

食品饮料行业：复盘 2018 年贸易战对食品饮料行业资产定价的影响

2025 年 4 月 16 日

看好/维持

食品饮料

行业报告

2018 年中美贸易战之后，我们看到食品饮料行业的业绩有所恢复，整个板块资产定价经历一轮波澜壮阔的行情，我们希望通过分析 2018 年贸易战之后宏观经济环境和食品饮料行业的变化，来对本轮中美贸易战之后食品饮料行业的资产定价有所借鉴和指引。

2018 年之后食品饮料板块资产定价的变化，更多的是宏观经济复苏对行业复苏的整体带动，与流动性充裕带来的资产配置和资产价格重估相关，受产业结构的变化影响较小。

而从目前的经济环境与 2018 年对比，我们看到当前环境与当时有异有同。相同的环境有：1 是国内刺激内需的政策会继续加码，国家希望通过刺激内需来支撑宏观经济增长的态度坚定；2 是预计关税政策会对美国经济短期内带来冲击，部分国际资金会从海外转移回国内；3 是食品饮料行业受关税的冲击整体小于出口占比较高的其他制造业行业。

但本轮贸易战在宏观环境上也有不同的地方：1 是国内消费的驱动力发生了很大的变化，消费的推动力转变为消费需求创新和消费体验创新在不同商品上的体现；2 是预计本轮贸易战冲击面更大，或带来原材料端的波动。而如果需求没有得到扭转前，企业或面临着更加困难的处境；3 本轮与上一轮贸易战的财政政策和货币政策基数不同，本轮财政政策更加积极。

投资策略：我们认为 25 年宏观经济整体在恢复中，鉴于财政政策开始发力，国家进一步出台更多刺激内需的政策值得期待，消费在经济贡献中的比重会随之提高，需求的复苏有利于成本向下游传导从而带动企业收入的进一步提升。此外，整体流动性环境利好食品饮料的资产定价，食品饮料板块的估值有望得到重估。我们重点推荐顺周期板块白酒板块和景气赛道休闲食品板块，重点推荐贵州茅台、盐津铺子、涪陵榨菜等企业。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，食品饮料需求消费恢复不及预期，外资流入不及预期，原材料成本上涨过高带来的企业利润经营不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)			PE			PB	评级
	24A	25E	26E	24A	25E	26E		
贵州茅台	68.64	75.19	83.18	22.70	20.72	18.73	8.40	强烈推荐
盐津铺子	2.36	3.03	3.79	36.51	28.49	22.76	12.80	强烈推荐
涪陵榨菜	0.76	0.83	0.92	20.40	16.54	14.91	1.81	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（盐津铺子 24 年半年报未出，数据为预测值）

未来 3-6 个月行业大事：

2025-04-15 金徽酒：一季报披露

2025-04-16 东鹏饮料：一季报披露

2025-04-16 千禾味业：年报及一季报披露

2025-04-18 贝因美：一季报披露

2025-04-19 甘源食品：年报及一季报披露

2025-04-22 三全食品：年报及一季报披露

2025-04-22 燕京啤酒：年报披露

资料来源：同花顺

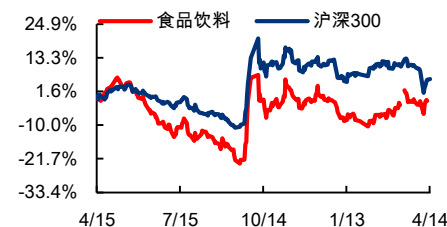
行业基本资料

占比%

股票家数	126	2.78%
行业市值(亿元)	49384.29	5.36%
流通市值(亿元)	47768.12	6.4%
行业平均市盈率	22.15	/

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

1. 我们的观点

2018 年中美贸易战之后，我们看到食品饮料行业的业绩有所恢复，整个板块资产定价经历一轮波澜壮阔的行情，我们希望通过分析 2018 年贸易战之后宏观经济环境和食品饮料行业的变化，来对本轮中美贸易战之后食品饮料行业的资产定价有所借鉴和指引。

2018 年之后食品饮料板块资产定价的变化，更多的是宏观经济复苏对行业复苏的整体带动，与流动性充裕带来的资产配置和资产价格重估相关，受产业结构的变化影响较小。

而从目前的经济环境与 2018 年对比，我们看到当前环境与当时有异有同。相同的环境有：1 是国内刺激内需的政策会继续加码，国家希望通过刺激内需来支撑宏观经济增长的态度坚定；2 是预计关税政策会对美国经济短期内带来冲击，部分国际资金会从海外转移回国内；3 是食品饮料行业受关税的冲击整体小于出口占比较高的其他制造业行业。

但本轮贸易战在宏观环境上也有不同的地方：1 是国内消费的驱动力发生了很大的变化，消费的推动力转变为消费需求创新和消费体验创新在不同商品上的体现；2 是预计本轮贸易战冲击面更大，或带来原材料端的波动。而如果需求没有得到扭转前，企业或面临着更加困难的处境；3 是本轮与上一轮贸易战的财政政策和货币政策基数不同，本轮财政政策更加积极。

我们认为 25 年宏观经济整体在恢复中，鉴于财政政策开始发力，国家进一步出台更多刺激内需的政策值得期待，消费在经济贡献中的比重会随之提高，需求的复苏有利于成本向下游传导从而带动企业收入的进一步提升。此外，整体流动性环境利好食品饮料的资产定价，食品饮料板块的估值有望得到重估。我们重点推荐顺周期板块白酒板块和景气赛道休闲食品板块，重点推荐贵州茅台、盐津铺子、涪陵榨菜等企业。

2. 2018 年之后食品饮料行业上涨的几个逻辑

2.1 复盘 2018 年贸易战

2017 年美国对华贸易逆差达 3752 亿美元，成为美方发动贸易战的重要原因。2018 年 3 月美国以“国家安全”为由，宣布对进口钢铁和铝分别加征 25% 和 10% 的关税，中国随即对 128 项美国商品（如水果、猪肉）加征 15%-25% 的关税作为反制。中美在关税方面的博弈，就此拉开为期近两年的中美贸易战，最终导致对约 5500 亿美元的中国商品和 1850 亿美元的美国商品征收关税。

图1：中美贸易战过程梳理

时间	政策变化
2018 年 3 月	美国以“国家安全”为由，宣布对进口钢铁和铝分别加征 25% 和 10% 的关税，中国随即对 128 项美国商品（如水果、猪肉）加征 15%-25% 的关税作为反制
2018 年 6 月	美国对 500 亿美元中国商品加征 25% 关税，主要针对高科技产品，中国迅速对等反制同等规模的美国商品
2018 年 8 月	美国对另外 160 亿美元的中国商品征收 25% 的关税，包括钢铁产品、电气机械、铁路产品、仪器和设备。中国相应的反制措施是对 160 亿美元的美国商品征收 25% 的关税，包括哈雷戴维森摩托车、波旁酒和橙汁。

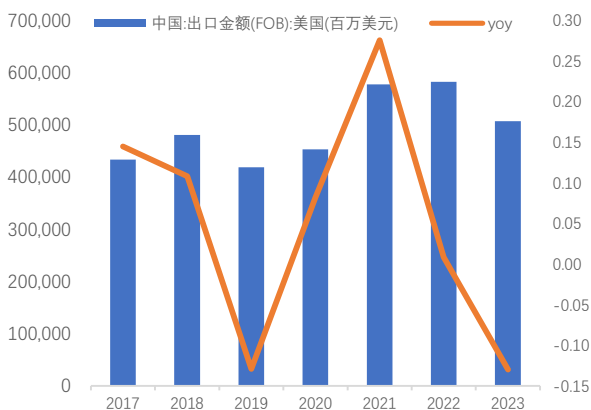
2018 年 9 月	美国进一步对 2000 亿美元中国商品加征 10% 关税，覆盖消费品、工业品等，中国则对 600 亿美元美国商品加税
2018 年 12 月	在中国承诺购买“大量”美国出口商品后，中美两国元首同意达成 90 天的贸易休战，以便进一步谈判解决美国的关切。
2019 年 5 月	在贸易谈判破裂后，美国将价值 2000 亿美元的中国商品的关税从 10% 提高到 25%。中国作出回应，宣布从 6 月 1 日起对价值 600 亿美元的美国商品加征关税。
2019 年 9 月	美国对华 3000 亿美元输美产品中第一批加征 15% 关税措施正式实施，中国就此在世贸组织争端解决机制下提起诉讼。
2020 年 1 月	美国总统特朗普和中国首席贸易谈判代表刘鹤副总理签署了第一阶段贸易协定。其中包括购买承诺、金融市场准入、知识产权保护和执法等条款，并最终确定了该协定。

资料来源：中国政府网，商务部网站，证券之星，新华社，联合早报网，东兴证券研究所整理

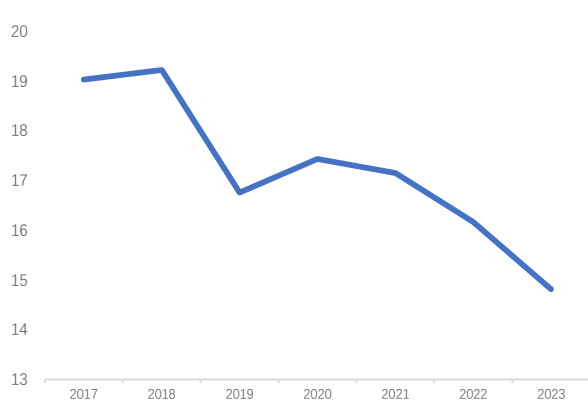
2018 年后中国对美出口贸易额有明显的下降，至 2020 年受全球疫情影响，部分产业链重新转移到国内，中国对美出口才重新回到正增长。从中国对美出口额占总出口额的比重来看，2018 年之后占比有明显的下降，美国市场整体在中国出口市场中的地位在下降。

图2：中国对美出口贸易额变化

图3：中国对美出口占出口总额比重（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

由于出口端的影响，贸易战之后中国政府加大了促进经济增长、扩大内需的政策，通过内需的增长弥补外需的下滑，国内财政政策和货币政策双发力。财政政策上，2018 年至 2020 年，财政赤字率从 2.6% 逐步提升至 3.6%（图 20），扩大地方政府专项债规模支持基建和民生项目。货币政策上，2018-2020 年，央行累计降准十几次，释放长期资金超 4 万亿元（图 14）；LPR（贷款市场报价利率）多次下调，降低企业和居民融资成本。

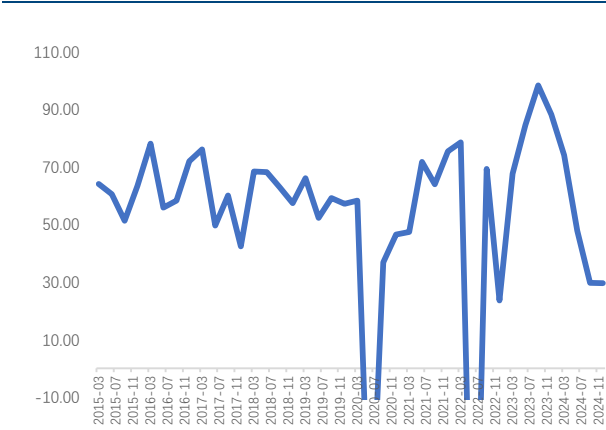
图4：2018 年-2022 年以来国内扩大内需的政策

时间	政策	主要观点
2018 年 9 月	《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》	1、提出通过深化改革破除体制机制障碍，促进实物消费（如汽车、家电）和服务消费（教育、医疗、养老）升级。强调推动 2、支持新消费业态（如共享经济、数字经济）发展。
2019 年 1 月	《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	1、推出“汽车下乡”“家电以旧换新”等政策，鼓励绿色智能产品消费。 2、支持服务消费扩容，推动文旅、体育、健康等领域发展。
2020 年 3 月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	1、提出建设国际消费中心城市，发展“首店经济”“夜间经济”。 2、完善免税政策，吸引境外消费回流。
2021 年 3 月	《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	1、明确“双循环”战略，将扩大内需作为战略基点。 2、强调加快新型城镇化建设，释放县域消费潜
2022 年 12 月	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》	1、明确中长期扩大内需的八大任务，包括优化投资结构、促进消费升级、完善分配制度等。 2、推动共同富裕，扩大中等收入群体消费能力。
2022 年 4 月	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	1、应对疫情冲击，提出发放消费券、减税降费等短期刺激措施。 2、稳定大宗消费（新能源汽车、绿色家电），支持刚性和改善性住房需求。

资料来源：中国政府网，新华社，东兴证券研究所

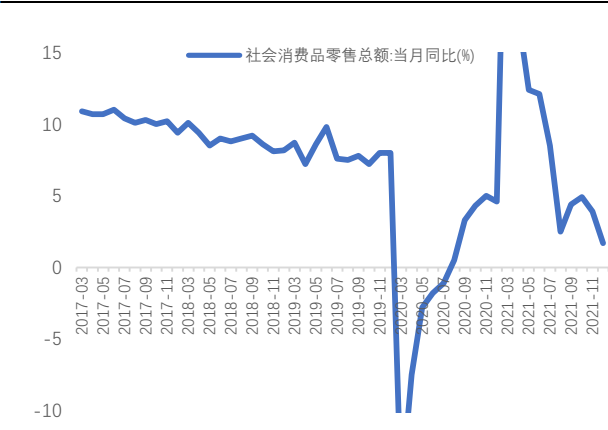
在经济复苏过程中，由于外需波动性加大，消费作为内需核心的稳定性作用更加突出。2023 年中国最终消费支出对经济增长的贡献率一度达到 98.4%（疫情期间除外），成为经济增长的“压舱石”，消费成为对冲外部风险的关键力量。

图5：最终消费支出对 GDP 的贡献：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

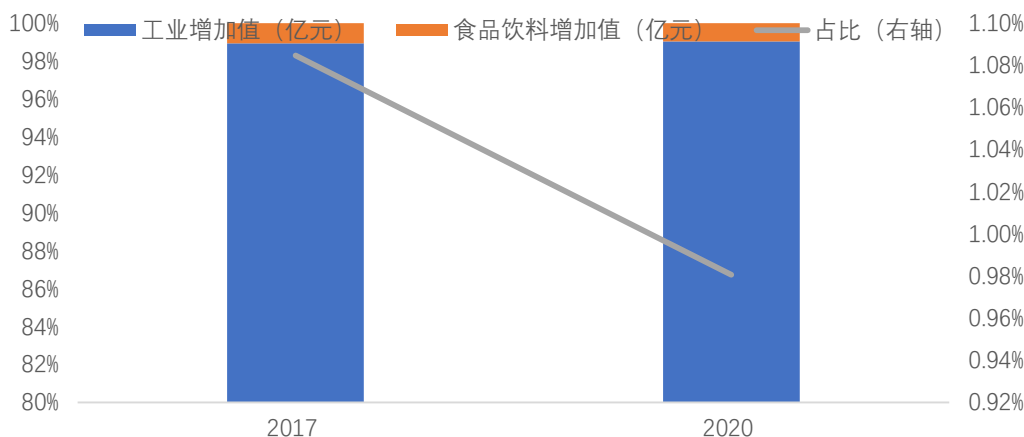
图6：社会消费品零售总额



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

但是从产业结构来看,对比 2017 年和 2020 年食品饮料行业工业增加值的占比,从 1.08% 下降到 0.98%,食品饮料行业在经济结构中的比重并未呈现明显的提升。

图7：食品饮料行业工业增加值占比（%）

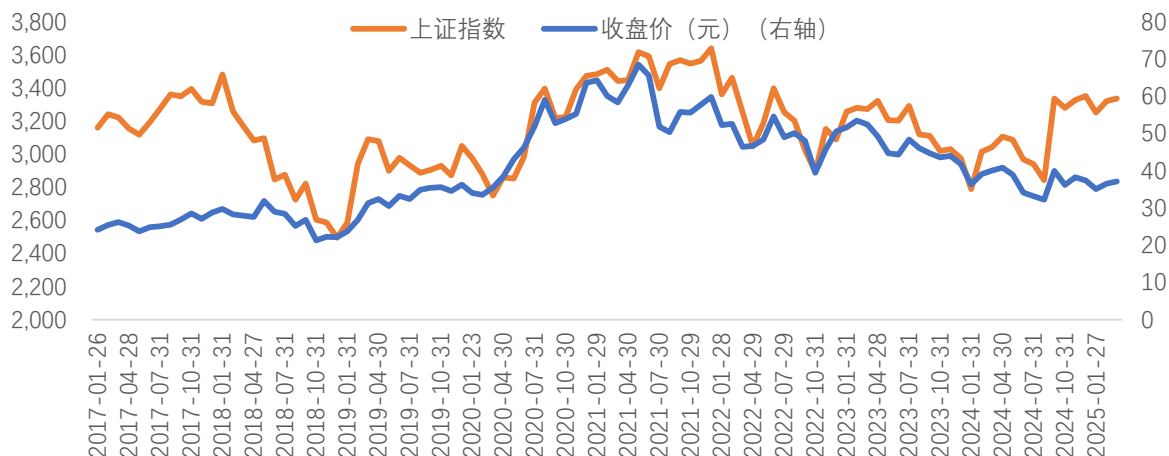


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.2 食品饮料板块上涨的主要逻辑

2018 年中美贸易战发生后,我们看到食品饮料板块经历了一轮较大幅度的涨幅,食品饮料行业加权平均收盘价从 2018 年 10 月 31 日 21.29 元上涨到 2021 年 5 月 30 日 68.48 元,涨幅超过 221.6%。而同期的上证综指从 2602.78 点上涨到 3615.47 点,涨幅为 38.9%。食品饮料板块的涨幅远超同期上证指数的涨幅。

图8：食品饮料行业指数

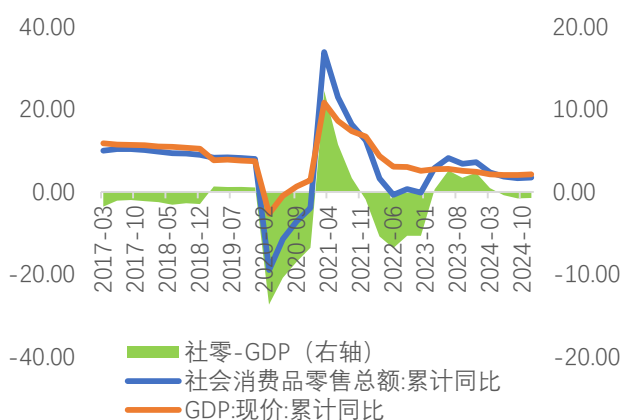


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

在食品饮料行业这一轮的上涨中，我们认为主要有这样几个因素主导：

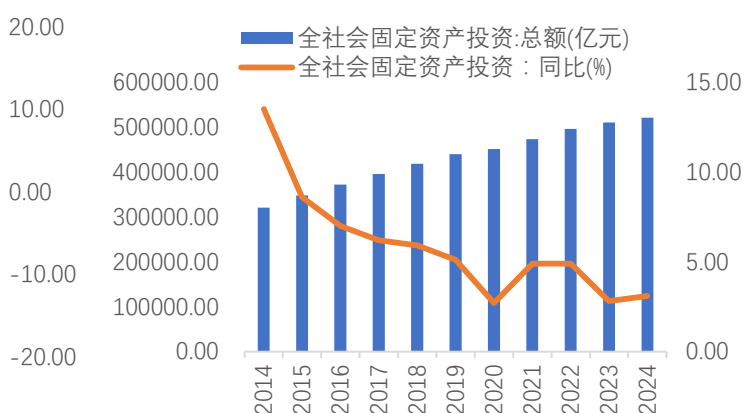
1、扩内需政策加码，内需对宏观经济形成支撑。在贸易战后，国内加大经济刺激力度，内需在一段时间成为经济的主要贡献。2018 年之前社零增速低于 GDP 增速，证明内需对经济的拉动力相对投资+出口更弱，2018 年以后，不考虑 2020 年及 2022 年疫情导致的波动，社零增速整体大于 GDP 增速，说明内需对 GDP 的贡献大于投资+出口，内需有效拉动 GDP 增长。

图9：社零对 GDP 的影响：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

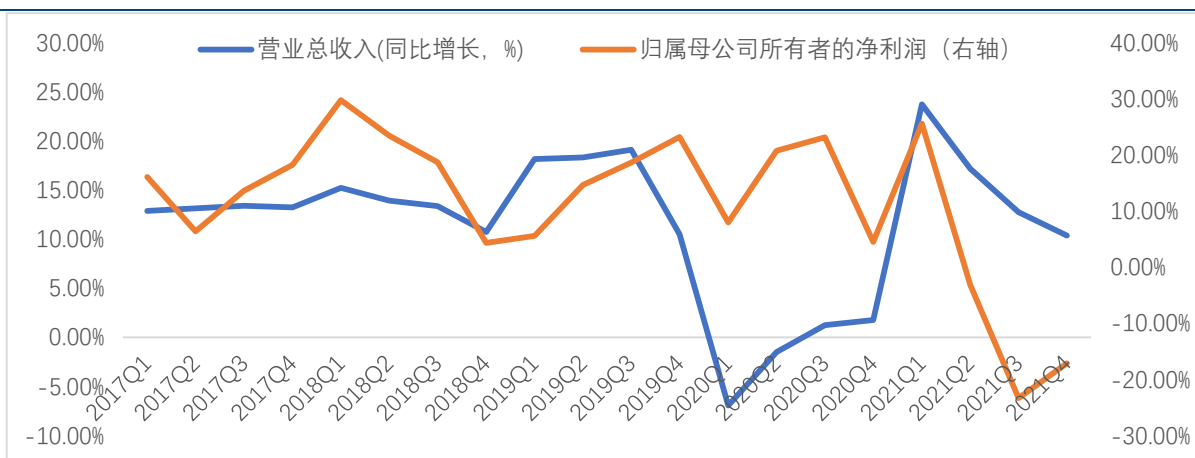
图10：固定资产投资变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

经济复苏的同时带动食品饮料行业板块业绩恢复，2018 年食品饮料板块承受较大压力，收入和利润增速逐季递减，但是 2019Q1 以后食品饮料营业收入和归母净利润开始逐季回升（疫情期间除外）。

图11：食品饮料板块收入和利润同比（%）

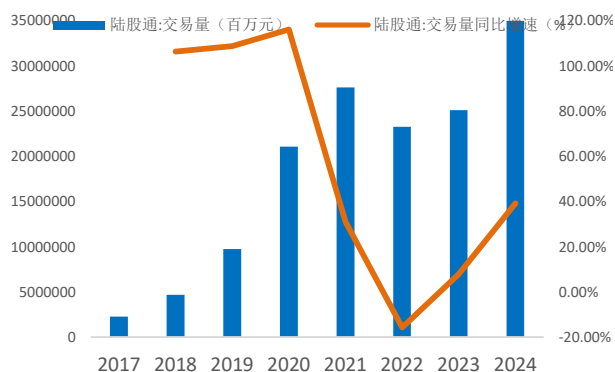


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2、外资对 A 股配置力度加大。2016 年 12 月深港通正式开通，同期国内取消沪股通的交易限制，2017 年开始，大量的外资进入到 A 股进行配置。叠加 2018 年之后美国实际利率下行，使得 2018 年之后外资加大了

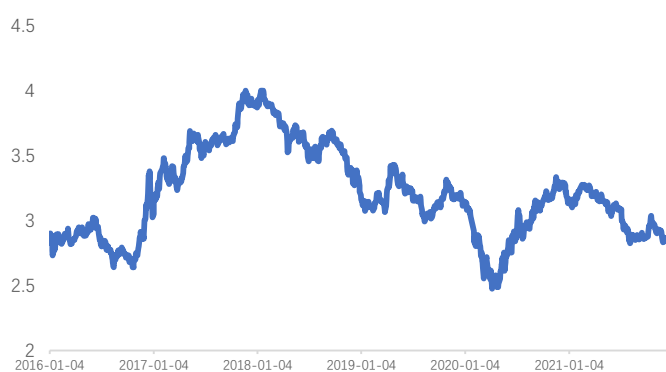
对 A 股的配置，其中食品饮料行业是外资较为青睐的板块。受外资估值方法的影响，2018 年以后食品饮料的资产定价以永续现金流为标尺并得到重估。

图12：陆股通成交情况



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图13：美国国债 10 年期收益率 (%)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3、国内流动性宽松。由于当时国家采取了宽松的货币政策，所以当时国内流动性较为宽松，为食品饮料板块的估值重塑提供了比较好的环境。

据人民银行统计，2018-2020 年央行 12 次下调存款准备金率，共释放长期资金约 8 万亿元。其中，2018 年 4 次降准释放资金 3.65 万亿元，2019 年 5 次降准释放资金 2.7 万亿元，2020 年初至 5 月 3 次降准释放资金 1.75 万亿元。

图14：2018-2020 年存准调整

时间	通知	通知内容
2020-04-30	《中国人民银行关于下调部分金融机构存款准备金率的通知》	分步定向降准：对农村金融机构和省级城商行于 2020 年 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施，每次降准 0.5 个百分点。
2020-01-01	《中国人民银行决定于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率》	全面降准：中国人民银行决定于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点
2019-09-06	《中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日下调金融机构存款准备金率》	1、全面降准：中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点；2、分步定向降准：对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点。于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点
2019-05-21	《中国人民银行关于下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率的通知》	分步定向降准：1、自 2019 年 5 月 15 日和 6 月 17 日起，分别下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率 1 个百分点；2、自 2019 年 7 月 15 日起，对服务县域的农商行实行 8% 的存款准备金率。

2019-01-04	《中国人民银行决定于 2019 年 1 月下调金融机构存款准备金率置换部分中期借贷便利》	分步全面降准：中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。
2018-10-07	《中国人民银行决定下调部分金融机构存款准备金率置换中期借贷便利》	全面降准：从 2018 年 10 月 15 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。
2018-06-24	《中国人民银行决定通过定向降准支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资》	定向降准：下调国有大行、股份行等存款准备金率 0.5 个百分点
2018-04-17	《中国人民银行决定下调部分金融机构存款准备金率以置换中期借贷便利》	定向降准：从 2018 年 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点
2018-01-17	《中国人民银行关于对普惠金融实施定向降准的通知》	定向降准：对普惠金融领域贷款达标的银行，存款准备金率下调 0.5 或 1.5 个百分点

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 本轮贸易战后，对食品饮料资产定价预期

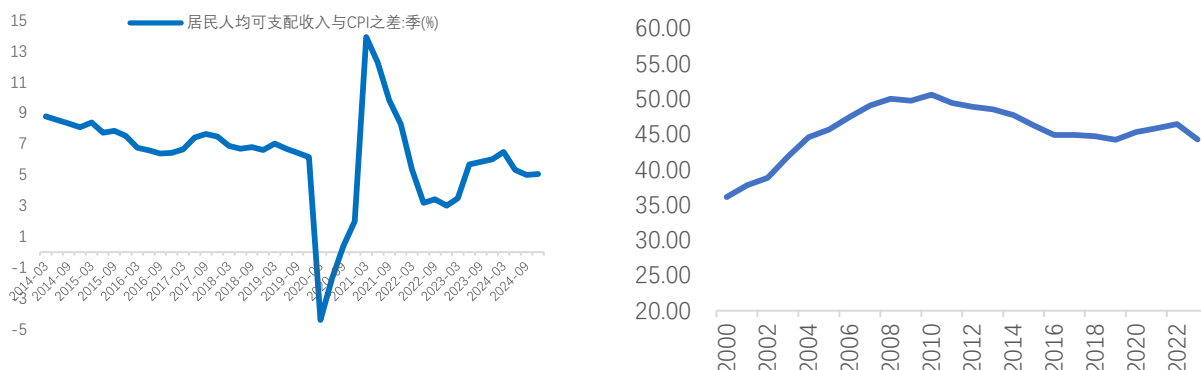
复盘 2018 年贸易战后食品饮料行业的整体走势，我们认为当前与当时有异有同。相同的环境有：1 是国内刺激内需的政策会继续加码，国家希望通过刺激内需来支撑宏观经济增长的态度坚定；2 是预计关税政策会对美国经济短期内带来冲击，部分国际资金会从海外转移回国内；3 是食品饮料行业受关税的冲击整体小于出口占比较高的其他制造业行业。

但本轮贸易战在宏观环境上也有不同的地方：

- 1、过去驱动国内消费不断增长的源动力发生变化。过去驱动食品饮料消费的增长源动力我们认为有两点：一是快速城镇化带来的需求增长，二是消费升级的需求推动食品饮料行业消费持续不断地提升价格。但是由于疫情几年的冲击，使得消费者的消费习惯和消费预期发生了很大的变化，加之国内经历物价负增长期，过去消费不断升级的梯度被打破。消费的推动力转变为消费需求创新和消费体验创新在不同商品上的体现。

图15：居民可支配收入增速与 CPI 差（%）

图16：居民储蓄率（%）



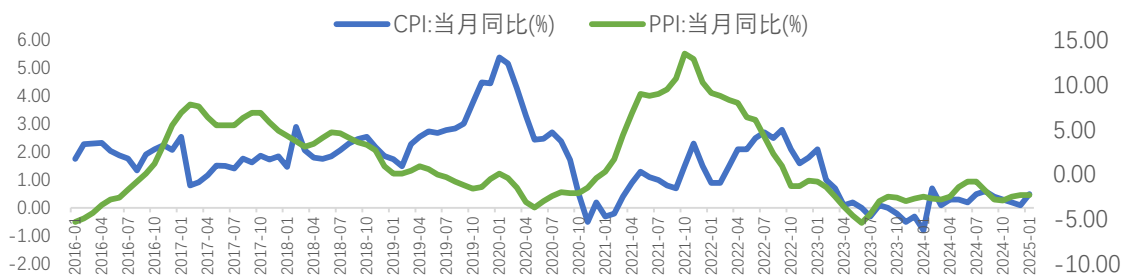
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2、本轮贸易战冲击面更大，或带来原材料端的波动。而如果需求没有得到扭转前，企业或面临着更加困难的处境。

从目前特朗普政府公开表态的增加关税力度和范围上，相比 2018 年均有较大的增加，中国政府在反击力度上也是比较坚决。或带来食品饮料产业整体原材料成本的上涨。如果需求没有得到扭转，成本比较难向下游传导，企业或主要承担原材料成本的上升，毛利率将会受到影响。

图17: CPI 与 PPI (%)

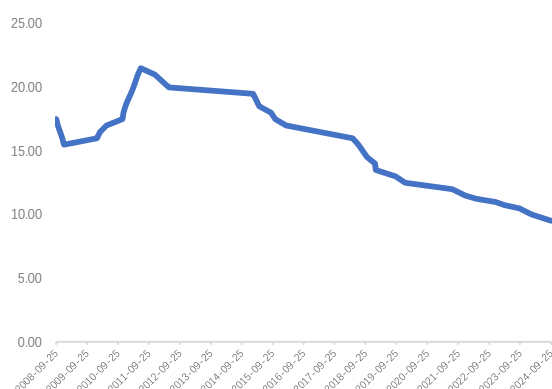


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

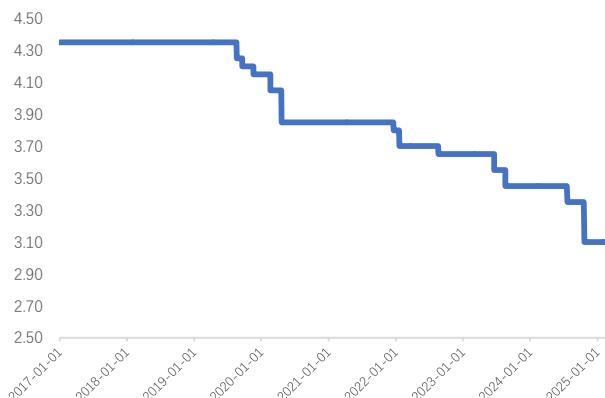
3、本轮与上一轮贸易战的财政政策和货币政策基数不同，本轮财政政策更加积极。与上一轮贸易战相比，2018 年我国央行执行利率是 4.35%，存款准备金率为 14.5%，财政赤字率是 2.6%。当前我国央行执行的利率是 3.1%，存款准备金率为 9.5%，财政赤字率 4%。虽然央行执行利率和存款准备金率调整空间相对 2018 年较低，但 4% 的财政赤字率较上年提高了 1 个百分点，说明我国财政政策取向变得更加积极，传递出强信心的鲜明信号。

图18: 大型金融机构执行的存准率 (%)

图19: 央行执行利率 (%)

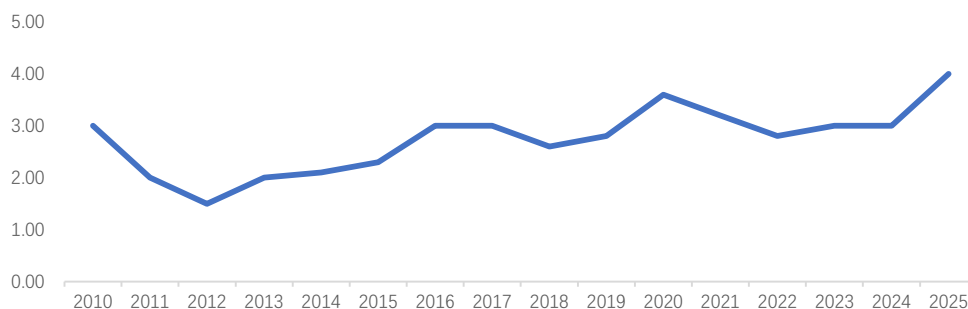


资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图20：财政赤字率（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 结论

复盘 2018 年-2020 年贸易战，食品饮料板块经历一轮波澜壮阔的行情，我们认为更多的是宏观经济复苏对行业复苏的整体带动，与流动性充裕带来的资产配置和资产价格重估相关，产业结构的变化对其影响较小。

而从目前的经济环境与 2018 年对比，我们看到当前环境与当时有异有同。相同的环境有：1 是国内刺激内需的政策会继续加码，国家希望通过刺激内需来支撑宏观经济增长的态度坚定；2 是预计关税政策会对美国经济短期内带来冲击，部分国际资金会从海外转移回国内；3 是食品饮料行业受关税的冲击整体小于出口占比较高的其他制造业行业。

但本轮贸易战在宏观环境上也有不同的地方：1 是国内消费的驱动力发生了很大的变化，消费的推动力转变为消费需求创新和消费体验创新在不同商品上的体现；2 是预计本轮贸易战冲击面更大，或带来原材料端的波动。而如果需求没有得到扭转，企业或面临着更加困难的处境；3 是本轮与上一轮贸易战的财政政策和货币政策基数不同，本轮财政政策更加积极。

我们认为 25 年宏观经济整体在恢复中，鉴于财政政策开始发力，国家进一步出台更多刺激内需的政策值得期待，消费在经济贡献中的比重会随之提高，需求的复苏有利于成本向下游传导从而带动企业收入的进一步提升。此外，整体流动性环境利好食品饮料的资产定价，食品饮料板块的估值有望得到重估。我们重点推荐顺周期板块白酒板块和景气赛道休闲食品板块，重点推荐贵州茅台、盐津铺子、涪陵榨菜等企业。

5. 风险提示

宏观经济复苏不及预期，食品饮料需求消费恢复不及预期，外资流入不及预期，原材料成本上涨过高带来的企业利润经营不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：预期内需政策或进一步加码，关注食品饮料防守配置	2025-04-09
行业普通报告	糖酒会反馈基本符合预期，平稳中有亮点	2025-04-03
行业普通报告	食品饮料行业周报：生育政策加码，利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18
行业普通报告	食品饮料行业：生育政策加码，利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18
行业普通报告	食品饮料行业：市场预期逐渐改变，关注短期估值修复行情	2025-03-17
行业普通报告	促消费仍是经济工作主要抓手，关注食品饮料底部机会	2025-03-11
行业普通报告	中央 1 号文件提出要对奶牛产业纾困	2025-02-26
行业普通报告	关注经济复苏带来的白酒消费复苏	2025-02-18
行业普通报告	春节错位影响 CPI 数据，静待物价走出低谷	2025-02-12
行业普通报告	食品饮料周报：五粮液暂停供货，春节旺季逐渐开启	2025-01-14
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：24 年圆满收官，25 年迎接新挑战	2025-04-09
公司普通报告	三只松鼠（300783.SZ）：抖音+分销带动业绩大幅提升，25 年分销将进一步发力	2025-04-01
公司普通报告	绝味食品（603517.SH）：全面布局 AI 应用，引领零售启新章	2025-02-19
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长	2025-02-07
公司深度报告	盐津铺子（002847.SZ）：多品类大单品不断打造增长曲线——从产品的角度解析公司增长潜力	2025-01-24
公司深度报告	涪陵榨菜（002507.SZ）：改革逐渐落地，公司进入发展新时期	2025-01-21
公司深度报告	盐津铺子（002847.SZ）：多渠道驱动，增长势能强劲——从渠道的角度解析公司增长潜力	2024-12-25
公司普通报告	三只松鼠（300783.SZ）：Q3 业绩超预期，改革效果进一步释放	2024-10-11
公司普通报告	安井食品（603345.SH）：小龙虾及水产短期承压，主业依旧稳健	2024-08-22

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526