

食品饮料

恢复在途中——“布局复苏”上海线下沙龙反馈

白酒&啤酒终端反馈：啤酒率先恢复，期待堂食恢复。需求侧：白酒仍处淡季，啤酒率先恢复。酒类消费中流通渠道率先恢复、餐饮仍受压制，中低档白酒消费率先恢复，白酒主流的400-500元价格带尚未完全恢复；啤酒得益于旺季整体恢复快于白酒；供给侧：啤酒企业开启陈列促销活动，加速损失销量追回，由于疫情扰动啤酒陈列与促销晚于往年1个月左右，造成短期时间错期，据经销商反馈6月初各家抓紧推动陈列与搭赠措施落地，备战旺季；白酒方面当前价盘稳定；未来演绎：上海仍是白酒消费高地，啤酒进入旺季追赶损失销量，餐饮是核心变量。

调味品反馈：需求回暖，品牌加速集中。1) 行业需求：餐饮需求6月起弱复苏，7月线下消费有望恢复至疫情前水平，其中疫情加速复调C端渗透；2) 竞争格局：近年基础调味品格局变化不大，酱油以海天、李锦记和欣和等头部品牌为主，跨界品牌产品差异化低，动销较弱，预计本轮疫情加速品牌集中；复调资金门槛较低，供应链、配方工艺以及对消费趋势的洞察为核心竞争要素，看好产品力突出的颐海、天味份额提升；3) 投资建议：短期疫情加速复调C端渗透，且受益于竞争格局改善，2022年天味食品等头部企业份额有望加速提升，中长期看未来5年复调行业至少1倍扩容空间，成长动能充足；同时随着餐饮供应链复苏，看好日辰股份等头部定制餐调企业、海天味业等餐饮为主的基础调味品企业弹性空间。

速冻及烘焙行业：1) 收入端：随着餐饮逐步恢复，速冻食品B端需求有望得到释放，安井食品、千味央厨等B端占比相对较高的企业收入端有望迎来更强边际改善。2) 成本端：近期原材料棕榈油期货价格已出现下行趋势，有望充分缓解烘焙企业今年来的成本压力，利润有望得以修复。

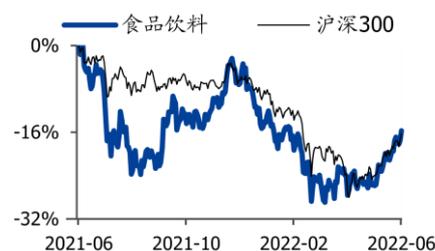
连锁业态：上海疫情冲击下，保供、C端团购及B端团餐等多种补充渠道一定程度上弥补部分门店闭店损失，其中巴比食品因必需品属性受疫情扰动相对较小；从恢复节奏看，目前绝味、巴比及来伊份门店正逐步恢复，品牌方多维度发力协助加盟商复工复产，困境之下巩固加盟商信心。我们认为上海疫情对于连锁品牌方更像是一场压力测试，期间供应链能力、加盟商管理体系及复工复产扶持力度均为后疫情时代下中长期发展奠定基础。

投资建议：必选类食品进入二季度表观兑现期，可选类白酒啤酒餐饮供应链环比提速明显，随着数据好转，有望迎来业绩与估值的双向提振。核心推荐：五粮液、泸州老窖、山西汾酒、燕京啤酒、华润啤酒、重庆啤酒、安井食品、天味食品、日辰股份、绝味食品。

风险提示：疫情反复超预期，渠道跟踪存在误差，宏观经济下行。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：上海终端恢复几何？——上海食品饮料草根调研反馈》2022-06-14
- 2、《食品饮料：疫情影响短期动销，环比改善——鲁豫白酒草根调研反馈》2022-06-10
- 3、《食品饮料：动销好于预期，终端库存无虞——皖苏白酒草根调研反馈》2022-05-30

内容目录

"布局复苏"上海线下沙龙反馈.....	3
1.1 白酒&啤酒终端反馈: 啤酒率先恢复, 期待堂食恢复	3
1.2 调味品反馈: 需求回暖, 品牌加速集中	4
1.3 速冻及烘焙行业反馈: 需求端向好, 油脂价格出现下行趋势	5
1.4 连锁业态反馈: 客流逐步恢复, 复苏弹性释放	7
风险提示	8

图表目录

图表 1: 中国啤酒行业 Q2&Q3 单月产量情况 (万千升)	4
图表 2: 啤酒行业成本变动监测	4

“布局复苏”上海线下沙龙反馈

1.1 白酒&啤酒终端反馈：啤酒率先恢复，期待堂食恢复

需求侧：白酒仍处淡季，啤酒率先恢复。随着上海社会生活在6月初重回正轨，整体流通端率先恢复，由于上海较多区域尚未开放堂食，餐饮当前以外卖为主，相应餐饮端酒水消费受到压制，同时由于天气转暖、端午已过，白酒消费整体处于淡季。**据经销商反馈，白酒方面**，当前消费以100-200元左右价格带白酒为主，这部分消费多为自饮需求，上海当前白酒消费以400-500元次高端产品为主，相应聚饮消费场景仍受压制；啤酒方面，随着上海解封后流通消费率先恢复，终端积极备货以应对相关消费需求，但餐饮端仍未能大量进货消费，但考虑到部分小型餐饮和进入啤酒动销旺季后的消费者需求，啤酒整体恢复较快，未来餐饮堂食恢复将加速白酒动销。

供给侧：啤酒企业开启陈列促销活动，加速损失销量追回。据经销商反馈，啤酒企业过去大多于5月便开始进行相关陈列工作，需要将重点产品与新品陈列至终端瞩目处，但上海此次大规模疫情管控带动节奏错期、整体慢了1个月左右，当前商超和终端已完成陈列布局，厂家搭赠与费用政策较往期基本相当，整体备战旺季。**白酒方面**，当前淡季经销商反馈由于动销整体较差打款进度相对较慢，次高端及以上名白酒动销仍需依赖餐饮恢复与Q3旺季，但考虑到近年来各类名酒持续涨价的趋势，终端较少甩货，公司层面也会持续监督市场秩序，整体价盘稳定。

未来演绎：上海仍是白酒消费高地，啤酒进入旺季追赶损失销量，餐饮是核心变量。据此次沙龙经销商反馈与我们此前草根调研情况，我们认为餐饮重启堂食将加速酒类消费回补、进一步刺激需求释放，据MetroDB数据显示，6月第四周地铁流量已恢复至单日近730万人次的水平，较第三周的650万人次环比提振明显，同时第三周的周末（18、19日）地铁客流量已超300万人次水平，较第二周周末的200万人次提升明显，我们认为对于上海市场餐饮仍是核心变量，开放堂食将完成疫情解封的“全部拼图”，作为消费高地市场，未来恢复或存超预期可能。

投资建议：可选类白酒啤酒环比提速明显，随着数据好转，有望迎来业绩与估值的双向提振。**白酒方面**核心推荐：**五粮液、泸州老窖、山西汾酒**；**啤酒方面**，恢复与旺季叠加，**Beta**主线与**Alpha**主线兼具机会，行业复苏**Beta**主线，首推全国布局龙头**华润啤酒+青岛啤酒**，当前华润啤酒估值性价比更高，**Alpha**主线中，首推**U8**放量发展、内部降本增效有望在报表持续兑现的**燕京啤酒**，关注**重庆啤酒**大单品旺季成长性以及产品组合发力结果。

1.1.1 白酒板块

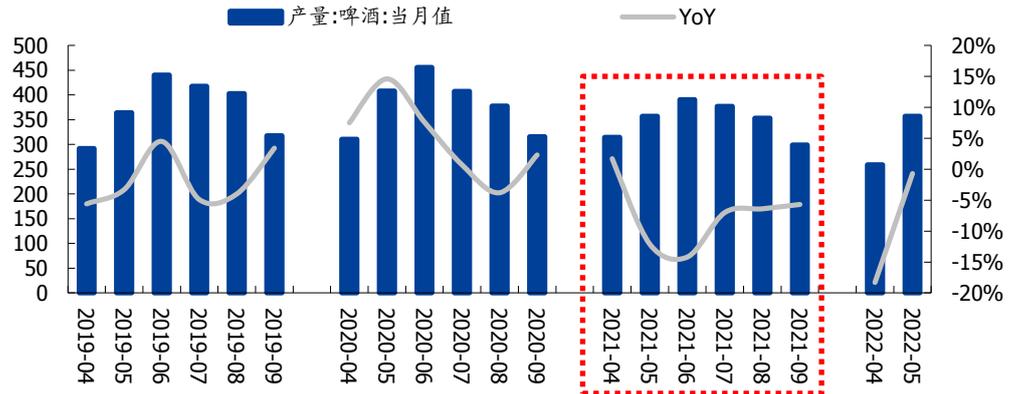
名酒回款无虞，环比改善趋势确定，静待Q3旺季。节后疫情影响下部分地区终端动销存在压力，在厂家量价调控与终端管控日益精细化的当下，我们看到疫情期间整体名酒价盘稳定，根据渠道调研反馈我们认为名酒回款进度无虞。

1.1.2 啤酒板块

短期旺季错期下的数据脉冲，长期成本回落与高端化持续。短期来看：2022年4月、5月啤酒行业单月产量分别同比-18.3%、-0.7%，在2021年旺季的相对低基数下，2022年啤酒行业再次受到大规模疫情反复扰动，我们认为当前进入旺季行业销量迅速回补，旺季动销节奏较往年存在错期，考虑到低基数影响下未来单月产销量或超预期，据渠道跟踪，当前预计青岛啤酒动销在山东市场消费与生产恢复正常后率先恢复；华润啤酒短

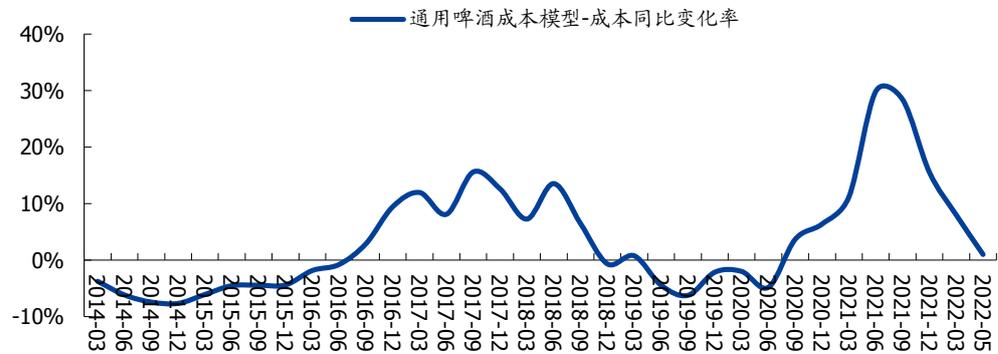
期略有承压但整体保持与 2021 年相当水平；重庆啤酒整体结构更为高端化、在餐饮受损较为严重时期预计略有承压，但随着 6 月恢复与公司主动作为预计将有较好改观；燕京啤酒在面对北京疫情影响下积极应对发力流通，外埠市场整体受疫情影响较小；珠江啤酒得益于华南地区疫情率先得以控制预计旺季表现较好，但近期强降水或有阶段性影响。**长期来看：**据我们啤酒行业成本模型跟踪，4-5 月行业成本压力较 Q1 进一步回落，当前已降至与去年同期基本持平状态，预计未来行业成本压力将进一步放缓，同时考虑到 2021H2 以来行业性提价对吨价的影响，Q1 表现吨价提振明显、未来有望逐季兑现，H2 啤酒行业或存毛利率超预期可能性，整体旺季可期。

图表 1: 中国啤酒行业 Q2&Q3 单月产量情况 (万千升)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 啤酒行业成本变动监测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

1.2 调味品反馈: 需求回暖, 品牌加速集中

行业需求: 需求持续复苏, 7 月有望回归常态。 1) 分渠道看, 餐饮需求 6 月起弱复苏, 目前上海堂食尚未完全放开, 外卖较为活跃; 疫情期间家庭端调味品线上消费占比提升, 6 月放开后线下消费持续回暖, 经销商供货商超环节恢复正常, 7 月线下消费有望恢复至疫情前水平; 2) 分品类看, 受益于疫情催化, 复合调味品在家庭端渗透加速, 复调需求景气高于基础调味品; 3) 企业层面, 当前各品牌普遍积极通过费用投放清理渠道库存, 并较疫情前更重视线上渠道投入; 价盘来看, 各品牌前期提价均已传导至终端, 虽然餐饮需求疲弱致使渠道库存有一定压力, 但基本无降价销售行为, 各环节价盘均保持稳定。

品类趋势：复调、预制菜正迎风口。参考海外发展路径，复合调味品占比预计持续提升，复调和预制菜企业在采购酱油等基础调味品时，品质稳定的基础上主要考虑性价比，因此出于成本、口味差异化等考虑，部分工业端会采购非标品，在此过程中对传统酱油品牌销量有一定替代。

竞争格局：疫情预计加速行业集中。1) **基础调味品：**近年上海地区行业格局变化不大，酱油品类以海天、李锦记和欣和等头部品牌为主，太太乐、鲁花等跨界品牌产品差异化低，动销较弱，对头部品牌影响较小，预计疫情将加速品牌集中；2) **复合调味品：**复调行业资金投入门槛不高，供应链、配方工艺以及对消费趋势的洞察为核心竞争要素，目前尚无绝对龙头，各细分品类均有优势企业，看好产品力突出的颐海、天味份额持续提升，中小企业主要通过产品差异化实现错位竞争。

投资建议：短期疫情加速复调C端渗透，且受益于竞争格局改善，2022年天味食品等头部企业份额有望加速提升，中长期看未来5年复调行业至少1倍扩容空间，成长动能充足；同时随着餐饮供应链复苏，看好日辰股份等头部定制餐调企业、海天味业等餐饮为主的基础调味品企业弹性空间。

1.2.1 天味食品

短期Q2收入增长环比提速、费用改善，中报业绩有望强兑现；中长期看，公司将持续聚焦大单品、以优商扶商分级管理赋能渠道，随着调整成效体现、利润率修复，看好后续业绩弹性释放。

1.2.2 日辰股份

公司近期推出新一期股权激励，维持未来5年CAGR 30%基础上不再考核22年目标，且覆盖人群更广、锁价更低、力度更大，推动团队积极性提升；短期受华东疫情影响Q2承压，预计7月股权激励授予，下半年环比增长有望；

1.2.3 海天味业

短期餐饮疲弱，2022H1目标达成承压，但低基数下收入端Q2同比有望中高个位数增长，成本压力下利润增速略慢于收入端；过往景气低估海天市占率加速提升，本轮低谷海天加大对实力更强、忠诚度更高的核心经销商扶持力度，通过市场基金、促销返利保持较大力度费用投放清理渠道库存，2022H2随着餐饮供应链复苏、成本拐点显现，有望复制2017年戴维斯双击行情。

1.3 速冻及烘焙行业反馈：需求端向好，油脂价格出现下行趋势

收入端：疫情影响逐渐缓解。5月中下旬开始餐饮消费场景逐渐恢复，物流运输及客流环比改善，餐饮业环比修复，速冻食品B端需求有望得到恢复，安井食品、千味央厨等B端占比相对较高的企业收入端有望迎来更强边际改善。后续随疫情进一步好转，长期压抑的线下餐饮需求有望充分释放，收入增长将迎来新一轮驱动。

成本端：油脂价格出现下行，有望缓解成本压力。当前猪肉、鱼糜、牛肉等原材料较去年已显著改善，安井食品、千味央厨等速冻企业成本压力逐步缓解。此外，近日棕榈油价格开始回落，截至6月24日，大商所棕榈油期货结算价为9108元/吨，较前期（3月2日）高点12796元/吨降幅约为30%。主要系印尼放开出口政策，从限制出口到现在鼓励出口提高配额，并且激励退税以求缓解胀库压力。此外，美联储加息叠加印尼棕榈油出口速度加快、产量预期增长，马来棕榈油价格承压下跌。我们预估当前烘焙企业油脂成本占总成本比重约为30%-40%，原材料成本下行有望缓解相关企业的成本压力，提升利润水平。

投资建议：随着疫情影响逐渐消退后，行业竞争逻辑核心演变为规模效应下的低成本和强渠道，参考 2020 年疫情好转后的速冻板块变化情况，我们首推产能、渠道、产品优势突出的**安井食品**及单品优势强劲，深耕 B 端渠道的**千味央厨**；烘焙行业具有高成长性，且近期原材料棕榈油期货价格已出现下行趋势，公司今年以来的成本压力有望缓解，建议重点关注**立高食品**；预制菜产品充分受益于此次疫情期间消费者教育普及和消费习惯的培养，未来成长空间广阔，建议关注正在积极布局新渠道及新市场的**味知香**。

1.3.1 安井食品

Q2 近况：据我们渠道跟踪了解，4 月下旬物流影响恢复后公司开启加速追赶，预计经营基本维持稳定。5 月需求持续向好，我们预计公司主业保持双位数增长，6 月有望延续高需求惯性。后续随疫情好转，长期压抑的线下餐饮需求有望释放，收入增长将迎来新一轮驱动。

预制菜“三箭齐发”：公司 5 月正式成立安井小厨事业部，将以自产为主，重点把握更为广阔的预制菜 B 端市场，发力酥肉等调理品和点心类菜肴，未来有望成为公司菜肴业务主支柱；新宏业、新柳伍等并购公司将持续发力小龙虾等水产类产品，具备龙头优势，预计将为公司带来稳定收入贡献；冻品先生进入新年度后持续高速增长，未来将聚焦 C 端市场，发展酸菜鱼等川湘类菜品，据渠道反馈，疫情期间需求旺盛，我们预计全年利润率水平将大幅改善。

业绩情况：1) 收入：公司产品销售情况向好，考虑到去年同期基数相对较低，我们预期公司 5 月主业双位数增长。此外，公司针对部分面点产品、千叶豆腐、Q 鱼板等火锅料产品进行促销收缩，现已基本落地；2) 成本：鱼浆、鸡肉、猪肉等原材料价格稳中有降，已成功锁价至旺季，毛利端仍存提升空间；3) 费用：严格“提质增效”，缩减广告费绝对值及促销员费用投入；4) 并表业务：新宏业、冻品先生产品需求旺盛，我们预计收入维持高增长，冻品利润率有望提升至 6%；5) 业绩：预期全年公司主业增长 15-20%，净利率存在超预期潜力，有望超过 2020 年水平。

1.3.2 千味央厨

疫情影响：据我们渠道调研了解，部分经销商反馈疫情对公司华东、华东区域影响相对明显，但华南、西南区域仍维持较高增速。主要大 B 客户肯德基、华莱士等大型连锁餐饮抗风险能力强，疫情后需求有望快速恢复。小 B 客户在疫情影响下通过政府保供方式销售，影响相对较小，总体而言经销商维持较高发货积极性，5 月增速或超 20%。我们预计，公司全年收入利润有望实现双 20% 增长。

1.3.3 南侨食品

原材料成本：公司作为油脂行业龙头，油脂成本占比约 20%。受油脂等原材料价格上涨影响，公司 5 月收入同比增长 9%，利润同比减少 24%，若油脂价格持续下行，有望充分缓解公司成本压力。

冷冻面团产能即将落地：公司持续发力冷冻面团业务，新增产线已于 1 月投产一条，预计另一条将于今年 Q3 投产，两条生产线全部投产后产能将较去年同期翻倍。目前，南侨食品冷冻面团产品定位中高端，主打丹麦类产品，如丹麦菠萝、奶酥和蝴蝶酥等，处于行业领先地位。随着本次冷冻面团生产线投产后，公司冷冻烘焙产品旺季供给紧张有望缓解，成为公司业绩增长点。

1.3.4 立高食品

疫情影响：随疫情逐步恢复，5 月动销持续环比改善，处于逐渐恢复的过程中。其中，

华东等疫情影响严重的地区仍有疫情影响，华南区域同比 20%+，西北预计同比+40%（基数较低）。公司疫情期间积极布局社区团购及餐饮渠道，随着 6 月疫情好转，商超、烘焙店营业恢复，公司需求有望快速提升。整体而言，我们预期 Q2 公司收入增速约为 10%。

产品持续上新：据我们渠道调研了解，前期受疫情受阻的产品上新已于 5 月底开始，如山姆渠道的杂粮奶酪包、烘焙渠道的慕斯蛋糕等，目前渠道反馈销售旺盛，预计后续将持续为公司提供增长动力。

1.3.5 海融科技

疫情影响：随着疫情好转，物流逐步恢复，5 月公司生产及销售加速修复，6 月上海地区解封后公司加速生产，近期经销商大量补库存，经营进一步向好。

原材料成本：公司多举措并进应对原材料成本上涨。1) 调整产品结构，通过产品结构的优化，达到规模效应和边际成本改善；2) 通过技改改进生产工艺，提升得率；3) 从 3 月起正式提价，提价的幅度基本与行业持平，平均提价约为 7%，且目前已经基本能顺利完成价格传导；4) 进一步收缩费用，加大成本及费用管控力度；5) 不断拓展原材料供应商的广度和深度，增加供应商的资源，如进行全球货源采购。

1.4 连锁业态反馈：客流逐步恢复，复苏弹性释放

1.4.1 绝味食品

逆境下公司多举措应对，加盟商反馈积极且拓店意愿强劲。1) 门店：结合草根走访及渠道反馈，上海门店现阶段开业率为 75%-80%，预计 7 月将恢复至 80%-90%。上海开店进度预计正按目标任务有序推进，疫情下上海部分核心地段的优质店铺出让，加盟商开店信心仍存，预计整体完成难度不大。**2) 应对：**①**疫情间：**4 月上海陆续进入封控状态，公司第一时间切换成湖南工厂配送，积极响应加盟商团购需求并基本实现 1-2 日物流配送，在供应链支持及高效组织下，相较于同业先发优势明显。②**疫情后：**对于不同门店关闭期给予一定的货折扶持，引流上除 4 月推出的 17 周年储值活动外，公司推出系列虾球和鸭舌套餐（8.7 折左右），占比约为门店 25%，其中促销费用 70%由公司承担，相比之下其他竞品促销活动较少。房租上公司积极推进房租减免活动，作为大型连锁品牌及优质租户，房租减免加盟商占比较多。**3) 展望：**对于高线市场的加密空间，上海上限或超 1000 家，主要看单店覆盖社区和人流密度，一般考虑加密上限为 500 米左右，原材料上行成本压力较大，下半年考虑需求修复情况或会针对部分成本压力较大的单品进行价格相机调整。

我们认为 Q2 收入在疫情防控下单店压力较大，预计收入在开店贡献下为个位数增长，成本端鸭副同比持续上行叠加补贴及促销费用的增加，Q2 利润端或有压力。但以中长期视角看，公司在行业困境下选择与加盟商风雨共济，多举措全方位扶持加盟商复工复产且在压力测试下证明自己供应链能力，我们看好后疫情时代下绝味的修复弹性和长期发展机遇，建议关注底部布局机遇。

1.4.2 巴比食品

团餐+门店双轮驱动，疫情影响相对可控，成本缓解下利润弹性可期。1) 收入：3 月中旬以来门店因疫情防控约束而有所影响，因公司较早拿到保供资质，保供订单和团餐业务支撑 4 月收入基本持平；5 月随着社会面管控边际环节部分门店陆续恢复营业，环比有所改善；6 月门店基本全部开业，但客流量下滑使得单店水平略有影响，复工复产后可选品类增加使得团餐业务存在一定缺口，整体来看门店和团餐两条腿走路下，疫情冲击相对可控。**2) 并表：**根据公司公告，Q1 华中地区门店为 676 家，其中巴比品牌门店

247家，考虑店效与华东区巴比门店存在一定折扣，预计将在Q2贡献一定并表收入弹性；**3) 应对：**上海作为公司大本营，除第一时间申请保供资质外，公司为员工提供各类生活物资礼包、房租按季度支付、积极帮助加盟商申请免租及帮助门店尽快恢复营业等，目前并未出现大范围的关店潮，近半个月也在加速恢复营业中，协助加盟解决相关问题。

我们认为Q2收入在团餐及并表双重贡献下有望实现双位数增长，成本端考虑低价猪肉红利延续及团购期间价格调整，毛利率有所支撑，预计Q2利润端增速与收入接近，从全年看在开店加速和并表贡献下，全年利润弹性可期。以中长期视角看，公司作为包子第一股，全国化开店空间广阔叠加团餐及消费场景的扩张，仍处于快速成长阶段。

1.4.3 来伊份

保供及团购需求旺盛，淡季下疫情影响相对可控。**1) 收入：**4月疫情防控下所有门店基本关停，4月初作为较早一批拿到保供订单的企业，一定程度上覆盖部分门店损失，但受限于物流及人工瓶颈，收入贡献相对有限；5月末接近1000家门店恢复营业，团购订单及门店客流双向修复，预计二季度在门店基数及客流恢复下疫情影响相对可控。**2) 开店：**因上海疫情对开店及招商进度产生影响，5月招商进度陆续恢复，以消费能力较强的华东区域为主，在开业、选址、价格管控及货品供应等多个维度进行扶持，增加加盟商的存活概率。**3) 展望：**随着公司加盟门店逐步扩张及单店品类的不断丰富，叠加私域流量精心耕耘，中长期看在规模效应下有望逐步释放利润空间。

风险提示

疫情反复超预期，疫情反复超预期将带动防控措施升级，进而影响相应消费场景与消费频次，对行业发展产生负面影响。

渠道跟踪存在误差，调研与沙龙访谈经销商反馈数据与观点或存误差与片面性。

宏观经济下行，宏观经济下行将带动居民消费力降低，进而进一步影响相关消费频次和消费升级趋势，对行业产生较大影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com