

保健食品行业深度研究报告

保健食品行业的五问三反馈

推荐（首次）

□ 近日我们外发汤臣倍健深度报告、举行线上行业专家电话会议及进行部分地区渠道调研。在与投资人及业内人士交流过程中，我们收到不少对行业发展及对龙头公司的反馈及建议，故在此报告中一一说明，也欢迎投资人前来交流讨论。

□ **五问保健品行业发展：1）如何看待东西方膳食营养补充剂的异同？**欧美日等市场，膳食营养补充剂零售价格不高，但产品销量确实很大，内在本质是食品，高频次低单价；但国内对保健品的认知发展仍未到成熟阶段，把其本质理解为保健药品，是高单价低频次的消费模式。我们相信，随着消费者市场的成熟，原本用于消费者教育的高额渠道毛利，会逐步下降，市场零售价也相应下降，但需求量应该还会增长；**2）格局如何演变？短期看份额朝头部集中，长期看仍有不确定因素。**短期监管门槛的提高导致经营不规范的企业出清，经营规范的龙头公司受益。譬如药店渠道中准入门槛及监管门槛提高，预计蓝帽子数量占优、渠道关系良好且经营规范的龙头公司集中度提升；长期来看，若食品公司及药品公司进入保健食品或功能性食品领域，行业格局有趋于分散的可能性；**3）怎么看利润率演变？成熟品类利润率下降，逐步向快消化发展；专业性较强品类或仍能维持高盈利水平，产品力及服务力是关键；4）线上占比如何演变？**在疫情冲击下，线下渠道销售受到影响，预计全年行业线上占比仍会提升。长周期看，我们认为线上占比到一定程度后会维持平稳水平，主要系线上获客成本逐步提高、线上竞争加剧拉低利润水平导致吸引力降低、对于专业化较高的产品仍需专业化渠道进行互动；**5）行业近期销售如何？线上销售高增，直销渠道恢复，药店渠道动销预计在 Q3 恢复正常。**

□ **关于汤臣倍健的三点交流反馈。1）公司需要积极重塑资本市场形象。**公司在 2010-2013 年，高速增长，3 年时间市值从底部上涨 5 倍；但 2014-2016 年在和投资者沟通的经营战略战术上不再清晰，业绩增长不尽人意。尽管市场认可公司积极海外收购的战略，也对益生菌品类充满兴趣和期望，但高估的投资额引发资本市场的争议，最后 LSG 项目大幅减值加大了市场疑虑。虽然项目成败或受到不可抗力因素的影响，但就结果来看投资者承担了一部分损失，公司还需多种办法改善资本市场形象和信任度，增加价值机构投资者；**2）提高快消化及专业化能力应对未来竞争。**我们交流反馈，在成熟品类快消化道路上，公司需强化品牌、供应链及非药渠道运营能力。即加强快消品领域的品牌渠道运营经验，增强供应链积极响应消费者多变的需求。此外，公司传统优势在药店渠道，但非药渠道崛起未来或对公司销售产生影响，建议公司继续加快步伐布局非药渠道；在专业化道路上，公司需继续加强产品研发能力和服务能力；同时，公司需继续加强科技驱动、数据驱动提高消费者粘性及其复购率；**3）持续占据消费者心智扩大市场份额。**从日本和美国的发展经验看，其保健品行业至今仍然非常分散，没有一家企业份额超过 10%，这与成熟市场一般消费品的行业集中度特点差异巨大。我们判断原因，一方面是保健品的核心卖点在成分，产品形态雷同，生产工艺雷同，产品功能感知较弱，在成熟品类中，消费者教育成熟后主要关心成分而非品牌，导致品牌忠诚度随市场教育程度提高而降低。而保健品的成分来源众多，对应功能的产品众多，甚至实现同一功能的成分也众多，并没有一家公司能把所有成分来源、所有功能卖点全部把控，这给了很多细分领域公司机会。从上看，汤臣倍健要在保健品领域持续做大，跳脱美日市场的份额魔咒，可能需要向化妆品龙头公司学习，首先是从功能分类出发，持续把握消费者最大需求的功能诉求，牢牢把握核心功能品类的龙头地位，其次围绕功能开发出具有足够感知力的产品，提高产品技术含量，再次是持续做好消费者购买和售后体验，最后是持续收购兼并。这方面汤臣倍健近期的经营策略显然是正确的。

□ **风险提示：**行业政策趋严、食品安全事件、对外投资不及预期、新品销售不及预期、行业竞争加剧、疫情加剧风险。

华创证券研究所

证券分析师：程航

电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com
执业编号：S0360519100004

证券分析师：董广阳

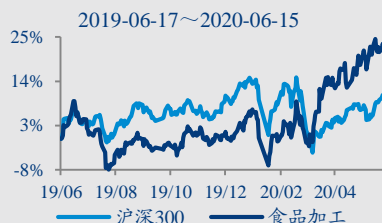
电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	57	1.48
总市值(亿元)	13,390.84	1.98
流通市值(亿元)	10,556.34	2.13

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	2.88	20.93	21.23	
相对表现	2.12	21.26	13.02	



投资主题

报告亮点

本报告就近期投资人关注的问题进行解答及反馈,通过全球市场对比及不通行业参照解答了关于行业空间、格局演变、利润率变化、渠道变化等关注问题,同时反映近期行业销售恢复情况。对于投资人关注的汤臣倍健公司,我们亦对交流中的关注点进行了说明反馈,对此前外发的汤臣倍健深度报告《汤臣倍健:估值具备性价比的保健食品龙头》进行补充。

投资逻辑

保健食品行业为成长性行业,未来大概率随老龄化及可支配收入提升而持续扩容,若行业准入门槛降低亦或对行业规模起到积极作用。就个体公司来看,短期监管趋严利好诸如汤臣倍健这一类的龙头公司,但长期来看,如果行业准入门槛降低、竞争加剧,那整个行业利润率存在下行可能。若看公司长期投资逻辑,则主要关注:1)在保健食品快消化趋势下,公司是否能打造出优秀快消公司的品牌运营、渠道运营及供应链管理能力和;2)在专业化渠道里,公司是否具备较强的产品研发、科技实力及服务能力和;3)在细分品类选择上,公司能否持续通过自建品牌、收购品牌做到品类领先,防止细分市场竞品抢占份额;4)此外,公司也需要积极与资本市场进行沟通反馈。

目 录

一、五问保健品行业发展.....	5
1、如何看待东西方膳食营养补充剂的异同？	5
2、格局如何演变？	6
3、怎么看利润率演变？	8
4、线上占比如何演变？	8
5、行业近期销售如何？	9
二、关于汤臣倍健的三点交流反馈.....	9
1、公司需要积极重塑资本市场形象	9
2、提高快消化及专业化能力应对未来竞争	10
3、持续占据消费者心智，不断扩大市场份额	11

图表目录

图表 1	中美各年龄段保健食品渗透率	5
图表 2	日本各年龄层保健食品支出额（日元）	5
图表 3	中国及日本 65 岁以上人口占比	6
图表 4	日本保健食品市场规模及增速（亿日元，%）	6
图表 5	日本保健机能食品审核方式演变	6
图表 6	2019 中国膳食补充剂行业市场格局	7
图表 7	汤臣市占率稳步提升	7
图表 8	阿里渠道线上保健份额	7
图表 9	日本保健食品竞争格局	7
图表 10	日本部分功能食品概览	8
图表 11	保健食品行业品类分化演变	8
图表 12	中国维生素&膳食营养补充剂渠道结构	9
图表 13	全球主要市场线上渠道占比变化（%）	9
图表 14	阿里渠道保健品行业销售额	9
图表 15	阿里渠道部分品牌销售额（万元）	9
图表 16	2020Q1 公司前十大流通股东	10
图表 17	日本保健品市场格局	11
图表 18	美国保健品市场格局	11
图表 19	膳食补充剂功能分布（从左至右依次为中国、日本、美国）	12

近日我们外发汤臣倍健深度报告、举行线上行业专家电话会议及进行部分地区渠道调研。在与投资人及业内人士交流过程中，我们收到不少对行业发展及对龙头公司的反馈及建议，故在此报告中一一说明，也欢迎投资人前来交流讨论。

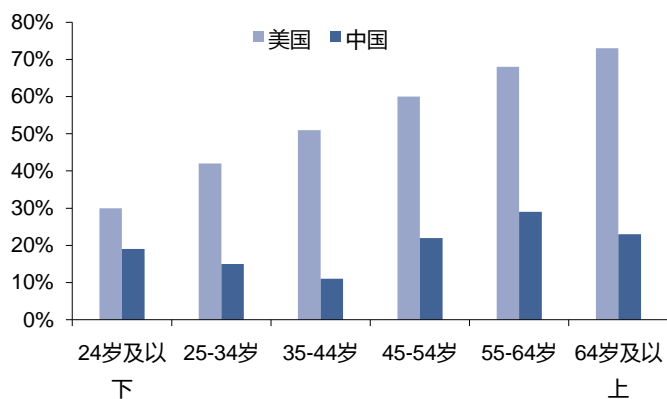
一、五问保健品行业发展

1、如何看待东西方膳食营养补充剂的异同？

在与投资者交流中，部分会认为保健品是一个收智商税的行业，源于两个理由，一是部分产品的功能性感知比较弱，差异化不明显，尤其对于年轻健康人群；二是产品售价远高于成本，产品出厂价仅为市场零售价的3折左右，而仍能保持60%以上毛利率。我们认为，这种现象主要还是中国对保健品的认知和欧美不同。欧美日等市场，膳食营养补充剂零售价格不高，但产品销量确实很大，内在本质是食品，高频次低单价；但国内对保健品的认知发展仍未到成熟阶段，早期是单一品种包打天下功能的模式，日渐衰落；然后各路直销甚至传销的模式兴起，近几年也开始快速下滑；膳食营养补充剂的理念是基于营养成分满足特定功能，包括部分有特定功能的传统中药保健品也是，从海外经验，尤其老龄化的国家经验来看，是存在长期需求基础的，只是当下中国消费者还有很多人对营养补充剂的定位不了解，把其本质理解为保健药品，是高单价低频次的消费模式。

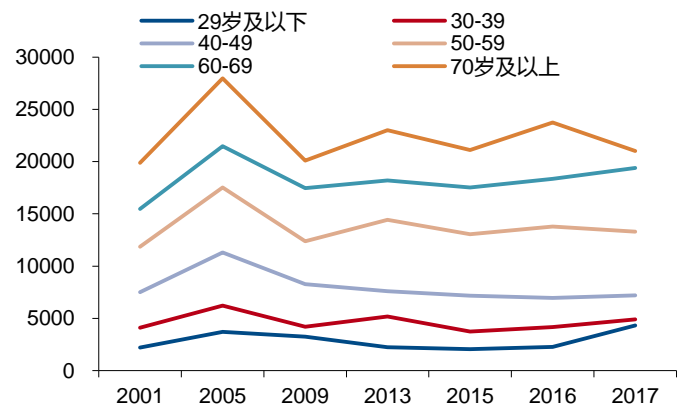
我们相信，随着消费者市场的成熟，原本用于消费者教育的高额渠道毛利，会逐步下降，市场零售价也相应下降，但需求量应该还会增长，核心推动因素为人口老龄化及可支配收入提升，倘若行业准入门槛降低或进一步利好行业规模扩大。从日美经验来看，保健品支出额或渗透率皆随年龄增长而提升，且消费属性从可选逐步过渡为必选。若中国老龄化进程加剧，预计在该领域消费持续增加，进而推动行业扩容。此外，以日本行业发展历程来看，每一次行业准入门槛降低皆带来行业增速回升，若中国保健食品准入门槛降低，则行业有望持续扩容。

图表 1 中美各年龄段保健食品渗透率



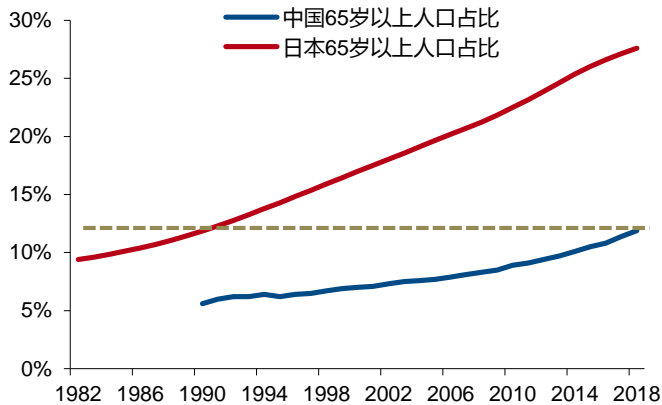
资料来源：IQVIA，亿欧，华创证券

图表 2 日本各年龄层保健食品支出额（日元）



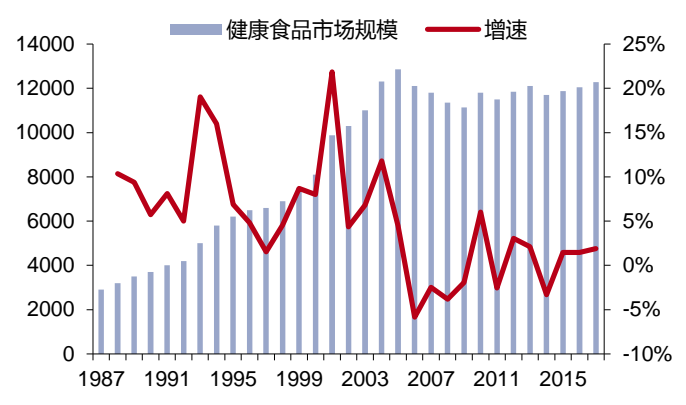
资料来源：日本统计局，华创证券

图表 3 中国及日本 65 岁以上人口占比



资料来源: wind, 华创证券

图表 4 日本保健食品市场规模及增速 (亿日元, %)



资料来源: 健康产业报, 华创证券

图表 5 日本保健机能食品审核方式演变

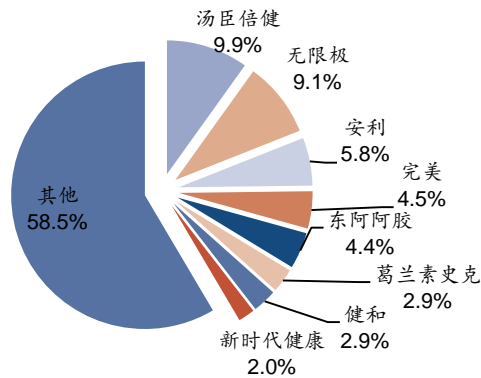
	特定保健用食品	营养机能食品	机能表示食品
创立时间	1991	2001	2015
审核方式	需经审查取得特定保健用品许可证后方可标识保健功能, 耗时约两年, 制度类似国内注册制。	营养成分符合国家标准的产品可不需申请许可证, 类似国内备案制。	生产商只要在出售前 60 天提供相关功效的科学证明资料, 不需要政府审查即可在产品上标识。
可标识成分	视产品而定	国家标准规定的 13 种维生素, 6 种矿物质, 1 种脂肪酸	视产品而定

资料来源: 华创证券整理

2、格局如何演变?

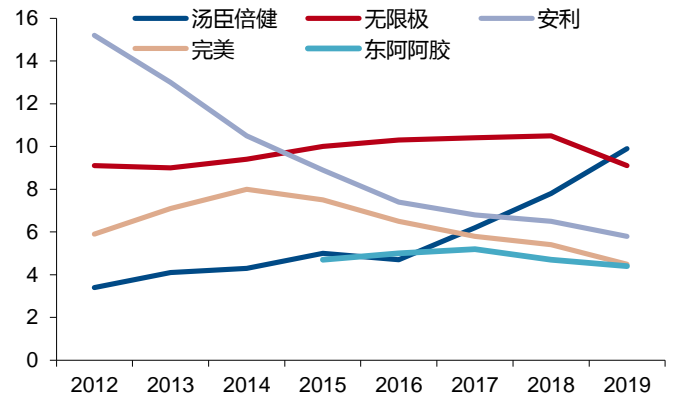
短期看份额朝头部集中, 长期看仍有不确定因素。对于行业整体来看, 监管门槛的提高导致经营不规范的企业出清, 经营规范的龙头公司受益。线下渠道中, 短期来看, 药店渠道中准入门槛及监管门槛提高, 预计蓝帽子数量占优、渠道关系良好且经营规范的龙头公司集中度提升; 长期来看, 若食品公司及药品公司进入保健食品或功能性食品领域, 且入主商超、母婴、药店渠道中, 行业格局有趋于分散的可能性。以海外市场发展为例, 日本保健品行业入局者中不乏食品公司、药品公司、化妆品公司, 功能性食品行业发展较好, 在美国渠道品牌和电商品牌亦入局行业, 保健食品行业格局较为分散。线上渠道中, 短期来看品牌实力较强、经营效率较高仍有头部效应, 长期来看线上门槛较低带来的行业入局者增多或加剧线上竞争。

图表 6 2019 中国膳食补充剂行业市场格局



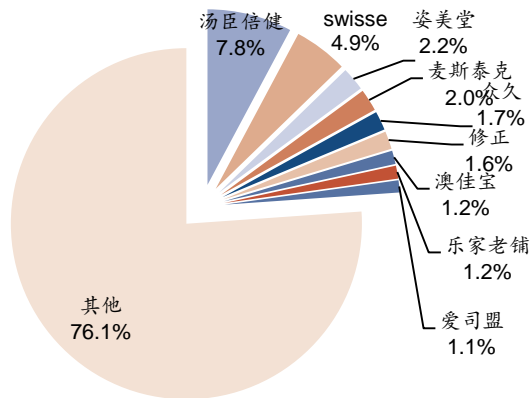
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 7 汤臣市占率稳步提升



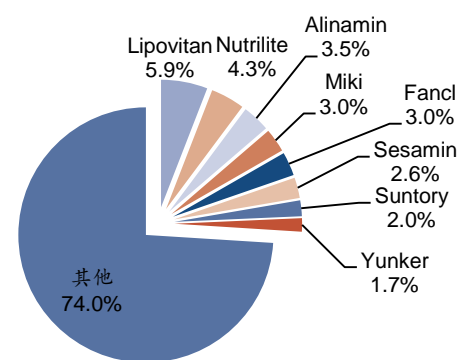
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 8 阿里渠道线上保健品份额



资料来源: 阿里数据, 华创证券

图表 9 日本保健食品竞争格局



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 10 日本部分功能食品概览

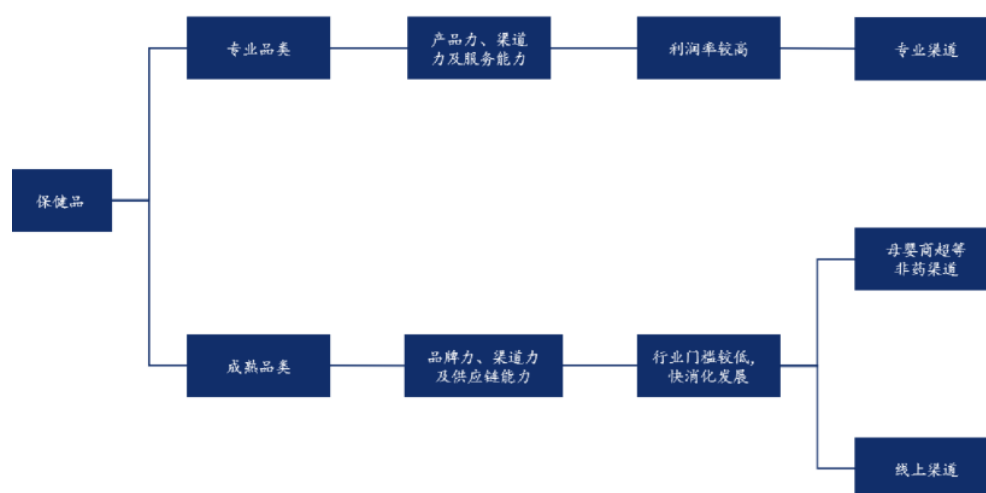
			
明治Probio LG21 抑制幽门螺杆菌的作用（减少癌症患病率）	明治R-1 预防流感病毒的作用	明治probio PA-3 减轻嘌呤的过剩摄取，降低尿酸值	明治保加利亚LB81 肠道调节作用，便秘改善，皮肤机能改善
			
可果美Kagome labre 改善便秘、寒症、肩酸、腰痛，美容、改善贫血	Biogaia酸奶 抑制牙周炎致病菌繁殖的作用	伊藤园朝之Yoo 改善花粉症的作用	雪印MEGMILK 调节肠道、活化免疫系统、减少内脏脂肪、皮下脂肪、减轻压力

资料来源：公司官网，华创证券整理

3、怎么看利润率演变？

成熟品类利润率下降，逐步向快消化发展；专业性较强品类或仍能维持高盈利水平，产品力及服务力是关键。对于生产工艺及消费者教育较成熟的品类，行业门槛较低，若竞争加剧或拉低盈利水平。此外，成熟品类朝快消化发展，在非药渠道及线上渠道有较大发展潜力，品牌力、渠道力和供应链能力较强者优先享受高于行业的利润率；对于专业化程度较强品类，或仍能保持较高利润水平，产品力、渠道力及服务能力较强者优先或高于行业的利润率。

图表 11 保健食品行业品类分化演变



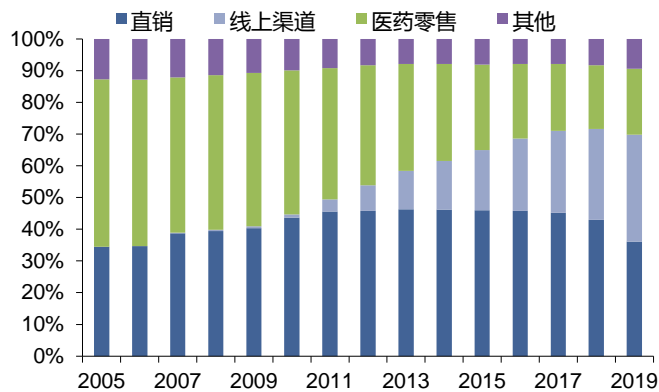
资料来源：华创证券整理

4、线上占比如何演变？

短期线上占比仍会提升，但线下渠道不可替代。在疫情冲击下，线下渠道销售受到影响，线上销售增速较快，预计

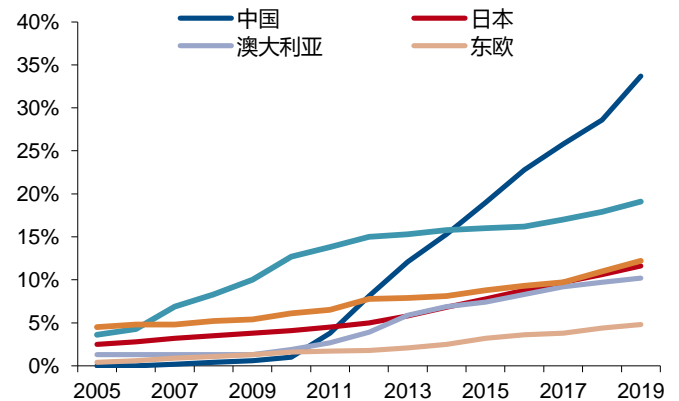
全年行业线上占比仍会提升。长周期看，我们认为线上占比到一定程度后会维持平稳水平：1）线上获客成本逐步提高；2）线上产品快消化后，竞争加剧拉低利润水平，与休闲食品行业趋势相似，具备一定实力的厂商仍会转向线下扩张；3）对于专业化较高的产品仍需专业化渠道进行互动。

图表 12 中国维生素&膳食营养补充剂渠道结构



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 13 全球主要市场线上渠道占比变化（%）

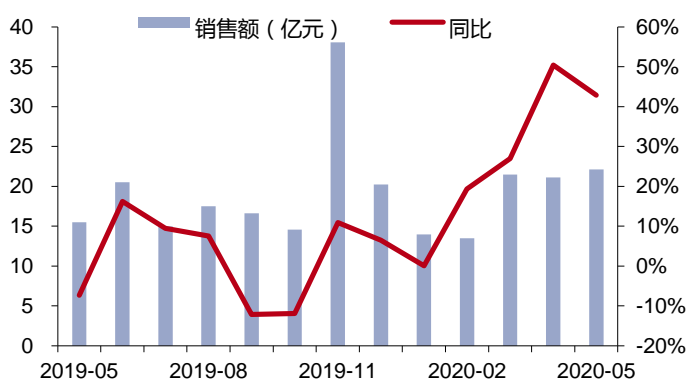


资料来源：Euromonitor，华创证券

5、行业近期销售如何？

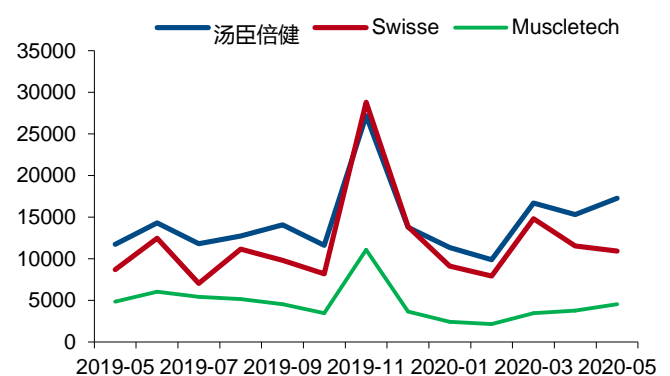
线上销售高增，直销渠道恢复，药店渠道动销预计在 Q3 恢复正常。阿里数据显示，受疫情影响行业增速自 1 月后逐步提高，4 月及 5 月销售同比增长超 40%，预计今年全年仍维持较快增速；直销方面，渠道调研反馈，由于去年同期对直销打击较严，今年政策影响边际减弱，同比恢复较好；药店渠道方面，调研反馈，受药店人流及逗留时间影响，终端动销尚未恢复正常，渠道库存稍高于正常水平，若疫情无反复，则预计 Q3 恢复常态。

图表 14 阿里渠道保健品行业销售额



资料来源：淘数据，华创证券

图表 15 阿里渠道部分品牌销售额（万元）



资料来源：淘数据，华创证券

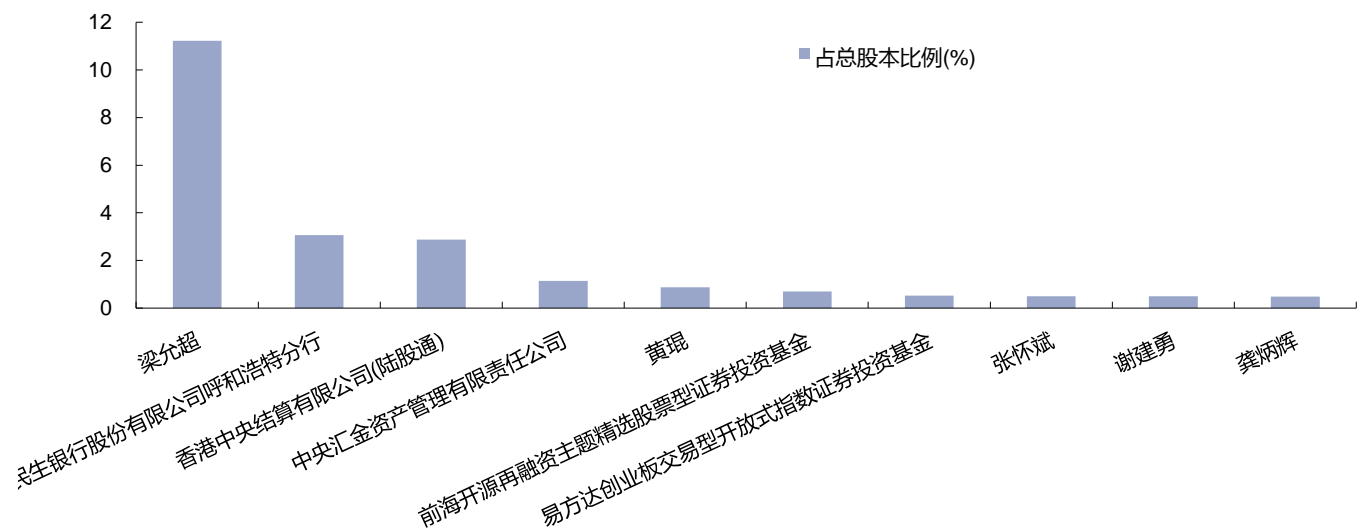
二、关于汤臣倍健的三点交流反馈

1、公司需要积极重塑资本市场形象

公司在 2010-2013 年，通过空中品牌营销的高举高打，加地面网点扩张的密集渗透，构筑出系统化竞争优势，在行业良好增长背景下高速增长，3 年时间市值从底部上涨 5 倍；但 2014 年后，线下渠道渗透率的天花板逐步显现，连锁店经营的不成功，加上追逐互联网生态泡沫，公司开始一系列眼花缭乱的调整和对外投资，在和投资者沟通的经营战略战术上不再清晰，而显得飘忽，导致后面几年都在清理当时的包袱，业绩增长不尽人意。尽管市场认可公司

积极海外收购的战略，也对益生菌品类充满兴趣和期望，但相当高估的投资额再次引发资本市场的争议，最后 LSG 事项也确实大幅减值。虽然项目成败或受到不可抗力因素的影响，但就结果来看投资者承担了一部分损失，损害了公司的资本市场形象。当下的资本市场信任度和形象仍然需要不断重塑，毕竟一个近 300 亿市值的消费品公司，前十大流通股东中只有两家机构投资者入驻还是少见的现象。我们认同公司坚持聚焦大健康主业的清晰战略和思路，也认同公司积极进行海外有竞争力的资源和品牌整合，但也认为公司还需与投资者积极、坦诚、畅通的沟通，消除投资者对未来经营的疑虑和业绩减值的担忧，才能持续改善资本市场的价值，树立行业龙头的估值溢价。

图表 16 2020Q1 公司前十大流通股东



资料来源: wind, 华创证券

2、提高快消化及专业化能力应对未来竞争

对于保健食品的消费者来说，他们核心诉求为更安全便捷地获得健康，在同等功能下不在乎产品是保健品、普通食品还是药品，在同等便捷下也不在乎是线上购买或是线下购买。我们认为未来公司竞争者或来自：

1) **药品公司**。日本保健食品参与者中不乏药品公司加入；

2) **食品公司**。日本较多食品饮料龙头公司涉足保健食品行业，譬如明治乳业在蛋白粉领域市占率第一，龟甲万、味之素甚至啤酒企业或涉足保健食品行业，或推出具备健康功能的食品及饮料产品。我们认为，在食补文化浓厚的东亚文化圈中，功能性食品也会是膳食补充剂的有力竞争者；

3) **渠道或平台商**。美国渠道品牌及私人品牌市场份额合计约 14%，接近 Top5 保健食品品牌份额之和。未来随着零售连锁化加强，线上平台议价能力增强后，渠道品牌或参与到市场竞争中；

4) **来自细分品类品牌的竞争**。目前我国保健食品行业膳食补充剂产品功能定位主要集中于免疫系统、骨骼、一般健康、女性健康、关节等方向，2019 年占比分别为 21.4%、19.9%、10.1%、9.5%、8.9%，其他功能定位仅占 4.0%，而日本、美国膳食补充剂其他功能定位占比为 13.4%、11.9%，功能需求更加细分化。未来随着中国人口老龄化加剧，对保健食品的功能性要求将更加细分，或吸引新玩家进入利基市场加剧行业竞争；

5) **科技公司**。近年来部分可穿戴设备兴起，可对消费者健康状态进行实施监测，并利用大数据作为指导，提供包括服用保健品在内的一揽子健康解决方案，未来此类公司或成为行业有力竞争者之一。

综上，我们建议：1) 在成熟品类快消化道路上，公司需强化品牌、供应链及非药渠道运营能力。即加强快消品领域

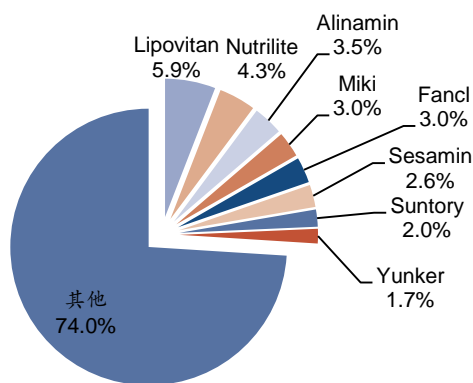
的品牌渠道运营经验，增强供应链积极响应消费者多变的需求。此外，公司传统优势在药店渠道，但非药渠道崛起未来或对公司销售产生影响，建议公司继续加快步伐布局非药渠道；2）在专业化道路上，公司继续加强产品研发能力和服务能力；3）继续加强科技驱动、数据驱动提高消费者粘性 & 复购率，同时利用好社群营销、直播等新兴传播方式。

当然，我们认为来自其他领域的竞争短期内难以构成威胁：1）膳食营养补充剂品类整体尚不成熟，消费者教育成本较高，较多产品尚未达到把膳食营养补充剂当作日常食品随意购买的程度，而汤臣倍健在消费者教育方面积累了经验优势；2）保健食品的申请批文管理政策仍然严格，功能化宣称制度也尚未完善，功能性食品定价亦偏高，其他领域公司要快速切入仍存政策壁垒；3）其他领域推出产品总体仍显单一化，或者只是利用一定的渠道优势，没有同时在品牌和渠道双重发力的效益，难以对汤臣构成全面性威胁。

3、持续占据消费者心智，不断扩大市场份额

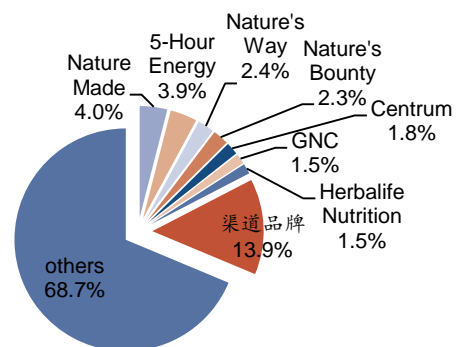
从日本和美国的发展经验看，我们并没有看到集中，其保健品行业至今仍然非常分散，没有一家企业份额超过 10%，这与成熟市场一般消费品的行业集中度特点差异巨大。我们判断原因，一方面是保健品的核心卖点在成分，产品形态雷同，生产工艺雷同，产品功能感知较弱，在成熟品类中，消费者教育成熟后主要关心成分而非品牌，导致品牌忠诚度随市场教育程度提高而降低。而保健品的成分来源众多，对应功能的产品众多，甚至实现同一功能的成分也众多，并没有一家公司能把所有成分来源、所有功能卖点全部把控，这给了很多细分领域公司机会，如前文所列类型的竞争对手，且大多依托于集团产业，无法实施并购整合。当然，并非所有国家格局都很分散，澳大利亚的集中度就比较高，这源于该国准入门槛较高及市场较小。从上看，汤臣倍健要在保健品领域持续做大，跳脱美日市场的份额魔咒，可能需要向化妆品龙头公司学习，首先是从功能分类出发，持续把握消费者最大需求的功能诉求，牢牢把握核心功能品类的龙头地位，其次围绕功能开发出具有足够感知力的产品，提高产品技术含量，再次是持续做好消费者购买和售后体验，最后是持续收购兼并。这方面汤臣倍健近期的经营策略显然是正确的。

图表 17 日本保健品市场格局



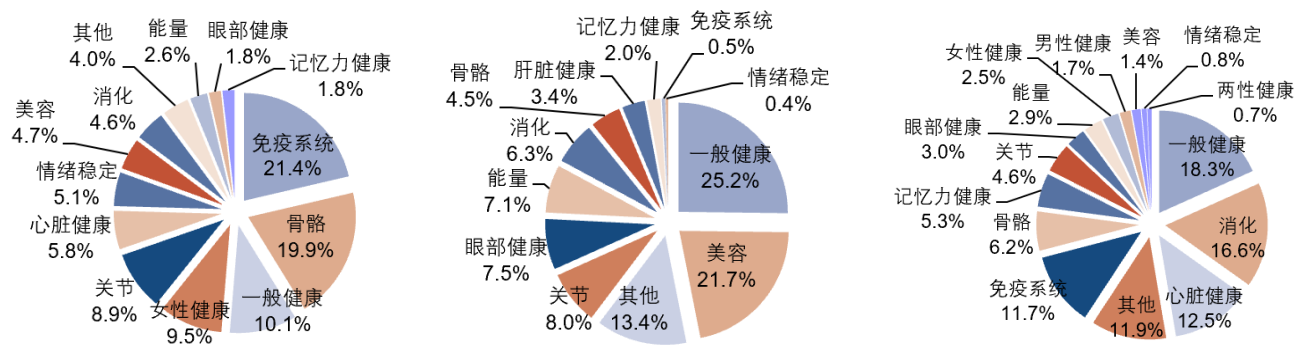
资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 18 美国保健品市场格局



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 19 膳食补充剂功能分布（从左至右依次为中国、日本、美国）



资料来源: Euromonitor, 华创证券

食品饮料组团队介绍

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019 年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

英国帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500