



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）
liuchenchuan@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

龙头经营稳中向好，业绩窗口期看好 alpha 标的兑现度

投资建议

白酒：我们认为市场对于白酒酒企的二季报已经有比较明确的出清预期，本身市场更倾向于给予动销定价而非表观定价，短期酒企 EPS 出清反而会落地市场对于酒企表现不确定性的担忧、并对中期行业景气改善时酒企呈现成长性给予一定预期。7 月下旬以来部分区域反馈前期外部风险对消费场景的影响环比有所改善，同期升学宴等宴席逐步落地释放，因此环比渠道动销体感有所改善、动销下滑幅度环比收窄。我们仍建议着重关注行业动销反馈，我们预计动销拐点先于价盘拐点、先于报表拐点，如果白酒消费场景逐步恢复，叠加中期居民端&企业端消费情绪回暖，我们认为中秋&国庆将成为动销拐点的检验窗口。

考虑到淡季实际渠道库存去化有限&名酒批价普遍有所回落，我们预计中期&国庆旺季渠道主要诉求将是降库存、回款情绪预计仍会偏谨慎，若中秋&国庆旺季能将当下渠道库存得以明显去化，白酒价盘的压力将能得到明显释放、再后一个旺季将能检验价盘拐点，即前述我们预计价盘拐点将先于报表拐点。

预期先行，我们建议着重关注白酒底部配置契机。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）。

啤酒：行业在低基数背景下已至旺季，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、发展软饮等多元化发展。我们认为啤酒行业具备潜在高频销量跟踪催化，旺季估值上浮空间可观，中报业绩预期平稳兑现为主，利润端考虑到成本端红利普遍会有一定弹性。

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。

休闲零食：伴随着魔芋等大单品持续驱动，下游新渠道如零食量贩旺季加速开店，行业维持高景气度。本周卫龙美味公布业绩，25H1 魔芋仍保持 40%+增长，且麻酱等新口味仍在陆续铺市，品类仍处于加速渗透阶段。我们依旧看好大单品增长红利，同时看好具备强渠道抓取能力的公司，持续推荐盐津铺子、卫龙美味，建议关注劲仔食品进场节奏。

软饮料：高温催化下需求逐步改善，叠加健康化、功能性饮料持续渗透，景气度拐点向上。7 月社零限额以上饮料类单月同比+2.7%，1-7 月累计同比-0.2%，7 月边际改善预计系气温升高旺季催化，即饮需求明显增长。前期部分传统品类受闪购补贴分流略有承压。软饮料内部细分赛道分化较为明显，其中健康性、功能性、大包装品类表现较好。中长期仍看好基本盘稳健增长+第二曲线爆发力强的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份。

调味品：下游餐饮需求平淡，居民端结构升级速度放缓，景气度底部企稳。7 月社零餐饮同比+1.1%，1-7 月累计同比+3.8%，受 B 端拖累影响，板块需求仍表现疲软。基于必选消费米面粮油类目来看，7 月限额以上粮油、食品类单月同比+8.6%，累计同比+11.8%，C 端依旧具备韧性。考虑到行业 beta 偏弱，推荐海外市占率提升&糖蜜成本下行，业绩弹性大幅释放的安琪酵母，建议关注旺季需求改善&估值处于低位的颐海国际。

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：龙头经营稳中向好，业绩窗口期看好 alpha 标的兑现度	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
五、风险提示	8

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	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	5
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（%）	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）	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（%）	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	8



一、周专题：龙头经营稳中向好，业绩窗口期看好 alpha 标的兑现度

● 酒类板块

周内贵州茅台披露 2025 年半年报，期内公司实现营业总收入 910.9 亿元，同比+9.2%；实现归母净利 454.0 亿元，同比+8.9%。其中，25Q2 实现营业总收入 396.5 亿元，同比+7.3%；实现归母净利 185.6 亿元，同比+5.2%。利润端表现弱于收入端，主要源于系列酒内部产品结构弱化、毛利率降低拉低公司整体毛利率水平，同时公司加大广宣费投、销售费用率有所提升，且商业银行存款利率下降致使公司财务费用率有所提升。此外，公司 25H1 末合同负债余额 55.1 亿元，考虑合同负债环比变化后营收-3.1%，与 25Q2 销售收现同比-4.6%基本一致，应收票据余额环比 25Q1 末增加 6.9 亿至 28.2 亿元，预计主要系行业景气度回落对酱香系列酒的回款&动销产生一定扰动。

从贵州茅台的报表质量中也能窥探到白酒产业二季度确实遭遇较为显著的景气冲击，这也已经体现在前期市场下修白酒酒企 EPS 预期、杀估值。我们认为市场对于白酒酒企的二季报已经有比较明确的出清预期，本身市场更倾向于给予动销定价而非表观定价，短期酒企 EPS 出清反而会落地市场对于酒企表观不确定性的担忧、并对中期行业景气改善时酒企呈现成长性给予一定预期。

目前我们维持白酒行业景气度持续承压，主要系行业在外部风险扰动下动销仍有承压，部分消费场景受到约束、需求端仍待改善，本身淡季会加剧产业对于动销走弱的认知。7 月下旬以来部分区域反馈前期外部风险对消费场景的影响环比有所改善，同期升学宴等宴席逐步落地释放，因此环比渠道动销体感有所改善、动销下滑幅度环比收窄。

我们仍建议着重关注行业动销反馈，我们预计动销拐点先于价盘拐点、先于报表拐点，如果白酒消费场景逐步恢复，叠加中期居民端&企业端消费情绪回暖，我们认为中秋&国庆将成为动销拐点的检验窗口。考虑到淡季实际渠道库存去化有限&名酒批价普遍有所回落，我们预计中期&国庆旺季渠道主要诉求将是降库存、回款情绪预计仍会偏谨慎，若中秋&国庆旺季能将当下渠道库存得以明显去化，白酒价盘的压力将能得到明显释放、再后一个旺季将能检验价盘拐点，即前述我们预计价盘拐点将先于报表拐点。

预期先行，我们建议着重关注白酒底部配置契机，当下或已是行业最承压的阶段，动销、价盘、政策端对市场风偏扰动等因素均有望持续改善。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）。

此外，亦建议关注啤酒&黄酒赛道的配置契机：

1) 啤酒行业在低基数背景下已至旺季，我们维持啤酒行业景气度底部企稳的判断，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、发展软饮等多元化发展。我们认为啤酒行业具备潜在高频销量跟踪催化，旺季估值上浮空间可观，中报业绩预期平稳兑现为主，利润端考虑到成本端红利普遍会有一定弹性。

重庆啤酒披露 2025 年半年报，期内公司实现营收 88.39 亿元，同比-0.24%；归母/扣非归母净利 8.65/8.55 亿元，同比-4.03%/-3.72%。其中 25Q2 实现营收 44.84 亿元，同比-1.84%；归母/扣非归母净利 3.92/3.88 亿元，同比-12.70%/-12.26%。整体公司经营相对平稳，现饮主抓场景营销，并提升非现饮渠道布局，大城市项目持续优化。

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：伴随着魔芋等大单品持续驱动，下游新渠道如零食量贩旺季加速开店，行业维持高景气度。本周卫龙美味公布业绩，25H1 魔芋仍保持 40%+增长，且麻酱等新口味仍在陆续铺市，品类仍处于加速渗透阶段。我们依旧看好大单品增长红利，同时看好具备强渠道抓取能力的公司，持续推荐盐津铺子、卫龙美味，建议关注劲仔食品进场节奏。

本周卫龙美味公布 25H1 业绩，25H1 实现营收 34.8 亿元，同比+18.5%；实现归母净利润 7.4 亿元，同比+18.5%。1) 魔芋依旧表现强劲，分产品看，25H1 面制品/菜制品/豆制品及其他销售额分别为 13.1/21.1/0.6 亿元，同比-3.2%/+44.3%/-48.1%。受内部 sku 调整影响，面制品略有下滑。菜制品延续高增，系魔芋爽持续铺货提升复购，麻酱味上新表现



强劲。2) 内部优化对冲成本压力。25H1 公司毛利率/净利率分别为 47.2%/21.1%，分别同比-2.6pct/-0.1pct。其中销售费率和管理费率均有优化，25H1 销售费率/管理费率分别同比-1.0pct/-2.5pct。3) 看好魔芋成长空间及新渠道合作效率。魔芋有望受益于新口味和新形态等推出，持续提升单点卖力。渠道方面，公司传统渠道持续提效，新兴渠道加速合作进展。看好公司新渠道和新品类共振，有望持续驱动业绩高增。

本周甘源食品公布 25H1 业绩，其中 25Q2 实现营收 4.41 亿元，同比-3.37%；实现归母净利润 0.22 亿元，同比-70.96%；扣非归母净利润 0.18 亿元，同比-70.91%。1) Q2 收入降幅收窄，预计渠道调整结束后，下半年有望扭正。1) 分渠道看，经销/电商/直营及其他渠道 25H1 分别实现收入 6.96/1.53/0.83 亿元，分别同比-19.84%/+12.42%/+154.63%。具体来看，预计零食量贩、会员商超保持稳健增长，其他 KA 渠道下滑幅度收窄，海外已铺新品但尚未明显放量。展望下半年，冻干新品进驻会员店有望带来增量，海外有望在销售团队本土化背景下实现快速扩张。2) Q2 净利率显著承压，系成本扰动+费用投放加剧。25Q2 毛利率/净利率分别为 32.8%/4.95%，同比-1.58pct/-11.53pct。3) 公司持续推进新品推广与品牌建设，前置费用有望在后续转化为增长动能。与此同时规模效应、成本压力缓解，有望带来毛利率改善。期待公司发挥产品研发优势，尽快走出渠道调整阶段，通过新品、出海等途径打开收入增长空间。

软饮料：高温催化下需求逐步改善，叠加健康化、功能性饮料持续渗透，景气度拐点向上。7 月社零限额以上饮料类单月同比+2.7%，1-7 月累计同比-0.2%，7 月边际改善预计系气温升高旺季催化，即饮需求明显增长。前期部分传统品类（含糖茶、果汁、奶茶等）受闪购补贴分流略有承压。软饮料内部细分赛道分化较为明显，其中健康性、功能性、大包装品类表现较好，龙头个股具备较强阿尔法。中长期仍看好基本盘稳健增长+第二曲线爆发力强的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份。

调味品：下游餐饮需求平淡，居民端结构升级速度放缓，景气度底部企稳。7 月社零餐饮同比+1.1%，1-7 月累计同比+3.8%，受 B 端拖累影响，板块需求仍表现疲软。基于必选消费米面粮油类来看，7 月限额以上粮油、食品类单月同比+8.6%，累计同比+11.8%，C 端依旧具备韧性。对于个股而言，更多的突破点在于持续挖掘下游餐饮、工业等客户需求，加大力度布局健康化、复合化调味品。以及在竞争格局相对分散的环境下，持续强化产品、渠道优势，挤压中小品牌，获得更多市场份额。考虑到行业 beta 偏弱，推荐海外市占率提升&糖蜜成本下行，业绩弹性大幅释放的安琪酵母，建议关注旺季需求改善&估值处于低位的颐海国际。

本周安琪酵母公布 25H1 业绩，其中 25Q2 实现营收 41.05 亿元，同比+11.19%；实现归母净利润 4.29 亿元，同比+15.35%；扣非归母净利润 4.05 亿元，同比+34.39%，扣非显著超预期。1) 国内需求改善，海外延续高增长。分区域看，25Q2 国内/国外业务实现收入 23.05/117.78 亿元，同比+4.3%/+22.3%，国内市场需求回暖（25Q1 同比-0.3%），海外通过本土化运营、营销团队本地化和深入市场调研，持续扩大在非洲、中东、东南亚等新兴市场的影响力，推动国际业务全面增长。2) 成本下行毛利率大幅改善，政府补助略有扰动。25Q2 毛利率 26.2%，同比+2.3pct，环比+0.2pct，毛利率改善主要系糖蜜成本下降。25Q2 归母净利率为 10.5%，同比+0.38pct，受政府补助扰动，实质上扣非表现更为亮眼。25H1 政府补助为 0.35 亿元，同比-62.4%。3) 看好国内需求改善，海外市场持续扩张，成本下行盈利弹性可期。

二、行情回顾

本周（8.10-8.15）食品饮料（申万）指数收于 16861 点（+0.48%），沪深 300 指数收于 4202 点（+2.37%），上证综指收于 3697 点（+1.70%），深证综指收于 2301 点（+3.63%），创业板指收于 2534 点（+8.58%）。

图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25 年至今涨跌幅
食品饮料	16861	0.48%	-6.11%
沪深 300	4202	2.37%	6.80%
上证指数	3697	1.70%	10.29%
深证综指	2301	3.63%	17.54%
创业板指	2534	8.58%	18.33%

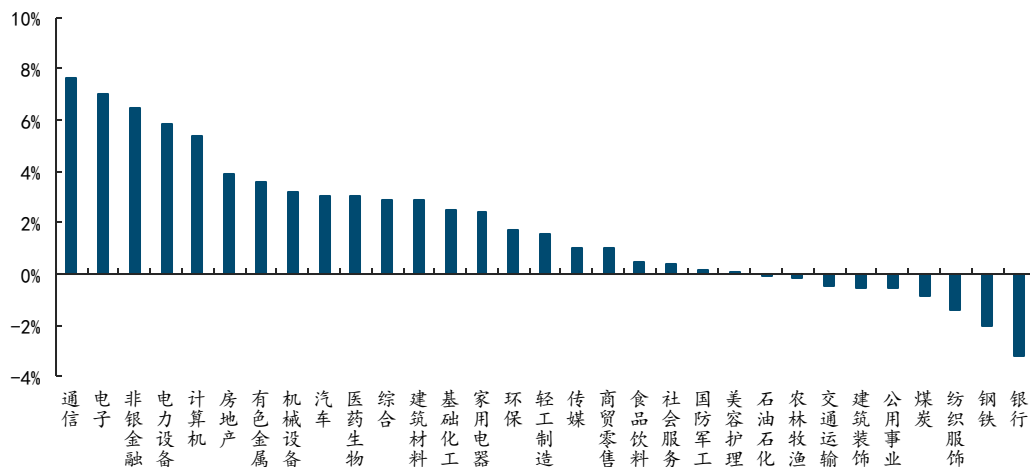
来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为通信（+7.66%）、电子（+7.02%）、非银金融



(+6.48%)。

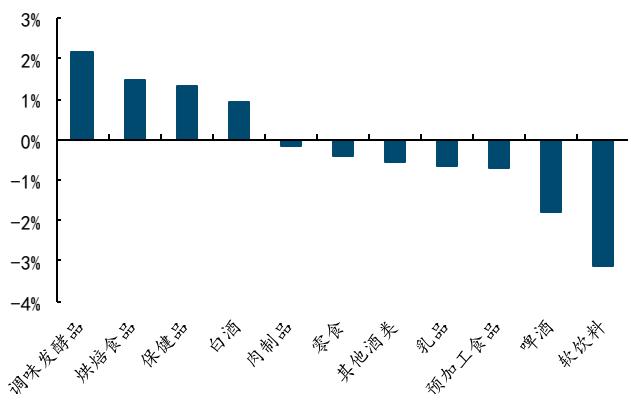
图表2：周度申万一级行业涨跌幅



来源：Ifind，国金证券研究所

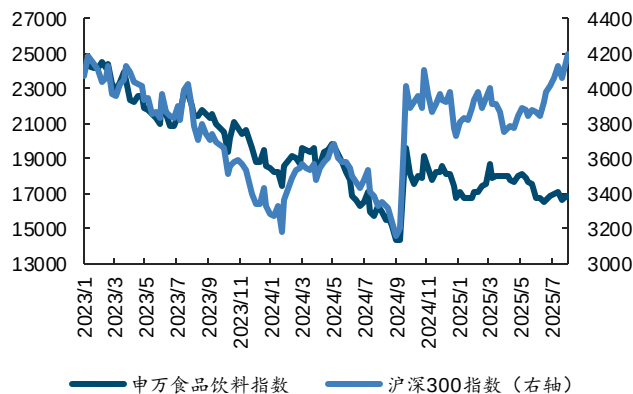
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为调味发酵品(+2.19%)、烘焙食品(+1.46%)、发酵品(+1.31%)。

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：桂发祥(+28.74%)、安琪酵母(+7.52%)、天味食品(+6.90%)、古井贡酒(+6.58%)、山西汾酒(+5.28%)等。涨跌幅靠后的为：煌上煌(-10.67%)、*ST 岩石(-9.16%)、燕京啤酒(-6.94%)、西麦食品(-5.26%)、*ST 椰岛(-5.17%)等。

图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

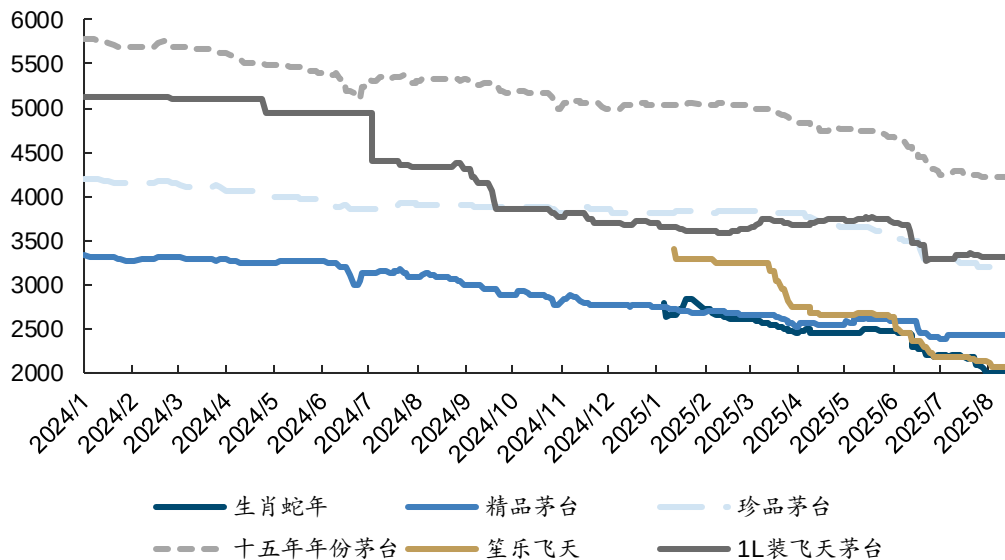
涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
桂发祥	28.74	煌上煌	-10.67
安琪酵母	7.52	*ST 岩石	-9.16
天味食品	6.90	燕京啤酒	-6.94
古井贡酒	6.58	西麦食品	-5.26
山西汾酒	5.28	*ST 椰岛	-5.17
日辰股份	5.27	春雪食品	-5.12
舍得酒业	4.89	麦趣尔	-4.98
汤臣倍健	3.69	莫高股份	-4.96
盐津铺子	3.64	东鹏饮料	-4.61



涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
酒鬼酒	3.35	海欣食品	-4.47

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: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 25 年 8 月 16 日)

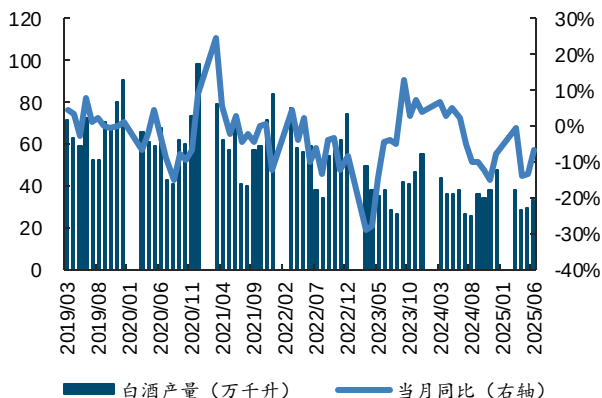
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

2025 年 6 月, 全国白酒产量 33.0 万千升, 同比-6.5%。

据今日酒价, 8 月 16 日, 飞天茅台整箱批价 1860 元 (环周-70 元), 散瓶批价 1850 元 (环周-25 元), 普五批价 860 元 (环周-10 元), 高度国窖 1573 批价 835 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 6 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 25 年 8 月 16 日)

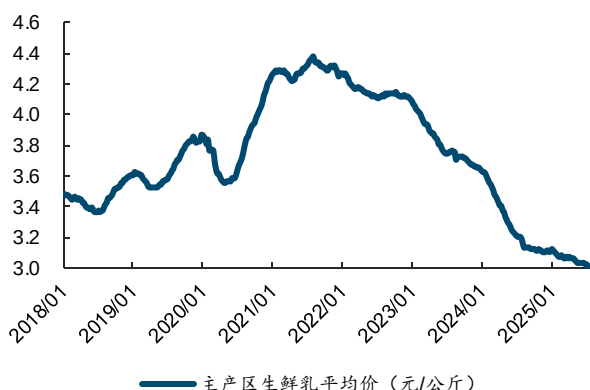
■ 乳制品板块

2025 年 8 月 8 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.02 元/公斤, 同比-5.90%, 环比-0.30%。

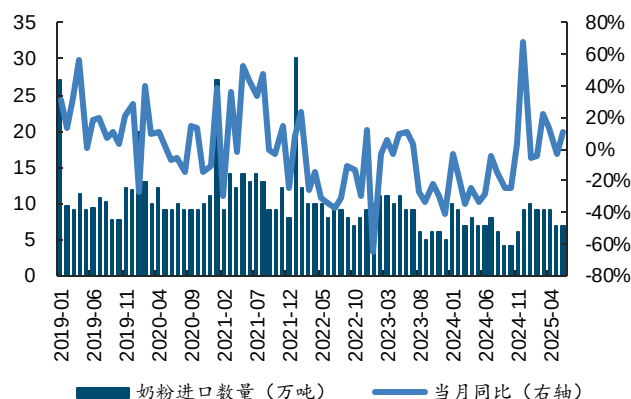
2025 年 1~6 月, 我国累计进口奶粉 50.0 万吨, 累计同比+4.6%; 累计进口金额为 36.72 亿美元, 累计同比+16.4%。其中, 单 6 月进口奶粉 7.0 万吨, 同比+11.4%; 进口金额 5.93 亿元, 同比+17.1%。



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 25 年 8 月 8 日）

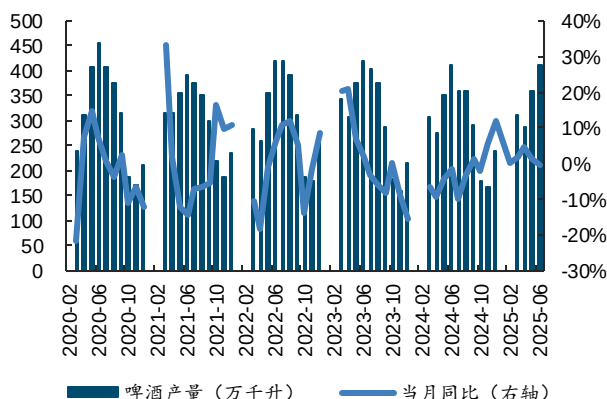
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 6 月）

■ 啤酒板块

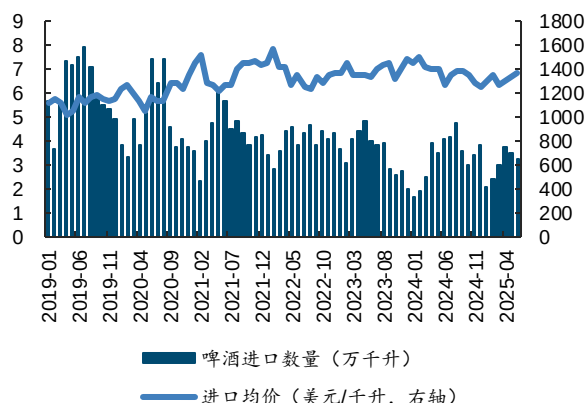
2025 年 6 月，我国啤酒产量为 412.0 万千升，同比-0.2%。

2025 年 1~6 月，我国累计进口啤酒数量为 17.88 万千升，同比+2.2%；进口金额 2.36 亿美元，同比-2.6%。其中，单 6 月进口数量 3.27 万千升，同比-20.1%；进口金额 0.45 亿美元，同比-13.8%。

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 6 月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 6 月）

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

8 月 7 日，贵州省投资促进局发布六项酒类项目，总投资 12.7 亿元，包括：赤水市酱河酒旅综合体盘活项目、赤水市贵州黔王手艺人酿酒有限公司二期扩建项目、赤水市贵州贵梁酒业盘活项目、赤水市年产 1000 千升酱香白酒酿造及配套设施项目、赤水市贵州宏旭赤水分公司自动化生产线项目、赤水市彩印包装项目。（微酒）

8 月 8 日，泸州·中国白酒商品批发价格指数办公室发布消息，全国白酒价格调查资料显示，2025 年 8 月上旬全国白酒环比价格总指数为 99.82，下跌 0.18%。从分类指数看，名酒环比价格指数为 99.80，下跌 0.20%；地方酒环比价格指数为 99.76，下跌 0.24%；基酒环比价格指数为 100.00，保持稳定。从定基指数看，2025 年 8 月上旬全国白酒商品批发价格定基总指数为 108.12，上涨 8.12%。其中，名酒定基价格指数为 110.26，上涨 10.26%；地方酒定基价格指数为 103.22，上涨 3.22%；基酒定基价格指数为 110.21，上涨 10.21%。（微酒）

8 月 11 日，河北省轻工行业协会发布 2025 上半年河北省酒、饮料制造业经济运行态势。数据显示，上半年，河北省葡萄酒、白酒、啤酒产量同比分别下降 43.19%、18.19%、4.94%。其中，白酒方面，规上企业实现营业收入 38.18 亿元，同比下滑 3.6%；利润总额 7.32 亿



元，同比增长 78.1%；啤酒方面，规上企业实现营业收入 40.57 亿元、利润总额 3.71 亿元，同比分别增长 2.5%、36.8%；葡萄酒方面，规上企业实现营业收入 2.55 亿元、利润总额-0.32 亿元，同比分别下降 43%、341.9%。（糖酒快讯）

8 月 12 日，酱香酒公司与美团闪购正式启动深度合作，首批超 900 家“贵州茅台酱香系列酒体验中心”及“茅台酱香·万家共享”主题终端门店同步登陆美团闪购平台。消费者可通过“闪购开业”享受“下单 30 分钟，正品茅台酱香酒到手”的即时消费体验。此举标志着茅台酱香酒全面布局即时零售赛道，双方将从正品保障、门店运营等多维度共建白酒即时消费新生态。双方计划年内实现超千家门店上线美团闪购，逐步达成全量覆盖，让正品茅台酱香酒触达更广泛人群。（糖酒快讯）

8 月 15 日，国家统计局发布的数据显示，7 月，社会消费品零售总额 38780 亿元，同比增长 3.7%；1-7 月，社会消费品零售总额 284238 亿元，增长 4.8%。其中，7 月，烟酒类零售总额 433 亿元，同比增长 2.7%；1-7 月，烟酒类零售总额 3740 亿元，同比增长 5.2%。（微酒）

■ 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
8 月 25 日	汤臣倍健	2025 年第一次临时股东大会
8 月 27 日	舍得酒业	2025 年第一次临时股东大会
8 月 28 日	煌上煌	2025 年第二次临时股东大会
8 月 28 日	甘源食品	2025 年第一次临时股东大会
8 月 29 日	交大昂立	2025 年第一次临时股东大会
9 月 10 日	重庆啤酒	2025 年第一次临时股东大会
9 月 12 日	安琪酵母	2025 年第四次临时股东大会

来源：Ifind，国金证券研究所

五、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。

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