

食品饮料

2021年11月20日

10月电商数据分析：线上较为平淡，龙头略承压

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

叶松霖（分析师）

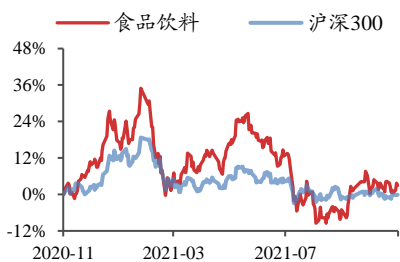
zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-提价逻辑仍在演绎，激励或成为潜在催化》-2021.11.14

《行业周报-布局主题投资，关注反转机会》-2021.11.7

《食品饮料行业 2022 年度投资策略-布局主题投资，关注反转机会》-2021.11.2

● 京东食品饮料行业线上销售额上涨，食品礼券增幅较大

根据魔镜数据，2021年10月京东食品饮料行业线上销售额为49.7亿元，同比增长38.0%；其中销量同比增加24.3%至8666万件，商品均价同比增11.0%至57.3元。销售额上涨主要受销量提升幅度较大影响。分子行业来看，食品礼券线上销售额增速较快，同比增100.9%，送礼消费需求旺盛。其余子行业：饮料冲调、茗茶、粮油调味、进口食品、地方特产、休闲食品，同比分别+43.6%、+18.6%、+37.6%、+26.8%、+35.1%、+34.5%。2021年10月休闲食品、饮料冲调子行业线上销售额占比较大，分别达35.9%、19.2%。

● 休闲食品：线上销售额减少，巧克力类增速较快

根据魔镜数据，2021年10月阿里系休闲食品行业线上销售额达60.9亿元，同比下降21.7%。拆分量价来看，销售量同比降15%，销售均价同比降7.9%，量价齐跌。分子行业来看，2021年10月子行业销售额巧克力类增长较快，同比增3.91%。休闲食品龙头中，三只松鼠、百草味销售额下滑主要由于销量大幅下降；良品铺子销售额增长主要由销量提升带动。休闲食品行业CR3同比增2.2pct至14.3%，行业集中度有所上升。

● 饮料冲调：乳制品行业略有下滑，低温乳制品增速较快

阿里系乳制品行业线上销售额达11.4亿元，同比降13.1%。其中，销售量同比下降7.1%，销售均价同比降6.4%，行业下降主要由销量下降导致。分子行业来看，2021年10月低温乳制品品类增速最快，同比增51%；纯牛奶增速较快。从龙头表现来看，蒙牛乳业、伊利股份、光明乳业销售额分别同比+2.5%、-35.8%、-17.2%，蒙牛乳业量增价减，伊利股份、光明乳业皆量价齐减。从市占率来看，伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业的市占率同比分别-5.4、+3.2、-0.3pct至15.5%、21%、4.5%。乳制品行业CR3同比降2.5pct至41.0%，行业集中度有所下降。

● 饮料冲调：燕麦行业有所下滑，桂格、西麦食品增长

2021年10月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达2.1亿元，同比降34.8%。拆分量价来看，销量同比下降30.4%，均价同比下降6.4%。燕麦行业销售额下滑，主要由销量、均价共同下降导致。从龙头表现来看，2021年10月桂格销售额达2042万元，同比增5.4%，其中销量同比增6.4%，均价同比降1.0%；西麦食品销售额达1318万元，同比增2.3%，其中销量同比降5.6%，均价同比增8.3%。桂格销售额增长由销量增长推动。西麦食品销售额略增主要由均价提升拉动，欧扎克、王饱饱、五谷磨房销售额同比下滑。燕麦行业CR5同比减9.7pct至28.85%，行业集中度有所下降。

● **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、 京东食品饮料线上销售额快速增长，食品礼券增幅较大.....	3
2、 休闲食品：线上销售额下滑，巧克力类增速较快.....	3
3、 乳制品：销售额下滑，低温乳制品及纯牛奶品类快速增长.....	5
4、 冲饮麦片：行业销售额下滑，桂格、西麦食品销售额增长.....	8
5、 风险提示.....	11

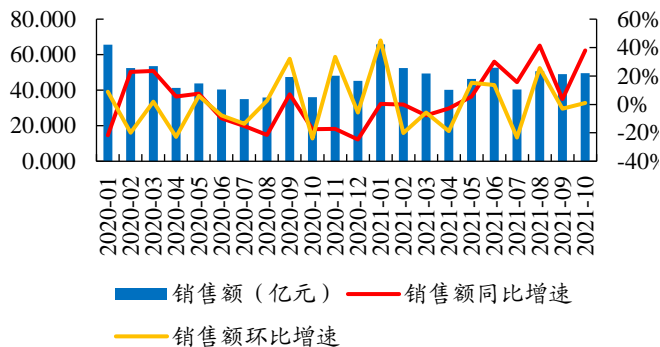
图表目录

图 1： 2021 年 10 月京东线上食品饮料行业同比增 38.0%.....	3
图 2： 2021 年 10 月销量同比增 24.3%，均价同比增 11.0%.....	3
图 3： 2021 年 10 月食品礼券增幅较大.....	3
图 4： 2021 年 10 月休闲食品行业销售额占比达 35.9%.....	3
图 5： 2021 年 10 月阿里系休闲食品行业同比降 21.7%.....	4
图 6： 2021 年 10 月阿里系子行业巧克力增速较快.....	4
图 7： 2021 年 10 月阿里系糕点点心品类线上销售额占比较高.....	4
图 8： 2021 年 10 月阿里系三只松鼠销售额同比降 13.7%.....	5
图 9： 2021 年 10 月阿里系百草味销售额同比降 14.3%.....	5
图 10： 2021 年 10 月阿里系良品铺子销售额同比增 15%.....	5
图 11： 2021 年 10 月阿里系休闲食品行业集中度下降.....	5
图 12： 2021 年 10 月阿里系乳制品行业同比降 13.1%.....	6
图 13： 2021 年 10 月阿里系子行业低温乳制品增速最快.....	6
图 14： 2021 年 10 月阿里系纯牛奶品类线上销售额占比较高.....	6
图 15： 2021 年 10 月阿里系蒙牛乳业销售额增 2.5%.....	7
图 16： 2021 年 10 月阿里系伊利股份销售额降 35.8%.....	7
图 17： 2021 年 10 月阿里系光明乳业销售额降 17.2%.....	7
图 18： 2021 年 10 月阿里系乳制品行业集中度略减.....	7
图 19： 2021 年 10 月阿里系乳制品品牌蒙牛乳业市场份额领先.....	7
图 20： 2021 年 10 月阿里系冲饮麦片行业同比降 34.8%.....	8
图 21： 2021 年 10 月阿里系冲饮麦片中桂格占比 9.63%.....	8
图 22： 2021 年 10 月阿里系欧扎克销售额降 60.8%.....	9
图 23： 2021 年 10 月阿里系冲饮麦片行业 CR5 下降.....	9
图 24： 2021 年 10 月阿里系西麦食品销售额增 2.3%.....	9
图 25： 2021 年 10 月阿里系王饱饱销售额降 59.5%.....	9
图 26： 2021 年 10 月阿里系五谷磨房销售额降 87.4%.....	10
图 27： 2021 年 10 月阿里系桂格销售额增 5.4%.....	10
表 1： 2021 年 10 月三只松鼠每日坚果类产品占比维持高位.....	5
表 2： 2021 年 10 月蒙牛乳业热销产品以纯牛奶和常温酸奶为主.....	8
表 3： 2021 年 10 月伊利股份热销产品以纯牛奶和常温酸奶为主.....	8
表 4： 2021 年 10 月阿里系冲饮麦片主要品牌为桂格、卡乐 B、欧扎克.....	9
表 5： 2021 年 10 月西麦食品热销产品以原味纯燕麦片为主.....	10
表 6： 2021 年 10 月王饱饱热销产品以冷食果味燕麦为主.....	10

1、京东食品饮料线上销售额快速增长，食品礼券增幅较大

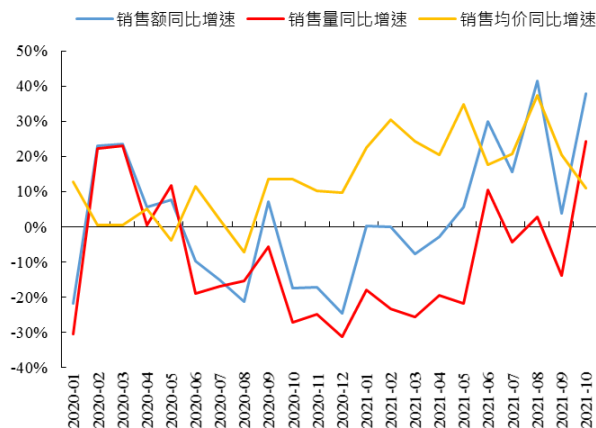
2021年10月京东食品饮料行业线上销售额快速增长，主要由销量提升推动。根据魔镜数据，2021年10月京东食品饮料行业线上销售额为49.7亿元，同比增38.0%；其中销量同比增加24.3%至8666万件，商品均价同比增11.0%至57.31元。销售额上涨主要受销量提升幅度较大影响。

图1：2021年10月京东线上食品饮料行业同比增38.0%



数据来源：魔镜、开源证券研究所

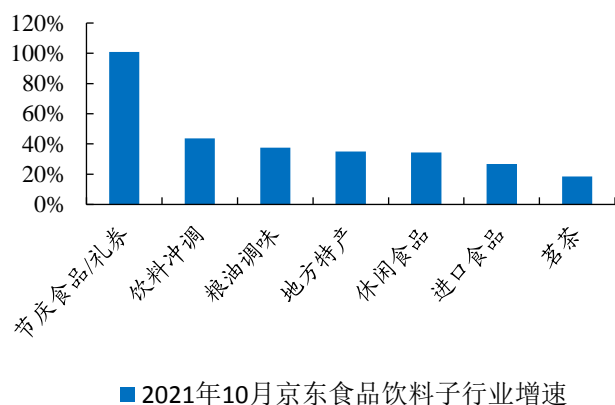
图2：2021年10月销量同比增24.3%，均价同比增11.0%



数据来源：魔镜、开源证券研究所

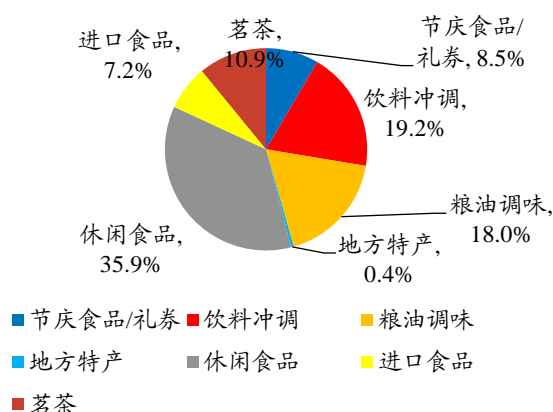
分子行业来看，食品礼券行业增速较快。根据魔镜数据，2021年10月京东食品饮料行业子行业中食品礼券线上销售额增速较快，同比增100.9%，送礼消费需求旺盛。其余子行业：饮料冲调、茗茶、粮油调味、进口食品、地方特产、休闲食品，同比分别+43.6%、+18.6%、+37.6%、+26.8%、+35.1%、+34.5%。2021年10月休闲食品、饮料冲调子行业线上销售额占比较大，分别达35.9%、19.2%。

图3：2021年10月食品礼券增幅较大



数据来源：魔镜、开源证券研究所

图4：2021年10月休闲食品行业销售额占比达35.9%



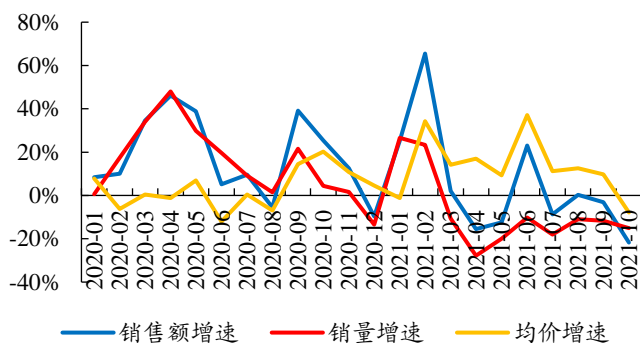
数据来源：魔镜、开源证券研究所

2、休闲食品：线上销售额下滑，巧克力类增速较快

2021年10月休闲食品销售额下滑，行业量价齐跌。根据魔镜数据，2021年10月

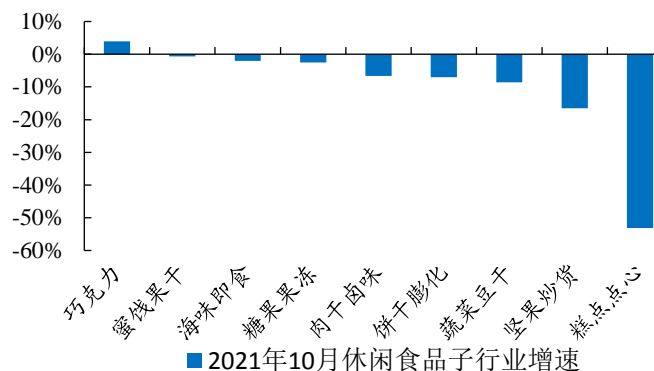
月阿里系休闲食品行业线上销售额达 60.9 亿元，同比降 21.7%。拆分量价来看，销售量同比降 15%，销售均价同比降 7.9%，量价齐跌。分子行业来看，2021 年 10 月子行业销售额巧克力类增长较快，同比增 3.91%。糕点点心类线上销售额占比较高，达 19.1%。

图5：2021 年 10 月阿里系休闲食品行业同比降 21.7%



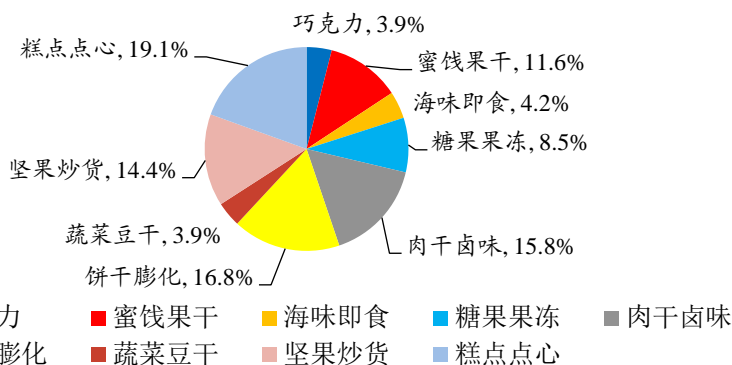
数据来源：魔镜、开源证券研究所

图6：2021 年 10 月阿里系子行业巧克力增速较快



数据来源：魔镜、开源证券研究所

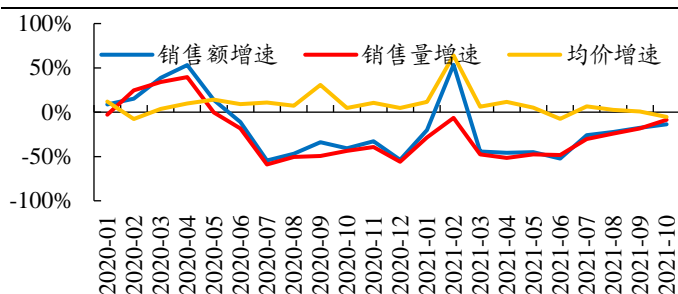
图7：2021 年 10 月阿里系糕点点心品类线上销售额占比较高



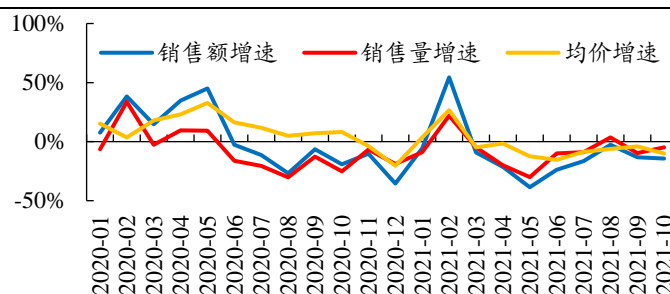
数据来源：魔镜、开源证券研究所

休闲食品行业龙头线上销售额下滑。根据魔镜数据，2021 年 10 月三只松鼠销售额达 3.5 亿元，同比下降 13.7%，其中销量同比下降 8.8%，均价同比降 5.3%；百草味销售额达 2.6 亿元，同比下降 14.3%，其中销量同比减 4.7%，均价同比降 10.0%；良品铺子销售额达 2.6 亿元，同比增 15.0%，其中销量同比增 15.0%，均价同比基本持平。2021 年 10 月休闲食品龙头中，三只松鼠、百草味销售额下滑主要由于销量大幅下降；良品铺子销售额增长主要由销量提升带动。

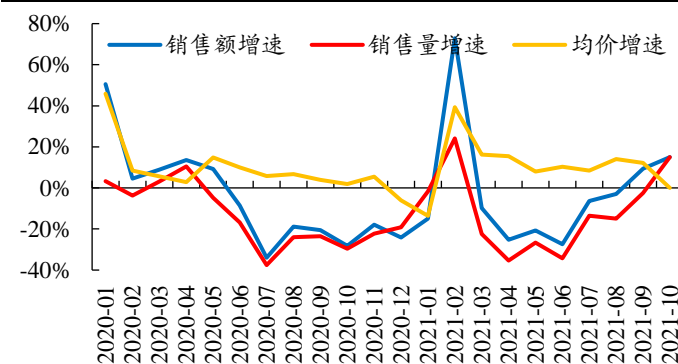
休闲食品行业集中度同比提升。根据魔镜数据，三只松鼠、百草味、良品铺子的市占率分别同比+0.5、+0.4、+1.4pct 至 5.8%、4.3%、4.3%，龙头品牌市场份额均有所提升。休闲食品行业 CR3 同比增 2.2 pct 至 14.3%，行业集中度有所上升。

图8: 2021年10月阿里系三只松鼠销售额同比降13.7%


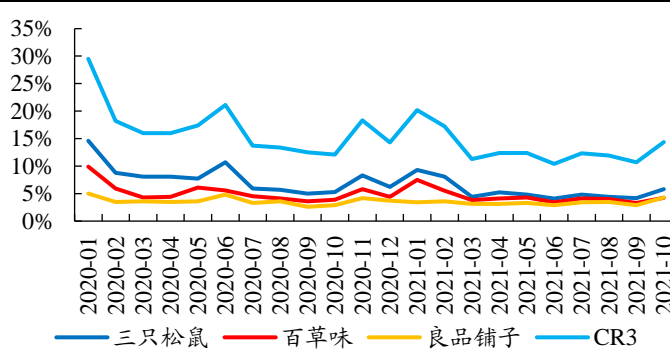
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图9: 2021年10月阿里系百草味销售额同比降14.3%


数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图10: 2021年10月阿里系良品铺子销售额同比增15%


数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图11: 2021年10月阿里系休闲食品行业集中度提升


数据来源: 魔镜、开源证券研究所

三只松鼠热销产品多为礼包类产品。根据魔镜数据,2021年10月阿里系三只松鼠的TOP3热销产品为每日坚果、零食大礼包、巨型零食大礼包,销售额分别为3781.5万元、1686.1万元、1391.2万元。10月每日坚果类产品占比维持高位。

表1: 2021年10月三只松鼠每日坚果类产品占比维持高位

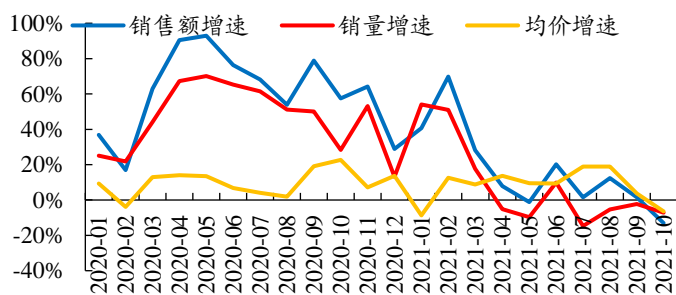
产品	销售额/万元	销量/万件	均价/元
每日坚果 750g/30包	3781.5	27.2	139
零食大礼包	1686.1	33.8	49.9
巨型零食大礼包/30包	1391.2	7.4	188
手撕面包 1kg	1246.7	41.7	29.9
量贩夏威夷果 1000g	973.6	22.7	42.9

数据来源: 魔镜、开源证券研究所

3、乳制品: 销售额下滑, 低温乳制品及纯牛奶品类快速增长

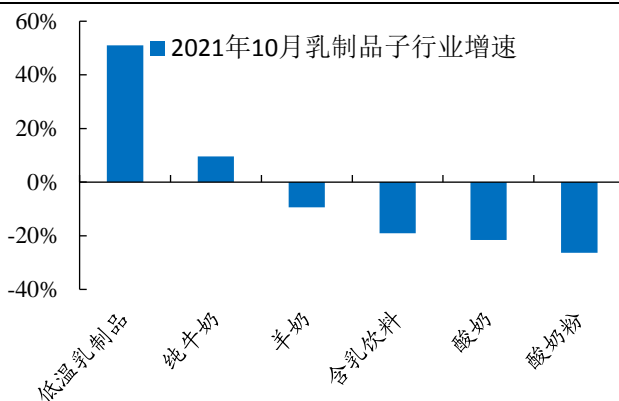
2021年10月乳制品行业销售额下滑。根据魔镜数据,2021年10月阿里系乳制品行业线上销售额达11.4亿元,同比降13.1%。其中,销售量同比下降7.1%,销售均价同比降6.4%,行业下降主要由销量及销售均价共同下降导致。分子行业来看,2021年10月低温乳制品品类增速最快,同比增51.0%;纯牛奶增速较快。纯牛奶行业线上销售额占比较高,达59.6%。

图12: 2021年10月阿里系乳制品行业同比降13.1%



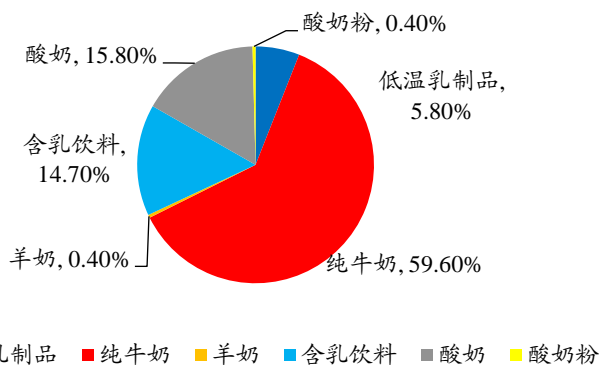
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图13: 2021年10月阿里系子行业低温乳制品增速最快



数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图14: 2021年10月阿里系纯牛奶品类线上销售额占比较高

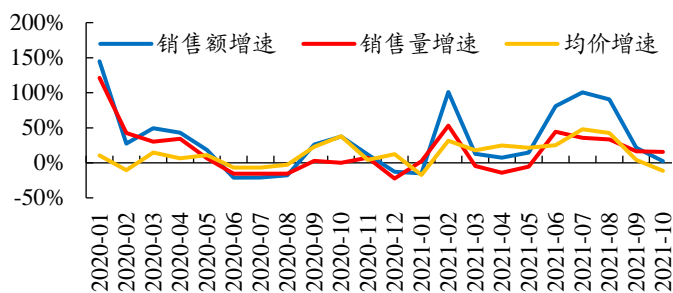


数据来源: 魔镜、开源证券研究所

乳制品头部品牌表现各异。根据魔镜数据, 2021年10月蒙牛乳业销售额达2.4亿元, 同比增加2.5%, 其中销量同比增加15.6%, 均价同比降11.3%, 销量增长推动销售额增长; 伊利股份销售额达1.8亿元, 同比降35.8%, 其中销量同比降33.6%, 均价同比降3.2%; 光明乳业销售额达5199万元, 同比降17.2%, 其中销量同比降0.33%, 均价同比降16.9%, 销售额下降主要由销售均价下降导致。蒙牛乳业量增价减, 伊利股份、光明乳业皆量价齐降。

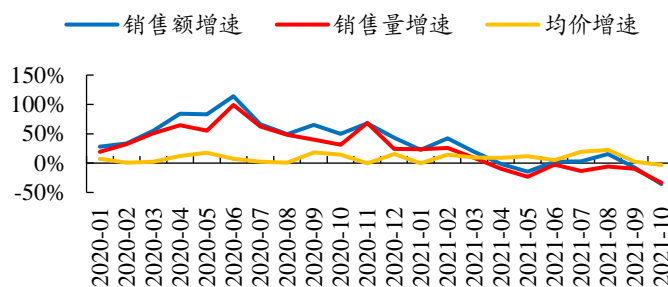
乳制品行业集中度下降。根据魔镜数据, 2021年10月阿里系线上销售额占比前三名分别为蒙牛乳业、伊利股份、光明乳业。伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业的市占率同比分别-5.4、+3.2、-0.3 pct至15.5%、21%、4.5%。乳制品行业CR3降低2.5pct至41.0%, 行业集中度有所下降。

图15: 2021年10月阿里系蒙牛乳业销售额增2.5%



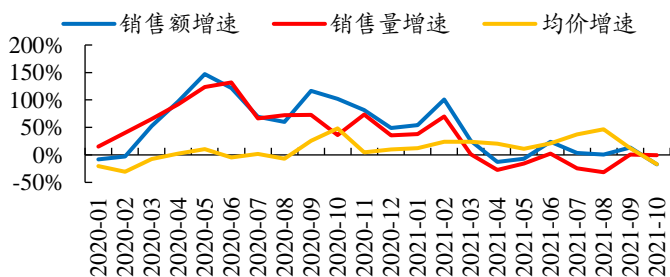
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图16: 2021年10月阿里系伊利股份销售额降35.8%



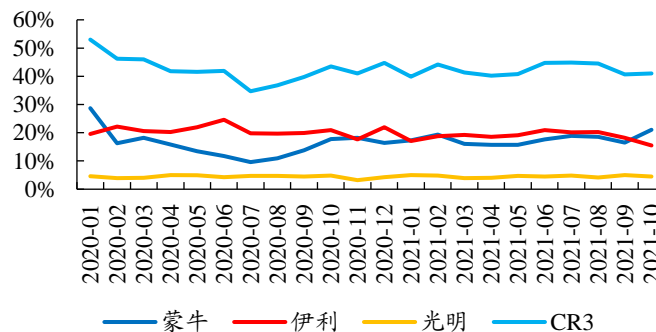
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图17: 2021年10月阿里系光明乳业销售额降17.2%



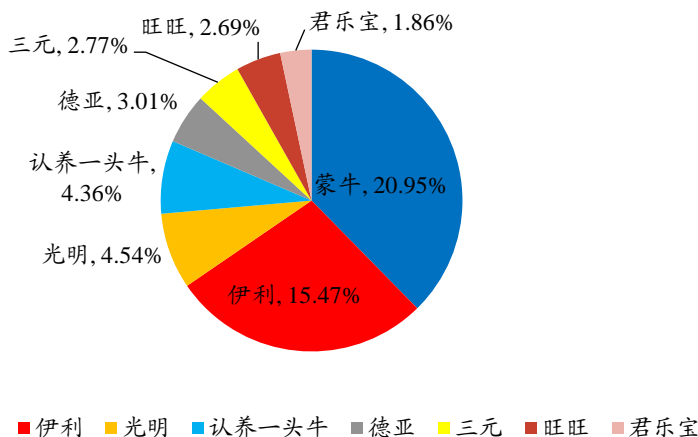
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图18: 2021年10月阿里系乳制品行业集中度略减



数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图19: 2021年10月阿里系乳制品品牌蒙牛乳业市场份额领先



数据来源: 魔镜、开源证券研究所

乳制品企业热销产品多为白奶类和常温酸奶类产品。根据魔镜数据, 2021年10月阿里系蒙牛乳业的TOP3热销产品分别为特仑苏纯牛奶16盒、全脂纯牛奶24盒、常温酸奶24盒, 销售额分别为2381.5万元、1989.1万元、1691.1万元。2021年10月阿里系伊利股份的TOP3热销产品分别为金典纯牛奶24盒、无菌砖纯牛奶、安慕希原味酸奶, 销售额分别为1631.4万元、1257.1万元、555.1万元。乳制品企业热销

产品主要为白奶类和常温酸奶类产品。

表2: 2021年10月蒙牛乳业热销产品以纯牛奶和常温酸奶为主

品名	销售额/万元	销量/万件	均价/元
特仑苏纯牛奶 16 盒	2381.5	28.1	84.9
全脂纯牛奶 24 盒	1989.1	27.1	73.3
纯甄常温酸奶 24 盒	1691.1	26.1	64.9
纯甄常温酸奶 16 盒*2	1250.1	11.0	113.2
纯甄常温酸奶 24 盒	931.3	9.4	99.2

数据来源: 魔镜、开源证券研究所

表3: 2021年10月伊利股份热销产品以纯牛奶和常温酸奶为主

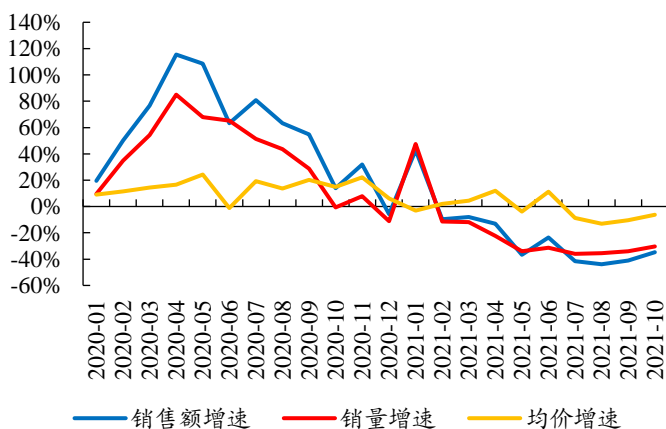
品名	销售额/万元	销量/万件	均价/元
金典纯牛奶 24 盒	1631.4	13.6	119.8
无菌砖纯牛奶 24 盒	1257.1	17.5	71.8
安慕希 16 盒	555.1	6.9	79.9
舒化无乳糖全脂 24 盒	454.9	4.6	98
麦香味早餐奶 24 盒	453.7	3.2	144

数据来源: 魔镜、开源证券研究所

4、冲饮麦片: 行业销售额下滑, 桂格、西麦食品销售额增长

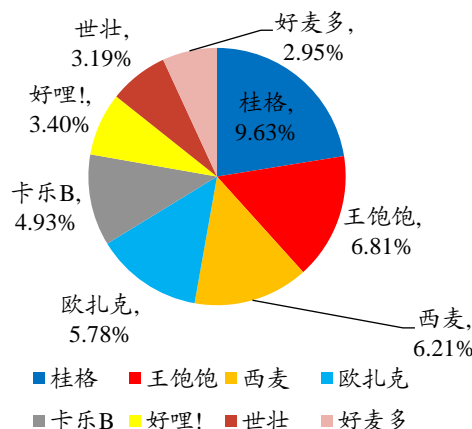
2021年10月冲饮麦片行业销售额下滑, 主要由销量、均价共同下跌导致。根据魔镜数据, 2021年10月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达2.1亿元, 同比降34.8%, 环比降16.0%。拆分量价来看, 销量同比下降30.4%, 均价同比下降6.4%。燕麦行业销售额下滑, 主要由销量、均价共同下降导致。分品牌来看, 2021年10月桂格保持增长, 同比增5.4%; 桂格、王饱饱、西麦线上销售额占比较高, 分别达9.63%、6.81%、6.21%。

图20: 2021年10月阿里系冲饮麦片行业同比降34.8%



数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图21: 2021年10月阿里系冲饮麦片中桂格占比9.63%



数据来源: 魔镜、开源证券研究所

主要燕麦品牌桂格、西麦食品销售额增长。根据魔镜数据, 2021年10月桂格销售额达2042万元, 同比增5.4%, 其中销量同比增6.4%, 均价同比降1.0%; 欧扎克

销售额达 1227 万元，同比下降 60.8%，其中销量同降 33.3%，均价同比降 41.2%；西麦食品销售额达 1318 万元，同比增 2.3%，其中销量同比降 5.6%，均价同比增 8.3%。其中桂格销售额增长由销量增长推动。西麦食品销售额略增主要由均价提升拉动，欧扎克、王饱饱、五谷磨房销售额同比下滑。

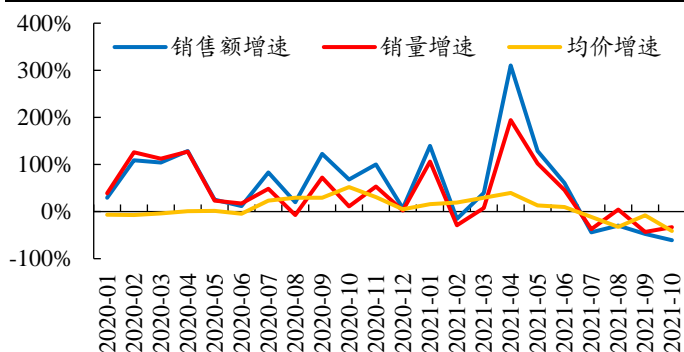
行业集中度有所下降。根据魔镜数据，2021 年 10 月阿里系线上销售额占比前五名分别为桂格、欧扎克、王饱饱、西麦、卡乐 B。燕麦行业 CR5 同比减 9.7pct 至 28.85%，行业集中度有所下降。

表4: 2021 年 10 月阿里系冲饮麦片主要品牌为桂格、卡乐 B、欧扎克

品名	销售额/万元	销量/万件	均价/元
桂格	2041.9	53.9	37.9
欧扎克	1226.7	24.0	51.2
王饱饱	1444.3	18.3	78.7
西麦	1318.3	31.8	41.5
卡乐 B	1045.5	14.5	72.3

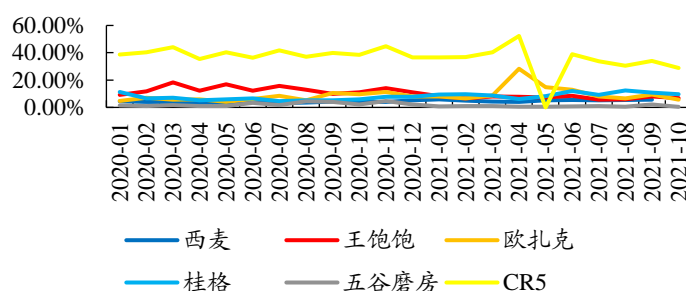
数据来源：魔镜、开源证券研究所

图22: 2021 年 10 月阿里系欧扎克销售额降 60.8%



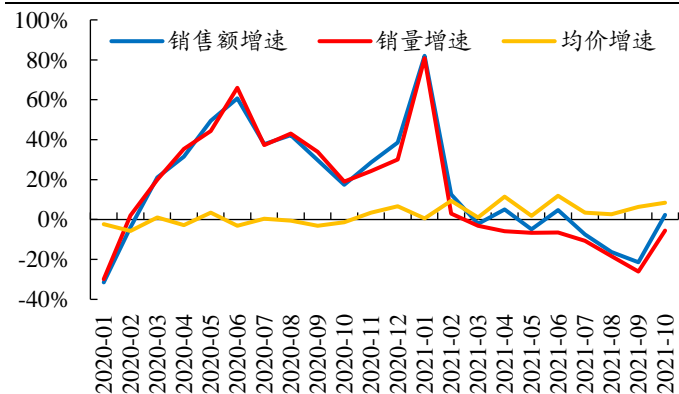
数据来源：魔镜、开源证券研究所

图23: 2021 年 10 月阿里系冲饮麦片行业 CR5 下降



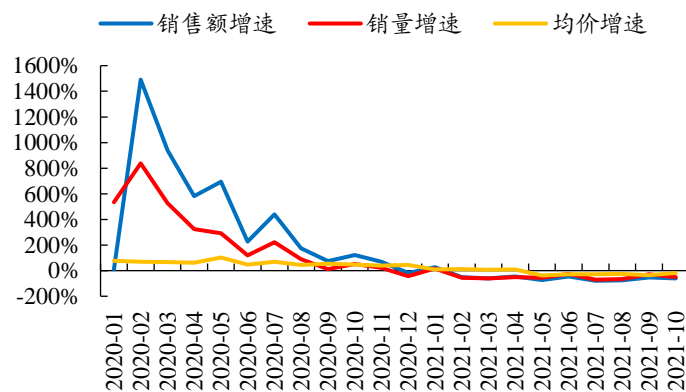
数据来源：魔镜、开源证券研究所

图24: 2021 年 10 月阿里系西麦食品销售额增 2.3%

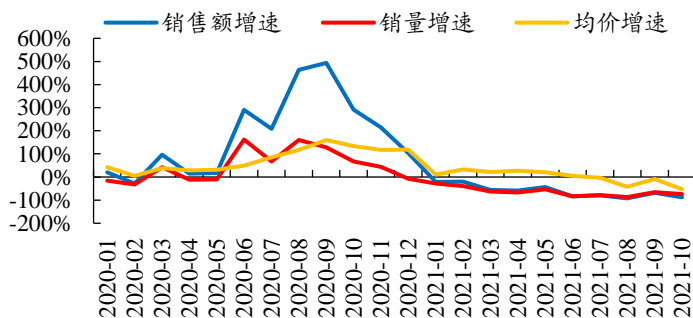


数据来源：魔镜、开源证券研究所

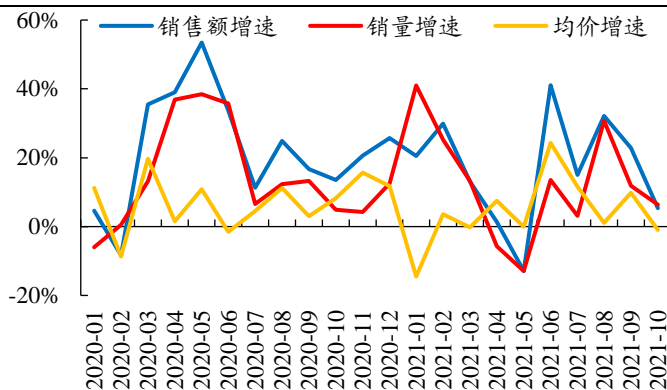
图25: 2021 年 10 月阿里系王饱饱销售额降 59.5%



数据来源：魔镜、开源证券研究所

图26: 2021年10月阿里系五谷磨房销售额降87.4%


数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图27: 2021年10月阿里系桂格销售额增5.4%


数据来源: 魔镜、开源证券研究所

西麦食品热销产品为纯燕麦片, 王饱饱热销产品以冷食燕麦片为主。根据魔镜数据, 2021年10月阿里系西麦食品的TOP3热销产品分别为西麦纯燕麦片3kg、西麦纯燕麦片1480g、纯燕麦片6kg即食冲饮, 销售额分别为103.2万元、61.0万元、50.9万元。2021年10月阿里系王饱饱的TOP3热销产品分别为水果坚果酸奶谷物燕麦片、隔夜麦片水果坚果泡酸奶、水果坚果泡酸奶干吃, 销售额分别为398.2万元、343.5万元、216.8万元。西麦食品热销产品以热食纯燕麦为主, 而王饱饱热销产品以冷食果味燕麦为主。

表5: 2021年10月西麦食品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
西麦纯燕麦片 3kg	103.2	1.9	55.2
西麦纯燕麦片 1480g	61.0	1.6	39.3
纯燕麦片 6kg 即食冲饮	50.9	0.7	73.9
饱腹代餐 1000g	45.9	2.0	22.5
早餐燕麦 1000g*1袋	44.6	1.4	31.8

数据来源: 魔镜、开源证券研究所

表6: 2021年10月王饱饱热销产品以冷食果味燕麦为主

品名	销售额/万元	销量/万件	均价/元
水果坚果酸奶谷物燕麦片	398.2	3.2	123.8
隔夜麦片水果坚果泡酸奶	343.5	5.8	59.1
水果坚果泡酸奶干吃	216.8	1.8	117.8
水果坚果早餐即食冲饮	89.5	0.7	119.8
椰椰菠萝水果燕麦片早餐即食	49.5	0.4	115.0

数据来源: 魔镜、开源证券研究所

5、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