

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

行业中枢下沉，寻找相对高增的资产

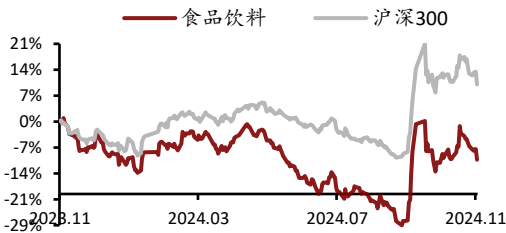
——食品饮料行业 2025 年投资策略

证券研究报告-行业年度策略

同步大市(维持)

食品饮料相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 11 月 27 日



资料来源：中原证券，聚源

相关报告

《食品饮料行业分析报告：收入增长回落，业绩表现进一步分化》 2024-11-15

《食品饮料行业月报：重拾跌势，反弹证伪，估值回落》 2024-10-31

《食品饮料行业专题研究：销售增长突出，重视研发和投入》 2024-10-25

联系人：李智

电话：0371-65585753

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- 2020 年以来，食饮板块的收入增长普遍放缓；2024 年以来，食品饮料板块的收入增长较 2020 至 2023 年期间继续收窄。此外，在所有子板块中，仅白酒、调味品、软饮料和零食的收入录得正增长，其余均录得负增长。
- 2024 年以来，在 PPI 下行的背景下，行业的成本优势凸显，促使多数食饮子项的毛利率抬升。但是我们认为，食品饮料板块的盈利普遍上升，主要来源于上游价格的下降而非自身产品结构的升级，是外力所致而非内功。
- 相比 2016 至 2019 年阶段以及 2020 至 2023 年阶段，食品项的股东回报率持续下行，白酒、啤酒两项的股东回报率持续上行，乳品较为稳定，而零食和软饮料的波动较大。此外，不同于白酒和啤酒，其它酒类的股东回报率下行。股东回报率长期上行或者保持稳定的子项多为市场相对集中、竞争格局相对友好的行业，如白酒、啤酒和乳品，经过多年发展这些行业的格局趋于稳定，头部公司掌握着市场红利；股东回报率持续下行的子项多为市场高度竞争的行业，如预制菜、保健品、烘焙和熟食等。除市场竞争过于激烈外，社会消费增长放缓以及局部价格体系下沉导致了食品类资产回报率的持续下滑。
- 食饮板块在二级市场的表现完全是对基本面的反映。2021 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 25 日期间，食品饮料板块在 2021、2022、2023 年连续三年收跌，2024 年以来板块再下跌 5.02%。从 2021 年的阶段高点迄今，板块已经累计下跌 51.98%。2021 年以来，食品饮料中仅软饮料和零食录得二级市场正收益，其余子项均录得负收益。
- 食品饮料板块的估值降至阶段低位，估值中枢下沉是对业绩增长变化的提前适应和调整。由于基本消费品市场的增长正在放缓，食品饮料板块的估值中枢将会寻找新的合理位置，该位置应低于过往时期形成的中枢。
- 投资策略：2025 年食品饮料上市公司的收入增长有望保持在个位数水平，增幅略高于行业整体；而更长期来看，食品饮料板块的收入增长大概率会进一步收窄。基于宏观形势，我们判断 2025 年的成本环境依然友好，上市公司的成本压力相对小，在收入增长大幅放缓阶段，这对企业利润起到托扶的作用。尽管相比十年前，当前食饮行业整体的高增长收敛，但是其内部新兴的市场却层出不穷，比如预制菜、烘焙、茶饮等，其增长之快、品类之多、升级之快，都在小市场内体现出居民消费升级的大趋势，显示了食饮消费向更高层级迈进的特征，凸显了享有和娱乐的消费特质。2025 年，我们推荐关注预制菜、烘焙、预调酒、保健品、零食和酵母等板块的投资机会。

风险提示：居民收入和国内市场消费修复不及预期，国内消费市场持续低迷；海外市场面临政策调整的风险，出口关税的不确定性较大；部分上游原料面临价格上涨的风险。

1. 食品饮料行业当下的特征

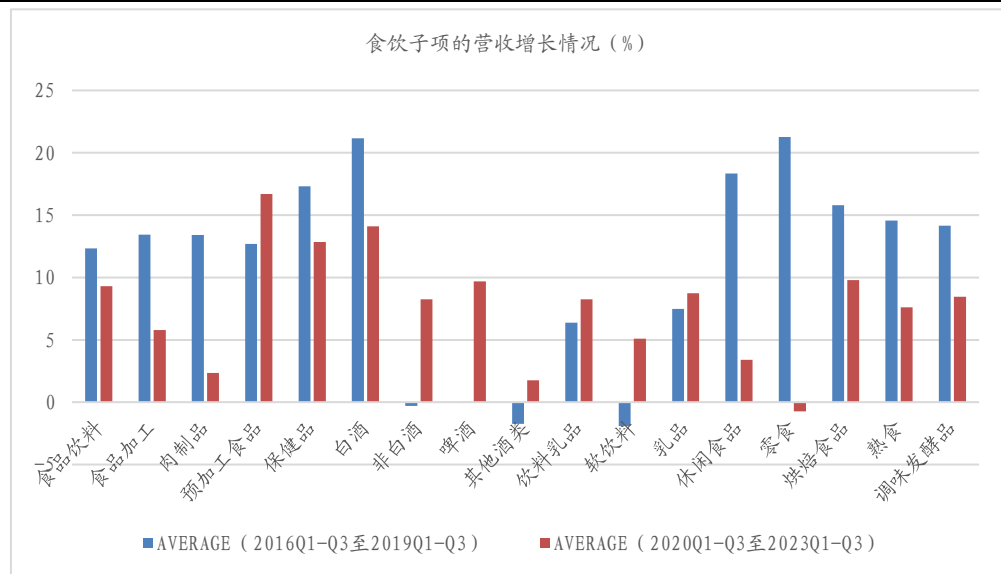
2020 年以来，食品饮料行业的基本面发生了深刻的变化：行业以往的高增长显著回落，行业从高增长行进至合理增长阶段，2024 年该增长进一步收窄。此外，基于增长收窄以及产品结构升级滞缓，食饮资产的股东回报率较历史水平下降。尽管如此，行业中不乏有新兴市场的崛起和繁荣，比如预制菜、烘焙、保健品、茶饮等，小市场代表了居民消费升级的大趋势，也体现了食饮消费向享有和娱乐迈进的发展特征。

1.1. 收入增长普遍放缓

2020 年以来，食饮板块的收入增长普遍放缓。我们希望考察在 2020 至 2023 年期间，食饮板块的收入增长是否普遍低于之前——通过将 2016 至 2019 年期间的收入增长均值与 2020 至 2023 年的均值相比较，我们发现情况确实如此。

具体地，2020 至 2023 年期间食饮板块的收入年均增长低于 2016 至 2019 年期间 3.03 个百分点，其中白酒、调味品、保健品、休闲食品等子项分别低于之前 7.06、5.57、4.47、14.93 个百分点，白酒和休闲食品的收入增长受到相对更大的冲击。

图 1：2020 至 2023 年期间与 2016 至 2019 年期间的收入增长比较

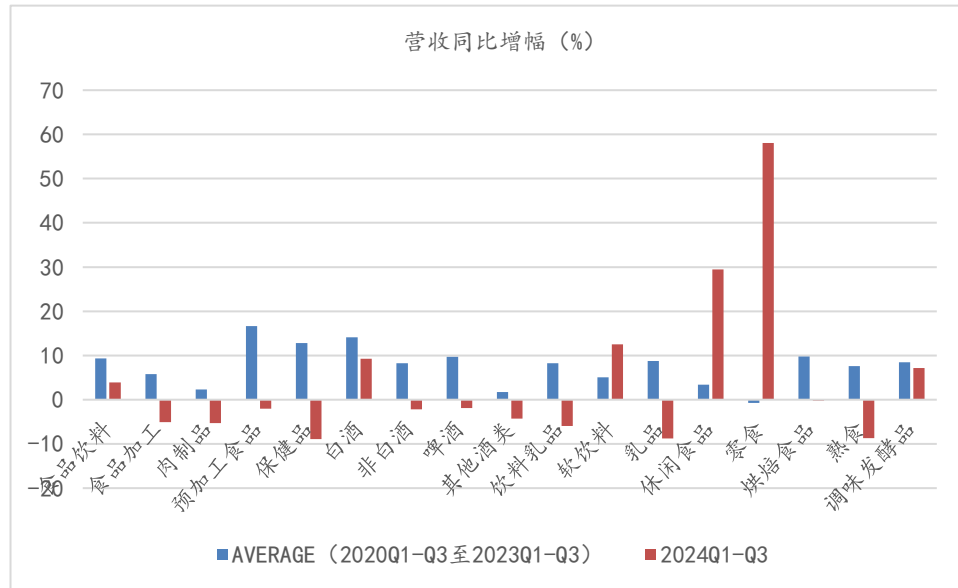


资料来源：中原证券研究所 IFIND

2024 年以来，食品饮料板块的收入增长较 2020 至 2023 年期间继续收窄，增长进一步放缓。2024 前三季度，食品饮料板块收入同比增长 3.92%，较 2020 至 2023 年的同期均值 9.3% 进一步收窄 5.38 个百分点。

食品饮料各子板块的收入增长普遍大幅收窄，情况较前三年进一步偏向负面，比如白酒的收入增长下降 4.84 个百分点，啤酒下降 11.59 个百分点，调味品下降 1.28 个百分点，预加工食品下降 18.73 个百分点，烘焙食品下降 10.01 个百分点，熟食下降 16.33 个百分点，软饮料下降 5.09 个百分点，乳品下降 8.73 个百分点，保健品下降 21.73 个百分点。

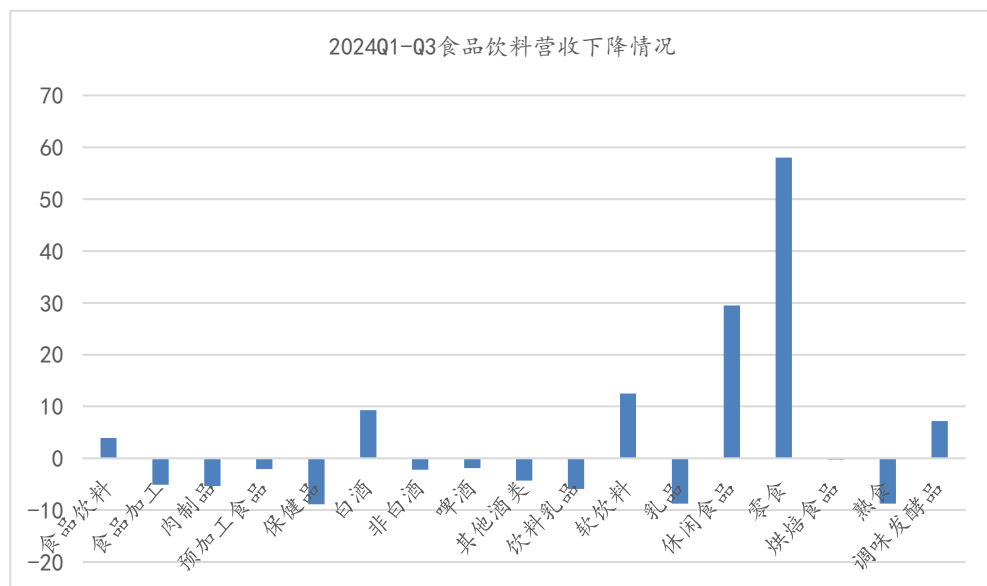
图 2：2020 至 2023 年期间与 2024 年期间的收入增长比较



资料来源：中原证券研究所 IFIND

此外，在所有子板块中，仅白酒、调味品、软饮料和零食的收入录得正增长，其余均录得负增长，这是较为罕见的。2023 年同期，我们发现相比历史阶段，食饮中能够实现销售较高增长的板块明显减少：以 2016 至 2019 年的增长均值作为比较基准，在该阶段收入实现双位数较高增长的子项占食饮板块的 66.67%，而 2023 年该占比降至 41.67%。时隔一年，我们发现收入录得正增长的子项仅有白酒、调味品、软饮料和零食，其余如预制菜、熟食、烘焙、保健品、啤酒、乳品等子项均录得负增长，即收入同比下降。上述情况表明，2024 年以来局部消费的衰退趋势延续并且加快。

图 3：2024 年前三季度食品饮料营收下降情况



资料来源：中原证券研究所 IFIND

但是，消费增长也会呈现周期波动的特征，如预加工食品、烘焙、软饮料、保健品等享有型饮食消费，它们近年的收入增长就呈现出较大的起伏。所以，短期内的衰减并不说明未来长期趋势的逆转。着眼未来，预制菜、啤酒、其它酒、软饮料、乳品、保健品、烘焙等子项仍然是消费升级的主选项。在成熟市场增长放缓的同时，往往会有新兴的消费市场兴起并通过高增长拉动全局。近些年，我们也看到了这样的情况，比如：传统的食品加工业增长低迷，而更为细分的预制菜市场却呈现出高增长势头；零食市场在低增长甚至负增长区间盘桓，但软饮料板块的销售却出现良好的增势；在肉制品板块表现疲弱时，保健品市场的增长却相当突出。具体地，近些年预制菜、啤酒、其它酒、软饮料、乳品等子项的增长表现却较为突出：其中预制菜市场近几年应运而生、发展较快；而啤酒、其它酒和软饮料的增长来自消费终端的量价齐升。

近几年，酒水的结构升级卓有成效：蛋白饮料、功能饮料、啤酒、预调酒等酒水市场展现出积极的发展性特征。以上市公司作为样本，我们考察了啤酒、植物蛋白饮料、复合蛋白饮料、功能饮料和预调酒的增长情况：2020年以来，啤酒的量价均呈现稳健小幅的增长；植物蛋白市场由于竞争激烈，销量得以削减，但结构提升；复合蛋白饮料显示了量价上涨的上升势头；功能饮料和预调酒市场处于产能释放期，伴随着销量的大幅增长，其消费市场快速大幅地扩容，但产品价格下降较多。因而，或从量的维度，或从价的维度，近几年酒水消费的升级都是卓有成效的。

图 4：新兴消费子项的收入增长波动（单位：%）

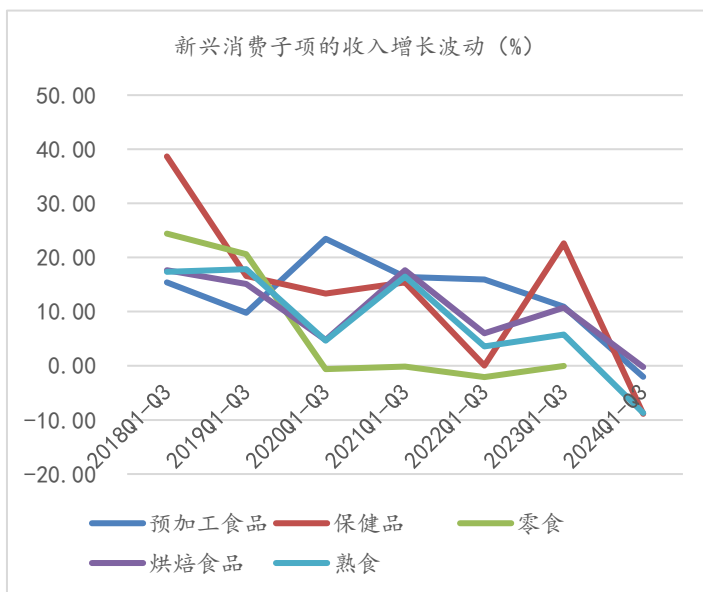
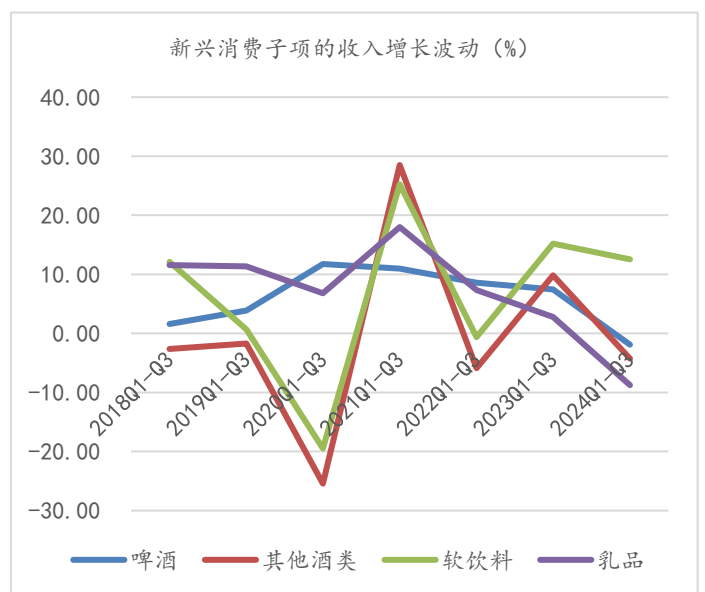


图 5：新兴消费子项的收入增长波动（单位：%）



资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.2. 盈利下滑较多

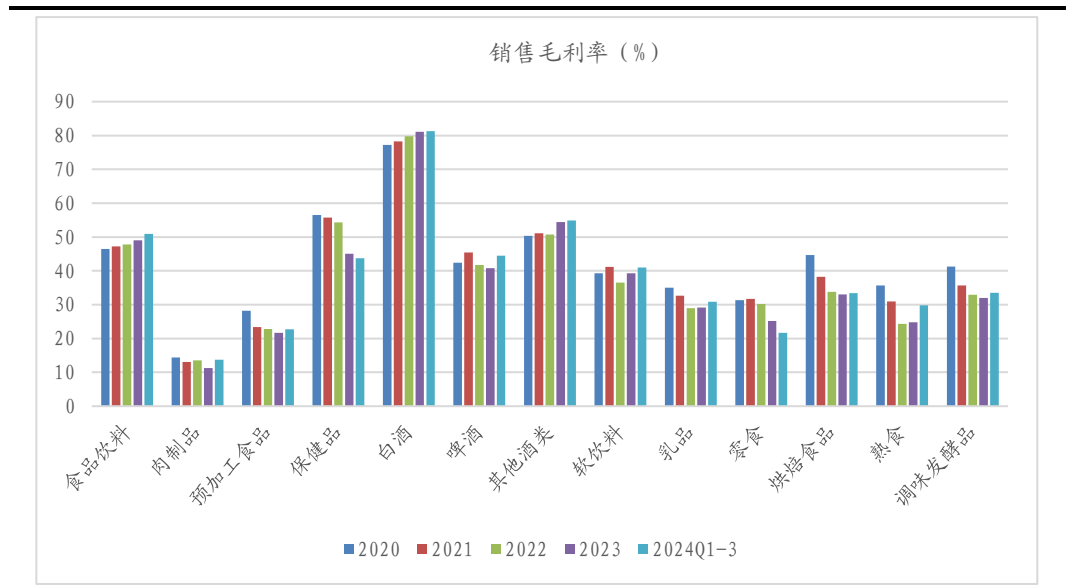
1.2.1. 成本向下，毛利率上升

2024 年以来，在 PPI 下行的背景下，行业的成本优势凸显，促使多数食饮子项的毛利率抬升。具体地，2024 年前三季度，食品饮料板块的毛利率相比 2023 年全年升高 1.86 个百分点，板块毛利率升至 50.92%。

除了保健品和零食，其余子项 2024 年前三季度的毛利率都较 2023 年抬升：白酒升高 0.19 个百分点，啤酒升高 3.72 个百分点，肉制品升高 2.49 个百分点，预制食品升高 1.09 个百分点，软饮料升高 1.66 个百分点，乳品升高 1.68 个百分点，熟食升高 5 个百分点，调味品升高 1.52 个百分点。

但是我们认为，食品饮料板块的盈利普遍上升，主要来源于上游价格的下降而非自身产品结构的升级，是外力所致而非内功。

图 6：食品饮料各子板块的毛利率变动情况



资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.2.2. ROE 长期下行

由于产品毛利率有着来自成本的周期特征，因而不具有中期观察价值，故我们考察了 2016 年以来食饮板块的 ROE 指标的变化，发现：相比 2016 至 2019 年阶段以及 2020 至 2023 年阶段，食品项的股东回报率持续下行，白酒、啤酒两项的股东回报率持续上行，乳品较为稳定，而零食和软饮料的波动较大。此外，不同于白酒和啤酒，其它酒类的股东回报率下行。

具体地，我们考察了 2016 年迄今食饮板块的股东回报率指标，将 2016 至 2019 年与 2020 至 2023 年前后各四年划分为两个阶段，将其前三季度 ROE 指标与 2024 年前三季度 ROE 指标相比较，以期发现股东回报率的趋势性变化。我们发现：

食品项的股东回报率持续下行，包括预制食品、保健品、烘焙食品、熟食、调味品和肉制

品等子项，其股东回报率呈趋势下行态势。整个食品项资产的股东回报率从第一阶段的 13.73% 降至第二阶段的 12.36%，至 2024 年三季度降至 8.78%，回报率长期下行。

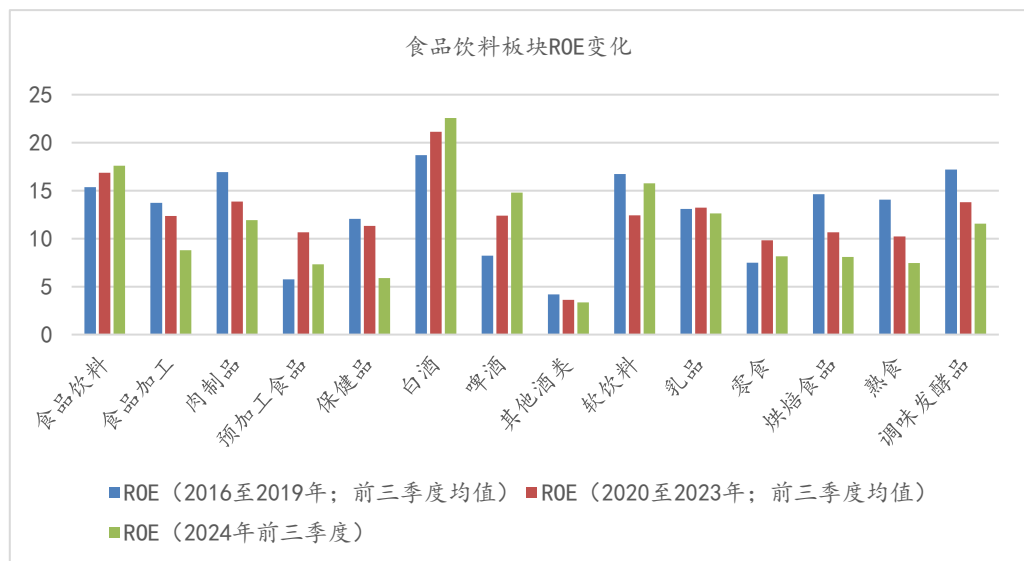
白酒、啤酒两项的股东回报率持续上行。白酒的股东回报率从第一阶段的 18.71% 升至第二阶段的 21.14%，2024 年进一步升至 22.58%。除一路上升外，白酒的股东回报率在各子项中也是最高的。啤酒的股东回报率从第一阶段的 8.21% 升至第二阶段的 12.38%，2024 年进一步升至 14.8%。

乳品的股东回报率相对稳定，但 2024 年有所下滑。乳品的股东回报率从第一阶段的 13.1% 升至第二阶段的 13.21%，2024 年三季度回落至 12.63%。

零食和软饮料的波动较大。此外，不同于白酒和啤酒，其它酒类的股东回报率下行。

股东回报率长期上行或者保持稳定的子项多为市场相对集中、竞争格局相对友好的行业，如白酒、啤酒和乳品，经过多年发展这些行业的格局趋于稳定，头部公司掌握着市场红利；股东回报率持续下行的子项多为市场高度竞争的行业，如预制菜、保健品、烘焙和熟食等。

图 7：食品饮料板块的股东回报率变化



资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.2.3. ROE 下行的原因

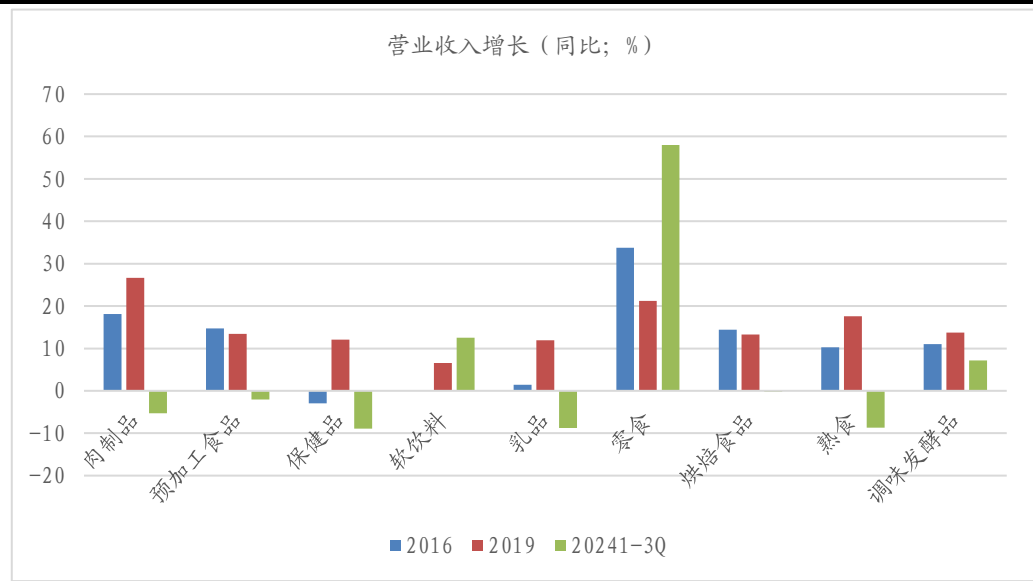
除市场竞争过于激烈外，社会消费增长放缓以及局部价格体系下沉导致了食品类资产回报率的持续下滑。2020 年之后，无论针对新品类还是传统品类，除白酒和啤酒外的食品饮料资产的股东回报率普遍下行，消费增长乏力，收入增长放缓以及产品结构升级受阻是其主要原因。概言之，量价增长均受阻是 ROE 下行的核心原因。

无论是产品盈利，还是股东回报，自 2020 年后食品资产都经历了大幅下滑，而酒类资产稳步上升。对于食品饮料类资产回报率的明显下行，成本波动、市场竞争、消费增长和产品结构都是较为合理的解释维度。但是，由于原料价格和经营成本呈周期波动的形态，因而成本波动很难解释盈利较长时间内系统性的下滑。趋于激烈的市场竞争将会导致参与企业的盈利长期下滑，

但是疫情期间大量企业已经被挤出了市场，上市公司的头部地位获得了巩固，因而市场竞争也不能解释盈利的系统性恶化。我们认为，消费增长无力以及局部价格体系下沉导致了食饮类资产回报率的持续下滑。

从收入看，收入增长普遍大幅收窄是盈利下行的主要原因。将 2016、2019 年两个消费繁荣期作为比较基准，将食饮板块在 2016、2019 年的收入增长与 2024 年前三季度相比，我们发现多数食饮子项的收入增幅已经大幅收窄，这与盈利的变化趋于一致。

图 8：食品板块收入增长变化



资料来源：中原证券研究所 IFIND

从价格看，产品结构升级或降级在食饮子项中有所分化。预制食品、乳制品、烘焙、熟食、蛋白饮料、保健品等符合消费新趋势的品类，其产品价格以上涨为主，产品结构呈现提升迹象，而肉制品、调味品、功能饮料、预调酒、零食等传统品类的价格体系有所下沉。但是，产品结构升级如果由成本推动，或者以销售增长放缓为代价，也并不一定会改善盈利和回报率指标。

价格体系的变化较难估量，我们从啤酒、饮料、肉制品、乳制品、预制食品、零食、烘焙、熟食和调味品等各板块中抽取上市公司作为样本，观察其自 2016 年以来的量价变化，以此了解各类食品在产品结构方面的变动方向。各品类的价格体系并没有出现一致上升或下沉的情况，具体地，预制食品、乳制品、烘焙、熟食、蛋白饮料、保健品等符合消费新趋势的品类，其产品价格以上涨为主，产品结构呈现提升迹象，而肉制品、调味品、功能饮料、预调酒、零食等传统品类的价格体系有所下沉。但是，产品结构升级如果由成本推动，或者以销售增长放缓为代价，也并不一定会改善盈利和回报率指标。

2. 市场表现是基本面的反映

2.1. 二级市场表现

食品饮料板块在二级市场的表现完全是对基本面的反映。2021年1月1日至2024年11月25日期间,食品饮料板块在2021、2022、2023年连续三年收跌,2024年以来板块再下跌5.02%。从2021年的阶段高点迄今,板块已经累计下跌51.98%,板块的二级市场表现是其资产回报率长期下降的反映。

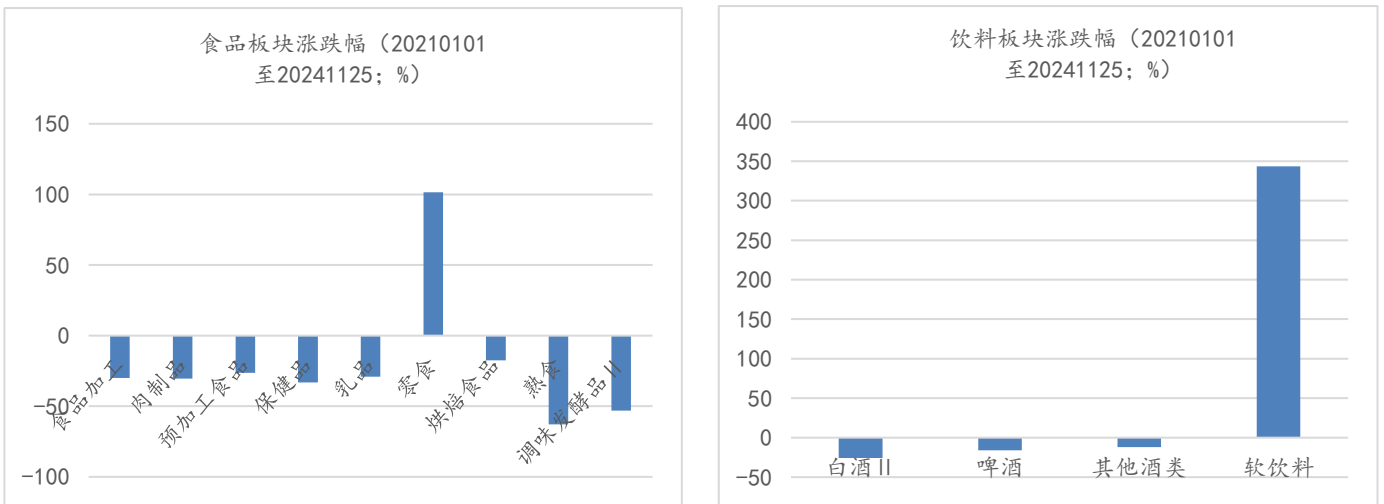
图9: 食品饮料板块二级市场表现(2021.1.1至2024.11.25)



资料来源: 中原证券研究所 IFIND

2021年以来,食品饮料中仅软饮料和零食录得二级市场正收益,其余子项均录得负收益。2021年1月1日至2024年11月25日期间,肉制品、预加工食品、保健品、乳品、烘焙食品、熟食、调味品、白酒、啤酒和其它酒类在二级市场分别累计下跌30.38%、26.36%、33.1%、29.12%、17.53%、62.86%、53.17%、25.61%、15.97%和11.9%,跌幅均较大。

图 10：食品饮料各子板块涨跌幅（20210101 至 20241125）



资料来源：中原证券研究所 IFIND

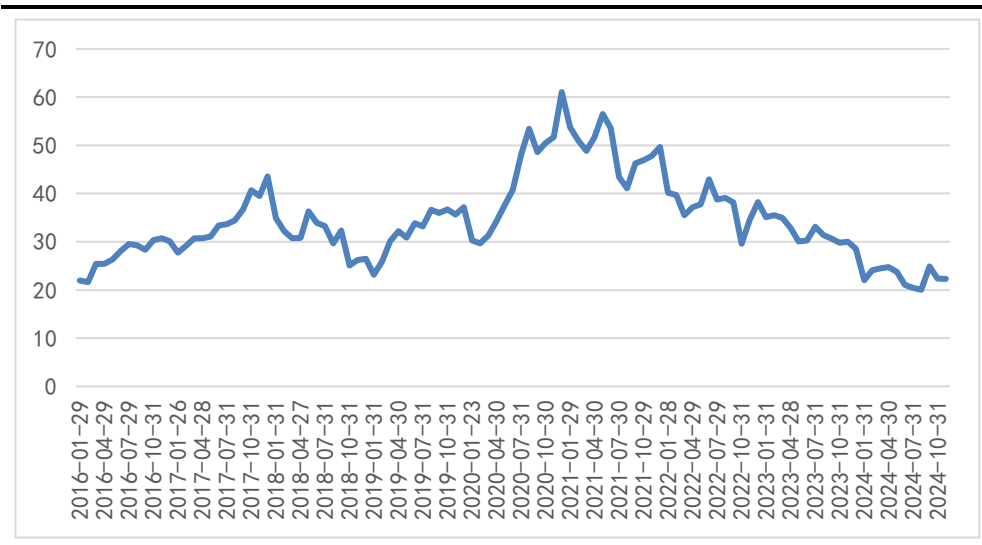
2.2. 估值

食品饮料板块的估值降至阶段低位，估值中枢下沉是对业绩增长变化的提前适应和调整。由于基本消费品市场的增长正在放缓，食品饮料板块的估值中枢将会寻找新的合理位置，该位置应低于过往时期形成的中枢。

截至 2024 年 8 月 30 日，食品饮料板块的估值为 20.04 倍；2024 年 9 月，板块经历了较快的估值上升，估值一度升至 24.91 倍，之后的 10 月和 11 月估值再次掉头回落至 22.26 倍（2024 年 11 月 25 日估值）。我们认为，长期来看板块估值将会延续下行趋势，短期利好消息难以扭转长期趋势。

长期看，市场偏好有望从基本消费品向娱乐及服务型消费切换。在这一进程中，餐饮、家电等基础消费品类的估值将会长期维持低位，而旅游、户外、服饰、教育、医美等服务型消费的估值将走高。

图 11：食品饮料板块的估值走势（市盈率：倍；2016.1.1 至 2024.11.25）



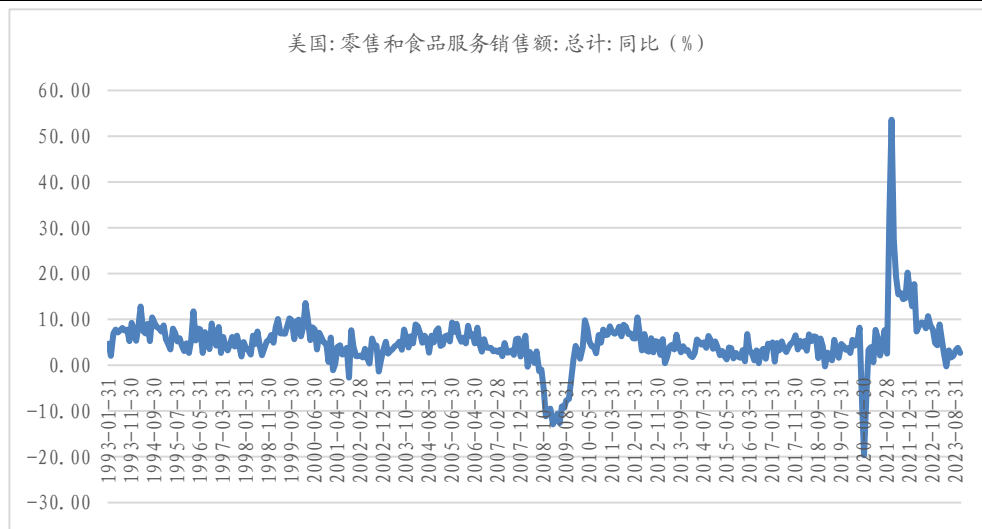
资料来源：中原证券研究所 IFIND

3. 2025 年展望及投资策略

3.1. 市场增长中枢下沉，传统品类尤甚

从美国的消费历史来看，随着居民生活水平的提升，食品等基本消费项的增长将会长期维持在较低水平，如上世纪 90 年代，美国的零售和食品服务消费增长率位于 6.31% 的平均水平，到本世纪前十年降至 2.94%。

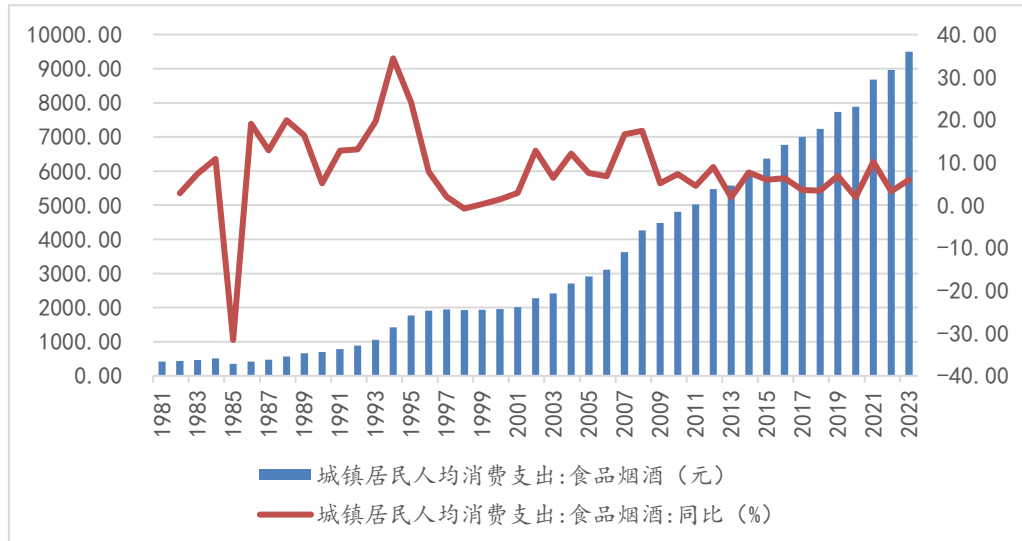
图 12：美国零售食品服务销售额增长情况



资料来源：中原证券研究所 IFIND

从中国的情况来看，居民在食品和酒类方面的支出增长同样地长期回落。比如，2014 年，城镇居民的食品烟酒人均支出增速为 7.7%，到 2022 年降至 3.2%。尽管 2023 年以来，该指标略有反弹，但 5.6% 的增速也低于历史高点；此外，如果剔除通货膨胀的因子，量增部分会进一步缩减。

图 13：国内城镇居民食品烟酒人均消费支出的增长情况



资料来源：中原证券研究所 IFIND

鉴于此，2025 年食品饮料上市公司的收入增长有望保持在个位数水平，增幅略高于行业整体；而更长期来看，食品饮料板块的收入增长大概率会进一步收窄。2022 年，食品饮料上市公司的收入增长 7.52%，2023 年增长 7.73%，2024 年前三季度增长 3.92%，我们预计 2025 年收入增长将会维持在 5%到 8%区间，重回双位数的可能性不大。

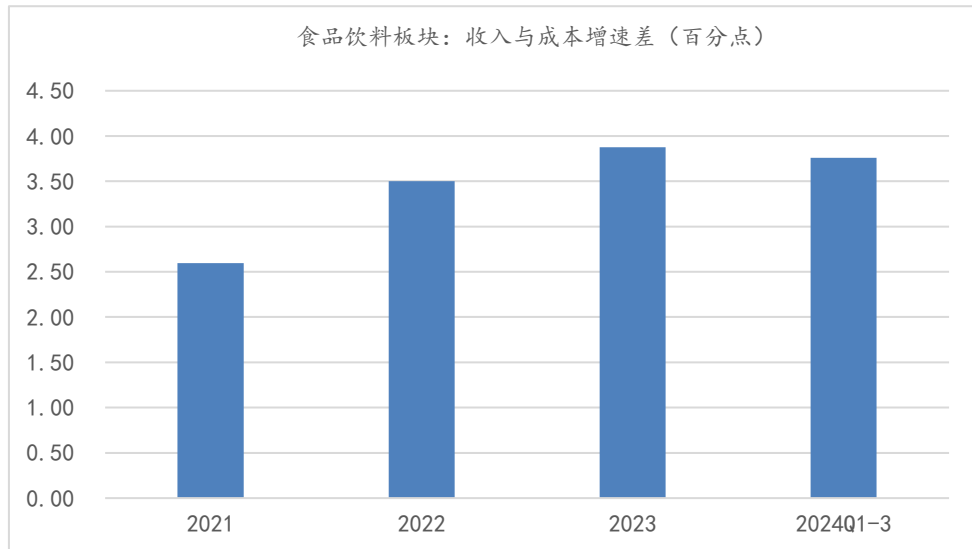
3.2. 成本友好，抵御收入下滑

基于宏观形势，我们判断 2025 年的成本环境依然友好，上市公司的成本压力相对小，在收入增长大幅放缓阶段，这对企业利润起到托扶的作用。

自 2022 年 10 月 PPI 指数落入负值区间，迄今已经连续 25 个月徘徊在负值区间。尽管指数自 2023 年 6 月进入反弹阶段，但自 2024 年 6 月 PPI 指数再次回落。上游工业价格指数反弹无力，长时间徘徊在负值区间，表明下游开工需求不足。食品饮料作为中游制造业，在该阶段成本压力相对小，在收入增长中枢下沉的情况下，成本下降一定程度上保证了企业利润。

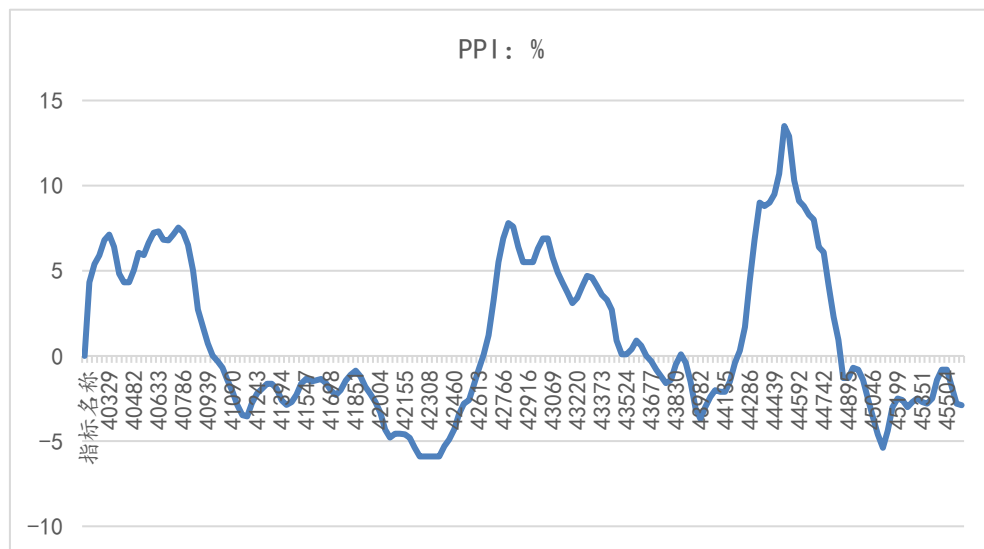
食品饮料行业的营业成本自 2022 年三季度开始高位回落，至 2024 年三季度，成本回落历时九个季度，期间上市公司的盈利得以改善。基于宏观形势，我们判断 2025 年的成本环境依然友好，上市公司的成本压力相对小，在收入增长大幅放缓阶段，对利润起到托扶的作用。

图 14：2021 年以来食品饮料的收入与成本增速差



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 15: PPI 自 2023 年 6 月反弹



资料来源：中原证券研究所 IFIND

3.3. 投资策略

尽管相比十年前，当前食品饮料行业整体的高增长收敛，但是其内部新兴的市场却层出不穷，比如预制菜、烘焙、茶饮等，其增长之快、品类之多、升级之快，都在小市场内体现出居民消费升级的大趋势，显示了食品饮料消费向更高层级迈进的特征，凸显了享有和娱乐的消费特质。

2025 年，我们推荐关注预制菜、烘焙、预调酒、保健品、零食和酵母等板块的投资机会。

预制菜市场方兴未艾。目前 C 端市场处于品牌争夺份额，品类上新试错的早期发展阶段；而 B 端市场相对成熟，头部公司将会享有份额红利，盈利有望持续改善。2024 年前三季度，尽管预制菜板块的整体收入下降 2.04%，但是行业内部产生分化——强者仍然强，优秀的公司仍有望保持较高的增长水平。

烘焙板块 2024 年前三季度的收入增长降至 3.92%，而之前自 2017 年以来烘焙即展现了双位数的较高增长，我们认为 2024 年增长回落是周期的表现，中期来看烘焙仍有望保持较高的增长。

当前预调酒的市场发展阶段类似于 2018 年的啤酒市场，在经历了前期的客户培育、品牌树立和激烈的份额竞争后，目前市场秩序已经有效改善，头部品牌进入市场放量期，价格体系更加成熟，产品盈利逐渐得以释放。2024 年前三季度其它酒类的收入同比下降 4.28%，百润股份下降 2.88%，我们认为属于周期性回落。经历了渠道和市场调整后，预调酒市场仍有望保持较高增长。

保健品在 2024 年前三季度的销售增长回落较多，主要受到个别公司的拖累，而多数公司的销售增长仍然较好。2020 年以来，保健品的海外需求市场始终保持了高景气度；国内市场相对低迷，但是从 2023 年以来的收入增长来看，保健品国内市场的修复较为理想，2024 年前三季度板块中的多数公司仍保持了较好的业绩指标。长期来看，保健品在国内的消费市场仍具有朝阳特质，在海外市场仍具备消费的刚性稳健特征。

零食行业在 2024 年前三季度经历了高增长。经历了前期激烈的竞争和调整，目前市场和渠道的情况相对健康；此外，零食的客单价较低，类似“口红效应”，在经济低迷期起到为消费者提供低成本心灵抚慰的功用。

酵母行业在出海市场保持了较高增速，增长并没有停滞；国内的酵母需求尽管回落较多，但从 2024 年前三季度的情况来看，需求也在修复当中。酵母产业的上游成本进入下降周期，全球市场份额集中，成本回落促进利润释放。

对应上述板块，投资标的组合包括千味央厨、安井食品、立高食品、百润股份、仙乐健康、劲仔食品和安琪酵母。

表 1：食品饮料行业重点投资标的

公司	总股本 (亿元)	流通股本 (亿元)	股价 (元/股)	ROE (2023)	EPS		PE		投资评级
					2024E	2025E	2024E	2025E	
劲仔食品	4.51	3.04	12.54	16.40	0.67	0.83	18.85	15.12	增持
立高食品	1.69	1.17	34.38	5.31	1.58	1.91	21.77	17.96	增持
千味央厨	0.99	0.98	32.50	10.80	1.32	1.55	24.67	20.96	增持
安琪酵母	8.69	8.55	33.66	11.43	1.57	1.81	21.39	18.57	增持
仙乐健康	2.36	1.94	26.20	11.03	1.57	1.95	16.74	13.41	增持
安井食品	2.93	2.93	81.51	11.23	5.04	5.73	16.18	14.22	未评级
百润股份	10.49	7.16	23.26	19.95	0.75	0.86	31.13	26.97	未评级

资料来源：中原证券研究所 IFIND

收盘日期：2024 年 11 月 25 日

风险提示：居民收入和国内市场消费修复不及预期，国内消费市场持续低迷；海外市场面临政策调整的风险，出口关税的不确定性较大；部分上游原料面临价格上涨的风险。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。