

## 行业研究

## 白酒宴席回补支撑淡季需求

——光大证券食品饮料行业周报（20230213-20230219）

## 要点

**本周观点：白酒：**1) 对节后需求的延续性反馈较为乐观。春节期间动销表现略超酒企之前预期，宴席等场次增加，企业年会、商务宴请等推迟举办，有望推动节后延续恢复态势。虽然整体消费能力的恢复需要一定时间，但是线下人口恢复流动，白酒场景恢复较快。2) 库存基本良性，品牌强弱带来的库存分化较为明显。虽去年底库存偏高，但是春节期间去化较快，五粮液处于正常库存，汾酒库存基本在 1-1.5 个月，玻汾库存低位，青花处于合理水平，老窖库存一个来月，重庆等库存二十多天，舍得基本恢复到去年四季度正常状态。3) 从酒企动作来看，二月基本开始进入抓动销、控市场秩序的阶段。汾酒春节前一周出货较多，2 月份开始停货，以便做好市场管理和秩序调整，老窖强调以价盘为核心，关注终端消费者成交价格，舍得针对低价窜货加大治理，品味舍得在多数地区批价已挺到 400 元。4) 酒企费用投入未见收缩，会结合自身情况提高费用精准投放。五粮液营销动作增加，老窖持续在终端消费者和渠道端服务改革，汾酒在推动 C 端动销的同时，会继续增加品宣、广告投放，舍得费用向 C 端倾斜，春晚小品、品牌投入带动动销，水井坊费用从线上向线下品鉴会、美学馆等调整。

**休闲食品：自建产线的零食企业成本端压力有所分化：**1) 洽洽食品的主要单品葵花籽价格较去年同期再次提升约 10%，预计影响毛利率 2-3Pct。考虑到较前次提价间隔较短，公司瓜子提价规划相对谨慎，若成本上涨对毛利影响较大，亦有通过品规调整进行微调的可能。2) 劲仔食品核心单品鳀鱼干价格维持高位，较去年同期提升约 10%。公司考虑到市场份额尚未实现较大优势，暂无直接提价的规划。3) 甘源食品重要辅料棕榈油价格持续下降，棕榈油在公司成本中占比约为 15%，预计 23 年可释放大几千万的利润。**自建渠道的零食企业积极布局渠道建设：**1) 良品铺子在原有店型基础上推出大店店型，通过加大门店面积、丰富 SKU 数量，增加咖啡、短保烘焙等品类的方式，提升消费者进店体验，增加门店销售额。同时积极推进零食专营系统布局，预计 23 年开设 500 家零食顽家，年底完成单店模型的打磨。2) 三只松鼠持续缩减线下门店数量，推进线下分销布局。预计 23 年底门店缩减至 300 家左右。

**卤制品：**行业景气度持续修复，1 月各品牌动销积极，单店收入改善明显，高势能区域单店收入提升弹性更大，具体来看：1) **绝味食品：**春节单店收入或有双位数同比增长，加盟门店歇业数有所减少，2023 年绝味仍将稳健开店，同时费用投放较 2022 年有所控制，且更多聚焦于品牌年轻化建设；2) **周黑鸭：**春节单店收入或有双位数同比增长，其中交通枢纽门店收入增长弹性更大，在消费场景修复的环境下，公司期望 2021 年开业的次新店，其单店收入在 2023 年下半年就能够达到 21 年全年的平均水平，2023 年公司开店数有望提速，积极抢占优势点位；3) **煌上煌：**春节期间单店收入同比或有双位数增长，其中省内受益于预制菜品类销量增长拉动。公司已将表现较差的门店进行清理，2023 年持续稳健开店，且闭店率有望明显降低。

**投资建议：**我们维持以下配置思路：（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@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

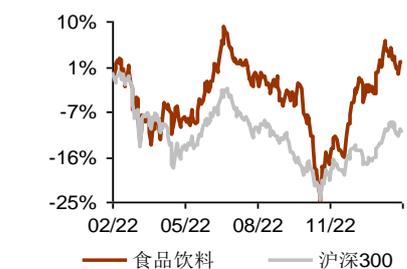
联系人：董博文

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.....	5
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.....	9
8、 风险分析.....	10

## 图目录

图 1: 食品饮料板块市盈率 (TTM, 整体法, 倍) .....	6
图 2: 食品饮料板块市盈率 (TTM, 中值, 倍) .....	6
图 3: 高端白酒单品批价 (元) .....	6
图 4: 飞天茅台整箱/散瓶批价 (元) .....	6
图 5: 次高端白酒主要单品批价 (元) .....	6
图 6: 生猪平均价 .....	7
图 7: 猪肉平均价 .....	7
图 8: 白条鸡平均批发价 .....	7
图 9: 白鲢鱼平均批发价 .....	7
图 10: 大豆现货平均价 .....	8
图 11: 玉米平均价 .....	8
图 12: 豆粕平均价 .....	8
图 13: 生鲜乳平均价.....	8

## 表目录

表 1: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级 .....	9
表 2: 建议关注 2 月 06 日发布的紫燕食品投资价值研究报告 .....	9

## 1、本周观点

**白酒：**本周我们密集调研白酒公司，反馈如下：**1) 对节后需求的延续性反馈较为乐观。**春节期间动销表现略超酒企之前预期，宴席等场次增加，企业年会、商务宴请等推迟举办，有望推动节后延续恢复态势。虽然整体消费能力的恢复需要一定时间，但是线下人口恢复流动，白酒场景恢复较快。**2) 库存基本良性，品牌强弱带来的库存分化较为明显。**虽去年底库存偏高，但是春节期间去化较快，五粮液处于正常库存，汾酒库存基本在 1-1.5 个月，玻汾库存低位，青花处于合理水平，老窖库存一个来月，重庆等库存二十多天，舍得基本恢复到去年四季度正常状态。**3) 从酒企动作来看，二月基本开始进入抓动销、控市场秩序的阶段。**汾酒春节前一周出货较多，2 月份开始停货，以便做好市场管理和秩序调整，老窖强调以价盘为核心，关注终端消费者成交价格，舍得针对低价窜货加大治理，品味舍得在多数地区批价已挺到 400 元。**4) 酒企费用投入未见收缩，会结合自身情况提高费用精准投放。**五粮液营销动作增加，例如和美文化节、和美宴席等，老窖持续在终端消费者和渠道端服务改革，汾酒在推动 C 端动销的同时，会继续增加品宣、广告投放，舍得费用向 C 端倾斜，春晚小品、品牌投入带动动销，水井坊费用从线上向线下品鉴会、美学馆等调整。

**休闲食品：**本周我们持续对休闲食品公司进行跟踪调研，不同商业模式的公司重心有所差异。其中，**自建产线**的零食企业成本端压力有所分化。1) 洽洽食品的主要单品葵花籽价格较去年同期再次提升约 10%，预计影响毛利率 2-3Pct。考虑到较前次提价间隔较短，公司瓜子提价规划相对谨慎，若成本上涨对毛利影响较大，亦有通过品规调整进行微调的可能。2) 劲仔食品核心单品鳀鱼干价格维持高位，较去年同期提升约 10%。公司考虑到市场份额尚未实现较大优势，暂无直接提价的规划。3) 甘源食品重要辅料棕榈油价格持续下降，棕榈油在公司成本中占比约为 15%，预计 23 年可释放大几千万的利润。**自建渠道**的零食企业积极布局渠道建设。1) 良品铺子在原有店型基础上推出大店店型，通过加大门店面积、丰富 SKU 数量，增加咖啡、短保烘焙等品类的方式，提升消费者进店体验，增加门店销售额。同时积极推进零食专营系统布局，预计 23 年开设 500 家零食顽家，年底完成单店模型的打磨。2) 三只松鼠持续缩减线下门店数量，推进线下分销布局。预计 23 年底门店缩减至 300 家左右。

**卤制品：**本周我们对休闲卤味行业进行跟踪调研，整体上看，行业景气度持续修复，1 月各品牌动销积极，单店收入改善明显，高势能区域单店收入提升弹性更大，具体来看：**1) 绝味食品：**春节单店收入或有双位数同比增长，加盟门店歇业数有所减少，且主要为过年放假导致，而非疫情及防控影响，公司年货节表现优于往年，2023 年绝味仍将稳健开店，同时费用投放较 2022 年有所控制，且更多聚焦于品牌年轻化建设，更多让利给消费者；**2) 周黑鸭：**春节单店收入或有双位数同比增长，其中交通枢纽门店收入增长弹性更大，在消费场景修复的环境下，公司期望 2021 年开业的次新店，其单店收入在 2023 年下半年就能够达到 21 年全年的平均水平，2023 年公司开店数有望提速，积极抢占优势点位；**3) 煌上煌：**春节期间单店收入同比或有双位数增长，其中省内受益于预制菜品类销量增长拉动。公司已将表现较差的门店进行清理，2023 年持续稳健开店，且闭店率有望明显降低。开店模式上，公司将继续抢占优势点位，并推进母子孙店模式，拓展加盟商开店空间；新零售方面，公司作为最早一批进驻抖音本地生活服务的企业，有望进一步进驻快手，提升单店营收；产品方面，公司将发展酱鸭系列，注重差异化打造，完善产品矩阵。

## 2、重点公司跟踪

**山西汾酒：**春节后动销恢复态势延续，省内动销速度较快，全国性库存基本在1-1.5个月，玻汾库存低位，青花系列库存处于合理水平。春节前出货较多，公司已于2月份开始停货、管理市场秩序。费用率会保持相对稳定，费用投放方面加大品宣、广告投放，提升复兴版品牌势能。

**泸州老窖：**春节动销好于预期，很多区域实现双位数增长，西南恢复情况较好，核心区域有双位数以上增长，华东、华南、西北表现略弱于西南，华北主要受春节窗口期较短影响，目前全国库存一个来月，重庆等较好区域库存二十多天。节后客户继续补单，恢复态势延续。

**舍得酒业：**目前渠道库存比较良性，基本恢复到去年四季度正常状态，春节期间加大春晚广告、品牌投入等，开瓶率较高，舍得主推品味舍得和藏品十年，品味舍得在多数地区价格已挺到400元，藏品十年目前价格900多、希望挺到千元价格带。沱牌品牌、广告投入亦在增加，定制收入占比有望继续降低。

**水井坊：**春节动销好于此前预期，库存仍有一定压力，十大市场发展态势较好，包括江苏、河北、湖南、河南、浙江等，当地经销商配合度较高、市场基础较好。产品端，估计八号收入占比有所提升、井台收入占比略有下降，高端典藏等收入占比较低。新版井台会继续向预期价位上挺，天号陈在部分市场投放，目前销售情况正常。

**洽洽食品：**受春节错期影响，1月公司整体/瓜子/坚果收入增速均有所下滑；2月发货表现优于同期。年货节期间，屋顶盒表现良好，收入同比增长40-50%；坚果礼收入同比略增。成本端看，春节前瓜子已采购全年用量的近60%，葵花籽原料价格较去年同期提升约10%。

**良品铺子：**23年公司线上目标为收入双位数增长，线下计划加快开店节奏，在原有老店店型基础上开拓大店店型，计划23年开设1000家大店，净增约800家门店，1月已开设30家门店（非大店）。对比原有店型，大店面积在120平以上，SKU数量为1500+，加入水饮、咖啡、烘焙等品类。零食专业渠道方面，公司已在湖北开设4家零食顽家，计划开设第5家，23年规划开设500家，预计23年底零食顽家单店模型打磨完毕。

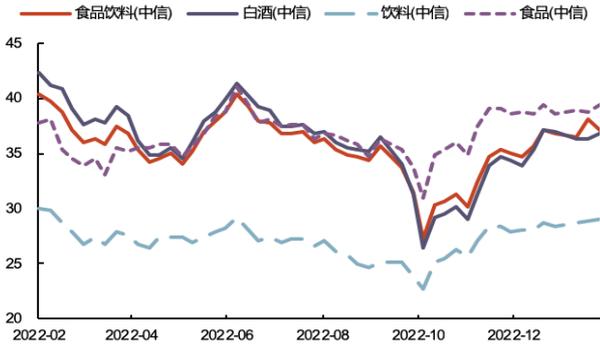
**周黑鸭：**单店营收：1月份单店收入或有双位数增长，2021年开业的次新店，其单店收入在2023年下半年就能够达到21年全年的平均水平。23年开店计划：一半为高势能门店，其中交通枢纽店几十家，剩下一半为社区店。加盟门店结构：单店托管与发展式比例为7:3，将来加盟仍以单店托管为主。

**煌上煌：**开店：22年开店1000+家，关店包括清理潜在亏损的将近1300-1400家，其中正常关店300家，因疫情非正常关店1000+家。23年预计开店1200家，关店200-300家；单店营收：春节期间恢复到19年的8-9成，同比或有双位数增长，省内单店收入提升受益于预制菜产品的促进；新零售：2022年线上业务收入占比有接近翻倍提升，23年希望门店的线上收入占比能够到30%。

## 3、重点数据跟踪

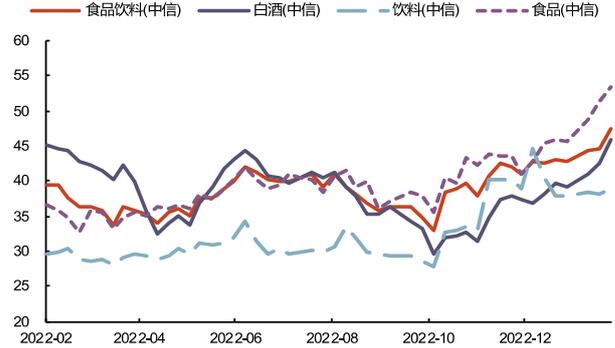
截至2023年2月17日，食品饮料板块估值水平（PE TTM，剔除负数）为37倍，较年初提升约3.9%，其中中信白酒指数PE（TTM，剔除负值）为37倍，较年初提升约4.1%；中信饮料指数PE（TTM，剔除负值）为29倍，较年初提升约3.3%；中信食品指数PE（TTM，剔除负值）为39倍，较年初提升约2.3%。

图 1：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 2023 年 2 月 17 日

图 2：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 2023 年 2 月 17 日

截至 2023 年 2 月 17 日，飞天茅台散装批价 2760 元，环周上涨 30 元。整箱批价 3000 元，环周上涨 55 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，环周维持不变。

图 3：高端白酒单品批价（元）



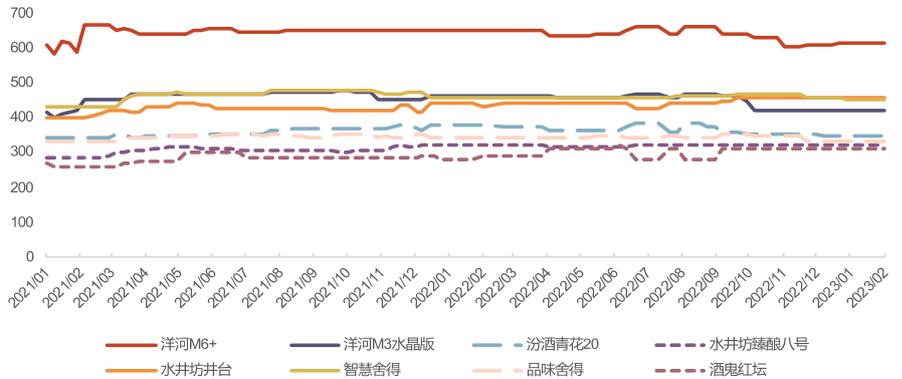
资料来源：今日酒价，注：截至 2023 年 2 月 17 日

图 4：飞天茅台整箱/散瓶批价（元）



资料来源：今日酒价，注：截至 2023 年 2 月 17 日

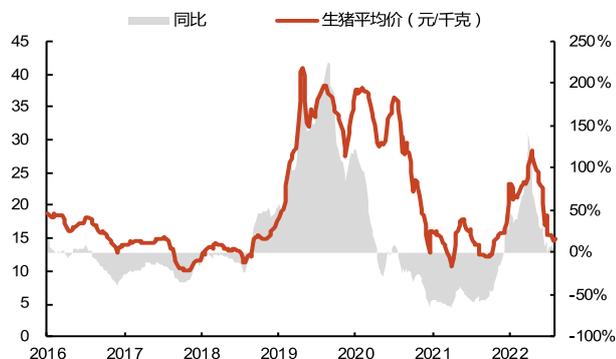
图 5：次高端白酒主要单品批价（元）



资料来源：今日酒价，注：截至 2023 年 2 月 17 日

截至 2023 年 2 月 10 日，生猪平均价为 14.81 元/千克，同比+18.67%；猪肉平均价为 21.56 元/千克，同比+0.47%。截至 2023 年 2 月 17 日，白条鸡平均批发价为 18.27 元/公斤，同比+5.61%；白鲢鱼平均批发价为 9.41 元/公斤，同比-8.73%。

图 6：生猪平均价



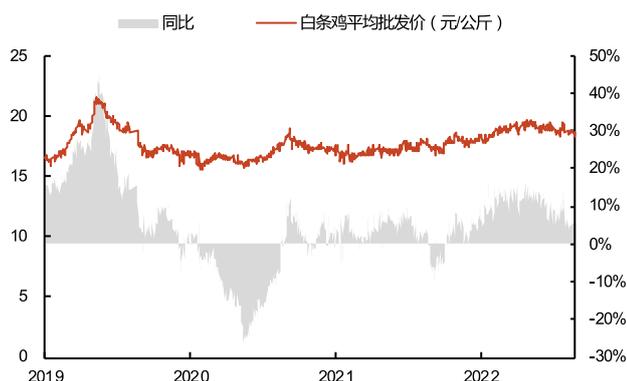
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 2 月 10 日

图 7：猪肉平均价



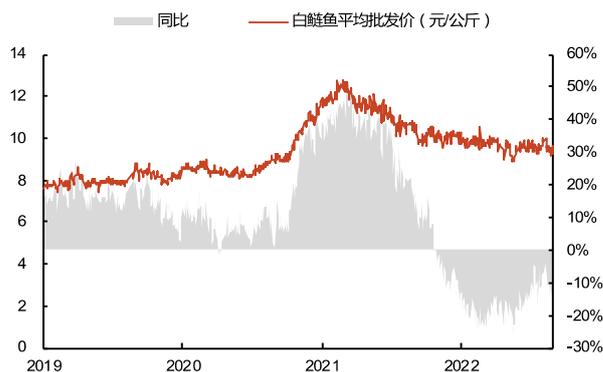
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 2 月 10 日

图 8：白条鸡平均批发价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 02 月 17 日

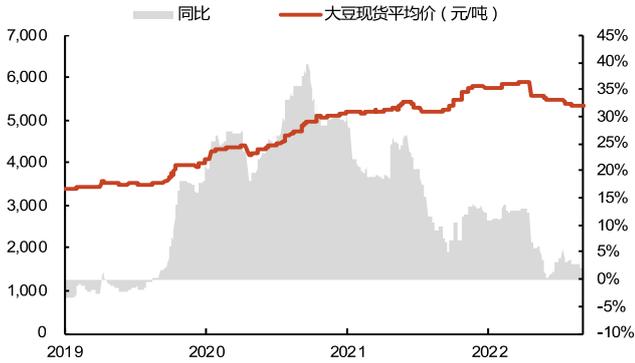
图 9：白鲢鱼平均批发价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 02 月 17 日

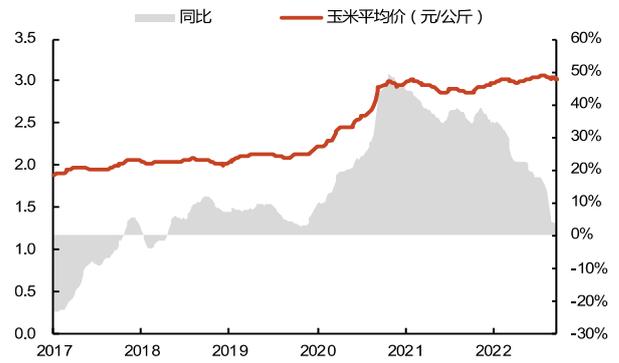
截至 2023 年 2 月 17 日，大豆现货平均价为 5340 元/吨，同比+2.18%。截至 2023 年 2 月 8 日，玉米平均价为 3.02 元/公斤，同比+2.03%。豆粕平均价为 4.94 元/公斤，同比+25.38%；生鲜乳平均价为 4.06 元/公斤，同比-4.69%。

图 10: 大豆现货平均价



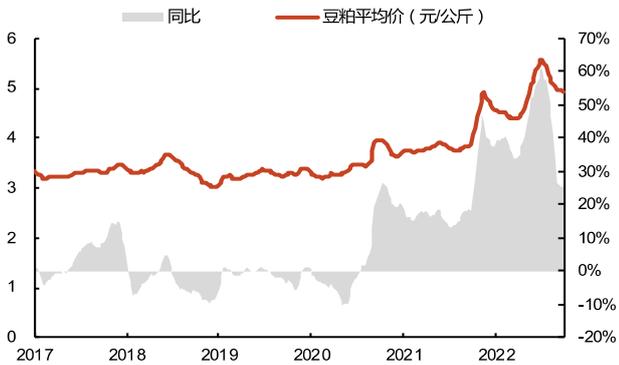
资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2023 年 02 月 17 日

图 11: 玉米平均价



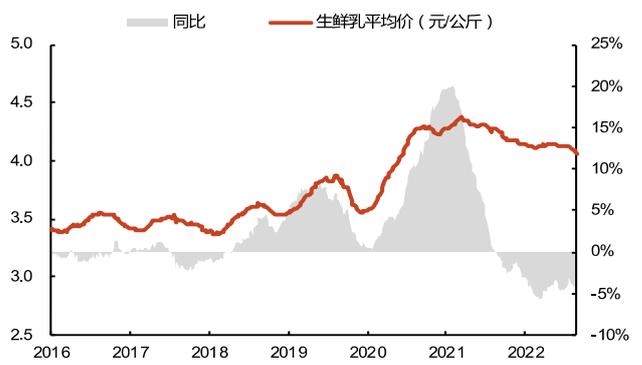
资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2023 年 02 月 08 日

图 12: 豆粕平均价



资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2023 年 02 月 08 日

图 13: 生鲜乳平均价



资料来源: wind, 光大证券研究所; 注: 截至 2023 年 02 月 08 日

## 4、重要公司公告

**金达威** 2023 年 2 月 15 日公司发布关于持股 5%以上股东减持公司股份超过 1% 的公告: 中牧股份累计减持公司 613.1 万股, 占公司总股本 1.01%。本次减持后, 中牧股份持有公司 1.21 亿股, 占公司总股本的 19.86%。

**新乳业** 2023 年 2 月 15 日公司发布关于监事减持计划实施进展暨减持数量过半的公告: 公司股东兼监事李红梅女士累计减持公司 7 万股, 占公司总股本 0.01%。本次减持后, 股东兼监事李红梅女士持有公司 27.21 万股, 占公司总股本的 3.13%。

**劲仔食品** 2023 年 2 月 18 日公司关于控股股东部分股份质押的公告: 公司股东、实际控制人周劲松先生质押公司 4789.92 万股, 占公司总股本的 10.62%, 质押用途为非公开发行认购资金需求。本次质押后, 周劲松先生累计质押公司 8431.92 万股, 占其所持股份比例的 48.93%, 占公司总股本的 18.69%。

## 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	1,820.78	524.60	626.44	727.55	41.76	49.87	57.92	44	37	31
000858.SZ	五粮液	208.15	233.77	268.84	308.14	6.02	6.93	7.94	35	30	26
000568.SZ	泸州老窖	251.40	79.56	100.97	124.27	5.43	6.86	8.44	46	37	30
600809.SH	山西汾酒	294.00	53.14	79.21	99.52	4.36	6.49	8.16	67	45	36
600702.SH	舍得酒业	205.00	12.46	15.07	19.80	3.75	4.54	5.96	55	45	34
002304.SZ	洋河股份	176.19	75.08	97.49	112.94	4.98	6.47	7.49	35	27	24
603369.SH	今世缘	63.85	20.29	25.14	30.70	1.62	2.00	2.45	39	32	26
603517.SH	绝味食品	51.00	9.81	2.59	11.61	1.60	0.41	1.84	32	124	28
603345.SH	安井食品	173.35	6.82	10.83	13.97	2.79	3.69	4.76	62	47	36
002216.SZ	三全食品	17.44	6.41	7.83	8.40	0.73	0.89	0.96	24	20	18
300973.SZ	立高食品	95.33	2.83	1.62	2.95	1.67	0.95	1.74	57	100	55
001215.SZ	千味央厨	78.16	0.88	1.01	1.29	1.02	1.17	1.49	77	67	52
605089.SH	味知香	79.09	1.33	1.53	1.86	1.33	1.53	1.86	59	52	43
603866.SH	桃李面包	16.12	7.63	8.49	9.85	0.80	0.89	1.03	20	18	16
605338.SH	巴比食品	33.79	3.14	2.47	2.89	1.27	0.99	1.17	27	34	29
002557.SZ	洽洽食品	46.80	9.29	10.25	12.58	1.83	2.02	2.48	26	23	19
603719.SH	良品铺子	37.44	2.82	3.91	4.91	0.70	0.98	1.22	53	38	31
600887.SH	伊利股份	30.69	87.05	93.54	107.62	1.36	1.46	1.68	23	21	18

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-02-17

## 6、重点报告汇总

表 2：建议关注 2 月 06 日发布的紫燕食品投资价值研究报告

报告类型	发布时间	报告名称	标的公司/行业
公司深度	2023.02.06	佐餐卤味掌舵手，百味紫燕展望千城万店——紫燕食品 (603057.SH) 投资价值研究报告	紫燕食品
公司简报	2023.01.30	收入持续稳健增长，盈利能力环比提升——安井食品 (603345.SH) 2022 年业绩快报点评	安井食品
公司简报	2023.01.19	业绩超预期，增长势能延续——山西汾酒 (600809.SH) 2022 年度业绩预告点评	山西汾酒
公司简报	2023.01.12	股权激励激发团队活力，门店业务助力业绩增长——良品铺子 (603719.SH) 2023 年员工持股计划(草案)点评	良品铺子

资料来源：光大证券研究所

## 7、投资建议

我们维持以下配置思路：（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