



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

 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）
 chenyujun@gjzq.com.cn

餐饮链边际改善修复估值，白酒仍待催化

投资建议

白酒板块：周内板块表现疲软，内外均鲜有催化。从行业内部而言，近期部分区域渠道出货情况环比有所改善但同比仍有不同幅度下滑，环比改善主要源于部分二批/终端临近年末陆续有所备货、部分企业单位也陆续有采购需求释放，而非需求侧消费力或消费情绪有所改观。从批价表现看，近期飞天茅台、普五、茅台 1935 等各价位主流单品批价保持相对平稳，但渠道预期伴随后续开门红回款开展、密集发货叠加需求侧疲软，批价仍会有下行空间。目前市场对春节预期相对平淡，建议持续关注低预期下的上行催化。

经销商大会本身或不构成直接催化，但伴生的年度返利兑付预期、开门红回款政策、25 年整体量价规划构成催化。短期降速、24Q4 表观减少与实际动销的差异、给渠道去库存舒压肯定是利于厂商关系维护及未来上行期成长性释放，但实际目标落地、降速或仍追求一定增长目标市场对此的反应仍待观察。

从 12~15 年行情复盘来看，表观降速/出清阶段会相对承压，中期企稳等待需求侧曳引，调整的归因其实都是经济降速、政策扰动及伴生的产能过剩、供大于求。当下从产业缩量趋势与表观出清节奏来看尚处早期，但或多或少有中期需求侧回暖的期待，需求拐点在 25 年中秋还是 26 年春节甚至之后仍待观察居民及企业端预期改善情况，这也是与 14~15 年有所差异的点。但值得参考的是，供给端尊重产业趋势是前置条件，即酒企主动降速或渠道优胜劣汰出清倒逼降速，再等待需求预期扭转时步入右侧。

整体而言，我们认为白酒短期基本面风险、EPS 风险已在持续出清，持续关注白酒板块顺周期潜在催化下的性价比配置契机，目前机构配置度、板块估值水平仍处于周期较底部水平。板块内推荐个体性禀赋较强的高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）、泛全国化的赛道龙头（山西汾酒、古井贡酒等），关注次高端等高弹性酒企。

餐饮链：近期餐饮链企业估值持续修复，尤其前期受损较深、估值下探明显的个股涨幅靠前，如宝立食品近期 C 端企稳修复，B 端有望在明年实现新品推动；中炬 Q2 业绩触底后，内部新管理层改革磨合逐步到位，本周已公布少数股权收回利好，后续仍存在潜在收并购项目并表等催化。从基本面来看，终端动销在政策刺激+渠道补库存催化下，10 月已呈现边际改善，我们看好后续餐饮链全面的修复弹性。结合估值来看，我们推荐新管理层持续赋能餐饮资源的**中炬高新**、B 端占比较高的**安井食品**，同时建议关注**安琪酵母**新榨季成本改善。

休闲食品：零食渠道红利行至过半，针对明年降速的担忧，我们认为应该更关注业绩确定性，一是建议关注具备多渠道、多产品的公司，单一渠道降速对其影响不大，且目前还在持续开拓新渠道过程中，来年具备更强的兑现能力。二是建议关注竞争加剧背景下，有能力通过产品创新升级、内部降本增效、提升供应链效率等方式保持利润率相对稳定的公司。我们持续看好渠道和品类快速扩张的**盐津铺子**、**劲仔食品**。

软饮料：本周两家港股包装水龙头涨幅靠前，我们认为更多是对淡季市场竞争趋缓、同时终端价盘修复的反馈。展望明年，我们认为在龙头对天然水修复的决心下，纯净水价格竞争可能不如预期激烈，无须过度担忧竞争对于价盘和利润的扰动。此外，即便市场竞争加剧，收入端增长较为乏力，但各家仍有不同的策略（比如产品结构优化、提升自产比例等方式）提升利润率。我们建议持续关注传统品类强者恒强及新兴品类扩容红利，具备渠道、品牌优势的企业有望受益。从业绩确定性视角看，我们推荐大单品稳健增长+第二曲线快速扩张的企业，**东鹏饮料**、**农夫山泉**。

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：餐饮链边际改善修复估值，白酒仍待催化.....	3
二、行情回顾.....	4
三、食品饮料行业数据更新.....	6
四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总.....	7
五、风险提示.....	8

图表目录

图表 1：周度行情.....	4
图表 2：周度申万一级行业涨跌幅.....	4
图表 3：周度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：非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）.....	5
图表 7：白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	6
图表 8：高端酒批价走势（元/瓶）.....	6
图表 9：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）.....	6
图表 10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	6
图表 11：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	7
图表 12：啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）.....	7
图表 13：近期上市公司重要事项.....	7



一、周观点：餐饮链边际改善修复估值，白酒仍待催化

● 白酒板块

周内板块表现疲软，内外均鲜有催化。从行业内部而言，近期部分区域渠道出货情况环比有所改善但同比仍有不同幅度下滑，环比改善主要源于部分二批/终端临近年末陆续有所备货、部分企业单位也陆续有采购需求释放，而非需求侧消费力或消费情绪有所改观。从批价表现看，近期飞天茅台、普五、茅台 1935 等各价位主流单品批价保持相对平稳，但渠道预期伴随后续开门红回款开展、密集发货叠加需求侧疲软，批价仍会有下行空间。目前市场对春节预期相对平淡，建议持续关注低预期下的上行催化。

周内山西汾酒召开年度经销商大会，会中提及：1) 从 22 年到 24 年，销售额在亿元规模以上的经销商由 41 家增加到 51 家，5000 万~1 亿元规模经销商由 67 家增加到 76 家，3000 万~5000 万元规模经销商由 70 家增加到 86 家，1000 万~3000 万元规模经销商由 376 家增加到 492 家。2) 营销基建迭代升级，公司构建了数据管理部、合规部、青花汾酒事业部作为营销后台服务支撑体系；“汾享礼遇”数字化赋能，全链贯通，精细管控，护航发展。3) 预计在未来 2-3 年间，公司将有望形成青花 30、青花 20、老白汾、玻汾 4 个百亿大单品。在核心大单品之外，公司发布青花汾酒 26·复兴产品，终端指导价定为 718 元/瓶。

经销商大会本身或不构成直接催化，但伴生的年度返利兑付预期、开门红回款政策、25 年整体量价规划构成催化。短期降速、24Q4 表现减少与实际动销的差异、给渠道去库存舒压肯定是利于厂商关系维护及未来上行期成长性释放，但实际目标落地、降速或仍追求一定增长目标市场对此的反应仍待观察。

从 12~15 年行情复盘来看，表现降速/出清阶段会相对承压，中期企稳等待需求侧曳引，调整的归因其实都是经济降速、政策扰动及伴生的产能过剩、供大于求。当下从产业缩量趋势与表现出清节奏来看尚处早期，但或多或少有中期需求侧回暖的期待，需求拐点在 25 年中秋还是 26 年春节甚至之后仍待观察居民及企业端预期改善情况，这也是与 14~15 年有所差异的点。但值得参考的是，供给端尊重产业趋势是前置条件，即酒企主动降速或渠道优胜劣汰出清倒逼降速，再等待需求预期扭转时步入右侧。

整体而言，我们认为白酒短期基本面风险、EPS 风险已在持续出清，持续关注白酒板块顺周期潜在催化下的性价比配置契机，目前机构配置度、板块估值水平仍处于周期较底部水平。板块内推荐个体性禀赋较强的高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）、泛全国化的赛道龙头（山西汾酒、古井贡酒等），关注次高端等高弹性酒企。

● 大众品板块

餐饮链：近期餐饮链企业估值持续修复，尤其前期受损较深、估值下探明显的个股涨幅靠前，如宝立食品近期 C 端企稳修复，B 端有望在明年实现新品推动；中炬 Q2 业绩触底后，内部新管理层改革磨合逐步到位，本周已公布少数股权收回利好，后续仍存在潜在收并购项目并表等催化。从基本面来看，终端动销在政策刺激+渠道补库存催化下，10 月已呈现边际改善，我们看好后续餐饮链全面的修复弹性。结合估值来看，我们推荐新管理层持续赋能餐饮资源的中炬高新、B 端占比较高的安井食品，同时建议关注安琪酵母新榨季成本改善。

中炬高新更新：公司于 12 月 5 日公告，全资孙公司阳西美味鲜近日与朗天慧德签订了《股权转让合同》，阳西美味鲜无偿受让朗天慧德持有的厨邦公司 20% 股权，且该股权变更登记事项已于 2024 年 12 月 5 日办理完成。

少数股权收回意义：短期来看，本次少数股权受让完成后，厨邦公司利润全部归属公司，能有效提高公司每股收益及净资产收益率。长期来看，本次受让厨邦公司少数股权，有利于公司统一管理、聚焦战略目标，进一步提升管理决策效率，促进公司高质量发展。

对盈利端贡献测算：厨邦公司 2021-2023 年经审计的平均净利润为 1.91 亿元，20% 股权对应的平均少数股东损益为 3784 万元。公司 2021-2023 年扣除非经常性损益后的平均归母净利润为 5.99 亿元，占公司利润比重为 6.31%。

另外，今年公司在董事会换届后，持续优化内部组织架构、提升费用投放效率、对供应链重新梳理和再造，毛利率和净利率明显改善。以 24Q1-Q3 为例，公司美味鲜子公司毛利率/净利率为 37.4%/14.6%，分别同比+5.1pct/+2.1pct。而厨邦公司 23 年/24 年 1-9 月分别实现收入 24.0/17.9 亿元，实现净利润 1.97/3.17 亿元。按照今年前三季度利润表现来看，20% 的少数股权对应利润约 6332 万元，有望为 25 年利润端实现一次性增厚。

我们的观点：持续看好公司改革成效显现，Q2 底部时刻已经过去，公司通过深刻内部反



思，加速完善全国化经销渠道布局、并且严格控制费用投放、维持价盘稳定和库存健康，近期终端动销持续向好，且在 Q4 低基数红利下，收入和利润端均有望恢复增长。少数股权收回落地，对 25 年利润一次性增厚。后续仍存在收并购催化及内部经营提效空间，我们持续看好公司顺利实现 3 年改革目标，实现再造一个新厨邦计划。

休闲食品：零食渠道红利行至过半，针对明年降速的担忧，我们认为应该更关注业绩确定性，一是建议关注具备多渠道、多产品的公司，单一渠道降速对其影响不大，且目前还在持续开拓新渠道过程中，来年具备更强的兑现能力。二是建议关注竞争加剧背景下，有能力通过产品创新升级、内部降本增效、提升供应链效率等方式保持利润率相对稳定的公司。我们持续看好渠道和品类快速扩张的盐津铺子、劲仔食品，建议关注三只松鼠。

软饮料：本周两家港股包装水龙头涨幅靠前，我们认为更多是对淡季市场竞争趋缓、同时终端价盘修复的反馈。展望明年，我们认为在龙头对天然水修复的决心下，纯净水价格竞争可能不如预期激烈，无须过度担忧竞争对于价盘和利润的扰动。此外，即便市场竞争加剧，收入端增长较为乏力，但各家仍有不同的策略（比如产品结构优化、提升自产比例等方式）提升利润率。我们建议持续关注传统品类强者恒强及新兴品类扩容红利，具备渠道、品牌优势的企业有望受益。从业绩确定性视角看，我们推荐大单品稳健增长+第二曲线快速扩张的企业，东鹏饮料、农夫山泉。

二、行情回顾

本周（12.2-12.6）食品饮料（申万）指数收于 18214 点（+0.19%），沪深 300 指数收于 3973 点（+1.44%），上证综指收于 3404 点（+2.33%），深证综指收于 2065 点（+2.37%），创业板指收于 2267 点（+1.94%）。

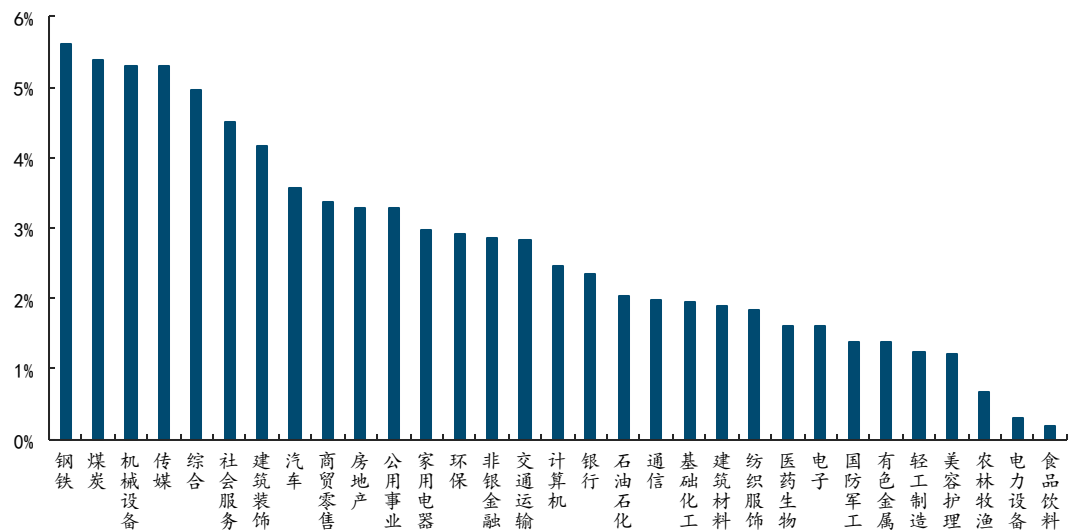
图表1：周度行情

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	18214	0.19%	-6.72%
沪深 300	3973	1.44%	15.80%
上证综指	3404	2.33%	14.43%
深证综指	2065	2.37%	12.34%
创业板指	2267	1.94%	19.86%

来源：I find，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钢铁（+5.61%）、煤炭（+5.39%）、机械设备（+5.31%）。

图表2：周度申万一行业涨跌幅

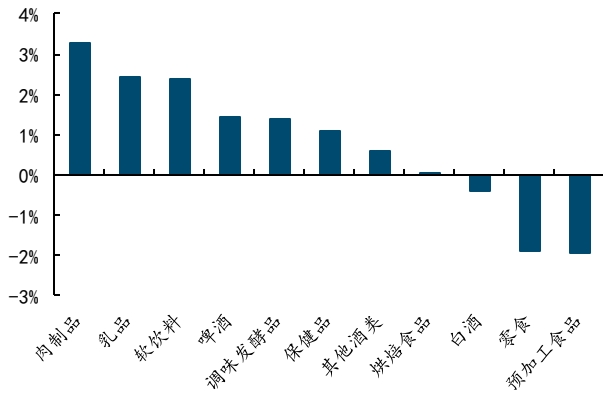


来源：I find，国金证券研究所

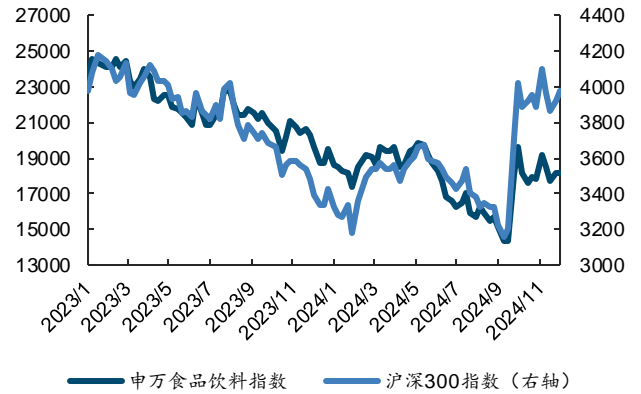
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为肉制品（+3.29%）、乳品（+2.45%）、软饮料（+2.40%）。



图表3: 周度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: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

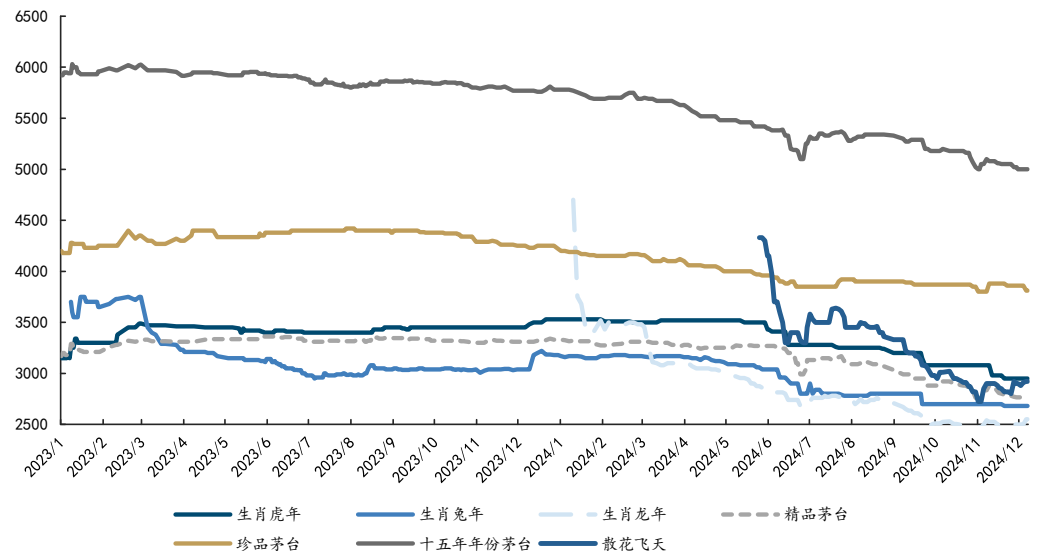
从个股表现来看, 周度涨跌幅居前的为: 一鸣食品(+61.08%)、佳隆股份(+13.01%)、海南椰岛(+11.75%)、泉阳泉(+10.89%)、味知香(+9.48%)等。涨跌幅靠后的为: 品渥食品(-10.76%)、有友食品(-9.46%)、佳禾食品(-8.93%)、好想你(-8.70%)、欢乐家(-7.77%)等。

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 (%)
一鸣食品	61.08	品渥食品	-10.76
佳隆股份	13.01	有友食品	-9.46
海南椰岛	11.75	佳禾食品	-8.93
泉阳泉	10.89	好想你	-8.70
味知香	9.48	欢乐家	-7.77
桂发祥	7.87	惠发食品	-5.77
维维股份	7.07	舍得酒业	-5.16
今世缘	5.60	金徽酒	-4.58
重庆啤酒	5.03	黑芝麻	-4.09
龙大美食	5.02	甘源食品	-4.03

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅)

图表6: 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 12 月 7 日)



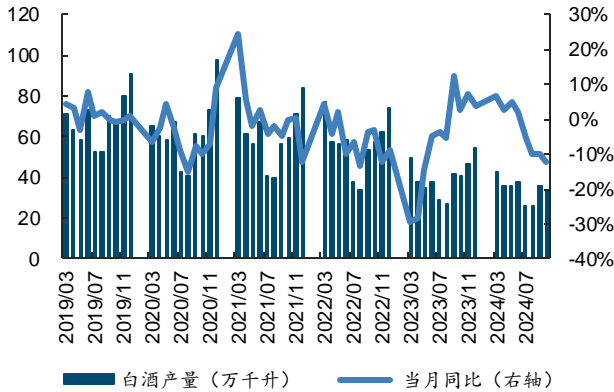
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

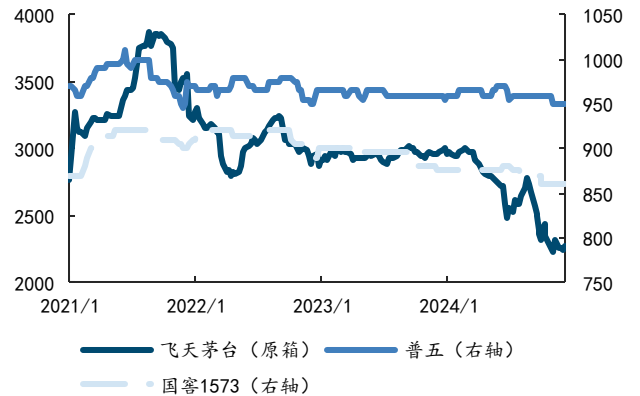
2024年10月，全国白酒产量34.00万千升，同比-12.10%。

据今日酒价，12月7日，飞天茅台整箱批价2270元（环周+35元），散瓶批价2200元（环周+10元），普五批价950元（环周持平），高度国窖1573批价860元（环周持平）。

图表7：白酒月度产量（万千升）及同比（%）



图表8：高端酒批价走势（元/瓶）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至24年10月）

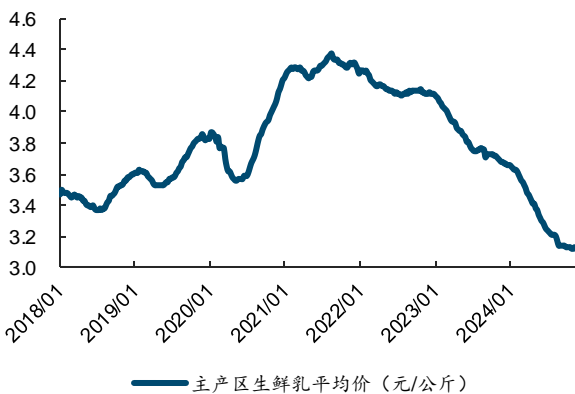
来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至24年12月7日）

■ 乳制品板块

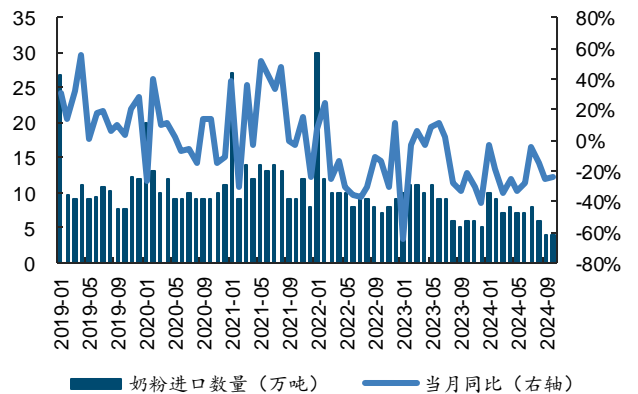
2024年11月29日，我国生鲜乳主产区平均价为3.12元/公斤，同比-15.2%，环比-0.3%。

2024年1~10月，我国累计进口奶粉70.0万吨，累计同比-21.2%；累计进口金额为52.0亿美元，累计同比-17.2%。其中，单10月进口奶粉4.0万吨，同比-24.3%；进口金额4.73亿元，同比-7.80%。

图表9：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



图表10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至24年11月29日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至24年10月）

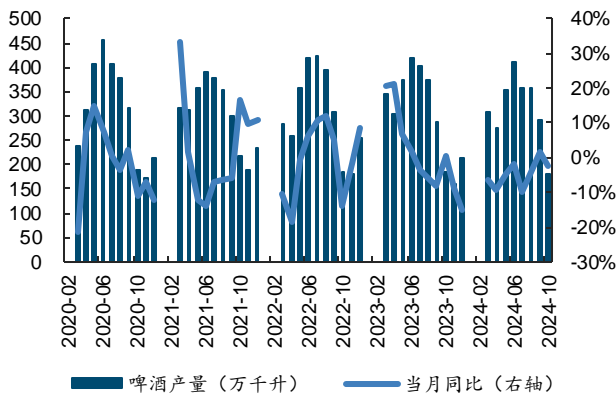
■ 啤酒板块

2024年10月，我国啤酒产量为180.70万千升，同比-2.30%。

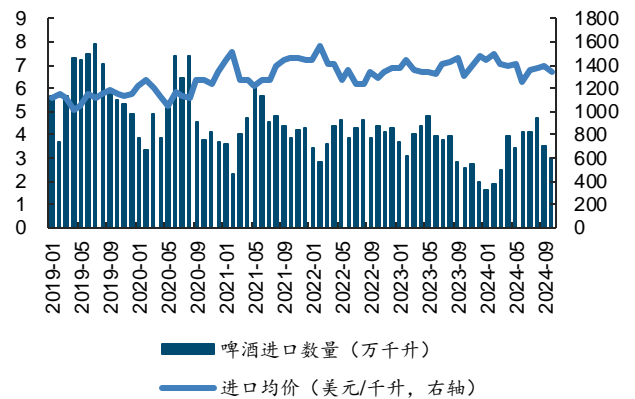
2024年1~10月，我国累计进口啤酒数量为32.87万千升，同比-11.3%；进口金额4.53亿美元，同比-11.3%。其中，单10月进口数量3.00万千升，同比+16.6%；进口金额0.40亿美元，同比+19.1%。



图表11: 啤酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表12: 啤酒进口数量(万千升)与均价(美元/千升)



来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年10月)

来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年10月)

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

OIV 预测 2024 年全球葡萄酒产量估计在 227 亿升至 235 亿升之间。与 2023 年相比, 产量下降 2%; 与十年平均水平相比, 下降 13%。这使得 2024 年葡萄酒产量可能是自 1961 年(220 亿升)以来最低。(糖酒快讯)

12 月 3 日, 贵州茅台酱香酒营销有限公司发布《关于招募京东、天猫平台茅台酱香酒旗舰店运营商的公告》, 公告显示, 为更好地做好茅台酱香系列酒的线上营销工作, 现决定面向社会公开招募茅台酱香酒京东、天猫旗舰店运营商。据悉, 茅台酱香酒公司计划为旗舰店提供 11 款自营产品, 2025 年单个店铺合同计划金额为 1 亿元。同时, 2025 年, 公司根据运营商的打款金额的 10% 给予费用支持旗舰店的运营以及促销推广。(酒说)

12 月 4 日, 古蔺招商官微发布多个涉酒项目。其中古蔺县茅溪天龙湾(田湾)酱酒项目位于茅溪镇天富村, 占地面积约 1600 亩, 酿造制曲区 1200 亩、储酒和配套区共 400 亩, 总投资约 120 亿元。建成后年产酱酒 3 万吨、制曲 7 万吨、储酒 15 万吨。项目达产后, 预计将实现年销售收入 100 亿元, 年利润 30 亿元。(酒说)

中共贵州省委、贵州省人民政府发布关于全面推进美丽贵州建设的实施意见。其中, 在加快培育壮大绿色产业方面提到, 到 2027 年, 形成资源精深加工、新能源电池材料、现代能源 3 个 5000 亿元级产业集群, 酱香白酒、大数据电子信息、先进装备制造 3 个 3000 亿元级产业集群。(酒说)

2024 年前三季度, 湖北白酒(含露酒)产量达到 19.6878 万千升, 同比增长两个百分点; 销售收入 174.6968 亿元, 同比增长 5 个百分点; 利润总额 37.4402 亿元, 同比增长 4 个百分点。(酒说)

百威拟从 11 月 18 日起百威对旗下多款产品的供应价格进行调整, 涉及价格调整的品牌包括百威、科罗娜、福佳等部分规格产品, 每箱上调从 3 元-7 元不等。具体来看, 本次调价涉及了百威多个基本款产品, 其中福佳白 275 小瓶、科罗娜 275 小瓶上调 7 元/箱; 百威 275 小瓶、百威 236 小瓶、百威纯生 330 小瓶、百威 330 听、百威纯生 330 听上调 3 元/箱。(微酒)

11 月全国白酒环比价格总指数为 99.62, 下跌 0.38%。其中, 名酒环比价格指数为 99.40, 下跌 0.60%; 地方酒环比价格指数为 99.78, 下跌 0.22%; 基酒环比价格指数为 100.00, 保持稳定。(微酒)

■ 近期上市公司重要事项

图表13: 近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
12月9日	熊猫乳品	2024年第四次临时股东大会
12月10日	天润乳业	2024年第三次临时股东大会
12月10日	莲花控股	2024年第六次临时股东大会



日期	公司	事项
12月11日	万辰集团	2024年第七次临时股东大会
12月13日	黑芝麻	2024年第四次临时股东大会
12月16日	兰州黄河	2024年第一次临时股东大会
12月16日	万辰集团	2024年第八次临时股东大会
12月17日	三只松鼠	2024年第二次临时股东大会
12月17日	得利斯	2024年第二次临时股东大会
12月18日	皇台酒业	2024年第二次临时股东大会
12月18日	香飘飘	2024年第一次临时股东大会
12月18日	恒顺醋业	2024年第三次临时股东大会
12月19日	阳光乳业	2024年第一次临时股东大会
12月20日	安井食品	2024年第四次临时股东大会
12月23日	西部牧业	2024年第四次临时股东大会
12月24日	西麦食品	2024年第一次临时股东大会
12月31日	五粮液	2024年第一次临时股东大会

来源：Ifind，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。

任何形式的复制、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