



# 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） 联系人：李本媛  
liuchengqian@gjzq.com.cn libenyuan@gjzq.com.cn

联系人：叶韬  
yetao@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君  
chenyujun@gjzq.com.cn

## 如何看待当前啤酒板块？

### 投资建议

**啤酒板块：**本周青啤出现大跌，但公司反馈7月产销两旺、经营正常。我们认为：

1、量：销量已经不是主要矛盾，7-8月销量不用太悲观，但也不要预期太高，9-12月进入低基数。1) 22年7-8月受极端天气、疫后回补性消费、21年基数低的影响，龙头公司实现销量双位数增长。今年高温天气延续，但强度、可持续性有待检验，且疫后补偿需求红利更多发生在1-2月而非7-8月，不应抱有过高期待。2) 从6月表现看，销量已超过19年水平，预计7月也有望超过19年。3) 2013年后行业已进入存量竞争，博弈个股销量超预期本质是在博弈极端天气、区域格局剧烈变化、拓展新消费群，当前销量并不是驱动利润提升的主要动力。

2、从炒量到炒利润的切换需要催化，最直接的催化剂会是中报有望超预期。大部分啤酒从年初到现在EPS并未下修，反而由于成本改善上修，高端化进程符合预期，部分有 $\alpha$ 的大单品超预期。

1) 高端化景气维持：啤酒升级逻辑在大众品中理应具备 $\alpha$ ，因为起步晚、升级空间广、供给端共同驱动。Q2高端增速环比加快，像青岛纯生、华润纯生这类纯 $\beta$ 产品21-23年H1复合增速也在10-15%（23H1青岛纯生增速30%多、雪花纯生增速20%不到），对于U8、白啤、喜力等 $\alpha$ 大单品能有40-50%或以上的同比高增，印证啤酒升级逻辑的强韧劲。

2) 成本红利23-24年都可期待：23年包材锁价完成，成本确定下降，重啤也已下修Q2吨成本预期至持平乃至下行，预计23年龙头吨成本低个位数增长。24年预计大麦压力将明显缓解，当前大麦价格对比年初下滑20%，若延续到年底，则贡献吨成本下降2-3%。

3) Q2预期：我们预计华润H1啤酒利润增速20%以上（白酒收入因改革而调整、利润端无贡献）、重啤Q2利润增速15%、青啤Q2利润增速接近20%。

3、资金面负面影响在消退：1) 青啤7月24日面临解禁，但比例较低。2) 港股投资环境变好，美股加息预期改善，国内政策频出，外资对A股偏好度也有望提升。

**白酒板块：**近期板块情绪有所回暖，我们认为主要系：1) 对板块Q2业绩的预期已比较充分，估值底具备支撑；2) 多行业系列政策陆续出台，对后续复苏预期逐渐向好；3) 渠道基本面持续恢复中，批价企稳，库存持续消化中。当前市场对中秋&国庆的预期较为平稳，我们预计预期伴随基本面逐步夯实仍有提升空间。再强调关注板块周期底部稳步向上时的配置契机，行业景气向上周期时无需过度担忧当前普遍2-3个月的渠道库存，对后续量价演绎更可乐观。当前仍首推高端及赛道龙头，关注区域强势品种及次高端标的。

**休闲食品：**本周我们发布了劲仔食品深度，核心逻辑在于海味赛道小而美，大单品策略胜率高。短期内公司零食专营占比较低，加之鹤鹑蛋成本扰动，市场对Q2业绩有所担忧。实际上公司毛利率受核心大单品鳀鱼干成本、小品类产能利用率影响更大。据我们跟踪，鳀鱼干自Q2起综合加权平均成本回落；H2预计有新的鹤鹑蛋产线投放，产能利用率大幅提升，建议关注H2毛利率边际改善趋势。

**调味品：**6月社零餐饮同比增长21%，19-23年CAGR约4.1%，相较4、5月环比改善。我们对餐饮修复具备信心，预计7-8月暑期出游旺季加持下，边际改善态势将延续。展望下半年，我们认为仍需密切关注旺季催化&消费力修复&原材料成本下降三重利好，前期估值调整后更具备性价比。

### 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：如何看待当前啤酒板块？	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：啤酒 23 年量同比	3
图表 2：啤酒 23 年量对比 19 年增速	3
图表 3：啤酒公司估值表	4
图表 4：本周行情	4
图表 5：周度申万一级行业涨跌幅	5
图表 6：当周食品饮料子板块涨跌幅	5
图表 7：申万食品饮料指数行情	5
图表 8：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10	5
图表 9：食品饮料板块沪（深）港通持股金额 TOP20	6
图表 10：非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）	7
图表 11：i 茅台上市至今单品投放量情况（瓶）	7
图表 12：白酒月度产量（万千升）及同比（%）	8
图表 13：高端酒批价走势（元/瓶）	8
图表 14：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）	8
图表 15：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）	8
图表 16：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）	9
图表 17：啤酒进口数量（千升）与均价（美元/千升）	9
图表 18：近期上市公司重要事项	10

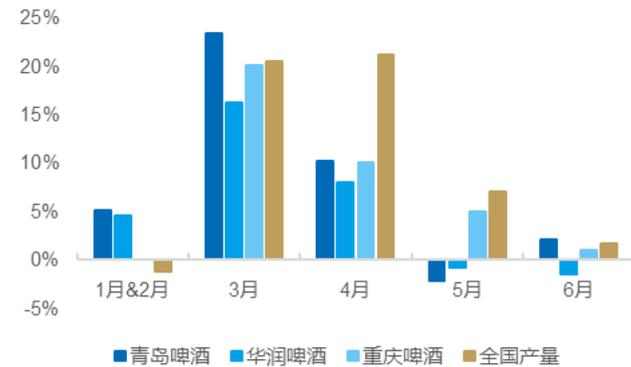


## 一、周专题：如何看待当前啤酒板块？

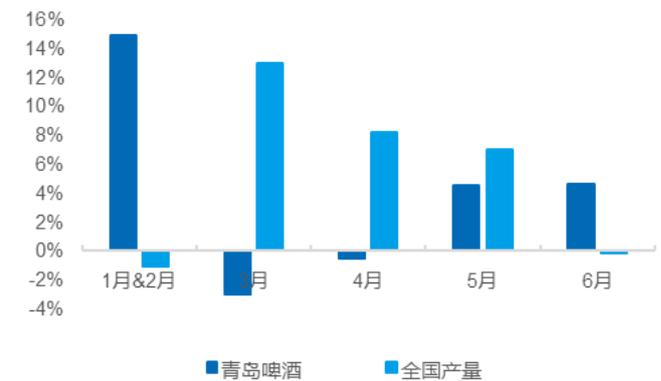
### ■ 啤酒板块观点

- 量：销量已经不是主要矛盾，7-8月销量不用太悲观，但也不要预期太高，9-12月进入低基数。1) 22年7-8月受极端天气、疫后回补性消费、21年基数低的影响，龙头公司实现销量双位数增长。今年高温天气延续，但强度、可持续性有待检验，且疫后补偿需求红利更多发生在1-2月而非7-8月，不应抱有过高期待。2) 从6月表现看，销量已超过19年水平(6月规模以上企业啤酒产量同比+1.6%，对比19年基本持平)，预计7月也有望超过19年(华润7月到18号是-1%)，背后支撑是气温高+暑期旅游火爆+各家积极开展活动(啤酒节开幕、青啤120周年庆等)，消费氛围良好。3) 2013年后行业已进入存量竞争，博弈个股销量超预期本质是在博弈极端天气、区域格局剧烈变化、拓展新消费群，当前销量并不是驱动利润提升的主要动力。

图表1：啤酒23年量同比



图表2：啤酒23年量对比19年增速



来源：Wind，国金证券研究所，注：全国数据按同比增长口径测算

来源：Wind，国金证券研究所

- 从炒量到炒利润的切换需要催化，最直接的催化剂会是中报有望超预期。大部分啤酒从年初到现在EPS并未下修，反而由于成本改善上修，高端化进程符合预期，部分有 $\alpha$ 的大单品超预期。

1) 高端化景气维持：整体消费环境低迷，市场担忧啤酒升级的空间、确定性。我们认为，啤酒升级逻辑在大众品中理应具备 $\alpha$ ，因为起步晚、升级空间广、供给端共同驱动。21年行业高端销量占比仅15%，对标百威中国30-35%，仍有一倍提升空间；华润吨价3000+、青啤吨价不到4000，对标百威中国的5000仍有30-60%的提升空间(假设每年提升中个位数，可支撑5年以上)，且百威中国自身也在升级。Q2高端增速环比加快，驱动力在于夜场、高档餐饮现饮场景修复，像青岛纯生、华润纯生这类纯 $\beta$ 产品21-23年H1复合增速也在10-15%(23H1青岛纯生增速30%多、雪花纯生增速20%不到)，对于U8、白啤、喜力等 $\alpha$ 大单品能有40-50%或以上的同比高增，印证啤酒升级逻辑的强韧劲。

2) 成本红利23-24年都可期待：由于全球复苏+国际形势，大宗上涨较多，21/22年龙头吨成本增幅都在中个位数左右；23年包材锁价完成，成本确定下降，重啤也已下修Q2吨成本预期至持平乃至下行，预计23年龙头吨成本低个位数增长。24年预计大麦压力将明显缓解，当前大麦价格对比年初下滑20%，若延续到年底，则贡献吨成本下降2-3%。

3) 费投无恶化：竞争格局改善维持，各家销售费率将向下变动，费用投放结构上将更针对C端、高端产品，提升费效比。

4) Q2预期：我们预计华润H1啤酒利润增速20%以上(白酒收入因改革而调整、利润端无贡献)、重啤Q2利润增速15%、青啤Q2利润增速接近20%。

- 资金面负面影响在消退：1) 青啤7月24日面临解禁(432.87万股)，占比0.32%，本次解禁比例较低。去年同期也有解禁(数量相近)，但股价影响有限，且历次高管减持均价都在百元以上。2) 港股投资环境变好，美股加息预期改善，国内政策频出，外资对A股偏好度也有望提升。

当前青啤29X、华润24X、重啤29X，我们推荐华润、青啤，建议关注重啤布局机会(8月进入低基数)。



图表3: 啤酒公司估值表

公司名称	收入增速					归母净利润增速					PE	
	23Q1A	23Q2E	23H1E	23E	24E	23Q1A	23Q2E	23H1E	23E	24E	23E	24E
青岛啤酒	16%	8%	12%	8%	6%	29%	19%	23%	23%	18%	29	24
青岛啤酒股份	16%	8%	12%	8%	6%	29%	19%	23%	23%	18%	20	16
华润啤酒			11%	9%	8%			24%	26%	22%	24	20
重庆啤酒	5%	8%	6%	13%	14%	14%	15%	14%	17%	22%	29	23
燕京啤酒	14%	11%	12%	11%	9%	7373%	27-37%	45-55%	65%	43%	54	38

来源: 国金证券研究所

■ 白酒板块

近期板块情绪有所回暖,我们认为主要系:1)对板块Q2业绩的预期已比较充分,估值底具备支撑;2)多行业系列政策陆续出台,对后续复苏预期逐渐向好;3)渠道基本面持续恢复中,批价企稳,库存持续消化中。当前市场对中秋&国庆的预期较为平稳,我们预计预期伴随基本面逐步夯实仍有提升空间。再强调关注板块周期底部稳步向上时的配置契机,行业景气向上周期时无需过度担忧当前普遍2-3个月的渠道库存,对后续量价演绎可更乐观。当前仍首推高端(茅五泸)及赛道龙头(洋河、汾酒等),关注区域强势品种(古井、今世缘等)及次高端标的(舍得、酒鬼酒等)。

■ 休闲食品

本周我们发布了劲仔食品深度,核心逻辑在于海味赛道小而美,大单品策略胜率高。短期内公司零食专营占比较低,加之鹤鹑蛋成本扰动,市场对Q2业绩有所担忧。实际上公司毛利率受核心大单品鳀鱼干成本、小品类产能利用率影响更大。据我们跟踪,鳀鱼干自Q2起综合加权平均成本回落;H2预计有新的鹤鹑蛋产线投放,产能利用率大幅提升,建议关注H2毛利率边际改善趋势。前期盐津、甘源均发布23H1业绩预告,表现超预期,核心在于零食专营业态外埠市场进展顺利,门店扩张速度略超预期。随着油脂、包材等价格下行,叠加供应链升级&产能利用率提升,利润端弹性更为充足,建议持续关注年内超预期可能性。

■ 调味品

6月社零餐饮同比增长21%,19-23年CAGR约4.1%,相较4、5月环比改善。我们对餐饮修复具备信心,预计7-8月暑期出游旺季加持下,边际改善态势将延续。综合来看,23H1复调企业修复弹性较大,主因1)C端龙虾料新品仍具备增长红利;2)定制餐调需求回补。而传统调味品恢复较差,主要系疫情期间餐饮闭店率高且疫后呈现结构性修复,中大型餐饮门店仍具备压力。展望下半年,我们认为仍需密切关注旺季催化&消费力修复&原材料成本下降三重利好,前期估值调整后更具备性价比。

二、本周行情回顾

本周(2023.07.17~2023.07.21)食品饮料(申万)指数收于21513点(+0.17%)。沪深300指数收于3822点(-1.98%),上证综指收于3168点(-2.16%),深证综指收于2012点(-2.25%),创业板指收于2163点(-2.74%)。

图表4: 本周行情

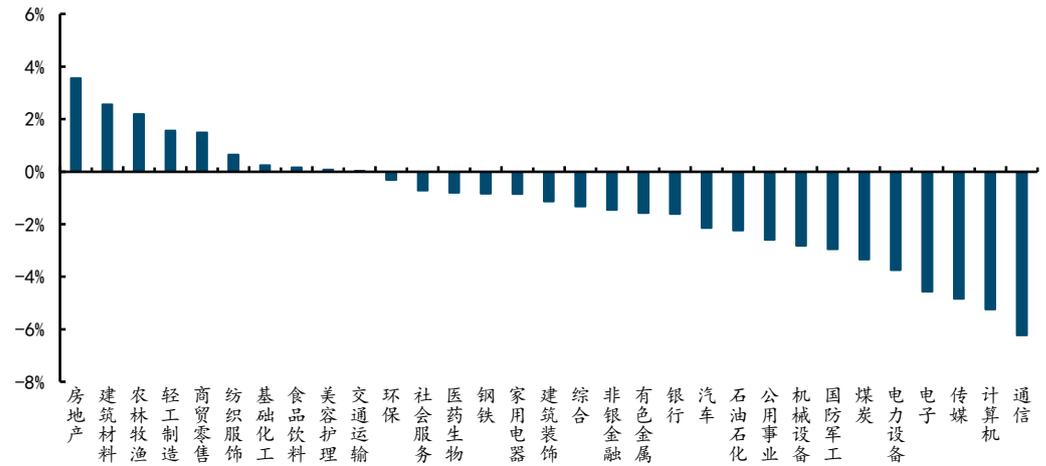
指数	周度收盘价	本周涨跌幅	23年至今涨跌幅
申万食品饮料指数	21513	0.17%	-6.29%
沪深300	3822	-1.98%	-1.28%
上证综指	3168	-2.16%	2.54%
深证综指	2012	-2.25%	1.83%
创业板指	2163	-2.74%	-7.83%

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房地产(+3.56%)、建筑材料(+2.56%)、农林牧渔(+2.20%)。



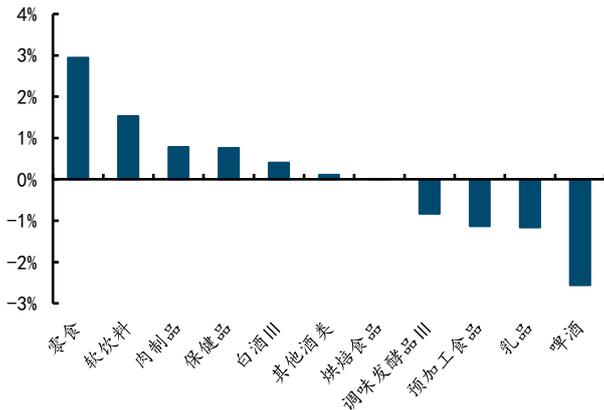
图表5: 周度申万一级行业涨跌幅



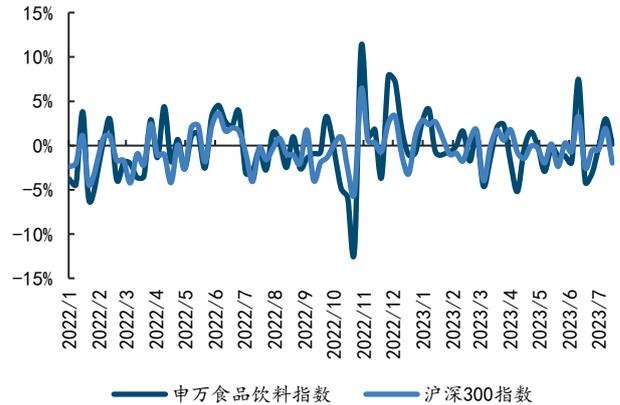
来源: Wind, 国金证券研究所

从食品饮料子板块来看, 涨跌幅前三的板块为零食 (+2.94%)、软饮料 (+1.53%)、肉制品 (+0.79%)。

图表6: 当周食品饮料子板块涨跌幅



图表7: 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: 熊猫乳品 (+32.50%)、黑芝麻 (+18.97%)、麦趣尔 (+15.58%)、品渥食品 (+14.37%)、桂发祥 (+13.30%) 等; 跌幅居前的为: 顺鑫农业 (-15.03%)、千禾味业 (-11.87%)、克明食品 (-5.11%)、广州酒家 (-4.51%)、青岛啤酒 (-4.38%) 等。

图表8: 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 (%)
熊猫乳品	32.50	顺鑫农业	-15.03
黑芝麻	18.97	千禾味业	-11.87
麦趣尔	15.58	克明食品	-5.11
品渥食品	14.37	广州酒家	-4.51
桂发祥	13.30	青岛啤酒	-4.38
一鸣食品	9.48	燕京啤酒	-3.30
西部牧业	8.76	*ST莫高	-3.23
紫燕食品	8.69	威龙股份	-3.09
好想你	7.57	伊利股份	-2.32
*ST西发	7.43	安井食品	-2.24

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 7 月 21 日沪（深）港通持股比例分别为 7.09%/6.30%/3.69%/2.84%，环比分别 +0.05pct/-0.05pct/-0.08pct/-0.26pct；伊利股份沪港通持股比例为 15.69%，环比 -0.31pct；重庆啤酒沪港通持股比例为 5.68%，环比 -0.04pct；海天味业沪港通持股比例为 5.36%，环比 -0.12pct。

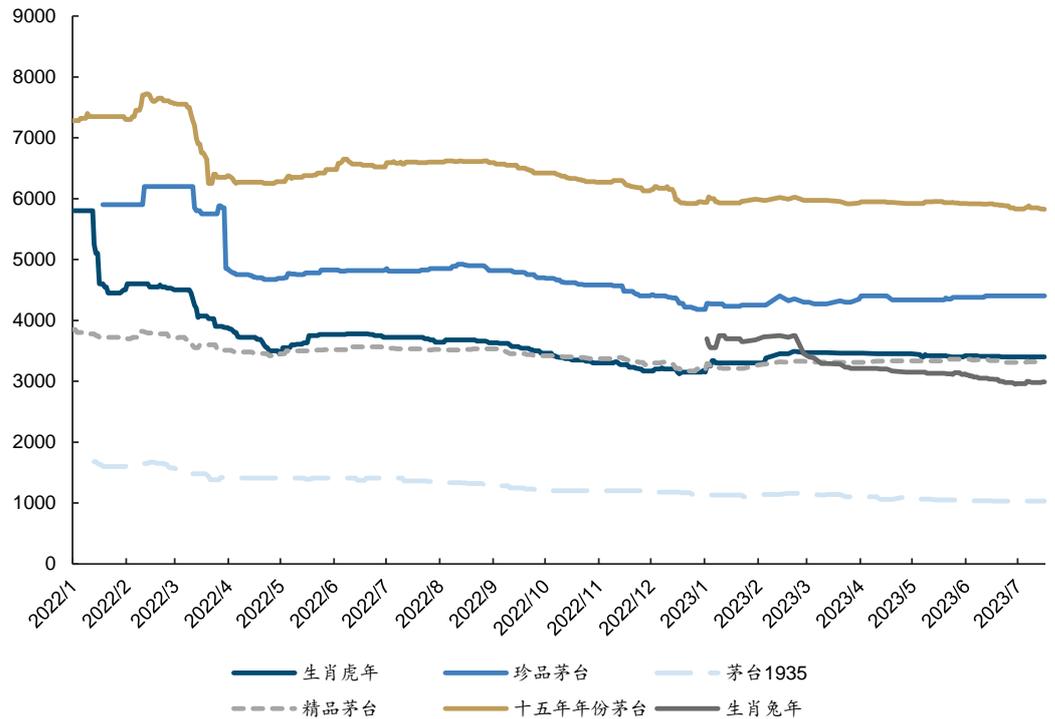
**图表9：食品饮料板块沪（深）港通持股金额 TOP20**

股票名称	2023/07/21	2023/07/14	周环比 (%)	持股金额 (亿元)
贵州茅台	7.09	7.04	0.05	1578
五粮液	6.30	6.35	-0.05	419
伊利股份	15.69	16.00	-0.31	274
海天味业	5.36	5.48	-0.12	133
泸州老窖	3.69	3.77	-0.08	123
山西汾酒	2.84	3.10	-0.26	74
洋河股份	2.66	2.71	-0.05	54
青岛啤酒	3.39	3.18	0.21	45
洽洽食品	19.89	19.94	-0.04	41
安井食品	9.14	9.05	0.09	40
东鹏饮料	4.58	4.73	-0.15	33
古井贡酒	2.29	2.41	-0.11	31
双汇发展	3.40	3.36	0.04	29
今世缘	3.83	3.85	-0.02	27
重庆啤酒	5.68	5.72	-0.04	24
汤臣倍健	6.62	6.33	0.29	24
涪陵榨菜	7.36	7.29	0.07	15
口子窖	4.23	4.30	-0.07	14
千禾味业	6.69	6.96	-0.27	13

来源：Wind，国金证券研究所

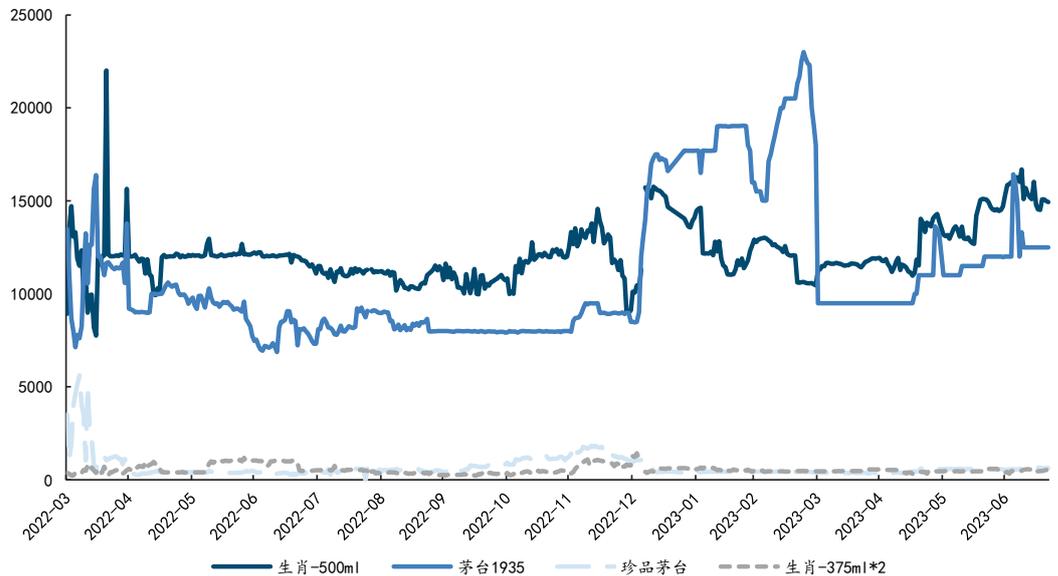


图表10: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 7 月 22 日)

图表11: 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 7 月 21 日)

### 三、食品饮料行业数据更新

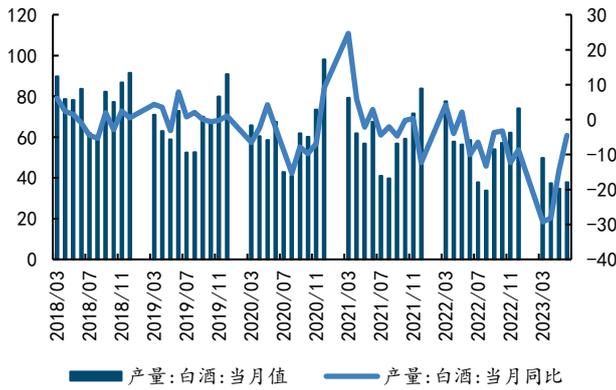
#### ■ 白酒板块

2023 年 6 月, 全国白酒产量 37.8 万千升, 同比-4.50%。

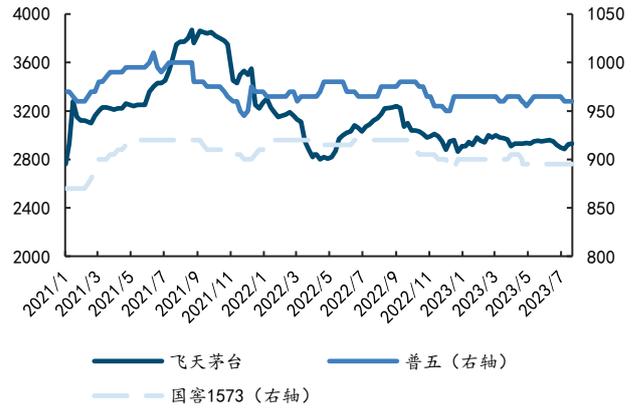
据今日酒价, 7 月 22 日, 飞天茅台整箱批 2930 元 (环周+5 元), 散瓶批价 2730 元 (环周持平), 普五批价 960 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 895 元 (环周持平)。



图表12: 白酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表13: 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 6 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 23 年 7 月 22 日)

■ 乳制品板块

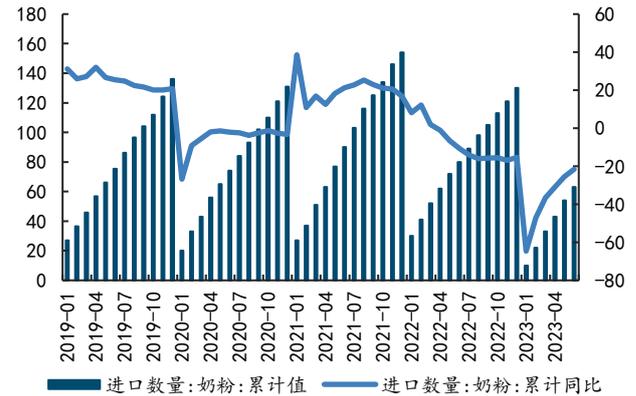
2023年7月12日,我国生鲜乳主产区平均价为3.76元/公斤,同比-8.70%,环比-0.30pct。

2023年1~6月,我国累计进口奶粉63万吨,累计同比-21.70%;累计进口金额为44.30亿美元,累计同比-9.20%。

图表14: 国内主产区生鲜乳平均价(元/公斤)



图表15: 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 7 月 12 日)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 23 年 6 月)

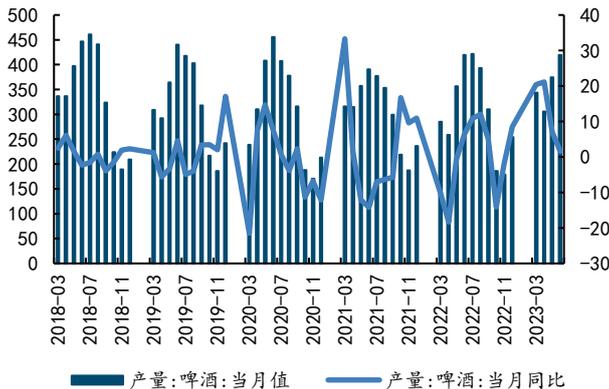
■ 啤酒板块

2023年6月,我国啤酒产量为419.70万千升,同比+1.60%。

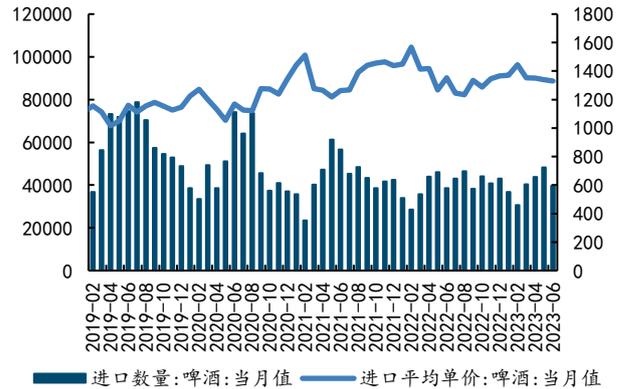
2023年1~6月,我国累计进口啤酒数量为23.93万千升,同比+5.70%。其中6月啤酒进口平均单价为1330.08美元/千升,同比-1.7%。



图表16: 啤酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表17: 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6月)

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 数据更新至23年6月)

## 四、公司公告与事件汇总

### 4.1 公司公告精选

【佳禾食品】7月21日, 佳禾食品为全资子公司金猫咖啡提供的担保金额为人民币3000万元, 截止到目前已实际为金猫咖啡提供的担保金额为人民币5000万元。

【南侨食品】7月21日公司发布6月业绩公告, 公司2023年6月归属于母公司股东的净利润为人民币2130.15万元, 同比减少1.54%。

【劲仔食品】7月22日公司发布员工持股计划, 本员工持股计划涉及的标的股票数量为不超过53万股, 涉及的股票数量约占本员工持股计划草案公告日公司总股本的0.1175%, 其中, 39.6万股用于首次参与本员工持股计划的员工, 剩余13.4万股作为预留份额在本员工持股计划规定时间内转让。

【良品铺子】截止到7月22日, 公司本次以连带责任保证的形式为良品工业、宁波良品商贸合计担保的最高债权额为人民币4亿元, 其中, 为良品工业担保敞口额度为人民币2.75亿元, 为宁波良品商贸担保敞口额度为人民币1.25亿元。

【洽洽食品】7月22日, 公司控股股东华泰集团与光大银行办理股票质押业务, 质押股票1000万股。

### 4.2 行业要闻

7月17日美团闪购发布的《2023即时零售冰品冰饮消费趋势白皮书》显示, 如今, 消费者对冰品冰饮的需求日益增长, 呈现出“随时随地”、“零食化”、“必需品化”等不可逆的全新消费趋势。同时, 冰品冰饮是即时零售渠道上消费者重要的首次加购品类, 连带率49%, 比全渠道高8%。(快消品网)

7月18日, 国家发改委召开7月例行新闻发布会。会上表示, 恢复和促进消费的政策举措持续显效, 居民消费市场整体呈现良好恢复态势。并提出下一步, 针对制约居民“能消费、敢消费、愿消费”的痛点和堵点, 做好相关重点工作。(每日经济新闻)

7月20日, 中国奶业高质量发展“一揽子”措施在第十四届中国奶业大会上发布, 包括《中国奶业高质量发展核心指标体系》《中国乳制品消费扩容提质指导意见》《中国奶牛种业战略发展意见》等, 助推奶业发展步伐更稳、更实、更快。(中国农网)

7月22日, 市场监管总局公布《食用农产品市场销售质量安全监督管理办法》, 自2023年12月1日起施行。为了衔接落实法律有关要求, 市场监管总局组织对原《办法》进行修订, 进一步规范食用农产品市场销售行为, 保障食用农产品质量安全。(中新经纬)

7月22日发布, 上半年社会消费品零售总额22.76亿元, 同比增长8.2%, 增速比一季度加快2.4个百分点; 最终消费支出对经济增长的贡献率达到77.2%, 明显高于去年。(人民日报)



### 4.3 近期上市公司重要事项

图表18: 近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
7月24日	中炬高新	2023年第一次临时股东大会
8月1日	朱老六	2023年第二次临时股东大会
8月2日	绝味食品	2023年第二次临时股东大会
8月3日	华统股份	2023年第四次临时股东大会
8月3日	来伊份	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



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究