

食品饮料

2023年05月24日

啤酒、饮料复苏趋势确立，高温将至可能受益

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

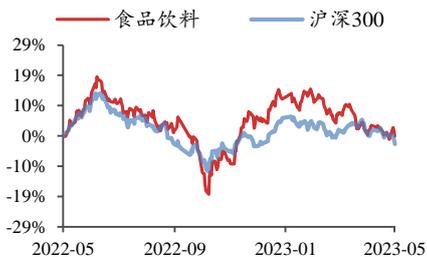
zhangyuguang@kysec.cn

fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《4月餐饮反弹较快，高温将至啤酒受益——行业周报》-2023.5.21

《淡季价格平稳，寻找确定性标的——行业周报》-2023.5.14

《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

● 啤酒复苏趋势确立，高端化有望加速

受益于现饮渠道复苏，啤酒行业2023年整体销量预计个位数增长，其中夜场渠道受益更加明显，高端弹性更大。价格展望，一方面原料仍有压力，企业可能持续提价；另一方面行业仍在高端化趋势当中，大概率表现为：高档酒结构升级，中低档酒直接提价。产品升级仍是啤酒行业主要方向。低端市场几乎被大品牌企业垄断，较难产生新进入者。高端精酿啤酒占比仍低且较为分散，大酒厂优势在于品牌、渠道以及大规模生产效率，更可能以资本化的方式参与。疫情期间啤酒企业的消费者教育以及消费升级工作受到扰动。消费复苏背景下，啤酒提价与升级还有空间。

● 啤酒量价齐升，饮料需求强劲

4月以来，低基数叠加餐饮场景修复下需求提升，啤酒产量同比增21.1%。我们认为全年餐饮场景修复、需求复苏，啤酒仍有望保持较高景气度。行业景气度依然较好，受益于餐饮复苏、场景修复，高端化势头良好，高端啤酒格局或仍有新变化，临近啤酒旺季、消费有望回补。4月软饮料产量同比增9.5%，受益于场景修复、旅游出行恢复、餐饮需求复苏等多方面因素。积极关注2023Q2旺季餐饮恢复下补偿性消费和渠道补库存带来的量价提升。

● 部分区域突破历史高温，大范围高温可能到来

夏季初始，北美及亚洲等地区均出现高温天气，部分区域已经突破历史性高温。根据国家气象中心专家分析，2023-2024年很有可能创造全球新的最暖记录。根据国家气候中心最新监测结果显示，热带太平洋目前正处于中性偏暖状态，预计赤道中东太平洋将于2023年夏季进入厄尔尼诺状态。同时世界气象组织（WMO）预计，在5月至7月期间厄尔尼诺发生的概率为60%，6月至8月将增加到70%左右，7月至9月将增加到80%。2023年我国东北、华北、西南多区域升温早，如果夏秋出现较强厄尔尼诺事件，我国北方地区夏季易发生高温、干旱，容易出现暖冬；南方地区，长江中下游进入梅雨的日期偏晚，发生后的次年长江流域和江南地区容易出现洪涝；另外厄尔尼诺年夏季台风产生及在我国沿海登陆数量会较正常年份减少。同时形成大范围暖冬，较热天气持续延长。

● 投资建议：高温可能成为催化剂，啤酒、饮料受益

我们看好啤酒行业的复苏以及高端化进程，厄尔尼诺可能成为啤酒销量的重要催化因素。啤酒行业需求仍处于高景气度，叠加餐饮复苏和场景修复，啤酒呈现量价齐升趋势，饮料市场也受益于高温天气和出行修复，建议买入重庆啤酒；建议增持：青岛啤酒、东鹏饮料；受益标的：华润啤酒、农夫山泉、燕京啤酒、珠江啤酒。

● 风险提示：消费复苏不及预期、高端化降速、市场竞争加剧。

目录

1、啤酒复苏趋势确立，高端化有望加速	3
2、部分区域突破历史高温，大范围高温可能到来	4
2.1、世界范围部分地区突破历史高温	4
2.2、我国或现北方持续高温，南方雨季偏晚	6
3、投资建议：高温持续，啤酒、饮料板块受益	10
4、风险提示	11

图表目录

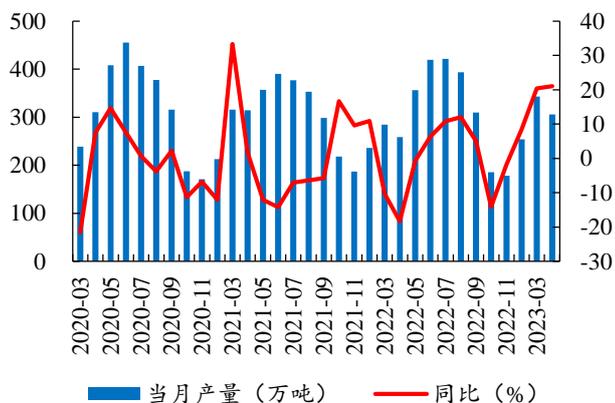
图 1：2023 年 4 月啤酒产量同比增长 21.1%	3
图 2：2023 年 1-4 月啤酒累计产量同比增长 8.8%	3
图 3：2023 年 4 月社零餐饮收入同比增 43.8%	4
图 4：2023 年 4 月软饮料产量同比增 9.50%	4
图 5：5 月 16 日 Nino3.4 指标已突破+0.5°C 阈值	6
图 6：根据指标预测推测今夏可能发生强厄尔尼诺事件	6
图 7：厄尔尼诺海温监测主要区域集中太平洋赤道中东部	6
图 8：1998 年发生极强厄尔尼诺	7
图 9：中东太平洋表层海水持续升温	7
图 10：4 月以来东北、华北、西南地区温度较常年提升	9
图 11：4 月以来多地最高气温超过 32°C	9
图 12：4 月以来北方、西南、东部沿海降水较常年减少	9
图 13：厄尔尼诺发生年我国高温日数较高	9
图 14：厄尔尼诺年全国升温现象普遍	10
图 15：厄尔尼诺年北方、西南大部分地区降水减少	10
表 1：2023Q1 单季啤酒上市公司营收增速平稳	4
表 2：环太平洋地区各地区突破历史高温	5
表 3：厄尔尼诺形成的概率持续提升	5
表 4：按指标峰值将厄尔尼诺事件强度分为四个等级	7
表 5：1950 年以来发生三次超强厄尔尼诺事件	8
表 6：4 月以来华北、华东、西南地区普遍高温天气提前	8
表 7：啤酒板块公司估值	10
表 8：饮料板块公司估值	11

1、啤酒复苏趋势确立，高端化有望加速

受益于现饮渠道复苏，夜场渠道受益更加明显，啤酒高端弹性更大。价格展望，一方面原料仍有压力，企业可能持续提价；另一方面行业仍在高端化趋势当中，大概率表现为：高档酒结构升级，中低档酒直接提价。产品升级仍是啤酒行业主要方向。低端市场几乎被大品牌企业垄断，较难产生新进入者。高端精酿啤酒占比仍低且较为分散，大酒厂优势在于品牌、渠道以及大规模生产效率，更可能以资本化的方式参与。疫情期间啤酒企业的消费者教育以及消费升级工作受到扰动。消费复苏背景下，啤酒提价与升级还有空间。行业格局基本已定，大规模的区域竞争可能性较低，多数省份已分出胜负，非区域龙头翻盘概率不大。竞争方面应关注的是高端化的争夺，主要观察是否有丰富的产品组合以及强势渠道（以夜场为主）的推力。

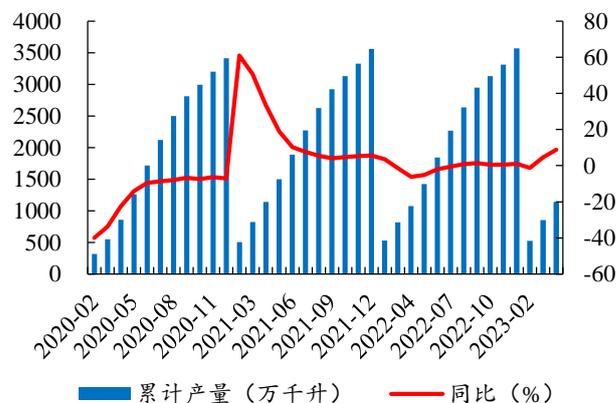
场景修复、餐饮复苏，4月低基数下啤酒产量增长。2023Q1国内啤酒累计产量同比增长4.5%，其中1-2月同比略降1.2%，3月同比大幅增长20.4%，主因2022年3月疫情多点突发、基数较低。综合来看2023Q1啤酒需求呈现较强复苏态势，1-2月受疫情高峰叠加春节影响，需求小幅下滑；3月以来随着气温回升和消费场景逐步恢复，需求加速释放，叠加旺季备货需求，啤酒产量快速提升。4月以来，低基数叠加餐饮场景修复下需求提升，啤酒产量同比增21.1%。我们认为全年餐饮场景修复、需求复苏，啤酒仍有望保持较高景气度。

图1：2023年4月啤酒产量同比增长21.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023年1-4月啤酒累计产量同比增长8.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

积极关注高端化进程，餐饮复苏、场景修复，啤酒景气度仍高。啤酒行业消费升级尚未充分，高端市场扩容和结构升级较大。受制于啤酒市场格局和行业属性，啤酒行业区域性较强，高端啤酒格局尚未落定，积极关注龙头酒企推进高端化进程和核心产品表现。游玻璃瓶、铝罐、运费成本压力有所缓解，大麦成本仍有所上涨，酒企产品结构升级及部分产品提价顺利进行，部分原料成本持续上涨下不排除旺季继续提价，积极关注2023Q2旺季餐饮恢复下补偿性消费和渠道补库存带来的价量提升。从全年来看，行业景气度依然较好，受益于餐饮复苏、场景修复，高端化势头良好，高端啤酒格局或仍有新变化，临近啤酒旺季、消费有望回补。

表1: 2023Q1 单季啤酒上市公司营收增速平稳

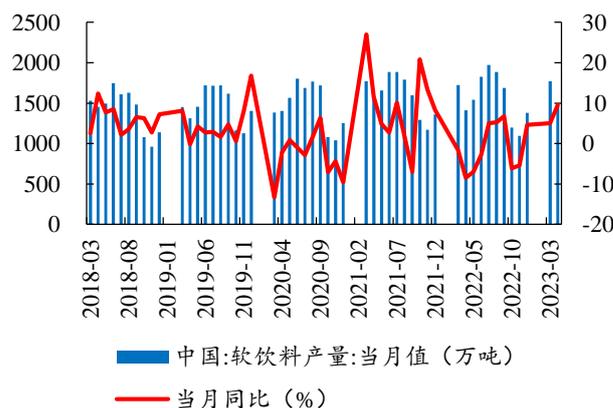
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
青岛啤酒	3.14%	7.49%	16.00%	-9.83%	16.27%
重庆啤酒	17.12%	6.13%	4.93%	-3.97%	4.52%
珠江啤酒	12.77%	8.02%	11.86%	-0.28%	18.75%
燕京啤酒	11.66%	7.53%	8.50%	19.36%	13.74%
惠泉啤酒	5.56%	-4.66%	14.38%	7.10%	7.04%
兰州黄河	-28.45%	-15.04%	-7.61%	13.08%	1.42%
*ST 西发	16.73%	-21.96%	-74.26%	-28.63%	-19.16%

数据来源: Wind、开源证券研究所

饮料消费步入旺季, 全年仍将受益高温天气。4 月软饮料产量同比增 9.5%, 受益于场景修复、旅游出行恢复、餐饮需求复苏等多方面因素。同样, 饮料需求同高温天气有较大正相关, 随着旺季历经, 饮料行业预计将有所斩获。但饮料行业整体趋于饱和、竞争激烈, 更侧重于景气度较高的细分赛道和细分龙头, 当前能量饮料、包装水、无糖茶等细分赛道景气度较高、成长性较好。

图3: 2023 年 4 月社零餐饮收入同比增 43.8%


资料来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2023 年 4 月软饮料产量同比增 9.50%


资料来源: Wind、开源证券研究所

2、部分区域突破历史高温, 大范围高温可能到来

2.1、世界范围部分地区突破历史高温

亚洲、美洲等环太平洋区域突破历史高温。据澎湃新闻报道, 在 2023 年 4 月份, 一场罕见热浪席卷了南亚、东南亚、东亚的多个地区, 许多国家再创高温记录。同时美国国家气象局称美国西北部将在 5 月中旬迎来远高于往年同期平均水平的创纪录高温, 预计温度将达到 26.7 至 32.2 摄氏度之间, 高温天气预计 5 月底前蔓延到落基山脉和大平原地区。

表2: 环太平洋地区各地区突破历史高温

地区	国家	高温情况
西太平洋	越南	5月6日在越南北部清化省回春气象站测得了44.1°C的高温,打破了2019年43.4°C的纪录。
	老挝	5月6日琅勃拉邦市气温达到43.5°C,打破了4月创下的42.7°C的全国纪录;首都万象以42.5°C的气温打破了该城市的历史纪录。
	泰国	5月6日曼谷出现了有记录以来最热气温41°C
	缅甸	5月以来内比都平均最高温度38°C较2022年上升3°C,5月8日最高温度达到42°C
	菲律宾	5月7日菲律宾国家气象局在伊萨贝拉省记录下2023年以来的最高气温39°C
东太平洋	中国	5月15日我国30°C以上的范围覆盖西北、华南、江南、华南大部地区,其中北方面临2023年首轮高温天气,京津冀、山东中北部、河南中北部等部分地区最高气温将达到或超过35°C。
	美国	美国西北部5月中旬远高于往年5月中旬平均水平的创纪录高温,温度将达到26.7至32.2摄氏度之间,预计高温天气将于下周初蔓延到落基山脉和大平原地区。
	秘鲁	4月7日利马都会区最高气温达到31°C。其他4月高温高峰分别出现在1983年(厄尔尼诺)、1939年、1931年。5月以来最高温度、最低温度、平均最高温度、平均最低温度均较2022年同期上升3-4°C

资料来源: 搜狐新闻、网易新闻、腾讯新闻、华人头条、天气网、开源证券研究所

厄尔尼诺可能正在形成, 超级高温将至, 2023年或是最热一年。据国家气候中心最新监测结果显示, 热带太平洋目前正处于中性偏暖状态, 预计赤道中东太平洋将于2023年夏季进入厄尔尼诺状态。同时世界气象组织(WMO)预计, 在5月至7月期间厄尔尼诺发生的概率为60%, 6月至8月将增加到70%左右, 7月至9月将增加到80%。根据美国国家海洋和大气管理局(NOAA)预测, 在5月至7月期间发生厄尔尼诺的可能性62%, 2023年50%可能是历史最热的一年, 美国气候预测中心(CPC)预测8月厄尔尼诺出现的可能性超过90%。根据国家气候中心预测数据, 可能于2023年9月达到厄尔尼诺事件判定标准。

表3: 厄尔尼诺形成的概率持续提升

预测机构	预测内容
美国国家海洋和大气管理局(NOAA)	2023年春季ENSO中性条件将持续
	2023年5月至7月期间发生厄尔尼诺的可能性60%以上
美国气候预测中心(CPC)	2023年8月厄尔尼诺出现的可能性超过90%
	2023年5月至7月从ENSO中性状态过渡到厄尔尼诺的可能性为60%
世界气象组织(WMO)	2023年6月至8月厄尔尼诺发生可能性将增加到约70%
	2023年7月至9月厄尔尼诺发生可能性将增加到约80%

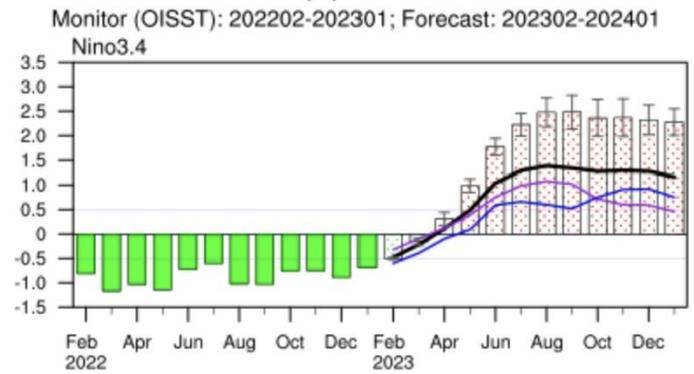
资料来源: NOAA、WMO、CPC、开源证券研究所

图5：5月16日 Nino3.4 指标已突破+0.5°C 阈值



资料来源：Tropical Tidbits

图6：根据指标预测推测今夏可能发生强厄尔尼诺事件



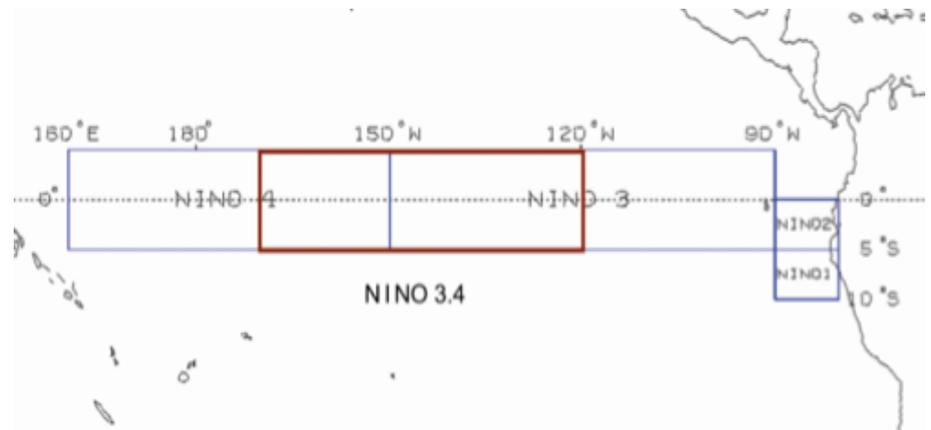
资料来源：国家气候中心

2.2、我国或现北方持续高温，南方雨季偏晚

➤ 什么是厄尔尼诺？

厄尔尼诺是太平洋反常的暖流现象，主要表现在赤道太平洋中部和东部海水升温，造成中、东太平洋海表大范围持续异常偏暖。根据监测海域首先升温区域，将厄尔尼诺分为中部型和东部型，1980年以后以东部型为主。我国于2017年出台统一标准，确定厄尔尼诺事件判定标准为 NINO3.4 (170° W-120° W, 5° S-5° N 区域平均海温距平) 的3个月滑动平均达到或超过 0.5°C、且持续至少3个月。同时规定以指标峰值代表厄尔尼诺事件强度：根据监测区域海温距平指标滑动平均值的峰值大小，将厄尔尼诺分为超强、强、中等、弱四个等级。

图7：厄尔尼诺海温监测主要区域集中太平洋赤道中东部

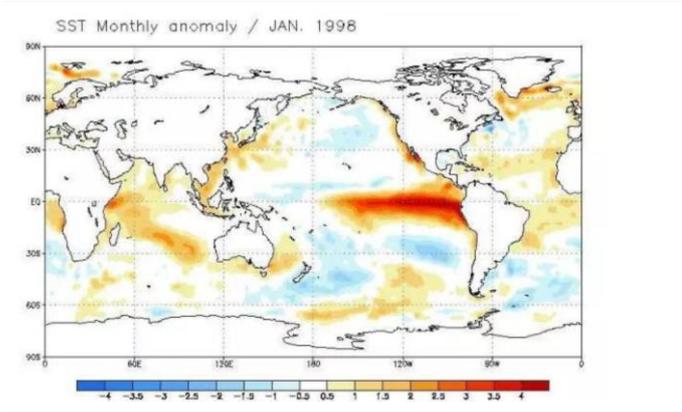


资料来源：国家气候中心

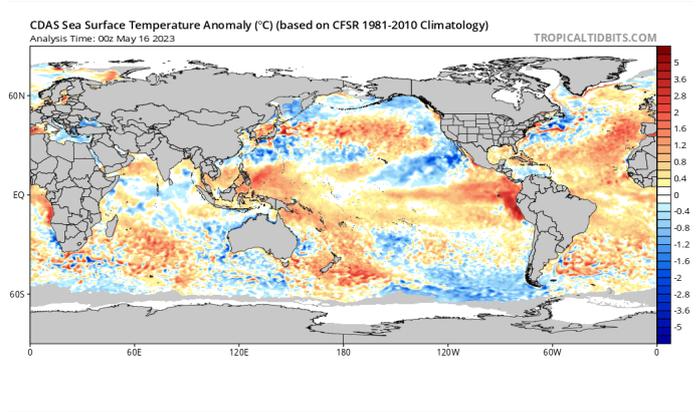
表4：按指标峰值将厄尔尼诺事件强度分为四个等级

相关概念	分类	分类标准
厄尔尼诺事件		中东太平洋表层海水升温 $\geq 0.5^{\circ}\text{C}$ 且持续 ≥ 3 个月
厄尔尼诺事件类型	中部型	事件过程中，中部型指数 $\geq 0.5^{\circ}\text{C}$ 且持续 ≥ 3 个月
	东部型	事件过程中，东部型指数 $\geq 0.5^{\circ}\text{C}$ 且持续 ≥ 3 个月
厄尔尼诺事件强度	弱	$0.5^{\circ}\text{C} \leq \text{NINO3.4}$ 指数 3 个月滑动平均峰值 $< 1.3^{\circ}\text{C}$
	中等	$1.3^{\circ}\text{C} \leq \text{NINO3.4}$ 指数 3 个月滑动平均峰值 $< 2.0^{\circ}\text{C}$
	强	$2.0^{\circ}\text{C} \leq \text{NINO3.4}$ 指数 3 个月滑动平均峰值 $< 2.5^{\circ}\text{C}$
	超强	NINO3.4 指数 3 个月滑动平均峰值 $\geq 2.5^{\circ}\text{C}$

资料来源：国家标准化管理委员会、开源证券研究所

图8：1998年发生极强厄尔尼诺


资料来源：国家气候中心

图9：中东太平洋表层海水持续升温


资料来源：Tropical Tidbits

有记录以来曾出现3次超强厄尔尼诺事件。(1)第一次发生在1982年4月至1983年6月，持续时间15个月：中、东太平洋海水表面水温比常年平均温度偏高 2°C 左右；巴西东北部少雨干旱，西部地区炎热；澳大利亚东部及沿海、中国北方地区、南亚至非洲北部大范围地区均少雨。(2)第二次发生在1997年4月至1998年4月，持续时间12个月：太平洋东部至中部水面温度比正常高出约 3 至 4°C ，美洲地区有持续暴雨，东南亚地区持续干旱。(3)第三次发生在2014年10月至2016年4月，持续时间19个月：连续两年创造了全球1850年以来历史最暖纪录，是20世纪以来最强的厄尔尼诺事件之一。

表5：1950年以来发生三次超强厄尔尼诺事件

序号	起止年月	跨度(月)	峰值时间	峰值强度(°C)	强度等级	事件类型
1	1957.04-1958.07	16	1958.01	1.7	中等	东部型
2	1965.05-1966.05	14	1965.11	1.7	中等	东部型
3	1972.05-1973.03	11	1972.11	2.1	强	东部型
4	1982.04-1983.06	15	1983.01	2.7	超强	东部型
5	1986.08-1988.02	19	1987.08	1.9	中等	东部型
6	1991.05-1992.06	14	1992.01	1.9	中等	东部型
7	1994.09-1995.03	7	1994.12	1.3	中等	中部型
8	1997.04-1998.04	13	1997.11	2.7	超强	东部型
9	2002.05-2003.03	11	2002.11	1.6	中等	东部型
10	2009.06-2010.04	11	2009.12	1.7	中等	中部型
11	2014.10-2016.04	19	2015.12	2.8	超强	东部型

资料来源：国家气候中心、开源证券研究所

➤ **多地高温，厄尔尼诺或导致北方高温、南方少雨**

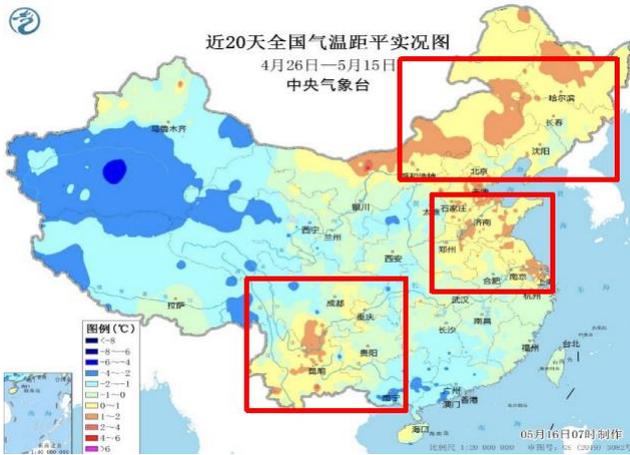
我国多地现高温，厄尔尼诺或为强等级。4月以来普遍呈现较快的升温趋势，较以往年份有所提前。2023年北方多个地区年度首个高温日较往年提前到来，同时降水量较低。5月15日天津最高气温超过35°C，较2022年提前13日；5月15日山东东北部部分地区气温达37°C以上，其中济南最高温度36°C，较2022年提前12日。降水量方面，东北、西北、西南地区4月以来降水距平百分率为负，多地降水量低于历史同期的平均水平。如果叠加厄尔尼诺，2023年夏季或出现高温持续时间长、覆盖范围广的情形，2023-2024年或创造全球新的最暖记录。根据美国国家海洋和大气管理局（NOAA）预测当前厄尔尼诺事件55%可能性为强等级。

表6：4月以来华北、华东、西南地区普遍高温天气提前

	地区	2023年4月-5月20日最高温度	出现时间	2022年4-5月31日最高温度	出现时间
北方地区	北京	34°C	5.16	35°C	5.28
	天津	35°C	5.15	36°C	5.28
	石家庄	36°C	5.15	36°C	5.28
	郑州	35°C	5.15	38°C	5.29
	济南	36°C	5.15	34°C	5.27
	沈阳	30°C	5.16	31°C	5.24
	呼和浩特	30°C	5.15	31°C	5.28
南方地区	上海	34°C	5.15	33°C	4.12
	成都	35°C	4.17	33°C	4.26
	武汉	33°C	4.17	32°C	4.11
	长沙	33°C	4.17	32°C	4.11
	合肥	33°C	4.17	32°C	4.11
	昆明	31°C	5.7	26°C	5.19
	海口	39°C	5.6	36°C	4.26

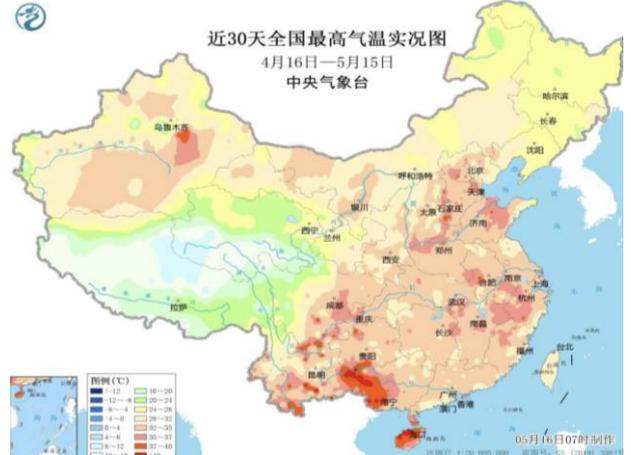
资料来源：Wind、开源证券研究所

图10: 4月以来东北、华北、西南地区温度较常年提升



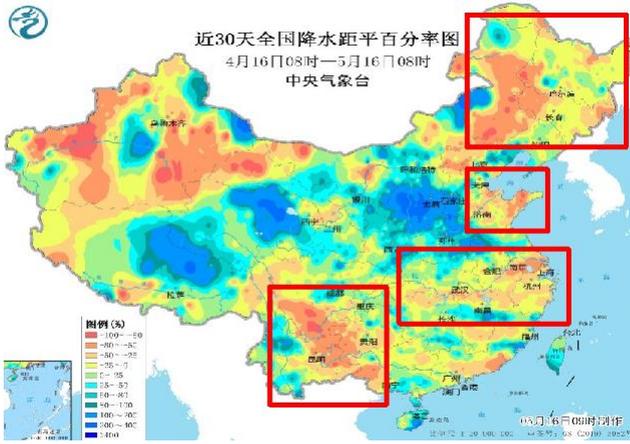
资料来源: 中央气象台

图11: 4月以来多地最高气温超过32°C



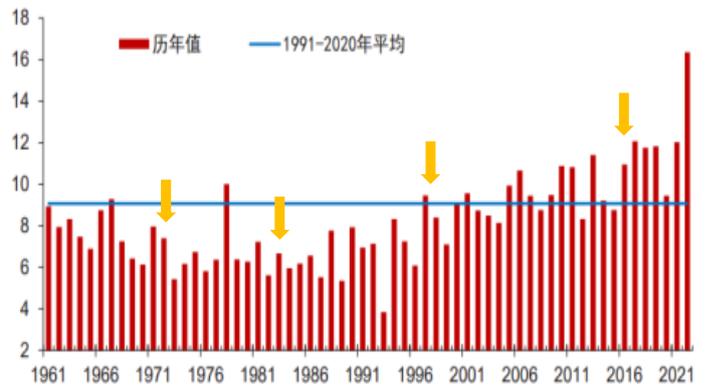
资料来源: 中央气象台

图12: 4月以来北方、西南、东部沿海降水较常年减少



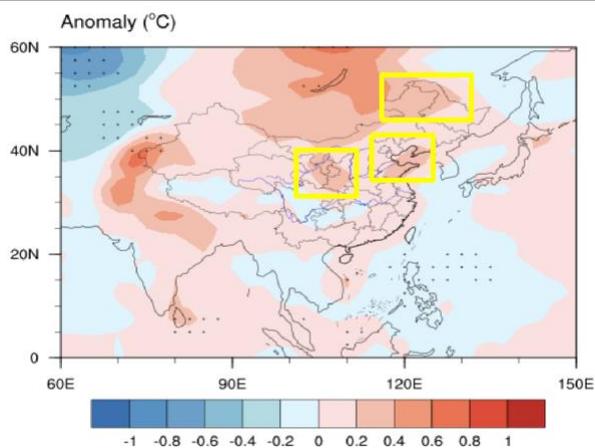
资料来源: 中央气象台

图13: 厄尔尼诺发生年我国高温日数较高

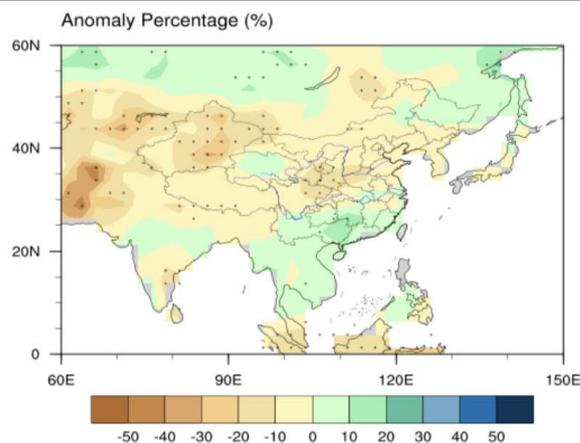


资料来源: 国家气候中心

厄尔尼诺年北方高温、发生当年南方少雨。厄尔尼诺发生后,我国北方地区夏季易发生高温、干旱,容易出现暖冬;南方地区,长江中下游进入梅雨的日期偏晚,发生后的第二年长江流域和江南地区容易出现洪涝;另外厄尔尼诺年夏季台风产生及在我国沿海登陆数量会较正常年份减少。从1981年以后的厄尔尼诺年的气温和降水量平均表现来看,厄尔尼诺会造成我国大范围气温据平提升,其中北方地区包括西北、华北、东北升温幅度较大;同时造成西南、西北、东北、华北降水量较常年减少。1980年后厄尔尼诺事件以东部型为主,东部型厄尔尼诺会使我国华北、西北地区少雨、长江流域多雨。

图14: 厄尔尼诺年全国升温现象普遍


资料来源: 国家气候中心 (1981 年以后厄尔尼诺年温度合成距平, 包括 1982/1986/1991/1994/1997/2002/2004/2006/2009/2014)、开源研究所

图15: 厄尔尼诺年北方、西南大部分地区降水减少


资料来源: 国家气候中心 (1981 年以后厄尔尼诺年降水量合成距平百分率, 包括 1982/1986/1991/1994/1997/2002/2004/2006/2009/2014)

3、投资建议: 高温持续, 啤酒、饮料板块受益

我们认为夏季刚刚开始, 厄尔尼诺作为可能发生的变量, 市场容易忽视厄尔尼诺的持续时间和强度。根据以往厄尔尼诺影响来看, 高温少雨天气持续时间大大超出以往。啤酒行业需求仍处于高景气度, 叠加餐饮复苏和场景修复, 啤酒呈现量价齐升趋势, 饮料市场也受益于高温天气和出行修复, 建议买入重庆啤酒, 建议增持: 青岛啤酒、东鹏饮料; 受益标的: 华润啤酒、农夫山泉、燕京啤酒、珠江啤酒。

表7: 啤酒板块公司估值

截止日期	2023/5/24	总市值	评级	EPS (元)			CAGR			PE			PEG			PS		
		(亿元)		2022A	2023E	2024E	2022-24	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
600600.SH	青岛啤酒	1,394	增持	2.7	3.3	3.8	19%	37.6	31.3	27.0	27.0	2.0	4.6	4.3				
600132.SH	重庆啤酒	455	买入	2.6	3.0	3.4	11%	36.0	31.4	27.3	27.3	3.2	3.5	3.2				
0291.HK	华润啤酒	1,658	-	1.5	1.9	2.3	23%	34.1	27.5	22.7	22.7	1.5	3.9	4.1				
1876.HK	百威亚太	2,682	-	0.5	0.7	0.8	21%	37.7	30.0	25.8	25.8	1.8	5.0	5.3				
000729.SZ	燕京啤酒	338	-	0.1	0.2	0.3	55%	95.9	57.3	40.2	40.2	1.8	2.8	2.6				
002461.SZ	珠江啤酒	197	-	0.3	0.3	0.4	18%	33.0	27.5	23.8	23.8	1.9	4.4	4.0				
				平均值				45.7	34.2	27.8		2.0	4.0	3.9				

数据来源: Wind、开源证券研究所。其中华润啤酒、百威亚太、燕京啤酒、珠江啤酒盈利预测取自 Wind 一致预期。百威亚太、华润啤酒为中国香港联交所挂牌公司, 市值、EPS 单位均为港币计价。

表8：饮料板块公司估值

截止日期	2023/5/24	总市值 (亿元)	评级	EPS			CAGR		PE			PEG			PS		
				2022A	2023E	2024E	2022-24	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E				
605499.SH	东鹏饮料	699	增持	3.6	4.8	6.0	26%	48.5	36.7	28.9	28.9	1.8	10.0	8.2			
9633.HK	农夫山泉	4,752	-	0.8	0.9	1.1	15%	50.0	48.6	37.6	37.6	3.3	13.0	12.7			

数据来源：Wind、开源证券研究所。其中农夫山泉盈利预测取自 Wind 一致预期。农夫山泉为中国香港联交所挂牌公司，市值、EPS 单位均为港币计价。

4、风险提示

消费疲软、餐饮复苏不及预期。消费力恢复较慢，导致需求端改善不及预期，尤其是餐饮渠道啤酒消费量占比约 50%，一旦餐饮消费低迷，啤酒消费或偏慢。

吨价提升放缓，高端化降速。受宏观经济及消费信心不足影响，啤酒高端化及吨价提升速度放缓，或影响利润弹性。

竞争激烈，格局扰动。餐饮弱复苏趋势下，高端产品竞争或更加激烈，费用投入或偏大。

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R3（中风险），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C3、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C3、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3层
邮编：200120
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

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

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