

# 榨菜行业发展复盘&展望

**证券分析师:**

刘畅 执业证书编号: S0210523050001

童杰 执业证书编号: S0210523050002

**研究助理:**

周翔

## □ 投资要点/投资价值:

- 榨菜产业链发展成熟，需求端持续结构升级，供给端一超多强的格局稳定
  - 榨菜作为一种以青菜头为原料的佐餐调味食品，主要用于下饭、就馒头等场景，主销于流通KA商超等C端渠道
  - 相较其他酱腌菜，榨菜品类供需端发展成熟；尤其包装榨菜近年呈品牌化、精品化、集中化趋势
  - 榨菜需求总量趋稳，近年包装化、品牌化发展带动行业量价齐增，且以价值增长为主；15-23年榨菜销售量/均价CAGR分别约1.9%/3.6%
  - 供给端：榨菜生产集中，竞争格局稳定；且近年市场份额持续向头部企业集中，如涪陵榨菜市占率从2008年21.28%→19年36.41%，同期CR5从46.15%→72.24%
  - 龙头综合优势遥遥领先：产区成本优势、渠道粘性、品牌心智等构成榨菜行业的竞争抓手；而龙头涪陵榨菜近年市占率持续提升与高价格带市场持续扩容息息相关
- 涪陵榨菜量价发展复盘：公司以价为主、量随价增，并实现规模扩张、盈利跃迁
  - 涪陵榨菜引领行业价格带跃迁：08年以来乌江品牌持续调价，且相对其他调味发酵品，提价频率更高（平均1-2年）、幅度更大，最终净利率更高；作为中高端榨菜市场主导者，涪陵榨菜引领行业主流价格带跃迁，从0.5元/包→2.5元/包
  - 涪陵榨菜的经营策略：以价为主、量随价增、盈利爬坡；在需求升级、景气期，公司顺势实现量价齐升。
- 龙头量价再平衡，ROE近年有所承压：
  - 23H2以来公司量价再平衡：即通过调品类、做升级、促动销、稳价盘以及优化渠道力，推动销量持续回升；中期：若内需有效修复，2.5元价格带市场扩容，公司有望修复预期。
  - 公司高盈利延续、周转率下降拖累近年ROE（20年近25%→23年约10%）
- 风险提示：国内榨菜需求恢复不及预期风险，原料价格波动风险，销量层面市占率测算偏差

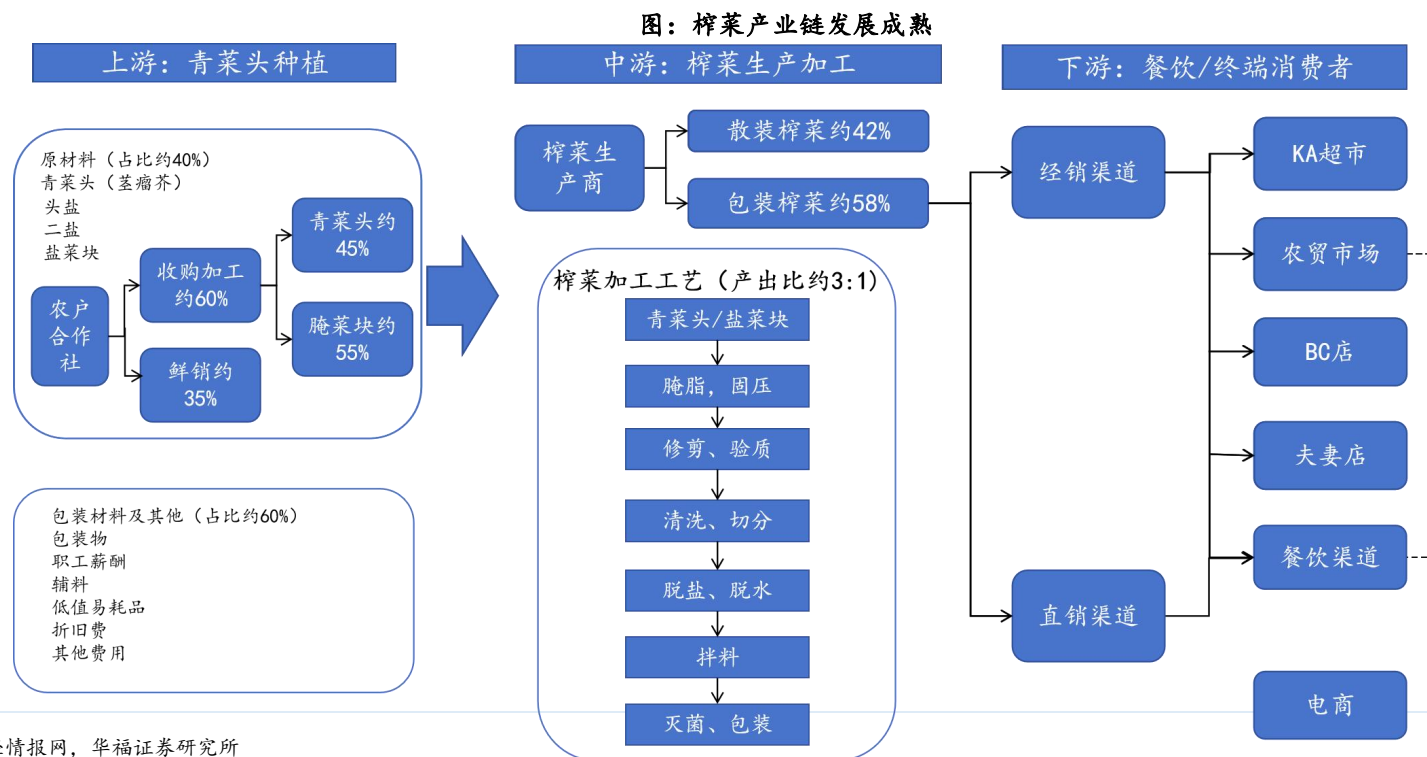
# 目 录

- 1、榨菜产业发展成熟，市场扩容基于价值提升
- 2、一超多强格局稳定，龙头强者恒强、引领升级
- 3、风险提示

# 1、榨菜产业发展成熟，市场扩容基于价值提升

## □ 相对其他酱腌菜，榨菜供需发展成熟，产业上下游联动紧密

- 榨菜以青菜头为原料，经过脱水、加盐腌制后再经后熟而成的一种半干态并伴有轻微乳酸发酵的腌制蔬菜制品
- 作为酱腌菜主品类，榨菜供需发展成熟，具体历程：品种单一、手工化、区域化（散装）→品类多元化，生产规模化、标准化（包装）→品牌化、精品化、集中化
- 榨菜产业链联动紧密：上游主要原料为青菜头（学名茎瘤芥），种植集中在川渝浙等地，生产加工合作模式成熟；中游为榨菜的生产加工，三腌三榨历时约4个月，原料产出比约3:1；而终端消费场景以佐餐调味为主，消费者画像包括务工人员、家庭简餐以及餐饮用户。
- 下游包装榨菜的销售以传统经销模式为主，深度分销至农贸市场、KA超市、BC类超市等渠道，还包括直销渠道，如餐饮、电商等



# 1、榨菜产业发展成熟，市场扩容基于价值提升

## □ 榨菜需求总量趋稳，包装化、品牌化带动榨菜高质量发展

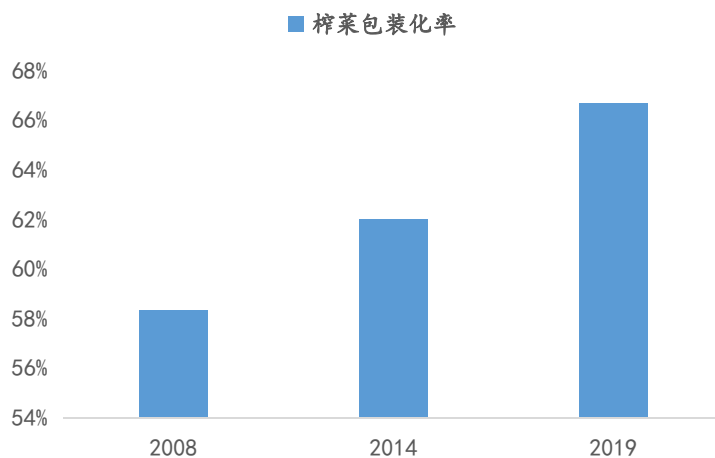
### ➢ 包装榨菜近年持续渗透，需求端量价齐增

- 国内榨菜需求增长放缓：2023年国内榨菜销量约85.9万吨，19-23年CAGR约1.18%
- 需求升级&场景拓宽驱动榨菜包装化率持续提升，从08年58%提升至19年的2/3，对应同期销量CAGR约6.27%
- 鉴于榨菜除了用于作饭/就馒头等主食场景，近年在烹饪、休闲零食等场景持续渗透；假设包装化率提升至69%-70%，对应19-23年包装榨菜销量CAGR约2.05%~2.42%
- 以龙头涪陵榨菜为例，2020年公司榨菜销量巅峰达13.56万吨，11-20年CAGR约3.6%；近年由于公司冲击2.5/3元价格带市场受阻，销量下滑
- 未来空间：分区域看，经济回暖，高线市场持续升级、中西部区域替代散装榨菜

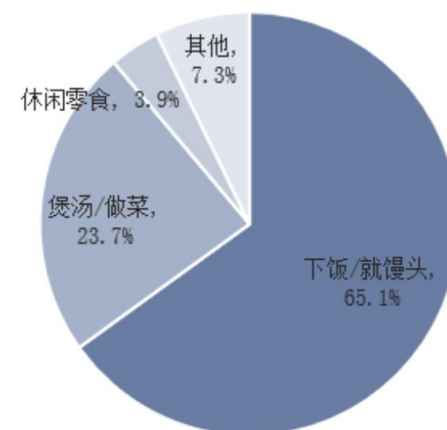
图：国内榨菜需求增速持续放缓



图：榨菜包装化率持续提升



图：榨菜下游需求结构



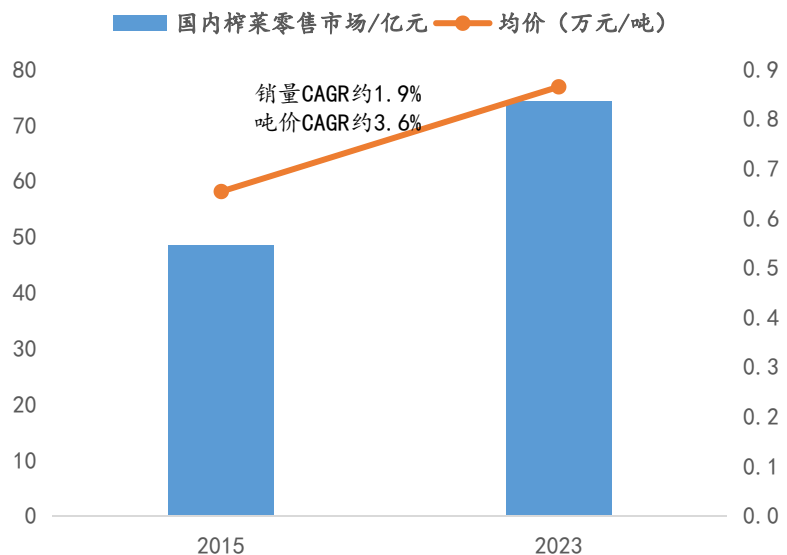
# 1、榨菜产业发展成熟，市场扩容基于价值提升

## □ 榨菜需求总量趋稳，包装化、品牌化带动榨菜高质量发展

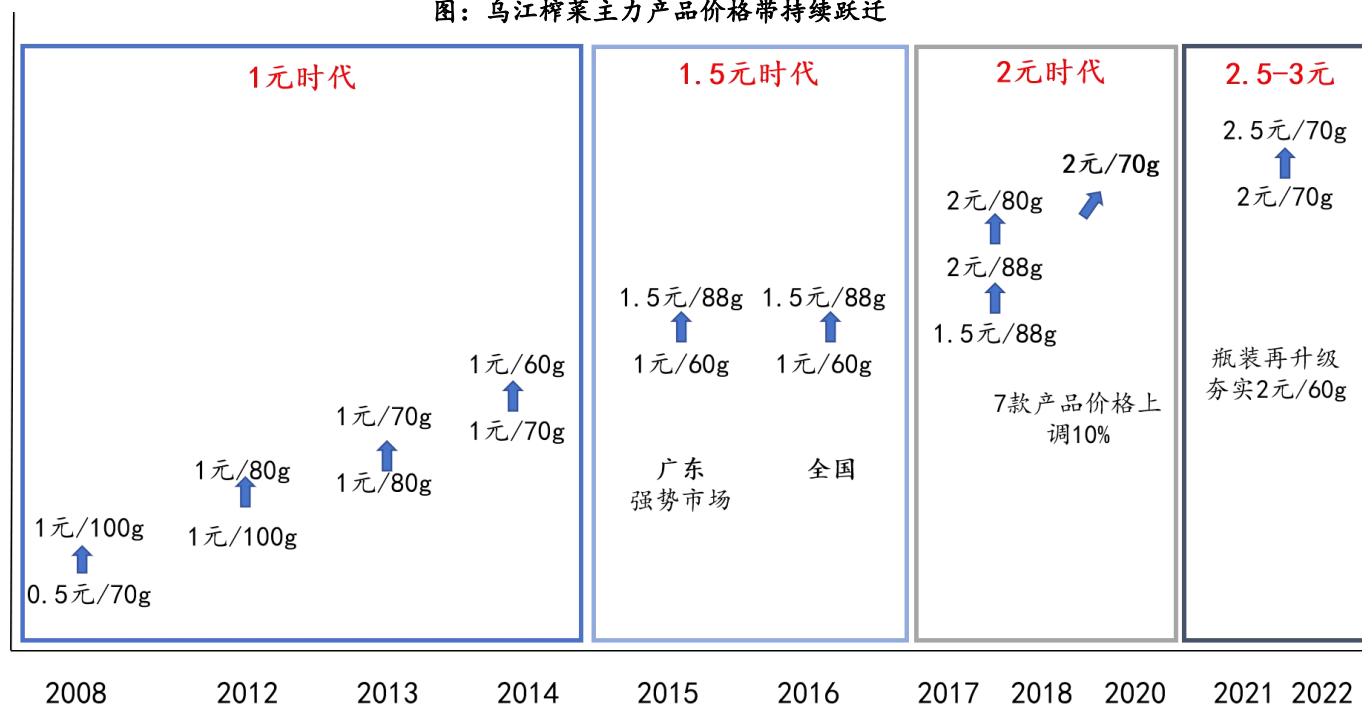
### ➢ 榨菜市场持续扩容，行业进入价值增长驱动阶段

- 行业价增为主：根据智研咨询，2023年我国榨菜零售市场规模约74.33亿元，15-23年CAGR约5.5%，其中同期销售量/均价CAGR分别约1.9%/3.6%；尤其包装榨菜市场，在乌江品牌引领&积极调价下（公司榨菜出厂吨价08-23年CAGR约7.5%），均价增速预计更快
- 包装榨菜主流价格带持续抬升：鉴于乌江系包装榨菜市场中的龙头品牌，参照其主力单品上市以来终端价的变化，小包装榨菜主流价格带从08年1元/包时代，持续跃迁至21/22年以来的2.5+元/包
- 需求景气度决定价格带跃迁的速度：价格带1→1.5→2→2.5-3元，分别用时7/2/4年

图：国内榨菜需求增速持续放缓



图：乌江榨菜主力产品价格带持续跃迁



# 1、榨菜产业发展成熟，市场扩容基于价值提升

## □ 涪陵榨菜量价发展复盘，以价为主、量随价增

### ➤ 涪陵榨菜持续调价，引领行业价值提升

- 相对其他调味品，公司调价更频繁、幅度更大：平均1-2年对榨菜品类进行一轮调价，平时通过调规格、配额间接提吨价，原料价格高位期则直接提价。而酱油、食醋等品类大概4-5年提一次价，提价幅度大概在5%-10%。
- 榨菜高频、大幅提价的基础：价格低廉，升级环境下消费者敏感度低；提价后，消费组合仍具备性价比

图：涪陵榨菜提价历程复盘

价格	年份	月份	提价方式	具体内容	提价幅度
1元	2008		直提&升规格提价	同规格提价 (0.35→0.5元/70g) 后，推出新规格产品1元/100g	40%
	2009		直接提价	出厂价格提升10%	10%
	2010		直接提价	出厂价格提升8%	8%
	2012		缩规格提价	产品规格从100g缩减为80g	25%
	2013	Q1	缩规格提价	产品规格从80g缩减为70g	14%
	2014		缩规格提价	产品规格从70g缩减为60g	17%
1.5元	2015		升规格提价	广东市场试验，主力产品价格由1元/60g→1.5元/88g	2%
	2016		升规格提价	全国跟进，1元/60g→1.5元/88g	2%
		7	直接提价	商超渠道中11个单品到各城市口岸价格提升	8%-12%
2元	2017	2	直接提价	非商超渠道中80/88g榨菜9个主力单品到各城市口岸价格提升至2元	15-17%
		11	缩规格提价	单价不变，将88g脆口榨菜产品缩减为80g, 175g装缩减为150g	10-16.7%
	2018	10	直接提价	80g鲜脆菜丝等7个单品到各城市口岸价格提升10%	10%
	2020	6	缩规格提价	流通渠道主力产品规格由80g调整为70g	14%
H2		缩规格提价	脆口产品由150g缩减为130g, 商超产品直接提价	15%	
2.5元	2021	11	直接提价	各品类上调幅度为3%-19%不等；推出888元/900g五年沉香礼盒装	/

# 1、榨菜产业发展成熟，市场扩容基于价值提升

## □ 涪陵榨菜品类量价策略复盘——以价为主、量随价增，盈利爬坡

### ➤ 2009-2011 需求β、公司α共振：需求景气、上市红利等驱动榨菜量价双位数高增，对应营收CAGR达27.7%

- 四万亿政策刺激下，消费边际回暖、劳动力人口持续增长贡献需求β；10年上市后公司凭借品牌红利、渠道激励政策等，迅速抢占/深度绑定大商资源，推动榨菜销量持续高增，10~11年分别增速为18%/17.6%
- 伴随09年渠道减压、成功顺价（08年价格带从0.5跃迁至1元/包），公司在通胀顺周期（10-11年GDP增速提升至10.64%/9.55%，CPI食品同比达7.21%/11.8%），继续提价、推高端礼包装等→同期榨菜吨价同增6.2%/10.6%

### ➤ 2012-2015 景气度向下、积极调整：榨菜销量波动大，营收增长以价增贡献为主

- 12年经济降速、需求转冷，渠道在景气期高价差、高库存的运转模式失灵；叠加公司持续优化产品结构、发力高端化，导致销量下滑近10%。次年，公司主动调整，包括拓展餐饮等新渠道、开辟下沉市场以及采取差异化经销商新策略等，成功实现顺价放量、总销量突破10万吨
- 14-15年公司先后采取同价降规格、升规格提价等，推动价盘进入1.5元/包，同时精细化管控经销商、挖潜空白新拓市场，但由于需求疲软、终端价格接受度不高，公司榨菜销量下滑，一度低于11年；而11-15年食品加工总吨价CAGR达7.7%，榨菜营收CAGR仅6.1%

### ➤ 2016-2018 消费升级提振需求β，公司定价权凸显、引领高价格带扩容→库存周期再现、量价双位数高增

- 16年，财富效应、消费升级驱动榨菜需求β向上，高价带市场迅速扩容，如1.5元市场夯实；16年食品加工总销量突破11万吨，同增14%
- 17-18年公司顺势高频提价，并借助脆口系列旺销，成功突破2元价格带（高端市场定价权凸显）。在高返利高折扣刺激下，18年渠道再入高库存运行，销量连续高增，市占率进一步提升；对应总销量分别同增17.3%/10.7%（含泡菜贡献），吨价分别同增15.7%/13.9%；16-18年营收CAGR达26.7%



# 1、榨菜产业发展成熟，市场扩容基于价值提升

## □ 涪陵榨菜量价策略复盘，公司坚持以价为主、量随价增

➤ 2019-23：调整顺价后，乘势冲击2.5+元市场；弱 $\beta$ 导致销量冲顶回落，价增贡献营收（19-23营收、吨价CAGR分别为4.9%/6.1%）

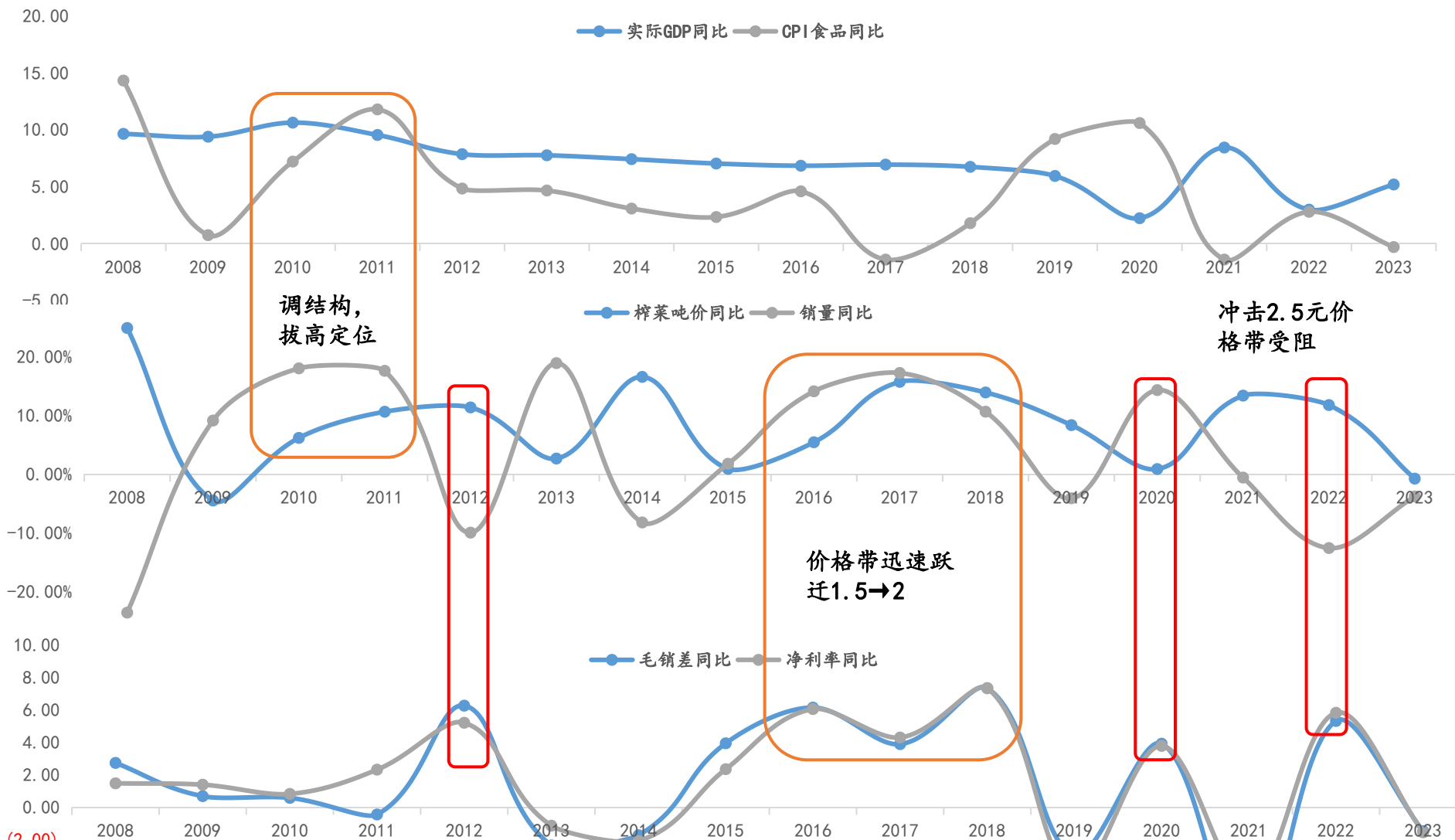
- 经过2019年的主动降速、市场下沉、调货激励、渠道去库、促销顺价等，榨菜价盘站稳2元价格带；同年总吨价同增8.4% 而总销量仅下滑4.1%
- 20年疫情导致下游层层囤货，叠加公司大量招商、下沉市场爬坡，牛鞭效应下榨菜销量冲顶至13.56万吨，同增14.3%； 在需求大好、原料波动之际，期间公司连续间接调价，为冲击2.5元价格带打基础
- 21年在渠道囤货下，销量挺住13+万吨； 提价、调配额等驱动吨价21-22年分别同增13.4%/11.8%（轻盐、瓶装化拔高产品感知价值）
- 弱需求 $\beta$ 、消费降级（边际价格敏感）难以支撑2.5/3元价格带，下游层层去库，导致22年/23H1销量双位数下滑（-12.6%/-12%）

➤ 2023年H2-至今，量价再平衡，以待内需修复再出发

- 调结构、促动销、稳价盘：23年推出2元/60g策略性产品；优化主流大单品包装，包括23H2开始推量贩装并调整其出厂价，以适应23H2以来的性价比消费趋势。 总之，公司积极调产品结构，在存量市场下抢占2元价格带份额
- 销量回升、吨价回调：伴随量贩装、60g装持续放量（24.M6后放开调货限制），23H2公司榨菜品类销量、吨价分别同比+6.6%/-3.6%； 24H1分别同比+3.45%/-2.86%
- 周期展望：短期保持2.5+元卡位同时进一步夯实2元/价格带，包括调品类、做升级、促动销、稳价盘以及优化渠道力，期待销量持续回升； 未来伴随内需修复、消费力提升，2.5元价格带市场扩容，公司有望乘势回归

# 1、榨菜产业发展成熟，市场扩容基于价值提升

图：涪陵榨菜量价、盈利同比变动复盘



(2.00)  
(4.00)  
(6.00)  
(8.00)  
(10.00)

数据来源：ifind，涪陵榨菜公司公告，华福证券研究所；图中12-19榨菜销量、吨价变化参考食品加工整体  
橙色框代表量价同增、盈利爬坡；红框代表盈利爬坡，量价异频

# 目 录

- 1、榨菜产业发展成熟，市场扩容基于价值提升
- 2、一超多强格局稳定，龙头强者恒强、引领升级
- 3、风险提示

## 2、一超多强格局稳定，龙头强者恒强、引领升级

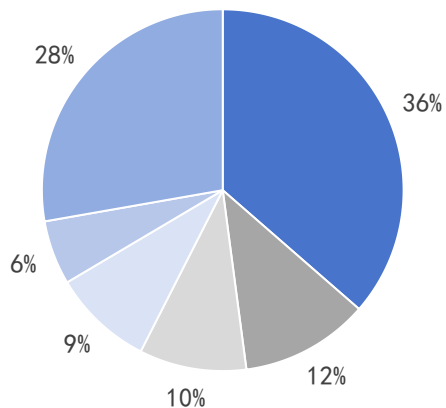
### □ 包装榨菜市场格局清晰，马太效应凸显

#### ➢ 榨菜供给集中，行业“一超多强”的格局稳定

- **竞争复盘：**行业格局从早期的分散化、区域化，到2000年后规模化、集中化，2010年后在一轮轮消费升级、原料价格周期波动中持续向龙头集中，最终稳定为一超多强的竞争格局
- **零售额视角：**涪陵榨菜在包装榨菜的市场份额从2008年**21.28%**→19年的**36.41%**，同期CR5从**46.15%**→**72.24%**；在高价格带榨菜市场，市占率估计更高
- **销量视角：**涪陵榨菜市占率提升有限，08年约**13.58%**（行业CR5为**25.98%**）→20年巅峰约**16.15%**（测算），主要系公司以价值提升为为主，持续开拓高端市场量

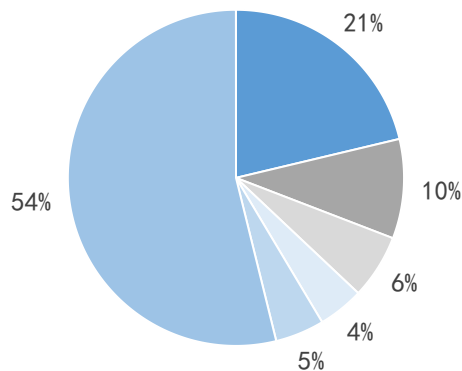
图：2019年以零售额计，包装榨菜市场集中度

■ 涪陵榨菜 ■ 鱼泉榨菜 ■ 六必居 ■ 高福记 ■ 味聚特 ■ 其他



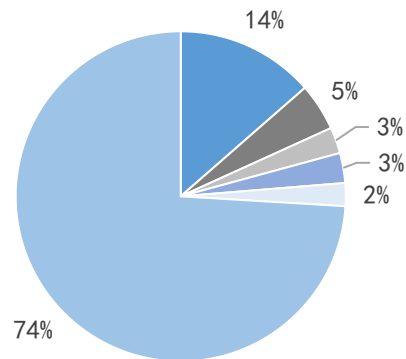
图：2008年以零售额计，包装榨菜市场集中度

■ 涪陵榨菜 ■ 鱼泉榨菜 ■ 六必居 ■ 高福记 ■ 味聚特 ■ 其他



图：以销量计，2008年榨菜市场竞争格局

■ 乌江 ■ 铜钱桥 ■ 备得福 ■ 辣妹子 ■ 鱼泉榨菜 ■ 其他



## 2、一超多强格局稳定，龙头强者恒强、引领升级

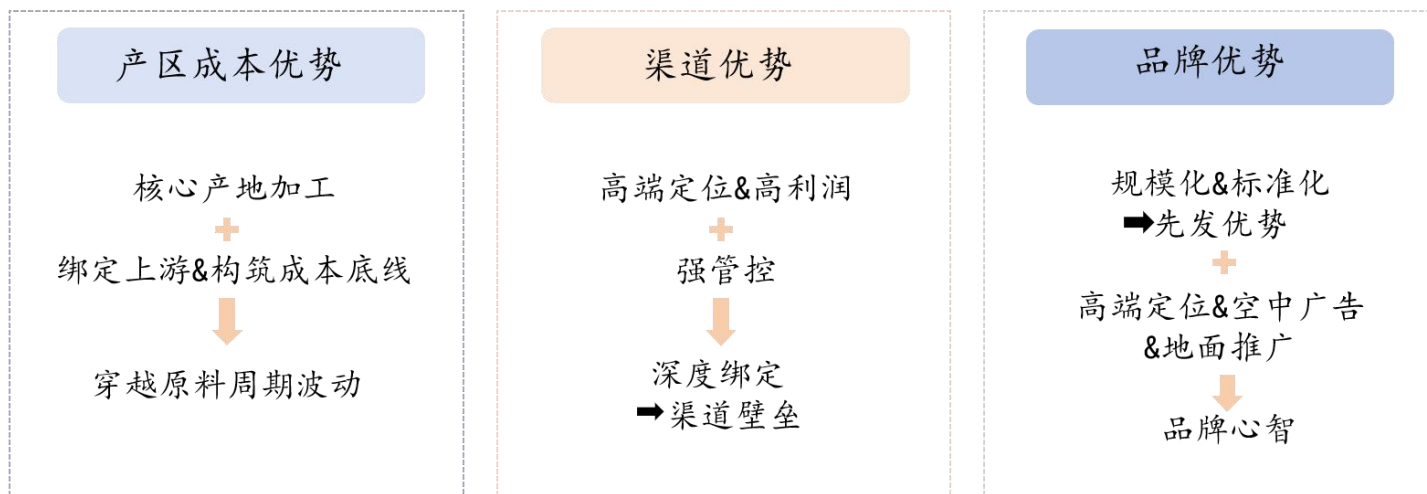
### □ 包装榨菜市场格局清晰，马太效应凸显

#### ➢ 行业生产门槛不高，但产区成本优势、渠道粘性、品牌心智等构成竞争抓手

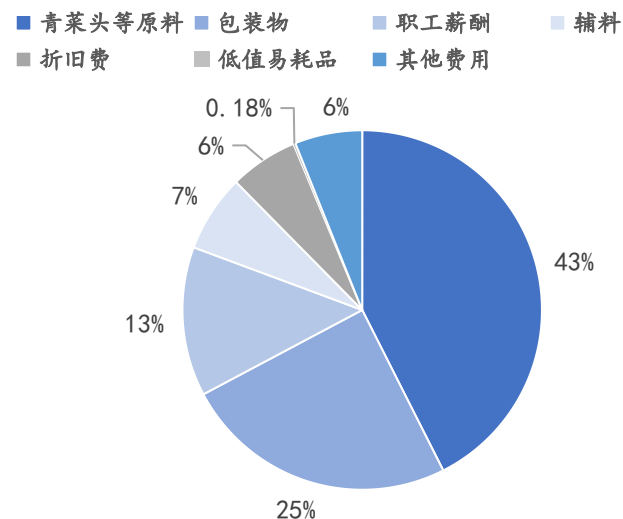
- 产区成本优势：青菜头（榨菜成本占比大）产地集中，不仅易受天气影响、价格波动大，而且难保存、长距运输下成本极高；故榨菜加工集中在青菜头核心产区，而龙头通过深度绑定上游、构筑成本底线、穿越原料波动周期
- 渠道粘性：如涪陵榨菜通过高产品定位、高渠道利润、强管控能力等深度绑定资源大商，从而形成渠道壁垒
- 先发优势&品牌心智：规模化、标准化形成先发优势，高端产品定位，配合空中广告、地面推广等市场策略，持续沉淀消费者品牌心智
- 在市场持续出清下，涪陵榨菜在规模、渠道、品牌、地缘等优势显著，未来强者恒强
- 消费者健康意识崛起、环保政策的趋严，部分小规模生产企业持续退出市场；涪陵区榨菜加工企业数量从2007年102家下降到2019年37家

图：包装榨菜市场竞争抓手

### 包装榨菜市场竞争抓手



图：2010年H1包装榨菜的成本结构



## 2、一超多强格局稳定，龙头强者恒强、引领升级

### □ 榨菜市场竞争格局复盘

图：包装榨菜市场，主要玩家对比分析

公司	包装图	成立时间	产地	主要品牌	产品定位	主销区域	竞争优势&经营特点	榨菜份额变化
涪陵榨菜		1989	重庆涪陵为主 眉山为辅	乌江	高端	面向全国	唯一上市榨企，产能规模、品牌力、全渠道运作、产品定位、产区优势等遥遥领先	08年21.28%→19年36.41% 2010年华南市占率90%+
鱼泉榨菜		1988	重庆万州	鱼泉	中端&性价比	川渝&北京	产区优势、品牌认知度高、渠道粘性强 深耕榨菜等农副产品，精品产能5+万吨；经营稳定，扩张意愿不高	08年9.56%→19年11.5%
六必居		/	北京	六必居	中端	北京&周边区域	历史悠久，品牌认知度高 产品以特色酱菜为主	08年6.19%→19年9.58%
饭扫光 (原名高福记)		2000	四川郫县 成都	饭扫光等	中端&性价比	四川&周边区域	四川市场品牌势能高 主品类系菌菇、笋类等下饭菜、拌饭酱，榨菜为产品矩阵补充，持续向全国扩张	08年4.4%→19年9%
味聚特		2004	四川眉山	味聚特	中端&高端	四川&周边区域	产区优势，产品品质高（低盐少添加），经营相对稳定	08年4.72%→19年5.75%
其他	铜钱桥（定位偏高端）等浙江榨企受种植面积收缩等影响，市场份额面临下滑压力							

## 2、一超多强格局稳定，龙头强者恒强、引领升级

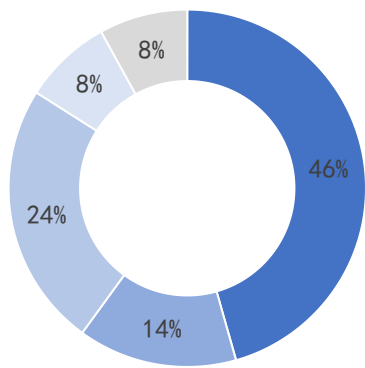
### □ 青菜头供需紧平衡、价格波动大，榨菜龙头掌握产业定价权

#### ➢ 青菜头价格波动既是龙头提价的催化剂，也是其成本优势的来源

- 青菜头产区集中，供给受限且易受极端天气影响：青菜头具备喜肥耐寒等特性，优质产区有限；23年全国产量约427万吨，其中重庆产量占65%，而种植面积虽占全国60%，但扩张受限。青菜头一年产一季，9月播种、冬季成长、次年2月收获，故单产易受冰雪等极端天气扰动
- 供需紧平衡下，价格弹性大：需求端，以涪陵主产区为例，收购加工量约占65%，其他主要用于鲜销（北方等地），供需相对紧平衡，采购价在600-800元/吨；但在极端天气、特殊事件等供需扰动下，价格出现大幅波动，如21年低温冻寒导致大面积减产、市场囤货，平均吨价高达1250元
- 收储能力、长效采购机制→平滑价格波动：青菜头经过三榨三腌等，使用成本存在滞后，故龙头积极扩充窖池提升收储能力，同时绑定上游形成利益链，以平滑价格波动

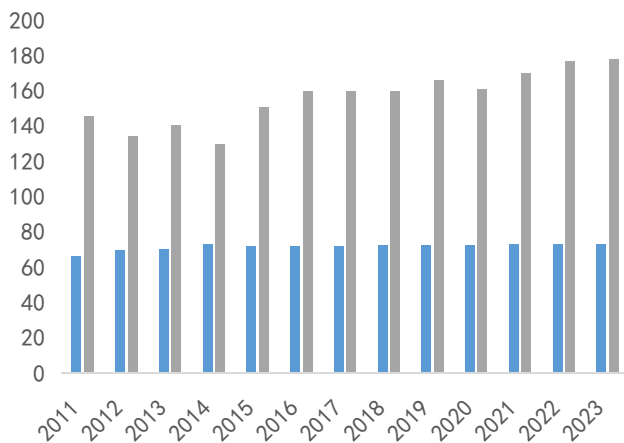
图：我国青菜头产区分布集中

■ 重庆涪陵 ■ 重庆其他区域 ■ 浙江 ■ 四川 ■ 其他



图：涪陵区青菜头种植面积趋稳，产量有波动

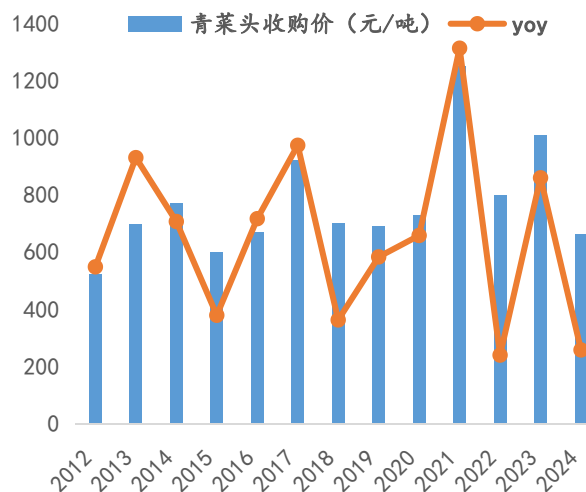
■ 种植面积（万亩） ■ 涪陵青菜头产量（万吨）



数据来源：涪陵区农业局，重庆市人民政府网，中国网，智研咨询，房天下，巴渝传媒网，重庆市涪陵区统计局，农业农村部，中国新闻网，界面新闻，华福证券研究所

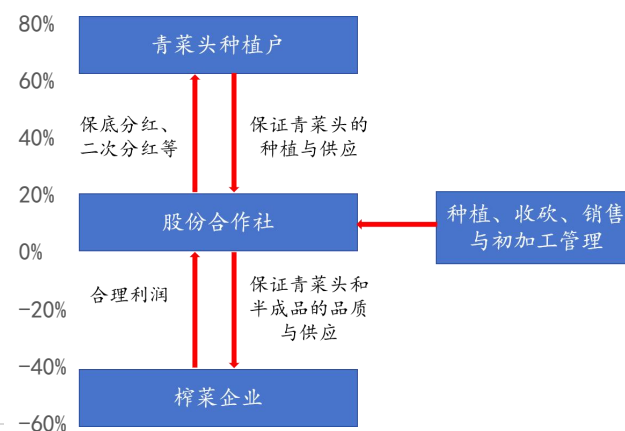
图：重庆涪陵区青菜头收购价格及变化

■ 青菜头收购价（元/吨） — yoy



数据来源：涪陵区农业局，重庆市人民政府网，观研报告网，半壁江，腾讯新闻，界面新闻，智研咨询，新浪财经，新京报，华福证券研究所

图：涪陵榨菜长效采购机制



数据来源：涪陵榨菜公司公告，华福证券研究所

## 2、一超多强格局稳定，龙头强者恒强、引领升级

### □ 高盈利延续、周转率下降拖累ROE

➢ 对比调味品其他细分龙头，公司从行业前列高ROE，大幅下滑至10%，拆解看：

- 公司销售净利率领跑行业，近年稳定在30%+；高盈利源于小品类、高定位、高壁垒下寡头垄断的竞争格局
- 资产周转率大幅下滑，主要系21年高定增（30e+）、高预期导致20-24年总资产翻倍式扩充（约88e），而营收仅增长10%

图：近年调味发酵品细分赛道的龙头 ROE对比

调味发酵品		ROE/%				销售净利率/%				总资产周转率/次				权益乘数			
细分行业	公司	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
佐餐调味	涪陵榨菜	24.74	14.03	12.05	10.33	34.19	29.46	35.27	33.74	0.62	0.43	0.31	0.28	1.17	1.11	1.10	1.09
酱油	海天味业	34.94	30.69	24.89	20.49	28.12	26.68	24.22	22.97	0.84	0.80	0.76	0.68	1.48	1.45	1.35	1.32
	千禾味业	11.79	11.15	15.54	17.67	12.15	11.50	14.12	16.54	0.80	0.84	0.87	0.86	1.22	1.15	1.26	1.24
复调	天味食品	13.08	4.90	8.73	10.94	15.40	9.10	12.66	14.78	0.74	0.48	0.59	0.62	1.15	1.13	1.16	1.19
食醋	恒顺醋业	13.55	5.21	6.32	3.16	15.89	6.25	6.05	3.79	0.65	0.59	0.69	0.60	1.31	1.42	1.51	1.39
调味酱类	仲景食品	13.33	7.93	8.04	10.50	17.61	14.69	14.28	17.33	0.67	0.49	0.50	0.54	1.13	1.10	1.12	1.13
酵母	安琪酵母	25.12	20.54	16.40	13.14	15.92	12.38	10.50	9.66	0.86	0.88	0.85	0.75	1.83	1.88	1.85	1.81

数据来源：ifind，华福证券研究所



# 目 录

- 1、榨菜产业发展成熟，市场扩容基于价值提升
- 2、一超多强格局稳定，龙头强者恒强、引领升级
- 3、风险提示

- **国内榨菜需求恢复不及预期风险：**目前国内消费力、消费信心仍处于恢复阶段，需求恢复不及预期将影响榨菜市场。
- **主要原材料价格波动风险：**青菜头价格在特殊天气年份可能形成高于预期的收购价，对榨菜加工企业而言可能形成高于预期的生产成本。
- **销量层面市占率测算偏差：**我们对乌江榨菜20年销量层面市占率的测算基于对20年榨菜销量增速延续15-19年CAGR的假设，可能会存在测算偏差。

## 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）。

诚信专业 发现价值

## 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幢20层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

