



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：叶韬（执业 S1130524040003）

liuchengqian@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

chenyyujun@gjzq.com.cn

白酒表现加速出清，关注大众品结构性红利

投资建议

白酒：板块三季报收官，虽市场已有预期在外部风险事件冲击下行业会加速出清，但仍不乏酒企出清幅度超市场预期，行业已处于明确“去库存”阶段。在此背景下，市场对行业能否出清、出清节奏的忧虑有所降低，对酒企量价策略的认知、中期价盘预期有所修复。

展望后续，我们预计动销拐点将先于价盘拐点、价盘拐点将先于报表拐点：1）我们预计行业景气度最为承压的时期已经过去，外部因素对消费场景的约束将持续趋缓。2）我们预计价盘将逐步企稳、头部名酒单品批价再下行空间有限。3）产业库存周期的扰动致使短期报表出清幅度高于动销下滑幅度。我们认为可从中长期视角来看待酒企估值及上行空间，对于有明确品牌/组织/渠道等禀赋的酒企，我们相信在行业重回上行周期时其能够进一步突破规模桎梏。

配置方向建议：1）品牌力突出、护城河深厚的高端酒（贵州茅台、五粮液），渠道势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2）顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、泸州老窖），有新产品、新渠道、新范式催化的弹性酒企（如珍酒李渡、舍得酒业、酒鬼酒等）。

啤酒：啤酒的需求场景偏大众化、目前餐饮等现饮需求仍在稳步修复中，啤酒酒企也在加码非即饮渠道布局、发展软饮等多元化发展。考虑到啤酒酒企不错的业绩置信度与股息水平，建议持续关注。

黄酒：行业前期有提价催化，头部品牌的趋同性提价也意味着酒企拉力有望形成合力、竞争格局趋缓，当前逐步临近旺季、边际催化仍可期；中期产业趋势变化、以及新品年轻化培育等值得关注。

休闲零食：受益于下游渠道扩张、推新节奏加快，板块延续高景气。但从三季报可见，渠道红利逐步见顶，品类红利接替，高基数下个股收入端普遍降速。业绩端，受竞争加剧、渠道挤压、成本上涨等因素，板块利润率仍逐步下行，其中盐津主动优化产品/渠道结构，业绩超预期，利润率逆势增长。洽洽 Q3 毛利率实现环比改善，业绩至暗时刻已过，关注后续葵花籽成本下行幅度。展望后续，我们认为需重点关注具备品类红利以及供应链提效的个股，一方面渠道红利减弱背景下收入仍有支撑，另一方面行业竞争加剧对利润冲击较小，持续推荐盐津铺子、卫龙美味，建议关注洽洽食品、甘源食品渠道调整成效。

软饮料：旺季逐步收尾，终端动销放缓，行业景气度略有承压。受外卖补贴现制茶饮竞争分流，以及华南雨水天气影响，板块三季度收入增速放缓，但高景气的运动饮料、茶饮料赛道依旧维持增长韧性。结合成本红利，整体板块利润率仍在逐步提升，但展望明年或将持续面临竞争加剧压力。考虑到行业目前呈现较为明显的品类分化、头部分化趋势，我们建议优选具备高景气赛道的龙头，以及具备平台化潜力的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份新品动销表现。

调味品：餐饮需求依旧平淡，居民端结构升级速度放缓，景气度底部企稳。行业 Q3 收入增速放缓，主要系 1）餐饮需求环比走弱，且大 B 亦表现疲软；另一方面是 C 端中高端结构升级趋势放缓。2）市场竞争加剧，龙头主动巩固基地市场份额，外埠市场持续扩张和下沉渠道网点，第二梯队企业难以获得超额增长。定制餐调企业表现好于大盘，主要系下游大客户为大型连锁餐饮企业、定制化需求持续增长，低库存运作模式下 9 月经销商双节备货好于预期。持续推荐具备品牌、渠道、规模优势的龙头，预计需求疲软背景下仍可实现市占率提升，推荐海天味业、安琪酵母。

风险提示

宏观经济恢复不及预期、区域市场竞争风险、食品安全问题风险。



内容目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 一、周专题：白酒表现加速出清，关注大众品结构性红利..... | 3 |
| 二、行情回顾..... | 4 |
| 三、食品饮料行业数据更新..... | 6 |
| 四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总..... | 7 |
| 五、风险提示..... | 9 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 图表 1：周度行情..... | 4 |
| 图表 2：周度申万一级行业涨跌幅..... | 5 |
| 图表 3：周度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：非标茅台批价走势（元/瓶）..... | 6 |
| 图表 7：白酒月度产量（万千升）及同比（%）..... | 6 |
| 图表 8：高端酒批价走势（元/瓶）..... | 6 |
| 图表 9：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）..... | 7 |
| 图表 10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）..... | 7 |
| 图表 11：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）..... | 7 |
| 图表 12：啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）..... | 7 |
| 图表 13：近期上市公司重要事项..... | 8 |



一、周专题：白酒表现加速出清，关注大众品结构性红利

● 酒类板块

白酒板块三季报收官，虽市场已有预期在外部风险事件冲击下行业会加速出清，但仍不乏酒企出清幅度超市场预期，行业已处于明确“去库存”阶段。在此背景下，市场对行业能否出清、出清节奏的忧虑有所降低，对酒企量价策略的认知、中期价盘预期有所修复。

展望后续，我们预计动销拐点将先于价盘拐点、价盘拐点将先于报表拐点。

1) 从动销层面来看，我们预计行业景气度最为承压的时期已经过去，外部因素对消费场景的约束将持续趋缓。从中期维度来看，“反内卷”政策出台、企业 ROE 有望改善，并传导至企业端招待等支出提升、居民收入预期改善；叠加中期提振消费、扩大内需政策逐步落地，居民端消费情绪亦有望修复。

从修复节奏来看，我们预计 26 年春节白酒动销同比跌幅或进一步收窄，主要考虑“禁酒令”等外部风险事件对白酒消费场景的影响有望持续改善，且春节礼赠、聚饮等需求相对会更刚性。

2) 从价盘层面来看，我们预计当下至 26 年春节前便是行业价盘最为承压的时期，之所以滞后于动销维度主要源于产业库存周期的扰动。目前所述，25Q3 方是此轮周期“去库存”的起点，外部风险事件加速产业出清节奏。经过中秋&国庆双节，终端及消费端库存已经有所改善，但渠道端库存去化尚不明显。在谨回款、强动销的背景下，我们预计渠道库存压力将在经历再一旺季后进一步释放。

除渠道抛压外，另一影响行业价盘的重要因素是头部酒企的量价策略。我们认为头部酒企具备对渠道现况的充分认知，对其核心品的量价策略也在逐步向控量挺价的方向转变。再者，目前渠道端盈利能力已较为承压，绝大多数代理品牌已经处于亏运营费用、甚至负毛利的境地。虽然经过 16 年起的上行周期，综合型经销商资产端普遍大幅增厚、抗风险能力较上一轮周期底部时不可同日而语，但持续亏损仍会倒逼上游酒企正视量价策略、维护各相关方利益。

3) 从报表层面来看，产业库存周期的扰动致使短期报表出清幅度高于动销下滑幅度，因此报表能否企稳仍待观察：1. 渠道端去库情况；2. 动销恢复情况。虽相较于中报后市场普遍下修了酒企盈利预期，但目前市场对 26 年盈利预期的认知仍较为模糊。

由于报表修复节奏的不确定性较强，我们认为可以从中长期视角来看待酒企估值及上行空间，对于有明确品牌/组织/渠道等禀赋的酒企，我们相信在行业重回上行周期时其能够进一步突破规模桎梏。同时，头部酒企估值均处于周期底部区间，中期视角估值伴随行业景气度修复时空间也较可观。

整体而言，我们维持白酒行业景气度“下行趋缓”，白酒行业动销最为承压的时刻已经过去。考虑到此轮周期的动销底逐步探明，表现业绩压力正加速释放，海外降息预期提升、旺季动销反馈环比持续改善、当下正值自上而下政策窗口期，我们看好白酒板块的配置价值。

配置方向建议：1) 品牌力突出、护城河深厚的高端酒（贵州茅台、五粮液），渠道势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2) 顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、泸州老窖），有新产品、新渠道、新范式催化的弹性酒企（如珍酒李渡、舍得酒业、酒鬼酒等）。

此外，亦建议关注啤酒&黄酒赛道的配置契机：

1) 我们维持啤酒行业景气度底部企稳的判断，啤酒的需求场景偏大众化、目前餐饮等现饮需求仍在稳步修复中，啤酒酒企也在加码非即饮渠道布局、发展软饮等多元化发展。考虑到啤酒酒企不错的业绩置信度与股息水平，建议持续关注，餐饮端景气度改善有望抬升板块整体估值水平。

2) 黄酒行业前期有提价催化，头部品牌的趋同性提价也意味着酒企拉力有望形成合力、竞争格局趋缓，临近旺季、边际催化仍可期。目前行业大单品化趋势逐步成型、高端化培育也已经成为头部品牌的品牌力塑造共识，黄酒头部酒企普遍加大对于营销能力的关注，对黄酒品类进行市场化推广，中期产业趋势变化，以及新品年轻化培育等值得关注。

● 大众品

休闲零食：受益于下游渠道扩张、推新节奏加快，板块延续高景气。但从三季报可见，渠道红利逐步见顶，品类红利接替，高基数下个股收入端普遍降速，但西麦、有友凭借大单品优势和新渠道优势，仍维持收入高增长。业绩端，受竞争加剧、渠道挤压、成本上涨等



因素，板块利润率仍逐步下行，其中盐津主动优化产品/渠道结构，业绩超预期，利润率逆势增长。洽洽 Q3 毛利率实现环比改善，业绩至暗时刻已过，关注后续葵花籽成本下行幅度。展望后续，我们认为需重点关注具备品类红利以及供应链提效的个股，一方面渠道红利减弱背景下收入仍有支撑，另一方面行业竞争加剧对利润冲击较小，持续推荐盐津铺子、卫龙美味，建议关注洽洽食品、甘源食品渠道调整成效。

软饮料：旺季逐步收尾，终端动销放缓，行业景气度略有承压。受外卖补贴现制茶饮竞争分流，以及华南雨水天气影响，板块三季度收入增速放缓，但高景气的运动饮料、茶饮料赛道依旧维持增长韧性。结合成本红利，整体板块利润率仍在逐步提升，但展望明年或将持续面临竞争加剧压力。考虑到行业目前呈现较为明显的品类分化、头部分化趋势，我们建议优选具备高景气赛道的龙头，以及具备平台化潜力的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份新品动销表现。

调味品：餐饮需求依旧平淡，居民端结构升级速度放缓，景气度底部企稳。行业 Q3 收入增速放缓，主要系 1) 餐饮需求环比走弱，且大 B 亦表现疲软；另一方面是 C 端中高端结构升级趋势放缓。2) 市场竞争加剧，龙头主动巩固基地市场份额，外埠市场持续扩张和下沉渠道网点，第二梯队企业难以获得超额增长。定制餐调企业（如宝立、日辰）表现好于大盘，主要系下游大客户为大型连锁餐饮企业、定制化需求持续增长，低库存运作模式下 9 月经销商双节备货好于预期。持续推荐具备品牌、渠道、规模优势的龙头，预计需求疲软背景下仍可实现市占率提升，推荐海天味业、安琪酵母。另外，随着餐饮连锁化率提升，定制调料等需求弹性更大，在此背景下具备风味创新优势、高效响应客户需求的日辰股份、宝立食品仍值得关注。

二、行情回顾

本周（10.27~10.31）食品饮料（申万）指数收于 16967 点（-0.23%），沪深 300 指数收于 4641 点（-0.43%），上证综指收于 3955 点（+0.11%），深证综指收于 2510 点（+0.73%），创业板指收于 3188 点（+0.50%）。

图表1：周度行情

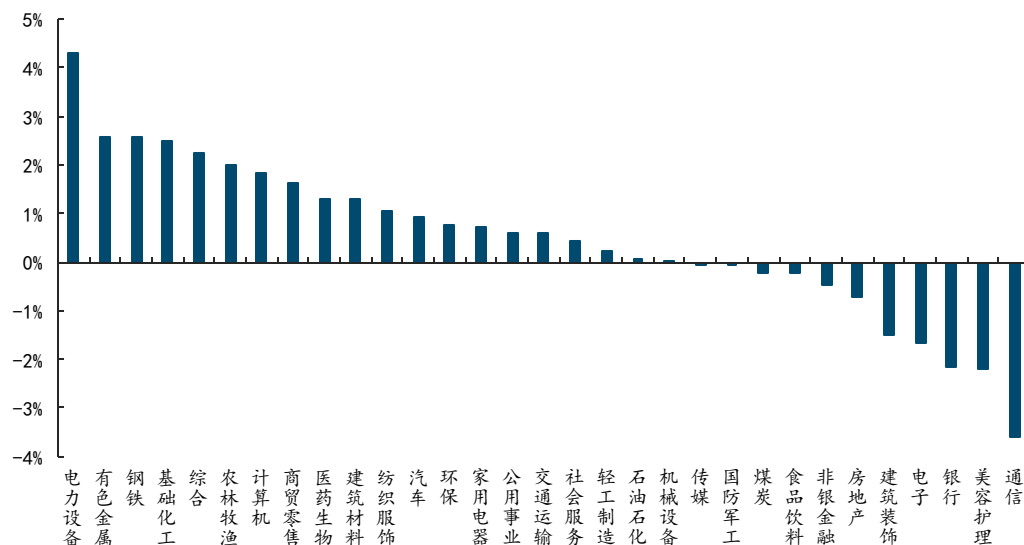
| 指数 | 周度收盘价 | 本周涨跌幅 | 25 年至今涨跌幅 |
|--------|-------|--------|-----------|
| 食品饮料 | 16967 | -0.23% | -5.52% |
| 沪深 300 | 4641 | -0.43% | 17.94% |
| 上证指数 | 3955 | 0.11% | 17.99% |
| 深证综指 | 2510 | 0.73% | 28.21% |
| 创业板指 | 3188 | 0.50% | 48.84% |

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为电力设备（+4.29%）、有色金属（+2.56%）、钢铁（+2.55%）。



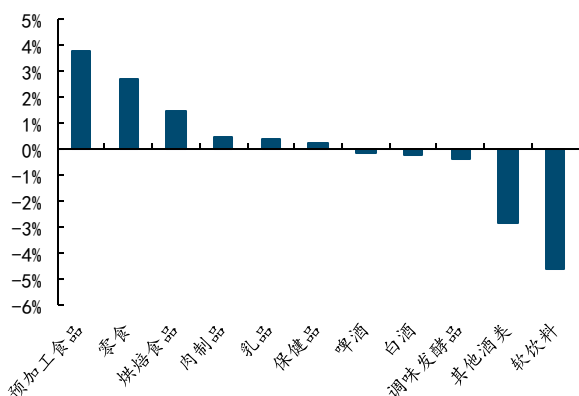
图表2：周度申万一级行业涨跌幅



来源：Ifind，国金证券研究所

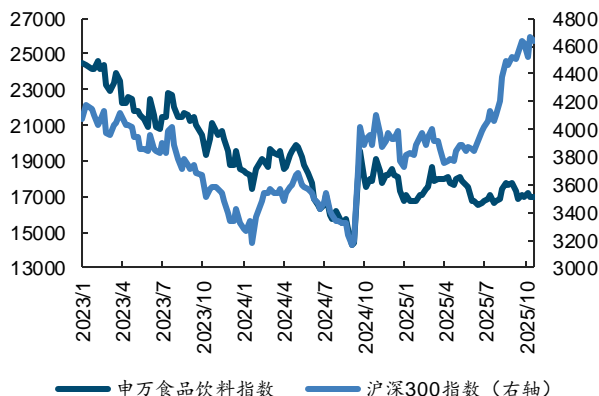
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为预加工食品（+3.78%）、零食（+2.66%）、烘焙食品（+1.50%）。

图表3：周度食品饮料子板块涨跌幅



来源：Ifind，国金证券研究所

图表4：申万食品饮料指数行情



来源：Ifind，国金证券研究所

从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：日辰股份（+17.79%）、有友食品（+10.47%）、盐津铺子（+7.72%）、宝立食品（+7.01%）、迎驾贡酒（+6.46%）等。涨跌幅靠后的为：*ST 春天（-7.92%）、麦趣尔（-7.13%）、东鹏饮料（-6.89%）、百润股份（-6.50%）、养元饮品（-4.68%）等。

图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

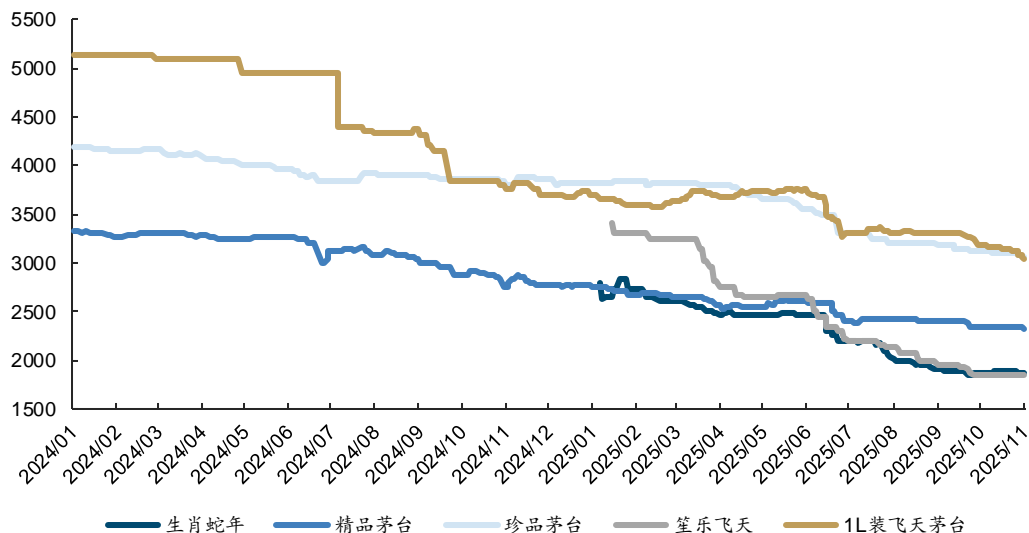
| 涨幅前十名 | 涨幅 (%) | 跌幅前十名 | 跌幅 (%) |
|-------|--------|--------|--------|
| 日辰股份 | 17.79 | *ST 春天 | -7.92 |
| 有友食品 | 10.47 | 麦趣尔 | -7.13 |
| 盐津铺子 | 7.72 | 东鹏饮料 | -6.89 |
| 宝立食品 | 7.01 | 百润股份 | -6.50 |
| 迎驾贡酒 | 6.46 | 养元饮品 | -4.68 |
| 好想你 | 6.38 | 中信尼雅 | -3.55 |
| 广州酒家 | 6.11 | 安琪酵母 | -3.46 |
| 安井食品 | 5.42 | 古越龙山 | -3.36 |



| 涨幅前十名 | 涨幅 (%) | 跌幅前十名 | 跌幅 (%) |
|-------|--------|-------|--------|
| 维维股份 | 5.29 | 光明肉业 | -3.13 |
| 古井贡酒 | 5.24 | 广弘控股 | -2.95 |

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

图表6: 非标茅台批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 25 年 11 月 1 日)

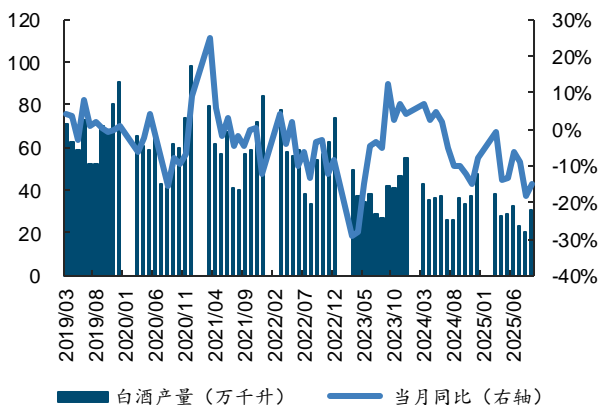
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

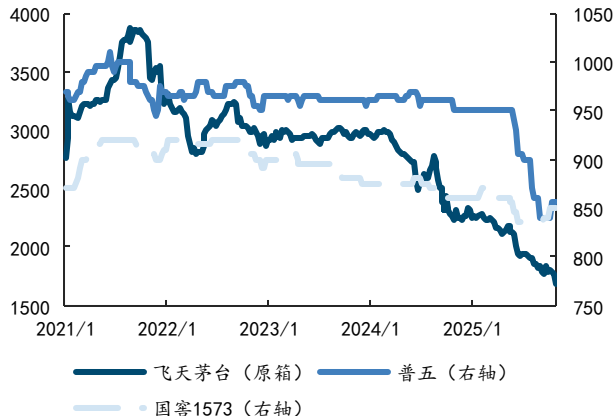
2025 年 9 月, 全国白酒产量 30.6 万千升, 同比-15.0%。

据今日酒价, 11 月 1 日, 飞天茅台整箱批价 1675 元 (环周-85 元), 散瓶批价 1620 元 (环周-110 元), 普五批价 855 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 850 元 (环周持平)。

图表7: 白酒月度产量 (万千升) 及同比 (%)



图表8: 高端酒批价走势 (元/瓶)



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 25 年 9 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 25 年 11 月 1 日)

■ 乳制品板块

2025 年 10 月 24 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.04 元/公斤, 同比-2.90%, 环比持平。

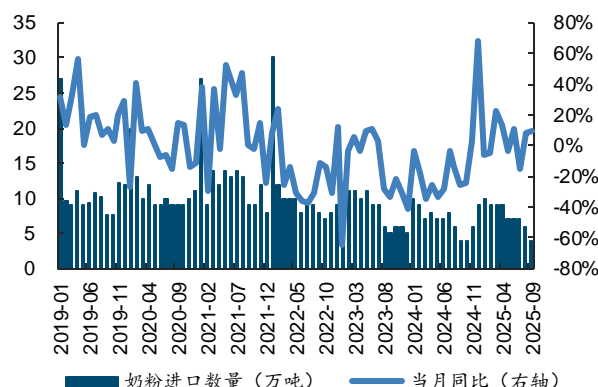
2025 年 1~9 月, 我国累计进口奶粉 67.0 万吨, 累计同比+2.7%; 累计进口金额为 54.69 亿美元, 累计同比+15.6%。其中, 单 9 月进口奶粉 4.0 万吨, 同比+10.0%; 进口金额 5.10 亿元, 同比+14.5%。



图表9：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



图表10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 10 月 24 日）

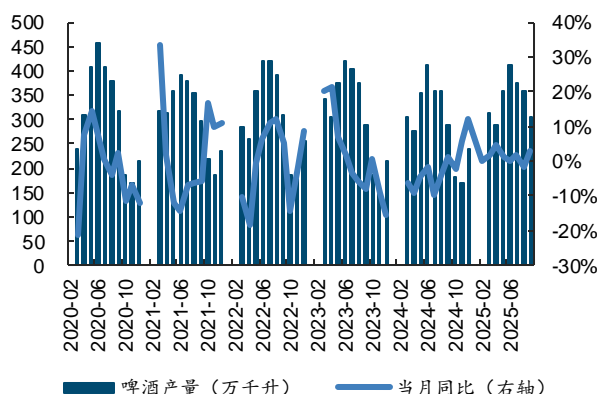
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 9 月）

■ 啤酒板块

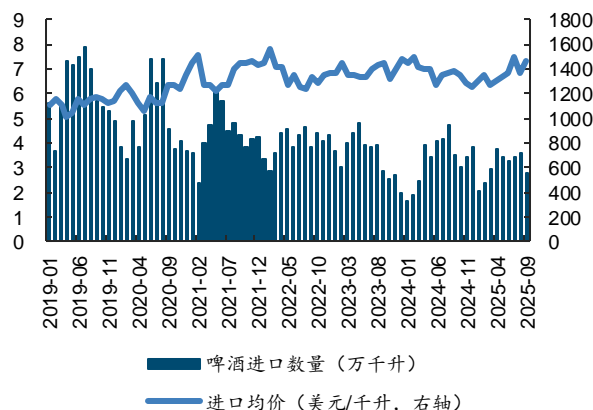
2025 年 9 月，我国啤酒产量为 303.7 万千升，同比+3.1%。

2025 年 1~9 月，我国累计进口啤酒数量为 27.69 万千升，同比-7.3%；进口金额 3.77 亿美元，同比-8.5%。其中，单 7 月进口数量 2.76 万千升，同比-22.2%；进口金额 0.40 亿美元，同比-18.2%。

图表11：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）



图表12：啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 9 月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 9 月）

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

新西兰葡萄酒种植协会发布了 2025 财年（2024 年 7 月-2025 年 6 月）年度报告。报告显示，2025 财年新西兰葡萄酒的出口量为 2.88 亿升，同比增长 4.35%，出口额为 11.73 亿美元（约合人民币 83.19 亿元），同比下降 3.38%。其中，对中国的出口量为 427 万升，同比增长 55%，出口额为 3484.5 万美元（约合人民币 2.52 亿元），同比增长 47%。（微酒）

泸州·中国白酒商品批发价格指数办公室发布，2025 年 10 月中旬全国白酒环比价格总指数为 99.93，下跌 0.07%。从分类指数看，名酒环比价格指数为 99.81，下跌 0.19%；地方酒环比价格指数为 100.12，上涨 0.12%；基酒环比价格指数为 100.00，保持稳定。（微酒）

10 月 29 日，2025 郎酒重阳下沙大典圆满举行。会上，郎酒股份常务副总经理、销售公司总经理梅刚表示，按照《郎酒酱香产品企业内控准则》要求，郎酒坚持“酿好酒，存新酒，卖老酒”原则，酱香郎酒实际贮存量已达 30 万吨，2026 年销售投放量将不超过 3 万吨。酱香郎酒 2024 批次投粮量为 11.23 万吨，酱香原酒产量达到 6.05 万吨。（酒业家）

10 月 27 日，江苏省酒类行业协会关于印发《关于推进“十五五”时期苏酒产业高质量发



展的实施意见》的通知，其中提到到 2030 年（“十五五”规划末期），力争实现“六项”目标：全（酒）制造业规上企业（含白酒、啤酒、黄酒、酒精等产业）营业收入总额突破 1000 亿 2024 年实际完成 755.96 亿元为基期，整体年均复合增长率（CAGR）需保持在 4.5% 左右。其中白酒产业营业收入达到 780 亿元（2024 年基期 593.36 亿元），期间年均复合增长率（CAGR）需不低于 5.0%；啤酒产业营业收入达到 180 亿元（2024 年基期 122.21 亿元），期间年均复合增长率（CAGR）需不低于 6.0%；黄酒产业营业收入达到 18 亿元（2024 年基期 13.89 亿元），期间年均复合增长率（CAGR）需不低于 4.0%。（酒业家）

■ 近期上市公司重要事项

图表13：近期上市公司重要事项

| 日期 | 公司 | 事项 |
|-----------|--------|-----------------|
| 11 月 3 日 | 万辰集团 | 2025 年第四次临时股东大会 |
| 11 月 5 日 | 燕京啤酒 | 2025 年第一次临时股东大会 |
| 11 月 6 日 | 煌上煌 | 2025 年第三次临时股东大会 |
| 11 月 6 日 | 万辰集团 | 2025 年第五次临时股东大会 |
| 11 月 7 日 | 仲景食品 | 2025 年第二次临时股东大会 |
| 11 月 10 日 | 金达威 | 2025 年第三次临时股东大会 |
| 11 月 10 日 | 朱老六 | 2025 年第二次临时股东大会 |
| 11 月 11 日 | 珠江啤酒 | 2025 年第二次临时股东大会 |
| 11 月 11 日 | 西王食品 | 2025 年第二次临时股东大会 |
| 11 月 11 日 | 中炬高新 | 2025 年第四次临时股东大会 |
| 11 月 12 日 | 元祖股份 | 2025 年第二次临时股东大会 |
| 11 月 12 日 | 阳光乳业 | 2025 年第一次临时股东大会 |
| 11 月 13 日 | 欢乐家 | 2025 年第二次临时股东大会 |
| 11 月 13 日 | *ST 岩石 | 2025 年第一次临时股东大会 |
| 11 月 13 日 | 广弘控股 | 2025 年第二次临时股东大会 |
| 11 月 13 日 | 立高食品 | 2025 年第二次临时股东大会 |
| 11 月 13 日 | 日辰股份 | 2025 年第四次临时股东大会 |
| 11 月 13 日 | 好想你 | 2025 年第三次临时股东大会 |
| 11 月 14 日 | 品渥食品 | 2025 年第一次临时股东大会 |
| 11 月 14 日 | 来伊份 | 2025 年第四次临时股东大会 |
| 11 月 14 日 | 维维股份 | 2025 年第四次临时股东大会 |
| 11 月 17 日 | 海欣食品 | 2025 年第一次临时股东大会 |
| 11 月 17 日 | 迎驾贡酒 | 2025 年第一次临时股东大会 |
| 11 月 17 日 | 有友食品 | 2025 年第一次临时股东大会 |
| 11 月 17 日 | 龙大美食 | 2025 年第三次临时股东大会 |
| 11 月 18 日 | 百润股份 | 2025 年第一次临时股东大会 |
| 11 月 18 日 | 西麦食品 | 2025 年第二次临时股东大会 |
| 11 月 18 日 | 酒鬼酒 | 2025 年第一次临时股东大会 |
| 11 月 18 日 | 广州酒家 | 2025 年第二次临时股东大会 |
| 11 月 21 日 | 克明食品 | 2025 年第四次临时股东大会 |
| 11 月 26 日 | 洋河股份 | 2025 年第三次临时股东大会 |
| 11 月 28 日 | 宝立食品 | 2025 年第一次临时股东大会 |
| 11 月 28 日 | 伊利股份 | 2025 年第一次临时股东大会 |
| 11 月 28 日 | 广州酒家 | 2025 年第三次临时股东大会 |
| 12 月 1 日 | 南侨食品 | 2025 年第一次临时股东大会 |

来源：Ifind，国金证券研究所



五、风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：0755-86695353

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