



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

关注子板块业绩兑现中的结构景气配置

投资逻辑

白酒：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，淡季行业正逐步向“底部企稳”阶段过渡，主要系节后至今淡季行业价盘保持平稳向好，这符合下行周期逐步筑底的特征、但仍需旺季窗口时检验。

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，目前白酒行业已经渡过出清斜率最为陡峭的阶段，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。

个股层面，我们建议从中长期视角来进行酒企 EPS×PE 定价。白酒行业景气度呈现周期性波动，我们相信具备差异化竞争优势的禀赋型酒企在历轮周期演绎中能突破桎梏、规模再上台阶。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：零食量贩门店数保持高速扩张态势、健康品类渗透率持续提升，板块延续高景气。从已披露的 25 年及 26Q1 财报来看，零食上游生产品牌厂商正经历较为明显的渠道变革，一是聚焦传统流通渠道内部改革，企业均加大直营商超合作比例；二是降低与盈利能力较低的新媒体电商等合作力度；三是积极拥抱零食量贩渠道，强化 sku 合作数量、加深合作粘性。从变革效果来看，多数企业收入端在 26Q1 已展现好转趋势。展望后续，我们仍看好零食板块成长性，当前驱动核心仍为渠道力和产品力。建议关注收入增速快及利润率仍有提升空间的万辰集团、鸣鸣很忙，关注盐津铺子、劲仔食品渠道调整成效。

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。从此前业绩表现来看，25 年仅农夫较为超预期，H2 即饮茶、果汁等品类仍有提速。我们认为主要系多数传统赛道龙头大单品市占率已达较高水平，第二曲线产品持续受现制茶饮渠道分流、加码促销竞争加剧等扰动，因此 25 年行业整体表现平淡。从 26Q1 来看，东鹏其他饮料增长亮眼，但挤占部分补水啦产能，导致增长结构略不及预期。但展望后续，我们认为旺季动销逐步改善，且外卖补贴预计较去年相对收缩。龙头企业具备较强的平台化能力和大单品规模化优势，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：餐饮需求仍在修复途中，居民需求相对稳健，行业仍处于底部企稳阶段。我们认为在出行需求提升，以价换量的背景下，餐饮终端需求具备实质性改善，亦在 26 年一季报中体现。从调味品板块收入来看，因其刚需属性且库存不高，动销与出货基本匹配，Q1 收入端均有提速，但集中度仍在持续向头部靠拢。利润端，我们观察到价格战趋缓，企业毛利率逐步改善。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：关注子板块业绩兑现中的结构景气配置.....	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.....	7
风险提示.....	9

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、周专题：关注子板块业绩兑现中的结构景气配置

● 酒类板块

白酒板块 25Q4&26Q1 延续出清态势、符合市场预期。其中：

1) 2025 年板块实现营收 3584 亿元，同比-18%；合并 25Q4+26Q1 实现营收 2029 亿元，同比-13%，出清斜率环比有所收窄。剔除头部 Top2 酒企后板块 25Q4+26Q1 实现营收 758 亿元，同比-20%。25Q4+26Q1 板块销售收现 2109 亿元，同比-23%、跌幅略高于营收端；26Q1 末白酒板块预收款余额合计 419 亿元，同比-5%。预计行业去库已经步入相对后期，26Q2 行业出清斜率环比或进一步收窄、26H2 低基数下有望筑底。

2) 2025 年板块实现归母净利润 1266 亿元，同比-24%；合并 25Q4+26Q1 实现归母净利润 710 亿元，同比-19%、跌幅略高于营收端。剔除头部 Top2 酒企后板块 25Q4 实现归母净利润-12 亿元、在此轮周期中首次录得单季度亏损；26Q1 实现归母净利润 168 亿元，同比-23%。拆分来看，毛利率同比承压主要系酒企销量下滑但固定成本仍需摊销以及产品结构普遍有所弱化，销售费用率同比提升系营收端承压所致。

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，淡季行业正逐步向“底部企稳”阶段过渡，主要系节后至今淡季行业价盘保持平稳向好，这符合下行周期逐步筑底的特征、但仍需旺季窗口时检验。

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，目前白酒行业已经渡过出清斜率最为陡峭的阶段，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。

个股层面，我们建议从中长期视角来进行酒企 EPS×PE 定价。白酒行业景气度呈现周期性波动，我们相信具备差异化竞争优势的禀赋型酒企在历轮周期演绎中能突破桎梏、规模再上台阶。

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，26Q1 啤酒酒企吨成本维度看普遍有超预期表现。

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：零食量贩门店数保持高速扩张态势、健康品类渗透率持续提升，板块延续高景气。从已披露 25 年及 26Q1 财报来看，零食上游生产品牌厂商正经历较为明显的渠道变革，一是聚焦传统流通渠道内部改革，企业均加大直营商超合作比例；二是降低与盈利能力较低的新媒体电商等合作力度；三是积极拥抱零食量贩渠道，强化 sku 合作数量、加深合作粘性。

从变革效果来看，多数企业收入端在 26Q1 已展现好转趋势。而利润端亦兑现成本下行&规模效应带来的利润弹性，但因地缘冲突导致的棕榈油、包材、运费上涨压力后续仍需重点关注。展望后续，我们仍看好零食板块成长性，当前驱动核心仍为渠道力和产品力。建议关注收入增速快及利润率仍有提升空间的万辰集团、鸣鸣很忙，关注盐津铺子、劲仔食品渠道调整成效。



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。从此前业绩表现来看，25 年仅农夫较为超预期，H2 即饮茶、果汁等品类仍有提速。我们认为主要系多数传统赛道龙头大单品市占率已达较高水平，第二曲线产品持续受现制茶饮渠道分流、加码促销竞争加剧等扰动，因此 25 年行业整体表现平淡。从 26Q1 来看，东鹏其他饮料增长亮眼，但挤占部分补水啦产能，导致增长结构略不及预期。但展望后续，我们认为旺季动销逐步改善，且外卖补贴预计较去年相对收缩。龙头企业具备较强的平台化能力和大单品规模化优势，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：餐饮需求仍在修复途中，居民需求相对稳健，行业仍处于底部企稳阶段。我们认为在出行需求提升，以价换量的背景下，餐饮终端需求具备实质性改善，亦在 26 年一季报中体现。从调味品板块收入来看，因其刚需属性且库存不高，动销与出货基本匹配，Q1 收入端均有提速，但集中度仍在持续向头部靠拢。利润端，我们观察到价格战趋缓，企业毛利率逐步改善。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。

二、行情回顾

本期 (5.6~5.8) 食品饮料 (申万) 指数收于 15432 点 (-1.14%)，沪深 300 指数收于 4872 点 (+1.34%)，上证综指收于 4180 点 (+1.65%)，深证综指收于 2876 点 (+3.58%)，创业板指收于 3796 点 (+3.24%)。

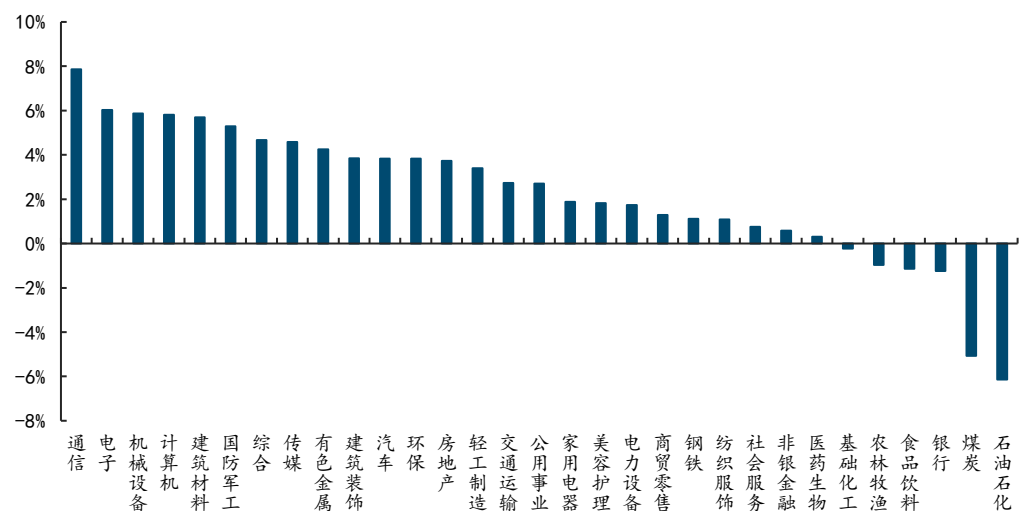
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
食品饮料	15432	-1.14%	-4.84%
沪深 300	4872	1.34%	5.23%
上证指数	4180	1.65%	5.32%
深证综指	2876	3.58%	13.62%
创业板指	3796	3.24%	18.51%

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 (+7.86%)、电子 (+6.03%)、机械设备 (+5.87%)。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

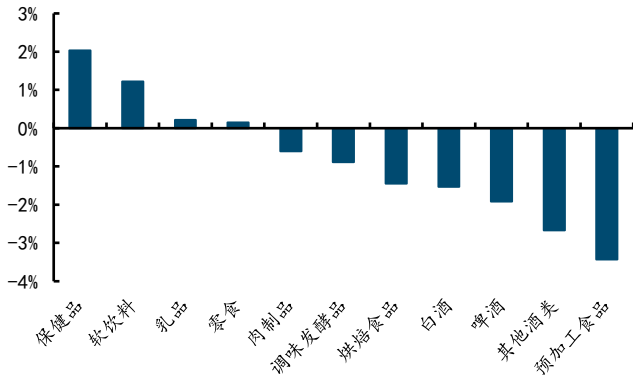


来源：Ifind，国金证券研究所

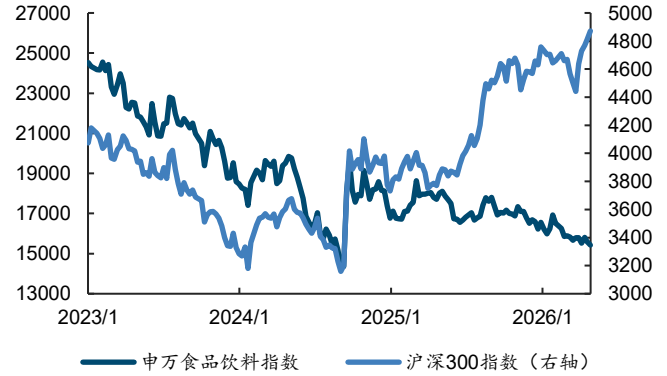
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为保健品 (+2.04%)、软饮料 (+1.22%)、乳品 (+0.22%)。



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

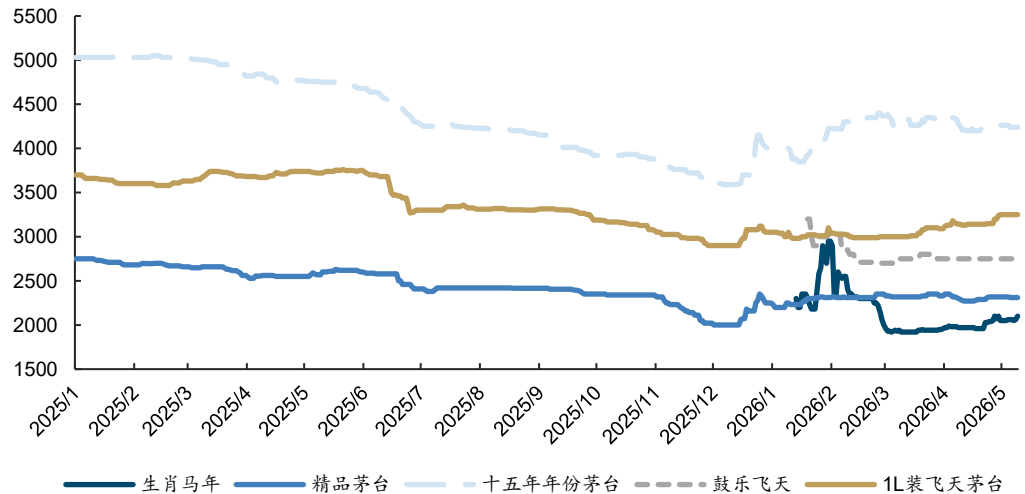
从个股表现来看, 周度涨跌幅居前的为: 西部牧业 (+21.37%)、*ST 春天 (+15.88%)、金字火腿 (+14.42%) 等。涨跌幅靠后的为: ST 龙大 (-14.34%)、ST 西王 (-11.33%)、*ST 尼雅 (-9.16%) 等。

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 (%)
西部牧业	21.37	ST 龙大	-14.34
*ST 春天	15.88	ST 西王	-11.33
金字火腿	14.42	*ST 尼雅	-9.16
来伊份	11.38	*ST 西发	-7.90
交大昂立	9.58	味知香	-6.95
养元饮品	8.60	*ST 椰岛	-6.03
*ST 兰黄	7.55	安井食品	-5.84
金达威	5.85	新乳业	-5.58
千味央厨	4.59	五粮液	-5.10
煌上煌	4.56	天味食品	-4.90

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 5 月 9 日)



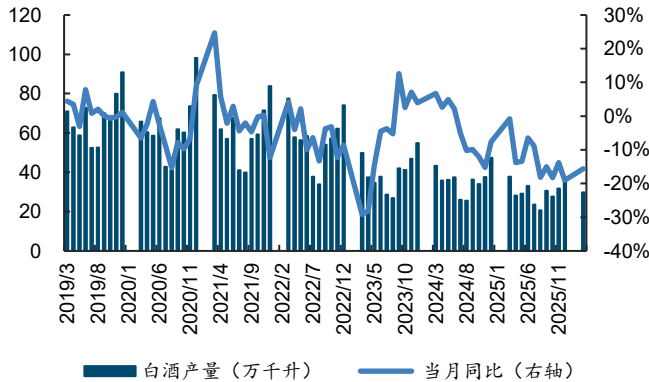
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

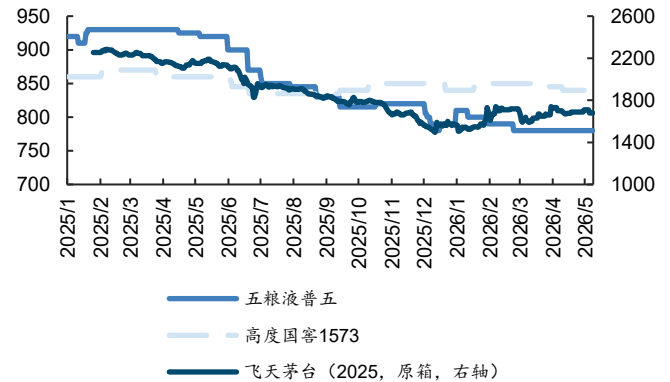
2026年3月，规模以上白酒产量为30万千升，同比-15.6%。

2026年5月9日，飞天茅台（2025，原箱）批价1680元（环周-30元），普五批价780元（环周持平），高度国窖1573批价840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：I find，国金证券研究所（注：数据更新至26年3月）

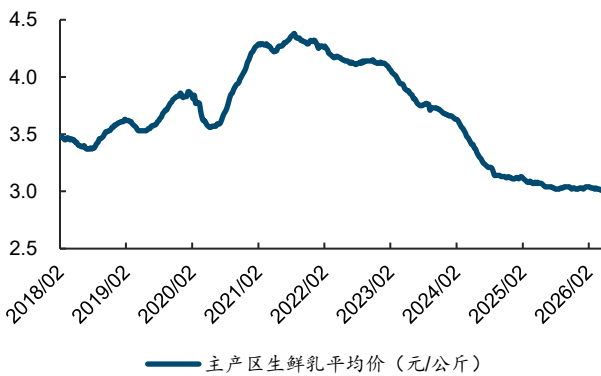
来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至26年5月9日）

■ 乳制品板块

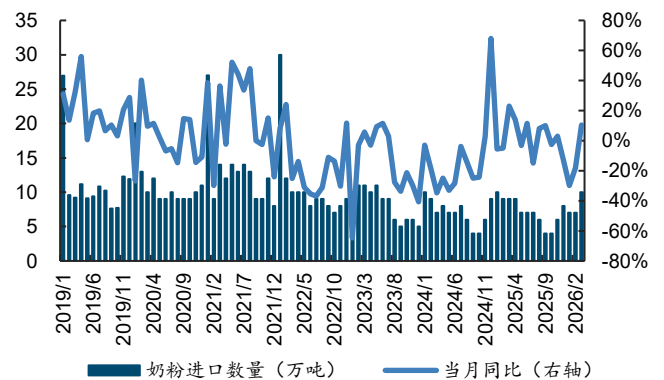
2026年5月1日，我国生鲜乳主产区平均价为3.02元/公斤，同比-1.90%，环比持平。

2026年1~3月，我国累计进口奶粉24.0万吨，累计同比-13.1%；累计进口金额为17.6亿美元，累计同比-2.8%。其中，单3月进口奶粉10.0万吨，同比+10.4%；进口金额6.99亿元，同比+6.3%。

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：I find，国金证券研究所（注：数据更新至26年5月1日）

来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至26年3月）

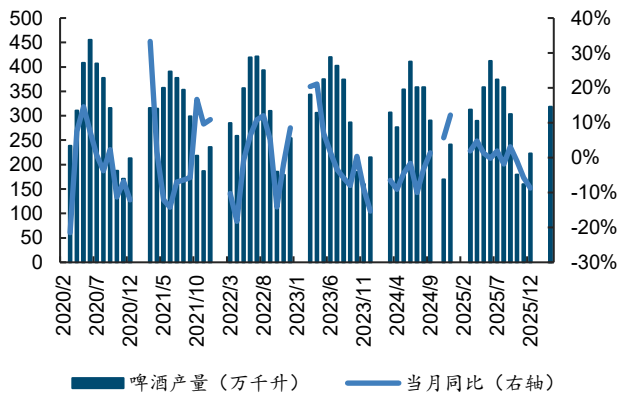
■ 啤酒板块

2026年1~3月，我国累计啤酒产量为905.4万千升，同比+4.2%。其中，单3月啤酒产量为318.4万千升，同比+0.2%。

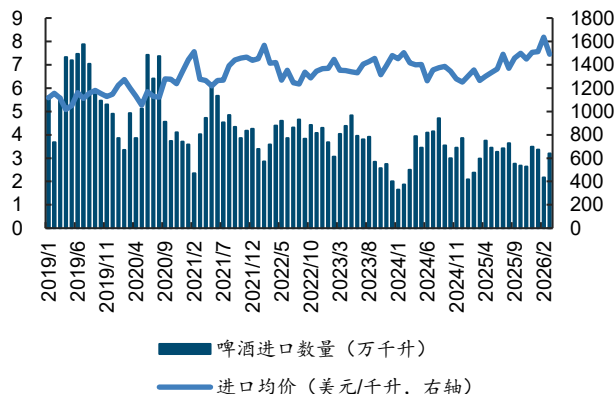
2026年1~3月，我国累计进口啤酒数量为8.7万千升，同比+17.5%；进口金额1.3亿美元，同比+38.2%。其中，单3月进口数量3.2万千升，同比+7.8%；进口金额0.5亿美元，同比+26.9%。



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 26 年 3 月)

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

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

5月6日,帝亚吉欧(Diageo)公布了2026财年第三季度的业绩。据报告显示,帝亚吉欧2026财年第三季度的净销售额增长2.3%至44.77亿美元,有机净销售额微增0.3%,同时有机销量也增长了0.4%,但价格却下降0.1%。此外,亚太地区贡献了18%的净销售额,帝亚吉欧在该地区的有机净销售额下降0.8%至7.97亿美元,主要归因于大中华市场疲软以及中国白酒业务销售额的两位数下滑,但是该地区的价格却增长3.8%,反映出有利的市场组合,抵消了中国白酒业务疲软的影响。(微酒)

人头马君度集团(Remy Cointreau)发布2026财年(2025年4月至2026年3月)全年销售报告。数据显示,集团全年实现销售收入9.353亿欧元(约合人民币76.5亿元),在剔除汇率等影响后的有机销售额同比增长0.2%。整体而言,中国市场全年销售额(value depletions)同比录得低至中位数下滑,但销量微增,且第四季度消耗量实现非常强劲的双位数增长。集团表示,截至财年末,中国市场的库存水平已处于健康状态。(微酒)

亳州发布数据显示,1~3月全市规模工业增加值同比增长7.7%,其中酒饮料和精制茶制造业增加值同比增长11.7%。(微酒)

鲜啤30公里的果味啤酒销量占比从2023年的15%一路攀升至2024年的30%,到2026年在线上渠道已与传统鲜啤平分秋色,达到1:1。尤其是爆款“青提艾尔果啤”在抖音走红,单月销量突破7万罐,爆发期甚至占到直播间销量的80%-90%。此外,盒马数据显示,在去年十一期间,以柠檬香单丛、桂花砂糖橘为代表的“小甜水”风味精酿表现亮眼,环比增长超70%。(酒业家)

图表13: 近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
5月11日	海天味业	2025年年度股东会
5月12日	熊猫乳品	2025年年度股东会
5月12日	仲景食品	2026年第一次临时股东大会
5月12日	良品铺子	2025年年度股东会
5月13日	金达威	2025年年度股东会
5月13日	劲仔食品	2025年年度股东会
5月13日	莲花控股	2025年年度股东会
5月13日	甘源食品	2025年年度股东会
5月14日	紫燕食品	2025年年度股东会
5月14日	五芳斋	2025年年度股东会
5月15日	桂发祥	2025年年度股东会
5月15日	老白干酒	2025年年度股东会



日期	公司	事项
5月15日	西部牧业	2025年年度股东会
5月15日	品渥食品	2025年年度股东会
5月15日	佳禾食品	2025年年度股东会
5月15日	安记食品	2025年年度股东会
5月15日	养元饮品	2025年年度股东会
5月15日	日辰股份	2025年年度股东会
5月15日	光明肉业	2025年年度股东会
5月15日	宝立食品	2025年年度股东会
5月15日	千味央厨	2025年年度股东会
5月15日	莫高股份	2025年年度股东会
5月15日	维维股份	2026年第一次临时股东大会
5月18日	一鸣食品	2025年年度股东会
5月18日	康比特	2025年年度股东会
5月18日	迎驾贡酒	2025年年度股东会
5月18日	洽洽食品	2025年年度股东会
5月18日	得利斯	2025年年度股东会
5月18日	煌上煌	2025年年度股东会
5月18日	古越龙山	2025年年度股东会
5月18日	五粮液	2026年第一次临时股东大会
5月18日	妙可蓝多	2025年年度股东会
5月18日	海欣食品	2025年年度股东会
5月18日	李子园	2025年年度股东会
5月18日	金字火腿	2025年年度股东会
5月18日	ST加加	2025年年度股东会
5月18日	华统股份	2025年年度股东会
5月18日	三全食品	2025年年度股东会
5月19日	中炬高新	2025年年度股东会
5月19日	口子窖	2025年年度股东会
5月19日	ST龙大	2025年年度股东会
5月19日	百润股份	2025年年度股东会
5月19日	均瑶健康	2025年年度股东会
5月19日	威龙股份	2025年年度股东会
5月19日	承德露露	2025年年度股东会
5月19日	中信尼雅	2025年年度股东会
5月19日	广弘控股	2025年年度股东会
5月19日	阳光乳业	2025年年度股东会
5月20日	惠泉啤酒	2025年年度股东会
5月20日	仙乐健康	2025年年度股东会
5月20日	*ST椰岛	2025年年度股东会
5月20日	青岛食品	2025年年度股东会
5月20日	伊利股份	2025年年度股东会



日期	公司	事项
5月20日	ST 西王	2025 年年度股东会
5月20日	克明食品	2025 年年度股东会
5月20日	海融科技	2025 年年度股东会
5月20日	麦趣尔	2025 年年度股东会
5月20日	味知香	2025 年年度股东会
5月21日	燕京啤酒	2025 年年度股东会
5月21日	香飘飘	2025 年年度股东会
5月21日	重庆啤酒	2025 年年度股东会
5月21日	庄园牧场	2025 年年度股东会
5月21日	今世缘	2025 年年度股东会
5月21日	安井食品	2025 年年度股东会
5月22日	张裕 A	2025 年年度股东会
5月22日	ST 龙大	2026 年第二次临时股东大会
5月22日	金种子酒	2025 年年度股东会
5月22日	来伊份	2025 年年度股东会
5月22日	顺鑫农业	2025 年年度股东会
5月22日	交大昂立	2025 年年度股东会
5月22日	春雪食品	2025 年年度股东会
5月22日	恒顺醋业	2025 年年度股东会
5月25日	立高食品	2025 年年度股东会
5月26日	佳隆股份	2025 年年度股东会
5月26日	三只松鼠	2025 年年度股东会
5月26日	贝因美	2025 年年度股东会
5月26日	新乳业	2025 年年度股东会
5月28日	光明乳业	2025 年年度股东会
5月28日	皇台酒业	2025 年年度股东会
5月29日	骑士乳业	2025 年年度股东会
5月29日	技源集团	2025 年年度股东会
5月29日	ST 绝味	2025 年年度股东会
6月16日	山西汾酒	2025 年年度股东会
6月17日	天佑德酒	2025 年年度股东会
6月24日	ST 西发	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。

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**