

食品饮料

短期波动不改 C 端升级扩容趋势，需求修复、格局优化提振龙头成长

投资要点：

23 年火锅底料出现渠道复苏分化，其中 C 端市场 Q1 后持续转弱，叠加竞争加剧等影响，龙头品牌 23H2 一度出现同比下滑，进一步放大了食材悲观预期。尽管头部品牌积极推新，以期破局恢复，但在消费降级大环境下，市场对消费者对升级新品的接受度仍存在疑虑。进一步讲，市场对未来 C 端市场升级扩容的趋势是否改变，以及如何展望头部品牌未来在 C 端的成长性问题均颇为关注。对此，本文围绕火锅底料赛道发展历程、C 端渠道复苏近况、消费趋势、格局变化以及竞争抓手等，深度剖析 C 端市场结构升级空间与逻辑，最后立足需求修复、格局优化两大核心假设，进一步测算了龙头品牌未来 C 端增长弹性。

➤ 火锅底料市场短期复苏分化，未来长坡厚雪

火锅底料市场近十年在 BC 端双击下发展迅猛。其中，B 端充分受益于火锅市场扩容、高连锁化以及其他餐饮场景延伸，而 C 端经过火锅餐饮充分的市场教育，近年不仅在“单身经济”、“宅经济”等催化下实现较好的量增，而且在各品牌创新驱动下，整体呈现出结构升级趋势。尽管 23 年以来，火锅底料市场出现渠道复苏分化，其中 B 端充分受益于需求场景放开，未来随火锅连锁化、火锅消费场景延伸而持续扩容；而 C 端火锅底料短期出现周期波动，但品类创新驱动市场扩容，需求长逻辑不改。

➤ C 端格局持续优化，品牌力、渠道力、产品力系竞争抓手

对比整体集中度不高的复调赛道，火锅底料市场格局更清晰；而且头部品牌近年深化全国布局、强化竞争抓手，不断扩大市占率领先优势，进而促进竞争格局持续优化。具体来看，火锅底料 C 端集中度更高，尤其中高端市场，其中颐海国际作为市场龙头，市占率遥遥领先；C 端分区域看，除了西南、东北市场由地产品牌主导，颐海在全国多地充当市场领导地位，尤其华东、华南市场，品牌、渠道力强劲。此外，品牌力、渠道力、产品创新力共同组合形成 C 端竞争抓手；头部品牌有望在格局优化中获得超额增长。

➤ C 端结构升级仍有空间，头部品牌不失成长弹性

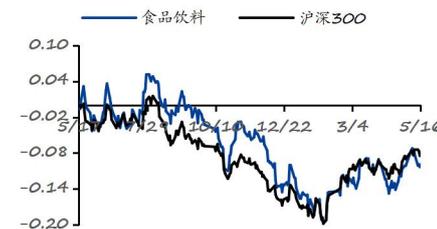
尽管受 B 端复苏分流、社会高库存等影响，23 年 C 端短期需求持续转弱，但结合线下数据统计以及 Q1 调味品整体实现开门红等情况，预计 C 端底料 Q1 需求边际改善，且全年有望逐级提速；其中线下主流价格带同比向上，头部品牌加速提升市占率。从中长期看，在复调大盘以 12% 的增速引领、社会人口趋势以及竞争格局加速优化下，C 端仍具备升级扩容的空间。基于上述预期，我们围绕需求回暖力度、格局优化速度进一步测算头部品牌未来 C 端的成长弹性，其中颐海国际品牌未来增速区间为 11%-16%（此处测算不包含海外市场），好人家品牌增速区间为 13%-21%。

➤ 风险提示

国内需求复苏不及预期风险，消费者对升级新品接受度不及预期风险，竞争格局恶化风险，食品质量安全

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

分析师：童杰(S0210523050002)

tj30105@hfzq.com.cn

联系人：周翔(S0210123070087)

zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、周观点 | 情绪持续回暖，估值置信度高——2024.05.13
- 2、沪上阿姨招股书梳理：广覆盖现制茶饮品牌，重创新协同供应链建设加码下沉市场——2024.05.13
- 3、置信度高，估值底过万重山——2023 年报 & 2024 一季报总结——2024.05.08



正文目录

1 短期波动不改 C 端升级扩容趋势，需求修复、格局优化提振龙头成长弹性	3
1.1 火锅底料市场短期复苏分化，未来长坡厚雪	3
1.2 C 端格局持续优化，品牌力、渠道力、产品力系竞争抓手	5
1.3 C 端结构升级仍有空间，头部品牌不失成长弹性	8
2 风险提示	11

图表目录

图表 1: 火锅市场容量大，连锁化率高（亿元，%）	4
图表 2: 火锅底料市场持续增长（亿元，%）	4
图表 3: 2015 年火锅底料销售渠道结构/%	4
图表 4: 火锅底料市场整体处于结构升级趋势（亿元，%）	4
图表 5: 23 年头部品牌火锅底料业务表现较弱	5
图表 6: C 端小规格市场份额持续提升	5
图表 7: 火锅底料近年品类创新方向	5
图表 8: 按规模分，火锅底料市场竞争格局呈金字塔	6
图表 9: 火锅调料厂家注册数量持续减少	6
图表 10: 2023 年火锅底料零售渠道的竞争格局	7
图表 11: 2015 年火锅底料中高端市场集中度更高	7
图表 12: C 端市场竞争抓手	8
图表 13: 头部品牌市占率持续提升，马太效应凸显，强者更强	8
图表 14: 对比 23 年初，24 年旺季 15 元以上的价格带占比边际提升	9
图表 15: C 端火锅底料具备升级扩容空间	10
图表 16: 未来国内海底捞（颐海）、好人家（天味）品牌增速敏感度分析	10



1 短期波动不改 C 端升级扩容趋势，需求修复、格局优化提振龙头成长弹性

在《效率与美味的平衡，复调重构餐产价值链》一文中，我们提出复调 B 端渠道将成为调味品赛道结构性增长的重点方向，并深度探讨了复调在餐饮供应链中提升价值份额的核心逻辑以及两条主要路径。而复调在 C 端市场同样具备发展长逻辑，近年凭借美味、便捷等优势，充分受益于家庭小型化、女性就业率提升以及单身经济崛起，并持续进行场景、人群渗透。其中火锅底料市场，系复调核心赛道，自 2010 年以来持续快速升级扩容。

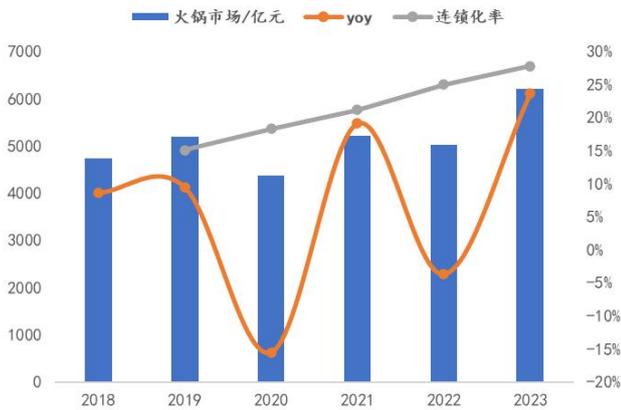
然而，23 年火锅底料出现渠道复苏分化，其中 C 端市场 Q1 后持续转弱，叠加竞争加剧等影响，龙头品牌 23H2 一度出现同比下滑，进一步放大了食材悲观预期。尽管头部品牌积极推新，以期破局恢复，但在消费降级大环境下，市场对消费者对升级新品的接受度仍存在疑虑。进一步讲，市场对未来 C 端市场升级扩容的趋势是否改变，以及如何展望头部品牌未来在 C 端的成长性问题均颇为关注。对此，本文围绕火锅底料赛道发展历程、C 端渠道复苏近况、消费趋势、格局变化以及竞争抓手等，深度剖析 C 端市场结构升级空间与逻辑，最后立足需求修复、格局优化两大核心假设，进一步测算了龙头品牌未来 C 端增长弹性。

1.1 火锅底料市场短期复苏分化，未来长坡厚雪

作为复调市场的核心子赛道，火锅底料市场近十年在 BC 端双击下发展迅猛。其中，B 端充分受益于火锅市场扩容、高连锁化以及其他餐饮场景延伸，而 C 端经过火锅餐饮充分的市场教育，近年不仅在“单身经济”、“宅经济”等催化下实现较好的量增，而且在各品牌创新驱动下，整体呈现出结构升级趋势。

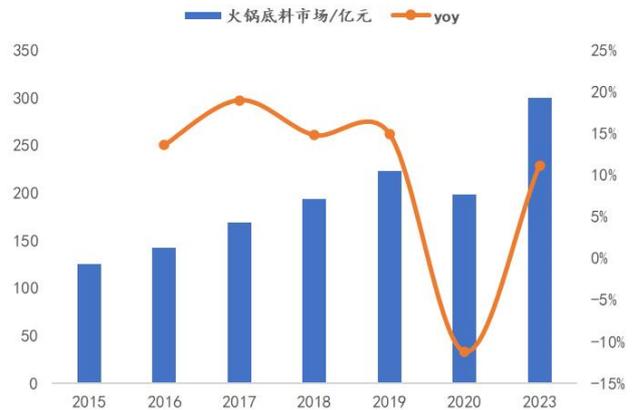
作为一种具有强社交、强成瘾性属性的餐饮品类，火锅一直深受堂食消费者的喜爱；根据美团数据显示，近 3 年无论是火锅门店数、团购订单数还是核销订单量，正餐品类中火锅均排名第一。在 6000 多亿大盘以及数以亿计、连续多年的受众教育下，火锅底料近十年在快速走进千家万户；市场规模由 2010 年的 59 亿元增长至 2019 年的 223 亿元，期间 CAGR 达 16%，预计 2023 年末市场规模达 300 亿，整体销售额同比提升 11.2%。且根据颐海国际招股书反馈，2015 年零售端是火锅调味料市场第一大渠道，约占 50.1%；故预计家庭端在火锅底料市场具备不小的份额。且伴随家庭小型化、宅经济与单身经济持续发展，家庭端市场在年轻客群、正餐场景等实现进一步渗透。在 C 端消费量不断提升同时，中高档火锅底料占比也在不断上升，品类创新、结构升级驱动行业主流价格带向上发展。

图表 1: 火锅市场容量大, 连锁化率高 (亿元, %)



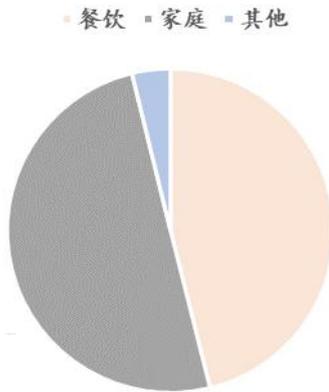
来源: 火锅参见, frost-survelian, 华福证券研究所

图表 2: 火锅底料市场持续增长 (亿元, %)



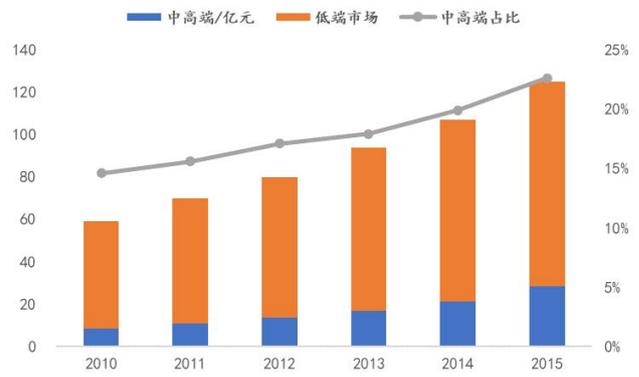
来源: frost-survelian, 立鼎研究院, 金宫川派味业, 华福证券研究所

图表 3: 2015 年火锅底料销售渠道结构/%



来源: 颐海国际招股说明书, 华福证券研究所

图表 4: 火锅底料市场整体处于结构升级趋势 (亿元, %)



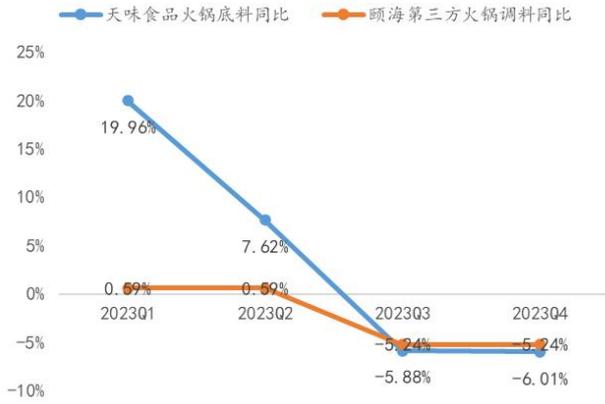
来源: 颐海国际招股说明书, 华福证券研究所

23 年以来, 火锅底料市场出现渠道复苏分化, 其中 B 端充分受益于需求场景放开, 未来随火锅连锁化、火锅消费场景延伸而持续扩容; 而 C 端火锅底料短期出现周期波动, 但品类创新驱动市场扩容, 需求长逻辑不改。

受 23 年堂食场景放开后 B 端复苏分流、社会高库存以及旺季暖冬等影响, C 端火锅底料需求承压, 全年呈边际减弱态势; 叠加竞争加剧、高基数等因素, 颐海国际、天味食品等相关业务在 23 年下半年出现不同程度的下滑。尽管 23 年零售总量承压, 但创新型品类结构性增长趋势不变。其中, 底料品类创新主要包括以下方向: 1) 健康化创新, 如无辣养生火锅底料不仅口感更加清淡温和, 底料通常采用天然食材和草本植物熬制, 更为鲜美健康, 不含过多的油脂和辣椒, 能够更好地保护消化系统和身体健康; 2) 规格创新, 如一人食的小规格产品因高度匹配家庭小型化、单身群体扩大等社会趋势, 近年在 C 端市场占比持续提升, 例如 23 年行业新品小块牛油火锅底料实现销量快增, 同时小规格产品具备高克均价, 有助于提升行业主流价格带; 3) 口味再创新, 如 22 年以来云贵酸汤火锅、海南糟粕醋火锅等主打酸香味型

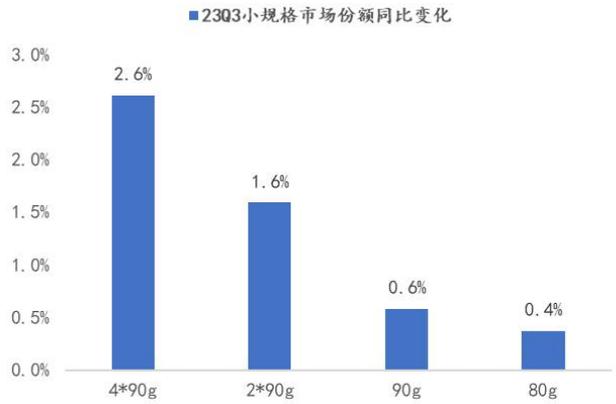
的小众火锅逐渐出圈，其中餐见数据研究院数据显示，2024Q1 酸汤火锅相关的企业同比增长 46.2%。总之，基于美味、便捷、性价比等优势，C 端火锅底料有望在“Z 世代”等年轻客群中持续渗透，中长期看仍具备需求扩张逻辑。

图表 5: 23 年头部品牌火锅底料业务表现较弱



来源: ifind, 颐海国际、天味食品公司公告, 华福证券研究所

图表 6: C 端小规格市场份额持续提升



来源: 马上赢, 华福证券研究所

图表 7: 火锅底料近年品类创新方向

底料品类创新趋势		
创新类型	详细说明	代表产品
健康化创新	帮助消费者解决“减盐、0添加、低脂低卡”等健康痛点，例如无辣养生火锅底料	
规格创新	小包装产品，例如90g装*1/*2/*4包装，匹配家庭小型化、单身群体扩大趋势，近年市场占比持续提升	
口味创新	主打酸香味型的小众火锅逐渐出圈，例如2024Q1酸汤火锅相关的企业同比增长46.2%	

来源: 调料家, 火锅参见, Aji 鲜军师, 华福证券研究所

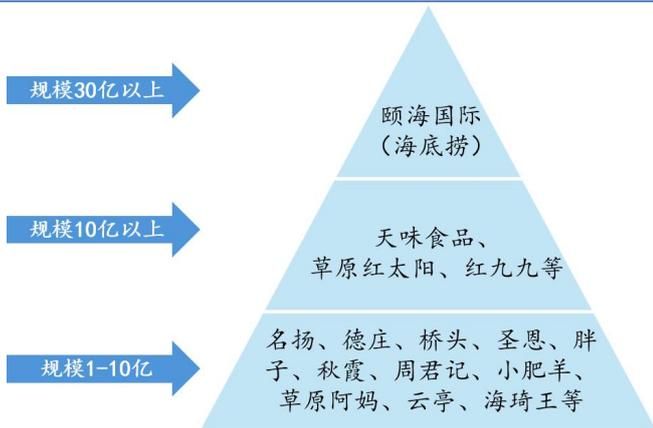
1.2 C 端格局持续优化，品牌力、渠道力、产品力竞争抓手

对比整体集中度不高的复调赛道，火锅底料市场格局更清晰；而且头部品牌近年深化全国布局、强化竞争抓手，不断扩大市占率领先优势，进而促进竞争格局持续优化。

尽管近年我国复调赛道中头部品牌市占率不断提升，天味与颐海合计市占率从 2015 年的 2.3%提升到 2021 年 5%，但相较于日本同业龙头龟甲万和味之素（2016 年 CR2 达 57%），我国复调行业 2021 年 CR5 仅 17.3%，未来仍具有较大的整合空

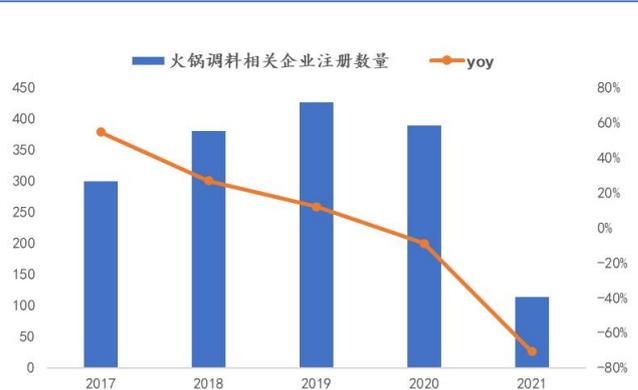
间。就火锅调料这一细分赛道而言，尽管品牌竞争十分激烈，但市场格局相对行业更清晰、竞争梯队分明。其中全国型品牌颐海国际 23 年火锅调料营收规模逾 40 亿，而天味食品、草原红太阳、红九九等龙头相关业务体量超 10 亿，其中红九九以 B 端为主；截止 2021 年，前五大竞争者合计约占市场销售额的 41.7%（2015 年 CR5 约 30.9%）。尤其伴随头部品牌近年深化全国市场布局、进一步挤压其他厂商生存空间，火锅调料相关企业注册数量出现显著下滑，预计火锅底料市场格局保持优化趋势。

图表 8：按规模分，火锅底料市场竞争格局呈金字塔



来源：调料家，wind，公司公告，上海火锅节，华福证券研究所

图表 9：火锅调料厂家注册数量持续减少

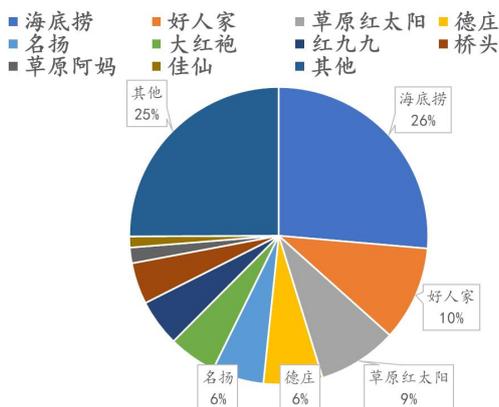


来源：上海火锅节，企查查，华福证券研究所

火锅底料 C 端集中度更高，尤其是中高端市场，其中颐海国际作为市场龙头，市占率遥遥领先；C 端分区域看，除了西南、东北市场由地产品牌主导，颐海在全国多地充当市场领导地位，尤其华东、华南市场，品牌、渠道力强劲。

相较于火锅底料行业整体，零售渠道集中度更高，主要系消费者对火锅品类味觉记忆性更强，尤其川渝口味，而高回购率进一步形成品牌心智壁垒；同时，C 端渠道相对集中，且从春节旺季多地调研来看，KA 商超等渠道铺市陈列格局清晰。根据马上赢数据统计，2023 年零售渠道前五大品牌市场份额合计超 57%，前十大品牌合计市占率约 75%；其中，颐海国际凭借牢固的消费者心智与强大的渠道力，C 端市占率相较第二名领先优势更大，市场领导者地位稳固。此外，C 端市场在不同区域、价格带呈现出不同特征。其中分区域看，颐海国际在多地均作为市场龙头，尤其在华东、华南市场，第二名难以望其项背；在华北、华中市场，颐海国际依旧是行业龙头，但草原红太阳、好人家作为市场挑战者，竞争实力强、与龙头份额差距小；而在西南、东北市场，名扬、草原红太阳等区域品牌领先优势更大，市场基础更好。分价格带看，中高档市场竞争格局更清晰，早在 2015 年 CR3 达 51.1%，其中颐海国际是我国最大的中高端火锅底料生产商，市场份额达 34.7%，是第二大市场参与者的三倍多。

图表 10: 2023 年火锅底料零售渠道的竞争格局



来源: 马上赢, 华福证券研究所

图表 11: 2015 年火锅底料中高端市场集中度更高



来源: 颐海国际招股说明书, 华福证券研究所

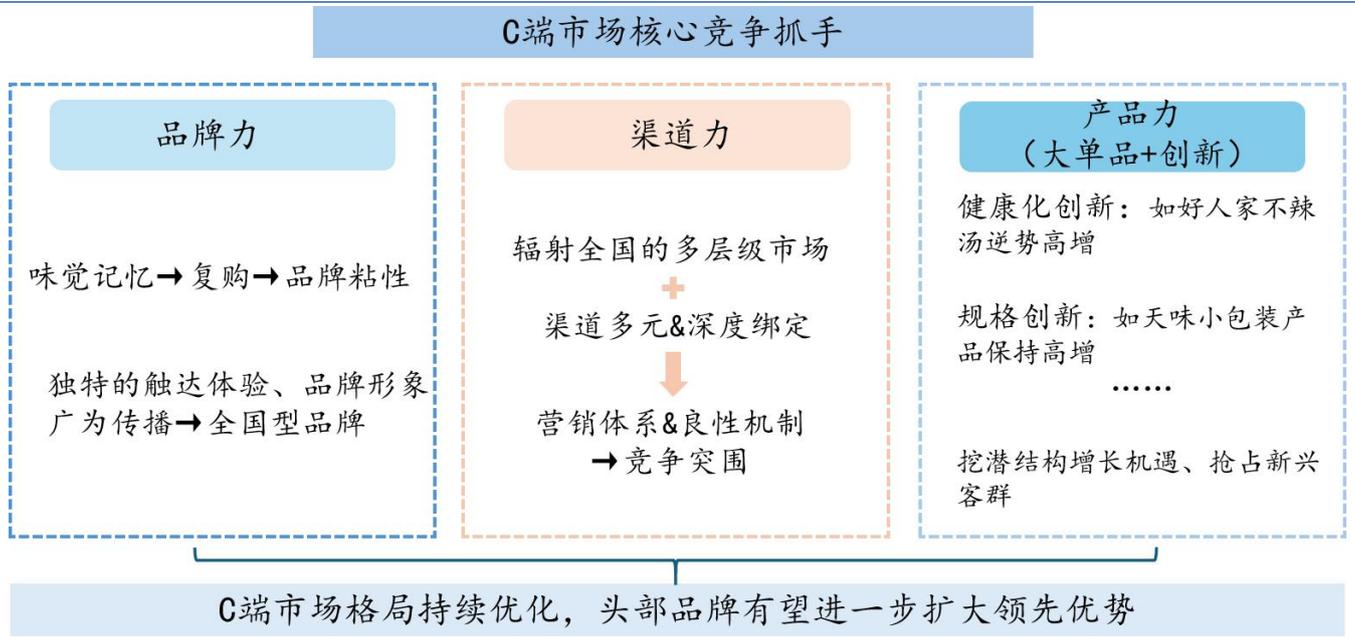
品牌力、渠道力、产品创新力共同组合形成 C 端竞争抓手; 头部品牌有望在格局优化中获得超额增长。

- **品牌势能:** 前文提及对于火锅品类, 消费者味觉记忆等有助于促进其复购并形成品牌粘性, 尤其当品牌形象能通过独特的消费者触及体验实现大范围传播时, 品牌壁垒便逐步形成; 以颐海国际为例, 公司在海底捞连锁扩张、成为餐食明星、市场热点过程中, 充分受益于海底捞的品牌红利, 同时借助上市后的资金杠杆, 快速扩产能与加速全国化步伐, 最终成功赶超红九九, 实现后来居上, 并确立龙头地位至今。
- **渠道力:** 拥有辐射全国多层级市场、渠道全面且深度绑定的营销体系是竞争突围的重中之重。目前除颐海国际品牌、渠道竞争力已实现闭环外, 好人家(天味食品)、红九九、草原红太阳等头部品牌已基本完成全国化布局; 如天味食品 19 年上市后加速招商拓市与渠道补能, 次年经销商数量突破 3000 家, 22 年全国零售终端超 40 万个; 同样草原红太阳近年冲击上市, 营销网络已覆盖全国, 拥有 1400 余家授权经销商、30 余万个零售终端和 5 万个商超卖场; 而红九九 2015 年还处于市场领导地位, 营销网络几乎覆盖全国, 23 年火锅底料销量达 5.59 万吨(介于颐海与天味之间)。
- **产品力:** 产品端, 除了需要大单品巩固强化品牌影响力, 品类创新力是品牌方挖潜结构增长机遇、抢占新兴客群的核心抓手。以天味食品为例, 其 23 年新品零添加不辣汤顺应健康消费趋势, 预计实现逆势高增, 有望成为公司未来的核心大单品; 规格创新方面, 公司手工小规格装销售额近年或保持快速增长, 预计营收占比不断提升; 此外, 公司推出第三代火锅底料标杆产品, 厚火锅系列, 定位超价格带, 引领行业结构升级。



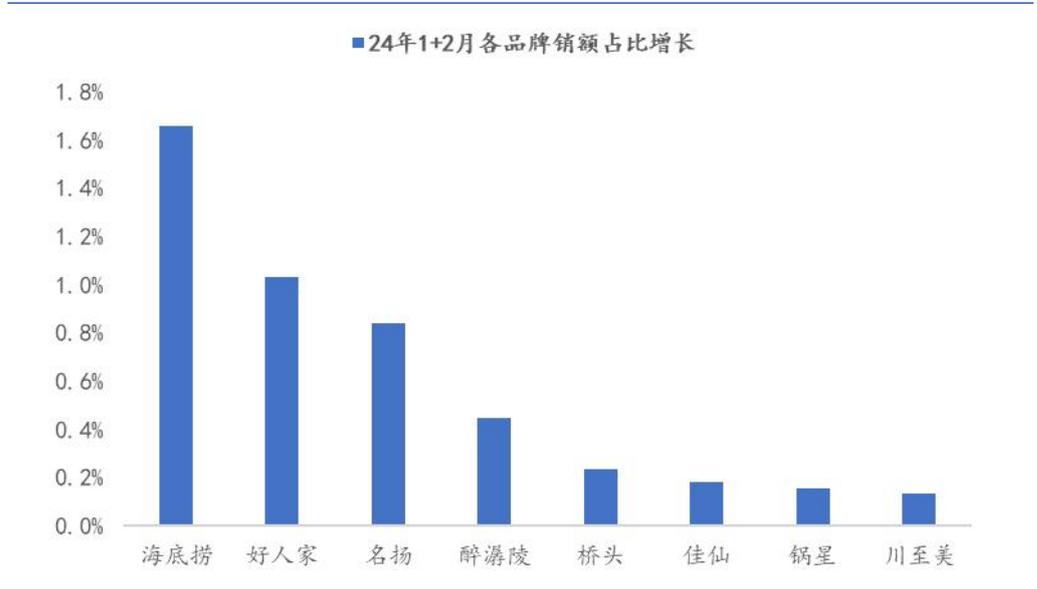
总之，伴随头部企业持续修炼品牌、渠道及品类创新等内功，C端市场马太效应进一步凸显，龙头强者恒强甚至出现扩大领先优势等。根据马上赢统计，24年1-2月旺季期间，颐海国际、天味食品等龙头市占率提升最大。

图表 12: C端市场竞争抓手



数据来源：华福证券研究所自制

图表 13: 头部品牌市占率持续提升，马太效应凸显，强者更强



来源：马上赢，华福证券研究所

1.3 C端结构升级仍有空间，头部品牌不失成长弹性

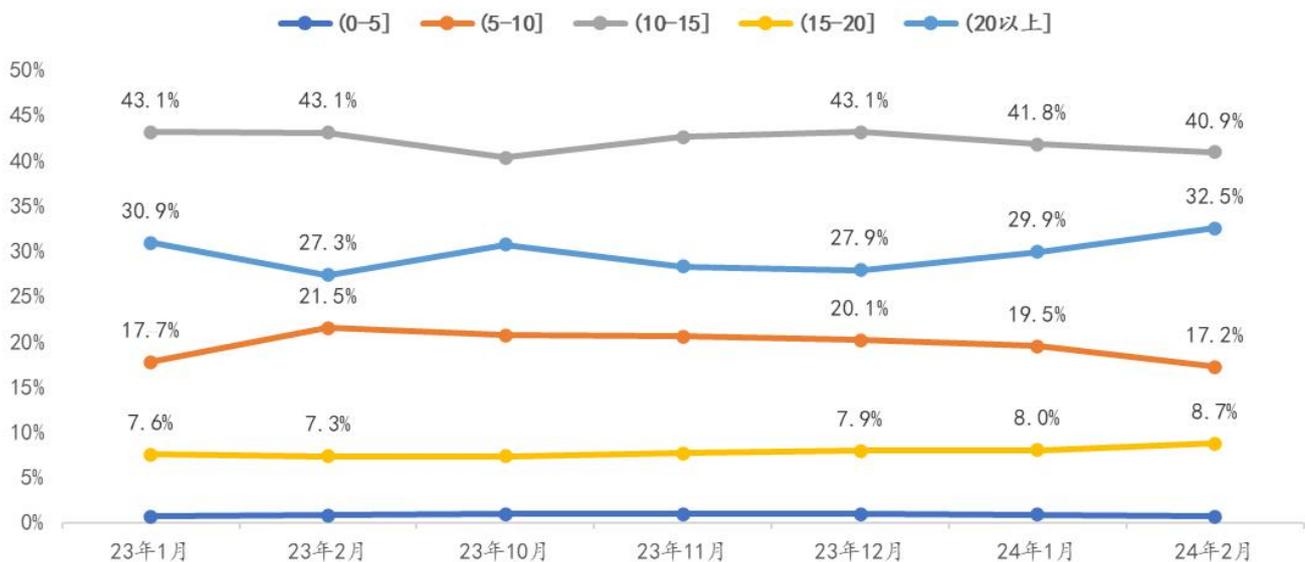
C端火锅底料Q1迎来需求改善，旺季主流价格带同比向上；同时，鉴于经济回暖、全年CPI目标提振以及23年基数影响，后续C端市场有望逐级提速。从中长



期看，C 端市场仍具备结构升级空间，尤其社会人口趋势、C 端产品性价比进一步凸显以及竞争格局持续优化下。而基于上述市场需求恢复、龙头加速提升市占率等假设，我们进一步测算了两大头部品牌未来在 C 端的增长弹性。

Q1 火锅底料需求边际改善，C 端延续结构升级趋势，全年有望逐级提速。回顾 23 年供需环境：在需求预期减弱的背景下，头部品牌充分吸取上一轮周期教训，进一步加强对渠道与市场的理性管控，如天味食品期间积极采取稳库存、保价盘、促动销、拔新品等举措。因此，市场状态整体比较健康，渠道不会像 20 年末处于高库存、高压状态。且伴随经济回暖、旺季催化，Q1 调味品迎来 V 字复苏，其中 C 端火锅底料需求边际改善，并呈现结构升级态势。根据马上赢零售渠道数据统计，24 年 1-2 月旺季火锅底料 15-20 元以及 20 元以上的价格带市场占比同比、环比均有所提升。考虑到全年 CPI 目标提振以及 23 年基数影响，C 端市场有望逐级提速。

图表 14: 对比 23 年初，24 年旺季 15 元以上的价格带占比边际提升



来源：马上赢，华福证券研究所

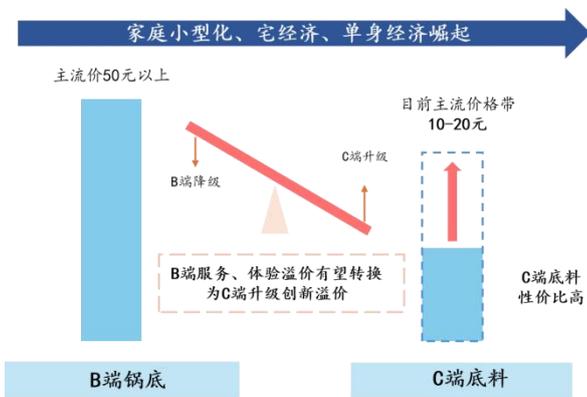
中长期看，C 端仍具备结构升级空间；B 端消费降级挤压服务、体验溢价，进一步凸显 C 端底料质价比，并为其品质升级、创新溢价留足空间。相较于高客单价的堂食火锅锅底，零售底料性价比高，目前主流价格带基本在 10-20 元，高档产品不过 20-30 元。且在质价比消费崛起、宅经济、家庭小型化等趋势下，强社交属性支撑的 B 端服务、体验溢价有望转化为 C 端升级创新溢价，即消费者以更低的价格体验到更好的产品，进而驱动高端、创新品类结构性增长。此外，伴随市场份额加速向头部品牌集中，C 端高集中度的竞争格局为行业主流价盘向上奠定基础。因此，我们认为在需求改善、质价比消费崛起以及供给格局优化等驱动下，C 端市场中长期仍具备结构升级空间。

在需求持续恢复、格局加速优化下，头部品牌有望恢复增长弹性。在 C 端需求



持续复苏、竞争格局不断优化下，我们进一步测算了未来头部品牌在C端的增长弹性。具体而言，我们围绕23年市占率最大、24年1&2月旺季市占率提升最快的两大品牌，海底捞(颐海国际)、好人家(天味食品)，做出以下假设：1)考虑到2019-2023年火锅底料市场CAGR约8%、复调未来整体增速约12%，预计C端底料市场在品类渗透、结构升级等驱动下，有望保持5%/6%/7%/8%的增速；2)鉴于C端格局优化趋势，假设品牌龙头未来大概保持今年旺季的市占率提升速度，上下波动0.2pct，其中海底捞市占率提升1.5%/1.7%/1.9%，好人家提升0.8%/1%/1.2%。基于上述假设，我们得出海底捞品牌未来在C端的成长速度区间为11%-16%，好人家增速区间为13%-21%。

图表 15: C 端火锅底料具备升级扩容空间



来源：中国新闻周刊，马上赢，华福证券研究所

图表 16: 未来国内海底捞(颐海)、好人家(天味)品牌增速敏感度分析

品牌增速敏感度分析		市占率提升速度					
		海底捞			好人家		
		1.5%	1.7%	1.9%	0.8%	1%	1.2%
C端火锅底料增速	5%	11%	12%	13%	13%	16%	18%
	6%	12%	13%	14%	14%	17%	19%
	7%	13%	14%	15%	16%	18%	20%
	8%	14%	15%	16%	17%	19%	21%

来源：马上赢，华福证券研究所

总结：作为复调市场的核心子赛道，火锅底料市场近十年在BC端双击下发展迅猛，2010-2019年CAGR达16%；其中C端市场在客群渗透、结构升级中实现量价齐增。尽管受B端复苏分流、社会高库存等影响，23年C端短期需求持续转弱，但结合线下数据统计以及Q1调味品整体实现开门红等情况，预计C端底料Q1需求边际改善，且全年有望逐级提速；其中线下主流价格带同比向上，头部品牌加速提升市占率。从中长期看，在复调大盘以12%的增速引领、社会人口趋势以及竞争格局加速优化下，C端仍具备升级扩容的空间。基于上述预期，我们围绕需求回暖力度、格局优化速度进一步测算头部品牌未来C端的成长弹性，其中颐海国际品牌未来增速区间为11%-16%(此处测算不包含海外市场)，好人家品牌增速区间为13%-21%。



2 风险提示

国内需求复苏不及预期风险，消费者对升级新品接受度不及预期风险，竞争格局恶化风险，食品质量安全



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：hfjys@hfzq.com.cn