下载日志已记录，仅供内部参考

东兴证券 DONGXING SECURITIES

食品饮料行业 2026 年半年度策略：配置有望再平衡

2026 年 6 月 18 日

看好/维持

食品饮料 | 行业报告

分析师	孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
分析师	王洁婷 电话：021-25102900 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070003

投资摘要：

从历史来看，影响食品饮料行业资产定价有几个重要的要素：一是宏观经济周期变化影响食品饮料行业总体需求；二是政策变化对特定行业的影响，比如禁酒令对白酒行业需求的影响；三是市场竞争格局变化对供给端的影响；四是利率水平影响市场预期收益率，特别是国内食品饮料板块资产定价追随美国国债收益率变化，它在一定程度上影响流动性的强弱；五是新销售模式或者新产品带来的行业红利，即食品饮料行业源自自身或外部渠道变革推动的创新。

从历史上的几轮周期来看，**食品饮料行业比较强的调整均是来自于宏观周期、政策变化以及行业竞争格局的恶化三个因素的叠加，**而食品饮料行业板块的上涨则是在这三个因素稳定恢复的情况下，享受到利率水平下降带来的流动性溢价或者是行业变革带来的红利。

2021 年之后，食品饮料行业的外部定价环境发生明显变化。宏观经济增速中枢下行、居民收入预期偏弱、地产链和商务消费场景修复不均衡等因素叠加，使行业需求从高景气转向弱复苏。2025 年以来，政务商务消费约束等政策因素对白酒等场景依赖度较高的细分行业形成扰动，但其影响不宜直接外推为食品饮料全行业现金流同步下行。此外这个期间，美国实际利率开始向上，以及地缘政治影响下，大量的国外资金从国内流出，使得 A 股核心资产的流动性支撑出现下降，食品饮料板块资产定价承压。

也就是 2021 年之后的资产定价框架中，宏观经济周期、政策周期、利率环境等几个因素同时影响到市场对于食品饮料资产定价。在这一背景下，市场从“确定性资产”溢价，向“叙事性”题材溢价转移。

当前食品饮料板块的估值溢价和机构配置权重已被系统性压缩，低估值提供下行保护，低权重提供风格轮动弹性，分红提供持有回报，但终端需求、价格体系和渠道库存决定行情能否从反弹走向趋势。下半年真正值得关注的是低权重后的资金再平衡修复，而现金流良好、分红率较高的板块有望获得资金的流入。

投资策略：下半年若能看到食品饮料终端需求边际改善、白酒批价企稳、库存去化推进，板块有望进入估值修复阶段。其中，分红率、自由现金流和资产负债表质量将成为市场重新定价成熟消费资产的重要依据。建议关注高分红、低负债、经营现金流稳定的食品饮料龙头企业，特别是基本面有转好预期的速冻行业、调味品行业和休闲零食行业，建议关注贵州茅台、安井食品、盐津铺子等企业。

风险提示：宏观经济恢复不及预期，居民消费意愿和消费场景修复弱于预期，导致食品饮料终端动销低于预期。行业政策出现重大变化，影响白酒及相关子行业需求。原材料价格、包材价格或人工物流成本上行超预期，大众品利润率改善不及预期。市场风格持续偏向科技成长，低权重再平衡迟迟未发生，食品饮料估值修复节奏弱于预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）				PE				PB	评级
	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2027E		
贵州茅台	65.66	68.82	72.61	76.31	19.36	18.47	17.51	16.66	5.87	强烈推荐
安井食品	4.40	5.32	6.03	6.76	20.19	16.71	14.73	13.15	1.84	强烈推荐
盐津铺子	2.78	3.26	3.95	4.64	19.17	16.33	13.48	11.47	6.70	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 我们的观点 3
2. 食品饮料资产定价体系 3
2.1 从估值溢价向估值折价 3
2.2 估值折价的原因 4
3. 基金持仓筹码出清 6
3.1 配置占比接近底部 6
3.2 白酒仍占主导，非白酒边际修复 7
4. 配置有望再平衡 8
4.1 基本面静待需求复苏 8
4.2 资金流动再平衡预期 10
5. 投资建议 11
6. 风险提示 11
相关报告汇总 12

插图目录

图 1： 全 A 股市盈率和食品饮料行业市盈率（静态，倍） 4
图 2： 食品饮料行业静态 PE/全 A 市场静态 PE 的比例 4
图 3： 食品饮料静态 PE（倍）与美 10 年期国债收益率（右轴） 5
图 4： 基金公司对食品饮料行业的配置占全 A 配置比例 6
图 5： 2021Q1 各行业基金持仓占比 6
图 6： 2026Q1 各行业基金持仓占比 6
图 7： 各个行业 2021Q1 与 2026Q1 持仓市值变动比较 7
图 8： 基金持仓全部 A 股总市值同比 7
图 9： 食品饮料行业基金持仓市值同比 7
图 10： 食品饮料子板块基金持仓比例（%） 8
图 11： 食品饮料净资产收益率与杜邦分析法（%） 9
图 12： 2025Q4+2026Q1 两个季度的经营现金流与自由现金流同比 9
图 13： 全 A 分红率和食品饮料行业分红率（%） 10
图 14： 计算机、银行、生物医药行业历史基金持仓比例 10

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 我们的观点

从历史来看，影响食品饮料行业资产定价有几个重要的要素：一是宏观经济周期变化影响食品饮料行业总体需求；二是政策变化对特定行业的影响，比如禁酒令对白酒行业需求的影响；三是市场竞争格局变化对供给端的影响；四是利率水平影响市场预期收益率，特别是国内食品饮料板块资产定价追随美国国债收益率变化，它在一定程度上影响流动性的强弱；五是新销售模式或者新产品带来的行业红利，即食品饮料行业源自自身或外部渠道变革推动的创新。

从历史上的几轮周期来看，食品饮料行业比较强的调整均是来自于宏观周期、政策变化以及行业竞争格局的恶化三个因素的叠加，而食品饮料行业板块的上涨则是在这三个因素稳定恢复的情况下，享受到利率水平下降带来的流动性溢价或者是行业变革带来的红利。

2021 年之后，食品饮料行业的外部定价环境发生明显变化。宏观经济增速中枢下行、居民收入预期偏弱、地产链和商务消费场景修复不均衡等因素叠加，使行业需求从高景气转向弱复苏。2025 年以来，政务商务消费约束等政策因素对白酒等场景依赖度较高的细分行业形成扰动，但其影响不宜直接外推为食品饮料全行业现金流同步下行。此外这个期间，美国实际利率开始向上，以及地缘政治影响下，大量的国外资金从国内流出，使得 A 股核心资产的流动性支撑出现下降，食品饮料板块资产定价承压。

也就是在 2021 年之后的资产定价框架中，宏观经济周期、政策周期、利率环境等几个因素同时影响到市场对于食品饮料资产定价。在这一背景下，市场从“确定性资产”溢价，向“叙事性”题材溢价转移。

当前食品饮料板块的估值溢价和机构配置权重已被系统性压缩，低估值提供下行保护，低权重提供风格轮动弹性，分红提供持有回报，但终端需求、价格体系和渠道库存决定行情能否从反弹走向趋势。**下半年真正值得关注的是低权重后的资金再平衡修复，而现金流良好、分红率较高的板块有望获得资金的流入。**

下半年若能看到食品饮料终端需求边际改善、白酒批价企稳、库存去化推进，板块有望进入估值修复阶段。其中，分红率、自由现金流和资产负债表质量将成为市场重新定价成熟消费资产的重要依据。建议关注高分红、低负债、经营现金流稳定的食品饮料龙头企业，特别是基本面有转好预期的速冻行业、调味品行业和休闲零食行业，建议关注贵州茅台、安井食品、盐津铺子等企业。

2. 食品饮料资产定价体系

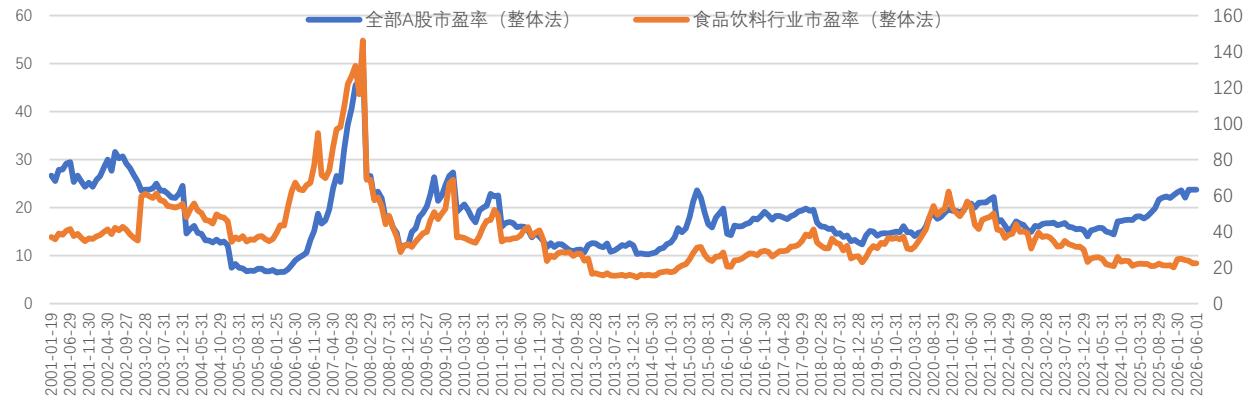
2.1 从估值溢价向估值折价

2021 年以来，食品饮料板块从市场最拥挤的方向变成了一个低关注、低权重、低预期行业，与此同时，食品饮料的估值体系也发生了根本变化。2020 年 12 月食品饮料行业 PE 为 62 倍，为近几年估值的最高点，随后随着市场估值整体回落而回落。至 2024 年 7 月，A 股 PE 开始反弹，食品饮料行业 PE 仍在下行通道，食品饮料板块与 A 股整体走势形成背离。

2026 年 6 月 1 日，食品饮料行业 PE 为 22.39 倍，A 股 PE 为 23.71 倍。食品饮料/A 股 PE 仅为 0.94 倍，远低于 2001 年以来食品饮料相对全 A 的 PE 平均比例 2.33 倍，当前食品饮料的估值水平处在历史极低分位附近。说明食品饮料的定价模型已经从过去的“确定性溢价资产”，转变为“估值折价的成熟现金流资产”。

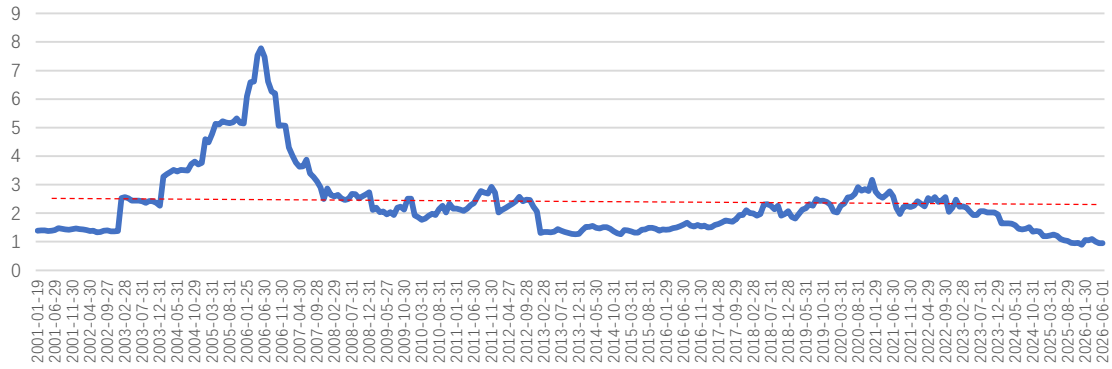
下载日志已记录，仅供内部参考

图1：全 A 股市盈率和食品饮料行业市盈率（静态，倍）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图2：食品饮料行业静态 PE/全 A 市场静态 PE 的比例



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.2 估值折价的原因

从历史来看，影响食品饮料行业资产定价有几个重要的要素：一是宏观经济周期变化影响食品饮料行业总体需求；二是政策变化对特定行业的影响，比如禁酒令对白酒行业需求的影响；三是市场竞争格局变化对供给端的影响；四是利率水平影响市场预期收益率，特别是国内食品饮料板块资产定价追随美国国债收益率变化，它在一定程度上影响流动性的强弱；五是新销售模式或者新产品带来的行业红利，即食品饮料行业源自自身或外部推动的创新。

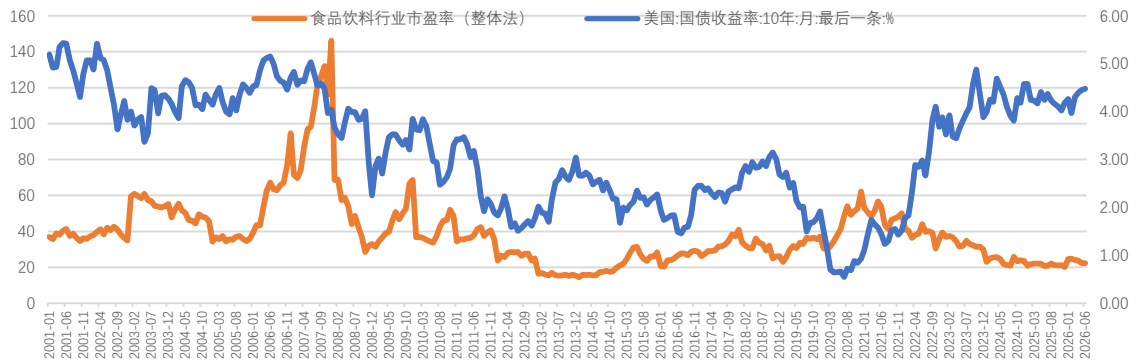
下载日志已记录，仅供内部参考

关于食品饮料资产定价影响要素的解释，我们在过去的报告中《价格是资产定价的重要观察要素》(2025-06-24)、《站在白酒复苏前夜》(2025-08-25)、《从利率角度观察食品饮料行业资产定价》(2024-09-12)有详细的分析。

从历史上的几轮周期来看，**食品饮料行业比较强的调整均是来自于宏观周期、政策变化以及行业竞争格局的恶化三个因素的叠加，**而食品饮料行业板块的上涨则是在这三个因素稳定恢复的情况下，享受到利率水平下降带来的流动性溢价或者是行业变革带来的红利。

2015 年-2021 年期间，食品饮料能够享受明显估值溢价，主要因为宏观经济增长较为强劲，政策环境也较为稳定，使得食品饮料行业整体需求向好，消费升级大逻辑成立。同时在需求的拉动下，企业虽然进入产能扩张周期，但是供需矛盾相对不突出。同时美国利率处于向下的趋势中，大量的外资涌入到国内，市场流动性向 A 股的核心资产集中，市场愿意为这种资产确定性支付溢价，因此食品饮料相对全 A 的 PE 长期显著高于 1 倍。

图3：食品饮料静态 PE（倍）与美 10 年期国债收益率（右轴）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2021 年之后，食品饮料行业的外部定价环境发生明显变化。宏观经济增速中枢下行、居民收入预期偏弱、地产链和商务消费场景修复不均衡等因素叠加，使行业需求从高景气转向弱复苏。2025 年以来，政务商务消费约束等政策因素对白酒等场景依赖度较高的细分行业形成扰动。市场担忧主要集中在白酒价格体系、渠道库存和盈利增长可持续性，叠加大众品需求修复节奏偏慢，使食品饮料板块整体风险偏好下降。此外这个期间，美国实际利率开始向上，以及地缘政治影响下，大量的国外资金从国内流出，使得 A 股核心资产的流动性支撑出现下降，食品饮料板块资产定价承压。

也就是 2021 年之后的资产定价框架中，宏观经济周期、政策周期、利率环境等几个因素同时影响到市场对于食品饮料资产定价。**在这一背景下，市场从“确定性资产”溢价，向“叙事性”题材溢价转移，**市场配置重心开始向 TMT 板块倾斜，食品饮料相对全 A 的 PE 进一步下行。

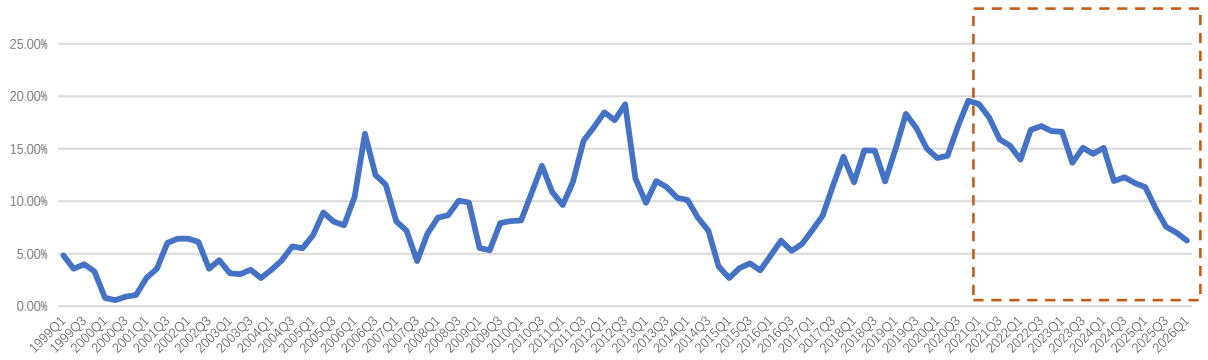
下载日志已记录，仅供内部参考

3. 基金持仓筹码出清

3.1 配置占比接近底部

在市场风格转移的这一过程中，市场的配置方向发生很大的改变，传统的核心资产配置比重降低，也导致食品饮料行业在全 A 中的配置占比持续下降。2020Q4 食品饮料市值占全 A 比重达到 19.58%，至 2026Q1 已降至 6.26%，行业排名也从全市场第 1 降至第 6，板块配置压力已经明显释放。一是当前持仓占比已较高点回落 13.32pct，仅为高点的 31.96%；二是相对于 TMT 等成长板块形成明显低配，风格拥挤方向已经转移；三是估值、持仓和市场预期同步降至低位后，继续大幅压缩边际空间。因此，食品饮料并非没有进一步下探可能，但已进入低关注、低权重、低预期的配置低位区间。

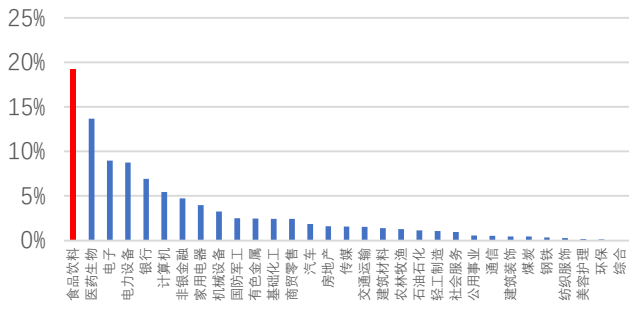
图4：基金公司对食品饮料行业的配置占全 A 配置比例



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

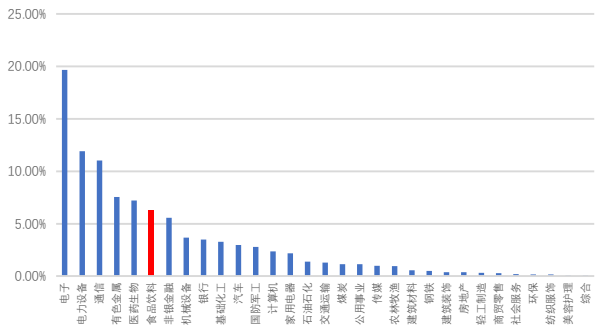
从行业比较看，2021Q1 食品饮料市值占比为 19.26%，TMT 合计占比为 16.50%，食品饮料持仓高于 TMT；到 2026Q1，食品饮料降至 6.26%，TMT 合计升至 34.05%，TMT 持仓占比/食品饮料持仓占比达到 5.44 倍。A 股从“消费抱团”切换到“科技抱团”。

图5：2021Q1 各行业基金持仓占比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图6：2026Q1 各行业基金持仓占比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2026Q1 食品饮料市值占比相较 2020Q4 高点下降 13.32pct，相当于高点水平的 31.96%。若从 2021Q1 计算，食品饮料市值占比下降 13.00pct，在申万一级行业中降幅最大。从历史仓位变化来看，食品饮料行业当前持仓占比已经接近上一轮周期（2012-2015 年）的底部 3.64%的持仓比例。

图7：各个行业 2021Q1 与 2026Q1 持仓市值变动比较

行业	2021Q1 市值占比	2026Q1 市值占比	变动
食品饮料	19.26%	6.26%	-13.00%
医药生物	13.67%	7.23%	-6.44%
银行	6.91%	3.49%	-3.42%
计算机	5.45%	2.37%	-3.08%
商贸零售	2.42%	0.28%	-2.14%
家用电器	3.97%	2.19%	-1.78%
电子	8.98%	19.67%	10.69%
通信	0.51%	11.02%	10.51%
有色金属	2.45%	7.56%	5.11%
电力设备	8.77%	11.91%	3.14%
汽车	1.85%	2.98%	1.13%
基础化工	2.44%	3.28%	0.84%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3.2 白酒仍占主导，非白酒边际修复

从绝对市值角度来看，图8和图9显示了更清晰的分化：全部 A 股总市值在长期维度上持续扩张，而食品饮料行业总市值在 2021 年以后明显回落并进入震荡收缩区间。也就是说，食品饮料占比下降并不只是“其他行业涨得更快”，也包含板块自身市值收缩和估值中枢下移。食品饮料已经从全市场最重要的增量资金承接方向，转变为存量资金低配方向。

图8：基金持仓全部 A 股总市值同比

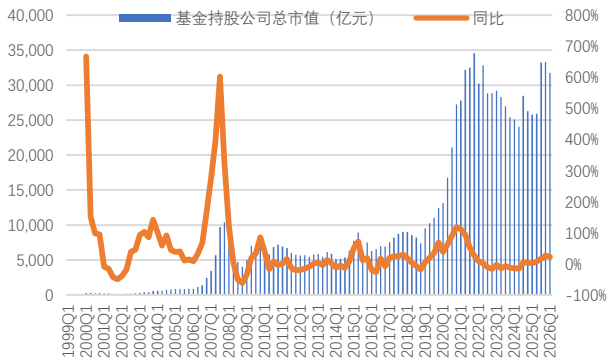
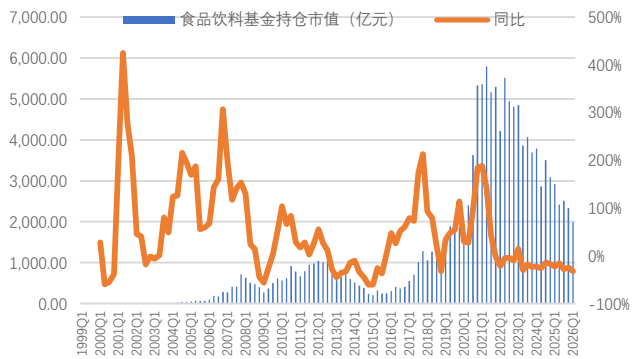


图9：食品饮料行业基金持仓市值同比



下载日志已记录，仅供内部参考

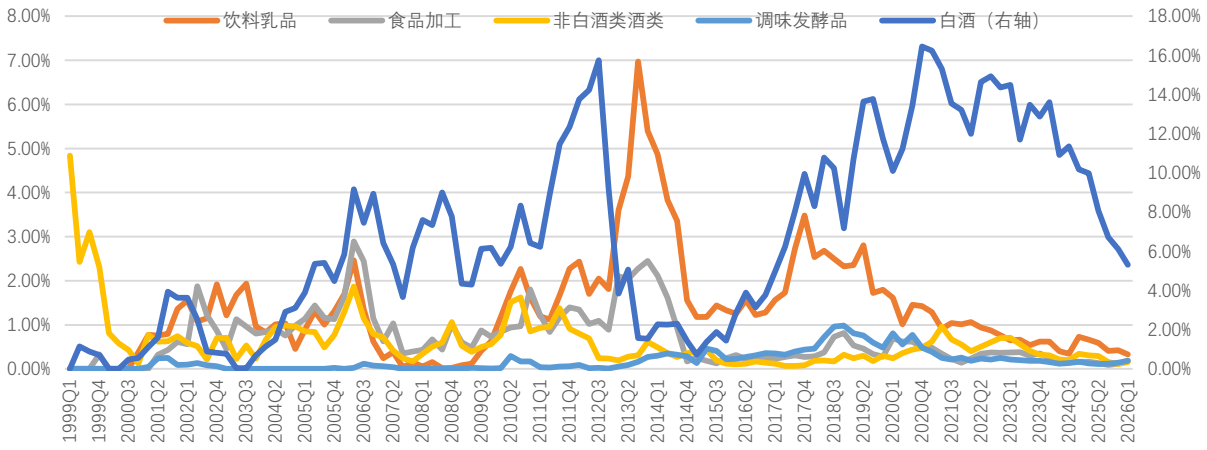
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从子行业来看，食品饮料不能简单等同于白酒，内部已经出现“白酒仍占主导、非白酒边际修复”的结构特征。食品饮料内部结构看，白酒仍是板块定价主变量。2026Q1，白酒在食品饮料子板块合计市值占比中约占 84.87%；2024Q3 该比例约为 92.39%。白酒占比仍高，但相较 2024Q1 已有下降，说明市场对食品饮料的定价压力主要仍来自白酒，但大众品相对权重开始出现小幅变化。

这一变化与当前食品饮料子行业需求复苏趋势一致，来自于大众餐饮端复苏相关的大众品子板块复苏较其他子板块更为明显。若下半年整体白酒价格体系止跌，同时大众品利润率改善，食品饮料内部有望从“单一白酒拖累”转向“白酒稳住、大众品补涨”的修复格局。

图10：食品饮料子板块基金持仓比例（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 配置有望再平衡

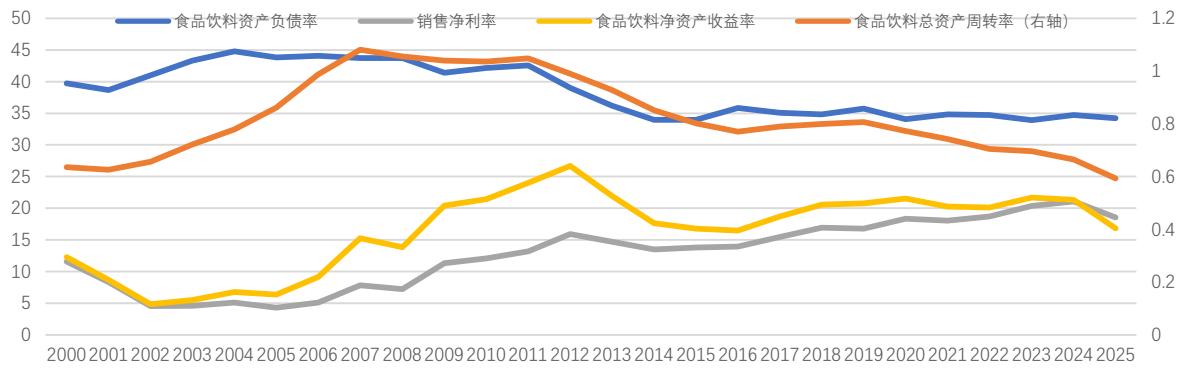
4.1 基本面静待需求复苏

用杜邦分析法显示，食品饮料行业 2025 年 ROE 为 16.84%，较 2024 年 21.34%下降 4.50pct；总资产周转率从 0.66 降至 0.59，销售净利率从 21.09%降至 18.56%。这说明行业估值折价的直接财务解释，是盈利质量边际走弱，尤其是周转效率下降。

其中，总资产周转率下降反映终端动销和渠道效率承压，销售净利率下降反映价格体系、费用投入和产品结构对盈利质量形成扰动。市场对食品饮料的折价并非单纯情绪因素，而是对“量、价、利”三端同时下修后的结果。从当前行业复苏角度来看，宏观经济向好有望带动食品饮料需求复苏，在报表端体现为周转率的回升，以及销售净利率的回转。

下载日志已记录，仅供内部参考

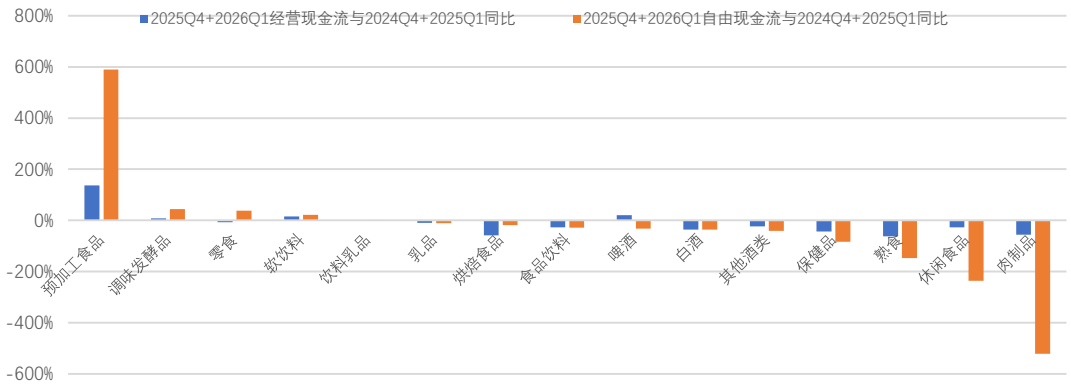
图11：食品饮料净资产收益率与杜邦分析法（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

值得关注的是，部分子行业现金流已经发生比较可喜的好转。我们在《从自由现金流看食品饮料行业复苏》（2026-05-13）报告中指出，用 2025Q4+2026Q1 两季度与上年两个季度错期口径，预加工食品、啤酒、软饮料、零食和调味发酵品的部分现金流指标已率先改善；白酒、肉制品、乳品、烘焙食品、熟食等仍受到行业周期、资本开支或基数扰动影响。行业总量仍在磨底，但结构性修复已经出现，修复主线优先指向餐饮链和 B 端供应链。

图12：2025Q4+2026Q1 两个季度的经营现金流与自由现金流同比

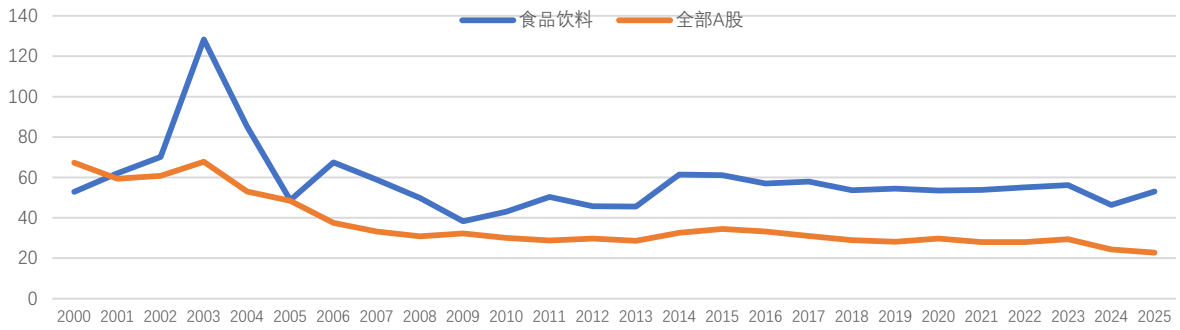


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

此外，食品饮料仍具备较强现金回报属性，分红对估值底部具有一定支撑。对于成熟消费资产而言，市场会更重视自由现金流、分红率和资产负债表质量。如果市场配置下半年能够有均衡配置的趋势，叠加行业需求有向好的迹象，食品饮料行业有望被重新定价。

下载日志已记录，仅供内部参考

图13：全 A 分红率和食品饮料行业分红率（%）

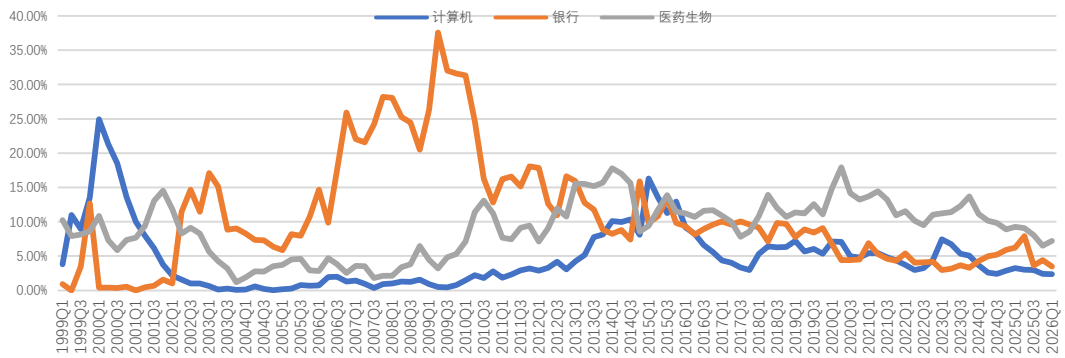


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4.2 资金流动再平衡预期

随着科技类资产配置仓位占基金总仓位比重的上升，关于市场配置是否会向以现金流为代表的核心资产均衡的讨论逐渐增加。从历史基金持仓看，资金在不同板块是流动的，譬如 2020Q2 医药生物行业基金持仓占比 17.96%，2000Q1 计算机行业基金持仓占比 24.94%，2009Q2 银行行业基金持仓占比 37.59%，这些历史持仓阶段性的高点后，都有资金持仓回归的趋势。

图14：计算机、银行、生物医药行业历史基金持仓比例



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从资金行为看，历史上市场再平衡通常经历三个阶段：第一阶段是估值和筹码出清后出现反弹，第二阶段是基本面数据验证后资金回补，第三阶段是盈利预期上修带来估值切换。

下载日志已记录，仅供内部参考

当前食品饮料板块的估值溢价和机构配置权重已被系统性压缩，市场对其更多按照成熟现金流资产而非高成长确定性资产定价。低估值提供下行保护，低权重提供风格轮动弹性，分红提供持有回报，但终端需求、价格体系和渠道库存决定行情能否从反弹走向趋势。下半年真正值得关注的是低权重后的资金再平衡修复，而现金流良好、分红率较高的板块有望获得资金的流入。所以当前食品饮料仍处于第一阶段向第二阶段过渡阶段，在一些细分行业中已经看到需求复苏的特征，需要等待基本面的进一步验证。因为市值占比同时受到全市场总市值和其他行业表现影响。食品饮料即使不回到 2020 年高点，只要从极低权重回到中性权重，也存在明显的相对收益修复空间。

5. 投资建议

食品饮料行业资产定价修复当前具备三个有利条件：第一，食品饮料行业从历史溢价回落至相对全 A 折价区间，估值进一步压缩空间有限；第二，机构持仓已由高配转为明显低配，风格扩散时低权重修复弹性较强；第三，食品饮料分红率长期优于全 A，现金流资产属性对估值底部形成支撑。

下半年若能看到食品饮料终端需求边际改善、白酒批价企稳、库存去化推进，板块有望进入估值修复阶段。其中，分红率、自由现金流和资产负债表质量将成为市场重新定价成熟消费资产的重要依据。**建议关注高分红、低负债、经营现金流稳定的食品饮料龙头企业**，特别是基本面有转好预期的速冻行业、调味品行业和休闲零食行业，建议关注贵州茅台、安井食品、盐津铺子等企业。

6. 风险提示

宏观经济恢复不及预期，居民消费意愿和消费场景修复弱于预期，导致食品饮料终端动销低于预期。原材料价格、包材价格或人工物流成本上行超预期，大众品利润率改善不及预期。市场风格持续偏向科技成长，低权重再平衡迟迟未发生，食品饮料估值修复节奏弱于预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料行业：从自由现金流看行业复苏趋势	2026-05-13
行业普通报告	食品饮料行业：PPI 同比转正，有望助推白酒批价同比转正	2026-04-10
行业普通报告	食品饮料：食品细分赛道景气度延续，成本成为关注点	2026-03-31
行业普通报告	食品饮料行业：以日鉴中，把握速冻行业新周期下投资机遇	2026-03-10
行业深度报告	乳制品周期展望：26 年原奶价格有望迎来回升	2026-01-26
行业普通报告	食品饮料：对欧盟部分乳制品进口反补贴，利好国内乳制品深加工	2025-12-25
行业普通报告	食品饮料行业：关注 PPI 的环比首次转正，利好食品饮料行业利润复苏	2025-11-14
行业深度报告	食品饮料行业 2026 年策略：从胜率和赔率角度看食品饮料行业投资机会	2025-11-07
行业普通报告	食品饮料行业：有望跟随消费总量扩容而获得增量机会	2025-10-30
行业普通报告	食品饮料行业：四中全会提振消费产业预期	2025-10-29
公司普通报告	甘源食品（002991.SZ）：经营拐点明确，渠道及产品步入健康轨道	2026-04-29
公司普通报告	安井食品（603345.SH）：周期向好，结构优化开启高质量增长新阶段	2026-04-07
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）——提价点评：价格市场化改革再尝试，提价进一步增厚业绩	2026-03-31
公司普通报告	安井食品（603345.SH）：迅速适应市场变化，成长脉络清晰	2025-12-12
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：收入保持韧性，底部价值凸显	2025-11-05
公司普通报告	涪陵榨菜（002507.SZ）：改革红利释放，收入增长动能持续	2025-10-31
公司普通报告	劲仔食品（003000.SZ）：新品与渠道拓展夯实成长逻辑	2025-09-02
公司普通报告	涪陵榨菜（002507.SZ）：业绩稳中有升，新兴渠道持续拓展	2025-09-02
公司普通报告	甘源食品（002991.SZ）：转型期承压，新渠道新产品有望驱动修复	2025-08-29

资料来源：东兴证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

福田区益田路 6009 号新世界中心 46
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526