

宠物食品

蓝挚：后起之秀，问鼎美国宠食品牌第一

投资要点：

Blue Buffalo (中文为蓝挚或蓝爵) 创立于2002年，凭借差异化定位成为天然健康宠物食品领域的领导者，在雀巢与玛氏双寡头格局的美国市场以后起之秀态势一跃成为美国第一大宠物食品品牌。从营收规模来看，2005-2017年期间公司营收以59%的复合增速扩张至12.75亿美元，被通用磨坊收购后2019-2024财年通用磨坊的宠物业务（主要为蓝挚）营收依旧保持双位数（复合增速+11%）增长；从盈利能力来看，前期公司规模较小且需要持续大量投入，直至2010年公司营业利润实现首次扭亏为正（营业利润率8%），2017年蓝挚营业利润3.03亿美元，营业利润率24%。

蓝挚问鼎美国宠物食品品牌第一。美国宠物市场发展相对成熟，雀巢和玛氏两大龙头已在美国宠食市场深耕数十载，以品牌矩阵在美国犬猫宠物食品市场份额分别超28%和20%（2023年公司份额）。Blue Buffalo（蓝挚）凭借健康天然成分的差异化定位成功突围，在2016年超过宝路（玛氏旗下品牌）成为美国犬猫宠物食品市场品牌销额份额第一。23年蓝挚仍以7.1%的份额位居美国宠食品牌第一，且在主要细分品类犬干粮、犬湿粮、猫干粮、猫湿粮领域均位居市场TOP5。

Blue Buffalo（蓝挚）成功经验探究：1）产品：差异化定位，引领健康天然细分宠粮市场发展。Blue Buffalo 招股书显示人性化的趋势使得越来越多的宠物主人将宠物视为家庭成员，会更加仔细评估和选择宠物食品，且愿意为高品质宠物食品支付溢价。相比于工程化品牌，健康天然宠物食品使用天然成分更契合消费者需求；人性化趋势下健康天然宠物食品迎来快速发展，该细分市场销售额占比从2011年的11%提升至2014年的17%。蓝挚差异化定位抓住健康天然宠物食品细分市场的增长红利，凭借优质产品引领该细分市场的发展，蓝挚招股说明书数据显示蓝挚在美国健康天然宠食市场份额从2011年的23%提升至2014年的34%，领先地位明显。**2）渠道：布局增速更快的专业渠道，打造宠物侦探计划进行消费者教育。**蓝挚招股书显示2012-2014年期间美国宠物食品市场专业渠道零售额增速快于FDM渠道。公司主要通过专业渠道销售，公司产品在美国的各类专业渠道均有销售，从具体渠道结构来看，公司销售额主要来自于以PetSmart和Petco为代表的全国连锁宠物超市，2014年PetSmart销售额占比约49%，Petco销售额占比约24%。另外为更好进行消费者教育，公司建立宠物侦探团队增强线下购物体验，可一对一与消费者互动，传达品牌故事、进行消费者教育、让消费者更好地了解宠物食品的成分。

通用磨坊收购蓝挚：估值如何？2018年通用磨坊以每股40美元价格完成对Blue Buffalo全现金交易，企业价值EV约80亿美元。2017年蓝挚营收12.75亿美元，调整后EBITDA为3.19亿美元，调整后EBITDA利润率为25%。EV/调整后EBITDA约25X，EV/营收约6.3X，EV/净利润约41X。

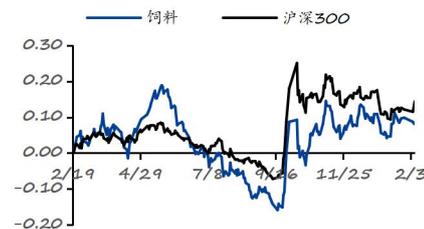
投资建议：从蓝挚的经验来看，美国市场人性化趋势推动行业高端化趋势，凭借差异化定位优质产品及捕捉渠道红利，有望实现快速增长。国内宠物行业仍有充足发展空间，宠物赛道有望持续景气，建议关注内销自主品牌持续引领、基础研发+营销教育实力强劲、麦富迪+弗列加特双品牌成长的乖宝宠物、出口业务景气+品牌调整效果逐步显现的中宠股份、外销业务修复常态、盈利恢复、且自主品牌爵宴等持续靓丽的佩蒂股份。

风险提示

蓝挚成功经验参考性有限，宠物渗透率不及预期，品牌发展不及预期，新品表现不及预期，外贸摩擦加剧，汇率大幅波动，原料价格大幅波动。

强于大市（首次评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：谢丽媛(S0210524040004)
xly30495@hfzq.com.cn

分析师：贺虹萍(S0210524050010)
hhp30553@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 Blue Buffalo (蓝挚)：问鼎美国宠物食品品牌第一.....	3
2 Blue Buffalo (蓝挚) 成功经验探究.....	5
2.1 产品：差异化定位，引领健康天然细分宠粮市场发展.....	5
2.2 渠道：布局增速更快的专业渠道，打造宠物侦探计划进行消费者教育.....	7
3 通用磨坊收购蓝挚：估值如何?.....	8
4 风险提示.....	9

图表目录

图表 1： Blue Buffalo (蓝挚) 主要发展事件梳理.....	3
图表 2： Blue Buffalo 营收规模及同比.....	3
图表 3： Blue Buffalo 营业利润及利润率.....	3
图表 4： 2012-2014 年 Blue Buffalo 分品类营收占比.....	4
图表 5： 2014 年 Blue Buffalo 分地区营收占比.....	4
图表 6： 美国宠物猫狗食品市场公司格局(销额份额).....	4
图表 7： 美国宠物猫狗食品市场品牌格局(销额份额).....	4
图表 8： 2023 年美国宠物犬干粮、犬湿粮、犬零食品牌格局.....	5
图表 9： 2023 年美国宠物猫干粮、猫湿粮、猫零食品牌格局.....	5
图表 10： 宠物食品可分为健康天然、工程化、私人及处方品牌.....	6
图表 11： 宠物食品细分市场零售额占比.....	6
图表 12： 2004-2014 年美国宠物犬猫主要产品零售量及零售额复合增速.....	6
图表 13： 美国宠物食品细分市场品牌竞争格局.....	7
图表 14： 蓝挚产品 VS 雀巢妙多乐产品对比.....	7
图表 15： 蓝挚在美国健康天然宠食市场销额份额.....	7
图表 16： 2014 年美国宠物食品分渠道零售额占比.....	8
图表 17： 美国宠物食品分渠道零售额同比增速.....	8
图表 18： 通用磨坊收购 Blue Buffalo 估值.....	8



1 Blue Buffalo（蓝挚）：问鼎美国宠物食品品牌第一

Blue Buffalo（中文为蓝挚或蓝爵）创立于2002年，凭借差异化定位成为天然健康宠物食品领域的领导者，在雀巢与玛氏双寡头格局的美国市场以后起之秀态势一跃成为美国第一大宠物食品品牌。

回顾发展，Bill Bishop希望为自己身患癌症的宠物犬BLUE提供健康天然的宠物食品而建立了Blue Buffalo，2003年BLUE宠食产品进入PetSmart试销且逐步扩大零售门店的入驻，2007年公司持续在健康天然宠食领域加大发展力度且致力成为细分市场领导者，2015年正式在纳斯达克上市，2018年公司被通用磨坊以80亿美元企业价值收购。从营收规模来看，2005-2017年期间公司营收以59%的复合增速扩张至12.75亿美元，被通用磨坊收购后2019-2024财年通用磨坊的宠物业务（主要为蓝挚）营收依旧保持双位数（复合增速+11%）增长；从盈利能力来看，前期公司规模较小且需要持续大量投入，直至2010年公司营业利润实现首次扭亏为正（营业利润率8%），2017年蓝挚营业利润3.03亿美元，营业利润率24%。

图表 1：Blue Buffalo（蓝挚）主要发展事件梳理

时间	事件
2002年	Bill Bishop和他的两个儿子Billy and Chris创立了 Blue Buffalo蓝挚
2003年	Blue Buffalo宠食产品进入PetSmart 240家商店开始试销
2006年	公司产品进入PetSmart所有商店销售；与纽约市的私人投资公司 Invus 合作（可提供财务资源）
2007年	公司瞄准健康天然宠物食品市场加大发展力度，致力成为该细分市场的领导者
2009年	Bishop家族和Invus继续进行大量股权投资，为公司的业务提供资金
2010年	公司首次实现盈利
2013年	BLUE品牌零售额超过10亿美元
2015年	公司在美股纳斯达克上市
2018年	通用磨坊以每股40美元的价格完成对公司的收购，对应企业价值约80亿美元

来源：Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS，通用磨坊官网，华福证券研究所

图表 2：Blue Buffalo 营收规模及同比



来源：Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS，通用磨坊公司公告，华福证券研究所；备注：19FY-24FY 营收来源通用磨坊公告内宠物业务（主要蓝挚）

图表 3：Blue Buffalo 营业利润及利润率

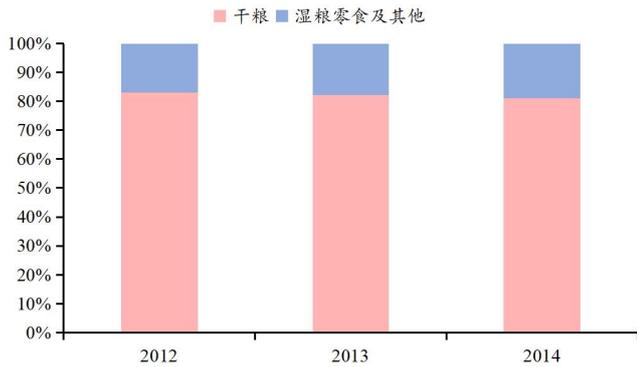


来源：Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS，通用磨坊公司公告，华福证券研究所；备注：19FY-24FY 利润来源通用磨坊公告内宠物业务（主要蓝挚）



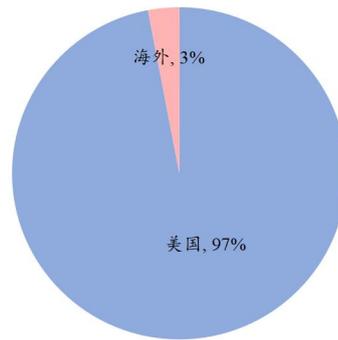
公司专注于生产销售健康天然的宠物犬猫食品，旗下主要产品线包括：BLUE Life Protection Formula（旗舰配方，健康天然成分）、BLUE Wilderness（荒野系列，提供丰富肉类、蛋白含量高）、BLUE Basics（专为敏感类型设计）、BLUE Freedom（不含麸质谷物系列）等。从业务维度，公司产品可以分为干粮、湿粮零食及其他，其中干粮贡献主要营收，2012年-2014年虽然干粮占比略有下降但仍保持在80%以上；从地区维度，公司主要专注于美国本土市场发展，2014年公司97%营收均来自于美国市场，海外市场贡献仅3%。

图表 4：2012-2014 年 Blue Buffalo 分品类营收占比



来源：Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS, 华福证券研究所

图表 5：2014 年 Blue Buffalo 分地区营收占比



来源：Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS, 华福证券研究所

蓝挚问鼎美国宠物食品品牌第一。美国宠物市场发展相对成熟，雀巢和玛氏两大龙头已在美国宠食市场深耕数十载，以品牌矩阵在美国犬猫宠物食品市场份额分别超 28%和 20%（2023 年公司份额）。Blue Buffalo（蓝挚）凭借健康天然成分的差异定位成功突围，在 2016 年超过宝路（玛氏旗下品牌）成为美国犬猫宠物食品市场品牌销额份额第一。23 年蓝挚仍以 7.1%的份额位居美国宠食品牌第一，且在主要细分品类犬干粮、犬湿粮、猫干粮、猫湿粮领域均位居市场 TOP5。

图表 6：美国宠物猫狗食品市场公司格局(销额份额)

美国2014年猫狗食品公司格局		美国2023年猫狗食品公司格局	
Nestlé 雀巢	30.5%	Nestlé雀巢	28.1%
Mars 玛氏	20.1%	Mars玛氏	20.1%
Big Heart Pet	10.6%	Colgate高露洁	8.5%
Colgate高露洁	7.1%	General Mills	7.6%
Blue Buffalo	5.3%	JM Smucker	4.2%
WellPet	1.7%	Post Holdings Inc	3.9%
Ainsworth	0.7%	Freshpet Inc	1.8%
Merrick	0.7%	Wellness Pet Co Inc	1.5%
Nature's Variety	0.7%	Spectrum Brands	1.0%
Champion冠军宠物	0.6%	Ethos Pet Brands	0.8%
合计	78.0%	合计	77.5%

来源：Euromonitor, 华福证券研究所

图表 7：美国宠物猫狗食品市场品牌格局(销额份额)

美国2014年猫狗食品格局		美国2023年猫狗食品格局	
宝路 (玛氏)	5.6%	蓝挚 (通用磨坊)	7.1%
蓝挚 (Blue Buffalo)	5.3%	宝路 (玛氏)	5.3%
喜跃(雀巢)	5.0%	珍致 (雀巢)	5.1%
Iams(玛氏)	4.9%	ONE (雀巢)	4.6%
珍致 (雀巢)	4.1%	Hill's Science Diet	4.3%
Beneful(雀巢)	3.6%	喜跃(雀巢)	4.0%
ONE (雀巢)	3.3%	Hill's Prescription Diet	4.0%
Hill's Prescription Diet	3.3%	冠能(雀巢)	3.1%
Hill's Science Diet	3.2%	Iams(玛氏)	2.9%
康多乐 (雀巢)	3.1%	Beneful(雀巢)	2.5%
合计	41.4%	合计	42.9%

来源：Euromonitor, 华福证券研究所


图表 8：2023 年美国宠物犬干粮、犬湿粮、犬零食品牌格局

23年美国宠物犬干粮格局		23年美国宠物犬湿粮格局		23年美国宠物犬零食格局	
蓝挚 (通用磨坊)	10.3%	Cesar (玛氏)	16.0%	Milk-Bone (JM)	8.5%
宝路 (玛氏)	8.3%	Freshpet	13.7%	Greenies (玛氏)	6.9%
ONE (雀巢)	7.3%	宝路 (玛氏)	11.5%	Beggin' (雀巢)	6.0%
Hill's Science(高露洁)	6.7%	Hill's Prescription高露洁	7.3%	蓝挚 (通用磨坊)	4.4%
康多乐 (雀巢)	5.6%	蓝挚 (通用磨坊)	6.5%	Pup-Peroni (JM)	3.1%
冠能 (雀巢)	5.2%	Beneful (雀巢)	5.3%	Nudges (通用磨坊)	3.1%
Hill's Prescription高露洁	4.7%	Hill's Science(高露洁)	4.1%	Good 'n' Fun (品谱)	2.9%
Beneful (雀巢)	4.4%	皇家处方 (玛氏)	3.8%	宝路 (玛氏)	2.8%
Iams (玛氏)	3.8%	冠能 (雀巢)	2.5%	DreamBone (品谱)	2.4%
Nutro (玛氏)	3.0%	ONE (雀巢)	2.4%	Canine Carry-Outs	2.1%
合计	59.3%	合计	73.1%	合计	42.2%

来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 9：2023 年美国宠物猫干粮、猫湿粮、猫零食品牌格局

23年美国宠物猫干粮格局		23年美国宠物猫湿粮格局		23年美国宠物猫零食格局	
妙多乐 (雀巢)	11.2%	珍致 (雀巢)	36.7%	Temptations 玛氏	52.3%
Meow Mix (JM)	10.5%	喜跃(雀巢)	21.4%	Delectables 尤妮佳	10.4%
ONE (雀巢)	8.4%	希宝 (玛氏)	4.0%	喜跃(雀巢)	9.6%
Iams(玛氏)	7.3%	Hill's Prescription高露洁	3.1%	Inaba	7.1%
蓝挚 (通用磨坊)	6.7%	蓝挚 (通用磨坊)	3.0%	Greenies玛氏	4.0%
喜跃(雀巢)	6.5%	Meow Mix (JM)	2.9%	Whisker Lickin's 雀巢	3.8%
Hill's Science(高露洁)	6.2%	Wellness	2.0%	Meow Mix (JM)	1.0%
Hill's Prescription高露洁	5.3%	冠能 (雀巢)	1.9%	蓝挚 (通用磨坊)	0.7%
冠能(雀巢)	3.4%	Hill's Science(高露洁)	1.7%	Wellness	0.3%
珍致 (雀巢)	2.7%	9 Lives (Post)	1.7%	Instinct (Agrolimen)	0.2%
合计	68.2%	合计	78.4%	合计	89.4%

来源：Euromonitor，华福证券研究所

2 Blue Buffalo (蓝挚) 成功经验探究

2.1 产品：差异化定位，引领健康天然细分宠粮市场发展

Blue Buffalo 招股说明书里将宠物食品进行分类，包括健康天然品牌、工程化品牌、私人品牌和处方品牌，其中健康天然品牌主要系使用天然成分，使用全肉和/或肉粉，不包括禽类副产品等；而工程化品牌或使用低成本蛋白质和低成本淀粉。

人性化趋势推动高端化，美国健康天然宠食占比提升。Blue Buffalo 招股书显示人性化的趋势使得越来越多的宠物主人将宠物视为家庭成员，会更加仔细评估和选择宠物食品，且愿意为高品质宠物食品支付溢价。相比于工程化品牌，健康天然宠物食品使用天然成分更契合消费者需求；人性化趋势下健康天然宠物食品迎来快速发展，该细分市场销售额占比从 2011 年的 11% 提升至 2014 年的 17%。另外消费者



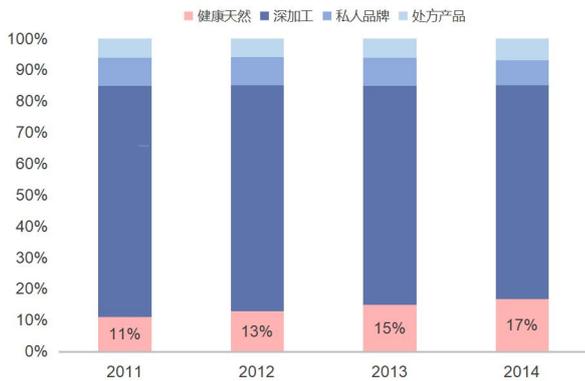
对健康天然及专业配方产品的需求释放推动了宠物食品行业高端化，欧睿数据显示2004年-2014年期间美国宠物犬和猫零售额增长均高于零售量的增速，即宠食均价均有所提升，其中宠物犬食均价复合增长5%，宠物猫食均价复合增长4%。

图表 10：宠物食品可分为健康天然、工程化、私人及处方品牌

宠物食品分类	定义
健康天然品牌 Wholesome Natural	仅使用天然成分（由 AAFCO 定义）来实现其营养目标，可能包括添加的维生素、矿物质和其他微量营养素。所有 Wholesome Natural 干粮将全肉和/或肉粉作为主要成分，并明确标识动物蛋白的类型。产品不包括鸡肉（或家禽）副产品，也不以谷物蛋白（如玉米蛋白粉、小麦蛋白和豆粕等）作为蛋白质的主要来源，产品也不使用玉米、小麦、大豆或分馏谷物（如啤酒米）作为淀粉来源。
工程化品牌 Engineered	产品通常不包含全肉或肉粉作为主要成分，或使用成本较低的蛋白质（如鸡肉副产品粉、玉米面筋粉或小麦面筋）和成本较低的淀粉（如玉米、小麦或分馏谷物），也可能包含人工成分和防腐剂。
私人品牌 Private	多数为零售商品品牌，大多数产品属于Engineered产品
处方品牌 Therapeutic	支持某些疾病的治疗，由兽医开具处方；某些具备诊断、缓解或者预防作用的治疗性宠物食品由FDA作为宠物药物而非宠物食品进行监管，上市前需要获得FDA批准

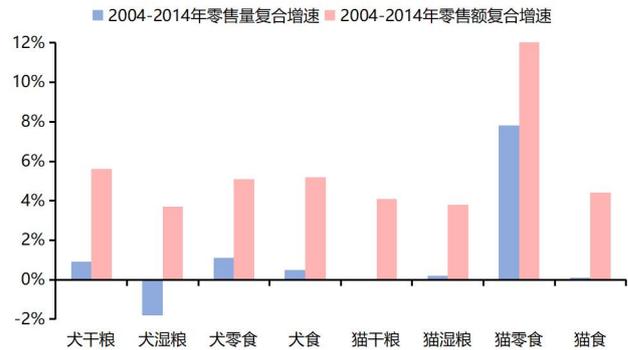
来源：Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS，华福证券研究所

图表 11：宠物食品细分市场零售额占比



来源：Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS，华福证券研究所

图表 12：2004-2014 年美国宠物犬猫主要产品零售量及零售额复合增速

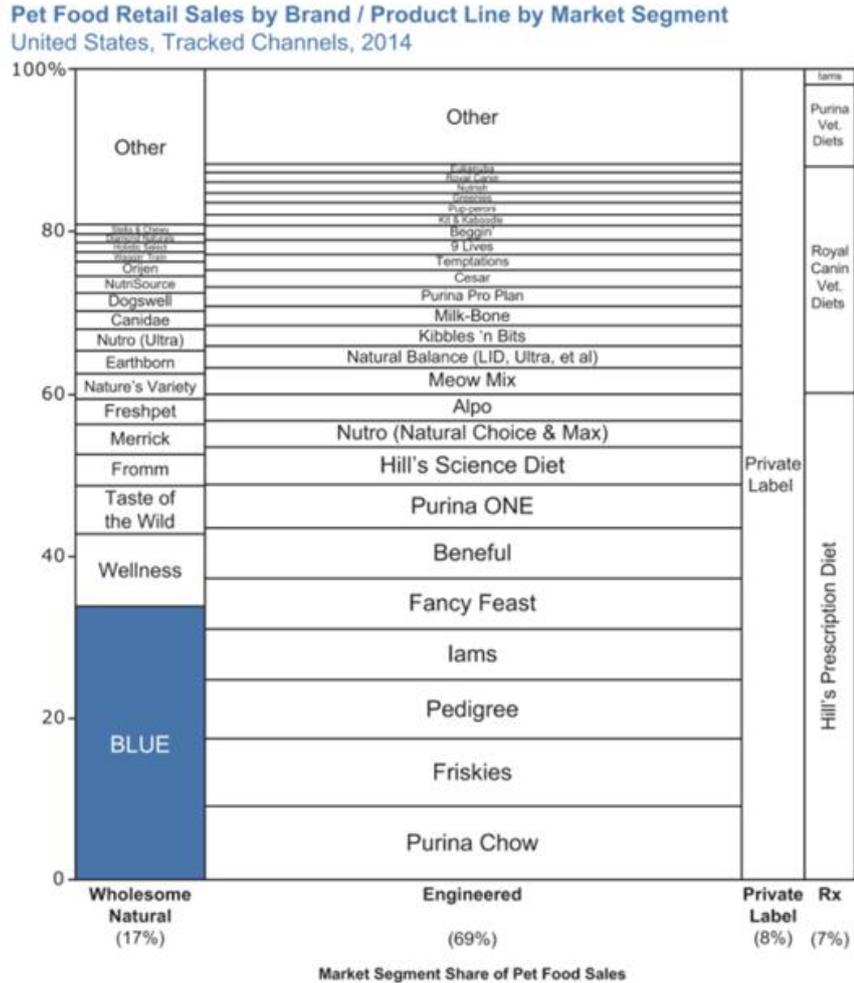


来源：Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS，华福证券研究所

蓝挚引领美国健康天然宠物食品发展。Blue Buffalo（蓝挚）定位健康天然宠物食品，产品使用优质天然成分和真肉，不使用玉米、小麦、大豆，且不含家禽副产品。另外与其他健康天然宠食相比，BLUE的宠物食品含有LifeSource Bits™（由兽医和动物营养师选择的维生素、矿物质和抗氧化剂的混合物），采用冷成型工艺可保持成分的成效，避免高温过程中营养物质效力流失。雀巢及玛氏旗下品牌多专注于工程化宠物食品领域，蓝挚差异化定位抓住健康天然宠物食品细分市场的增长红利，凭借优质产品引领该细分市场的发展，蓝挚招股说明书数据显示蓝挚在美国健康天然宠食市场份额从2011年的23%提升至2014年的34%，领先地位明显。



图表 13: 美国宠物食品细分市场品牌竞争格局



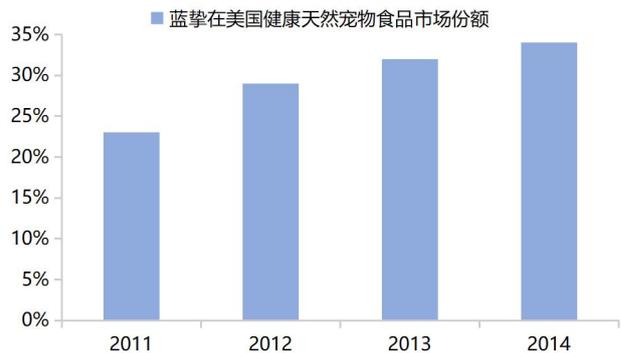
来源: Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS, 华福证券研究所

图表 14: 蓝挚产品 VS 雀巢妙多乐产品对比

Product Highlights	Tastefuls™ Adult Indoor Chicken and Brown Rice	Purina® Cat Chow® Complete Dry Cat Food
Features Real Meat as the First Ingredient	✓	✗
Contains Veggies and Fruit	✓	✗
NO Chicken (or Poultry) By-Product Meals	✓	✗
NO Artificial Flavors or Preservatives	✓	✗
NO Corn, Wheat or Soy	✓	✗

来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 15: 蓝挚在美国健康天然宠食市场销额份额



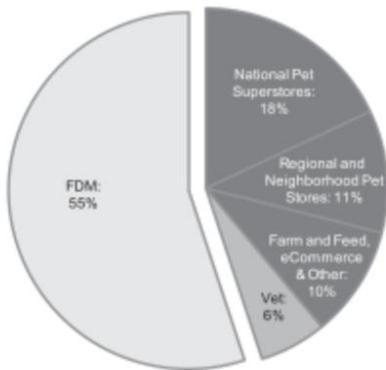
来源: Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS, 华福证券研究所

2.2 渠道: 布局增速更快的专业渠道, 打造宠物侦探计划进行消费者教育

美国宠物食品渠道包括专业渠道(2014年占比45%)和食品药品大众商品(FDM)渠道(2014年占比55%), 其中专业渠道主要包括全国性宠物连锁店(PetSmart、Petco等)、区域性宠物连锁店(Pet Supplies Plus、Pet Supermarket等)、社区宠物

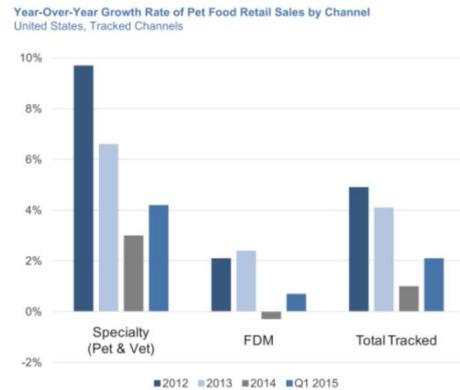
店、线上商务零售商（亚马逊、Chewy 等）及兽医诊所等。根据蓝挚招股书显示 2012-2014 年期间美国宠物食品市场专业渠道零售额增速快于 FDM 渠道。

图表 16: 2014 年美国宠物食品分渠道零售额占比



来源: Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS, 华福证券研究所

图表 17: 美国宠物食品分渠道零售额同比增速



来源: Blue Buffalo FINAL PROSPECTUS, 华福证券研究所

公司主要通过专业渠道销售，公司产品在美国的各类专业渠道均有销售，从具体渠道结构来看，公司销售额主要来自于以 PetSmart 和 Petco 为代表的全国连锁宠物超市，2014 年 PetSmart 销售额占比约 49%，Petco 销售额占比约 24%。另外为更好进行消费者教育，公司建立宠物侦探团队增强线下购物体验，可一对一与消费者互动，传达品牌故事、进行消费者教育、让消费者更好了解宠物食品的成分。

3 通用磨坊收购蓝挚：估值如何？

2018 年通用磨坊以每股 40 美元价格完成对 Blue Buffalo 的全现金交易，企业价值 EV 约 80 亿美元。2017 年蓝挚营收 12.75 亿美元，调整后 EBITDA 为 3.19 亿美元，调整后 EBITDA 利润率为 25%。按 EV/调整后 EBITDA 约 25X，EV/营收约 6.3X，EV/净利润约 41X。

图表 18: 通用磨坊收购 Blue Buffalo 估值

通用磨坊收购 Blue Buffalo	
2014-2017 营收 CAGR	12%
2014-2017 EBITDA CAGR	18%
2017 年营收 (亿美元)	12.75
2017 年调整后 EBITDA (亿美元)	3.19
2017 年净利润 (亿美元)	1.94
企业价值 EV (亿美元)	80
EV/调整后 EBITDA	25
EV/营收	6.3
EV/净利润	41

来源: 通用磨坊官网, 华福证券研究所



4 风险提示

蓝挚成功经验参考性有限，宠物渗透率不及预期，品牌发展不及预期，新品表现不及预期，外贸摩擦加剧，汇率大幅波动，原料价格大幅波动。



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