

2018-9-17

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

食品、饮料与烟草行业

怎么看酱油在餐饮渠道的消费升级？

报告要点

- **餐饮渠道对于调味品消费升级至关重要，酱油相对于整个行业具有一定前瞻性**

调味品行业 2017 年主营业务收入 3097 亿元，2012 年~2017 年 CAGR 为 8.5%，**餐饮渠道是调味品最重要的销售渠道，占比达 45%**。2017 年餐饮业社会零售总额 3.96 万亿元，2012 年~2017 年 CAGR 为 11%，连续多年维持双位数增长。随着餐饮渠道对调味品的重要性日益提升，餐饮对调味品的消费升级至关重要。

酱油作为品牌化率和行业集中度领先的调味品子品类，最有可能在餐饮渠道率先实现消费升级，对其它子品类的升级具有一定指引意义。

- **什么样的酱油适合餐饮？**

小型独立餐饮采购调味品的自由度较大，渠道忠诚度较低。产品购买倾向的形成依靠厨师的经验和小圈子内的交流传播，在满足调味需求的前提下，性价比是首要考量，因而渠道忠诚度相对较低。

大型连锁餐饮选购调味品流程复杂，渠道忠诚度较高。对于连锁餐饮，供应商所能提供产品的丰富度、配套菜谱的研发以及调味品本身的相对性价比共同决定其对调味品产品的选择。

目前餐饮端最主要的酱油产品包括生抽和老抽，此外功能型品类如：**蒸鱼豉油、鲜味酱油**等也在特定的消费场景中不断普及。

- **餐饮酱油为什么能实现升级？**

功能型酱油产品能够给菜品带来口感提升；酱油的龙头企业有规模成本优势、配套研发优势、品类延伸的优势，对餐饮的综合服务能力超越其他细分子品类的龙头。因此酱油在餐饮渠道能够率先实现消费升级。餐饮酱油的消费升级对调味品其他细分品类具有一定指导意义。

- **本周重点关注**

继续看好白酒周期的持续，预计未来行业处于降速而非结束过程，重点推荐确定性较强、估值安全边际强的品种（茅台、洋河、口子），其他关注五粮液、老窖、汾酒；**大众品推荐定价权强的龙头**，重点关注伊利、中炬、白云山、安井，其他关注双汇、桃李、青啤、洽洽。

风险提示：

1. 需求不达预期；
2. 政策调整等不确定性事件。

分析师 刘颜

☎ (8621) 61118732

✉ liuyan8@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516050001

分析师 董思远

☎ (8621) 61118732

✉ dongsy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070016

分析师 张伟欣

☎ (8621) 61118732

✉ zhangwx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518060003

联系人 赵海燕

☎ (8621) 61118732

✉ zhaohy4@cjsc.com.cn

联系人 徐爽

☎ (8621) 61118732

✉ xushuang@cjsc.com.cn

相关研究

《食品饮料龙头成长系列：从桃李看面包龙头成长史》2018-9-10

《食品饮料行业 2018 年中报综述：白酒高增持续，大众品业绩改善》2018-9-3

《怎么看通胀与食品饮料的关系？》2018-8-27

目录

餐饮是调味品重要消费场景	3
餐饮酱油升级潜力较大，相对于行业具有一定前瞻性.....	3
什么样的酱油适合餐饮？	5
餐饮选购酱油的流程	5
餐饮渠道的主流酱油产品	6
酱油在餐饮渠道为什么能实现消费升级？	9
功能型酱油产品能够带来菜品口感显著提升	9
综合能力强的调味品企业获得餐饮青睐	10
【要闻动态跟踪】	12
【大事提醒】	13
投资评级说明	14

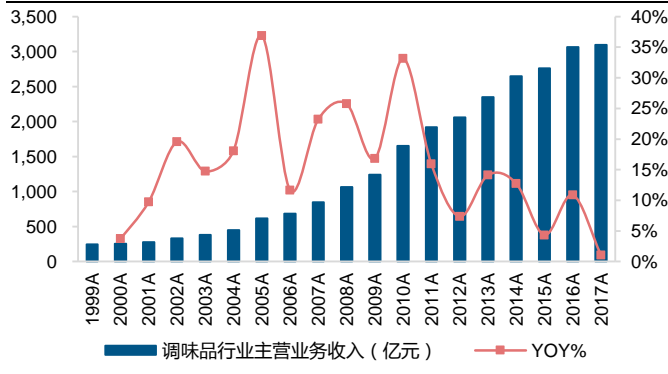
图表目录

图 1：调味品收入规模及增速	3
图 2：调味品的各类消费终端的占比	3
图 3：餐饮业收入增速（%）	3
图 4：限额以上餐饮业占比（%）	3
图 5：酱油产量（万吨）及增速（%）	4
图 6：调味品品类分布	4
图 7：影响独立餐饮厨师选购调味品的因素	5
图 8：美菜 APP 的手机截屏	5
图 9：连锁餐饮调味品选购（变更）的流程图	6
图 10：餐饮渠道的主流酱油产品	7
图 11：餐饮端主要酱油品牌分布（品牌排名顺序从左上至右下，灰色地区暂无统计）	8
图 12：各类餐饮酱油产品的均价	10
图 13：茅台各地批价及京东零售价（单位：元）	11
图 14：五粮液批价及京东零售价（单位：元）	11
图 15：泸州老窖 1573 出厂价及京东零售价（单位：元）	11
表 1：餐饮端主要的酱油类调味品	9
表 2：现阶段重点覆盖公司最新盈利预测（9 月 14 日收盘价）	11
表 3：上周重点公告和行业新闻摘要	12
表 4：未来两周大事提醒	13

餐饮是

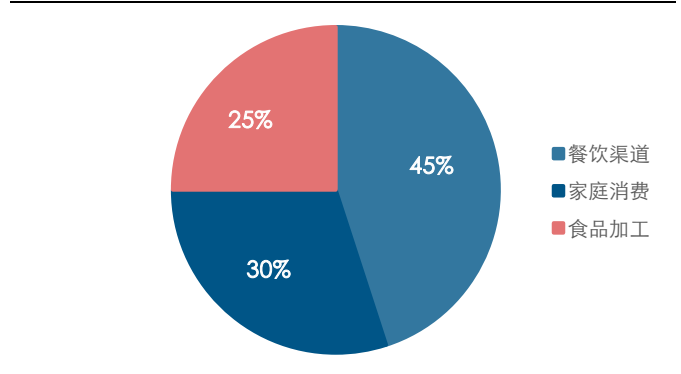
调味品行业规模达 3000 亿元，餐饮渠道是调味品的重要消费场景。2017 年调味品行业主营业务收入 3097 亿元，2012 年~2017 年收入 CAGR 为 8.5%，行业规模稳健增长。调味品消费 3 大渠道分别为：餐饮渠道（45%）、家庭消费（30%）、食品加工（25%），餐饮是调味品最主要的消费渠道。

图 1：调味品收入规模及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：调味品的各类消费终端的占比

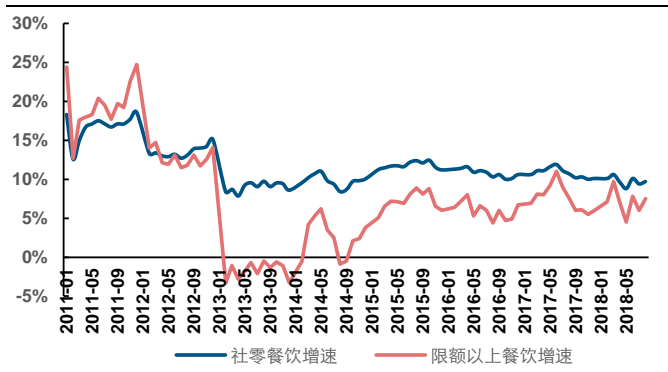


资料来源：产业信息网，长江证券研究所

餐饮业连续多年维持双位数增长，对调味品的重要性日益凸显。2017 年餐饮业社会零售总额 3.96 万亿元，2012 年~2017 年收入 CAGR 为 11%，行业规模稳健增长。并且餐饮业呈现分散化趋势，限额以上餐饮的占比呈下降趋势。

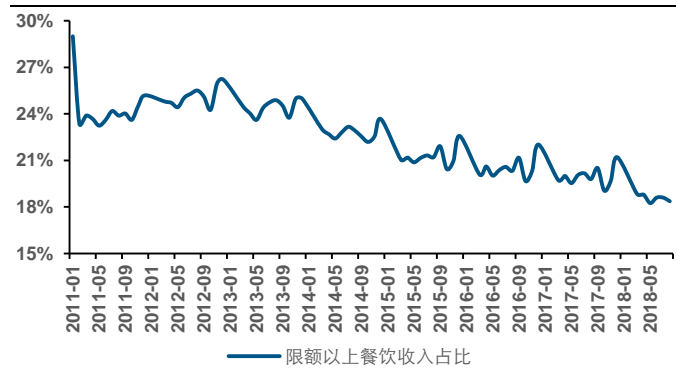
小型餐饮均价相对较低，其占比提升代表了餐饮消费次数有更高的增长，餐饮渠道对调味品的重要性也在日益提升，如果餐饮渠道的调味品能够实现消费升级将有力推动调味品行业的扩容。

图 3：餐饮业收入增速 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：限额以上餐饮业占比 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

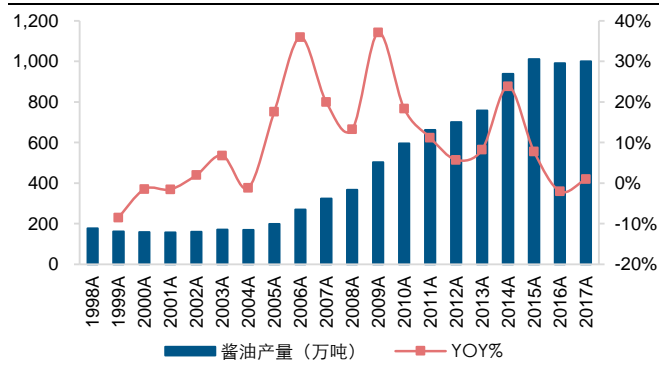
餐饮酱油升级潜力较大，相对于行业具有一定前瞻性

调味品多数品类的品牌化率偏低。在调味品主要的类别中：糖、盐、味精产品高度同质化，具有了大宗商品的属性，较难做出品牌差异化；干货香料的生产又极为分散，包装化率较低，目前还没有强势的品牌；而酱油、食醋和调味酱等产品由于较早出现行业龙头，规模化生产的产品不便以散装的形式售卖，因而整个行业的包装化率较高，包装化率的提升促进了品牌力和市场份额向龙头企业聚拢。

餐饮酱油升级潜力较大，相对于行业具有一定前瞻性。在品牌化率较高的液体和酱类调味品中，酱油是产量最大的品类，其总产量已陷入低速增长或不增长，可以说已进入存量竞争时代，而酱油的行业一超多强，格局十分明朗，相比于其他品类如食醋、调味酱

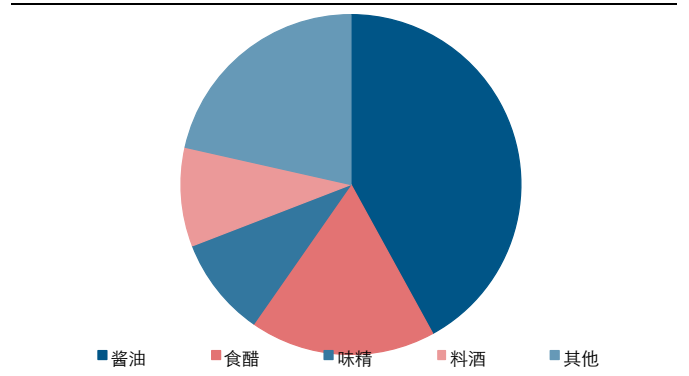
等，龙头的定价权凸显，这就大行业收入规模。因此探讨酱油的升级

图 5：酱油产量（万吨）及增速（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：调味品品类分布



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

酱油在餐饮中的成本占比不高，价格敏感度也就相对较低。从餐饮的原材料成本占比情况看，调味品总体约占所有食材成本的 2.5%~3%，而其中酱油约占 0.8%~1%，成本占比并不高，但酱油优劣对调味结果的影响却较大，因此餐饮渠道付出一定溢价而获得高品质酱油的边际效应较大，因而带来酱油消费升级的空间。

梳理各类餐饮对酱油产品的选购流程和倾向，有助于发现餐饮端酱油消费的升级原因，为调味品的升级之路做出一定指引。

什么样的 餐饮选购酱油的流程

独立餐饮选购调味品通常由厨师长直接决定，个人经验和圈内交流是主要影响因素。影响独立餐饮厨师选购调味品的因素较多，但最主要的还是厨师个人成长经验和厨师圈子内的讨论交流，除此之外，调味品厂商举办的新菜品鉴会、菜式创新比赛也是厨师接触新调味品、改变原有选择的重要场景。

小型餐饮对调味品的考察更多看中产品本身，在满足其调味品需求的基础上，尽可能追求较高的性价比，对特定品牌的忠诚度相对较低。

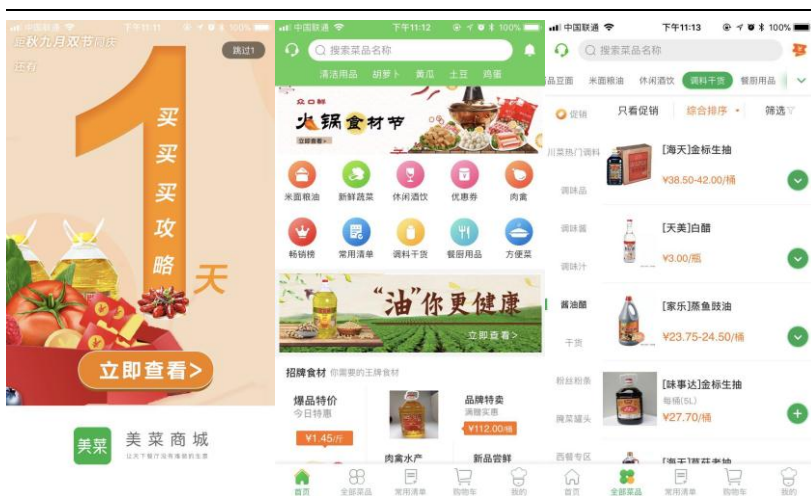
图 7：影响独立餐饮厨师选购调味品的因素



资料来源：长江证券研究所

独立餐饮的采购量、频率以及采购方式都相对灵活。独立餐饮多由厨师长统计店内的调味需求和用量，然后让固定的经销商送货或直接去周边农贸市场采购，近年来由于线上农贸平台的兴起，不少小型餐饮会选择线上平台购买调味品（供货方通常为同城的经销商），这类平台上的价格可以比周边农贸终端更低，往往接近二批价，并且使用起来方便灵活，受到小型餐饮的青睐。

图 8：美菜 APP 的手机截屏



资料来源：美菜 APP，长江证券研究所

大型连锁餐饮选购调味品会考察供应商的

调味品时，

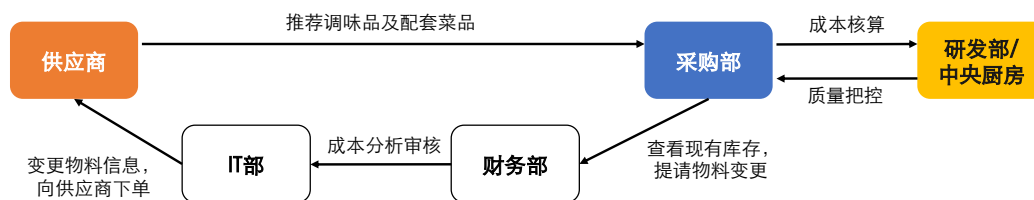
菜式新品研发能力等在内的一系列综合服务能力。

追求相对性价比：大型餐饮在如果考虑更换调味品最首要的是新产品的味型需要和正在使用的调味品接近，单价更低或可以用更少的量达到同样的调味效果，而如果价格略高但带来的菜品品质边际改善较大的也会纳入考虑。

多品类供应能力：连锁餐饮的调味品供应商通常为经销商或多品类发展的大型调味品厂商，这是因为单个供应商如果能提供的多种品类的产品，可以节省采购部对接的人力成本。

菜式研发能力：大中型餐饮集团通常有定期更新菜单的需求，而餐饮的研发部，其创新性会受过往产品局限，很多的产品创新来自外部推荐，这就需要供应商有较强大的菜品研发，提供直接的调味品使用解决方案，这种模式可以为餐饮节省研发成本。

图 9：连锁餐饮调味品选购（变更）的流程图



资料来源：长江证券研究所

大型连锁餐饮调味品的选用和更换，首先由采购部核算成本，再由研发部审核质量，然后再由采购部计算采购周期和库存，由财务部复核成本，最后交由 IT 部门登记，向供应商下单。

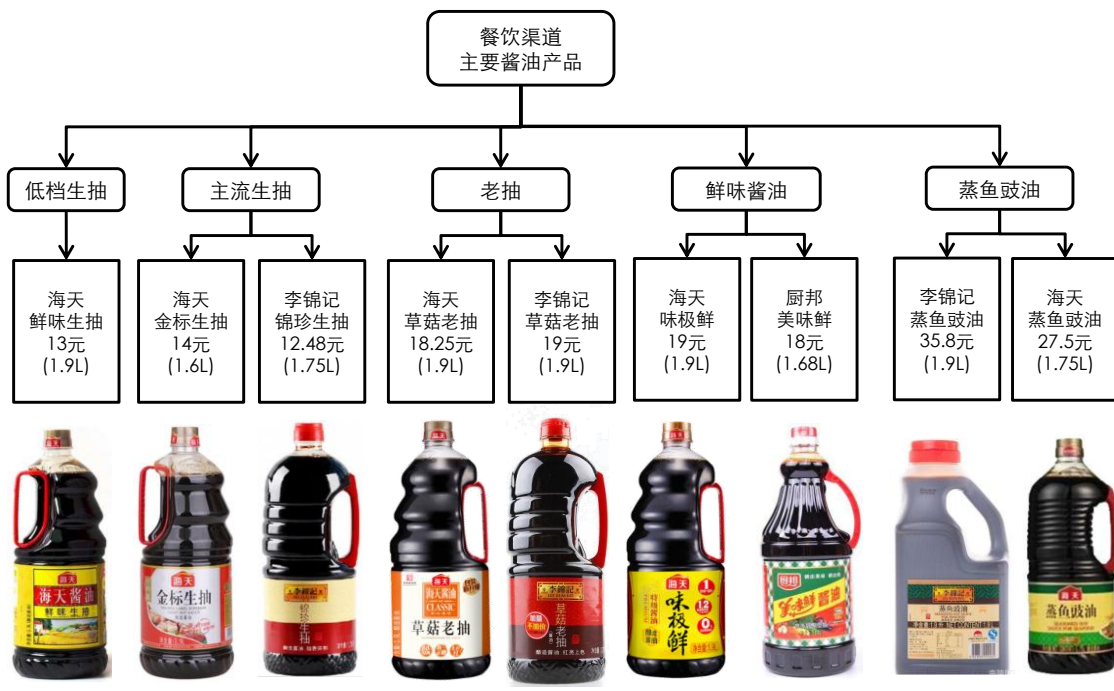
整套流程是多部门协同的结果，供应商需要提供较高相对性价比的产品以及突出的配套服务才能赢得餐饮的青睐，而整套更换调味品的流程比较复杂，对于餐饮端也具有一定的转换成本，因而大型连锁餐饮对特定产品的忠诚度较高。

餐饮渠道的主流酱油产品

生抽和老抽是餐饮渠道主要品类，功能型品类逐渐普及。现在餐饮端最主要的酱油产品类是生抽和老抽，在生抽的选择上，主流餐饮（包括很多小型独立餐饮）会选用均价约 4 元/500ml 的海天金标生抽，而非均价约 3.5 元/500ml 的海天鲜味生抽，主要在于这两种生抽有比较大的鲜味口感差异，从理化指标的酱油等级看：金标生抽的氨基酸态氮含量达到 1g/500ml，而鲜味生抽的氨基酸态氮含量仅为 0.5g/500ml，对照酿造酱油的国家标准（GB-18186-2000）中对高盐稀态酱油的理化指标分级，这两个产品分属特级和三级，鲜味口感存在较大差距。选用特级的金标生抽，菜品品质提升的边际改善较大，因此金标生抽会成为餐饮渠道的主流生抽产品。

此外，在中高档餐饮会用到蒸鱼豉油（一种以酱油为主要基底调配的带有鲜甜口味的酱汁，可以算作上广义上的酱油）烹调鲜甜口味的高档菜肴（例如：蒸鱼、蒸海鲜等），也有部分需要调配鲜味点蘸汁的餐厅会用鲜味酱油（例如：白斩鸡蘸料）。

图 10：餐饮



资料来源：长江证券研究所

各个地区对酱油品质和品类的认知存在一定差异。

广东地区：厨师对酱油有比较清晰的分级概念，对于不同道序的酱油，一般只会使用头抽（特抽），二抽除非有品质优良且价格便宜才会选用，三抽基本不会考虑。形成这种氛围一方面是因为广东地区酱园广布，选择多，对酱油的品级考察严格，另一方面也是因为广东饮食文化中酱油点蘸的用法较多，食客对酱油鲜味要求较高。

西南地区：西南地区以川菜为主，与粤菜讲究食材的本味鲜所不同的是，川菜讲究复合味，常用酱油与多种调味料调制复合调味品，在这些复合调味品中比较典型的有辣鲜露。

北方地区：北方特产的酱油“酱香味”比较突出，这类酱油适用于酱爆、抓炒等北方特色口味。

华东地区：讲究复合鲜味来自食材，厨师会用新鲜食材加酱油来熬制类似于蒸鱼豉油的调味品，口感鲜甜可用于蒸鱼或炒素菜等。

中部地区：厨师对酱油产品的分类比较模糊，酱油的用途主要在于上色。

从各个地区主流的餐饮渠道酱油品牌看，海天和李锦记一般占据前二的位置。

图 11：餐饮端主要酱油品牌分布



资料来源：长江证券研究所

海天和李锦记是餐饮端比较强势的品牌。其中，海天在中低档产品的产品矩阵比较完整，最底部有鲜味生抽满足最低层次需求，主流产品金标生抽和草菇老抽是餐饮渠道拳头产品性价比突出，可满足绝大部分餐饮的需求；李锦记在高端产品中品牌力较强，功能型产品蒸鱼豉油、蚝油等占有率较高，中低档产品中李锦记也有锦珍生抽和草菇老抽，产品线也比较完整，但性价比略低于海天。

酱油在餐饮渠道

餐饮渠道中调味品的产品升级，必须带来较大的口感提升。只有当新产品带来菜品口感的边际提升较大时，才可能获得使用并得到一定溢价。相对而言，无添加等健康型的产品理念在餐饮端较难有说服力。

酱油在餐饮渠道的消费升级带给调味品其他子品类的指引。从产品的角度：升级方向主要聚焦功能型产品，这一类产品能够给餐饮的出品带来较大的口感提升，因而获得认可；从供应商的角度：综合服务能力强的厂商或品牌更易受到餐饮青睐，获得升级红利。

功能型酱油产品能够带来菜品口感显著提升

功能型酱油拓宽酱油的使用场景。目前餐饮端的酱油产品主要有三大类：生抽、老抽和功能型产品，其中生抽和老抽代表了酱油的最基础用途：增鲜和上色，而各个地区的特异化调味需求催生了新兴的功能型酱油，代表性的品类包括：1) 产品已经比较成熟的鲜味酱油（常见于南方地区的点蘸饮食）、蒸鱼豉油（在东南沿海等地的蒸鱼菜中较常用），目前这两类产品的 1.5L 以上中型包装已比较常见；2) 仍处于渗透初期的辣鲜露（在西南地区川菜调味中较常用）等。

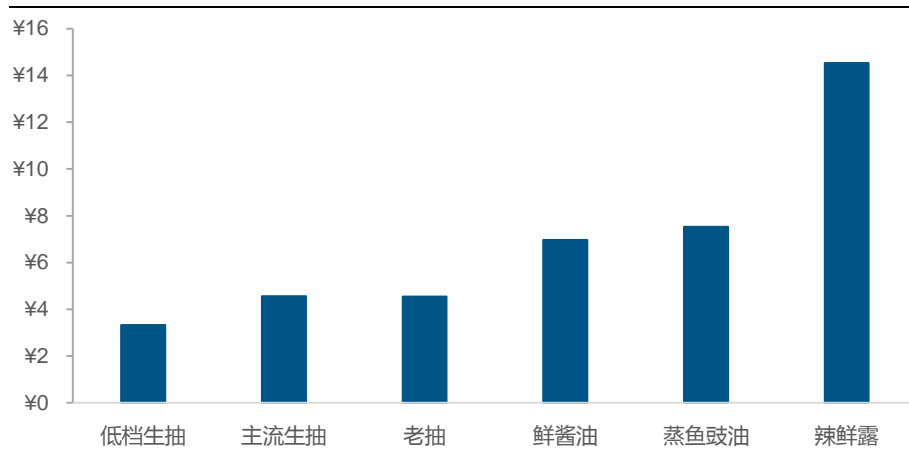
功能型酱油能够稳定提升菜品口感，将获得餐饮渠道认可。随着某些区域化饮食发扬光大，料理中特定的功能型酱油也将被定型，这一类产品能够稳定地提升菜品口感，因而餐饮购买这类产品带来的较高的边际效应提升了餐饮渠道支付溢价的意愿，因此功能型产品可以获得较好的接受度。**功能型酱油均价相较传统的生抽和老抽有较大提升，将引领餐饮端酱油的消费升级。**

表 1：餐饮端主要的酱油类调味品

档次	品牌	产品名称	规格 (升)	价格	单价 (元/500ml)
低档生抽	海天	鲜味生抽	1.9	¥13.00	¥3.42
	李锦记	锦珍生抽	1.75	¥12.48	¥3.57
主流生抽	海天	金标生抽	4.9	¥36.00	¥3.67
	海天	金标生抽	1.6	¥14.17	¥4.43
	味事达	生抽王	0.5	¥4.42	¥4.42
	味达美	生抽	2	¥18.00	¥4.50
	广味源	金标生抽	4.9	¥66.00	¥6.73
老抽	海天	草菇老抽	4.9	¥39.00	¥3.98
	海天	草菇老抽	1.9	¥18.25	¥4.80
	海皇	老抽王	1.8	¥15.90	¥4.42
	李锦记	草菇老抽	1.9	¥19.00	¥5.00
鲜酱油	厨邦	美味鲜	1.68	¥18.00	¥5.36
	海天	味极鲜	0.75	¥10.00	¥6.67
	味达美	味极鲜	1	¥14.33	¥7.17
	李锦记	一品鲜	0.5	¥7.50	¥7.50
	欣和	六月鲜	1	¥16.25	¥8.13
蒸鱼豉油	家乐	蒸鱼豉油	2.35	¥24.95	¥5.31
	海天	蒸鱼豉油	1.75	¥27.50	¥7.86
	李锦记	蒸鱼豉油	1.9	¥35.80	¥9.42
辣鲜露	粤师傅	辣鲜露	0.43	¥9.17	¥10.66
	中蓝	辣鲜露	0.4	¥10.50	¥13.13
	天禾	辣鲜露	0.47	¥15.00	¥15.96

资料来源：美菜，长江证券研究所

图 12：各类餐饮酱油产品的均价



资料来源：美菜，长江证券研究所

综合能力强的调味品企业获得餐饮青睐

酱油行业较早实现规模化生产，行业龙头体量较大，较易形成规模成本优势，配套研发能力和品类延伸能力较其他子品类更强，因而在产品升级中更容易享受到红利。

规模化的成本优势有望收割中小型餐饮细分市场上的份额。中小型餐饮对调味品的选择以性价比为第一考量，在产品升级中也不例外，在能达到功能型产品效果的前提下还是会选购性价比最高的产品，具备成本优势的厂商就可以做到这一点，从而获得主动权。

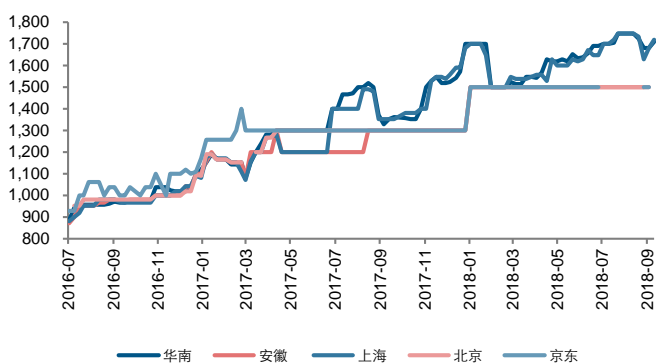
品类延伸能力和菜品配套研发能力强的企业有望收割大型连锁餐饮细分市场上的份额。大型连锁餐饮对于调味品的选择，会依据供应商的研发能力、品类丰富度（品类延伸能力），结合产品的相对较高的性价比做出综合评价。那么综合服务能力强厂商更容易占得先机。通过菜品创新获得高端餐饮的青睐后，还有额外的红利在于高端餐饮的菜谱及调味品用法对中小餐饮有一定示范作用（主要依靠厨师圈子内传播），从而达到自上而下地渗透市场的效果。

表 2: 现阶段重点覆盖公司最新盈利预测 (

细分行业	证券简称	股价							
		(元/股)	2016A	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
白酒	贵州茅台	642.90	13.31	21.56	30.30	34.85	30	21	18
	五粮液	61.53	1.79	2.55	3.54	4.25	24	17	14
	口子窖	45.78	1.31	1.86	2.53	3.25	25	18	14
调味品	中炬高新	27.80	0.45	0.57	0.82	1.03	49	34	27
乳制品	伊利股份	23.23	0.93	0.99	1.05	1.15	23	22	20
肉制品	双汇发展	24.15	1.33	1.31	1.50	1.67	18	16	14
啤酒	青岛啤酒	32.23	0.77	0.94	1.20	1.47	34	27	22
卤制品	绝味食品	37.71	1.06	1.26	1.57	1.86	30	24	20
烘焙食品	桃李面包	53.04	0.97	1.14	1.36	1.70	47	39	31
凉茶	白云山	33.12	1.08	1.27	2.46	2.41	26	13	14

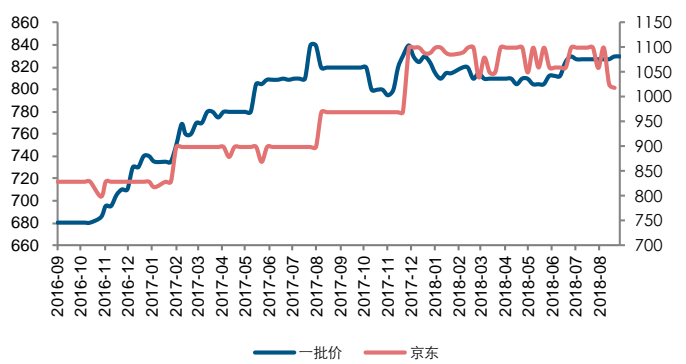
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 茅台各地批价及京东零售价 (单位: 元)



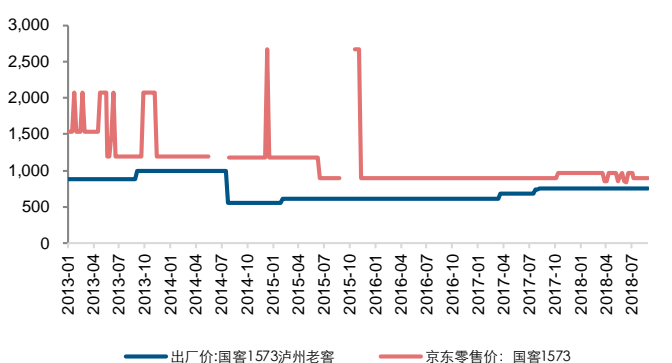
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 五粮液批价及京东零售价 (单位: 元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 国窖 1573 出厂价及京东零售价 (单位: 元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

【要闻动态跟踪】

表 3：上周重点公告和行业新闻摘要

发布日期	公司代码	公司简称	公告内容
9.10	002719.SZ	麦趣尔	景瑞兴认购公司非公开发行人民币普通股股票153万股，占公司总股本比例1.41%，发行价格为26.08元/股；李岩认购非公开发行人民币普通股股票100万股，占公司总股本比例0.919%，发行价格为26.08元/股。
	600702.SH	舍得酒业	公司已通过集中竞价交易方式回购公司股份合计1132万股，占公司总股本的比例为3.36%，成交的最高价为27.24元/股，成交的最低价为26.03元/股，支付的资金总金额为3亿元(含交易手续费)。
	603027.SH	千禾味业	公司回购注销1名激励对象的全部限制性股票4万股，回购价格为9.18元/股。注销完成后，公司注册资本由3.25985亿元减少为3.25945亿元。
9.11	002570.SZ	*ST因美	公司拟以不超过5.35元/股的价格回购公司股份，回购金额不低于人民币3000万元，不超过人民币1亿元，回购股份用于实施员工持股计划。
	002661.SZ	克明面业	第一大股东克明食品集团质押100万股，质押完成后克明食品集团累计质押1.36亿股，占本公司股份总数的40.62%。
9.12	600238.SH	*ST椰岛	公司拟公开挂牌转让办公大楼，预计将对公司当期产生税后收益约5,400万元（按评估值测算）。
	000568.SZ	泸州老窖	公司解除限售股份5833.33万股，占公司总股本的3.98%。
9.14	603288.SH	海天味业	公司将以7.18元/股的回购价格回购注销部分限制性股票共计83.73股。注销完成后，公司注册资本将由27.01亿元减少至27亿元；拟以2000万元在广东省佛山市投资设立全资子公司“广东海天国际贸易有限公司”、“广东海莲生物科技有限公司”。
	002166.SZ	莱茵生物	公司与Firmenich S.A.签署了一份关于天然甜味剂相关产品独家分销的《商业合同》。将对公司未来5年业绩将产生较为积极的影响。
	000529.SZ	广弘控股	公司拟从江丰实业法定代表人谭钜添处收购江丰实业合计不少于51%的股份。
	1068.HK	雨润食品	经营业务亏损为港币3.23亿元，较去年同期减亏23.3%。
行业	日期	新闻内容	
酒类	9.10	茅台酒新品正式发布，定价千元价位。茅台股份公司发布的新品43°喜宴茅台酒正式上市。9月10日，43°喜宴茅台酒在上市发布会在贵阳生态国际会议中心登录大厅举行，这款新品共有“优雅白”和“中国红”两个配色，其中“优雅白”定价为989元、“中国红”的定价为999元。（酒业家）	
	9.12	剑南春集团董事长乔天明被控行贿、私分国有资产。乔天明被检方起诉在剑南春改制期间通过提前预支广告费等方式使得剑南春集团的相关资产减少，共涉金额超2亿元，涉嫌私分国有资产。（酒业家）	
	9.13	南京经销商集中化管理采取合伙人机制。对于南京洋河市场，洋河表示公司南京大区主要负责南京的地级市市场，有7个分公司办事处。南京市场的3个发展阶段：第一阶段是总经销代理；第二阶段是深度分销；第三阶段是集中化管理。目前南京市场的价格管控更强，高端化更明显。（酒说）	
	9.14	贵州酒博会现场签约额达238.8亿元。贵州酒博会观展人数累计达到34.5万余人次，实现现场场馆交易241.5亿元，同比增长145.5%，其中现场签约额238.8亿元（糖酒快讯）	

资料来源：酒说，酒业家，糖酒快讯，Wind，长江证券研究所

【大事提醒】

表 4: 未来两周大事提醒

(09/16)周日	(09/17)周一	(09/18)周二	(09/19)周三	(09/20)周四	(09/21)周五	(09/22)周六
	股东大会: 古井贡酒 桂发祥			股东大会: 麦趣尔		
(09/23)周日	(09/24)周一	(09/25)周二	(09/26)周三	(09/27)周四	(09/28)周五	(09/29)周六
			分红除权: 华润啤酒 股东大会: *ST因美		股东大会: 贵州茅台 克明面业 *ST椰岛 分红派息: 阜丰集团	

资料来源: Wind, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。