

食品饮料

日本酒水业专题一：Suntory 一百二十年的历久弥新

投资要点：

➤ 不同消费时代，需求切换指引发展路径。

日本作家三浦展将日本社会变迁划分为个体消费时代（1912-1941）、家庭消费时代（1945-1974）、个性消费时代（1975-2004）、理性化消费时代（2005 年至今）。第五次消费时代是三浦展对疫后日本消费变化的新预期，怀旧，慢餐慢时尚，开放式小规模购物，社交与人打交道，可持续消费、更软性的内核性内容成为第五次消费时代的特征。在新阶段消费开始聚焦共享意识，社会意识和利他主义。在第五消费时代转变的过程中，新消费需求将持续进行演绎，指引着行业发展新路径。

➤ “创业年”本土化尝试，扎根酒水行业。

1907 年，鸟井信治郎成功研发出了更适合日本人口味的微甜葡萄酒——“赤玉波特酒”。1923 年，鸟井信治郎在日本著名的水源地建立了日本首家威士忌酿造厂。此后公司推出适合东方人口感的混合威士忌——角瓶，鸟井信治郎也凭借角瓶的成功被赞誉为“东方威士忌之父”。三得利持续深耕威士忌业务，凭借旗下的单一麦芽威士忌山崎、白州等在国际赛事上屡屡获奖，让日本威士忌走向世界。在经历多年沉淀改良后，三得利酒水扎根于酒水行业深入人心。

➤ 消费新时代，深度挖掘横向需求。

2005 年成立了专门负责向高端餐饮店推广万志啤酒和高端威士忌的 PREMIUM 营业部，酒水餐饮渠道共享，啤酒业务依托公司大平台优势，借力打力，三得利啤酒业务走出困境，实现扭亏为盈。消费新时代，健康化意识深化，三得利布局无酒精饮品，第三次消费时代 6 年期间陆续推出罐装咖啡“Boss”、绿茶伊右卫门、保健食品“黑乌龙茶”等。在个性消费时代健康化意识深化的背景下，第三代掌门人鸟井信一郎除了开拓发泡酒、营养饮料、健康食品业务，还主导了新药研发、花卉业务等新的事业板块，使三得利不断通过多元化持续挖掘横向需求，巩固了公司的市场地位。

➤ 全球化，新掌门引领下一个百年。

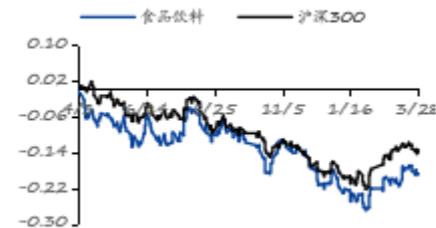
2014 年三得利集团任命前罗森 CEO/董事长新浪刚史为三得利第五任掌门人，这也是三得利首次由创始人家族以外的成员担任 CEO。三得利力排众议破格任贤，意在进一步开拓全球市场，使公司更加全球化来规避单一市场的风险并谋求快速扩张。三得利在本国人口老龄化和酒精消费下降的背景下，将目标转向海外市场，通过进行大型收购加强海外业务发展，以规避风险并实现快速扩张，引领下一个百年。

➤ 风险提示

人口规模持续下降导致需求端下降的风险；原材料成本波动；天气因素影响旺季消费；市场竞争加剧风险

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、日本保健品专题二：运动营养市场，逐渐崛起的小众保健品赛道——2024.03.25
- 2、效率与美味两手抓，复调重塑餐价价值链——2024.03.25
- 3、蜜雪冰城招股书专题：国内现制饮料龙头，乘行业东风顺势而起——2024.03.11



正文目录

1	从 0 到 1+, 日本酒水巨头的百年奋斗	
2	创始人的本土化尝试 (1899-1963)	
2.1	从进口到自营, 1920 年赤玉波特酒问世	
2.2	著名水源地的著名威士忌, 破产边缘的成长	
3	市场蓬勃发展, 业务拓展到啤酒 (1963-1973)	
4	啤酒新打法张弛有度, 消费新时代深度挖掘横向需求 (1974-2013)	
4.1	啤酒业务融合渠道优势, 需求变化新挑战“All Free”	
4.2	业务覆盖酒水“全赛道”, 茶饮赛道三十年跑出独立上市	
4.3	自身优势与需求碰撞, 酒水再“调味”	
4.4	大健康战略的深度渗透, 布局花卉赛道占位精神需求	
5	百年家族企业的新篇章, 新掌舵人带领全球化	1
6	风险提示	1

图表目录

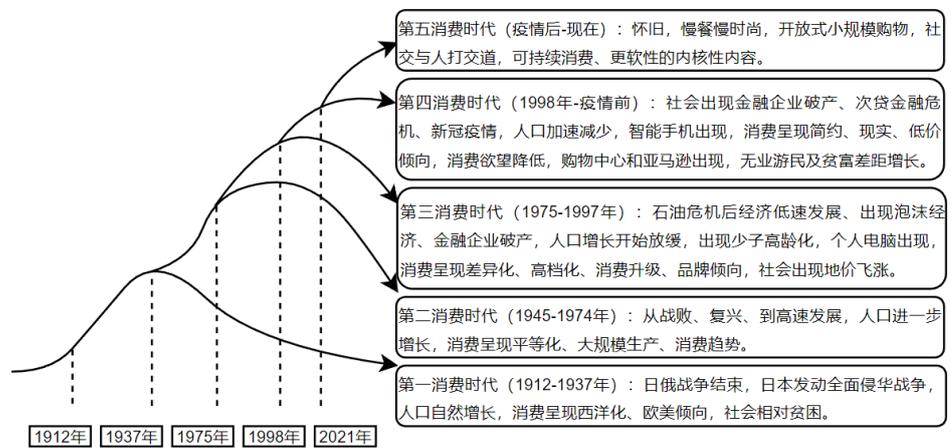
图表 1:	1912 年始日本不同消费时代	3
图表 2:	第五消费时代的 5S 特质	3
图表 3:	舶来品本土化初次尝试—赤玉波特酒	4
图表 4:	志在新勇于行—打造民族品牌	4
图表 5:	1923 年山崎蒸馏厂成立	5
图表 6:	名声大噪的东方威士忌—角瓶	5
图表 7:	三得利明星产品—山崎、白州	5
图表 8:	价格亲民的 Torys 酒吧	5
图表 9:	厚积薄发—万志啤酒	6
图表 10:	万志啤酒连续三年获得蒙特奖金奖	6
图表 11:	从 All Free 到金麦啤酒, 不同需求下总有爆款	7
图表 12:	日本各啤酒品牌市占率	7
图表 13:	文化加持下的爆款—无糖乌龙茶	8
图表 14:	2013 年三得利旗下食品饮料子公司在东京证券交易所挂牌上市	8
图表 15:	三得利饮料产品矩阵	8
图表 16:	三得利烈酒产品矩阵	9
图表 17:	首款保健产品“芝麻明”	10
图表 18:	成功培育蓝玫瑰	10
图表 19:	三得利历史沿革	12



1 从0到1+, 日本酒水巨头的百年奋斗

日本作家三浦展，将日本社会变迁从时间、消费特征等维度，将日本产业革命后至今划分为四个消费时代。从特征是上看包含（1912-1941）年的个体消费时代，在向西方社会看齐，仅限于东京等大城市的少数中产阶级享受的消费；家庭消费时代（1945-1974）时年日本经济高速发展，社会大量生产商品，形成了以家庭为中心的消费，西式生活方式下沉到中小城市；个性消费时代（1975-2004）人无我有接替人有我有成为新消费理念；理性化消费时代（2005 年至今）简约主义大行其道，更注重共享，精神追求。时间线拉长，AI、数字化越来越盛行的社会下，人在自己的私生活中更加喜欢真实或是自然的东西，第五次消费时代正在加速到来。

图表1: 1912 年始日本不同消费时代



来源：《孤独社会》、嘉宾商学、华福证券研究所

第五次消费时代是日本作家三浦展对疫后日本消费变化的新预期，怀旧，慢慢时尚，开放式小规模购物，社交与人打交道，可持续消费、更软性的内核性内容成为第五次消费时代的特征。

图表2: 第五消费时代的5S特质



来源：嘉宾商学院、华福证券研究所

我们能够看到，在过去的一百年里日本不同消费主力群体在轮番登场，也在这一时期展示出了具有这一时代特色的消费属性。消费的表现从东京大阪等大城市扩大到了全国范围，家庭消费兴起后消费从物质像服务演绎，由量到质，强调个性化等消费属性。在新阶段消费开始聚焦共享意识，社会意识和利他主义。

2 创始人的本土化尝试（1899-1963）

2.1 从进口到自营，1920年赤玉波特酒问世

产业革命后的先行者，志在新，勇于行。1899年，鸟井信治郎在大阪开设了鸟井商店，主要销售从西班牙进口的葡萄酒。在明治维新之后，日本年轻人对西洋物品表现出了浓厚的兴趣。当时洋酒主要被上层人士用作药物，鸟井信治郎决定通过商业手段将葡萄酒推广为日常消费品。然而进口葡萄酒的味道无法迎合日本人的口味，大众对于酸涩的葡萄酒并不感兴趣，故起初他的葡萄酒销量不佳。但鸟井信治郎并未放弃，他花费了8年时间，运用他在中药批发商店学到的配方技术、染料调配和制作方法进行了各种尝试。1907年，鸟井信治郎成功研发出了更适合日本人口味的微甜葡萄酒——“赤玉波特酒”，宣称“世上独此一家，专为日本人打造！”到1920年代中期，赤玉波特酒在日本葡萄酒市场上的市占率已高达60%以上，鸟井商店迎来了转机。

图表3: 舶来品本土化初次尝试—赤玉波特酒



来源: Suntory 官网, 华福证券研究所

图表4: 志在新勇于行—打造民族品牌



来源: Suntory 官网, 华福证券研究所

2.2 著名水源地的著名威士忌，破产边缘的成长

明治维新后的第一消费时代向西方看齐，西化生活开始向日本消费渗透。威士忌随着黑船事件于1853年首次进入日本，此后在全民西化的明治维新时代中受到年轻人的推崇，但此时日本还没有自己成熟的技术来酿造成威士忌。鸟井信治郎发现这一商机，1923年，在日本著名的水源地之一——京都山崎，建立了日本首家威士忌酿造厂，即山崎蒸馏厂。他着手开始进行威士忌改造，将赤玉波特酒的盈利用于威士忌的研发。然而采用传统的苏格兰方法酿制的“白扎”威士忌因其浓烈的烟熏味而未能受到日本消费者的青睐。仅仅依靠赤玉波特酒的盈利无法维持公司的运营，

三得利公司濒临破产的边缘。20世纪30年代末日本外交关系恶化，威士忌进口受限。彼时，公司推出了更适合东方人口感的混合威士忌——角瓶。比起传统苏格兰威士忌，角瓶口味更加清淡且价格亲民，解决了威士忌此时在日本的消费痛点，角瓶一经上市便迅速占领了日本的威士忌市场并建立了军需渠道，鸟井信治郎也凭借角瓶的成功被赞誉为“东方威士忌之父”。

图表5: 1923年山崎蒸馏厂成立



来源: Suntory 官网, 华福证券研究所

图表6: 名声大噪的东方威士忌—角瓶



来源: Suntory 官网, 华福证券研究所

战争结束后日本威士忌进口解禁，但人们生活贫困，劣质酒和假酒泛滥，民众对于质优价低威士忌的需求愈发强烈。1946年，关键时期复制角瓶成功经验，接势推出了低价威士忌品牌 Torys，并推广 Highball、水割等降低酒精浓度的饮用方式，满足日本威士忌消费痛点的同时，加深了市场对于低价淡口味威士忌的消费习惯。与此同时，公司还在日本开设了数千家 Torys 酒吧，以此推广威士忌文化并占领市场渠道。在日本经济高速增长期，三得利持续深耕威士忌业务，又凭借旗下的单一麦芽威士忌山崎、白州等在国际赛事上屡屡获奖，让日本威士忌走向世界。

图表7: 三得利明星产品—山崎、白州



来源: 搜狐, 华福证券研究所

图表8: 价格亲民的 Torys 酒吧



来源: Tripadvisor 官网, 华福证券研究所

3 市场蓬勃发展，业务拓展到啤酒（1963-1973）

业务推广到啤酒，多年坚持打造万志品牌。20 世纪 60 年代，三得利二代掌门人佐治敬三将公司扩展到啤酒业务，在这之前札幌啤酒市占率为 38.7%，朝日啤酒市占率为 36.1%。麒麟啤酒市占率是 25.3%，市场竞争异常激烈。初入红海市场，尽管三得利推出了生啤、纯生和 MALTS 等产品，但效果并不理想。三得利的啤酒事业连续亏损了 45 年，直到 2005 年推出了改良版的万志啤酒，情况才开始好转，在产品宣传上三得利突出蒙特奖买点，同时利用明星效应来引导消费者的认知，此外三得利利用餐饮渠道辅助啤酒零售，调查数据显示，19%的消费者是通过外出就餐时培养了对高端啤酒的复购意识。万志啤酒在 2005-2007 连续三年获得有食品诺贝尔奖之称的蒙特奖金奖。

图表9：厚积薄发—万志啤酒



来源：Suntory 官网，华福证券研究所

图表10：万志啤酒连续三年获得蒙特奖金奖

2007	Monde Selection	The Premium Malt's	GRAND	GOLD	MEDAL
2006	Monde Selection	The Premium Malt's	GRAND	GOLD	MEDAL
2005	Monde Selection	The Premium Malt's	GRAND	GOLD	MEDAL

来源：Suntory 官网，华福证券研究所

4 啤酒新打法张弛有度，消费新时代深度挖掘横向需求（1974-2013）

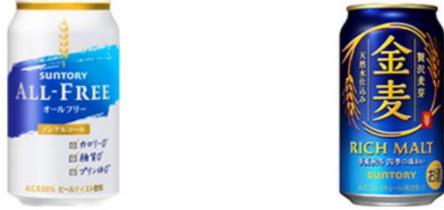
4.1 啤酒业务融合渠道优势，需求变化新挑战“All Free”

拟合时代背景，借力餐饮渠道，布局“新 45 年”。公司 2005 年成立了专门负责向高端餐饮店推广万志啤酒和高端威士忌的 PREMIUM 营业部。到了 2006 年，银座地区的 1500 家餐厅中有超过 500 家开始供应万志啤酒。2008 年，万志啤酒超过了札幌旗下的惠比寿（Yebisu），成为日本第一大高端啤酒品牌，三得利的啤酒事业也扭亏为盈。2009 年，无酒精啤酒开始流行，三得利的“All Free”成为了一款热门产品。到 2021 年，三得利啤酒在日本市场的市占率达到了 15%，仅次于朝日和麒麟。

从上世纪 90 年代初期日本泡沫经济崩溃，随着日本经济的下滑和人口老龄化加剧，日本酒水消费量逐渐下降。果味酒、威士忌等多元酒水的增加进一步挤压了啤酒的消费市场。日本消费进入第三时代，消费者健康意识觉醒，减糖逐渐成为全社会的消费共识，三得利随后又推出减糖版本的金麦以满足日本社会日益增长的健康饮食需求。

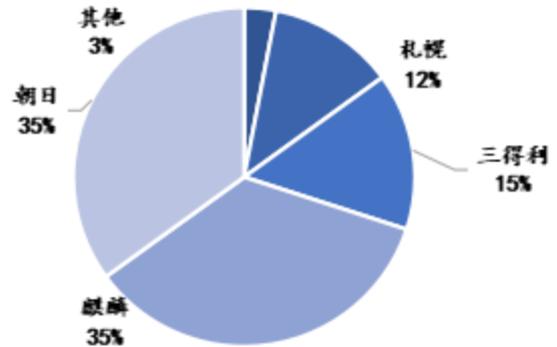


图表11: 从 All Free 到金麦啤酒, 不同需求下总有爆款



来源: Suntory 官网, 华福证券研究所

图表12: 日本各啤酒品牌市占率



来源: 评酒趣, 华福证券研究所

4.2 业务覆盖酒水“全赛道”，茶饮赛道三十年跑出独立上市

消费新时代，健康化意识深化，布局无酒精饮品。上个世纪 80 年代，日本的无酒精饮料市场主要被碳酸软饮料和果汁占据，随着健康化消费需求逐渐深化，大众健康意识觉醒，1981 年三得利顺势推出了无糖茶饮料“三得利乌龙茶”。当时，日本消费者普遍认为最好的乌龙茶来自中国。因此，三得利选择了在中国福建采茶，并在产品包装上突出标注“使用福建省茶叶”的字样，以突出其产地印象。三得利结合了日本新兴的中国饮食文化热潮，通过广告不断强调“来自中国的乌龙茶最好”的概念，并利用中国元素作为背书，从而赢得了日本消费者的喜爱，进一步提高了在饮料食品领域的市场关注度。1985-1995 年日本茶饮料的复合年均增长率高达 49%，其中无糖茶成为茶饮消费的主力。茶饮跑在需求前面，三得利乌龙茶迎来一波完整红利。

2013 年，在第四代掌门人佐治信忠的领导下三得利旗下的食品饮料业务在东京证交所挂牌上市，当日开盘价为 3120 日元(约合人民币 192 元)，公司总市值逼近 1 万亿日元，规模可媲美日本国内饮料行业排名第二的朝日集团控股(总市值约 1.2 万亿日元)，成为当年最大规模的上市案例。三得利集团总体筹资额度为 3900 亿日元左右。三得利通过维持母公司私有，饮料食品业务拆分上市的举措，既维持了家族对公司的影响力，又为公司海外企业并购、海外市场争夺战提供了大量资金。

图表13: 文化加持下的爆款—无糖乌龙茶



来源: Foodaily, Suntory 官网、华福证券研究所

图表14: 2013 年三得利旗下食品饮料子公司在东京证券交易所挂牌上市



来源: Suntory 官网, 华福证券研究所

图表15: 三得利饮料产品矩阵



来源: Suntory 公司官网、华福证券研究所

4.3 自身优势与需求碰撞，酒水再“调味”

三得利深耕酒水行业多年，自身优势明显。公司旗下的产品多数可作为调酒的基底，在威士忌、白兰地、伏特加、金酒、朗姆酒和龙舌兰等常见的基酒方面有着不同价格区间的产品布局。随着越来越多的年轻人对口味有着多元化和度数差异化的需求，以及女性饮者数量的增加，预调酒发展前景广阔。在此背景下，三得利自身的优势与需求产生碰撞，公司不断围绕调制逻辑在产品上进行创新。



图表16: 三得利烈酒产品矩阵



来源: Suntory 官网、华福证券研究所

1994 年到 2006 年第三次消费时代期间经济低速发展,日本政府为增加税收不断修订酒税法,致使发泡酒于传统啤酒失去价格优势,销量减少,相比各类啤酒价格优势明显,因而三得利将目光投向这一品类。2005 年三得利推出“-196°C Strong Zero”,主打零糖低卡路里的概念,拓展消费场景到居家小酌中,在日本的预调酒行业发展初期打出了知名度。

三得利深耕酒水行业多年,在行业内优势明显,且公司在酒水研发、制造、销售方面依旧持续打磨,深度拟合需求。经济低迷撞上消费新时代,健康化个性化消费需求萌生,此时三得利灵活调整战略,快速、精准地推出与当下市场需求相匹配的产品。应用烈酒中和调味、啤酒持续降度等方法,“再调味”赋能公司走出酒水业态调整期。

4.4 大健康战略的深度渗透,布局花卉赛道占位精神需求

在个性消费时代,健康化个性化消费需求萌生,三得利由饮食健康向精神健康过渡,布局花卉与保健赛道占位精神需求。第三代掌门人乌井信一郎除了开拓三得利发泡酒、营养饮料、健康食品,还主导了新药研发、花卉业务等新的事业板块,使三得利不断通过多元化巩固其市场地位。在健康与保健市场方面,三得利 1993 年推出首款保健产品“芝麻明”,2001 年成立医疗保健科学研究所,研发出 Shizen no Chikara 产品系列。2004 年三得利花卉事业部全球首次成功开发出蓝玫瑰。在健康化个性化消费趋势下,三得利深度渗透大健康战略占位精神需求。



图表17: 首款保健产品“芝麻明”



来源: Suntory 官网, 华福证券研究所

图表18: 成功培育蓝玫瑰



来源: Suntory 官网, 华福证券研究所

5 百年家族企业的新篇章，新掌舵人带领全球化

经过前四代掌门人的发展，三得利在日本已经发展成食品饮料巨头。然而三得利在日本市场仍旧面临着双重挑战：一方面人口正在老龄化、缩小；另一方面人均饮酒量也在下降。根据日本国家税务局的数据，在过去三十年里，包括啤酒、清酒和烈酒在内的人均酒精消费量下降了四分之一，仅达到每年 75 升，在日本市场发展速度减缓的情况下，三得利将目标聚焦于海外。2014 年三得利集团任命前罗森 CEO/董事长新浪刚史为三得利第五任掌门人，这也是三得利首次由创始人家族以外的成员担任 CEO。三得利力排众议破格任贤，意在进一步开拓全球市场，使公司更加全球化来规避单一市场的风险并谋求快速扩张，也体现出公司希望发展成为国际化食品饮料集团的战略决心。新浪刚史早前担任三得利顾问，管理能力出众，在罗森任职期间促使罗森扩张海外市场，其接任体现了三得利开拓海外市场的决心。新浪表示，三得利的目标是在 2030 年达到不含酒精税的 3 万亿日元的收入，这个数字比去年的数字高出 11%。

新掌门人接任以三得利相继进行了多次并购切入海外市场，拓展公司业务。2014 年三得利以 160 亿美元的价格收购了美国上市公司金宾酒企 Beam。这是日本企业最大的国际收购案之一，猛然将三得利掷入一个商业大联盟。2015 年时，三得利收购了日本烟草公司（JT）的饮料自动售货机业务，公司自动售货机台数逼近当时日本的饮料业冠军可口可乐集团。日本国内的饮料超过 30% 由自动售货机销售；经由自动售货机贩卖的饮料降价幅度较小，成为各饮料厂商稳定的收入来源。

2023 年三月，三得利开设了 RTD 集团。该集团包括总部位于日本的三得利、美国烈酒公司 Beam Suntory 和三得利食品饮料公司。它们还在组建全球供应解决方案部门，旨在加强与海外组织的合作，以应对日益全球化的采购职能。

未来，公司将会更加全球化。在截至 2022 年的十年间，三得利已经走出日本，将其海外销售翻了一番，其占收入的一半以上，并将酒精收入的比例从 28% 提高到

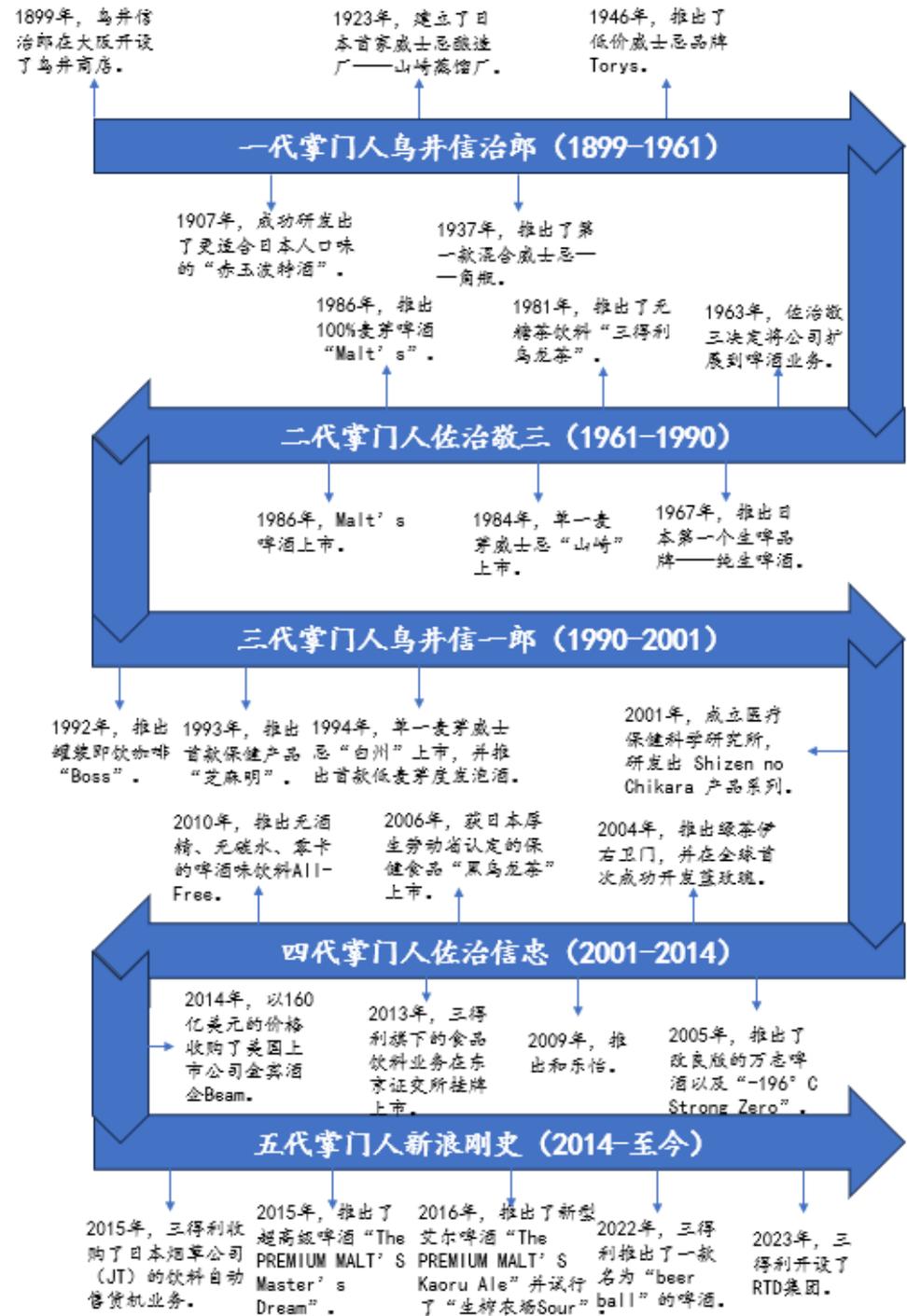


35%。接下来，该公司正在考虑对龙舌兰进行额外的投资——目前在宾三得利（Beam Suntory）部门旗下已有五个龙舌兰品牌。该公司还准备通过收购进一步扩大在印度的业务。

进入二十世纪，日本人口老龄化加速，三得利在日本市场面临人口老龄化和酒精消费下降的挑战。时代背景下全球化打开发展新思路，跨国并购助力公司快速切入当地市场，在海外站稳脚跟实现快速扩张。截止 2023 年，公司海外营业额占比 52%，海外员工人数占比 53.43%。三得利全球化已初具规模，未来公司将进一步全球化来实现增长。



图表19: 三得利历史沿革



来源: Forbes、Suntory 官网、财联社、FoodTalks、华福证券研究所

三得利的百年奋斗史证明了威士忌、啤酒、预调酒、软饮等品类的多元化矩阵发展具备合理性、可行性, 多元化发展、海外布局可以持续推动企业扩张, 打开企业发展天花板。第五次消费时代正在加速到来之际, 消费开始聚焦共享意识, 社会意识和利他主义。慢餐慢时尚, 开放式小规模购物, 社交与人打交道, 可持续消费这些第五次消费时代的特征进一步拓展了三得利产品消费场景, 三得利的业务囊括了酒类、饮料、食品、保健品、餐饮等各个品类, 三得利可以更好地利用跨赛道扫描, 更灵活地参考不同品类的产品方案进行混搭组合, 为新品带来更多的想象空间,



为三得利今后的发展提供动力。

6 风险提示

人口规模持续下降导致需求端下降的风险：日本人口老龄化程度不断加深，叠加近年来人口出生率的下降，存在人口规模的持续缩减带来的需求缩减的风险；

原材料成本波动：企业盈利受玻璃、大麦等原材料成本价格波动影响较大，若上游原材料成本增加，公司的盈利能力或受影响；

天气因素影响：啤酒消费受到天气影响明显，弱全年高温天气较少，则会对啤酒的销售产生一定影响；

市场竞争加剧风险：新消费时代下茶饮需求有增长趋势，市场竞争加剧公司有可能会陷入价格竞争中，从而影响公司茶饮业务。

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