

## 食品饮料

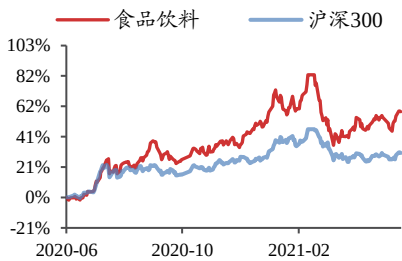
2021 年 05 月 30 日

## 白酒东风再起，啤酒升级逻辑顺畅

——行业周报

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

《行业周报-社零数据持续复苏，预制菜赛道优质》-2021.5.23

《行业点评报告-4 月电商数据分析：行业表现分化，价增趋势持续》-2021.5.18

《行业点评报告-4 月社零数据快速增长，烟酒表现优于食品》-2021.5.18

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

逢晓娟（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

### ● 核心观点：白酒行情火爆，啤酒旺季可期

本周食品饮料板块跑赢大盘，其中酒类表现较好。市场流动性宽松，酒类估值重新回暖，尤其是市值相对较低的次高端白酒，享受到行业扩容与估值溢价的双重红利；从基本面角度来看，二季度白酒回款均有不错表现。茅台批价不断提升，五粮液持续控货挺价，带动白酒价格带整体上移，预计国窖也可能有挺价动作出台。高端酒整体升级，一方面推动公司业绩确定性增强，另一方面将次高端价格带空间打开。受益于部分酒企布局酱酒催化，以及行业扩容未来的高成长性预期，二线白酒表现不俗。我们优先推荐白酒中贵州茅台、五粮液、山西汾酒，次高端白酒中酒鬼酒、舍得酒业、水井坊等可能受益。

啤酒行业逻辑通畅：从销量角度，行业整体有较快恢复，龙头酒企应可实现正增长；从升级角度，行业升级已成为趋势。一方面酒企通过减少费用投放引导中低端消费者向中端消费过度；另一方面酒企加大高端酒推广，推动产品结构持续提升。成本压力下，啤酒提价也是大概率事件，酒企更可能在各自强势市场小幅拉升价格。从费用角度，考虑到多数酒企策略转为利润导向，价格战的历史应难以重演。长期看费用率趋势应是下降。综合来看，啤酒企业盈利改善应是主旋律。

### ● 推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（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）中炬高新公布 2020 年年报，原料价格上行导致成本压力增大，2021 年利润目标指引较低。公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、品类扩张、激励优化等工作仍在进行，公司公告回购股权激励，管理效率有望提升。（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：食品饮料跑赢大盘

5 月 24 日-5 月 28 日，食品饮料指数涨幅为 6.0%，一级子行业排名第 3，跑赢沪深 300 约 2.4pct。子行业中黄酒（11.4%）、白酒（7.5%）、葡萄酒（7.0%）表现相对较好。个股方面，海南椰岛、李子园、老白干酒等涨幅领先；妙可蓝多、华宝股份、均瑶健康等跌幅居前。

### ● 重点新闻：今世缘国缘系列上调开票价，最高 60 元/瓶

5 月 27 日，江苏今世缘酒业销售有限公司发布通知，为进一步提高国缘品牌产品竞争力，打好开系提升站，决定于 2021 年 6 月 1 日起，42 度单开国缘（550ml 版）、42 度四开国缘（550ml 版）开票价分别上调 10 元/瓶、60 元/瓶；52 度四开国缘（新版）开票价上调 50 元/瓶。

● 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：白酒行情火爆，啤酒旺季可期 .....           | 3 |
| 2、市场表现：食品饮料跑赢沪深 300 .....            | 3 |
| 3、上游数据：多数农产品价格上行 .....               | 4 |
| 4、酒业数据新闻：今世缘国缘系列上调开票价，最高 60 元/瓶..... | 6 |
| 5、备忘录：关注 6 月 3 日科拓生物召开股东大会 .....     | 7 |
| 6、风险提示 .....                         | 8 |

## 图表目录

|                                                |   |
|------------------------------------------------|---|
| 图 1： 上周食品饮料涨幅为 6.0%，排名 3/28 .....              | 3 |
| 图 2： 上周黄酒、白酒、葡萄酒表现相对较好 .....                   | 3 |
| 图 3： 上周海南椰岛、李子园、老白干酒等涨幅领先 .....                | 4 |
| 图 4： 上周妙可蓝多、华宝股份、均瑶健康等跌幅居前.....                | 4 |
| 图 5： 2021 年 5 月 18 日 GDT 全脂奶粉中标价同比+54.02%..... | 4 |
| 图 6： 2021 年 5 月 19 日生鲜乳价格同比+18.8%.....         | 4 |
| 图 7： 2021 年 5 月 21 日猪肉价格同比-27.4%.....          | 4 |
| 图 8： 2021 年 3 月生猪存栏数量同比+29.5%.....             | 4 |
| 图 9： 2021 年 3 月能繁母猪数量同比+27.7%.....             | 5 |
| 图 10： 2021 年 5 月 19 日白条鸡价格同比-1.8%.....         | 5 |
| 图 11： 2021 年 4 月进口大麦价格同比+13.0%.....            | 5 |
| 图 12： 2021 年 4 月进口大麦数量同比+173.8%.....           | 5 |
| 图 13： 2021 年 5 月 28 日大豆现货价同比+30.7%.....        | 5 |
| 图 14： 2021 年 5 月 19 日豆粕平均价同比+11.6%.....        | 5 |
| 图 15： 2021 年 5 月 28 日柳糖价格同比+3.6%.....          | 6 |
| 图 16： 2021 年 5 月 21 日白砂糖零售价同比-1.0%.....        | 6 |
| 表 1： 最近重大事件备忘录：关注 6 月 3 日科拓生物召开股东大会 .....      | 7 |
| 表 2： 关注 5 月 24 日发布的金徽酒报告 .....                 | 7 |
| 表 3： 重点公司盈利预测及估值 .....                         | 8 |

## 1、每周观点：白酒行情火爆，啤酒旺季可期

5月24日-5月28日，食品饮料指数涨幅为6.0%，一级子行业排名第3，跑赢沪深300约2.4pct。子行业中黄酒（11.4%）、白酒（7.5%）、葡萄酒（7.0%）表现相对较好。个股方面，海南椰岛、李子园、老白干酒等涨幅领先；妙可蓝多、华宝股份、均瑶健康等跌幅居前。

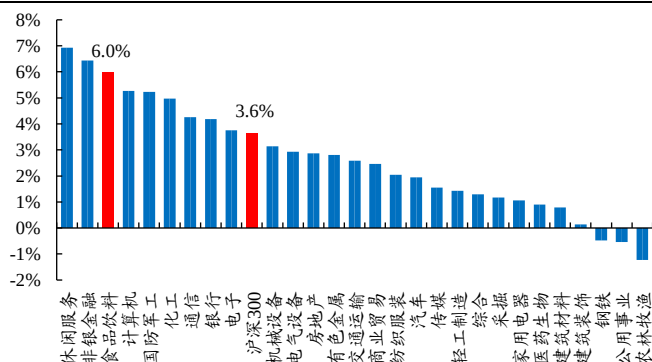
本周食品饮料板块跑赢大盘，其中酒类表现较好。市场流动性宽松，酒类估值重新回暖，尤其是市值相对较低的次高端白酒，享受到行业扩容与估值溢价的双重红利；从基本面角度来看，二季度白酒回款均有不错表现。茅台批价不断提升，五粮液持续控货挺价，带动白酒价格带整体上移，预计国窖也可能有挺价动作出台。高端酒整体升级，一方面推动公司业绩确定性增强，另一方面将次高端价格带空间打开。受益于部分酒企布局酱酒催化，以及行业扩容未来的高成长性预期，二线白酒表现不俗。我们优先推荐白酒中贵州茅台、五粮液、山西汾酒，次高端白酒中酒鬼酒、舍得酒业、水井坊等可能受益。

啤酒行业逻辑通畅：从销量角度，行业整体有较快恢复，龙头酒企应可实现正增长；从升级角度，行业升级已成为趋势。一方面酒企通过减少费用投放引导中低端消费者向中端消费过度；另一方面酒企加大高端酒推广，推动产品结构持续提升。成本压力下，啤酒提价也是大概率事件，酒企更可能在各自强势市场小幅拉升价格。从费用角度，考虑到多数酒企策略转为利润导向，价格战的历史应难以重演。长期看费用率趋势应是下降。综合来看，啤酒企业盈利改善应是主旋律。

## 2、市场表现：食品饮料跑赢沪深300

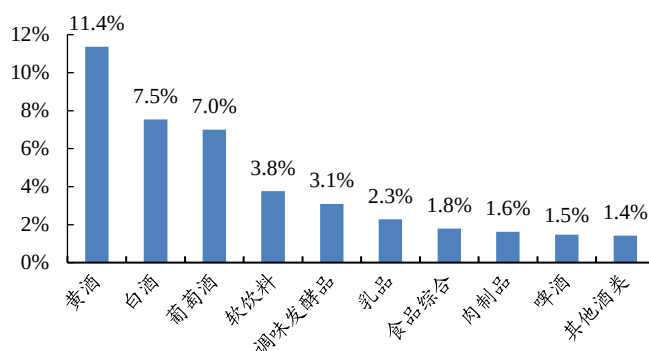
5月24日-5月28日，食品饮料指数涨幅为6.0%，一级子行业排名第3，跑赢沪深300约2.4pct。子行业中黄酒（11.4%）、白酒（7.5%）、葡萄酒（7.0%）表现相对较好。个股方面，海南椰岛、李子园、老白干酒等涨幅领先；妙可蓝多、华宝股份、均瑶健康等跌幅居前。

图1：上周食品饮料涨幅为6.0%，排名3/28

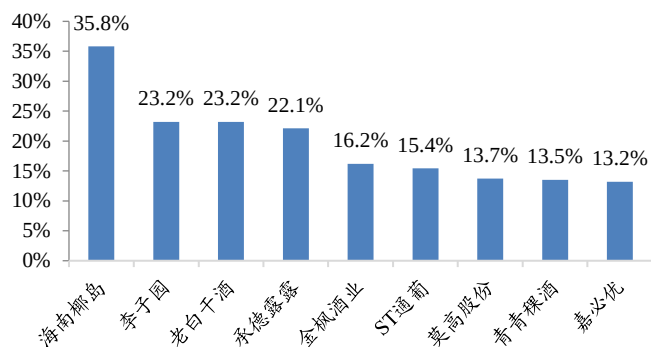


数据来源：Wind、开源证券研究所

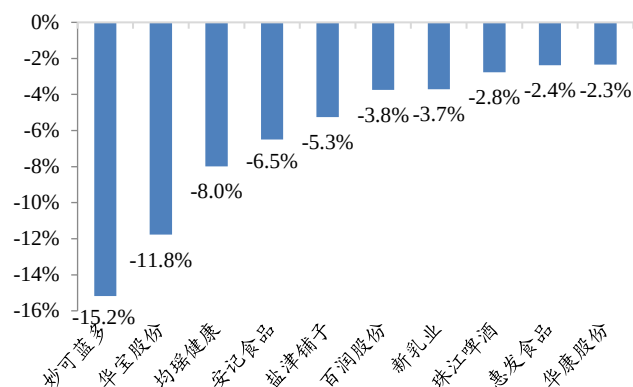
图2：上周黄酒、白酒、葡萄酒表现相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3: 上周海南椰岛、李子园、老白干酒等涨幅领先**


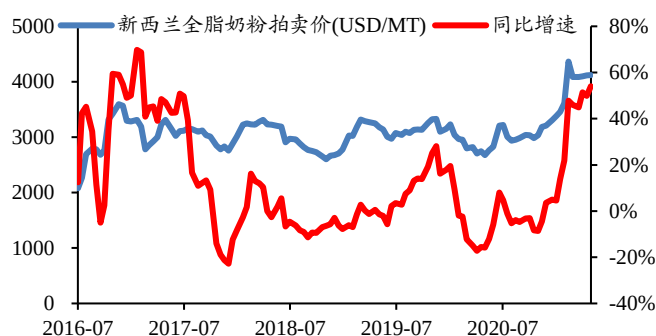
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图4: 上周妙可蓝多、华宝股份、均瑶健康等跌幅居前**


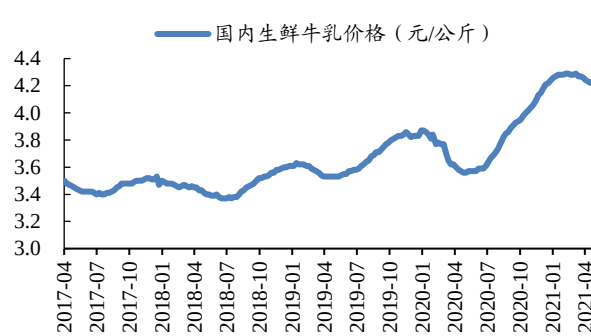
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、上游数据: 多数农产品价格上行

5月18日, GDT 拍卖全脂奶粉中标价 4123 美元/吨, 环比+0.19%, 同比+54.02%, 奶价同比大幅提升。5月19日, 国内生鲜乳价格 4.2 元/公斤, 环比+0.0%, 同比+18.8%。中短期看国内奶牛存栏量处于低位, 奶价估计持续上行。

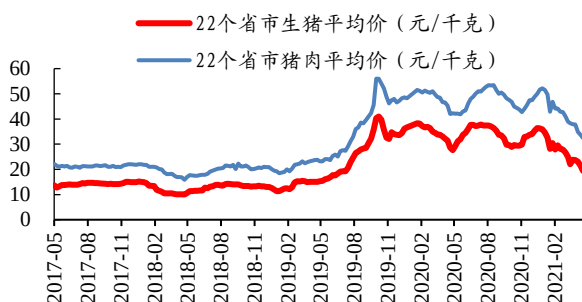
**图5: 2021年5月18日 GDT全脂奶粉中标价同比+54.02% 图6: 2021年5月19日生鲜乳价格同比+18.8%**


数据来源: GDT、开源证券研究所

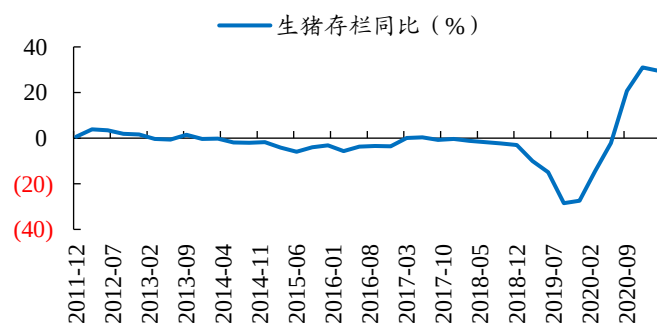


数据来源: Wind、开源证券研究所

5月21日, 生猪价格 18.9 元/公斤, 同比-44.1%, 环比-2.4%; 猪肉价格 31.2 元/公斤, 同比-27.4%, 环比-3.9%。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。5月19日, 白条鸡价格 21.6 元/公斤, 同比-1.8%, 环比-0.2%。

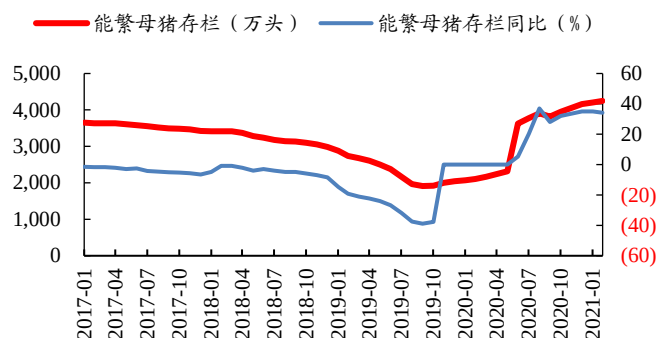
**图7: 2021年5月21日猪肉价格同比-27.4%**


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%**


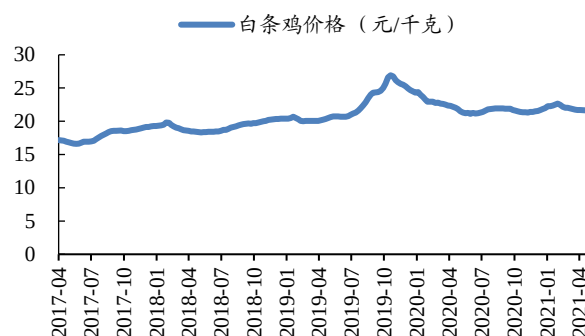
数据来源: Wind、开源证券研究所

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

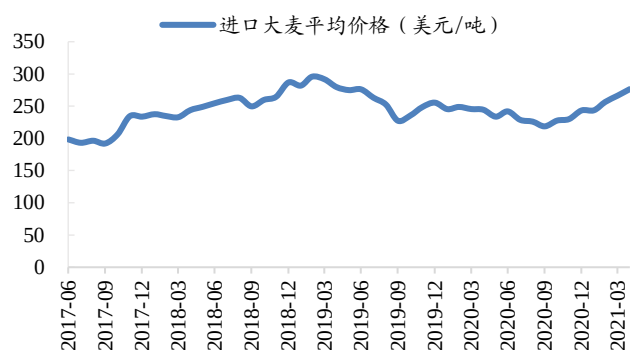
图10: 2021年5月19日白条鸡价格同比-1.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

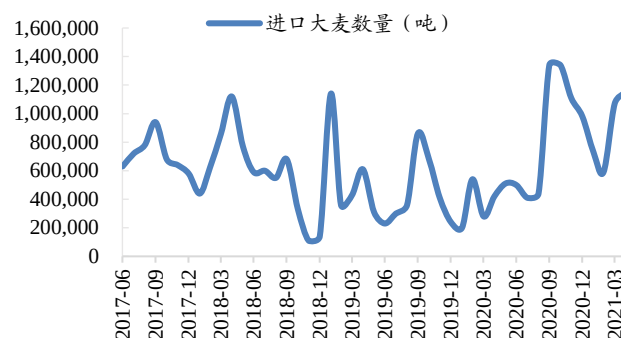
2021年4月，进口大麦价格276.4元/公斤，同比+13.0%。进口数量115万吨，同比+173.8%。受到中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11: 2021年4月进口大麦价格同比+13.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

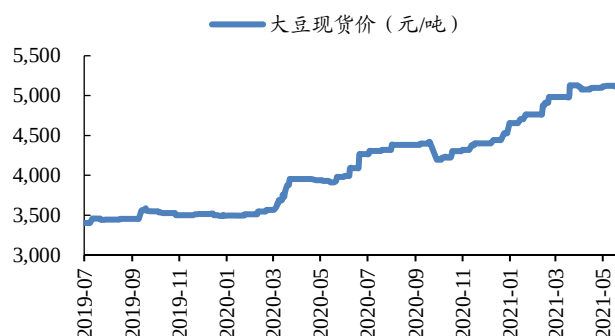
图12: 2021年4月进口大麦数量同比+173.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

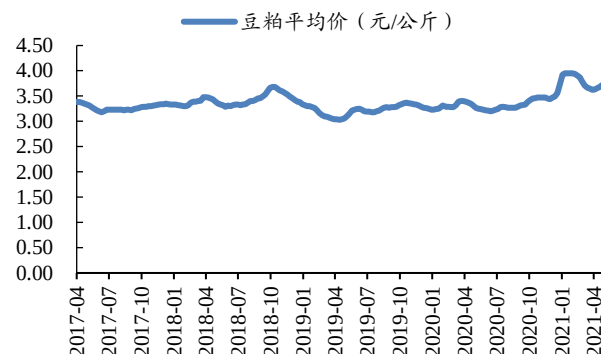
5月28日，大豆现货价5110.5元/吨，同比+30.7%。5月19日，豆粕平均价格3.7元/公斤，同比+11.6%。预计2021年大豆价格可能走高。

图13: 2021年5月28日大豆现货价同比+30.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2021年5月19日豆粕平均价同比+11.6%

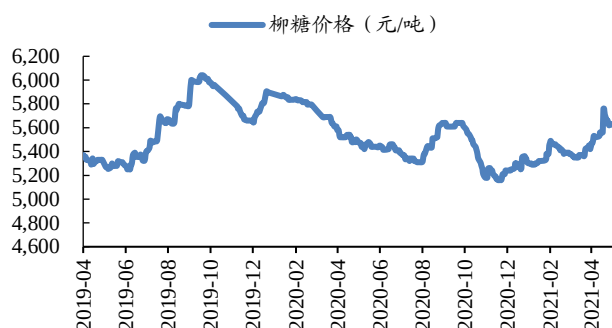


数据来源: Wind、开源证券研究所



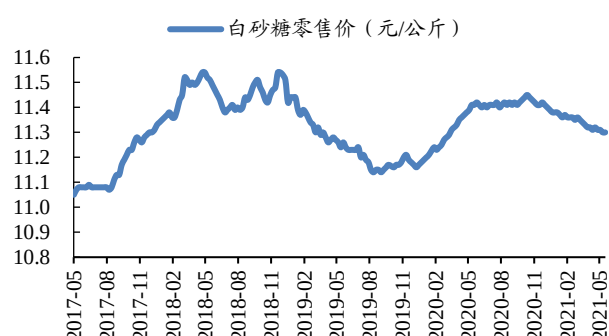
5月28日，柳糖价格5610.0元/吨，同比+3.6%；5月21日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比-1.0%。长期看全球白糖进入增长期间，白糖价格可能在高位偏弱运行。

图15: 2021年5月28日柳糖价格同比+3.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2021年5月21日白砂糖零售价同比-1.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 4、酒业数据新闻：今世缘国缘系列上调开票价，最高 60 元/瓶

泸州市酒业发展促进局在5月中旬白酒商品批发价格走势分析中显示，全国白酒商品批发价格定基总指数为107.55，上涨7.55%。其中，名酒价格指数为109.58，上涨9.58%；地方酒价格指数为104.63，上涨4.63%；基酒价格指数为106.91，上涨6.91%；全国白酒价格环比总指数为100.29，上涨0.29%（来源于酒说）。

全国酿酒行业1-4月产量同比增长21.13%。2021年1-4月，全国酿酒行业规模以上企业完成酿酒总产量1776.17万千升，同比增长21.13%。其中，1-4月白酒产量262.08万千升，同比增长16.95%；啤酒产量1140.88万千升，同比增长33.56%；葡萄酒产量11.26万千升，同比增长24.54%；发酵酒精产量265.49万千升，同比下降13.45%（来源于酒业家）。

5月26日泸州老窖新零售有限公司成立，法定代表人为易彬，注册资本5000万元人民币，经营范围包含：水产品批发；水产品零售；建筑材料销售；化工产品销售（不含许可类化工产品）；电子产品销售等。企查查股权穿透显示，该公司由泸州老窖股份有限公司销售公司、泸州老窖股份有限公司共同持股（来源于酒说）。

5月27日，国家统计局数据显示，1-4月，酒、饮料和精制茶制造业实现营业收入5357.7亿元，同比增长25.5%；营业成本达3440.9亿元，同比增长22.6%；利润总额达到954.8亿元，同比增长39.2%（来源于糖酒快讯）。

5月27日，江苏今世缘酒业销售有限公司发布通知，为进一步提高国缘品牌产品竞争力，打好开系提升站，决定于2021年6月1日起，42度单开国缘（550ml版）、42度四开国缘（550ml版）开票价分别上调10元/瓶、60元/瓶；52度四开国缘（新版）开票价上调50元/瓶。

## 5、备忘录：关注 6 月 3 日科拓生物召开股东大会

下周（5 月 31 日-6 月 4 日）将有 4 家上市公司召开股东大会。

**表1：最近重大事件备忘录：关注 6 月 3 日科拓生物召开股东大会**

| 日期       | 公司名称   | 股东会           | 限售解禁          |
|----------|--------|---------------|---------------|
| 5 月 31 日 | 青海春天   | 青海省西宁市（14:00） |               |
| 6 月 1 日  | 天味食品   |               | 解禁 3431.58 万股 |
| 6 月 2 日  | 爱普股份   | 上海市静安区（13:30） |               |
| 6 月 3 日  | 科拓生物   | 北京市怀柔区（14:00） |               |
| 6 月 4 日  | *ST 西发 | 四川省成都市（14:00） |               |

资料来源：Wind、开源证券研究所

**表2：关注 5 月 24 日发布的金徽酒报告**

| 报告类型 | 报告名称                                | 时间       |
|------|-------------------------------------|----------|
| 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  |
| 行业周报 | 调味品压力仍存，白酒信心持续恢复                    | 5 月 9 日  |
| 行业周报 | 啤酒趋势向好，乳制品持续复苏                      | 5 月 16 日 |
| 行业点评 | 4 月电商数据分析：行业表现分化，价增趋势持续             | 5 月 18 日 |
| 行业点评 | 4 月社零数据快速增长，烟酒表现优于食品                | 5 月 18 日 |
| 行业周报 | 社零数据持续复苏，预制菜赛道优质                    | 5 月 23 日 |
| 公司深度 | 金徽酒：控股权变更带来发展机遇，二次创业踏上新征程--公司首次覆盖报告 | 5 月 24 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<br>(元) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|------|----|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |    |            | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 贵州茅台 | 买入 | 2230.0     | 42.8  | 48.56 | 54.73 | 52.1  | 45.9  | 40.7  |
| 五粮液  | 买入 | 316.9      | 6.2   | 7.15  | 8.47  | 51.1  | 44.3  | 37.4  |
| 洋河股份 | 增持 | 218.1      | 5.2   | 6.16  | 7.37  | 41.9  | 35.4  | 29.6  |
| 山西汾酒 | 买入 | 452.4      | 5.47  | 7.17  | 9.36  | 82.7  | 63.1  | 48.3  |
| 口子窖  | 增持 | 67.5       | 2.6   | 3.09  | 3.6   | 26.0  | 21.8  | 18.7  |
| 古井贡酒 | 增持 | 242.9      | 4.69  | 5.63  | 6.81  | 51.8  | 43.1  | 35.7  |
| 金徽酒  | 增持 | 44.9       | 0.80  | 1.00  | 1.28  | 56.1  | 44.9  | 35.1  |
| 伊利股份 | 买入 | 40.6       | 1.38  | 1.59  | 1.89  | 29.4  | 25.5  | 21.5  |
| 新乳业  | 增持 | 17.6       | 0.43  | 0.58  | 0.8   | 41.0  | 30.4  | 22.0  |
| 双汇发展 | 增持 | 35.6       | 1.99  | 2.26  | 2.6   | 17.9  | 15.7  | 13.7  |
| 中炬高新 | 增持 | 50.0       | 1.22  | 1.51  | 1.89  | 41.0  | 33.1  | 26.5  |
| 涪陵榨菜 | 买入 | 41.5       | 1.12  | 1.39  | 1.68  | 37.1  | 29.9  | 24.7  |
| 海天味业 | 买入 | 135.8      | 2.33  | 2.85  | 3.4   | 58.3  | 47.7  | 40.0  |
| 恒顺醋业 | 买入 | 22.2       | 0.36  | 0.43  | 0.51  | 61.5  | 51.5  | 43.4  |
| 西麦食品 | 增持 | 32.7       | 1.08  | 1.36  | 1.72  | 30.3  | 24.1  | 19.0  |
| 桃李面包 | 买入 | 35.0       | 1.35  | 1.6   | 1.92  | 25.9  | 21.9  | 18.2  |
| 嘉必优  | 买入 | 44.4       | 1.33  | 1.88  | 2.56  | 33.3  | 23.6  | 17.3  |
| 绝味食品 | 买入 | 85.4       | 1.59  | 1.99  | 2.45  | 53.7  | 42.9  | 34.9  |
| 煌上煌  | 增持 | 18.8       | 0.65  | 0.82  | 0.98  | 28.8  | 22.9  | 19.1  |
| 广州酒家 | 增持 | 39.4       | 1.39  | 1.66  | 1.83  | 28.4  | 23.8  | 21.6  |
| 甘源食品 | 增持 | 72.1       | 2.36  | 2.78  | 3.38  | 30.6  | 25.9  | 21.3  |

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021 年 5 月 28 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的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