



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） chen_yujun@gjzq.com.cn

春糖平稳收官，持续关注业绩窗口期稳健型配置

投资建议

白酒：本周春糖召开，总体来看：1）行业层面，3月动销由旺转淡，淡季动销环比回落速率较往年没有明显差异，渠道层面对26年全年动销预期较此前保持一致、即节奏前低后高，26年全年拉平动销或同比持平/微降。价盘层面，渠道预期仍预计淡季或有行业价盘再回落风险；考虑到流通市场持续去库存，即使回落、幅度亦有限。2）酒企层面，落实去库存、控量稳价，以及布局低度化等行业新趋势成为短期主要打法。考虑春节动销同比仍有缺口，且酒企仍处“去库存”阶段，我们预计25Q4+26Q1上市酒企表现整体延续25Q3相似的出清斜率，26H2低基数下或步入表现企稳阶段。

我们看好当前白酒板块配置价值、低预期下胜率可观，尤其是在市场风偏受外部风险事件影响有所波动的窗口期。预期先行、节后即使淡季亦具备自上而下催化，从复盘来看PPI、M1等对白酒需求侧具备前瞻信号意义。伴随“反内卷”政策持续落地、企业ROE有望改善，并传导至企业端招待等支出提升、居民收入预期改善，行业拐点将逐步临近。

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、发展软饮等多元化业务。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：行业大单品化趋势逐步成型、高端化培育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。

休闲零食：春季推新速度加快，零食量贩加速扩张，板块延续高景气。对于上游生产品牌商而言，年货节仍为Q1奠定较为扎实的基本盘，且近期下游渠道开店加速、上新品类频繁，预计3月延续较好的增长态势。对于下游渠道商而言，26Q1受益于春节错期和返乡潮，零食量贩单店收入增长较为显著，同时26年仍具备新店型开拓、门店数高速扩张的驱动力。当前持续推荐基本面强硬的万辰集团、盐津铺子、卫龙美味，成长标的有望在市场情绪回暖后修复估值。

软饮料：渐入旺季需求略有改善，但核心包材成本预期上涨，板块整体略有承压。1+2月社零限额以上饮料类累计同比+6.0%，增速环比改善，我们认为主要系年货节错位，渠道备货多集中在节前，同时春节期间礼盒装产品销售表现亮眼。当前地缘冲突导致的包材价格上涨备受关注，但中长期综合考虑企业平台化能力和大单品规模化优势，及短期锁价时点和囤货周期，我们认为东鹏、农夫均为短期情绪影响错杀标的，持续看好龙头供应链管理、渠道精耕、产品创新能力，回调重点推荐。

调味品：尽管3月下游需求转淡，但当前或具备涨价预期，行业景气度底部企稳。本周行业龙头公布25年业绩，分红和利润率表现均超预期，带动板块情绪上涨。且此前1+2月社零餐饮累计同比+4.8%，环比呈现较为明显的改善（12月同比+2.2%），为近半年来增速最快阶段，市场开始关注餐饮链复苏逻辑。结合当前原材料价格上涨担忧，调味品板块作为刚需、高频消费板块最易顺价传导，尤其龙头海天、酵母等企业历史上多次验证平稳度过成本周期。当前我们持续推荐竞争格局清晰、具备提价能力的海天味业、安琪酵母，及兼具高分红和基本面改善属性的千禾味业、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：春糖平稳收官，持续关注业绩窗口期稳健型配置	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.....	8
风险提示.....	9

图表目录

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



一、周专题：春糖平稳收官，持续关注业绩窗口期稳健型配置

● 酒类板块

本周春糖召开，总体来看：

1) 行业层面，3月动销由旺转淡，淡季动销环比回落速率较往年没有明显差异，渠道层面对26年全年动销预期较此前保持一致、即节奏前低后高，26年全年拉平动销或同比持平/微降。价盘层面，渠道预期仍预计淡季或有行业价盘再回落风险；考虑到流通市场持续去库存，即使回落、幅度亦有限。

2) 酒企层面，落实去库存、控量稳价，以及布局低度化等行业新趋势成为短期主要打法。考虑春节动销同比仍有缺口，且酒企仍处“去库存”阶段，我们预计25Q4+26Q1上市酒企表现整体延续25Q3相似的出清斜率，26H2低基数下或步入表现企稳阶段。其中，我们预计两类酒企26Q1业绩已有望提前企稳：1) 出清较早、出清斜率较高的二线酒企；2) 具备强势α禀赋的酒企，如贵州茅台。

短期建议主要关注年报&一季报落地情况，对于多数酒企而言，若表现录得超预期斜率出清，将能明显提升市场对其后续量价表现的预期、构成短期催化。同时，建议持续关注头部单品淡季批价表现，对社会遗留库存出清的判断、动销底部企稳判断均需结合酒企核心单品价盘表现。

从景气度的角度出发，我们认为当前白酒行业仍处于“下行趋缓”阶段。节后白酒行业逐步步入低基数窗口，主要系去年二季度起白酒行业受消费场景受限影响，且春节C端消费已经呈现不错承接态势、类似于2014年；综上，我们预计行业有望逐步过渡至“底部企稳”阶段。

我们看好当前白酒板块配置价值、低预期下胜率可观，尤其是在市场风偏受外部风险事件影响有所波动的窗口期。预期先行、节后即使淡季亦具备自上而下催化，从复盘来看PPI、M1等对白酒需求侧具备前瞻信号意义。中期维度伴随“反内卷”政策持续落地、企业ROE有望改善，并传导至企业端招待等支出提升、居民收入预期改善，行业拐点将逐步临近。

配置方向建议：1) 着重推荐品牌力突出、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，内部细分赛道伴随消费端多元化趋势呈现结构景气态势。2026年行业量价预计延续2025年趋势、整体相对平稳。成本端，前期铝罐涨价已经落地、其余成本端会对铝材涨价有所对冲，叠加酒企年初锁价动作，预计酒企全年成本端压力可控。

中期维度，餐饮修复赋予行业量价潜在弹性，节后伴随基数走低、行业景气伴随餐饮恢复而改善置信度相对较高。考虑到啤酒行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的业绩置信度及股息水平，建议持续关注，潜在餐饮链催化亦赋予不错的赔率潜力。

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。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。

大单品

休闲零食：春季推新速度加快，零食量贩加速扩张，板块延续高景气。对于上游生产品牌商而言，年货节仍为Q1奠定较为扎实的基本盘，且近期下游渠道开店加速、上新品类频繁，预计3月延续较好的增长态势。对于下游渠道商而言，26Q1受益于春节错峰和返乡潮，零食量贩单店收入增长较为显著，同时26年仍具备新店型开拓、门店数高速扩张的驱动力。当前持续推荐基本面强硬的万辰集团、盐津铺子、卫龙美味，成长标的有望在市场情绪回暖后逐步修复估值。

本周卫龙美味发布25年业绩，其中25H2实现营收37.41亿元，同比增长12.4%；实现归母净利润6.92亿元，同比增长54.7%。分品类看，面制品仍有拖累，菜制品表现亮眼。25年面制品/蔬菜制品/豆制品实现收入25.5/45.1/1.6亿元，同比-4.3%/+33.7%/-28.2%。其中H2增速分别为-5.3%/+25.6%/-4.8%，面制品下滑主要系sku精简调整，但老品类仍表现稳健，预计26年低基数下企稳回升。成本压力缓解，H2毛利率明显改善。25年/25H2



公司毛利率分别为 48.0%/48.8%，同比-0.1/+2.1pct，H2 毛利率同比明显改善系魔芋成本压力缓解。看好魔芋品类红利+成本下行空间。产品端，公司聚焦资源投放经典口味辣条，有望修复市场份额。魔芋爽则凭借优秀的产品力实现终端铺货率、复购率快速提升。

软饮料：渐入旺季需求略有改善，但核心包材成本预期上涨，板块整体略有承压。1+2 月社零限额以上饮料类累计同比+6.0%，增速环比改善，我们认为主要系年货节错位，渠道备货多集中在节前，同时春节期间礼盒装产品销售表现亮眼。当前地缘冲突导致的包材价格上涨备受关注，但中长期综合考虑企业平台化能力和大单品规模化优势，及短期锁价时点和囤货周期，我们认为东鹏、农夫均为短期情绪影响错杀标的，持续看好龙头供应链管理、渠道精耕、产品创新能力，回调重点推荐。

本周农夫山泉发布 25 年业绩，其中，25H2 实现营收 269.31 亿元，同比增长 29.96%；实现归母净利润 82.46 亿元，同比增长 40.15%，业绩超预期。分品类看，包装水稳步修复，无糖茶维持高增。25 年公司包装水/茶饮料/功能性饮料/果汁/其他产品分别实现收入 187.1/216.0/57.6/51.8/13.1 亿元，同比+17%/+29%/+17%/+27%/+11%。其中 H2 分别同比+25%/+38%/+20%/+33%/+7%。茶饮 H2 高基数下仍有提速，主要系东方树叶口味上新及一元乐享拉动复购，同时 6 月首推“冰茶”旺季加大铺货。严控费用+成本低位，全年净利率持续改善。其中 H2 毛利率/净利率分别+3.4/+2.2pct，系产品结构升级+PET 包材成本处于低位。25H2 包装水/茶饮/功能饮料/果汁经营利润率同比+9.4/1.5/3.2/11.0pct。看好公司平台化能力及产品结构升级。短期来看，包装水市占率仍有修复空间，无糖茶预计受益于健康化趋势维持高增长。中长期持续看好公司凭借差异化的产品策略、精细化的渠道运营能力打造下一个百亿大单品。

调味品：尽管 3 月下游需求转淡，但当前或具备涨价预期，行业景气度底部企稳。本周行业龙头公布 25 年业绩，分红和利润率表现均超预期，带动板块情绪上涨。且此前 1+2 月社零餐饮累计同比+4.8%，环比呈现较为明显的改善（12 月同比+2.2%），为近半年来增速最快阶段，市场开始关注餐饮链复苏逻辑。结合当前原材料价格上涨担忧，调味品板块作为刚需、高频消费板块最易顺价传导，尤其龙头海天、酵母等企业历史上多次验证平稳度过成本周期。当前我们持续推荐竞争格局清晰、具备提价能力的海天味业、安琪酵母，及兼具高分红和基本面改善属性的千禾味业、颐海国际。

本周海天味业发布 25 年年报，25 年实现营收 288.73 亿元，同比+7.32%；实现归母净利润 70.38 亿元，同比+10.95%；扣非归母净利润 68.45 亿元，同比+12.81%。25Q4 实现营收 72.43 亿元，同比+11.41%；实现归母净利润 17.21 亿元，同比+12.52%；扣非净利润 16.94 亿元，同比+16.47%，扣非超预期。Q4 收入端提速，全品类稳健增长。25 年酱油/调味酱/蚝油/其他产品分别实现收入 149.34/29.17/48.68/46.80 亿元，同比+8.55%/+9.29%/+5.48%/+14.55%。（其中 Q4 分别同比+10.5%/8.3%/4.3%/18.4%）。成本下行&生产提效，毛利率再上新台阶。25 年/25Q4 公司毛利率为 40.22%/40.95%，同比+3.25/3.42pct。主要系原料大豆、包材等价格下降，及公司加快向数字 AI 新质生产力的转型，提升供应链协同效应，其中制造成本全年下降 9.98%。公司承诺 25-27 年稳定分红率 80%，25 年叠加特别分红，分红率达到 112.95%，创历史新高。多品类并驾齐驱，BC 同步发展。当前行业需求更加细分多元，看好公司借助现有渠道优势完善终端品类矩阵，提升市占率。

本周颐海国际发布 25 年业绩，其中 25H2 实现营收 36.85 亿元，同比增长 2.01%；实现归母净利润 5.44 亿元，同比增长 26.29%，业绩超预期。第三方拓展增量，关联方降幅收窄。分渠道来看，关联方 H2 下滑幅度有所收窄，其他 B 端和海外驱动第三方增长。25 年关联方/第三方/其他餐饮客户收入分别为 18.31/44.67/3.14 亿元，同比-7.24%/+1.94%/+71.28%（25H2 分别同比-1.77%/+1.93%/+36.85%）。渠道结构优化叠加提价，H2 利润率显著提升。25 年公司毛利率/净利率分别为 32.74%/12.91%，同比+1.46pct/+1.61pct，其中 25H2 实现毛利率/净利率同比+2.9pct/2.8pct。产品+渠道双向驱动，看好 26 年业绩弹性。产品端，公司完善品类布局，丰富口味、合理定价，复调主业有望持续提升终端市占率。渠道端，公司加快小 B 客户合作、海外市场开拓、零售端多元化布局，持续看好后续餐饮复苏带来的业绩弹性。

二、行情回顾

本周（3.23~3.27）食品饮料（申万）指数收于 15661 点（-0.99%），沪深 300 指数收于 4503 点（-1.41%），上证综指收于 3914 点（-1.09%），深证综指收于 2580 点（-0.37%），创业板指收于 3296 点（-1.68%）。



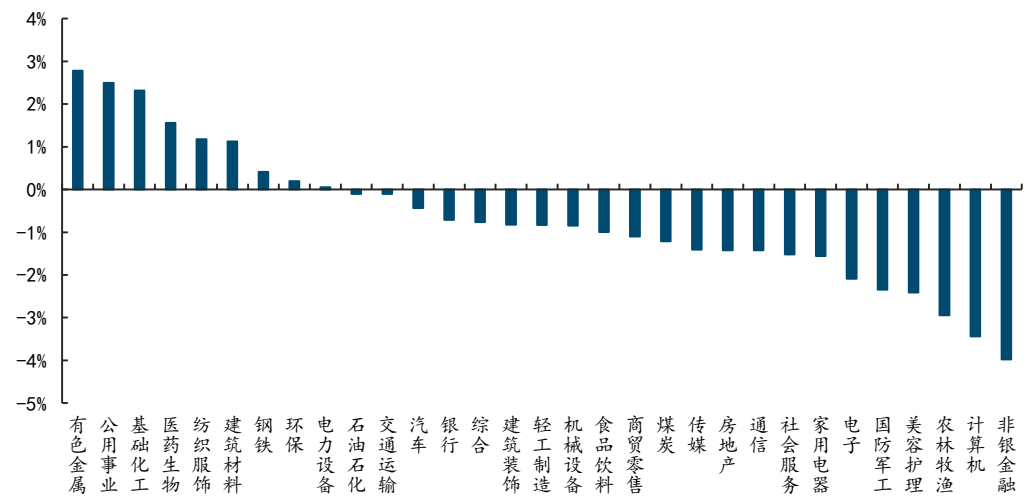
图表1: 周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
食品饮料	15661	-0.99%	-3.43%
沪深300	4503	-1.41%	-2.75%
上证指数	3914	-1.09%	-1.39%
深证综指	2580	-0.37%	1.92%
创业板指	3296	-1.68%	2.89%

来源: Ifind, 国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看, 周度涨跌幅前三为有色金属 (+2.78%)、公用事业 (+2.50%)、基础化工 (+2.31%)。

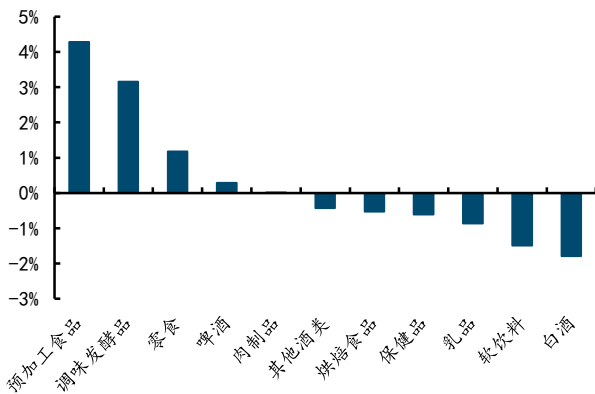
图表2: 周度申万一级行业涨跌幅



来源: Ifind, 国金证券研究所

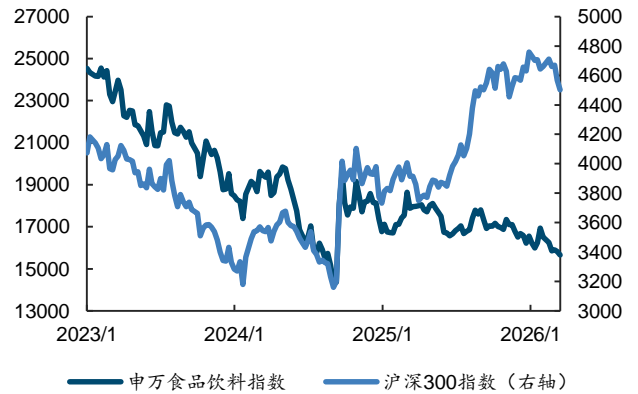
从食品饮料子板块来看, 涨跌幅前三的板块为预加工食品(+4.28%)、调味发酵品(+3.16%)、零食 (+1.18%)。

图表3: 周度食品饮料子板块涨跌幅



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表4: 申万食品饮料指数行情



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: 西王食品 (+13.88%)、华统股份 (+13.37%)、均瑶健康 (+11.37%) 等。涨跌幅靠后的为: *ST 春天 (-14.11%)、贝因美 (-9.86%)、紫燕食品 (-6.89%) 等。

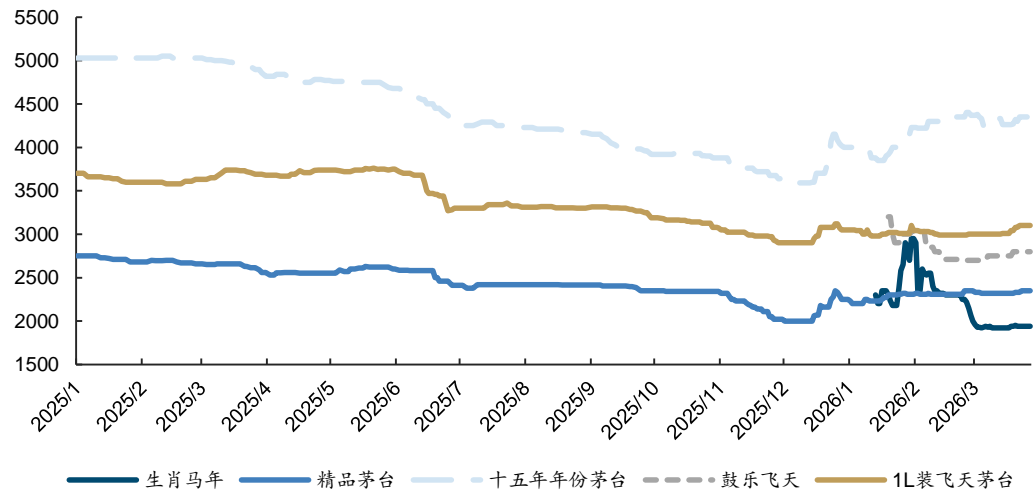


图表5: 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
西王食品	13.88	*ST 春天	-14.11
华统股份	13.37	贝因美	-9.86
均瑶健康	11.37	紫燕食品	-6.89
皇氏集团	10.96	技源集团	-5.71
莲花控股	9.01	海融科技	-5.47
煌上煌	8.91	顺鑫农业	-5.15
惠发食品	6.72	味知香	-5.12
安井食品	6.26	万辰集团	-4.95
三全食品	5.54	老白干酒	-4.80
来伊份	5.40	迎驾贡酒	-4.57

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: 非标茅台批价走势 (元/瓶)



来源: 茅粉鲁智深, 国金证券研究所 (注: 数据截至 26 年 3 月 27 日)

三、食品饮料行业数据更新

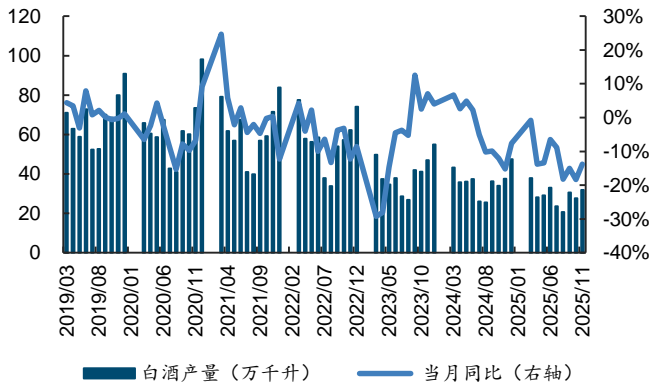
■ 白酒板块

2025 年 12 月, 全国白酒产量 37.6 万千升, 同比-19.0%。

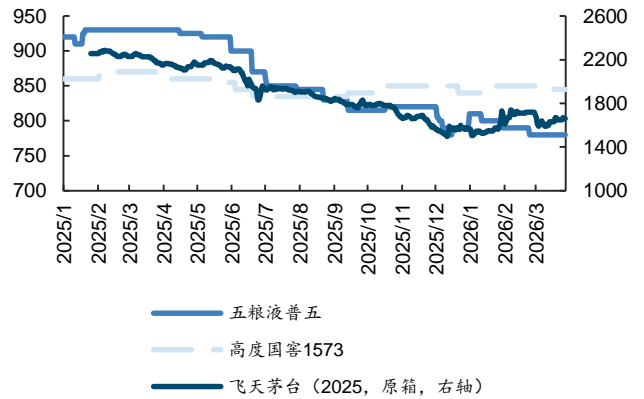
2026 年 3 月 27 日, 飞天 2025 (原箱) 批价 1660 元 (环周+10 元), 普五批价 780 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 845 元 (环周持平)。



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 25 年 12 月)

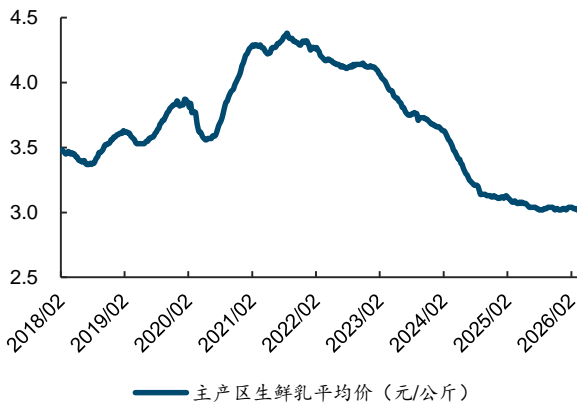
来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 26 年 3 月 28 日)

■ 乳制品板块

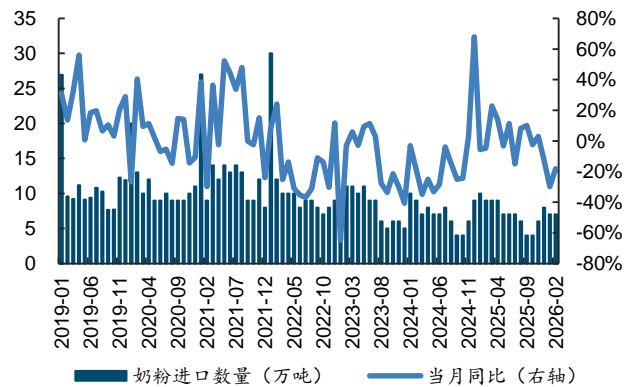
2026 年 3 月 20 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.03 元/公斤, 同比-1.9%, 环比+0.3%。

2026 年 1~2 月, 我国累计进口奶粉 14.0 万吨, 累计同比-24.3%; 累计进口金额为 10.6 亿美元, 累计同比-8.0%。其中, 单 2 月进口奶粉 7.0 万吨, 同比-18.2%; 进口金额 5.22 亿元, 同比-6.2%。

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 26 年 3 月 20 日)

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 26 年 2 月)

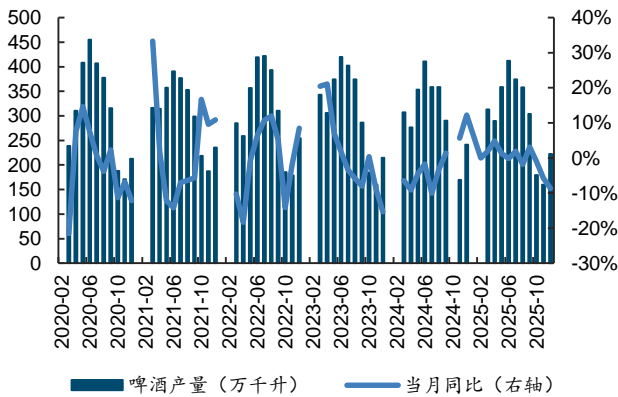
■ 啤酒板块

2026 年 1~2 月, 我国啤酒产量为 579.7 万千升, 同比+6.5%。

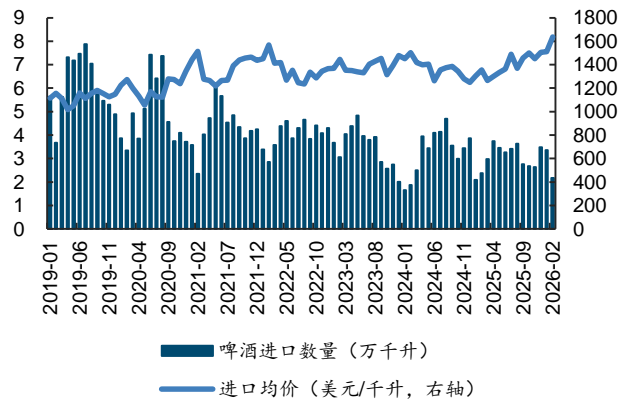
2026 年 1~2 月, 我国累计进口啤酒数量为 5.5 万千升, 同比+23.9%; 进口金额 0.9 亿美元, 同比+45.4%。其中, 单 2 月进口数量 2.2 万千升, 同比-8.5%; 进口金额 0.4 亿美元, 同比+10.6%。



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 25 年 12 月)

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 26 年 2 月)

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

3月23日, 泸州白酒价格指数办公室发布数据显示, 2026年3月中旬全国白酒环比价格总指数为100.05, 上涨0.05%; 分类来看, 名酒、基酒环比价格指数均为99.98, 各下跌0.02%, 地方酒环比价格指数为100.23, 上涨0.23%。定基指数方面, 全国白酒商品批发价格定基总指数为106.24, 上涨6.24%, 其中名酒、地方酒、基酒定基价格指数分别为107.28、102.25、110.12, 对应涨幅分别为7.28%、2.25%、10.12%。(微酒)

3月在成都举行的世界酱香白酒核心产区(贵州·仁怀)美酒献华夏暨仁怀酱香酒品牌推介会上披露: 产业层面, 2025年仁怀规上白酒企业总产值达1177.19亿元, 28家酒企产值超亿元, 地区生产总值突破2000亿元, 同时接待游客超1200万人次、旅游综合收入达145亿元, “酒+旅”融合成效显著; 企业层面, 仁怀酱酒集团2025年实现营业额20.09亿元, 并明确“十五五”目标: 到2030年实现销售收入30亿元, 冲刺50亿元, 力争进入全国白酒企业第二梯队。(微酒)

据吕梁统计消息, 1-2月, 吕梁市规上工业增加值同比增长12%, 增速较上年末加快8.5个百分点, 较上年同期加快11.5个百分点。从主要产品产量看, 白酒产量6.6万千升, 同比增长26.8%。1-2月, 吕梁市限额以上社会消费品零售额18.6亿元, 同比下降5.8%, 增速较上年同期回落13.1个百分点, 较上年末回落9.1个百分点。按商品类别分, 烟酒类零售额下降41.2%。(糖酒快讯)

■ 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
4月7日	皇台酒业	2026年第一次临时股东会
4月10日	西部牧业	2026年第三次临时股东会
4月10日	汤臣倍健	2025年年度股东会
4月16日	双汇发展	2025年年度股东会
4月16日	欢乐家	2025年年度股东会
4月17日	有友食品	2025年年度股东会
4月20日	金徽酒	2025年年度股东会
4月21日	广州酒家	2025年年度股东会
4月21日	涪陵榨菜	2025年年度股东会
4月22日	珠江啤酒	2025年年度股东会
4月24日	元祖股份	2025年年度股东会

来源: Ifind, 国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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**