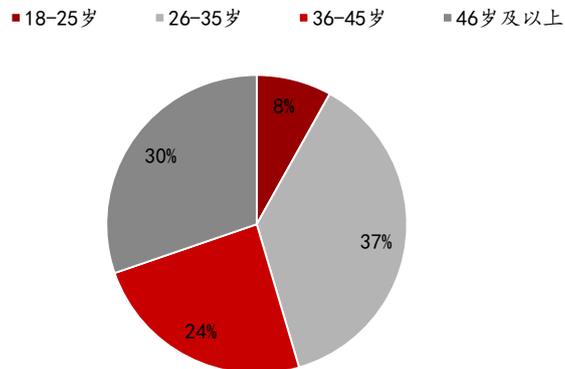


资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

2.5 消费结构升级, 支撑次高端及以上白酒需求

中产及以上阶层持续稳定增长, 白酒消费年轻化, 次高端及以上白酒具备可观需求支撑。根据波士顿咨询公司预测, 未来中国上层中产 (家庭可支配月收入为 1.25-2.4 万元) 和富裕人群 (家庭可支配月收入在 2.4 万以上) 总数将会持续扩容, 预计总数将从 2015 年的 5300 多万户上升到 2020 年的接近 1 亿户, 复合增速达 13.5%, WHO 的报告显示, 人均酒精消费量和经济发展水平有非常明显的相关关系, 未来中国中产及以上阶层人数的增长会给白酒市场带来新的发展空间。同时, 根据尼尔森最新研究数据显示, 高端白酒消费者年龄段为 30-35 岁, 80 后开始成为高端白酒消费的主流群体, 白酒消费年龄层次开始年轻化, 其中 18-25 岁年龄段白酒消费者占比已接近 8%, 高端和次高端白酒消费具备可观的消费者梯度支撑。

图表 15: 我国高端白酒消费年龄结构

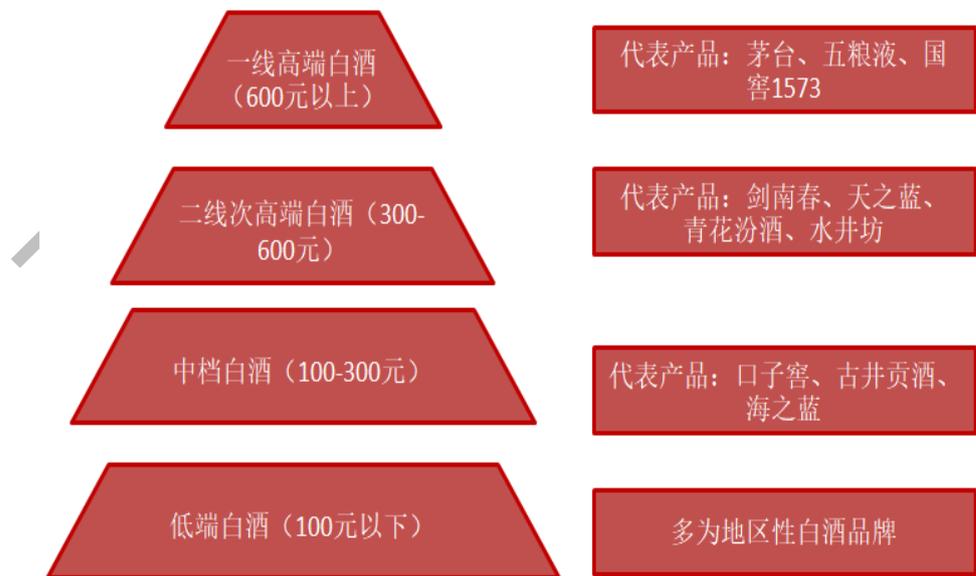


资料来源: 尼尔森, 万联证券研究所

消费者白酒消费品牌意识、健康意识逐步增强。随着人们手中可支配收入的持续增加，在满足生存等基本物质条件外，人们会争取更大程度地可能去改善生活，白酒消费理念也发生变化，人们将更加关注营养、健康，“少喝酒、喝好酒”将成为一种共识。在这种情况下，全国名优酒和地方强势品牌白酒将会成为人们的首选。

不同档次白酒逐渐分化，对应不同群体的消费需求。白酒档次逐渐分化，行业格局得以重构。一线高端白酒基本以飞天茅台、五粮液和国窖1573 为主，二线次高端白酒基本以剑南春、水井坊、洋河、汾酒、沱牌舍得和酒鬼酒等品牌为主，三线以口子窖、老白干等地方强势品牌为主。大众消费集中在0-300元价位档，次高端集中于300-600元价位档，次高端白酒目前并没有大幅提价导致与大众消费脱节，升级具备扎实的消费者支撑。不同档次需求更加健康、理性。

图表 16：白酒行业不同价格带及其代表品牌



资料来源：万联证券研究所

3、供给端：受政策及产能影响较大，集中度处于提升态势

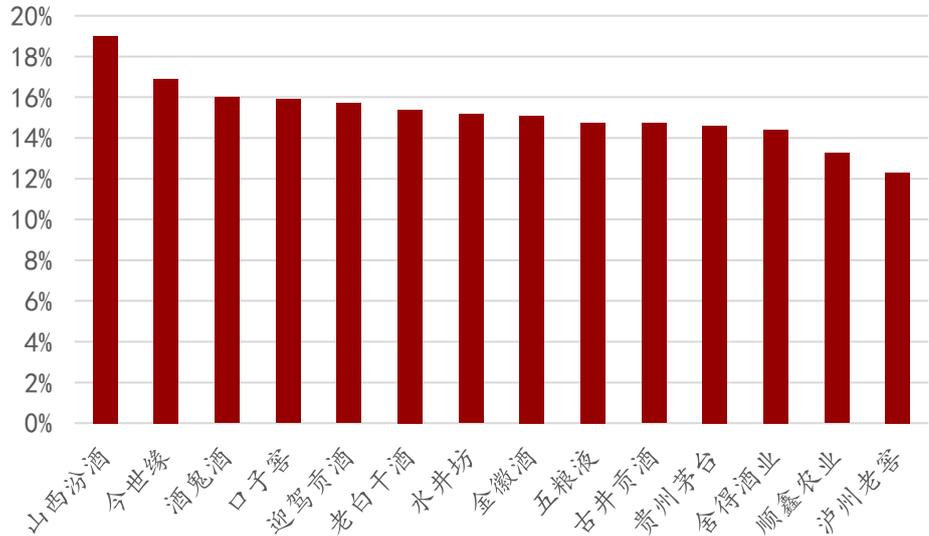
3.1 消费税政策为影响白酒供给主要因素之一

政策方面，消费税政策为主要的因素之一。在行业政策方面，市场化运作之后消费税政策的调整对于白酒企业的盈利能力以及行业的景气度有较大的影响。白酒行业的消费税采用从量定额和从价定率相结合的计税办法，是白酒行业最主要的税种之一。

从目前披露的年度财报为数据来源，主要白酒上市公司的消费税/收入的比重均在10%以上，其中占比最高的山西汾酒接近19%。以贵州茅台2018年财报为例，2018年茅台的销售毛利率和净利率分别91.6%和45.6%，期间费用率为10.2%、销售税金比率为14.6%，销售税金的变化对利润的影响程度高于期间费用，而销售税金中消费税

的占比接近80%。

图表 17： 2018 年我国白酒企业销售税金比率



资料来源：公司年报，万联证券研究所

历史上看，消费税政策的调整会对白酒行业景气度产生影响。白酒消费税的征收方式不断完善同时也不断趋严，回顾白酒行业的景气周期波动，消费税政策的重大调整会对行业景气度产生较大的影响。最有代表性的是1998-2003年第二次行业调整期间，2001年白酒消费税新政将白酒的计税办法由从价定率调整为从量定额和从价定率相结合，加大了白酒行业的消费税负担，高端酒品牌议价能力较强，可以将消费税增加的影响转嫁给渠道和消费者，且从量定额的征收对高价酒影响更小，这在一定程度上加速了行业的调整。

图表 18： 白酒行业相关消费税调整

时间	具体内容
1993 年	发布《中华人民共和国消费税暂行条例实施细则》，白酒实行从价定率征收、区分粮食类白酒税率（25%）和薯类白酒税率（15%）
2001 年	财政部、国家税务总局下发关于调整酒类产品消费税政策的通知，粮食白酒、薯类白酒计税办法由从价定率调整为从量定额和从价定率相结合的计税办法，其中从价定率：粮食白酒 25%、薯类白酒 15%；从量定额：粮食白酒、薯类白酒每斤（500 克）0.5 元
2004 年	取消了粮食白酒和薯类白酒的差别税率、改为 20%的统一税率，每斤白酒 0.5 元的从量定额税率不变
2005 年	对设立销售公司的白酒生产企业，税务总局制定了《白酒消费税最低计税价格核定管理办法(试行)》，对计税价格偏低的白酒核定消费税最低计税价格：白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下的，消费税最低计税价格由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定。其中生产规模较大，利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择在销售单位对外销售价格 60%至 70%范围内

2009 年	制定《关于白酒消费税最低计税价格核定问题的公告》，纳税人将委托加工收回的白酒销售给销售单位，消费税计税价格低于销售单位对外销售价格（不含增值税）70%以下，核定消费税最低计税价格
2017 年	国家税务总局发布关于进一步加强白酒消费税征收管理工作的通知，对白酒生产企业设立多级销售单位销售的白酒，国税机关应按照最终一级销售单位对外销售价格核定生产企业消费税最低计税价格；自 2017 年 5 月 1 日起，白酒消费税最低计税价格核定比例由 50%至 70%统一调整为 60%
2019 年	国务院印发了《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，该方案具体提出了三个方面的政策措施：一是保持增值税“五五分享”比例稳定；二是调整完善增值税留抵退税分担机制；三是后移消费税征收环节至批发（或零售环节），并稳步下划地方，白酒行业的消费税或将增加 322~515 亿元

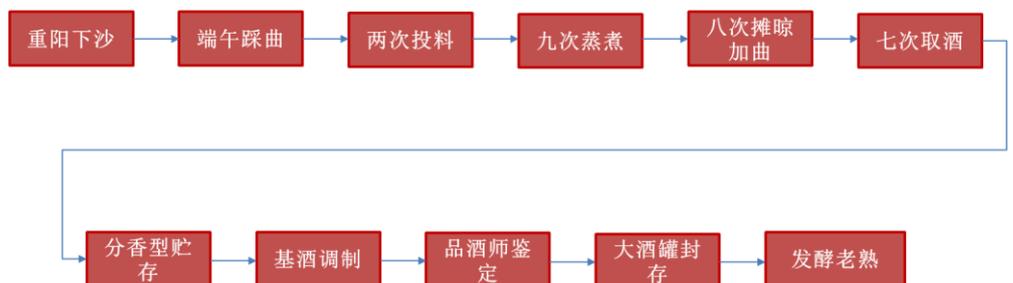
资料来源：政府公告，万联证券研究所

3.2 名优白酒供给受制于微观产能限制，具有稀缺性

白酒尤其是名优白酒供给受微观产能限制。白酒尤其是优质名酒的产能限制主要体现在：(1) **生产周期的限制**：白酒的生产周期相对较长，当然不同香型白酒的生产工艺不相同，也就造成不同香型白酒的生产周期不同，一般情况下酱香酒工艺的基酒生产周期最长，生产周期的限制也就会带来名酒的产能限制。(2) **优质酒出酒率的限制**：所谓出酒率就是在特定生产环境下单位粮食所产出的酒精含量50%的白酒产量，通过生产工艺的改进可以提高名酒优质酒出酒率，从而增加名酒的供应能力。

以贵州茅台的生产工艺为例，茅台酱香型白酒生产周期长达6年。茅台酱香型白酒的生产工艺特点为“三高三长”，“三高”是指茅台酱香型白酒生产工艺是高温制曲、高温堆积发酵、高温蒸馏酒；“三长”是指茅台酱香型白酒基酒生产周期长，大曲贮存时间长，茅台酱香型白酒基酒酒龄长。茅台酒大曲贮存时间长达六个月才能流入制曲生产使用，比其他白酒多存3-4个月，制曲及贮存一年、制酒生产一年、且需要长达三年以上贮存才能勾兑、勾兑后还需要再贮存一年，总计需要6年，这样茅台酒的实际供应就会严格受限于生产周期以及生产流程中的基酒产量限制。

图表 19： 茅台酒的生产工艺流程

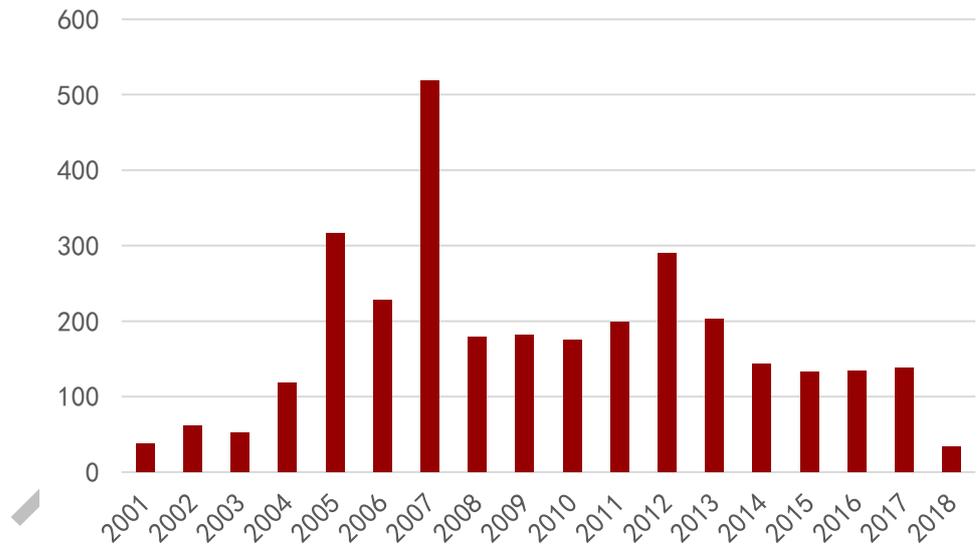


资料来源：网上资料，万联证券研究所

尽管近两年国内白酒总产量有所下滑，但是国内白酒产能却持续增长，以保证长期

白酒供应。具体来看，2001-2017年，中国白酒产能不断增加，但新增产能趋于理性回归。2001年至今，尽管国内白酒新增产能波动变化，但均为正值，且自2004年开始有显著增加，并在2007年创下历史峰值，当年新增产能达518万吨/年；但自2008年开始，白酒新增产能保持相对稳定。2015年开始，白酒年新增产能均在140万吨以下，处于近十年的较低水平，主要是因为前几年国内白酒库存增长、产能过剩，白酒生产理性回归所致。

图表 20：我国白酒新增产能（万吨/年）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

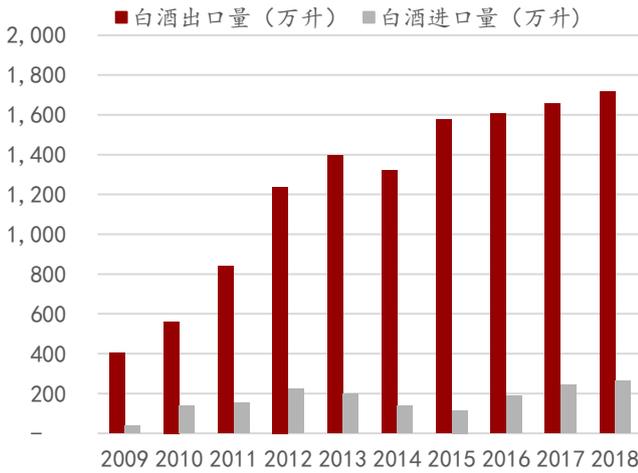
3.3 白酒进出口量极低，国内需求长期依赖国内自给满足

我国白酒以国内自给自足为主，出口和进口量占国内产量的比例极低。根据同花顺数据，2018年，我国白酒出口量为1715万升，进口量为263万升，而同期我国白酒产量为871万升，白酒出口量和进口量占我国白酒产量的比例分别为0.2%和0.03%，即我国白酒是个相对封闭的市场，以自给自足为主。

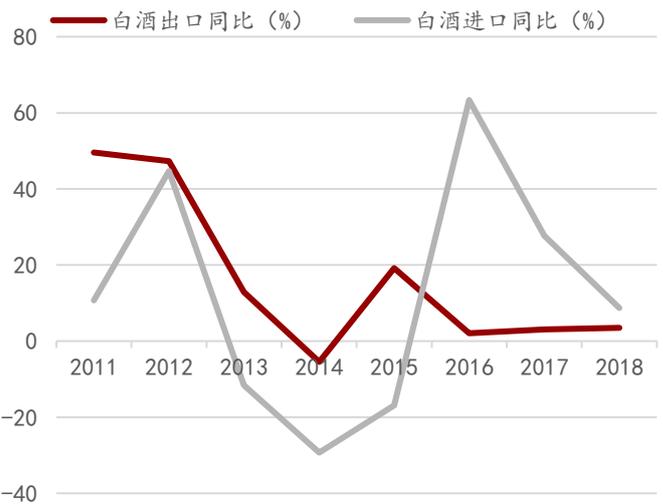
白酒出口量远大于进口量，近两年白酒进口增速明显高于出口增速。白酒出口量远大于进口量，2018年白酒出口量1715万升，而进口量仅有263万升。可见，目前国内居民对洋酒的接受度还不高。不过，2016年至今，白酒进口量增速明显快于出口量，这与近年来国内白酒产量及增速下滑密切相关。近年来白酒出口量增速持续低迷，表明白酒走向全球市场仍面临巨大挑战。可见，未来国内白酒消费需求依然是拉动白酒行业发展的主要驱动力，而国内白酒消费需求又有赖于国内自产来满足。

图表 21：我国白酒进出口量

图表 22：我国白酒进出口量增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

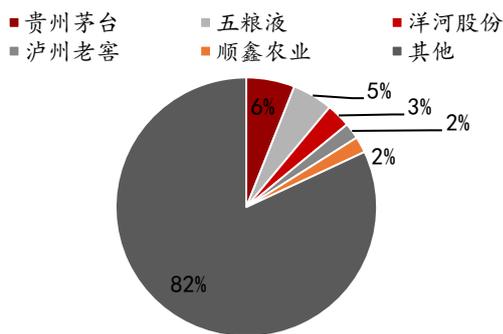


资料来源：同花顺，万联证券研究所

3.4 我国白酒CR5仅18%，对比欧美烈性酒CR5为66%有较大提升空间

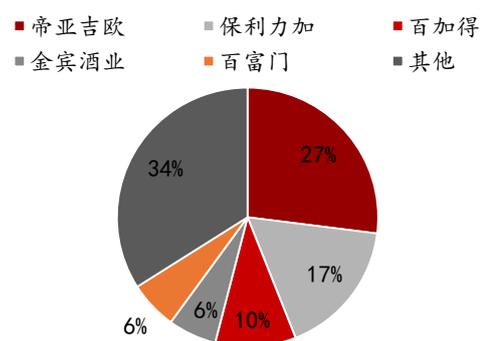
行业前5占比仅为18%，行业集中度提升趋势，根据中国酒业协会的数据，目前我国白酒生产企业大约有20000多家，而规模以上的企业则不到1500家。同时由于不同地区对白酒的文化、品味和口味的要求也有所不同，这导致市场分散化现象明显，市场集中度偏低。目前我国白酒行业市占率前5的占比大约为18%，而国外烈酒行业的前5大品牌占比大约为66%，集中度还有较大的提升空间。而近年来由于消费升级趋势，虽然白酒消费总量下降，但高端头部企业的销售量却在提升，预计未来行业分化会继续进行，白酒集中度有望进一步提升。

图表 23：中国白酒行业前5占比情况



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

图表 24：欧美烈酒行业前5占比情况



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

4、政策是引发周期变动的重要因素，此轮周期行业分化加剧

4.1 行业具有周期性，政策是引发白酒周期变动的重要因素

白酒行业具有周期性，白酒相关政策是引发白酒行业周期变动重要因素。白酒行业具有特殊的行业属性和消费属性，毛利率高，税收高，每当行业消费出现过热时，政府就会出台政策进行限制，因此白酒行业对政策的敏感度很高，政策的变动是引发白酒行业周期变动的重要因素。过往三十年周期变动均由政策引发，经历了三轮政策打压。

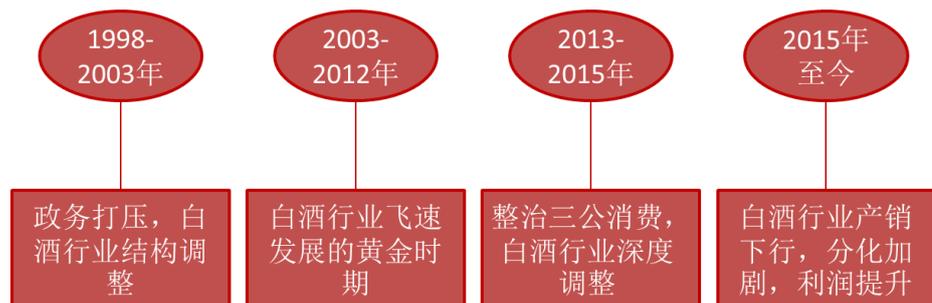
图表 25：我国白酒发展历程

发展阶段	状况	产业政策	酒企情况
89 年以前	平稳发展	重视酒质，进行了五次名酒评选，88 年名酒价格管制放开	茅台、五粮液、汾酒扩大产能；价格管制放开后价格分化
89-92 年	行业调整，产量增速下滑	政务消费受损，名酒价格受到压制	酒企降价，茅台价格下降超过 50%
92-97 年	重视广告营销的酒企发展迅速	广告营销大行其道，行业扩产	孔府家凭借央视广告成名，秦池香两度成为标王
97-03 年	行业步入寒冬，产量锐减	行业诚信危机；行业政策限制白酒行业发展	山西假酒事件；古井贡、泸州老窖、汾酒、洋河陷入经营困境
03-12 年	黄金十年，量价齐升	经济活跃带动政商务交往活动增加，中高价位白酒兴起	洋河、口子窖等名酒走向复兴，茅台拓展军政渠道力保提价，取代五粮液成为行业新龙头
13-15 年	深度调整期，价格下跌	限制三公消费，各地禁酒令频出，白酒需求下降	大部分酒企营收明显下滑，个别甚至出现负增长
15-至今	行业产销量下降，分化加剧	政务需求已降至谷底，商务需求有望改善	15 年 8 月初，高端白酒首次提价，高端白酒业绩回升

资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

近二十年我国白酒行业经历了四个典型发展阶段。其中1998-2003年由于政务打压，白酒行业处于结构调整期；2003-2012年随着社会经济的进步和产业自身的发展，产量、价格迅速增加，为白酒行业的黄金发展期；2013-2015年由于整治三公消费，白酒产量增速大幅降低后整个行业进入深度调整期，2015年至今白酒行业进入分化加剧期。

图表 26：近二十年我国白酒行业发展的四个典型阶段



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

4.2 1998-2003年：政务打压，白酒行业结构调整

国家出台系列高压政策打压白酒消费。1998年之前，由于改革发展热潮，推动白酒行业进入稳定发展期，白酒从卖方市场转为买方市场，酒企纷纷重视营销，重金投入媒体宣传。1995年，秦池酒厂以666万元中标央视黄金广告段成为央视标王，由此一夜成名，身价倍增。1996年，秦池以3.2亿元的天价再度成为“标王”。然而，该行为引发社会强烈反响，叠加公务消费白酒失控，使白酒自1996年开始成为众矢之的，自此，国家出台一系列政策打压白酒行业。包括23个部委联合签署公务宴不喝白酒，十项禁酒令，粮食类白酒广告宣传费不得税前扣除，在电视台黄金时段白酒广告不能多于4条，增加消费税，实施生产许可证等措施。

图表 27：1996-2003 年我国白酒行业进入政策高压期

时间	政策
1996 年	国家 23 个部委联合签署：公务宴不喝白酒。 公安部关于转发山东省公安厅《关于在全省公安机关实施禁酒令的通知》；颁布十项禁酒令。
1998 年	财政部关与印发《行政事业单位业务招待费列支管理规定》的通知对粮食类白酒（含薯类白酒）的广告宣传费一律不得在税前扣除。 国家对于白酒行业实施生产许可证制度，限制白酒企业扩大生产规模。。
1999 年	国家规定在电视台黄金时间白酒广告不能多于 4 条。
2001 年	白酒企业广告不得超过销售额的 2%，超过部分不能在所得税前扣除。
2001 年	对粮食类白酒、薯类白酒在原按 25%、15%征收消费税的同时，再按照实际销售量每斤（500 克）征收定额税 0.5 元，停止执行外购或委托加工已税酒和酒精生产的酒抵扣上一生产环节已纳消费税的政策。
2002 年	取消了对白酒上市公司先征后返 18% 的所得税优惠政策。

资料来源：公开资料整体，万联证券研究所

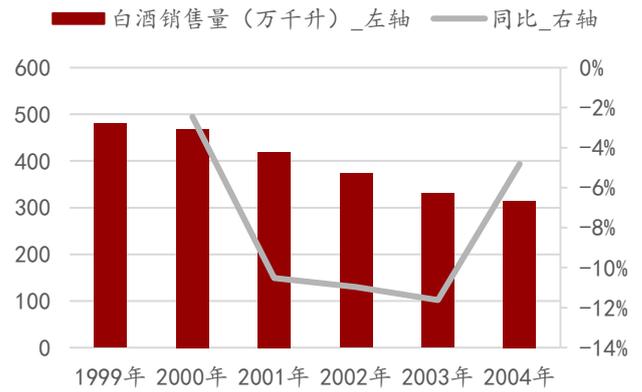
白酒行业结构调整，从低端向高端转型。政策的一系列打压，加上1999年亚洲金融危机的影响，中国经济硬着陆，消费陷入疲软，白酒行业进入寒冬，很多酒企滑至破产边缘，白酒行业产量逐年递减，从1997年的709万千升锐减至2003年的331万千升。低价白酒企业生存更加艰难，保住价格是提升企业盈利的途径。2001年国家出台从量税政策，给走低价策略的白酒企业最后一击。于是，白酒企业纷纷进行产品创新和结构调整，从低端酒向高端酒转型。五粮液采取丰富产品线来保住价格，大部分其它品牌采取了开发超高端大单品的模式，揭开了白酒企业双品牌运作的先河。

图表 28：1998-2003 年白酒产量逐年下降

图表 29：1998-2003 年白酒销量也逐年下降



资料来源: Wind, 万联证券研究所



资料来源: Wind, 万联证券研究所

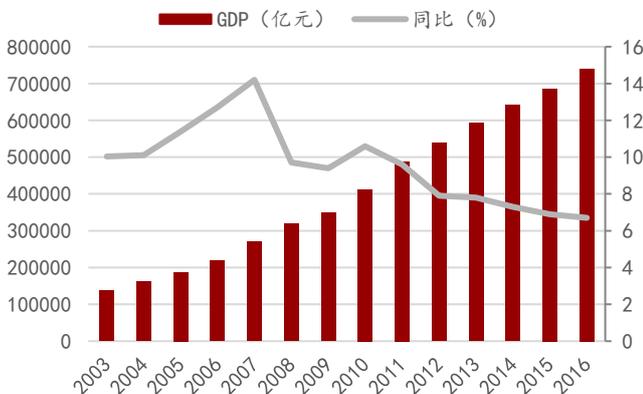
4.3 2003-2012年: 我国白酒发展的黄金十年

投资驱动的宏观经济带动以政务消费为主导的白酒需求迅速提升。我国白酒行业黄金十年的繁荣主要由需求因素驱动, 白酒需求增长一方面受到宏观经济驱动, 另一方面也与需求结构有关:

- **宏观经济方面**, 03-12年我国GDP保持快速增长, 大多数年份增速在10%以上; 在构成GDP的三驾马车中, 投资占据重要比重, 固投增速始终保持在20%以上, 房地产开发投资增速、基建投资增速持续高位, 经济高景气下频繁的商业商务活动大力拉动了白酒需求。
- **需求结构方面**, 政务消费和商务消费占总需求的80%以上, 三公和商务活动主导中高端白酒消费, 而且价格敏感度较低, 表现出消费层次和产品价格不断提升。

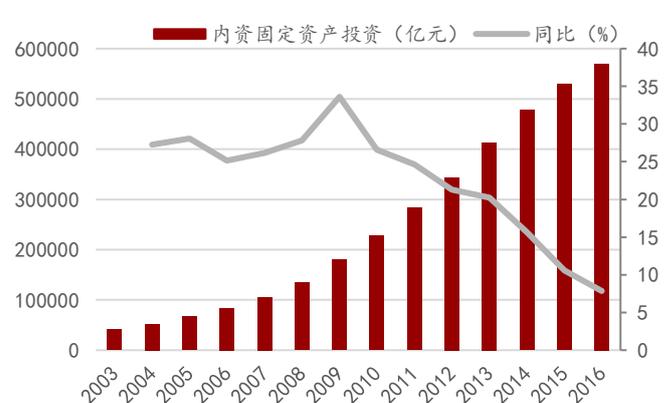
综上, 高景气的宏观经济带动以政务消费为主导的白酒需求迅速提升, 白酒行业迎来黄金十年。

图表 30: 03-12年我国GDP快速增长



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 31: 03-12年固定资产投资发展较快



资料来源: Wind, 万联证券研究所

量价齐升，业绩高速增长。从产量和销售量的层面看层面来看，量价方面，十年间白酒行业产量从 331 万千升增至 1153 万千升，年平均增长率高达15%；白酒行业的销售量则从330万千升增至1127万千升；白酒产品出厂价格也大幅飙升，茅台价格从最初的268元上升至819元，国窖1573则从268元上升到999元。

图表 32： 黄金十年白酒行业产量保持快速增长



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 33： 黄金十年白酒行业销售量保持快速增长



资料来源：Wind，万联证券研究所

在黄金十年期间，国内白酒行业经历了两次发展时期和一次下跌时期：

- **2003-2007年，经济和投资发展的黄金时期，白酒价格快速提高。**此阶段我国经济处于高速增长期，GDP 增速、固投增速均处于历史高位，经济高景气对白酒消费形成支撑。需求端以政府需求为主，由于政府消费具有价格不敏感的特征，白酒消费价格带被快速拉高。同时2005年前“茅五剑”等核心产品已经家喻户晓，五粮液成为一代酒王，茅台也持续高速增长，价格定位清晰；老窖和水井高端新品横空出世；剑南春、郎酒、洋河在03年前后相继改制，核心产品推出，名酒已经完成腾飞的准备。
- **2008年，在宏观经济波动引发的调整中，行业调整一损俱损。**2008年金融危机爆发，美国GDP近20年来首次负增长，危机迅速蔓延至国内，导致国内总量经济增速下行，2008年Q4开始GDP连续三个季度仅取得个位数增长，固投增速也首次低于20%。从产业背景来看，08年供给端并未出现明显波动，白酒产量增速仍然维持此前的较高水平，需求端受经济影响有所下降，受此影响，08年白酒行业出现一波快速调整。
- **2009-2012年，四万亿计划超预期，白酒产能迅速扩张。**经济背景来看，2008年国家出台4万亿刺激经济计划，随后各地政府跟随推出投资计划，市场信心得以提振，消费潜力大大激发。一方面，固投、地产投资拉动白酒政务、商务需求升温，高端、次高端白酒最为受益；另一方面，经济回暖提高居民收入水平，高中低价位带均迎来快速扩容。从产业背景来看，由于白酒行业技术和资本门槛相对较低，在高价格、高毛利的利益驱动下各类酒企产能不断扩张，地方政府对酒企的扶持也对其起到了推进作用。

总的来看，这一阶段除了行业自身的发展外，经济发展与政府消费在需求端的拉动起到了非常重要的作用。

图表 34： 我国政府的四万亿政策

四万亿政策推出流程

2008 年 11 月 5 日	国务院常务会议确定了扩大内需的十项措施 正式公布将实施大规模的经济刺激措施，在 2010 年底以前投入总额 4 万亿人民币，用于进一步扩大内需、促进经济增长。
2008 年 11 月 9 日	国家发展改革委有关负责人在回答记者提问时表示，4 万亿元投资计划项目建设进展顺利，中央投资的引导和带动作用持续显现，取得了明显成效。。

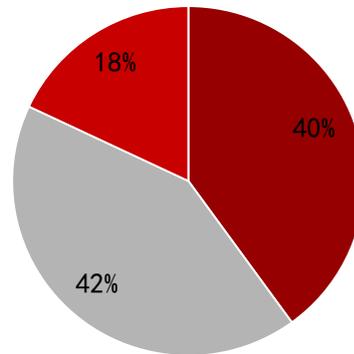
四万亿政策主要内容

一是加快建设保障性安居工程。二是加快农村基础设施建设。三是加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。四是加快医疗卫生、文化教育事业发展。五是加强生态环境建设。六是加快自主创新和结构调整。七是加快地震灾区灾后重建各项工作。八是提高城乡居民收入。九是在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业负担 1200 亿元。十是加大金融对经济增长的支持力度。

资料来源：政府公告，万联证券研究所

图表 35： 2012 年政务消费在白酒消费的占比较大

■ 政务消费 ■ 商务消费 ■ 大众消费



资料来源：尼尔森，万联证券研究所

4.4 2013-2015年：整治三公消费，白酒从高端向低端延伸

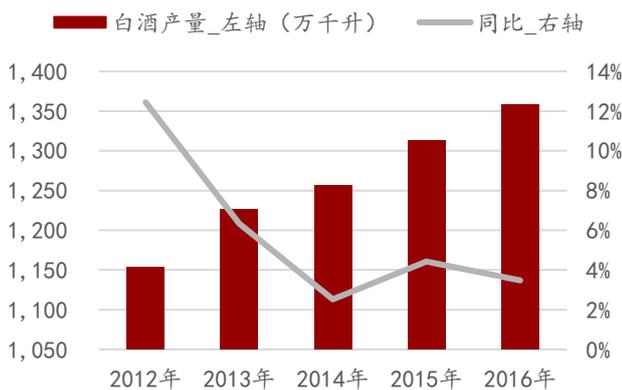
2013-2014年三公消费政策压制，行业产销量开始下降甚至出现负增长。本轮下行周期则主要受制于政策层面的打压。国务院2011年3月要求中央政府公开“三公经费”，2012年4月要求各省级政府公开“三公经费”，高端白酒作为直接限制消费对象受到重创，白酒销售出现断崖式下滑。从经济大环境来看，该阶段我国宏观经济环境并未发生明显变化，GDP增速保持在7%左右，投资活动相对平稳。从产业背景来看，白酒产量增速从此前约20%下降至不足10%，需求恶化更为明显，三公挤出、去库存致使白酒需求大幅萎缩。

图表 36： 2011 年起中央严控三公消费

时间	政策
2011 年 3 月 23 日	国务院常务会议决定，向全国人大常委会报告中央财政决算时，将中央本级“三公”经费支出情况纳入报告内容，拉开了控制“三公”经费的序幕。
2011 年 5 月 4 日	国务院常务会议要求 98 个中央部门要公开 2010 年度“三公”经费决算数和 2011 年“三公”经费预算情况，地方政府及其有关部门要比照中央财政做法，并做好部门预算、“三公”经费等公开工作。
2012 年 4 月 18 日	国务院常务会议要求省级政府两年内全面公开“三公经费”。国务院对 2012 年中央部委“三公经费”的公开做了更为严格的要求，要求部委公开财政部批复的全部预算表格，并细化到款级科目。
2012 年 4 月 26 日	国务院印发 2012 年政府信息公开重点工作安排，明确指推进财政预算决算、“三公”经费和行政经费公开，中央部门要带头加大公开力度，在公开的基础上细化公开内容与“三公”经费的解释说明，各省（区、市）政府要制订“三公”经费公开时间表。
2012 年 6 月 28 日	国务院颁布《机关事务管理条例》，这是首个专门规范机关事务管理活动的行政法规，条例严控“三公经费”规模和比例，对政府采购奢侈品、超标准的服务或者购建豪华办公用房进行了禁止。

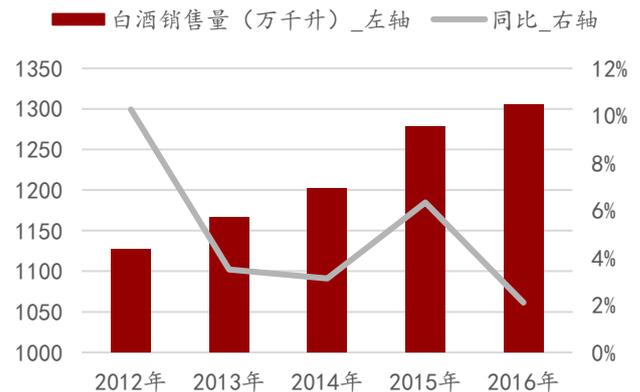
资料来源：政府公告，万联证券研究所

图表 37： 2012-2015 年白酒产量增速下降



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 38： 2012-2015 年白酒销量增速下降

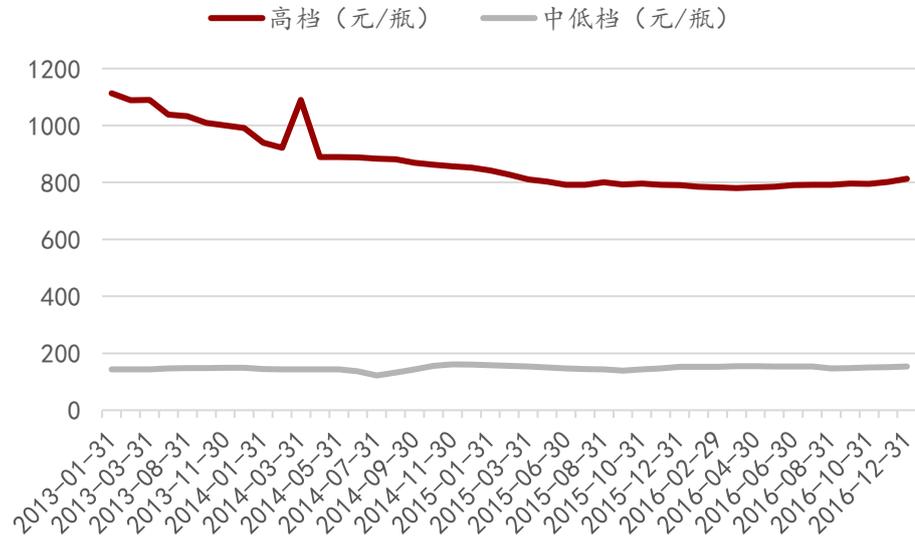


资料来源：Wind，万联证券研究所

高端酒企受到冲击最大，纷纷降价并推出中低端系列产品。政务打压导致高价酒无人购买，市场价格一路下降。2013年12月茅台的“一批价”跌破900元，从每瓶910元降至850元。2012年春节前53度飞天茅台零售价突破2000元，2013年12月在一些超市和酒类专卖店，53度飞天茅台的价格只在1200元上下。在价格下降之后，大量民间需求涌现，从而使高端酒的消费结构开始发生改变。此外，高端酒企主动进行产

品结构调整，推出中端系列产品。五粮液公司推出价位在200元至500元的3款名为头曲、特曲、特曲精选的新酒，茅台推出仁酒、赖茅等中档价位新品，泸州老窖推出窖龄酒等。

图表 39：2012-2015 年高档白酒价格一路下跌

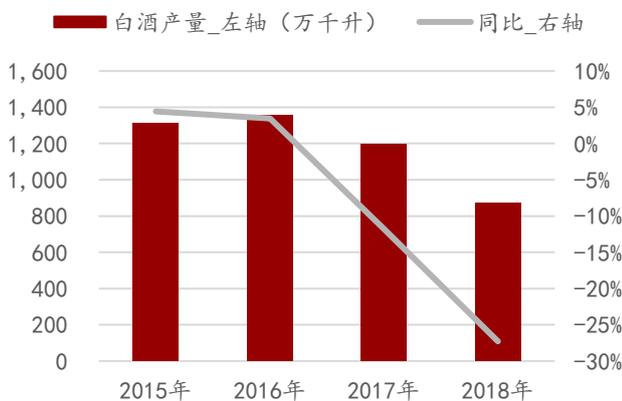


资料来源：Wind，万联证券研究所

4.5 2015年至今：白酒产销总量下降，酒企分化加剧，盈利提升

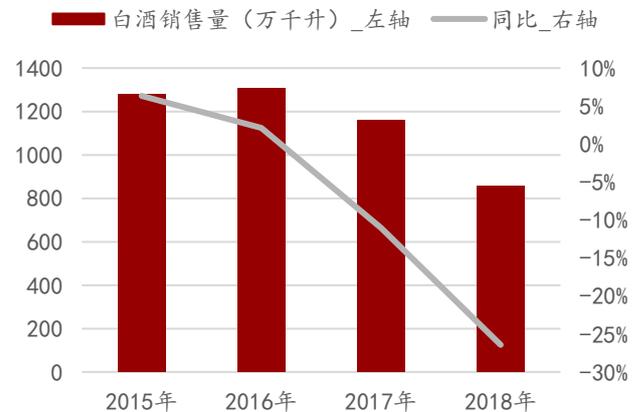
白酒产量进入产销下行阶段。这一阶段宏观经济增长速度有所下降，GDP增速维持在6.5%-7%，投资活动热度下降。从产业背景来看，我国白酒产量进入到产销总量下行阶段，白酒产量从2016年1358万千升减至2018年的817万千升，2019年1-10月进一步减至635万千升。

图表 40：2015 年至今白酒产量逐年下降



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 41：2015 年至今白酒销量逐年下降

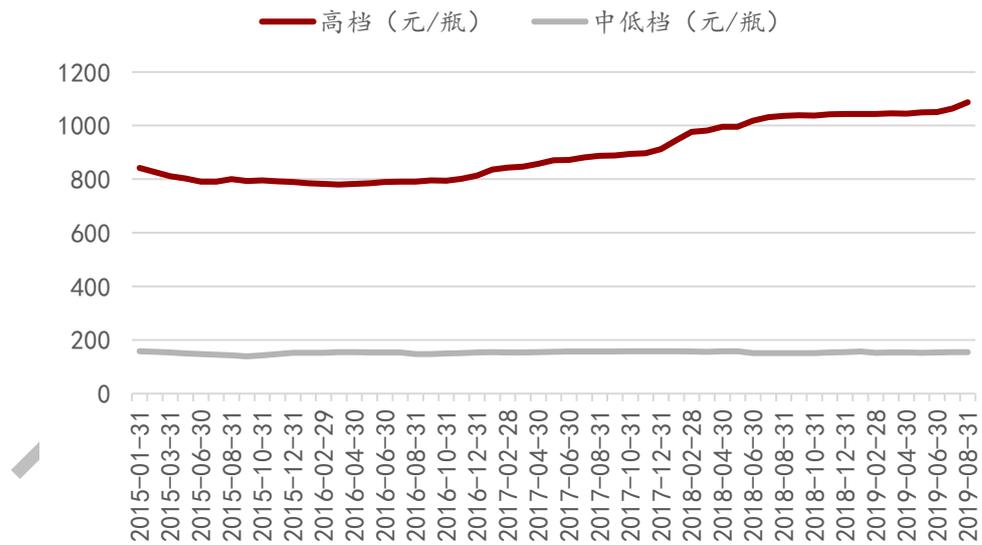


资料来源：Wind，万联证券研究所

高档酒停止降价，开启新一轮涨价周期。与此同时，我国经济结构逐渐转型，消费对GDP的贡献占比增加，居民人均收入快速提升，中高收入人群的数量增加给高端白

酒消费的复苏带来了新的推动力，高档酒停止降价，开启新一轮涨价周期。2015年8月，52度五粮液（普五）的出厂价格由每瓶609元调整到659元，同月，飞天茅台的终端价格从1099元调整到1199元，涨幅近一成。2016年3月，五粮液再次宣布普通出厂价恢复到679元。2016年5月，泸州老窖涨价15%，涨价后38度国窖1573中国品味零售价为1888元，团购价为1450元；52度国窖1573中国品味零售价为2588元，团购价位1980元。2016年7月，茅台的一批价从每瓶850元涨至900元，并于当年8月再次涨至965元，此后一路上涨，2019年茅台一批价已突破2000元。

图表 42：2015 年高档白酒开启新一轮涨价周期



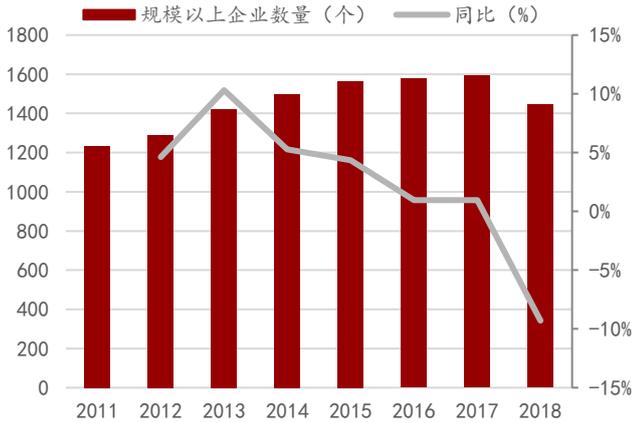
资料来源：Wind，万联证券研究所

行业分化加剧，龙头企业挤压式增长。行业总体规模下降，存量市场竞争加剧。全国名酒开始加快推进品牌，产品，渠道和组织等全方位的市场下沉，极大地挤压了全国大范围的区域性品牌的生存空间，一些中小酒企退出了市场或是被大酒企收购，龙头企业的市场份额逐步扩大。规模以上白酒企业数量从2015年的1563个下降到2018年的1445个。

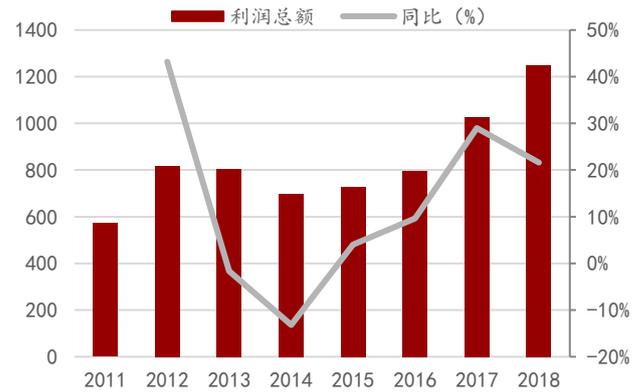
虽然白酒行业整体销售规模下降，但龙头提价以及集中度提升，行业总体盈利能力提升。由于高端白酒提价，以及集中度向头部集中，规模以上酒企的利润总额从2016年的797亿元增加至2018年1251亿元，利润增速重回两位数，2017年、2018年的同比增速分别为29.1%和21.6%。

图表 43：规模以上酒企数量及增长率

图表 44：白酒行业利润总额（亿元）及增长率



资料来源：国家统计局，万联证券研究所



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

5、投资建议

在宏观经济增速下行，以及人口结构老龄化背景下，预计我国白酒消费总量将稳中有降。消费升级在各个消费行业中都在快速发酵，白酒行业也如此，高端白酒由于品牌效应、稀缺性、保值增值性，将进一步挤压中低端白酒的生存空间，集中度提升。

过去几年，高端白酒通过涨价享受了量价齐升，但由于宏观经济增速下行，高端白酒进一步涨价可能面临压力。因此，明年高端白酒龙头，收入增量可能主要来自集中度提升带来的量增，仍将保持相对稳健的增长。

在类滞胀的宏观环境，以及外资持续流入的大背景下，白酒仍是市场偏好的板块。维持行业“强于大市”投资评级，建议重点关注高端及次高端白酒龙头企业。

6、风险提示

- 1、政策变动导致对白酒行业不利风险：白酒行业对政策敏感度高，过热之后往往面临政策打压，需关注政策变动的风险；
- 2、宏观经济下行导致需求不及预期风险：白酒消费与宏观经济相关度高，如果宏观经济进一步下行，白酒消费总量下降幅度可能超过龙头集中度提升所带来的销量提升幅度；
- 3、高端白酒价格下降风险：宏观经济进一步下降可能导致高端白酒价格出现下降。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场