



# 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） liuchengqian@gjzq.com.cn  
 分析师：叶韬（执业 S1130524040003） yetao@gjzq.com.cn

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

## 如何看待零食三季度业绩？

### 投资建议

本周洽洽、劲仔、万辰等公司披露三季报，从现已披露的业绩情况来看具备以下三个特征：

- 1) **产业链上下游业绩居于分化态势**。下游渠道地位日渐巩固，规模化带来的议价能力持续强化。反馈在报表端，万辰集团毛利率/净利率持续提升，单 Q3 分别为 12.14%/2.74%，同比+1.82%/1.88%。而洽洽、劲仔等公司受渠道变化、成本上涨影响，毛利率边际下行，25Q3 分别同比-8.59%/-1.14%。
- 2) **新渠道红利逐步见顶，传统大单品增长乏力，收入端普遍降速**。我们认为一方面是新渠道红利渐进尾声，如零食量贩门店增速、抖音等新媒体流量扩张速度放缓，愈发接近天花板。另一方面，休闲零食品类高度分散，如魔芋等现象级爆品难以预判，新的增长支点依旧模糊。
- 3) **市场低价竞争加剧，倒逼企业供应链升级、优化产品和渠道结构**。如盐津铺子较早地布局了多个重点产品原材料基地，且今年以来多数企业主动控制 ROI 较低的新媒体渠道占比，优化产品结构向高毛利的大单品倾斜，一定程度上缓和了净利率压力。

**投资建议：**当前多数零食对应 26 年 PE 位于 20x 以内，部分企业从股息率视角来看亦具备较强的配置价值，如洽洽食品（预计 26 年分红 70%+，股息率 4.6%）。中长期来看，我们认为具备品类研发能力、渠道挖潜能力、及上游成本控制能力的企业仍值得重点关注，当前聚焦新品储备、渠道拓展、供应链挖潜打下坚实基础，孕育下一轮成长机会，推荐盐津铺子、卫龙美味。

**白酒：**建议重视板块左侧配置契机，虽板块估值整体较 6 月下旬底部有所修复，但主要受益于流动性改善，而非基于基本面改善的配置比重修复，且近期板块情绪再有回落。考虑到此轮周期的动销底逐步探明，表现业绩压力正加速释放，海外降息预期提升、旺季动销反馈环比持续改善、当下正值自上而下政策窗口期，我们看好白酒板块的配置价值。配置方向建议：1) 品牌力突出、护城河深厚的高端酒（贵州茅台、五粮液），渠道势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2) 顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、泸州老窖），有新产品、新渠道、新范式催化的弹性酒企（如珍酒李渡、舍得酒业、酒鬼酒等）。

**啤酒：**啤酒的需求场景偏大众化、目前餐饮等现饮需求仍在稳步修复中，啤酒酒企也在加码非即饮渠道布局、发展软饮等多元化发展。考虑到啤酒酒企不错的业绩置信度与股息水平，建议持续关注。

**黄酒：**行业前期有提价催化，头部品牌的趋同性提价也意味着酒企拉力有望形成合力、竞争格局趋缓，当前逐步临近旺季、边际催化仍可期；中期产业趋势变化、以及新品年轻化培育等值得关注。

**软饮料：**旺季逐步收尾，终端动销放缓，行业整体略有承压。9 月社零限额以上饮料类单月同比-0.8%，1-9 月累计同比+0.1%，受气温转凉及华南雨水天气影响，板块增速放缓。持续推荐具备平台化潜力的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份新品动销表现。

**调味品：**下游餐饮需求平淡、居民端需求平稳，龙头挤压式增长，景气度底部企稳。9 月社零餐饮同比+0.9%，1-9 月累计同比+3.3%，受 B 端拖累影响，板块需求仍表现疲软。考虑到行业 beta 偏弱，推荐需求相对稳健，且有能力持续提升份额的海天味业、安琪酵母，建议关注旺季需求改善&估值处于低位的颐海国际。

### 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、周专题：如何看待零食三季度业绩？	3
二、行情回顾	6
三、食品饮料行业数据更新	8
四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总	9
五、风险提示	10

## 图表目录

图表 1： 24Q1-25Q3 分季度万辰集团毛利率/净利率变化	3
图表 2： 24Q1-25Q3 分季度劲仔、洽洽毛利率变化	3
图表 3： 葵花籽成本处于高位	3
图表 4： 洽洽成本结构拆分	3
图表 5： 25H1 零食企业重点公司收入降速（单位：亿元）	4
图表 6： 零食核心大单品 25H1 持续降速（单位：亿元）	4
图表 7： 零食重点企业盈利预测	5
图表 8： 周度行情	6
图表 9： 周度申万一级行业涨跌幅	6
图表 10： 周度食品饮料子板块涨跌幅	7
图表 11： 申万食品饮料指数行情	7
图表 12： 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10	7
图表 13： 非标茅台批价走势（元/瓶）	7
图表 14： 白酒月度产量（万千升）及同比（%）	8
图表 15： 高端酒批价走势（元/瓶）	8
图表 16： 国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）	8
图表 17： 中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）	8
图表 18： 啤酒月度产量（万千升）及同比（%）	9
图表 19： 啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）	9
图表 20： 近期上市公司重要事项	9

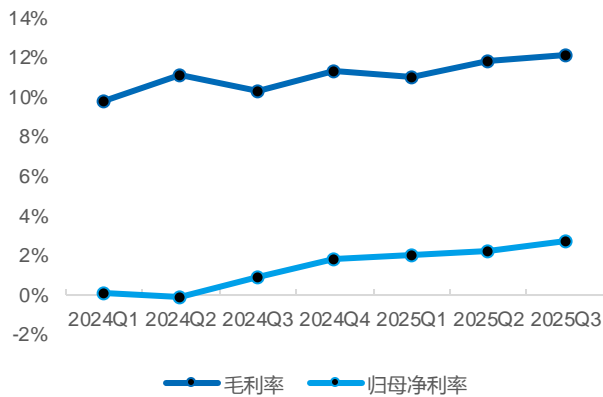


## 一、周专题：如何看待零食三季度业绩？

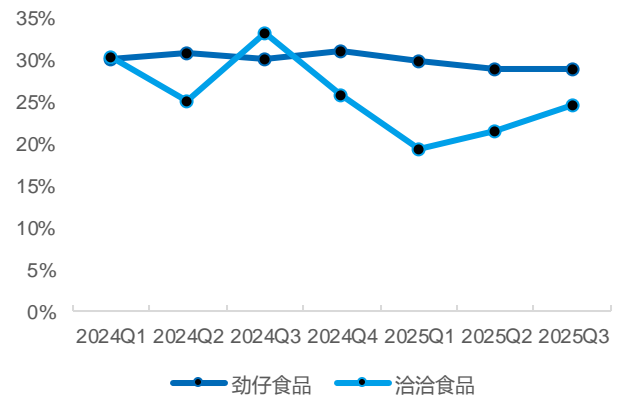
本周洽洽、劲仔、万辰等公司披露三季度报，从现已披露的业绩情况来看具备以下三个特征：

1) **产业链上下游业绩居于分化态势**。下游渠道地位日渐巩固，规模化带来的议价能力持续强化。反馈在报表端，万辰集团毛利率/净利率持续提升，单 Q3 分别为 12.14%/2.74%，同比+1.82%/1.88%。而洽洽、劲仔等公司受渠道变化、成本上涨影响，毛利率边际下行，25Q3 分别同比-8.59%/-1.14%。年初以来洽洽和劲仔均受原材料葵花籽、小鱼干等成本上涨影响，且对于洽洽来说成本因素占比较大。另外，由于两家和零食量贩渠道的合作程度持续加深，月销环比进一步爬坡，导致毛利率结构性下降。为了提升终端价格竞争力，面向零食量贩渠道的出厂价往往低于传统商超、流通、便利店等渠道，因此毛利率随着零食量贩渠道占比提升而下降。

图表1：24Q1-25Q3 分季度万辰集团毛利率/净利率变化



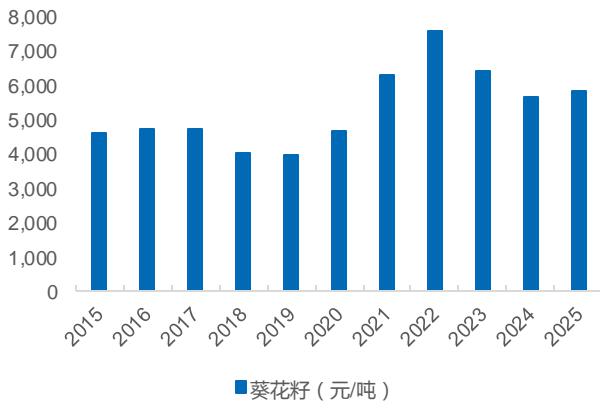
图表2：24Q1-25Q3 分季度劲仔、洽洽毛利率变化



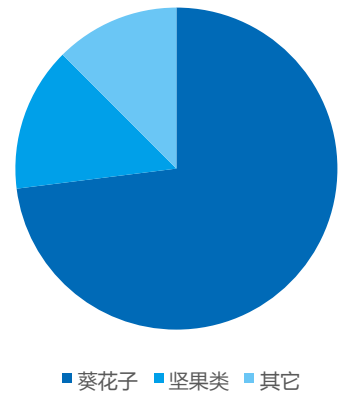
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：葵花籽成本处于高位



图表4：洽洽成本结构拆分



来源：ifind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2) **新渠道红利逐步见顶，传统大单品增长乏力，收入端普遍降速**。上游生产型企业从 22-24 年收入端高速增长（如盐津、劲仔、甘源、洽洽 CAGR 分别为 35%/28%/25%/2%），下降至今年以来的低个位数增速。

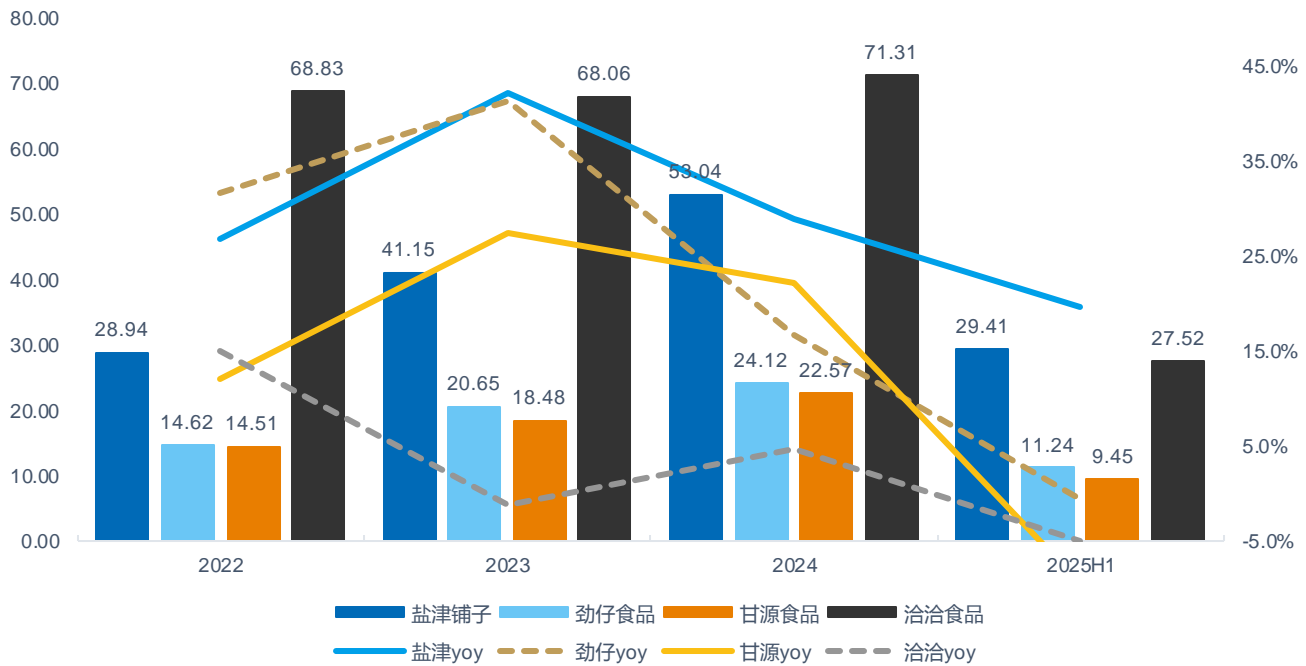
我们认为一方面是新渠道红利渐进尾声，如零食量贩门店增速、抖音等新媒体流量扩张速度放缓，愈发接近天花板。传统渠道面临各式各样的新渠道冲击，经销商多处于转型或者转换赛道阶段，传统渠道被分流特征明显。

另一方面，休闲零食品类高度分散，如魔芋等现象级爆品难以预判，新的增长支点依旧模糊。现有大单品多数已过成长期，各企业需要打造第二曲线以谋求更为稳健长久的增长。但从新品研发角度，类似魔芋爆品的发展轨迹难以再次被复刻，虽然年初以来各家持续强化创新能力、加快上新速度，但爆品的出现更重要在于品类本身的特征，如魔芋原材料易得、味道附着性好、形态可塑性强，以及具备健康、高膳食纤维等属性。



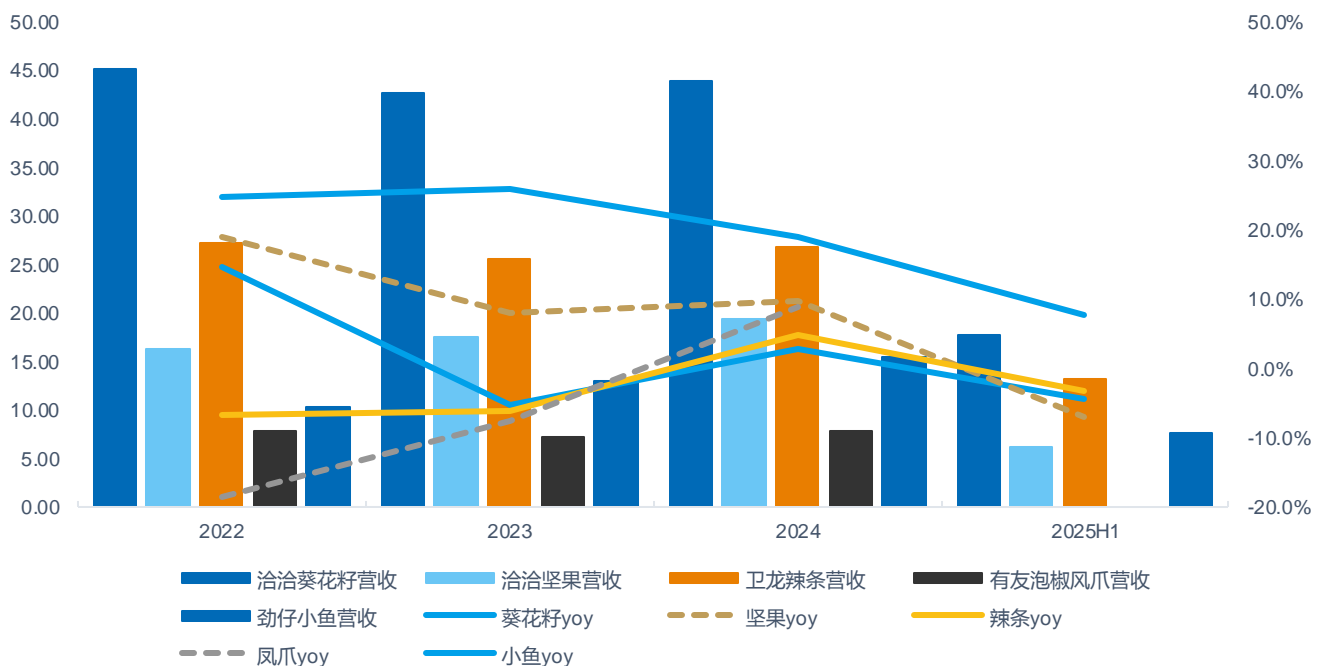
3) 市场低价竞争加剧，倒逼企业供应链升级、优化产品和渠道结构。伴随着过去几年新渠道不断涌现，部分白牌、代工品牌亦借此机会谋求发展空间，对于品牌商而言低价竞争压力加剧，但短期的成本压力又难以通过提价转移，因此对于洽洽、劲仔等坚守品质及品牌、研发投入的企业压力更大。但我们也观察到，下游的低价竞争也倒逼企业向上游供应链升级优化，如盐津铺子较早地布局了多个重点产品原材料基地，对于薯片、鹌鹑蛋、魔芋、果干等成本具备掌控力，同时内部智能化制造也大幅提升了生产效率。同时企业内部主动优化经营质量，体现在优化渠道结构方面，如今年以来多数企业主动控制 ROI 较低的新媒体渠道占比，优化产品结构向高毛利的大单品倾斜，一定程度上缓和了净利率压力。

图表5: 25H1 零食企业重点公司收入降速 (单位: 亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 零食核心大单品 25H1 持续降速 (单位: 亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 有友 25H1 泡椒风爪数据缺失)



展望后续，行业依旧面临降速客观现状，行业竞争依旧激烈、下游渠道扩张速度放缓、成本端改善尚需观察。伴随着业绩预期下修，估值亦同步调整，当前多数零食对应 26 年 PE 位于 20x 以内，部分企业从股息率视角来看亦具备较强的配置价值，如洽洽食品（预计 26 年分红 70%+，股息率 4.6%）。中长期来看，我们认为具备品类研发能力、渠道挖潜能力、及上游成本控制能力的企业仍值得重点关注，当前聚焦新品储备、渠道拓展、供应链挖潜打下坚实基础，孕育下一轮成长机会，推荐盐津铺子、卫龙美味。

图表7：零食重点企业盈利预测

公司	营业收入 (亿元)			营业收入增长率		归母净利润 (亿元)			归母净利润增长率		PE	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
洽洽食品	71.3	71	78	0%	10%	8.5	5.0	7.9	-41%	58%	22	14
盐津铺子	53.0	63	76	18%	21%	6.4	8.0	9.9	25%	24%	23	19
劲仔食品	24.1	26	29	6%	11%	2.9	2.4	2.9	-16%	19%	22	18
甘源食品	22.6	23	26	0%	16%	3.8	2.7	3.7	-28%	35%	19	14
三只松鼠	106.2	123	145	16%	18%	4.1	2.9	4.6	-29%	58%	32	20
万辰集团	323.3	530	656	64%	24%	2.9	12.4	17.5	322%	41%	31	22
卫龙	62.7	76	91	21%	20%	10.7	14.5	17.4	36%	20%	17	15

来源：ifind，国金证券研究所（注：股价截至 10 月 24 日，三只松鼠为 ifind 一致预期）

其余子板块观点：

● 酒类板块

临近三季报披露，目前市场已基本定价 Q3 行业加速出清的趋势，这也意味着社会库存将步入“被动去库”阶段，因此节后主流白酒单品价盘表现相对趋稳，流通市场参与方的价格预期正逐步夯实。考虑双十一窗口期临近，预计线上低价补贴仍会对线下流通价盘产生扰动，但我们预计主流白酒单品批价再下行空间有限。我们维持白酒行业景气度“下行趋缓”，白酒行业动销最为承压的时刻已经过去。伴随“反内卷”持续推进&各地促消费政策持续落地，预计中期维度企业端&居民端消费情绪也将持续改善，届时白酒行业景气度有望企稳回升。

整体而言，我们建议重视白酒板块的左侧配置契机，虽白酒板块估值整体较 6 月下旬底部有所修复，但主要受益于流动性改善，而非基于基本面改善的配置比重修复，且近期板块情绪再有回落。考虑到此轮周期的动销底逐步探明，表现业绩压力正加速释放，海外降息预期提升、旺季动销反馈环比持续改善、当下正值自上而下政策窗口期，我们看好白酒板块的配置价值。

配置方向建议：1) 品牌力突出、护城河深厚的高端酒（贵州茅台、五粮液），渠道势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2) 顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、泸州老窖），有新产品、新渠道、新范式催化的弹性酒企（如珍酒李渡、舍得酒业、酒鬼酒等）。

此外，亦建议关注啤酒&黄酒赛道的配置契机：

1) 我们维持啤酒行业景气度底部企稳的判断，啤酒的需求场景偏大众化、目前餐饮等现饮需求仍在稳步修复中，啤酒酒企也在加码非即饮渠道布局、发展软饮等多元化发展。考虑到啤酒酒企不错的业绩置信度与股息水平，建议持续关注，餐饮端景气度改善有望抬升板块整体估值水平。

2) 黄酒行业前期有提价催化，头部品牌的趋同性提价也意味着酒企拉力有望形成合力、竞争格局趋缓，临近旺季、边际催化仍可期。目前行业大单品化趋势逐步成型、高端化培育也已经成为头部品牌的品牌力塑造共识，黄酒头部酒企普遍加大对于营销能力的关注，对黄酒品类进行市场化推广，中期产业趋势变化，以及新品年轻化培育等值得关注。

● 大众品

软饮料：旺季逐步收尾，终端动销放缓，行业整体略有承压。9 月社零限额以上饮料类单月同比-0.8%，1-9 月累计同比+0.1%，受气温转凉及华南雨水天气影响，板块增速放缓。本周东鹏公布三季报业绩，单 Q3 补水啦持续超预期，但特饮增速放缓至 15%左右，我们认为亦受到大本营市场雨水天气影响，行业层面考虑到人均饮用量、饮用习惯持续增长仍具备较强β，公司内部考虑到渠道效率领先、品牌培育效果逐步体现，无需过度担忧其成长空间。持续推荐具备平台化潜力的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份新品动销表



现。

**调味品：**下游餐饮需求平淡、居民端需求平稳，龙头挤压式增长，景气度底部企稳。9月社零餐饮同比+0.9%，1-9月累计同比+3.3%，受B端拖累影响，板块需求仍表现疲软。基于必选消费米面粮油类目来看，9月限额以上粮油、食品类单月同比+6.3%，累计同比+10.4%，随着基数抬升，增速有所回落。考虑到行业beta偏弱，推荐需求相对稳健，且有能力持续提升份额的海天味业、安琪酵母，建议关注旺季需求改善&估值处于低位的颐海国际。

## 二、行情回顾

本周（10.20~10.24）食品饮料（申万）指数收于17006点（-0.95%），沪深300指数收于4661点（+3.24%），上证综指收于3950点（+2.88%），深证综指收于2491点（+3.94%），创业板指收于3172点（+8.05%）。

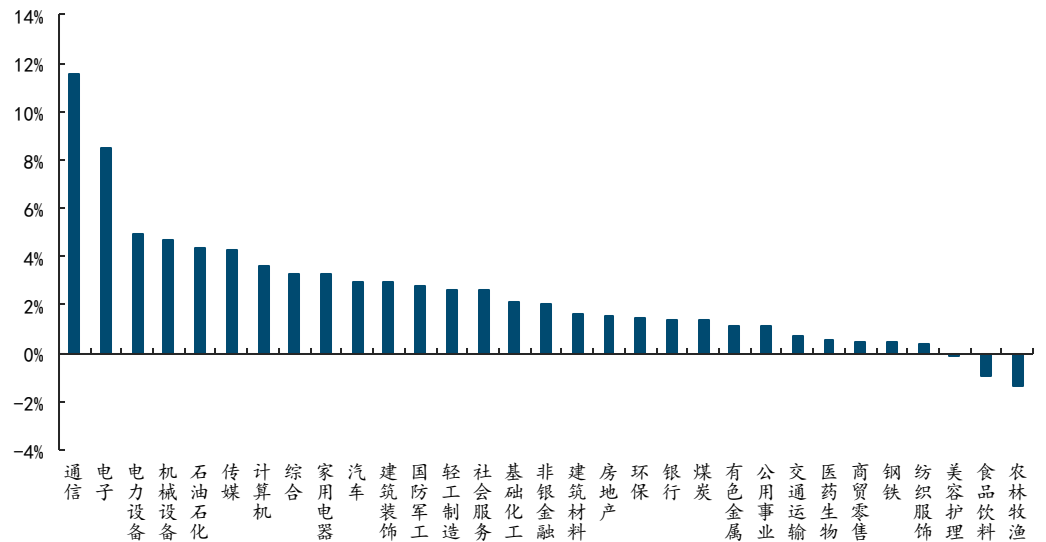
图表8：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25年至今涨跌幅
食品饮料	17006	-0.95%	-5.30%
沪深300	4661	3.24%	18.44%
上证指数	3950	2.88%	17.86%
深证综指	2491	3.94%	27.28%
创业板指	3172	8.05%	48.09%

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为通信（+11.55%）、电子（+8.49%）、电力设备（+4.90%）。

图表9：周度申万一级行业涨跌幅

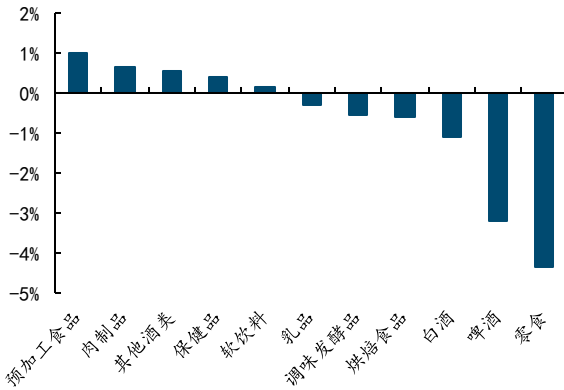


来源：Ifind，国金证券研究所

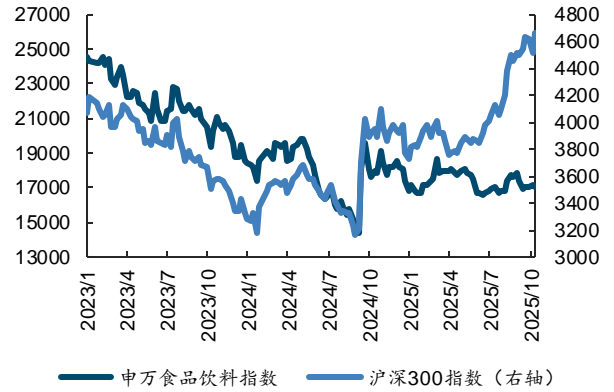
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为预加工食品（+1.01%）、肉制品（+0.65%）、其他酒类（+0.54%）。



图表10: 周度食品饮料子板块涨跌幅



图表11: 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

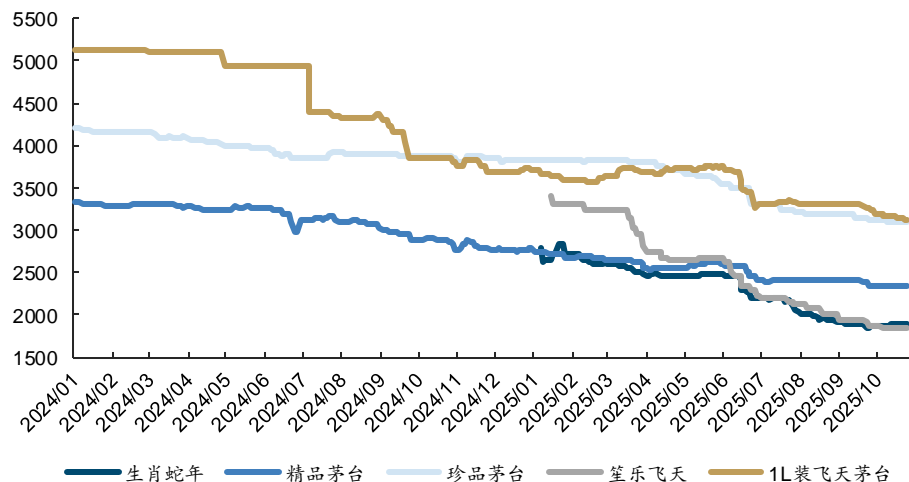
从个股表现来看, 周度涨跌幅居前的为: \*ST 椰岛 (+9.05%)、西王食品 (+6.89%)、\*ST 春天 (+6.85%)、西麦食品 (+6.76%)、\*ST 兰黄 (+6.42%) 等。涨跌幅靠后的为: 万辰集团 (-11.26%)、会稽山 (-8.16%)、立高食品 (-8.10%)、盐津铺子 (-7.97%)、燕京啤酒 (-7.57%) 等。

图表12: 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 (%)
*ST 椰岛	9.05	万辰集团	-11.26
西王食品	6.89	会稽山	-8.16
*ST 春天	6.85	立高食品	-8.10
西麦食品	6.76	盐津铺子	-7.97
*ST 兰黄	6.42	燕京啤酒	-7.57
海欣食品	6.16	珠江啤酒	-6.61
佳禾食品	5.93	新乳业	-6.49
香飘飘	5.47	山西汾酒	-5.88
莫高股份	5.34	金达威	-5.28
日辰股份	5.16	妙可蓝多	-5.11

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13: 非标茅台批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 25 年 10 月 25 日)



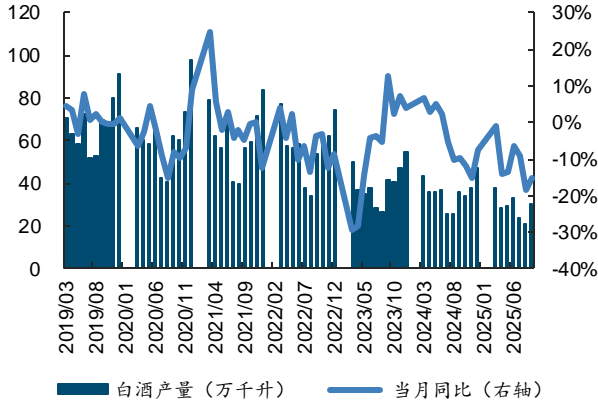
### 三、食品饮料行业数据更新

#### ■ 白酒板块

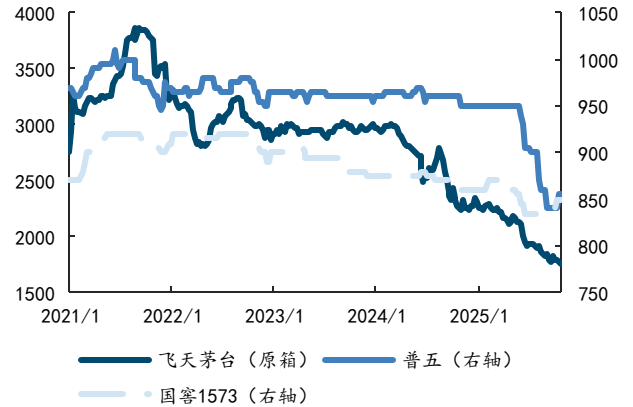
2025年9月，全国白酒产量30.6万千升，同比-15.0%。

据今日酒价，10月25日，飞天茅台整箱批价1760元（环周-20元），散瓶批价1730元（环周-20元），普五批价855元（环周持平），高度国窖1573批价850元（环周持平）。

图表14：白酒月度产量（万千升）及同比（%）



图表15：高端酒批价走势（元/瓶）



来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至25年9月）

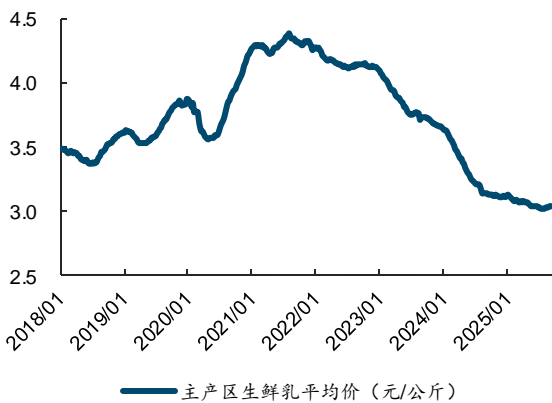
来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至25年10月25日）

#### ■ 乳制品板块

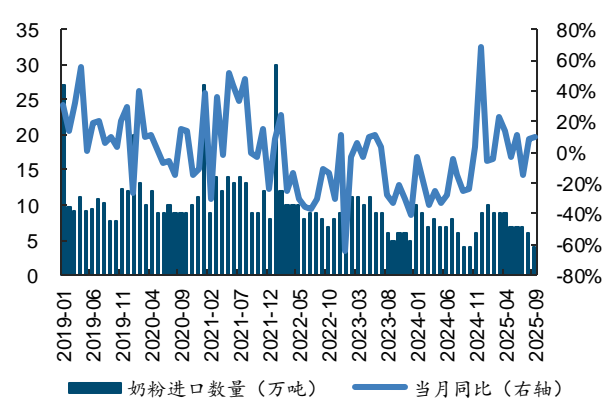
2025年10月17日，我国生鲜乳主产区平均价为3.04元/公斤，同比-2.90%，环比持平。

2025年1~9月，我国累计进口奶粉67.0万吨，累计同比+2.7%；累计进口金额为54.69亿美元，累计同比+15.6%。其中，单9月进口奶粉4.0万吨，同比+10.0%；进口金额5.10亿元，同比+14.5%。

图表16：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



图表17：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至25年10月17日）

来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至25年9月）

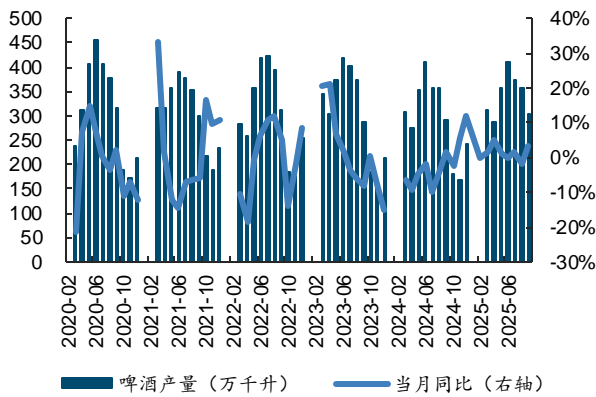
#### ■ 啤酒板块

2025年9月，我国啤酒产量为303.7万千升，同比+3.1%。

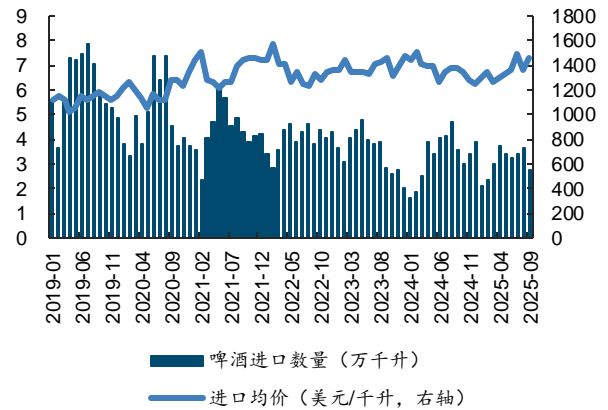
2025年1~9月，我国累计进口啤酒数量为27.69万千升，同比-7.3%；进口金额3.77亿美元，同比-8.5%。其中，单7月进口数量2.76万千升，同比-22.2%；进口金额0.40亿美元，同比-18.2%。



图表18: 啤酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表19: 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 25 年 9 月)

来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至 25 年 9 月)

## 四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

### ■ 公司及行业要闻

10月20日, 国家统计局发布统计数据: 社会消费品零售总额1-9月同比增长4.5%, 其中9月同比增长3%。餐饮收入1-9月同比增长3.3%, 9月份同比增长0.9%。烟酒类零售总额1-9月为4808亿元, 同比增长4.0%; 其中9月为615亿元, 同比增长1.6%。(酒业家)

海关总署最新数据显示, 1-9月我国葡萄酒累计进口量约1.66亿升, 同比下降22.58%; 累计进口额约11.05亿美元(约合人民币78.72亿元), 同比下降4.49%; 整体均价约6.67美元/升, 同比上涨23.37%。其中, 9月进口总量约1466.12万升, 同比下降41.17%; 进口额约9872.91万美元(约合人民币7.03亿元), 同比下降18.23%; 进口均价约6.73美元/升, 同比上涨39%。(酒业家)

10月25日, 据新华财经消息, 贵州省能源局原党组书记、局长陈华出任茅台集团董事长。(酒业家)

10月25日珍酒李渡集团官方消息, 2025年下沙季, 贵州珍酒投产4.4万吨。近年来, 珍酒累计投入超120亿元增产扩能, 产能2020年突破万吨, 2024年产能4.4万吨, 截至目前优质基酒储存达12万吨, 规模稳居贵州酒企前三。(酒业家)

2025年前三季度, 喜力啤酒公司实现收入256.36亿欧元, 同比下降4.7%; 实现净收入215.07亿欧元, 同比下降3.9%(有机增长1.3%)。销量方面, 前三季度累计销量1754万千升, 同比下降2.61%, 有机增长为-2.3%。其中, 集团核心品牌“喜力”表现优于整体, 前三季度销量457万千升, 同比增长2.70%(有机增长2.7%)。(酒业家)

### ■ 近期上市公司重要事项

图表20: 近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
10月27日	得利斯	2025年第二次临时股东大会
10月27日	麦趣尔	2025年第三次临时股东大会
10月27日	*ST兰黄	2025年第五次临时股东大会
10月28日	天润乳业	2025年第二次临时股东大会
10月29日	三只松鼠	2025年第一次临时股东大会
10月29日	均瑶健康	2025年第三次临时股东大会
10月30日	威龙股份	2025年第三次临时股东大会
11月3日	万辰集团	2025年第四次临时股东大会
11月5日	燕京啤酒	2025年第一次临时股东大会
11月6日	煌上煌	2025年第三次临时股东大会



日期	公司	事项
11月6日	万辰集团	2025年第五次临时股东大会
11月7日	仲景食品	2025年第二次临时股东大会
11月10日	金达威	2025年第三次临时股东大会
11月10日	朱老六	2025年第二次临时股东大会
11月11日	珠江啤酒	2025年第二次临时股东大会
11月11日	西王食品	2025年第二次临时股东大会
11月11日	中炬高新	2025年第四次临时股东大会
11月12日	元祖股份	2025年第二次临时股东大会

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