



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）
liuchencian@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

景气趋势持续分化，关注预期修复下的板块配置

投资逻辑

白酒：行业层面，我们维持白酒景气度“下行趋缓”阶段判断，近期淡季动销受益于去年同期低基数有恢复性改善，我们预计中秋&国庆动销同比平稳，部分区域因低基数预计仍会有恢复性增长，而对于多数区域而言相对低基数下消费场景修复红利与今年来居民端&企业端持续疲软的支出意愿相对冲。

我们预计多数品牌渠道去库已步入尾声，主要考虑行业价盘自年初以来保持平稳，飞天茅台、普五等高端酒的价盘修复弹性超预期。价在量先，价稳意味着历史社会库存去化已相对不错，以及渠道情绪进一步企稳。

综上，白酒行业无论动销、价盘亦或是表现压力均自至深点逐步向好过渡，我们看好板块基本面环比持续改善态势。当前估值锚贵州茅台 PE 约 20X，其余头部酒企约 15X，市场已定价当前行业景气度态势以及相对谨慎的恢复预期，中期维度 EPS、行业盈利能力修复赋予收益来源。个股层面，我们建议从中长期视角来进入 EPS 定价，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。

啤酒：当前已处于行业旺季，但由于餐饮弱复苏的现状&多地多雨天气影响，旺季景气度兑现度相对较低、7 月行业销量表现仍有承压。我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，短期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修，考虑到啤酒行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的股息水平，仍建议持续关注。

黄酒：行业大单品化趋势逐步成型、高端化培育也已经成为头部品牌的品牌力塑造共识，头部酒企普遍加大对营销能力的关注、对黄酒品类进行市场化推广；中期产业趋势变化、新品年轻化培育等值得关注。

休闲零食：零食量贩保持高速扩张态势，但传统渠道大盘受挤压持续收缩，电商等平台内卷加剧难以盈利，板块整体略有承压。本周零食量贩两强公布 26H1 业绩，上半年开店速度较快维持 4000+家，且同店亦有改善，体现供应链、货盘、会员体系等精细化运营成效。但与此同时，零食量贩持续对线下其他渠道进行分流，结合劲仔、洽洽等公司本周披露业绩来看，零食量贩和会员店仍为核心增长渠道，其他传统流通、KA 等渠道预计持续承压。在此情况下，我们仍建议关注积极拥抱各类新渠道、努力寻求增量空间，并加快健康化新品开发的企业。推荐鸣鸣很忙、万辰集团，建议关注高股息标的洽洽食品、卫龙美味。

软饮料：雨水天气仍形成负面扰动，PET 随行就市采购成本抬升，行业整体持续承压。7 月限额以上饮料单位零售额仍维持低单增长，边际有所降速主要受台风天气影响，华南、华东等主销市场动销依旧承压。当前低价 PET 库存在 H1 基本消化完毕，采购成本随行就市上涨，我们预计饮料企业下半年利润率压力较上半年有所加大。本周农夫发布业绩，其中茶饮品类仍维持 30%+高增长，但包装水增速放缓至低个位数，其他健康、功能性品类仍表现较好，公司收入呈现增长韧性，结构上呈现出健康饮品“水替”的特征。当前核心推荐具备供应链、产品矩阵、渠道优势的农夫山泉，关注百润股份乐调系列新品表现。

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。从社零数据&海天报表可见，Q2 以来餐饮需求呈现需求疲软态势，但居民端需求相对稳健，且持续具备健康化、复合化、功能化升级趋势。参考海外发展趋势，调味品作为刚需属性产品，定价低且使用频次高，持续具备产品升级迭代或成本传导驱动的提价能力。且复合调味品伴随着餐饮连锁化率提升、下游降本增效持续扩容，天味和颐海 26H1 业绩均显示火锅底料产品恢复增长态势，且吨价自 25 年开始逐步上行、代表行业竞争趋缓。当前我们持续推荐竞争格局清晰、具备价格传导能力的海天味业；及出海扩张先锋&酵母蛋白引领收入扩张的安琪酵母，建议关注高股息天味食品、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：景气趋势持续分化，关注预期修复下的板块配置	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：景气趋势持续分化，关注预期修复下的板块配置

● 酒类板块

行业层面，我们维持白酒景气度“下行趋缓”阶段判断，近期淡季动销受益于去年同期低基数有恢复性改善，我们预计中秋&国庆动销同比平稳，部分区域因低基数预计仍会有恢复性增长，而对于多数区域而言相对低基数下消费场景修复红利与今年来居民端&企业端持续疲软的支出意愿相对对冲。

周内中报业绩基本完成披露，其中区域酒相对而言呈现相对韧性，例如迎驾贡酒 26Q2 实现营收 11.9 亿元、同比+6.6%，实现归母净利 3.3 亿元、同比+8.4%；而全国化酒企与泛全国化品牌报表仍相对承压、仍处于积极去库状态，例如泸州老窖 26Q2 实现营收 24.5 亿元、同比-65.5%，实现归母净利 6.3 亿元、同比-79.5%；古井贡酒 26Q2 实现营收 26.9 亿元、同比-43.3%，实现归母净利 5.6 亿元、同比-58.1%。主要系区域酒未经历泛全国化过程、冗余社会库存的去化压力相对较低，而借助渠道杠杆进行全国化外拓的品牌则需要额外去化此前未触及消费端的渠道库存。

我们预计多数品牌渠道去库已步入尾声，主要考虑行业价盘自年初以来保持平稳，飞天茅台、普五等高端酒的价盘修复弹性超预期。价在量先，价稳意味着历史社会库存去化已相对不错，以及渠道情绪进一步企稳。

我们认为白酒行业无论动销、价盘亦或是表现压力均自至深点逐步向好过渡，我们看好板块基本面环比持续改善态势。当前估值锚贵州茅台 PE 约 20X，其余头部酒企约 15X，市场已定价当前行业景气度态势以及相对谨慎的恢复预期，中期维度 EPS、行业盈利能力修复赋予收益来源。

个股层面，我们建议从中长期视角来进行酒企 EPS×PE 定价，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。具体配置方向建议：1) 着重推荐品牌力突出、护城河深厚的高端酒（如贵州茅台、五粮液），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（如金徽酒、今世缘、迎驾贡酒）。2) 顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖），有新产品、新渠道、新范式催化的弹性酒企。

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。当前已处于行业旺季，但由于餐饮弱复苏的现状&多地多雨天气影响，旺季景气度兑现度相对较低。我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，前期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修，考虑到啤酒行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的股息水平，仍建议持续关注。
- 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：零食量贩保持高速扩张态势，但传统渠道大盘受挤压持续收缩，电商等平台内卷加剧难以盈利，板块整体略有承压。本周零食量贩两强公布 26H1 业绩，上半年开店速度较快维持 4000+家，且同店亦有改善，体现供应链、货盘、会员体系等精细化运营成效。但与此同时，零食量贩持续对线下其他渠道进行分流，结合劲仔、洽洽等公司本周披露业绩来看，零食量贩和会员店仍为核心增长渠道，其他传统流通、KA 等渠道预计持续承压。在此情况下，我们仍建议关注积极拥抱各类新渠道、努力寻求增量空间，并加快健康化新品开发的企业。推荐鸣鸣很忙、万辰集团，建议关注高股息标的洽洽食品、卫龙美味。

本周鸣鸣很忙发布 26H1 业绩，26H1 实现营收 449.97 亿元，同比+59.99%；实现归母净利润 22.40 亿元，同比+155.39%，经调整后净利润 24.48 亿元，同比+136.61%，业绩超预期。26H1 门店数 26405 家，较年初净增 4457 家，同比增长 57.33%。26H1 毛利率/经调净利率分别为 11.53%/5.44%，同比+2.20pct/+1.76pct，毛利率端伴随采购规模扩大，公司对上游厂商的议价能力及直采效率进一步提升。

本周劲仔食品发布半年报，26Q2 实现营收 6.44 亿元，同比+21.87%；实现归母净利润 0.35 亿元，同比-20.87%；扣非归母净利润 0.31 亿元，同比-8.26%，业绩低于预期。鱼制品基本盘稳固，豆制品及肉干势能强劲，Q2 收入延续 20%+增长；原料成本上行叠加渠道结构变化，毛利率显著承压。26Q2 毛利率/净利率分别为 23.30%/5.46%，同比-5.6pct/-3.0pct。



本周洽洽食品发布半年报，26Q2 实现营收 12.8 亿元，同比+8.66%；实现归母净利润 0.78 亿元，同比+581.20%；扣非归母净利润 0.53 亿元，同比扭亏为盈，业绩落在预告下限。瓜子大单品表现稳健，坚果受益于春节备货实现高增。葵花籽成本回落，毛利率显著改善，内部降本增效持续推进。单 Q2 毛利率同比+5.77pct，达到 27.20%。带动净利率最终 26Q2 净利率为 6.05%，低基数下同比+5.08pct。

软饮料：雨水天气仍形成负面扰动，PET 随行就市采购成本抬升，行业整体持续承压。7 月限额以上饮料单位零售额仍维持低单增长，边际有所降速主要受台风天气影响，华南、华东等主销市场动销依旧承压。当前低价 PET 库存在 H1 基本消化完毕，采购成本随行就市上涨，我们预计饮料企业下半年利润率压力较上半年有所加大。本周农夫发布业绩，其中茶饮品类仍维持 30%+高增长，但包装水增速放缓至低个位数，其他健康、功能性品类仍表现较好，公司收入呈现增长韧性，结构上呈现出健康饮品“水替”的特征。当前核心推荐具备供应链、产品矩阵、渠道优势的农夫山泉，关注百润股份乐调系列新品表现。

本周农夫山泉发布 26H1 业绩，26H1 年实现营收 297.18 亿元，同比增长+16.0%；实现归母净利润 88.87 亿元，同比增长+16.6%，业绩略超预期。茶饮 26H1 保持 30%+高增长，功能饮料及果汁稳步放量，产品多元化发展。26H1 公司毛利率/净利率分别为 60.9%/29.9%，同比+0.6pct/+0.2pct。其中 PET 包材略有上行，但果汁、白糖等价格下降有所对冲，另外高毛利茶饮品类占比持续提升。

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。从社零数据&海天报表可见，Q2 以来餐饮需求呈现需求疲软态势，但居民端需求相对稳健，且持续具备健康化、复合化、功能化升级趋势。参考海外发展趋势，调味品作为刚需属性产品，定价低且使用频次高，持续具备产品升级迭代或成本传导驱动的提价能力。且复合调味品伴随着餐饮连锁化率提升、下游降本增效持续扩容，天味和颐海 26H1 业绩均显示火锅底料产品恢复增长态势，且吨价自 25 年开始逐步上行、代表行业竞争趋缓。当前我们持续推荐竞争格局清晰、具备价格传导能力的海天味业；及出海扩张先锋&酵母蛋白引领收入扩张的安琪酵母，建议关注高股息天味食品、颐海国际。

本周海天味业发布半年报，26Q2 实现营收 71.17 亿元，同比+2.93%；实现归母净利润 17.46 亿元，同比+2.17%；扣非归母净利润 16.13 亿元，同比-3.39%。Q2 核心品类降速系餐饮需求疲软，健康多元品类布局贡献增量。其中 26Q2 酱油/蚝油/调味酱/其它产品收入同比+1.07%/+0.12%/+1.27%/+6.31%。成本及供应链效率优化，盈利能力保持稳健。26Q2 毛利率/净利率分别为 39.82%/24.54%，同比-0.38pct/-0.18pct，Q2 毛利率下降主要系成本上涨、产品结构影响。

本周天味食品发布半年报，26Q2 实现营收 8.97 亿元，同比+19.76%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比+13.36%；扣非归母净利润 1.21 亿元，同比+8.15%。业绩落在预告中枢。26Q2 火锅调料/中式菜品调料分别实现营收 2.83/5.28 亿元，同比+10.92%/+14.22%。控股子公司食萃食品、加点滋味和一品味享共计贡献收入 5.03 亿元，归母净利润 3435.89 万元。供应链优化+产品结构改善，净利率高基数下表现稳健。26Q2 毛利率/净利率分别为 38.9%/14.57%，同比+1.94pct/-0.82pct。

本周颐海国际发布 26H1 业绩，26H1 实现营收 33.47 亿元，同比增长+14.3%；实现归母净利润 3.76 亿元，同比增长+21.36%，业绩超预期。第三方海外高增，关联方逐步修复。分客户看，26H1 关联方/第三方收入分别为 10.01/23.45 亿元，同比+15.9%/+13.7%。原材料下行驱动毛利率改善，销售费用有所抬升，汇兑形成利润端扰动。26H1 公司整体毛利率/归母净利率分别为 33.6%/11.2%，同比+4.1pct/+0.6pct，第三方高毛利业务占比抬升带动整体毛利率上行。26H1 关联方/第三方综合毛利率分别为 14.3%/41.8%，同比+0.5pct/+5.7pct。

二、行情回顾

本周（8.24~8.28）食品饮料（申万）指数收于 13946 点（+1.14%），沪深 300 指数收于 4609 点（-0.21%），上证综指收于 3952 点（+1.20%），深证综指收于 2550 点（+0.42%），创业板指收于 3424 点（-3.42%）。



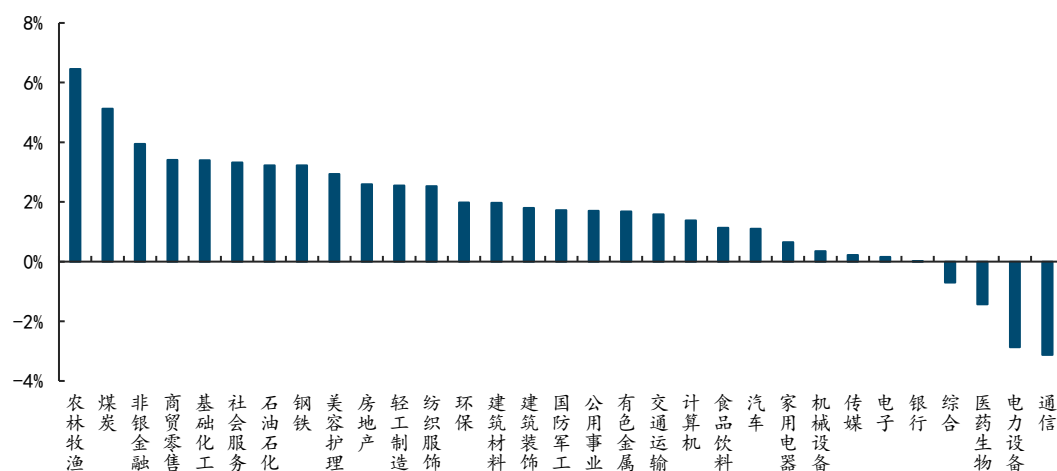
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
食品饮料	13946	1.14%	-14.01%
沪深 300	4609	-0.21%	-0.45%
上证指数	3952	1.20%	-0.42%
深证综指	2550	0.42%	0.76%
创业板指	3424	-3.42%	6.91%

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为农林牧渔（+6.46%）、煤炭（+5.13%）、非银金融（+3.94%）。

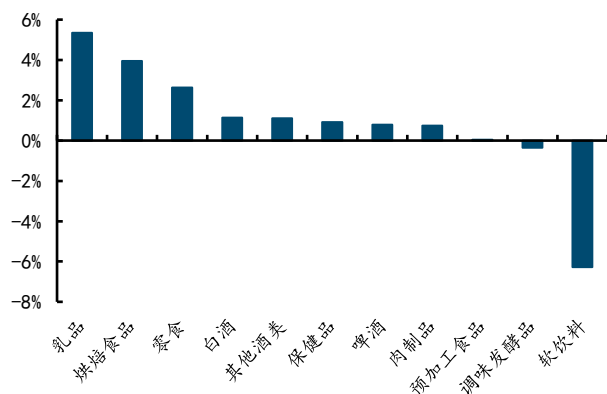
图表2：周度申万一级行业涨跌幅



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乳品（+5.35%）、烘焙食品（+3.94%）、零食（+2.64%）。

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：黑芝麻（+18.13%）、西部牧业（+12.66%）、五芳斋（+10.04%）等。涨跌幅靠后的为：养元饮品（-20.59%）、ST 西王（-11.62%）、ST 椰岛（-7.71%）等。

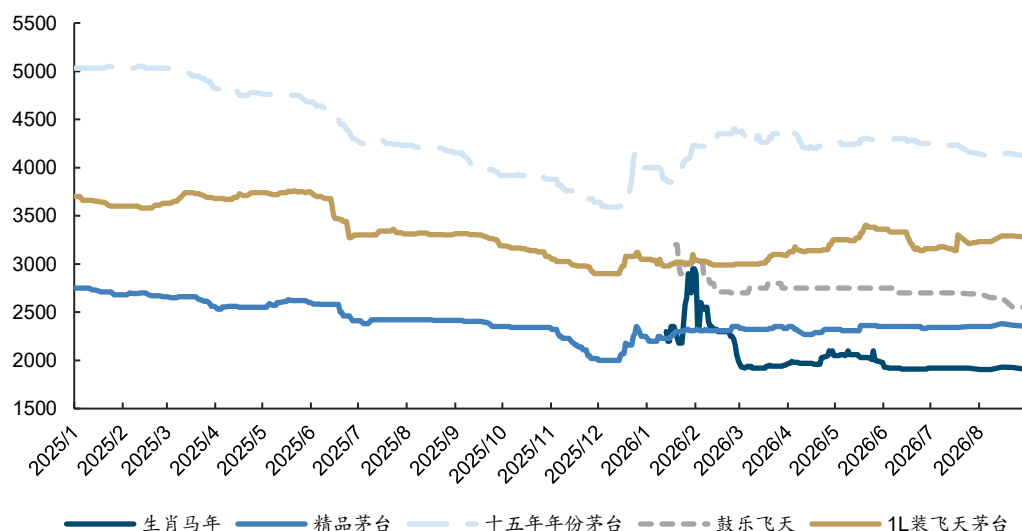


图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
黑芝麻	18.13	养元饮品	-20.59
西部牧业	12.66	ST 西王	-11.62
五芳斋	10.04	ST 椰岛	-7.71
骑士乳业	8.90	紫燕食品	-6.46
海欣食品	8.44	甘源食品	-6.20
桂发祥	8.19	*ST 春天	-5.26
朱老六	8.19	煌上煌	-3.59
安记食品	8.06	劲仔食品	-3.05
盖世食品	7.87	*ST 西发	-3.01
皇氏集团	7.84	泸州老窖	-2.90

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 8 月 29 日）

三、食品饮料行业数据更新

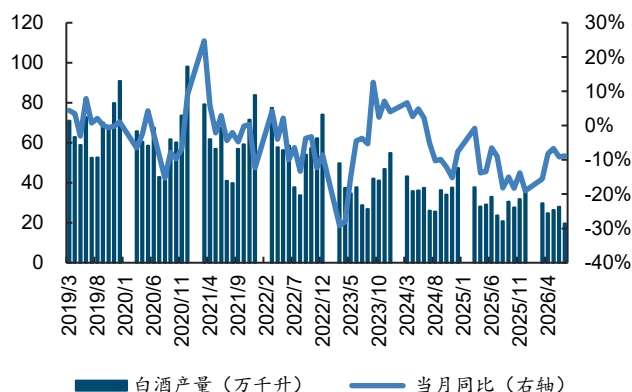
■ 白酒板块

2026 年 7 月，规模以上白酒产量为 20 万千升，同比-8.8%。

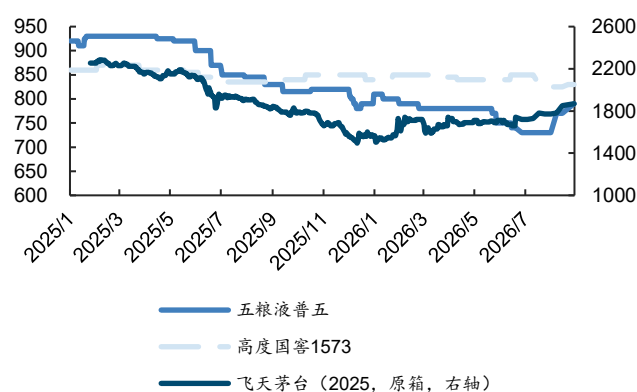
2026 年 8 月 29 日，飞天茅台（2025，原箱）批价 1870 元（环周+10 元），普五批价 790 元（环周+10 元），高度国窖 1573 批价 830 元（环周持平）。



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26年7月）

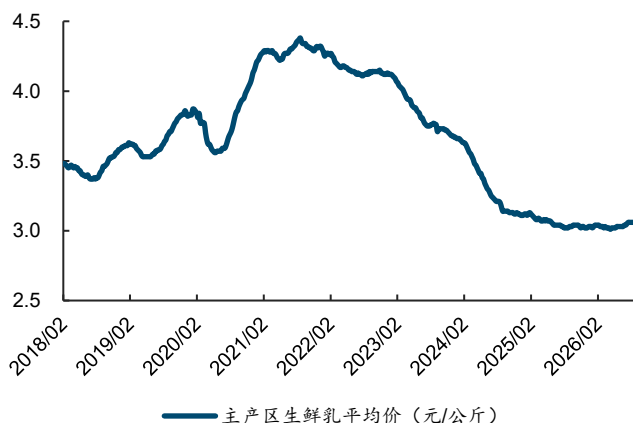
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至26年8月29日）

■ 乳制品板块

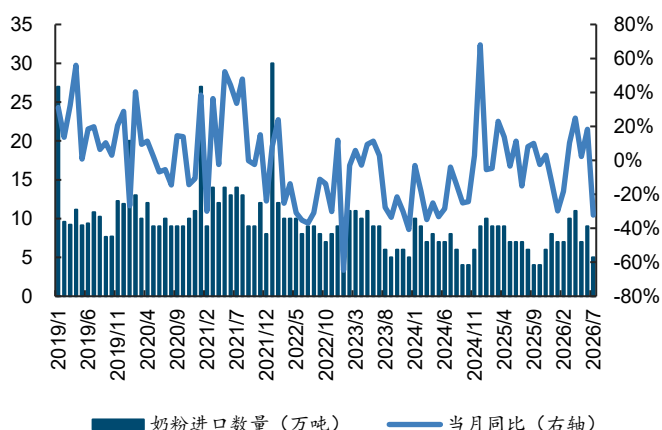
2026年8月21日，我国生鲜乳主产区平均价为3.06元/公斤，同比+1.3%，环比持平。

2026年1~7月，我国累计进口奶粉55万吨，累计同比-3.9%；累计进口金额为42.3亿美元，累计同比-2.6%。其中，单7月进口奶粉5万吨，同比+32.2%；进口金额5.1亿元，同比-23.5%。

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8月14日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至26年7月）

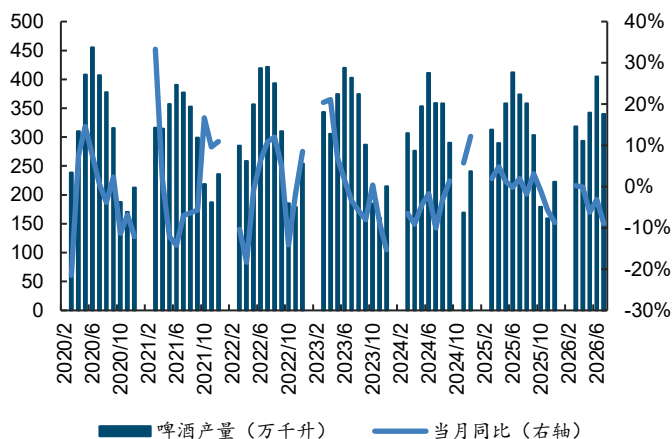
■ 啤酒板块

2026年1~7月，我国累计啤酒产量为2276.7万千升，同比-1.6%。其中，单7月啤酒产量为340.3万千升，同比-8.9%。

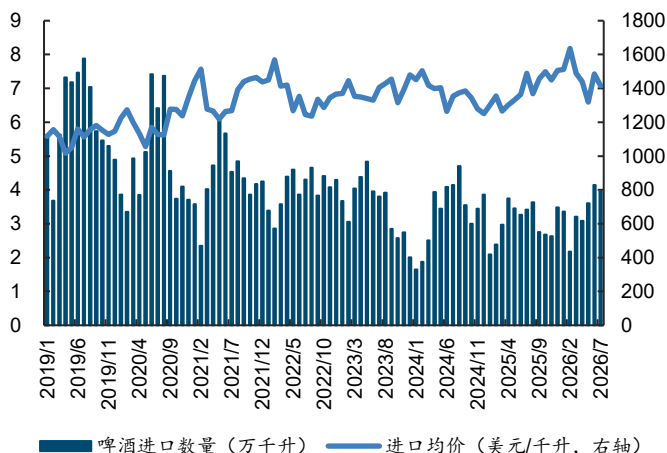
2026年1~7月，我国累计进口啤酒数量为23.5万千升，同比+10.5%；进口金额3.4亿美元，同比+19.6%。其中，单7月进口数量4.0万千升，同比+15.7%；进口金额0.7亿美元，同比+9.9%。



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7月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至26年7月）

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

8月28日，泸州老窖发布投资者关系活动记录。针对国窖1573的价格策略，公司表示，国窖1573的价值塑造是公司长期坚持的品牌战略。高、低度国窖1573是一套协同发力的组合拳。低度放量为高度挺价创造有利条件，高度挺价为品牌发展积蓄长期势能。在年轻化新品方面，截至目前，28度高光销售收入已突破2000万元，初步验证了“低度化、年轻化、轻社交”产品策略的市场可行性。（微酒）

8月25日，绍兴市人民政府发布《绍兴市“十五五”历史经典产业振兴发展规划》。规划提到，要构建“2+3+X”绍兴特色历史经典产业体系，振兴发展黄酒等两大主导产业，到2030年，黄酒产业规模力争实现120亿元。（酒业家）

8月20日，宜宾五粮液酒类销售有限责任公司发生人事变动。其中，五粮液销售公司原副总经理王源培升任董事长、总经理。与此同时，邱江涛、廖嵩新任副总经理，李小波同时出任董事、副总经理。此外，原董事长蒋佳、原总经理陈舸转任董事，侯俊伊新增为董事，钟道远退出董事席位。（酒业家）

8月29日，保乐力加集团发布2026财年（2025年7月1日-2026年6月30日）全年业绩报告。报告显示，集团实现净销售额94.04亿欧元，同比下降14.2%，有机下降3.9%；经常性营业利润24.23亿欧元，有机下降5.2%；股东应占净利润12.03亿欧元，同比下降26%。中国市场方面，2026财年有机净销售额下滑19%，占集团净销售额的7%，约6.58亿欧元（约合人民币52亿元）。保乐力加在报告中表示，中国市场仍面临充满挑战的宏观经济环境、持续疲软的消费者信心以及监管措施对需求的压制。高端及奢华烈酒品类承受较大压力，马爹利销售受到明显影响。（酒业家）

图表13：近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
8月31日	东鹏饮料	2026年第二次临时股东大会
8月31日	三全食品	2026年第一次临时股东大会
8月31日	安琪酵母	2026年第二次临时股东大会
9月1日	熊猫乳品	2026年第四次临时股东大会
9月1日	有友食品	2026年第二次临时股东大会
9月1日	承德露露	2026年第一次临时股东大会
9月7日	李子园	2026年第二次临时股东大会
9月7日	ST绝味	2026年第四次临时股东大会
9月7日	煌上煌	2026年第二次临时股东大会
9月8日	中炬高新	2026年第三次临时股东大会



日期	公司	事项
9月8日	张裕 A	2026 年第三次临时股东会
9月8日	品渥食品	2026 年第一次临时股东会
9月11日	会稽山	2026 年第二次临时股东会
9月11日	维维股份	2026 年第二次临时股东会
9月14日	*ST 莫高	2026 年第一次临时股东会
9月14日	水井坊	2026 年第一次临时股东会
9月14日	日辰股份	2026 年第二次临时股东会
9月14日	仙乐健康	2026 年第三次临时股东会
9月15日	佳隆股份	2026 年第二次临时股东会
9月15日	一鸣食品	2026 年第二次临时股东会
9月15日	千味央厨	2026 年第一次临时股东会
9月15日	莲花控股	2026 年第二次临时股东会
9月16日	洽洽食品	2026 年第二次临时股东会
9月16日	均瑶健康	2026 年第二次临时股东会
9月17日	贝因美	2026 年第二次临时股东会
10月9日	青岛食品	2026 年第二次临时股东会

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

earchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

earchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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