

食品饮料行业 2026 年度投资策略报告（一）

需求多元、供给升级，大众消费的嬗变与曙光

优于大市

核心观点

回顾 2025 年：内需相对疲弱，行业整体降速。2025 年前三季度中国城镇居民人均可支配收入同比增速 4.4%，增幅放缓，消费信心未有明显修复，年中限酒条例亦形成短期扰动。受此影响，2025 年食品饮料板块继续表现弱势，2025 年年初以来，食品饮料板块下跌 5.3%，跑输沪深 300 指数 19.4 个百分点。子板块中，软饮料行业维持相对较高的景气度，零食行业呈现分化表现，量贩零食龙头继续开店、魔芋零食放量形成局部亮点，相关个股表现良好。

展望 2026 年：结构性机会仍存，渠道分化、供给升级。在需求总量温和复苏的基本假设下，我们判断大众品仍将呈现结构性机会。一方面，渠道端细分化、专业化、高效化、差异化的长期趋势依然明显，传统线下零售业态（包括传统商超等）的调改范围还在扩大，同时即时零售正加速消费习惯培育，大众品企业仍需进一步调整优化渠道体系，并提升渠道覆盖与适配能力；另一方面，随着宏观政策持续发力、部分产业利润率率先修复，消费者对于未来经济发展的信心提升，预计大众消费从极致比价回归到追求平价高质，且消费者对于“质”的评判维度更加多元，除了商品的基础功能属性以外，也会考量附加价值，如便捷性、健康程度、情绪体验等。因此，相较于前两年，供给侧将会迎来一个更加宽阔的产品/服务创新空间。

投资建议：顺应新消费趋势，挖掘供给升级机会。我们认为 2026 年大众品板块有以下投资主线：1）产品及服务的高质价比改造，既包括传统线下门店业态的提质与折扣化改造，也包括厂商推出品质更优或能彰显个性、提升情绪价值的差异化产品，推荐巴比食品，关注万辰集团；2）渗透率持续提升的高景气品种，具备健康属性的品种可在长期持续替代相近品类，推荐东鹏饮料、农夫山泉、卫龙美味、盐津铺子；3）前期受损较重行业的预期反转，包括酒水、餐饮行业及牧业，推荐安井食品、颐海国际；4）个股逻辑主导下业绩确定性较强的标的，推荐燕京啤酒；5）高股息或高综合股东回报标的，推荐伊利股份。

风险提示：宏观经济的发展超预期或低于预期；行业内卷式竞争；原材料价格大幅上涨；市场资金波动加剧。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS		PE	
					2015E	2016E	2015E	2016E
000729.SZ	燕京啤酒	优于大市	12.48	35,175	0.56	0.66	22.3	19.0
9985.HK	卫龙美味	优于大市	10.20	24,788	0.61	0.74	16.8	13.8
002847.SZ	盐津铺子	优于大市	66.36	18,097	3.04	3.74	21.8	17.7
603345.SH	安井食品	优于大市	80.04	26,676	4.26	4.63	18.8	17.3
1579.HK	颐海国际	优于大市	12.41	11,695	0.75	0.83	15.5	14.0
605338.SH	巴比食品	优于大市	27.07	6,485	1.14	1.33	23.7	20.4
9633.HK	农夫山泉	优于大市	43.82	4,920	1.35	1.56	32.5	28.1
605499.SH	东鹏饮料	优于大市	260.89	1,365	8.67	11.01	30.1	23.7
600887.SH	伊利股份	优于大市	28.98	1,829	1.78	1.93	16.3	15.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

食品饮料

优于大市 · 维持

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

证券分析师：柴苏苏
021-61761064

chaisusu@guosen.com.cn
S0980524080003

证券分析师：杨苑

021-60933124

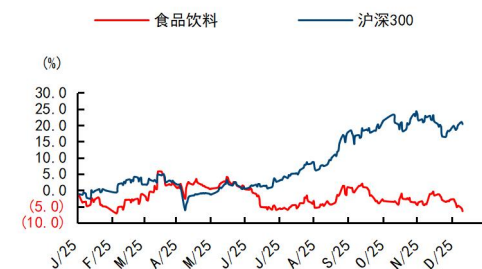
yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090003

联系人：王新雨

021-60875135

wangxinyu8@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《食品饮料周报（25 年第 45 周）-需求淡季催化减少，关注 B 端消费场景复苏》——2025-12-08
《食品饮料周报（25 年第 44 周）-基本面左侧寻底，关注下游消费场景恢复》——2025-12-01
《食品饮料周报（25 年第 43 周）-白酒板块红利属性凸显，关注大众品消费场景恢复》——2025-11-25
《食品饮料周报（25 年第 42 周）-消费场景有序恢复，餐饮供应链边际改善》——2025-11-17
《休闲食品行业专题报告之一大浪淘沙，沉者为金》——2025-11-11

内容目录

1 回顾 2025 年：内需相对疲弱，行业整体降速	5
1.1 宏观：内需相对疲弱，限酒条例亦有扰动	5
1.2 中观：行业整体业绩降速，软饮料行业相对景气	6
1.3 板块走势：食品饮料板块跑输大盘，酒类及调味品跌幅居前	7
2 展望 2026 年：结构性机会仍存，渠道分化、供给升级	8
2.1 基本面：结构性机会仍存，渠道分化、供给升级	8
2.2 估值：多数子板块估值位于低位，戴维斯双击有待触发	14
3 投资建议：顺应新消费趋势，挖掘供给升级机会	16
4 风险提示	19

图表目录

图 1: 中国城镇居民可支配收入及同比增速	5
图 2: 中国消费者信心指数	5
图 3: 中国社会消费品零售增速	5
图 4: CPI 及重要分项同比增速	5
图 5: 食品饮料行业及主要子板块收入及利润增速	6
图 6: 食品饮料行业主要原辅料及包材价格同比增速	6
图 7: 食品饮料行业及主要子行业盈利水平变化原因拆解	7
图 8: 食品饮料板块走势	7
图 9: 食品饮料子板块年初至今涨跌幅	7
图 10: 我国零售渠道结构变化	8
图 11: 我国工业企业利润及同比增速	8
图 12: 啤酒头部厂商加速推出差异化产品	9
图 13: 啤酒行业前六大企业的市场份额（销售量计）	9
图 14: 我国量贩零食行业市场规模（单位：亿元）	10
图 15: 万辰集团、鸣鸣很忙门店数量变化	10
图 16: 我国即时零售市场规模及同比增速	10
图 17: 主流电商平台以 GMV 估算市占率	10
图 18: 软饮料 2025Q2 至 Q3 旺季重回高增	11
图 19: 康统农夫东鹏 2025 年净利率普遍提升	11
图 20: 品牌方纷纷推出大包装饮料	12
图 21: 品牌方加大冰柜投放力度	12
图 22: 奶牛存栏量见顶回落，存栏缓慢去化中	12
图 23: 国内生鲜乳价格仍在下行区间	12
图 24: 伊利股份分红率和股息率呈提升趋势	13
图 25: 2025 年 10 月社零餐饮收入增速出现回暖	13
图 26: 中国餐饮门店数量逐步回升	13
图 27: 调味品板块单季度净利润表现	14
图 28: 速冻食品板块单季度净利润表现	14
图 29: 食品饮料板块 PE-ttm 与营收增速	14
图 30: 白酒板块 PE-ttm 与营收增速	14
图 31: 啤酒板块 PE-ttm 与营收增速	15
图 32: 软饮料板块 PE-ttm 与营收增速	15
图 33: 乳品板块 PE-ttm 与营收增速	15
图 34: 调味品板块 PE-ttm 与营收增速	15
图 35: 食品饮料板块及主要子板块 PE-ttm 变化	15
图 36: 美联储 2025 年 9 月 FOMC 会议后点阵图	16
图 37: 食品饮料板块及子板块近 10 年 PE-ttm 分位数	16

表1：重点公司盈利预测表	18
--------------------	----

1 回顾 2025 年：内需相对疲弱，行业整体降速

1.1 宏观：内需相对疲弱，限酒条例亦有扰动

居民收入增幅放缓，消费信心未有明显修复。2025 年前三季度中国城镇居民人均可支配收入同比增速 4.4%，环比继续下降；2025 年中国消费者信心指数仍在 90 以下，距离 2021 年仍有较大差距。

从社会消费品零售增速来看，2025 年年初增速环比 2024 年下半年有所修复，但 6 月受到限酒条例影响，餐饮收入增速快速走低，拖累整体社零增速，反映需求有所弱化。随着限酒条例的短期扰动逐步消退，10 月餐饮收入增速开始上扬，后续餐饮及酒水需求恢复情况值得关注。

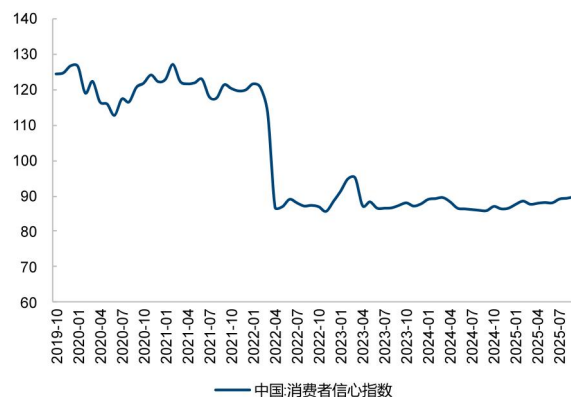
从 CPI 数据来看，2025 年以来 CPI 同比增速在 0%附近徘徊，同样反映需求内生增长动力偏弱。其中食品 CPI 持续为负，但 10 月食品 CPI 同比降幅有所收窄。

图1：中国城镇居民人均可支配收入及同比增速



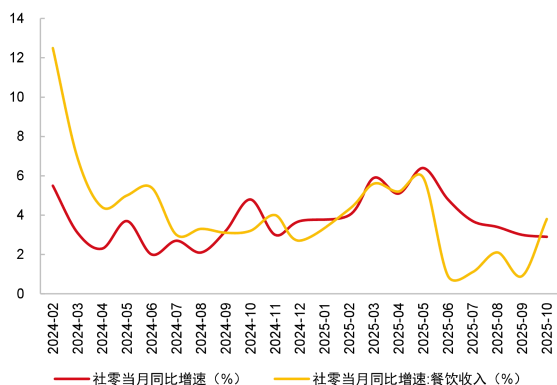
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国消费者信心指数



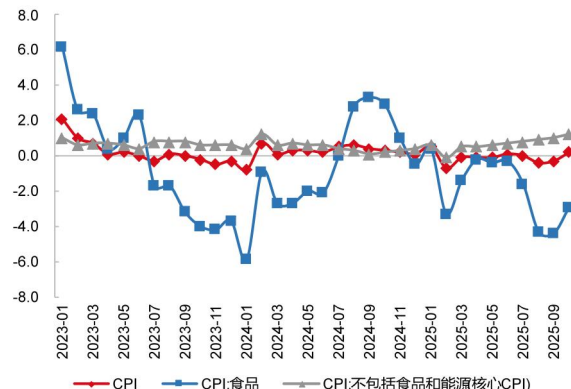
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中国社会消费品零售增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：CPI 及重要分项同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.2 中观：行业整体业绩降速，软饮料行业相对景气

2025 年食品饮料行业收入、利润增速逐季走弱。2025 年前三季度，食品饮料行业整体累计收入、利润增速分别降至 0.3%/-4.5%，盈利能力有所弱化。

软饮料行业相对景气，零食行业结构性景气。大众品整体来看，2025 年前三季度累计收入、利润增速分别为 4.5%/2.3%，盈利能力同比略有弱化。对比子板块，2025 年前三季度零食、软饮料、调味品板块收入增速居前，分别为 31.1%/10.8%/3.8%，但零食板块的收入增量主要由万辰集团新开门店贡献，若剔除万辰集团，零食板块前三季度收入增速为-0.1%。

图5：食品饮料行业及主要子板块收入及利润增速

板块	收入同比增速					归母净利润增速					归母净利率				
	2023	2024	1Q25	1H25	1-3Q25	2023	2024	1Q25	1H25	1-3Q25	2023	2024	1Q25	1H25	1-3Q25
食品饮料	8.1%	5.6%	4.6%	5.0%	0.3%	17.7%	5.4%	0.2%	-0.5%	-4.5%	19.9%	19.9%	24.9%	21.9%	20.5%
白酒	15.7%	7.3%	1.7%	-0.9%	-5.9%	18.9%	7.4%	2.3%	-1.1%	-6.9%	37.6%	37.7%	41.3%	39.2%	38.3%
大众品	3.6%	4.4%	7.4%	9.6%	4.5%	14.4%	-0.6%	-6.2%	1.2%	2.3%	8.2%	7.8%	10.4%	9.7%	9.5%
啤酒	6.1%	-1.4%	3.6%	2.7%	2.1%	15.3%	7.4%	8.7%	12.1%	11.8%	9.8%	10.7%	12.4%	15.6%	15.3%
其他酒类	10.7%	-6.5%	-6.5%	-3.6%	-3.7%	750.0%	-23.5%	0.0%	-12.5%	-10.0%	13.7%	11.2%	17.2%	13.0%	11.5%
软饮料	13.2%	12.6%	2.0%	9.1%	10.8%	9.3%	44.7%	-4.8%	2.9%	14.3%	14.5%	18.6%	19.6%	18.2%	18.8%
乳品	1.7%	-7.8%	0.2%	1.8%	0.8%	23.8%	-26.2%	-15.6%	-2.4%	-2.5%	6.5%	5.2%	10.8%	8.6%	8.3%
零食	0.3%	93.1%	81.0%	108.7%	31.1%	20.0%	20.8%	-18.2%	-7.7%	-4.8%	6.1%	3.8%	3.9%	2.8%	3.0%
烘焙食品	10.8%	2.6%	1.9%	2.8%	-0.5%	5.3%	-10.0%	-25.0%	-25.0%	-18.8%	8.5%	7.5%	5.5%	5.5%	7.1%
调味发酵品	2.1%	8.6%	3.4%	4.7%	3.8%	22.2%	0.9%	9.1%	6.8%	7.1%	17.6%	16.3%	19.5%	17.8%	17.2%
肉制品	-5.3%	-2.9%	1.9%	2.7%	0.4%	-46.9%	61.8%	7.7%	3.8%	-6.8%	3.1%	5.1%	5.3%	5.1%	5.2%
预加工食品	25.9%	-2.0%	-4.0%	-2.0%	-0.7%	7.7%	0.0%	0.0%	-11.8%	-4.8%	6.9%	7.1%	7.3%	7.6%	6.8%
保健品	19.6%	18.6%	8.3%	15.1%	1.2%	76.9%	-60.9%	-22.2%	0.0%	20.0%	12.6%	4.1%	13.5%	11.2%	10.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

部分品类享受成本红利，对利润形成支撑。虽然内需相对疲弱拖累板块收入增速，但部分原辅料成本仍在下行周期，部分品类享有成本红利，例如啤酒、饮料、调味品板块毛利率有较为明显提升，对全年利润形成一定的支撑作用。零食板块毛利率大幅下降，主要原因系低毛利率的万辰集团快速增长，在板块中的权重明显提升，另一方面，洽洽食品等零食龙头受到原料价格上涨、渠道结构变化的双重影响而毛利率下滑。

图6：食品饮料行业主要原辅料及包材价格同比增速

月份	原辅料								包材			
	大豆	面粉	白砂糖	原奶	白羽鸡	白鲢鱼	进口腰果	棕榈油	PET	玻璃	瓦楞纸	铝材
2024-10	-16.1	-6.5	0.0	-16.0	0.0	7.1	4.4	26.5	-8.0	-40.4	-9.6	8.6
2024-11	-19.3	-6.7	-11.5	-15.6	0.4	10.2	11.9	34.7	-10.2	-29.1	-5.9	9.9
2024-12	-19.1	-6.8	-4.8	-15.2	2.1	11.2	4.9	41.5	-10.8	-30.0	-0.2	6.5
2025-01	-14.4	-8.2	-7.4	-14.6	-6.0	9.1	7.8	33.9	-11.1	-32.2	2.6	5.1
2025-02	-10.1	-8.1	-7.3	-14.0	-24.7	9.8	-3.5	34.4	-11.5	-32.2	-0.8	9.1
2025-03	-8.8	-8.1	-6.2	-12.9	-7.3	6.1	30.6	18.4	-13.7	-31.0	-6.5	8.0
2025-04	-7.2	-6.9	-6.2	-11.1	-5.4	2.1	20.6	11.5	-20.0	-23.1	-7.1	-1.5
2025-05	-6.7	-1.9	-5.4	-9.3	-4.1	0.8	27.9	8.8	-14.5	-23.6	-5.2	-3.2
2025-06	-3.5	-2.0	-6.1	-7.7	-0.1	-0.7	17.3	10.8	-13.8	-27.3	-2.7	-0.3
2025-07	-2.4	-1.4	-5.3	-6.2	-12.0	0.3	23.0	11.7	-15.8	-20.1	-4.2	5.0
2025-08	0.3	-0.5	-5.2	-5.6	-6.0	0.4	13.5	18.5	-13.7	-14.0	-1.4	7.2
2025-09	-0.4	0.8	-4.6	-3.4	-3.2	-1.9	-0.5	13.1	-7.8	-2.1	5.5	5.5
2025-10	3.9	0.3	-10.5	-3.0	-6.8	-1.0	4.6	-0.2	-10.5	-1.7	11.8	1.5

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

大众品公司整体来看费用投放较为克制。大众品子板块中，软饮料板块在上半年销售费用率同比提升，调味品、烘焙食品销售费用率同比亦有上升，反映市场竞争强度有一定程度的提升；零食板块销售费用率同比大幅下降主要系受万辰集团权重上升影响，同时也与渠道结构变化有关。

图7：食品饮料行业及主要子行业盈利水平变化原因拆解

板块	毛利率同比变化 (%)			销售费用率同比变化 (%)			管理费用率同比变化 (%)			归母净利率同比变化 (%)		
	1Q25	1H25	1-3Q25	1Q25	1H25	1-3Q25	1Q25	1H25	1-3Q25	1Q25	1H25	1-3Q25
食品饮料	-1.0	-1.7	-1.4	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	-1.1	-1.2	-1.0
白酒	0.3	0.3	0.0	0.3	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	0.0	0.2	-0.1	-0.4
大众品	-0.8	-1.0	-0.2	-0.8	-0.8	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	-1.5	-0.8	-0.2
啤酒	2.0	2.0	1.8	0.5	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.6	1.3	1.3
其他酒类	0.3	0.2	-0.4	-0.4	0.0	1.2	0.0	-0.1	-0.1	1.1	-1.3	-0.8
软饮料	2.2	1.3	1.1	1.3	0.8	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	-1.4	-1.1	0.6
乳品	0.9	0.7	0.0	-1.2	-0.8	-0.7	-0.6	-0.2	-0.1	-2.0	-0.4	-0.3
零食	-10.9	-10.5	-2.9	-5.5	-6.8	-2.2	-0.8	-1.3	-0.4	-4.8	-3.5	-1.1
烘焙食品	-2.4	-1.8	-1.5	0.3	0.6	0.5	-0.2	-0.2	-0.3	-2.0	-2.0	-1.6
调味发酵品	1.6	2.1	2.0	0.5	0.6	1.0	0.1	0.0	0.2	1.0	0.3	0.5
肉制品	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.3	0.1	-0.4
预加工食品	-0.1	-1.0	-0.9	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.8	-0.3
保健品	-8.0	-7.7	-1.7	-4.5	-6.0	-3.6	0.4	0.0	0.7	-5.3	-1.7	1.7

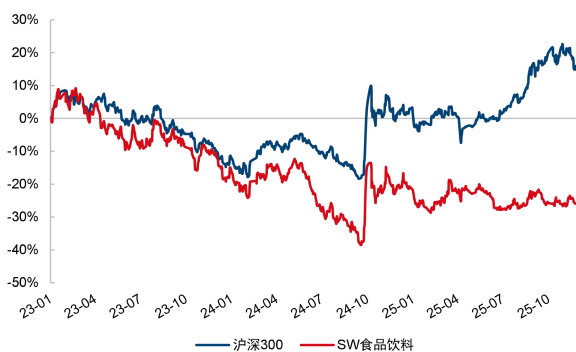
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.3 板块走势：食品饮料板块跑输大盘，酒类及调味品跌幅居前

2025 年食品饮料板块继续表现弱势，但下跌幅度较前三年有所收窄。截至 2025 年 11 月 25 日，年初以来食品饮料板块下跌 5.3%，跑输沪深 300 指数 19.4 个百分点，主要系受内需持续偏弱的拖累，同时科技及高端制造板块情绪高涨，吸引了大量资金。对比来看，2022-2024 年食品饮料板块分别下跌 -15.1%/-14.9%/-8.0%，2025 年降幅有所收窄。

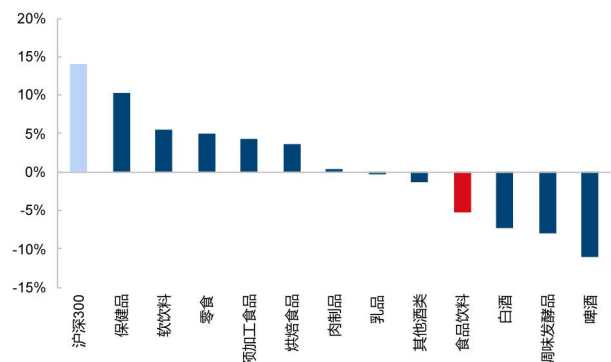
子板块中，截至 2025 年 11 月 25 日，年初以来保健品、软饮料、零食板块涨幅居前，分别上涨 10.3%/5.5%/5.0%，与软饮料、零食行业景气度相对较高相符；啤酒、调味品、白酒板块跌幅居前，分别下跌 11.1%/8.0%/7.3%，与传统酒水消费以及餐饮消费疲弱有关。

图8：食品饮料板块走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：食品饮料子板块年初至今涨跌幅



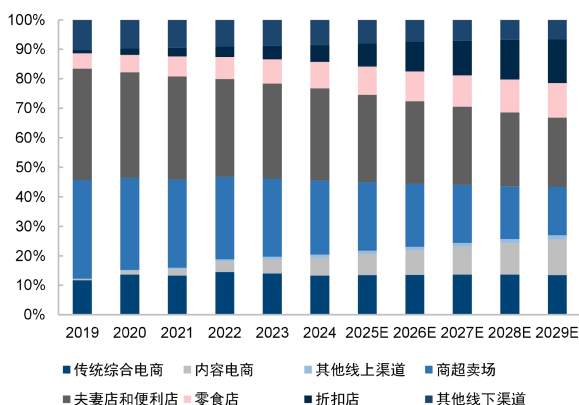
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2 展望 2026 年：结构性机会仍存，渠道分化、供给升级

2.1 基本面：结构性机会仍存，渠道分化、供给升级

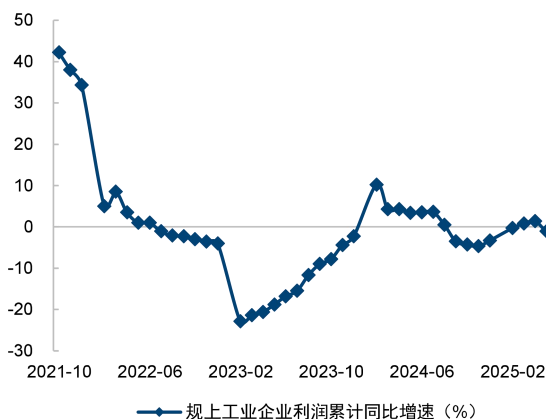
2025 年虽需求总量承压，但大众品行业对于新需求趋势、新渠道体系的适应能力有所提升，例如加速渗透新零售渠道、更加注重差异化产品的打造。**展望 2026 年，我们判断在需求总量温和复苏的基本假设下，大众品仍将呈现结构性机会。**一方面，渠道端细分化、专业化、高效化、差异化的长期趋势依然明显，传统线下零售业态（包括传统商超等）的调改范围还在扩大，同时即时零售正加速消费习惯培育，大众品企业仍需进一步调整优化渠道体系，并提升渠道覆盖与适配能力；另一方面，随着宏观政策持续发力、部分产业利润率率先修复，消费者对于未来经济发展的信心提升，预计大众消费从极致比价回归到追求平价高质，且消费者对于“质”的评判维度更加多元，除了商品的基础功能属性以外，也会考量附加价值，如便捷性、健康程度、情绪体验等。因此，相较于前两年，供给侧将会迎来一个更加宽阔的产品/服务创新空间。

图10: 我国零售渠道结构变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11: 我国工业企业利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.1.1 啤酒：积极发展非现饮渠道，加速推出高质及差异化产品

非现饮渠道受益于新零售业态发展，依然是重要的增量渠道。2025 年二季度以来，餐饮自身需求走弱，叠加即时零售等新零售渠道的冲击，导致餐饮啤酒销量占比进一步下降，目前预计降低至 40%左右。但多数啤酒龙头公司的销量实现小幅增长，主要系非现饮渠道的积极发展抵消了现饮渠道衰退的影响。在宏观政策持续发力、需求温和复苏的基本假设下，我们预计更便捷、更实惠的新零售渠道仍将实现增长，依然是啤酒厂商需要重点把握的增量机会。

看好精酿、生鲜、茶啤等有别于传统工业啤酒的品类的发展，龙头下场有望收回部分份额。2017-2023 年间，啤酒厂商的快速高端化给小啤酒厂留下了进攻中低端市场的机会。在 2024-2025 年消费者更加谨慎、新兴渠道加速链接小厂的背景下，部分小啤酒厂凭借类精酿、类鲜啤概念的产品，以及相对便宜的定价，获得了更大的生存空间，但此细分市场的产品质量参差不齐，消费者缺少相关知识。2025 年以来，以嘉士伯为代表的啤酒大厂已开始切入此细分市场。往后看，

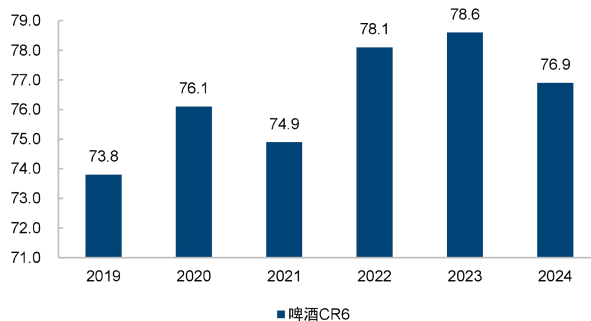
随着龙头酒厂入场，一方面，此类差异化啤酒预计将加速发展、规范化发展，另一方面，龙头酒厂有望凭借更强的产品研创和品控能力收回部分市场份额，并以此作为产品结构升级的支点。目前啤酒大厂的此类差异化啤酒多以 1L 装形式出现，定价在 15-25 元/1L 罐不等，对应 8-12 元/500ml 标准瓶，仍有较好的利润空间。

图12：啤酒头部厂商加速推出差异化产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：啤酒行业前六大企业的市场份额（销售量计）



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

传统啤酒的高端化较为缓慢，厂商资源更多聚焦在优势产品上，预计强者恒强。传统啤酒市场方面，客观来看，本阶段高端化速度有所放缓，厂商押注新的中高端大单品的胜率较低（啤酒厂商的费用策略普遍偏保守），而是更加注重打磨原有势能较强的中高端产品（费用投入更加聚焦、更看中投入产出比），因此预计少数品牌基础好、质价比高的中高端大单品能维持较快增速，看好 10-12 元档喜力（国际品牌）、嘉士伯（国际品牌）、青岛白啤（高质白啤产品），8-10 元档燕京 U8（品牌知名度持续提升、产品具备差异化特征）、珠江 97 纯生（在部分区域的 brand 影响力强）。此外，2026 年百威亚太在去库调整结束后的市场策略值得关注，或将影响广东、福建区域的竞争格局。

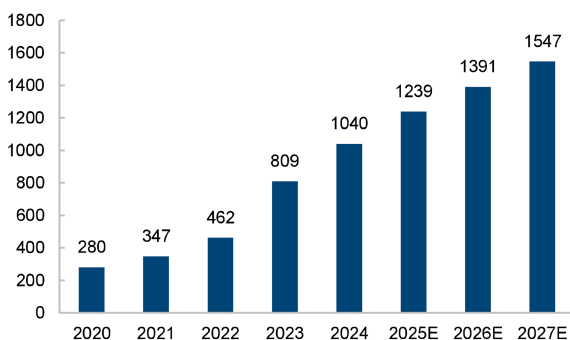
2026 年成本红利相较于 2025 年减弱，目前预计整体原辅料成本较为平稳。成本方面，2025 年啤酒行业享受大麦及包材价格下行的好处，毛利率普遍提升。展望 2026 年，近期铝罐供应商的市场报价有所提升，但啤酒厂商尚未进入签约阶段，预计 2026 年铝罐成本小幅上涨；澳麦双反政策取消带来的红利接近尾声，目前大麦的供应量稳定、天气情况良好，预计 2026 年大麦成本持平或者略降。因此整体来看，2026 年啤酒成本端整体预计较为平稳，盈利能力的提升更多要靠提升内部营运效率、产品结构稳步提升来实现。

2.1.2 零食：渠道体系持续迭代，零食企业以创新与提效破局

量贩零食渠道红利有所减弱，传统渠道调整优化，会员制超市、折扣零售、即时零售渠道兴起。随着全国量贩零食门店密度提升，2025 年量贩零食开店降速，考虑到目前新开门店的投资回报周期已被拉长，我们预计 2026 年量贩零食扩店速度会进一步放缓，因此零食厂商很难依靠单一的量贩零食渠道红利实现成长。与此同时，其他渠道也在发生深刻变化。线下方面，传统零售体系的代表——商超——正在经历调改和转型，会员制超市凭借差异化选品、高品质商品受到消费者的青睐，目前更多出现在高线城市，而在下沉市场，以量贩零食门店、折扣超市为代表的折扣零售业态正在快速渗透。O2O 方面，即时零售渠道以极高效率的履约能力满足消费者碎片化场景和强即时性的需求，近年来快速增长，目前已初具规模，结合 2025 年即时零售龙头大量投入补贴来培育消费者习惯，我们预计即时零

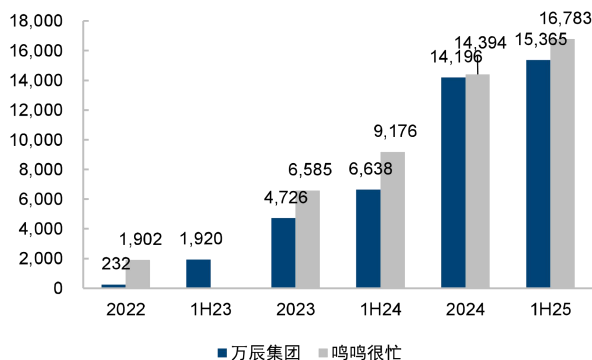
售渠道将在 2026 年继续高速增长，有望成为零食行业中新的红利渠道。线上方面，内容电商近年来发展迅速，但内容电商平台上零食厂商的竞争激烈，导致零食企业盈利水平低、费用投入回报比下降，因此目前部分头部零食企业已于 2025 年开始谨慎调整内容电商平台策略，我们预计于多数零食企业而言，未来内容电商渠道难言持续提供增长红利，而是将越来越多承担品牌推广、新品宣发的功能。

图14: 我国量贩零食行业市场规模（单位：亿元）



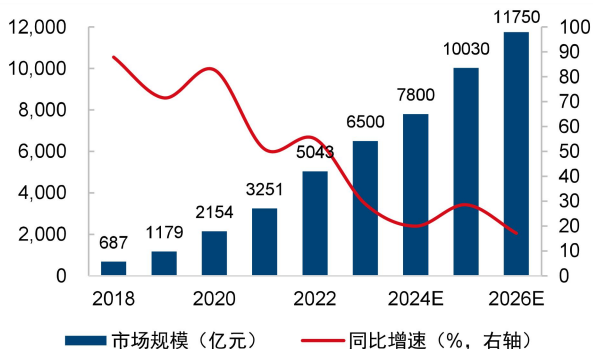
资料来源：数据宝，艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图15: 万辰集团、鸣鸣很忙门店数量变化



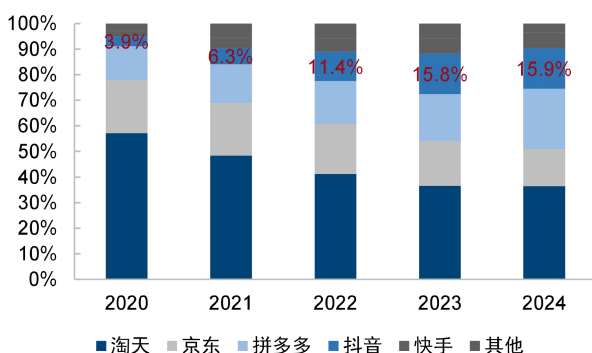
资料来源：，国信证券经济研究所整理

图16: 我国即时零售市场规模及同比增速



资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院，国信证券经济研究所整理

图17: 主流电商平台以 GMV 估算市占率



资料来源：网经社，国信证券经济研究所整理

竞争维度多元化，从价格竞争到效率竞争与创新竞争。目前零食行业的价格战客观存在，其中强调“省钱”属性的量贩零食渠道、电商渠道是价格战的主要阵地，但以山姆为代表的会员制超市、以胖东来为代表的新型商超的出圈表明，消费者绝非仅有低价这单一维度的诉求，对高品质、差异化的产品仍有较大的消费潜力。另一方面，渠道端为避免陷入同质化竞争的困境，对货盘差异性的诉求同样有所提升，定制产品、共创产品甚至渠道自有品牌的代工需求增长。我们认为未来在核心品类具备高供应链效率，以及产品创新能力突出的零食厂商将能更好的满足消费者的多元化需求，亦能更好对接各类细分渠道。

2026 年部分农产品价格周期性回落，有助于缓解厂商成本压力。2025 年魔芋精粉、葵花籽、腰果、巴旦木、棕榈油价格有较大幅度的上涨，原因包括天气影响收成、国际贸易摩擦、产地国相关政策影响等。成本压力导致部分零食厂商的毛利率或毛销差走低。展望 2026 年，部分原料价格或将迎来周期性回落，帮助缓解

厂商成本压力，例如魔芋精粉、葵花籽等。

2.1.3 饮料：行业景气延续，龙头明显跑赢

饮料整体需求韧性强，功能化/健康化品类趋势明显，中大包装产品常见。受益于中低速增长阶段的“口红效应”，软饮料整体需求相对有韧性，25Q1/Q2/Q3 板块收入分别为 102.2/89.8/106.2 亿，同比+2.4%/+17.8%/14.4%，增长韧性凸显。

- **细分品类看**，根据尼尔森数据，即饮茶反超碳酸饮料，成为饮料第一大品类，功能饮料（电解质水、营养素饮料）成为增长最快的细分品类。同样，健康化的包装水、无糖茶、养生水、能量饮料景气，果汁/碳酸饮料则增速放慢。
- **细分规格看**，中大包装产品表现更好，继大包装水之后，含糖茶、无糖茶、电解质水等相继跟进 900-1000ml 产品，满足餐饮、大即饮及家庭购物需求，契合“囤货”、“性价比”的消费心智，对部分“水替”品类，中大包装已成为基本盘。

行业挤压式扩容明显，龙头强者恒强。受春节前置及基数影响乳饮料同比增长压力较大，2025 年一季度板块收入表现平淡；步入旺季后，饮料龙头积极把握消费趋势，通过冰冻化陈列、数字化建设（扫码红包等形式）等进一步抢占市场，中大包装及口感延伸消费场景，即便今年雨水天气较多，依然带动饮料板块旺季高增。但格局上行业分化进一步加剧，农夫、东鹏通过前置投放及丰富的规格、品类延伸，在各自优势品类实现强者恒强。

展望 2026 年，持续推荐优势强化的龙头饮料企业。展望 2026 年，龙头目标积极渠道信心充足。我们持续推荐经营加速的农夫山泉、加速全国化和平台化的东鹏饮料，同样建议关注今年表现较优的茶饮龙头。

图18：软饮料 2025Q2 至 Q3 旺季重回高增



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：康统农夫东鹏 2025 年净利率普遍提升

	毛利率yoy				净利率yoy			
	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
东鹏饮料	-1.00%	1.70%	-0.30%	-0.60%	4.20%	1.10%	-0.60%	1.83%
养元饮品	-0.30%	-1.00%	-2.40%	-2.77%	15.70%	-3.40%	-7.30%	10.57%
承德露露	2.10%	4.40%	4.40%	4.05%	0.70%	1.40%	-0.30%	-2.02%
李子园	4.50%	4.60%	-1.60%	-2.49%	5.00%	3.60%	-1.10%	-1.45%
欢乐家	-7.70%	-7.30%	-5.10%	-1.93%	-4.30%	-7.30%	-5.30%	-3.06%
香飘飘	-0.20%	-2.40%	1.30%	-2.37%	0.60%	-6.70%	-5.20%	-4.99%
统一企业中国	2.10%		0.50%		0.30%		1.40%	
农夫山泉	-1.50%		1.50%		0.10%		2.90%	
华润饮料	2.70%		-2.60%		2.40%		-1.90%	
中国食品	6.60%		3.50%		0.40%		-0.60%	
康师傅控股	2.70%		1.80%		1.00%		1.30%	

资料来源：网经社，国信证券经济研究所整理

图20: 品牌方纷纷推出大包装饮料



资料来源: 快速消费品精英俱乐部, 国信证券经济研究所整理

图21: 品牌方加大冰柜投放力度



资料来源: 快速消费品精英俱乐部, 国信证券经济研究所整理

2.1.4 乳品: 需求平稳复苏, 供给渐进出清

年内乳制品需求依然承压, 预计经历两年下滑后, 2026 年或继续平稳修复。受需求疲软、原奶供大于求致竞争加剧、乳企主动去库等影响, 2024 年龙头收入业绩普遍承压。2025 年以来需求平稳复苏中, 拆分量价维度看, 液奶伊利、蒙牛、新乳业普遍反馈 asp 仍有承压, 行业仍存在低价竞争; 液奶行业销量预计下滑中低单。

上游存栏缓慢去化中, 减牛不减产特征明显, 奶价仍在底部区间。三季度季节性的供需平衡背景下, 生鲜乳价格基本平稳, 乳企成本红利收窄, 但受益于减值缺口收窄 (伊利)、产品结构升级 (新乳业)、奶酪成本国产替代 (妙可蓝多), 头部乳企盈利基本有所提升, 业绩普遍呈现较大弹性。

液奶弱复苏背景下, 推荐高股息标的伊利股份。明年预计液奶行业需求疲软, 奶价或温和回升, 优选自身竞争壁垒强化的标的。伊利自 2024Q3 起盈利能力持续提升, 液奶/奶粉/冷饮均实现优于行业增长, 竞争力凸显, 优于其他液奶、奶粉龙头, 经营优势持续强化。当前公司对应 25/26/27 年 pe15/14/13X, 且近期公司明确承诺 2025-2027 年 75% 分红率是底线, 2025 年三季报首次中期分红, 明后年盈利提升仍可期待, 当前位置配置价值凸显。

图22: 奶牛存栏量见顶回落, 存栏缓慢去化中

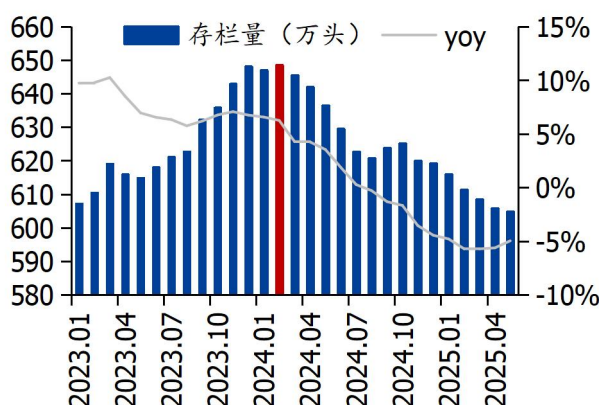
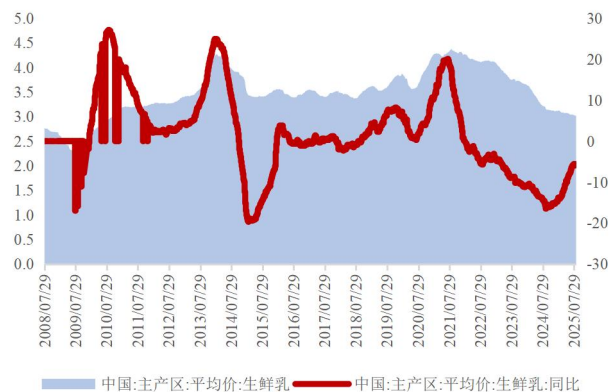


图23: 国内生鲜乳价格仍在下行区间



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

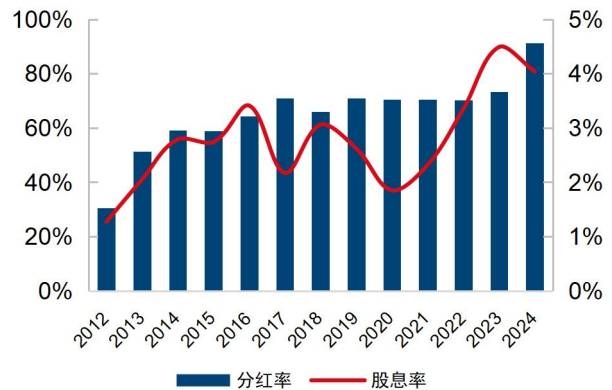
2025 年液奶需求依旧疲软，奶粉有所恢复

液奶增速				
	25Q1	25Q2	25H1	25Q3
伊利	-3.10%	-0.80%	-2.10%	-8.8%
蒙牛			-11.20%	预计-10%
新乳业			4.60%	+4.4%
奶粉增速				
	25Q1	25Q2	25H1	25Q3
伊利	18.60%	9.70%	14.30%	12.65%
飞鹤			-9%	-
蒙牛			2.50%	-
H&H			9.60%	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图24：伊利股份分红率和股息率呈提升趋势



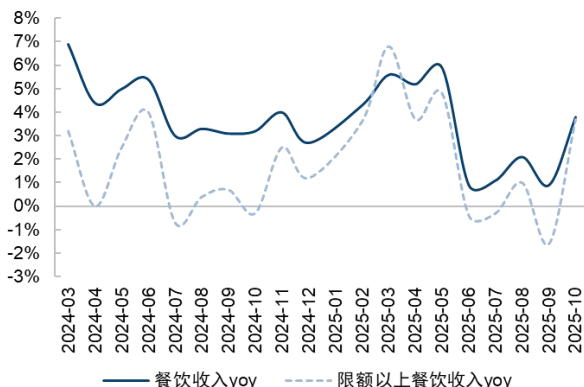
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.1.5 餐饮供应链：基本面筑底，弹性与机会并存

前期场景受限叠加竞争激烈，外部环境压制有望企稳、减弱。2025 年 6 月后，受消费场景受限影响，行业增速放缓，2025 年前三季度调味品与速冻食品板块收入分别实现小幅增长，但三季度作为传统淡季收入表现仍显乏力，主要受到餐饮消费承压及终端需求尚未完全恢复的影响。今年以来行业竞争加剧和消费降级导致均价下行，毛利率承压。进入四季度后，出现回暖迹象，主要表现有（1）从社零餐饮收入来看，2025 年 10 月增速回升，特别是限额以上餐饮增速增长明显；（2）从餐饮门店数量来看，市场历经多年调整，经营者基本盘逐渐稳固；（3）随着行业竞争趋于缓和，叠加头部企业费用管控逐渐见效，利润端出现改善迹象。

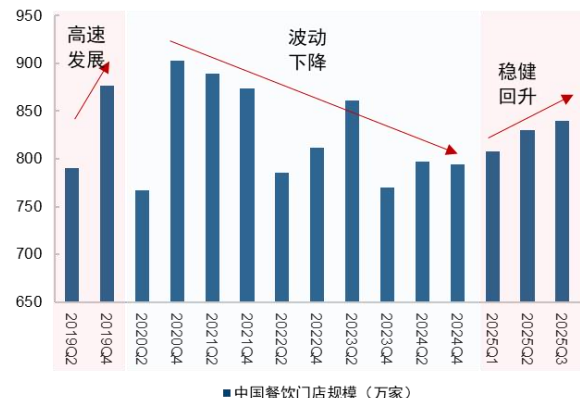
随着政策影响减弱，餐饮供应链需求有望逐步复苏，竞争未进一步加剧。四季度进入行业低基数、低预期阶段，供需两端变化可能催化股价表现，建议关注政策敏感度较高的餐饮供应链板块，当前行业处于基本面筑底、弹性与机会并存的阶段。

图25：2025 年 10 月社零餐饮收入增速出现回暖



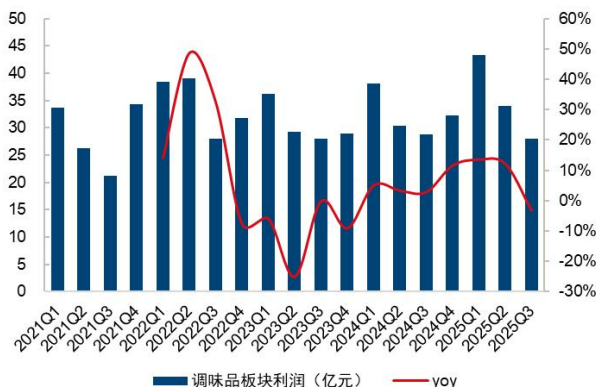
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：中国餐饮门店数量逐步回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27：调味品板块单季度净利润表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：速冻食品板块单季度净利润表现

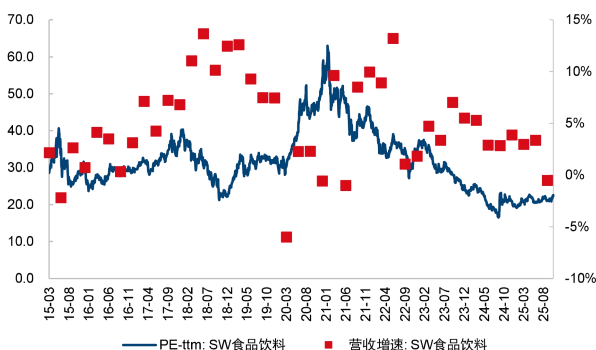


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.2 估值：多数子板块估值位于低位，戴维斯双击有待触发

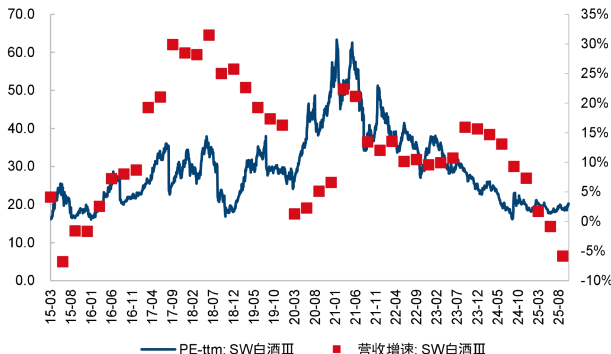
估值受基本面和市场流动性的共同影响。回顾食品饮料板块及主要子板块的历史估值，我们发现估值的变化与收入增速变化趋势有关系，例如2015H2-2018H1白酒板块收入增速呈上升趋势，白酒板块估值整体抬升，但不完全受收入增速影响，估值同样受到市场流动性环境的较大影响，例如2020H2-2021Q1流动性宽松带来各板块估值快速上扬。

图29：食品饮料板块 PE-ttm 与营收增速



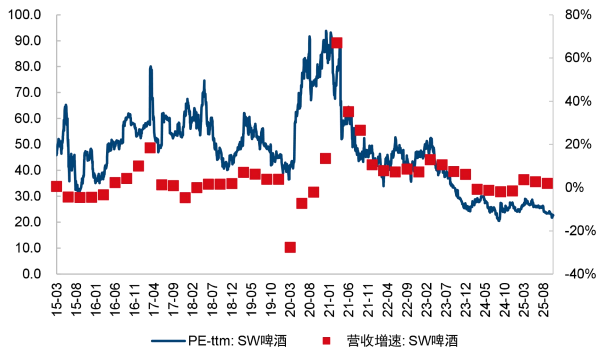
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：白酒板块 PE-ttm 与营收增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31: 啤酒板块 PE-ttm 与营收增速



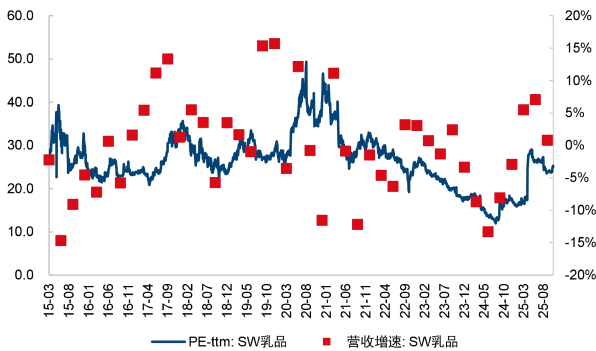
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 软饮料板块 PE-ttm 与营收增速



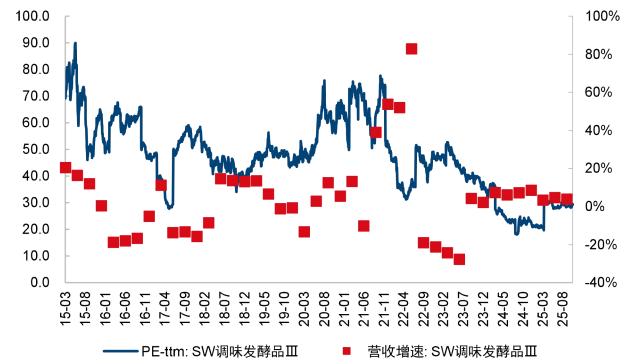
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 乳品板块 PE-ttm 与营收增速



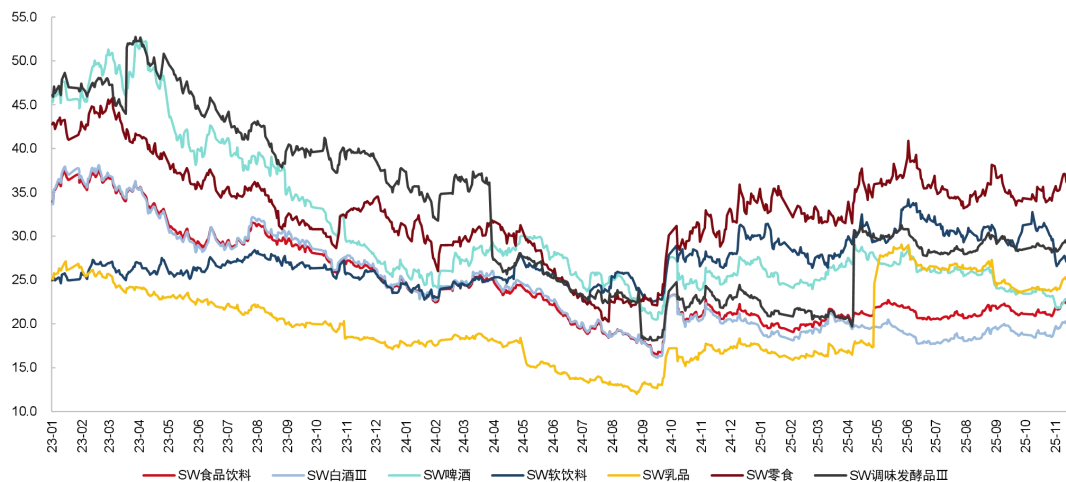
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 调味品板块 PE-ttm 与营收增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

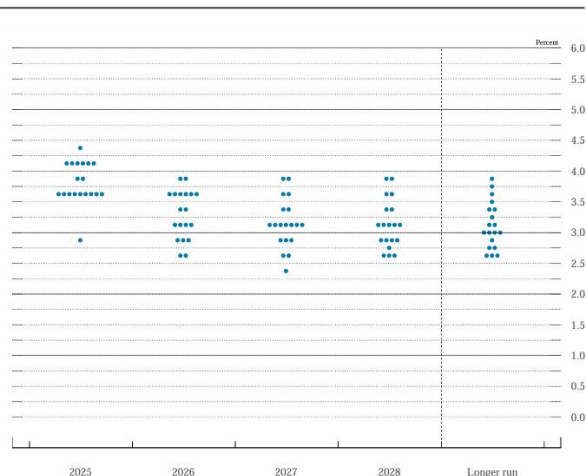
图35: 食品饮料板块及主要子板块 PE-ttm 变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

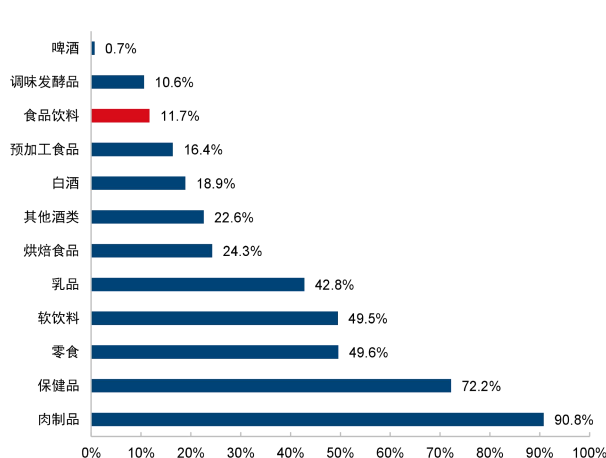
主要子板块估值仍处于历史 25%分位以下。2025 年食品饮料主要子板块的估值呈现底部回升态势，按照 2025/11/25 日 PE-ttm 数据计算，啤酒、调味品、白酒等板块估值处于历史 25%分位以下。展望 2026 年，在经济增长动能进一步修复、内需逐步回暖以及美联储维持降息路径、市场流动性较为充沛的预期下，食品饮料板块具备估值回升的条件。

图36: 美联储 2025 年 9 月 FOMC 会议后点阵图



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图37: 食品饮料板块及子板块近 10 年 PE-ttm 分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3 投资建议：顺应新消费趋势，挖掘供给升级机会

基于以上对于行业基本面和市场环境的展望，我们认为 2026 年大众品板块的投资思路如下：

1、**产品及服务的高质价比改造**。我们预计 2026 年结构性机会主要来源于企业对高质价比需求的把握，具体措施有以下几种：1) 传统线下门店业态的提质与折扣化改造，**推荐巴比食品，关注万辰集团**；2) 推出品质更优或能彰显个性、提升情绪价值的差异化产品，**关注百润股份**。

2、**渗透率持续提升的高景气品种**。近年来食品饮料行业出现了功能饮料、无糖茶、魔芋零食、燕麦食品等高景气品类，我们认为具备健康属性的品种可在长期持续替代相近品类，建议继续重点关注高景气赛道，但也需注意竞争关系的边际变化。**推荐东鹏饮料、农夫山泉、卫龙美味、盐津铺子**。

3、**前期受损较重行业的预期反转**。酒水、餐饮行业 2023 年下半年以来持续表现弱势，目前处于市场预期低位。随着宏观政策持续发力，此类行业基本面筑底回升的概率在增大。即使基本面修复速度偏慢，在流动性充裕的市场环境下，也不乏有阶段性的交易性机会，政策加码、旺季渠道反馈良好，均会带来预期快速且正向的变化。**推荐安井食品、颐海国际，关注千味央厨、青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒等**。此外，牧业的供给出清亦值得关注。

4、**个股逻辑主导下业绩确定性较强的标的**。推荐内部改革深化带来净利率持续提升

升的燕京啤酒。

5、高股息或高综合股东回报标的。推荐伊利股份。

重点公司的主要投资逻辑及盈利预测如下所示。我们对以下重点公司维持此前盈利预测。

- ◆ **燕京啤酒：U8 拉动产品结构优化，改革深化推动降本增效，持续追赶行业龙头吨价、盈利水平。**2022 年燕京啤酒以来凭借中高端大单品及降本增效举措实现盈利水平快速提升，但对比国内外啤酒企业来看，目前燕京啤酒盈利水平仍在低位，后续公司仍有机会进一步追赶行业龙头的盈利水平，主要有两条途径：1) 核心单品 U8 近年来品牌势能得到积累，目前价盘稳定、渠道利润空间可观，已在 8-10 元细分价格带具备较强竞争力。除基地市场外，U8 在湖南、四川、山东等外围市场已有突破，2026 年公司将在深化百县工程的基础上，推动百城工程，继续拓展市场，从而持续拉动公司产品结构升级；2) 公司内部改革举措继续推进，继续全面建设现代化治理、生产体系，费用率仍有进一步下行空间，预计利润高弹性将持续兑现。综合来看，燕京啤酒处于利润快速释放期、业绩成长性居啤酒行业前列。预计公司 2025/2026 年营业收入 153.7/162.2 亿元，同比+4.8%/+5.5%；归母净利 15.7/18.5 亿元，同比+49.1%/+17.7%；当前股价对应 PE 分别为 22/19 倍，维持“优于大市”评级。
- ◆ **卫龙美味：魔芋品类仍在成长期，公司加快产品创新，有序扩充品类，培育新增长极。**在魔芋赛道，卫龙美味已具备较为显著的品牌优势，公司通过不断推新打开魔芋品类天花板，比如 2025 年以来相继推出麻酱口味魔芋爽、牛肝菌魔芋、傣味春鸡脚味、麻辣小龙虾味、辣椒炒肉味等新品，捕捉不同消费群体的口味偏好。此外，公司继续凭借强势单品深化渠道建设，2025 年不仅加深与量贩零食的合作、在传统流通渠道优化终端陈列，同时在会员制超市渠道、海外渠道取得突破，渠道扩张为魔芋品类的成长提供保障。此外，公司内部积极进行产品研发创新，未来有序扩充产品品类，有望复制魔芋制品的盈利模式。海带品类今年新增 1 个口味，豆制品新品臭豆腐目前正在试销，后续有望贡献更多增量。综合来看，短期公司领衔魔芋赛道的成长，中长期凭借较强的产品研发创新能力、品牌影响力打造更多核心品类。预计公司 2025/2026 年营业收入 75.3/90.6 亿元，同比+20.1%/+20.4%；归母净利 14.7/18.0 亿元，同比+37.7%/+22.2%；当前股价对应 PE 分别为 17/14 倍，且公司承诺分红比例不低于 60%（2024 年分红比例 99%），预期股息率 4%以上，维持“优于大市”评级。
- ◆ **盐津铺子：着力打造品类品牌，魔芋品类高速增长。**公司现阶段践行从渠道驱动转向产品驱动的战略升级，着重培育大魔王魔芋品类品牌。2025 年截至目前，大魔王魔芋产品维持高速增长态势，预计收入占比提升至 30%附近。公司目前正以大魔王魔芋系列为核心，加强全渠道的渗透，尤其是扩张空间广阔的定量流通渠道，公司也在海外市场取得突破。同时大魔王系列逐步补充新口味，如三养火鸡面联名火爆魔芋、蒜香口味，我们依然看好大魔王系列后续的增长。此外，大魔王魔芋品类收入占比持续提升，预计将带动产品组合盈利能力提升。综合来看，公司战略升级后发展持续性与稳定性增强，目前大魔王品类品牌放量预计将带来较高的业绩成长性。预计公司 2025/2026 年营业收入 60.1/70.0 亿元，同比+13.4%/+16.4%；归母净利 8.3/10.2 亿元，同比+29.7%/+23.0%；当前股价对应 PE 分别为 22/18 倍，且持续通过现金分红及股份回购的方式加强股东回报，维持“优于大市”评级。
- ◆ **安井食品：沉淀新品积极蓄势，经营状态趋稳。**公司明确产品创新驱动，持续推进商超定制、新零售及特通定制，通过高品质、差异化产品矩阵满足多元化

消费需求，如肉多多烤肠表现良好。2025 年第三季度完成对鼎味泰的并表，在此基础上公司重视冷冻烘焙赛道，计划变更 3.61 亿元募集资金投入鼎益丰烘焙项目建设。公司进入四季度表现良好，主因餐饮渠道进入低基数阶段，渠道表现有所回暖，叠加三季度出货节奏正常，经销商库存良性。公司管理和推新品能力经过历史验证，明年加强新品沉淀，有望继续受益餐饮预期改善以及下游渠道拓展。预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 157.6/170.1/182.5 亿元，同比 4.2%/7.9%/7.3%；实现归母净利润 14.2/15.4/16.6 亿元，同比 -4.4%/8.8%/7.2%；实现 EPS 4.26/4.63/4.97 元；当前股价对应 PE 分别为 18.8/17.3/16.1 倍，维持优于大市评级。

- ◆ **颐海国际：关联方基础稳健，维持高分红率，新增长点明确。**产品端公司针对口味和价格制定更精细化的策略；渠道方面公司于 2024 年将销售考核机制从“责任利润”调整为“增量利润激励”，有效激发第三方团队积极性，推动第三方收入同比稳健增长。此外，电商渠道、零食量贩等新渠道渗透率持续提升。2024 年公司海外收入占比不足 10%，公司计划因地制宜开发产品，开拓直营终端海外客户。目前泰国工厂已经能够提供产能，东南亚供应中心的建设亦有望提供产能支撑。公司资本开支已过高峰，积极提升分红率，反映现金流稳健及股东回报承诺，2025 年公司继续实施中期派息，对应分红率 95%。我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 68.7/74.1/78.9 亿元，同比 5.0%/7.9%/6.5%；实现归母净利润 7.7/8.6/9.3 亿元，同比 4.6%/11.1%/8.8%；实现 EPS 0.75/0.83/0.90 元；当前股价对应 PE 分别为 15.5/14.0/12.8 倍，维持优于大市评级。
- ◆ **巴比食品：门店+团餐双轮驱动，新店型拓展全时段经营能力。**公司通过门店分级改造、外卖统管等工作，公司单店企稳回升；通过外延并购持续强化华东市场布局，进一步深化在江苏、安徽等区域的市场覆盖，一方面供应链整合与区域加密共同降低了运营成本，有利于提高产能利用率，另外也为全国化扩张积累了可复制的整合经验；通过深化与核心客户的合作及开发高势能客户，团餐及零售业务有望在未来成为业绩增长的重要引擎。巴比通过改造和新开的方式拓展新店型，为具备较大堂食区域、设有座位的类快餐模式门店。新店型延续原有早餐服务的基础上，拓展午餐与晚餐时段的客群覆盖，有望提升全时段经营能力。我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 18.9/21.4/23.3 亿元，同比 12.9%/13.1%/9.0%；实现归母净利润 2.9/3.3/3.6 亿元，同比 3.1%/16.5%/7.0%；实现 EPS 1.14/1.33/1.42 元，当前股价对应 PE 分别为 23.7/20.4/19.1 倍，维持优于大市评级。

表1：重点公司盈利预测表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE		分红比例 -2026E	股息率 -2026E
					2025E	2026E	2025E	2026E		
000729.SZ	燕京啤酒	优于大市	12.48	35,175	0.56	0.66	22.3	19.0	60%	3.2%
9985.HK	卫龙美味	优于大市	10.20	24,788	0.61	0.74	16.8	13.8	75%	5.4%
002847.SZ	盐津铺子	优于大市	66.36	18,097	3.04	3.74	21.8	17.7	75%	4.2%
603345.SH	安井食品	优于大市	80.04	26,676	4.26	4.63	18.8	17.3	70%	4.0%
1579.HK	颐海国际	优于大市	12.41	11,695	0.75	0.83	15.5	14.0	95%	6.8%
605338.SH	巴比食品	优于大市	27.07	6,485	1.14	1.33	23.7	20.4	70%	3.4%
9633.HK	农夫山泉	优于大市	43.82	4,920	1.35	1.56	32.5	28.1	70%	2.5%
605499.SH	东鹏饮料	优于大市	260.89	1,365	8.67	11.01	30.1	23.7	70%	3.0%
600887.SH	伊利股份	优于大市	28.98	1,829	1.78	1.93	16.3	15.0	75%	5.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测；注：我们对以上重点公司均维持此前盈利预测

4 风险提示

- 1、**宏观经济的发展超预期或低于预期。**文中我们对行业的展望主要基于宏观经济稳步增长、消费需求温和复苏的假设，若 AI 等科技产业的高速发展带动经济超预期增长，或国际贸易摩擦等不可控因素导致宏观经济发展低于预期，可能导致我们对于食品饮料行业的判断不准确。
- 2、**行业内卷式竞争。**虽然我们认为未来随着消费倾向从追求极致比价到追求平价高质的过程中，差异化供给的空间逐渐增大，但短期行业仍有可能因某些企业的竞争性策略而陷入失衡状态、出现内卷式竞争，导致行业利润空间被压缩。
- 3、**原材料价格大幅上涨。**2025 年以来部分上游行业在政策鼓励下进行产能去化，近期部分上游品种出现市场报价涨幅较大的情况，不排除签单价相应走高的可能性；此外，国际地缘政治摩擦以及天气的不可控变化均可能导致部分大宗商品价格走高。
- 4、**市场资金波动加剧。**2025 年下半年以来全球风险资产的波动率有所放大，美联储的货币政策、地缘政治冲突等因素均可能导致市场资金波动加剧，从而导致权益资产价格偏离合理区间。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032