

## 食品饮料

2021年12月20日

## 11月电商数据分析：行业表现疲软，龙头均价增长

——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）

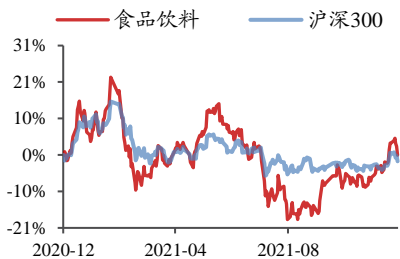
zhangyuguang@kysec.cn

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-甘源业务周期向上，汾酒换帅再出发》-2021.12.19

《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

#### ● 京东食品饮料行业线上销售额增长，食品礼券增幅较大

根据魔镜数据，2021年11月京东食品饮料行业线上销售额为59.4亿元，同比增长23.3%；其中销量同比增加8.0%至1.02亿件，商品均价同比增14.3%至58.5元。销售额上涨主要均价、销量推动。分子行业来看，食品礼券线上销售额增速较快，同比增237.4%，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+23.3%、+0.1%、+31.9%、+3.9%、+19.9%、+15.7%。

#### ● 休闲食品：线上销售额下滑，巧克力类增速较快

根据魔镜数据，2021年11月阿里系休闲食品行业线上销售额达104.4亿元，同比降4.2%。拆分量价来看，销售量同比降11.1%，销售均价同比增加7.8%，价增量跌。分子行业来看，2021年11月子行业销售额巧克力类增长最快，同比增30.93%。三只松鼠、百草味销售额下滑主要由于销量下降；良品铺子则量价齐增。休闲食品行业CR3环比增3.06pct至17.4%，行业集中度有所上升。

#### ● 饮料冲调：乳制品行业下滑，低温乳制品及羊奶品类快速增长

阿里系乳制品行业线上销售额达20.2亿元，同比降7.8%。其中，销售量同比下降5.7%，销售均价同比降2.2%，行业下降主要由销量及均价下降导致。分子行业来看，2021年11月低温乳制品品类增速最快，同比增50.8%；羊奶增速次之，同比增22.1%。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-14.3%、-20.3%、+10.5%，蒙牛乳业量增价减，伊利股份、光明乳业皆量减价增。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-2.4、-1.3、+0.7pct至15.4%、16.9%、3.9%。乳制品行业CR3降低4.9pct至36.1%，行业集中度有所下降。

#### ● 饮料冲调：燕麦行业销售额下滑，桂格、西麦食品增长

2021年11月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达4.1亿元，同比降40.1%。拆分量价来看，销量同比下降23.7%，均价同比下降21.5%。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11月桂格销售额达5358.8万元，同比增1.8%，其中销量同比降14.2%，均价同比增18.6%；西麦食品销售额达3261.7万元，同比增19.3%，其中销量同比增13.2%，均价同比增5.3%。桂格销售额增长由均价提升推动；西麦食品销售额增长由销量、均价提升共同推动，欧扎克、王饱饱、五谷磨房销售额同比下滑。燕麦行业CR5同比降3.8pct至41.0%，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：行业销售额下滑，低温乳制品及羊奶品类快速增长.....	5
4、 冲饮麦片：燕麦行业销售额下滑，西麦食品销售额增长.....	8
5、 风险提示.....	11

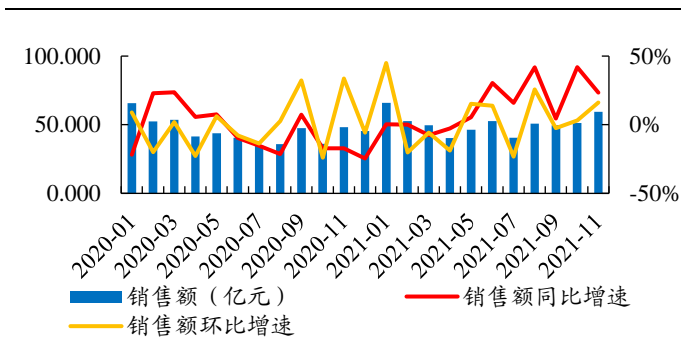
## 图表目录

图 1： 2021 年 11 月京东线上食品饮料行业同比增 23.3%.....	3
图 2： 2021 年 11 月销量同比增 8.0%，均价同比增 14.3%.....	3
图 3： 2021 年 11 月食品礼券增幅较大.....	3
图 4： 2021 年 11 月休闲食品行业销售额占比达 34.3%.....	3
图 5： 2021 年 11 月阿里系休闲食品行业同比降 4.2%.....	4
图 6： 2021 年 11 月阿里系子行业巧克力增速较快.....	4
图 7： 2021 年 11 月阿里系坚果炒货类线上销售额占比较高.....	4
图 8： 2021 年 11 月阿里系三只松鼠销售额同比降 13.1%.....	5
图 9： 2021 年 11 月阿里系百草味销售额同比降 11.3%.....	5
图 10： 2021 年 11 月阿里系良品铺子销售额同比增 3.2%.....	5
图 11： 2021 年 11 月休闲食品行业集中度环比提升.....	5
图 12： 2021 年 11 月阿里系乳制品行业同比降 7.8%.....	6
图 13： 2021 年 11 月阿里系子行业低温乳制品增速最快.....	6
图 14： 2021 年 11 月阿里系纯牛奶品类线上销售额占比较高.....	6
图 15： 2021 年 11 月阿里系蒙牛乳业销售额降 14.3%.....	7
图 16： 2021 年 11 月阿里系伊利股份销售额降 20.3%.....	7
图 17： 2021 年 11 月阿里系光明乳业销售额增 10.5%.....	7
图 18： 2021 年 11 月阿里系乳制品行业集中度下降.....	7
图 19： 2021 年 11 月阿里系乳制品品牌蒙牛股份市场份额领先.....	7
图 20： 2021 年 11 月阿里系冲饮麦片行业同比降 40.1%.....	8
图 21： 2021 年 11 月阿里系冲饮麦片中桂格占比 13.1%.....	8
图 22： 2021 年 11 月阿里系欧扎克销售额降 53.9%.....	9
图 23： 2021 年 11 月阿里系冲饮麦片行业 CR5 下降.....	9
图 24： 2021 年 11 月阿里系西麦食品销售额增 19.3%.....	9
图 25： 2021 年 11 月阿里系王饱饱销售额降 57.1%.....	9
图 26： 2021 年 11 月阿里系五谷磨房销售额降 87.4%.....	10
图 27： 2021 年 11 月阿里系桂格销售额增 1.8%.....	10
表 1： 2021 年 11 月三只松鼠每日坚果类产品占比维持高位.....	5
表 2： 2021 年 11 月蒙牛乳业热销产品以纯牛奶为主.....	8
表 3： 2021 年 11 月伊利股份热销产品以纯牛奶为主.....	8
表 4： 2021 年 11 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 11 月西麦食品热销产品以原味纯燕麦片为主.....	10
表 6： 2021 年 11 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增长，食品礼券增幅较大

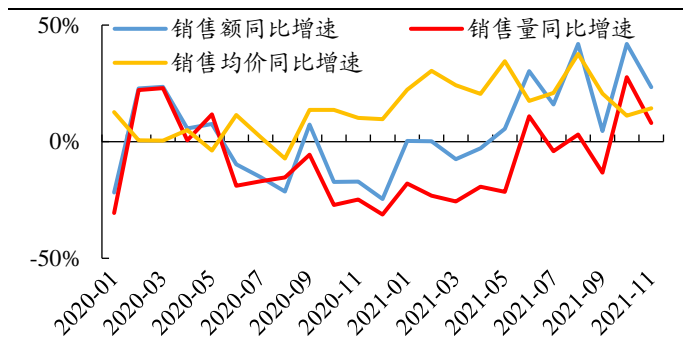
2021年11月京东食品饮料行业线上销售额增长，主要依托均价、销量推动。根据魔镜数据，2021年11月京东食品饮料行业线上销售额为59.4亿元，同比增23.3%；其中销量同比增加8.0%至1.02亿件，商品均价同比增14.3%至58.5元。销售额增长主要均价、销量推动。

图1：2021年11月京东线上食品饮料行业同比增23.3%



数据来源：魔镜、开源证券研究所

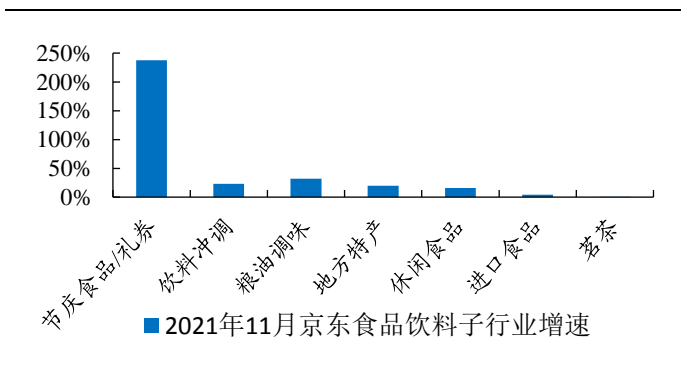
图2：2021年11月销量同比增8.0%，均价同比增14.3%



数据来源：魔镜、开源证券研究所

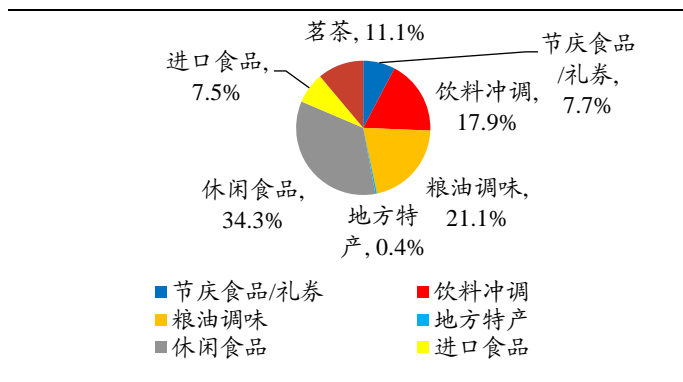
分子行业来看，食品礼券行业增速较快。根据魔镜数据，2021年11月京东食品饮料行业子行业中食品礼券线上销售额增速较快，同比增237.4%，送礼消费需求旺盛。其余子行业：饮料冲调、茗茶、粮油调味、进口食品、地方特产、休闲食品，同比分别+23.3%、+0.1%、+31.9%、+3.9%、+19.9%、+15.7%。2021年11月休闲食品、饮料冲调子行业线上销售额占比较大，分别达34.3%、17.9%。

图3：2021年11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11月休闲食品行业销售额占比达34.3%

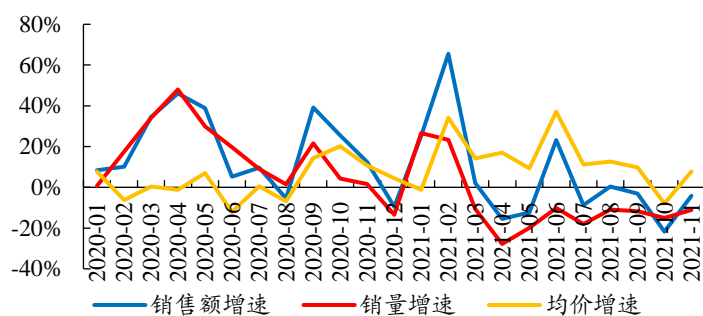


数据来源：魔镜、开源证券研究所

## 2、休闲食品：线上销售额下滑，巧克力类增速较快

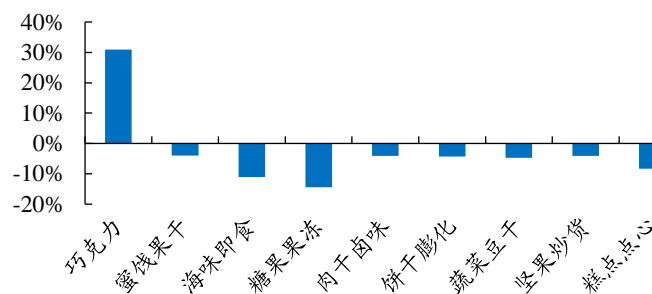
2021年11月休闲食品销售额微降，行业价增量跌。根据魔镜数据，2021年11月阿里系休闲食品行业线上销售额达104.4亿元，同比降4.2%。拆分量价来看，销售量同比降11.1%，销售均价同比增加7.8%，价增量跌。分子行业来看，2021年11月子行业销售额巧克力类增长最快，同比增30.93%。坚果炒货类线上销售额占比较高，达17.8%。

图5: 2021年11月阿里系休闲食品行业同比降4.2%



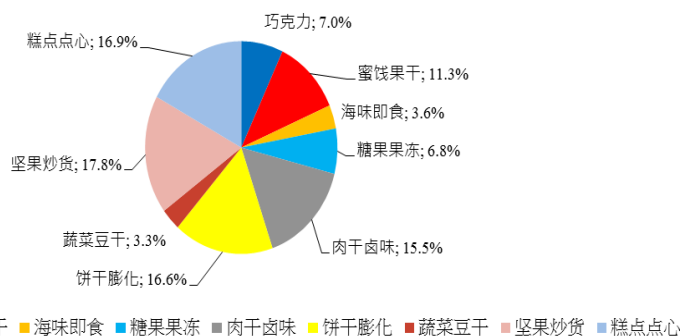
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图6: 2021年11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

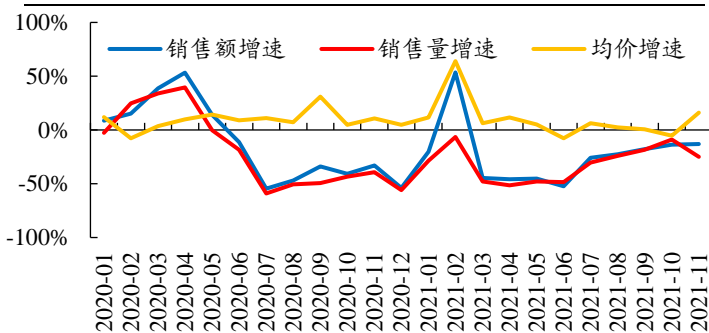
图7: 2021年11月阿里系坚果炒货类线上销售额占比较高



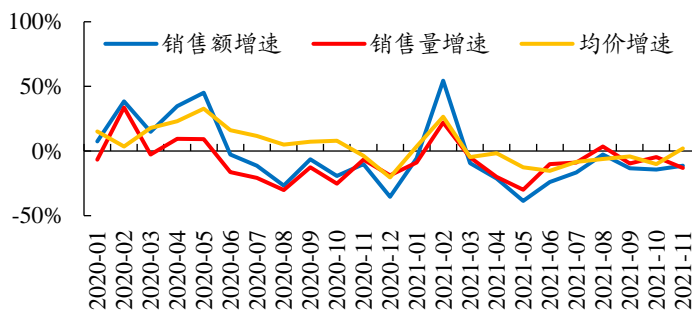
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

**休闲食品行业龙头线上销售额下滑。**根据魔镜数据, 2021年11月三只松鼠销售额达7.89亿元, 同比下降13.1%, 其中销量同比下降25.0%, 均价同比增16.0%; 百草味销售额达5.6亿元, 同比下降11.3%, 其中销量同比减13.1%, 均价同比增2.0%; 良品铺子销售额达4.7亿元, 同比增3.2%, 其中销量同比增0.84%, 均价同比增加2.37%。2021年11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下降; 良品铺子则量价齐增。

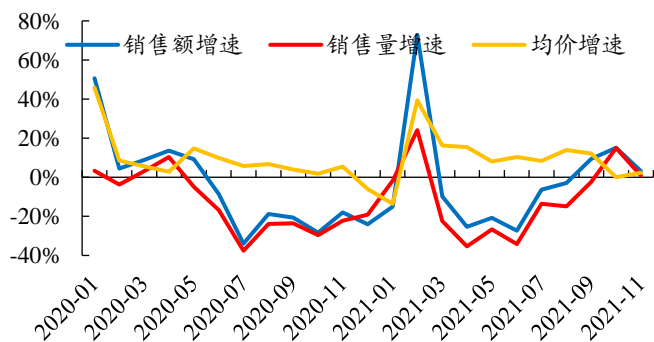
**休闲食品行业集中度环比提升。**根据魔镜数据, 三只松鼠、百草味、良品铺子的市占率分别-0.75、-0.48、+0.32pct至7.55%、5.32%、4.52%, 龙头品牌市场份三只松鼠、百草味有所下降, 良品铺子市场份上升。休闲食品行业CR3环比增3.06pct至17.4%, 行业集中度有所上升。

**图8: 2021年11月阿里系三只松鼠销售额同比降13.1%**


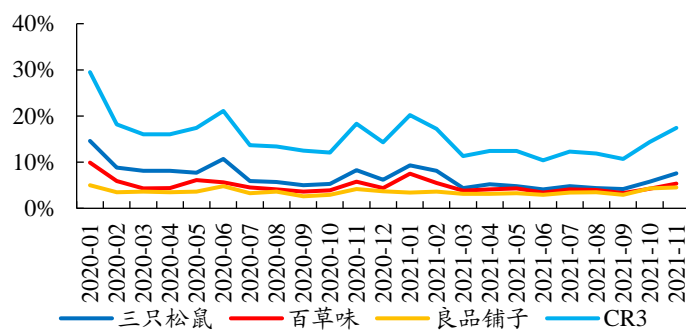
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

**图9: 2021年11月阿里系百草味销售额同比降11.3%**


数据来源: 魔镜、开源证券研究所

**图10: 2021年11月阿里系良品铺子销售额同比增3.2%**


数据来源: 魔镜、开源证券研究所

**图11: 2021年11月休闲食品行业集中度环比提升**


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11月阿里系三只松鼠的TOP3热销产品为每日坚果、坚果大礼包、零食大礼包,销售额分别为6245.5万元、3672.7万元、3256.1万元。11月每日坚果类产品占比维持高位。

**表1: 2021年11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	6245.5	44.9	139
坚果大礼包	3672.7	17.7	208
零食大礼包	3256.1	65.3	49.9
巨型零食大礼包	2758.7	14.7	188
坚果大礼包 1498g	1873.1	19.1	98

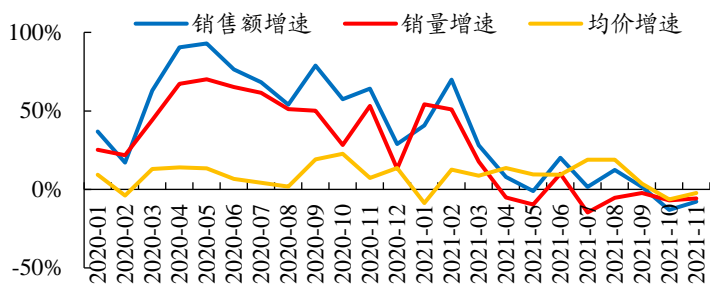
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

### 3、乳制品: 行业销售额下滑, 低温乳制品及羊奶品类快速增长

**2021年11月乳制品行业销售额下滑。**根据魔镜数据,2021年11月阿里系乳制品行业线上销售额达20.2亿元,同比降7.8%。其中,销售量同比下降5.7%,销售均价同比降2.2%,行业下降主要由销量及均价下降导致。分子行业来看,2021年11月低温乳制品品类增速最快,同比增50.8%;羊奶增速次之,同比增22.1%。纯牛奶

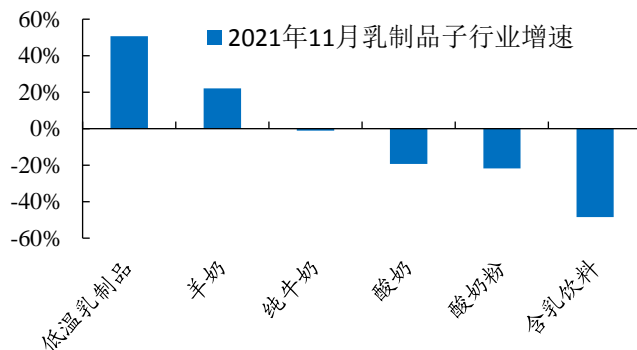
行业线上销售额占比较高，达 60.1%。

图12: 2021年11月阿里系乳制品行业同比降7.8%



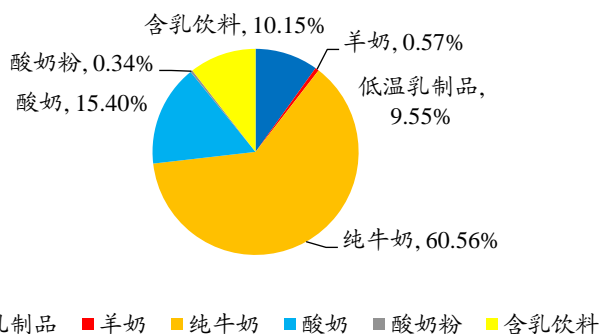
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图13: 2021年11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11月阿里系纯牛奶品类线上销售额占比较高

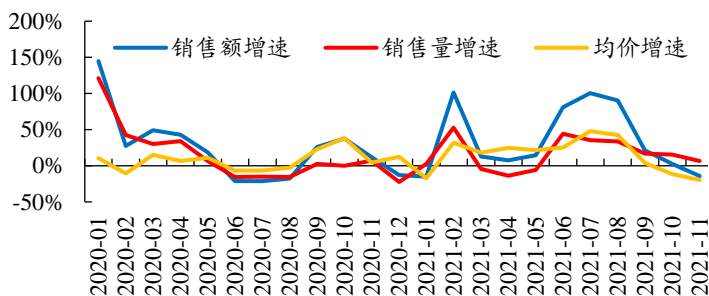


数据来源: 魔镜、开源证券研究所

**乳制品头部品牌表现各异。**根据魔镜数据，2021年11月蒙牛乳业销售额达3.4亿元，同比降14.3%，其中销量同比增6.6%，均价同比降19.5%，均价减少导致销售额减少；伊利股份销售额达3.1亿元，同比降20.3%，其中销量同比降23.5%，均价同比增4.3%；光明乳业销售额达7853.7万元，同比增10.5%，其中销量同比降5.4%，均价同比增16.8%，销售额增长主要由均价提升导致。蒙牛乳业量增价减，伊利股份、光明乳业皆量减价增。

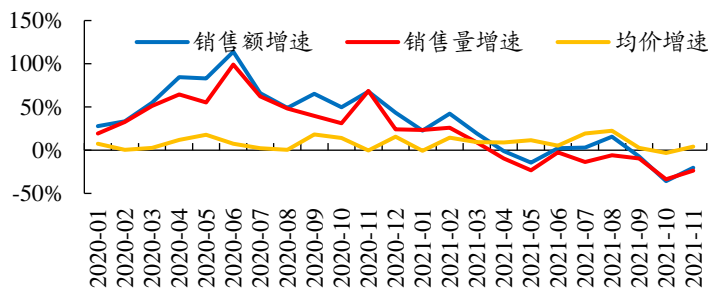
**乳制品行业集中度下降。**根据魔镜数据，2021年11月阿里系线上销售额占比前三名分别为蒙牛乳业、伊利股份、认养一头牛。伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业的市占率同比分别-2.4、-1.3、+0.7pct至15.4%、16.9%、3.9%。乳制品行业CR3降低4.9pct至36.1%，行业集中度有所下降。

图15: 2021年11月阿里系蒙牛乳业销售额降14.3%



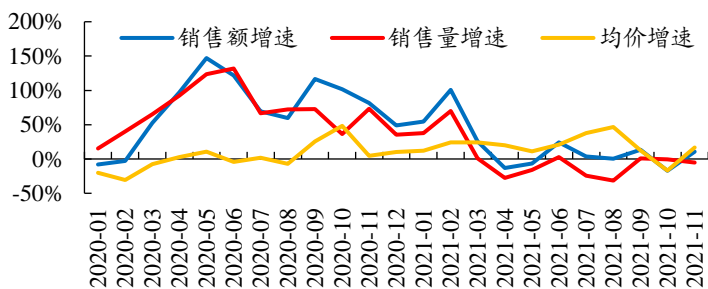
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图16: 2021年11月阿里系伊利股份销售额降20.3%



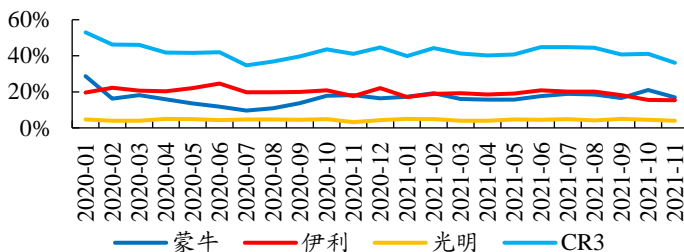
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图17: 2021年11月阿里系光明乳业销售额增10.5%



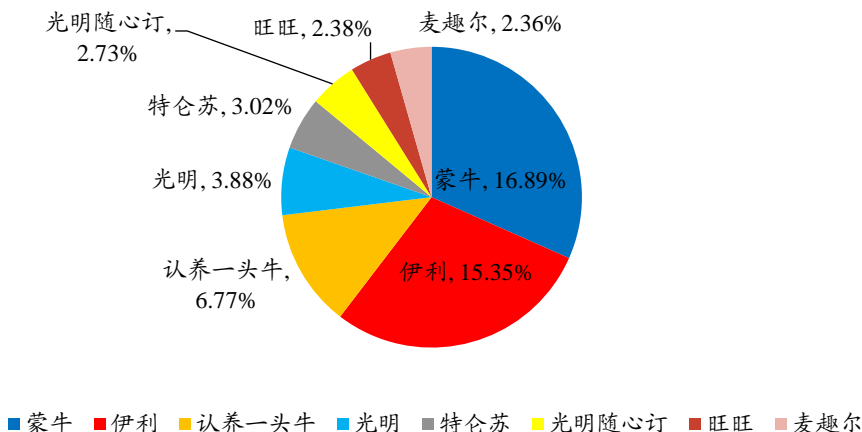
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图18: 2021年11月阿里系乳制品行业集中度下降



数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图19: 2021年11月阿里系乳制品品牌蒙牛股份市场份额领先



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产品。根据魔镜数据, 2021年11月阿里系蒙牛乳业的TOP3热销产品分别为特仑苏纯牛奶250ml\*16包、纯牛奶、特仑苏纯牛奶12盒, 销售额分别为3075.8万元、1585.1万元、1265.1万元。2021年11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 2056.9 万元、1315.0 万元、1198.2 万元。乳制品企业热销产品主要为白奶类产品。

表2: 2021 年 11 月蒙牛乳业热销产品以纯牛奶为主

品名	销售额/万元	销量/万件	均价/元
特仑苏纯牛奶 16 盒	3075.8	86.3	35.6
纯牛奶	1585.1	30.0	52.9
特仑苏纯牛奶 12 盒	1265.1	36.3	34.9
全脂早餐奶	1180.1	27.6	42.7
低脂高钙牛奶	961.4	18.2	52.8

数据来源: 魔镜、开源证券研究所

表3: 2021 年 11 月伊利股份热销产品以纯牛奶为主

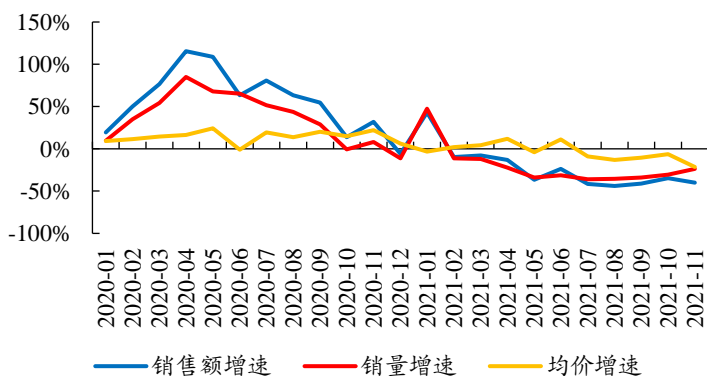
品名	销售额/万元	销量/万件	均价/元
金典纯牛奶 24 盒	2056.9	41.7	49.3
无菌砖纯牛奶 24 盒	1315.0	23.4	56.3
安慕希原味酸奶	1198.2	32.4	37.0
无菌砖纯牛奶 21 盒	756.7	5.4	139
脱脂纯牛奶	742.5	6.6	112

数据来源: 魔镜、开源证券研究所

## 4、冲饮麦片: 燕麦行业销售额下滑, 西麦食品销售额增长

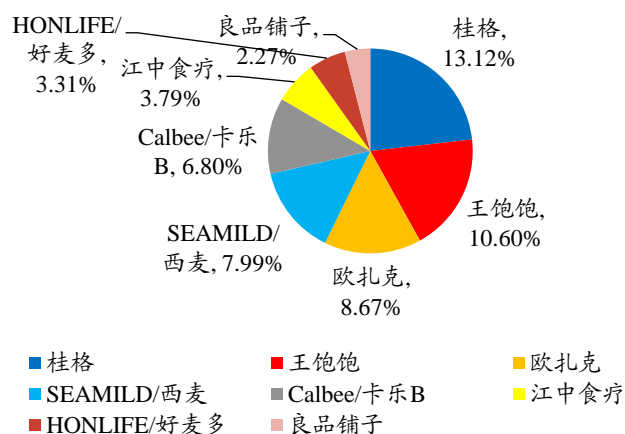
2021 年 11 月冲饮麦片行业销售额下滑, 主要由销量、均价共同下降导致。根据魔镜数据, 2021 年 11 月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达 4.1 亿元, 同比降 40.1%。拆分量价来看, 销量同比下降 23.7%, 均价同比下降 21.5%。燕麦行业销售额下滑, 主要由销量、均价共同下降导致。分品牌来看, 2021 年 11 月桂格、西麦食品保持增长; 桂格、王饱饱、欧扎克线上销售额占比较高, 分别达 13.1%、10.6%、8.7%。

图20: 2021 年 11 月阿里系冲饮麦片行业同比降 40.1%



数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图21: 2021 年 11 月阿里系冲饮麦片中桂格占比 13.1%



数据来源: 魔镜、开源证券研究所

主要燕麦品牌桂格销售额保持增长。根据魔镜数据, 2021 年 11 月桂格销售额达 5358.8 万元, 同比增 1.8%, 其中销量同比降 14.2%, 均价同比增 18.6%; 欧扎克销售额达 3543.0 万元, 同比下降 53.9%, 其中销量同降 10.6%, 均价同比降 48.4%; 西麦食品销售额达 3261.7 万元, 同比增 19.3%, 其中销量同比增 13.2%, 均价同比增



5.3%。其中桂格销售额增长由均价提升推动；西麦食品销售额增长由销量、均价提升共同推动；王饱饱销售额同比下滑由均价下滑导致，欧扎克、五谷磨房销售额同比下滑由销量、均价下滑导致。

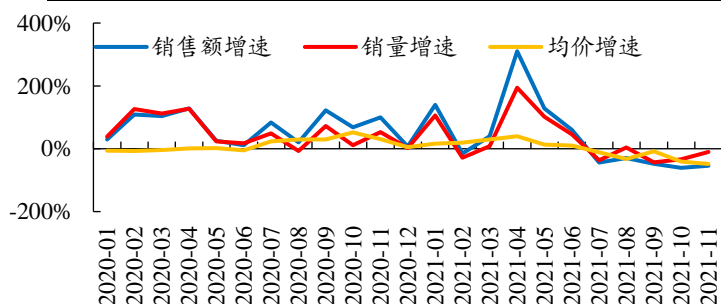
**行业集中度有所下降。**根据魔镜数据，2021年11月阿里系线上销售额占比前五名分别为桂格、王饱饱、欧扎克、西麦、卡乐B。燕麦行业CR5同比降3.8pct至41.0%，行业集中度有所下降。

**表4: 2021年11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	5358.8	92.9	57.7
王饱饱	4331.4	150.1	28.9
欧扎克	3543.0	94.5	37.5
西麦	3261.7	69.7	46.8
卡乐B	2777.2	29.8	93.3

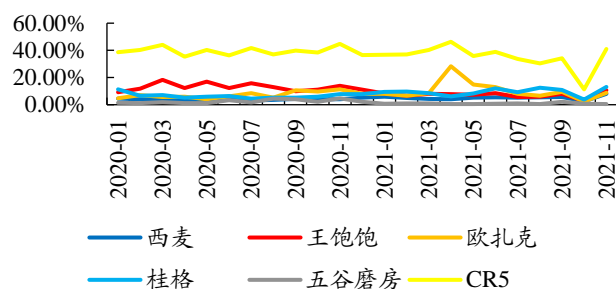
数据来源：魔镜、开源证券研究所

**图22: 2021年11月阿里系欧扎克销售额降53.9%**



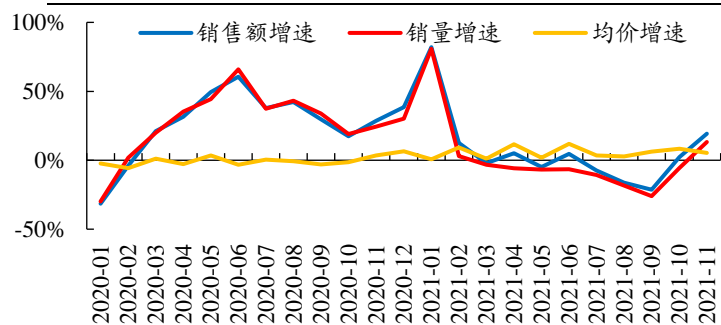
数据来源：魔镜、开源证券研究所

**图23: 2021年11月阿里系冲饮麦片行业CR5下降**



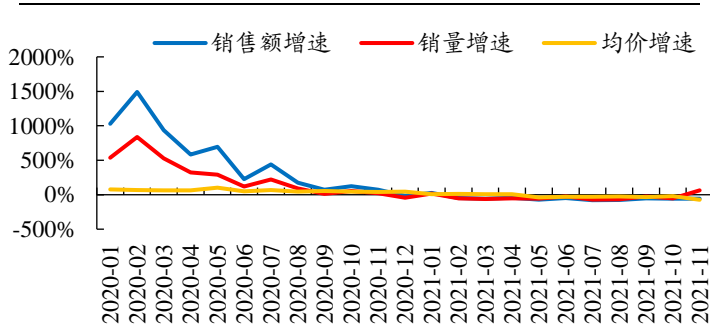
数据来源：魔镜、开源证券研究所

**图24: 2021年11月阿里系西麦食品销售额增19.3%**

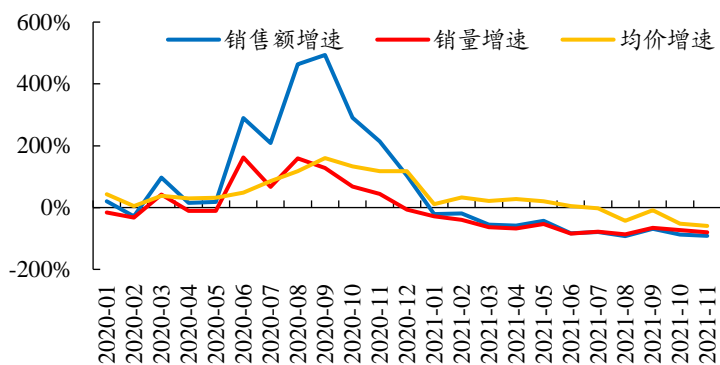


数据来源：魔镜、开源证券研究所

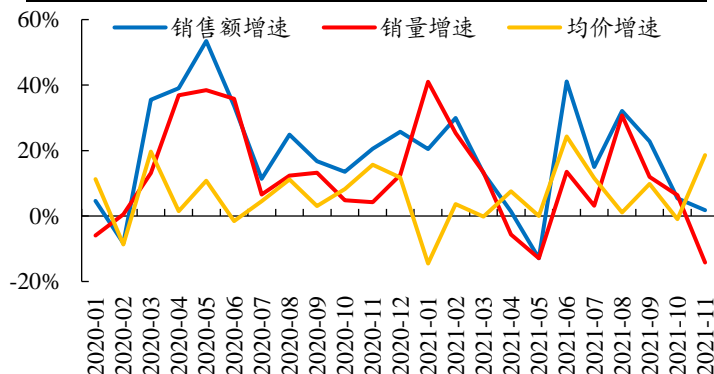
**图25: 2021年11月阿里系王饱饱销售额降57.1%**



数据来源：魔镜、开源证券研究所

**图26: 2021年11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11月阿里系桂格销售额增1.8%**


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11月阿里系西麦食品的TOP3热销产品分别为西麦纯燕麦片3kg、西麦奇亚籽即食混合燕麦片、纯燕麦片6kg即食冲饮, 销售额分别为647.7万元、183.8万元、177.3万元。2021年11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、燕麦片水果坚果酸奶即食、早餐即食品冲饮坚果水果酸奶麦片果粒, 销售额分别为1276.9万元、900.8万元、637.7万元。西麦食品热销产品以热食纯燕麦片为主, 而王饱饱热销产品以冷食果味燕麦片为主。

**表5: 2021年11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	647.7	11.7	55.5
西麦奇亚籽即食混合燕麦片	183.8	4.9	37.8
西麦纯燕麦片 6kg	177.3	2.0	89.5
西麦五黑麦片混合谷物	134.9	2.1	64.2
西麦燕麦片 1000g3 袋装	94.3	2.0	46.8

数据来源: 魔镜、开源证券研究所

**表6: 2021年11月王饱饱热销产品以冷食果味燕麦片为主**

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	1276.9	103.8	12.3
燕麦片水果坚果酸奶即食麦片	900.8	18.5	48.7
早餐即食品冲饮坚果水果酸奶麦片果粒麦片	637.7	10.9	58.4
榛子黑巧桃气椰椰水果坚果麦片	361.6	3.2	114
水果坚果泡酸奶干吃麦片	324.4	2.7	118.1

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

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（underperform）	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（underperform）	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