

食品饮料

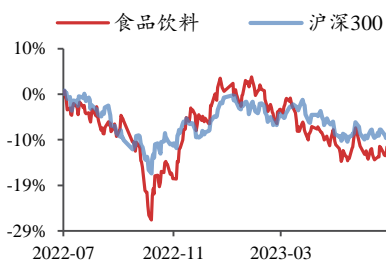
2023年07月27日

投资评级：看好（维持）

6月电商数据分析：线上销售下滑，行业集中度提升

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《社零数据表现稳健，基本面持续改善—行业周报》-2023.7.23

《6月社零数据稳健增长，烟酒类表现突出—行业点评报告》-2023.7.19

《酒企业绩仍有韧性，大众品关注个股变化—行业周报》-2023.7.16

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

叶松霖（分析师）

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790521060001

张恒玮（联系人）

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790122020008

● 电商数据分析：线上销售额略有下滑，行业集份额持续向头部集中

2023年6月电商销售数据同比略有下滑，主要与消费复苏放缓有关，细分品类看，阿里系休闲食品、乳制品、冲饮品、粮油速食行业销售额分别同比-0.3%、-6.2%、-1.9%、+14.2%，其中粮油速食增速较快或因餐饮场景恢复；其他品类有所下滑，主要或因消费能力和意愿修复较慢。从行业集中度看，龙头领先优势明显，市场份额持续向头部集中，休闲食品、乳制品、冲饮麦片、粮油速食CR3市占率分别环比+1.5pct、-0.4pct、+2.6pct、+5.8pct，行业集中度保持提升趋势。

● 休闲食品：线上销售额下滑，传统糕点增速最快，行业集中度提升

2023年6月阿里系休闲食品行业线上销售额达30.7亿元，同比降0.3%。拆分量价来看，销售量同比降10.6%，销售均价同比增11.5%，行业量减价增。分子行业看，传统糕点类增速最快，同比增18.5%。饼干膨化类线上销售额占比最高达17.3%。休闲食品行业CR3环比+1.5pct至10.7%，行业集中度上升。

● 乳制品：行业销售额下滑，低温奶类增长较快

2023年6月阿里系乳制品行业线上销售额达15.8亿元，同比降6.2%。其中，销售量同比下降5.2%，销售均价同比下降1.1%。分子行业来看，2023年6月低温奶类表现较好，同比增83.3%；纯牛奶行业线上销售额占比较高达46.9%。乳制品行业CR3环比下降0.4pct至41.2%，行业集中度略有下降。

● 冲饮麦片：燕麦行业销售额下滑，行业集中度上升

2023年6月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达1.3亿元，同比降1.9%。拆分量价来看，销量同比下降15.6%，均价同比上升15.9%。从市占率来看，桂格、西麦、王饱饱市占率环比分别+2.6pct、+1.0pct、-0.9pct至17.8%、11.6%、5.2%。冲饮麦片行业CR3环比上升2.6pct至34.6%，行业集中度上升。

● 粮油速食：线上销售额增长，方便速食增速最快，行业集中度提升

2023年6月阿里系粮油速食行业线上销售额达34.9亿元，同比增14.2%。其中，销售量同比下降4.2%，销售均价同比增19.4%。分子行业来看，2023年6月方便速食类表现较好，同比增47.9%，线上销售额占比较高达46.5%。粮油速食行业CR3环比上升5.8pct至15.4%，行业集中度上升。

● 投资建议：大众品环比持续恢复，关注零食、速冻、预制菜和乳制品

二季度受到宏观经济影响，大众品处于稳步复苏阶段，其中休闲零食受益于零食量贩渠道扩张红利实现较好发展，同时随着门店数量和品类增加，全年业绩具备较好弹性和确定性。乳制品二季度动销和需求仍在恢复中，伴随原材料和生产成本下降，企业盈利能力有望得到较好改善。粮油速食方面，疫后餐饮消费场景修复较快，带动B、C端需求和渗透率提升，其中速冻及预制菜呈现较好景气度。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原材料价格波动。

目录

1、休闲食品：线上销售额下滑，传统糕点增速最快	4
2、乳制品：行业销售额下滑，低温奶增长较快	5
3、冲饮麦片：燕麦行业销售额下滑，行业集中度上升	8
4、粮油速食：线上销售额增长，方便速食增速最快	10
5、投资建议	12
6、风险提示	13

图表目录

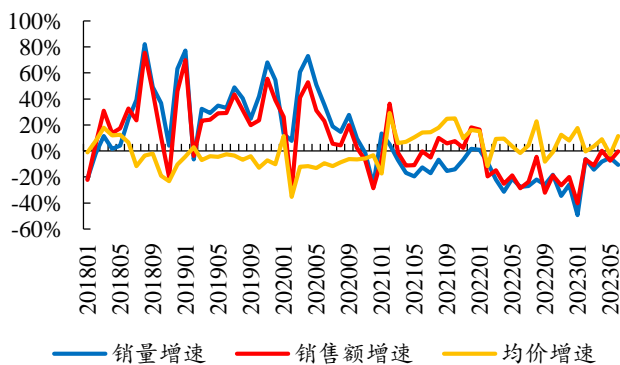
图 1：2023 年 6 月阿里系休闲食品行业同比降 0.3%	4
图 2：2023 年 6 月休闲食品子行业中传统糕点增速最快	4
图 3：2023 年 6 月阿里系饼干膨化类线上销售额占比较高	4
图 4：2023 年 6 月阿里系三只松鼠销售额同比降 26.4%	5
图 5：2023 年 6 月阿里系百草味销售额同比降 30.0%	5
图 6：2023 年 6 月阿里系良品铺子销售额同比降 19.6%	5
图 7：2023 年 6 月阿里系休闲食品行业集中度环比提升	5
图 8：2023 年 6 月阿里系乳制品行业同比降 6.2%	6
图 9：2023 年 6 月阿里系乳制品子行业低温奶增速最快	6
图 10：2023 年 6 月阿里系纯牛奶品类线上销售额占比较高	6
图 11：2023 年 6 月阿里系蒙牛乳业销售额降 14.1%	7
图 12：2023 年 6 月阿里系伊利股份销售额减 0.3%	7
图 13：2023 年 6 月阿里系认养一头奶牛销售额降 35.4%	7
图 14：2023 年 6 月阿里系乳制品行业集中度下降	7
图 15：2023 年 6 月阿里系乳制品品牌蒙牛乳业市场份额领先	7
图 16：2023 年 6 月阿里系冲饮麦片行业同比降 1.9%	8
图 17：2023 年 6 月阿里系冲饮麦片桂格销售额占比最高	8
图 18：2023 年 6 月阿里系桂格销售额减 5.9%	9
图 19：2023 年 6 月阿里系西麦食品销售额增 6.0%	9
图 20：2023 年 6 月阿里系王饱饱销售额降 16.8%	9
图 21：2023 年 6 月阿里系冲饮麦片行业集中度上升	9
图 22：2023 年 6 月阿里系粮油速食行业同比增 14.2%	10
图 23：2023 年 6 月粮油速食行业方便速食类增速最快	10
图 24：2023 年 6 月阿里系方便速食类线上销售额占比较高	11
图 25：2023 年 6 月阿里系五芳斋销售额增 469.9%	11
图 26：2023 年 6 月阿里系金龙鱼销售额增 114.5%	11
图 27：2023 年 6 月阿里系十月稻香销售额降 2.0%	12
图 28：2023 年 6 月阿里系粮油速食行业集中度上升	12
图 29：2023 年 6 月阿里系粮油速食品牌五芳斋市场份额领先	12
表 1：2023 年 6 月阿里系三只松鼠坚果炒货零食大礼包热销	5
表 2：2023 年 6 月阿里系蒙牛乳业热销产品以纯牛奶为主	8
表 3：2023 年 6 月阿里系伊利股份热销产品以纯牛奶为主	8

表 4: 2023 年 6 月阿里系桂格热销产品以原味纯燕麦片为主.....	10
表 5: 2023 年 6 月阿里系五芳斋热销产品以礼盒粽子为主.....	12

1、休闲食品：线上销售额下滑，传统糕点增速最快

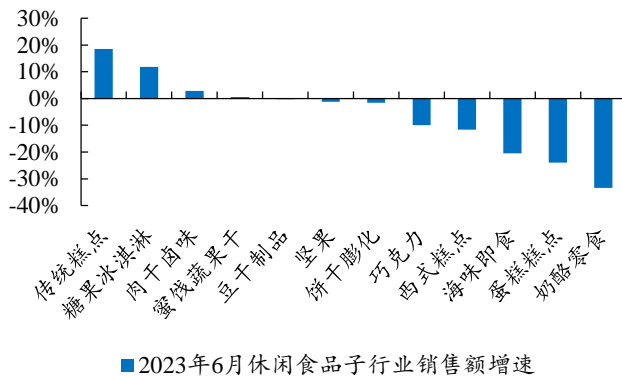
2023年6月休闲食品销售额下滑，行业量减价增。根据久谦数据，2023年6月阿里系休闲食品行业线上销售额达30.7亿元，同比降0.3%。拆分量价来看，销售量同比降10.6%，销售均价同比增11.5%，行业量减价增。分子行业来看，2023年6月子行业销售额增速有所分化，传统糕点类增速最快，同比增18.5%。饼干膨化类线上销售额占比最高达17.3%。

图1：2023年6月阿里系休闲食品行业同比降0.3%



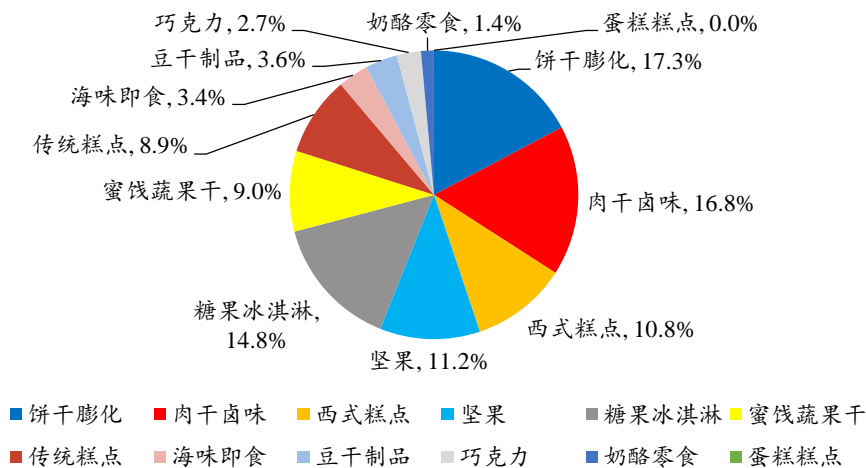
数据来源：久谦、开源证券研究所

图2：2023年6月休闲食品子行业中传统糕点增速最快



数据来源：久谦、开源证券研究所

图3：2023年6月阿里系饼干膨化类线上销售额占比较高



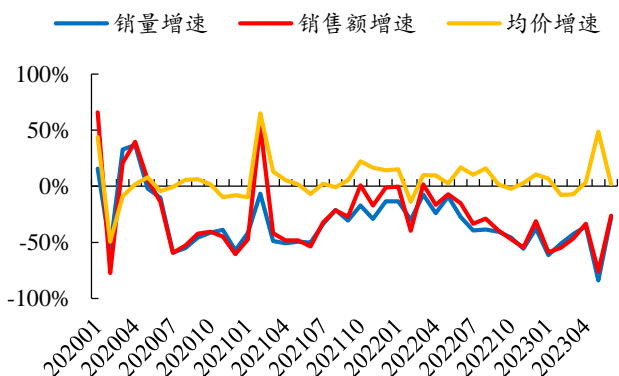
数据来源：久谦、开源证券研究所

休闲食品行业龙头线上销售额下降。根据久谦数据，2023年6月三只松鼠销售额达1.3亿元，同比降26.4%，其中销量同比降27.8%，均价同比上升1.9%；百草味销售额达1.1亿元，同比降30.0%，其中销量同比降38.8%，均价同比上升14.5%；良品铺子销售额达0.9亿元，同比降19.6%，其中销量同比降17.6%，均价同比降2.6%。2023年6月休闲食品龙头中，三只松鼠和百草味销售额下降主要由销量下降导致，良品铺子销售额下降由销量和均价共同下降导致。

休闲食品行业集中度环比上升。根据久谦数据，三只松鼠、百草味、良品铺子的

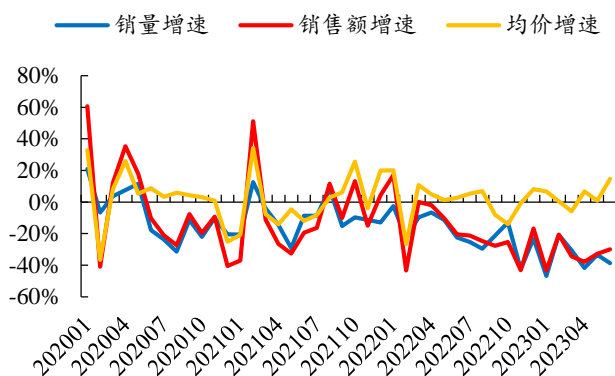
市占率分别+2.5pct、-0.8pct、-0.3pct 至 4.1%、3.5%、3.0%，三只松鼠市占率上升。休闲食品行业 CR3 环比+1.5pct 至 10.7%，行业集中度上升。

图4：2023年6月阿里系三只松鼠销售额同比降26.4%



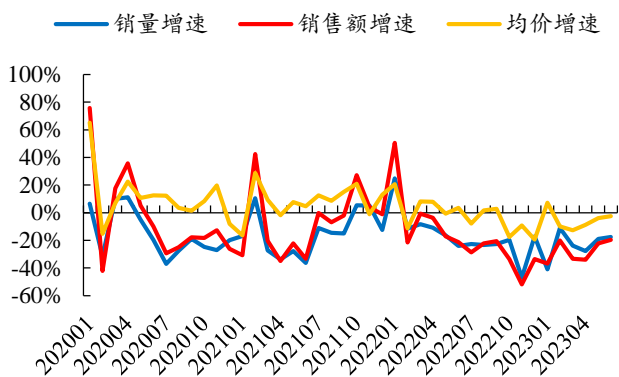
数据来源：久谦、开源证券研究所

图5：2023年6月阿里系百草味销售额同比降30.0%



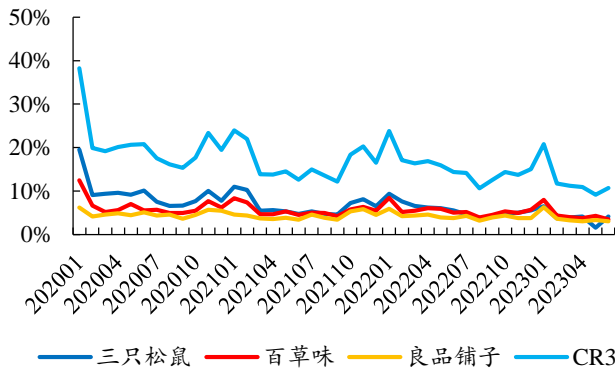
数据来源：久谦、开源证券研究所

图6：2023年6月阿里系良品铺子销售额同比降19.6%



数据来源：久谦、开源证券研究所

图7：2023年6月阿里系休闲食品行业集中度环比提升



数据来源：久谦、开源证券研究所

三只松鼠热销产品为干果零食整箱礼盒。根据久谦数据，2023年6月三只松鼠的TOP3热销产品为干果零食整箱礼盒、爆款小吃礼盒、每日坚果750g30天装，销售额分别为1138.3万元、391.8万元、324.0万元。

表1：2023年6月阿里系三只松鼠坚果炒货零食大礼包热销

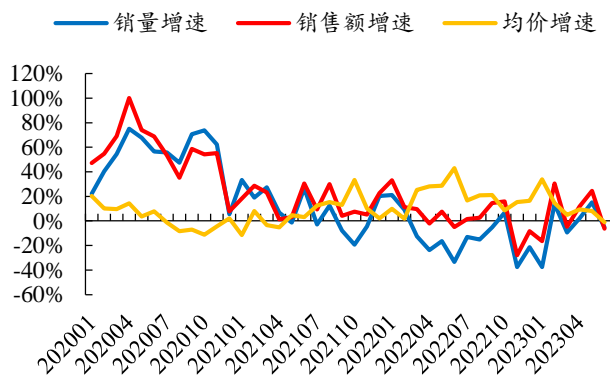
产品	销售额/万元	销量/万件	均价/元
干果零食整箱礼盒	1138.3	14.7	77.2
爆款小吃礼盒	391.8	3.3	118
每日坚果750g30天装	324.0	4.1	79
端午零食礼盒	289.6	1.6	179.2
混合干果罐装坚果	260.2	5.2	49.8

数据来源：久谦、开源证券研究所

2、乳制品：行业销售额下滑，低温奶增长较快

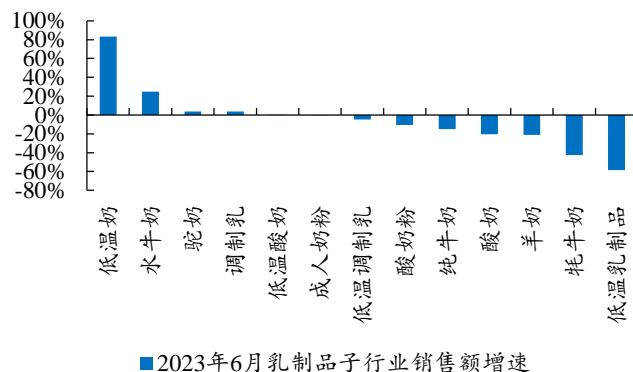
2023年6月乳制品行业销售额下滑。根据久谦数据，2023年6月阿里系乳制品行业线上销售额达15.8亿元，同比降6.2%。其中，销售量同比下降5.2%，销售均价同比下降1.1%，行业下滑主要由销量和均价减少共同导致。分子行业来看，2023年6月低温奶类表现较好，同比增83.3%；水牛奶增速次之，同比增24.9%。纯牛奶行业线上销售额占比较高，达46.9%。

图8：2023年6月阿里系乳制品行业同比降6.2%



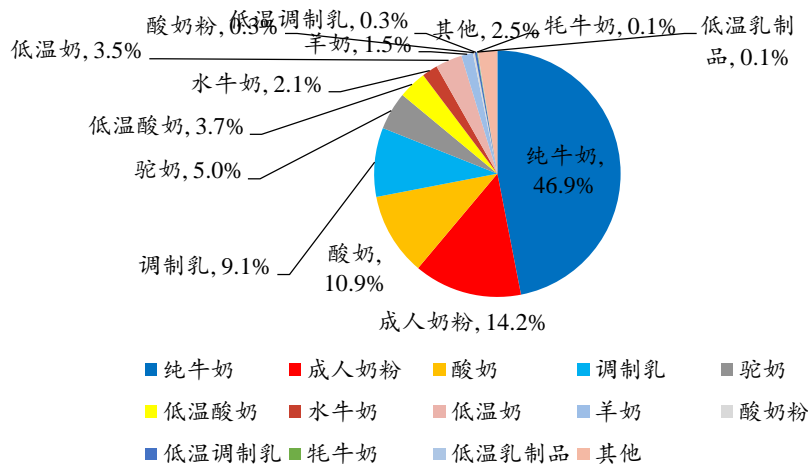
数据来源：久谦、开源证券研究所

图9：2023年6月阿里系乳制品子行业低温奶增速最快



数据来源：久谦、开源证券研究所

图10：2023年6月阿里系纯牛奶品类线上销售额占比较高



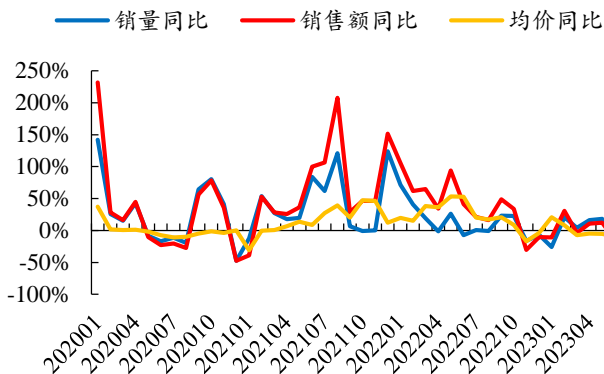
数据来源：久谦、开源证券研究所

乳制品头部品牌线上销售额下降。根据久谦数据，2023年6月蒙牛乳业销售额达3.4亿元，同比降14.1%，其中销量同比降5.2%，均价同比降9.4%；伊利股份销售额达2.3亿元，同比降0.3%，其中销量同比增2.4%，均价同比降2.6%；认养一头牛销售额达8081.3万元，同比降35.4%，其中销量同比降37.4%，均价同比升3.2%。蒙牛乳业销售额下降由销售量和销售均价共同下降导致，伊利股份销售额下降由均价下降导致，认养一头牛销售额下降由销量下降导致。

乳制品行业集中度略有下降。根据久谦数据，2023年6月线上销售额占比前三名分别为蒙牛乳业、伊利股份、认养一头牛。蒙牛乳业、伊利股份、认养一头牛的市占率环比分别+0.6pct、-0.6pct、-0.4pct至21.7%、14.3%、5.1%。乳制品行业CR3环

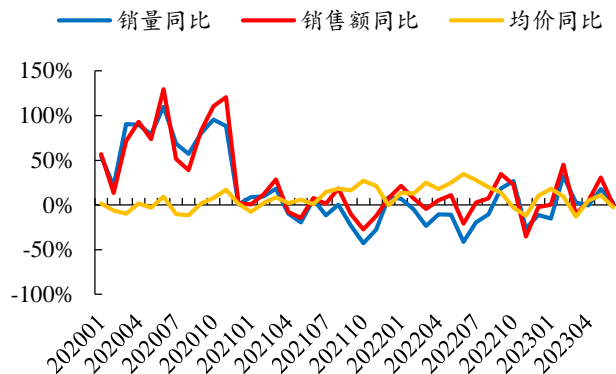
比下降 0.4pct 至 41.2%，行业集中度略有下降。

图11: 2023年6月阿里系蒙牛乳业销售额降14.1%



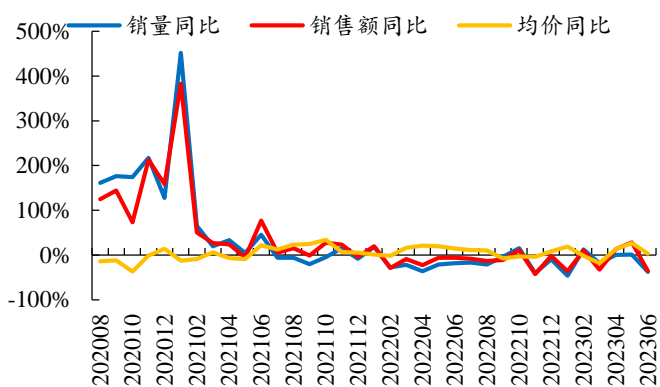
数据来源：久谦、开源证券研究所

图12: 2023年6月阿里系伊利股份销售额减0.3%



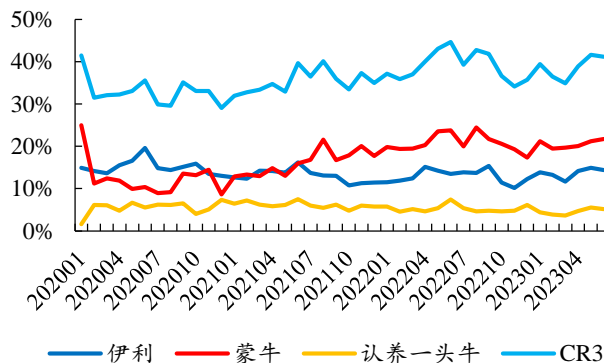
数据来源：久谦、开源证券研究所

图13: 2023年6月阿里系认养一头奶牛销售额降35.4%



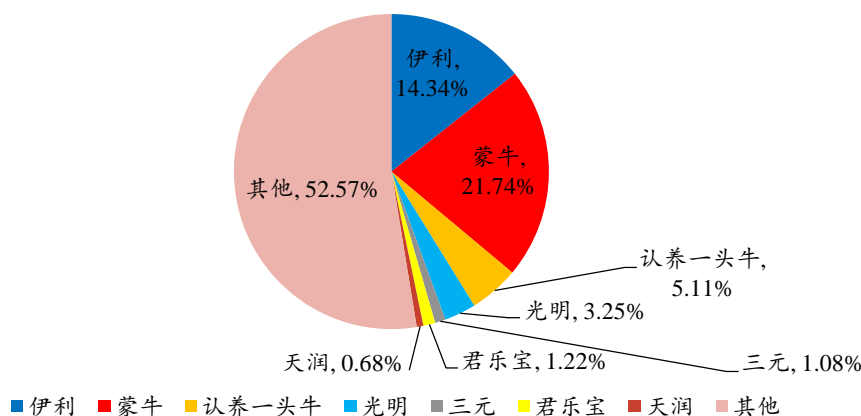
数据来源：久谦、开源证券研究所

图14: 2023年6月阿里系乳制品行业集中度下降



数据来源：久谦、开源证券研究所

图15: 2023年6月阿里系乳制品品牌蒙牛乳业市场份额领先



数据来源：久谦、开源证券研究所

乳制品企业热销产品多为纯牛奶类产品。根据久谦数据，2023年6月蒙牛乳业主要品类分别为蒙牛纯奶、蒙牛特仑苏、蒙牛纯甄、蒙牛真果粒、蒙牛新养道，销售额分别为12994.4万元、15225.6万元、5704.4万元、1908.5万元、1160.6万元。2023年6月伊利股份主要品类分别为伊利纯牛奶、伊利金典、伊利亚慕希，销售额分别为8497.1万元、7922.9万元、6267.2万元。乳制品企业热销产品主要为纯牛奶类产品。

表2：2023年6月阿里系蒙牛乳业热销产品以纯牛奶为主

品名	销售额/万元	销量/万件	均价/元
蒙牛纯牛奶	12994.4	164.1	74.9
蒙牛特仑苏	15225.6	160.3	95
蒙牛纯甄	5704.1	75.3	75.7
蒙牛真果粒	1908.5	31.0	61.6
蒙牛新养道	1160.6	18.2	63.8

数据来源：久谦、开源证券研究所

表3：2023年6月阿里系伊利股份热销产品以纯牛奶为主

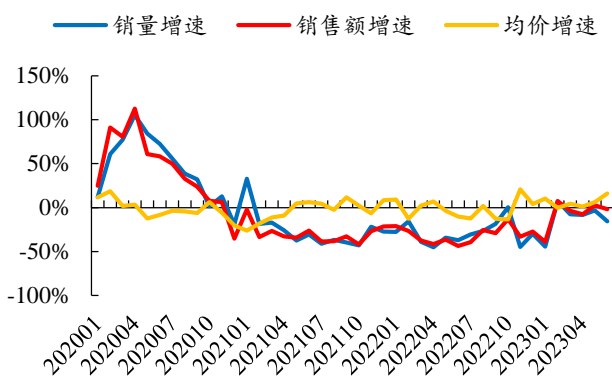
品名	销售额/万元	销量/万件	均价/元
伊利纯牛奶	8497.1	107.9	78.8
伊利金典	7922.9	93.0	85.2
伊利亚慕希	6267.2	87.2	71.8

数据来源：久谦、开源证券研究所

3、冲饮麦片：燕麦行业销售额下滑，行业集中度上升

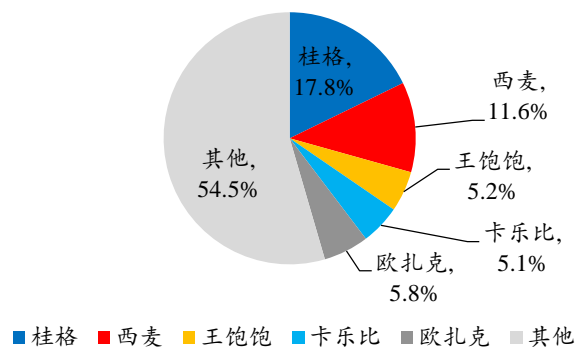
2023年6月冲饮麦片行业销售额下滑，主要由销量下降导致。根据久谦数据，2023年6月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达1.3亿元，同比降1.9%。拆分量价来看，销量同比下降15.6%，均价同比上升15.9%。分品牌来看，2023年6月头部品牌销售额表现各异；桂格、西麦、王饱饱线上销售额占比较高，分别达17.8%、11.6%、5.2%。

图16：2023年6月阿里系冲饮麦片行业同比降1.9%



数据来源：久谦、开源证券研究所

图17：2023年6月阿里系冲饮麦片桂格销售额占比最高



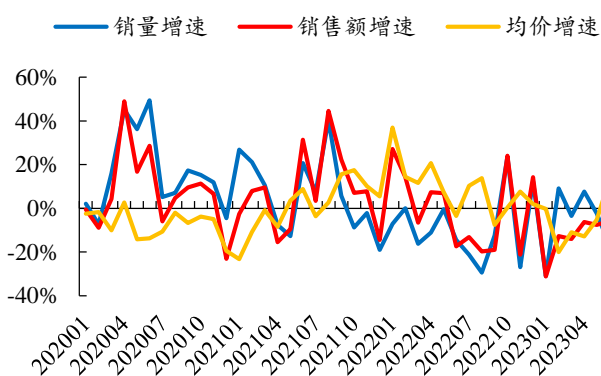
数据来源：久谦、开源证券研究所

主要燕麦品牌销售额表现各异。根据久谦数据，2023年6月桂格销售额达2259.9

万元，同比下降 5.9%，其中销量同比降 16.8%，均价同比升 13.2%；西麦食品销售额达 1470.4 万元，同比增长 6.0%，其中销量同比降 5.9%，均价同比增 12.8%；王饱饱销售额达 663.0 万元，同比下降 16.8%，其中销量同比降 10.7%，均价同比降 6.8%。桂格销售额下降主要由销量下降导致，西麦销售额增长由均价增长推动，王饱饱销售额下降由销量和均价共同下降导致。

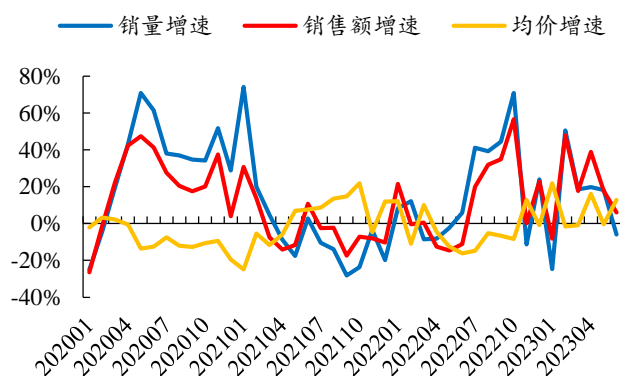
行业集中度上升。根据久谦数据，2023 年 6 月线上销售额占比前三名分别为桂格、西麦、王饱饱，市占率环比分别+2.6pct、+1.0pct、-0.9pct 至 17.8%、11.6%、5.2%。冲饮麦片行业 CR3 环比上升 2.6pct 至 34.6%，行业集中度上升。

图18：2023 年 6 月阿里系桂格销售额减 5.9%



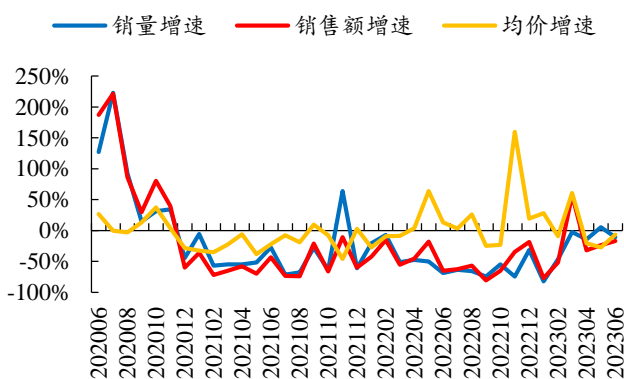
数据来源：久谦、开源证券研究所

图19：2023 年 6 月阿里系西麦食品销售额增 6.0%



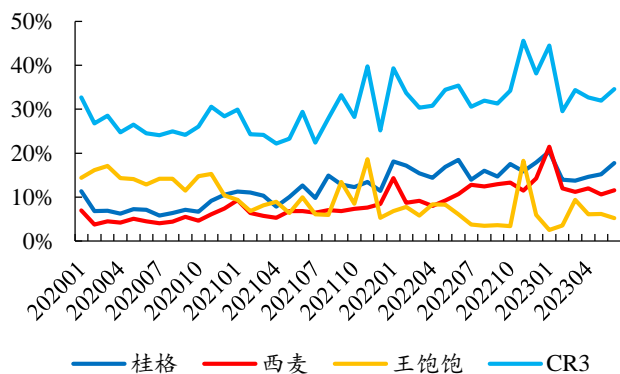
数据来源：久谦、开源证券研究所

图20：2023 年 6 月阿里系王饱饱销售额降 16.8%



数据来源：久谦、开源证券研究所

图21：2023 年 6 月阿里系冲饮麦片行业集中度上升



数据来源：久谦、开源证券研究所

桂格食品热销产品为原味纯燕麦片。根据久谦数据，2023 年 6 月阿里系桂格的 TOP3 热销产品分别为即食纯燕麦片原味 3KG、冲饮黑芝麻麦片、原味即食燕麦 1000g*3，销售额分别为 274.7 万元、175.9 万元、72.2 万元。

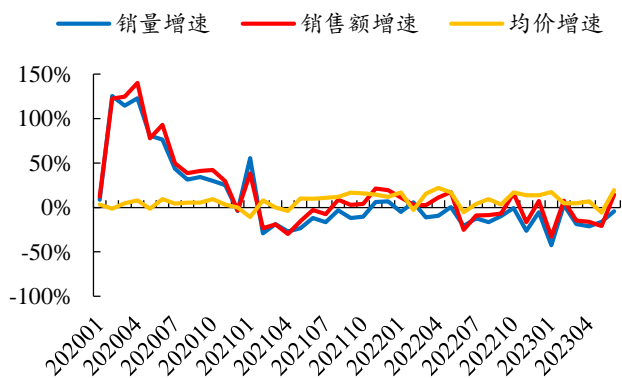
表4：2023年6月阿里系桂格热销产品以原味纯燕麦片为主

品名	销售额/万元	销量/万件	均价/元
即食纯燕麦片原味 3KG	274.7	4.8	56
冲饮黑芝麻麦片	170.7	3.4	49
原味即食燕麦 1000g*3	150.2	3.0	49
原味即食燕麦 1478g*3	139.3	2.0	69
即食纯燕麦片 1000g*2	127.2	2.8	44

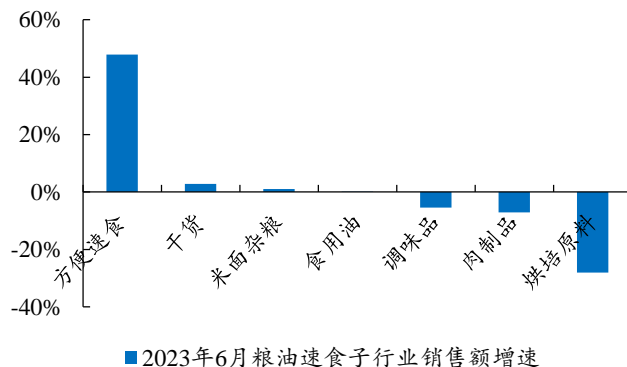
数据来源：久谦、开源证券研究所

4、粮油速食：线上销售额增长，方便速食增速最快

2023年6月粮油速食行业销售额下滑。根据久谦数据，2023年6月阿里系粮油速食行业线上销售额达34.9亿元，同比增14.2%。其中，销售量同比下降4.2%，销售均价同比增19.4%，行业增长主要由均价提升推动。分子行业来看，2023年6月方便速食类表现较好，同比增47.9%；干货增速次之，同比增2.8%。方便速食类线上销售额占比较高，达46.5%。

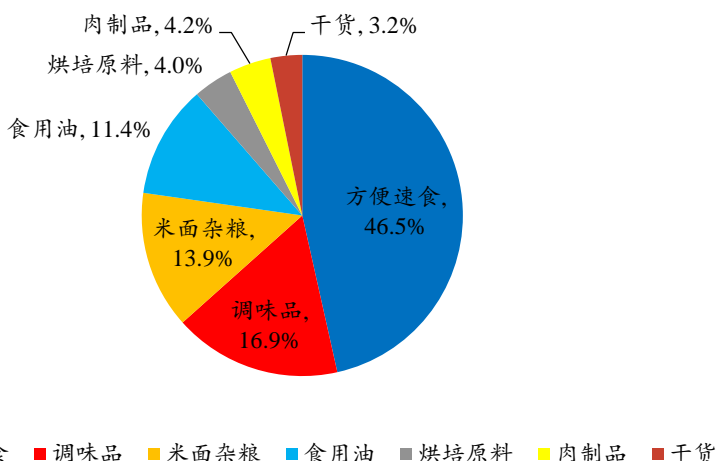
图22：2023年6月阿里系粮油速食行业同比增14.2%


数据来源：久谦、开源证券研究所

图23：2023年6月粮油速食行业方便速食类增速最快


数据来源：久谦、开源证券研究所

图24：2023年6月阿里系方便速食类线上销售额占比较高

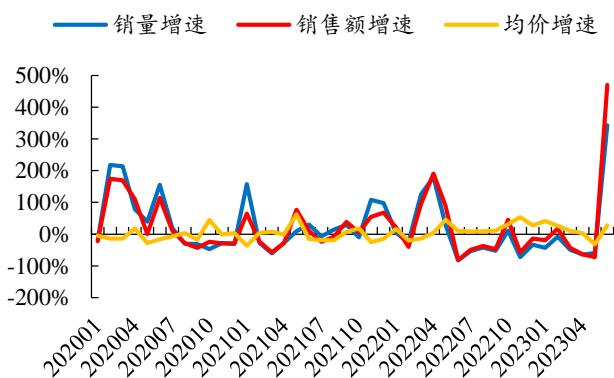


数据来源：久谦、开源证券研究所

主要品牌线上销售额增长。根据久谦数据，2023年6月五芳斋销售额达3.0亿元，同比增469.9%，其中销量同比增342.8%，均价同比升8.6%；金龙鱼销售额达1.5亿元，同比增114.5%，其中销量同比增124.8%，均价同比降4.7%；十月稻田销售额达0.9亿元，同比降2.0%，其中销量同比降4.1%，均价同比增2.1%。五芳斋和金龙鱼销售额增长主要由销量增长推动，十月稻田销售额下降主要由于销量下降导致。

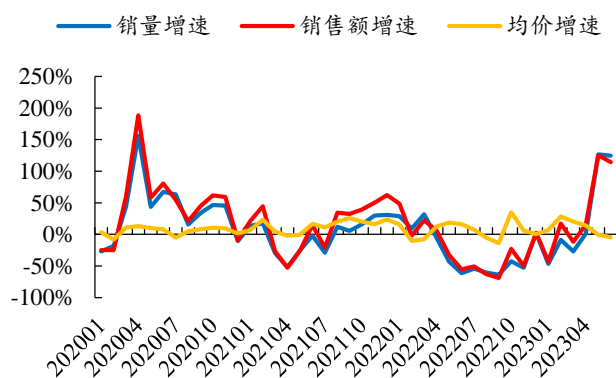
行业集中度上升。根据久谦数据，2023年6月粮油速食线上销售额占比前三名分别为五芳斋、金龙鱼、十月稻田，市占率环比分别+6.4pct、+0.0pct、-0.7pct至8.6%、4.4%、2.5%。粮油速食行业CR3环比上升5.8pct至15.4%，行业集中度上升。

图25：2023年6月阿里系五芳斋销售额增469.9%



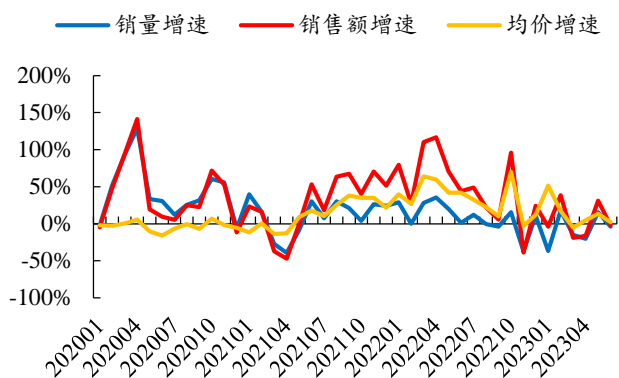
数据来源：久谦、开源证券研究所

图26：2023年6月阿里系金龙鱼销售额增114.5%



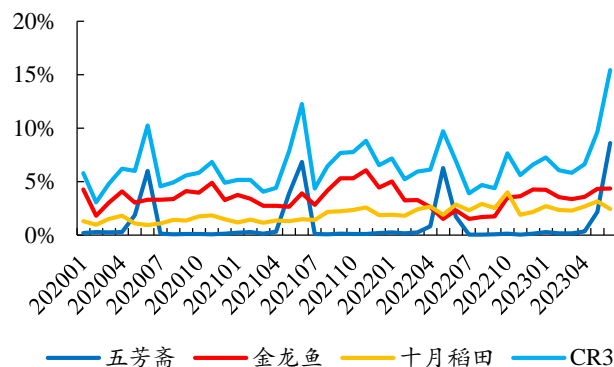
数据来源：久谦、开源证券研究所

图27：2023年6月阿里系十月稻香销售额降2.0%



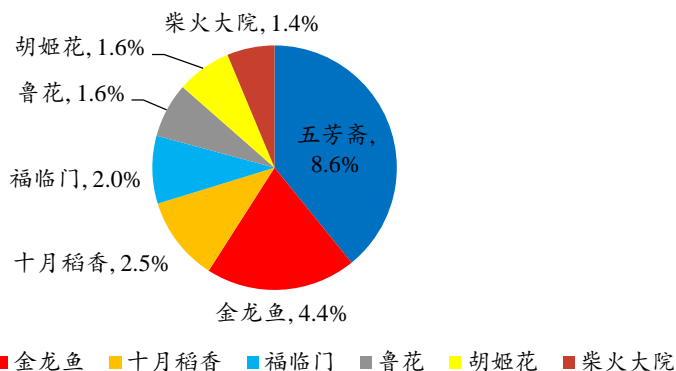
数据来源：久谦、开源证券研究所

图28：2023年6月阿里系粮油速食行业集中度上升



数据来源：久谦、开源证券研究所

图29：2023年6月阿里系粮油速食品牌五芳斋市场份额领先



数据来源：久谦、开源证券研究所

五芳斋热销产品以礼盒粽子为主。根据久谦数据，2023年6月五芳斋的TOP3热销产品分别为端午节送礼品早餐速食粽、端午节送礼品团购、礼盒装华礼竹篮，销售额分别为7735.2万元、2663.9万元、1305.4万元。

表5：2023年6月阿里系五芳斋热销产品以礼盒粽子为主

品名	销售额/万元	销量/万件	均价/元
端午节送礼品早餐速食粽	7735.2	95.2	81
端午节送礼品团购	2663.9	27.8	96
礼盒装华礼竹篮	1305.4	6.9	189
端午节礼品礼盒	981.9	19.7	50
端午节礼品散装	918.7	23.8	39

数据来源：久谦、开源证券研究所

5、投资建议

大众品环比持续恢复，关注零食、速冻、预制菜和乳制品。二季度受到宏观经济影响，大众品处于稳步复苏阶段，其中休闲零食受益于零食量贩渠道扩张红利实现较好发展，同时随着门店数量和品类增加，全年业绩具备较好弹性和确定性。乳制品二

季度动销和需求仍在恢复中，伴随原材料和生产成本下降，企业盈利能力有望得到较好改善。粮油速食方面，疫后餐饮消费场景修复较快，带动 B、C 端需求和渗透率提升，其中速冻及预制菜呈现较好景气度。

6、风险提示

宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原材料价格波动。

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	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	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