



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
liuchengqian@gjzq.com.cn libenyuan@gjzq.com.cn yetao@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君
chenyujun@gjzq.com.cn

春糖调研反馈总结，龙头 Q1 业绩预期向好

投资建议：

本周春糖调研反馈：

1) 渠道反馈稳中向好，情绪闭环源于稳健的基本面态势，淡季商务、宴席平稳，均已在此前预期内；近期飞天批价略有波动，主要系 3 月配额投放所致的周期性波动，其中散瓶批价波动有限，整箱批价主要预计受前期龙茅批价回落的影响更明显。

2) 酒店展呈现常规性的旺，人流依然较热，名酒定制品&蹭名酒、香型热度的开发品情绪仍然较高，背后是实业市场对白酒行业商业模式的青睐、对高毛利的偏爱，因此我们认为名酒集中度&三四线品牌出清仍未结束，香型的均衡也尚未达成。

3) 从酒企调研反馈来看，头部酒企仍然利用自身品牌、渠道等优势，充分发挥同下游的强议价能力，努力实现短期业绩、长期发展、基本面之间若干要素的均衡；而对于第二、第三梯队的酒企而言，阶段性会有侧重，例如为了稳固规模、实现外拓仍采用积极的费投政策等，会阶段性弱化对业绩的执念，更关注体制、团队等建设。

整体而言，我们仍坚信强势品牌横渡周期的能力，建议关注基于竞争格局的个体禀赋定价，批价一定程度上也能度量竞争格局的变化，对于格局占优的我们给予一定的估值溢价。建议优选稳健性龙头（高端酒茅五泸、赛道龙头汾酒等）、布局强区域禀赋标的（徽酒、苏酒势能仍不俗），从当下回款&动销反馈来看我们预计 Q1 业绩兑现也会不错，此外建议关注弹性&赔率较高的次高端等标的。

泸州老窖：1) 发布新品是为了补充丰富价值体系，在高端、中端和大众产品都具有市场竞争力。同时也吸收过去沉痛教训，把精力集中在有机会的重要单品上，而不是平均用力。2) 国窖 1573 未来核心在开瓶、消费端拉动，以消费发展为主，渠道通过扫码挣该挣的钱，保证终端合理利润、有推力，推进营销分离，从公司、品牌和团队层面共同推进。3) 重回前三目标坚定不移，现阶段在良性基础上能跑多快跑多快，不能犯战略性错误。

水井坊：1) 核心品：团队能力持续建设和提升、3-6 月促进动销、售点拓展储备、意见领袖培养发展；八号要突破、井台要重塑；新品帝黄版平台公司由省代、核心 T1 经销商、操盘手投资；2) 高端品：聚焦关键市场，强化执行力。3) 净利润不会放低要求，也不会减少费用保利润。

金徽酒：1) 区域布局。做好甘肃大本营，成为规模、品牌、各价位龙头；围绕环甘肃 5 个省份，能量产品系列未来要做到陕西、宁夏、内蒙市场的深耕；青海、新疆要实现甘青新一体化，依托省内打法、产品向外辐射。2) 公司分区域划分销售公司，本质是事业部制。3) 对于金徽 28 年的定位，首先品牌形象是关键，同时也要有一定的量；公司目前核心使命还是继续壮大 100-300 元价位占比。

舍得酒业：1) 公司坚持 4 大战略，坚定不移地打造大单品、坚定推动全国化布局，区域深耕要并举，提升品牌力、产品力、渠道力。2) 会更加聪明地花钱、继续加大对管理费用控制；所有费用投入特别关注 ROI。

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、周观点：春糖调研反馈总结，龙头 Q1 业绩预期向好.....	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.....	8
4.1 公司公告精选.....	8
4.2 行业要闻.....	9
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.....	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.....	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）.....	7
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）.....	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（%）.....	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、周观点：春糖调研反馈总结，龙头 Q1 业绩预期向好

本周春糖告一段落，我们的感受如下：

- 1) 渠道反馈稳中向好，情绪闭环源于稳健的基本面态势，淡季商务、宴席平稳，均已在此前预期内；近期飞天批价略有波动，主要系 3 月配额投放所致的周期性波动，其中散瓶批价波动有限，整箱批价主要预计受前期龙茅批价回落的影响更明显。
- 2) 酒店展呈现常规性的旺，人流依然较热，名酒定制品&蹭名酒、香型热度的开发品情绪仍然较高，背后是实业市场对白酒行业商业模式的青睐、对高毛利的偏爱，因此我们认为名酒集中度&三四线品牌出清仍未结束，香型的均衡也尚未达成。
- 3) 从酒企调研反馈来看，头部酒企仍然利用自身品牌、渠道等优势，充分发挥同下游的强议价能力，努力实现短期业绩、长期发展、基本面之间若干要素的均衡；而对于第二、第三梯队的酒企而言，阶段性会有侧重，例如为了稳固规模、实现外拓仍采用积极的费投政策等，会阶段性弱化对业绩的执念，更关注体制、团队等建设。

其次，建议关注普五控量策略下千元价位格局的相对优化。近期五粮液在多场合提到普五传统渠道坚定缩量，副线产品规划高增，同时继续发力专卖店等渠道。节后普五批价企稳、渠道情绪边际向好，也是此阶段春糖窗口核心的渠道变化，实质上我们认为会优化市场对千元价位竞争格局的判断。

此前市场在普五+茅台 1935 放量背景下，对千元格局相对悲观，存量博弈下对价的预期也不高，该部分预期扭转可对五粮液、老窖估值提升有所裨益，建议持续关注，五粮液通过副线产品&其他渠道贡献增量可以实现短期业绩压力与普五放量之间的均衡。

整体而言，我们仍坚信强势品牌横渡周期的能力，建议关注基于竞争格局的个体禀赋定价，批价一定程度上也能度量竞争格局的变化，对于格局占优的我们认为可以给予一定的估值溢价。目前板块内不少酒企 24 年 PE 仍具备不错性价比，部分酒企仍存提升股利支付率的预期，例如金徽酒、舍得酒业伴随 23 年业绩披露均提升了股利支付率。

建议优选稳健性龙头（高端酒茅五泸、赛道龙头汾酒等）、布局强区域禀赋标的（徽酒、苏酒势能仍不俗），从当下回款&动销反馈来看我们预计 Q1 业绩兑现也会不错，此外建议关注弹性&赔率较高的次高端等标的。

此外，本周调研酒企&论坛反馈如下：

徽酒论坛王朝成发言：

- 1) 酒业再平衡。a. 供需再平衡：中小酒企倒闭，产能出清；大型酒厂加大储量，消化产能；消费递减进入平滑期，需求下降趋缓。b. 品类再平衡：酱酒替代趋缓，甚至有所下滑；浓香型白酒品质大幅提升，龙头酒企经营稳健；清香及特色香型小幅上升，但对整体结构影响有限；浓酱为主，多香补充的品类再平衡形成。c. 竞争再平衡：全国酒企前 20 强淘汰其他阵营基本完成；酱酒竞争格局基本形成；区域龙头格局正在快速形成；酒业竞争格局迎来新的平衡期。d. 渠道再平衡：电商和直播对传统渠道因流量见顶正在或已经达到峰值；烟酒店渠道终端因利润下降正在减少，明年会迎来底部；餐饮保持稳定；卖场渠道已经式微；团购渠道已经见顶；多渠道并存迎来新平衡。

- 2) 酒企战略新选择。a. 茅五战略新选择：茅五级龙头酒企“量-价-质”战略选择，稳量提价 vs 增量增收？酒企要提高年份、提高品质。b. 次高端战略新选择：3 大主流价位带及次高端卡位战略。c. 区域龙头战略新选择：如何打破产品线延展天花板？如何构建渠道的密度、深度和效率壁垒？渠道利润、积极性、产品周期的思考。d. 厂商战略新选择：终端迎来关店潮，上游暴利+商家薄利+终端微利能否可持续？考虑资金成本净利率低，思考如何提高终端利润。

泸州老窖：1) 发布新品是为了补充丰富价值体系，在高端、中端和大众产品都具有市场竞争力。同时也吸收过去沉痛教训，把精力集中在有机会的重要单品上，而不是平均用力，其他的占位单品不代表未来没有机会。2) 国窖 1573 未来核心在开瓶、消费端拉动，以消费发展为主，渠道通过扫码挣该挣的钱，保证终端合理利润、有推力，推进营销分离，从公司、品牌和团队层面共同推进。3) 重回前三目标坚定不移，现阶段在良性基础上能跑多快跑多快，不能犯战略性错误；国窖 1573 坚定不移深挖、拓展，价格该提要提。

水井坊：1) 核心品（八号、井台、天号陈）：团队能力持续建设和提升、3-6 月促进动销、售点拓展储备、意见领袖培养发展；八号要突破（百城万店计划，巩固堡垒市场、发力先锋市场、培育储备市场）、井台要重塑（重点城市引领圈层营销、强化执行、全年坚持精品活动）；2) 高端品（典藏、菁翠、第一坊）：聚焦关键市场（沿海区域，河北、江浙沪、



山东、福建、广东、四川，邢台、聊城、保定、广州、上海做得不错），强化执行力。3) 净利润不会放低要求，也不会减少费用保利润。

金徽酒：1) 区域布局。做好甘肃大本营，成为规模、品牌、各价位龙头；围绕环甘肃 5 个省份，能量产品系列未来要做到陕西、宁夏、内蒙市场的深耕；青海、新疆要实现甘青新一体化，依托省内打法、产品向外辐射。2) 公司分区域划分销售公司，本质是事业部制。3) 对于金徽 28 年的定位，首先品牌形象是关键，同时也要有一定的量；公司目前核心使命还是继续壮大 100-300 元价位占比。

舍得酒业：1) 公司坚持 4 大战略，坚定不移地打造大单品（品味、藏品、高线光瓶）、坚定推动全国化布局（首府战役），区域深耕要并举，提升品牌力、产品力、渠道力。2) 会更加聪明地花钱、继续加大对管理费用控制；所有费用投入特别关注 ROI。

二、本周行情回顾

本周（2024. 3. 18~2024. 3. 22）食品饮料（申万）指数收于 19465 点（-0.85%），沪深 300 指数收于 3545 点（-0.70%），上证综指收于 3048 点（-0.22%），深证综指收于 1782 点（+0.43%），创业板指收于 1869 点（-0.79%）。

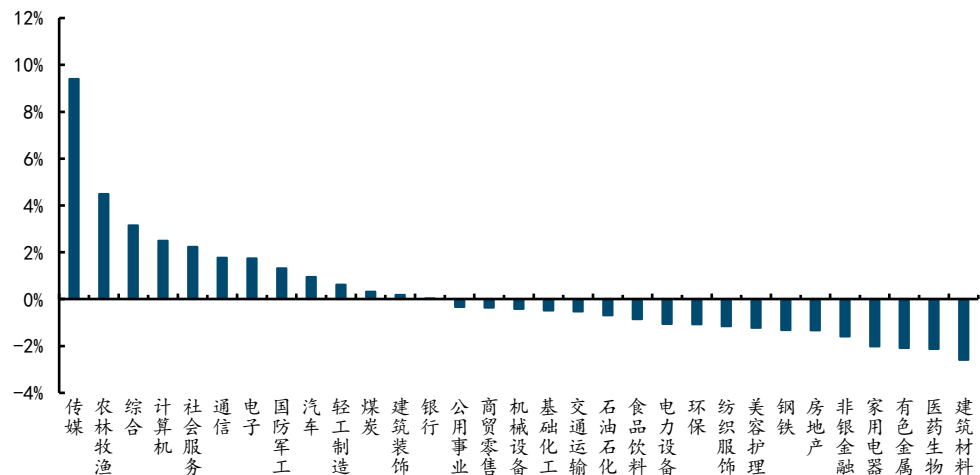
图表1：本周行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	24 年至今涨跌幅
申万食品饮料指数	19465	-0.85%	-0.32%
沪深 300	3545	-0.70%	3.32%
上证综指	3048	-0.22%	2.46%
深证综指	1782	0.43%	-3.02%
创业板指	1869	-0.79%	-1.17%

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传媒（+9.40%）、农林牧渔（+4.49%）、综合（+3.15%）。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

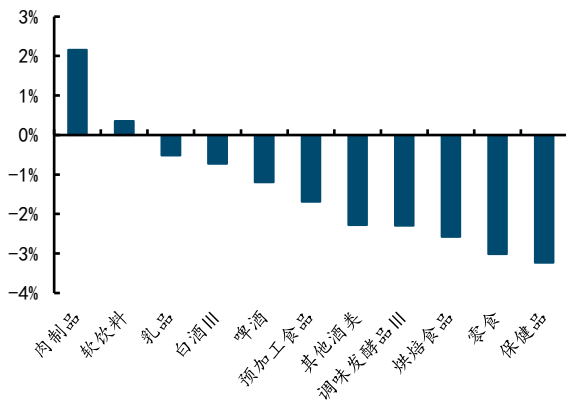


来源：Wind，国金证券研究所

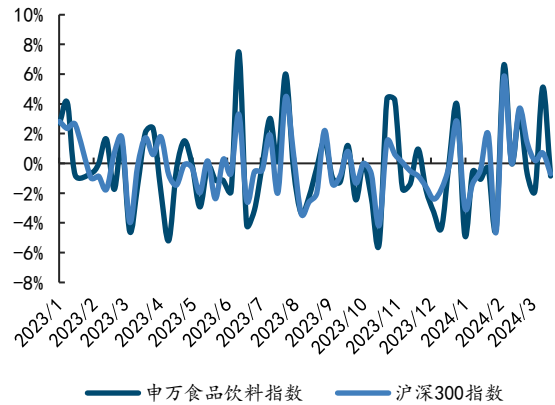
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为肉制品（+2.15%）、软饮料（+0.35%）、乳品（-0.52%）。



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: 华统股份(+18.98%)、李子园(+15.14%)、古井贡酒(+8.56%)、香飘飘(+8.01%)、金字火腿(+7.79%)等; 跌幅居前的为: 青海春天(-16.29%)、盐津铺子(-7.71%)、有友食品(-7.22%)、安琪酵母(-7.21%)、桃李面包(-6.75%)等。

图表5: 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
华统股份	18.98	青海春天	-16.29
李子园	15.14	盐津铺子	-7.71
古井贡酒	8.56	有友食品	-7.22
香飘飘	8.01	安琪酵母	-7.21
金字火腿	7.79	桃李面包	-6.75
得利斯	5.71	立高食品	-6.69
好想你	4.63	金种子酒	-6.03
千禾味业	4.59	绝味食品	-6.00
今世缘	4.56	金徽酒	-5.88
加加食品	4.21	顺鑫农业	-5.87

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3月15日沪(深)港通持股比例分别为7.17%/5.13%/3.31%/2.65%, 环比分别-0.07pct/+0.28pct/+0.05pct/+0.18pct; 伊利股份沪港通持股比例为13.07%, 环比-0.05pct; 重庆啤酒沪港通持股比例为5.98%, 环比-0.02pct; 海天味业沪港通持股比例为4.07%, 环比-0.01pct。

图表6: 食品饮料板块沪(深)港通持股金额 TOP20

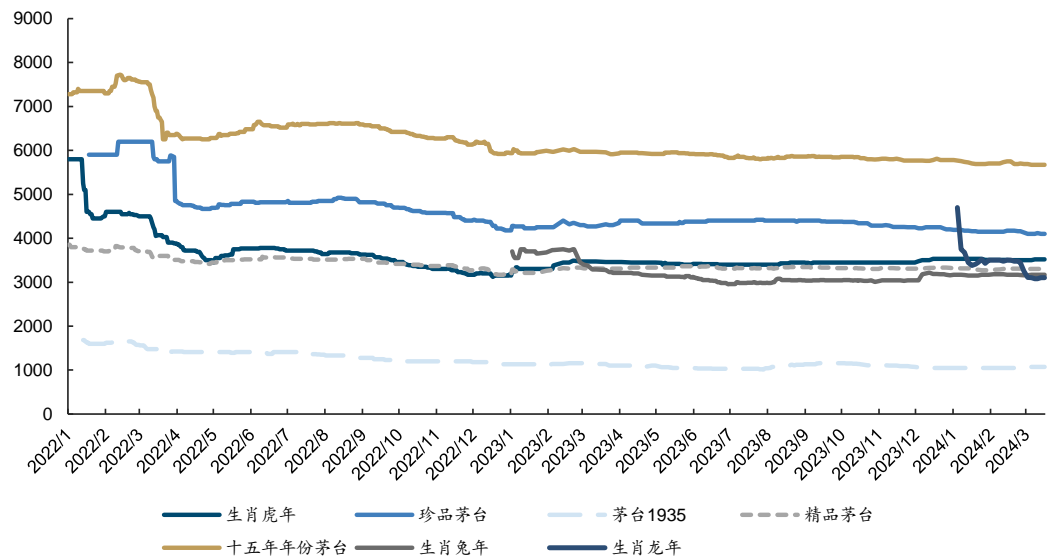
股票名称	2024/3/22	2024/3/15	周环比 (%)	持股金额 (亿元)
贵州茅台	7.17	7.24	-0.07	1532
五粮液	5.13	4.86	0.28	306
伊利股份	13.07	13.12	-0.05	238
海天味业	4.07	4.08	-0.01	90
泸州老窖	3.31	3.26	0.05	89
山西汾酒	2.65	2.47	0.18	80
东鹏饮料	9.25	9.00	0.25	67
洋河股份	3.02	3.14	-0.11	46



股票名称	2024/3/22	2024/3/15	周环比 (%)	持股金额 (亿元)
安井食品	12.26	11.79	0.47	32
双汇发展	3.12	3.11	0.01	31
青岛啤酒	2.50	2.55	-0.05	29
今世缘	3.93	3.35	0.58	29
古井贡酒	1.82	1.96	-0.14	25
洽洽食品	14.63	14.77	-0.13	25
重庆啤酒	5.98	6.00	-0.02	19
安琪酵母	4.94	5.36	-0.42	12
汤臣倍健	4.02	4.39	-0.37	11
中炬高新	5.61	5.58	0.03	11
水井坊	3.88	3.90	-0.02	9
口子窖	3.64	3.73	-0.09	9

来源: Wind, 国金证券研究所

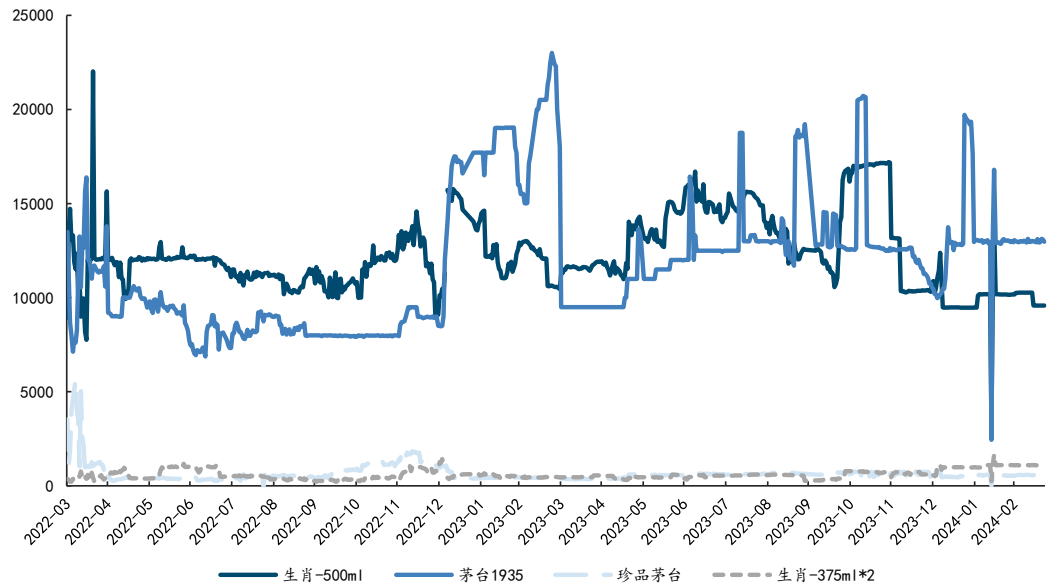
图表7: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 3 月 23 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 24 年 3 月 22 日)

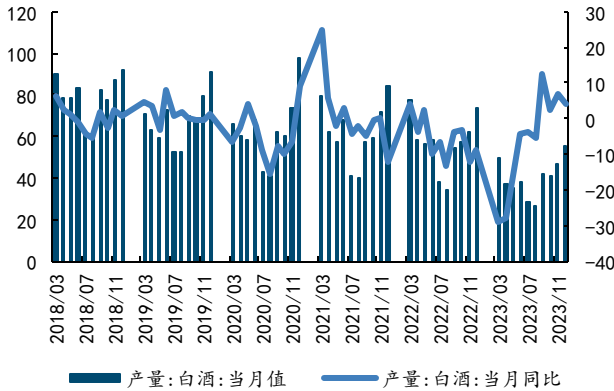
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

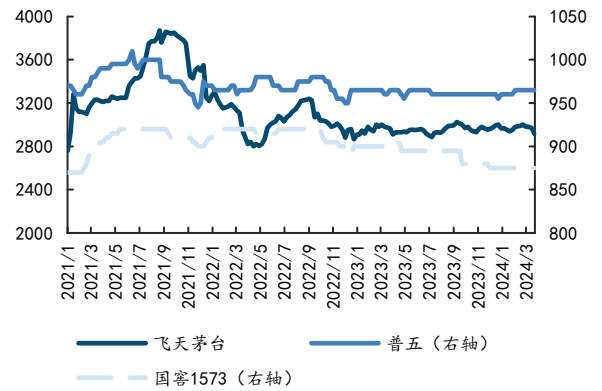
2023 年 12 月, 全国白酒产量 54.90 万千升, 同比+4.00%。

据今日酒价, 3 月 9 日, 飞天茅台整箱批价 2915 元 (环周-55 元), 散瓶批价 2675 元 (环周-10 元), 普五批价 965 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 875 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 12 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 3 月 23 日)

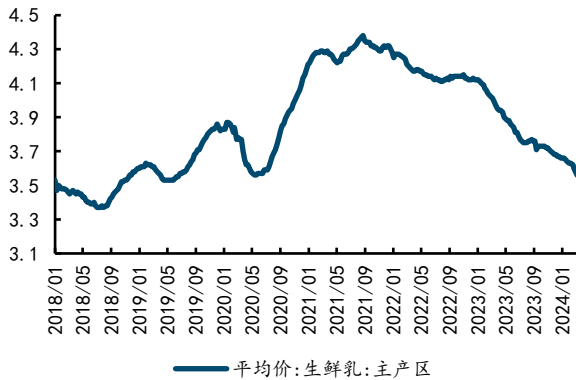
■ 乳制品板块

2024 年 3 月 14 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.55 元/公斤, 同比-11.0%, 环比-0.3%。

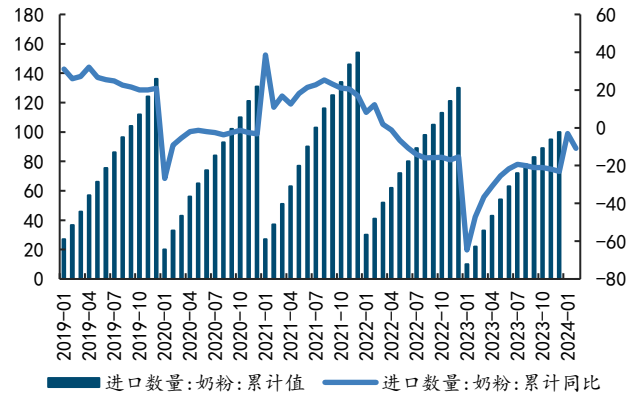
2024 年 1~2 月, 我国累计进口奶粉 19.0 万吨, 累计同比-10.9%; 累计进口金额为 10.85 亿美元, 累计同比-27.6%。



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 24 年 3 月 14 日)

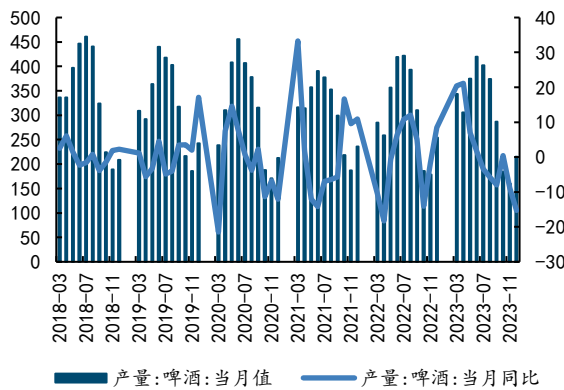
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 2 月)

■ 啤酒板块

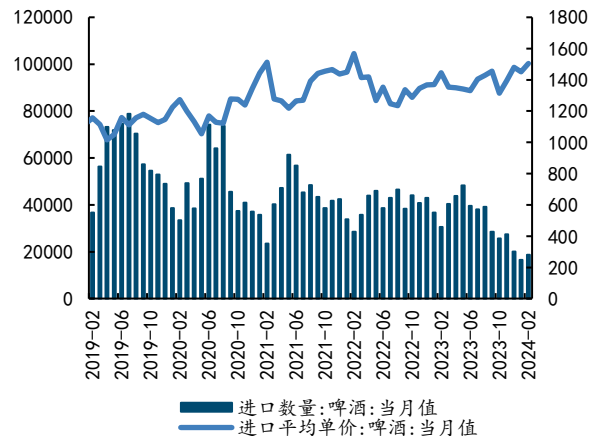
2023 年 12 月, 我国啤酒产量为 214.80 万千升, 同比-15.30%。

2024 年 1~2 月, 我国累计进口啤酒数量为 3.52 万千升, 同比-47.7%。其中 2 月啤酒进口平均单价为 1503.85 美元/千升, 同比+4.0%。

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 12 月)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 2 月)

四、公司公告与事件汇总

4.1 公司公告精选

【汤臣倍健】3 月 19 日, 公司发布 2023 年年度报告, 2023 年公司实现销售收入 94.07 亿元, 同比增长 19.66%, 实现归母净利润 17.46 亿元, 同比增长 26.01%。董事会拟定 2023 年度利润分配预案: 以本次利润分配预案未来实施时股权登记日的公司总股本 (不包含回购股份) 为基数, 向全体股东每 10 股派发人民币 9.00 元现金 (含税), 不送红股, 不进行资本公积金转增股本。

【安琪酵母】3 月 19 日, 公司发布 2023 年年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入 135.81 亿元, 同比增长 5.74%; 实现营业利润 15.09 亿元, 同比下降 4.57%; 归属于上市公司股东的净利润 12.70 亿元, 同比下降 3.86%。拟每 10 股分配现金股利 5 元 (含税), 预计分配金额 4.29 亿元。

【舍得酒业】3 月 20 日, 公司发布 2023 年年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入 70.81 亿元, 同比增长 16.93%; 归属于上市公司股东的净利润 17.71 亿元, 同比增长 5.09%。公司拟以实施权益分派股权登记日的总股本扣除公司回购库存股份为基数, 按每 10 股派发现金 21.50 元 (含税), 合计拟派发现金红利 7.12 亿元 (含税)。



【桃李面包】3月21日，公司发布2023年年度报告，报告期内，公司实现营业收入为67.59亿元，较上年同期增加0.72亿元，增长了1.08%；公司营业利润和利润总额分别为7.33亿元和7.42亿元，分别较上年同期下降9.72%和9.03%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.80元（含税），合计拟派发现金红利2.88亿元（含税）。

4.2 行业要闻

3月18日，国家统计局发布数据显示，1-2月份，规模以上工业增加值同比实际增长7.0%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，2月份，规模以上工业增加值比上月增长0.56%。分行业看，1-2月份，41个大类行业中有39个行业增加值保持同比增长。其中，酒、饮料和精制茶制造业增长8.1%。（国家统计局）

3月22日，根据中国酒业协会行业统计分析及测算，2023年，全国酿酒行业完成酿酒总产量6131万千升，同比增长1.1%。其中：饮料酒产量4758万千升，同比增长0.9%；发酵酒精产量1373万千升，同比增长5.7%。2023年，全国酿酒行业累计完成产品销售收入10802.6亿元，同比增长9.3%；累计实现利润总额2628.2亿元，同比增长7.6%。

分酒种来看：全国白酒行业实现总产量629万千升，同比下降5.1%，完成销售收入7563亿元，同比增加9.7%，实现利润总额2328亿元，同比增长7.5%；全国啤酒行业实现总产量3789万千升，同比增长0.8%，实现销售收入为1863亿元，同比增长8.6%，实现利润总额260亿元，同比增长15.1%；全国酿酒葡萄栽培面积约158.8万亩，葡萄酒企业1885家。2023年，全国葡萄酒行业完成酿酒总产量30万千升，同比增长3.4%，累计完成销售收入90.9亿元，同比增长4.8%，累计实现利润总额2.2亿元，同比增长2.8%；全国黄酒生产企业数量约700家，完成酿酒总产量190万千升，同比增长3.2%，完成销售收入210亿元，同比增长2.1%，实现利润总额19.5亿元，同比增长8.5%；全国其他酒产量120万千升，同比增长7.2%，实现销售收入190亿元，同比增长1.1%，实现利润16亿元，同比增长65%。（中国酒业协会）

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
3月25日	天味食品	2024年第一次临时股东大会
3月26日	盐津铺子	2024年第一次临时股东大会
3月27日	金达威	2024年第一次临时股东大会
4月1日	莲花健康	2024年第二次临时股东大会
4月2日	承德露露	2024年第二次临时股东大会
4月2日	洋河股份	2024年第一次临时股东大会
4月2日	安井食品	2024年第一次临时股东大会
4月3日	天润乳业	2024年第一次临时股东大会
4月8日	南侨食品	2023年年度股东大会
4月8日	有友食品	2023年年度股东大会
4月9日	维维食品	2023年年度股东大会
4月10日	安琪酵母	2023年年度股东大会
4月10日	桃李面包	2023年年度股东大会
4月11日	汤臣倍健	2023年年度股东大会
4月12日	克明食品	2023年年度股东大会
4月19日	金徽酒	2023年年度股东大会

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 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 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究