



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

飞天茅台提价，业绩窗口期推荐稳健型配置

投资逻辑

白酒：周内贵州茅台对飞天茅台标品落地提价措施，我们认为：1) 提价有利于增厚公司表现业绩，强化公司业绩兑现的置信度，同时运用价格工具减缓放量压力；2) 重点关注提价后流通端批价表现，我们预计市场批价会在零售价附近平稳，从而利于 i 茅台等直营通路发挥直达 C 端的作用，目前飞天茅台原箱批价约 1690 元、相较于提价前有所回升；3) 提价本身意味着公司“随行就市”的价格调整机制具备充分的主观把控性，市场化水平提升利于公司估值中枢上移。短期建议关注淡季主要白酒流通单品价盘表现，飞天茅台批价预期环比持续有回暖夯实行业参与者的中期经营信心；信心回暖叠加头部酒企持续笃定推进渠道稳价去库存动作，市场对于行业层面价盘筑底的预期亦有望环比提升。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，行业层面逐步步入旺季，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：春季新品推新速度加快，零食量贩门店数保持高速扩张态势，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，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。

软饮料：渐入旺季需求略有改善，但核心包材成本预期上涨叠加现制茶饮开店竞争加剧，板块整体略有承压。1+2 月社零限额以上饮料类累计增速环比改善，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，回调重点推荐农夫山泉、东鹏饮料。

调味品：尽管 3 月下游需求转淡，但龙头年报形成底部企稳信号，叠加社零相关数据催化，板块景气度依旧维持。本周餐饮链相关龙头公布 25 年业绩，Q4 收入大幅提速，且扣非表现超预期，带动板块情绪上涨。此前 1+2 月餐饮社零表现为近半年来增速最快阶段，复苏逻辑持续兑现。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：飞天茅台提价，业绩窗口期推荐稳健型配置.....	3
二、行情回顾.....	5
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：飞天茅台提价，业绩窗口期推荐稳健型配置

● 酒类板块

周内贵州茅台对飞天茅台标品落地提价措施：自3月31日起，将飞天53%vol1500ml贵州茅台酒（2026）销售合同价由1169元/瓶调整为1269元/瓶、自营体系零售价由1499元/瓶调整为1539元/瓶。

此前我们明确，公司目前所推进的“茅台酒市场化运营方案”，核心是“随行就市、相对稳定”的定价机制，借行业景气周期底部完成对销售渠道的全方位调整——即构建“自售+经销+代售+寄售”的销售模式，重构厂商间的共生生态，将自身从品牌、渠道为驱动变革至以用户、服务为驱动。

对于调价动作，我们认为：1) 提价有利于增厚公司表观业绩，强化公司业绩兑现的置信度，同时运用价格工具减缓放量压力；2) 重点关注提价后流通端批价表现，我们预计市场批价会在零售价附近平稳，从而利于i茅台等直营通路发挥直达C端的作用，目前飞天茅台原箱批价约1690元、相较于提价前有所回升；3) 提价本身意味着公司“随行就市”的价格调整机制具备充分的主观把控性，市场化水平提升利于公司估值中枢上移。

短期建议关注淡季主要白酒流通单品价盘表现，飞天茅台批价预期环比持续有回暖、夯实行业参与者的中期经营信心；信心回暖叠加头部酒企持续笃定推进渠道稳价去库存动作，我们认为市场对于行业层面价盘筑底的预期亦有望环比提升。

此外，建议关注季报落地情况，对于多数酒企而言，若表观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；我们预计25Q4+26Q1上市酒企表观整体延续25Q3相似的出清斜率，26H2低基数下或步入表观企稳阶段。

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14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：行业层面逐步步入旺季，本身具备季节性催化。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。

周内燕京啤酒发布25年&26年一季度业绩预告：1) 25年公司实现营收153.3亿元，同比+4.5%；归母净利16.8亿元，同比+59%；扣非归母净利15.3亿元，同比+47%。其中，25年啤酒销量405.3万千升，同比+1.2%；燕京U8销量90万千升，同比+29%。2) 26Q1预计归母净利2.56~2.73亿元，同比+55~65%；扣非归母净利2.53~2.68亿元，同比+65~75%，盈利超预期。其中，燕京U8继续保持双位数高增速。

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。



● 大众品

休闲零食:春季新品推新速度加快,零食量贩门店数保持高速扩张态势,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,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。

本周鸣鸣很忙发布 25 年业绩,25 年实现营收 661.70 亿元,同比+68.19%;实现归母净利润 23.29 亿元,同比+179.37%,调整后净利润 26.92 亿元,同比+194.97%。25Q4 实现营收 197.99 亿元,同比+53.74%;实现归母净利润 7.70 亿元,同比+126.39%,调整后净利润 8.82 亿元,同比+131.12%。Q4 仍保持高速开店,门店模型持续优化。截止 25 年末门店数 21948 家,全年净增 7554 家(24 年净增 7809 家),全年闭店率仅 1.2%,门店经营情况良好。年化单店收入平均为 364.15 万元,同比-2.7%,较 H1 降幅收窄,系公司持续推进门店模型、商品货盘优化。供应链整合优化+规模效应释放,Q4 经调净利率同、环比均有提升。25 年毛利率/经调净利率分别为 9.83%/4.07%,同比+2.21pct/+1.77pct,大幅改善系公司对上游供应商的议价能力持续增强,叠加供应链优化。受益于门店品类调改、精细化运营,公司单店收入有望企稳回升。伴随着门店网络深化覆盖,开店仍有空间。利润端预计在规模效应释放、供应链优化、股份支付减少三重合力下,26 年净利率仍有望持续提升。

软饮料:渐入旺季需求略有改善,但核心包材成本预期上涨叠加现制茶饮开店竞争加剧,板块整体略有承压。1+2 月社零限额以上饮料类累计增速环比改善,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,回调重点推荐农夫山泉、东鹏饮料。

本周东鹏饮料发布 25 年年报,25Q4 实现营收 40.31 亿元,同比增长+22.88%;实现归母净利润 6.54 亿元,同比增长+5.66%;扣非归母净利润 6.44 亿元,同比增长+7.56%,业绩落在此前预告中枢。分产品看,特饮 25 年/25Q4 实现收入 155.99/30.36 亿元,同比增长 17.3%/9.3%;补水啦 25 年/25Q4 实现收入 32.74/4.27 亿元,同比增长 118.99%/51.2%。特饮 Q4 降速主要系春节错期间,叠加公司主动优化库存。25 年/25Q4 净利率分别为 21.1%/16.2%,同比+0.1pct/-2.6pct。其中产品结构变动对冲原材料成本利好,25 年/25Q4 毛利率分别同比+0.1/-0.1pct。仍看好公司平台化能力,品类扩张兑现成长性。预计特饮基本盘稳固增长,运动饮料、茶饮、咖啡等类目仍在持续培育,有望复用渠道、供应链优势跑出下一个大单品。业绩端,利润率仍有望在规模效应叠加成本锁价背景下保持稳定。

调味品:尽管 3 月下游需求转淡,但龙头年报形成底部企稳信号,叠加社零相关数据催化,板块景气度依旧维持。本周餐饮链相关龙头公布 25 年业绩,Q4 收入大幅提速,且扣非表现超预期,带动板块情绪上涨。此前 1+2 月餐饮社零表现为近半年来增速最快阶段,复苏逻辑持续兑现。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。

本周安琪酵母发布 25 年年报,其中 25Q4 实现营收 49.42 亿元,同比增长 15.35%;实现归母净利润 4.28 亿元,同比增长 15.23%;扣非归母净利润 3.94 亿元,同比增长 19.16%,业绩符合预期。分业务看,25 年酵母及深加工产品/制糖/包装/其他 Q4 分别同比+13.0%/+89.4%/-10.7%/-16.0%,主业 Q4 实现提速。分地区来看,单 Q4 国内/海外分别同比+13.2%/+16.7%,海外仍为核心驱动力。酵母主业兑现成本红利,Q4 净利率表现平稳。25 年/25Q4 公司毛利率为 24.7%/22.7%,同比+1.2/-1.4pct。Q4 毛利率下降系制糖业拖累(25 年毛利率为-5%),且糖蜜成本受库存周期影响尚未达到低位。看好海外扩产提份额,国内需求持续改善,利润弹性兑现。预计随着国内下游餐饮和工业需求复苏,海外强化本土化运营策略、优化渠道建设,收入双位数增长目标有望达成。利润端,新榨季糖蜜成本大幅下行、折旧摊销扰动减少,26 年利润率仍有望提升。



二、行情回顾

本周(3.30~4.3)食品饮料(申万)指数收于15797点(+0.87%),沪深300指数收于4441点(-1.37%),上证综指收于3880点(-0.86%),深证综指收于2498点(-3.14%),创业板指收于3150点(-4.44%)。

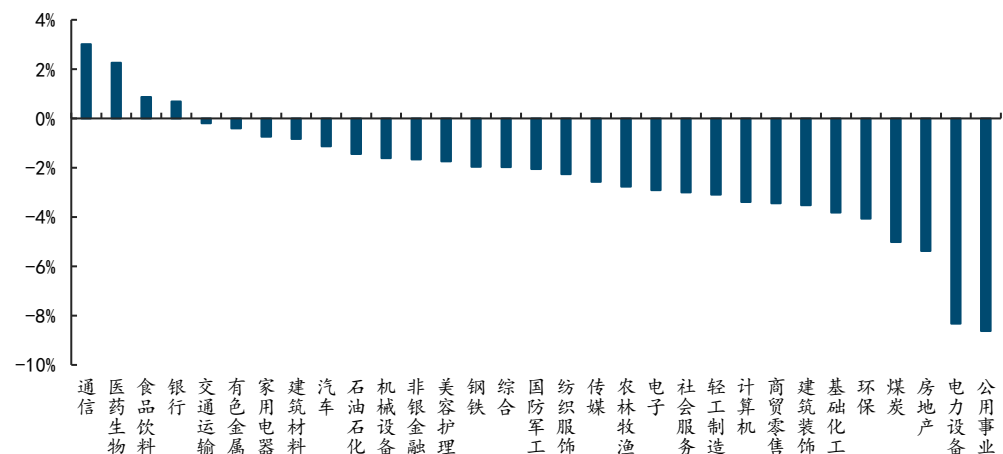
图表1: 周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
食品饮料	15797	0.87%	-2.59%
沪深300	4441	-1.37%	-4.09%
上证指数	3880	-0.86%	-2.24%
深证综指	2498	-3.14%	-1.29%
创业板指	3150	-4.44%	-1.67%

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(+3.01%)、医药生物(+2.26%)、食品饮料(+0.87%)。

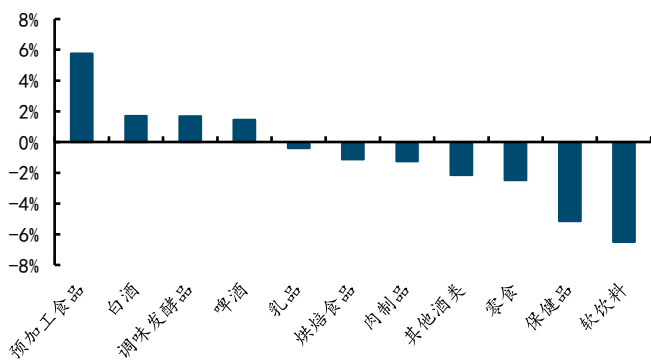
图表2: 周度申万一级行业涨跌幅



来源: Ifind, 国金证券研究所

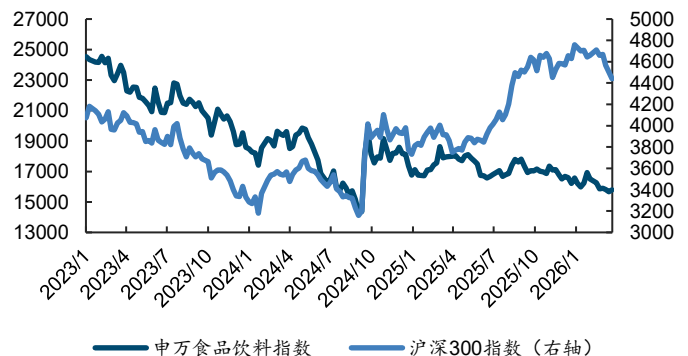
从食品饮料子板块来看, 涨跌幅前三的板块为预加工食品(+5.76%)、白酒(+1.70%)、调味发酵品(+1.68%)。

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



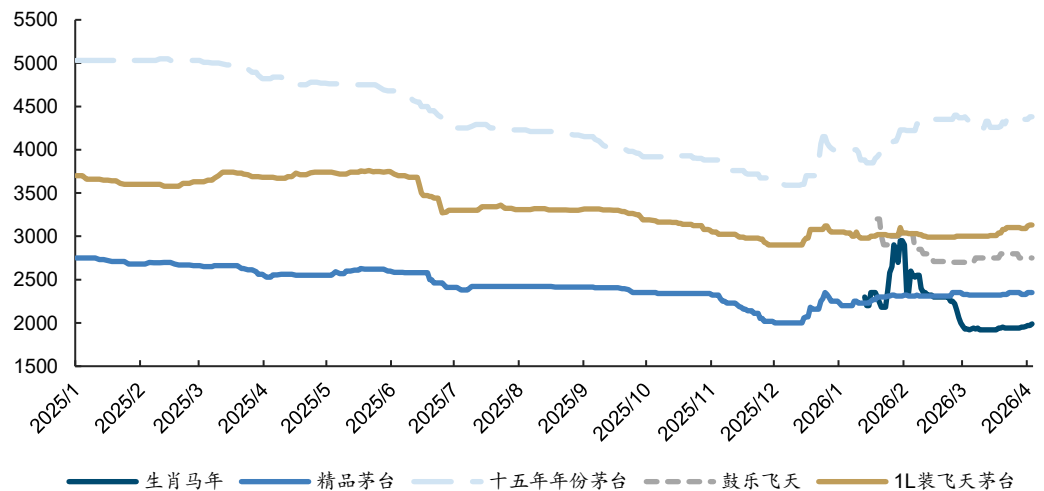
从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：迎驾贡酒 (+11.10%)、安井食品 (+10.49%)、会稽山 (+9.15%) 等。涨跌幅靠后的为：西王食品 (-30.00%)、*ST 椰岛 (-14.17%)、ST 西发 (-13.55%) 等。

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 (%)
迎驾贡酒	11.10	西王食品	-30.00
安井食品	10.49	*ST 椰岛	-14.17
会稽山	9.15	ST 西发	-13.55
西麦食品	8.26	皇台酒业	-12.25
元祖股份	7.87	*ST 岩石	-11.83
万辰集团	7.59	麦趣尔	-11.56
ST 绝味	7.45	东鹏饮料	-10.10
*ST 春天	7.34	有友食品	-10.05
千味央厨	6.62	皇氏集团	-9.88
燕京啤酒	6.53	均瑶健康	-9.50

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4月3日）

三、食品饮料行业数据更新

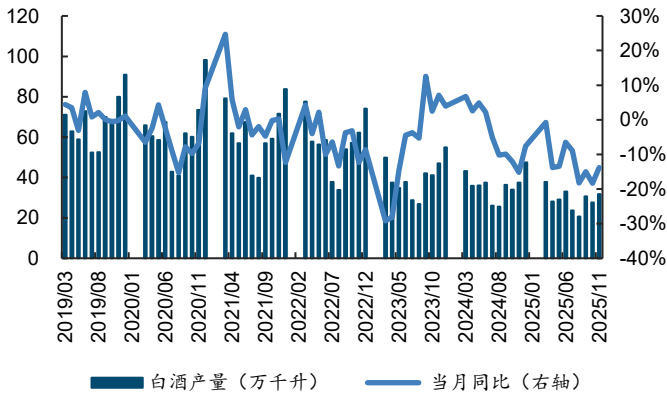
■ 白酒板块

2026年1~2月，规模以上白酒累计产量为65.3万千升，同比+6.2%。

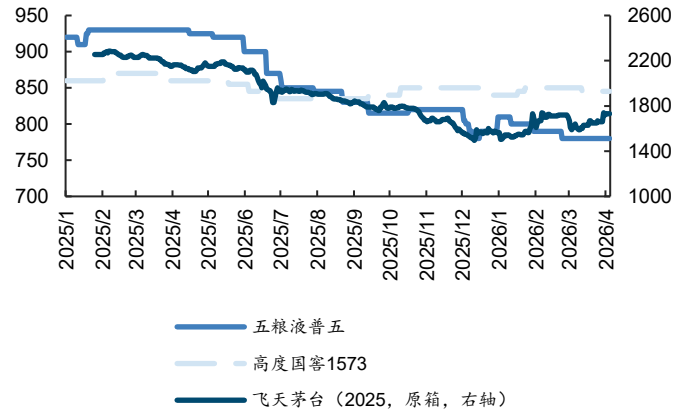
2026年4月5日，飞天茅台（2025，原箱）批价1730元（环周+70元），普五批价780元（环周持平），高度国窖1573批价845元（环周持平）。



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)

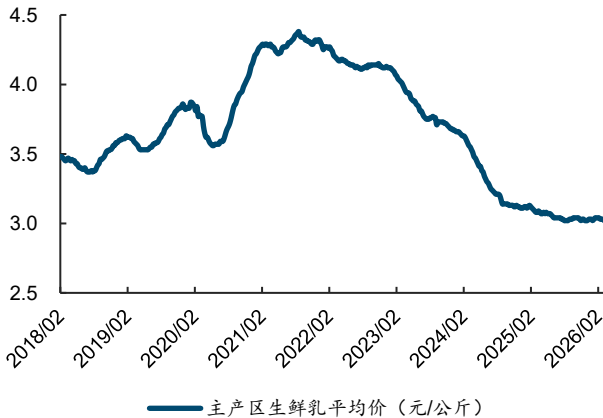
来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 26 年 4 月 5 日)

■ 乳制品板块

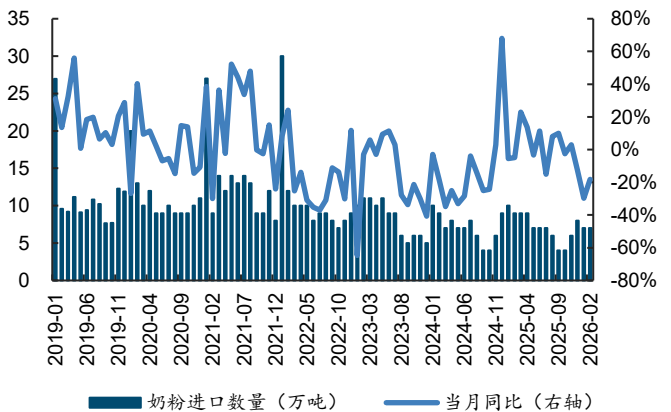
2026 年 3 月 27 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.02 元/公斤, 同比-1.9%, 环比-0.3%。

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 10.82 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 27 日)

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

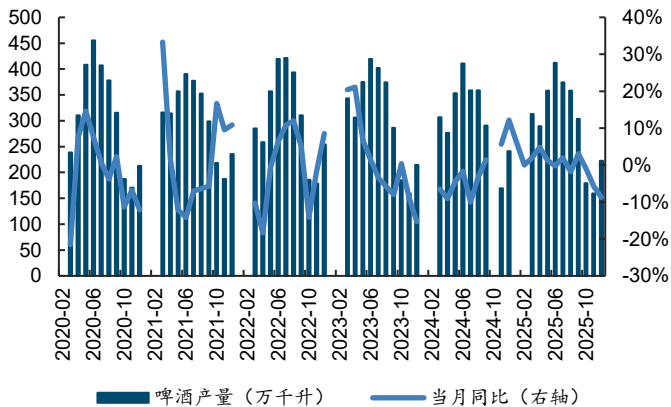
■ 啤酒板块

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

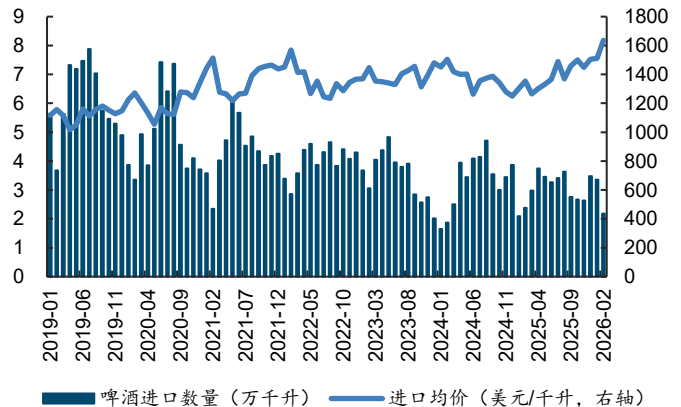
2026 年 1~2 月, 我国累计进口啤酒数量为 5.5 万千升, 同比+23.9%; 进口金额 0.9 亿美元, 同比+45.4%。其中, 单 2 月进口数量 2.2 万千升, 同比-8.5%; 进口金额 0.4 亿美元, 同比+10.6%。



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

4月2日,中国食品土畜进出口商会发布1-2月酒类进出口情况。1-2月我国酒类进口总额约6.15亿美元,同比增长20.87%;进口总量约1.06亿升,同比增长3.17%;进口均价5.81美元/升,同比增长17.14%。出口总额约2.2亿美元,同比下降10.68%;出口总量约1.15亿升,同比下降18.47%。其中白酒出口总额7049.31万美元,同比下降28.8%;出口总量284.46万升,同比增长15.8%;出口均价24.8美元/升,同比下降38.5%。(微酒)

3月27日,国家统计局发布2026年1-2月份全国规模以上工业企业相关经济效益数据显示,1-2月全国规模以上工业企业实现营业收入20.84万亿元,同比增长5.3%;实现利润总额10245.6亿元,同比增长15.2%(按可比口径计算)。其中,酒、饮料和精制茶制造业1-2月完成营业收入2562.8亿元,同比下降5.1%;发生营业成本1601.1亿元,同比下降1.6%;实现利润442.9亿元,同比下降17.2%。(酒业家)

4月1日,国家税务总局发布关于啤酒计征消费税有关问题的公告,对啤酒消费税计征标准作出明确规定:

一、啤酒生产企业(以下简称生产企业)销售的啤酒,应当以生产企业出厂价格与关联销售单位对外销售价格孰高者作为确定消费税税额的标准,并依此确定该啤酒消费税单位税额。

二、本公告所称关联销售单位,是指按照《中华人民共和国税收征收管理法实施细则》第五十一条和《国家税务总局关于完善关联申报和同期资料管理有关事项的公告》(2016年第42号)第二条有关规定认定的单位和个人。

三、出厂价格和对外销售价格,是按牌号、规格分别计算的加权平均价格,计算公式为:出厂价格=生产企业当月销售额/生产企业当月销售数量;对外销售价格=所有关联销售单位当月对外销售额合计/所有关联销售单位当月对外销售数量合计。

四、本公告自2026年4月1日起施行。《国家税务总局关于啤酒计征消费税有关问题的批复》(国税函〔2002〕166号)同时废止。(微酒)

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年第一次临时股东大会
4月10日	西部牧业	2026年第三次临时股东大会
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



日期	公司	事项
4月20日	仲景食品	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23日	泉阳泉	2025年年度股东会
4月24日	会稽山	2025年年度股东会
4月24日	元祖股份	2025年年度股东会
4月27日	安琪酵母	2025年年度股东会
4月28日	舍得酒业	2025年年度股东会
4月29日	燕塘乳业	2025年年度股东会
5月15日	桂发祥	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