

食品饮料行业深度报告

食品综合 2024 年三季报总结：零食领跑，龙头韧性更佳

增持（维持）

2024 年 11 月 04 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书：S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

投资要点

- 速冻食品：需求疲软且竞争加剧，龙头韧性更佳。Q3 消费普遍承压，下游餐饮行业需求依旧疲软，且价格竞争加剧，压力向中游餐饮供应链赛道传导，餐供龙头营收和盈利表现承压，但仍呈现韧性。安井在 Q2、Q3 整体收入虽然降速，但是主要受到子公司小龙虾业务的拖累，主业仍连续增长。1) 收入端：**安井食品以小 B 端客户为主，今年以来的收入走势和餐饮社零数据走势基本一致，保持小个位数增长。大 B 企业边际放缓，叠加去年的高基数影响，千味央厨和立高在大 B 端都有一定承压，同时两者小 B 端的需求也没有明显起色。三全食品以 C 端客户为主，今年以来持续下滑，除了需求较弱，商超流量恢复不明显。**2) 利润端：**核心受竞争加剧的影响，费用投放增加，安井食品、千味央厨、三全食品归母净利率均出现环比、同比下滑，立高食品自身策略调整，低基数下环比、同比均有提升。
- 休闲零食：渠道和品类均有亮点，增长领先各子板块。一方面渠道红利仍在延续，零食量贩渠道+内容电商仍是增长最快的渠道。另一方面具备研发实力的公司通过大单品放量拉动营收增长（比如盐津铺子的鹤鹑蛋、魔芋制品，劲仔的鹤鹑蛋，有友的脱骨鸭掌等）。1) 收入端：**三只松鼠、盐津铺子 2024Q3 的营收同比增速保持在 20% 以上，万辰集团则爆发式增长，有友食品 Q3 因新品放量实现接近 30% 的营收同比增长；劲仔食品和甘源食品的营收同比增速也在 10% 以上；洽洽食品环比 Q2 改善，实现同比正增长；良品铺子仍处于战略调整期。**2) 利润端：**成本红利显现，盈利水平整体提升。2024 以来零食行业大部分原材料如油脂等成本保持低位；去年成本较高的小鱼干、鹤鹑蛋、葵花籽、鸡爪价格从高位回落。整体看，大部分零食企业 2024Q3 的归母净利率同比均有提升；盐津铺子归母净利率同比下降主要系去年净利率基数较高，尤其去年同期税率较低。
- 泛餐饮连锁业态：必选好于可选，聚焦提升单店店效。泛餐饮连锁业态本文主要指连锁卤味零食，连锁餐桌卤味，连锁早餐等，同样面临需求疲软、价格竞争加剧的压力，但根据品类属性不同也存在差异，可选品类好于必选品类。当下连锁业态上市公司的策略更多以提升单店质量为主，短期放慢门店扩张步伐。1) 收入端：**巴比主营早餐，有一定承压但好于可选属性较强的休闲卤味，略有下滑；紫燕食品以餐桌卤味为主，营收同比中个位数下滑，休闲零食属性为主的绝味食品营收同比双位数下滑。**2) 利润端：**鸭副成本高位回落，同时小麦、鸡肉等原材料价格整体低位。大部分公司 2024Q4 的归母净利率均实现同比提升。
- 投资建议：2024 年年初至今大众品板块成本红利和渠道红利体现较为明显，其中大部分公司受益于成本回落，净利率有显著改善；当前居民消费理念习惯趋变，下游渠道同步变革期，效率更高的渠道崛起，对原来的传统渠道造成一定冲击，在此期间积极拥抱新渠道的企业也享受到了新兴渠道高增的红利。往后展望：1) 短期看 2024Q4 和 2025Q1，**更多需要关注春节旺季的动销情况，结合去年的基数情况和近期的边际催化，**三只松鼠**去年年货节基数不算高，今年以来加快线下布局。**2) 中期看 2025-2026 年，**我们认为渠道变革仍会延续，推荐有能力积极拥抱新渠道的公司，比如**盐津铺子、三只松鼠**等，高度关注**万辰集团**。此外经历近几年需求疲软、成本波动和行业价格竞争，龙头相对而言更具备抗压能力，部分赛道行业集中度在稳步提升，需求逐步修复后预计龙头的行业地位、竞争优势会进一步凸显，看好**安井食品**。
- 风险提示：消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险、成本红利衰减及食品安全风险。**

行业走势



相关研究

《24Q3 基金食品饮料持仓分析：白酒持仓继续回落，大众品有所加仓》

2024-10-29

《周专题：复调空间广阔，供给出清复苏在途》

2024-10-21

内容目录

1. 速冻食品：需求疲软且竞争加剧，龙头韧性更好	4
2. 休闲零食：渠道和品类均有亮点，板块增速领先	6
3. 连锁业态：必选好于可选，聚焦提升单店店效	9
4. 投资建议	10
5. 风险提示	11

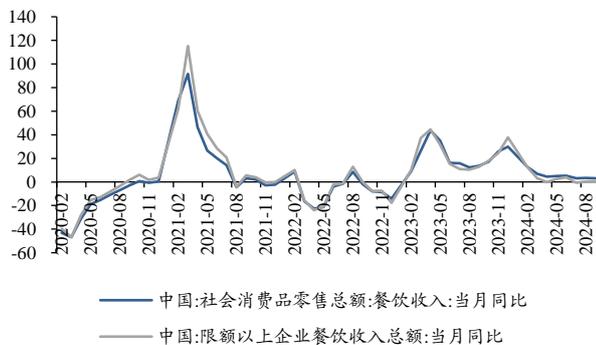
图表目录

图 1:	中国社零餐饮收入及限额以上企业餐饮收入同比增速 (单位: %)	4
图 2:	2021-2024H1SW 餐饮 (港股) 板块营收及增速	4
图 3:	2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季度收入同比增速 (单位: %)	5
图 4:	2023-2024Q3 主要原材料价格同比变化	5
图 5:	2022Q1-2024Q3 预加工食品指数及主要企业单季归母净利率 (单位: %)	6
图 6:	2022Q1-2024Q3 预加工食品指数及主要企业单季毛销差 (单位: %)	6
图 7:	2022Q1-2024Q3 预加工食品指数及主要企业单季毛利率 (单位: %)	6
图 8:	2022Q1-2024Q3 预加工食品指数及主要企业单季销售费用率 (单位: %)	6
图 9:	2022M6-2024M9 抖音零食/坚果/特产月销售额 yoy	7
图 10:	主要零食企业 2023M1-2024M9 抖音销售额 yoy	7
图 11:	2022Q1-2024Q3 主要零食企业单季度收入同比增速 (单位: %)	8
图 12:	2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季归母净利率 (单位: %)	8
图 13:	2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季毛销差 (单位: %)	8
图 14:	2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季毛利率 (单位: %)	8
图 15:	2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季销售费用率 (单位: %)	8
图 16:	2022Q1-2024Q3 主要连锁企业单季度收入同比增速 (单位: %)	9
图 17:	2022Q1-2024Q3 连锁企业单季归母净利率 (单位: %)	10
图 18:	2022Q1-2024Q3 连锁企业单季毛销差 (单位: %)	10
图 19:	2022Q1-2024Q3 连锁企业单季毛利率 (单位: %)	10
图 20:	2022Q1-2024Q3 连锁企业单季销售费用率 (单位: %)	10
表 1:	部分餐饮企业客单价 (单位: 元) 变化	4
表 2:	千味、安井、三全小 B 端收入同比增速	5
表 3:	2023H1、2024H1 主要连锁企业门店数量及平均单店营收 (单位: 万元)	9

1. 速冻食品：需求疲软且竞争加剧，龙头韧性更好

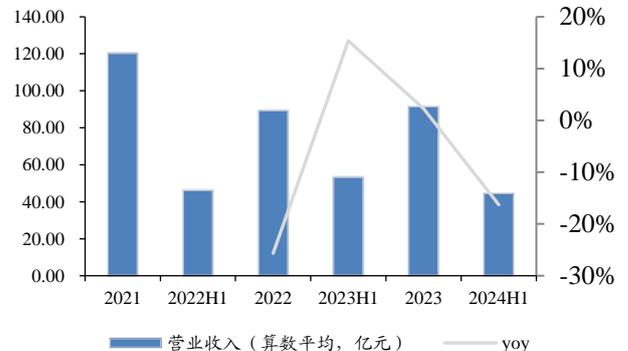
Q3 消费普遍承压，下游餐饮行业需求依旧疲软，且价格竞争加剧，压力向中游餐饮供应链赛道传导，餐供龙头营收和盈利表现承压，但仍呈现韧性。多维数据尤其社零数据走势可察整体消费疲软，下游餐饮需求 2024Q1 在春节带动下有一定修复，但是进入 Q2、Q3 淡季后表现疲软。社零餐饮收入同比增速 Q3 保持中低个位数增长，限额以上餐饮企业则表现更弱。餐饮（港股）板块的营收在今年以来也呈现下滑趋势。餐饮上市企业中，包括肯德基、太二在内的连锁企业客单价同比持续下滑。总结来说，餐饮行业需求依旧疲软，且价格竞争情况在加剧，餐饮下游压力也会相应地向中游餐饮供应链赛道传导，餐饮供应链集中的速冻板块，龙头营收盈利也表现为承压。

图1：中国社零餐饮收入及限额以上企业餐饮收入同比增速（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图2：2021-2024H1SW 餐饮（港股）板块营收及增速



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表1：部分餐饮企业客单价（单位：元）变化

单位:	2023H1	2024H1	yoy
肯德基			下滑
海底捞	102.9	97.4	-5.3%
太二（内地）	73	66	-9.6%
怂火锅	121	110	-9.1%
九毛九	59	56	-5.1%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

速冻企业收入表现跟随下游餐饮业趋势，但龙头仍表现出韧性。预加工行业收入延续 Q2 的趋势，在 Q3 依旧显现较大压力，整体中低个位数同比下滑。按照下游渠道区分：1) 2023 年借力大 B 客户，千味央厨、立高食品收入呈现较快增长。但 2024 年以来大 B 端需求边际走弱，叠加高基数的影响，千味央厨在大 B 端的业绩也有一定承压。立高食品同样在 2024 年也存在大 B 端高基数的影响，同时两者小 B 端的需求也没有明显起色。2) 安井食品以小 B 端客户为主，今年以来的收入走势和餐饮社零数据走势基本

一致，Q2、Q3 都表现疲软。3) 三全食品以 C 端客户为主，除了需求较弱，叠加商超流量恢复缓慢因素，今年以来持续同比下滑。但行业内同样显现出分化，安井在 Q2、Q3 整体收入虽然降速，但是主要受到子公司小龙虾业务的拖累，主业各季都保持增长，显现出较强韧性。

图3: 2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季度收入同比增速 (单位: %)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
预加工食品 (申万)	9.6	24.2	17.0	18.5	19.3	16.8	10.4	-2.7	4.9	-5.2	-3.5
安井食品	24.2	46.1	30.8	26.8	36.4	26.1	17.2	-6.3	17.7	2.3	4.6
千味央厨	20.2	8.0	19.2	18.8	23.2	40.4	25.0	25.0	8.0	1.6	-1.2
三全食品	0.5	13.0	5.1	12.6	1.3	0.3	3.0	-21.8	-5.0	-4.7	-6.5
立高食品	8.8	3.1	2.5	0.4	26.2	21.3	30.1	6.7	15.3	2.8	-1.1

数据来源: Wind、东吴证券研究所

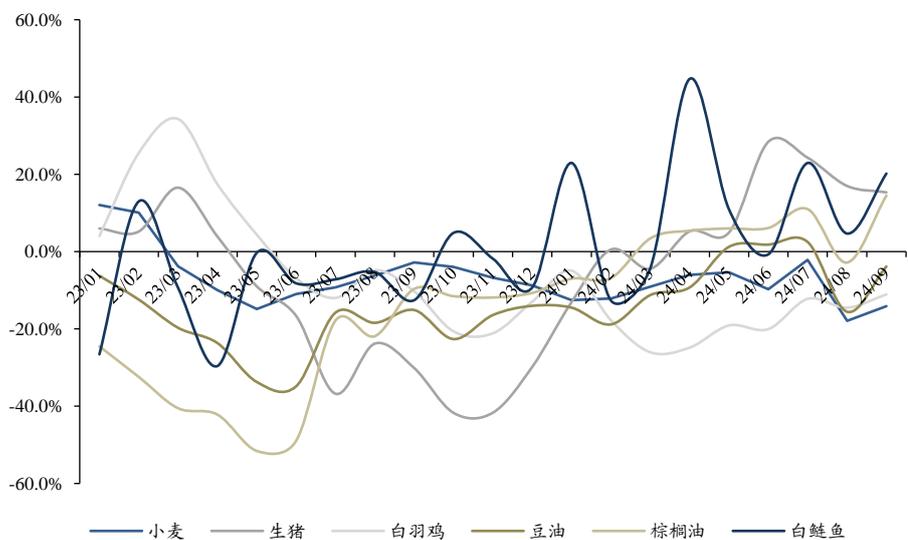
表2: 千味、安井、三全小 B 端收入同比增速

	2023 年	2024H1	2024Q3
千味央厨: 小 B	15.70%	1.77%	正增长
安井食品: 经销	22.60%	12.42%	正增长
三全食品: 餐饮小 B	17%+	小个位数	下滑

数据来源: 公司公告、公司调研、东吴证券研究所

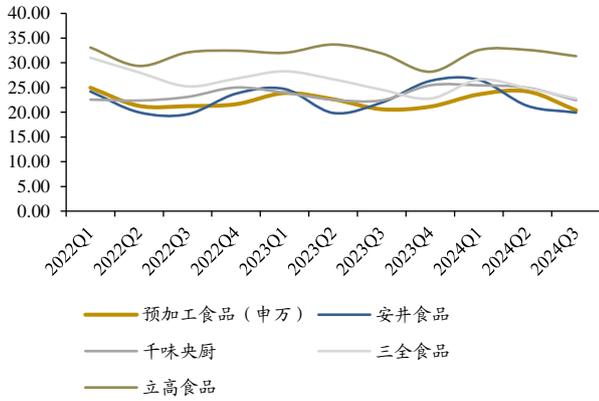
原材料端有升有降，生猪、白鲢鱼、豆油有一定上涨。原材料端，生猪价格近半年来处于高位，此外进入 Q3 豆油和白鲢鱼价格同比有上行，其余大宗原材料包括小麦、白羽鸡等持续回落，整体处于低位，小龙虾价格低位。但由于需求不振，竞争加剧，规模效应减弱，成本红利被侵蚀，叠加政府补助今年整体减少，安井食品、千味央厨、三全食品归母净利润率均出现环比、同比下滑，立高食品自身改革红利释放，环比、同比均有提升。

图4: 2023-2024Q3 主要原材料价格同比变化



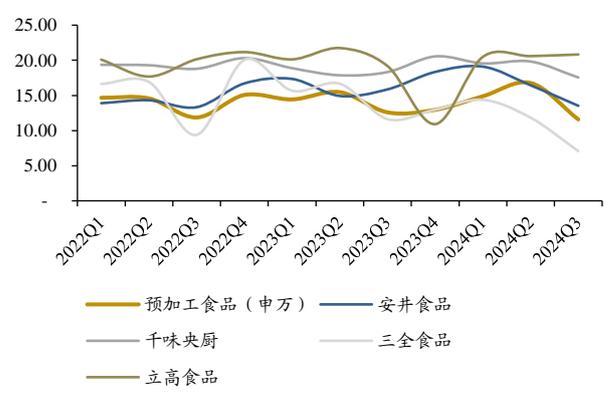
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图5：2022Q1-2024Q3 预加工食品指数及主要企业单季归母净利润率（单位：%）



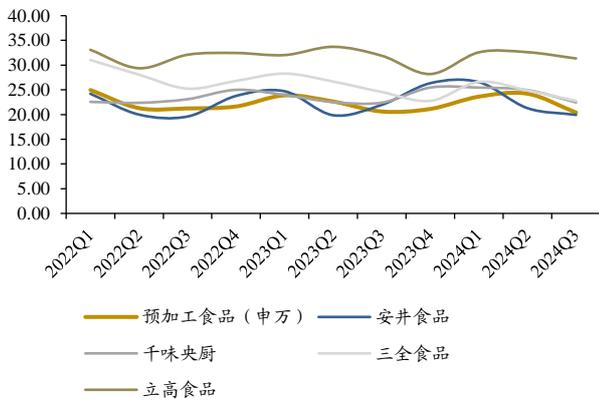
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图6：2022Q1-2024Q3 预加工食品指数及主要企业单季毛销差（单位：%）



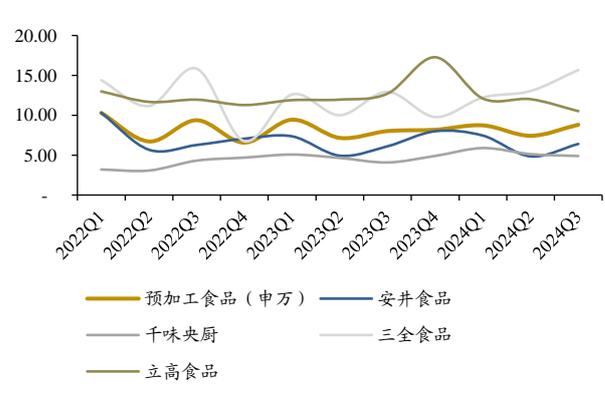
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图7：2022Q1-2024Q3 预加工食品指数及主要企业单季毛利率（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图8：2022Q1-2024Q3 预加工食品指数及主要企业单季销售费用率（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

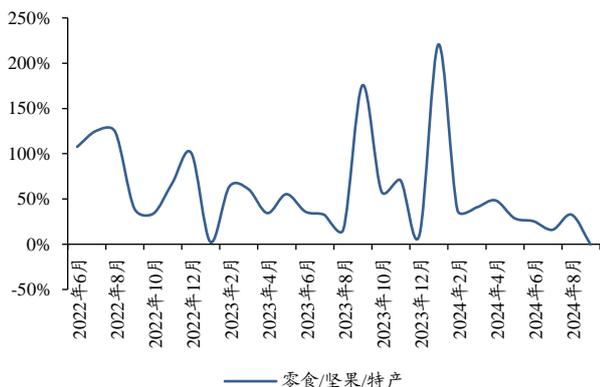
2. 休闲零食：渠道和品类均有亮点，板块增速领先

渠道红利仍在延续，零食量贩渠道+内容电商仍是增长最快的渠道。消费分级趋势持续，消费者对性价比的需求凸增，零食量贩、抖音电商、山姆会员店等渠道的崛起，通过高效率、以价换量的模式迎合了新的消费趋势。1) 零食量贩渠道：龙头保持高速开店，截至2024Q3末，万辰系门店突破万家，在Q3净增3000-4000家，保持亮眼的开店速度。鸣鸣很忙集团全国门店总数已突破13000家。两家龙头企业今年开店速度保持翻

倍以上增长。**2) 内容电商渠道:**以抖快为代表的 content 电商平台销售额快速增长,成为休闲零食重要的新增量渠道。根据 Datayes!数据,2024Q3 零食/坚果/特产品类在抖音渠道销售额同比增长 13%,相比上半年略有放缓(2024H1 为 75%),但依旧是快速增长的渠道。三只松鼠、盐津铺子等主动拥抱内容电商的零食企业在抖音平台保持高速增长。**3) 山姆会员店:**截止 2024 年 10 月,山姆在中国已有 48 家门店,过去 3 年时间山姆在中国新开门店数量超过此前 24 年的总和,从 20 余家增长至近 50 家,门店会员数量增至 700 万。反映出山姆精选产品的高品质、高性价比得到了中国市场的认可。

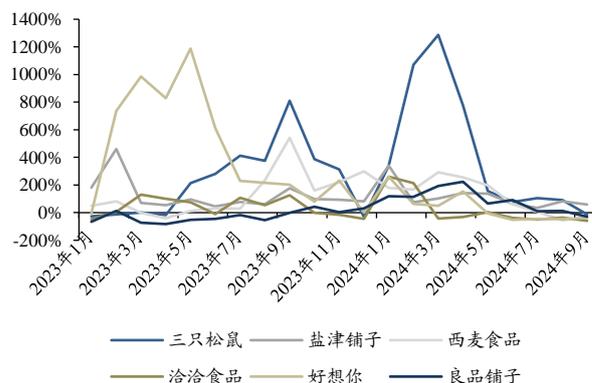
图9: 2022M6-2024M9 抖音零食/坚果/特产月销售额

yoy



数据来源: Datayes!、东吴证券研究所

图10: 主要零食企业 2023M1-2024M9 抖音销售额 yoy



数据来源: Datayes!、东吴证券研究所

具备研发实力的公司通过大单品放量拉动营收增长。三季度表现亮眼的品类包括:

- 1) 盐津铺子鹤鹑蛋月销突破 7000 万元(含税)、魔芋制品月销突破 1 亿元(含税);
- 2) 劲仔鹤鹑蛋产品保持季度 1 亿元左右的营收;
- 3) 有友的脱骨鸭掌进入山姆渠道, Q3 报表端贡献 5000 万元营收。

结合渠道和品类的发展趋势,我们总结: 1) 新兴渠道的崛起一方面对原来的渠道存在降维打击,另一方面也开发了新的消费需求,对于行业大盘整体是利好的。而作为上市公司而言,尽量调整自身战略去配合新渠道的发展趋势,可以凭借渠道东风快速放量,提升市场份额。2) 其次产品品质和创新力永远是立身之本,如果新开发的产品可以匹配高增渠道的定位(比如盐津的“蛋皇”和有友的脱骨鸭掌都在山姆渠道取得亮眼销售业绩),也可以给自身的产品带来良好赋能。3) 在消费需求整体疲软的背景,零食公司还能保持较快的增长,我们认为是多重因素共振的结果: ① 零食品类本身有一定口红效应,经济疲软期人们倾向用低单价的产品满足情绪价值; ② 渠道的变化较快,也给了零食企业重新洗牌的机会; ③ 零食赛道品类足够丰富,优质企业有广阔空间去进行品类的升级和创新。

上市公司保持较快营收增速,渠道和产品均有贡献。具体来看,三只松鼠、盐津铺子 2024Q3 的营收同比增速保持在 20%以上,有友食品 Q3 因新品放量实现接近 30%的

营收同比增长, 山姆渠道贡献突出; 劲仔食品和甘源食品的营收同比增速也在 10% 以上; 洽洽食品环比 Q2 改善, 实现同比正增长; 良品铺子仍处于战略调整期。

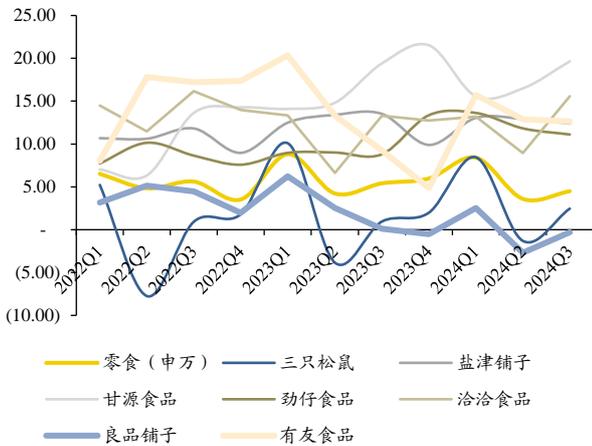
图11: 2022Q1-2024Q3 主要零食企业单季度收入同比增速 (单位: %)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
零食 (申万指数)	-0.3	3.4	-0.8	-3.2	-12.9	4.6	12.5	1.0	27.9	1.8	3.0
三只松鼠	-15.9	-35.5	-32.6	-27.4	-38.5	-3.1	38.6	29.2	91.8	43.9	24.0
盐津铺子	-2.9	34.6	34.7	41.3	55.4	57.6	46.2	20.2	37.0	23.4	26.2
甘源食品	-5.2	42.7	13.9	9.9	22.2	48.1	37.3	10.9	49.8	4.9	15.6
劲仔食品	15.5	45.6	40.1	25.4	68.4	35.2	45.9	26.5	23.6	20.9	12.9
洽洽食品	3.9	24.4	13.6	18.9	-6.7	8.3	5.1	-6.9	36.4	-20.2	3.7
良品铺子	14.3	5.7	-1.8	-11.6	-18.9	-18.0	-4.5	-16.0	2.8	-10.4	-20.8
有友食品	-5.3	-31.1	-22.9	-2.0	-12.5	11.2	11.5	-27.6	18.0	3.0	28.0

数据来源: Wind、东吴证券研究所

原材料成本低位, 成本红利显现, 盈利水平整体提升。2024 年以来零食行业大部分原材料如油脂等成本保持低位; 去年成本较高的小鱼干、鹤鹑蛋、葵花籽、鸡爪价格从高位回落。整体看, 大部分零食企业 2024Q3 的归母净利率同比均有提升; 盐津铺子归母净利率同比下降主要系去年净利率基数较高, 尤其去年同期税率较低。零食 (申万) 行业整体净利率同比略有下滑预计系部分企业仍处于开拓新渠道时期投入较大所致, 如良品铺子等。

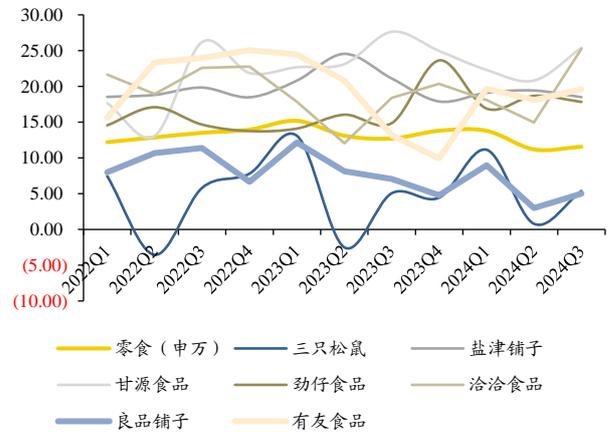
图12: 2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季归母净利率 (单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

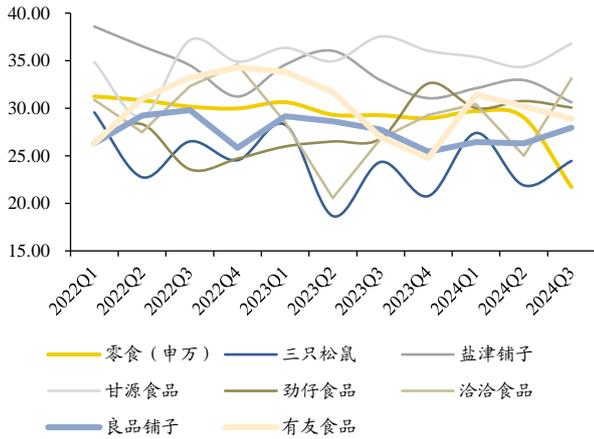
图14: 2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季毛利率 (单位: %)

图13: 2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季毛销差 (单位: %)

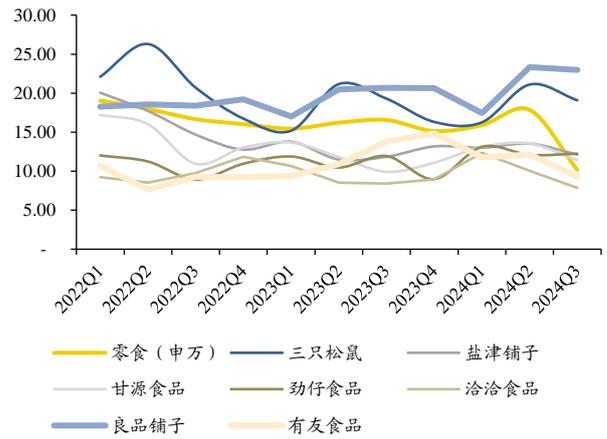


数据来源: Wind、东吴证券研究所

图15: 2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季销售费用率 (单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

3. 连锁业态: 必选好于可选, 聚焦提升单店店效

餐饮连锁业态同样面临需求疲软、价格竞争加剧的压力, 但根据品类属性不同也存在差异, 可选品类好于必选品类。当下连锁业态上市公司的策略更多以提升单店质量为主, 短期放慢门店扩张步伐。连锁业态需求端整体呈现疲态, 叠加跨业态的竞争冲击, 单店持续承压, 卤味连锁企业以及巴比 24H1 平均单店收入均同比下滑。分行业看, 必选属性的赛道好于可选属性, 其中巴比主营早餐, 早餐属于刚需, 巴比食品有一定承压但好于可选属性较强的休闲卤味。紫燕食品以餐桌卤味为主, 表现也略好于休闲属性为主的绝味食品。从门店数量来看, 巴比食品和紫燕食品仍保持门店增长的趋势, 行业承压期连锁品牌更有能力提升市场份额。绝味食品和煌上煌在今年以来主动收缩门店, 通过优化门店布局、提升单店店效来应对行业波动。

图16: 2022Q1-2024Q3 主要连锁企业单季度收入同比增速 (单位: %)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
巴比食品	22.4	9.9	9.8	5.6	3.2	11.1	8.1	4.6	10.7	-1.9	-0.5
绝味食品	12.1	0.6	4.8	-11.7	8.0	13.9	8.3	8.5	-7.0	-12.3	-13.3
紫燕食品	-	-	14.0	19.8	13.8	1.5	-2.9	-14.7	-8.0	-2.0	-4.6
煌上煌	-10.6	-20.0	-17.2	-17.1	-5.6	-0.8	-0.4	1.2	-10.6	-5.1	-9.6

数据来源: Wind、东吴证券研究所

表3: 2023H1、2024H1 主要连锁企业门店数量及平均单店营收 (单位: 万元)

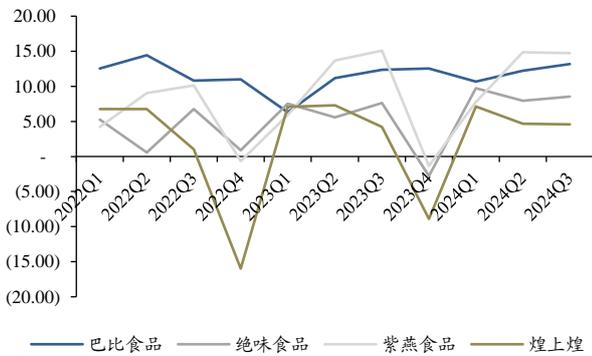
单店营收: 万元	2023H1	2024H1	yoy
巴比食品	12.14	11.09	-8.6%
绝味食品	18.99	16.90	-11.0%
紫燕食品	25.05	22.15	-11.6%
煌上煌	18.85	15.69	-16.8%

门店数	2023H1	2024H1	yoy
巴比食品	4803	5284	10.0%
绝味食品	16162	14969	-7.4%
紫燕食品	6137	6308	2.8%
煌上煌	4213	4052	-3.8%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

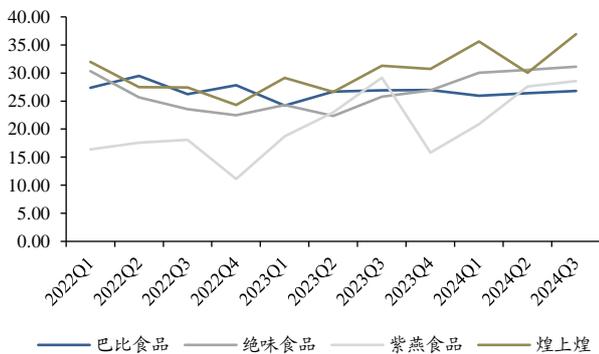
成本高位回落，利润率修复。2023年鸭副成本高位，2023Q3开始逐步回落至10元/kg左右，成本回落后毛利率已大幅修复。同时小麦、鸡肉等原材料价格整体低位。巴比（取扣非净利率）、绝味、煌上煌2024Q3的归母净利率均实现同比提升。

图17: 2022Q1-2024Q3 连锁企业单季归母净利率(单位: %)



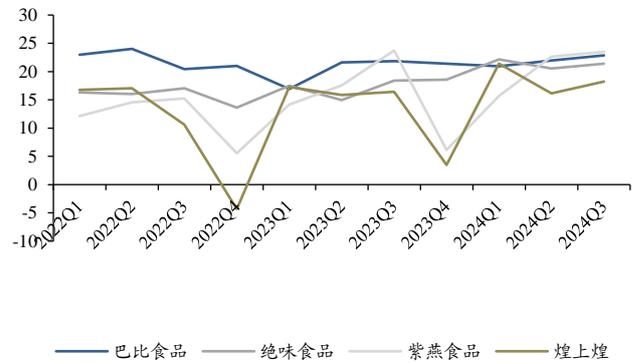
数据来源：Wind、东吴证券研究所
注：巴比食品为扣非净利率

图19: 2022Q1-2024Q3 连锁企业单季毛利率(单位: %)



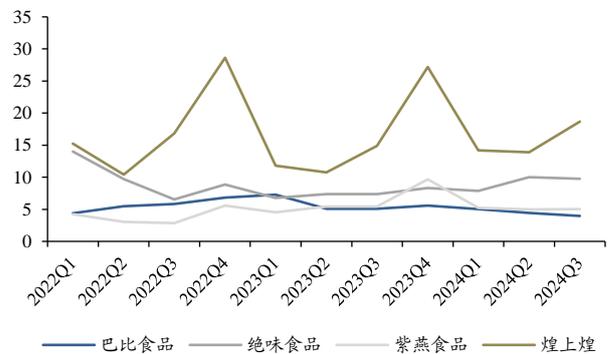
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图18: 2022Q1-2024Q3 连锁企业单季毛销差(单位: %)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图20: 2022Q1-2024Q3 连锁企业单季销售费用率(单位: %)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

4. 投资建议

2024 年大众品板块成本红利和渠道红利体现较为明显，其中大部分公司受益于成本回落，净利率有显著改善；当前居民消费理念习惯趋变，下游渠道同步变革期，效率更高的渠道崛起，对原来的传统渠道造成一定冲击，在此期间积极拥抱新渠道的企业也享受到了新兴渠道高增的红利。

往后展望：1) 短期看 2024Q4 和 2025Q1，更多需要关注春节旺季的动销情况，结合去年的基数情况和近期的边际催化，三只松鼠去年年货节基数不算高，今年以来加快线下布局。2) 中期看 2025-2026 年，我们认为渠道变革仍会延续，推荐有能力积极拥抱新渠道的公司，比如盐津铺子、三只松鼠等，高度关注万辰集团。此外经历近几年需求疲软、成本波动和行业价格竞争，龙头相对而言更具备抗压能力，部分赛道行业集中度在稳步提升，需求逐步修复后预计龙头的行业地位、竞争优势会进一步凸显，看好安井食品。

5. 风险提示

消费修复不及预期风险：经济下行导致消费修复受阻，次高端及以上产品价格带上升以及扩容可能不及预期。

行业竞争加剧风险：一方面行业内竞争持续加剧推动食品企业持续出清，另一方面由于竞争加剧导致食品企业盈利能力不稳定。

成本红利衰减风险：2024 年大部分公司的主要原材料（比如葵花籽、鸭副、鱼干、鹌鹑蛋等）都从高位回落，2024 年利润率提升，但 2025 年原材料是否会继续下行存在不确定性。

食品安全风险：食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>