

餐饮链复苏：从预期到验证

相关研究：

- 《五一餐饮消费数据亮眼，继续看多餐饮、调味品板块》
2026.05.09
- 《继续强Call餐饮链复苏逻辑》
2026.05.02
- 《燕京啤酒：酒旗风动燕京月，U8潮涌正青春》
2025.12.10

行业评级：买入（维持）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-8.6	-14.2	-45.7
绝对收益	-5.7	-10.0	-17.9

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：张弛

证书编号：S0500525110001

Tel: 17621838100

Email: zc08241@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

从宏观到行业，餐饮链板块有望受益

餐饮链行情正从预期修复进入基本面验证，当前分歧已从是否复苏转向复苏强度与持续性。

1、宏观数据连续验证，餐饮消费景气度持续强于整体消费。2026Q1 餐饮收入同比+4.2%，显著跑赢社零+2.4%；五一假期餐饮销售收入同比+31.4%，小吃服务、酒吧茶馆等大众消费业态增速领先，显示餐饮复苏已从预期走向验证。（数据来源：国家统计局、国税总局）

2、本轮复苏以量修复优先于价修复，大众消费成为主线。餐饮收入增速显著快于客流增长，但客单价仍承压，旺丁不旺财特征明显，高性价比、高频消费场景恢复更快。投资机会更多集中在提供降本增效能力的上游供应链企业。

3、通胀环境改善，行业有望从量的修复进入价的想象。PPI 结束连续 41 个月负增长并持续转正，CPI 同步回暖，为调味品提价、啤酒结构升级创造条件，行业盈利驱动有望由成本红利转向主动顺价。（数据来源：国家统计局）

4、供给出清后经营杠杆开始释放，利润修复快于收入增长，龙头企业盈利率先修复，部分企业业绩空间有望释放。

投资建议

我们认为，餐饮链行情已从预期修复进入基本面验证阶段，后续投资机会将主要围绕业绩兑现、旺季催化与渠道创新三条主线展开。

1、主线一：餐饮供应链复苏主线

餐饮企业客单价承压，降本增效诉求强化，标准化食材、速冻制品及复合调味料等供应链环节率先受益。同时，行业资本开支高峰已过，供给格局优化后龙头企业经营杠杆开始释放，利润弹性有望持续强于收入增长。

重点关注：一是 B 端需求修复最强受益的速冻食品及餐饮供应链龙头；二是受益于行业景气回暖、未来提价预期以及改革改善逻辑的调味品龙头与改革反转型企业。

2、主线二：啤酒旺季催化主线

Q2 旺季叠加世界杯赛事催化，啤酒板块有望进入年内景气验证高峰。当前行业核心逻辑已从单纯销量竞争转向产品结构升级，8-10 元价格带升级趋势仍在持续。

重点关注：具备“大单品放量+内部改革兑现+盈利能力提升”逻辑的区域啤酒龙头（燕京啤酒）。

3、主线三：渠道变革与模式创新主线

除传统消费修复外，渠道变化与新模式创新也是餐饮链的重要 α 来源。即时

零售、会员商超、社区零售及团餐等新渠道持续扩容，为部分企业打开第二增长曲线。

重点关注：一是门店经营修复叠加新零售渠道放量的卤味企业(周黑鸭等)；二是依靠新店型复制与团餐业务扩张推动成长的早餐连锁及餐饮零售化企业(巴比食品)。

综上，维持食品饮料行业“买入”评级。

□ 风险提示

消费复苏不及预期风险；资金轮动风险；原材料成本波动风险；食品安全风险；行业竞争加剧风险。

正文目录

1 从预期到验证：餐饮链进入右侧布局阶段.....	3
2 宏观验证：餐饮消费复苏的三重证据.....	4
2.1 社零与餐饮收入：结构性跑赢，消费韧性凸显.....	4
2.2 五一消费数据：近年最强验证，结构分化指明方向.....	6
2.3 通胀回暖：从“量的修复”到“价的想象”.....	7
3 行业逻辑：餐饮链为何是当前最优消费赛道.....	9
3.1 餐饮供应链：2.6 万亿市场的结构性机会.....	9
3.2 调味品：景气回归与提价周期.....	11
3.3 啤酒：旺季+世界杯双重催化.....	12
3.4 卤制品：渠道变革打开第二增长曲线.....	13
4 相关代表性标的解析.....	13
4.1 安井食品（603345.SH）：餐饮供应链龙头，复苏期有望优先兑现.....	14
4.2 海天味业（603288.SH）：稳健增长，第二曲线成形.....	15
4.3 中炬高新（600872.SH）：改革见效，业绩反转.....	16
4.4 燕京啤酒（000729.SZ）：量价利齐升，净利率提升空间大.....	17
4.5 巴比食品（605338.SH）：新店型从 1 到 N.....	18
4.6 周黑鸭（01458.HK）：门店反转+渠道破局.....	19
5 估值对比与投资建议.....	20
5.1 六大标的估值及看点.....	20
5.2 投资建议.....	21
6 风险提示.....	22

图表目录

图 1 近期社会消费品零售总额（社零）餐饮分项的表现持续优于社零整体.....	4
图 2 烟酒、粮油食品、饮料等分项在近期持续跑赢消费大盘，带动餐饮消费超越商品零售额整体.....	5
图 3 “吃”类商品网上零售额表现持续高于商品类大盘.....	6
图 4 2026 年“五一”假期，大众餐饮表现亮眼.....	7
图 5 PPI 历史性转正并持续走高，CPI 温和增长，通胀回暖明确.....	8
图 6 PMI 重回景气区间，原材料价格指数走高，成本压力或将传导.....	8
图 7 餐饮供应链市场规模持续扩大.....	10
图 8 餐饮供应链相关上市公司各季度营收增速对比（%）.....	11
图 9 餐饮供应链相关上市公司各季度归母净利润增速对比（%）.....	11
图 10 大豆等核心原辅材价格上涨是调味品提价的重要驱动.....	12
图 11 安井食品 PE-band（近 5 年）.....	15
图 12 海天味业 PE-band（近 5 年）.....	16
图 13 中炬高新 PE-band（近 5 年）.....	17
图 14 燕京啤酒 PE-band（近 5 年）.....	18
图 15 巴比食品 PE-band（近 5 年）.....	19
图 16 周黑鸭 PE-band（近 5 年）.....	20
表 1 2021 年调味品企业密集提价.....	9
表 2 餐饮链主题六大公司相关数据.....	21

1 从预期到验证：餐饮链进入右侧布局阶段

我们认为，餐饮链已从此前左侧预期博弈阶段，逐步进入宏观数据—行业景气—公司业绩的右侧验证阶段。本轮行情最大的变化，不是消费需求突然爆发，而是多个维度开始出现连续验证信号：餐饮消费持续跑赢社零，五一数据创近年来最强表现，通胀环境出现改善，龙头企业利润弹性率先释放。市场关注点正从会不会复苏转向复苏能持续多久、谁最先兑现。

与以往消费复苏不同，本轮周期呈现三个鲜明特征：

第一，量的修复快于价的修复。大众消费、高频消费率先恢复，但客单价仍然承压，本轮并非全面消费升级，而是高性价比消费需求的回暖。

第二，供应链效率优先于品牌溢价。在客单价承压背景下，餐饮企业降本增效诉求强化，标准化食材、速冻食品、复合调味料等供应链环节受益更加明确。

第三，利润修复快于收入增长。行业资本开支高峰已过，竞争格局改善，供给出清背景下龙头经营杠杆开始释放，盈利改善速度明显快于收入增长。

基于上述判断，我们认为本轮餐饮链投资机会应遵循先验证、再扩散的思路：先寻找已经兑现业绩的核心龙头，再关注后续价格改善、旺季催化和渠道变化带来的结构性机会。

全文也将围绕以下逻辑展开：首先从宏观数据验证餐饮消费景气度，其次分析餐饮链成为当前消费优选赛道的核心逻辑，最后筛选具备业绩兑现能力和经营杠杆弹性的核心标的。

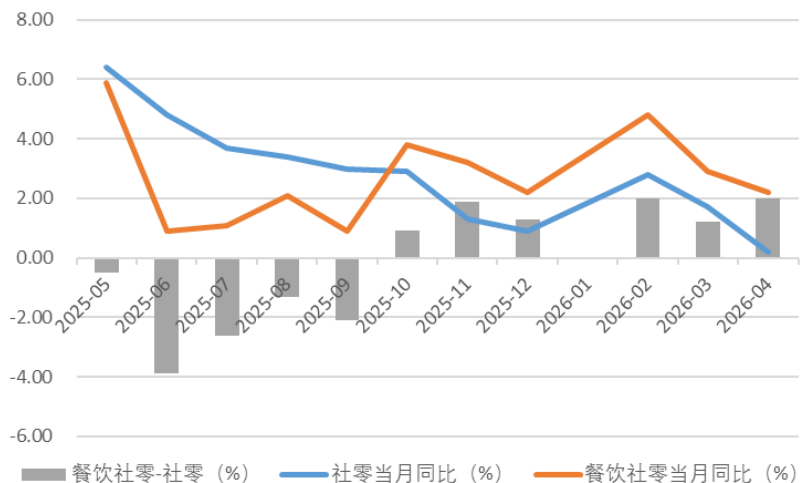
2 宏观验证：餐饮消费复苏的三重证据

结论先行：从社零结构、五一消费到通胀数据，宏观层面的三重证据共同指向餐饮消费已从底部弱复苏阶段，迈入景气度持续验证的右侧行情。当前市场的分歧已不是“是否复苏”，而是复苏的强度与持续性。

2.1 社零与餐饮收入：结构性跑赢，消费韧性凸显

2025 年 10 月以来，餐饮收入增速显著跑赢社会消费品零售总额增速，“餐饮社零-总社零”的差值基本维持在 1pct 以上，清晰地表明服务消费的修复强度优于商品消费。从月度走势看，餐饮消费的韧性突出。尽管面临 2025 年同期的高基数压力，社零同比增速程延续持续回落的态势，但餐饮收入同比增速始终稳定跑赢大盘。从 2026 年前 4 个月（其中 1-2 月数据合并统计）当月数据来看，餐饮社零增速-社零整体增速的差值分别为 2%/1.2%/2%，餐饮社零的更优表现，显示出线下消费场景的内生修复动力。

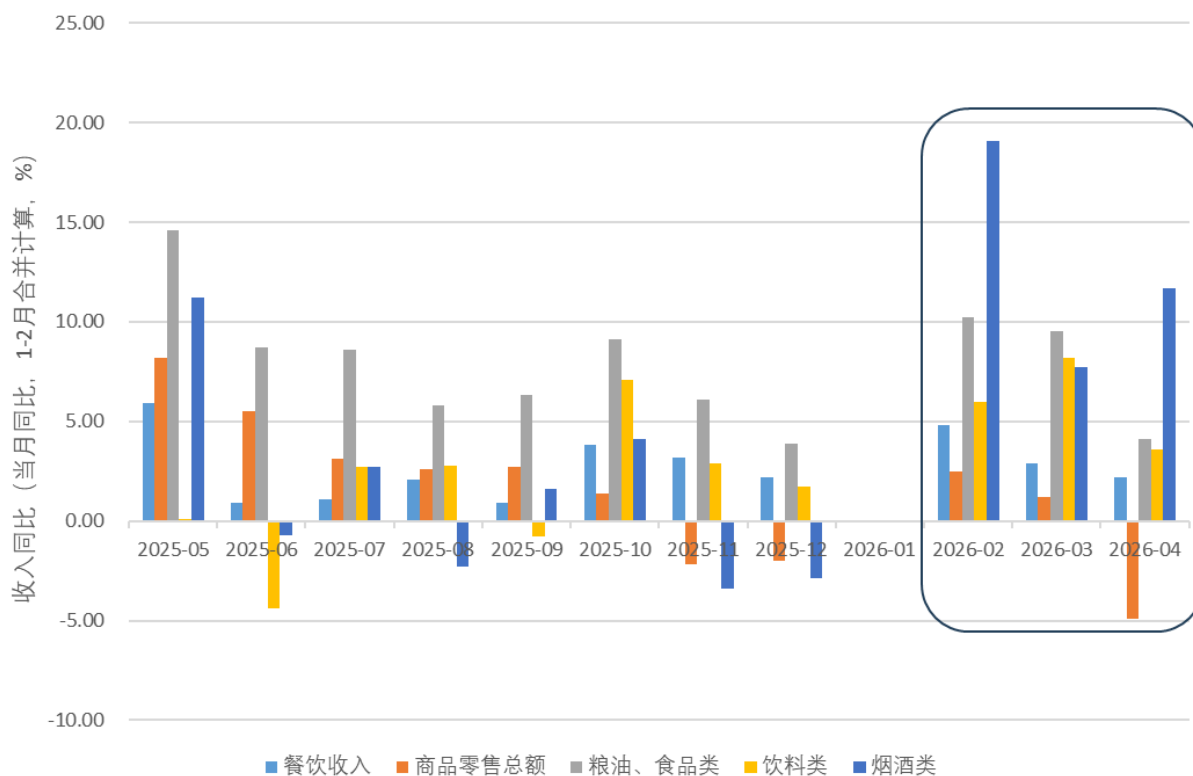
图 1 近期社会消费品零售总额（社零）餐饮分项的表现持续优于社零整体



资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

这一结构性优势并非孤立现象，在食品饮料内部同样得到验证。限额以上企业商品零售中，烟酒类、粮油食品类、饮料类也均大幅超越整体消费水平，显示出与“吃、喝”相关的消费场景具备极强的刚性与韧性。

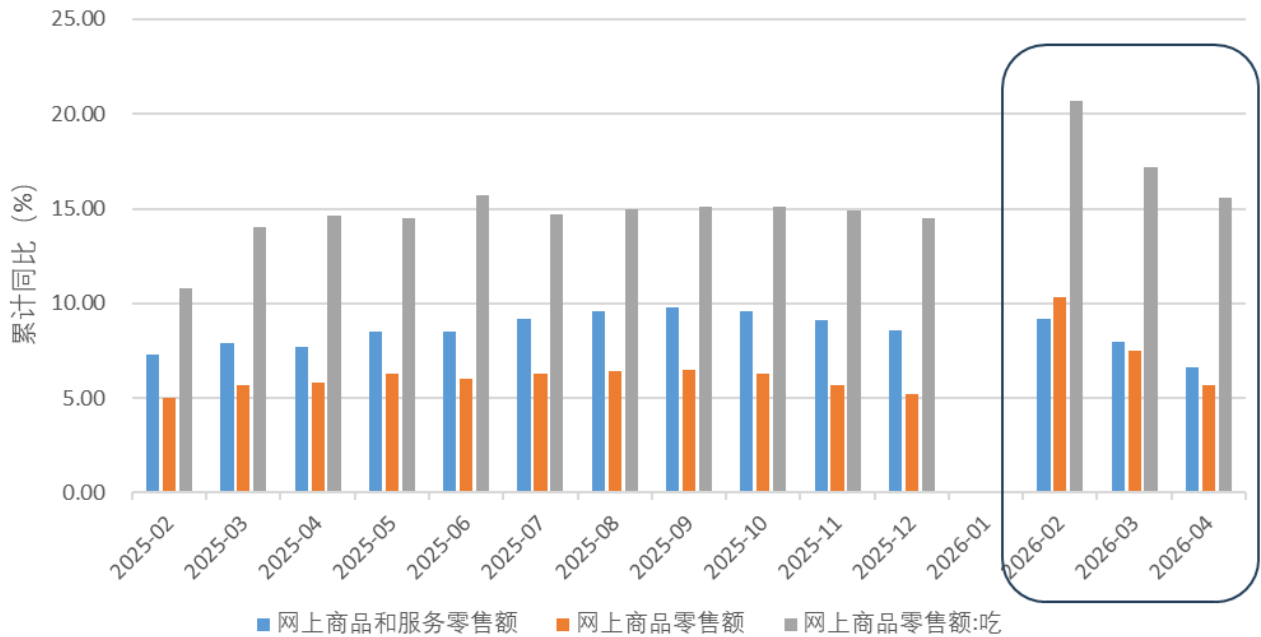
图 2 烟酒、粮油食品、饮料等分项在近期持续跑赢消费大盘，带动餐饮消费超越商品零售额整体



资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

值得注意的是，本轮复苏是线上线下共振的结果。2026 年前 4 个月，全国网上零售额中，吃类商品零售额同比大幅增长 15.6%，远高于网上商品零售额的整体增速（5.7%）。这说明消费者对餐饮相关产品的需求，不仅体现在到店消费的恢复，也体现在外卖、生鲜电商、社区团购等线上履约渠道的同步走强，为餐饮供应链企业提供了更多元的增长路径。

图 3 “吃”类商品网上零售额表现持续高于商品类大盘



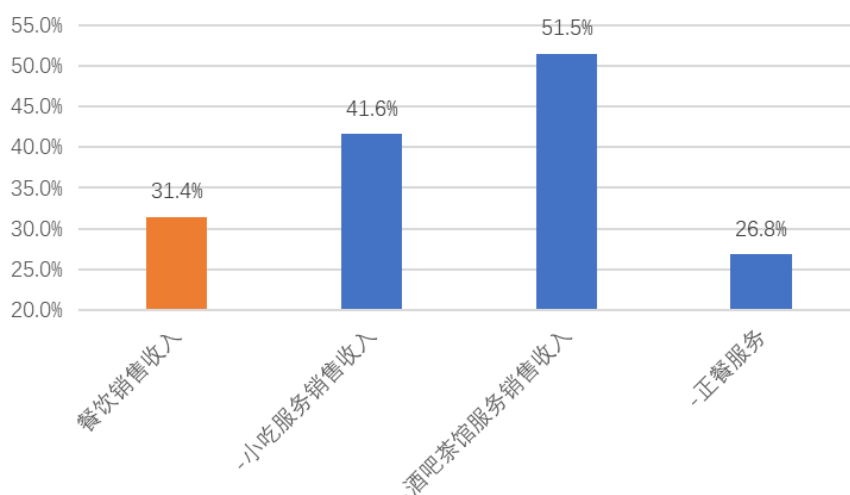
资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

2.2 五一消费数据：近年最强验证，结构分化指明方向

2026 年五一假期消费数据，为餐饮复苏提供了近年来最强有力的验证。根据国家税务总局增值税发票数据，假期期间消费相关行业销售收入同比增长 14.3%，而餐饮业销售收入同比增速高达 31.4%，是整体增速的两倍有余。

更深层次的结构特征，揭示了本轮复苏的核心驱动力：

大众化、高频业态恢复更快：在餐饮内部分项中，小吃服务（+41.6%）和酒吧茶馆服务（+51.5%）的增速，显著高于正餐服务（+26.8%）。这表明，高频、轻社交、高性价比的大众餐饮业态是复苏的主力军，而非高客单价的高端正餐。

图 4 2026 年“五一”假期，大众餐饮表现亮眼


资料来源：消费日报、国家税务总局、湘财证券研究所

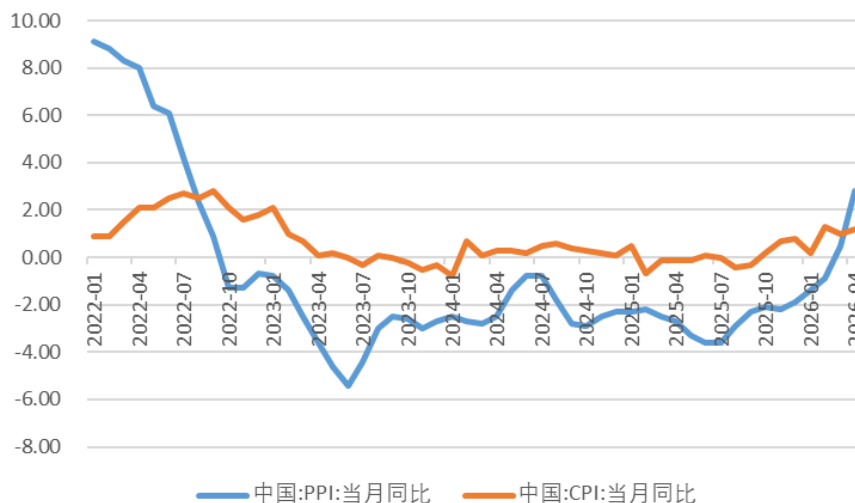
人流修复提供基础，但消费效率提升更关键：假期全社会跨区域人员流动量达 15.17 亿人次，同比温和增长 3.49%。餐饮发票收入增速（+31.4%）远超客流增速，这背后反映的是餐饮门店翻台率的提升、外卖渗透的深化以及供应链效率的改善，共同推高了单位客流的产出价值。

然而，我们也必须正视“旺丁不旺财”的分化现象。中国饭店协会调研显示，五一期间客流量与去年基本持平，但客单价同比下滑了 2.6%。这进一步印证了我们的判断：**本轮复苏的本质是大众消费的回暖，而非消费升级的普涨。**这一特征对投资的指导意义极为明确：机会更多地在于为大众餐饮提供降本增效方案的上游企业（如速冻供应链、复合调味料），而非直接经营高客单价品牌餐饮的企业。

2.3 通胀回暖：从“量的修复”到“价的想象”

如果说社零和五一数据验证了“量的修复”，那么**通胀数据的回暖则为“价的想象”打开了空间**。2026 年 3 月，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 0.5%，历史性地结束了长达 41 个月的负增长；4 月份，PPI 同比涨幅进一步扩大至 2.8%。与此同时，居民消费价格指数（CPI）也温和回升，4 月同比上涨 1.2%，较 3 月继续抬升。

图 5 PPI 历史性转正并持续走高，CPI 温和增长，通胀回暖明确

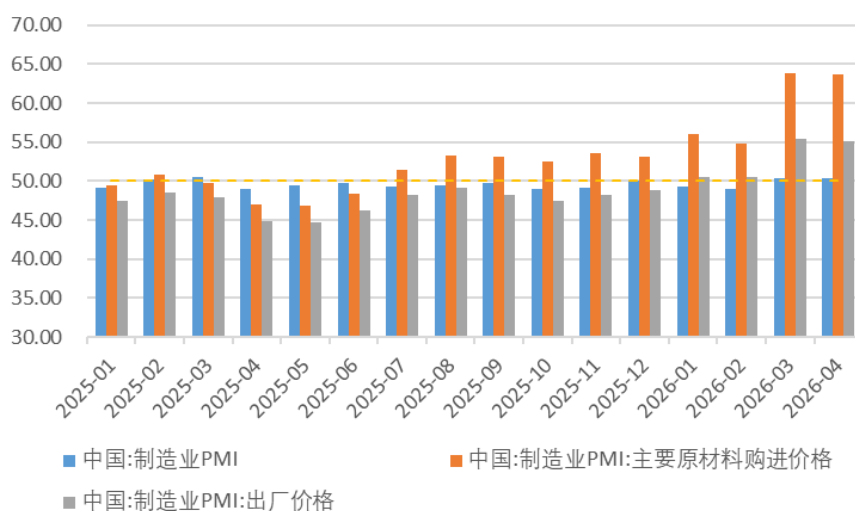


资料来源： 、湘财证券研究所

价格信号的全面转暖，是餐饮链第二阶段行情的核心触发器：

1. **为调味品提价创造窗口：** 从 PMI 分项看，4 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 63.7%和 55.1%，均处于高景气区间 。成本压力自上游向下游传导的趋势已经形成。复盘历史，调味品行业存在距离上一轮集中提价（2021 年）已有约 5 年，按照一般提价周期的经验性总结，该行业或将进入新一轮提价阶段。当前，在行业渠道库存健康、竞争趋缓的背景下，PPI 的上行为龙头企业启动新一轮顺价提供了充分理由。

图 6 PMI 重回景气区间，原材料价格指数走高，成本压力或将传导



资料来源： 、湘财证券研究所

表 1 2021 年调味品企业密集提价

提价企业	提价产品	提价幅度	执行日期	提价原因
海天味业	酱油、蚝油、酱料等部分产品	3% - 7%	2021 年 10 月 25 日	各主要原材料、运输、能源等成本持续上涨，给公司的经营带来了一定的挑战
千禾味业	部分产品	8% - 18% (*据中国经济网报道援引网络流传通知)	2021 年 11 月 18 日	各主要原辅材料、运输等成本持续上涨
恒顺醋业	部分产品	5% - 15%	2021 年 11 月 20 日	原辅材料、运输等成本大幅上涨
加加食品	加加酱油、蚝油、料酒、鸡精、醋系列产品	3% - 7%	2021 年 11 月 16 日	各主要原材料、运输、能源等成本持续上涨
涪陵榨菜	部分产品	3% - 19%	2021 年 11 月 12 日	主要原料、包材、辅材、能源等成本持续上涨，及公司优化升级产品带来的成本上升
中炬高新	超过 70% 的产品	3% - 10%	2021 年 11 月 27 日	成本压力

资料来源：海天味业 2021 年 10 月 12 日公告、中国经济网 2022 年 6 月 29 日报道《千禾味业：一季度成本压力较大，大幅缩减销售费用》、恒顺醋业 2021 年 11 月 2 日公告、加加食品 2021 年 11 月 4 日公告、涪陵榨菜 2021 年 11 月 15 日公告、网易财经 2021 年 11 月 30 日报道《中炬高新：对部分产品的出厂价格进行上调》、中国证券报、投资者互动平台、湘财证券研究所

2. **强化啤酒结构升级逻辑**：PPI 转正对酒类批价和渠道信心有先行指引作用。价格预期的改善会强化经销商在旺季的备货意愿，并加速推动啤酒产品向 8-10 元主流价格带的结构升级，从而实现吨价的内生性提升。

此外，政策面的暖风也为消费复苏提供了保障。政治局会议明确将扩大内需作为重点工作（据新华网）。宏观经济预期的企稳（4 月制造业 PMI 为 50.3%，连续两月位于荣枯线上方-见前文图 6），叠加政策托底，共同构筑了消费板块的优势。

3 行业逻辑：餐饮链为何是当前最优消费赛道

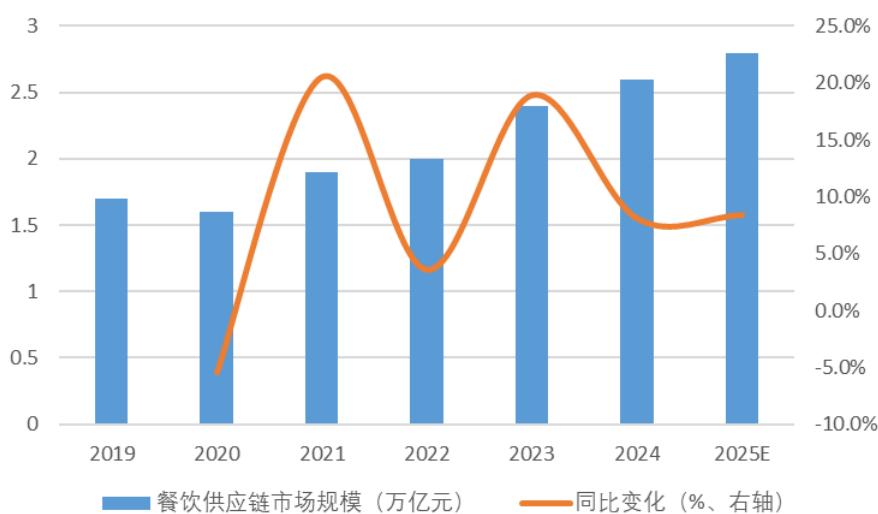
在当前消费环境下，餐饮供应链的投资价值超越了品牌餐饮本身。连锁化率提升、降本增效的刚需，以及行业供给出清后的格局优化，共同构成了餐饮链业绩确定性强、利润弹性大的核心逻辑。调味品、啤酒和卤制品等子赛道，则在此基础上叠加了各自的 α 逻辑。

3.1 餐饮供应链：2.6 万亿市场的结构性机会

我国餐饮供应链市场规模已突破 2.6 万亿元，并在 2024 年实现了 8.1% 的

同比增长，预计 2025 年将进一步增长至 2.8 万亿元以上，行业仍处于成长期而非存量博弈期。驱动行业增长的核心动力来自于餐饮业自身的结构性变革。

图 7 餐饮供应链市场规模持续扩大



资料来源：21 经济网、红餐智库、湘财证券研究所

连锁化率提升催生刚需：我国餐饮连锁化率已从不足 10% 提升至 23%¹。连锁门店对菜品的标准化、口味的一致性和供应的稳定性有着天然的强需求，这使得预制半成品、复合调味料、速冻制品等标准化食材从“可选项”变成了“必选项”。

降本增效的核心抓手：在客单价承压、人力和租金成本刚性上涨的背景下，降本增效成为餐饮企业的生命线。使用标准化食材可显著降低餐厅后厨的人工成本占比，因此，餐饮企业对供应链外包的意愿不是在减弱，而是在持续增强。

本轮复苏与以往最大的不同在于行业格局的优化。食品加工板块的资本性支出在 2021 年达到顶峰后持续回落，前期集中扩产周期基本结束。这意味着行业竞争的逻辑正从“拼产能、拼价格”的增量竞争，转向“拼效率、拼盈利”的存量优化。这一转变的直接结果，就是龙头企业利润弹性的释放。**2026 年 Q1，餐饮供应链相关上市公司营收增速基本上均有环比改善，而归母净利润增速不仅环比改善，且盈利改善的速度远超收入。**这清晰地表明，投资餐饮链，赚的是供给出清后，龙头企业经营杠杆释放的钱。

¹ 来源：吉林省商务诚信公共服务平台在 2025 年 4 月 21 日报道《中国餐饮连锁化率已达 23%，500 至 1000 家规模区间的品牌门店数增速高达 93.6%》中，援引《中国餐饮连锁化发展白皮书》的数据。

图 8 餐饮供应链相关上市公司各季度营收增速对比 (%)

公司名称	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222	Q322	Q422	Q123	Q223	Q323	Q423	Q124	Q224	Q324	Q424	Q125	Q225	Q325	Q425	Q126
安井食品	47.3	36.5	35.9	33.1	24.2	35.5	33.8	31.4	36.4	30.7	25.9	15.3	17.7	9.4	7.8	7.7	-4.1	0.8	2.7	7.0	30.8
海天味业	21.7	6.4	5.3	9.7	0.7	9.7	6.1	2.4	-3.2	-4.2	-2.3	-4.1	10.2	9.2	9.4	9.5	8.1	7.6	6.0	7.3	8.6
中炬高新	9.5	-9.3	-10.4	-0.2	6.6	14.5	16.0	4.4	1.5	0.1	-0.1	-3.8	8.6	-1.4	-0.2	7.4	-25.8	-18.6	-20.0	-23.9	19.9
三全食品	5.2	-2.4	-2.4	0.3	0.5	5.0	5.0	7.1	1.3	0.9	1.5	-5.1	-5.0	-4.9	-5.4	-6.0	-1.6	-2.7	-2.4	-1.4	10.6
千味央厨		54.8	45.9	34.9	20.2	14.2	16.0	16.9	23.2	31.1	28.9	27.7	8.0	4.9	2.7	-1.7	1.5	-0.7	1.0	1.6	23.8
双汇发展	4.1	-4.0	-8.5	-9.7	-24.7	-19.9	-12.5	-6.1	13.9	9.2	3.8	-4.2	-8.9	-9.3	-4.8	-0.6	-0.1	3.0	1.2	-0.4	2.1
广州酒家	28.7	30.6	17.7	18.3	11.5	15.5	10.7	5.7	23.1	21.8	16.0	19.2	10.0	10.3	5.9	4.6	3.3	4.2	4.4	5.0	8.9
得利斯	-12.8	-10.3	6.9	-4.6	-18.5	-12.4	-29.1	-1.8	11.4	9.9	18.1	0.5	-0.5	-10.5	-10.0	-4.1	-4.8	17.0	14.9	6.2	4.6
惠发食品	85.6	53.4	31.3	17.2	4.5	-6.2	-1.9	-4.3	24.5	23.0	16.1	26.4	8.4	5.7	-0.1	-3.6	-26.6	-17.8	-18.3	-26.8	7.8
海欣食品	26.5	3.1	1.4	-3.5	-9.5	0.3	1.1	4.6	6.0	6.3	3.6	5.8	14.5	-2.6	0.7	-0.5	-28.7	-15.2	-15.0	-10.8	43.8
国联水产	15.1	-0.3	-4.8	-3.0	-2.4	15.0	19.7	11.2	33.2	11.7	0.6	-4.8	-26.3	-25.0	-24.1	-26.2	-22.0	-18.4	-14.3	-6.4	-2.7
春雪食品	15.4	14.4	9.1	10.0	13.5	17.0	22.7	41.7	22.5	14.8	12.1	-23.2	-15.5	-13.9	-10.1	12.5	5.7	5.9	4.5	9.6	
益客食品		19.6	15.6	14.1	7.3	4.6	12.6	14.0	42.8	34.1	24.5	17.0	-11.1	-7.1	-7.3	-4.8	-9.8	-13.1	-11.0	-9.0	9.5
味知香	30.8	31.4	23.7	22.8	14.2	3.5	6.5	4.4	8.6	10.3	1.9	0.1	-17.9	-21.5	-17.5	-15.9	4.2	4.7	3.9	4.5	1.5
天味食品	56.2	10.6	-8.3	-14.3	20.6	19.4	36.6	32.8	21.8	17.4	17.0	17.0	11.3	3.0	5.8	10.4	-24.8	-5.2	2.0	-0.8	76.2
莲花控股	40.2	8.7	9.9	9.7	0.7	1.2	-1.1	-6.8	9.2	13.2	22.8	24.2	26.5	25.5	19.8	26.0	37.8	32.7	28.7	30.5	28.0
安记食品	69.3	42.9	39.6	30.6	-16.5	-6.9	0.6	1.5	33.3	25.7	21.5	0.3	-3.5	-4.6	-7.3	-14.9	-14.5	-7.6	-7.7	8.8	10.1
宜立食品				74.4	31.9	26.1	28.4	29.1	27.2	23.9	19.2	16.3	15.7	12.9	9.7	11.9	7.2	8.4	10.5	10.7	16.0

资料来源： 、湘财证券研究所

图 9 餐饮供应链相关上市公司各季度归母净利润增速对比 (%)

公司名称	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222	Q322	Q422	Q123	Q223	Q323	Q423	Q124	Q224	Q324	Q424	Q125	Q225	Q325	Q425	Q126
安井食品	97.8	33.8	30.3	13.0	17.7	30.3	39.6	61.4	76.9	62.1	62.7	34.2	21.2	9.2	-6.7	0.5	-10.0	-15.8	-9.3	-8.5	42.7
海天味业	21.1	3.1	3.0	4.2	-6.4	1.2	-0.9	-7.1	-6.2	-8.8	-7.3	-9.2	11.9	11.5	11.2	12.8	14.8	13.3	10.5	11.0	11.0
中炬高新	-15.2	-38.5	-45.1	-16.6	-9.5	11.9	14.2	-179.8	-5.5	-560.8	-403.9	386.5	59.7	124.2	145.3	-47.4	-24.2	-26.6	-34.1	-39.9	45.1
三全食品	-31.7	-38.6	-32.4	-16.5	48.4	55.1	36.3	25.0	7.0	1.3	5.0	-6.5	-17.8	-23.7	-28.6	-27.6	-9.2	-6.0	0.4	0.5	29.1
千味央厨	0.0	50.5	16.0	15.5	44.8	25.4	23.1	15.2	5.5	22.2	35.3	31.4	14.2	6.1	-13.5	-37.7	-38.0	-39.7	-34.1	-24.0	5.4
双汇发展	-1.6	-16.6	-30.1	-22.2	1.3	7.6	17.7	15.5	1.9	3.9	6.4	-10.1	-14.5	-19.0	-12.1	-1.3	-10.6	1.2	4.1	2.3	13.6
广州酒家	289.6	228.9	23.4	20.3	10.4	45.3	6.0	-6.7	31.9	47.0	4.5	5.2	2.2	-27.0	-8.9	-10.3	-27.9	-33.1	0.3	-1.2	3.4
得利斯	3.2	126.9	53.5	50.3	48.2	122.3	22.6	-27.7	-27.2	-47.4	-44.0	-207.5	-39.5	-44.8	-76.5	1.0	-27.6	-27.2	-18.5	113.5	-5.9
惠发食品	-106.9	-1,060.1	-762.5	-697.5	8.3	16.5	13.1	13.1	44.7	44.3	60.6	106.3	75.5	46.2	5.7	-320.7	-344.8	-82.5	-38.8	-319.3	103.9
海欣食品	-41.2	-156.4	-146.5	-148.5	51.1	186.6	274.7	283.6	-28.5	-94.3	-93.1	-96.4	-24.9	-1,172.1	-750.8	-1,727.4	-88.2	-59.1	-17.9	-31.5	830.3
国联水产	-52.2	109.0	108.3	94.9	110.6	222.0	364.0	45.2	10.0	-667.7	-552.6	-8,401.9	-66.3	109.4	66.2	-39.6	71.6	-3,180.5	-905.3	-119.6	-28.3
春雪食品		-61.0	-46.7	-61.9	-55.6	12.6	14.0	40.1	-28.4	-67.8	-73.0	-143.8	-170.9	-131.7	-88.6	123.5	286.9	428.1	1,320.4	384.0	-23.0
味知香	38.9	17.4	9.0	6.1	21.9	14.6	7.6	7.9	-0.2	6.1	-2.9	-5.4	-46.9	-43.4	-36.8	-35.4	3.2	-24.5	-21.9	-21.5	16.5
天味食品	4.1	-62.1	-75.0	-49.3	25.3	119.6	204.8	85.1	27.7	25.1	31.2	33.7	37.2	18.8	35.0	36.8	-57.5	-23.0	-9.3	-8.8	234.7
莲花控股	-11.3	-8.2	-29.9	-40.3	32.8	11.7	33.0	4.1	43.2	57.2	93.8	181.3	134.5	101.0	74.6	55.9	105.2	60.0	53.1	52.6	42.1
安记食品	26.5	12.6	-8.7	-18.4	-78.5	-63.3	-55.0	-74.7	357.3	109.8	76.8	106.9	-49.5	-57.9	-25.4	15.7	-17.3	43.7	0.1	-23.6	101.5
宜立食品				38.2	-18.1	-3.9	5.1	16.2	82.4	78.8	57.0	39.8	-20.4	-34.6	-28.0	-22.5	-4.2	7.5	10.6	12.6	12.6

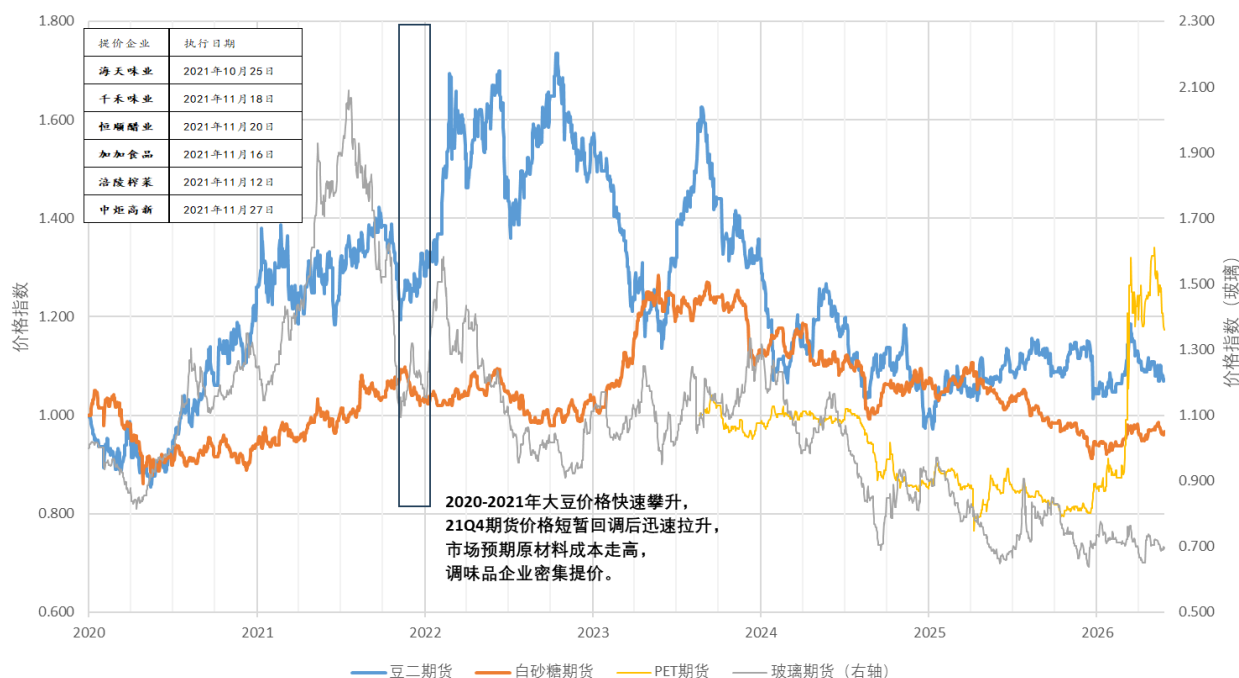
资料来源： 、湘财证券研究所

3.2 调味品：景气回归与提价周期

调味品行业正在经历一个完整的库存周期-景气周期轮回。在经历了2020-2022年的渠道库存推高和2023年的主动去库存后，行业自2024年起逐步回归健康，渠道库存与价格战的内卷期已基本结束。进入2026年，在餐饮需求复苏与PPI上行的双重背景下，行业有望进入新一轮量价齐升阶段。

PPI上行为提价提供了外部条件。调味品作为典型的低价、低频、刚需、持续升级的消费品，终端消费者对小幅价格变动容忍度高，龙头企业在成本上行阶段具备较强的顺价能力。复盘历史，海天味业等龙头的提价多发生在主要原材料（大豆、包材等）价格上涨转回落阶段。当前调味品成本已从底部明显回升，叠加距离上一轮（2021年）提价潮已近5年，新一轮提价窗口渐行渐近。

图 10 大豆等核心原辅材价格上涨是调味品提价的重要驱动



资料来源： 、湘财证券研究所

在此背景下，不同公司的 α 逻辑愈发清晰：

海天味业：关键点在于多元化第二曲线的成型和渠道效率的提升。其健康化、复合化新品类增速远超传统酱油，线上渠道和新零售布局开始贡献显著增量。

中炬高新：核心逻辑是新管理层上任后的改革红利与业绩反转。通过组织架构优化、并购补强复调赛道，公司经营效率和盈利能力正迎来拐点式修复。

千禾味业：作为零添加、健康化酱油的引领者，其在消费升级趋势中持续受益，有望在低基数下实现更快的业绩增长。

3.3 啤酒：旺季+世界杯双重催化

啤酒是餐饮链中景气传导最直接、季节性最强的赛道。进入 Q2，行业天然迎来销售旺季，2026 年 6 月开赛的美加墨世界杯，有望为现饮、夜场、聚会等消费场景提供强有力的催化。一季度烟酒类社零+16.0%的领跑表现²，已经为全年旺季的强势表现奠定了基础。

² 参见前文图 2

当前啤酒行业的核心逻辑是 8-10 元价格带的结构性扩容。在消费趋于理性的背景下，这一价格带既能承接主流消费群体的升级需求，又具备足够大的市场容量，是兵家必争之地。

燕京啤酒是本轮结构升级中高度明确的受益者。其核心大单品燕京 U8 精准卡位 8-10 元价格带，正处于全国化放量的加速期。根据公司 2025 年年报，U8 在 2025 年全年销量已达 90 万吨，同比增长 29%，延续高增态势；据公司 2026 年一季报，26Q1 的 U8 销量继续保持近 30% 的增速，持续领跑。公司为 2026 年定下了更高目标，随着近期高端新品 A10 的上市，燕京正逐步形成 U8/A10 双核心、双轮驱动产品矩阵，其盈利能力基数低、改善空间大，业绩弹性在行业内尤为突出。

3.4 卤制品：渠道变革打开第二增长曲线

卤制品行业的传统增长逻辑是“开店数量×单店效率”。但在当前时点，更值得关注的增量来自于渠道的多元化变革，即从依赖线下专卖店，转向会员店、商超、便利店、线上电商和海外市场共同驱动的“全渠道”模式。

周黑鸭是这全渠道模式变革的先行者和典型代表。公司在稳固线下门店基本盘（据公司 2025 年年报披露，2025 年月均单店销售额+13.6%）的同时，渠道业务事业部已取得突破性进展。截至 2025 年底，公司产品已进驻山姆、胖东来、永辉等 80 多个关键系统渠道，覆盖近 4 万个销售点位，外延扩张的速度远快于单纯开店。公司亦对山姆等重点渠道提出了雄心勃勃的销售目标。（数据来源：公司 2025 年年报）

这意味着卤制品行业的估值框架有望重塑，从单一的门店模型，转向“门店修复+渠道放量+新品类扩张”三维驱动的成长模型。除了渠道业务，周黑鸭在复合调味料（“嘎嘎香”系列）和海外市场（已布局 12 个国家）的探索，也为其长期成长打开了新的想象空间。相较于仍较多依赖传统加盟模式的竞争对手，周黑鸭在商超化、复调化和出海化方面的差异化布局，使其具备了更高的赔率和弹性。（数据来源：公司 2025 年年报）

4 相关代表性标的解析

我们选取了餐饮链相关六个标的，进行拆解及分析如下：

4.1 安井食品（603345.SH）：餐饮供应链龙头，复苏期有望优先兑现

业绩拆解：Q1 业绩全面超预期，B 端复苏弹性尽显。

安井食品 2026 年一季报表现亮眼，实现营收 47.10 亿元（同比+30.84%），归母净利润 5.63 亿元（同比+42.74%），扣非净利润更是大增 53.04%，全面超越市场预期。增长的核心驱动力清晰地指向了餐饮渠道的强劲复苏。（据公司 2026 年一季报）

分产品看：高毛利的餐饮端产品是增长主动力。速冻调制品（火锅料等）收入 27.17 亿元，同比+35.25%；菜肴制品（预制菜）收入 11.76 亿元，同比+40.77%。而传统 C 端为主的米面制品则基本持平（+0.13%）。（据公司 2026 年一季度经营数据公告）

分渠道看：B 端基本盘稳固，新零售渠道爆发。经销商渠道收入 37.98 亿元，同比+30.5%，是增长的压舱石。新零售电商渠道收入 3.83 亿元，同比+100%，显示公司在新渠道的布局开始进入收获期。（据公司 2026 年一季度经营数据公告）

盈利能力：毛利率同比提升 1.67pct 至 24.99%，净利率同比提升 1.12pct 至 12.05%，利润增速快于收入增速，经营杠杆效应显著。

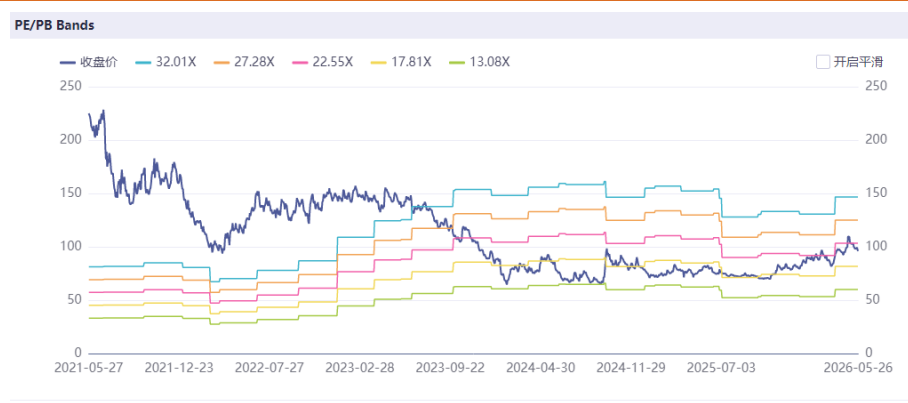
竞争优势：“大单品+渠道密度+BC 兼顾”的护城河。

安井的核心竞争力在于其构建的综合体系。B 端通过高性价比大单品深度绑定餐饮客户，C 端通过“安井”主品牌和“冻品先生”等子品牌覆盖家庭消费，两大渠道协同发展，平滑了单一市场的波动风险。公司经销商数量在 26Q1 末达到 2352 家，单季净增 62 家，显示其渠道网络仍在持续加密（数据来源：安井食品 2026 年一季度经营数据公告）。此外，公司战略性布局清真食品赛道，并积极筹划出海，为长期增长打开新空间。

数据分析：

我们认为市场低估了安井盈利修复的持续性。其利润改善不仅来自需求回暖，更来自行业价格战趋缓后，公司主动收缩低效促销、优化产品结构带来的内生性提升。公司作为餐饮链中业绩确定性高、优先兑现的龙头，参考近 5 年 PE-band，公司当前估值具备吸引力。

图 11 安井食品 PE-band (近 5 年)



资料来源：iFinD、湘财证券研究所

4.2 海天味业 (603288.SH)：稳健增长，第二曲线成形

业绩拆解：多元品类驱动增长，渠道动销健康。

海天味业 26Q1 实现营收 90.29 亿元（同比+8.57%），归母净利润 24.44 亿元（同比+10.97%），延续了稳健的增长态势（以上据公司 2026 年一季报）。海天味业的业绩亮点在于结构：

品类结构：酱油（+7.48%）、蚝油（+4.6%）等核心品类稳健增长，而食醋、料酒、复合调味料等“其他品类”收入同比大增 20.32%，成为拉动公司增长的核心引擎，第二增长曲线已然成形。公司在健康化、便捷化和复合化产品上的布局正逐步兑现为收入增量。（以上据公司 2026 年一季度主要经营数据公告）

渠道结构：线上渠道收入同比+19.62%，远快于线下渠道的+7.72%。更值得关注的是，公司 Q1 销售回款增速达到 16.0%，显著快于营收增速，这表明下游经销商备货积极，终端动销情况良好，渠道库存健康。（以上据公司 2026 年一季度主要经营数据公告，销售回款据 iFinD-“销售商品提供劳务收到的现金”科目计算）

竞争优势：品牌、渠道、规模构筑的综合壁垒。

海天味业的护城河在于其难以复制的综合优势。强大的品牌力使其在提价周期中具备定价权；遍布全国的经销商网络（26Q1 末 6690 家）保证了产品的深度分销和渠道下沉；规模效应则带来了成本优势和持续的研发投入能力。（据公司 2026 年一季度主要经营数据公告）

数据分析：

我们认为，当前市场对海天的部分认知停留在“酱油茅”，但其增长逻辑

已悄然切换为“平台化调味品龙头”。毛利率（42.0%，同比+1.95pct）和净利率（27.07%，同比+0.58pct）的持续提升，证明了其产品结构升级和经营效率改善的成效。公司增长稳健、现金流优异、高比例分红，并已成为平台型龙头企业。

图 12 海天味业 PE-band（近 5 年）



资料来源：iFinD、湘财证券研究所

4.3 中炬高新（600872.SH）：改革见效，业绩反转

业绩拆解：收入利润强劲反弹，毛利率大幅修复。

中炬高新 26Q1 业绩验证了新管理层改革的初步成效。公司实现营收 13.20 亿元（同比+19.88%），归母净利润 2.63 亿元（同比+45.11%），扣非净利润同比+32.49%，业绩反转趋势确立。（数据来源：iFinD）

盈利能力修复是最大亮点：Q1 毛利率达到 42.42%，同比大幅提升 3.7 个百分点，修复幅度在调味品板块中名列前茅，反映出公司在成本控制、供应链优化和减少低效促销方面的改革措施已见成效。（数据来源：iFinD）

品类扩张初见弹性：在酱油主业实现+13.1%稳健增长的同时，鸡精鸡粉（+25.77%）和食用油（+112.99%）等新品类展现出较高的增长弹性。（数据来源：中炬高新 2026 年一季度主要经营数据公告）

竞争优势：新管理层带来的改革红利。

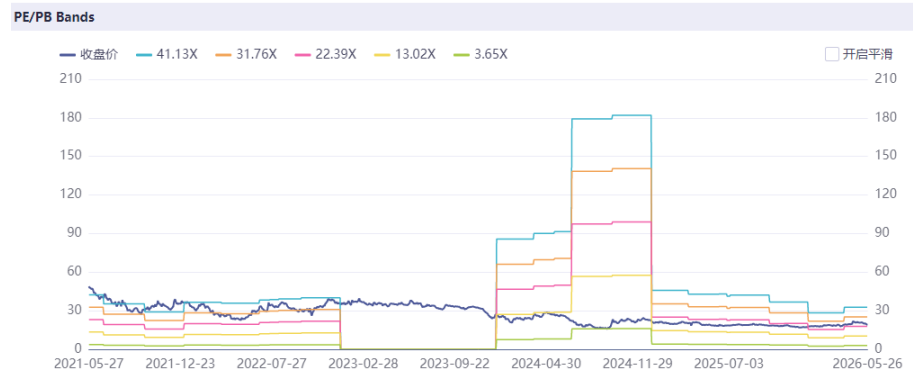
中炬高新当前最大的看点在于“改革”。自 2025 年年中新董事长上任以来，公司在组织架构、人才引进、渠道管理、品牌定位等方面进行了一系列大刀阔斧的改革。2026 年一季度，公司战略性并购四川味滋美并于 3 月 1 日起并表，切入川式复合调味品赛道，补强了产品矩阵和餐饮渠道服务能力，开启了外延并购的第一步。（来源：中炬高新 4 月 21 日公告-《投资者关系活动记

录表》)

数据分析:

公司 2025 年业绩基数较低,为 2026 年的高增长提供了有利条件。Q1 经营性现金流净额同比大幅改善 2.26 亿元,也印证了经营质量的好转。我们认为,当前公司的业绩反转并非短期交易性机会,而是基本面重估的起点。

图 13 中炬高新 PE-band (近 5 年)



资料来源: iFinD、湘财证券研究所

4.4 燕京啤酒 (000729.SZ): 量价利齐升, 净利率提升空间大

业绩拆解: U8 延续高增, 盈利能力大幅改善。

燕京啤酒 26Q1 交出了一份大超预期的成绩单, 实现营收 40.97 亿元 (同比+7.06%), 归母净利润 2.65 亿元 (同比+60.19%), 扣非净利润更是激增 69.09%。(数据来源: iFinD)

量价齐升: 26Q1 营收+7.1%, 从拆分来看, 啤酒总销量 104 万千升 (同比+4.5%), 高于行业平均水平。吨价达到 3940 元/千升 (同比+2.4%)。增长的核心驱动是公司大单品 U8 的高速增长: 26Q1 大单品 U8 延续了近 30% 的高速增长。(数据来源: 燕京啤酒 2026 年一季报)

利润率大幅提升: 毛利率同比提升 3.53pct 至 46.32%, 同时销售费用率和管理费用率均有下降, 费用投放效率提升。销售净利率达到 8.89%, 同比提升了 2.95pct。(数据来源: iFinD)

竞争优势: U8 卡位主流升级带+改革红利释放。

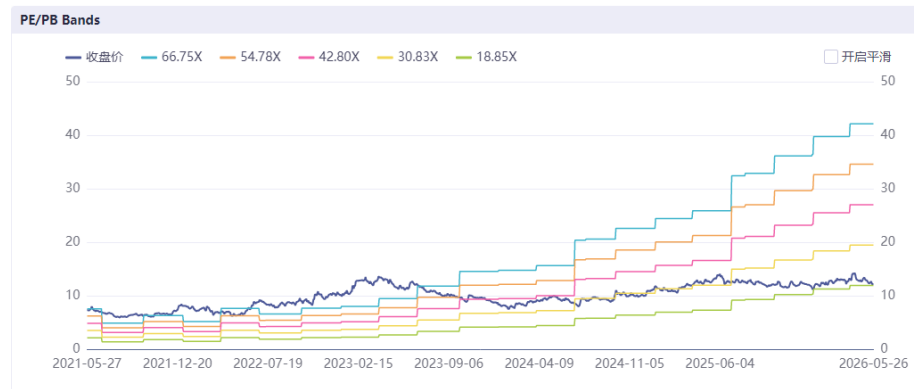
燕京的核心优势在于其大单品战略的成功。U8 精准卡位 8-10 元主流升级价格带, 在消费理性化趋势下更易放量。随着 3 月底高端新品 A10 的上市,

公司补齐了高端产品矩阵，形成了更完善的产品组合。国企改革带来的内部效率提升和激励机制改善，是盈利能力持续释放的制度保障。

数据分析：

燕京啤酒最大的看点在于其巨大的利润率提升空间。当前公司净利率与青啤、重啤等竞对企业相比仍有显著差距，这意味着未来盈利改善的路径清晰且空间广阔。进入 Q2 旺季，叠加世界杯催化，燕京啤酒是餐饮现饮场景修复中获益直接、弹性较大的受益者，兼具成长性与事件催化。

图 14 燕京啤酒 PE-band（近 5 年）



资料来源：iFinD、湘财证券研究所

4.5 巴比食品（605338.SH）：新店型从 1 到 N

业绩拆解：利润增速远超收入，B 端渠道是亮点。

巴比食品 26Q1 实现营收 3.80 亿元（同比+2.82%），归母净利润 0.47 亿元（同比+26.93%）。利润增速远高于收入，主要得益于猪肉等原材料成本低位运行带来的毛利率提升（同比+2.44pct 至 27.91%）。传统加盟店业务处于调整期（Q1 净减少 19 家），但边际变量正在发生积极变化。（数据来源：iFinD、公司 2026 年一季度经营数据公告）

竞争优势：新店型验证成功+团餐渠道爆发。

巴比食品正处于新旧增长引擎的切换：

1. 小笼包新店型：公司重点打造的手工小笼包新店型已成功验证了“高坪效、可复制”的爆店模型，新店型日均营业额是传统店型的 2 倍以上。截至 2025 年底已落地 24 家，2026 年以来开店数量快速破百，正进入从 **1 到 N** 的规模化复制阶段。公司计划 2026 年末新店型门店数突破 600 家，这将成为重塑公司成长曲线的关键。（数据来源：上海证券报·中国证券网）

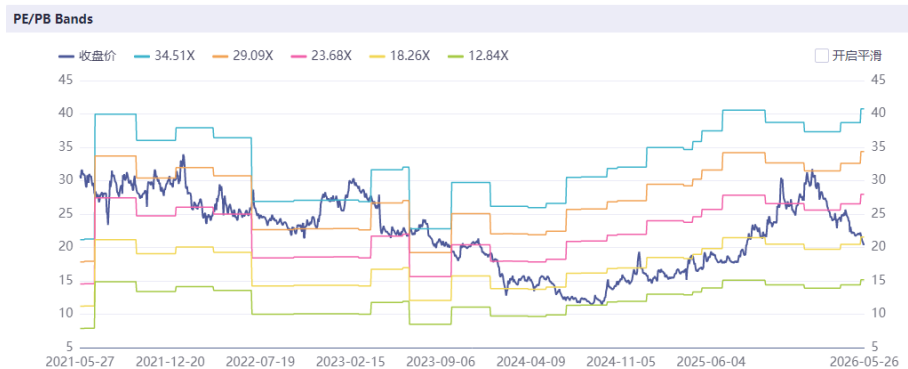
2. 团餐渠道高增：Q1 团餐经销商渠道收入同比暴增 119.31%，显示公司在 B 端市场的开拓取得显著成效。该业务有望成为继加盟店、直营店之后的

第三大增长支柱。(数据来源：公司 2026 年一季度经营数据公告)

数据分析：

市场对巴比的认知仍聚焦于传统包子铺的增长瓶颈，但对其新店型和 B 端业务的潜力预期尚不充分。一旦新店型复制节奏得到验证，公司估值体系有望从“早餐连锁”向“中式快餐+餐饮供应链”切换，具备较高的弹性和赔率。

图 15 巴比食品 PE-band（近 5 年）



资料来源：iFinD、湘财证券研究所

4.6 周黑鸭 (01458.HK)：门店反转+渠道破局

业绩拆解：利润弹性释放，经营质量显著改善。

周黑鸭 2025 年实现营收 25.36 亿元（同比+3.48%），净利润 1.57 亿元（同比+59.56%）。利润增速远超收入，主要得益于门店效率的提升和渠道业务的贡献。截至 2025 年末，公司门店总数 3019 间，月均单店终端销售额同比提升 13.6%，门店经营已现清晰的触底反转信号。（数据来源：iFinD、公司 2025 年年报）

竞争优势：山姆渠道、复调、海外三条新增长曲线。

周黑鸭的投资逻辑已从单纯的门店复苏，扩展为三条新增长曲线：

1. 渠道业务破局：公司已进驻山姆、胖东来等 80 余个系统渠道，覆盖近 4 万个销售点位。2026 年制订了积极的增长目标，尤其是在销售点位数量、山姆渠道销售额等方面均显著高于我们此前的预期，渠道业务有望成为未来几年最核心的增长驱动力。（数据来源：公司 2025 年年报）

2. 复调业务放量：“嘎嘎香”系列复调产品已布局 29 个 SKU，2026 年核心目标是从验证期走向放量。（数据来源：证券时报）

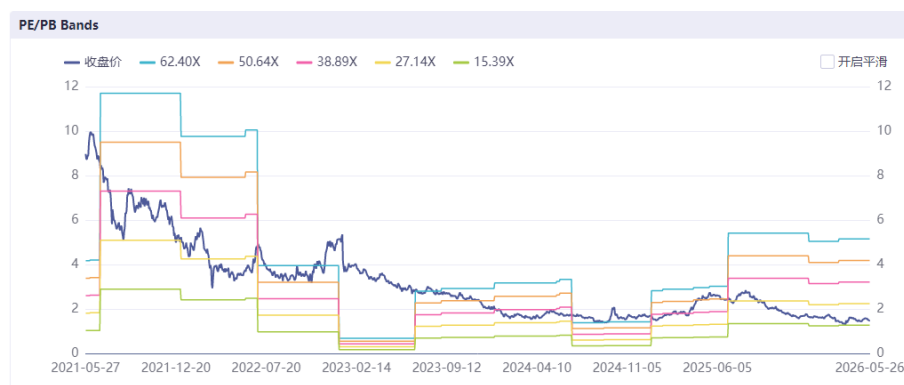
3. 海外市场拓展：已进入 12 个国家，完成了从 0 到 1 的搭建，为长期增

长打开天花板。(数据来源: 公司 2025 年年报)

数据分析:

公司给出了积极的 2026 年业绩指引,同时也展现出强股东回报意愿,2025 年拟分红 1.68 亿元 (分红率 107%), 并计划进行最多 10% 的股份回购。公司低估值、高成长指引、高股东回报,是港股餐饮链中具备高赔率的弹性品种。 (数据来源: 公司 2026 年 3 月 26 日公告-《自愿性公告-有意于市场上进行股份购回》)

图 16 周黑鸭 PE-band (近 5 年)



资料来源: iFinD、湘财证券研究所

5 估值对比与投资建议

5.1 六大标的估值及看点

下表汇总了我们餐饮链相关的六大标的的关键估值与经营数据,经过前期调整,餐饮链公司估值水平多处于合理偏低区间,短期看 26Q1 (港股采用最新年报数据) 有良性修复,业绩均有良好表现;中长期看除了受益于外部宏观环境修复外,以下重点公司也具备相应的自身 α 。

表 2 餐饮链主题六大公司相关数据

标的	市值 (亿元)	PE(TTM)	PB (MRQ)	26Q1/最新业绩增速	当前阶段
安井食品	316	21.4	2.04	26Q1 营收+30.84%，归母+42.74%	B 端复苏最强兑现，利润弹性显著
海天味业	2,072	28.8	4.99	26Q1 营收+8.57%，归母+10.97%	多元品类+新渠道驱动稳健增长
中炬高新	151	24.4	2.54	26Q1 营收+19.88%，归母+45.11%	改革反转、毛利率修复快
燕京啤酒	348	19.6	2.21	26Q1 营收+7.06%，归母+60.19%	U8 高增+A10 补矩阵，旺季催化强
巴比食品	50	17.5	2.08	26Q1 营收+2.82%，归母+26.93%	新店型复制+团餐渠道高增
周黑鸭	27	17.9	0.79	2025 净利+59.56%	山姆渠道+复调+海外三曲线

资料来源：iFinD、湘财证券研究所

注：数据更新至 2026 年 5 月 27 日

5.2 投资建议

我们认为，餐饮链行情已从预期修复进入基本面验证阶段，后续投资机会将主要围绕业绩兑现、旺季催化与渠道创新三条主线展开。

1、主线一：餐饮供应链复苏主线

这是本轮行情确定性最高、业绩兑现最早的方向。餐饮企业在客单价承压背景下，降本增效诉求持续强化，标准化食材、速冻制品及复合调味料等供应链环节率先受益。同时，行业资本开支高峰已过，供给格局优化后龙头企业经营杠杆开始释放，利润弹性有望持续强于收入增长。

重点关注两类方向：

一是 B 端需求修复最强受益的速冻食品及餐饮供应链龙头；二是 受益于行业景气回暖、未来提价预期以及改革改善逻辑的调味品龙头与改革转型型企业。

2、主线二：啤酒旺季催化主线

Q2 旺季叠加世界杯赛事催化，啤酒板块有望进入年内景气验证高峰。当前行业核心逻辑已从单纯销量竞争转向产品结构升级，8-10 元价格带升级趋势仍在持续。

重点关注具备“大单品放量+内部改革兑现+盈利能力提升”逻辑的区域啤酒龙头，在旺季动销、渠道备货以及产品结构升级共振下，利润弹性有望进一步释放。

3、主线三：渠道变革与模式创新主线

除传统消费修复外，渠道变化与新模式创新也是餐饮链的重要 α 来源。即时零售、会员商超、社区零售及团餐等新渠道持续扩容，为部分企业打开

第二增长曲线。

重点关注两类方向：一是门店经营修复叠加新零售渠道放量的卤味企业；二是依靠新店型复制与团餐业务扩张推动成长的早餐连锁及餐饮零售化企业。

综上，维持食品饮料行业“买入”评级。

6 风险提示

消费复苏不及预期风险：若宏观经济修复偏弱，居民收入预期未能持续改善，可能导致餐饮消费复苏的强度和持续性不及预期，特别是客单价的持续下行，将抑制收入向利润的传导。

资金轮动风险：当前市场风格仍在科技成长与价值白马之间轮动，消费板块虽然基本面见底回升，但短期可能面临资金分流压力，导致估值修复节奏偏慢或出现波动。

原材料成本波动风险：大豆、油脂、包材、大麦、铝锭等大宗商品价格若出现超预期快速上涨，而下游企业未能及时顺价，将对相关公司的毛利率和盈利能力造成挤压。

食品安全风险：食品饮料行业对品牌声誉和消费者信任高度敏感。任何突发的食品安全事件都可能对相关公司的产品销售和品牌形象造成严重冲击，引发需求与估值的双杀。

行业竞争加剧风险：餐饮链各环节竞争依然激烈，如啤酒 8-10 元价格带的份额争夺、调味品龙头间的提价博弈、速冻及卤制品新渠道的抢占等，若竞争过度激化，可能导致费用投放增加，侵蚀利润。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。