

蒙牛终端价提升，社区团购低价影响有限

基本结论

- **商超渠道调研反馈：**1) **常温：**7月以来蒙牛常温白奶和常温酸奶的售价整体高于伊利同系列产品。比如酸奶PET瓶系列，安慕希价格大多在70元/提以下，纯甄在80元/提左右；金典纯牛奶为49-55元/提，特仑苏纯牛奶为54-65元/提。相对应的蒙牛也牺牲了一定周转速度，货龄整体大于伊利。2) **鲜奶：**伊利（伊利鲜牛奶、金典鲜牛奶）与蒙牛（每日鲜语）相比，折扣力度更大，但动销速度更慢，折射出伊利在低温鲜奶上的渠道管控整体不如蒙牛。此外两强和光明的下沉力度都还有待加强。3) **奶酪棒：**头部4家品牌中，7月份妙可蓝多和百吉福的促销力度大于伊利和蒙牛，但动销情况也更优；百吉福和妙可蓝多的折扣力度和动销情况相差不多。在走访地区中，百吉福与妙可蓝多实现完全覆盖调研商超，伊利其次，蒙牛最弱。
- **社区团购渠道调研反馈：**1) **售价整体显著低于商超，货龄方面各产品存在差异。**常温奶大单品（金典纯牛奶、特仑苏纯牛奶、安慕希酸奶、纯甄酸奶）在兴盛优选上的售价都显著低于商超，部分产品与商超渠道的差价达到10元/提以上。纯甄酸奶、安慕希酸奶、金典纯牛奶、蒙牛纯牛奶在兴盛优选上的货龄优于商超渠道，特仑苏纯牛奶、安慕希PET系瓶列酸奶、伊利纯牛奶反之。奶酪棒、鲜奶也呈现类似情况。2) **头部品牌还未大规模入驻，伊利比蒙牛略积极。**从入驻兴盛优选的品类来看，主要是常温品类，头部品牌的奶酪棒、低温鲜奶和低温酸奶的入驻率都比较低。无论从入驻SKU数量还是入驻区域范围来看，伊利都多于蒙牛。3) **光明有意在商超和社区团购渠道形成产品错位。**光明在商超渠道主推20多元的优倍，在兴盛优选上主推10多元的新鲜牧场。
- **趋势总结及投资主线：**1) **两强：**从调研情况来看我们认为蒙牛大概率已经在终端执行提价，目前还处于调整期，短期内动销方面会有一些压力。伊利对低温鲜奶的培育效果明显弱于蒙牛，两强的战略重心已有明显错位（除了常温奶，伊利更重视奶粉，蒙牛更重视低温鲜奶）。年内两强竞争趋缓、盈利提升的逻辑持续得到印证，后续不排除伊利也会出台相应提价政策，毛销差水平有望上一个台阶，推荐伊利股份、蒙牛乳业。2) **奶酪棒：**从下沉力度和动销情况来看，百吉福和妙可蓝多的情况优于蒙牛和伊利，随着妙可蓝多产能的逐步释放，公司全方位领先的优势更加明确，近期股价调整后对应22年PE为47倍（取万得180天一致预期），公司高成长性具备估值消化能力，推荐买入。3) **社区团购的影响：**我们认为不能忽略社区团购当前的低价打法对传统快消品企业的影响，但从兴盛优选的调研情况来看，我们判断短期内对乳制品板块企业的影响相对有限。虽然兴盛优选上的价格普遍较低，但不排除经销商的费用率低于传统商超渠道，且部分低价来自平台补贴。而且从商超渠道的调研来看，线下动销情况较好，线下购买量依旧稳定。社区团购平台对部分小品牌、区域品牌存在利好，但我们认为在常温乳品领域消费者对伊利、蒙牛的认可度较高，乳品与健康息息相关，消费者更倾向于选择信赖的品牌，小品牌、区域品牌的分流影响有限。
- **风险提示：**原奶价格上涨的风险、行业竞争加剧的风险、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	4
商超渠道调研反馈：常温终端售价趋于稳定，低温、奶酪棒领域竞争激烈	5
常温领域：7月以来蒙牛售价整体高于伊利，相应的周转方面略慢	5
低温领域：7月以来伊利鲜奶促销力度加大，鲜奶头部品牌的下沉力度还有待加强	7
奶酪领域：双强促销力度较弱，百吉福与妙可蓝多铺货力更强	10
社区团购渠道调研反馈：价格明显低于商超，头部品牌入驻力度一般	13
常温领域：价格整体明显低于商超渠道，伊利入驻范围更广	13
低温和奶酪领域：价格整体明显低于商超渠道，主要品牌还未大范围入驻	15
趋势总结与投资主线	17
风险提示	17

图表目录

图表 1：常温领域两强主要产品终端售价和周转情况汇总	5
图表 2：常温领域广东省中山市商超调研情况整理	6
图表 3：常温领域上海市徐汇区商超调研情况整理	6
图表 4：常温领域上海市杨浦区商超调研情况整理	6
图表 5：常温领域北京市西城区商超调研情况整理	7
图表 6：低温领域主要品牌终端售价和周转情况汇总	8
图表 7：低温领域广东省中山市商超调研情况整理	8
图表 8：低温领域上海市徐汇区商超调研情况整理	9
图表 9：低温领域上海市杨浦区商超调研情况整理	9
图表 10：低温领域北京市西城区商超调研情况整理	9
图表 11：伊利低温鲜奶促销力度较大	10
图表 12：低温酸奶大多存在促销活动	10
图表 13：奶酪领域主要品牌终端售价和周转情况汇总	11
图表 14：奶酪领域广东省中山市商超调研情况整理	11
图表 15：奶酪领域上海市徐汇区商超调研情况整理	12
图表 16：奶酪领域上海市杨浦区商超调研情况整理	12
图表 17：奶酪领域北京市西城区商超调研情况整理	12
图表 18：奶酪棒头部品牌在商超冷柜占据较大面积	12
图表 19：伊利纯牛奶价格分布	13
图表 20：伊利纯牛奶货龄分布	13
图表 21：金典纯牛奶价格分布	13
图表 22：金典纯牛奶货龄分布	13
图表 23：蒙牛纯牛奶价格分布	14
图表 24：蒙牛纯牛奶货龄分布	14

图表 25: 特仑苏纯牛奶价格分布	14
图表 26: 特仑苏纯牛奶货龄分布	14
图表 27: 安慕希原味价格分布	14
图表 28: 安慕希原味货龄分布	14
图表 29: 安慕希 PET 瓶价格分布	15
图表 30: 安慕希 PET 瓶货龄分布	15
图表 31: 纯甄原味价格分布	15
图表 32: 纯甄原味货龄分布	15
图表 33: 光明新鲜牧场价格分布	15
图表 34: 光明新鲜牧场货龄分布	15
图表 35: 社区团购渠道奶酪领域主要品牌终端售价和周转情况汇总	16

引言

- 继三月上旬和四月初的草根调研后，我们在五月中旬与七月上旬再次开展了草根调研，持续追踪乳制品板块终端动销情况。调研区域包括北京市西城区、上海徐汇区、上海杨浦区及广东省中山市（二线），每个地区走访3个商超，共有12个样本点。
- 此外我们在本次调研中增加了社区团购渠道，主要以兴盛优选为样本（可以确保产品均是公司经销商供货），选择8个城市（武汉、南昌、长沙、广州、重庆、成都、深圳、南京）进行调研，共有8个样本点。

商超渠道调研反馈：常温终端售价趋于稳定，低温、奶酪棒领域竞争激烈

常温领域：7月以来蒙牛售价整体高于伊利，相应的周转方面略慢

- **常温酸奶：**1) 价格方面，整体来看纯甄价格略高于安慕希。利乐包的安慕希售价在 50 元/提左右，而纯甄售价都在 50 元/提以上，部分地区价格超过 60 元/提；7 月份安慕希 PET 瓶系列价格有所下降，走访地区大部分售价在 70 元/提以下，纯甄 PET 系列价格维持在 80 元/提；安慕希 AMX 稳定在 60 元+/提。2) 动销方面，利乐包系列货龄基本 2-3 个月，PET 瓶系列 1-3 个月，安慕希货龄明显优于纯甄，安慕希 AMX 货龄在 2-2.5 个月；整体周转速度略慢于 3、4 月份。
- **常温白奶：**1) 价格方面，蒙牛产品的售价依旧略高于伊利。基础白奶方面，伊利售价约 40 元/提，蒙牛约 49 元/提；伊利臻浓牛奶价格大多在 50-60 元/提；金典售价在 49-55 元/提，特仑苏在 54-65 元/提，两者的有机系列分布在 55-80 元/提。2) 动销方面，基础白奶系列中，伊利货龄大多 1 个月左右，蒙牛货龄 2 个多月；伊利臻浓牛奶货龄在 1-2 个月；金典货龄 2 个月左右，特仑苏货龄 1 个多月；有机系列两强均为 1 个多月。

图表 1：常温领域两强主要产品终端售价和周转情况汇总

品牌		伊利						蒙牛					
品类	安慕希原味	安慕希 PET 瓶原味	安慕希 AMX	伊利纯牛奶	臻浓牛奶	金典纯牛奶	金典有机奶	纯甄原味	纯甄 PET 瓶原味	蒙牛纯牛奶	特仑苏纯牛奶	特仑苏有机梦幻盖	
规格	205g*12	230g*10	205g*12	250ml*16	250ml*16	250ml*12	250ml*12	200g*12	230g*10	250ml*16	250ml*12	250ml*12	
标价	66	80	82	51.2	65.5	65	75	66	80	48	65	80	
价格													
3月9-16日	北京密云区	61.30	77.30	66.00	38.35	42.15	62.90	64.17	55.90	80.00	40.75	55.60	75.45
	北京海淀、西城区	57.00	68.67	66.00	42.60	51.07	49.98	56.99	50.80	80.00	45.33	55.00	76.00
	河南南阳市（三线）	50.00	71.00	64.00	39.20	49.27	59.33	70.00	55.00	74.67	39.83	58.33	-
4月6-7日	北京密云区	54.30	77.33	66.67	36.27	47.60	56.80	66.33	-	55.00	39.27	53.30	70.33
	北京海淀、西城区	54.50	74.67	66.00	44.73	47.41	54.77	68.69	55.00	67.78	41.40	59.33	70.67
5月12-15日	河南南阳市（三线）	53.33	71.50	66.67	42.00	51.63	54.83	70.83	56.83	78.67	42.50	60.00	-
	广东省广州市、中山市	58.68	67.32	60.45	49.23	53.25	55.98	65.58	66.00	79.23	46.32	51.13	70.88
	河南省南阳市	54.17	71.50	50.00	54.00	55.50	59.93	57.50	49.50	49.25	41.25	57.83	64.00
7月1-6日	上海杨浦区	46.40	71.43	66.67	44.80	56.00	49.50	72.93	54.83	75.00	46.93	49.90	74.10
	上海徐汇区	52.00	67.77	66.00	44.80	56.00	49.50	66.60	54.67	80.00	49.60	60.30	75.33
	上海杨浦区	48.00	65.43	62.67	40.27	59.20	54.67	77.33	52.97	80.00	46.93	54.10	74.67
	广东中山市（二线）	51.26	78.66	66.33	46.80	51.96	54.53	76.30	58.30	79.80	49.66	55.93	59.90
	北京市西城区	54.64	59.30	62.79	34.96	41.63	49.33	56.11	66.00	82.67	50.77	65.00	78.00
新鲜度													
3月9-16日	北京密云区	4-9周	4周	5-6周	3周	2-4周	2-4周	1-3周	2-7周	1周	1周	3-4周	2-3周
	北京海淀、西城区	1-5周	6-9周	3-6周	3周	3周	4-8周	1-6周	8-11周	9-12周	5-6周	4-8周	15周
	河南南阳市（三线）	4-17周	4-9周	8-12周	2周	4-12周	5-9周	4-10周	3周	4-15周	3-5周	3-4周	-
4月6-7日	北京密云区	4-5周	2-4周	3-5周	4-6周	1-5周	5-9周	5-6周	-	2-3周	1-4周	4-6周	2-7周
	北京海淀、西城区	3-4周	5-7周	2-3周	5-6周	5-6周	4-5周	3-5周	7-9周	6-8周	1-3周	11周	15-17周
	河南南阳市（三线）	10-16周	6-10周	5-12周	1-2周	5-6周	5-6周	5-9周	2-6周	4-9周	1-3周	3-6周	-
5月12-15日	广东省广州市、中山市	4-5周	4-11周	7-13周	4-9周	6-10周	3-8周	4-13周	4-8周	4-8周	2-10周	4-15周	5-18周
	河南省南阳市	6-12周	7-10周	6-13周	12周	6-12周	3-6周	2-8周	5-11周	8周	2-4周	4-7周	3-9周
	上海杨浦区	9-20周	10-18周	4-16周	3-14周	8周	4-11周	6-18周	7-14周	13-18周	4-10周	4-10周	7周
7月1-6日	上海徐汇区	67.33	39.67	72.00	32.00	57.00	73.00	29.33	59.33	61.67	71.00	53.00	47.67
	上海杨浦区	80.33	25.33	63.00	19.00	27.00	52.00	48.67	74.00	52.67	69.33	30.67	34.33
	广东中山市（二线）	60.67	85.00	69.33	65.00	49.67	54.67	34.00	104.33	100.50	66.67	39.33	35.00
	北京市西城区	52.00	46.00	60.00	20.00	34.00	55.00	73.00	63.00	76.00	18.00	36.00	47.00

来源：草根调研，国金证券研究所

注：1) 标价和售价的单位为元，7月以来新鲜度的单位为天；下同。2) 每个地区走访 3 家商超，价格和新鲜度取 3 家商超均值。

图表 2：常温领域广东省中山市商超调研情况整理

广东省中山市				采样时间：2021年7月3日							
品牌	品类		标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3	
						售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度
伊利	安慕希原味	205g*12	66	51.26	60.67	49.90	50.00	49.90	53.00	53.99	79.00
	安慕希PET瓶原味	230g*10	80	78.66	85.00	78.00	44.00	78.00	87.00	79.99	124.00
	安慕希AMX	205g*12	82	66.33	69.33	66.00	84.00	66.00	36.00	66.99	88.00
	伊利纯牛奶	250ml*16	51.2	46.80	65.00	46.80	65.00	-	-	-	-
	臻浓牛奶	250ml*16	65.5	51.96	49.67	56.00	47.00	49.90	50.00	49.99	52.00
	金典纯牛奶	250ml*12	65	54.53	54.67	65.00	36.00	49.00	38.00	49.59	90.00
	金典有机奶	250ml*12	75	76.30	34.00	76.00	21.00	76.00	31.00	76.89	50.00
蒙牛	纯甄原味	200g*12	66	58.30	104.33	69.00	112.00	39.90	115.00	66.00	86.00
	纯甄PET瓶原味	230g*10	80	79.80	100.50	79.80	84.00	-	-	79.80	117.00
	蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	49.66	66.67	48.00	107.00	48.00	52.00	52.99	41.00
	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	55.93	39.33	49.90	24.00	49.90	60.00	68.00	34.00
	特仑苏有机梦幻盖	250ml*12	80	59.90	35.00	59.90	35.00	-	-	-	-

来源：草根调研，国金证券研究所

图表 3：常温领域上海市徐汇区商超调研情况整理

上海市徐汇区				采样时间：2021年7月3日							
品牌	品类		标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3	
						售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度
伊利	安慕希原味	205g*12	66	52.00	67.33	51.00	33.00	54.00	119.00	51.00	50.00
	安慕希PET瓶原味	230g*10	80	67.77	39.67	68.00	45.00	70.30	34.00	65.00	40.00
	安慕希AMX	205g*12	82	66.00	72.00	66.00	78.00	66.00	79.00	66.00	59.00
	伊利纯牛奶	250ml*16	51.2	44.80	32.00	-	-	44.80	32.00	-	-
	臻浓牛奶	250ml*16	65.5	56.00	57.00	56.00	56.00	56.00	54.00	56.00	61.00
	金典纯牛奶	250ml*12	65	49.50	73.00	49.50	71.00	49.50	104.00	49.50	44.00
	金典有机奶	250ml*12	75	66.60	29.33	66.00	37.00	67.80	22.00	66.00	29.00
蒙牛	纯甄原味	200g*12	66	54.67	59.33	56.00	34.00	55.00	106.00	53.00	38.00
	纯甄PET瓶原味	230g*10	80	80.00	61.67	80.00	90.00	80.00	41.00	80.00	54.00
	蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	49.60	71.00	51.20	112.00	46.40	47.00	51.20	54.00
	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	60.30	53.00	68.00	64.00	49.90	42.00	63.00	53.00
	特仑苏有机梦幻盖	250ml*12	80	75.33	47.67	70.00	48.00	78.00	42.00	78.00	53.00

来源：草根调研，国金证券研究所

图表 4：常温领域上海市杨浦区商超调研情况整理

上海市杨浦区				采样时间：2021年7月3日							
品牌	品类		标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3	
						售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度
伊利	安慕希原味	205g*12	66	48.00	80.33	54.00	33.00	54.00	84.00	36.00	124.00
	安慕希PET瓶原味	230g*10	80	276.33	25.33	66.00	29.00	703.00	16.00	60.00	31.00
	安慕希AMX	205g*12	82	62.67	63.00	56.00	23.00	66.00	56.00	66.00	110.00
	伊利纯牛奶	250ml*16	51.2	40.27	19.00	31.20	23.00	44.80	20.00	44.80	14.00
	臻浓牛奶	250ml*16	65.5	59.20	27.00	-	-	-	-	59.20	27.00
	金典纯牛奶	250ml*12	65	54.67	52.00	65.00	17.00	49.50	82.00	49.50	57.00
	金典有机奶	250ml*12	75	77.33	48.67	76.00	15.00	78.00	100.00	78.00	31.00
蒙牛	纯甄原味	200g*10	66	52.97	74.00	66.00	91.00	55.00	75.00	37.90	56.00
	纯甄PET瓶原味	230g*10	80	80.00	52.67	80.00	76.00	80.00	41.00	80.00	41.00
	蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	46.93	69.33	51.20	114.00	44.80	47.00	44.80	47.00
	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	54.10	30.67	65.00	17.00	49.90	58.00	47.40	17.00
	特仑苏有机梦幻盖	250ml*12	80	74.67	34.33	78.00	13.00	78.00	45.00	68.00	45.00

来源：草根调研，国金证券研究所

图表 5：常温领域北京市西城区商超调研情况整理

北京市西城区			采样时间：2021年7月7-10日								
品牌	品类		标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3	
						售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度
伊利	安慕希原味	205g*12	66	54.64	52.00	49.33	60.00	66.00	46.00	48.60	49.00
	安慕希PET瓶原味	230g*10	80	59.30	46.00	58.30	58.00	59.80	34.00	59.80	56.00
	安慕希AMX	205g*12	82	62.79	60.00	61.29	28.00	65.78	122.00	61.29	64.00
	伊利纯牛奶	250ml*16	51.2	34.96	20.00	27.51	6.00	40.00	34.00	37.37	25.00
	臻浓牛奶	250ml*16	65.5	41.63	34.00	34.68	21.00	-	-	48.59	48.00
	金典纯牛奶	250ml*12	65	49.33	55.00	48.59	109.00	50.83	33.00	48.59	25.00
	金典有机奶	250ml*12	75	56.11	73.00	56.21	83.00	56.06	68.00	56.06	71.00
蒙牛	纯甄原味	200g*12	66	66.00	63.00	66.00	82.00	66.00	65.00	66.00	71.00
	纯甄PET瓶原味	230g*10	80	82.67	76.00	88.00	92.00	80.00	68.00	80.00	68.00
	蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	50.77	18.00	48.00	11.00	52.80	34.00	51.50	10.00
	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	65.00	36.00	65.00	30.00	65.00	38.00	65.00	33.00
	特仑苏有机梦幻盖	250ml*12	80	78.00	47.00	78.00	70.00	78.00	26.00	78.00	44.00

来源：草根调研，国金证券研究所

低温领域：7月以来伊利鲜奶促销力度加大，鲜奶头部品牌的下沉力度还有待加强

- **低温鲜奶：**7月以来伊利的促销力度加大，鲜牛奶屋装和金典鲜牛奶瓶装大多以7折价格售卖，部分商超促销售价低至4-5折；光明优倍在上海地区力度较大，折扣力度相当于5.5折；蒙牛每日鲜语屋装终端促销价在22-24元，与原价24.9元相差不大，并无太多折扣。**2) 动销方面，**光明优倍新鲜度最佳，货龄基本维持在1天，蒙牛每日鲜语屋装除北京地区外货龄在3天之内，而伊利的鲜牛奶屋装和金典鲜牛奶瓶装周转相对较慢。**3) 铺货方面，**一线城市的覆盖力度明显好于二线城市，两强和光明的主力SKU在北京和上海实现了完全覆盖，但在广东二线城市中山市的覆盖力度较弱。
- **低温酸奶：****1) 价格方面，**低温酸奶依然采取较多促销活动，包括买赠、多瓶购买优惠等。君乐宝纯享、酸牛奶促销价维持在6-7折左右，伊利畅轻促销力度为5-7.5折，蒙牛冠益乳大多以8-9折价格售卖，简爱酸奶在上海地区促销力度较大，力度达到6到7折。**2) 动销方面，**除了君乐宝，其他低温酸奶的新鲜度均为1个多周。**3) 铺货方面，**伊利畅轻与蒙牛冠益乳在走访地区均实现了完全覆盖；简爱、君乐宝在广东地区覆盖力度较弱。

图表 6：低温领域主要品牌终端售价和周转情况汇总

品牌		伊利			蒙牛		简爱	光明		君乐宝	
品类		伊利鲜牛奶屋装	金典鲜牛奶瓶装	畅轻	每日鲜语屋装	冠益乳	简爱原味	新鲜牧场	优倍	纯享	酸牛奶(芝士)
规格		950ml	235ml	250g	950ml	250g	135g	950ml	500ml	330g	180g
标价		17.9	10	8.9	24.9	8.5	10	11.9	23.9	9.9	5.5
价格											
3月9-16日	北京密云区	-	8.25	6.13	-	8.13	-	11.90	11.40	8.45	2.93
	北京海淀、西城区	14.95	8.30	6.98	19.18	5.87	10.00	18.57	17.33	6.60	3.71
	河南南阳市(三线)	11.90	-	7.70	23.90	5.90	9.90	9.90	-	-	3.50
4月6-7日	北京密云区	11.93	6.60	5.18	-	6.07	-	10.95	11.40	6.60	3.70
	北京海淀、西城区	17.90	8.30	6.72	24.90	5.67	10.00	10.04	20.73	7.37	2.93
	河南南阳市(三线)	14.90	-	7.10	23.90	5.90	9.90	-	-	-	3.75
5月12-15日	广东省广州市、中山市	13.80	6.60	6.68	22.45	7.27	8.50	11.93	-	-	-
	河南省南阳市	14.90	-	6.43	-	6.63	-	10.18	19.90	7.45	3.50
	上海杨浦区	13.60	9.90	7.16	16.60	6.72	8.33	-	8.48	8.23	3.49
7月1-6日	上海徐汇区	10.95	3.95	6.84	24.90	7.56	6.87	-	13.30	6.63	3.44
	上海杨浦区	13.93	7.04	5.50	22.08	7.00	7.83	-	13.30	7.50	3.38
	广东中山市(二线)	13.80	-	6.75	24.90	8.13	-	-	-	-	-
	北京市西城区	10.32	7.01	4.45	24.90	4.08	10.00	11.90	22.57	6.92	3.90
新鲜度											
3月9-16日	北京密云区	-	4-5天	5-10天	-	6-13天	-	6天	2-3天	10-12天	12-14天
	北京海淀、西城区	6-9天	4-6天	8-12天	3-5天	6-16天	11-13天	6-11天	1-2天	4-18天	1-16天
	河南南阳市(三线)	6天	-	4-12天	4天	18天	20天	3-4天	-	-	11天
4月6-7日	北京密云区	3天	12-16天	9天	-	5-21天	-	5天	2-4天	5-15天	15-24天
	北京海淀、西城区	2-11天	11天	11-18天	17天	8-17天	6-13天	5-10天	1-8天	11-16天	18-25天
	河南南阳市(三线)	2-6天	-	1-8天	2天	6-8天	2天	-	-	-	5-6天
5月12-15日	广东省广州市、中山市	6天	6天	6-10天	6天	6-8天	4天	1-3天	-	-	-
	河南省南阳市	3天	-	4-13天	-	5-16天	-	6-8天	4天	6天	7天
	上海杨浦区	1-3天	3天	13-19天	0-3天	5-14天	11-14天	-	1天	8-15天	10-14天
7月1-6日	上海徐汇区	2.33	10.00	11.33	2.33	13.33	4.67	-	1.33	15.33	12.67
	上海杨浦区	4.33	4.00	13.21	1.33	8.33	9.00	-	0.67	17.50	15.00
	广东中山市(二线)	5.00	-	9.00	3.00	5.67	-	-	-	-	-
	北京市西城区	5.00	5.00	8.00	9.00	16.00	8.00	7.00	1.00	12.00	15.00

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每个地区走访3家商超，价格和新鲜度取3家商超均值。

图表 7：低温领域广东省中山市商超调研情况整理

广东省中山市			采样时间：2021年7月3日								
品牌	品类	标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3		
					售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度	
伊利	伊利鲜牛奶屋装	950ml	17.9	13.80	5.00	13.80	5.00	-	-	-	-
	金典鲜牛奶瓶装	235ml	10	-	-	-	-	-	-	-	-
	畅轻	250g	8.9	6.75	9.00	6.45	9.00	6.80	10.00	6.99	8.00
蒙牛	每日鲜语屋装	950ml	24.9	24.90	3.00	24.90	3.00	-	-	-	-
	冠益乳	250g	8.5	8.13	5.67	8.30	6.00	7.80	6.00	8.28	5.00
简爱	简爱原味	135g	10	-	-	-	-	-	-	-	-
光明	新鲜牧场	950ml	11.9	-	-	-	-	-	-	-	-
	优倍	500ml	23.9	-	-	-	-	-	-	-	-
君乐宝	纯享	330g	9.9	-	-	-	-	-	-	-	-
	酸牛奶(芝士)	180g	5.5	-	-	-	-	-	-	-	-

来源：草根调研，国金证券研究所

图表 8：低温领域上海市徐汇区商超调研情况整理

上海市徐汇区					采样时间：2021年7月3日						
品牌	品类		标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3	
						售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度
伊利	伊利鲜牛奶屋装	950ml	17.9	10.95	2.33	11.95	1.00	8.95	5.00	11.95	1.00
	金典鲜牛奶瓶装	235ml	10	3.95	10.00	-	-	3.95	10.00	-	-
	畅轻	250g	8.9	6.84	11.33	4.98	13.00	8.90	8.00	6.63	13.00
蒙牛	每日鲜语屋装	950ml	24.9	24.90	2.33	24.90	0.00	24.90	2.00	24.90	5.00
	冠益乳	250g	8.5	7.56	13.33	8.50	14.00	5.67	13.00	8.50	13.00
简爱	简爱原味	135g	10	6.87	4.67	8.20	2.00	4.97	5.00	7.45	7.00
光明	新鲜牧场	950ml	11.9	-	-	-	-	-	-	-	-
	优倍	500ml	23.9	13.30	1.33	13.30	2.00	13.30	1.00	13.30	1.00
君乐宝	纯享	330g	9.9	6.63	15.33	4.95	24.00	7.50	9.00	7.43	13.00
	酸牛奶(芝士)	180g	5.5	3.44	12.67	3.50	13.00	3.33	17.00	3.50	8.00

来源：草根调研，国金证券研究所

图表 9：低温领域上海市杨浦区商超调研情况整理

上海市杨浦区					采样时间：2021年7月3日						
品牌	品类		标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3	
						售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度
伊利	伊利鲜牛奶屋装	950ml	17.9	13.93	4.33	11.95	3.00	17.90	7.00	11.95	3.00
	金典鲜牛奶瓶装	235ml	10	7.04	4.00	6.48	1.00	7.75	10.00	6.90	1.00
	畅轻	250g	8.9	5.50	14.33	6.63	10.00	4.45	16.00	5.43	17.00
蒙牛	每日鲜语屋装	950ml	24.9	22.08	1.33	24.90	0.00	24.90	1.00	16.45	3.00
	冠益乳	250g	8.5	7.00	8.33	8.50	5.00	5.67	11.00	6.83	9.00
简爱	简爱原味	135g	10	20.13	9.00	-	-	7.45	7.00	32.80	11.00
光明	新鲜牧场	950ml	11.9	-	-	-	-	-	-	-	-
	优倍	500ml	23.9	13.30	0.67	13.30	0.00	13.30	1.00	13.30	1.00
君乐宝	纯享	330g	9.9	7.50	17.50	-	-	7.50	18.00	7.50	17.00
	酸牛奶(芝士)	180g	5.5	3.38	15.00	3.50	15.00	3.33	17.00	3.30	13.00

来源：草根调研，国金证券研究所

图表 10：低温领域北京市西城区商超调研情况整理

北京市西城区					采样时间：2021年7月7-10日						
品牌	品类		标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3	
						售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度
伊利	伊利鲜牛奶屋装	950ml	17.9	10.32	5.00	13.90	3.00	3.63	7.00	13.43	5.00
	金典鲜牛奶瓶装	235ml	10	7.01	5.00	9.90	3.00	5.00	7.00	7.50	6.00
	畅轻	250g	8.9	4.45	8.00	4.45	13.00	4.45	2.00	4.45	10.00
蒙牛	每日鲜语屋装	950ml	24.9	24.90	9.00	24.90	9.00	17.90(瓶装)	8.00	24.90	9.00
	冠益乳	250g	8.5	4.08	16.00	4.25	23.00	3.75	9.00	4.25	15.00
简爱	简爱原味	135g	10	10.00	8.00	10.00	8.00	10.00	9.00	10.00	8.00
光明	新鲜牧场	950ml	11.9	11.90	7.00	11.90	7.00	11.90	6.00	11.90	7.00
	优倍	500ml	23.9	22.57	1.00	19.90	2.00	23.90	0.00	23.90	1.00
君乐宝	纯享	330g	9.9	6.92	12.00	4.93	13.00	9.50	12.00	6.33	10.00
	酸牛奶(芝士)	180g	5.5	3.90	15.00	3.90	17.00	3.90	13.00	3.90	14.00

来源：草根调研，国金证券研究所

图表 11：伊利低温鲜奶促销力度较大



来源：草根调研，国金证券研究所

图表 12：低温酸奶大多存在促销活动



来源：草根调研，国金证券研究所

奶酪领域：双强促销力度较弱，百吉福与妙可蓝多铺货力更强

- **奶酪棒：**1) 价格方面，蒙牛爱氏晨曦儿童奶酪棒售价约 18-19 元/100g，伊利儿童奶酪棒售价在 16.5-19.9/95g，妙可蓝多奶酪棒售价在 14-18 元/100g，百吉福棒棒奶酪售价在 14-18 元/120g。2) 动销方面，百吉福棒棒奶酪的货龄基本在 2 个月，妙可蓝多奶酪棒货龄在 1.5-3 个月，伊利货龄在 2.5-4.5 个月，蒙牛爱氏晨曦儿童奶酪棒周转较慢，货龄约在 5-6 个月。3) 陈列方面，在走访地区中，百吉福与妙可蓝多实现了完全覆盖调研商超。其中蒙牛覆盖力度较弱，在走访的 12 家商超中仅覆盖 3 家；伊利在上海地区覆盖力度较强，6 家商超中覆盖 5 家，但广东地区 3 家商超均未覆盖。

图表 13: 奶酪领域主要品牌终端售价和周转情况汇总

品牌		蒙牛	蒙牛	伊利	妙可蓝多		百吉福	
品类		爱氏晨曦 儿童奶酪 棒	爱氏晨曦 儿童奶酪 棒	儿童奶酪 棒	儿童奶酪 棒	奶酪棒	棒棒奶酪	棒棒奶酪
规格		320g	100g	95g	500g	100g	500g	120g
标价		80.9	19.9	19.9	69.9	19.8	66.5	20.9
价格								
3月9-16日	北京密云区	-	-	19.40	-	-	61.93	-
	北京海淀、西城区	46.00	-	17.40	70.45	-	59.30	-
	河南南阳市（三线）	49.00	-	18.57	64.85	-	60.00	-
4月6-7日	北京密云区	-	-	19.40	-	-	54.45	-
	北京海淀、西城区	62.50	-	11.75	63.47	-	56.88	-
	河南南阳市（三线）	49.00	-	17.90	59.80	-	60.00	-
5月12-15日	广东省广州市、中山市	-	-	-	-	-	-	-
	河南省南阳市	56.00	-	18.57	-	-	65.10	-
	上海杨浦区	-	-	-	-	-	66.87	-
7月1-6日	上海徐汇区	-	-	16.60	-	17.47	-	-
	上海杨浦区	-	19.80	19.85	-	15.40	-	14.77
	广东中山市（二线）	-	-	-	-	18.20	-	16.86
	北京市西城区	-	18.20	16.58	-	14.02	-	18.56
货龄								
3月9-16日	北京密云区	-	-	5-7周	-	-	4-6周	-
	北京海淀、西城区	10-12周	-	5-14周	12周	-	6-8周	-
	河南南阳市（三线）	6周	-	5-9周	7周	-	5-7周	-
4月6-7日	北京密云区	-	-	1-6周	-	-	5周	-
	北京海淀、西城区	16周	-	8-11周	15周	-	10周	-
	河南南阳市（三线）	7周	-	1-5周	9周	-	1周	-
5月12-15日	广东省广州市、中山市	-	-	-	-	-	-	-
	河南省南阳市	5-8周	-	6-10周	-	-	6-10周	-
	上海杨浦区	-	-	-	-	-	6-11周	-
7月1-6日	上海徐汇区	-	-	88.33	-	77.67	-	-
	上海杨浦区	-	165.00	127.50	-	49.67	-	58.33
	广东中山市（二线）	-	-	-	-	67.33	-	74.00
	北京市西城区	-	167.00	72.00	-	89.00	-	50.00

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每个地区走访3家商超，价格和新鲜度取3家商超均值。

图表 14: 奶酪领域广东省中山市商超调研情况整理

广东省中山市				采样时间：2021年7月3日							
品牌	品类	标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3		
					售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度	
蒙牛	爱氏晨曦儿童奶酪棒	100g	19.9	-	-	-	-	-	-	-	-
伊利	儿童奶酪棒	95g	19.9	-	-	-	-	-	-	-	-
妙可蓝多	奶酪棒	100g	19.8	18.20	67.33	16.80	71.00	16.80	74.00	20.99	57.00
	马苏里拉奶酪	450g	26.8	-	-	-	-	-	-	-	-
百吉福	棒棒奶酪	120g	20.9	16.86	74.00	18.80	66.00	16.80	102.00	14.99	54.00

来源：草根调研，国金证券研究所

图表 15: 奶酪领域上海市徐汇区商超调研情况整理

上海市徐汇区			采样时间: 2021年7月3日								
品牌	品类	标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3		
					售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度	
蒙牛	爱氏晨曦儿童奶酪棒	100g	19.9	-	-	-	-	-	-	-	-
伊利	儿童奶酪棒	95g	19.9	16.60	88.33	14.85	112.00	19.80	72.00	15.15	81.00
妙可蓝多	奶酪棒	100g	19.8	17.47	77.67	19.80	125.00	13.80	42.00	18.80	66.00
	马苏里拉奶酪	450g	26.8	-	-	-	-	-	-	-	-
百吉福	棒棒奶酪	120g	20.9	16.86	52.67	13.88	71.00	18.20	32.00	18.50	55.00

来源: 草根调研, 国金证券研究所

图表 16: 奶酪领域上海市杨浦区商超调研情况整理

上海市杨浦区			采样时间: 2021年7月3日								
品牌	品类	标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3		
					售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度	
蒙牛	爱氏晨曦儿童奶酪棒	100g	19.9	19.80	165.00	-	-	-	-	19.80	165.00
伊利	儿童奶酪棒	95g	19.9	19.85	127.50	-	-	19.80	171.00	19.90	84.00
妙可蓝多	奶酪棒	100g	19.8	15.40	49.67	19.90	47.00	13.80	68.00	12.50	34.00
	马苏里拉奶酪	450g	26.8	29.80	96.00	-	-	29.80	96.00	-	-
百吉福	棒棒奶酪	120g	20.9	14.77	58.33	10.90	97.00	18.50	39.00	14.90	39.00

来源: 草根调研, 国金证券研究所

图表 17: 奶酪领域北京市西城区商超调研情况整理

北京市西城区			采样时间: 2021年7月7-10日								
品牌	品类	标价	售价	新鲜度	超市1		超市2		超市3		
					售价	新鲜度	售价	新鲜度	售价	新鲜度	
蒙牛	爱氏晨曦儿童奶酪棒	100g	19.9	18.20	167.00	16.50	220.00	-	-	19.90	115.00
伊利	儿童奶酪棒	95g	19.9	16.58	72.00	14.93	55.00	19.80	94.00	15.00	68.00
妙可蓝多	奶酪棒	100g	19.8	14.02	89.00	14.90	109.00	13.27	73.00	13.90	86.00
	马苏里拉奶酪	450g	26.8	30.17	73.00	26.80	72.00	36.90	73.00	26.80	76.00
百吉福	棒棒奶酪	120g	20.9	18.56	50.00	15.68	88.00	20.00	30.00	20.00	41.00

来源: 草根调研, 国金证券研究所

图表 18: 奶酪棒头部品牌在商超冷柜占据较大面积



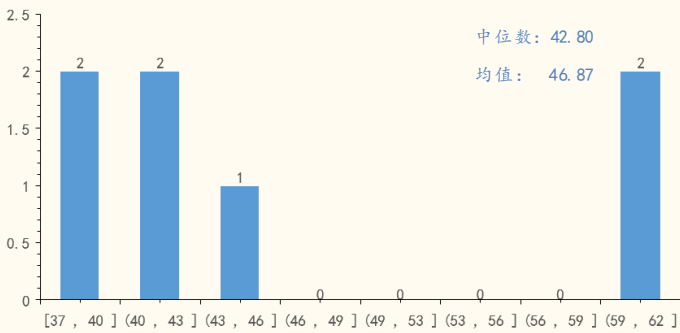
来源: 草根调研, 国金证券研究所

社区团购渠道调研反馈：价格明显低于商超，头部品牌入驻力度一般

常温领域：价格整体明显低于商超渠道，伊利入驻范围更广

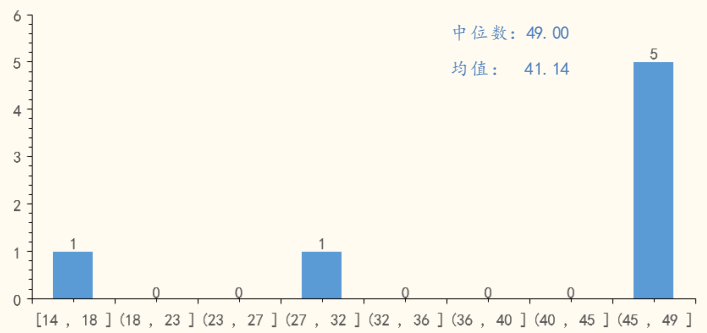
- 常温液奶：1) 价格方面：两强基础白奶价格相近，价格分布于 37-45 元/提。和商超渠道相比，社区团购中伊利纯牛奶的价格没有明显差异，但蒙牛纯牛奶的价格有小幅下降。金典价格集中在 43-44 元/提，特仑苏价格略高于金典，整体水平在 46 元左右/提；与商超渠道的 50 元+/提相比，社区团购中金典与特仑苏价格都有明显降低。2) 货龄方面：伊利纯牛奶货龄大多为 49 天，整体水平比商超渠道慢近 10 天，蒙牛纯牛奶货龄多为 59 天，略优于商超渠道；金典货龄大多分布于 40-50 天，优于商超渠道约 10 天以上；特仑苏货龄大多分布于 50-60 天，慢于商超渠道约 15 天。3) 铺货方面：从我们调研的样本来看，伊利产品在兴盛优选的覆盖度更广。

图表 19：伊利纯牛奶价格分布



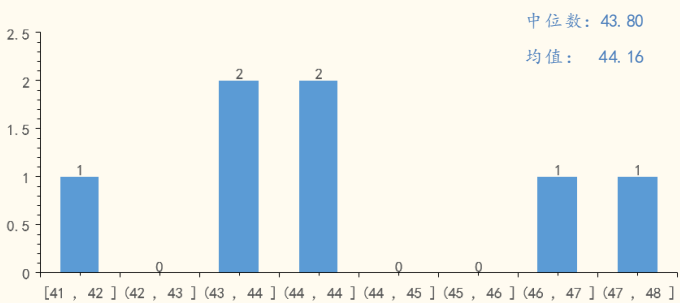
来源：兴盛优选，国金证券研究所

图表 20：伊利纯牛奶货龄分布



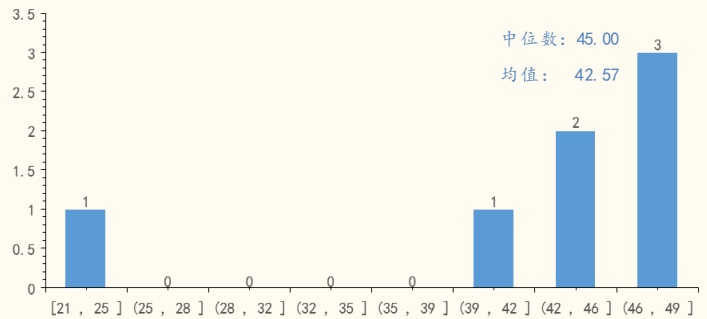
来源：兴盛优选，国金证券研究所

图表 21：金典纯牛奶价格分布



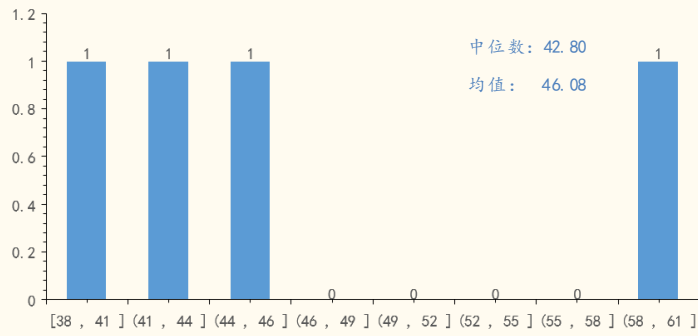
来源：兴盛优选，国金证券研究所

图表 22：金典纯牛奶货龄分布



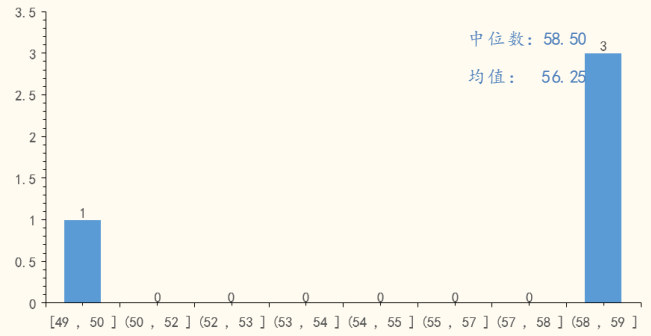
来源：兴盛优选，国金证券研究所

图表 23: 蒙牛纯牛奶价格分布



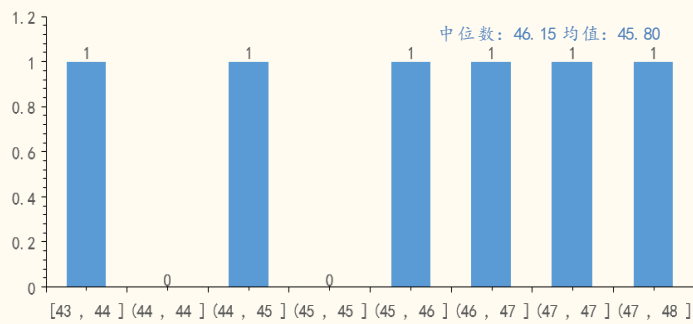
来源: 兴盛优选, 国金证券研究所

图表 24: 蒙牛纯牛奶货龄分布



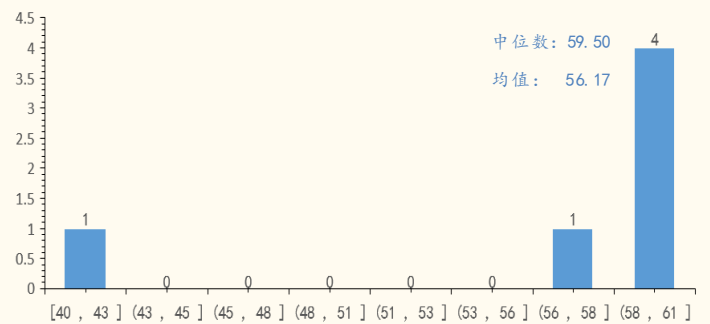
来源: 兴盛优选, 国金证券研究所

图表 25: 特仑苏纯牛奶价格分布



来源: 兴盛优选, 国金证券研究所

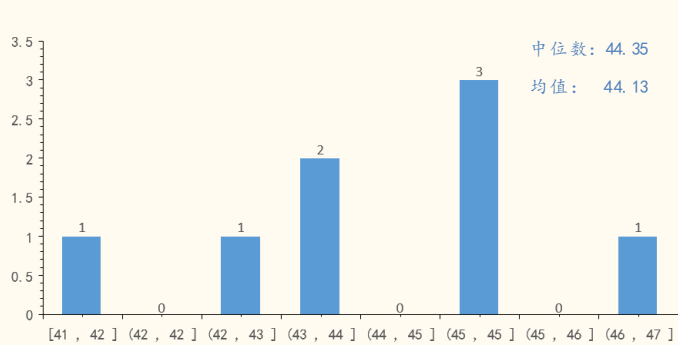
图表 26: 特仑苏纯牛奶货龄分布



来源: 兴盛优选, 国金证券研究所

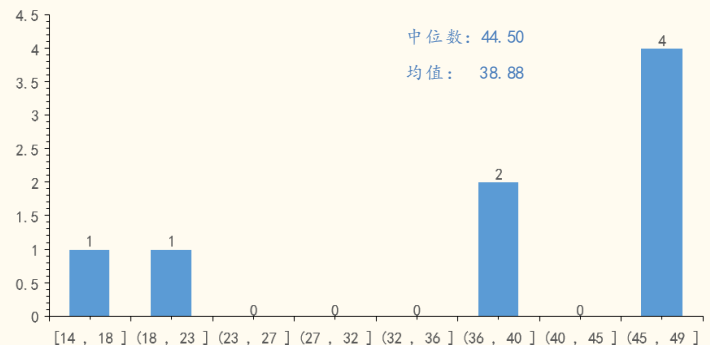
- **常温酸奶:** 1) **价格方面:** 安慕希价格分布在 41-46 元/提, 主要集中在 44 元左右/提, 整体相比商超渠道低约 5-10 元/提; 安慕希 PET 价格大多在 58-59 元/提, 整体水平相比商超渠道低 10+元/提; 纯甄价格约在 41 元左右/提, 整体水平低于安慕希, 与商超渠道相比低 10 元+/提。2) **货龄方面:** 安慕希货龄大多在 40-49 天, 优于商超渠道约 15 天; 安慕希 PET 货龄在 49-56 天, 整体货龄水平约 52 天左右, 略慢于商超渠道; 纯甄货龄大多为 49 天, 优于商超渠道约 30 天。3) **铺货方面:** 伊利产品在兴盛优选的覆盖度更广。

图表 27: 安慕希原味价格分布



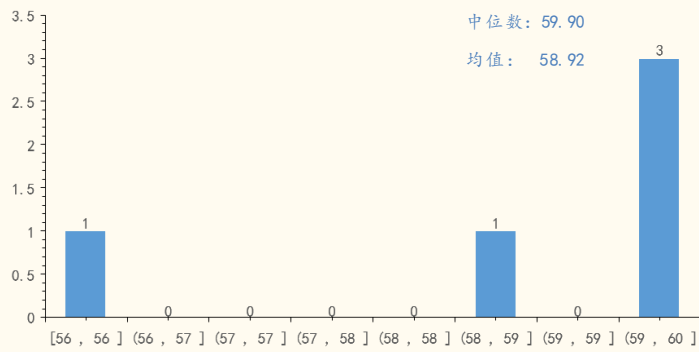
来源: 兴盛优选, 国金证券研究所

图表 28: 安慕希原味货龄分布



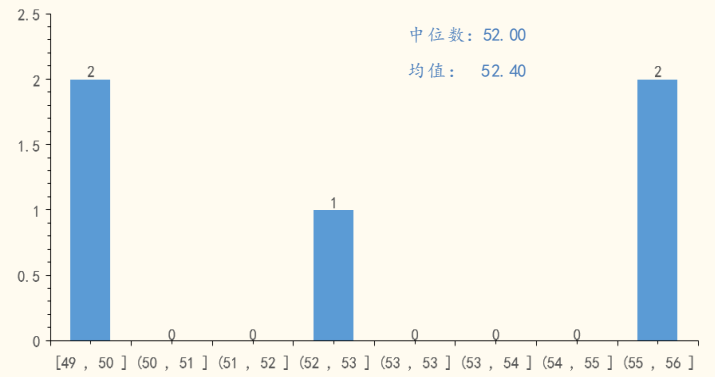
来源: 兴盛优选, 国金证券研究所

图表 29：安慕希 PET 瓶价格分布



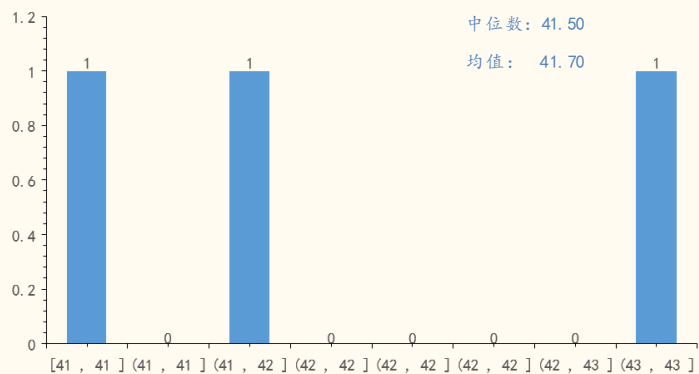
来源：兴盛优选，国金证券研究所

图表 30：安慕希 PET 瓶货龄分布



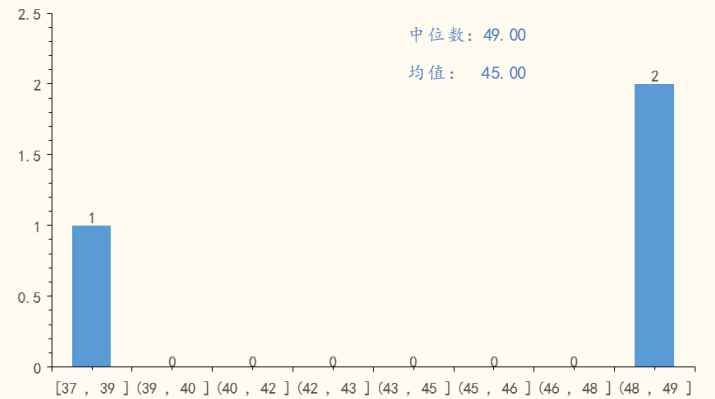
来源：兴盛优选，国金证券研究所

图表 31：纯甄原味价格分布



来源：兴盛优选，国金证券研究所

图表 32：纯甄原味货龄分布

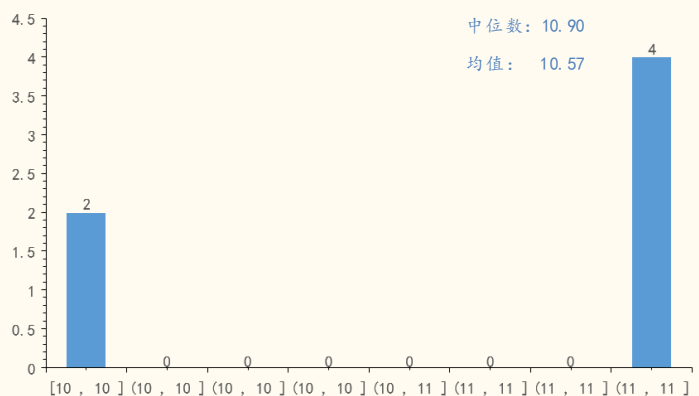


来源：兴盛优选，国金证券研究所

低温和奶酪领域：价格整体明显低于商超渠道，主要品牌还未大范围入驻

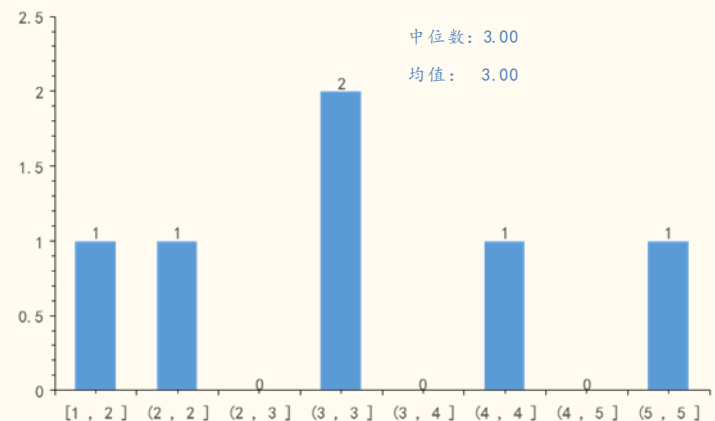
- 低温领域：1) 价格方面：光明新鲜牧场价格约 10.5 元/提，价格低于商超渠道。2) 货龄方面：光明新鲜牧场货龄均在 5 天以内，优于商超渠道。3) 铺货方面：从我们调研的样本来看，仅光明的鲜奶在兴盛优选上有铺货，此外光明在不同渠道主推的 SKU 有一定错位，商超主推 20 多元的优倍，兴盛优选上主推 10 多元的新鲜牧场。

图表 33：光明新鲜牧场价格分布



来源：兴盛优选，国金证券研究所

图表 34：光明新鲜牧场货龄分布



来源：兴盛优选，国金证券研究所

- **奶酪领域：**1) **价格方面：**蒙牛爱氏晨曦儿童奶酪棒价格分布在 27-35 元/320g，整体水平与商超渠道相比低 20+元/320g；妙可蓝多奶酪棒售价 13.8 元/100g，约 6.9 折，比商超渠道低约 3 元/100g；百吉福棒棒奶酪价格约在 13 元/120g，略低于妙可蓝多，整体相比商超渠道低约 3 元。2) **货龄方面：**蒙牛爱氏晨曦儿童奶酪棒货龄大多在 80 天左右，整体水平优于商超渠道；妙可蓝多奶酪棒货龄在 80 天，略慢于商超；百吉福棒棒奶酪货龄相对较短，在 40-49 天，优于商超渠道。3) **铺货方面：**从我们调研的样本来看，四家头部品牌的奶酪棒均未大范围在兴盛优选上铺货。

图表 35：社区团购渠道奶酪领域主要品牌终端售价和周转情况汇总

品牌	蒙牛	伊利	妙可蓝多		百吉福
品类	爱氏晨曦儿童奶酪棒	儿童奶酪棒	奶酪棒	马苏里拉奶酪	棒棒奶酪
规格	320g	95g	100g	450g	120g
标价	29.9	19.9	19.8	26.8	20.9
价格					
样本1	34.90	-	-	-	-
样本2	-	-	13.80	-	-
样本3	29.90	-	-	-	13.80
样本4	27.80	-	-	-	-
样本5	-	-	-	-	-
样本6	-	-	-	-	12.90
样本7	-	-	-	-	-
样本8	-	-	-	-	-
新鲜度					
样本1	81.00	-	-	-	-
样本2	-	-	80.00	-	-
样本3	55.00	-	-	-	40.00
样本4	80.00	-	-	-	-
样本5	-	-	-	-	-
样本6	-	-	-	-	49.00
样本7	-	-	-	-	-
样本8	-	-	-	-	-

来源：兴盛优选，国金证券研究所

趋势总结与投资主线

- **两强：**从调研情况来看我们认为蒙牛大概率已经在终端执行提价，目前还处于调整期，短期内动销方面会有一定压力。伊利对低温鲜奶的培育效果明显弱于蒙牛，目前两强的战略重心已经有所错位（除了常温奶，伊利更重视奶粉，蒙牛更重视低温鲜奶）。年内两强竞争趋缓、盈利提升的逻辑持续得到印证，后续不排除伊利也会出台相应提价政策，毛销差水平有望上一个台阶，推荐伊利股份、蒙牛乳业。
- **奶酪棒：**从下沉力度和动销情况来看，百吉福和妙可蓝多的情况优于蒙牛和伊利，随着妙可蓝多产能的逐步释放，公司全方位领先的优势更加明确，近期股价调整后对应 22 年 PE 为 47 倍（取万得 180 天一致预期），公司高成长性具备估值消化能力，推荐买入。
- **社区团购的影响：**我们认为不能忽略社区团购当前的低价打法对传统快消品企业的影响，但从兴盛优选的调研情况来看，我们判断短期内对乳制品板块企业的影响相对有限。虽然兴盛优选上的价格普遍较低，但不排除经销商的费用率低于传统商超渠道，且部分低价来自平台补贴。而且从商超渠道的调研来看，线下动销情况较好，线下购买量依旧稳定。其次，社区团购平台对部分小品牌、区域品牌存在利好，但我们认为在乳品领域消费者对伊利、蒙牛的认可度较高，乳品与健康息息相关，消费者更倾向于选择信赖的品牌，小品牌、区域品牌的分流影响有限。

风险提示

- **原奶价格上涨的风险。**预期年内原奶价格仍会在高位运行，若企业不能通过提价、控费等措施转移原材料压力，可能会导致盈利水平下滑。
- **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。

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