



宏观专题

总量放缓下食品饮料仍有结构性亮点 ——行业投资框架系列之十

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

研究助理

李昌萌

资格编号: S0120122070034

邮箱: licm@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **食品饮料板块牛股频出:** 复盘来看,食品饮料在过去十几年的时间里一直跑赢整个大盘,且在2016年以来跑出了较高的超额收益。相对于TMT等科技行业,食品饮料行业虽然没有短期的强爆发力,但在过去多年的时间里保持了稳定的增长,且诞生了多支在长周期中表现强势的牛股。从长期视角来看,人口的持续增长以及居民收入的提升,是食品饮料行业牛股频出且保持稳定增长的重要原因。一方面,居民可支配收入的提升会使得居民对食品饮料的消费频次有所提升,同时也会驱使居民消费升级,从低端产品逐渐向高端产品转移;另一方面,人口的增长直接提升了食品饮料行业的空间,作为必选消费中最重要的组成部分,消费人数的增长会直接带来食品饮料需求的增长,行业空间也因此得到扩张。
- **价格预计将是未来白酒行业成长的主要驱动力:** 量价关系仍是决定白酒行业基本面走势的根本因素。一方面,边际来看,在白酒行业总产量不断下滑的背景下,行业集中度呈现逐步提升的趋势。根据中国酒业协会的数据,我国规模以上白酒企业数量自2017年开始不断减少,已经从2017年峰值的1593家回落至2022年的963家,而2022年963家规上白酒企业中有169家处于亏损状态,一定程度上反映出当下白酒市场的激烈竞争格局。而根据《2021年中国酒业经济运行报告》中的数据,2021年我国白酒行业CR5销售收入占全行业比重达到了40%,较2019年的33.2%明显提升,也反映出我国白酒市场销售收入正逐步向龙头企业集中的趋势。另一方面,从中长期来看,高端白酒的产能仍相对有限,在消费升级的趋势下,对于高端白酒的需求仍具有较强韧性,表征高端白酒价格走势的全国白酒名酒定基价格指数也在近几年持续走高,价格增长预计将是未来白酒行业成长的重要驱动力。
- **复合调味料等创新品类仍有较大增长空间:** 结合细分品类的产量增速和收入增速来看,目前包括食用盐、味精等品类目前已经进入了衰退期,其需求已经没有太大增长空间,销量的下滑使得其行业规模增速相对较低;包括酱油、酱腌菜、酱类和食醋等品类现在仍处于成熟期,一方面其竞争格局仍较为明显,同时行业整体规模仍保持着一定速度的增长,行业关注点主要在于消费者品牌意识以及品牌集中度的提升;复合调味料、火锅调料、调味料酒和耗油等品类则处于成长期,其需求正处于较快速度的增长,行业景气度相对较高。尤其是复合调味料,目前是调味品行业中景气度最高的赛道之一,得益于连锁餐饮以及预制菜行业的不断发展完善,复合调味料的需求目前处于稳定的高速增长,低渗透率下未来复合调味料市场仍具

有大幅增长空间，但与此同时也对食用盐和味精等处于衰退期品类的市场空间造成了更大程度的挤压。

- **产业链建设完善带动低温乳制品快速增长：**从细分品类来看，目前我国常温奶市场零售增速相对较低，市场已经步入了成熟期，低温乳制品正处于成长期，在未来拥有较大增长空间。得益于低温运输以及低温存储等产业链的建设完善，低温奶的销售半径不断提升，进而带动了低温乳制品零售的快速增长。根据《2022年中国乳制品行业蓝皮书》的预测数据，2021到2026年我国低温白奶和低温酸奶预计将分别录得11.2%和11.4%的年均增速，市场规模增速远高于常温奶，在开放竞争格局下有较大增长空间。
- **风险提示：**产业政策支持力度不及预期；经济复苏或政策斜率不及预期；警惕“复阳”对经济活动的冲击。

内容目录

1. 食品饮料板块牛股频出	5
2. 白酒分析框架	7
3. 调味品分析框架	10
4. 乳制品分析框架	13
5. 风险提示	16

图表目录

图 1: 食品饮料板块长期跑赢大盘	6
图 2: 食品饮料需求与居民可支配收入增速高度相关 (%)	6
图 3: 白酒行业具有一定的周期性特征 (%)	7
图 4: 价格对白酒行业营收影响日益显著 (%)	8
图 5: 白酒板块在 16 年以来录得较高超额收益	8
图 6: 白酒企业数量在近几年明显减少 (家)	9
图 7: 白酒市场集中度正进一步提升 (%)	9
图 8: 价格增长是未来白酒行业成长的重要驱动力	9
图 9: 品类创新下调味品市场规模稳定增长	10
图 10: 头部调味品企业产量仍保持稳定增长	10
图 11: 调味品价格常年保持稳定上涨	10
图 12: 调味品细分类别 19-22 年销售收入及产量年均复合增速 (%)	12
图 13: 调味品板块周期性特征并不明显	12
图 14: 疫情对调味品企业净利润增速影响并不显著	13
图 15: 金融危机期间调味品营收保持稳定增长	13
图 16: 乳制品市场零售规模仍保持稳定增长	13
图 17: 乳制品产量在近些年有所放缓	13
图 18: 我国乳制品人均消费量与发达国家仍有差距 (千克)	14
图 19: 我国城乡乳制品人均消费量差距明显 (千克)	14
图 20: 中国白奶市场零售规模 (亿元)	14
图 21: 中国酸奶市场零售规模 (亿元)	14
图 22: 2000 年以来乳品板块表现	15
表 1: 食品饮料板块牛股频出 (%)	5
表 2: 调味品 100 强企业细分类别数据	11

在我们上一篇报告《经济转型下的消费新特征——行业投资框架系列之九》中我们对大消费的整体情况以及经济结构、人口结构变动下大消费行业的边际变化进行了梳理总结，而本篇报告中我们将对大消费行业中核心之一的食品饮料行业分析框架进行梳理总结。

1. 历史复盘下食品饮料板块牛股频出

复盘来看，食品饮料在过去十几年的时间里一直跑赢整个大盘，且在 2016 年以来跑出了较高的超额收益。相对于 TMT 等科技行业，食品饮料行业虽然没有短期的强爆发力，但在过去多年的时间里保持了稳定的增长，且诞生了多支在长周期中表现强势的牛股。

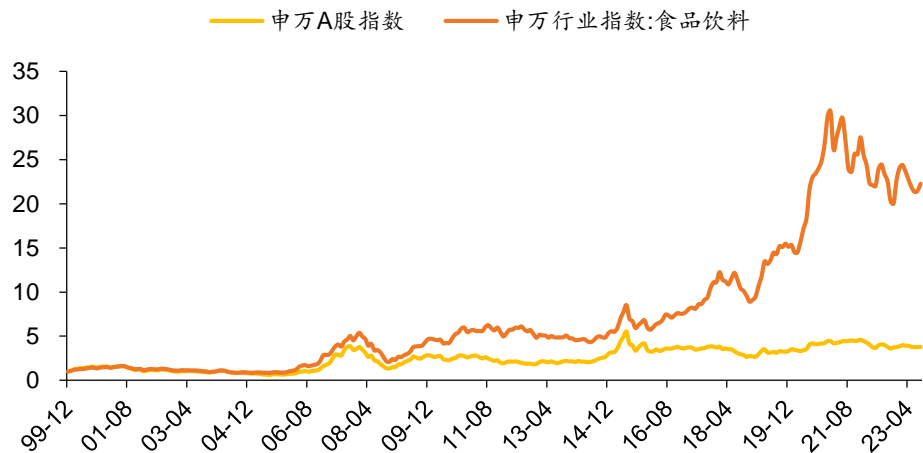
在 A 股上市超过 20 年的上市公司中，年化复合收益排名前 20 的公司中有 5 家属于食品饮料行业，是产生长牛股最多的行业。而截至 2023 年 9 月 7 日，A 股食品饮料行业上市公司总市值占比达到了 6.7%，是 A 股市场市值占比第六大的细分行业。

表 1：食品饮料板块牛股频出（%）

	证券简称	所属申万行业	年化复合收益
1	格力电器	家用电器	34.37
2	贵州茅台	食品饮料	32.06
3	片仔癀	医药生物	30.62
4	万华化学	基础化工	30.40
5	小商品城	商贸零售	29.70
6	福耀玻璃	汽车	29.33
7	国电电力	公用事业	28.79
8	泸州老窖	食品饮料	28.29
9	万科 A	房地产	27.77
10	国投电力	公用事业	26.98
11	山东黄金	有色金属	26.88
12	国电南瑞	电力设备	26.40
13	恒瑞医药	医药生物	26.34
14	恒生电子	计算机	25.74
15	伊利股份	食品饮料	24.32
16	五粮液	食品饮料	23.66
17	山西汾酒	食品饮料	23.53
18	云南白药	医药生物	22.41
19	航天电子	国防军工	22.24
20	三一重工	机械设备	22.08

资料来源：同花顺，德邦研究所
 注：计算时间为各股票上市至今

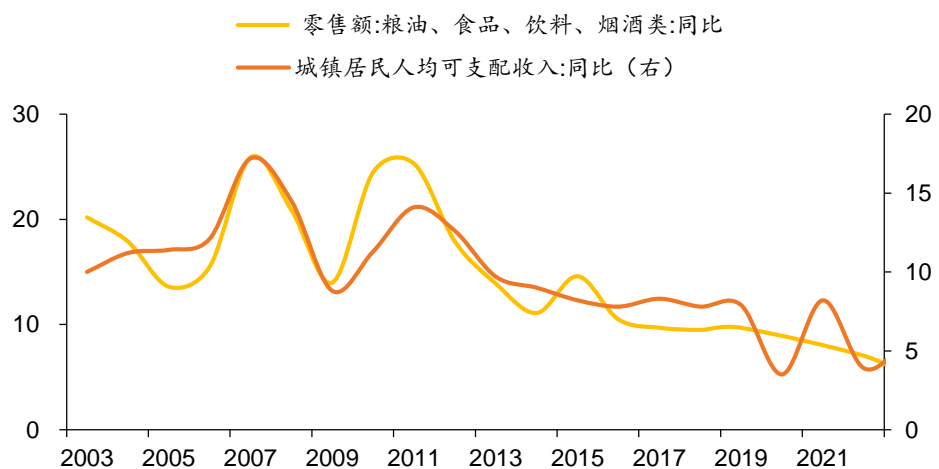
图 1：食品饮料板块长期跑赢大盘



资料来源：同花顺，德邦研究所
注：以 99 年 12 月为基准

从长期视角来看，人口的持续增长以及居民收入的提升，是食品饮料行业牛股频出且保持稳定增长的重要原因。一方面，居民可支配收入的提升会使得居民对食品饮料的消费频次有所提升，同时也会驱使居民消费升级，从低端产品逐渐向高端产品转移；另一方面，人口的增长直接提升了食品饮料行业的空间，作为必选消费中重要的组成部分，消费人数的增长会直接带来食品饮料需求的增长，行业空间也因此得到扩张。

图 2：食品饮料需求与居民可支配收入增速高度相关（%）



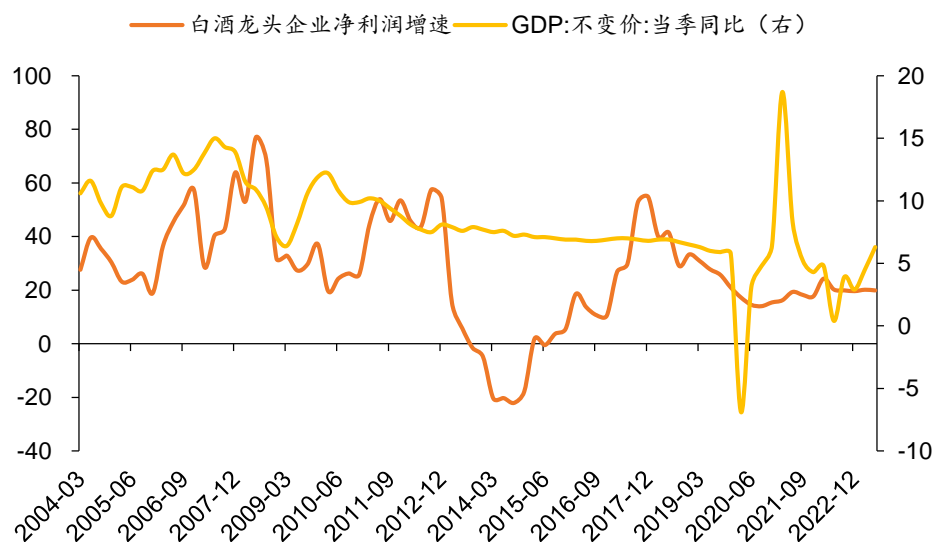
资料来源：同花顺，德邦研究所

2. 白酒：价格因素或成未来白酒行业成长主要驱动力

作为食品饮料板块中最重要的组成部分，白酒上市公司总市值占全部食品饮料板块的比重超过 70%，在 21 世纪以来贡献了包括贵州茅台、五粮液和泸州老窖等众多牛股。

从产品属性来看，白酒兼具消费品和周期品两种属性。复盘历史来看，白酒具有明显的周期性特征，在经济上行周期中白酒行业通常会录得较高的利润增速，而在经济下行周期白酒行业的盈利能力往往又会整体下跌。从历史数据来看，2013 年以前白酒龙头企业净利润与 GDP 增速相关性较高，这期间白酒需求主要以政务场合以及商务宴请为主，因此在经济上行期白酒需求会因为经济活动的增多有所提升，而在经济下行期需求会有所下滑。2012 年“三公消费”限制后，白酒龙头企业利润与 GDP 增速的相关性显著下滑，在 2013-2015 年间白酒龙头企业净利润出现了持续的下滑，此后随着居民对白酒消费需求的提升才逐步回归正增长，但整体利润增速较 2013 年以前出现了明显的放缓。

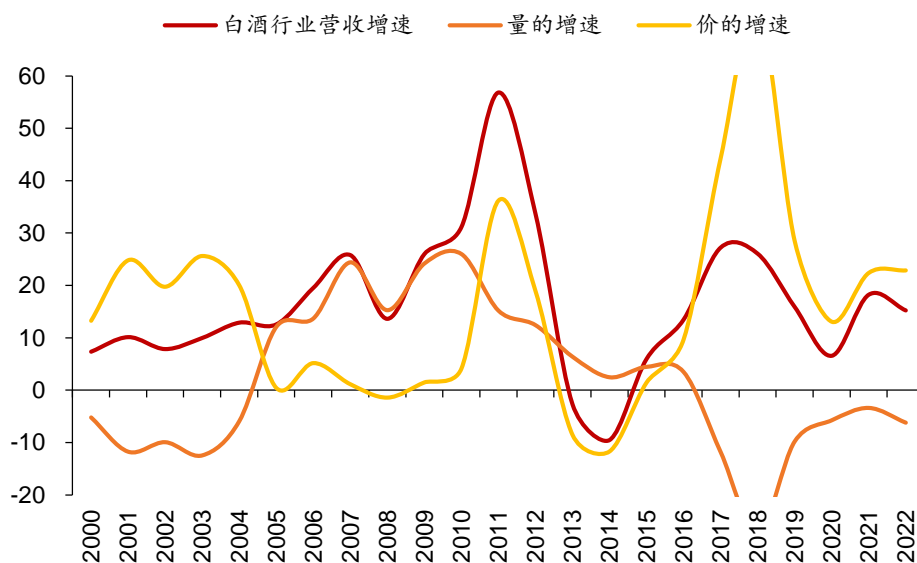
图 3：白酒行业具有一定的周期性特征（%）



资料来源：同花顺，德邦研究所

从白酒行业发展来看，2003 年-2012 年是白酒行业的“黄金十年”，这一阶段内白酒行业经历了量价齐升，经济高速增长下商务需求的大幅提升使得该阶段内白酒需求大幅提升，量的高速增长主导了白酒行业收入的增长。2013 年在国家限制“三公消费”后，白酒的商务需求大幅下滑，量和价的增速都显著放缓，这一时期也是白酒行业的调整期，白酒量的增长动力由商务需求逐渐转为了居民的日常需求。2016 年以来白酒再度进入了景气回升的阶段，价格增长取代量的增长成为了白酒收入维持正增长的主要因素，而在 17 年以来，白酒量的需求有所下滑且录得了负增长，预计未来一段时间内价的增长将是驱动白酒行业收入增长的核心动力。

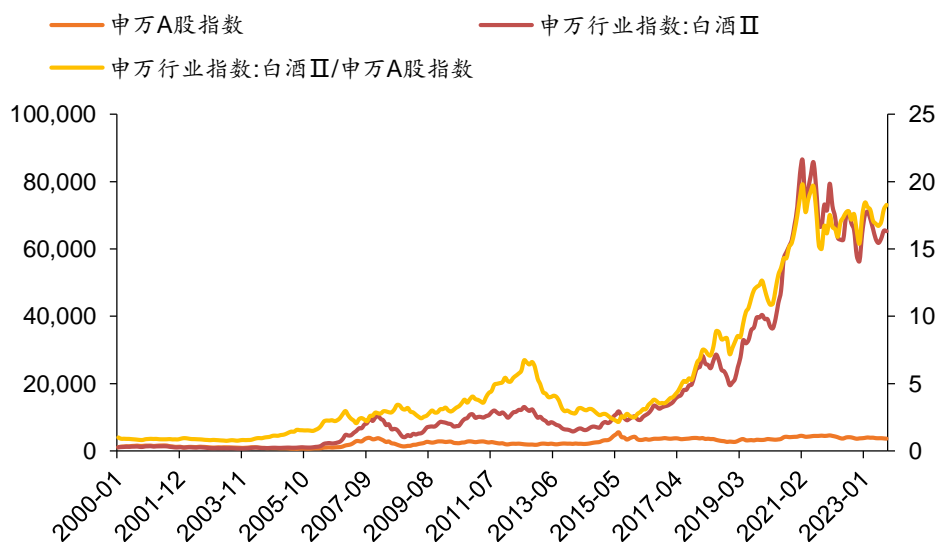
图 4：价格对白酒行业营收影响日益显著（%）



资料来源：同花顺，德邦研究所
注：因销量与产量数据高度相关，故以产量变化代替销量变化

而从市场表现来看，在 21 世纪初，我国经济增速整体较低，需求相对不足，因此在 2000 年-2003 年间白酒指数整体落后于大盘，在从 2003 年开始白酒经历了量价齐升的“黄金十年”，除 2008 年金融危机期间估值有所回调外，其余时间内白酒行业录得了持续的超额收益。而在 2012 年底“三公消费”禁令出台后，白酒行业进入了调整期，叠加同期出现的塑化剂事件使得白酒行业的相对收益在 2013 年-2015 年间出现了明显下滑。而在 2016 年以来，随着消费升级的推进以及消费渠道的逐步下沉，白酒行业的业绩和估值开始回升，开启了一波牛市行情。而在 2020 年疫情的冲击下，具有防御属性的白酒行业得到了市场青睐，尽管一季度受减产影响白酒股估值显著下跌，但在二季度后随着业绩的明显改善，白酒行业再次录得了高额的超额收益。2021 年下半年以来，疫情的反复叠加地产行业的调整使得经济面临较大下行压力，需求的持续下滑也使得白酒行业再度进入调整期，截止 2023 年 8 月份，其行业指数较 2021 年 7 月已经下跌了-16%。

图 5：白酒板块在 16 年以来录得较高超额收益

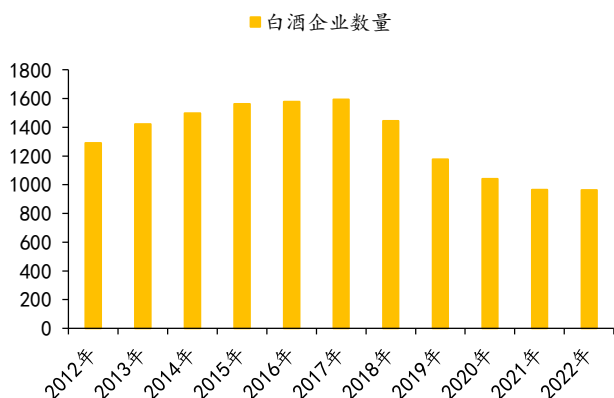


资料来源：同花顺，德邦研究所
注：以 2000 年 1 月为基准

总结来看，尽管白酒行业具有一定的周期品属性，但在 2013 年以来白酒行业收入增速与经济相关性的相关性明显减弱，量价关系仍是决定白酒行业基本面走势的根本因素。

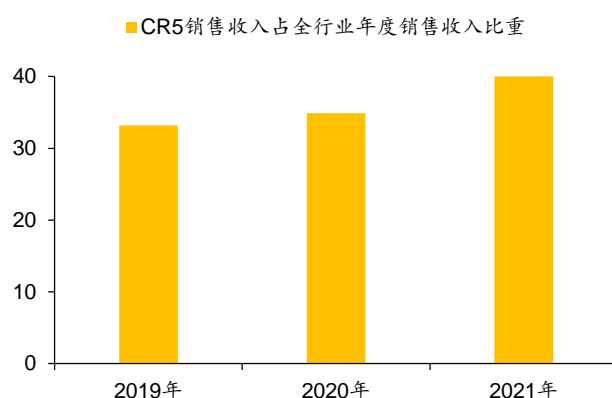
一方面，边际来看，在白酒行业总产量不断下滑的背景下，行业集中度呈现逐步提升的趋势。根据中国酒业协会的数据，我国规模以上白酒企业数量自 2017 年开始不断减少，已经从 2017 年峰值的 1593 家回落至 2022 年的 963 家，而 2022 年 963 家规上白酒企业中有 169 家处于亏损状态，一定程度上反映出当下白酒市场的激烈竞争格局。而根据《2021 年中国酒业经济运行报告》中的数据，2021 年我国白酒行业 CR5 销售收入占全行业比重达到了 40%，较 2019 年的 33.2% 明显提升，也反映出我国白酒市场销售收入正逐步向龙头企业集中的趋势。

图 6：白酒企业数量在近几年明显减少（家）



资料来源：华经产业研究院、央广网等，德邦研究所

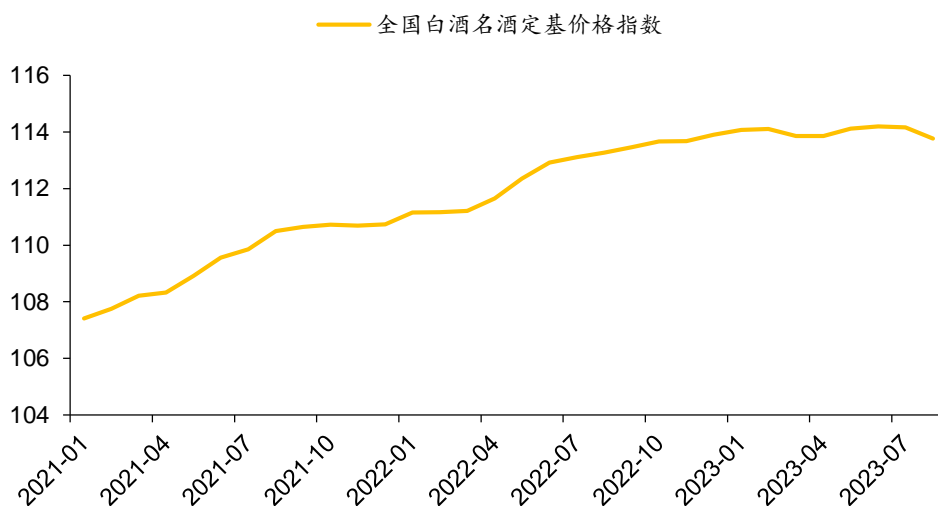
图 7：白酒市场集中度正进一步提升（%）



资料来源：《中国酒业协会：2021 年中国酒业经济运行报告》，199IT 官网，德邦研究所

另一方面，从中长期来看，高端白酒的产能仍相对有限，在消费升级的趋势下，对于高端白酒的需求仍具有较强韧性，表征高端白酒价格走势的全国白酒名酒定基价格指数也在近几年持续走高，价格增长预计将是未来白酒行业成长的重要驱动力。

图 8：价格增长预计是未来白酒行业成长的重要驱动力

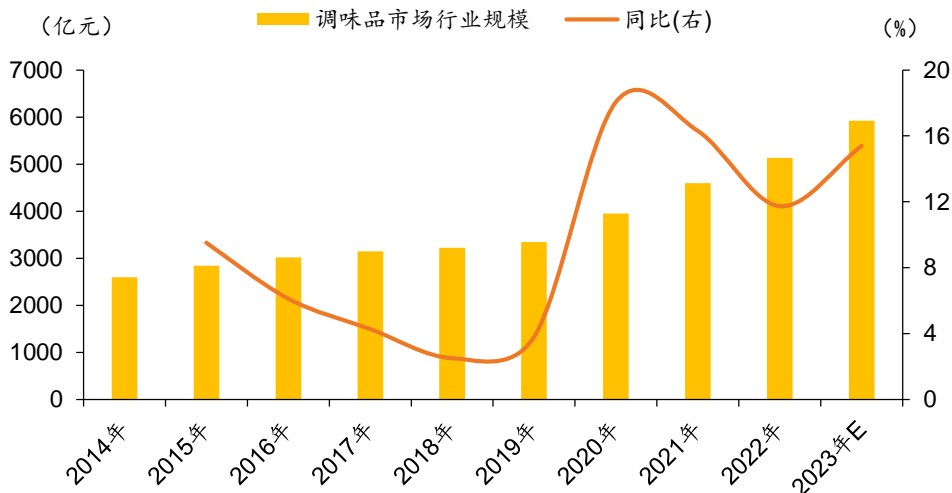


资料来源：泸州.中国白酒商品批发价格指数，德邦研究所

3. 调味品：复合型调料等创新品类处于高速增长期

在食品饮料板块的细分赛道中，调味品是仅次于白酒和乳制品的第三大赛道，也是食品饮料板块下最重要的必选消费赛道之一。从市场规模来看，截止 2022 年我国调味品市场的规模已经达到了 5133 亿元，而随着品类的不断推出，调味品市场规模在近几年仍旧保持着较为稳定的增长，根据艾媒咨询的最新预测数据，预计 2027 年我国调味品市场规模将突破万亿元。

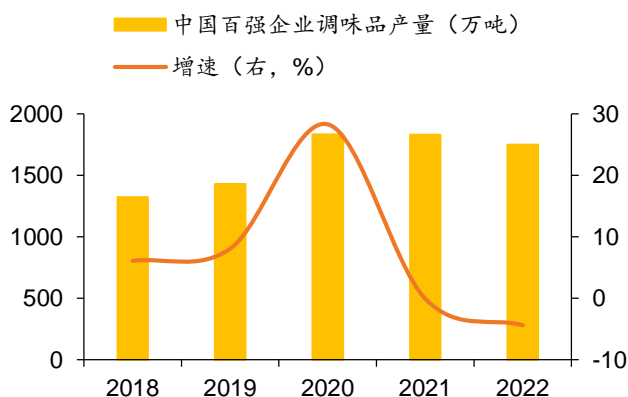
图 9：品类创新下调味品市场规模稳定增长



资料来源：《2023 年中国调味品行业产品创新专题研究报告》，德邦研究所

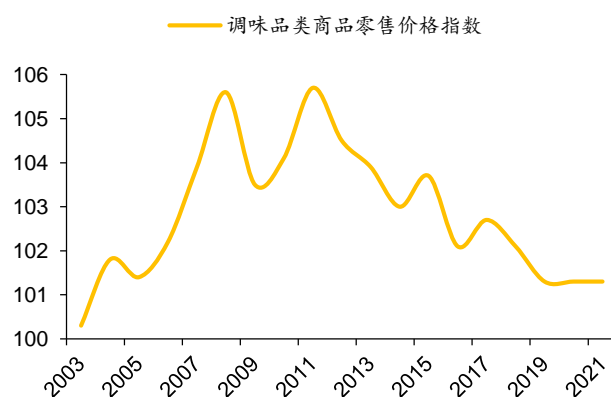
从量价角度来看：在量的方面，由于调味品属于必选消费，因此其整体需求较为稳定。根据中国调味品协会百强企业统计的数据，我国百强企业调味品产量在近 5 年仍录得超过 7% 的复合增速，从中长期来看预计将保持一定增速。而在价的方面，调味品行业自二十一世纪初以来便始终保持着价格端的稳定提升，主要原因在于调味品企业成本转嫁的能力较强，能有效的将上游的成本转移到价格端，且由于其本身价格较低，使得消费者对其价格的小幅上涨并不敏感。而往后看，尽管近两年调味品行业量价增速都边际放缓，但在消费升级的大趋势下未来几年调味品行业量价预计仍将保持小幅增长。

图 10：头部调味品企业产量仍保持一定韧性



资料来源：《中国调味品著名品牌企业 100 强 2022 年度数据报告》等，德邦研

图 11：调味品价格常年保持稳定上涨



资料来源：国家统计局，德邦研究所

从细分品类来看，根据《调味品行业发展现状及未来趋势——中国调味品著名品牌企业 100 强 2022 年度数据报告》中的数据，酱油、味精、酱类以及食用盐等传统调味品收入规模仍然居于行业前列，而复合调味料在近些年成为调味品细分品类中的热门赛道，收入规模已经高居行业第二位。

从行业集中度来看，味精、食用盐以及蚝油等品类的产量集中度较高，规模前三大企业的产量超过了 90%；而复合调味料、酱类、食醋以及火锅调料四个细分品类的集中度相对较低，产品的创新以及赛道的扩容使得这些细分品类的竞争格局逐步加剧。

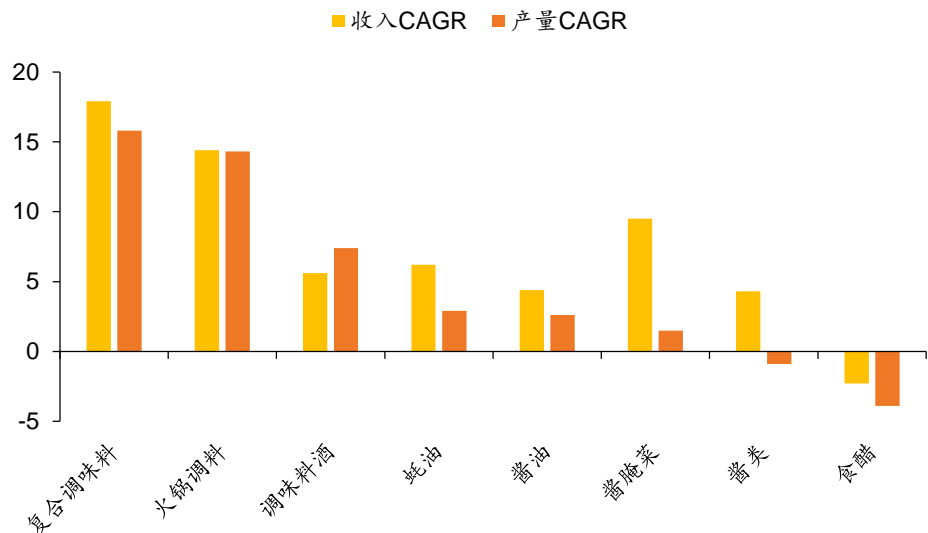
结合细分品类的产量增速和收入增速来看，目前包括食用盐、味精等品类目前已经进入了衰退期，其需求已经没有太大增长空间，销量的下滑使得其行业规模增速相对较低；包括酱油、酱腌菜、酱类和食醋等品类现在仍处于成熟期，一方面其竞争格局仍较为明显，同时行业整体规模仍保持着一定速度的增长，行业关注点主要在于消费者品牌意识以及品牌集中度的提升；复合调味料、火锅调料、调味料酒和蚝油等品类则处于成长期，其需求正处于较快速度的增长，行业景气度相对较高。尤其是复合调味料，目前是调味品行业中景气度最高的赛道之一，得益于连锁餐饮以及预制菜行业的不断发展完善，复合调味料的需求目前处于高速增长，低渗透率下未来复合调味料市场仍具有大幅增长空间，但与此同时也对食用盐和味精等处于衰退期品类的市场空间造成了更大程度的挤压。

表 2：调味品 100 强企业细分类别数据

细分品类	入围企业数(家)	收入合计(亿元)	CR3 收入(%)	产量合计(万吨)	CR3 产量(%)	每吨收入(元)
酱油	31	318.7	66	562	67	5671
复合调味料	45	184.9	28	110.3	26	16762
味精	12	145.3	91	158.8	94	9148
酱类	32	94.5	50	88.9	56	10613
食用盐	4	26.3	51	290.6	97	907
鸡精	19	76.3	70	34.9	63	21890
食醋	31	60.7	48	151.5	52	4004
蚝油	11	56.7	97	105.1	98	5398
酱腌菜	12	49.2	78	37.9	70	13009
火锅调料	13	46.1	68	24.1	59	19137
香辛料	7	31.0	96	10.3	93	30141
腐乳	11	18.5	73	16.0	68	11595
调味料酒	17	20.0	71	40.9	78	4884

资料来源：《中国调味品著名品牌企业 100 强 2022 年度数据报告》，德邦研究所

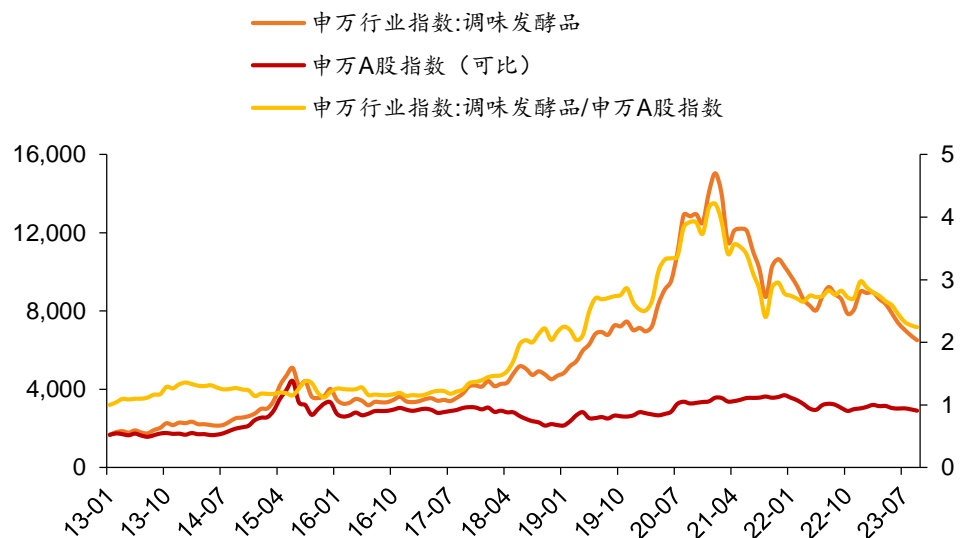
图 12：调味品细分类别 19-22 年销售收入及产量年均复合增速（%）



资料来源：《中国调味品著名品牌企业 100 强 2022 年度数据报告》，德邦研究所

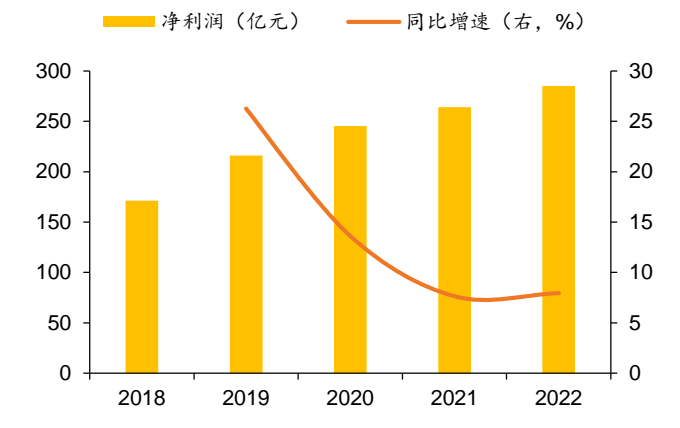
在市场表现方面，上文我们提及调味品属于必选消费品，它并没有像白酒一样有比较明显的周期性特征，在经济环境恶化时其需求仍保持稳定增长，从历史数据来看即使在 2008 年金融危机以及 2020 年新冠疫情的影响下调品行业相关企业的营收和净利润也录得了较高速增长，因此整体来看调味品行业属于偏防御性的板块，在市场整体景气度较低时往往有比较强的韧性。

图 13：调味品板块具有防御属性



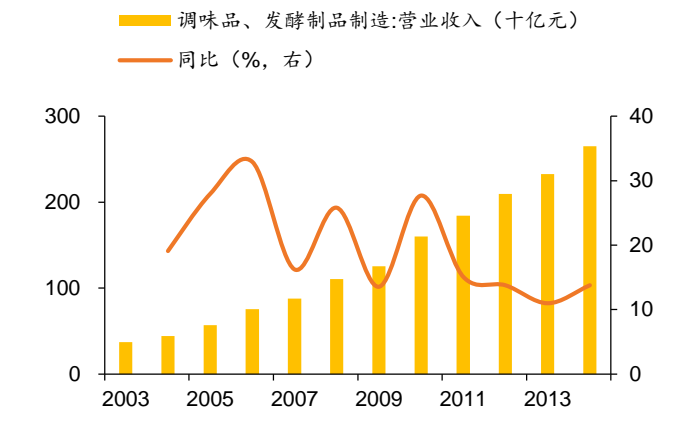
资料来源：同花顺，德邦研究所
注：申万 A 股指数按 13 年 1 月比例进行调整

图 14: 疫情下调味品企业净利润增速仍有韧性



资料来源: 同花顺, 德邦研究所

图 15: 金融危机期间调味品营收保持稳定增长

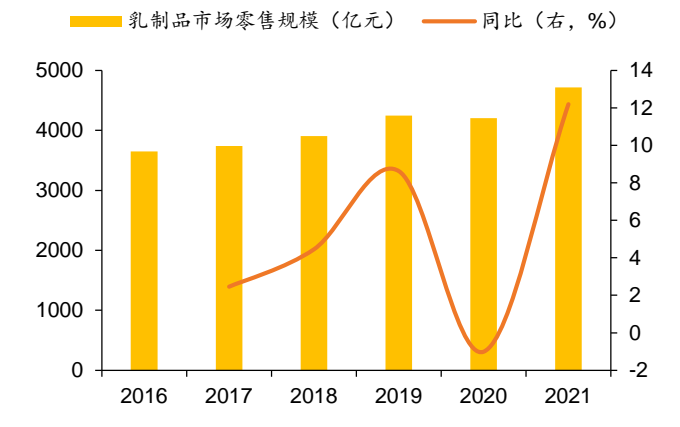


资料来源: CEIC, 德邦研究所

4. 乳制品: 产业链完善下低温奶增长空间广阔

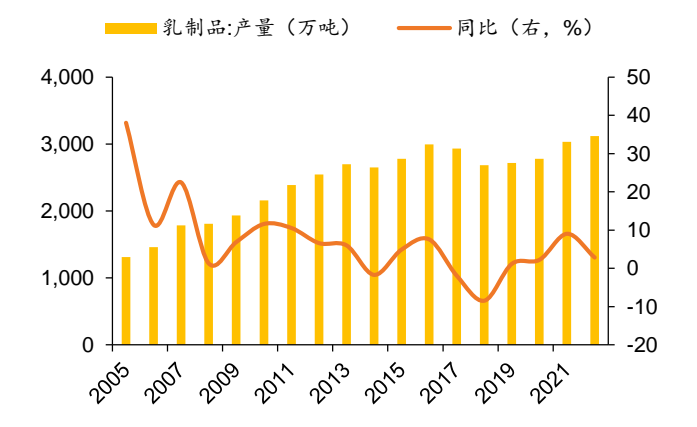
乳制品是食品饮料行业中仅次于白酒的第二大赛道，而按照需求来看，其刚需程度仅次于调味品，目前已经进入了成熟期。而得益于我国城镇化的不断提升以及居民人均收入的逐步提高，乳制品需求的提升使得其产量在 21 世纪以来一直保持着稳定的增长，截止 2021 年我国乳制品产量已经突破了 3000 万吨，乳制品市场零售规模也已经达到了 4714.2 亿元。从增速来看，2016 年-2021 年乳制品市场零售规模仍录得超过 5% 的年均增长，市场规模仍处于稳定的增长之中。

图 16: 乳制品市场零售规模仍保持稳定增长



资料来源: 《2022 中国乳制品行业蓝皮书》, 德邦研究所

图 17: 乳制品产量在近些年有所放缓

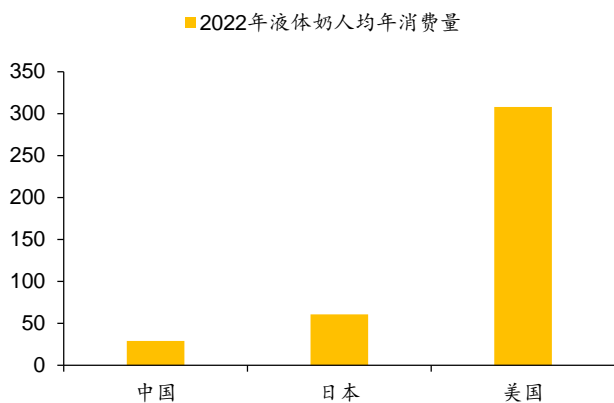


资料来源: 同花顺, 德邦研究所

而展望来看，我国乳制品市场仍有较大增长空间。一方面，我国目前乳制品消费量与发达国家仍有较大差距，截止 2022 年我国人均液体奶年消费量为 29.25 千克，远低于日本的 60.92 千克以及美国的 307.89 千克；另一方面，我国城乡乳制品消费量差距仍旧明显，截止 2021 年我国城镇居民奶类人均消费量为 18.2 千克/年，而农村居民奶类人均消费量仅为 9.3 千克/年，但边际来看农村居民奶类人

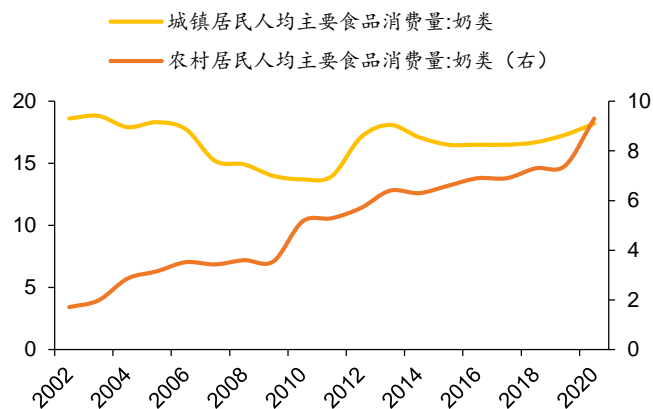
均消费量正以较快速度增长，是奶类制品零售增长的主要驱动力。

图 18：我国乳制品人均消费量与发达国家仍有差距（千克）



资料来源：同花顺，德邦研究所

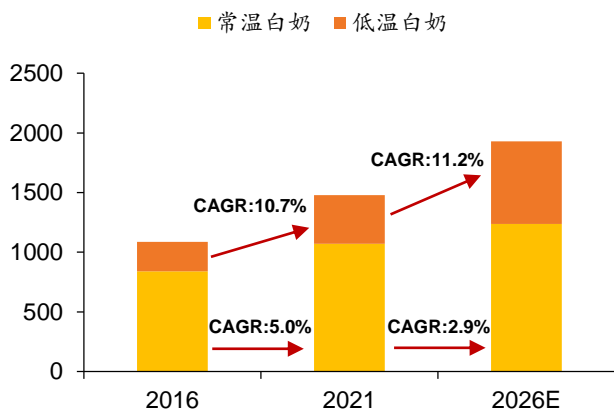
图 19：我国城乡乳制品人均消费量差距明显（千克）



资料来源：同花顺，德邦研究所

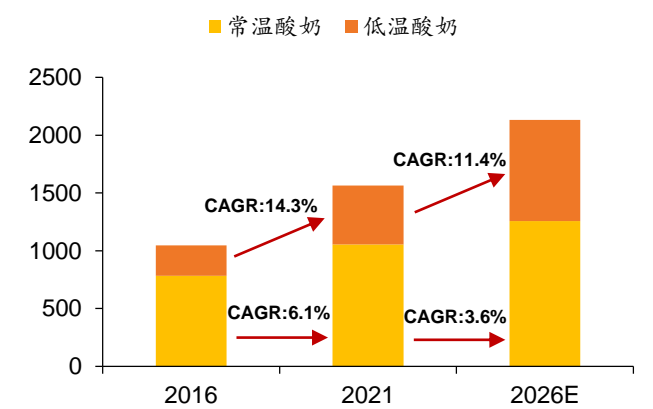
从细分品类来看，目前我国常温奶市场零售增速相对较低，市场已经步入了成熟期，低温乳制品正处于成长期，在未来拥有较大增长空间。得益于低温运输以及低温存储等产业链的建设完善，低温奶的销售半径不断提升，进而带动了低温乳制品零售的快速增长。根据《2022 年中国乳制品行业蓝皮书》的预测数据，2021 到 2026 年我国低温白奶和低温酸奶预计将分别录得 11.2%和 11.4%的年均增速，市场规模增速远高于常温奶，在开放竞争格局下有较大增长空间。

图 20：中国白奶市场零售规模（亿元）



资料来源：《2022 中国乳制品行业蓝皮书》，德邦研究所

图 21：中国酸奶市场零售规模（亿元）



资料来源：《2022 中国乳制品行业蓝皮书》，德邦研究所

从乳制品板块的市场表现来看，在过去二十多年的时间里乳制品板块在大多数时间内跑赢大盘。乳制品板块的第一波行情出现在 2009 年-2013 年，2008 年“三聚氰胺”事件发生时乳制品板块出现了一定回调，但随着政策调整，乳制品行业集中度显著提升，量价齐升下乳制品板块在 2010-2013 年熊市背景下走出了高额收益；乳制品板块的第二波行情出现在 2016 年-2018 年初，在消费升级的大背景下，乳制品板块下高端产品表现亮眼，创新产品的推出也提升了乳制品行业的需求；而 2018 年以来，乳制品行业市场规模增长有所放缓，叠加疫情影响下消费需求整体仍处于较低水平，乳制品板块表现整体较为低迷，截止 2023 年 8 月乳制品板块较 2018 年 1 月的高点回落超过 20%。

图 22：2000 年以来乳品板块表现



资料来源：同花顺，德邦研究所

注：申万 A 股指数按 13 年 1 月比例进行调整

5. 风险提示

- (1) 产业政策支持力度不及预期；
- (2) 经济复苏或政策斜率不及预期；
- (3) 警惕“复阳”对经济活动的冲击。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名，ISI Emerging Markets Group 2021 杰出成就分析师。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。