

食品饮料

行业深度分析

鸡尾酒系列报告---以日为鉴，探讨推动鸡尾酒发展的因素

投资评级

领先大市-B 维持

投资要点

- ◆ **报告初衷：** 在我们上一篇百润的深度报告中，我们认为我国的鸡尾酒市场（尤其是 RTD）尚处于发展的初期，行业发展不完善不充分。为了更好的理解鸡尾酒的发展路径，进一步刻画鸡尾酒与其它酒类的版图对比，我们选取了日本作为样本市场进行深入的探寻，希望通过日本 RTD 市场发展总结归纳 RTD 销量增长的动因；对理解国内 RTD 市场的发展给予一定借鉴。
- ◆ **日本的酒类消费现状：**（1）总销量从 1970 年的 490 万千升提升到 1994 年的 964 万千升，主要系啤酒消费量快速增长的带动；（2）1994-2005 年销量维持 900 万千升左右，1994 年啤酒消费量到达峰值后开始下降，以此同时跟啤酒风味类似的发泡酒快速崛起，一定程度上对冲啤酒的下滑，整体酒的消费量呈现平稳增长的态势。（3）酒销量从 2005 年 900 万千升逐步下降到 2018 年 820 万千升水平，发泡酒从 2003 年以后销量放缓回落，清酒、烧酒、威士忌皆处于下滑的态势，但同期鸡尾酒呈现出逆市的增长，因此酒量下滑增速也较为平缓。
- ◆ **价格和消费场景是主要影响因素：**（1）清酒由于工艺复杂，售价较高，并不常出现在日本人的日常消费饮用场合；（2）威士忌由于税负和产量较少的因素，终端售价高，收藏的属性凸显，随着人均消费量的下降而下降；（3）烧酒有多种多样的饮用方式，但度数较高，在日常佐餐饮用的场合饮用频次会比啤酒少，随着 RTD 兴起，多样化的口味逐步替代了烧酒销量；（4）啤酒工艺简单，生产周期短，双重定位于餐饮端和家庭端的饮用场景，近几十年来始终销量第一，但相对税负较高，对应终端零售价较高，因此巨头啤酒厂商们逐渐增加发泡酒（第三类型啤酒）和利口酒的生产与销售，人均啤酒消费量也呈现逐年的下滑
- ◆ **日本 RTD 主要得益于物美价廉的产品和家庭消费场景：**随着人口老龄化的加剧和宅需求的逐步发展，日本的酒精饮料 80% 消费聚在非即饮渠道，在外就餐中的饮酒开销也在逐步的下降，家庭渠道在逐渐扩容。鸡尾酒的定价比啤酒、发泡酒还更低，而且低酒精度，拥有多种多样的口味，可以用于各种家庭饮用场合，满足不同的细分市场的需求，获得了消费者的青睐；尤其在三得利、麒麟、朝日等啤酒巨头厂商的加入，更好的推动了 RTD 市场的发展。
- ◆ **风险提示：** 税负增加、食品安全问题、市场需求疲软、行业竞争加剧

| 首选股票 | 评级 |
|-------------|------|
| 002568 百润股份 | 买入-B |

一年行业表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -0.48 | 10.01 | 32.52 |
| 绝对收益 | -1.06 | 24.38 | 51.72 |

分析师

 陈振志
 SAC 执业证书编号：S0910519110001
 chenzhenzhi@huajinsec.cn
 021-20377051

报告联系人

 王颖洁
 wangyingjie@huajinsec.cn
 021-20377191

相关报告

- 食品饮料：抓边际改善，守业绩确定 2020-06-17
- 食品饮料：需求逐步回暖，二季度改善可期 2020-05-03
- 食品饮料：宅居推动养宠线上消费，宠物经济持续扩张逻辑不改 2020-02-11
- 食品饮料：食品饮料消费中的“宅”趋势 2020-02-09
- 白酒：白酒行业快报 2019-12-04

内容目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 报告核心内容..... | 4 |
| 一、日本的酒文化与发展现状..... | 4 |
| 二、价格和消费场景是影响日本酒类消费的重要因素..... | 8 |
| 1、经济低迷，价格和税负成为影响消费的重要因素..... | 8 |
| 3、人口结构和收入结构的变化负面影响酒类的销售..... | 10 |
| 4、消费场景是影响酒类消费最主要的因素..... | 12 |
| 三、日本 RTD 逆市上涨主要得益于价格和切入场景..... | 14 |
| 1、鸡尾酒匹配经济能力的价格，消费效用增长..... | 14 |
| 2、鸡尾酒适应生活趋势的消费场景是主要因素..... | 15 |
| 3、巨头厂商发力适应鸡尾酒市场上升的趋势..... | 17 |
| 4、人口结构和性别并不是决定 RTD 增长的重要因素..... | 18 |
| 5、从人均消费量和税负角度看 RTD 还有增长空间..... | 19 |
| 四、总结..... | 19 |
| 六、风险提示..... | 20 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1：日本酒消费量的发展阶段（酒消费量单位：千 KL）..... | 6 |
| 图 2：日本清酒的年产销量（单位：万千升）..... | 6 |
| 图 3：日本啤酒的年产销量（单位：万千升）..... | 6 |
| 图 4：日本发泡酒的年产销量（单位：万千升）..... | 7 |
| 图 5：日本烧酒的年产销量（单位：万千升）..... | 7 |
| 图 6：日本利口酒的产销量（单位：万千升）..... | 7 |
| 图 7：鸡尾酒销量占利口酒的比重%..... | 7 |
| 图 8：日本酒的总消费量及人口总数变化..... | 8 |
| 图 9：日本酒的人均消费量（单位：L/人）..... | 8 |
| 图 10：日本 GDP 及增速%（单位：亿美元）..... | 8 |
| 图 11：日本分年龄段劳动人口数量..... | 11 |
| 图 12：日本各年龄段的失业率%..... | 11 |
| 图 13：具有饮酒习惯的人群比例（2016 年）..... | 12 |
| 图 14：日本主力饮酒人群的人口占比..... | 12 |
| 图 15：日本清酒和酒器[枡]..... | 12 |
| 图 16：清酒饮用温度..... | 12 |
| 图 17：日本啤酒广告宣传..... | 13 |
| 图 18：2018 年全国主要酒类人均消费量（单位：L/人）..... | 13 |
| 图 19：日本冲绳县特产的烧酒品种（泡盛）..... | 13 |
| 图 20：烧酒和鸡尾酒的人均消费量对比（单位：L/人）..... | 13 |
| 图 21：日本各种酒类 2009-2019 年的复合增长率..... | 14 |
| 图 22：日本鸡尾酒总销量（单位：万千升）..... | 14 |
| 图 23：2017-2019 年日本单户消费支出（单位：万日元）..... | 14 |
| 图 24：2017-2019 年日本家庭消费支出（单位：万日元）..... | 14 |
| 图 25：日本人认为为保持健康而需要注意的事件问卷调查..... | 15 |
| 图 26：日本酒精消费主要集中在非即饮渠道..... | 15 |

| | |
|---|----|
| 图 27: 日本消费者在外饮酒人均开销 (单位: 日元) | 15 |
| 图 28: 2012-18 年近一个月在家购买饮用的酒种占比 | 16 |
| 图 29: 在家饮用低酒精 RTD 的人数占比 | 16 |
| 图 30: 日本主要城市 2018 年的酒类人均消费量 (单位: L/人) | 16 |
| 图 31: 调查问题<在家中增加饮用 RTD 的原因> | 17 |
| 图 32: 2019 年居家就餐饮用酒类的人数占比 | 17 |
| 图 33: 主要酒品类的应税数量变化 (单位: 万千升) | 17 |
| 图 34: 朝日集团的 RTD 销售收入 (单位: 十亿日元) 及占比 | 17 |
| 图 35: 2018 年日本预调酒的市占率%..... | 18 |
| 图 36: 2018 年日本预调鸡尾酒主要品牌销量市占率%..... | 18 |
| 图 37: 不同年龄段近期购买鸡尾酒的人数调查..... | 18 |
| 图 38: 不同年龄段消费者的年均鸡尾酒消费金额 (单位: 日元) | 18 |
| 图 39: 不同性别消费者的年均鸡尾酒消费金额 (单位: 日元) | 19 |
| 图 40: 2017-2019 年分年龄段鸡尾酒年均消费支出增长率%..... | 19 |
| 图 41: 日本主要酒种类的全国人均消费量 (L/人) | 19 |
| 图 42: 日本鸡尾酒和啤酒的应纳税额 (单位: 亿日元) | 19 |
| | |
| 表 1: 日本现有酒的分类..... | 5 |
| 表 2: 2019 年日本主要酒品类的典型零售价 | 9 |
| 表 3: 清酒酿造工艺及分类 | 9 |
| 表 4: 日本不同酒类的酒税负担率%及税负..... | 10 |
| 表 5: 2003 年日本酒税的修订 | 10 |

报告核心内容

17 世纪初期，鸡尾酒在美国诞生。19 世纪末至 20 世纪初，鸡尾酒还只是在美国国内流行，当时的鸡尾酒酒度较高，专属于美国上流社会男士们的饮品；而在 20 年代的禁酒时期，酒厂关门，酒吧歇业，人们对酒的饮用需求逐渐转向鸡尾酒，随着辅料的增长和酒度的降低，女士们也成为了鸡尾酒的消费者，禁酒时期反倒成了鸡尾酒发展的黄金时代，一大批美国鸡尾酒调酒师到欧洲去发展，鸡尾酒很快在欧洲大地广为流传，随后进入了亚洲，传入日本。随着一百多年的发展，日本成为亚洲地区预调鸡尾酒最为成熟的市场。

在上一篇百润的深度报告中，我们认为我国 RTD 市场尚处于发展的初期，行业发展不完善不充分。为了更好的理解鸡尾酒的发展路径，进一步刻画鸡尾酒与其它酒类的版图对比，我们选取了日本作为样本市场进行深入的探寻，希望通过日本 RTD 市场发展总结归纳 RTD 销量增长的动因；以及对国内 RTD，能否有一定的借鉴意义。全文最主要解答了如下的问题：

● 日本酒消费量的特点？

日本是酒文化盛行的国家。过去随着经济上升，消费量有所上升；而在当前经济降速平稳发展后，随着人口数量的下降，整体酒类的消费量是逐年下降，其中不同酒类的消费量有所承接和替代。

● 清酒被誉为日本国酒，啤酒的产销量几十年维持第一的状态，为什么都逐年下滑？

清酒由于工艺复杂，终端售价相对较高，并不常出现在日本人的日常饮用中。在日本经济增速放缓的趋势下，人均酒类销量是有所下降的，消费者因此更愿意饮用性价比较高的品类来满足对于酒精的需求。啤酒工艺简单，生产周期短，双重定位于餐饮端和家庭端的饮用场景，近几十年来始终销量第一，但相对税负较高，终端零售价格也相对较高，巨头啤酒厂商们逐渐增加发泡酒（第三类型啤酒）和利口酒（鸡尾酒为主）的生产和销售，人均啤酒消费量也呈现逐年的下滑。

● 鸡尾酒作为舶来品，为什么在日本发展势头越来越猛？

一方面传统酒类的销量下滑带来了较大的替代空间，目前鸡尾酒的销量与啤酒销量基本相当，但税负约是啤酒的一半；另一方面，随着外卖增加，家庭端消费增加，鸡尾酒依靠相对便宜的价格和丰富多样的口味占据越来越多的家庭消费场景，不论年龄段对于鸡尾酒的消费都有所增加，认可度提升。

一、日本的酒文化与发展现状

日本酒文化盛行，饮酒习惯由来已久。根据记载，约 2000 多年前，江浙一带的大米种植技术和以大米为原料的酿酒技术传播到了日本，日本的造酒文化由此产生。现存关于日本历史的最早记载，是《三国志·魏书》“东夷传”中的“倭人”部分——日本人叫《魏志倭人传》的书，其中对上古时代的日本人并没有特别翔实的第一手资料，但却已经有了“人性嗜酒”的记载，并且指出在办丧事时，日本人有聚众“歌舞饮酒”的习俗。因此，从很早开始，饮酒对于当地人或是一种生活的手段，或是一种关系的桥梁，或是一种情绪宣泄的方式，亦或是一种利益交易的纽带。

过去，主要的酒类别包括：清酒，浊酒，烧酒，泡盛，其中又以“清酒”和“烧酒”最为有名。随着啤酒、威士忌、鸡尾酒等舶来品的进驻，日本现在的酒类多种多样。

表 1：日本现有酒的分类

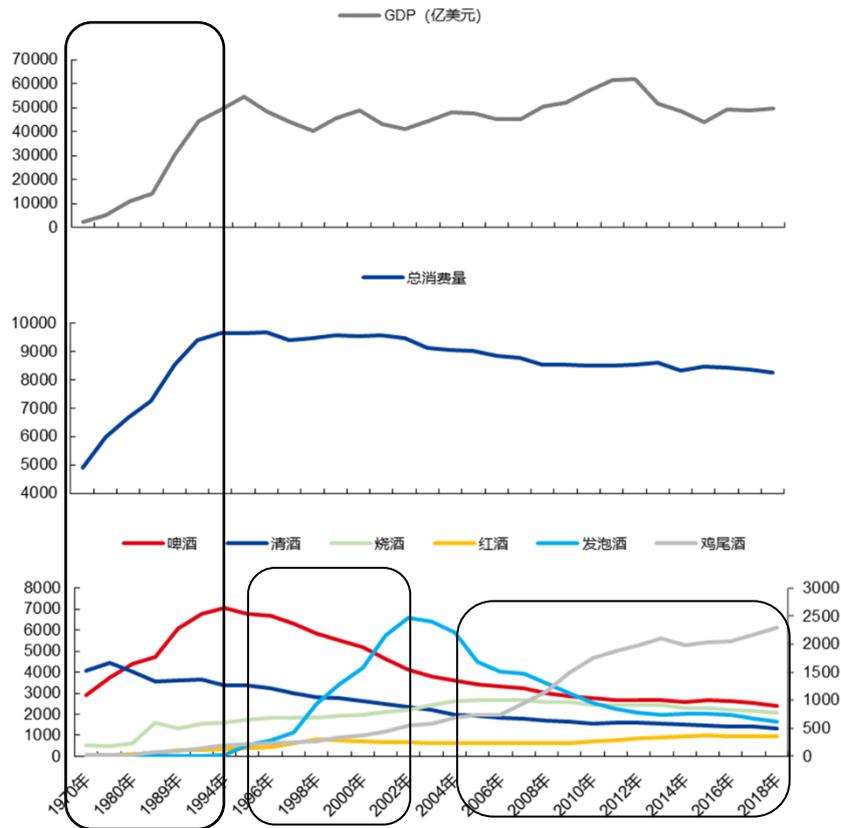
| 品目 | 定义概要 | 酒精度 |
|--------|--|-------------|
| 清酒 | 由大米、米曲和水为原料发酵而成 | <22° |
| 合成清酒 | 由酒精、烧酒、清酒、葡萄糖和内阁令指定原料制成 | [5° , 16°] |
| 连续式蒸馏酒 | 通过连续蒸馏机蒸馏出来 | <26° |
| 单式蒸馏酒 | 通过连续蒸馏及以外的蒸馏机蒸馏 | <45° |
| 酎酒（米酒） | 有大米、米曲、烧酒或酒精过滤而成 | <15° |
| 啤酒 | 由麦芽、啤酒花和水发酵而成或由麦芽、啤酒花、水、小麦和其他政府定义的原料发酵而成 | <20° |
| 果实酒 | 由水果发酵而成通过在水果中添加糖来发酵 | <15° |
| 甜味果实酒 | 果酒与糖或白兰地混合 | -- |
| 威士忌 | 从发芽的大米和水中糖发酵的含酒精蒸馏物 | -- |
| 白兰地 | 从水果或水果和水中发酵出来的含酒精的蒸馏物 | -- |
| 原料用酒 | 蒸馏酒精 | >45° |
| 发泡酒 | 以小麦、麦芽作为原料的酒，具有泡腾型 | <20° |
| 其他酿造酒 | 以谷物和糖等发酵而成 | <20° |
| 烈酒 | 不含上述仍和一种且提取物含量低于 2 度的酒精饮料 | -- |
| 利口酒 | 基酒加入果汁和糖浆再浸泡各种水果或香料植物制成 | >2° |
| 粉末酒 | 可溶解于 1 度或更高度数酒精饮料中的粉末状物质 | -- |
| 杂酒 | 不属于上述任何一项的含酒精饮料 | -- |

资料来源：日本国税厅、华金证券研究所

我们梳理 20 世纪中期至今的日本酒消费量情况，总结最大的消费特点是**随着经济上升，消费量有所上升；而在经济降速平稳发展后，随着人口数量的下降，整体酒类的消费量是逐年下降，其中不同酒类的消费量有所承接和替代。**

- **快速上升阶段（1970-1994 年）：**总消费量从 1970 年的 490 万千升提升到 1994 年的 964 万千升，主要系啤酒消费量快速增长的带动；而清酒整体处于下滑的态势。
- **平缓过渡阶段（1994-2005 年）：**啤酒消费量到达峰值后开始下降，但是以此同时，跟啤酒风味类似的发泡酒快速崛起，一定程度上对冲了啤酒消费量的下滑，整体酒类的消费量呈现平稳增长的态势。在此阶段清酒消费量依然处于下行轨道。
- **逐步下降阶段（2005 年至今）：**随着发泡酒的销量也开始回落，总消费量逐步下滑，从 2005 年的 900 万千升逐步下降到 2018 年的 820 万千升水平。同期，鸡尾酒呈现出逆市的增长，消费量逐年走高。

图 1：日本酒消费量的发展阶段（酒消费量单位：千 KL）

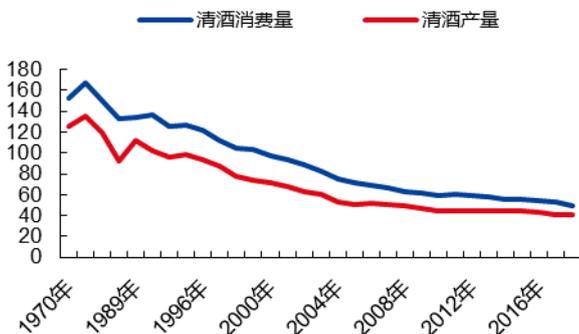


资料来源：wind、日本国家统计局、华金证券研究所

分酒类来看产销量的变化：

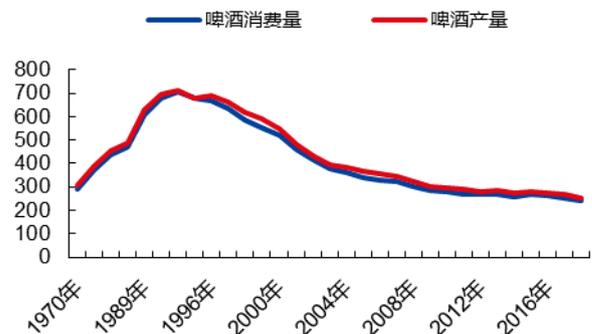
- 清酒的产销量相比五十年前下滑超过 200%。截至 2018 年，清酒产量 41 万千升，仅为 1970 年产量的三分之一；销量 49 万千升，相比 1970 年消费量下滑超过 200%。
- 啤酒的产销量最大，从 1994 年开始下滑。截至 2018 年，啤酒的产量 254 万千升，相比峰值同比下降 179%，销量 239 万千升，相比峰值消费量下降 195%。

图 2：日本清酒的年产销量（单位：万千升）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

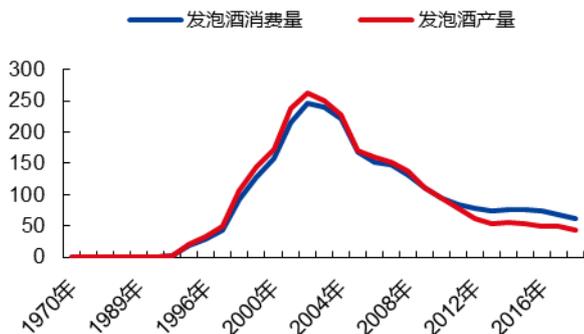
图 3：日本啤酒的年产销量（单位：万千升）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

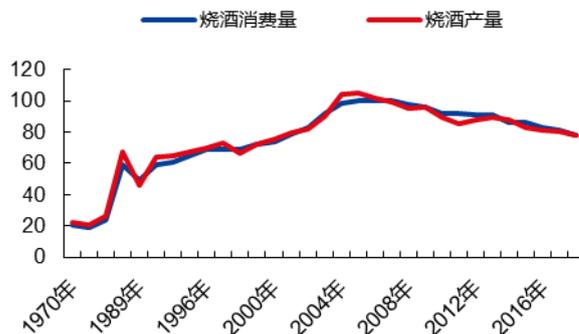
- 发泡酒从 1994 年上升，2003 年开始下降。截至 2018 年，发泡酒的产量 42 万千升，相比峰值同比下降 522%，销量 62 万千升，相比峰值消费量下降 298%。
- 烧酒呈现缓慢下降的趋势。截至 2018 年，烧酒的产量 78 万千升，相比峰值同比下降 35%，销量 78 万千升，相比峰值消费量下降 29%。

图 4：日本发泡酒的年产销量（单位：万千升）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

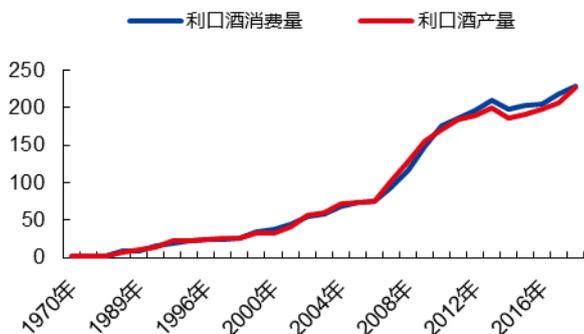
图 5：日本烧酒的年产销量（单位：万千升）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

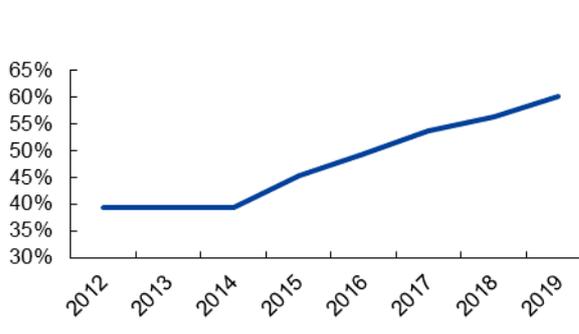
- 利口酒呈现逆市上升的趋势。截至 2018 年，利口酒的产量 227 万千升，销量 229 万千升，从 1970 年-2018 年的年均复合增长率分别为 9%和 11%。利口酒主要以鸡尾酒为主，按照三得利的统计 2019 年 RTD 的销量占利口酒的约 60%。

图 6：日本利口酒的产销量（单位：万千升）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

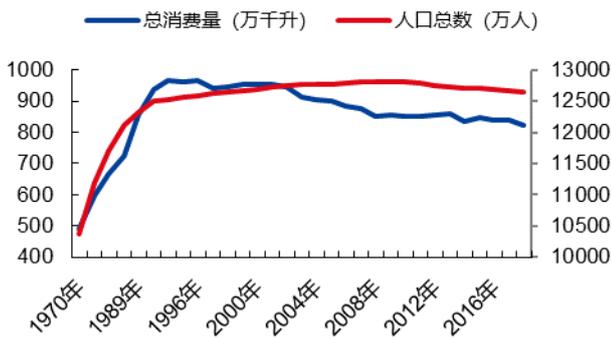
图 7：鸡尾酒销量占利口酒的比重%



资料来源：日本国家统计局、三得利官网、华金证券研究所

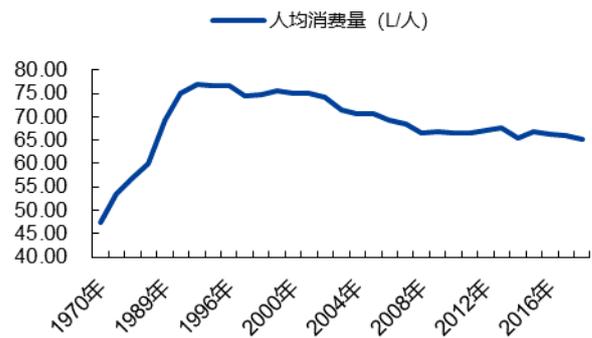
在这段发展期间，日本人口数量从 1970 年开始快速增长，而后进入了人口相对稳定阶段；相对应，酒的人均消费量稳定向下，到 2018 年日本酒的人均消费量为 65L，相对历史最高人均消费量 75L 下降了 16%。

图 8：日本酒的总消费量及人口总数变化



资料来源：wind、华金证券研究所

图 9：日本酒的人均消费量（单位：L/人）



资料来源：wind、华金证券研究所

二、价格和消费场景是影响日本酒类消费的重要因素

日本的传统酒以清酒和烧酒为主要品类，清酒在日语中命名为“日本酒”，国酒地位显著，而烧酒作为日本自有的蒸馏酒也是夸耀于世界。但到明治维新运动以后，全盘西化风潮席卷日本，“舶来品”啤酒进驻市场，受到当地人的普遍欢迎；一战后欧美真正的烈酒威士忌输入日本，获得一众消费者的喜欢，尤其是中产阶级成为主流消费群体，葡萄酒在逐渐在站稳脚跟。

但是随着日本的消费升级趋势继续演变，在文化、经济、人口、价格等综合影响下，无论是传统的还是舶来品酒类均表现不同程度的下滑。

1、经济低迷，价格和税负成为影响消费的重要因素

90年代以来随着房地产泡沫破灭，日本国内的经济环境发生了明显变化，过去经济高速增长态势戛然而止；近年来日本进入“失去的30年”，从1990年至2019年GDP年均增速约1.6%，接近零增长。在经济相对不景气的情况下，居民的消费能力和信心均受到较大的影响，消费理念逐渐归于理性，对于酒精饮料的需求使得居民更愿意选择性价比较高的酒类，导致人均饮酒量也在下降。经济不景气是造成人们对酒类消费需求下降的因素之一。

图 10：日本 GDP 及增速%（单位：亿美元）



资料来源：wind、华金证券研究所

从单价角度，威士忌和清酒是零售价最高的两大酒类。日产威士忌整体产量较低，但是这十几年随着日本威士忌在各场世界威士忌大赛上大放异彩，急剧增加的收藏需求推高了日威的价格，塑造成品质、稀有和奢华的酒象征。就清酒而言，在日语中清酒名为“日本酒”，传统制造工艺复杂，比如清酒要求将优质稻米表面磨掉七成只剩米芯才能符合要求、而酵母则需要由日本酿造协会指定种类等，对于米、水质、酒曲、时间、温度有高要求，酿造出来的清酒具备高品质但对生产成本高昂，零售价格居高不下。在经济低迷的阶段，士忌和清酒相对昂贵的价格没有性价比，逐渐失去了大众市场，是造成产销量下滑的因素之一。

表 2：2019 年日本主要酒品类的典型零售价

| 品类\区分 | 容量 ml | 酒精含量% | 典型零售价（日元） |
|--------|-------|-------|-----------|
| 啤酒 | 350 | 5.0 | 228 |
| 发泡酒 | 350 | 5.5 | 168 |
| 利口酒 | 350 | 5.0 | 147 |
| 清酒 | 1800 | 15.0 | 400 |
| 果实酒 | 720 | 11.0 | 315 |
| 连续蒸馏烧酒 | 1800 | 25.0 | 294 |
| 单式蒸馏烧酒 | 1800 | 25.0 | 365 |
| 威士忌 | 700 | 43.0 | 1034 |

资料来源：三得利官网、华金证券研究所（注：零售价皆换算成 350ml 的价格）

表 3：清酒酿造工艺及分类

| 特定名称 | 使用原料 | 精米率 | 发酵米使用率 | 香味等其他条件 |
|--------|-----------|--------------------|--------|-------------------|
| 吟酿酒 | 米，米曲，酿造酒精 | 60%以下 | 15%以上 | 吟酿造酒，独特的风味，色泽良好 |
| 大吟酿酒 | 米，米曲，酿造酒精 | 50%以下 | 15%以上 | 吟酿造酒，独特的风味，色泽特别良好 |
| 纯米酒 | 米，米曲 | - | 15%以上 | 香味、色泽好 |
| 纯米吟酿酒 | 米，米曲 | 60%以下 | 15%以上 | 吟酿造酒，独特的风味，色泽良好 |
| 纯米大吟酿酒 | 米，米曲 | 50%以下 | 15%以上 | 吟酿造酒，独特的风味，色泽特别良好 |
| 特级纯米酒 | 米，米曲 | 60%以下或有特殊酿造方法（需注明） | 15%以上 | 香味、色泽特别好 |
| 本酿造酒 | 米，米曲，酿造酒精 | 70%以下 | 15%以上 | 香味、色泽好 |
| 特级本酿造酒 | 米，米曲，酿造酒精 | 60%以下或有特殊酿造方法（需注明） | 15%以上 | 香味、色泽特别好 |

资料来源：日本统计局、华金证券研究所

较高的税负是造成啤酒的产销量下滑的主要因素之一。早在 17 世纪初日本就有啤酒的记录，相较于其它酒类，日本对于啤酒的制造工艺更为简单直接，生产周期较短，能够工厂批量生产，啤酒的产销量一直处于上升态势，1994 年达到消费量峰值 705 万千升。但随着税负的加重（根据日本国税厅的定义，啤酒为“麦芽含量在 67%以上”的酒精饮料，高麦芽比率对应更高的税负），在酒品类中，啤酒的税负仅次于威士忌和烧酒，但是消费量是后者的几十倍之多，高额税费对生产者和消费者都产生了不小的压力。

表 4：日本不同酒类的酒税负担率%及税负

| 品类 | 容量 ml | 酒精含量% | 酒税负担率% | 2000-02 年酒 税 (日元/L) | 2003-05 年酒 税 (日元/L) | 2006-20.9 酒 税 (日元/L) | 2020.10-2023.9 酒税 (日元/L) |
|-----|-------|-------|--------|------------------------|------------------------|-------------------------|-----------------------------|
| 啤酒 | 633 | 5.0 | 47.3 | 222 | 220 | 220 | 200 |
| | 350 | 5.0 | 42.9 | | | | |
| 发泡酒 | 350 | 5.5 | 37.1 | 160 | 178 | 177 | 136 |
| 利口酒 | 350 | 5.0 | 28.1 | 119 | 119 | 120 | 120 |
| 清酒 | 1800 | 15.0 | 19.6 | 140 | 124 | 120 | 110 |
| 果实酒 | 720 | 11.0 | 18.0 | 50 | 70 | 80 | 90 |
| 烧酒 | 1800 | 25.0 | 38.9 | 235 | 235 | 200 | 200 |
| 威士忌 | 700 | 43.0 | 23.6 | 401 | 401 | 370 | 370 |

资料来源：三得利官网、日本国税厅、华金证券研究所（注：发泡酒、威士忌根据不同麦芽度和度数税负不同，在这主要取了均值）

再看 20 世纪 90 年代以后逐渐崛起的发泡酒，其口感和味道都与啤酒相近，是在啤酒厂商因为高企的税负增达压力后，另辟蹊径开发的，又称之为“第三新型啤酒”。因为原材料中并不适用麦芽，从而降低了麦芽度，酒税也相对减少。发泡酒刚推出时候销量并不好，但是随着 1994 年三得利推出“Hop's Draft”发泡酒，其它厂商逐渐效仿，将发泡酒的口味丰富化，先在女性和对啤酒要求度较低的人群里获得了较高的接受度，逐渐市场扩大，承接了部分啤酒的消费者。而 2003 年因为酒税的修订，政府提高了发泡酒的税收，也是导致发泡酒后续销量下滑的因素之一。

表 5：2003 年日本酒税的修订

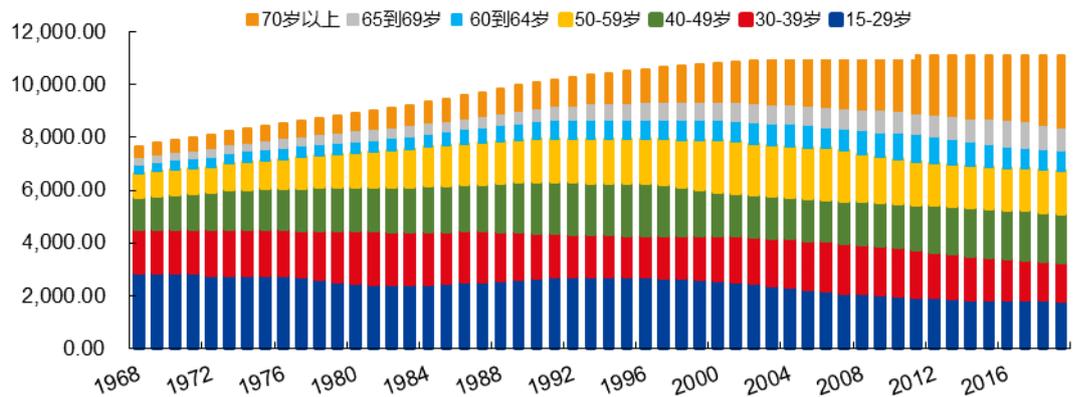
| 单位 (日元/L) | 现行 | 改正后 | 增税额 |
|------------------------|-----|-----|-----|
| 发泡酒 (麦芽比率 25%以下) | 105 | 134 | 29 |
| 发泡酒 (麦芽比率 25%以上 50%以下) | 153 | 178 | 25 |
| 红酒 | 57 | 70 | 14 |

资料来源：日本国税厅、华金证券研究所

3、人口结构和收入结构的变化负面影响酒类的销售

人口老龄化趋势加剧：在 1970 年之前日本的老年人口 (定义 65 岁以上) 的占比不到 10%，总人口数量趋缓上升的过程中，老年人口的占比则在逐年走高；联合国将 65 岁以上的人口超过 14.3% 的国家称为“老年社会”，日本则在 1990 年开始步入老年社会，截至 2019 年日本人口的老年人口占比 32.3%，其中 70 岁以上的人口占比达到 24.3%。

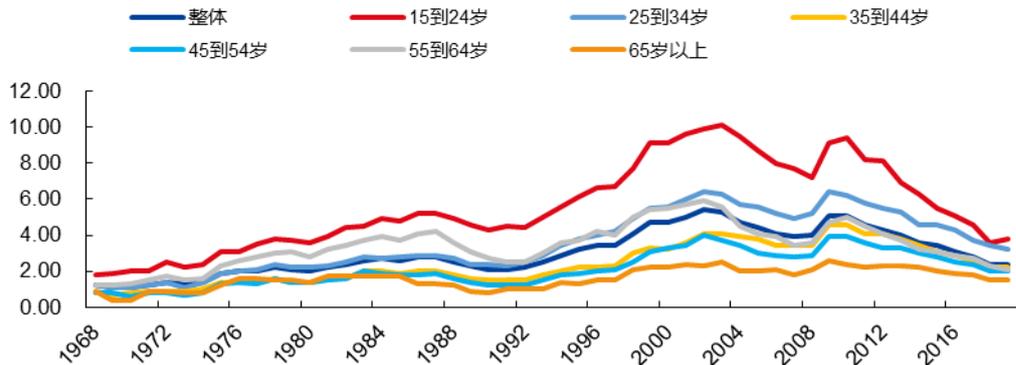
图 11: 日本分年龄段劳动人口数量



资料来源: wind、华金证券研究所

年轻人口高失业率:从日本经济泡沫破灭后,平均失业率从 2.1% 一路提升到 2002 年的 5.4%, 此后在这个区间震荡;从各年龄段来看, 15-24 岁、25-34 岁的年轻人失业率远高于整体平均水平, 15-24 岁的失业率最高达到 10.1%。经济结构的变化导致居民收入结构也在变化, 日本市场除了体现上述的老龄化情况以外, 还存在有年轻人口高失业率的就业结构。

图 12: 日本各年龄段的失业率%

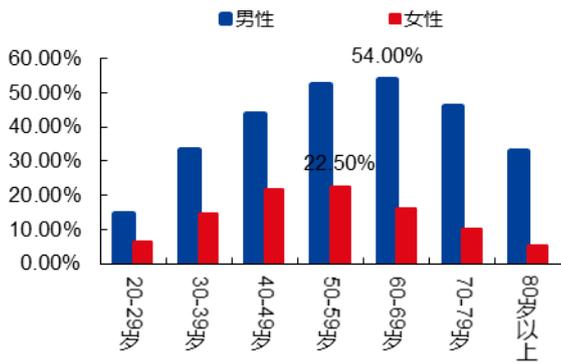


资料来源: wind、华金证券研究所

老龄化人口结构和高失业的年轻人造就日本的主力酒精消费人均更加集中在中年和老年群体中, 根据日本总务省的调查结果显示年龄大的比年龄小的更具有饮酒习惯, 而且男性相对女性普遍有更高的饮酒量。

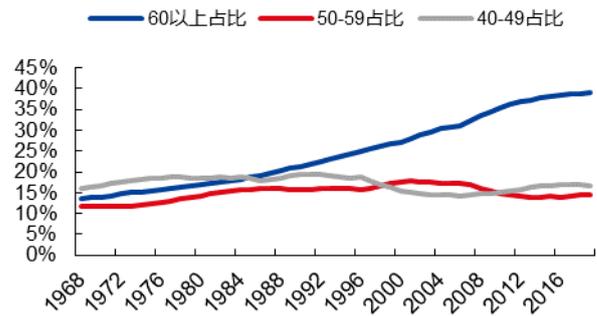
以人群的年龄段划分, 饮酒习惯占比最高的男性是 50 岁-69 岁区间, 而女性是在 40 岁-59 岁区间, 通过人口占比分析发现, 40-49 及 50-59 区间的人口占比整体呈现缓慢下行趋势, 40-49 岁的占比从最高 19.5% 下降到 16.7%, 50-59 岁的占比从最高的 17.7% 下降到 14.6%, 主力酒精消费人群的占比逐年下降, 而且这几十年随着失业率的提高, 整体主力消费人群的经济实力相比也是下降的。

图 13: 具有饮酒习惯的人群比例 (2016 年)



资料来源: 日本总务省、华金证券研究所

图 14: 日本主力饮酒人群的人口占比



资料来源: wind、华金证券研究所

因此在日本, 主力酒精消费者的人口数量下降, 整体的经济实力并没有上升, 是导致整体的消费量下降的因素之一, 日本消费者也更加偏向于性价比、低价化的产品。

4、消费场景是影响酒类消费最主要的因素

经济影响消费者购买的偏好, 除了表现在性价比方面, 还有场景方面。在日本经济高速增长时期成长起来的一代, 他们并未经历过过去的战乱, 家里生活条件相对较为宽松和宽裕, 他们更不受固有观念的束缚能够接受新事物新场景, 同时自身也对产品有偏好, 厂商通过场景的挖掘和培养, 通过场景的落地将产品传送到消费端, 达到与消费者最有效的沟通, 从而抢夺更多的机会。我们认为场景对于消费者的消费行为和达成销量是最主要的影响变量。

在最早期, 清酒是属于皇家用酒, 大多用在宗教仪式、盛大庆典等场合, 享用的人群都是王公贵族武士。而且清酒工艺复杂, 价格较为昂贵, 如今大部分的饮用场景在附庸风雅的高级餐厅、传统的订婚场景、逢年过节时送礼等情况, 对待清酒态度是尊重, 虽然日本人喝酒逐渐追求喝法的多样化, 但是清酒喝法较少, 以喝纯清酒为主。使用场景的限制, 清酒日常饮用量较低, 也助推清酒的产销量逐年下滑。

图 15: 日本清酒和酒器[枀]



资料来源: 搜狐网、华金证券研究所 (枀“ます”, 念 masu, 是盛装清酒杯的器具, 其中的酒也是可以饮用的)

图 16: 清酒饮用温度

| 清酒饮用温度 | |
|----------------------|-------------------------|
| 酒标术语 | 饮温 |
| A 普通造、纯米造、本酿造 | 冷、热、室温饮皆可 (10-45 摄氏度皆可) |
| A 特别、纯米特别、大吟酿、纯米大吟酿 | 冷饮或室温饮 (15-20 摄氏度最佳) |
| B 生煎、山椒 | 热饮最佳、室温及冷饮亦可 |
| 日生造、生糟造、生造、生汇存、自然、活性 | 冷饮最佳、室温亦可、不能热饮 |

室温是指20摄氏度。若酒标上同时有A项目的词语和B项目的词语, 则以项目的优先级。比如“大吟酿”“本酿造”“冷”“活性”等, “山椒”“生”等, 则可以室温饮用。

资料来源: 搜狐网、华金证券研究所

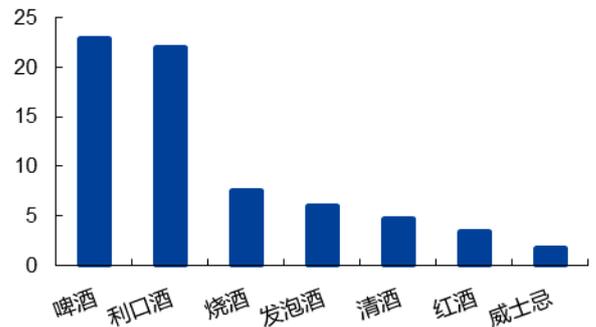
相反，啤酒的应用场景则丰富多样，尤其是浓厚的口感适合搭配油分较多的日餐；厂商通过广告的宣传，比如选出各个年龄层受欢迎的艺人来代言或者合体代言，通过多种多样的宣传覆盖更多的受众群体和不同的消费场景。根据三得利的调研数据显示，人们在家自行购买并饮用的酒种中，啤酒也处于首位；而且在日本大众餐厅如居酒屋、烧肉店、拉面馆等等，啤酒是用餐的首选。根据日本统计局数据，2018年全国平均的人均酒消费量中最高的是啤酒 22.9L/人，远高于烧酒、清酒、威士忌等酒类。

图 17：日本啤酒广告宣传



资料来源：知乎@艾菲趣日本、华金证券研究所

图 18：2018 年全国主要酒类人均消费量（单位：L/人）



资料来源：日本统计局、华金证券研究所

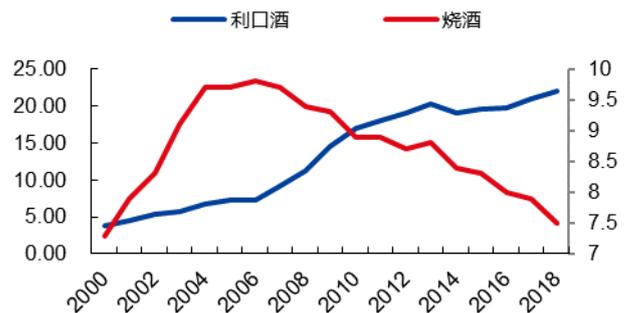
再以日本人传统最爱的烧酒为例，烧酒通过口味丰富性增加了品酒、佐餐等需求，可以有很多种类的烧酒比较法，比如爱好者们讨论不同地方的米、红薯酿造出的烧酒有什么区别，有芋烧酒、麦烧酒、米烧酒、黑糖烧酒、荞麦烧酒、泡盛等分类；烧酒还可以有很多新鲜口味的烧酒比较法，比如在烧酒中加酸梅，兑水、苏打、橙汁等；受到年轻人和女性的喜爱，但是度数相对偏高，随着鸡尾酒的兴起，更低度的酒精、多样的口味和丰富的饮用场景也是逐步替代了烧酒销量。

图 19：日本冲绳县特产的烧酒品种（泡盛）



资料来源：新浪新闻、华金证券研究所

图 20：烧酒和鸡尾酒的人均消费量对比（单位：L/人）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

威士忌和红酒是另外两个酒类舶来品，但是像红酒的消费场景更多出现在西餐厅、高档和牛店、婚宴场所等，因此即便日本人喜爱喝红酒，但由于其适合饮用的场景比较正式，且价格较高，整体的消费量始终较小。而威士忌价格昂贵，整体产量也不高，收藏价值也日益凸显，消费者更愿意收藏好的日产威士忌，消费量总体较小。

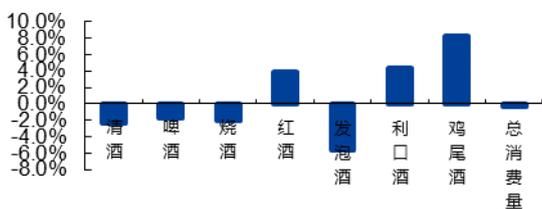
日本人对于酒爱不释手，但在经济、文化、人口和消费场景的影响下，酒类销量之间存在相互替代和相互承接。同时，对于日本人来说，酒的质量是绝对的红线，比如在二战后由于日本稻

米供应量不足，导致当时厂商生产清酒的质量大幅度下降，这也是导致清酒逐渐被其它酒类所替代，销量逐渐下滑的推力之一。

三、日本 RTD 逆市上涨主要得益于价格和切入场景

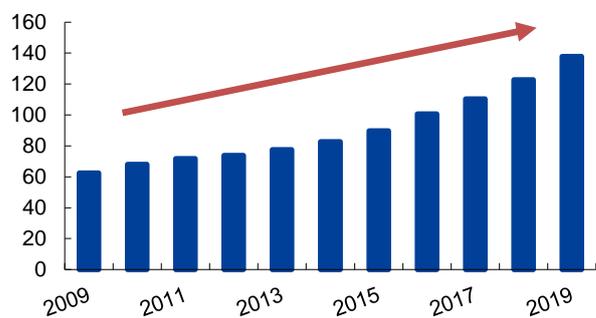
当其它酒类都呈现下滑趋势的同时，利口酒则是逆市崛起，其中主要以预调鸡尾酒 RTD 的增长为主，销量占利口酒比重约为 60%。按照三得利的统计，鸡尾酒的销售量从 2009 年的 62 万千升提升至 2019 年的 138 万千升，年均复合增长率为 8.2%，同期酒的总消费量年均复合增长率-0.4%，呈现逆市增长。

图 21：日本各种酒类 2009-2019 年的复合增长率



资料来源：三得利官网、wind、华金证券研究所

图 22：日本鸡尾酒总销量（单位：万千升）



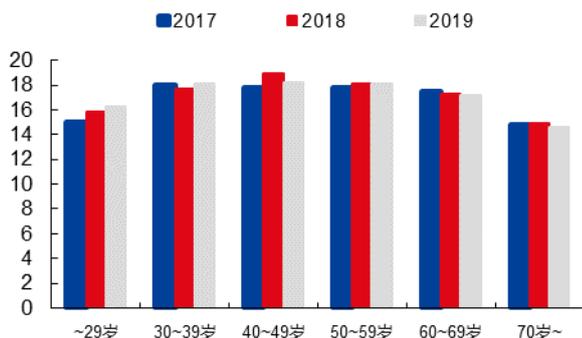
资料来源：三得利官网、华金证券研究所

总结鸡尾酒逆市而上的原因，我们发现：

1、鸡尾酒匹配经济能力的价格，消费效用增长

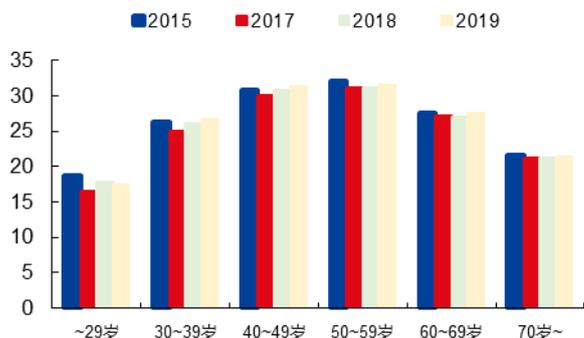
经济环境不景气，人口老龄化和失业率的提升，导致日本人均消费水平是放缓的。从日本统计局资料显示看，无论是单户还是家庭的支出，近几年日本家庭的消费支出增长是减小的。

图 23：2017-2019 年日本单户消费支出（单位：万日元）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

图 24：2017-2019 年日本家庭消费支出（单位：万日元）

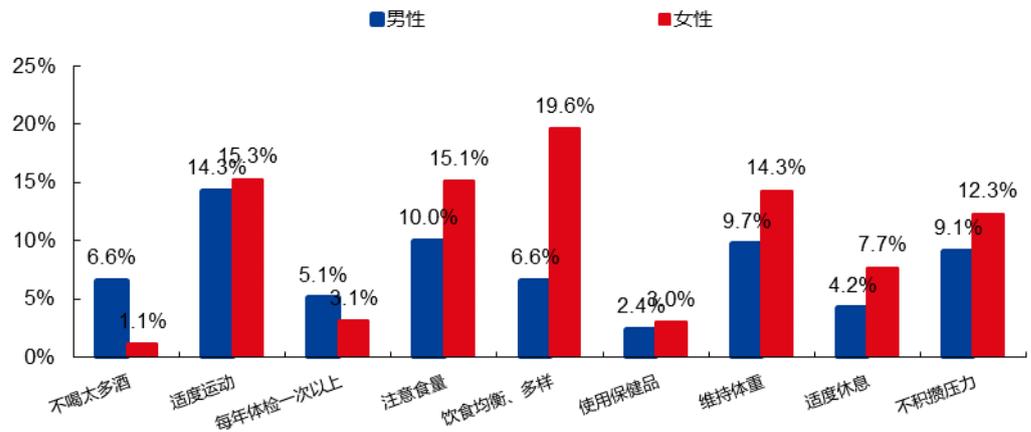


资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

然而对于酒精量摄入来说，根据日本统计局 2018 年最新的问卷调查显示，对于少喝酒是否影响健康的问题，从男性和女性的比例来说均认为不太大，尤其女性大多数并不认为不喝太多酒

与保持健康之间有联系。可归纳为，经济的不景气或者老龄化问题与是否摄入酒精并没有直接影响，反而是经济下行导致的人均消费水平下降导致日本消费者对于酒饮料价格更加敏感。

图 25：日本人认为为保持健康而需要注意的事件问卷调查



资料来源：日本厚生劳动省、华金证券研究所

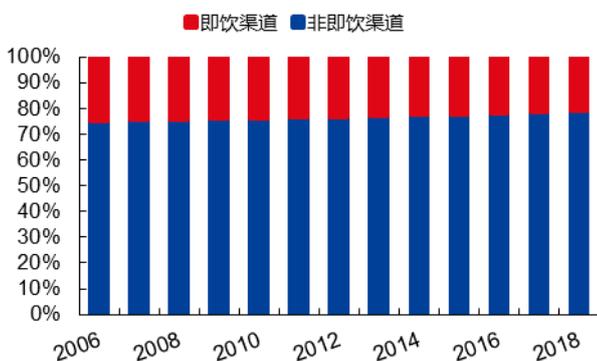
通过上面第二节对价格和税负的探讨，我们发现对于消费者来说，鸡尾酒的定价比啤酒、发泡酒还更低，低价且味道也好，更具备性价比，是推动部分消费者从啤酒、发泡酒类型转向鸡尾酒的动因之一。

2、鸡尾酒适应生活趋势的消费场景是主要因素

随着经济压力的增加，人口老龄化的加剧和宅需求的逐步发展，在外就餐中的饮酒开销也在逐步的下降，人均消费从 2015 年约 4700 日元下降到 2019 年的 3200 日元左右。同时，跟随啤酒渠道的发展，酒类的销售渠道逐渐从餐饮、百货转向超市、便利店，后者能够给消费者提供直接拎走的罐装酒精饮料，方便也便携。

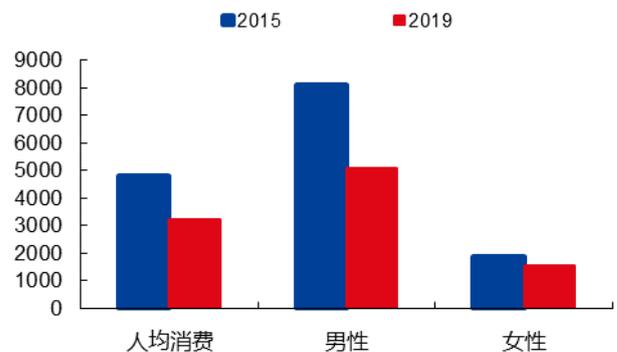
所以在酒类的罐化率逐渐提升过程中，日本的酒精饮料消费也更加聚集于非即饮渠道，2018 年日本酒精饮料的罐化率接近 90%左右，同时非即饮渠道的占比也接近 80%。因此现如今在日本消费者的生活中，可以与朋友们直接开罐饮用的家庭场景逐渐成为了主流，此类非即饮渠道还在逐渐扩容。

图 26：日本酒精消费主要集中在非即饮渠道



资料来源：产业信息网、华金证券研究所

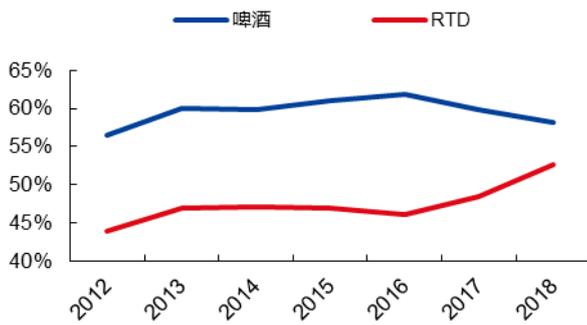
图 27：日本消费者在外饮酒人均开销（单位：日元）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

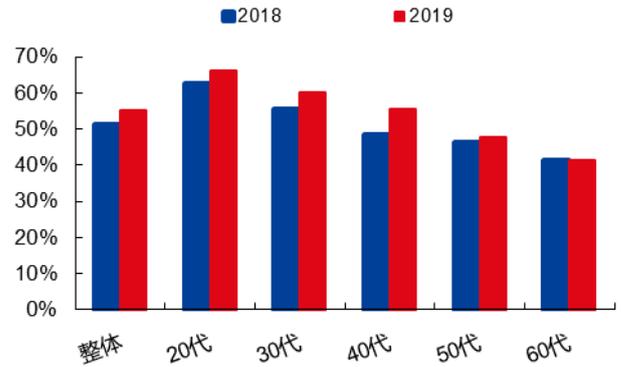
低度化趋势，可搭配更丰富的非即饮场景。而从人均平均消费量的角度看，目前日本消费者最为青睐的酒类以啤酒和鸡尾酒为主，酒精度数较低，而烧酒、威士忌、清酒、红酒一定程度上因为酒精度更高也逐渐失去了日常饮用搭配的场景。根据三得利 2012-2018 年的调研显示，啤酒和 RTD 是国人近一个月在家购买并饮用的最大两个品种，在 2018-2019 年最新的调查中也发现消费者选择在家中饮用 RTD 酒精量的时候，有 55.2% 的受访者选择了低酒精度的 RTD。

图 28：2012-18 年近一个月在家购买饮用的酒种占比



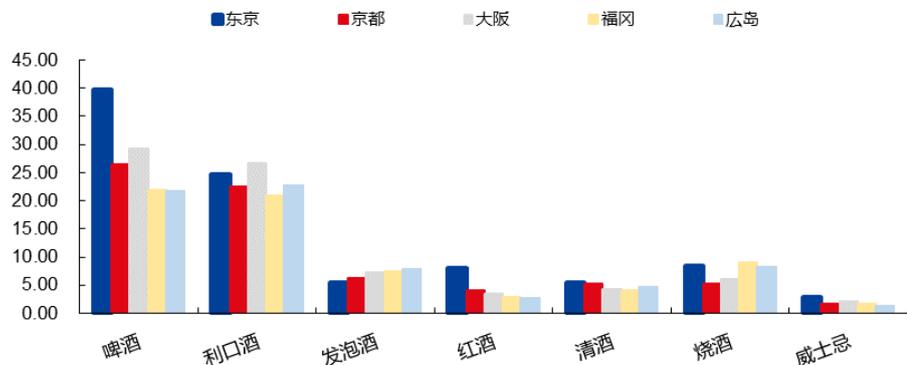
资料来源：三得利官网、华金证券研究所（多选，总比例超过 100%）

图 29：在家饮用低酒精 RTD 的人数占比



资料来源：三得利官网、华金证券研究所（2018 年样本数 2106 人，2019 年样本数 2126 人）

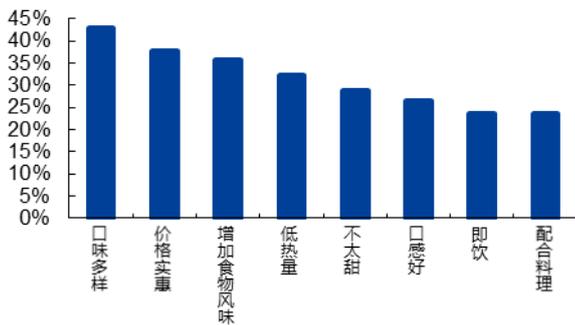
图 30：日本主要城市 2018 年的酒类人均消费量（单位：L/人）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

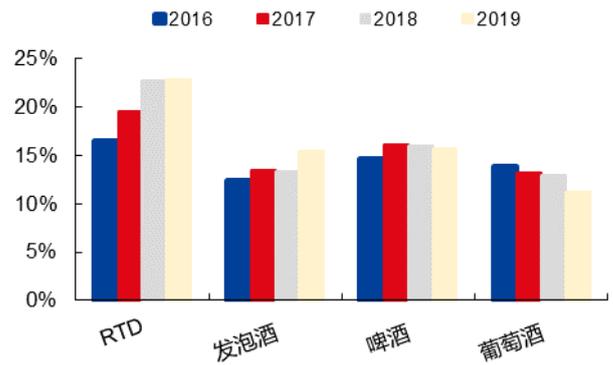
鸡尾酒口味多样，可搭配各式各样的家庭膳食。鸡尾酒主要是通过果汁和其它饮料与基酒调和而成，这种属性决定了产品口味可以根据添加辅料的不同而多种多样。三得利就曾对在家增加 RTD 饮用的原因做过调查，口味丰富和价格实惠成为了主要原因，这也符合日本人喜欢喝酒并且喝酒追求多样化的特点；而且消费者能够在面对不同的菜品、不同的菜系选择相应口味的鸡尾酒进行搭配，加深对于鸡尾酒的消费体验。在家庭配餐上，消费者倾向于柠檬、葡萄柚、橙子等口味，认为这些 RTD 增加了与膳食的相容性。

图 31: 调查问题<在家中增加饮用 RTD 的原因>



资料来源: 三得利官网、华金证券研究所

图 32: 2019 年居家就餐饮用酒类的人数占比



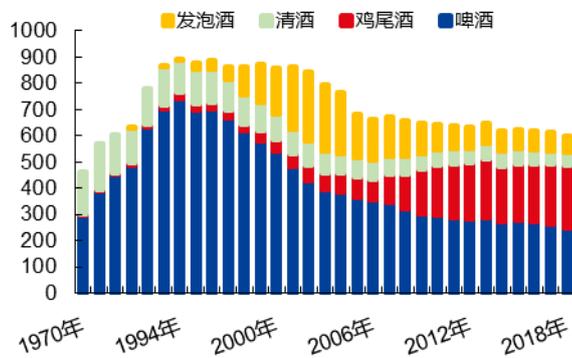
资料来源: 三得利官网、华金证券研究所 (样本量 4000 份)

RTD 的低酒精度和口味丰富,即开即饮的特性在家庭消费中越来越获得青睐,当前日本 RTD 超过 9 成渠道销量在家庭渠道,高于其它酒类,也是成为非即饮渠道逐渐扩容阶段最为受益的品类。

3、巨头厂商发力适应鸡尾酒市场上升的趋势

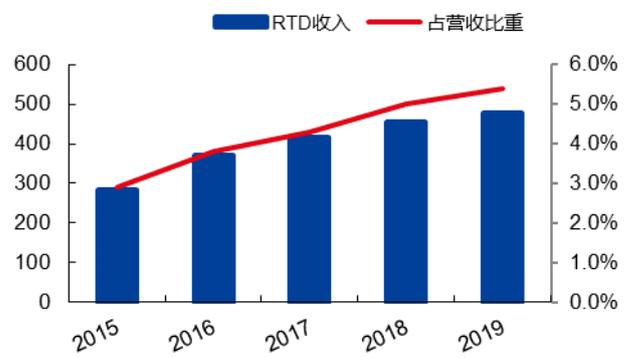
鸡尾酒具备高性价比且口味多样化,让消费者享受视觉和味觉变化乐趣,啤酒的巨头厂商也在自身生产基础上逐渐加大对鸡尾酒的生产和销售,通过自身强大的销售渠道进行铺货,鸡尾酒铺货也是快速响应了消费者的需求。

图 33: 主要酒品类的应税数量变化 (单位: 万千升)



资料来源: 日本国家统计局、华金证券研究所

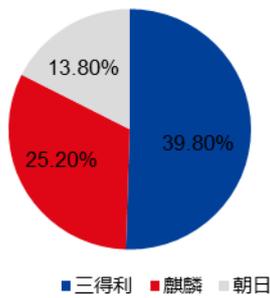
图 34: 朝日集团的 RTD 销售收入 (单位: 十亿日元) 及占比



资料来源: 朝日官网、华金证券研究所

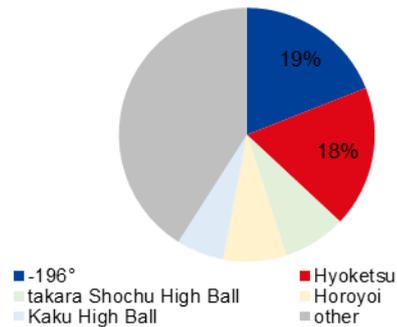
三得利 1993 年上市可轻松享用的即饮型鸡尾酒 “The Cocktail Bar”, 至今拥有-196C、Horoyoi、本榨等畅销品牌; 麒麟集团于 2013 年开始出口旗下鸡尾酒品牌 Hyoketsu, 现在出口的还有含丰富果汁的 Honshibori, 在日本也占据较高的市场份额。朝日 2017 年推出鸡尾酒品牌 Mogitate, 同年也开始了海外销售。

图 35：2018 年日本预调酒的市占率%



资料来源：产业信息网、华金证券研究所

图 36：2018 年日本预调鸡尾酒主要品牌销量市占率%



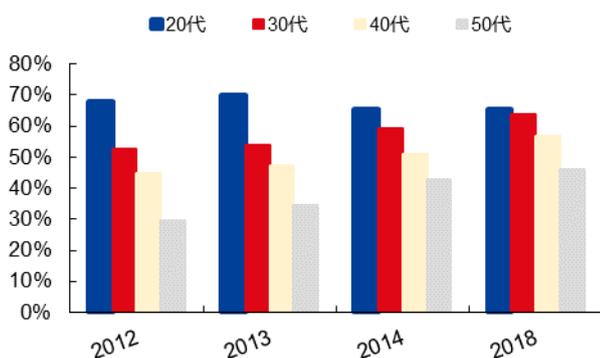
资料来源：产业信息网、华金证券研究所

4、人口结构和性别并不是决定 RTD 增长的重要因素

从三得利近几年的统计数据来看，我们发现人口结构和喜好并不是重要因素，RTD 在不同年龄段的接受度逐渐趋同。据资料显示，2012 年 40-49 岁人群近一个月在家购买并饮用 RTD 的人数为 44.7%，而 2018 年已经上升至 56.6%，上升了近 12%；2012 年 50-59 岁人群近一个月在家购买并饮用 RTD 的人数占比 29.7%，2018 年同比上升了 16.2% 达到 45.9%。

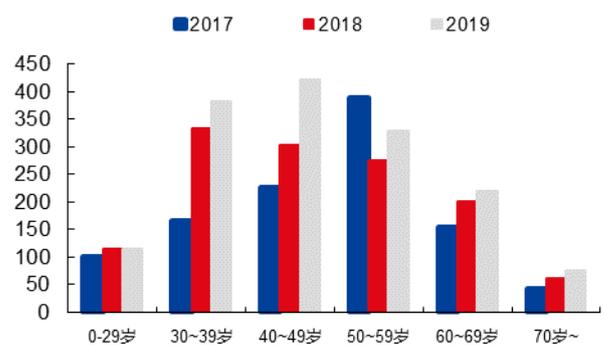
从消费支出角度，近三年不同年龄段对于鸡尾酒的消费支出大多向上增长，其中支出增长增速最快的是 30 和 40 年代的消费者人群，分别为 52% 和 36%，其次是 70 年代以上的消费者（增速 33%）。

图 37：不同年龄段近期购买鸡尾酒的人数调查



资料来源：三得利官网、华金证券研究所

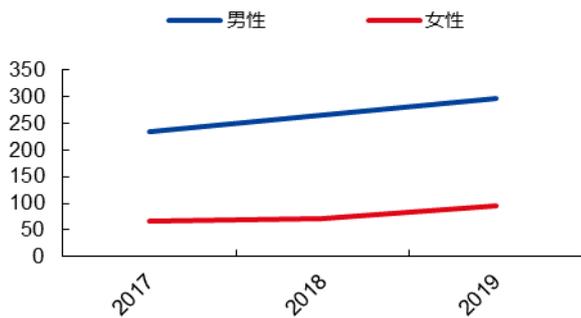
图 38：2017-19 年各年龄段消费者月均鸡尾酒消费（单位：日元）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

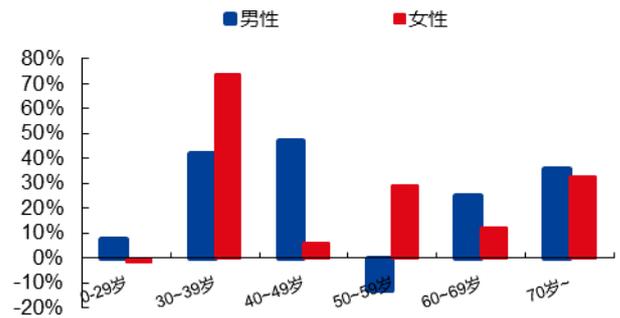
鸡尾酒并不是女性的“专利产品”，但是更成熟女性是增长快速的消费群体。根据日本统计局的数据来看，从平均支出额的角度，2019 年男性在鸡尾酒上的平均年支出 296 日元，女性的平均年支出为 95 日元。从增速角度看，近三年日本消费者在鸡尾酒上的年平均支出复合增长率是 15%，其中女性年支出复合增长率 20%。

图 39：不同性别消费者的月均鸡尾酒消费金额（单位：日元）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

图 40：2017-2019 年各年龄段鸡尾酒月均消费支出增长率%



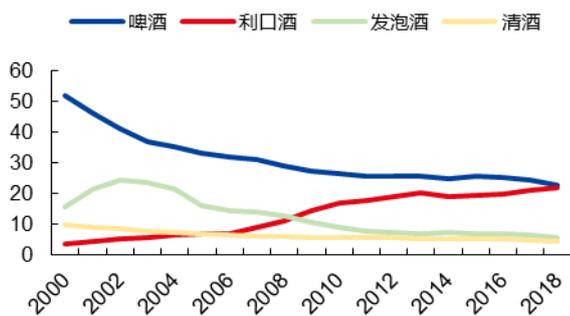
资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

5、从人均消费量和税负角度看 RTD 还有增长空间

从人均消费量的角度复盘日本的人均饮酒量，啤酒作为销量最大的酒类，这二十年间人均平均消费量的最高时候超过 50L。随着其它酒类的崛起，对啤酒的销量进行替代，如上文所述，随着人口数量的下降，整体酒类的消费量是逐年下降，随着鸡尾酒消费场景的逐渐替代，人均消费量对比依然还有上升空间。

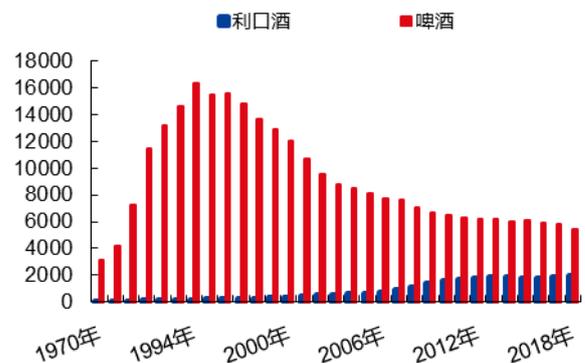
从课税角度来说，如上文表 3 所示，利口酒的税负 120 日元/L，相比以前有微幅上升，啤酒 200 日元/L，相比 10 年前有所下降，但是和利口酒的差距仍然较大，啤酒还是最重要的酒类税种，其应纳税额还是利口酒应纳税额的 3 倍左右。最终传导到终端，利口酒/鸡尾酒更实惠的终端定价将继续推动销量上升。

图 41：日本主要酒种类的全国人均消费量（L/人）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

图 42：日本鸡尾酒和啤酒的应纳税额（单位：亿日元）



资料来源：日本国家统计局、华金证券研究所

四、总结

经过这么多年的发展，我们可以发现酒文化盛行的日本，酒市场已经进入了相对成熟的阶段，在经济的负面影响下，销量总体在逐步放缓。总结日本酒市场的发展，现如今主要有以下几个特征：

1、消费偏经济化，产品低价化。经济增速下降，居民的消费实力和消费意愿相对有所下降，因此啤酒、威士忌税负高，零售价也相对高，人均消费量呈现逐渐下降的趋势；发泡酒的税负逐渐提升也改变了产量的增长趋势，而物美价廉的 RTD 性价比高，替代效应凸显。

2、酒类产品多样化，但趋向低度化利口化。由 RTD、发泡酒、啤酒等品类逐步取代了日本烧酒、清酒的传统地位，产品具有丰富口味能够给消费者提供多样化的选择，可以满足不同细分市场的需求。同时，香甜利口的感觉更能够缓解生活的压力和焦虑，好喝不醉人的低度化酒精产品也更加适合日常消费，可以接受利口酒精的舒坦、低度酒精的刺激，同时又不耽误日常生活和工作。

3、场景家庭化休闲化。传统日本饮酒文化中的礼数开始淡去，消费回归简单休闲，日本人尤其是年轻消费者的宅属性推动在家饮用酒的场景，同时外出消费的减少也提升了家庭的聚饮，消费者更喜爱开罐即饮的随性感，以及通过不同的产品口味搭配不同的菜品获得的满足感。

在日本这样的酒市场趋势下，低酒精度的 RTD 越来越获得消费者的青睐，逐渐也替代啤酒的地位；从销量来看，日本的鸡尾酒市场还是处于上升阶段，目前更多是啤酒让出的销量空间。从价格角度，啤酒和 RTD 的价格差距还将持续，每年 RTD 的新口味也不断的推陈出新，满足各种细分市场的消费者需求，我们预计日本 RTD 的销量也还将继续向上扩容。

相对我国来说，我国 RTD 市场尚处于发展初期，销量是最重要的市场扩容因素，但是当前市场消费者还没有充分培育到位，渠道也还没有完全渗透下沉，从终端销量来看也不存在与啤酒之间的销量抗衡。对于我国的 RTD 市场，消费者培育是重点，有契合的消费场景、有大的厂商在其中发力以及渠道触手可得，这都将加快消费认知的提升，从而推动销量的增长。近几年我们很欣喜的看到，在 RIO 的大力发展下，微醺产品已经成功切入家庭消费场景，在消费者培育上首先迈开了一大步。未来随着厂商规模的扩大、开拓更多的消费场景、其它更有实力的产商进驻等，将继续推动我国 RTD 市场的完善和成熟。

六、风险提示

食品安全风险。食品安全是最重要的食品饮料企业的红线，如果发生会严重影响需求端。

市场需求疲软。鸡尾酒属于较为新兴的产品，需要慢慢培育消费者的饮用习惯，如果没有需求，则增长难以为继。

行业竞争加剧。行业较低门槛和较高盈利能力的特性未变，因此存在未来还有新竞争者和新资本重新流入行业导致竞争加剧的风险。

税负增加幅度过大。税负影响价格，影响消费者的接受度，倘若税负因素继续增加，或将影响消费者消费的积极性。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com