

行业研究

日本疫后复苏启示

——光大证券食品饮料行业周报（20221219-20221225）

要点

本周观点：伴随疫情防控优化政策“二十条”、“新十条”的陆续推出，市场对明年基本面复苏的节奏和时间周期较为关心。本期周报旨在复盘日本在闯关过程中的相关表现，为投资决策提供参考。

考虑到日本便利店的商品结构中 60%以上为食品，我们选取了日本特许连锁协会的数据来刻画疫情期间食品类需求的变化和人流量的变化，得到如下结论：

(1) 日本便利店，今年 10 月份营收总额同比增长 6.5%，较 2020 年同期增长 6%；(2) 20 年 1 月至今，日本经历过 7 轮疫情冲击，每一轮冲击，确实带来了便利店进店人数的同比降幅，但是每轮冲击导致的进店人数下降幅度收窄。2022 年 10 月份，进店人数同比增加 1.2%，跟 20 年 1 月份疫情前相比，只有 -0.4% 的缺口，人流基本恢复；(3) 便利店的客单价，相比 21/20/19/18/17 年同期，分别增长 5.2%/6%/10%/12%/14%。考虑到日本便利店品类接近 62% 是食品，必选消费品的刚需特性得到体现，与此同时，通胀的因素也在一定程度上对客单价的提升有推动作用；(4) 以 7-11 的数据来看，不同区域类型的门店其表现也不尽一致。如根据日本最大的便利店上市公司 7-11 的年报数据，2021 财年（2021.2.28-2022.2.28），其全国层面的门店销售额同比数据为 97.6%，而住宅和郊区的销售额同比则为 100.3%，旅游景区/商业中心/机场等交通体的销售额同比数据则分别只有 97.1%/88.9%/92.5%。

考虑到餐饮供应链也是国内投资者重点关注的疫后布局领域，我们也回顾和整理了日本餐饮协会统计的日本餐饮各业态的恢复情况。日本餐饮营业额在 2022 年 10 月已基本恢复至疫情前水平，但在营门店数量减少 6 个百分点。截至 2022 年 10 月，日本餐饮市场营业额同比数据为 114.8%，与 2019 年 10 月相比恢复至 107.7%，已经超越了疫情前水平。而从经营店铺数量来看，2022 年 10 月相比 2019 年 10 月，在营店铺数仅为 93.7%。

分品类来看，不同业态恢复能力和速度不尽一致。快餐受冲击最小，最早恢复至疫情前状态。而酒吧居酒屋受冲击最大，但解封后的反弹幅度最大。我们以市场规模增速平均值衡量受疫情冲击程度，各细分市场受冲击程度由小到大排名，分别为快餐<家庭餐厅<咖啡馆<晚餐餐厅<酒吧/居酒屋。而以市场规模增速标准差衡量周期性，各细分市场周期性由小到大排名，分别为快餐<家庭餐厅<咖啡馆<晚餐餐厅<酒吧/居酒屋，与受冲击程度排名相同。主因：1) 大众餐饮外卖渗透率更高，对人流依赖度低，受“非必要不出行”、“限制堂食”政策影响小；2) 高端餐饮大多设在商场，“停业”政策执行严格，而大众餐饮则相对灵活；3) 大众餐饮大多为主食，较酒水咖啡具备一定刚需性。

投资建议：结合海外的恢复经验，我们可进一步完善配置思路：(1) 场景的修复、经济的复苏是确定的，但是经济完全恢复到疫情前的时间周期是不确定性的。所以，我们建议投资者围绕需求最稳定、抗风险能力最强、竞争格局最优的赛道布局，首选高端白酒贵州茅台、五粮液和泸州老窖；(2) 场景的恢复提供较大的经营弹性，重点关注次高端白酒，首推标的为舍得酒业；(3) 消费场景逐步恢复的预期下，大众品依然可围绕门店+供应链展开，核心推荐标的是绝味食品、安井食品、立高食品；(4) 考虑到闯关初期导致的居家消费增多，结合偏低的动态 PE，推荐伊利股份和洽洽食品。

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@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.....	7
3、重点数据跟踪.....	7
4、重要公司公告.....	10
5、重点公司盈利预测、估值及评级	11
6、重点报告汇总.....	11
7、投资建议.....	11
8、风险分析.....	12

图目录

图 1：管控政策的颁布与经济成长显著负相关.....	4
图 2：2020 年 1 月日本便利店的商品结构.....	5
图 3：2022 年 10 月日本便利店的商品结构.....	5
图 4：2020.1-2022.10 日本便利店各月销售额及同比增速.....	5
图 5：2020.1-2022.10 日本便利店各月客流量及同比增速.....	5
图 6：2020.1-2022.10 日本便利店各月客单价及同比增速.....	6
图 7：2021 财年 711 各地点店铺数及销售额同比增速.....	6
图 8：2020.1-2022.10 日本各月餐饮市场规模较 19 年同期增速.....	6
图 9：2020.1-2022.10 日本各月餐饮业店铺数较 19 年同期增速.....	6
图 10：2020.1-2022.10 日本餐饮细分市场规模较 19 年同期增速.....	7
图 11：2020.1-2022.10 日本餐饮细分市场规模较 19 年同期增速.....	7
图 12：食品饮料板块市盈率（TTM，整体法，倍）.....	8
图 13：食品饮料板块市盈率（TTM，中值，倍）.....	8
图 14：高端白酒单品批价（元）.....	8
图 15：飞天茅台整箱/散瓶批价（元）.....	8
图 16：次高端白酒主要单品批价（元）.....	8
图 17：生猪平均价.....	9
图 18：猪肉平均价.....	9
图 19：白条鸡平均批发价.....	9
图 20：白鲢鱼平均批发价.....	9
图 21：大豆现货平均价.....	10
图 22：玉米平均价.....	10
图 23：豆粕平均价.....	10
图 24：生鲜乳平均价.....	10

表目录

表 1：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级.....	11
表 2：建议关注 12 月 02 日发布的美国冻品行业研究报告.....	11

1、本周观点

伴随疫情防控优化政策“二十条”、“新十条”的陆续推出，市场对明年基本面复苏的节奏和时间周期较为关心。考虑数据的可获得性，本期周报旨在复盘日本在闯关过程中的相关表现，为投资决策提供参考。

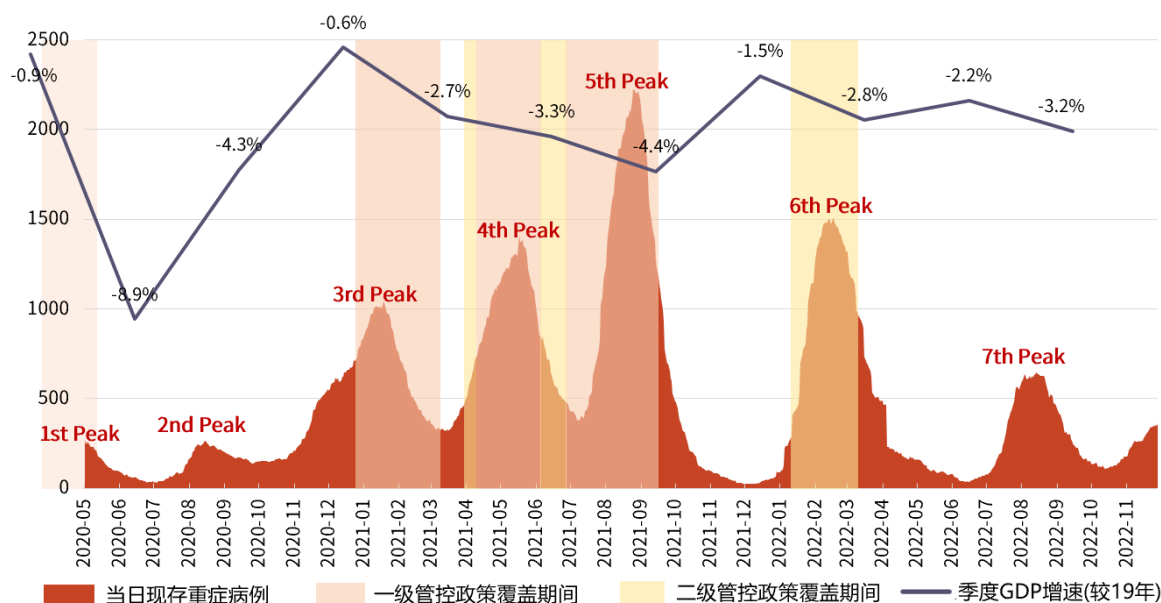
日本三年疫情历经 7 波高峰，Omicron 毒株导致的重症率下降，传染率提升。受到疫情冲击的 2020Q1-2022Q3，日本各季度 GDP 均低于 2019 年同季度的表现。

(1) 2020 年，日本共经历两次疫情高峰，流行毒株为原始种，重症率较高。2020 年 1 月 15 日，日本出现第 1 个新冠确诊病例；2020 年 4 月为第 1 次高峰，最高日增确诊 644 人，最高重症数超 200 人；2020 年 8 月为第 2 次高峰，最高日增确诊 1,597 人，最高重症数 262 人。

(2) 2021 年，日本共经历三次疫情高峰，流行毒株为 Alpha 和 Delta，重症率略降，但传染性激增，总确诊数为 20 年的 6 倍。2021 年 1 月为第 3 次高峰，最高日增确诊 8,045 人，最高重症数 1,043 人；2021 年 5 月为第 4 次高峰，最高日增确诊 7,244 人，最高重症数 1,413 人；2021 年 8 月为第 5 次高峰，最高日增确诊 25,975 人，最高重症数 2,110 人。

(3) 2022 年，日本共经历两次高峰，正在步入第三次，流行毒株为 Omicron，重症率下降，传染率提升，总确诊人数为 21 年的 16 倍。2022 年 2 月为第 6 次高峰，最高日增确诊 104,520 人，最高重症数 1,507 人；2022 年 8 月为第 7 次高峰，最高日增确诊 261,004 人，最高重症数 646 人。

图 1：管控政策的颁布与经济成长显著负相关

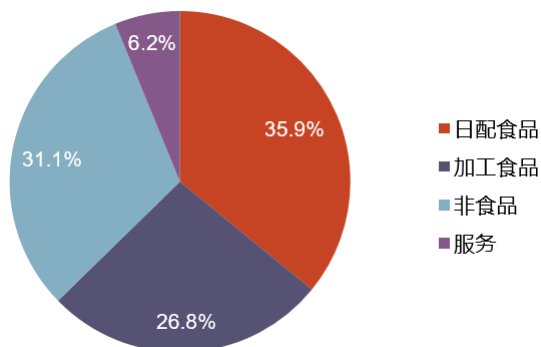


资料来源：日本厚生劳动省，光大证券研究所绘制

注：重症病例定义为在重症监护室接受治疗或用呼吸机治疗（含人工肺）的患者数；一级管控为“紧急事态宣言”，二级管控为“蔓延防止等重点措施”，一级更严格

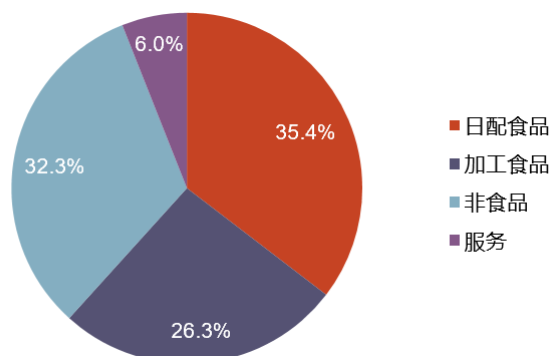
考虑到日本便利店的商品结构中 60% 以上为食品，我们选取了日本特许连锁协会的数据来刻画疫情期间食品类需求的变化和人流量的变化，得到如下结论：

图 2：2020 年 1 月日本便利店的商品结构



资料来源：日本特许连锁协会，光大证券研究所绘制；按销售额统计

图 3：2022 年 10 月日本便利店的商品结构

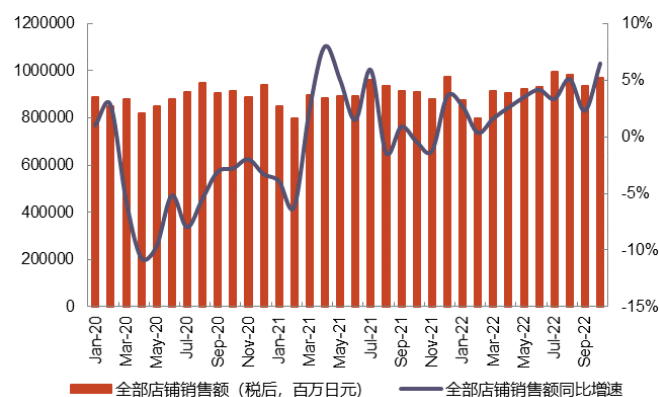


资料来源：日本特许连锁协会，光大证券研究所绘制；按销售额统计

(1) 日本便利店，今年 10 月份营收总额同比增长 6.5%，相比 2020 年同期增长 6%。

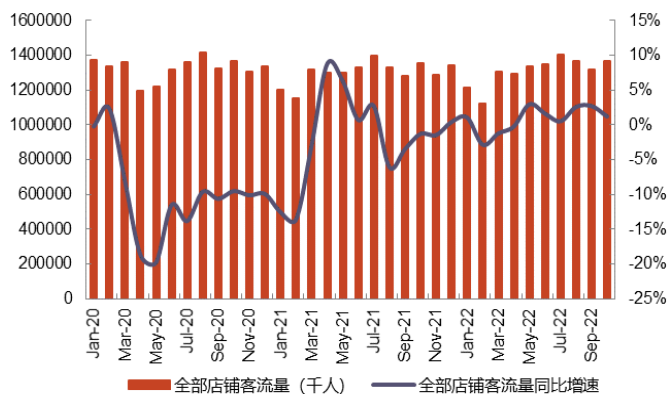
(2) 20 年 1 月至今，日本经历过 7 轮疫情冲击，每一轮冲击，确实带来了便利店进店人数的同比降幅，但是每轮冲击导致的进店人数下降幅度收窄。2022 年 10 月份，进店人数同比增加 1.2%，跟 20 年 1 月份疫情前相比，只有-0.4%的缺口，人流基本恢复；

图 4：2020.1-2022.10 日本便利店各月销售额及同比增速



资料来源：日本特许连锁协会，光大证券研究所绘制

图 5：2020.1-2022.10 日本便利店各月客流量及同比增速

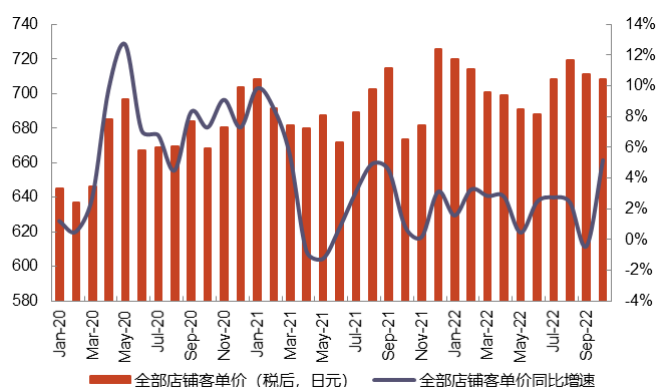


资料来源：日本特许连锁协会，光大证券研究所绘制

(3) 便利店的客单价，相比 21/20/19/18/17 年同期，分别增长 5.2%/6%/10%/12%/14%。考虑到日本便利店的品类中接近 62%是食品，必选消费品的刚需特性得到体现，与此同时，通胀的因素也在一定程度上对客单价的提升有推动作用。

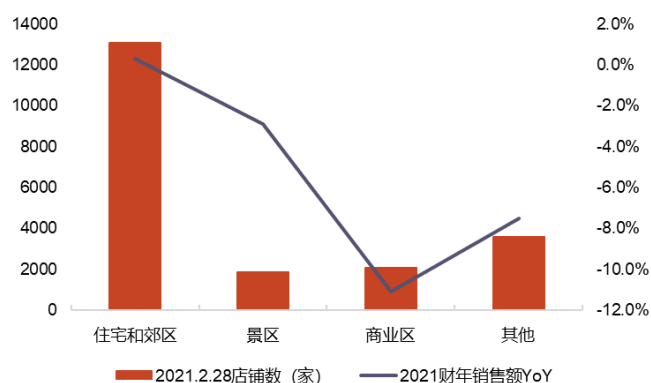
(4) 以 7-11 的数据来看，不同区域类型的门店其表现也不尽一致。如根据日本最大的便利店上市公司 7-11 的年报数据，2021 财年（2021.2.28-2022.2.28），其全国层面的门店销售额同比数据为 97.6%，而住宅和郊区的销售额同比则为 100.3%，旅游景区/商业中心/机场等交通体的销售额同比数据则分别只有 97.1%/88.9%/92.5%。

图 6：2020.1-2022.10 日本便利店各月客单价及同比增速



资料来源：日本特许连锁协会，光大证券研究所绘制

图 7：2021 财年 711 各地点店铺数及销售同比增速



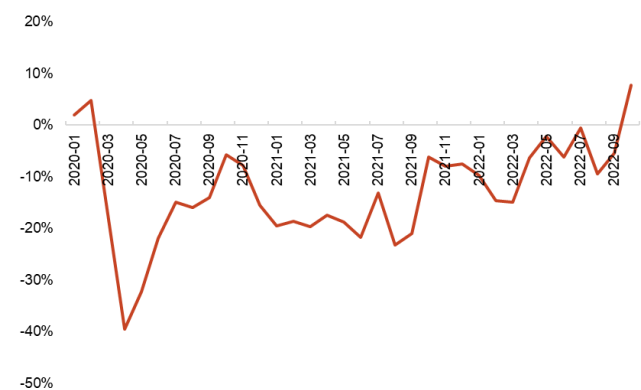
资料来源：公司官网，光大证券研究所绘制

注：其他包括火车站、暂时关闭的店铺等

考虑到餐饮供应链也是国内投资者重点关注的疫后布局领域，我们也回顾和整理了日本餐饮协会统计的日本餐饮各业态的恢复情况。

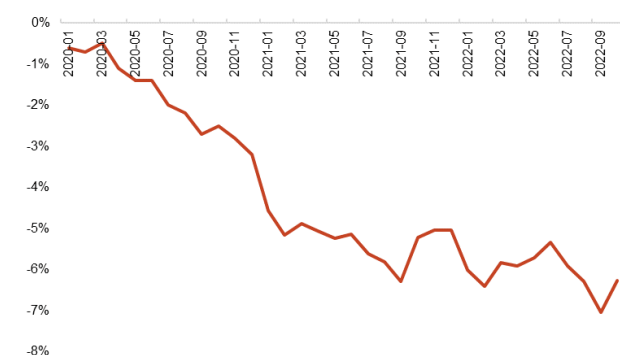
日本餐饮营业额在 2022 年 10 月已基本恢复至疫情前水平，但在营门店数量减少 6 个百分点。截至 2022 年 10 月，日本餐饮市场营业额同比数据为 114.8%，与 2019 年 10 月相比恢复至 107.7%，已经超越了疫情前水平。而从经营店铺数量来看，2022 年 10 月相比 2019 年 10 月，在营店铺数仅为 93.7%。

图 8：2020.1-2022.10 日本各月餐饮市场规模较 19 年同期增速



资料来源：日本餐饮协会，光大证券研究所绘制

图 9：2020.1-2022.10 日本各月餐饮业店铺数较 19 年同期增速



资料来源：日本餐饮协会，光大证券研究所绘制

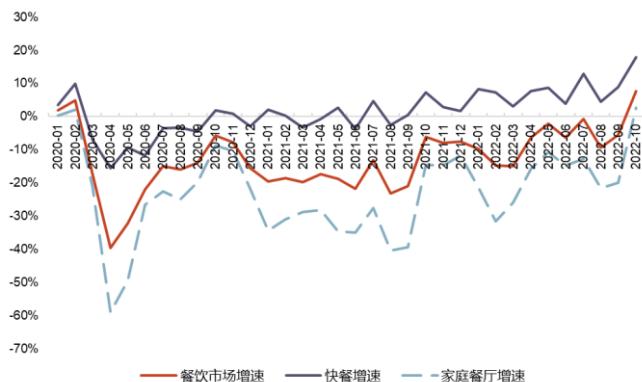
分品类来看，不同业态恢复能力和速度不尽一致。快餐受冲击最小，最早恢复至疫情前状态。而酒吧居酒屋受冲击最大，但解封后的反弹幅度最大。

从 2022 年 10 月的数据来看，相比 2021 年 10 月，快餐/家庭餐馆/酒吧居酒屋/晚餐/咖啡馆营业总额同比数据为 109.9%/120.3%/149.7%/124.8%/119.0%。

我们以市场规模增速平均值衡量受疫情冲击程度，各细分市场受冲击程度由小到大排名，分别为快餐<家庭餐厅<咖啡馆<晚餐餐厅<酒吧/居酒屋。而以市场规模增速标准差衡量周期性，各细分市场周期性由小到大排名，分别为快餐<家庭餐厅<咖啡馆<晚餐餐厅<酒吧/居酒屋，与受冲击程度排名相同。主因：1) 大众餐饮外卖渗透率更高，对人流依赖度低，受“非必要不出行”、“限制堂食”政

策影响小；2) 高端餐饮大多设在商场，“停业”政策执行严格，而大众餐饮则相对灵活；3) 大众餐饮大多为主食，较酒水咖啡具备一定刚需性。

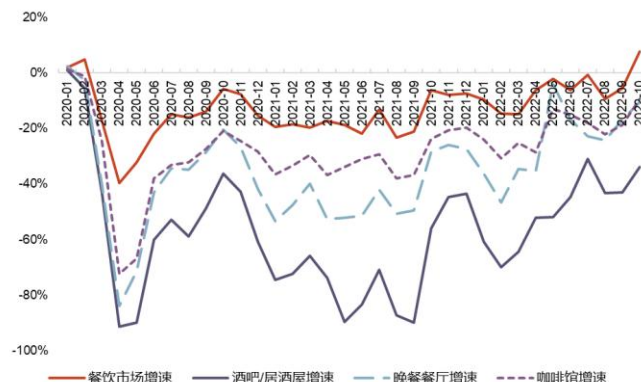
图 10: 2020.1-2022.10 日本餐饮细分市场规模较 19 年同期增速



资料来源：日本餐饮协会，光大证券研究所绘制

注：快餐店指上餐时间在 3 分钟以内的餐厅；家庭餐厅指以营造家庭氛围为基调、人均 25-100RMB、等餐超过 3 分钟、座位数一般多于 80 的大众餐厅

图 11: 2020.1-2022.10 日本餐饮细分市场规模较 19 年同期增速



资料来源：日本餐饮协会，光大证券研究所绘制

注：晚餐餐厅指提供更高档环境、食品的餐厅

2、重点公司跟踪

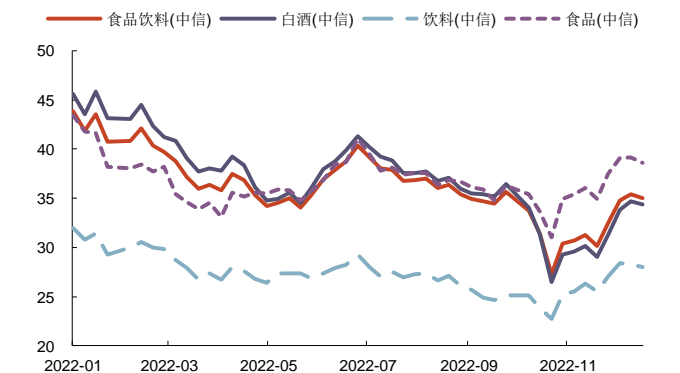
良品铺子：从门店单店平均销售额看，22 年整体门店单店平均销售额略高于 21 年，达到 19 年九成左右。分店型来看购物中心店的单店平均销售额较 19 年不到九成，社区门店单店平均销售额较 19 年超过九成。从门店数量看，今年新开门店大约 700 家，明年预计为 1000 家左右。今年关店 400 家左右，明年预计关店 200 家左右。从零食专营渠道看，公司成立单独的部门尝试零食专营业态，和良品在产品渠道方面完全独立。公司创立独立品牌“零食顽家”。在湖北省市场开了两家店，正在筹划第三家。

洽洽食品：从经营情况看，近期受疫情影响，坚果礼盒经销商拿货积极性较前一个月有所下降。从坚果品类看，单一坚果礼盒和屋顶盒各占坚果品类的 20%+。坚果在洽洽原有渠道渗透率是红袋瓜子的 30% 左右。坚果 15 日装提价后毛利率提升 5-8 个百分点，整体坚果毛利率提升 3 个多百分点。从瓜子品类看，全年和 Q4 原香表现优于红袋，红袋表现优于蓝袋。

3、重点数据跟踪

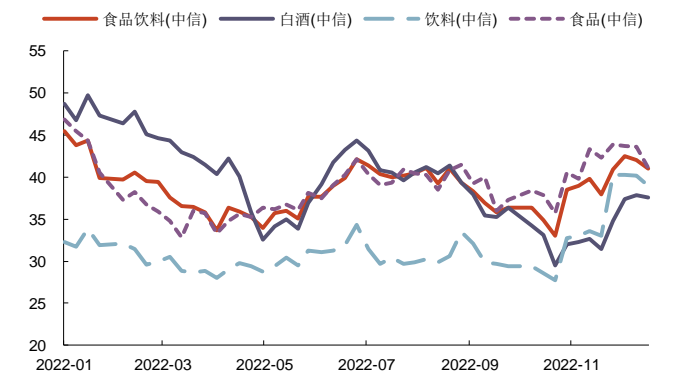
截至 2022 年 12 月 23 日，食品饮料板块估值水平（PE TTM，剔除负数）为 35 倍，较年初下降约 20.1%，其中中信白酒指数 PE（TTM，剔除负值）为 34 倍，较年初下降约 24.6%；中信饮料指数 PE（TTM，剔除负值）为 28 倍，较年初下降约 12.5%；中信食品指数 PE（TTM，剔除负值）为 39 倍，较年初下降约 11.2%。

图 12：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 12 月 23 日

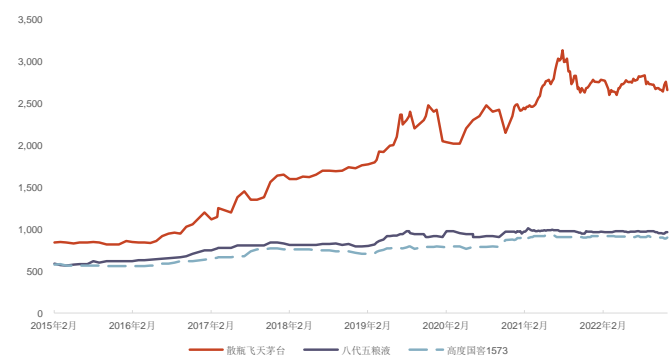
图 13：食品饮料板块市盈率（TTM，中值，倍）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2022 年 12 月 23 日

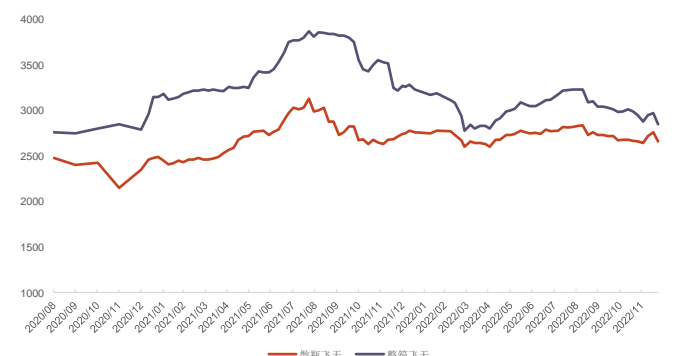
截至 2022 年 12 月 23 日，飞天茅台散装批价 2660 元，环周下降 100 元。整箱批价 2850 元，环周下降 120 元。八代五粮液批价 965 元，环周维持不变。高度国窖 1573 批价 900 元，环周上涨 10 元。

图 14：高端白酒单品批价（元）



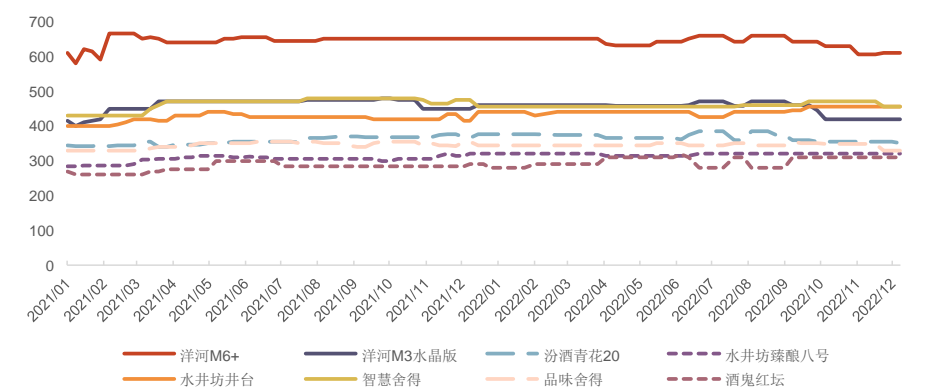
资料来源：今日酒价，注：截至 2022 年 12 月 23 日

图 15：飞天茅台整箱/散瓶批价（元）



资料来源：今日酒价，注：截至 2022 年 12 月 23 日

图 16：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 12 月 23 日

截至 2022 年 12 月 09 日，生猪平均价为 22.64 元/千克，同比+29.97%；猪肉平均价为 32.81 元/千克，同比+25.85%。截至 2022 年 12 月 23 日，白条鸡平均批发价为 18.98 元/公斤，同比+8.96%；白鲢鱼平均批发价为 9.61 元/公斤，同比-9.85%。

图 17：生猪平均价



图 18：猪肉平均价



图 19：白条鸡平均批发价

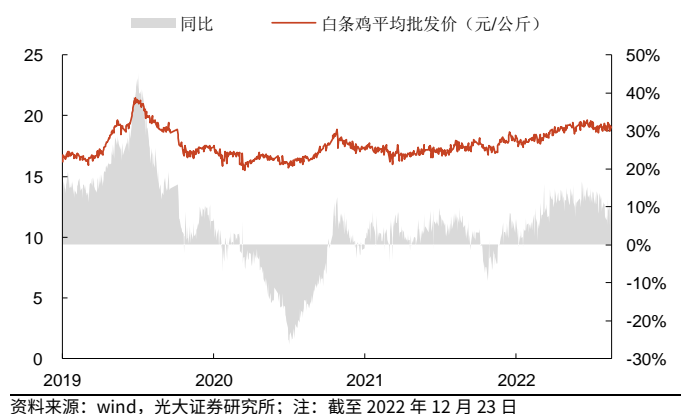
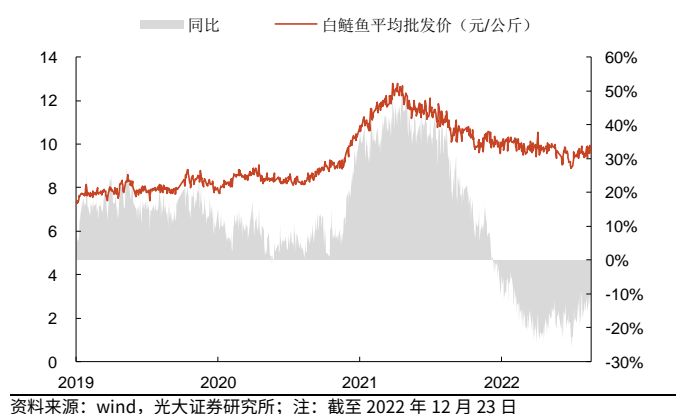
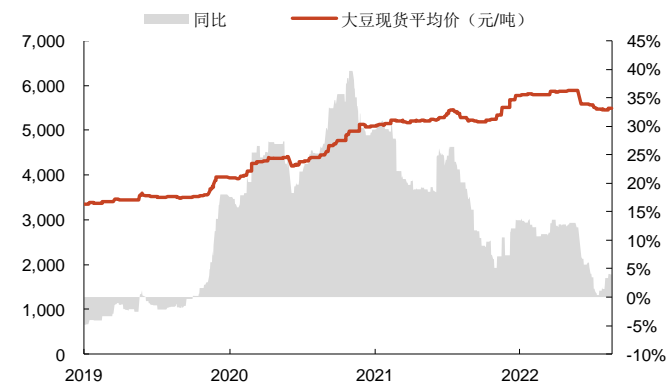


图 20：白鲢鱼平均批发价



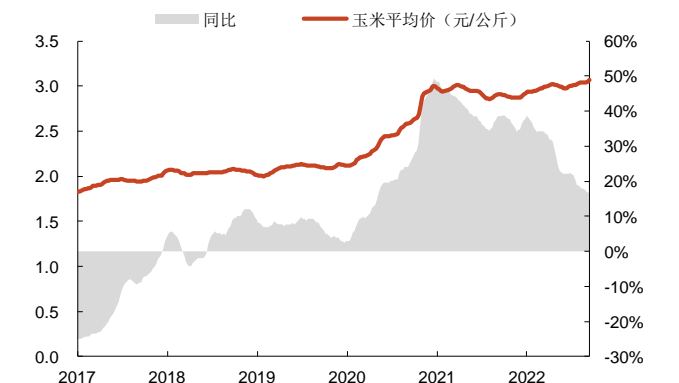
截至 2022 年 12 月 23 日，大豆现货平均价为 5497 元/吨，同比+3.97%。截至 2022 年 12 月 07 日，玉米平均价为 3.07 元/公斤，同比+16.29%。豆粕平均价为 5.29 元/公斤，同比+52.45%；生鲜乳平均价为 4.12 元/公斤，同比-4.60%。

图 21：大豆现货平均价



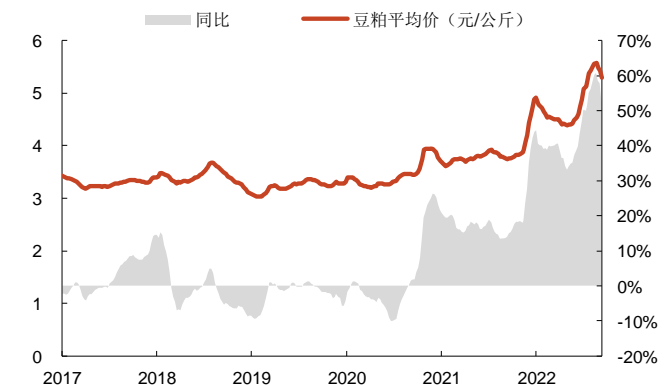
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 12 月 23 日

图 22：玉米平均价



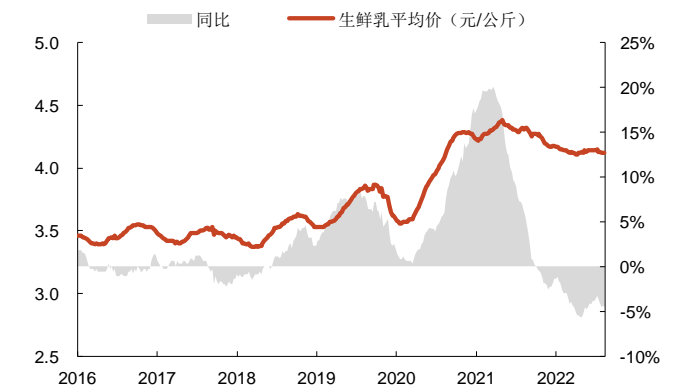
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 12 月 07 日

图 23：豆粕平均价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 12 月 07 日

图 24：生鲜乳平均价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 12 月 07 日

4、重要公司公告

金枫酒业 2022 年 12 月 24 日公司发布获得政府补助公告：公司及下属子公司累计收到各类与收益相关的政府补助资金合计 142.24 万元，占公司 2021 年归母净利润的 11.07%。

好想你 2022 年 12 月 23 日公司发布高管减持股份预披露公告：公司副总经理邵琰女士持有本公司股份 77,775 股，占公司目前总股本的 0.017%，邵琰女士计划以集中竞价方式减持公司股份不超过 19,444 股，即不超过公司目前总股本的 0.0043%。

安井食品 2022 年 12 月 22 日公司发布股东减持股份进展公告：公司董事、总经理张清苗先生本人持有安井食品 762.3 万股，约占公司总股本的 2.60%。张清苗先生通过集中竞价方式减持 85.1 万股，累计减持比例为 0.29%，已超过其减持计划数量的一半。

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	1,771.00	524.60	618.11	719.71	41.76	49.21	57.29	42	36	31
000858.SZ	五粮液	180.29	233.77	268.84	308.14	6.02	6.93	7.94	30	26	23
000568.SZ	泸州老窖	221.18	79.56	100.97	124.27	5.43	6.86	8.44	41	32	26
600809.SH	山西汾酒	283.96	53.14	76.80	99.52	4.36	6.29	8.16	65	45	35
600702.SH	舍得酒业	160.81	12.46	15.07	19.80	3.75	4.54	5.96	43	35	27
002304.SZ	洋河股份	162.68	75.08	97.49	112.94	4.98	6.47	7.49	33	25	22
603369.SH	今世缘	50.39	20.29	25.14	30.70	1.62	2.00	2.45	31	25	21
603517.SH	绝味食品	59.63	9.81	4.35	11.61	1.60	0.72	1.91	37	83	31
603345.SH	安井食品	160.85	6.82	10.16	13.97	2.79	3.46	4.76	58	46	34
002216.SZ	三全食品	18.34	6.41	7.83	8.40	0.73	0.89	0.96	25	21	19
300973.SZ	立高食品	91.68	2.83	1.62	2.95	1.67	0.95	1.74	55	97	53
001215.SZ	千味央厨	62.78	0.88	1.01	1.29	1.02	1.17	1.49	62	54	42
605089.SH	味知香	67.60	1.33	1.53	1.86	1.33	1.53	1.86	51	44	36
603866.SH	桃李面包	15.62	7.63	8.49	9.85	0.80	0.89	1.03	20	18	15
605338.SH	巴比食品	30.78	3.14	2.47	2.89	1.27	0.99	1.17	24	31	26
002557.SZ	洽洽食品	49.41	9.29	10.25	12.58	1.83	2.02	2.48	27	24	20
603719.SH	良品铺子	37.23	2.82	3.91	4.20	0.70	0.98	1.05	53	38	35
600887.SH	伊利股份	31.10	87.05	93.54	107.62	1.36	1.46	1.68	23	21	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-23

6、重点报告汇总

表 2：建议关注 12 月 02 日发布的美国冻品行业研究报告

报告类型	发布时间	报告名称	标的公司/行业
行业深度	2022.12.02	风云激荡，百年回眸，美国冻品行业沉浮始末——美国冻品行业研究报告	冻品行业
行业深度	2022.11.15	次高端升级扩容，徽酒品牌砥砺前行——徽酒市场研究报告	徽酒行业
行业动态	2022.11.03	整体持仓环比提升，白酒超配幅度略有增加——3Q22 食品饮料行业基金持仓分析	NA

资料来源：光大证券研究所

7、投资建议

结合海外的恢复经验，我们可进一步完善配置思路：（1）场景的修复、经济的复苏是确定的，但是经济完全恢复到疫情前的时间周期是不确定性的。所以，我们建议投资者围绕需求最稳定、抗风险能力最强、竞争格局最优的赛道布局，首选高端白酒**贵州茅台**、**五粮液**和**泸州老窖**；（2）场景的恢复提供较大的经营弹性，重点关注次高端白酒，首推标的为**舍得酒业**；（3）消费场景逐步恢复的预期下，大众品依然可围绕门店+供应链展开，核心推荐标的是**绝味食品**、**安井食品**、**立高食品**；（4）考虑到闯关初期导致的居家消费增多，结合偏低的动态 PE，推荐**伊利股份**和**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