

食品饮料

本周专题：餐饮产业链发展加速度

整体观点：

需求驱动、基础夯实，资本加速进入连锁快餐赛道，未来5年或进入加速发展期。我国餐饮行业体量大、增速高，连锁化率逐步提升。需求端生活节奏加快、收入水平提升拉动外卖就餐消费群体扩大，同时对用餐品质、环境及服务需求升级；供给端餐饮行业发展基础设施逐步完善，易标准化的火锅、快餐品类得以突破增长瓶颈，迅速实现扩张。建议关注上游复合调味料及预包装食品、下游连锁餐饮品牌的投资机会。

下游：需求驱动、基础夯实，连锁餐饮加速发展

餐饮行业体量大、增速高，连锁化率向上空间大。我国餐饮连锁化率至2019年达到10.3%。相比于美国、日本餐饮连锁化率分别为54.3%、49.7%，餐饮连锁化率上行空间仍大。城镇化趋势下生活节奏加快，大众快餐消费近年来蓬勃发展，火锅、茶饮是高增长赛道；“中央厨房+连锁门店”模式助力易标准化的快餐品类突破增长瓶颈。

基础设施完善，资本加速进入，餐饮行业证券化率提升空间大。2015年后餐饮行业基础设施逐步完善：1)移动支付普及解决餐饮企业收入确认问题；2)集约化采购解决成本确认问题；3)复合调味料解决了厨师依赖性的问题；4)冷链物流体系、运营管理体系逐步完善，连锁化发展。

中游：餐饮零售化趋势，预包装食品优先受益

餐饮供应链万亿级市场，预包装食品或优先涌现出大规模公司。当前我国食材消费的总量中预制品占到10%，而日本高达60%。随着国内基建、互联网、物流体系的不断完善，预制品占餐饮食材采购比重将逐步提升。预包装食品助力餐饮标准化、连锁化发展，疫情加快餐饮零售化趋势。

目前预包装食品行业参与者包括餐饮企业、包装食品企业以及上游供应链企业。1)餐饮连锁企业通过预包装食品实现品牌力变现，向C端拓展；2)传统包装食品企业运营体系相对比较成熟，具有渠道建设拓展以及规模化优势；3)上游供应链企业具备食材资源、成本优势，整合上下游资源，支撑餐饮标准化、连锁化发展。

上游：复合调味料千亿市场不断扩容

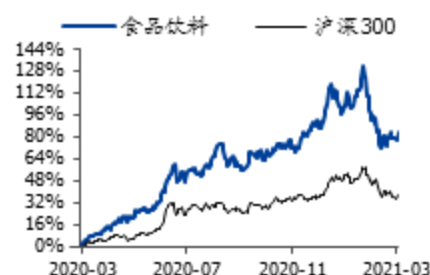
复合调味料解决人工及标准化的痛点，延长餐饮企业生命周期。在餐饮行业的各项成本中，人力成本的占比约为21%，仅次于原材料总成本，成为限制餐饮行业标准化发展、利润率提升的重要因素。复合调味料的应用有助于餐饮企业摆脱对厨师的依赖，有助于提升餐饮企业标准化及盈利水平。

餐饮连锁化催生复调需求，速食产品、预制菜亦会拉动复调增长。餐饮连锁企业除了直接采购复合调味料以外，其所需的冷冻食品、自热食品等原材料依然会创造复合调味料需求。2018年我国复合调味料市场规模为1091亿元，2013-2018年复合增速约为14.4%。从B、C两端综合来看，我们中性预计我国的复合调味料市场空间约为4696亿元，餐饮连锁化率提升有望贡献较大增量。

风险提示：疫情反复影响终端恢复、消费者需求变化、行业竞争激烈。

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 沈旸

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：奶酪行业专题：乳制品的黄金赛道》
2021-03-14
- 2、《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
- 3、《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



内容目录

1.下游：需求驱动、基础夯实，连锁餐饮加速发展.....	3
2.中游：餐饮零售化趋势，预包装食品优先受益.....	6
3.上游：复合调味料千亿市场不断扩容.....	7
风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 餐饮市场规模快速增长.....	3
图表 2: 我国餐饮连锁化率水平仍低.....	3
图表 3: 我国快餐服务营收增长更为稳健(亿元).....	4
图表 4: 火锅/茶饮连锁市占率增长(%).....	4
图表 5: 美国上市餐饮企业前 10.....	4
图表 6: 部分在港股/A 股餐饮上市公司(亿元).....	5
图表 7: 一级市场餐饮投融资梳理.....	5
图表 8: 餐饮价值链.....	6
图表 9: 预包装食品行业部分参与品牌.....	7
图表 10: 蜀海供应链致力于实现共享平台.....	7
图表 11: 复合调味料解决餐饮连锁化过程中痛点.....	8
图表 12: 各类型餐饮连锁化原材料需求分析.....	8
图表 13: 部分复合调味料公司一览.....	9

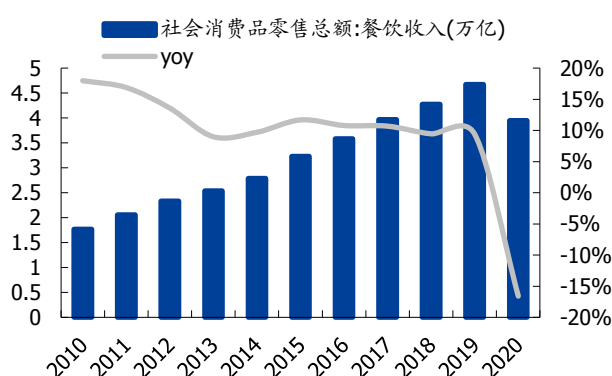
需求驱动、基础夯实，资本加速进入连锁快餐赛道，未来 5 年或进入加速发展期。我国餐饮行业体量大、增速高，连锁化率逐步提升。需求端生活节奏加快、收入水平提升拉动外卖就餐消费群体扩大，同时对用餐品质、环境及服务需求升级；供给端餐饮行业发展基础设施逐步完善，易标准化的火锅、快餐品类得以突破增长瓶颈，迅速实现扩张。餐饮供应链万亿级市场，随着国内基建、互联网、物流体系的不断完善，预制品占餐饮食材采购比重将逐步提升，预包装食品或优先涌现出大规模公司。复合调味料解决人工及标准化的痛点，千亿市场不断扩容。建议关注上游复合调味料及预包装食品、下游连锁餐饮品牌的投资机会。

1. 下游：需求驱动、基础夯实，连锁餐饮加速发展

餐饮行业体量大、增速高，连锁化率向上空间大。我国餐饮行业 2019 年规模达到 4.7 万亿，2010-19 年增长 CAGR 为 11.4%。2020 年受疫情影响，餐饮行业规模同比-16.6% 至 4.0 万亿，回到 2017 年水平。需求端，生活节奏加快、收入水平提升拉动外卖就餐消费群体扩大，同时消费能力提升带来了消费需求的升级。消费者对餐饮的需求由满足基本生理需求升级为对品质、环境、服务、安全、氛围、社交等全方位体验的需求，极大的推动了餐饮的发展。供给端房租人工成本上行、规模扩张需求对标准化要求提升。当前行业正处于由需求驱动的变革中，餐饮连锁化率逐步提升，下游餐饮品牌连锁化、规模化发展，向上催生供应链服务市场。

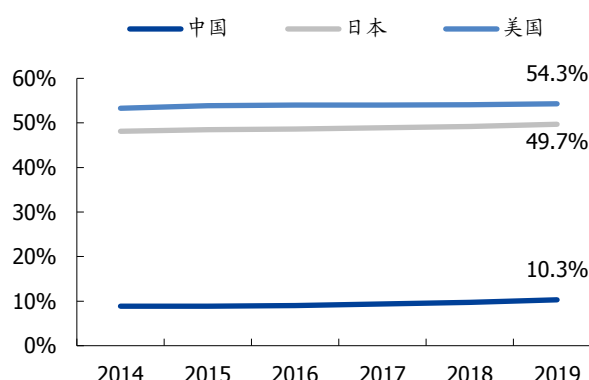
我国餐饮连锁化率逐步提升，对标美日仍有较大差距。我国餐饮连锁化率自 2014 年后平稳上行，至 2019 年达到 10.3%。相比于发达国家市场，美国、日本餐饮连锁化率分别为 54.3%、49.7%，我国餐饮市场连锁化率上行空间仍大。根据统计局数据，仅考虑内资口径，我国连锁餐饮企业平均门店数量自 2011 年 22.7 家提升至 2019 年达到 32.5 家；同时连锁餐饮企业平均单店从业人员数量自 2011 年 42.8 人下降至 2019 年的 25.8 人。“连锁规模”与“单店平均从业人数”的剪刀差走势，源于连锁行业提升标准化程度节约了人力。

图表 1：餐饮市场规模快速增长



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：我国餐饮连锁化率水平仍低

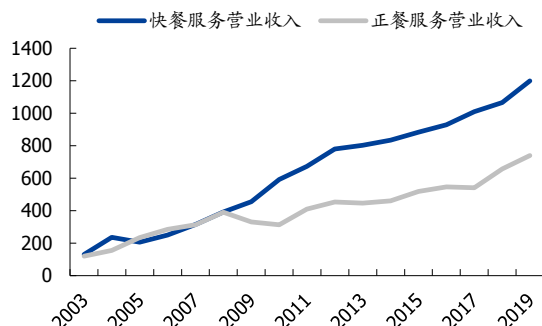


资料来源：Wind，中国产业信息网，国盛证券研究所

大众快餐消费近年来蓬勃发展，火锅、茶饮是高增长赛道。城镇化趋势下生活节奏加快，消费者休闲时间减少，叠加家庭人口规模减小，快餐消费增速明显高于正餐。此外由于快餐制作更易标准化，“中央工厂+连锁门店”的模式突破增长瓶颈，得以规模化发展。根据国家统计局数据，快餐服务营收保持稳健增长，2019 年占连锁餐饮收入的 62%；

而正餐服务营收自 2009 年出现下滑后增速放缓，逐步落后于快餐服务。我国连锁餐饮行业市占率靠前的品牌基本均为快餐服务，其中火锅、茶饮品牌如海底捞、星巴克市占率提升较快。美国上市餐饮企业销售规模前 10 的餐饮品牌几乎均为快餐消费，门店数量前三的是赛百味（23801）、星巴克（15049）、麦当劳（13846）。

图表 3: 我国快餐服务营收增长更为稳健(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 火锅/茶饮连锁市占率增长(%)

	2016	2017	2018	2019
肯德基	11.3	11.3	10.6	10.8
麦当劳	5.3	5.2	5.1	4.9
星巴克	3.5	4	4.3	4.3
海底捞	1.4	1.9	3.1	3.8
必胜客	2.7	2.6	2.3	2.1
德克士	2.9	2.7	2.3	2
华莱士	1.1	1.4	1.7	1.5
一点点	0.6	1.1	1.2	1.3
喜茶	0.3	0.4	0.6	1.2
汉堡王	1	1.2	1.2	1.2
呷哺呷哺	0.7	0.9	0.9	1.1
瑞幸咖啡	-	-	0.2	1

资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 5: 美国上市餐饮企业前 10

	2019 年销售额(百万美元)	2019 年餐厅数	主营品类
1 McDonald's	40412	13846	汉堡
2 Starbucks	21380	15049	咖啡
3 Chick-fil-A	11320	2470	炸鸡
4 Taco Bell	11293	6766	墨西哥餐
5 Burger King	10204	7346	汉堡
6 Subway	10200	23801	三明治
7 Wendy's	9762	5852	汉堡
8 Dunkin's	9228	9630	咖啡
9 Domino's	7044	6126	披萨
10 Panera Bread	5890	2160	烘焙咖啡厅

资料来源: wind, 国盛证券研究所

基础设施完善，资本加速进入，餐饮行业证券化率提升空间大。2015 年之前，由于餐饮企业收入和成本确认问题导致上市难，此外标准化程度低也限制了餐饮企业难以规模化发展，上市餐企数量很少。但是随着近几年餐饮行业基础设施逐步完善，这些问题已经被解决，证券化率有望提升。基础设施完善主要体现在以下几个方面：

1) 移动支付普及解决餐饮企业收入确认问题。移动支付应用、餐饮 SaaS 系统普及使得餐饮门店销售均有流水证据可以查询追溯，解决现金时期的收入确认难问题。根据中国饭店协会，2019 年移动支付已经成为主要支付方式，占比持续扩大至 66.33%，较 2017 年 38.38% 大幅提升。

2) 集约化采购解决成本确认问题。餐饮企业采购食材通常为农产品，过去直接从农贸批发市场采购无法获得正规采购发票，因而成本确认无依据。随着餐饮企业规模扩大，向上游集约化采购需求增加，社会化供应链成熟也解决了成本确认问题。

3) 复合调味料解决了厨师依赖性的问题。餐饮行业非标准化且依赖厨师，餐饮经营成本

中人工成本占比约 21%，因而难以快速扩张。但是在快餐消费场景中复合调味料的出现解决了厨师依赖性问题，提高标准化程度，能够实现快速扩张。

4) 冷链物流体系、运营管理体系逐步完善，连锁化发展。随着社会化冷链物基础建设逐步完善，“中央工厂+连锁门店”模式的餐饮企业得以跨区域发展。同时餐饮品牌自身也更为重视构建企业的运营管理体系，向连锁化发展。

5) 疫情加速连锁化率提升，房租成本阶段性下移。疫情加速中小企业的出清，龙头企业逆势加速拿店，同时由于高势能门店房租阶段性下移，使得未来 3-5 年餐饮门店成本端环比下移，龙头成本优势进一步拉升，有望催化行业连锁化率再上台阶。

需求驱动、基础夯实，连锁餐饮未来 5 年或进入加速发展期。2020 年之前国内餐饮企业主要在港股上市，以火锅、快餐品类为主；而 A 股上市餐饮企业仅有 6 家，2020 年上市 3 家，且收入体量相对较小。随着需求端消费者对方便快捷、品质及品牌的追求，供给端行业基础设施建设的完善，连锁化率正加快提升。一级市场近几年加速布局餐饮行业，如 2020 年高瓴资本投资喜茶及蜜雪冰城、腾讯投资入股和府捞面，预计经过 3-5 年的改制及规范化辅导，会涌现出愈来愈多的上市连锁餐饮品牌。

图表 6: 部分在港股/A 股餐饮上市公司 (亿元)

名称 (港股)	上市时间	收入规模 (2019)	品类	名称 (A 股)	上市时间	收入规模 (2019)	品类
海底捞	2018 年 9 月	266.2	火锅	西安饮食	1997 年 4 月	4.9	正餐
百胜中国	2020 年 9 月	87.8	快餐	全聚德	2007 年 11 月	15.5	正餐
大家乐集团	1986 年 7 月	79.7	快餐	广州酒家	2017 年 6 月	30.0	正餐+速冻
呷哺呷哺	2014 年 12 月	60.6	火锅	同庆楼	2020 年 7 月	14.6	正餐
九毛九	2020 年 1 月	26.9	快餐	一鸣食品	2020 年 12 月	19.8	连锁奶吧
味千(中国)	2007 年 3 月	26.3	拉面	巴比食品	2020 年 10 月	10.6	连锁早餐
唐宫中国	2011 年 4 月	15.3	正餐				

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 一级市场餐饮投融资梳理

餐饮品牌	融资时间	投资机构	餐饮供应链	融资时间	投资机构
文和有	2020 年 2 月	加华资本	锅圈食汇	2020 年 2 月	嘉御基金、不惑资本
巴奴	2020 年 3 月	番茄资本	集餐厨	2020 年 2 月	新势能基金
喜茶	2020 年 03 月	高瓴资本	擎朗科技	2020 年 3 月	源码资本、软银亚洲
很久以前	2020 年 6 月	黑蚁资本	星期零	2020 年 3 月	经纬中国、愉悦资本
奈雪的茶	2020 年 6 月	深创投、云峰基金	望家欢	2020 年 3 月	龙珠资本、隐山资本
乡村基	2020 年 6 月	红杉资本	味远红芳	2020 年 4 月	番茄资本
古茗	2020 年 7 月	红杉资本、龙珠资本	乐禾食品	2020 年 5 月	和智投资、鼎晖投资
汤先生	2020 年 8 月	IDG 资本、真格基金	哗啦啦	2020 年 6 月	龙珠资本
和府捞面	2020 年 11 月	腾讯投资、龙湖资本	莲菜网	2020 年 6 月	美菜
沪上阿姨	2020 年 11 月	嘉御基金	彩食鲜	2020 年 12 月	中金、景林、高瓴
蜜雪冰城	2021 年 1 月	高瓴资本、龙珠资本	瑞云冷链	2020 年 12 月	招商局创投

资料来源: IT 桔子, 番茄资本, 国盛证券研究所

2. 中游：餐饮零售化趋势，预包装食品优先受益

餐饮供应链万亿级市场，预包装食品或优先涌现出大规模公司。参考中国饭店协会发布的《2020 中国餐饮业年度报告》，餐饮行业原料进货成本占营收比重约为 42%，则上游原料采购的市场规模达到 2 万亿左右，市场空间巨大。当前我国食材消费的总量中预制菜品占到 10%，而日本高达 60%。随着国内基建、互联网、物流体系的不断完善，预制菜品占餐饮食材采购比重将逐步提升。

图表 8：餐饮价值链



资料来源：中国饭店协会，国盛证券研究所

预包装食品助力餐饮标准化、连锁化发展，疫情加快餐饮零售化趋势。随着中游冷链物流体系、食品工艺日益完善，预制菜快速发展，助力餐饮企业实现标准化、连锁化。国内大型连锁餐饮品牌逐步涌现，如正新鸡排门店数量超过 2 万家，华莱士门店数量超过 1.2 万家。疫情期间堂食消费场景缺失，加速了餐饮半成品向家庭渗透的速度，更多中式快餐品牌开始考虑餐饮零售化。2020 年 5 月西贝正式发布“贾国龙功夫菜”，是西贝集团旗下餐饮零售化平台，公司计划在天津设立生产工厂，主营中央厨房业务，辐射京津冀地区。

预包装食品行业新进入者众多，各具优势。目前行业参与者包括餐饮企业、包装食品企业以及上游供应链企业。

- 1) 餐饮连锁企业做预包装食品更多是品牌力变现，向 C 端拓展，比如海底捞、星巴克、楼外楼等。这类企业在产品研发、品牌效应、会员体系及线下门店网络等方面具有优势；但是面临组织内部对预包装食品战略重视度的问题。
- 2) 传统预包装食品企业运营体系相对比较成熟，具有市场洞察、营销推广、渠道建设拓展以及规模化优势，此外组织内的灵活性、持续的创新性更具优势。比如速冻食品企业安井、三全等，可以不断扩充产品矩阵、产能快速响应。
- 3) 上游供应链企业具备食材资源、成本优势、生产与供应链优势，构建多品类平台能够满足不同类型餐饮企业的采购需求。

图表 9: 预包装食品行业部分参与品牌

	餐饮企业	包装食品企业	上游供应链企业
大型企业			
初创型企业 创新型企业			

资料来源: FoodPlus, 国盛证券研究所

餐饮供应链企业整合上下游资源, 支撑餐饮标准化、连锁化发展。相较于西餐而言, 中餐下游需求变化多样、追求个性化, 上游原材料以农产品居多且品类丰富, 标准化难度更高。除了火锅以外, 其他餐饮品类的标准化程度还只是起步阶段, 单个企业不可能通过自建工厂生产所有产品, 因而需要第三方中央厨房进行柔性、弹性生产。蜀海的目标是帮助餐饮企业建立符合自身品牌发展的供应链体系, 整合客户不具备优势的产品需求、物流需求、信息化需求等, 打造餐饮后端共享平台实现资源最大化。蜀海供应链 2018 年收入约 50 亿, 2020 年约 70 亿元, 第三方客户收入已经超过海底捞相关业务成为主要收入贡献。

图表 10: 蜀海供应链致力于实现共享平台



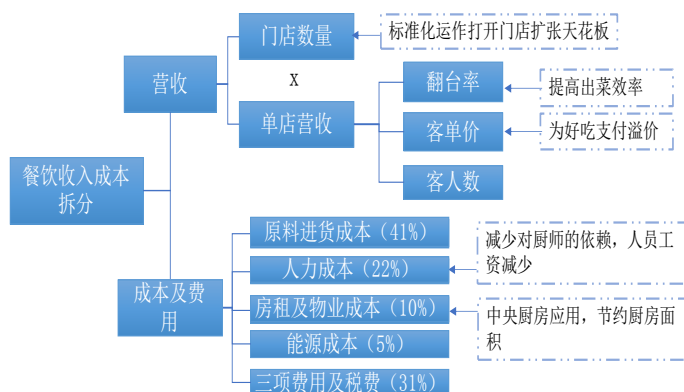
资料来源: 蜀海供应链, 国盛证券研究所

3.上游: 复合调味料千亿市场不断扩容

复合调味料解决人工及标准化的痛点, 延长餐饮企业生命周期。根据中国饭店协会的数据, 在餐饮行业的各项成本中, 人力成本的占比仅次于原材料总成本, 占比约为 21%,

成为限制餐饮行业标准化发展、利润率提升的重要因素。而复合调味料的应用恰好有助于餐饮企业摆脱对厨师的依赖，餐饮人力成本若下降 20%，则会对餐饮企业带来约 4pct 的利润率提升，贡献明显。同时，美团点评数据显示，2018 年餐厅平均寿命仅为 508 天，生命周期成为盈利关键，去厨师化将有效延长餐饮企业生命周期。

图表 11: 复合调味料解决餐饮连锁化过程中痛点



资料来源: 中国饭店协会, 国盛证券研究所 (注: 成本费用的占比为中国饭店协会所调研企业的平均值, 合计不等于 1)

餐饮连锁化催生复调需求, 速食产品、预制菜亦会拉动复调增长。我们对各类型餐饮实现连锁化所需的原材料进行分析, 可以发现餐饮连锁企业除了直接采购复合调味料以外, 其所需的冷冻食品、自热食品等原材料依然会创造复合调味料需求。2018 年我国复合调味料市场规模为 1091 亿元, 2013-2018 年复合增速约为 14.39%。火锅及川菜作为最易于连锁化的餐饮类型, 全国化普及过程中带动了川香调味料和底料的快速发展, 2011-2018 年川香调味料市场规模复合增速近 20%, 而火锅底料 2013-2018 年市场规模增速约为 15%, 均高于复合调味料整体增速水平。从 B、C 两端综合来看, 我们中性预计我国的复合调味料市场空间约为 4696 亿元, 餐饮连锁化率提升有望贡献较大增量。

图表 12: 各类型餐饮连锁化原材料需求分析

	冷冻食品 冷冻食材与冷冻 熟食	冷藏食品 冷藏食材与冷藏 熟食	方便面	自热食品	速煮面	方便米饭	调味品 特色调味品 复合调味品	常温熟食 以汤类、主 菜为主	食材 以常温特色 食材为主	烘焙 包含中式糕 点与西式糕 点的成品	RTD 饮料
火锅	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		
中式正餐	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
烧烤	✓	✓					✓				
面点&粉类	✓	✓			✓					✓	
中式快餐	✓	✓		✓	✓	✓			✓		
日料&韩料	✓	✓					✓		✓		
西餐	✓	✓			✓		✓	✓	✓	✓	
披萨	✓									✓	
西式快餐	✓										
咖啡										✓	✓
茶饮										✓	✓

资料来源: Foodplus, 国盛证券研究所

行业高速发展, 一二级市场投资机会不断涌现。随着复合调味料千亿级市场不断扩容, 颐海国际、天味食品、日辰股份相继上市, 为二级市场创造调味品板块投资机会。与此同时, 宝立食品、丁点儿、吉香居、加点滋味等企业亦受到一级市场的青睐, 其中宝立食品、丁点儿以及吉香居均已完成上市辅导协议签署, 拟进行上市。从产品类别来看, 各品牌覆盖品类较多元, 除火锅底料、川菜调料等较大赛道外, 部分企业布局裹粉、下

饭酱、佐餐食品等赛道，共同打开复合调味料的渗透空间，加速市场扩容。

图表 13: 部分复合调味料公司一览

公司	状态	产品
颐海国际	已上市	火锅底料、中式复合调味料、速食产品等
天味食品	已上市	火锅底料、川菜调料等
日辰股份	已上市	日式复合调味料等综合性调味料
宝立食品	未上市，2020 年 11 月签署上市辅导协议	裹粉、腌料类复合调味料、烹饪及佐餐酱汁类复合调味料、甜点茶饮类复合调味料等
丁点儿	未上市，2021 年 1 月发布首次招股说明书申报稿	川味复合调味料、川味特色花椒油等
吉香居	未上市，2021 年 2 月签署上市辅导协议，拟创业板挂牌上市	下饭泡菜、下饭酱等
加点滋味	未上市，4 个月内相继完两轮融资	三条产品线，两条面向餐桌场景（佐餐酱“每酱”、日式拌饭料“饭香松”），一条面向厨房场景（“钟点厨房”系列，包括泰式冬阴功、彩云六种菌菇、金汤花胶鸡、阳光番茄汤底）
饭扫光	未上市，完后亿元人民币 B 轮融资	川味方便佐餐食品等
澄明食品	未上市，完成 6000 万人民币 A 轮融资	以番茄为特色的火锅底料产品等

资料来源：网聚资本，wind，国盛证券研究所

风险提示

疫情反复影响终端恢复、消费者需求变化、行业竞争激烈。

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所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