

食品饮料

淡季价格平稳，寻找确定性标的

2023年05月14日

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

叶松霖（分析师）

逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

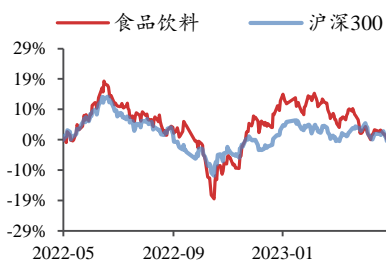
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

证书编号：S0790521060002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《消费复苏贯穿全年，结构分化择机布局——食品饮料行业2023年中期投资策略》-2023.5.7

《季报业绩回暖，假期消费强劲——行业周报》-2023.5.3

《复苏贯穿全年，分化中寻找机会——行业周报》-2023.4.23

● 核心观点：名酒批价相对稳定，结构分化择机布局

5月8日-5月12日，食品饮料指数跌幅为2.9%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约0.9pct，子行业中肉制品(+0.9%)、其他食品(+0.0%)、乳品(-0.2%)表现相对领先。五一节日期间白酒消费宴席表现尚可，商务消费场景较正常年稍弱。主因是渠道库存升高、消费需求仍待恢复，以及企业间的竞争更激烈。白酒经销商春节后又进行二次回款补货，市场库存微增，经销商在积极配合主要品牌进行回款、分销等市场工作。淡季期间酒厂市场准备工作较以往更细致，为可能提前到来的中秋节备货做好准备。目前名酒价格较为稳定：茅台需求平稳，直营渠道占比提升，发货量相对控制较好，价格稳健；五粮液供应较为充裕下价格拉升难度增加；高度国窖渠道仍有库存导致价格提升不多，但公司市场管控较为严格，预计批价稳定，低度国窖动销相对较好，公司加大费用投入，价格有上行可能。

当前板块中白酒首选，建议配置高端与地产酒，次高端可低位布局。当前白酒估值处于近年偏低水平。建议按照业绩确定性原则布局，一方面可配置高端白酒与地产酒，业绩稳健，如泸州老窖、五粮液、洋河股份、古井贡酒等，受益标的今世缘；另一方面随着后续商务场景增加，经济活跃度提升可能给次高端白酒带来弹性机会，如山西汾酒、舍得酒业等。大众品仍处回暖过程，自上而下配置复苏行业，自下而上寻找弹性标的。全年维度大众品配置两条思路，一是餐饮较快复苏，配置餐饮链条：啤酒、调味品、餐饮供应链，建议关注青岛啤酒、中炬高新、海天味业等；二是出行恢复后客流量增多，配置连锁店模式相关企业。虽然短期市场博弈气氛较浓，但全年维度来看食品饮料还是好选择。

● 推荐组合：泸州老窖、贵州茅台、山西汾酒、甘源食品

(1) 泸州老窖：2023Q1业绩向好，激励机制完善后公司动能提升，2023年底度国窖与腰部产品放量，全年业绩确定性较强，(2) 贵州茅台：2022年目标圆满完成，2023Q1略超预期。公司以i茅台作为营销体制、价格体系和产品体系改革的枢纽，未来将深化改革进程，公司此轮周期积蓄的潜力进入释放期。(3) 山西汾酒：公司市场基础健康，一季度动销、库存处于良好水平，在高基数上实现了高增长，公司内部运营和外部销售处于有序推进状态。(4) 甘源食品：零食专卖店、会员店、电商等渠道拓展预期放量，叠加棕榈油价格同比回落，预计年内业绩弹性较大。

● 市场表现：食品饮料跑输大盘

5月8日-5月12日，食品饮料指数跌幅为2.9%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约0.9pct，子行业中肉制品(+0.9%)、其他食品(+0.0%)、乳品(-0.2%)表现相对领先。个股方面，*ST西发、佳禾食品、威龙股份涨幅领先；百润股份、欢乐家、舍得酒业跌幅居前。

● 风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

目 录

1、每周观点：名酒批价相对稳定，结构分化择机布局.....	3
2、市场表现：食品饮料跑输大盘.....	3
3、上游数据：部分农产品价格涨幅收窄.....	4
4、酒业数据新闻：国窖 1573 将在 2023 年保持良性增长.....	6
5、备忘录：关注东鹏饮料股东大会.....	7
6、风险提示.....	9

图表目录

图 1：食品饮料跌幅为 2.9%，排名 23/28.....	3
图 2：肉制品、其他食品、乳品表现相对较好.....	3
图 3：*ST 西发、佳禾食品、威龙股份涨幅领先.....	4
图 4：百润股份、欢乐家、舍得酒业跌幅居前.....	4
图 5：2023 年 4 月 18 日全脂奶粉中标价同比-26.6%.....	4
图 6：2023 年 5 月 4 日生鲜乳价格同比-6.7%.....	4
图 7：2023 年 4 月 21 日猪肉价格同比-6.0%.....	5
图 8：2022 年 3 月生猪存栏数量同比+2.0%.....	5
图 9：2023 年 3 月能繁母猪数量同比+2.9%.....	5
图 10：2023 年 5 月 6 日白条鸡价格同比-0.3%.....	5
图 11：2023 年 3 月进口大麦价格同比+15.8%.....	5
图 12：2023 年 3 月进口大麦数量同比+32.7%.....	5
图 13：2023 年 5 月 12 日大豆现货价同比-13.6%.....	6
图 14：2023 年 5 月 4 日豆粕平均价同比-1.3%.....	6
图 15：2023 年 5 月 12 日柳糖价格同比+19.7%.....	6
图 16：2023 年 5 月 5 日白砂糖零售价同比-0.7%.....	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注东鹏饮料股东大会.....	7
表 2：关注 5 月 7 日发布的公司报告.....	8
表 3：重点公司盈利预测及估值.....	9

1、每周观点：名酒批价相对稳定，结构分化择机布局

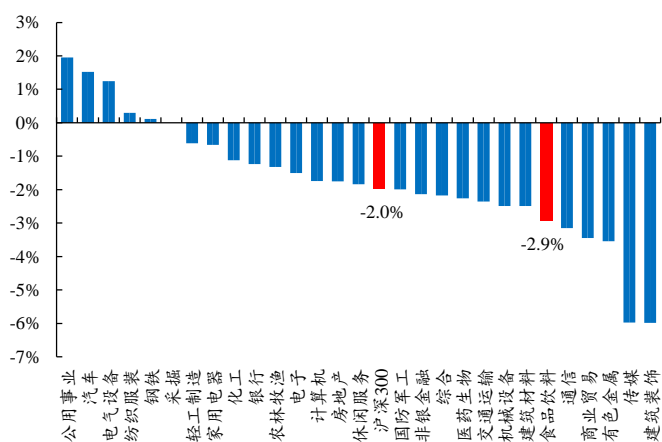
5月8日-5月12日，食品饮料指数跌幅为2.9%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约0.9pct，子行业中肉制品(+0.9%)、其他食品(+0.0%)、乳品(-0.2%)表现相对领先。五一节日期间白酒消费宴席表现尚可，商务消费场景较正常年稍弱。主因是渠道库存升高、消费需求仍待恢复，以及企业间的竞争更激烈。白酒经销商春节后又进行二次回款补货，市场库存微增，经销商在积极配合主要品牌进行回款、分销等市场工作。淡季期间酒厂市场准备工作较以往更细致，为可能提前到来的中秋节备货做好准备。目前名酒价格较为稳定：茅台需求平稳，直营渠道占比提升，发货量相对控制较好，价格稳健；五粮液供应较为充裕下价格拉升难度增加；高度国窖渠道仍有库存导致价格提升不多，但公司市场管控较为严格，预计批价稳定，低度国窖动销相对较好，公司加大费用投入，价格有上行可能。

当前板块中白酒首选，建议配置高端与地产酒，次高端可低位布局。当前白酒估值处于近年偏低水平。建议按照业绩确定性原则布局，一方面可配置高端白酒与地产酒，业绩稳健，如泸州老窖、五粮液、洋河股份、古井贡酒等，受益标的今世缘；另一方面随着后续商务场景增加，经济活跃度提升可能给次高端白酒带来弹性机会，如山西汾酒、舍得酒业等。大众品仍处回暖过程，自上而下配置复苏行业，自下而上寻找弹性标的。全年维度大众品配置两条思路，一是餐饮较快复苏，配置餐饮链条：啤酒、调味品、餐饮供应链，建议关注青岛啤酒、中炬高新、海天味业等；二是出行恢复后客流量增多，配置连锁店模式相关企业。虽然短期市场博弈气氛较浓，但全年维度来看食品饮料还是好选择。

2、市场表现：食品饮料跑输大盘

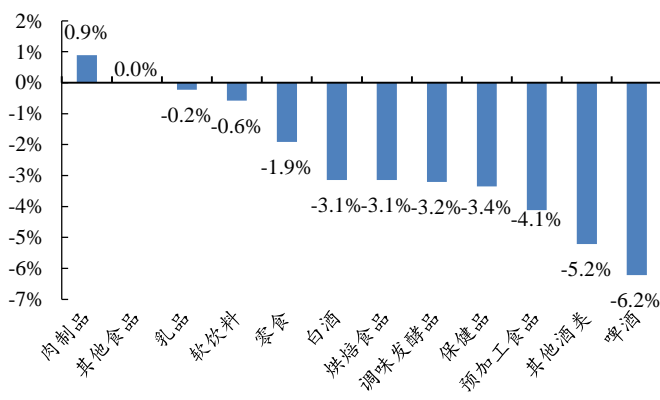
5月8日-5月12日，食品饮料指数跌幅为2.9%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约0.9pct，子行业中肉制品(+0.9%)、其他食品(+0.0%)、乳品(-0.2%)表现相对领先。个股方面，*ST西发、佳禾食品、威龙股份涨幅领先；百润股份、欢乐家、舍得酒业跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅为2.9%，排名23/28



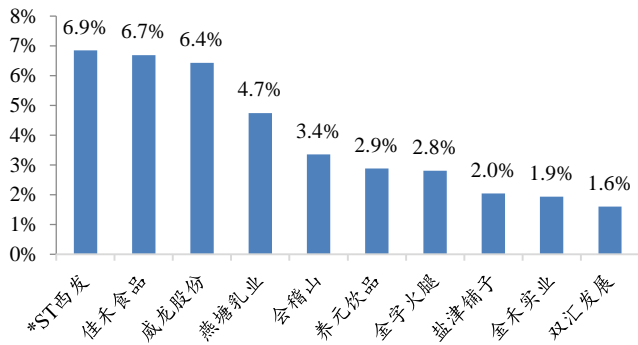
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：肉制品、其他食品、乳品表现相对较好



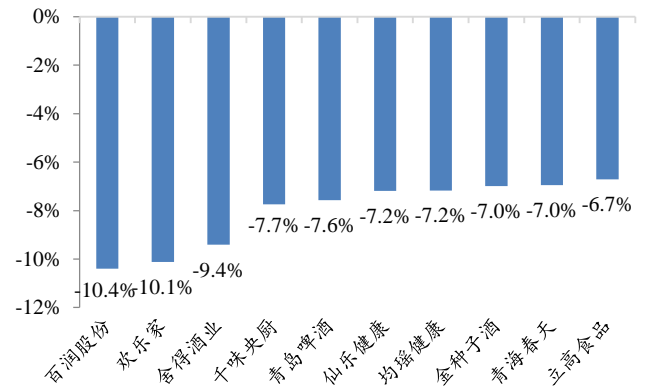
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3: *ST西发、佳禾食品、威龙股份涨幅领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 百润股份、欢乐家、舍得酒业跌幅居前

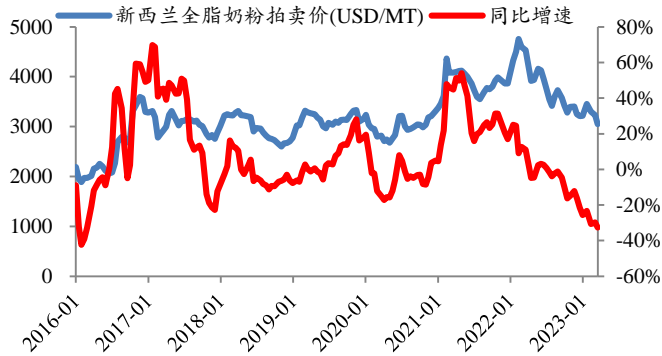


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、上游数据: 部分农产品价格涨幅收窄

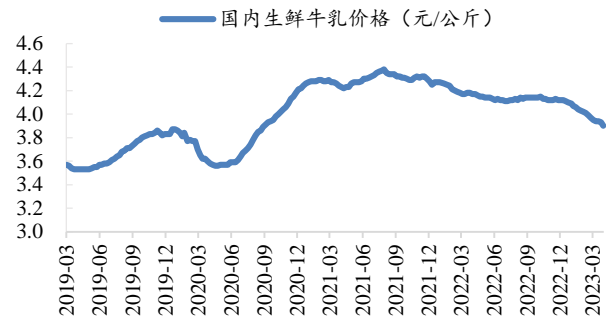
4月18日, GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3089 美元/吨, 环比+1.2%, 同比-26.6%, 奶价同比下降。5月4日, 国内生鲜乳价格 3.9 元/公斤, 环比-0.3%, 同比-6.7%。中短期看国内奶价已在高位有回落。

图5: 2023年4月18日全脂奶粉中标价同比-26.6%



数据来源: GDT、开源证券研究所

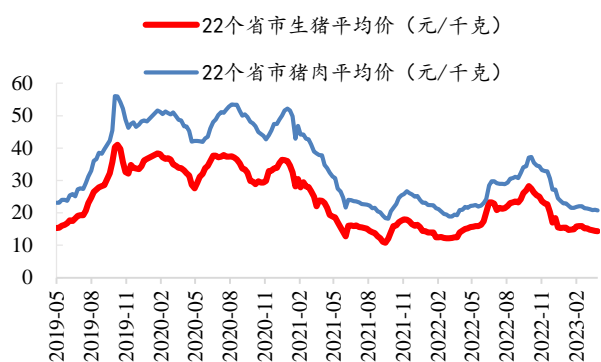
图6: 2023年5月4日生鲜乳价格同比-6.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

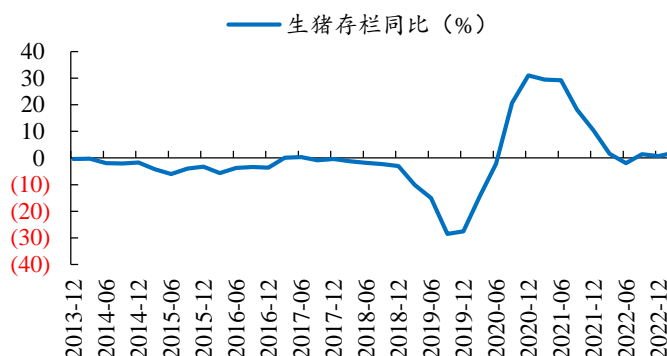
4月21日, 生猪价格 14.4 元/公斤, 同比-8.0%, 环比-0.9%; 猪肉价格 20.8 元/公斤, 同比-6.0%, 环比-0.5%。2023年3月, 能繁母猪存栏 4305 万头, 同比+2.9%, 环比-1.9%。2023年3月生猪存栏同比+2.0%。当前看猪价上行趋势持续。2023年5月6日, 白条鸡价格 18.1 元/公斤, 同比-0.3%, 环比-1.3%。

图7：2023年4月21日猪肉价格同比-6.0%



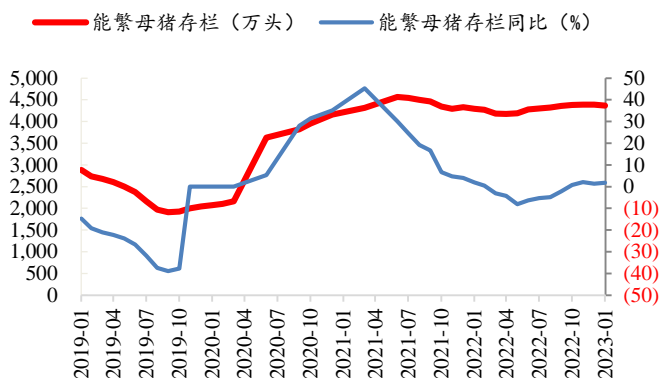
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022年3月生猪存栏数量同比+2.0%



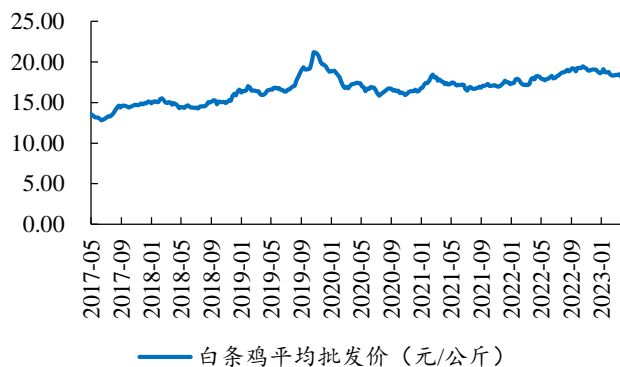
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023年3月能繁母猪数量同比+2.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

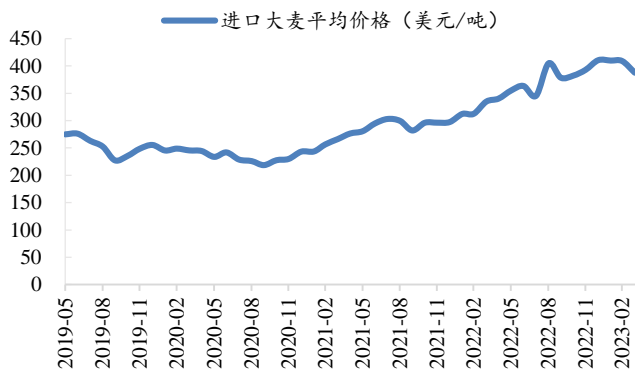
图10：2023年5月6日白条鸡价格同比-0.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

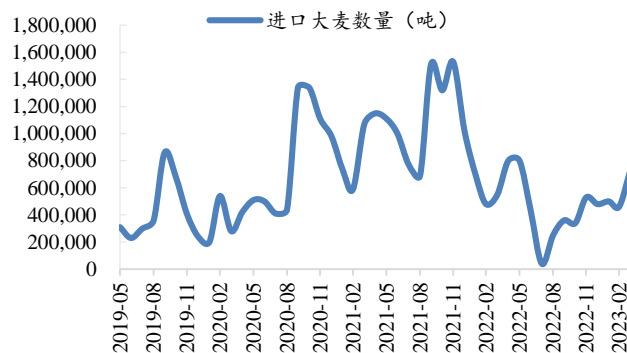
2023年3月，进口大麦价格387.6美元/吨，同比+15.8%。2023年3月进口大麦数量73.0万吨，同比+32.7%。受到乌俄冲突以及中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11：2023年3月进口大麦价格同比+15.8%



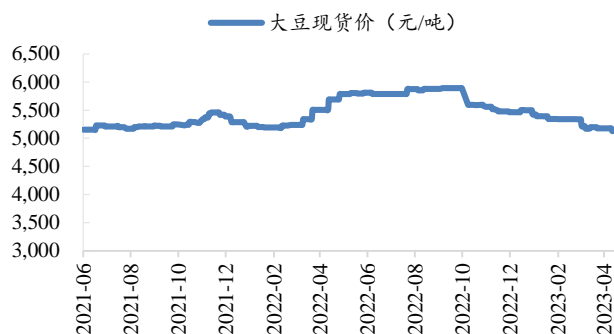
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2023年3月进口大麦数量同比+32.7%

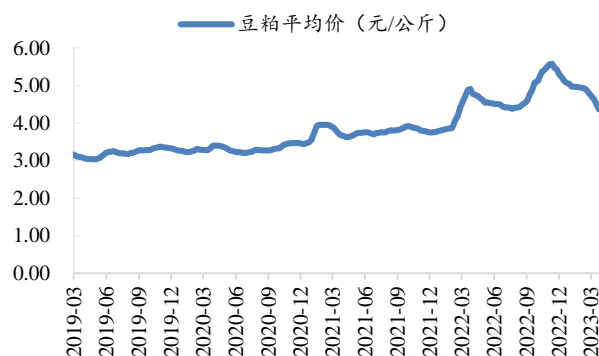


数据来源：Wind、开源证券研究所

5月12日，大豆现货价5011.1元/吨，同比-13.6%。5月4日，豆粕平均价格4.5元/公斤，同比-1.3%。预计2023年大豆价格可能走高。

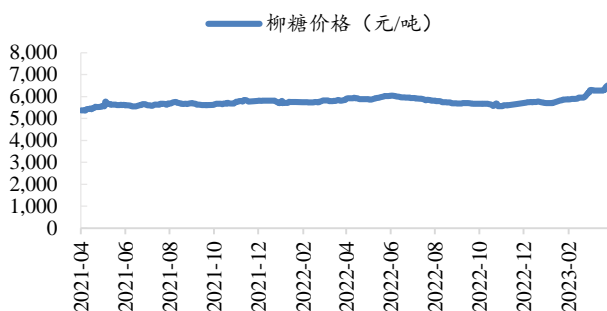
图13：2023年5月12日大豆现货价同比-13.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

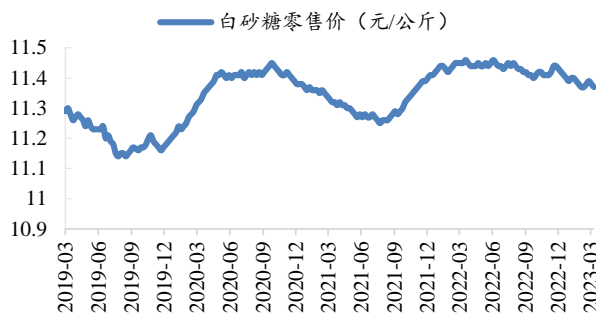
图14：2023年5月4日豆粕平均价同比-1.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

5月12日，柳糖价格 7120.0 元/吨，同比+19.7%；5月5日，白砂糖零售价格 11.4 元/公斤，同比-0.7%。长期看全球白糖进入增长期间，白糖价格可能在高位偏弱运行。

图15：2023年5月12日柳糖价格同比+19.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023年5月5日白砂糖零售价同比-0.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：国窖 1573 将在 2023 年保持良性增长

5月11日，国家统计局网站发布数据，1-4月全国居民消费价格比2022年同期上涨1.0%，其中4月全国居民消费价格同比上涨0.1%，食品烟酒类价格同比上涨0.8%、环比下降0.6%（来源于微酒）。

4月29日-5月9日，茅台冰淇淋在重庆、福建、贵州、广东4个省区市相继开出6家体验店。开业活动现场，热度持续攀升的“茅小凌”，经典原味、青梅煮酒味、香草口味、酸奶冰淇淋、抹茶冰淇淋、蓝莓果汁雪泥等六款茅台冰淇淋&茅台雪泥产品，吸引了不少当地年轻消费者参与打卡。截止目前，茅台冰淇淋在贵州、重庆、广东、福建、陕西共计开设10家体验店（来源于酒说）。

5月12日，泸州老窖在线上召开业绩说明会，对于业绩贡献主力，泸州老窖在会上表示，国窖1573在2023年保持良性增长，同时未来将加快高地市场、核心省会城市（市场）建设和低度化全国布局，做大做强基地市场。（来源于酒说）。

5、备忘录：关注东鹏饮料股东大会

下周（5月15日-5月21日）将有35家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注东鹏饮料股东大会

日期	公司	股东会	限售解禁
5月15日	金字火腿	浙江省金华市（14:00）	
5月15日	紫燕食品	上海市闵行区（13:30）	
5月16日	中葡股份	新疆乌鲁木齐市（10:30）	
5月16日	古越龙山	浙江省绍兴市（14:30）	
5月16日	西部牧业	新疆石河子市（10:30）	
5月16日	维维股份	江苏省徐州市（14:00）	
5月16日	盖世食品	辽宁省大连市（14:30）	
5月16日	惠发食品	山东省诸城市（14:30）	
5月16日	海天味业	广东省佛山市（14:00）	
5月17日	李子园	浙江省金华市（14:00）	
5月18日	香飘飘	浙江省杭州市（14:30）	
5月18日	口子窖	安徽省淮北市（13:30）	
5月18日	伊利股份	呼和浩特市（14:30）	
5月18日	康比特	北京市昌平区（10:00）	
5月18日	味知香	江苏省苏州（14:00）	
5月18日	威龙股份	山东省龙口市（14:00）	
5月18日	舍得酒业	四川省（9:30）	
5月18日	西麦食品	广西桂林（14:00）	
5月18日	麦趣尔	新疆昌吉市（16:00）	
5月18日	岩石股份	上海市徐汇区（14:30）	
5月18日	甘源食品	江西省萍乡市（14:30）	
5月19日	好想你	河南省郑州市（14:30）	
5月19日	桂发祥	天津市河西区（13:30）	
5月19日	华统股份	浙江省义乌市（14:30）	
5月19日	阳光乳业	江西省南昌市（14:30）	
5月19日	得利斯	山东省诸城市（14:30）	
5月19日	百润股份	上海市浦东新区（14:30）	
5月19日	海融科技	上海市奉贤区（14:30）	
5月19日	日辰股份	山东省青岛市（14:30）	
5月19日	佳禾食品	江苏省苏州市（14:00）	
5月19日	东鹏饮料	深圳市南山区（15:00）	
5月19日	立高食品	广州市白云区（14:30）	
5月19日	海南椰岛	海南省海口市（14:00）	
5月19日	绝味食品	湖南省长沙市（15:00）	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2: 关注5月7日发布的公司报告

报告类型	报告名称	时间
行业周报	糖酒会催化在即, 关注淡季批价表现——行业周报	4月2日
公司报告	安琪酵母: 成本困境已过, 海外有望提价	4月3日
行业周报	糖酒会反馈理性客观, 复苏回暖趋势不变——行业周报	4月9日
公司报告	山西汾酒: 长期发展抱有信心, 配置价值逐步显现	4月13日
行业周报	市场情绪扰动, 复苏趋势不变——行业周报	4月16日
公司报告	贵州茅台: 开门红顺利实现, 全年业绩确定性强	4月19日
公司报告	嘉必优: 于波折中前进, 待新产能释放	4月19日
行业周报	复苏贯穿全年, 分化中寻找机会	4月23日
公司报告	东鹏饮料: 全国化有序推进, 仍处于渠道红利期	4月24日
公司报告	金字火腿: 业绩短期承压, 特色肉制品持续增长	4月25日
公司报告	金徽酒: 营收实现开门红, 全年规划稳步推进	4月25日
公司报告	青岛啤酒: 需求改善, 高端化趋势依旧	4月25日
公司报告	味知香: 餐饮渠道逐渐恢复, B、C端齐发力潜力大	4月26日
公司报告	双汇发展: 鲜品利润表现较好, 肉制品吨利维持高位	4月26日
公司报告	洋河股份: 改革持续深化, 经营稳中求进	4月26日
公司报告	海天味业: 短期承压, 长期稳健	4月26日
公司报告	贵州茅台: 成长动力充足, 业绩好于预期	4月26日
公司报告	西麦食品: 业绩超预期, 份额持续提升	4月27日
公司报告	李子园: 成本可控, 盈利能力提升	4月27日
公司报告	甘源食品: 如期释放利润弹性, 渠道红利高速增长	4月27日
公司报告	新乳业: 盈利能力提升, 低温业务持续发力	4月27日
公司报告	广州酒家: 餐饮消费复苏, 业绩增长可期	4月27日
公司报告	洽洽食品: 成本拖累利润, 经营稳健恢复	4月28日
公司报告	中炬高新: 调味品主业向好, 期待机制理顺	4月28日
公司报告	恒顺醋业: 主业稳健增长, 公司积极求变	4月29日
公司报告	涪陵榨菜: 业绩超预期, 双拓谋发展	4月29日
公司报告	口子窖: 改革持续推进, 经营如期提速	4月29日
公司报告	舍得酒业: 逆势增长, 开局良好	4月29日
公司报告	伊利股份: 多业务发展, 盈利能力提升可期	4月29日
公司报告	山西汾酒: 经营势能不减, 利润加速释放	4月29日
行业周报	季报业绩回暖, 假期消费强劲	5月3日
公司报告	立高食品: 改革效果开始显现, KA新品持续高增	5月3日
公司报告	中国飞鹤: 库存恢复常态, 业绩增长可期	5月3日
公司报告	五粮液: 开局良好, 彰显实力	5月4日
公司报告	泸州老窖: 营收高速增长, 利润加速释放	5月4日
公司报告	古井贡酒: 收入端气势如虹, 利润率加速提升	5月4日
公司报告	重庆啤酒: 高基数下平稳增长, 旺季关注高端表现	5月4日
公司报告	安琪酵母: 成本困境已过, 收入快速增长	5月4日
公司报告	水井坊: 着力库存去化, 经营趋势向上	5月4日
公司报告	煌上煌: 疫情影响有所缓解, 静待经营底部恢复	5月7日
公司报告	国联水产: 预制菜持续增长, 全渠道布局潜力大	5月7日

资料来源: Wind、开源证券研究所

表3: 重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价(元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
贵州茅台	买入	1706.4	58.84	69.44	80.88	29.0	24.6	21.1
五粮液	买入	169.4	7.92	9.07	10.33	21.4	18.7	16.4
泸州老窖	买入	213.8	9.21	11.21	13.44	23.2	19.1	15.9
洋河股份	增持	143.4	7.49	8.83	10.57	19.1	16.2	13.6
山西汾酒	买入	233.8	8.61	11.01	13.89	27.2	21.2	16.8
口子窖	增持	56.6	3.14	3.83	4.55	18.0	14.8	12.4
古井贡酒	增持	280.6	8.03	10.24	12.78	34.9	27.4	22.0
金徽酒	增持	24.4	0.82	1.07	1.35	29.8	22.8	18.1
水井坊	增持	61.6	2.63	3.2	3.85	23.4	19.3	16.0
伊利股份	买入	29.8	1.71	2	2.33	17.4	14.9	12.8
新乳业	增持	16.2	0.59	0.75	1.01	27.5	21.7	16.1
双汇发展	增持	25.3	1.76	1.9	2.05	14.4	13.3	12.3
中炬高新	增持	36.2	0.97	1.14	1.39	37.3	31.7	26.0
涪陵榨菜	买入	24.6	1.09	1.26	1.51	22.6	19.5	16.3
海天味业	买入	67.1	1.47	1.71	2	45.6	39.2	33.5
恒顺醋业	买入	11.3	0.2	0.24	0.29	56.7	47.3	39.1
西麦食品	增持	17.0	0.59	0.72	0.84	28.8	23.6	20.2
桃李面包	买入	10.9	1.01	1.15		10.8	9.5	
嘉必优	买入	29.9	1.34	1.82	2.54	22.3	16.4	11.8
绝味食品	买入	37.2	1.23	1.42	1.69	30.3	26.2	22.0
煌上煌	增持	11.7	0.25	0.37	0.48	46.7	31.6	24.3
广州酒家	增持	29.0	1.23	1.47	1.83	23.6	19.7	15.9
甘源食品	增持	88.1	2.97	3.86	4.86	29.7	22.8	18.1

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2023 年 5 月 12 日)

6、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn