

食品饮料

看复合调味料的川渝之争

目前我国复合调味料行业尚处导入期，其中火锅底料是发展最成熟的子行业，而川渝地区作为火锅发源地，历史最为悠久，为我们的研究提供了优质样本。我们试图透视川渝地区的火锅调味料行业发展现状，对全国复合调味料未来发展趋势稍做探讨。

1) 复合调味料竞争格局将如何演变？

目前复合调味料行业尚处发展导入期，竞争格局较为分散，川渝地区仍充斥较多小型规模的火锅底料厂。此类小型厂商依靠缩减品控及研发投入，实现成本节约，从而填补自动化水平及原材料采购等方面的成本劣势，在监管较为宽松的背景下，实现相对自由发展。经过调研，我们认为：**1) 市场低估了连锁餐饮对复合调味料的需求空间**，重庆地区部分连锁餐饮（门店数量个位数）会自建火锅底料工厂，同时为其他小型餐饮企业提供代加工服务，验证了小型连锁餐饮对于调味品外包生产的需求。**2) 行业集中度提升空间巨大**。随着行业发展进入整合调整期，监管趋严及餐饮连锁化率提升背景下，小型厂商以丧失长期发展优势为代价而实现的短期发展将难以为继，从而为行业集中度提升创造空间。

2) 透视复合调味料的川渝之争

川渝地区作为复合调味料发展最为成熟的区域，卧虎藏龙。我们对川渝地区主要复合调味料生产厂商的主要情况进行详细对比，得出以下结论：**1) 产品定位**：天味食品一方面利用大红袍收割中端市场份额，同时打造好人家品牌实现高端市场抢位，双品牌优势凸显；**2) 产能扩建**：目前川渝主要企业均积极进行产能扩建，但产能扩建幅度多小于上市公司天味食品。我们认为天味食品在行业发展初期率先上市，利用资本驱动，具有明显的先发优势。**3) 餐饮渠道**：以B端布局为主的品牌重视产品研发及服务，产品SKU远超C端布局为主的品牌。**商超渠道**：重庆地区各品牌竞争进入白热化状态。综合而言，天味食品终端费用投放及宣传力度最大，上市公司背书为导购人员的重要推荐理由之一。

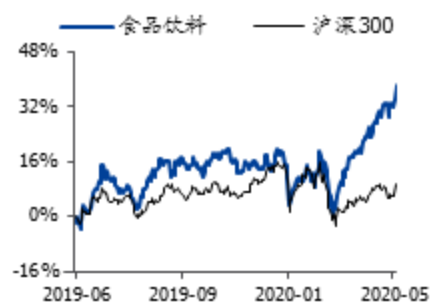
3) 突围之道：B端看产品+服务，C端看营销+渠道

由于复合调味料属性特殊以及B、C两端需求存在差异，我们认为复合调味料公司在B、C两端的突围之道也不尽相同。我们选取食品饮料行业主要上市公司的财务指标进行对比，针对该问题加以分析和探讨。**从销售费用投放的角度来看**，千禾味业、天味食品、中炬高新及恒顺醋业等C端龙头的销售费用率呈现稳步上升态势，而颐海国际、日辰股份及安井食品等B端为主的企业销售费用率近年来持续下行。**从研发费用投入的角度来看**，日辰股份作为定制餐调的代表企业，其研发人员占比及研发费用率均在同行中处于高位。**从渠道布局角度来看**，C端布局较多的企业将更为重视渠道网络的建设，从而增强消费者触达。综上，我们认为对于复合调味料而言，以研发为基础的产品多元化发展是基础，为餐饮提供新口味开发服务是切入B端的重要手段，同时品牌营销及渠道建设是扩大C端市占率的核心途径。

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧；原材料价格波动。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：复合调味料是一门怎样的生意？》
2020-05-26
- 2、《食品饮料：本周专题：江苏白酒实地走访情况反馈》
2020-05-23
- 3、《食品饮料：本周专题：安徽草根调研反馈》
2020-05-17



内容目录

1、复合调味料竞争格局将如何演变？	3
2、透视复合调味料的川渝之争	5
3、突围之道：B端看产品+服务，C端看营销+渠道	8
4、风险提示	10

图表目录

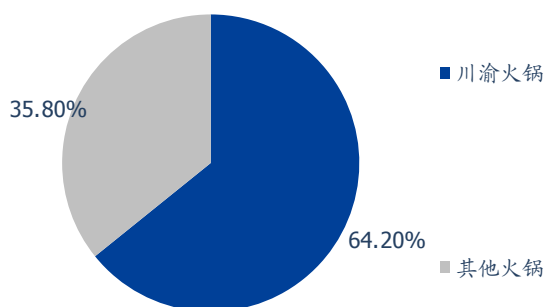
图表 1: 全国火锅派系占比情况（截至 2018 年底）	3
图表 2: TOP10 省份火锅门店数量占比情况（截至 2018 年底）	3
图表 3: 火锅餐饮企业及火锅底料厂的供需关系图	4
图表 4: 中国和美国 TOP50 餐饮品牌门店规模分布情况	4
图表 5: 火锅行业品牌数量占比及市场规模竞争格局	4
图表 6: 目前我国的餐饮连锁化率相较于外国仍有较大提升空间	5
图表 7: 火锅餐饮企业连锁化率趋势显现	5
图表 8: 川渝地区主要品牌对比	5
图表 9: 各品牌产品线上销售价格带对比	6
图表 10: 川渝地区部分公司产能情况对比	6
图表 11: 川渝地区各公司的研发能力及研发投入对比	7
图表 12: 重庆地区某永辉超市火锅底料销售情况	8
图表 13: C端布局为主的企业销售费用率情况	8
图表 14: B端布局为主的企业销售费用率情况	8
图表 15: 广宣及促销费用在整体销售费用中的占比	9
图表 16: 中炬高新广告费用在销售费用中的占比	9
图表 17: 各公司研发人员占比对比	9
图表 18: 各公司研发费用率情况对比	9
图表 19: 食品饮料行业各公司经销商数量变动对比（个）	10

1、复合调味料竞争格局将如何演变？

目前我国复合调味料行业尚处导入期，其中火锅底料是发展最成熟的子行业，而川渝地区作为火锅发源地，历史最为悠久。我们试图透视川渝地区的火锅调味料行业发展现状，对全国复合调味料未来发展趋势稍做探讨。

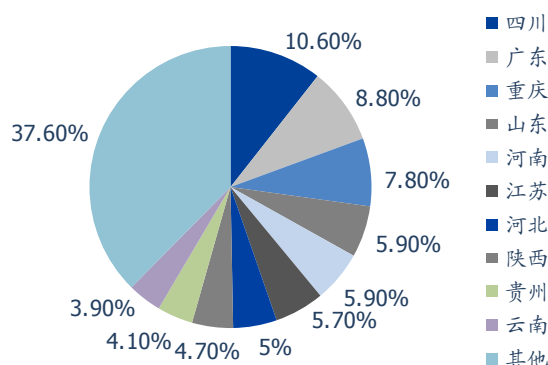
川渝地区包括四川和重庆两地，别称“巴蜀”。该地区位于中国西南部，地处内陆盆地，素有“天府之国”之称。2018 年，川渝两地总人口 1.14 亿，总面积 56.84 万平方公里。作为火锅行业的发源地，《华阳国志·蜀志》中记载，蜀人具有“尚滋味”“好辛香”的饮食习俗，也造就如今川菜“一菜一格，百菜百味”、“清鲜醇浓，麻辣辛香”的特点。根据前瞻产业研究院的统计，截至 2018 年底，全国火锅店数量近 40 万家，其中四川省内火锅门店数约为 4 万家（占比 10.6%），重庆市内约为 3 万家（占比 7.8%），巴蜀地区成为全国复合调味料发展最为成熟的区域。从全国来看，川渝火锅派系以高达 64.2%，占据半壁江山。

图表 1：全国火锅派系占比情况（截至 2018 年底）



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

图表 2：TOP10 省份火锅门店数量占比情况（截至 2018 年底）



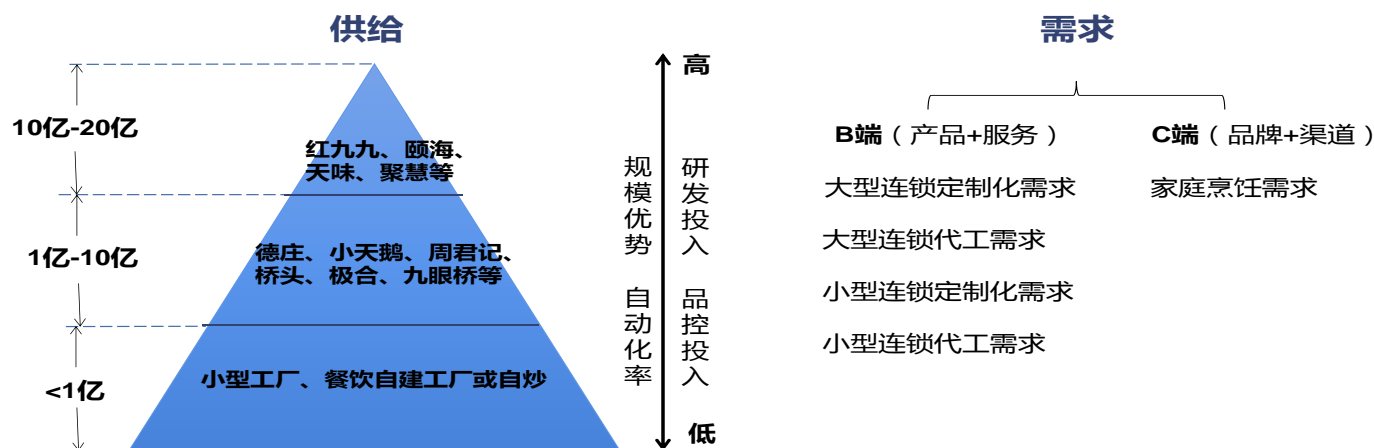
资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

近日，我们走访了川渝地区部分火锅底料厂，以深入了解火锅底料厂的运作模式及生存现状。

我们从整个火锅底料产业链的供需角度来看：供给端，除天味食品、红九九等相对大型火锅底料厂以外，川渝地区仍充斥较多小型规模的火锅底料厂，按营收规模由大到小排序，火锅底料厂商数量呈金字塔型。需求端，B 端连锁餐饮为复合调味料的主要需求方，其中大型连锁餐饮主要为定制化需求，小型连锁餐饮主要为代加工需求。

从经济角度来看：餐饮自己炒 < 小型火锅底料厂 < 规模优势明显的大型火锅底料厂。相较于各餐饮自己进行火锅底料炒制，小型火锅厂生产有利于规模优势的释放，同时随着规模的进一步扩大，大型火锅底料厂在成本采购、自动化程度高等优势会进一步凸显。根据调研，重庆地区部分连锁餐饮（连锁数量个位数）会自建火锅底料工厂，同时为其他餐饮企业提供代加工服务，自发形成一种类似于“共享模式”的调味品厂，印证了小型连锁对于复合调味品生产外包的需求以及生产外包的经济性。

图表 3: 火锅餐饮企业及火锅底料厂的供需关系图



资料来源: 国盛证券研究所整理

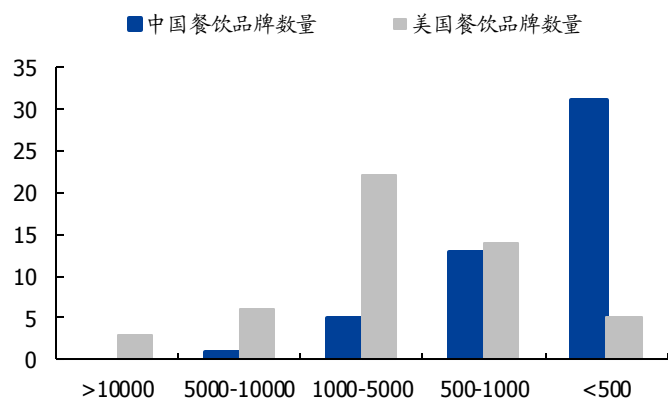
自由发展的背景下, 如何从行业变迁角度来看竞争格局演变?

目前川渝地区行业监管仍较为宽松, 小型火锅底料厂呈现自由发展状态。但从调研情况来看, 小型厂商对研发投入较少甚至无研发投入, 多采取市场跟随策略, 对市场热销产品进行复制模仿。此外, 小型厂商品控投入较低, 无正式品控人员现象较为普遍。同时, 自动化水平低、产能利用率低、原材料采购缺乏规模优势等均为小型厂商的通病, 其以丧失未来发展优势 (品控、研发) 的代价, 实现成本节约, 从而填补基础设施方面的成本劣势, 为目前的盈利水平提供基础。我们认为随着行业发展进入整合调整期, 小型厂商的生存困境将日渐凸显, 从而为行业集中度提升创造空间。对于中大型厂商如何实现战略性突围, 我们将在后文进行详述。

我们认为监管趋严及餐饮连锁化率提升是驱动行业整合的重要因素:

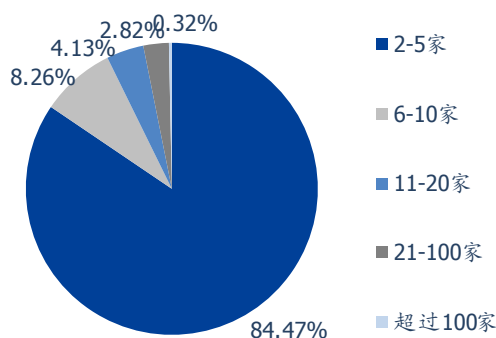
从需求角度来看: B端餐饮行业监管趋严为发展趋势, 同时我国餐饮连锁化率仍有较大的提升空间。C端消费升级带来的品牌意识觉醒, 需求有望向头部企业集中。根据前瞻产业研究院的数据, 我国火锅行业品牌连锁化率较低, 连锁门店超过 100 家的火锅餐饮品牌数量占比仅约 0.32%, 而 2-5 家连锁门店餐饮品牌数占比高达 84.5%。我们认为, 随着连锁化率的提升, 定制化服务的重要性开始凸显, 同时调味品需求量增加, 将共同推动连锁餐饮企业选择更大规模的调味品供应商。在供给端, 目前复合调味品的监管标准出台速度尚不及新品推陈出新速度, 随着监管日趋完善, 行业供给也有望加速出清。

图表 4: 中国和美国 TOP50 餐饮品牌门店规模分布情况 (个)



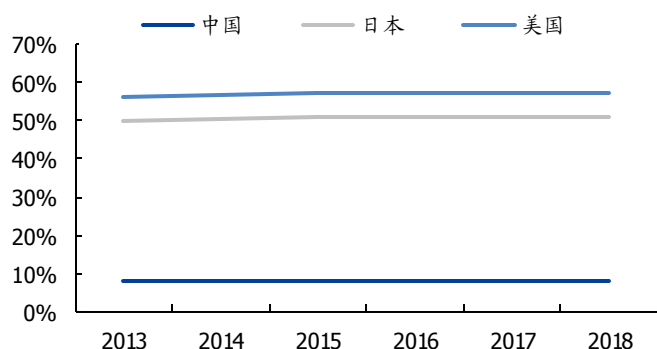
资料来源: 餐数, 国盛证券研究所

图表 5: 火锅行业品牌数量占比及市场规模竞争格局



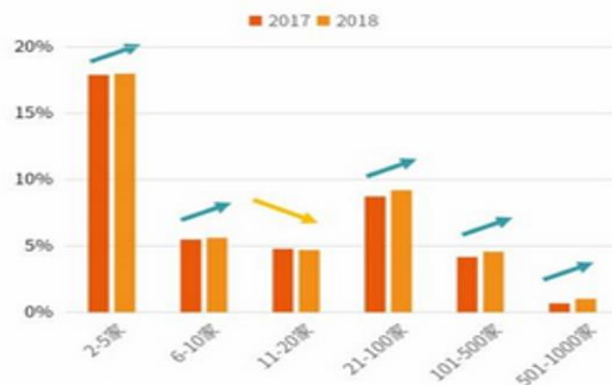
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 6: 目前我国的餐饮连锁化率相较于外国仍有较大提升空间



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

图表 7: 火锅餐饮企业连锁化率趋势显现



资料来源: 辰智餐饮数据库, 中国餐饮产业研究院, 国盛证券研究所

综上, 我们认为: **1) 市场低估了连锁餐饮对复合调味料的需求空间**, 目前小型连锁餐饮间形成的“共享模式”验证其对于调味品外包生产的需求。**2) 行业集中度提升空间巨大**, 小型火锅底料厂有利于连锁餐饮调味品使用习惯培育, 实现行业的快速扩容, 但随着行业发展成熟, 低研发及品控投入的方式必将不可持续, 为行业集中度提升创造空间。

2、透视复合调味料的川渝之争

川渝地区作为复合调味料发展最为成熟的区域, 卧虎藏龙。整体而言, 从火锅的“麻、辣、鲜、香”口味角度来看, 四川地区的主要品牌产品突出“鲜、香”、重庆地区的主要品牌产品以“麻、辣”为主, 因此四川地区品牌相较于重庆品牌口感偏“柔”, 相对易于全国化拓张。

我们对川渝地区的主要火锅底料调味品厂商进行对比, 重庆红九九及聚慧食品是 B 端的主要代表企业, 营收规模均超 10 亿元, 天味、桥头、名扬等是主要的 C 端代表品牌。从产品的定位来看, 好人家及名扬定位相对高端, 大红袍、好人家、德庄及磁器口定位偏中高端, 其他品牌如小天鹅、乡媳妇、周君记等定价相对偏低。通过对比, 从产品定位来看, 我们认为天味一方面利用大红袍收割中端市场份额, 同时打造好人家品牌实现高端市场抢位, 双品牌优势凸显。

图表 8: 川渝地区主要品牌对比

品牌	成立时间	成立地点	销售规模	注册规模(万元)	员工数量(人)	主要渠道
红九九	1992 年	重庆市	十几个亿	300	100-199	B 端
聚慧	2008 年	重庆市	十几个亿	5000	2999	B 端
天味	2007 年	成都市	17 亿	59907	1868	C 端
小天鹅	2004 年	重庆市	大几个亿	2000	100	B/C 端
名扬	2002 年	成都市	不到 5 亿	2000	300	C 端
桥头	1997 年	重庆市	3 亿	372	—	C 端
周君记	1997 年	重庆市	3 个亿	1100	301 - 500	C 端
磁器口	2014 年	重庆市	—	1000	—	C 端
乡媳妇	2017 年	重庆市	1000 万+	100	100	C 端

资料来源: 企查查, 各公司官网, 国盛证券研究所

图表 9: 各品牌产品线上销售价格带对比

品牌名称	价格带 (元/500g)	产品特点	口味特点
大红袍	主要价格带: 36-40	以中端产品为主, 除牛油、清油、清汤三大主力系列, 同时推出三鲜、清真等具备差异化的产品试图覆盖更多人群	主打川式麻辣风味
好人家	41-50	定位高于大红袍	主打川式麻辣风味
德庄	28-33	以中低端产品为主	主打重庆麻辣风味
桥头	36-40	以中端产品为主	主打重庆麻辣风味
名扬	45左右	以中高端产品为主, 手工火锅为主	主打川式麻辣风味
磁器口	35-41	以中端产品为主, 围绕牛油、清油产品系列通过不同规格构建不同SKU	主打川式、重庆麻辣、微辣风味
乡媳妇	25-31	定位偏低端, 围绕牛油、清油产品系列通过不同规格构建不同SKU	主打重庆麻辣风味
小天鹅	15-32	定位偏低端, 牛油、清油为主, 同时推出番茄、鸳鸯等底料产品	主打重庆麻辣风味, 温和多样
周君记	22-29	定位偏低端, 牛油、清油为两大主力系列, 同时推出三鲜、牛羊、清汤等产品	主打重庆麻辣风味, 温和多样

资料来源: 天猫商城, 国盛证券研究所

从产能扩建角度来看, 目前川渝地区企业均积极进行产能扩建、“跑马圈地”。据我们跟踪的主要公司的情况来看, 绝大多数产能扩建幅度远小于上市公司天味食品。根据天味食品公司公告, 2022 年其产能预计均将达到 31.8 万吨, 相较于上市前的 9 万吨产能, 明显扩充。我们认为天味食品在行业发展初期率先上市, 受益资本驱动, 加快跑马圈地进程, 具有明显的先发优势。

图表 10: 川渝地区部分公司产能情况对比

品牌	产能情况
天味	2018年产能约9万吨, 2019年招股说明书披露将新建产能3.8万吨(建设期两年), 2020年5月公告, 计划将再次新建产能19万吨, 预计2022年产能超31.8万吨。
聚慧	2018年9月, 聚慧食品拟在涪陵建设火锅食材保税加工贸易基地和调味品智能加工贸易基地, 总投资7.5亿元, 实现年进出口火锅食材18万吨, 年加工产值24亿元人民币。调味品智能加工贸易基地选址于涪陵新城区, 总投资17.3亿元, 建筑面积约34万m ² , 规划建设重庆火锅食品工业大厦、加工厂房及配套功能设施, 布局重庆火锅食品工业创新研究院, 建设火锅底料、火锅调味品生产线38条, 年产火锅底料和火锅调味品 34万吨 , 年产值70亿元, 总部结算额30亿元。
极合	公司在重庆巴南、重庆綦江建立了两大标准化生产基地。
德庄	2020年4月, 德庄麻辣食品文化创意产业园开工建设, 项目总投资1亿元, 扩建面积2.1万平方米, 同时对园区原有建筑、环境全面升级改造。项目建设期为18个月, 建成后, 德庄集团高品质复合调味品年产能达 2.5万吨 。
桥头	2015年3月, 公司在德感工业园厂区破土动工, 全面引进自动化生产线。2018年9月, 公司位于德感工业园的厂区完成建设, 生产线20多条, 最大年产量可达到 10万吨 , 全部产能达到后可实现年产值10亿元。
九眼桥	2019年公司投资占地100多亩的眉山味道工业基地(亚洲最大单体复合料工厂)。
周君记	占地40余亩, 建筑面积30800平方, 年产能超 3万吨 。
小天鹅	2002年在重庆市渝北区现代农业园区新征土地近20亩, 建成标准厂房9000平方, 年产各类调味品 0.3万吨 ; 建成检测研发中心300平米。

资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

目前,天味食品仍以**C端**经销商渠道为主,但开始以定制餐调业务作为切入点进军**B端**。我们试图分析**B、C**两端的竞争对手,从而透视复合调味料的川渝之争。

分渠道来看,产品(研发)+服务为抢占餐饮渠道的核心。我们选取了川渝地区的主要B端火锅调料供应商做对比,发现各品牌均强化研发投入,其中聚慧品牌SKU多达4000余种,我们认为以研发为基础的多元产品供应为关键。根据调研,聚慧食品拥有研发人员约300余人,其中100人主要负责产品研发、100人主要负责对接餐饮渠道的服务、100人主要负责原料采购。用强有力的研发能力支撑新品开拓,并为餐饮客户提供菜品开发服务,从而在餐饮渠道中抢占先机。相较于B端代表企业,C端复合调味品企业(天味食品、乡媳妇等)SKU显著较少,但天味食品SKU仍高于C端竞品。

图表 11: 川渝地区各公司的研发能力及研发投入对比

	研发能力	SKU
天味	公司目前拥有发明专利12项。每年新申请发明专利8项以上,每年在国家核心期刊发表专业论文2-3篇。2019年研发人员107人,研发费用率1.5%。	C端为主, 100+
聚慧	公司分别在重庆、成都、北京、上海、广州、香港、纽约、悉尼设立应用研发中心,服务于国内外数千家餐饮连锁及食品工业企业。在行业内率先开发了以研发为核心的,以客户需求为基础的工厂定制化生产模式(C2F)。公司拥有省级研发技术中心一个,其中工程师18人,大专及同等以上学历占68%。	B端, 4000+
极合	公司拥有独立的研发中心,高薪聘请川味调料研发专家,组建带领一支专业的研发技术团队。公司从成立到现在独立开发产品配方400个以上。	B端, 400+
德庄	公司坚持科技创新,2000年研发出生物酶嫩化技术,获得“全国商业科技进步奖”,成功推出的“德庄毛肚”彻底解决了“火锅毛肚”安全的问题。用时7年,研发出具有多项专利技术的“李氏辣度”,统一辣度量标准,并于2018年成为了重庆市地方标准。	——
小天鹅	2002年公司投资建成检测研发中心300平米,成为集开发、生产、销售及配送各种特色食品为一体的现代化企业。	——
乡媳妇	公司为进一步丰富产品类别,未来三年,将投资1.5亿元建造一家现代化的农产品加工基地。	C端, 70+

资料来源:各公司官网,国盛证券研究所

线下商超渠道:营销+渠道推广为关键。我们近日对重庆地区商超进行草根调研。各品牌间的竞争进入白热化状态。**从铺货角度来看**,火锅底料密集,品牌众多,在铺货面积上,各品牌并无明显优势,其中天味食品的好人家品牌为主推品牌,好人家全型牛油火锅底料为主推产品,大红袍品牌产品至于货架偏底层。川菜调料区域以好人家品牌为主,且品类最为齐全。**从导购数量及布局上来看**,主要品牌如名扬、桥头、秋霞、德庄、好人家均配备导购人员,其中好人家两位导购(一个主要负责川调,一个主要负责火锅底料,两人相互配合),其他品牌每家一位导购人员。磁器口等其余小品牌未配备导购人员。川调区域未见除好人家外的其他导购人员。**从促销力度上看**,天味食品采取买赠的销售措施,赠送力度较大,桥头及名扬的促销方式为折扣优惠,其他品牌未见促销。

综合而言,天味食品终端费用投放及宣传力度最大,上市公司背书为导购人员的重要推荐理由之一。

图表 12: 重庆地区某永辉超市火锅底料销售情况

品牌	产品	货龄(月)	规格(g)	价格(元)	导购人员(名)	备注
好人家	手工牛油老火锅底料(整块)	2.5	500	38.9	2(一名主要负责火锅底料,一名主要负责川菜调料,且相互配合)	买一袋赠送两袋麻辣香锅调料
	手工牛油老火锅底料(分四块)	2.5	360	29.9		买一袋赠送一袋麻辣香锅调料
	麻辣香锅调料	5.5	110	——		赠品
	大红袍	3.5	400	18.9		买两袋赠送一袋麻辣香锅调料
名扬	手工牛油火锅	2.5	500	25.8	1	原价29.8元,优惠4元
德庄	重庆老火锅底料	4.5	500	28.9	1	
桥头	老火锅底料	2	280	16.9	1	优惠约4-5元
秋霞	重庆手工火锅底料	2.5	460	23.9	1	

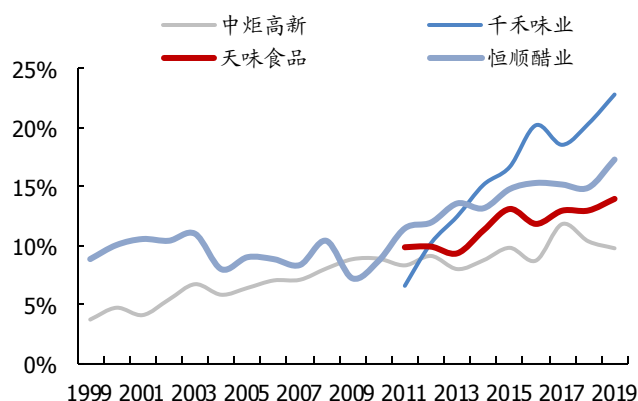
资料来源:草根调研,国盛证券研究所

3、突围之道：B端看产品+服务，C端看营销+渠道

由于复合调味料属性特殊以及 B、C 两端需求存在差异，我们认为复合调味料公司在 B、C 两端的突围之道也不尽相同。我们选取主要上市公司的财务指标情况进行对比，针对该问题加以探讨和验证。

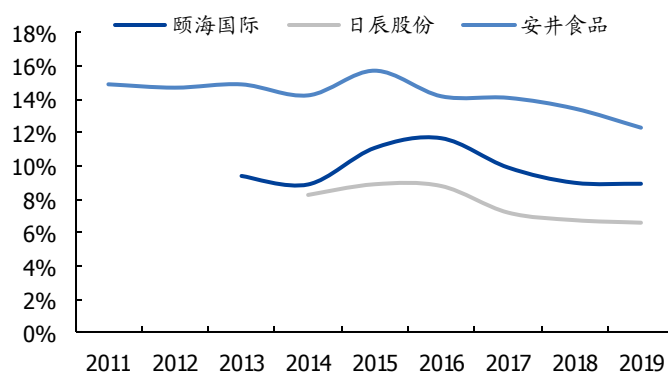
从销售费用投放的角度来看，我们选取 B 端、C 端渠道布局的代表公司进行分析，可以发现千禾味业、天味食品、中炬高新及恒顺醋业等 C 端龙头的销售费用率呈现稳步上升态势，而颐海国际、日辰股份及安井食品的销售费用率近年来持续下行。另外我们选取广告宣传及促销费用在销售费用中的占比作为衡量标准之一，可见天味食品销售费用中广宣及促销费用占比最高，在行业扩容期加速对 C 端市场“跑马圈地”。同时，同样作为复合调味品代表公司的日辰股份，由于主要以 B 端布局为主，因此广宣及促销费用在销售费用中的占比远低于同行水平。

图表 13: C 端布局为主的企业销售费用率情况



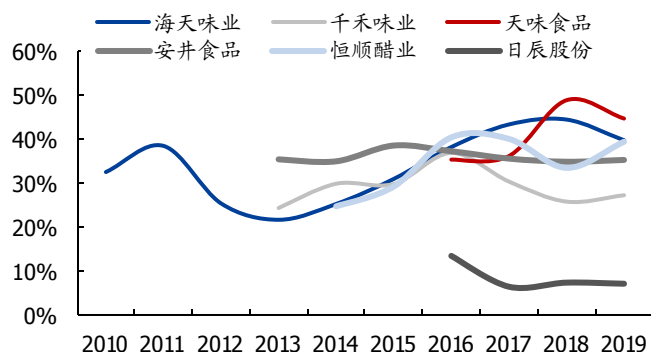
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: B 端布局为主的企业销售费用率情况



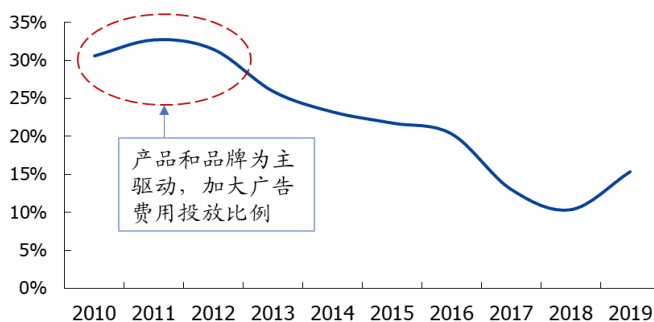
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 广告及促销费用在整体销售费用中的占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 安井食品统计口径中包含进场费)

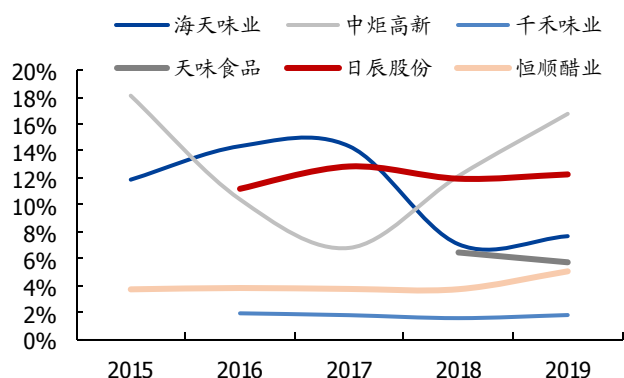
图表 16: 中炬高新广告费用在销售费用中的占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 中炬高新促销费用披露口径有变更, 在此仅计算广告费用在销售费用中的占比)

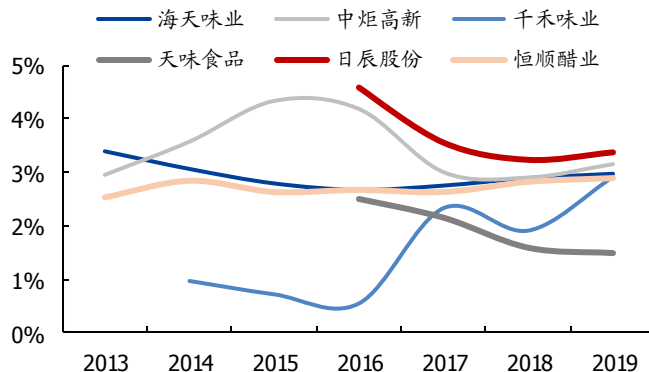
从研发费用投入的角度来看, 日辰股份作为定制餐调的代表企业, 其研发人员占比及研发费用率均在同行中处于高位。日辰股份通过不断进行新品研发, 为餐饮客户开发新口味, 从而创造餐饮渠道客户开拓的可能性。(注: 在日辰股份的定制餐调运作模式中, 研发团队中一部分成员充当销售的角色, 与餐饮企业对接, 提供服务)

图表 17: 各公司研发人员占比对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

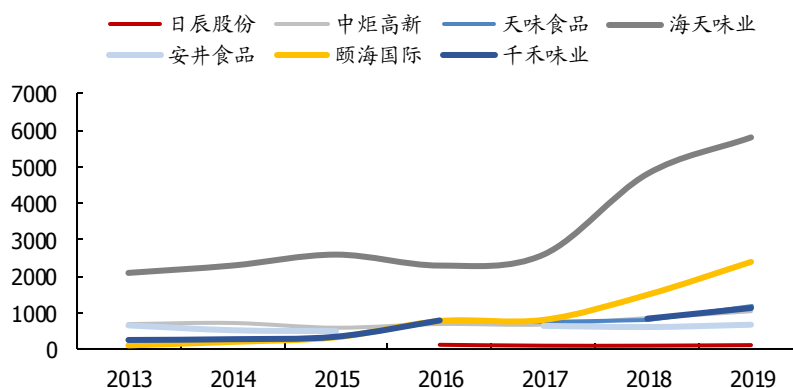
图表 18: 各公司研发费用率情况对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从渠道角度来看, C 端布局较多的企业将更为重视渠道网络的建设, 从而增强消费者触达。同时, B 端布局为主的企业在往 C 端转移过程中, 通常也会伴随着经销商数量的快速增加。

图表 19: 食品饮料行业各公司经销商数量变动对比 (个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

综上, 我们认为对于复合调味料企业而言, 以研发为基础的产品多元化发展是基础, 为餐饮提供新口味开发服务是切入 **B** 端的重要手段, 同时品牌营销及渠道建设是扩大 **C** 端市占率的核心途径。

4、风险提示

宏观经济下行风险; 行业竞争加剧; 原材料价格波动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

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所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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com