

## 行业研究

## 风险偏好致板块调整，估值加速调整至合理区间

——光大证券食品饮料行业周报（20221017-20221023）

## 要点

**本周观点：海外投资者风险偏好下降带来市场调整。**本周食品饮料板块整体下跌5.9%，录得中信30个一级行业涨跌幅最后一位，单周跌幅仅次于今年1月28日的6.3%，单周下跌幅度为2021年以来的第五位。我们认为市场下跌更多来自估值层面的压力，而非短期基本面出现的变化。

1) 从基本面来看，上周发布的酒企三季度经营情况，基本符合市场此前预期。各酒企分品类的库存、批价等高频数据基本维持平稳走势。而且，我们回顾了2020年以来单周出现大幅下跌的历史片段，均未找到能合理解释当时出现单周大幅下跌的基本面逻辑。

2) 从资金层面来看，10月17-21日白酒板块五日主力资金净流出61.8亿元，位居所有二级细分行业之首。其中，茅台/五粮液分别流出41.84/10.5亿元，累计占比85%。从2021年初开始，随着白酒板块的静态估值达到近60倍的历史最高水平以及美国国债收益率从1%左右的水平开始持续攀升，白酒板块整体步入消化估值压力的阶段。截至10月21日，美国10年期国债收益率上升至4.21%，创2008年全球金融危机以来的最高水平。我们认为美债收益率的加速赶顶降低了海外投资者的风险偏好，同时在短期内也放大了他们对于国内疫情导致白酒基本面受损的担忧。总结来看，本周以茅台/五粮液资金净流出带来的下跌或与近期海外大类资产收益率的剧烈波动有关。

3) 国内外投资者普遍谈论“禁酒令”传言或是白酒板块出现大幅下跌的诱因，我们认为根据目前推出的政策，全国有13个省份推出不同程度的省级禁酒令，另外18个省份中部分省在部分县市有相关规定，且大多限制公务接待的高档酒水供应。从市场规模来看，无省级禁酒令的地区白酒市场规模占全国比重接近60%，工作日午间禁酒省份占18%，公务活动禁酒省份占22%。我们认为即使在所有省份执行最严格禁酒令的情况下，白酒市场容量的减少有限，“禁酒令”对基本面实际冲击不大。2012-2014年经过调整后，白酒政务消费占比已经降至较低水平，特别高端白酒以商务场景居多，加之品类自身的社交属性与品牌深厚的护城河，“禁酒令”趋严对高端白酒特别是头部品牌不存在较大影响。

**市场下跌加速估值压力的释放，继续聚焦龙头。**海外大类资产短期的大幅波动进一步加速白酒板块的估值压力释放，截至2022年10月21日，白酒板块估值已调整至31倍，一年维度内估值收缩近40%，茅台/五粮液的2023年市场一致盈利预测所对应动态估值已分别回到30/20倍以内。我们认为白酒板块在今年疫情波及面更广的情形下已充分体现了经营韧性，并且龙头企业体现出了更强的需求支撑，近期估值的大幅调整进一步提升龙头白酒企业的配置价值。我们维持聚焦龙头的思路，建议在继续跟踪消费复苏进程的同时，把握积极变革经营思路、抗风险能力较强、经营成果在同业内较为出色的龙头企业。

**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。

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@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002  
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001  
021-52523795

yangz@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.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.....	5
3、 重点数据跟踪.....	6
4、 重要公司公告.....	8
5、 重点公司盈利预测、估值及评级 .....	9
6、 重点报告汇总.....	9
7、 投资建议.....	10
8、 风险分析.....	10

## 图目录

图 1: 白酒板块五日主力资金净流出 (亿元) .....	5
图 2: 申万白酒指数与美国十年期国债收益率 .....	5
图 3: 白酒预期收益率与美债收益率差值 .....	5
图 4: 食品饮料板块市盈率 (TTM, 整体法, 倍) .....	6
图 5: 食品饮料板块市盈率 (TTM, 中值, 倍) .....	6
图 6: 高端白酒单品批价 (元) .....	6
图 7: 飞天茅台整箱/散瓶批价 (元) .....	6
图 8: 次高端白酒主要单品批价 (元) .....	7
图 9: 生猪平均价 .....	7
图 10: 猪肉平均价 .....	7
图 11: 白条鸡平均批发价 .....	7
图 12: 白鲢鱼平均批发价 .....	7
图 13: 大豆现货平均价 .....	8
图 14: 玉米平均价 .....	8
图 15: 豆粕平均价 .....	8
图 16: 生鲜乳平均价 .....	8

## 表目录

表 1: 食品饮料指数与美债收益率 .....	4
表 2: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级 .....	9
表 3: 建议关注 9 月 20 日发布的洽洽食品价值投资分析报告 .....	9

## 1、本周观点

**海外投资者风险偏好下降带来市场调整。**本周，食品饮料板块整体下跌 5.9%，录得中信 30 个一级行业涨跌幅最后一位，单周跌幅仅次于今年 1 月 28 日的 6.3%，单周下跌幅度为 2021 年以来的第五位。我们认为市场下跌更多来自估值层面的压力，而非短期基本面出现的变化。

(1) **从基本面来看，上周发布的酒企三季度经营情况，基本符合市场此前预期。**各酒企分品类的库存、批价等高频数据基本维持平稳走势。而且，我们回顾了 2020 年以来单周出现大幅下跌的历史片段，均未找到能合理解释当时出现单周大幅下跌的基本面逻辑。例如 2021 年 2 月 26 日单周跌幅 14.2%，但高端白酒批价维持稳定，且随着消费场景逐渐恢复、春节旺季白酒动销表现良好。2021 年 7 月 30 日单周跌幅 12.9%，但飞天茅台批价有所抬升，除华东部分地区疫情有所反复之外，国内整体动销正常。

(2) **从资金层面来看，10 月 17-21 日白酒板块五日主力资金净流出 61.8 亿元，**位居所有二级细分行业之首。其中，茅台/五粮液分别流出 41.84/10.5 亿元，累计占比 85%，而其他主流白酒上市公司资金净流出并不明显。一直以来，茅台/五粮液作为中国市场需求最为稳定、抗风险能力最强的优质资产，其长期的收益率预期水平是能够与海外的大类资产进行横向比较的。从 2021 年初开始，随着白酒板块的静态估值达到近 60 倍的历史最高水平以及美国国债收益率从 1% 左右的水平开始持续攀升，白酒板块整体步入消化估值压力的阶段。截至 10 月 21 日，美国 10 年期国债收益率上升至 4.21%，创 2008 年全球金融危机以来的最高水平。我们认为美债收益率的加速赶顶降低了海外投资者的风险偏好，同时在短期内也放大了他们对于国内疫情导致白酒基本面受损的担忧。**总结来看，本周以茅台/五粮液资金净流出带来的下跌或与近期海外大类资产收益率的剧烈波动有关。**

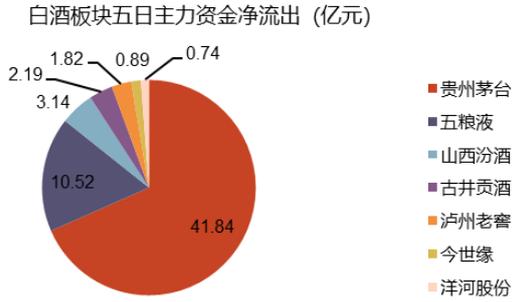
(3) 国内外投资者普遍谈论“禁酒令”传言或是白酒板块出现大幅下跌的诱因，我们认为根据目前推出的政策，全国有 13 个省份推出不同程度的省级禁酒令，另外 18 个省份中部分省在部分县市有相关规定，且大多限制公务接待的高档酒水供应。从市场规模来看，无省级禁酒令的地区白酒市场规模占全国比重接近 60%，工作日午间禁酒省份占 18%，公务活动禁酒省份占 22%。我们认为即使在所有省份执行最严格禁酒令的情况下，白酒市场容量的减少有限。“禁酒令”对基本面实际冲击不大。2012-2014 年经过限制三公消费、八项规定调整后，白酒政务消费占比已经降至较低水平，特别高端白酒以商务场景居多，加之品类自身的社交属性与品牌深厚的护城河，“禁酒令”趋严对高端白酒特别是头部品牌不存在较大影响。

表 1：食品饮料指数与美债收益率

日期	食品饮料指数涨跌幅	前 1 周美债收益率	后 1 周美债收益率	美债收益率上升幅度 (pct)
2022/10/21	-5.9%	3.9%	4.2%	0.32
2022/1/28	-6.3%	1.8%	1.9%	0.18
2021/8/20	-9.7%	1.3%	1.3%	0.02
2021/7/30	-12.9%	1.3%	1.3%	0.01
2021/2/26	-14.2%	1.3%	1.6%	0.22

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 1：白酒板块五日主力资金净流出（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计日期截至 2022 年 10 月 21 日

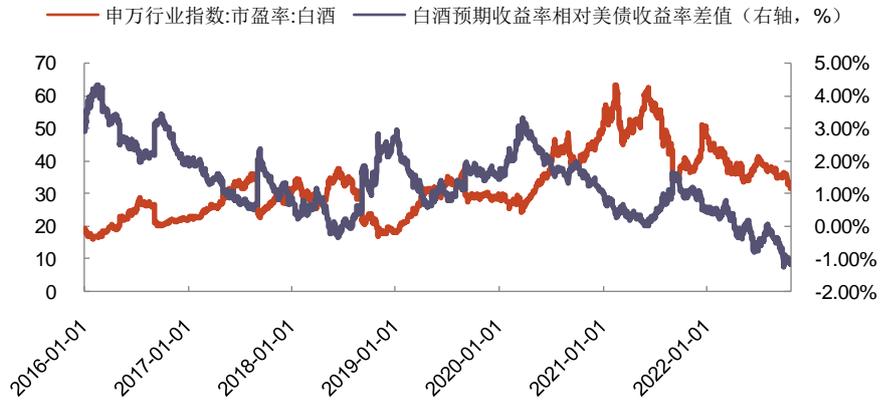
图 2：申万白酒指数与美国十年期国债收益率



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：截至 2022-10-21

市场下跌加速估值压力的释放，继续聚焦龙头。海外大类资产短期的大幅波动进一步加速白酒板块的估值压力释放，截至 2022 年 10 月 21 日，白酒板块估值已调整至 31 倍，一年维度内估值收缩近 40%，茅台/五粮液的 2023 年市场一致盈利预测所对应动态估值已分别回到 30/20 倍以内。我们认为白酒板块在今年疫情波及面更广的情形下已充分体现了经营韧性，并且龙头企业体现出了更强的需求支撑，近期估值的大幅调整进一步提升龙头白酒企业的配置价值。我们维持聚焦龙头的思路，建议在继续跟踪消费复苏进程的同时，把握积极变革经营思路、抗风险能力较强、经营成果在同业内较为出色的龙头企业。

图 3：白酒预期收益率与美债收益率差值



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：截至 2022-10-21

## 2、重点公司跟踪

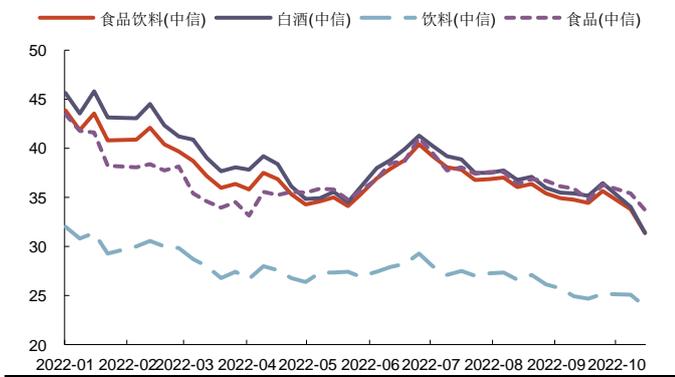
**山西汾酒：**渠道反馈 Q3 回款表现良好，青花系列保持较高增速，省外河南、山东、广东、江苏等市场规模较大，复兴版在传统渠道基础上增加团购渠道，更加侧重过程考核，例如品鉴会活动、核心客户拓展等，在广东、江苏等市场发展较好，巴拿马、老白汾高增、收入占比亦有提升，公司今年加大将腰部产品引入长三角、珠三角等新兴市场，玻汾控量供货下表现较为平稳、占比有所下降。各产

品系列动销呈现稳中向好，库存水平良性，省内库存水平低于一个月，省外市场也在一个半月以内。

### 3、重点数据跟踪

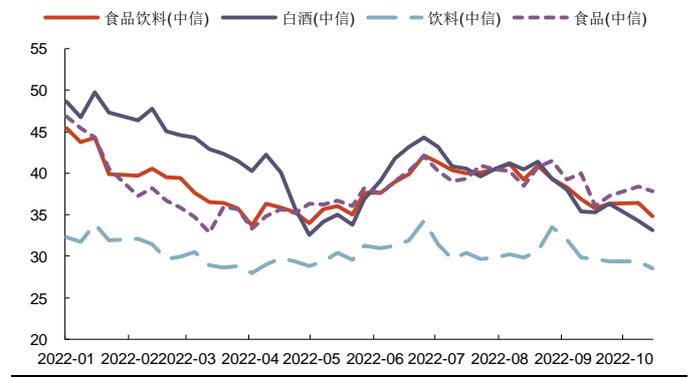
截至 2022 年 10 月 21 日，食品饮料板块估值水平（PE TTM，剔除负数）为 31 倍，较年初下降约 28.4%，其中中信白酒指数 PE（TTM，剔除负值）为 31 倍，较年初下降约 31.4%；中信饮料指数 PE（TTM，剔除负值）为 24 倍，较年初下降约 25.4%；中信食品指数 PE（TTM，剔除负值）为 34 倍，较年初下降约 22.5%。

图 4：食品饮料板块市盈率（TTM，整体法，倍）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2022 年 10 月 21 日

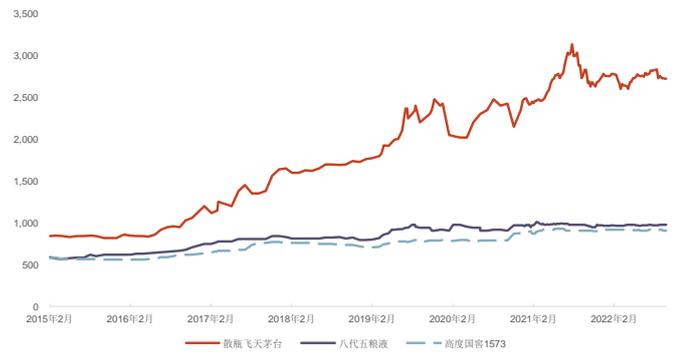
图 5：食品饮料板块市盈率（TTM，中值，倍）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2022 年 10 月 21 日

截至 2022 年 10 月 21 日，飞天茅台散装批价 2720 元，环周维持不变。整箱批价 3010 元，环周下降 20 元。八代五粮液批价 975 元，环周维持不变。高度国窖 1573 批价 905 元，环周维持不变。

图 6：高端白酒单品批价（元）



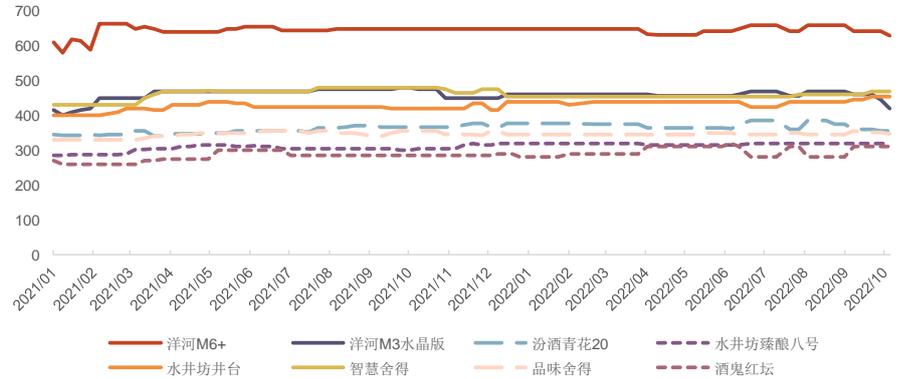
资料来源：今日酒价，注：截至 2022 年 10 月 21 日

图 7：飞天茅台整箱/散瓶批价（元）



资料来源：今日酒价，注：截至 2022 年 10 月 21 日

图 8：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 10 月 21 日

截至 2022 年 10 月 14 日，生猪平均价为 28.32 元/千克，同比+135.41%；猪肉平均价为 37.02 元/千克，同比+103.74%。截至 2022 年 10 月 21 日，白条鸡平均批发价为 19.16 元/公斤，同比+11.40%；白鲢鱼平均批发价为 9.58 元/公斤，同比-20.23%。

图 9：生猪平均价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 10 月 14 日

图 10：猪肉平均价



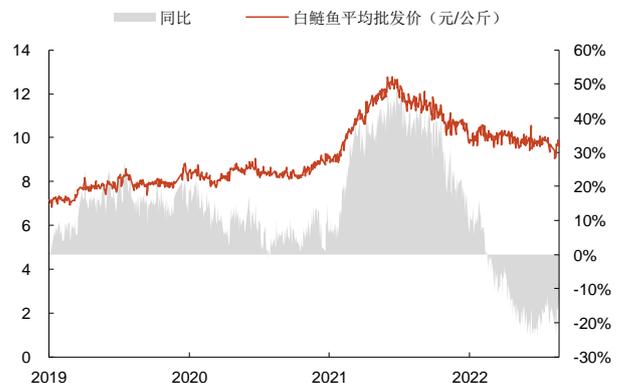
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 10 月 14 日

图 11：白条鸡平均批发价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 10 月 21 日

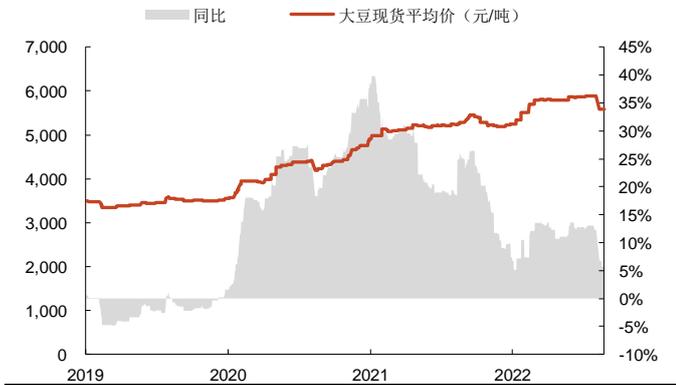
图 12：白鲢鱼平均批发价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 10 月 21 日

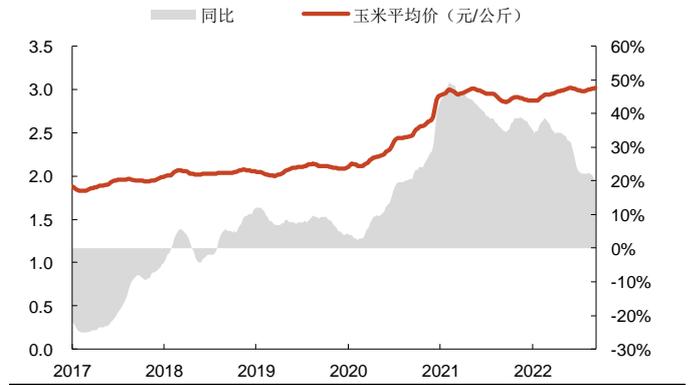
截至 2022 年 10 月 21 日，大豆现货平均价为 5889 元/吨，同比+5.69%。截至 2022 年 10 月 12 日，玉米平均价为 3.02 元/公斤，同比+18.90%。豆粕平均价为 5.22 元/公斤，同比+51.30%；生鲜乳平均价为 4.14 元/公斤，同比-3.90%。

图 13: 大豆现货均价



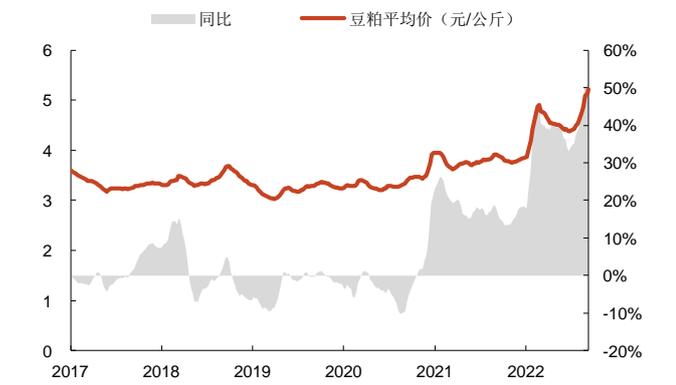
资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2022 年 10 月 21 日

图 14: 玉米均价



资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2022 年 10 月 12 日

图 15: 豆粕均价



资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2022 年 10 月 12 日

图 16: 生鲜乳均价



资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2022 年 10 月 12 日

## 4、重要公司公告

**光明乳业 2022 年 10 月 21 日公司发布获得政府补助公告:** 公司共收到政府补助 2875 万元 (未经审计), 补助资金已到账。

**天润乳业 2022 年 10 月 20 日公司发布 2022 年第三季度报告:** 公司 2022 年前三季度实现营业收入 18.51 亿元, 同比+17.78%; 实现归母净利润 0.54 亿元, 同比扭亏为盈。其中 2022Q3 实现营业收入 4.04 亿元, 同比+2.68%; 实现归母净利润 0.33 亿元, 同比扭亏为盈。

**海欣食品 2022 年 10 月 20 日公司发布 2022 年第三季度报告:** 公司 2022 年前三季度实现营业收入 10.95 亿元, 同比+1.15%; 实现归母净利润 1.54 亿元, 同

比+36.41%。其中 2022Q3 实现营业收入 6.18 亿元，同比+19.67%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比+45.33%。

**良品铺子 2022 年 10 月 17 日公司发布获得政府补助公告：公司及子公司共收到政府补助 7613 万元（未经审计），占公司 2021 年归母净利润的 27.04%。**

## 5、重点公司盈利预测、估值及评级

表 2：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	1,624.00	524.60	618.11	719.71	41.76	49.21	57.29	39	33	28
000858.SZ	五粮液	152.15	233.77	273.08	317.77	6.02	7.04	8.19	25	22	19
000568.SZ	泸州老窖	191.97	79.56	97.84	118.14	5.43	6.65	8.03	35	29	24
600809.SH	山西汾酒	266.50	53.14	80.80	105.28	4.36	6.62	8.63	61	40	31
600702.SH	舍得酒业	135.02	12.46	18.66	24.83	3.75	5.62	7.48	36	24	18
002304.SZ	洋河股份	141.38	75.08	97.49	112.94	4.98	6.47	7.49	28	22	19
603369.SH	今世缘	41.90	20.29	25.14	30.70	1.62	2.00	2.45	26	21	17
603517.SH	绝味食品	50.90	9.81	6.02	11.61	1.60	0.99	1.91	32	51	27
603345.SH	安井食品	145.55	6.82	9.61	13.23	2.79	3.28	4.51	52	44	32
002216.SZ	三全食品	15.17	6.41	7.83	8.40	0.73	0.89	0.96	21	17	16
300973.SZ	立高食品	81.80	2.83	2.16	3.24	1.67	1.27	1.91	49	64	43
001215.SZ	千味央厨	50.80	0.88	1.07	1.32	1.02	1.23	1.52	50	41	33
605089.SH	味知香	49.31	1.33	1.53	1.86	1.33	1.53	1.86	37	32	27
603866.SH	桃李面包	12.89	7.63	8.49	9.85	0.8	0.89	1.03	16	14	13
605338.SH	巴比食品	26.56	3.14	2.47	2.89	1.27	0.99	1.17	21	27	23
002557.SZ	洽洽食品	41.20	9.29	10.25	12.58	1.83	2.02	2.48	23	20	17
603719.SH	良品铺子	27.69	2.82	3.39	4.20	0.70	0.85	1.05	40	33	26
600887.SH	伊利股份	29.94	87.05	107.64	126.70	1.36	1.68	1.98	22	18	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-21

## 6、重点报告汇总

表 3：建议关注 9 月 20 日发布的洽洽食品价值投资分析报告

报告类型	发布时间	报告名称	标的公司
公司点评	2022.10.17	股权激励提振士气，控量挺价维护势能——舍得酒业（600702.SH）股权激励计划方案点评	舍得酒业
公司点评	2022.10.16	收入稳健增长，盈利能力持续改善，龙头地位持续巩固——安井食品（603345.SH）2022 年三季度业绩快报点评	安井食品
公司点评	2022.10.16	延续亮眼表现，经营韧性凸显——泸州老窖（000568.SZ）2022 年前三季度业绩预告点评	泸州老窖
公司点评	2022.10.16	Q3 持续稳健增长，改革势能继续兑现——洋河股份（002304.SZ）2022 年前三季度经营情况点评	洋河股份
公司点评	2022.10.16	龙头经营稳健，改革强化品牌势能——贵州茅台（600519.SH）2022 年三季报点评	贵州茅台
公司点评	2022.10.13	Q3 业绩超预期，改革亮点充足——今世缘（603369.SH）2022 年 1-9 月经营数据点评	今世缘
公司点评	2022.10.13	成长势能强劲，业绩弹性释放——山西汾酒（600809.SH）2022 年 1-9 月经营数据点评	山西汾酒
公司点评	2022.10.13	三季度持续稳健增长，改革促势能释放——贵州茅台（600519.SH）2022 年 1-9 月经营数据点评	贵州茅台
公司点评	2022.09.24	股权激励体现公司信心及决心，单店收入已进入修复区间——绝味食品（603517.SH）股权激励方案点评	绝味食品
公司深度	2022.09.20	“洽”合时宜的品类，“洽”到好处的生意——洽洽食品（002557.SZ）价值投资分析报告	洽洽食品
公司点评	2022.09.19	逆势下修炼内功，优势继续强化——立高食品（300973.SZ）跟踪报告	立高食品

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