

食品饮料

2021年12月19日

甘源业务周期向上，汾酒换帅再出发

——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

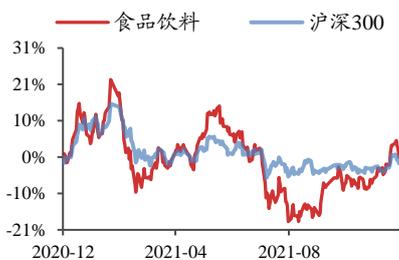
pangxiaojuan@kysec.cn

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

《行业周报-经济会议定调积极，板块投资机会显著》-2021.12.12

《行业周报-白酒提价逻辑持续，激励催化业绩释放》-2021.12.5

《行业周报-白酒趋势向好，关注嘉必优成长性》-2021.11.28

● 甘源食品渠道蓄力，汾酒换帅复兴势头不减

12月13日-12月17日，食品饮料指数跌幅为3.3%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约1.3pct。子行业中零食（1.3%）、其他食品（0.0%）表现相对较好。我们在年度策略中提出，部分企业2022年可能由于新品类、新渠道或产能布局的影响，业务周期处于向上阶段。目前来看甘源食品可能迎来业务反转机会。公司在经历原材料成本上涨，商超渠道流量冲击后主动变革，通过提价、扩张新兴渠道、组织变革等方式走出阴霾。公司经历二三季度调价动作，目前渠道利润保持稳定。预计后续将通过更多新颖营销方式、费用精准投放等措施，强化营销效果。新品方面，夏威夷坚果单品通过经销商合作供应山姆成为爆款，后续放量可期。渠道方面，公司传统KA商超专柜稳步铺设，同时扩张BC类门店渠道和特通渠道，电商、直播等渠道继续投入。另外公司对经销商进行优胜劣汰，鼓励优秀经销商进行区域整合，市场布局完善有利于后续新品投放。我们看好甘源食品的业务周期向上机会，建议重点关注。

根据微酒报道，来自山西交控集团的董事长袁清茂接任山西汾酒集团董事长职务。山西汾酒换帅引发股价波动。我们认为目前山西汾酒改革基本成功，已经建立起较为成熟的管理机制，公司战略方向和执行策略已然清晰，为掌舵者奠定良好基础。换帅后新领导成功的概率更高。汾酒经过近几年快速发展，机制成熟，未来方向为品牌价值的复兴，我们预计山西汾酒2022年在高端化上会有明显进步，实现路径包括聚焦人员营销水平、提升市场管理水平，全力优化产品结构，聚焦资源和精力发力青花复兴版等，从而实现品牌价值感的回归。公司品牌底蕴深厚，机制和团队成熟，实现品牌向高端回归是长期趋势，看好山西汾酒长期发展。

● 推荐组合：贵州茅台、五粮液、山西汾酒与海天味业

（1）贵州茅台取消飞天茅台酒拆箱政策，原箱与散瓶价差预期缩小，有且于市场化发展。茅台酒提价预期升温，考虑到基酒供给，预计2022年规划营收目标大概率加速。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）五粮液近期批价回升，渠道库存低位，出货较前期稳定。考虑计划内外配额的变化，以及经典五粮液的推广，预计2022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，公司换帅将迎来发展新方向。公司品牌底蕴深厚，机制和团队成熟，实现品牌向高端回归是长期趋势。（4）海天味业提价后对于成本以及渠道利润都有积极影响。调味品行业缓慢修复，公司也呈现出复苏趋势，考虑到提价因素，预计2022年可能重新回到正常增长水平。建议布局并长期持有。

● 板块行情回顾：食品饮料跑输大盘

12月13日-12月17日，食品饮料指数跌幅为3.3%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约1.3pct。子行业中零食（1.3%）表现相对领先。个股方面，甘源食品、来伊份、青海春天等涨幅领先；华宝股份、百润股份、盐津铺子等跌幅居前。

● 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：甘源食品渠道蓄力，汾酒换帅复兴势头不减..... | 3 |
| 2、市场表现：食品饮料跑输大盘..... | 3 |
| 3、上游数据：多数农产品价格上行..... | 4 |
| 4、酒业数据新闻：贵州茅台推出 12 瓶装飞天茅台原箱酒..... | 6 |
| 5、备忘录：关注 12 月 20 日双汇发展股东大会..... | 7 |
| 6、风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1：食品饮料跌幅为 3.3%，排名 25/28..... | 3 |
| 图 2：零食、其他食品综合表现更好..... | 3 |
| 图 3：甘源食品、来伊份、青海春天等涨幅领先..... | 4 |
| 图 4：华宝股份、百润股份、盐津铺子等跌幅居前..... | 4 |
| 图 5：2021 年 11 月 16 日全脂奶粉中标价同比+31.3%..... | 4 |
| 图 6：2021 年 12 月 1 日生鲜乳价格同比+6.2%..... | 4 |
| 图 7：2021 年 11 月 19 日猪肉价格同比-46.5%..... | 5 |
| 图 8：2021 年 9 月生猪存栏数量同比+18.2%..... | 5 |
| 图 9：2021 年 10 月能繁母猪数量同比+6.6%..... | 5 |
| 图 10：2021 年 12 月 1 日白条鸡价格同比+0.3%..... | 5 |
| 图 11：2021 年 10 月进口大麦价格同比+30.1%..... | 5 |
| 图 12：2021 年 10 月进口大麦数量同比-1.5%..... | 5 |
| 图 13：2021 年 12 月 10 日大豆现货价同比+20.1%..... | 6 |
| 图 14：2021 年 12 月 1 日豆粕平均价同比+8.4%..... | 6 |
| 图 15：2021 年 12 月 10 日柳糖价格同比+9.6%..... | 6 |
| 图 16：2021 年 12 月 03 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 12 月 20 日双汇发展股东大会..... | 7 |
| 表 2：关注 11 月 23 日发布的年度投资策略报告..... | 7 |
| 表 3：重点公司盈利预测及估值..... | 8 |

1、每周观点：甘源食品渠道蓄力，汾酒换帅复兴势头不减

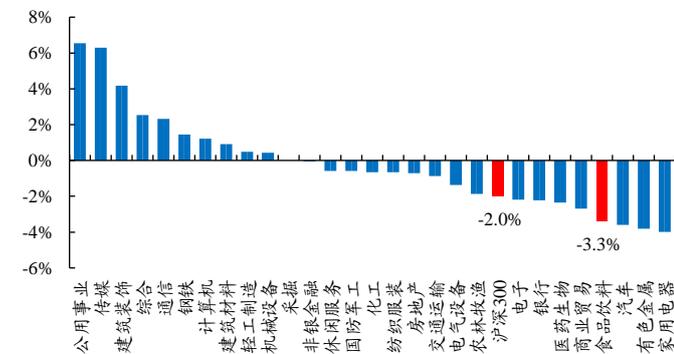
12月13日-12月17日，食品饮料指数跌幅为3.3%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约1.3pct。子行业中零食（1.3%）、其他食品（0.0%）表现相对较好。我们在年度策略中提出，部分企业2022年可能由于新品类、新渠道或产能布局的影响，业务周期处于向上阶段。目前来看甘源食品可能迎来业务反转机会。公司在经历原材料成本上涨，商超渠道流量冲击后主动变革，通过提价、扩张新兴渠道、组织变革等方式走出阴霾。公司经历二三季度调价动作，目前渠道利润保持稳定。预计后续将通过更多新颖营销方式、费用精准投放等措施，强化营销效果。新品方面，夏威夷坚果单品通过经销商合作供应山姆成为爆款，后续放量可期。渠道方面，公司传统KA商超专柜稳步铺设，同时扩张BC类门店渠道和特通渠道，电商、直播等渠道继续投入。另外公司对经销商进行优胜劣汰，鼓励优秀经销商进行区域整合，市场布局完善有利于后续新品投放。我们看好甘源食品的业务周期向上机会，建议重点关注。

根据微酒报道，来自山西交控集团的董事长袁清茂接任山西汾酒集团董事长职务。山西汾酒换帅引发股价波动。我们认为目前山西汾酒改革基本成功，已经建立起较为成熟的管理机制，公司战略方向和执行策略已然清晰，为掌舵者奠定良好基础。换帅后新领导成功的概率更高。汾酒经过近几年快速发展，机制成熟，未来方向为品牌价值的复兴，我们预计山西汾酒2022年在高端化上会有明显进步，实现路径包括聚焦人员营销水平、提升市场管理水平，全力优化产品结构，聚焦资源和精力发力青花复兴版等，从而实现品牌价值感的回归。公司品牌底蕴深厚，机制和团队成熟，实现品牌向高端回归是长期趋势，看好山西汾酒长期发展。

2、市场表现：食品饮料跑输大盘

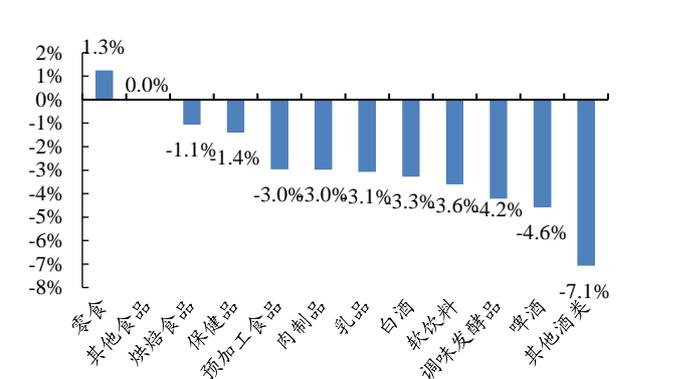
12月13日-12月17日，食品饮料指数跌幅为3.3%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约1.3pct。子行业中零食（1.3%）、其他食品（0.0%）表现相对领先。个股方面，甘源食品、来伊份、青海春天等涨幅领先；华宝股份、百润股份、盐津铺子等跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅为3.3%，排名25/28



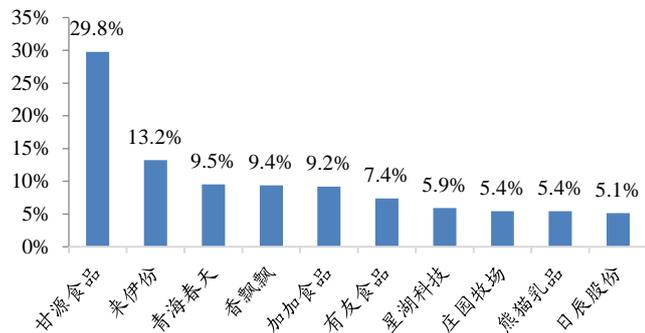
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：零食、其他食品综合表现更好



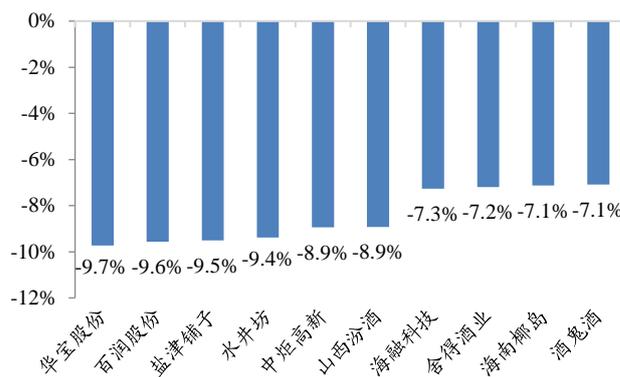
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3: 甘源食品、来伊份、青海春天等涨幅领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 华宝股份、百润股份、盐津铺子等跌幅居前



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

11月16日, GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3987 美元/吨, 环比+1.7%, 同比+31.3%, 奶价同比大幅提升。12月1日, 国内生鲜乳价格 4.31 元/公斤, 环比-0.2%, 同比+6.2%。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11月16日全脂奶粉中标价同比+31.3%



数据来源: GDT、开源证券研究所

图6: 2021年12月1日生鲜乳价格同比+6.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

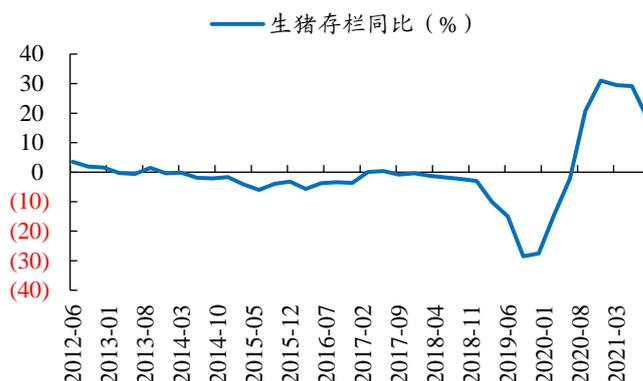
11月19日, 生猪价格 17.6 元/公斤, 同比-47.7%, 环比+2.7%; 猪肉价格 25.4 元/公斤, 同比-46.5%, 环比+3.0%; 2021年10月, 能繁母猪存栏 4348 万头, 同比+6.6%, 环比-2.3%; 2021年9月生猪存栏同比+18.2%, 全年来看猪价下行趋势持续。12月1日, 白条鸡价格 22 元/公斤, 同比+0.3%, 环比+0.0%。

图7: 2021年11月19日猪肉价格同比-46.5%



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10月能繁母猪数量同比+6.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

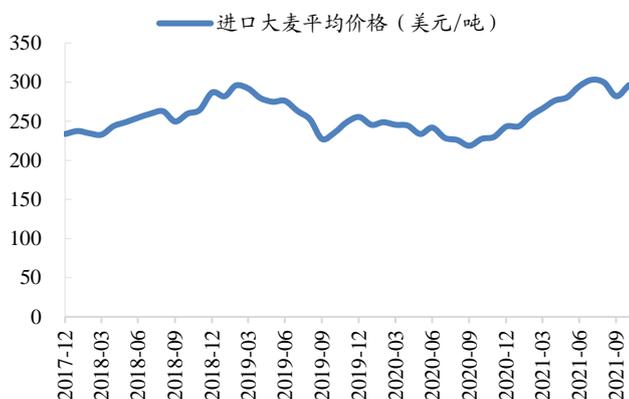
图10: 2021年12月1日白条鸡价格同比+0.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

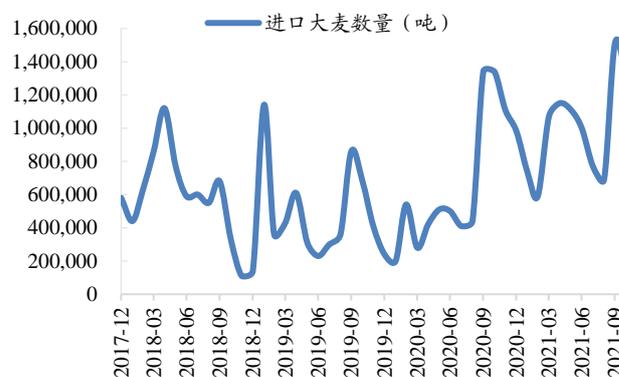
2021年10月，进口大麦价格296.2元/公斤，同比+30.1%。进口数量132万吨，同比-1.5%。受到中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11: 2021年10月进口大麦价格同比+30.1%



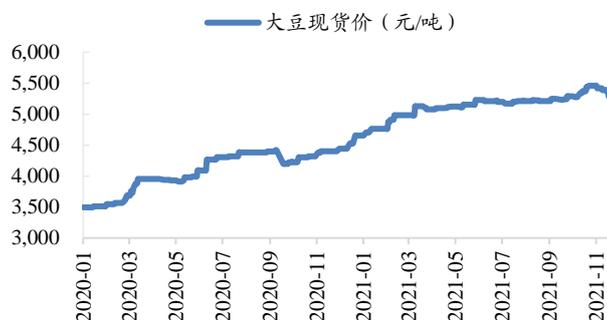
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2021年10月进口大麦数量同比-1.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

12月10日，大豆现货价5286.8元/吨，同比+20.1%。12月1日，豆粕平均价格3.8元/公斤，同比+8.4%。预计2022年大豆价格可能走高。

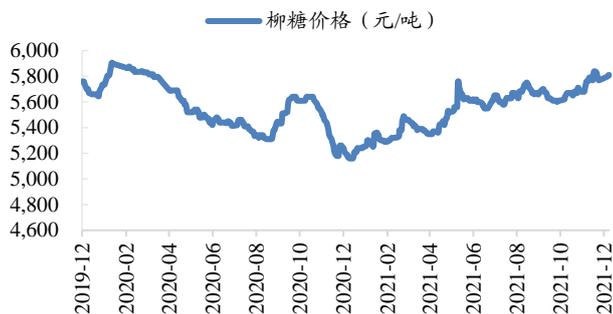
图13: 2021年12月10日大豆现货价同比+20.1%


数据来源: Wind、开源证券研究所

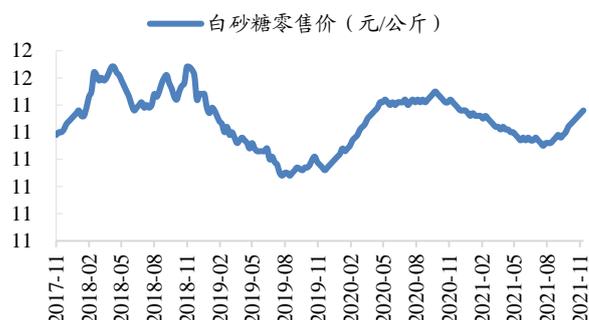
图14: 2021年12月1日豆粕平均价同比+8.4%


数据来源: Wind、开源证券研究所

12月10日，柳糖价格5810.0元/吨，同比+9.6%；12月3日，白砂糖零售价格11.4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12月10日柳糖价格同比+9.6%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2021年12月03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：贵州茅台推出12瓶装飞天茅台原箱酒

贵州茅台推出12瓶装飞天茅台原箱酒。12月13日贵州茅台将飞天茅台的产品规格进行了升级，不但有每瓶500ml共6瓶装的飞天茅台原箱酒，还推出了每箱12瓶装的飞天茅台酒。公司此举是为了缓解零售市场购酒难、购酒贵的现象，并拓宽茅台酒销售的覆盖面（来源于酒业家）。

泸州老窖特曲酒累销售股份有限公司发布关于38度泸州老窖特曲酒（老字号）2018版价格建议调整的通知。为实现“中国名酒”品牌价值回归，经南部大区研究决定，即日起：一、泸州老窖特出酒（老字号）2018版产品实施终端《价格双轨制》。二、38度泸州老窖特曲酒（老字号）2018版，供终端指导价格计划内建议上调30元/500ml，计划外建议上调至330元/500ml（来源于微酒）。

2021年1-11月，全国规模以上企业酿酒总产量4970.55万千升，同比增长3.99%。

其中，白酒产量 632.36 万千升，同比增长 5.41%；啤酒产量 3327.47 万千升，同比增长 5.20%；葡萄酒产量 23.08 万千升，同比下降 33.08%；发酵酒精产量 720.91 万千升，同比下降 1.37%（来源于酒说）。

5、备忘录：关注 12 月 20 日双汇发展股东大会

下周（12 月 20 日-12 月 27 日）将有 11 家上市公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注 12 月 20 日双汇发展股东大会

| 日期 | 公司名称 | 股东会 | 限售解禁 |
|-----------|--------|---------------|------|
| 12 月 20 日 | 双汇发展 | 河南省漯河市（16:00） | |
| 12 月 20 日 | 贝因美 | 浙江省杭州市（14:30） | |
| 12 月 21 日 | 燕塘乳业 | 广东省广州市（14:40） | |
| 12 月 22 日 | 春雪食品 | 山东省莱阳市（14:00） | |
| 12 月 24 日 | 泉阳泉 | 吉林省长春市（14:00） | |
| 12 月 24 日 | ST 维维 | 江苏省徐州市（14:00） | |
| 12 月 24 日 | 皇氏集团 | 广西省南宁市（14:30） | |
| 12 月 24 日 | 天润乳业 | 新疆乌鲁木齐（15:30） | |
| 12 月 27 日 | *ST 西发 | 四川省成都市（14:30） | |
| 12 月 27 日 | 三只松鼠 | 安徽省芜湖市（14:30） | |
| 12 月 27 日 | 来伊份 | 上海市松江区（14:00） | |

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 11 月 23 日发布的年度投资策略报告

| 报告类型 | 报告名称 | 时间 |
|------|----------------------------------|-----------|
| 公司点评 | 中炬高新：业绩持续承压，期待业务改善 | 11 月 1 日 |
| 公司点评 | 绝味食品：收入稳健增长，利润表现优异 | 11 月 1 日 |
| 公司点评 | 五粮液：市场动销好于报表表现，未来稳健成长无忧 | 11 月 2 日 |
| 公司点评 | 嘉必优：SA 高速增长，新国标进展良好 | 11 月 2 日 |
| 公司点评 | 水井坊：利润超预期，营销有突破 | 11 月 2 日 |
| 行业周报 | 布局主题投资，关注反转机会 | 11 月 7 日 |
| 行业周报 | 提价逻辑仍在演绎，激励或成为潜在催化 | 11 月 14 日 |
| 行业周报 | 速冻行业提价持续，看好嘉必优成长性 | 11 月 21 日 |
| 行业点评 | 10 月电商数据分析：线上较为平淡，龙头略承压 | 11 月 21 日 |
| 行业深度 | 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 | 11 月 23 日 |
| 行业周报 | 白酒趋势向好，关注嘉必优成长性 | 11 月 28 日 |
| 行业周报 | 白酒提价逻辑持续，激励催化业绩释放 | 12 月 5 日 |
| 行业周报 | 经济会议定调积极，板块投资机会显著 | 12 月 12 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 | 2050.7 | 41.76 | 48.03 | 55.52 | 49.1 | 42.7 | 36.9 |
| 五粮液 | 买入 | 235.2 | 6.14 | 7.36 | 9.06 | 38.3 | 32.0 | 26.0 |
| 洋河股份 | 增持 | 174.8 | 5.18 | 6.76 | 8.3 | 33.7 | 25.9 | 21.1 |
| 山西汾酒 | 买入 | 304.3 | 4.69 | 5.94 | 7.85 | 64.9 | 51.2 | 38.8 |
| 口子窖 | 增持 | 82.3 | 2.65 | 3.16 | 3.69 | 31.1 | 26.0 | 22.3 |
| 古井贡酒 | 增持 | 263.9 | 4.69 | 5.63 | 6.81 | 56.3 | 46.9 | 38.7 |
| 金徽酒 | 增持 | 39.0 | 0.8 | 1 | 1.28 | 48.7 | 39.0 | 30.4 |
| 水井坊 | 增持 | 128.5 | 2.34 | 3.35 | 4.5 | 54.9 | 38.4 | 28.6 |
| 伊利股份 | 买入 | 41.0 | 1.48 | 1.75 | 2.06 | 27.7 | 23.4 | 19.9 |
| 新乳业 | 增持 | 15.5 | 0.42 | 0.57 | 0.79 | 36.8 | 27.1 | 19.6 |
| 双汇发展 | 增持 | 30.1 | 1.56 | 1.92 | 2.18 | 19.3 | 15.7 | 13.8 |
| 中炬高新 | 增持 | 36.6 | 0.71 | 0.87 | 1.05 | 51.5 | 42.0 | 34.8 |
| 涪陵榨菜 | 买入 | 35.2 | 0.94 | 1.16 | 1.4 | 37.4 | 30.3 | 25.1 |
| 海天味业 | 买入 | 108.5 | 1.61 | 1.91 | 2.24 | 67.4 | 56.8 | 48.4 |
| 恒顺醋业 | 买入 | 15.3 | 0.33 | 0.39 | 0.47 | 46.3 | 39.2 | 32.5 |
| 西麦食品 | 增持 | 18.3 | 0.68 | 0.81 | 0.98 | 26.9 | 22.6 | 18.7 |
| 桃李面包 | 买入 | 31.5 | 0.81 | 0.96 | 1.12 | 38.9 | 32.8 | 28.1 |
| 嘉必优 | 买入 | 58.6 | 1.20 | 1.79 | 2.49 | 48.8 | 32.7 | 23.5 |
| 绝味食品 | 买入 | 64.4 | 1.57 | 1.97 | 2.42 | 41.0 | 32.7 | 26.6 |
| 煌上煌 | 增持 | 14.5 | 0.66 | 0.78 | 0.93 | 22.0 | 18.6 | 15.6 |
| 广州酒家 | 增持 | 22.6 | 0.94 | 1.13 | 1.31 | 24.0 | 20.0 | 17.2 |
| 甘源食品 | 增持 | 77.0 | 1.42 | 2.14 | 2.42 | 54.2 | 36.0 | 31.8 |

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021 年 12 月 17 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