

食品饮料

底部震荡，可看长远

2023年05月28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

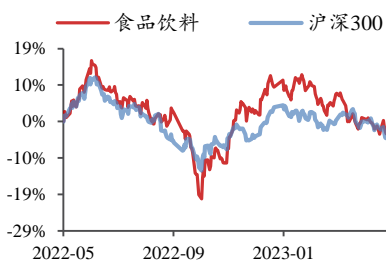
pangxiaojuan@kysec.cn

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—行业投资策略》-2023.5.25

《啤酒、饮料复苏趋势确立，高温将至可能受益—行业点评报告》-2023.5.25

《4月餐饮反弹较快，高温将至啤酒受益—行业周报》-2023.5.21

● 核心观点：淡季弱复苏成为共识，下半年乐观仍有信心

5月22日-5月26日，食品饮料指数跌幅为1.1%，一级子行业排名第13，跑赢沪深300约1.3pct，子行业中保健品(+1.6%)、其他食品(+0.0%)、调味发酵品(-0.6%)表现相对领先。3月份以来食品饮料板块持续走弱。如果说前期板块下行是对于行业弱复苏预期的修正，4月以来的回调应是资金面与情绪面的双重冲击。在市场弱复苏一致预期的背景下，资金在行业间切换以及短期板块情绪的回落使得估值持续下压。本周食品饮料板块反弹，部分程度源于预期中美关系短期缓和，边际向好。叠加以白酒为首的部分食品饮料估值低位，带来消费反弹。1-2月份在春节期间居民消费场景恢复，补偿性需求释放之后，3月份进入正常淡季节奏。市场对于后续消费表示担忧，但观察2023Q1国内GDP增4.5%，4月社零总额在低基数背景下增18.4%，餐饮与限额餐饮增速均有提升，显示整体消费向好，也验证消费回暖趋势。市场对食品饮料行业弱复苏的状态有较为清晰的认知，对于消费力以及消费场景尚未完全恢复也有足够耐心。春节旺销后，二季度消费相对平淡已成为市场共识；五一假期宴席市场明显回暖，节日过后，渠道按端午备货做工作，目前整体白酒动销需求平稳。渠道秩序方面，当前高端与次高端白酒渠道库存处于良性，价格平稳。次高端白酒库存偏高，但价格也有企稳迹象。产业普遍对于下半年相对乐观，对复苏回暖趋势仍有信心。

● 推荐组合：泸州老窖、贵州茅台、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) 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：食品饮料跑赢大盘

5月22日-5月26日，食品饮料指数跌幅为1.1%，一级子行业排名第13，跑赢沪深300约1.3pct，子行业中保健品(+1.6%)、其他食品(+0.0%)、调味发酵品(-0.6%)表现相对领先。个股方面，金种子酒、绝味食品、中炬高新涨幅领先；惠泉啤酒、威龙股份、老白干酒跌幅居前。

● 市场表现：国窖1573经典装暂停接受订单

5月23日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司西南大区发布通知，因本阶段52度国窖1573经典装产品配额已执行完毕，自5月26日起，暂停接收52度国窖1573经典装产品的销售订单（来源于微酒）

● 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：淡季弱复苏成为共识，下半年乐观仍有信心.....	3
2、市场表现：食品饮料跑赢大盘.....	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 经典装暂停接单.....	6
5、备忘录：关注山西汾酒股东大会.....	7
6、风险提示.....	9

图表目录

图 1： 食品饮料跌幅为 1.1%，排名 13/28.....	3
图 2： 保健品、其他食品、调味发酵品表现相对较好.....	3
图 3： 金种子酒、绝味食品、中炬高新涨幅领先.....	4
图 4： 惠泉啤酒、威龙股份、老白干酒跌幅居前.....	4
图 5： 2023 年 5 月 16 日全脂奶粉中标价同比-17.5%.....	4
图 6： 2023 年 5 月 17 日生鲜乳价格同比-6.5%.....	4
图 7： 2023 年 5 月 12 日猪肉价格同比-7.8%.....	5
图 8： 2023 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 20 日白条鸡价格同比+2.1%.....	5
图 11： 2023 年 4 月进口大麦价格同比+9.7%.....	5
图 12： 2023 年 4 月进口大麦数量同比+25.0%.....	5
图 13： 2023 年 5 月 26 日大豆现货价同比-16.1%.....	6
图 14： 2023 年 5 月 17 日豆粕平均价同比+0.7%.....	6
图 15： 2023 年 5 月 26 日柳糖价格同比+21.6%.....	6
图 16： 2023 年 5 月 19 日白砂糖零售价同比-0.8%.....	6
表 1： 最近重大事件备忘录：关注山西汾酒股东大会.....	7
表 2： 关注 5 月 26 日发布的行业投资策略报告.....	7
表 3： 重点公司盈利预测及估值.....	9

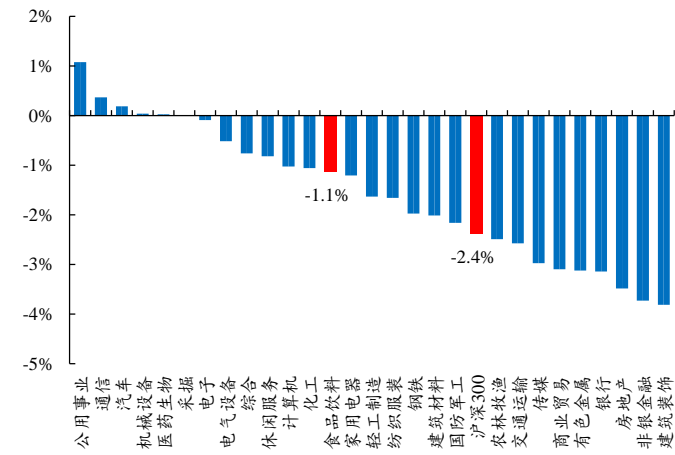
1、每周观点：淡季弱复苏成为共识，下半年乐观仍有信心

5月22日-5月26日，食品饮料指数跌幅为1.1%，一级子行业排名第13，跑赢沪深300约1.3pct，子行业中保健品(+1.6%)、其他食品(+0.0%)、调味发酵品(-0.6%)表现相对领先。3月份以来食品饮料板块持续走弱。如果说前期板块下行是对于行业弱复苏预期的修正，4月以来的回调应是资金面与情绪面的双重冲击。在市场弱复苏一致预期的背景下，资金在行业间切换以及短期板块情绪的回落使得估值持续下压。本周食品饮料板块反弹，部分程度源于预期中美关系短期缓和，边际向好。叠加以白酒为首的部分食品饮料估值低位，带来消费反弹。1-2月份在春节期间居民消费场景恢复，补偿性需求释放之后，3月份进入正常淡季节奏。市场对于后续消费表示担忧，但观察2023Q1国内GDP增4.5%，4月社零总额在低基数背景下增18.4%，餐饮与限额餐饮增速均有提升，显示整体消费向好，也验证消费回暖趋势。市场对食品饮料行业弱复苏的状态有较为清晰的认知，对于消费力以及消费场景尚未完全恢复也有足够耐心。春节旺销后，二季度消费相对平淡已成为市场共识；五一假期宴席市场明显回暖，节日过后，渠道按端午节备货做工作，目前整体白酒动销需求平稳。渠道秩序方面，当前高端与次高端白酒渠道库存处于良性，价格平稳。次高端白酒库存偏高，但价格也有企稳迹象。产业普遍对于下半年相对乐观，对复苏回暖趋势仍有信心。

2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

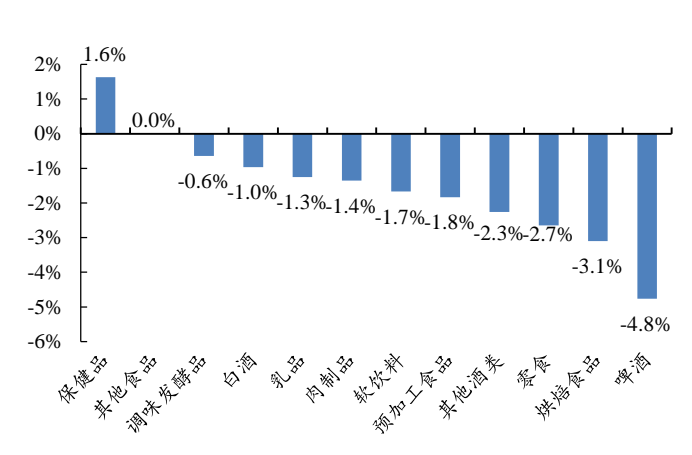
5月22日-5月26日，食品饮料指数跌幅为1.1%，一级子行业排名第13，跑赢沪深300约1.3pct，子行业中保健品(+1.6%)、其他食品(+0.0%)、调味发酵品(-0.6%)表现相对领先。个股方面，金种子酒、绝味食品、中炬高新涨幅领先；惠泉啤酒、威龙股份、老白干酒跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅为1.1%，排名13/28



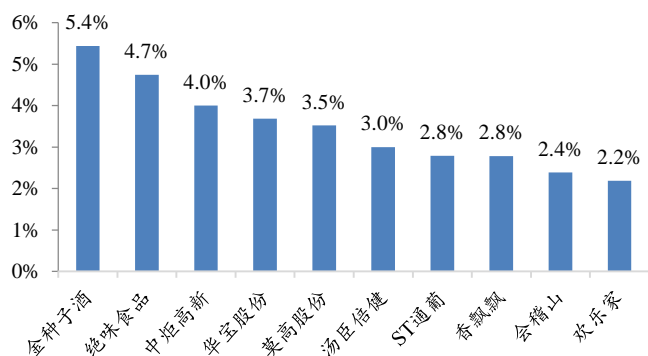
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：保健品、其他食品、调味发酵品表现相对较好



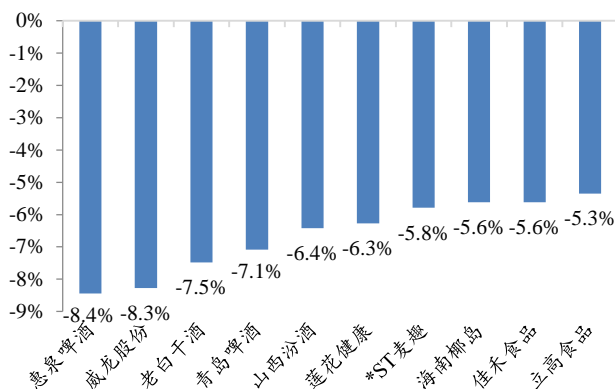
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3: 金种子酒、绝味食品、中炬高新涨幅领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 惠泉啤酒、威龙股份、老白干酒跌幅居前

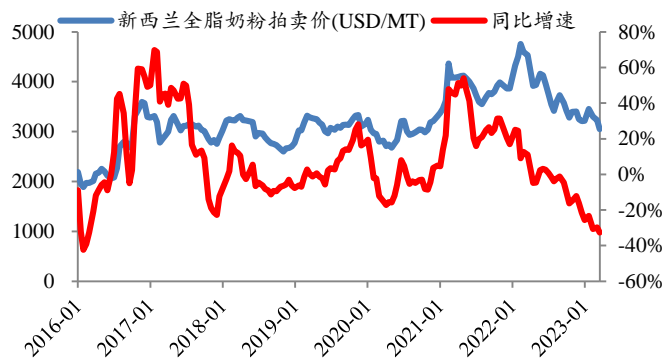


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、上游数据: 部分农产品价格涨幅收窄

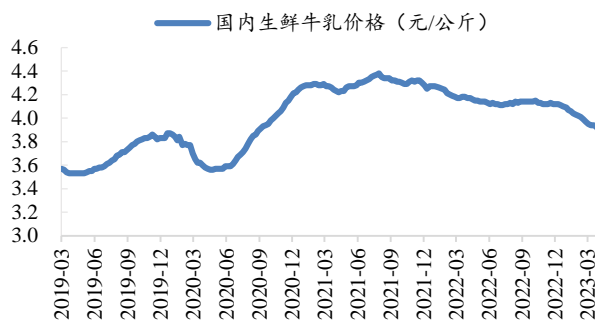
5月16日, GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3244 美元/吨, 环比+0.4%, 同比-17.5%, 奶价同比下降。5月17日, 国内生鲜乳价格 3.9 元/公斤, 环比 0.0%, 同比-6.5%。中短期看国内奶价已在高位有回落。

图5: 2023 年 5 月 16 日全脂奶粉中标价同比-17.5%



数据来源: GDT、开源证券研究所

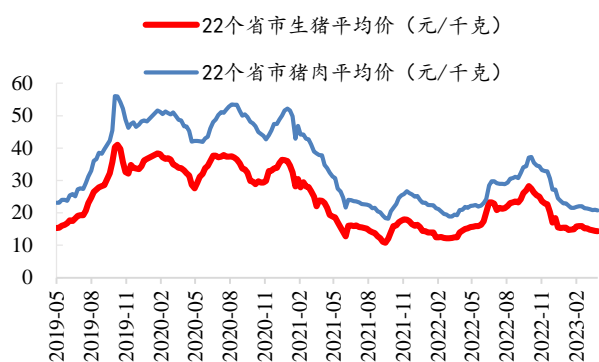
图6: 2023 年 5 月 17 日生鲜乳价格同比-6.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

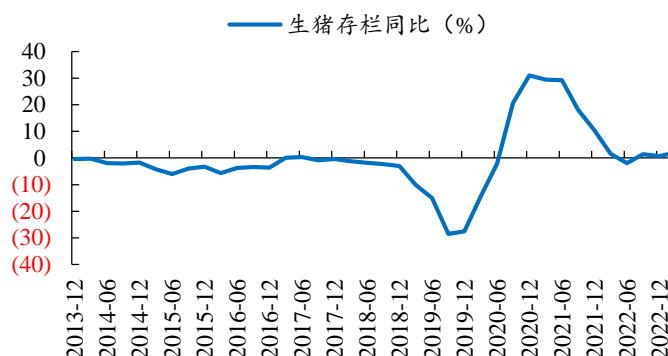
5月12日, 生猪价格 14.6 元/公斤, 同比-8.5%, 环比-0.9%; 猪肉价格 20.2 元/公斤, 同比-7.8%, 环比-0.7%。2023 年 3 月, 能繁母猪存栏 4305 万头, 同比+2.9%, 环比-1.9%。2023 年 3 月生猪存栏同比+2.0%。当前看猪价上行趋势持续。2023 年 5 月 20 日, 白条鸡价格 18.3 元/公斤, 同比+2.1%, 环比-0.5%。

图7：2023年5月12日猪肉价格同比-7.8%



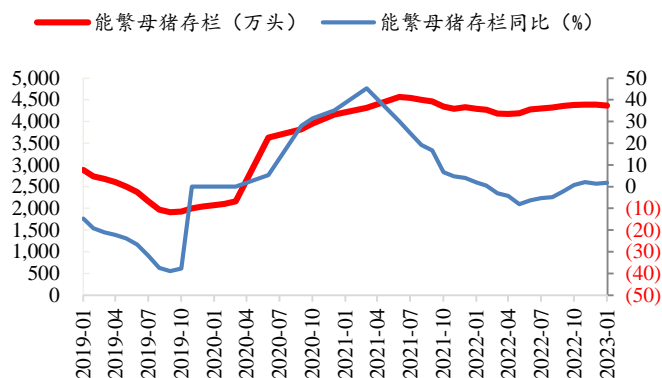
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023年3月生猪存栏数量同比+2.0%



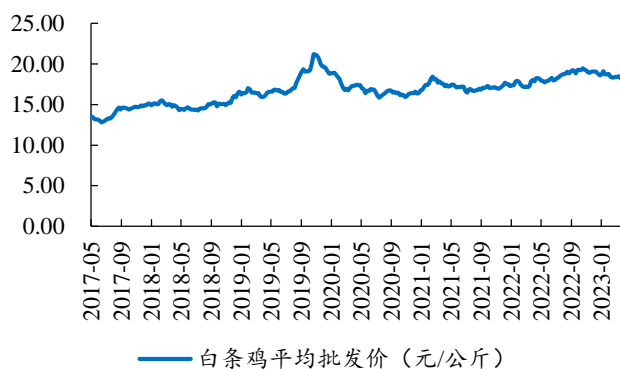
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

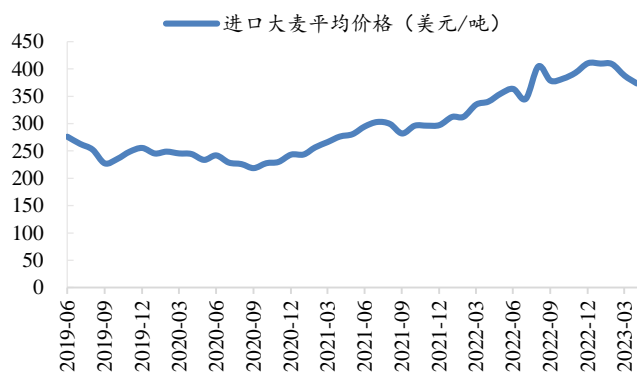
图10：2023年5月20日白条鸡价格同比+2.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

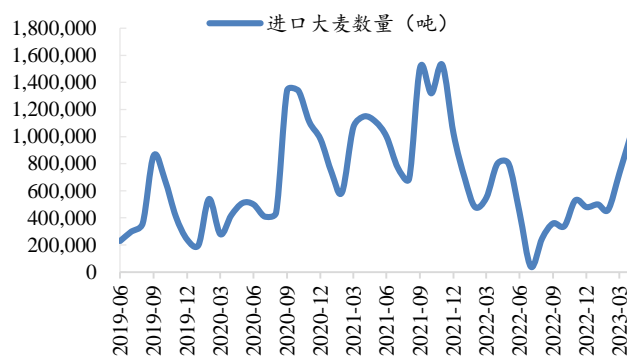
2023年4月，进口大麦价格373.3美元/吨，同比+9.7%。2023年4月进口大麦数量100.0万吨，同比+25.0%。受到乌俄冲突以及中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11：2023年4月进口大麦价格同比+9.7%



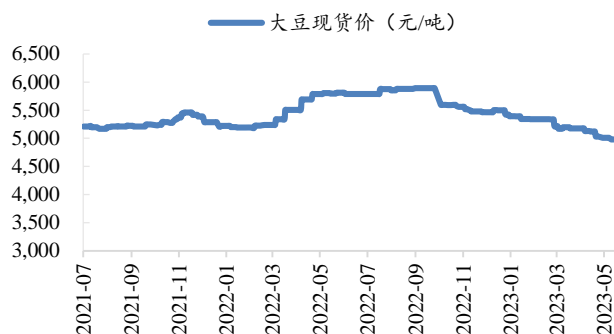
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2023年4月进口大麦数量同比+25.0%

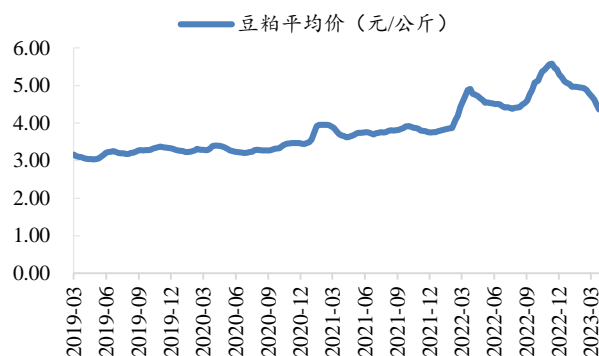


数据来源：Wind、开源证券研究所

5月26日，大豆现货价4875.8元/吨，同比-16.1%。5月17日，豆粕平均价格4.6元/公斤，同比+0.7%。预计2023年大豆价格可能走高。

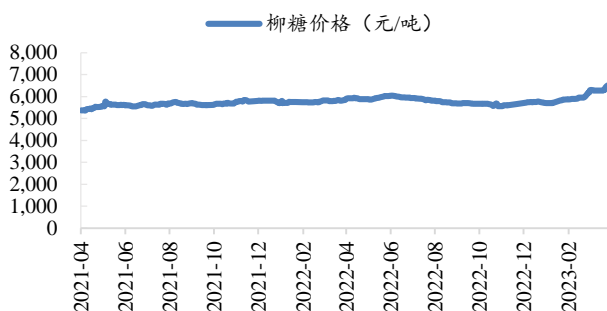
图13：2023年5月26日大豆现货价同比-16.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

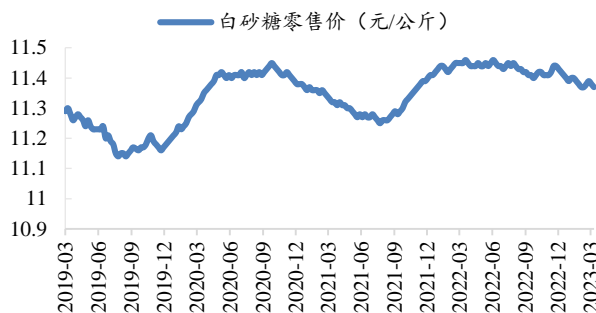
图14：2023年5月17日豆粕平均价同比+0.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

5月26日，柳糖价格7330.0元/吨，同比+21.6%；5月19日，白砂糖零售价格11.4元/公斤，同比-0.8%。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26日柳糖价格同比+21.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023年5月19日白砂糖零售价同比-0.8%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：国窖1573经典装暂停接单

为推动市场良性健康发展，推动产品价值回归，保障市场供求平衡，郎酒已对青花郎、红运郎、青云郎等产品全面控制发货。其中，四川、重庆、河南、广东等区域所有商家暂停发货（来源于微酒）。

5月23日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司西南大区发布通知，因本阶段52度国窖1573经典装产品配额已执行完毕，自5月26日起，暂停接收52度国窖1573经典装产品的销售订单（来源于微酒）。

5月24日，茅台集团党委书记、董事长丁雄军在茅台国际大酒店会见希腊特里波利斯市市长一行。丁雄军表示，茅台走向全球品牌化、国际化的发展历程悠久，旗下产品行销网络至今已覆盖到了全球64个国家和地区。未来，茅台愿与希腊特里波利斯市在文化交流、公益活动等方面开展更多的有益探索，扩大茅台在希腊的品牌美誉度和影响力（来源于微酒）。

5、备忘录：关注山西汾酒股东大会

下周（5月29日-6月4日）将有11家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注山西汾酒股东大会

日期	公司	股东会	限售解禁
5月29日	东鹏饮料		解禁 8326.09 万股
5月29日	顺鑫农业	北京市顺义区（15:00）	
5月30日	青海春天	青海省西宁市（14:00）	
5月30日	重庆啤酒	广东省广州市（14:00）	
5月30日	山西汾酒	公司会议室（9:30）	
5月30日	*ST莫高	甘肃省兰州市（14:30）	
5月31日	金种子酒	安徽省阜阳市（14:00）	
5月31日	新乳业	四川省成都市（10:00）	
5月31日	洋河股份	江苏省宿迁市（9:30）	
5月31日	上海梅林	上海市杨浦区（14:30）	
5月31日	三只松鼠	安徽省芜湖市（14:00）	
6月1日	仲景食品	河南省西峡县（15:00）	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注5月26日发布的行业投资策略报告

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

报告类型	报告名称	时间
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
行业周报	淡季价格平稳，寻找确定性标的	5月15日
首次覆盖	路德环境：业务转型酒糟资源化，项目快速落地前景广阔	5月19日
行业周报	4月餐饮反弹较快，高温将至啤酒受益	5月21日
行业点评	啤酒、饮料复苏趋势确立，高温将至可能受益	5月25日
投资策略	消费复苏贯穿全年，结构分化择机布局	5月26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	1690.6	58.84	69.44	80.88	28.7	24.3	20.9
五粮液	买入	170.1	7.92	9.07	10.33	21.5	18.8	16.5
泸州老窖	买入	214.1	9.21	11.21	13.44	23.2	19.1	15.9
洋河股份	增持	138.7	7.49	8.83	10.57	18.5	15.7	13.1
山西汾酒	买入	217.4	8.61	11.01	13.89	25.2	19.7	15.6
口子窖	增持	56.1	3.14	3.83	4.55	17.9	14.6	12.3
古井贡酒	增持	262.8	8.03	10.24	12.78	32.7	25.7	20.6
金徽酒	增持	24.9	0.82	1.07	1.35	30.3	23.2	18.4
水井坊	增持	61.6	2.63	3.2	3.85	23.4	19.2	16.0
伊利股份	买入	29.5	1.71	2	2.33	17.2	14.7	12.6
新乳业	增持	15.9	0.59	0.75	1.01	27.0	21.2	15.8
双汇发展	增持	25.0	1.76	1.9	2.05	14.2	13.1	12.2
中炬高新	增持	37.7	0.97	1.14	1.39	38.8	33.0	27.1
涪陵榨菜	买入	24.2	1.09	1.26	1.51	22.2	19.2	16.0
海天味业	买入	64.1	1.47	1.71	2	43.6	37.5	32.1
恒顺醋业	买入	11.1	0.2	0.24	0.29	55.6	46.3	38.3
西麦食品	增持	16.2	0.59	0.72	0.84	27.4	22.4	19.2
桃李面包	买入	10.7	1.01	1.15		10.6	9.3	
嘉必优	买入	30.7	1.34	1.82	2.54	22.9	16.9	12.1
绝味食品	买入	40.4	1.23	1.42	1.69	32.9	28.5	23.9
煌上煌	增持	11.0	0.25	0.37	0.48	44.1	29.8	23.0
广州酒家	增持	28.2	1.23	1.47	1.83	22.9	19.2	15.4
甘源食品	增持	86.5	2.97	3.86	4.86	29.1	22.4	17.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2023 年 5 月 26 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

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