



食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：李本媛（执业 S1130523090002） 联系人：叶韬

liuchenqian@gjzq.com.cn

libenyuan@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

白酒调研反馈平稳，龙头势能无需过虑

投资建议

白酒板块：近期板块仍有所回调，结合渠道调研我们认为基本面仍处于稳步恢复的态势中，但品牌酒企与低线酒企的动销分化、大商与小商的分化仍在演绎。当前特别是大商行事更趋于理性、抗风险力较强，无需过度担忧渠道库存高企等问题，目前名酒的渠道库存普遍仍良性且单品的流动性本身均不错。我们仍建议关注年末经销商大会定调&奖励兑付情况，目前板块性价比比较优，首推行业龙头、赛道龙头，关注顺周期弹性逻辑。具体头部品牌渠道反馈如下：

贵州茅台：1) 公司当前对市场价格管控能力、市场督导能力已较大提升。2) 目前未有通知压缩非标供应，可能会减缓增速。3) 公司一直在积极培育茅台 1935 消费需求，目前尚能兼顾增长目标与市场价格管理。**我们认为：**茅台伴随出厂价提升进行了较强的渠道监管与引导，避免渠道囤货居奇导致价格体系波动加剧。目前批价较提价前基本一致，散瓶接近 2700 元；茅台提价对应价格市场化提升背后对茅台拔估值的意义远高于表观 EPS 预期提档的意义。

五粮液：1) 样本渠道反馈今年动销增长中大个位数。2) 批价承压可能系市场上有低成本价的货物/市场的恐慌心理，普五流动性、消费者认知较好。3) 1218 具体奖励尚未落实，年初现金回款奖励尚未兑付。**我们认为：**市场对普五是否会提价较为关注，但需要关注的是普五目前仍处于倒挂状态，当前批价约 930-940 元，渠道并未享受顺价价差，全年盈利情况取决于公司后续 1218 政策落实情况，因此对酒厂而言，提升普五批价的优先级应高于出厂价提价，提出厂价是倒逼批价提升的一种战术，需要搭配控量、渠道价格管控等措施，更关键是引导渠道预期批价会稳步有所提升。

国窖 1573：渠道&终端推力较强，年初至今对消化渠道库存、加快消费者动销花费较多精力，价格上始终为追随者，会受普五批价压制。**我们认为：**近期国窖动作也较为频繁，包括高度、低度国窖对开拓终端提出结合陈列、回收包装箱返利 100 元的政策，加大渠道奖励框架中扫码开瓶层面的重视等。在秋收计划后，公司也提出挖井计划筹划 24 年开门红活动，公司始终是努力的角色始终如一在践行渠道铺设及消费者培育。

区域酒：近期担忧集中在 24 年宴席高基数+省内竞争加剧。我们认为，24 年商务需求恢复会形成弥补，且拉长看宴席基数影响有限。安徽、江苏经济基础支撑，二线龙头在很多区域、单品上仍有空间、还在成长期。迎驾：23 年起将淮南、蚌埠、滁州、安庆划分到合肥大区，未来有望充分借鉴合肥经验；洞藏省外江苏、上海基本布局完成。洋河：高管变动落地，领导权集中，本周新推蓝色经典（2003 纪念版）。展望未来，省内过度费投并不现实（参考过去水晶梦渠道利润高于 4K，但动销并不能形成优势，且海天价格带省内 β 不强）。今世缘：24 年高沟预计翻倍、今世缘品牌增速将快于 23 年、4K、V3 会降速解决价格问题。今年 6-7 月将大区新增到 10 个、管理精细化，并设置领导决策小组缓解事业部内耗（董事长做组长，办事处总经理制统筹各品牌）。新版 K 系产品基本成型，24Q1-2 换代升级。

啤酒：全国规模以上酒企 10 月产量+0.4%，1-10 月+2.2%。11 月低基数下，目前反馈良好，青啤视频事件影响在退散，华润销量表现很好（喜力或继续超月度预算）。各家年底进入预算规划期（目前规划符合预期），来年包材、大麦价格有望改善（不仅是澳麦双反取消，更有法麦丰收供给增加，10 月大麦进口均价环比 9 月-3%、对比年初-29%）。

休闲食品：Q4 步入高基数阶段，市场担心小零食业绩增速放缓，我们认为目前零食专营、新媒体电商等渠道月销环比依旧改善，从 10 月情况来看无需过度担忧。且随着下游门店资源逐步整合、品类创新丰富度提升，生产型企业有望持续提升在下游零食专营店的渗透率。叠加其他短板渠道受到重视，明年有望发力突破，寻求更多增长点。

调味品：基础调味品方面，Q3 受益于低基数+终端补库存，收入环比提速。复调方面，下半年为销售旺季，整体结构和质量好于上半年，C 端补库存恢复常态化增长，B 端定制餐调保持高增态势。

风险提示

宏观经济下行风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险。



内容目录

一、周专题：白酒调研反馈平稳，龙头势能无需过虑.....	3
二、本周行情回顾.....	4
三、食品饮料行业数据更新.....	7
四、公司公告与事件汇总.....	9
4.1 公司公告精选.....	9
4.2 行业要闻.....	9
4.3 近期上市公司重要事项.....	10
五、风险提示.....	10

图表目录

图表 1： 本周行情	4
图表 2： 周度申万一级行业涨跌幅	5
图表 3： 当周食品饮料子板块涨跌幅	5
图表 4： 申万食品饮料指数行情	5
图表 5： 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10.....	5
图表 6： 食品饮料板块沪（深）港通持股金额 TOP20.....	6
图表 7： 非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）	7
图表 8： i 茅台上市至今单品投放量情况（瓶）	7
图表 9： 白酒月度产量（万千升）及同比（%）	8
图表 10： 高端酒批价走势（元/瓶）	8
图表 11： 国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）	8
图表 12： 中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）	8
图表 13： 啤酒月度产量（万千升）及同比（%）	9
图表 14： 啤酒进口数量（千升）与均价（美元/千升）	9
图表 15： 近期上市公司重要事项	10



一、周专题：白酒调研反馈平稳，龙头势能无需过虑

■ 白酒板块

近期我们开展华东区域资深白酒专家调研，头部品牌反馈如下：

贵州茅台：1) 公司当前对市场价格管控能力、市场督导能力已较大提升，在需求没有较大波折情况下提价几日后市场就趋于冷静，考虑到资金等风险，黄牛也不会肆意囤货。2) 目前未有通知压缩非标供应，可能会减缓增速。3) 公司一直在积极培育茅台 1935 消费需求，目前尚能兼顾增长目标与市场价格管理。

茅台伴随出厂价提升进行了较强的渠道监管与引导，避免渠道囤货居奇导致价格体系波动加剧，伴随 11 月配额逐步投放后，可以看到飞天的市场价格波动较小，目前批价较提价前基本一致，散瓶接近 2700 元。考虑到普飞较高的渠道利差，茅台本次提价我们认为更多以回笼渠道利差为主，最终市场价格体系仍主要以供需撮合决定。此外，我们认为茅台提价对应价格市场化提升背后对茅台拔估值的意义远高于表观 EPS 预期提档的意义。

五粮液：1) 今年实际量动销增长中大个位数，年初曾传闻提至 1009 元。2) 批价承压可能系市场上有低成本价的货物/市场的恐慌心理，普五流动性、消费者认知较好。3) 1218 具体奖励尚未落实，年初现金回款奖励尚未兑付。

茅台提价后市场包括渠道均对五粮液是否提价、如何提价存在较高关注，当前名义出厂价上 969 元普五的确低于 980 元高度国窖、1169 元普飞。需要关注的是普五目前仍处于倒挂状态，当前批价约 930-940 元，渠道并未享受顺价价差，全年盈利情况取决于公司后续 1218 政策落实情况，因此对酒厂而言，提升普五批价的优先级应高于出厂价提价，提出厂价是倒逼批价提升的一种战术，需要搭配控量、渠道价格管控等措施，更关键是引导渠道预期批价会稳步有所提升。

国窖 1573：渠道&终端推力较强，年初至今对消化渠道库存、加快消费者动销花费较多精力，价格上始终为追随者，会受普五批价压制。

近期国窖动作也较为频繁，包括高度、低度国窖对开拓终端提出结合陈列、回收包装箱返利 100 元的政策，加大渠道奖励框架中扫码开瓶层面的重视等。在秋收计划后，公司也提出挖井计划筹划 24 年开门红活动。公司始终是努力的角色始终如一在践行渠道铺设及消费者培育，相对而言价格跟随策略下对于是否提价等决策可更游刃有余，目前渠道库存仍在持续去化中。

区域酒：近期担忧集中在 24 年宴席高基数+省内竞争加剧。我们认为，24 年商务需求恢复可以形成弥补，占比高的公司将获益，且拉长看宴席基数影响或有限。安徽、江苏经济基础支撑，二线龙头在很多区域、单品上仍有空间、仍处于成长期，在板块中具备较强的业绩确定性和弹性。

迎驾：从区域上看，23 年起将淮南、蚌埠、滁州、安庆划分到合肥大区，未来有望充分借鉴合肥地区的成功经验，并形成一定辐射效应；洞藏省外江苏、上海基本布局完成。从组织上看，正在加强了对业务员的行为过程考核，提升对经销商的赋能（从之前的开票简单服务转为赋能经销商的组织架构搭建、人员招聘培训、薪酬方案设计等）。23 年洞 16、洞 20 单独运作、考核，取得较好效果。

洋河：洋河高管变动落地（新聘任 4 位副总裁，范总、陈总 2 位有政府背景，分别为双沟总经理、贵酒董事长；张总、宋总分别为产品总监、管理&战略研究总监），领导权进一步集中。本周新推蓝色经典（2003 纪念版），预计价格略高于海。展望未来，公司策略上仍是省内升维竞争（重点做梦 6+）、省外重点看基本盘海的渗透+升级，省内过度费投是得不偿失的（参考过去水晶梦渠道利润高于 4K，但从动销上并不能形成优势，且海天所处的价格带在省内的 β 并不强，更偏向于存量竞争）。

今世缘：85%是次高端的国缘（主场景在商务），今世缘系列占比 12-13%（只有一部分是宴席）。24 年高沟预计翻倍、今世缘品牌增速将快于 23 年、淡雅和单开高增、4K、V3 会降速以调整解决一些价格问题。今年 6-7 月将大区数量新增到 10 个、管理更精细化和一体化，且设置领导决策小组缓解事业部内耗问题（董事长做组长，办事处实施总经理制，总经理统筹联系各品牌、对接多个事业部）。新版 K 系产品基本成型，蓄力 24Q1-2 换代升级。

近期板块仍有所回调，结合渠道调研我们认为基本面仍处于稳步恢复的态势中，但品牌酒



企与低线酒企的动销分化、大商与小商的分化仍在演绎。当前特别是大商行事更趋于理性、抗风险力较强，无需过度担忧渠道库存高企等问题，目前名酒的渠道库存普遍仍良性且单品的流动性均不错。我们仍建议关注年末经销商大会定调&奖励兑付情况，目前板块性价比较优，首推行业龙头（茅五泸 24 年分别 25X/17X/19X）、赛道龙头（汾酒 22X、洋河 14X 等），关注顺周期弹性逻辑。

■ 啤酒板块

全国规模以上酒企 10 月产量+0.4%，1-10 月+2.2%。11 月低基数下，目前普遍反馈良好，青啤视频事件影响在退散（部分区域扫码率已基本恢复），华润销量表现很好（喜力或继续超月度预算）。各家年底进入预算规划期（初步制定的高端化节奏符合市场预期），来年包材、大麦价格有望改善（不仅仅是澳麦双反取消的利好，更有法麦丰收带来的供给增加，10 月大麦进口均价环比 9 月-3%、对比年初-29%），基本面无需过度担忧。

■ 休闲食品

Q4 步入高基数阶段，市场担心小零食业绩增速放缓，我们认为目前零食专营、新媒体电商等渠道月销环比依旧改善，从 10 月情况来看无需过度担忧。且随着下游门店资源逐步整合、品类创新丰富度提升，生产型企业有望持续提升在下游零食专营店的渗透率。叠加其他短板渠道（如商超、流通等）受到重视，明年有望发力突破，寻求更多增长点。我们认为小零食企业有望实现年复合 20%+的股权激励目标。持续推荐盐津、劲仔，建议关注洽洽 Q4 葵花籽采购价下降幅度。

■ 调味品

基础调味品方面，Q3 受益于低基数+终端补库存，收入环比提速。经销商库存进一步消化，龙头海天反馈已恢复至正常范围内。复调方面，下半年为销售旺季，整体结构和质量好于上半年，C 端补库存恢复常态化增长，B 端定制餐调保持高增态势。酵母和榨菜均需重视新成本采购带来的利润改善，预计反馈在明年报表端。整体建议把握企业改革机遇及成本改善机会，推荐中炬、酵母。

二、本周行情回顾

本周（2023.11.13~2023.11.17）食品饮料（申万）指数收于 20442 点（-1.37%），沪深 300 指数收于 3568 点（-0.51%），上证综指收于 3054 点（+0.51%），深证综指收于 1924 点（+1.06%），创业板指收于 1987 点（-0.93%）。

图表1：本周行情

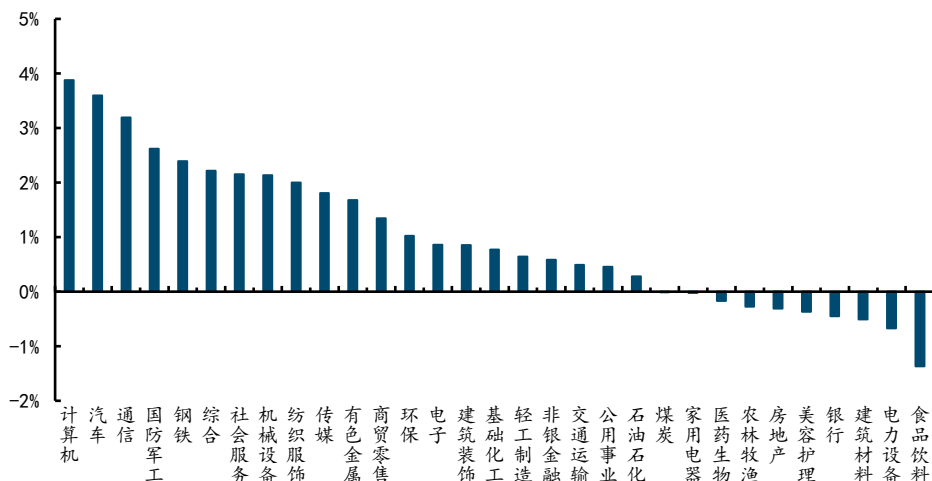
指数	周度收盘价	本周涨跌幅	23 年至今涨跌幅
申万食品饮料指数	20442	-1.37%	-10.95%
沪深 300	3568	-0.51%	-7.84%
上证综指	3054	0.51%	-1.13%
深证综指	1924	1.06%	-2.61%
创业板指	1987	-0.93%	-15.35%

来源：Wind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三的行业为计算机（+3.88%）、汽车（+3.60%）、通信（+3.20%）。



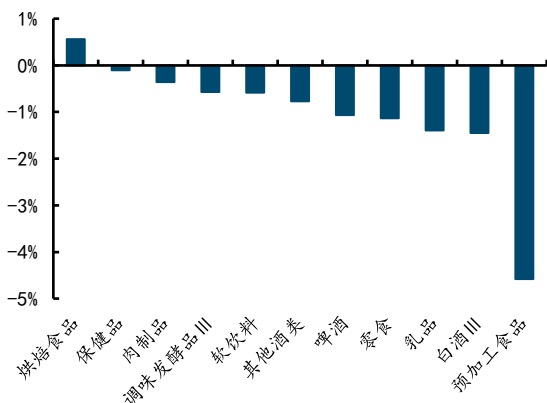
图表2: 周度申万一级行业涨跌幅



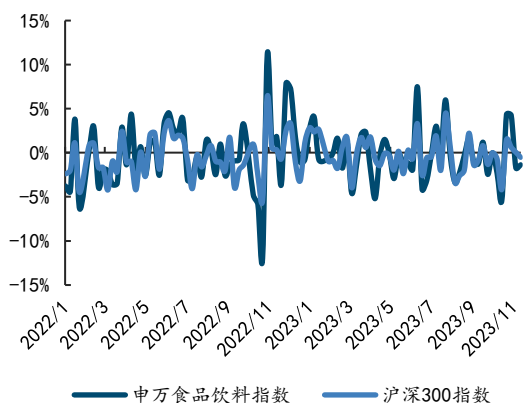
来源: Wind, 国金证券研究所

从食品饮料子板块来看, 涨跌幅前三的板块为烘焙食品 (+0.56%)、保健品 (-0.11%)、肉制品 (-0.36%)。

图表3: 当周食品饮料子板块涨跌幅



图表4: 申万食品饮料指数行情



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

从个股表现来看, 周度涨幅居前的为: 麦趣尔 (+10.54%)、皇氏集团 (+7.65%)、*ST 莫高 (+6.47%)、青岛食品 (+5.96%)、佳禾食品 (+5.89%) 等; 跌幅居前的为: 安井食品 (-7.51%)、盐津铺子 (-5.56%)、*ST 西发 (-5.18%)、绝味食品 (-3.77%)、山西汾酒 (-3.41%) 等。

图表5: 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
麦趣尔	10.54	安井食品	-7.51
皇氏集团	7.65	盐津铺子	-5.56
*ST 莫高	6.47	*ST 西发	-5.18
青岛食品	5.96	绝味食品	-3.77
佳禾食品	5.89	山西汾酒	-3.41
顺鑫农业	5.49	百润股份	-3.23
莲花健康	5.28	千禾味业	-3.20
金字火腿	4.66	古井贡酒	-3.05
熊猫乳品	4.02	迎驾贡酒	-2.90



涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
三只松鼠	3.87	青岛啤酒	-2.84

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅)

从沪(深)港通持股情况来看, 白酒板块重点公司贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒在 11 月 17 日沪(深)港通持股比例分别为 6.80%/5.03%/3.60%/1.90%, 环比分别-0.01pct/-0.04pct/-0.08pct/+0.01pct; 伊利股份沪港通持股比例为 13.65%, 环比-0.06pct; 重庆啤酒沪港通持股比例为 6.77%, 环比-0.18pct; 海天味业沪港通持股比例为 3.85%, 环比-0.02pct。

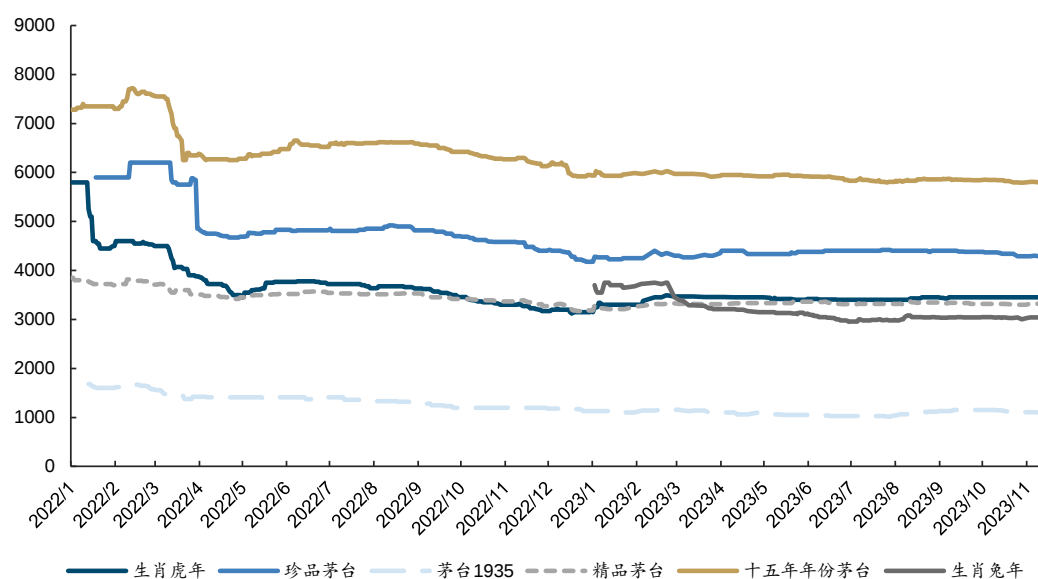
图表6: 食品饮料板块沪(深)港通持股金额 TOP20

股票名称	2023/11/17	2023/11/10	周环比 (%)	持股金额 (亿元)
贵州茅台	6.80	6.81	-0.01	1498
五粮液	5.03	5.07	-0.04	303
伊利股份	13.65	13.71	-0.06	234
泸州老窖	3.60	3.68	-0.08	111
海天味业	3.85	3.87	-0.02	82
东鹏饮料	7.59	7.51	0.08	55
山西汾酒	1.90	1.89	0.01	55
洋河股份	2.39	2.43	-0.04	42
青岛啤酒	3.52	3.44	0.08	38
安井食品	10.14	9.94	0.20	35
双汇发展	3.52	3.50	0.03	31
洽洽食品	16.66	16.59	0.07	31
重庆啤酒	6.77	6.95	-0.18	25
古井贡酒	1.63	1.62	0.01	22
今世缘	3.14	3.19	-0.05	21
汤臣倍健	6.12	6.27	-0.16	19
中炬高新	5.63	5.56	0.07	15
安琪酵母	4.31	4.38	-0.07	13
口子窖	4.47	4.51	-0.04	13
燕京啤酒	4.23	4.36	-0.13	12

来源: Wind, 国金证券研究所

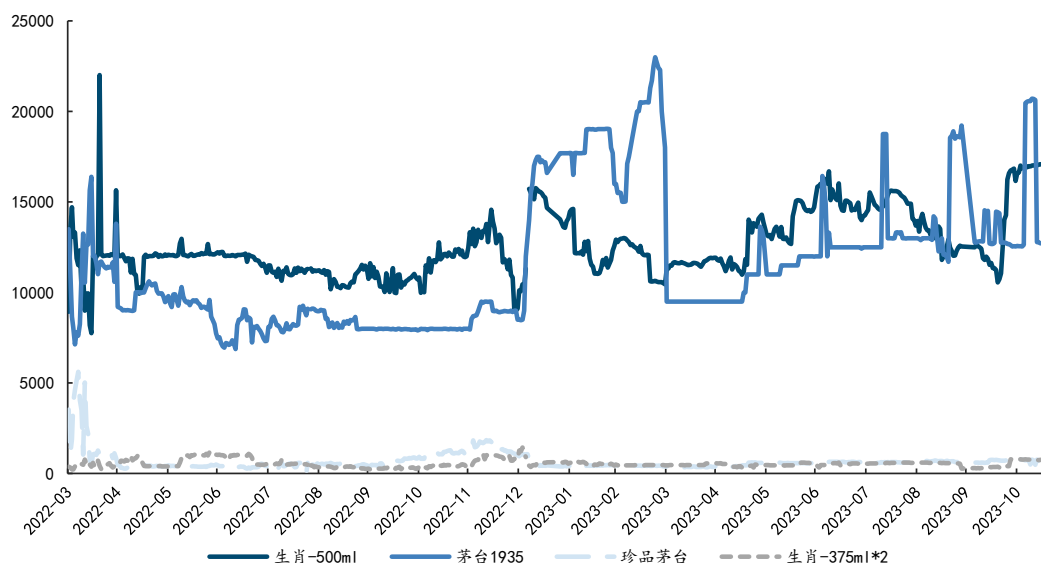


图表7: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 11 月 18 日)

图表8: i 茅台上市至今单品投放量情况 (瓶)



来源: i 茅台, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 11 月 17 日)

三、食品饮料行业数据更新

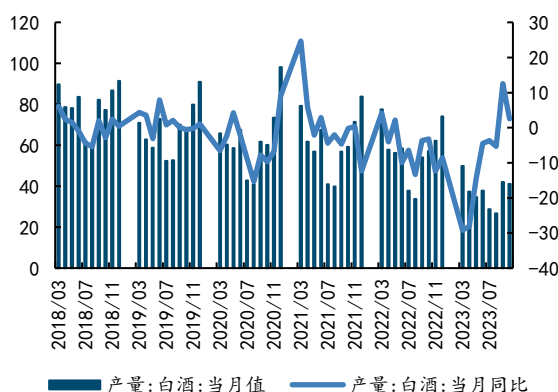
■ 白酒板块

2023 年 10 月, 全国白酒产量 41.10 万千升, 同比+2.50%。

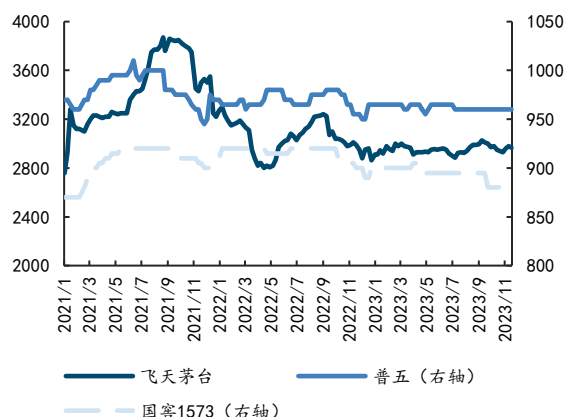
据今日酒价, 11 月 18 日, 飞天茅台整箱批价 2965 元 (环周-15 元), 散瓶批价 2685 元 (环周-15 元), 普五批价 960 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 880 元 (环周持平)。



图表9：白酒月度产量（万千升）及同比（%）



图表10：高端酒批价走势（元/瓶）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至23年10月）

来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至23年11月18日）

■ 乳制品板块

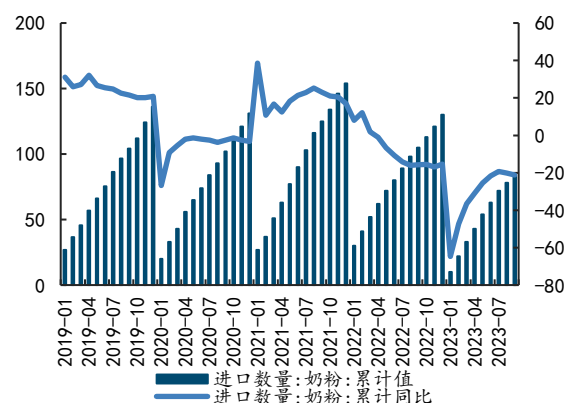
2023年11月8日，我国生鲜乳主产区平均价为3.71元/公斤，同比-10.20%，环比-0.30%。

2023年1~9月，我国累计进口奶粉83.0万吨，累计同比-21.1%；累计进口金额为57.82亿美元，累计同比-16.40%。

图表11：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



图表12：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至23年11月8日）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至23年9月）

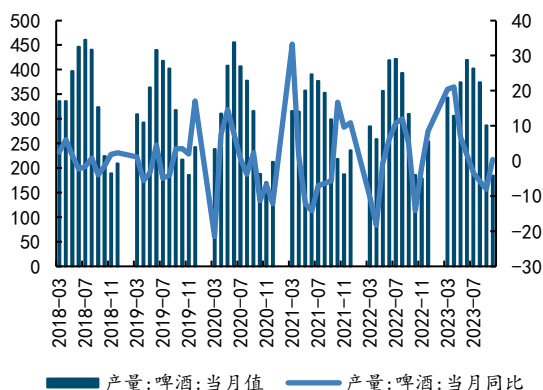
■ 啤酒板块

2023年10月，我国啤酒产量为184.70万千升，同比+0.40%。

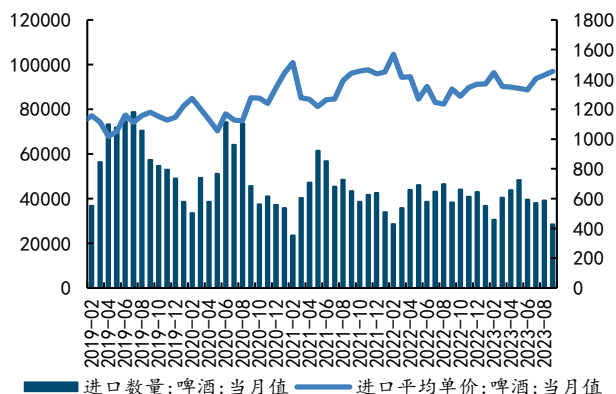
2023年1~9月，我国累计进口啤酒数量为34.50万千升，同比-2.6%。其中9月啤酒进口平均单价为1455.04美元/千升，同比+8.9%。



图表13：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）



图表14：啤酒进口数量（千升）与均价（美元/千升）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至23年10月）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至23年9月）

四、公司公告与事件汇总

4.1 公司公告精选

【日辰股份】11月13日公司发布2023年前三季度权益分派实施公告，本次利润分配以方案实施前的公司总股本9861.3681万股为基数，每股派发现金红利0.25元（含税），共计派发现金红利2465.34万元。

【朱老六】11月13日公司发布2023年第三季度权益分派实施公告，以公司现有总股本1.0191亿股为基数，向全体股东每10股派1.5元人民币现金，共计派发现金红利1528.65万元。

【华统股份】11月14日公司发布2023年10月畜禽销售情况简报，2023年10月份，公司生猪销售数量18.42万头（其中仔猪销售0头），环比变动6.46%，同比变动53.60%，生猪销售收入3.47亿元，环比变动-6.19%，同比变动22.68%，商品猪销售均价15.32元/公斤，环比下降7.15%。2023年10月份生猪销售数量同比变动的主要原因为2022年猪场陆续投产2023年产能释放所致。2023年10月份鸡销售数量86.87万只，环比变动-4.54%，同比变动-19.79%，鸡销售收入1428.84万元，环比变动-11.53%，同比变动-37.03%。2023年10月份鸡销售收入同比变动主要原因为公司鸡出栏量减少及销售单价下降所致。

4.2 行业要闻

11月14日，据汾阳市融媒体中心消息，汾阳市要全力打造省级专业镇示范标杆，力争到2025年底，白酒年产能（产量）达到50万千升，白酒工业总产值实现500亿元。目前，已有49家骨干酒企，3200多个酒类品种。（酒业家）

11月14日，遵义市人民政府官网公布《遵义市白酒违法行为举报奖励规定》，并征求社会各界意见。该规定适用于遵义市各级市场监督管理部门对社会公众举报属于其监管职责范围内的白酒违法犯罪行为或者违法犯罪线索，经查证属实并依法查处后，予以相应物质奖励的行为。涉及敏感名称、图案、标志等禁止性广告违法行为；白酒生产企业“三无产品”、标识标签不规范等行为；食用酒精非法生产“串酒”标注“酱香酒”等违法行为；白酒中添加食品添加剂以外的化学物质、药品，超范围使用食品添加剂等行为。（酒业家）

11月15日，国家统计局发布国民经济数据。10月全国酒、饮料和精制茶制造业增长3.4%，食品烟酒价格同比下降2.1%，烟酒类消费458亿元，同比增长15.4%；1-10月烟酒类消费4489亿元，同比增长10.3%。（国家统计局）

11月15日，贵州省投资促进局发布贵定县酒类包装生产项目。项目占地面积60.00亩，总投资额1亿元，计划年销售收入1.12亿元，年利润2800万元，投资利润率25.0%。（微酒）

11月16日，四川统计公布数据，2023年1-10月，全省规模以上工业增加值同比增长6.4%。10月，白酒产量17.7万千升，同比增长2.3%，啤酒产量16.2万千升，同比增长1.3%；1-10月，白酒产量132万千升，累计减少10.4%，啤酒产量235.4万千升，累计增长6.4%；1-10月，全省实现社会消费品零售总额21428.1亿元，同比增长9.4%。其中，粮油、食品、饮料、烟酒类增长6.3%。（酒业家）



4.3 近期上市公司重要事项

图表15：近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
11月23日	五芳斋	2023年第三次临时股东大会
11月24日	三元股份	2023年第二次临时股东大会
11月24日	金枫酒业	2023年第一次临时股东大会
11月27日	威龙股份	2023年第三次临时股东大会
12月1日	皇氏集团	2023年第七次临时股东大会
12月4日	兰州黄河	2023年第一次临时股东大会
12月5日	惠发食品	2023年第二次临时股东大会
12月5日	重庆啤酒	2023年第二次临时股东大会

来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

- 宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策；
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究