

食品饮料

2021年10月24日

白酒保持乐观态度，关注食品提价机会

——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

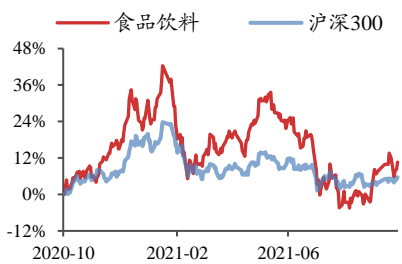
pangxiaojuan@kysec.cn

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

《行业点评报告-9月电商数据分析：线上销售平淡，龙头表现分化》-2021.10.18

《行业周报-海天味业提价落地，糖酒会反馈稳健》-2021.10.17

《行业周报-双节动销稳定，板块持续改善》-2021.10.10

● 核心观点：白酒曲折中向上，提价可能成为大众品投资主线

10月18日-10月22日，食品饮料指数跌幅为-1.2%，一级子行业排名第21，跑输沪深300约1.8pct。子行业中调味发酵品（4.9%）、肉制品（3.0%）、乳品（1.3%）表现相对领先。本周受到消费税传闻影响，白酒板块股价回落。考虑到消费税后移征收实施执行难度较大，以及税收分配尚未有定论，我们认为消费税短期实施可能性较低。即使消费税实现零售端征收，对于名优酒企而言也可以向下游转移税负压力，影响有限。本周已进入三季报披露时期，贵州茅台三季度实现营收、净利增长10.0%与12.4%，略低于市场预期，主因茅台酒并未如期放量，估计应是茅台谨慎推进渠道改革，基酒产能稀缺背景下，更多依靠价格提升及系列酒放量拉动业绩增长。而酒鬼酒三季度的高增长再次验证次高端白酒成长性，估计内参系列以及酒鬼系列三季度均有翻倍增长，虽部分销售人员激励费用提前确认导致净利水平略有下降，但中长期看品牌协同以及市场扩张仍会强化公司成长势能。2022年春节白酒仍可积极展望，我们对于白酒板块保持相对乐观态度。

提价可能成为大众品投资主线。在PPI与CPI剪刀差扩大的背景下，成本压力向下游传导成为可能。目前我们已经观测到在部分必选消费领域，已有提价现象，如安琪酵母9月底已对部分产品进行提价，海天味业也公告于10月下旬进行提价，估计后续其他调味品企业也有跟随提价可能。提价促发因素通常包括成本上涨与渠道利润变薄，正面影响在于可对冲成本压力，同时提升渠道利润率与积极性。当前除原料成本价格提升外，能源限制也带来产能缩减与成本提升，提价品种可能由必选消费扩散至可选消费，如本周洽洽食品也公告对葵花籽及部分南瓜子、西瓜子进行提价，幅度8%-18%不等，标志可选消费也进入提价阶段。我们认为后续不大排除其他子行业仍有提价可能，如速冻食品等。提价可能成为后续大众品投资主线，建议重点关注。

● 推荐组合：贵州茅台、五粮液、山西汾酒与海天味业

(1) 贵州茅台双节期间投放量增加，配合开箱等政策导致短期市场供给增加，价格适度回落，更有利于茅台酒长期持续发展。2021年规划营收增10.5%的目标大概率完成，公司在量价方面都有从容腾挪空间，未来量价齐升逻辑顺畅。(2) 五粮液双节供给增加，批价稳定在960-980元，渠道库存低位，动销良好。考虑经典五粮液的推广，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) 海天味业公告提价，对于成本以及渠道利润都有积极影响。目前海天味业应处于恢复趋势当中，复苏曲线相对平缓。建议布局并长期持有。

● 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：白酒曲折中向上，提价可能成为大众品投资主线.....	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：郎酒 4 万吨产能投产.....	7
5、备忘录：关注 10 月 30 日五粮液三季报披露.....	7
6、风险提示.....	11

图表目录

图 1：食品饮料跌幅为-1.2%，排名 21/28.....	4
图 2：调味发酵品、肉制品、乳品表现相对较好.....	4
图 3：甘源食品、金禾实业、三只松鼠等涨幅领先.....	4
图 4：元祖股份、爱普股份、来伊份等跌幅居前.....	4
图 5：2021 年 10 月 19 日全脂奶粉中标价同比+25.4%.....	5
图 6：2021 年 10 月 13 日生鲜乳价格同比+9.7%.....	5
图 7：2021 年 10 月 15 日猪肉价格同比-59.0%.....	5
图 8：2021 年 9 月生猪存栏数量同比+18.2%.....	5
图 9：2021 年 9 月能繁母猪数量同比+16.7%.....	5
图 10：2021 年 10 月 13 日白条鸡价格同比-4.7%.....	5
图 11：2021 年 9 月进口大麦价格同比+29.0%.....	6
图 12：2021 年 9 月进口大麦数量同比+12.7%.....	6
图 13：2021 年 10 月 22 日大豆现货价同比+24.9 %.....	6
图 14：2021 年 10 月 13 日豆粕平均价同比+17.1%.....	6
图 15：2021 年 10 月 22 日柳糖价格同比+9.7%.....	7
图 16：2021 年 10 月 15 日白砂糖零售价同比-1.2%.....	7
表 1：最近重大事件备忘录：关注 10 月 30 日五粮液三季报披露.....	7
表 2：关注 10 月 20 日发布的水井坊首次覆盖报告.....	10
表 3：重点公司盈利预测及估值.....	11

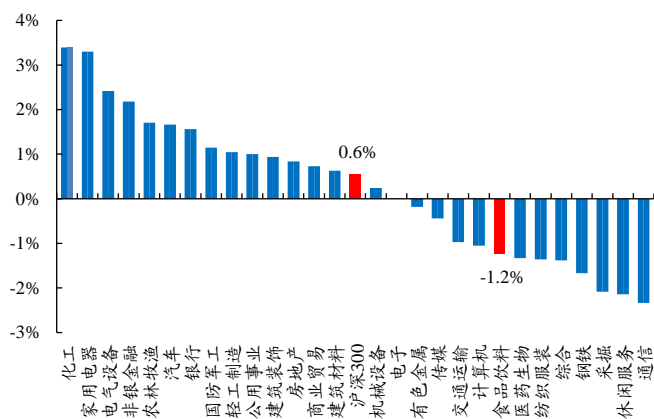
1、每周观点：白酒曲折中向上，提价可能成为大众品投资主线

10月18日-10月22日，食品饮料指数跌幅为-1.2%，一级子行业排名第21，跑输沪深300约1.8pct。子行业中调味发酵品（4.9%）、肉制品（3.0%）、乳品（1.3%）表现相对领先。本周受到消费税传闻影响，白酒板块股价回落。考虑到消费税后移征收实施执行难度较大，以及税收分配尚未有定论，我们认为消费税短期实施可能性较低。即使消费税实现零售端征收，对于名优酒企而言也可以向下游转移税负压力，影响有限。本周已进入三季报披露时期，贵州茅台三季度实现营收、净利增长10.0%与12.4%，略低于市场预期，主因茅台酒并未如期放量，估计应是茅台谨慎推进渠道改革，基酒产能稀缺背景下，更多依靠价格提升及系列酒放量拉动业绩增长。而酒鬼酒三季度的高增长再次验证次高端白酒成长性，估计内参系列以及酒鬼系列三季度均有翻倍增长，虽部分销售人员激励费用提前确认导致净利水平略有下降，但中长期看品牌协同以及市场扩张仍会强化公司成长势能。2022年春节白酒仍可积极展望，我们对于白酒板块保持相对乐观态度。

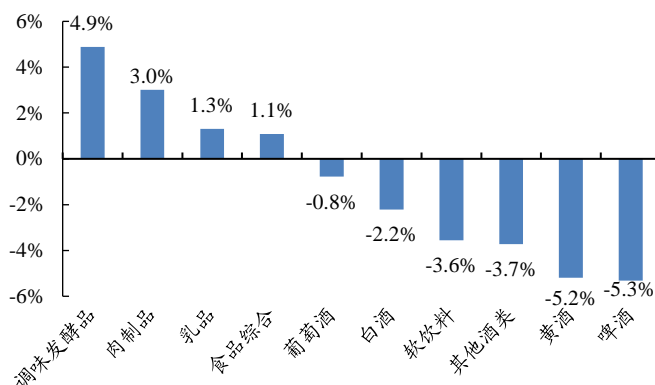
提价可能成为大众品投资主线。在PPI与CPI剪刀差扩大的背景下，成本压力向下游传导成为可能。目前我们已经观测到在部分必选消费领域，已有提价现象，如安琪酵母9月底已对部分产品进行提价，海天味业也公告于10月下旬进行提价，估计后续其他调味品企业也有跟随提价可能。提价促发因素通常包括成本上涨与渠道利润变薄，正面影响在于可对冲成本压力，同时提升渠道利润率与积极性。当前除原料成本价格提升外，能源限制也带来产能缩减与成本提升，提价品种可能由必选消费扩散至可选消费，如本周洽洽食品也公告对葵花籽及部分南瓜子、西瓜子进行提价，幅度8%-18%不等，标志可选消费也进入提价阶段。我们认为后续不大排除其他子行业仍有提价可能，如速冻食品等。提价可能成为后续大众品投资主线，建议重点关注。

2、市场表现：食品饮料跑输沪深300

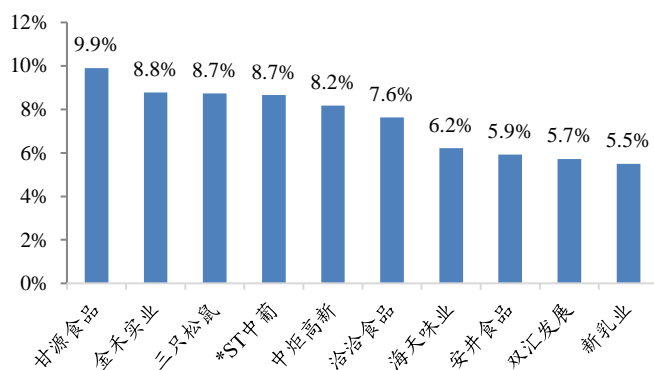
10月18日-10月22日，食品饮料指数跌幅为-1.2%，一级子行业排名第21，跑输沪深300约1.8pct。子行业中调味发酵品（4.9%）、肉制品（3.0%）、乳品（1.3%）表现相对领先。个股方面，甘源食品、金禾实业、三只松鼠等涨幅领先；元祖股份、爱普股份、来伊份等跌幅居前。

图1: 食品饮料跌幅为-1.2%，排名 21/28


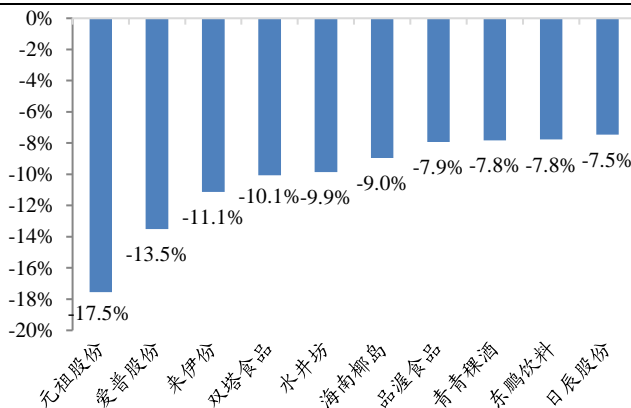
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 调味发酵品、肉制品、乳品表现相对较好


数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 甘源食品、金禾实业、三只松鼠等涨幅领先


数据来源: Wind、开源证券研究所

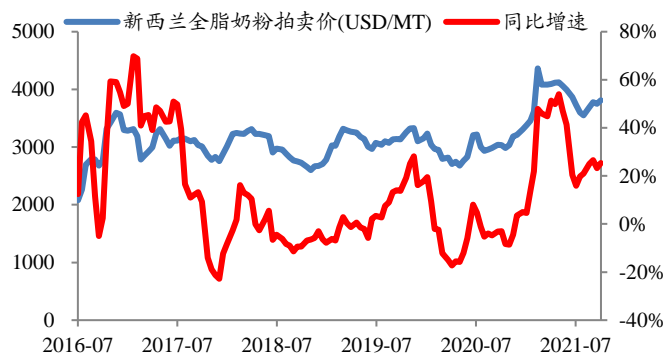
图4: 元祖股份、爱普股份、来伊份等跌幅居前


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

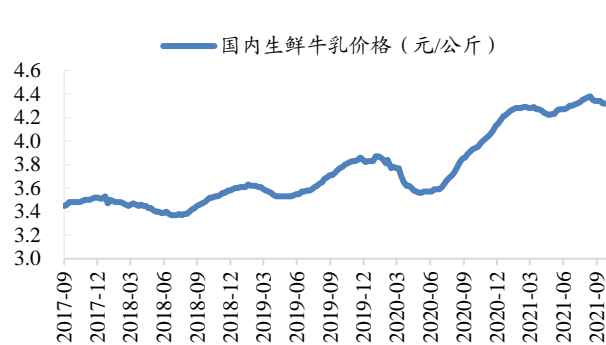
10月19日, GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3803 美元/吨, 环比 1.6%, 同比+25.4%, 奶价同比大幅提升。10月13日, 国内生鲜乳价格 4.3 元/公斤, 环比-0.2%, 同比+9.7%。中短期看国内奶牛存栏量处于低位, 奶价估计持续上行。

图5: 2021年10月19日全脂奶粉中标价同比+25.4%



数据来源: GDT、开源证券研究所

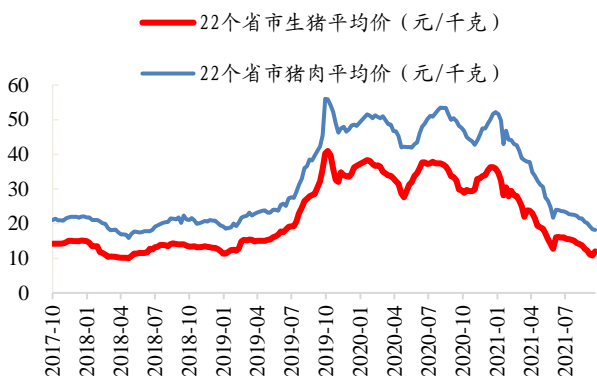
图6: 2021年10月13日生鲜乳价格同比+9.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

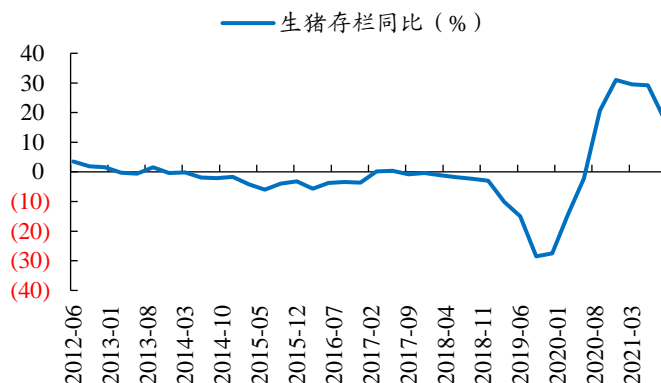
10月15日, 生猪价格12.0元/公斤, 同比-59.0%, 环比11.6%; 猪肉价格18.2元/公斤, 同比-59.0%, 环比-1.2%。2021年9月, 能繁母猪存栏4459万头, 同比+16.7%, 环比-1.8%。2021年9月生猪存栏同比+18.2%。全年来看猪价下行趋势持续。10月13日, 白条鸡价格21.3元/公斤, 同比-4.7%, 环比-0.4%。

图7: 2021年10月15日猪肉价格同比-59.0%



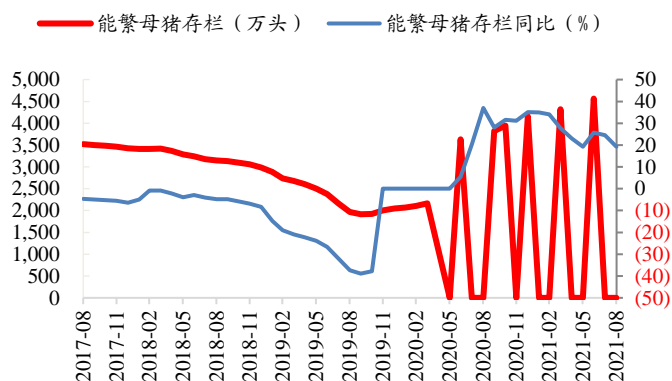
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2021年9月生猪存栏数量同比+18.2%



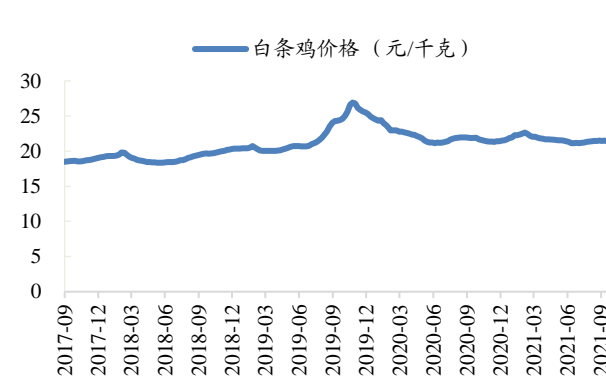
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2021年9月能繁母猪数量同比+16.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

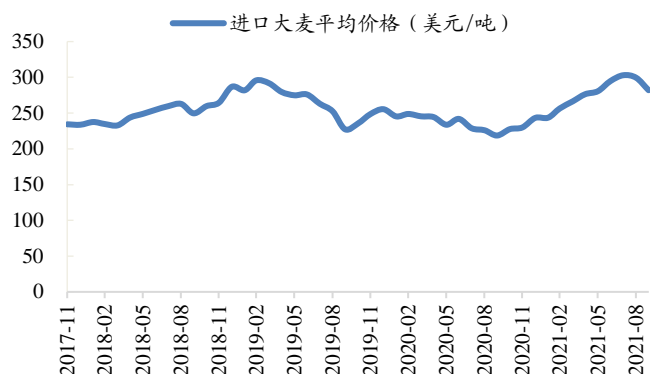
图10: 2021年10月13日白条鸡价格同比-4.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

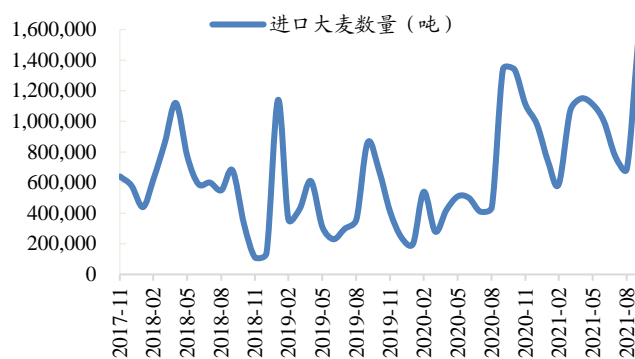
2021年9月，进口大麦价格282.0元/公斤，同比+29.0%。进口数量151万吨，同比+12.7%。受到中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11: 2021年9月进口大麦价格同比+29.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

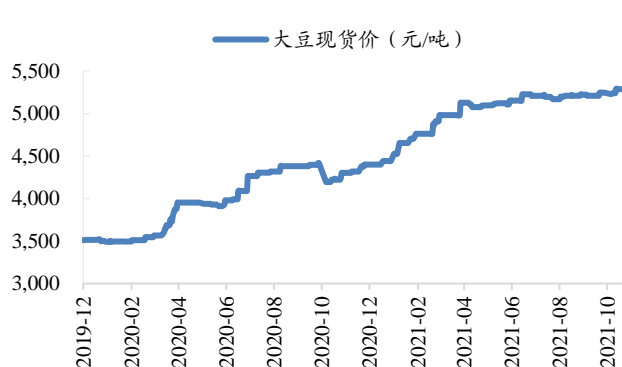
图12: 2021年9月进口大麦数量同比+12.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

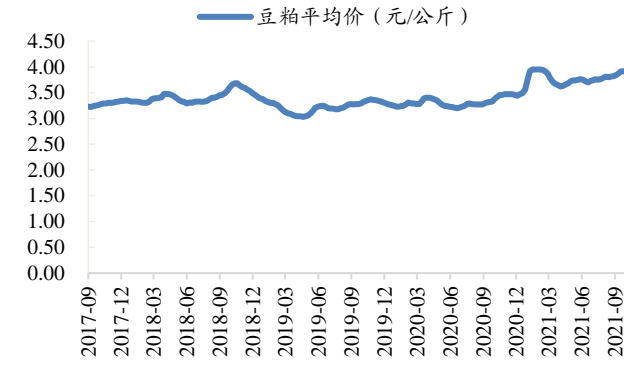
10月22日，大豆现货价5288.4元/吨，同比+24.9%。10月13日，豆粕平均价格3.9元/公斤，同比+17.1%。预计2021年大豆价格可能走高。

图13: 2021年10月22日大豆现货价同比+24.9%



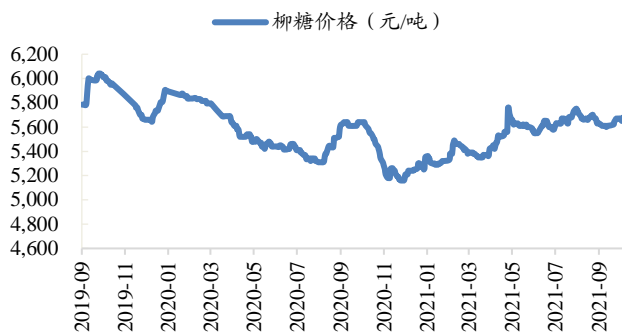
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2021年10月13日豆粕平均价同比+17.1%

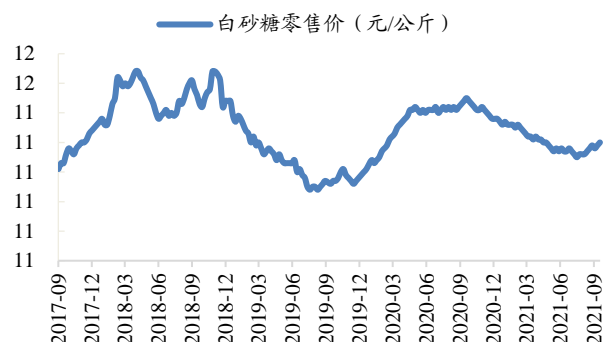


数据来源: Wind、开源证券研究所

10月22日，柳糖价格5680.0元/吨，同比+9.7%；10月15日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比-1.2%。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10月22日柳糖价格同比+9.7%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2021年10月15日白砂糖零售价同比-1.2%


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻: 郎酒 4 万吨产能投产

前9月四川、贵州酒类产量出炉。10月19日,四川省统计局数据显示,1-9月,四川省白酒产量257.2万千升,同比增长4.2%,其中9月白酒产量29.0万千升,同比下降4.6%;啤酒产量192.1万千升,同比增长11.4%,其中9月啤酒产量18.5万千升,同比下降8.4%。同日,贵州统计局数据显示,1-9月,贵州省白酒产量25.17万千升,同比增长38.5%(来源于酒说)。

郎酒4万吨产能投产。目前,郎酒已全面实现4万吨优质酱酒的投粮、投产,预计明年重阳,随着郎酒五大生态酿酒区全面建成,郎酒将实现5.5万吨酱酒产能目标。据了解,在重阳当天,郎酒庄园吴家沟二期、二郎红滩生态酿酒区都正式投产,也标志着郎酒4万吨优质酱酒产能全面投粮、投产,郎酒迎来历史最高产能时期(来源于酒业家)。

10月19日,根据阿里平台数据,9月酒类线上销售额13.50亿,同降31.06%,销售量700.38万件,同降25.45%,均价192.82元/件,同降7.53%。白酒行业线上销售额7.63亿元,同降32.99%,销售量168.79万件,同降38.09%,均价452.25元,同增8.24%。在去年同期高基数下,9月酒类、白酒同比显著下滑(来源于酒说)。

5、备忘录: 关注10月30日五粮液三季报披露

下周(10月25日-10月31日)将有101家上市公司三季报披露。

表1: 最近重大事件备忘录: 关注10月30日五粮液三季报披露

日期	公司名称	财务报告	股东会	限售解禁
10月25日	ST西发	三季报披露		
10月25日	莲花健康		河南省项城市(15:00)	
10月25日	西王食品	三季报披露		
10月25日	劲仔食品	三季报披露		
10月26日	皇台酒业	三季报披露		
10月26日	青青稞酒	三季报披露		
10月26日	欢乐家	三季报披露		
10月26日	得利斯	三季报披露		

日期	公司名称	财务报告	股东会	限售解禁
10月26日	金字火腿	三季报披露		
10月26日	春雪食品	三季报披露		
10月26日	星湖科技	三季报披露		
10月26日	汤臣倍健	三季报披露		
10月27日	老白干酒		河北省衡水市(9:00)	
10月27日	洋河股份	三季报披露		
10月27日	泉阳泉	三季报披露		
10月27日	李子园	三季报披露		
10月27日	双汇发展	三季报披露		
10月27日	仲景食品	三季报披露		
10月27日	皇氏集团	三季报披露		
10月27日	新乳业	三季报披露		
10月27日	千味央厨	三季报披露		
10月27日	三全食品	三季报披露		
10月27日	好想你	三季报披露		
10月27日	甘源食品	三季报披露		
10月27日	华宝股份	三季报披露		
10月27日	品渥食品	三季报披露		
10月27日	海融科技	三季报披露		
10月27日	青海春天	三季报披露		
10月27日	惠发食品	三季报披露		
10月27日	古越龙山			解禁 10301.82 万股
10月28日	伊力特	三季报披露		
10月28日	顺鑫农业	三季报披露		
10月28日	老白干酒	三季报披露		
10月28日	口子窖	三季报披露		
10月28日	迎驾贡酒	三季报披露		
10月28日	惠泉啤酒	三季报披露		
10月28日	均瑶健康	三季报披露		
10月28日	东鹏饮料	三季报披露		
10月28日	张裕	三季报披露		
10月28日	威龙股份	三季报披露		
10月28日	千禾味业	三季报披露		
10月28日	安记食品	三季报披露		
10月28日	盐津铺子	三季报披露		
10月28日	祖名股份	三季报披露		
10月28日	仙乐健康	三季报披露		
10月28日	科拓生物	三季报披露		
10月28日	广州酒家	三季报披露		
10月28日	有友食品	三季报披露		
10月28日	元祖股份	三季报披露		
10月28日	味知香	三季报披露		
10月29日	泸州老窖	三季报披露		

日期	公司名称	财务报告	股东会	限售解禁
10月29日	山西汾酒	三季报披露		
10月29日	重庆啤酒	三季报披露		
10月29日	青岛啤酒	三季报披露		
10月29日	天味食品	三季报披露		
10月29日	日辰股份	三季报披露		
10月29日	燕塘乳业	三季报披露		
10月29日	三元股份	三季报披露		
10月29日	伊利股份	三季报披露		
10月29日	洽洽食品	三季报披露		
10月29日	金禾实业	三季报披露		
10月29日	西麦食品	三季报披露		
10月29日	立高食品	三季报披露		
10月29日	佳禾食品	三季报披露		
10月29日	巴比食品	三季报披露		
10月29日	南侨食品	三季报披露		
10月29日	一鸣食品	三季报披露		
10月30日	五粮液	三季报披露		
10月30日	古井贡酒	三季报披露		
10月30日	今世缘	三季报披露		
10月30日	水井坊	三季报披露		
10月30日	金种子酒	三季报披露		
10月30日	燕京啤酒	三季报披露		
10月30日	海南椰岛	三季报披露		
10月30日	百润股份	三季报披露		
10月30日	ST维维	三季报披露		
10月30日	香飘飘	三季报披露		
10月30日	ST通葡	三季报披露		
10月30日	莫高股份	三季报披露		
10月30日	金枫酒业	三季报披露		
10月30日	煌上煌	三季报披露		
10月30日	龙大肉食	三季报披露		
10月30日	上海梅林	三季报披露		
10月30日	佳隆股份	三季报披露		
10月30日	加加食品	三季报披露		
10月30日	莲花健康	三季报披露		
10月30日	恒顺醋业	三季报披露		
10月30日	中炬高新	三季报披露		
10月30日	海天味业	三季报披露		
10月30日	贝因美	三季报披露		
10月30日	*ST科迪	三季报披露		
10月30日	庄园牧场	三季报披露		
10月30日	光明乳业	三季报披露		
10月30日	妙可蓝多	三季报披露		

日期	公司名称	财务报告	股东会	限售解禁
10月30日	黑芝麻	三季报披露		
10月30日	涪陵榨菜	三季报披露		
10月30日	海欣食品	三季报披露		
10月30日	桂发祥	三季报披露		
10月30日	爱普股份	三季报披露		
10月30日	安井食品	三季报披露		
10月30日	绝味食品	三季报披露		
10月30日	来伊份	三季报披露		

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2: 关注10月20日发布的水井坊首次覆盖报告

报告类型	报告名称	时间
公司点评	金字火腿：定增扩产，长期竞争力强化	8月29日
公司点评	洋河股份：战略调整成效显著，多品牌共同发力	8月30日
公司点评	五粮液：各系列量价齐升，直营占比明显提高	8月30日
公司点评	煌上煌：收入增幅回落，蓄力未来成长	8月30日
公司点评	海天味业：短期业绩承压，积极调整改善	8月31日
公司点评	绝味食品：门店拓展顺利，未来稳健成长	9月1日
公司点评	中炬高新：业绩压力增大，夯实基础静待花开	9月1日
公司点评	伊利股份：业绩超预期，份额持续提升，领先地位稳固	9月1日
行业深度	食品饮料2021年中报综述：白酒结构性繁荣，大众品柳岸待花明	9月7日
行业点评	8月电商数据分析：大众品表现分化，集中度提升	9月22日
行业周报	行业缓慢复苏，建议逢低布局	9月26日
行业周报	双节动销稳定，板块持续改善	10月10日
行业周报	海天味业提价落地，酒糖会反馈稳健	10月17日
行业点评	9月电商数据分析：线上销售平淡，龙头表现分化	10月18日
公司深度	水井坊首次覆盖报告：重新聚焦高端化，渠道革新再出发	10月20日
公司点评	桃李面包：需求放缓，成本、促销压力较大	10月20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	1901.0	41.76	48.03	55.52	45.5	39.6	34.2
五粮液	买入	225.0	6.33	7.74	9.45	35.5	29.1	23.8
洋河股份	增持	182.5	5.49	6.91	8.03	33.2	26.4	22.7
山西汾酒	买入	328.1	4.71	6.27	8.3	69.7	52.3	39.5
口子窖	增持	58.0	2.6	3.09	3.6	22.3	18.8	16.1
古井贡酒	增持	236.0	4.69	5.63	6.81	50.3	41.9	34.7
金徽酒	增持	34.8	0.8	1	1.28	43.5	34.8	27.2
水井坊	增持	129.0	2.14	2.97	4.01	60.3	43.4	32.2
伊利股份	买入	39.9	1.42	1.65	1.91	28.1	24.2	20.9
新乳业	增持	16.5	0.43	0.58	0.8	38.4	28.5	20.7
双汇发展	增持	28.1	1.73	1.92	2.18	16.2	14.6	12.9
中炬高新	增持	35.0	0.95	1.15	1.39	36.8	30.4	25.2
涪陵榨菜	买入	31.1	0.94	1.16	1.4	33.1	26.8	22.2
海天味业	买入	121.8	1.67	1.96	2.31	72.9	62.1	52.7
恒顺醋业	买入	15.7	0.33	0.39	0.47	47.6	40.3	33.4
西麦食品	增持	18.3	0.69	0.85	1.07	26.5	21.5	17.1
桃李面包	买入	28.1	0.81	0.96	1.12	34.7	29.3	25.1
嘉必优	买入	43.1	1.20	1.79	2.49	35.9	24.1	17.3
绝味食品	买入	62.3	1.57	1.97	2.42	39.7	31.6	25.7
煌上煌	增持	14.0	0.66	0.78	0.93	21.2	18.0	15.1
广州酒家	增持	20.1	0.94	1.13	1.31	21.4	17.8	15.3
甘源食品	增持	51.4	1.68	2.29	2.65	30.6	22.4	19.4

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021 年 10 月 22 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