

反弹已近，反转未临

——食品饮料 2026 年中期策略



易碧归 分析师

Email:yibigui@lczq.com

证书:S1320523020003

投资要点:

消费行业已全面进入存量竞争与供给出清周期。食品饮料行业全面进入存量竞争供给出清周期，行业总量长期承压，但内部层级分化明显，头部龙头依托品牌、供应链、渠道效率持续收割市场份额，有望形成独立于行业总量的结构性 Alpha 行情。

反弹核心支撑有四。①板块估值与股息率处于近十年极值区间，安全垫充足；②科技主线高位震荡后资金溢出，高低切换轮动需求释放；③基本面对全面下滑转向结构性分化，成本红利、份额提升、品牌出海三大边际积极变化形成共振；④促消费政策结构性发力持续带来催化提振。

反转核心约束有四。①居民收入、就业、房地产财富效应三重压制，消费内生修复动能偏弱；②AI、半导体科技产业景气周期未结束，资金虹吸效应较难逆转；③绝大多数消费细分仍处于供给出清第二阶段（格局固化期），价格战仍是头部挤压尾部的工具，行业尚未进入盈利释放的第三阶段，全面反转的产业基础尚不具备；④促消费政策以结构性滴灌为主，传导至企业盈利存在 2-3 个季度时滞，无法拉动行业总量全面回暖。

投资策略：抓头部 Alpha、弃尾部 Beta，采取梯队式布局、波段化操作。优先配置品牌出海、供给出清、政策直接受益三大高确定性赛道的头部龙头，底仓配置高端白酒与必选消费龙头，规避中端腰部与尾部出清标的。从全市场横向对比看，传统消费是极致分化行情下兼具防御属性与结构弹性的均衡配置选择，建议低配至标配，预计核心参与时点为 7 月中报落地后的利空出尽窗口。

涉及标的：泸州老窖 000568.SZ、五粮液 000858.SZ、山西汾酒 600809.SH、古井贡酒 000596.SZ、今世缘 603369.SH、迎驾贡酒 603198.SH、贵州茅台 600519.SH、伊利股份 600887.SH、双汇发展 000895.SZ、三全食品 002216.SZ、汤臣倍健 300146.SZ、天味食品 603317.SH、涪陵榨菜 002507.SZ、海天味业 603288.SH、东鹏饮料 605499.SH、养元饮品 603156.SH、重庆啤酒 600132.SH、青岛啤酒 600600.SH、万辰集团 300972.SZ、鸣鸣很忙 1768.HK、安井食品 603345.SH、蒙牛乳业 2319.HK、中炬高新 600872.SH、海底捞 6862.HK、九毛九 9922.HK、农夫山泉 9633.HK、山西汾酒 600809.SH、洋河股份 002304.SZ

风险提示：居民消费复苏大幅低于预期、行业竞争加剧超预期、海外贸易摩擦加剧超预期、内需政策刺激低于预期等。

相关报告

经济周期观察：半导体上行周期的投资机会

2024.01.09

朔风如解意——一季度大宗商品市场策略

2023.04.04

目 录

1. 核心研判：存量竞争周期下的结构性 Alpha 机会	4
2. 食品饮料结构性反弹存在支撑	4
2.1 防御性凸显：低估值、高股息共筑安全垫	4
2.2 高切低需求释放：资金轮动逻辑具备历史与当前数据双重验证	6
2.3 基本面边际改善：从全面下滑转向结构性分化	8
2.4 内需刺激预期：促消费政策持续发力带来催化提振	11
3. 食品饮料全面反转仍有约束	11
3.1 国内需求疲软：居民消费内生修复动能偏弱	12
3.2 增量资金有限：科技景气延续，虹吸效应较难逆转	13
3.3 产业周期约束：供给出清的三阶段行至半途	14
3.4 政策传导时滞：结构性滴灌效率低于总量刺激	15
4. 市场应对策略与差异化观点总结	16
4.1 理解定价逻辑重构：从总量 Beta 到格局 Alpha	16
4.2 关注细分赛道梯队：分资金类型进行仓位配置	17
4.3 把握核心研判：结合实际，理性调整预期	19
4.4 下半年高频动态跟踪指标清单	19
5. 风险提示	20

图表目录

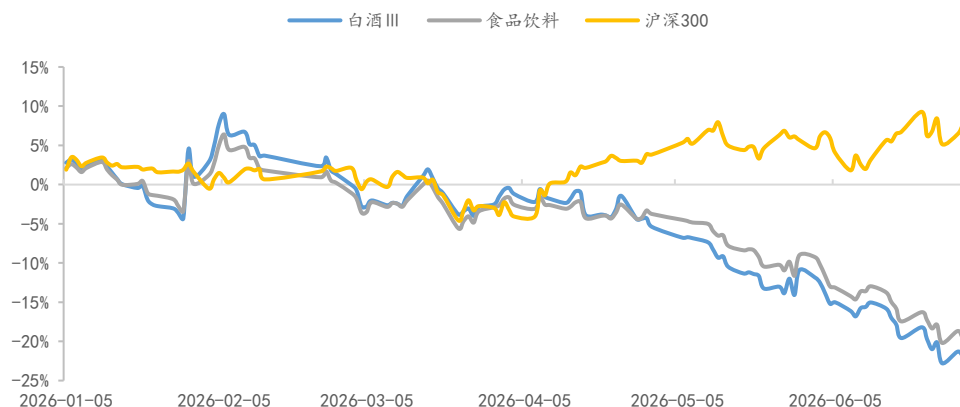
图 1	26 年上半年食饮跑输沪深 300 指数 27 个百分点，白酒跑输 29 个百分点	4
图 2	26 年上半年食饮指数在 31 个申万一级行业中排名靠后	4
图 3	食饮板块估值处于近十年极低分位数水平	5
图 4	食饮板块股息率超 4%，类债券配置价值凸显	5
图 5	近五年来食饮板块公募基金持续降配，机构配置出清已进入后期阶段	7
图 6	TMT 与食品饮料板块的性价比走势（PB/ROE）从持续走阔到开始收敛	7
图 7	主要原材料价格仍处低位区间	9
图 8	主要包装材料成本压力略增（元/吨）	9
图 9	部分食饮细分行业 CR5 进一步提升（%）	10
图 10	社零增长中枢下调，线下零售增长低迷（%）	12
图 11	26 年上半年食饮传统线下零售类目的销售额同比增速	12
图 12	居民收入增速高于消费增速，存款增速高于贷款增速（%）	13
图 13	失业人数与灵活就业人数规模呈上升态势	13
图 14	房地产供需双弱，财富效应有所消退（%）	13
图 15	科技板块与食品饮料营收增速对比（%）	14
图 16	科技板块与食品饮料归母净利增速对比（%）	14
图 17	26 年上半年增量资金绝大部分流向了科技板块	14
图 18	食饮终端售价下移，对 cpi 增长拖累较多	15
图 19	26Q1 行业利润率逐步改善、销售费用率回落（%）	15
图 20	2030 年达 60 万亿的社零目标未超预期	16
图 21	本轮食饮调整前期以估值收缩为主，后期以业绩下滑为主	17
表 1	食饮细分龙头股息率吸引力较强	6
表 2	TMT 板块下跌且跑输全 A 指数的月份中，食饮相对 TMT 胜率超 85%	8
表 3	2025 年食饮各细分赛道结构增速分化明显	8
表 4	2025 年中国食饮行业出海模式分类与代表企业	10
表 5	2024 年以来主要促消费政策与核心内容	11
表 6	部分细分赛道已率先进入或接近第三阶段	15
表 7	各梯队的预期修复空间与核心配置逻辑	17
表 8	食饮细分行业的出清阶段有所差异	18
表 9	匹配各资金类型的食饮仓位配置建议	19

1. 核心研判：存量竞争周期下的结构性 Alpha 机会

反弹有支撑，反转有约束——是我们对于下半年食品饮料板块最核心的研判框架。2026年上半年，食品饮料指数下跌 19.5%，跑输沪深 300 指数 27.1 个百分点，涨幅在 31 个申万一级行业中居倒数第四。就当下来看，板块在“低估值、低持仓、低预期”格局下积累了较为充足的安全垫，反弹支撑条件正在聚集。然而，行情的全面反转仍需克服需求疲软、资金虹吸、产业出清未完成、政策传导时滞四大约束。

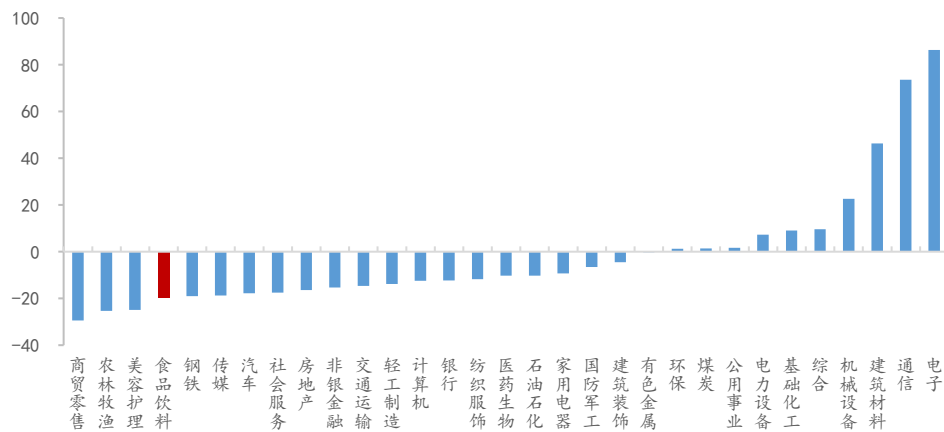
食品饮料行业已全面进入存量竞争与供给出清周期，行业总量长期承压，但内部层级分化明显。后续可以期待的食品饮料反弹行情中，头部龙头依托品牌、供应链、渠道效率持续收割市场份额，有望形成独立于行业总量的结构性 Alpha。

图1 26年上半年食品饮料跑输沪深300指数27个百分点，白酒跑输29个百分点



资料来源：iFind，联储证券研究院

图2 26年上半年食品饮料指数在31个申万一级行业中排名靠后



资料来源：iFind，联储证券研究院

2. 食品饮料结构性反弹存在支撑

2.1 防御性凸显：低估值、高股息共筑安全垫

当前食品饮料板块估值已较为充分地计价了总量下行、需求疲软等利空，赔率与安全边际处于近十年相对最优区间。一方面，截至2026年6月末，申万食品饮料指数PE-TTM仅为18.35倍，处于近十年0.68%分位数水平，虽然行业盈利修复逻辑尚未完全验证，但中长期配置安全边际凸显，存在估值博弈修复空间；另一方面，食品饮料行业股息率

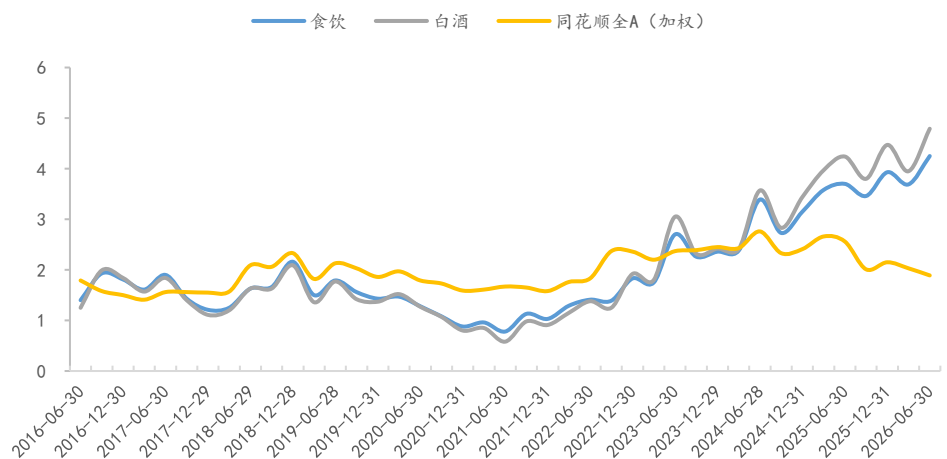
TTM 为 4.25%，白酒板块达 4.79%，相对于全 A 股息率 1.89%、近半年来低于 2% 的十年期国债收益率，食品饮料类债券配置价值凸显。

图3 食品饮料估值处于近十年极低分位数水平



资料来源：iFind，联储证券研究院

图4 食品饮料股息率超 4%，类债券配置价值凸显



资料来源：iFind，联储证券研究院

从个股分红回报来看，食品饮料核心龙头分红持续性与回报率优势凸显，部分标的股息率超 7%。就 25 年至 26 年一季度财报披露来看，高端白酒、基础调味品、区域轻现金龙头资金充裕、零有息负债、净现金丰厚。与此同时，2025 年贵州茅台累计派发现金红利 650.3 亿元，分红总额创历史新高，2025 年至今落地两轮注销式股份回购，累计已实施约 90 亿元，回购股份全部用于注销并减少注册资本；五粮液 25 年累计派现 200.14 亿元，26 年拟以自有资金回购 80-100 亿元股份，回购股份全部用于减少注册资本。截至 2026 年 7 月 14 日，茅五泸的股息率分别达 4.28%、7.03% 和 7.44%，双汇发展、伊利股份和重庆啤酒股息率均超 5%。依托稳健经营现金流、刚性分红承诺、持续加码回购注销、业绩抗跌性较强多重因素共振，龙头企业由此形成稀缺的红利资产属性。

表1 食品饮料细分龙头股息率吸引力较强

细分板块	代表性龙头公司	股息率 TTM (%)	年度分红比例 (%)	总市值 (亿元)
白酒	泸州老窖	7.44	18.46	1,142.93
	五粮液	7.03	223.51	2,849.10
	山西汾酒	5.94	65.35	1,348.06
	古井贡酒	5.47	65.53	382.71
	今世缘	4.91	57.46	304.84
	迎驾贡酒	4.68	60.43	256.16
	贵州茅台	4.28	79.00	15,186.99
乳制品	伊利股份	5.46	75.48	1,599.05
肉制品	双汇发展	6.18	98.42	813.50
预加工食品	三全食品	4.61	92.35	110.51
保健品	汤臣倍健	4.80	96.38	158.68
调味品	天味食品	4.14	101.93	141.04
	涪陵榨菜	3.73	63.10	129.93
	海天味业	3.07	87.99	1,998.74
软饮料	东鹏饮料	4.20	62.42	859.18
	养元饮品	3.38	150.05	559.19
啤酒	重庆啤酒	5.93	98.30	203.99
	青岛啤酒	4.37	69.87	630.05

数据来源：iFind，联储证券研究院
注：数据统计截至 2026 年 7 月 14 日。

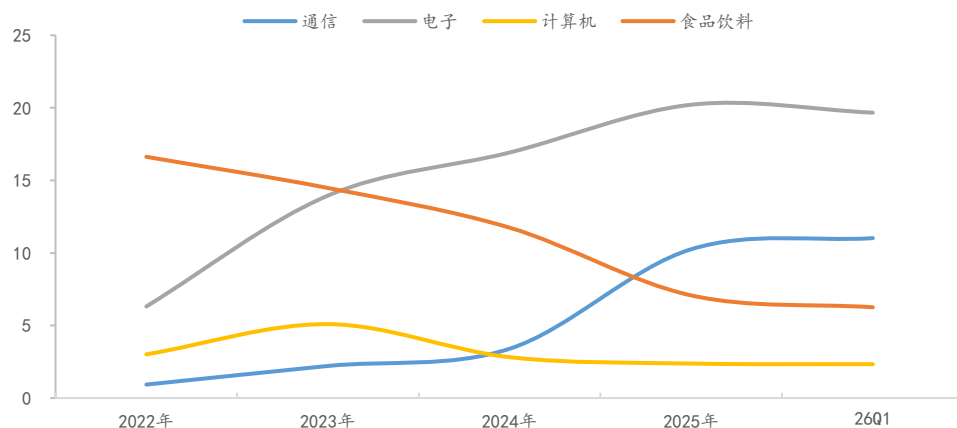
2.2 高切低需求释放：资金轮动逻辑具备历史与当前数据双重验证

综合持仓出清程度、估值性价比分化、历史轮动规律三重维度验证，当前市场环境已高度匹配历史上科技向消费切换的前置条件。TMT 板块经过持续上涨后估值拥挤、性价比回落，而食品饮料板块经历长期减配与估值消化后，持仓与估值均处于历史底部，随着市场高切低诉求持续释放，食品饮料龙头有望迎来估值修复与配置回流的反弹行情。

从公募基金持仓维度看，食品饮料板块机构配置出清已进入后期阶段。食品饮料板块公

募基金持仓市值占比从 2022 年 16.62% 的高位回落至 2026 年一季度的 6.26%，累计回撤超 10 个百分点，回撤比例约 62%，机构集中减仓的趋势性抛压已得到较为充分释放，后续边际降配空间有限。而 TMT 成长类的公募持仓大多反向，其中，电子板块是公募长期重仓的科技主线，基于 AI 算力、半导体国产替代产业周期的持续兑现，持仓占比持续上行至 2025 年后小幅回落在 20% 左右；通信板块配置斜率最为陡峭，由算力基建、光模块产业链高景气驱动公募基金持续增配至 11% 以上；计算机板块持仓先升后落，主因软件与信创板块需求落地偏慢、业绩兑现滞后，公募配置意愿持续走弱。与 TMT 板块相比，食品饮料板块的低位持仓结构或为后续增量资金回流预留出较为充足配置空间，成为资金高低切换的重要前提条件。

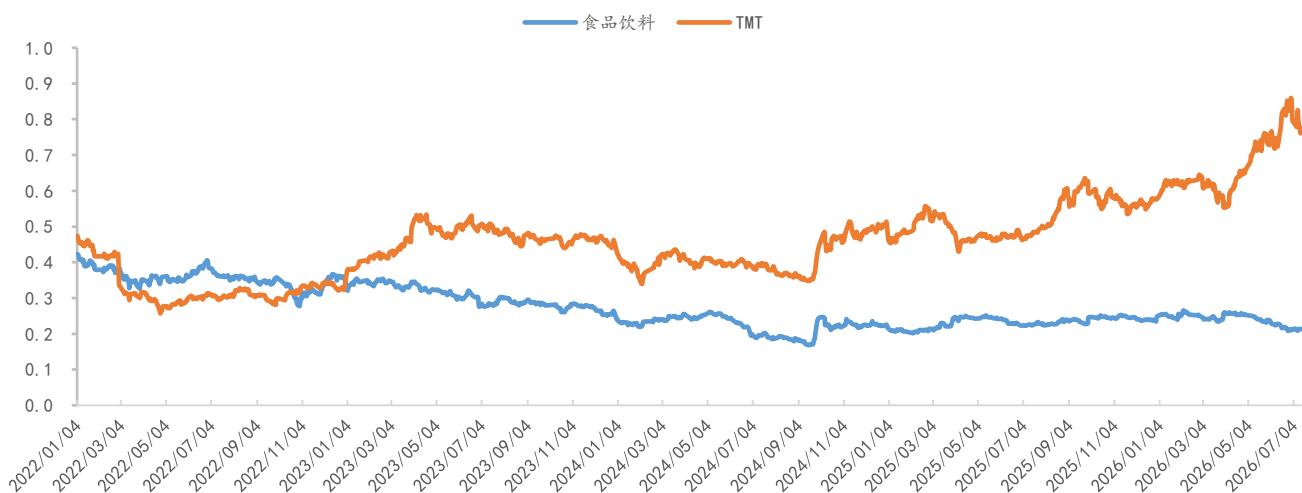
图5 近五年来食品饮料板块公募基金持续降配，机构配置出清已进入后期阶段



资料来源：iFind，联储证券研究院

当前市场存在明显结构分化，近期 TMT 与食品饮料板块开始出现收敛迹象。结合板块 PB/ROE 性价比走势可直观验证，市场出现明显结构分化，2022 年以来，TMT 板块性价比指标持续震荡上行，2025 年后进入加速冲高阶段，截至 2026 年中已触及近五年极值区间，对应板块估值分位数、资金拥挤度同步走高，短期估值透支后的回调压力持续累积；与之形成鲜明对比的是，食品饮料板块性价比指标中枢持续下移，长期稳定的 ROE 盈利中枢对应深度折价的估值水平，板块安全边际持续凸显。近期 TMT 与食品饮料板块开始出现收敛迹象，市场短期高低切换的客观条件逐步成熟。

图6 TMT 与食品饮料板块的性价比走势 (PB/ROE) 从持续走阔到开始收敛



资料来源：iFind，联储证券研究院

注：指标数值越低代表单位盈利对应的估值成本越低，性价比越高。

历史经验来看，科技主线退潮时，**食品饮料具备确定性相对收益**。回溯 A 股历史，当科技成长行情进入阶段性见顶、震荡调整阶段时，食品饮料板块均成为高低切换资金的核心承接方向。胜率方面，自 2010 年以来，科技调整且跑输全 A 指数的 70 个月份中，食品饮料月度跑赢胜率**达 85.7%**，是全市场承接科技溢出资金确定性最高的板块之一。这是因为科技行情见顶的核心触发因素多为估值透支、景气度边际回落，此时资金会优先转向盈利**确定性**强、现金流稳健、分红回报扎实的刚需消费龙头，通过切换低估值高确定性资产对冲成长板块的估值回调风险，这一底层逻辑在历次周期中均得到市场验证。

表2 TMT 板块下跌且跑输全 A 指数的月份中，**食品饮料 TMT 胜率超 85%**

交易日期	TMT	食品饮料	同花顺全 A	食品饮料-TMT 相对超额收益
2026-07-16	-17.06%	5.53%	-8.88%	22.59%
2026-06-30	17.72%	-11.59%	3.22%	-
2026-05-29	12.14%	-5.43%	0.57%	-
2026-04-30	19.67%	-1.12%	8.62%	-
2026-03-31	-11.88%	-2.89%	-8.67%	8.99%
2026-02-27	1.06%	0.13%	2.30%	-
2026-01-30	9.56%	0.10%	5.79%	-
2025-12-31	4.55%	-5.22%	3.29%	-
2025-11-28	-3.50%	0.84%	-2.22%	4.34%
2025-10-31	-3.01%	-0.48%	-0.07%	2.53%
2025-09-30	5.60%	-4.15%	2.82%	-
2025-08-29	22.46%	6.65%	10.90%	-
2025-07-31	6.08%	0.21%	4.71%	-
2025-06-30	9.07%	-5.90%	4.74%	-
2025-05-30	-0.87%	-0.13%	2.37%	0.74%
2025-04-30	-4.83%	-0.23%	-3.18%	4.60%
2025-03-31	-4.29%	1.87%	-0.43%	6.16%
2025-02-28	9.55%	4.14%	4.73%	-
2025-01-27	-0.87%	-6.84%	-2.30%	-5.97%

数据来源：iFind，联储证券研究院
注：数据统计区间为 2010.1.1-2026.7.16，篇幅有限仅列举近期表现。

2.3 基本面边际改善：从全面下滑转向结构性分化

成本红利、份额提升、品牌出海三重因素共振，**食品饮料基本面开始出现从全面下滑转向结构性分化的边际改善**。据测算，各赛道头部企业、升级品类的正向增长，可对冲部分甚至全部的中小企业与传统品类下滑，支撑板块盈利韧性，行业整体呈现“总量微降、结构优化、头部向好”的特征，而非全面衰退。

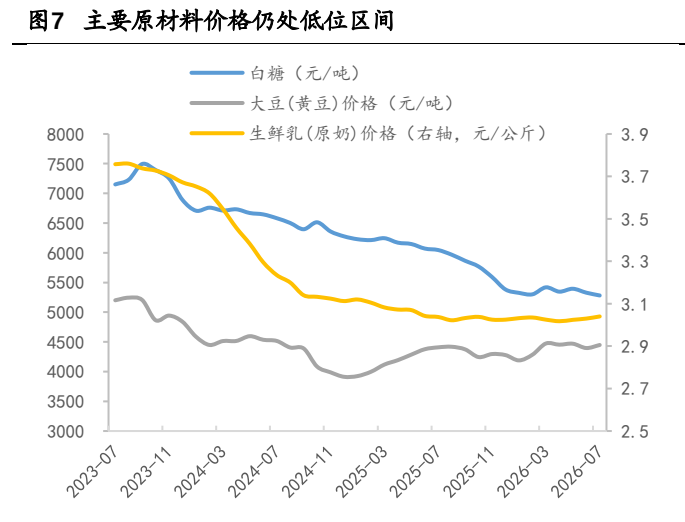
表3 2025 年食品饮料各细分赛道结构增速分化明显

细分赛道	板块划分	销售额行业占比	同比增速	行业增速	结构性对冲力度
白酒	800 元以上 高端酒	34%	-4.50%	-7.30%	高端酒无正向增量，相对抗跌；次高端、大众酒下行
	次高端（300-800 元）+大众酒（300 元以下）	66%	-9.20%		
啤酒	8 元以上 中高端啤酒	38%	7.20%	3.90%	中高端增量完全对冲低端下滑，额外拉动行业上行
	8 元以下 大众啤酒	62%	-6.80%		
量贩零食	双寡头（万辰集团+鸣鸣很忙）	75%	22.50%	10.60%	龙头增量完全覆盖尾部规模萎缩，赛道维持两位数扩容
	其余中小 量贩零食品牌	25%	-27.30%		
调味品	复合调味品/零添加高端品类	26%	9.80%	3.40%	高景气细分拉动行业温和扩容，无大规模萎缩板块
	基础传统调味品（普通酱油、食醋等）	74%	1.10%		

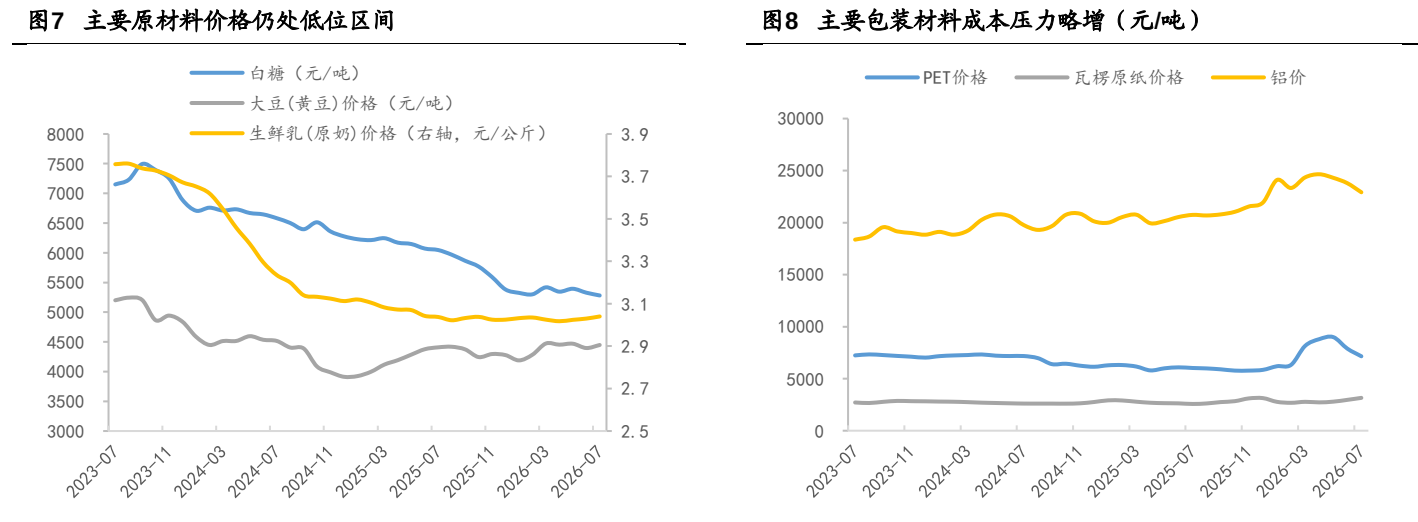
乳制品	低温鲜奶/奶酪/功能乳品	30%	9.10%	0.80%	升级品类增量基本对冲大众品类下滑，行业小幅正增长
	普通常温奶、平价常温酸奶	70%	-3.20%		
软饮料	无糖茶饮、功能饮料、即饮咖啡	32%	12.30%	2.00%	新兴健康品类对冲传统品类收缩，赛道维持温和扩容
	传统含糖碳酸、低浓度果汁、平价瓶装饮料	68%	-3.60%		
现制茶饮	规模化连锁品牌	54%	13.20%	4.70%	连锁增量可对冲约 91% 单体规模收缩
	区域小众品牌、独立单店夫妻茶饮	46%	-14.10%		
连锁餐饮（不含茶饮）	规模化全国/区域连锁品牌	30%	7.40%	1.10%	连锁增量可对冲约 53% 尾部规模收缩
	独立单体饭馆、零散小店	70%	-4.20%		
烘焙食品	连锁现制烘焙、短保冷冻烘焙	41%	8.40%	1.50%	连锁龙头增量对冲中小作坊持续出清，行业小幅扩容
	零散夫妻烘焙作坊、传统工业化预包装烘焙	59%	-3.30%		

数据来源：Euromonitor、中国酒业协会、灼识咨询、窄门餐眼、红餐研究院等，联储证券研究院整理
注：部分为加权测算数据；对冲力度=增长板块增量规模÷下滑板块减量规模。

成本红利方面，从普惠到分化，龙头压力可控。2025 年绝大多数原材料、包装材料价格下行，多数食饮细分毛利率同比改善。其中，啤酒、软饮受益于主要包材和原料双重降价，盈利弹性较大；乳制品因行业价格战，红利被促销费用大幅对冲，改善幅度有限。2026 年至今，食饮上游成本压力开始分化，PET、瓦楞纸、铝罐等主要包装材料成为主要涨价项，原材料虽仍处低位区间，但价格走势分化已出现。龙头企业因具备长单锁价能力、品牌提价权，在成本上行时期抗风险能力更强，中小企业成本压力显著加大。



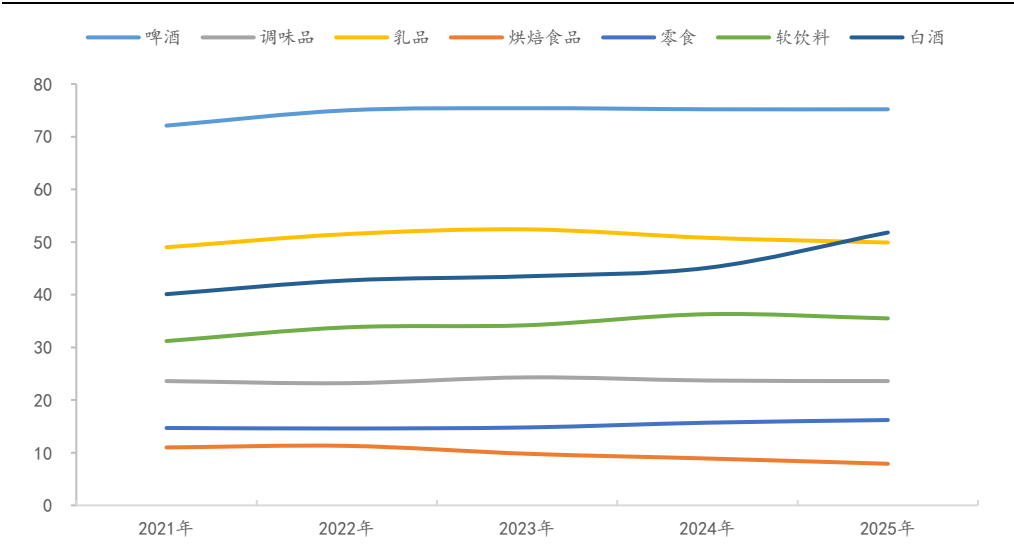
资料来源：iFind，联储证券研究院



资料来源：iFind，联储证券研究院

份额提升方面，行业集中度稳中有增。白酒、啤酒、软饮料三大赛道集中度提升相对显著，其中白酒 CR5 近五年跃升近 12 个百分点，头部酒企在行业总量回落、亏损面扩大的背景下实现“强者恒强”的马太效应；啤酒 CR5 已突破 90%，形成高度稳固的寡头垄断格局；软饮料受益于瓶装水及功能饮料头部集中，CR5 稳步上行。乳制品、调味品、零食三大赛道集中度稳中有增或基本持平，乳制品双寡头格局稳固，调味品虽整体分散但酱油等细分品类龙头市占率持续攀升，零食仍处“蚂蚁市场”但头部集中趋势初现。烘焙是唯一集中度下行的赛道，行业格局仍高度分散。总体而言，在行业整体承压的背景下，除烘焙外各赛道 CR5 均呈企稳或上行态势，“头部扩张、尾部出清”的结构性分化成为食饮板块基本面边际改善的核心支撑之一。

图9 部分食品饮料细分行业 CR5 进一步提升 (%)



资料来源：iFind、Euromonitor，联储证券研究院

品牌出海方面，龙头企业国际化步伐正在加速，且呈现出从“产品出口”到“品牌输出”的质变。2026 年 7 月，君乐宝旗下悦鲜活登陆新加坡，重庆啤酒在马来西亚实现本土化生产。尽管当前出海体量普遍偏小——食品饮料各细分行业海外营收占比多不足 5%，对行业整体的直接贡献仍然有限，但边际增量已不可忽视。据海关总署数据和地方海关公开信息，出口端可以观察到部分区域食品饮料外销实现高增：2025 年调味品全国出口规模约 110.21 亿元，同比增长 5.6%；泉州海关监管出口休闲食品 35.69 亿元，同比增长 26%；滁州海关休闲零食出口 1.06 亿元，同比增长 42.47%；福建省乳品出口 1702 万元，同比增长 253.4%，均显著跑赢国内对应赛道增速。从中长期视角看，随着头部企业海外产能落地、渠道网络成型和品牌认知积累，出海有望成为食品饮料行业下一阶段重要的增量来源。

表4 2025 年中国食品饮料行业出海模式分类与代表企业

出海类型	代表企业/业务	主要落地区域	核心成果	局限与风险
代工/简单外贸	部分中小调味品、速冻食品外贸业务，早期东鹏饮料出口	东南亚、欧美华人集散地	快速实现营收增量，产能消化，前期投入低	无品牌资产，议价能力弱，易被竞品替代，利润率偏低，不存在估值溢价
渠道输出型	贵州茅台、洋河股份、山西汾酒；海天味业、千禾味业	全球免税渠道、东南亚、欧美华人商超	搭建海外经销网络，培育海外初步消费认知；白酒在免税、华人宴席形成稳定需求	口味与文化壁垒高，难以渗透本土普通消费者；海外营收占比普遍偏低，短期难以成为业绩支柱
本土化品牌出海	蜜雪冰城（MIXUE）	东南亚、中亚、日韩	海外门店规模领先，平价加盟模式跑通，在印尼、越南形成本土知名度；自建海外供应链体系	模式复制难度提升，2025 年海外门店出现净闭店，新兴市场竞争加剧
	蒙牛 Aice 冰淇淋	印尼为主东南亚市场	印尼自建工厂、下沉冰柜渠道，产品适配本地口味，本土消费者为核心，当地市占率领先	市场集中单一国家，扩张需要持续资本开支
	元气森林	北美、东南亚、欧洲	配方适配海外低糖法规，入驻 Costco 等主流本土商超，跳出华人渠道	海外持续投入，盈利兑现周期较长
	东鹏饮料（最新规划）	印尼	与本土巨头合资建厂，由单纯出口转向本土化生产运营	尚处于投入早期，成效有待持续验证

数据来源：公开资料，联储证券研究院整理

2.4 内需刺激预期：促消费政策持续发力带来催化提振

政策端持续加码，频繁发声带来一定信心提振。2024 年以来促消费政策呈现清晰的递进路径：2024 年以短期逆周期刺激和供给侧流通体系完善为核心，同步出台服务消费纲领性文件与商贸流通体系建设方案，筑牢消费复苏的产业基础；2025 年转向短期刺激与长期收入培育并重，中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，首次将城乡居民增收上升为国家层面专项行动；2026 年政策进一步升级，超长期特别国债提供资金保障、数字人民币赋能补贴精准落地，7 月《扩大消费“十五五”规划》锚定 2030 年社零 60 万亿元长期目标，形成“短期托底-中期升级-长期扩容”的完整政策体系。从此次内需刺激规模、方式和实际效果来看，促消费政策对食品饮料行业的影响以信心修复、场景复苏、渠道升级的间接传导为主，而非直接补贴拉动，是板块底部估值支撑与博弈预期的重要因素之一。

表5 2024 年以来主要促消费政策与核心内容

发布时间	发布部门	政策文件	核心内容
2024 年 3 月	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	首次启动全国性消费品以旧换新，覆盖家电、汽车、数码等品类，安排财政补贴资金，拉开新一轮促消费序幕。
2024 年 7 月	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	服务消费领域纲领性文件，围绕餐饮住宿、文旅、家政等 6 大领域 20 项重点任务，提出培育名菜名小吃、打造美食产业集群、举办“中华美食荟”等举措，推动餐饮品质化、场景化升级。
2024 年 11 月	商务部、发改委等 9 部门	《关于完善现代商贸流通体系推动批发零售业高质量发展的行动计划》	提出 2027 年建成现代商贸流通体系目标；完善县乡村三级物流配送体系，推进县域商业升级、“千集万店”农村市场改造；发展即时零售、品牌连锁、直播电商等新业态。
2025 年 3 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》	部署城乡居民增收促进、服务消费提质惠民、大宗消费更新升级等七大行动，将“增收促消费”置于政策首位，提出优化消费金融、清理消费限制措施，配套财政、信贷多维度支持。
2025 年 9 月	财政部、商务部	《关于开展消费新业态新模式新场景试点工作的通知》	遴选 50 个城市开展试点，支持首发经济、夜间经济、商旅文体融合消费、外贸优品内销等新场景。
2025 年 12 月	商务部办公厅、央行办公厅、金融监管总局办公厅	《关于加强商务和金融协同更大力度提振消费的通知》	提出 11 条举措，围绕商品消费、服务消费、新型消费五大领域加大金融支持；鼓励运用数字人民币智能合约发放消费券，支持县域商业、农村电商、冷链物流建设。
2025 年 12 月	国家发改委、财政部	《关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	明确 2026 年接续实施以旧换新，扩大补贴覆盖品类，优化申报核销流程，提前下达首批补贴资金。
2026 年 1 月	国务院办公厅	《加快培育服务消费新增长点工作方案》	聚焦交通、家政、旅居、入境消费等 6 大重点领域，培育演出、体育赛事、体验式服务 3 个潜力领域。
2026 年 3 月	全国人大（2026 年政府工作报告）	2026 年政府工作报告	1.首次写入“制定实施城乡居民增收计划”，从低收入群体增收、财产性收入、薪酬社保多维度发力； 2.安排 2500 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新； 3.设立 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金。
2026 年 7 月	商务部、发改委、央行等九部委	《关于加快零售业创新发展的意见》	明确各级政府促消费补贴、惠民消费券全流程接入数字人民币体系，依托智能合约实现资金精准直达、闭环核销，杜绝套现挪用。
2026 年 7 月	国务院（批复）	《扩大消费“十五五”规划》	锚定 2030 年社会消费品零售总额达到 60 万亿元左右的目标；提出优化消费结构、提升消费能力、完善消费供给、改善消费环境六大方向。

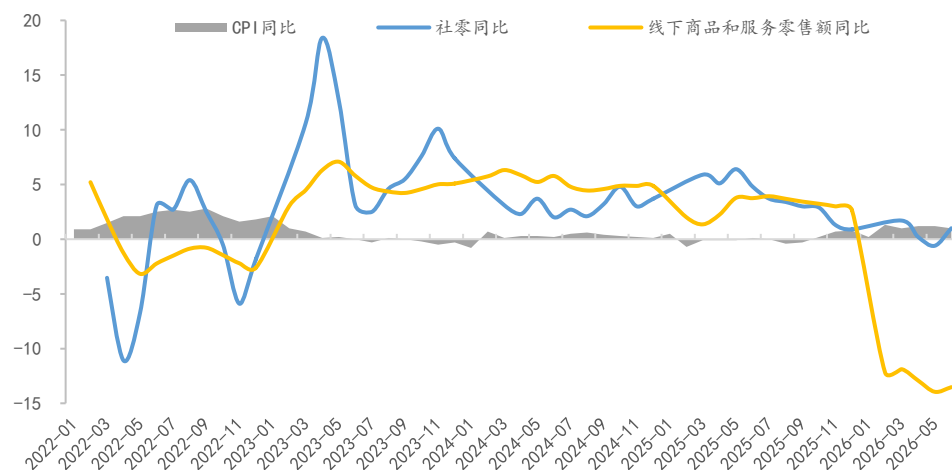
数据来源：公开资料，联储证券研究院整理

3. 食品饮料全面反转仍有约束

3.1 国内需求疲软：居民消费内生修复动能偏弱

社零数据持续低迷，线下零售增长拖累较大。2026 年 CPI 上半年温和复苏，月同比增长在 1% 左右，消费价格对总量的拖累减少；社会消费品零售总额 1-6 月累计 24.87 万亿元，同比增长仅 1.3%，而去年同期增速为 5%，社零增速的中枢下行显示国内需求疲软问题仍然存在。其中，线下商品和服务的社零下滑严重，较去年同期萎缩超 10%，26Q1-Q2 餐饮传统线下销售额均下滑的品类有饮料零食、方便速食，仅速冻食品和冲调品双季度维持增长韧性。

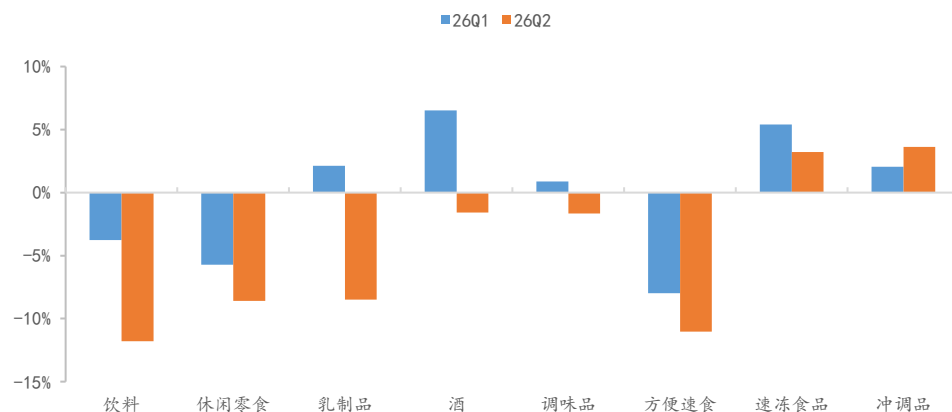
图10 社零增长中枢下调，线下零售增长低迷（%）



资料来源：iFind，联储证券研究院

注：线下零售额累计以社零总额减网上商品和服务零售额计。

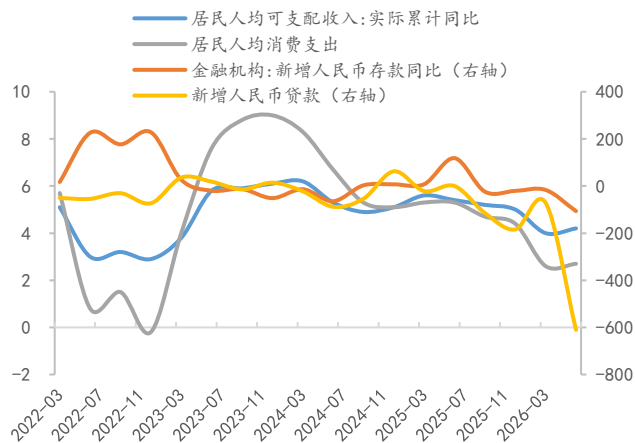
图11 26 年上半年餐饮传统线下零售类目的销售额同比增速



资料来源：马上赢，联储证券研究院

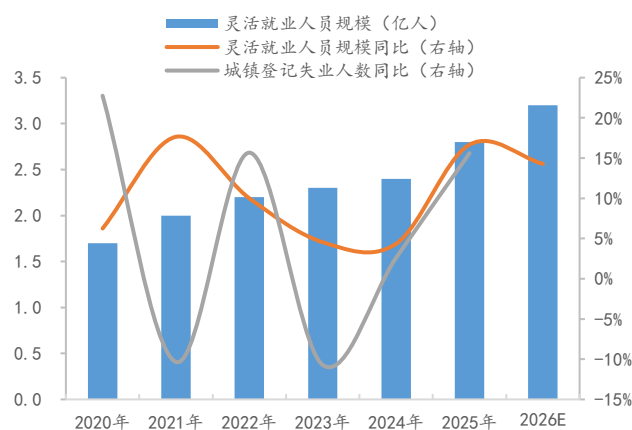
三重压制短期难解，居民消费内生修复动能偏弱。居民收入增长放缓、就业市场承压、房地产财富效应消退——三重因素共同压制消费内生修复动能。其一，2026 年上半年全国居民人均可支配收入实际同比增长 4.2%，但人均消费支出实际同比增长仅 2.7%，收入增速高于消费增速 1.5 个百分点；与此同时，居民主动降杠杆，新增贷款增速大幅下滑，一二季度同比减少 71.5%、610.4%，显示消费意愿不强。其二，26 年 1-6 月全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，相比于去年同期 5.15%，就业压力有所提升；以 26 年 3.2 亿、连续两年同比增长超 14% 的灵活就业人员规模预计作为参考，收入预期的不确定性仍存，对消费潜力释放形成一定制约。其三，26 年 70 个大中城市二手住宅价格指数跌幅虽有收窄，但房地产开发投资的大幅下滑与商品房待售面积的不断增多反映供需双弱，房价慢跌不等于财富效应重启，从企稳到对消费产生正向拉动，仍需时间。

图12 居民收入增速高于消费增速,存款增速高于贷款增速(%)



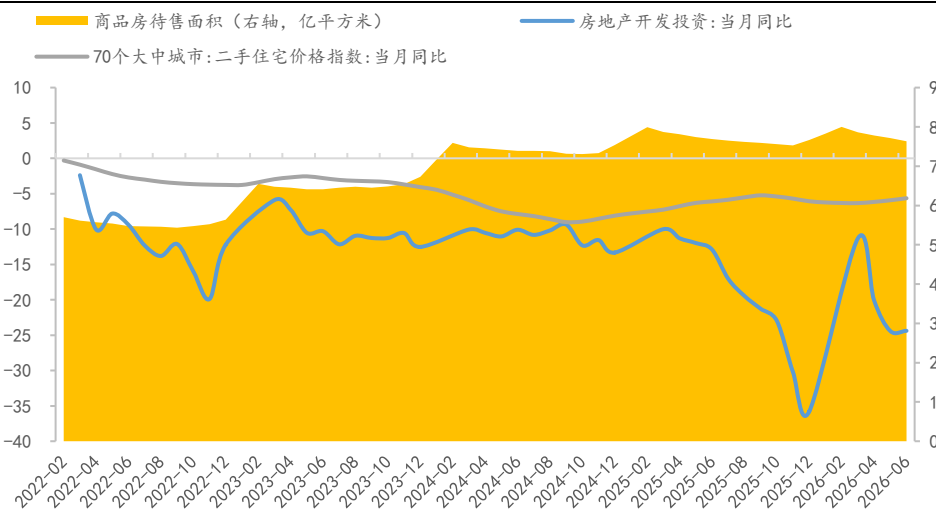
资料来源: iFind, 联储证券研究院

图13 失业人数与灵活就业人员规模呈上升态势



资料来源: iFind, 中国新就业形态研究中心, 联储证券研究院

图14 房地产供需双弱, 财富效应有所消退(%)



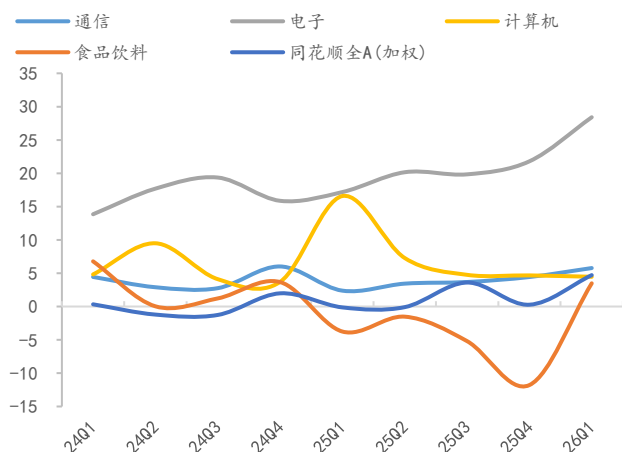
资料来源: iFind, 联储证券研究院

注: 1月份商品房待售面积以前后两月的均值计算。

3.2 增量资金有限: 科技景气延续, 虹吸效应较难逆转

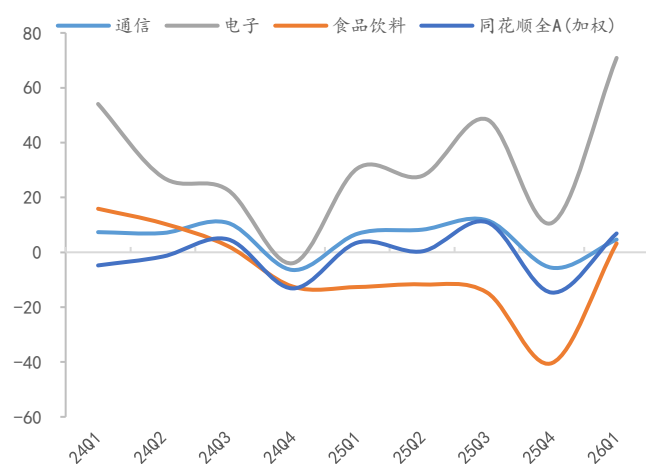
科技产业景气周期尚未结束, 科技与消费的业绩增速差距较大。2026年上半年, 电子、通信行业涨幅分别达86.3%和73.6%, 在申万31个一级行业中博得头筹。这样的高涨幅并非完全估值炒作, 而是凭借着在25年可观利润下的高速业绩增长赢得了市场资金共识。通信、电子行业2025年归母净利润已分别达到2242.5亿元和1799.5亿元, 同比增长达6.8%和32.1%, 在此基础上, 两者26Q1的增速达4.7%和70.9%, 营收利润双增。而食品饮料板块的利润经25年深度调整17.8%后, 26Q1仅呈现企稳微增态势, 营收和归母净利润同比增长分别为3.48%和3.24%, 结合Q2的实际消费情况来看, 餐饮内部分化可能加剧, 但整体景气改善进度缓慢。所以在收益弹性方面, 我们认为, 下半年行情相对超额收益仍然有限, 主因消费基本面疲弱, 板块自身缺乏景气支撑, 防御属性被动弱化。

图15 科技板块与食品饮料营收增速对比 (%)



资料来源：iFind，联储证券研究院

图16 科技板块与食品饮料归母净利增速对比 (%)

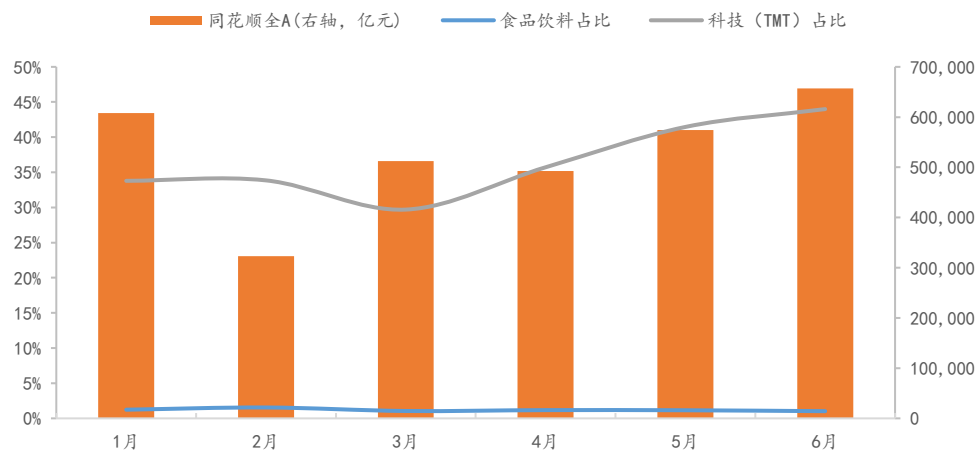


资料来源：iFind，联储证券研究院

注：此处仅选取 TMT 板块中市值占比较大的通信、电子行业数据作对比。

资金虹吸效应短期难以逆转，食品饮料增量有限。2026 年上半年 A 股月均成交额 52.78 万亿元，相比 2025 年增长 50% 以上。但在总量资金扩张的情况下，消费板块仍在失血，增量资金的绝大部分流向了科技板块。26Q1-Q2 食品饮料板块的成交额占比持续下降，从 1.28% 月均水平进一步降至 1.12%，而 TMT 板块从 32.45% 上升至 40.39%。我们认为，Q3 伴随市场波动，两者收敛的可能性较大，但基于科技和消费的基本面差、事件催化差、增长预期差考虑，资金虹吸效应难以完全逆转。

图17 26 年上半年增量资金绝大部分流向了科技板块



资料来源：iFind，联储证券研究院

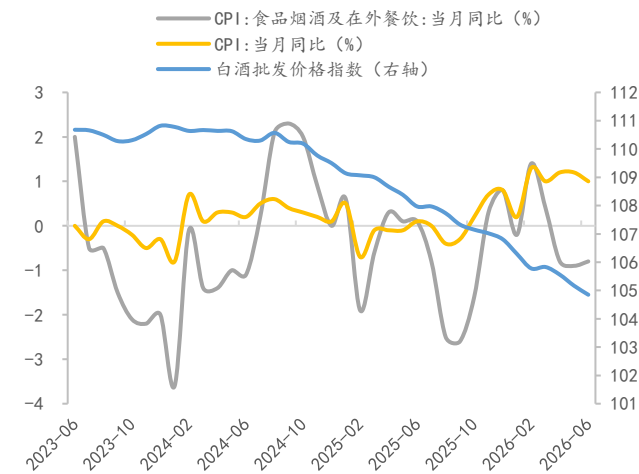
3.3 产业周期约束：供给出清的三阶段行至半途

消费行业供给出清通常经历三个阶段：第一阶段（数量出清期）——需求收缩引发产能闲置，中小企业批量退出，企业/门店数量净减少；第二阶段（格局固化期）——头部企业开始份额争夺，价格战成为挤压尾部的工具；第三阶段（盈利释放期）——行业总量增速平缓甚至下行，但行业集中度大幅提升，龙头定价权增强，营收、利润增速显著跑赢行业。

食品饮料终端价格仍在下行、竞争依然激烈，显示行业尚未进入全面盈利释放的第三阶段。疫后白酒规上企业、现制茶饮门店、线上美妆活跃品牌、量贩零食中小连锁均出现大规模退出，低效市场主体持续出清，各细分陆续经历供给出清第一阶段。2024 年以来，

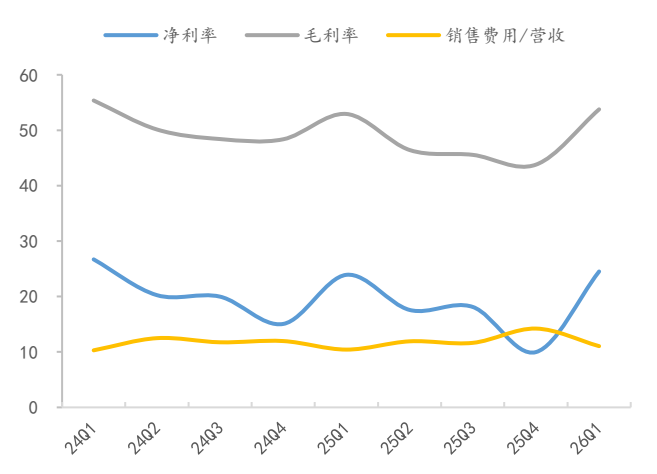
白酒批发价格总指数已连跌 28 个月, 以此为代表的餐饮终端售价也整体进入下跌趋势, CPI 中食品烟酒及在外餐饮项多数为负贡献; 与此同时, 26Q1 行业毛利率温和修复 (同比+0.83pct)、净利率底部企稳 (同比+0.60pct), 但修复幅度温和, 且销售费用率同比不降反升 (+0.62pct), 说明费用端的内卷尚未结束, 盈利改善更多来自季节性旺季放大营收规模带来的被动摊薄, 而非经营效率的根本提升——这正是第二阶段格局固化期的典型特征: 价格战仍在继续, 头部企业凭借规模与效率优势挤压尾部。部分细分赛道 (零食量贩、速冻食品、啤酒、高端酒) 已率先进入或接近第三阶段, 格局优化正在悄然发生, 但行业整体的全面反转仍需等待产能出清完成、行业集中度提升至临界点、龙头定价权实质性增强、费用端趋势性下行确认后, 才能迎来系统性的盈利释放。

图18 餐饮终端售价下移, 对 cpi 增长拖累较多



资料来源: iFind, 联储证券研究院
注: 白酒批发价格指数 2012 年 2 月=100。

图19 26Q1 行业利润率逐步改善、销售费用率回落 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

表6 部分细分赛道已率先进入或接近第三阶段

出清阶段	细分行业	主要特点
率先进入第三阶段	零食量贩	已完成出清, 盈利释放
接近第三阶段	速冻食品、啤酒、高端酒	价格战平息或收敛, 龙头开始掌握定价权
第二阶段中段	其他白酒、调味品	格局固化进行中, 出清尚未完成
第二阶段初段	乳制品、软饮料	格局固化初期, 出清仍在早期

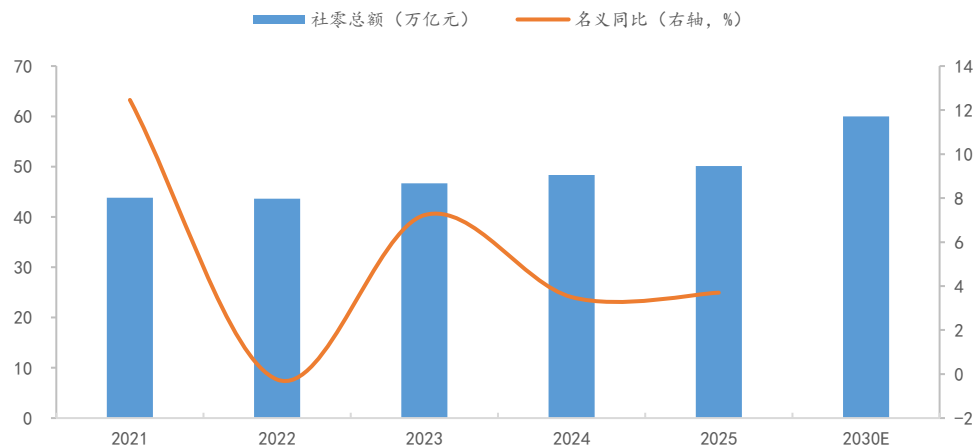
数据来源: 联储证券研究院整理

3.4 政策传导时滞: 结构性滴灌效率低于总量刺激

内需刺激政策的结构性特点与传导时滞决定短期效果有限。一方面, 2026 年促消费政策聚焦于以旧换新、特定品类补贴等结构性措施, 而非大规模总量刺激。政策更多作用于汽车、家电、数码和智能产品等领域, 对食品饮料等快消品的传导链条更长、效果更间接。2026 年上半年全国消费品以旧换新销售额超过 1.17 万亿元, 内需对经济增长的贡献率达 85.7%, 但 1-6 月社零总额同比增长仅 1.3%。另一方面, 政策落地传导至企业盈利存在时滞。从政策出台到终端消费回暖, 再到企业营收改善、利润释放, 历史规律上来看通常需要 2-3 个季度, 而此次地产拖累拉长了消费回暖所需的时间, 促消费政策的短期刺激效果或更弱化。

结合现有政策发声，促消费政策的放水预期不应过高。总量上，社零目标和增速未超预期，2026 年 7 月国务院批复的《扩大消费“十五五”规划》中锚定 2030 年社会消费品零售总额达到 60 万亿元左右的目标，对应 2025-2030 年社零 CAGR 约 3.7%，与 25 年社零名义同比增速持平，无高增预期。结构与节奏上，科技领域的结构性突破使得全局性消费刺激加码的紧迫性边际下降，政策重心将更偏向存量结构优化与长效机制构建。当前消费刺激的核心逻辑已清晰确立为：供给侧推动行业优胜劣汰与结构升级、需求侧依托增收计划与社保完善修复居民消费能力、场景侧培育服务消费与新业态三端协同，短周期内对地产政策大幅松绑或消费补贴再度扩容不宜抱有过高期待。

图20 2030 年达 60 万亿的社零目标未超预期



资料来源：iFind，联储证券研究院

4. 市场应对策略与差异化观点总结

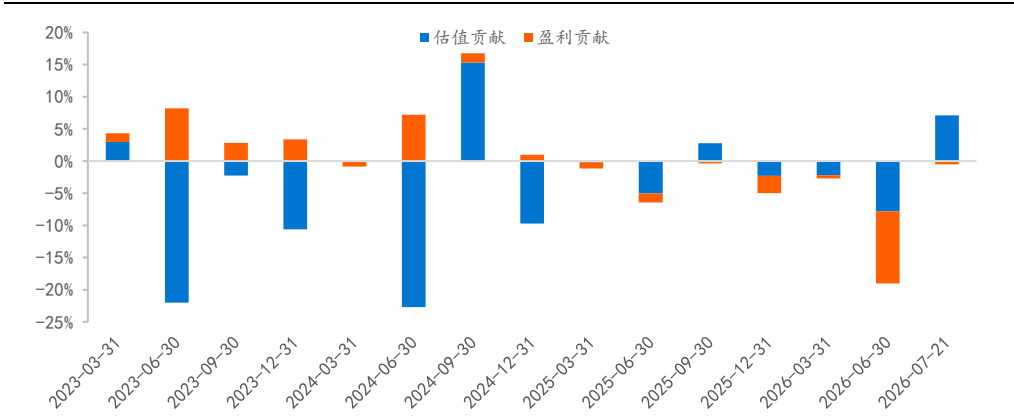
4.1 理解定价逻辑重构：从总量 Beta 到格局 Alpha

基于食品饮料板块单季度收益率的估值-盈利贡献拆分进行复盘，2023 年以来板块定价锚经历了从“总量预期博弈”到“格局 Alpha 定价”的底层变迁。

2023-2025 年板块定价核心经历了清晰的三轮升级,从总量 Beta 转向业绩 Alpha, 最终落脚于格局 Alpha。2023 年市场围绕疫后总量复苏预期博弈，估值定价锚为行业整体需求弹性，涨跌完全由估值预期驱动，板块同涨同跌、分化度低；2024 年复苏预期证伪后，盈利韧性成为定价核心，成本优势明确的赛道跑出超额收益，头部与尾部企业的估值价差持续拉开；2025 年行业总量增长近乎停滞，市场不再博弈需求，供给出清、格局集中成为新主线，市场从赚业绩增长的钱转向赚格局优化的钱，头部确定性溢价持续放大，估值波动幅度也随之显著收窄。

2026 年上半年板块进入典型的非基本面定价阶段，资金面取代基本面成为走势核心主导。尽管行业盈利压力集中释放，但板块估值并未随之下探，说明主动抛压已充分耗尽，高股息属性与长线被动资金形成了坚实托底，估值底部已实质性夯实。这一阶段科技主线虹吸效应主导板块走势，基本面仅决定内部分化，无法决定板块整体方向；公募持仓降至十年低位，长线被动资金成为唯一托底力量，板块持续被动磨底。

图21 本轮食品饮料调整前期以估值收缩为主，后期以业绩下滑为主



资料来源：iFind，联储证券研究院

预计下半年行情将沿“估值修复—格局验证”分两阶段演绎，契合“反弹已近、反转未临”的核心研判。7-9 月预计以估值修复行情为主，由中报利空出清、科技资金溢出、消费政策催化共同驱动，行情沿确定性从高到低依次轮动。10-12 月进入格局拐点验证期，基准情景下预计行业仍处出清第二阶段，估值修复后将重回震荡磨底，回归高股息防御逻辑；乐观情景下部分赛道率先进入盈利释放期，如费用率下行、净利率改善，定价锚可切换至 2027 年全年盈利展望，需观测行业中秋国庆动销、渠道库存、企业费用投放、全年经营规划等信号。

4.2 关注细分赛道梯队：分资金类型进行仓位配置

当前食品饮料各细分行业所处的供给出清阶段存在显著差异，是把握结构性机会的关键。我们拆解后将处于第二阶段（格局优化期）后半段的高端白酒、啤酒、零食量贩和速冻食品划分为第一梯队，将处于第二阶段前半段的调味品、乳制品、大众白酒和软饮料划为第二梯队，将依赖商务、宴席需求恢复，竞争相对激烈的次高端酒划为第三梯队。

表7 各梯队的预期修复空间与核心配置逻辑

梯队	细分赛道	代表性标的	预期修复空间	核心逻辑
第一梯队	高端白酒	贵州茅台、泸州老窖	18%-23%	品牌壁垒、价盘企稳、高股息防御
	啤酒	青岛啤酒、重庆啤酒	21%-24%	高端化持续兑现，旺季催化
	量贩零食	万辰集团、鸣鸣很忙	约 20%	双寡头格局，份额持续提升
	速冻食品	安井食品	19%-23%	行业出清临近尾声，龙头主动控费稳价，吨价逐步修复
第二梯队	乳制品	伊利股份、蒙牛乳业	约 18%	成本红利，稳定高股息
	调味品	海天味业、中炬高新	约 17%	B 端餐饮复苏，渠道壁垒深厚
	连锁餐饮/现制茶饮	海底捞、九毛九	19%-22%	同店收入修复，单店盈利模型优化
	软饮料	农夫山泉、东鹏饮料	16%-20%	渠道持续变革，产品结构升级，静待需求回暖
第三梯队	次高端博弈	山西汾酒、洋河股份	25%-30%	估值充分下杀，博弈商务需求回暖

数据来源：联储证券研究院整理

基于**食品饮料估值修复行情**的研判，预计**指数反弹空间大致在 15-20%左右**。一方面，基于近五年估值中枢下限回归的修复空间测算，**食品饮料各细分赛道的估值修复空间预计在 16-30%不等**；另一方面，根据历史复盘来看，**可比的消费需求偏弱、科技调整食品饮料阶段，整体指数反弹行情空间通常在 10-20%左右**。

表8 食品饮料细分行业的出清阶段有所差异

细分行业	所处阶段	关键判断	核心依据
零食量贩	第二阶段后半段（向盈利释放期过渡）	双寡头格局雏形确立，行业价格战阶段性缓和；龙头通过供应链优化、门店提效率先实现净利率修复，是 食品饮料板块出清节奏较快 的赛道；尾部中小品牌仍有出清空间，盈利释放尚在初期。	行业 CR2 从 2023 年的 38%提升至 2026 年的 75%；头部企业净利率从盈亏平衡修复至 3%-5%；低效门店持续出清，中小品牌门店数量净减少。
速冻食品	第二阶段后半段（出清加速，龙头定价权初显）	安井率先缩减费用、部分产品提价，标志行业价格战边际缓和，龙头份额持续提升；但全品类集中度仍偏低，中小产能出清尚在途中。	2026Q1 安井食品营收+30.8%、归母净利润+42.7%；尾部冻品企业经销商数量净减少，动销承压。
啤酒	第二阶段后半段（格局基本固化，盈利有望释放）	行业格局高度稳定，价格战全面终结；竞争核心从销量份额转向产品结构升级，高端化持续驱动龙头净利率提升，行业总量进入窄幅波动阶段。	2025 年行业 CR5 达 72%；规模以上啤酒产量稳定在 3700 万千升左右；龙头吨价、净利率连续多年上行，高端占比持续提升。
高端白酒（茅五泸）	第二阶段后半段（格局固化完成，周期内部分化）	高端酒格局长期稳定，茅台凭借绝对品牌壁垒掌握定价权，年内两次提价验证定价能力；五粮液批价企稳、动销边际改善；泸州老窖控货挺价节奏偏慢，三家经营分化加大。	格局高度固化，CR5 营收占比从 2023 年的 43.5%提升至 2025 年的 51.8%；2026Q1 高端酒营收同比+9.9%；飞天茅台批价站稳 1650 元；泸州老窖 Q1 营收、利润双位数下滑
大众白酒（区域龙头+三线次高端）	第二阶段中段（格局分化加剧，出清进行中）	区域龙头依托百元价格带基本盘，业绩降幅显著收窄， 徽酒、苏酒等优势区域龙头率先转正 ；三线次高端受商务需求疲软拖累，出清节奏较慢、压力较大，库存消化仍是核心矛盾。	2026Q1 区域酒企收入/利润降幅较 2025 年收窄；百元价格带动销韧性较强；次高端标的普遍业绩下滑，行业整体库存约 3-6 个月。
调味品	第二阶段中段（数量出清过半，价格战边际缓和）	中小产能数量出清已取得显著进展，头部企业份额持续提升；价格战边际缓和，龙头陆续落地提价，但需求疲软下提价传导仍有压力，全面盈利释放尚需时间。	规模以上企业数量持续缩减，全品类 CR5 约 24%；头部企业提价落地，费用投放趋缓。
乳制品	第二阶段中段（格局基本固化，盈利触底回升）	双寡头格局稳固，龙头盈利弹性逐步显现，盈利有望触底回升。	行业总量进入低速波动阶段；原奶价格下行周期叠加中小乳企持续出清，龙头毛利率有所改善。
软饮料	第二阶段初段（整体趋稳，结构分化）	行业整体进入存量竞争，头部企业份额稳定；细分赛道分化显著，瓶装水、碳酸饮料格局高度固化，果汁、茶饮料等赛道仍有竞争。	瓶装水 CR2 超 60%，碳酸饮料 CR2 超 90%；果汁、功能饮料等细分赛道格局仍分散；头部企业通过品类扩张持续收割份额。

数据来源：iFind、Euromonitor、中国酒业协会、国家统计局等，联储证券研究院整理

基于**反弹非反转**的研判，我们建议在**食品饮料投资中重格局 Alpha、弃尾部 Beta，分梯队配置、波段化操作**。具体时点参考方面，三季度或为主要的估值修复期：7 月中下旬如中报批量披露后利空出尽、科技板块连续回调、消费 ETF 资金由流出转净流入，建议关注一、二梯队核心龙头；8 月下旬-9 月上旬如中秋备货启动、餐饮消费券加码、北向资金持续加仓**食品饮料**，建议对**食品饮料反弹行情**的预期可适当上调。四季度需等待基本面验证：10 月中下旬如三季报落地、旺季动销不及预期、板块 PE 修复至近十年 15-20%分位数水平，可以考虑分批兑现；如需求刺激与盈利释放超预期，行业基本面得以验证，行情或从估值修复切换到盈利驱动。

表9 匹配各资金类型的食饮仓位配置建议

资金类型	食饮总仓位 (权益资产占比)	梯队分配比例	组合核心目标
积极型	18%-22%	第一梯队 60%、第二梯队 30%、第三梯队 10%	博取估值修复超额收益
稳健型	13%-18%	第一梯队 40%、第二梯队 50%、第三梯队 10%	平衡防御与弹性
保守型	10%-12%	第一梯队 20%、第二梯队 70%、第三梯队 10%	高股息稳健底仓

数据来源：联储证券研究院整理

4.3 把握核心研判：结合实际，理性调整预期

结合供给出清周期框架、指数估值-盈利拆分实证、头部企业财报与渠道高频微观数据、全市场资金流向与板块定价锚变迁规律、促消费政策传导规律，我们形成六点差异化判断，理性调整市场一致预期：

(1) 行情维度：本轮反弹属于梯队轮动的三重底修复行情，不存在全板块普涨。随着行业进入存量出清中后期，赛道、标的分化持续放大，收益将沿着确定性高低依次轮动，尾部标的很难跟随板块同步修复。

(2) 周期拐点维度：行业趋势反转的核心条件是供给格局拐点，而非居民消费总量回暖。在主力消费人群、收入预期短期难以大幅改善背景下，即便总量持平，只要尾部产能充分出清、头部定价权修复，行业盈利中枢才能系统性上行；单纯需求回暖无法扭转激烈竞争格局。

(3) 竞争格局维度：终端降价促销是龙头推动行业出清的工具，不能简单作为格局恶化的依据。当前多数赛道处于出清第二阶段，头部依托供应链、渠道效率主动挤压低效中小企业；需要区分“良性出清式降价”与全行业无序价格战。

(4) 企业出海维度：作为企业成长第二曲线的打造，出海需要分层甄别价值。出海有代工、渠道、品牌出海三类模式，代工与单纯渠道拓展更多带来营收增量、盈利持续性偏弱；只有完成本地化品牌运营、供应链布局的品牌出海，才能贡献长期估值溢价。

(5) 资金行为维度：本轮板块修复是存量抛压充分耗尽后的弱平衡行情，并非主动权益资金大规模加仓带来的趋势反转。行情更多依靠高位科技赛道资金溢出、长线底仓资金配置，增量资金规模有限，决定反弹以震荡脉冲形式展开。

(6) 政策维度：刺激预期不应过强。应更多关注城乡居民增收计划、服务消费扩容、免税免签等制度性红利对消费能力的渐进修复，而非等待“撒钱”驱动的行业反转。

4.4 下半年高频动态跟踪指标清单

1.白酒跟踪指标

(1) 批价：茅台散瓶、普五、国窖 1573 终端成交价；

(2) 渠道库存：高端≤45 天健康，次高端 > 60 天风险；

- (3) 动销：宴席、商务消费月度增速；
- (4) 报表指标：合同负债、销售费用率、经营现金流、归母净利润增速。

2. 大众品跟踪指标

- (1) 原料价格：原奶、大豆、PET、铝罐现货价；
- (2) 渠道数据：量贩零食门店净增数、餐饮连锁同店增速、GMV 增速、终端动销；
- (3) 出口数据：海关食品、调味品出口金额增速。

3. 资金面跟踪指标

- (1) 北向资金食品饮料板块持仓变动；
- (2) 消费 ETF 资金净流入/流出；
- (3) 主动权益基金食品饮料周度仓位变化；
- (4) 食品饮料板块全市场成交占比、换手率、PE-TTM。

4. 格局拐点观测指标

- (1) 各赛道 CR2/CR5 市场份额；
- (2) 行业中小企业亏损面、企业/门店退出数量、营收利润增速；
- (3) 头部企业销售费用率、净利率环比变动；
- (4) 分红与回购计划安排。

5. 风险提示

居民消费复苏大幅低于预期、行业竞争加剧超预期、海外贸易摩擦加剧超预期、内需政策刺激低于预期等。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路五号院 13 号楼 B 座 14 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000