行业研究

行业周报

开源证券 证券研究报告

食品饮料

2021 年 05 月 09 日

调味品压力仍存，白酒信心持续恢复

——行业周报

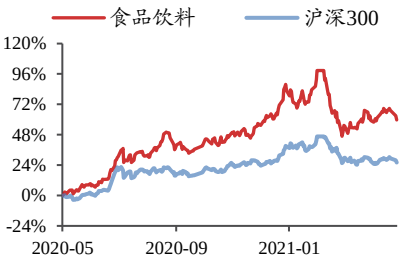
张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（联系人）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790120040011

叶松霖（联系人）
yesonglin@kysec.cn
证书编号：S0790120030038

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业投资策略-食品饮料 2021 年中期投资策略：坚守龙头，把握弹性，关注改善机会》-2021.5.7

《行业深度报告-食品饮料 2021 一季报综述：白酒升级贯穿全年，大众品快速复苏》-2021.5.7

《行业周报-一季报业绩如期增长，守正出奇策略贯穿全年》-2021.5.5

● 核心观点：调味品略显平淡，五一节白酒旺销

进入二季度以来，调味品整体表现平淡。原因在于，一是 2020 年 4 月疫情得到控制后，一季度补偿性消费在二季度显现，导致基数较高；二是 2020 年底部分企业为完成全年任务目标加大年底冲刺，年初库存偏高，且一季度维持高库存状态；三是 2021 年初受局部区域疫情影响，餐饮业尚未恢复正常水平，相关行业均有影响。此外社区团购的兴起在个别市场对终端价格起到扰动作用，也部分程度降低渠道积极性。对此多家企业采取措施来应对：一方面 4 月加大线下市场费用投入力度，通过地推、促销等方式协助渠道加快动销速度去库存；另一方面严控市场价格，维护市场秩序稳定。随着餐饮逐步恢复，市场旺季到来，行业压力应会有所减轻。

五一假期白酒市场呈乐观态势，劳动节虽非白酒传统消费节日，但可观察到消费信心恢复充分，有利于渠道对端午、中秋等旺季情绪提振，目前淡季酒企基本都在控货挺价状态，茅台、五粮液、国窖、洋河、今世缘等品牌库存仍然较低，随着消费信心恢复和价格上涨，下半年渠道仍有补库存空间。高端白酒表现较为稳健，需求基本恢复。五粮液处于控货状态，低库存背景下未来仍以挺价为主，配额内外打款价格的差别推动经销商拿货成本提升，利于批价与终端价格持续上移。次高端白酒消费场景包括婚寿宴，商务宴请等，五一假期均有明显改善，渠道终端对次高端白酒信心也在恢复。次高端品牌洋河、今世缘、水井坊 2021 年都着力在解决高端化和渠道利润的问题。同时酱酒品牌也依靠毛利的优势，抢占终端资源，次高端白酒整体呈现趋势上升势头。

● 推荐组合：贵州茅台、五粮液、山西汾酒与海天味业

（1）贵州茅台直销渠道春节期间集中投放明显，2021Q1 收入增速略高于全年指引。2021 年规划营收增 10.5%的目标偏保守，公司在量价方面都有从容腾挪空间，有超预期完成概率。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，配额管理推动批价持续上行，考虑到团购增量提价以及经典五粮液的推广，预计 2021 年大概率完成双位数增长。（3）山西汾酒一季度高速增长显示公司基本面强劲，2021 年超预期点将来自于高端产品进展，展望未来三年公司仍处于全国化和产品结构升级带来的收入、业绩快速增长阶段。（4）海天味业动销良性发展，按节奏完成目标。新品招商工作进展良好，持续成长的确定性进一步加强。

● 板块行情回顾：食品饮料跑输大盘

5 月 6 日-5 月 7 日，食品饮料指数涨幅为-4.6%，一级子行业排名第 25，跑输沪深 300 约 2.1pct。子行业中葡萄酒（4.6%）、软饮料（-0.5%）、啤酒（-1.3%）表现相对较好。个股方面，爱普股份、均瑶健康、ST 椰岛等涨幅领先；安井食品、伊力特、古井贡酒等跌幅居前。

● 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：调味品略显平淡，五一节白酒旺销 3
2、市场表现：食品饮料跑输沪深 300 3
3、上游数据：多数农产品价格上行 4
4、酒业数据新闻：4 月份全国白酒商品批发价格定基指数为 106.72，上涨 6.72% 6
5、备忘录：关注 5 月 13 日中炬高新召开股东大会 7
6、风险提示 9

图表目录

图 1:　上周食品饮料涨幅为-4.6%，排名 25/28 4
图 2:　上周葡萄酒、软饮料、啤酒表现相对较好 4
图 3:　上周爱普股份、均瑶健康、ST 椰岛等涨幅领先 4
图 4:　上周安井食品、伊力特、古井贡酒等跌幅居前 4
图 5:　2021 年 5 月 4 日 GDT 全脂奶粉中标价同比+49.9% 4
图 6:　2021 年 4 月 21 日生鲜乳价格同比+17.1% 4
图 7:　2021 年 4 月 30 日猪肉价格同比-17.4% 5
图 8:　2021 年 3 月生猪存栏数量同比+29.5% 5
图 9:　2021 年 3 月能繁母猪数量同比+27.7% 5
图 10:　2021 年 4 月 21 日白条鸡价格同比-0.4% 5
图 11:　2021 年 3 月进口大麦价格同比+8.5% 5
图 12:　2021 年 3 月进口大麦数量同比+282.1% 5
图 13:　2021 年 5 月 7 日大豆现货价同比+29.5% 6
图 14:　2021 年 4 月 21 日豆粕平均价同比+6.8% 6
图 15:　2021 年 5 月 7 日柳糖价格同比+1.5% 6
图 16:　2021 年 4 月 23 日白砂糖零售价同比-0.4% 6

表 1:　最近重大事件备忘录：关注 5 月 13 日中炬高新召开股东大会 7
表 2:　关注 5 月 7 日发布的行业深度 8
表 3:　重点公司盈利预测及估值 9

1、 每周观点：调味品略显平淡，五一节白酒旺销

5 月 6 日-5 月 7 日，食品饮料指数涨幅为-4.6%，一级子行业排名第 25，跑输沪深 300 约 2.1pct。子行业中葡萄酒（4.6%）、软饮料（-0.5%）、啤酒（-1.3%）表现相对较好。个股方面，爱普股份、均瑶健康、ST 椰岛等涨幅领先；安井食品、伊力特、古井贡酒等跌幅居前。

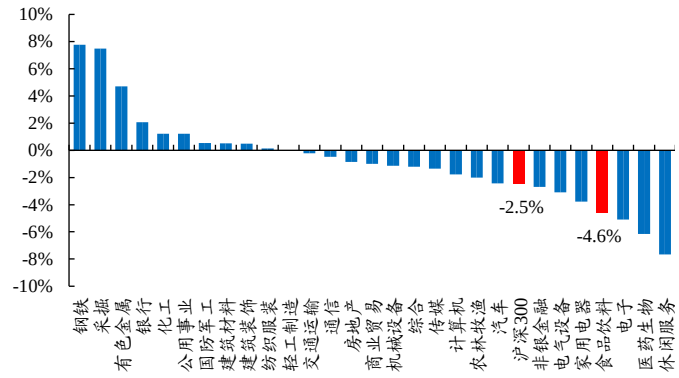
进入二季度以来，调味品整体表现平淡。原因在于，一是 2020 年 4 月疫情得到控制后，一季度补偿性消费在二季度显现，导致基数较高；二是 2020 年底部分企业为完成全年任务目标加大年底冲刺，年初库存偏高，且一季度维持高库存状态；三是 2021 年初受局部区域疫情影响，餐饮业尚未恢复正常水平，相关行业均有影响。此外社区团购的兴起在个别市场对终端价格起到扰动作用，也部分程度降低渠道积极性。对此多家企业采取措施来应对：一方面 4 月加大线下市场费用投入力度，通过地推、促销等方式协助渠道加快动销速度去库存；另一方面严控市场价格，维护市场秩序稳定。随着餐饮逐步恢复，市场旺季到来，行业压力应会有所减轻。

五一假期白酒市场呈乐观态势，劳动节虽非白酒传统消费节日，但可观察到消费信心恢复充分，有利于渠道对端午、中秋等旺季情绪提振，目前淡季酒企基本都在控货挺价状态，茅台、五粮液、国窖、洋河、今世缘等品牌库存仍然较低，随着消费信心恢复和价格上涨，下半年渠道仍有补库存空间。高端白酒表现较为稳健，需求基本恢复。五粮液处于控货状态，低库存背景下未来仍以挺价为主，配额内外打款价格的差别推动经销商拿货成本提升，利于批价与终端价格持续上移。次高端白酒消费场景包括婚寿宴，商务宴请等，五一假期均有明显改善，渠道终端对次高端白酒信心也在恢复。次高端品牌洋河、今世缘、水井坊 2021 年都着力在解决高端化和渠道利润的问题。同时酱酒品牌也依靠毛利的优势，抢占终端资源，次高端白酒整体呈现趋势上升势头。

2、市场表现：食品饮料跑输沪深 300

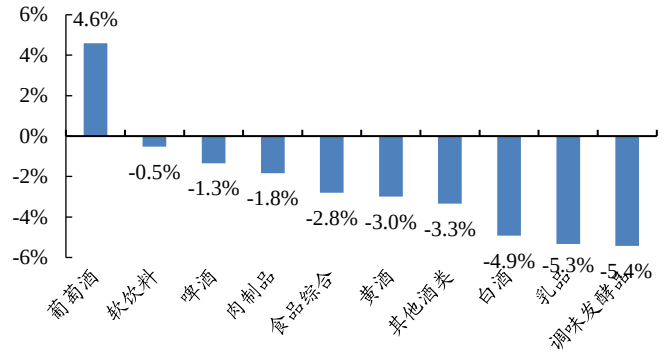
5 月 6 日-5 月 7 日，食品饮料指数涨幅为-4.6%，一级子行业排名第 25，跑输沪深 300 约 2.1pct。子行业中葡萄酒（4.6%）、软饮料（-0.5%）、啤酒（-1.3%）表现相对较好。个股方面，爱普股份、均瑶健康、ST 椰岛等涨幅领先；安井食品、伊力特、古井贡酒等跌幅居前。

图1：上周食品饮料涨幅为-4.6%，排名 25/28



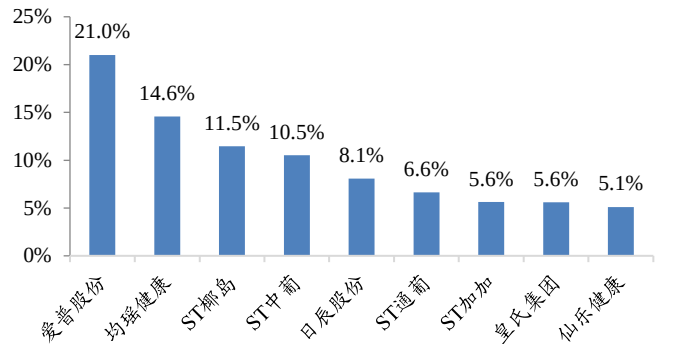
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：上周葡萄酒、软饮料、啤酒表现相对较好



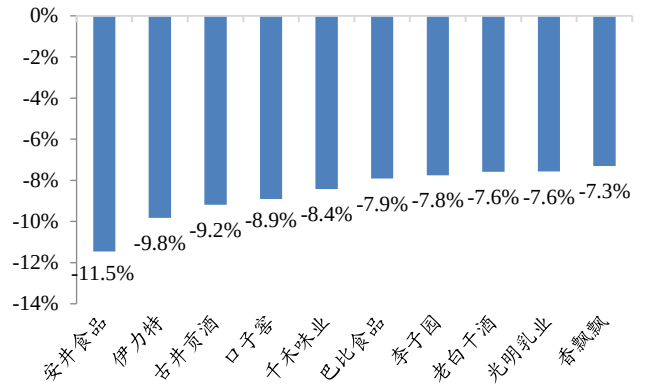
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上周爱普股份、均瑶健康、ST 椰岛等涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：上周安井食品、伊力特、古井贡酒等跌幅居前

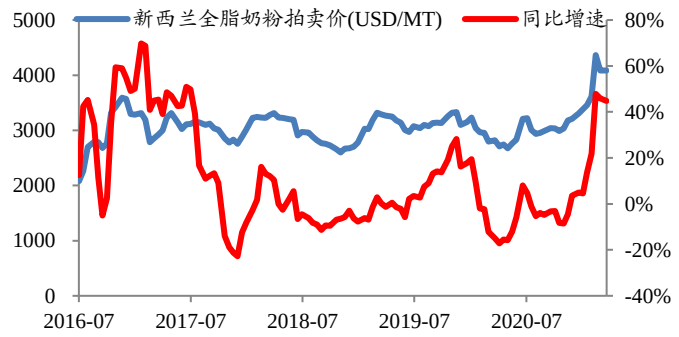


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：多数农产品价格上行

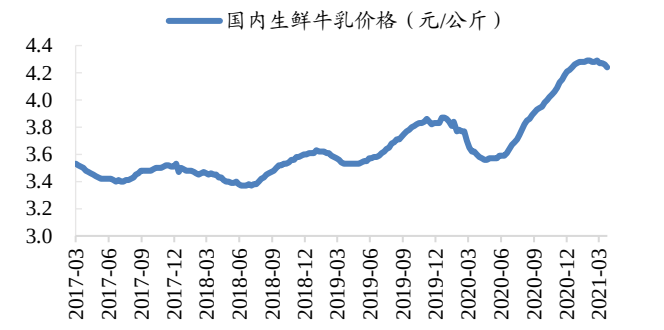
5 月 4 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 4115 美元/吨，环比+0.12%，同比+49.9%，奶价同比大幅提升。4 月 21 日，国内生鲜乳价格 4.2 元/公斤，环比-0.5%，同比+17.1%。中短期看国内奶牛存栏量处于低位，奶价估计持续上行。

图5：2021 年 5 月 4 日 GDT 全脂奶粉中标价同比+49.9%



数据来源：GDT、开源证券研究所

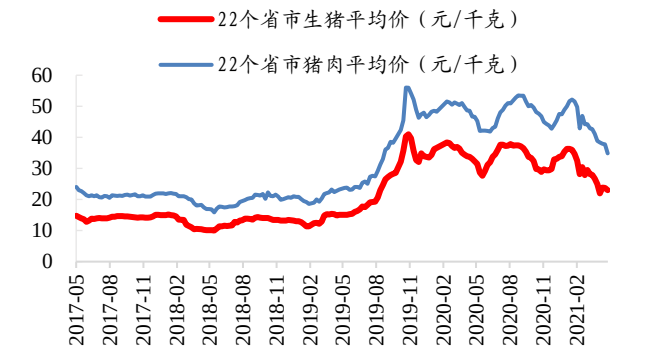
图6：2021 年 4 月 21 日生鲜乳价格同比+17.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

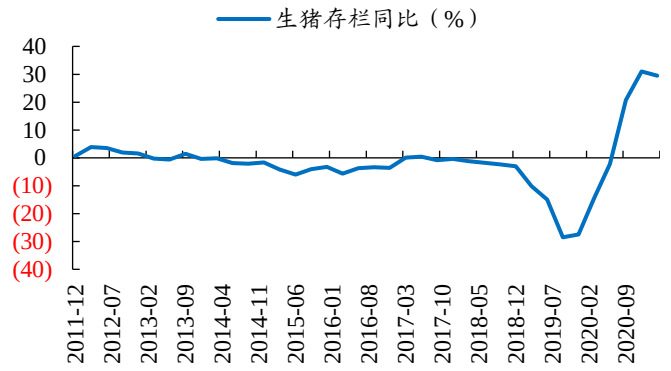
4 月 30 日，生猪价格 23.0 元/公斤，同比-21.3%，环比-2.9%；猪肉价格 34.8 元/公斤，同比-17.4%，环比-7.8%。2021 年 3 月，能繁母猪存栏 4318 万头，同比+27.7%，环比+1.6%。2021 年 3 月生猪存栏同比+29.5%。全年来看猪价下行趋势持续。4 月 21 日，白条鸡价格 21.7 元/公斤，同比-0.4%，环比不变。

图7：2021 年 4 月 30 日猪肉价格同比-17.4%



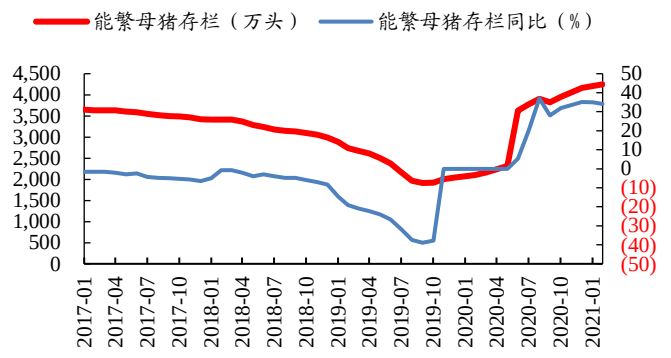
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021 年 3 月生猪存栏数量同比+29.5%



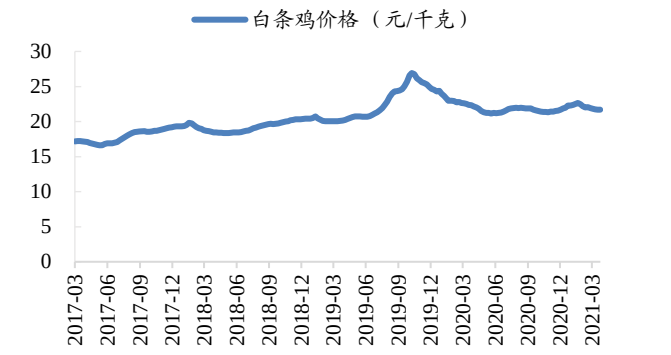
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021 年 3 月能繁母猪数量同比+27.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

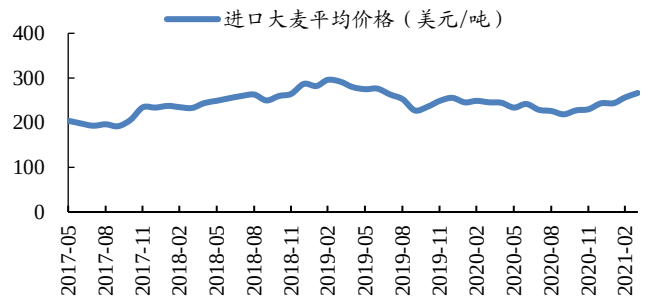
图10：2021 年 4 月 21 日白条鸡价格同比-0.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

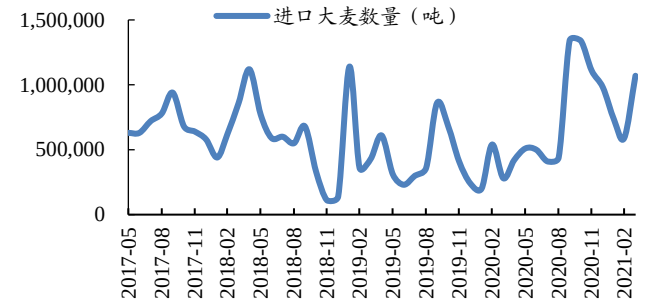
2021 年 3 月，进口大麦价格 266.3 元/公斤，同比+8.5%。进口数量 107 万吨，同比+282.1%。受到中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11：2021 年 3 月进口大麦价格同比+8.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

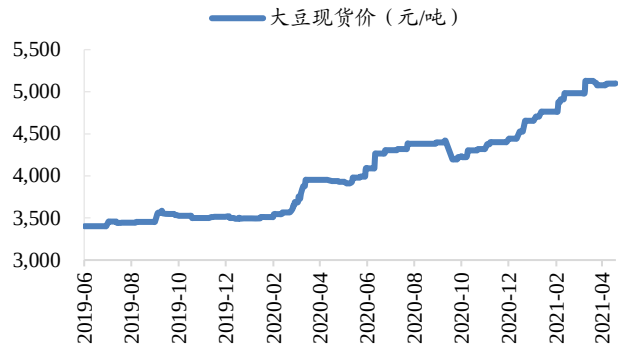
图12：2021 年 3 月进口大麦数量同比+282.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

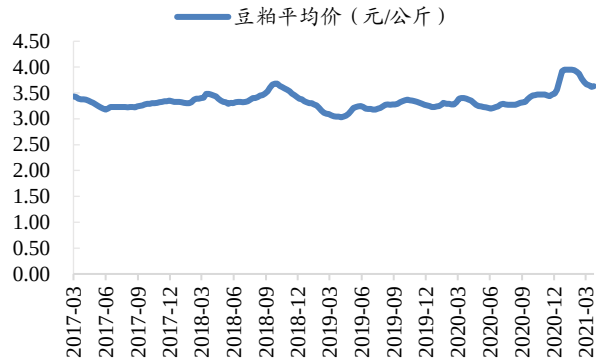
5 月 7 日，大豆现货价 5096.8 元/吨，同比+29.5%。4 月 21 日，豆粕平均价格 3.6 元/公斤，同比+6.8%。预计 2021 年大豆价格可能走高。

图13：2021 年 5 月 7 日大豆现货价同比+29.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

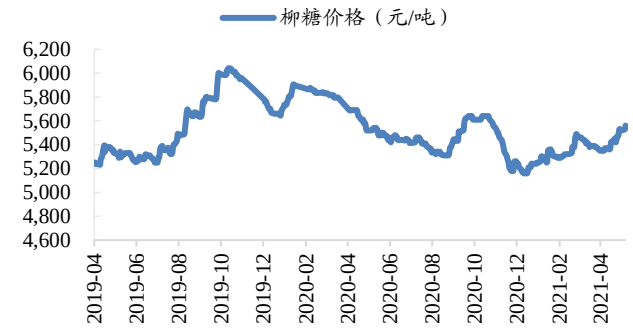
图14：2021 年 4 月 21 日豆粕平均价同比+6.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

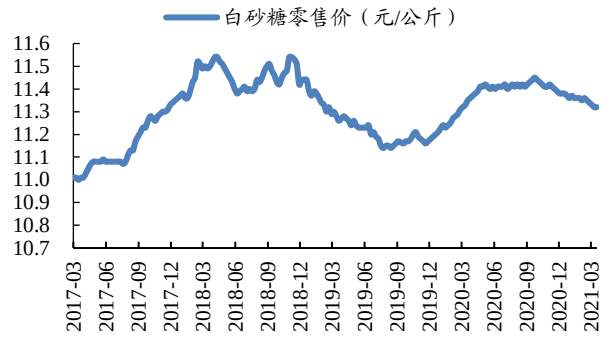
5 月 7 日，柳糖价格 5560.0 元/吨，同比+1.5%；4 月 23 日，白砂糖零售价格 11.3 元/公斤，同比-0.4%。长期看全球白糖进入增长期间，白糖价格可能在高位偏弱运行。

图15：2021 年 5 月 7 日柳糖价格同比+1.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2021 年 4 月 23 日白砂糖零售价同比-0.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：4 月份全国白酒商品批发价格定基指数为 106.72，上涨 6.72%

5 月 4 日，力波啤酒宣布自 2016 年停产以来，将以精酿啤酒的形式回归市场，并推出了 6 款力波精酿啤酒，分别是纯真年代轻盈艾尔、红锅炉琥珀艾尔、力波 1987 经典拉格、寂静谷仓酒花小麦、摩天轮 IPA、老烟囱燕麦世涛，该产品价格为小杯 330 毫升 38 元，大杯 400 毫升 48 元，六款品鉴套装 88 元（每杯 120 毫升、共 6 杯）（来源于微酒）。

4 月白酒批价上涨 6.72%。5 月 6 日，泸州市酒业发展促进局发布 4 月全国白酒价格指数走势分析，4 月份全国白酒商品批发价格定基指数为 106.72，上涨 6.72%。其中，名酒价格指数为 108.33，上涨 8.33%；地方酒价格指数为 104.16，上涨 4.16%；基酒价格指数为 106.82，上涨 6.82%（来源于酒业家）。

5、备忘录：关注 5 月 13 日中炬高新召开股东大会

下周（5 月 10 日-5 月 14 日）将有 17 家上市公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注 5 月 13 日中炬高新召开股东大会

日期	公司名称	股东会	限售解禁
5 月 10 日	山西汾酒		解禁 226 万股
5 月 10 日	得利斯	山东省诸城市（14:30）	
5 月 10 日	克明面业	河南省驻马店市（15:00）	
5 月 10 日	一鸣食品	浙江省温州市（14:00）	
5 月 10 日	均瑶健康	上海市（14:00）	
5 月 11 日	星湖科技		解禁 1666.60 万股
5 月 11 日	海欣食品	福建省福州市（14:30）	
5 月 12 日	恒顺醋业	江苏省镇江市（14:00）	
5 月 12 日	会稽山	浙江省绍兴市（14:00）	
5 月 12 日	元祖股份	上海市（13:00）	
5 月 12 日	李子园	浙江省金华市（14:00）	
5 月 13 日	双塔食品	山东省招远市（14:00）	
5 月 13 日	百润股份	上海市（14:30）	
5 月 13 日	*ST 麦趣	新疆昌吉市（16:00）	
5 月 13 日	祖名股份	浙江省杭州市（14:30）	
5 月 13 日	中炬高新	广东省中山市（14:30）	
5 月 13 日	广州酒家	广州市番禺区（14:30）	
5 月 14 日	*ST 中葡	新疆乌鲁木齐市（10:30）	
5 月 14 日	ST 维维	江苏省徐州市（14:00）	
5 月 17 日	泉阳泉		解禁 7073.93 万股
5 月 17 日	养元饮品	河北省衡水市（14:00）	
5 月 17 日	迎驾贡酒	安徽省霍山县（14:30）	
5 月 18 日	洽洽食品	安徽省合肥市（10:00）	
5 月 18 日	青青稞酒	北京市（14:00）	
5 月 18 日	重庆啤酒	重庆市（14:00）	
5 月 18 日	莲花健康	河南省项城市（15:00）	
5 月 18 日	泉阳泉	吉林省长春市（14:00）	
5 月 18 日	伊力特	新疆乌鲁木齐（11:00）	
5 月 18 日	安记食品	福建省泉州市（14:30）	
5 月 18 日	有友食品	重庆市（14:00）	
5 月 18 日	ST 威龙	山东省龙口市（14:00）	
5 月 19 日	煌上煌	江西省南昌县（14:30）	
5 月 19 日	顺鑫农业	北京市（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（14:00）	
5 月 19 日	海融科技	上海市（14:30）	
5 月 19 日	口子窖	安徽省淮北市（13:30）	
5 月 19 日	日辰股份	山东省青岛市（14:30）	

日期	公司名称	股东会	限售解禁
5 月 20 日	黑芝麻	广西省南宁市（14:30）	
5 月 20 日	燕京啤酒	北京市（14:30）	
5 月 20 日	承德露露	河北省承德市（14:30）	
5 月 20 日	ST 加加	湖南省长沙市（14:30）	
5 月 20 日	燕塘乳业	广东省广州市（14:00）	
5 月 20 日	新乳业	四川省成都市（14:00）	
5 月 20 日	品渥食品	上海市（14:30）	
5 月 20 日	ST 通葡	吉林省通化市（13:00）	
5 月 20 日	伊利股份	内蒙古呼和浩特（14:00）	
5 月 21 日	西王食品	山东省滨州市（14:00）	
5 月 21 日	佳隆股份	广东省普宁市（14:30）	
5 月 21 日	百润股份	上海市（14:30）	
5 月 21 日	贝因美	浙江省杭州市（14:00）	
5 月 21 日	立高食品	广东省广州市（14:00）	
5 月 21 日	古越龙山	浙江省绍兴市（14:00）	
5 月 21 日	上海梅林	上海市（14:00）	
5 月 21 日	三元股份	北京市（14:00）	
5 月 21 日	来伊份	上海市（14:00）	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 5 月 7 日发布的行业深度

报告类型	报告名称	时间
行业周报	一季报业绩如期增长，守正出奇策略贯穿全年	5 月 5 日
信息更新	嘉必优：DHA、SA 高速增长，看好公司中长期成长性	5 月 5 日
信息更新	古井贡酒：开局表现良好，2021 年经营目标彰显信心	5 月 5 日
信息更新	煌上煌：营收稳健增长，员工持股激发活力	5 月 5 日
行业深度	食品饮料 2021 一季报综述：白酒升级贯穿全年，大众品快速复苏	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		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
贵州茅台	买入	1903.0	42.8	48.56	54.73	44.5	39.2	34.8
五粮液	买入	272.1	6.2	7.15	8.47	43.9	38.1	32.1
洋河股份	增持	186.1	5.2	6.16	7.37	35.8	30.2	25.3
山西汾酒	买入	401.2	5.47	7.17	9.36	73.3	56.0	42.9
口子窖	增持	56.7	2.6	3.09	3.6	21.8	18.3	15.8
古井贡酒	增持	206.5	4.69	5.63	6.81	44.0	36.7	30.3
伊利股份	买入	38.6	1.38	1.59	1.89	28.0	24.3	20.4
新乳业	增持	17.2	0.43	0.58	0.8	39.9	29.6	21.4
双汇发展	增持	35.8	1.99	2.26	2.6	18.0	15.8	13.8
中炬高新	增持	44.3	1.22	1.51	1.89	36.3	29.4	23.4
涪陵榨菜	买入	38.5	1.12	1.39	1.68	34.4	27.7	22.9
海天味业	买入	159.1	2.33	2.85	3.4	68.3	55.8	46.8
恒顺醋业	买入	17.1	0.36	0.43	0.51	47.5	39.8	33.5
西麦食品	增持	29.9	1.08	1.36	1.72	27.7	22.0	17.4
桃李面包	买入	47.4	1.35	1.6	1.92	35.1	29.6	24.7
嘉必优	买入	40.2	1.33	1.88	2.56	30.2	21.4	15.7
绝味食品	买入	84.9	1.59	1.99	2.45	53.4	42.7	34.7
煌上煌	增持	17.5	0.65	0.82	0.98	26.8	21.3	17.8
广州酒家	增持	37.4	1.39	1.66	1.83	26.9	22.5	20.4
甘源食品	增持	74.1	2.36	2.78	3.38	31.4	26.7	21.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021 年 5 月 7 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	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，属于机密材料，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16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