

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

优于大市

核心观点

行情回顾：本周食品饮料（A 股和 H 股）累计上涨 2.93%，其中 A 股食品饮料（申万食品饮料指数）上涨 2.83%，跑赢沪深 300 约 3.91pct；H 股食品饮料（恒生港股通食品饮料）上涨 4.33%，跑输恒生消费指数 0.08pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为欢乐家（43.19%）、三元股份（31.79%）、科拓生物（15.76%）、西麦食品（12.23%）和海欣食品（11.60%）。

品类基本面延续分化，饮料>食品>酒类。（1）**酒类：**白酒：磨底阶段寻找优质公司主线，关注 12 月酒企经销商大会。当前板块进入左侧布局阶段，具备价值、区域话语权的优质公司有望获取更大增长空间，推荐泸州老窖/山西汾酒、贵州茅台、迎驾贡酒，也建议关注五粮液/洋河股份/舍得酒业的改革节奏。啤酒：行业库存良性，静待需求回暖。全年啤酒龙头利润增长具备较强支撑，建议积极布局啤酒板块，继续优先推荐大单品快速增长、内部改革持续深化、业绩成长性强的燕京啤酒。（2）**饮料：**乳制品：需求平稳复苏，供给渐进出清，布局 2026 年供需迎来改善带来的向上弹性。板块性推荐乳制品，重点推荐具备估值安全边际的龙头乳企伊利。饮料：行业景气延续，龙头明显跑赢。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。（3）**食品。**零食：优选确定性强的 alpha 型个股，重点关注魔芋零食品类红利的渗透。目前，魔芋零食的品类红利依然突出，两家龙头卫龙美味、盐津铺子的竞争优势突出，成长确定性强，我们维持重点推荐。餐饮供应链：三季报披露结束，行业磨底信号明显。推荐复调板块龙头颐海国际和基础调味品龙头海天味业、产能及渠道布局全国化的安井食品，并关注新渠道有望带来增量的千味央厨。

板块热点及近期催化：近期行业热点包括酒厂经销商大会等。近期催化包括中央经济工作会议等政策催化。

展望及投资建议：随着年底临近，机构布局新财年，2026 年看多食品饮料板块。展望 2026 年，我们有以下三个判断：1）红利属性体现，估值仍有空间。2）C 端消费仍是行业基本盘，但 B 端和商务场景或复苏更快。3）健康创新品类和数字化供应链。投资组合不变，推荐组合为贵州茅台、巴比食品、东鹏饮料、卫龙美味、泸州老窖。

风险提示：需求恢复较弱；原材料价格大幅上涨；食品安全等风险。

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	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,456.6	1,824,057	72.12	75.79	20.2	19.2
9633.HK	农夫山泉	优于大市	54.3	556,058	1.35	1.55	40.2	35.0
600809.SH	山西汾酒	优于大市	196.6	239,821	9.73	10.22	20.2	19.2
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	139.6	205,514	7.70	8.04	18.1	17.4
605499.SH	东鹏饮料	优于大市	269.6	140,180	8.85	11.21	30.5	24.0
9985.HK	卫龙美味	优于大市	12.0	26,544	0.61	0.74	19.6	16.2
605338.SH	巴比食品	优于大市	29.9	7,163	1.14	1.33	26.2	22.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业周报

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

联系人：王新雨

021-60875135
wangxinyu8@guosen.com.cn

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090003

证券分析师：张未艾

021-61761031
zhangweiai@guosen.com.cn
S0980525070005

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

《休闲食品行业专题报告之一——大浪淘沙，沉者为金》——2025-11-11
《酒类渠道包袱加速去化，大众品品类表现分化——食品饮料行业第三季度总结报告》——2025-11-11
《食品饮料周报（25 年第 41 周）——如何看待 2026 年投资机会？》——2025-11-10
《食品饮料周报（25 年第 40 周）——酒类渠道包袱加速去化，大众品品类表现分化》——2025-11-05
《食品饮料行业 2025 年三季度基金持仓分析——食品饮料基金重仓比例下降，白酒、大众品三季度均获减持》——2025-10-30

内容目录

1 板块观点及推荐组合基本面更新	4
1.1 细分板块观点	4
1.2 推荐组合公司基本面更新	5
2 周度重点数据跟踪	7
2.1 行情回顾	7
2.2 白酒：本周箱装飞天茅台、散装飞天茅台批价上涨，普五、国窖批价持平	9
2.3 大众品：9月啤酒产量上升，大麦进口价格有所下降	9
风险提示	13

图表目录

图 1: A 股各行业本周涨跌幅	7
图 2: A 股各行业年初至今涨跌幅	7
图 3: 食品饮料细分板块本周涨跌幅	7
图 4: 食品饮料细分板块年初至今涨跌幅	7
图 5: 食品饮料板块本周涨幅前五	8
图 6: 食品饮料板块本周跌幅前五	8
图 7: 食品饮料板块年初至今涨幅前五	8
图 8: 食品饮料板块年初至今跌幅前五	8
图 9: 箱装飞天茅台批价	9
图 10: 散装飞天茅台批价	9
图 11: 五粮液批价	9
图 12: 高度国窖 1573 批价	9
图 13: 白酒单月产量及同比	9
图 14: 白酒累计产量及同比	9
图 15: 啤酒单月产量及同比变化	10
图 16: 葡萄酒单月产量及同比变化	10
图 17: 软饮料单月产量及同比变化	10
图 18: 乳制品单月产量及同比变化	10
图 19: 生鲜乳平均价格	10
图 20: 牛奶零售价格	10
图 21: 进口大麦均价	11
图 22: 24 度棕榈油价格	11
图 23: 猪肉平均批发价	11
图 24: 大豆平均价格	11
图 25: 瓦楞纸（玖龙）出厂平均价	11
图 26: PET 现货价	11
图 27: 水禽价格	12
图 28: 鸭副冻品价格	12
图 29: 卤制品品牌门店数	12
图 30: 休闲零食品牌门店数	12
 表 1: 推荐组合基本面更新	 5

1 板块观点及推荐组合基本面更新

1.1 细分板块观点

白酒：磨底阶段寻找优质公司主线，关注 12 月酒企经销商大会。本周受益于资金高低切和 CPI 数据表现，白酒板块估值修复较多，次高端老窖、汾酒、舍得、酒鬼酒及受益于区域竞争格局改善的古井、金徽涨幅领先。当前板块节奏类似 2013-2014 年，估值提前反映业绩包袱去化，伴随供需两端积极因素增多，到 26Q1 前有望获得绝对收益。需求端，10 月中下旬以来餐饮、酒店等数据环比修复，叠加春节超长假期带动民间消费；供给端，酒企逐步释放渠道包袱，报表端增速要求降低。茅台批价 1650 元，比去年同期下跌 26%，同比降幅逐步企稳收窄，性价比突出下预计春节大众开瓶需求表现较好，对估值也具有支撑作用。投资建议上，当前板块进入左侧布局阶段，具备价位、区域话语权的优质公司有望获取更大增长空间，推荐泸州老窖/山西汾酒（稳健释放包袱，全国化空间较大）、贵州茅台（稳健穿越、长期定价权）、迎驾贡酒（出清较快、份额提升），也建议关注五粮液/洋河股份/舍得酒业的改革节奏。

啤酒：行业库存良性，静待需求回暖，推荐燕京啤酒、华润啤酒等优质啤酒龙头。6-7 月啤酒行业的消费场景受到规范吃喝相关条例影响，啤酒消费较为平淡，但 8 月以来相关条例的影响正逐渐褪去，后续餐饮场景复苏将有助于带动啤酒销量、产品结构双线边际改善。目前啤酒行业库存水平良性，主要龙头的估值均已回落至 25 倍 PE 以下，我们预计后续啤酒板块对政策发力、需求回暖的感知较快。全年啤酒龙头利润增长具备较强支撑，建议积极布局啤酒板块，继续优先推荐大单品快速增长、内部改革持续深化、业绩成长性强的燕京啤酒，推荐啤酒业务竞争优势突出、估值逐步修复的华润啤酒，推荐大单品持续增长、区域市场占有率持续提升的珠江啤酒，偏好低波高股息的资金可继续持有重庆啤酒。

零食：优选确定性强的 alpha 型个股，重点关注魔芋零食品类红利的渗透。随着量贩零食行业开店速度放缓，零食行业进入从渠道驱动为主，变为品类驱动为主、渠道为辅的增长模式，个股之间分化加剧，当前行业环境更加考验零食品牌方的产品突围能力及全渠道渗透能力。目前，魔芋零食的品类红利依然突出，两家龙头卫龙美味、盐津铺子的竞争优势突出，成长确定性强，我们维持重点推荐。

餐饮供应链：三季报披露结束，行业磨底信号明显。三季报反映行业竞争格局趋于稳定，尽管企业利润等核心经营指标仍处于磨底阶段，但多数公司已主动优化费用投放节奏，收缩促销开支，叠加原材料成本压力缓解，以及企业精细化费用管控措施逐步见效，行业整体盈利能力有望逐步企稳回升。综合判断，餐饮供应链正步入企稳阶段，其中龙头企业有望凭借集中度提升实现更优表现。进入四季度这一关键验证期后，仍需持续关注整体餐饮及大消费环境的变化趋势，以进一步判断行业复苏的可持续性。2025 年 9 月国内餐饮市场呈现淡季平稳特征，全国餐饮收入实现 4509 亿元，同比增长 0.9%。其中，限额以上单位餐饮收入 1347 亿元，同比下降 1.6%，四季度需重点关注企业库存去化进度以及新品的市场接受度。随着消费政策持续发力，下游餐饮行业活力有望得到提振，建议关注复合调味品板块在餐饮复苏预期下的估值修复机会，推荐复调板块龙头颐海国际和基础调味品龙头海天味业、产能及渠道布局全国化的安井食品，并关注新渠道有望带来增量的千味央厨。

乳制品：需求平稳复苏，供给渐进出清。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，同时伊利、蒙牛、新乳业受益于毛销差扩大及减值缺口缩小，业绩普遍呈现

较大弹性。预计 26 年需求延续改善，重点推荐具备估值安全边际的龙头乳企伊利，关注低温奶景气增长。

饮料：行业景气延续，龙头明显跑赢。虽已步入淡季，饮料景气度仍在延续，其中无糖茶、能量饮料、大包装的增长红利依然存在，且年初至今成本端白砂糖、PET 红利依然明显。龙头相继加大付费陈列、增投冰柜，进一步抢占份额。挤压式扩容下饮料业绩分化加大，展望 26 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。

1.2 推荐组合公司基本面更新

本周推荐组合为贵州茅台、巴比食品、东鹏饮料、卫龙美味、泸州老窖，平均涨幅 4.24%，跑输食品饮料（申万）5.33pct，主因消费板块本周表现强劲。下周推荐组合不变，更新如下：

表1: 推荐组合基本面更新

贵州茅台	核心看点	1、 价格底部信号加强，全球流动性回暖打开估值修复空间。 当前飞天批价同比下跌 25-30%左右，我们预计 Q4 同比降幅有望筑底收窄，对估值进行支撑，一方面伴随价格性价比凸显后，大众开瓶需求有所提振，双节华东、华南地区飞天动销同比增长进行佐证；一方面消费需求最差的阶段或已渡过，伴随经济预期修复、商务活跃度冰点修复，库存有望加速去化。茅台作为全球资产，当前较美债收益率等更具投资吸引力，若降息预期进一步强化，各类资金或流入茅台，打开估值修复空间。
	潜在风险	2、 积极扩大消费者触达，长期仍有提价期权。 公司今年推动“卖酒向卖生活方式”转变，渠道端开拓企业团购、电商/即时零售等，产品端通过系列酒触达大众场景、推出文化 IP 类产品培育消费者，整体市场份额有望进一步提升，夯实长期品牌溢价权；伴随经济预期升温，吨价提升仍有动能。
	盈利预测及估值	线上渠道价格下挫影响整体价盘；食品安全问题；需求恢复不及预期等。 预计 2025-2027 年公司营业总收入 1835.2/1920.6/2021.3 亿元，同比+5.4%/+4.7%/+5.2%；预计归母净利润 905.9/952.1/1005.2 亿元，同比+5.1%/+5.1%/+5.6%；当前股价对应 25 年 19.8xP/E，给予 25x 目标估值，对应 26% 上行空间，维持“优于大市”评级。
巴比食品	核心看点	1、 内生门店运营良性，店型迭代支撑单店收入提高。 闭店率 2025 年达到短期高峰，单店收入增速率先改善，目前单店营收增速已在低基数和新店型运营下实现转正且有望继续向上。
	潜在风险	2、 区域拓展双轮驱动，新店型已进入弱势区域。 华东市场通过并购和内生拓店双轮拓展，且新型堂食店已经进入非优势区域广东、北京等地，表现良好，有望对于未来区域拓展产生拉动。
	盈利预测及估值	3、 积极拓展新渠道，大客户渠道增速较快。 公司积极开拓团餐、预制菜等领域，大客户渠道体量较小但是增长较快。 门店拓展不及预期；新店型表现不佳导致单店收入下降等 维持盈利预测。预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 18.7/20.9/22.7 亿元，同比 12.1%/11.5%/8.9%；实现归母净利润 3.0/3.3/3.6 亿元，同比 7.2%/13.0%/8.5%；实现 EPS1.18/1.34/1.45 元。公司目前分红率 70%积极回馈股东，高管 9 月再次增持亦体现对于公司的中长期发展信心，维持优于大市评级。
东鹏饮料	核心看点	1、 东鹏特饮：2025H1 特饮收入同比增长 22%，全年维度预计 20%左右。 中长期可看能量饮料口味化+年轻化、出海市场等。
	潜在风险	2、 第二曲线新品： 补水啦通过延展口味，提高铺市率维持高增；果之茶上修全年目标至 7-8 亿元；其他饮料中咖啡亦有不错表现、海岛椰拟推出节庆装。
	盈利预测及估值	3、 渠道数字化及超强营销能力带来的潜在增长驱动： 公司数字化体系领先，渠道管理精细化，推新效率高。在往平台化饮料企业转型的过程中，其他新品亦有潜在催化。 全国化扩张不及预期、第二曲线竞争激烈、原材料成本上涨 维持此前盈利预测，预计 2025/26/27 收入 209/259/310 亿元，同比+32%/24%/+20%，净利润 46/58/71 亿元，同比+38%/27%/22%，对应 PE 为 32/25/21 倍。考虑到公司是板块稀缺景气增长标的，特饮全国化仍在推进，补水啦延续翻倍增长，果之茶推出首年两次上调目标，公司渠道数字化及管理精细化领先行业，后续潜在的新品仍值得期待，维持优于大市评级。

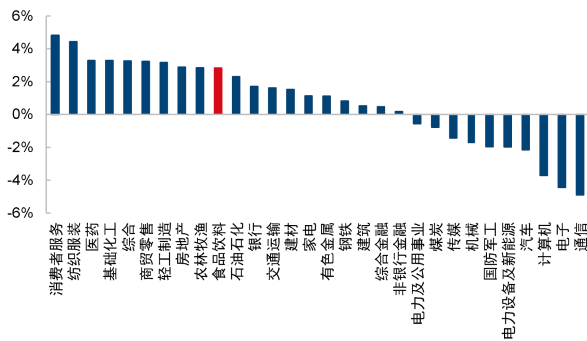
泸州老窖	核心看点	1、高度国窖价格领先战略，大众价位产品布局具备放量势能。当前高度国窖批价 830-840 元左右，领先竞品，虽然动销量一定程度上有所挤出，公司通过新质企业团购渠道开拓、KOL 培育等做品牌教育工作，多元化经销商费用方式，目前厂商关系温和。同时大众价位产品也为高度国窖的价格保驾护航，38 度国窖、特曲 60 版、头曲等产品在优势市场华北、四川的所在价位份额提升，渠道也仍有蓄力空间。 2、38 度国窖优势突出，有望全国化布局增长。当前中度酒符合白酒在新商务场景中的消费趋势，38 度国窖品牌认知度先发、品质突出、在河北/环太湖地区成为价位领先单品，同时 受益于公司精细化的渠道、终端运营能力，长期全国化空间较好，3-5 年维度预计中度酒 3000 亿左右市场规模，产品市占率 10%对应 300 亿收入，具有 2 倍空间。 3、数字化营销改革带来长期红利。公司在数字化改革上不断优化和完善，渠道利润率跟随外部需求环境灵活调整，稳定经销商信心。长期在生产端规模效应、扁平化渠道管理效率、终端后期管理、消费者数据资产反哺决策等方面有望充分赋能，促进利润率提升。
		潜在风险 高度国窖挺价战略下销量份额损失较多；数字化进程过快、损伤渠道积极性等。
		盈利预测及估值 预计 2025-2027 年公司收入 272.2/280.7/311.1 亿元，同比-12.8%/+3.1%/+10.8%；预计归母净利润 113.4/118.3/132.8 亿元，同比-15.8%/+4.3%/+12.2%；当前股价对应 17.4xP/E，基于中长期增长空间给予对标汾酒 20xP/E 和 15%上行空间，股息率 4.3%安全边际，维持“优于大市”评级。
卫龙美味	核心看点	1、魔芋品类仍在快速成长期。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 年推出的麻酱口味魔芋爽迅速爬坡，7 月与山姆合作牛肝菌魔芋，新品上市后反馈积极。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。 2、有序培育新增长极。公司品牌和渠道基础坚实，凭借其较强的产品研发创新能力，未来有序扩充产品品类，有望复制面制品、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线上试销，后续有望贡献更多增量。
		潜在风险 魔芋赛道竞争显著加剧；原材料价格大幅上涨等。
		盈利预测及估值 维持盈利预测。预计 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+37.8%/+22.1%；当前股价对应 PE 分别为 19/16 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%。卫龙美味是休闲食品行业为数不多的长久期资产，目前魔芋品类放量带来高业绩成长性，维持优于大市评级。

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理、预测

2 周度重点数据跟踪

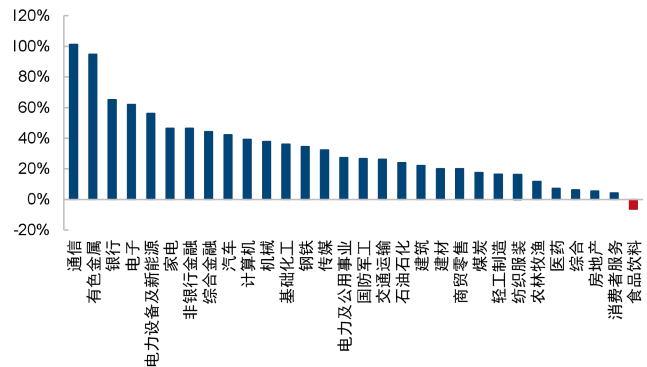
2.1 行情回顾

图1：A股各行业本周涨跌幅



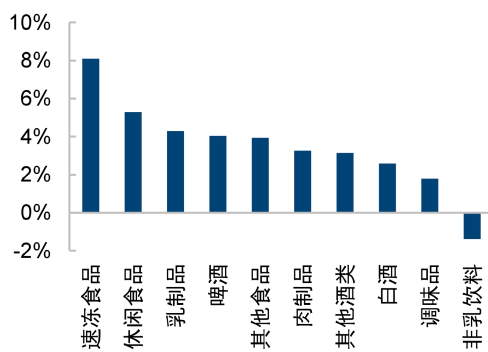
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：A股各行业年初至今涨跌幅



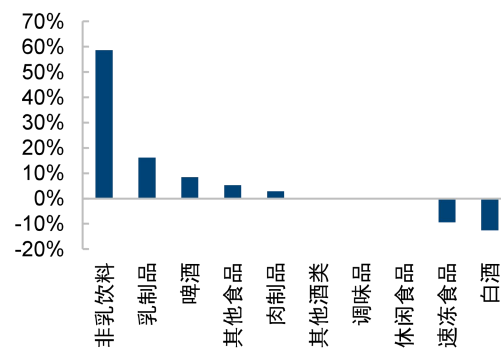
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：食品饮料细分板块本周涨跌幅



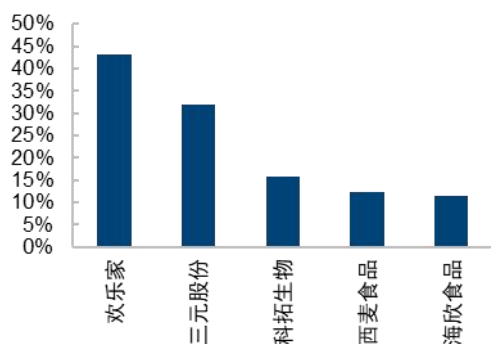
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：食品饮料细分板块年初至今涨跌幅



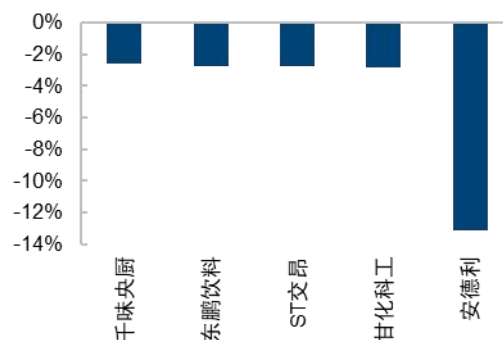
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：食品饮料板块本周涨幅前五



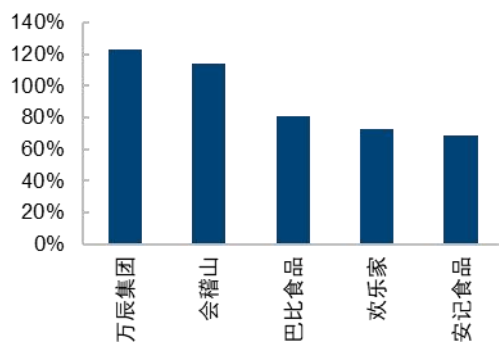
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：食品饮料板块本周跌幅前五



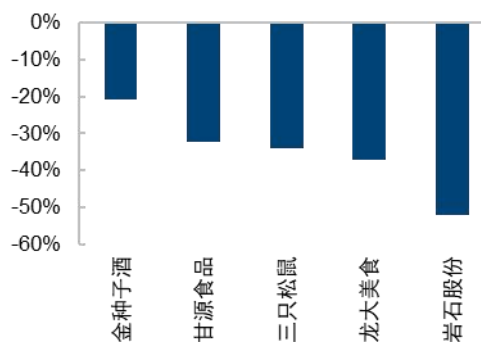
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：食品饮料板块年初至今涨幅前五



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

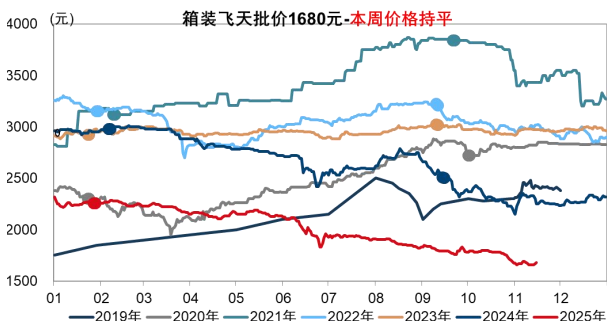
图8：食品饮料板块年初至今跌幅前五



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.2 白酒：本周箱装飞天茅台、散装飞天茅台批价上涨，普五、国窖批价持平

图9：箱装飞天茅台批价



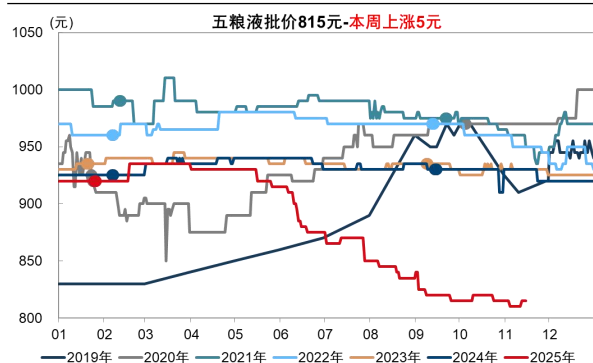
资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截止2025年11月15日

图10：散装飞天茅台批价



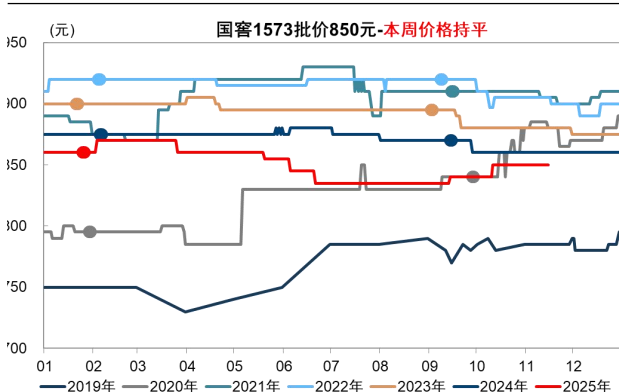
资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截止2025年11月15日

图11：五粮液批价



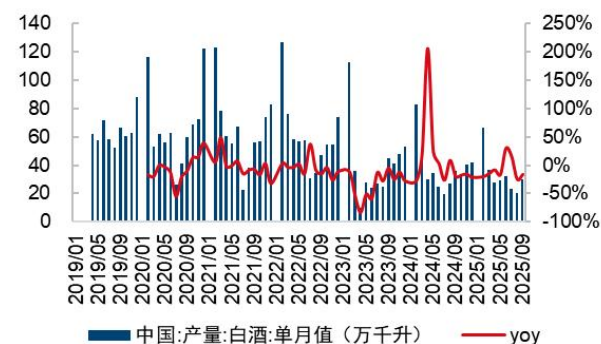
资料来源：百荣酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截止2025年11月15日

图12：高度国窖1573批价



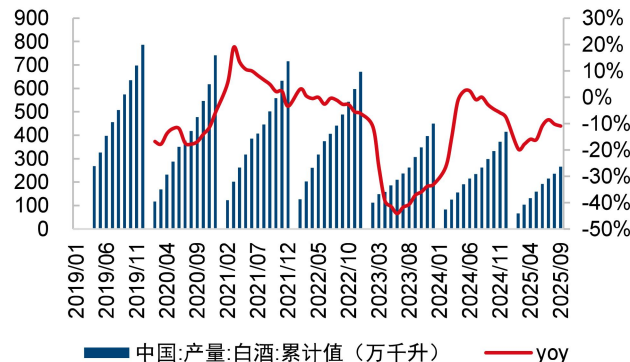
资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截止2025年11月15日

图13：白酒单月产量及同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

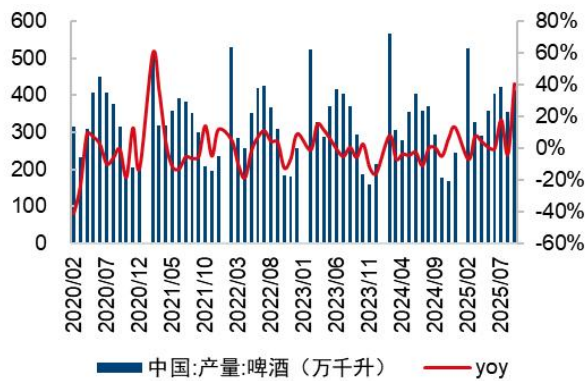
图14：白酒累计产量及同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

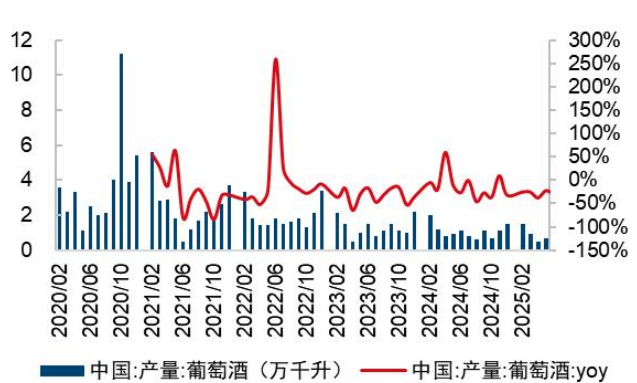
2.3 大众品：9月啤酒产量上升，大麦进口价格有所下降

图 15: 啤酒单月产量及同比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 葡萄酒单月产量及同比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 软饮料单月产量及同比变化



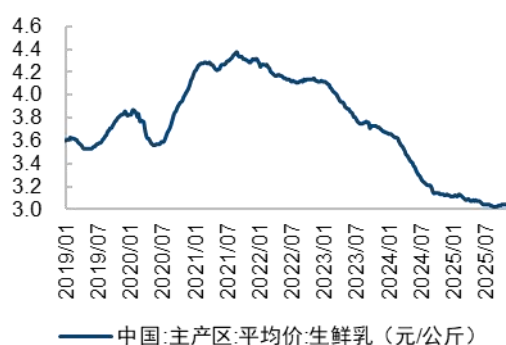
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 乳制品单月产量及同比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 生鲜乳平均价格



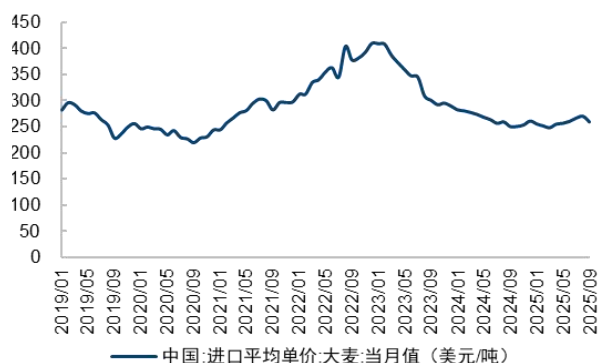
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 牛奶零售价格



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 进口大麦均价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 24 度棕榈油价格



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 猪肉平均批发价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 大豆平均价格



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 瓦楞纸(玖龙)出厂平均价



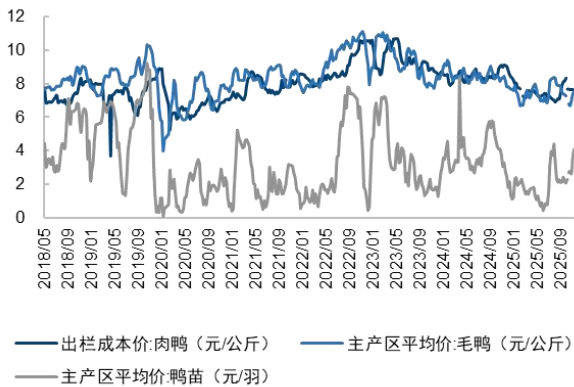
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: PET 现货价



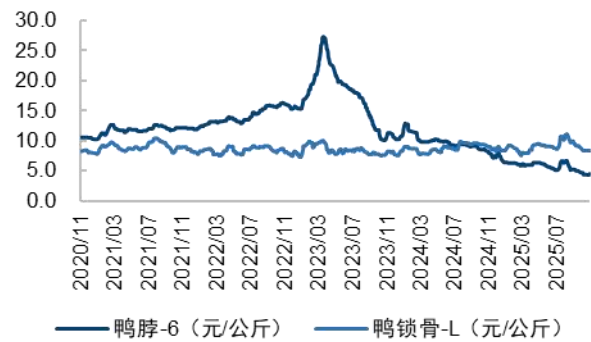
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图27: 水禽价格



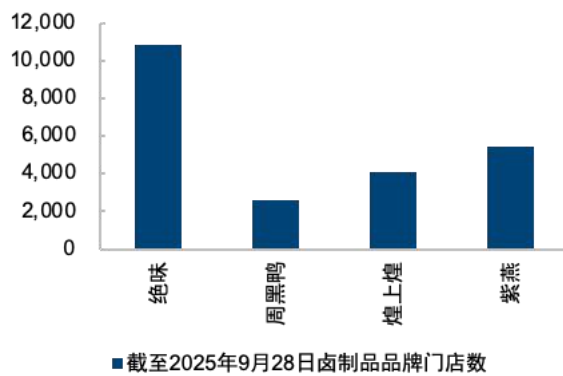
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图28: 鸭副冻品价格



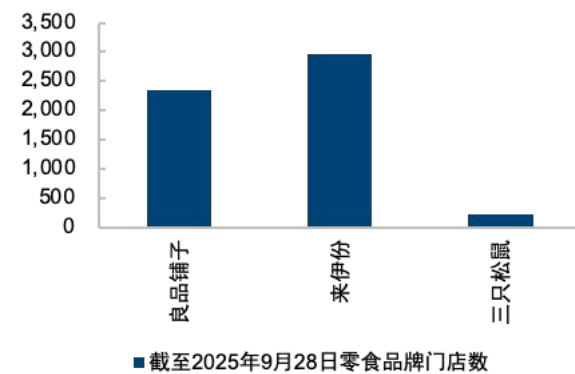
资料来源: 水禽行情网, 国信证券经济研究所整理

图29: 卤制品品牌门店数



资料来源: 窄门餐眼, 国信证券经济研究所整理

图30: 休闲零食品牌门店数



资料来源: 窄门餐眼, 国信证券经济研究所整理

风险提示

需求恢复较弱。

原材料价格大幅上涨。

市场竞争加剧。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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中所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
