

2024年02月18日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

动销回暖趋势向好，内部分化态势依旧

—白酒行业春节跟踪专题报告

推荐(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

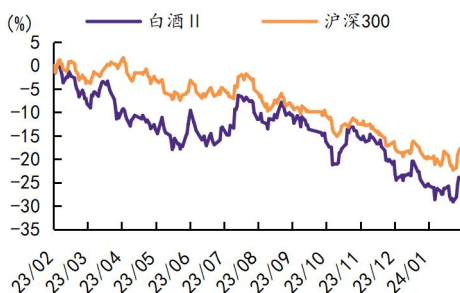
分析师：廖望州 S1050523100001

liaowz@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
白酒II(申万)	2.6	-9.8	-24.1
沪深300	1.9	-5.8	-17.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《白酒II行业专题报告：业绩韧性仍足，估值底部凸显》2023-11-15
- 2、《白酒II行业专题报告：业绩分化筑底，长期向上无虞》2023-09-05
- 3、《白酒行业专题报告：内部分化明显，静待弹性修复》2023-05-08

春节动销反馈较好，分化态势延续

整体动销略超预期，头部集中趋势明显。根据渠道反馈，宴席、家庭聚饮等场景支撑大众价位带消费需求，礼赠场景支撑高端价位带消费需求，春节期间动销表现较好。与节前较悲观的市场预期相比，高端及大众价位带需求仍保持较好定力。全年来看，五一宴席预定量预计较同期保持平稳，略好于预期。另外商务宴请消费场景边际改善，尤以工程类企业为代表，全年商务场景预计随经济环境向好而逐步改善。总体看，头部品牌受益于春节刚性需求叠加行业集中度持续提升，整体表现较好，回款目标基本完成，其中高端与大众价位带红利更加明显，终端动销更顺畅，库存压力略小。

各地反馈：整体向好，内部分化

河南地区：整体消费回暖，分化表现明显。分场景看，礼品场景需求增速较好，工程类需求预计回暖。河南地区春节家宴、朋友聚会等宴席场次均有增长，总体情况良好。分价位带看，高端和中低端价位带表现较好，高端产品需求主要由礼品场景驱动增长，随着今年礼品与商务宴请情况好转，高端需求增长预计延续；中低端产品需求以宴席用酒、小范围聚饮为主，返乡人群为主要消费人群。

湖南地区：春节动销略超预期，头部集中趋势明显。湖南省内春节白酒消费主要受礼赠与宴席场景驱动，整体消费增速略超预期，但动销增长均以个位数为主，渠道库存消化仍存压力。从内部来看，头部品牌集中度持续提高，更易受益于强品牌力，二三线品牌压力较大。

山西地区：省内经济支撑力强，消费升级路径通畅。煤炭业作为山西省的支柱产业，为省内贡献稳定的经济来源，由于职工消费力稳定，省内未出现明显的消费降级。因此在山西汾酒引导产品升级的过程中，礼品或聚餐用酒成功从巴拿马20升级至青25，青25亦从商务用酒为主转型为民用酒为主，目前为汾酒增速最快的次高端品类，回款增速25-30%。

江苏地区：宴席消费较乐观，次高端价位带增速放缓。整体白酒消费受益于礼品采购、家庭聚饮、宴席等场景，五一宴席场景亦较乐观。其中，高端受礼品场景驱动，五粮液动销

实现增长，同时价格有效提升；国窖以团购为主。水晶梦与四开当地消费氛围较好带来不错表现，而水井坊、舍得、古20则受制于次高端需求，增速放缓。

安徽地区：省内动销旺盛，结构升级趋势明显。据经销商调研反馈，终端动销积极保持良好的上升势头，其中合肥及周边地区增长态势更加明显，我们判断主要得益于今年春节返乡潮火热，春节白酒消费氛围同比去年更强，礼赠及聚餐自饮场景需求增加。徽酒品牌优势明显，春节期间省内白酒消费时家乡品牌的影响力被进一步放大，更受益于需求增长。

行业评级及投资策略

回款端，在经济大环境疲软的背景下酒企今年给渠道压力普遍较小，多数酒企开门红回款顺利完成，部分酒企由于渠道压力较大，回款节奏偏慢。**动销端**，整体略超预期，分化表现明显，高端与头部区域酒企仍为主要增长酒企。高端受益于礼赠刚性需求，大众酒受益于宴席及家庭聚饮需求，增速表现较好；次高端对应商务宴请场景在部分地区观察到边际改善现象，后续仍需整体经济回暖。**整体而言**，2024年板块增长重点仍在于消费信心恢复与经济复苏情况，情绪面预计受春节动销影响略有恢复，长期注重消费力复苏与商务场景恢复，**重点推荐茅五泸+山西汾酒+今世缘+古井贡酒，关注洋河股份+迎驾贡酒+老白干。**

维持白酒行业“推荐”投资评级。

风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争风险；食品安全风险；行业政策变动风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024/2/8 股价	EPS			PE			投资评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1596.00	58.5	69.92	81.38	29.16	24.40	20.96	买入
000858.SZ	五粮液	123.82	7.63	8.67	9.73	17.51	15.41	13.73	买入
000568.SZ	泸州老窖	144.21	8.9	10.89	13.15	17.27	14.11	11.69	买入
600809.SH	山西汾酒	209.50	8.79	10.42	12.72	25.62	21.61	17.70	买入
002304.SZ	洋河股份	90.75	7.07	8.51	10.02	13.93	11.57	9.83	买入
000799.SZ	酒鬼酒	57.50	1.83	2.26	2.9	30.97	25.08	19.54	买入
600702.SH	舍得酒业	74.81	5.25	6.32	7.55	14.42	11.98	10.03	买入
600779.SH	水井坊	45.43	2.59	3.00	3.46	18.08	15.61	13.53	买入
000596.SZ	古井贡酒	204.65	8.51	10.8	13.42	25.85	20.37	16.39	买入
603369.SH	今世缘	47.08	2.5	3.08	3.71	20.54	16.67	13.84	买入
603589.SH	口子窖	38.56	3.01	3.58	4.18	14.23	11.97	10.25	买入

603198.SH	迎驾贡酒	50.22	2.86	3.6	4.41	19.47	15.47	12.63	买入
600199.SH	金种子酒	13.82	-0.03	0.07	0.21	-444.67	190.57	63.52	买入
603919.SH	金徽酒	18.73	0.72	0.94	1.2	29.01	22.22	17.41	买入
600197.SH	伊力特	18.50	0.69	0.91	1.13	28.83	21.86	17.60	买入
600559.SH	老白干酒	16.73	0.68	0.89	1.15	26.54	20.28	15.70	买入
000860.SZ	顺鑫农业	16.19	-0.43	0.95	1.07	-42.28	19.14	16.99	买入

资料来源：同花顺，华鑫证券研究

正文目录

1、 春节动销反馈较好，分化态势延续	5
2、 各地反馈：整体向好，内部分化	6
2.1、 河南地区：消费回暖，分化明显	6
2.2、 湖南地区：回款正常，头部集中	7
2.3、 山西地区：高端增长，升级有效	7
2.4、 江苏地区：氛围仍佳，价位下移	7
2.5、 安徽地区：动销旺盛，升级明显	8
3、 行业评级及投资策略	8
4、 风险提示	9

图表目录

图表 1：酒企春节回款进度跟踪	5
图表 2：重点关注公司及盈利预测	9

1、春节动销反馈较好，分化态势延续

整体动销略超预期，头部集中趋势明显。根据渠道反馈，宴席、家庭聚饮等场景支撑大众价位带消费需求，礼赠场景支撑高端价位带消费需求，春节期间动销表现较好。与节前较悲观的市场预期相比，高端及大众价位带需求仍保持较好定力。全年来看，五一宴席预定量预计较同期保持平稳，略好于预期。另外商务宴请消费场景边际改善，尤以工程类企业为代表，全年商务场景预计随经济环境向好而逐步改善。总体看，头部品牌受益于春节刚性需求叠加行业集中度持续提升，整体表现较好，回款目标基本完成，其中高端与大众价位带红利更加明显，终端动销更顺畅，库存压力略小。

图表 1：酒企春节回款进度跟踪

公司	2024 年增长目标	春节回款进度	春节回款目标	去年春节回款	去年 Q1 回款	库存	去年库存	批价 (元)
贵州茅台	预计 15%+	全国：25%+ 河南：30% 湖南：25%	20%	20%	35%	<1M	<1M	整装/散瓶：河南 3000-3010/2720；湖南 3000/2710
五粮液	预计 10%左右	全国：60%-80% 河南：80% 湖南：80%	60%	40%	50%	河南：55-60 天	2M	普五：河南 940；湖南 935-940；成都 920-930
泸州老窖	整体 20%左右，国窖近 20%	全国：30%-40% 河南：40% 湖南：35%	冲 40%	35%	40%	3M+	3M	国窖：870
山西汾酒	20%左右	全国：32% 湖南：35% 河南：30%	预计 35%-40%	35%-40%	40%	河南：45-50 天 省内：青 25/巴拿马/老白汾/玻汾为 35-40 天 /30 天 /30-35 天/30 天	2M	青 20/复兴版：湖南 350-355/790；河南 365/785-790
舍得酒业	三档目标 100/110/120 亿元	全国：15%-20% 湖南：15%	30%	35%	40%	3M+	2-3M	品味舍得 320-325
酒鬼酒	24%	25%	40%	40%	40%	省内内参 3.5M，酒鬼 2.5M	2-3M	省内：内参/红坛 720/290
水井坊	财年目标 30%	30%	25% (Q1)	20% (Q1)	20%	3M	2-3M	井台/八号 420/305
珍酒李渡	预计 20%~25%	35%	30%-40%	-	-	2-3M	-	珍 30/珍 15/珍 8/珍 5 为 780/340/190/135
洋河股份	预计 10%-15%	45%	预计 50%	50%	50%	M6+/M3/天之蓝为 2.5M/2M/2M	2M+	M6+/M3/天之蓝/海之蓝为 540/390/270/120
今世缘	销售目标 25% (股权激励要求 21.5%+)	30%+	40%	40%-45%	45%	V3/四开/对开/淡雅 为 2.5M/3M+/2M/3M	2M	V3/四开 570-580/410-420

古井贡酒	20%左右	50%+	50%	50%	55-60%	2M	2-3M	献礼 /5/8/16/20 为 80/110/200/320/500
迎驾贡酒	20%-25%	合肥及部 分皖北 50%，其余 45%左右	50%	50%	50%	1-1.5M	1- 1.5M	洞 6/9/16 为 110/190/290
口子窖	预计 10%- 15%	正在进行	预计 30%	30%+	部分经 销商 30%+	2M	1M	口 5/6/10/20 为 78/115/200/310
金种子酒	销售保底 20 亿	近 40%	40% (馥 合香 50%)	40%	40%	2M	2M	-

资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

2、各地反馈：整体向好，内部分化

2.1、河南地区：消费回暖，分化明显

整体消费回暖，分化表现明显。分场景看，礼品场景需求增速较好，工程类需求预计回暖。河南地区春节家宴、朋友聚会等宴席场次均有增长，总体情况良好。分价位带看，高端和中低端价位带表现较好，高端产品需求主要由礼品场景驱动增长，随着今年礼品与商务宴请情况好转，高端需求增长预计延续；中低端产品需求以宴席用酒、小范围聚饮为主，返乡人群为主要消费人群。

贵州茅台：批价稳中有升，动销稳定增长。目前打款进度为 30%，到货 25%，整体进度符合预期。从批价来看，整箱/散瓶批价为 3000-3010/2720 元，非标产品价格较稳定，生肖/精品批价为 3600/3300 元。目前库存较少，动销情况良好，礼品场景驱动为主。

五粮液：回款进度超前，批价有效提升。目前打款进度 80%，到货 60%。此前涨价通知提高市场预期，批发价有所提升，由年前 935 元上涨至年后 940 元。春节期间动销略有增长，库存 55-60 天，处于正常状态。

泸州老窖：批价略有提升，动销增长亮眼。目前打款进度 40%，到货 40%，整体符合预期，截至 Q1 预计完成 50%回款。批价 875-880 元，略有提升。春节期间销量增长约 25%，整体增长略快于五粮液，目前库存 60-70 天。

山西汾酒：批价整体上升，动销表现较好。目前打款进度 30%，复兴版/青 20 批价为 785-790/365 元，玻汾批价为 510 元/箱，批价整体上升。春节期间青 20 增长大于 10%，目前库存 45-50 天。春节动销增长表现较好主要系终端利润较高叠加消费者教育效果较好，目前青 20 产品终端利润最长达 50 元，终端消费积极性较高；同时河南地区清香口感接受度愈来愈高，开瓶率持续提升。

2.2、湖南地区：回款正常，头部集中

春节动销略超预期，头部集中趋势明显。湖南省内春节白酒消费主要受礼赠与宴席场景驱动，整体消费增速略超预期，但动销增长均以个位数为主，渠道库存消化仍存压力。从内部来看，头部品牌集中度持续提高，更易受益于强品牌力，二三线品牌压力较大。

贵州茅台：回款进度正常，动销略增。目前回款进度 25%，发货 25%。春节期间动销同比增速约 2%，主要受益于礼赠场景等刚性需求。飞天整箱/散瓶批价分别为 3000/2710 元，较年前略有提升，体现需求支撑力强。

五粮液：批价提升明显，刚性需求明显。目前回款进度 80%，发货 38%，强品牌力与涨价预期催化回款，进度超前。春节期间动销增长约 5%，主要受益于品牌基础与消费刚性需求。普五批价为 935-940 元，涨价预期作用明显，陆续发货后预计略有波动。

泸州老窖：批价稳定，动销略降。目前回款进度 35%，发货 30%，春节期间动销同比增速略下滑，主要系此前库存压力略大，同时竞品涨价前回款政策与强品牌力形成的高性价比对其造成影响。目前批价稳定在 870 元，后续预计保持稳定。

山西汾酒：动销稳定增长，渠道良性运行。目前回款进度 35%，发货 30%，春节期间动销同比增长约 6%，主要系公司品牌力持续提升叠加渠道保持良性，动销实现稳定增长，全年实现双位数增长可期。

酒鬼酒：回款进度偏慢，终端政策持续。目前回款进度 25%，发货 25%。公司持续实施费用改革促动销措施，通过扫码红包、宴席政策支持等加大终端出货积极性与消费动力，此前渠道压力较大，随着库存持续消化、品牌力持续提升，动销增速预计边际改善。

2.3、山西地区：高端增长，升级有效

省内经济支撑力强，消费升级路径通畅。煤炭业作为山西省的支柱产业，为省内贡献稳定的经济来源，由于职工消费力稳定，省内未出现明显的消费降级。因此，在山西汾酒引导产品升级的过程中，礼品或聚餐用酒成功从巴拿马 20 升级至青 25，青 25 亦从商务用酒为主转型为民用酒为主，目前为汾酒增速最快的次高端品类，回款增速 25-30%。

各消费场景回暖，高端增长明显。春节期间山西省内商务及礼品用酒需求较旺盛，主要受工程、煤矿等企业赠礼及年后的客户招待驱动，带来青 30、青 40 等高端品明显增量。另外，省内聚餐、自饮等民用酒消费增长可观，巴拿马 20、老白汾系列均实现 20% 以上的同比增长，分别受宴会赠礼和小范围聚饮驱动。

回款进度良好，库存保持良性。全国范围看，山西汾酒已完成约 32% 的回款比例，省内外回款比例均衡，其中次高端价位带青 20、青 25 产品增量明显。库存方面，省内节前青 30/青 25/巴拿马/老白汾/玻汾为 35-40 天/35-40 天/30 天/30-35 天/30 天，均保持良性状态，预计经过春节期间的强动销，库存将进一步消化。

2.4、江苏地区：氛围仍佳，价位下移

宴席消费较乐观，次高端价位带增速放缓。整体白酒消费受益于礼品采购、家庭聚饮、

宴席等场景，五一宴席场景亦较乐观。其中，高端受礼品场景驱动，五粮液动销实现增长，同时价格有效提升；国窖以团购为主。水晶梦与四开当地消费氛围较好带来不错表现，而水井坊、舍得、古 20 则受制于次高端需求，增速放缓。

洋河股份：整体回款符合预期，水晶梦表现超预期。目前回款进度 45%，符合预期，主要是节前水晶梦放量较多所致。批价稳中有升，M6+/M3/天之蓝/海之蓝批价为 540/390/270/120 元。M6+/M3/天之蓝库存为 2.5M/2M/2M，水晶梦库存消化速度较快，动销金额同比增速达 30%，主要系所在场景即家庭聚饮及宴席消费旺盛；M6+表现持平，略超预期。另外公司今年针对单位年会实行买三赠一政策，与婚宴政策达到同等力度，费投力度明显加大。

今世缘：四开价格提升明显，整体态势向好。V3/四开批价为 570-580/410-420 元，四开价格在春节销售黄金期上涨约 20 元，除动销驱动外，厂商亦通过提高终端出货利润率促进终端拿货积极性。目前已开始进行四开升级版品牌宣传，批价预计保持稳定。

2.5、安徽地区：动销旺盛，升级明显

省内动销旺盛，结构升级趋势明显。据经销商调研反馈，终端动销积极保持良好的上升势头，其中合肥及周边地区增长态势更加明显，我们判断主要得益于今年春节返乡潮火热，春节白酒消费氛围同比去年更强，礼赠及聚餐自饮场景需求增加。徽酒品牌优势明显，春节期间省内白酒消费时家乡品牌的影响力被进一步放大，更加受益于需求增长。

古井贡酒：省内打款积极动销旺盛，省外打款进度相对较慢有待观察年后动销情况。省内的打款完成进度基本达成 50%以上；且动销相对旺盛，得益于费投支持，古 8 及以下价格带产品呈现出较好增速，库存良性。年份原浆系列产品批价与年前基本持平，终端成交价趋于稳定。

迎驾贡酒：动销旺盛，结构升级趋势明显。得益于良好的春节白酒消费氛围，公司整体产品销售延续高速增长的良好态势。受返乡潮火热叠加下沉市场消费升级因素，乡镇市场洞 6 产品呈现较好增长，而在皖中以及皖南的部分重点销售区域中洞 6 向洞 9 升级的趋势明显，整体看洞 9 增速预计快于洞 6，结构升级趋势明显。

口子窖：战略性回归老品呈防守姿态，产品力与品牌力优势仍然显著。公司新品推广与渠道梳理仍需时间，春节期间通过回归老品取得了一定销量，但我们判断增长相对有限。口子 5 年/6 年/10/20 分别是 78/105/220/330 元，价格保持基本平稳。

3、行业评级及投资策略

回款端，在经济大环境疲软的背景下酒企今年给渠道压力普遍较小，多数酒企开门红回款顺利完成，部分酒企由于渠道压力较大，回款节奏偏慢。动销端，整体略超预期，分化表现明显，高端与头部区域酒企仍为主要增长酒企。高端受益于礼赠刚性需求，大众酒受益于宴席及家庭聚饮需求，增速表现较好；次高端对应商务宴请场景在部分地区观察到边际改善现象，后续仍需整体经济回暖。整体而言，2024 年板块增长重点仍在于消费信心恢复与经济复苏情况，情绪面预计受春节动销影响略有恢复，长期注重消费力复苏与商务场景恢复，重点推荐茅五泸+山西汾酒+今世缘+古井贡酒，关注洋河股份+迎驾贡酒+老白干。

维持白酒行业“推荐”投资评级。

图表 2：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024/2/8 股价	EPS			PE			投资评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1596.00	58.5	69.92	81.38	29.16	24.40	20.96	买入
000858.SZ	五粮液	123.82	7.63	8.67	9.73	17.51	15.41	13.73	买入
000568.SZ	泸州老窖	144.21	8.9	10.89	13.15	17.27	14.11	11.69	买入
600809.SH	山西汾酒	209.50	8.79	10.42	12.72	25.62	21.61	17.70	买入
002304.SZ	洋河股份	90.75	7.07	8.51	10.02	13.93	11.57	9.83	买入
000799.SZ	酒鬼酒	57.50	1.83	2.26	2.9	30.97	25.08	19.54	买入
600702.SH	舍得酒业	74.81	5.25	6.32	7.55	14.42	11.98	10.03	买入
600779.SH	水井坊	45.43	2.59	3	3.46	18.08	15.61	13.53	买入
000596.SZ	古井贡酒	204.65	8.51	10.8	13.42	25.85	20.37	16.39	买入
603369.SH	今世缘	47.08	2.5	3.08	3.71	20.54	16.67	13.84	买入
603589.SH	口子窖	38.56	3.01	3.58	4.18	14.23	11.97	10.25	买入
603198.SH	迎驾贡酒	50.22	2.86	3.6	4.41	19.47	15.47	12.63	买入
600199.SH	金种子酒	13.82	-0.03	0.07	0.21	-444.67	190.57	63.52	买入
603919.SH	金徽酒	18.73	0.72	0.94	1.2	29.01	22.22	17.41	买入
600197.SH	伊力特	18.50	0.69	0.91	1.13	28.83	21.86	17.60	买入
600559.SH	老白干酒	16.73	0.68	0.89	1.15	26.54	20.28	15.70	买入
000860.SZ	顺鑫农业	16.19	-0.43	0.95	1.07	-42.28	19.14	16.99	买入

资料来源：同花顺，华鑫证券研究

4、风险提示

- (1) 疫情波动风险
- (2) 宏观经济波动风险
- (3) 推荐公司业绩不及预期的风险
- (4) 行业竞争风险
- (5) 食品安全风险
- (6) 行业政策变动风险
- (7) 消费税或生产风险
- (8) 原材料价格波动风险

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 0%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。