



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告·行业深度

风起于青萍之末

——华安餐饮2025年度策略

2025.01.01

分析师：邓欣 S0010524010001 dengxin@hazq.com

分析师：罗越文 S0010524020001 luoyuewen@hazq.com

联系人：郑少轩 S0010124040001 zhengshaoxuan@hazq.com

华安证券研究所

核心结论

- ✓ **25年展望：**我们认为**消费复苏政策导向明确**，**适度宽松的货币政策下板块估值存修复空间**，**配合后续基本面回升**，**食品饮料板块有望迎戴维斯双击**。行情演绎上或呈现**估值修复-业绩修复-戴维斯双击**三个阶段，当前处于**估值修复向业绩修复过渡阶段**，推荐聚焦两条投资主线“**高景气势能**”与“**顺周期修复**”，并**独家提示**“**产业出海周期**”机会已至。
- ✓ **投资主线1：高景气势能，聚焦软饮、零食。**我们预计25年需求端**软饮、零食仍可维持旺盛势能**，主因**性价比趋势延续**，加之政策刺激侧重大众需求。**供给端**，**软饮关注拓品及出海增量**，**零食关注对渠道议价权提升变化**。软饮板块首推**主业增长稳健、新品反馈积极的东鹏饮料/百润股份**，以及相关标的**农夫山泉/华润饮料**。零食板块首推在**产品体系、供应链降本、渠道获客三维度逐步掌控渠道议价权的三只松鼠/盐津铺子**。
- ✓ **投资主线2：顺周期修复，聚焦餐饮、白酒。**我们预计复苏斜率端**餐饮链 > 白酒**，主因**刺激政策对大众需求见效更快**。餐饮链推荐顺序**调味 > 餐供 > 啤酒**，确定性看**调味**，弹性看**餐供**，关注**啤酒高端化、乳制品好转**，首推**低估值边际改善标的海天味业/安琪酵母/天味食品/立高食品并关注华润啤酒**。白酒板块复苏顺序**地产头部 > 高端 > 次高端**，关注具**经营韧性的古井贡酒/迎驾贡酒/今世缘**及具**基本面弹性的五粮液/山西汾酒**。
- ✓ **独家提示3：出海新增量，入局东南亚、布局全球化。**我们预计**产业出海周期已至**，国内头部企业从0到1布局出海业务**抬升长期天花板**。地域选择以**东南亚市场为入局起点**，品类选择以**能量饮料、现制茶饮、基调复调**等为首选，供应链布局可视为**明确战略信号**，国内头部企业具**强供应链管理能力和市场洞察能力**，综合当前出海战略落地节奏及自身禀赋，我们认为**东鹏饮料/安琪酵母/海天味业/颐海国际**机会值得重点期待，亦要前瞻关注**包装水、现制茶饮、量贩零食**三大品类的出海进展。

风险提示：消费刺激政策力度不及预期、商业宴席氛围恢复不及预期、原材料成本上涨、市场竞争加剧

目录

- 1. 25年三大看点
- 2. 高景气势能：聚焦软饮、零食，着眼增量
- 3. 顺周期修复：聚焦餐饮、白酒，预期先行
- 4. 出海新增量：入局东南亚，布局全球化

PART 1

25年三大看点

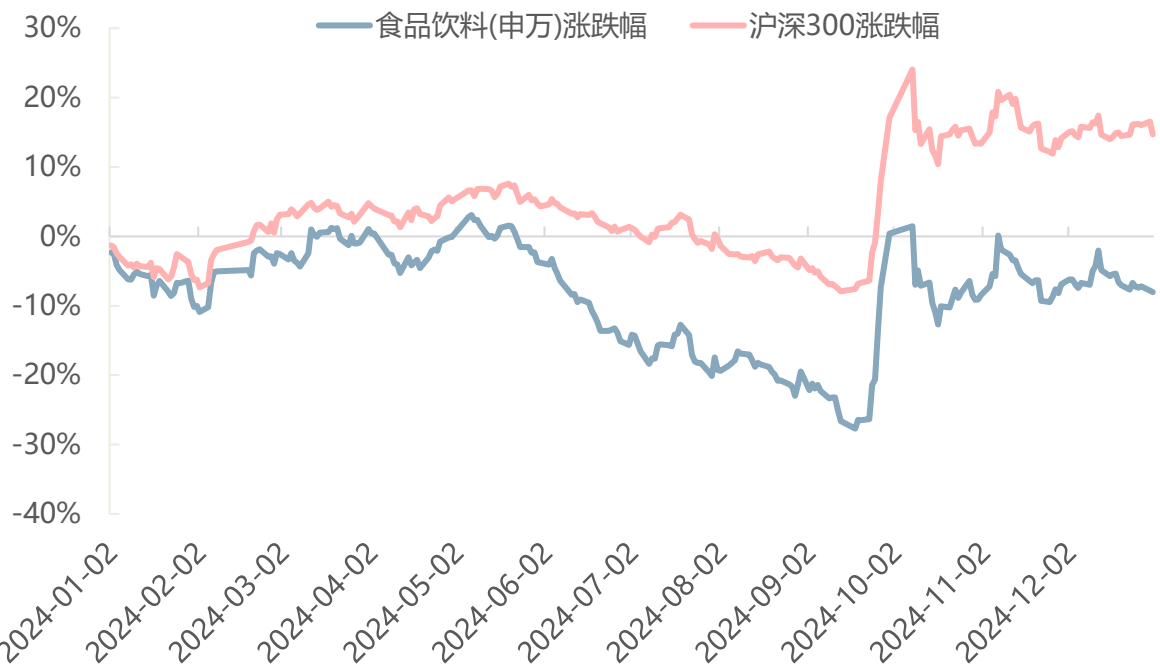
24 餐饮复盘：跑输大盘、持仓回落

❑ **板块表现弱于大盘。** 24年食品饮料板块下跌8.0%，弱于同期沪深300指数表现（+14.7%）。分阶段看：

- ✓ Q1受春节旺季带动，板块先下探后回暖，微幅下跌0.9%。
- ✓ 4-8月消费需求持续走弱，宏观经济景气度仍有压力带动市场下调板块中长期增速预期，板块下跌18.8%。
- ✓ 9-12月，随着消费刺激政策逐步落地显效，低估值+市场预期回暖下，板块上涨14.19%。

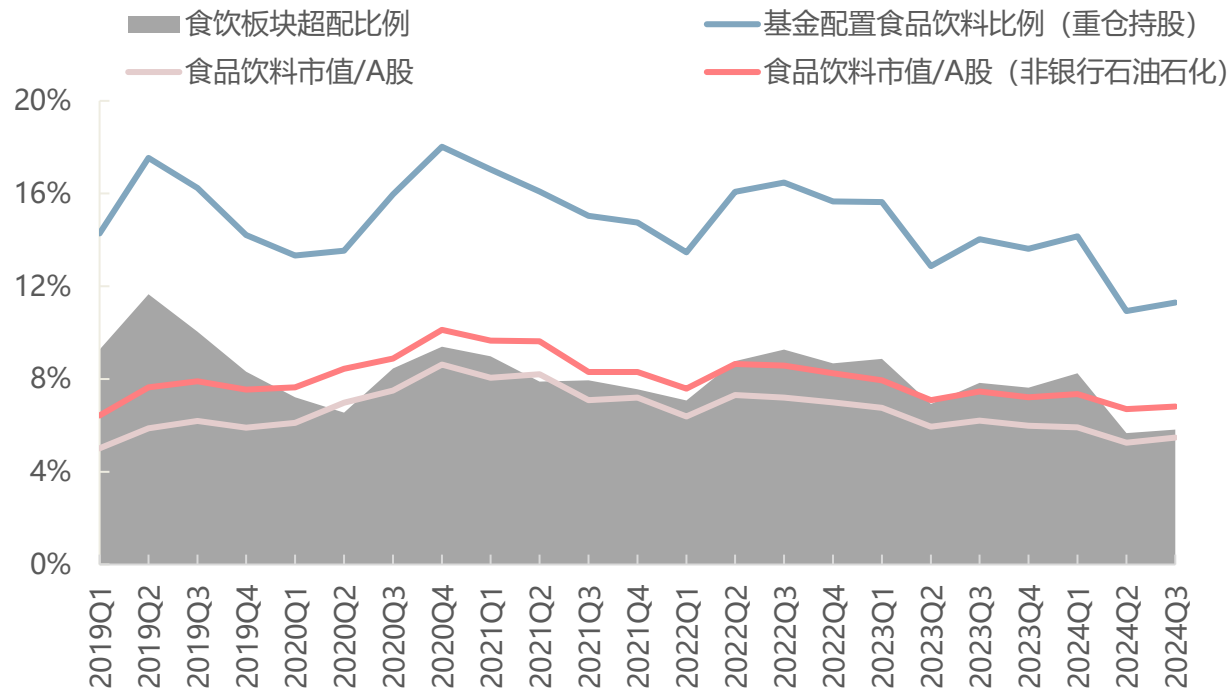
❑ **基金持仓占比回落。** 24Q3公募基金重仓股披露统计，板块持仓占比11.3%较年初下降2.3pct；超配比例5.8%较年初下降1.8pct。主动基金明显减配食品饮料，白酒减配幅度大于大众品。

食品饮料表现弱于大盘



资料来源：wind、华安证券研究所整理

食品饮料公募基金持仓占比回落



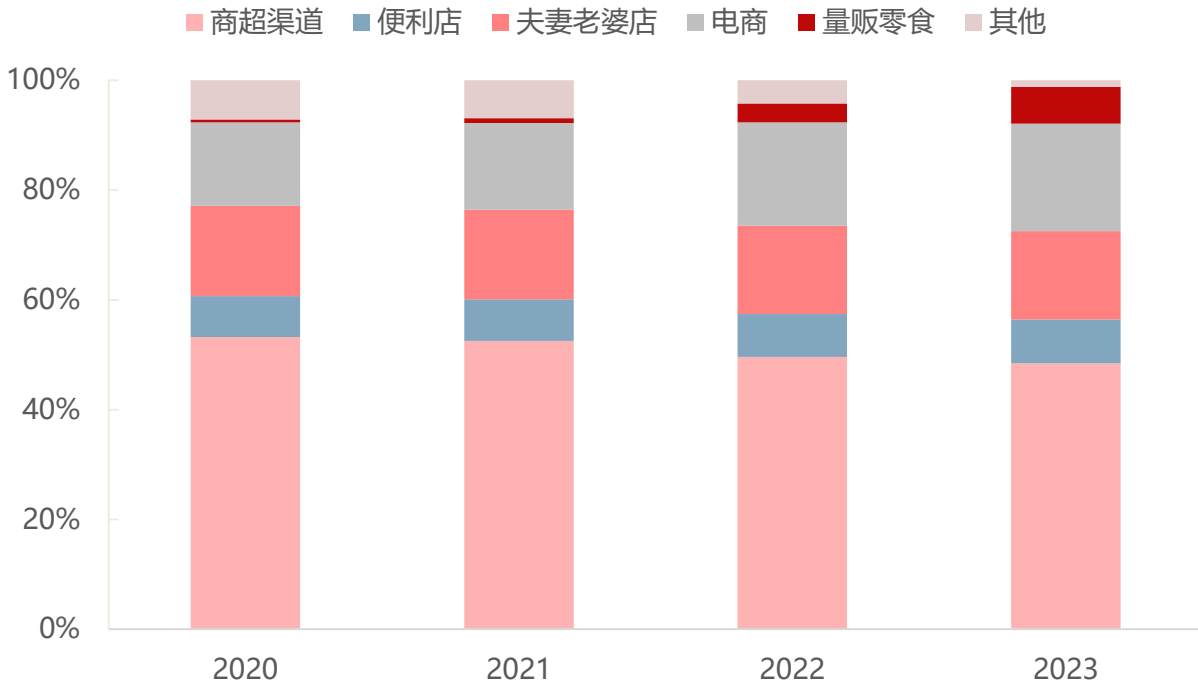
资料来源：wind、华安证券研究所整理

25三大看点：性价比势能仍在

性价比消费潮流延续，渠道变革深化。 对标日本经济转型期消费趋势，我们认为性价比潮流将持续影响渠道结构。24年在头部量贩零食体系快速开店扩容下，量贩渠道持续抢占传统商超份额，我们预计25年仍将延续这一趋势。

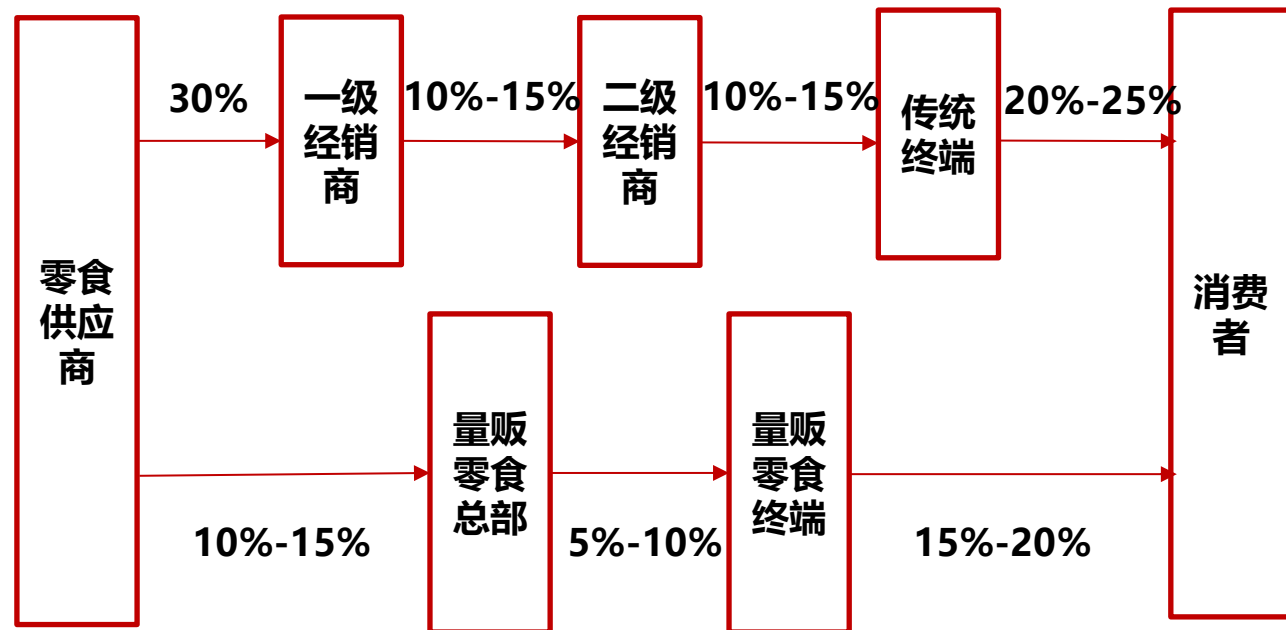
产业链提效是性价比的基石。 以量贩零食为例，通过缩减产业链层级以提升运营效率，产品能以更低价格触达消费者，据零售商业财经及我们测算，全程加价率量贩零食30%-45%VS传统商超70%-85%，终端价格量贩大约低于商超25%-40%，大约低于电商10%-30%，性价比优势突出。我们预计25年产业链提效仍有深化空间。

性价比消费潮流持续改变渠道结构



资料来源：《中国零食量贩行业蓝皮书》、《中国零食硬折扣白皮书》、华经情报网、中国食品报、艾媒咨询、华安证券研究所整理与测算

产业链提效是性价比基石



资料来源：零售商业财经、华安证券研究所测算

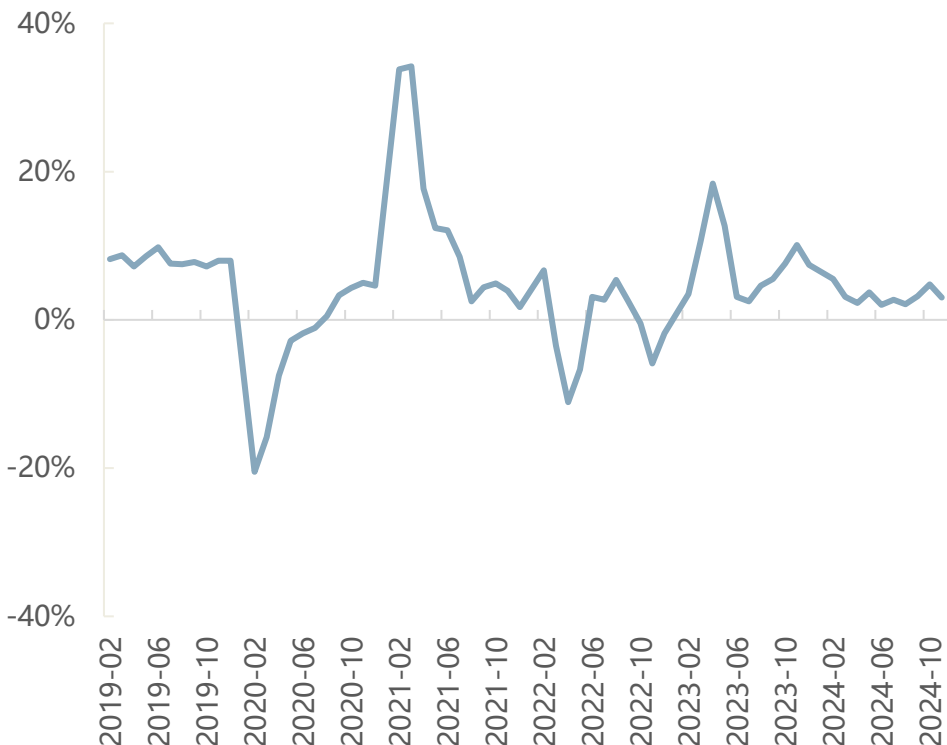
25三大看点：政策点明复苏

消费弱复苏边际提速。截至24年11月底，社会消费品零售总额累计同比+3.5%，仍处于弱复苏态势。但随着24Q3末消费刺激政策逐步落地显效，消费复苏出现边际提速迹象，9/10/11月社零同比+3.2%/4.8%/3.0%，高于6-8月增速水平。

促消费政策逐步显效。自24Q3末以来，政府对提振消费表态更为积极，从中央到地方配套出台一系列刺激政策，初步取得较好反馈。例如家电以旧换新国补政策截至12月初已累计带动销售额2019.7亿；10-11月上海餐饮消费券发放期间，餐饮消费同比增长11.4%。

9月以来消费弱复苏下边际提速

— 社会消费品零售总额:当月同比



资料来源：wind、国家统计局、华安证券研究所整理

24Q3末以来消费刺激政策陆续出台

政策/会议	时间	主要内容
政治局会议	9月26日	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。
国新办发布会（发改委）	10月8日	提振消费具体包括： 一是加大对特定群体的支持力度；二是结合“两新”推动大宗商品消费持续扩大；三是扩大养老、托育等服务消费。 要培育数字消费、绿色消费等新型消费业态，增强供给侧对中高端需求的适配性。
政治局会议	12月9日	实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策 ，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。 要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
消费品以旧换新-国补	8月初	1500亿消费品以旧换新超长期特别国债资金 ，8月初已全部下达到地方，有效拉动汽车、家电、家居家装等重点消费品销量增长。
餐饮消费券	9月以来陆续出台	各省市陆续出台餐饮满减消费券

资料来源：中国政府网、华安证券研究所整理

25三大看点：产业出海新周期

- **产业出海逐渐重视。** 在内需恢复仍有待政策刺激背景下，食品饮料公司纷纷瞄准海外，寻找增量新空间，在经销商网络、产能、品牌影响力建设上持续深化。
- **东南亚为全球起点。** 东南亚由于华人占比相对较高，具备消费客群基础，成为食品饮料公司出海首选。参考海外竞对发展履历，我们认为国内企业或以东南亚为跳板，持续提高全球市占率。

食品饮料产业逐渐重视出海业务

子行业	公司	出海表现
零食	洽洽食品	08年开始布局海外市场，已建立泰国工厂，深耕东南亚（泰国/印尼），拓展中东潜力市场。24H1海外营收占比8.47%。
	甘源食品	海外出口主要市场为东南亚地区，已经建立了较为稳定的经销商合作关系，未来随着海外团队的组建和产品的扩充，海外业务布局将进一步完善。
软饮	东鹏饮料	21年成立香港子公司，并到海外考察采访。22年底23年初，成立海外事业部，大力布局海外市场。24年昆明生产基地开工未来产能辐射东南亚，拟计划海南建设生产基地，减少长距离的物流运输成本。印尼拟设立分公司进行软饮料的生产与贸易。
调味	颐海国际	已建立泰国工厂，深耕泰国/马来西亚，越南/柬埔寨逐渐进入主流TOC渠道。
	海天味业	23-24年陆续成立海天越南/印尼分公司，广西南宁工厂对东南亚形成产能辐射。

PART 2

高景气势能：聚焦软饮、零食，增量逻辑

PART

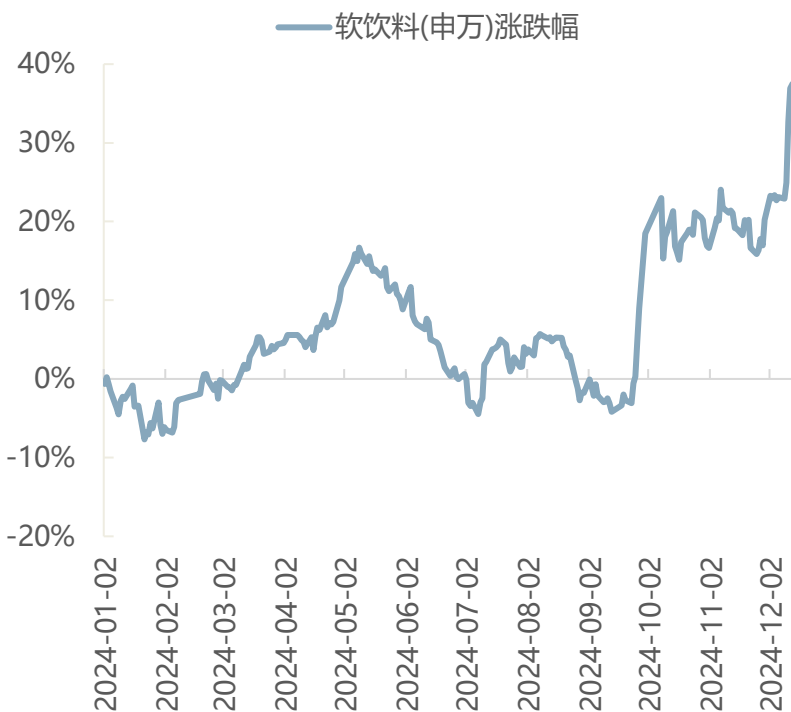
软饮势能：关注拓品推新增量逻辑

24年回顾：软饮表现一枝独秀

❑ **软饮板块表现突出。** 24年软饮料板块累计上涨32.2%，强于同期食品饮料板块表现（-8.0%），板块内领涨。拆分基本面与估值看：

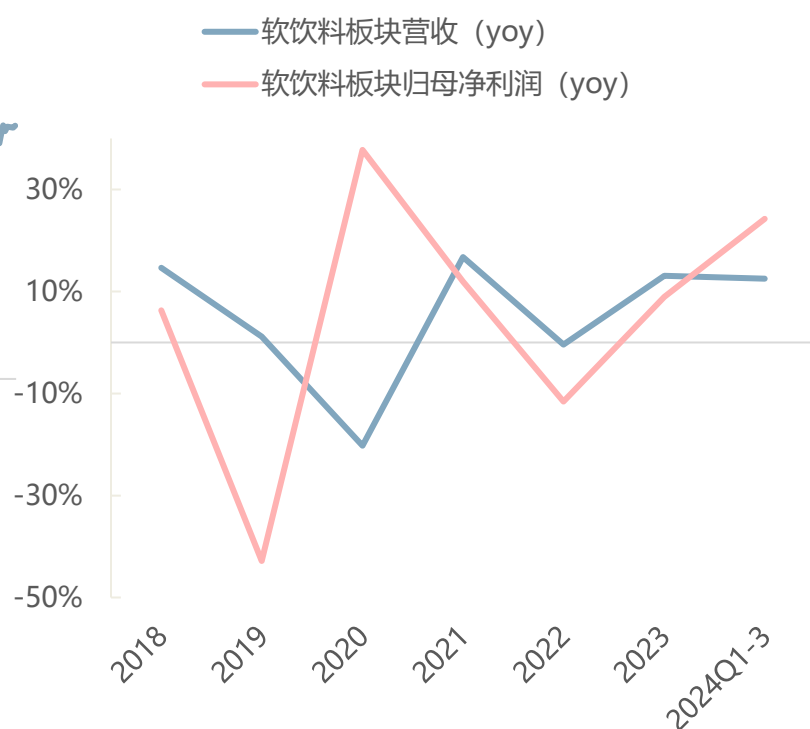
- ✓ 24Q1-3软饮料板块营收/归母净利润分别同比+12.5%/24.3%。其中，头部企业东鹏饮料在极致性价比+新品放量带动下，景气度持续领先。
- ✓ 截至12月底，软饮料板块PE-TTM约30.1X，位于过往10年73.5%分位数，高景气度下板块估值持续提升。

软饮料板块表现突出



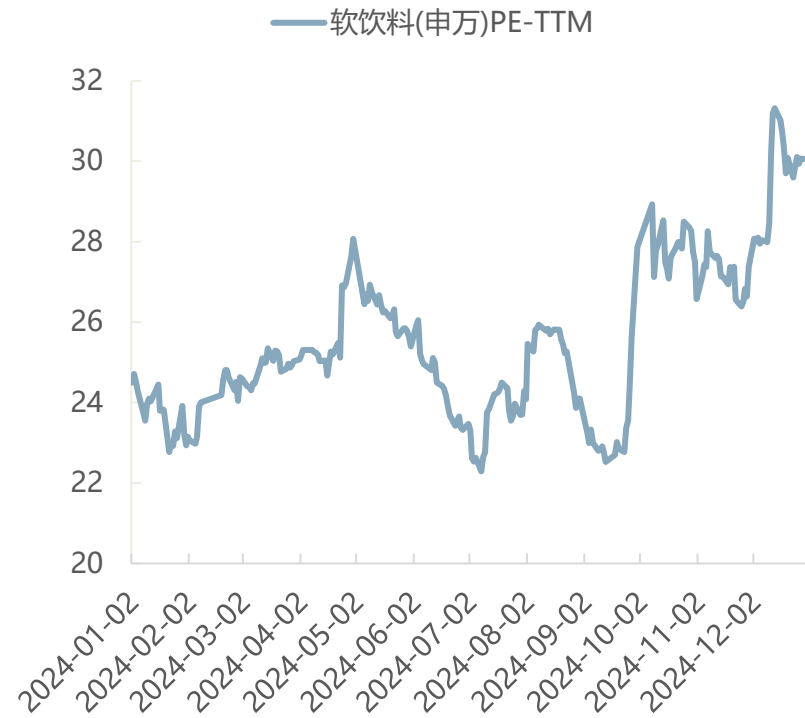
资料来源：wind、华安证券研究所整理

软饮料板块维持高景气度



资料来源：wind、华安证券研究所整理

高景气下软饮料板块估值持续提升



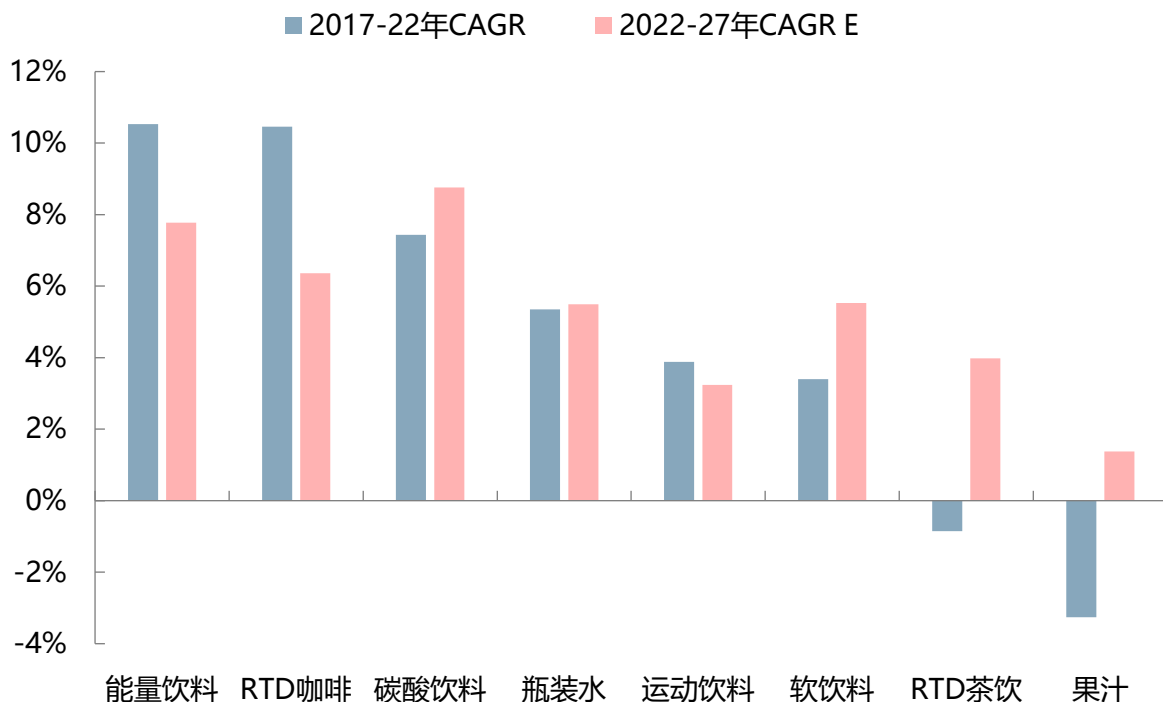
资料来源：wind、华安证券研究所整理

25年增量：软饮拓品推新成股价催化

□ 展望25年，我们预计软饮料板块中能量饮料在人群扩容与场景增加下仍维持较快增速，运动饮料中电解质水在东鹏“补水啦”引燃市场后有望快速扩容。同时，**拓品外延仍为头部企业经营扩张的最优选择之一**，有望持续形成股价催化。以**头部企业东鹏饮料为例**：

✓ “补水啦”凭借性价比定位+渠道协同，有望三年成为行业翘楚，当前铺货率空间仅50%，长期可看80-100亿收入空间。

能量饮料为软饮料增速最快品类



资料来源：Euromonitor、华安证券研究所整理

补水啦性价比突出

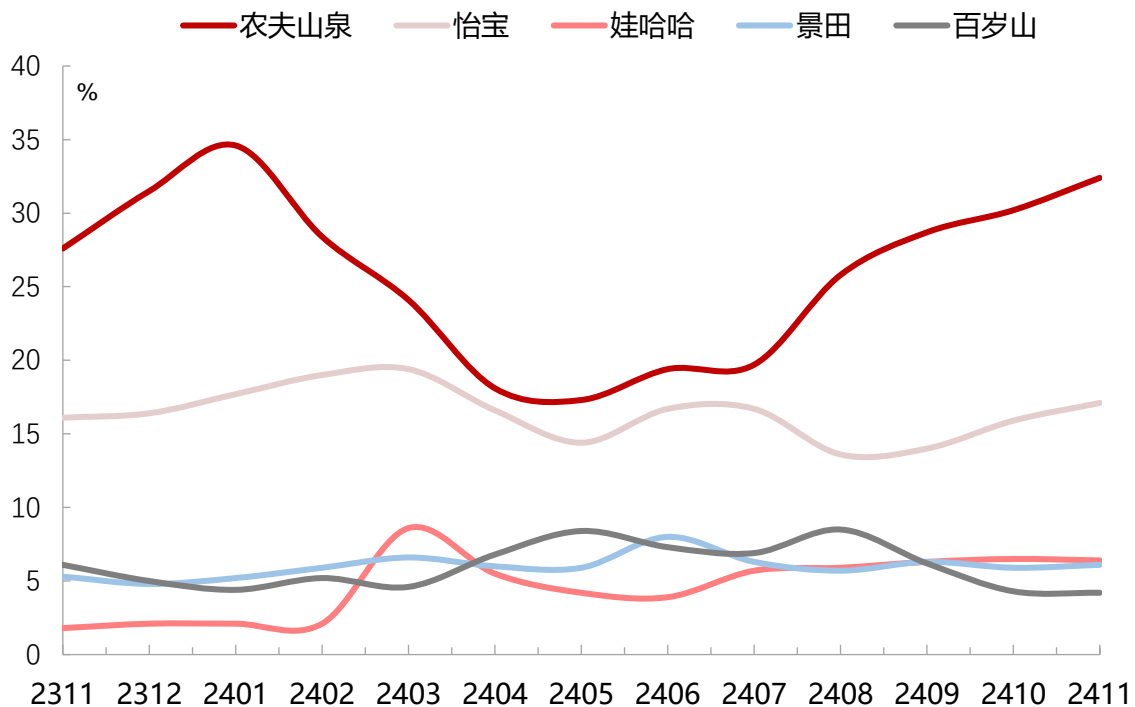
产品	定价	每500ml售价
补水啦	4元/555ml	3.63元
宝矿力	6元/500ml	6元
外星人	6元/500ml	6元
脉动	5.5元/600ml	4.58元
佳得乐	5.5元/600ml	4.58元
尖叫	5元/550ml	4.55元
海之言	4元/500ml	4元

资料来源：Euromonitor、京东、华安证券研究所整理

25年增量：瓶装水价格战趋缓、拓品发力

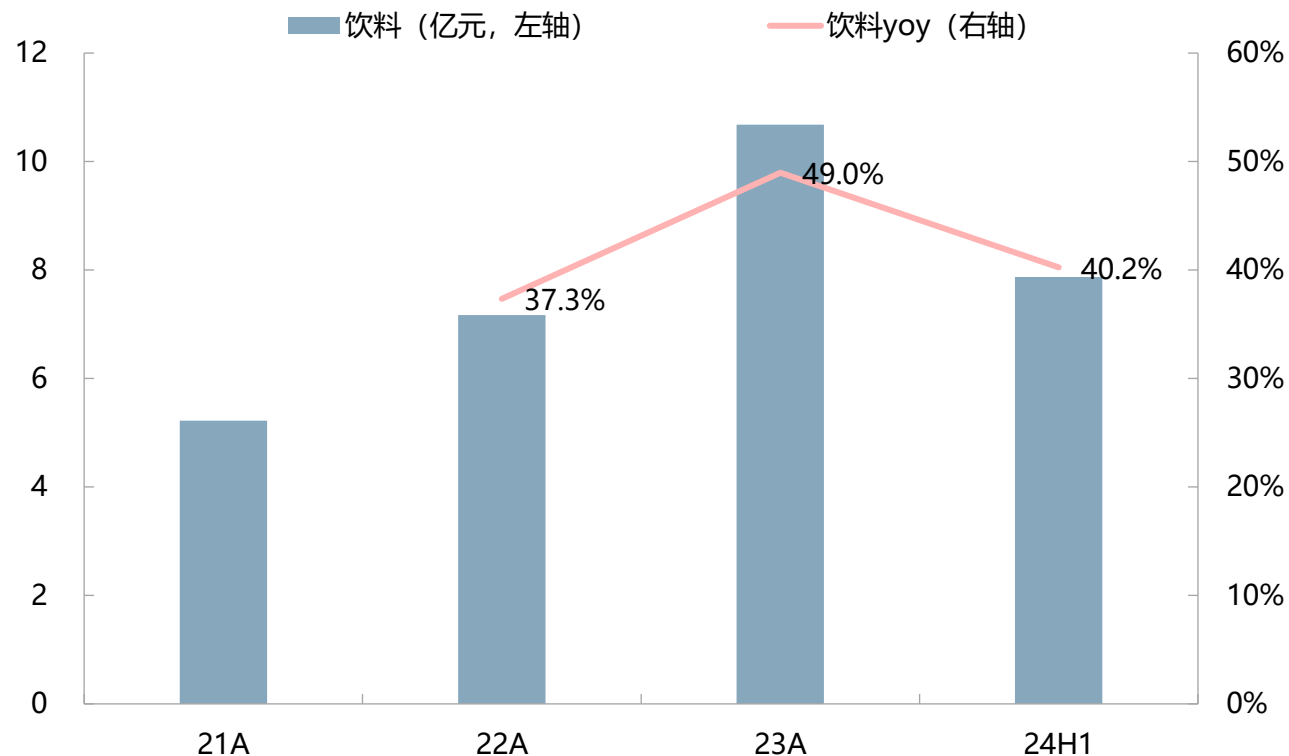
□ 展望25年，瓶装水板块24年激烈的价格战有望趋缓。2-4月农夫山泉受舆论影响份额丢失，4月起推出绿瓶饮用纯净水并大力促销至1元以内，以应对网络舆情影响稳住市场份额，但引发行业价格战。目前农夫份额回升、同时价格战趋缓。**25年我们判断价格战持续但相对24年趋缓，相关瓶装水公司格局优化、同时持续发力第二曲线。**

价格战后农夫线上份额已回至高位



资料来源：久谦、华安证券研究所整理

华润饮料第二曲线高速增长



资料来源：华润饮料招股书、华安证券研究所

投资建议：景气投资延续

- 软饮：展望25年，**软饮料板块景气度有望延续**，**能量饮料、运动饮料、瓶装水有望延续成长逻辑**。同时，头部企业拓品与出海持续发力，预期业绩仍有想象空间。
- 乳品：展望25年，板块有望在原奶成本周期触底后，迎来**盈利能力改善**。同时，需求端在消费政策扶持下，有望温和回暖。
- 重点推荐：
 - ✓ **【东鹏饮料】** 主业确定性强化，拓品及出海进展超市场预期。
 - ✓ **【百润股份】** 主业恢复增长，拓品威士忌反响积极。
- 相关标的：
 - ✓ **【农夫山泉】** 份额回升格局优化，茶饮料高景气，平台化持续发力。
 - ✓ **【华润饮料】** 行业价格战趋缓/利润率确定性提升，拓品饮料高增，估值低。

软饮料/乳品核心公司盈利预测情况

细分行业	上市公司	市值(亿元)	营业收入(亿元)		归母净利润(亿元)		营业收入(yoy)		归母净利润(yoy)		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
能量饮料	东鹏饮料	1292	159	204	32	42	41%	28%	57%	30%	40	31
瓶装水	华润饮料H	260	144	155	17	20	7%	8%	24%	20%	16	13
	农夫山泉H	3530	473	549	127	148	11%	16%	5%	16%	28	24
预调酒/威士忌	百润股份	294	32	36	8	9	-3%	13%	-6%	16%	39	33
植物乳饮料	养元饮品	289	58	62	14	16	-5%	7%	-3%	11%	20	18
	承德露露	94	32	35	6	7	8%	8%	-1%	16%	15	13

备注：华润饮料、农夫山泉、养元饮品、承德露露采用wind一致预期，其余为华安证券研究所测算。数据截至2024/12/31。

资料来源：wind、华安证券研究所测算与整理

PART

零食势能：关注对渠道议价权提升变化

24年回顾：基本面强势但波动剧烈

□ **零食基本面强势，板块波动加剧。** 24年零食板块上涨19.8%，强于同期食品饮料板块表现（-8.0%）。拆分基本面与估值看：

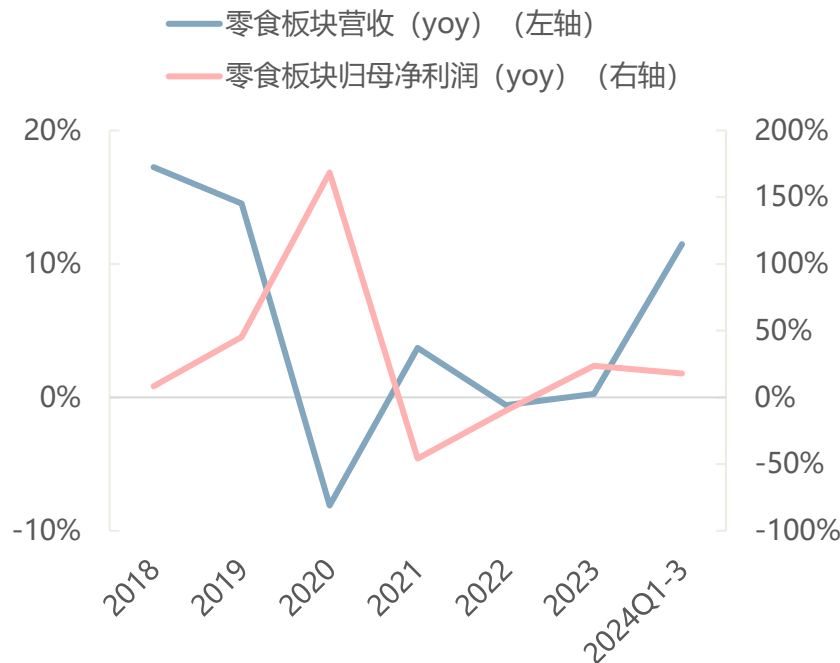
- ✓ 24Q1-3零食板块累计营收/归母同比+11.5%/17.8%，基本面维持强势。
- ✓ 截至12月底零食板块PE-TTM约34.2X，与年初相比基本持平，位于过往10年50.9%分位数。年内板块估值波动放大，其中Q2-3板块估值持续下行，主因①资金面获利了结②市场担忧渠道话语权强化导致上市公司盈利能力受损。Q4板块估值快速上行，主因①年货旺季备货积极吸引景气度资金②上市公司持续强化自身话语权，渠道对盈利能力影响程度或可控。

24年零食板块波动加剧



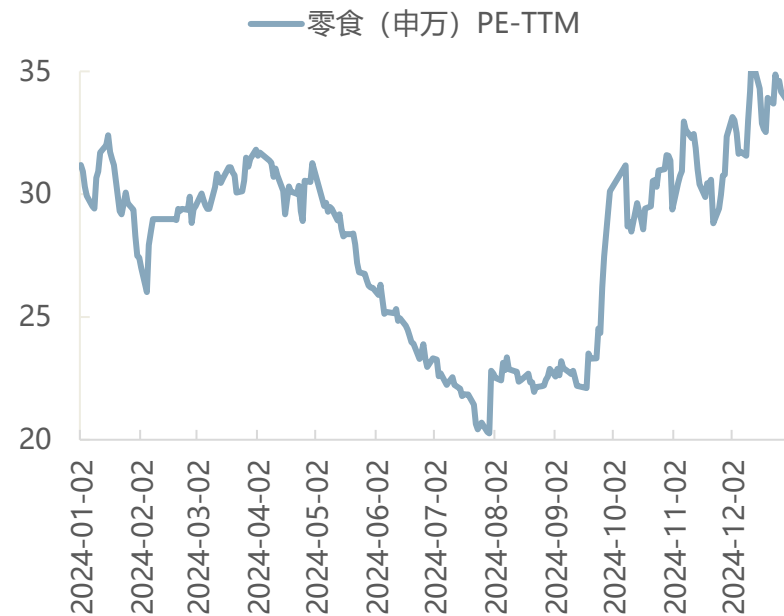
资料来源：wind、华安证券研究所整理

零食板块基本面维持强势



资料来源：wind、华安证券研究所整理

24年零食板块估值波动放大



资料来源：wind、华安证券研究所整理

25年增量：渠道议价权为下一阶段核心

□ 随着25年渠道红利逐步迈入下半场，竞争环境更为激烈，上游零食供应商需提升渠道议价权，以抵御盈利能力降低风险，我们认为**核心在于：高效产品体系、供应链降本能力、绑定渠道获客能力。**

- ✓ 高效产品体系：通过强品牌力与丰富产品矩阵能持续占领消费者心智。
- ✓ 供应链降本能力：通过主动布局上游，对成本核心原材料进行降本，有效传导渠道价格走低压力。
- ✓ 绑定渠道获客能力：通过参股、协助渠道转型等方式绑定渠道，建立和谐的上下游渠道关系。

三只松鼠/盐津铺子渠道议价权相对占优

公司	高效的产品体系	供应链降本能力	绑定渠道获客能力
盐津铺子	产品矩阵丰富，现有7大品类计划未来每隔1-2年新增1个品类 借力山姆等渠道持续抢占中产客群品牌心智，魔芋、鹌鹑蛋品牌影响力持续提升。	投资魔芋、鹌鹑蛋、马铃薯粉生产项目。	参股零食很忙
三只松鼠	坚果品类达38.1亿占据消费者心智 电商时代积累丰厚品牌红利	直采于国际、国内头部产区；通过控股、合资深化产区布局。	①打造社区零食店直接参与折扣业态。 ②向BCD类传统渠道提供性价比商品，协助渠道转型，间接参与折扣业态。

各品牌零食新品

公司	新品
盐津铺子	“蛋皇” 鹌鹑蛋、“大魔王” 素毛肚
劲仔食品	溏心鹌鹑蛋
甘源食品	“果果嘿巧” 黑巧克力、膨化子品牌系列（“锅霸”、“馋也”、“谷维能”）
有友食品	无骨凤爪

资料来源：各公司公告、华安证券研究所整理

资料来源：搜狐网、FBIF食品饮料创新、格隆汇、飞象网、每日经济新闻、华安证券研究所整理

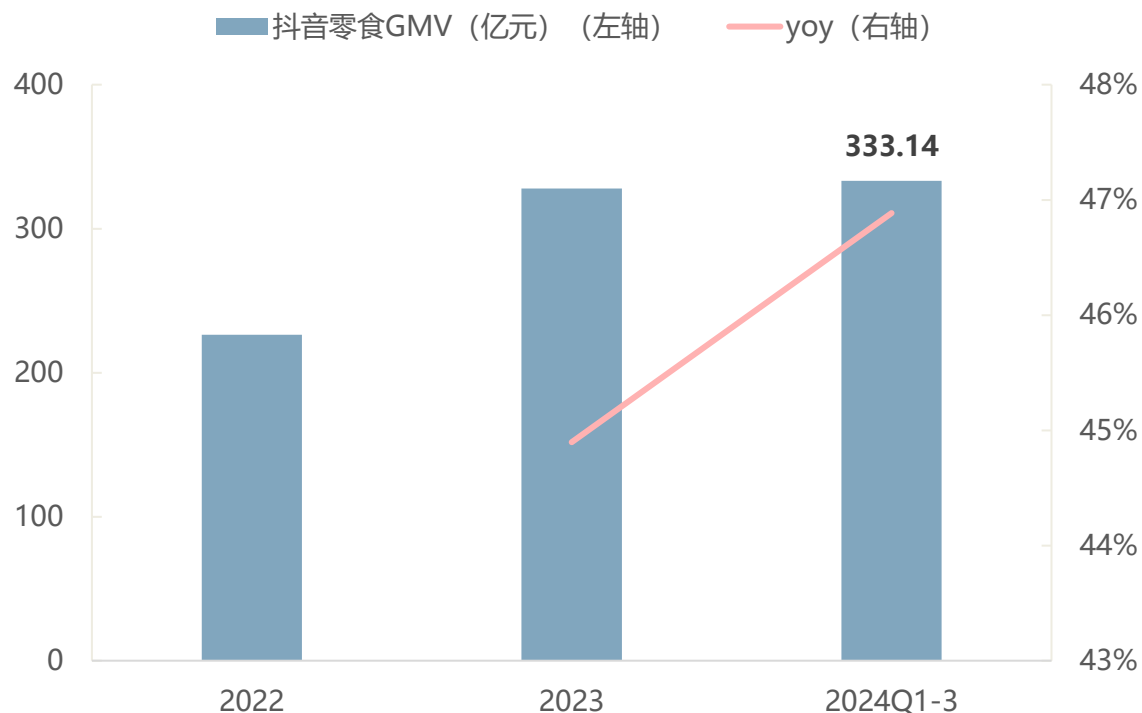
25年增量：量贩及抖音维持强势

□ 24年性价比消费潮流爆发，抖音/量贩渠道凭借高质性价比产品，需求端持续旺盛，渠道维持高速增长。

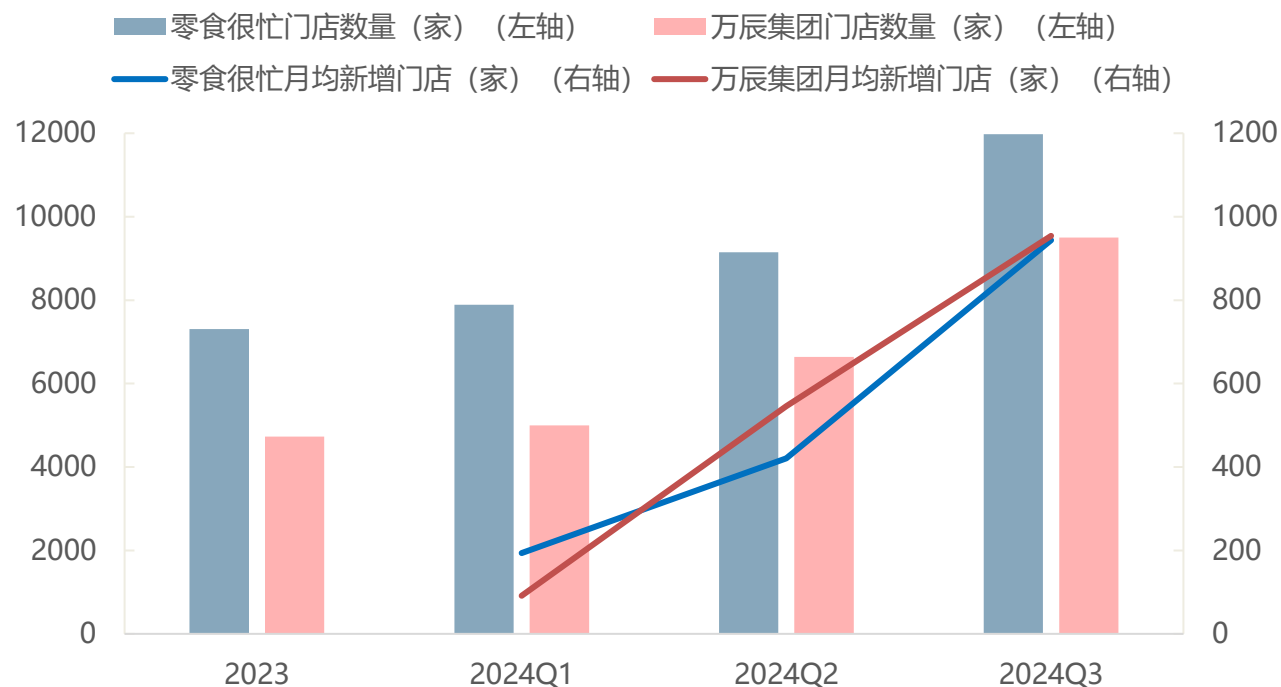
✓ 抖音渠道24Q1-3零食品类GMV累计同比+47%，达333.1亿，超23年全年GMV。

✓ 量贩渠道拓店迅速，带动上游零食供应商铺货式增长。截至24Q3零食很忙/万辰集团终端门店约11978/9500家，Q3月均分别净开店944/787家，环比加速。我们预计24年末零食很忙/万辰集团终端门店数分别突破14000/11000家，同比+102.7%/151.0%。

抖音24年零食GMV同比维持45%+



量贩渠道保持较高开店速度

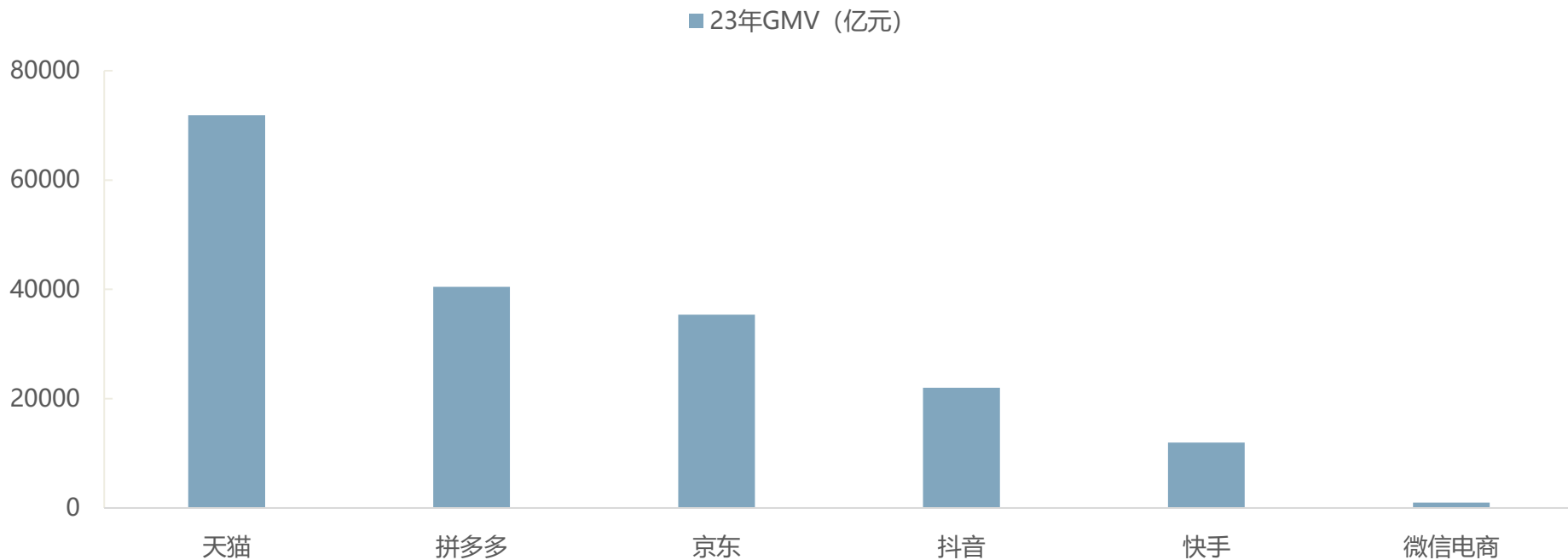


25年增量：微信电商重构带来新风口

□ **微信电商业态重构，或成为25线上渠道新风口。** 24年腾讯对电商业务有了更清晰的定调“要做微信电商，直播电商要串联微信生态系统”，“建立一个更大、更有意义、上限更高的电商生态系统”。我们预计“送礼物”功能在25年只是一个开始，未来或有更多的动作，以提高微信渠道流量到购物的转化率。从GMV来看，微信电商远低于竞争对手，未来仍有较大想象空间。

□ **私域运营能力成为关键。** 微信电商作为私域平台，更考验厂家的电商运营能力，三只松鼠、盐津铺子表现突出。公司开店以来，微信电商渠道累计销量分别超480万/100万笔，远超竞争对手。同时，公司积极利用小视频/直播等方式提高渠道流量获取能力，不单纯依靠货架电商模式做营销。我们预计这两家公司能率先在微信电商业态重构中获利。

微信电商GMV有较大想象空间



投资建议：高效转化标的

□ **展望25年，性价比红利下量贩抖音渠道预计景气度仍存。**但随着渠道红利逐步迈入下半场，竞争环境日趋激烈，上游零食供应商盈利能力持续受到冲击，**拥有更高渠道议价权的企业方可更高效地将渠道红利转化为业绩**，提升渠道议价权逐渐成为企业保障盈利能力的当务之急。

□ **首选具备渠道议价权提升趋势标的，重点推荐：**

- ✓ **【三只松鼠】** 优化产品矩阵+收购折扣业态推动线下分销改革，集约化生产推动供应链提效，渠道议价权持续提升。
- ✓ **【盐津铺子】** 产品矩阵丰富适配渠道，布局上游优化供应链，参股下游量贩渠道，渠道议价权稳步提升。

零食核心公司盈利预测情况

上市公司	市值	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		营业收入 (yoy)		归母净利润 (yoy)		PE	
	(亿元)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
三只松鼠	148	104	139	4	6	46%	34%	85%	43%	36	25
盐津铺子	171	52	64	7	8	26%	23%	28%	25%	26	21
劲仔食品	62	25	30	3	4	19%	21%	38%	27%	21	17
甘源食品	87	23	27	4	5	22%	19%	19%	21%	22	19

资料来源：wind、华安证券研究所测算与整理

备注：盈利预测均采用华安证券研究所测算。数据截至2024/12/31。

PART 3

顺周期修复：聚焦餐饮、白酒，预期先行

政策点明需求，餐饮修复先行

□ 自9月底政治局会议提出促进消费以来，各省市陆续出台餐饮消费券，初步取得较好反馈，10-11月上海餐饮消费券发放期间，餐饮消费同比增长11.4%。根据《我国消费券的发放效果研究》的相关数据，2020年各地消费券平均核销率达68%，能刺激3倍以上的关联消费。展望25年，我们预计消费券政策在实施范围、实施力度等方面仍有发力空间，将持续刺激需求。

□ **我们判断修复斜率为：餐饮链 > 白酒。** 餐饮消费对价格敏感度更高，且消费场景更为多元，消费券对餐饮需求的拉动效率更高。而白酒消费对价格敏感度相对较低，消费场景较为依赖商务宴席，消费券对白酒需求拉动效果相对有限。

□ **修复确定性为：调味 > 餐供 > 啤酒。** 调味品受益海天去库存结束，行业已呈现右侧特征，餐供亦有小B端公司开始复苏；啤酒成本红利仍有空间但餐饮复苏带来的高端化仍存不确定性。

2020年消费券有效刺激需求

城市	发放金额 (万元)	核销金额 (万元)	核销率	关联消费 (万元)	关联消费倍数
杭州	37500	32100	86%	342200	10.7
佛山	5000	3870	77%	13600	3.5
沈阳	2000	944	47%	6459	6.8
衢州	3390	1846	54%	10147	5.5
郑州	5000	3925	79%	55200	14.1
赤峰	500	364	73%	3692	10.1
呼和浩特	1000	86	9%	719	8.4
绍兴	7500	2333	31%	10900	4.7
宁波	1070	515	48%	5321	10.3
乌鲁木齐	4786	330	7%	5498	16.7
温州	19720	13000	66%	98200	7.6
合计	87466	59313	68%	551936	9.3

PART

修复之①调味/餐供：B端复苏可期

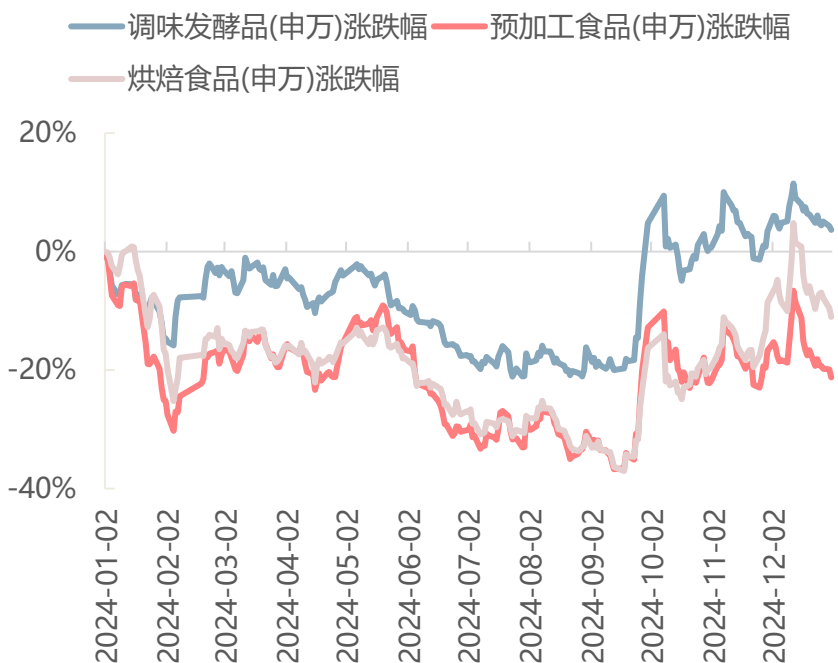
24年回顾：调味优于餐饮

□ **24年调味品改表现优于餐饮链。** 24年调味品/预加工/烘焙食品分别+3.7%/-21.2%/-11.0%，调味品板块表现优于餐饮链。拆分基本面与估值看，调味品涨幅主要由业绩增长贡献。

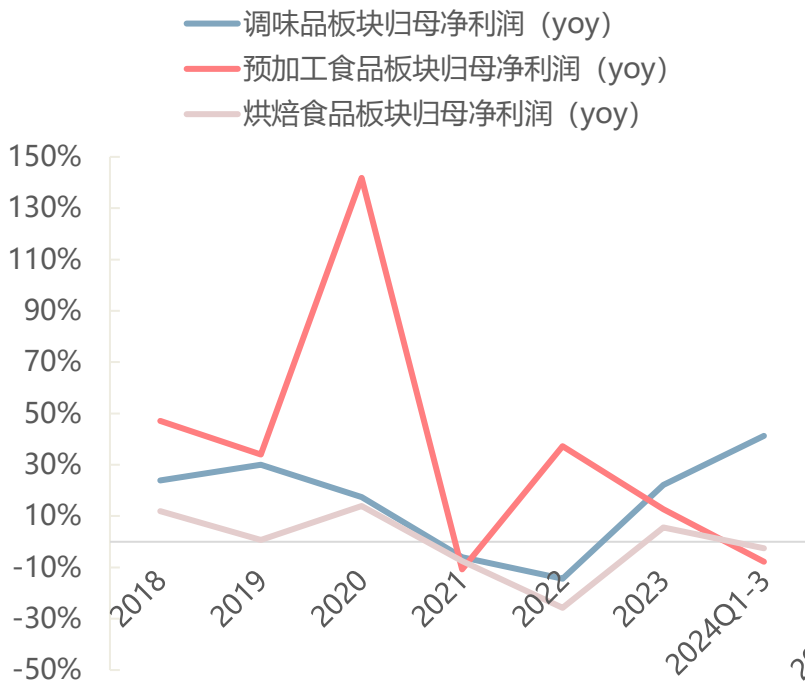
✓ 24Q1-3调味品/预加工食品/烘焙食品板块营收分别同比+7.2%/-2.2%/+0.1%，归母净利润分别同比+41.3%/-7.8%/-2.6%。调味品行业改善趋势显现，叠加成本红利，业绩增速快于营收增速。

✓ 截至12月底，调味品/预加工食品/烘焙食品板块PE-TTM分别约22.8/21.1/26.3X，调味品板块明显消化估值。

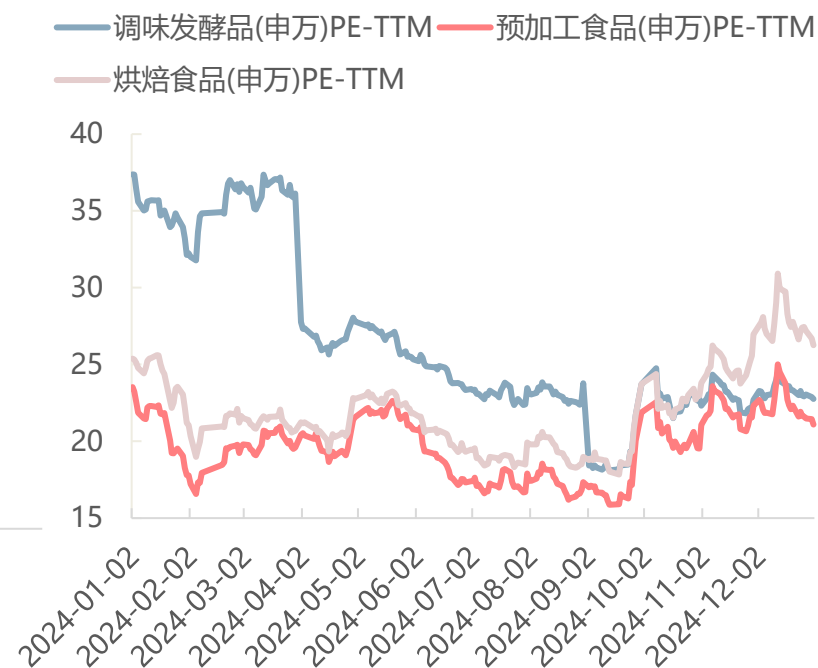
24年调味品表现优于餐饮链



调味品基本面改善趋势显现



调味品板块明显消化估值

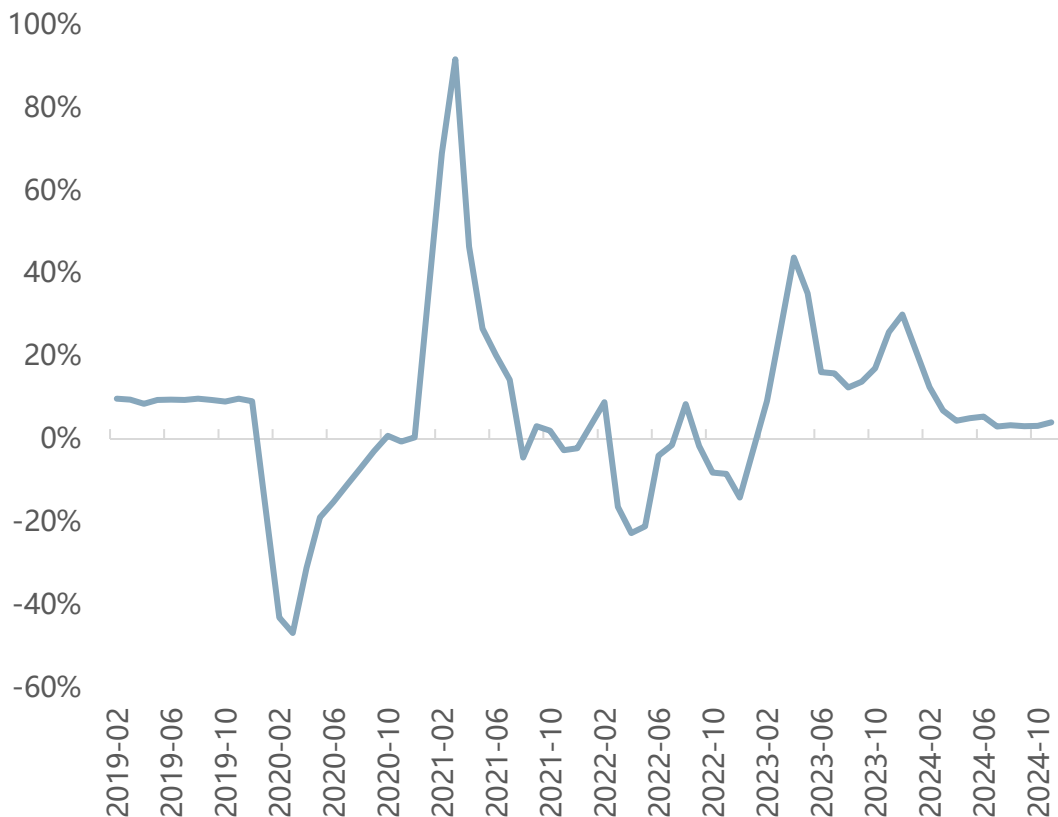


25年展望：B端复苏可期

静待政策深化，B端修复可期。24年餐饮消费呈弱复苏态势，11月社零餐饮消费同比+4%，增速环比提升0.8pct，全国层面上餐饮消费券拉动效应相对有限。从当前餐饮消费券实施情况来看，我们预计在实施范围、持续时间、折扣力度上仍有发力空间。展望25年，若餐饮消费券政策提升推广力度，B端复苏可期，小B或成为营收新增量。

餐饮消费复苏静待政策起效

— 社会消费品零售总额:餐饮收入:当月同比 (%)



资料来源: wind、国家统计局、华安证券研究所整理

餐饮消费券推广力度仍有提升空间

地区	时间	满减力度
上海	24年9月-24年12月	满300元减90元、满500元减150元、满800元减240元、满1000元减300元
广州	24年11月-25年上半年	满200元减50元、满500元减100元、满1000元减200元
杭州	24年10月-24年12月	第一轮: 满100元减10元、满200元减30元、满300元减50元、满500元减100元 第二轮: 满50元减10元、满100元减20元、满200元减40元、满300元减60元、满500元减100元
河南	24年10月-24年11月	满50元减20元、满150元减50元、满300元减100元
福州	24年9月-24年10月	满20元减5元、满200元减30元、满500元减50元

资料来源: 上海市商务委员会、广州政府网、杭州网、郑州政府网、福州本地宝、华安证券研究所整理

投资建议：确定选调味、弹性选餐饮

□ 展望25年，餐饮消费有望在政策推动下，景气度逐步回暖，叠加适度宽松的货币政策利于估值提升，我们预计**餐饮链有望跟随调味品，迎来戴维斯双击，我们认为小B复苏速度领先**。此前小B受损更为严重基数更低，叠加消费趋势从品牌连锁转向平价小店，小B需求有望走强。

□ **首选已确定边际改善的公司，重点推荐：**

- ✓ **【海天味业】** 库存消化结束，收入加速增长，港股上市拓海外。
- ✓ **【安琪酵母】** 海外占比加速提升，国内25年受益B端复苏、成本红利持续释放。
- ✓ **【天味食品】** 受益小B端复苏，费率优化。
- ✓ **【立高食品】** 受益B端已开始复苏，新品持续放量。

调味品/餐饮链核心公司盈利预测情况

细分行业	上市公司	市值(亿元)	营业收入(亿元)		归母净利润(亿元)		营业收入(yoy)		归母净利润(yoy)		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
调味品	海天味业	2552	271	299	62	69	10%	10%	11%	10%	41	37
	中炬高新	173	52	60	7	10	2%	14%	-57%	30%	23	18
	颐海国际H	145	69	76	9	10	12%	11%	1%	16%	17	15
	天味食品	142	34	39	6	7	8%	14%	32%	15%	24	20
	千禾味业	125	33	37	5	6	2%	12%	-4%	14%	24	21
	仲景食品	45	11	13	2	2	13%	13%	10%	15%	24	20
	安琪酵母	313	154	173	14	16	14%	12%	10%	14%	22	20
餐饮链	安井食品	239	152	168	15	17	8%	11%	-2%	15%	16	14
	绝味食品	102	65	75	5	6	-11%	15%	54%	19%	19	16
	立高食品	66	37	41	3	3	7%	11%	270%	19%	24	21
	千味央厨	31	20	22	1	2	4%	12%	-7%	20%	24	20

资料来源：wind、华安证券研究所测算与整理

备注：盈利预测均采用华安证券研究所测算。数据截至2024/12/31。

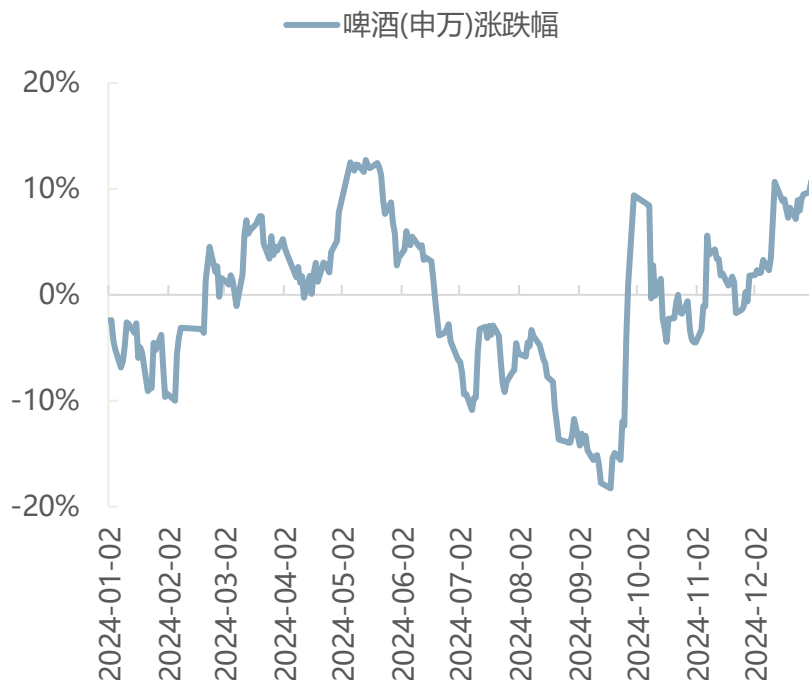
PART

修复之②啤酒：震荡筑底，企稳回升

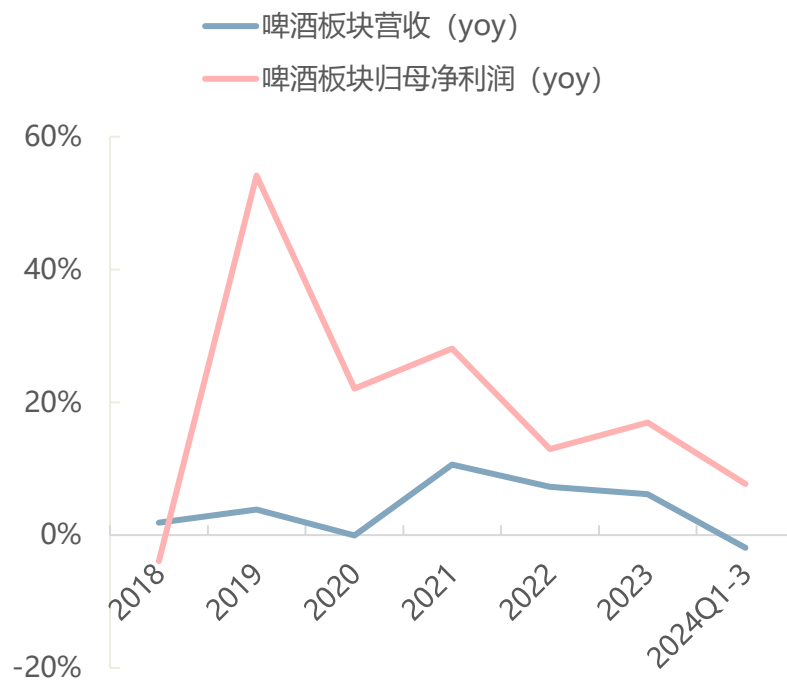
24年回顾：板块震荡筑底

□ 板块表现震荡。 24年啤酒板块上涨10.7%，强于同期食品饮料板块表现（-8.0%）。拆分基本面与估值看，24Q1-3白酒板块累计营收/归母同比-1.9%/+7.7%，高端化趋势放缓；截至12月底啤酒板块PE-TTM约27.6X，较年初基本持平，位于过往10年8.1%分位数。其中，Q2-3估值调整幅度较大，主因旺季受极端天气+消费弱复苏扰动，销量与吨价不及预期。

24年啤酒板块表现震荡



啤酒板块高端化趋势放缓



Q2-3啤酒板块估值调整幅度较大



25年展望：成本红利收窄，量价企稳回升

□ 包材价格维持高位，原材料仍有下降空间，成本红利收窄。

✓ 包材：截至24年12月底，铝锭价格维持高位，玻璃/瓦楞纸维持低位，考虑到非现饮占比提高，预计25年包材小幅上升。

✓ 原材料：截至24年11月底，大麦进口价格约253美元/吨，较本轮上涨起点219美元/吨，仍有下降空间。

□ 高端化仍在推进。11月中旬百威率先对包括科罗娜、福佳、百威品牌在内的常见产品上调价格，幅度每箱3到7元不等。行业仍坚持高端化趋势。

铝锭价格维持高位



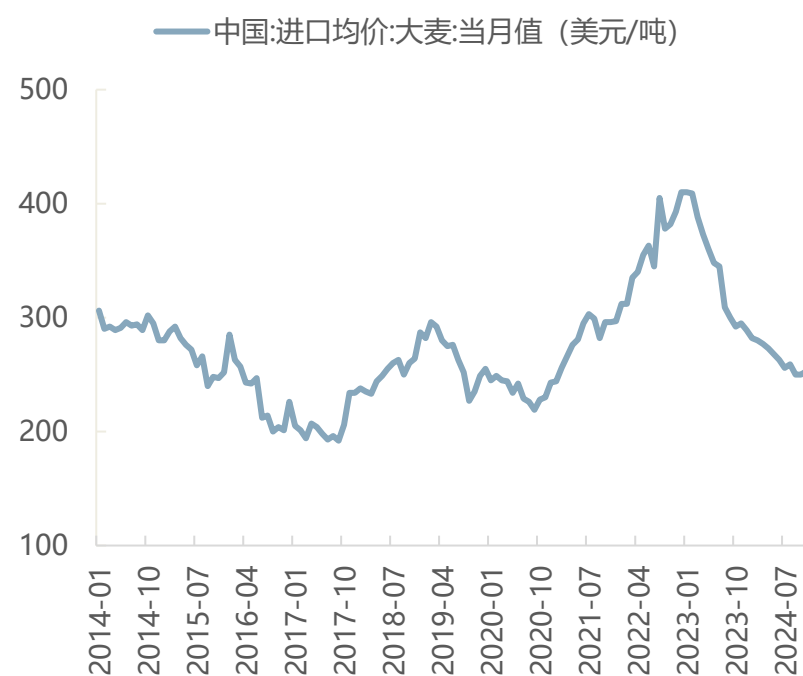
资料来源：wind、国家统计局、华安证券研究所整理

瓦楞纸价格处于低位



资料来源：萝卜投资、百川盈孚、华安证券研究所整理

大麦价格仍有下降空间



资料来源：wind、华安证券研究所整理

投资建议：把握低估筑底机会

□ **展望25年，啤酒板块有望迎来量价企稳回升。**其中，销量有望在餐饮消费复苏带动下环比改善；吨价在高端化趋势延续下，我们预计增速快于CPI。叠加行业成本红利仍有空间，我们预计25年板块盈利能力将持续提升。同时，**板块估值处于过往10年较低水平，安全边际充足。**

□ **首选充分受益餐饮复苏的低估头部企业，重点推荐：**

✓ **【华润啤酒】**各价格带优势全面，啤白双驱动，受益B端复苏高端化。

啤酒核心公司盈利预测情况

上市公司	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		营业收入 (yoy)		归母净利润 (yoy)		PE	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
华润啤酒H	757	396	410	53	62	2%	4%	4%	15%	14	12
青岛啤酒	1104	321	331	44	49	-5%	3%	2%	13%	25	22
重庆啤酒	305	155	164	14	16	5%	5%	6%	9%	22	20
燕京啤酒	339	148	156	9	12	4%	5%	46%	23%	36	29

资料来源：wind、华安证券研究所测算与整理

备注：盈利预测均采用华安证券研究所测算。数据截至2024/12/31。

PART

修复之③白酒：增速换挡，预期先行

24年回顾：全年调整显著

□ **白酒增速换挡，带动估值调整，板块表现整体承压。** 24年白酒板块下跌13.1%，弱于同期食品饮料板块表现（-8.0%）。拆分基本面与估值看，24Q1-3白酒板块累计营收/归母分别同比+9.3%/10.7%，增速面临换挡；截至12月底白酒板块PE-TTM约19.9X，较年初下降4.9X，位于过往10年15.2%分位数，估值调整明显。

□ 全年白酒板块表现可分为三个阶段：

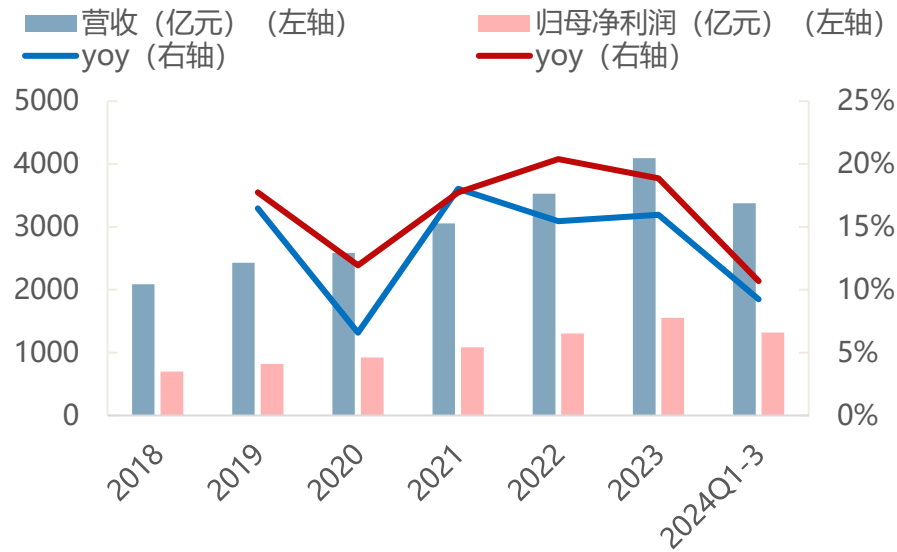
- ✓ Q1：春节旺季，宴席需求旺盛，基本面短期向好，带动估值向上，板块先下探后回暖，微幅上涨0.35%。
- ✓ 4-8月：节后需求走弱承压；经济景气度下行带动板块中长期增速预期向下估值下修，板块下跌20.04%
- ✓ 9-12月：消费刺激政策初步落地显效，低估值+板块中长期增速预期回暖，带动估值修复，截至12月末板块上涨8.31%。

24年白酒板块表现分3个阶段



资料来源：wind、华安证券研究所整理

白酒板块基本面增速换挡



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所整理

白酒板块估值调整明显



资料来源：wind、华安证券研究所整理

24年回顾：马太效应强化

行业增速换挡期，马太效应强化。我们预计24年白酒行业营收/归母增速回落至5%-10%，高端/地产受影响程度弱于次高端，主因次高端受商务宴席需求走弱影响程度更高。各价格带中，头部企业增速回落幅度相对较小，主因①**消费者需求向头部大单品集中**；②**经销商追求高周转下的资金流健康，专注代理头部企业核心产品。**

费用投放力度提高，渠道健康优先级提升。24年各公司通过加强费用投放力度来促进动销，以维持渠道健康。在此背景下，行业盈利能力走弱，业绩增速慢于营收增速。

行业马太效应强化

分类	公司	24Q1-3营收增速	24Q1-3归母净利润增速	归母净利率		毛利率		毛销差	
				24Q1-3	同比	24Q1-3	同比	24Q1-3	同比
高端	贵州茅台	17%	15%	52%	-1pct	92%	+0pct	88%	-1pct
	五粮液	9%	9%	38%	+0pct	77%	+1pct	66%	+0pct
	泸州老窖	11%	10%	48%	-1pct	88%	+0pct	78%	+1pct
次高端	山西汾酒	17%	20%	36%	+1pct	76%	+0pct	67%	+0pct
	舍得酒业	-15%	-48%	15%	-10pct	68%	-7pct	47%	-10pct
	水井坊	6%	10%	30%	+1pct	83%	+0pct	63%	+2pct
	酒鬼酒	-44%	-88%	5%	-18pct	72%	-7pct	32%	-17pct
地产头部	洋河股份	-9%	-16%	31%	-3pct	74%	-2pct	60%	-4pct
	今世缘	19%	17%	31%	-1pct	74%	-2pct	59%	+0pct
	古井贡酒	20%	25%	26%	+1pct	80%	+1pct	54%	+3pct
	迎驾贡酒	14%	20%	37%	+2pct	74%	+3pct	66%	+3pct
	金徽酒	15%	22%	14%	+1pct	64%	+1pct	44%	+2pct

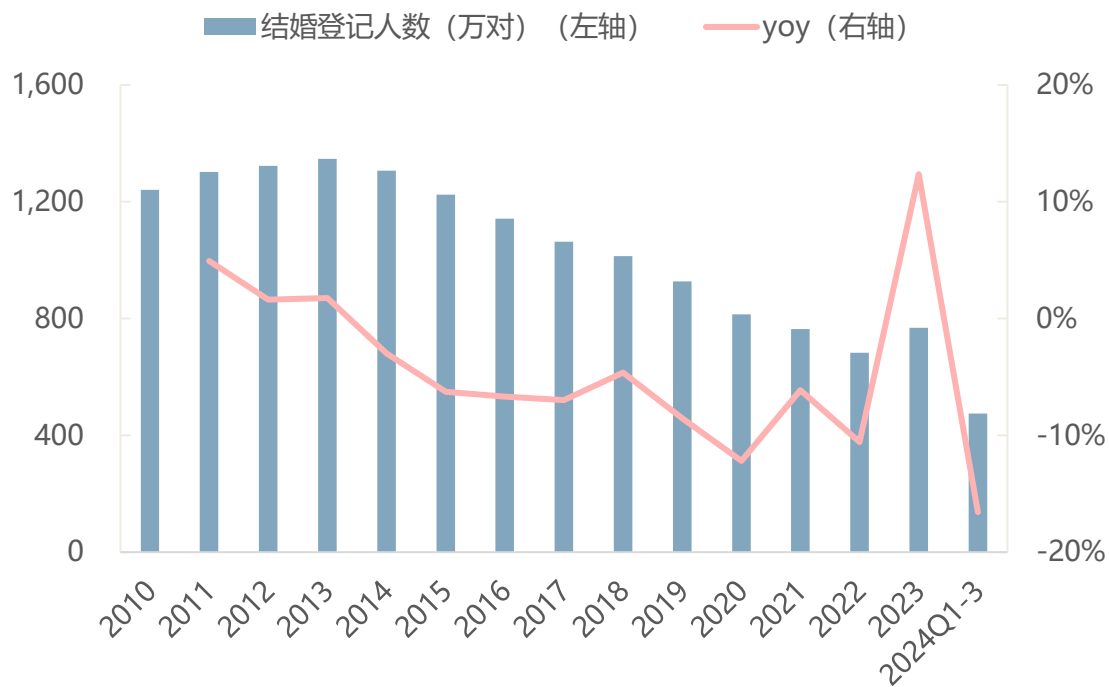
资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所整理

25年展望：婚宴需求领先商务需求

□ **婚宴需求有望恢复，大众需求贡献新增量。** 截至24Q1-3累计国内结婚登记人数474.7万对，同比-17%，除基数原因外，“无春年”风俗亦导致部分人群推迟登记。叠加23年疫后婚宴爆发，透支需求，24年婚宴需求收缩明显。展望25年，随着风俗与基数影响走弱，婚宴需求有望恢复，为白酒大众宴席需求贡献新增量。

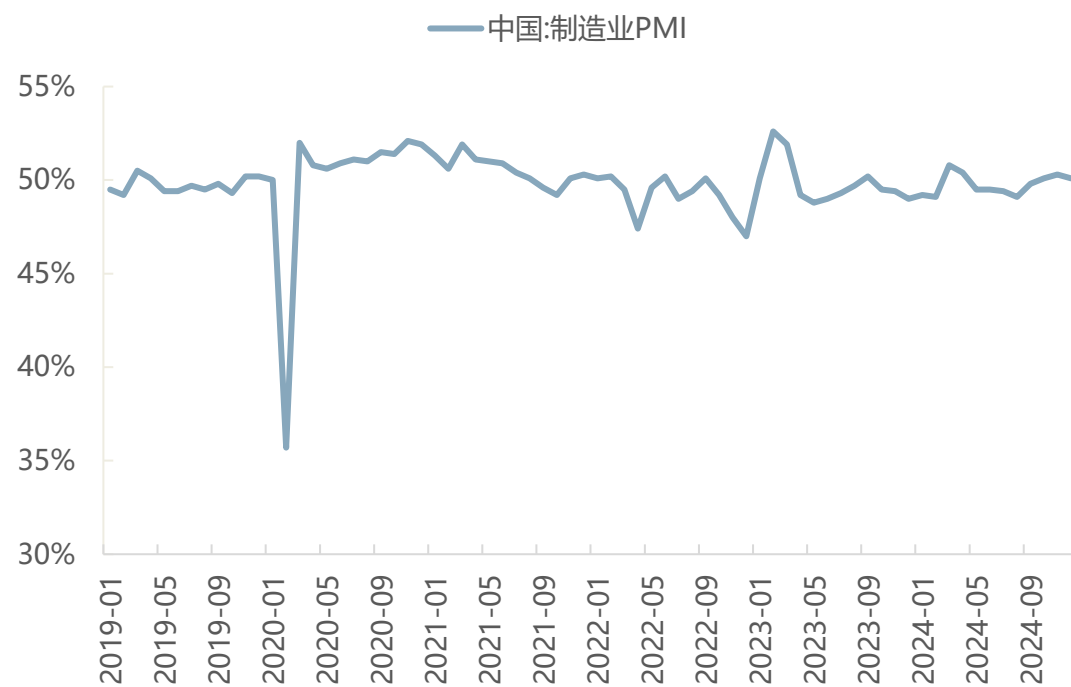
□ **商务需求静待政策逐步落地显效。** 截至24年12月制造业PMI50.1%，仍处50%临界点附近，尚现扩张态势，商务宴席需求较为疲弱。展望25年，随着宏观经济刺激政策逐步落地显效，商务宴席需求预计将逐步回暖，仍有较大改善空间。

25年婚宴需求有望回暖贡献新增量



资料来源: wind、民政部、华安证券研究所整理

商务宴席需求改善静待政策显效

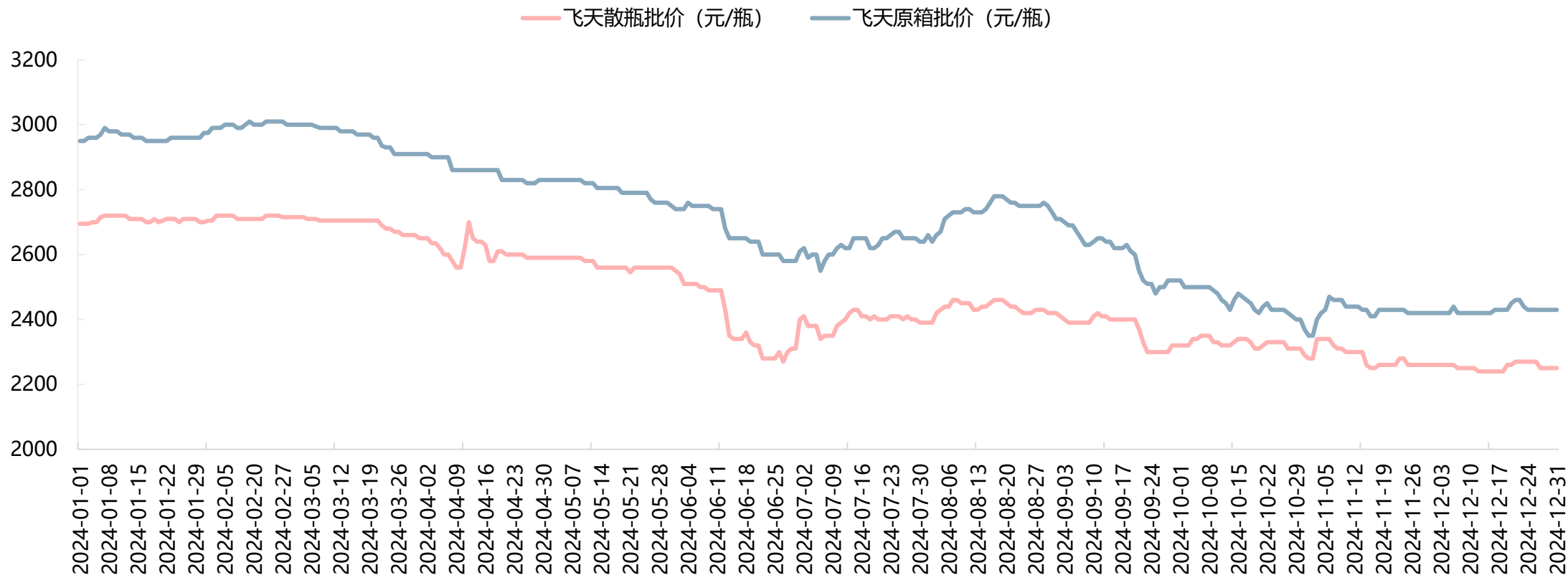


资料来源: wind、国家统计局、华安证券研究所整理

25年展望：飞天批价波动未止

□ **行业底部，飞天批价波动或持续至25H1。** 24年飞天茅台批价波动向下，截至12月31日飞天整箱/散瓶批价分别约2430/2250元/瓶。批价波动主因①需求走弱②关联平台放量+第三方线上渠道加大补贴力度，渠道低价供给边际放量。展望25年，考虑到①政策催化需求向上尚需时间见效②关联平台或于25春节集中放量，我们预计25H1飞天供需仍处于不平衡状态，飞天批价波动或持续至25H1。

茅台批价波动或持续至25H1



资料来源：萝卜投资、今日酒价、华安证券研究所整理

投资建议：拐点已近，预期先行

□ **从24年经销商大会表态看25年经营定调：理性务实，科学看待业绩增速目标**，聚焦腰部产品，调整产品矩阵，迎合大众需求，保持渠道库存健康与利润空间持续。

□ **25年白酒板块基本面先低后高**。24Q2开始调整，通过3-4季度库存去化，板块或于25H1完成底部调整，渠道健康度逐步恢复。25H2伴随着宏观经济刺激政策逐步落地生效，带动商务宴席需求好转，推动板块逐步改善。**从全年复苏顺序看，我们预计地产头部>高端>次高端**，主因①转移性消费刺激政策偏向大众需求，政策见效较快②宏观经济政策催化商务需求恢复需时间积淀③地产头部在基地市场根基深厚，经销商配合意愿相对较高，维护渠道健康难度相对较小。

□ **展望25年白酒板块股价催化或逐步从政策转向基本面**。从估值修复空间看，参考9月末估值修复行情，板块PE-TTM有望修复到23-25X，仍有15%-25%空间；从催化事件看，25Q1全国人大会议或成为估值修复重要催化因素。之后，随着宏观经济政策逐步落地显效，基本面恢复程度预计将逐渐占据对股价走势主导地位。

□ 首选经营韧性强的地产酒标的：

- ✓ **【古井贡酒】** 省内全价格带领先，基地市场坚实可靠，规模效应提升+组织效率优化，费用端仍具优化空间。
- ✓ **【迎驾贡酒】** 洞6/9形成省内消费潮流，渠道利润领先维持强势能，省内市占率持续提升。
- ✓ **【今世缘】** V3+淡雅延续高增势能，苏中/苏南仍有市占率提升空间。

建议关注基本面具弹性标的：

- ✓ **【五粮液】** 千元价格带具备统治力，商务宴席恢复拉动普五需求，对应25年15X。
- ✓ **【山西汾酒】** 商务需求恢复利于公司全国化推进，产品组合覆盖全价格带，充分满足市场需求，对应25年16X。

投资建议：拐点已近，预期先行

公司	经销商大会定调	25年营业策略重心
贵州茅台	做好“三个转型”，解决好根本性的“供需适配”问题	1.客群转型：聚焦“新商务”人群，推动客群组成和结构转型。2.场景转型：围绕“新商务”人群，打造符合所在行业、产业特点和人群偏好的宴饮场景，积极打造更多新的饮酒生活方式。3.服务转型：满足消费者多样化、个性化消费需求，让“卖酒”转变为“卖生活方式”。4.调整产品结构：53度500ml茅台酒投放量略有增长，适度调增53度1000ml茅台酒投放量，减少53度500ml珍品茅台酒投放量，开发茅台酒文创产品，开发茅台1935/茅台王子酒新产品。
五粮液	营销执行提升年	1.破除经销商盈利问题，将保障合理利润摆在营销工作首位。2.痛下决心调整经销商队伍，优化考核奖励机制，鼓励商家深耕细作市场，规范营销动作。3.破除千元价格带竞品纠缠问题，强化35/48度新品战略协同，形成多轮驱动。4.巩固传统渠道，聚焦弱势市场，坚持“一地一策、一商一策”。
泸州老窖	行稳致远、数字落地、机制创新、精耕突破	1.从上升市场转向下降市场，经营思维从简单增长转向风险管理与财务管理。2.从渠道思维转向消费者思维，强调真实品牌塑造和消费者培育，不单纯渠道压货。3.从数量思维转向利润思维，鼓励经销商和团队关注利润而非销售数量。4.从促销思维转向情绪价值创造思维，提倡创造情绪价值，避免单纯价格竞争。5.从放任思维转向管理思维，管理方式转提高精细化与标准化。6.从习惯思维转向年轻人思维，更好服务新一代消费者。
山西汾酒	稳健压倒一切	1.打造汾酒为全球有影响力的酒类品牌。2.践行“汾酒复兴纲领”和“公正立道、科学经营、聚焦发展、提势增能”的发展路径。3.实现渠道力、品牌力、产品力的三力合一。4.通过“四轮驱动、专业运营、夯实基础、防范风险”实现思维突破。5.建设“文化力、科技力、变革力、组织力、执行力”的五力支撑体系。
古井贡酒	横下一条心，狠抓“两条线”，落实“三个作为”	1.一心意为客户，坚持“用户为先”的理念。2.注重产品和人才，不断做大基本盘，持续拓展新版图。3.落实公司作为、客户作为、个人作为，共同推动古井事业健康发展。4.打造高素质、专业化团队，为企业可持续发展提供有力的人才保障。5.深耕华中、华北、华南等地区，进一步提高市场份额。
今世缘	确保主要经济指标增幅高于行业平均水平。确保省外市场增速明显高于省内市场增速。	1.优化品牌架构，聚力次高端突围。明确国缘高飞，带领今世缘、高沟两翼齐飞。2.细化产品策略，聚力大单品打造。四开/对开打造百亿单品，V3提高势能，淡雅扩大百元价格带份额，V9/V6深耕南京与苏州。3.深化区域精耕，聚力占有率提升。省内百城过亿/大镇过千万/万店过百万；省外分级突破，制定“四级市场”打造实施方案，择优配备业务人员。4.简化政策体系，聚力量价利平衡。树立科学正确的业绩观，尊重市场规律，保持政策投入的延续性与稳定性，持续提高两级经销主体满意度。5.强化队伍建设，聚力一体化成长。持续推进大营销管控体系，强化业务团队综合素养和作风建设，构建经销商评级机制，完善终端星级合伙人机制，核心终端“一店一策”。

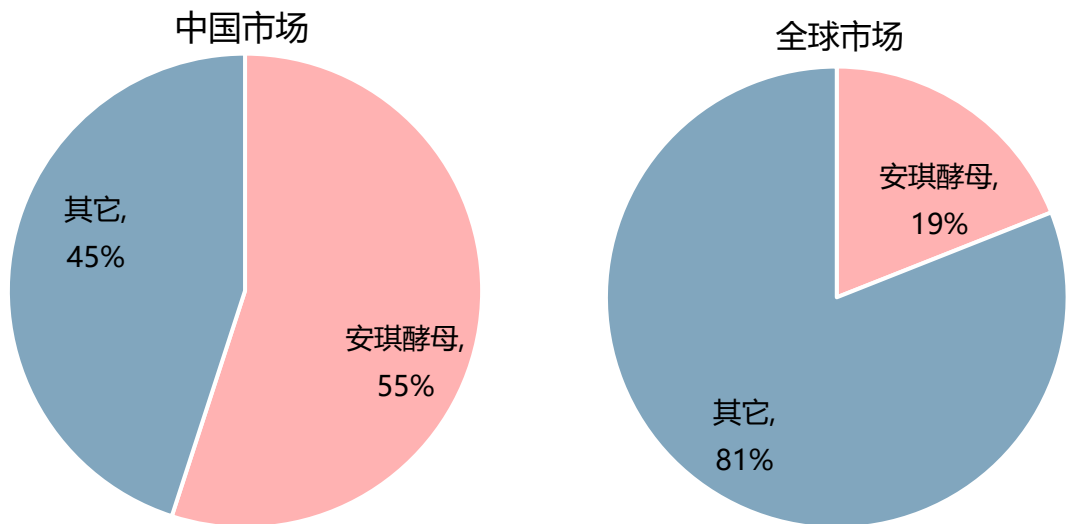
PART 4

出海新增量：入局东南亚，布局全球化

产业出海，周期已至

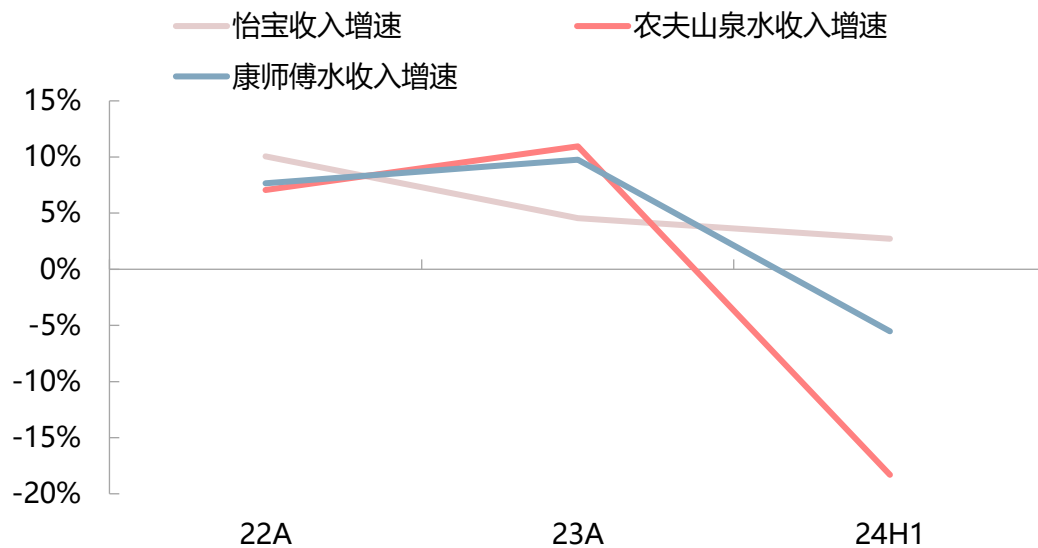
- **餐饮头部企业陆续出海：**参考**安琪酵母**，基于国内份额已高，积极寻求出海增量；当前餐饮头部企业**海天味业、颐海国际、安井食品**皆已拉开海外布局序幕。
- **我们提示重点关注餐饮、软饮、茶饮、零食品类出海机会：**
- **能饮、茶饮、包装水均可出海：**核心源于品类属性天然全球化、头部公司强大竞争力如**农夫山泉**（通过收购国外水厂、赞助体育赛事、开设亚马逊店铺等方式初探国际化之路，未来公司对标百事、可口和雀巢，持续拓展全球市场）；
- **零食出海从品牌到业态皆有想象空间：**参考洽洽食品，国内零食品牌聚焦东南亚市场逐步积累海外运营经验，国内量贩零食业态已具强供应链管理能力和硬折扣业态奥乐齐全球化布局，量贩零食出海亦有想象空间。

安琪酵母国内份额领先后开启全球化



资料来源：公司年报、华安证券研究所

瓶装水国内增速放缓，有望开启全球化



资料来源：wind、华润饮料招股书、华安证券研究所

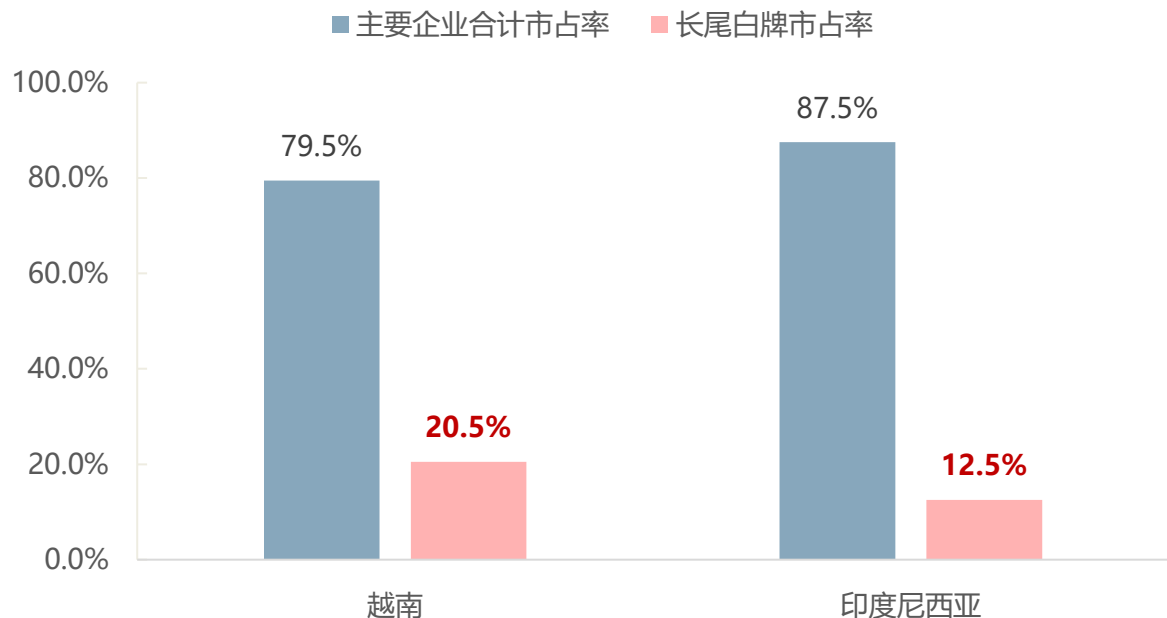
调味出海：相近市场存格局红利

□ **海天味业**：公司近年成立印尼/越南全资子公司，业务性质为食品饮料批发。印尼/越南饮食习惯与国内接近，叠加公司南宁工厂位于东南亚交通枢纽，易于实现对东南亚产能辐射。我们认为东南亚市场成为公司当前海外开拓重心。

□ **颐海国际**：已建立泰国工厂，深耕泰国/马来西亚，越南/柬埔寨逐渐进入主流C端渠道。

□ **东南亚市场存格局红利，外资及长尾白牌份额皆高**：东南亚调味品市场规模约84亿美元，印尼/越南分别约27/16亿美元，5年CAGR4.9%/2.5%，两国市场相对成熟，品类以酱油、辣椒酱、鱼露较为畅销；竞争格局上CR3均超50%，越南长尾白牌更多，头部除本土Masan外均为外资，如联合利华/味之素/雀巢/亨氏。**海天若长期仅对标印尼、越南白牌市场份额的1/2，即可对应收入增量29亿；同理泰国、菲律宾亦增量可期。**

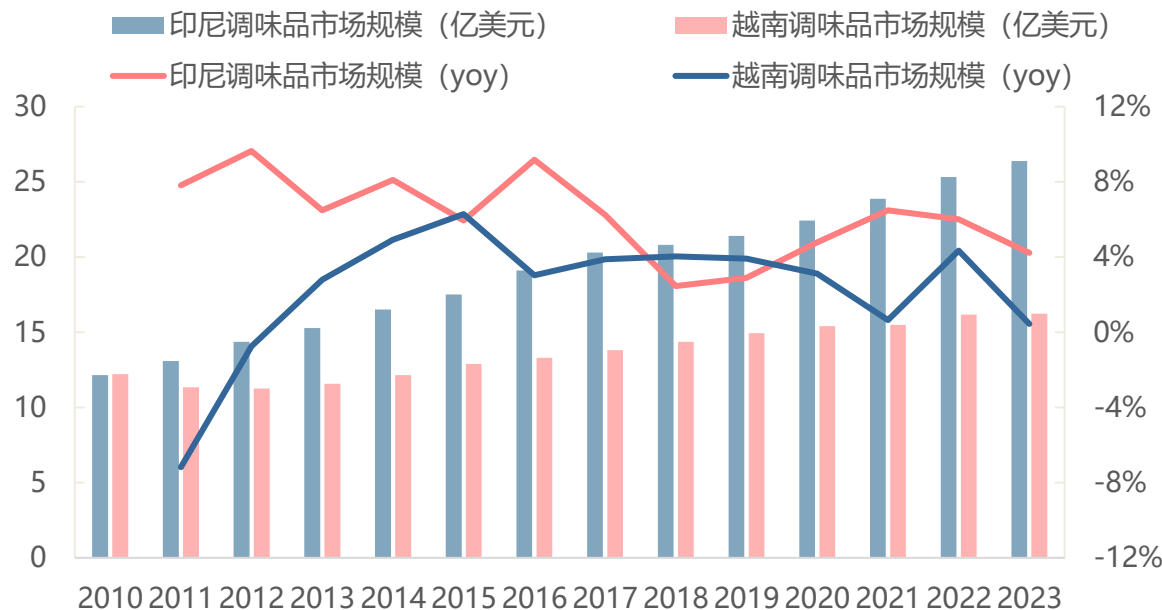
越南/印尼市场长尾白牌相对份额较高



备注：主要企业指市占率超过1%的企业。

资料来源：欧睿，华安证券研究所整理

越南/印尼调味品成熟大市场



资料来源：欧睿，华安证券研究所整理

能饮出海：全球品类，出海渐起

- **东鹏饮料**：公司11月公告投12亿海南建厂（27年投产），12月投资不超2亿美金成立印尼子公司、投建工厂，叠加25年港股上市募资，均可视为出海战略信号。
- 我们认为能量饮料为全球化品类，红牛、Monster出海在前，**东鹏可拓东南亚/印度/中东/非洲市场合计约100亿美金市场规模，可为公司带来50亿+收入潜力。**

海外市场能量饮料零售额、格局(按销量)

	23能量饮料零售额 (亿美元)	近5年CAGR	第一	第二	第三	CR3
越南	9.4	4%	红牛37%	百事Sting 21%	Number 1 15%	73%
泰国	7.5	0%	M150/Shark 49%	卡拉宝 31%	泰牛 16%	96%
柬埔寨	3.9	11%	百事Sting 58%	卡拉宝 30%	Bacchus 5%	93%
菲律宾	3.4	3%	Cobra 69%	百事Sting 31%	红牛 1%	100%
缅甸	2.6	8%	Shark/M150 38%	泰牛 18%	卡拉宝 16%	72%
印尼	2.3	2%	泰牛 50%	Panther 20%	Power F 10%	80%
马来	0.7	-1%	红牛 56%	Power Root 19%	Livita 9%	84%
老挝	0.5	-5%	百事Sting 50%	M150 31%	泰牛 8%	89%
新加坡	0.4	3%	红牛 77%	Monster 20%		97%
东南亚合计	30.9					
印度	9.2	50%	百事Sting 90%	奥地利红牛7%	Monster 1%	98%
南非	11.4	10%	Monster 20%	奥地利红牛18%	Reboost 12%	50%
尼日利亚	4.9	16%	Lucozade三得利 44%	Bullet 22%	Fearless 11%	77%
沙特	10.6	-7%	Alesayi 44%	Monster 9%	Abuljadayel 4%	57%
以色列	3.0	6%	XL 51%	BLU 26%	Monster 8%	85%
中东非合计	54.9					

茶饮出海：率先出海，中国主导

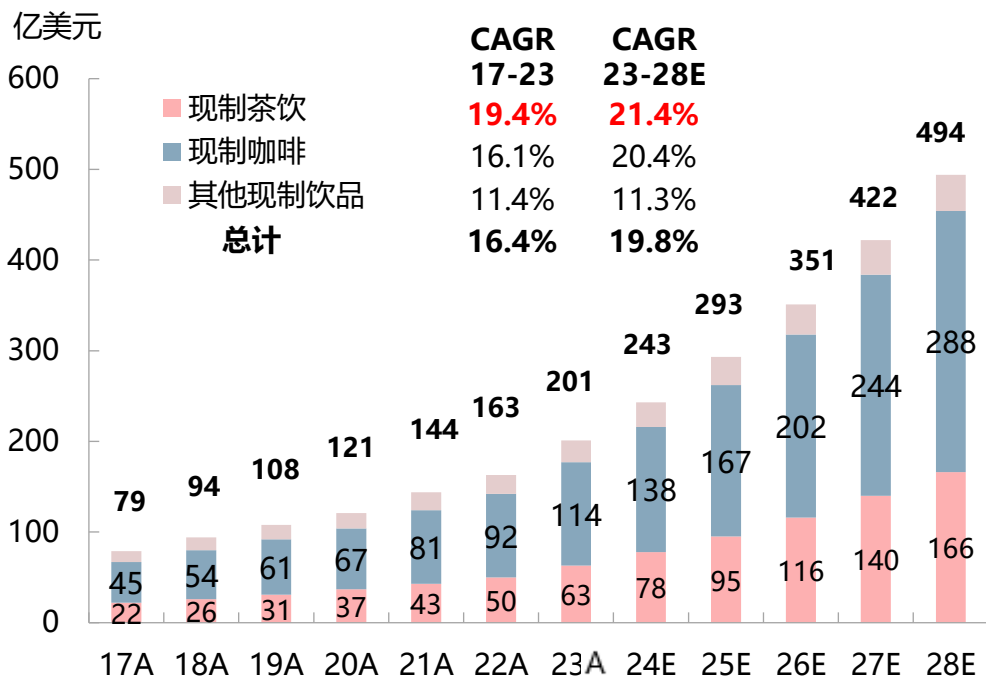
□ 现制茶饮与东南亚“天生适配”，中国供应链及茶文化输出可期。

✓ 全年旺季，炎热气候拉长经营周期，且人工租金便宜；

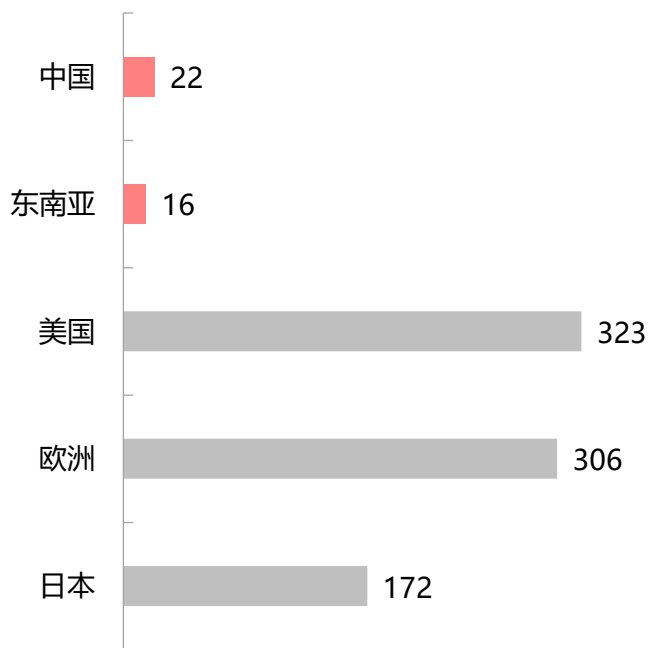
✓ 中国供应链输出，东南亚本土品牌原料源自中国进口，蜜雪冰城已是东南亚现制茶饮最大品牌；

✓ 中国茶文化输出，类比奶+咖啡的拿铁带动咖啡的全球化，未来奶+茶带动中国茶文化输出可期，而文化输出前所未有的，且茶文化由中国主导。

东南亚现制饮品GMV



东南亚人均杯量低



蜜雪已成东南亚最大茶饮品牌

排名	品牌	总部	东南亚门店数	以出杯量计的份额
1	蜜雪冰城	中国郑州	4300	19.5%
2	快乐柠檬	中国台湾	1300	6.3%
3	Esteh Indonesia	印尼品牌	1000	6.1%

战略清晰，功不唐捐

- **出海战略日益清晰**：头部大众品公司已形成“东南亚-全球化”的出海战略，地域选择以**东南亚市场为入局起点**，品类选择以**能饮、茶饮、餐饮、零食等为首选**，供应链布局可视为明确战略信号，并循序渐进建设适配的品牌影响力。
- **供应链、经销商建设先行，品牌建设任重道远**。我们认为打入海外主流销售渠道可实现短期快速放量；长期通过海外产能提升降低运营成本，逐步实现竞争优势；品牌建设徐图缓进，逐步形成消费者认知。
- 国内头部企业具强供应链管理能力及市场洞察优势，综合当前出海战略落地节奏及自身禀赋，我们认为：**东鹏饮料/安琪酵母/海天味业/颐海国际机会**值得重点期待，亦要前瞻关注**包装水、现制茶饮、量贩零食**三大品类的出海进展。

东南亚华侨占比高成为出海首选

地区	国家	华侨总人数 (万人)	占该国总人口比例
东南亚	新加坡	414	75.9%
	马来西亚	753	23.2%
	柬埔寨	约100万人	6%-7%
	印度尼西亚	811-1351	3%-5%
	缅甸	250余万人	3.0%
	菲律宾	约200万人	2.0%
	日本	77	0.6%
欧洲	法国	70	1.0%
	英国	70	1.0%
	意大利	30多万人	0.5%
	美国	550	1.7%
美洲	加拿大	170	4.7%
	巴西	30多万人	0.1%
	大洋洲	澳大利亚	139
	新西兰	25	4.8%

资料来源：《世界侨情报告（2023）》、华安证券研究所整理

全文结论

结论：25年我们重点看好“景气势能、周期修复、出海增量”三重投资线索，盈利估值参见下表。

主线逻辑	标的	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		收入yoy		归母yoy		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
主线1： 景气延续	东鹏饮料	1292	159	204	32	42	41%	28%	57%	30%	40	31
	百润股份	294	32	36	8	9	-3%	13%	-6%	16%	39	33
	三只松鼠	148	104	139	4	6	46%	34%	85%	43%	36	25
	盐津铺子	171	52	64	7	8	26%	23%	28%	25%	26	21
	农夫山泉H	3529	473	549	127	148	11%	16%	5%	16%	28	24
	华润饮料H	260	144	155	16	20	7%	8%	24%	20%	16	13
主线2： 周期修复	天味食品	142	34	39	6	7	8%	14%	32%	15%	24	20
	立高食品	66	37	41	3	3	7%	11%	270%	19%	24	21
	华润啤酒H	757	396	410	53	62	2%	4%	4%	15%	14	12
	古井贡酒	916	239	267	56	65	18%	12%	22%	15%	16	14
	迎驾贡酒	432	76	86	27	32	14%	12%	20%	15%	16	14
	今世缘	567	118	135	36	41	17%	14%	16%	13%	16	14
	五粮液	5436	902	974	328	356	8%	8%	9%	9%	17	15
	山西汾酒	2247	374	426	126	145	17%	14%	20%	15%	18	16
主线3： 出海增量	安琪酵母	313	154	173	14	16	14%	12%	10%	14%	22	20
	海天味业	2552	271	299	62	69	10%	10%	11%	10%	41	37
	颐海国际H	145	69	76	9	10	12%	11%	1%	16%	17	15

风险提示

- 1、政策刺激不及预期，导致25年消费复苏节奏持续放缓。
- 2、商业活动频率走弱，降低商务宴席消费氛围。
- 3、原材料成本上涨，导致公司盈利能力大幅受损。
- 4、市场竞争加剧，降低公司盈利能力水平。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

感谢您的信任与支持!

邓 欣 S0010524010001