

食品饮料

证券研究报告

2024年09月23日

H1 总结：饮料显韧劲，啤酒成本红利兑现

啤酒板块

1、收入：餐饮需求+天气影响，量价承压。

量：全国规模以上啤酒产量 4/5/6 月同比-9.1%/-4.5%/-1.7%，系消费弱增长+天气偏差，现饮需求承压。重啤、燕京等区域型啤酒受益于旅游、改革逻辑，销量表现要好于全国龙头。

吨价：H1 行业吨价增速普遍降低到个位数；Q2 部分酒企吨价同比下行（青啤同比-0.9%、百威同比-5.4%、重啤啤酒业务同比持平），我们预计系：1）重啤、百威系本身产品结构好、吨价基数偏高，春节效应后 Q2 需求承压更明显。2）珠江、燕京吨价增长中大个位数，系：吨价本身偏低，且有表现亮眼的大单品（U8、97 纯生）。

结构：升级延续，中高档表现仍好于整体、占比仍在提升，但 Q2 增速有变慢。例如：青岛中高档以上销量 Q2 同比-5.5%、Q1 同比-2.4%；重啤高档收入 Q2 同比-1.9%、Q1 同比+8.3%；燕京 H1 中高档收入同比+10.6%；珠江 H1 高档/中档/大众收入同比+17.2%/-13.4%/+12.0%，H1 高档（雪堡、纯生）量+14.3%、吨价+2.5%，Q1 高档销量+15.05%。

2、利润：24 年 1-5 月行业增长小个位数，成本红利充分释放。

成本：H1 行业吨成本同比-1%左右，Q2 吨成本降幅环比 Q1 普遍扩大，大麦价格下行，低价原材料投入使用，青啤改善幅度较大，重啤受佛山工厂投产新增折旧影响。

费投：今年有奥运会、欧洲杯，各家积极推动体育营销，H1 销售费率增幅普遍在 0-1pct，Q2 对比 Q1 增幅有加大，但格局保持良性。

饮料板块

H1 受益于出行，子赛道景气度分化，费投加剧。

规模：2024H1 我国社会消费品零售总额中饮料类商品零售额为 1,564 亿元，增幅为 5.6%；农夫山泉、统一（饮料业务）收入大个位数增长，东鹏饮料+44%。

利润：成本红利来自大包奶粉进口价格下降、运费下降，毛利率增幅较大的是含乳企业；成本压力来自白砂糖、杏仁（H1 采购价+超 30%）。销售费率 H1、Q2 普遍上升，抵消一定成本红利。

赛道景气排序：从上市公司增速看，功能性饮料、茶饮表现更好。2024 年 1-5 月全行业饮料总产量 7,833.45 万吨，同比+8.99%；尤其是以茶饮料、蛋白饮料、特殊用途饮料为代表的“非三大类”饮料增长显著，合计产量增长同比超 25%，更具功能性和健康性的饮料产品受到青睐。

投资建议

把握 2 条主线：1）建议关注成本红利可期、高股息的康师傅控股、统一企业中国；2）建议关注改革逻辑高增的燕京啤酒。

风险提示：需求不及预期；区域市场竞争加剧；食品安全风险；原材料上涨过快。

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张潇倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1110524060003

zhangxiaolian@tfzq.com

李本媛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110524040004

libenyuan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《食品饮料-行业研究周报:酒水饮料周报:24H1 业绩稳健，结构升级延续分化明显》 2024-09-03

2 《食品饮料-行业研究周报:酒水饮料周报:飞天茅台开始发货，季报催化仍持续演绎》 2024-08-27

3 《食品饮料-行业研究周报:酒水饮料周报:迎驾贡酒 Q2 利润超预期，季报催化持续》 2024-08-19

内容目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 1.啤酒：需求+天气影响，Q2 量价双承压，利润依赖成本红利 | 3 |
| 1.1 收入：需求+天气扰动，量价承压 | 3 |
| 1.2 利润：24 年 1-5 月行业利润增长小个位数，成本红利加快释放 | 4 |
| 2.饮料：H1 受益于出行，需求韧劲强、费投加剧 | 5 |
| 3.风险提示： | 6 |

图表目录

| | |
|----------------------------|---|
| 图 1：啤酒龙头单季度销量增速对比 | 3 |
| 图 2：全国规模以上啤酒产量 4 月开始恶化 | 3 |
| 图 3：2024H1 及单季度啤酒各指标变动统计 | 3 |
| 图 4：青岛啤酒单季度中高档销量增速 | 4 |
| 图 5：啤酒龙头单季度吨价增速 | 4 |
| 图 6：瓦楞纸价格（元/吨） | 4 |
| 图 7：铝材价格（美元/吨） | 4 |
| 图 8：大麦市场价（美元/吨） | 4 |
| 图 9：啤酒龙头单季度吨成本增速 | 4 |
| 图 10：2024H1 啤酒公司绝对值 | 5 |
| 图 11：2024H1 及单季度饮料公司财务指标拆分 | 5 |
| 图 12：PET 价格（元/吨） | 5 |
| 图 13：主要原料价格走势 | 5 |
| 图 14：2024H1 各细分赛道增速测算 | 6 |

1.啤酒：需求+天气影响，Q2 量价双承压，利润依赖成本红利

1.1 收入：需求+天气扰动，量价承压

量：全国规模以上啤酒产量 4/5/6 月同比-9.1%/-4.5%/-1.7%，系消费弱增长+天气偏差，现饮需求承压。重啤、燕京等区域型啤酒受益于旅游、改革逻辑，销量表现要好于全国龙头。

图 1：啤酒龙头单季度销量增速对比

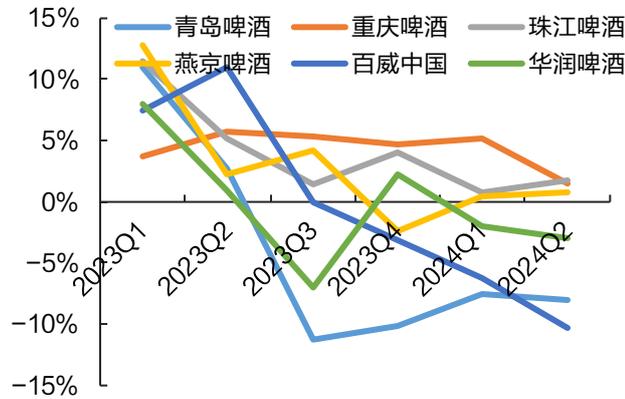
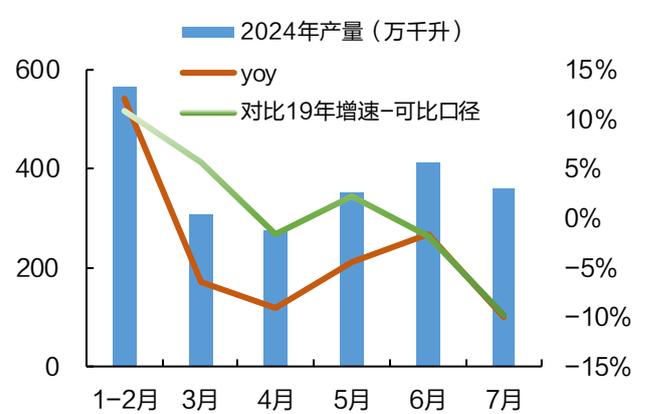


图 2：全国规模以上啤酒产量 4 月开始恶化



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2024H1 及单季度啤酒各指标变动统计

| 2024H1 变动量 | | | | | | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|----------|----------|-----------|----------|-----------|----------------|----------------|
| | 销量yoy | 吨收入yoy | 收入yoy | 吨成本yoy | 毛利率变动pct | 销售费率变动pct | 管理费变动pct | 所得税率变动pct | 净利率变动pct | 归母净利润增速 |
| 华润-仅啤酒 | -3.4% | 2.0% | -1.4% | 0.9% | 0.6 | 合计+0.3pct | | 0.6 | 1.1pct-ebit率 | 2.6%(ebit) |
| 青岛啤酒 | -7.8% | 0.8% | -7.1% | -3.1% | 2.4 | -0.3 | 0.3 | -0.2 | 2.4 | 6.3% |
| 重庆啤酒 | 3.3% | 0.9% | 4.2% | -0.6% | 0.7 | 0.7 | -0.1 | 0.3 | -0.2 | 4.2% |
| 燕京啤酒 | 0.6% | 4.9% | 5.5% | -1.1%-啤酒 | 1.8 | 0.1 | -1.0 | -2.4 | 2.9 | 47.5% |
| 珠江啤酒 | 1.4% | 6.2% | 7.7% | -0.8% | 3.6 | 0.3 | -0.5 | 0.0 | 3.5 | 36.5% |
| 百威亚太 | -6.2% | 2.0% | -4.3% | -0.6% | 1.3 | 0.4 | 0.8 | -1.3 | 1.1pct-ebitda率 | -1.0%(ebitda) |
| 百威中国 | -8.5% | -1.0% | -9.4% | | | | | | | -8.3%(ebitda) |
| 2024Q2 变动量 | | | | | | | | | | |
| | 销量yoy | 吨收入yoy | 收入yoy | 吨成本yoy | 毛利率变动pct | 销售费率变动pct | 管理费变动pct | 所得税率变动pct | 净利率变动pct | 归母净利润增速 |
| 华润-仅啤酒 | -3% | 小个位数 | -1%左右 | | | | | | | |
| 青岛啤酒 | -8.0% | -0.9% | -8.9% | -5.4% | 2.7 | 0.4 | 0.2 | -0.2 | 2.7 | 3.5% |
| 重庆啤酒 | 1.5% | 0.0% | 1.5% | 2.1% | -1.0 | 1.3 | -0.3 | 0.3 | -1.8 | -6.0% |
| 燕京啤酒 | 0-1% | 大个位数 | 8.8% | 下降-啤酒 | 2.7 | 0.6 | -1.6 | -1.3 | 4.0 | 45.9% |
| 珠江啤酒 | 1.8% | 6.2% | 8.1% | -3.8% | 4.9 | -0.3 | -0.5 | 0.9 | 4.0 | 35.6% |
| 百威亚太 | -7.3% | -0.5% | -7.8% | -1.7% | 0.6 | | | | 0.5pct-ebitda率 | -6.2%(ebitda) |
| 百威中国 | -10.3% | -5.4% | -15.2% | | | | | | | -17.2%(ebitda) |
| 2024Q1 变动量 | | | | | | | | | | |
| | 销量yoy | 吨收入yoy | 收入yoy | 吨成本yoy | 毛利率变动pct | 销售费率变动pct | 管理费变动pct | 所得税率变动pct | 净利率变动pct | 归母净利润增速 |
| 华润啤酒 | -2% | 1.0% | -1%左右 | | | | | | | |
| 青岛啤酒 | -7.6% | 2.6% | -5.2% | -1.0% | 2.1 | -1.0 | 0.4 | -0.2 | 2.2 | 10.1% |
| 重庆啤酒 | 5.2% | 1.8% | 7.2% | -3.3% | 2.7 | 0.2 | 0.0 | 0.4 | 1.6 | 16.8% |
| 燕京啤酒 | 0.5% | 1.2% | 1.7% | 0.6% | 0.4 | -0.6 | -0.2 | -7.3 | 1.1 | 58.9% |
| 珠江啤酒 | 0.8% | 6.2% | 7.0% | 3.8% | 1.3 | 1.3 | -0.4 | -3.0 | 2.5 | 39.4% |
| 百威亚太 | -4.8% | 4.6% | -0.4% | 0.4% | 2.1 | | | | 1.5pct-ebitda率 | -4.2%(ebitda) |
| 百威中国 | -6.2% | 3.7% | -2.7% | | | | | | 1.5pct-ebitda率 | 1%(ebitda) |

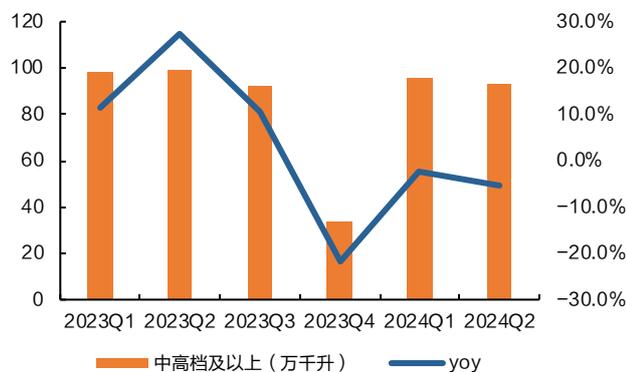
资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

吨价：H1 行业吨价增速普遍降到低个位数；Q2 部分酒企吨价同比下行（青啤同比-0.9%、百威同比-5.4%、重啤啤酒业务同比持平），我们预计系：1）重啤、百威系本身产品结构好、吨价基数偏高，春节效应后 Q2 需求承压更明显。2）珠江、燕京吨价增长中大个位数，系：吨价本身偏低，且有表现亮眼的大单品（U8、97 纯生）。

结构：升级延续，中高档表现仍好于整体、占比仍在提升，但 Q2 增速有变慢。例如：青岛中高档以上销量 Q2 同比-5.5%、Q1 同比-2.4%；重啤高档收入 Q2 同比-1.9%、Q1 同比

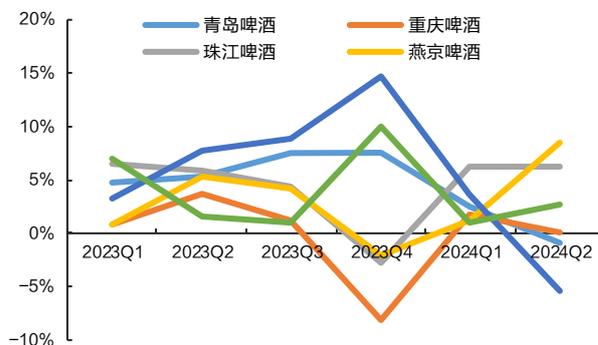
+8.3%；燕京 H1 中高档收入同比+10.6%；珠江 H1 高档/中档/大众收入同比+17.2%/-13.4%/+12.0%，H1 高档（雪堡、纯生）量同比+14.3%、吨价同比+2.5%，Q1 高档销量同比+15.05%。

图 4：青岛啤酒单季度中高档销量增速



资料来源：青岛啤酒公司公告，天风证券研究所

图 5：啤酒龙头单季度吨价增速



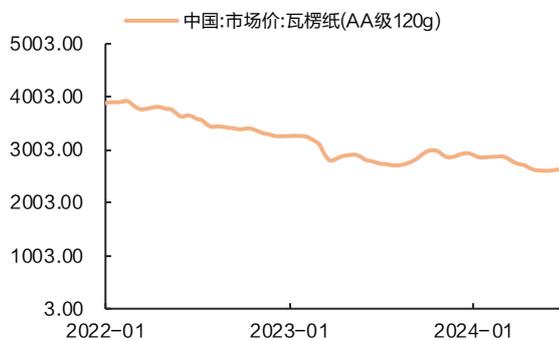
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

1.2 利润：24 年 1-5 月行业利润增长小个位数，成本红利加快释放

成本： H1 行业吨成本同比-1%左右，Q2 吨成本降幅环比 Q1 普遍扩大，大麦价格下行，低价原材料投入使用，青啤改善幅度较大，重啤受佛山工厂投产新增折旧影响吨成本增加。

费投： 今年有奥运会、欧洲杯，各家积极推动体育营销，H1 销售费率增幅普遍在 0-1pct，Q2 对比 Q1 增幅有加大，但格局保持良性。

图 6：瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：铝材价格（美元/吨）



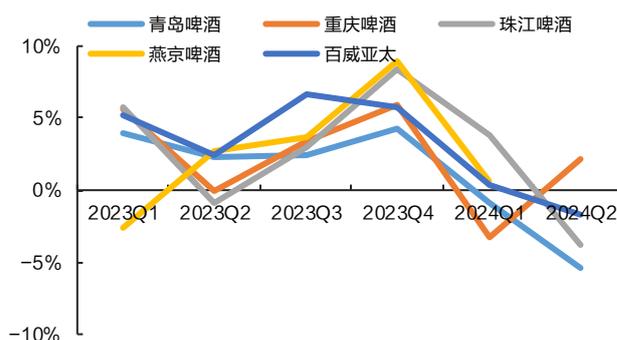
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：大麦市场价（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：啤酒龙头单季度吨成本增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2024H1 啤酒公司绝对值

| | 2024H1绝对量 | | | | | | | | | |
|--------|-----------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|-------|-------|--------------|
| | 销量-万吨 | 吨收入-元/吨 | 收入-亿元 | 吨成本-元/吨 | 毛利率 | 销售费率 | 管理费率 | 所得税率 | 净利率 | 归母净利润-亿元 |
| 华润-仅啤酒 | 635 | 3555 | 226 | 1927 | 45.8% | 合计21.6% | | 26.2% | 20.9% | 63.65 (ebit) |
| 青岛啤酒 | 463 | 4334 | 201 | 2531 | 41.6% | 10.8% | 3.3% | 24.2% | 18.5% | 36.4 |
| 重庆啤酒 | 178 | 4967 | 89 | 2523 | 49.2% | 15.2% | 3.0% | 19.3% | 20.3% | 9.0 |
| 燕京啤酒 | 230 | 3491 | 80 | 1774-啤酒 | 43.4% | 10.9% | 11.4% | 15.8% | 10.8% | 7.6 |
| 珠江啤酒 | 70 | 4275 | 30 | 2179 | 49.0% | 14.4% | 6.4% | 15.5% | 17.1% | 5.0 |
| 百威亚太 | 466 | 5327 | 248 | 2583 | 51.5% | 15.8% | 7.2% | 30.9% | 16.3% | 39.5 |

资料来源：Wind, ifinD, 各公司公告, 天风证券研究所

2. 饮料：H1 受益于出行，需求韧劲强、费投加剧

规模：2024H1 我国社会消费品零售总额中饮料类商品零售额为 1,564 亿元，增幅为 5.6%；农夫山泉、统一（饮料业务）收入大个位数增长，东鹏饮料同比+44%。

利润：成本红利来自大包奶粉进口价格下降、运费下降，毛利率增幅较大的是含乳企业；成本压力来自白砂糖、杏仁（H1 采购价+超 30%）。销售费率 H1、Q2 普遍上升，抵消一定成本红利。

赛道景气排序：从上市公司增速看，功能性饮料、茶表现更好。2024 年 1-5 月全行业饮料总产量 7,833.45 万吨，同比+8.99%；尤其是以茶饮料、蛋白饮料、特殊用途饮料为代表的“非三大类”饮料增长显著，合计产量增长同比超 25%，更具功能性和健康性的饮料产品越来越受到消费者的青睐。

图 11：2024H1 及单季度饮料公司财务指标拆分

| | 营业收入增速 | | | 归母净利润增速 | | | 营业收入-亿元 | | 归母净利润-亿元 | |
|---------|-----------|------|------|------------|------|-------|-----------|-------|----------|------|
| | 24Q1 | 24Q2 | 24H1 | 24Q1 | 24Q2 | 24H1 | 24H1 | 24H1 | 24H1 | 24H1 |
| 东鹏饮料 | 40% | 48% | 44% | 34% | 75% | 56% | 78.7 | | 17.3 | |
| 百润股份 | 6% | -7% | -1% | -10% | -7% | -8% | 16.3 | | 4.0 | |
| 养元饮品 | 4% | -19% | -2% | 20% | -16% | 13% | 29.4 | | 10.3 | |
| 承德露露 | 8% | 15% | 9% | 3% | -38% | -7% | 16.3 | | 2.9 | |
| 欢乐家 | 7% | 0% | 4% | -4% | -99% | -36% | 9.5 | | 0.8 | |
| 香飘飘 | 7% | -8% | 1% | 331% | 增亏 | 减亏 | 11.8 | | -0.3 | |
| 李子园 | -3% | -3% | -3% | -4% | -49% | -29% | 6.8 | | 1.0 | |
| 统一-仅饮料 | | | 8% | | | | 100.2 | | | |
| 康师傅-仅饮料 | | | 2% | | | | 270.7 | | | |
| 农夫山泉 | | | 8% | | | 8% | 221.7 | | 62.4 | |
| 以上-合计 | | | 8% | | | 15% | 761.4 | | 122.2 | |
| | 毛利率变动-pct | | | 销售费率变动-pct | | | 净利率变动-pct | | | |
| | 24Q1 | 24Q2 | 24H1 | 24Q1 | 24Q2 | 24H1 | 24Q1 | 24Q2 | 24H1 | |
| 东鹏饮料 | -0.8 | 3.3 | 1.5 | 1.4 | -1.6 | -0.3 | -0.9 | 3.7 | 1.7 | |
| 百润股份 | 2.9 | 5.5 | 4.2 | 8.8 | -0.1 | 4.3 | -3.7 | -0.1 | -2.0 | |
| 养元饮品 | 0.2 | 6.4 | 1.9 | -1.2 | 7.3 | 0.2 | 5.1 | 1.0 | 4.6 | |
| 承德露露 | -3.9 | -1.3 | -3.4 | -2.0 | 10.3 | 0.9 | -0.9 | -9.9 | -3.1 | |
| 欢乐家 | 1.8 | -5.8 | -1.4 | 3.9 | 7.0 | 5.1 | -1.6 | -11.2 | -5.5 | |
| 香飘飘 | 2.6 | 2.1 | 2.7 | -2.8 | -1.7 | -2.7 | 2.6 | -1.9 | 1.3 | |
| 李子园 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | -0.9 | 10.8 | 5.0 | -0.1 | -10.1 | -5.2 | |
| 统一-仅饮料 | | | 2.7 | | | -0.8 | | | 1.6 | |
| 康师傅-仅饮料 | | | 2.5 | | | -0.1 | | | 1.0 | |
| 农夫山泉 | | | -1.4 | | | -0.01 | | | -0.1 | |

资料来源：Wind, ifinD, 各公司公告, 天风证券研究所

图 12：PET 价格（元/吨）



图 13：主要原料价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：康师傅半年报，天风证券研究所

图 14：2024H1 各细分赛道增速测算

| 细分赛道 | 公司 | 收入-亿元 | yoy | 毛利率变动pct |
|-----------|-------------|-------|------|-----------|
| 茶饮 | 农夫山泉 | 84 | 59% | 1.0(利润率) |
| | 康师傅 | 114 | 13% | |
| | 统一 | 47 | 12% | |
| | 香飘飘 (即饮) | 5 | 4% | |
| | 合计 | 250 | 25% | |
| 包装水 | 农夫山泉 | 85 | -18% | -4.2(利润率) |
| | 康师傅 | 25 | -6% | |
| | 中粮可口可乐-水 | 5 | -32% | |
| | 太古可口可乐-水 | 6 | -6% | |
| | 泉阳泉 (水) | 5 | 17% | 0.2 |
| 合计 | 127 | -15% | | |
| 功能性饮料 | 农夫山泉 | 26 | 4% | 1.0(利润率) |
| | 东鹏饮料 | 79 | 44% | 1.5 |
| | 合计 | 104 | 32% | |
| 果汁 | 农夫山泉 | 21 | 25% | -5.9(利润率) |
| | 统一 | 18 | 8% | 持平 |
| | 中粮可口可乐-果汁 | 16 | -17% | |
| | 太古可口可乐-果汁 | 18 | -2% | |
| | 康师傅 | 34 | -10% | |
| 合计 | 107 | -2% | | |
| 椰子汁 | 欢乐家-饮品 | 5 | 11% | -1.9 |
| 奶茶 | 统一 | 33 | 3% | >2.6 |
| | 香飘飘 (冲泡) | 6.14 | -2% | 2.7 |
| | 合计 | 39 | 2% | |
| 蛋白质饮料 | 李子园 | 7 | -3% | 1.5 |
| | 养元饮品 | 29 | -2% | 1.9 |
| | 承德露露 | 16 | 9% | -3.4 |
| | 维维股份(冲泡+豆奶) | 10 | 7% | |
| | 均瑶健康 | 8 | -14% | 5.0 |
| 合计 | 70 | 0% | | |
| 碳酸饮料 | 康师傅 | 97 | -3% | |
| | 太古可口可乐 | 86 | -3% | |
| | 中粮可口可乐 | 86 | -1% | -0.9 |
| | 合计 | 270 | -3% | |
| 凉茶 | 王老吉-大健康 | 65 | -7% | -1.6 |
| 预调酒 | 百润股份 | 14.3 | -1% | 4.0 |
| 上市口径-饮料合计 | | 1,052 | 4% | |

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

3.风险提示：

- 1、需求不及预期：倘若经济进一步下行、消费者消费能力减弱，将对啤酒和饮料整体的升级质量产生负面影响。
- 2、区域市场竞争加剧：华东、华南是多头分散市场，也是高端化的必争之地。如果龙头在这些市场采取激进的费用投放策略，将使区域市场竞争格局恶化。
- 3、食品安全风险：食品安全、环境保护等政策对啤酒和饮料行业以及产品的要求越来越高，啤酒产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。
- 4、原材料上涨过快：啤酒的原材料包括麦芽、大米、纸箱、铝罐、玻璃瓶等；饮料的原材料包括白砂糖、PET、果汁等；若大宗价格快速上涨，将导致成本增加，进而损害公司的盈利能力。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |