

食品饮料

休闲食品行业：疫情后线上消费快速增长，头部品牌地位稳固

我们分析了休闲零食行业线上销售相关特征数据，天猫淘宝休闲食品行业交易额存在典型季节性特征，在 2020 年春节期间交易额受疫情对物流的影响较去年同期降低 3.54% 的情况下，2019 年 12-2020 年 2 月份的销售整体同比向上，3 月交易额回升，较去年同期增长 33.44%，2020 年 Q1 休闲食品线上交易额较去年同期增长 12.29%。头部企业地位稳固，近一年来三只松鼠、百草味、良品铺子稳居全网交易额前三。消费用户中女性占比较大，整体呈年轻化特征，在中部、东部、南部分布较为集中，支付偏好中位数在 40 元前后，各价格区间分布较为平均。

坚果炒货类：节后消费回落，消费者偏爱混合坚果

坚果炒货类总成交额在春节期间达到高峰，节后回落。消费者偏爱混合坚果品类，占比过半。三只松鼠、百草味、良品铺子、洽洽、沃隆为坚果炒货类的五大头部品牌，其中三只松鼠与其他品牌之间拉开较大差距。相较行业整体，坚果炒货类用户年轻化特征更明显，用户支付偏好处于较高水平。

饼干膨化类：大盘占比相对平稳，三只松鼠龙头地位稳固

饼干膨化类成交额在双十一及春节期间达到高峰，随后回落。消费者偏爱膨化食品，酥性饼干、夹心饼干、威化饼干次之。三只松鼠龙头地位稳固，始终以较大优势位列第一，其余品牌之间竞争激烈，排名变动较大。

糕点点心类：节日前后民俗糕点消费特点凸显

由于中秋节的传统习俗，每年 9 月份前后月饼销售占比显著增加，月饼销量带动糕点点心类总成交额及大盘占比达到高峰。中秋节前后，稻香村、美心等深耕月饼的品牌占据排名前列。其余时间段，该品类以传统糕点、西式糕点为主，三只松鼠、良品铺子、欧贝拉等品牌占据前列。春节期间，年货特产、传统糕点礼盒成为畅销款商品。3 月临近清明，青团需求激增，高居畅销款商品前列。

卤味肉干类：整体平稳，支付偏好较高

卤味肉干类全网成交额相对大盘较为稳定，在双十一及春节期间出现小高峰，2019 较去年整体平稳上涨，大盘占比不具有明显季节性特征。三只松鼠、良品铺子、百草味、周黑鸭占据品牌前列，头部企业竞争激烈。消费用户中男女分布较为平衡，集中在 20-29 岁的年轻群体，用户支付偏好较整体偏高。

蜜饯果干类：春节期间出现交易额小高峰，头部品牌竞争激烈

蜜饯果干类全网成交额在春节期间出现小高峰。枣类制品、芒果干、梅类制品、槟榔为热门类目。头部品牌竞争激烈，三只松鼠、口味王、百草味、良品铺子位列品牌前四。

奶酪乳制品：线上消费以奶酪为主，百吉福龙头地位稳固

奶酪乳制品在大盘中占比较小，仅占 1% 左右，但品类增速较大。线上奶酪乳制品购买以奶酪为主，儿童奶酪棒为主要畅销款产品。百吉福、伊利、妙可蓝多稳居品牌前三，百吉福龙头地位稳固。

投资建议：看好位于较多品类龙头地位的三只松鼠、以及高端零食定位的良品铺子，同时建议关注专注于奶酪品类高速成长的妙可蓝多、蜜饯果干类头部企业好想你。

风险提示：消费者习惯发生重大变化、行业竞争恶化、运营成本进一步加剧、食品安全问题，等等。

证券研究报告

2020 年 05 月 12 日

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

刘畅

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520010001

liuc@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:可选消费边际改善逐步凸显，再次重申白酒啤酒布局正当时》 2020-05-10
- 2 《食品饮料-行业深度研究:一季报深度解析，暂缓键和加速键的趋势和拐点——疫情专题报告之二》 2020-05-08
- 3 《食品饮料-行业研究周报:季报进入收官阶段，必选估值守得住可选低预期下边际改善明显》 2020-04-26

内容目录

1. 休闲食品行业：疫情催化线上消费回升，头部品牌地位稳固	4
1.1. 坚果炒货类：节后消费回落，消费者偏爱混合坚果	6
1.2. 饼干膨化类：大盘占比相对平稳，三只松鼠龙头地位稳固	7
1.3. 糕点点心类：节日前后民俗糕点消费特点凸显	8
1.4. 卤味肉干类：整体平稳，支付偏好较高	9
1.5. 蜜饯果干类：春节期间出现交易额小高峰，头部品牌竞争激烈	10
1.6. 奶酪乳制品：线上消费以奶酪为主，百吉福龙头地位稳固	11
投资建议	12
风险提示	12

图表目录

图 1：天猫淘宝休闲食品行业交易额趋势变化（单位：亿元）	4
图 2：2020 年 3 月天猫淘宝休闲食品行业细分类目大盘占比（%）	4
图 3：三只松鼠淘宝天猫全网交易额及客单价	5
图 4：百草味淘宝天猫全网交易额及客单价	5
图 5：良品铺子淘宝天猫全网交易额及客单价	5
图 6：头部品牌 2020 年 3 月官方旗舰店销售占比	5
图 7：行业消费用户支付偏好分布	6
图 8：行业消费用户年龄属性分布	6
图 9：行业消费用户主要省份分布	6
图 10：天猫淘宝坚果炒货类总成交额（单位：亿元）	7
图 11：坚果炒货类大盘占比变化（单位：%）	7
图 12：2020 年 3 月坚果炒货类下级细分类目占比	7
图 13：2020 年 3 月坚果炒货类用户消费偏好	7
图 14：天猫淘宝饼干膨化类总成交额（单位：亿元）	8
图 15：饼干膨化类大盘占比变化（单位：%）	8
图 16：2020 年 3 月饼干膨化下级细分类目占比	8
图 17：天猫淘宝糕点点心类总成交额（单位：亿元）	9
图 18：糕点点心类大盘占比变化（单位：%）	9
图 19：糕点点心下级细分类目占比变化	9
图 20：天猫淘宝卤味肉干类总成交额（单位：亿元）	10
图 21：卤味肉干类大盘占比变化（单位：%）	10
图 22：2020 年 3 月卤味肉干类下级细分类目占比	10
图 23：天猫淘宝蜜饯果干类总成交额（单位：亿元）	11
图 24：蜜饯果干类大盘占比变化（单位：%）	11
图 25：2020 年 3 月蜜饯果干类下级细分类目占比	11
图 26：天猫淘宝奶酪乳制品总成交额（单位：亿元）	12
图 27：奶酪乳制品大盘占比变化（单位：%）	12

图 28：2020 年 3 月奶酪乳制品下级细分类目占比	12
表 1：2020 年 3 月天猫淘宝休闲食品行业前十品牌及其交易数据	4

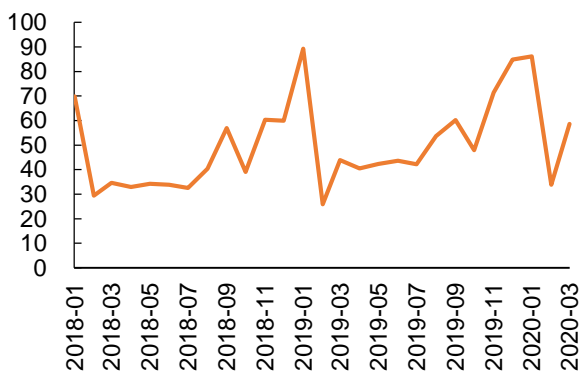
1. 休闲食品行业：疫情催化线上消费回升，头部品牌地位稳固

天猫淘宝休闲食品行业线上交易额存在季节性特征，双十一、春节期间交易额增长迅速并达到高峰，通常在春节结束后出现大幅降低。2019 年春节时间为 2 月初，休闲食品交易额峰值位于 2019 年 1 月，2020 年春节为 1 月末，在 2020 年春节期间交易额受疫情对物流的影响较去年同期降低 3.54% 的情况下，2019 年 12、2020 年 2 月份的销售同比向上，也体现了休闲食品行业线上依然较快速增长的需求。随着疫情期间“宅家消费”对线上休闲食品需求的利好和物流的全面恢复，2020 年 3 月交易额回升，较去年同期增长 33.44%，2020 年 Q1 休闲食品线上交易额较去年同期增长 12.29%。

各细分类目方面：春节期间坚果炒货挤占其他细分类目份额、占据细分类目第一，节后占比显著降低。糕点点心、饼干膨化、卤味肉干占比回升，位列前三。其中卤味肉干品类占比 2020 年 2 月达 16.2%，为 2018 年起新高。

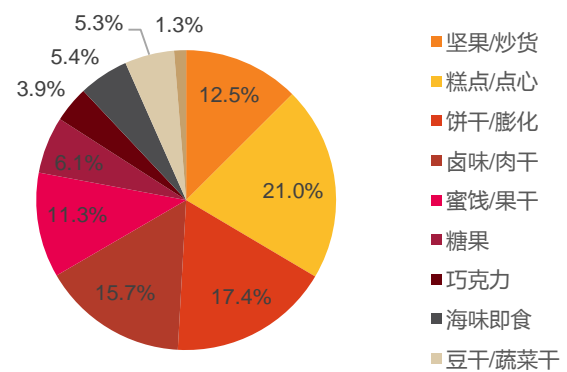
品牌方面，头部企业地位稳固。近一年来三只松鼠、百草味、良品铺子稳居全网交易额前三。三只松鼠以较大优势占据龙头地位，客单价及客单数均位列第一，2020 年 3 月交易额达 3.45 亿，远超百草味（1.85 亿）及良品铺子（1.71 亿）。其他前十品牌排名月变化相对较大，相较上月，2020 年 3 月其妙取代好利来进入前十品牌名单。

图 1：天猫淘宝休闲食品行业交易额趋势变化（单位：亿元）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 2：2020 年 3 月天猫淘宝休闲食品行业细分类目大盘占比（%）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

表 1：2020 年 3 月天猫淘宝休闲食品行业前十品牌及其交易数据

品牌	交易额（元）	客单数（单）	客单价（元）
三只松鼠	345,194,250	4,737,413	72.87
百草味	184,807,664	3,058,532	60.42
良品铺子	171,393,639	2,492,676	68.76
欧贝拉	53,859,923	2,142,023	25.14
卫龙	51,551,569	1,476,818	34.91
来伊份	46,830,327	757,253	61.84
其妙	34,636,477	1,651,689	20.97
ChaCheer/洽洽	34,156,773	798,489	42.78
Lay's/乐事	32,854,216	1,045,072	31.44
Dove/德芙	28,744,184	399,795	71.9

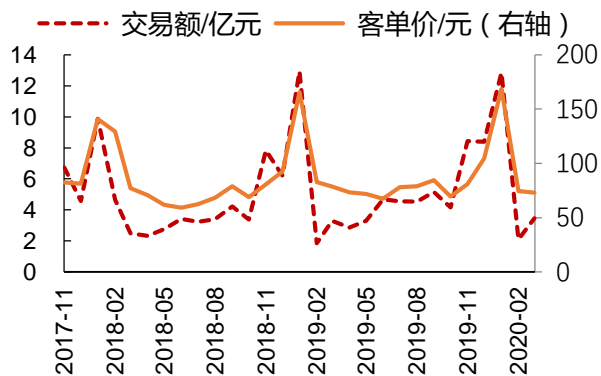
资料来源：独道数智，天风证券研究所

三大头部品牌三只松鼠、百草味、良品铺子全网交易额及客单价都呈现出季节性特征，在春节期间达到最高峰。春节期间，礼盒装、大礼包等高客单价商品需求激增带动客单价达

高峰，节后随着礼品消费需求减少，2月客单价大幅下跌，随后3月客单价基本保持平稳，销售额小幅回升。

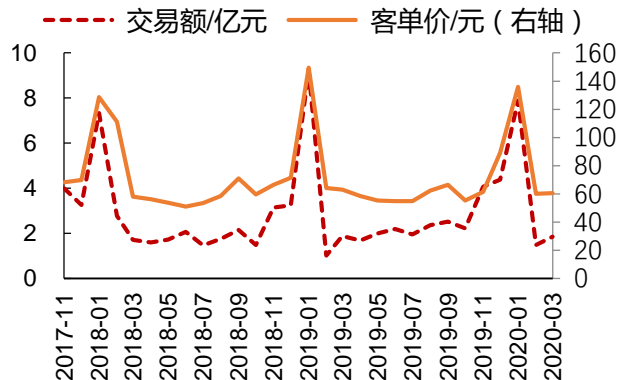
春节期间畅销款商品前15均被三大头部品牌的各类礼盒装产品占据，节后的3月份，消费不再高度集中于礼品装，但750g/30包的每日坚果礼包仍在畅销款商品前五中占据三个席位，其中三只松鼠的每日坚果大礼包位列第一，成交额约0.34亿元。清明节习俗带动青团消费，知味观艾草青团以0.126亿元的成交额位列畅销款商品第三名，成交人数高达2.79万人。多数消费者都选择在品牌官方旗舰店下单购买，除洽洽以外，头部六大品牌官方旗舰店占比均保持在65%以上，周黑鸭官方旗舰店销售占比高达85%。

图 3：三只松鼠淘宝天猫全网交易额及客单价



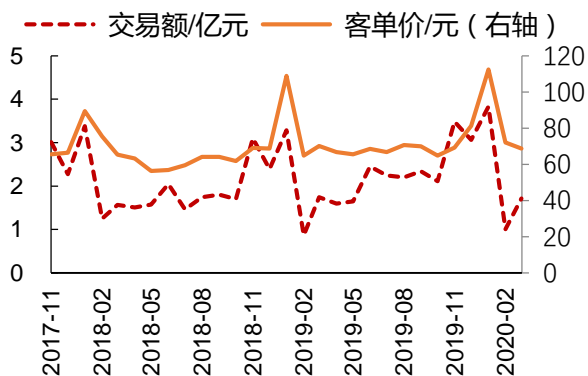
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 4：百草味淘宝天猫全网交易额及客单价



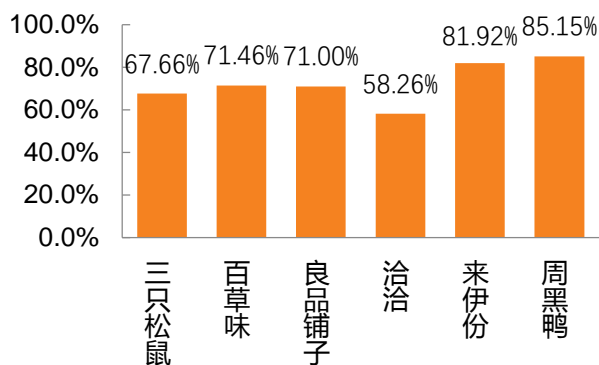
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 5：良品铺子淘宝天猫全网交易额及客单价



资料来源：独道数智，天风证券研究所

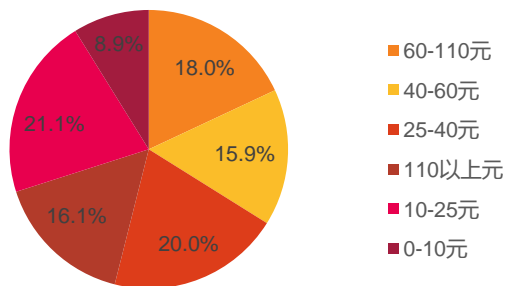
图 6：头部品牌 2020 年 3 月官方旗舰店销售占比



资料来源：独道数智，天风证券研究所

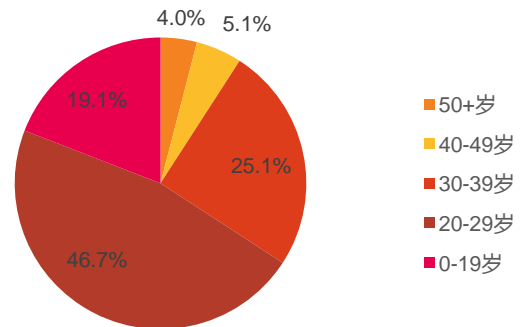
消费用户画像方面，休闲食品行业消费用户女性占比大，呈现年轻化特征，在中部、东部、南部分布较为集中。淘宝天猫休闲食品行业消费用户以女性为主，占比达 64.3%；线上用户呈现出年轻化的特征，年龄分布集中在 20-29 岁，该年龄段用户占据近半，30-39 及 0-19 年龄段次之，40 岁以上人群占比较小，合计仅为 9.1%；支付偏好中位数在 40 元前后，各价格区间分布较为平均，无明显特征，0-10 元区间占比最少，仅达 8.9%；用户地域分布上，2020 年 1 月数据显示，中部、东部、南部地区省份消费用户占比较大，广东以 9.54% 位列第一。具体到各个城市，杭州、重庆、上海、广州、成都位列前五，消费用户占比达 2.2%-2.5%。

图 7：行业消费用户支付偏好分布



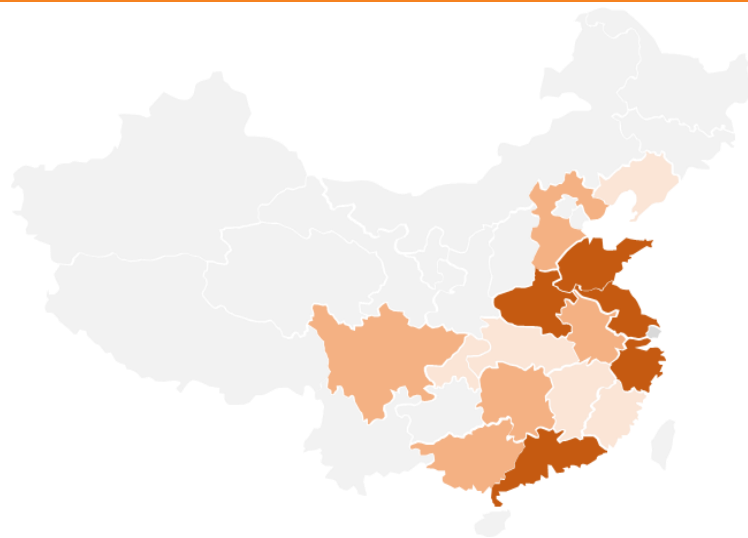
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 8：行业消费用户年龄属性分布



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 9：行业消费用户主要省份分布



资料来源：独道数智，天风证券研究所

1.1. 坚果炒货类：节后消费回落，消费者偏爱混合坚果

天猫淘宝坚果炒货类总成交额及大盘占比也具有显著的季节性特征，在春节期间达到高峰，节后回落。2020 年坚果炒货类成交额较去年同期有较大增长，1 月成交总额约 23 亿元，较去年同期增长 7.5%，3 月成交总额近 4 亿元，较去年同期增长 11.34%。自 2019 年 11 月起，坚果炒货类大盘占比以较大幅度持续上升，挤占其他类目份额占据细分类目第一，2020 年 1 月增长至顶峰 33.6%，节后随着礼盒装坚果需求下降，占比有所回落，3 月仅为 12.5%，位列第四。

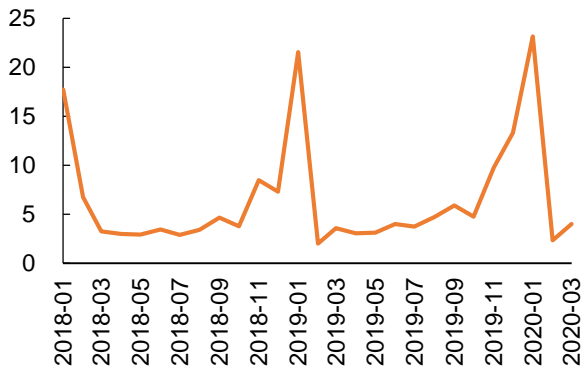
坚果炒货的下级细分类目中，春节期间消费者尤其偏爱混合坚果品类，其占比高达 55.6%，节后该比例有大幅下降，3 月混合坚果品类占比仅为 27.6%，但占比仍为细分类目首位，其余各细分类别则较为分散，瓜子、花生占比相对较大。

三只松鼠、百草味、良品铺子、洽洽、沃隆为坚果炒货类的五大头部品牌，其中三只松鼠龙头地位稳固，以 1.2 亿元的成交额与其他品牌之间拉开较大差距。消费者对于每日坚果产品的需求较大，2020 年 3 月坚果炒货类畅销前 5 名产品被各品牌的每日坚果 30 包礼盒装包揽。

由于每日坚果礼盒装客单价普遍较高，坚果炒货类的用户支付偏好相对行业大盘也处于较高水平，60-110 元占 21.3%，110 元以上占据 23.99%。坚果炒货类的用户中女性占比达 57.44%，

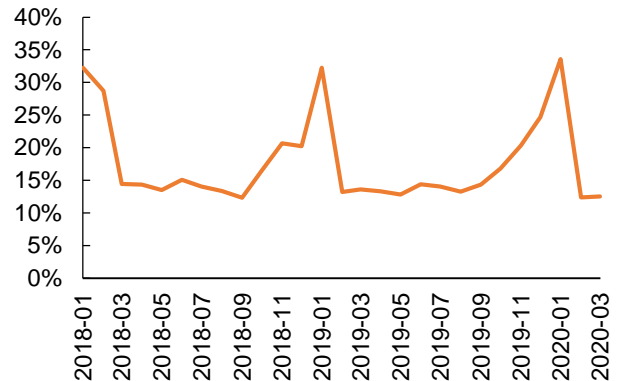
相较休闲食品行业整体而言，男女分布更为平均。年轻化特征更明显，用户集中分布在 20-29 年龄段，占比高达 51.37%，40 岁以上人群占比仅为 5.65%。

图 10：天猫淘宝坚果炒货类总成交额（单位：亿元）



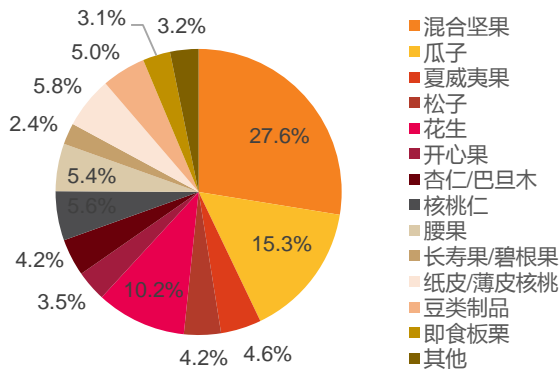
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 11：坚果炒货类大盘占比变化（单位：%）



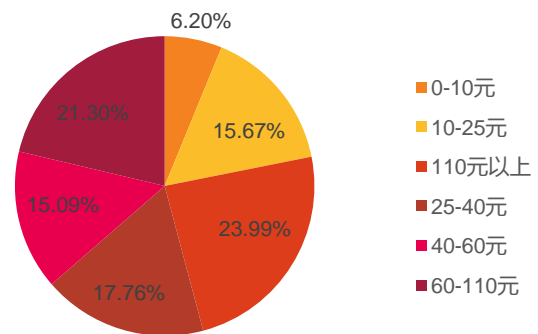
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 12：2020 年 3 月坚果炒货类下级细分类目占比



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 13：2020 年 3 月坚果炒货类用户消费偏好



资料来源：独道数智，天风证券研究所

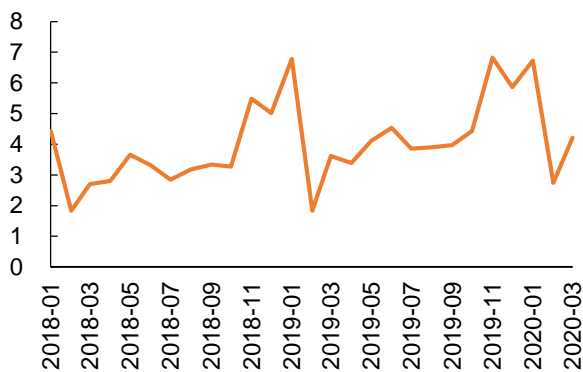
1.2. 饼干膨化类：大盘占比相对平稳，三只松鼠龙头地位稳固

饼干膨化类天猫淘宝全网成交额在双十一及春节期间达到高峰，随后回落。2020 年 3 月成交总额在 2 月的大幅下降后有所回升，约 4.2 亿元，较去年同期增长 16.63%。饼干膨化类大盘占比不具有明显的季节性特征，全年在 12%-21%之间波动，2020 年 3 月占比为 17.4%。消费者偏爱膨化食品，下级细分品类中膨化食品占比高达 40.56%。酥性饼干、夹心饼干、威化饼干次之，占比分别为 10.2%、9.95%、7.11%，其余细分品类占比较为分散。

品牌方面，2020 年 3 月，三只松鼠、旺旺、乐事占据品牌前三，除了三只松鼠始终以较大优势位列第一，2020 年 3 月交易金额达 0.53 亿元，其余品牌之间差距相对较小、竞争激烈，头部品牌排名变动较大。春节期间消费者对于大礼包类型产品的需求较大，2020 年 1 月饼干膨化类畅销款前 20 多数为礼盒装、大礼包商品，客单价较高。节后对礼盒装的需求有所回落。

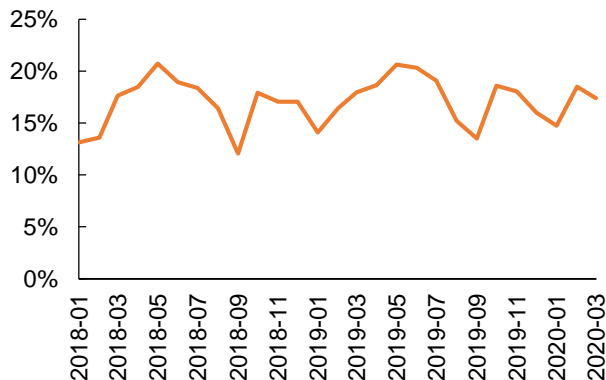
饼干膨化类消费用户中女性占比高达 66.69%，消费人群集中在 20-29 岁的年轻群体，占比为 45.55%，30-39 岁次之，占比达 34.12%。用户支付偏好上价格分布较为平均，10-25 元区间占比较大，达 21.67%。上海、杭州、广州为消费者占比城市前三。

图 14：天猫淘宝饼干膨化类总成交额（单位：亿元）



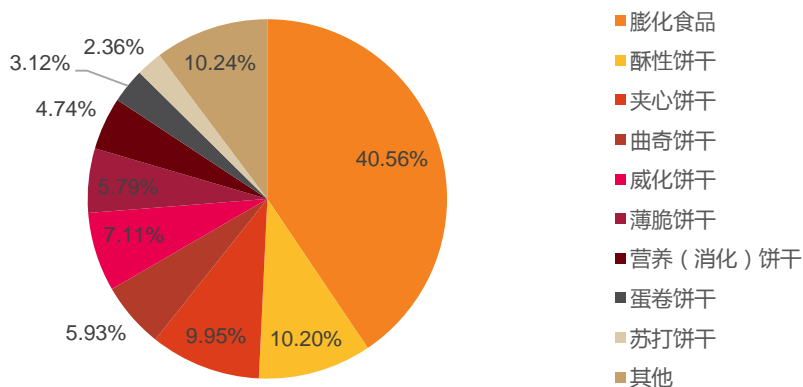
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 15：饼干膨化类大盘占比变化（单位：%）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 16：2020 年 3 月饼干膨化下级细分类目占比



资料来源：独道数智，天风证券研究所

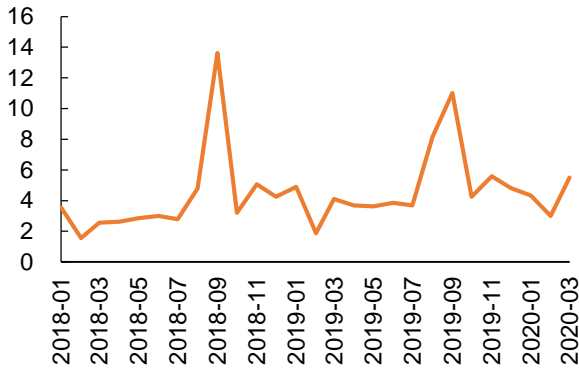
1.3. 糕点点心类：节日前后民俗糕点消费特点凸显

糕点点心类主要包括传统糕点、西式糕点及月饼三个细分类目。每年 9 月份前后由于中秋节吃月饼的传统习俗，月饼销售占比显著增加，2019 年 8-9 月月饼占比超 50%。同时，月饼销量带动糕点点心类总成交额及大盘占比达到一年中的最高峰，随后下降。而传统糕点消费在春节前后出现小高峰，其余时间段西式糕点占据半壁江山。

在中秋节前后（8-9 月），稻香村、美心、广州酒家、五芳斋等深耕月饼细分品类的品牌占据排名前列，其中稻香村位列第一。其余时间段，该品类主要细分商品为传统糕点、西式糕点，三只松鼠、良品铺子、欧贝拉等品牌占据前列。春节期间，产品包含许多年货的稻香村销售情况大幅上升，年货特产、传统糕点礼盒成为畅销商品。而 3 月临近清明，青团需求激增，高居畅销款商品前列。

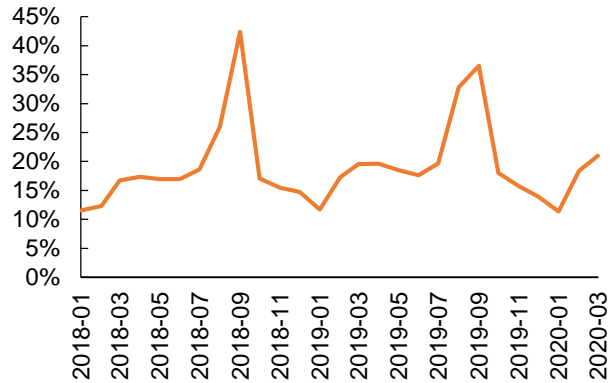
糕点点心类消费用户中女性占比高达 64.31%，消费人群集中在 20-29 岁的年轻群体，占比为 46.71%，各年龄段分布较整体行业更为平均。用户支付偏好上价格分布较为均匀，10-25 元区间占比较大，达 21.08%。杭州、重庆、上海为消费者占比城市前三。

图 17：天猫淘宝糕点点心类总成交额（单位：亿元）



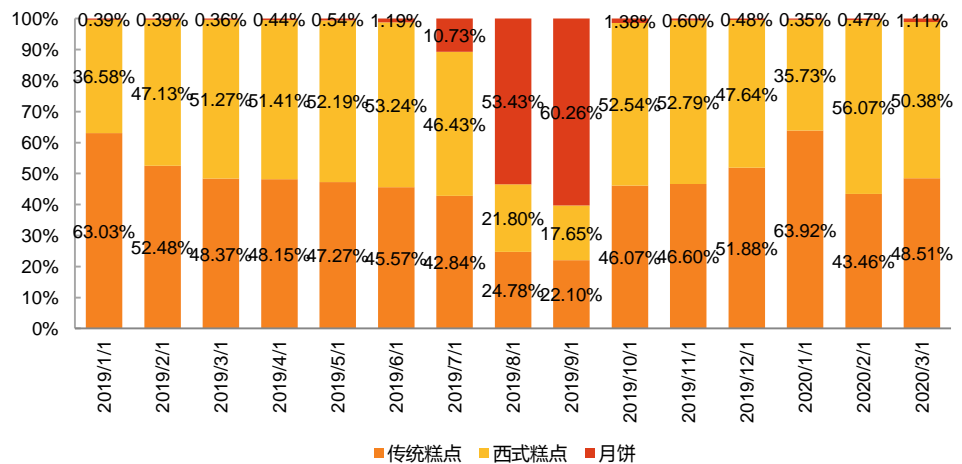
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 18：糕点点心类大盘占比变化（单位：%）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 19：糕点点心下级细分类目占比变化



资料来源：独道数智，天风证券研究所

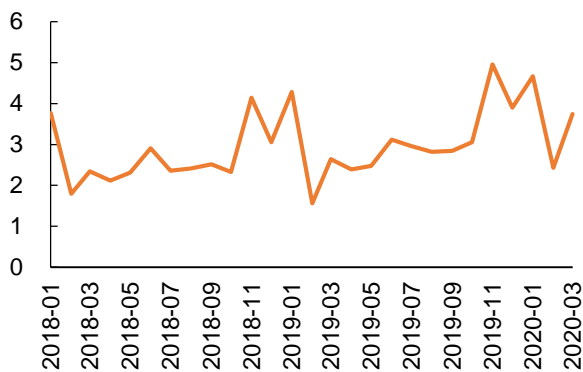
1.4. 卤味肉干类：整体平稳，支付偏好较高

卤味肉干类天猫淘宝全网成交额相对稳定，在双十一及春节期间出现小高峰，相较于大盘而言波动较小。2019 全年整体平稳上涨，2020 年 3 月成交总额春节后回升，达 3.74 亿元，相较去年同期增长 41.73%。卤味肉干类大盘占比不具有明显的季节性特征，全年在 10%-20% 之间波动，2020 年 3 月占比为 15.7%。下级细分类目中鸭肉、牛肉、猪肉、鸡肉为四个主要类目，其余细分品类占比较小且分散。

2020 年 3 月，三只松鼠、良品铺子、百草味、周黑鸭占据品牌前列。与三只松鼠在其他细分子类中的优势相比，在卤味肉干类，三只松鼠与良品铺子之间差距较小、竞争激烈，多数情况下三只松鼠以细微优势领先。

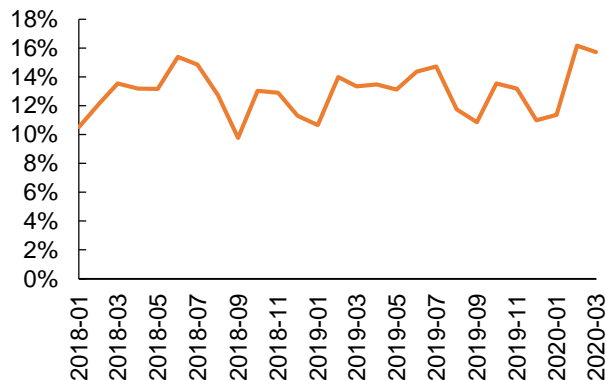
卤味肉干类消费用户中男女分布较为平衡，消费人群集中在 20-29 岁的年轻群体，占比高达 48.51%，30-39 岁次之，占比达 26.49%。用户支付偏好上价格分布较休闲食品整体偏高，110 元以上区间占比较大，达 26.69%，中位数在 60 元前后。杭州、成都、重庆为消费者占比城市前三。

图 20：天猫淘宝卤味肉干类总成交额（单位：亿元）



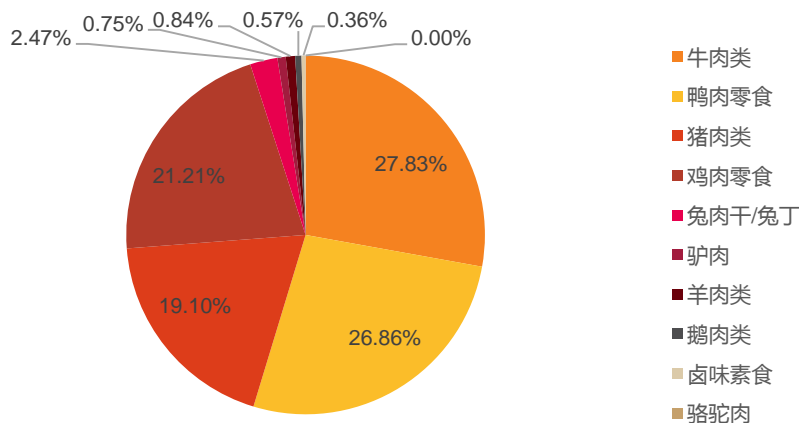
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 21：卤味肉干类大盘占比变化（单位：%）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 22：2020 年 3 月卤味肉干类下级细分品类占比



资料来源：独道数智，天风证券研究所

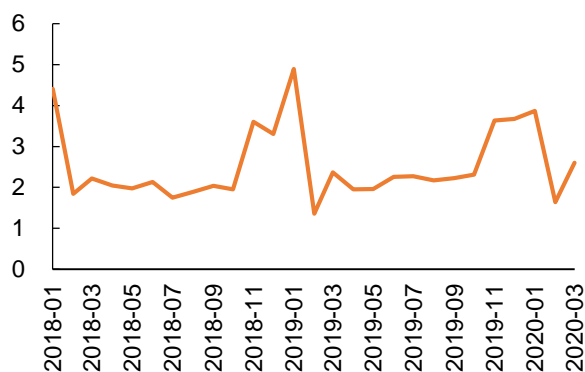
1.5. 蜜饯果干类：春节期间出现交易额小高峰，头部品牌竞争激烈

蜜饯果干类天猫淘宝全网成交额在春节期间出现小高峰，2020 年 3 月成交总额约 2.6 亿元，相较去年同期有所增长。蜜饯果干类大盘占比不具有明显的季节性特征，全年在 8%-14% 之间波动，2020 年 3 月占比为 11.3%。下级细分类目中枣类制品、芒果干、梅类制品、槟榔为热门类目，其中枣类占比 3 月虽有所回落但仍以 19.07% 位列第一。

2020 年 3 月，三只松鼠、口味王、百草味、良品铺子位列品牌前四。在蜜饯果干类，头部品牌之间竞争激烈，多数情况下三只松鼠以细微优势领先。其中口味王客单价远高于其他品牌。

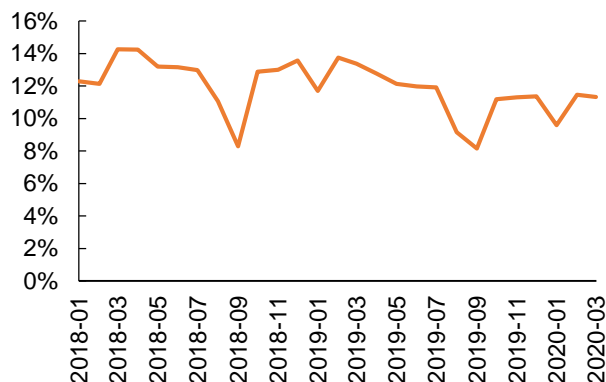
蜜饯果干类消费用户中女性以 68.45% 远超男性 (27.82%)，消费人群集中在 20-39 岁的年轻群体，合计占比高达 72.91%。用户支付偏好上价格分布较为平均，10-25 元区间占比较大，达 20.4%，中位数在 40 元前后。广州、武汉、杭州为消费用户占比城市前三。

图 23：天猫淘宝蜜饯果干类总成交额（单位：亿元）



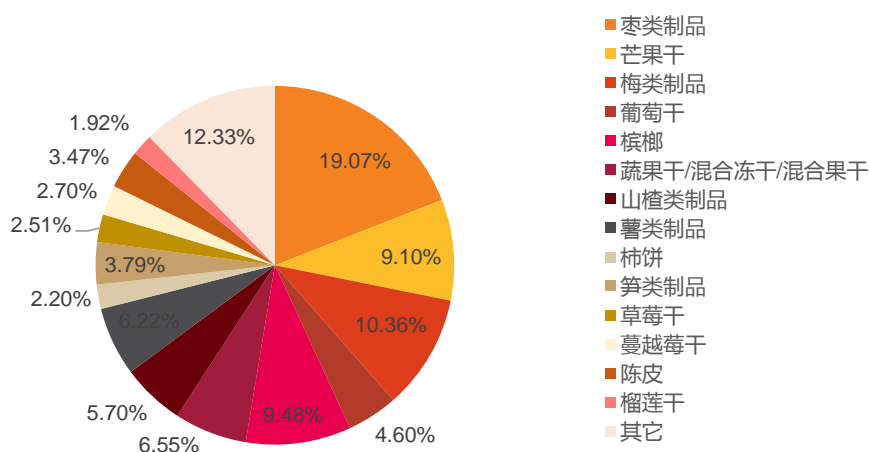
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 24：蜜饯果干类大盘占比变化（单位：%）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 25：2020 年 3 月蜜饯果干类下级细分品类占比



资料来源：独道数智，天风证券研究所

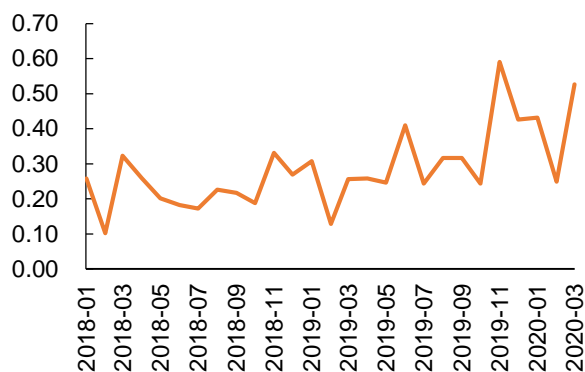
1.6. 奶酪乳制品：线上消费以奶酪为主，百吉福龙头地位稳固

奶酪乳制品在大盘中占比较小，在 1% 上下细微波动，2020 年 3 月占比为 1.3%。虽然规模小但奶酪乳制品品类增速较大，2019 年整体平稳增长，2020 年 3 月天猫淘宝全网成交额约为 0.53 亿元，较去年同期增长 105.33%，订单数 81.99 万单，同比增长 69.8%，客单价提高 20.93%，销售额主要以销售量贡献，行业仍处于快速扩张期。

线上奶酪乳制品购买以奶酪为主，占比高达 73.34%。2020 年 3 月畅销产品也以奶酪为主，且儿童奶酪棒为主要畅销品。百吉福、妙可蓝多、伊利三大品牌稳居前三，2020 年 3 月百吉福全网交易总额为 1561.8 万元，妙可蓝多 966.6 万元、伊利 697.8 万元。

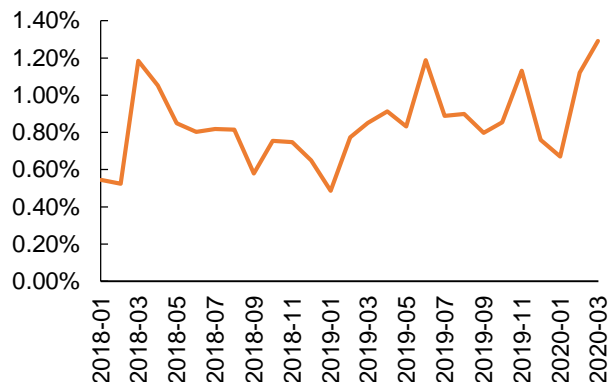
奶酪乳制品天猫淘宝消费用户中女性以 69.5% 远超男性（24.7%），消费人群集中在 20-39 岁的年轻群体，合计占比高达 74.72%。用户支付偏好上价格分布较高，110 元以上区间占比较大，达 20.84%，中位数在 40-60 元之间。杭州、上海、北京为消费用户占比城市前三。

图 26：天猫淘宝奶酪乳制品总成交额（单位：亿元）



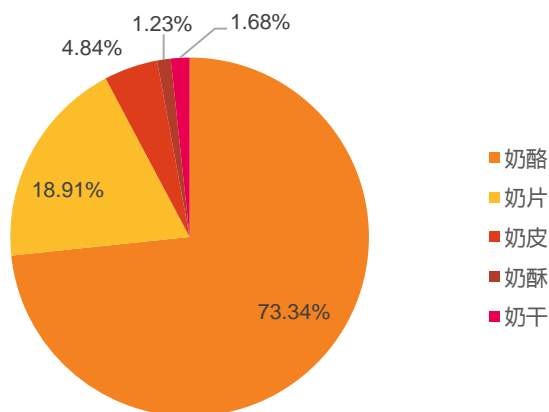
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 27：奶酪乳制品大盘占比变化（单位：%）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 28：2020 年 3 月奶酪乳制品下级细分类目占比



资料来源：独道数智，天风证券研究所

投资建议

目前休闲食品行业线上消费仍处于快速增长的时期，但是行业格局较为分散，头部企业由于其品牌运营能力强，渠道铺设速度快，产品推出具优势，线上销售预计未来行业集中度将进一步提升，看好各品类头部企业发展。

看好位于较多品类龙头地位的三只松鼠、以及高端零食定位的良品铺子，同时建议关注专注于奶酪品类高速成长的妙可蓝多、蜜饯果干类头部企业好想你。

风险提示

消费者习惯发生重大变化：目前休闲零食类线上销售份额较大，未来消费者若从线上转移至线下，消费习惯出现重大变化，会对只专注于线上运营的品牌造成冲击。

行业竞争恶化：目前行业头部竞争较为激烈，产品同质化程度较高，若未来行业竞争恶化、引发价格战，将对公司的盈利能力造成影响。

运营成本进一步加剧：目前线上的获客成本较高，若运营成本进一步加剧，将为线上品牌的市场拓展带来压力和阻碍。

食品安全问题：如果出现食品安全问题，将对整个行业的发展前景、竞争格局造成很大的影响，行业发展节奏将被打乱。

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com