

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	6841.92
沪深300指数	3957.72
上证指数	3030.75
深证成指	9918.09
中小板综指	9435.65

相关报告

- 1.《特仑苏促销动了谁的奶酪?——以特仑苏为例,揭开大单品终端促销...》, 2019.8.27
- 2.《白酒板块确定性加强,乳业推荐尽快买入蒙牛伊利澳优-食品饮料行...》, 2019.8.26
- 3.《关注统计局数据显示风险,乳业推荐尽快买入蒙牛伊利澳优-食品饮...》, 2019.8.18
- 4.《茅台营销公司方案落地超预期,乳业推荐买入蒙牛关注伊利-食品饮...》, 2019.8.12
- 5.《7月线上休闲食品高增长,速冻食品持续爆发-食品饮料行业线上数...》, 2019.8.8

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

8月线上保健品增速回暖,休闲食品继续高增长

事件

- 根据国金证券研究创新中心数据,我们对调味品、保健品、休闲食品和速冻食品等子行业8月份线上销售情况进行分析。

数据点评

- **调味品:增长环比提速,渠道重要性不断提升。**海天阿里系前8个月线上销售额同比下滑5.87%,但8月份单月同比+58.33%,8月份延续7月份高增长,公司线上销售更加积极。中炬阿里系前8个月销售额同比+51.68%,其中8月单月同比+71.12%,环比增速继续提升,线上渠道规模不断扩大。从市场份额来看,海天线上调味品市占率达到39.0%,继续巩固霸主地位;中炬线上份额达到8.2%,厨邦和美味鲜的知名度和影响力不断提升;子品类中海天和中炬的酱油市占率仍在稳步提升,海天蚝油市占率达到66.7%,中炬产品结构更加多元化。
- **保健品行业:8月份线上行业增速环比回暖。**保健品行业8月份线上增速环比回暖,各品牌同比增速基本均有显著环比提升。分品牌来看,汤臣倍健8月份销售额同比增速为+122%(环比+74pct,同比+97pct);Swisse销售额同比增速为+118%(环比+71pct,同比+94pct);GNC销售额同比增速为+53%(环比-14pct,同比-1pct)。累计1-8月增速来看,汤臣倍健、muscletech、金达威、东阿阿胶、Swisse、GNC分别实现+60%、+89%、+332%、-8%、+53%、+53%。整体来看,汤臣倍健全品牌线上销售额8月份同比增长63%,环比+39pct,同比+65pct,大单品表现亮眼,带动整体增速环比、同比均实现显著提升。具体来看,汤臣倍健主品牌8月份销售额同比+122%(环比+74pct,同比+97pct);健力多8月份销售额同比+177%(环比+105pct,同比+207pct);LSG8月份销售额同比+160%(环比+39pct,同比+130pct)。累计1-8月增速来看,汤臣倍健整体、主品牌、健力多、LSG分别实现+16%、+60%、+78%、+102%。
- **休闲食品:累计增长22.8%,各品牌均回归增长。**休闲食品8月份增速环比7月份略有下降,但仍在高增长的通道。9大代表性品牌前8个月在阿里和京东两大平台累计实现销售额104.7亿元,同比增长22.8%,增速十分可观。从增速来看,桂发祥和洽洽基数较小,但规模翻番;来伊份增速超过60%,发力线上卓有成效;三只松鼠和百草味增速在20%以上,仍在增长的快车道上。三只松鼠8月单月阿里+京东合计销售收入同比增长20.27%,各分品类销售规模年初至今均同比正向增长,其中饼干/膨化类产品表现最为亮眼,较去年同期增长92.49%。大单品战略开启增长通道,零食类业务继续高速增长,公司正逐渐成长为平台化的休闲食品品牌。
- **速冻食品:正在成长的快车道上。**8月阿里渠道速冻食品实现总销售额11.6亿元,同比+72.1%;其中海鲜/水产品、生肉/肉制品、冰淇淋/冻品销售额分别同比+82.5%、+75.6%和+5.0%;1-8月阿里渠道速冻食品合计销售额同比+92.2%。8月京东渠道速冻食品实现总销售额3.4亿元,同比+92.1%;其中海鲜水产、猪牛羊肉、冷冻食品、禽肉蛋品和饮品甜品分别同比+98.2%、+76.4%、+88.3%、+95.4%和+105.1%;1-8月京东渠道速冻食品销售总额同比+89.8%。速冻面点中三全和安井规模不相上下,8月安井占比19.72%,略高于三全(18.61%),思念占比11.36%,其他品牌占比均不高;水饺/馄饨品牌中湾仔码头占比29.83%,处绝对领先地位,船歌鱼占比15.39%,为第二;汤圆/元宵销量排名前三的品牌分别为安井(15.18%)、圣王(13.09%)和缸鸭狗(8.24%),行业格局比较分散。

风险提示

- 线上数据与全渠道数据存在差异、食品安全的风险、原材料价格上涨的风险

内容目录

1、调味品：海天增长提速，中炬高新线上规模不断扩大	4
1.1 海天味业：8月增速环比提升，巩固霸主地位	4
1.2 中炬高新：年初至今增速超 50%，规模不断扩大	5
1.3 消费者画像：中炬更年轻，海天品类影响力更强	7
2、保健品：增速环比回暖，汤臣倍健电商品牌化 3.0 战略持续推进	9
3、休闲食品：8月继续高增长，三只松鼠愈发多元化	11
3.1 休闲食品行业：累计增长 22.8%，各品牌均回归增长	11
3.2 三只松鼠：持续扩张，产品结构愈发多元	11
4、速冻食品：正处成长的快车道上	13
5、风险提示	14

图表目录

图表 1: 海天线上销售额及增速.....	4
图表 2: 海天 2019 年线上销售增速同比.....	4
图表 3: 海天舆情数据分析.....	4
图表 4: 海天线上市占率已达 39.0%.....	5
图表 5: 海天分品类线上销售份额 (1)	5
图表 6: 海天分品类线上销售份额 (2)	5
图表 7: 中炬高新线上销售额及增速.....	6
图表 8: 中炬高新线上销售同比增速.....	6
图表 9: 中炬高新舆情数据分析.....	6
图表 10: 中炬高新线上市场份额为 8.2%.....	7
图表 11: 中炬高新酱油线上销售份额	7
图表 12: 中炬高新分品类线上销售份额.....	7
图表 13: 海天消费者区域画像.....	8
图表 14: 中炬消费者区域画像.....	8
图表 15: 调味品消费者地区画像.....	8
图表 16: 调味品消费者年龄层次画像.....	8
图表 17: 2019.01-08 保健品行业分品牌同比增速.....	9
图表 18: 汤臣倍健全品牌线上销售额及增速 (万元)	10
图表 19: 汤臣倍健主品牌线上销售额及增速 (万元)	10
图表 20: 健力多线上销售额及增速 (万元)	10
图表 21: LSG 线上销售额及增速 (万元)	10
图表 22: 休闲食品品牌线上销售情况.....	11
图表 23: 三大休闲食品食品线上销售情况.....	11
图表 24: 三只松鼠分品类销量增速情况 (1)	12
图表 25: 三只松鼠分品类销量增速情况 (2)	12
图表 26 三只松鼠各品类占比情况	12
图表 27: 速冻食品阿里系销售情况.....	13
图表 28: 速冻食品京东系销售情况.....	13
图表 29: 面点分品类占比.....	13
图表 30: 水饺/馄饨分品牌占比.....	13
图表 31: 汤圆/元宵分品牌占比.....	14

1、调味品：海天增长提速，中炬高新线上规模不断扩大

1.1 海天味业：8月增速环比提升，巩固霸主地位

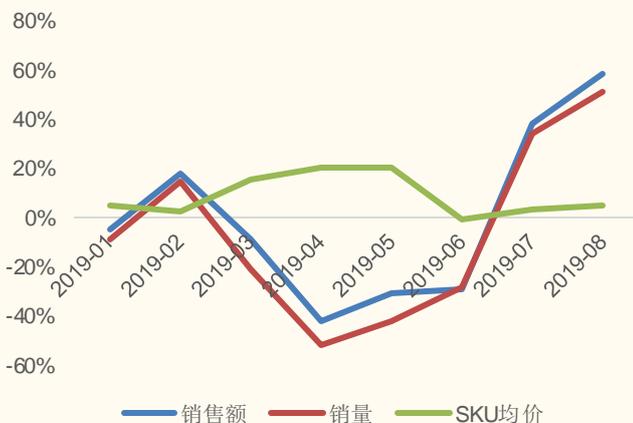
- **8月份线上高增 58.33%，增速环比提升：**公司 2019 年上半年线上销售收入 2.07 亿元，同比增长 44.39%，占总收入的 2.14%，线上渠道占比提升，渠道重要性不断凸显。海天 1-8 月阿里系同比下滑 5.86%，但三季度增长明显提速，7、8 月份销售额分别同比+38.04%/+58.33%，增速逐月环比提升，线上销售更加积极。海天 8 月份的高增长主要由销售量的增长贡献，销量同比增长 51.25%，线上渠道持续发力；客单价同比略有 4.7%的提升，恢复到上升通道，线上渠道实现量价齐升。
- **口碑效应显现，舆论管理能力环比提升：**海天消费者舆论评价以中性为主，值得注意的是 2019 年以来海天负面评价占比逐月降低，8 月份环比下降，负面评价仅占 6.40%，正面评价环比提升 0.44pct 至 7.40%，舆论影响力不断提升。

图表 1：海天线上销售额及增速



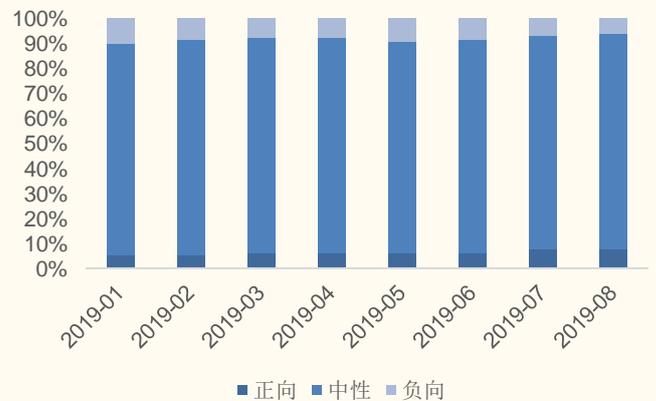
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 2：海天 2019 年线上销售增速同比



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 3：海天舆情数据分析



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

注：舆情数据分析：抓取全网的相关 UGC 信息，对 UGC 信息的语义进行 AI 算法收敛分析，计算其正向中性和负向的比例。

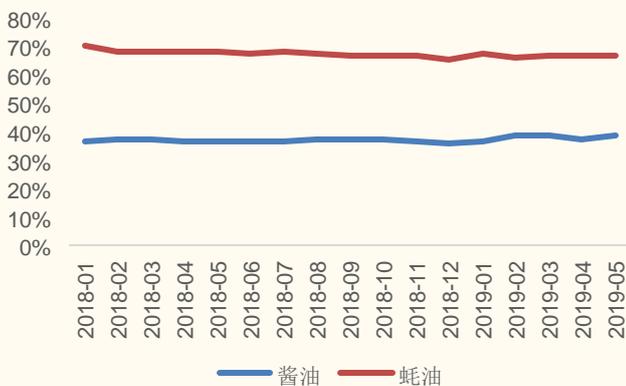
- **线上份额达到 39.0%，巩固霸主地位：**海天 5 月份线上市场份额达到 539.0%，处绝对领先地位；公司市场份额 18 年年初至 5 月份提升 2.6 个百分点，不断巩固霸主地位。公司酱油产品市占率稳中有升，从 18 年初的 36.6% 提升到 38.6%，市占率稳中有升，线上线下合力保持领先优势。公司蚝油产品线上市占率接近 7 成，拥有极高的品牌知名度和消费者认可度；受蚝油市场参与者增加等因素影响，公司市占率略有下滑，2019 年 5 月市占率为 66.7%。公司酱类产品随着公司调整黄豆酱销售策略和大力推广拌饭酱，线上市占率从 18 年年初的 5.9% 提升至 8.3%。公司酱汁鲜露类产品线上市占率也从 18 年年初 10.10% 提升至 11.2%，稳中有升。

图表 4：海天线上市占率已达 39.0%



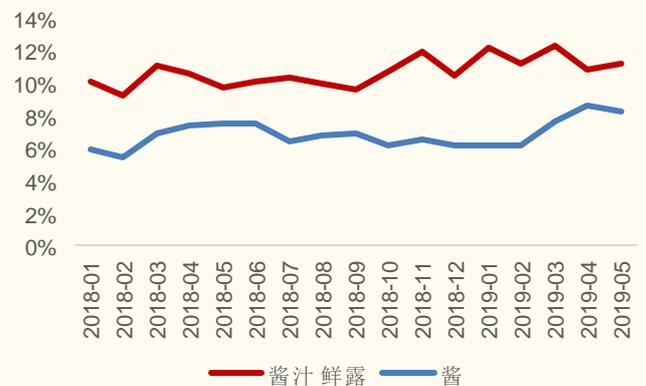
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 5：海天分品类线上销售份额 (1)



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 6：海天分品类线上销售份额 (2)



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

1.2 中炬高新：年初至今增速超 50%，规模不断扩大

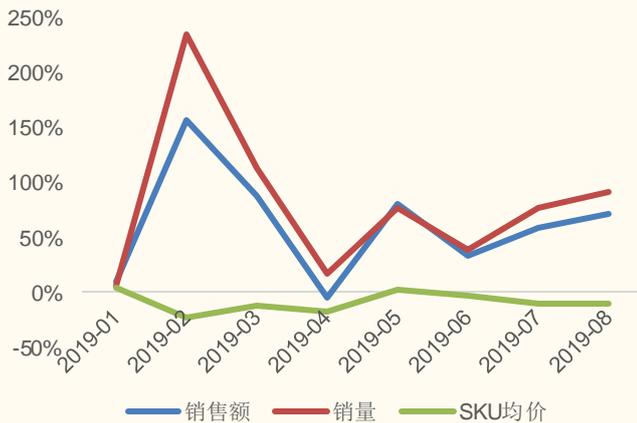
- **增速继续环比提升，8 月份同比增长 71.12%：**公司 2018 年线上销售收入 2563 万元，同比增长 49.0%，占总收入的 0.67%，渠道张力不断释放。中炬高新阿里系前 8 个月销售额同比增长 51.68%；其中 8 月份同比增长 71.12%，环比增速继续提升，线上渠道规模不断扩大。中炬高新 8 月份订单量同比增加 90.92%，线上消费频次和热度不断增加，客单价降至 40 元左右。
- **品牌受消费者认可，线上好评度较高：**中炬高新线上评价以中性为主，但正向评价占比环比提升 0.79pct 至 16.6%，负向评价仅占 7% 左右，公司品牌和产品线上消费者认可度高。

图表 7：中炬高新线上销售额及增速



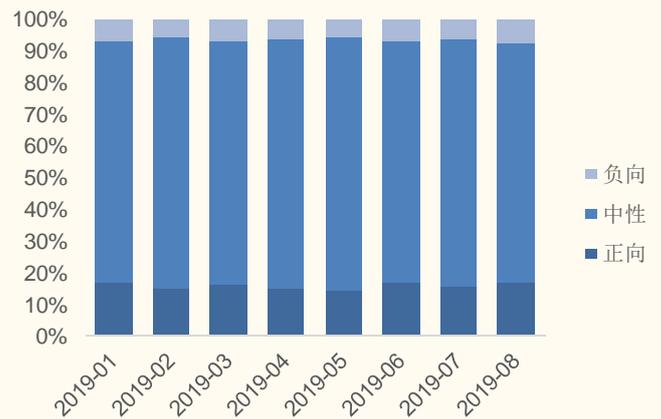
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 8：中炬高新线上销售同比增速



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

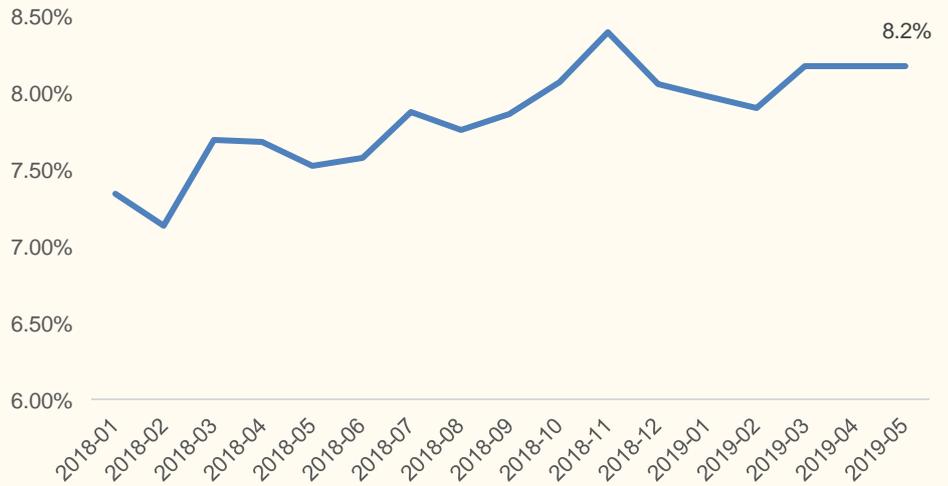
图表 9：中炬高新舆情数据分析



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

- **线上份额达到 8.2%，多品类开花：**中炬高新 3-5 月份线上市占率维持在 8.2%左右，伴随行业共同成长，厨邦和美味鲜的知名度和影响力不断提升。公司酱油产品线上市占率达到 9.4%，在竞争中不断提升市场占有率。公司蚝油产品线上市占率从 2018 年初的 4.1%提升到 5.7%，蚝油销售规模不断增加，在竞争中占得一席之地。公司酱汁鲜露类产品仍在发展初期，销售规模和市占率都较小，市占率仅 1%左右。

图表 10：中炬高新线上市场份额为 8.2%



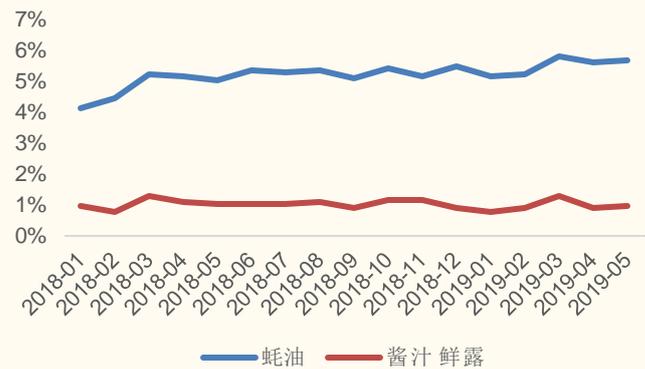
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 11：中炬高新酱油线上销售份额



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 12：中炬高新分品类线上销售份额

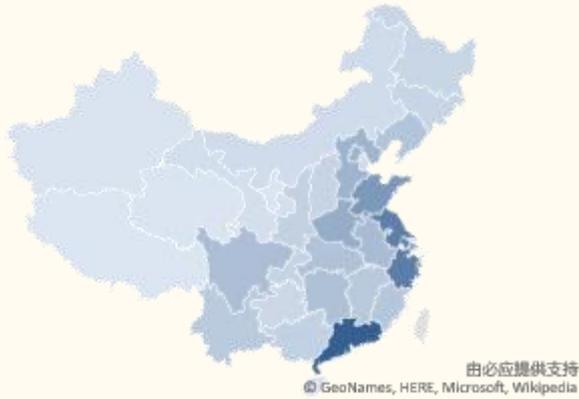


来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

1.3 消费者画像：中炬更年轻，海天品类影响力更强

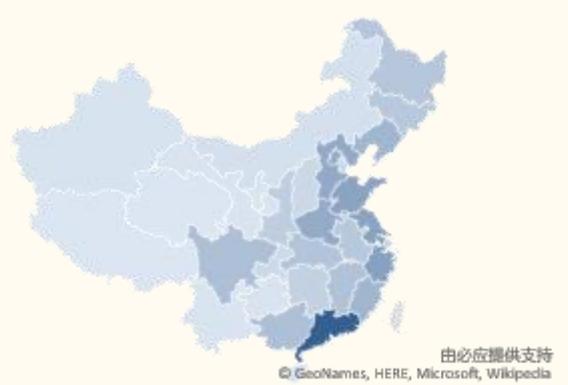
- **线上调味品用户集中在沿海地区，品牌影响力不断扩张：**从线上用户地区分布来看，广东、浙江、江苏、山东和上海是线上购买海天产品的大省，华南、华东和华中地区用户偏多。广东、浙江、江苏、山东和河北是线上购买中炬高新产品的大省，沿海地区用户偏多，广东占比明显高于其他地区，但河南、东北等公司非优势渠道表现亮眼，品牌影响力持续扩张。

图表 13: 海天消费者区域画像



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所 注: 颜色越深, 热度越高

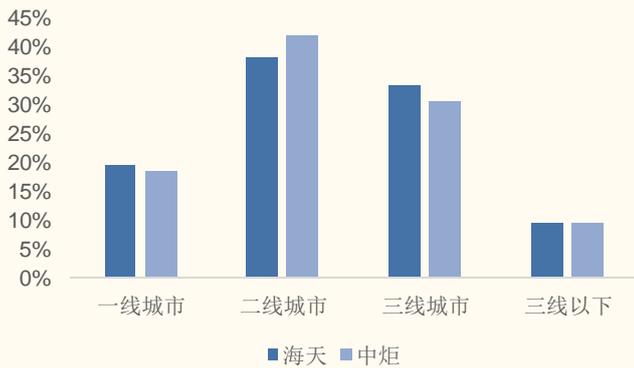
图表 14: 中炬消费者区域画像



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

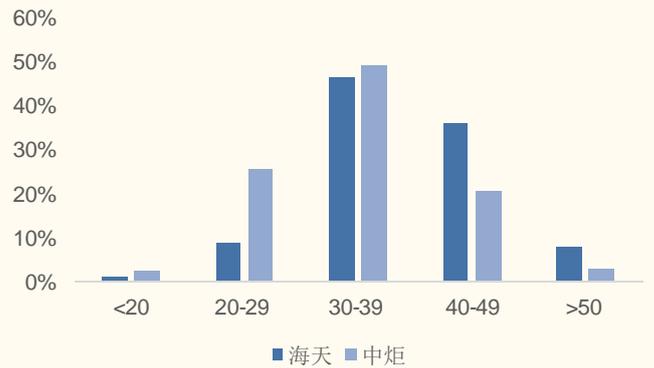
- **二三线用户是消费主力, 厨邦品牌更加年轻化:** 从城市分布来看, 二三线城市用户是线上消费调味品的主力用户, 近半年一线城市用户占比回升, 互联网普及率更高的一线城市用户弹性更大。分年龄来看, 30-39 是调味品线上消费的主流人群, 两大品牌占比都超过 40%, 但中炬 20-29 岁的年轻消费者更多, 占比 25.6%, 厨邦品牌更加年轻化; 海天 40-49 岁的中年消费者占比达到 36.1%, 消费者平均年龄更高, 海天品牌更加有底蕴。

图表 15: 调味品消费者地区画像



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 16: 调味品消费者年龄层次画像

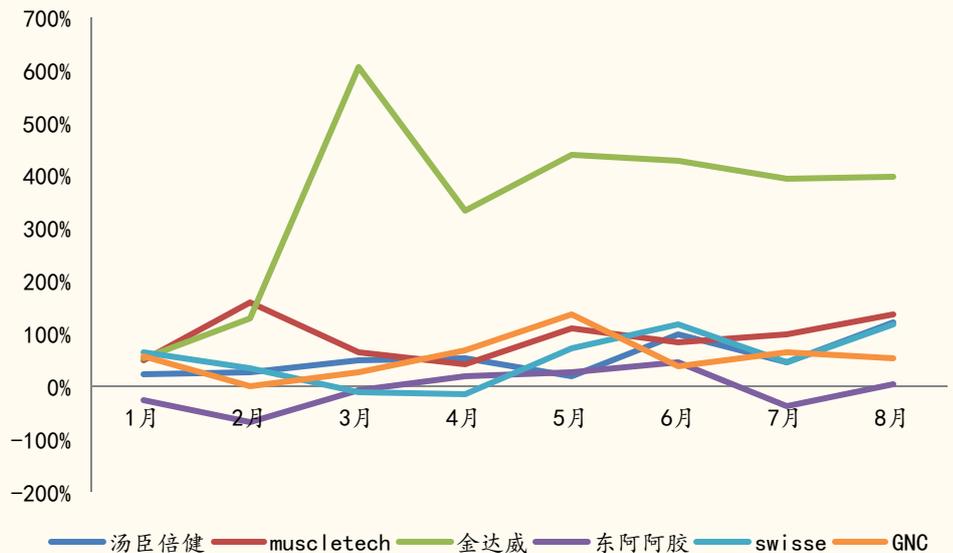


来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

2、保健品：增速环比回暖，汤臣倍健电商品牌化 3.0 战略持续推进

- **保健品行业：8 月份线上行业增速环比回暖。**保健品行业 8 月份线上增速环比回暖，各品牌同比增速基本均有显著环比提升。分品牌来看，汤臣倍健 8 月份销售额同比增速为+122%（环比+74pct，同比+97pct）；muscletech 销售额同比增速为+138%（环比+38pct，同比+167pct）；金达威销售额同比增速为+398%（环比+3pct，同比+185pct）；东阿阿胶销售额同比增速为+6%（环比+40pct，同比+8pct）；Swisse 销售额同比增速为+118%（环比+71pct，同比+94pct）；GNC 销售额同比增速为+53%（环比-14pct，同比-1pct）。累计 1-8 月增速来看，汤臣倍健、muscletech、金达威、东阿阿胶、Swisse、GNC 分别实现+60%、+89%、+332%、-8%、+53%、+53%。
- **汤臣倍健：大单品表现出色，拉动整体增速提升。**整体来看，汤臣倍健全品牌线上销售额 8 月份同比增长 63%，增速环比提升 39pct，同比提升 65pct，其中大单品表现尤为亮眼，带动整体增速环比、同比均实现显著提升。具体来看，汤臣倍健主品牌 8 月份销售额同比增速为+122%（环比+74pct，同比+97pct）；健力多 8 月份销售额同比增速为+177%（环比+105pct，同比+207pct）；LSG 8 月份销售额同比增速为+160%（环比+39pct，同比+130pct）。2019 年公司开启电商品牌化 3.0 战略，汤臣倍健主品牌启动线上专业年轻品牌 YEP、IWOW 等系列产品，同时明确“Life-Space”作为公司第三大单品，我们看好公司大单品持续放量，驱动整体业绩不断向上。累计 1-8 月增速来看，汤臣倍健整体、主品牌、健力多、LSG 分别实现+16%、+60%、+78%、+102%。

图表 17：2019.01-08 保健品行业分品牌同比增速



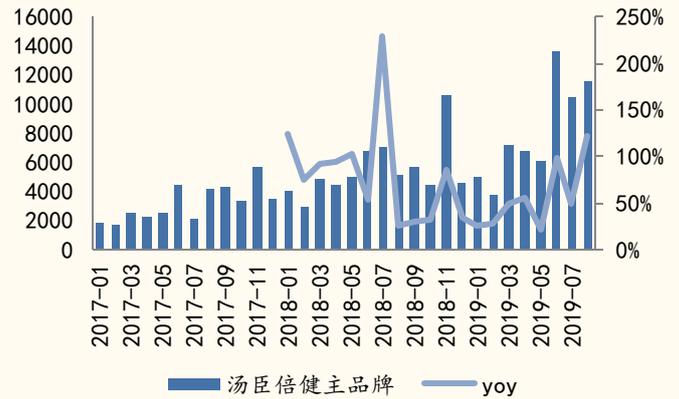
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 18: 汤臣倍健全品牌线上销售额及增速 (万元)



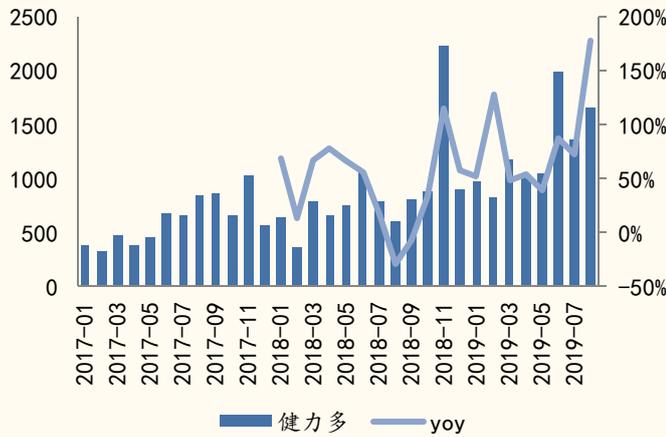
来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 19: 汤臣倍健主品牌线上销售额及增速 (万元)



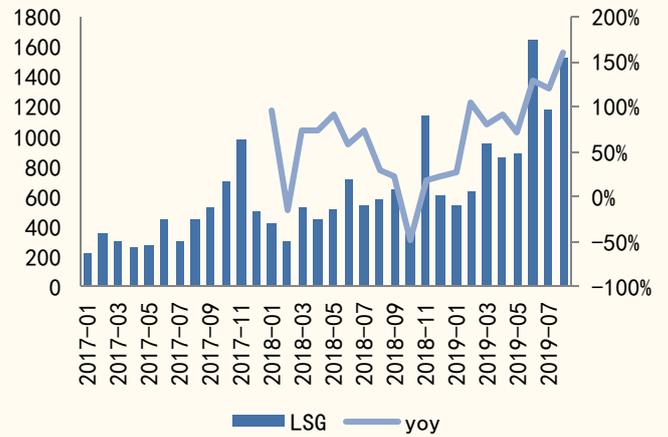
来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 20: 健力多线上销售额及增速 (万元)



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 21: LSG 线上销售额及增速 (万元)



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

3、休闲食品：8月继续高增长，三只松鼠愈发多元化

3.1 休闲食品行业：累计增长 22.8%，各品牌均回归增长

- **累计增长 22.8%，各品牌均回归增长：**线上占休闲食品总销售规模的 19% 左右，是增长最快的销售渠道。休闲食品 8 月份增速环比 7 月份略有下降，但仍在高增长的通道。9 大代表性品牌前 8 个月在阿里和京东两大平台累计实现销售额 104.7 亿元，同比增长 22.8%，增速十分可观。从销售额来看，三只松鼠销售额超 50 亿，是绝对龙头；百草味 20 亿+、良品铺子 10 亿+，分列二、三位。从增速来看，桂发祥和洽洽基数较小，但规模翻番；来伊份增速超过 60%，发力线上卓有成效；三只松鼠和百草味增速在 20% 以上，仍在增长的快车道上。
- **三大品牌 19 年至今的增长来看，百草味>三只松鼠>良品铺子。**百草味前 8 个月累计增长 33.09%，8 月单月增长 55.54%；三只松鼠前 8 个月累计增长 20.27%，8 月单月增长 20.36%；良品铺子前 8 个月累计增长 11.72%，8 月单月增长 33.95%。整体 8 月增速环比降速。前 8 个月对比来看，三只松鼠增速相对稳定，百草味增长最快，良品铺子近两个月高增长，迎头赶上。

图表 22：休闲食品品牌线上销售情况



图表 23：三大休闲食品食品线上销售情况



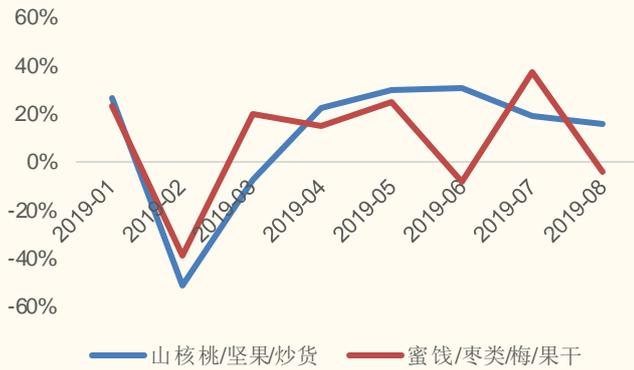
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

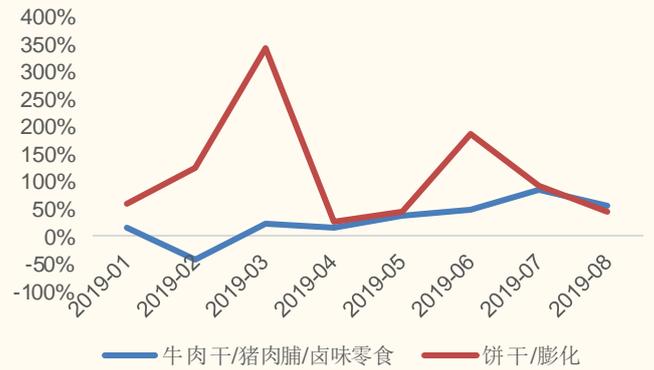
3.2 三只松鼠：持续扩张，产品结构愈发多元

- **零食业务继续高增长：**公司 2019 年上半年第三方电商平台营业收入 39.98 万，占比达到 88.62%，对应 GMV48.06 亿。三只松鼠 8 月单月阿里+京东合计销售收入同比增长 20.27%，各分品类销售规模年初至今均同比正向增长，其中饼干/膨化表现最为亮眼，较去年同期增长 92.49%。公司 8 月坚果/炒货和蜜饯/果干分别同比+15.32%和-4.39%，坚果高基数下持续增长，蜜饯 7 月高增长后 8 月增长降速；肉脯/卤味同比+54.32%，饼干/膨化同比+44.48%，大单品战略开启增长通道，零食类业务继续高速增长。
- **产品结构更加多元化：**公司的产品结构中坚果炒货类占比持续降低，愈发多元化。坚果炒货产品占比降至 30%左右，相应的饼干类产品占比提升 20pct 左右至 23.26%，其他类产品占比提升 10pct 至 22.55%。公司对坚果业务的依赖逐渐减弱，正逐渐成长为平台化的休闲食品品牌。

图表 24：三只松鼠分品类销量增速情况 (1)



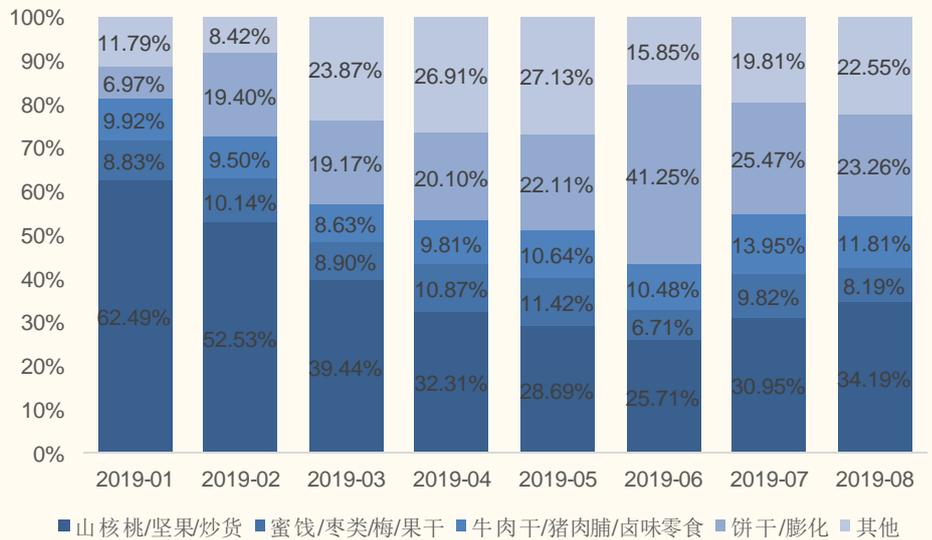
图表 25：三只松鼠分品类销量增速情况 (2)



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 26 三只松鼠各品类占比情况

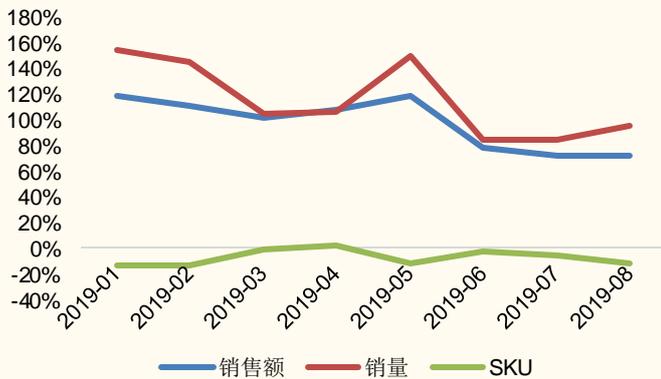


来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

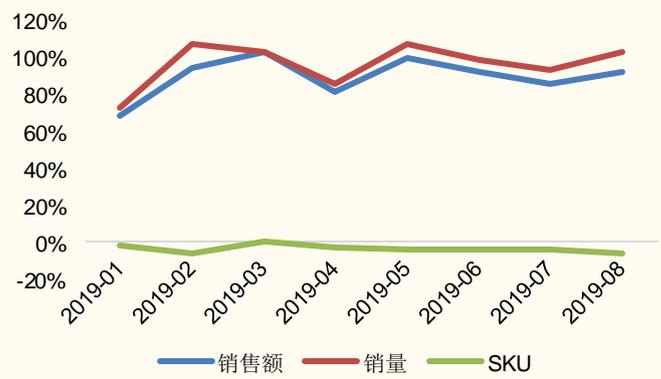
4、速冻食品：正处成长的快车道上

- 8月全网销售额达到15亿，增速环比提升：**8月阿里渠道速冻食品实现总销售额11.6亿元，同比+72.1%，销量增长95.1%，销售量增长是推动规模增长的核心因素；其中海鲜/水产品/制品、生肉/肉制品、冰淇淋/冻品销售额分别同比+82.5%、+75.6%和+5.0%。1-8月阿里渠道速冻食品合计实现销售额74.1亿，同比+92.2%。京东速冻食品规模约为阿里的1/3。8月京东渠道速冻食品实现总销售额3.4亿元，同比+92.1%，销量增长103.3%；其中海鲜水产、猪牛羊羊肉、冷冻食品、禽肉蛋品和饮品甜品分别同比+98.2%、+76.4%、+88.3%、+95.4%和+105.1%。1-8月京东渠道速冻食品实现销售额25.2亿，同比+89.8%。8月阿里+京东速冻食品销售总额15.0亿，同比+76.3%；1-8月阿里+京东速冻食品销售总额99.3亿，同比+91.6%。

图表 27：速冻食品阿里系销售情况



图表 28：速冻食品京东系销售情况

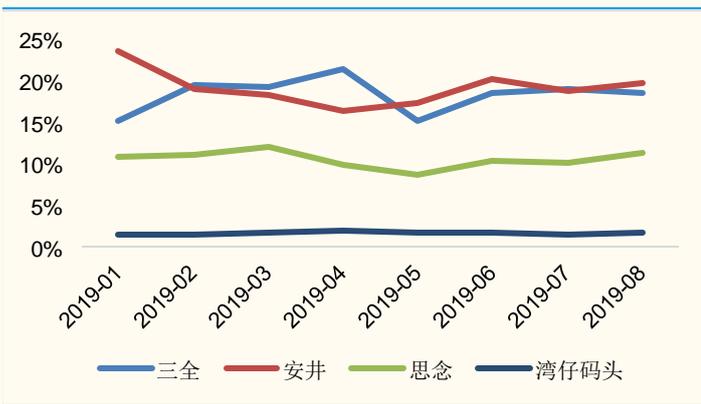


来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

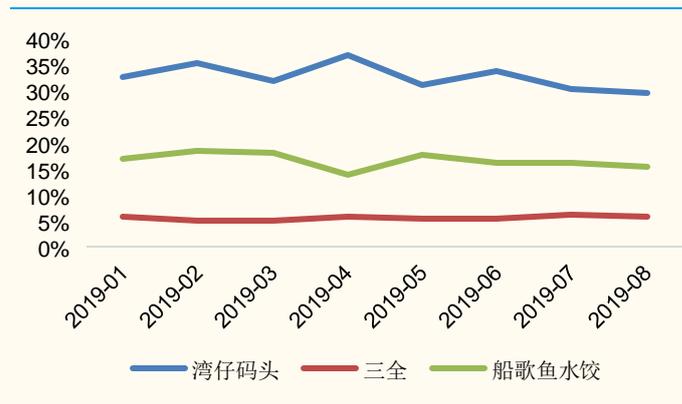
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

- 竞争格局未定，各企业加速布局：**阿里渠道的速冻面点中三全和安井规模不相上下，8月安井占比19.72%，略高于三全（18.61%），思念占比11.36%，其他品牌占比均不高。8月阿里渠道的水饺/馄饨品牌中湾仔码头占比29.83%，处绝对领先地位；船歌鱼占比15.39%为第二，其他品牌占比均不足6%。8月阿里渠道中汤圆/元宵销量排名前三的品牌分别为安井（15.18%）、圣王（13.09%）和缸鸭狗（8.24%），行业格局比较分散。

图表 29：面点分品类占比



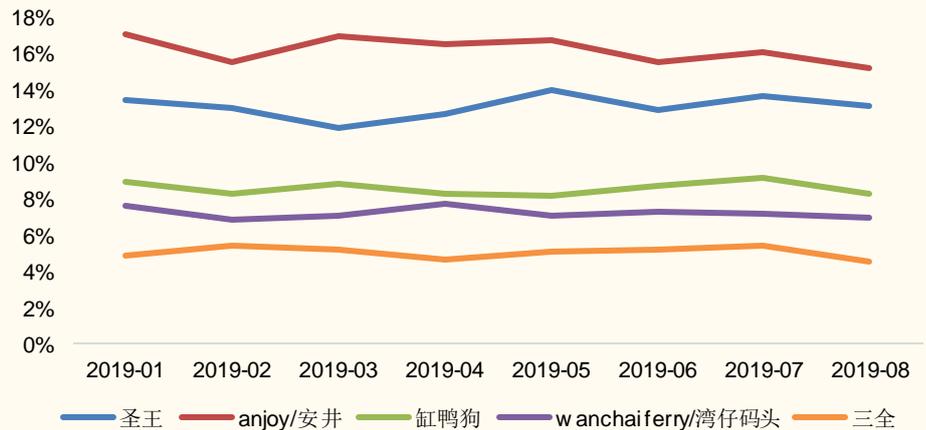
图表 30：水饺/馄饨分品牌占比



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 31：汤圆/元宵分品牌占比



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

5、风险提示

- **线上数据与全渠道数据存在差异的风险：**本文数据分析主要基于国金证券研究创新中心的线上数据，仅能代表各行业或公司的线上销售情况。线上数据可能会存在与全渠道销售数据和报表端业绩有所差异的情况，仅建议作为行业趋势和公司业绩判断的参考依据，与公司实际业绩的对应情况仍需考虑其他渠道以及公司经营等因素的影响。
- **食品安全的风险：**食品安全是食品企业最重要的红线，不论是企业生产经营过程中出现的纰漏还是行业性的食品安全事件，都有可能对消费者信任度产生极大的影响，进而对行业和企业的发展带来不利影响。随着行业监管不断升级和企业抗风险能力增强，食品安全对行业和企业带来的风险进一步减缓。
- **原材料价格上涨的风险：**各食品制造企业的成本结构中，原材料成本占比大多超过七成，原材料一部分是黄豆、小麦、面粉、坚果等农产品，与种植周期相关性较高，另一部分是纸箱、玻璃瓶、易拉罐等包装材料，受环保等因素影响波动较大。多数企业原材料以外部采购为主，存在原材料价格上涨压制公司和行业利润的风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH