

# 食品饮料

## 奶酪行业专题：乳制品的黄金赛道

**奶酪：“奶中黄金”，乳制品消费升级方向。**奶酪是生鲜乳在发酵剂与凝乳酶作用下发生凝固并经成熟而制成的固态乳制品。通常情况下，每1公斤奶酪由约10公斤的牛奶浓缩而成。奶酪含有丰富的蛋白质、钙和维生素等营养成分，其蛋白质含量可达到牛奶的8-10倍，钙含量达到牛奶的6-8倍，营养远高于乳饮料、常温奶、巴氏奶等产品。

**奶酪行业：尚处于起步阶段，C端快速发展。**1) **C端：奶酪棒单品大爆发推动扩容提速。**2020年奶酪零售端行业规模为88.43亿元，近5年复合增速为20.6%，C端奶酪产品主要以家用奶酪和儿童奶酪棒产品为主，替代儿童休闲零食需求是奶酪棒快速成长驱动因素。2016年之前，奶酪棒体量较小，终端规模预计低于20亿。假设未来5年2-13岁儿童中有20%的人能够单人单月消费1袋500g奶酪棒产品，则年消费额至少293亿左右，若考虑剩余80%儿童的消费量，则奶酪棒终端市场规模有望达到300亿元以上。2) **B端：西餐渗透率的提升推动奶酪市场稳定成长。**B端奶酪市场以餐饮消费场景为主，餐饮渠道仍然是国内奶酪的主流消费渠道，占奶酪国内奶酪总消费量的70%左右，披萨等西式连锁快餐厅、面包厂是最主要的客户来源。2020年餐饮端奶酪市场消费量为14.12万吨，按照近年来奶酪进口均价（3万元/吨）结合行业毛利率（20%-25%）进行测算，预计2020年奶酪市场规模为53亿元。西餐渗透率的提升驱动餐饮端奶酪规模起量。2019年西式餐饮市场（包括西餐连锁、烘焙、奶茶、炸鸡店等）规模达为1738亿，预计未来几年将保持10%左右的增速，因此奶酪餐饮端需求仍有增长空间。

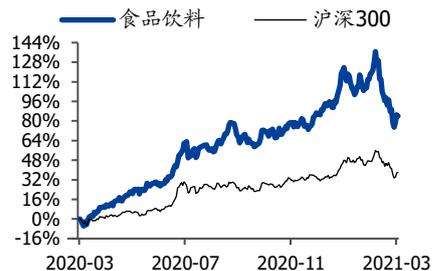
**竞争格局：C端两超多强，竞争尚不激烈。**当前，在我国奶酪市场作为新兴消费领域，整体行业正处于起步阶段，仍需要大量的消费者教育，BC端均保持快速发展的态势，竞争尚不激烈。1) **C端：妙可蓝多份额提升明显，竞争优势显著。**C端奶酪市场呈现出“两超多强”的局面。百吉福和妙可蓝多以C端奶酪棒产品进行发力优势明显，市占率分别为25%/20%。2018年后妙可通过强势的品牌宣传和深度的渠道铺设抢占市场，近年来妙可C端市场份额逐步缩小与百吉福的差距。2) **B端：B端粘性较强，安佳绝对龙头。**B端安佳占比为60-70%，为绝对龙头，妙可蓝多市占率仅9%，但增速有20%以上。B端大客户对奶酪粘性很强，不会轻易更换供应商。

**发展趋势：从“喝奶时代”向“吃奶时代”过渡。**与发达国家相比，我国奶酪消费量低，且消费结构以液奶为主。由于饮食习惯与西方不同，国内奶酪行业发展时间不长，仍处于普及和渗透阶段，人均消费量远低于发达国家，仅为美国消费量的0.86%。我国目前仍处于以液态奶消费为主的阶段，而美国等发达国家已经转型为以消费奶酪为主的成熟市场，奶酪消费占比达到60%，而我国只占4%。鉴于我国目前消费基数低，保守估计未来5年平均增长率为20%，则2030年将达到0.93kg/人，相当于日本当前水平的33%，韩国当前水平的29%，届时需求为130.2万吨，与2020年32.7万吨消费量相比有4倍的增长空间。长期看我国奶酪人均消费有望超过2kg，接近日韩当前水平，260.4吨的消费量将是当前消费量的8倍。

**风险提示：**行业需求提升低于预期，奶酪产能提升低于预期。

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

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

### 相关研究

- 1、《食品饮料：高端酒销售火爆，地产酒动销并不悲观——春节草根调研反馈》2021-02-17
- 2、《食品饮料：高端酒动销无虞，大众品旺季正浓——春节草根调研反馈》2021-02-07
- 3、《食品饮料：白酒行业“新周期”的再思考》2021-02-07



## 内容目录

1、奶酪：“奶中黄金”，乳制品消费升级方向 .....	3
2、奶酪行业：尚处于起步阶段，C端快速发展 .....	3
2.1 C端：奶酪棒单品大爆发推动扩容提速 .....	3
2.2 B端：西餐渗透率的提升推动奶酪市场稳定成长 .....	5
3、竞争格局：C端两超多强，竞争尚不激烈 .....	6
3.1 C端：妙可蓝多份额提升明显，竞争优势显著 .....	6
3.2 B端：B端粘性较强，安佳绝对龙头 .....	7
4、发展趋势：从“喝奶时代”向“吃奶时代”过渡 .....	8
5、风险提示 .....	9

## 图表目录

图表 1：乳制品营养价值比较表（每 100g） .....	3
图表 2：中国奶酪零售销售额（亿元） .....	4
图表 3：中国奶酪零售消费量 .....	4
图表 4：家长购买儿童零食时考虑的因素（%） .....	4
图表 5：家长购买儿童零食时最想要获得的作用（%） .....	4
图表 6：零食市场规模（亿元） .....	5
图表 7：奶酪餐饮渠道消费量及增速（万吨） .....	5
图表 8：进口奶酪单价 .....	5
图表 9：奶酪餐饮和流通市场消费量 .....	6
图表 10：我国西式团膳市场规模及增速（亿元） .....	6
图表 11：2015-2020 奶酪行业竞争格局演变 .....	7
图表 12：2020 年奶酪行业竞争格局 .....	7
图表 13：不同品牌奶酪棒对比 .....	7
图表 14：B 端市场竞争格局 .....	8
图表 15：2019 年主要国家人均奶酪消费量（单位：kg/年） .....	8
图表 16：2019 年主要国家乳制品消费结构 .....	8
图表 17：2005-2019 年日韩奶酪人均消费量（kg/年） .....	9
图表 18：2005-2019 年中日韩液奶人均消费量（kg/年） .....	9

## 1、奶酪：“奶中黄金”，乳制品消费升级方向

奶酪是生鲜乳在发酵剂与凝乳酶作用下发生凝固并经成熟而制成的固态乳制品。通常情况下，每1公斤奶酪由约10公斤的牛奶浓缩而成，享有“奶黄金”的美誉。奶酪含有丰富的蛋白质、钙和维生素等营养成分，其蛋白质含量可达到牛奶的8-10倍，钙含量达到牛奶的6-8倍，营养远高于乳饮料、常温奶、巴氏奶等产品。经过乳酸菌等微生物及酶的作用，奶酪可适合患有乳糖不耐症的消费者食用，因此十分适合应用于儿童辅食的消费场景。

图表1：乳制品营养价值比较表（每100g）

	蛋白质 (g)	脂肪 (g)	钠 (g)	钙 (g)
奶酪	20.75-23.24	27.68-29.68	0.56-1.15	0.18-0.67
乳饮料	0.28-5.87	0.97-2.17	0.039-0.095	0.069-0.19
常温白奶	1.00-15.00	4.50-11.00	0.01-0.15	0.00-0.30
巴氏奶	2.7-6.00	6.00-7.00	0.12-0.32	0.03-0.15
酸奶	3.00-6.00	1.80-4.99	0.035-0.20	0.10-0.12
黄油	0.28-8.20	21.00-99.48	0.002-0.64	0.004-0.027

资料来源：USDA Food Composition Databases、国盛证券研究所

除了丰富的营养之外，奶酪还具有十分丰富的口感。奶酪可被加工制作成“芝士奶茶”、“芝士蛋糕”以及各种休闲零食，因此亦可广泛适应休闲零食、餐后甜点及佐餐材料等各类消费场景，以满足90后新兴消费群体对餐饮产品多样化、个性化的追求。随着消费者消费水平的不断提升以及对餐饮多样化需求的逐步显现，具备高营养价值属性、多层次口感、丰富的产品形态的奶酪逐渐受到国内越来越多消费者的认可，行业景气度持续提升。

## 2、奶酪行业：尚处于起步阶段，C端快速发展

以2018年为节点，行业发展态势可划分为两个阶段：2006-2018年奶酪需求以餐饮消费为主，虽然复合增速达到20%，但是增速趋缓；2018年后奶酪棒等零食类奶酪强势崛起，新消费场景的开拓带动营收和销量双增长，随着渠道下沉和头部乳企的逐步入局，未来行业扩张的趋势将继续维持。

### 2.1 C端：奶酪棒单品大爆发推动扩容提速

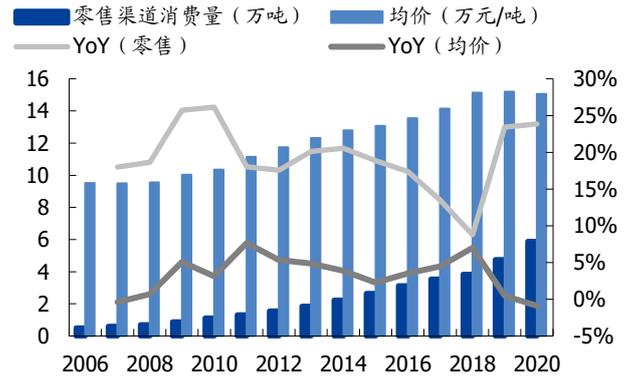
**奶酪棒单品推动C端快速扩容。**根据中国产业信息网的数据，2020年奶酪零售端行业规模为88.43亿元，近5年复合增速为20.6%，其中2020年零售端消费量为5.87万吨，近5年复合增速为15.0%，均价近2年变化不大，2020年均价为15万元/吨。C端奶酪产品主要以家用奶酪和儿童奶酪棒产品为主。2017年妙可蓝多推出“汪汪队”奶酪棒后，通过儿童频道的高频广告和分众楼宇广告进行市场培育和品牌宣传，同时利用奶酪棒的零食属性开发出家庭奶酪的新消费场景。2018-2020年奶酪零售市场出现迅速扩容，其中单品奶酪棒从10亿扩张到30亿，而马苏里拉等家用奶酪市场渗透率也趋势提高，达到年均20%的增长。除此之外，后续还有成人奶酪、芝士片等新品类值得关注。

图表 2: 中国奶酪零售销售额 (亿元)



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

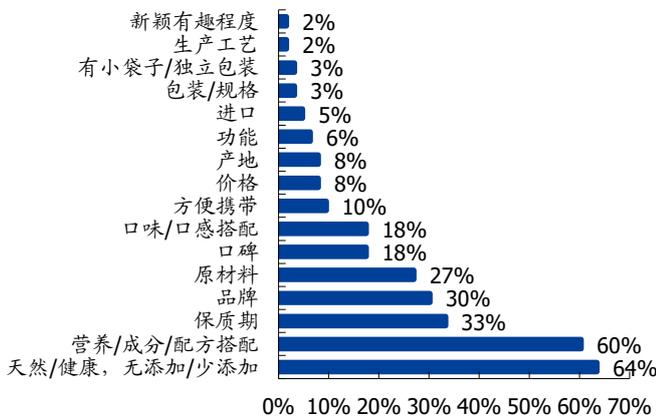
图表 3: 中国奶酪零售消费量



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

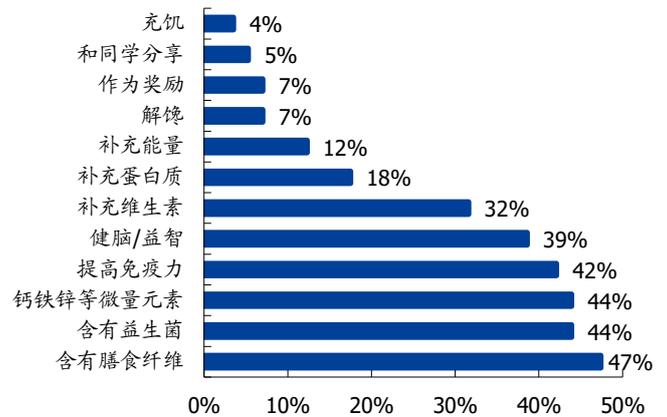
**替代儿童休闲零食需求是奶酪棒快速成长驱动因素。** 奶酪棒具有安全性和高营养价值属性, 最终消费者主要是 10 岁以下的儿童, 满足儿童休闲零食需求中的消费场景。同时, 根据《儿童零食市场调查白皮书》, 家长在购买儿童零食的过程中重视儿童零食产品的健康度和营养度。奶酪棒具有奶酪营养价值高以及棒类产品消费体验感强的双重特质, 从而在众多形式的奶酪零售产品中得以脱颖而出。此外, 奶酪棒类产品通过大规模且持续的消费者教育, 已经给家长形成了奶酪棒好吃又营养的概念, 明显好于一般糖果类零食高糖无营养的印象。因此, 虽然奶酪棒定价较高 (500g 产品定价 50 元左右), 但购买者和消费者接受程度较高, 高线城市动销较好。

图表 4: 家长购买儿童零食时考虑的因素 (%)



资料来源: 《儿童零食市场调查白皮书》、国盛证券研究所

图表 5: 家长购买儿童零食时最想要获得的作用 (%)



资料来源: 《儿童零食市场调查白皮书》、国盛证券研究所

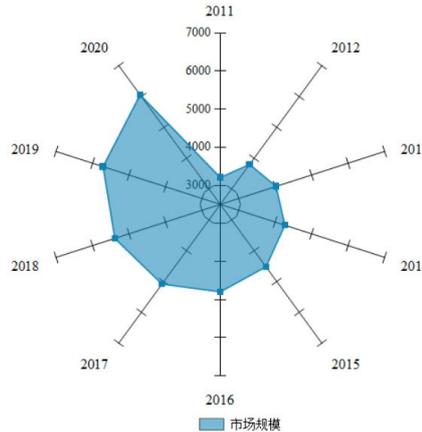
**儿童零食市场规模约 1000 亿元左右。** 奶酪棒属于儿童零食品类, 行业的快速崛起是源于儿童零食的消费升级。根据《儿童零食市场调查白皮书》, 2019 年休闲零食市场规模高达 5713 亿元, 且随着生活水平的提高, 年增长率维持在 6.0% 以上, 到 2020 年零食市场规模有望突破 6000 亿元。其中 2-13 岁儿童约 1.8 亿人, 在不考虑婴幼儿和老龄人口的情况下, 儿童占比约 15%, 考虑到儿童消费零食频次高于成年人, 预计儿童零食市场占比 20% 左右, 规模预计约 1200 亿; 从另外一个角度来看, 《上海儿童零食消费习惯调查报告》显示, 家长平均每月为儿童购买休闲零食的金额达 185 元, 假设全国家长每年为儿童购买休闲零食的平均水平为 500 元, 预计儿童零食市场为 900 亿元。综合以上假设, 我们预计当前儿童零食市场规模约 1000 亿元。

**奶酪棒空间看 300 亿以上。** 2016 年之前, 奶酪棒体量较小, 终端规模预计低于 20 亿。经过 3-4 年快速扩容后, 2020 年奶酪棒市场规模预计 30 亿左右。基于奶酪棒替代儿童休闲零食的逻辑, 我们仅假设未来 5 年 2-13 岁儿童中有 20% 的人能够单人单月消费 1

袋 500g 奶酪棒产品 (约为每天 1 根奶酪棒), 则年消费额至少 293 亿左右, 若考虑剩余 80% 儿童的消费量, 则奶酪棒终端市场规模有望达到 300 亿以上, 在儿童零食市场的渗透率为 25% 左右。

对比儿童市场大品种整体空间, 百亿规模可以预期。比如儿童乳制品市场规模估计为 300 亿, 其中旺仔牛奶 100 亿, 伊利的优酸乳 40 亿左右, 对比看, 奶酪棒市场从品类形态和特征较为类似。因此, 儿童奶酪棒市场规模到 300 亿, 按照 2-3 倍的加价倍率 (出厂价-终端价), 出厂口径预计为 130-200 亿元。

图表 6: 零食市场规模 (亿元)



资料来源: 《儿童零食市场调查白皮书》、国盛证券研究所

## 2.2 B 端: 西餐渗透率的提升推动奶酪市场稳定成长

B 端奶酪市场以餐饮消费场景为主, 随着西餐渗透整体稳定增长。餐饮渠道仍然是国内奶酪的主流消费渠道, 占奶酪国内奶酪总消费量的 70% 左右, 披萨等西式连锁快餐厅、面包厂是最主要的客户来源。根据中国产业信息网数据, 餐饮端奶酪市场消费量预计为 14.12 万吨, 近 5 年复合增速为 15%。按照近年来奶酪进口均价 (3 万元/吨) 结合行业毛利率 (20%-25%) 进行测算, 预计 2020 年餐饮端终端吨价为 3.75 万元/吨, 预计 2020 年奶酪市场规模为 53 亿元。

图表 7: 奶酪餐饮渠道消费量及增速 (万吨)



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 8: 进口奶酪单价

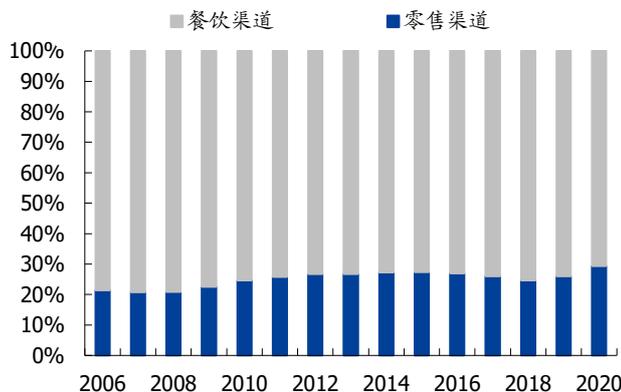


资料来源: wind、国盛证券研究所

西餐渗透率的提升驱动餐饮端奶酪规模起量。2020 年由于受疫情影响餐饮店营业时间缩短, 预计 B 端奶酪市场规模下降 20%, 2021 年随着疫情得到有效控制以及疫苗的普及,

市场规模将有所回升。2019年西式餐饮市场（包括西餐连锁、烘焙、奶茶、炸鸡店等）规模达为1738亿，预计未来几年将保持10%左右的增速，因此奶酪餐饮端需求仍有增长空间。

图表 9: 奶酪餐饮和流通市场消费量



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 10: 我国西式团膳市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

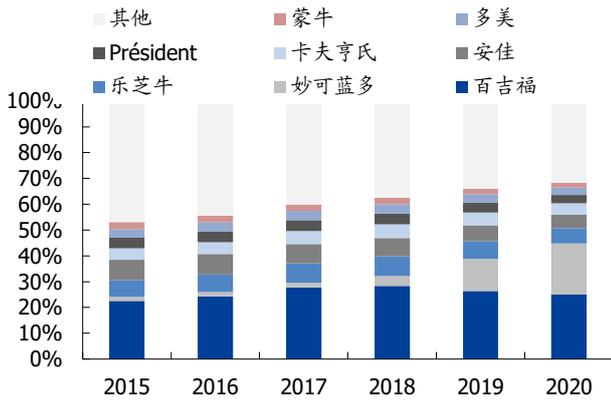
### 3、竞争格局: C端两超多强, 竞争尚不激烈

奶酪行业尚处起步阶段, 竞争尚不及激烈。当前, 在我国奶酪市场作为新兴消费领域, 整体行业正处于起步阶段, 仍需要大量的消费者教育, BC端均保持快速发展的态势, 竞争尚不激烈。目前, 国内市场上的外国奶酪产品主要来自欧洲、北美、澳洲等奶酪消费发达地区。一类是直接来自国外进口, 主要通过国内的经销商进行分销, 如 Fonterra、Lactalis、Arla Foods 等; 另一类是中国公司利用国外工厂进行代工生产, 如高夫的多美鲜 (SUKI) 系列产品等。此外, 也有国外企业直接在中国设立工厂进行生产, 具有代表性的是 Savencia 集团旗下的百吉福品牌产品, 属于外国品牌的本土化发展。

#### 3.1 C端: 妙可蓝多份额提升明显, 竞争优势显著

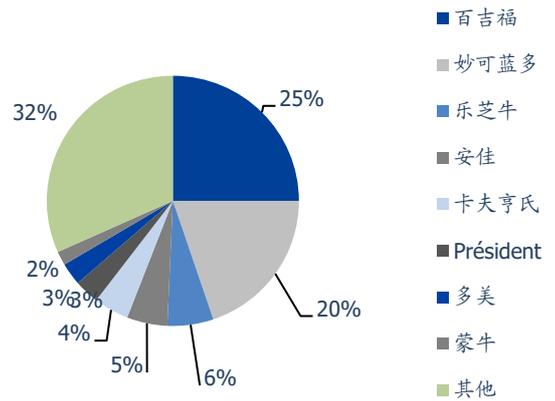
总体来看, 奶酪市场呈现出“两超多强”的局面。根据中国产业信息网数据, 百吉福和妙可蓝多以C端奶酪棒产品进行发力优势明显, 市占率分别为25%/20%。其中, 2018年前百吉福垄断奶酪棒市场, 一家独大, 2018年后妙可通过强势的品牌宣传和深度的渠道铺设抢占市场, 从2017年的1.3万家终端网点迅速铺货至2020年8月的20万家, 近年来C端市场份额逐步缩小与百吉福的差距。

图表 11: 2015-2020 奶酪行业竞争格局演变



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 12: 2020 年奶酪行业竞争格局



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 13: 不同品牌奶酪棒对比

品牌	价格(元)	规格	单价(元/g)	口味	IP	包装
伊利	69	95g*2	0.816	原味、黄桃燕麦、牛奶巧克力	汽车总动员 冰雪公主	60 款卡通图案设计
妙可蓝多	21.9	100g	0.219	原味、水果、果粒等多种口味	汪汪队 宝可梦	多种图案包装, 包装背后设趣味答题
百吉福	24.7	120g	0.206	原味、水果、奶昔等多种口味	哆啦 A 梦	多种图案包装, 包装背后设趣味答题
光明	21.9	100g	0.219	原味、水果、酸奶等口味	托马斯	多种图案包装

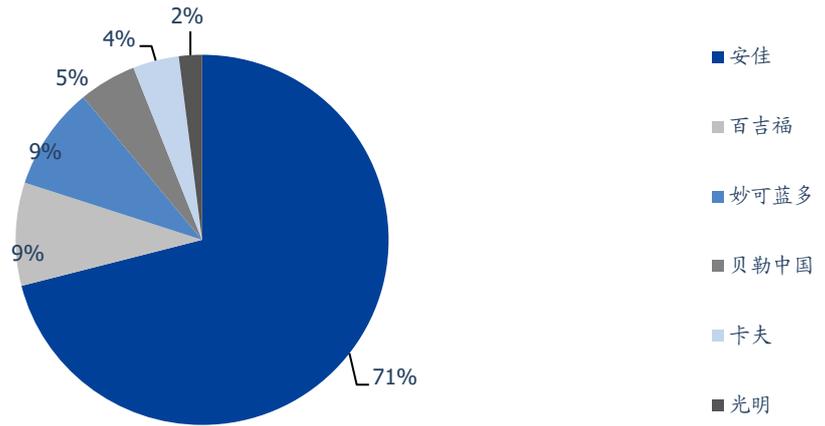
资料来源: 京东、国盛证券研究所

**妙可蓝多竞争优势显著。**当前妙可蓝多 C 端主要竞争对手有三类, 外资品牌百吉福等、传统乳制品生产商品牌伊利、光明以及中小品牌秒飞等。渠道调研反馈, 部分外资品牌采取职业经理人制度, 考核目标中需要兼顾收入增长和利润率, 因此渠道下沉及营销宣传上将会有所顾忌和保留, 管理风格偏保守, 在行业快速扩张时期不利于公司稳市占率。伊利奶酪事业部成立于 2018 年, 凭借品牌背书快速切入市场, 当前已上市儿童奶酪和休闲成人奶酪, 同时发展 C 端和 B 端业务。增长迅速, 但是产能低于妙可蓝多。中小品牌规模预计基本低于 10 个亿, 和妙可蓝多相比, 不具备先发优势, 在品牌宣传上弱于妙可蓝多。

### 3.2 B 端: B 端粘性较强, 安佳绝对龙头

以市场份额而言, B 端安佳占比为 60-70%, 妙可蓝多市占率仅 9%, 但增速有 20% 以上。B 端大客户对奶酪粘性很强, 不会轻易更换供应商; 同时也给品牌奶酪商一定溢价, 行业毛利估计 20%, 利润率估计在 15%。随着营销推广的落地和品牌红利的到来, 妙可有待发力。

图表 14: B 端市场竞争格局

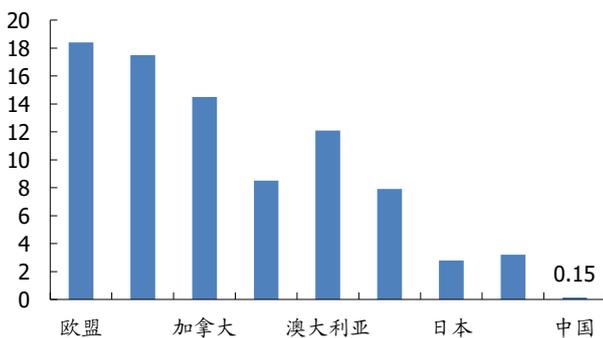


资料来源: 智研咨询、国盛证券研究所

#### 4、发展趋势: 从“喝奶时代”向“吃奶时代”过渡

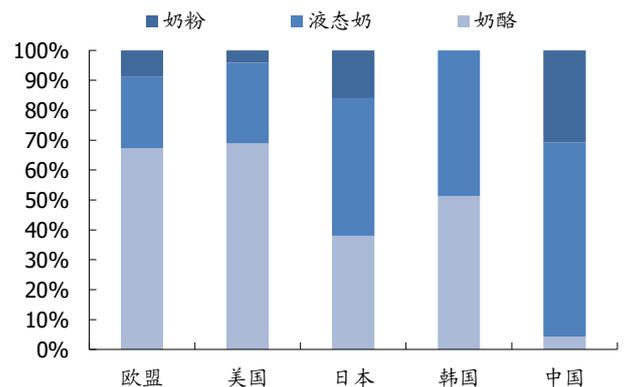
与发达国家相比,我国奶酪消费量低,且消费结构以液奶为主。由于饮食习惯与西方不同,国内奶酪行业发展时间不长,仍处于普及和渗透阶段,人均消费量远低于发达国家。美国人均年消费量 17.5kg,韩国人均年消费量 3.2kg,日本人均年消费量 2.8kg,中国人均年消费量 0.15kg,是日本水平的 5%,韩国水平的 4.7%,美国水平的 0.86%。我国目前仍处于以液态奶消费为主的阶段,而美国等发达国家已经转型为以消费奶酪为主的成熟市场,奶酪消费占比达到 60%,而我国只占 4%。随着我国居民消费水平的提高,乳制品市场消费将呈现出功能和口味、营养和健康并重的发展趋势,市场需要更多针对不同消费群体的多层次以及多样化的产品,产品结构向发达国家靠拢是未来的趋势,因此奶酪市场前景广阔。

图表 15: 2019 年主要国家人均奶酪消费量 (单位: kg/年)



资料来源: 中国奶业统计资料、国盛证券研究所

图表 16: 2019 年主要国家乳制品消费结构

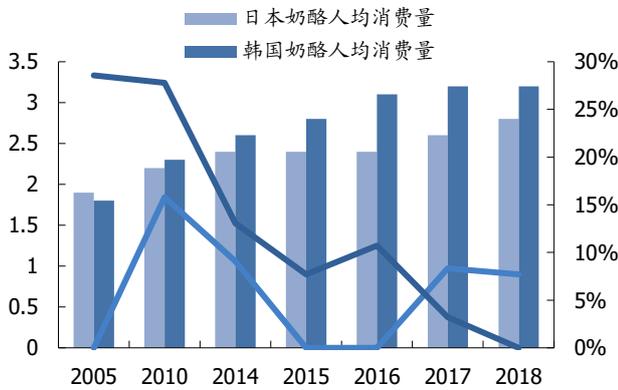


资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

液态奶消费瓶颈将到来,“喝奶时代”有望切换到“吃奶时代”。日韩液态奶人均消费量在过去 5 年稳定在 30kg/年,而我国 2019 年人均消费 24.4kg/年,增速放缓,已经临近消费瓶颈。参考日本、韩国等与我国饮食源性国家发展路径,近 15 年日本/韩国奶酪人均消费量增速为 5%/13%,而韩国在 2005-2010 年高速增长期的复合增速更是达到 27.8%。鉴于我国目前消费基数低,保守估计未来 5 年平均增长率为 20% (在疫情影响下 2020 年奶酪消费量增长为 22%),则 2030 年将达到 0.93kg/人,相当于日本当前水

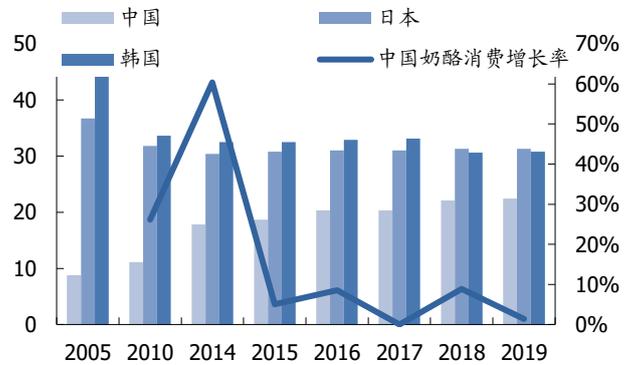
平的 33%，韩国当前水平的 29%，届时需求为 130 万吨，与 2020 年 32.7 万吨消费量相比有 4 倍的增长空间。长期看我国奶酪人均消费有望超过 2kg，接近日韩当前水平，260.4 吨的消费量将是当前消费量的 8 倍。

图表 17: 2005-2019 年日韩奶酪人均消费量 (kg/年)



资料来源: 中国奶业统计资料、国盛证券研究所

图表 18: 2005-2019 年中日韩液奶人均消费量 (kg/年)



资料来源: 中国奶业统计资料、国盛证券研究所

## 5、风险提示

**行业需求提升低于预期。** 奶酪的消费仍需持续的进行消费者培育，消费者需求提升速度可能存在低于预期的现象。

**奶酪产能提升低于预期。** 消费者对于奶酪产品的了解程度加深，将会带来市场细化程度的提，行业奶酪的产能提升速度不能满足消费者需求提升速度。

### 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：021-38934111

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