

本报告的主要看点:

1. 春节是消费旺季，我们通过线下走访调研的方式洞察各品牌的铺货、促销和周转情况；且调研样本具备多样性和代表性。
2. 调味品领域，我们通过渠道专家实时交流，追踪最近经销商回款数据和企业旺季销售情况。

春节调研-消费升级加速，坚守龙头优质公司

基本结论

- **乳制品：1) 两强促销力度相当，重点单品货龄 1-3 个月，周转较为良性，尤其高端有机系列，呈现出促销较弱、周转较快的特征，反映出疫情后消费者对高品质乳制品需求较大。从草根调研情况来看，春节旺季和与去年同期相比基本持平，预期整年费用投放相对理性；终端动销情况较优，此外考虑到 2020Q1 基数较低，我们预期 2021Q1 增速存在较大弹性。2) 低温鲜奶的发展势头较好，在一二线城市及县城均有大面积铺货，占据冷柜近半的面积。参与者主要包括伊利、蒙牛、光明和区域性传统龙头企业。今年各大乳企对低温奶的推广铺货力度明显加强。低温奶对奶源的质量、布局和冷链配送有更高的要求，覆盖范围有一定局限性，为区域性龙头带来新的机会。**
- **调味品：1) 千禾差异化定位基本成功。千禾零添加酱油定价高于海天和厨邦，但周转速度不输两者，反映出差异化定位的成功，消费者认可度逐步建立。调味品行业的结构升级远未达到天花板，头部企业有望凭借先发优势持续提升市占率。2) 复合调味料领域颐海表现强于天味。符合懒人经济的复合调味料渗透率持续提升。颐海和天味铺货面积相当，均存在促销，但颐海力度更小，且货龄较新。**
- **休闲食品：1) 洽洽、甘源铺货能力强，周转较优。洽洽瓜子系列铺设显眼，货龄 1 个月左右。每日坚果系列铺设面积弱于瓜子产品，和竞品沃隆相当，周转速度略优于沃隆。甘源老三样和新品坚果系列均铺货明显，识别度较强，货龄 1-5 个月；走访的商超中一半有甘源店中岛，产品货龄大多在 1 个月左右。2) 桃李在商超以专柜模式售卖，盐津店中岛集中在南方区域。走访商超中大多有桃李面包的专柜，铺设的 SKU 较多，促销力度较弱。走访商超中有三分之一存在盐津铺子店中岛，都在南方区域。憨豆先生系列存在促销活动，整体货龄较新，大多在 1-2 个月。**

投资观点:

- 短期看，“就地过年”政策及春节旺季，一二线消费需求旺盛，消费结构持续升级，建议重点关注居家消费的高端调味品、休闲食品及乳制品。长期看，行业集中度提升，消费升级加速，建议坚守优质的一二线龙头标的。
 - 1) 乳制品：重点关注两强格局改善，推荐伊利股份。
 - 2) 调味品：消费升级、复合调味料是增长主线。重点推荐千禾味业、海天味业、颐海国际。
 - 3) 休闲食品：坚果领域成长空间充足，重点关注具备差异化创新能力的企业，推荐洽洽食品和甘源食品。连锁业态方面我们建议关注卤制品行业，绝味食品。
- **风险提示：原材料价格上涨、行业竞争加剧、食品安全问题。**

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

内容目录

引言	3
乳制品：关注两强春节促销动作和恢复性增长，低温奶发展势头迅猛	4
两强促销力度相当，热销单品折扣较大.....	4
低温鲜奶参与者多、铺面广、促销大	4
投资主线：看好两强利润释放空间，关注低温奶及奶粉领域龙头成长空间 ..	5
调味品：千禾差异化定位基本成功，复调领域颐海龙头优势显著	5
酱油、食醋、料酒整体促销力度较弱，货龄半年左右.....	5
蚝油、榨菜、速冻水饺广泛存在促销，周转较优.....	7
复合调味料领域颐海表现强于天味.....	7
投资主线：结构升级及复合调味料是增长主线，传统龙头巩固优势实现稳健 增长	8
休闲食品：坚果领域空间充足，关注具备差异化能力企业.....	8
洽洽、甘源铺货面积大，货龄较新.....	8
桃李在商超以专柜模式售卖，盐津店中岛集中在南方区域.....	9
投资主线：坚果领域关注企业差异化能力，连锁模式看好卤制品赛道	10
风险提示	10

图表目录

图表 1：两强主要产品促销和周转情况整理.....	4
图表 2：低温鲜奶在冷柜大面积铺设.....	5
图表 3：金龙鱼丸庄系列酱油.....	6
图表 4：酱油、食醋、料酒主要品牌和产品促销和周转情况整理.....	6
图表 5：蚝油、榨菜、速冻水饺主要品牌和产品促销和周转情况整理.....	7
图表 6：复合调味料主要品牌和产品促销和周转情况整理.....	8
图表 7：坚果产品线下商超主要品牌和产品促销和周转情况整理.....	9
图表 8：桃李面包促销和周转情况整理.....	9

引言

- 春节期间是消费者囤年货、馈赠亲友礼物、聚餐社交的高峰期，对大部分食品饮料领域的企业而言，这段时间的销售情况占比较大，具有重要参考意义。因此我们通过走访调研的方式，收集各大品牌在春节期间的促销、周转和铺货情况。调研的城市包括一线城市（北京）、二线省会城市（江西南昌）以及县城，北方（北京、河北）和南方（重庆、江西）的城市均有涉及，样本具备多样性和代表性。

乳制品：关注两强春节促销动作和恢复性增长，低温奶发展势头迅猛

两强促销力度相当，热销单品折扣较大

- **常温领域：**两强热销单品常温酸奶系列（安慕希和纯甄）和高端白奶系列（金典和特仑苏）折扣力度较大。有机系列和基础白奶亦存在促销活动，但促销力度弱于上述单品。以上产品货龄基本在 1-3 个月，产品新鲜度较好；且有机系列的新鲜度更佳，部分产品出厂日期在 2 月。
- **低温酸奶领域：**畅轻和冠益乳均存在买赠或者多瓶购买优惠的活动，货龄为 1-2 周（保质期为 3 周）。

图表 1：两强主要产品促销和周转情况整理

品牌	品类	规格	原价 (元)	重庆市綦江区		江西省南昌市		河北省沧州市东 光县		北京市密云区		
				售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄	售价	售价 (元)	货龄	售价 (元)	
伊利	常温	安慕希原味	205g*12	66	49.50	2-3 个月	53.18	1-3 个月	39.80	3 个月	45.38	1 个月
		伊利纯牛奶	250ml*16	51.2	49.50	2-3 个月	49.70	1-2 个月	42.00	1 个月	-	-
		金典纯牛奶	250ml*12	65	52.33	2-3 个月	59.83	2-3 个月	65.00	1 个月内	41.85	1-2 个月
		金典有机奶	250ml*12	75	65.33	1-3 个月	75.97	1-2 个月	76.00	1 个月内	52.00	1-2 个月
	低温	畅轻	250g	6.14	7.12	1-2 个周	4.65	1 个周	5.00	1 个周	4.51	1-2 个周
蒙牛	常温	纯甄原味	200g*12	66	46.63	2-5 个月	65.50	1-2 个月	-	-	41.40	1 个月内
		蒙牛纯牛奶	250ml*16	51.9	52.00	3-5 个月	38.95	1 个月	39.90	1 个月	45.90	1 个月内
		特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	49.45	2-3 个月	49.73	1-2 个月	65	1 个月	52.97	1 个月
		特仑苏有机 梦幻盖	250ml*12	80	67	1 个月	62.13	1 个月内	75	1 个月	65.5	1 个月
	低温	冠益乳	250g	8.5	6.14	1-2 个周	8.87	1-2 个周	6.00	1-2 个周	7.50	1-2 个周

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每家区域走访 3 家商超，售价取三家商超平均值。

低温鲜奶参与者多、铺面广、促销大

- 根据调研情况显示，无论是一二线城市还是县城，低温奶目前的推广力度都比较强势。铺设面积较广，基本占据冷柜近一半的面积。低温奶参与者主要包括伊利、蒙牛、光明和区域性传统龙头企业，且折扣力度均较大。

图表 2：低温鲜奶在冷柜大面积铺设



来源：草根调研，国金证券研究所

投资主线：看好两强利润释放空间，关注低温奶及奶粉领域龙头成长空间

- 我们认为当下是两强由营收增长切换到利润增长的重要拐点，重点关注两强近期的费用投放以及 2021Q1 的恢复性增长。从草根调研情况来看，春节旺季期间两强促销力度环比增强，和与去年同期相比基本持平，预期整年费用投放相对理性。两强重点单品货龄较优，反映出周转较为良性，尤其高端有机系列，呈现出促销较弱、周转较快的特征，反映出疫情后消费者对高品质乳制品需求较大；此外考虑到 2020Q1 基数较低，我们预期 2021Q1 增速存在较大弹性。重点推荐伊利股份、蒙牛乳业。
- 低温奶增长势头较好，给区域性龙头带来新机会。今年各大乳企对低温奶的推广铺货力度明显加强，两强、光明和各区域强势企业均有入局。低温奶对奶源的质量、布局和冷链配送有更高的要求，覆盖范围有一定局限性，为区域性龙头带来新的机会，建议关注光明乳业。
- 奶粉领域国产龙头机会较大，内资品牌市占率仍处于提升阶段。建议关注国产奶粉龙头中国飞鹤。飞鹤奶粉作为国产婴幼儿配方奶粉行业的绝对龙头，产品高端化是公司当前奶粉业务量价齐升的主要动力。后疫情时期，产品质量安全关注度提升增强飞鹤品牌高端奶粉竞争力，在行业挤压式竞争中进一步扩大领先优势。

调味品：千禾差异化定位基本成功，复调领域颐海龙头优势显著

酱油、食醋、料酒整体促销力度较弱，货龄半年左右

- 酱油：海天金标生抽、厨邦酱油、千禾零添加酱油（180 天）和千禾有机酱油基本不存在促销，但海天和厨邦的味极鲜产品在部分商超存在促销。出厂日期分布较不集中，有 2020 年下半年的产品，亦有 2021 年 1 月份的产品。三者的铺货力度均较强，热销产品铺设面积大于小品牌。其中千禾零添加酱油定价高于海天和厨邦，但周转速度不输两者，反映出差异化定位的成功，消费者认可度逐步建立。
- 此外，金龙鱼丸庄酱油铺货面积也较大，SKU 有 3-4 款。促销力度较大，且货龄在 10 个月左右，周转不如老牌产品。

图表 3：金龙鱼丸庄系列酱油



来源：草根调研，国金证券研究所

- **食醋**：恒顺的产品促销力度较弱，仅在部分商场存在促销，周转速度较慢，货龄半年左右，还有部分产品货龄超过半年。千禾窖醋（3年）的促销力度比恒顺大，大部分商超都存在促销，周转情况明显优于恒顺，货龄1-2个月。
- **料酒**：恒顺的料酒品类较多，部分商超存在促销活动，出厂日期主要分布在2020年下半年。

图表 4：酱油、食醋、料酒主要品牌和产品促销和周转情况整理

品牌	产品	规格	原价(元)	重庆市綦江区		江西省南昌市		河北省沧州市东光县		北京市密云区	
				售价(元)	货龄	售价(元)	货龄	售价(元)	货龄	售价(元)	货龄
海天	金标生抽	500ml	9.5	9.77	2-7个月	8.50	1-5个月	8.50	3个月	8.37	1-3个月
	味极鲜	750ml	15.8	13.07	2-5个月	15.30	1-4个月	9.90	1个月	15.03	1-6个月
	上等蚝油	700g	8.6	6.47	1-8个月	7.46	1个月	5.50	3个月	6.20	2个月
中炬(厨邦)	厨邦酱油	410ml	10.9	9.90	2个月	9.99	3-4个月	9.90	1个月	9.07	6-8个月
	厨邦金品生抽	410ml	10	-	-	8.95	1个月	9.90	1个月	8.70	6个月
	厨邦味极鲜	760ml	16.5	14.30	2-个月	12.90	2-3个月	-	-	15.90	6-12个月
恒顺	恒顺镇江香醋	500ml	11	9.10	5-8个月	9.07	2-6个月	7.67	3-8个月	8.77	3-4个月
	恒顺金优香醋	550ml	13.6	12.83	5个月	13.70	2-10个月	20.80	8个月	11.70	1-4个月
	恒顺料酒	500ml	6.9	6.20	3-5个月	5.90	1-3个月	6.50	6个月	3.90	3个月
千禾	零添加酱油(180天)	500ml	16.8	15.83	4个月	16.89	2个月	16.27	3-7个月	17.17	3-6个月
	有机酱油	500ml	49.8	44.20	2-9个月	54.99	5个月	-	-	41.10	5-11个月

	零添加醋(3年窖藏)	500ml	11.8	9.87	2-3个月	10.90	1个月	9.80	2个月	11.65	3-12个月
--	------------	-------	------	------	-------	-------	-----	------	-----	-------	--------

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每家区域走访3家商超，售价取三家商超平均值。

- 此外我们对调味品经销商回款情况进行了最新追踪：千禾味业预计 Q1 增长 40%以上，全年增速在 30%-40%；海天味业预计 1 月份增长 15%；中炬高新预计 1 月份增长 15-17%；恒顺醋业去年 12 月至今年 1 月的合计增长超过 20%。

蚝油、榨菜、速冻水饺广泛存在促销，周转较优

- **海天蚝油**：存在较大力度促销，货龄较新，1-3 个月左右；此外部分商超专门列出专柜陈列海天蚝油，促销标识明显。
- **涪陵榨菜**：在重庆市外基本都有一定程度促销，重庆市内不存在促销。整体周转较快，货龄 1-4 个月。铺货面积较广，相比竞品有显著优势。榨菜属于疫情受益品类，渠道反馈 1 月份增长 120-130%。
- **三全食品**：水饺产品基本都有促销活动，货龄 1-5 个月左右。多数商超里三全均有独享的冷柜，但竞品思念、湾仔码头的铺面也不弱。

图表 5：蚝油、榨菜、速冻水饺主要品牌和产品促销和周转情况整理

品牌	产品	规格	原价(元)	重庆市綦江区		江西省南昌市		河北省沧州市东光县		北京市密云区	
				售价(元)	货龄	售价(元)	货龄	售价(元)	货龄	售价(元)	货龄
海天	上等蚝油	700g	8.6	6.47	1个月	7.46	1个月	5.50	3个月	6.20	2个月
涪陵榨菜	乌江鲜脆榨菜丝	80g	3	2.93	4个月	2.70	2-5个月	2.40	1-2个月	2.60	2-4个月
	乌江脆口榨菜	150g	4.9	4.90	1个月	4.90	1个月	4.00	2个月	5.07	2-3个月
三全	私厨水饺(虾皇饺)	600g	43.5	43.50	2个月	41.90	2个月	-	-	36.50	4个月
	状元水饺	612g	23.5	17.77	2-5个月	22.53	1-3个月	21.80	6个月	19.90	3-5个月
	儿童水饺	300g	25.9	23.50	4个月	24.23	2-5个月	23.00	1个月	-	-

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每家区域走访3家商超，售价取三家商超平均值。

复合调味料领域颐海表现强于天味

- **天味食品**：好人家火锅底料的促销力度较大，有较大价格优惠且部分商超存在买赠活动，出厂日期分布在 2020 年下半年，货龄 1-8 个月。渠道反馈天味 1 月份增长接近 50%，渠道库存 2 个月
- **颐海国际**：海底捞火锅底料亦存在促销活动，但力度弱于天味，且周转较好，货龄在 1-5 个月。

图表 6：复合调味料主要品牌和产品促销和周转情况整理

品牌	产品	规格	原价(元)	重庆市綦江区		江西省南昌市		河北省沧州市东光县		北京市密云区	
				售价(元)	货龄	售价(元)	货龄	售价	货龄	售价	货龄
天味	好人家火锅底料	500g	39.9	29.80	4-7个月	9.9 (150g)	1-5个月	13.2 (130g)、 23.8(360g)	6-8个月	28.90	4个月
颐海国际	海底捞番茄火锅底料	200g	16.9	12.90	2个月	16.25	2-3个月	15.90	2-3个月	15.10	2-3个月
	海底捞麻辣火锅底料	150g	9.9	9.90	2个月	16.45	3个月	16.90	2-4个月	16.77	2-5个月
	海底捞菌汤火锅底料	110g	16.9	12.90	1个月	9.90	3个月	15.90	1-2个月	16.10	2-5个月

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每家区域走访3家商超，售价取三家商超平均值。

投资主线：结构升级及复合调味料是增长主线，传统龙头巩固优势实现稳健增长

- **差异化高端产品和符合懒人经济的复合调味料是当下发展方向：**1) 调味品行业的结构升级远未达到天花板，且调味品整体售价不高，消耗速度较慢，消费者价格敏感度较低，通过品质提升可享受一定定价空间。重点推荐千禾味业，根据调研反馈，千禾的差异化定位基本已经得到消费者认可，通过其优良品质享受更高的定价。2) C端用户年轻化和餐饮服务连锁化共同推动复合调味料渗透率持续提升。赛道增速较高且行业集中度偏低，头部企业有望凭借先发优势持续提升市占率。重点推荐颐海国际。
- **传统龙头不断加宽护城河，渠道下沉和品类扩张仍有空间：**即使龙头海天仍有渠道下沉空间，且我国虽然基础调味品渗透率较高，但新品类开拓力度不足，通过新品开拓可有效实现规模的扩张，打开厂商的成长空间。重点推荐海天味业、中炬高新。

休闲食品：坚果领域空间充足，关注具备差异化能力企业

洽洽、甘源铺货面积大，货龄较新

- **洽洽食品：**1) 瓜子的铺货陈列较为显眼，货龄基本在1个月左右，部分产品还存在缺货情况，小蓝袋系列存在促销活动。2) 每日坚果方面，从我们走访的商超来看，仅少数商超有专门陈列每日坚果的堆头，其余商超每日坚果的铺设力度整体弱于瓜子。和竞品沃隆的铺货力度相当，两者都不存在较大的促销活动。洽洽每日坚果的货龄在2-4个月左右，略好于沃隆。
- **甘源食品：**1) 袋装老三样和新品坚果系列均铺货明显，识别度较强，货龄1-5个月；部分口味存在促销活动。2) 店中岛方面，从走访的样本来看，其中一半的商超有甘源店中岛。店中岛产品基本都存在促销，货龄大多在1个月左右。

图表 7：坚果产品线下商超主要品牌和产品促销和周转情况整理

品牌	产品	规格	原价(元)	重庆市綦江区		江西省南昌市		河北省沧州市东光县		北京市密云区	
				售价(元)	货龄	售价(元)	货龄	售价(元)	货龄	售价(元)	货龄
洽洽食品	每日坚果 30 日装	780g	186	161.67	2-3 个月	148.40	2-4 个月	139.00	3 个月	143.50	1 个月
	益生菌每日坚果 15 日装	780g	149	-	-	149.00	2 个月	99.00	3 个月	99.00	1 个月
	香瓜子	308g	8	13.90	1-2 个月	13.43	1-2 个月	10.80	1 个月	12.37	1 个月
	焦糖瓜子	108g	7.5	6.90	1-2 个月	6.77	1-2 个月	7.00	2 个月	6.66	1 个月
	山核桃瓜子	108g	7.5	6.90	1-2 个月	7.43	1-2 个月	-	-	6.66	1-2 个月
沃隆	每日坚果成人 A 款 30 日装	750g	195	158.00	3-4 个月	139.00	2 个月	128.00	6 个月	138.50	4-5 个月
甘源食品	蟹黄味瓜子仁	285g	15.8	12.90	4 个月	18.90	2-5 个月	4.5 (75g)	1 个月	15.23	3 个月
	蟹黄味蚕豆	285g	15.8	12.53	1 个月	18.90	2-4 个月	4.5 (75g)	2 个月	15.23	3-5 个月
	蒜香味青豆	285g	15.8	13.57	1-2 个月	11.25	1-4 个月	4.5 (75g)	2 个月	16.90	3 个月
	综合果仁 A 礼盒	75g	16	14.60	2-3 个月	12.13	4-5 个月	12.50	3 个月	-	-
	综合豆果 A/B 礼盒	75g	7.9	7.90	6 个月	9.43	3-5 个月	-	-	-	-
	炭烧腰果	75g	15.8	14.35	3-6 个月	16.50	3 个月	-	-	-	-
	散装称重系列	500g	28	19.90	1 个月	24.45	1 个月	20.00	1 个月	15.8	3 个月

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每家区域走访 3 家商超，售价取三家商超平均值。

桃李在商超以专柜模式售卖，盐津店中岛集中在南方区域

- **桃李面包：**走访商超中大多有桃李面包的专柜，铺设的 SKU 较多，由于桃李是短保面包，大部分产品出厂日期在 2 月初。整体促销力度较弱，仅在部分区域和部分产品有促销。
- **盐津铺子：**走访商超中有三分之一存在盐津铺子店中岛，都在南方区域。憨豆先生系列存在促销活动，整体货龄较新，大多在 1-2 个月。

图表 8：桃李面包促销和周转情况整理

品牌	产品	规格	原价(元)	重庆市綦江区		江西省南昌市		河北省沧州市东光县		北京市密云区	
				售价(元)	货龄	售价(元)	货龄	售价(元)	货龄	售价(元)	货龄
桃李面包	醇熟切片面包	400g	9	9.00	1 周内	-	-	4.90	1 周内	8.70	1 周内
	酵母面包	75g	4	4.00	1 周内	3.83	2 个周	4.00	2 个周	3.53	2 个周
	纯蛋糕	120g	5.5	5.50	1 周内	5.50	1 周内	-	-	5.53	1-2 个周
	紫糯米面包	130g	4.5	4.50	1 周内	-	-	-	-	4.60	1 周内
盐津铺子店	散装称重系列	500g	29.8	21.85	1 个月	19.80	1-2 个月	-	-	-	-

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每家区域走访 3 家商超，售价取三家商超平均值。

投资主线：坚果领域关注企业差异化能力，连锁模式看好卤制品赛道

- **坚果因有健康属性，消费需求热度不减，但行业痛点是同质化严重，重点关注具备差异化创新能力的企业，推荐洽洽食品和甘源食品。**目前洽洽专注于每日坚果，结合自身生产端优势，打造“锁鲜技术”标签。甘源食品借助产品力优势，切入口味型坚果市场。公司在口味方面具备一定优势，而且目前国内口味型坚果尚未有强势品牌，因此公司的市场空间比较广阔，借助优秀的产品力有望快速放量。从调研情况来看，洽洽每日坚果周转速度略优于沃隆，甘源新品坚果系列铺货能力较强，且两者的老产品均体现出稳定的动销状态。
- **此外线下零售方面我们建议关注卤制品行业，目前卤制品行业的主要驱动力仍旧是门店扩张，头部企业拓店能力有保证，尚未遇到瓶颈，推荐绝味食品。**2021 年公司目标增速为 20%左右，主要通过渠道下沉开拓新门店，此外公司近年来重视提升老店收入，实现良性增长。

风险提示

- **原材料价格大幅上涨的风险。**若上游原料价格大幅波动，将会对公司业绩产生一定的影响。
- **行业竞争加剧的风险。**若未来行业竞争进一步加剧，费用投放超预期，将会影响公司业绩表现。
- **食品安全风险。**食品行业安全是首要标准，若出现食品安全问题，将会严重影响公司口碑与销售。

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402