



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） 分析师：李本媛（执业 S1130523090002） 联系人：叶韬
 liuchenqian@gjzq.com.cn libenyuan@gjzq.com.cn yetao@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君
 chen yujun@gjzq.com.cn

休闲食品调研反馈，板块回暖推荐布局

投资建议

本周我们集中对湖南 3 家休闲食品公司进行调研，具体反馈如下：

从调研反馈来看，大众返乡叠加外出场景修复，带动下沉市场消费需求提升，零食和卤味表现分化。盐津、劲仔节前出货达成预期，且春节期间动销增长较好。而绝味一二线城市门店占比高且单店收入贡献大，因此春节期间受客流量影响，动销反馈相对平淡。具体公司表现来看：

劲仔食品：春节期间按正常销售节奏推进，礼盒装产品销售额仅几百万，因此产品和渠道结构基本与去年相似。增速最快的单品为鹌鹑蛋，目前产能储备充足，较 23Q3 月销呈现环比提升趋势。23Q4 鹌鹑蛋毛利率环比改善，目前达成阶段性目标，24 年将延续渠道费用政策。24 年收入目标增速 25%，拆分品类来看，小鱼同比增速 20%+，鹌鹑蛋、豆干、肉干增速高于大盘。成本端来看，上半年原材料鳀鱼干基本锁价完毕，成本压力减轻。鹌鹑蛋方面，23H2 起单价环比下降，目前稳定在低位。综合成本下降和规模效应来看，公司净利率仍有提振空间。

盐津铺子：总体年货节表现超预期，尤其 1 月电商渠道增速较快，且核心辣卤礼包在抖音渠道表现强劲；零食专营渠道随着下游门店数量增长月销环比提升，12 月导入赵一鸣供应链，进入更多 SKU；其他渠道（KA\BC\CVS 等）亦实现较好的增长。从 24 年收入指引来看，与股权激励目标增速一致，预计全年增长目标在 25%。拆分渠道表现来看，零食专营为基本盘（全年增长确定性较强，不设具体指标，能做到少算多少），电商、定量流通、散装 bc 等渠道均要求有双位数以上增长。从利润角度来看，公司持续在供应链、产品研发等方面进行降本增效，预期剔除股权激励支付费用后的净利率具备提升空间。

绝味食品：春节期间动销表现平淡，预期单店收入增长仍有压力（尤其是一二线城市受返乡人群回流影响），门店数量来看 23 年新增目标基本达成。展望 24 年，公司对于门店考核更重质量，先确保存活率再进行开店动作。单店收入方面力争通过新店爬坡、性价比单品引流，折扣券等活动实现正增长。成本端，近期上游有亏损趋势，叠加节假日效应需求端增加，鸭副价格环比 Q4 小幅回升。

休闲食品：大众返乡叠加外出场景修复，带动下沉市场消费需求提升，零食和卤味表现分化。盐津、劲仔节前出货达成预期，且春节期间动销增长较好。而绝味一二线城市门店占比高且单店收入贡献大，因此春节期间受客流量影响，动销反馈相对平淡。我们仍看好零食板块红利，短期具备旺季催化，Q1 业绩有望超预期。

白酒板块：建议淡季核心关注主流单品的批价波动，由此判断酒企的量价策略&需求修复斜率。从本周批价变动来看，主流单品整体仍趋稳，基本面夯实下情绪预计会持续修复。我们仍坚信强势品牌横渡周期的能力，建议优选稳健性龙头、布局强区域禀赋标的、关注弹性&赔率较高的次高端等标的。

啤酒板块：本周啤酒大涨，主要系资金情绪因素、前期调整较多。春节反馈分化，旅游、返乡大省表现超预期，现饮场景恢复良好，一线城市、夜场等偏淡。2 月高基数+春节错位下销量或承压，预计 1-2 月华润、青啤争取保平。重啤本周表现最好，渠道反馈，预计 1 月量增较好，2 月低基数+区域品牌受益预计增幅也在行业靠前。供给端普遍包袱不重、预计备货波动性不会像 23 年这么大，且旺季有低基数+奥运会+天气、消费力好转催化，成本红利环比加快兑现，啤酒 24 年仍有较强业绩确定性和弹性，重点关注低估值龙头。

风险提示

宏观经济下行风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险。



内容目录

一、周专题：休闲食品调研反馈.....	3
二、本周行情回顾.....	4
三、食品饮料行业数据更新.....	7
四、公司公告与事件汇总.....	8
4.1 公司公告精选.....	8
4.2 行业要闻.....	9
4.3 近期上市公司重要事项.....	9
五、风险提示.....	9

图表目录

图表 1： 本周行情.....	4
图表 2： 周度申万一级行业涨跌幅.....	4
图表 3： 当周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： 食品饮料板块沪（深）港通持股金额 TOP20.....	5
图表 7： 非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）.....	6
图表 8： i 茅台上市至今单品投放量情况（瓶）.....	7
图表 9： 白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	7
图表 10： 高端酒批价走势（元/瓶）.....	7
图表 11： 国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）.....	8
图表 12： 中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	8
图表 13： 啤酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	8
图表 14： 啤酒进口数量（千升）与均价（美元/千升）.....	8
图表 15： 近期上市公司重要事项.....	9



一、周专题：休闲食品调研反馈

■ 休闲食品

大众返乡叠加外出场景修复，带动下沉市场消费需求提升，零食和卤味表现分化。盐津、劲仔节前出货达成预期，且春节期间动销增长较好。而绝味一二线城市门店占比高且单店收入贡献大，因此春节期间受客流量影响，动销反馈相对平淡。我们仍看好零食板块红利，短期具备旺季催化，Q1 业绩有望超预期。全年维度看，行业β仍存，业绩具备确定性和弹性，推荐劲仔、盐津、洽洽。

本周我们集中对湖南 3 家休闲食品公司进行调研，具体反馈如下：

从调研反馈来看，大众返乡叠加外出场景修复，带动下沉市场消费需求提升，零食和卤味表现分化。盐津、劲仔节前出货达成预期，且春节期间动销增长较好。而绝味一二线城市门店占比高且单店收入贡献大，因此春节期间受客流量影响，动销反馈相对平淡。

1 月我们已经观察到低价零食礼盒装产品动销提速，叠加前期业绩预告密集披露，市场具备较强的预期，春节期间综合公司反馈来看动销依旧延续强劲表现，预计 2 月初仍符合此前高增长预期。考虑到节日效应过后的消化库存阶段，预期 2~3 月环比回落，综合来看 Q1 增速仍快于全年，且不影响 4 月补库存进度。具体公司表现来看：

劲仔食品：春节期间按正常销售节奏推进，礼盒装产品销售额仅几百万，因此产品和渠道结构基本与去年相似。增速最快的单品为鹌鹑蛋，目前产能储备充足，较 23Q3 月销呈现环比提升趋势。23Q4 鹌鹑蛋毛利率环比改善，目前达成阶段性目标，24 年将延续渠道费用政策。24 年收入目标增速 25%，拆分品类来看，小鱼同比增速 20%+，鹌鹑蛋、豆干、肉干增速高于大盘。成本端来看，上半年原材料鳀鱼干基本锁价完毕，成本压力减轻。鹌鹑蛋方面，23H2 起单价环比下降，目前稳定在低位。综合成本下降和规模效应来看，公司净利率仍有提振空间。

盐津铺子：总体年货节表现超预期，尤其 1 月电商渠道增速较快，且核心辣卤礼包在抖音渠道表现强劲；零食专营渠道随着下游门店数量增长月销环比提升，12 月导入赵一鸣供应链，进入更多 SKU；其他渠道（KA\BC\CVS 等）亦实现较好的增长。从 24 年收入指引来看，与股权激励目标增速一致，预计全年增长目标在 25%。拆分渠道表现来看，零食专营为基本盘（全年增长确定性较强，不设具体指标，能做到少算多少），电商、定量流通、散装 bc 等渠道均要求有双位数以上增长。从利润角度来看，公司持续在供应链、产品研发等方面进行降本增效，预期剔除股权激励支付费用后的净利率具备提升空间。

卤制品板块 23 年受外部新业态挤压、下沉市场消费降级及原材料鸭副价格上涨等多重影响，整体收入和业绩增长承压。春节期间餐饮连锁反馈一般，恢复程度距 19 年仍有缺口，与酒店和机票等节假日消费旺盛氛围形成反差，我们认为主要系餐饮为出行期间非刚需消费，平价替代方式较多，在大众总体消费意愿谨慎背景下，节假日溢价支付意愿较弱。

绝味食品：春节期间动销表现平淡，预期单店收入增长仍有压力（尤其是一二线城市受返乡人群回流影响），门店数量来看 23 年新增目标基本达成。展望 24 年，公司对于门店考核更重质量，先确保存活率再进行开店动作。单店收入方面力争通过新店爬坡、性价比单品引流，折扣券等活动实现正增长。成本端，近期上游有亏损趋势，叠加节假日效应需求端增加，鸭副价格环比 Q4 小幅回升。

■ 白酒板块

节后到元宵前，尚有部分聚饮&宴席需求释放，但整体氛围仍呈现由旺转淡，淡季核心消费场景为商务招待、宴席等，我们建议淡季核心关注主流单品的批价波动，由此判断酒企的量价策略&需求修复斜率。从本周批价变动来看，主流单品整体仍趋稳，如飞天批价在 2700/3000 元上下波动，普五基本在 940 元及以上，基本面夯实下情绪预计将持续修复。

我们仍坚信强势品牌横渡周期的能力，目前板块内不少酒企 24 年 PE 已回落至 15X 左右，安全垫明确，从股息率角度看吸引力亦不错。建议优选稳健性龙头（高端酒茅五泸、赛道龙头汾酒等）、布局强区域禀赋标的（徽酒、苏酒势能仍不俗）、关注弹性&赔率较高的次高端等标的。

■ 啤酒板块

本周啤酒大涨（华润+9.95%、重啤+16.3%、青啤 A+6.25%、青啤 H+9.53%），主要系资金情绪因素、前期调整较多。春节反馈分化，旅游、返乡大省超预期（如：东北、湖北），现饮场景恢复较好，一线城市、夜场等偏淡。2 月高基数+春节错位下销量承压，预计 1-2 月华润、青啤有望保平。



重啤本周表现最好，渠道反馈，预计1月量增接近双位数，疆内乌苏、1664低基数下增长较好、疆外乌苏承压，乌苏合计正增。2月重啤基数偏低（23年2月青啤、华润均中高双位数增长，重啤仅个位数），且春节返乡、旅游火爆下大理、重庆、乌苏等区域品牌将最为受益，预计2月数据在行业内也较好。此外，重啤分红率高（21年83%/22年100%），符合高股息的特征。中长期看，渠道改革尚需时间验证，动作逐步落地。24年增加的大城市降低至9个（之前几年大多是10-15个），更重发展质量，筛选重点大城市做费投，销售人员扩张超过百人，增加经销商、终端的费用支持。

当前有担忧啤酒会不会重演23年1-2月reopen后现饮需求同样很好，但从4月起销量不及预期、餐饮夜场疲软；今年是否也会出现节后需求乏力。我们认为：1）至少从供给端看，厂商、经销商本身对春节预期普遍不高、包袱也不重，且有23年前车之鉴，备货的波动性不会像23年这么大。2）春节核心好在返乡、旅游创造的现饮场景，或更利好区域品牌，且本身处在啤酒淡季；后续需求重点关注旺季（低基数+奥运会+天气、消费力的好转）。

我们重申，厂家升级+提效共识不变（华润24年中低端允许掉量、次高增速15%+，kpi权重里利润和高端销量仍排序靠前；各家仍在推动产能人员整合），竞争格局并未恶化，24年龙头吨价普遍有望保持小到中个位数增长。成本端大麦下降双位数（H2幅度或更大）、包材稳中有降，青啤测算24年综合成本下降4-5e，重啤成本或有1-2%的改善，行业利润或维持双位数增长，推荐青啤、华润，关注重啤、燕京。

二、本周行情回顾

本周（2024.2.19~2024.2.23）食品饮料（申万）指数收于19162点（+3.32%），沪深300指数收于3490点（+3.71%），上证综指收于3005点（+4.85%），深证综指收于1670点（+5.87%），创业板指收于1758点（+1.81%）。

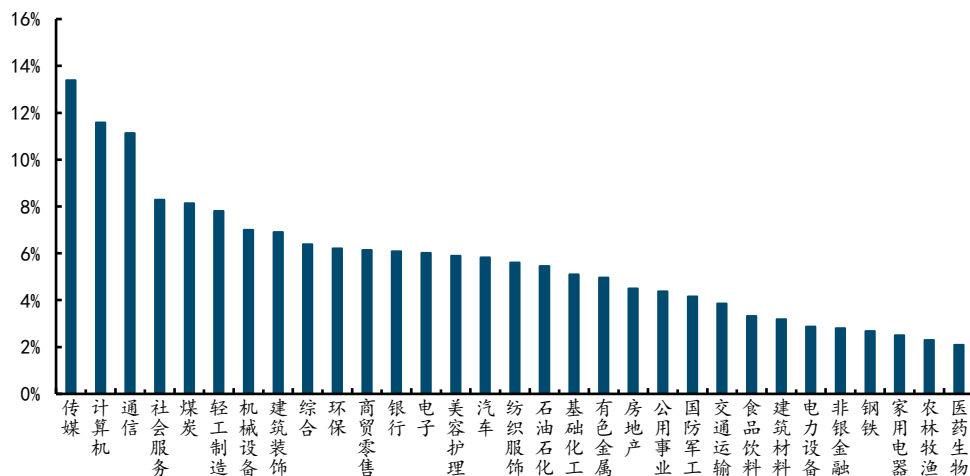
图表1：本周行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	24年至今涨跌幅
申万食品饮料指数	19162	3.32%	-1.87%
沪深300	3490	3.71%	1.71%
上证综指	3005	4.85%	1.01%
深证综指	1670	5.87%	-9.14%
创业板指	1758	1.81%	-7.04%

来源：Wind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三的行业为传媒（+13.39%）、计算机（+11.59%）、通信（+11.13%）。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅



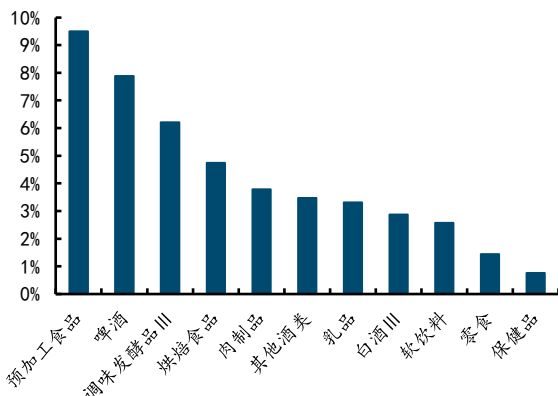
来源：Wind，国金证券研究所

从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为预加工食品（+9.50%）、啤酒（+7.88%）、调

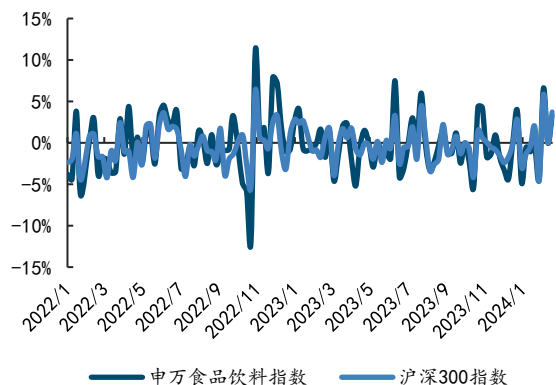


味发酵品 (+6.20%)。

图表3: 当周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: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

从个股表现来看, 周度涨幅居前的为: 惠发食品 (+32.97%)、*ST 西发 (+27.64%)、麦趣尔 (+25.89%)、*ST 莫高 (+24.94%)、品渥食品 (+24.06%) 等; 跌幅居前的为: 养元饮品 (-3.30%)、洽洽食品 (-2.55%)、盐津铺子 (-2.09%)、古越龙山 (-1.72%)、涪陵榨菜 (-1.63%) 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 (%)
惠发食品	32.97	养元饮品	-3.30
*ST 西发	27.64	洽洽食品	-2.55
麦趣尔	25.89	盐津铺子	-2.09
*ST 莫高	24.94	古越龙山	-1.72
品渥食品	24.06	涪陵榨菜	-1.63
岩石股份	23.13	仙乐健康	-1.46
佳隆股份	22.34	天味食品	-1.44
兰州黄河	21.82	恒顺醋业	-1.40
庄园牧场	21.45	三全食品	-1.34
加加食品	20.56	光明乳业	-1.30

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅)

从沪 (深) 港通持股情况来看, 白酒板块重点公司贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒在 2 月 23 日沪 (深) 港通持股比例分别为 7.15%/4.47%/3.25%/2.26%, 环比分别 +0.17pct/+0.17pct/-0.03pct/+0.15pct; 伊利股份沪港通持股比例为 13.06%, 环比 +0.45pct; 重庆啤酒沪港通持股比例为 5.60%, 环比 -0.21%; 海天味业沪港通持股比例为 3.99%, 环比 +0.14pct。

图表6: 食品饮料板块沪 (深) 港通持股金额 TOP20

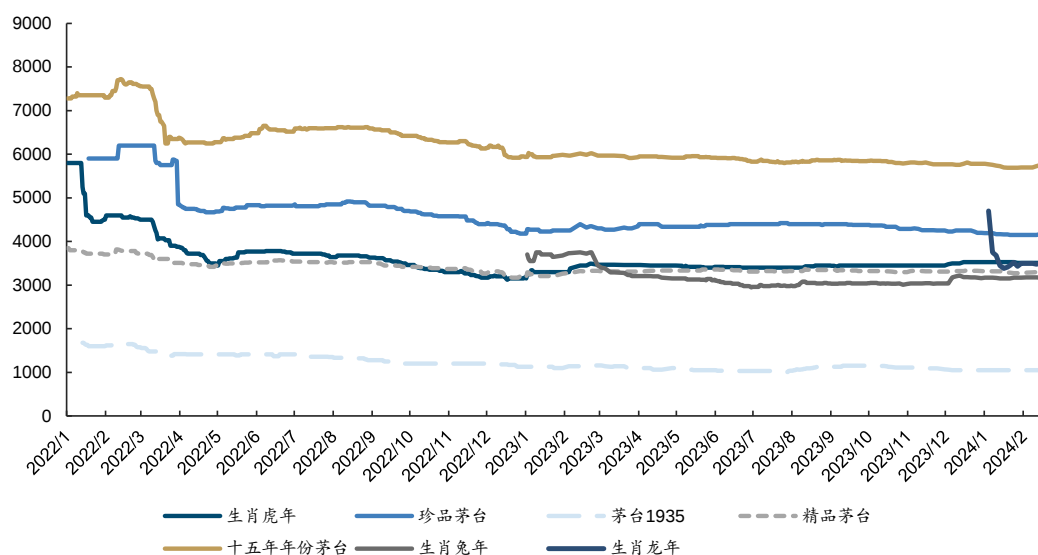
股票名称	2024/2/23	2024/2/16	周环比 (%)	持股金额 (亿元)
贵州茅台	7.15	6.98	0.17	1540
五粮液	4.47	4.30	0.17	246
伊利股份	13.06	12.61	0.45	241
海天味业	3.99	3.85	0.14	92
泸州老窖	3.25	3.28	-0.03	81
山西汾酒	2.26	2.11	0.15	64
东鹏饮料	8.23	7.92	0.31	59



股票名称	2024/2/23	2024/2/16	周环比(%)	持股金额(亿元)
洋河股份	3.02	2.88	0.14	46
双汇发展	2.91	3.01	-0.10	30
安井食品	10.94	11.35	-0.41	28
青岛啤酒	2.26	2.01	0.25	26
洽洽食品	14.66	14.60	0.05	25
古井贡酒	1.93	1.90	0.03	23
重庆啤酒	5.60	5.81	-0.21	18
今世缘	2.75	2.60	0.15	18
安琪酵母	5.22	5.21	0.01	15
汤臣倍健	4.44	4.44	0.00	13
中炬高新	5.62	5.46	0.16	11
燕京啤酒	3.71	3.83	-0.12	9
水井坊	3.68	3.35	0.33	9

来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 2 月 24 日)



图表8: i 茅台上市至今单品投放量情况 (瓶)



来源: i 茅台, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 2 月 24 日)

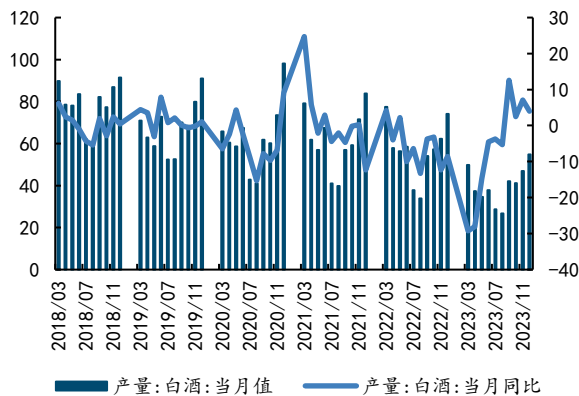
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

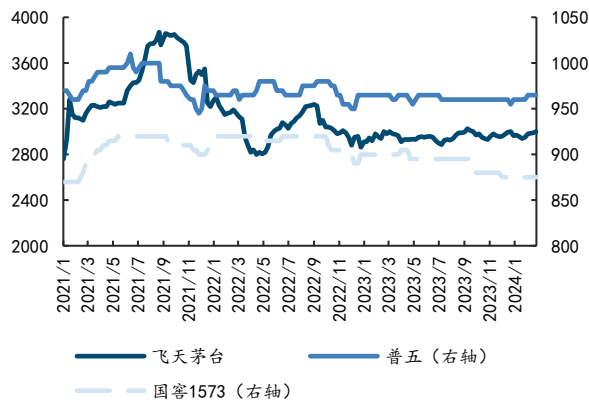
2023 年 12 月, 全国白酒产量 54.90 万千升, 同比+4.00%。

据今日酒价, 2 月 23 日, 飞天茅台整箱批价 3000 元 (环周+10 元), 散瓶批价 2705 元 (环周+5 元), 普五批价 965 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 875 元 (环周持平)。

图表9: 白酒月度产量 (万千升) 及同比 (%)



图表10: 高端酒批价走势 (元/瓶)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 23 年 12 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 2 月 23 日)

■ 乳制品板块

2024 年 2 月 18 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.62 元/公斤, 同比-10.4%, 环比持平。

2023 年 1~12 月, 我国累计进口奶粉 100.0 万吨, 累计同比-23.1%; 累计进口金额为 71.37 亿美元, 累计同比-19.40%。

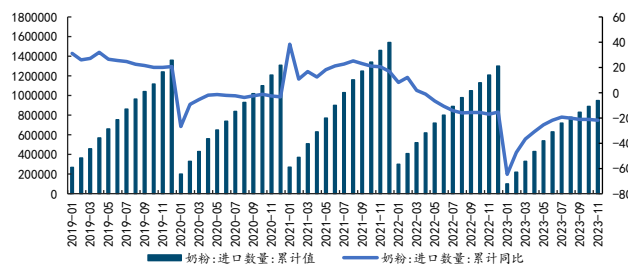


图表11：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至 24 年 2 月 18 日）

图表12：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



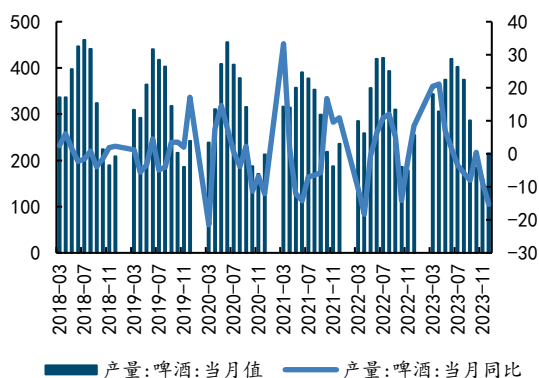
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至 23 年 12 月）

■ 啤酒板块

2023 年 12 月，我国啤酒产量为 214.80 万千升，同比-15.30%。

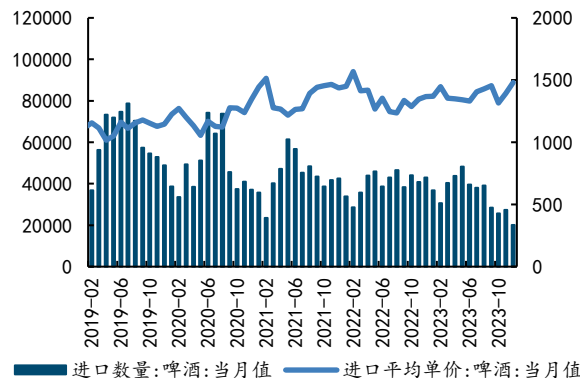
2023 年 1~12 月，我国累计进口啤酒数量为 41.83 万千升，同比-13.2%。其中 12 月啤酒进口平均单价为 1479.55 美元/千升，同比+8.2%。

图表13：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至 23 年 12 月）

图表14：啤酒进口数量（千升）与均价（美元/千升）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至 23 年 12 月）

四、公司公告与事件汇总

4.1 公司公告精选

【南侨食品】2 月 18 日，公司发布 2024 年 1 月营业收入简报，宣布公司 2024 年 1 月合并营业收入为人民币 30,414.28 万元，同比增长 37.44%。2 月 20 日，公司发布 2024 年 1 月归属于母公司股东的净利润简报，宣布公司 2024 年 1 月归属于母公司股东的净利润为人民币 2,669.63 万元，同比增长 109.87%

【康比特】2 月 19 日，公司发布 2023 年年度业绩预告公告，预计 2023 年年度实现归属于上市公司股东的净利润约 7700 万元-9000 亿元，同比增长 33.65%-56.21%。

【汤臣倍健】2 月 20 日，公司发布 2023 年年度业绩快报，报告期内，公司实现营业总收入 94.07 亿元，同比增长 19.66%；归属于上市公司股东的净利润 17.46 亿元，同比增长 26.00%；扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润为 15.97 亿元，同比增长 16.09%。

【珠江啤酒】2 月 22 日，公司发布 2023 年度业绩快报，宣布 2023 年公司实现啤酒销量 140.28 万吨，同比增长 4.79%；实现营业总收入 53.78 亿元，同比增长 9.13%；利润总额、归属于上市公司股东的净利润、扣除非经常性损益后的归属上市公司股东的净利润分别为 7.40 亿元、6.25 亿元和 5.58 亿元，同比分别增长 4.84%、4.43%和 4.75%。



4.2 行业要闻

2月19日消息,据全国白酒价格调查资料显示,2月中旬全国白酒环比价格总指数为99.99,下跌0.01%。从分类指数看,名酒环比价格指数为99.97,下跌0.03%;地方酒环比价格指数为100.01,上涨0.01%;基酒环比价格指数为100.00,保持稳定。(泸州白酒价格指数办公室)

2月19日,遵义市政府发布2024年遵义市政府工作报告(全文),其中涉酒内容有:2023年,酱香白酒首位产业地位巩固提升,提质改造白酒企业995家,成功举办9场“多彩贵州风·黔酒中国行”暨遵义产区名优白酒宣传推介活动,规模以上白酒企业达149户,实现白酒产值1264.8亿元,以茅台为引领的白酒企业品牌舰队逐渐成型。(酒业家)

2月20日,据酱香仁怀微信公众号消息,2023年仁怀酱酒产量达41.1万千升,辖区酱香白酒工业总产值1039.62亿元。仁怀市工业和商务局副局长王永强表示,仁怀市将进一步强化产区宣传推介,以产区品牌带动企业品牌,不断提升产区影响力、产品知名度、消费者认可度,推动仁怀酱酒产业规范高质量发展。(糖酒快讯)

2月21日,金沙发布透露,金沙县高粱产业从2006年种植不足4000亩发展到现在的20.25万亩,实现产量5.21万吨,产值4.6亿元。2024年计划发展20万亩以上,其中茅台订单12.65万亩,预计产值4.6亿元。(酒说)

2月23日,汾阳市融媒体中心发布数据,当前,汾阳市种植汾酒高粱面积高达12.95万亩,总产量突破4.5万吨,总产值达1.36亿元。(汾阳市融媒体中心)

4.3 近期上市公司重要事项

图表15: 近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
2月26日	威龙股份	2024年第一次临时股东大会
2月26日	燕塘乳业	2024年第一次临时股东大会
3月1日	南侨食品	2024年第一次临时股东大会
3月7日	桂发祥	2024年第一次临时股东大会
3月11日	张裕A	2024年第一次临时股东大会
3月12日	黑芝麻	2024年第一次临时股东大会
3月26日	盐津铺子	2024年第一次临时股东大会

来源: Wind, 国金证券研究所

五、风险提示

- 宏观经济下行风险——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
 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
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建内大街 26 号
 新闻大厦 8 层南侧

深圳
 电话：0755-86695353
 邮箱：researchsz@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