

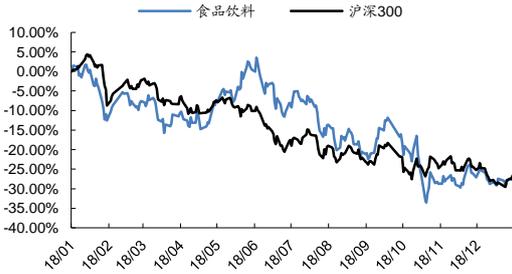
研究所

证券分析师: 余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人: 李鑫鑫 S0350117090009
13246620312 lixx@ghzq.com.cn

行业步入中速时代, 三强销售依旧亮眼

——休闲零食线上数据跟踪

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	0.7	-10.3	-27.4
沪深300	-1.6	-5.7	-26.5

相关报告

《休闲零食行业深度报告: 零食电商, 战国之初, 修炼迎战》——2018-10-19

《食品饮料行业 2019 年度投资策略: 白酒进入周期后半场, 食品看好创新变化龙头》——2018-12-11

投资要点:

- 全网分析: 中速增长时代来临, 三强格局稳定。**(1) 2018 年休闲零食阿里全网销售额 597.13 亿元, 同比增长 19.52%, 已进入增速 20% 左右的中速增长阶段。下半年增速明显好于上半年, 一方面是双 11、双 12 促销, 消费拉动效应明显; 另一方面龙头三只松鼠战略调整完毕, 下半年进入业务恢复期。(2) 三强格局稳定, 其中三只松鼠稳居第一, 百草味、良品铺子位居二、三且销售额相差不大。龙头市占率稳步提升, 2018 年休闲零食品牌 CR3 市占率为 23.33%, 较去年提升 1.78pct, CR5 市占率 25.96%, CR10 市占率 30.09%, 行业第 4-10 市占率较小, 销售额向前三集中趋势明显。
- 龙头分析: 线上增速亮眼, 线下布局推进。**(1) 2018 年休闲零食 CR3 销售额达 139.29 亿元, 同比增长 29.39%, 高于行业增速 9.87pct。三只松鼠全网销售额 69.62 亿元, 同比增长 31.03%, 高于行业 11.51pct, 上半年松鼠战略调整, 下半年恢复明显。百草味全网销售额 38.48 亿元, 同比增长 30.08%, 高于行业 10.56pct。百草味上半年借竞争对手调整之际, 实现线上销售发力。良品铺子全网销售额 31.19 亿元, 同比增长 25.07%, 高于行业 5.55pct, 公司在上半年进行 IPO 申报, 战略相对保守。(2) 三家龙头推进新零售布局各具特色。三只松鼠线上发挥其品牌优势, 线下开拓三驾马车: 三只松鼠投食店(直营)、零售通(2B 分销)和松鼠小店(类似加盟店模式)。百草味强化爆款打造能力, 线下与零售通合作, 2018 年成立新零售事业部以大举进入新零售市场。良品铺子线下全品类门店起家, 一直采用线上线下“双线开花”的模式, 全渠道覆盖了多个消费场景, 通过技术和系统打通数据、商品和会员, 全场景赋能新零售。
- 品类分析: 传统坚果镇店, 烘焙糕点兴起。**2018 年糕点/点心品类接力传统坚果品类, 成为 2018 年休闲零食的第一大品类, 实现销售额 125.82 亿元, 占比 21.07%; 山核桃/坚果/炒货零食电商的起家品类则屈居第二, 2018 年实现销售额 117.70 亿元, 占比 19.71%。糕点/点心品类销售火爆印证了烘焙品类的高景气, 相较于坚果品类, 烘焙品类较高的毛利率也带动了行业公司毛利率提升。而传统坚果品类毛利率较低, 在一定程度上也拉低了行业公司毛利率。
- 行业评级及投资策略:** 休闲零食电商步入中速增长时期, 三强格局

稳定。龙头线上增速亮眼，线下布局积极推进。未来行业中短期来看是线上龙头的份额争夺，中长期来看是龙头竞争优势的比拼。短期来看，休闲零食电商行业空间依旧存潜力，随着品类调整等动作，预期净利率可有提升，我们给予行业推荐评级。

- **重点推荐个股：好想你（002582.SZ）。**好想你为红枣领导品牌，联手百草味进军休闲零食。百草味为第二大零食电商，有望享受行业中高速增长红利。公司创新能力强，渠道拥抱新零售，长期加强供应链管理。本部布局冻干产品，有望迎来新增长。
- **风险提示：**经济下行风险；食品安全问题；推荐公司业绩不及预期；

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-01-11 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002582.SZ	好想你	7.79	0.21	0.26	0.35	37.1	30.07	22.52	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

核心观点及结论	5
1、 全网分析：中速增长时代来临，三强格局稳定	7
1.1、 行业增速：中速增长时代来临	7
1.2、 行业格局：三强格局稳定，龙头市占率稳步提升	8
2、 龙头分析：线上增速亮眼，线下布局推进	9
2.1、 线上份额：龙头增速显著快于行业	9
2.2、 线下布局：新零售布局不断推进	9
3、 品类分析：传统坚果镇店，烘焙糕点兴起	12
4、 投资建议及相关个股	13
5、 风险提示	14

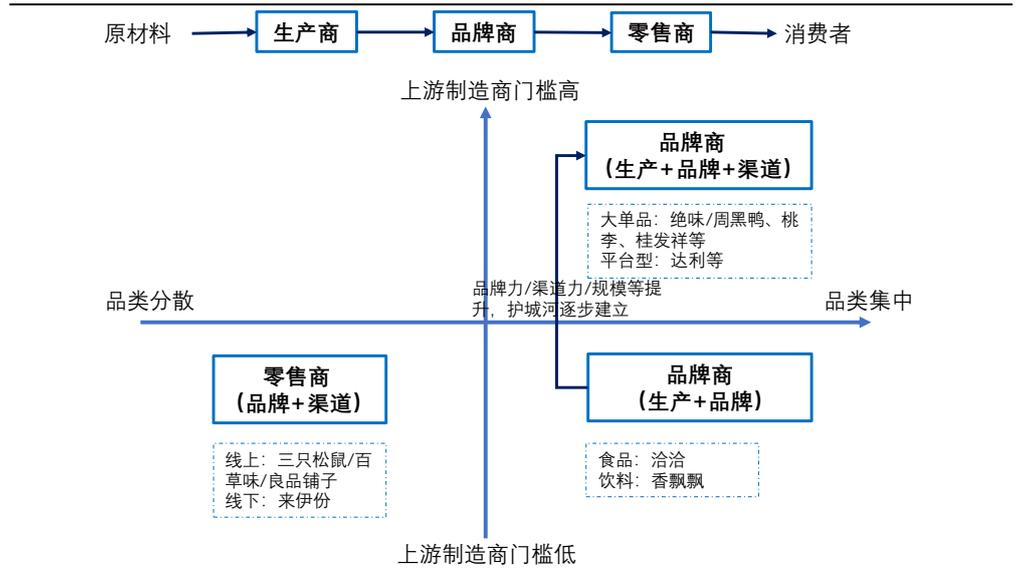
图表目录

图 1: 休闲食品公司分类.....	5
图 2: 快消品电商行业进入中高速增长期.....	7
图 3: 休闲零食线上渗透率不断提高.....	7
图 4: 休闲零食全网单月成交金额.....	7
图 5: 休闲零食全网单月销量及销售单价.....	7
图 6: 2018 年休闲零食电商 CR3 市占率 23.33%.....	8
图 7: 三只松鼠市占率与百草味+良品铺子市占率持平.....	8
图 8: 松鼠/百草/良品单月成交金额.....	9
图 9: 松鼠/百草/良品 Q4 单月销售增速.....	9
图 2: 松鼠小店门头.....	10
图 10: 2018 年全年各品类成交金额占比.....	12
图 11: 核心品类各月成交金额变化.....	12
图 12: 核心品类各月成交量变化.....	12
图 13: 核心品类各月平均单价变化.....	12
表 1: 休闲零食电商行业跟踪体系.....	6
表 2: 休闲零食线上前三格局稳定.....	8
表 3: 休闲零食龙头公司对比.....	11

核心观点及结论

2018年10月19日我们发布行业深度报告《休闲零食行业深度报告：零食电商，战国之初，修炼迎战》，根据公司耕耘领域品类是否集中、上游制造商门槛高低（护城河是否已建立），我们将休闲食品划分为四类，其中第三象限为休闲零食渠道商，可分为线上（电商）和线下（专卖店）模式，我们主要讨论休闲零食品牌零售商的线上模式，代表企业为三只松鼠/百草味(好想你)/良品铺子。

图 1：休闲食品公司分类



资料来源：国海证券研究所

我们通过对休闲零食产品品类、生意本质、阶段格局和当下逻辑的分析，对休闲零食电商判断如下：

- 1. 发展阶段：**发展阶段上，休闲零食电商已建立起可复制的商业模式，行业已从导入步入成长。行业增速已由高速迈入中高速，优势企业差距不大但差距正逐渐拉开，如果将成长期分为春秋和战国两个时期，则现阶段正从春秋步入战国，大概处于春秋之末战国之初。
- 2. 竞争格局：**三只松鼠、百草味、良品铺子三强格局已形成，三家差距不大，发展各具特色。其中三只松鼠 IP 运作能力强，品牌力突出；良品铺子渠道“双线开花”，渠道力突出；百草味实行超级大单品战略，产品创新能力突出。
- 3. 中长期逻辑：**行业公司中短期是线上存量的份额保卫战，中长期是线下增量的拥抱新零售。着眼于中长期，目前线上龙头均已布局新零售，一方面是多渠道布局，另一方面是打造巩固自己的竞争优势，为后续巨人之战积蓄内力。
- 4. 中短期逻辑：**

(1)线上零食行业空间依旧存潜力：休闲零食行业量价齐升、线上渗透率及 CR3 市占率提高三因素驱动线上零食行业发展。2017 年休闲零食行业规模 4850 亿，

2011-2017年 CAGR 为 6%，未来行业量价齐升，若以 6% 增速增长，2020 年行业规模有望达到 5722 亿。若 2020 年线上渗透率由 2017 年 10.3% 提升至 14%、龙头市占率由 2017 年的 23% 提高至 30%，则 2017-2020 龙头 CAGR 为 28%。

(2) 净利率提升：价格战趋缓、品类调整、规模优势将提升行业公司净利率，考虑到休闲零食电商零售商特性，我们预期未来净利率可不断提升。

在此，我们推出数据跟踪系列，通过淘数据、新闻动态、公司数据分析等方式对行业数据进行跟踪，不断对行业逻辑进行修正。

表 1: 休闲零食电商行业跟踪体系

序号	项目	中长期趋势	中期判断	短期判断	数据验证	来源	是否成立
(1) 收入层面							
1	行业增速	线上红利期已过，行业由高速步入中速增长阶段	2017 年以来线上增速降至 30% 以下，未来不断下降	2018 年线上增速在 15%+	2018 年全年增速为 19.52%	淘数据	略超预期/ 双 11 数据超预期
2	行业格局	三只松鼠/百草味/良品铺子三强格局稳定，未来龙头市占率不断提升	2015 年 CR3 为 13%，2017 年为 21.55%，预测 2020 年 CR3 为 30%，2022 年 CR3 为 35%	2018 年 CR3 市占率为 23%+	2018 年 CR3 市占率为 23.22%，较上年提升 1.78pct	淘数据	是
3	龙头线上增速	份额保卫战：龙头增速快于行业	前三 2015 至 2017 年 CAGR 为 73.30%，2017 至 2020 年为 27.88%，2017 至 2022 年为 25.61%	2018 年龙头增速在 25%+	1) 三只松鼠增速 31.03%，快于行业 11.51pct; 2) 百草味增速 30.08%，快于行业 10.56pct; 3) 良品铺子增速 25.07%，快于行业 5.55pct;	淘数据	是
4	龙头线下拓展	拥抱新零售：龙头线下求变	---	---	1) 三只松鼠：投食店、松鼠小店推进 2) 百草味：线下门店推出 3) 良品铺子：供应链系统不断强化	新闻动态	是
(2) 利润层面							
5	品类调整	品类精简，高毛利品类占比提升	大单品不断涌现	坚果占比下降，其他品类兴起	烘焙糕点兴起	淘数据	是
6	价格战	逐步趋缓	逐步趋缓	根据利润诉求不断变化	双十一松鼠/良品要销量，百草味对赌要利润	线上调研	是
7	规模优势	不断凸显	---	---	---	公告	—

资料来源：淘数据、FBIF 等、国海证券研究所

1、全网分析：中速增长时代来临，三强格局稳定

1.1、行业增速：中速增长时代来临

2018 年休闲零食阿里全网销售额 597.13 亿元，同比增长 19.52%，其中销量 21.68 亿份，平均销售单价 27.54 元。根据贝恩数据，快消品城镇零售渠道销售增速已从高速增长步入中速增长阶段，以 2016 年为界，2016 年以前增速在 30%以上，2016 年以后降至 30%以下，目前已进入 20%增速阶段。

从销售分布来看，休闲零食销售季节性明显，秋冬为销售旺季，1/9/10/11/12 五个月销售额占全年的 56%。

从销售增速来看，下半年增速明显好于上半年，主要原因有：1) 双十一、双十二促销力度加大，消费拉动效应明显；2) 上半年龙头企业如三只松鼠处于战略调整期，线上增长较差，下半年调整完毕，进入业务恢复期。

图 2：快消品电商行业进入中高速增长期

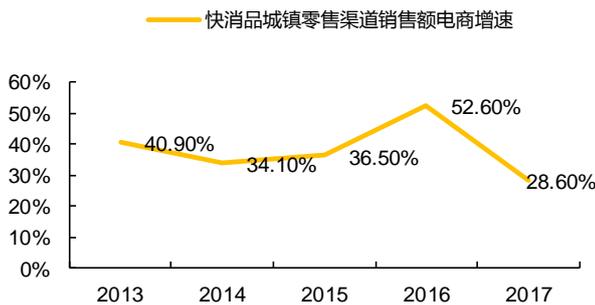
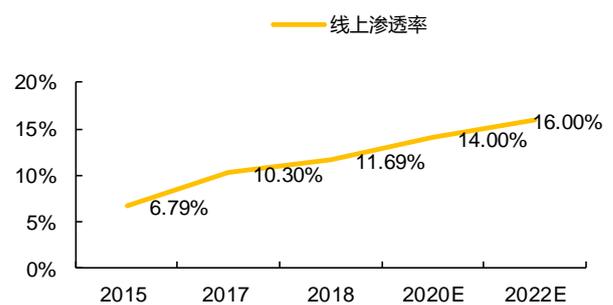


图 3：休闲零食线上渗透率不断提高



资料来源：凯度&贝恩咨询《2018 年中国购物者报告》，国海证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，淘数据，国海证券研究所测算

图 4：休闲零食全网单月成交金额

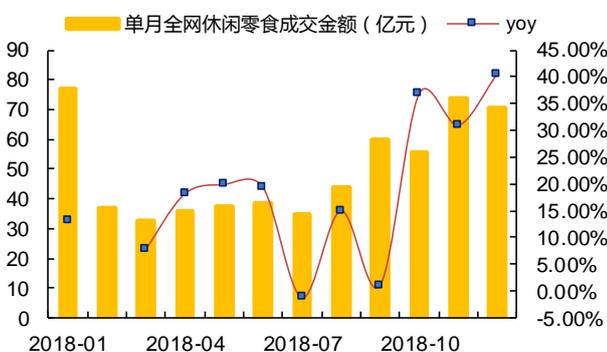
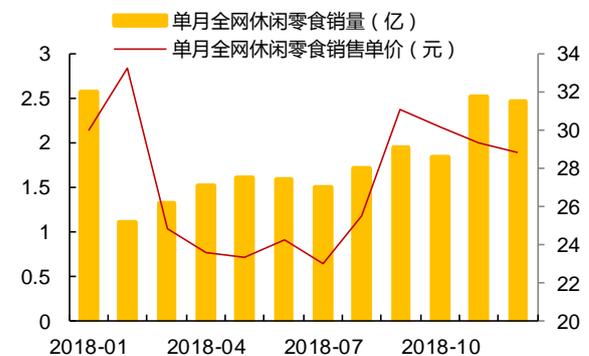


图 5：休闲零食全网单月销量及销售单价



资料来源：淘数据、国海证券研究所

资料来源：淘数据、国海证券研究所

1.2、行业格局：三强格局稳定，龙头市占率稳步提升

三强格局稳定。2018年各月线上销售数据品牌按销售额排序，三只松鼠/百草味/良品铺子位列行业前三，三强格局稳定，其中三只松鼠稳居第一，百草味、良品铺子位居二、三且销售额相差不大，2018年10月良品铺子销售额曾反超百草味，位居第二。

龙头市占率稳步提升。2018年休闲零食品牌CR3市占率为23.33%，较去年提升1.78pct。CR5市占率25.96%，CR10市占率30.09%，行业第4-10市占率较小，销售额向前三集中趋势明显。

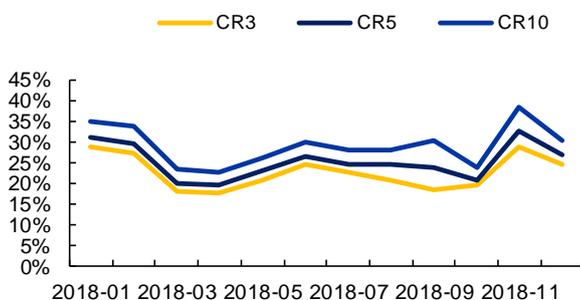
其中三只松鼠市占率11.66%（较去年提升1.02pct），百草味6.44%（较去年提升0.52pct），良品铺子5.22%（较去年提升0.23pct），三只松鼠市占率与百草味+良品铺子市占率持平。

表 2：休闲零食线上前三格局稳定

	2018年2月	2018年4月	2018年6月	2018年8月	2018年10月	2018年12月
1	三只松鼠	三只松鼠	三只松鼠	三只松鼠	三只松鼠	三只松鼠
2	百草味	百草味	百草味	百草味	良品铺子	百草味
3	良品铺子	良品铺子	良品铺子	良品铺子	百草味	良品铺子
4	好想你	沃隆	沃隆	稻香村	沃隆	来伊份
5	来伊份	richeese/丽芝士	来伊份	dove/德芙	丽芝士	dove/德芙
6	dove/德芙	卫龙	lay' s/乐事	美心	来伊份	chacheer/洽洽
7	费列罗	周黑鸭	richeese/丽芝士	richeese/丽芝士	卫龙	好想你
8	徐福记	dove/德芙	周黑鸭	沃隆	稻香村	徐福记
9	沃隆	lay' s/乐事	卫龙	来伊份	dove/德芙	周黑鸭
10	稻香村	来伊份	好想你	华美	lay' s/乐事	费列罗

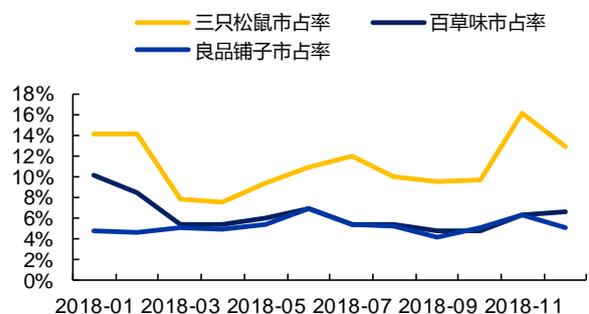
资料来源：淘数据，国海证券研究所

图 6：2018 年休闲零食电商 CR3 市占率 23.33%



资料来源：淘数据、国海证券研究所

图 7：三只松鼠市占率与百草味+良品铺子市占率持平



资料来源：淘数据、国海证券研究所测算

2、龙头分析：线上增速亮眼，线下布局推进

2.1、线上份额：龙头增速显著快于行业

2018 年休闲零食前三销售额 139.29 亿元，同比增长 29.39%，高于行业增速 9.87pct。龙头销售与行业类似，亦出现明显的季节性特性，秋冬为销售旺季。

三只松鼠全网销售额 69.62 亿元，同比增长 31.03%，高于行业 11.51pct。三只松鼠上半年处于战略调整期，月度销售额一度出现负增长，下半年战略调整完毕，主攻打大单品、优质贴心服务，销售额迎头赶上。

百草味全网销售额 38.48 亿元，同比增长 30.08%，高于行业 10.56pct。百草味上半年销售表现好于三只松鼠、良品铺子，主要借竞争对手调整之际，实现线上销售发力。

良品铺子全网销售额 31.19 亿元，同比增长 25.07%，高于行业 5.55pct。良品铺子于 2018 年 6 月 29 日 IPO 进行申报，在此之前战略相对保守。

图 8：松鼠/百草/良品单月成交金额

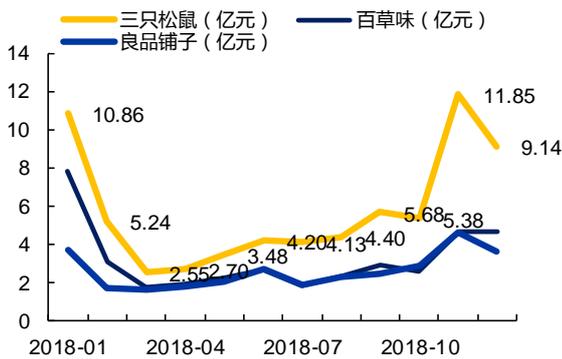
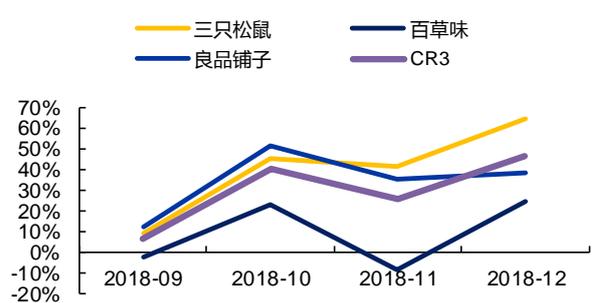


图 9：松鼠/百草/良品 Q4 单月销售增速



资料来源：淘数据、国海证券研究所

资料来源：淘数据、国海证券研究所

2.2、线下布局：新零售布局不断推进

三家龙头各具特色。三只松鼠以线上坚果起家，主打特色化服务体验，公司 IP 运作能力强，品牌力突出。百草味线下起家，砍线下转战线上，公司 2016 年实行超级大单品战略，线上爆品打造能力突出。良品铺子线下全品类门店起家，一开始就选择线上线下的“双线开花”的模式，公司渠道力突出。

龙头纷纷布局新零售。

(1) 三只松鼠：线下门店分为三个方向，即直营连锁为主的三只松鼠投食店、阿里巴巴零售通为主的 2B 分销渠道、类似加盟店模式的松鼠小店。

松鼠投食店：直营连锁模式为主的体验店模式。截至 2018 年 11 月，三只松鼠共开出 45 家实体门店，主要分布在江苏、安徽、山东、浙江等地。公司规划 2019 年将进入线下扩张期，预计全国门店增至 150 家。

松鼠小店：打破传统加盟模式，以“三只松鼠”品牌 IP 与“店主个人 IP”的联盟模式，打造“店主个人 IP”，建立以情感体验为核心的商业关系。公司目标打造 1 万个有独特 IP 的小店店主，服务 1 亿人，希望能遍布到中国每一个地方，松鼠不仅是一个品牌，带来一个全新的职业选择，产生新的社会分工和协作，推进社会繁荣。

(2) 百草味：2017 年 7 月，百草味正式与阿里零售通合作，“抱抱果”、“仁仁果”等百草味旗舰店单品通过零售通进入 50 多万家线下社区小店的进货清单。2018 年新零售战略全面启航，公司成立新零售事业部，全渠道、全场景进军新零售市场。公司预计在 2018 年底新开一家线下体验门店，布局新零售市场。

(3) 良品铺子：良品铺子构建了门店终端、电商平台、移动 APP、O2O 外卖平台等全方位的销售渠道，全渠道覆盖了多个消费场景，实现了对消费者的网状包围。公司通过技术和系统，打通数据、商品和会员。

数据：良品铺子通过对数据的分析、预测和计划，打通了 B2B、B2C、O2O、线下门店等不同渠道的库存，实现数据驱动下的仓货共享，优化货物的周转效率。

会员：建立统一的会员中心，通过手机号，打通用户散落在不用平台、不同渠道的数据，使所有会员权益统一起来，包括余额、积分兑换、升级，优惠券、储值。打通会员数据后，良品铺子通过全渠道，实现了对顾客的网状包围。

系统：通过前台系统连接线下门店和线上店铺，实现了各支付渠道的接入。通过中台系统实现全渠道订单、库存、会员、促销、商品等方面的统一管理，形成统一的库存、订单、会员等中心。

图 10：松鼠小店门头



资料来源：松鼠小店公众号、国海证券研究所

表 3: 休闲零食龙头公司对比

	成立时间	地点	2017 年线上销售额	品牌定位	渠道	公司优势	未来方向
三只松鼠	2012 年	安徽芜湖	约 55 亿元	卖萌营销、贴心服务	发展: 线上起家, 开拓线下 1) 线上渠道: 在线 B2C 模式、统一入仓模式、自营销售平台 2) 线下渠道: 投食店、松鼠小店、零售通等	品牌力: IP 运作能力强	1) 品牌: 品牌建设贯穿始终 2) 渠道: 发力线下体验
百草味	2003 年	浙江杭州	约 30 亿元	1.0 阶段 —— 2.0 阶段 “人生百味, 尽在百草味” 3.0 阶段 “趣味零食探索家” 4.0 阶段 “全世界任你品尝”	发展: 线下起家, 砍线下转战线上, 重发线下 1) 线上渠道: 2) 线下渠道: 零售通、体验店、好想你门店综合利用	产品力: 线上爆品打造突出	1) 渠道: 合作零售通、重启线下体验店 2) 四大战略布局新零售: 线下体验店、产品升级、IP 营销、供应链和物流升级
良品铺子	2006 年	湖北武汉	约 25 亿元 (收入 53.7 亿元, 其中线下 31 亿元, 线上 23 亿元)	让嘴巴去旅行	发展: 线下起家, 双线开花 1) 线下渠道: 实体门店 2100 家, 覆盖湖北、湖南、江西、四川等 10 个省份 2) 线上渠道: 开拓线上电商、本地生活、社交媒体、品牌自身渠道等	渠道力: 业内率先实现多渠道协同	全渠道: 加强线上线下融合, 重点打造数字化门店

资料来源: 淘数据、国海证券研究所整理

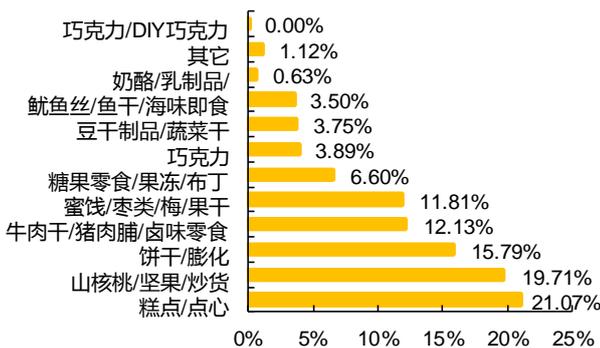
3、品类分析：传统坚果镇店，烘焙糕点兴起

2018年休闲零食全网销售前五的品类有糕点/点心、山核桃/坚果/炒货、饼干/膨化、牛肉干/猪肉脯/卤味零食、蜜饯/枣类/梅/果干，销售额分别为125.82亿元/117.70亿元/94.31亿元/72.43亿元/70.52亿元，其余品类销售额均未超过50亿元。

糕点/点心品类接力传统坚果品类，成为2018年休闲零食的第一大品类，2018年实现销售125.82亿元，销售占比21.07%，糕点品类在3-9月表现良好，其中9/10月销售额破20亿元。糕点/点心品类销售火爆印证了烘焙品类的高景气，相较于坚果品类，烘焙品类较高的毛利率也带动了行业公司毛利率提升。

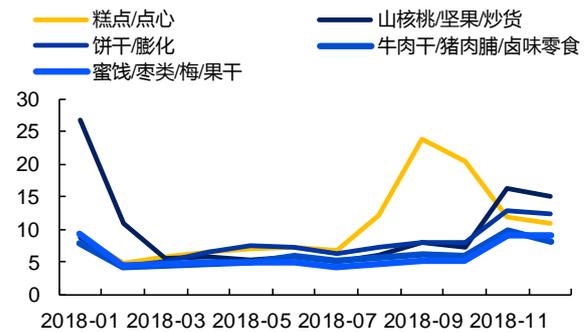
山核桃/坚果/炒货为零食电商起家品类，2018年实现销售117.70亿元，销售占比19.71%，坚果品类在1/2/9/10/11/12等秋冬月份表现较好。但传统坚果品类毛利率较低，在一定程度上也拉低了行业公司毛利率。

图 11：2018 年全年各品类成交金额占比



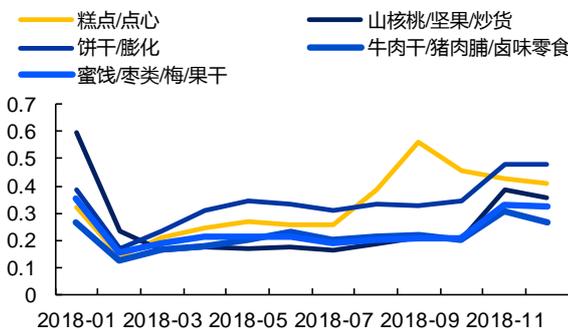
资料来源：淘数据、国海证券研究所

图 12：核心品类各月成交金额变化



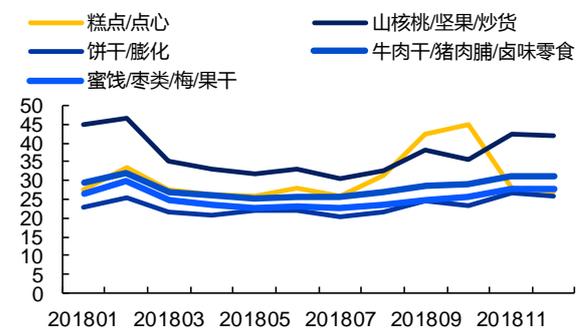
资料来源：淘数据、国海证券研究所

图 13：核心品类各月成交量变化



资料来源：淘数据、国海证券研究所

图 14：核心品类各月平均单价变化



资料来源：淘数据、国海证券研究所

4、投资建议及相关个股

2018年10月19日我们发布行业深度报告《休闲零食行业深度报告：零食电商，战国之初，修炼迎战》，通过对休闲零食产品品类、生意本质、阶段格局和当下逻辑的分析。我们延续深度报告对行业的判断：

1. 发展阶段：发展阶段上，休闲零食电商已建立起可复制的商业模式，行业已从导入步入成长。行业增速已由高速迈入中高速，优势企业差距不大但差距正逐渐拉开，如果将成长期分为春秋和战国两个时期，则现阶段正从春秋步入战国，大概处于春秋之末战国之初。

2. 竞争格局：三只松鼠、百草味、良品铺子三强格局已形成，三家差距不大，发展各具特色。其中三只松鼠IP运作能力强，品牌力突出；良品铺子渠道“双线开花”，渠道力突出；百草味实行超级大单品战略，产品创新能力突出。

3. 中长期逻辑：行业公司中短期是线上存量的份额保卫战，中长期是线下增量的拥抱新零售。着眼于中长期，目前线上龙头均已布局新零售，一方面是多渠道布局，另一方面是打造巩固自己的竞争优势，为后续巨人之战积蓄内力。

4. 中短期逻辑：

(1)线上零食行业空间依旧存潜力：休闲零食行业量价齐升、线上渗透率及CR3市占率提高三因素驱动线上零食行业发展。2017年休闲零食行业规模4850亿，2011-2017年CAGR为6%，未来行业量价齐升，若以6%增速增长，2020年行业规模有望达到5722亿。若2020年线上渗透率由2017年10.3%提升至14%、龙头市占率由2017年的23%提高至30%，则2017-2020龙头CAGR为28%。

(2)净利率提升：价格战趋缓、品类调整、规模优势将提升行业公司净利率，考虑到休闲零食电商零售商特性，我们预期未来净利率仍可提升。

行业评级：基于以上判断，我们给予休闲零食电商行业**推荐**评级。

相关个股：好想你(002582)：好想你为红枣领导品牌，联手百草味进军休闲零食。百草味为第二大零食电商，有望享受行业中高速增长红利。公司创新能力强，渠道拥抱新零售，长期加强供应链管理。本部布局冻干产品，有望迎来新增长。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-01-11 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002582.SZ	好想你	7.79	0.21	0.26	0.35	37.1	30.07	22.52	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 经济下行风险;
- 2) 食品安全问题;
- 3) 推荐公司业绩不及预期;

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，9年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。