

食品饮料

Q1 收入如期恢复，板块表现有所分化——财报总结之食品篇

乳制品：Q1 收入如期恢复，有效应对成本上行。从收入端来看，常温奶方面，在疫情影响下，2021 年春节旺季常温奶动销如期恢复。低温奶方面，随着消费者对新鲜度和营养价值的要求提高，疫情后巴氏奶呈现出较好的增长势头。伊利蒙牛低温奶业务增速预计快于常温奶，上市的区域型乳企均保持 30% 以上的同比增速。奶酪方面，妙可蓝多持续增效扩产，奶酪棒大单品持续放量。**从利润端来看**，由于常温奶双寡头格局稳定，从历史回溯来看，乳制品寡头对成本的应对能力较强，且顺势提价，对盈利有“正面”促进作用。2020 年底，针对原奶成本上行趋势，各家如期开始对旗下产品积极施策，提价减促，Q1 毛销差基本实现正增长，净利率平稳提升。

休闲卤制品：抓住“就地过年”机遇，淡季不淡。2020 年休闲卤制品三强加快开店速度，绝味、煌上煌、周黑鸭分别净增 1445、921、454 家门店。2021 年疫情影响减弱、消费复苏，单店收入逐步恢复正常。供给端角度，品类及龙头公司供应链日趋成熟，预计头部品牌将保持较快拓店速度，加快市场下沉，扩大市场份额。2020 年由于餐饮端受影响较大，鸭副分割品需求减少因而采购价格处于低位，绝味、煌上煌毛利率较 2019 年均有明显提升。20Q4 绝味可比口径毛利率约为 38.5%，同比提高 6.8pct；煌上煌 20Q4 毛利率也同比提升 6.9pct 至 44.8%，达到历年峰值。20Q4 绝味、煌上煌在采购价格低位增加原材料库存，2021Q1 毛利率环比保持平稳，同比大幅提升，盈利能力改善。

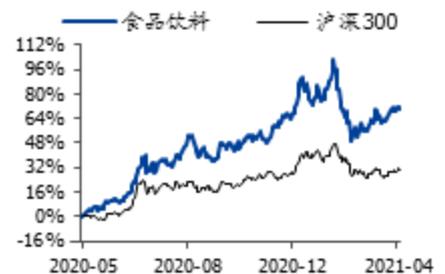
连锁业态：Q1 传统淡季，收入恢复、业绩承压。巴比食品/一鸣食品 21Q1 收入端恢复良好，毛利率承压、费用投放增加，盈利能力处于低位。巴比食品、一鸣食品主要消费场景均为早餐刚需消费，因而门店销售恢复较快，21Q1 门店收入基本恢复至正常水平，好于卤味、正餐等其他可选消费场景。但由于一季度春节假期消费者在家消费增多，通常为外食早餐消费场景淡季，产能利用率较低导致一季度为全年毛利率低点，叠加 21Q1 上游原材料成本上涨因素，巴比食品/一鸣食品 21Q1 毛利率较 19Q1 略有下滑。此外，巴比食品/一鸣食品均处于扩张阶段，21Q1 增加费用投放增加，因此归母净利润增幅较收入增速低，归母净利润率处于低位。

速冻食品：表现有所分化，安井一支独秀。2020 年来看，速冻食品受益于疫情带来的居家消费增长影响，各家速冻食品公司收入均有所提速，其中安井食品/三全食品/海欣食品/惠发食品收入分别同增 32.2%/15.7%/15.9%/16.5%，同时，在产能短期供求失衡下，各家速冻食品企业净利率也处于相对高位。2021Q1 来看，速冻食品行业表现有所分化，安井食品 Q1 实现收入 18.84 亿元，同增 47.3%，海欣食品/惠发食品等以 B 端为主的收入端保持高增速，但净利率同比有所下滑，三全以 C 端为主，2020 年高基数情况下，收入和业绩增速均有所下降。

风险提示：原材料成本上行风险，开店数量低于预期，食品安全风险

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

分析师 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：报表中的三个预期差——财报总结之白酒篇》2021-05-05
- 2、《食品饮料：行业洗牌重构，短期利润承压——财报总结之调味品篇》2021-05-05
- 3、《食品饮料：2020Q1 基金持仓分析：调味品白酒减配，板块排位仍居首》2021-04-25



内容目录

1、乳制品：Q1收入如期恢复，有效应对成本上行.....	3
1.1收入端：常温奶Q1如期恢复，成长赛道表现亮眼.....	3
1.2利润端：多措并举应对成本上行，盈利能力总体保持稳定.....	4
1.2.1毛利率：积极施策应对成本过快上行.....	4
1.2.2、费用率：成本上行，常温竞争趋缓，低温销售费用率恢复正常水平.....	4
1.2.3、净利率：龙头乳企盈利能力均有所提升.....	6
2、休闲卤制品：抓住“就地过年”机遇，淡季不淡.....	7
3、连锁业态：Q1传统淡季，收入恢复、业绩承压.....	8
4、速冻食品：表现有所分化，安井一支独秀.....	9
5、风险提示.....	10

图表目录

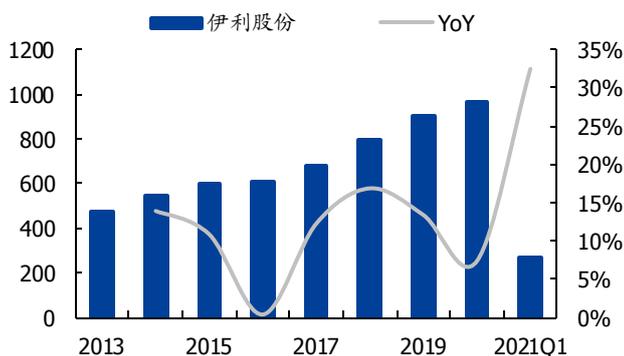
图表 1: 伊利股份收入及增速 (亿元)	3
图表 2: 蒙牛乳业收入及增速 (亿元)	3
图表 3: 光明乳业收入及增速 (亿元)	3
图表 4: 新乳业收入及增速 (亿元)	3
图表 5: 妙可蓝多收入及增速 (亿元)	4
图表 6: 主要乳制品公司毛利率变化.....	4
图表 7: 主要乳制品企业管理费用率和销售费用率变化.....	5
图表 8: 主要乳制品毛销差变化.....	6
图表 9: 主要乳制品企业归母净利率及变化.....	6
图表 10: 休闲卤制品公司门店数量拓展.....	7
图表 11: 绝味、煌上煌单季度收入(百万元)及增速.....	7
图表 12: 绝味、煌上煌单季度毛利率变化(还原口径).....	7
图表 13: 绝味、煌上煌单季度销售及管理费用率.....	8
图表 14: 绝味、煌上煌单季度归母净利润(百万元).....	8
图表 15: 巴比食品、一鸣食品单季度收入及增长(百万元).....	8
图表 16: 巴比食品、一鸣食品单季度净利率.....	8
图表 17: 安井食品收入及增速 (亿元)	9
图表 18: 三全食品收入及增速 (亿元)	9
图表 19: 海欣食品收入及增速 (亿元)	9
图表 20: 惠发食品收入及增速 (亿元)	9
图表 21: 主要速冻食品公司净利率变化情况.....	9

1、乳制品：Q1 收入如期恢复，有效应对成本上行

1.1 收入端：常温奶 Q1 如期恢复，成长赛道表现亮眼

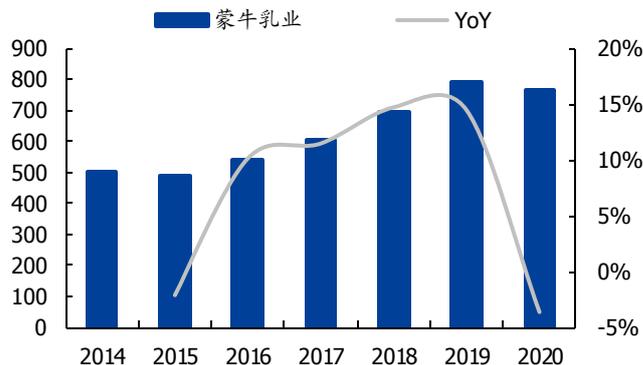
常温奶：2020 全年承压，2021Q1 如期恢复。在疫情影响下，2020 年春节常温奶消费场景缺失，以常温奶为主的伊利和蒙牛收入端有所承压，增速下滑。2020 伊利实现收入 968.86 亿元，同增 7.4%，蒙牛 2020 年实现收入 762.99 亿元，同降 3.6%。2021 春节旺季常温奶动销如期恢复，伊利实现收入 273.63 亿元，同增 32.5%，同比 2019Q1 增长 18.3%，蒙牛部分经销商调研反馈，动销保持 30% 以上的同比增速。

图表 1：伊利股份收入及增速（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 2：蒙牛乳业收入及增速（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

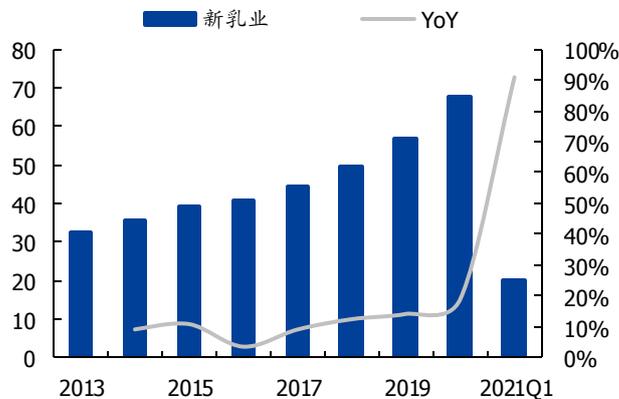
低温奶：巴氏奶消费趋势渐起，区域型低温乳企受益。随着消费者对新鲜度和营养价值的要求提高，疫情后巴氏奶呈现出较好的增长势头。伊利蒙牛低温奶业务增速预计快于常温奶；从地区性低温乳企来看，光明 2020/2021Q1 分别实现收入 252.23/69.86 亿元，同增 11.8/36.1%，新乳业 2020/2021Q1 分别实现收入 67.49/20.14 亿元，同增 18.9%/90.9%（剔除并购影响后 Q1 同增约 40% 左右）。此外，其他上市的区域型乳企如天润乳业、燕塘乳业、熊猫乳品均保持 30% 以上的同比增速。

图表 3：光明乳业收入及增速（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 4：新乳业收入及增速（亿元）

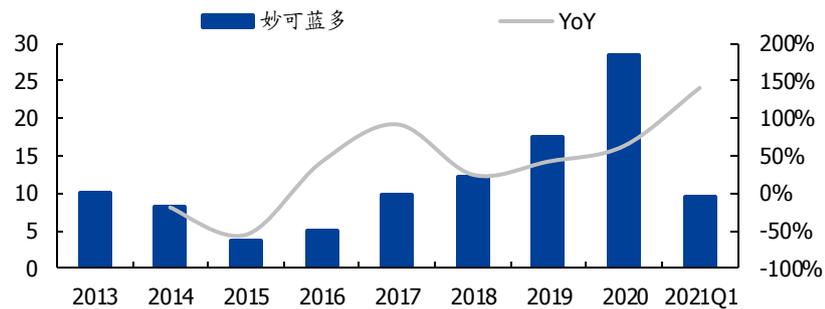


资料来源：wind、国盛证券研究所

奶酪：妙可蓝逆势弯道超车，大单品持续放量。疫情期间扩产增效，弯道超车，成为中国奶酪第一品牌，妙可蓝多 2020 年实现收入 28.47 亿元，同增 63.2%，2021Q1 实现收

入 9.51 亿元，同增 140.6%，其中奶酪棒大单品持续放量。

图表 5: 妙可蓝多收入及增速 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

1.2 利润端：多措并举应对成本上行，盈利能力总体保持稳定

1.2.1 毛利率：积极施策应对成本过快上行

由于常温奶双寡头格局稳定，从历史回溯来看，乳制品寡头对成本的应对能力较强，且顺势提价，对盈利有“正面”促进作用。2020年下半年开始，原奶价格持续上行，根据农业部数据，截至2021年3月底，生鲜乳价格为4.24元/公斤，预计全年仍有个位数的小幅增长。叠加会计政策的调整，各家乳企2020年毛利率均有所承压，2020年毛利率大多出现下滑现象。2020年底，针对原奶成本上行趋势，各家如期开始对旗下产品积极施策，提价减促，其中伊利蒙牛在2020年12月开始对旗下白奶产品小幅提价，有效应对了成本上行的压力，2021Q1伊利毛利率同比仍提升0.2pct。此外，奶酪方面，随着高毛利率的奶酪棒占比提升，妙可蓝多的毛利率稳步上行。

图表 6: 主要乳制品公司毛利率变化

	2020	同比 (pcts)	2020Q4	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)
伊利股份	36.0%	-1.4	32.9%	-3.4	37.7%	0.2
妙可蓝多	35.9%	4.4	32.7%	-3.7	38.7%	3.5
光明乳业	25.8%	-5.5	16.0%	-12.4	22.5%	-10.1
新乳业	24.5%	-8.6	6.4%	-25.2	25.3%	-6.6
三元股份	24.2%	-8.7	6.6%	-23.1	26.8%	-6.5
一鸣食品	40.0%	0.8	40.2%	-0.4	36.9%	4.9
贝因美	45.8%	-4.3	35.3%	-9.9	52.8%	0.6
熊猫乳品	24.7%	-4.0	26.0%	-3.2	23.4%	1.0
皇氏集团	20.6%	-6.3	8.6%	-17.9	22.4%	2.9
天润乳业	21.4%	-5.7	-2.9%	-29.2	19.0%	-8.9
燕塘乳业	28.4%	-6.8	9.3%	-25.3	29.5%	-2.3
庄园牧场	28.0%	-3.2	27.1%	-0.9	33.1%	8.7
蒙牛乳业	37.7%	0.1				
中国飞鹤	72.5%	2.5				

资料来源: wind、国盛证券研究所

1.2.2、费用率：成本上行，常温竞争趋缓，低温销售费用率恢复正常水平

销售费用率：常温奶来看，在成本上行背景下，伊利蒙牛价格战趋缓，费用投放更具效率，伊利2020/2021Q1销售费用率分别为22.3%/21.5%，同比下降1.1/3.6pcts，蒙牛2020年销售费用率为28.3%，同比提升1.1pcts，主要系低温奶等业务费用投放影响。低温奶来看，光明、新乳业、三元等乳企因2020Q1收入受损，销售费用率处于高基数，2021Q1基本恢复到正常水平，同时叠加会计准则调整后将运输费用计入成本的影响，三家Q1销售费用率同比分别下降9.2/7.1/10.8pcts；奶酪来看，随着规模的扩张，妙可蓝多的规模效应开始显现，费用率虽同比仍有提升，但增幅正在逐步收窄。

管理费用率：各家乳企管理费用率变化不大，其中2020年伊利管理费用率上行主要系股权激励费用影响。

图表 7: 主要乳制品企业管理费用率和销售费用率变化

	销售费用率						管理费用率					
	2020	同比 (pcts)	2020Q4	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)	2020	同比 (pcts)	2020Q4	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)
伊利股份	22.3%	-1.1	21.0%	-1.4	21.5%	-3.6	5.1%	0.3	6.6%	0.5	4.3%	-0.1
妙可蓝多	25.0%	4.4	19.7%	-7.2	26.0%	1.2	4.9%	-1.5	4.9%	-1.4	6.8%	1.6
光明乳业	17.1%	-4.5	3.9%	-14.7	17.3%	-9.2	3.3%	0.2	3.6%	1.4	2.6%	-0.4
新乳业	13.7%	-8.4	-3.2%	-24.3	15.2%	-7.1	5.5%	-0.2	5.3%	-0.4	6.2%	-0.8
三元股份	16.2%	-10.7	-4.5%	-31.4	19.2%	-10.8	4.5%	0.2	5.0%	-0.6	5.0%	-0.2
一鸣食品	25.5%	3.8	26.7%	4.6	25.6%	-4.0	5.4%	0.0	5.0%	0.0	6.9%	1.3
贝因美	40.9%	1.3	63.8%	29.6	36.2%	1.1	9.4%	-2.0	13.7%	1.1	7.8%	-0.5
熊猫乳品	7.0%	-1.8	6.1%	-1.9	7.6%	-3.6	4.6%	-0.2	4.8%	1.6	3.6%	-2.6
皇氏集团	7.9%	-3.9	-1.5%	-12.4	8.5%	-7.0	6.0%	-0.9	5.7%	-1.3	5.9%	-3.9
天润乳业	6.1%	-5.6	-16.3%	-31.1	7.3%	-7.8	4.0%	0.1	4.8%	0.2	3.3%	-1.1
燕塘乳业	13.3%	-4.8	-2.3%	-22.2	13.3%	-9.1	5.0%	-0.4	6.1%	-0.5	4.6%	-2.0
庄园牧场	9.9%	-0.1	12.4%	5.2	8.9%	-1.0	9.3%	-0.2	7.3%	-1.2	11.0%	0.1
蒙牛乳业	28.3%	1.1					4.1%	-0.1				
中国飞鹤	28.3%	0.3					6.2%	-0.4				

资料来源: wind、国盛证券研究所

为了剔除会计政策调整影响，观察企业应对成本压力的效果，从毛销差角度来看，2020年全年在疫情和下半年原材料成本上行影响下，在各家乳企毛销差同比下行；但到2021Q1来看，各家企业多措并举，通过调结构、直接提价和降低促销力度等方式，积极应对原材料成本上行的风险，伊利、新乳业、三元等主要乳制品企业毛销差均有提升。

图表 8: 主要乳制品毛销差变化

	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)
伊利股份	13.7%	-0.3	16.2%	3.9
妙可蓝多	11.0%	0.0	12.7%	2.3
光明乳业	8.7%	-1.0	5.2%	-1.0
新乳业	10.8%	-0.2	10.1%	0.5
三元股份	8.0%	2.0	7.6%	4.4
一鸣食品	14.6%	-3.1	11.4%	8.8
贝因美	4.9%	-5.6	16.7%	-0.5
熊猫乳品	17.7%	-2.2	15.8%	4.6
皇氏集团	12.7%	-2.4	13.9%	9.8
天润乳业	15.3%	-0.1	11.6%	-1.1
燕塘乳业	15.1%	-2.0	16.2%	6.8
庄园牧场	18.1%	-3.1	24.2%	9.7

资料来源: wind、国盛证券研究所

1.2.3、净利率: 龙头乳企盈利能力均有所提升

1) 常温奶方面: 龙头伊利蒙牛通过提价减促的方式积极应对原材料成本上行, 价格战趋缓, 竞争格局持续改善, 2020 年盈利能力同比持平略下滑, 2021Q1 伊利净利率同比 2020 年和 2019 年均实现大幅增长。**2) 低温奶方面:** 盈利能力恢复至正常, 2020 年低基数下呈现大幅提升趋势。**3) 奶酪方面:** 妙可蓝多在品牌和渠道势能积累下, 竞争优势和规模效应逐步开始体现, 盈利能力有所提升。

图表 9: 主要乳制品企业归母净利率及变化

	2020	同比 (pcts)	2020Q4	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)
伊利股份	7.3%	-0.4	4.6%	-1.5	10.3%	4.8
妙可蓝多	2.1%	1.0	0.7%	-0.6	3.4%	0.8
光明乳业	2.4%	0.2	2.8%	1.8	1.4%	-0.1
新乳业	4.0%	-0.3	4.1%	-0.4	1.5%	4.0
三元股份	0.3%	-1.3	3.5%	7.3	2.4%	10.2
一鸣食品	6.8%	-1.9	5.8%	-3.4	2.0%	5.5
贝因美	-12.2%	-8.5	-81.5%	-81.9	2.6%	0.7
熊猫乳品	11.9%	0.9	17.5%	3.9	7.4%	6.9
皇氏集团	-5.5%	-7.6	-21.7%	-25.9	0.9%	13.5
天润乳业	8.3%	-0.2	6.1%	0.7	7.2%	1.5
燕塘乳业	6.4%	-2.0	2.0%	-1.5	8.6%	8.2
庄园牧场	1.4%	-4.9	2.0%	-4.4	8.9%	16.2
蒙牛乳业	4.6%	-0.6				
中国飞鹤	25.2%	1.8				

资料来源: wind、国盛证券研究所 (注: 飞鹤为扣非后归母净利率)

2、休闲卤制品：抓住“就地过年”机遇，淡季不淡

休闲卤制品强者愈强，逆势加快门店扩张。2020年休闲卤制品三强加快开店速度，绝味、煌上煌、周黑鸭分别净增1445、921、454家门店。我们认为主要驱动因素包括：1) 疫情使个体户及中小品牌生存环境愈发艰难，集中度向头部集中；2) 疫情期间很多好的门店位置出现，绝味率先鼓励加盟商逆势拿铺，房租成本降低；3) 行业供应链成熟，加盟商管控体系成熟，龙头品牌绝味得以提速，同时周黑鸭正式开放加盟模式。

未来2-3年，头部企业继续加速开店。2021年疫情影响减弱、消费复苏，单店收入逐步恢复正常。供给端角度，品类及龙头公司供应链日趋成熟，预计头部品牌将保持较快拓店速度，加快市场下沉，扩大市场份额。2021年是绝味股权激励考核第一年，收入增长目标为25%，较往年提速，预计主要通过加快开店、收编整区域小品牌门店实现。煌上煌2021年计划新开门店1400家；周黑鸭也计划新增约800-1000家特许加盟店。

图表 10: 休闲卤制品公司门店数量拓展

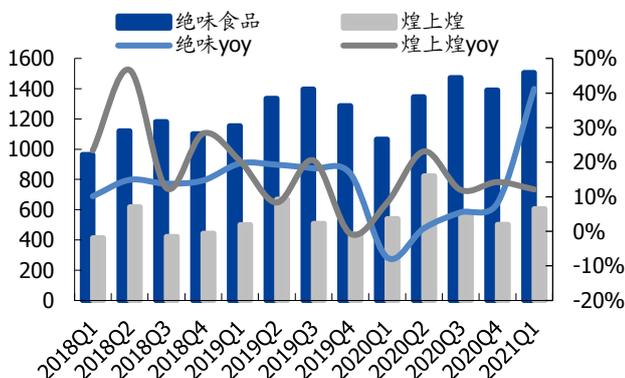
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
绝味	3686	5240	5746	6187	7172	7758	9053	9915	10954	12399
煌上煌	1798	1925	2043	2239	2366	2393	2605	3008	3706	4627
周黑鸭			389	468	641	778	1027	1288	1301	1755

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

21Q1 受益“就地过年”，收入端实现较快增长。绝味食品2021年2月份抓住春节期间就地过年政策，举办首届“年货节”，并推出针对餐桌的卤味新品，21Q1收入同比+41.2%，实现“淡季不淡”。根据草根调研情况，春节期间一二线城市商圈门店率先受益“就地过年”，单店销售较2019Q1增长，社区门店及低线城市门店其次，交通枢纽门店仍有缺口。

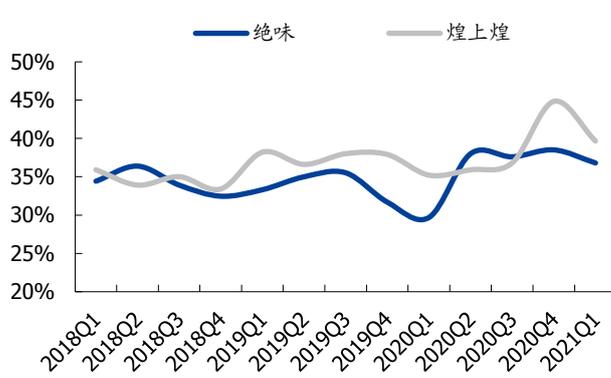
成本端鸭副价格下行，2020Q4 低位增加囤货。2020年由于餐饮端受影响较大，鸭副分割品需求减少因而采购价格处于低位，绝味、煌上煌毛利率较2019年均有明显提升。20Q4绝味可比口径毛利率约为38.5%，同比提高6.8pct；煌上煌20Q4毛利率也同比提升6.9pct至44.8%，达到历年峰值。20Q4绝味、煌上煌在采购价格低位增加原材料库存，2021Q1毛利率环比保持平稳，同比大幅提升，盈利能力改善。

图表 11: 绝味、煌上煌单季度收入(百万元)及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

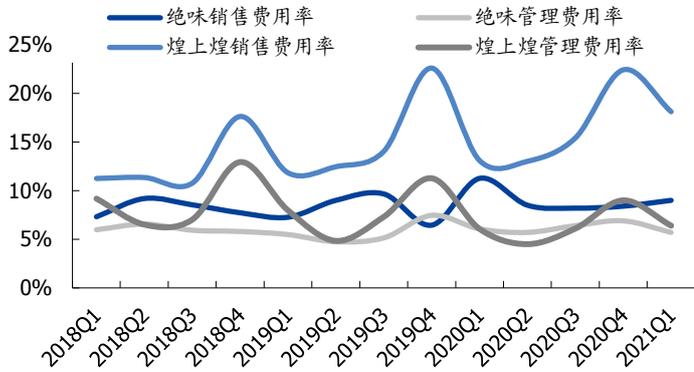
图表 12: 绝味、煌上煌单季度毛利率变化(还原口径)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

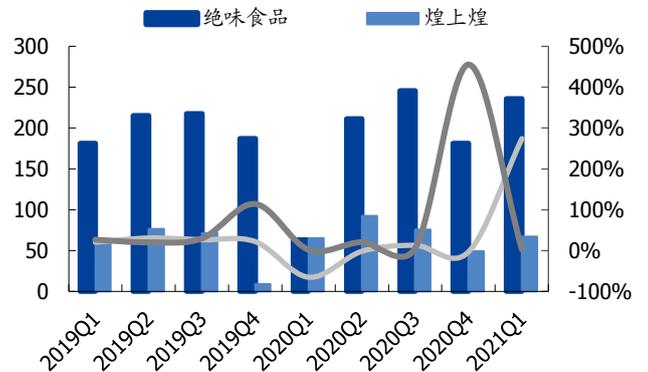
21Q1 销售费用投放增加，绝味业绩略超预期。绝味 21Q1 举办年货节，加大费用投放，可比口径销售费用率较 20Q4、19Q1 均有提升，但由于收入端增长较快，规模效应下仍较 20Q1 下滑。受益毛销差明显扩大，绝味 21Q1 实现归母净利润 2.4 亿元，同比 20Q1+274.7%，较 19Q1+30.1%，业绩略超市场预期。

图表 13: 绝味、煌上煌单季度销售及管理费用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 绝味、煌上煌单季度归母净利润(百万元)

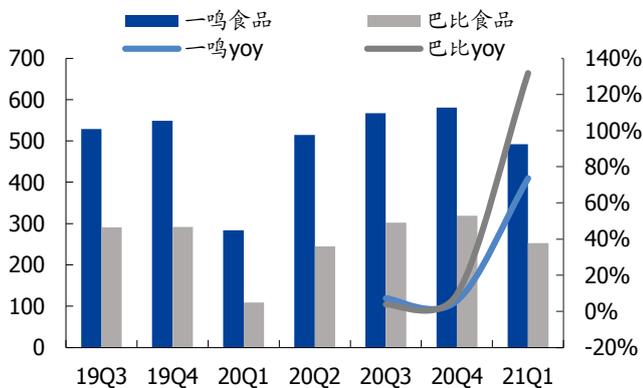


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3、连锁业态: Q1 传统淡季, 收入恢复、业绩承压

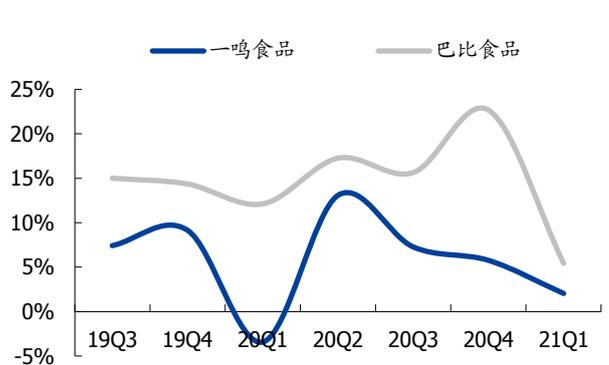
巴比食品、一鸣食品 21Q1 收入端恢复良好, 毛利率承压、费用投放增加, 盈利能力处于低位。巴比食品、一鸣食品主要消费场景均为早餐刚需消费, 因而门店销售恢复较快, 21Q1 门店收入基本恢复至正常水平, 好于卤味、正餐等其他可选消费场景。但由于一季度春节假期消费者在家消费增多, 通常为外卖早餐消费场景淡季, 产能利用率较低导致一季度为全年毛利率低点, 叠加 21Q1 上游原材料成本上涨因素, 巴比食品、一鸣食品 21Q1 毛利率较 19Q1 略有下滑。此外, 巴比食品、一鸣食品均处于扩张阶段, 21Q1 增加费用投放增加, 因此归母净利润增幅较收入增速低, 归母净利润率处于低位。

图表 15: 巴比食品、一鸣食品单季度收入及增长(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 巴比食品、一鸣食品单季度净利润率

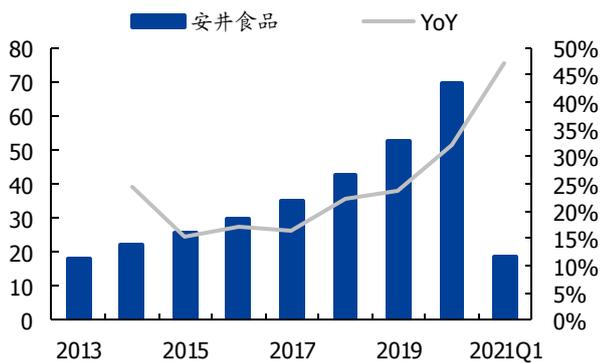


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4、速冻食品：表现有所分化，安井一支独秀

2020 年来看，速冻食品受益于疫情带来的居家消费增长影响，各家速冻食品公司收入均有所提速，其中安井食品/三全食品/海欣食品/惠发食品收入分别同增 32.2%/15.7%/15.9%/16.5%，同时，在产能短期供求失衡下，各家速冻食品企业净利率也处于相对高位。2021Q1 来看，速冻食品行业表现有所分化，安井食品 Q1 实现收入 18.84 亿元，同增 47.3%，海欣食品/惠发食品等以 B 端为主的收入端保持高增速，但净利率同比有所下滑，三全以 C 端为主，2020 年高基数情况下，收入和业绩增速均有所下降。

图表 17: 安井食品收入及增速 (亿元)



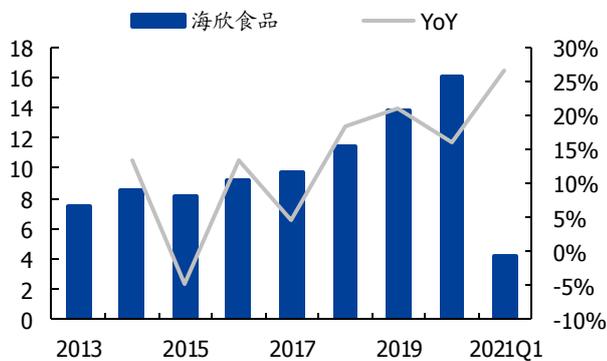
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 18: 三全食品收入及增速 (亿元)



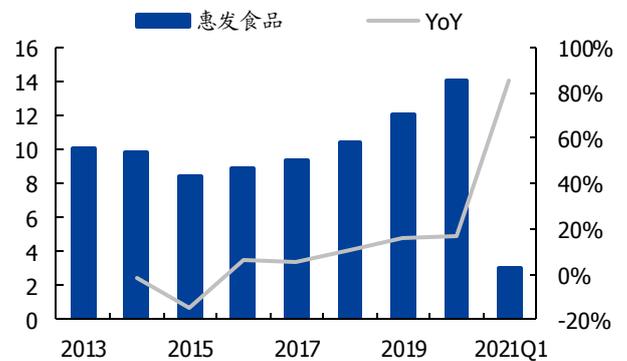
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 19: 海欣食品收入及增速 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 20: 惠发食品收入及增速 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 21: 主要速冻食品公司净利率变化情况

	2020	同比 (pcts)	2020Q4	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)
安井食品	8.7%	1.6	9.1%	1.4	9.2%	2.4
三全食品	11.1%	7.4	11.5%	5.6	7.5%	-4.1
海欣食品	4.4%	3.9	0.9%	2.0	3.1%	-3.5
惠发食品	1.6%	1.1	1.8%	-7.4	-10.9%	-1.1

资料来源: wind、国盛证券研究所

5、风险提示

原材料成本上行风险，开店数量低于预期，食品安全风险。

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