

## 食品饮料行业

# 低度酒产业研究系列二：我们该如何判断预调酒行业的格局演变？

强于大市(维持评级)

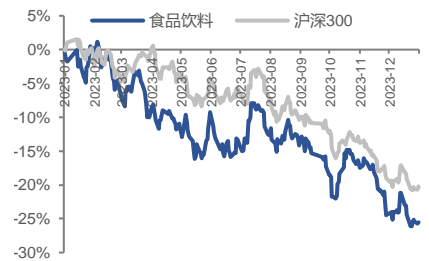
### 投资要点：

本篇报告作为《低度酒产业研究》系列报告的第二篇，我们主要对行业未来竞争格局和决定格局的关键要素进行了思考和研判。

- ▶ **行业规模提升预计将对单寡头格局产生冲击。**我们认为每个行业在发展初期渗透率较低的阶段，通过大单品的成功打造可使其份额直观上更高，主要系该阶段行业规模取决于大单品规模，而随着行业规模增长，参与者增多、消费需求多样化之下，预计将出现越来越多的细分大单品，或将对原有格局产生冲击。通过海外市场的复盘，我们认为竞争维度单一亦是当前格局形成的主要原因，我国预调酒行业历史上的竞争主要集中在价格带和产品属性两方面，因此龙头可通过广价格带覆盖和全产品矩阵占据行业制高点，但待行业规模提升后，参与者增多引入的多样化细分竞争维度，或将对当前格局产生一定冲击。
- ▶ **日本：三得利饱和式新品轰炸和紧贴消费趋势的产品创新是其在行业竞争加剧之中不断赚取份额的主要原因。**复盘日本，早期CR4对应的是四大单品，而后随着景气度提升，新品持续增多，带来多元化的竞争维度，格局变化背后的底层差异是厂商的创新力分化，具备较强创新能力的厂商才能够在竞争加剧之下进一步夯实自身份额，如三得利持续更新产品线，威士忌RTD、和乐怡、柠檬气泡水等产品的接力让公司进一步蚕食了6.5%市场份额，但尽管传统大单品份额有所下降，销量绝对值却稳中有升，我们认为主要系后续新品并未对原有人群进行分化，虽然新品增多会造成市场供给端的快速扩充，但更多为满足消费者的多样化需求和开辟潜在消费群体，围绕增量竞争，而非存量切割。
- ▶ **美国：鸡尾酒文化发源地的成熟市场，品类创新仍对行业格局实现了重构，并进一步抬高行业天花板。**美国预调酒行业可以追溯至从二战前，市场发展本身较为成熟，但2016年后，苏打酒/酒精气泡水的兴起驱动仍行业二次增长，其中大单品 White Claw的出现使原有消费人群产生了分流，即与主流消费需求脱钩的产品逐渐被消费者所抛弃，如Ritas作为主打女性概念的产品，在美国女性地位逐步提升、性别平等意识普遍传播后，销量持续下滑，White Claw不仅享受品类的高增红利还享受到分流竞争对手实现的份额提升。
- ▶ **格局推演：短期看饮料企业，长期可看啤酒等其他企业，龙头能否维持市场地位取决于品牌衍化的进程。**短期来看，由于预调酒和饮料商业模式相似，预计具备饮料市场运作成熟经验的厂商可将其优质的商业模式复刻至预调酒品类上；长期来看，啤酒企业高端化战略之下不断精进的产品创新、品牌营销能力或将促使其更顺畅的切入预调酒赛道，同时或将推进预调酒餐饮渠道的渗透，进一步加速行业规模的扩容。而对于传统预调酒龙头来说，若未来参与者持续增多，当前由产品所主导的行业格局势必受到冲击，此时品牌衍化或将成为龙头企业的最优解，能否维持市场地位主要取决于龙头企业的品牌衍化进程。

风险提示：宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险等

### 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

研究助理 林若尧  
邮箱：lry30204@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《百润股份（002568.SZ）深度报告：爆款打造旧景再现，百尺竿头引领行业》-2023-8-27
- 2、《行业专题报告：低度酒的底层逻辑》-2023-9-4
- 3、《低度酒产业研究系列一：从不同视角，我们该如何判断预调酒的发展空间？？》-2023.11.23

## 正文目录

1	海外预调酒更多为双寡头格局，竞争维度的多样化是关键 .....	3
2	赚取格局红利的背后是厂商创新能力和对市场敏锐度的考验.....	5
2.1	日本：三得利凭借饱和式新品轰炸和紧跟趋势的产品创新站稳行业龙头.....	5
2.2	美国：成熟市场仍有硬苏打和酒精气泡水产品类拔高行业天花板，产品创新亦对格局实现重构 .....	7
3	短期格局预期稳定，长期看龙头企业品牌衍化的进程 .....	9
4	风险提示.....	12

## 图表目录

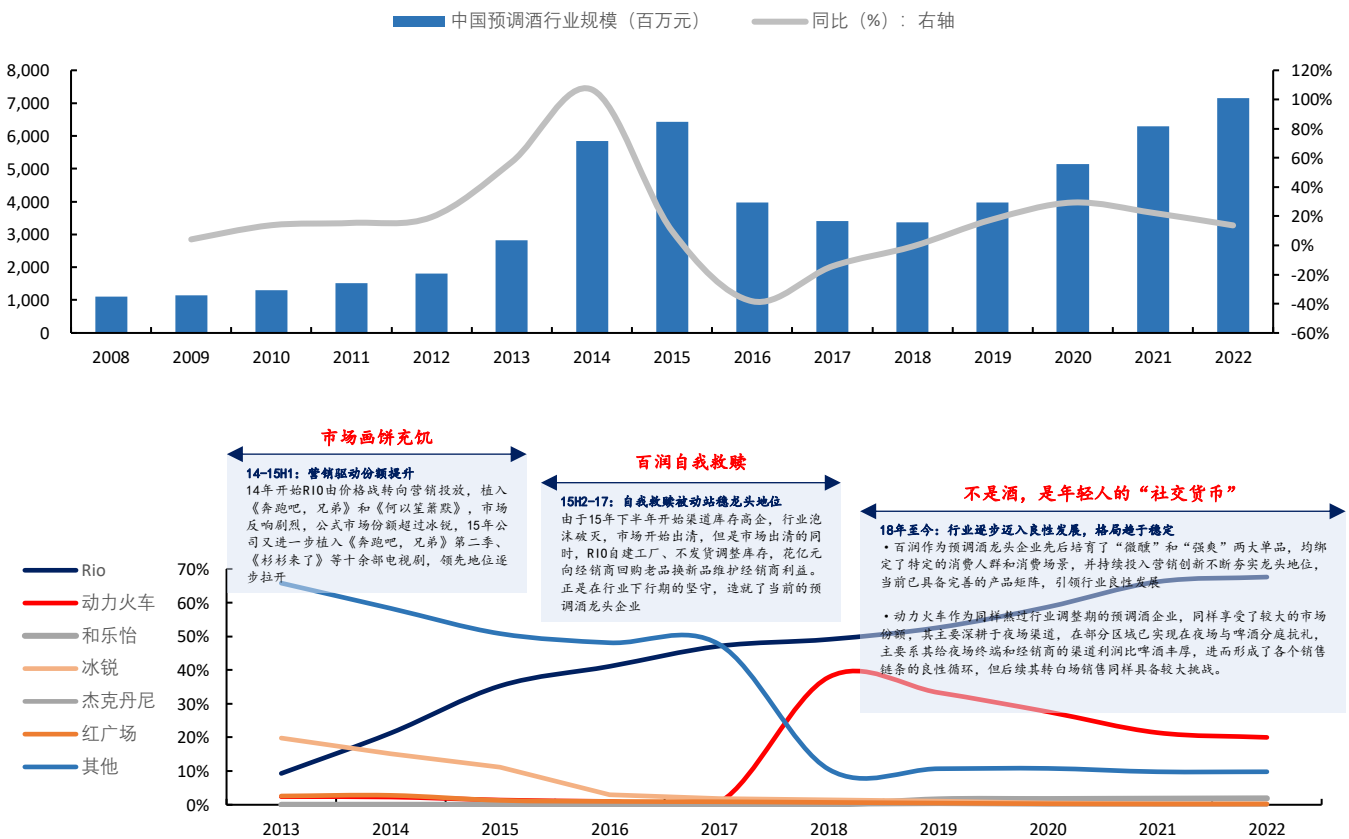
图表 1：我国当前预调酒行业规模较小，且呈现单寡头格局 .....	3
图表 2：除韩国外，海外较少单寡头格局，而韩国因为规模同样较小故不具备参考意义.....	4
图表 3：百润股份当前占据行业制高点，竞争维度丰富后或将重新划分格局 .....	4
图表 4：日本早期 CR4 背后对应的是四大单品的格局，而后单品逐步增多，竞争维度泛化后考验的是参与者的持续创新能力，主要围绕增量竞争.....	5
图表 5：参与者的增多更多为开辟了新的行业增量，激烈竞争更多针对的是单品份额而非绝对值 .....	6
图表 6：美国预调酒也在不断创新中实现产品进化.....	7
图表 7：行业创新不仅使 Mike' s Hard 和 Boston Beer 份额快速提升，还进一步拉高了行业的天花板 .....	8
图表 8：当前行业的主要参与者仅为百润股份与动力火车两家，其余产品要么逐渐消亡，要么体量尚小 .....	9
图表 9：从消费品品牌衍化进程来看，百润股份当前已步入绑定品类的第二阶段 .....	11

## 1 海外预调酒更多为双寡头格局，竞争维度的多样化是关键

上一篇《低度酒产业研究》系列报告中，我们从不同视角对预调酒行业未来发展的空间进行了推演，本篇报告作为系列报告的第二篇，我们主要对行业未来竞争格局和决定格局的关键要素进行了思考和研判。

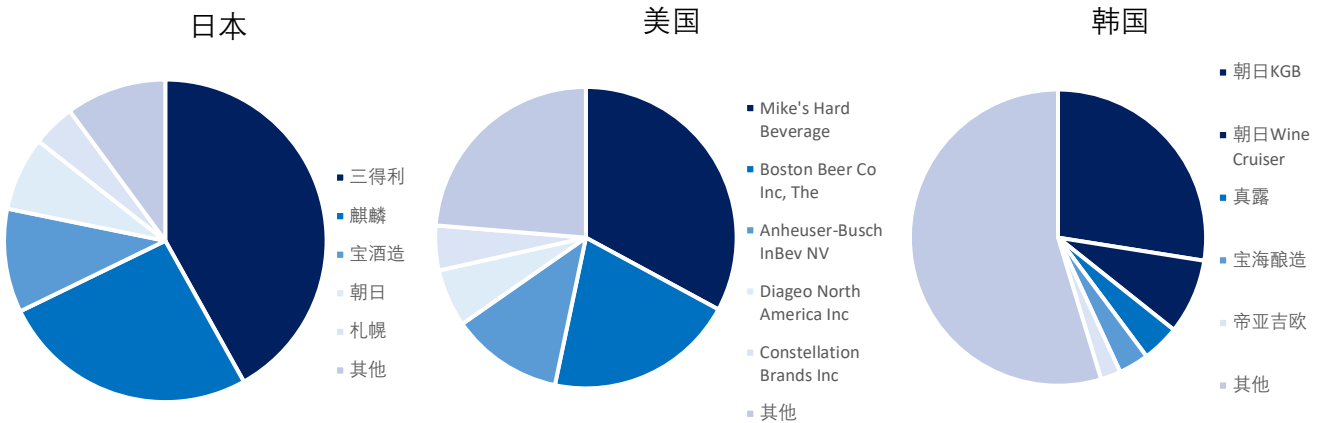
我们认为每个行业在发展初期渗透率较低阶段，大单品的成功打造均可使其份额直观上更高，主要系该阶段行业规模取决于大单品规模，而随着行业规模增长，参与者增多、消费需求多样化之下，预计将出现越来越多的细分大单品，或将对原有格局产生冲击。当前我国预调酒行业规模约 71.56 亿元，对比其他酒饮市场规模仍然偏小，使得百润市场份额直观更高，同时行业经过 15-17 年的洗牌后，单寡头格局是“剩者为王”下的被动结果。纵观海外市场，预调酒行业通常不会有此类格局，我们认为这更多是竞争维度多样化导致的，过去我国预调酒行业竞争维度单一，主要集中在价格带和产品属性两方面竞争，因此百润股份作为龙头可以通过低端到高端的广价格带覆盖和低度到高度的全产品矩阵来占据行业制高点。预计未来随着行业景气度提升，参与者增多将引入新的竞争维度。若新增的竞争维度具备互斥性，或将使得新增消费者甚至原有的消费群体产生分化，届时将现有单寡头格局产生一定的冲击，而新维度的背后则考验的是厂商的创新能力。

图表 1：我国当前预调酒行业规模较小，且呈现单寡头格局



数据来源：Euromonitor，长江商报，中国经济网，烈酒商业，华夏酒报，华商韬略，锐公司，公司公告，华福证券研究所

图表 2: 除韩国外, 海外较少单寡头格局, 而韩国因为规模同样较小故不具备参考意义

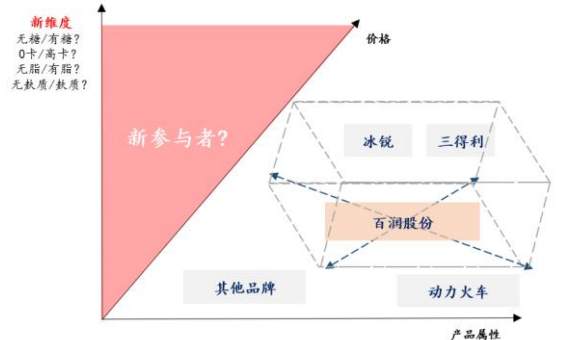
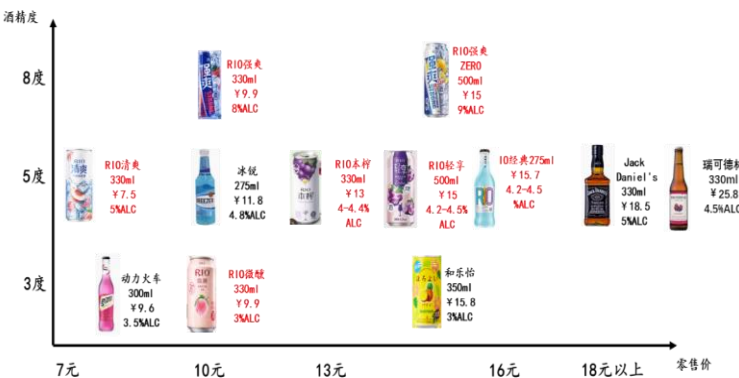
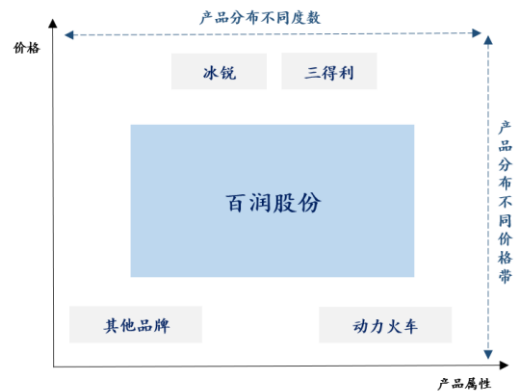


数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

值得说明的是, 韩国同样为单寡头格局, 主要是由于其市场规模本就不大, 因此对我国未来的格局推演并不具备太大参考意义, 而随着我国未来预调酒行业规模增大, 参与者增多或将对行业格局重新划分。

图表 3: 百润股份当前占据行业制高点, 竞争维度丰富后或将重新划分格局

系列	经典系列	微醺系列	强爽系列	清爽系列	轻享系列	本柠系列
产品图						
发布时间	2021年焕新	2017年焕新	2016	2021	2021	2021
目标消费者	年轻消费者	年轻女性	男性饮酒者	年轻消费者	追求低糖的都市女性	追求健康的都市女性
消费场景	聚会派对	独饮	聚会/佐餐/娱乐	聚会/佐餐/娱乐	独饮/佐餐/娱乐	家庭/佐餐/露营
天猫零售价	15.7元/275ml	9.9元/330ml	9.9元/330ml	7.5元/330ml	15元/500ml	13元/330ml
酒精度数	4.2-4.5	3	8	5	4.2-4.5	4-4.4
果汁含量	3	3	2.4	3	/	50
口味数量	6	14	6	5	4	3



数据来源: 淘宝官方旗舰店, 公司公告, 华福证券研究所  
以上产品零售价信息截止日期为 2023 年 7 月 9 日



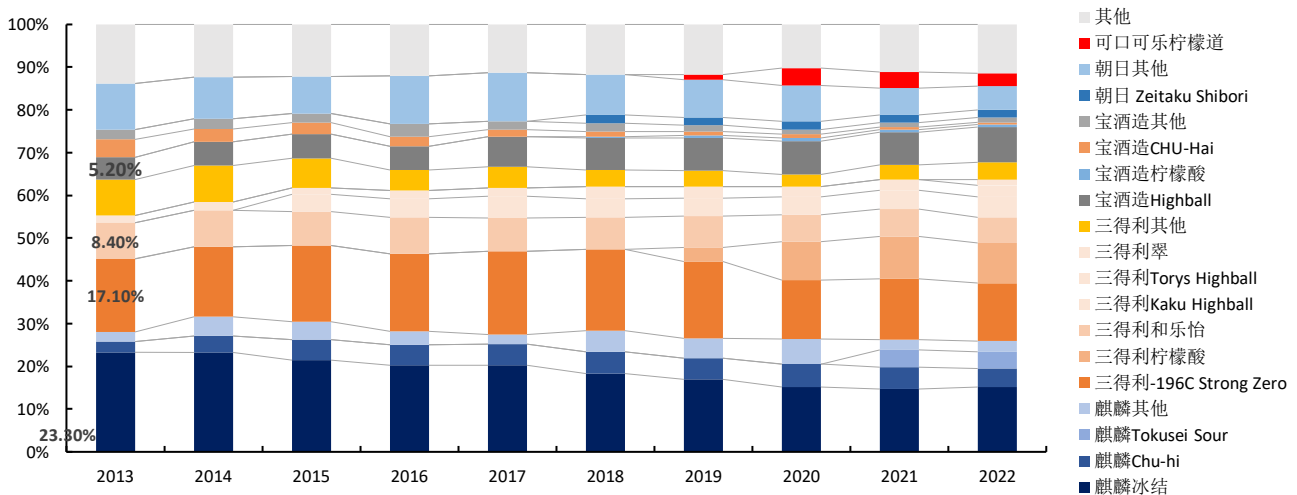
## 2 赚取格局红利的背后是厂商创新能力和对市场敏锐度的考验

### 2.1 日本：三得利凭借饱和式新品轰炸和紧跟趋势的产品创新站稳行业龙头

行业正循环由单品驱动，核心竞争力是企业的创新能力。早期市场格局背后是大单品割据份额，随行业环境景气度提升，新参与者加入后将引入更多产品，同时亦带来竞争维度的多样化，“景气度提升——参与者加入培育市场——景气度进一步提升”正循环之下，考验的是厂商的持续创新能力。

复盘日本，我们发现早期厂商格局背后对应的是单品的格局，这与我国当前预调酒行业环境相似度较高，如2013年日本四大单品占据54%的份额，宝酒Highball主打烧酒概念、三得利和乐怡主打女性群体、-196C强力零度主打高度+鲜果概念、麒麟冰结主打冰爽概念（瓶子会在打开时模拟“结冰”）。而后随着行业景气度提升，新品持续增多，带来多元化的竞争维度，格局变化背后的底层差异是厂商的创新能力分化，具备较强创新能力的厂商才能够在竞争加剧之下进一步夯实自身份额，如三得利持续更新产品线，威士忌RTD、和乐怡、柠檬气泡水等产品的接力让公司进一步赚取了6.5%市场份额。

图表 4：日本早期 CR4 背后对应的是四大单品的格局，而后单品逐步增多，竞争维度泛化后考验的是参与者的持续创新能力，主要围绕增量竞争

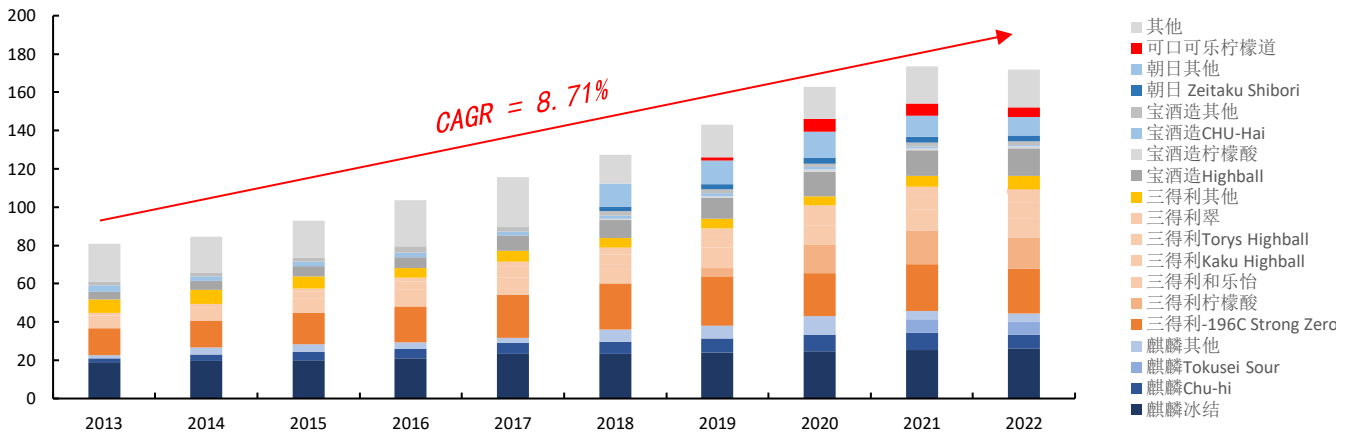


数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

饱和式新品轰炸+紧跟消费趋势的产品创新，使三得利能够不断提升份额。三得利在日本市场每年推出的新品预调酒都高达100多种，还会针对不同季节、地区来推出限量款产品，刺激消费者购买；除饱和式新品轰炸，三得利还紧跟消费趋势进行产品创新，如09年推出的威士忌Highball切入威士忌爱好者，同时降低威士忌品鉴门槛，进一步加速了公司业绩的增长；18年公司烈酒部门推出的柠檬气泡酒（Kodawari Sakaba no Lemon Sour no Moto liqueur）广受消费者欢迎，销量持续增长，为降低体验门槛，公司19年推出其的RTD版本，该产品单品市场份额由19年的3.2%提升至22年的9.4%。

值得说明的是，13年之后尽管传统大单品份额有所下降，但销量绝对值却稳中有升，我们认为主要系其已绑定明确的消费群体和场景，且后续新品并未对原有人群进行分化。我们认为在行业渗透率向上阶段，虽然新品增多会造成市场供给端的快速扩充，但更多为满足消费者的多样化需求和开辟潜在消费群体，围绕的是增量市场的竞争，而非存量的切割。

图表 5：参与者的增多更多为开辟了新的行业增量，激烈竞争更多针对的是单品份额而非绝对值



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

另外，为什么日本预调酒做得好的都是啤酒企业？

①+②决定了为什么日本预调酒行业中发展得好的都是啤酒企业，②+③结合决定了为什么日本啤酒企业要做预调酒而非其他酒。

- 1) 行业背景使日本啤酒企业发展出创新基因：1975年开始日本已进入第三消费时代，消费代际的切换使得日本啤酒企业本身就在寻找传统啤酒的创新之道，啤酒逐步开启多元化（淡啤、生啤等）；
- 2) 预调酒与啤酒产品属性相近，且更易创新和顺应年轻化消费趋势：因为预调酒相比于高度酒更具备大众品的高周转属性、而相比于饮料又更偏酒属性，产品属性本身与啤酒相似度较高，同时由于其更换基酒、调整配料就可以多元化口味的特性也使其可以作为厂商切入年轻个性化市场的拳头品类；
- 3) 税率调整使啤酒企业更有动机切入预调酒赛道：94年开始上调的啤酒税率仅针对啤酒，并不针对其他酒类，进而驱动啤酒厂商有动机切入新赛道，而渠道、产品属性更相似的预调酒，自然成为了厂商的一大增长方向，同时此时日本经济陷入萧条，经济的低迷亦承接了预调酒性价比路线的成功。

反观国内：我们认为中日啤酒企业不具备相似的内核，过去中国啤酒企业主要在区域并购和渠道竞争上进行投入，而产品创新往往处于辅助地位，同时中日啤酒渠道结构不同，日本啤酒主要是在流通渠道进行销售，与预调酒相类似，而我国餐饮渠道则占据啤酒销售的过半销量，渠道有所差异，并且当前我国啤酒高端化空间仍广阔，啤酒企业尚不具备较强动机进入预调酒行业，短期内预计就算参与也仅作

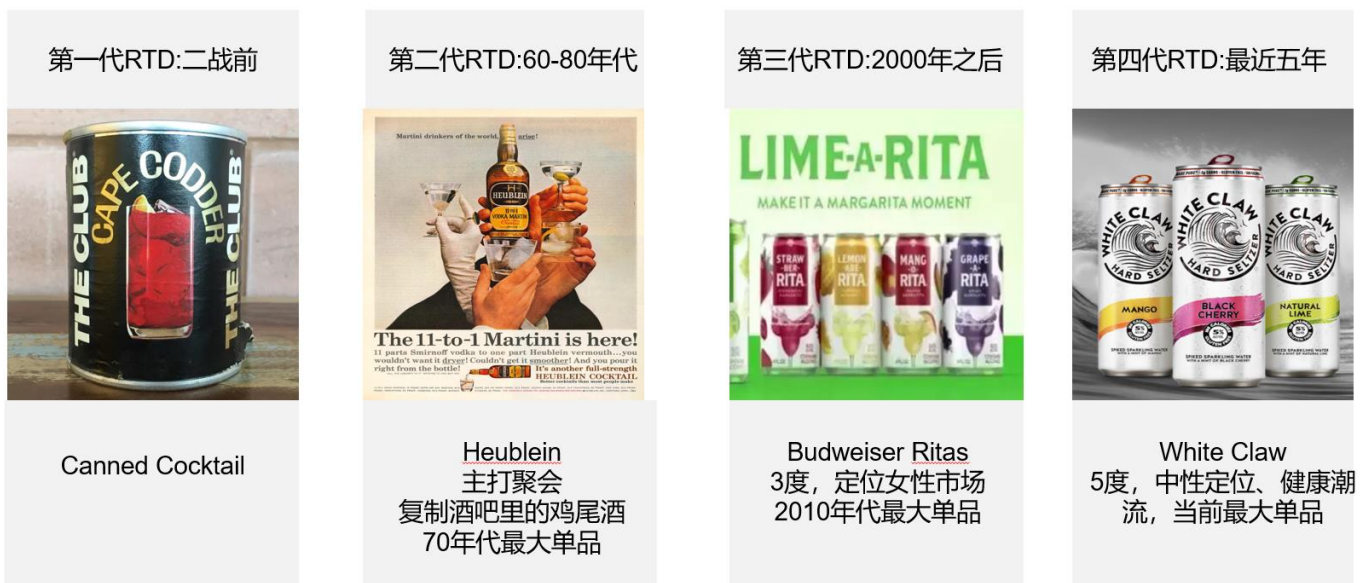
为多元化 SKU 的方向，而非主攻业务。

## 2.2 美国：成熟市场仍有硬苏打和酒精气泡水产品类抬高行业天花板，产品创新亦对格局实现重构

美国作为鸡尾酒文化的发源地，本身饮酒文化就具备多样化特征，但品类创新仍对行业格局实现了重构，并进一步拔高了行业的规模天花板。美国预调酒行业可以追溯至从二战前，彼时预调酒主要为酒吧中鸡尾酒的标准化合产品，以复制为主，主打聚会场景，但是各厂商还未形成“品类思维”，因此并无特定的消费群体画像，同时由于美国各州的酒税政策不一，部分地区乃至到现在仍对预调酒征收烈酒税率，因此长期以来主要都是依靠产品力本身在发展。

**品类创新仍驱动行业二次扩容。**2012 年，百威推出主打女性消费群体的 Ritas，并成为行业最大单品，彼时预调酒行业开始圈定特定消费群体，重视产品属性，向年轻化转型。2016 年后，苏打酒/酒精气泡水产品类兴起，波士顿啤酒公司推出的 Truly Spiked & Sparkling 和 Mike's Hard Beverage 推出的 White Claw 开始驱动行业二次增长。

图表 6：美国预调酒也在不断创新中实现产品进化



数据来源：Smithsonian MAGAZINE，品牌新发现，华福证券研究所

美国预调酒行业格局演进同样遵循单品驱动行业格局变化的路径，厂商的创新能力和市场敏锐度为其赚取市场增量的核心因素。

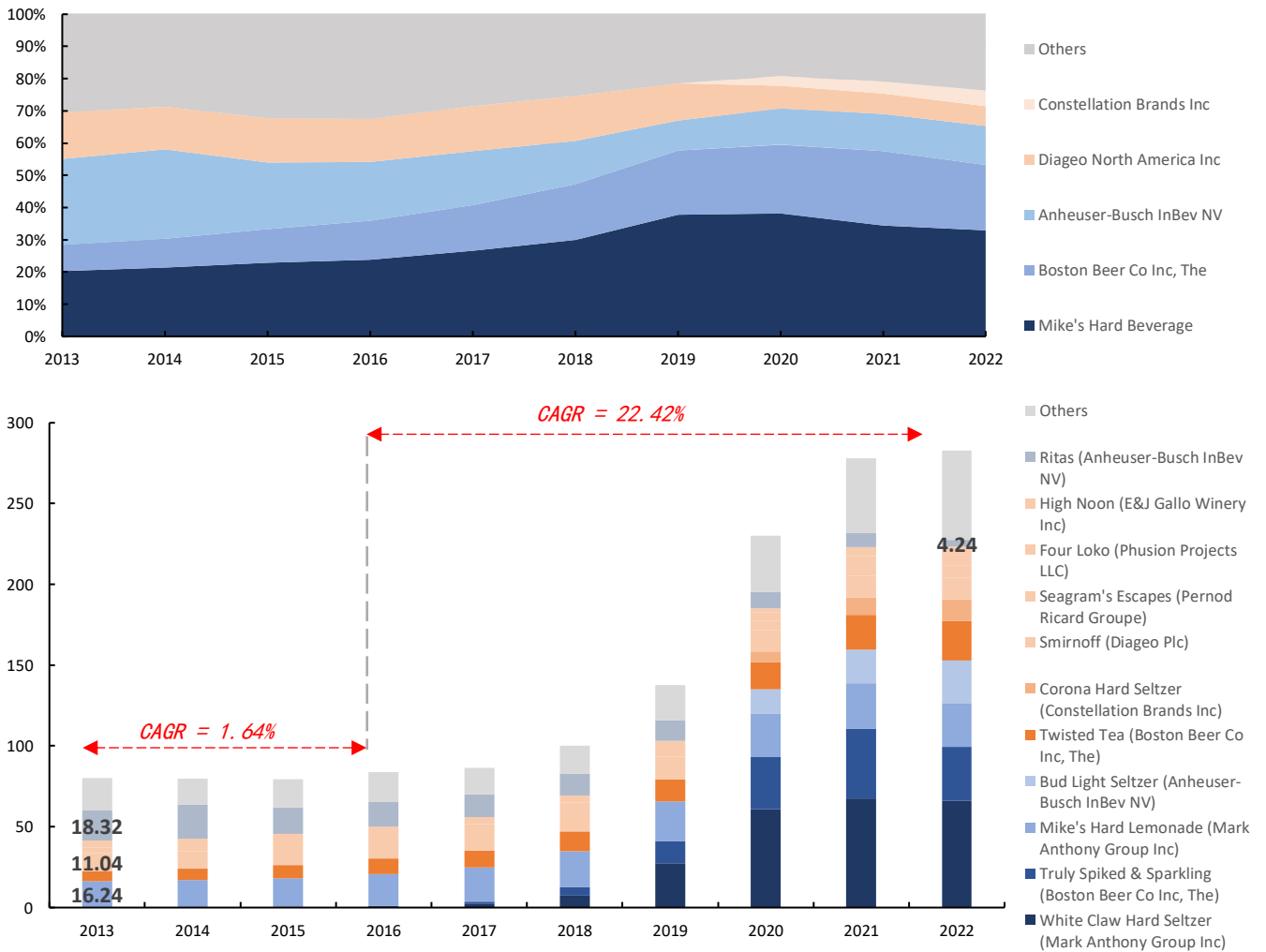
2013-2016，美国预调酒行业销量基本稳定，主要呈现三大单品格局，Mark 公司的 Mikes Hard Lemon（主打男性群体），百威的 Ritas（主打女性群体）和帝亚吉欧的伏特加 Smirnoff。2016 年 Mark 公司的 White Claw 推出，驱动行业二次增长，16-22 年行业销量 CAGR 达 22.42%，行业累计销量增长了 236.66%。

White Claw 的成功点在于其抓住了抓住消费者的新需求：即 1) 定位男女聚会

共同饮用的酒，弱化产品的消费者性别边界，补齐行业空白；2) 主打低卡无麸质醇基，符合年轻人健康化的需求，3) 合理的酒精含量搭配不同的水果口味，最大化酒精的生理愉悦感；4) 合理的价格，定价与啤酒相似，但成分更天然，卡路里和碳水更低，在消费者认知中形成了对啤酒的健康替代的产品形象。

**White Claw** 的出现使原有消费人群产生了分流，导致格局重新划分，即与主流消费需求脱钩的产品逐渐被消费者所抛弃，如 **Ritas** 作为主打女性概念的产品，在美国女性地位逐步提升、性别平等意识普遍传播后，销量持续下滑。

图表 7：行业创新不仅使 **Mike's Hard** 和 **Boston Beer** 份额快速提升，还进一步拉高了行业的天花板



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

从美日两国的预调酒行业格局变化可以看出：产品主导的行业格局是不稳定的，真正决定厂商份额和市场地位的核心要素是企业的创新能力和对市场的敏锐度，其中创新能力决定了企业成功的胜率，而对市场的敏锐度则决定了企业赚取格局的赔率，如 **White Claw** 的成功不仅享受了自身销量的提升，还成功击垮 **Ritas** 转移其部分消费者享受份额提升的双击。

我们认为，当前我国消费群体代际变更、消费理念个性化、消费场景多样化，共同激活了预调酒行业的景气度，预计未来我国预调酒行业亦将迎来众多参与者加



入，我们推测饮料企业将为主力部队。

### 3 短期格局预期稳定，长期看龙头企业品牌衍化的进程

现有格局中，仅有百润股份的 Rio 具备绝对优势，其余产品要么逐步消亡（如百威魅夜、百加得冰锐），要么体量尚小并未发展出较强竞争力（如三得利和乐怡），以及规模增速并未跟随行业扩容，市场地位下降（如动力火车绑定夜场渠道稳住基础量但份额下滑），因此我们认为短期内行业仍将呈现单寡头格局，也意味着短期内行业规模增速将取决于龙头企业的作为，但仍需要再次强调的是，长期来看，产品主导所形成的行业格局是不稳定的，尤其是在规模较小阶段的行业格局，不仅由于产品本身具备生命周期，还在于消费者需求并非稳定不变。

图表 8：当前行业的主要参与者仅为百润股份与动力火车两家，其余产品要么逐渐消亡，要么体量尚小

销量 (万吨)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rio	1.06	5.07	9.70	7.21	7.19	7.55	9.67	13.75	19.23	22.12
动力火车	0.28	0.55	0.40	0.18	0.10	5.84	6.12	6.47	6.21	6.53
和乐怡	-	-	-	-	-	-	0.30	0.40	0.53	0.62
百加得冰锐	2.27	3.62	3.06	0.53	0.28	0.22	0.18	0.13	0.12	0.10
Jack Daniel's & Cola	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.06	0.06
红广场	0.29	0.66	0.36	0.17	0.14	0.11	0.10	0.07	0.07	0.06
AK-47	-	-	-	0.31	0.05	0.00	-	-	-	-
魅夜	-	-	-	0.58	0.18	0.01	-	-	-	-
其他	7.53	13.88	13.98	8.53	7.30	1.62	1.97	2.54	2.85	3.21
市场份额 (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rio	9.3	21.3	35.3	41.1	47.1	49.1	52.6	58.7	66.2	67.6
动力火车	2.4	2.3	1.4	1	0.7	37.9	33.3	27.6	21.4	20
和乐怡	-	-	-	-	-	-	1.6	1.7	1.8	1.9
百加得冰锐	19.8	15.2	11.1	3	1.8	1.4	1	0.5	0.4	0.3
Jack Daniel's & Cola	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
红广场	2.6	2.8	1.3	1	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2
AK-47	-	-	-	1.8	0.3	0	-	-	-	-
魅夜	-	-	-	3.3	1.2	0	-	-	-	-
其他	65.80	58.30	50.80	48.70	47.80	10.70	10.70	11.00	9.80	9.80

数据来源：Euromonitor，华福证券研究所，标红产品为销量持续下滑的产品

“微醺”、“强爽”两大单品的成功打造，驱动行业 18-22 年销量 CAGR 高达 20.74%，考虑到当前大环境已具备扩容前提，预调酒行业景气度快速提升，叠加近期爆火的酱香拿铁、以及白酒龙头贵州茅台推出茅台鸡尾酒，我们判断不少企业正摩拳擦掌准备进入该赛道，其中短期我们认为饮料类企业将成为培育预调酒赛道的主力军，也具备更高的发展胜率；长期来看，参与者预计将逐步多元化，包括但不限于啤酒企业。

➢ 为什么我们判断短期新参与者主要为饮料企业？——产品属性相似、渠道结构相似、消费人群相似。

由于预调酒和饮料渠道结构相近，主力销售渠道均为流通渠道（网点数是产品体量的基础）、产品属性相近，哪怕多出来的“酒”属性亦可对应功能型饮料自带的“微上瘾”特点、面对的消费群体亦均为年轻消费者，因此二者整体商业模式上较为相似，预计具备成熟饮料市场运作经验的厂商更易将其优质的商业模式复刻至预

调酒品类上，如农夫山泉、东鹏饮料、统一等企业。

预调酒当前的商业模式类似于口味型饮料企业和功能型饮料的结合。饮料企业可区分为口味型饮料和功能型饮料企业，渠道覆盖率是二者都重视的方面，但产品方面我们认为前者重视创新，新品储备源源不断；后者更重视复购，因此需要营销宣传提高品牌粘性，差异的本质原因是功能型饮料具备成瘾属性，产品生命周期更长。而预调酒行业则兼具前两者的特点，其作为最具多样化潜力的酒品类决定了企业需要通过持续产品创新满足多样化需求，叠加当前为行业渗透率向上阶段，创新还能不断挖掘潜在消费群体（类比上文所述的 White Claw），而营销投入则是企业建立先发优势必要的成本，尤其针对当前行业规模较小，倘若未来参与者增多后行业扩容迅速，龙头厂商份额有可能会被摊薄，为维持市场地位，需要持续营销以增强品牌粘性。

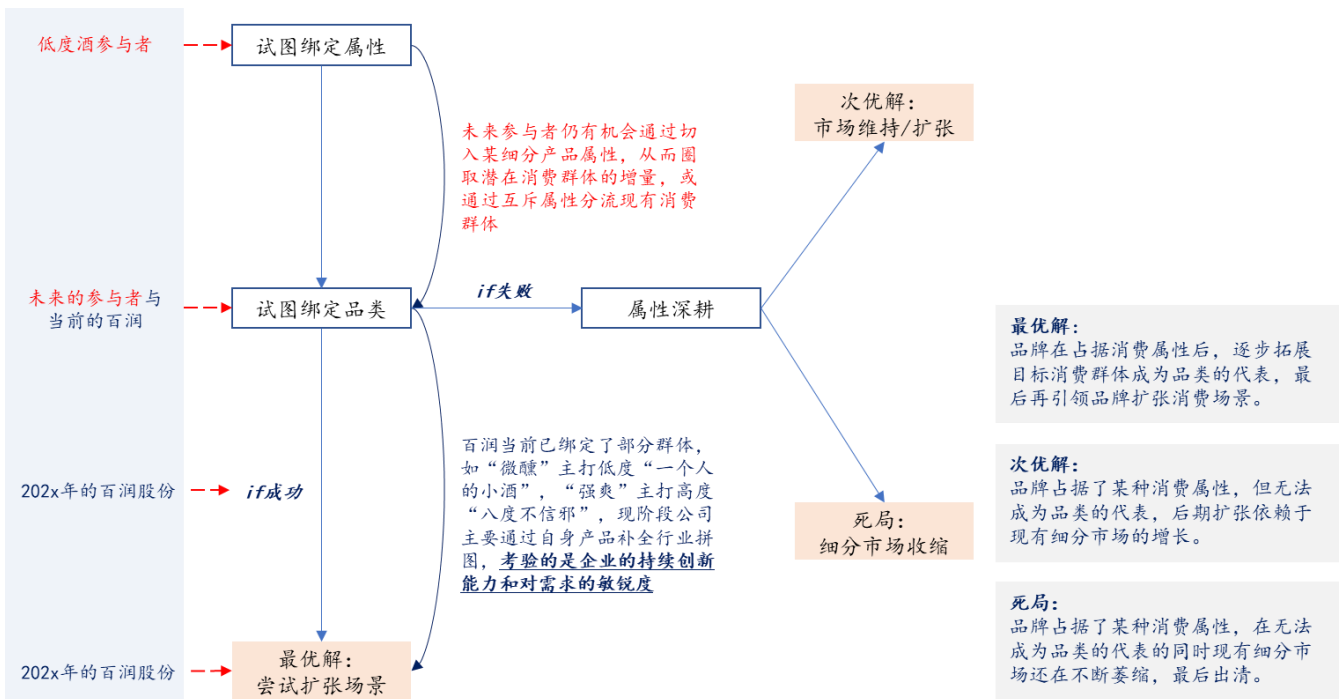
需要指出的是，当前饮料行业中，不少细分赛道正处于高景气阶段，如功能饮料、无糖茶等，一方面可能令潜在参与者缺乏动机进军预调酒行业，但另一方面主业的高增长亦能提供强大的现金流出支撑企业对第二曲线的培育，如此前农夫山泉主业包装水赛道优质、现金流充裕，构筑了其花 10 年时间培育东方树叶成为无糖茶代名词的底气，因此是否拓展产品业务与否主要取决于企业管理层的判断，而非主业是否高增长。

长期来看，啤酒企业或将入局进一步加速行业规模的扩容。我国啤酒企业当前正处于高端发展阶段，盈利端弹性仍大，待后续高端化贡献的业绩增速放缓时，预计啤酒企业亦将积极发展新业务寻求增长。

当前对于啤酒企业进军预调酒赛道的两大阻力我们认为未来均可解决，1) 创新能力的差异，我们认为待啤酒行业结构升级接近尾声之时，啤酒企业在其高端化战略之下不断精进的产品创新、品牌营销能力，可赋能其更顺畅的切入预调酒赛道；2) 渠道的差异，我们认为当前预调酒主力销售渠道为流通渠道是被动的结果，而非其本身不适用于餐饮渠道，主要系预调酒当前处于品类培育初期，在餐饮渠道无法实现如主要竞争对手啤酒一般的高周转模式，进而限制了其在餐饮终端的突破，而待未来预调酒培育出相对刚性的消费习惯后，啤酒企业亦可将其成熟的餐饮渠道运作经验复刻至该品类上，啤酒企业亦将推进预调酒餐饮渠道的培育，进而通过餐饮渠道的渗透进一步加速行业规模的扩容。

**更进一步的推演：**若参与者持续增多，或将进一步冲击当前由产品所主导的行业格局，而此时品牌衍化或将成为龙头企业的最优解，即从占据场景衍生至占据品类，而后代表品类通过品牌的衍化扩充市场。类比 2003 年非典疫情爆发，大众对功能饮料的热情被激活，彼时催生了一批功能饮料崛起，脉动、尖叫、激活等厂商凭借着广告轰炸均取得了不错的成绩，但红牛此时一改之前“困了累了喝红牛”沿用八年的广告语，而是采取了“你的能量超乎你想象”等广告语，弱化功能性饮料的形象，扩大了目标消费人群，成功实现了品牌的衍化，并牢牢占据了能量饮料的龙头地位。

图表 9：从消费品品牌衍化进程来看，百润股份当前已步入绑定品类的第二阶段



数据来源：华福证券研究所

#### 4 风险提示

宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险等。



## 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