



# 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

联系人：陈宇君  
 chenyujun@gjzq.com.cn

## 飞天批价企稳回升，推荐围绕中报预期布局

### 投资建议：

**白酒板块：**周内市场顺周期情绪仍有回落，短期市场对中报业绩预期不错、行业景气度稳健、或具备潜在政策催化的板块&标的更具青睐，但对于白酒标的业绩兑现度、兑现质量的预期仍较为谨慎，这种谨慎更多基于自上而下对白酒行业动销基本面的审视。

我们认为，尽管行业面上春节后至今淡季动销平乏，但预期管理不错、基础工作扎实、品牌力突出的酒企仍能实现不错的动销增长，例如五粮液股东大会时反馈其端午动销保持两位数增长，包括在各区域基础工作做得扎实的酒企仍在稳步提升其区域内市占率，且不少酒企也顺势而为地更重视 100-300 元中档价位。

正如林峰总所言，行业面临周期性波动，而在转折期更容易出现调整。近期我们参与各酒企股东大会，能感受到名优酒企业管理层对于行业现状具备充分认知，以及对于拼抢的重视。在营销同质化的时期，酒企拼抢更多倚赖营销落地效能、相关基础能力链条的建设，典型如借助信息化赋能。

该轮景气波动周期内，我们观察到不少名酒大单品终端价格波动仍有限，这与酒企加大 C 端红包等费投、提升了消费者以相同价格购酒下对性价比的认知，考虑酒厂 C 端费用直投，因此终端零售价的弱波动也反馈至批价层面波动有限。因此该时期，会更考验酒企如何识别真实消费、费用兑付节奏把控，部分渠道对于酒企通过再回款来兑付往期费用的策略会持谨慎态度。

短期我们建议围绕中报业绩预期进行布局，对于各赛道具备龙头禀赋或差异化禀赋的标的，例如高端酒、汾酒及各区域，我们对其中报业绩兑现度&质量仍乐观，上述名优酒企回款节奏较去年同期仍相对平稳。

周内飞天茅台批价企稳回升，符合我们前期对其批价的预判，伴随渠道链上各参与方价格预期的逐步梳理，我们预计飞天茅台批价或仍会回升，相关措施例如此前国酒时空报道茅台向渠道暂停提供 Q3 飞天茅台配额等。当下白酒板块估值下杀明显，我们仍推荐把握强性价比配置契机。除上述提及围绕中报业绩预期布局外，也建议关注顺周期反转逻辑下弹性次高端的配置价值、赔率占优。

**休闲食品：**近期头部零食量贩门店数量突破 1 万家，市场担心其话语权加重后对于供应商进行压价，我们认为具备品牌影响力和供应链优势的零食厂商更有能力熨平波动。一方面，目前零食量贩仍处于加速开店状态，区域竞争未来会进一步加剧，品牌水饮、零食产品仍为引流关键，因此无需过度担忧品牌零食商议价权削弱。另一方面，价格竞争确为零食量贩后期竞争的必要手段，但更多是基于生产商、渠道商、消费者三方利益最大化，如此次零食很忙进行调价的品类数量占比较低，且多为原材料成本有优化空间的产品，对供应商并未造成毛利率的大幅冲击。Q2 虽为经营淡季，优秀的企业仍可通过补齐渠道短板、挖掘潜力品类、提升运营效率等实现高增长，建议关注短期回调机会。持续推荐具备渠道、新品红利的盐津、劲仔。

### 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、周观点：推荐围绕中报业绩预期布局..... | 3 |
| 二、本周行情回顾.....           | 3 |
| 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.....     | 8 |
| 五、风险提示.....             | 8 |

## 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.....            | 8 |



## 一、周观点：推荐围绕中报业绩预期布局

### ● 白酒板块

周内市场顺周期情绪仍有回落，短期市场对中报业绩预期不错、行业景气度稳健、或具备潜在政策催化的板块&标的更具青睐，但对于白酒标的业绩兑现度、兑现质量的预期仍较为谨慎，这种谨慎更多基于自上而下对白酒行业动销基本面的审视。

我们认为，尽管行业面上春节后至今淡季动销平乏，但预期管理不错、基础工作扎实、品牌力突出的酒企仍能实现不错的动销增长，例如五粮液股东大会时反馈其端午动销保持两位数增长，包括在各区域基础工作做得扎实的酒企仍在稳步提升其区域内市占率，且不少酒企也顺势而为地更重视 100-300 元中档价位。

正如林峰总所言，行业面临周期性波动，而在转折期更容易出现调整。近期我们参与各酒企股东大会，能感受到名优酒企业管理层对于行业现状具备充分认知，以及对于拼抢的重视。在营销同质化的时期，酒企拼抢更多倚赖营销落地效能、相关基础能力链条的建设，典型如借助信息化赋能。

本轮景气波动周期内，我们观察到不少名酒大单品终端价格波动仍有限，这与酒企加大 C 端红包等费投、提升了消费者以相同价格购酒下对性价比的认知，考虑酒厂 C 端费用直投，因此终端零售价的弱波动也反馈至批价层面波动有限。因此该时期，会更考验酒企如何识别真实消费、费用兑付节奏把控，部分渠道对于酒企通过再回款来兑付往期费用的策略会持谨慎态度。

短期我们建议围绕中报业绩预期进行布局，对于各赛道具备龙头禀赋或差异化禀赋的标的，例如高端酒、汾酒及各区域，我们对其中报业绩兑现度&质量仍乐观，上述名优酒企回款节奏较去年同期仍相对平稳。

周内飞天茅台批价企稳回升，符合我们前期对其批价的预判，伴随渠道链上各参与方价格预期的逐步梳理，我们预计飞天茅台批价或仍会回升，相关措施例如此前国酒时空报道茅台向渠道暂停提供 Q3 飞天茅台配额等。当下白酒板块估值下杀明显，我们仍推荐把握强性价比配置契机。除上述提及围绕中报业绩预期布局外，也建议关注顺周期反转逻辑下弹性次高端的配置价值、赔率占优。

### ● 大众品板块

**休闲食品：**近期头部零食量贩门店数量突破 1 万家，市场担心其话语权加重后对于供应商进行压价，我们认为具备品牌影响力和供应链优势的零食厂商更有能力熨平波动。一方面，目前零食量贩仍处于加速开店状态，区域竞争未来会进一步加剧，品牌水饮、零食产品仍为引流关键，因此无需过度担忧品牌零食商议价权削弱。另一方面，价格竞争确为零食量贩后期竞争的必要手段，但更多是基于生产商、渠道商、消费者三方利益最大化，如此次零食很忙进行调价的品类数量占比较低，且多为原材料成本有优化空间的产品，对供应商并未造成毛利率的大幅冲击。Q2 虽为经营淡季，优秀的企业仍可通过补齐渠道短板、挖掘潜力品类、提升运营效率等实现高增长，建议关注短期回调机会。持续推荐具备渠道、新品红利的盐津、劲仔。

**中炬高新：**土地问题获新进展，坚定不移聚焦主业。近期公司公告因深江铁路中山段火炬开发区工程项目建设需要，需征用公司及控股子公司的国有商住土地共约 52.97 亩，将为公司新增营业收入 29636 万元（合并报表口径计算）。此前市场预期较低，考虑到流动性等问题，对公司 1600 亩未开发商用地给予较大的市场价折扣。此次公告提振市场信心，评估单价为 8,295 元/平方米，换算成 1600 亩土地的售价约为 91.26 亿元。另外，有助于公司进一步聚焦主业，对主业全国化拓展及未来收并购计划给予资金支持。

近期因流拍问题、Q2 淡季动销偏弱导致股价下跌，我们认为目前具备底部机会。1) 流拍的主要原因在于起拍价高于二级市场买入价，并非大股东及投资者对公司经营信心不足而放弃竞价拍卖，无需过度担忧（各拍卖批次起拍价为评估价的 95%，评估价为拍卖日前二十个交易日当只股票的平均收盘价乘以股票总股数）。2) Q2 本身为经营淡季，公司在 Q2 加大力度拓展经销商，积极推进各项降本改革举措，同时库存逐步去化，则实质动销更快。我们预计公司 Q2 仍可实现韧性增长，全年目标有望顺利兑现。

## 二、本周行情回顾

本周（2024.6.24~2024.6.28）食品饮料（申万）指数收于 16576 点（-1.71%），沪深 300 指数收于 3462 点（-0.97%），上证综指收于 2967 点（-1.03%），深证综指收于 1618 点（-2.19%），创业板指收于 1683 点（-4.13%）。



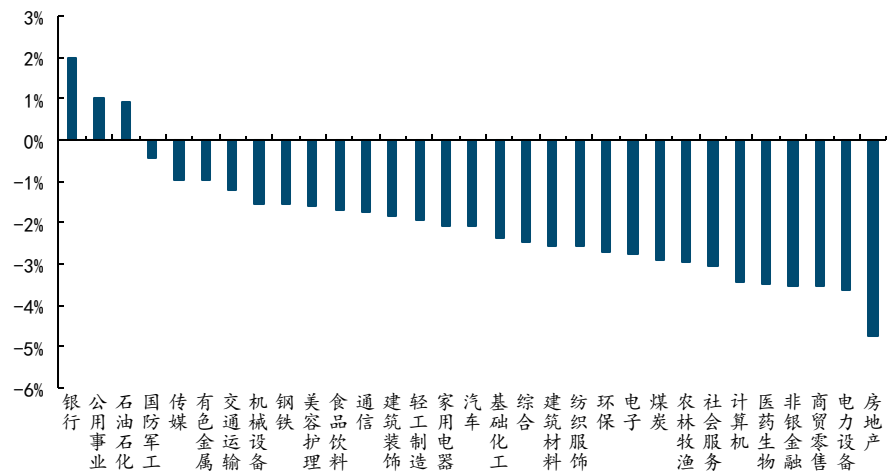
图表1: 本周行情

| 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 | 16576 | -1.71% | -15.11%   |
| 沪深 300   | 3462  | -0.97% | 0.89%     |
| 上证综指     | 2967  | -1.03% | -0.25%    |
| 深证综指     | 1618  | -2.19% | -11.96%   |
| 创业板指     | 1683  | -4.13% | -10.99%   |

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银行 (+1.98%)、公用事业 (+1.00%)、石油化工 (+0.93%)。

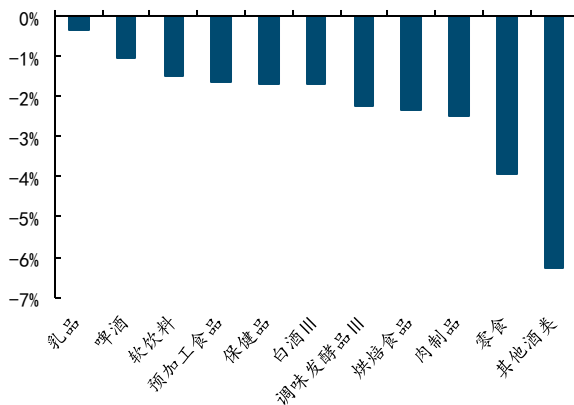
图表2: 周度申万一行业涨跌幅



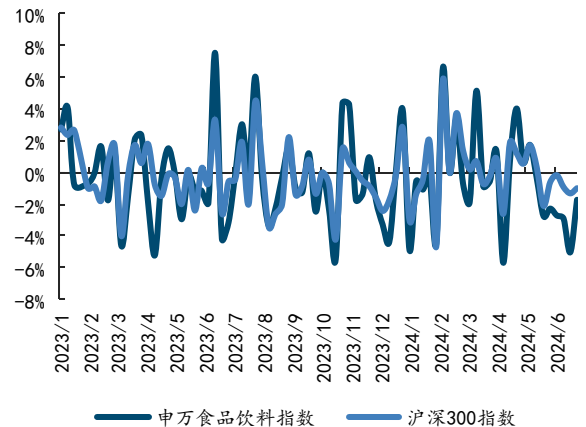
来源: Wind, 国金证券研究所

从食品饮料子板块来看, 涨跌幅前三的板块为乳品 (-0.33%)、啤酒 (-1.04%)、软饮料 (-1.49%)。

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: 海南椰岛 (+4.66%)、阳光乳业 (+2.59%)、佳隆股份 (+2.22%)、元祖股份 (+1.55%)、金达威 (+0.56%) 等; 跌幅居前的为: 会稽山 (-20.31%)、中信尼雅 (-12.43%)、舍得酒业 (-12.28%)、交大昂立 (-10.91%)、酒鬼酒 (-10.14%) 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 (%) |
|--------|--------|--------|--------|
| 海南椰岛   | 4.66   | 会稽山    | -20.31 |
| 阳光乳业   | 2.59   | 中信尼雅   | -12.43 |
| 佳隆股份   | 2.22   | 舍得酒业   | -12.28 |
| 元祖股份   | 1.55   | 交大昂立   | -10.91 |
| 金达威    | 0.56   | 酒鬼酒    | -10.14 |
| 海天味业   | 0.35   | ST 加加  | -8.91  |
| 伊利股份   | 0.23   | 中炬高新   | -8.43  |
| 洋河股份   | 0.19   | 盐津铺子   | -7.98  |
| 重庆啤酒   | 0.08   | 金枫酒业   | -7.16  |
| 西麦食品   | -0.22  | 百润股份   | -7.12  |

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28日沪(深)港通持股比例分别为6.66%/4.79%/2.91%/3.28%,环比分别-0.03pct/-0.10pct/+0.01pct/-0.05pct;伊利股份沪港通持股比例为10.77%,环比-0.27pct;重庆啤酒沪港通持股比例为6.11%,环比-0.03pct;海天味业沪港通持股比例为3.42%,环比+0.04pct。

**图表6: 食品饮料板块沪(深)港通持股金额 TOP20**

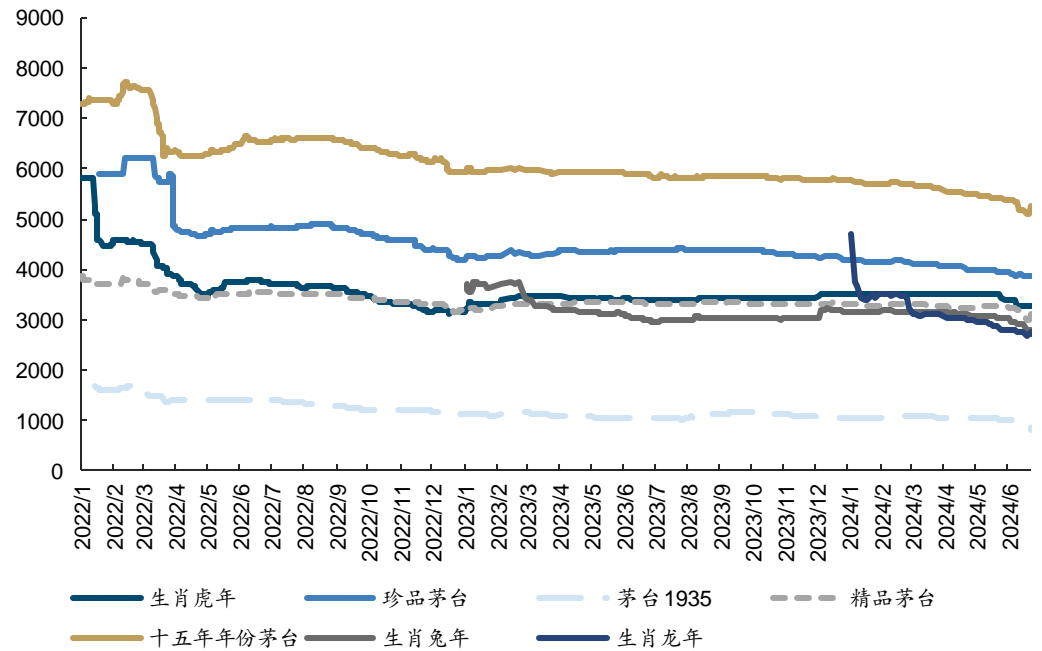
| 股票名称 | 2024/6/28 | 2024/6/21 | 周环比 (%) | 持股金额 (亿元) |
|------|-----------|-----------|---------|-----------|
| 贵州茅台 | 6.66      | 6.69      | -0.03   | 1228      |
| 五粮液  | 4.79      | 4.89      | -0.10   | 238       |
| 伊利股份 | 10.77     | 11.04     | -0.27   | 177       |
| 山西汾酒 | 3.28      | 3.33      | -0.05   | 84        |
| 海天味业 | 3.42      | 3.38      | 0.04    | 66        |
| 泸州老窖 | 2.91      | 2.90      | 0.01    | 62        |
| 东鹏饮料 | 4.98      | 4.80      | 0.18    | 43        |
| 洋河股份 | 2.62      | 2.66      | -0.05   | 32        |
| 青岛啤酒 | 2.78      | 2.80      | -0.02   | 28        |
| 今世缘  | 4.18      | 4.15      | 0.03    | 24        |
| 古井贡酒 | 1.96      | 2.09      | -0.13   | 22        |
| 安井食品 | 9.54      | 9.96      | -0.42   | 21        |
| 双汇发展 | 2.21      | 2.37      | -0.16   | 18        |
| 重庆啤酒 | 6.11      | 6.14      | -0.03   | 18        |
| 洽洽食品 | 9.86      | 9.94      | -0.08   | 14        |
| 中炬高新 | 6.17      | 5.59      | 0.58    | 11        |
| 安琪酵母 | 3.39      | 3.55      | -0.16   | 8         |
| 燕京啤酒 | 2.98      | 3.01      | -0.04   | 7         |
| 三只松鼠 | 8.08      | 8.02      | 0.07    | 7         |
| 迎驾贡酒 | 1.54      | 1.66      | -0.12   | 7         |

来源: Wind, 国金证券研究所



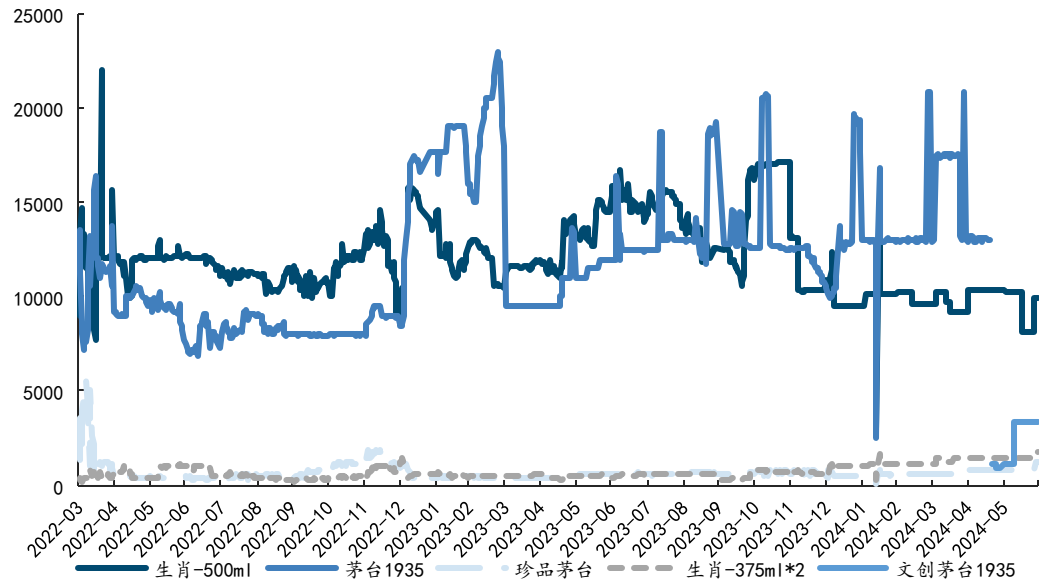


图表7: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 6 月 29 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 6 月 29 日)

### 三、食品饮料行业数据更新

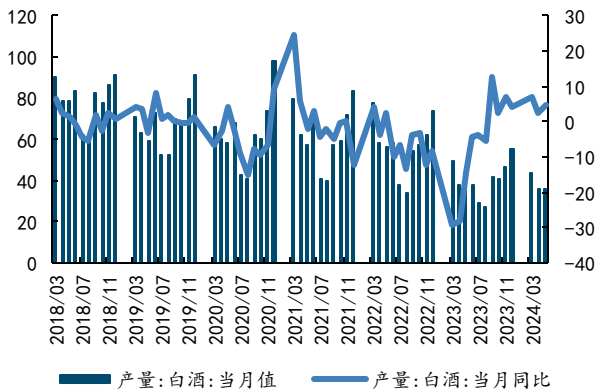
#### ■ 白酒板块

2024 年 5 月, 全国白酒产量 36.10 万千升, 同比+4.90%。

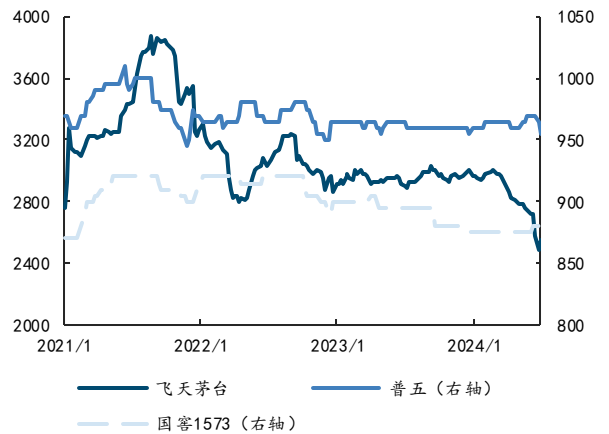
据今日酒价, 6 月 29 日, 飞天茅台整箱批价 2550 元 (环周+70 元), 散瓶批价 2290 元 (环周+55 元), 普五批价 955 元 (环周-10 元), 高度国窖 1573 批价 880 元 (环周持平)。



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)



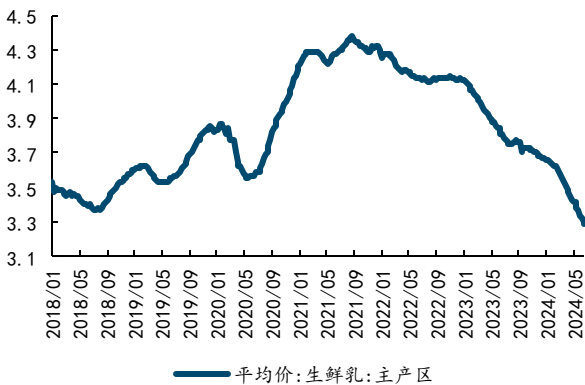
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 5 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 6 月 29 日)

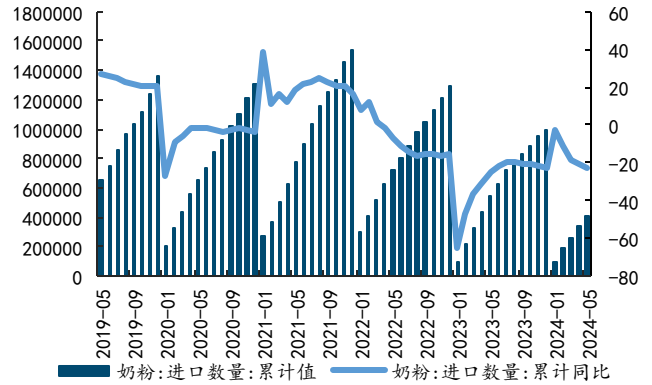
■ 乳制品板块

2024 年 6 月 20 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.29 元/公斤, 同比-13.6%, 环比-0.30%。  
2024 年 1~5 月, 我国累计进口奶粉 41.0 万吨, 累计同比-22.9%; 累计进口金额为 26.48 亿美元, 累计同比-31.6%。

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 6 月 20 日)

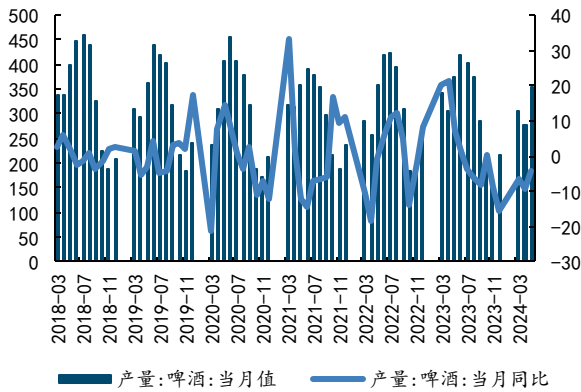
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 5 月)

■ 啤酒板块

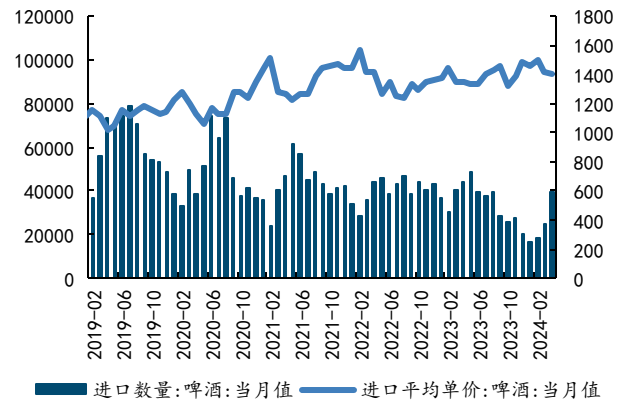
2024 年 5 月, 我国啤酒产量为 353.5 万千升, 同比-4.50%。  
2024 年 1~5 月, 我国累计进口啤酒数量为 13.41 万千升, 同比-32.9%。其中 5 月啤酒进口平均单价为 1403.3 美元/千升, 同比+4.7%。



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24年5月)

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年5月)

## 四、公司公告与事件汇总

### 4.1 公司公告精选

**【中炬高新】**6月24日,公司公告本次被司法处置的标的为持股5%以上股东中山润田投资有限公司所持有1487万股非限售流通股,公司于网上查询得知,江西省南昌市中级人民法院在淘宝网司法拍卖网络平台上对中山润田所持有的公司合计1487万股非限售流通股进行公开拍卖,公司经查询淘宝网司法拍卖网络平台,上述拍卖一拍阶段已于2024年6月22日结束,本次拍卖标的物已流拍,流拍原因为无人出价。

**【金徽酒】**6月28日,公司公告公司副总裁张斌因工作调整辞职,辞职后不再担任公司及子公司任何职务。张斌辞职自辞职报告送达董事会之日起生效,不会对公司生产经营产生影响。

### 4.2 行业要闻

6月29日, iDealwine 发布最新的年度晴雨表报告,称目前精品葡萄酒的拍卖价格已经趋于平稳,葡萄酒的平均价格已降至152欧元(约合人民币1184.31元),比上一年的平均价格下降22%。而勃艮第葡萄酒的平均价格同比下降35%,降至250欧元左右(约合人民币1947.88元)。(微酒)

6月24日,贵州省投资促进局发布贵州晴酱酒业白酒生产基地建设项目,该项目总投资5000万元,计划年销售收入4500万元,年利润1050万元,投资利润率21%。(糖酒快讯)

中国酒业协会发布,到十四五末,名酒产量要翻一番,从“十三五”末的4%增长到8%。但直到今天,严格地讲,名酒产量依然不足规上企业总产量的十分之一。规下企业的数量是规上企业数量的10倍以上。(微酒)

### 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             |
|-------|------|----------------|
| 7月1日  | 巴比食品 | 2024年第二次临时股东大会 |
| 7月8日  | 恒顺醋业 | 2024年第一次临时股东大会 |
| 7月8日  | 光明乳业 | 2024年第一次临时股东大会 |
| 7月12日 | 盐津铺子 | 2024年第二次临时股东大会 |
| 7月15日 | 克明食品 | 2024年第三次临时股东大会 |

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。

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<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>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<br>18 楼 1806 |



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究