

仅供内部参考，请勿外传！



智领新程 聚力向新

华西证券2026年中期资本市场投资策略会

内需反转之年，优选困境反转+成长

2026年食品饮料行业中期策略报告

食品饮料团队

证券分析师：寇星 SAC NO:S1120520040004

2026年5月20日



请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

H 证券研究报告



01 大众品板块观点

今年是黑暗到黎明的一年，复苏顺序
乳制品>餐饮供应链>调味品>啤酒，
饮料和小食品分化

1.1 大众品观点——今年是龙头全面复苏的一年，**华西证券2026年中期资本市场投资策略会** 困境反转+成长加速是核心主题

- **观点：**去年是大众品众多行业逐步筑底的一年，今年是龙头拐点的一年。从复苏顺序来看，乳制品>餐饮供应链>调味品>啤酒，核心在于各自的贝塔修复时间。饮料和小食品此前因渠道红利或龙头品类红利持续向上，今年逐步开始分化。
- ✓ **乳制品：**板块自2024Q2因四重周期触底后，伴随逐步修复，今年收入逐步转正，Q1迎来拐点，进入周期上行业绩拐点，预计未来2年板块收入利润都会非线性变好。今年是业绩最确定的板块。
- ✓ **餐饮供应链：**板块整体复苏节奏清晰，2025Q3已开始释放边际回暖信号，2026Q1复苏拐点进一步强化确认。2026Q1较2025Q4，板块营收、盈利均实现季节性回升，且回升幅度显著高于往年同期水平，充分验证本轮复苏并非仅靠春节错位的节日因素驱动，而是行业供需格局优化下基本面的实质性改善。
- ✓ **调味品：**2026Q1调味品行业呈现营收普增、利润分化、龙头稳健、中小标的弹性凸显的特征。看好调味品板块持续向好，餐饮渠道复苏延续持续带动B端调味品需求放量，宏观消费环境回暖带动C端大众消费需求复苏；头部企业市占率稳步提升，龙头优势持续强化；国企改革、内部治理优化持续推进，国企标的改革红利有望持续释放。
- ✓ **啤酒：**Q1行业盈利改善，旺季随着高温天气、世界杯赛事、旺季餐饮复苏三大催化落地，板块旺季需求修复、盈利超预期可期。
- ✓ **小食品：**26Q1经营数据已出现显著边际改善，利润端修复弹性尤**其**显著回暖并非单一依赖春节错期带来的收入前置，更是行业经营能力的全面优化。板块核心标的对应2026年业绩一**些**关键数据在20倍以下，显著低于食品饮料其他细分赛道，估值修复空间充足。
- ✓ **饮料：**年初至今因竞争加剧和PET价格上涨对全年收入业绩预期悲观，叠加淡季没有好的催化股价一直处于疲软状态；当前我们对饮料板块的观点仍然维持**#抓住龙头公司低估值机会，关注短期催化可能性**。
- ✓ **保健品：**25Q4政策以引导和扩容为主，26Q1监管全面收紧和细化。26年3月1日起，全国范围内开展为期半年的整治行动。同时，监管“严审新品、优化存量”的导向非常明确，行业洗牌加速，预计行业CR5在2030年突破35%，企业竞争的核心彻底转向产品力、合规性和对细分人群需求的精准把握。26年全球保健品市场预计保持稳健增长，五年CAGR维持在5.5%的高位。

1.2.1 底层逻辑1——内需见底回升

- 核心依据可从政策“托底”到“主动扩内需”、数据拐点、周期触底、结构修复、外需走弱倒逼内需五大维度展开，且一季度数据已初步验证拐点逻辑。
- ✓ (1) 政策面：从“托底”到“主动扩内需”，顶层设计 + 资金 + 工具全面加码
- ① 战略定位升级：《扩大内需战略规划纲要（2022—2035）》+ 2026—2030 扩大内需实施方案落地，内需上升为国家战略核心，不再是短期刺激。
- ② 财政力度空前、投向精准：赤字率维持4%（广义赤字率约8.9%），实际支出规模破 30 万亿元。超长期特别国债：1.7 万亿元（含2500 亿元消费品以旧换新、8000 亿元“两重”建设）。新增专项债4.9 万亿元、政策性金融工具8000 亿元，资金聚焦消费、民生、新基建、科创。
- ③ 消费政策“组合拳”（财政 + 金融 + 场景）：2500 亿元特别国债支持汽车 / 家电 / 家居以旧换新，截至 4 月带动销售超 4300 亿元、惠及6000 万人次。新设1000 亿元财政金融协同促内需专项贷款贴息 + 担保，直接降低居民消费成本带薪休假、中小学春秋假，释放文旅服务消费场景。
- ④ 地产政策“软着陆 + 稳预期”：保交楼收尾、城中村改造、保障房扩容，减少负财富效应。限购松绑、首付 / 利率下调，刚需与改善需求逐步释放。
- ⑤ 货币政策“适度宽松 + 结构性滴灌”：流动性保持合理充裕，LPR 维持低位、定向降息（支农支小 / 科创）。不搞“大水漫灌”，资金精准流向消费、新基建、高技术制造。

1.2.1 底层逻辑1——内需见底回升

- (2) 数据面：通缩拐点已现、消费 / 投资边际改善、内需贡献率跳升
- ✓ 价格：通缩结束、温和再通胀（最关键领先信号）：
 - ① PPI：4 月同比 +2.8%（45 个月新高），由负转正，工业品需求回暖、企业利润修复。
 - ② CPI：4 月同比 +1.2%，1—4 月平均+0.9%，核心 CPI 回升、服务价格上行，通缩预期彻底打破。
 - ③ 实际收入：名义收入弱、通胀更低，实际购买力回升，支撑消费修复。
- ✓ 消费：服务强、商品稳，拐点信号明确：
 - ✓ 一季度社零：12.9 万亿元、同比 +2.4%，较 2025Q4+0.7pct，逐月改善。
 - ✓ 服务消费：一季度同比 +5.5%，快于商品零售 3.3pct；五一文旅花费1855 亿元、客流3.03 亿人 / 日，服务消费成主力。
 - ✓ 绿色 / 升级消费：新能源车渗透率51.5%，通讯器材 / 家电以旧换新高增，消费结构升级。
 - ✓ 投资：由负转正、新动能领跑：1—2 月固投同8%（2025 全年-3.8%），拐点确认。
 - ① 基建：1—2 月 +11.4%，“六张网”（算力 / 电网 / 水网等）投资破 7 万亿，托底内需。
 - ② 制造业：高技术制造一季度 +12.5%，对工业增长贡献率32.6%，新动能接力。
 - ③ 地产：投资降幅收窄，销售企稳、边际拖累减弱。
- ✓ 内需贡献率：跳升至 84.7%，主导增长：一季度内需对 GDP 贡献率84.7%，同比 +30pct，内需重新成为主引擎。

1.2.1 底层逻辑1——内需见底回升

● (3) 周期面：四大周期共振触底，2026 年 Q2—Q3 迎来拐点

✓ 库存周期：被动去库→主动补库临界点

① 2025Q4—2026Q1：工业企业主动去库、价格下行；2026Q2 起 PPI 转正、订单改善，进入被动去库尾声、主动补库前夜。

② A 股非金融企业ROE 连续 17 季度回落、2026Q1 触底回升，盈利周期拐点确认。

✓ 地产周期：调整尾声、软着陆

① 2021—2025：量价持续调整、去库存；2026 年库存去化至合理区间、价格企稳、负财富效应收敛。

② 房价收入比回落、租金回报率回升，地产企稳条件成熟，对内需拖累由强转弱。

✓ 居民资产负债表周期：修复开启、储蓄释放

① 2020—2025：超额储蓄累计约 12 万亿元，居民“预防性储蓄”高企、消费意愿弱。

② 2026 年：收入预期改善、服务消费场景恢复、储蓄率回落，超额储蓄温和释放（非报复性）。

✓ 政策周期：逆周期发力、效果显现

✓ 2025 下半年：政策托底、效果滞后；2026 年 Q1 起：扩内需政策密集落地、乘数效应显现，政策周期与经济周期共振向上。

1.2.1 底层逻辑1——内需见底回升

● (4) 结构面：从“地产基建依赖”到“消费 + 科技 + 绿色”多元引擎，韧性增强

✓ 消费结构：服务主导、绿色升级，打开增量空间

① 服务消费占比突破 50%（2026 年），文旅、康养、数字服务增速7%—8%，对冲商品消费弱复苏。

② 绿色消费：新能源车、锂电池、光伏组件国内销量高增，形成“生产 — 消费”闭环。

③ 城乡结构：城乡收入比2.23（-0.04），中低收入群体边际消费倾向更高，底部需求先动。

✓ 投资结构：新动能替代传统，高质量增长

① 传统内需退坡：地产 / 基建增速低个位数，对 GDP 贡献率不足 10%，不再依赖单一引擎。

② 产业升级反哺内需：高端制造（芯片 / 服务器）产能释放，优质供给创造新需求，形成“产业升级→内需扩张→产业再升级”正向循环。

✓ 区域结构：内需重心内移，中西部发力

① 中西部收入增速快于东部，城镇化率提升，下沉市场消费潜力释放。

② 长三角 / 珠三角产业向中西部转移，带动中西部投资与就业，内需区域更均衡、韧性更强

1.2.1 底层逻辑1——内需见底回升

● (5) 外需面：出口高增、结构升级，反哺内需、稳定就业

✓ 出口增速超预期，韧性强

① 2026 年前 4 月出口（美元）+14.7%，4 月单月 +14.1%，显著高于全球贸易增速（1.9%）。

② 机构预测全年出口增速5%—12%，高位韧性，稳定制造业就业与收入。

✓ 出口结构升级，新三样 + AI 算力链成主力

① 新三样：电动车、锂电池、光伏组件出口 +50%—70%，全球份额领先。

② AI 算力链：集成电路 4 月出口 +99.6%，服务器 / 存储设备高增，高端制造出口占比提升。

③ 市场多元化：对东盟（+15.7%）、中东、拉美出口高增，对冲对美下滑（-12.9%），外需稳定性增强。

✓ 外需反哺内需：就业→收入→消费正向循环

① 出口高增带动制造业扩岗、工资上涨，中低收入群体收入改善，直接支撑消费修复。

② 出口企业“出口转内销”，优质供给下沉国内市场，丰富内需供给、激活消费潜力。

✓ 全球供应链重构，强化内需韧性

① 地缘冲突 + 贸易保护主义，全球供应链向中国倾斜，产业链完整性与安全性提升，内需供应链更稳定、抗风险能力增强。

1.2.2 底层逻辑2——渠道转型影响

● 近年来渠道变化核心趋势

✓ 线下：传统渠道萎缩，新兴业态爆发

- ① 大卖场 / 综合超市：持续缩量，2024 - 2025 年销售额年均下滑 3% - 5%；门店精简、面积收缩、转向生鲜与食品。
- ② 零食量贩（硬折扣）：超级黑马，2020 年 109 亿元→2024 年 1297 亿元，4 年 11 倍，门店超 3.8 万家；核心是极致低价 + 扁平化供应链 + 高周转。
- ③ 社区店 / 便利店：近场化红利，2025 年社区小超市增速约 2.7%；便利店加密、主打即食 / 鲜食，成为饮料、低温乳品核心触点。
- ④ 会员店（山姆 / 盒马）：高势能渠道，2023 - 2025 年快速扩张；主打大包装、高毛利、品牌背书，适合中高端单品与新品孵化。
- ⑤ 餐饮渠道：场景化放量，佐餐饮料、调味品、预制菜核心增长极；2025 年餐饮渠道占比普遍提升 5 - 10pct。

✓ 线上：货架电商放缓，内容电商主导，即时零售爆发

- ① 传统电商（~~京东~~）：增速放缓至 5% - 8%，流量成本上升、价格战激烈，沦为清库存 + 品牌展示渠道。
- ② 内容电商（抖音 / 快手）：2024 年食品饮料销售超 2000 亿元，首次超越天猫（约 1000 亿元）；核心是短视频种草 + 直播转化 + 货找人精准触达，零食 / 调味品 / 饮料渗透率最高
- ③ 即时零售（美团 / 饿了么 / 京东到家）年增速超 20%，30 分钟送达；成为高频刚需（水 / 奶 / 零食）核心增量，与社区店深度绑定。

✓ 渠道底层逻辑：从“经销商层层加价”到“短链化 + 扁平化 + 直供”

- ① 去中间化：厂商→量贩店 / 会员店 / 电商平台，层级从 3 - 5 级减至 1 - 2 级，加价率从 30% - 50% 降至 10% - 20%。
- ② 全渠道融合：线上引流→线下体验→线上复购；线下门店成前置仓 + 自提点 + 体验店。
- ③ 渠道话语权转移：从厂商主导→渠道（量贩 / 电商 / 会员店）主导，议价权向终端集中，倒逼厂商控费、提效、做差异化。

1.2.2 底层逻辑2——渠道转型影响

- 各个板块当前转型来看，基本都转型成功
- **调味品：**新零售和定制化渠道重要性持续提升，成功对冲传统商超渠道下滑。头部企业定制化产品收入占比持续提升，电商渠道增速远超公司整体增速。渠道转型带动行业增速回暖，区域龙头企业通过差异化定制实现弯道超车。
- **啤酒：**顺应消费者需求变革，非现饮占比提升，C端占比不断提升；龙头企业积极拥抱即时零售，歪马送酒等平台快速崛起，进一步缓解餐饮需求疲软的压力。
- **餐饮供应链：**在餐饮连锁化率持续上行与渠道变革的共振下，餐饮供应链企业将“布局新零售”确立为第二增长曲线的主轴，通过与商超/会员制卖场/O2O即时零售的定制化共创与柔性履约，龙头公司在2025年已进入实质性放量阶段。
- **饮料：**越来越多饮料企业学习东鹏的模式，重视单点卖力和冰柜占位，一方面说明饮料产业从“网点数量”内卷进化到“网点质量”内卷，产业竞争拥挤度进一步增加；另一方面说明产业竞争格局从无序长尾退出到龙头改革进步，核心结论仍然为关注龙头的低估值机会。
- **小食品：**渠道变革受益最显著的板块，零食量贩与内容电商驱动行业重构，诞生了万辰和很忙两家近千亿GMV的零食量贩龙头企业，推动上游品牌企业实现二次成长。

1.2.3 底层逻辑3——龙头内部改革

- **天时地利人和——**只有天时（内需）和地利（渠道转型）转好，**没有人和，就很难讲板块或龙头彻底转好或率先转好，持续性也是问题。**近几年各板块龙头公司均针对性天时和地利进行了多维度的改革，代表性公司如下：
 - **蒙牛乳业：**公司从24年3月份新总裁上任后持续进行改革。
 - **三元股份：**公司25年持续进行人员改革并引入职业经理人总经理，直到今年Q1实现了超市场预期的转正增速和利润增速。
 - **安井食品：**公司2025年增设联席董事长，强化核心团队协同；围绕核心战略，强化生产、营销、技术骨干的跨部门协同。多次开展股权激励，激励覆盖范围广、力度大，实现核心骨干深度利益绑定，推动经营效率行业领先。
 - **海天味业：**公司核心管理团队持股超过50%，管理层平均司龄超过20年，2024年顺利完成管理层交接，实现“创始人战略+职业经理人运营”平稳过渡。内部推行员工持股计划，进一步完善长期激励，绑定核心骨干。
 - **燕京啤酒：**公司推动内部“二次创业、九大变革”，推进思想、组织、机制、营销等全方位改革；进行人员精简，人均创收大幅提升；激励机制转向市场化导向，团队活力不断释放。
 - **盐津铺子：**落地多轮股权激励，绑定核心高管和骨干；董事长和高管**团队以长期稳定奋斗者为本**，内部管理灵活积极，多次抓住行业渠道变革机遇。
 - **H&H国际控股：**25年12月，公司根据24年股份计划向41名合资格参与者股权激励，占公司已发行股份总数约2%，并设置了归属条件，需达成预设的财务表现、业务增长及个人贡献等目标，将员工利益与公司长期发展深度绑定，26Q1超预期增长并延续。

1.2.4 底层逻辑4——成长加速

- 当天时地利人和之际，本来就具备强势动能的细分行业龙头将有望插上翅膀，成长加速：
 - **妙可蓝多**：乳制品深加工国产替代逻辑，消费者选择+产业变革催化成长。
 - **新乳业**：低温渗透率增加，消费者认知增加+冷链配套能力增强催化成长。
 - **西麦食品**：紧抓消费健康化大趋势下燕麦行业成长机会，推动产品升级，布局大健康领域养生粉业务，推动业绩快速提升，25年实现18%的收入增长，29%的利润增长。
 - **有友食品**：公司已从依赖传统经销商，成功转型为“传统渠道+会员商超+零食量贩+线上电商”四轮驱动的增长模式，25年实现34%的收入增长



02 大众品重点标的推荐

重点推荐妙可蓝多/优然牧业/现代牧业/蒙牛/新乳业/伊利/安井/燕京/重啤/青岛/农夫等

妙可蓝多：3年3倍，国产替代强收入，板块最具成长性个股

- ① **供需角度**：供给端未来有望保持性价比原奶环境，助力下游乳制品产业链深加工方向发展；需求端从全球来看液体乳朝向固体乳制品发展是必然。
- ② **格局角度**：c端奶酪棒品牌+渠道持续提升推动份额第一，国标+疫情帮助淘汰了部分长尾低质品牌，行业近年弱增长下龙头费效比不佳也逐步放缓脚步，竞争格局相对5年前奶酪棒单品大热时期有明显改善；b端主要占比最高是外资品牌和产品，国内占比较低。
- ③ **改善角度**：战略角度聚焦BC联动和供应链改善，成本角度原奶价格低位+国产设备/原材料替代，从报表和战略角度25年都是底部反转改善。
 - **核心逻辑**：行业增长确定（人均奶酪量提升+渗透提升）+份额提升确定（C端格局优化+B端持续突围）+大龙头加持确定（蒙牛逐步加强管理全方位提升竞争力）+利润率优化确定（C端格局向好+B端未来突破20亿规模后具备成本规模效应及结构优化空间）+股权激励绑定确保积极性。
 - **看好长期空间**：长期看好国产奶酪占比国内奶酪空间一半，妙可蓝多占比国产奶酪一半，存在百亿收入增量空间。
 - **维持盈利预测**，26-28年营业收入70/86/100亿元；归母净利3.4/5.0/6.6亿元；EPS0.67/0.98/1.3元。2026年5月13日收盘价18.98元对应P/E分别为28/19/15倍。维持“买入”评级。
 - **风险提示**：需求减弱、新品上市不及预期、行业竞争加剧的风险、食品安全问题等。

图表 妙可蓝多盈利预测

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,844	5,633	7,000	8,565	9,999
YoY (%)	-9.0%	16.3%	24.3%	22.4%	16.7%
归母净利润（百万元）	114	118	343	498	664
YoY (%)	89.2%	4.3%	189.4%	45.1%	33.4%
毛利率 (%)	28.3%	29.0%	29.3%	29.7%	31.0%
每股收益（元）	0.23	0.24	0.67	0.98	1.30
ROE	2.6%	2.6%	7.0%	9.2%	10.9%
市盈率	84	80	28	19	15

上游牧场：中期反弹下半年预计开始，短期再次进入底部抄底布局时期

- 从历史数据看，原奶价格波动受供需影响较大，并具备一定的周期性。自2021年奶价达到上轮高点后，由于供给端持续增加，需求端疲软，原奶价格已经历四年下行周期。展望今年奶价，我们认为供给端出清将进入尾声，需求端有望逐步恢复，奶价周期即将步入反转。明年来看我们判断深加工带来的需求增长和后备牛近年来去化带来的产能短缺将形成供给缺口推动奶价反弹。
- 短期板块股价下跌，我们认为美国出口中国牛肉量不大，价格并无优势，尤其是提关税后。牧业龙头肉牛业务体量较小，不足以影响板块基本面，在利润和市值预期中肉牛部分占比也很小。4月奶牛存栏微增核心因口蹄疫情封场管理、不允许异地调运所致淘汰减缓（当前社会面已无新发，预计本月下旬陆续解封）
- **投资建议：**1) **优然牧业**——短期情绪面干扰因素见底，市值也见底。当前股价早已进入中场，等待右侧后上涨。未来一年半需求预计超预期及供给下降会超预期。我们维持盈利预测，26-28年营业收入分别为227/245/262亿元；归母净利分别9.7/12.4/17.8亿元；EPS分别0.23/0.30/0.43元。2026年04月28日收盘价3.85 HKD对应P/E分别为17/13/9倍，维持“买入”评级。2) **现代牧业**——收购中国圣牧与海外扩张带来规模增长和协同效应想象空间。我们维持盈利预测，26-28年营业收入为141/153/163亿元；归母净利润分别为9.9/16.7/19.1亿元；EPS分别为0.12/0.21/0.24元。2026年04月28日收盘价1.29 HKD对应P/E分别为10/6/5倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能去化不及预期，消费复苏不及预期，大宗成本变动超预期

图表 优然牧业盈利预测

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20096.16	20653.71	22672.73	24535.29	26196.39
YoY (%)	7.50%	2.77%	9.78%	8.21%	6.77%
归母净利润(百万元)	-690.89	-432.39	974.37	1242.14	1781.74
YoY (%)	34.20%	37.42%	325.35%	27.48%	43.44%
毛利率 (%)	6.54%	5.49%	30.71%	30.52%	30.27%
每股收益 (元)	-0.18	-0.11	0.23	0.30	0.43
ROE	-0.06	-0.04	0.08	0.09	0.12
市盈率	-9.17	-46.18	16.56	12.99	9.06

图表 现代牧业盈利预测

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	16210.97	15534.31	14104.87	15302.18	16273.88
YoY (%)	0.46%	-4.17%	-9.20%	8.49%	6.35%
归母净利润(百万元)	-1416.75	-1128.63	988.62	1674.27	1908.87
YoY (%)	-908.84%	20.34%	187.59%	69.35%	14.01%
毛利率 (%)	21.29%	22.24%	33.53%	34.46%	34.64%
每股收益 (元)	-0.18	-0.14	0.12	0.21	0.24
ROE	-0.15	-0.14	0.11	0.15	0.15
市盈率	-5.09	-11.24	10.33	6.10	5.35

蒙牛乳业：困境反转，下半年明年有望业绩加速

华西证券2026年中期资本市场投资策略会

- **核心逻辑和变化：**
 - ✓ 经营改善明显，去年下半年至今渠道清理较为彻底，销售体系梳理清楚，阵痛基本过去。今年轻装上阵预计实现较好增长。
 - ✓ 供给端继续出清，格局转好，Q1来看行业各个公司增长较快（新乳业常温低双/中小公司增速加快），有利于下半年更好；
 - ✓ 规模效应增强，利润率有望向上。下半年预计更好。
 - ✓ 进入淡季后并未降速，乳制品行业复苏趋势依旧，与同期Q2环比转弱相比，今年有望呈持续恢复姿态！
- **26年业绩向上：**随着液态奶需求逐步回暖、高增长品类（奶酪、冰淇淋）占比提升，利润表营业利润以下项目改善有望贡献公司盈利能力底部反弹。
- **业绩预测：**维持盈利预测，26-28年营业收入868/907/940亿元；归母净利45/49/53亿元；EPS1.17/1.27/1.38元，2026年5月13日收盘价15.58元人民币（港元汇率0.8836）对应PE估值13/12/11倍，维持买入评级。
- **观点：**风险仅有港股市场β及经济弱于预期，我们判断概率不大，当前已进入右侧。
- **风险提示：**宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

图表 蒙牛乳业盈利预测

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	88674.77	82244.94	86843.27	90664.06	93988.58
YoY (%)	-10.09%	-7.25%	5.59%	4.40%	3.67%
归母净利润（百万元）	104.51	1545.35	4535.71	4937.34	5346.60
YoY (%)	-97.83%	1378.70%	193.51%	8.85%	8.29%
毛利率 (%)	39.57%	39.89%	39.60%	39.60%	39.65%
每股收益（元）	0.03	0.40	1.17	1.27	1.38
ROE	0.3%	3.8%	10.6%	10.9%	11.2%
市盈率	575	33	13	12	11

新乳业：低温最佳商业模式之一， $\beta + \alpha$ 铸就持续超预期

- **公司逻辑：**乳制品较快的行业 β 低温（个位数）+低温最好的商业模式——地产酒打法（深耕加密和下沉）——确保收入份额的提升和利润率的持续提升+结构持续升级（高毛利率低温（60%左右占比）增速快于常温，常低温自身也结构升级）+乳制品并购后管理能力较强（体系可成长）+乳制品创新能力较强（存在单品期权）==收入靠行业和管控，毛利率靠结构偶尔靠成本周期，销售费用率靠规模效应，管理费用率靠管理能力和规模效应，财务费用率靠还钱。净利率中期10%确定性很高。
- **了解新乳业重在理解——新乳业是低温牛奶最佳商业模式之一，确保持续成长；低温唯一且最有 α 的高端品牌朝日唯品未来的增长潜力很大。这是长期持有的核心逻辑。**
- **全年具备超预期概率：**低温延续较好态势贡献收入提速+Q2成本有望延续低位+结构延续预期向上；Q3/Q4结构继续保持提升利润率。
- **投资建议：**维持盈利预测不变，26-28年收入121.0/129.4/137.1亿元；归母净利润9.0/10.5/11.9亿元；EPS 1.05/1.21/1.38元。2026年5月13日收盘价18.22元对应P/E分别为17/15/13倍，维持买入评级。
- **风险提示：**宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

图表 新乳业盈利预测

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10,665	11,233	12,101	12,940	13,713
YoY (%)	-2.9%	5.3%	7.7%	6.9%	6.0%
归母净利润（百万元）	538	731	900	1,045	1,189
YoY (%)	24.8%	36.0%	23.0%	16.2%	13.8%
毛利率 (%)	28.4%	29.2%	30.1%	30.8%	31.3%
每股收益（元）	0.62	0.85	1.05	1.21	1.38
ROE	17.6%	18.8%	20.9%	22.0%	22.7%
市盈率	29	21	17	15	13

伊利股份：龙头拐点已至，最具确定性大白马

- 25年营收微增，从24年下滑中爬出，体现龙头韧性；利润大幅超越收入增速，核心是减值压力出清+结构升级+奶价下行+费用率优化+其他收益贡献。25年无大额减值扰动，全年减值回归正常季节性计提（大包粉约-4 亿元），减值压力彻底出清，利润弹性集中释放。
- 26年收入目标1215 亿元（+4.8%），利润总额目标136亿元（+4.7%），税前利润率基本持平。我们判断高利润率基数下（25年净利率 10%）+乳业大年背景下，公司先维持谨慎指引。从25年开始公司年初目标已体现利润超越现象，26 年有望开启持续超越目标周期。公司液体乳/奶粉/冷饮三大主业均为行业第一，竞争格局改善明显（使用散奶企业竞争力下降），原材料成本低位+结构升级+费用优化三重红利持续，我们看好公司率先走出行业调整周期，开启高质量增长新阶段。
- 投资建议：**维持盈利预测不变，26-28年收入1214/1244/1264亿元；归母净利润121/129/135亿元；EPS 1.92/2.04/2.14元。2026年5月13日收盘价27.9元对应P/E分别为15/14/13倍，维持买入评级。
- 风险提示：**宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

图表 伊利股份盈利预测

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	115,780	115,931	121,366	124,427	126,425
YoY (%)	-8.2%	0.1%	4.7%	2.5%	1.6%
归母净利润（百万元）	8,453	11,565	12,121	12,890	13,512
YoY (%)	-18.9%	36.8%	4.8%	6.3%	4.8%
毛利率 (%)	33.9%	34.6%	34.2%	34.5%	34.8%
每股收益（元）	1.33	1.83	1.92	2.04	2.14
ROE	15.9%	21.2%	20.9%	21.0%	20.9%
市盈率	21	15	15	14	13

农夫山泉：龙头强者恒强格局凸显

- 我们认为公司战略方向持续坚定：①包装水业务在舆论影响减弱后市占率稳步恢复；②紧抓无糖茶板块红利，东方树叶强势占据龙头地位；另一方面，即使在外卖平台百亿“补贴大战”对现制茶饮冲击瓶装软饮需求的背景下，公司凭借强大的渠道掌控力、广泛的网点渗透率以及高效的营销声量，有效抵御了竞争加剧带来的影响。展望未来，我们认为包装水有望延续复苏态势，无糖茶在低基数及“开盖赢奖”营销势能加持下，仍将保持较高增长水平。
- **投资建议：**维持盈利预测不变，26-28年营业总收入600/671/733亿元；归母净利182/205/227亿元；EPS1.62/1.83/2.02元。2026年5月13日收盘价40.56元人民币（汇率0.8836）对应PE分别25/22/20倍，维持买入评级。
- **风险提示：**宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

图表 农夫山泉盈利预测

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	42895.99	52552.91	60033.57	67076.64	73333.37
YoY (%)	0.54%	22.51%	14.23%	11.73%	9.33%
归母净利润（百万元）	12123.30	15868.27	18192.66	20540.42	22738.63
YoY (%)	0.36%	30.89%	14.65%	12.91%	10.70%
毛利率 (%)	58.08%	60.53%	60.61%	60.85%	61.08%
每股收益（元）	1.08	1.41	1.62	1.83	2.02
ROE	37.548%	40.203%	41.402%	42.439%	42.787%
市盈率	28	29	25	22	20

安井： $\alpha + \beta$ 共振，经营全面回暖

- 26年随着大众餐饮消费回暖，公司作为餐饮供应链龙头企业，在产品和渠道端持续突破，经营业绩有望持续向好。产品端锁鲜装6.0、肉多多烤肠等爆品值得期待，虾滑系列等健康化产品强化与商超、餐饮客户的定制化合作，面米制品发力新兴点心类、发面类产品，同时加码冷冻烘焙业务，推动吐司、软欧包等产品放量，同时推进“安斋”品牌落地，开拓国内外清真食品市场，品牌影响力持续提升，完善“全品类+多品牌”矩阵。渠道端不断夯实传统经销渠道，深化下沉市场覆盖，加速新兴市场拓展，深化与连锁餐饮、会员商超、硬折扣店的战略合作，扩大新零售及电商渠道投入，通过直播电商、场景化营销提升C端占比，实现全渠道协同增。看好公司在巩固国内速冻食品行业龙头地位的同时，向全球领先的速冻食品企业稳步迈进。
- 投资建议：维持盈利预测不变。公司业绩拐点明确，经营修复确定性强，通过并购冷冻烘焙补充第二增长曲线，打开长期市值空间，中长期仍有全球化机会。我们维持公司26-28年营业收入185.88/206.55/224.73亿元的预测，维持26-28年EPS 5.40/6.16/6.88元的预测，对应5月14日收盘价103.36元的估值分别为19/17/15倍，维持买入评级。
- 风险提示：旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

图表 安井食品盈利预测

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15,127	16,193	18,588	20,655	22,473
YoY (%)	7.7%	7.0%	14.8%	11.1%	8.8%
归母净利润（百万元）	1,485	1,359	1,799	2,053	2,292
YoY (%)	0.5%	-8.5%	32.4%	14.1%	11.7%
毛利率 (%)	23.3%	21.6%	22.5%	22.7%	22.9%
每股收益（元）	5.08	4.40	5.40	6.16	6.88
ROE	11.5%	8.8%	10.4%	10.6%	10.6%
市盈率	20.35	23.49	19.15	16.78	15.03

燕京/重啤/青岛：餐饮复苏趋势下啤酒旺季回暖可期

- 随着高温天气、世界杯赛事、旺季餐饮复苏三大催化落地，板块旺季需求修复、盈利超预期可期：
 - 1) 2026年夏季厄尔尼诺现象发生概率较高，极端高温天气有望直接提振啤酒旺季全场景消费，拉动行业销量增长；
 - 2) 2026年美加墨世界杯将于6-7月举办，全程贯穿啤酒传统消费旺季，有望显著拉动啤酒动销、渠道备货及板块市场情绪；
 - 3) 消费场景持续修复、CPI回升带动大众消费回暖，餐饮复苏有望进一步提振旺季啤酒需求，叠加成本端持续改善，头部企业产品结构升级有望持续超预期，推动盈利端稳步上行。
- 投资建议：重点推荐板块α标的燕京啤酒，仅18倍+，其次推荐重庆啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒，关注华润啤酒。
- 风险提示：旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

图表 燕京啤酒盈利预测

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14,667	15,333	16,123	16,786	17,441
YoY (%)	3.2%	4.5%	5.2%	4.1%	3.9%
归母净利润（百万元）	1,056	1,679	2,019	2,265	2,505
YoY (%)	63.7%	59.1%	20.2%	12.2%	10.6%
毛利率 (%)	40.7%	43.6%	44.6%	45.4%	45.6%
每股收益（元）	0.38	0.60	0.72	0.80	0.89
ROE	7.2%	10.8%	11.5%	11.5%	11.2%
市盈率	32.72	20.59	17.13	15.27	13.80

H&H国际控股：25年业绩反弹，修复动力具备持续性，成长加速：

- 三大业务协同均衡发力，推新节奏与财务弹性共同形成高确定性的增长组合。在这一底层逻辑的推动下，公司自26年以来已进入高速增长阶段，**26Q1**总营业额达42.6亿元人民币、同比增长34.3%、实现强势开局。高利润的营养补充品业务是核心驱动力，收入占比约60%，有望持续兑现其作为全球高端营养健康产业领导者的价值。**产品端来看**，26年是新品大年，4月以来持续推新，包括唯一以进口形式获批的含HMO婴配粉、三合一热控丸以及氨糖等**渠道端来看**，抖音和新零售渠道对ANC的加速渗透，叠加BNC对线上线下的有效教育及新客转化，合力将产品势能兑现为市场份额。**供应端来看**，奶源供应商Isigny被称为法国乳制品行业的LV，采用诺曼自然放牧模式，饲草富含欧米伽3、欧米伽6、维生素和矿物质，该品种奶牛的奶中A2蛋白含量高于荷斯坦奶牛，且LPN含量是荷斯坦牛奶的10倍。
- **26年经营指引**：收入高单位数至低双位数增长，利润率保持之前水平。ANC（高双位数）、BNC（低至中双位数）、PNC（中单位数）。
- **投资建议**：展望26年，公司将持续推动营养补充品的增长，同时维稳盈利水平。我们认为随着资产结构的持续改善及中国区业务的高质量增长，公司具备中长期投资价值。我们维持盈利预测，预测26-28年收入157.1/171.9/187.9亿元；归母净利润分别为6.5/8.2/9.6亿元；EPS分别为1.01/1.27/1.48元。2026年03月30日收盘价HKD 12.02 对应P/E分别为11/9/7倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：行业增长放缓、食品安全问题、澳新市场代购渠道的持续不确定性。

图表 H&H盈利预测

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13051.71	14353.57	15710.80	17190.10	18790.10
YoY (%)	-6.28%	9.97%	9.46%	9.42%	9.31%
归母净利润(百万元)	-53.72	196.14	654.05	817.28	956.18
YoY (%)	-109.23%	465.11%	233.46%	24.96%	17.00%
毛利率 (%)	60.65%	62.45%	62.77%	63.06%	63.70%
每股收益 (元)	-0.08	0.31	1.01	1.27	1.48
ROE	-0.01	0.03	0.10	0.11	0.11
市盈率	-99.56	38.09	12.28	9.82	8.40

关注保健品：行业长期成长逻辑坚实

- 保健品板块消费群体从银发一族向全年龄段拓展，人均消费与发达国家差距仍大，行业长期成长逻辑坚实。
 - 1) **稳健型主线**：偏好“渠道重塑者”，配置已在线上新渠道占优、具备品牌/客户壁垒的企业，享有渠道红利 β 与格局替代 α 的双重叠加效应，核心包括仙乐健康、H&H国际控股。
 - 2) **弹性型主线**：侧重“拐点已现者”，聚焦利空出清、财务弹性释放的个股，其中汤臣倍健为板块龙头深度调整，短期线下承压但二次创业战略清晰，品牌护城河未损；金达威、民生健康在手现金充裕，产能与新品周期共振，核心价格与产品周期上行催化有望兑现。
- **投资建议**：关注仙乐健康——利空出尽拐点渐显，25年BF商誉减值等一次性出清，2026Q1收入已重回5%正增长轨道；作为手握辉瑞、拜耳等国际大客户的全球CDMO龙头，在VDS行业精细化分工趋势下率先受益，全球化产能布局为中长期弹性提供空间。
- **风险提示**：原材料价格波动与供应链风险、监管与政策风险

观点总结：

- 2026 年大众品核心主线：困境反转 + 成长加速；
- 复苏优先级：乳制品>餐饮供应链>调味品>啤酒；
- 推荐组合：高成长（妙可蓝多）+ 确定性（伊利/ 蒙牛/安井）+ 弹性（新乳业/燕京/优然/现代）。



03 白酒板块观点

整体进入出清阶段，少数仍坚持业绩增长

3.1 白酒行业出清形势——整体进入出清阶段，少数仍坚持业绩增长

白酒企业由于产品无保质期的特点，渠道对库存的包容度更高，因此表现的经营业绩与实际动销或存在节奏错配。行业自2023年开始正式进入下行期，但企业报表并未同步出现下滑，我们认为前期处于渠道加库存的阶段。因此，我们通过复盘24年以来各主流酒企的营业总收入增长率，来判断企业的渠道库存变化情况及当前的出清状态：

24年行业主要受宏观环境的影响，消费场景因商务活动频次下降、人口结构变化小幅萎缩，消费档次也因经济疲软、企业效益差有所下降，行业已经处于下行阶段，其中过去扩张太快存在泡沫或处于调整期的企业率先业绩暴雷，但**多数企业仍在努力实现业绩增长**，不少企业实现了双位数以上的营收增速，如一线名酒茅台、汾酒，以及地产龙头古井、今世缘、金徽。

25年5月，各地开始执行“禁酒令”，本轮禁酒令范围更广、界定更严，影响范围从政商务场景到国企团购到大型宴席，高端与次高端白酒动销严重受损。过去两年是外部环境趋于疲软，禁酒令则让行业动销瞬间降至冰点，在这样的骤然冲击下，渠道也开始主动去库存应对行业变化，**25Q2开始，行业多数企业开始顺应行业趋势，不再给渠道增加负担，业绩端纷纷开始出清**，截至25年中报，仍维持增长的主流企业仅有汾酒、古井、金徽，增速较24年报均显著放缓。

25年下半年，禁酒令的影响始终贯穿，至今政商务场景仍未完全修复，到25年报，营收端仍维持增长的企业仅剩汾酒，多数企业全年营收呈双位数以上下滑。根据企业下滑幅度与实际动销情况，**我们判断25年渠道库存有所出清的企业主要包括五粮液、洋河、古井、迎驾、水井坊等，其余企业的业绩表现与实际动销相对匹配，也没有进一步加库存。**

主流白酒上市企业分季度营业总收入增速

公司名称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
贵州茅台	18%	18%	17%	16%	11%	9%	6%	-1%	6%
五粮液	12%	11%	9%	7%	-51%	-54%	-55%	-55%	34%
泸州老窖	21%	16%	11%	3%	2%	-3%	-5%	-18%	-14%
山西汾酒	21%	20%	17%	13%	8%	5%	5%	8%	-10%
洋河股份	8%	5%	-9%	-13%	-32%	-35%	-34%	-33%	-26%
今世缘	23%	22%	19%	14%	9%	-5%	-11%	-12%	-15%
古井贡酒	26%	22%	20%	16%	10%	1%	-14%	-20%	-19%
迎驾贡酒	21%	20%	14%	8%	-12%	-17%	-18%	-18%	9%
金徽酒	20%	15%	15%	19%	3%	0%	-1%	-3%	-1%
舍得酒业	4%	-7%	-15%	-24%	-25%	-17%	-17%	-18%	-6%
水井坊	9%	13%	6%	5%	3%	-13%	-38%	-42%	-15%
酒鬼酒	-49%	-36%	-44%	-50%	-30%	-44%	-36%	-22%	-8%

3.1 白酒行业出清形势——部分企业业绩好转，趋势有望保持

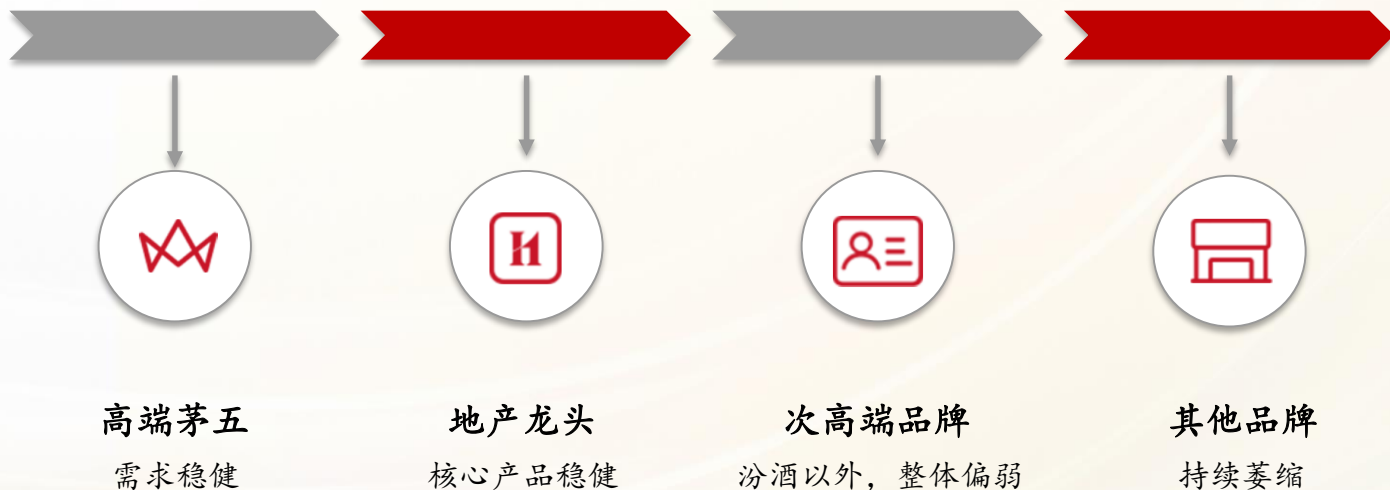
进入26年，部分企业经营业绩开始出现好转，良好趋势有望保持：

26Q1，主流酒企中，茅台、五粮液、迎驾营收恢复增长，金徽、舍得、酒鬼下滑幅度收窄至个位数，其余酒企继续维持双位数下滑。我们认为，茅台的增长主要来自于i茅台上线飞天、非标茅台零售价下调后，i茅台每日销售火热带动，五粮液则基于低基数实现较高反弹，迎驾则受益于25年全年的持续出清，叠加自身仍处于势能上行期动销较好，调整期已基本结束，重回业绩增长。

展望26年全年，我们认为茅台有望凭借强大的品牌IP维持i茅台销售热度，业绩实现稳健小幅增长，五粮液在低基数的基础上有所反弹，迎驾、今世缘、金徽酒等仍处于省内区域~~稳健~~带突破阶段、渠道包袱不重的地产龙头企业有望营收规模企稳，或实现小幅增长，次高端酒企中舍得、酒鬼有望降幅收窄、逐步企稳，其余企业预计仍将继续出清。

据此，我们认为率先调整出清、增长有抓手的**茅台、五粮液、迎驾、金徽**基本面更稳健，业绩表现有望跑赢板块。

3.2 白酒行业经营现状——需求端继续分化，大单品效应显著



3.2 白酒行业经营现状——需求端继续分化，高端白酒、地产龙头单品动销稳健

面对行业需求、价格体系重构，企业之间的经营状况加剧分化：

1) 高端白酒动销、价格稳中向好，渠道库存低

茅台：今年以来，茅台酒动销反馈积极，开瓶率与复购率保持在健康区间，价格稳定。酒随行就市理顺价格后，核心大单品茅台1935性价比凸显，动销良好，系列酒整体市场竞争力增强。

五粮液：今年春节以来，五粮液整体动销保持稳中有升，多款产品销售超预期，开瓶率持续走高，其中八代五粮液保持主力，动销同比显著增长，在礼赠、家宴、商务宴请等刚需场景持续领跑，同时市场价保持平稳，在河南、江苏、四川等核心市场表现突出。

2) 地产龙头核心单品动销流畅、库存偏低，其余区域酒企库存偏大、生存愈发困难

苏皖白酒龙头：苏酒中的洋河梦6+、国缘四开、洋河梦之蓝水晶版，徽酒中古井古16、古20、迎驾洞藏16、洞藏20、白云边15年、白云边20年等地产酒企核心大单品，区域消费基础扎实，商务与宴席需求旺盛，动销良好，库存整体偏低（其中安徽、河南、山东、湖北等地次高端终端库存整体偏低，苏酒良性）。

其他区域酒：节后库存相对偏大。

3.2 白酒行业经营现状——需求端继续分化，次高端同样二八分化

面对行业需求、价格体系重构，企业之间的经营状况加剧分化：

3) 次高端整体承压，名酒大单品、宴席产品困境中表现坚挺

次高端卡位500元上下，消费场景中政商务宴请、商务礼赠占比较高，需求与经济活跃度密切相关，禁酒令对其影响尤其明显，同时，该价位一方面受到高端茅台、五粮液降价以后的需求挤压，另一方面又是区域品牌与二线名酒争夺的核心战场，市场竞争尤为激烈，但我们认为，二八分化同样在400元价位带持续体现。

汾酒：春节期间汾酒实际动销较公司原预计的动销上浮约20%，代理商向终端的发货量较酒厂向代理商发货量高出约20%，意味着渠道库存有所下降，终端需求回暖。我们认为汾酒能够在次高端价位中跑赢，主要得益于其强大品牌力、产品力、清香型的香型优势，及其百亿大单品的规模效应，相比同价位带其他产品品牌底蕴更深厚、单品影响力更强。

剑南春：根据酒说，今年春节期间，剑南春整体动销同比增长20%，量价齐稳、开瓶率攀升，终端门店的补货频率显著提升，库存周转速度大幅领先行业平均水平。

郎酒红花郎：据酒业家，春节期间红花郎出货量环比25年有明显好转，预计有个位数增长。

其余次高端：多数次高端产品动销同比下滑10%-25%，部分品牌出现价格倒挂、渠道库存高企、动销缓慢的情况。

尽量理性看待

寻找有限机会

不宜过度高估春节

春节茅台动销火热是由飞天茅台上线i茅台、非标下调指导价带来，行业整体仍然承压。

不必过度低估淡季

尽管淡季需求偏弱，节假日仍有亮点可寻。

需求难以完全恢复

廉洁从政、禁酒令常态化下，我们认为政商务需求难以完全恢复，人口结构也持续影响着宴席场次的桌数，行业整体需求难以恢复至以往水平。

有限投资机会

我们认为仍有投资需求可寻：

- 1) 股价是否已基本充分反映基本面下行预期；2) 企业是否无论周期，持续在践行正的动作，如组织渠道强化、产品战略聚焦等。

3.3 白酒行业投资建议：高端龙头+渠道利润周期向上的地产酒

基于基本面，我们认为存在以下几类机会：

- 1) **高端酒龙头**：茅台、五粮液春节期间动销良好、价盘稳健、渠道库存偏低，淡季通过了价格压力测试，我们认为良好趋势有望贯穿全年，且同期Q2以后基数变低，下半年业绩端也有望同步改善，叠加股息率已达3.77%（茅台）、4.87%（五粮液），股价向下有支撑，基本面率先改善，股价有望跑赢板块。
- 2) **渠道利润周期向上的地产酒企**：地产酒企在大众消费场景中占比相对更高，故渠道利润对于其产品动销的作用至关重要，我们认为当前大众价位及次高端价位竞争激烈的环境下，有渠道利润优势的产品终端推力更强，动销表现有望更好。
- 3) **对次高端偏谨慎**：次高端价位政商务需求占比较高，且竞争较高端酒更激烈，我们认为无大单品优势、品牌力一般的企业竞争力或偏弱，基本面不够强劲。

风险提示

经济复苏不及预期

市场竞争加剧超预期

新品类、新渠道扩张不及预期

食品安全风险

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。