下载日志已记录，仅供内部参考



强于大市

食品饮料行业周报

关注双节终端消费表现

2026.09.07-2026.09.18 食品饮料板块涨跌幅-4.3%，在申万一级行业中排名第 28，其中其他酒类、预加工食品板块涨跌幅排名靠前。当前宏观数据虽表现平淡，但消费股现金流稳健，建议聚焦基本面韧性强、高股息的细分龙头。三季度受国际油价上行、厄尔尼诺极端天气扰动，部分原材料价格环比抬升，大众品成本红利逐步消退，建议重点关注上游议价能力强、现金流稳健、估值具备性价比的标的。

市场回顾

- 2026.09.07-2026.09.18 食品饮料板块涨跌幅为-4.3%，涨跌幅在各行业中排名第 28。子板块中，其他酒类、预加工食品涨跌幅排名靠前，分别为+8.0%、+0.1%，零食、白酒涨跌幅排名靠后，分别为-6.0%、-5.7%。截至 9 月 18 日，白酒板块估值（PE-TTM）为 19.1X，食品饮料板块估值（PE-TTM）为 19.7X。

行业数据

- 7 月以来，生鲜乳价格企稳，同比实现小幅上涨。截至 9 月 11 日，国内生鲜乳价格 3.07 元/公斤，环比+0.3%，同比+1.3%。
- 截至 9 月 18 日，全国生猪出栏价 5.37 元/斤，环周-2.0%，同比-25.4%。全国猪粮比价 4.73，周环比-0.01pct，同比-0.71pct。9 月 18 日，我国白羽肉鸡主产区平均价为 5.96 元/公斤，周环比-5.99%，同比-13.37%。8 月我国鸭肉市场批发价为 6.95 元/千克，环比+1.46%，同比-12.03%。
- 国家统计局数据显示，2026 年 1-8 月，中国规模以上企业累计啤酒产量 2612.8 万千升，同比下降 2.1%。其中 2026 年 8 月，中国规模以上企业啤酒产量 334.2 万千升，同比下降 6.5%。
- 8 月 CPI、核心 CPI 同比分别为 0.8%、1.0%，PPI 同比为+3.8%。8 月份社会消费品零售总额 39,824 亿元，同比增长 0.4%。其中，餐饮收入同比增长 1.1%，商品零售同比增长 0.3%。

主要观点

- **8 月通胀数据及社零数据表现平淡，内需表现持续偏弱。**（1）统计局公布通胀数据，8 月 CPI 同比+0.8%，PPI 同比+3.8%。从 CPI 分项来看，8 月食品烟酒及在外餐饮消费同比-0.7%，其他用品及服务、交通通信涨幅靠前，同比分别为+7.3%、+2.5%，我们判断，主要与国际油价及国际金价走高，带动黄金饰品及燃料价格上涨有关。8 月核心 CPI 为+1.0%，环比基本持平，未有明显提升。PPI 方面，8 月 PPI 生产资料、生活资料同比分别为 5.0%、-0.5%，PPI 内部结构分化明显，说明上游原材料价格抬升，成本传导压力较大背景下，中下游企业利润承压。从通胀数据内部结构来看，我们认为当前内需尚未有明显修复。（2）社零数据方面，8 月社零同比+0.4%，较 7 月下降 0.2pct,其中餐饮消费同比+1.1%，较 7 月下降 0.3pct，限额以上餐饮同比-0.7%，较 7 月下降 0.7pct，餐饮数据整体表现较弱。1-8 月，社零同比+1.1%，其中服务消费同比+0.8%，商品消费同比+1.0%，商品类消费表现好于服务类消费。
- **白酒双节动销预期平淡，但渠道库存处于低位，行业仍处于底部修复阶段。**根据酒说新闻，临近中秋国庆，渠道对“双节”期间白酒销售反馈平淡，备货多以“小单快补、按需进货”为主。但是超过六成的商家表示库存下降，希望借助节假日集中消化存量库存，盘活整体销量。根据百荣酒价及茅粉鲁智深数据，9.7-9.18 飞天茅台批价 1710-1730 元。9.7-9.18 普五批价 780-788 元，国窖 1573 批价 825-835 元。茅台批价在酒厂价格动态调整机制下批价整体保持稳定，五粮液批价环比 8 月出现回落，我们判断主要与厂家政策调整及节前放量有关。国窖高度坚持挺价策略，年初以来批价未有明显变化。受外部经济环境及政策影响，白酒消费旺季从以前的中秋、端午、春节逐渐演变至只有春节较旺的特征，且集中表现为高端及大众价格带白酒动销周转较快，次高端价格带白酒因政商务宴请场景受损显著承压。从上半年中报表现来看，行业仍在大幅出清，合同负债及销售收现表现较弱。下半年在低基数影响下报表端将有所修复，经历中秋及春节旺季的持续去库，渠道动能有望逐渐恢复。
- **本周其他酒类在食品饮料子板块中涨幅第一，主要为两家黄酒龙头（会稽山、古越龙山）贡献。我们认为，黄酒热的背后更多的是传统酒类业态的升级迭代，需持续关注终端复购情况。**根据酒业家新闻及中国酒业协会发布的《2026 年白酒市场中期研究报告》，在商务场景大幅萎缩的背景下，“低度微醺、松弛健康”的新饮酒习惯逐渐成为未来行业的潜在增量。此外，从渠道业态来看，名酒批价倒挂及酒企政策变化导致渠道利润变薄，烟酒店通过线上综合渠道（京东酒世界、即时零售等）、高毛利产品进行销售补充。近几年，传统烟酒店的销售业态也在行业调整的大背景下持续迭代。在此背景下，黄酒自身高毛利、低度自饮的特性从表观上来看较为契合当前的渠道需求。叠加两家黄酒上市公司近期密集签约多家白酒大商，对股价形成一定催化。但是我们认为，从黄酒自身的饮用属性来看，有两点需要关注：（1）黄酒为低度酒，饮用节奏慢，单人的人均饮用量远高于白酒，因此在高端宴请场景中，消费单价并不低。因此黄酒商务消费场景的培育仍需时间。（2）黄酒保质期仅为 3 年，大规模铺货若无复购支持，则容易引发退货。因此在前期招商汇量式增长的同时，还需关注产品库存及终端复购情况。综上，从行业底层逻辑来看，我们认为黄酒迎合自饮需求增加、饮用场景多元化等趋势。两家上市公司因股东背景不同，展现出不同的经营节奏。在情绪催化下，两家龙头上市公司股价涨幅较大。从基本面来看，后续仍需关注渠道复购及产品结构提升情况。

投资建议

- 从板块中报业绩来看，2 季度或为板块全年业绩低点，一次性资产减值及报表大幅出清对利润端影响较大，但现金流充足的龙头均加大派息力度，板块估值低+高股息的特征显现。从渠道库存、竞争格局、供需结构来看，叠加去年同期低基数，下半年报表业绩有望环比改善。当前外部宏观数据虽表现平淡，但消费股具备稳定的现金流支撑，当前选股倾向看基本面具备韧性及高股息的各子行业龙头，在历史估值底部，逢低配置，长线持有。3 季度，受国际油价上涨及厄尔尼洛极端天气影响，部分原材料价格环比提升明显，大众品成本红利渐褪。关注对上游溢价能力较强、现金流表现稳健、估值具备性价比的企业。推荐安井食品、伊利股份、颐海国际、贵州茅台、今世缘、西麦食品。

评级面临的主要风险

- 需求复苏不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧，食品安全事件。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：邓天娇
(8610)66229391
tianjiao.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：李育文
yuwen.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300526030002

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

行情回顾 4
行业数据跟踪 7
酒类 7
奶类 8
肉类 9
重要公告 10
股东大会 11
近期研究报告回顾 12
风险提示 16



下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

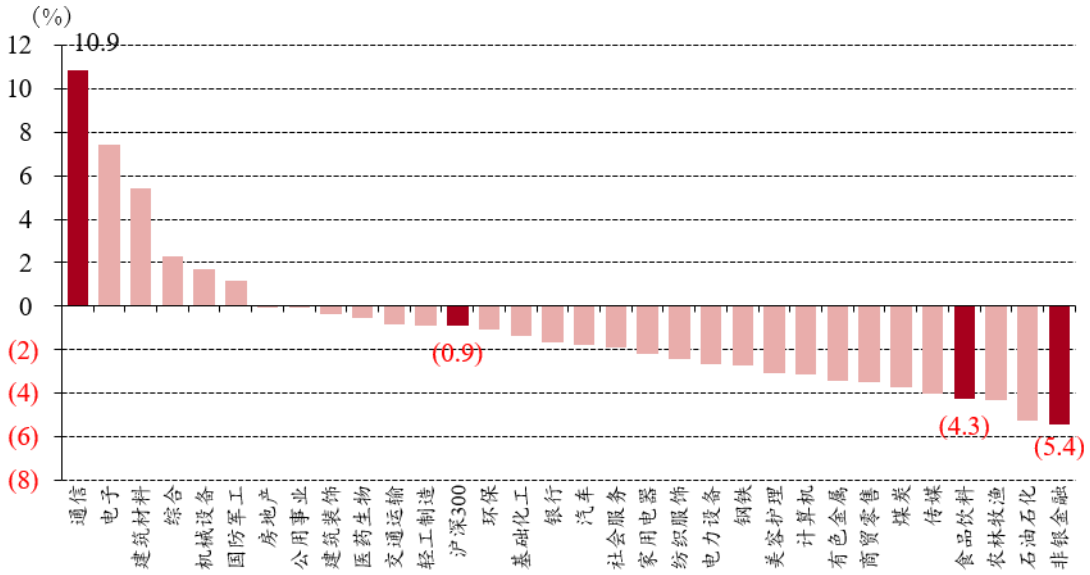
图表 1.各板块涨跌幅（2026.09.07-2026.09.18）.....4
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅.....4
图表 3. 2026.09.07-2026.09.18 食品饮料子板块涨跌幅.....5
图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅.....5
图表 5. 白酒行业市盈率（PE-TTM）.....5
图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数.....5
图表 7. 食品饮料行业市盈率（PE-TTM）.....5
图表 8. 食品饮料行业市盈率相对沪深 300 倍数.....5
图表 9. 2016 年以来食品饮料各子板块 PE（TTM）.....6
图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜.....6
图表 11. 茅台批价.....7
图表 12. 普五及国窖 1573（高度）批价.....7
图表 13. 白酒产量与同比增速.....7
图表 14. 啤酒产量与同比增速.....7
图表 15. 进口葡萄酒数量与单价.....7
图表 16. 进口大麦数量与单价.....7
图表 17. IFCN 原奶价格与饲料价格.....8
图表 18. 国内主产区生鲜乳价格.....8
图表 19. 进口大包粉数量与单价.....8
图表 20. 全国生猪出栏价.....9
图表 21. 猪粮比.....9
图表 22. 国内生猪与能繁母猪存栏量.....9
图表 23. 进口猪肉数量与单价.....9
图表 24. 我国白羽肉鸡主产区平均价.....9
图表 25. 我国鸭肉市场批发价.....9
图表 26. 股东大会信息.....11

下载日志已记录，仅供内部参考

行情回顾

2026.09.07-2026.09.18 食品饮料板块涨跌幅为-4.3%，在申万一级行业中排名第 28。2026.09.07-2026.09.18 食品饮料板块涨跌幅为-4.3%，低于沪深 300（-0.9%），涨跌幅在各行业中排名第 28。食品饮料子板块中，其他酒类、预加工食品涨跌幅排名靠前，分别为+8.0%、+0.1%，零食、白酒涨跌幅排名靠后，分别为-6.0%、-5.7%。

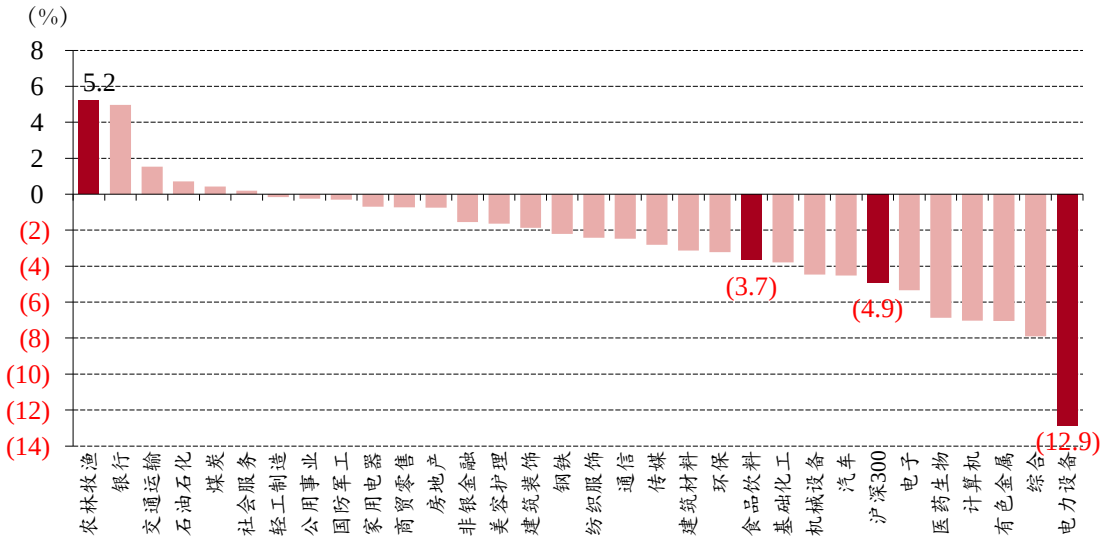
图表 1.各板块涨跌幅（2026.09.07-2026.09.18）



资料来源：iFinD，中银证券

过去一个月，食品饮料板块涨跌幅为-3.7%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 22。食品饮料子板块中，啤酒、零食涨跌幅排名靠前，分别为+13.9%、+2.9%，烘焙食品、软饮料涨跌幅排名靠后，分别为-10.8%、-8.8%。

图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅

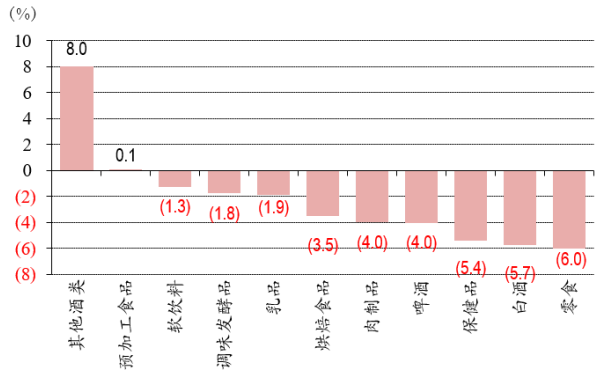


资料来源：iFinD，中银证券

注：涨跌幅计算区间为 2026 年 8 月 18 日 - 2026 年 9 月 18 日

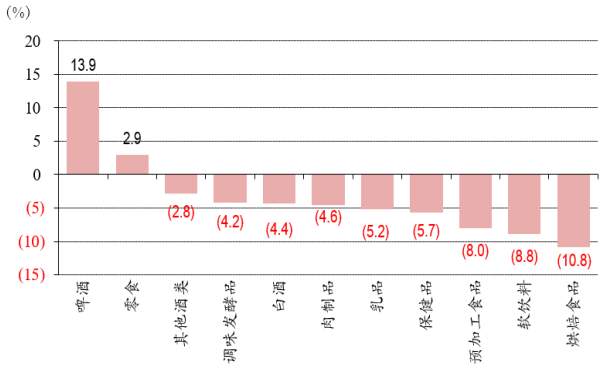
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3. 2026.09.07-2026.09.18 食品饮料子板块涨跌幅



资料来源：iFinD，中银证券

图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅



资料来源：iFinD，中银证券

截至 9 月 18 日，白酒板块估值（PE-TTM）为 19.1X，食品饮料板块估值（PE-TTM）为 19.7X。

图表 5. 白酒行业市盈率（PE-TTM）



资料来源：iFinD，中银证券

图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源：iFinD，中银证券

图表 7. 食品饮料行业市盈率（PE-TTM）



资料来源：iFinD，中银证券

图表 8. 食品饮料行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源：iFinD，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9. 2016 年以来食品饮料各子板块 PE（TTM）

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	其他酒类	休闲食品	肉制品	调味发酵品	乳品	软饮料
最大值	16.8	63.0	63.3	93.1	186.7	81.4	42.6	79.5	47.8	47.8
最小值	10.3	17.2	16.4	15.7	24.0	15.9	14.3	22.1	13.4	19.7
现值	13.4	19.7	19.1	15.7	46.1	16.6	16.2	25.9	19.1	22.2

资料来源：iFinD，中银证券

注：最大、最小值截至日期，现值计算日期均为 2026 年 9 月 18 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

公司名称	周涨幅(%)前 10 名	公司名称	周涨幅(%)后 10 名	公司名称	月涨幅(%)前 10 名	公司名称	月涨幅(%)后 10 名
会稽山	36.4	仲景食品	(34.3)	会稽山	76.9	仲景食品	(34.0)
古越龙山	16.4	华统股份	(12.9)	古越龙山	32.9	一鸣食品	(26.8)
ST 加加	12.1	ST 龙大	(12.2)	金枫酒业	13.7	紫燕食品	(17.5)
养元饮品	10.1	紫燕食品	(10.5)	元祖股份	13.2	皇氏集团	(17.2)
莲花控股	6.1	一鸣食品	(10.5)	海欣食品	9.1	百合股份	(17.2)
西麦食品	6.1	今世缘	(10.2)	ST 加加	8.3	泸州老窖	(16.7)
金枫酒业	6.1	巴比食品	(10.0)	*ST 尼雅	6.6	养元饮品	(16.6)
海融科技	4.5	泸州老窖	(10.0)	伊利股份	5.4	*ST 春天	(14.9)
安井食品	3.7	*ST 春天	(9.7)	ST 麦趣	4.9	欢乐家	(14.7)
金字火腿	2.3	妙可蓝多	(9.7)	西部牧业	4.8	南侨食品	(14.5)

资料来源：iFinD，中银证券

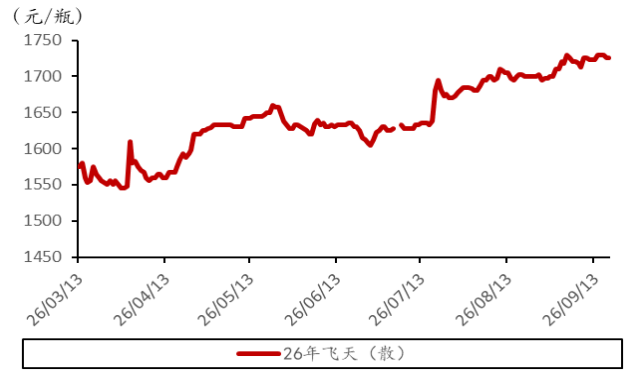
注：双周涨跌幅计算区间为 2026 年 9 月 7 日 - 2026 年 9 月 18 日，月涨跌幅计算区间为 2026 年 8 月 18 日 - 2026 年 9 月 18 日，股价计算方式为前复权。

下载日志已记录，仅供内部参考

酒类

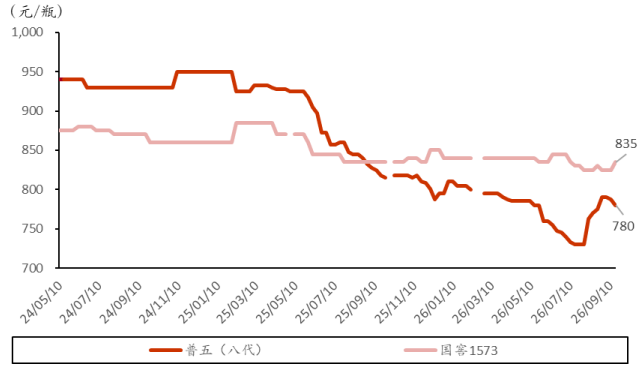
根据百荣酒价及茅粉鲁智深数据，9.7-9.18 飞天茅台批价 1710-1730 元。9.7-9.18 普五批价 780-788 元，国窖 1573 批价 825-835 元。

图表 11. 茅台批价



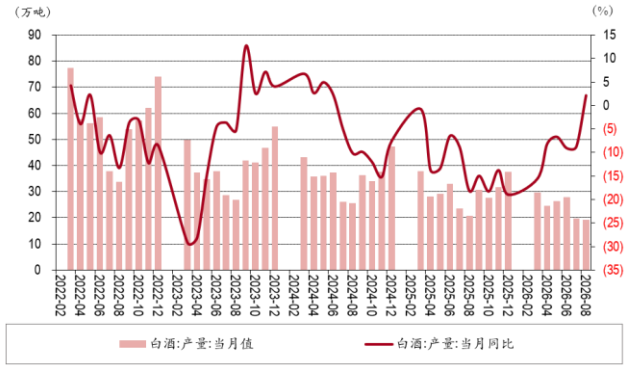
资料来源：百荣酒价，茅粉鲁智深，中银证券

图表 12. 普五及国窖 1573（高度）批价



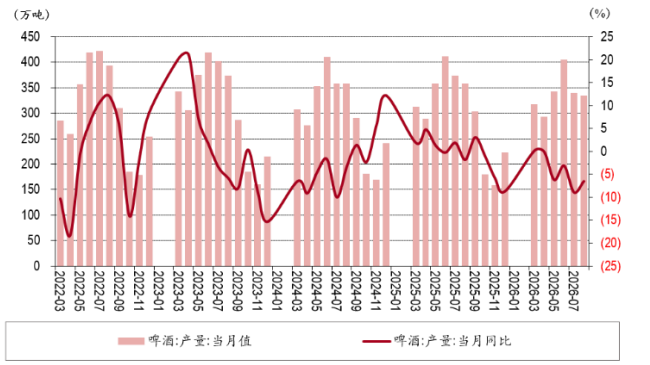
资料来源：百荣酒价，茅粉鲁智深，中银证券

图表 13. 白酒产量与同比增速



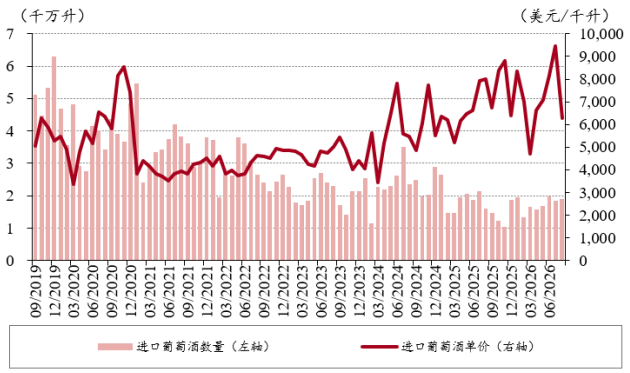
资料来源：iFinD，中银证券

图表 14. 啤酒产量与同比增速



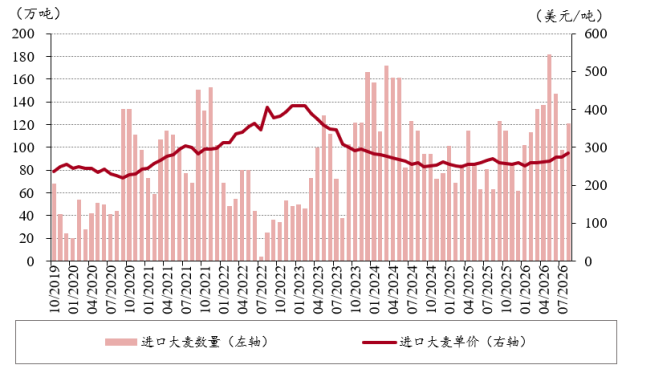
资料来源：iFinD，中银证券

图表 15. 进口葡萄酒数量与单价



资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

图表 16. 进口大麦数量与单价



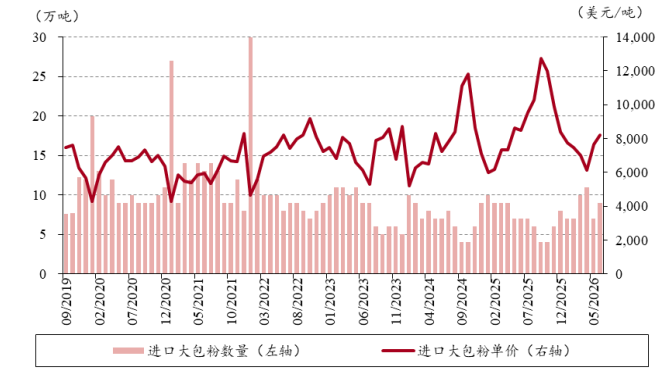
资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

奶类

截至 9 月 11 日，国内生鲜乳价格 3.07 元/公斤，环比+0.3%，同比+1.3%。

图表 17. IFCN 原奶价格与饲料价格



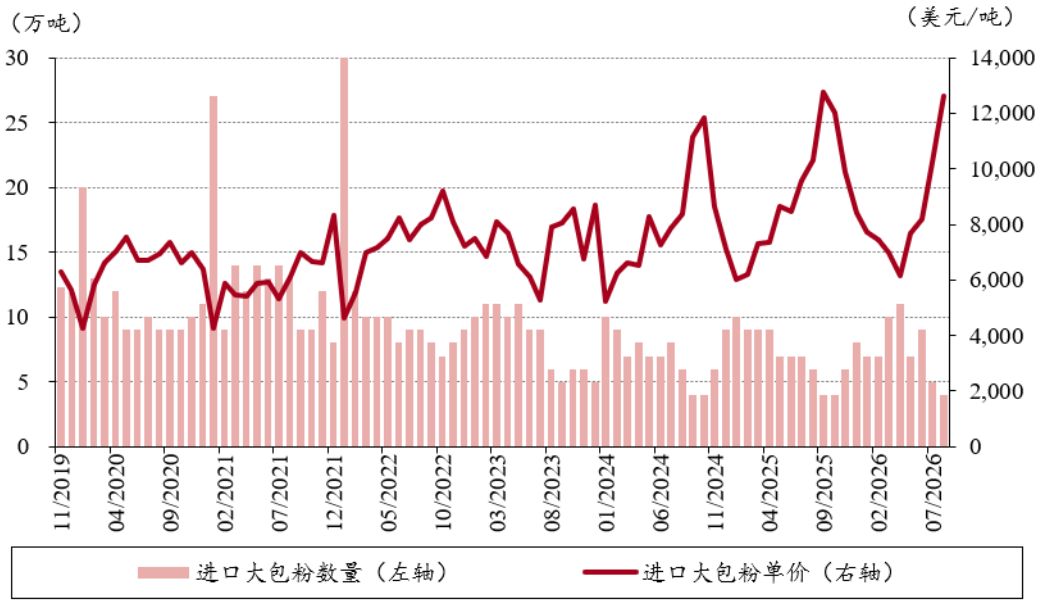
资料来源：IFCN ，iFinD，中银证券

图表 18. 国内主产区生鲜乳价格



资料来源：国家农业部，iFinD，中银证券

图表 19. 进口大包粉数量与单价



资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

肉类

截至 9 月 18 日，全国生猪出栏价 5.37 元/斤，环周-2.0%，同比-25.4%。全国猪粮比价 4.73，周环比-0.01pct，同比-0.71pct。截至 9 月 18 日，我国白羽肉鸡主产区平均价为 5.96 元/公斤，周环比-5.99%，同比-13.37%。2026 年 8 月我国鸭肉市场批发价为 6.95 元/千克，环比+1.46%，同比-12.03%。

图表 20. 全国生猪出栏价



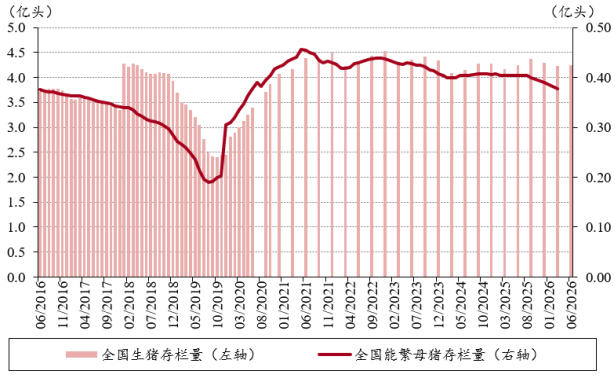
资料来源：iFinD，中银证券

图表 21. 猪粮比



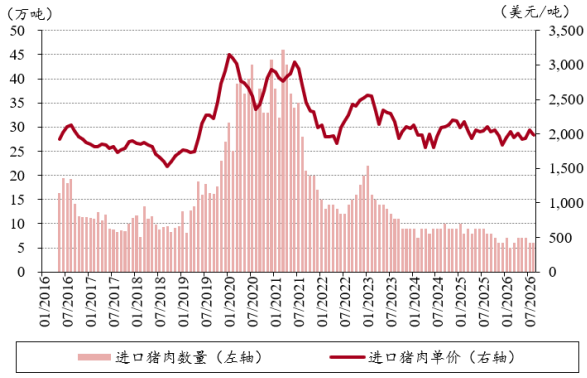
资料来源：iFinD，中银证券

图表 22. 国内生猪与能繁母猪存栏量



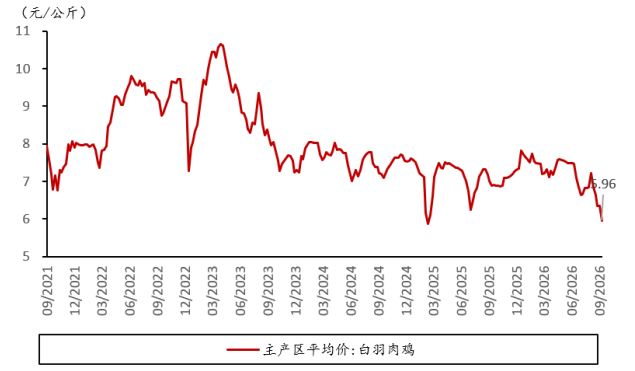
资料来源：iFinD，中银证券

图表 23. 进口猪肉数量与单价



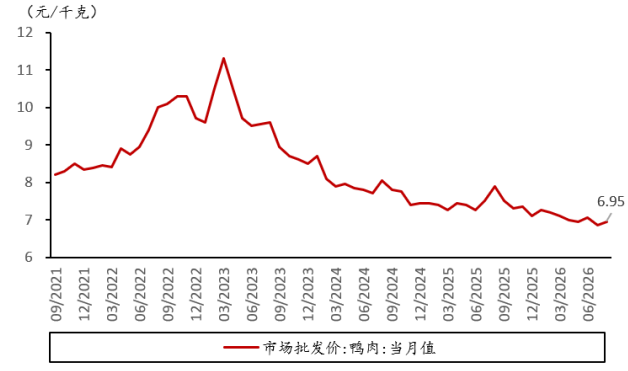
资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

图表 24. 我国白羽肉鸡主产区平均价



资料来源：iFinD，中银证券

图表 25. 我国鸭肉市场批发价



资料来源：iFinD，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

重要公告

西部牧业：获得政府补助。公司全资子公司新疆天山云牧乳业有限责任公司收到与收益相关的政府补助 18,522,636 元，占公司 2025 年度经审计归属于上市公司股东净利润的 36.56%；控股子公司新疆石河子花园乳业有限公司收到与收益相关的政府补助 11,049,903 元，占公司 2025 年度经审计归属于上市公司股东净利润的 21.81%。公司子公司合计收到与收益相关的政府补助 29,572,539 元，占公司 2025 年度经审计归属于上市公司股东净利润的 58.36%。（同花顺，9 月 7 日）

水井坊：股份回购注销实施。公司经股东会同意将 2021 年员工持股计划中的 129,150 股股票按 55.00 元/股予以回购注销，回购资金总额为 7,103,250 元，预计将于 2026 年 9 月 11 日完成。（同花顺，9 月 8 日）

安井食品：对外投资暨设立印尼合资公司并签署股东协议及权益分派方案。公司香港全资子公司 HongKongAnjoyFoodsLimited 拟与 MutualStrategyLimited 在香港共同设立路径公司 AnjoyFoodsInvestmentLimited.，并由该路径公司投资设立印度尼西亚生产子公司 PTIndoAnjoySuksesMakmur 及贸易子公司 PTIndoAnjoyFoodIndonesia，香港安井持股 50.5%，按最低出资金额计算，以公司自有资金出资 3,749.625 万美元。公司本次利润分配方案实施前公司总股本 333,288,932 股，其中 A 股股本为 293,294,232 股，扣除公司回购专用证券账户中已回购的股份 1,160,900 股，本次实际参与分配的 A 股股本数为 292,133,332 股。拟向全体股东每股派发现金红利 1.733 元（含税），按此计算共计派发现金红利 575,577,879.46 元（含税），其中 A 股现金红利 506,267,064.36 元（含税），分红率为 61.6%，股息率为 3.5%。（同花顺，9 月 15 日）

中炬高新：股份回购进展。截至 2026 年 9 月 11 日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 2,033.63 万股，占公司总股本的比例为 2.63%，购买的最高价为 20.52 元/股、最低价为 17.25 元/股，已支付的总金额为 37,951.82 万元（不含交易费用）。（同花顺，9 月 13 日）

养元饮品：权益分派方案。本次利润分配以方案实施前的公司总股本 1,260,277,566 股为基数，每股派发现金红利 0.50 元（含税），共计派发现金红利 630,138,783.00 元，分红率为 73.8%，股息率为 1.6%。（同花顺，9 月 14 日）

三元股份：权益分派方案。本次利润分配以方案实施前的公司总股本 1,497,557,426 股为基数，每股派发现金红利 0.037 元(含税)，共计派发现金红利约 55,409,625 元，分红率为 29.9%，股息率为-1.1%。（同花顺，9 月 15 日）

甘源食品：权益分派方案。本次利润分配方案为：以公司现有总股本 93,215,831 股扣除回购专户上已回购股份 1,605,872 股后的股本总数 91,609,959 股为基数，根据“分配比例不变”的原则，拟每 10 股派发现金红利 6.30 元（含税），拟派发现金红利 57,714,274.17 元（含税），不送红股，不进行资本公积金转增股本，分红率为 72.1%，股息率为 4.2%。（同花顺，9 月 15 日）

劲仔食品：权益分派方案。公司 2026 年半年度权益分派方案为：以公司股权登记日的总股本 440,795,179 股扣除已回购股份 6,575,500 股后的 434,219,679 股为基数，向全体股东每 10 股派 1.0 元人民币（含税），根据每股分红比例不变的原则，实际派发现金分红总额为 43,421,967.9 元(含税），分红率为 40.8%，股息率为 2.2%。（同花顺，9 月 16 日）

伊利股份：股份回购方案。公司将以自有资金通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式进行股份回购，本此回购股份将依法全部予以注销并减少公司注册资本。本此回购股份的价格不超过人民币 39.53 元/股（含），回购股份的金额不低于人民币 10 亿元（含）且不超过人民币 20 亿元（含），具体回购资金总额以回购完毕或回购期满时实际回购股份使用的资金总额为准。（同花顺，9 月 16 日）

东鹏饮料：权益分派方案。本次实施权益分派股权登记日，公司总股本 734,199,310 股(其中 A 股 676,016,900 股，H 股 58,182,410 股），扣除公司回购专用证券账户持有的 A 股 7,122,551 股后，以实际参与利润分配的股份 727,076,759 股为基数，每股派发现金红利人民币 3.00 元（含税），共计派发现金红利人民币 2,181,230,277.00 元(含税)，其中 A 股参与分配股数为 668,894,349 股,派发 A 股现金红利人民币 2,006,683,047 元（含税），A 股分红率为 70.0%，股息率为 3.8%。（同花顺，9 月 17 日）

金枫酒业：获得政府补助。2026 年 9 月 11 日，公司收到政府补助 300,000 元。该政府补助与收益相关，占公司 2025 年度经审计归属于上市公司股东的净利润的 14.70%。（同花顺，9 月 17 日）

千禾味业：权益分派方案。本次利润分配以方案实施前的公司总股本 1,330,738,612 股为基数，每股派发现金红利 0.1 元(含税)，共计派发现金红利 133,073,861.2 元，分红率为 66.3%，股息率为 2.7%。（同花顺，9 月 18 日）

下载日志已记录，仅供内部参考

股东大会

图表 26. 股东大会信息

证券简称	股东大会类型	召开日期		召开地点
恒顺醋业	2026 年第一次临时股东会	2026/09/28	星期一	镇江康华汇利喜来登酒店(江苏省镇江市润州区北府路 88 号)
克明食品	2026 年第二次临时股东会	2026/09/28	星期一	湖南省长沙市雨花区环保科技产业园振华路 28 号研发检验大楼四楼会议室

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

近期研究报告回顾

《食品饮料行业周报：行业景气分化，关注基本面兼具韧性及分红特征显著的相关标的》（2026 年 9 月 1 日）

白酒板块处于深度磨底期。1H26 板块营收、归母净利同比增速分别为-6.7%、-8.3%，其中 2 季度板块营收及归母净利同比增速分别为-17.1%、-21.4%，2 季度板块持续大幅度出清，或为全年业绩最底部。分不同上市公司来看，酒企之间分化较大。2 季度贵州茅台、今世缘、迎驾贡酒表现相对具有韧性。根据渠道调研反馈，经销商对与中秋国庆反馈平淡，当前商务消费场景仍未完全恢复，行业双节特征减弱，仅春节一个大节因场景刚需，市场期待较高。从价格端来看，当前表现为两端好中间弱的特点。白酒与宏观经济密切相关，我们认为下半年行业报表端虽基数走低，但行情仍缺乏宏观数据支撑，当前贝塔行情偏弱，但受地产政策提振或催化，不排除反弹的可能性。从机构资金配置角度考虑，白酒股中推荐贵州茅台，公司股息率 3.5%+，经历渠道改革，重新拿回产品定价权，基本面具备韧性，具有长期配置价值。

大众品不同子行业景气分化，龙头基本面兼具韧性。（1）啤酒板块：2Q26，A 股啤酒板块营收、归母净利同比增速分别为-2.6%、+3.5%，2 季度受天气、大众餐饮疲软、即时零售渠道冲击等外部因素影响，啤酒板块景气走弱。但燕京啤酒业绩表现优于行业，实现扣非净利+26.9%。其他酒企销量承压但从上半年吨价表现来看，呈现稳中有升的趋势。结合渠道调研来看，3 季度暂未看到销量端有明显提振，行业景气依然偏弱。（2）乳制品板块：2Q26 乳制品 A 股板块营收及归母净利同比增速分别为 1.9%、-61.5%，剔除伊利后，收入、归母净利同比增速分别为+0.7%、+20.8%。乳制品龙头伊利受减值及补税等一次性扰动影响较大，报表表观利润承压，若还原后，整体经营利润率向上。从行业层面来看，原奶价格有小幅回升趋势，上游持续去化，供需两端持续改善，上半年乳企及上游牧场营收修复。此外，奶酪及乳深加工业务行业空间广阔，中长期发展向上。下半年乳企资产减值影响减弱，龙头库存趋于良性，全年经营利润率持续改善。从个股业绩表现来看，我们看好伊利、新乳业。（3）餐供板块：调味品板块 2 季度营收及归母净利同比增速分别为 8.8%、8.0%，预加工板块营收、归母净利同比增速分别为 6.0%、-13.3%。其中调味品板块中，中炬高新经营企稳，2 季度业绩亮眼；海天味业中报业绩表现平淡，我们认为主要受渠道库存扰动，复调板块整体表现好于基础调味品；颐海国际上半年业绩亮眼。预加工食品中，安井食品受商誉减值影响较大，剔除商誉减值后，2 季度归母净利同比+7.1%，主业表现稳健。餐供板块整体呈现出内部结构变化的特征，在传统商超渠道流量下滑背景下，新零售渠道贡献增量，叠加运营效率提升，净利率仍有一定向上修复空间。短期建议关注高股息标的颐海国际。（4）饮料板块：饮料板块整体基本面表现具备韧性，虽然 2 季度包装水基本盘承压，但无糖茶饮及即饮咖啡等板块销售额依然维持较高增速。从不同企业表现来看，农夫山泉基本面表现稳健，具有一定韧性；东鹏饮料基本盘能量饮料收入降速，公司提高分红，红利属性凸显。高股息标的康师傅及承德露露半年报业绩稳健。3 季度软饮料行业面临成本上行压力，同时需关注能量饮料行业需求端是否环比好转。软饮料龙头因较高的渠道壁垒及品牌溢价，韧性较强，建议关注农夫山泉。

《颐海国际：公司渠道改革效果显现，半年报业绩表现亮眼》（2026 年 9 月 1 日）

1H26 关联方对复合调味料及方便速食需求增加，带动营收端实现两位数增长；第三方业务表现稳健，内部产品结构优化更迭。1H26 公司实现营收 33.5%，其中第三方、关联方营收分别为 22.8 亿元、10.0 亿元，营收增速分别为 7.8%、15.9%，其中关联方占整体营收的比重为 30.5%，同比提升 1.5pct。拆分量价来看，底料业务销量先行于吨价。公司火锅底料、复合调味料销量增速分别为+13.7%、+22.0%，吨价增速分别为+0.5%、-5.6%。拆分具体产品来看：（1）火锅底料业务：1H26 公司火锅底料业务合计营收 19.2 亿元，同比+14.3%，其中关联方、第三方营收增速分别为+6.8%、+20.5%，营收占比分别为 42.1%、57.9%。第三方火锅底料业务实现高增主要与渠道端定制化业务逐渐放量有关，叠加火锅蘸料、牛油及番茄底料迭代升级等因素，共同拉动第三方收入增长。（2）复合调味料业务：1H26 公司复合调味料业务合计营收 5.6 亿元，其中关联方、第三方复调业务营收增速分别为+142.8%、+3.0%，其中关联方占复调业务比重为 17.7%，同比提升 9.3pct。关联方复调业务高增主要系关联方客户外卖业务拓展带来冒菜汤包系列产品需求量增加所致。第三方复调业务增长缓慢，与行业竞争激烈，孕育现象级大单品难度较大有关，公司在口味及新品方面持续探索，同时主动调整内部产品结构，停止销售部分低毛利产品，从而影响复调业务表现。（3）方便速食业务：1H26 公司方便速食业务营收 7.9 亿元，同比+11.9%，其中关联方、第三方营收增速分别为+42.7%、+8.9%，方便速食业务中第三方占营收比重 88.4%,同比降 2.5pct。1H26 关联方方便速食业务实现较快增长主要与海底捞火锅食材及休闲零食销量增加有关，上半年公司上新自加热小火锅及粉面产品等新品带动营收增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

第三方直营渠道业务调整效果显现，海外业务进入产能爬坡期，营收端持续实现高增。（1）第三方业务分渠道来看，主要分为经销商业务和直营业务。近两年，传统商超纷纷调改，传统农贸市场渠道人流下滑，新零售渠道自有品牌呈现较快的增长趋势，因此公司主动加强与 KA 渠道定制化产品的开发合作，同时不断完善小 B 客户的开拓模式，为小 B 客户提供标准化、多元化的产品，精准匹配渠道需求。1H26 公司第三方经销渠道实现营收 16.2 亿元，同比-6.1%，经销商业务环比 2025 年降幅明显收窄，呈现企稳迹象。直营渠道合计营收 7.2 亿元，受益直营商超增量贡献，直营渠道占第三方业务比重 30.8%，同比提升 14.5pct。直营业务分具体渠道来看，直营商超营收 3.5 亿元，占第三方营收 15.1%。餐饮及食品公司营收 1.8 亿元，同比 17.6%，与公司持续拓展小 B 渠道，合作商户数量增加有关。电商及一次性销售活动分别实现营收 1.8 亿（+2.8%）、0.05 亿（-1.2%）。（2）1H26 公司海外渠道营收 2.8 亿元，同比+46.8%，营收占公司整体收入的比重为 8.5%。海外工厂逐步进入产能释放期，随着供应辐射范围持续扩大，供应链优势下，公司通过在新马泰等地区开展直营对接模式，持续提高海外渠道的覆盖率与终端触达能力，未来海外业务在产能利用率及盈利能力方面均有较大优化空间。

受益原材料成本价格下降及内部运营优化，1H26 公司毛利率、归母净利率同比分别提升 4.1pct、0.7pct。(1)1H26 公司毛利率为 33.6%，同比+4.1pct。毛利率同比增加主要与原材料价格下降、生产效率提升及公司减少产品折扣相关费用投入有关。1H26 公司火锅底料/复合调味料/方便速食毛利率同比分别+4.2pct/5.6pct/2.6pct 至 35.4%/39.2%/26.6%。1H26 关联方/第三方毛利率分别为 14.3%/42.5%，同比分别+0.6pct/+2.9pct。我们认为，关联方毛利率再下探空间较小。（2）费用率方面，1H26 公司销售费用率、管理费用率分别为 13.4%、4.3%，同比分别+0.8pct、-1.1pct。其中销售费用率增加主要系市场营销费及物流费增加。1H26 公司政府补助减少及汇兑损益减少影响利润端表现。综上，1H26 公司归母净利同比提升 0.7pct 至 11.2%。

《安井食品：主业经营稳健，商誉减值拖累单季度利润表现》（2026 年 9 月 1 日）

1H26 公司主业表现稳健，2Q26 速冻调制品、菜肴制品实现双位数增长，米面制品同比下滑。1H26 公司实现营收 92.7 亿元，同比+21.9%，其中 2Q25 营收 45.6 亿元，同比+13.8%。（1）主业方面，2 季度速冻调制品/速冻菜肴/速冻面米营收增速分别为+16.2%/+14.7%/-9.6%，营收占比分别为 44.7%/39.8%/11.6%。速冻调制品、速冻菜肴制品上半年营收同比增速保持双位数增长，我们判断核心单品锁鲜装系列、烤肠系列、安井小厨等保持了较快增长。根据公司公告，基于烤肠板块广阔的成长空间，2026 年公司对烤肠产品进行整合，定位为主业第三大板块。此外，并表子公司鼎味泰及鱼糜类产品贡献营收增量。速度米面制品行业同质化严重，竞争激烈，2 季度收入端同比下滑。（2）2H25 公司完成鼎味泰、鼎益丰并表，2 季度烘焙类产品、其他产品分别实现营收 0.5 亿元、1.3 亿元，其中烘焙类产品仍处于培育期，暂未起量，营收贡献较小。

2 季度基本盘传统经销渠道企稳并延续稳健增长态势，其他新型渠道保较高增速，收入占比小幅提升。1H26 经销商/特通直营/商超/新零售及电商渠道营收同比增速分别为+19.6%/+17.4%/+7.8%/+59.0%，营收占比分别为 78.1%/7.0%/4.9%/10.0%，其中新零售及电商渠道的营收占比同比提升 2.3pct。2Q26 公司经销商/特通直营/商超/新零售及电商渠道营收同比增速分别为 9.5%/13.0%/35.1%/38.9%。公司不断夯实以经销商为基本盘的渠道根基，1H26 传统经销渠道保持稳健增长。公司执行差异化运营策略，凭借总成本领先、产品力突出、电商组织能力持续提升等综合优势，带动商超、新零售及电商渠道实现高速增长。我们判断，电商渠道主要为抖音、快手等平台增速较快，新零售平台核心增量为盒马，商超渠道得益于定制类产品较好的表现，预计山姆、大润发等渠道贡献增量。

资产减值损失拖累单 2 季度利润表现，剔除商誉减值后，2Q26 归母净利同比+7.1%。（1）受资产减值损失影响，2Q26 公司归母净利 2.6 亿元，同比-8.0%。2Q26 公司对子公司新柳伍计提商誉减值 5712 万元，影响单季度净利表现，若还原商誉减值，2Q26 公司归母净利同比约+7.1%。根据公司公告，新柳伍累计减值 2.54 亿元，当前减值率为 73.7%，考虑到 2 季度计提金额及下半年旺季等因素，我们判断 2H26 公司利润受商誉减值风险影响较小。2025 年，受水产终端市场低迷及原材料成本上升影响，1H26 公司计提存货跌价 4641 万元。（2）1H26 公司毛利率 21.2%，同比+0.7pct，其中主业毛利率 21.2%，同比提升 0.7pct。公司毛利结构优化与公司整体对原材料采购成本有效把控及产品结构、渠道结构优化有关。（3）1H26 公司期间费用率为 8.3%，同比下降 0.6pct，2Q26 同比下降 0.4pct。拆分具体细项来看，1H26 销售费用率、管理费用率同比分别下降 0.6pct、0.3pct，2 季度管理费用率同比持平，销售费用率同比-0.7pct，公司费用管控效果持续显现。受汇兑损失增加影响，1H26/2Q26 公司财务费用率同比均增 0.4pct。综上，1H26 公司归母净利率 8.9%，同比持平；2Q26 归母净利率 5.7%，同比-1.3pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

《今世缘：公司经营稳健，2 季度业绩环比修复》（2026 年 9 月 2 日）

低基数下报表业绩实现修复，特 A 类产品表现较优。2Q26 公司营收 21.1 亿元，同比+14.1%，在去年同期低基数下，公司业绩实现双位数增长，整体表现优于行业。根据公司投资者交流，2 季度为行业淡季，公司动销、出货匹配度总体正常，同比去年有所改善。（1）分产品来看，公司 300 元以上、100-300 元、100 元以内价格带产品，2Q26 营收同比增速分别为+13.6%、+17.3%、+28.4%，营收占比分别为 61.4%、32.3%、8.8%，同比-0.3pct、+0.9pct、+1.0pct，产品结构相对稳定。受禁酒令及外部消费环境变化影响，高端消费场景收缩，价格带较高的 V 系列及国缘四开等产品增速放缓，但百元及百元以内大众价格带表现具有一定的韧性，其中国缘淡雅产品在百元价格实现持续放量，表现稳健。（2）分不同区域来看，2Q26 省内营收 19.4 亿元，同比+15.2%；省外营收 2.32 亿元，同比+21.7%，营收占比 11.0%，同比+0.7pct。公司对于省内市场持续深化精耕，基本盘南京、淮安大区表现稳健，苏中、盐城大区延续较好的发展势能，营收占比同比持续提升。（3）截至 2 季度末，公司经销商合计 1465 家，环比 1 季度末净增 74 家，其中省内、省外分别环比 1 季度末增加 27 家、47 家。公司在对省内渠道精耕细作的基础上，稳步拓展省外市场，省外招商持续推进。

2Q26 公司毛利率同比提升 0.8pct 至 73.6%，产品结构变化对毛利率整体影响有限，2 季度费用率同比下降，整体盈利能力稳健。（1）2Q26 公司毛利率为 73.6%，同比提升 0.8pct。从公司产品结构来看，高价格带产品占比下移，但公司毛利率受影响有限。根据公司投资者交流，低价位产品的费销率较低以及公司注重成本管理，即使产品结构发生变化，但公司整体盈利表现稳健。（2）费用率方面来看，2Q26 公司期间费用率同比降 5.2pct,其中销售费用率、管理费用率同比分别降 5.1pct、1.3pct。江苏省内竞争激烈，但价格战趋缓，2 季度公司综合促销费用同比下降 178.6%。2Q26 公司财务费用受利率变化影响同比+1.1pct,税金及附加比率同比基本持平。（3）2Q26 公司销售收现 18.1 亿元，同比-10.7%，截至 2 季度末，合同负债 8.4 亿元，环比 1 季度末减少 7.2 亿元，较去年同期增加 2.4 亿元。综上，2Q26 公司归母净利率同比提升 1.4pct 至 33.0%。

《伊利股份：资产减值影响利润表现，整体经营稳健向上》（2026 年 9 月 10 日）

上半年公司经营稳健，前期渠道去库效果显现，液奶企稳，婴配粉及冷饮业务维持行业领先地位，内生增长具备韧性。1H26 公司实现营收 643.3 亿元，同比+4.1%，其中 2Q26 营收 295.9 亿元，同比+2.6%。分具体产品来看，（1）1H26 液体乳实现营收 365.9 亿元，同比+1.3%，营收占比 57.4%，同比-1.5pct。在去年同期高基数下，淡季影响，2 季度液奶业务营收 164.9 亿元，同比基本持平。得益于公司较早启动去库存战略，终端产品新鲜度持续改善，产品价格体系稳定，我们判断上半年低温、常温液奶均实现正增长。公司持续优化渠道结构、产品推陈出新，上半年新兴渠道实现放量，鲜活系列新品市场表现较好，贡献液奶整体营收增长。（2）1H26 公司奶粉及奶制品业务实现营收 168.5 亿元，同比+1.6%，2Q26 营收 74.9 亿元，同比-3.5%。奶粉业务收入增速放缓，我们判断或与澳优供应链及库存调整影响有关。从市占率表现来看，伊利婴幼儿奶粉、成人奶粉零售额市场份额分别为 18.6%、26.8%，均位居行业第一，其中“金领冠”一段产品持续领跑行业。（3）1H26 公司冷饮业务实现营收 90.7 亿元，同比+10.3%，其中 2Q26 营收 46.8 亿元，同比+13.4%。公司紧抓健康轻量化、场景跨界等需求趋势，在去年同期高基数上，延续双位数增长，表现亮眼。

2 季度资产减值拖累利润表现，但核心经营利润率同比提升，整体经营质量持续改善。（1）1H26 公司归母净利 57.6 亿元，同比-20.0%，其中 2Q26 归母净利 3.6 亿元，同比-84.4%。1H26 公司资产减值损失 24.6 亿元，其中 2Q26 为 24.1 亿元，1H26 澳优商誉减值 15.5 亿元，存货跌价 9.1 亿元。1H26 公司所得税 17.9 亿元，同比+72.4%，其中 2Q26 为 8.6 亿元，去年同期为 2.3 亿元。受所得税及一次性资产减值影响，2Q26 公司归母净利率为 1.2%，同比-6.8pct。（2）若不考虑以上影响，公司核心经营利润率同比小幅增长，整体盈利能力表现稳健。受益原奶成本下降及公司产品结构改善，上半年毛利率整体小幅提升 0.4pct 至 36.4%。费用率方面，1H26 公司四项费用率为 21.4%，同比降 0.6pct，其中销售费用率同比降 0.6pct 至 17.8%，其他费用率同比基本持平。销售费用率下降或与公司运营效率持续改善有关。（3）从现金流表现来看，2Q26 公司销售收现同比+4.6%，经营活动产生现金流净额 60.2 亿元，同比 198.8%。现金流大幅改善。 下半年，随着中秋、国庆销售旺季的提振，结合上半年表现，我们预计公司可顺利完成全年规划目标。

下载日志已记录，仅供内部参考

《莲花控股：主业稳健提质，双轮战略持续深化》（2026 年 9 月 16 日）

营收稳健增长，线上渠道实现较快增长。1H26 公司实现营收 19.1 亿元，同比 +18.1%。其中，2Q26 营收为 9.0 亿元，同比 +8.6%。(1)分渠道看，1H26 线上/线下渠道营收同比增速分别为 58.4%/12.2%，线上渠道增长亮眼，营收占比同比+3.8pct 至 14.7%。公司持续推进线上线下一体化建设，由单一 ToC 模式向 ToB+ToC 全渠道协同转型，抢抓餐饮供应链、预制菜产业链增量机会，同时加码兴趣电商、社区电商布局，深化全渠道融合。（2）分区域看，1H26 国内/国外营收分别为 17.5/1.6 亿元，同比增速分别为 +18.5%/+13.9%，营收占比分别为 91.7%/8.3%。国内市场增速领先，盈利水平同步改善，国内 / 国外毛利率分别为 30.2%/21.9%，同比 + 1.3pct/+0.1pct。随着下半年公司将加大国际市场拓展力度列为工作重点，未来国外市场有望贡献更多营收增量。

味精稳健增长，鸡精等复合调味品保持高增。分产品看，（1）消费业务方面，1H26 公司调味品中味精/鸡精/料酒营收分别为 11.8/2.6/1.1 亿元，同比分别为+8.8%/19.5%/82.6%，营收占比分别为 61.4%/13.7%/ 5.7%，营收占比同比分别-5.3/+0.2/2.0pct。当前调味品消费向健康化、场景化、个性化升级，减盐减糖、有机、功能型产品需求快速增长，复合调味品及定制调味方案在家用、预制菜等多元场景广受认可。上半年公司传统氨基酸调味品味精营收同比增速有所放缓，产品结构向鸡精、料酒等品类倾斜趋。其中，莲花松茸鲜、莲花酱油系列新品已成为公司战略大单品，莲花松茸鲜市占率位居行业同类产品前三；上半年料酒毛利率达 40.2%，同比+6.4pct，高附加值品类持续放量有望进一步抬升调味品板块盈利水平。（2）AI 科技业务方面，1H26 公司算力服务业务营收为 0.54 亿元，同比下降 21.5%，营收占比为 2.8%（-1.4pct）。上半年公司延伸布局算力调度平台、Token 工厂等高附加值服务，1H26 公司算力服务业务毛利率为 53.2%，同比提升 8.8pct。公司已完成对大模型厂商、半导体材料企业的战略投资或合作，后续将深化与头部大模型企业合作，强化高阶场景算力服务能力，并把握半导体材料国产替代机遇，科技业务有望实现量价齐升，夯实第二增长曲线。

盈利能力持续提升，费用端整体较为平稳。得益于产品结构优化，高附加值产品比重提升，公司毛利率小幅上行，1H26 毛利率为 29.5%，同比 +1.3pct；其中 2Q26 毛利率为 27.2%，同比 +1.4pct。费用端，1H26 公司期间费用率为 14.0%，同比 +0.5pct，其中，1H26 销售费用率/管理费用率分别为 7.5%/4.2%，同比分别-0.5/+0.8pct。渠道转型带动销售费用率平稳回落，管理费用率抬升则主要来自投资并购相关中介服务费。此外，公司围绕 AI 科技转型战略，完成对阶跃星辰、纽菲斯等标的股权投资；同时利用自有资金开展证券投资，使得 1H26 投资净收益显著高于去年同期。综上，1H26 公司归母净利率为 12.7%，同比 +2.8pct，2Q26 归母净利率为 11.2%，同比 +3.9pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1）需求复苏不及预期

2）原材料价格波动

3）市场竞争加剧

4）食品安全事件

下载日志已记录，仅供内部参考

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371