



# 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

## 飞天茅台上线“i 茅台”渠道，关注各子板块春节备货情况

### 投资建议

**白酒：**自元旦起，飞天茅台等茅台酒上线 i 茅台渠道，其中 2026 年产飞天茅台在 i 茅台渠道售价为飞天茅台指导价 1499 元。根据 i 茅台官方在 1 月 3 日披露的信息，上线 3 天时间内有超 10 万名用户在 i 茅台平台下单购买，并将自 1 月 4 日起至春节前、用户在 i 茅台渠道可购买 2026 年产飞天茅台数量由 12 瓶下调至 6 瓶。

正如贵州茅台在经销商大会时明确的发展思路，i 茅台上线以指导价销售当年产飞天茅台的核心意义是“打造更加稳固的金字塔型产品体系”、“尽最大努力防止价格炒作”，实现经销商“从‘坐商’到‘行商’的思维与行动转变”，体现了公司“以消费者为中心，全面推动营销体系市场化转型”的经营理念。

目前贵州茅台的产品矩阵已经较上一轮周期底部时更加成熟，在金字塔型产品体系中，塔基是飞天茅台，塔腰是精品茅台、生肖茅台等产品，塔尖是陈年茅台、文化系列等产品。除老酒以外，酒质更优、文化意义更强的非标茅台可用以满足更高端的消费需求，而飞天茅台可用以满足更广泛的优质酱酒消费需求，成熟的产品架构+精准需求匹配能让贵州茅台的经营韧性更进一步。

此外，与公司在茅台云商时期的尝试相比，公司自营的 i 茅台渠道拥有更灵活的市场价格调整能力。我们预计 i 茅台渠道更多会起到价格指引的作用，而非锚定业绩增量、持续大幅放量，待渠道情绪平稳后价盘最终仍取决于供需匹配，目前的社会需求承载力对当前飞天茅台的价盘已有一定支撑。

**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、发展软饮等多元化发展。考虑到啤酒酒企不错的业绩置信度与股息水平，建议持续关注。

**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，当前逐步临近旺季、边际催化仍可期；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：**春节备货开启，叠加下游渠道扩张、产品推新节奏加快，板块延续高景气。当前基于竞争加剧、渠道挤压、成本上涨等维度，市场担忧零食板块利润率下行，因此估值维度持续承压，股价主要依靠 EPS 上行驱动，当前建议关注低估值下的成长确定性。如魔芋在口味和形态方面仍有创新空间，渠道铺货红利尚未走完，仍看好其中长期市场容量，推荐盐津、卫龙。另外建议关注新渠道扩张节奏，近期万辰店效逐步企稳，26 年门店数有望加速扩张，少数股权收回陆续推进，净利率仍有上行空间。

**软饮料：**进入销售淡季，行业整体略有承压。细分来看，内部仍旧呈现结构性景气，东鹏、农夫经营稳健，在各自赛道巩固龙头竞争优势，同时积极开发第二曲线，并强化内部渠道协同效果。展望后续，我们仍看好龙头企业平台化能力，关注东鹏饮料、农夫山泉回调机会，及百润股份新品动销表现。

**调味品：**餐饮需求略有改善，居民端需求平稳，行业景气度底部企稳。基于行业 beta 偏弱视角，当前我们优先推荐个股逻辑，推荐具备出海红利叠加成本下行逻辑的安琪酵母，及兼具高分红和基本面改善的千禾味业、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：飞天茅台上线“i 茅台”渠道，关注各子板块春节备货情况 ..... | 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：飞天茅台上线“i 茅台”渠道，关注各子板块春节备货情况

### ● 酒类板块

本周白酒行业最核心的事件是：自元旦起，飞天茅台等茅台酒上线 i 茅台渠道，其中 2026 年产飞天茅台在 i 茅台渠道售价为飞天茅台指导价 1499 元，参考同日 2025 年产飞天茅台批价约 1560 元。根据 i 茅台官方在 1 月 3 日披露的信息，上线 3 天内有超 10 万用户在 i 茅台平台下单购买，并将自 1 月 4 日起至春节前、用户在 i 茅台渠道可购买 2026 年产飞天茅台数量由 12 瓶下调至 6 瓶；参考 1 月 3 日时 2025 年产飞天茅台批价回落至约 1500 元、与 i 茅台渠道售价已相近。

电商行业发展至今，各类名酒在自营电商平台、或第三方电商平台销售各类标品&非标品的行为已经较为常见，但之所以各名酒酒企线上渠道所贡献的营收占比普遍较低，主要原因之一便是线上&线下定价的差异；换言之当线上的官方渠道售价明显高于线下流通渠道时、消费者并不愿意额外支付过多的保真属性溢价。

目前绝大多数名酒产品均采取后置返利的控盘分利模式，这意味着经销商向酒厂的打款价内涵盖了保证金、现金折扣、季返年返等补贴，经销商的实际成本会明显低于名义打款价，仅飞天茅台在内的少数名酒单品延续了裸价销售模式。

相对应地，本身名酒产品的零售指导价普遍明显高于常规线下市场价，目的是以相对高价树品牌，而在线上渠道的定价也有相似初衷。一方面，酒厂对自营的无论线上&线下渠道均希望以相对高价去拔升品牌张力；另一方面，线上自营渠道与线下渠道保持相对价差，以维护线下渠道的价盘稳定性，避免线上渠道价盘冲击线下传统渠道，这也是近几年各类电商平台百亿补贴价格内卷加剧背景下冲击传统线下渠道价盘所被持续诟病的问题。

正如贵州茅台在经销商大会时明确的发展思路，i 茅台上线以指导价销售当年产飞天茅台的核心意义是“打造更加稳固的金字塔型产品体系”、“尽最大努力防止价格炒作”，实现经销商“从‘坐商’到‘行商’的思维与行动转变”，体现了公司“以消费者为中心，全面推动营销体系市场化转型”的经营理念。公司提出“自售+经销+代售+寄售”多维协同销售模式，预计后续非标茅台在内产品的渠道运作将持续变革，以更好地匹配消费者需求，并倒逼传统经销商更好地去落地消费者培育的动作。

目前贵州茅台的产品矩阵已经较上一轮周期底部时更加成熟，在金字塔型产品体系中，塔基是飞天茅台，塔腰是精品茅台、生肖茅台等产品，塔尖是陈年茅台、文化系列等产品。生肖茅台的历史可追溯至 2014 年，精品茅台可追溯至 2017 年（前身为国宴茅台/匠心茅台），两者发展至今已成为仅次于飞天茅台的非标茅台大单品。除老酒以外，酒质更优、文化意义更强的非标茅台可用以满足更高端的消费需求，而飞天茅台可用以满足更广泛的优质酱酒消费需求，成熟的产品架构+精准需求匹配能让贵州茅台的经营韧性更进一步。

此外，与公司在茅台云商时期的尝试相比，公司自营的 i 茅台渠道拥有更灵活的市场价格调整能力，也是龙头酒企试水渠道创新的重要举措。短期飞天茅台在内产品价盘有所回落，主要系渠道对 i 茅台模糊的放量预期下有密集出货行为所致，本质是规避短期不确定性。我们预计 i 茅台渠道更多会起到价格指引的作用，而非锚定做业绩增量、持续大幅放量，待渠道情绪平稳后价盘最终仍取决于供需匹配，目前的社会需求承载力对当前飞天茅台的价盘已有一定支撑。

极端情况下，当市场流通价格持续回落、直至明显低于公司自营渠道售价时，贵州茅台亦会面临与当前众多名酒所面临的现状、自营渠道的实际销售意义将会被明显削弱，彼时由于销售渠道分流致使线下需求减少、影响价盘的传导链条也不再具备显性意义。

整体而言，我们维持此前判断：当下至 26 年春节前是行业价盘最为承压的时期，市场对白酒行业价盘的悲观预期有望环比修正；行业价格竞争进一步加剧的概率并不高，酒企将聚焦各自的核心价位&优势市场开展消费者培育。

短期我们维持白酒行业景气度“下行趋缓”的判断，但行业景气度最为承压的时期已经过去，外部因素对消费场景的约束将持续趋缓。从修复节奏来看，我们预计 26 年春节白酒动销同比跌幅或进一步收窄，主要考虑“禁酒令”等外部风险事件对白酒消费场景的影响有望持续改善，且春节礼赠、聚饮等需求相对会更刚性。至此之后，我们预计低基数下行业动销将逐步企稳、静待行业景气催化。

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。目前市场对白酒产业景气度预期已经处于绝对低位，龙头酒企逐步明确的量价规划将逐步消除市场对行业价盘、价格竞争的担忧，整体板块的下行风险相对可控、我们看好情绪回落背景下板块的安全边际，持续推荐。



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）。

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，啤酒的需求场景偏大众化、餐饮链后续修复的置信度较强，本身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。我们预计 2026 年啤酒行业整体成本端会相对平稳，餐饮修复赋予行业量价潜在弹性。考虑到啤酒酒企稳健的市场竞争格局、相对不错的业绩置信度&股息水平，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：**春节备货开启，叠加下游渠道扩张、产品推新节奏加快，板块延续高景气。回顾过去几年，渠道变革、品类创新两维度驱动，催化零食板块业绩持续上涨。当前基于竞争加剧、渠道挤压、成本上涨等维度，市场担忧零食板块利润率下行，因此估值维度持续承压，股价主要依靠 EPS 上行驱动，当前建议关注低估值下的成长确定性。如魔芋在口味和形态方面仍有创新空间，渠道铺货红利尚未走完，仍看好其中长期市场容量，推荐盐津、卫龙。另外建议关注新渠道扩张节奏，近期万辰店效逐步企稳，26 年门店数有望加速扩张，少数股权收回陆续推进，净利率仍有上行空间。

**软饮料：**进入销售淡季，行业整体略有承压。细分来看，内部仍旧呈现结构性景气，东鹏、农夫经营稳健，在各自赛道巩固龙头竞争优势，同时积极开发第二曲线，并强化内部渠道协同效果。但多数渠道能力偏弱的小企业依旧承压，一方面系外卖补贴战背景下现制茶饮等替代品威胁，另一方面系品类老化需求下降。展望后续，我们仍看好龙头企业平台化能力，关注东鹏饮料、农夫山泉回调机会，及百润股份新品动销表现。

**调味品：**餐饮需求略有改善，居民端需求平稳，行业景气度底部企稳。近期社零餐饮显示弱改善态势，拐点仍需等待春节旺季检验。现阶段板块估值充分调整，市场充分关注个股内生变化，尤其对合作山姆等增量渠道、市场竞争态势缓和、成本下降超预期等利好较为敏感。基于行业 beta 偏弱视角，当前我们优先推荐个股逻辑，推荐具备出海红利叠加成本下行逻辑的安琪酵母，及兼具高分红和基本面改善的千禾味业、颐海国际。

## 二、行情回顾

本周（2025. 12. 29~12. 31）食品饮料（申万）指数收于 16218 点（-2. 26%），沪深 300 指数收于 4630 点（-0. 59%），上证综指收于 3969 点（+0. 13%），深证综指收于 2531 点（-0. 43%），创业板指收于 3203 点（-1. 25%）。

图表1：周度行情

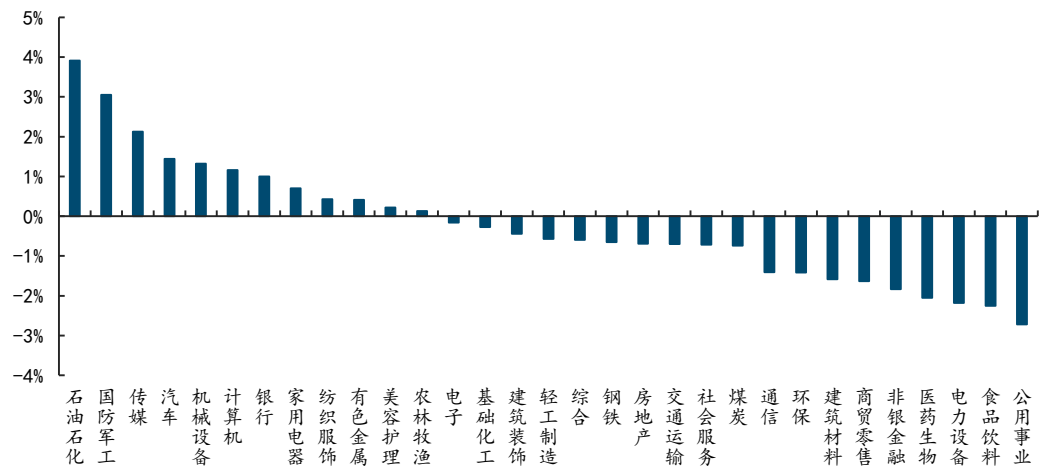
| 指数     | 周度收盘价 | 本周涨跌幅   | 2025 年涨跌幅 |
|--------|-------|---------|-----------|
| 食品饮料   | 16218 | -2. 26% | -9. 69%   |
| 沪深 300 | 4630  | -0. 59% | 17. 66%   |
| 上证指数   | 3969  | 0. 13%  | 18. 41%   |
| 深证综指   | 2531  | -0. 43% | 29. 30%   |
| 创业板指   | 3203  | -1. 25% | 49. 57%   |

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为石油石化（+3. 92%）、国防军工（+3. 05%）、传媒（+2. 13%）。



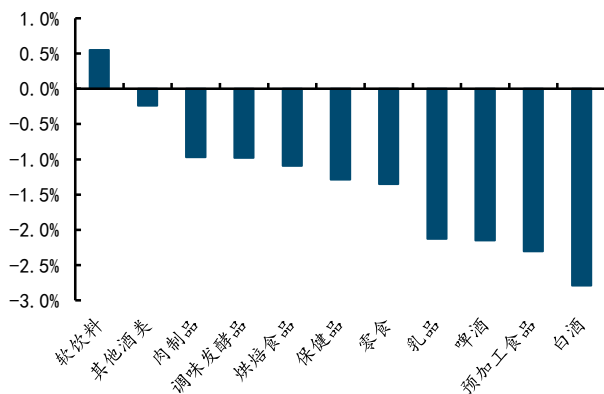
图表2：周度申万一级行业涨跌幅



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软饮料（+0.55%）、其他酒类（-0.24%）、肉制品（-0.97%）。

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：巴比食品（+9.93%）、养元饮品（+8.08%）、紫燕食品（+4.15%）等。涨跌幅靠后的为：安记食品（-22.57%）、海欣食品（-17.78%）、皇氏集团（-13.53%）等。

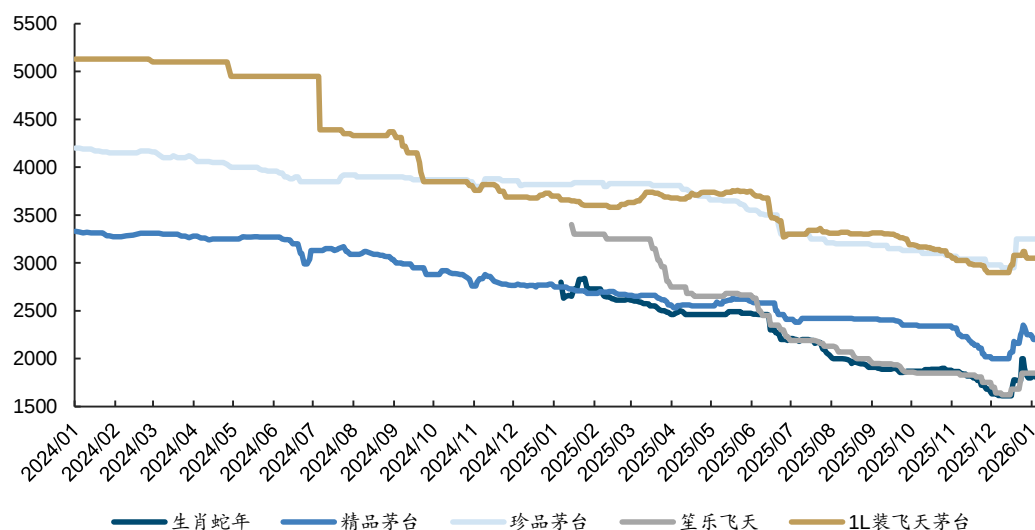
图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

| 涨幅前十名  | 涨幅（%） | 跌幅前十名  | 跌幅（%）  |
|--------|-------|--------|--------|
| 巴比食品   | 9.93  | 安记食品   | -22.57 |
| 养元饮品   | 8.08  | 海欣食品   | -17.78 |
| 紫燕食品   | 4.15  | 皇氏集团   | -13.53 |
| 西麦食品   | 3.84  | *ST 岩石 | -13.17 |
| 好想你    | 3.46  | 得利斯    | -6.92  |
| *ST 春天 | 2.78  | 妙可蓝多   | -6.65  |
| 仙乐健康   | 2.58  | 古井贡酒   | -6.49  |
| 华统股份   | 2.01  | 欢乐家    | -6.37  |
| 千味央厨   | 1.91  | 庄园牧场   | -6.24  |
| 元祖股份   | 1.67  | 南侨食品   | -6.12  |

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26年1月3日）

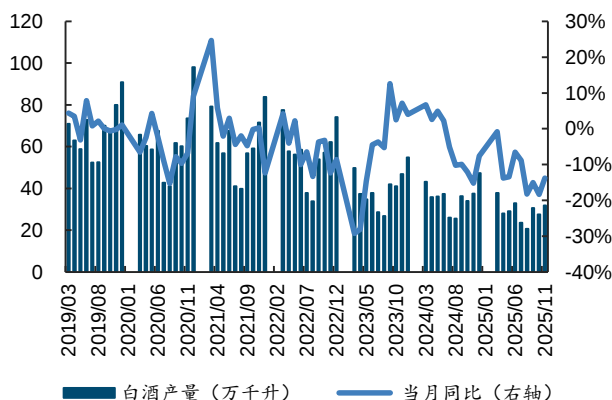
### 三、食品饮料行业数据更新

#### ■ 白酒板块

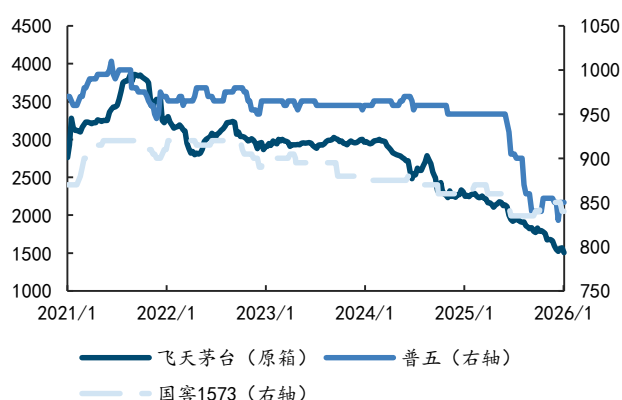
2025年11月，全国白酒产量31.8万千升，同比-13.8%。

据今日酒价，1月3日，飞天茅台整箱批价1505元（环周-65元），散瓶批价1495元（环周-65元），普五批价850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25年11月）

来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至26年1月3日）

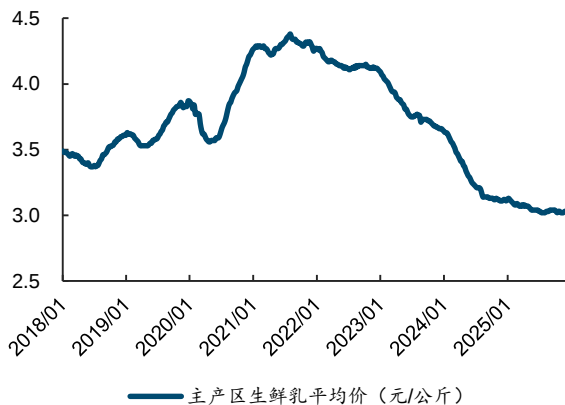
#### ■ 乳制品板块

2025年12月26日，我国生鲜乳主产区平均价为3.03元/公斤，同比-2.60%，环比持平。

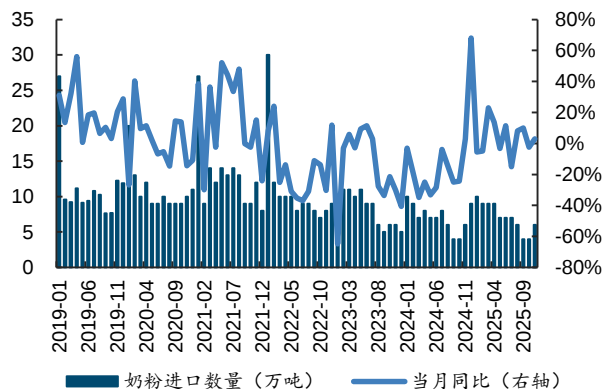
2025年1~11月，我国累计进口奶粉78.0万吨，累计同比+2.4%；累计进口金额为65.44亿美元，累计同比+14.3%。其中，单11月进口奶粉6.0万吨，同比+3.0%；进口金额5.93亿元，同比+14.3%。



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：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至25年12月26日）

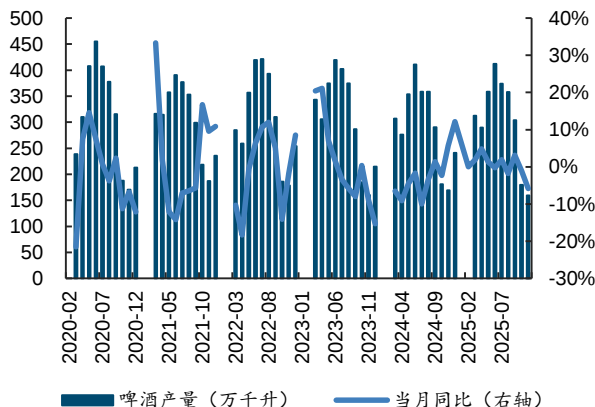
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至25年11月）

#### ■ 啤酒板块

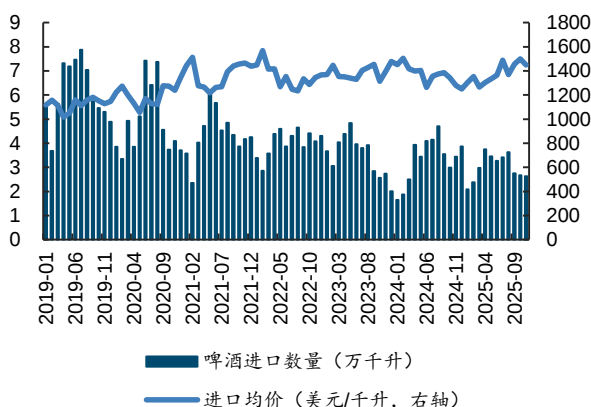
2025年11月，我国啤酒产量为159.6万千升，同比-5.8%。

2025年1~11月，我国累计进口啤酒数量为33.00万千升，同比-9.1%；进口金额4.55亿美元，同比-8.3%。其中，单11月进口数量2.63万千升，同比-23.6%；进口金额0.38亿美元，同比-13.4%。

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11月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至25年11月）

## 四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

#### ■ 公司及行业要闻

12月31日，美团闪购数据显示，元旦前夕，多类满足年轻人对“悦己”和仪式感追求的商品热销。元旦前一周，平台上多类酒饮受到年轻人热捧，精酿啤酒、白葡萄酒销量同比增长超100%，白兰地销量增长超230%，果味啤酒销量增长超70%。各种新奇品类酒水成为“跨年酒主理人”的热门选择，热红酒套装在平台搜索量较前一周增长212%，新疆奶皮子啤酒搜索量增长近30%，果泥啤酒搜索量增长38%。顺应年轻人喜好，知名品牌推出低度数新品，其中五粮液29度一见倾心上市即成为“微醺热品”，平台搜索量快速增长。（微酒）

1月1日，贵州茅台酒股份有限公司100%控股的“贵州爱茅台数字科技有限公司”正式注册成立，注册资本为6亿元，法人代表为王小鹏，注册地位于贵阳市贵阳高新技术产业开发区。（微酒）

据泸州酒业发展消息，2025泸州狠抓重点任务与关键环节，成功实现全市酒类产业企稳回升，酒类产业链营收预计突破1500亿元大关。2025年全市白酒产业链共推进37个重点酒类及配套项目建设，总投资1031.97亿元，年度计划投资158.22亿元，1-11月完成投资208.63亿元，完成年度投资计划的131.86%；全市白酒产业链谋划包装项目31个、



总投资 888.7 亿元；全市新签约产业链项目 13 个，总投资 61.1 亿元。（微酒）

12 月 31 日，郎酒股份公众号发布消息称，郎酒 25 年如期完成既定生产经营目标，全年经销商出货量在 2024 年基础上实现微增长。（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              |
|----------|-------|-----------------|
| 1 月 5 日  | 紫燕食品  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 6 日  | 康比特   | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 6 日  | 天味食品  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 6 日  | 盐津铺子  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 6 日  | 西王食品  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 6 日  | 得利斯   | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 7 日  | ST 西发 | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 9 日  | 西部牧业  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 9 日  | 海天味业  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 9 日  | 中信尼雅  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 12 日 | 日辰股份  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 13 日 | 舍得酒业  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 15 日 | 庄园牧场  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 16 日 | 东鹏饮料  | 2025 年第二次临时股东大会 |
| 1 月 16 日 | 克明食品  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 16 日 | 煌上煌   | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 19 日 | 金徽酒   | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 19 日 | 中炬高新  | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 20 日 | ST 绝味 | 2026 年第一次临时股东大会 |
| 1 月 23 日 | 立高食品  | 2026 年第一次临时股东大会 |

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

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：北京市东城区建国门内大街 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