

食品饮料 1 月周报 (1.15—1.19)

投资建议： 强于大市（维持）
 上次建议： 强于大市

国家积极发展银发经济，保健品板块有望受益

国家积极发展“银发经济”，保健品板块有望受益

2024年1月15日，国务院办公厅发布关于发展银发经济增进老年人福祉的意见，强调发展银发经济、增进老年人福祉的重要性，提出发展民生事业，解决急难愁盼；扩大老年人的产品供给，提升质量水平；聚焦多样化需求，培育潜力产业，以及强化要素保障，优化发展环境等举措。其中，意见鼓励生产商研发适合老年人咀嚼吞咽和营养要求的保健食品、特殊医学用配方食品。老龄化背景下，保健品板块有望受益。

现阶段保健品市场结构如何？

根据欧睿国际分类，我国保健品行业可分为膳食营养补充剂、传统滋补、儿科健康、体重管理、运动营养、过敏护理六大类，2023年零售额占比分别为52.5%/32.3%/9.2%/4.0%/1.5%/0.4%。2023年运动营养品类CR5最高，而传统滋补类集中度最低。膳食营养补充剂为国内保健品最主要的品类，2023年汤臣、安利、H&H市占率位居该品类前三。传统滋补零售规模占比仅次于膳食营养补充剂，2023年华润创业、无限极及燕之屋市占率为该品类前三。

我国保健品行业集中度较海外低很多

我国保健品市场集中度先升后降，2014年保健品行业CR5为19.9%，2016年我国正式启动审备结合双轨制，随着监管日益完备，2018年行业集中度提升至21.8%。随着线上渠道蓬勃发展，零售电商不需“蓝帽子”批文，进入壁垒低、新品周期快，行业集中度有所下滑，2023年CR5降至21.1%。横向对比海外市场，我国保健品行业集中度仍较低，2023年行业CR10为28%，同年韩国、澳大利亚、日本及美国分别为51%/46%/33%/32%。

保健品行业集中度与监管制度有关

随着监管制度日益完善，我国保健品市场经历了无序竞争到规范发展的阶段。横向对比海外情况，保健品行业集中度与监管严格程度相关，澳大利亚采取注册制，对于保健品监管较为严格，2023年CR10为46.20%，集中度处世界领先水平。韩国、中国及日本均采取注册+备案双轨制，2023年CR10分别为50.70%/28.30%/33.20%。美国则采取备案制，先审批后审查，相对而言监管力度较弱，2023年CR10为31.90%。

保健品行业集中度与渠道结构有关

保健品行业线上渠道加速扩张，零售额占比由2018年的23%提升至2023年的42%。以膳食营养补充剂为例，线上销售占比由2018年的30%提升至2023年的56%，已超越传统线下成为主要销售渠道，直销及药房渠道比重分别由2018年的42%/20%降至2023年的21%/16%。对比海外，2023年我国线上渠道占比分别领先韩国、日本、美国、澳大利亚7/19/21/28pct。由于进入壁垒较低，线上占比提升或带来行业进一步分散化发展。

投资建议

作为“银发经济”受益板块，老龄化背景下，保健品板块有望受益。横向对比海内外情况，保健品行业集中度或与监管严格程度与渠道结构相关。展望2024年，行业扩容有望持续，叠加电商渠道进一步发展，标的公司估值性价比突出，建议关注电商龙头H&H控股、VDS龙头汤臣倍健及保健品代工企业仙乐健康、百合股份。

风险提示：食品安全风险，竞争加剧风险，成本波动风险

相对大盘走势



作者

分析师：陈梦瑶

执业证书编号：S0590521040005

邮箱：cmy@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《食品饮料：2023年食品饮料销售数据展现出的三大趋势》2024.01.12
- 2、《食品饮料：线下饮品销售额同比表现优于食品》2024.01.12

正文目录

1. 现阶段保健品市场结构如何？	3
1.1 膳食营养补充剂：汤臣倍健、安利、H&H 市占率排名前三	3
1.2 传统滋补类：无限极市占率下滑，燕之屋市占率提升	4
1.3 婴童护理类：合生元、华润创业、汤臣倍健市占率领先	5
1.4 体重管理类：康宝莱市占率下滑，巴菲巴市占率提升幅度大	5
1.5 运动营养类：西王食品市占率提升较快	6
1.6 过敏护理类：拜耳、强生、优时比市占率领先	6
2. 保健品行业集中度的影响因素有哪些？	7
2.1 保健品行业集中度与监管制度有关	8
2.2 保健品行业集中度与渠道结构有关	10
3. 投资建议：国家积极发展“银发经济”，保健品板块有望受益	12
3.1 品牌商：建议关注 H&H 控股、汤臣倍健	12
3.2 代工厂：建议关注仙乐健康、百合股份	12
4. 风险提示	12

图表目录

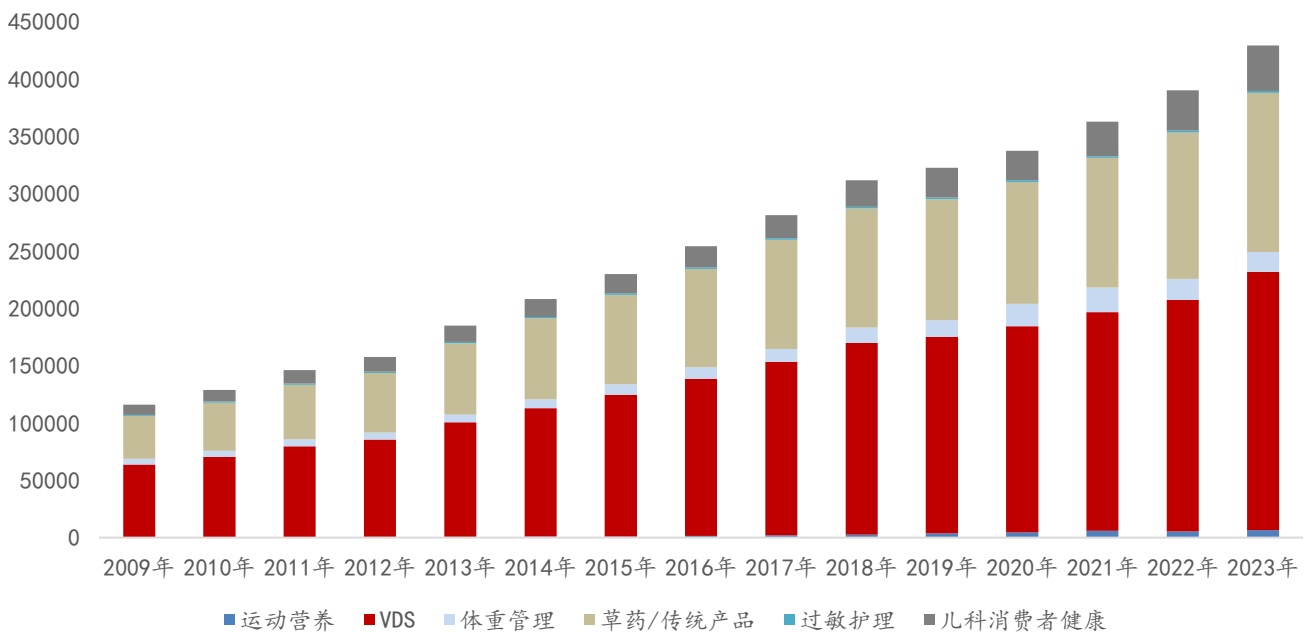
图表 1：2009-2023 年我国保健品行业规模及结构 (CNY Million)	3
图表 2：2023 年 VDS 市占率 (%)	4
图表 3：2018-2023 年 VDS 市占率变化 (%)	4
图表 4：2023 年传统滋补类市占率 (%)	4
图表 5：2018-2023 年传统滋补类市占率变化 (%)	4
图表 6：2023 年婴童护理类市占率 (%)	5
图表 7：2018-2023 年婴童护理类市占率变化 (%)	5
图表 8：2023 年体重管理类市占率 (%)	6
图表 9：2018-2023 年体重管理类市占率变化 (%)	6
图表 10：2023 年运动营养类市占率 (%)	6
图表 11：2018-2023 年运动营养类市占率变化 (%)	6
图表 12：2023 年过敏护理类市占率 (%)	7
图表 13：2018-2023 年过敏护理类市占率变化 (%)	7
图表 14：中国保健品市场 CR5 变化	7
图表 15：2023 年我国保健品市场集中度 (CR10) 有望进一步提升	8
图表 16：保健品监管制度梳理	9
图表 17：注册及审批制度适用条件	10
图表 18：各国保健监管制度及行业集中度的对比	10
图表 19：线上渠道加速扩张，线下渠道占比逐步下滑	11
图表 20：线上渠道成为膳食营养补充剂销售主要渠道	11
图表 21：VDS 销售中，零售电商渠道占比最大	11
图表 22：我国线上电商渠道占比领先于美日韩澳	12

2024年1月15日，国务院办公厅发布关于发展银发经济增进老年人福祉的意见，强调发展银发经济、增进老年人福祉的重要性，提出发展民生事业，解决急难愁盼；扩大老年人的产品供给，提升质量水平；聚焦多样化需求，培育潜力产业，以及强化要素保障，优化发展环境。其中，意见鼓励研发适合老年人咀嚼吞咽和营养要求的保健食品、特殊医学用配方食品。老龄化背景下，保健品板块有望受益。本文就两个问题做出探讨：现阶段保健品市场结构如何？行业集中度的影响因素有哪些？

1. 现阶段保健品市场结构如何？

根据欧睿国际分类，我国保健品行业可分为膳食营养补充剂（VDS）、草药传统产品、儿科健康、体重管理、运动营养、过敏护理六大类，2023年零售额占比分别为52.5%/32.3%/9.2%/4.0%/1.5%/0.4%。

图表1：2009-2023年我国保健品行业规模及结构（CNY Million）

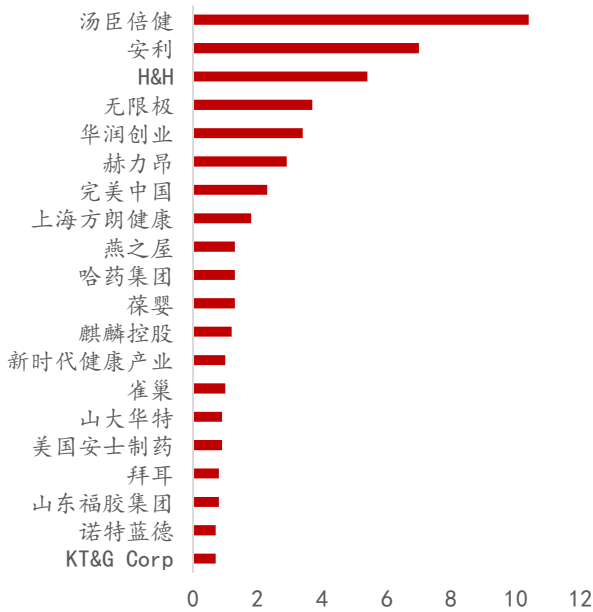


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所整理

1.1 膳食营养补充剂：汤臣倍健、安利、H&H 市占率排名前三

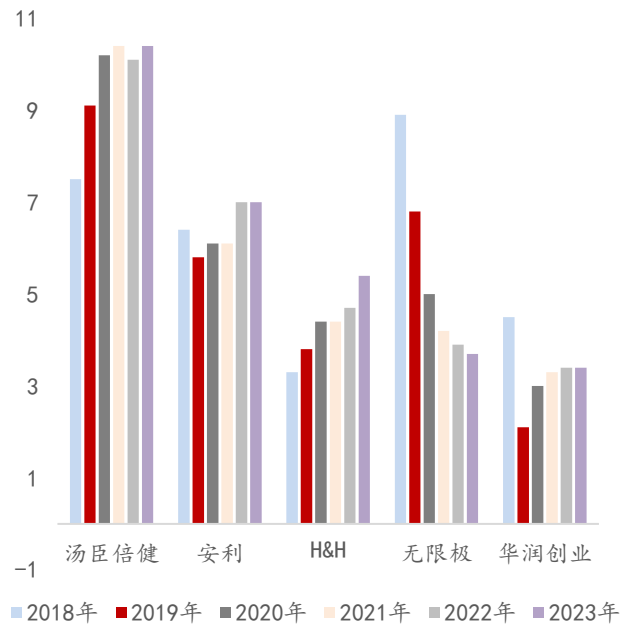
膳食营养补充剂为国内保健品最主要的品类，2023年零售额占比达52.5%。2023年国内膳食营养补充剂类目中，汤臣倍健、安利、H&H市占率排名前三，其中汤臣倍健市占率达10.4%。汤臣倍健及H&H的市占率提升幅度较大，汤臣由2018年的7.5%提升至2023年的10.4%，H&H则由2018年的3.3%提升至2023年的5.4%。无限极下滑幅度较为明显，由2018年的8.9%降至3.7%。

图表2：2023年VDS市占率(%)



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表3：2018-2023年VDS市占率变化(%)

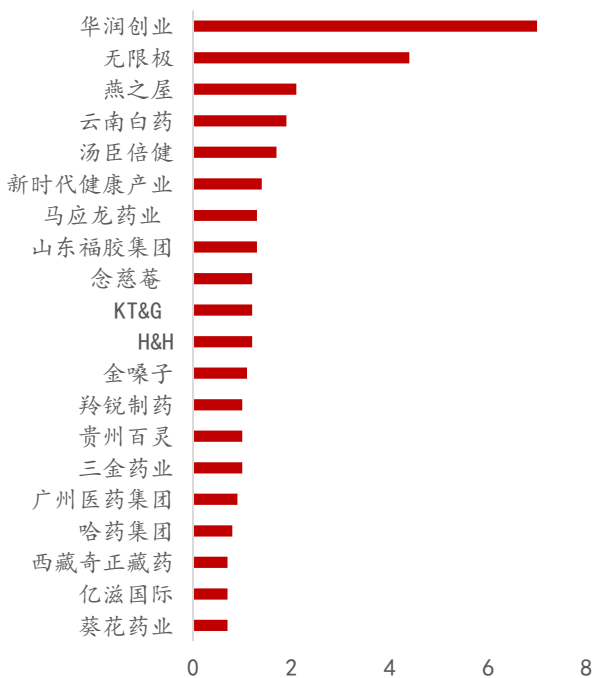


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

1.2 传统滋补类：无限极市占率下滑，燕之屋市占率提升

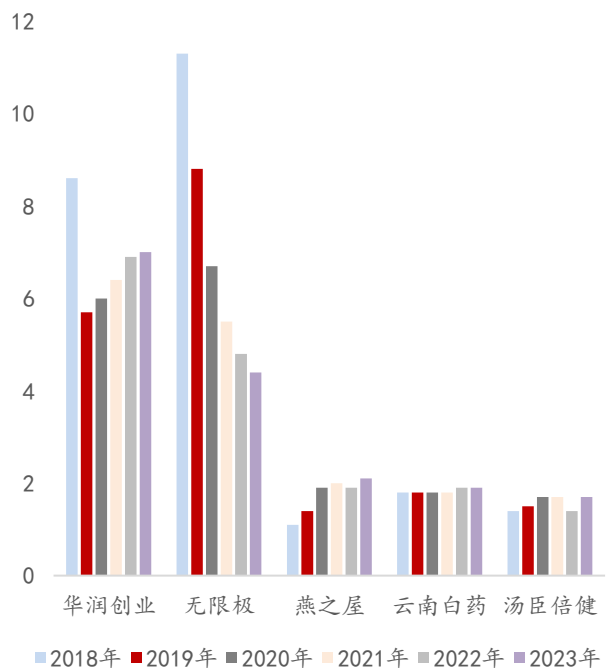
传统滋补为零售规模占比仅次于膳食营养补充剂的品类，2023年零售额占比达32.3%。2023年国内传统滋补类目中，华润创业、无限极及燕之屋市占率排名前三，其中华润创业市占率为7%。无限极市占率下滑幅度较大，由2018年的11.3%降至2023年的4.4%，2023年燕之屋市占率达2.1%，较2018年提升1pct。

图表4：2023年传统滋补类市占率(%)



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表5：2018-2023年传统滋补类市占率变化(%)

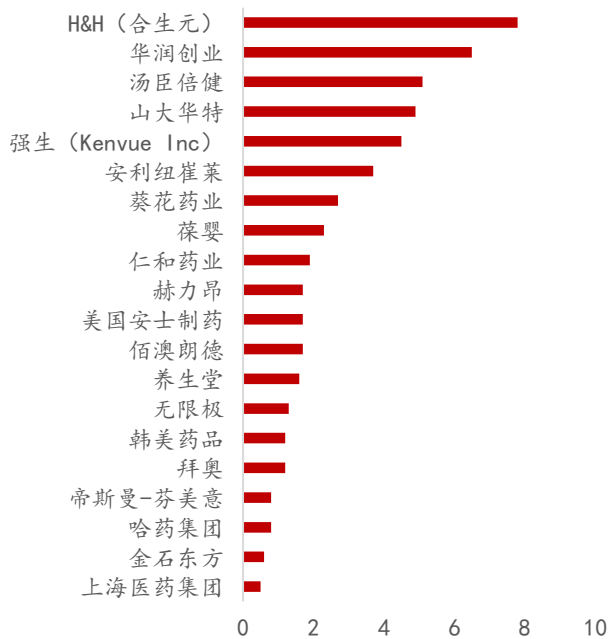


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

1.3 婴童护理类：合生元、华润创业、汤臣倍健市占率领先

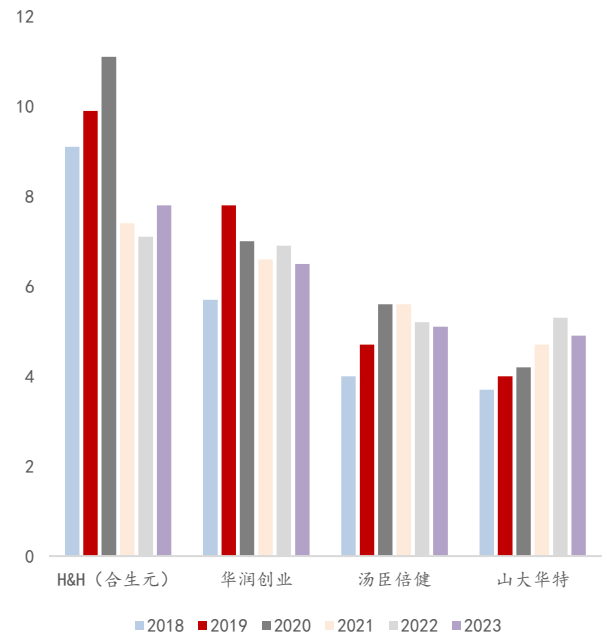
2023 年国内婴童护理类产品中，合生元、华润创业、汤臣倍健市占率排名前三，其中合生元市占率为 7.8%。山大华特市占率提升幅度较大，由 2018 年的 3.7% 提升至 2023 年的 4.9%，葆婴下滑幅度较为明显，由 2018 年的 4.6% 降至 2.3%。

图表6：2023 年婴童护理类市占率 (%)



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表7：2018-2023 年婴童护理类市占率变化 (%)

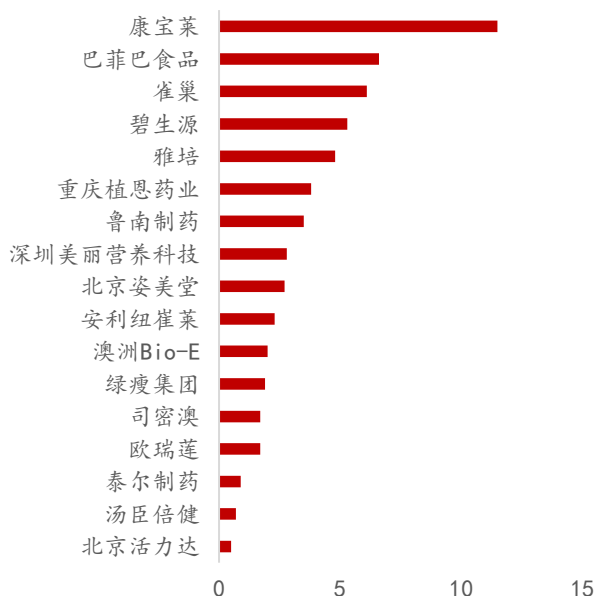


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

1.4 体重管理类：康宝莱市占率下滑，巴菲巴市占率提升幅度大

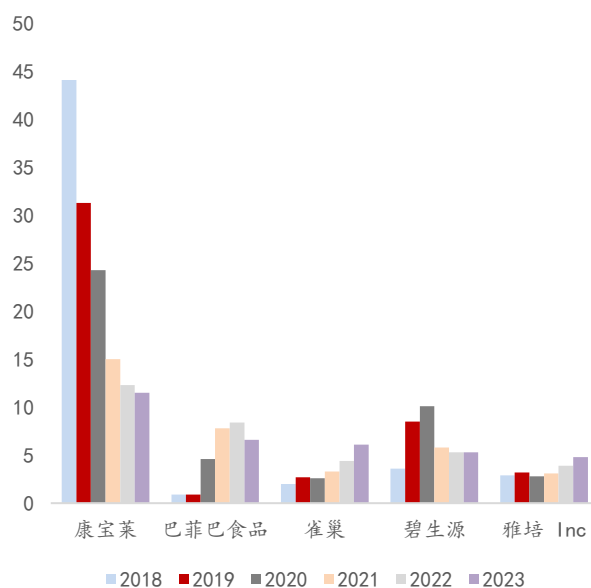
2023 年国内体重管理类目中，康宝莱、巴菲巴、雀巢市占率排名前三，其中康宝莱市占率为 11.5%，较 2018 年下滑 32.6pct，而巴菲巴食品市占率提升较快，由 2018 年的 0.9% 提升至 2023 年的 6.6%。

图表8：2023 年体重管理类市占率 (%)



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表9：2018-2023 年体重管理类市占率变化 (%)

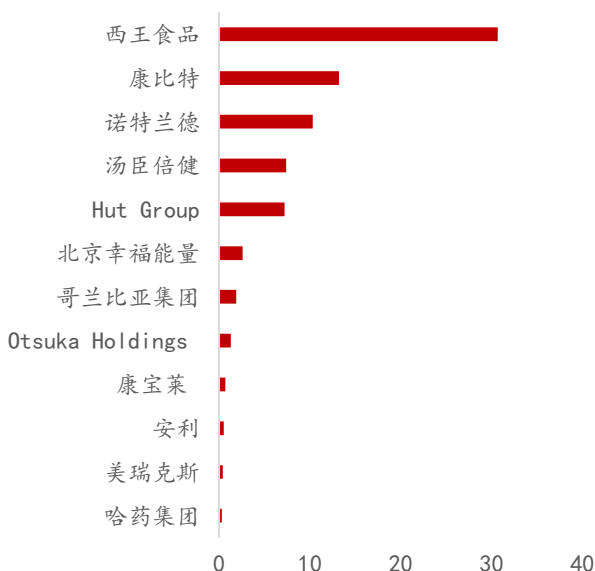


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

1.5 运动营养类：西王食品市占率提升较快

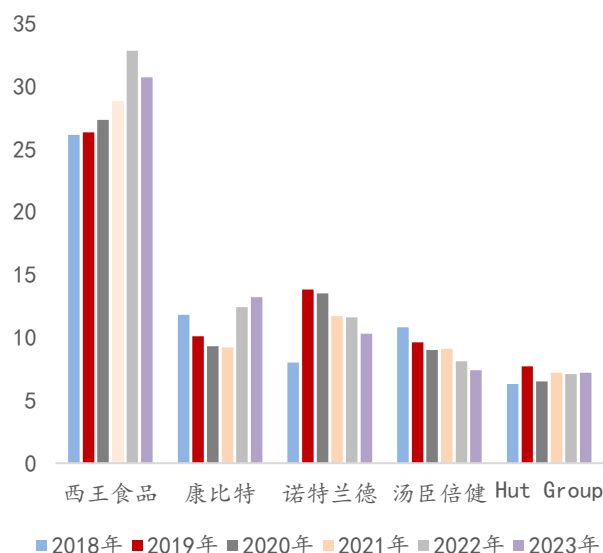
2023 年国内运动营养类目中，西王食品、康比特、诺特兰德市占率排名前三，其中西王食品市占率为 30.7%，较 2018 年提升 4.6pct，而 Otsuka 市占率下滑幅度较大，由 2018 年的 6.6%降至 2023 年的 1.3%。

图表10：2023 年运动营养类市占率 (%)



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表11：2018-2023 年运动营养类市占率变化 (%)

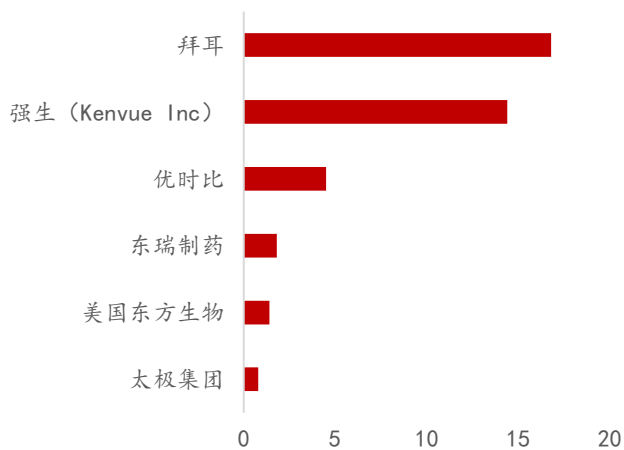


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

1.6 过敏护理类：拜耳、强生、优时比市占率领先

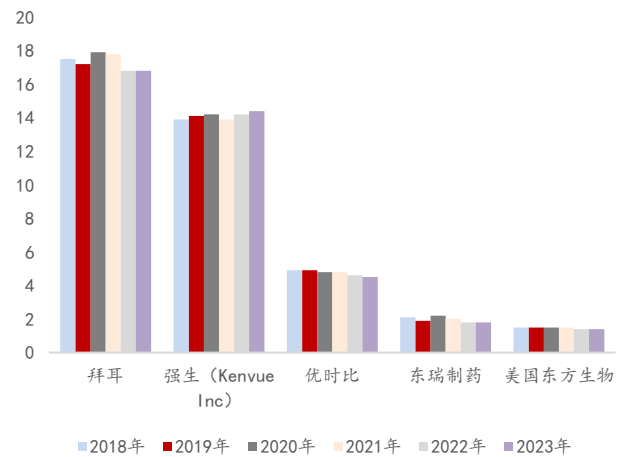
2023 年国内过敏护理类产品中，拜耳、强生、优时比市占率排名前三，其中拜耳市占率达 16.8%，较 2018 年下滑 0.7pct，而强生市占率较 2018 年提升 0.5pct。

图表12：2023年过敏护理类市占率（%）



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表13：2018-2023年过敏护理类市占率变化（%）

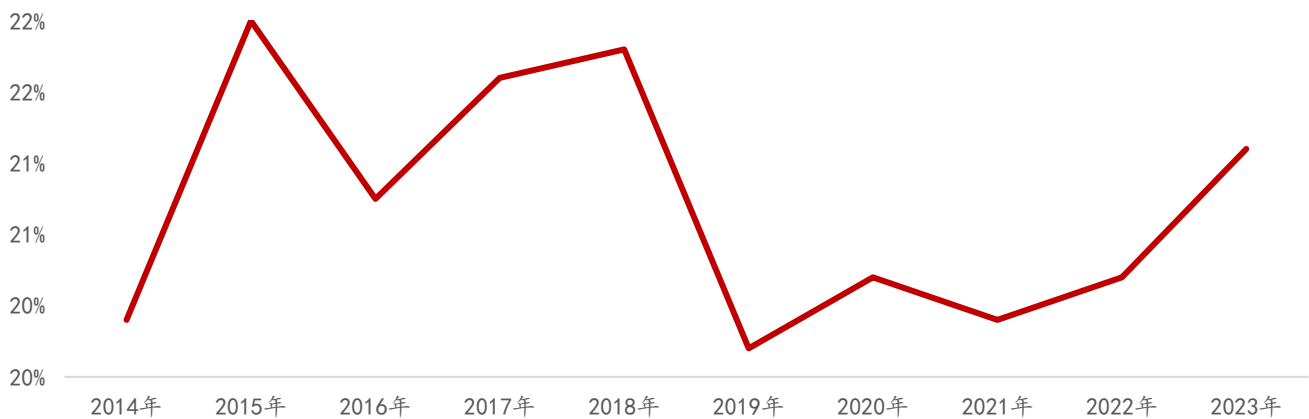


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

2. 保健品行业集中度的影响因素有哪些？

以 CR5 为例，我国保健品市场集中度先升后降。2014 年保健品行业集中度为 19.9%，2016 年《保健食品注册与备案管理办法》颁布，我国保健品行业正式启动审备结合双轨制。行业监管日益完备，2018 年行业集中度提升至 21.8%。随着线上渠道蓬勃发展，逐渐超越传统线下成为保健品主要销售渠道，线上渠道不需“蓝帽子”批文，进入壁垒低、新品周期快，行业集中度有所下滑，2023 年 CR5 降至 21.1%。

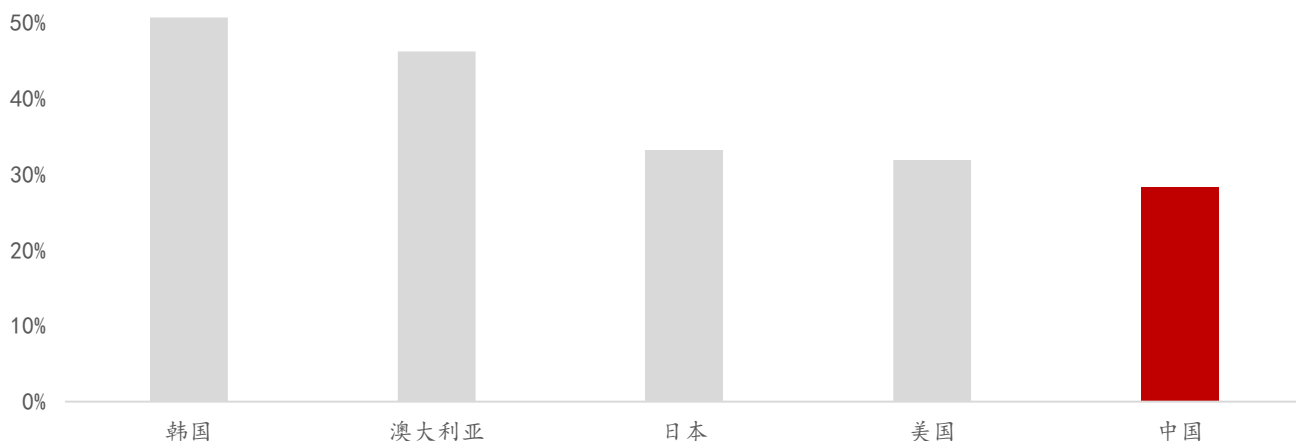
图表14：中国保健品市场 CR5 变化



资料来源：欧睿国际、国联证券研究所整理

横向对比海外市场，我国保健品行业集中度较低。根据欧睿国际数据，2023 年我国保健品行业 CR10 为 28%，同年韩国、澳大利亚、日本及美国分别为 51%/46%/33%/32%，对标海外市场，我国市场集中度较低。

图表15：2023年我国保健品市场集中度（CR10）有望进一步提升



资料来源：欧睿国际、国联证券研究所整理

2.1 保健品行业集中度与监管制度有关

我国保健品市场经历了无序竞争到规范发展的阶段。改革开放后国民经济水平提高、健康保健意识提升，海外品牌陆续进入中国，保健品行业萌芽发展。低壁垒、高毛利、松监管的行业环境下，许多厂商纷纷入局，带来了产品质量低下、宣传夸大、无序竞争等问题。1997年《保健（功能）食品通用标准》发布，规定了保健食品定义、产品分类、技术要求及试验方法等，并在外包装要求标注“国食健字”，自此“小蓝帽”诞生。2016年《保健食品注册与备案管理办法》出台，审备结合的双轨制正式启动，管理日趋规范严格。2018年正式禁止用医保卡购买营养保健食品等非医疗物品，加大对骗取医保基金的打击力度。随着监管制度日益完善，行业逐步进入规范化健康发展的轨道。

图表16：保健品监管制度梳理

时间	法律法规名称	内容
1987年	《中药保健药品的管理规定》	各省卫生部门可以建立规则来审批中药保健品
1995年	《食品卫生法》	首次确定了保健食品的法律地位，具有保健功能的食品的产品及说明书须报国务院卫生行政部门审查批准，功能及成分必须与说明书一致
1996年	《保健食品管理办法》	对保健食品的审批、生产条件审查、广告宣传和市场监督管理都做了明确要求。并且首次明确了保健食品的定义：“保健食品系指表明具有特定保健功能的食品，即适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的的食品”
1997年	《保健（功能）食品通用标准》	规定了保健食品定义、产品分类、基本原则、技术要求、试验方法和标签要求等；开始实行批准文号身份管理制度，要求企业需要为销售的产品申请批准文号，并在对外销售的产品外包装标注“国食健字”字样，自此“小蓝帽”诞生
2005年	《保健食品注册管理办法（试行）》	规范保健食品注册流程，保健食品质量安全
2011年	《食品工业“十二五”发展计划》	保健品制造业被列入重点发展行业
2015年	新修订《广告法》	规定保健食品广告不能涉及保证功效、安全、疾病治疗、药物对比、健康必需、并利用广告代言人做推荐
2015年	新修订《食品安全法》	对保健食品试行注册与备案管理，建立原料和功能目录，要求说明书内容真实，不得涉及疾病预防、治疗功能，并标明“本品不能替代药品”
2016年	《保健食品注册与备案管理办法》	审备结合双轨制正式启动，管理更加严格
2017年	《食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治方案》	加强对食品、保健食品生产、经营和进口单位履行主体责任的监管，严厉打击违规宣传产品功效、误导和欺骗消费者等违法行为
2018年	《欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励暂行办法》	禁止用医保卡购买营养保健食品等非医疗物品，加大对骗取医保基金的打击力度
2019年	13个相关部门展开“百日行动”	锁定10类重点行为为虚假宣传、组织虚假宣传行为；虚假违法广告行为；保健食品中非法添加非食用物质及宣传治疗作用的行为；制售假冒伪劣产品行为；无证无照经营行为；价格违法行为；故意拖延或无理拒绝消费者合理要求行为；直销企业、直销员及直销企业经销商的违规直销及传销行为；相关企业或个人未经许可经营旅行社业务的行为；以“保健”为名开展的各种违法违规行。从此，对保健食品行业的专项整治清理活动拉开序幕。
2019年	《市场监管总局关于征求调整保健食品保健功能意见的公告》	对保健品功能范畴进行了调整，取消功能的产品停产
2019年	《保健食品原料目录与保健功能目录管理办法》	该《办法》发布具备里程碑意义，规定了两个目录纳入条件、纳入程序、管理方式等，同时还强化了社会共治，鼓励任何个人、企业、科研机构和社会团体均可提出纳入目录的建议，解决了目前单一政府主导而科研力量不足的问题，但该办法目前尚未出具配套的实施细则
2019年	《药品、医疗器械、保健食品、特殊医学用途配方食品广告审查管理暂行办法》	保健食品广告的内容应当以市场监督管理部门批准的注册证书或者备案凭证、注册或者备案凭证、注册或者备案的产品说明书内容为准，不得涉及疾病预防、治疗功能。保健食品广告应当显著标明“保健食品不是药物，不能代替药物治疗疾病”，声明本篇不能替代药物，并显著标明保健食品标志、适宜人群和不适宜人群，2020年3月1日起施行
2020年	《保健食品行业清理整治行动方案（2020-2021年）》	指出“大力整治保健食品欺诈和虚假宣传行为”、“力争在2021年年底前有效净化保健食品市场”，不断提高人民群众对保健食品消费市场的获得感、幸福感、安全感

资料来源：华经产业研究院、世纪中康、国联证券研究所整理

我国现行的制度为注册及备案双轨制。该制度下，对于原料已列入保健食品原料目录的产品及首次进口的维矿类产品，由生产商进行备案即可；而对于原料目录以外的产品或首次进口非维矿类产品，则采取审批制度。

图表17：注册及审批制度适用条件

	产品类别	申请人	受理机构
注册	国产 使用保健食品原料目录以外的保健食品	在中国境内登记的法人或者其他组织	国家食品安全监管部门
	进口 首次进口的保健食品（不属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品）	上市保健食品境外生产厂商	国家食品安全监管部门
备案	国产 使用的原料已经列入保健食品原料目录的保健食品	保健食品生产企业	省、自治区、直辖市食品安全监管部门
	进口 首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品（营养物质应当是列入保健食品原料目录的物质）	上市保健食品境外生产厂商	国家食品安全监管部门

资料来源：食研汇、国联证券研究所整理

横向对比海内外情况，保健品行业集中度与监管严格程度相关。澳大利亚对于保健品的监管较为严格，采取注册制，从原料采购、检验到生产工艺等环节均按照药品标准要求，2023年CR10为46.20%，行业集中度处世界领先水平。韩国、中国及日本均采取注册+备案双轨制，2023年CR10分别为50.70%/28.30%/33.20%。美国保健品监管的思路为重事后监管，采取备案制，监管侧重点在生产经营环节，先审批后审查，不需安全性及理化检测以及功能性、有效性检测，相对而言监管较为宽松，2023年CR10为31.90%，行业集中度低，竞争格局较为分散。

图表18：各国保健监管制度及行业集中度的对比

	澳大利亚	中国	韩国	日本	美国
监管机构	澳大利亚治疗物品管理局 (TGA)	国家市场监督管理总局和国家卫生健康委员会	食品药品安全部 (MFDS)	消费者事务厅和厚生劳动省	食品药品监督管理局 (FDA)
审批制度	注册制	注册+备案制	注册+备案制	注册+备案制	备案制
审批制度	从原材料采购、检验、生产工艺等环节均按照药品要求指定严格规范，定期+不定期检查	保健功能包括增强免疫力、辅助降脂等27项功能，保健功能大多需要进行动物实验或人体试食试验，少数需要增加兴奋剂检测	原料完全符合《健康功能食品法典》备案即可，不完全符合的需注册	保健机能食品分为特定保健用食品及营养机能食品，前者监管严格；后者监管松弛	监管的侧重点是在生产经营环节，先审批后审查，主要是事后监管
安全性/理化检测	是	是	是	是	否
功能性/有效性检测	是	是	是	是	否
监管强度	严格	较严格	较严格	较严格	宽松
2023年CR10	46.20%	28.30%	50.70%	33.20%	31.90%
2023年龙头企业	Haleon plc	By-health Co Ltd	KT&G Corp	Taisho Pharmaceutical Holdings Co Ltd	Haleon plc
2023年龙头企业市占率	9.10%	6.20%	22.40%	7.70%	5.90%

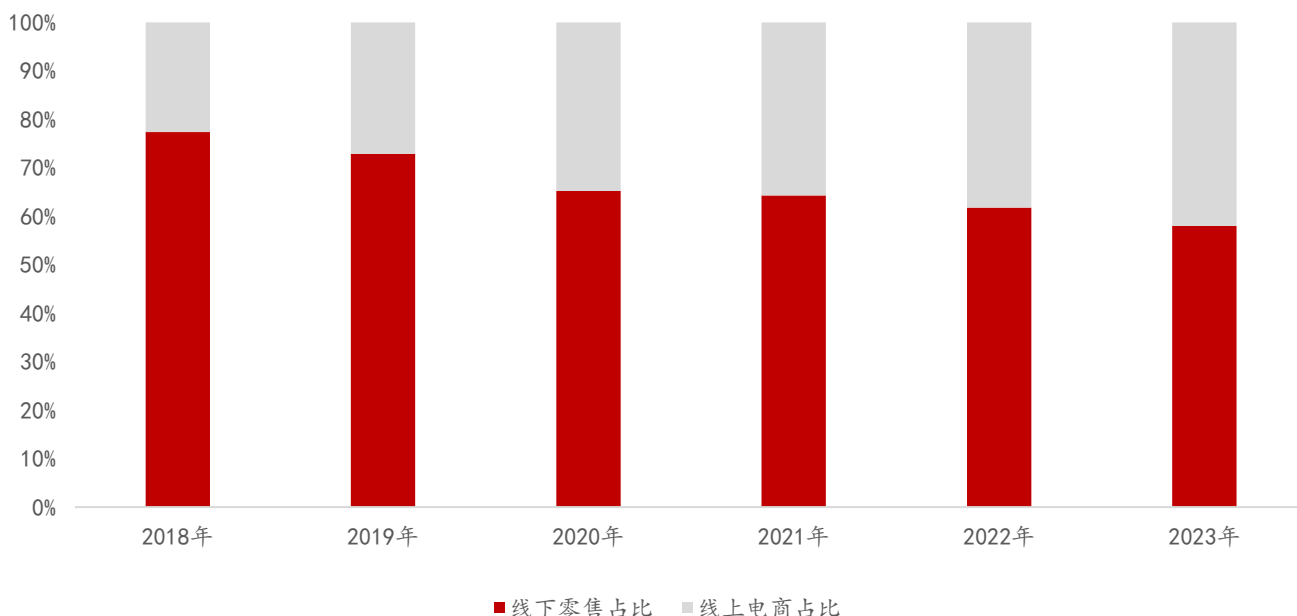
资料来源：搜狐中贸合规中心、智研咨询、欧睿国际、国联证券研究所整理

2.2 保健品行业集中度与渠道结构有关

我国保健品行业线上渠道加速扩张，线下渠道占比逐步下滑。据欧睿国际数据，随着线上电商平台发展及居民消费习惯的转变，我国保健品行业线上电商渠道占比

由 2018 年的 22.6% 提升至 2023 年的 42%，线下零售占比由 77.4% 下滑至 58%。

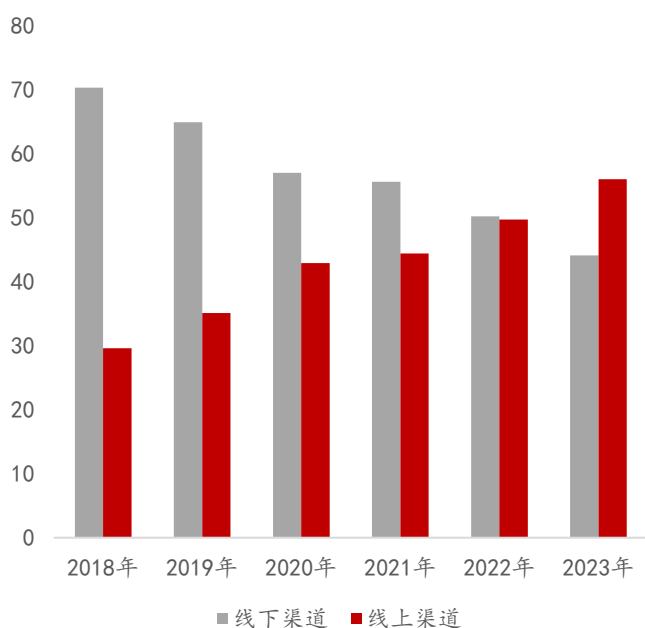
图表19：线上渠道加速扩张，线下渠道占比逐步下滑



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所整理

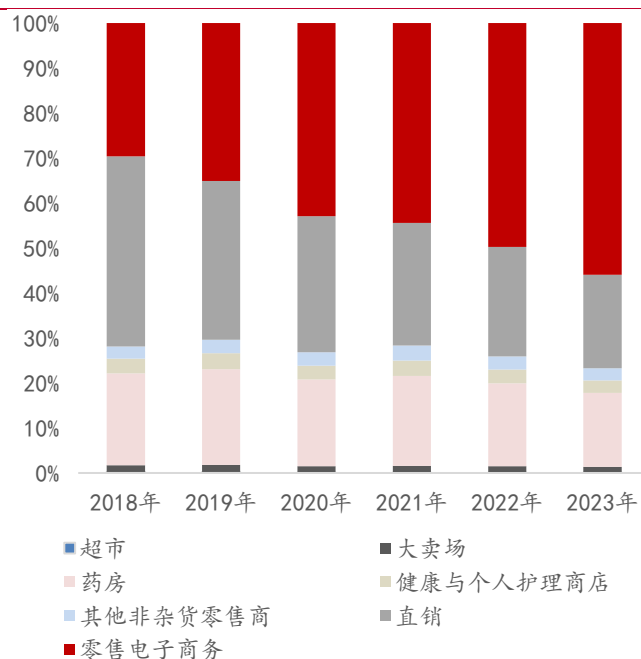
以占比最大的膳食营养补充剂为例，线上渠道零售额占比已超越传统线下，零售电商已成为主要销售渠道。膳食营养补充剂品类线上渠道销售占比已由 2018 年的 29.6% 提升至 2023 年的 56%，超越传统线下成为主要销售渠道。细分而言，零售电商渠道占持续提升，已成为最大的销售渠道，传统直销及药房渠道比重进一步下滑，分别由 2018 年的 42.2%/20.4% 降至 2023 年的 20.8%/16.4%。

图表20：线上渠道成为膳食营养补充剂销售主要渠道



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

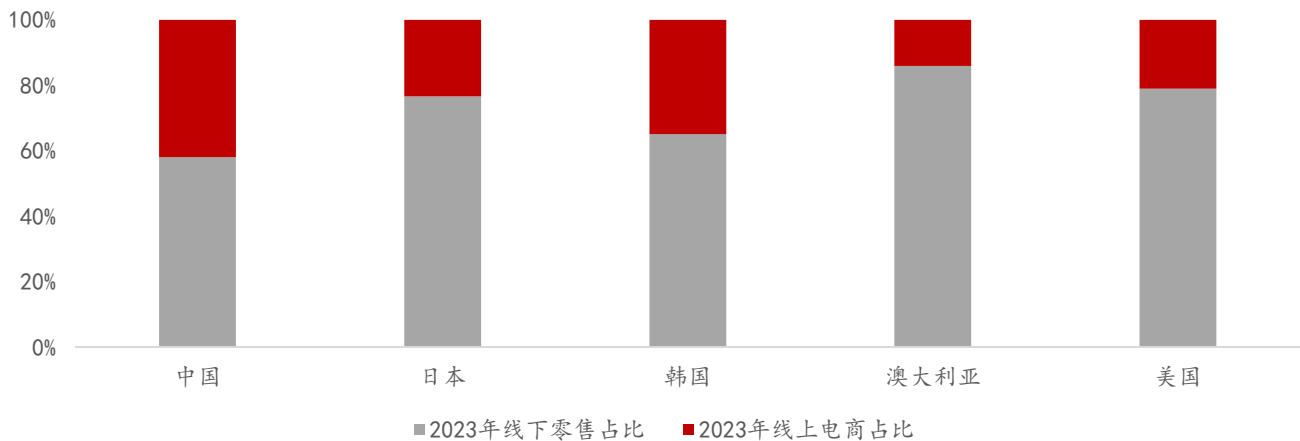
图表21：VDS 销售中，零售电商渠道占比最大



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

保健品行业集中度与渠道结构相关。据欧睿国际数据，2023 年我国线上电商渠道占比近半，对比韩国、日本、美国、澳大利亚分别领先 7/19/21/28pct。由于我国线上渠道无须“蓝帽子”批文，较线下渠道而言进入壁垒较低，线上渠道占比提升或带来品牌商数量增加，行业进一步分散化发展。

图表22：我国线上电商渠道占比领先于美日韩澳



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所整理

3. 投资建议：国家积极发展“银发经济”，保健品板块有望受益

2024 年 1 月 15 日，国务院办公厅发布关于发展银发经济增进老年人福祉的意见，强调发展银发经济、增进老年人福祉的重要性，其中意见鼓励生产商研发适合老年人咀嚼吞咽和营养要求的保健食品、特殊医学用配方食品。老龄化背景下，保健品赛道有望长期受益。横向对比海内外情况，保健品行业集中度或与监管严格程度与渠道结构相关。展望 2024 年，保健品行业扩容有望持续，叠加电商渠道进一步发展，标的公司估值性价比突出，建议积极关注。

3.1 品牌商：建议关注 H&H 控股、汤臣倍健

保健品供给端线上化明确，VDS 电商渠道销售占比由 2018 年的 30%提升至 2023 年的 56%，已超越传统线下成为主要销售渠道。需求端稳步增长，居民健康意识提升、保健年轻化发展，叠加地域下沉加速，市场持续扩容。品牌端建议关注电商龙头 H&H 控股、VDS 龙头汤臣倍健。

3.2 代工厂：建议关注仙乐健康、百合股份

保健品行业线上化发展，电商品牌体量小、产品更迭速度快、自建产线难度大，研发能力突出的保健品代工企业或有望受益，建议关注仙乐健康、百合股份。

4. 风险提示

食品安全风险：若出现食品安全事故，将对相关公司品牌形象产生重大打击，进

而对整个行业运营造成不利影响。

竞争加剧风险：若行业出现恶性竞争局面，企业陷入价格战困境，将会对公司业绩产生负面影响。

成本波动风险：原料、包材、人力等成本波动超预期，增加上下游盈利水平的不确定性。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼