



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

## 奶酪：零食化方兴未艾，佐餐场景尚需培育

分析师：尹沿技 执业证书号：S0010520020001

联系人：陆金鑫 执业证书号：S0010120120022

2022年3月26日

华安证券研究所



- ✓ 奶酪零售市场发展提速，产品结构面临调整。
  - 我国奶酪消费尚处初级阶段，若按液态奶消费量30%比例计算，奶酪消费量将有6倍以上增长空间。
  - 受供需潜能和渠道推力拉动，奶酪棒市场快速成长。但儿童是奶酪主要消费群体，奶酪认知有待拓展。
  - 奶酪棒短期竞争加剧，行业进入洗牌期。品质差异化成为破局机会，头部企业加速开发低线市场和常温终端。
  
- ✓ 日本奶酪零售业态发达，奶酪产品零食化趋势明显。作为成熟市场，天然奶酪消费占比逐步提升。
  - 奶酪零食仍将是国内奶酪行业最重要的赛道，消费群体将从儿童拓展至成人，消费场景覆盖通勤、下午茶、夜宵等。
  - 再制干酪产品形态丰富，品质稳定，短期将是行业发展重点。国标将提升再制干酪的奶酪添加比例下限至51%，利于行业良性发展。
  - 类似于雪印手撕奶酪的天然奶酪零食是蓝海市场，但天然奶酪价格带偏高，目前消费者接受程度较低。
  
- ✓ 伴随韩国餐饮西化进程，佐餐奶酪成为主流。除了西式快餐的普及，部队火锅、芝士年糕成为大众菜肴。
  - 国内奶酪餐饮消费量将随着西式快餐拓店稳定增长。国外企业具备原料优势和稳定B端客群，国产替代难度较大。
  - 奶酪与中餐烹饪结合点有待发掘，家庭佐餐或是国内企业成长机遇。
  
- ✓ 投资建议
  - 我国奶酪原料长期依靠进口，新西兰、澳洲奶酪进口关税下降，有利于减轻奶酪企业原料成本。
  - 建议关注妙可蓝多、熊猫乳品。



1

奶酪零售市场发展提速，产品结构面临调整

2

日本奶酪零食化，天然奶酪成为发展重点

3

伴随韩国餐饮西化进程，佐餐奶酪成为主流

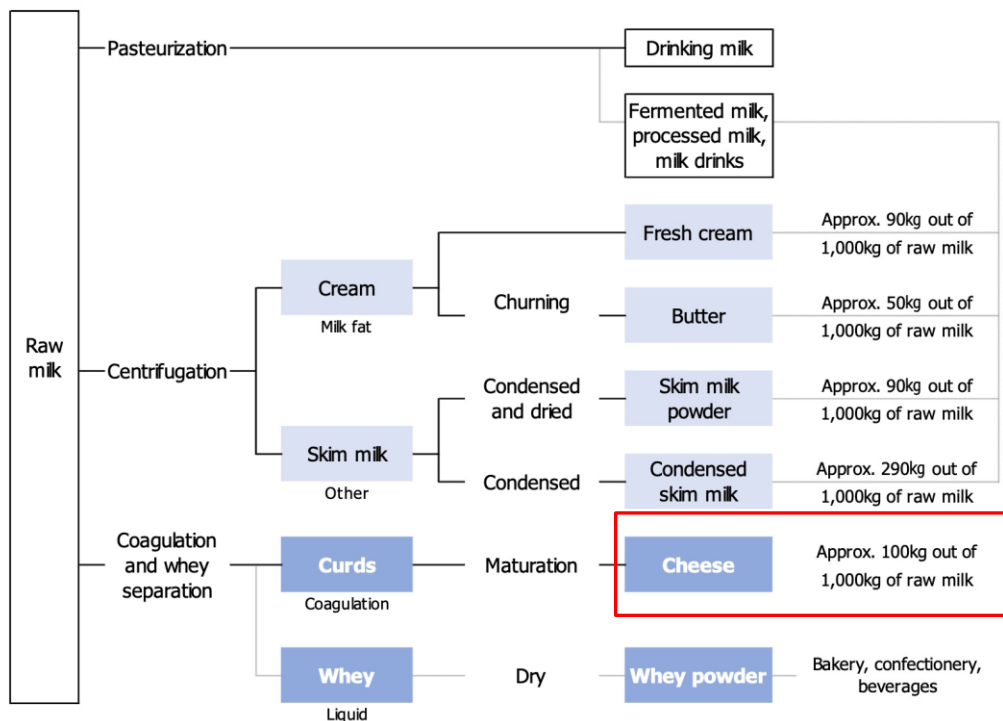
4

投资建议



- 奶酪是乳制品消费进阶的产品形态。1吨的生鲜乳经过发酵、凝乳、切割和成熟工艺，仅可制作100千克的奶酪，含有丰富的蛋白、钙和风味物质。
- 再制干酪使奶酪生产与消费进一步普及。20世纪初，美国人将天然奶酪与牛奶、乳化剂、稳定剂、调味料和色素混合在一起，制造出了再制干酪。具备易融化、成本低、保质期长等优势，适于工业化、标准化量产，全球范围内迅速普及。

### 从鲜奶到奶酪得率仅有10%



### 奶酪的分类

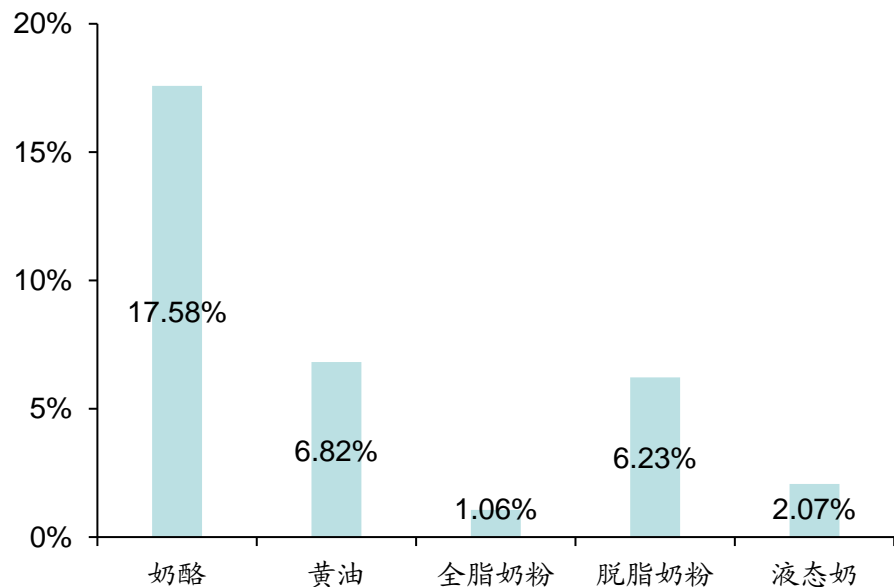
奶酪大类	奶酪小类	细分类型	具体品种
天然奶酪	成熟奶酪	硬质奶酪	车达，古达，蒙特利杰克等
		软质奶酪	卡蒙贝尔、布里等
	新鲜奶酪	奶油奶酪，马苏里拉等	
	蓝纹奶酪	蓝纹，洛克福等	
再制干酪		涂抹式，芝士片，奶酪棒等	

资料来源：Shared Research，华安证券研究所



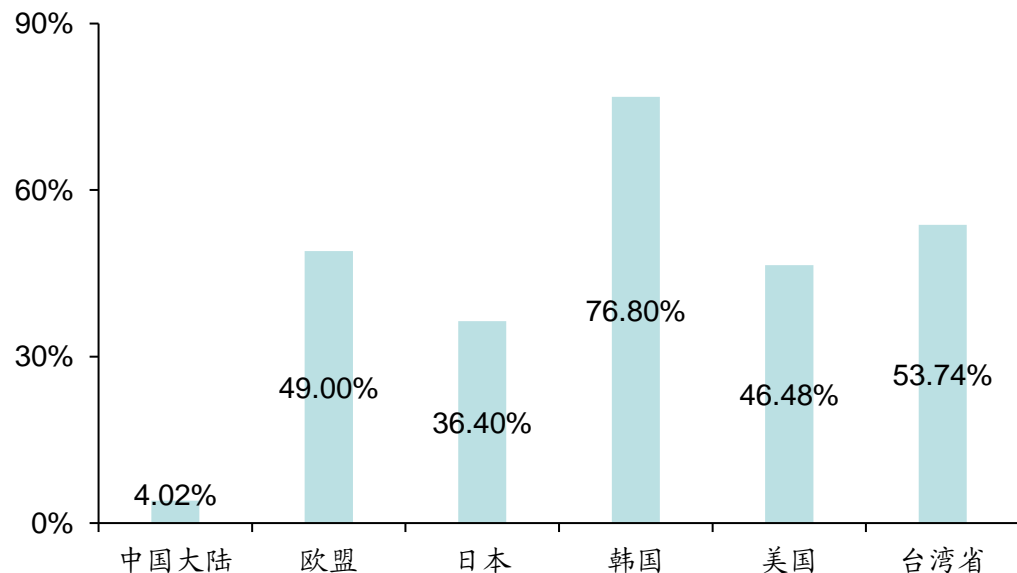
- 海外成熟市场陆续经历乳粉、液态乳、奶酪和奶油3个消费阶段，奶酪成为大众级消费品。对标欧美、日韩等发达国家，我国奶酪消费量依然较小，2021年消费量还原后与液态奶比例仅有4.02%，未来还有很大增长空间。
- 奶酪是乳品中增速最快的细分品类，2013-2022消费量CAGR接近18%，远快于奶粉和液态奶。

2013-2022年我国奶酪消费量复合增速接近18%



资料来源：USDA，华安证券研究所

我国还原后奶酪/液态奶消费量比例仅有4%

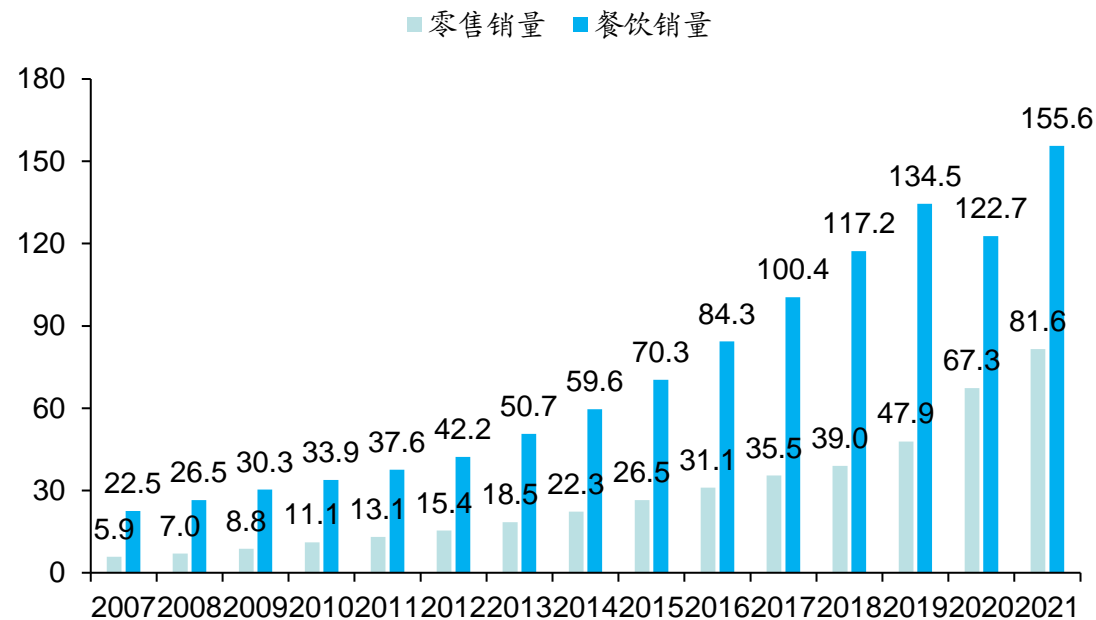


资料来源：USDA，华安证券研究所



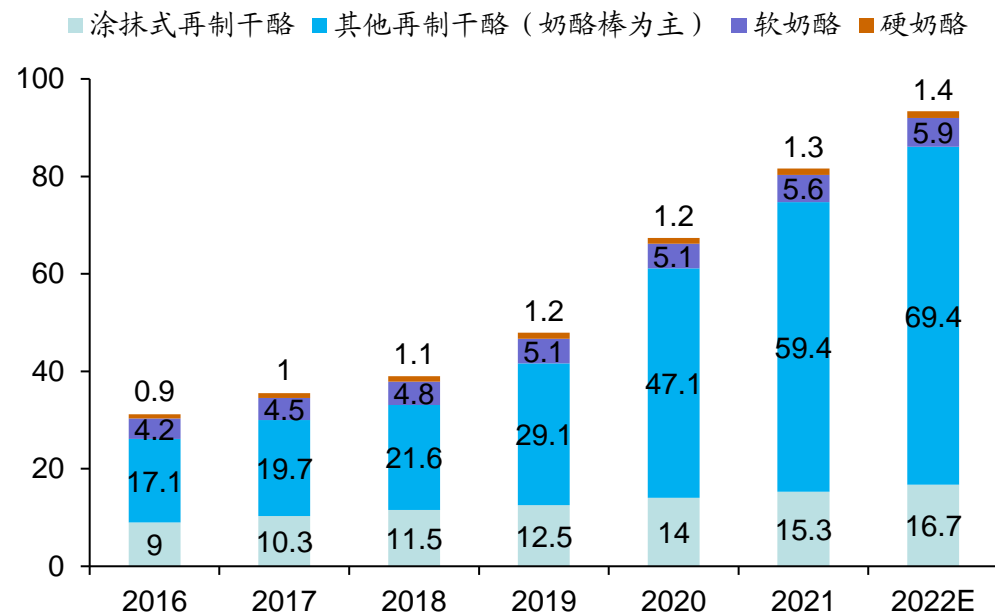
- 我国奶酪销量仍以餐饮为主体，预计将保持稳步增长。2021年达15.56万吨，占总销量的66%，2007-2021 CAGR 14.8%。
- 以奶酪棒为代表的再制干酪驱动奶酪零售销量大幅增长，预计将保持较快增速。2021年达8.16万吨，占总销量的34%，2007—2021 CAGR 20.6%。2020年奶酪棒热销，销量同比增长40%。从结构上来看，零售消费以再制干酪为主，2022年预计占比达到92%。

我国奶酪以餐饮消费为主，零售销量大幅增长（千吨）



资料来源：欧睿，华安证券研究所

我国奶酪零售消费以奶酪棒为主（千吨）

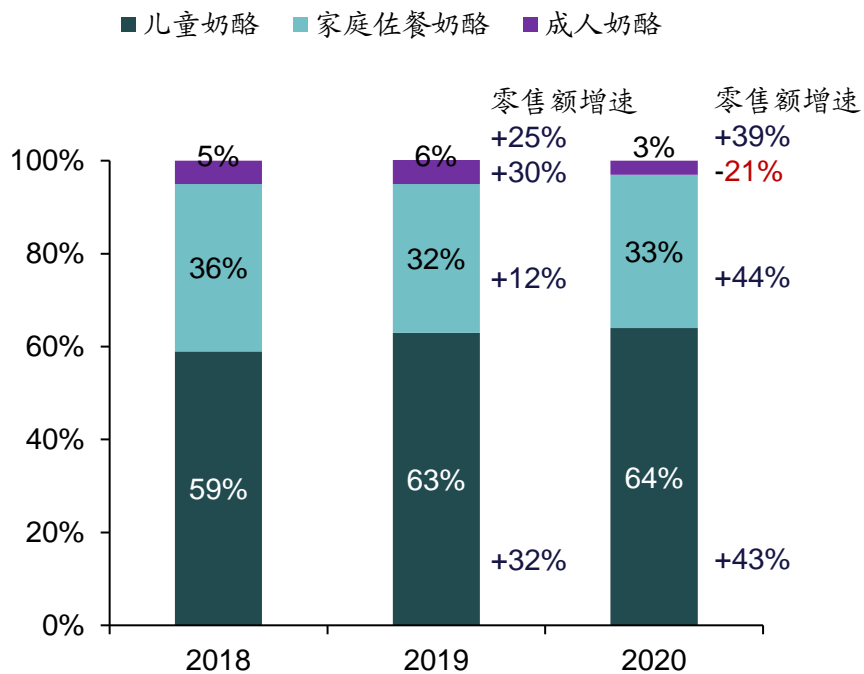


资料来源：欧睿，华安证券研究所



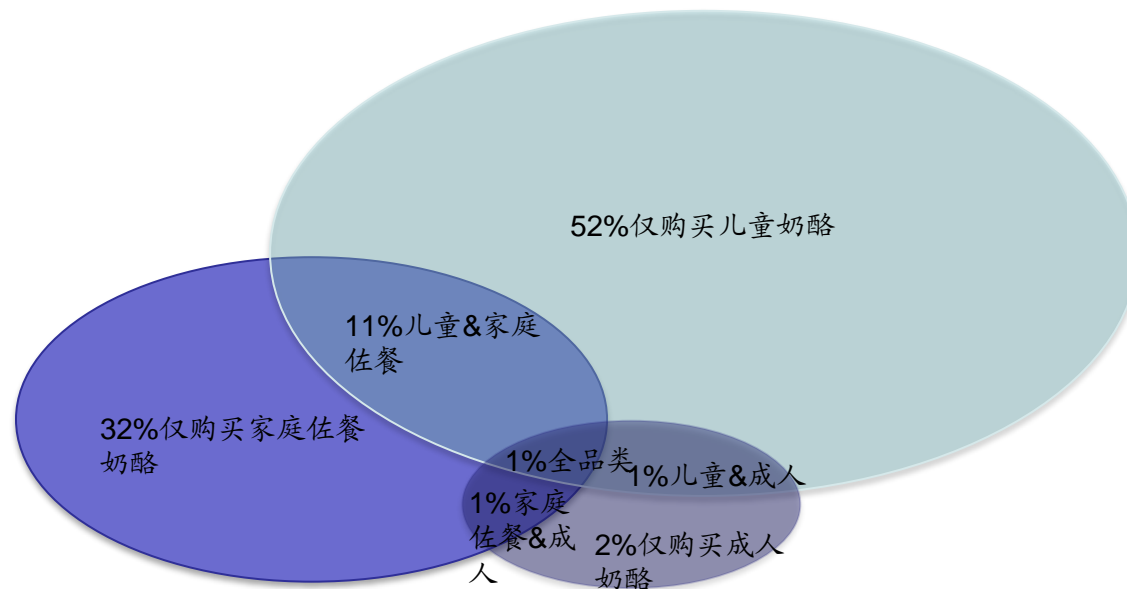
- 疫情利好奶酪零售额增长。2020年增速达39%，其中儿童奶酪43%，家庭佐餐奶酪44%。
- 我国奶酪消费集中在儿童群体，奶酪认知有待提升。2020年零售额占比达到64%，而家庭佐餐消费和成人消费仅占33%和3%。同时，有52%的调研人群仅购买儿童奶酪，同时购买全部品类的占比仅有1%。

### 我国奶酪消费集中在儿童群体



资料来源：凯度，华安证券研究所

### 消费者对奶酪认知相对片面，仅有1%人群购买全品类



资料来源：凯度，华安证券研究所



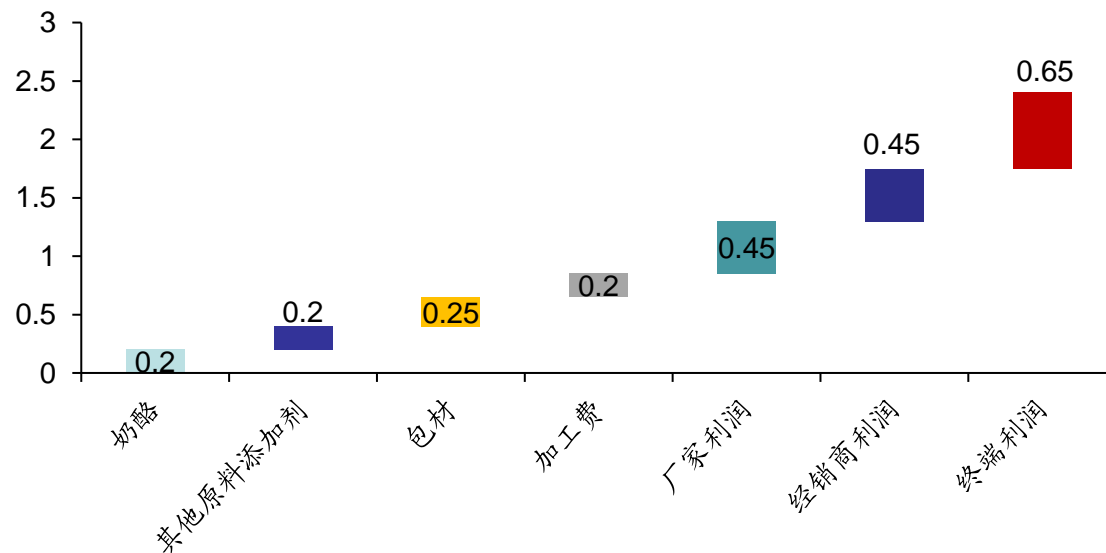
- 我们认为奶酪棒放量主要源于：（1）需求端：定位庞大儿童群体，满足钙和蛋白补充需求。我国4-7岁儿童数量近7,000万，以目前年产8亿支测算，每人每年仅需消费10支。而百吉福母公司在日本推出的成人奶酪棒则反响平平。（2）供应端：生产线实现国产替代，进入门槛大幅降低，进口奶酪生产线成本为2,000万元（产能37,500-75,000支/h），国产后成本为300-500万元（产能7,500-9,000支/h）。（3）渠道端：经测算，奶酪棒产品出厂价为1.3元，经销商批发价1.75元，终端售价2.4元，厂家、经销商和终端毛利在30%左右，较大的利润空间产生充足的渠道推力。

● Sacvencia在日本推出的成人奶酪棒



资料来源：Savencia，华安证券研究所

● 国内奶酪棒生产成本与渠道利润拆解（元/支）



资料来源：华安证券研究所整理





- 奶酪棒吸引新老玩家入局，打折促销成为常态。以电商渠道为例，头部品牌以低价策略抢占最大销量，伊利每克售价仅0.109元，而吉士丁的常温产品单位价格低至0.069元/克。
- 奶酪棒产品差异化并不突出，主要以包装IP吸引儿童，除高钙高蛋白等卖点外，未来干酪含量提升将成为大方向。

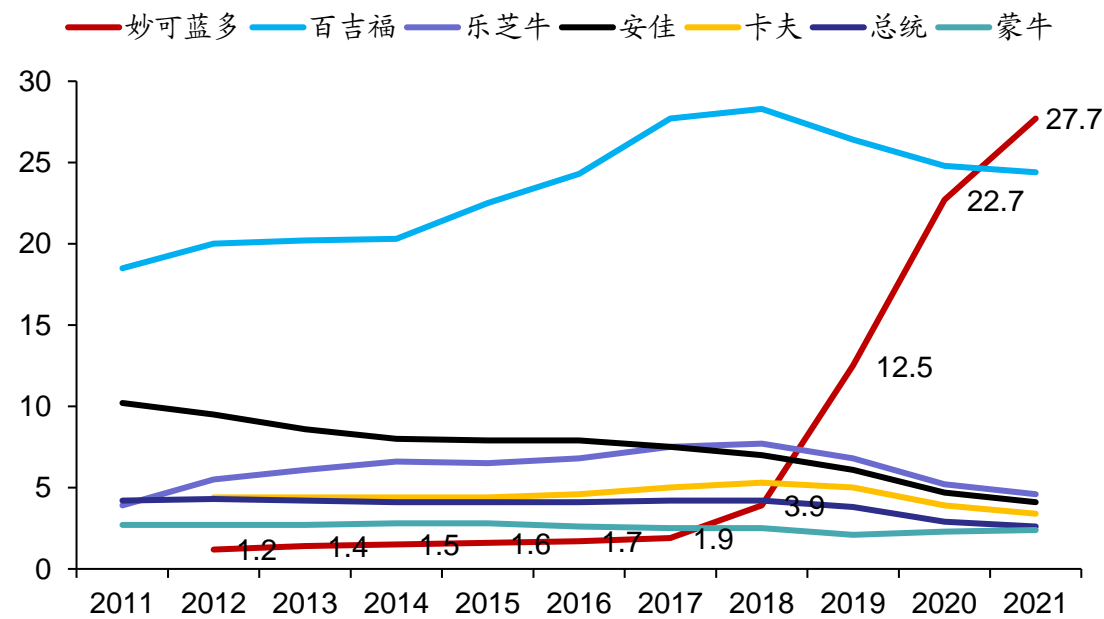
品牌	天猫旗舰店销量	建议零售价 (元)	实际零售价 (元)	规格	单位价格(元/克)	IP	干酪含量	常温/低温
伊利	100万+	79	49	18g*25支	0.109	冰墩墩雪容融	未标示	低温
百吉福	100万+	151.4	127	20g*50支	0.127	机器猫	未标示	低温
妙可蓝多	90万+	198	138	20g*50支	0.138	汪汪队立大功	未标示	低温
认养一头牛	80万+	109	34.9	20g*6支	0.291	—	>51%	低温
吉士丁	20万+	79.9	69.9	20g*50支	0.069	—	>30%	常温
妙飞	10万+	95	68	20g*25支	0.136	超级飞侠	未标示	低温
君乐宝思客奇	1万+	129.9	129.9	18g*65	0.111	大头儿子	>60%	低温

资料来源：天猫，华安证券研究所



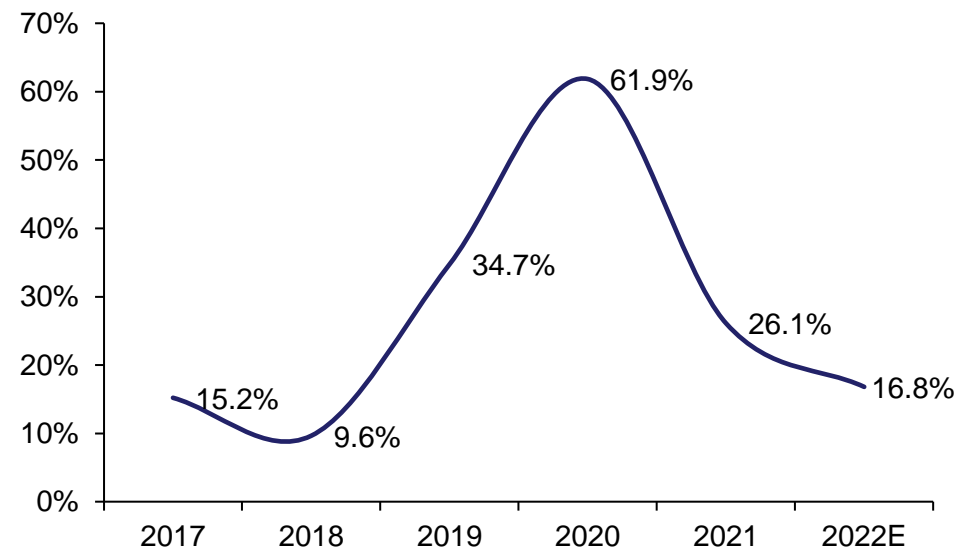
- 受益于奶酪棒热销，妙可蓝多市占率从2012年的1.2%快速升至2021年的27.7%，超过百吉福成为第一品牌。
- 儿童奶酪棒拉动奶酪零售额的高速成长或不可持续。随着市场竞争加剧和基数变大，2022年奶酪零售额增速预计为16.8%，远低于2020和2021年。
- 行业将低线城市和常温终端作为儿童奶酪棒发展重点。据凯度调查，奶酪2021年在三线城市渗透率已达一线城市两年前水平，下线市场空间不容小觑。另一方面，常温终端体量（300-400万）数倍于低温，触达人群更广。

妙可蓝多市占率快速提升至第一 (%)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

奶酪零售额增速预计将向均值回落



资料来源：欧睿，华安证券研究所



1

奶酪零售市场发展提速，产品结构面临调整

2

日本奶酪零食化，天然奶酪成为发展重点

3

伴随韩国餐饮西化进程，佐餐奶酪成为主流

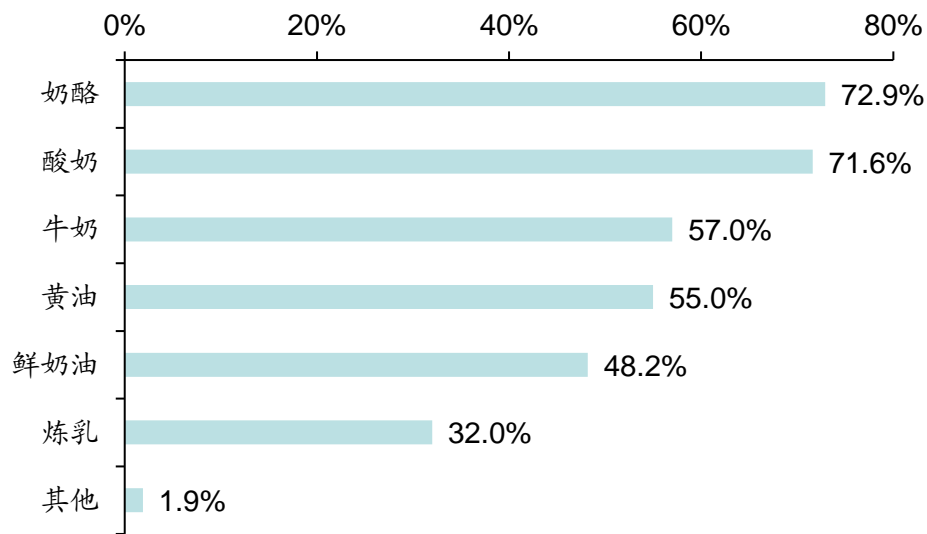
4

投资建议



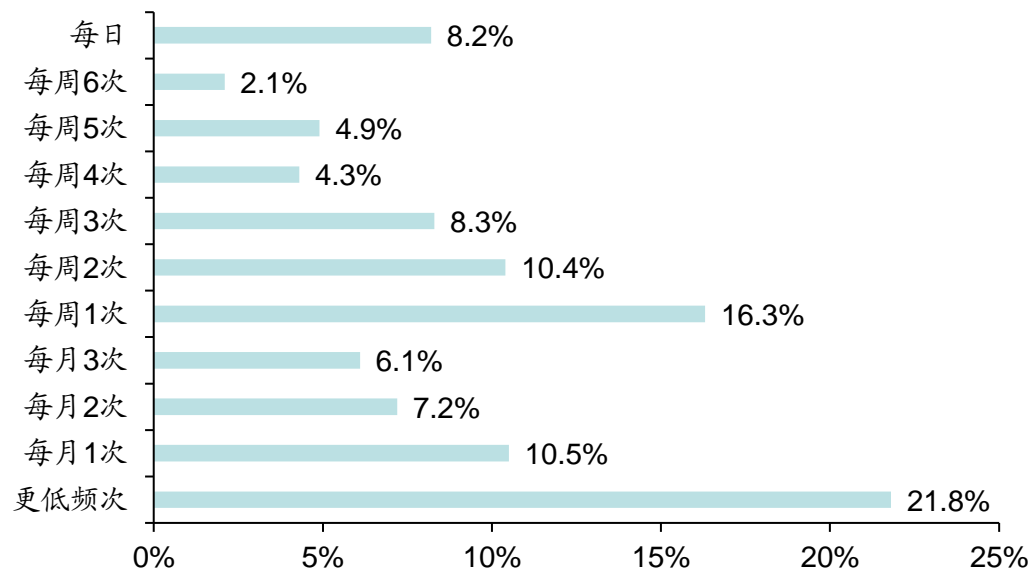
- 奶酪是日本消费者最喜爱的乳制品品类。根据日本乐天2020年10月以47个都道府县的10~80岁的男女4,700人为样本进行的调查，喜爱的乳制品，回答最多的是“奶酪”（72.9%），是过去3年间最高的结果（2018年：67.9%、2019年：71.7%）。接下来是“酸奶”（71.6%）、“牛奶”（57.0%）。
- 日本社会已养成稳定的奶酪消费习惯。调查样本中，每两个人中就有一人每周吃一次以上的奶酪。

☉ 奶酪高居日本消费者喜爱乳制品榜首



资料来源：日本乐天，华安证券研究所

☉ 每周一次（含）以上奶酪消费频次比例达54.5%

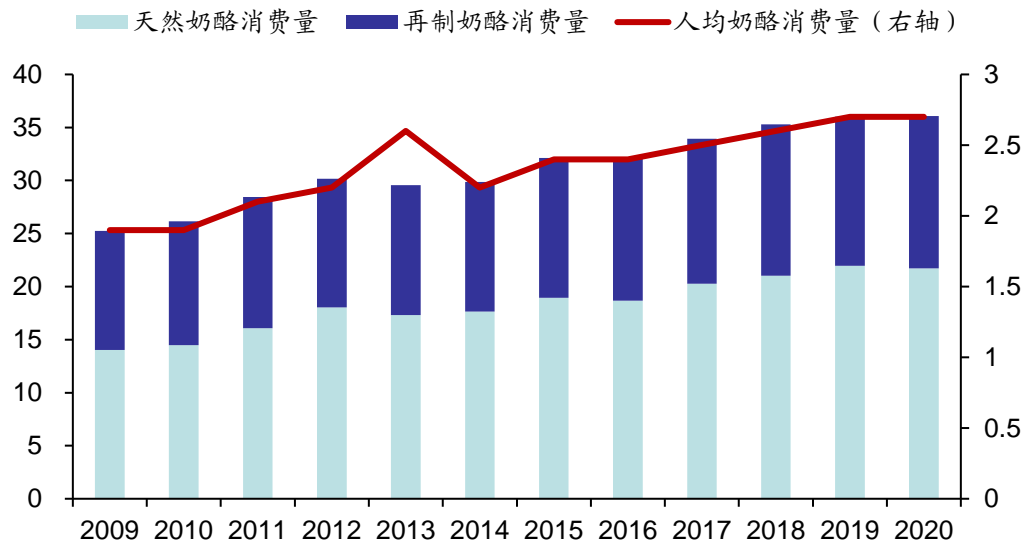


资料来源：日本乐天，华安证券研究所

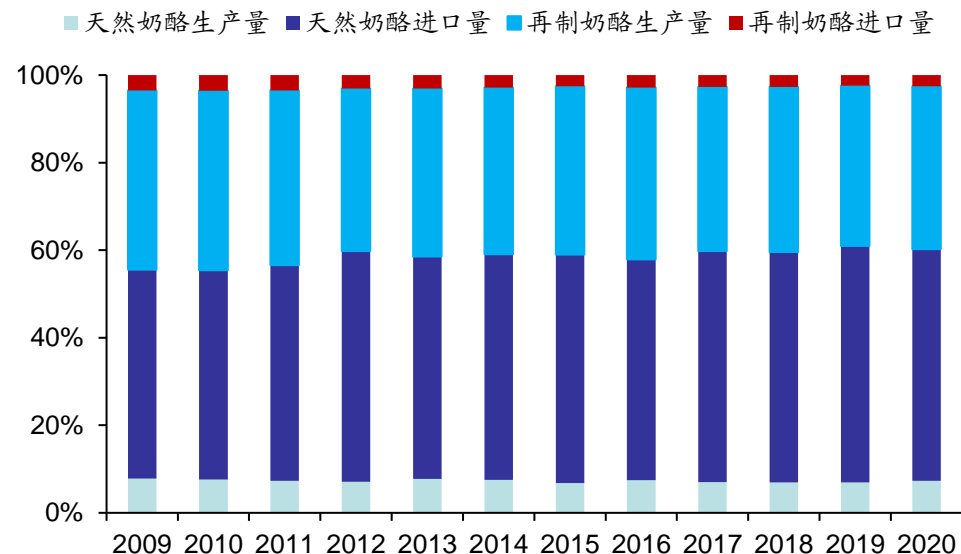


- 日本天然奶酪消费量增速较高，但再制奶酪同样保持增长。天然奶酪消费量从2009年的14.04万吨增长至2020年的21.72万吨，CAGR 4.0%。再制奶酪消费量则从2009年的11.22万吨增长至2020年的14.35万吨，CAGR 2.2%。天然奶酪消费量占比从2009年的55.6%缓慢攀升至2020年的60.2%。
- 日本天然奶酪主要依赖进口，再制奶酪则以国产为主。2020年用于最终消费的天然奶酪进口量达19.10万吨，再制奶酪国内产量达到13.42万吨，2009-2020 CAGR分别为 4.3%和2.4%。

日本天然奶酪消费占比不断提升（万吨，千克/人）



日本天然奶酪依赖进口，再制奶酪实现国产





- 为促进奶酪产业的发展，日本将奶酪加工制品进一步细分为再制干酪和奶酪食品。根据日本奶酪公平贸易协会(Japan Cheese Fair Trade Council)颁布的《天然奶酪、再制干酪及奶酪食品的公开竞争规则及有关规定集》，再制干酪的乳固形物含量必须在40%以上，而奶酪食品的干酪含量必须在51%以上。
- 规定干酪或乳成分含量下限促进行业向高质高价方向发展，而其他允许添加成分则保留了充足的产品创新空间。

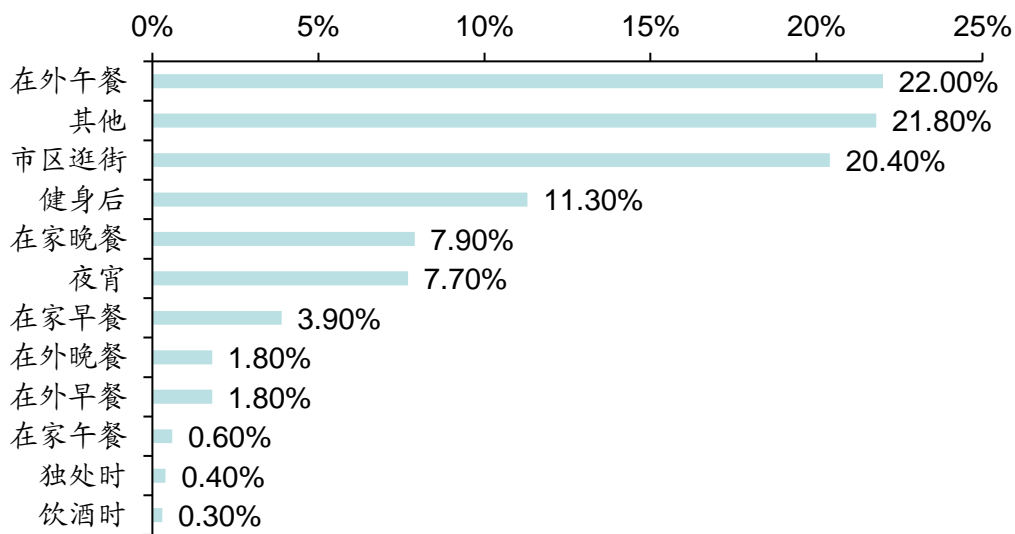
	再制干酪	奶酪食品
干酪含量	乳脂肪量和乳蛋白量之和在40%以上	51%以上
	食品添加剂	食品添加剂
允许添加物	用于调整脂肪含量的奶油、黄油或植物油	非乳来源的脂肪、蛋白质或糖类（添加量在产品总重量10%以内）
	赋予香味、口感、营养、功能性或物理性能的食品原料，添加量不得超过固形物的1/6	

资料来源：日本奶酪公平贸易协会，华安证券研究所



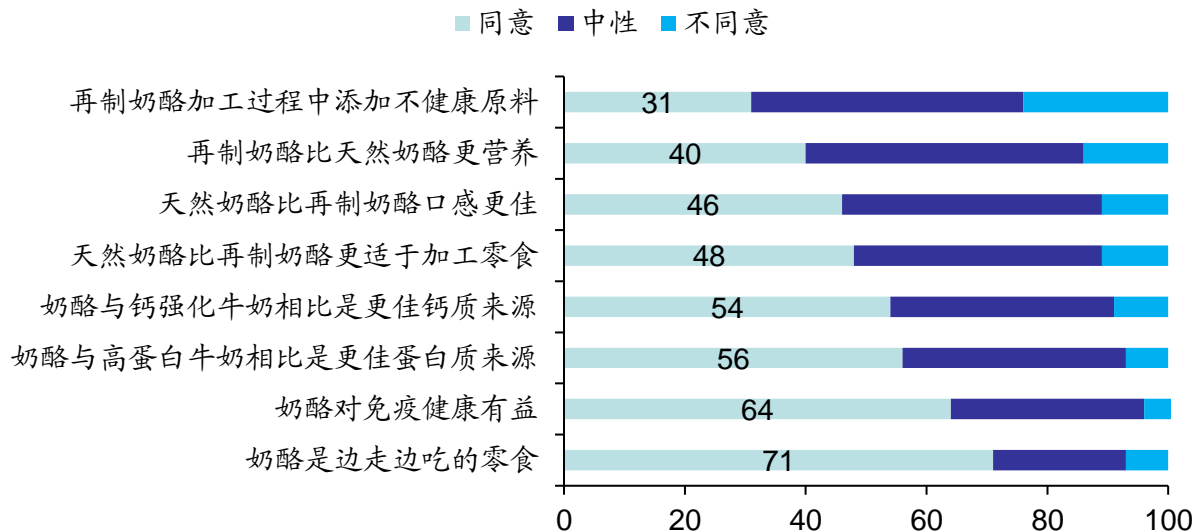
- 奶酪特别是再制干酪因食用便捷、营养丰富，日本消费主要集中在外出场景。在外午餐、其他、市区逛街占比均超过20%。而家庭佐餐、偏正式的在外晚餐则均在10%以内。
- 日本奶酪零食化程度高，天然奶酪虽然是升级方向，但再制干酪形态、风味更为多样，二者呈现较为明显的互补定位。

### 日本奶酪消费场景覆盖方方面面



资料来源：日本乐天，华安证券研究所

### 日本奶酪的零食属性较强，天然与再制奶酪是互补定位（%）



资料来源：日本乐天，华安证券研究所




- 再制干酪在日本零售渠道占据主导地位。根据TrueData ID-POS的零售统计（2021.12.1-2022.12.28区间），市占率前十位的产品只有一款是天然奶酪（雪印手撕奶酪条）。六甲黄油的儿童奶酪块占据6席，包括原味、卡蒙贝尔风味、杏仁风味、铁强化等产品。

排名	商品名称	建议零售价 (不含税, 日元)	实际零售价 (不含税, 日元)	规格	再制/天然	图片	市占率	复购率
1	六甲QBB儿童 奶酪块	204	91	60g*4	再制		6.57%	31.67%
2	六甲QBB卡蒙 贝尔儿童奶酪 块	204	91	60g*4	再制		5.66%	29.38%
3	六甲QBB杏仁 儿童奶酪块	204	91	60g*4	再制		5.24%	31.96%
4	雪印6P奶酪	365	188	108g	再制		5.22%	32.42%
5	六甲QBB铁强 化儿童奶酪块	204	90	60g*4	再制		4.13%	35.89%





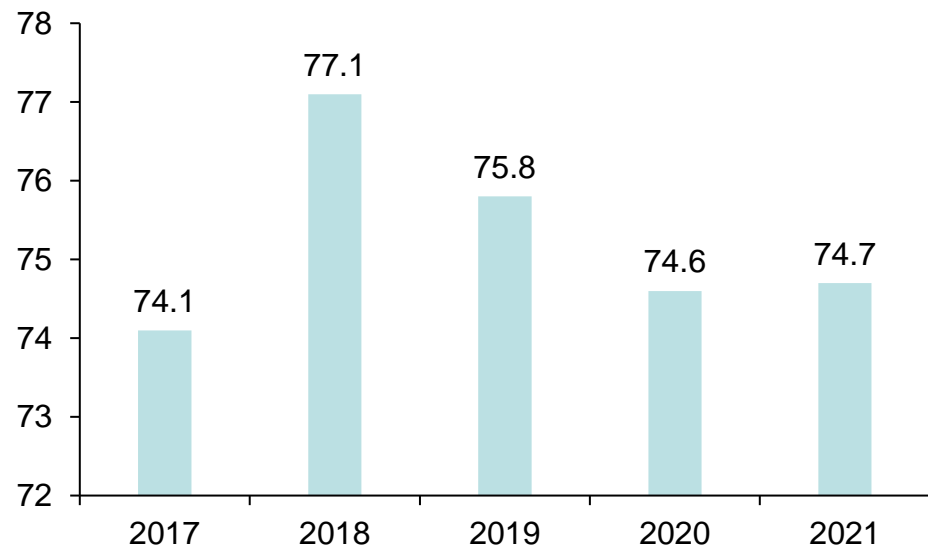
- 市场竞争激烈，高市占率的同时折扣力度也高。六甲黄油的儿童奶酪块原价204-222日元，实际成交价仅90日元左右。雪印6P奶酪的实际成交价也只有原价的一半。
- 天然奶酪单价高，折扣力度小，竞争格局更优。雪印手撕奶酪条每克原价4.4日元，折扣力度25%左右，有效规避了再制干酪价格战影响。

排名	商品名称	建议零售价 (不含税, 日元)	实际零售价 (不含税, 日元)	规格	再制/天然	图片	市占率	复购率
6	雪印手撕奶酪条	220	167	25g*2	天然		3.52%	25.50%
7	雪印奶酪片	220	185	18g*7	再制		3.12%	24.08%
8	六甲QBB马苏里拉儿童奶酪块	204	90	60g*4	再制		2.91%	26.86%
9	森永浓香奶酪片	380	162	18g*7	再制		2.67%	27.90%
10	六甲QBB杏仁高级儿童奶酪块	222	93	60g*4	再制		2.00%	35.76%



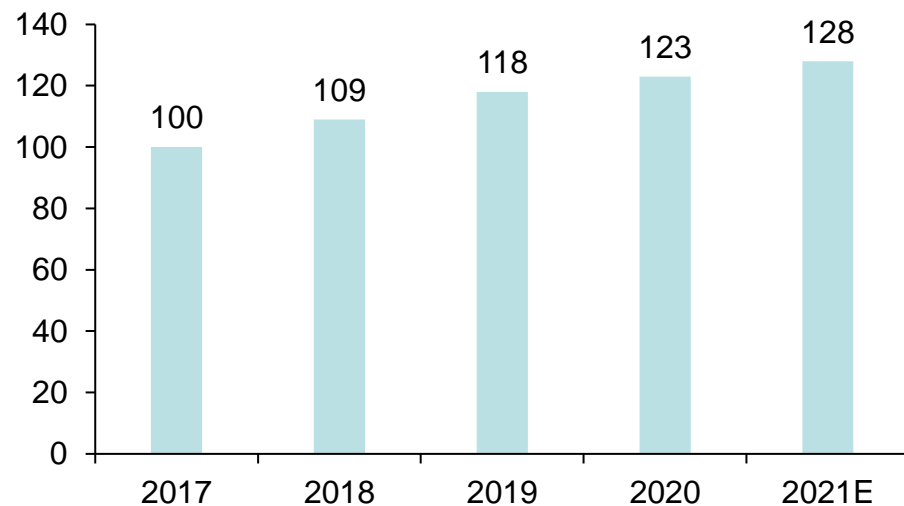
- 雪印在欧睿口径下奶酪零售份额第一，常年稳定在30%左右。公司奶酪业务营收近年来在740-770亿日元之间波动。
- 天然奶酪成为雪印奶酪业务发力点。属于天然奶酪的手撕奶酪条诞生于1980年代，因产自北海道的优质奶源和手撕形态畅销不衰。公司规划2021年销售额较2017年增长28%，2024年增长40%。

雪印奶酪业务营收（十亿日元）



资料来源：雪印，华安证券研究所

手撕奶酪条 (Sakeru) 销额变化 (2017=100)



资料来源：雪印，华安证券研究所



- 六甲黄油是日本再制奶酪第一品牌，欧睿统计市占率第二，2021年为11.5%。
- 公司规模保持增长，但利润率出现下滑。奶酪业务构成营收主体。2021年营收达551亿日元，近五年CAGR为3.2%。但经营利润率则从2016年的11.1%下降至2021年的4.0%。主要因原材料价格上涨未能向下游传导及神户工厂折旧增加导致。

① 六甲黄油主要业绩指标（十亿日元）

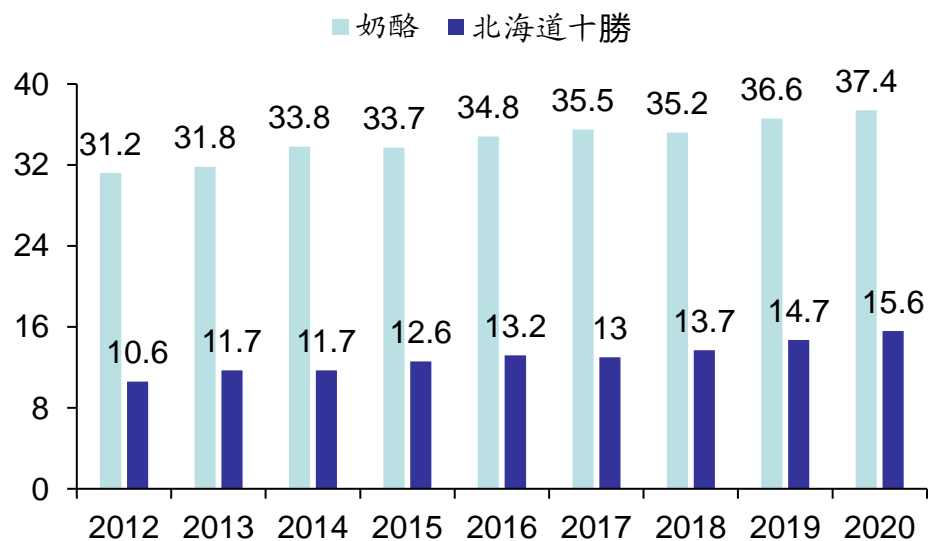
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营收	47.1	49.4	52.7	53.9	54.9	55.1
经营利润	5.21	4.89	4.32	2.18	1.67	2.23
净利润	3.43	3.33	2.94	0.98	0.96	2.27
经营利润率	11.1%	9.9%	8.2%	4.0%	3.0%	4.0%

资料来源：六甲黄油，华安证券研究所



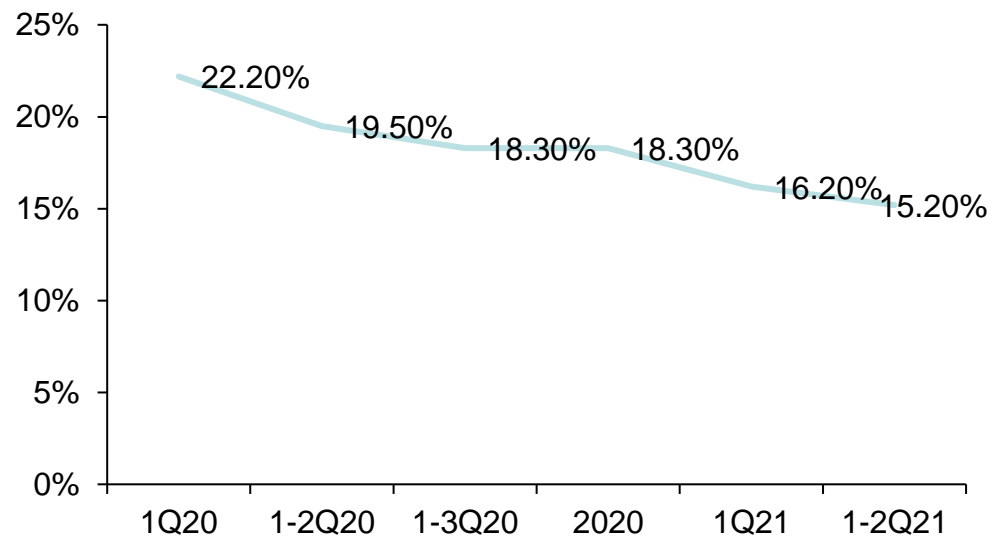
- 明治是日本奶酪第四品牌，欧睿口径下2021年零售份额7.9%。奶酪业务营收2002年达到374亿日元。
- 北海道十胜系列以北海道十胜地区的高品质奶源制作，主要是天然奶酪，畅销产品包括卡蒙贝尔，马苏里拉，2020年营收为156亿日元，占整个奶酪业务的42%。
- 得益于高端产品的发展，明治奶酪与酸奶分部2020年营业利润率18.30%，行业中处于领先地位。

明治奶酪与北海道十胜系列营收（十亿日元）



资料来源：明治，华安证券研究所

明治奶酪与酸奶业务营业利润率



资料来源：明治，华安证券研究所



1

奶酪零售市场发展提速，产品结构面临调整

2

日本奶酪零食化，天然奶酪成为发展重点

3

伴随韩国餐饮西化进程，佐餐奶酪成为主流

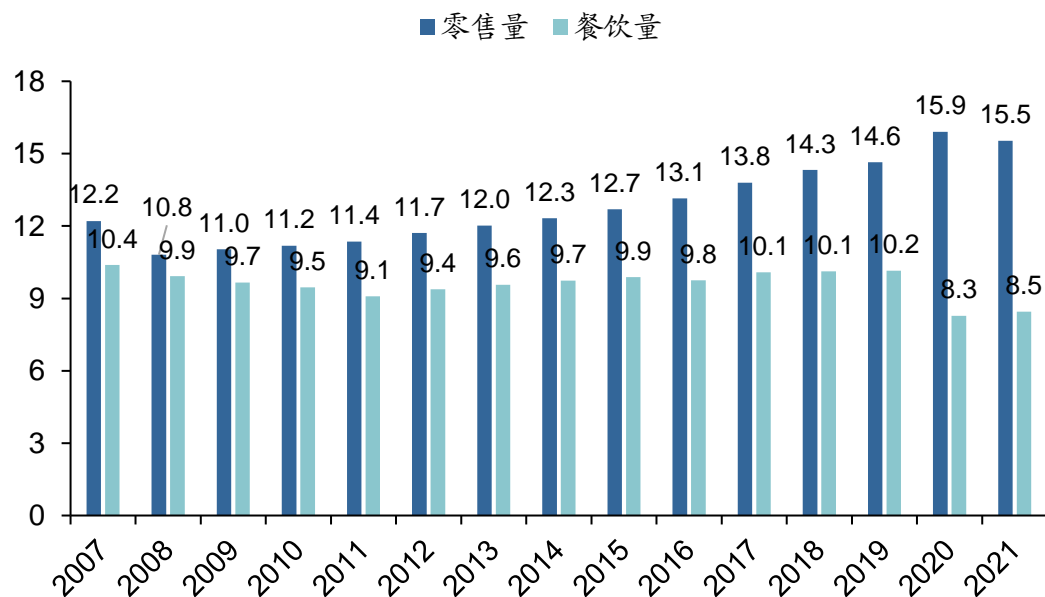
4

投资建议



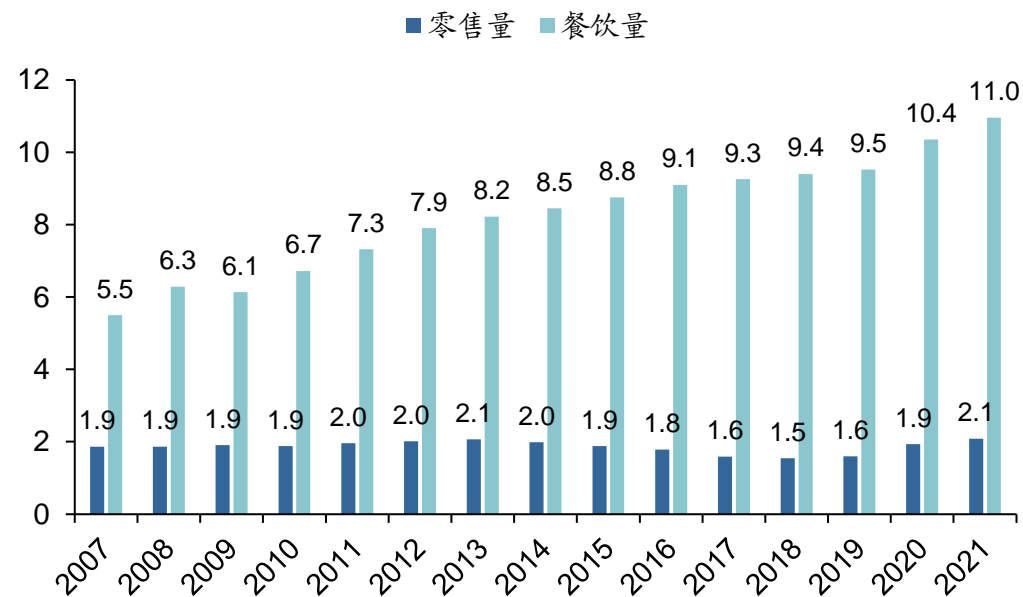
- 日本奶酪零售占比高且保持增长，2021年达15.5万吨，占比65%。
- 韩国奶酪则主要在餐饮渠道消费，2021年11.0万吨，占比高达84%。零售量仅2.1万吨。

日本奶酪餐饮销量停滞不前（万吨）



资料来源：欧睿，华安证券研究所

韩国奶酪餐饮销量远高于零售销量（万吨）



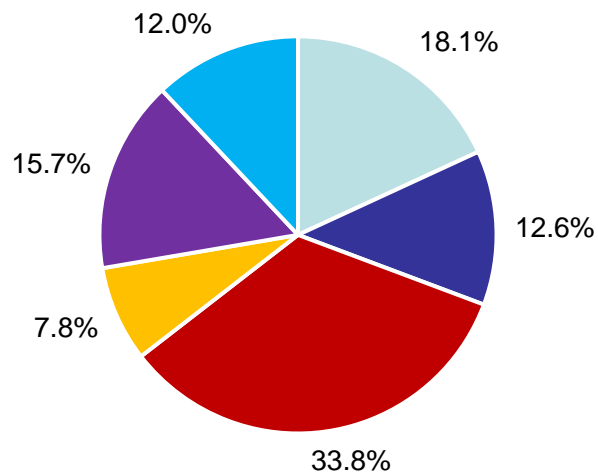
资料来源：欧睿，华安证券研究所



- 西式快餐的普及推动奶酪佐餐习惯在亚洲国家渗透。以烘焙、汉堡、鸡肉、披萨为代表的西式快餐合计占韩国快餐业态零售额的72.3%，为奶酪在餐饮中的应用提供了广阔的空间。同时，韩国传统饮食也与奶酪充分融合，出现了如部队锅、芝士年糕等大众菜肴。
- 日本传统饮食对奶酪的包容性欠佳，而发达的便利店体系则为奶酪包装食品的发展创造了有利条件。

西式快餐是韩国快餐业态主流（2021年）

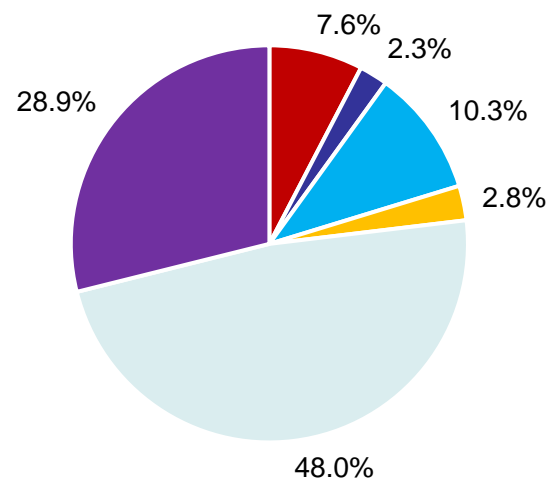
■ 烘焙快餐 ■ 汉堡快餐 ■ 鸡肉快餐 ■ 披萨快餐 ■ 便利店 ■ 其他



资料来源：欧睿，华安证券研究所

日本繁荣的便利店业态有利于奶酪零售发展（2021年）

■ 传统快餐 ■ 烘焙快餐 ■ 汉堡快餐 ■ 披萨快餐 ■ 便利店 ■ 其他

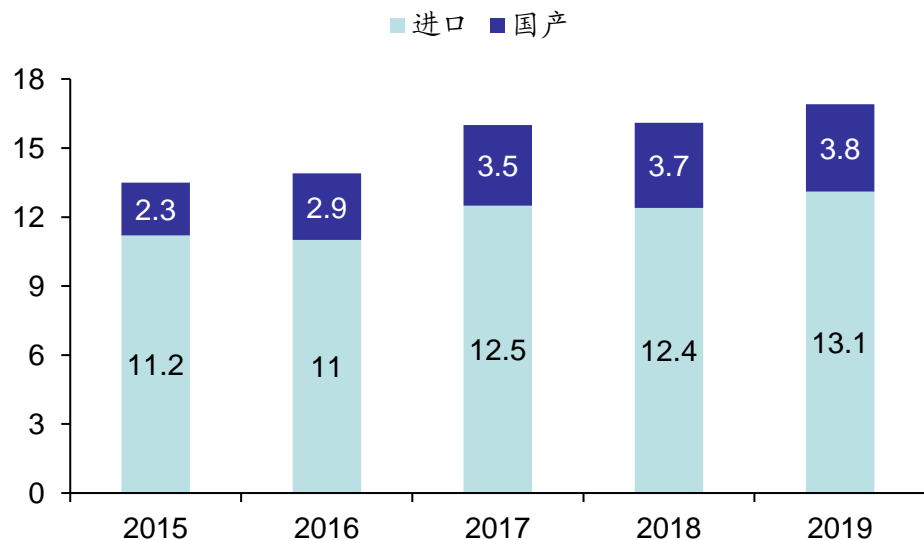


资料来源：欧睿，华安证券研究所



- ▶ 餐饮需求促进韩国奶酪进口量上涨。进口奶酪占据了韩国仅80%的市场份额，2019年进口量13.1万吨，是2000年的3倍以上。国产奶酪由于缺乏价格竞争力则发展较为缓慢。
- ▶ 因风味柔和易拉丝，马苏里拉成为最主要的进口奶酪品种。2019年进口量6.8万吨，占比超过50%。其次是车达和奶油奶酪，主要用于制作再制干酪。

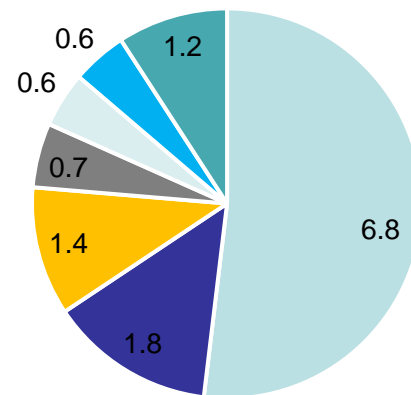
### 韩国奶酪以进口为主（万吨）



资料来源：韩国海关，华安证券研究所

### 2019年韩国马苏里拉进口量超过50%（万吨）

■ 马苏里拉 ■ 车达 ■ 奶油奶酪 ■ 再制干酪 ■ 奶酪碎 ■ 古达 ■ 其他



资料来源：韩国海关，华安证券研究所

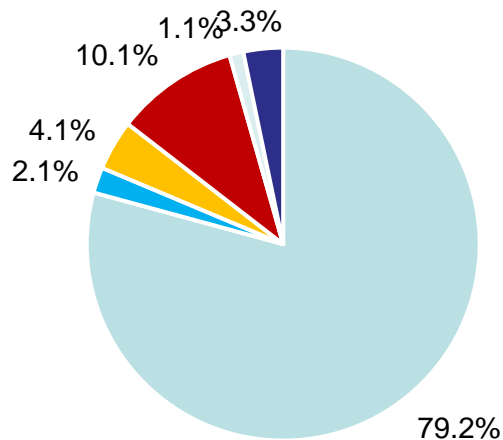




- 与日韩不同，我国中式快餐在快餐市场处于绝对优势，全国层面西式饮食习惯普及度、渗透率仍低。
- 西式快餐存在较大发展空间，奶酪餐饮消费量稳步增长。欧睿预测2021-2026年西式快餐销售额将较快增长，其中披萨快餐可达13.1%。
- 行业与企业需积极摸索奶酪作为烹调原料与中式餐饮的结合点。

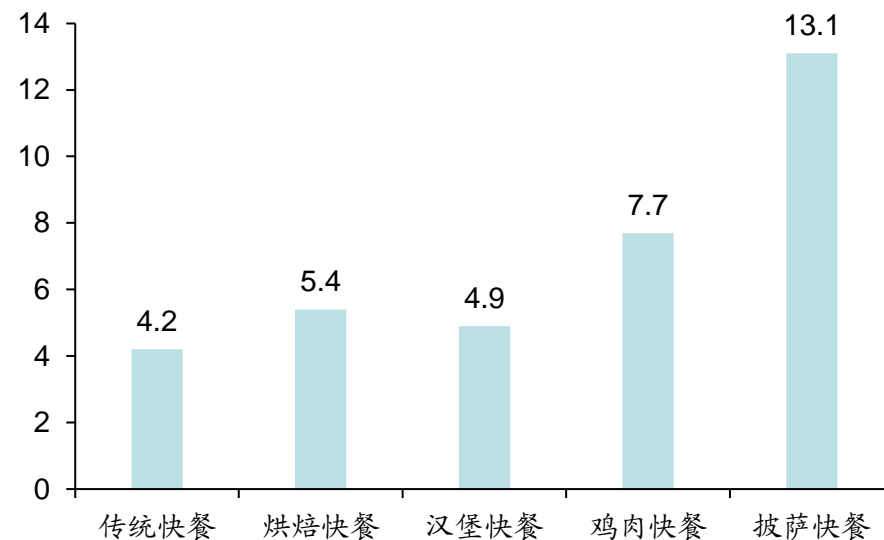
### 中式快餐占据快餐市场份额80%以上（2021年）

■ 传统快餐 ■ 烘焙快餐 ■ 汉堡快餐 ■ 鸡肉快餐 ■ 披萨快餐 ■ 其他



资料来源：欧睿，华安证券研究所

### 预测我国西式快餐销售额26/21 CAGR增速较高



资料来源：欧睿，华安证券研究所



1

奶酪零售市场发展提速，产品结构面临调整

2

日本奶酪零食化，天然奶酪成为发展重点

3

伴随韩国餐饮西化进程，佐餐奶酪成为主流

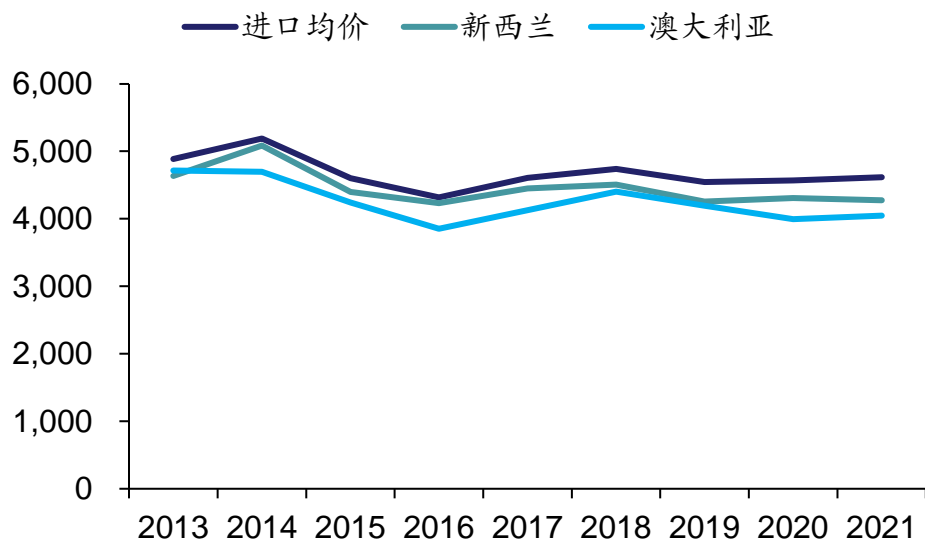
4

投资建议



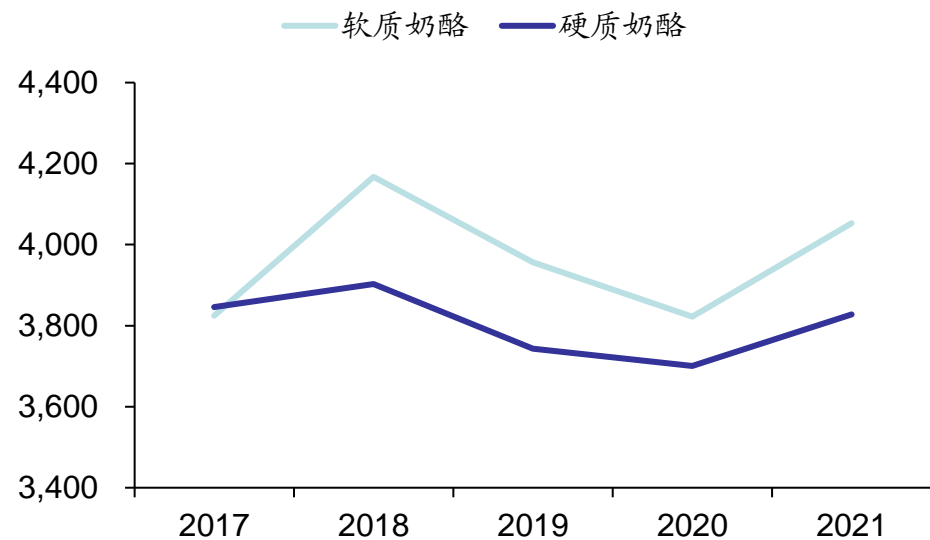
- 我国奶酪进口均价较高，高成本在终端表现为高售价，限制了奶酪的普及速度与下沉空间。
- 关税下降有利于减轻奶酪企业原料成本，奶酪产品价格竞争力有望增强。新西兰、澳大利亚对我国奶酪出口量占比分别达到54.3%和15.2%。2022年新西兰进口奶酪特殊保障措施过期，协定税率为0。而澳大利亚进口奶酪关税将在2024年降为0。

我国奶酪进口均价（美元/吨）



资料来源：中国海关，华安证券研究所

日本奶酪进口均价（美元/吨）

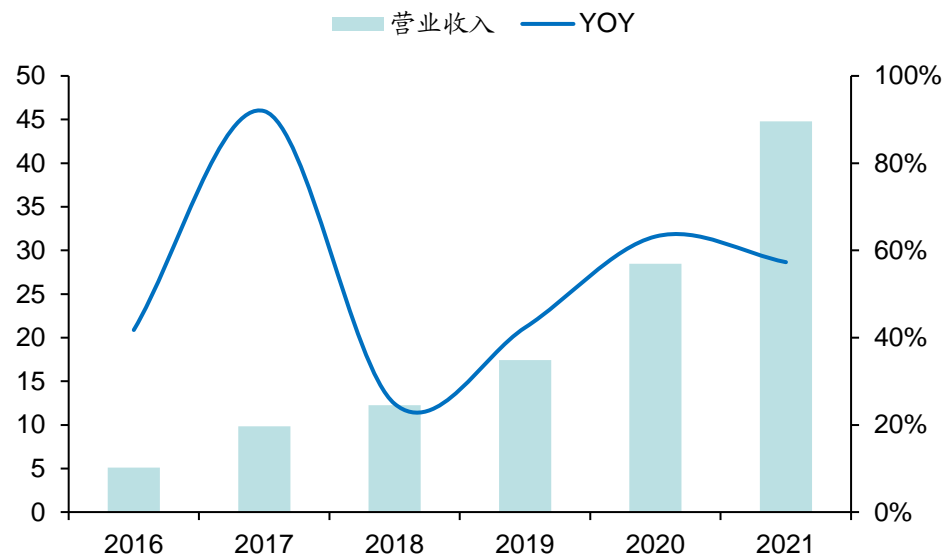


资料来源：日本海关，华安证券研究所



- 公司聚焦奶酪业务，重视品牌和渠道建设，持续优化产品结构，近年来儿童奶酪棒影响力凸显，规模快速扩张。
- 儿童奶酪棒低温/常温双线发展，家庭餐桌系列有望成为第二增长曲线。
- 蒙牛奶酪及专业乳品业务注入后，产品、渠道赋能提供新发展契机。

妙可蓝多营收变化（万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

妙可蓝多归母净利润变化（万元）

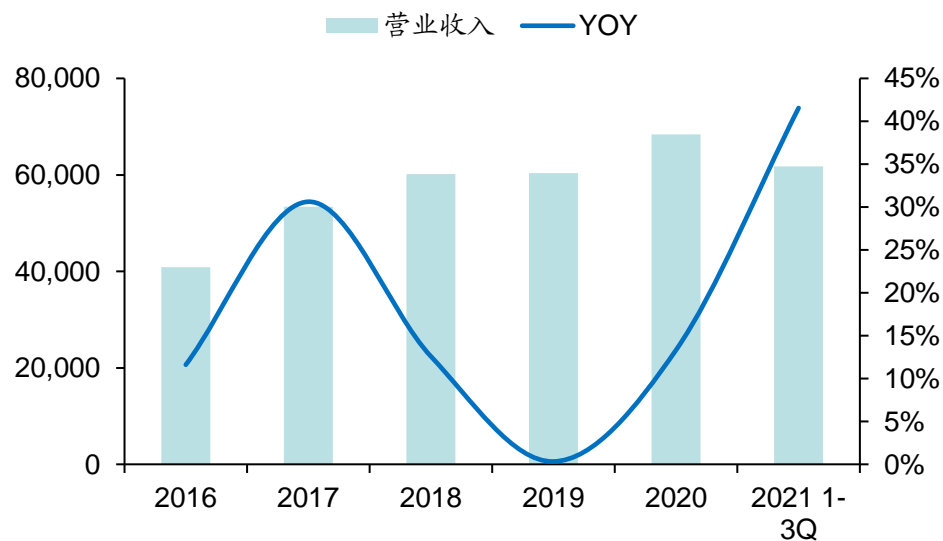


资料来源：公司公告，华安证券研究所



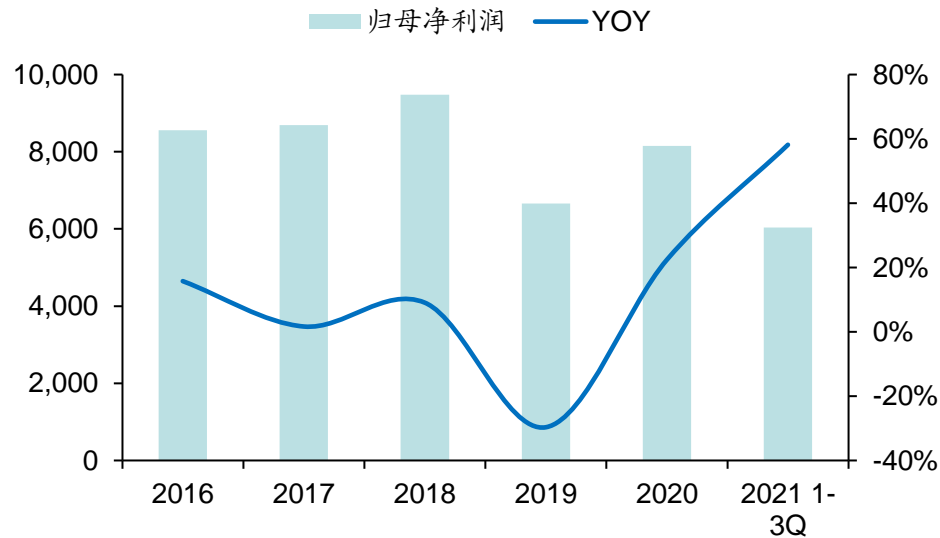
- ▶ 公司在以熊猫炼乳为代表的浓缩乳制品领域占据国内龙头地位。2019年以来拓展至稀奶油、椰浆、再制奶酪等全新赛道。
- ▶ 公司零售奶酪业务定位“中国营养奶酪领导品牌”，2021年推出包括低温/常温奶酪棒、奶酪夹心海苔、吸吸奶酪等的多款新品。
- ▶ 渠道错位竞争，扎根三四线城市，重点打造山东、浙江、蓉渝、珠三角市场。

◎ 熊猫乳品营收变化（万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

◎ 熊猫乳品归母净利润变化（万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所



- **宏观经济疲软的风险：**当前宏观经济增速面临下滑的趋势，消费升级速度减缓或将不达预期。这将导致消费端的需求增速放缓，影响食品饮料行业的业绩增速。
- **竞争加剧的风险：**若行业出现恶性竞争局面，企业陷入价格战困境，将会对行业发展和重点公司业绩产生负面影响。
- **重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

➤ 分析师与研究助理简介

分析师 尹沿技：华安证券研究总监，研究所所长，TMT行业首席分析师，执业证书号：S0010520020001

联系人 陆金鑫：北京大学生物学学士，中科院化学所博士，8年粮油央企战略运营与研发管理经验，执业证书号：S0010120120022

➤ 重要声明

➤ 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

➤ 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。



➤ 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

➤ 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

➤ 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。