

## 食品饮料

## 底部成为共识，等待催化修复

2023年06月25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

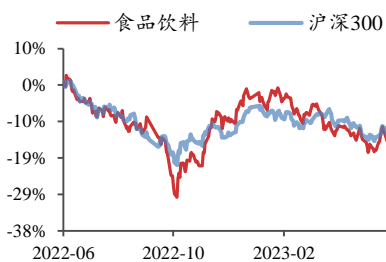
pangxiaojuan@kysec.cn

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

《政策催化，预期修复——行业周报》

-2023.6.18

《消费磨底，静待催化——行业周报》

-2023.6.11

《板块已在底部区间，布局长远——行业周报》

-2023.6.4

### ● 核心观点：白酒等待催化，大众品机会各异

6月19日-6月21日，食品饮料指数跌幅为4.1%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约1.6pct，子行业中其他食品(+0.0%)、保健品(-0.2%)、预加工食品(-1.5%)表现相对领先。在经历小幅反弹后，随着政策预期回落，食品饮料板块再度跑输大盘。当前板块基本面、情绪面、资金面的悲观预期已经体现，弱复苏也已成为共识，政策对于预期的变化成为影响股价波动的重要变量。但我们应清晰的认知到，年内白酒业绩确定性高，当前估值已具备吸引力。年初白酒企业目标制定并不激进，目前仍按节奏推进回款。从春节与五一节日情况判断，场景恢复对销量仍有较大正向刺激。端午节白酒销量占比不高，但从端午假期消费表现也可推断中秋大概率会有旺销出现。酒企渠道蓄水与业绩平滑能力较好，其中高端白酒与地产酒全年业绩确定性较强，盈利预测无需调整。当前白酒估值已接近年来底部位置，当前估值已具备吸引力，继续向下风险不大。下半年需求向好，批价上行可能成为催化剂。而大众品机会各异。多数基本面已在底部，可按景气度、成长性等多条逻辑筛选。啤酒结构升级中长期逻辑清晰，下半年高温天气可能产生催化；调味品仍在复苏进程中，餐饮影响修复速度，行业低速增长，可关注中炬高新股权结构带来催化；休闲食品零食连锁渠道仍在红利期，行业景气度向上，甘源食品仍可阶段布局；（4）食品工业化的长期趋势，预制菜赛道前景看好，安井食品可能受益。

### ● 推荐组合：泸州老窖、贵州茅台、伊利股份、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）伊利股份：2023Q2动销表现好于一季度，全年稳健增长，适合防守型配置。（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

6月19日-6月21日，食品饮料指数跌幅为4.1%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约1.6pct，子行业中其他食品(+0.0%)、保健品(-0.2%)、预加工食品(-1.5%)表现相对领先。个股方面，西王食品、皇氏集团、莲花健康涨幅领先；来伊份、舍得酒业、黑芝麻跌幅居前。

### ● 市场表现：水井坊臻酿八号零售价格上调30元/瓶

6月20日，微酒从经销商处获悉，水井坊臻酿八号500ml常规版（52度/42度/38度）建议零售价格上调30元/瓶。此举将进一步保障经销商和终端商的利益，也是水井坊坚定渠道信心、品牌影响力和品质不断提升的反映（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：白酒等待催化，大众品机会各异.....	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：水井坊臻酿八号零售价格上调 30 元/瓶.....	6
5、备忘录：关注泸州老窖股东大会.....	7
6、风险提示.....	9

## 图表目录

图 1：食品饮料跌幅为 4.1%，排名 23/28.....	3
图 2：其他食品、保健品、预加工食品表现相对较好.....	3
图 3：西王食品、皇氏集团、莲花健康涨幅领先.....	4
图 4：来伊份、舍得酒业、黑芝麻跌幅居前.....	4
图 5：2023 年 6 月 20 日全脂奶粉中标价同比-23.1%.....	4
图 6：2023 年 6 月 14 日生鲜乳价格同比-8.0%.....	4
图 7：2023 年 6 月 9 日猪肉价格同比-28.8%.....	5
图 8：2023 年 3 月生猪存栏数量同比+2.0%.....	5
图 9：2023 年 4 月能繁母猪数量同比+2.6%.....	5
图 10：2023 年 6 月 17 日白条鸡价格同比-0.3%.....	5
图 11：2023 年 5 月进口大麦价格同比+1.3%.....	5
图 12：2023 年 5 月进口大麦数量同比+60.0%.....	5
图 13：2023 年 6 月 21 日大豆现货价同比-18.0%.....	6
图 14：2023 年 6 月 14 日豆粕平均价同比-5.1%.....	6
图 15：2023 年 6 月 21 日柳糖价格同比+22.5%.....	6
图 16：2023 年 6 月 16 日白砂糖零售价同比-0.9%.....	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注泸州老窖股东大会.....	7
表 2：关注 6 月 18 日发布的行业周报.....	7
表 3：重点公司盈利预测及估值.....	9

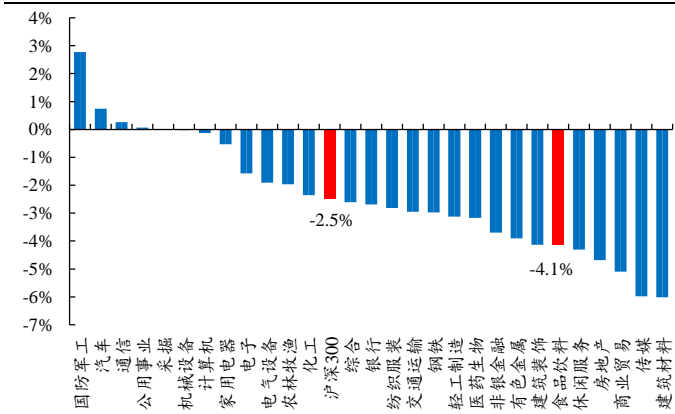
## 1、每周观点：白酒等待催化，大众品机会各异

6月19日-6月21日，食品饮料指数跌幅为4.1%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约1.6pct，子行业中其他食品(+0.0%)、保健品(-0.2%)、预加工食品(-1.5%)表现相对领先。在经历小幅反弹后，随着政策预期回落，食品饮料板块再度跑输大盘。当前板块基本面、情绪面、资金面的悲观预期已经体现，弱复苏也已成为共识，政策对于预期的变化成为影响股价波动的重要变量。但我们应清晰的认知到，年内白酒业绩确定性高，当前估值已具备吸引力。年初白酒企业目标制定并不激进，目前仍按节奏推进回款。从春节与五一节日情况判断，场景恢复对销量仍有较大正向刺激。端午节白酒销量占比不高，但从端午假期消费表现也可推断中秋大概率会有旺销出现。酒企渠道蓄水与业绩平滑能力较好，其中高端白酒与地产酒全年业绩确定性较强，盈利预测无需调整。当前白酒估值已接近近年来底部位置，当前估值已具备吸引力，继续向下风险不大。下半年需求向好，批价上行可能成为催化剂。而大众品机会各异。多数基本面已在底部，可按景气度、成长性等多条逻辑筛选。啤酒结构升级中长期逻辑清晰，下半年高温天气可能产生催化；调味品仍在复苏进程中，餐饮影响修复速度，行业低速增长，可关注中炬高新股权结构带来催化；休闲食品零食连锁渠道仍在红利期，行业景气度向上，甘源食品仍可阶段布局；（4）食品工业化的长期趋势，预制菜赛道前景看好，安井食品可能受益。

## 2、市场表现：食品饮料跑输大盘

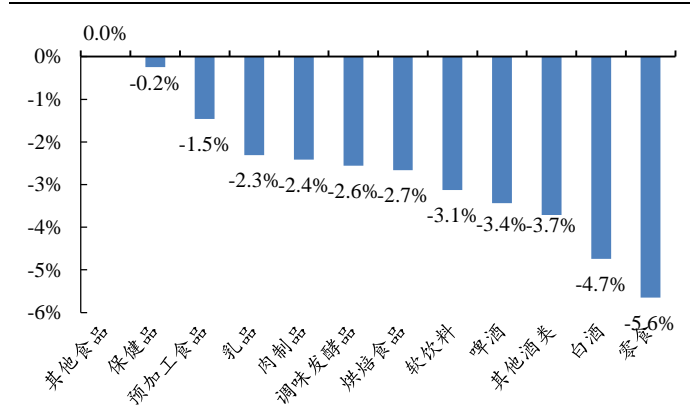
6月19日-6月21日，食品饮料指数跌幅为4.1%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约1.6pct，子行业中其他食品(+0.0%)、保健品(-0.2%)、预加工食品(-1.5%)表现相对领先。个股方面，西王食品、皇氏集团、莲花健康涨幅领先；来伊份、舍得酒业、黑芝麻跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅为4.1%，排名23/28



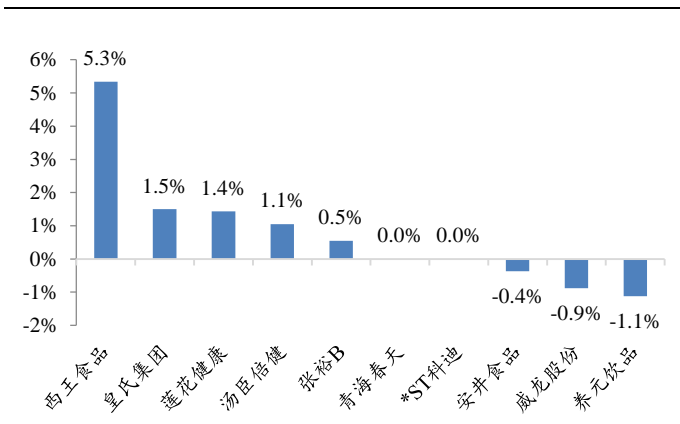
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：其他食品、保健品、预加工食品表现相对较好



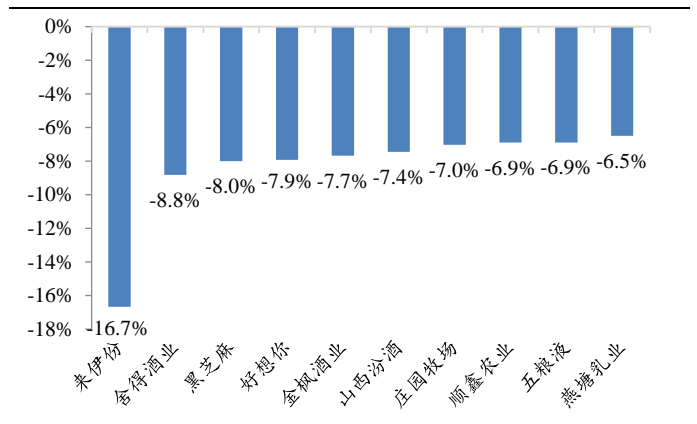
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3: 西王食品、皇氏集团、莲花健康涨幅领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 来伊份、舍得酒业、黑芝麻跌幅居前

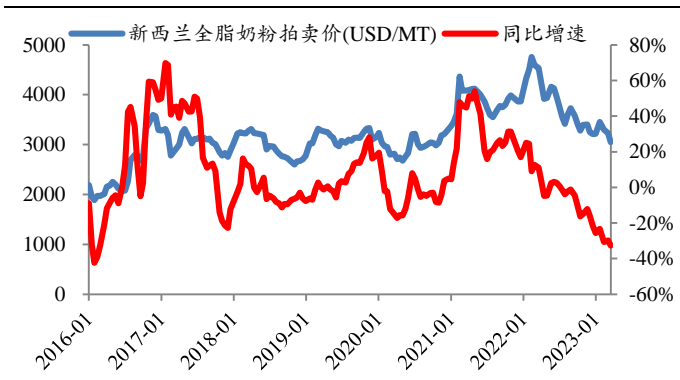


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、上游数据: 部分农产品价格涨幅收窄

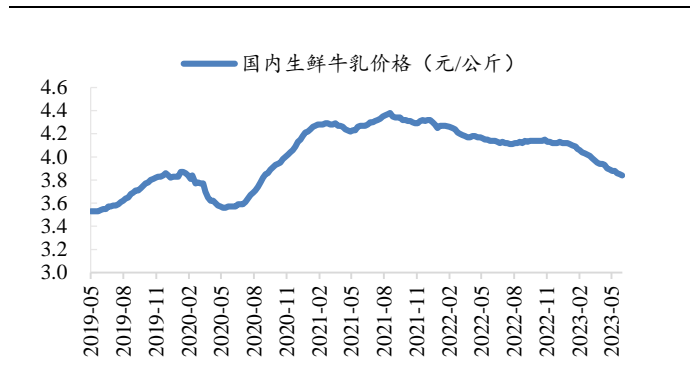
6月20日, GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3172 美元/吨, 环比-0.0%, 同比-23.1%, 奶价同比下降。6月14日, 国内生鲜乳价格 3.8 元/公斤, 环比-0.8%, 同比-8.0%。中短期看国内奶价已在高位有回落。

图5: 2023年6月20日全脂奶粉中标价同比-23.1%



数据来源: GDT、开源证券研究所

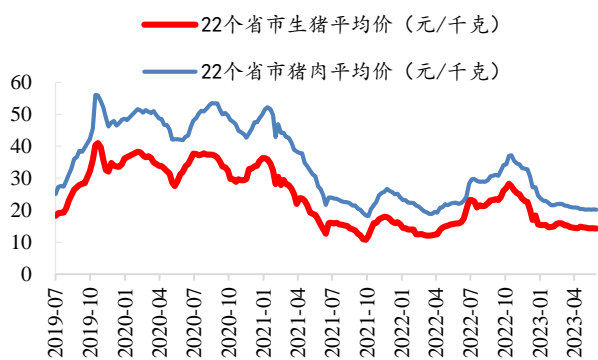
图6: 2023年6月14日生鲜乳价格同比-8.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

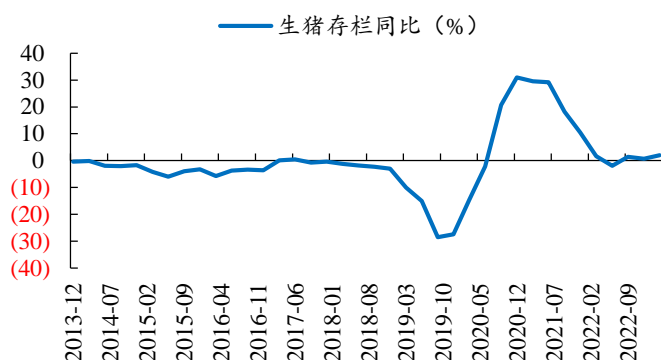
6月9日, 生猪价格 14.3 元/公斤, 同比-38.2%, 环比-0.2%; 猪肉价格 20.2 元/公斤, 同比-28.8%, 环比-0.1%。2023年4月, 能繁母猪存栏 4284.0 万头, 同比+2.6%, 环比-0.5%。2023年3月生猪存栏同比+2.0%。当前看猪价上行趋势持续。2023年6月17日, 白条鸡价格 18.0 元/公斤, 同比-0.3%, 环比+0.9%。

图7：2023年6月9日猪肉价格同比-28.8%



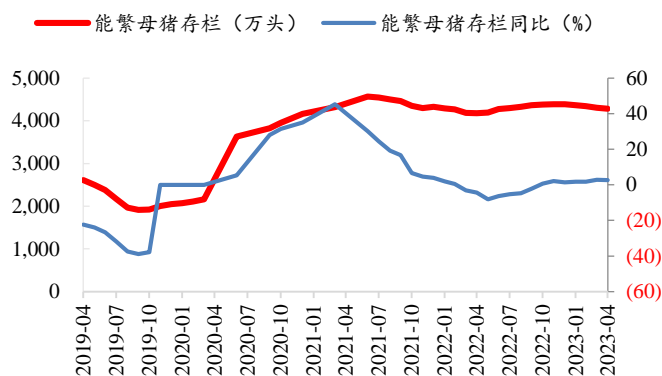
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023年3月生猪存栏数量同比+2.0%



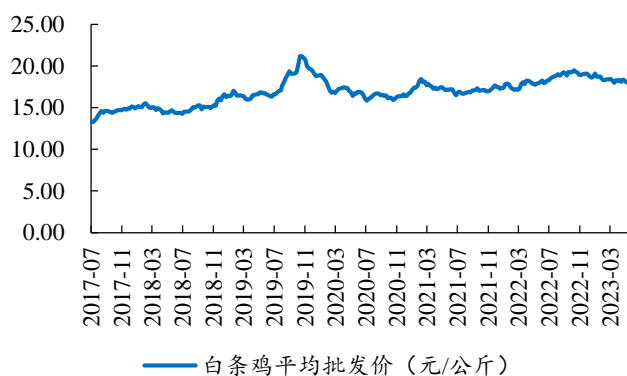
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023年4月能繁母猪数量同比+2.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

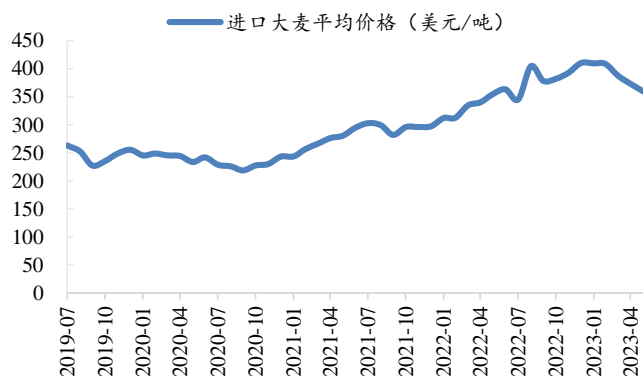
图10：2023年6月17日白条鸡价格同比-0.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

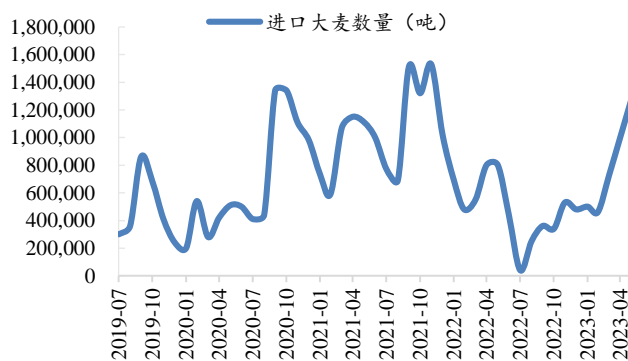
2023年5月，进口大麦价格359.8美元/吨，同比+1.3%。2023年5月进口大麦数量128.0万吨，同比+60.0%。受到乌俄冲突以及中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11：2023年5月进口大麦价格同比+1.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

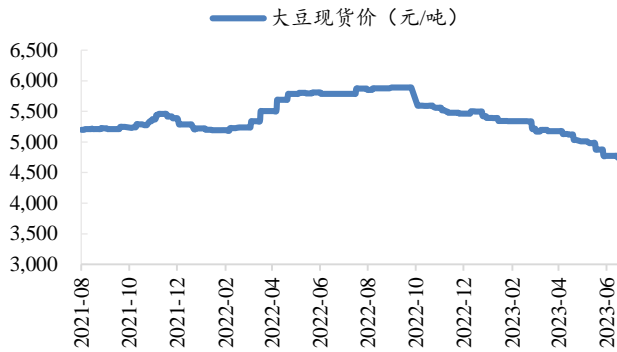
图12：2023年5月进口大麦数量同比+60.0%



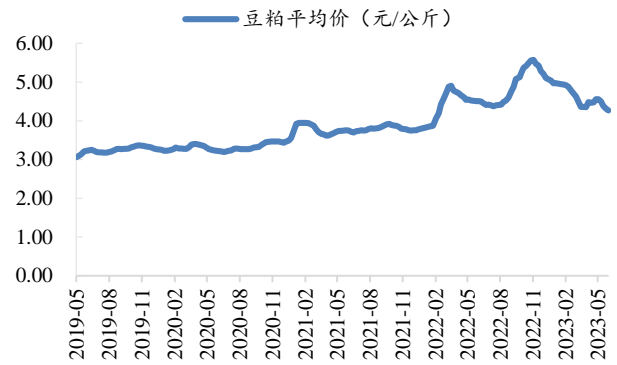
数据来源：Wind、开源证券研究所

6月21日，大豆现货价4745.8元/吨，同比-18.0%。6月14日，豆粕平均价格4.3元/公斤，同比-5.1%。预计2023年大豆价格可能走高。



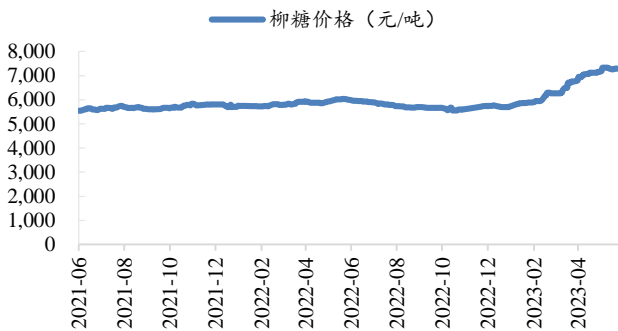
**图13: 2023年6月21日大豆现货价同比-18.0%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

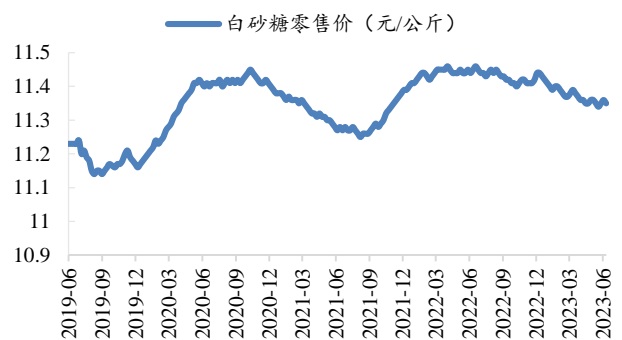
**图14: 2023年6月14日豆粕平均价同比-5.1%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

6月21日, 柳糖价格 7290.0 元/吨, 同比+22.5%; 6月16日, 白砂糖零售价格 11.4 元/公斤, 同比-0.9%。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6月21日柳糖价格同比+22.5%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图16: 2023年6月16日白砂糖零售价同比-0.9%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 4、酒业数据新闻: 水井坊臻酿八号零售价格上调 30 元/瓶

据抖音 618 好物节酒水行业战报, 此次 618 期间酒水行业 GMV 同比增长 90%+, 国产白酒 GMV 同比增长 99%, 泛商城 GMV 同比增长 700%, 支付 GMV 破百万爆品达到 26 个。白酒品牌前十为茅台、五粮液、汾酒、洋河、泸州老窖、习酒、郎酒、远明、沙河、剑南春; 葡萄酒品牌排名前三的为张裕、木莱特和云南红; 啤酒品牌排名前三的为青岛、百威、喜力。行业大商榜单中, 1919 卖场旗舰店、玖到家酒类专营店、歌德老酒行卖场旗舰店位列前三 (来源于酒说)。

6月19日, 京东酒业发布 618 全时期战报, 自 5 月 31 日 20 点至 6 月 18 日 24 点, 京东超市酒类超强爆发, 实现成交额同比增长 80%, 用户同比增长 60%。细分品类增长强劲, 其中白酒成交额同比增长 80%、宁夏葡萄酒成交额同比增长 170%、白色烈酒成交额同比增长 120%、精酿&鲜啤成交额同比增长 210% (来源于酒说)。

6月20日, 微酒从经销商处获悉, 水井坊臻酿八号 500ml 常规版 (52 度/42 度/38 度) 建议零售价格上调 30 元/瓶。近期, 不少名酒品牌对自己的核心大单品进行了调

价。作为次高端白酒的代表产品，臻酿八号的调价在预料之中。此举将进一步保障经销商和终端商的利益，也是水井坊坚定渠道信心、品牌影响力和品质不断提升的反映（来源于微酒）。

## 5、备忘录：关注泸州老窖股东大会

下周（6月26日-6月30日）将有10家公司召开股东大会。

**表1：最近重大事件备忘录：关注泸州老窖股东大会**

日期	公司	股东会	限售解禁
6月26日	克明食品	湖南省长沙市（15:00）	
6月27日	ST*西发	成都市高新区（14:00）	
6月27日	伊力特	新疆可克达拉市（10:30）	
6月28日	海南椰岛	海南省海口市（14:30）	
6月28日	一鸣食品	上海市松江区（14:00）	
6月28日	酒鬼酒	湖南省吉首市（15:00）	
6月29日	泸州老窖	四川省泸州市（14:30）	
6月29日	古井贡酒	安徽省合肥市（9:30）	
6月29日	古井贡B	安徽省合肥市（9:30）	
6月29日	康比特		解禁 409.80 万股
6月30日	交大昂立	上海市徐汇区（14:00）	

资料来源：Wind、开源证券研究所

**表2：关注6月18日发布的行业周报**

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

报告类型	报告名称	时间
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
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
行业周报	底部震荡，可看长远	5月28日
首次覆盖	五芳斋：百年品牌焕新颜，节令佳品再飘香	5月30日
行业周报	板块已在底部区间，布局长远	6月4日
行业周报	消费磨底，静待催化	6月11日
行业周报	政策催化，预期修复	6月18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	1735.8	58.84	69.44	80.88	29.5	25.0	21.5
五粮液	买入	171.4	7.92	9.07	10.33	21.6	18.9	16.6
泸州老窖	买入	219.9	9.21	11.21	13.44	23.9	19.6	16.4
洋河股份	增持	137.5	7.49	8.83	10.57	18.4	15.6	13.0
山西汾酒	买入	203.6	8.61	11.01	13.89	23.6	18.5	14.7
口子窖	增持	53.0	3.14	3.83	4.55	16.9	13.8	11.6
古井贡酒	增持	257.6	8.03	10.24	12.78	32.1	25.2	20.2
金徽酒	增持	24.0	0.82	1.07	1.35	29.3	22.4	17.8
水井坊	增持	62.2	2.63	3.2	3.85	23.7	19.5	16.2
伊利股份	买入	28.8	1.71	2	2.33	16.8	14.4	12.4
新乳业	增持	15.6	0.59	0.75	1.01	26.4	20.8	15.4
双汇发展	增持	24.5	1.76	1.9	2.05	13.9	12.9	11.9
中炬高新	增持	38.2	0.97	1.14	1.39	39.4	33.5	27.5
涪陵榨菜	买入	18.3	1.09	1.26	1.51	16.8	14.5	12.1
海天味业	买入	49.7	1.47	1.71	2	33.8	29.0	24.8
恒顺醋业	买入	10.9	0.2	0.24	0.29	54.5	45.4	37.6
西麦食品	增持	15.5	0.59	0.72	0.84	26.3	21.6	18.5
桃李面包	买入	10.3	1.01	1.15		10.2	8.9	
嘉必优	买入	28.6	1.34	1.82	2.54	21.3	15.7	11.2
绝味食品	买入	39.4	1.23	1.42	1.69	32.0	27.8	23.3
煌上煌	增持	10.7	0.25	0.37	0.48	42.7	28.8	22.2
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	76.1	2.97	3.86	4.86	25.6	19.7	15.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2023 年 6 月 21 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