

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）
 liuchengqian@gjzq.com.cn

联系人：李本媛
 libenyuan@gjzq.com.cn

联系人：叶韬
 yetao@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君
 chenyyujun@gjzq.com.cn

联系人：林晨星
 linchenxing@gjzq.com.cn

端午临近，如何看待白酒板块投资契机？

投资逻辑：

端午临近，如何看待白酒的投资机会？我们认为，端午是年内承上启下的时点，可以窥探渠道及终端对下半年的情绪预期。从近期的渠道反馈来看，Q2 动销呈现逐月环比提升的态势，其中端午预计对高端送礼、亲朋聚饮需求有一定带动。此外，7-8 月升学宴可期。整体而言，我们认为临近端午备货节奏有所加速，但不少终端仍持观望态度，主要系对批价预期在临近到货时会有波动，囤货情绪并不强烈，但乐观的情绪仍存，预计整体会在平稳向好中度过，当前市场对端午的预期本身也较低。具体分子板块而言：

1) 高端酒：整体动销稳健，茅台进度约 55%，6 月货各地到货节奏不一；五粮液进度 60%+，库存 1-1.5 个月；国窖春雷行动下目前进度 60%+，国窖公司 16 日发文停止接受订单。整体预计 Q2 高端酒增速仍会较为稳健。

2) 次高端酒：短期动销仍相对承压，主要系商务需求疲软。汾酒 6 月 20 日存在提价预期，渠道进度普遍在 60% 甚至更高。舍得 6 月仍在持续回款，22Q2 低基数下 23Q2 增速可期，库存在 2 个月左右。酒鬼酒省内进度接近 40%，库存酒鬼系列 2 个月，内参 3 个月，省外预计略高。水井坊目前节奏以稳为主，预计 Q2 表现持平。

3) 区域酒：充分受益于婚喜宴、升学宴。洋河回款比例 70%，库销率 19%（去年 Q1 末为 30-40%），预计 Q2 增速 15% 左右。今世缘回款比例 60%+，Q2 环比 Q1 增速加快，V3 今年累计增速超 100%，6K 在 6 月将在安徽、河北、山东启动样板市场。古井端午回款到 70%，古 20 焕新后提价。迎驾 4-5 月动销符合预期，回款到 60%+，洞藏增速 30% 以上，洞 9、洞 16、洞 20 增速领先，价格体系有所提升。

短期市场情绪有明显回暖，我们在此前也多次提示板块底部配置机会，强调低预期下高赔率的反转机会。短期市场隐含了对复苏条线、经济刺激预期的逐渐向好，我们认为方向性更重要，对远期持续的复苏预期修复会带动估值修复&业绩置信度提升。目前仍优选确定性&性价比兼顾的高端及赛道龙头，加大对次高端弹性思路的关注。

啤酒板块：本周重庆啤酒涨幅靠前，系顺周期预期下弹性相对较大。本周重啤新疆调研、青啤股东大会反馈较积极，各家推新、广告、啤酒节预热动作频繁，气温升高下啤酒旺季启动。我们认为，行业将逐步从炒量的逻辑转变为炒利润，关注有高端大单品放量的公司。1-5 月青啤经典增速 13%，纯生增速 30% 多（回到疫情前水平），白啤增速 50-60%（23 年战略上对白啤、原浆等产品重视度提升）；华润次高及以上增速在 25% 左右；重啤疆内乌苏正增长、疆外略有下滑（福建边际好转，华东、广东仍承压）。我们重点看好龙头公司 ASP 的提升趋势，叠加成本改善，预计 Q2 利润弹性有望在双位数。

大众品板块：首推确定性高的零食板块，近期估值调整具备性价比。小零食 4-5 月延续 Q1 高增态势，且月销环比逐渐改善。从渠道视角看，零食专营店外埠市场进展顺利，门店扩张符合预期。由于去年 Q2 基数较低，预计 Q2 收入/利润增速仍表现亮眼，结合性价比推荐盐津、甘源。卤味板块安全边际充足，需等待成本拐点。我们认为从 4 月起，龙头绝味鸭副价格环比下降+单店收入逐渐恢复至 19 年同期水平，基本面已有改善。但消费力仍处于弱复苏状态，叠加市场对于主业天花板的担忧，短期仍处于磨底状态，仍需等待成本拐点，中期视角建议重点关注。

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：端午临近，如何看待白酒的投资机会.....	3
二、本周行情回顾.....	4
三、食品饮料行业数据更新.....	6
四、公司公告与事件汇总.....	8
4.1 公司公告精选.....	8
4.2 行业要闻.....	8
4.3 近期上市公司重要事项.....	9
五、风险提示.....	9

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

一、周专题：端午临近，如何看待白酒的投资机会

我们认为，端午是年内承上启下的时点，虽然从动销占比角度而言仅较淡季略有提升，但可以窥探渠道及终端对下半年的情绪预期。从近期的渠道反馈来看，Q2 动销呈现逐月环比提升的态势，其中端午预计对高端送礼、亲朋聚饮需求有一定带动，而对 300-500 元甚至 500-700 元的次高端而言，其需求与商务场景关联性更强，对于端午节庆的红利并不明显。此外，端午婚寿宴预计并不凸显，而 7-8 月升学宴可期。

整体而言，我们认为临近端午备货节奏有所加速，但不少终端仍持观望态度，主要系对批价预期在临近到货时会有波动，囤货情绪并不强烈，但乐观的情绪仍存，预计整体会在平稳向好中度过，当前市场对端午的预期本身也较低。具体分子板块而言：

1) 高端酒：整体动销稳健，茅台飞天批价 2800/3000 元左右波动，进度约 55%，6 月货各地到货节奏不一，茅台 1935 批价 1040 元左右；五粮液进度 60%+，普五批价 940 元左右，库存 1-1.5 个月，1618 要求出货价 990 元（低度和 1618 有扫码红包奖励）；国窖春雷行动下目前进度 60%+，国窖公司 16 日发文停止接受订单，目前高度批价 890 元左右，新版扫码装出货给终端 960 元，查窜货仍较严。整体预计 Q2 高端酒增速仍会较为稳健，和全年增速相差不大。

2) 次高端酒：短期动销仍相对承压，主要系商务需求疲软。汾酒 6 月 20 日存在提价预期，渠道进度普遍在 60% 甚至更高，批价环比亦有所提升，目前青花 20 批价 350 元，复兴版 785 元左右，库存 40-50 天。舍得 6 月仍在持续回款，22Q2 低基数下 23Q2 增速可期，库存在 2 个月左右。酒鬼酒省内进度接近 40%，库存酒鬼系列 2 个月，内参 3 个月，省外预计略高，Q2 预计仍会有双位数左右下滑，系持续的库存去化以及在 B 端费用管控下渠道回款意愿并不高，省内内参批价 770-780 元。水井坊目前节奏以稳为主，预计 Q2 表现持平，库存在 2 个月左右并不高，预计轻装进入 24 财年。

3) 区域酒：1) 洋河：回款比例 70%，库销率 19%（去年 Q1 末为 30-40%），省外增速优于省内。五一宴席动销恢复较好，但商务偏慢。春节后梦 6+ 停货接近 50 天，并提升结算价 30 元后反哺市场 20 元，再缓慢收费用，南京批价从最低的 580-590 提至 600-630。2) 今世缘：回款比例 60%+，Q2 环比 Q1 增速加快，V3 今年累计增速超 100%，6K 在 6 月将在安徽、河北、山东启动样板市场。3) 徽酒：古井端午回款到 70%，古 20 焕新后提价。迎驾 4-5 月动销符合预期，回款到 60%+，洞藏增速 30% 以上，洞 9、洞 16、洞 20 增速领先，价格体系有所提升。

短期市场情绪有明显回暖，我们在此前也多次提示板块底部配置机会，强调低预期下高赔率的反转机会。短期市场隐含了对复苏条线、经济刺激预期的逐渐向好，我们认为方向性更重要，对远期持续的复苏预期修复会带动估值修复&业绩置信度提升。目前高端茅五泸 23 年分别 31X/23X/26X，赛道龙头汾酒/洋河/古井分别 26X/19X/33X，其余标的普遍在 20-25X 间，估值提升空间仍充沛。目前仍优选确定性&性价比兼顾的高端（茅台、老窖、五粮液）及赛道龙头（洋河等），加大对次高端弹性思路的关注（酒鬼酒、舍得、老白干等）。

■ 啤酒板块

本周板块表现较好，主要系政策预期好转。其中，重庆啤酒涨幅靠前，系顺周期下弹性相对较大。本周重啤新疆调研、青啤股东大会反馈较积极，各家积极推出新品，广告、啤酒节预热，气温升高下啤酒旺季启动。我们认为，行业将逐步从炒量的逻辑转变为炒利润，关注有高端大单品放量的公司，推荐华润，关注青啤、重啤、燕京。1-5 月青啤经典增速 13%，纯生增速 30% 多（回到疫情前水平），白啤增速 50-60%（23 年战略对白啤、原浆等产品重视度提升）；华润次高及以上增速在 25% 左右；重啤疆内乌苏正增长、疆外略有下滑（福建边际好转，华东、广东仍承压）。我们重点看好龙头公司 ASP 的提升趋势，叠加成本改善，预计 Q2 利润弹性有望在双位数。

■ 大众品板块

首推确定性高的零食板块，近期估值调整具备性价比。小零食 4-5 月延续 Q1 高增态势，且月销环比逐渐改善。从渠道视角看，零食专营店态外埠市场进展顺利，门店扩张符合预期。由于去年 Q2 基数较低，预计 Q2 收入/利润增速仍表现亮眼，结合性价比推荐盐津、甘源。卤味板块安全边际充足，需等待成本拐点。我们认为从 4 月起，龙头绝味鸭副价格环比下降+单店收入逐渐恢复至 19 年同期水平，基本面已有改善。但消费力仍处于弱复苏状态，叠加市场对于主业天花板的担忧，短期仍处于磨底状态，仍需等待成本拐点，中期视角建议重点关注。

二、本周行情回顾

本周(2023.06.12~2023.06.16)食品饮料(申万)指数收于22478点(+7.49%)。沪深300指数收于3963点(+3.30%)，上证综指收于3273点(+1.30%)，深证综指收于2083点(+3.83%)，创业板指收于2270点(+5.93%)。

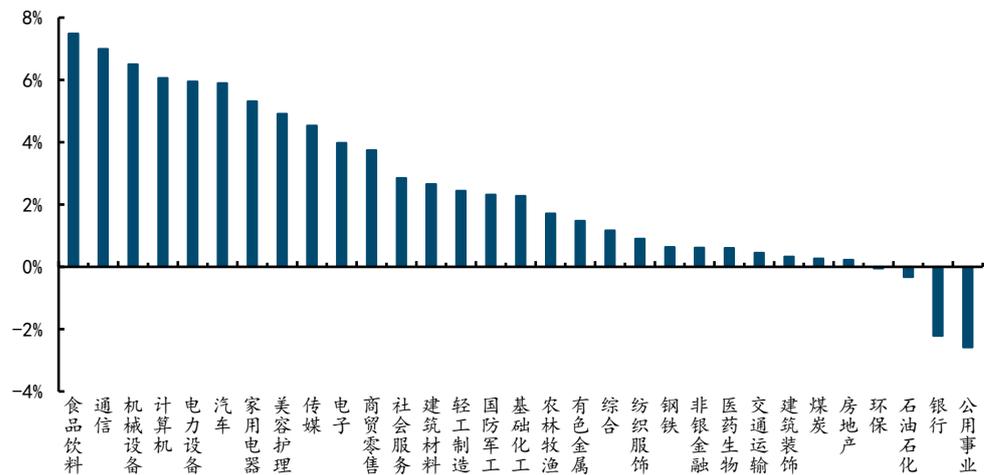
图表1: 本周行情

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	22478	7.49%	-2.08%
沪深300	3963	3.30%	2.37%
上证综指	3273	1.30%	5.96%
深证综指	2083	3.83%	5.45%
创业板指	2270	5.93%	-3.27%

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食品饮料(+7.49%)、通信(+7.00%)、机械设备(+6.51%)。

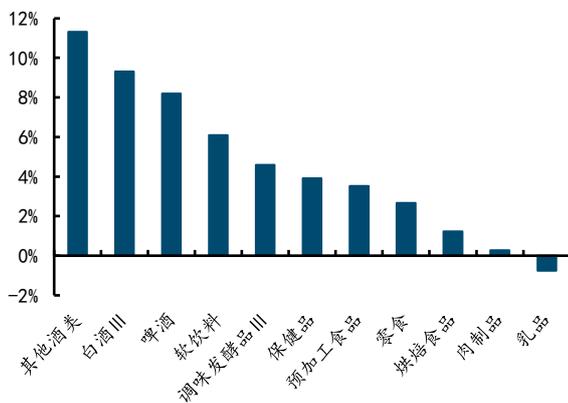
图表2: 周度申万一行业涨跌幅



来源: Wind, 国金证券研究所

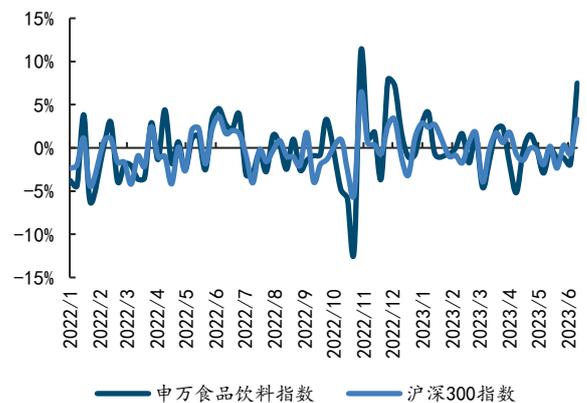
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为其他酒类(+11.31%)、白酒III(+9.31%)、啤酒(+8.19%)。

图表3: 当周食品饮料子板块涨跌幅



来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 申万食品饮料指数行情



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：威龙股份(+26.20%)、顺鑫农业(+15.15%)、古越

龙山(+14.88%)、百润股份(+14.77%)、舍得酒业(+13.83%)等；跌幅居前的为：仙乐健康(-3.45%)、华统股份(-3.27%)、五芳斋(-3.20%)、仲景食品(-2.64%)、莲花健康(-1.76%)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 (%)
威龙股份	26.20	仙乐健康	-3.45
顺鑫农业	15.15	华统股份	-3.27
古越龙山	14.88	五芳斋	-3.20
百润股份	14.77	仲景食品	-2.64
舍得酒业	13.83	莲花健康	-1.76
迎驾贡酒	13.67	金字火腿	-1.45
泸州老窖	12.95	春雪食品	-1.26
重庆啤酒	12.92	天润乳业	-0.72
酒鬼酒	12.34	黑芝麻	-0.41
东鹏饮料	12.01	泉阳泉	-0.32

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）

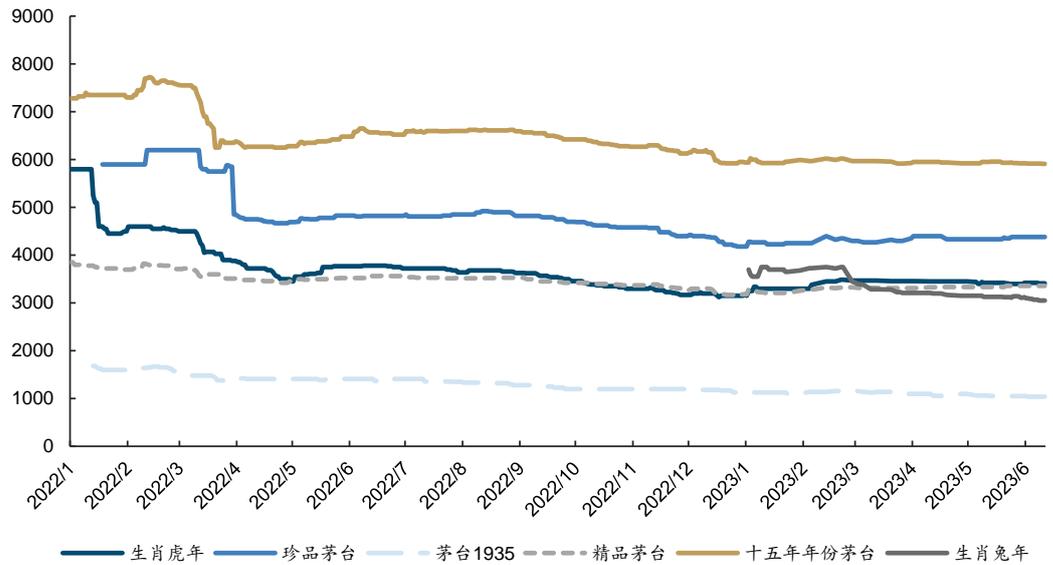
从沪（深）港通持股情况来看，白酒板块重点公司贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒在6月16日沪（深）港通持股比例分别为7.10%/6.67%/3.96%/3.13%，环比分别+0.09pct/+0.30pct/-0.03pct/+0.09pct；伊利股份沪港通持股比例为16.13%，环比-0.29pct；重庆啤酒沪港通持股比例为6.49%，环比-0.42pct；海天味业沪港通持股比例为6.26%，环比-0.11pct。

图表6：食品饮料板块沪（深）港通持股金额TOP20

股票名称	2023/06/16	2023/06/09	周环比 (%)	持股金额 (亿元)
贵州茅台	7.10	7.01	0.09	1603
五粮液	6.67	6.37	0.30	477
伊利股份	16.13	16.42	-0.29	302
海天味业	6.26	6.37	-0.11	178
泸州老窖	3.96	3.99	-0.03	136
山西汾酒	3.13	3.04	0.09	84
洋河股份	2.79	2.85	-0.06	61
青岛啤酒	3.35	3.51	-0.16	48
洽洽食品	20.56	20.28	0.28	45
安井食品	7.98	7.66	0.32	37
东鹏饮料	4.72	4.61	0.11	34
古井贡酒	2.31	2.44	-0.13	33
汤臣倍健	7.96	8.29	-0.32	32
重庆啤酒	6.49	6.91	-0.42	31
今世缘	3.84	3.95	-0.11	29
双汇发展	3.29	3.24	0.05	28
千禾味业	7.80	8.00	-0.20	16
中炬高新	5.13	4.54	0.59	16
燕京啤酒	4.02	3.95	0.07	15
口子窖	4.29	4.55	-0.26	14

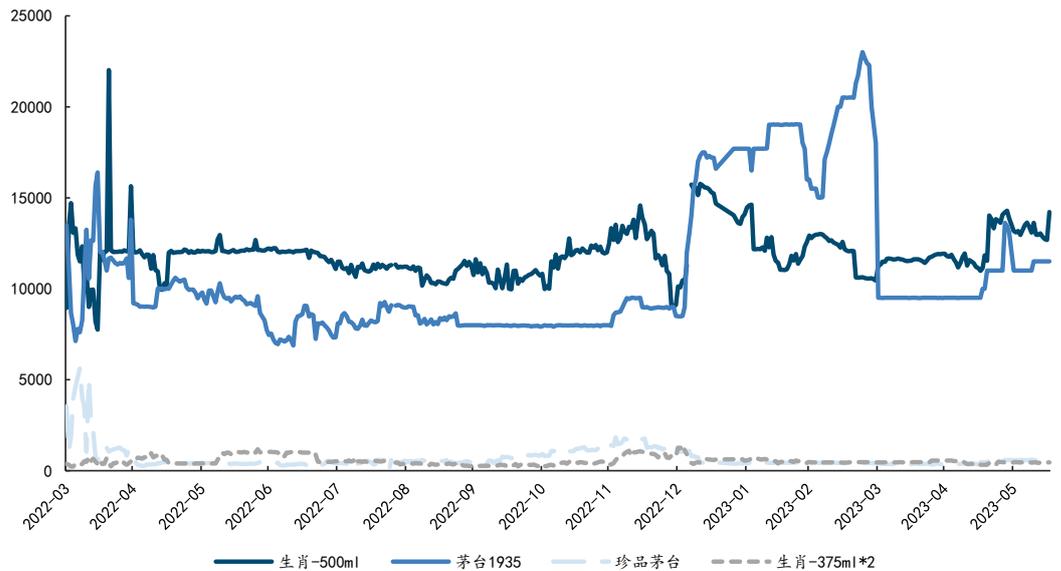
来源：Wind，国金证券研究所

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 6 月 17 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 6 月 16 日)

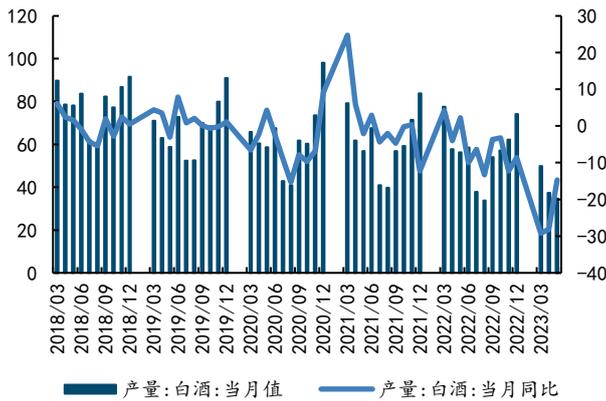
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

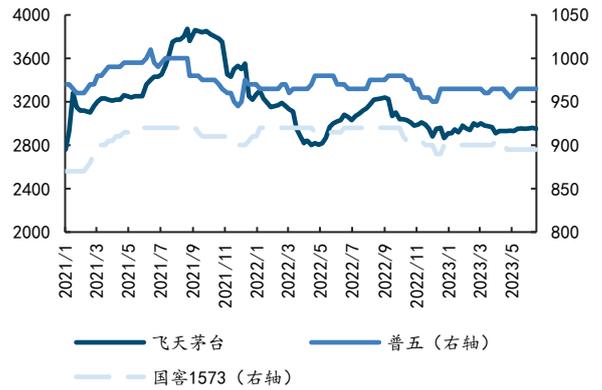
2023 年 5 月, 全国白酒产量 34.7 万千升, 同比-14.70%。

据今日酒价, 6 月 17 日, 飞天茅台整箱批 2950 元 (环周-10 元), 散瓶批价 2795 元 (环周-25 元), 普五批价 965 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 895 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 5 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所(注: 数据更新至 23 年 6 月 17 日)

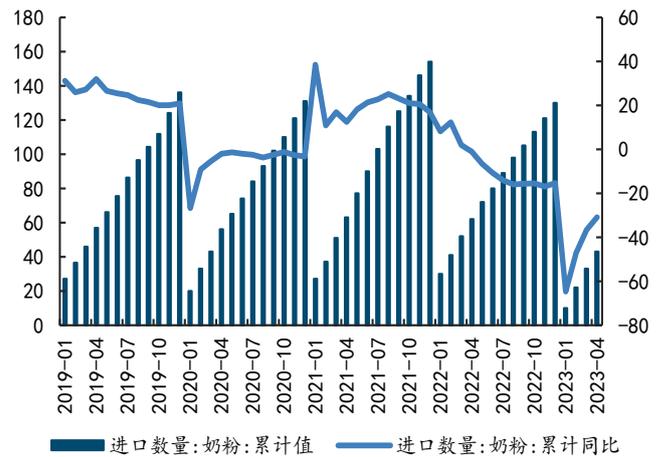
■ 乳制品板块

2023 年 6 月 7 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.84 元/公斤, 同比-7.20%, 环比-0.30%。
2023 年 1~4 月, 我国累计进口奶粉 43 万吨, 累计同比-30.90%; 累计进口金额为 31.60 亿美元, 累计同比-9.10%。

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, %)



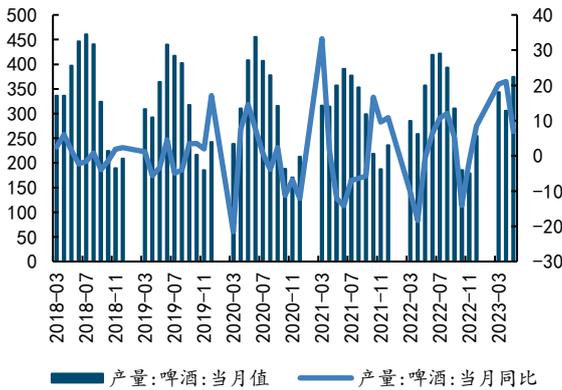
来源: Wind, 国金证券研究所(注: 数据更新至 23 年 6 月 7 日)

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 数据更新至 23 年 4 月)

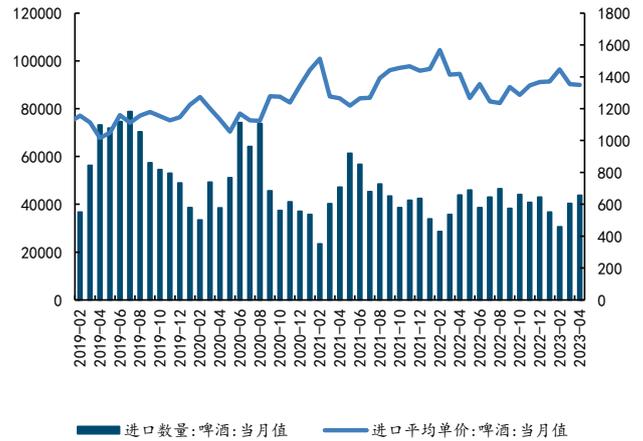
■ 啤酒板块

2023 年 5 月, 我国啤酒产量为 374.6 万千升, 同比+7.00%。
2023 年 1~4 月, 我国累计进口啤酒数量为 15.15 万千升, 同比+6.80%。其中 4 月啤酒进口平均单价为 1349.60 美元/千升, 同比-4.85%。

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 5 月)

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 数据更新至 23 年 4 月)

四、公司公告与事件汇总

4.1 公司公告精选

【宝立食品】6月13日公司发布2022年年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4亿股为基数,每股派发现金红利0.25元(含税),共计派发现金红利1亿元(含税)。

【千味央厨】6月13日公司发布2022年年度权益分派实施公告。以公司2022年12月31日总股本8664万股为基数,向全体股东每10股派发现金人民币1.70元(含税)。共计派发现金股利为人民币1472.92万元(含税),不送红股,不以资本公积金转增股本,本次分红后的剩余未分配利润结转以后年度分配。

【新乳业】6月13日公司发布2022年年度权益分派实施公告。以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数,向全体股东每10股派发现金股利0.85元(含税),不送红股,不以资本公积转增股本。

【洋河股份】6月14日公司发布2022年年度权益分派实施公告。以实施利润分配方案时股权登记日的总股本(不含公司回购专用证券账户中持有的回购股份)为基数,用未分配利润向全体股东每10股派发现金红利人民币37.40元(含税),不送红股、不转增股本。鉴于上市公司回购专用证券账户中的股份不享有利润分配、公积金转增股本等权利,公司回购专用证券账户中持有公司股票54万股,实际参与分配的股本为15.06亿股。

【老白干酒】6月15日公司发布2022年年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9.15亿股为基数,每股派发现金红利0.3元(含税),共计派发现金红利2.74亿元。

【山西汾酒】6月15日公司发布2022年年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12.20亿股为基数,每股派发现金红利3.32元(含税),共计派发现金红利40.50亿元。

【燕塘乳业】6月16日公司发布2022年年度权益分派实施公告。公司以总股本1.57亿股为基数,向全体股东每10股派发现金红利2.0元(含税),共分配现金红利3147万元(含税);不以公积金转增股本;不送红股;剩余未分配利润结转以后年度。

【春雪食品】6月16日发布2022年年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2亿股为基数,每股派发现金红利0.15元(含税),共计派发现金红利3000万元。

4.2 行业要闻

2023年5月,中国规模以上企业白酒(折65度,商品量)产量34.7万千升,同比下降14.7%。2023年1-5月,中国规模以上企业白酒(折65度,商品量)产量186.0万千升,同比下降13.6%。(中国白酒网)

6月14日,里斯战略定位咨询发布《如何给纠结的Z时代做创新——中国零食饮料品类

研究报告》，报告指出，Z世代（1995-2009年出生的一代人）逐渐成为零食饮料行业的消费主力军，健康化趋势是近年来零食饮料行业的持续性热点之一，结合Z世代的新认知特征与消费主张，新品牌可打破既有领导品牌主导的固有格局。报告调研结果显示，全国80%以上的Z世代群体，每月的零食饮料花费在400元以上，即日均消费在10元以上。其中，一二线城市的Z世代群体里有40%每月在零食饮料花费在800元以上，有21%每月在食品饮料上的开销高达1000元及以上。此外，45.5%的Z世代在零食饮料上的支出相较上一年有明显的增长，展现出了极强的消费韧性。（证券时报网）

2022年许多市场的葡萄酒价格大幅上涨，导致全球消费量略有下降。全球葡萄酒出口总额创历史新高。2022年全球葡萄园面积预计为730万公顷，与2021年相比仅略有下降（-0.4%）。自2017年以来，世界葡萄园的面积似乎已经稳定下来。但是，目前的稳定掩盖了主要葡萄种植国的异质演变。2022年世界葡萄酒产量估计为258万升，与2021年相比略下降1%。这是由于尽管春季和夏季出现干旱和热浪，但欧洲的葡萄收成高于预期。2022年欧盟的葡萄酒产量为1.611亿升，同比增长4%。意大利（49.8万升）、法国（45.6万升）和西班牙（35.7万升）的葡萄酒产量合计占世界葡萄酒产量的51%。2022年世界葡萄酒消费量估计为2.32亿升，与2021年相比减少了200万升。乌克兰战争和相关的能源危机，再加上全球供应链的中断，导致生产和分销成本飙升。这导致消费者购买的葡萄酒价格大幅上涨。在这样的背景下，国家层面的葡萄酒消费行为在地理区域之间出现差异。2022年的葡萄酒出口受到高通胀和全球供应链中断的严重影响，导致海运大幅放缓。这些事件的结合导致葡萄酒出口量总体下降，平均价格高得多，同比增长15%。但是，全球葡萄酒出口总额估计为376亿欧元，创历史新高。（1991T互联网数据中心）

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
6月19日	皇氏集团	2022年年度股东大会
6月19日	威龙股份	2023年第一次临时股东大会
6月20日	三元股份	2022年年度股东大会
6月27日	伊力特	2022年年度股东大会
6月28日	一鸣食品	2023年第一次临时股东大会
6月28日	海南椰岛	2023年第四次临时股东大会
6月28日	海南椰岛	2023年第四次临时股东大会
6月29日	古井贡酒	2022年年度股东大会
7月3日	李子园	2023年第二次临时股东大会
7月3日	皇氏集团	2023年第四次临时股东大会
7月6日	香飘飘	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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806