

基本面稳健，高股息具备吸引力



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——承德露露（000848）

核心观点

❖ 规模优势明显，成本控制得当

得益于采购端的规模优势，近八年承德露露毛利率较高。2018 年下半年杏仁价格急速上涨，通过成本弹性分析，公司原材料方面压力相对较小，原料成本的变动对公司盈利能力造成的负面影响不显著，同时公司去年原料库存即将使用完毕，预计原料价格上涨的影响将于 2018 年第四季度体现。

❖ 做精做细现有渠道，积极调整营销策略

经销商体系方面，公司经销商体系已从“特约经销商+二级经销商”转变为仅有一级经销商以达到减少流通环节、控制终端价格、保护经销商合理的利润空间的目的。同时，公司亦直接负责终端，公司与经销商合力维护渠道。销售架构上，承德露露撤销核桃露事业部，将销售并入所在杏仁露事业部/大区，集中资源做强杏仁露。

❖ 现金流充沛，股息具备吸引力

承德露露现金流充沛，资金优势明显。公司已沉淀 15.48 亿元货币资金，为承德露露的持续发展奠定良好基础。此外，公司上市以来坚持现金分红，且分红比例较高。2016 年以来公司均保持着 80% 以上的股利支付率，为股东带来丰厚收益。2017 年分红为 4.89 亿元，股利支付率为 118.3%，假设以 90% 股利支付率，2018 年 12 月 28 日收盘价计算，预计 2018 年股息率将为 5.12%，对稳健风格的投资者具备吸引力。

❖ 首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 23.15、25.47、28.10 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 4.48、4.97、5.57 亿元，EPS 为 0.46、0.51、0.57 元/股，对应 PE 为 17.55、15.82、14.13 倍。2019 年植物蛋白饮料行业可比公司平均 PE 为 21.8 倍，考虑到公司处于健康消费趋势的植物蛋白饮料赛道上，且公司正逐步推进改革、加大营销力度、进一步做精做细现有渠道、积极解决商标之争，我们看好公司在杏仁露行业的发展，给予 2019 年合理 PE 估值 18-19 倍，对应合理股价区间为 9.18-9.69 元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：植物蛋白饮料行业竞争加剧；新品推进不达预期；食品质量安全

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	2111.87	2315.37	2547.01	2809.56
+/-%	-16.23%	9.64%	10.00%	10.31%
净利润(百万)	408.63	448.30	497.42	556.72
+/-%	-9.27%	9.71%	10.96%	11.92%
EPS(元)	0.42	0.46	0.51	0.57
PE	19.25	17.55	15.82	14.13

资料来源：2017 年年度报告、川财证券研究所

☑ 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部
报告类别 | 公司深度
所属行业 | 食品饮料
报告时间 | 2018/12/31
前收盘价 | 18.04 元
公司评级 | 增持评级

☑ 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 21 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、植物蛋白饮品行业市场空间广阔.....	5
1.1 植物蛋白饮品集中度低，细分龙头各有优势	5
1.2 行业巨头抢滩植物蛋白饮品市场.....	9
二、承德露露：“营销+管理+产品”升级带来新气象.....	10
2.1 品牌端： 打造年轻化品牌形象	10
2.2 产品端：推出“温暖”新品，拥抱年轻人市场	11
2.3 生产端：规模优势明显，原料供给及产能稳定.....	12
2.3.1 成本优势助力毛利率上行	12
2.3.2 公司转嫁成本能力强.....	14
2.4 管理端：2017 年公司有序改制	16
2.5 营销、渠道端：做精做细现有渠道.....	16
2.5.1 薪酬体系得到进一步优化	16
2.5.2 资源集中投放杏仁露.....	16
2.5.3 做精做细现有渠道	16
2.5.4 露露积极探索新营销之路	17
2.6 承德露露与汕头露露的南北之争	18
三、估值水平处于历史低位	19
3.1 三季度投入及毛利率提升	19
3.2 现金流充沛，资金优势明显.....	21
3.3 高分红比例，股息率具备吸引力	22
四、首次覆盖承德露露给予增持评级.....	23
风险提示	24

图表目录

图 1:	植物蛋白饮品行业集中度低.....	5
图 2:	杏仁露、核桃乳等细分行业市场集中度较高.....	5
图 3:	我国乳糖不耐受发生率高.....	6
图 4:	2017 年牛奶销量同比增长 4.2%.....	7
图 5:	碳酸饮料销量增长放缓.....	7
图 6:	国内人均植物饮品消费不足美国 1/10	8
图 7:	达利豆本豆成为新盈利增长点.....	8
图 8:	年轻人将 15.2% 的钱花在餐饮上.....	10
图 9:	年轻人人均食品消费金额逐年增加.....	10
图 10:	新品包装更符合年轻人审美.....	11
图 11:	植物蛋白饮品的销售具有明显季节性特征.....	11
图 12:	承德露露第一季度营业收入占比全年最高.....	11
图 13:	承德露露毛利率高于软饮料行业毛利率.....	12
图 14:	2018 年前三季度承德露露毛利率较高.....	12
图 15:	苦杏仁价格走势.....	13
图 16:	承德露露历年杏仁采购价.....	13
图 17:	印铁罐历年成本.....	14
图 18:	2018 年马口铁价格稳定.....	14
图 19:	2017 年承德露露员工人均薪资增长 18.7%.....	16
图 20:	承德露露销售费用率较高.....	17
图 21:	承德露露产品植入《野生厨房》.....	17
图 22:	承德露露的股权变化情况.....	18
图 23:	承德露露与汕头露露的南北之争始末.....	19
图 24:	承德露露估值水平低于历史平均值.....	19
图 25:	2018 年前三季度营业收入环比下降.....	20
图 26:	2018 年 Q3 单季度营业收入增速.....	20
图 27:	2018 年前三季度归属母公司股东的净利润.....	20
图 28:	2018 年 Q3 单季度归属母公司股东净利润.....	20
图 29:	2018 年前三季度毛利率及净利率增长.....	21
图 30:	2018 年承德露露前三季度 ROE 为 18.2.....	21
图 31:	承德露露市场投入持续增加.....	21
图 32:	承德露露现金流充沛.....	22
图 33:	承德露露货币资金储备充足.....	22
图 34:	承德露露货币资金/总资产较高.....	22
图 35:	公司上市以来持续高比例分红.....	22
图 36:	2018 年承德露露股息率有望达到 5.12%.....	23
图 37:	十年期国债收益率为 3.22%.....	23

表格 1.	植物蛋白饮品行业 2007-2016 年均复合增长率为 24.51%.....	5
表格 2.	主要植物蛋白饮品企业及产品单价.....	6
表格 3.	植物蛋白饮品及动物蛋白饮料营养成分及功效.....	7
表格 4.	植物蛋白饮料定位及饮用场景.....	7
表格 5.	维他奶及达利食品近两年推出的豆奶新品.....	9
表格 6.	行业巨头纷纷抢滩	9
表格 7.	承德露露过去五年主营成本构成.....	13
表格 8.	杏仁等果仁成本对毛利率影响不明显.....	14
表格 9.	印铁成本变动对毛利率影响不明显.....	15
表格 10.	承德露露产品价格变动对毛利率影响较明显.....	15
表格 11.	承德露露盈利预测	24
表格 12.	可比上市公司盈利预测及估值表.....	24

一、植物蛋白饮品行业市场空间广阔

1.1 植物蛋白饮品集中度低，细分龙头各有优势

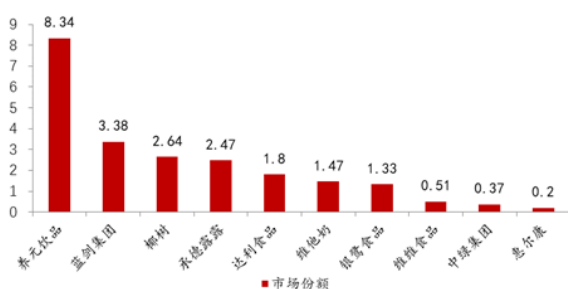
植物蛋白饮品行业集中度低，细分龙头各有优势。2016 年植物蛋白饮品行业市场规模已达到 1217 亿元，年均复合增长率为 24.51%，高于其他饮料子行业。但受限于区域扩张以及品类单一，行业集中度较低，植物蛋白市场仍属于大行业小公司特征。各细分领域的领先企业在细分市场上占有率较高，相对于中小企业优势明显，如核桃乳、花生奶及杏仁露等细分行业龙头市占率均达 80%以上。

表格 1. 植物蛋白饮品行业 2007-2016 年均复合增长率为 24.51%

	市场规模（亿元）			市场份额（%）			2020年预测	
	2007	2016	增长率	2007	2016	增长百分点	市场规模	市场份额
饮料制造	1709	6511	16.02%	100.00%	100.00%		10670	100.00%
植物蛋白饮料制造	169	1217	24.51%	9.90%	18.69%	8.79	2583	24.20%
茶饮料	266	1295	19.23%	15.56%	19.89%	4.33	2281	21.40%
饮用水	294	1354	18.50%	17.18%	20.79%	3.60	2442	22.90%
固体饮料	148	567	16.09%	8.66%	8.71%	0.05	783	7.30%
果蔬汁饮料	381	1224	13.85%	22.28%	18.79%	-3.49	1580	14.80%
碳酸饮料	451	854	7.35%	26.41%	13.12%	-13.29	1000	9.40%

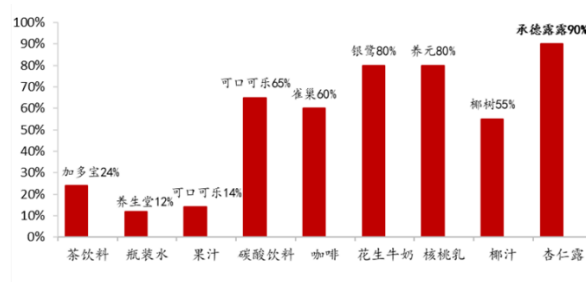
资料来源：中国饮料工业协会，前瞻经济，川财证券研究所

图 1：植物蛋白饮品行业集中度低



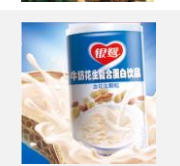
资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

图 2：杏仁露、核桃乳等细分行业市场集中度较高



资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

表格 2. 主要植物蛋白饮品企业及产品单价

品类	主要产品		主要企业	产品单价
杏仁露	露露		承德露露	3.5-8元/罐
核桃露	六个核桃		养元饮品	3.5-4.5元/罐
椰奶	椰树牌椰汁		椰树牌	4.3-4.6元/罐
豆奶	维他奶		维维食品	3.1-4.8元/盒
花生奶	银鹭		银鹭	3.8-4.4元/罐

资料来源：川财证券研究所

顺应健康潮流，植物蛋白饮品发展迅速。随着人们对生活品质的追求不断提高，饮料行业营养、健康的趋势明显，植物蛋白具有降低胆固醇、润肺、止咳、平喘、滑肠、美容等作用。据春雨医生《全国乳糖不耐受大调研》显示，我国约有 3.1 亿人口为乳糖不耐受群体，植物蛋白饮料更适合乳糖不耐受群体饮用。

图 3： 我国乳糖不耐受发生率高



资料来源：维基百科，川财证券研究所

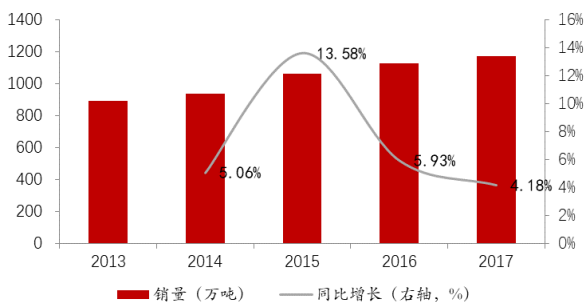
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 3. 植物蛋白饮品及动物蛋白饮料营养成分及功效

	营养成分表	所含具体营养成分	功效
承德露露热饮杏仁露	100ml 杏仁露能提供：能量 198KJ，蛋白质 0.6g，脂肪 1.6g，碳水化合物 6.8g，钠 56mg	杏仁露含有丰富的蛋白质、丰富的黄酮类和多酚类成份。	杏仁露具有降低胆固醇含量、润肺止咳、调节血脂、防止动脉硬化、调节非特异性免疫功能等功效。
银鹭花生奶	100ml 花生奶能提供：能量 216KJ，蛋白质 1.2g，脂肪 1.6g，碳水化合物 8g，钠 90mg	花生奶含有丰富的蛋白质、脂肪和糖。	花生奶具有促进发育、扶正补虚、悦脾和胃、润肺化痰、滋养调气、利水消肿、止血生乳、清咽止症功效。
养元核桃露	100ml 核桃露能提供：能量 217KJ，蛋白质 0.6g，脂肪 2.0g，碳水化合物 7.8g，钠 33mg	核桃露含有丰富的亚油酸甘油酯及多种微量元素和矿物质。	核桃露可作为高血压、动脉硬化患者的滋补品，常食有益于脑的营养补充，有健脑益智作用。
维他豆奶	100ml 豆奶能提供：能量 196KJ，蛋白质 2g，脂肪 1.4g，碳水化合物 6.5g，钠 0.35mg	豆奶含有丰富的维生素和矿物质。	豆奶具有阻止成年期心血管疾病发生、清除血中多余固醇类、降血脂、降胆固醇、抗衰老等功效。
伊利牛奶	100ml 牛奶能提供：能量 284KJ，蛋白质 3.2g，脂肪 4.8g，钠 62mg，钙 100mg	牛奶含有丰富的矿物质、钙、磷、铁、锌、铜、锰、钼。	牛奶具有镇静安神、促进智力发育、促进身体生长发育、抗衰老等功效。

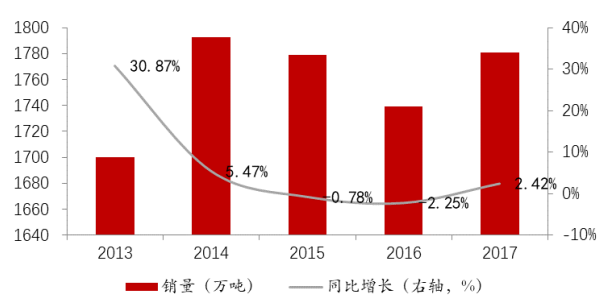
资料来源：川财证券研究所

图 4： 2017 年牛奶销量同比增长 4.2%



资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

图 5： 碳酸饮料销量增长放缓



资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

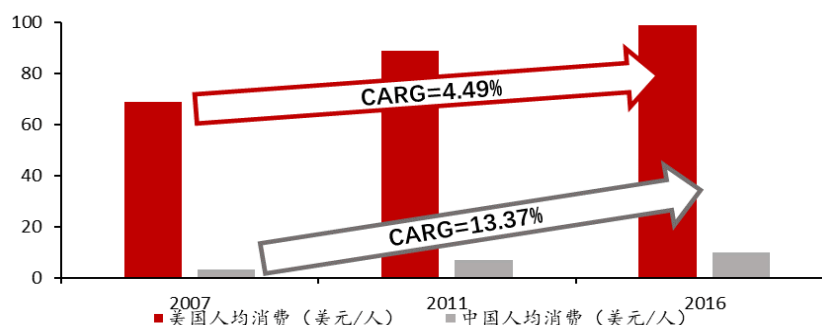
表格 4. 植物蛋白饮料定位及饮用场景

	定位	饮用场景
承德露露热饮杏仁露	营养早餐	热饮露露主要饮用场景为早餐，饮用人群为年轻人
养元核桃露	健脑饮品	核桃露主要饮用群体为学生等用脑人群，多用来送礼
维他柠檬茶	日常茶饮料	维他柠檬茶主要饮用群体为年轻人，饮用场景广泛
豆本豆系列豆奶	营养饮品	豆本豆系列豆奶主要饮用场景为早餐，饮用人群为全年龄段人群

资料来源：公司公告，川财证券研究所

我国人均植物蛋白饮品消费金额远低于美国。2007 年中国人均植物蛋白饮品消费仅为 3.2 美元/人，2016 年达到 9.9 美元/人，人均消费金额约为美国的 1/10，增长空间较大。

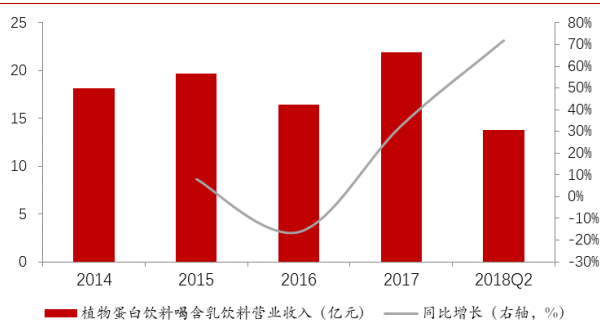
图 6： 国内人均植物饮品消费不足美国 1/10



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

新品豆奶营业收入迅速增长折射出植物蛋白饮品市场空间广阔。达利食品于 2017 年 4 月推出豆本豆豆奶产品后，2017 年植物蛋白饮品和含乳饮料营业收入达 21.92 亿元，同比增长 32.9%，其中豆本豆贡献约 10 亿元，2018 年前二季度达利食品植物蛋白饮品和含乳饮料营业收入为 13.76 亿元，同比增长 72%，达利食品预计 2018 年豆本豆豆奶将实现 30 亿营业收入。

图 7： 达利豆本豆成为新盈利增长点



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 5. 维他奶及达利食品近两年推出的豆奶新品

公司	2017-2018年推出的豆奶新品
维他奶	2018年5月 推出首款添加了高钙、天然膳食纤维的高端豆奶“健康加法”维他奶
	2018年5月 推出维他奶巧克力味瓶装豆奶
	2018年9月 推出维他奶植物阳光系列
达利食品	2017年4月 推出豆本豆豆奶
	2018年4月 推出补充钙质的黑豆豆奶和有机绿豆豆奶

资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2 行业巨头抢滩植物蛋白饮品市场

植物蛋白饮品近年来成为饮料市场的关注焦点。伊利、王老吉、达利园等企业相继推出了植物蛋白饮品，各大企业进入植物蛋白饮品市场在某种程度上利于培育消费者、推动植物蛋白饮品市场增长。

表格 6. 行业巨头纷纷抢滩

时间	事件
2014 年3月	盼盼推出“核桃慧”进入核桃乳行业
2014年7月	红牛中国分销商华彬集团斥资1.66亿美元(折合人民币约10亿元)购买美国最大椰汁销售商Vita Coco25%的股份。据了解,该交易完成以后,华彬集团将在中国开展Vita Coco产品的分销,这被业内视作看好植物饮料市场潜力
2014年9月	娃哈哈推出“娃哈哈·都是核桃”进入核桃乳行业
2015年1月	伊利推出伊利牌核桃乳
2015年4月	可口可乐收购粗粮王饮品,切入植物蛋白饮料市场
2016年6月	蒙牛乳业牵手北美食品巨头、植物饮料品牌White Wave,将美国纯真Silk植物营养饮品引入中国,推出植朴磨坊纯香豆奶,2016年营收3.3亿元
2016 年6月	王老吉与大寨饮品合作,布局核桃乳行业
2017年4月	达利推出豆本豆豆奶,上市两个月销售破2亿,2017年销售近10亿元
2017年8月	拥有国内最大非转基因大豆种植基地的北大荒集团也高调推出东北豆奶,进军豆奶饮品行业
2017年12月	伊利集团正式发布了即饮豆奶新品植选浓香豆乳,包括原味和黑芝麻豆两种口味,市场普遍看好
2018年12月	伊利集团正式发布定位于“适合户外或运动场景饮用的便携式植物蛋白饮品”的植选畅饮型豆乳

资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、承德露露：“营销+管理+产品”升级带来新气象

承德露露专注于植物蛋白饮品，史上未出现一例安全事故，同时“露露”品牌已被消费者广泛认可。自公司领导层变更后，公司进行了一系列有力的改革。目前承德露露在杏仁露市场的市占率为 90%，随着改革的深入推进，承德露露龙头地位有望进一步得到巩固。

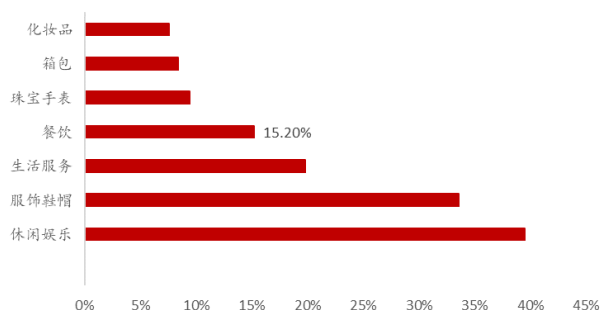
2.1 品牌端：打造年轻化品牌形象

承德露露品牌历史悠久，优秀的品质深受消费者认可。“露露”杏仁露是公司最大的收入和利润来源。在杏仁露细分市场中，公司处于绝对龙头地位，市场占有率达 90% 以上。

承德露露的好品质铸就品牌价值。我国的山杏仁每年产量约百万吨，而野生杏仁全国产量约 20 万吨左右，承德露露主要从承德周边一带及陕西新疆等地采购来自北纬 43 度的杏仁，每年用量达 5 万多吨，每一罐 240 毫升的杏仁露约有 32 颗山杏仁，优质的原料以及二十多年来始终坚持石磨工艺使得产品原汁原味。

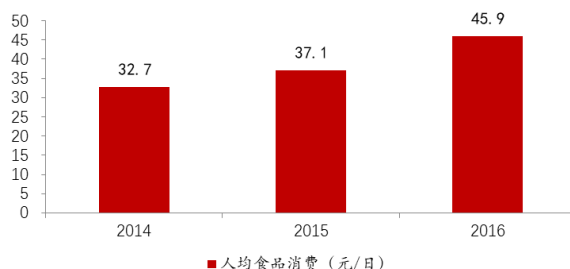
品牌年轻化助力露露焕发生机。“Z 世代”已逐渐成为消费主力，品牌想要获得年轻消费群体的喜爱，需打造年轻化产品。据易观数据显示，2016 年全国年轻人人均收入为 6726 元/月，月均支出为 4386 元/月，月收入在 8500 元以上的占比高达 53%，随着更敢花钱的新一代年轻人成为消费主力，承德露露推出符合年轻人审美的天蓝色的新包装，适合早餐饮用场景的“热饮露露”以切入年轻消费群体市场。

图 8：年轻人将 15.2% 的钱花在餐饮上



资料来源：易观数据，川财证券研究所

图 9：年轻人人均食品消费金额逐年增加



资料来源：易观数据，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 10： 新品包装更符合年轻人审美



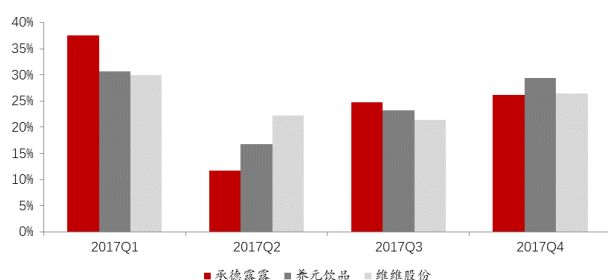
资料来源：承德露露官网，川财证券研究所

深耕技艺，引领行业标准。公司生产技术实力雄厚，截至 2018 年三季度，公司取得国家知识产权局各项专利 12 项，目前公司拥有包括 10 项发明专利在内的 53 项专利。同时，公司是中国饮料工业协会技术委员会成员单位，曾参与修订杏仁露行业标准。

2.2 产品端：推出“温暖”新品，拥抱年轻人市场

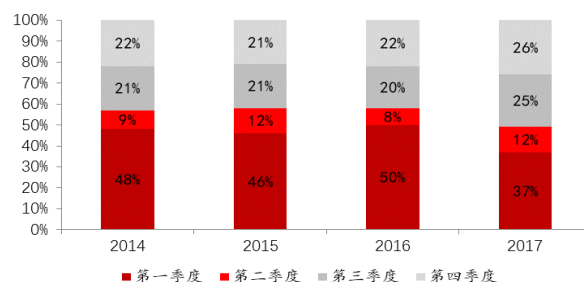
杏仁露销售季节性明显。在我国传统节日如中秋节、春节、国庆等节日临近及期间，市场需求集中释放，饮料购销会出现高峰，因此饮料生产企业的销售存在节前逐渐升温、节日后迅速回落的节日效应。承德露露同样具有季节性特征，从近几年的情况来看，每年第一季度营业收入几乎占据了全年的半壁江山，而二季度为销售淡季。

图 11： 植物蛋白饮品的销售具有明显季节性特征



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12： 承德露露第一季度营业收入占比全年最高



资料来源：Wind，川财证券研究所

产品品类调整及升级推动单价提升。2018 年初露露推出新品“热饮款露露杏仁露”，新品主要针对人群为年轻、时尚的消费人群，主要投放于主要市场的地级

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

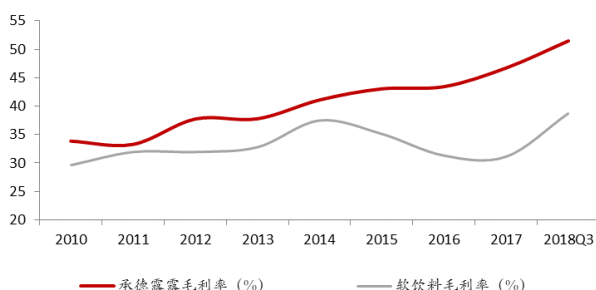
以上城市。由于核桃成本为杏仁两倍，而产品价格相差不大导致公司核桃露毛利率较低，2018 年公司已将 703.3 吨核桃露以低于市场价一半的价格低价处理，公司未来重点将继续放在杏仁露上，核桃露及果仁露或将被进一步淡化。目前公司旗下形成了原味杏仁露、热饮款杏仁露、无糖杏仁露、小露露杏仁露、果仁露等多个系列的植物蛋白饮品。对比露露传统产品，热饮露露的新包装顺应了年轻人的审美趋势，蛋白含量更高，包装材质也更优质。定价方面，区别于定位为 3.5 元/罐的老露露，热饮露露定价 5 元/罐，便利店终端售价为每罐 6 元，高端甄选露露和小露露主要在电商平台上销售，零售价高于 8 元，新品的推出利于完整产品序列，填补价格带空缺。目前杏仁露出厂均价约为 2.58 元/罐，而终端价涨价 20%至 5 元/罐，渠道利润的提升助于提高经销商积极性。

2.3 生产端：规模优势明显，原料供给及产能稳定

2.3.1 成本优势助力毛利率上行

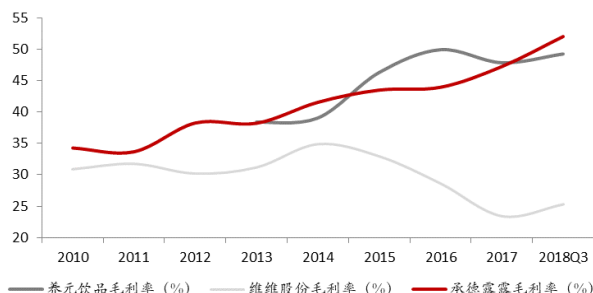
采购端规模优势拉动毛利率提升。公司凭借地理优势，建立起“通过龙头带基地，基地联农户”的模式，同时公司还拥有稳固的杏仁种植基地以及配套加工企业，公司在全国主要山杏产区郑州、北京、廊坊都有工厂设立。公司具备规模优势使得其在原料采购上具备较强议价力。由于承德露露所采购的苦杏仁为已经过初加工的杏仁，因此价格较未经初加工的苦杏仁市场价高，2017 年承德露露以略低于市场价的 30.6 元/千克的价格购入约 12240.19 吨杏仁，2018 年前两季度承德露露以 29.2 元/千克的价格新购入一批原料，规模优势使得承德露露在原材料成本上控制得当。

图 13：承德露露毛利率高于软饮料行业毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：2018 年前三季度承德露露毛利率较高



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

2018 年 Q4 起承德露露原料成本或将承压。从成本结构可以看到，杏仁等原材料和直接包装材料占成本约 76%，其中包材占成本比例约 42%，马口铁占比成本较高，整体价格较为稳定，杏仁等原料占成本比例约 34%，2018 年以来杏仁受到“倒春寒”天气的影响，整体产量下降，采购价格大幅上涨，预计 2018 年下半年杏仁市场价的大幅上涨将在承德露露 2018 年 Q4 开始有所体现。

2019 年杏仁市场价格有望下降。从历史来看 2009-2010 年连续两年的寒流使得苦杏仁大幅减产，价格迅速上涨，2018 年苦杏仁再次遭遇“倒春寒”，减产明显，价格大幅上升。据国家气象中心预测，未来三个月厄尔尼诺现象发生概率将达到 75-80%，2-4 月持续的概率为 60%，预计 2019 年出现“倒春寒”的概率较低，杏仁价格将有望下降。

表格 7. 承德露露过去五年主营成本构成

	2013	2014	2015	2016	2017
杏仁、核桃等原料成本（百万）	346.46	353.79	354.44	553.47	377.84
占成本比（%）	21.31%	22.42%	23.20%	39.22%	34.01%
包装成本（百万）	795.35	785.54	783.81	711.77	457.41
占成本比（%）	48.93%	49.79%	51.30%	50.43%	41.18%
人工、能源、制造成本（百万）	483.68	438.53	389.72	146.06	275.56
占成本比（%）	29.76%	27.79%	25.51%	10.35%	24.81%

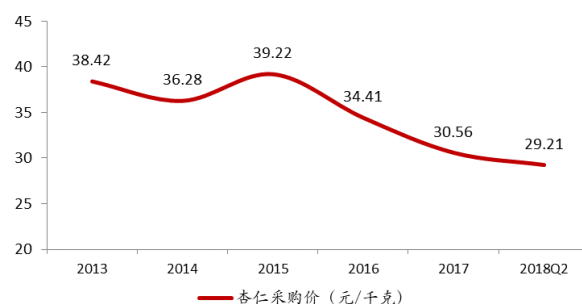
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 15：苦杏仁价格走势



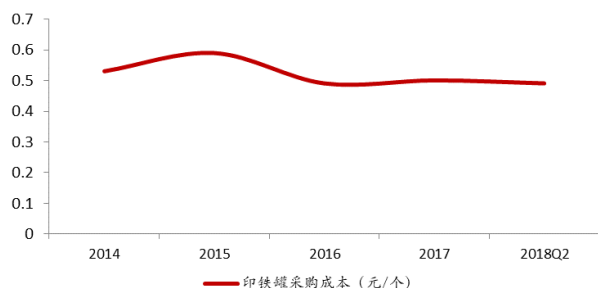
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16：承德露露历年杏仁采购价



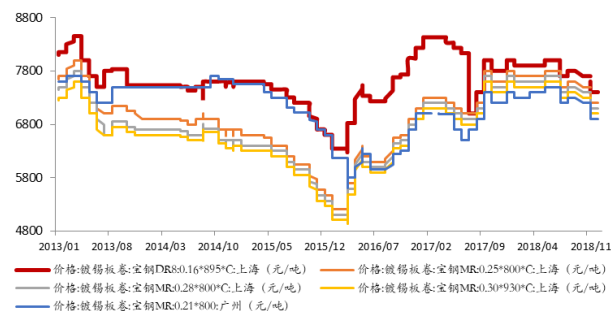
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 17: 印铁罐历年成本



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 18: 2018 年马口铁价格稳定



资料来源: Wind, 川财证券研究所

产能方面, 承德露露按市场分布调整生产布局, 承德露露拥有承德本部及北京怀柔、河北廊坊、河南郑州四个生产基地, 产能达到 50 万吨, 公司生产基地在全国范围内多点布局可以降低产品物流成本, 提高公司供应链效率, 充分满足市场需求。

2.3.2 公司转嫁成本能力强

我们以 2017 年数据为基准, 通过对比公司公布的关联交易情况, 测算出营业成本中苦杏仁等果仁采购成本约 377.84 百万元, 印铁等包装成本约 457.41 百万元, 人工、能源、制造等采购费用约 275.56 百万元, 分别占主营业务成本 34.01%、41.18%、24.81%。

杏仁等果仁成本方面, 我们假设公司的营业收入不变, 经测算, 杏仁等果仁成本每变动 1%, 毛利率将反向波动 0.18%。

表格 8. 杏仁等果仁成本对毛利率影响不明显

杏仁等原料采购变动 (%)	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	30%	50%	80%
对营业成本影响 (%)	-5.10%	-3.40%	-1.70%	0.00%	1.70%	3.40%	5.10%	10.20%	17.01%	26.76%
营业收入 (百万)	2108.36	2108.36	2108.36	2108.36	2108.36	2108.36	2108.36	2108.36	2108.36	2108.36
营业成本 (百万)	1054.17	1073.06	1091.96	1110.85	1129.74	1148.63	1167.52	1224.2	1299.767	1432.011
毛利润 (百万)	1054.19	1035.30	1016.40	997.51	978.62	959.73	940.84	884.1604	808.5927	676.3492
毛利率 (%)	50.00%	49.10%	48.21%	47.31%	46.42%	45.52%	44.62%	41.94%	38.35%	32.08%
净利率 (%)	28.87%	27.98%	27.08%	26.18%	25.29%	24.39%	23.50%	20.81%	17.22%	10.95%

资料来源: 公司公告, 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

包装材料成本方面，我们假设公司的营业收入不变，经测算，印铁等包装成本每变动 1%，毛利率将反向波动 0.22%。

表格 9. 印铁成本变动对毛利率影响不明显

印铁等原料采购变动	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
对营业成本影响	-6.18%	-4.12%	-2.06%	0.00%	2.06%	4.12%	6.18%
营业收入（百万）	2108.36	2108.36	2108.36	2108.36	2108.36	2108.36	2108.36
营业成本（百万）	1042.24	1065.11	1087.98	1110.85	1133.72	1156.59	1179.46
毛利润（百万）	1066.12	1043.25	1020.38	997.51	974.64	951.77	928.90
毛利率（%）	50.57%	49.48%	48.40%	47.31%	46.23%	45.14%	44.06%
净利率（%）	29.44%	28.35%	27.27%	26.18%	25.10%	24.02%	22.93%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

提价对盈利贡献大，在公司销量不变（保持 2017 年 24.2 万吨），营业成本锁定的前提下，经测算，公司每罐产品提高售价 1%，毛利率将提升 0.52%，产品价格变动对毛利率影响较明显。

表格 10. 承德露露产品价格变动对毛利率影响较明显

每罐价格变动（%）	0%	5%	10%	15%	20%	25%
每罐价格（元/罐）	2.54	2.67	2.80	2.93	3.05	3.18
营业收入（百万）	2108.36	2213.78	2319.20	2424.61	2530.03	2635.45
营业成本（百万）	1110.85	1110.85	1110.85	1110.85	1110.85	1110.85
毛利润（百万）	997.51	1102.93	1208.35	1313.77	1419.18	1524.60
毛利率（%）	47.31%	49.82%	52.10%	54.18%	56.09%	57.85%
毛利率变动（%）	0.00%	2.51%	2.28%	2.08%	1.91%	1.76%
净利率（%）	26.18%	29.70%	32.90%	35.81%	38.49%	40.95%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

通过成本敏感性分析，公司原材料成本的弹性均小于 1 显示原材料方面压力相对较小，原料成本的变动对公司盈利能力造成的负面影响不显著。而成本弹性小于价格弹性显示公司转嫁成本能力强。

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

2.4 管理端：2017 年公司有序改制

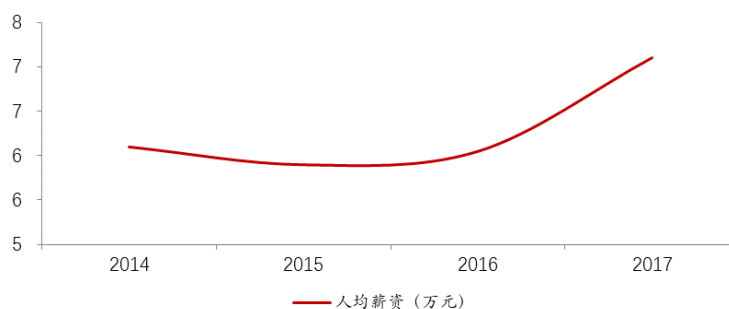
2016 年新的领导班子上任，并于 2017 年初开始对公司组织架构进行调整，公司于 2017 年上半年完成新老管理团队的更替和交接，设立营销中心并且重点强调营销和销售导向的重要性，下半年内部改制有序进行，2017 年基本调整完毕。

2.5 营销、渠道端：做精做细现有渠道

2.5.1 薪酬体系得到进一步优化

公司对营销的重视程度持续上升，在 2017 年渠道整合、客户结构和网络优化的基础上继续推进体制改革，公司通过采用责任制、加大对一线销售的激励、减少销售层级、扩大营销团队的方式加强公司营销能力。

图 19：2017 年承德露露员工人均薪资增长 18.7%



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.5.2 资源集中投放杏仁露

公司历来设有“营销”和“生产”双中心，此次内部改制将生产列为部门而营销列为中心，以各事业部为单元加强了市场营销和品牌导向的公司理念。今年的重点在于继续梳理线下经销体系，同时进一步推进线上电商营销布局。销售架构上，承德露露撤销核桃露事业部，将销售并入所在杏仁露事业部/大区，集中资源做强杏仁露。

2.5.3 做精做细现有渠道

1997 年公司已在全国初步形成以 24 个大城市为轴心，覆盖全国 140 个地级市的销售网络，目前公司的主要市场在东北、华北和西北。由于口味接受度、营销重点以及商标使用权之争等一系列原因，公司销售格局变化不大，

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

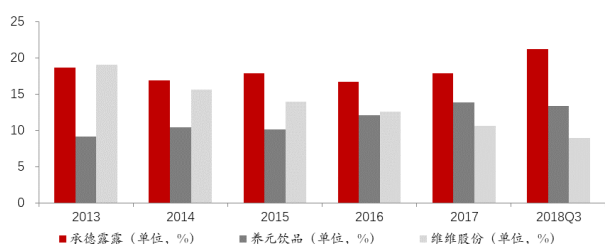
长江以北地区仍为营业收入主要来源。其中，以河北为中心，包括京、津两个直辖市的中心区域占比总收入约一半，外围占一半。中心区域方面，北京、唐山、承德、石家庄、保定、天津、张家口等地贡献最大。外围区域方面，东北以及西北（主要为兰州、西安、太原等）地区为主要营业收入贡献区域。公司下一步目标为拓展南方市场，而后覆盖全国市场。

公司今年的销售重点是新品露露，承德露露将进一步覆盖南方市场。公司 2011 年下半年开始利用现有渠道做精做细，逐步开拓南方市场。当下承德露露采取“公司直接管理终端+经销商代理”模式以加强对终端的控制。经销商体系方面，公司经销商体系已从“特约经销商+二级经销商”转变为仅有一级经销商以达到减少流通环节、控制终端价格、保护经销商合理的利润空间的目的。同时，公司亦直接负责终端，公司与经销商合力维护渠道。因为商标权问题，承德露露 15%-20% 的南方市场份额被汕头露露抢占，因此承德露露正积极维权，商标权问题解决后，有望逐步开拓南方市场。

2.5.4 露露积极探索新营销之路

公司加大营销费用投入，积极调整营销策略。2018 年第三季度，承德露露销售费用率为 22.5%，较去年同期增长 1.4 个百分点，2018 年前三季度公司围绕健康主题，加强了产品在销售终端的展示和促销，让目标消费群体深度认知野山杏仁的珍贵性和露露杏仁露的功能性及高品质特性以培养忠实消费者，同时公司通过线上和线下营销的一系列营销活动提升品牌影响力，搭建沟通品牌与消费者的桥梁，如赞助北京马拉松、产品深度植入《野生厨房》等。

图 20：承德露露销售费用率较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21：承德露露产品植入《野生厨房》

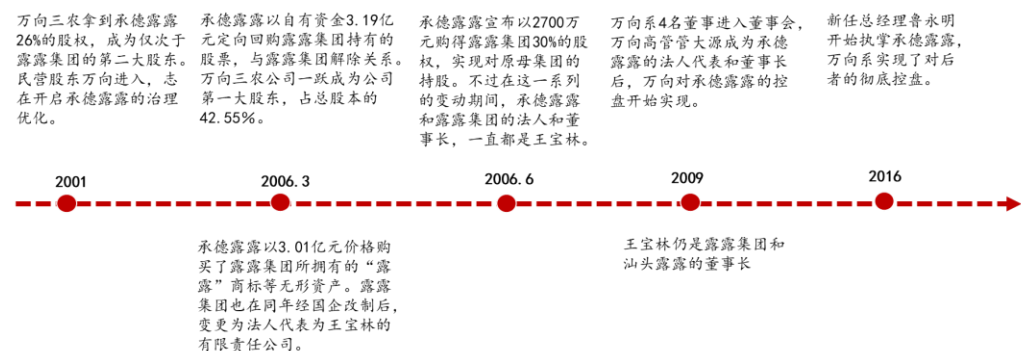


资料来源：芒果 TV，川财证券研究所

2.6 承德露露与汕头露露的南北之争

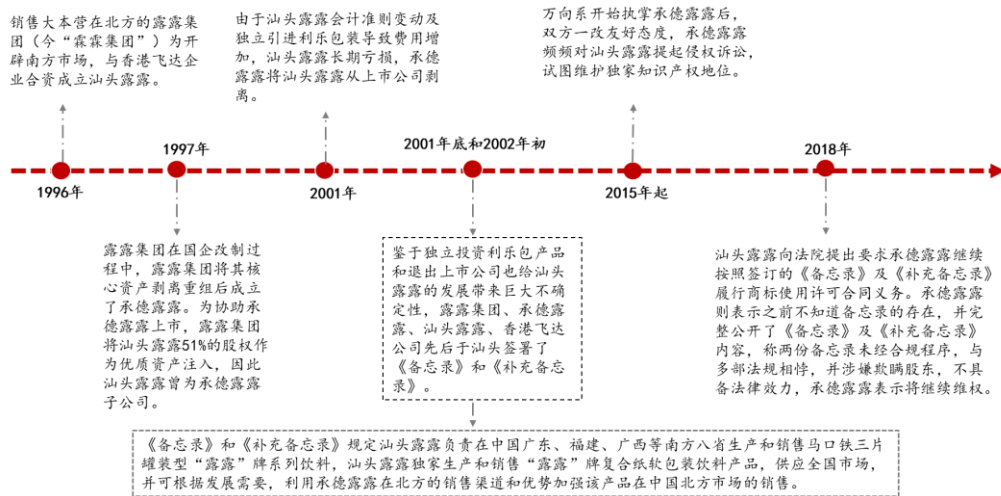
南北“露露”对于“露露”品牌商标权争执不断。南北“露露”双方一开始都是露露集团（已于2011年3月更名为“霖霖集团”，以下称原露露集团）的控股子公司，20多年来友好合作，2001年底和2002年初，原露露集团（原露露集团当年拥有“露露”商标、专利、域名、条形码等无形资产，2006年将这无形资产作价3.01亿元转让给承德露露，2008年完成无形资产的过户手续）、承德露露、汕头露露和香港飞达公司（汕头露露目前的控股股东，当年与原露露集团合资成立汕头露露）四方签订了《备忘录》和《补充备忘录》，依据这两份文件，汕头露露并没侵权。汕头露露以未按照约定履行合同义务为由起诉承德露露，希望留住“露露”品牌使用权。但是由于签署文件时原露露集团是两家露露企业的控股股东，如果商标归原露露集团所有，仅是授权给承德露露使用，而且不是排他性授权的话，原露露集团有权自行处置商标的使用情况而不需要经过承德露露的同意。但目前原露露集团已经不是两家企业的股东，《备忘录》及《补充备忘录》有效性尚待检验。目前关键点在于法院宣判这两份备忘录是否生效，若结果为无效，承德露露南方市场有望迅速打开。承德露露方面认为，《备忘录》的签署，未经过包括上市公司董事会、监事会、独立董事、股东大会程序等任何法定程序，且签署人王宝林及王秋敏均属关联人；香港飞达企业公司是露露南方的外方股东，两公司是关联企业。备忘录的签署，违反《公司法》等多项相关规定，合同内容具有不正当竞争性质的市场区域划分以及垄断经营项目的涉嫌违法行为。

图 22：承德露露的股权变化情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 23：承德露露与汕头露露的南北之争始末

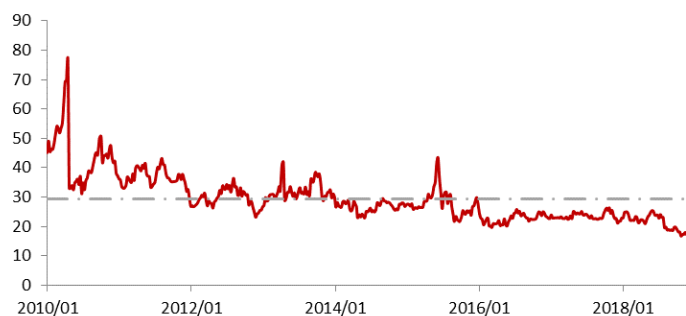


资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、估值水平处于历史低位

目前承德露露整体估值为 17.36 倍，目前承德露露估值水平为近 8 年来平均值的 0.59 倍，处于历史低位。

图 24：承德露露估值水平低于历史平均值



资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：截至 2018 年 12 月 27 日

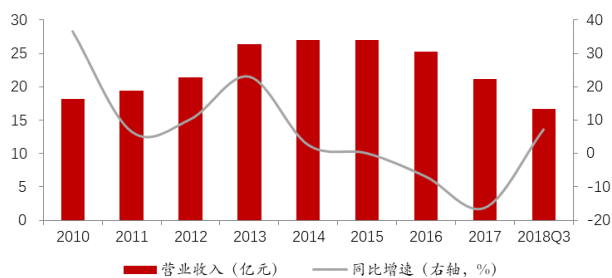
3.1 三季度投入及毛利率提升

据承德露露 2018 年三季报显示，2018 年前三季度公司营业收入为 16.7 亿元，同比增长 7.3%；归属母公司股东的净利润为 3.5 亿元，同比增长 9.8%；毛利率为 51.4%，较去年同期增长 6 个百分点；销售费用率为 21.2%，较去年同期增长 5.5 个百分点，对应每股盈利 0.4 元。

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

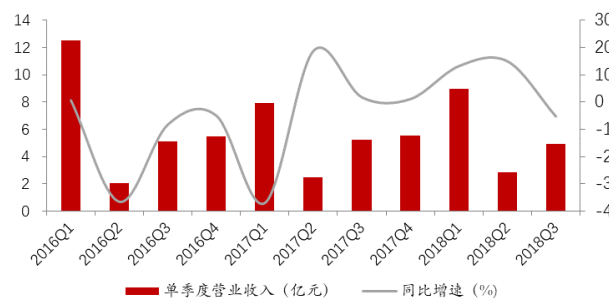
2018 年 Q3 单季度收入及归属母公司股东的净利润分别同比增长-5.3%、6.4%，业绩略低于市场预期，主要原因为整体消费需求放缓叠加公司处于战略调整期，新品推广略低于预期。

图 25： 2018 年前三季度营业收入环比下降



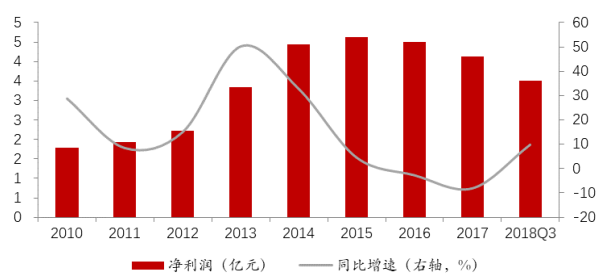
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26： 2018 年 Q3 单季度营业收入增速



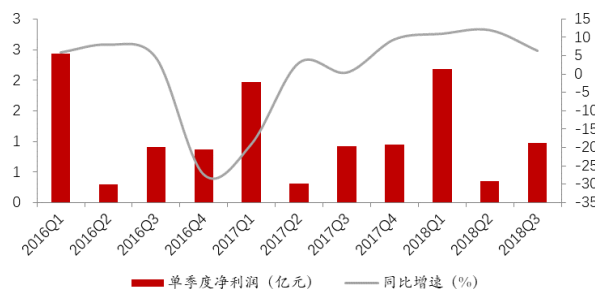
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27： 2018 年前三季度归属母公司股东的净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所

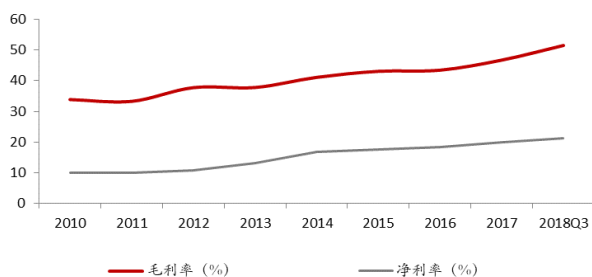
图 28： 2018 年 Q3 单季度归属母公司股东净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所

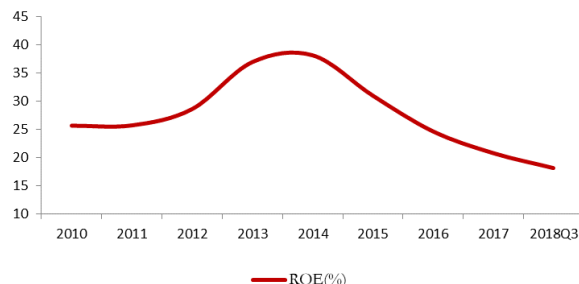
2018 年前三季度毛利率达 51.3%，较去年同期增长 3.2 个百分点，毛利率的增长得益于去年基数较低、原料采购价格低以及新产品提价，预计 2018 年杏仁市场价的急速上涨将导致承德露露第四季度毛利率开始略有下滑。2018 年前三季度 ROE 为 18.2，较去年同期提升了 1.4 个百分点。

图 29： 2018 年前三季度毛利率及净利率增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

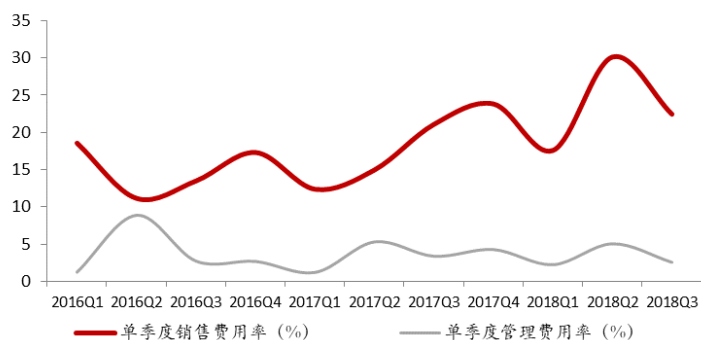
图 30： 2018 年承德露露前三季度 ROE 为 18.2



资料来源：Wind，川财证券研究所

市场投入持续增加。2018 年 Q3 单季度销售费用率为 22.5%，较去年同期提升 1.4 个百分点。2018 年以来承德露露为配合新品推广，采取了一系列线上线下营销以及打折促销活动，销售费用的持续增长显示公司加大市场投入。管理费用率方面，2018 年 Q3 单季度管理费用率为 2.6%，较去年同期下降 0.9 个百分点，管理费用率维持稳定。

图 31： 承德露露市场投入持续增加



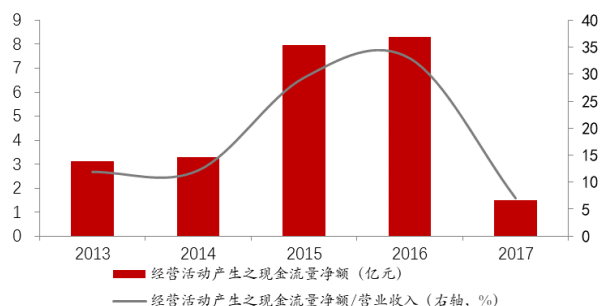
资料来源：Wind，川财证券研究所

3.2 现金流充沛，资金优势明显

承德露露现金流充沛，资金优势明显。公司已沉淀 15.48 亿元货币资金，为承德露露的持续发展奠定良好基础。

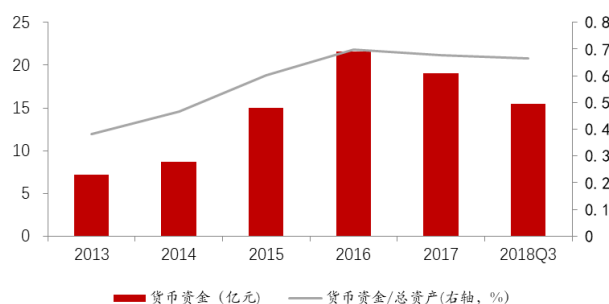
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 32：承德露露现金流充沛



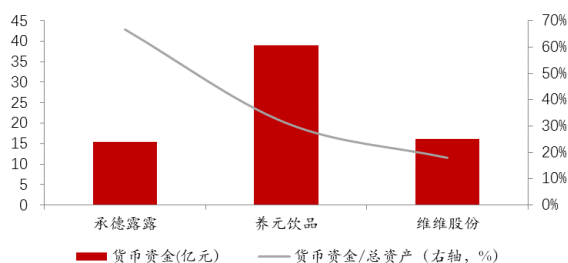
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33：承德露露货币资金储备充足



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34：承德露露货币资金/总资产较高

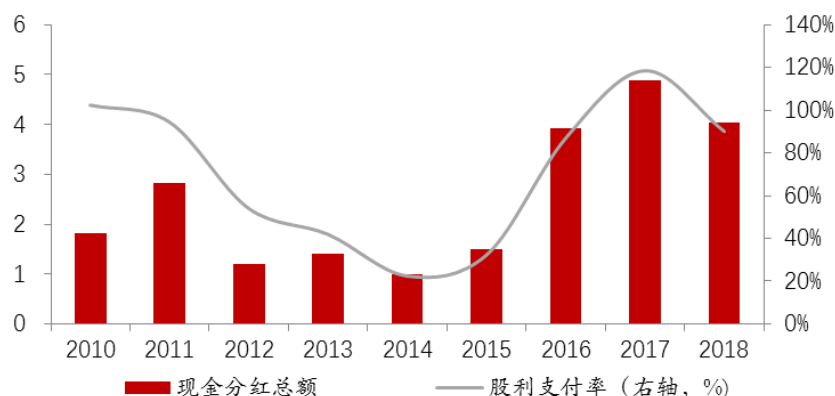


资料来源：Wind，川财证券研究所

3.3 高分红比例，股息率具备吸引力

公司上市以来坚持现金分红，且分红比例较高。2016 年以来公司均保持着 80% 以上的股利支付率，为股东带来的丰厚收益。2017 年分红为 4.89 亿元，股利支付率为 118.3%，假设以 90% 股利支付率，2018 年 12 月 28 日收盘价计算，预计 2018 年股息率将为 5%，对稳健风格的投资者具备吸引力。

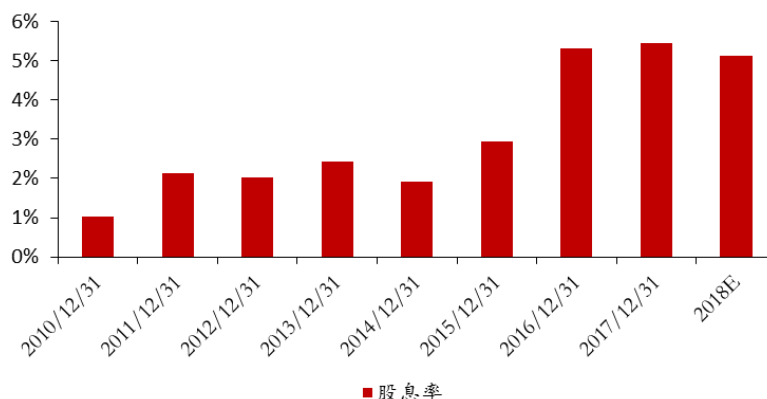
图 35：公司上市以来持续高比例分红



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 36： 2018 年承德露露股息率有望达到 5.12%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 37： 十年期国债收益率为 3.22%



资料来源：Wind，川财证券研究所，时间截至 2018.12.29

四、首次覆盖承德露露给予增持评级

承德露露深化改革有望增厚公司业绩，同时我们考虑到杏仁价格上升将带来的成本压力，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 23.15、25.47、28.10 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 4.48、4.97、5.57 亿元，EPS 为 0.46、0.51、0.57 元/股，对应 PE 为 17.55、15.82、14.13 倍。

2019 年植物蛋白饮料行业可比公司平均 PE 为 21.8 倍，考虑到公司处于健康消费趋势的植物蛋白饮料赛道上，且公司正逐步推进改革、加大营销力度、进一步做精做细现有渠道、积极解决商标之争，我们看好公司在杏仁露行业的发展，给予 2019 年合理 PE 估值 18-19 倍，对应合理股价区间为 9.18-9.69 元，首次覆盖给予增持评级。

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 11. 承德露露盈利预测

杏仁露及其他合计	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销量（万吨）	32.88	33.99	33.36	30.82	24.16	26.22	28.50	31.06
增速		3.37%	-1.86%	-7.62%	-21.59%	8.50%	8.70%	9.00%
吨价（元，含税）	7551.9	7944.3	8104.8	8168.8	8726.7	8831.4	8937.4	9044.6
增速		5.20%	2.02%	0.79%	6.83%	1.20%	1.20%	1.20%
营业收入（百万）	2632.6	2702.8	2706.2	2520.9	2111.9	2315.4	2547.0	2809.6
增速		2.67%	0.13%	-6.85%	-16.23%	9.64%	10.00%	10.31%
毛利率	38.18%	41.54%	43.49%	43.94%	47.25%	51.17%	51.43%	51.61%

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 12. 可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2018/12/31	股价	总市值	EPS			PE			ROE		
股票代码	公司名称	（元）	（亿元）	18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E
600300.SH	维维股份	2.8	47.2	0.1	0.1	0.1	36.1	29.3	24.2			
603156.SH	养元饮品	41.6	313.2	3.4	3.7	4.0	12.4	11.3	10.3	27.2	26.7	28.4
603711.SH	香飘飘	21.3	89.1	0.7	0.9	1.1	29.2	24.7	19.2	14.2	14.7	16.4
平均值							25.9	21.8	17.9	20.7	20.7	22.4
000848.SZ	承德露露	8.0	78.7	0.5	0.5	0.6	17.5	15.8	14.1	22.2	24.6	27.3
股票代码	公司名称	（港元）	（亿港元）	18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E
3799.HK	达利食品	5.7	775.1	0.3	0.3	0.4	20.4	17.9	15.5	26.9	27.3	28.6
0345.HK	VITASOY INT'L	29.1	308.4	0.7	0.8	1.0	38.9	34.2	30.3	25.6	26.0	26.2
平均值							29.6	26.0	22.9	26.3	26.7	27.4

资料来源：Wind，川财证券研究所，注：除承德露露外，其余为 Wind 一致预期数据，数据截至 2018 年 12 月 29 日

风险提示

- 1) 植物蛋白饮料行业竞争加剧
- 2) 新品推进不达预期
- 3) 食品质量安全

报表预测					
利润表（人民币，百万）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2520.90	2111.87	2315.37	2547.01	2809.56
减:营业成本	1413.26	1113.97	1130.50	1237.09	1359.69
营业税金及附加	24.96	23.23	25.47	28.02	30.91
营业费用	421.23	377.63	500.00	550.00	600.00
管理费用	62.24	63.61	65.00	72.00	80.00
财务费用	-20.25	-19.03	-11.00	-11.00	-11.00
资产减值损失	0.82	0.61	1.00	1.00	1.00
加:投资收益	-6.70	-1.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	611.93	550.81	604.40	669.90	748.96
加:其他非经营损益	-3.55	-0.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	608.37	550.45	604.40	669.90	748.96
减:所得税	152.65	137.28	151.10	167.47	187.24
净利润	455.72	413.17	453.30	502.42	561.72
减:少数股东损益	5.36	4.54	5.00	5.00	5.00
归属母公司股东净利润	450.37	408.63	448.30	497.42	556.72
资产负债表（人民币，百万）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2016.94	1763.83	1908.00	1980.00	2000.00
应收和预付款项	62.55	22.74	27.00	41.00	51.00
存货	233.15	258.31	256.00	290.00	340.00
其他流动资产	0.14	0.08	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6.42	5.38	5.38	5.38	5.38
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	288.51	282.41	262.78	243.14	223.51
无形资产和开发支出	329.97	319.87	312.85	305.83	298.82
其他非流动资产	1.67	1.80	1.35	1.35	1.35
资产总计	2939.34	2654.43	2773.36	2866.71	2920.06
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	932.84	621.22	579.56	721.80	707.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	932.84	621.22	579.56	721.80	707.97
股本	978.56	978.56	978.56	978.56	978.56
资本公积	17.31	17.31	17.31	17.31	17.31
留存收益	980.32	1002.50	1020.79	1028.22	1044.94
归属母公司股东权益	1976.19	1998.37	2016.67	2024.09	2040.81
少数股东权益	30.30	34.84	39.84	44.84	49.84
股东权益合计	2006.50	2033.21	2056.51	2068.93	2090.65
负债和股东权益合计	2939.34	2654.43	2636.06	2790.73	2798.63

现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
（人民币，百万）					
经营性现金净流量	831.52	148.81	535.65	467.80	941.84
投资性现金净流量	-21.22	-13.58	-14.00	-14.00	-14.00
筹资性现金净流量	-150.55	-391.43	-477.82	-358.25	-320.34
现金流量净额	659.75	-256.19	43.83	95.55	607.49

财务分析和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
毛利率	43.94%	47.25%	51.17%	51.43%	51.61%
销售净利率	18.08%	19.56%	19.58%	19.73%	19.99%
ROE	22.79%	20.45%	22.23%	24.58%	27.28%
ROA	20.01%	20.02%	21.40%	22.98%	25.27%

成长能力					
销售收入增长率	-6.85%	-16.23%	9.64%	10.00%	10.31%
净利润增长率	-2.74%	-9.34%	9.71%	10.84%	11.80%

资本结构					
资产负债率	31.74%	23.40%	20.90%	25.18%	24.25%
流动比率	2.48	3.29	3.78	3.20	3.38
速动比率	2.23	2.88	3.34	2.80	2.90
经营效率					
总资产周转率	0.86	0.80	0.83	0.89	0.96
存货周转率	6.06	4.31	4.42	4.27	4.00
业绩和估值					
EPS	0.460	0.418	0.458	0.508	0.569
BPS	2.019	2.042	2.061	2.068	2.086
PE	17.47	19.25	17.55	15.82	14.13
PB	3.98	3.94	3.90	3.89	3.86

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

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

行业公司评级

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

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

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务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：000000000857

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 C0003