

强于大市

食品饮料行业周报

板块进入业绩验证期，春季糖酒会反馈平淡，品牌之间分化加剧。上周食品饮料板块涨跌幅-4.0%，在申万一级行业中排名第27，其中软饮料涨跌幅排名靠前。近日春季糖酒会在成都召开，渠道整体反馈平淡，白酒品牌之间分化加剧。板块步入业绩验证期，已公告业绩的软饮料龙头表现优异。休闲零食方面，关注行业龙头转型下的投资机会。

市场回顾

■ 上周食品饮料板块涨跌幅为-4.0%，在申万一级行业中排名第27。子板块中，软饮料、啤酒涨跌幅排名靠前，分别为-0.3%、-1.1%，其他酒类、乳品涨跌幅排名靠后，涨跌幅分别为-5.2%、-6.4%。截至3月21日，白酒板块估值（PE-TTM）为20.3X，食品饮料板块估值（PE-TTM）为21.2X。

行业数据

■ 国家统计局公布数据显示，1-2月，白酒（折65度，商品量）产量累计66.3万千升，同比下降11.2%；啤酒产量累计526.1万千升，同比下降4.9%；葡萄酒产量累计1.5万千升，同比下降25.0%。

■ 截至3月14日，国内生鲜乳价格3.08元/公斤，环比不变，同比-13.2%。

■ 1—2月份，社会消费品零售总额83731亿元，同比增长4.0%。其中，餐饮收入同比增长4.3%，烟酒类销售额同比增长5.5%。

主要观点

■ **春季糖酒会整体反馈平淡，品牌之间分化加剧。**（1）**展会方面**，第112届全国糖酒会近日在成都举办，根据财联社及金融界新闻，今年春糖会预计将有超6600家展商参展，展览总面积达32.5万平方米，展商数量与展览面积与去年同期基本持平，但是不同酒店的布展成本较往年相比有所下降。糖酒商品交易会主要以商贸撮合为核心目的，2016年以来白酒行业处于不断累库的状态，我们判断，受行业周期调整，酒商现在以资金回笼及消化库存为首要目的，酒企、酒商在招商节奏及加盟需求上有所放缓，渠道信心还在恢复中，因此今年整体展会氛围上略显平淡。（2）**渠道方面**，从2024年3季度报表业绩来看，酒企普遍降速，给渠道承压。结合渠道反馈，我们判断2024年中秋为渠道商库存压力、回款压力最大的时点，经历四季度春节旺季库存消化及厂家放松回款需求，渠道层面压力有所释放。从白酒批价来看，受益厂家控货，春节期间名酒批价表现平稳，未出现大幅下滑。部分头部品牌春节期间动销表现平稳，延续去年同期商务、宴席的刚性需求。3月份以来，行业步入淡季，整体需求下降。（3）**酒厂方面**，春节期间不同价格带名酒集中度提升，品牌之间分化加剧。考虑到去年同期基数问题，我们认为1季度龙头酒企业绩表现平稳，中小品牌延续2024年3、4季度表现，持续调整。我们认为，行业已经历4年调整期，虽然短期仍在磨底阶段，但随着宏观经济恢复、供给端调控，产业层面有望逐渐企稳。推荐基本面稳健的山西汾酒及估值先行修复的泸州老窖。建议关注五粮液销售体系改革的落地效果，及普五后续的批价表现。

■ **板块步入业绩验证期，饮料龙头业绩表现优异。休闲零食方面，关注行业龙头转型下的投资机会。**（1）**2024年软饮料龙头受益成本红利，业绩端表现亮眼。**2024年东鹏饮料营收、归母净利润同比增速分别为+40.6%、+63.1%，4Q24营收同比+25.1%、归母净利润同比+61.2%。公司凭借提升单点卖力及覆盖人群，在能量饮料领域市占率持续提升。2024年东鹏特饮、补水啦营收增速分别为+28%、+280%。此外，公司积极拓展咖啡、茶饮料等领域，不断完善业务布局。受益原材料成本下降及规模效应显现，2024年公司毛利率同比提升1.7pct至44.8%。华润饮料公告2024年经营业绩，2024年公司营收、归母净利润增速分别为+0.05%、+23.1%，实现分红70.8%，业绩端表现亮眼。2024年公司包装水业务基本盘稳健，饮料业务受益新品铺货，实现高增（同比+30.8%）。在成本红利推动下，公司毛利率同比提升2.6pct至47.3%，归母净利率同比提升2.3pct至12.1%。（2）**龙头转型催生休闲食品投资机会。**根据食品内参、泰山财经及贝思《中国快速消费品行业消费新动态》等新闻及信息，2024年快消品行业中，线下市场依然占据超过60%的消费比例。在零食量贩业态分流下，传统商超在胖东来模式启发下进行调改。在高质价比、高品质的消费需求下，休闲零食龙头积极转型，对渠道变革快速反应。目前零食量贩行业已形成鸣鸣很忙及万辰系两大龙头，门店数量均已超过15000家，在门店规模红利下，两家巨头开启店型升级，鸣鸣很忙宣布3.0店型全面铺开，万辰集团推动省钱超市贡献增量。在行业竞争格局逐渐稳定的背景下，新店型有望带动净利率提升。建议关注万辰集团、三只松鼠。（3）**啤酒方面**，推荐渠道低基数下啤酒龙头底部反转机会，推荐青岛啤酒。

评级面临的主要风险

■ 原料价格波动，食品安全事件，需求端不及预期。

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

目录

| | |
|-----------------|----|
| 行情回顾 | 4 |
| 行业数据跟踪 | 7 |
| 酒类 | 7 |
| 奶类 | 8 |
| 肉类 | 9 |
| 重要公告及行业新闻 | 10 |
| 股东大会 | 11 |
| 近期研究报告回顾 | 12 |
| 风险提示 | 13 |

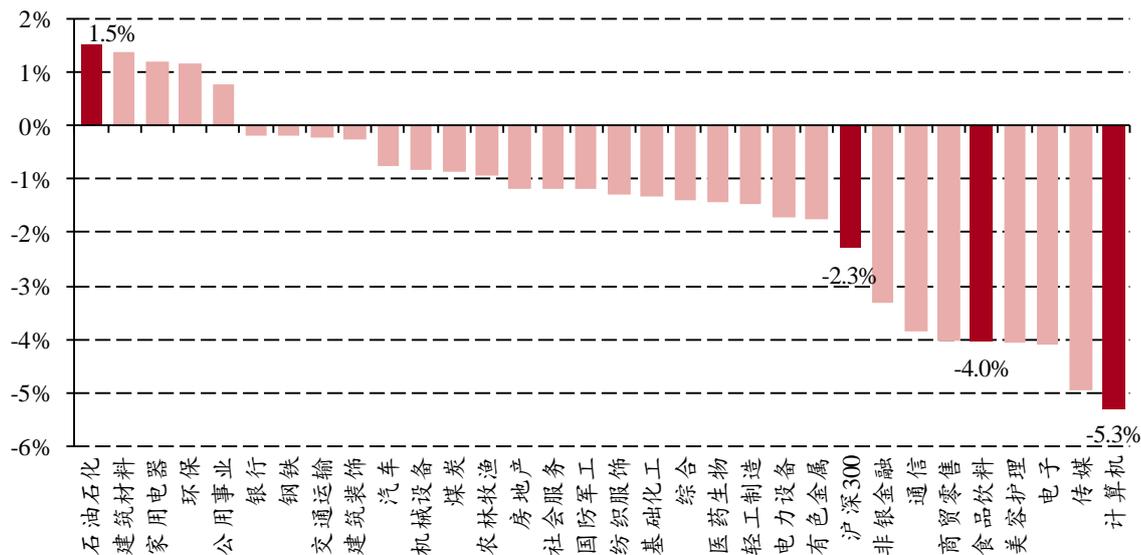
图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1. 上周各板块涨跌幅..... | 4 |
| 图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅..... | 4 |
| 图表 3. 上周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. 茅台整箱及散瓶批价 | 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..... | 8 |
| 图表 16. 进口大麦数量与单价..... | 8 |
| 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. 鸭副价格跟踪..... | 9 |
| 图表 25. 股东大会信息..... | 11 |

行情回顾

上周食品饮料板块涨跌幅-4.0%，在申万一级行业中排名第 27。上周食品饮料板块涨跌幅为-4.0%，跑输沪深 300（-2.3%），涨跌幅在各行业中排名第 27。食品饮料子板块中，软饮料、啤酒涨跌幅排名靠前，分别为-0.3%、-1.1%，其他酒类、乳品涨跌幅排名靠后，分别为-5.2%、-6.4%。白酒涨跌幅为-4.1%，排名第 7 位。

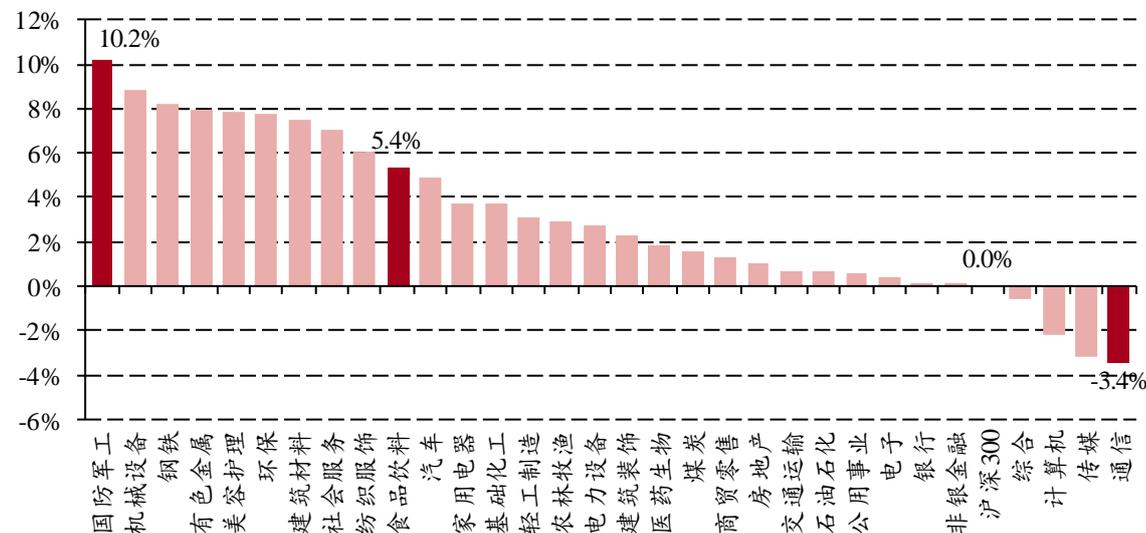
图表 1. 上周各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

过去一个月，食品饮料板块涨跌幅为+5.4%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 10。食品饮料子板块中，其他酒类、白酒涨跌幅排名靠前，分别为+9.0%、+6.5%，调味发酵品、零食涨跌幅排名靠后，分别为+0.3%、-1.0%。白酒涨跌幅为+6.5%，排名第 2 位。

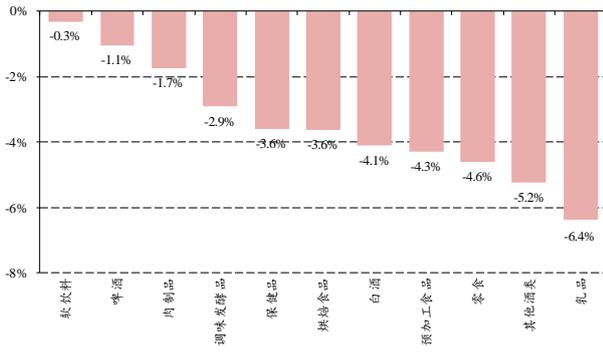
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

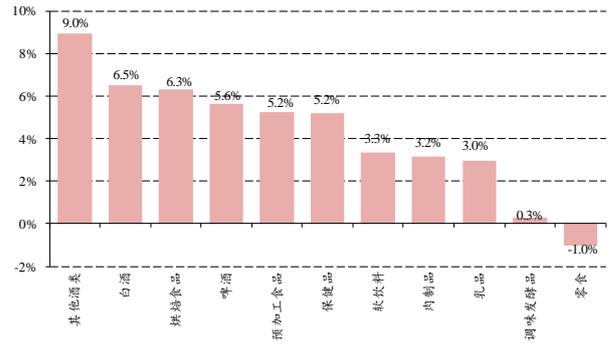
注: 涨跌幅计算区间为 2025 年 2 月 19 日 - 2025 年 3 月 21 日

图表 3. 上周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 3 月 21 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 20.3X, 食品饮料板块估值 (PE-TTM) 为 21.2X。

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

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 | 19.4 | 24.0 | 17.5 | 14.8 | 22.2 | 13.1 | 19.7 |
| 现值 | 12.6 | 21.2 | 20.3 | 25.1 | 34.4 | 28.2 | 21.2 | 25.4 | 18.2 | 28.4 |

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 2025 年 3 月 21 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 |
|-------|------------------|------|------------------|-------|------------------|------|------------------|
| 阳光乳业 | 26.4 | 海南椰岛 | (12.6) | 阳光乳业 | 43.7 | 甘源食品 | (7.8) |
| ST 加加 | 8.4 | 威龙股份 | (9.6) | 熊猫乳品 | 28.4 | 张裕 B | (4.9) |
| 贝因美 | 6.9 | 古井贡酒 | (9.2) | 煌上煌 | 22.3 | 黑芝麻 | (4.4) |
| 煌上煌 | 5.1 | 欢乐家 | (9.1) | 金字火腿 | 21.1 | 洽洽食品 | (4.0) |
| 中信尼雅 | 3.3 | 泸州老窖 | (9.0) | ST 春天 | 21.0 | 宝立食品 | (3.9) |
| 李子园 | 1.4 | 千禾味业 | (9.0) | 庄园牧场 | 18.5 | 惠发食品 | (3.2) |
| 皇氏集团 | 1.1 | 仲景食品 | (8.8) | 紫燕食品 | 18.0 | 新乳业 | (3.2) |
| 东鹏饮料 | 0.8 | 好想你 | (8.5) | 李子园 | 17.3 | 泉阳泉 | (2.1) |
| 紫燕食品 | 0.8 | 品渥食品 | (8.5) | 天润乳业 | 17.2 | 桂发祥 | (1.9) |
| 古井贡 B | 0.7 | 来伊份 | (8.2) | 贝因美 | 16.2 | 海天味业 | (1.9) |

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 月涨跌幅计算区间为 2025 年 2 月 19 日 - 2025 年 3 月 21 日, 股价计算方式为前复权。

行业数据跟踪

酒类

根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据，3.14-3.21 整箱飞天茅台批价 2255-2268 元，散瓶飞天茅台批价 2210-2220 元。普五批价 950 元，国窖 1573 批价为 870 元。

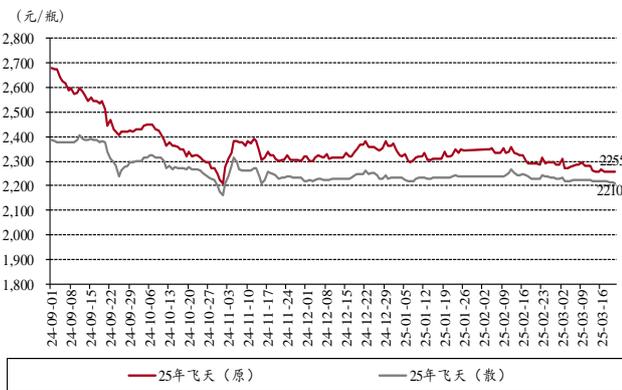
根据今日酒价数据，3.14-3.21 茅台蛇年生肖酒批价 2525-2570 元，公斤装茅台批价 3630-3740 元。

截至 2025 年 2 月，白酒累计产量为 66.3 万千升，同比-11.2%，啤酒累计产量为 526.1 万千升，同比-4.9%。

2025 年 2 月，进口葡萄酒数量为 1.46 千万升，环比-45%，同比+26.7%，进口葡萄酒单价为 6201 美元/千升，环比-2.2%，同比+9.9%。

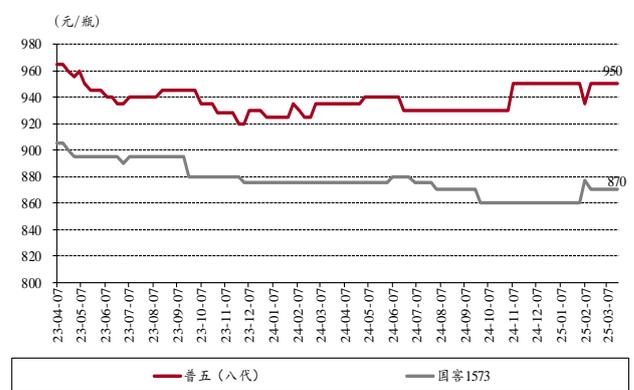
2025 年 2 月。进口大麦数量为 69 万吨，环比-31.7%，同比-39.5%，进口大麦单价为 251 美元/吨，环比-1.4%，同比-10.4%。

图表 11. 茅台整箱及散瓶批价



资料来源：今日酒价，百荣酒价，iFinD，中银证券
注：上述数据选取今日酒价、百荣酒价、iFinD 批价数据的平均值

图表 12. 普五及国窖 1573 (高度) 批价



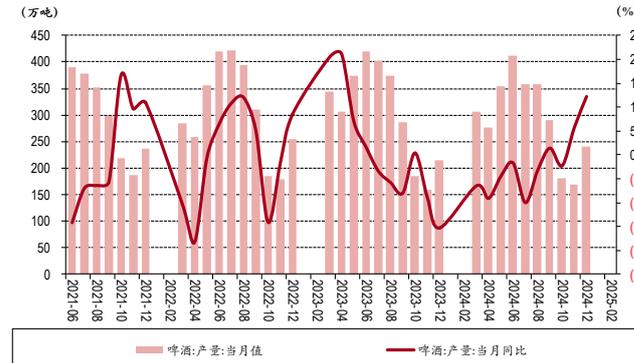
资料来源：今日酒价，中银证券

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

奶类

截至 3 月 14 日, 国内生鲜乳价格 3.08 元/公斤, 环比不变, 同比-13.2%。

2025 年 2 月, 进口大包粉数量为 9 万吨, 环比-10%, 同比不变, 进口大包粉单价为 6188 美元/吨, 环比+3.2%, 同比-1.2%。

图表 17. IFCN 原奶价格与饲料价格



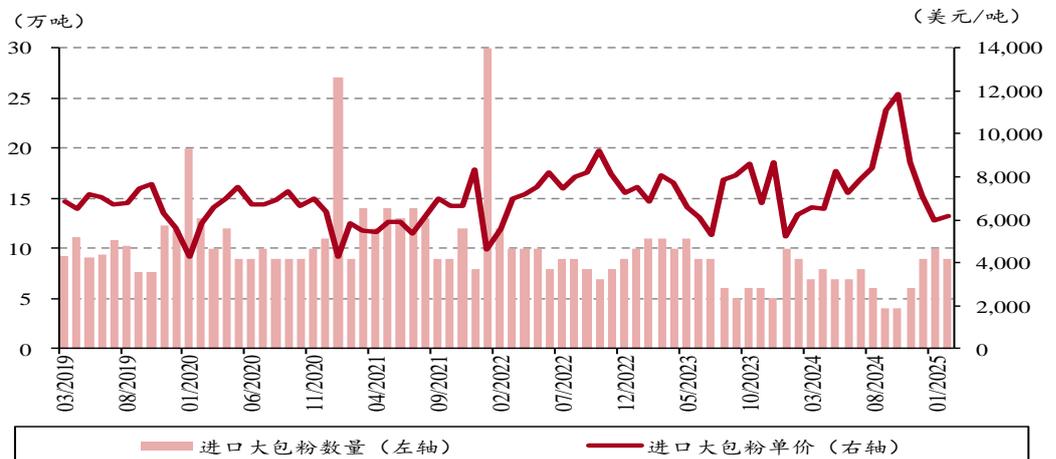
资料来源: IFCN, iFinD, 中银证券

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

肉类

截至3月21日，全国生猪出栏价 7.45 元/斤，环周+0.4%，同比-2.6%。

截至3月21日，全国猪粮比价 6.59，周环比降低 0.04pct，同比提升 0.44pct。

2025年2月，进口猪肉数量为 8 万吨，环比-20%，同比+14.3%，进口猪肉单位为 2173 美元/吨，环比+3.8%，同比+9.6%。

截至3月21日，鸭脖价格 5.9 元/千克，环周+1.7%；鸭锁骨价格 8.1 元/千克，环周不变；鸭掌价格 24.3 元/千克，环周-0.4%。

图表 20. 全国生猪出栏价



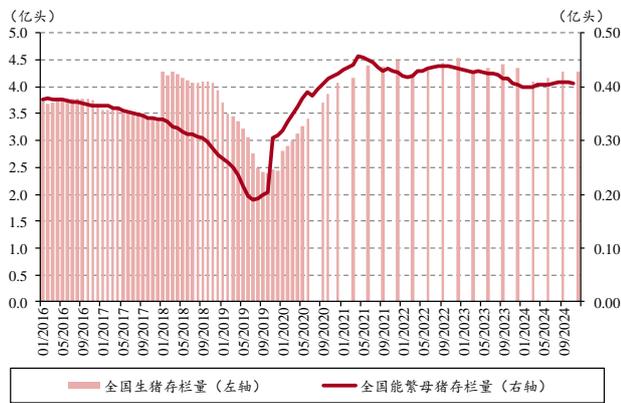
资料来源: iFinD, 中银证券

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. 鸭副价格跟踪



资料来源: 水禽网, 中银证券

重要公告及行业新闻

广州酒家发布 2025 年股票期权与限制性股票激励计划预案公告。 公司拟向激励对象授予 414.00 万份股票期权, 占股本总数的 0.73%; 拟向激励对象授予 621.00 万股限制性股票, 占股本总数的 1.09%。激励对象共计 227 人。首次授予股票期权的行权价格为每份 16.05 元, 首次授予限制性股票的授予价格为每股 8.83 元。行权条件: 以 2023 年营业收入为基数, 2025 年至 2027 年营业收入增长率分别不低于 16%, 28%, 40.85%, 且均不低于对标企业 75 分位值; 2025 年至 2027 年归母扣非加权平均净资产收益率不低于 12.58%, 12.91%, 13.17%, 且均不低于对标企业 80 分位值; 2025 年至 2027 年营业收现率均不低于 110%, 现金分红比例均不低于 40%。(公司公告, 3 月 20 日)

三只松鼠全面进军饮料赛道, 推出 60 款硬折扣单品。 在第十届中国快消品创新大会上, 三只松鼠宣布全面进军饮料赛道, 并推出 60 款硬折扣单品。其饮料产品矩阵涵盖了果汁、苏打水、乳酸菌饮料等多个赛道。会上, 三只松鼠首发了三款饮料产品, 分别是 100% 橙复合果汁 (9.9 元/L)、钙铁锌 AD 钙奶 (6.9 元/4 瓶)、毛尖茶啤 (9.9 元/L)。对于饮料新品, 三只松鼠主要有四个维度的考量: 一是市场上存量高的产品, 比如纯果汁; 二是近年增长率快的产品, 比如茶啤; 三是消费者有新需求的产品, 比如电解质水; 四是适配三只松鼠的产品, 适合向全国化推广, 可以做到明显质价比优势, 可以打破传统高溢价模型的产品。针对三只松鼠进军饮料市场, 有关专家认为, 三只松鼠目前正在走多品牌、多品类、多场景、多渠道、多消费人群的“五多”战略, 但目前可能已经错过布局的最佳时机。另外隔行如隔山, 饮料市场与零食市场有诸多差异, 加上三只松鼠又没有很多的实体店去支撑产品销售, 所以整体来看其对于饮料的规划很难落地。(南方都市报, 3 月 20 日)

2025 年 1-2 月中国啤酒产量 526 万千升, 下降 4.9%。 据国家统计局数据显示, 2025 年 1-2 月, 中国规模以上企业累计啤酒产量 526.1 万千升, 同比下降 4.9% (规模以上企业起点标准为年主营业务收入 2000 万元)。进口啤酒方面: 2025 年 1-2 月, 中国累计进口啤酒 4.469 万千升, 同比增长 27.1%; 金额为 4.2662 亿元人民币, 同比增长 15.6%。其中, 2025 年 1 月, 中国进口啤酒 2.088 万千升, 同比增长 26.8%; 金额为 1.9688 亿元人民币, 同比增长 16.8%。2025 年 2 月, 中国进口啤酒 2.381 万千升, 同比增长 27.4%; 金额为 2.2974 亿元人民币, 同比增长 14.6%。出口啤酒方面: 2025 年 1-2 月, 中国累计出口啤酒 11.180 万千升, 同比增长 11.7%; 金额为 5.5612 亿元人民币, 同比增长 17.0%。其中, 2025 年 1 月, 中国出口啤酒 6.213 万千升, 同比增长 2.8%; 金额为 3.1627 亿元人民币, 同比增长 11.8%。2025 年 2 月, 中国出口啤酒 4.968 万千升, 同比增长 25.4%; 金额为 2.3985 亿元人民币, 同比增长 24.7%。(啤酒版, 3 月 21 日)

股东大会

图表 25. 股东大会信息

| 证券简称 | 股东大会类型 | 召开日期 | | 召开地点 |
|------|-------------|-----------|-----|----------------------|
| 得利斯 | 2025 年第一次临时 | 2025/3/25 | 星期二 | 山东省诸城市昌城镇得利斯工业园公司会议室 |

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

近期研究报告回顾

《食品饮料行业周报：政策刺激提振信心，板块情绪回暖，关注低估值下的配置机会》（2025年3月17日）

呼市出台育儿补贴政策，补贴金额力度较大，带动更多城市政策跟进预期，乳制品板块受益，实现年内较大涨幅。政策催化下，本周板块情绪回暖，食品饮料板块涨幅+6.2%，涨跌幅在各板块中排位第二，其中乳制品涨幅7.3%。婴配粉相关标的中国飞鹤单日涨幅达16%。2025年政府工作报告提及“制定生育政策，发放育儿补贴，大力发展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给”。在此政策导向下，各地方政府加快落实对民生的支持力度及相关补贴方案，推动出生人口改善。根据央视新闻，3月13日呼和浩特市出台《呼和浩特市人民政府关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》。从具体实施细则来看，此次呼市育儿补贴金额较大，生育三孩及以上，发放育儿补贴10万元，按照每年1万元发放，直至孩子10周岁。相比以往其他地方的促生育政策，呼和浩特此次政策补贴力度更大，具备一定示范效应。从过往部分省市政策执行效果来看，湖北天门表现亮眼，根据新华社新闻，2024年湖北天门出台鼓励生育“七条意见”，2024年湖北省天门市出生人口数量同比增长17%，高于全国平均增幅5.8%，其中二孩、三孩占比超50%。我们认为，虽然不同省市在人口数量、人均可支配收入及地方财政支出方面的差异会间接影响育儿补贴政策实施细则及执行效果，但若已执行的育儿补贴政策在出生率及促销费方面行之有效，中央政府或有望在财政端介入，提供更大的支持空间，且其他地方政府则会快速跟进、效仿。

政策预期升温，食品饮料板块基本面有望筑底向上，低估值背景下重视板块配置机会。3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《提振消费专项行动方案》，重点部署了8个促销费方向，在居民增收、消费能力保障、消费环境改善等方面指明方向，强调扎实推动提振消费各项政策措施更快、更好落地见效。我们认为在政策强催化背景下，板块估值有望得到修复。我们在上周周报观点中提及，当前食品饮料板块估值处于历史低位，不同子行业周期拐点渐进，核心资产进入配置区间。近两年，消费行业竞争激烈，受经济环境影响，中小品牌持续出清，不同子行业的龙头品牌展现出强者恒强的态势，在规模化优势及供应链管理持续增强的背景下，龙头业绩表现好于行业，业绩确定性较强。建议优先关注估值修复弹性较大且股息率占优的白酒龙头，推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、五粮液。大众品方面，关注受益人口及消费政策提振的乳制品板块，推荐龙头伊利股份，建议关注中国飞鹤。重视低基数下啤酒龙头底部反转机会，推荐青岛啤酒。

风险提示

- 1) 原材料价格波动
- 2) 食品安全事件
- 3) 受宏观环境影响，消费需求不及预期。
- 4) 微信小店“送礼物”功能推广不及预期

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。

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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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:

中银国际研究有限公司

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
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