仅供内部参考，请勿外传

中国平安 PINGAN
专业 · 价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

分化中辨方向，创新处觅增量
——食品饮料行业2026年中期策略报告

食品饮料行业 强于大市（维持）

证券分析师

韦　毓　投资咨询编号：S1060525120002

张晋溢　投资咨询编号：S1060521030001

王　萌　投资咨询编号：S1060522030001

2026年7月7日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

仅供内部参考，请勿外传

核心观点

- **业绩筑底，夯实低估值：**由于需求疲软、春节错位等因素，25年食品饮料上市公司收入/利润同比-7.4%/-17.5%，26Q1同比+3.9%/+3.6%。市场表现来看，在春节旺季的支撑下26Q1食品饮料指数表现相对平稳，但26Q2出现快速下探，26年初至6月26日，食品饮料指数下跌20.2%，跑输沪深300指数25个百分点，估值（PETTM）仅为18X，远低于近十年平均的31X，估值具有较强的安全边际。基金持仓来看，2025年食品饮料行业的股票投资市值比仅为4.4%，较2022年持仓占比11.4%下降了7个百分点。
- **复苏在途，拥抱新变化：**
- **宏观经济基本面逐步筑底企稳。**社会消费品零售总额季节性反弹后回落，1-5月社零总额为20.6万亿元，同比增长1.4%。一线城市房价率先企稳回升，有利于我国有房家庭账面财富增加，叠加政策端加大消费刺激力度，我们认为食品饮料行业虽然有所承压，但复苏在途，行业需求有望企稳。
- **消费格局呈现三重结构性分化。**总量承压之下结构性分化加剧，呈现三重特征：其一，商品弱、服务强，1-5月服务零售额同比增长5.4%，增速高于同期商品零售额4.2pct，文旅、演出、观影全面高增；其二，必选强、可选弱，粮油食品韧性凸显，可选消费内部显著分化，地产链、大宗耐用品深度承压；其三，K型分化，高端奢侈品边际企稳、大众极致性价比扩张，而中档赛道最弱。分化的本质是消费力分层与场景迁移，而非简单的萎缩。
- **新格局、新模式、新渠道正在驱动消费边际改善。**分化倒逼供给侧创新，“新格局、新渠道、新模式”成为边际改善的核心载体。新格局上，马太效应强化，集中度加速向龙头抬升，行业由规模竞速转入质效深耕；新模式上，i茅台数字化直营重塑价格机制，新鲜零食以短保现制推动零食鲜食化；新渠道上，量贩零食、会员制商超、即时零售等纷纷扩容，重构“人货场”。
- **投资建议：**我们认为消费市场韧性犹存，复苏势能正于分化中蓄力，温和渐进、结构先行的复苏或将成为下半场主基调。建议沿新格局、新模式、新渠道三条主线把握消费的边际改善，即主线一：新格局之下，资源加速向头部龙头集中；主线二：新模式重塑渠道壁垒，行业马太效应凸显；主线三：新渠道驱动行业发展，成长空间持续打开。维持食品饮料"强于大市"评级。
- **风险提示：**1）宏观经济波动影响；2）消费复苏不及预期；3）食品安全问题；4）原材料波动影响；5）行业竞争加剧风险。

仅供内部参考，请勿外传



目录 CONTENTS

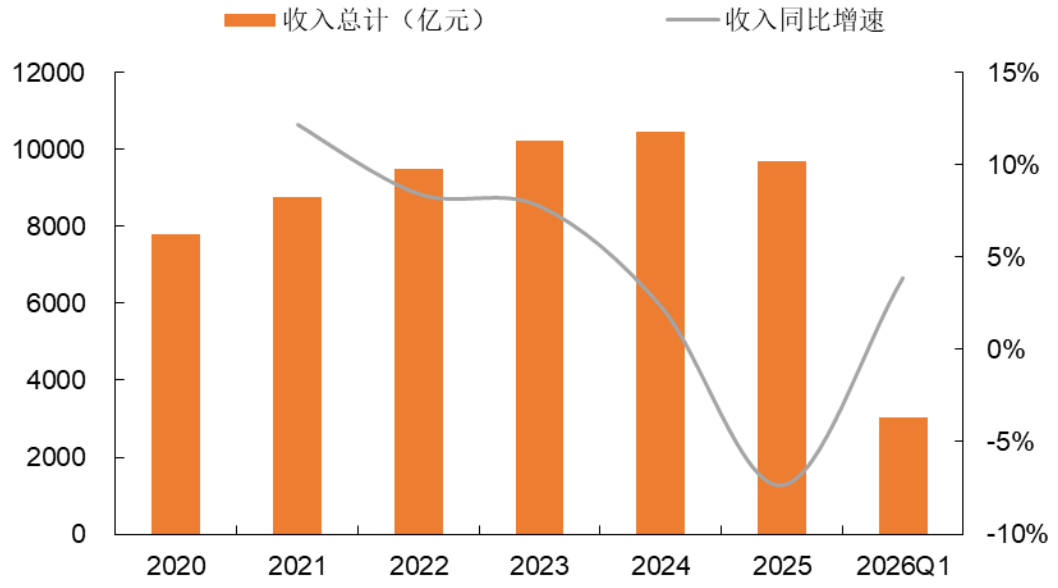
- 市场回顾：业绩筑底，夯实低估值
- 行业研判：复苏在途，拥抱新变化
  - 宏观经济基本面逐步筑底企稳
  - 消费格局呈现三重结构性分化
  - 新格局、新模式、新渠道正在驱动消费边际改善
- 投资建议及风险提示

仅供内部参考，请勿外传

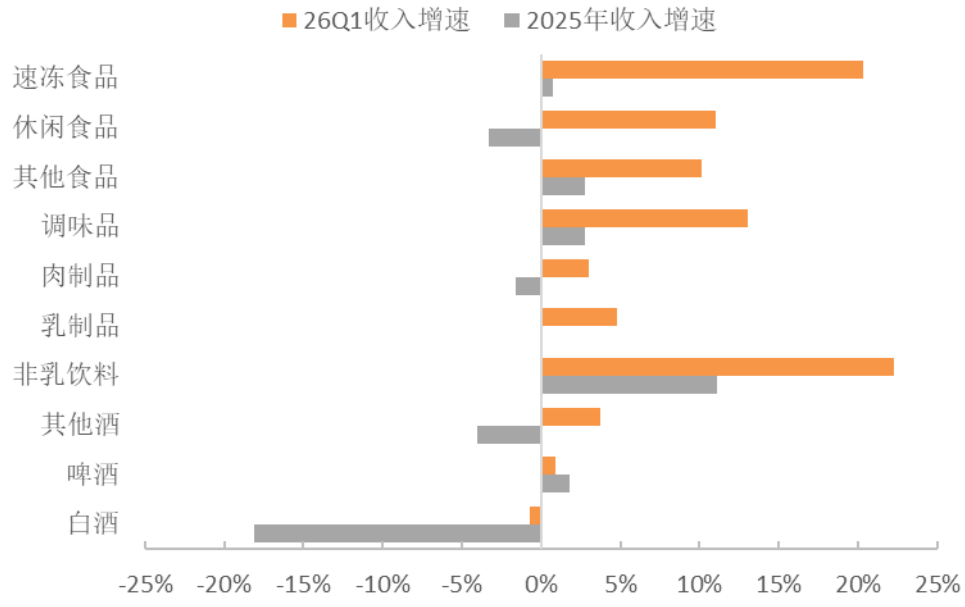
1.1业绩回顾：26Q1整体恢复增长，食品业绩优于酒类

- **食品饮料整体收入：**由于需求疲软、春节错位等因素，25年食品饮料上市公司（剔除ST公司）收入整体为9698亿元，同比下降7.4%；26Q1收入企稳回升，板块总收入为3046亿元，同比增长3.9%。
- **食品饮料各子板块收入情况：**各个子行业收入情况有所分化，其中，白酒板块仍然处于调整中，25年上市公司整体收入为3618亿元，同比下降18.1%；26Q1收入为1326亿元，同比下降0.7%，但降幅有所收窄；非乳饮料板块整体表现较好，25年/26Q1收入增速分别为11.1%和22.3%，收入增速有所提速；速冻食品板块经历三年低速增长后增速重回两位数，26Q1收入增速为20.4%。

食品饮料上市公司收入及同比增速



食品饮料子板块2025年及26Q1收入增速情况



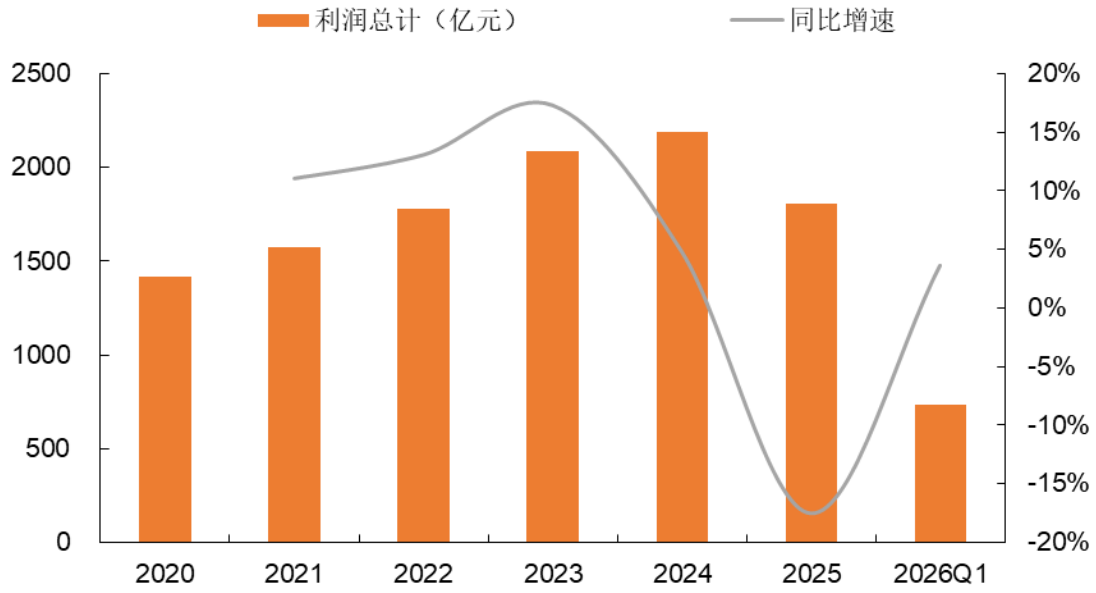
注：收入总计为食品饮料所有上市公司（剔除ST公司）加总计算，板块收入按照中信分类（剔除ST公司）加总计算。资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

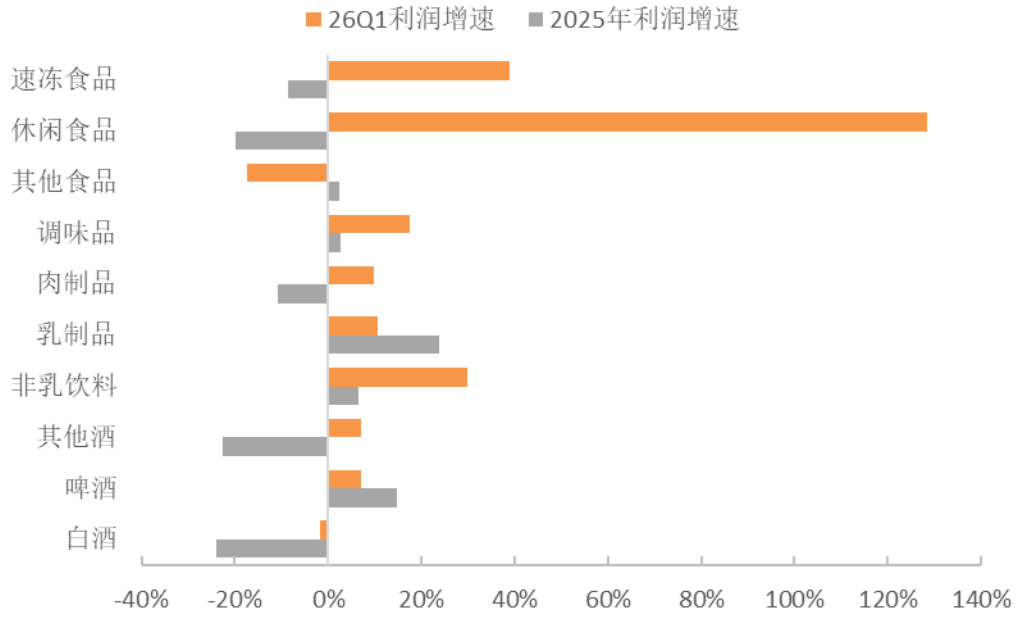
1.1业绩回顾： 26Q1整体恢复增长，食品业绩优于酒类

- **食品饮料整体净利润：**25年食品饮料上市公司（剔除ST公司）净利润整体为1804亿元，同比下降17.5%，降幅大于收入增速，也一定程度上体现了行业竞争加剧；26Q1利润企稳回升，板块净利润总额为733亿元，同比增长3.6%。
- **食品饮料各子板块净利润情况：**休闲零食板块26Q1表现亮眼，26Q1净利润增速达到128.4%；速冻食品板块净利润经历三年连续下滑后，26Q1实现回升，增速为38.9%；非乳饮料板块业绩有所提速，25年/26Q1净利润增速分别为6.5%和29.9%；调味品板块25年/26Q1净利润增速分别为2.6%和17.5%；白酒板块上市公司25年经历深度调整，整体净利润为1266亿元，同比下降24.1%；26Q1净利润521亿元，同比下降1.7%。

食品饮料上市公司净利润及同比增速



食品饮料子板块2025年及26Q1净利润增速情况



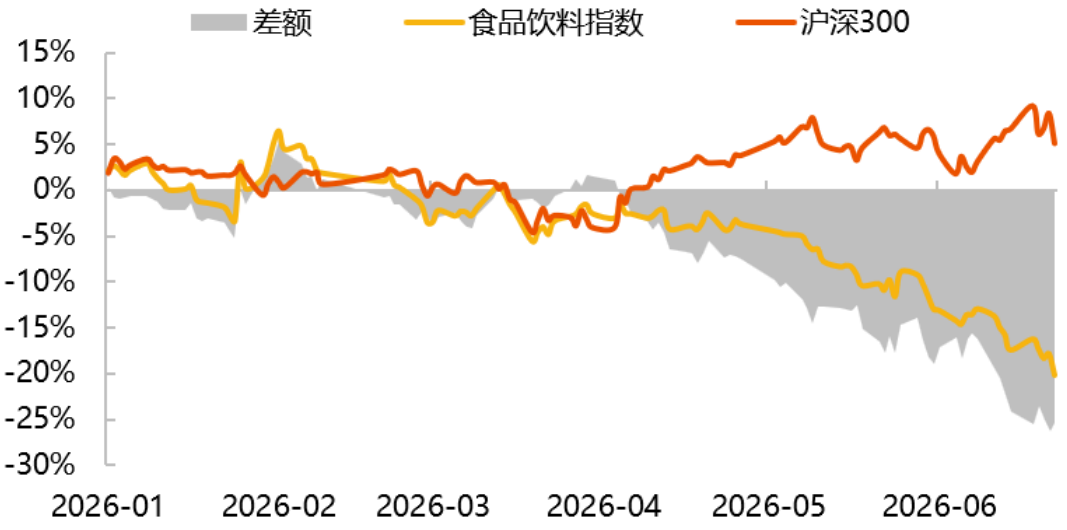
注：利润总计为食品饮料所有上市公司（剔除ST公司）加总计算，板块利润按照中信分类（剔除ST公司）加总计算。资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

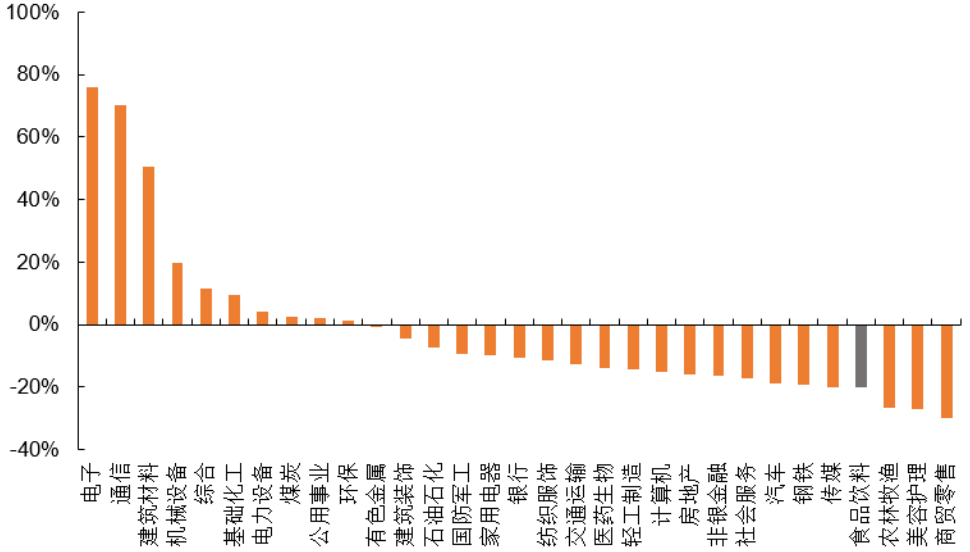
1.2市场回顾：食品饮料指数跑输大盘，白酒行业负贡献最大

- **食品饮料指数Q2明显跑输沪深300：**在春节旺季的支撑下，26Q1食品饮料指数（801120.SI）表现相对平稳，食品饮料指数涨跌幅（截至3月31日）跑赢沪深300指数1.2个百分点；但26Q2食品饮料指数出现快速下探，26年初至6月26日，食品饮料指数下跌20.2%，跑输沪深300指数25个百分点。
- **食品饮料板块表现排名靠后：**截至6月26日，31个申万子行业中食品饮料指数排名第28位，消费板块整体表现不佳；食品饮料指数跑输电子指数96个百分点。

26年以来食品饮料（801120.SI）和沪深300指数的涨跌幅情况



26年以来申万31个子行业的涨跌幅情况



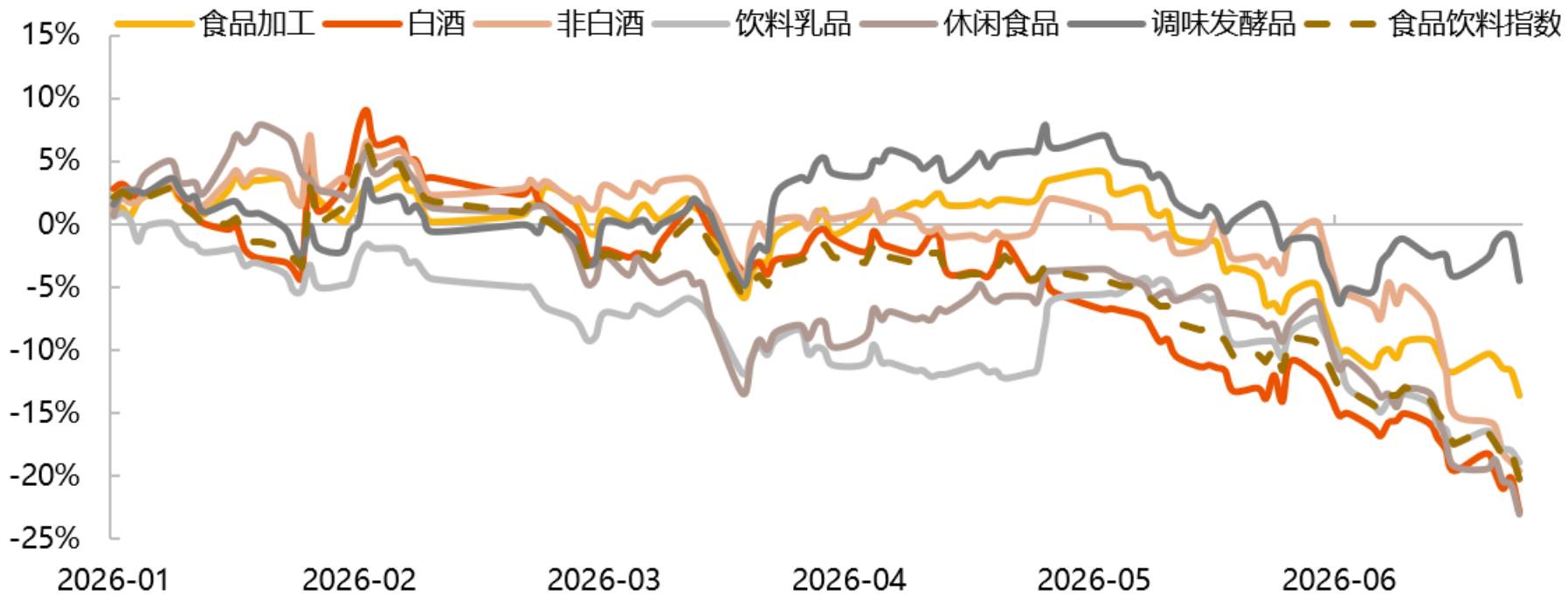
注：数据截至2026年6月26日；资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.2市场回顾：食品饮料指数跑输大盘，各子行业均录得负收益

- **食品饮料各子行业涨跌幅情况：**截至6月26日，今年食品饮料各子行业涨跌幅分别为调味品-4.5%、食品加工行业-13.6%、饮料乳品-18.9%、非白酒的酒类-19.6%、白酒-22.8%、休闲食品-23.0%，各子行业均录得负收益。其中，26/27年白酒企业收入和利润wind一致预期持续下修，Q2白酒板块股价出现明显回调，拖累食品饮料指数持续下行。

26年以来食品饮料各子行业涨跌幅情况



注：子行业指数采用申万二级行业指数，数据截至2026年6月26日；资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.2市场回顾：食品饮料指数跑输大盘，各子行业均录得负收益

26年以来白酒上市公司Wind收入、利润预测平均值较年初下调情况

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	舍得酒业	酒鬼酒	水井坊	洋河股份	今世缘	古井贡酒	口子窖	迎驾贡酒	顺鑫农业	老白干酒	金徽酒	伊力特	平均值
2026年Wind收入预测平均值较年初下调情况																	
2026-01-30		0%	0%	0%	0%	0%	-5%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	**0%**
2026-02-27	-2%	-2%	0%	0%	-1%	-4%	-12%	-1%	-1%	-2%	-3%	-1%	-4%	-5%	-1%	1%	**-2%**
2026-03-31	-2%	-3%	-3%	0%	-8%	-4%	-17%	-1%	-1%	-6%	-4%	-2%	-4%	-8%	-3%	0%	**-4%**
2026-04-30	-7%	-7%	-13%	-1%	-10%	-5%	-21%	-13%	-4%	-13%	-22%	-1%	-15%	-12%	-6%	-9%	**-10%**
2026-05-29	-8%	-26%	-19%	-2%	-10%	-4%	-23%	-18%	-5%	-16%	-20%	-1%	-15%	-13%	-5%	-9%	**-12%**
2027年Wind收入预测平均值较年初下调情况																	
2026-01-30	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	-5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	**0%**
2026-02-27	-2%	-2%	0%	0%	-1%	-4%	-12%	-1%	-1%	-2%	-3%	-1%	-3%	-4%	-1%	1%	**-2%**
2026-03-31	-3%	-3%	-3%	0%	-9%	-3%	-17%	-1%	-1%	-6%	-4%	-2%	-2%	-8%	-4%	0%	**-4%**
2026-04-30	-8%	-6%	-14%	-3%	-12%	-8%	-21%	-13%	-5%	-14%	-24%	-1%	-14%	-12%	-7%	-13%	**-11%**
2026-05-29	-9%	-25%	-20%	-4%	-13%	-10%	-23%	-18%	-7%	-19%	-22%	-1%	-14%	-12%	-7%	-13%	**-14%**
2026年Wind净利润预测平均值较年初下调情况																	
2026-01-30	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	-7%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	**-1%**
2026-02-27	-2%	-2%	-1%	0%	-3%	-8%	-21%	-5%	-1%	-3%	-7%	-3%	-25%	-8%	-1%	-1%	**-6%**
2026-03-31	-2%	-4%	-3%	0%	-37%	-13%	-33%	-5%	-2%	-7%	-11%	-4%	-33%	-14%	-7%	-7%	**-11%**
2026-04-30	-10%	-8%	-14%	-6%	-46%	-30%	-37%	-33%	-9%	-23%	-50%	-6%	-68%	-32%	-11%	-3%	**-24%**
2026-05-29	-11%	-29%	-21%	-8%	-47%	-38%	-38%	-45%	-13%	-29%	-47%	-6%	-68%	-34%	-11%	-3%	**-28%**
2027年Wind净利润预测平均值较年初下调情况																	
2026-01-30	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	-7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	**-1%**
2026-02-27	-2%	-2%	-1%	0%	-1%	-9%	-19%	-4%	-1%	-3%	-6%	-3%	-14%	-8%	-2%	0%	**-5%**
2026-03-31	-3%	-3%	-3%	0%	-33%	-10%	-29%	-4%	-2%	-7%	-10%	-4%	-12%	-13%	-8%	-5%	**-9%**
2026-04-30	-10%	-7%	-15%	-8%	-44%	-33%	-36%	-31%	-10%	-24%	-50%	-7%	-52%	-31%	-13%	-3%	**-23%**
2026-05-29	-11%	-27%	-23%	-10%	-46%	-44%	-37%	-44%	-15%	-31%	-47%	-7%	-52%	-32%	-13%	-3%	**-28%**

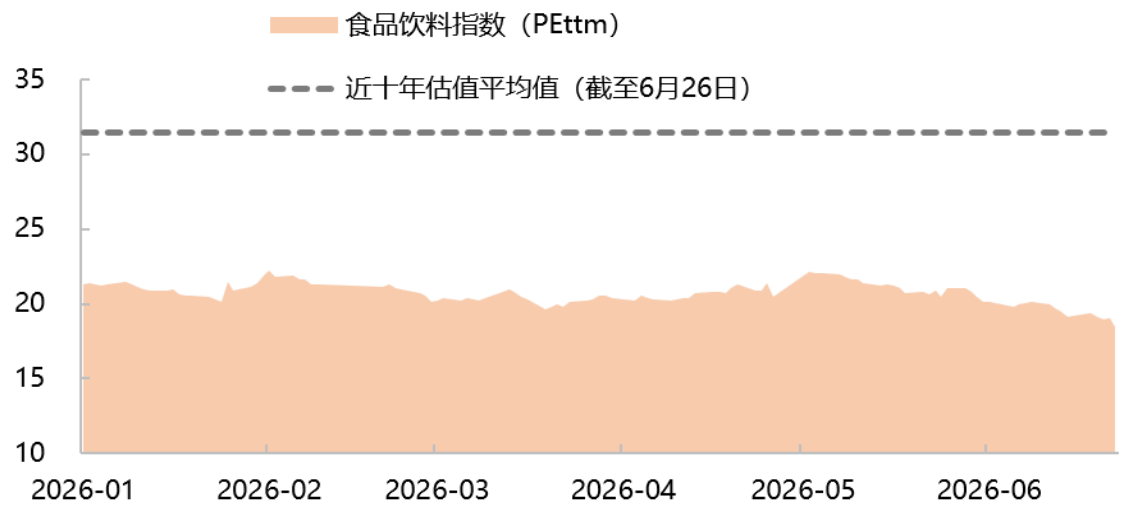
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.3 估值：估值持续下移，具备较强安全边际

- **估值处于较低位置，安全边际高：**食品饮料指数估值近年来持续下移，截至6月26日，食品饮料指数（801120.SI）估值（PETTM）仅为18X，远低于近十年平均的31X，估值具有较强的安全边际。
- **申万31个子行业中排名后段：**截至6月26日，食品饮料指数（801120.SI）估值在申万31个子行业中仅排名24位。

2026年以来食品饮料指数估值（PETTM）情况



2022年至今申万31个子行业PE（TTM）情况

行业	PE(TTM) 2022	2023	2024	2025	2026
综合	47	50	59	55	130
电子	29	47	54	66	100
通信	24	29	33	49	75
计算机	48	61	67	86	67
国防军工	51	50	68	91	65
机械设备	30	28	31	39	49
建筑材料	14	17	25	29	47
社会服务	120	50	23	46	39
电力设备	27	17	31	39	36
农林牧渔	98	51	23	24	36
传媒	32	37	38	43	34
基础化工	14	22	23	30	32
	39	28	36	51	32
轻工制造	30	28	25	33	32
医药生物	23	28	31	36	30
钢铁	16	22	27	32	28
美容护理	44	30	33	38	28
环保	22	20	21	29	27
汽车	31	25	25	30	25
纺织服装	23	23	20	28	24
有色金属	14	16	18	28	21
煤炭	6	9	12	18	20
公用事业	24	19	18	19	20
食品饮料	**34**	**25**	**21**	**21**	**18**
石油石化	11	15	17	21	18
房地产	13	13	37	59	17
交通运输	12	14	17	18	16
建筑装饰	9	8	10	13	15
家用电器	13	12	15	15	14
非银金融	15	15	17	13	11
银行	5	4	6	6	6

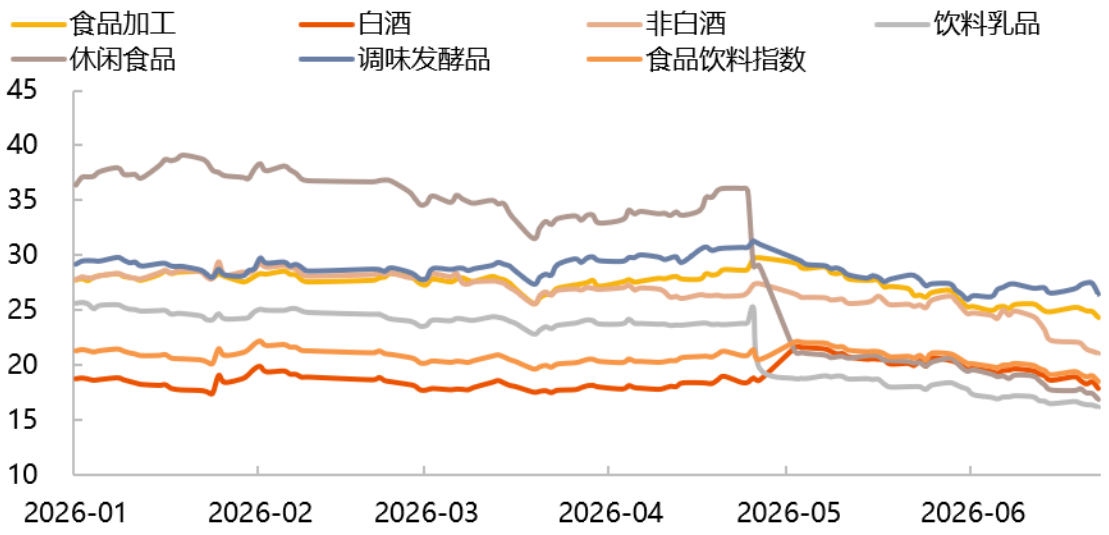
注：数据截至6月26日；资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.3 估值：估值持续下移，具备较强安全边际

- **子板块估值表现：**截至6月26日，调味发酵品（801129.SI）/食品加工（801124.SI）/非白酒的酒类（801126.SI）/白酒（801125.SI）/休闲食品（801128.SI）/饮料乳品（801127.SI）指数的估值（PETTM）分别为26X/24X/21X/18X/17X/16X，自2021年估值整体呈下修趋势。

2026年以来食品饮料子板块PE（TTM）情况



食品饮料子板块估值及变动情况

	PE(TTM)				
行业	2022	2023	2024	2025	2026
工	31	23	26	27	24
白酒	34	25	20	18	18
非白酒	56	32	33	27	21
饮料乳品	25	19	20	25	16
休闲食品	49	31	31	36	17
调味发酵品	47	38	23	29	26
食品饮料指数	34	25	21	21	18
	PE(TTM)变动情况				
食品加工	0	-9	3	1	-3
白酒	-14	-9	-6	-2	-0
非白酒	2	-24	0	-5	-6
饮料乳品	-6	-6	1	6	-9
休闲食品	10	-18	0	5	-19
调味发酵品	-4	-9	-15	6	-2
食品饮料指数	-10	-9	-4	-0	-2

注：数据截至6月26日；资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.4基金持仓：行业持仓占比明显下降，贵州茅台持仓逐季下滑

- **基金持仓占比持续下降：**根据最新年报显示，2025年食品饮料行业的股票投资市值比仅为4.4%，较2022年持仓占比11.4%下降了7个百分点，行业排名也下降至第十位。
- **子行业持仓占比均有下降：**2025年白酒行业的股票投资市值比仅为3.1%，较2020年的高点10.0%下降6.9个百分点，且呈现逐渐下降的趋势；除白酒外的其他子行业25年报持仓占比均出现了不同程度的减持。

21-25年股票基金持仓前十大行业情况

2021年报		2022年报		2023年报		2024年报		2025年报	
行业名称	占股票投资市值比(%)	行业名称	占股票投资市值比(%)	行业名称	占股票投资市值比(%)	行业名称	占股票投资市值比(%)	行业名称	占股票投资市值比(%)
电子	13.59	电新	12.55	电子	14.74	电子	15.62	电子	17.55
电新	11.94	医药	12.38	医药	14.05	医药	9.66	医药	8.37
医药	11.25	**食品饮料**	**11.44**	**食品饮料**	**9.23**	电新	8.29	电新	7.46
食品饮料	**11.20**	电子	10.17	电新	8.01	**食品饮料**	**7.01**	非银行金融	7.13
基础化工	6.17	基础化工	6.19	机械	5.46	银行	5.98	有色金属	6.62
计算机	4.74	机械	5.13	基础化工	5.13	非银行金融	5.95	通信	5.92
机械	4.65	计算机	4.65	计算机	5.08	机械	4.51	机械	5.10
国防军工	4.05	国防军工	4.09	非银行金融	4.21	汽车	4.21	银行	4.87
有色金属	3.73	非银行金融	3.90	有色金属	3.68	计算机	4.01	基础化工	4.46
银行	3.56	有色金属	3.65	汽车	3.64	基础化工	3.83	**食品饮料**	**4.40**

21-25年食品饮料子行业股票基金持仓情况

子行业	2021年报	2022年报	2023年报	2024年报	2025年报
白酒	8.1%	8.2%	6.9%	5.1%	3.1%
饮料乳品	0.9%	0.6%	0.6%	0.8%	0.6%
调味发酵品	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
食品加工	0.3%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%
非白酒	0.9%	0.9%	0.5%	0.4%	0.2%
休闲食品	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
	较上年增减				
白酒	-1.9%	0.1%	-1.3%	-1.8%	-2.0%
饮料乳品	-0.3%	-0.3%	-0.1%	0.2%	-0.2%
调味发酵品	-0.3%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.1%
食品加工	-0.8%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%
非白酒	-0.1%	0.1%	-0.5%	0.0%	-0.2%
休闲食品	0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.4基金持仓：行业持仓占比明显下降，贵州茅台持仓逐季下滑

- **基金持仓仍以白酒企业为主。**截至2026年Q1，食品饮料行业基金持仓前十大的公司分别为：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、伊利股份、洋河股份、古井贡酒、安井食品、海天味业、今世缘。其中，自24Q4以来前五大持仓的公司排名变化不大。
- **第一重仓股贵州茅台持仓比例逐季下降。**食品饮料行业第一重仓股票仍然是贵州茅台，26Q1持仓比例仅为1.17%，近6个季度持仓占比逐季下降。

食品饮料股票基金持仓前十大公司情况

排序	2024Q4		2025Q1		2025Q2		2025Q3		2025Q4		2026Q1	
	公司名称	占股票投资市值比(%)	公司名称	占股票投资市值比(%)	公司名称	占股票投资市值比(%)	公司名称	占股票投资市值比(%)	公司名称	占股票投资市值比(%)	公司名称	占股票投资市值比(%)
1	贵州茅台	2.05	贵州茅台	2.04	贵州茅台	1.74	贵州茅台	1.37	贵州茅台	1.31	贵州茅台	1.17
2	五粮液	0.82	五粮液	0.53	五粮液	0.38	五粮液	0.30	伊利股份	0.09	五粮液	0.29
3	伊利股份	0.20	山西汾酒	0.40	伊利股份	0.10	伊利股份	0.07	五粮液	0.24	山西汾酒	0.23
4	山西汾酒	0.33	泸州老窖	0.35	东鹏饮料	0.09	山西汾酒	0.29	山西汾酒	0.25	泸州老窖	0.22
5	泸州老窖	0.32	伊利股份	0.17	山西汾酒	0.29	泸州老窖	0.26	泸州老窖	0.23	伊利股份	0.09
6	东鹏饮料	0.07	古井贡酒	0.14	泸州老窖	0.24	东鹏饮料	0.06	东鹏饮料	0.05	洋河股份	0.06
7	青岛啤酒	0.07	洋河股份	0.10	燕京啤酒	0.04	安琪酵母	0.01	安琪酵母	0.02	古井贡酒	0.04
8	安琪酵母	0.02	今世缘	0.09	万辰集团	0.02	古井贡酒	0.08	双汇发展	0.02	安井食品	0.04
9	古井贡酒	0.15	东鹏饮料	0.07	安琪酵母	0.02	双汇发展	0.02	安井食品	0.02	海天味业	0.04
10	双汇发展	0.02	青岛啤酒	0.06	青岛啤酒	0.04	万辰集团	0.02	万辰集团	0.03	今世缘	0.03

资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



目录 CONTENTS

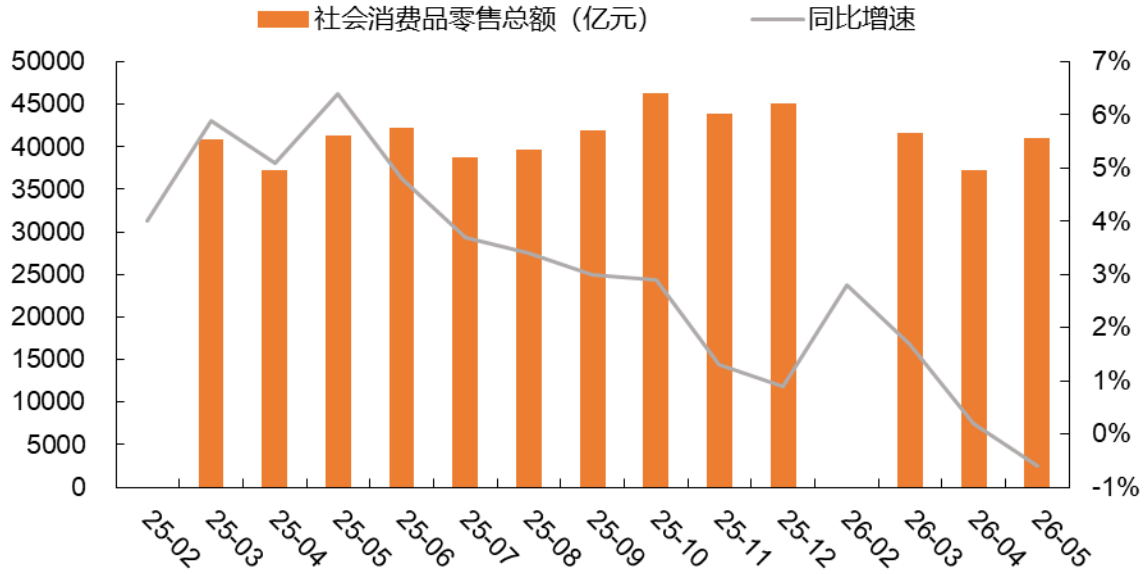
- 市场回顾：业绩筑底，夯实低估值
- 行业研判：复苏在途，拥抱新变化
  - 宏观经济基本面逐步筑底企稳
  - 消费格局呈现三重结构性分化
  - 新格局、新模式、新渠道正在驱动消费边际改善
- 投资建议及风险提示

仅供内部参考，请勿外传

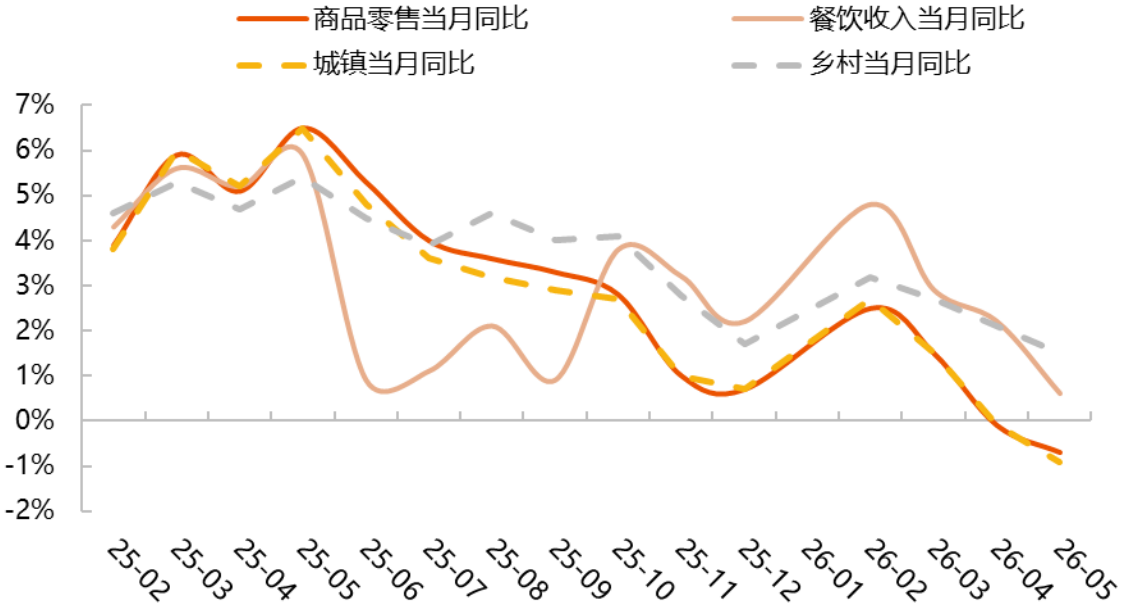
2.1.1 社会消费品零售总额季节性反弹，餐饮/乡村社零韧性更强

- **社会消费品零售总额季节性反弹后回落。**受到26年春节因素的影响，社零总额1-2月出现反弹，同比增长2.8%，但消费整体仍然疲软，3月同比增长1.7%，4月增速回落至0.2%，5月增速进一步回落至-0.6%；1-5月社零总额为20.6万亿元，同比增长1.4%。
- **餐饮/乡村社零增速恢复相对较快。**从分项来看，餐饮收入增速恢复较快，1-5月累计增速为3.1%；商品零售收入出现回落，5月单月增速为-0.7%，1-5月累计增速为1.2%；乡村社零总额增速高于城镇社零总额收入增速，韧性相对较强。

我国社会消费品零售总额收入当月值及同比增速（1-2月合并）



我国社会消费品零售各分项同比增速（1-2月合并）



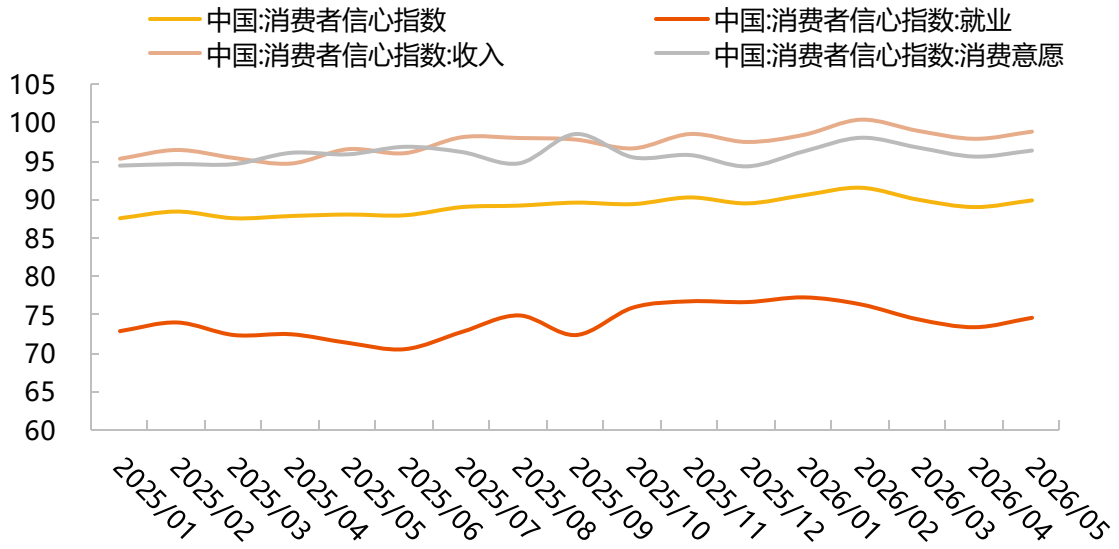
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

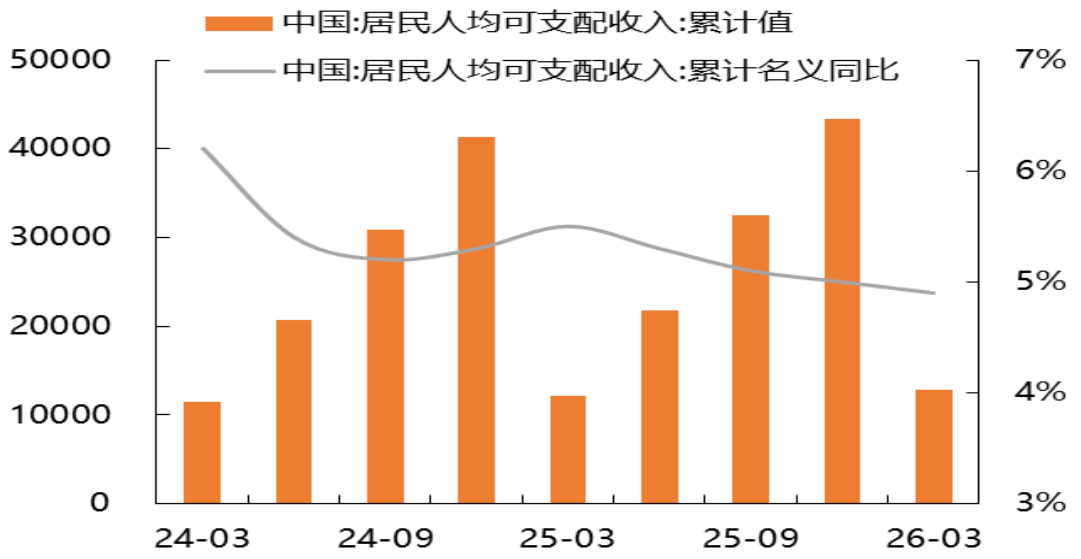
2.1.2 消费者信心有所波动，可支配收入持续增长

- **消费者信心有所波动。**26年Q1我国消费者信心指数重回90.0以上，其中2月达到91.6，创下来了自2023年4月以来的新高；2月消费者信心指数中收入项达到100.3，较上年同期提高了3.8；4月消费者信心指数有所回落，5月消费者信心指数回升至89.9。
- **人均可支配收入持续增长。** 26年Q1我国人均可支配收入为12782元，同比增长4.9%，增速环比小幅回落。

我国消费者信心指数



我国居民人均可支配收入累计值及名义同比增速（元）



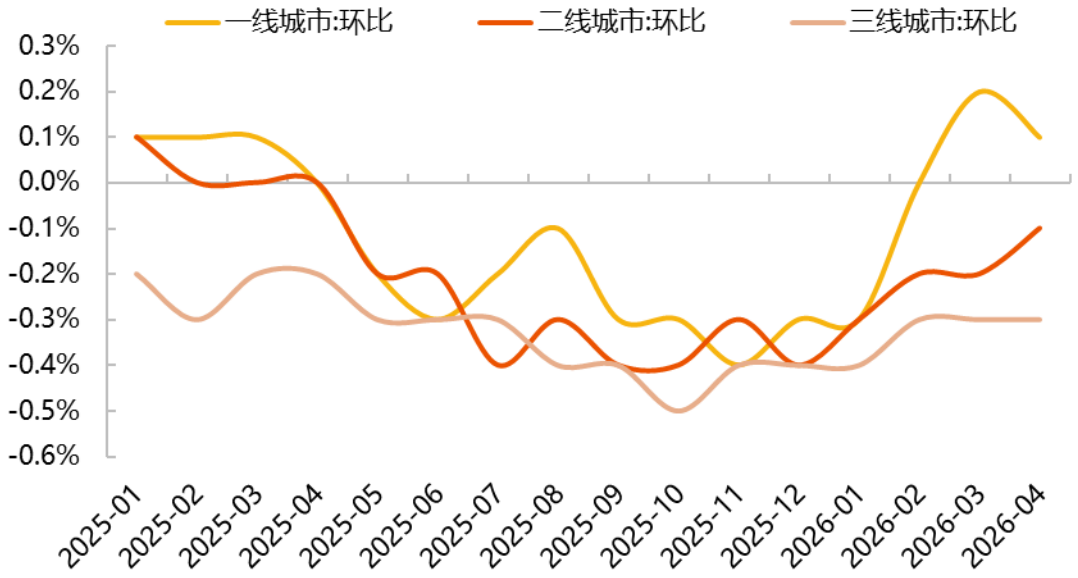
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

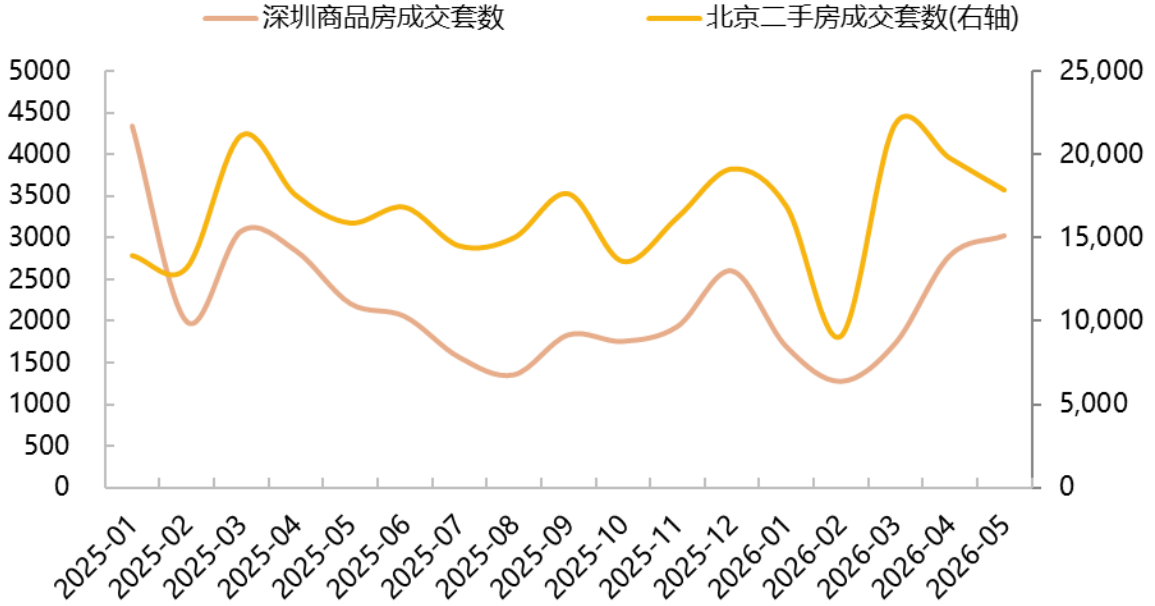
2.1.3 一线城市房价率先企稳回升，有利于我国有房家庭账面财富增加

➢ **一线城市房价率先企稳回升。**从房价来看，26年以来一线城新建商品住宅房屋销售价格指数环比率先企稳回升，北京二手房成交套数和深圳商品房成交套数也有企稳迹象。房价企稳回升将有利于我国有房家庭账面财富增加，促进消费信心和边际消费倾向提升，进而带动消费持续复苏。

新建商品住宅房屋销售价格指数



北京、深圳房屋成交套数情况（套）



资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.1.4 政策端加大消费刺激力度，消费复苏在途

➢ 国家各部委及地方政府积极发布多项刺激消费政策，从以旧换新、消费贷款补贴、提振消费行动方案等多维度激发消费潜力，同时商务部等部委及多地也举行多场促消费系列活动，创造新场景，拉动消费回升。我们认为，在多方政策的加持下，消费有望迎来持续复苏。

国家部委及地方政府部分消费刺激相关政策情况

时间	发布机构	政策名称	简要主要内容
2025年12月30日	商务部等7部门	《商务部等7部门关于提质增效实施2026年消费品以旧换新政策的通知》	中央继续安排超长期特别国债资金，支持消费品以旧换新政策实施。全国统一明确汽车报废更新、汽车置换更新、6类家电以旧换新、4类数码和智能产品购新等四个领域的补贴标准、组织实施方式等工作要求.
2026年1月16日	财政部、中国人民银行、金融监管总局	《关于优化实施个人消费贷款财政贴息政策有关事项的通知》	支持消费金融创新、延长政策期限、扩大支持范围、拓展贴息领域、提高贴息标准、增加经办机构、强化资金保障、强化部门协作、加强监督管理、严格政策执行等
2026年1月25日	国务院办公厅	《加快培育服务消费新增长点工作方案》	激发重点领域发展活力、培育潜力领域发展动能、加强支持保障
2026年2月11日	商务部	“乐购新春”春节促消费活动	商务部联合9 部门策划“乐购新春”春节特别活动：全域联动全民乐享，打造年味浓郁的消费盛宴；聚焦节日消费需求，涵盖吃住行游购玩全链条：突出便民利民惠民，坚持“政策+活动”双轮驱动。
2026年3月31日	上海市商务委员会	《2026年上海市扩消费行动方案》	推进商品消费扩容升级、扩大服务消费、壮大新型消费、激发消费潜力、打造消费新场景、打响消费节庆活动IP、完善消费制度环境
2026年4月13日	新疆维吾尔自治区发展改革委等部门	《2026年自治区提振消费工作要点》	促进商品消费扩容提质、优化扩大服务消费供给、激发消费新增长点、提高消费能力和意愿、优化消费环境、强化政策支持
2026年4月24日	四川省商务厅、省发展改革委、财政厅、文化和旅游厅和省体育局等五部门	《2026年四川省深入实施提振消费专项行动方案》	提质增效实施消费品以旧换新、加快培育服务消费新增长点、以打造“蜀里安逸”消费品牌统筹全年促消费活动、加快建设国际消费目的地和美好生活向往体验地

资料来源：国务院办公厅、商务部、财政部、上海人民政府、新疆自治区发改委、四川省商务厅，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



目录 CONTENTS

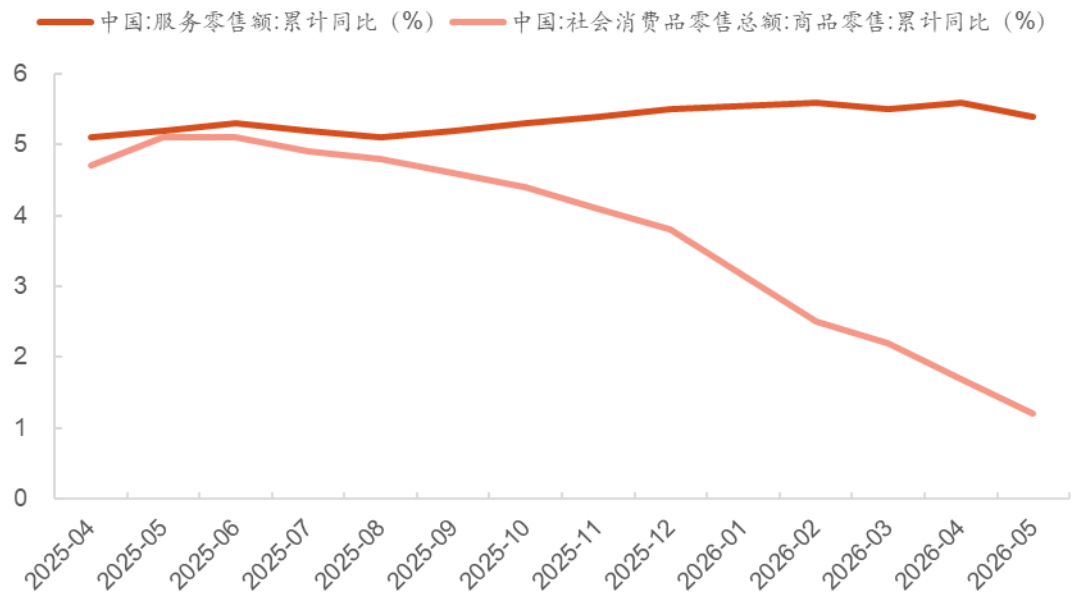
- 市场回顾：业绩筑底，夯实低估值
- 行业研判：复苏在途，拥抱新变化
  - 宏观经济基本面逐步筑底企稳
  - 消费格局呈现三重结构性分化
  - 新格局、新模式、新渠道正在驱动消费边际改善
- 投资建议及风险提示

仅供内部参考，请勿外传

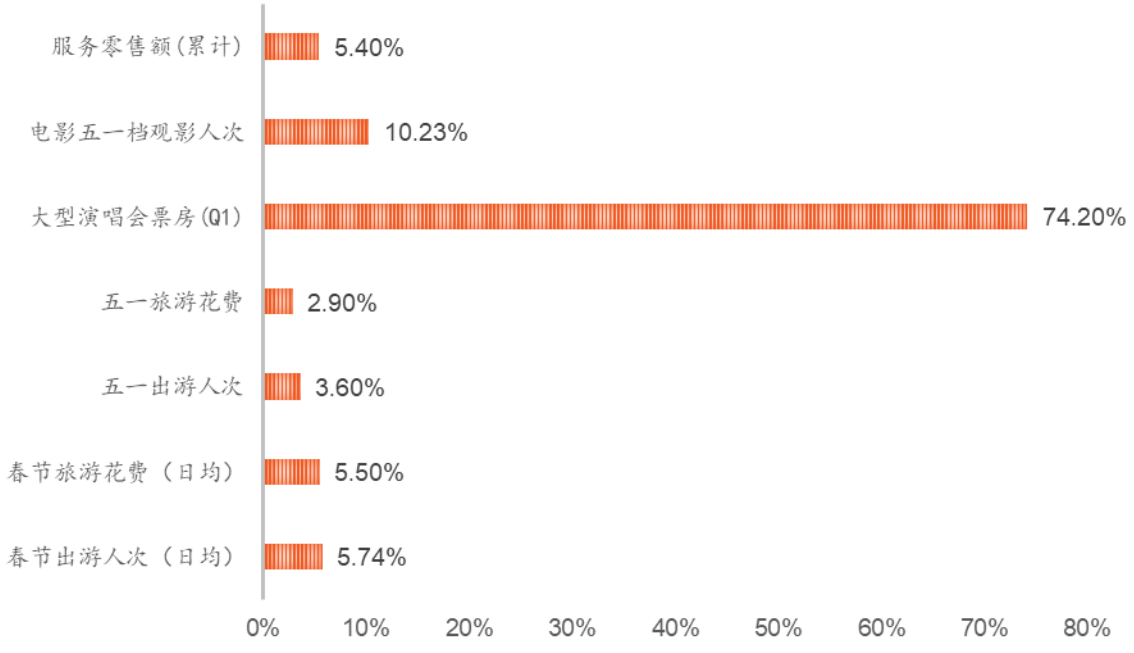
2.2.1 分化一：商品弱、服务强

- **服务消费需求持续释放，服务零售额增速高于同期商品零售额增速。**随着优质服务供给不断扩大，消费环境优化改善，服务消费潜力持续释放。根据国家统计局，1-5月份，服务零售额同比增长5.4%，增速高于同期商品零售额4.2个百分点，呈现出商品弱，服务强的态势。
- **服务消费全面领跑，文旅、演出、体验全面高增。**文旅出行方面，2026年春节国内出游5.96亿人次，国内出游总花费8034.83亿元，均创历史新高；五一假期，全国国内出游3.25亿人次，同比增长3.6%；国内出游总花费1854.92亿元，同比增长2.9%。演出经济方面，根据道略产业研究院，2026年Q1大型演唱会票房同比增长74.2%。电影市场方面，五一档票房7.58亿元(yoy+1.41%)，观影人次2084.19万(yoy+10.23%)。

我国服务零售额增速持续领先商品零售额增速



文旅、演出、电影等服务消费同比增速较快

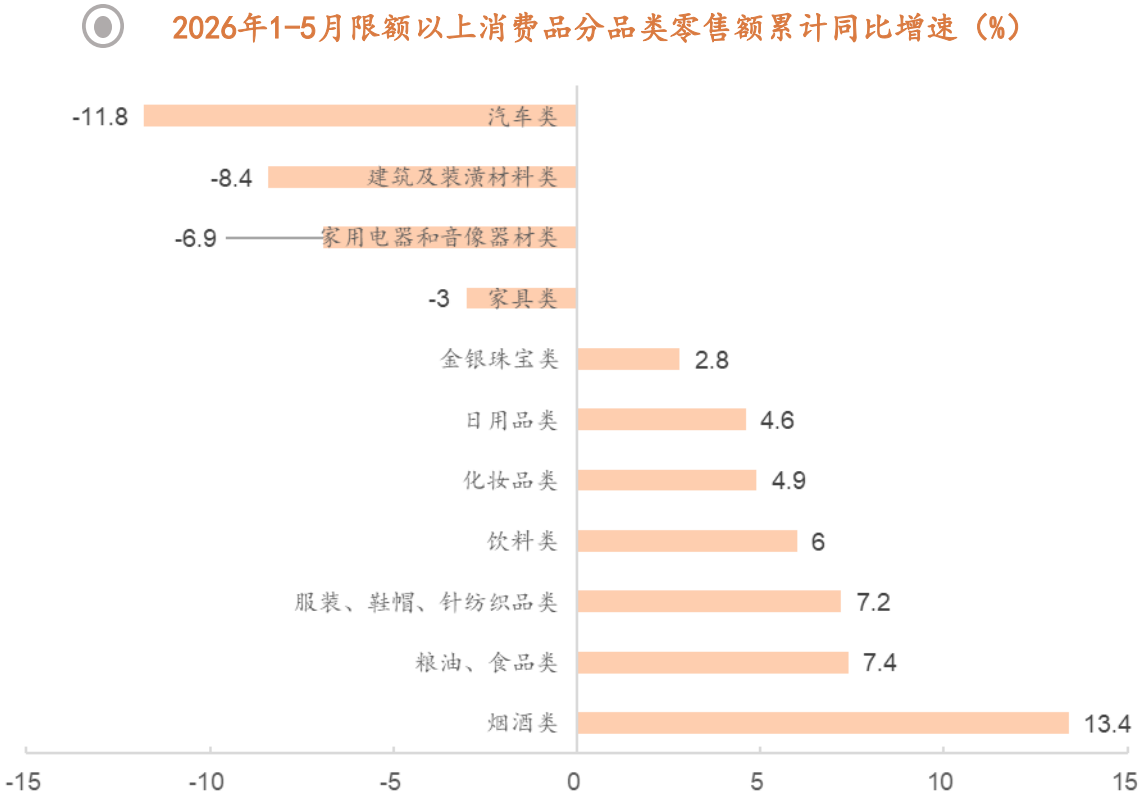


资料来源：Wind，国家文旅部，证券时报，新浪新闻，道略产业研究院，央视网，国家电影局，国家统计局，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2.2 分化二：必选韧性强，可选内部分化

- **刚需必选消费整体韧性凸显，增长基本盘稳固：**粮油食品2026年1-5月累计同比+7.4%、饮料类+6.0%、日用品类+4.6%。
- **可选消费内部显著分化，地产链、大宗耐用品深度承压：**烟酒类1-5月累计同比+13.4%、服装鞋帽+7.2%、化妆品+4.9%、金银珠宝+2.8%，烟酒礼品社交属性品类增长亮眼，化妆品、金银珠宝等“悦己消费”持续增长；汽车类1-5月累计同比-11.8%、建筑及装潢材料-8.4%、家用电器-6.9%、家具类-3.0%，持续受到房地产市场偏弱的拖累和政策补贴效应逐步消退的影响。



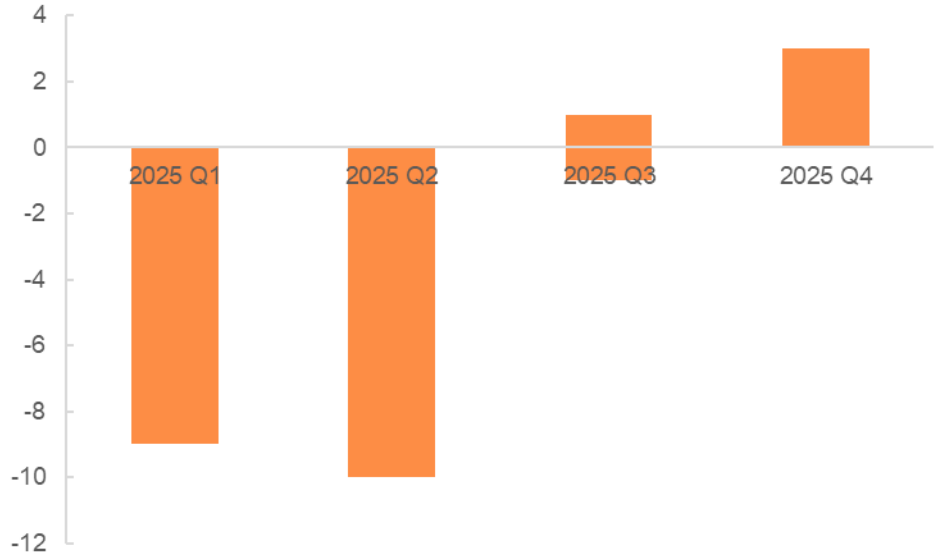
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

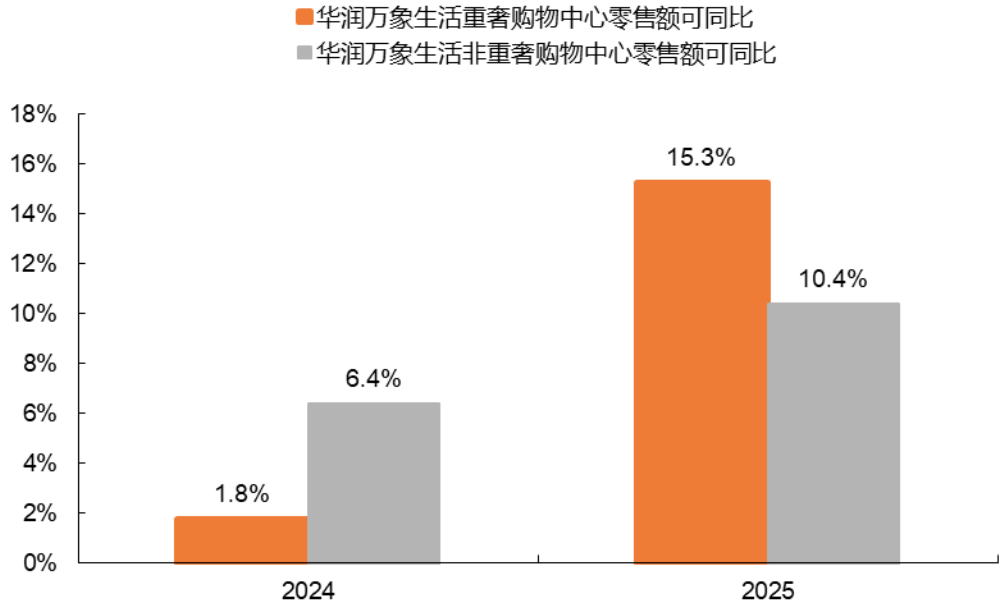
2.2.3 分化三：K型分化——高端消费企稳，重奢销售率先回暖

- **消费K型分化显著，多重数据显示高端消费正在率先企稳。**根据Bain & Company《2025年中国个人奢侈品报告》，2025Q3起中国个人奢侈品市场开始显现复苏迹象，预计2026年将延续复苏态势。同时，随着整体国内消费水平提升，中国市场依然具备巨大的长期复苏潜力。LVMH集团公告2026Q1营收191.21亿欧元，有机收入增长1%，尤其是在中国、亚洲及美国看到有机收入稳健增长。根据华润万象生活公司公告，2025年旗下重奢购物中心零售额可同比增长15.3%，非奢购物中心可同比增长10.4%，重奢项目可同比显著跑赢非重奢，进一步说明高端消费率先企稳的趋势。

中国内地个人奢侈品市场季度销售额增速于25H2开始回正
（单位：%）



2025年华润万象生活重奢购物中心零售额可同比跑赢非重奢



资料来源：Bain & Company《2025年中国个人奢侈品报告》，华润万象生活公司公告，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2.3 分化三：K型分化——餐饮形成“两极分化、中间塌陷”的格局

- **餐饮内部K型分化，中端最为承压。**国内餐饮呈现高端餐饮、平价大众餐饮双景气，70-150元中端正餐持续承压的哑铃格局。高端依托商务宴请，品质需求稳定增长；平价靠极致性价比，刚需复购带动品牌持续拓店；中端正餐既无品牌溢价、又无价格优势，出现营收下滑、同店走弱、大规模闭店的情况。
- **大众餐饮：**百胜中国2025年加速门店网络扩张，销售额连续多季度增长；
- **中端正餐：**九毛九旗下太二（人均70左右）2025全年营收同比-15.7%，净关店139家，同店日均销售同比-11.5%；
- **高端餐饮：**广州酒家旗下“广州酒家”品牌相对高端，2025年餐饮板块营收同比+5.79%；同庆楼主要围绕高端宴席场景，2025年餐饮及住宿服务板块同比+7.56%，高端餐饮呈现稳定增长态势。

餐饮内部分化，呈现哑铃状格局

人均价格带定位	代表企业 / 品牌	2025 核心经营表现
平价大众（30元内）	百胜中国	营收持续增长、门店加速扩张
中端正餐（70–150元）	九毛九太二	营收同比下滑、同店负增长、大规模关店
高端餐饮（200元+）	广州酒家、同庆楼	高端业务稳定增长、盈利韧性强

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



目录 CONTENTS

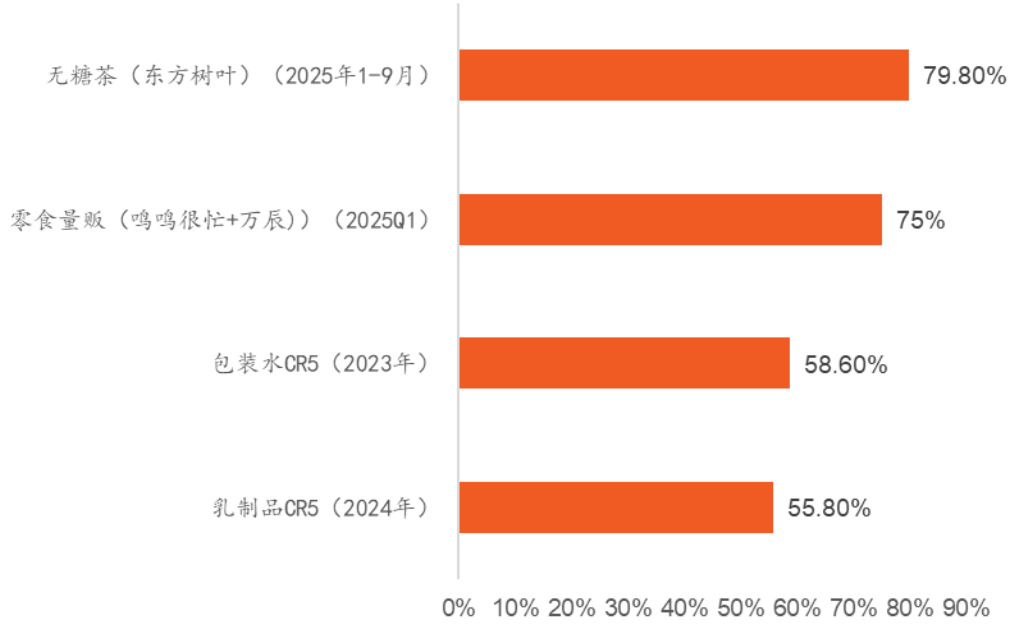
- 市场回顾：业绩筑底，夯实低估值
- 行业研判：复苏在途，拥抱新变化
  - 宏观经济基本面逐步筑底企稳
  - 消费格局呈现三重结构性分化
  - 新格局、新模式、新渠道正在驱动消费边际改善
- 投资建议及风险提示

仅供内部参考，请勿外传

2.3.1 新格局：大众品集中度系统性抬升，资源加速向头部龙头集中

- **总量见顶进入存量竞争阶段，大众消费品集中度系统性抬升，资源加速向头部龙头集中，龙头优势凸显，中小企业加速出清。**
- **饮料：高集中度+强品牌壁垒。**2023年包装水CR5超58.6%（农夫山泉、怡宝、景田、娃哈哈、康师傅）；无糖茶赛道的集中度更为极致，尼尔森数据显示，2025年1-9月农夫山泉东方树叶的市占率已飙升至79.8%，理性竞争下加速向头部集中。
- **乳制品：双寡头格局强化。**根据君乐宝招股书，2024年乳制品CR5为55.80%，CR2为43.30%。
- **休闲零食：量贩双寡头终局已定。**2025Q1，鸣鸣很忙与万辰集团合计市场份额已从2022年的不足45%跃升至75%以上，行业整合进入尾声。

大众品细分赛道头部集中度



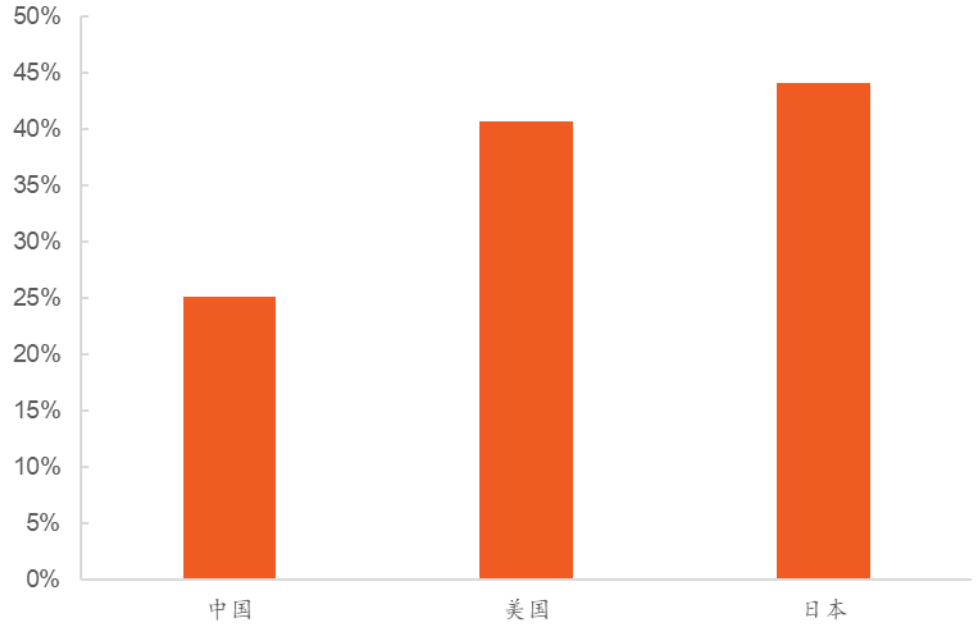
资料来源：君乐宝招股说明书，灼识咨询，中国证券报，证券时报，尼尔森，食品板，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

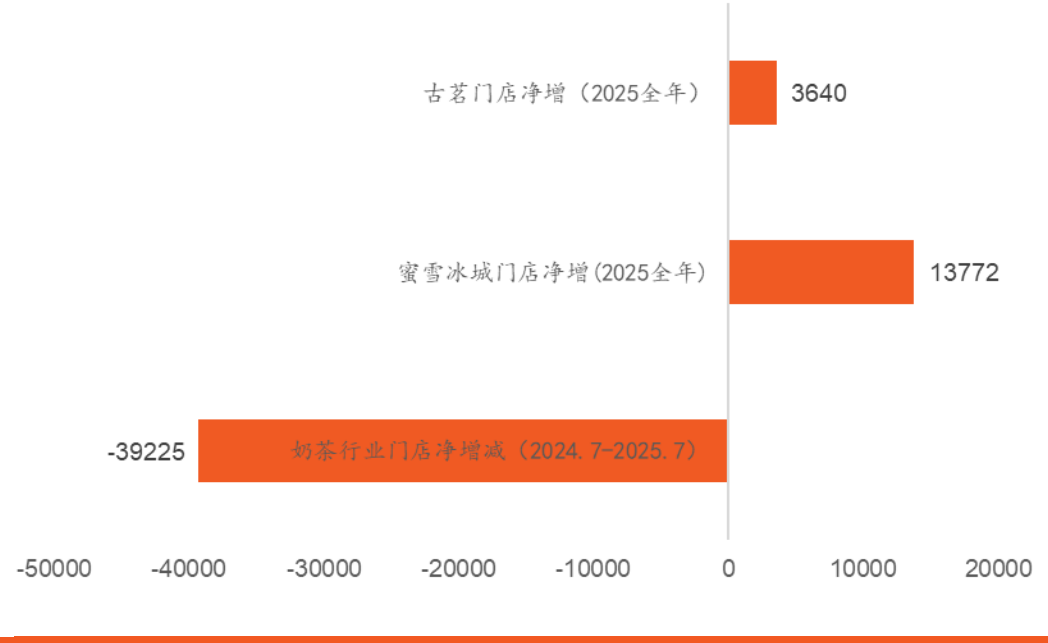
2.3.1 新格局：中小产能被动出清，头部逆势扩张

- **调味品：集中度仍有提升空间。**以酱油为例，2024年国内CR5仅25.1%，远低于美国（40.6%）、日本（44.1%）；随餐饮复苏与连锁化率提升，区域性中小产能加速出清，行业进入“挤压式增长”，头部企业持续享受集中度提升红利。
- **现制茶饮：头部逆势扩张。**窄门餐眼数据显示，截至2025年7月15日，全国奶茶饮品门店净增长为-39225家；2025年蜜雪冰城、古茗逆势净开13772、3640家。头部逆势扩张，中小品牌"增收不增利"被迫退出。
- 在总量见顶、需求分化的存量竞争环境下，品类集中度提升与中小出清同步演进，具备品牌、渠道、供应链与创新优势的头部企业，兼具份额扩张与盈利韧性，是本轮消费边际改善中确定性最高的方向。

中国酱油行业CR5与美日对比



奶茶行业出清加速，头部逆势扩张（单位：家）



资料来源：海天味业港股招股说明书，Wind，咖门，窄门餐眼，公司公告，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3.2 新模式：茅台开启多维协同营销模式，重塑厂商利润分配机制

- 2026年1月，贵州茅台率先转变“自售+经销”传统营销模式，开启“自售+经销+代售+寄售”多维协同的营销模式，以更好适配、触达、转化消费需求。
- 其中，自售模式通过自营店、i茅台，销售贵州茅台酒全系产品，主力聚焦C端、B端消费群体，取消自营体系原分销模式。社会体系中，经销模式“明确销售量、约定销售区域或渠道、物权转移至经销商”；代售模式“物权不转移，依托线上零售、线下零售、餐饮、私域等渠道资源，提升区域覆盖和渠道触达能力”；寄售模式“物权不转移，依托寄售商渠道、客户资源”。
- 我们认为，茅台开启营销新模式，有助于产品回归商品属性，资源向C端、B端消费者倾斜，提高消费需求和产品的适配度，从而进一步加强消费者粘性；同时，自营和寄售模式的推广，将有效降低对传统经销渠道的依赖，重塑厂商利润分配机制。

贵州茅台新型营销体系

模式	特点
自售	通过自营店、i茅台，销售贵州茅台酒全系产品，主力聚焦C端、B端消费群体，取消自营体系原分销模式
经销	经销模式“明确销售量、约定销售区域或渠道、物权转移至经销商
代售	物权不转移，依托线上零售、线下零售、餐饮、私域等渠道资源，提升区域覆盖和渠道触达能力
寄售	物权不转移，依托寄售商渠道、客户资源

i茅台和自营店价格体系

产品名称	自营店售价	产品名称	自营店售价
飞天53%vol 500ml贵州茅台酒（2026）	1499元/瓶	53%vol 500ml贵州茅台酒（精品）	2299元/瓶
飞天53%vol 500ml贵州茅台酒（2024）	1909元/瓶	53%vol 500ml贵州茅台酒（丙午马年）经典版	1899元/瓶
飞天53%vol 500ml贵州茅台酒（2023）	2019元/瓶	53%vol 500ml×2贵州茅台酒（丙午马年）礼盒装	3789元/盒
飞天53%vol 500ml贵州茅台酒（2022）	2139元/瓶	53%vol 500ml贵州茅台酒（丙午马年）珍享版	2499元/瓶
飞天53%vol 500ml贵州茅台酒（2021）	元/瓶	53%vol 500ml陈年贵州茅台酒（15）	4199元/瓶
飞天53%vol 500ml贵州茅台酒（2020）	2459元/瓶	53%vol 500ml贵州茅台酒（鼓乐飞天）	2699元/瓶
飞天53%vol 500ml贵州茅台酒（2019）	2649元/瓶	飞天43%vol 500ml贵州茅台酒	829元/瓶
飞天53%vol 1L贵州茅台酒	2989元/瓶		

资料来源：公司公告，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3.2 新模式：新鲜零食突围价格战，鲜制短保开启新周期

- **新鲜零食作为全新业态风口，正处于高速导入期。**新鲜零食是零售行业的全新业态风口，主打新鲜、短保质期的零食。金粒门在2020年首次提出新鲜零食概念，当单店模型在核心商圈被验证后，行业进入区域品牌集中涌现阶段，几多全、蒲妈妈、一栗等玩家相继出现，并开始围绕不同路径展开区域复制，2026年绝味、有友、茶颜悦色等跨界巨头的涌入把赛道的热度推向高潮。
- **注重产品新鲜健康，供应链是核心壁垒。**产品思路上，新鲜零食讲究宽类窄品、注重研发、追求新鲜健康。供应链建设上，通常采用“中央厨房+冷链”的配置保持产品的新鲜程度。据头豹研究院数据，2020-2025年我国新鲜零食市场规模从不足50亿元增至约180亿元，年复合增长率超过40%。我们推算，新鲜零食的稳态更可能是400-800亿元级别的高势能细分赛道，而非量贩零食那样的万店模式。当前，决定胜负的是五项核心能力：供应链能力、选品创新能力、门店标准化能力、资金复制能力、食品安全治理能力。

新鲜零食与量贩零食规模对比

维度	新鲜零食	量贩零食
2025年市场规模	180亿元	2234亿元
未来市场规模预测	400-800亿元	2031年有望达到9620亿元
行业阶段	早期导入/验证期	存量竞争深水区

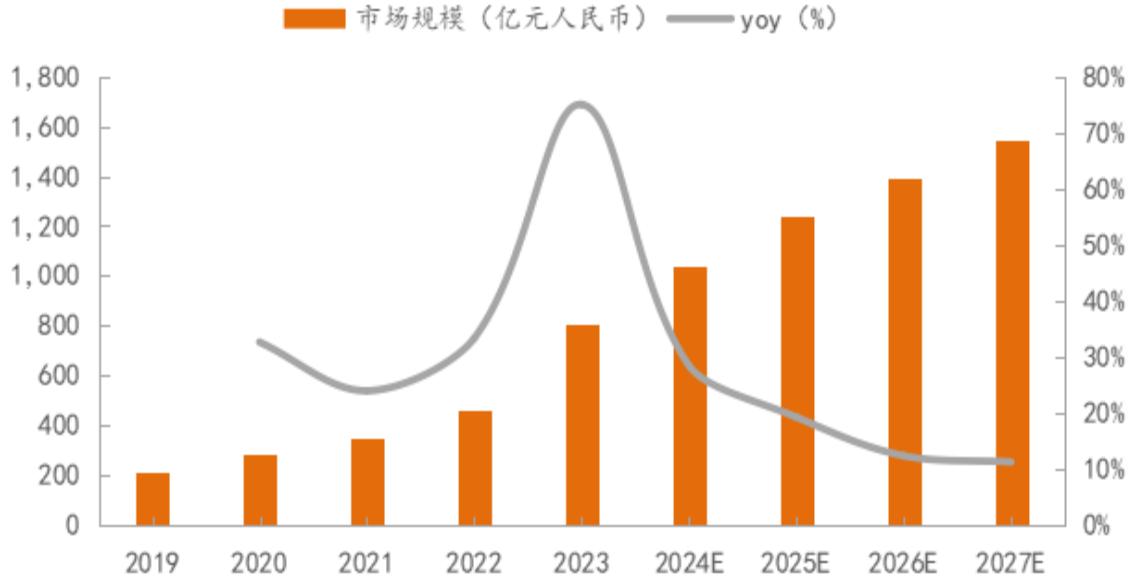
资料来源：前瞻产业研究院，头豹研究院，钛媒体，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

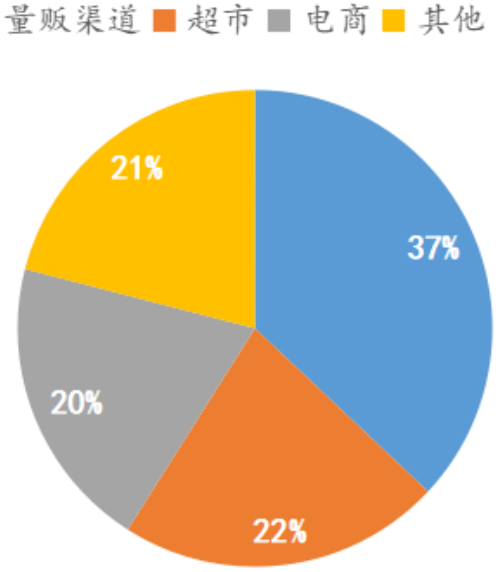
2.3.3 新渠道：量贩零食——硬折扣业态高速扩张

➢ **爆发式增长与渠道占比跃升，成为零食销售第一大渠道。**量贩零食行业在过去几年经历了惊人的扩张，市场规模呈现出几何级数增长。据艾媒咨询和未来智库显示，国内零食集合店行业市场规模自2019年的211亿元增长至2023年的809亿元，预计2027年将达到1547亿元。2024年零食量贩渠道以37%的占比首次超越超市(22%)和电商(20%)，成为中国零食销售的第一大渠道。量贩零食行业以其独特的“工厂-总仓-门店”扁平化供应链结构，在短短三年内实现了从边缘到主流的跨越式发展，这种渠道变革反映了消费者购物习惯的转变，也指引着零售业态的未来发展方向。

量贩零食集合店市场规模及增速



2024年零食零售市场各渠道占比（%）



资料来源：艾媒咨询，未来智库，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

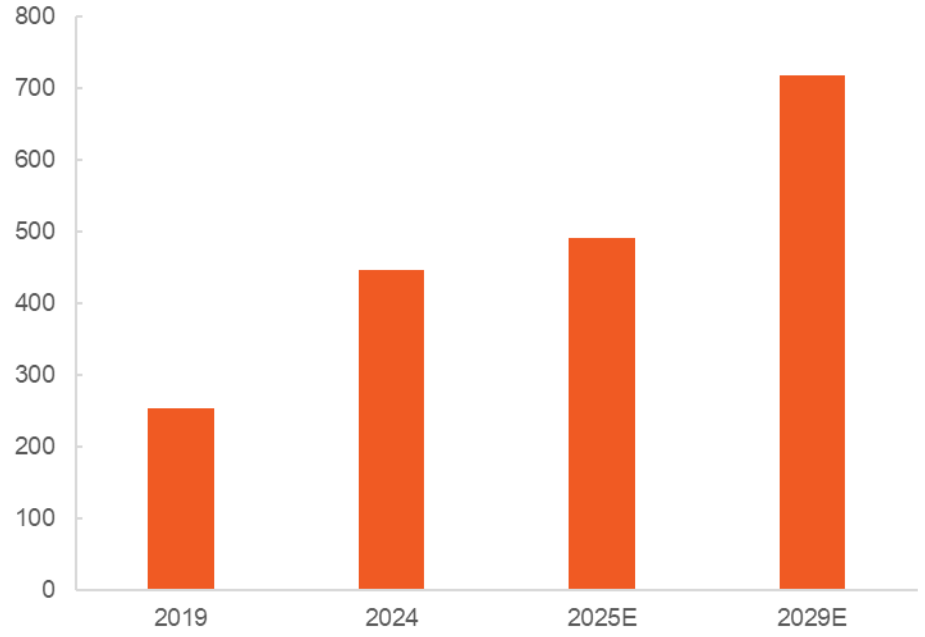
2.3.3 新渠道：会员制商超——自有品牌+精选SKU重塑渠道

➢ **会员制商超崛起，满足消费者高品质和性价比的需求。**会员制商超在中国正处于快速发展的阶段，随着居民消费水平的提升和消费观念的转变，消费者对于高品质、高性价比商品的需求日益增长，为会员制商超提供了广阔的市场空间。其通过收取会员费锁定消费群体，并以低成本、低毛利、高周转的经营模式，为会员提供质价比商品，在竞争中展现出独特优势。根据头豹研究院，在仓储会员店销售额+会员年费收入总额的统计口径下，中国会员制零售行业市场规模由2019年的253.63亿元增长至2024年的446.92亿元，年复合增长率达12.00%，预计2025-2029年，市场规模将由2025年491.15亿元增长至716.44亿元，年复合增长率将维持在9.9%。未来，随着中国消费市场的持续升级，仓储会员超市行业将迎来更广阔的发展空间，不断为中国零售业的转型升级注入新的活力。

仓储会员超市和传统超市对比

	仓储会员超市	传统超市
选址	交通便利的城乡结合部	住宅区、商业区
营业面积	10000㎡以上	标准超市为500-1500㎡，大型超市2500㎡以上
装修	装饰简单	装修精致
SKU数量	＜1万个	2-3万个
用户画像	个人消费者和企业客户	个人消费者
加盟/直营	直营	加盟+直营
经营模式	储存销售一体化，价格低	零售为主，高流量
毛利率	平均＜15%	平均＞25%

我国会员制零售行业市场规模（亿元）



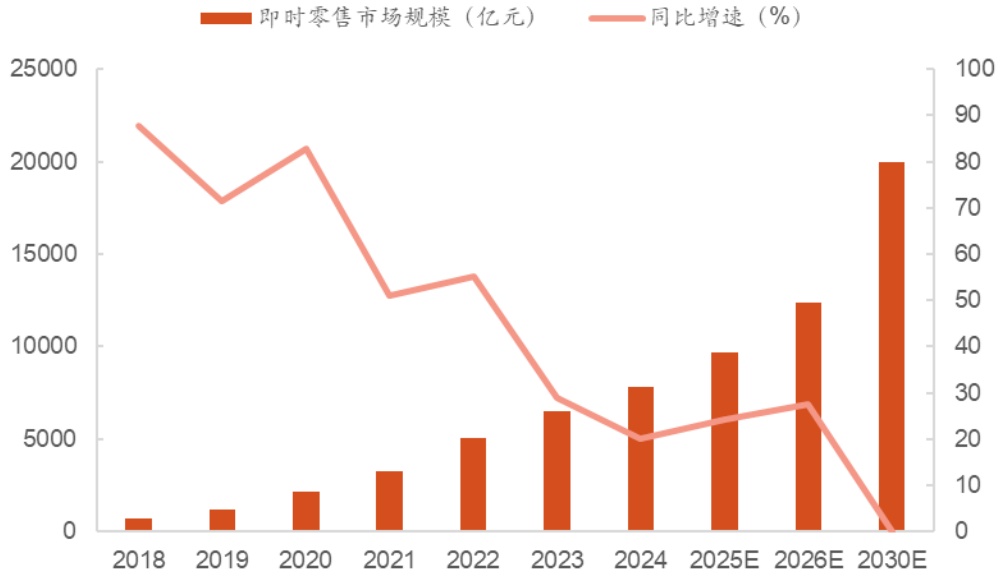
资料来源：华经产业研究院，头豹研究院，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3.3 新渠道：即时零售——分钟级履约重构“人货场”

- **万亿赛道高速扩容，成为零售业重要增长引擎：**近年来，我国即时零售规模持续扩张，根据商务部国贸经研院联合美团闪购发布的《即时零售行业发展报告（2025）》，2024 年我国即时零售规模达7810亿元，同比增长20.15%，即时零售已成为我国零售业增长的新动能。目前，我国即时零售正处于迈向万亿级规模的关键节点。2026年我国即时零售规模将突破1万亿元，预计到2030年，将达到2万亿元。
- **平台基建趋于成熟，加速重构本地生活方式：**随着即时零售对本地零售供给体系的持续渗透，居民对即时零售的认可度不断提升，用户规模扩大，消费场景增多，供给品质提升，进一步释放消费潜力。前置仓规模化效应凸显，推动履约效率提升，截至2025年8月美团闪购电仓数据超过5万个，覆盖全国300个以上的城市，计划2027年超过10万个；自营型前置仓占比超40%，聚焦生鲜和高端产品加快布局，如叮咚买菜聚焦生鲜品类，2024Q3新增80个前置仓。

我国即时零售规模及增速



资料来源：商务部国贸经研院 × 美团闪购《即时零售行业发展报告（2025）》，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



目录 CONTENTS

- 市场回顾：业绩筑底，夯实低估值
- 行业研判：复苏在途，拥抱新变化
  - 宏观经济基本面逐步筑底企稳
  - 消费格局呈现三重结构性分化
  - 新格局、新模式、新渠道正在驱动消费边际改善
- 投资建议及风险提示

仅供内部参考，请勿外传

3.1 投资建议：建议关注新格局、新模式、新渠道三条主线

➢ 投资主线：

我们认为消费市场韧性犹存，复苏势能正于分化中蓄力，温和渐进、结构先行的复苏或将成为下半场主基调。消费格局当前的三重结构性分化正在重塑竞争秩序，催生新格局、新渠道、新模式：集中度加速向龙头抬升，数字化直营与鲜食化新模式重构盈利逻辑，量贩零食、会员制商超、即时零售等新渠道持续扩容。多元的需求倒逼企业前置挖掘需求、加快产品创新、拥抱新渠道，以效率快速响应者方能在内卷中突围、实现量价齐升。建议沿新格局、新模式、新渠道三条主线把握消费边际改善，维持食品饮料"强于大市"评级。

主线一：新格局之下，资源加速向头部龙头集中

在总量见顶、需求分化的存量竞争环境下，品类集中度提升与中小出清同步演进，具备品牌、渠道、供应链与创新优势的头部企业，兼具份额扩张与盈利韧性，是本轮消费边际改善中确定性最高的方向，我们认为当前格局变化最为显著的是乳制品与现制茶饮。

乳制品双寡头格局不断强化，板块正处于奶价周期触底与龙头业绩与估值双修复的左侧布局窗口，奶价上行将带来毛销差改善与竞争环境优化，利好头部份额修复，建议把握原奶周期反转。**推荐伊利股份，建议关注新乳业。**

现制茶饮呈现中小产能被动出清，头部逆势扩张的趋势，在全国奶茶饮品门店负增长的背景下，蜜雪、古茗等头部企业逆势扩张，中小品牌增收不增利被迫退出。行业进入存量深耕阶段，份额加速向头部集中。叠加咖啡品类扩张、鲜果冷链化升级与下沉/出海打开第二增长极，首选具备供应链壁垒与下沉势能的龙头企业。**建议关注蜜雪集团、古茗。**

主线二：新模式重塑渠道壁垒，行业马太效应凸显

贵州茅台引领行业进行渠道改革，营销模式向多维协同转变，企业对终端的掌控力进一步加强，市场份额有望向龙头企业进一步集中。同时，**白酒**行业库存持续出清，上市公司业绩预期持续下调，估值处于历史较低位置，刺激消费政策不断加码，需求端有望企稳回升。**推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒。**

主线三：新渠道驱动行业发展，成长空间持续打开

近几年传统渠道萎缩，新兴渠道爆发正在深刻的影响着食品饮料行业，量贩零食、会员制商超、即时零售等新渠道的底层变革逻辑实际上是去中间化和渠道话语权的转移。而渠道变革最为受益的板块是**休闲零食**，零食量贩渠道诞生了两家近千亿GMV的龙头企业，同时倒逼上游加工制造企业不断蜕变。**建议关注鸣鸣很忙、盐津铺子。**

仅供内部参考，请勿外传

3.2 重点公司盈利预测

股票代码	股票简称	7月6日	EPS（元）			PE（倍）			评级
		收盘价（元）	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
600887.SH	伊利股份	25.07	1.83	1.94	2.11	13.7	12.9	11.9	推荐
002946.SZ	新乳业	14.64	0.85	1.03	1.20	17.2	14.3	12.2	-
2097.HK	蜜雪集团	219.12	15.51	16.93	19.29	14.1	12.9	11.4	-
1364.HK	古茗	17.72	1.31	1.36	1.66	13.6	13.0	10.7	-
1768.HK	呜呜很忙	278.77	10.69	15.91	20.01	26.1	17.5	13.9	-
002847.SZ	盐津铺子	47.47	2.77	3.29	3.98	17.1	14.4	11.9	-
600519.SH	贵州茅台	1,206.91	65.74	68.99	72.11	18.4	17.5	16.7	推荐
000568.SZ	泸州老窖	78.23	7.36	6.87	7.29	10.6	11.4	10.7	推荐
600809.SH	山西汾酒	111.74	10.04	9.15	9.96	11.1	12.2	11.2	推荐

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：数据更新至7月6日收盘价，未评级者采用Wind一致预期）

仅供内部参考，请勿外传

3.3 风险提示

1）宏观经济波动影响：白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；

2）消费复苏不及预期：宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏。

3）食品安全问题：食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；

4）原材料波动影响：食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；

5）行业竞争加剧风险：竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。

仅供内部参考，请勿外传

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推　　荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中　　性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回　　避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中　　性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2026版权所有。保留一切权利。