

12 月休闲零食同比跌幅扩大，冲饮和调味品线上销售情况有所回暖

——大众食品 12 月电商数据跟踪

强于大市 (维持)

2024 年 01 月 23 日

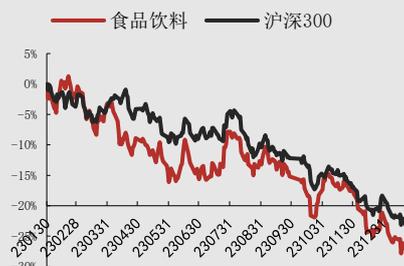
行业核心观点:

12 月三大电商平台 (淘系、京东、抖音) 线上销售数据公布, 大众食品不同品类线上销售情况出现分化。从细分品类来看, 休闲零食线上销售同比跌幅扩大, 冲饮线上销售同比增速上升, 调味品线上销售同比跌幅收窄, 分别同比 -14.50%/+26.46%/-8.02%。2023 全年, 休闲零食/冲饮/调味品线上销售分别同比 -5.12%/+9.60%/-5.93%。从线上渠道对比来看, 休闲零食在淘系/京东/抖音的销售占比分别为 51.83%/12.17%/35.99%, 冲饮在淘系/京东/抖音的销售占比分别为 51.89%/27.86%/20.25%, 调味品在淘系/京东/抖音的销售占比分别为 63.17%/18.42%/18.41%。三大细分品类在淘系销售占比均较上月有所回落。2023 全年, 休闲零食在淘系/京东/抖音的销售占比分别同比 -7.18/-2.65/+9.83 个 pcts, 冲饮在淘系/京东/抖音的销售占比分别同比 -6.94/+2.38/+4.56 个 pcts, 调味品在淘系/京东/抖音的销售占比分别同比 -1.56/-2.45/+4.01 个 pcts。三大细分品类在淘系销售占比均较上年有所下降, 在抖音销售占比均较上年有所上升。从龙头线上渠道来看, 休闲零食行业中, 三只松鼠销售额同比由正转负大幅下跌, 同比 -34.55%; 良品铺子销售额同比跌幅收窄, 同比 -31.89%。冲饮行业中, 伊利股份同比基本与上月持平, 同比 +26.98%; 蒙牛乳业同比增速放缓, 同比 +10.47%。调味品行业中, 海天味业线上销售额同比由正转负大幅下跌, 同比 -1.49%。2023 全年, 三只松鼠、良品铺子、伊利股份、蒙牛乳业、海天味业线上销售分别同比 -35.95%/-40.19%/+8.17%/+9.76%/-15.05%。总体来看, 12 月休闲零食线上销售同比跌幅扩大, 冲饮线上销售同比增速上升, 调味品线上销售同比跌幅收窄, 冲饮和调味品行业线上销售情况较 11 月有所回暖, 2023 全年, 休闲零食、冲饮、调味品线上销售分别同比 -5.12%/+9.60%/-5.93%。建议关注: 1) 调味品: 建议关注餐饮端收入占比高的调味品企业龙头, 受益于餐饮行业复苏和原材料成本下降所带来的投资机会; 2) 冲饮行业: 建议关注估值具备性价比的乳企龙头, 以及消费场景恢复, 原材料价格下降带来盈利能力提升的能量饮料龙头; 3) 休闲零食: 建议关注消费渠道拓展较快的休闲零食标的。

投资要点:

- 休闲零食线上销售同比跌幅扩大, 龙头销售均同比下跌。本月三大电商休闲零食行业销售总额 114.60 亿元 (YoY-14.50%), 其中淘系平台、京东同比跌幅扩大,

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

茅台开年营销发力消费终端, 多家食饮公司业绩预喜

12 月白酒线上销售额同比上行, 但增速较 11 月下滑

12 月啤酒线上销售维持正增长, 淘系表现较优

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

02032255207

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

抖音同比增幅显著收窄。12月淘系平台零食线上销售额为59.40亿元(YoY-25.14%)，京东休闲零食销售额为13.95亿元(YoY-19.15%)，抖音休闲零食销售额为41.25亿元(YoY+10.22%)。三只松鼠线上销售总额同比由正转负大幅下跌，本月销售额为5.46亿元(YoY-34.55%)，淘系平台、京东、抖音线上销售额分别为1.87/1.26/2.34亿元，占比分别为34.20%/23.02%/42.78%。良品铺子线上销售总额同比跌幅收窄，本月销售额为3.05亿元(YoY-31.89%)，淘系平台、京东、抖音线上销售额分别为1.07/0.97/1.02亿元，占比分别为35.04%/31.62%/33.35%。**2023全年**，三大电商休闲零食行业销售总额1150.95亿元(YoY-5.12%)，淘系、京东、抖音休闲零食线上销售额分别为661.42/161.63/327.90亿元，分别同比-15.66%/-20.19%/+44.90%。三只松鼠、良品铺子线上销售总额分别为43.41/32.72亿元，分别同比-35.95%/-40.19%。

- **冲饮行业线上销售同比增速上升，龙头同比增速趋缓。**本月三大电商饮料冲调行业销售总额为80.22亿元(YoY+26.46%)，其中淘系销售同比跌幅收窄，京东同比增速放缓。12月淘系平台冲饮销售额为41.62亿元(YoY-7.11%)，京东冲饮销售额为22.35亿元(YoY+20.01%)，抖音冲饮销售额为16.25亿元。12月伊利股份三大电商线上销售总额为9.74亿元(YoY+26.98%)，淘系平台、京东、抖音线上销售额分别为3.73/4.81/1.20亿元，占比分别为38.32%/49.33%/12.34%。蒙牛乳业四大电商线上销售总额为7.07亿元(YoY+10.47%)，淘系平台、京东、抖音线上销售额分别为4.26/2.22/0.59亿元，占比分别为60.22%/31.39%/8.38%。**2023全年**，三大电商冲饮行业销售总额914.74亿元(YoY+9.60%)，淘系、京东、抖音休闲零食线上销售额分别为540.72/256.73/117.29亿元，分别同比-1.91%/+19.77%/+70.01%。伊利股份、蒙牛乳业线上销售总额分别为106.23/91.46亿元，分别同比+8.17%/+9.76%。

- **调味品线上销售同比跌幅收窄，海天味业同比由正转负。**本月三大电商调味品行业线上销售总额为89.52亿元(YoY-8.02%)，其中淘系平台销售同比跌幅收窄，京东同比跌幅扩大，抖音同比基本稳定。12月淘系平台调味品销售额为56.55亿元(YoY-13.63%)，京东调味品销售额为16.49亿元(YoY-17.49%)，抖音调味品销售额为16.48亿元(YoY+38.82%)。海天味业三大电商线上销售总额为1.02亿元(YoY-1.49%)，淘系、京东、抖音线上销售额

分别为 0.62/0.18/0.23 亿元，占比分别为 60.58%/17.17%/22.24%。2023 全年，三大电商调味品行业销售总额 896.38 亿元 (YoY-5.93%)，淘系、京东、抖音休闲零食线上销售额分别为 592.16/174.66/129.56 亿元，分别同比 -8.10%/-16.44%/+30.13%。海天味业线上销售总额为 9.32 亿元 (YoY-15.05%)。

- **风险因素：**1. 政策风险；2. 食品安全风险；3. 经济增速不及预期风险；4. 平台数据统计有误及统计不全风险。

正文目录

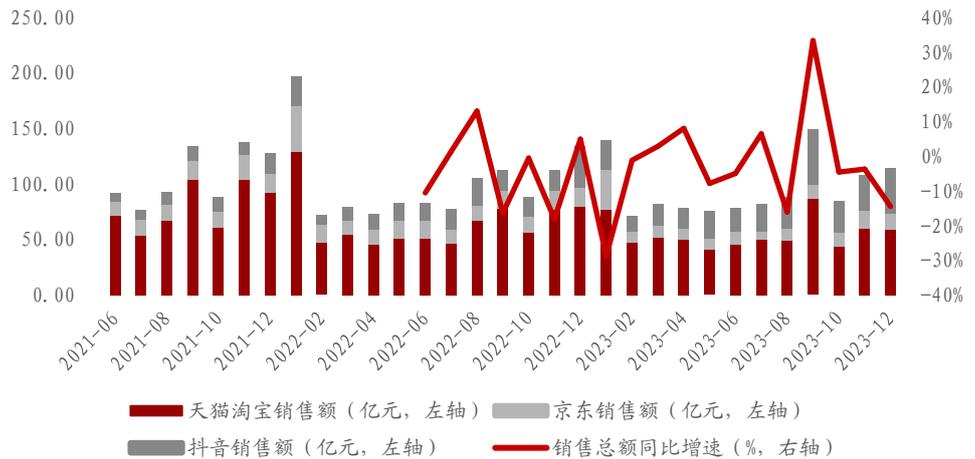
1 休闲零食：线上销售同比跌幅扩大，龙头销售均同比下跌	5
1.1 休闲零食线上销售同比跌幅扩大，淘系销售同比跌幅持续扩大	5
1.2 12月三只松鼠线上销售同比由正转负大幅下跌，良品铺子同比跌幅收窄	6
2 饮料冲调：线上销售同比增速上升，龙头同比增速趋缓	7
2.1 冲饮行业线上销售额同比增速上升，淘系平台销售占比回落	7
2.2 11月伊利股份、蒙牛乳业线上销售同比增速趋缓	9
3 调味品：线上销售同比跌幅收窄，海天味业同比由正转负	10
3.1 调味品线上销售同比跌幅收窄，淘系平台同比跌幅收窄	10
3.2 海天销售额同比由正转负大幅下跌，淘系平台销售占比回落	11
4 投资建议及风险因素	12
4.1 投资建议.....	12
4.2 风险因素.....	12
图表 1: 休闲零食行业线上销售总额及同比增速	5
图表 2: 淘系平台休闲零食行业销售额及同比	5
图表 3: 京东休闲零食行业销售额及同比	5
图表 4: 抖音休闲零食行业销售额及同比	6
图表 5: 三只松鼠线上销售总额及同比	6
图表 6: 三只松鼠 12 月线上各渠道占比	6
图表 7: 良品铺子线上销售总额及同比	7
图表 8: 良品铺子 12 月线上各渠道占比	7
图表 9: 饮料冲调行业线上销售总额及同比增速	7
图表 10: 淘系平台饮料冲调行业销售额及同比	8
图表 11: 京东饮料冲调行业销售额及同比	8
图表 12: 抖音饮料冲调行业销售额及同比	8
图表 13: 伊利股份线上销售总额及同比	9
图表 14: 伊利股份 12 月线上各渠道占比	9
图表 15: 蒙牛乳业线上销售总额及同比	9
图表 16: 蒙牛乳业 12 月线上各渠道占比	9
图表 17: 调味品行业线上销售总额及同比增速	10
图表 18: 淘系平台调味品行业销售额及同比	10
图表 19: 京东调味品行业销售额及同比	10
图表 20: 抖音调味品行业销售额及同比	11
图表 21: 海天味业线上销售总额及同比	11
图表 22: 海天味业 12 月线上各渠道占比	11

1 休闲零食：线上销售同比跌幅扩大，龙头销售均同比下跌

1.1 休闲零食线上销售同比跌幅扩大，淘系销售同比跌幅持续扩大

休闲零食线上销售额同比跌幅扩大，淘系平台销售占比回落。萝卜投资数据显示，12月三大电商休闲零食行业销售总额114.60亿元，同比下降14.50%。经济复苏不及预期，本月销售额同比跌幅扩大。2023全年，三大电商休闲零食行业销售总额1150.95亿元，同比下降5.12%。三大电商中，淘系平台作为销售主渠道，本月销售占比回落至51.83%，2023年度占比57.47%，同比下降7.18个pcts。

图表1: 休闲零食行业线上销售总额及同比增速

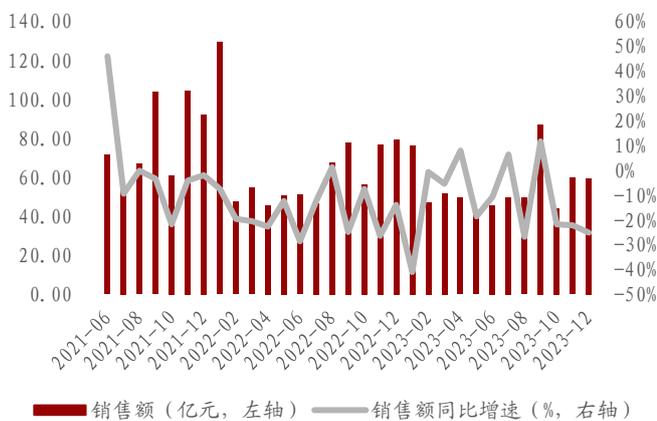


资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

注：线上销售总额=淘系平台销售额+京东销售额+抖音销售额

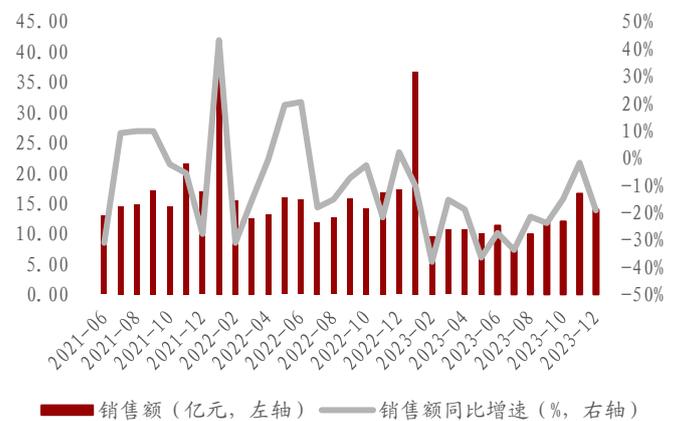
12月淘系平台、京东同比跌幅扩大，抖音同比增幅显著收窄。根据萝卜投资数据，12月淘系平台休闲零食销售额为59.40亿元，同比下降25.14%，相比于上月同比（YoY-22.15%）跌幅持续扩大。京东休闲零食销售额为13.95亿元，同比下降19.15%，相比于上月同比（YoY-1.81%）跌幅扩大。抖音休闲零食销售额为41.25亿元，同比上升10.22%，相比于上月同比（YoY+70.69%）增幅显著收窄。2023全年，淘系平台、京东、抖音休闲零食线上销售总额分别为661.42/161.63/327.90亿元，同比分别为-15.66%/-20.19%/+44.90%。

图表2: 淘系平台休闲零食行业销售额及同比



资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

图表3: 京东休闲零食行业销售额及同比



资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

图表4: 抖音休闲零食行业销售额及同比



资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

1.2 12月三只松鼠线上销售同比由正转负大幅下跌, 良品铺子同比跌幅收窄

12月三只松鼠线上销售额同比由正转负大幅下跌, 淘系平台销售额占比回落。根据萝卜投资数据, 12月三只松鼠三大电商线上销售总额增速持续下降, 本月销售额为5.46亿元, 同比下降34.55%, 线上销售额较11月(YoY+8.85%)同比由正转负大幅下跌。2023全年, 三只松鼠三大电商线上销售总额为43.41亿元, 同比下降35.95%。12月淘系平台、京东销售占比有所回落, 抖音销售占比大幅上升。淘系平台、京东、抖音线上销售额分别为1.87/1.26/2.34亿元, 占比分别为34.20%/23.02%/42.78%。2023全年, 抖音销售占比上升, 其余平台占比均有所下降。淘系平台作为销售主渠道, 年度占比为44.96%, 同比下降2.51个pcts。

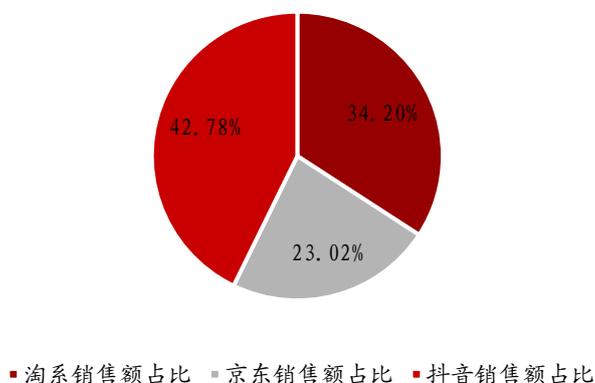
图表5: 三只松鼠线上销售总额及同比



资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

注: 线上销售总额统计平台包括淘系全网、京东、抖音。

图表6: 三只松鼠12月线上各渠道占比



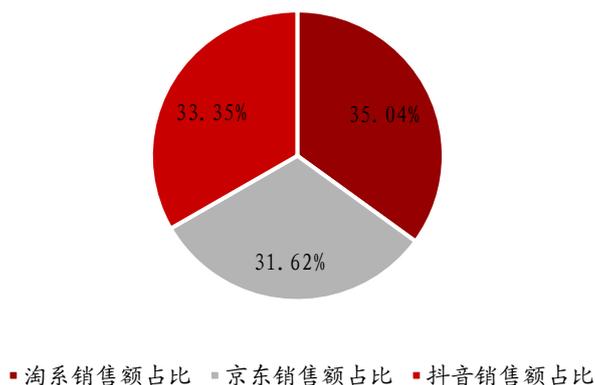
资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

12月良品铺子销售额同比跌幅收窄，淘系平台销售占比回落。根据萝卜投资数据，12月良品铺子三大电商线上销售额为3.05亿元，同比下降31.89%，相比于11月（YoY-32.91%）跌幅收窄。2023全年，良品铺子三大电商线上销售总额为32.72亿元，同比下降40.19%。12月淘系平台、京东销售占比下降，抖音销售占比有所上升。淘系平台、京东、抖音线上销售额分别为1.07/0.97/1.02亿元，占比分别为35.04%/31.62%/33.35%。2023全年，淘系平台销售占比上升，京东销售占比下降，抖音销售占比保持稳定。淘系平台作为销售主渠道，年度销售占比为44.34%，同比增加3.34个pcts。

图表7: 良品铺子线上销售总额及同比



图表8: 良品铺子12月线上各渠道占比



资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

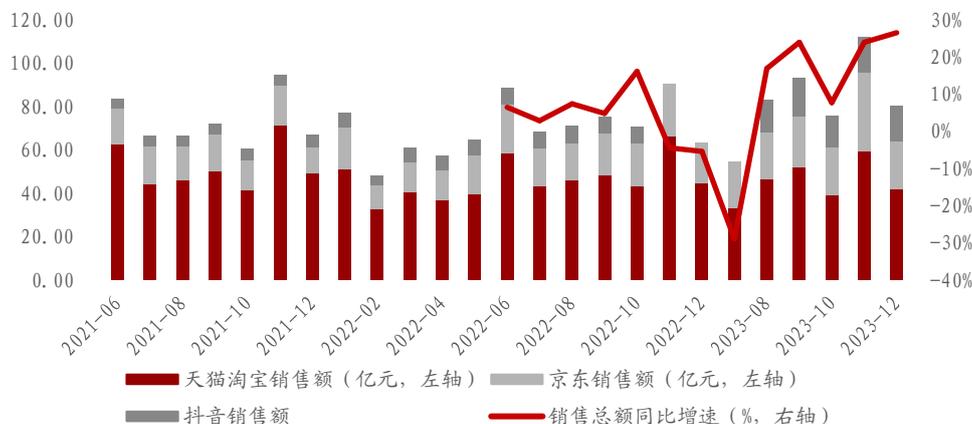
注: 线上销售总额统计平台包括淘系全网、京东、抖音。

2 饮料冲调: 线上销售同比增速上升, 龙头同比增速趋缓

2.1 冲饮行业线上销售额同比增速上升, 淘系平台销售占比回落

冲饮线上销售额同比增速上升, 淘系平台销售占比回落。根据萝卜投资数据, 12月三大电商饮料冲调行业销售总额为80.22亿元, 同比上升26.46%。冲饮线上销售额相比于11月同比 (YoY+23.88%) 持续增长。2023全年, 三大电商冲饮销售总额914.74亿元, 同比增长9.60%。三大电商中, 淘系平台作为销售主渠道, 本月销售占比回落至51.89%, 2023年度占比59.11%, 同比下降6.94个pcts。

图表9: 饮料冲调行业线上销售总额及同比增速

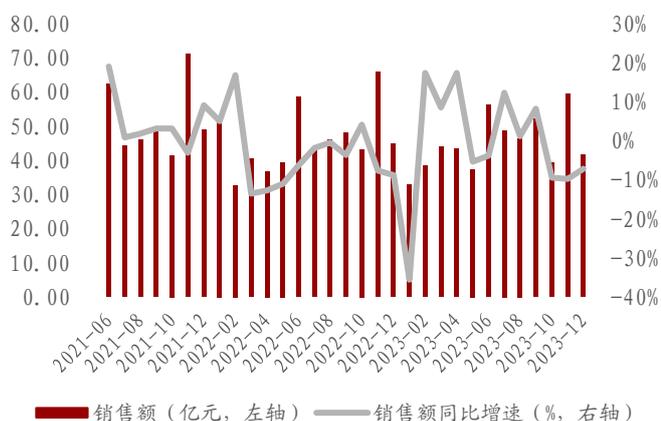


资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

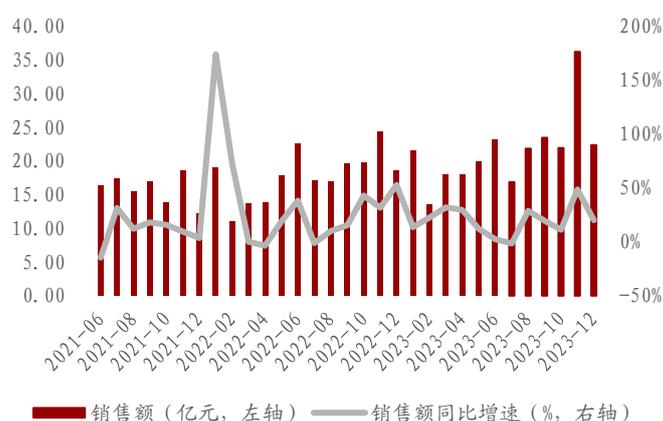
注: 线上销售总额=淘系平台销售额+京东销售额+抖音销售额

12月淘系销售同比跌幅收窄，京东同比增速放缓。根据萝卜投资数据，12月淘系平台冲饮销售额为41.62亿元，同比下降7.11%，较上月同比（YoY-9.71%）跌幅收窄。京东冲饮销售额为22.35亿元，同比上升20.01%，较上月同比（YoY+48.50%）增速放缓。抖音冲饮销售额为16.25亿元，较上月相比基本稳定。2023全年，淘系平台、京东、抖音冲饮线上销售总额分别为540.72/256.73/117.29亿元，同比分别为-1.91%/+19.77%/+70.01%。

图表10: 淘系平台饮料冲调行业销售额及同比



图表11: 京东饮料冲调行业销售额及同比



资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

图表12: 抖音饮料冲调行业销售额及同比



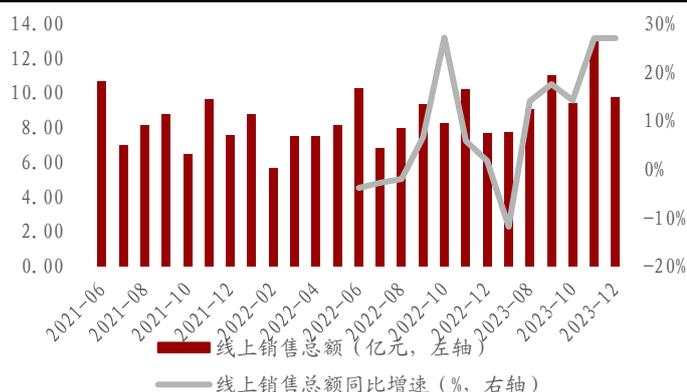
资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

注: 上年同期数据缺失, 暂无同比数值

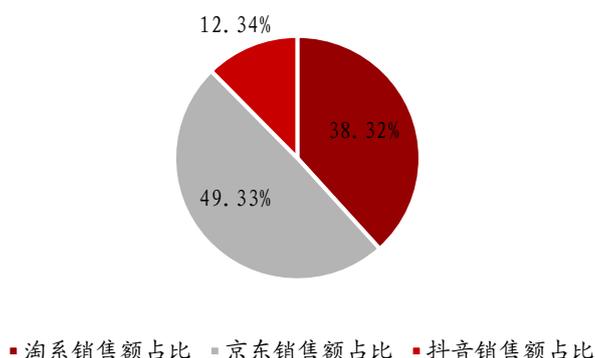
2.2 11月伊利股份、蒙牛乳业线上销售同比增速趋缓

12月伊利股份线上销售额同比增速持平，淘系平台销售占比有所上升。根据萝卜投资数据，12月伊利股份三大电商线上销售总额为9.74亿元，同比上升26.98%，相比于11月同比（YoY+26.98%）增速持平。2023全年，伊利股份三大电商线上销售总额为106.23亿元，同比增长8.17%。12月淘系平台、抖音销售占比上升，京东销售占比有所下降。淘系平台、京东、抖音线上销售额分别为3.73/4.81/1.20亿元，占比分别为38.32%/49.33%/12.34%。2023全年，淘系平台销售占比下降，京东、抖音销售占比有所上升。淘系平台作为销售主渠道，年度销售占比为44.57%，同比下降6.80个pcts。

图表13: 伊利股份线上销售总额及同比



图表14: 伊利股份12月线上各渠道占比



资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

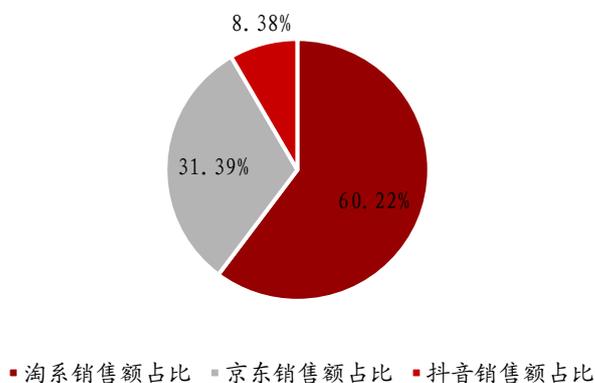
注: 线上销售总额统计平台包括淘系全网、京东、拼多多。

12月蒙牛乳业线上销售额同比增速放缓，淘系平台销售占比显著回升。根据萝卜投资数据，12月蒙牛乳业三大电商线上销售总额为7.07亿元，同比上升10.47%，相比于11月同比（YoY+35.96%）增速放缓。2023全年，蒙牛乳业三大电商线上销售总额为91.46亿元，同比增长9.76%。12月淘系平台、抖音销售占比显著上升，京东占比大幅下降。淘系平台、京东、抖音线上销售额分别为4.26/2.22/0.59亿元，占比分别为60.22%/31.39%/8.38%。2023全年，淘系平台销售占比下降，京东销售占比小幅上升，抖音销售占比基本持平。淘系平台作为销售主渠道，年度销售占比为55.86%，同比下降2.30个pcts。

图表15: 蒙牛乳业线上销售总额及同比



图表16: 蒙牛乳业12月线上各渠道占比



资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

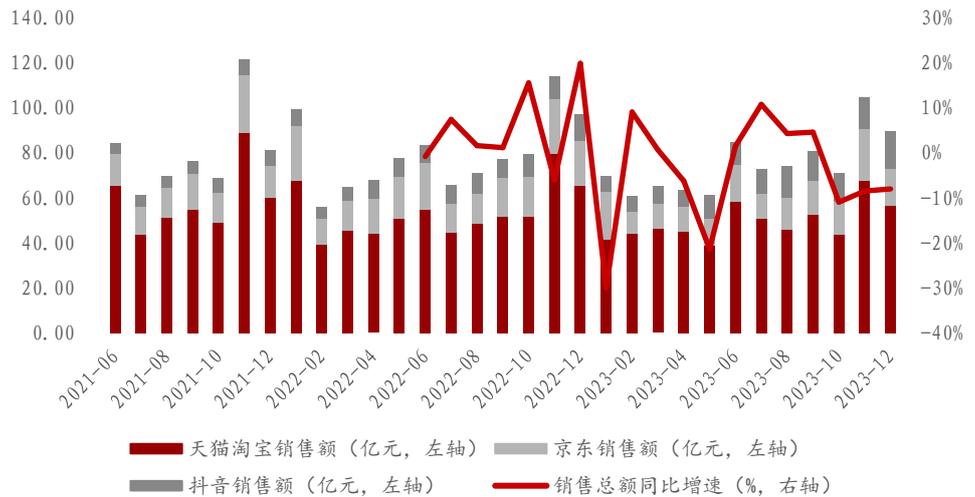
注: 线上销售总额统计平台包括淘系全网、京东、抖音。

3 调味品：线上销售同比跌幅收窄，海天味业同比由正转负

3.1 调味品线上销售同比跌幅收窄，淘系平台同比跌幅收窄

调味品线上销售同比跌幅收窄，淘系平台占比回落。根据萝卜投资数据，12月三大电商调味品行业线上销售总额为89.52亿元，同比下降8.02%，相比于11月（YoY-8.49%）跌幅收窄。2023全年，三大电商调味品行业销售总额896.38亿元，同比下降5.93%。三大电商中，淘系平台作为销售主渠道，本月销售占比回落至63.17%，2023年度销售占比66.06%，同比下降1.56个pcts。

图表17：调味品行业线上销售总额及同比增速

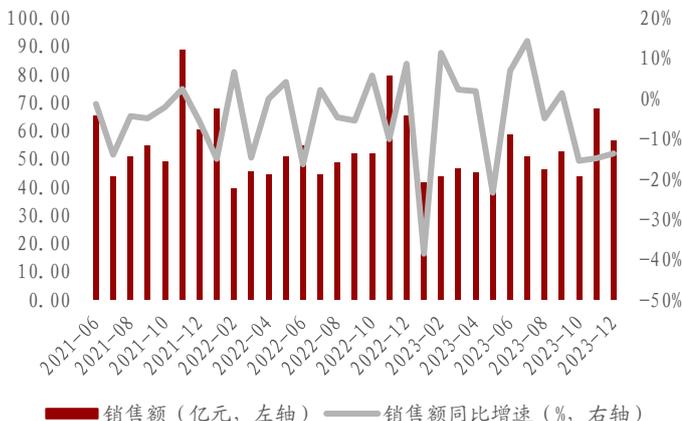


资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

注：线上销售总额=淘系平台销售额+京东销售额+抖音销售额

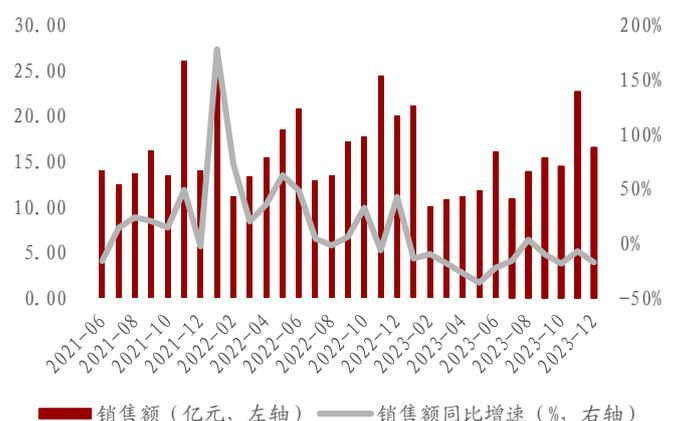
淘系平台销售同比跌幅收窄，京东同比跌幅扩大，抖音同比增长，增速较11月基本稳定。根据萝卜投资数据，12月淘系平台调味品销售额为56.55亿元，同比下降13.63%，相较于11月销售额同比（YoY-14.86%）跌幅收窄。京东调味品销售额为16.49亿元，同比下降17.49%，相较于11月同比（YoY-7.11%）跌幅扩大。抖音调味品销售额为16.48亿元，同比上升38.82%，相较于11月同比（YoY+38.84%）基本稳定。2023全年，淘系、京东、抖音调味品线上销售总额分别为592.16/174.66/129.56亿元，同比分别为-8.10%/-16.44%/+30.13%。

图表18：淘系平台调味品行业销售额及同比



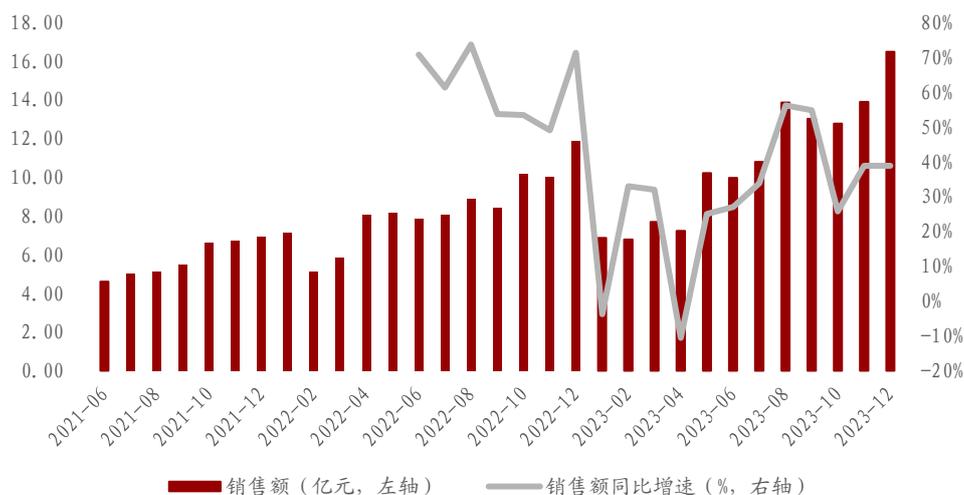
资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

图表19：京东调味品行业销售额及同比



资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

图表20: 抖音调味品行业销售额及同比



资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

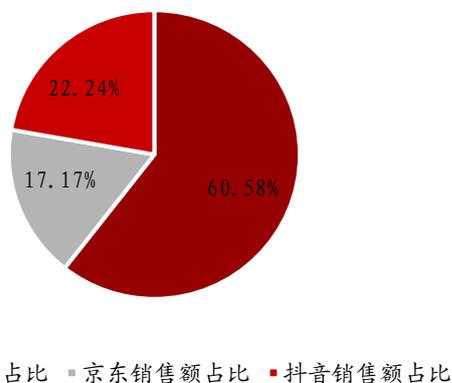
3.2 海天销售额同比由正转负大幅下跌, 淘系平台销售占比回落

12月海天味业线上销售额同比由正转负大幅下跌, 淘系平台销售占比回落。根据萝卜投资数据, 12月海天味业三大电商线上销售总额为1.02亿元, 同比下降1.49%, 相比于11月同比 (YoY+28.25%) 由正转负大幅下跌。2023全年, 海天味业三大电商线上销售总额为9.32亿元, 同比下降15.05%。12月淘系平台、京东销售占比有所回落, 抖音销售占比大幅上升。淘系平台、京东、抖音线上销售额分别为0.62/0.18/0.23亿元, 占比分别为60.58%/17.17%/22.24%。2023全年, 淘系平台销售占比上升, 京东、抖音销售占比下降。淘系平台作为销售主渠道, 年度销售占比为60.74%, 同比增加7.20个pcts。

图表21: 海天味业线上销售总额及同比



图表22: 海天味业12月线上各渠道占比



资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

注: 线上销售总额统计平台包括淘系全网、京东、抖音。

4 投资建议及风险因素

4.1 投资建议

12月三大电商平台（淘系、京东、抖音）线上销售数据公布，大众食品不同品类线上销售情况出现分化。**从细分品类来看**，休闲零食线上销售同比跌幅扩大，冲饮线上销售同比增速上升，调味品线上销售同比跌幅收窄，分别同比-14.50%/+26.46%/-8.02%。2023全年，休闲零食/冲饮/调味品线上销售分别同比-5.12%/+9.60%/-5.93%。**从线上渠道对比来看**，休闲零食在淘系/京东/抖音的销售占比分别为51.83%/12.17%/35.99%，冲饮在淘系/京东/抖音的销售占比分别为51.89%/27.86%/20.25%，调味品在淘系/京东/抖音的销售占比分别为63.17%/18.42%/18.41%。三大细分品类在淘系销售占比均较上月有所回落。2023全年，休闲零食在淘系/京东/抖音的销售占比分别同比-7.18/-2.65/+9.83个pcts，冲饮在淘系/京东/抖音的销售占比分别同比-6.94/+2.38/+4.56个pcts，调味品在淘系/京东/抖音的销售占比分别同比-1.56/-2.45/+4.01个pcts。三大细分品类在淘系销售占比均较上年有所下降，在抖音销售占比均较上年有所上升。**从龙头线上渠道来看**，休闲零食行业中，三只松鼠销售额同比由正转负大幅下跌，同比-34.55%；良品铺子销售额同比跌幅收窄，同比-31.89%。冲饮行业中，伊利股份同比基本持平，同比+26.98%；蒙牛乳业同比增速放缓，同比+10.47%。调味品行业中，海天味业线上销售额同比由正转负大幅下跌，同比-1.49%。2023全年，三只松鼠、良品铺子、伊利股份、蒙牛乳业、海天味业线上销售分别同比-35.95%/-40.19%/+8.17%/+9.76%/-15.05%。总体来看，12月休闲零食线上销售同比跌幅扩大，冲饮线上销售同比增速上升，调味品线上销售同比跌幅收窄，冲饮和调味品行业线上销售情况较11月有所回暖，2023全年，休闲零食、冲饮、调味品线上销售分别同比-5.12%/+9.60%/-5.93%。**建议关注：1）调味品：**建议关注餐饮端收入占比高的调味品企业龙头，受益于餐饮行业复苏和原材料成本下降所带来的投资机会；**2）冲饮行业：**建议关注估值具备性价比的乳企龙头，以及消费场景恢复，原材料价格下降带来盈利能力提升的能量饮料龙头；**3）休闲零食：**建议关注消费渠道拓展较快的休闲零食标的。

4.2 风险因素

- 1.政策风险：**食品饮料中的诸多板块与政策关联度较大，限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来较大的行业调整。
- 2.食品安全风险：**食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。
- 3.经济增速不及预期风险：**如果经济增速不及预期，可能导致大众食品消费出现不及预期的风险。
- 4.平台数据统计有误及统计不全风险：**萝卜投资存在数据统计有误及统计不全风险，报告数据仅供参考。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场