

食品饮料行业

海外与国内烘焙品类差异与渠道结构对比

强于大市(维持评级)

投资要点:

► **周专题:** 2022年,我国烘焙食品消费规模达2381亿元,为仅次于美国的第二大烘焙食品消费国家,但是我国2022年烘焙食品人均消费量仅为3.48kg,远低于欧美主要国家和日本。另外过去我国烘焙门店发展迅速,成为我国烘焙产品的主要销售渠道。但是目前烘焙门店面临成本较高和商超、便利店、茶饮餐饮和线上等新兴渠道的竞争等问题,烘焙门店数量逐渐减少,我国烘焙门店数量由2019年的47.9万家下降至2023年10月的43.7万家。

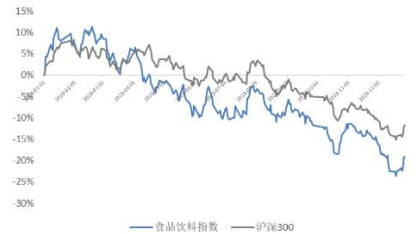
► 通过分析海外各国烘焙食品行业数据,我们可以总结出中国烘焙食品行业的未来的品类和渠道发展趋势。品类结构上,我国虽然目前面包作为早餐的主食化倾向明显,但是整体主食仍以米面制品为主,因此面包未来作为主食在我国的发展较为有限。糕点方面,中式糕点在我国有一定的文化基础,且需求广泛,近年来中式烘焙品牌不断加大产品创新,未来有望出现国民性糕点。蛋糕过去在我国主要作为生日蛋糕、节日伴手礼,但是近年来随着下午茶、会友、悦己等消费场景的扩大,蛋糕小分化趋势明显,未来有望持续受益。渠道结构上,海外各国中烘焙销售额占比较高的零售渠道多是本国发展较为成熟的渠道,例如美国的超市、德国的折扣店、日本的便利店等。我们认为未来我国传统烘焙饼店流量会被商超、折扣店、便利店、茶饮餐饮等新兴渠道进一步替代,预计销售额占比下降,而线下商超、折扣店、便利店、茶饮餐饮等渠道的销售额占比均会提升。

► **周观点:** 【白酒】关注具有强alpha、已走出自己经营节奏,基本面质量较高,报表端确定性较高的高端酒贵州茅台、泸州老窖、五粮液以及次高端山西汾酒。【啤酒】关注:珠江啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、乐惠国际。【软饮料】关注:东鹏饮料,李子园、香飘飘、承德露露、养元饮品。【预调酒板块】重点推荐:百润股份。【乳制品】关注:天润乳业、伊利股份。【休闲零食】关注:折扣化趋势及量贩门店增量受益标的劲仔食品、洽洽食品;量贩零食稀缺标的万辰集团。

【餐饮供应链】推荐安井食品、千味央厨、天味食品,关注中炬高新。【小餐饮连锁】重点推荐巴比食品,关注五芳斋、绝味食品、煌上煌。【烘焙茶饮链】重点推荐立高食品;关注:海融科技、南侨食品。【代糖】关注:百龙创园、莱茵生物、华康股份。

► **风险提示:** 宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师 刘畅
执业证书编号: S0210523050001
邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪
执业证书编号: S0210523060001
邮箱: zdx30145@hfzq.com.cn

分析师 童杰
执业证书编号: S0210523050002
邮箱: tj30105@hfzq.com.cn

分析师 王瑾璐
执业证书编号: S0210522090002
邮箱: wj13257@hfzq.com.cn

相关报告

- 《复盘日本保健品:从产业链视角看日本保健品对中国的借鉴》— 2024.01.02
- 《大消费行业2024年投资策略 顺势而为,挖掘新常态下消费的七条主线》— 2023.12.27

正文目录

1 海外与国内烘焙品类差异与渠道结构对比	3
1.1 海外与国内烘焙发展历程回顾	3
1.2 面包作为主食在我国发展有限，糕点和蛋糕还有较大提升空间	4
1.3 海外各国烘焙产品零售渠道发展各异	7
1.4 渠道多元化趋势显现，把握新渠道机遇	8
2 周观点	11
2.1 白酒	11
2.2 啤酒	12
2.3 软饮料	13
2.4 预调酒	13
2.5 乳制品	14
2.6 休闲食品	15
2.7 保健品	16
2.8 小餐饮连锁	16
2.9 烘焙茶饮链	16
2.10 代糖	17
2.11 餐饮供应链	17
2.12 餐饮	18
3. 本周重要公司公告	19
4. 风险提示	19

图表目录

图表 1：西方烘焙发展历程	3
图表 2：日本烘焙发展历程	4
图表 3：中国现代烘焙发展历程	4
图表 4：2022 年各国烘焙品类消费额占比	5
图表 5：2022 年各国烘焙食品人均销售额	5
图表 6：2022 年各国人均烘焙食品消费量	5
图表 7：2022 年各国人均面包、糕点、蛋糕消费量对比	5
图表 8：2018-2023 年中国蛋糕和糕点市场规模提升	7
图表 9：2022 海外各国及中国烘焙产品各零售渠道占比	7
图表 10：中国 2018-2022 烘焙食品各销售渠道占比	9
图表 11：盒马门店数量超过 350 家，目前已经成为中国最大的烘焙连锁品牌之一	10
图表 12：心仪产品超出预算时的消费者选择	10
图表 13：便利店数量及增速	10
图表 14：重要公司公告	19

1 海外与国内烘焙品类差异与渠道结构对比

2022年，我国烘焙食品消费规模达2381亿元，为仅次于美国的第二大烘焙食品消费国家，但是我国2022年烘焙食品人均消费量仅为3.48kg，远低于欧美主要国家和日本。另外过去我国烘焙门店发展迅速，成为我国烘焙产品的主要销售渠道。但是目前烘焙门店面临成本较高和商超、便利店、茶饮餐饮和线上等新兴渠道的竞争等问题，烘焙门店数量逐渐减少，我国烘焙门店数量由2019年的47.9万家下降至2023年10月的43.7万家。

我国烘焙食品消费可选属性突出，与海外国家将其作为主食存在本质差异，因此蛋糕和糕点等偏可选品类有望贡献主要增量。而从渠道结构角度来看，传统渠道近年面临流量减少、终端数量下滑等问题，而新兴渠道诸如会员制商超、便利店、折扣店等增长迅猛，有望成为烘焙品类增长的新热土。

1.1 海外与国内烘焙发展历程回顾

西方烘焙起源于饱腹需求，面包较早作为主食诞生并发展延续至今。长时间以来，由小麦制作的面包一直都是西方最常见的食物。一万多年前，生活在西亚一代的人们已开始种植小麦和大麦，并制成了最初的面包。公元前3000年，埃及人发明了发酵面包。公元前400年，希腊开始种植面包用小麦，并在发酵技术基础上，加入奶油、蜂蜜等食材，形成了蛋糕的雏形。罗马时代晚期，小麦面包已经成为了日常生活的必需品。到了中世纪的欧洲，烘焙师傅成为了专门的职业。工业革命时期，有了烤炉、调粉机、面团分块机后，面包生产实现规模化。20世纪的谷物化学技术，让面包制作方法有了更多的改良，以面包为主食的现代烘焙业，在欧洲大陆开始进入繁荣时期。

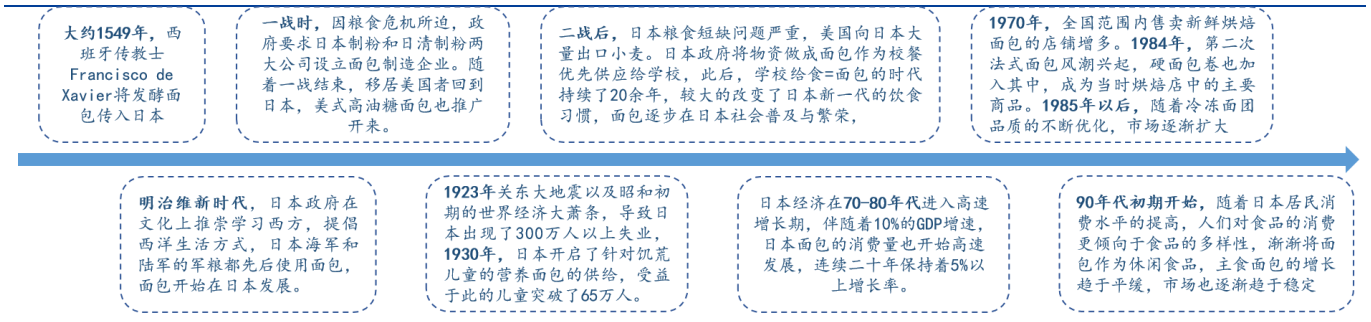
图表 1：西方烘焙发展历程



数据来源：营养健康知识服务平台，叮芒研究院，华福证券研究所

二战后日本国民饮食结构改变，面包逐步成为日本第二大主食。1549年，发酵面包由西班牙传教士传入日本。明治维新时代，日本政府开始全面西化，面包因为保质期较长，首先在军队中使用。二战后，日本粮食短缺问题严重，美国向日本大量出口小麦。日本政府将物资做成面包作为校餐优先供应给学校，此后，学校给食=面包的时代持续了20余年，较大的改变了日本新一代的饮食习惯，面包逐步在日本

社会普及与繁荣，此时的面包属性主要为主食代餐属性。70-80 年代，随着日本经济进入高速增长期，日本面包的消费量也开始高速发展，连续二十年保持 5%以上增长率。90 年代后，随着消费者需求多元化，面包消费逐步转向休闲属性，主食面包的增长趋于平缓，2022 年日本主食的比例中面包占比 19%，为第二大主食。

图表 2：日本烘焙发展历程


数据来源：CIB 烘焙技术研究所，ACBA 新世界，华福证券研究所

我国现代烘焙起步较晚，但是发展迅速。17 世纪中叶，西式烘焙由德国人第一次传入中国南方沿海。20 世纪 80 年代，通过港台地区，西式烘焙传入国内城市，在星级酒店开始兴起。90 年代期间，比利时的曼可顿、韩国的好丽友等国外烘焙品牌进驻，徐福记、桃李、盼盼等国内烘焙糕点企业相继成立，共同推动了国内现代烘焙的发展。2000 年起，我国烘焙行业步入快速成长期，烘焙企业成为中国食品行业的重要组成部分，消费呈指数级增长。2003 年，面包新语、巴黎贝甜等连锁外资品牌陆续开设门店。2010 年至今，在互联网的推动下，涌现出众多网红烘焙品牌，线上线下融合发展，国内烘焙行业获得了加速发展。

图表 3：中国现代烘焙发展历程

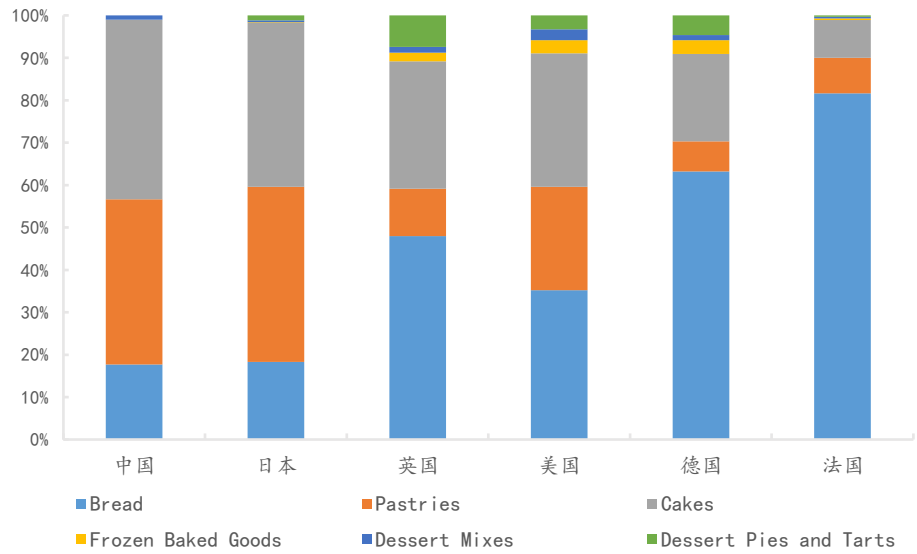

数据来源：叮芒研究院，华福证券研究所

1.2 面包作为主食在我国发展有限，糕点和蛋糕还有较大提升空间

烘焙食品中面包、糕点、蛋糕占据绝大部分。根据 Euromonitor，烘焙食品 (Based Goods) 主要分为面包 (Bread)、糕点 (Pastries)、蛋糕 (Cakes)、冷冻烘焙食品 (Frozen Baked Goods)、混合甜点 (Dessert Mixes)、甜点类派和馅饼 (Dessert Pies and Tarts) 等六大类。按照消费额计算，面包、糕点、蛋糕的消费在欧美主要国家、中国、日本等占据 90%以上的比例，以面包为主食的欧洲如法国、德国、英国中面包占比最高，分别占比 82%、63%、48%，中国和日本烘焙食品

消费则以蛋糕和糕点为主，美国三者消费略为均衡。

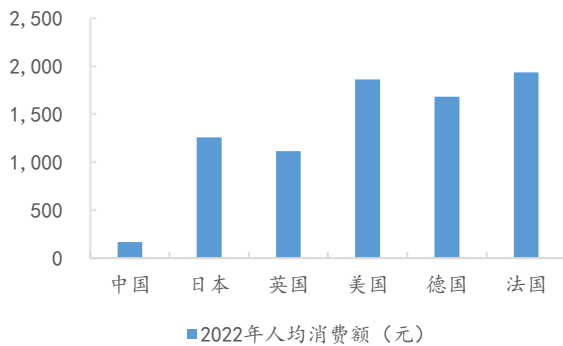
图表 4：2022 年各国烘焙品类消费额占比



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

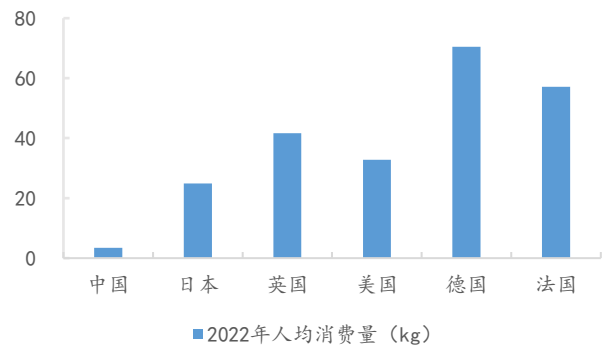
根据 Euromonitor，2022 年我国烘焙食品的人均销售额和人均销售量分别为 168.5 元和 3.48kg，远低于欧美主要国家和日本，我们从占据绝大部分比例的面包、蛋糕、糕点分析我国与欧美主要国家的差异。

图表 5：2022 年各国烘焙食品人均销售额



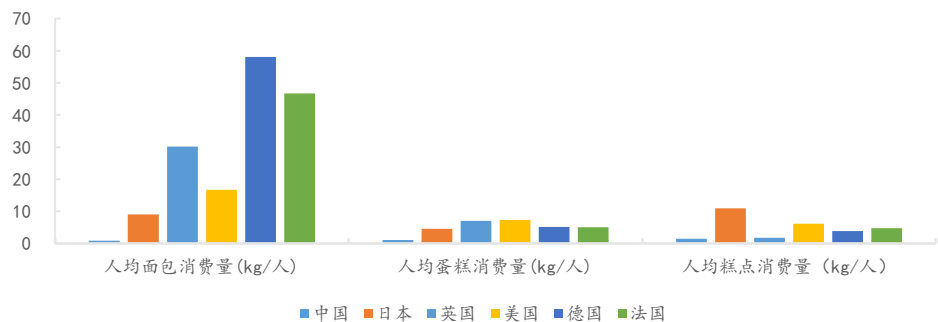
数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 6：2022 年各国人均烘焙食品消费量



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 7：2022 年各国人均面包、糕点、蛋糕消费量对比



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

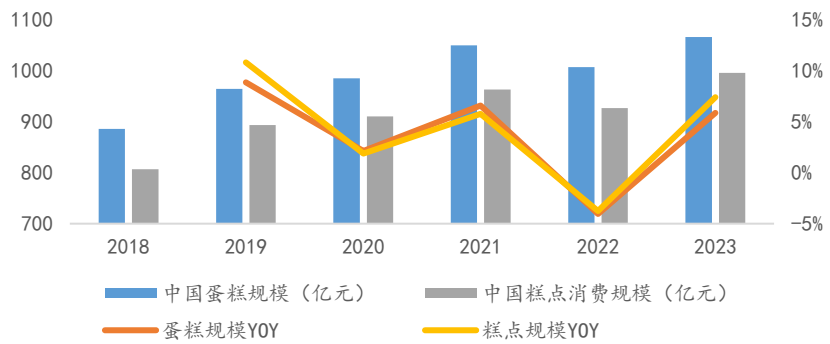
面包主要作为主食类，我国面包消费量远低于欧美主要国家和日本。2022 年德国人均面包消费量为 58.05kg，德国的面包和中国的米面类似，作为一日三餐的主食，德国也被认证为世界上面包种类最多的国家；法棍是法国最主要的主食，也是法国国内消费最多的面包类型；面包也是日本的第二大主食，2022 年人均面包消费量为 9.09kg；因此面包作为欧美主要国家和日本的主食，消费量较高。而目前我国面包只在早餐的渗透率较高，作为主食的整体渗透率较低，因此我国 2022 年人均面包消费量仅为 0.89kg，远低于欧美主要国家和日本。

我国蛋糕消费在烘焙食品中占比最高，未来还有较大空间。2022 年我国蛋糕消费在烘焙食品中占比达到 42.3%，人均消费量为 1.08kg，低于美国和日本的 7.39kg 和 4.58kg。蛋糕零食属性较强，过去在我国主要作为生日蛋糕、节日伴手礼。近年来消费场景扩大，逐步拓展到下午茶、会友、悦己等更为高频的消费，小份化的蛋糕在蛋糕消费中的占比提高，根据美团发布的《2022 烘焙品类发展报告》，2021 年西式甜点订单量中，20-40 元的订单占比超过 45%。根据欧睿咨询，我国蛋糕消费规模从 2018 年的 886 亿元增长到 2023 年 1066 亿元。我们认为随着消费者对蛋糕作为饭后甜点、庆祝特殊场合和节日、下午茶等需求的增加，蛋糕消费在我国还有较大的发展空间。

日本已出现国民性糕点，应用场景比较为广泛，糕点消费量远高于欧美等主要国家和中国。日本糕点消费较高 2022 年日本的糕点消费量为 10.93kg，远高于中国和欧美等国家，日本糕点属于主食和烘焙类的结合，红豆包、和果子已经成为了日本的国民糕点。红豆包不仅作为日常食用，也多出现在节庆、红白喜事等场景，同时也成为了日本伴手礼文化中的重要组成部分，每年的 4 月 4 日被定为日本的红豆包日。和果子中的卡斯特拉（长崎蛋糕）最初于 16 世纪由葡萄牙传教士传入，经过几百年的发展，目前经常作为结婚、婴儿出生、恭喜病愈、恭贺拜访、表达感谢等多种场合的伴手礼。

我国糕点规模提升。过去我国的中式糕点多作为节令食品存在，南北差异化明显。2020 年后，“新中式烘焙”品牌以西点中做和零食化为主要产品创新方式，在“网红经济”和资本助推下，发展迅速，虽然后面很多品牌面临产品同质化严重、竞争激烈、成本等问题，但是也出现了泸溪河这类持续增长的品牌，根据红餐大数据显示，截至 2023 年 10 月，泸溪河全国门店数已超 370 家，2019 年-2023 年 10 月的年复合增长率达到了 45%。另外，欧美国家的 Pastries 如牛角包、肉桂卷等在我国消费也逐步兴起。因此近年来随着我国中式糕点和西式 Pastries 需求的不断提升，糕点消费规模持续提升，根据欧睿咨询，我国糕点消费规模从 2018 年的 806 亿元增长到 2023 年 996 亿元。

图表 8：2018-2023 年中国蛋糕和糕点市场规模提升



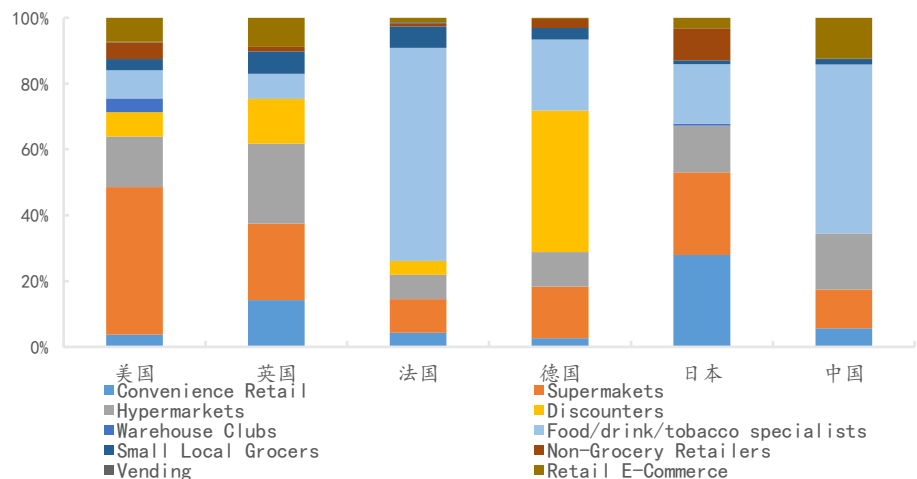
数据来源：Euromonitor，华福证券研究所，注：2023 年数据截止 2023 年 12 月 21 日

综上，由于在历史发展中，面包在欧美主要国家和日本中作为主食存在，因此人均消费量较高，而我国虽然目前面包作为早餐的主食化倾向明显，但是整体主食仍以米面制品为主，因此面包未来作为主食在我国的发展较为有限。糕点方面，日本已出现国民糕点红豆包、和果子等，不仅可在日常食用，且可用于多种场景，而 2022 年我国的人均消费量远低于日本，但是我们认为中式糕点在我国有一定的文化基础，且需求广泛，近年来中式烘焙品牌不断加大产品创新，未来有望出现国民性糕点。蛋糕过去在我国主要作为生日蛋糕、节日伴手礼，但是近年来随着下午茶、会友、悦己等消费场景的扩大，蛋糕小分化趋势明显，未来有望持续受益。

1.3 海外各国烘焙产品零售渠道发展各异

海外各国烘焙食品主要零售渠道差异在于本国渠道发展的差异。欧美多国商超渠道发达，商超在烘焙食品的销售中占据重要位置，其中美国的 Supermarkets 购物便捷，性价比较高，拥有沃尔玛这类全球最大的连锁零售商；德国的折扣店模式虽品类有限，但是价格极低，有 ALDL 全球闻名的硬折扣经营超市；日本开创了现代便利店行业的经营模式，是 7-11、全家等多家头部连锁便利店企业的发源地，本土便利店密度高，服务便捷快速。

图表 9：2022 海外各国及中国烘焙产品各零售渠道占比



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

商超渠道是美、英、德烘焙产品的主要零售渠道。2022年美、英、德商超渠道（Supermakets、Hypermarkets、Discounters）销售额在零售渠道的占比分别为68.7%、61.3%、69.1%，为主要的烘焙食品零售渠道。在商超渠道的细分渠道中，美国占比最高的是supermakets，2022年占比为45.6%。美国的Supermakets购物便捷，性价比较高，以沃尔玛为例，沃尔玛作为美国最大的食品零售商，以“始终低价”战略著称，超过90%的美国人住在沃尔玛门店10英里范围内。德国商超渠道中占比最高的是Discounters，为42.9%，硬折扣模式最先在德国出现，这种模式下的折扣店虽然品类有限，但是价格极低，在德国占据了食品杂货零售行业将近50%份额，位于德国总部的ALDL是全球硬折扣经营的领导者。英国商超渠道中Hypermarkets、Supermakets、Discounters分别占比24.40%、23.3%、13.6%，传统超市占比相较于折扣店占比较高，主要由于ALDL等折扣店缺乏在线供应且产品选择范围有限，顾客更青睐传统超市。

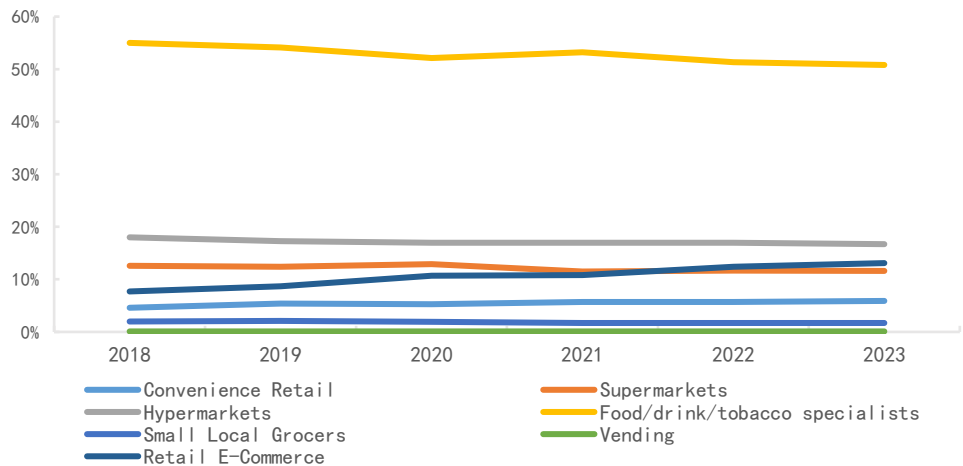
烘焙门店是法国烘焙食品销售的主要零售渠道，承担一定的社交功能。2022年法国Food/drink/tobacco specialists渠道销售额占比约为64.9%，法棍是法国最主要的主食，去面包店购买法棍是法国人日常生活的重要组成部分。根据法国政府的规定，传统手工艺制作的法棍只能由面包店制作。同时面包店也是产生社会联系的地方，拥有一定的社交属性。根据美国金融服务公司的调查显示，22%的法国受访者每天都去面包店，三分之一的法国受访者每星期至少去三次面包店。

日本便利店门店密度较高，便利店渠道占比最高。日本最主要的烘焙产品零售渠道是便利店，占比为27.9%，高于Supermakets和Hypermarkets的25.1%和14.2%，主要是由于日本的便利店密度高，服务便捷快速，已经成为日本居民日常生活不可或缺的一部分。日本是全球多家头部连锁便利店企业的发源地，开创了现代便利店行业的经营模式。目前日本的便利店已经接近饱和状态，2016-2021年便利店数量保持在约5.6万家左右，渗透率高居世界前列，2021年渗透率约为中国的四倍。

1.4 渠道多元化趋势显现，把握新渠道机遇

传统饼房渠道占比下降。烘焙门店的选址主要在商场、沿街等，具备一定便利性，可以为消费者提供较为广泛的产品选择，因此过去发展迅速，但是目前烘焙门店面临成本较高和商超、便利店、茶饮餐饮和线上等新兴渠道的竞争等问题，烘焙门店数量减少，我国烘焙门店数量由2019年的47.9万家下降至2023年10月的43.7万家。同时烘焙门店更新迭代较快，存活率也较低，根据美团数据统计显示，我国烘焙门店平均存活时长32个月，有57.7%的门店在2年内倒闭，只有23.8%的烘焙店能活4年以上。因此近年来我国烘焙门店在烘焙食品渠道的占比下降，根据Euromonitor，我国Food/drink/tobacco specialists渠道销售额在零售渠道的占比从2018年的55%下降至2022年的51.3%。

图表 10：中国 2018–2022 烘焙食品各销售渠道占比



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

商超渠道发展迅速。商超发展烘焙区不仅可以营造氛围，还可以带来较高的利润，因此近几年头部会员店、精品超市提升了对烘焙区的重视。烘焙产品通过商超销售，省掉了中间一层甚至多层的经销环节，产品性价比较高，同时消费者更加习惯“一站式购物”，因此商超渠道的烘焙产品发展迅速，例如盒马自 2019 年起切入烘焙品类，目前盒马鲜生门店数量已超 350 家，成为中国最大的烘焙连锁品牌之一。

商超渠道：与工业化生产融合，提升效率降低成本。随着消费者消费习惯改变，越来越注重健康新鲜，现烤、短保烘焙商品已经替代传统的长保商品，成为市场主流，而这类产品主要分为“前店后厂”、“中央工厂+渠道”两种模式，“中央工厂+零售渠道”可以提升烘焙加工效率、优化成本。商超利用人流优势，通过现烤面包试吃引流、气味营销等，帮助产品放量，产生亿元以上甚至 10 亿元以上的大单品，而在流通饼店渠道，单个厂商的单个品类若能做到千万元级别已经算得上是成功。大单品的运营模式可集中产能，提升生产、运营效率，从而降低成本，打造价格优势。因此我们认为烘焙产品在商超渠道与饼店渠道相比价格优势明显，未来有望进一步替代饼店流量。

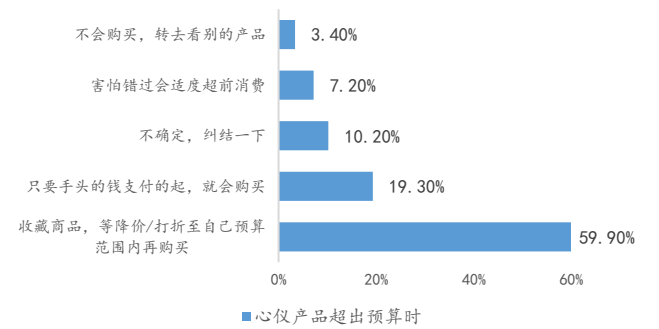
折扣店模式崛起，有望成为新的烘焙零售渠道。随着消费者越来越理性，价格敏感度逐步提升，性价比商品成为首选。根据艾瑞发布的《2023 年中国消费者洞察白皮书》显示，当心仪产品超出预算时，有接近 60% 的消费者会等待降价。2023 年，为了满足消费折扣化需求，越来越多商超涉足折扣店，例如盒马 23 年 10 月启动“折扣化”变革，线下门店的 5000 多款商品价格下调，叮咚买菜推出“叮咚奥莱”，永辉超市在全国范围的门店中增设“正品折扣店”等。根据欧睿咨询，2022 年折扣店在我国烘焙食品各销售渠道中占比为 0%，主要是由于折扣店模式在我国处于发展初期，但是折扣店渠道在欧美主要国家德国、美国、英国的销售渠道中分别占据了 44.7%、7.5%、14.0%，我们认为随着折扣店的在我国的发展，未来折扣店在我国烘焙食品销售渠道中会占据一定的比例。

图表 11：盒马门店数量超过 350 家，目前已经成为中国最大的烘焙连锁品牌之一



数据来源：第一现场公众号，华福证券研究所

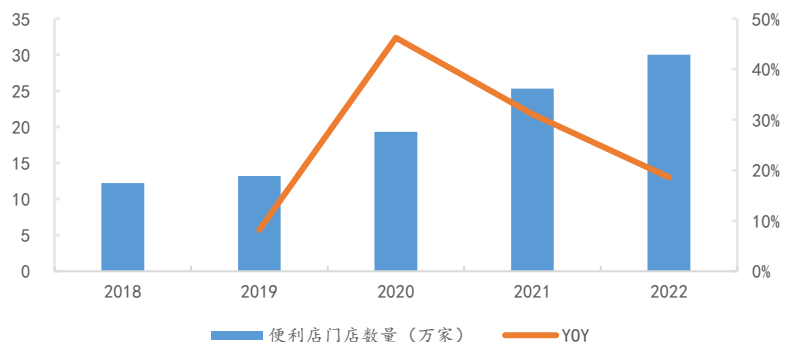
图表 12：心仪产品超出预算时的消费者选择



数据来源：艾瑞数智，华福证券研究所

便利店+烘焙，正在快速发展的烘焙新渠道，占比有望进一步提升。2020 年后，随着日系便利店的逐渐深入，便利店形成了一种新的消费趋势，根据中国连锁经营协会和毕马威共同发布的《2023 年中国便利店发展报告》，2022 年全国便利店门店规模达到了 30 万家，规模达到 3834 亿元。根据欧睿咨询，2022 年我国烘焙食品在便利店渠道销售规模约为 135.7 亿元，因此便利店的烘焙食品销售占整体便利店规模的 3.54%。烘焙食品在便利店的面包和蛋糕多以短保产品为主，符合消费健康化的趋势。另外，虽然目前便利店面包从口感、风味、可选择程度上不及面包房，但便利店的面包基本在 10 元左右，相较烘焙门店具备价格优势。因此近年来便利店渠道在我国烘焙产品零售渠道的占比不断提升，根据Euromonitor，我国便利店渠道销售额在烘焙产品零售渠道的占比从 2018 年的 4.6% 上升至 2022 年的 5.7%，但是相比日本 27.9% 的占比，差距仍然较大。我们认为未来随着便利店的门店规模的增长，便利店在烘焙食品销售渠道还有一定的提升空间。

图表 13：便利店数量及增速



数据来源：中国连锁经营协会&毕马威《2023 年中国便利店发展报告》，华福证券研究所

餐饮渠道前景广阔，仍有较大提升空间。烘焙品可以提高门店店效、迎合消费者多样化需求，因此越来越多的烘焙品进入餐饮门店。近年来新式茶饮与咖啡品牌重视烘焙业务发展，多采取“茶/咖啡+烘焙”模式，奈雪的茶 2023 年 H1 烘焙产品收入占比 14%；Coco 旗下烘焙品牌“乐莎蕾”主打切块蛋糕、饼干和三明治，已经覆盖了 500 多家门店；瑞幸咖啡推出“烘焙轻食”品类，提供可颂、菠萝包、麻

薯、吐司等；截止 2023 年 Q2，全国餐饮门店数量达到 863.6 万家，基数较大，长期还有较大的发展空间。

通过分析海外各国烘焙食品行业数据，我们可以总结出中国烘焙食品行业的未来的品类和渠道发展趋势。品类结构上，我国虽然目前面包作为早餐的主食化倾向明显，但是整体主食仍以米面制品为主，因此面包未来作为主食在我国的发展较为有限。糕点方面，中式糕点在我国有一定的文化基础，且需求广泛，近年来中式烘焙品牌不断加大产品创新，未来有望出现国民性糕点。蛋糕过去在我国主要作为生日蛋糕、节日伴手礼，但是近年来随着下午茶、会友、悦己等消费场景的扩大，蛋糕小分化趋势明显，未来有望持续受益。渠道结构上，海外各国中烘焙销售额占比较高的零售渠道多是本国发展较为成熟的渠道，例如美国的超市、德国的折扣店、日本的便利店等。目前我国传统饼店占比较高，但是面临成本和商超、折扣店、便利店、茶饮餐饮等新兴渠道的竞争等问题，我们认为未来传统烘焙饼店流量会进一步被替代，预计销售额占比下降，而线下商超、折扣店、便利店、茶饮餐饮等渠道的销售额占比都会提升。

2 周观点

2.1 白酒

本周白酒 SW 指数下跌 5.27%（沪深 300 指数-2.97%），近一月白酒 SW 指数-5.56%（沪深 300 指数-1.92%），当前白酒板块 PE(TTM)为 24.10X。具体来看，近五日无股票上涨，舍得酒业（-9.66%）、泸州老窖（-9.10%）、古井贡酒（-8.60%）跌幅最大。

临近春节旺季，目前各家开门红回款陆续开启推进。近期部分白酒大单品出厂价上调，具体如下：

茅台旗下酱香经典、金王子（均为十亿级大单品）出厂价分别提升 10 元和 20 元（当前酱香经典批价 240 元，京东价 278 元；金王子批价 215 元，京东价 516 元）。

剑南春旗下核心产品水晶剑出厂价提价 20 元/瓶（目前批价 410 元，京东价 489 元）。

四川沱牌舍得营销有限公司发布提价通知：自 2024 年 1 月 1 日起，500ml 品味舍得（包含第五代及庆典装）经销商出厂价上调 20 元/瓶（目前批价 333 元，京东价 438 元）。

我们认为，从当前酒企对顺价产品进行提价可以看出，具有品牌溢价的大单品即使在需求承压阶段也仍有价增能力和空间，提价短期对市场信心和批价提振有一定促进作用；从战略上看，长期也对品牌调性提升提供了支撑。

目前，贵州茅台、今世缘已发布 23 年经营数据公告，23 年均超额完成业绩目

标，展现了龙头酒企在压力环境下的韧性。在 **beta** 短期迅速提振可能性较低背景下，建议关注具有强 **alpha**、已走出自己经营节奏，基本面质量较高，报表端确定性较高的高端酒贵州茅台、泸州老窖、五粮液以及次高端山西汾酒。

2.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为-5.14%，对比食品饮料板块（-4.85%），超额收益为-0.29%，其中青岛啤酒/华润啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/乐惠国际跌幅分别为-6.36%/-9.56%/-1.74%/-8.08%/-2.15%/-3.1%。全年来看，销量方面由于 22 年同期较高的基数，和台风、梅雨天气反复，对啤酒销售有所压制，预计全年销量将与去年保持稳定，啤酒板块各公司由于基地市场的不同，销量方面亦有所差异，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒单 Q3 分别实现了-11.25%/+5.33%/+4.25%/+1.5%的同比增速

高端化进展方面，我们认为由于高端餐饮前期恢复进度略低于预期，一定程度上压制了高端档次啤酒的销售，待高端消费场景陆续复苏后，但在各厂商高端化战略下，吨酒价格的增速持续，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒分别实现了+7.52%/+1.25%/+4.11%/+5.5%的同比增速，其中，除了重庆啤酒是由于新疆地区复苏（疆内产品结构偏低）导致高端化斜率下降，其余厂商均实现了吨价的平稳增长，而就重庆啤酒而言，我们预期若明年高端消费场景复苏，其吨价增速亦将有所增益。

我们认为未来长期来看啤酒市场总量增长预计较为有限，而高端化则为企业更长远的发展逻辑预计在啤酒行业的高端升级发展主旋律下，各厂商盈利水平有望持续提升。同时，当前大麦价格对比 22 年底已同比下降 15%以上，我们认为，在我国终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税的背景下，大麦价格仍有下行空间，预计将为啤酒企业贡献高端化以外的盈利弹性。

我们认为后续可关注两大主线：

1) 自由市场的消费趋势演变：自由市场指的是尚未有厂商占据主导地位的区域，如广东地区，在没有供给侧能够提供主导力量的情况下，啤酒主流价格带的变化将取决于经济环境的影响，而啤酒消费人群不变，倘若出现消费降级，对应的是渠道降级，即高端夜场、高端餐饮容量萎缩，中低端餐饮渠道扩容，我们认为应关注该类市场中在高端以下价格带具备优势的厂商，主要系其或将享受自身优势渠道在当前经济环境下的被动扩容。

2) 优势市场中主流价格带较低的厂商：由于啤酒厂商在优势市场可以通过买店等方式决定终端售卖的啤酒产品档次，进而主导市场内的主流价格带，因此我们认为基地市场的结构升级为厂商能够把握住的确定性高端化空间，需要关注基地市场具备较低起点、较大容量可以进行结构升级的厂商。

关注：珠江啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、乐惠国际。

2.3 软饮料

本周，东鹏饮料/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品/农夫山泉这几大主要软饮料上市企业的涨跌幅为-1.13%/-3.41%/-4.32%/-0.13%/-1.18%/-6.09%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+3.72%/+1.44%/+0.53%/+4.72%/+3.67%/-1.24%。香飘飘公司发布公告变更了公司总经理，杨东云先生作为新任公司总经理，曾历任广州宝洁公司项目经理、大区域经理、品类总监；黛安芬集团中国区副总经理、总经理；易达集团亚太区副总裁并兼中国区总经理、日本区总裁；速 8 酒店高级副总裁；白象食品集团执行总裁/副总裁、董事，健康元药业集团股份有限公司总裁，具备丰富的管理实战经验，且本次 5% 股权受让后，预计将大力激励新任总裁的积极性，对公司当前“双轮驱动”的战略实施带来新一轮增长动能。我们维持此前观点，认为饮料板块中的个别公司有一定的超额收益机会，主要来自单个企业展现的复苏形态。

2023 年 Q3 单季度来看，东鹏饮料/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品均实现了较好的业绩表现，营收分别同比 35.17%/1.99%/20.41%/6.39%/10.41%，归母净利润分别同比+33.25%/+4.7%/-12.29%/+4.6%/+20.42%，我们认为业绩的高增除了得益于消费大环境的复苏态势，还有个别公司所处赛道的 β 机会，而公司精益治理之下增强的渠道力、产品力、品牌力，更是赋予企业跑赢市场的阿尔法受益。

总体来看，我们认为饮料板块复苏态势显著，但投资机会更多为个股 α 而非板块 β ，对于在该板块寻找投资机会而言，我们认为应精选具备两大要素的企业：

1) 所处赛道潜力高：在负贝塔环境中寻找阿尔法机会，往往收益也将被一定程度上抵消，因此我们应首选具备增长潜力的细分赛道，如无糖茶、能量饮料等；

2) 企业自身管理能力优秀：若企业自身管理能力较强，加之行业向好发展，往往能够取得较强的市场地位，基本面将同时享受行业扩容和格局改善的双重提振，而 EPS 的高增往往伴随着市场信心的增强，PE 扩张将有望收获戴维斯双击的收益。

关注：东鹏饮料，李子园、香飘飘、承德露露、养元饮品。

2.4 预调酒

市场普遍对预调酒行业销量能否实现持续增长有一定的分歧，我们认为未来预调酒行业的规模将稳定扩张。

a) 从大方向出发，低度酒板块为全球销量占比最大的酒饮市场，我们认为伴随消费场景的持续丰富和消费习惯在代际变迁下的多样化，板块或存在结构性机会，而预调酒作为我国最具创新潜力的一大低度酒品类，预计将受益于该类消费趋势。

b) 从行业出发，我们认为预调酒行业经过 12-15 年的盲目扩张、15-18 年的出清、18 年至今龙头引领的场景培育后，当前大众对预调酒的认知逐步提升，匹配的消费场景也逐渐开辟，如露营、飞盘、桌游等，行业已步入健康发展道路，预计行业规模将伴随新消费群体的崛起、新场景的开辟及消费习惯的高线城市化而有序扩容。

经过多年发展，当前我国预调酒行业规模约 71.56 亿元，恢复至 2015 年历史高峰水平以上，主要消费城市分布在华东、华南等沿海经济发达地区，主要消费群体为 90/95 后新一代消费者，其中女性消费者的快速增长，巩固了我国预调酒行业增长的态势。因此我们也发布了低度酒深度研究系列的第一篇，主要对预调酒就行业整体发展空间和驱动因素进行了推演，从结论来看，我们列举了以市场为锚点、以女性群体为锚点、以啤酒/非烈酒酒饮为锚点的三大视角，预调酒行业均可看至 150 亿以上出厂规模，亦总结出行业未来发展的三大路径：1) 城镇化率提升带动消费习惯高线化，预调酒触达面积增大，行业渗透率被动提升；2) “她经济”进一步发展，同时 Z 世代崛起承接酒类主要消费群体，新消费场景和分众化的消费需求成为主流趋势，驱动具备个性化基因的预调酒行业扩容；3) 行业供给侧推力增强，市场教育力度提升，即参与者增多，包括但不限于传统啤酒、饮料企业；切割不同细分市场的大单品频频涌现，连线成面带动消费者认知深化。

重点推荐：百润股份，公司历史行情通常为大单品所驱动的 PE 扩张，行情较快，操作上更适合左侧布局，当前估值对应 24 年 PE 不及 20 倍，估值安全边际凸显，建议重点关注

2.5 乳制品

本周，伊利股份/蒙牛乳业/光明乳业/天润乳业/新乳业涨跌幅分别为-2.36%/-6.48%/-1.72%/-1.28%/-2.35%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 2.5%/-1.62%/3.13%/3.57%/2.5%。我们仍然维持此前观点，2023 年作为消费复苏年，乳企经营改善趋势明确，另外原奶价格 2022 年已开始温和下降，预计 2024 年将延续下降趋势，区域乳企采购牧场中的中小牧场居多，原奶价格下降周期中，中小牧场价格下降幅度往往大于市场平均下降幅度，同时，区域乳企市场集中，费用投入讲究费效，很少出现费用率大幅增加的情况。故判断，在原奶下行周期中，区域乳企的利润弹性更大。

我们预计行业在原奶下行的背景下带来一定的成本改善，但同时我们注意到需求端是呈现逐步复苏的态势，导致终端价格产生一定的竞争压力。细分标的来看，天润乳业在原奶下行周期中开启新一轮的出疆战略。此轮出疆主要依靠专卖店渠道，避开 KA、便利店等白奶竞争激烈的主流渠道，产品上以奶啤、桶酸、主打新疆奶源的常温白奶等为主，差异化特色明显。

行业重点数据更新：

1) 液奶方面。截至 2023 年 12 月 27 日，根据 wind 数据，我国主产区生鲜乳均价 3.66 元/公斤，周环比/周同比分别为-0.30% /-11.20%；根据 wind 数据，2023 年 1-11 月我国乳制品产量达 2,801.60 万吨，10 月当月产量 256.20 万吨，同比变动 +3.3%/-1.9%。

2) 奶粉方面。根据 wind 数据，截至 2023 年 12 月 29 日，国产/国外婴幼儿奶粉品牌零售价分别为 225.21 /270.12 元/公斤，中老年奶粉价格 105.89 元/公斤。

关注：1) 具备利润弹性的区域乳企天润乳业，建议关注其疆外扩张进展；2) 利润导向明显的全国乳企巨头伊利股份，建议关注产品结构优化带来的毛利率改善情况以及费用率投放情况。

2.6 休闲食品

本周，劲仔食品/洽洽食品/甘源食品/卫龙/万辰生物这几个主要的休闲零食上市企业的涨跌幅分别为-6.87%/-7.67%/-1.2%/-8.03%/-6.55%，对比食品饮料板块的超额收益分别为-2.02%/-2.82%/3.65%/-3.18%/-1.7%。量贩零食店在下沉市场销售表现优异，客群定位清晰，未来零食店 SKU 扩张范围较大，可称为食品类贩卖平台，建议重点关注该业务模式。

我们预计行业受益渠道红利与企业自身改革优势凸显，整体业绩有望保持较好的增长趋势。休闲零食板块在今年上半年受益量贩零食迎来一波增长，后情绪回落整体持续下行，但各家企业陆续进行渠道改革以及产品升级，对于新兴的量贩零食赛道也多有布局，在理性消费下门店数尚未见顶，预计 Q4 业绩持续改善确定性较高。

近期，良品铺子新任董事长杨银芬发布全员公开信宣布旗下产品价格全面调降，同步实施 17 年来首次最大规模降价；12 月 18 日，好想你和盐津铺子分别向零食很忙集团投资 7 亿元和 3.5 亿元，分别获得零食很忙 6.64%和 3.32%的股权，再次印证了零食板块渠道内卷加剧、性价比消费偏好凸显、走向整合期的趋势。

劲仔食品：新老产品双双放量，收入维持高增长。2023 年前三季度公司营收和净利润已经超过了去年全年总额。产品端，公司以“大包装+散称”产品组合为基础，以劲仔小鱼为基，受新品鹌鹑蛋（散称）表现亮眼推动，2023 年上半年公司散称产品收入增长超过 220%，产品端实现结构升级；渠道端，公司将发力流通渠道以及量贩零食&抖音等新渠道，受益渠道红利实现营收放量；盈利端，受公司降本增效及产品结构优化等因素影响，预计公司盈利能力将得到提升。

洽洽食品：产品升级&渠道红利&成本降低，三重优势打造核心竞争力。成本端，23Q4 新采购季成本端有一定下降，且 Q4 旧库存已基本消化，预计公司未来一年成本端压力逐渐减轻；渠道端，公司布局量贩零食，新渠道仍在逐步放量过程中，预计 24 年公司新渠道仍快速增长；产品端，公司新品陆续推出，高毛利单品风味坚果、打手瓜子等将成为 24 年公司发展重心。

万辰集团作为量贩零食店稀缺标的，在合并“陆小馋”、“好想来”、“来优品”和“吡啱吡啱”品牌后，截至 2023 年 9 月合计门店 3000+家，公司积累了丰富的行业经验，选品、物流仓储等全链路供应链体系完善，在量贩零食店渠道红利加速释放背景下，公司积极拓店，有望形成以华东为大本营，并逐步延伸全国的门店布局。

关注：折扣化趋势及量贩门店增量受益标的劲仔食品、洽洽食品；量贩零食稀缺标的万辰集团。

2.7 保健品

本周，汤臣倍健/仙乐健康/H&H 国际控股/科拓生物涨跌幅分别为-2.76%/-4.79%/-1.16%/-5.18%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 2.09%/0.06%/3.69%/-0.33%。我国保健品行业空间广阔，根据艾媒咨询，2022 年我国保健品市场规模为 2989 亿元，五年内 CAGR 为 13.1%，增长迅速。短期来看，保健品行业受“百日行动”打假负面新闻、跨境电商法带来的监管趋严等事件影响增速有一定回落，但长期来看“银发一族”和“年轻一代”作为驱动行业增长的核心群体，在健康意识提升、老龄化背景下，行业发展动能充足、空间广阔。

2.8 小餐饮连锁

2023 年年以来小餐饮连锁企业受益于线下餐饮业复苏，门店业务实现较快增长。展望未来，我们认为小餐饮连锁企业将持续受益于线下餐饮业复苏和餐饮连锁化率的提高，另外鸭副原材料成本自一季度末以来进入了下行通道，目前维持低位，卤制品公司将会有较大的经营改善空间。

重点推荐巴比食品，我们认为随着高客单价产品的陆续上市和通过外卖业务拓展中晚餐消费场景，单店收入有望进一步修复，同时加快全国扩张，门店数量有望加速增长；另外公司增加对预制菜产品的拓展，未来有望成为新的团餐增长点。关注五芳斋、绝味食品、煌上煌。

2.9 烘焙茶饮链

2023 年以来行业受益于下游现制烘焙茶饮需求恢复和棕榈油等原材料价格下行，业绩弹性释放。我们认为 24 年随着烘焙和茶饮行业景气度的持续提升，需求会进一步恢复；另外随着棕榈油等成本处于低位；再叠加奶油等烘焙原料的国产替代，行业龙头有望持续受益。

烘焙产品渠道方面，烘焙行业消费场景由传统的流通饼房渠道为主逐渐呈现出渠道多元化的趋势，传统烘焙饼房虽仍是首要购买场景，但占比呈现下降趋势，线下商超、便利店、餐饮渠道、茶饮咖啡店、酒店自助餐和线上 O2O 等新兴渠道占比日渐提升。23 年以来，流通饼店渠道恢复较为缓慢，但是商超餐饮茶饮场景修复较快，我们认为烘焙企业未来不仅需要关注流通渠道的修复，还需要进一步把握 KA、餐饮、便利店等烘焙新渠道的机会。

重点推荐立高食品，我们认为公司作为冷冻烘焙龙头，将持续受益于烘焙产品需求的提升，另外，公司持续推出新品，积极拓展商超、餐饮等新兴渠道，未来有望保持较高增速。关注：海融科技、南侨食品。

2.10 代糖

本周根据百龙创园公告，公司“年产 30,000 吨可溶性膳食纤维项目”施工进度处于单体设备调试阶段，项目整体未达到可使用状态。因此拟将项目达到预计可使用状态时间调整为 2024 年 5 月。我们认为该项目正式投产后将进一步满足下游需求，支撑公司扩张。另外，2024 年 1 月 2 日，百龙创园的产品抗性糊精荣获山东省市场监管局发布的 2023 年度“泰山品质”认证证书。抗性糊精是可溶性膳食纤维，可溶性膳食纤维主要具有调节血脂，促进新陈代谢、解毒和降低血压、预防癌症和清除自由基等功能，可广泛应用在食品、饮料、保健品和医药制品中，具备广阔的市场前景。

我们认为近年来随着消费者减糖意识提升、“糖税”及减糖政策出台，全球无糖/低糖消费兴起，同时随着人工代糖的安全性不断被讨论，天然代糖的占比快速提升，未来天然甜味剂或将有更大的替代空间。建议关注：百龙创园（阿洛酮糖）、华康股份（木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇）、莱茵生物（甜菊糖、罗汉果糖）等。

2.11 餐饮供应链

本周（1.1-1.5）调味发酵品/预加工食品板块回调，对应跌幅分别为 5.71%/7.39%，对比食品饮料板块（-4.85%），市场表现较低迷。其中，安井食品、千味央厨、天味食品、中炬高新本周跌幅分别达 9.43%/9.30%/1.96%/6.30%。

本周安井食品、千味央厨本周股价调整明显，主要系速冻食品行业需求较弱、市场预期过度悲观等影响。尽管速冻食品行业 β 出现短期走弱趋势，但安井食品立足全国化产能布局、全渠道运作以及渠道精细运作能力，在许多细分产品领域已取得明显的成本优势，未来有望在产业集中化进程中攫取最大红利。而千味央厨增长逻辑清晰，业绩确定性强，短期回调预计受大客户参与定增有变影响，但我们认为公司大 B 业务在新品饼汉堡上量、客户连锁化等背景下有望延续快增。此外，本周板块内多家公司披露获得政府补助公告；其中，中炬高新披露自 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，累计收到政府补助 3,389.12 万元，其中收到与收益相关的政府补助 389.60 万元，计入当期损益，收到与资产相关的政府补助 2,999.52 万元；三全食品披露于 2023 年 10-12 月共收到政府补助 5341.85 万元，约占 2022 年归母净利润的 6.67%。

展望后市，伴随年关备货期临近，预计调味品、速冻食品需求持续转旺，我们认为板块基本面有望进一步改善。此外，考虑到板块当前的安全边际（从板块调整、估值、基金重仓配置以及股息率等视角），我们继续强调板块投资性价比。

我们建议关注以下三条主线逻辑：

1、紧盯成长确定性高、业绩可见度强的细分领域和龙头企业。重点推荐主业优势已然抛出、当前估值性价比较高的预制菜龙头安井食品、聚焦餐饮供应链、增长逻辑清晰的千味央厨（基本面确定性强，弱 β 中的强 α ）。

2、重视关注主线逻辑通顺但复苏略有滞后，未来有望回归快速扩张的赛道机会。重点推荐，存在旺季动销催化（C端主业有望改善）、并购食萃带动渠道补能破圈预期（孵化大、小B第二增长曲线）的天味食品。

3、期待逻辑变化、管理改善等催化的个股alpha兑现。例如诉讼达成和解、地产业务持续剥离以及内部改革红利逐步释放的中炬高新。

2.12 餐饮

本周（1.1-1.5）SW酒店餐饮指数周跌幅为4.85%，对比食品饮料板块（-2.15%），表现略有分化，其中百胜中国/九毛九/海伦司/特海国际/海底捞/洪九果品/同庆楼/广州酒家/奈雪的茶/呷哺呷哺/全聚德/西安饮食期间涨跌幅分别为-3.07%/-7.38%/-9.97%/-11.73%/-5.64%/-3.24%/-1.97%/-2.76%/+3.47%/-6.10%/+0.86%/-2.01%。

餐饮行业复苏势头强劲，行业内部内卷提高。2023年餐饮行业复苏势头强劲，吸引了众多投资者加入到餐饮行业。根据国家统计局的数据显示，2023年1~11月，全国餐饮收入47485亿元，同比上升19.4%，已经超过了2022年全年收入。根据数据显示，2023年1~10月全国餐饮累计新增注册量为350.1万家，较上年同期多了37.4万家。随着餐饮注册量的不断提高，行业内卷加剧，各品牌为了提高竞争力、吸引消费者提出了多样化的改进策略，例如在店里拓宽SKU，以及优化用餐环境来吸引消费者。

元旦假期餐饮业营收激增，多省市餐饮收入同比高增。根据美团元旦假期消费数据显示，全国堂食线上交易额同比增长230%以上，异地消费者的堂食交易额增长310%以上。各重点城市来看，北京市餐饮消费同比增长27.9%；重庆市餐饮业营业额同比增长9.4%；四川省135家餐饮企业营业额同比增长43.7%；山东青岛市10家重点餐饮企业营业额同比增长28.8%；淄博市重点餐饮企业营业额同比增长113.4%。元旦期间各省市餐饮业收入恢复迅速，2024年国内餐饮企业业绩有望得到持续释放。

降本增效为目标，多元化建设促进企业升级。在人力成本方面，众多餐饮企业面临人力成本逐年增长、人员流动性增大、服务人员加速流失等棘手问题，需要加快数字化建设，推动行业转型升级。同时，通过数字化工具积累会员资产，运营“私域流量”，有助于提升用餐体验，提高客户忠实度。在成本管理方面，对于食材成本的把控有助于降低成本端的风险，提高盈利的稳定性。随着中国餐饮连锁率逐年上升，产品的标准化需求不断提高。对于连锁化餐企而言，加强自身供应链建设，通过中央厨房和集中采购的方式，能够有效实现食材成本的降低，同时提高运营效率，降低供应端风险，并为稳步拓店提供坚实基础。

建议关注深耕下沉渠道，品牌矩阵不断优化的呷哺呷哺；优秀供应链整合能力，逐步降低综合品牌客单价的海底捞；传统餐饮手艺稳健发展，守正创新开辟多元增长曲线的广州酒家、同庆楼、全聚德。

3. 本周重要公司公告

图表 14: 重要公司公告

公司名称	内容
百龙创园	“年产 30,000 吨可溶性膳食纤维项目”建设期间,受天气及物流影响,设备运输有所延缓,施工人员未能如期进行施工,截止目前,项目施工进度处于单体设备调试阶段,项目整体未达到可使用状态。因此,根据项目实际建设情况,经审慎研究,拟将“年产 30,000 吨可溶性膳食纤维项目”达到预计可使用状态时间调整为 2024 年 5 月。

数据来源:公司公告,华福证券研究所

4. 风险提示

宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn