

行业研究

疫情负面扰动逐步兑现，密切关注 Q3 需求恢复力度

——光大证券食品饮料行业周报（20220815-20220821）

要点

本周观点：疫情负面扰动逐步兑现，密切关注 Q3 需求恢复力度。（1）本周市场进入中报密集发布期间。二季度疫情对上市公司经营层面的扰动在报表端得到体现。结合已发布年报的公司表现，我们判断疫情对上市公司经营层面的扰动在二季度将逐步兑现。一方面，品类差异决定了影响程度的差异。次高端白酒由于消费场景缺失导致收入低于预期，但上市公司均保持定力轻装上阵全面备战今年旺季。目前白酒板块整体估值进入合理区间，终端需求强弱将是接下来驱动白酒板块的表现的重要因素。（2）板块内部结构性的机会仍值得关注，短期我们将围绕正在推进双节备货的白酒以及休闲食品板块寻找相关投资机会；与此同时，我们也将密切关注三季度有望受益成本下降提升利润弹性的相关公司以及消费复苏对餐饮供应链板块的需求拉动。

白酒：本周舍得酒业发布中报，Q2 表现不及预期，对市场造成一定扰动。下周开始为白酒企业中报密集披露期，疫情或对 Q2 报表端造成扰动，酒企之间存在分化。同时伴随中秋临近，建议继续关注旺季动销表现，当前多数酒企已开始积极备战中秋国庆旺季，渠道和终端的费用投放、政策力度较往年有所增加，汾酒、舍得等回款正常，渠道反馈汾酒七月回款增长较六月提速，舍得八月回款较七月回暖。从渠道反馈来看对于旺季的信心相对充足，Q2 控制发货、维持库存良性和价格稳定，Q3 留有余力，叠加去年同期基数较低，估计 Q3 增长有望提速。

休闲食品：各休闲食品公司相继发布中期业绩，从业绩表现看，消费复苏背景下，各休闲食品公司经过不同程度的改革优化调整，2022Q2 整体业绩向好，产品结构的优化调整及渠道的顺利开拓为各公司业绩增量的主要来源。从成本端看，原材料价格上涨对各公司毛利率造成不同程度影响。从经营模式看，休闲食品公司积极拥抱新渠道，搭配产品结构的调整，整体向全渠道布局、全产业链布局方向发展。渠道的持续开拓为各公司短期业绩带来较高增速。

投资建议：（1）白酒板块方面，高端白酒需求最具确定性，维持贵州茅台、五粮液和泸州老窖的核心推荐；地产酒板块目前受益当地消费升级以及有限的疫情影响，基本面整体优于全国性次高端，维持对地产酒的龙头推荐，重点推荐洋河股份，关注古井贡酒；次高端板块仍需密切跟踪本轮旺季表现，重点推荐山西汾酒，建议关注舍得酒业；（2）大众品板块方面，密切跟踪餐饮供应链需求的恢复，维持安井食品、绝味食品以及立高食品的核心推荐；另外一方面，建议关注需求稳定、估值合理的细分龙头，重点推荐伊利股份以及洽洽食品。

风险分析：宏观经济下行风险，原材料成本波动，食品安全问题，竞争加剧。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
600519.SH	贵州茅台	1,895.01	41.76	49.21	57.29	45	39	33	买入
000858.SZ	五粮液	173.66	6.02	7.04	8.19	29	25	21	买入
000568.SZ	泸州老窖	216.30	5.43	6.65	8.03	40	33	27	买入
002304.SZ	洋河股份	170.85	4.98	6.47	7.49	34	26	23	买入
600809.SH	山西汾酒	265.04	4.36	6.62	8.63	61	40	31	买入
603345.SH	安井食品	143.65	2.79	3.28	4.51	51	44	32	买入
603517.SH	绝味食品	47.10	1.6	1.23	2.11	29	38	22	买入
300973.SZ	立高食品	76.19	1.67	1.73	2.46	46	44	31	买入
600887.SH	伊利股份	35.78	1.36	1.68	1.98	26	21	18	买入
002557.SZ	洽洽食品	47.50	1.83	2.02	2.48	26	24	19	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-19

食品饮料

买入（维持）

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebcn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebcn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebcn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebcn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebcn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebcn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 本周观点.....	4
2、 重点公司跟踪.....	6
3、 重点数据跟踪.....	7
4、 重要公司公告.....	7
5、 重点公司盈利预测、估值及评级	8
6、 重点报告汇总.....	9
7、 投资建议.....	9
8、 风险分析.....	9

图目录

图 1：主要休闲食品公司合计营业收入及增速.....	4
图 2：主要休闲食品公司合计归母净利润及增速.....	4
图 3：各休闲食品公司分季度毛利率.....	5
图 4：各休闲食品公司分季度净利率.....	5
图 5：高端白酒单品批价（元）.....	7
图 6：飞天茅台整箱/散瓶批价（元）.....	7
图 7：次高端白酒主要单品批价（元）.....	7

表目录

表 1：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级.....	8
表 2：建议关注 7 月 29 日发布的绝味食品动态跟踪报告.....	9

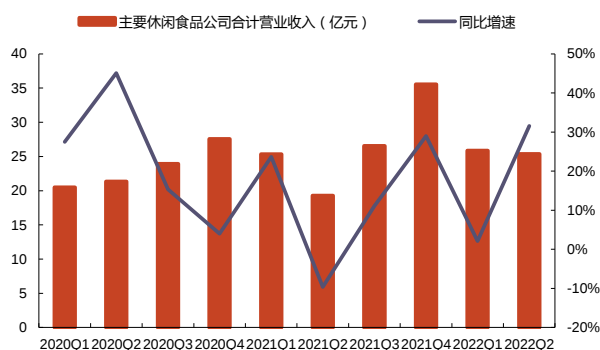
1、本周观点

疫情负面扰动逐步兑现，密切关注 Q3 需求恢复力度。（1）本周市场进入中报密集发布期间。二季度疫情对上市公司经营层面的扰动在报表端得到体现。结合已发布年报的公司表现，我们判断疫情对上市公司经营层面的扰动在二季度将逐步兑现。一方面，品类差异决定了影响程度的差异。次高端白酒由于消费场景缺失导致收入低于预期，但上市公司均保持定力轻装上阵全面备战今年旺季。目前白酒板块整体估值进入合理区间，终端需求强弱将是接下来驱动白酒板块表现的重要因素。（2）板块内部结构性的机会仍值得关注，短期我们将围绕正在推进双节备货的白酒以及休闲食品板块寻找相关投资机会；与此同时，我们也将密切关注三季度有望受益成本下降提升利润弹性的相关公司以及消费复苏对餐饮供应链板块的需求拉动。

白酒：本周舍得酒业发布中报，二季度收入业绩表现不及预期，对市场造成一定扰动。下周开始为白酒企业中报密集披露期，疫情或对 Q2 报表端造成扰动，酒企之间存在分化。同时伴随中秋临近，建议继续关注旺季动销表现，当前多数酒企已开始积极备战中秋国庆旺季，渠道和终端的费用投放、政策力度较往年有所增加，汾酒、舍得等回款正常，渠道反馈汾酒七月回款增长较六月提速，舍得八月回款较七月回暖。从渠道反馈来看对于旺季的信心相对充足，Q2 控制发货、维持库存良性和价格稳定，Q3 留有余力，叠加去年同期基数较低，估计 Q3 增长有望提速。

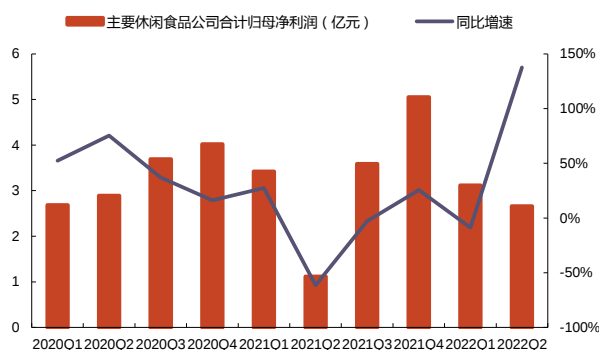
休闲食品：各休闲食品公司相继发布中期业绩。从业绩表现看，消费复苏背景下，各休闲食品公司经过不同程度的改革优化调整，2022Q2 整体业绩向好，洽洽食品/盐津铺子/甘源食品/劲仔食品 2022Q2 营收增速分别为 +24.38%/+34.60%/+42.67%/+45.60%。产品结构的优化调整及渠道的顺利开拓为各公司业绩增量的主要来源。从成本端看，原材料价格上涨对各公司毛利率造成不同程度影响。洽洽食品/盐津铺子/甘源食品/劲仔食品 2022Q2 毛利率分别同比-2.85Pct/+0.41Pct/-4.68Pct/1.76Pct。从利润端看，洽洽食品/劲仔食品 2022Q2 归母净利润同比+10.46%/84.72%，盐津铺子/甘源食品归母净利润实现由负转正。

图 1：主要休闲食品公司合计营业收入及增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所；注：公司包含洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品

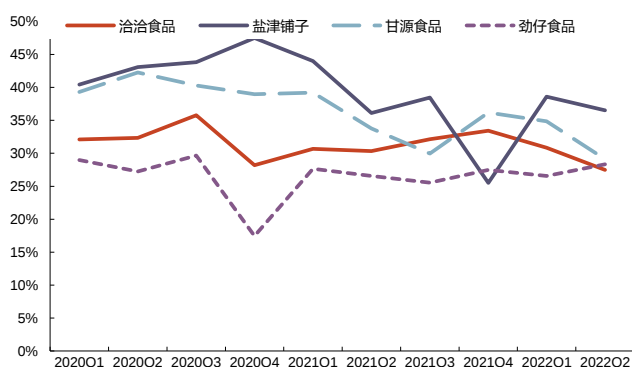
图 2：主要休闲食品公司合计归母净利润及增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所；注：公司包含洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品

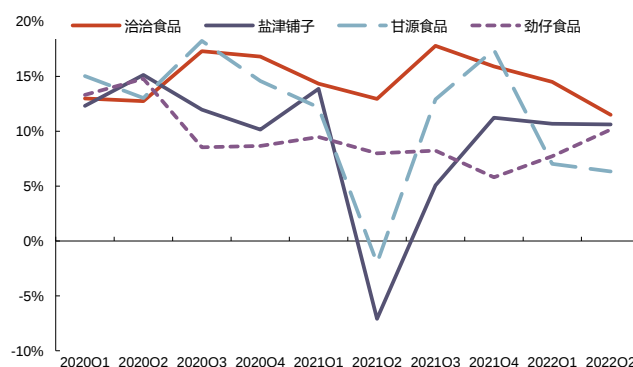
- 洽洽食品：2022Q2 公司毛利率同比下滑 2.85pcts，葵花籽采购价提升叠加燃油、包材、辅料等成本上涨为成本端承压的主要因素。公司 22Q4 进入下一轮采购，22Q3 葵花籽原料价格较高，预计成本压力仍存。公司于 4 月对小品类提价，7 月调整坚果礼盒规格变相提价，海外产品亦有提价计划。随着各品类提价计划的逐步落地，22H2 公司利润端有望修复。
- 盐津铺子：22H1 还原后毛利率同比提升 1.17Pct。虽有原材料价格上涨+高毛利渠道占比减少的影响，供应链规模效应下公司毛利率仍实现稳健增长。
- 甘源食品：22Q2 毛利率同比下滑 4.68Pct，主要因棕榈油采购成本上升和新产品成本较高。22H2 棕榈油价格下降空间仍存叠加河南工厂新品聚焦主要单品后采购成本下降，公司成本端压力有望减缓。

图 3：各休闲食品公司分季度毛利率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 4：各休闲食品公司分季度净利率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

优化产品结构，丰富产品布局。从经营模式看，休闲食品公司积极拥抱新渠道，搭配产品结构的调整，整体向全渠道布局、全产业链布局方向发展。渠道的持续开拓为各公司短期业绩带来较高增速。

- 洽洽食品：公司持续推进渠道精耕，截至 2022 年 6 月底公司渠道数字化平台录入终端网点数量已超过 17 万家。洽洽通过坚果礼盒装切入礼品市场，开拓生鲜店、烟酒店等新渠道推进三四线城市下沉。同时，“贴奶战略”的提出有望进一步打开坚果业务渠道空间。
- 盐津铺子：公司已基本实现产品与渠道的结构性优化，零食专营渠道 2022H1 收入达 1 亿元，占比超过 8%，BC 商超渠道通过专柜投放增加网点亦实现营收增长。全渠道布局下，电商渠道实现进一步增长，预计 2022 年底占比可提升至 15%。
- 甘源食品：公司通过口味型坚果与河南安阳工厂新品进一步丰富产品品类，把握现代渠道已有优势，面向高端会员店丰富产品矩阵。2022H2 公司计划以零食专营渠道与流通渠道为核心，减少创新口味小规格保证，聚焦核心口味，提升规模优势。
- 劲仔食品：公司丰富产品品规，积极开拓现代渠道。2022H1 大包装产品收入同比实现翻倍增长，占比增至 28%；散装产品收入同比增长 60%+，占比约 6-7%。大包装策略推进下，公司 BC 超市渠道的线下占比增至 10-20%，CVS+KA 渠道线下占比约为 10%。

- **三只松鼠**：公司仍处于战略调整阶段，一方面推进线下经销渠道布局，公司划分六大经销大区，与 546 家经销商建立合作关系，首批 200 余个岛型柜台已完成投放。另一方面积极布局坚果生产线，2022 年 8 月首批每日坚果生产工厂已投产。

2、重点公司跟踪

盐津铺子：22Q2 营业收入同比+34.60%，公司已实现产品与渠道的结构性优化。分渠道看，零食专营渠道 22H1 收入达 1 亿元，占比 8%+。BC 商超渠道专柜投入带来网点增长，公司 22 年计划专柜投放 1 万个，实际投放 4-5 千个，中岛+专柜合计 2.4-2.5 万个。预计可投放专柜的 BC 超全国有 6-8 万家。KA 渠道公司主动减少 1/3 门店数量。电商渠道预计 22 年底占比可提升至 15%。

洽洽食品：22Q2 营业收入同比+24.38%，拆分量价看，公司 22H1 量增 10%+，价增 2%+，其中瓜子 22H1 吨价上涨 7-8%，坚果吨价下滑主要系礼盒装赠送坚果乳且返利加大影响售价。公司于 Q2 开始对豆类花生进行涨价，坚果屋顶盒克重从 26g 降低为 23g，海外有提价计划。毛利端看，Q2 毛利率下滑主要系（1）瓜子原材料成本上升，（2）油盐糖辅料及包材、燃动成本上涨，（3）部分地区运费上涨，（4）固定资产折旧增加等多因素导致。展望 22H2，瓜子采购季为 Q4，预计 Q3 成本仍有一定压力。费用端看，公司计划缩减 22H2 坚果费投，预计整体费用率保持平稳。

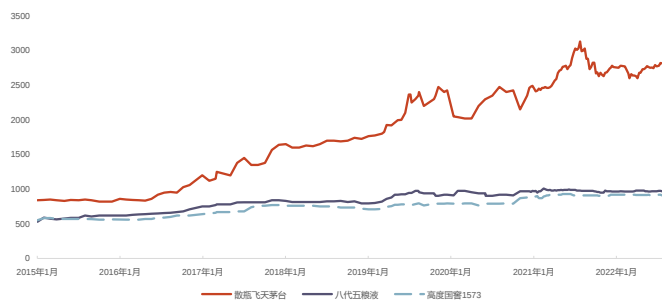
巴比食品：Q2 实现收入 3.76 亿元，同比增长 9.78%，扣非净利润 0.54 亿元，同比增长了 22.04%，疫情之下利润的稳健增长得益于团餐对业绩的支撑及毛利改善。主要得益于疫情期间保供订单的驱动，Q2 公司团餐业务增长明显，全年团餐的占比希望从去年的 15%提高到 20%。从开店角度上讲，Q2 因为疫情扰动开店进度稍有放缓，下半年会提高华东的市场开拓，门店经营的韧性非常强，闭店率好于预期，单店上，华东地区因疫情有所下降，其他区域和去年同期相比持平，下半年将通过扩大外卖覆盖面、上新品、专人专项跟踪业务提高单店。此外，公司当前已锁定全年猪肉价格，短期肉价波动对成本影响有限。

舍得酒业：Q2 实现收入 11.41 亿元，同比下滑 16.3%，实现净利润 3.10 亿元，同比下滑 29.8%，主要系疫情影响且公司未向渠道压货，Q2 中高端酒/低端酒比下滑 21%/3%，省内/省外同比下滑 3%/24%。进入 Q3 公司经营状况逐步改善，截至 8 月中旬回款目标达到 56%，6 月有提价动作，品味舍得批价从 380-390 元/瓶逐步提升至 400+元/瓶，公司已开始中秋营销活动，经销商积极性增强，8 月以来回款进度修复至正常，库存虽有所提升，但更多反映的是渠道对于动销的信心增强。

3、重点数据跟踪

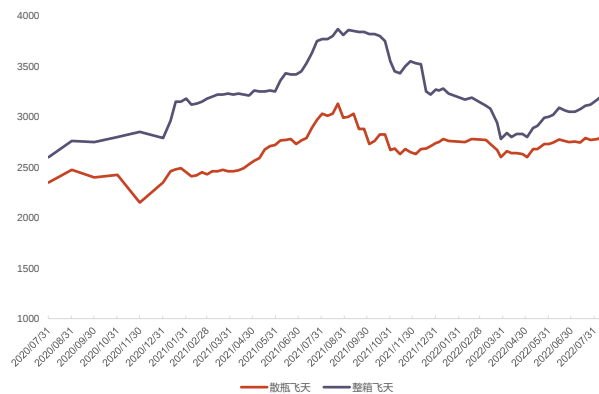
飞天茅台散装批价 2815 元，环周下降 5 元。整箱批价 3225 元，环周上涨 5 元。八代五粮液批价 970 元，环周下降 5 元。高度国窖 1573 批价 910 元，环周下降 10 元。

图 5：高端白酒单品批价（元）



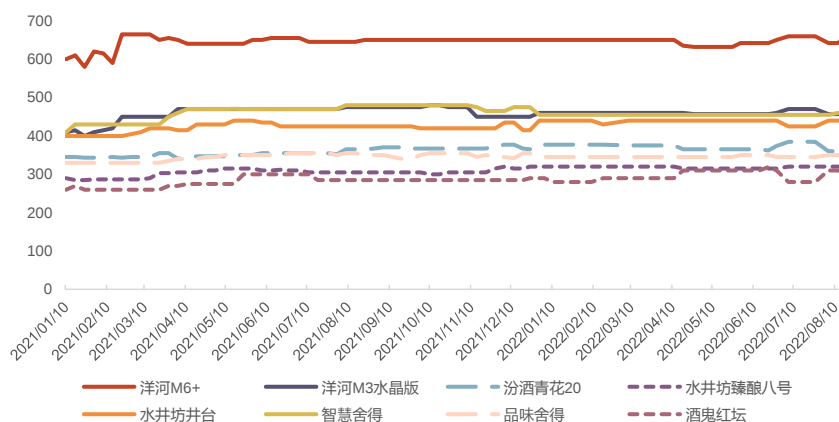
资料来源：今日酒价，注：截至 2022 年 8 月 19 日

图 6：飞天茅台整箱/散瓶批价（元）



资料来源：今日酒价，注：截至 2022 年 8 月 19 日

图 7：次高端白酒主要单品批价（元）



资料来源：今日酒价，注：截至 2022 年 8 月 19 日

4、重要公司公告

三只松鼠 2022 年 8 月 19 日公司发布中期业绩：公司 2022 年上半年公司实现营业收入 41.14 亿元，同比-21.80%，实现归母净利润 0.82 亿元，同比-76.65%。其中 22Q2 实现营业收入 10.25 亿元，同比-35.54%，实现归母净利润-0.79 亿元，去年同期为 0.37 亿元。

金徽酒 2022 年 8 月 19 日公司发布中期业绩：公司 2022 年上半年公司实现营业收入 12.26 亿元，同比+26.13%，实现归母净利润 2.12 亿元，同比+13.06%。其中 22Q2 实现营业收入 5.20 亿元，同比+12.23%，实现归母净利润 0.47 亿元，同比-34.50%。

洽洽食品 2022 年 8 月 18 日公司发布中期业绩：公司 2022 年上半年公司实现营业收入 26.78 亿元，同比+12.49%，实现归母净利润 3.51 亿元，同比+7.25%，。其中 22Q2 实现营业收入 12.46 亿元，同比+24.38%，实现归母净利润 1.43 亿元，同比+10.46%。

盐津铺子 2022 年 8 月 15 日公司发布中期业绩：公司 2022 年上半年公司实现营业收入 12.10 亿元，同比+13.73%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比+164.97%。其中 22Q2 实现营业收入 6.35 亿元，同比+34.60%，实现归母净利润 0.67 亿元，同比由负转正。公司预计 22Q3 实现归母净利润 0.72-0.86 亿元，同比增长 151.15%-199.99%。

劲仔食品 2022 年 8 月 15 日公司发布中期业绩：公司 2022 年上半年公司实现营业收入 6.20 亿元，同比+31.30%，实现归母净利润 0.57 亿元，同比+37.84%。其中 22Q2 实现营业收入 3.61 亿元，同比+45.60%，实现归母净利润 0.37 亿元，同比+84.72%。

5、重点公司盈利预测、估值及评级

表 1：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	净利润 (亿元)			EPS (元)			P/E(x)		
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E
600519.SH	贵州茅台	1,895.01	524.60	618.11	719.71	41.76	49.21	57.29	45	39	33
000858.SZ	五粮液	173.66	233.77	273.08	317.77	6.02	7.04	8.19	29	25	21
000568.SZ	泸州老窖	216.30	79.56	97.84	118.14	5.43	6.65	8.03	40	33	27
600809.SH	山西汾酒	265.04	53.14	80.80	105.28	4.36	6.62	8.63	61	40	31
600702.SH	舍得酒业	154.99	12.46	18.66	24.83	3.75	5.62	7.48	41	28	21
002304.SZ	洋河股份	170.85	75.08	97.49	112.94	4.98	6.47	7.49	34	26	23
603369.SH	今世缘	45.41	20.29	25.14	30.70	1.62	2.00	2.45	28	23	19
603517.SH	绝味食品	47.10	9.81	7.59	12.98	1.60	1.23	2.11	29	38	22
603345.SH	安井食品	143.65	6.82	9.61	13.23	2.79	3.28	4.51	51	44	32
002216.SZ	三全食品	16.80	5.30	6.08	7.01	0.73	0.69	0.8	23	24	21
300973.SZ	立高食品	76.19	2.83	2.94	4.16	1.67	1.73	2.46	46	44	31
001215.SZ	千味央厨	47.49	0.88	1.07	1.32	1.02	1.23	1.52	47	39	31
605089.SH	味知香	56.55	1.33	1.53	1.86	1.33	1.53	1.86	43	37	30
603866.SH	桃李面包	13.68	7.63	8.49	9.85	0.8	0.89	1.03	17	15	13
605338.SH	巴比食品	27.40	3.14	2.47	2.89	1.27	0.99	1.17	22	28	23
002557.SZ	洽洽食品	47.50	9.29	10.25	12.58	1.83	2.02	2.48	26	24	19
603719.SH	良品铺子	24.74	2.82	3.62	4.40	0.70	0.90	1.10	35	27	22
600887.SH	伊利股份	35.78	87.05	107.64	126.70	1.36	1.68	1.98	26	21	18

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-19

6、重点报告汇总

表 2：建议关注 7 月 29 日发布的绝味食品动态跟踪报告

报告类型	发布时间	报告名称	标的公司
公司点评	2022.08.19	营收稳健增长，利润短期承压——洽洽食品（002557.SZ）2022 年中报点评	洽洽食品
公司点评	2022.08.17	疫情导致业绩阶段性承压，联动复星深化品牌势能——舍得酒业（600702.SH）2022 年半年报点评	舍得酒业
公司点评	2022.08.14	团餐发力支撑业绩增长，盈利弹性释放——巴比食品（605338.SH）2022 年半年报点评	巴比食品
公司点评	2022.08.09	Q2 势能依旧，改革红利继续释放——贵州茅台（600519.SH）2022 年半年报点评	贵州茅台
行业动态	2022.08.02	白酒加配明显，食品细分龙头韧性足——2Q22 食品饮料行业基金持仓分析	
公司点评	2022.08.01	高目标彰显信心，期待后续增长——今世缘（603369.SH）股票期权激励计划（变更）点评	今世缘
公司点评	2022.08.01	产业协同，布局长远——伊利股份（600887.SH）跟踪点评	伊利股份
行业深度	2022.07.29	冷冻烘焙领导者，从并购扩张到聚焦核心市场——冷冻烘焙海外研究之 Aryza	
公司动态	2022.07.29	对标达美乐，再论绝味四大核心命题——绝味食品（603517.SH）动态跟踪报告	绝味食品
公司点评	2022.07.27	产品升级持续，Q2 利润同比扭亏为盈——水井坊（600779.SH）2022 年半年报点评	水井坊

资料来源：光大证券研究所

7、投资建议

（1）白酒板块方面，高端白酒需求最具确定性，维持贵州茅台、五粮液和泸州老窖的核心推荐；地产酒板块目前受益当地消费升级以及有限的疫情影响，基本面整体优于全国性次高端，维持对地产酒的龙头推荐，重点推荐洋河股份，关注古井贡酒；次高端板块仍需密切跟踪本轮旺季表现，重点推荐山西汾酒，建议关注舍得酒业；（2）大众品板块方面，密切跟踪餐饮供应链需求的恢复，维持安井食品、绝味食品以及立高食品的核心推荐；另外一方面，建议关注需求稳定、估值合理的细分龙头，重点推荐伊利股份以及洽洽食品。

8、风险分析

宏观经济下行风险

宏观经济下行对人群消费力产生影响，从而对部分市场造成影响。

原材料成本波动

原材料价格波动，对各公司成本端造成一定影响。

食品安全问题

食品安全问题的出现会影响公司经营层面表现。

行业及公司评级体系

评级		说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE